

锦江股份收购卢浮集团: 酒店业巨资的高效并购

案例简介:2015年2月27日,上海锦江国际酒店发展股份有限公司(以下简称“锦江股份”)(600754.SH,900934.SH)通过全资子公司卢森堡海路投资有限公司收购卢浮集团(Groupe du Louvre,GDL)100%股权的各项交割工作顺利完成,交易金额为12.77亿欧元,约折合人民币88.50亿元。至此,锦江股份将欧洲第二大酒店集团收入麾下。截至交割日,该项目是国内酒店业最大一笔海外并购;是中国证监会于2014年第四季度放开上市公司现金并购审批以来,交易金额最大的一起并购案例;也是境内A股上市公司交易金额最大的一起海外并购。

一、交易背景及目标

(一) 交易背景

锦江股份为紧随旅游行业的发展趋势,贯彻国际化发展战略,开展了本次海外收购。

1. 紧随旅游行业发展大趋势

近年来,海内外旅游业政策频出,有利于推动

我国境外旅游的发展。我国居民出境游的蓬勃发展,将带动出境游主要目的地的酒店业客流量,提升当地酒店业的经营业绩。另外,我国积极推进经济体制改革和结构调整,鼓励居民提高消费水平,不断发展包括旅游产业在内的现代服务业。《国务院关于促进旅游业改革发展的若干意见》、《服务业发展“十二五”规划》、《国民旅游休闲纲要(2013~2020年)》等鼓励政策,提出“加快落实职工带薪年休假制度”、“有序发展出境旅游”。

2. 欧洲旅游及酒店市场存在较大机会

近年来,我国出境游规模高速发展。而欧洲,特别是法国是最受中国游客喜爱的出境旅游目的地之一。另外,欧洲拥有全球最大的酒店市场,共有约600万间客房,在客房数量上排名世界第一,相当于全世界三分之一的客房总量。自2009年以来,欧洲酒店可租客房平均收入(RevPAR)开始逐步回升,经济/中档型酒店市场需求反弹。

(二) 交易目标

本次并购最重要的目标在于贯彻锦江股份国际化战略。首先,锦江股份积极海外并购有其外部因素,上海市委市政府将锦江国际集团定位为未来3~5年上海国资要重点打造的5~8家全球布局的本土跨国企业之一。

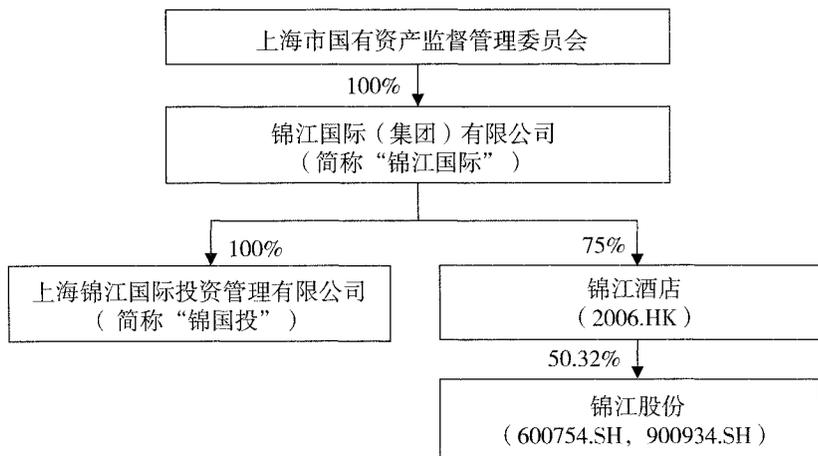


图1 锦江股份的股权控制关系

其次,海外并购更是出于锦江股份自身发展需要。本次重大海外收购,是锦江股份贯彻“全球布局、跨国经营”战略的重要一环。在中国酒店企业“走出去”的过程中,由于对当地政策、法律、民俗、市场等了解有限,一般都不会选择自建酒店。锦江在海外的的发展主要是以下两种模式为主:一是资金输出;二是品牌输出。前者是重资产,后者是轻资产。之前,锦江集团多次采用过品牌输出的方式,例如锦江之星在菲律宾、印尼的发展,韩国首尔的项目是授权一个单体酒店使用锦江之星品牌,2011年,锦江股份旗下的锦江之星连锁酒店和卢浮集团下的经济型酒店“Campanile”的品牌联盟。本次交易则是锦江另一种国际化的方式。

