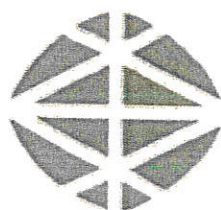


GLAND PHARMA INTERNATIONAL PTE. LTD 拟收购  
Phixen S. A. S 涉及的 Phixen S. A. S  
股东全部权益价值项目

估值报告

东洲咨报字【2022】第 2241 号



上海东洲资产评估有限公司

2022 年 11 月 22 日



## 声 明

一、本报告分析对象为 PHIXEN S. A. S 股东全部权益市场价值，资料来源于公开信息和委托人 Gland Pharma Limited。

二、上海东洲资产评估有限公司作为本次项目的咨询机构，在执行咨询工作中，遵循了相关中国法律法规，恪守独立、客观和公正的原则；根据我们在咨询工作过程中收集的资料，咨询报告陈述的内容是客观的。本咨询报告为上海东洲资产评估有限公司根据获取的资料独立分析出具，供 Gland Pharma Limited 参考，本报告不构成对任何第三方的建议、推荐或补偿。

三、我们与咨询报告中的咨询对象没有现存或者预期的利益关系；与相关当事方没有现存或者预期的利益关系，对相关当事方不存在偏见。

四、本报告中的分析、判断和结论受报告中假设和限定条件的限制，使用者应当充分考虑报告中载明的假设、限定条件及其对结论的影响。

五、尽管本报告是基于和倚赖报告中所涉及的公开信息及 Gland Pharma Limited 提供资料的准确性和完整性而准备的，我们并未对 PHIXEN S. A. S 进行调查，上海东洲资产评估有限公司对任何前述信息的使用并不代表其已独立地进行核实或表示同意，本报告不构成对其准确性、完整性或适当性的任何保证。

六、在形成本报告的过程中，并没有考虑任何特定投资者的投资目标、财务状况、纳税状况、风险偏好或个体情况。由于不同的投资者有不同的投资目的和组合，如需要具体的建议，投资者应及时就其投资组合咨询其各自的律师、会计师、税务顾问或其它专业顾问。

七、上海东洲资产评估有限公司未委托或授权其他任何机构和个人提供未在本报告中刊载的信息和对本报告做任何解释或说明。未经上海东洲资产评估有限公司事先书面同意，任何人不得在任何时间、为任何目的、以任何形式复制、分发或者摘录本报告或其任何内容；对于本报告可能存在的任何歧义，仅上海东洲资产评估有限公司自身有权进行解释。

八、本咨询报告并非是《中华人民共和国资产评估法》中定义的资产评估报告。本报告不得用于资产转让、作价出资等目的，仅供委托人决策、谈判等参考使用。对于使用不当造成的损失，我们不承担任何责任。



九、本报告仅供 Gland Pharma Limited 分析 PHIXEN S. A. S 股东全部权益价值使用，不得用于任何其他目的，对于本报告的结论，需结合本报告以及涉及的其他交易文件的整体内容一并进行考虑。



## 目 录

第一章 背景情况介绍 .....	2
一、    项目背景 .....	2
1. 基本信息介绍 .....	2
2. 主要财务信息及调整情况介绍 .....	3
二、    报告目的 .....	3
三、    报告基准日 .....	3
四、    价值类型 .....	3
第二章 价值分析假设前提 .....	5
一、    基本假设 .....	5
二、    一般假设 .....	5
三、    针对性假设 .....	6
第三章 价值分析过程 .....	7
一、    价值分析方法 .....	7
1. 市场法介绍 .....	7
2. 收益法介绍 .....	8
二、    市场法分析过程 .....	11
1. 可比公司的选择 .....	11
2. 价值比率选择 .....	12
3. 价值比率分析及修正 .....	13
4. 缺乏流动性折扣 .....	15
5. 控制权溢价率 .....	16
6. 市场法结论 .....	17
三、    收益法分析过程 .....	17
1. 营业收入 .....	17
2. 营业成本 .....	18
3. 管理费用 .....	18
4. 财务费用 .....	18
5. 所得税税费 .....	18
6. 资本性支出 .....	18
7. 营运资金 .....	18
8. 未来收益期限 .....	19
9. 折现率 .....	19
10. 溢余性资产价值和非经营性资产、负债估值净值 .....	21
11. 收益法结论 .....	21
第四章 价值分析结论 .....	22
第五章 报告使用限制说明 .....	23



## 第一章 背景情况介绍

### 一、项目背景

#### 1. 基本信息介绍

根据上海东洲资产评估有限公司与 Gland Pharma Limited 签署的《估值（咨询）委托合同》，Gland Pharma Limited 拟收购 PHIXEN S.A.S 股权。根据 Gland Pharma Limited 管理层介绍的初步交易方案，本次收购主体为 Gland Pharma Limited 全资子公司 GLAND PHARMA INTERNATIONAL PTE. LTD，通过收购 MANXEN、MANXEN2、MANXEN3 三家公司以及 PHIXEN S.A.S 93.72% 股权，实现对 PHIXEN S.A.S 的全部股权收购，其中，MANXEN、MANXEN2、MANXEN3 是 PHIXEN S.A.S 的股东，分别持有 PHIXEN S.A.S 5.83%、0.39% 和 0.06% 股权。

