

Weekly Watch 一周检视

# 该接受马化资本私有化吗？

2024年5月28日，低调的大亨丹斯里刘锦坤提议，通过其私人公司Casi Management私人有限公司(CMSB，献议者)，通过选择性资本削减(SCR)活动，以每股1.70令吉将马化资本(MPHCAP, 5237, 主板金融股)私有化。

拟议的SCR将对4.4007亿股进行资本削减和回退每股1.70令吉，占已发行马化资本股份总数的62.68%。

CMSB和MWE控股(与CMSB和刘锦坤的SCR共同行动)共同拥有马化资本37.32%股份。

刘锦坤和他的女儿担任马化资本董事部的非独立非执行主席和执行董事(统称为利益董事)。

一般来说，当涉及收购献议时，少



数股东必须询问几个相关问题，然后才能决定是否接受献议。

### 少数股东应该考虑与询问：

- 收购的理由是什么？
- 收购价格是否公平合理？
- 股票估值采用什么方法？
- 有哪些选择，对少数股东有何影响？
- 收购方是否有意维持公司的上市地位？



马化资本持有的酒店资产。

## 收购理由和上市地位

针对马化资本私有化的理由，CMSB表示，过去五年来，股票交易流动性较低，日均交易量为16万310股，占3.8805亿股自由流通股的0.04%。

因此，拟议的SCR将允许符合资格股东(CMSB和MWE控股以外的股东)变现在马化资本的投资，再投资到其他地方。

此外，献议者还声称，上市地位给集团及股东带来的利益微乎其微，因为马化资本在过去十年，没有在资本市场进行任何融资活动。

同时，该公司一直在承担成本以维持上市地位，并遵守作为大马交易所上市公司的相关监管要求。

献议者表示，私有化将为马化资本提供更大的灵活，能够不受监管限制地发展现有业务，从而形成高效的营运结构，提高资源使用率、公司前景和未来增长。

刘锦坤也不打算维持马化资本的上市地位。

### 献议价不公平但合理

自马化资本于2024年5月28日宣布SCR以来，MSWG已收到其少数股东对献议价格的众多担忧和反馈，该献议价格大幅低于公司的净资产值(NAV)。

每股马化资本股票1.70令吉的献议价，仅比2024年5月27日(即发出献议的前一天)的收盘价1.57令吉，高出13仙或8.28%。

另一方面，报价比现行三个月成交量加权平均价1.2978令吉，高出30.99%。独立顾问(IA)大华继显证券行在其2024年8月15日的独立建议书中得出结论，SCR“不公平但合理”。

独立顾问认为SCR“不公平”，因为其每股1.70令吉的报价代表：

(i) 比马化资本股票估计的每股3.27令吉的公允价值，折价48.01%(通过重估净资产值(RNAV)方法计算)

(ii) 比截至2024年3月31日的每股2.44令吉的未经审计合并净资产折价30.33%。

另一方面，独立顾问也认为SCR是“合理的”。这是因为它为无利益关系的股东(尤其是持有大量股份的股东)提供了退场机会，以兑现在马化资本的投资。

## 董事部建议

在考虑了SCR的各个方面后，马化资本董事部(除利益相关董事外)同意独立顾问的评估和建议，SCR被认为“不公平但合理”。

董事部建议股东赞成行使SCR的特别决议。马化资本表示，其三名独立非执行董事，即拿督Lim Tiong Chin、Kuah Hun Liang和Ng Siew Hong，打算投票赞成特别决议。

若私有化要取得成功，该提案必须在9月6日的特大上，获得至少多数无利害关系股东亲自或通过代理批准，且批准持股不得少于75%。

此外，该提案还不能有超过10%的无利害关系股东的反对票。CMSB、刘锦坤和PAC，将不会对SCR进行投票。

## 收购合理的基础：

(i) 马化资本股票的历史市场价格：过去三年内的交易价格，从未高于SCR献议价。

(ii) 马化资本股票的历史交易流动性：股票的交易量相对缺乏流动性。交易流动性截至2024年7月的过去12个月平均历史月交易量0.55%，和排除异常值的平均月交易量0.32%，低于马股消费指数和产业指数自由流通股的平均月交易量8.01%和14.93%。

