

高溢價併購、商譽虛列：利歐股份

(本文節錄自「貨幣觀測與信用評等」第129期，2018/1出刊)

高妮瑋

利歐股份
(002131)

- ◆ 本從事：馬達業務
- ◆ 鉅額併購，跨互聯網

手法：
定向募資+高溢價併購

利歐股份(002131) 2007年股票上市，經營者為王相榮家族，主要從事水泵(馬達)、園林機械、清洗和植保機械製造。但2013年~2016年間定向增發募資30億元，並以此同步大舉投資電子商務的互聯網公司，認列鉅額商譽，過程如下：

- ◆ 2013/12，向實際控制人王相榮及其他大股東募資4.3億元。
- ◆ 2014/2，宣告以3.4億元現金收購上海漫酷廣告85%股權，2014/4/17完成過戶，收購溢價(商譽)達3.25億元。
- ◆ 2014/4，宣告以2.05億元現金加上新股發行¹，共4.1億元，併購上海氫氫及琥珀傳播100%股權，2014/12/30完成重組，收購溢價(商譽)2.77億元；所收購的上海氫氫原帳上已有1億元商譽²，故當年商譽大增3.77億。
- ◆ 2015/2，宣告以11.2億元現金加上新股發行³，共29.1億元，併購萬聖偉業及微創時代100%股權，2015/12/14完成交易，收購溢價(商譽)達24億元(17.2億元+6.8億元)。
- ◆ 2015/12，宣告以0.84億元現金投資熱源網路20%股權、並以4.1億元現金加上新股發行共7.5億元，併購智趣廣告100%股權⁴，商譽達6.9億元。

歷經這一系列的併購，總資產遂由2013年底之28億大增85億元到2016年底的113億，3年增3倍、營收也由18億增為73億，商譽則大增近37億元。如表一所示。

¹ 其現金資金源來自重組的配套融資方，即2月併入的上海漫酷股東鄭曉東、段永玲、郭海注入的1.4億資金。

² 2014/4上海氫氫以1.1億元併入上海沃動公司，認列1億元商譽。

³ 現金資金源來自該重組案所募的17.6億元配套融資，由基金管理公司認募。

⁴ 曾於2015/9宣告併入北京熱源網路文化傳媒有限公司和上海謝與駱廣告有限公司100%股權，但未完成。

表一、2014年~2016年利歐股份重大資產重組投資案

單位：人民幣億元

併購日	標的	對價			商譽	業績承諾期承諾利潤			
		現金	股票	合計		第一年	第二年	第三年	合計
2014/4	上海漫酷廣告 85%	3.4	0	3.4	3.25	0.47	0.6	0.73	1.8
2014/12	上海氫氫 100%	1.05	1.05	2.1	1.05	0.18	0.24	0.3	0.72
2014/12	琥珀傳播 100%	1	1	2	1.72	0.15	0.2	0.26	0.61
2015/12	萬聖偉業 100%	8.3	12.4	20.7	17.2	1.48	1.86	2.3	5.64
2015/12	微創時代 100%	2.9	5.5	8.4	6.8	0.6	0.72	0.94	2.26
2016/8	智趣廣告 100%	3.4	4.1	7.5	6.89	0.58	0.75	0.98	2.31
	合計	20.05	24.05	44.1	36.91	3.46	4.37	5.51	13.34

一、深交所問詢

併購變動大
6/12深交所問詢
8點

7/8 公司回覆

- ◆ 併購大幅改變損益
- ◆ 收付帳慣例，改變 CFO
- ◆ 跨足上下游，改變投資+融資

2017/8浙江證監局現場檢查，發現弊端一並不重大

可能誘因是：

- ◆ 併購之業績承諾
- ◆ 股權激勵計劃之解鎖條件

然而，2016年營收雖因併購年增近7成、獲利成長1.5倍、來自營運活動的現金流入（簡稱CFO）卻縮減近8成。深交所因此於2017/6/12發出「問詢函」，要求公司解釋2016年度的8項重大變動⁵：

1. 營收與淨利成長幅度何以不同？何以CFO反向下降？
2. 何以2016年Q3及Q4淨利爆增。
3. 依業務別分析，業務成長、毛利率下滑之合理性。
4. 前5大供應商占比高達4成，供應商變化之原因、有無依賴問題。
5. 應收帳款大增（約45%）之原因及以0.5%提列減損之合理性。
6. 預付款大增（約62%）之原因及合理性（有無跨期結轉問題）。
7. 備供出售金融資產大增4.9倍、長期股權投資大增2.9倍之原因及合理性。
8. 短期借款大增6.8倍之原因及合理性。

公司於2017/7/8回覆，主要的解釋有三：

- ◆ 2015Q4 起連續併購三家互連網子公司——解釋第1項前半，及第2~4項問詢；
- ◆ 為因應競爭，對客戶的收款延長——解釋第5項；為因應供應商的強勢，付款由雙月結改為月結、並採預先儲值（預充值）——解釋第6項；綜合此二項，解釋第1項後半；