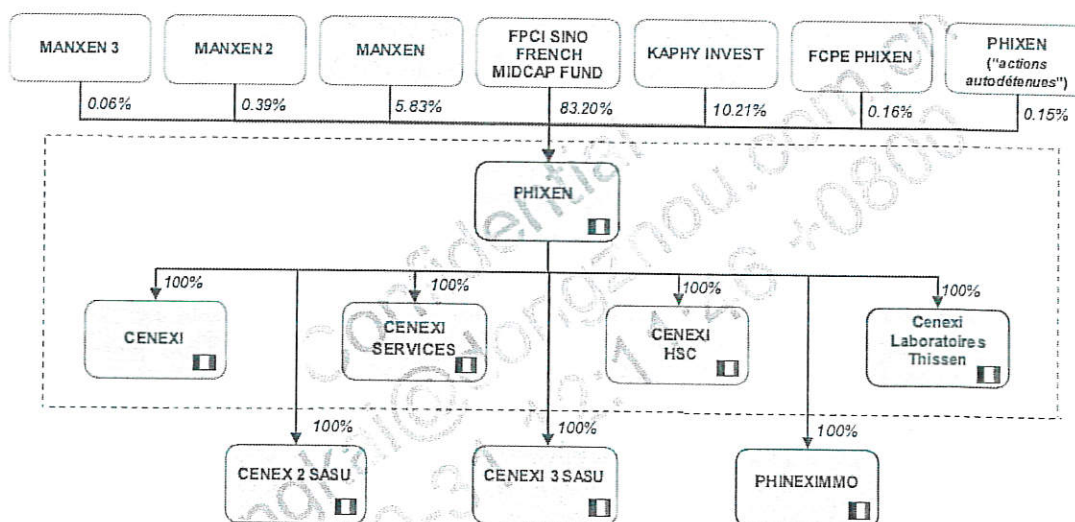
PHIXEN S.A.S 注册信息如下：

注册编号：812077774 R.C.S.Créteil

成立日期：2015 年 6 月 18 日

注册地：法国

股权结构及合并范围如下：



PHIXEN S.A.S 主要从事医药 CDMO 业务和医药服务业务，主要生产经营地为法国和比利时。



## 2. 主要财务信息及调整情况介绍

为了便于国内阅读习惯,我们根据 Gland Pharma Limited 提供的,PHIXEN S. A. S 委托 KPMG 出具的 PHIXEN S. A. S 2021 年审计报告和 2022 年 6 月 30 日审阅报告,按照国内习惯进行了重分类,重分类后数据如下:

### 近年资产负债表

金额单位: 千欧元

序号	项目\年份	2020 年 12 月 31 日	2021 年 12 月 31 日	2022 年 6 月 30 日
1	资产总计	216,793.00	220,040.00	229,888.00
2	负债合计	190,891.00	199,475.00	198,150.00
3	所有者权益	25,902.00	20,565.00	31,738.00
4	归属于母公司所有者权益	25,902.00	20,565.00	31,738.00

### 近年利润表

金额单位: 千欧元

序号	项目 \ 年份	2020 年	2021 年	2022 年 1-6 月
1	销售收入	195,265.00	184,073.00	100,107.00
2	净利润	-11,162.00	-5,299.00	5,442.00
3	归属于母公司损益	-11,162.00	-5,299.00	5,442.00
4	EBITDA	22,061.00	23,122.00	19,127.00

## 二、报告目的

根据《估值(咨询)委托合同》,Gland Pharma Limited 拟收购 PHIXEN S. A. S 股权,拟了解 PHIXEN S. A. S 的股东全部权益价值;因此委托上海东洲资产评估有限公司对 PHIXEN S. A. S 进行估值,本报告的分析对象为 PHIXEN S. A. S 股东全部权益价值。

## 三、报告基准日

根据《估值(咨询)委托合同》,经过与 Gland Pharma Limited 进行沟通,确定报告基准日为 2022 年 6 月 30 日。

## 四、价值类型

本报告的价值类型为市场价值。

市场价值是指自愿买方和自愿卖方在各自理性行事且未受任何强迫的情况下,

评估对象在评估基准日进行正常公平交易的价值估计数额。

“公平交易”是指在没有特定或特殊关系的当事人之间的交易，即假设在互无关系且独立行事的当事人之间的交易。



## 第二章 价值分析假设前提

### 一、基本假设

#### 1. 交易假设

交易假设是假定所有标的企业已经处在交易的过程中，估值人员根据标的企业交易条件等模拟市场进行估值。交易假设是估值得以进行的一个最基本的前提假设。

#### 2. 公开市场假设

公开市场假设是对资产拟进入的市场条件以及资产在这样的市场条件下接受何种影响的一种假定。公开市场是指充分发达与完善的市场条件，是指一个有自愿的买方和卖方的竞争性市场，在这个市场上，买方和卖方的地位平等，都有获取足够市场信息的机会和时间，买卖双方的交易都是在自愿的、理智的、非强制性或不受限制的条件下进行。公开市场假设以资产在市场上可以公开买卖为基础。

#### 3. 企业持续经营假设

企业持续经营假设是假设标的企业在现有的资产资源条件下，在可预见的未来经营期限内，其生产经营业务可以合法地按其现状持续经营下去，其经营状况不会发生重大不利变化。

#### 4. 资产按现有用途使用假设

资产按现有用途使用假设是对资产拟进入市场条件以及资产在这样的市场条件下的资产使用用途状态的一种假定。首先假定标的企业资产正处于使用状态，其次假定按目前的用途和使用方式还将继续使用下去，没有考虑资产用途转换或者最佳利用条件。

### 二、一般假设

1. 本报告假设报告基准日后标的企业所在区域现行有关法律、宏观经济、金融以及产业政策等外部经济环境不会发生不可预见的重大不利变化，亦无其他人力不可抗拒及不可预见因素造成的重大影响。

