

# 释然重启

科恩马 (KNM) 集团于2025年11月5日从马来西亚交易所退市，这标志着这家陷入困境的工程集团一个时代的结束，也预示着一个新的开始。股东们似乎接受了这一举措，认为这是实现稳定所必需的一步，它为KNM集团提供了恢复昔日辉煌所需的喘息空间。

## 当 KNM 最终按下重置按钮时

那是一个阳光明媚的星期四早晨，地点是绿野度假城。阳光洒在湖面上，波光粼粼，湖水如同银色的玻璃一般。在会议室里，大约五十名科恩马公司（KNM）的股东就座，准备参加一场非同寻常的特别股东大会。

此时，科恩马已经从大马交易所退市。公司的股票代码在前一天就已经从屏幕上消失了，但公司尚未准备好结束一切。当天上午的特别股东大会将决定科恩马最有价值的资产——德国科恩马有限公司（DKNM）的命运。DKNM 是 Borsig GmbH 的控股公司，而 Borsig GmbH 这个名字长期以来一直是 KNM 集团辉煌时期的象征。

摆在股东面前的问题很简单：科恩马是否应该继续将 DKNM 以 2.7 亿欧元的价格出售给日本 NGK Insulators Ltd.？这个问题背后蕴藏着二十年的雄心壮志、风风雨雨和艰难求生——代表一个跌宕起伏的故事即将画上句号。

### 从雄心勃勃的开端到沉重的负担

要理解那个早晨的意义，我们必须回到 2008 年。当时，科恩马是一家快速崛起的工程集团，正乘着乐观的浪潮一路高歌猛进。它以 3.5 亿欧元收购德国 Borsig GmbH 公司的消息轰动一时，这一大胆举动标志着马来西亚正式登上全球工业舞台。此次收购立即扩大了科恩马在欧洲的业务范围，并带来了德国的精密制造技术和百年品牌声誉。在其鼎盛时期，Borsig 的营业额占科恩马总营业额的五分之四以上。

然而，过度依赖杠杆的增长模式往往脆弱不堪。此后几年，油价波动、项目进展缓慢以及融资成本上升等因素接踵而至，科恩马原本尚可控制的债务在市场压力下迅速膨胀。到 2021 年，该集团已拖欠其以泰铢计价的价值约 3.47 亿令吉债券。此次违约引发了骨牌反应：流动性收紧、审计意见保留，最终导致科恩马被列入 PN17 名单，这是马交所对财务陷困公司的指定类别。

接下来是长达两年的挣扎，试图重振旗鼓，期间经历了禁制令、修订商业计划、管理层改组以及频繁更换财务顾问。每一次重组的尝试都面临着同样的障碍：巨额债务和不断缩减的现金流。

### 寻找救命稻草

科恩马的管理层长期以来一直将 Borsig 视为其最重要的资产和最佳的生存机会。该集团最初在 2022 年尝试以 2.2 亿欧元的价格将这家德国子公司出售给一家本地投资机构，但交易最终未能完成。之后，董事部曾考虑将 Borsig 在新加坡交易所上市，但市场状况和监管审批时间等因素都不利于此举。

随后，在2025年初，一线生机出现了。日本 NGK Insulators 公司——一家拥有百年历史、在全球陶瓷和能源技术系统领域占据重要地位的企业——提出以 2.7 亿欧元（约合 12.6 亿马币）的价格收购 DKNM 及其子公司 Borsig。谈判持续了数月，但总体框架已经明确：这正是科恩马待已久的重组计划的核心部分。

根据买卖协议，NGK 将在交易完成后支付 88% 的现金，剩余的 12%（约 3200 万欧元）将存入托管账户，托管期最长五年，用于履行保修和赔偿义务。这笔交易被视为买卖双方自愿达成的交易，其目的并非为了盈利，而是为了公司的生存。董事部认为，这是通过法院批准的债务重组方案（SOA）解决 13.3 亿令吉债务的最切实可行途径。

DKNM 2024 财年的业绩凸显了此次出售的喜忧参半之处。公司营收达到 2.54 亿欧元，EBITDA 为 3900 万欧元，反映出强劲的业绩反弹。此次出售交易的 DKNM 企业价值/EBITDA 倍数为六倍，低于欧洲同行的平均水平，但在科恩马当前的情况下，时间比估值倍数更为重要。今天的现金比明天的理论价值更有意义。

