

## 释疑高估值收购影视资产

## 文投控股完善泛娱乐产业布局

□本报记者 黄淑慧 徐金忠

文投控股“高估值”并购影视资产引发市场关注。12月20日,在公司重大资产重组媒体说明会上,文投控股及相关方认为,标的资产所处行业具有特殊性,且标的公司拥有优质核心资源等,整体而言标的资产估值处于合理区间。此外,文投控股表示,此次资产重组不属于跨界并购,而是公司泛娱乐产业发展战略的推进。公司将通过多种途径,打造国内一流、全球知名的文化产业平台。



本报记者 徐金忠 摄

传媒行业  
并购持续降温

□本报记者 蒋洁琼

传媒行业并购持续降温。Wind数据显示,截至12月20日,今年以来上市公司完成28起并购标的为媒体行业(Wind二级行业)的交易,交易总规模为85.94亿元。交易数量和规模自2015年以来持续下降。2016年、2015年同期完成的交易数量分别为44起、79起,交易总规模分别为217.86亿元、618.93亿元。

## 并购持续降温

在上述28起交易案中,交易总价值在10亿元以上的3起,分别是天润数娱合计作价17.15亿元收购深圳市拇指游玩科技有限公司、北京虹软协创通讯技术有限公司;新文化与关联公司合计作价13.26亿元收购周星驰公司PDAL51%股权;东方明珠合计作价13亿元收购盖亚互娱25.5%股权。

交易总价值在1亿元-10亿元之间的11起,涉及梦舟股份、幸福蓝海、鹿港文化、引力传媒、骅威文化、广电网络、和晶科技、国旅联合、当代东方等上市公司。

5起标的资产属于广告行业。1起为有线和卫星电视行业,22起为电影与娱乐行业。影视、游戏资产仍受到上市公司青睐。

而在2016年同期,上市公司并购媒体行业标的总价值10亿元以上的案例8起,在1亿元-10亿元之间15起;2015年同期,10亿元以上的20起,1亿元-10亿元之间的27起。

值得注意的是,今年下半年以来,多家公司影视相关并购交易方案获得通过,超过市场预期。

## 估值合理是关键

今年以来,多家公司终止并购媒体行业资产,主要在于市场环境变化、标的公司经营出现问题等。

标的公司经营出现问题方面,6月17日,汉鼎宇佑宣布终止收购上海沃势文化传播有限公司100%股权。对于本次终止交易的原因,汉鼎宇佑表示,上海沃势文化传播有限公司实际控制人许波、何细作为上海乐堂股东,与其他股东就上海乐堂的经营情况存在纠纷且可能对本次交易产生不利影响。

从目前情况看,多家公司的影视并购经历较长时间仍未完成,部分交易下调了价格。

11月16日晚,长城影视宣布调整重组方案。此次调整后,德纳影业100%股权将不再作为本次交易标的,而首映时代87.5%股权将以部分现金及股权的方式被收购,收购价调整至10.59亿元,较调整前标的资产作价下降10.37%。公司购买资产股份发行价由12.30元/股调整为9.12元/股,配套融资金额由5.6亿元调低为2.4亿元。在业绩承诺方面,首映时代承诺2018年至2020年度净利润分别不低于9000万元、1.18亿元和1.57亿元。

长城影视自2016年6月15日停牌筹划重大收购事项,2016年12月14日披露重组方案,拟收购首映时代和德纳影业各100%股权。业内人士表示,上市公司进行并购交易时,标的估值是否合理,对能否顺利推进交易是重要因素。

## 释疑高估值并购

公告显示,文投控股拟以发行股份及支付现金的方式收购悦凯影视100%股权,宏宇天润100%股权。同时,拟采取询价方式向不超过10名符合条件的特定投资者非公开发行股份募集配套资金。

预案披露,悦凯影视的预估增值率为2175.90%,宏宇天润的预估增值率为1305.50%。数据显示,自2013年至今,在广播、电视、电影和影视录音制作行业已完成的22例重大重组交易中,估值增值率平均数约为801%,中位数约为381%。此次,文投控股资产重组给出的对价溢价颇高,并成为市场关注的焦点之一。

