

交易价值创造之道

科技、媒体和通信

三个关键因素让成功的交易更富成效

#交易的延伸



普华永道

目录

| | |
|------------|----|
| 概要 | 1 |
| TMT在转型中的角色 | 3 |
| 价值推动者 | 5 |
| 业务剥离方观点 | 8 |
| 关键战略要素 | 10 |
| 研究方法 | 11 |
| 联系方式 | 12 |

关于本报告：

为了解影响绩效的因素，我们采访了来自不同地区的100名科技、媒体和通信（TMT）企业高层管理人员，获悉他们通过并购创造价值的经历。所有访谈对象均在受访前36个月内参与了至少一次重大股权收购或一次重大业务剥离。访谈采用定性和定量问题相结合的方式，通过电话进行。所有回复均经过匿名处理并最终汇总呈现。

本报告基于从调研和访谈中得到的洞见，以及我们从帮助客户规划交易场景中获得的经验，为组织领导者提供了一个路线图，向其阐明应当如何在组织内创造价值，从而收获交易的全部回报潜力。

概要

从并购创造价值的角度来看，科技、媒体和通信（TMT）行业以一种至关重要的方式脱颖而出。尽管TMT收购创造价值的比例较其他行业总和低4%，但除工业制造与服务（IM&S）外，TMT行业成功交易（即能为收购方增加价值）的回报却高于其他各行业，在某些情况下还高出很多（见附表1）。

这是因为成功的TMT交易往往非常成功。我们将此归功于技术在塑造未来赢家和输家方面的变革能力。

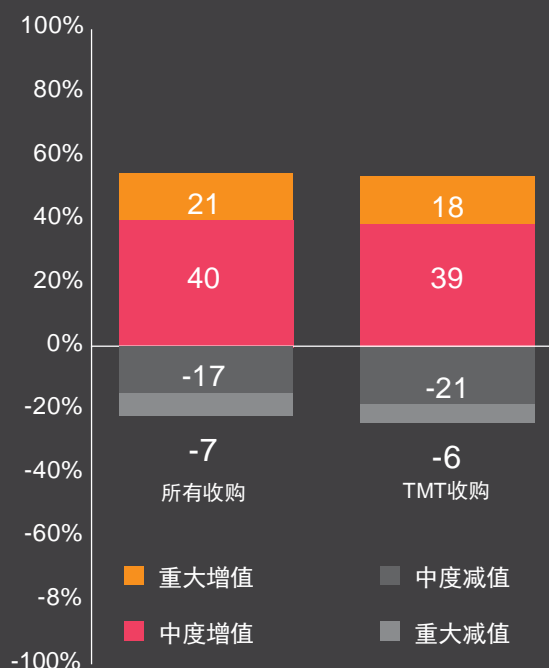
这一具有说服力的结果是普华永道在多行业中进行的交易价值创造之道调研发现的其中一个子集。该调研分析了全球六大行业数千笔交易的股东总回报（TSR），并得到了600名全球企业高管的回复。

