

Weekly Watch 一周检视

大马机场私有化的疑虑

焦点

马来西亚机场私有化的提议成为2024年的新闻焦点，引起了几乎各行各业的激烈争论和截然不同的观点。

自从去年5月Gateway Development Alliance私人有限公司(GDA)宣布以每股11令吉的价格收购大马机场(AIRPORT)以来，有关该机场运营商的私有化提议引起了很多讨论。

GDA是由国库控股有限公司和雇员公积金局(EPF)带头创立的财团，外国合作伙伴包括阿布扎比投资公司(ADIA)和全球基础设施合作伙伴(GIP)(统称为“联合收购人”)。

现在是时候分享我们的观点了，因为接受收购的截止日期已从

前线把关
小股东权益监管机构(MSWG)

2025年1月8日下午5点延长至2025年1月17日下午5点。收购的条件是联合收购的接受率至少达到90%。

值得注意的是，联合收购人已表示，如果私有化继续进行，他们打算让大马机场控股退市。截至



2025年1月8日，联合要约人已成功获得84.12%的接受率。

少数股东陷入了进退维谷的境地，他们被独立顾问和大马机场控股无利害关系董事提出的相互矛盾的观点所困扰。

独立顾问丰隆投资银行认为该收购“不公平但合理”，并建议大马机场股票持有人接受该收购。

与此同时，大马机场的无利害关系董事不同意丰隆投行的观点，并建议拒绝该收购。

计公允价值之间的折扣并不罕见。MSWG的周刊《观察家报》经常讨论这个问题。事实上，我们一直主张自愿收购的政策转向“公平合理”，并主张打算退市的上市公司应为所有股东提供“公平合理”的价格。

周息率逐年跌

回顾过去三年的私有化收购，我们发现大多数收购都大幅折价，折价幅度在30%至60%之间。一个值得注意的例外是森那美(SIME)于2023年12月以每股5.00令吉收购合顺(UMW)，折价幅度小得多，为10.84%至16.90%。相比之

下，大马机场的报价与其估计的公允价值之间的折价相对较小。

多年来，大马机场一直向股东派发超过50%的净利润，但在冠病疫情期间，公司两年没有派发股息(见表)。股息根据其利润波动。

因此，周息率从2008年的8.39%下降到2010年代初的3%，然后进一步下降到1%左右。当然，低股息收益率并不是股价上涨的结果，因为股价基本徘徊在5令吉至9令吉之间。

从投资角度来看，我们认为其股息收益率相当低。相比之下，2024年11月富时隆综合指数的平均股息收益率为每年3.95%。

应提供公平合理价格

由于随着不同利益相关者的观点不同，我们必须考虑以下因素。

从历史上看，大马机场的股价从未超过每股11令吉的发行价。从2008年到2023年，其股价一直在2.21令吉至9令吉之间。

然而，在5月份宣布私有化计划之前，股价从2024年1月1日的7.49令吉稳步攀升至4月份的10令吉左右。大马机场股价当年挂收于10.58令吉。

独立顾问认为，11令吉的报价并不公平，因为它太低了，比使用分部总和估值法得出的估值12.61令吉至13.71令吉折价12.77%至19.77%。尽管如此，11令吉仍比截至2024年9月30日的最新未经审计每股4.89令吉的净资产溢价6.11令吉或124.95%。

然而，该独立顾问也表示，该报价是合理的，因为它比过去

不同时期的市场交易价格高出3.57%至37.78%。

无利害关系的董事聘请了新加坡瑞银分行来评估大马机场股票的公允价值。瑞银使用各种估值方法，包括折现现金流分析和交易可比分析，将股权价值定在10.95令吉至13.15令吉之间。

瑞银和独立顾问之间的估值范围差异主要源于瑞银和独立顾问在得出公允价值范围时采用的不同估值方法和敏感性分析。

在收购要约中，收购价格与估

年份	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
年末闭市价(令吉)	2.21	3.97	6.28	5.80	5.21	9.00	6.80	5.61	6.06	8.79	8.38	7.60	5.92	5.98	6.56	7.36
年度派息(仙)	18.55	22.90	19.75	21.15	13.63	11.78	5.60	8.50	10.00	13.00	14.00	15.00	--	--	3.91	10.80
派息率(%)	50	50	55	50	50	50	61	58	56	55	52	52	--	--	50	50
周息率(%)	8.39	5.77	3.14	3.65	2.62	1.31	0.82	1.52	1.65	1.48	1.67	1.97	--	--	0.60	1.47

来源：大马机场

MSWG重点观察股东大会

以下是本周小股东权益监管机构(MSWG)股东大会/特大的观察名单，这里只简要地概括小股东权益监管机构所关注的重点。
读者可以查询MSWG的网站 www.mswg.org.my，以得到对公司所提出的问题详情。

振德(CHINTEK) (股东大会)

简报：集团2024年营业额同比增长28.78%至2.6486亿令吉(2023年：2.0567亿令吉)，净利润同比增长63.66%至8735万令吉(2023年：5337万令吉)。

