

价值概述

公允价值 (fair market value): 熟悉情况的交易双方在没有强迫的情况下自愿进行资产交换或者债务清偿的交易金额。

投资价值 (investment value): 评估对象对于具有明确投资目标的特定投资者或某一类投资者所具有的价值。特定情况包括成本节约, 竞争的减少或消除, 获得保证的材料供应或销售源, 对特定公司影响或控制的增加 (适用于某一股东对其共同控股公司的收购), 其他协同效应。特别买方可能在收购后从这些情况中受益。

清算价值 (liquidation value): 强调单独出售各项资产的价值, 而非整体企业价值, 此定义下各项资产的价值总和往往会小于整体商业价值。

不同投资者的关注重点

➤ 财务投资人 (VC/PE)

早期: 团队、商业模式、市场空间、同一赛道的竞对

中后期: 运营数据、市场份额、上市预期

自由现金流量

退出战略和相关收益, IPO 或 M&A

交易架构: 股权合理性

➤ 战略投资人

上市公司及非上市公司

协同效应和成本节约

战略动因 (产业链布局, 收入增长、地理覆盖、技术等)

交易架构: 少数股权投资和合资方式也许可以避免将被投资的经营成果并入战略投资者的财务报表

价值评估流程

➤ 经济和行业分析

通过行业研究报告、上市公司报告等, 分析:

市场规模

主要竞争对手

历史发展

潜在增长

增长动力和挑战

➤ 企业分析

通过限定范围的尽职调查, 分析:

历史和当前的经营

优势/劣势分析和竞争优势

历史和未来盈利能力

财务状况和无形资产

➤ 估值方法和基础

选择合适的估值方法

评估资本成本和可比上市公司的估值乘数

类似并购交易的估值乘数

估值方法概述

最常用的评估方法包括收益法、市场法和净资产法

➤ 收益法：

适用于估算企业的盈利能力、增长潜能等。

主要影响因素：

- 业务预测；
- 自由现金流量；
- 加权平均资本成本；及
- 可持续增长率。

➤ 可比公司法：

市销率；

市净率；

市盈率；

息税前利润乘数；

息税折旧摊销前利润乘数。

➤ 可比交易法：

与同行业或同业务的其它收购兼并业务支付的对价进行比较；

公开报价的控股权/少数股权；及

非公开报价的控股权/少数股权。

收益法与市场法比较

➤ 收益法

优点：

易于理解，市场广泛应用，理论上有效；

该模型考虑了被评估企业自身特点（如产品，管理层，市场结构等）；

着眼于企业未来的盈利能力，反映了投资的时间成本；

对关键驱动因素有所了解并进行敏感性和情景分析；

缺点：

历史亏损，现金流为负数

预期收益的预测难度较大，受较强的主观判断影响；

难以确定合理的折现率以反映企业的风险

➤ 市场法

优点：

适用于现金流为负或不可预测的情况下；

容易理解，因为相似的资产应具有相似的价值；

使用了当前市场交易，可以作为收益法结果的交叉复核。

缺点：

主要适用于拥有积极和稳定运营表现的公司，即经营业绩比较稳定；

难以获取完全相似的可比公司，上市公司通常规模较大且风险较低。挑选可比公司时需要考

虑：业务性质，发展阶段，经营规模，利润水平，融资结构，经营环境，特别风险；可比性需要根据具体事实和情况进行客观分析和主观判断。价值倍数分析是主观的，其提供的企业价值可以是一个很宽的范围；市场可能高估或者低估相似的资产，因此导致评估结果的偏差。