附表1

TMT成功交易

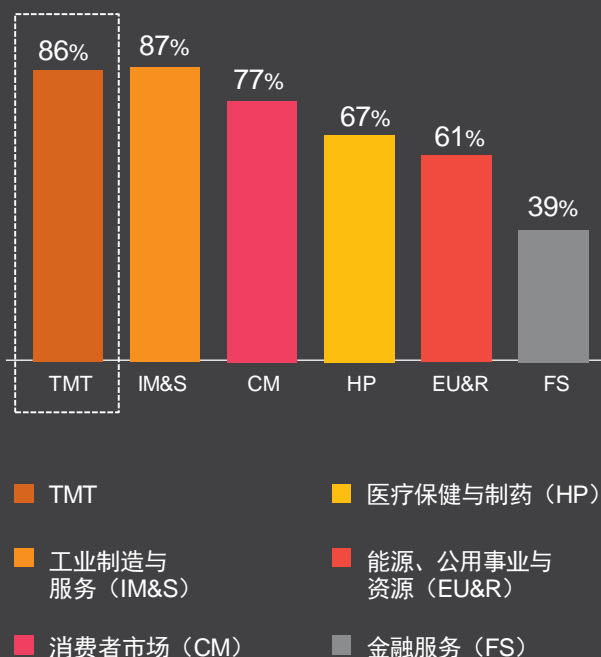
虽然TMT收购总体上创造的价值略低于其他行业……

与所有交易相比，TMT收购创造 / 损失价值的百分比



……TMT交易产生的回报几乎高于其他各行业

与行业基准相比，“成功交易”在完成 12 个月后的平均回报率



资料来源：Creating value beyond the deal report: technology, media and telecommunications.

数据基础：2018年对100名TMT企业高管在其受访前36个月内进行的有关最重要收购和业务剥离项目所做的调研。

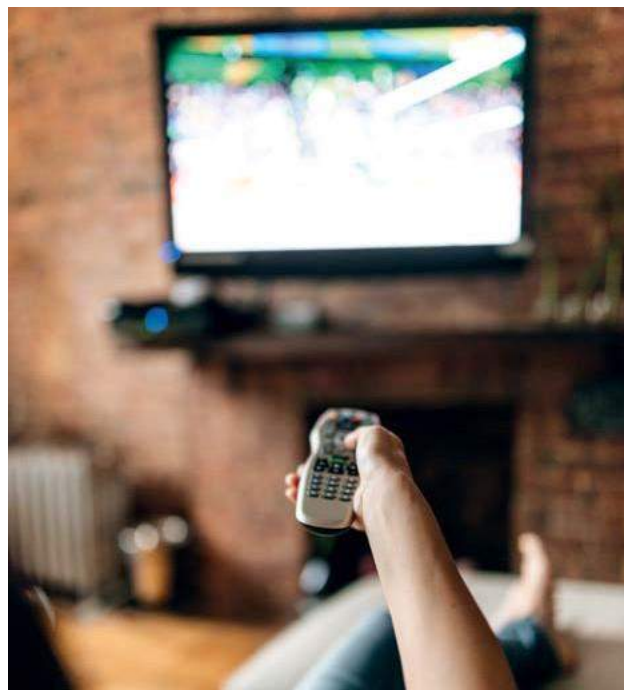
调研发现，对于包括TMT在内的所有行业，企业均可通过专注于以下三个要素，从并购中获得更多价值：

- 1 忠于战略意图：**组织需要将交易作为整个事业的清晰战略愿景和长期目标的一部分。虽然基于机会主义的交易可以创造价值，但不会有战略交易那样的成功率。
- 2 明确综合价值创造计划的所有要素：**确保交易过程全面有效，并在财务、高级分析、运营、技术、税务、法律和人事等方面进行必要的尽职调查和严格审查。
- 3 将文化置于交易的核心：**在制定计划时优先考虑人员和文化因素。让相关方广泛参与和交流价值创造计划有助于留住关键人员，并建立他们的认同感。不作文化变革计划会减少价值创造。

TMT企业大多处于快节奏、不断变化的商业环境中，喜欢抓住机会获得巨大收益，其所处行业趋向于“赢家通吃”的并购方式。因此，过去几年TMT企业的并购活动迅速增长。



技术和通信是网络、自动化、数据分析、电子商务、设计、研究和产品开发的支柱。



TMT在转型中的角色

TMT行业的并购为何如此有利可图，最令人信服的解释或许是这些企业在更广阔的商业领域所起到的作用。首先，TMT部门的所有三个组成部分为其他行业的转型战略提供了基本要素。技术和通信是网络、自动化、数据分析、电子商务、设计、研究和产品开发的支柱。每个行业都要用这些工具对其运营模式进行数字化，从而提高效率，并使自己与竞争对手形成差异。

当然，媒体可能被视为一个更“独立”的行业，但其对全球商业颠覆和增长的影响不应被低估。科技巨头亚马逊和谷歌也是媒体行业的巨头。康卡斯特（Comcast）和时代华纳等传统媒体企业亦涉足多个行业第三方企业的无数商业活动，其本身也是科技开发商。

