

浅谈并购估值方法及风险防范

——以并购零售药店为例

吕启燕

重庆市万家燕大药房连锁有限公司, 中国·重庆 400000

【摘要】随着医药零售行业集中度的提升,全国性和区域性的大型医药零售连锁企业相继上市,借助资本的力量不断扩张。区域性中小连锁及单体药店便成为各大型医药零售企业并购整合对象。本文就医药零售连锁并购中小连锁药房及单体药店的估值方法及风险防范进行探讨。

【关键词】并购; 估值方法; 风险防范; 零售药店

On M&A Valuation Method and Risk Prevention

—Take the merger and acquisition of retail pharmacies as an example

LvQiyan

Chongqing Wanjiayan Pharmacy Chain Co., Ltd., Chongqing, China 400000

[Abstract] With the improvement of the concentration of the pharmaceutical retail industry, national and regional large and medium-sized pharmaceutical retail chain enterprises have been listed one after another. With the help of capital, they continue to build and merge, and carry out chain expansion. Regional small and medium-sized chain pharmacies and individual pharmacies have become the targets for mergers and acquisitions of large and medium-sized pharmaceutical retail companies. This paper discusses the valuation methods and risk prevention of regional small and medium-sized chain pharmacies and individual pharmacies in pharmaceutical retail chain mergers and acquisitions.

[Key words] mergers and acquisitions; valuation method; risk prevention; retail pharmacy

并购是企业利用资本实现快速扩张,更快实现企业战略目标的重要途径。本文仅对并购行为中,被并购企业价值评估采取的方法、各种估值方法存在的风险以及风险防范进行探讨。

目前中国以医药零售为主业的上市公司主要有大参林(股票代码:603233)、老百姓(股票代码:60383)、一心堂(股票代码:002727)、益丰药房(股票代码:603939)、健之佳(股票代码:605266)。根据各医药零售上市公司2021年第三季度报告及以前年度财务报告数据均显示均通过广义并购迅速扩张实现全国布局战略。近年来重庆医药零售市场大型并购案例有:

1、2016年9月一心堂投资1.03亿元,并购重庆宏声桥大药房连锁有限公司所持有的81家门店资产及其存货;通过本次并购行为,一心堂在重庆市场的门店家数从0迅速扩张成81家,与其他上市公司相比较早的占领重庆市场发展。

2、2021年度大参林对重庆市万家燕大药房连锁有限公司129间药房分步实施控股并购;1月投资3,208万元收购重庆市万家燕大药房连锁有限公司19%股权,9月再次投资5,761.6万元收购重庆市万家燕大药房连锁有限公司32%股权;两次共计投资8,969.6万元收购重庆市万家燕大药房连锁有限公司及其129间药房51%股权;成为第二大医药零售上市公司在重庆市场抢占重庆医药零售市场份额。

3、2021年11月健之佳全资并购重庆市万州中兴医药有限公司所持有的86家药房股权(行业内部消息暂未公告),此次并购成为第三大医药零售上市公司在重庆市场抢占重庆医药零售市场份额。

随着医药零售上市公司的并购,区域性中小型连锁也在并购潮中根据自身实际情况并购小连锁或单体店,不断壮大以应对市场竞争。如:重庆市万家燕大药房连锁有限公司于2017年11月以资产收购方式并购重庆太乙堂大药房连锁有限公司20间药店及向个人并购其名下8间单体药店,两次并购共整合28间药店,重庆市万家燕大药房连锁有限公司从97间门店发展为125间药店,并购后销售增幅达到33%,有效达到迅速扩张销售规模提高市场竞争力的目的。

1 并购零售药房的方式

根据国内医药零售各上市企业财务报告资料,各企业的并购目标为同一行业、经营同一产品类型的零售药店,从并购类型看属于典型的横向并购。从各上市公司在财务报告披露信息显示有资产并购和股权并购两种方式。

1.1 资产并购

资产并购是指企业以现金、现金等价物形式或资产等价交换形式收购被并购企业的存货、经营权等形资产。

前述收购案例中一心堂投资1.03亿元并购重庆宏声桥大药房连锁有限公司所持有的81家门店资产及其存货是典型资产收购。一心堂设立重庆市鸿翔一心堂连锁有限公司,将收购重庆宏声桥的81家门店资产及存货整合并入该公司。重庆市万家燕收购重庆太乙堂大药房连锁有限公司的20间药店及个人名下8间单体药店均采用以现金形式收购其门店的资产及存货。收购有形资产含存货、门店固定资产,无形资产含门店《药品经营许可证》、《GSP管理规范认证》、《食品经营许可证》、医保资质及会员信息等。

