

# 烟台万华海外并购案的分析与思考

葛洪朋 王风华

## 一、并购背景及案例简介

成立于1978年的烟台万华聚氨酯股份有限公司(简称烟台万华)坚持自主创新,于2001年成功开发出具有自主知识产权的异氰酸酯(MDI)。在技术创新的同时,公司产能也迅速提高,经过发展,跃升为亚太地区最大、全球第四大MDI供应商。

MDI产品的消费区主要集中在中国大陆、欧洲、美洲等地。近年来,欧洲的巴斯夫、拜耳等业内巨头公司已经开始在中国、韩国等地投资办厂,实现了欧、亚、美三大洲的产能及销售网络的布局并形成了较强的区域平衡能力。在此背景下,烟台万华要想做大做强,将产能优势转变为安全、可持续的盈利能力,就必须实施海外扩张,打入竞争对手的核心盈利区域——欧美市场,以实现全球战略制约平衡。由于投资建厂的建设周期长,销售网络、销售渠道建设工程复杂,特别是受到巴斯夫在亚洲金融危机时期廉价并购韩国公司的启发,因此,在欧美市场实施择机并购成为烟台万华海外拓展的重要战略之一。

地处欧洲大陆的BorsodChem化工集团(简称BC公司)则是匈牙利最大的化工企业,是世界上少数具备MDI生产能力的公司之一,其产品主要面向欧洲市场,有少量产品销往中东、非洲及亚洲等地区。在2008年全球金融危机以及其后的欧债危机影响下,整个欧美市场经济萧条,生产销售不畅,资金回笼困难,大部分企业处于停产或半停产状态。在经济大环境及行业均不景气的双重压力下,欧美的化工企业大都受到较大影响。此时的BC公司也在内外部环境的影响和压力下,财务状况持续恶化,公司的运营陷入困境。

烟台万华在行业不景气的形势中发现了与BC公司合作的机会,开始了与BC公司的接洽谈判。并购专家代表团在多次被BC公司拒绝后,最终以债权人的身份参与到BC公司的重组事项中,通过努力,最终得到有关各方的理解和支持。在对BC公司的债务结构进行深入调查研究的基础上,达成了如下协议:烟台万华提供1.4亿欧元借款,用于推动

BC公司第二套16万吨/年甲苯二异氰酸酯(TDI)的装置建设;为BC公司提供9亿欧元的银团贷款,用以置换BC公司原有9亿欧元贷款(原贷款利率最高至15%),BC公司为承贷方;为收购BC公司股权及支付中介费用合计2.23亿欧元。并购的全部交易金额为12.63亿欧元,并于2011年1月31日结束。烟台万华取得了BC公司96%的股权,成功实施了对BC公司的并购。

## 二、并购策略分析

借鉴国际并购案例的经验,结合BC公司的具体情况,烟台万华针对并购前、并购过程以及股权划拨后的融合过程,分别实施了如下策略:

### 1. 前期尽职调查是并购成功的保障

众所周知,前期尽职调查是并购成功的基石。在调查过程中,烟台万华对BC公司信息管理系统的设计、功能模块、管理流程等进行了详细了解和他分析,并借助信息系统加深对公司的业务流程、客户信息、管理理念以及人力资源等各个方面的深入研究,据此初步确定了公司的实际价值、改善公司经营现状的措施以及并购后双方融合实现预期目标的方法。

### 2. 寻求多方支持,通力合作完成并购

合作机会虽然摆在眼前,但对于缺乏海外并购经验的烟台万华而言,要顺利完成并购事项又谈何容易。正如当年中联重科联手弘毅投资并购意大利西法公司一样,没有跨国并购经验的烟台万华,将目光投向了烟台万华的股东之一——合成国际。

在合成国际的支持和帮助下,烟台万华对BC公司的债务结构、二级市场债券价格进行了调查研究。根据次级债市场价格较低的现象,烟台万华果断采取在公开市场大量购买次级债的方式,从而以较低的成本成为BC公司次级债的主要债权人,并以次级债债权人的身份坐到了谈判桌前,参与公司的重组事项,开始了对BC公司并购事项的谈判和竞争。在有关各方的协作和支持下,烟台万华顺利完成了对BC公司的并购。

3. 股权交割后，双方多渠道融合，实现战略预期目标

烟台万华并购BC公司的目的是通过并购，实现MDI产能和市场的全球化布局，实施全球战略平衡制约，保障优势产能能够转化为长期可持续盈利。

(1) 落实战略目标，实现协同效应。并购完成后，为更好地发挥同业协同效应，烟台万华将BC公司委托给烟台万华股份公司（烟台万华的上市公司）代管，BC公司的高级管理人员也由烟台万华股份公司提名。为保证各公司、各机构、各部门以及工作人员对集团战略的正确理解和贯彻执行，烟台万华对公司所有的应用软件和信息系统进行了梳理，与有关部门包括BC公司的信息系统进行系统功能对比，实施信息系统整合。借助信息化平台，把“人管人”变成“机器管人”。运用信息技术将总部的管理思想、战略意图以及企业文化准确传递到所有公司，保证公司战略的同步性和一致性，以提升工作效率和战略执行能力。