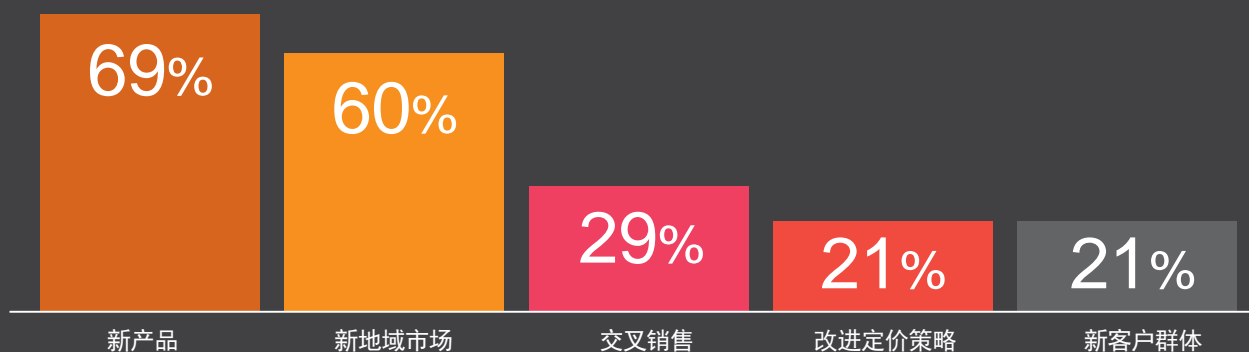
鉴于TMT企业在变革中的独特角色，获取新技术或产品，或在需要数字化的市场延伸专业知识，都可以促进更广泛的增长。在我们的调研中，TMT高管也指出，获得新产品和打入新地域市场是并购交易的两大积极成果（见附表2）。

迪士尼近期的增长体现了这些成果，增长主要由内容收购推动，包括颇受欢迎的漫威资产。迪士尼在2019年宣布了一笔价值42.4亿美元的交易，完成后已为其盈利220亿美元。它们还和电信企业合作，以巩固更多的本地业务。

附表2

新产品和市场体现的收入协同效应

下列收入协同驱动因素中，哪一个影响最大？



资料来源：Creating value beyond the deal report: technology, media and telecommunications.

数据基础：2018年对100名TMT企业高管在其受访前36个月内进行的有关最重要收购和业务剥离项目所做的调研。

TMT在转型中所扮演的核心角色不仅阐明了为何该行业的并购活动具有如此显著的优势，也解释了该行业普遍存在的高估值。我们从两个截然不同的收购案例来说明这种状态。2012年，Facebook斥资10亿美元收购广受欢迎但尚处于起步阶段的应用程序Instagram。许多专家认为，对于一个规模这么小的社交媒体资产，这笔交易太过昂贵。6年后，Instagram的用户基数呈指数级增长。分析师估计，Instagram对Facebook市值的贡献超过10亿美元。

再以Avago整合成熟半导体企业的战略为例。2015年，Avago以370亿美元收购博通（Broadcom）成为史上最大的科技收购案，公司战略得以大幅推动实施。该案以及随后的交易将Avago推进到全球半导体企业的精英行列。

此后，这家如今名为“博通”的企业利用其整合专长和更强的资本实力，收购了多家包括网络和网络安全等辅助领域的成熟科技企业，将市值翻了一番。

TMT交易估值过高的一个副产品是，高管们倾向于利用他们的个人网络，为企业寻找合适的并购目标（在目标比价和价格变动之前）。研究发现，在接受调研的行业中，约三分之一的交易来自投资银行家，但TMT行业的这一比例降至28%。相比之下，约50%的TMT交易来自与其他高管的谈判，而其他行业的这一比例为46%。

36%

的受访者表示，留住客户 / 顾客是他们的首要任务。



价值推动者

如果没有对创造价值的高度重视，就不可能产生像TMT行业那么多的成功交易。接受调研的行业高管反馈称，35%的TMT交易中，创造价值都是TMT交易的首要任务。相应地，28%的TMT交易创造了中度或重大价值，因为从收购完成的那一刻起，价值创造就成为重点（见附表3）。

