

浅谈并购外资药企中国工厂案例中的流程关键点研究

尹 玲

重庆药友制药有限责任公司, 中国·重庆 401120

【摘要】在现代企业的战略管理中,企业并购被视为关键的策略之一,它已经变成了众多企业追求规模增长、战略升级和获得竞争优势的主要手段。近几年,在医药行业,随着国家医保谈判、国家药品集中采购等医药政策带来的价格压缩及国内仿制药的竞争,一些外资药企纷纷调整其在中国市场的策略,其在中国设立的工厂也面临重新评估,加之国内药企实力的增强,越来越多的本土企业开始考虑通过并购外资药企在华资产来扩大自身的业务规模和品牌效应。笔者在近几年先后参与了几次并购外资药企中国工厂的实例,对并购流程中的关键点进行了研究,本文将结合个人相关经验浅谈一下并购流程中的关键点,希望为有意进行此类交易的企业提供参考,确保并购的顺利进行与成功整合。

【关键词】并购外资药企中国工厂; 报价; 尽职调查; 协议谈判

前言:

近几年,在医药行业,随着国家医保谈判、国家药品集中采购等医药政策的实行,药品价格空间逐渐被压缩。面对医保谈判、集采带来的价格压缩及国内仿制药的竞争,一些外资药企纷纷调整其在中国市场的策略。部分外资药企由于原研药的研发成本高,难以在低价上与中国仿制药竞争,因此减少了对中国市场的依赖或退出了某些集采竞标,市场竞争力逐渐下降。基于外部的竞争环境及内部的战略调整,外资药企在中国设立的工厂也面临重新评估,加之国内药企实力的增强,越来越多的本土企业开始考虑通过并购外资药企在华资产来扩大自身的业务规模和品牌效应。笔者在近几年先后参与了几次并购外资药企中国工厂的实例,对并购流程中的关键点进行了研究,本文将浅谈一下并购流程中的关键点。并购一般分为非约束性报价阶段、尽职调查及估值阶段、约束性报价(或最终确定性报价)、协议谈判、交割等阶段。

1 并购早期——非约束性报价阶段

非约束性报价(Non-Binding Offer, NBO)在并购交易中扮演着重要的角色,它是买方对潜在收购目标表达初步兴趣的方式之一。这类报价通常出现在并购流程的早期阶段,当卖方已经向市场透露了出售意向,并通过发布信息备忘录(CIM)或其他形式披露了一定程度的企业信息。此时,有兴趣的买家会根据所获得的信息提交一份非约束性的报价函,这份文件虽然不具备法律上的强制执行力,但它对于推动交易进程具有重要意义。

备忘录披露信息的详细程度,取决于卖方的意愿,有些可能包含的关键信息有限,无法对目标企业作出初步估

值。于买方而言,此阶段还需收集其他的关键信息,包括目标企业产品情况,如销量、药品中标价、竞品情况、仿制药在研情况等。同时,卖方在该阶段会提供一个问答的环节,一般上限为5-10个问题,买方需要提出影响目标企业估值的关键问题,包括产品成本、经营费用、人力成本构成等,对问题的选择和提问方式需谨慎,既要考虑问题对估值是否有效,也要考虑到卖方回复的意愿,因为有些问题在该阶段可能还属于保密,即使提出也不会收到回复,所以在该阶段比较考验买方收集、分析关键信息及对关键问题的辨析。基于初期信息的收集分析,所有买方需要在规定的时间内出具非约束性报价。

一份完整的非约束性报价应当包含买方身份介绍,战略目的和未来计划,交易范围,报价及估值假设,融资安排,条件和监管批准要求等几个关键要素,其中报价及估值假设这一条需谨慎审查,一般要求提供一个基于“无现金无负债”基础的企业价值估计。同时也要注意货币单位的一致性,避免引起误解,因为部分外企需要以美元或其他外币报价,需要约定汇率的折算细节。该条款可以根据买方的要求,约定一些业务条款,包括明确购买净资产的范围、产品权利的安排、存货的留存等。

尽管非约束性报价不具备法律效力,但它却是并购交易早期不可或缺的一部分。通过这种方式,买卖双方能够建立起初步的信任关系,并为进一步洽谈奠定良好基础。同时,这也为后续更加详细的讨论提供了框架,使得双方能够在共同理解的基础上朝着达成交易的目标前进。