2. 本报告假设标的企业及其资产将来不涉及抵押、担保事宜，以及特殊的交易方式可能追加付出的价格等对估值结论的影响。





3. 本报告假设标的企业所在地所处的社会经济环境以及所执行的税赋、税率等财税政策无重大变化，信贷政策、利率、汇率等金融政策基本稳定。

4. 本报告假设标的企业现在及将来的经营业务合法合规，并且符合其营业执照、公司章程的相关约定。

### 三、针对性假设

1. 本报告假设标的企业目前及未来的管理层合法合规、勤勉尽职地履行其经营管理职能，不会出现严重影响企业发展或损害股东利益情形，并继续保持现有的经营管理模式和管理水平。

2. 本报告假设标的企业未来预测期内核心管理人员和技术人员队伍相对稳定，不会出现影响企业经营发展和收益实现的重大变动事项。

3. 本报告假设标的企业于报告基准日后采用的会计政策和编写本报告时所采用的会计政策在重要性方面保持一致。

4. 本报告假设标的企业在报告基准日后标的公司产品或服务保持目前的市场竞争态势。

5. 本报告假设 Gland Pharma Limited 提供的资料、相关协议等资料真实完整。

6. 可比参照企业在交易市场的产权交易合法、有序、公允。

7. 可比参照上市公司的案例，其股票的市场交易正常有序，交易价格并未受到非市场化因素的操控。

8. 可比参照的公司公开披露的财务报表数据是真实的，信息披露是充分的、及时的。

## 第三章 价值分析过程

### 一、价值分析方法

由于疫情原因，我们未到标的企业进行现场调查，我们最终基于 Gland Pharma Limited 提供的，PHIXEN S. A. S 委托 KPMG 出具的 PHIXEN S. A. S 2021 年审计报告和 2022 年 6 月 30 日审阅报告，PHIXEN S. A. S 管理层盈利预测等相关资料为基础对 PHIXEN S. A. S 进行估值分析。

PHIXEN S. A. S 主要从事医药 CDMO 业务及医药服务业务，标的企业管理层对其未来经营出具了盈利预测，具备采用收益法路径估值的基础。标的企业位于欧洲，资本市场活跃，类似的上市公司较多，财务数据可以获取，因此适用市场法估值。

最终，我们分别采用收益法和市场法对 PHIXEN S. A. S 进行估值分析。

#### 1. 市场法介绍

市场法，是指将估值对象与可比上市公司或者可比交易案例进行比较以确定估值对象价值的估值方法。市场法实质是利用活跃交易市场上已成交的类似案例的交易信息或合理的报价数据，通过对比分析的途径确定委估企业或股权价值的一种估值技术。

市场法估值方法中公认的两种方法是上市公司比较法和交易案例比较法。

上市公司比较法是指获取并分析可比上市公司的经营和财务数据，计算适当的价值比率，在与被估值企业比较分析的基础上，确定估值对象价值的具体方法。对于上市公司比较法，使用市场法估值的基本条件是：需要有一个较为活跃的资本、证券市场；可比公司及其与估值目标可比较的指标、参数等资料是可以充分获取。证券公司监管严格，信息披露充分，目前存在较多的可比上市公司，可以充分可靠的获取可比公司的经营和财务数据。

交易案例比较法是指获取并分析可比企业的买卖、收购及合并案例资料，计算适当的价值比率，在与被估值企业比较分析的基础上，确定估值对象价值的具体方法。在可获得交易案例，且交易案例的相关数据可以详尽获得情况下，该方法优于上市公司比较法。但交易案例的可获得性相对较差，因此上市公司比较法的使用非



常普遍，尤其是资本市场成熟的国家。

鉴于与被估值单位同一行业，产品类型、业务结构、经营模式相类似的上市公司数量较多，市场数据比较充分，且相关数据易于取得，故本次选择上市公司比较法。鉴于被估值单位为非上市公司，在运用上市公司比较法进行估值时考虑了流动性折扣对估值对象价值的影响。同时，上市公司比较法中的可比企业是公开市场上正常交易的上市公司，而委估对象为 100% 股东权益价值，涉及到控股权，则估值结论需考虑控制权对估值对象价值的影响。

市场法具体计算公式如下：

股东全部权益价值=经营性资产价值+溢余资产价值+非经营性资产（负债）价值

经营性资产价值=委估企业相关指标×参考企业相应的价值比率×修正系数

考虑到所能获取到的上市公司资料的局限性，本次估值在计算对比公司有关价值比率时，未对可比公司相关非经常性损益及非经营性资产（负债）予以调整，故委估标的的相关非经营性因素也不做调整。

## 2. 收益法介绍

现金流量折现法（DCF）是收益法常用的方法，即通过估算企业未来预期现金流量和采用适宜的折现率，将预期现金流量折算成现时价值，计算得到企业价值。

根据被估值单位的资产构成和经营业务特点以及估值调查情况，根据被估值单位提供的未来经营预测，通过估值模型测算企业价值。首先采用现金流量折现方法（DCF），估算得到企业的经营性资产价值；再加上基准日的其他非经营性或溢余性资产（负债）的价值，扣减付息债务后，得到企业股东全部权益价值。

股东全部权益价值=企业整体价值-付息债务价值

其中：

（1）企业整体价值=经营性资产价值+溢余资产价值+非经营性资产、负债价值

（2）经营性资产价值=明确预测期期间的自由现金流量现值+明确预测期之后的自由现金流量现值之和 P，即

$$p = \sum_{i=1}^n \frac{F_i}{(1+r)^i} + \frac{F_n * (1+g)}{(r-g) * (1+r)^n}$$

式中： $F_i$ -未来第  $i$  个收益期自由现金流量数额；

$n$ -明确的预测期期间，指从估值基准日至企业达到相对稳定经营状况的时间；

$g$ -明确的预测期后，预计未来收益每年增长率；

$r$ -所选取的折现率。

主要估值步骤如下：

(1) 确定预期收益额。结合被估值单位的人力资源、技术水平、资本结构、经营状况、历史业绩、发展趋势，以及宏观经济因素、所在行业现状与发展前景，在委托人提供的未来收益预测资料基础上合理确定估值假设，形成未来预期收益额。