不仅如此，超过三分之一的受访TMT企业强调称，重视价值创造还会是其下一笔交易所要考虑的首要问题。不过显然，TMT企业并没有如其预期那样专注于创造价值，并意识到这对未来的重要性。

这些价值创造结果与整体多行业研究的结果相呼应。根据更广泛的分析，在交易完成后的2年中，那些预先制定计划，以实现知识产权、人员和文化整合、协同效应、营运资本提取、税收和监管政策等方面的回报最大化的企业，其价值创造比行业平均基准高出14个百分点。

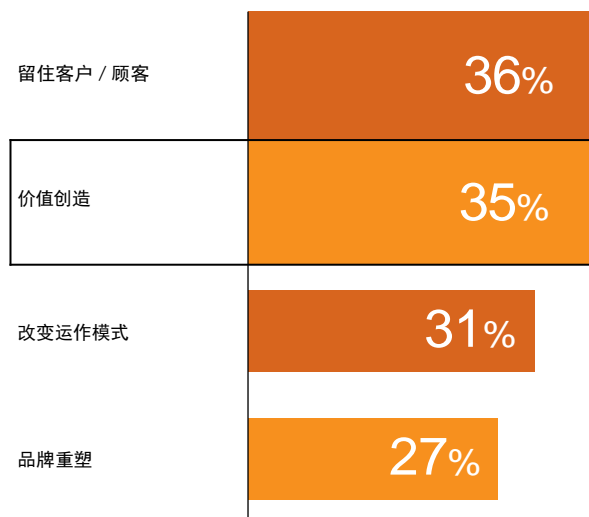
附表3

将价值创造置于首位方能迈向成功

在35%的TMT交易中，价值创造是首要任务，仅次于留住客户……

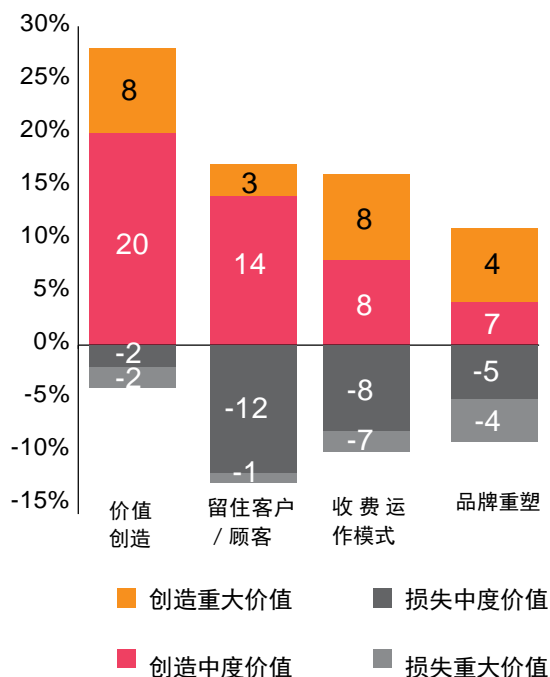
……从起始就把重点放在价值创造上，可以创造出更高的交易价值

您优先考虑的首要任务是什么？



注：数字合计超过100%，因为优先事项设置为多选题。

优先事项不同，创造的价值亦不同



资料来源：Creating value beyond the deal report: technology, media and telecommunications.

数据基础：2018年对100名TMT企业高管在其受访前36个月内进行的有关最重要收购和业务剥离项目所做的调研。



“

通常，目标企业文化已然鼓励创新，新的母企业则具备更严谨的结构。

有意思的是，对于TMT企业来说，唯一更高的并购优先事项是留住客户，这是36%受访者的首选。虽然普遍倾向于首先关注维持已获得的客户和收入，以避免价值损失，但我们的数据显示，收购方应该挑战这种想法，或者至少设定留住客户和价值创造的双重点。在我们的调研中，高度重视留住客户的TMT收购者中，只有17%产生了中度或重大价值。更糟糕的是，这些交易中有13%遭遇了中度或重大价值损失。