二、交易方案

(一) 跨境标的的选择

1. 卢浮集团(GDL)

本次收购的标的公司是卢浮集团 100% 股权。本次收购的交易标的的企业价值评估值为 148,441 万欧元,按照评估基准日(2014 年 6 月 30 日)中国人民银行公布的汇率中间价(1 欧元对人民币 8.3946 元)折算后,折合人民币 1,246,103 万元;扣除净财务债务后,股东全部权益价值(扣除少数股东权益)为 636,46.9 万欧元,折合人民币 534,291 万元。

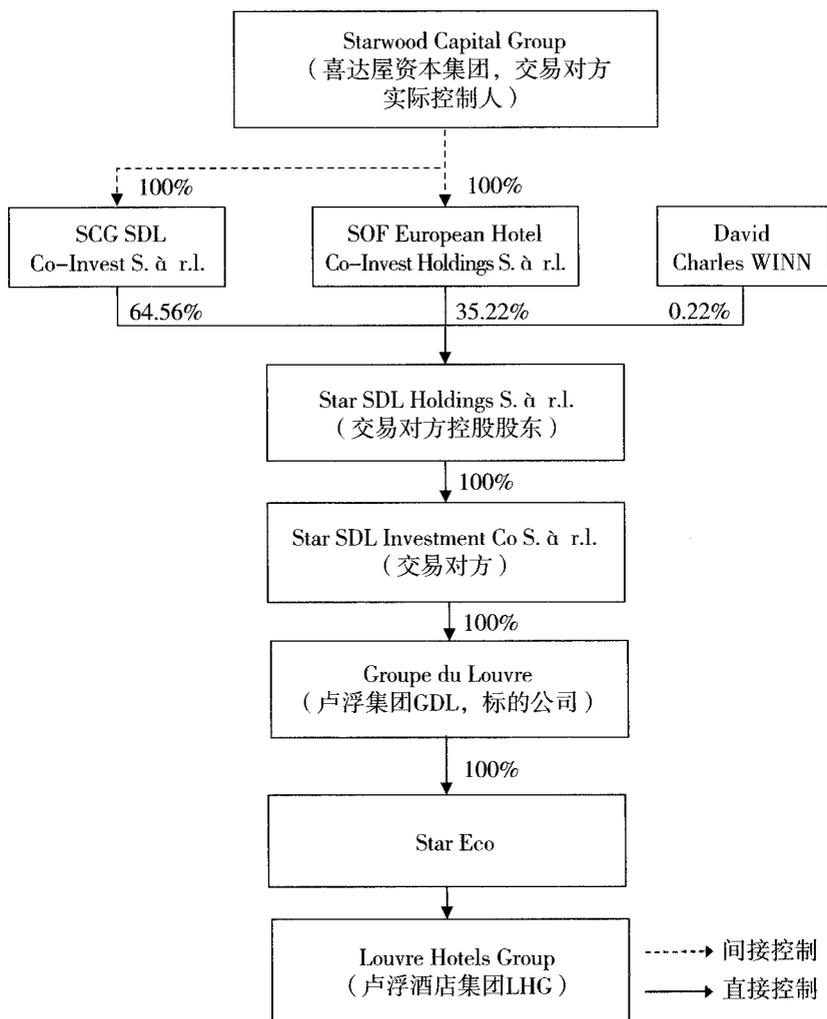


图2 标的公司股权结构图

2. 卢浮酒店集团(LHG)