(2) 确定未来收益期限。在对被估值单位企业性质和类型、所在行业现状与发展前景、协议与章程约定、经营状况、资产特点和资源条件等分析了解后，未来收益期限确定为无限期。同时在对被估值单位产品或者服务的剩余经济寿命以及替代产品或者服务的研发情况、收入结构、成本结构、资本结构、资本性支出、营运资金、投资收益和风险水平等综合分析的基础上，结合宏观政策、行业周期及其他影响企业进入稳定期的因素，本项目明确的预测期期间  $n$  选择为 6 年，且明确的预测期后  $F_i$  数额不变，即  $g$  取值为 1.5%。

(3) 确定折现率。按照折现率需与预期收益额保持口径一致的原则，本次折现率选取加权平均资本成本(WACC)，即股权期望报酬率和经所得税调整后的债权期望报酬率的加权平均值，计算公式为：

$$WACC = R_d \times (1 - T) \times W_d + R_e \times W_e$$

其中：

$R_d$ ：债权期望报酬率；

$R_e$ ：股权期望报酬率；

$W_d$ ：债务资本在资本结构中的百分比；

$W_e$ ：权益资本在资本结构中的百分比；

$T$ ：为公司有效的所得税税率。



股权期望报酬率采用资本资产定价修正模型（CAPM）来确定，计算公式为：

$$R_e = R_f + \beta_e \times MRP + \varepsilon$$

式中： $R_f$ ：无风险利率；

$MRP$ ：市场风险溢价；

$\varepsilon$ ：特定风险报酬率；

$\beta_e$ ：评估对象权益资本的预期市场风险系数；

$$\beta_e = \beta_t \times \left(1 + (1 - t) \times \frac{D}{E}\right)$$

式中： $\beta_t$ 为可比公司的预期无杠杆市场风险系数；

D、E：分别为可比公司的债务资本与权益资本。

(3.1) 无风险利率 $R_f$ 的确定：根据国内外的行业研究结果，本次无风险利率选择基准日法国十年期国债利率。

(3.2) 市场风险溢价（MRP，即 $R_m - R_f$ ）的计算：市场风险溢价是指投资者对与整体市场平均风险相同的股权投资所要求的预期超额收益，即超过无风险利率的风险补偿。市场风险溢价通常可以利用市场的历史风险溢价数据进行测算。根据 Aswath Damodaran 最新统计数据，即目前法国市场风险溢价约为 4.73%。

(3.3) 贝塔值（ $\beta$  系数）的确定：该系数是衡量委估企业相对于资本市场整体回报的风险溢价程度，也用来衡量个别股票受包括股市价格变动在内的整个经济环境影响程度的指标。由于委估企业目前为非上市公司，一般情况下难以直接对其测算出该系数指标值，故本次通过选定与委估企业处于同行业的可比上市公司于基准日的  $\beta$  系数（即  $\beta_t$ ）指标平均值作为参照。

本次以 Aswath Damodaran 发布的数据进行测算贝塔值。

(3.4) 特定风险报酬率  $\varepsilon$  的确定：我们在综合考虑委估企业的风险特征、企业规模、业务模式、所处经营阶段、核心竞争力、主要客户及供应商依赖等因素及与所选择的可比上市公司的差异后，主要依据评估人员的专业经验判断后确定。

(3.5) 债权期望报酬率 $R_d$ 的确定：债权期望报酬率选取基准日时点法国贷款利率考虑一定上浮确定。

(3.6) 资本结构的确定：我们分析了委估企业所处发展阶段、未来年度的融资

安排、与可比公司在融资能力和融资成本等方面的差异、资本结构是否稳定等各项因素，本次确定采用行业目标资本结构。

(4) 确定溢余性资产价值和非经营性资产、负债估值净值。

(5) 确定付息债务价值。根据被估值单位的会计报表为基础，分析确定付息债务范围，包括向金融机构或其他单位、个人等借入款项，如短期借款、长期借款、应付债券等，本次采用成本法评估其价值。

## 二、市场法分析过程

### 1. 可比公司的选择

由于被估值企业是一家非上市公司，其股权不具备公开交易流通市场，因此不能直接确定其市场价值，也不适宜采用直接法计算其风险回报率。根据管理层，被估值单位系一家法国仿制药研发生产公司，估值人员通过 Capital IQ 信息数据系统，采用以下标准进行筛选案例：

- (1) 公司类型：上市公司 (Public Company) 69981 家公司
- (2) 行业：仿制药 (Generic Pharmaceuticals (Primary)) 142 家公司
- (3) 所处区域：欧洲为主 (Europe (Primary)) 19 家公司
- (4) 公司状态：营业中 (Operating) 10 家公司