相比之下，企业文化（尤其是一个企业对新思想和创新的开放态度，以及它在市场上的快速决策能力和灵活性）是一个重要的区分因素和价值创造因素。对于TMT企业来说尤其如此，因为其并购战略往往由产生颠覆性技术和内容的需求驱动。

因此，TMT企业无论是正在开发电视节目、电影、播客、软件、新的消费产品、功能更丰富的网络，还是在进行云设计方面的创新，其在收购后能否留住有创造力的人员，以及这些人员在收购企业后的文化中能否拥有维持创造力的自由，将最终决定企业在市场中的地位。

通常，目标企业文化已然鼓励创新，新的母企业则具备更严谨的结构。在交易后的脆弱时期，当不同组织被整合时，保持和培养不那么传统或刚起步企业的风格和态度，可能会对交易结果产生实质性的影响。

这需要双方企业决定应该采用哪种文化，以及哪种文化应该保持独立。事实上，我们的调研发现，文化错位伤害了近70%的企业（见附表4）。

并购的另一个重点应该是留住关键员工。当目标企业的优秀员工离职率低于5%时，20%的交易会产生重大或中度价值。如果有超过20%的关键员工离职，则几乎不会创造任何价值。企业应认识到文化对TMT部门的影响：从非常现实的角度想象，可以说每天晚上，企业拥有的知识产权（IP）都随着员工下班回家而离开。一些TMT企业在交易后会小心设置防火墙，以防目标企业的创新能力遭受损害。

这些措施可能会把某些信息限制在企业内部，但无法阻止重要人员流失。

考虑到数字化给每个行业带来的结构性转变，可以合理估算所有行业的大部分交易（56%）在签署时都已有一个技术计划。在TMT企业中，这一数字上升到85%，这一高比例反映出有TMT企业近年来在技术、内容和新功能集成方面发展起来的重要能力。在交易完成之前，了解文化和技术将如何整合，并制定计划留住顶级员工，是为并购创造价值的核心。

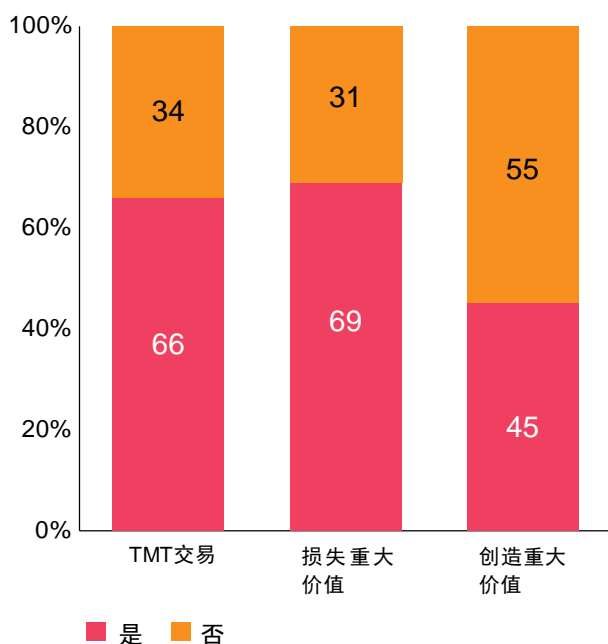
附表4

文化错位和人才流失会伤害交易

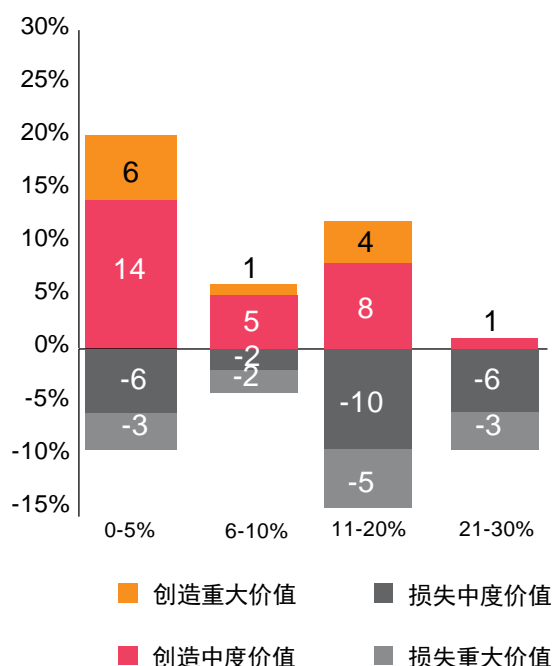
三分之二的 TMT 行业交易经常受到文化相关问题的影响，69% 的交易因文化错位的（负面）影响而遭受重大价值损失。