(1) 卢浮酒店集团历史沿革

卢浮集团持有卢浮酒店集团100%的股份,其成立于1976年,是欧洲领先的酒店集团。

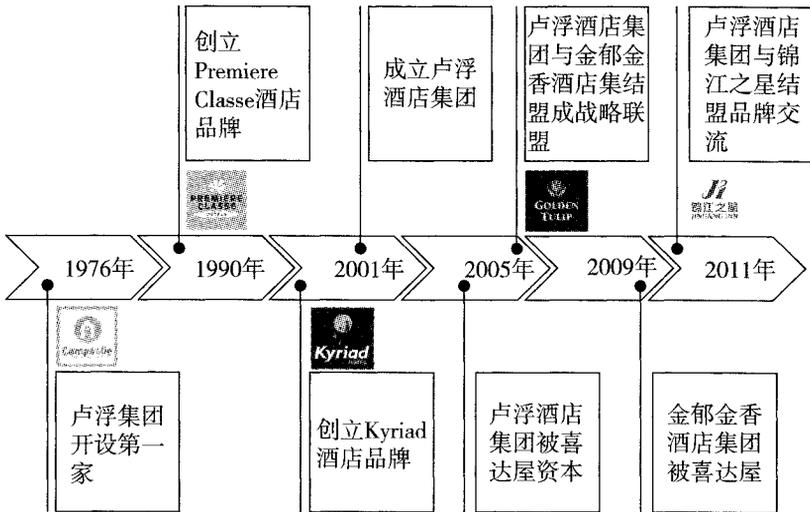


图 3 卢浮酒店集团历史沿革

(2) 广泛的品牌认知度

卢浮酒店集团在欧洲的核心市场拥有极高的知名度,尤其是在经济型与中档酒店行业拥有核心竞争力。

表 1 卢浮酒店集团 (LHG) 各品牌情况

	酒店数量(家) (2015年12月31日)	占比(%)	品牌描述
Première Classe	259	22.39	成立于1989年,在法国经济酒店市场上保持着极具竞争力的地位
Campanile	378	32.67	成立于1976年,在法国以及欧洲经济酒店市场上具有快速的增长率和强大竞争力
Kyriad 系列	250	21.61	成立于2000年,作为标准化经济酒店的补充,Kyriad系列品牌酒店为非标准化运营的经济型酒店
Golden Tulip 系列	270	23.34	Golden Tulip 系列品牌是2009年喜达屋资本收购并入卢浮酒店集团集团,提供中高档酒店服务
总计	1157	100.00	—

(3)全球性的业务布局

卢浮酒店集团酒店业务立足于法国,覆盖欧洲主要国家,并不断拓展全球市场,目前已进入美国、中东、非洲、亚洲等区域。

表 2 卢浮酒店集团(LHG)酒店分布情况(2014年6月30日)

	Première Classe		Campanile		Kyriad 系列		Golden Tulip 系列		总计		占比(%)	
	酒店	客房	酒店	客房	酒店	客房	酒店	客房	酒店	客房	酒店	客房
法国	245	17,512	325	20,176	237	14,476	13	995	820	53,159	73.54	58.32
欧洲其他国家	6	486	58	5201			86	9115	150	14,802	13.45	16.24
欧洲地区小计	251	17,998	383	25,377	237	14,476	99	10,110	970	68,539	87.00	74.56
美国							41	7305	41	7305	3.68	8.01
中东及北非							59	9651	59	9651	5.29	10.59
非洲							7	1332	7	1332	0.63	1.46
亚洲			15	1977			23	2928	38	4905	3.41	5.38
欧洲以外地区小计			15	1977			130	21,216	145	23,193	13.00	25.44
总计	251	17,998	398	27,354	237	14,476	229	31,326	1115	91,154	100.00	100.00

(4)均衡稳定的经营模式

卢浮酒店集团拥有多元化的业务模式,直营、特许经营和管理 1115 家酒店,其中直营酒店、特许经营酒店和管理酒店,各自占比分别为 22.87%、51.66% 和 25.47%。

(5)优秀的酒店管理经验

卢浮酒店集团拥有超过 38 年的酒店经营管理经验,尤其是在经济型和特许经营管理领域,已形成了一套较为完善的酒店管理体系,核心管理团队成员人均拥有 6 年以上在卢浮酒店集团工作的经验。

(6)先进的技术和信息系统

卢浮酒店集团拥有强大的综合预订平台,于 2012 年推出自助服务终端 Ariane Kiosk,顾客可通过此客户端进行自助登记入住及退房,卢浮

酒店集团为欧洲境内首家使用该技术的连锁酒店集团。

(二) 神秘的交易对方

交易对方的实际控制人喜达屋资本(Starwood Capital Group)。喜达屋资本成立于1991年,是国际领先的房地产投资基金,其国际投资者包括美国一些最大型的国家及企业退休金、储蓄保险及基金会,以及世界各地的家族基金投资者。2005年,喜达屋资本通过标的公司卢浮集团收购卢浮酒店集团。其相关资料包括详细投资人构成情况、下属企业情况以及详细财务资料属于其核心商业机密,为非公开信息,因此未在公开文件披露过GP和LP的股东信息。