1.2 股权并购

股权并购是指企业以现金或现金等价物、等价资产交换形式收购被并购企业的股权。股权收购又分为参股收购、控股收购、全资收购。

参股收购是指企业收购被收购企业的股权低于控制标准,即50%及以下,前述案例中大参林2021的1月收购重庆市万家燕19%股权即为参股收购。

控股并购是指企业收购被收购企业有股权达到控股,即大于50%(大多数是51%),前述案例中大参林2021的9月收购重庆市万家燕32%股权,累计持股51%达到控股,实现控股收购。

全资收购是指企业收购被并购企业100%股权。为了实现战略发展通常企业采取控股并购或全资并购方式实现企业战略目的,达到企业标准化创造规模效应的目的。前述案例中健之佳2021年11月全资并购重庆市万州中兴所持有的86家药房股权即为全资收购,达到其在重庆万州区域的竞争优势。

1.3 资产并购与股并购的风险分析

资产并购是收购被并购企业有价值的资产(如:各类证照、资质、资格、存货、会员信息等,不涉及股权),通过经营权变更将并购资产融入到并购企业中,并购企业通过标准化管理及资源输出整合提高企业整体价值。这种并购方式通常不涉及业绩对赌,并购后整合达不到预期时存在一定的资产减值风险。如果遇到政策变化:如:2021年7月出台了医保资质跟随信用统一代码证号,如果企业信用代码变更则医保将无法继续使用等政策将对医药零售行业的资产并购变得更为困难。

股权并购是购买被并购企业股权,在股权并购中通常会较高评估被并购企业,但通常会设计业绩对赌保障业绩承诺从而降低风险。参股并购方式并购企业存在对被并购企业无绝对控制权,无法掌控企业经营等风险;控股并购方式是较好的一种并购方式,虽控制权发生变化但原股东股权任然存在,原股东为了自身利益也会同并购企业一起想办法将企业经营好,并履行对赌业绩承诺。全资并购方式由于原股东的全身而退,原股东的隐型价值无法利用,如:政府资源、产品资源、客户资源、供应商资源等存在一定的风险,如果设计了业绩对赌则能适当的降低风险^[1]。

2 并购零售药店常用估值方法及存在的风险

2.1 估值

估值即价值评估,本文探讨的估值是在并购零售药店业务过程中对被并购零售药店的价值评估,即在收购过程中被并购企业值得并购方花多大代价获取。

2.2 估值方法及利弊分析

对企业的价值评估方法很多,如:市销率(P/S)估值法、市盈率(P/E)估值法、市净率(P/B)估值法、EV/EBITDA倍数估值法、市盈率相对盈利增长比率估值法、DAU估值法、自由现金流贴现模型、投资现金流量报酬率估价模型等。在收购零售药店中用的较多的方法是市销率(P/S)估值法、市盈率(P/E)估值法。在零售行业的并购行为中常用的方法是市销率(P/S)估值法、市盈率(P/E)估值法,这两种方法计算简单,被并购企业容易接受和理解。

(1) 市销率(P/S)估值法

市销率估值法也称价格营收比估值法,是股票市值与销售收入的比率,对于非上市公司而言无股票市值可参照同上市上市公司市销率。

市销率估值法的优点是销售收入相对稳定,波动性不大,收入不会出现负值,不会出现没有意义的情况,即使企业净利润、EBITDA为负也可使用。

市销率估值法的缺点是无法反映公司成本费用管制能力,销售易被股东操控在计划转让的情况下牺牲利润做大销售提高被并购企业的估值以达到提高转让收益的目的。

(2) 市盈率(P/E)估值法

市盈率是企业盈利位数水平反映投资者对每股收益所愿支付的价格,可通过市盈率评估企业价值。

市盈率法估值企业价值的优点:①市盈率法比较直观,将企业股票价格与当前公司盈利状况相互联系。②易于计算容易取数。③市盈率能够为公司把控风险性、成长性、资产盈利水平。

市盈率法估值企业的缺点:①对于亏损企业没有意义。②评估周期性公司常常出现较大的偏差。③盈利额极易受到企业会计政策、盈余管理影响。④市盈率通常大于1,估值高的行业达到10倍甚至20倍的市盈率,在原股东计划转让情况下操控利润以提高企业估值达到提高转让收益目的。