关键人才损失在 5% 以下的 TMT 行业交易极大地增加了实现积极交易价值的机会。

文化问题是否妨碍了这笔交易的价值实现？



在离开的目标员工中，您原本希望留住的员工占多少比例？



资料来源：Creating value beyond the deal report: technology, media and telecommunications.

数据基础：2018年对100名TMT企业高管在其受访前36个月内进行的有关最重要收购和业务剥离项目所做的调研。

业务剥离方观点

尽管许多并购讨论倾向于从收购者的角度来看待交易，但探究TMT企业出售业务的原因，会发现一些有趣的洞见。近三分之一的TMT业务剥离源于该单位面对的强大外部竞争，而对所有行业而言这一比例只有23%（见附表5）。这很可能体现了“赢家通吃”的原则，即许多TMT企业采用的生存策略。

作为业务增长计划的一部分，电信供应商和科技平台企业（如Takeaway.com）经常向邻近地区或可能盈利的地区扩张，以扩大收入来源。然而，如果一段时间后，新单位没有产生强劲的收益（或许是因为市场的发展没有预期那么快，或是地缘政治和监管障碍阻挠了强劲的市场进入），母企业可能会试图出售落后的单位，而不是面对长期亏损的可能。

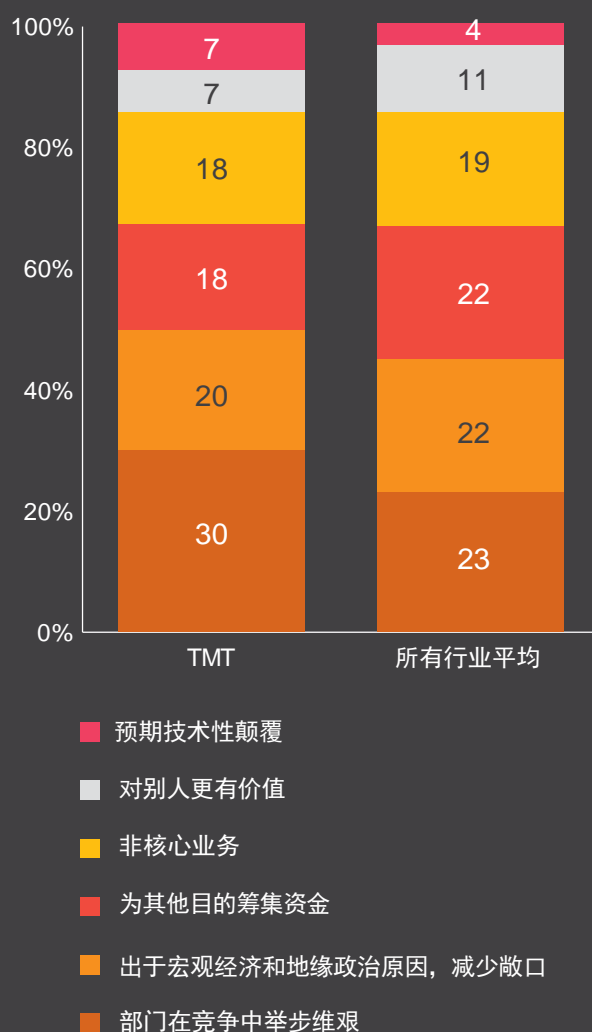
地缘政治方面的担忧在剥离决策中占了很大比重。许多TMT企业，尤其是媒体和通信领域，在内容、基础设施和市场渗透方面受到广泛的监管限制。当这些政策变得难以遵守（或者更准确地说，是执行成本过于高昂）时，TMT企业更有可能寻找买家，以期摆脱困境。这让它们有机会迅速将资源转移到有利可图的收购或产品开发项目上，而不是错失良机。

附表5

强大的竞争对手促使退出业务

近三分之一的TMT业务剥离由该部门在竞争中举步维艰所致。所有行业中，竞争、融资和地缘政治问题皆是强劲的剥离推动力。

进行业务剥离的主要战略驱动因素是什么？



资料来源：Creating value beyond the deal report: technology, media and telecommunications.