(iii) 没有替代提议：马化资本尚未收到替代献议，或收购资产和负债的献议。

(iv) 献议者、最终献议者及其一致行动人士的控制水平：他们持有约43.07%；因此，仍然可以对股东大会施加重大影响。

因此，大华继显建议符合资格的股东赞成即将于2024年9月6日举行的特大上提出的SCR特别决议。

然而，独立顾问警告说，该决定将完全取决于股东的风险偏好、特定偏好以及对马化资本未来业绩的预期。

## 建议变更

我们希望大家注意，马化资本的全资子公司Multi-Purpose资本控股有限公司，以5.2206亿令吉出售MPI Generali保险的51%股权，拟议变更其所得收益的使用方式(统称为拟议变更)。

此出售于2022年8月30日完成。最初，5.2206亿令吉的出售收益中约1.608亿令吉，被指定用于投资机会和/或土地收购，以支持马化资本的房地产业务扩张。

截至2024年3月31日，总出售收益中约20.42%或1.0663亿令吉仍未被使用。

鉴于缺乏合适的投资机会和收购，董事部决定拟议变更，利用未使用的出售收益部分来资助拟议SCR。

拟议变更将在即将召开的特大上，提交给无利害关系股东批准。

拟议变更需经马化资本无利害关系股东在即将召开的特别股东大会上批准。值得注意的是，拟议SCR和拟议变更是互为条件的。

如果马化资本无利害关系股东投票反对拟议变更，且该决议未在即将召开的特大上获得批准，则SCR将不会执行，因为它与拟议变更互为条件。

希望投票支持拟议SCR的少数股东，也应投票支持拟议变更。

## 我们的看法

此次私有化计划，让人想起了2018年刘锦坤对大马综合工业(MWE)实施的类似企业策略。

他通过SCR计划，以每股1.75令吉将这家服装制造商和房地产开发商私有化。那是他第二次尝试私有化大马综合工业。2015年他曾以每股1.70令吉的价格私有化，但是失败。