经过上述筛选，最终确定 10 家在欧洲上市的仿制药 (Generic Pharmaceuticals) 公司，具体如下：

序号	公司名称	股票代码	行业
1	Faes Farma, S. A. (BME:FAE)	BME:FAE	Generic Pharmaceuticals (Primary)
2	Friulchem S.p.A. (BIT:FCM)	BIT:FCM	Generic Pharmaceuticals (Primary)
3	Hikma Pharmaceuticals PLC (LSE:HIK)	LSE:HIK	Generic Pharmaceuticals (Primary)
4	Navamedic ASA (OB:NAVA)	OB:NAVA	Generic Pharmaceuticals (Primary)
5	Novartis AG (SWX:NOVN)	SWX:NOVN	Generic Pharmaceuticals (Primary)
6	Orion Oyj (HLSE:ORNBV)	HLSE:ORNBV	Generic Pharmaceuticals (Primary)
7	Perrigo Company plc (NYSE:PRGO)	NYSE:PRGO	Generic Pharmaceuticals (Primary)
8	Sanofi (ENXTPA:SAN)	ENXTPA:SAN	Generic Pharmaceuticals (Primary)
9	UCB SA (ENXTBR:UCB)	ENXTBR:UCB	Generic Pharmaceuticals (Primary)
10	Woodbrook Group Holdings Inc. (OTCPK:WDBG)	OTCPK:WDBG	Generic Pharmaceuticals (Primary)

在上述基础上，我们进一步考虑标的公司企业规模、企业发展阶段、财务数据可比性等因素，进而在上述上市公司中继续筛选对比企业。





标的企业 2021 年销售收入为 184,073.00 千欧元，2021 年，上述 10 家公司中有两家公司营收规模分别为 46,494,746.10 千欧元和 39,175,000.00 千欧元，营收规模过大，剔除；有两家公司营收规模分别为 23,821.16 千欧元和 27,790.23 千欧元，营收规模过小，剔除；另有公司 LSE:HIK 数据离差过大，剔除；OTCPK:WDBG 财务数据不满足要求，剔除。最终确定 4 家可比公司：

序号	公司名称	股票代码
1	Faes Farma, S.A.	BME:FAE
2	Orion Oyj	HLSE:ORNBV
3	Perrigo Company plc	NYSE:PRGO
4	UCB SA	ENXTBR:UCB

## 2. 价值比率选择

价值比率通常包括盈利比率、资产比率、收入比率和其他特定比率。

价值比率的选择方法主要包括基本因素方法、统计方法及常规方法。

(1) 基本因素方法主要考虑运用与公司价值相关性最高的变量，例如，如果被估值企业的价值与其收益相关度最高，而该企业的收益预测也比较可靠，则选择盈利类价值比率进行评估将会比较准确、可行。

(2) 统计方法可以对各种价值比率进行回归，其中相关性最高的就是可以进行最佳解释的价值比率。通常情况下，资产比率相关因素主要有预期增长率、股息支付率、风险和净资产收益率；收入比率相关因素有预期增长率、股息支付率、风险和净利润。

(3) 常规方法就是根据多年来的实践和总结，某些行业常用的价值比率。

价值比率可以按照分母的性质分为盈利比率、资产比率、收入比率和其他特定比率；也可以按照分子所对应的权益划分为权益价值比率和企业整体价值比率，常用的价值比率如下表所示：

价值比率类型	权益价值比率	企业整体价值比率
盈利比率	P/E	EV/EBITDA
	PEG	EV/EBIT
	P/FCFE	EV/FCFF
资产比率	PB	EV/TBVIC (总资产或有形资产账面值)
	Tobin Q 系数	EV/重置成本
收入比率	P/S	EV/S
其他特定比率	PRR	-



对于初创的技术类行业，其近期的盈利相对较低，甚至可能为负值，其有效的研发投入能够为未来价值奠定基础，因此一般采用 PRR 市研率价值比率；对于贸易类等以规模确定价值的企业，收入对企业的价值贡献具有显著的相关性，一般采用收入比率；对于盈利容易发生显著变动的周期性行业，如航空、资源和钢铁等重资产行业，各类以盈利为基础的比率均不太适用，一般采用资产价值比率；对于盈利相对稳定，周期性较弱的行业，投资者往往更加注重现金流的增长，一般采用企业价值比率，同时可以结合行业和标的企业情况进一步选择。

标的企业主要从事医药 CDMO 业务，在复杂制剂的开发和制造领域拥有丰富的技术积累和成功经验，行业周期性较弱，企业价值比率对标的企业较为适用。而标的企业报告期 EBITDA 表现为稳定增长，同时，从获取的数据来看，标的企业审计报告及审阅报告和可比公司的审计报告均有披露 EBITDA 数据，数据可靠性较高，因此相比之下，采用企业整体价值比率中的 EV/EBITDA 进行估值更能体现其价值，故本次估值选用了 EV/EBITDA 价值比率对标的企业进行估值。

### 3. 价值比率分析及修正

根据我们获得的可比公司的财务数据和业务数据，与标的企业具有一定差异，因此需要可比公司上述价值比率进行必要的修正，我们分别采用了不同的修正系数对可比公司的修正系数进行修正，具体如下：

Phixen S. A. S 及比较案例因素条件比较和打分表

金额单位：千欧元

项目	待估对象 Phixen	可比上市公司			
		BME:FAE	HLSE:ORNBV	NYSE:PRGO	ENXTBR:UCB
EV/EBITDA		10.08	21.84	20.44	11.19
销售收入	184,073.00	428,641.00	1,041,000.00	3,639,158.91	5,777,000.00
企业规模修正系数	100	101.00	103.00	112.00	119.00
主营业务收入增长率%	-5.14%	4.17%	-3.44%	1.24%	8.04%
成长能力修正系数	100	105.00	101.00	103.00	107
EBITDA 占总收入的比率	12.56%	25.95%	27.08%	11.99%	27.57%
盈利能力修正系数	100	107.00	107	100	108
资产负债率%	86.19%	14.22%	40.99%	55.59%	45.32%
偿债能力修正系数	100	109.00	106	104	105
修正后 EV/EBITDA		8.15	18.51	17.03	7.75
EV/EBITDA (AVERAGE)		12.86			