由于预计原棕油平均售价将保持上涨趋势，振德预计2025年的种植业绩将令人满意。

家丽资机构(HOMERIZ) (股东大会)

简报：由于产品销量增加，该集团2024年的营运收入增长了41.24%至2.2972亿令吉(2023年：1.6264亿令吉)。

与此同时，其税前盈利增长了34.56%至4493万令吉(2023年：3339万令吉)，与收入的增长一致。

提问：董事部宣布，在2024年12月12日，其全资子公司Embrace Industries有限公司的一处房产发生了火灾。该事件影响了一条喷涂线和在制品库存。火灾造成的损失仅限于一栋家具工厂大楼。(来源：2024年12月12日的大马交易所公告)

- a) 什么原因造成火灾?
- b) 所有受影响的资产是否都已投保?可索赔的金额估计是多少?
- c) 请向股东通报火灾事件对集团截至2025年度的潜在财务影响

国云集团(PLB) (股东大会)

简报：截至2024年8月31日的财政年度，PLB的总营业额为1.3443亿令吉，而上一年的4481万令吉，这两项收入均来自持续经营业务。

然而，记录的税前亏损为768万令吉，其中包括持续经营业务的税前盈利1009万令吉和终止经营业务的税前亏损1778万令吉。尽管如此，其底线比上一年的2667万令吉亏损有了很大的改善。

国云集团(PLB) (股东大会)

简报：该公司寻求股东批准，通过其持股85.71%的子公司PLB Terang有限公司，以1980万令吉的价格出售PLB绿色太阳能有限公司的60%股权。

提问：拟议出售PLB绿色太阳能有限公司标志着公司退出太阳能服务业务，因此该集团将出售太阳

能光伏(PV)电厂。(年报第13页和第28页)

- a) 这如何影响集团未来的碳足迹?
- b) 集团的再生能源举措(例如在2025年的发展项目中采用太阳能电池板以及通过建筑设计促进自然采光)是否足以抵消集团碳足迹的影响?

金群利集团(MATRIX) (股东大会)

简报：金群利集团建议发行最多6.2567亿股红股，进行2送1红股。

必胜(SPRITZER) (股东大会)

简报：公司建议1送1红股。



效能方案(EFFICEN) (股东大会)

简报：效能方案将寻求股东批准，为符合条件的人员设立一项雇员认股计划(ESOS)，其规模将占公司已发行股份总数的10%(拟议ESOS)。

公司也寻求股东批准根据拟议的雇员退休计划向董事、Efficient E-Solutions大股东及其相关人员分配雇员退休计划期权，其中包括向莫达阿末贾马尔和拿督罗比亚阿都甘尼授予雇员退休计划期权，他们两人均为集团的独立董事。

为了更好地遵循企业监管，MSWG不鼓励向独立董事提供期权的做法，因为他们在公司中不担任执行职务，并且负责监督向员工和执行董事分配期权。

绍迪集团(SG) (股东大会)

简报：公司报告称，今年又亏损606万令吉，与2024年的收入较低一致。收入下降是由于对其加工产品(FPP)的需求减弱以及交易活动停止。

此外，原材料和劳动力成本的增加，加上柴油补贴的取消，造成了2024年的负面业绩。
提问：1. “管理层将继续提高生产效率和产

能，以在FPP领域占据更大的市场份额，从而满足更多销售需求并扩大东马(沙巴和砂拉越)的市场。与2023年相比，东马的需求增长了约1.5倍。在本财政年度，公司投资扩大生产能力，以便生产更多FPP产品并满足当地和东马市场的需求。”(2024年年报第14页)

a) 请分别提供2022财年、2023财年和2024财年对沙巴、砂拉越和马来西亚其他地区的总销售额明细。

b) 在2024年1月10日举行的年度股东大会上对MSWG提出的问题的答复中提到，扩建工程预计将于2024年上半年完成。请提供扩建的最新情况。设施竣工后的生产能力和使用率是多少?

2. “利润下降主要是由于2024年期间材料成本上涨，尤其是鸡肉价格上涨。”(年报第15页)

- a) 过去五个财政年度，鸡肉的平均购买价格是多少?
- b) 鉴于最近的通货膨胀，公司是否将增加的成本转嫁给了消费者?如果是，转嫁率是多少?

大资工业(HEXIND) (股东大会)

简报：公司提议出售并回租位于蕉赖和巴西古当的工业用地，同时签订位于民都鲁的工厂租赁协议。

拟议的出售旨在将其在蕉赖和巴西古当的房地产投资套现，并满足集团的融资需求。
拟议的租赁将确保营运不间断。

提问：1. 预计拟议出售将带来465万令吉的利息和成本节省。(通告第19页)

物业折旧产生的成本节省是非现金项目，而向买方支付租金将减少公司可用的现金。

a) 假设拟议的出售和拟议的房地产租赁于2023年12月31日财政年度结束前完成，这对公司的现金流有何影响?

b) 租赁的长期成本与所有权相比如何，特别是在财务负担和营运灵活性方面?

2. 公司以什么标准来识别和评估房产的潜在购买者?是否采用竞争性投标程序来确保房产实现最高价值?

