



并购的估值

科学与艺术的融通

侯铁成 FCCA CFA

2022/09/29

企业的估值

01

估值的场景与基本方法

估值的四个场景，估值中的关系，估值中的常见方法

02

估值的三个要素

企业的盈利预测，回报率，交易属性

03

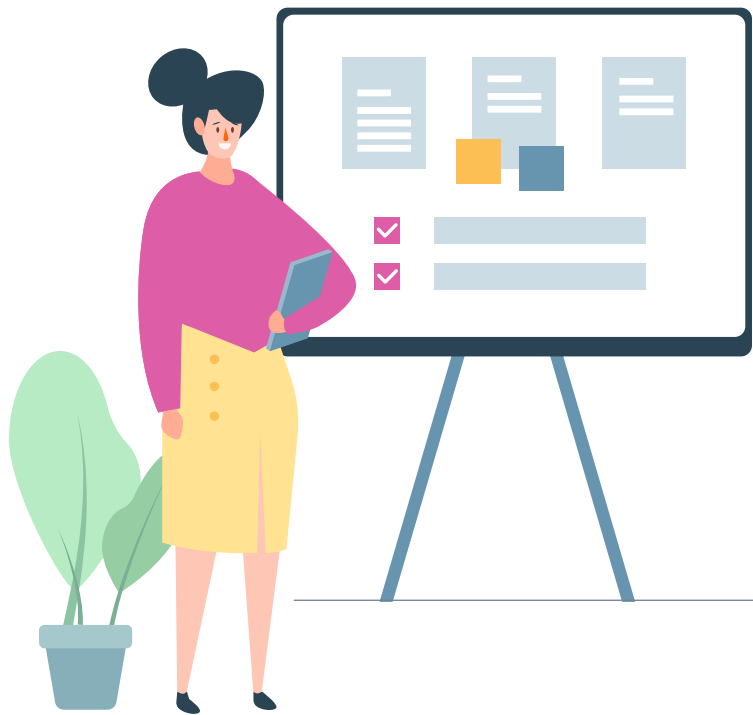
估值与价格

价格与价值之间的关系，价格调整机制，期权的价值

04

估值能力的提升

估值的艺术，科学性，如何融通



/01

估值的场景与基本方法

估值的四个场景、三种关系、三种方法

估值的四个场景

VC投资

初创的项目值多少钱
不确定性极大、多个项目