总结一下，大马综合工业每股1.75令吉的收购价，比每股2.77令吉的净资产值(NAV)折价36.8%。

此外，根据其独立顾问M&A证券行的评估，该收购价比每股2.79令吉和3.11令吉的估计公允价值，分别折价37.18%和43.72%。

尽管该交易被认为“不公平但合理”，M&A证券行仍建议股东投票支持SCR。此后，大马综合工业于2018年10月11日从大马交易所退市。

马化资本和大马综合工业有几个相似之处：在私有化献议提出之前，两家公司的交易量都很少，而且缺乏激情。此外，两家公司的出价，都远低于各自的资产净值。

鉴于此，MSWG于2024年7月5日与马化资本的独立董事会会面，传达少数股东对SCR报价的担忧和反馈，该报价大幅低于公司的资产净值。

由于该操作是根据现行规则、守则和上市要求进行的，MSWG只能试图说服独立董事在董事部层面，重新审议报价。

同时，MSWG建议少数股东等待独立顾问报告提供有关资产估值的更多详细信息，这将有助于他们做出明智的投资决策。

正如预期的那样，在

审议拟议的SCR报价后，马化资本董事部决定对SCR决议供无利害关系股东审议和批准。

不出所料，独立顾问认为SCR报价“不公平”但“合理”，并建议无利害关系股东投票赞成。

可惜的是，现行监管制度允许将“不公平”但“合理”的退场报价提出来，供股东审议。

独立顾问通常会建议无利害关系股东接受报价，尽管这不公平。大股东可能会在市场低迷期间，使用此类机制以低价私有化上市公司。

### 献议应公平合理

MSWG完全支持自愿退场献议，在提交给无利害关系股东审议之前，应该既“公平”又“合理”。

这与新加坡等地区同行的自愿退市规则一致，在这些地区，献议人必须提出公平的价格，达到或超过估计的公允价值，从而使少数股东的利益与要约人的利益保持一致。

监管机构应该研究这个问题，以进一步加强对少数股东的保护。

自成立以来，MSWG见证了许多私有化案例。我们完全理解少数股东的沮丧，他们因不公平的退场献议而遭受损失，并认为献议人以远低于估计公允价值的价格廉价将公司私有化。

但是，请记住，也有一些少数股东可能以低得多的价格投资，并借此机会套现。

为此，每个少数股东将各自决定是否接受或拒绝报价。与往常一样，少数股东应根据自己的风险偏好，做出明智的投资决策。

## 免责声明

- 小股东权益监管机构持有文中提及公司少数股股权。
- 本栏简报与内容版权属于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](http://www.mswg.org.my)  
欢迎回馈意见：[mswg.ceo@mswg.org.my](mailto:mswg.ceo@mswg.org.my)

## 本周重点观察股东大会及特大

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](http://www.mswg.org.my)，以得到对公司所提呈的问题详情。

### 立新工业 (RESINTC) 股东大会

#### 提问：

立新工业2024财年业绩创下纪录，收入和净利分别为1.0604亿令吉(2023年：8998万令吉)和602万令吉(2023年：100万令吉)。

a) 净赚幅从2023财年的1.1%扩大至5.68%，主要得益于生产力提高和流程简化(年报第7页)。

生产流程的哪些改进，使赚幅大幅提高？集团为提高工厂和机器性能投入了多少资金？赚幅提高是否可持续？请举例说明为提高整体生产力而实施的改进措施取得了哪些可衡量的成果。

b) 受数据中心蓬勃发展和水利基础设施升级需求推动，管道需求不断增长，为立新工业带来了巨大的机遇(年报第7页)。

大马部分州属数据中心建设热潮，引发供水不足担忧，雪兰莪水务等州属水务营运商纷纷加大管道更换举措，提高水的储备量。

i. 股东应关注哪些州属的主要水利基础设施工程？在这些举措中，哪个州为立新工业提供了更光明的前景和机会？

ii. 公司的可服务市场总值是多少？请分享您未来两到三年的收入增长预测。

iii. 与其他供应商相比，你们的竞争优势是什么？

c) 公司上一次宣布股息是在2022年，当时在净利511万令吉的基础上派息2.5仙。

尽管2024年的盈利和营运现金流大幅改善(为2216万令吉，而2023年为-475万令吉)，但为什么在年内没有派息？

d) 立新工业在2025年设定的主要目标是什么？

### 微想科技 (MICROLN) 股东大会

#### 提问：

1. 集团的贸易应收账款减值损失1130万令吉，远高于2023年的38万9178令吉(年报卷2第17页)。

- 哪些因素造成贸易应收账款减值损失大幅增加？
- 公司已采取哪些措施来收回减值金额？
- 收回减值金额的可能性有多大？
- 迄今为止，已收回多少减值的应收贸易账款？

2. 集团逾期超过60天的贸易应收账款，从2023年的1990万令吉，显著增加至2024年的6280万令吉(年报卷2第48页)。

a) 集团在收回逾期60天以上的贸易应收账款时面临哪些困难，尤其是当未偿还金额大幅增加时？

b) 集团2023年逾期60天以上的贸易应收账款客户情况如何？

c) 截至目前，集团已收回多少逾期款项？

### 绿迪通讯 (GPACKET) 股东特大

#### 提问：

“项目成功开发和实施后，TTISB有权获得项目产生的收入，TTISB和KIPLEPAY同意稍后才决定收入分成比例。”(2024年2月20日有关非公司合资协议的公告第2页)

“根据非公司合资协议(UJVA)，该协议须在适当时候签署详细的合资协议。”(通函第13页)