2 并购中期——尽职调查阶段及约束性报价阶段

2.1 虚拟数据室的介绍

在非约束性报价阶段后,由卖方进行初步筛选后,将进入尽职调查阶段,一般是通过设立虚拟数据室来提供资料。

虚拟数据室(Virtual Data Room, VDR),是在并购活动中用于存储和分享敏感信息的关键工具。它允许获得权限的买方在线访问卖方提供的文件,以便进行尽职调查。VDR的主要优势包括高效性、安全性和可追溯性。通过VDR,不同地理位置的有权人员可以在任何时间查看所需资料,从而提高了尽调效率。此外,VDR还提供了严格的访问控制机制,确保只有授权人员才能访问特定文档,并且所有的活动都可以被追踪记录。VDR的资料一般只能在登录后方可查看,不能直接保留到本地文件中进行查看分析。所以对买方,特别是财务尽调而言,尽调时间会特别紧张,无形中加大了尽调的难度。

2.2 组建团队及分工

为了确保并购过程顺利进行,通常买方会抽调各个部门具有丰富经验并且熟悉各自领域的人才,包括研发、销售、生产、质量、EHS、财务、法务、人事等,建立一支专门的团队来全程参与整个项目。买方一般会指定一名项目经理或项目牵头人来负责整个项目的进度,并与卖方或其指定中介服务商、与内部其他部门随时保持密切沟通。在整个过程中,持续的沟通和协作是保证所有参与者朝着共同目标前进的基础。

2.3 尽调及估值阶段

尽职调查这一步骤对于验证卖方前期提供的资料至关重要,也是形成最终报价的基础。这里主要阐述跟财务相关的尽调重点。

财务尽职调查主要包括对资产负债表、利润表、现金流量表的分析,一般需要审查目标企业三年一期的财务报表,评估其盈利能力、现金流、负债水平等。首先,分析资产负债表,主要关注一些重点资产科目或金额较大的科目,比如,存货方面关注存货的可使用性,关注库龄及效期,是否存在减值迹象。应收账款需协同销售板块,确定可收回性,是否存在潜在坏账可能,但对于外资企业而言,应收账款账龄一般较短,坏账可能性较小。长期资产主要关注资产的有效性,比如固定资产和无形资产,除了财务数据外,还应与法务部确认土地使用权证、房产证的有效性,核实面积与卖方披露信息是否一致,是否存在无证房产或违章建筑等。机器设备方面应与生产部确认设备的优良性,是否存在资产减值的迹象及未来维护费用的

投入。负债方面,除了确认关联方负债外,还应与法务共同重点关注是否存在或有负债。这个阶段对目标企业的资产、负债了解得越详尽,越有利于后期的协议谈判。

其次,对目标企业的经营情况分析属于重点尽调内容,因为涉及到后续的企业估值,需要对收入、成本、费用进行深入分析。一、产品收入,根据目标企业过往三年一期的销售情况,需了解主要销售渠道和方式,各终端渠道的销量,以便更好地分析产品当前市场及以后的主要发力市场。结合卖方本身对产品未来的预期,以及买方对目标企业的市场规模、增长趋势及竞争态势的评估分析,做好未来5-10年的产品收入预期。二、产品成本,需要了解到产品目前的工艺、生产配方、投料系数、主要原辅包价格等关键要素,需协同生产部门、采购部门评估成本下降的空间。因为外企药品使用的原辅料大多为进口,评估是否存在国产替代的可能性,及成本下降的空间幅度,这对未来的估值相当重要。三、经营费用。需要梳理清楚目标企业目前的经营费用构成,对金额较大的费用需进行摸查和评估,是否存在下降可能。比如外企的经营费用中占比较大的一般是人力成本,需协同人事部门对目标企业的人力成本结构进行深入剖析,并结合未来生产安排和卖买双方的要求,预估人员使用安排及预留情况、重新测算人力成本。另外,对金额较大的其他费用也需评估交易后是否还会继续发生,以确保估值测算的准确性。

在整个尽调过程中,有些敏感或保密信息,可能卖方在该阶段不会直接提供,需要财务人员通过数据间的逻辑关系推敲,或通过业务部门等多个口径去获取更多的信息来支撑数据的分析。通过全面的尽职调查,可以帮助买方更准确地评估投资机会,降低投资风险。