并购投资

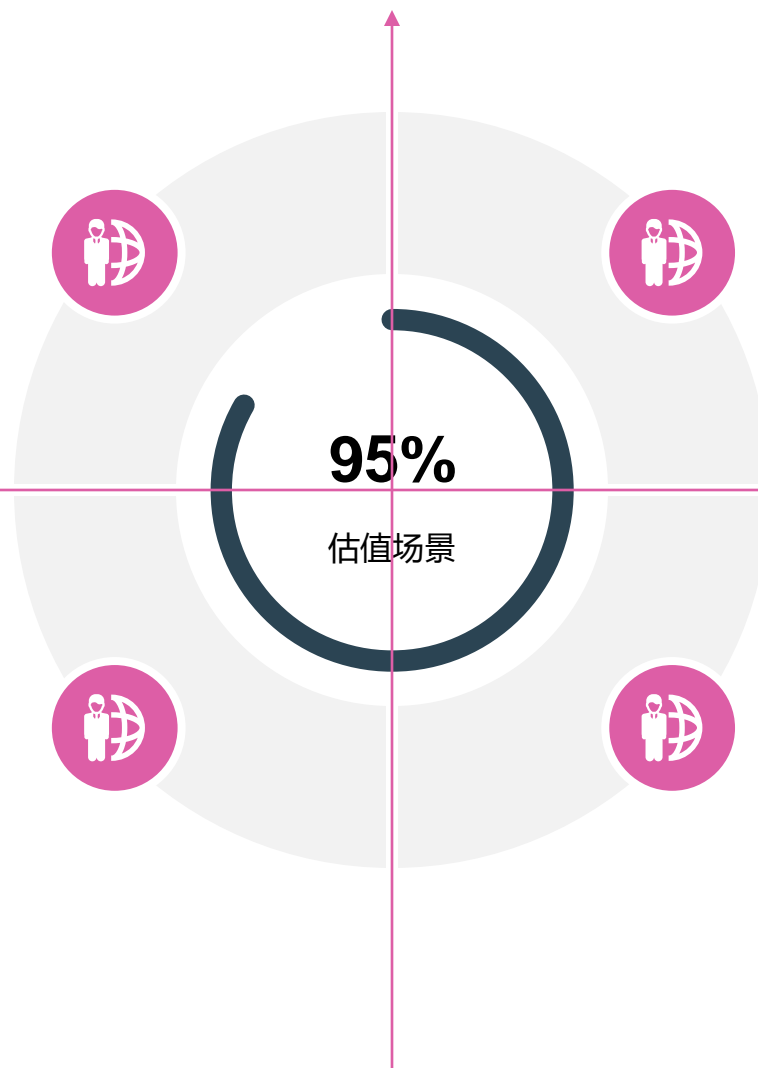
公司整体估值
单一项目

PE投资

项目相对成熟
退出渠道清晰、有限项目

二级市场投资

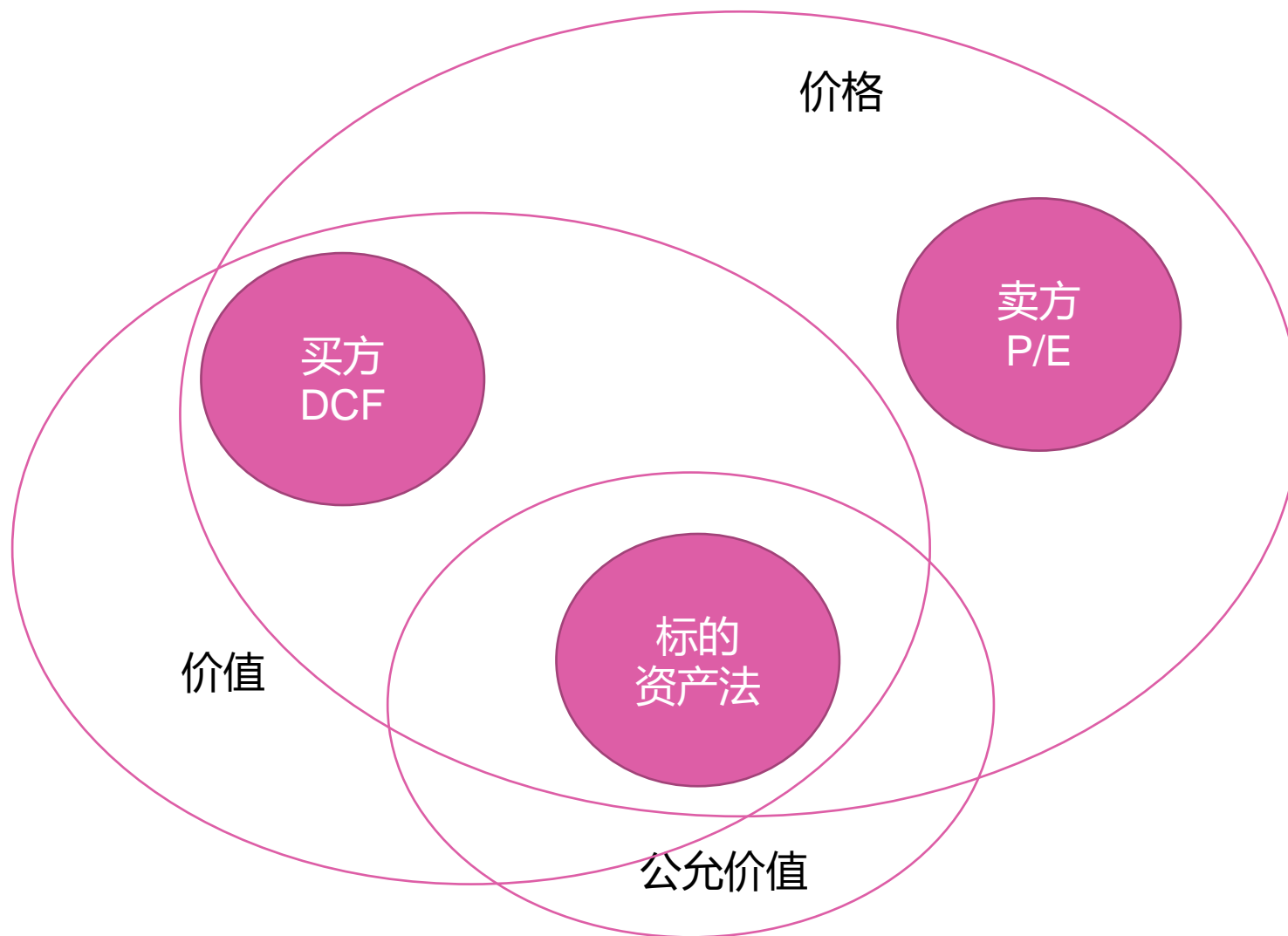
股票的价格
控股权价值



估值的场景

	VC	PE	M&A	二级市场
买家	VC机构	PE机构	大型公司	投资者
卖家	创始人	创始人/其他机构	企业股东	其他投资者/大股东
标的公司	早期企业	拟IPO企业	完整公司	上市公司
股权	10-30%	5-20%	51%-100%	<20%
控制力	无	微弱	强	微弱