### 监管的障碍与退市之路

尽管交易进展顺利，但 KNM 的复苏之路却遭遇了监管障碍。大马交易所质疑该集团在出售其最大盈利部门后，是否还能维持有效的营运。

与此同时，大股东 MAA 集团（MAAG）要求召开特别股东大会，以便股东能够直接对此

#### 科恩马集团——重大事件时间演进表

##### 2021 年 12 月 3 日

KNM 未能偿还一笔于 2021 年 11 月 18 日到期的、以泰铢计算的 27.8 亿泰铢债券（当时约合 3.47 亿令吉）。

##### 2022 年 5 月

建议将 Borsig 公司（通过 Deutsche KNM GmbH）出售给 GPR Siebzigste Verwaltungsgesellschaft mbH（GSV），售价为 2.208 亿欧元。

##### 2022 年 10 月 31 日

由于持续经营存在不确定性，该公司被列为 PN17 陷困公司。

##### 2022 年 12 月

Borsig 出售给 GSV 的交易告吹；将 Borsig 在新加坡交易所上市的计划也失败了。

##### 2025 年 2 月 27 日

与 NGK Insulators Ltd. 签署了一份有条件的股权购买协议，以 2.7 亿欧元的价格出售

##### 2025 年 6 月 9 日

宣布将于 2025 年 8 月 11 日召开法院召集的债权人会议（CCCM），对债务重组方案（SOA）进行投票表决。

##### 2025 年 8 月 11 日

SOA 方案获得了 KNM 和 KNMPS 两家公司超过 75% 债权人的批准。

##### 2025 年 8 月 19 日

向大马交易所提交拟议的重组计划。公布的拟议重组计划如下：

- 以 2.7 亿欧元的价格出售 DKNM
- 根据 2016 年公司法第 116 条进行股本削减
- 股票整合 4 变 1

##### 2025 年 8 月 27 日

已向大马交易所提交拟议的重组计划。

次资产出售进行投票。大马交易所随后提醒该公司，此次交易属于重大资产出售，通常需要聘请主要顾问、独立顾问，并提供独立估值报告。

大马交易所向高等法院提起诉讼，要求澄清 科恩马在未获得全面监管批准的情况下推进出售 Borsig 公司的行为，此举加剧了双方的紧张关系。交易所坚持认为，该资产出售属于其监管范围，因为它是一项 PN17 重组计划的一部分。而 科恩马 则辩称，此次交易对于偿还债权人、防止公司财务状况进一步恶化至关重要。

尽管面临法律诉讼，科恩马仍继续推进计划。公司坚称，此次出售对其债务重组至关重要，任何延误都可能危及与债权人达成的协议。批准重组方案的法院程序已经启动，时间至关重要。

10 月下旬，科恩马撤回了向大马交易所提出的上诉，并继续筹备特别股东大会。随后，2025 年 11 月 5 日，科恩马被大马交易所从主板市场摘牌。公司将以非上市公司身份召开特别股东大会；这一罕见的事件序列凸显了其所处境况的特殊性。

### 在绿野度假村举行的特别股东大会

在股东特别大会上，股东们提前到达会场，互相礼貌地颌首致意，简短交谈后各自入座。MSWG 的代表也出席了会议，观察会议进程。现场气氛平和，没有丝毫紧张，大家只是意识到，这次会议标志着科恩马漫长重组进程中的一个重要里程碑。

公司解释说，拟议的资产出售对于完成重组和偿还集团 13.3 亿令吉的债务至关重要。出售所得款项的约四分之三将用于根据重组协议来偿还债务。同时，剩余款项将用于支付交易费用和充当营运资金。

#### 2025 年 10 月 3 日

马来西亚交易所否决了该计划，并警告称，如果未在 2025 年 11 月 2 日之前提出上诉，公司将于 2025 年 11 月 5 日除牌。

#### 2025 年 10 月 7 日

MAA 集团 (MAAG, 持有 16.45% 的股份) 要求召开特别股东大会，以批准脱售 DKNM 的交易。

#### 2025 年 10 月 8 日

KNM 公司对大马交易所的除牌提出上诉；除牌程序延期。根据 MAAG 公司的要求，发布了特别股东大会通知。

#### 2025 年 10 月 9 日

董事部宣布无法召开特别股东大会；MAAG 决定自行召开特别股东大会。

#### 2025 年 10 月 23 日

大马交易所发布了一份监管公告，指出该计划已被否决，目前正在根据《马来西亚上市条规》第 8.04(3A) 条提出上诉，并且该资产处置属于重大交易，需要聘请顾问、进行估值并获得股东批准。