(三) 价款及支付

本次交易标的公司100%股权的购买价款为13亿欧元之金额,减去交割净财务债务的余额;最终,还将根据在交割后经审计或双方确认一致的标的公司2014年度EBITDA和标的公司在交割日的净财务债务调整。

全部价款以现金支付,资金来源为自有资金及银行贷款,其中自有资金不低于30%。

2015年2月27日本次交易最终实际支付价款总计为1,276,982,372.98欧元。

(四) 交易步骤

喜达屋资本集团作为产业基金,其入主卢浮集团(GDL)本身是一个投资、产业整合、退出等惯常的资本运营的行为。在2014~2015年,根据该基金的相关约定,喜达屋资本必须出售卢浮酒店集团。同时,国际并购存在明显的周期性效应,近些年全球能够出售的酒店业资产已经不多,市场只要一有出售酒店资产消息,短时间内就被一抢而空。因此,喜达屋资本集团一宣布出售卢浮集团(GDL),当时就有66家潜在对手参与竞争,最后经过几轮筛选,留下来6家,包括欧洲第一大酒店集团雅高和众多私募机构。

而锦江国际是在这6家之外半路杀入的。作为第7家潜在收购方的锦江国际并不愿意同台参加竞价投标过程。因为考虑到国际并购的竞价非常复杂,往往叫价越来越高,但收购成功与否却并不一定。担心按照国际并购惯例走完相关流程耽误时间,项目可能早已被别人收进囊

中。本次交易避开了一般国际并购过程中先签订备忘录、意向书,然后进行尽职调查,再签订合同最后股权交割的传统流程。考虑到交易双方之前在经营管理和资本投资等方面已建立多年的合作关系,包括2011年双方建立的品牌联盟以及喜达屋资本集团是锦江酒店集团2006年香港H股上市的基石投资人之一,锦江国际与喜达屋资本单独直接进入实质性股权转让合同谈判。2013年3月21日,锦江国际与喜达屋资本签署保密协议,对卢浮酒店集团信息备忘录做初步估值分析。2013年5月8日,项目取得上海市国资委的项目备案通知,2014年6月,项目取得了国家发改委《境外收购或竞标项目信息报告确认函》。

从2014年10月29日起,锦江国际与喜达屋资本约定5天实质性谈判,喜达屋资本与其他6家潜在买家的谈判并不因此放弃。2014年11月3日,双方就协议达成了一致,锦江国际随即发函通知旗下2家经营酒店的上市公司锦江酒店与锦江股份,保证锦江股份收购快速推进。同时,本次海外并购过程中涉及国家发改委,商务部、国资委以及与银团协调融资贷款事宜,在并购主体明确之前,相关流程同步推进,进一步加快了收购的进程。

表3 锦江股份收购卢浮集团主要时间点

时间	重要事项
2014年11月3日	交易对方(喜达屋资本集团)管理人员通过决议,批准了卢浮集团(GDL)100%股权的出售以及相关协议的签署
2014年11月3日	锦国投与交易对方签署了POA协议及保证金托管协议
2015年1月6日	锦国投授予本公司关于本次交易的受让选择权
2015年1月14日	锦江股份召开第七届董事会第三十次会议审议并通过决议,同意行使锦国投授予本公司关于本次交易的受让选择权及本次交易方案
2015年1月21日	上海市自贸区管委会对本次交易境外投资的备案完成
2015年1月27日	国家发改委对本次交易境外投资的备案完成