其中：可比公司的 EV 采用 2022 年 6 月 30 日的股价与股份乘积，减去现金和短期投资、长期有价证券，加上全部付息债务、优先股本、少数股东权益总额确定。可比公司和标的企业的 EBITDA 均采用 2021 年年度 EBITDA 数据。

标的公司的收入包括 Chiffre d'affaires, Variation stock Production 和 Autres produits d'exploitation 三个科目，根据委托人的介绍，Chiffre d'affaires 科目与国内主营业务收入口径类似，因此标的企业销售收入采用的是 Chiffre d'affaires 科目，上市公司是由 Capital IQ 信息数据系统导出的 Total Revenue，上述数据在口径上可能有一定差异，提请报告使用者关注差异的影响。

修正体系解释如下：

#### 企业规模修正

被评估公司属于药物研发及生产行业，销售收入对于企业价值存在较大意义，本次采用销售收入作为修正指标。

企业销售收入金额越高，说明企业的规模比较大，从而有能力获得更多的市场占有份额。故这指标的修正是正向的，即销售收入额大，则向上修正，反之则向下修正。

#### 成长能力修正

成长能力是衡量企业所处阶段以及未来预期收益增长的指标，本次主要通过通过对收入增长率这个指标对被估值单位及可比上市公司的成长能力指标进行分析及修正。

企业收入增长水平越高，说明企业当前的成长能力大，从而有能力获得更多的市场份额。故这指标的修正是正向的，即收入增长率越大，则先上修正，反之则向下修正。

#### 盈利能力修正

盈利能力是指企业获取利润的能力，也称为企业的资金或资本增值能力，通常表现为一定时期内企业收益数额的多少及其水平的高低。

盈利能力指标主要包括销售净利率、成本费用利润率、净资产收益率等。本次考虑到各公司成本归集方面可能会存在差异，故毛利率可能不存在可比性，故采用 EBITDA 占总收入的比率这一指标进行修正，指标越大盈利能力越强。即 EBITDA 占

总收入的比率大，则向上修正，反之则向下修正。

#### 偿债能力修正

偿债能力是指企业用其资产偿还长期债务与短期债务的能力，是企业能否健康生存和发展的关键，反映企业财务状况和经营风险的重要标志。静态的讲，就是用企业资产清偿企业债务的能力；动态的讲，就是用企业资产和经营过程创造的收益偿还债务的能力。

本次主要通过资产负债率指标对被估值单位及可比上市公司的偿债能力指标进行分析及修正。

一般来说，资产负债率比率越小，说明企业抗风险能力越强。故修正是反向的，即资产负债率比率越大，则向下修正，反之则向上修正。

#### 4. 缺乏流动性折扣

市场流动性是指在某特定市场迅速地以低廉的交易成本买卖证券而不受阻的能力。缺乏流动性折扣是相对于流动性较强的投资，流动性受损程度的量化。一定程度或一定比例的缺乏流动性折扣应该从该权益价值中扣除，以此反映市场流动性的缺失。

本次市场法估值选取的可比公司均为上市公司，而估值对象并未上市，缺乏市场流通性，因此在上述测算企业价值倍数的基础上需要扣除流动性折扣。流通股交易活跃，价格上升。非流通股缺乏必要的交易人数，另外非流通股一般数额较大，很多投资者缺乏经济实力参与非流通股的交易，因而，与流通股相比，交易缺乏活跃，价格较低。

国际上，通过研究存在转让限制性的股票交易价与同一公司转让没有限制的股票交易价之间的差异定量估算缺少流通性折扣。该类研究覆盖年份在 2000 年前后的研究结论（研究名称 FMV Study; FMV Restricted Stock Study; Bruce Johnson; Columbia Financial Advisors 等）是折扣率的平均值约 20%。Valuation Advisor 搜集了约 3200 个 IPO 前交易案例，得到 2008 年折扣率中位值大约是 20%的结论。LEAPs 和 Ron Seaman 定量研究了缺少流动折扣与公司规模之间的关系，得到的缺少流动折扣率研究结论是：





序号	公司业务收入规模	折扣率平均值
1	100 亿美金以上	14.6%
2	10 亿-100 亿美金	18.5%
3	5 亿-10 亿美金	24.8%
4	1 亿-5 亿美金	31.2%
5	1 亿美金以下	38.1%

根据上述研究结果，本次估值选择的缺少流动性折扣率为 31.2%。

### 5. 控制权溢价率

上市公司比较法中的可比企业是公开市场上正常交易的上市公司，而委估对象为 100% 股东权益价值，涉及到控股权，则估值结论需考虑控制权对估值对象价值的影响。

控制权是公司治理理论的核心问题之一。一般而言，控制权是指对企业决策间接或直接的影响力，包括企业的长期战略决定、联盟、并购、解雇及日常管理，资金管理、资本运作等。企业的控制权可以通过投票权、董事会席位、合约条款及清算权等不同方式实现对企业的管理。

可比公司为上市公司，而上市公司的交易均为市场散户的交易价格，因此可以理解为小股权交易价格。而本次收购对象为控股权，因此需要进行控制权溢价修正。估值人员将常见的控制权溢价率研究数据摘录如下：