南亚(ASTINO) (股东大会)

简报：南亚2024年营业额增长1.6%至6.29亿令吉。这主要是由于销量增加11%至10万2000公吨，但被平均售价下降所抵消。同时，由于原材料成本降低和销量增加，整体利润从一年前的13.7%提高至15.2%。

在2024年，该集团以6020万令吉的价格在雪兰莪州收购了一块20.3英亩的土地，以满

基础设施需常升级

机场是重要的交通基础设施，需要不断升级和现代化，因此需要大量资金。它们也是一项长期投资，这意味着股东可能要几年后才能以股价上涨和股息的形式看到回报。

如献购文件和独立咨询通函所述，联合收购者和无利害关系的董事都同意，尽管他们对私有化收购背后的理由持有不同看法，但大马机场控股需要巨额资本投资来实现其扩张计划。

未来五年需约100亿

在过去五年中，大马机场仅投资了13亿令吉的资本支出，与新加坡樟宜机场的189亿令吉、印尼机场公司的81亿令吉，以及泰国机场的68亿令吉形成鲜明对比。马来西亚政府估计，大马机场控股在未来五年内需要约100亿令吉的投资才能保持竞争力。

相比之下，樟宜机场集团最近宣布在未来六年内投资30亿新元(约98.69亿令吉)，用于改善1至4号航站楼的服务，这进一步说明了维持一流机场标准所需的资金规模。

显然，大马机场集团的资本投资已经滞后。然而，由于缺乏联合投标人未来资本投资和计划的全部细节，目前仍然不清楚接下来的具体方向。

大量资本至关重要

虽然大马机场的财务表现呈现积极势头，但这可能是疫情后低基数的反弹效应。恢复大马机场昔日的辉煌需要付出大量努力、时间和资本投入。

值得称赞的是，大马机场的无利害关系董事拒绝了该提议，表明他们致力于股东的最大利益行事。

根据进市价，私有化收购要约提供了锁定部分利润的机会。这可能是退出并将资金重新分配到投资期限内收益更高或资本增长前景更好时机。

如果大马机场继续在大马交易所上市，其股价可能会超过公开市场上11令吉的收购价。然而，由于基础设施升级需要大量投资，这种愿望在短期内似乎不太可能实现，这也可能给股息支付带来压力。

最终，接受或拒绝报价的决定权在您手中，因为每个股东的风险偏好、投资策略、投资期限和期望各不相同。与往常一样，少数股东应根据其风险偏好和可用信息做出明智的投资决策。

纽约大学斯特恩商学院金融学教授阿斯拉·达摩达兰表示：“估值不是一门精确的科学或艺术，而是一门手艺。我们应该始终记住，所有估值都是有偏见的。唯一的问题是偏见程度如何，以及倾向哪个方向”。

因此，在不确定时期，股东可能也会优先考虑务实因素，而不是理论估值。考虑现有股东是否愿意投入长期永续性和竞争力所需的大量资本也至关重要。

最后，如果没有GDA私有化的前景，大马机场股价是否会在短期内突破10令吉大关?这谁也说不准。

足其扩张计划。

提问：2024年，集团的销量增长了11%，达到10万2000公吨。(年报第4页)

- a) 推动销售量增长11%的关键因素是什么?是由于现有客户需求增加、获取新客户、市场覆盖范围扩大还是其他外部因素?
- b) 哪些产品的销售量增幅最大?
- c) 2025年的需求前景如何?

大资科技(HEXTECH) (股东大会)

简报：特别大会将寻求股东批准，将部分租赁土地的剩余未到期租约出售给大众信托，该租赁土地上建有工厂和办公室，可出租面积为19万3365平方尺，租期将于2049年11月11日到期，现金对价为2370万令吉，出售给身为KIP产托(KIPREIT)房地产投资信托的受托人的大众信托。

大资资本(HEXCAP) (股东大会)

简报：公司建议将现有业务多元化，包括放贷业务。

根据建议的多元化战略，该公司计划重新分配私募募集的资金(此前用于资助其合同工程)，以资助放贷业务。

拟议的多元化战略旨在提供额外的收入来源，以减少对现有业务的依赖。

提问：公司放贷业务的目标客户包括上市公司、私人有限公司及高净值人士。(通告第3页)

上市公司及高净值人士通常拥有较佳的信用评级。

公司打算如何确保其贷款产品的定价具有竞争力，同时保持足够的利润，尤其是考虑到拥有良好信用评分的客户(上市公司及高净值人士)可能会寻求成本最低的融资选择?

免责声明

- 小股东权益监管机构持有文中提及公司少数股权。
- 本栏简报与内容版权属小股东权益监管机构，所表达的意见是采自大众媒体。
- 我们将尽力确保所发布的资讯准确及最新，但不担保信息和意见的精确和完整。
- 内含资讯和意见仅供参考，并非买卖建议，或认购相关证券、投资或其他金融工具的认购邀约。

更多详情可查询：www.mswg.org.my
欢迎反馈意见：mswg.ceo@mswg.org.my