三种关系-买方，卖方，标的



估值的方法



资产评估法

历史成本法
评估增值



未来收益法

DCF
FCCF 企业/股权现金流



市场比较法

P/E P/S P/B EV/EBIDITA

更加稳健

案例：危废行业

不能反映未来

案例：环保行业

反映未来

长期主义建立的门槛

不确定性大

失败形成的积累

有实践意义

重资产项目

没有找到本质

技术门槛较低

估值的不同方式

内在价值

- DCF法，从收益角度看
- 有形资产+无形资产，从资产角度看，即历史+历史，成的潜力+市场变化+应变的能力

为什么采用“净资产+无形资产”法

- 无形资产即未来可预见的盈利能力
- 每年带来的现金流 × (3-5) 倍

PE法为什么常用10倍

- 每年增长10%，按照10年计算
- 常采用未来3年平均净利润的8-12倍进行估值

什么时候会用到清算价值

- 成立时间短，没有形成核心竞争力
- 增长主要来源于行业
- 亏损企业

PE、EBIDTA、DCF法之

- P/E法本质是DCF法的简易算法
- 净资产+未来合同收益法
- EBITDA适用于某些领域，但并不高级



/02

估值的三个要素

尽调在全局中的重要性

尽调在的方法和流程

估值的三个要素

自己

标的针对自己的特殊价值
自己的偏好

对手

对手的诉求
市场供给情况
对手的交易能力，谈判，耐心，专业



资产

如何做盈利预测

误区

很多人做盈利预测时，很容易认为过去增长，未来就会增长，并长期保持一个固定的增长率。

结果

进入投后管理时，很多人才发现并购前做的盈利预测完全没有参考性，真实业绩出现大量未知的波动。

解决方案

利润表其实是多种核心假设与其背后的业务逻辑关系及财务逻辑关系所构成的，既需要重视对历史积淀的归因分析，也需要重视对无形资产的量化判断。

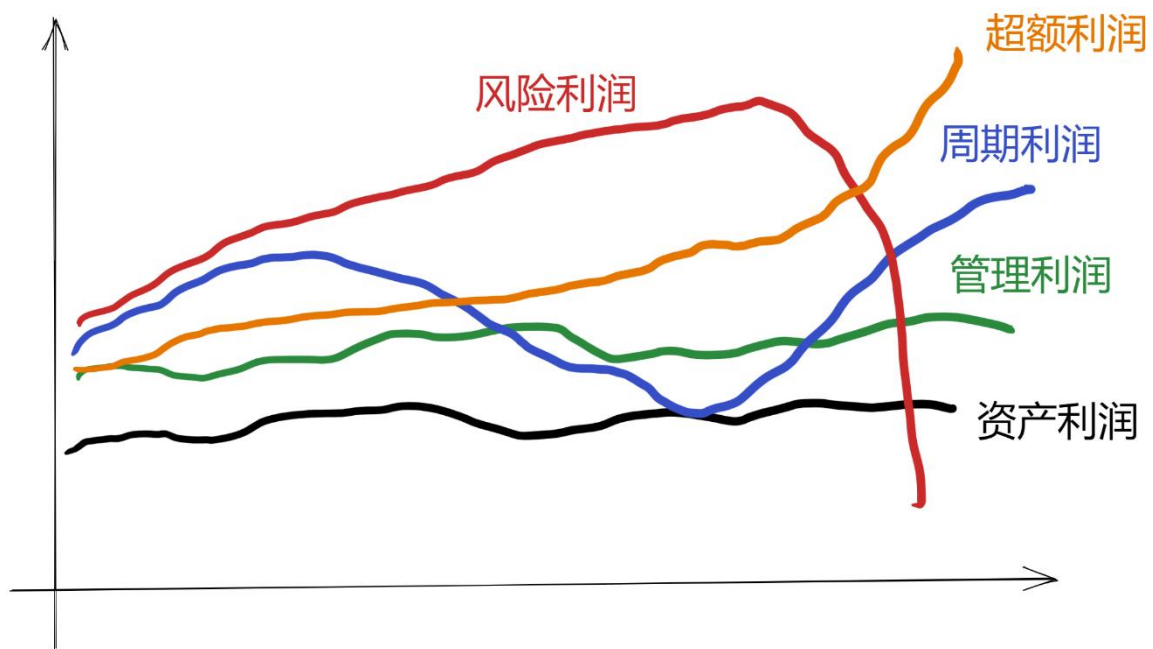
对历史积淀的归因分析

- 只讲未来，公司风险很大
- 历史积淀的重要性比想象中大多
- 并购低价不成长的企业？

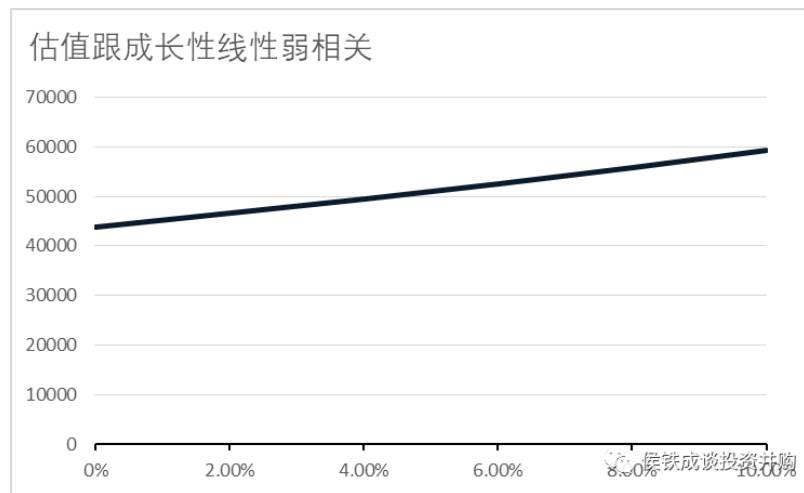
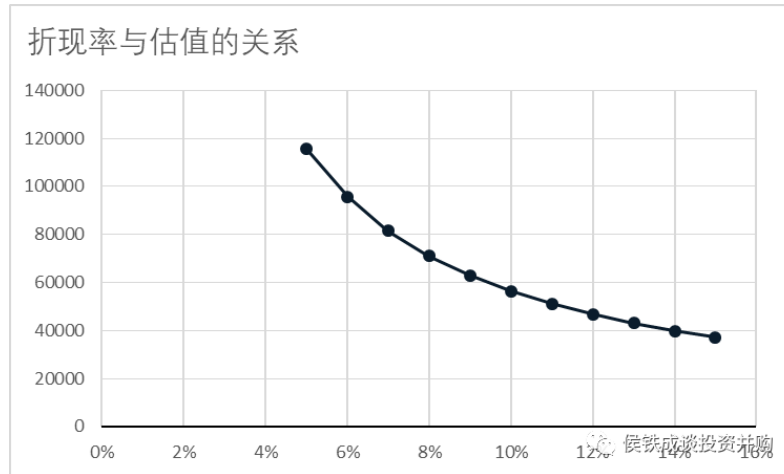
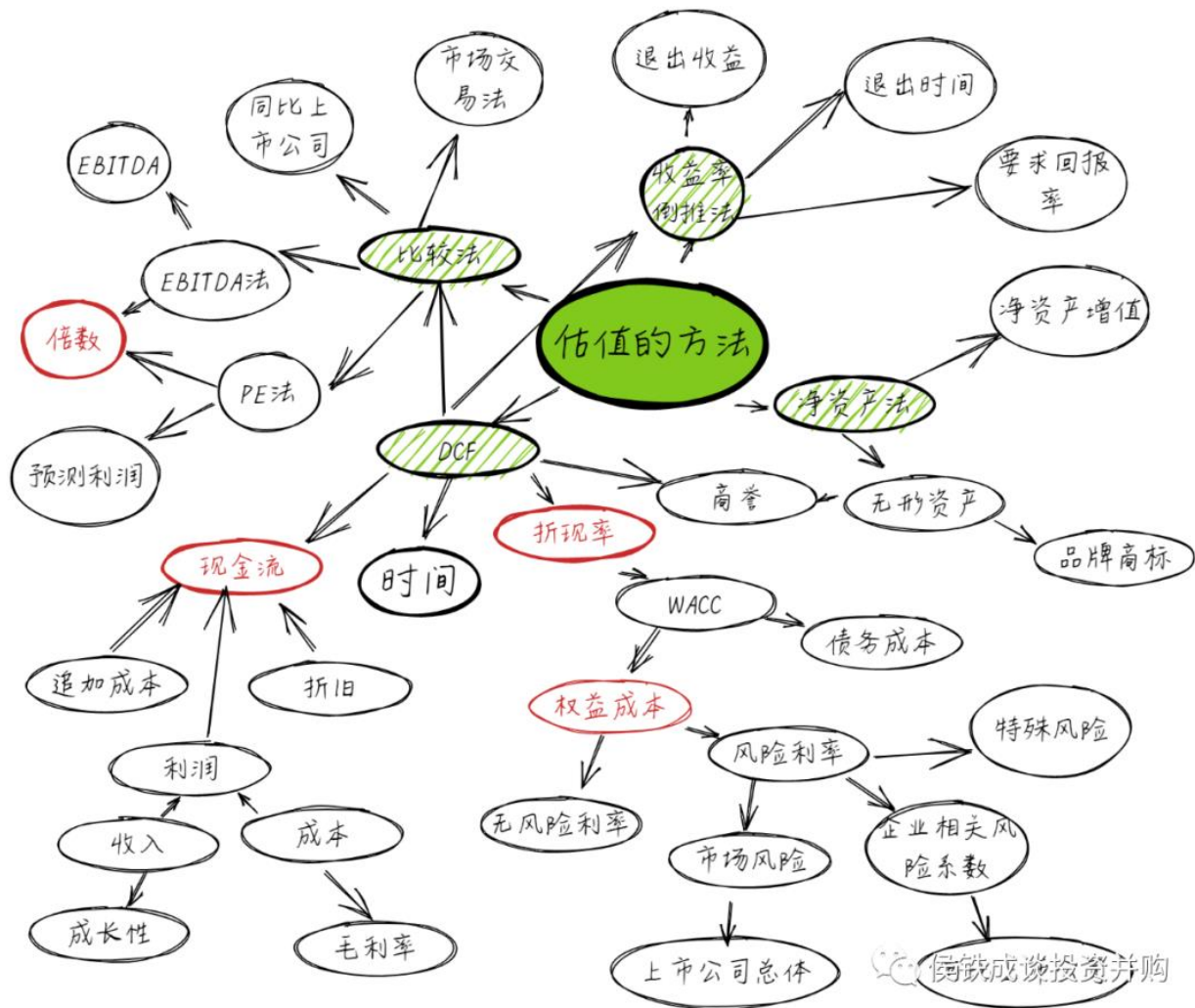
对无形资产的量化判断