Mikkelson 和 Regassa (1991) 证明了 1978 年到 1987 年之间 37 项大宗股权交易的平均溢价为 9.2%。Mcconnell 和 Mikkelson (1983)、Zingales (1995) 通过对股票市场上的两种股票交易价格的差别来度量控制权利益。这两种股票具有同等的分红权利，但是唯一区别是投票权。他们特别考察了 1940 年至 1978 年间普通股公开发售的 30 家公司的股价，并且这些公司中的两级股票只存在投票权的差异。这些公司的双重股票若是同一天交易的，其月末交易价格常常表明了差异性投票权的价值或掌控公司运作的权力。从这些公司所观测到的一组月末交易价格与支付给具有优先投票权等级股票的溢价一致。平均来看，优先投票权等级的股票比次级投票权股票的价格高 5.4%。在法国，尽管平均溢价较低，但优先股都是以溢价进行交易的。Zingales (1995) 的研究成果表明，即使该溢价总体上来看是非常小的，若一旦出现竞相争夺控制权的情况，其溢价将会大幅上升。这也再次证实控制权获取的利润不



是小股东所能得到的。

综上，本次采用的控制溢价率为 5.4%。

## 6. 市场法结论

经上述估值过程后，估值结论计算如下：

金额单位：千欧元

项目	估值计算
可比公司价值比率 (EV/EBITDA) 均值	12.86
标的公司 EBITDA (2021 年度)	23,122.00
全口径经营性企业价值 (不含货币资金)	297,348.92
缺乏流动性折扣率	31.20%
控制权溢价率	5.40%
考虑非流通性和控制权溢价折扣企业价值	215,600.00
加：货币资金 (估值基准日 2022 年 6 月 30 日)	7,812.00
减：付息债务 (估值基准日 2022 年 6 月 30 日)	101,492.00
减：少数股东权益 (估值基准日 2022 年 6 月 30 日)	-
股东全部权益价值估值	121,900.00

经上述分析，标的公司基于市场法在基准日的股东全部权益价值为 121,900.00 千欧元。

## 三、收益法分析过程

我们采用了收益法对标的公司 100% 股权的公允价值进行了分析。该分析主要以 Gland Pharma Limited 提供的标的公司管理层 2022 年 6 月至 2027 年财务预测为基础，估值人员基于自身的经验判断对盈利预测进行了调整，得到最终的盈利预测。根据委托人的保密要求，报告不对盈利预测相关财务数据进行披露，主要的项目预测逻辑如下：

### 1. 营业收入

从报告期收入构成来看，标的公司主要业务为 CDMO 业务和医药服务业务，未来年度公司的收入与报告期基本保持一致，基于疫情影响减小的考虑，未来营收保持一定比例的增长，永续年按照一定增长率进行考虑。



## 2. 营业成本

企业营业成本主要采购成本，由于审计报告和审阅报告分类的原因，人力成本和其他成本无法直接准确划分到成本中，因此成本仅考虑了采购成本，报告期占 CDMO 业务（CDMO activity）的比例较为稳定，以后年度参考报告期的比例进行预测。

## 3. 管理费用

公司系一家药物研发企业，盈利预测中管理费用包括销售费用、管理费用和研发费用。大部分由折旧摊销、人力成本（包括研发费用）、外包（包括研发费用）、租赁和维修等构成，报告期数据相对稳定，未来年度考虑在 2022 年的基础上按照一定比例进行增长。

## 4 财务费用

财务费用主要是融资成本和利息费用等，以后年度基于基准日的债务规模，按照贷款利率考虑一定上浮进行预测利息支付，其他财务费用按照一定金额进行考虑。

## 5. 所得税税费

本次主要考虑标的公司按照法定所得税进行预测。

## 6. 资本性支出

基于本次收益法的假设前提之一为未来收益期限为无限期，所以目前使用的固定资产将在经济使用年限届满后，为了维持持续经营而必须投入的更新支出。分析企业现有主要设备的成新率，大规模更新的时间在详细预测期之后，这样就存在在预测期内的现金流量与以后设备更新时的现金流量口径上不一致，为使两者能够匹配，本次按设备的账面原值/会计折旧年限的金额，假设该金额的累计数能够满足将来一次性资本性支出，故将其在预测期作为更新资本性支出。

无形资产的摊销，其可使用年限和企业的摊销年限相近，故维持现有生产规模的资本支出摊销与现有水平一致。

## 7. 营运资金

企业营运资金主要包括：正常经营所需保持的运营现金、产品存货购置、代客

户垫付购货款（应收、预付账款）等所需的基本资金以及应付、预收账款等。通常上述科目的金额与收入、成本呈相对稳定的比例关系，其他应收账款和其他应付账款需具体甄别视其与所估算经营业务的相关性确定（其中与主营业务无关或暂时性的往来作为非经营性）。本报告所定义的营运资金增加额为：

营运资金增加额=当期营运资金-上期营运资金

其中，营运资金=安全现金保有量+应收账款+存货-应付账款-应付职工薪酬-应交税费

运营现金包括两部分：

安全现金保有量：企业要维持正常运营，需要一定数量的现金保有量。结合分析企业以前年度营运资金的现金持有量与付现成本情况，确定安全现金保有量的月数，根据该月数计算完全付现成本费用。

月完全付现成本=（销售成本+应交税金+三项费用—折旧与摊销）/12

其他的各个科目的营运资金按照相应的周转率计算。

## 8. 未来收益期限

在对标的公司所在行业现状与发展前景、经营状况、资产特点和资源条件等分析了解后，本项目收益期确定为无限期。同时在对标的公司收入结构、成本结构、资本结构、资本性支出、投资收益和风险水平等综合分析的基础上，结合宏观政策、行业周期及其他影响企业进入稳定期的因素，本项目明确的预测期期间 n 选择为 6 年，且明确的预测期后考虑一定永续增长率。