收益法估值流程

➤ 分析历史数据

收集经审计的财务数据和经营指标

分析主要销售增长率、驱动因素、主要盈利指标、成本结构、流动率、资本性支出和业务增长的关系

➤ 预测市场走势

收集并分析独立第三方对市场走势的预测

判断技术发展和主要事件的影响

对市场和行业做最少 5 年的预测

➤ 确定主要假设

分析企业的经营策略、竞争环境，并根据历史经营数据假设市场份额

根据历史经营数据、经济规模和行业成本结构对成本和费用进行假设

根据历史和行业流动率对运营资本进行假设

根据历史数据和行业趋势对资本性支出假

➤ 建立财务预测模型

根据假设和预测计算收入、成本、费用、资本性支出和运营资本

编制利润表、现金流量表和资产负债表并做适当的调整来反应以现金盈余为基础的融资计划

对主要假设进行敏感性分析

➤ 预测销售收入

需要考虑：市场规模、生产/销售能力、历史增长率、竞争对手、数量、价格以及通货膨胀率

理解企业收入增长的关键驱动因素（规模、市场增长率、专利技术 etc）

要了解是否存在限制因素（总体市场规模、产能等）

➤ 预测成本

需要考虑：主要原材料价格、固定成本及变动成本、成本结构的改变（资本性支出、建立成本、控制成本的变化等）

企业自身的历史数据或者同行业相似规模的竞争对手都是较好的参照因素。

某些制造企业拥有较高的原材料投入比例，这些原材料的市场价格较易获得（煤炭、铝、电力等）并用于预测单位消耗。

要清楚什么是固定成本，什么是变动成本。

➤ 预测资本性支出

资本性支出包括：维持性资本支出、扩张性资本支出

扩张性资本支出的变动应与产量预测相关联

维持性资本支出：一般来说，是指在长期最大化产能及稳定增长的情况下，为维持现有生产能力并补偿折旧损耗而必需的资本性支出。

➤ 终值

稳定增长模型：稳定增长模型终值

乘法法：当存在可预见的退出方式，如：出售、IPO 或销售交易等

清算价值：当资产或业务有明确的使用寿命或经营期限，并具有单独价值或市场交易价值

➤ 确定折现率

加权平均资本成本(WACC)= 权益资本和债务资本要求的加权平均回报率

$$WACC = D/(D+E) \cdot (1-t) \cdot R_d + E/(D+E) \cdot [R_f + \beta(R_m - R_f) + \text{Country risk difference} + \text{Small size premium} + \text{Company specific risk}]$$

$$R_e = R_f + \beta(R_m - R_f) + \text{Country risk} + \text{Small size premium}$$

其中：

R_f = 无风险回报率

R_m = 预计股本市场平均回报率

Country risk difference=国家风险溢价

Small size premium=Ibbotson Associate 公布数据

Company specific risk=公司特定风险溢价

β = 某一特定行业相对于市场平均回报率的波动比率

R_f 理论上应该是最长期的国债收益率；

理论上对市场回报的回归分析所涵盖的期间越长， R_m 越具有代表性；

市场法概览

市场法是通过分析同类可比公司或近期同类可比交易来计算被评估公司或资产的价值。其中可比公司分析是指通过获取可比公司的市场价值得出市盈率等一系列乘数，该等乘数在经过规模、增长率、盈利能力等因素的调整后，被应用到目标公司对应的财务数据预测。可比交易分析是指基于近期可比交易的价格，加以考虑交易是否获得控制权、交易对象是否公开上市等因素。与可比公司分析类似，通过交易价格得出的一系列乘数，然后应用到目标公司对应的财务数据预测。

➤ 可比公司法；

在适当情况下，此法需考虑在可比上市公司受益倍数上加入一个流动性缺乏折扣及控制权溢价（如有控制权）

该法简单易懂，主要适用于拥有积极和稳定运营表现的公司，即经营业绩比较稳定

有可选择的可比公司，挑选可比公司时需要考虑：业务性质，发展阶段，经营规模，利润水平，融资结构，经营环境，特别风险

在预测数据可以提供的情况下，尽量选取预测或者当年的盈利数据而非 trailing 数

剔除一次性收益/费用

主要运用的倍数：P/E, P/S, P/B, EV/EBITDA, EV/EBIT (EV=Market cap + Debt - Cash)

➤ 可比交易法；

该法通过借鉴第三方公司投资可比公司价格对目标公司的公允价值进行评估；

需要考虑：

市场活跃程度

公平交易

交易具有代表性

协同效应，控制权溢价或者适当的折扣（可以比较交易公布前的股票价格与收购对价的差异）

股权性质，优先股/普通股/附带投资回报条件

对价构成，是否包括对赌条款

可比公司法

➤ 确定可比公司

1. 了解目标公司的业务

公司所在的行业

公司的主要经营项目

公司所在市场的性质

公司的运营地点

公司的财务表现

定性因素（如公司的声誉和成熟度，管理层的经验）

2. 确认目标公司所属的行业

标准行业代码（SIC）

如果目标公司有一个主要业务和其他较小的业务，那么整个公司的价值应由主要业务的价值所决定，因此需要寻找与其主要业务相类似的可比公司

但是如果目标公司拥有众多同等重要的业务时，可以搜索并选择那些专注于每个单项业务的公司，即分别评估目标公司每项业务的公允价值

3. 搜索可比公司

来源：

目标公司提交的报表（如公司年度报告）

目标公司管理层所提供关于竞争对手的信息

电子数据库(如: OneSource、路透、万得、彭博、东方财富、同花顺等)