- 对无形资产不能盲目高估
- 对无形资产也不能不重视
- 无形资产是支持长期发展的一个表现形式

可持续性利润



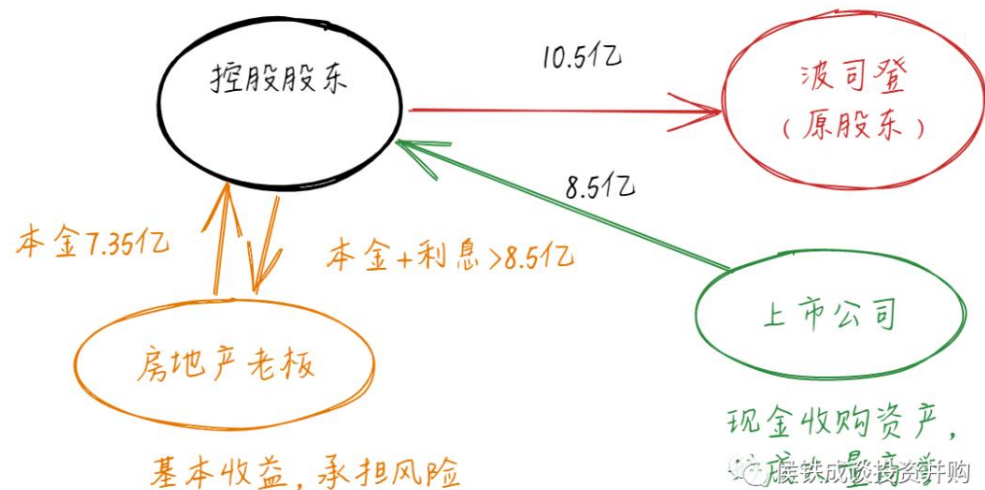
估值的分析-企业价值+内心判断+市场供给



一个案例，永清收购康博

亏损3亿以上，承担一定的对赌。

完美退出



所有者权益	21,771.68	13,736.86	19,027.66	24,457.69
-------	-----------	-----------	-----------	-----------