## 9. 折现率

按照折现率需与预期收益额保持口径一致的原则，本次估值折现率选取加权平均资本成本(WACC)。WACC 是期望的股权回报率和所得税调整后的债权回报率的加权平均值。

$$WACC = (Re \times We) + [Rd \times (1 - T) \times Wd]$$

其中：Re 为公司自身权益资本成本

Rd 为公司自身债务资本成本

$W_e$  为公司自身权益资本在资本结构中的百分比

$W_d$  为公司自身债务资本在资本结构中的百分比

$T$  为公司有效的所得税税率

公司权益资本成本本次采用资本资产定价修正模型（CAPM）来确定，计算公式为：

$$R_e = R_f + \beta \times MRP + \epsilon$$

其中： $R_f$ ：为无风险报酬率；

$\beta$ ：为公司风险系数（通过可比上市公司  $\beta$  与公司自身资本结构换算，本次取值）；

$MRP$ ：为市场风险溢价；

$\epsilon$ ：为公司特定风险调整系数。

无风险回报率是基于估值基准日时点的法国十年期国债收益率，本次基准日取值为 1.957%。

股票市场风险溢价是指投资者对与整体市场平均风险相同的股权投资所要求的预期超额收益，即超过无风险利率的风险补偿。市场风险溢价通常可以利用市场的历史风险溢价数据进行测算。根据 Aswath Damodaran 公布的最新统计数据，即目前法国市场风险溢价约为 4.73%。

为估计合适的  $\beta$  系数应用于估值，我们对从事相同或相关业务的公司进行了研究调查。我们选取制药 Drugs（Pharmaceutical）行业的 298 家公司作为可比公司，基于这些可比公司  $\beta$  系数的平均数，我们选取去杠杆化的  $\beta$  系数为 0.97。

特定风险调整系数在综合考虑委估企业的风险特征、企业规模、业务模式、所处经营阶段、核心竞争力、主要客户及供应商依赖等因素及与所选择的可比上市公司的差异后，主要依据评估人员的专业经验判断后确定：

企业规模一般，资产规模与可比上市公司相比较小，净利润率、净资产收益率相对较差。企业内部管理及控制机制尚好，管理人员的从业经验和资历较高。由于目前企业处于稳定经营阶段，整体风险一般。故综合判断后，确定特定风险报酬率  $\epsilon$  确定为 3%。





税前债务成本是基于基准日时点法国银行施行的短期借款利率考虑一定上浮确定。

资本结构是结合企业未来盈利情况、管理层未来的筹资策略、被估值企业与可比公司在融资能力、融资成本等方面的差异、资本结构是否稳定等各项因素，本次确定采用行业资本结构。

最终得到折现率：加权平均资本成本（WACC）=9.1%

#### 10. 溢余性资产价值和非经营性资产、负债估值净值

根据标的公司的管理层报表为基础，分析确定溢余性资产和非经营性资产、负债范围，并采用适合的估值方法确定其估值价值。

溢余性资产是指与企业经营收益无直接关系的、超过企业经营所需的多余资产，主要包括溢余现金、闲置不用的资产等。本次考虑安全运营现金后无溢余资金。

非经营性资产、负债是指与企业正常经营收益无直接关系的，包括不产生收益，或是能产生收益但是未纳入本次收益预测范围的资产及相关负债。主要包括可供出售金融资产及长期股权投资。

#### 11. 收益法结论

基于上述收益法的分析，我们估计截止基准日标的公司的股东全部权益价值为135,000.00千欧元。

由于本次估值是针对股东全部权益发表意见，而我们认为全部股权在市场上的流动性是相对良好的，故估值中未考虑可能的流动性折扣对估值对象价值的影响。



## 第四章 价值分析结论

根据我们对 PHIXEN S. A. S 的分析，收益法和市场法估值结果出现差异的主要原因是：收益法是通过估算企业未来的预期收益，即以未来若干年度内的企业自由现金流量作为依据，采用适当折现率折现后加总计算得出经营性资产价值，再加上溢余资产、非经营性资产价值得出股东全部权益价值，收益法反映了企业管理层基于企业当前经营以及市场环境等对未来的业绩预计。上市公司比较法是通过与估值对象处于同一行业的并且股票交易活跃的上市公司作为对比公司，并选择对比公司的一个或几个收益性和资产类参数，计算对比公司市场价值与所选择分析参数之间的“价值比率”。经过比较分析估值对象与参考企业的异同，对差异进行量化调整，计算出适用于目标企业的价值比率，从而得到委估对象的市场价值。因为市场法与收益法估值途径不同，所以估值结论会有所差异。

因被估值单位为医药 CDMO 企业，在复杂制剂的开发和制造领域拥有丰富的技术积累和成功经验，企业处在稳定发展期，近年来市场环境较为恶劣，不确定因素较多，因此标的企业未来增长的判断、预测的准确性方面有较大的不确定性；企业的成本估算也受制于原材料采购、运输成本、成本控制等影响。而标的企业所在的区域，资本市场较为成熟，信息较为公开，和标的公司类似的、可比较的上市公司较多，为市场法定价奠定了良好的基础，相比而言，市场法具有更高的可靠性，因此本次采用市场法估值结论。

标的公司在估值基准日的股东全部权益价值为 121,900.00 千欧元。

## 第五章 报告使用限制说明

本报告只能用于本报告载明的目的和用途。未考虑标的企业所在国宏观经济政策发生变化以及遇有自然力和其它不可抗力对资产价格的影响。当前述条件以及本报告遵循的持续经营假设等条件发生变化时，本报告结论一般会失效。本机构不承担由于这些条件的变化而导致报告结果失效的相关法律责任。

除估值（咨询）委托合同约定外，未征得本机构同意并审阅相关内容，本报告的全部或者部分内容不得被摘抄、引用或披露于公开媒体。

上海东洲资产评估有限公司

2022年11月22日