#### 2025 年 10 月 27 日

KNM 撤回了上诉；大马交易所确认该公司将于 2025 年 11 月 5 日正式除牌。

#### 2025 年 10 月 28 日

KAF 投资银行辞去首席顾问。大马证券交易所向 MAAG、CIMSEC、KNM 和 KNMPS 提起诉讼，要求在相关方遵守规定之前不得召开特别股东大会。

#### 2025 年 10 月 29 日

高等法院允许特别股东大会继续进行；没有发出任何禁令。

#### 2025 年 10 月 30 日

股东特别大会召开；股东通过休会动议。

#### 2025 年 11 月 6 日

展延的特别股东大会继续召开。



股东提出的问题虽然尖锐，但语气平和。问题主要集中在资产估值、交易时机以及科恩马剩余业务的未来发展等方面。董事部向在场股东保证，其马来西亚子公司 Borsig Boiler Systems 有限公司和 KNM Borsig 服务有限公司将继续营运，并构成精简后的集团架构的基础。

当这项决议最终付诸表决时，共有 71 位股东投下了选票。结果显而易见：93.7%的股东投了赞成票。该议案获得通过，科恩马的后续计划也得以顺利推进。

## 此次脱售的意义

此次获批的资产脱售交易现已进入执行阶段。公司预计将录得约 1.04 亿令吉的会计亏损，主要原因是汇兑转换和交易成本，但此次出售将大幅降低债务和利息支出。脱售所得款项到位后，科恩马的资产负债表预计将显著改善。

实际上，公司将把重点转移到国内业务和合作伙伴关系上。其剩余的业务单元——KNM Process Systems、Borsig Boiler Systems 和 KNM Borsig 服务——将支撑起一个更加精简的商业模式，专注于制造、能源系统和区域工业服务。集团还表示计划与 FBM Hudson Italiana S.p.A.合作，利用其技术专长和项目经验，在亚洲寻求新的合同。

目前仍有许多工作要做，包括获得海外资金转移的监管批准以及满足托管条件。然而，这是科恩马多年来首次在没有公开市场期限压力的情况下应对这些挑战。摆脱了上市义务的束缚，它可以静下心来重新调整战略，或许还能重拾曾经推动其崛起的严谨作风。

## 一个篇章结束，另一个篇章开始

对于长期投资者而言，Borsig 的出售既是一个结束，也是一个开始。它标志着科恩马作为一家国际上市公司时代的终结，但也开启了其作为一家债务更低、业务范围更窄的私营工程公司的新篇章。这种转型最终会带来复苏还是进一步的萎缩，目前尚不得而知，但它确实给了公司多年来一直缺乏的东西：喘息的空间。

股东特别大会的结果表明，大多数股东都理解这种权衡。面对有限的选择，他们选择了确定性而非投机，这是一个符合科恩马财务现实的务实决定。会议在平静中结束，没有戏剧性的场面，只有股东们在湖边驻足，静静地欣赏着午后阳光的倒影，低声交谈。

科恩马的历程所提供的教训远不止于一家公司。它强调了平衡扩张与风险管理的重要性，即使在充满挑战的时期，透明度对于维持信心也至关重要，以及企业韧性往往取决于适应变化而非抵制变化的意愿。

退市或许让科恩马从交易屏幕上消失，但并未抹杀其重要性。公司仍在营运，其义务依然存在，包括债权人、员工和股东在内的所有利益相关者，仍将密切关注公司过渡向下一个阶段。

出售 Borsig 并非放弃，而是一次重置。这家曾经雄心勃勃要进军全球市场的公司如今转向内部发展，虽然不再追求过高的野心，但目标依然明确。

企业的故事很少会以圆满的结局收尾；它们往往会经历挫折、重整旗鼓，并找到新的节奏。科恩马的故事也不例外。它的下一个篇章将在远离交易屏幕喧嚣的地方展开，或许会更加平静，但同样具有启发意义。在马来西亚企业界，这样的结局绝不仅仅是失去；它更关乎于在聚光灯落幕之后，你会成为怎样的人。