续表

时间	重要事项
2015年1月28日	锦江股份收到上海市国有资产监督管理委员会及其授权机构出具的《关于同意上海锦江国际酒店发展股份有限公司收购卢浮集团的通知》、《国有资产评估项目备案表》
2015年1月30日	锦江股份股东大会审议通过本次交易方案
2015年2月9日	本公司召开第七届董事会第三十三次会议审议并通过决议,同意本公司及全资子公司与工商银行签署过桥借款相关协议,过桥借款金额不超过15亿欧元,到期日为2015年6月22日,利息及相关费用不超过3个月EURIBOR + 200BPS,并授权本公司经营管理层具体操作相关事宜
2015年2月12日	Star SDL Holdings 董事会批准签署《应收账款转让协议》
2015年2月13日	SDL 向本公司发出行权信函,决定行使卖出期权
2015年2月16日	锦江股份召开第七届董事会第三十五次会议审议并通过决议,同意批准卢森堡海路投资与 SDL 及其相关方签署本次交易相关交易协议,并授权卢森堡海路投资任意一名董事代表卢森堡海路投资签署《股份购买协议》等交易协议并具体操作相关事宜
2015年2月16日	卢森堡海路投资与 SDL 签署《股份购买协议》
2015年2月25~27日	锦江股份的交割工作团队(成员包括公司部分董事、高级管理人员,项目经办人员以及相关中介机构人员),与交易对方及其聘请的中介机构,在谢尔曼律师事务所的法国巴黎办公室,就交割相关事项进行磋商。双方决定交割日为2月27日,并就交割时应当移交的股权转让证明文件、资金划付流程、预估购买价款等事项确认一致
2015年2月27日	卢森堡海路投资与 SDL 及相关方签署《交割托管协议》、《应收账款转让协议》
2015年2月27日	卢森堡海路投资支付标的公司100%股权的预估购买价款475,089,654.17欧元;偿付交易对方和 Star SDL Holdings 对标的公司及下属公司的应收账款净值521,391,975.85欧元;结清标的公司及下属公司的银团贷款合同偿付金额280,500,742.96欧元。最终购买价款可能会根据《股份购买协议》约定的价格调整机制而相应调整

续表

时间	重要事项
2015年2月27日	交易对方向卢森堡海路投资交付了标的公司100%股权已经转让的证明文件。根据谢尔曼于2015年2月27日出具的境外法律意见书,于2015年2月27日,通过SDL按照股份转让书中包含的指示将卢浮集团100%股权出售给卢森堡海路投资这一事实登记入卢浮集团的股份转让登记簿以及卢浮集团的相关股东个人账簿的方式,卢浮集团100%股权的无他物权负担的所有权已被转让给卢森堡海路投资
2015年5月23日	锦江股份披露《上海锦江国际酒店发展股份有限公司备考财务报表及专项审阅报告(2014年12月31日止年度)》和《上海锦江国际酒店发展股份有限公司购买的Groupe du Louvre非奢侈型酒店业务专项审计报告及模拟财务报表(2013年12月31日止年度及2014年12月31日止年度)》
2015年2月27日	支付相应价款,在律师的鉴证下,完成本次重大海外收购的交割

回顾整个交易,从交易架构的角度,本次交易本质上由如下七步构成:

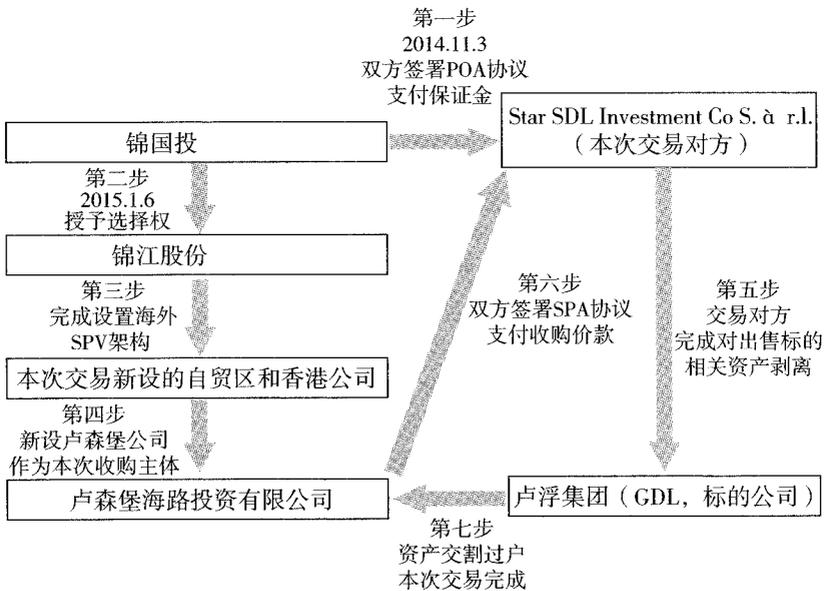


图4 锦江股份收购卢浮集团的交易步骤

三、交易效果

通过本次交易,上市公司首次得以完善酒店品牌系列。本次交易标的卢浮集团的全资子公司卢浮酒店集团在欧洲乃至全球具有较高的市场地位和广泛的认可度,在经济型和中端酒店细分市场具有优势,锦江股份通过本次收购完善了自身品牌系列。