李业强表示,从预估倍数而言,悦凯影视以2017年到2020年4年承诺净利润的平均值为基础所计算的市盈率倍数是8.76倍,低于可比上市公司的32.27倍的平均值。而对比同行业的并购案例,以承诺期平均净利润基础计算倍数,同行

业并购案例是10.46倍。对比同行业并购案例,这个市盈率倍数相对较低,宏宇天润2016年净利润市盈率倍数是39.45倍,低于上市公司62.54倍的平均水平。同时,行业并购案例当中,静态市盈率倍数平均水平是52.18倍。宏宇天润的39.45倍同样较低。“综合来看,两个标的资产的估值倍数均处于同行业上市公司以及同行业交易并购案例区间范围。”

此外,李业强认为,此次给出高溢价并购的对象属于优质资产。两家标的资产都具备一定的核心竞争力。其中,凯悦影视储备了很多的核心IP。同时,拥有相对稳固的艺人资源,保障制作的持续性和成长性。宏宇天润则拥有较好的作家资源以及作品资源。从行业需求角度以及从两家标的公司的竞争优势看,都是具备价值加成。这也显示出标的资产预估结果具备合理性。

业并购案例是10.46倍。对比同行业并购案例,这个市盈率倍数相对较低,宏宇天润2016年净利润市盈率倍数是39.45倍,低于上市公司62.54倍的平均水平。同时,行业并购案例当中,静态市盈率倍数平均水平是52.18倍。宏宇天润的39.45倍同样较低。“综合来看,两个标的资产的估值倍数均处于同行业上市公司以及同行业交易并购案例区间范围。”

对于标的资产估值增值率高于行业平均值是否合理的问题,投服中心指出,预案披露,标的资产悦凯影视预估值为16.7亿元,估值增值率为2175.9%。Wind数据显示,2013年以来,在广播、电视、电影和影视录音制作行业已完成的22例重大重组交易中,估值增值率平均数约为801%,中位数约为381%。投服中心要求说明,悦凯影视估值增值率远高于行业平均值和中位数的合理性。

对于关联交易是否影响标的公司的独立性问题,投服中心指出,预案披露,在悦凯影视2015年、2016年、2017年前五大客户中,杨洋工作室、颖儿工作室均为标的公司股东实际持有,2015年与两位股东的关联交易占当期营业收入总额的81%。同时,两位股东还是悦凯影视2016年前五大供应商,2016年关联交易占当期营业成本总额的48.39%。另外,在宏宇天润2015年、2016年、2017年前五大供应商中,玄色工作室、月关工作室、星照工作室为宏宇天润股东陈思玄、魏立军等人实际持有,2016年、2017年关联交易占当期营业成本总额的64.53%、45.66%。标的公司股东同时是其前五大客户及前五大供应商,投服中心要求说明,关联交易是否影响标的公司的独立性。本次交易完成后是否有利于上市公司保持独立?

## 标的资产能否持续盈利

对于标的公司主营业务能否持续盈利,投服中心指出,预案披露,悦凯影视2015年、2016年及2017年1至9月的净利润分别为亏损159.88万元、亏损1673.3万元及1620.94万元,悦凯影视2017年净利润经历了爆发式增长。另外,宏宇天润2016年、2017年1至9月的营业收入分别为8920.93万元、4509.26万元,净利润分别为2263.25万元、740.84万元,净利润及营业收入呈下滑态势。投服中心要求说明,悦凯影视业绩爆发式增长的原因,增长能否持续?宏宇天润业绩下降是否会对标的资产持续盈利能力产生重大不利影响?

投服中心指出,预案披露,本次募集配套资金总额不超过15.91亿元,将用于悦凯影视电视剧投资。支付本次交易现金对价及中介费用。截至2017年9月30日,上市公司的货币资金为15.33亿元,扣除2017年上市公司非公开发行股票募集资金余额6.9亿元,公司剩余货币资金余额仅为8.43亿元,若优先支付本次交易现金对价及中介费用,将不足以覆盖未来悦凯影视的电视剧投资。影视投资制作企业具有轻资产特点,较难通过