估值通常采用现金流折现法,现金流折现法(Discounted Cash Flow, DCF)是一种用于评估目标企业内在价值的财务分析方法。它通过预测未来一段时间内的自由现金流,并以适当的折现率将这些未来的现金流转换为现值,从而计算出企业的当前价值。这个阶段,首先需要估算目标企业在未来一定时期内可以产生的自由现金流(Free Cash Flow, FCF)。这通常涉及到对企业未来的收入、成本费用、资本支出等因素的详细预测。其次,选择一个能够反映企业经营风险的折现率,通常是采用加权平均资本成本(Weighted Average Cost of Capital, WACC)。由于长期预测存在较大不确定性,因此在DCF模型中通常只对有限年份(如5-10年)做具体预测,之后使用

终值模型来估算剩余年限的价值。常见的终值模型包括永续增长模型（Gordon Growth Model）和退出倍数法（Exit Multiple Approach）。最后，将所有预测期内的自由现金流按选定的折现率贴现回现在，并加上终值部分的现值，即为目标企业的估值。

在报出约束性报价（或称为“最终确定性报价”）之前，买方需取得内部相关的审批手续。约束性报价的内容与非约束性报价的内容几乎无异，主要是报价及估值条件的一些变更。但因其具有法律效力，所以在这个阶段的报价，应慎之又慎。

3 并购后期——协议谈判阶段、交割阶段

3.1 协议谈判阶段

通过约束性报价阶段，卖方为了争取更大的谈判空间和利益，一般会挑选2-3家进行谈判，但选择进行深入谈判的通常可能只有1家。如果买方能进入该阶段，说明卖方对买方提出的购买价格及主要的业务条款已基本上接受，但要最终达成收购，还需要双方敲定并购协议的细节。外企的并购协议通常为英文版本，一般会在谈判初期发送一份合同模板给到买方。买方根据报价及业务条款修改合同细节。根据每个行业的特性，这个阶段的重点可能更多的是在实质条款的约定上，比如调价机制的设定，交割条件的设置，购买对价的支付细则、赔偿条款的约定，平稳过渡期的安排等。

协议谈判可能是整个并购过程耗时最长的阶段，因为涉及到双方的利益，一个细节问题可能会被反复讨论很多次，同时还要兼顾买卖双方各自披露的一些要求，所以对买方的并购谈判团队不管是在业务、还是在法律知识，亦或在英文表达上，都需要有较高的要求，需保持耐心，站在一个平等的角度，不卑不亢，尽可能争取利益，保证交易的顺利达成。

3.2 交割阶段

协议达成之后，就来到最后一个阶段，即交割阶段。一般交割的内容和大致流程，都会在协议中提前约定，以避免影响交易进度和交割后目标企业的正常运营。交割阶段

比较重要的环节就是各部门资料的交接，相较于尽调阶段开放的有限资料，这个阶段需要各个部门提前梳理需要交割的资料清单。比如，财务板块的交接资料，包括但不限于相关印章，银行、税务资料，会计档案的移交，以及采购、生产、仓储、销售、存货核算等相关的业务数据的交接。在这个阶段，企业还需要密切关注信息系统的切换与工作流程的融合，IT系统的顺利切换及标准化的操作流程将有助于交割后目标企业的正常运营。每个项目根据目标企业的大小，业务的繁杂度，各个板块约定的交割时间可能各不相同，为保证交割后生产的正常开展和运营，生产板块的交接一般会提前在交割前的两三个月开始。

在并购活动中，目标企业员工在面对工作环境的转变、管理层的变动、以及职责的重新分配时，常常会表现出某种程度的不满和抵触。因此，企业在完成并购活动后，应高度重视新派管理层与原有团队之间的合作和整合。作为新派管理层，需要展示出跨文化的沟通和协调能力，明确愿景和方向，并激励各方在新的环境中进行合作和创新，以减少不同企业文化间的潜在冲突。

并购是一个复杂且漫长的过程，需要企业调动内外部众多资源，坚定信念，有进有退，拿下目标。但同时，并购也是目前企业完成战略升级、提升品牌效应的主要手段之一，会给企业带来新的挑战 and 机遇。

参考文献：

- [1] 蔚然. 中国企业应如何买外企[J]. 时代金融, 2006, (03): 19-20.
- [2] 顾列铭. 收购外企中国企业火中取栗[J]. 企业家信息, 2005, (06): 72-74.
- [3] 张碧杰. 基于“Marketing”的对海外企业全资并购后资源整合的新逻辑和模式[D]. 北京市: 北京化工大学, 2012.
- [4] 李楠. 外企对民营企业的兼并收购分析——基于S公司对D公司的收购案例[D]. 上海市: 华东理工大学, 2017.
- [5] 沈文斌. 从富乐天山并购案看中国胶粘剂市场现状与发展走向[J]. 粘接, 2014, 35 (07): 21-21.