4. 选择可比公司

需要考虑的因素：

在主要股票市场交易是否活跃

标准行业代码（SIC）

业务介绍

产品

规模

未来增长

财务表现

地理位置和可比公司的多样性

最近的合并或收购或其他企业活动

➤ 财务报表正常化

确定可比公司之后，需要调整目标公司的历史财务报表，使其建立在相同的基础上。

考虑因素包括：

已终止业务

非经常性重组成本

一次性费用

非经营性项目

➤ 根据各项财务参数计算可比公司倍数

可比公司倍数计算需要考虑以下几个方面：

分子：企业价值或股权价值

分母：基于调整后的各项指标

息税折旧及摊销前利润

息税前利润

净利

现金流

其他，如净资产、资源储量、产量等

时间段：使用正常化的财务表现为度量

过去 12 个月

上一财年

五年平均水平

下一年度预测

未来 12 个月

在预测数据可以提供的情况下，尽量选取预测或者当年的盈利数据而非历史数据

四种常用的市场系数类型

企业价值/盈利能力指标（例如，息税前利润和息税折旧及摊销前利润）

市盈率

市销率

市净率

在这四种市场系数中，需要决定如何衡量价格：

企业价值（EV）：

付息债务+普通股权益+优先股 - 盈余现金及等价物 - /+非经营性资产/负债+少数股东权益。

股票市值（Market Cap）：

股价*总流通普通股股份

企业价值（EV）倍数计算

企业价值/收入（EV/Sales）

同行业利润率接近的行业

高增长行业

企业价值/ 息税前利润（EV/EBIT）

资本密集度相似

消除税率差距的影响

企业价值/ 息税折旧及摊销前利润(EV/EBITDA)

常用于各个行业

消除资本密集度和折旧方法不同的差距

市值（Market Cap）倍数计算

市值/收入（P/S）

稳定可靠、不易被操纵

无法反映成本变化

适用于销售成本低的服务业

市值/ 净利润 (P/E)

价格和收益连接, 直观反映投入和产出关系

收益为负, 无意义

适用于连续盈利企业

市值/ 净资产 (P/B)

易取得易理解

固定资产少的服务性或高科技企业, 无实际意义

适用于重资产企业

➤ 选择适用的倍数类型

选择适合于目标公司的倍数。这个问题尤其困难, 因为它涉及较多专业判断。

选择可比公司倍数需要考虑以下因素:

选择与行业最相关的倍数, 例如: 银行业收购多采用市净率, 互联网行业多采用市销率, 消费品行业多采用市盈率

应当将重点放在与目标公司的业务、风险和成长潜力最为相似的公司上;

应当将重点放在本土公司上, 其次考虑外国公司;

与业务单一的公司相比, 业务多样化的公司将面临多种机遇与风险;

交易不活跃股票和突然有大量股票交易的股票, 其市值具有更大的波动性;

应当避免在缺乏合理解释的情况下选取某些有争议的同业公司作为可比公司。

➤ 进行定量和定性的比较分析

财务报表分析

选择了可比公司之后, 需要对目标公司与可比公司的历史财务报表、主要经营状况和财务比率进行分析比较。

确定目标公司相对于可比公司的优势和劣势。

分析相对风险、增长和盈利能力

分析目标公司与可比公司不同的风险程度

分析选取公司的加权平均资本成本

比较选取公司的规模并尽可能选择与目标公司规模相当的可比公司

分析目标公司与可比公司预期增长差异

对长期历史及预期增长率的进行分析比较, 因为在目标公司和可比公司在长期内的经营状况应该相似。

分析目标公司与可比公司盈利能力 (如净收入、税前利润和税息折旧及摊销前利润) 的差异。

➤ 调整并应用已选的可比公司倍数

在确定可比公司及其倍数后, 在将其应用于目标公司之前, 仍需调整可比公司倍数。

高值、低值、中间值、平均值

选择倍数时需要反映目标公司相对于可比公司的优势和劣势:

例如: 如果目标公司比可比公司有更好的经济前景、风险较小或有更多的增长潜力, 应选取大于中间值的倍数。

应用调整后的市场系数于目标公司的财务指标, 以计算目标公司的价值

可比交易法

可比交易的价格和相关财务数据来源的一致性和可靠性通常低于同类股票的公开市场交易数据。

两类数据来源:

市场公开信息

第三方数据库

使用第三方数据库所需要注意的问题:

所选交易和公司涉及交易的真实可比性无法获知

使用不同数据源的数据计算和调整后的盈利经常缺乏一致性

固定资产的价值可能是账面价值，也可能是市场价值

对公司准产业分类代码或北美产业分类体系代码的编码可能错误

不同的数据库对同一交易记录了不同的交易结果

所交换的资产范围界定不清

无法确定计算中是否包含了债务

可能因为利率低于或高于市场利率而无法获得现金等价物的真实价格

其他交易数据来源:

被收购企业的历史股权交易

被收购企业控制权的历史变动

第三方善意出价

被收购企业的潜在 IPO 计划

可比交易法会受以下因素限制:

可比交易的交易数据难以获取

可能无法对可比交易中的目标公司和被评估公司进行严格的定性和定量的对比分析

可能无法根据可比交易中的目标公司和被评估公司的差异，对可比交易系数进行调整

由于这些限制，在评估时应该考虑使用其他方法，例如可比公司法和收入法，并将其得出的结果用以对比和证实使用可比交易法下得出的结果。