(2) 深化投资合作，防范公司财务风险。烟台万华并购BC公司后，其产能和销售市场实现了全球化布局，真正成为全球型企业集团，为其实施战略制约平衡、实现优势产能转化提供了保障。烟台万华并购BC公司除具有战略意义外，还实现了债务置换，降低了财务费用，同时新增部分资金贷款，缓解了资金压力，恢复了生产和经营。为促进BC公司的生产发展，实现投资项目的早日达产，烟台万华继2011年出资12.63亿欧元完成对BC公司96%的股权收购后，又追加投资3亿欧元，完成了年产16万吨TDI项目新生产装置建设，提高了公司的盈利能力和抗风险能力。

### 三、几点思考

烟台万华成功并购BC公司，其实现全球平衡制约的战略并购动机、并购时机的选择以及并购方式和并购结果等经验，为欲实施海外并购的企业提供了借鉴。其海外并购过程中对目标公司价值评估、并购战略目标的实施以及并购完成后的风险防控等事项值得思考。

#### 1. 并购企业价值评估与并购成本

在企业并购过程中，对目标公司的价值评估、最终确定的并购成本以及两者之间的比例关系都是决定并购成败的关键因素。对目标公司的价值评估方法主要包括折现现金流法、市盈率法、清算价格法、成本加和法等。目前我国通常采用成本加和法对目标企业整体价值进行评估。成本加和法的评估结果实际上是企业所有资产的价值总和，相当于企业账面的净资产价值。在烟台万华并购BC公司的案例中，BC公司2009年年末的账面资产总额16.45亿欧元，负债14.73亿欧元，净资产1.72亿欧元，烟台万华出资12.63亿欧元对其进行并购，表面上看资产溢价比例较高，但烟台万华并购

的目标是BC公司整体而不仅仅是公司的账面净资产。

对目标公司的价值评估，除了评估公司的有形资产，还要评估为企业创造持续性价值的无形资产，如人力资本、数据库、管理信息系统、高质量生产工艺、品牌、革新能力和企业文化等。有研究表明，那些不能被公司财务系统衡量的无形资产通常占到公司价值的75%以上，而公司的有形资产只代表了不到25%的市场价值，如BC公司的TDI技术优势等都是优质的无形资产。

另外，还要结并购战略对目标公司进行价值评估。如在此案例中，烟台万华并购BC公司的目的是通过并购提高公司MDI产品生产和销售能力在欧洲大陆的影响，提高与欧洲的巴斯夫、拜耳等MDI巨头公司的抗衡能力，实现全球的战略平衡制约。地域优势、产能优势、营销网络、客户关系等是企业价值的重要组成部分，BC公司良好的产能、成熟的欧洲营销网络、客户关系等使其成为烟台万华进行海外并购的首选。

#### 2. 并购战略目标及实现方式

所谓并购成功不仅仅包括企业股权交割完成，还要通过对目标公司的管理运营，实现企业间的协同效应，最终实现并购战略目标。

烟台万华在完成对BC公司的并购后，又追加3亿欧元，完成了16万吨TDI项目的生产装置建设。在提供资金支持的同时，烟台万华运用信息技术加强集团与各公司之间的信息交流与互动，提高管理效率和效益，实现集团内部的战略协调一致性。在双方的共同努力下，BC公司很快恢复正常生产，并于2012年5月实现盈利。

通过并购，烟台万华的产能快速提升，实现了在欧洲大陆的产能与营销网络的布局。通过与欧洲巴斯夫、拜耳等国际巨头的产能与销售网络的交叉布局，实现了全球战略制约平衡。

#### 3. 风险防范与控制

并购前，BC公司经营陷入困境，与金融环境、行业生命周期等外部因素有关，但导致企业运营失败的主要原因是企业自身对风险防范和控制的不足。在并购完成后，烟台万华在风险防范与控制方面采取了以下措施：实施财务管理整合，实现公司运营一体化管理，深入剖析公司陷入财务困境的主要原因；通过加强对公司的投资管理、改善融资结构、协调收益分配留成比例、改善资产结构、加强内部控制等措施，改善公司的债务结构与资产结构，提高抗风险的能力；关注和学习BC公司所在国的有关法律法规，依法经营、合法用工、提高社会责任意识；树立良好的社会声望，提高人力资源管理的效率和效果等。■

（作者单位：鲁东大学财经处 山东工商学院会计学院）

责任编辑 刘黎静