损益状况如下表所示：

金额单位：人民币万元

项目	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年度
营业收入	21,608.92	21,910.12	16,277.69	15,686.22
营业成本	9,536.95	10,841.80	9,359.64	7,779.65
税金及附加	337.25	287.03	164.14	140.35
销售费用	284.16	447.82	345.70	313.96
管理费用	254.03	969.58	306.60	959.76
财务费用	-66.33	-40.08	-48.60	-41.79
其他收益	-	241.58	430.74	736.64
投资收益	-	277.32	129.20	31.20
营业利润	11,262.86	9,510.69	6,024.50	6,924.73
营业外收入	455.68	-	0.10	193.72
营业外支出	0.58	17.00	-	35.00
利润总额	11,717.96	9,493.69	6,024.60	7,083.45
所得税费用	1,464.75	1,214.25	733.80	733.80
净利润	10,253.22	8,279.45	5,290.80	5,422.75

侯铁成投融资并购

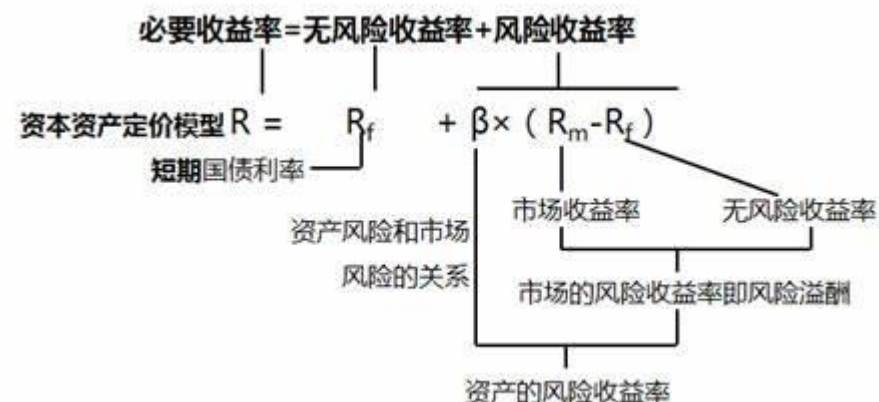
CAMP

采用的是CAPM方法，算法是无风险收益率+市场与无风险收益率的差额 * 贝塔值+特殊风险。评估值算出来的结果是7，较原来的10下降了3个点。

解释的主要原因一个是无风险利率下滑，一个是市场风险下滑。

这里面有三个问题

一是CAPM是否适合做风险折现系数，
二是样本上市公司能否替代标的公司，
三是为什么会出现较大的变化。



实践中估值需要注意的事项

全面的尽职调



协同价值的挖掘



利用交易结构调整估值

- 整个行业、竞争格局、商业模式、团队等
- 根据尽调编制输入
- 独立VS合作运营
- 较差、正常、良好

- 双方业务协同价值
- 特定对象交易价值
- 业绩承诺是调节工具
不是估值主要基础

- 可控VS不可控因素
- 可调VS不可调整因素
- 估值应包括基础判断、价格转化、调整机制、不确定权利的价值

交易结构设计的要点

误区

很多人用线性思维推进并购，将交易结构设计与其他并购环节分割考虑。

结果

很多人没有将估值、交易结构、投后管理一起进行系统考虑，导致难以促成双方交易的达成。

解决方案

我们应当正确理解交易结构的内容与背后意义，达到弹性支持整体交易的目的，不是一成不变的设计，而是双方利益平衡妥协而创造出错配结果。

误区

很多人对交易结构设计想当然，以为很简单，套用交易结构就可以。

结果

很多人机械地理解与运用交易结构导致难以促成交易，或者交易虽然完成，但却面临很多由于前期考虑不充分导致的投后问题，甚至造成单一方的重大损失。

解决方案

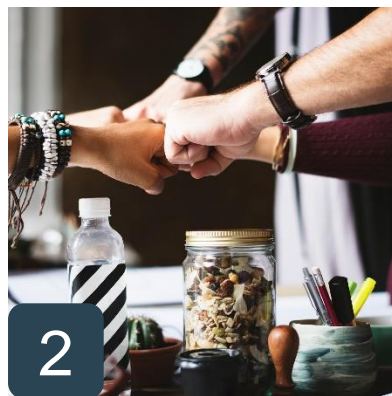
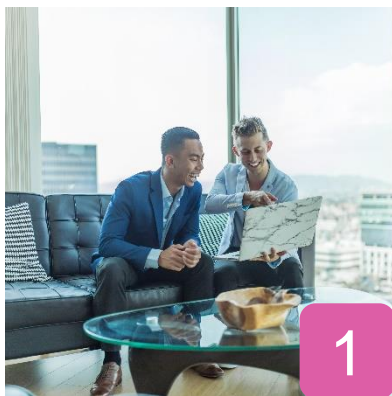
我们应当利用具备专业能力的并购团队或者外部顾问，交易方决策人员自身保持良好的心态，以及不急于求成交易，就可以得好的交易结构并促成交易。