其次,上市公司可以引进国际先进管理经验。卢浮集团拥有成熟的国际化管理团队、管理体系以及全球化酒店管理经验,其酒店布局和业务规模,都对锦江股份现有业务具有良好的补充效应。通过本次交易,锦江股份可期与标的资产在经营、管理、财务、技术、营销、品牌和文化等方面进行融合,实现优势互补,发挥资源协同效应,从而提高锦江股份的国际化管理水平。

(一)本次交易有利于提升卢浮集团业绩

本次交易完成后,锦江股份利用自身优势向卢浮集团(GDL)提供了低成本的贷款,替换了其原股东提供的较高利率的贷款。同时,伴随着酒店行业逐步回暖,卢浮集团(GDL)于2015年3~12月,实现营业收入37,939万欧元,净利润3255万欧元;而在2014年度,卢浮集团(GDL)实现营业收入44,244万欧元,净利润980.7万欧元,卢浮集团(GDL)的业绩实现了大幅增长,收购的协同效应初步显现。

(二)本次交易旨在从多个方面增强锦江股份竞争力和行业地位

1. 品牌系列更加完善

在收购前,锦江股份拥有“锦江都城”、“锦江之星”、“金广快捷”、“百时快捷”等品牌;卢浮酒店集团拥有四大品牌系列,共计七大品牌,在经济型和中端酒店细分市场具有优势。本次收购完成后,锦江股份拥有的品牌,从数量上、质量上、结构上都更加完善。



图 5 锦江股份品牌系列

2. 经营规模大幅增加

本次收购完成后,锦江股份的已开业的连锁酒店家数、房间数增长一倍左右,经营规模大幅增加。截至 2015 年 12 月 31 日,锦江股份已经开业的有限服务型连锁酒店合计达到 2223 家,客房总数 224,666 间(2015 年 12 月 31 日数据)。其中,原锦江股份体系内的酒店 1066 家,占比 47.95%,卢浮酒店集团内的酒店家数 1157 家,占比 52.05%;客房总数 224,666 间,其中原锦江体系内的酒店房间数 126,889 间,占比 56.48%,卢浮酒店集团内的酒店房间间数 97,777 间,占比 43.52%。

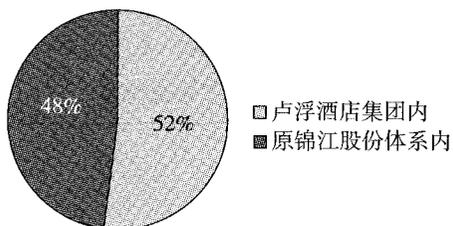


图 6 锦江股份 2015 年年底酒店家数

3. 酒店分布更加均衡

本次收购前,锦江股份的连锁酒店业以中国境内为主,截至2014年12月31日,锦江股份旗下签约有限服务型连锁酒店在中国境内分布于31个省、自治区和直辖市的295个城市,在中国境外只有大韩民国的1个城市的1个签约酒店;本次收购完成后,截至2015年12月31日,公司旗下签约有限服务型连锁酒店分布于中国境内31个省、自治区和直辖市的319个城市,以及中国大陆境外56个国家或地区,遍布亚洲、欧洲、美洲和非洲,有助于增强锦江股份业务经营和战略发展的抗风险能力。

表4 锦江股份2015年12月31日酒店分布情况

	开业酒店				签约酒店			
	直营酒店		加盟酒店		直营酒店		加盟酒店	
	酒店家数	客房间数	酒店家数	客房间数	酒店家数	客房间数	酒店家数	客房间数
中国大陆境内	274	37,691	799	90,645	308	42,775	1013	113,575
中国大陆境外	257	19,700	893	76,630	282	21,516	936	83,283
其中:欧洲	256	19,630	722	50,062	281	21,446	737	51,395
其中:法国	197	14,156	633	40,562	197	14,156	642	41,388
亚洲			92	12,042			111	16,362
美洲			41	7372			43	7800
非洲	1	70	38	7154	1	70	45	7726
境内外合计	531	57,391	1692	167,275	590	64,291	1949	196,858