# MSWG AGM/EGM WEEKLY WATCH

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：  
这里只简要的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。

## 简报

时间和日期	公司	简报
12.11.25 (Wed) 09.00 am	佳易科技 (Keyasic) (股东大会)	该集团在 2025 财年的营业额为 1495 万令吉，同比下降 35%，主要原因是经常性工程服务营业额下降，尽管该业务仍然是其核心营业额来源，占总销售额的 74%。经常性业务部门仅实现微薄盈利 4.7 万令吉，而非经常性业务部门则录得亏损 498 万令吉，导致税前亏损 673 万令吉 (2024 财年：亏损 1077 万令吉)。尽管营收有所下降，但集团仍获得了一些新合同，其中包括一份价值 1310 万令吉的人工智能芯片设计合同，预计将在未来几年为集团带来经常性收入。
12.11.25 (Wed) 11.00 am	联峰 (Ucrest) (股东大会)	集团在2025财年实现营业收入1810万令吉，主要得益于数字健康平台业务iMedic™，该业务贡献了总营业额的约88%，其余来自系统集成和维修服务。净盈利增至470万令吉，主要得益于iMedic™业务41%的毛利润。集团目前保持净现金状况。主要风险包括应收账款较高、单一产品线集中度高以及对持续创新和多个医疗保健市场的监管合规性的依赖。
12.11.25 (Wed) 12.00 pm	联峰 (Ucrest) (股东特大)	集团提议设立一项员工股权激励计划 (ESOS)，向符合条件的董事和员工授予最多占公司已发行股份总数 30% 的股份期权。
12.11.25 (Wed) 11.00 am	永和 (GREENYB) (股东特大)	该集团提议罢免和任命永和公司的董事。在特别股东大会上将提交八项普通决议，即一项关于罢免董事的决议和七项关于任命新董事的决议。
13.11.25 (Thur) 10.00 am	森那美 (SIME) (股东大会)	在 2025 财年，森那美集团实现净盈利 20.6 亿令吉，核心净盈利为 11.7 亿令吉，远低于 2024 财年录得的 33.1 亿令吉净利和 13.2 亿令吉核心净利。盈利下降的主要原因是资产脱售收益减少——2025 财年出售马来西亚愿景谷 (MVV) 土地的收益为 8.1 亿令

时间和日期	公司	简报
		<p>吉，而 2024 财年出售 Ramsay 森那美医疗 (RSDH) 的收益为 20.1 亿令吉，出售 MVV 土地的收益为 2.5 亿令吉。</p> <p>核心净利下降的主要原因是汽车业务部门面临严峻挑战，尽管合顺部门的全年贡献部分抵消了这一影响。</p>
13.11.25 (Thur) 10.00 am	Samaiden 集团(股东大会)	<p>集团在 2025 财年实现创纪录的 3.5347 亿令吉营收，较上年的 2.2719 亿令吉增长 55.6%，主要得益于工程、采购、施工和调试 (EPCC) 服务以及资产所有权业务的贡献。</p> <p>同时，净盈利增长 24.6%，从 1611 万令吉增至 2008 万令吉。盈利增长主要得益于大型太阳能发电项目 (LSS)、企业绿色电力项目以及商业和工业屋顶太阳能项目的顺利完成和稳步推进。</p> <p>EPCC 部门的前景依然强劲，这得益于 Samaiden 承接的史上最大的两个太阳能项目，即 LSS5 (吉兰丹州) 和 LSS5+ (柔佛州) 的 99.99 兆瓦交流电项目。这些项目将在 21 年的购电协议下运行，一旦投入营运，将提供数十年的营收可见性和稳定的现金流。</p>
13.11.25 (Thur) 12.00 pm	Samaiden 集团(股东特大)	<p>集团提议以 4550 万令吉现金收购位于霹雳州安顺的两块 99 年租赁地，总面积为 185.57 公顷，卖方为棕油(安顺)有限公司。</p>
14.11.25 (Fri) 10.00 am	多元中共 (DRBHICOM) (股东特大)	<p>集团建议以 9520 万美元现金收购 501,000 股普通股，代表了大马 Spirit AeroSystems 有限公司的全部股权；出售方为 Spirit AeroSystems Inc. 和 Spirit AeroSystems inc 国际控股。</p>