⁵ 深圳證券交易所中小板公司管理部《關於對利歐集團股份有限公司2016年年報的問詢函》（中小板年報問詢函【2017】第315號）（以下簡稱問詢函）。

- ◆ 為佈局上下游，故投資互聯網（金融資產）；為支應此投資，故貸款一解釋第7、8項。

二、深交所要求整改&重編財報

如此回覆深交所的問詢，看似沒問題。但該公司卻於2017/8/14被浙江監管局要求「整改」⁶，因浙江證監局查到下列事項：

- ◆ 2016年併購的上海智趣廣告虛增淨利958萬元；
- ◆ 上海漫酷廣告將客戶的預付儲值（充值金），提前認列淨利45萬元；
- ◆ 上海漫酷廣告子公司上海聚勝萬合廣告有限公司，2016/4~2016/11向關係人鄭曉東借款5,000萬元，但未公告。

2017/8/31已公告整改報告，其整改措施包括：重編財報（會計差錯更正追溯調整財報）、加強內控及向智趣廣告原股東追討業績承諾之補償金。

浙江證監局所糾正的事項，算不上重大弊端，部分還可歸為「會計錯誤」。如此些微的虛灌，應該是併購上海智趣廣告、上海漫酷廣告時之業績承諾壓力，與股權激勵計劃的誘因：

- 上海智趣的業績承諾5,800萬，原財報為5,819萬元，重編後剩4,861萬元，就沒達到承諾；
- 股權激勵計劃之解鎖條件為互聯網之淨利。若2016年互聯網業務淨利潤不及4.43億元或未占全體利潤的65%以上，則不得解鎖⁷。

當然，實質控制人王相榮及王狀利兄弟的高設質，也可能是動機⁸。

會計錯誤有前科
鉅額商譽，待關注

值得注意的是，該公司的會計錯誤，也不是第一次。早於2012第一季就曾發生：漏計併購商譽755萬元、將2,400萬元預付土地款記入其他應收款、未沖銷母子公司之間的資金往來款1,600萬元等錯誤。

⁶ 中國證監會浙江監管局整改《關於對利歐集團股份有限公司採取責令改正措施的決定》【2017】51號的決定書。

⁷ 2016/7/4公司再實施第一期限制性股票激勵計劃，給予137名對象2,993.4萬股限制性股票，可在未來1~4年間分年行使權利，解鎖條件是互聯網業務淨利潤需達目標：2016年4.43億、2017年5.63億、2018年6.79億、2019年8.01億；且各年度對淨利潤之貢獻不低於：65%、70%、75%、80%。

⁸ 2014/12/31王相榮及王狀利各有80%及92%持股設質。

另外，鉅額商譽也應該是關注焦點，還得繼續觀察其減損提列狀況。

三、結語

利歐股份在上市後高溢價收購股權，並於業績承諾期實施股權激勵計劃。為符合業績承諾、達行權條件而美化財報。

@@後記（2019/9/12）

利歐股份是很典型由實轉虛的個案——由製造業轉入互聯網。這類虛產業多半是輕資產，其競爭力全內隱在無形構面：如人才、流程、顧客關係等均未反映在資產負債表上，所以常用其獲利反推。問題在於要用何種獲利？目前或未來推估？通常會成為被收購標的的公司，不太可能是高獲利。想要賣好價格，必然採用未來的預估獲利。未來誰也說不準，就有機會漫天開價。

所以，虛產業的併購，自然會創造高額的無形資產，包括商譽。而收購方的居心與議價能力則決定虛列成分。很顯然，一個轉型中的門外漢議價能力必然低落，必有虛增的商譽，問題在於要當多大的「凱子」？

就本案來看，深交所的問詢、整改，重編財報似未針對商譽的虛列程度。主因商譽本身有雪上加霜的效果，惟其營運轉差，才須進行減損測試。此之所以，追查獲利真實性，是評估商譽的起點。

只是深交所力道太弱，2017年度利潤仍達4.35億，年減僅25%，所以商譽僅少提列1.5億——主要是智趣廣告的1億。不過，2018年度撐不住，未列減損前，即已轉為小虧。故而須提列18.1億商譽減損，淨損高達-19億。所提列的商譽減損主要是，萬聖偉業的13.1億與智趣廣告的3.6億。目前帳面商譽仍高達19.3億（扣除減損之後），可能是未來年度的虧損源。

這也能解釋，何以商譽減損的提列多在業績承諾期後——對賭方為免自身損失，會使盡手段打造「踩線」業績，帳面商譽得以免於減損。一旦過了承諾期，就原形畢露，進入爆雷期。

實轉虛

◆ 標的：輕資產
→ 必有無形資產 / 商譽 / (溢價)

◆ 收購方：門外漢 +
標的：多半低利
→ 評價：依未來獲利
→ 漫天開價
→ 溢價必過高

商譽：雪上加霜
減損爆雷：承諾期後

參考資料

1. 利歐股份虛增收入等被證監局責令改正，中國證券報，2017/8/15。
2. 中國證券監督管理委員會浙江監管局《關於對利歐集團股份有限公司採取責令改正措施的決定》【2017】51號。
3. 利歐股份關於對浙江證監局責令改正行政監管措施決定書的整改報告公告，2017/8/31。
4. 深圳證券交易所中小板公司管理部《關於對利歐集團股份有限公司2016年年報的問詢函》（中小板年報問詢函【2017】第315號），2017/6/12。
5. 利歐股份關於深圳證券交易所2016年年報問詢函回復的公告，2017/7/8。
6. 利歐股份第一期限制性股票激勵計畫（草案）摘要，2017/6/21。
7. 利歐股份第一期員工持股計畫（草案）摘要，2014/12/31。
8. 利歐股份第一期員工持股計畫（草案）摘要，2016/1/12。
9. 利歐股份招股說明書、年報及重大資產重組報告書。