根据UJVA的规定，Kiplepay应投入高达1300万令吉的初始营运资金。(通函第14页)

a) TTISB的董事和股东是谁？

b) TTISB在项目扮演什么角色？对项目的资金贡献是什么？

此外，为什么只有Kiplepay需要提供高达1300万令吉的早期资本？

c) 初始营运资金1300万令吉的依据是什么？

d) 公司计划如何根据非公司合资协议，执行Kiplepay的权利和权益？确定UJVA各方之间的收入分成比例的标准是什么？

### BLD种植 (BLDPLNT) 股东大会

#### 提问：

1. BLD种植独立非执行董事拿督韩丹阿末于2004年2月4日获委任，于2007年7月3日辞职，并于2007年9月3日再次获委任(年报第8页)，已在董事部任职20年零7个月。

根据第7和11项提议，他正在寻求重选并继续担任公司的独立非执行董事。

大马交易所已修改主板上市要求，限制独立董事在上市公司或任何相关公司的任期，自其首次被任命为独立董事之日起，累计任期不得超过12年。(参考大马交易所主板上市要求第1章)

韩丹阿末继续担任BLD种植的独立非执行董事，违反了大马交易所主板的上市要求。

鉴于MSWG在去年的年度股东大会上提出了这个问题，而且已经过去了一年，董事部在确定和聘用新董事会成员方面面临哪些挑战？

2. 根据BLD种植在2021年、2022年和2023年对MSWG在之前的股东大会上提出的问题的回复，公司注意到MSWG的评论，并且由于保密和安全性问题，不希望以具名的方式披露董事薪酬。

公司继续不以具名方式披露2024年年报中的董事薪酬，违反了大马交易所主板上市要求。年报第14页的披露，不符合大马交易所主板上市要求，以及附录9C年报内容A部分(11)的披露要求。

### 泛亚综合物流 (TASCO) 股东大会

#### 提问：

随着运营格局的变化，新冠疫情期间的高运费逐渐消退，影响了物流公司的收入。

在国内，业者需应对工人短缺、劳动力成本增加、管理费用增加以及更高的销售和服务费率等挑战。(《年报》第11页)

- 请问2025和2026年的运输前景如何？
- 公司如何应对工人短缺、劳动力成本增加和管理费用增加的挑战？

### 贺特佳 (HARTA) 股东大会

#### 提问：

到了下半年，基础市场需求状况开始出现改善的早期迹象。(年报第15页)

2025年首季营收为5.838亿令吉，创下过去七个季度来的最高水平。首季5.5%的净赚幅，也超过2024财年全年1.1%。

a) 随着市场状况改善，集团是否预计2025年的销量将恢复到疫情前水平？

b) 目前集团手套的平均售价是多少？管理层是否认为大马制造商现在更有能力要求更高的价格，并重新获得市场份额？

### 海外天 (OVERSEA) 股东大会

#### 提问：

2023年8月29日，全资子公司海外天培训学院和王家和尼卡拉斯王(译音)签订了股份销售协议，以1375万令吉收购Nexus Excellent有限公司(“Nexus”)100%股权。

a) 海外天培训学院私人有限公司与Nexus，为集团2024年的盈利做出了哪些贡献？

b) 请说明Nexus目前的主要业务。2023年8月30日的公告提到，Nexus主要经营餐厅、快餐店、娱乐和音乐表演。然而，2024年年报指出，Nexus从事商业地产的出租和管理。

c) 收购Nexus与集团进一步进军食品和饮料业务的扩张计划，有何契合之处？

### 飞达控股 (FCW) 股东大会

#### 提问：

集团在2024年营业额比2023年增长32%，从2162万令吉增至2849万令吉。税前盈利也从上一年的2104万令吉，增至2024年的2409万令吉。

盈利增长，主要归因于上一个财年结束日期的变化。(2024年年报第17页)

飞达控股在2024年的税前盈利，主要来自合资公司业绩份额的贡献，税后盈利为2282万令吉。

在纳入合资公司业绩份额之前，集团在2024年蒙受146万令吉营运亏损(2023前9个月：营业亏损RM0.67万)(年报第72页)

董事部和管理层打算如何解决营运亏损的问题？采取了哪些措施推动营运盈利？