注:签约酒店包括开业酒店和尚未开业酒店。

4. 管理水平得到提升

卢浮集团(GDL)拥有超过38年的成熟的国际化管理团队、管理体系以及全球化酒店管理经验,通过本次收购及其后续业务融合,大大促进锦江股份管理水平的提升。

四、案例点评

在了解本次交易的方案、背景、特点等内容的基础上,接下来,将对本次收购动机、收购后的整合情况进行分析和探讨:

(一) 锦江股份的收购动机是否具有合理性

锦江股份收购 GDL 的动机是:通过引进优质酒店资产,整合品牌、管理和优势资源,把握欧洲旅游和酒店市场的机会,提升锦江股份在欧洲市场的占有率,推进其国际化战略的实施进程。近年来,酒店行业持续调整为锦江股份提供产业并购整合的机遇,通过对收购 GDL 的动机分析后,可以发现锦江股份打造跨国酒店的战略定位是相对清晰的。

锦江股份收购 GDL,在一定程度上抓住了酒店业消费端的需求变化,其收购 GDL 的动机相对合理。这一点如何来理解?从 GDL 旗下的 Golden Tulip 系列中高档酒店来看,该中高档酒店从价格和舒适度方面都较好地满足了消费者旅行度假和商务出行的需要,抓住了近年来消费端对中端酒店需求增加的机遇,其收购动机具有相对合理性。

(二) 锦江股份能否实现品牌整合

本次交易后,锦江股份已将卢浮酒店集团(LHG)旗下的四大品牌系列、七大品牌收入囊中,涵盖大量经济型及少量中高型酒店。品牌似乎是无形的东西,但却蕴含着极大的价值,而进行品牌整合又是极其重要且复杂的,所以锦江股份能否实现品牌整合将极其关键。

本次交易前,锦江酒店集团和锦江股份同卢浮酒店集团(LHG)及其实际控制人喜达屋资本集团之间已开展了一段时间的合作,这无疑为锦江股份在欧洲市场的酒店运营积累了一定的经验,具备一定的品牌管理能力。锦江股份完成对卢浮系品牌的收购后,相继又收购了铂涛、维也纳,锦江股份旗下的品牌越来越多,如果锦江股份无法将诸多品牌完成有效整合,将很可能导致品牌的大杂烩,无法产生整合效益。根据2016年12月6日发布的“关于与关联方共同投资设立合资公司的关联交易”的公告内容,锦江股份已与相关方签署了 WeHotel 股东协议。姑且不论 WeHotel 网络平台未来的实施效果,但至少看到锦江股份正在采

取措施,对近几年收购的酒店资源进行整合,推进国内国际酒店系统的对接,这在一定程度上将推进各系列品牌的管理和整合。

基于上述分析,可以认为锦江股份对各品牌整合还是相对重视的,锦江股份正开启品牌整合之路,这一点是值得肯定的。但锦江股份能否管理好、定位好各品牌系列,以实现品牌整合,从而为锦江股份带来实质性的效益,尚需时间来检验。

(三) 锦江股份能否充分发挥规模优势

近年来,酒店业面临存量过剩,尤其是经济型酒店存量过剩,这已是业界公认的现状。本次交易后,锦江股份的酒店规模扩大,锦江股份能否充分发挥规模优势,实现盈利能力的提升,值得关注。

根据2016年11月1日,中银国际对锦江股份的公司研究报告的内容,截至2016年9月底,卢浮系酒店开业总数1190家,同比增长5.68%。归母净利润973万欧元,同比下降25.38%。第三季度,卢浮系酒店平均房价增长0.90%,平均出租率大幅下滑7.71个百分点,导致RevPAR下降9.91%。尽管卢浮系酒店的规模在扩大,但卢浮系酒店的盈利水平尚不稳定,换言之,其规模优势尚未显现。

基于前述分析和探讨,可以看到,锦江股份收购GDL的动机是相对合理的,收购完成后,锦江股份并未忘记对相关品牌资源的整合,尽管其整合效果和规模优势的发挥尚需时间来检验,但至少可以看到锦江股份收购GDL并不是盲目的,对锦江股份的发展规划是负责的。