

|             |   |            |         |
|-------------|---|------------|---------|
| Headline    | Tenaga Should Spin Off Transmission And Distribution For Market |            |         |
| MediaTitle  | Nanyang Siang Pau   |            |         |
| Date        | 15 Oct 2016   | Language   | Chinese |
| Circulation | 27,667  | Readership | 83,000  |
| Section     | National  | Page No    | A7      |
| ArticleSize | 767 cm <sup>2</sup>   | Journalist | N/A     |
| PR Value    | RM 28,943   |            |         |
|             |   |            |         |



# 优化资产负债表 可派更高息 国能应分拆输配电上市

(吉隆坡 14 日讯) 国家能源 (TENAGA, 5347, 主板贸服股) 正采取行动优化资产负债表, 为了降低资本成本, 国能至少必须提高派息; 惟分析员相信, 将旗下输电和配电 (T&D) 业务分拆上市, 会是更好的选择。

联昌国际投行分析员指出, 国能目前的净负债企于 33%, 显示资产负债表没有被充分利用。

“我们认为, 这会对国能目前的股价不利, 也会对未来的估值带来风险。”

国能旗下输电和配电业务的资产, 是受到奖掖式管理 (简称 IBR) 的管制, 约贡献一半的税前盈利。

根据现有的监管条例 (2014 至 17 年), 奖掖式管理允许国能的输电和配电资产, 赚取 7.5% 的资本回酬。

资产的加权平均资本支出率 (WACC), 是由监管单位根据资本资产定价模型 (CAPM) 所估算。

## 保留较少净利拉高负债率

由于监管单位的目的, 是降低国能从消费者身上赚取的输电和配电净利, 因此, 监管者在拟定下一个监管条例时, 有可能会设下一个更有效率的资本架构。

这将导致输电和配电资产赚得的净



利, 比资本资产要少, 因此, 提升了拉高负债水平的必要。

分析员说, 其中一个拉高负债率的办法, 是保留较少的净利。目前, 国能的股息派发率是 25%, 分析员相信, 该公司有能力将至少 70% 的净利, 当做股息回馈股东, 相等于 2017 财年 6.5% 的周息率。

然而, 要降低输电和配电资产的 WACC, 对监管者而言是个更大的挑战, 因这在于估计公司的股权成本。

目前, 7.5% 的 WACC 是根据国能 2004 至 12 年的股票贝他 (beta) 所计算。

理论上, 基于国能的净利稳定, 因此系统风险乃低于平均水平。不过, 实际上国能的贝他企于 1.1, 因对外资来说, 该股是市场的代表, 同时在富时隆综指 (KLCI) 也站有一席之地, 且拥有高流通量。



| 国家能源业绩预测  |          |          |          |
|-----------|----------|----------|----------|
| 截至 8 月底   | 2016 预测  | 2017 预测  | 2018 预测  |
| 营业额 (令吉)  | 454.73 亿 | 454.74 亿 | 477.16 亿 |
| 净利 (令吉)   | 75.02 亿  | 76.32 亿  | 77.08 亿  |
| 每股净利 (仙)  | 133      | 135      | 137      |
| 周息率 (%)   | 2.60     | 2.64     | 2.67     |
| 净负债率 (%)  | 37.5     | 31.6     | 27.8     |
| 投资回报率 (%) | 15.0     | 13.8     | 12.7     |

资料来源: 联昌国际投行





|             |   |            |         |
|-------------|---|------------|---------|
| Headline    | Tenaga Should Spin Off Transmission And Distribution For Market |            |         |
| MediaTitle  | Nanyang Siang Pau   |            |         |
| Date        | 15 Oct 2016   | Language   | Chinese |
| Circulation | 27,667  | Readership | 83,000  |
| Section     | National  | Page No    | A7      |
| ArticleSize | 767 cm <sup>2</sup>   | Journalist | N/A     |
| PR Value    | RM 28,943   |            |         |
|             |   |            |         |



## 分拆估值 870 亿

不仅如此，国能也还有其他的业务，如发电和港口营运，这些业务的风险都异于输电和配电业务。因此，国能的贝他或无法反映输电和配电业务的系统风险。

所以，将输电和配电业务分拆上市，可更准确的衡量资产的贝他，并确保输电和配电业资产能从消费者身上，赚取更合理的回酬。

假设国能真的将该业务分

拆上市，估计将值 680 亿至 870 亿令吉，至于其余的净资产，则料达 270 至 550 亿令吉。

市值方面，两者的市值将高达 950 亿至 1420 亿令吉，比目前高出 17 至 75%。

因此，分析员相信，分拆上市会是个更全面的方法，因这不仅可以解决输电和配电资产低回酬的风险，还能释放价值。

## 发31.5亿回债拓展 海外业务主导长期增长

此外，分析员认为，国能子公司 TNB Global Ventures Capital 有限公司，发行 7 亿 5000 万美元（约 31 亿 5000 万令吉）的回教债券，所筹得的资金将作为拓展海外业务的资金。

再加上国内稳定的营运，大马银行投行分析员相信，海外拓展计划将主导长期增长。

这项回债是 10 月 4 日宣布的 25 亿美元（约

103.32 亿令吉）多元货币回教债券计划之一。

回债期限为 10 年，回酬率为每年 3.244%，并会在马交所和新交所进行交易。

该股依旧是分析员在能源领域的首选股项，维持“买进”的投资评级，和 19.05 令吉的目标价格。

国能闭市时挂 14.42 令吉，跌 6 仙，成交量达 672 万 3400 股。