## 项目储备丰富

除了高估值问题,市场对于标的公司业绩承诺能否完成存有疑虑。预案披露,悦凯影视2015年、2016年和2017年1-9月的净利润分别为-159.88万元、-1673.30万元和1620.94万元。宏宇天润2015年、2016年和2017年1-9月的净利润分别为228.68万元、2263.25万元和740.84万元。根据本次交易的业绩承诺补偿协议,悦凯影视2017年、2018年、2019年和2020年累计净利润总数不低于7.62亿元,较历史业绩出现大幅增长。宏宇天润2017年、2018年、2019年和2020年累计净利润总数不低于2.8亿元。

陈亮进一步表示,此前凯悦影视参与投资了杨洋、刘亦菲主演的电影《三生三世十里桃花》,影片实现票房5亿元;承制的电视剧《独步天下》于2017年10月30日在腾讯视频全网独播,积累了一定的投资和制作经验。同时,悦凯影视目前储备的小说改编权覆盖了未来五

年的电视剧拍摄计划。此外,悦凯旗下电视剧投资和艺人经纪这两项业务相辅相成,与外部优秀导演、编剧、制片人等各类型资源都保持长期合作关系。这些都是公司未来盈利的保障。

另一标的宏宇天润则是一家专注于IP全维度运营的企业,致力于通过联合影视、游戏、文学、动漫、衍生产品等多娱乐板块,实现以IP为核心的泛娱乐产业的深度联动,打造专业的泛娱乐化全产业链新生态。宏宇天润将IP向产业链各环节转化,同时全面参与项目,包括小说、漫画、剧本的创作、影视制作与投资等。

对于宏宇天润的未来业绩,陈亮表示,公司在手的订单情况比较理想,已签约的多个项目在业绩承诺期内将逐渐产生收入。同时,多个意向合作项目正在洽谈。宏宇天润的核心竞争力在于丰富的IP资源、对签约作家的优质服务、经验丰富的运营团队等。

## 加码泛娱乐产业

作为北京市文化资源整合平台,文投控股在2015年非公开发行收购耀莱影城100%股权和都玩网络100%股权。

文投控股副董事长王森表示,上市公司的发展战略是以影城运营、影视投资制作及发行、文化娱乐经纪和网络游戏的开发运营为基础和切入点,迅速提升主营业务规模和盈利能力,同时完善产业链条。依托北京市文资办及其监管的市属一级企业文投集团在文化创意领域的资源优势及整合能力,打造北京市文化创意产业的旗舰企业。本次交易并购标的的业务主要为电视剧制作与发行、IP版权运营。这与公司现有的电影投资、影城运营、文娱经纪和网络游戏业务分属行业

的不同细分板块,有利于在拓展公司现有业务板块,进一步向文娱全产业链的纵深发展。交易完成后,公司将迅速切入市场影响力较大的电视剧领域,形成电影和电视剧的制作及发行齐头并进的良好局面,并通过强化IP版权运营业务及影视剧本创作业务,大幅增加上市公司内容端产能。

对于泛娱乐行业是否过热的问题,王森表示,文化行业不能关起门来做,不能单看北京,或者单看中国。大型文化公司都是全球性的公司。我们要和国际性的文化公司竞争。中国泛娱乐行业没有过热,和美国、日本等文化发达的市场相比,还处于初级阶段。

王森认为,泛娱乐产业的核心思路在于以IP内容为核心,通过联合影视、游

## 投服中心提出三大问题

□本报记者 周松林 徐金忠 黄淑慧

12月20日,在文投控股重大资产重组媒体说明会上,中证中小投资者服务中心(简称“投服中心”)就本次重组的不确定性的资产持续盈利能力及业绩承诺可实现性提出了三方面问题。

## 高估值收购能否获批

对于本次重组是否存在政策性风险,投服中心指出,目前监管机构对涉及互联网金融、游戏、影视和VR四个行业的重组项目从严审核。影视等文化传媒行业存在轻资产、高估值、盈利能力不确定等特点,监管机构对此类并购重组项目保持高度警惕。例如,2016年暴风科技收购稻草熊影业股权被否,唐德影视收购爱美神失败,万达院线收购万达影视中止等。在监管趋严的情况下,上市公司以高估值收购标的公司能否通过审核存在重大不确定性。