交易结构是贯穿整个交易谈判的核心，最终的交易结构是双方利益平衡妥协而创造出错配结果

交易结构的几种手段

股权支付

上市公司倍数高于卖方换股划算
卖家可通过高成长弥补换股损失

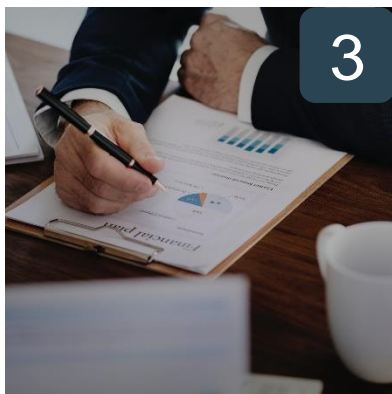


现金支付

卖方强势可提高现金支付比例
利用过桥资金解决的风险大

支付节点

可用递延支付微调估值解决分歧
将支付节点与风险控制相匹配



收购比例

100%or51%?
分步收购降低商誉金额



/03

估值与价格

估值与价格，估值调整机制，期权的估值

估值分析

误区

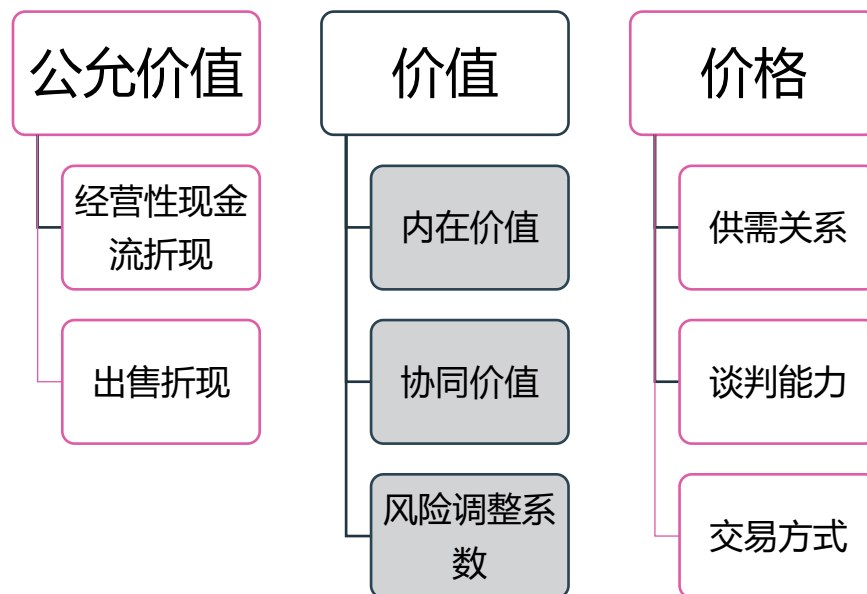
很多人认为交易价格就是项目价值，项目价值就是评估师的评估金额。

结果

对价值的误解，导致买卖双方无法达成双方认可的估值，最终错失交易机会。

解决方案

需要理解“交易价格=内在价值+协同价值+供求关系”，同时交易结构可以很好地解决估值分歧。



估值不是评估师算出的公允价值

关于对赌

误区

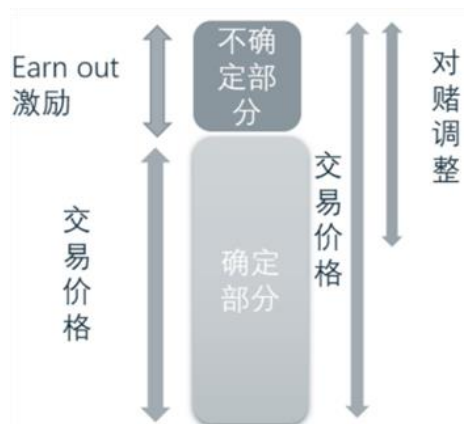
很多人认为交易结构的核心就是设置对赌，对赌的核心就是利润承诺越高对买方越有利。

结果

很多人简单套用对赌机制，以为可以保证交易平安，但结果却带来一堆问题甚至两方不欢而散。

解决方案

应当真正理解对赌内涵意义，依据标的情况灵活使用和设置对赌，并且理性对待达成的对赌条款，做好风险防控准备。



对赌好处



- 解决分歧
- 应对监管
- 解决投后
- 缓解焦虑

对赌缺点



- 估值风险
- 执行风险
- 投后风险
- 合谋风险

存在原因



- 易于理解
- 能力不足
- 鸵鸟思维
- 各方合谋

如何利用对赌

从买方角度如何解决对赌中存在的问题

- 专注行业
- 不是所有项目都需要对赌
- 看不清的项目一定要对赌
- 不主动提对赌
- 利用对赌作为掩饰
- 理解卖方对赌的动机

不同的项目应该有不同 的对赌

- 污水厂后期运营十分稳定
- 危废厂的运营受到市场影响较大
- 工程公司不确定性最大
- 对赌不能解决估值问题

业绩承诺隐含的 附加条件

- 正常收购VS跨界收购
- 防范小股东对上市公司利益进行侵蚀
- 投后各种细节、数据口径处理等

理解财务的有用性与局限性

一个期权价值

- 2019年，上市公司碧水源大股东为了缓解公司资金压力，决定出售控股权给央企中交下属公司中国城乡。交易股份为上市公司总股本的10%，同时原有股东让渡表决权，直到新股东增资成为大股东。交易对价为30亿，后续中国城乡将给碧水源提供资金支持，并适时对公司进行增资。
- 作为交易的一部分，原有股东做出公司业绩承诺，2019年业绩增长不低于10%，2020年增长不低于15%，2021年增长不低于20%。如未能完成该业绩，差额部分由原股东向上市公司补偿。

这份承诺的特点和价值。

- 对上市公司进行补偿，受益方是上市公司所有股东
- 补偿的金额
- 补偿的可能性，业绩的波动性
- 时间折现因素
