



The MSWG 官方周报 Observer

2025年1月17日 | 星期五

与时间赛跑

大马机场控股在2024年的私有化献议成为全民焦点，
引发全民热议与大相径庭的观点。



大马机场控股私有化献议中的不安与疑虑

免责声明：本文转载自 MSWG 专栏，最初于 2025 年 1 月 4 日在 Starbiz7 上发表，并附有附加评论。

自去年 5 月 Gateway Development Alliance Sdn Bhd (GDA) 宣布以每股 11 令吉的价格收购大马机场控股有限公司 (MAHB) 以来，有关该机场营运商的私有化提议引起了各方讨论。

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局和全球基础设施合作伙伴（统称为“联合献购人”）。

现在是时候分享我们的观点了，因为接受献购的截止日期已从 2025 年 1 月 8 日下午 5 点延长至 2025 年 1 月 17 日下午 5 点。收购献议的条件是联合献购的接受率至少达到 90%。

值得注意的是，联合献购人已表示无意维持大马机场控股的上市地位。截至 2025 年 1 月 15 日，献购人已成功获得 86.18% 的接受率。

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

独立顾问 (IA) 丰隆投资银行 (HLIB) 认为该献购“不公平但合理”，并建议大马机场控股股东接受该献议。

然而，大马机场控股的无利害关系董事不同意独立顾问的观点，并建议拒绝该献购。由于不同利益相关者的观点不同，我们必须考虑以下因素。

公平和合理

从历史上看，大马机场控股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。大马机场控股 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**，因该献议价对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，每股 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%。

同时，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控股股票的公允价值。瑞银使用不同估值方法，包括折现现金流分析和交易可比分析，将每股价值定在 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不同的估值方法和敏感性分析。

在收购献议中，收购价格与估计公允价值之间的折扣并不罕见。小股东权益监督机构时刻关注这议题。事实上，我们一直主张自愿收购献议的政策转向“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。

回顾过去三年的私有化献议，我们发现大多数献购案都面临大幅折价的情况，折价幅度在 30% 至 60% 之间。一个值得注意的例外是森那美于 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，大马机场控股的报价与其估计的公允价值之间的折价相对较小。

周息率

多年来，大马机场控股一直向股东派发超过 50% 的净利润，除了在在冠病疫情期间（2020 – 2021 年）。

因此，周息率从 2008 年的 8.39% 下降到 2010 年代初的 3%，然后逐渐下滑至目前的 1% 左右。当然，低股息收益率并不是股价上涨的结果，因为该股股价基本徘徊在 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 月大马富时综指平均股息收益率为每年 3.95%。

| Year | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|-------|-------|-------|-------|------|------|------|-------|
| Last Closing Price for the year (RM) | 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 |
| Dividend Per Share (DPS) (sen) ^(a) | 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 |
| Dividend Payout (%) | 50 | 50 | 55 | 50 | 50 | 50 | 61 | 58 | 56 | 55 | 52 | 52 | - | - | 50 | 50 |
| Dividend Yield (%) ^(b) | 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 |

(a) 基于财政年度的每股股息

(b) 根据每股股息除以该年度最后收盘价来计算。

(来源：数据摘自大马机场集团 2023 年年报)

未来资本投资和计划

机场是重要的交通基础设施，因此需要大量资金不断升级和现代化其设备。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，尽管联合献购者和无利害关系的董事对该私有化活动持有不同看法，但双方均同意**大马机场控股需要巨额投资来实现其扩张计划。**

在过去五年中，大马机场控股仅支出了 13 亿令吉的资本支出，与樟宜机场的 189 亿令吉、印尼 Angkasapura I 和 II 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其竞争力。**

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，用于改善 1 至 4 号终站的服务，这进一步说明了维持一流机场标准所需的资金规模。

显然，大马机场控股的资本投资计划迫在眉睫。对于大马机场控股的未来走向，由于缺乏未来资本投资和计划的细节，我们不予置评。

结论

虽然大马机场控股的财务表现呈现上扬势头，但这极大可能是后疫情低基数的反弹效应。大马机场控股欲重回昔日辉煌仍需付出极大的努力、时间和资本投入。

值得一提的是，大马机场控股的无利害关系董事拒绝了该提议，表明他们致力于为股东的最大利益行事。

另一方面，私有化献购无疑为一些股东们提供套利机会。这可能是将资金重新分配到更高收益或资本增长前景更佳资产的好时机。

若大马机场控股维持其上市地位，其股价可能会超过 11 令吉的献购价。然而，由于未来所需的巨额资本投资，未来股价极有可能面临承压，并为其派息能力带来压力。

最终，**决定权在股东手中**，并因风险偏好、投资策略、投资期限和展望而各不相同。股东们应根据其风险偏好和所获取的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瓦·达摩达兰 (Aswath Damodaran) 表示：“估值不是一门精确的科学或艺术，而是一门技艺。我们必须谨记，所有估值都带有偏见，问题在于偏见的程度以及方向”。

因此，在不确定时期，股东可能也会优先考虑其他务实因素，而不是单一理论估值。考虑现有股东是否愿意投入长期可持续性和竞争力所需的大量资本也至关重要。

最后，在缺乏这私有化献议的前提下，大马机场控股股价是否会在短期内突破 10 令吉大关？相信我们各自有不同的答案。

[END]

DISCLOSURE OF INTERESTS

With regard to the companies mentioned, MSWG holds a minimum number of shares in all the companies covered in this newsletter.

DISCLAIMER

This newsletter and the contents thereof and all rights relating thereto including all copyright is owned by the Badan Pengawas Pemegang Saham Minoriti Berhad, also known as the Minority Shareholders Watch Group (MSWG).

The contents and the opinions expressed in this newsletter are based on information in the public domain and are intended to provide the user with general information and for reference only. Best efforts have been made to ensure that the information contained in this newsletter is accurate and current as at the date of publication. However, MSWG makes no express or implied warranty as to the accuracy or completeness of any such information and opinions contained in this newsletter. No information in this newsletter is intended to be or should be construed as a recommendation to buy or sell or an invitation to subscribe for any of the subject securities, related investments or other financial instruments thereof.

MSWG must be acknowledged for any part of this newsletter which is reproduced.

MSWG bears no responsibility or liability for any reliance on any information or comments appearing herein or for reproduction of the same by third parties. All readers or investors are advised to obtain legal or other professional advice before taking any action based on this newsletter.