对于标的资产估值增值率高于行业平均值是否合理的问题,投服中心指出,预案披露,标的资产悦凯影视预估值为16.7亿元,估值增值率为2175.9%。Wind数据显示,2013年以来,在广播、电视、电影和影视录音制作行业已完成的22例重大重组交易中,估值增值率平均数约为801%,中位数约为381%。投服中心要求说明,悦凯影视估值增值率远高于行业平均值和中位数的合理性。

对于关联交易是否影响标的公司的独立性问题,投服中心指出,预案披露,在悦凯影视2015年、2016年、2017年前五大客户中,杨洋工作室、颖儿工作室均为标的公司股东实际持有,2015年与两位股东的关联交易占当期营业收入总额的81%。同时,两位股东还是悦凯影视2016年前五大供应商,2016年关联交易占当期营业成本总额的48.39%。另外,在宏宇天润2015年、2016年、2017年前五大供应商中,玄色工作室、月关工作室、星照工作室为宏宇天润股东陈思玄、魏立军等人实际持有,2016年、2017年关联交易占当期营业成本总额的64.53%、45.66%。标的公司股东同时是其前五大客户及前五大供应商,投服中心要求说明,关联交易是否影响标的公司的独立性。本次交易完成后是否有利于上市公司保持独立?

对于主要客户集中、客户关系是否稳定的问题,预案披露,宏宇天润2015年、2016年、2017年1至9月向前五大客户的销售比例分别为100%、95.25%、86.33%;悦凯影视2015年向前五大客户销售比例高达98.82%。标的公司对主要客户的依赖程度较高。同时,两家标的公司报告期的前五大客户除部分客户外,几乎均为新增客户。新增客户交易额占比较大,主要客户存在不稳定风险。投服中心要求说明,标的公司客户集中的原因是否属于行业共有特点,前五大客户变化较大的原因;并结合行业状况、前五大客户的市场地位及已签订的合同条款,详细分析标的公司与前五大客户交易是否可持续。若失去前五大客户,是否对标的公司盈利可持续性造成重大不利影响?

预案披露,截至2017年9月30日,悦凯影视正筹拍八部电视剧,总投资17.88亿元,但未披露具体进展情况。投服中心要求说明,悦凯影视前述几部电视剧实际进展情况、许可资质的取得情况以及拍摄计划包括开拍时间、合作方、主要演员人选、预计发行时间等。悦凯影视是否存在与其有重大影响的艺人终止合作的可能?是否存在因艺人个人影响力变化、政策法规对艺人从业限制等因素,影响双方合作或悦凯影视盈利能力的可能?

## 业绩承诺能否兑现

业绩承诺方面,悦凯影视及宏宇天润2017年、2018年、2019年和2020年累计净利润总数不低于7.62亿元及2.8亿元,即四年内悦凯影视、宏宇天润的年平均净利润分别达到1.9亿元及7000万元左右。但悦凯影视、宏宇天润2015年、2016年两年的平均净利润为亏损916.59万元、1246万元,且两家标的公司2017年三季度的净利润分别为1620.94万元及740.84万元,与承诺业绩相差甚远。投服中心要求说明,标的公司如何确保高业绩承诺的实现?

对于如何保障兑现业绩补偿,预案披露,本次悦凯影视的交易对方是标的公司的9位股东,参与业绩承诺的只有5位,占悦凯影视78.47%的股权;宏宇天润的交易对方是标的公司11位股东,3位做出业绩承诺,占宏宇天润67.48%的股权。业绩承诺未全额覆盖交易对价。投服中心要求说明,其余股东不向上市公司承诺的原因;一旦触发补偿义务,不能全额覆盖交易对价,如何保障上市公司及中小投资者的权益不受损;业绩承诺方是否有相应的担保或其他措施确保业绩补偿实际履行?

投服中心指出,预案披露,本次募集配套资金总额不超过15.91亿元,将用于悦凯影视电视剧投资。支付本次交易现金对价及中介费用。截至2017年9月30日,上市公司的货币资金为15.33亿元,扣除2017年上市公司非公开发行股票募集资金余额6.9亿元,公司剩余货币资金余额仅为8.43亿元,若优先支付本次交易现金对价及中介费用,将不足以覆盖未来悦凯影视的电视剧投资。影视投资制作企业具有轻资产特点,较难通过