- 关于BSM公式，塔勒布的批判，以及肥尾理论。

$$C(S, t) = SN(d_1) - Ke^{-r(T-t)}N(d_2)$$

$$d_1 = \frac{\ln \frac{S}{K} + (r + \frac{\sigma^2}{2})(T-t)}{\sigma \sqrt{T-t}}$$

$$d_2 = d_1 - \sigma \sqrt{T-t}$$

海特生物收购北京沙东

- 2014年底签署协议。
- 整体估值1.9亿，**基于协议签署日只有1000万银行贷款，不存在其他负债。**
- 原有股东分为**甲乙丙丁四方**，甲方是控制人，乙方丙方个人，定方政府投资者。
- 甲方安排。**签署协议后，支付公司的20%股份的款项，新药批复后收购甲方持有剩余的60%股份。上市销售2年后，出售剩余股份。**
- 乙方安排。新药获得批复后转让其持有的50%股份。上市销售2年后乙方**有权**决定按照本协议整体估值转让。
- 丙方安排。签署协议后，支付公司5%的股份的款项。新药批复后，支付持有的剩余50%股份。上市销售两年，转让剩余股权。
- 丁方安排。认可历史协议。上市公司向标的公司增资4000万，**丁方减资退出**。丁方有权利增资，金额不超过2000万。丁方有权利借款给公司并获得相应的海外收益。
- 上市公司对标的公司进行借款6000万，总额不超1.2亿。新药批复后，有权以借款4000万按照本次协议整体估值进行增资。
- 部分原有股东自愿拿出一部分部分进行**股权激励**，暂时由上市公司代持。
- 2018年丁方完成减资，上市公司完成增资，持有股份为38.47%
- 上市公司持续向该公司**借款累计过亿，并计提了相应的减值准备，上市公司并未并表。**

科兴制药案例

- 1, 问题出在哪?
- 2、为什么会出现?
- 3、今后还会不会出现?
- 4, 我们该怎么办?

7月13日晚间，上海科华生物发布重大仲裁公告，称收到仲裁通知，天隆科技高层要求科华生物按照2018年签署的投资协议以**2020年净利润X25倍**的价格收购天隆科技**剩余38%的股权**。但因遇到新冠疫情，天隆科技2020年的**净利润高达11亿元**，这就使得天隆科技38%的股权可以卖出**高达105亿的天价!**

科华方面表示，**该项增长情况已超出了各方在订立《投资协议书》时正常可预见及可预测的范围**，希望能够重新商议收购价格，但天隆方面表示，如果科华生物无法按投资协议兑现剩余股份的收购，将申请以**原价(4.6亿)**回购或撤销原来被科华收购的62%的股权。



/04

估值能力的提升

估值的艺术性，复盘难点，实践中该怎么学习

估值的科学性和艺术性



估值是科学，是艺术，还是雕塑？

估值是各种学科的融通？商业，会计，心理学？

估值的意义是什么？用数字讲故事？

如何对估值进行复盘，多变的因素。

我们学习什么样的案例？

子绝四：毋意，毋必，毋固，毋我

欢迎提问

侯铁成 FCCA CFA

微信: 1365-1972-305

公众号: 侯铁成谈投资并购



中国并购指南

微信扫码加入星球

知识星球