2.3 并购零售药店存在的估值风险

并购零售药店的常用估值方法是市销率估值法和市盈率估值法,估值不管使用那一种方法均是在尽职调查的基础上实现,并购零售药店估值风险如下:

2.3.1 评估被并购企业的价值的影响因素

(1) 尽职调查的真实性、全面性、完整性

尽职调整是对被并购企业价值评估的先决条件,尽职调查的真实性、全面性及完整性直接决定估值的合理性以及并购是

否能顺利实施。

①数据及资料真实性

原股东为了高估被并购企业使用自己在转让业务中收益最大化,在数据及资料真实性方面有折扣可能,因此尽职调查如不能反映真实企业状况通常会存在高估被并购方价值的风险。

市销率估值法通常采用含税实收销售额计算,含税销售金额易被原股东操控,在尽职调查过程中需通过业务系统、现金流量等充分核实其销售真实性。

市盈率估值法通常采用扣非的经营利润计算,经营利润=收入-费用,收入通过恶意销售行为可操控,费用原股东可能通过账外支付等方式操控,故核实企业利润需通过历史数据的费用占比分析等方式其真实性^[2]。

②资料全面性及完整性

中小连锁及单体药店通常上市企业的管理规范,在资料保管及会计核算的规模性方面均低于上市企业。在尽职调查过程中需通过各种方式反映企业状况的资料。

(2) 追溯历史数据及业务的可持续发展性

通常应当核实被并购企业近3年销售数据、利润数据趋势及行业内趋势对比分析,如出现异常则需充分评估原股东解释的合理性以判断历史数据的真实性。同时需根据历史数据的趋势接合当前市场行情、政策、政治环境等因素的影响评估业务增长可持续发展性。

(3) 管理团队的稳定性

对于医药零售行业并购来说目标企业管理团队(营销、营运、店长、班组长)的稳定性对目标企业持续发展有着深远的意义,针对单个门店而言最重要的是店长,店长的管理以及能力直接影响门店的销售业绩和盈利能力。对于连锁团队而言较为重要的是营运、营销、商采团队,他们的稳定性及管理方式决定着门店员工的稳定性,决定着连锁企业的盈利能力。

由于股东的变化,管理方式发生变化管理团队存在不稳定性的可能,会影响门店销售业绩从而影响并购后的企业价值。

2.3.2 高估被并购企业价值的风险

高估即过高评估被并购企业。如高估被并购企业会快速启动并购业务,缩短并购周期,但会给企业保值、增值、创造盈余价值带来困难,存在企业价值减值的风险从而与并购初衷目的相悖。

2.3.3 低估被并购企业价值的风险

低估即过低评估被并购企业。如低估被并购企业,被并购企业将可能无法接受转让价值导致无法启动此并购业务从而无法实现并购目的。

3 并购零售药店的估值风险防范

当有目标并购对象时,需充分了解目标对象的各方面情况,包括但不限于财务管理制度、财务规范程度、财务报表数据、税务风险、历史沿革、历史法务风险、潜在法务风险、现金流量与销售匹配度、组织架构、人员结构、员工敬业及忠诚度、薪酬制度、营销方案、商品优势、流程制度合理性等,通过对以上资料收集、整理,充分分析评估、测算被并购企业价值,评估并购后通过自身的资源优势结合被并购方的资源优势结合,整合优化后是否能达到1+1>2的作用;在1+1>2的基础上给予合理的价值评估,即能实现1+1>2,又能实现被并购方股东的最低收益期望^[3]。

4 结束语

综上所述,在并购业务中评估被并购企业的价值时,尽职调查需完整、全面的了解企业真实经营状况及财务状况,在合理范围内评估被并购方企业价值;评估时需充分考虑各类风险,实现1+1>2的并购价值,避免高估被并购企业产生减值风险影响并购企业整体价值,同时也避免低估被并购企业导致并购业务无法启动从而不能达到并购目的。

参考文献:

- [1] 汤谷良. 投资银行学[M], 北京, 经济科学出版社, 2020, 1, 339~354.
- [2] 宋学军. 高级会计实务[M], 北京, 经济科学出版社, 2019, 1, 315~347.
- [3] 大参林(证券代码: 603233), 2021年第3季度报告[R]. 广州, 2021, 6~9.