## 将提到的问题

公司	将提到的问题
佳易科技 (Keyasic) (股东大会)	<p>截至 2025 财年，集团录得净亏损 679 万令吉，较 2024 财年的净亏损 1077 万令吉显著改善。这一进展反映了集团在成本控制方面的加强、更高价值的项目组合以及持续专注于具有长期收入潜力的先进技术。（资料来源：年报第 9 页）</p> <p>根据集团在大马交易所网站上发布的历年年度报告，我们注意到自 2020 财年以来，集团一直处于亏损状态，当年净亏损为 1791 万令吉。</p> <p>集团预计何时实现盈利？推动集团转亏为盈的关键因素是什么？</p>
森那美 (SIME) (股东大会)	<p>在台湾，所有报废轮胎都会被回收利用，制成橡胶沥青和再生橡胶产品。在澳洲，Sime Motors 公司将废旧轮胎加工成橡胶颗粒，用于运动和休闲场地，仅在昆士兰州就避免了约 48 吨轮胎橡胶被填埋。这些举措体现了集团在各个主要市场实践循环经济理念、减少环境影响的承诺。</p> <p>a) 该集团在台湾和澳洲以外地区拓展轮胎回收项目的战略是什么？下一阶段的目标区域是哪些？</p> <p>b) 鉴于人工收集废物数据存在诸多挑战，集团计划何时在所有营运环节实施数字化废物追踪系统？</p> <p>c) 该集团如何分配用于轮胎回收的预算？是否设定了具体的财务目标来提高成本效益？</p>
Samaiden 集团(股东大会)	<p>Samaiden 的公用事业规模里，太阳能项目组合容量约为 132.59 兆瓦，价值 4.3575 亿令吉，使其订单总额达到创纪录的 6.992 亿令吉。该订单总额相当于 2024 财年营业额的两倍多。（资料来源：年报第 20 页）</p> <p>集团 6.992 亿令吉的订单总额中，预计有多少将在 2026 财年确认为营业额？又有多少将转至 2027 财年和 2028 财年？</p>
Samaiden 集团(股东特大)	<p>拟收购位于霹雳州安顺的两块 99 年租赁土地，总现金价为 45,50 万令吉（“拟议收购”）：</p> <p>鉴于目前尚未确定将在所购土地上开发任何项目，且项目总投资成本也无法确定，董事部在此阶段如何评估此次收购的预期投资回收期或投资回报率？</p>



# Share Fest!

Festival for Minority Shareholders

**SATURDAY  
22 NOVEMBER 2025**

**HERITAGE VALLEY KL**  
(NEAR QUILL CITY MALL)

**9:00 A.M - 6:00 P.M**

Free Entry

Supported by:



Lucky Draw



Food Bazaar



TED  
Talk-style  
Sessions



Food  
Trucks



Free  
Health  
Check<sup>Up</sup>



Pop Up  
Zone



Flea  
Market



Free  
Relaxing  
Massage



Free  
Stuffs

Meal  
Coupon\*



Door  
Gift\*



**REGISTER  
NOW**



**EVENT  
BROCHURE**

\*For the first 300 pax.  
Terms & conditions apply.





## Business Continuity Management Masterclass

Building Resilience, Ensuring Rapid Recovery, and Sustaining Operations

 **24 & 25 NOVEMBER 2025**  
MONDAY & TUESDAY

 **9.00 AM - 5.30 PM**

 **THE MAJESTIC HOTEL KUALA LUMPUR**



Scan the QR Code to register





@MSWGMalaysia

mswg.org.my



\*Applicable for early bird & group registrations only

## Reading Between the Lines Making Sense of Financial Statements for Non-Accountants

 **9 DECEMBER 2025**  
WEDNESDAY

 **9.00 AM - 5.00 PM**

 **AICB CENTRE OF EXCELLENCE, KUALA LUMPUR**



Scan the QR Code to register





@MSWGMalaysia

mswg.org.my

#### 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.