数据基础：2018年对100名TMT企业高管在其受访前36个月内进行的有关最重要收购和业务剥离项目所做的调研。

TMT企业想要从业务剥离中获得最大价值，可以考虑从以下几个方面着手：

制定“业务剥离手册”

卖方需要基于充分的准备，以及结合潜在买方对其拟投资组合的审查维度，确定一以贯之的价值创造要旨。这需要详实的方法论，以及一套如何应对潜在买方可能提出的棘手问题的应对方案。

不要把尽职调查工作都留给买方

尽管卖方尽职调查同样有可能创造价值，但调查结果显示，许多出售方表示他们完全没有进行过卖方尽职调查。成功的出售方在早期即着手解决问题并努力摆脱困难，他们所进行的卖方尽职调查亦为整体业务剥离程序提供了更严谨的思路和方法。

探索无限可能的艺术

业务剥离计划应涉及的不仅仅是现有资本的分配，还应考虑并探索无限可能的“艺术”。除更多的资本、新技能和附加的并购机会，业务剥离还能实现哪些目标？这种方式不仅会吸引更多的潜在买家，还会通过该笔交易保持价值的增长。

30%

的受访者表示，在竞争中举步维艰是其出让部分业务的原因。

利用他人经验

出售方，特别是在这方面经验较少的出售者应该充分运用第三方顾问的优势，并应在业务剥离过程中尽早引入这些顾问，这将帮助投资者了解商机，同时也有助于逐步建立他们对投资的信心。

充分利用你的员工

同样，任何并购交易的成败，无论对于买方还是卖方，均取决于能否留住关键的团队成员。这些员工，尤其是拟出售业务中的员工，通常在交易结束前很早就开始担心自己的职业安全。他们的退出降低了交易成功率，甚至可能危及潜在出让。在谈判过程中尽早让他们参与，并提供与交易成功相关的激励措施，是我们调研发现的取得成功的两个要素。

解决法律问题的复杂性

业务剥离的潜在复杂性源于对拟剥离实体的分拆从而确保该拟剥离业务部分尽早做好出售的准备。因此您应当界定拟剥离的业务，并检查该业务在集团中的法律结构。

关键战略要素

TMT企业显然处于有利地位，能够利用并购作为创造价值的杠杆，且有巨大的上升潜力。该情况极有可能持续下去，因为数字化对工业的影响是一种相对较新的现象，其发展速度在未来几年应当只会加快。TMT企业是最活跃的数字化供应商之一，因此，选择适当的企业，在完成收购的同时将新产品和先进技术纳入自己旗下，就有望扩大企业的市场影响力和收入来源。

从多方面看，TMT行业是整体并购规划的测试版，也预示着未来的走势：其从成功交易中获得的更高回报，在很大程度上是短期和中期并购活动强劲的基本面的作用。为了在并购活动中持续实现并维持价值创造，TMT企业的明智做法应当像其他行业一样，在交易早期就把重点放在明确价值创造计划的所有要素上，而不是在交易的战略意图上举棋不定，同时也要把文化和人力资源置于所有交易的核心。





研究方法

为了解影响绩效的因素，我们采访了来自不同地区的100名科技、媒体和通信（TMT）企业高层管理人员，获悉他们通过并购创造价值的经历。所有访谈对象均在受访前36个月内参与了至少一次重大股权收购或一次重大业务剥离。本报告包括2008年1月1日至2016年12月31日期间公布的交易。股东总回报（TSR）数据的截止日期是2018年6月30日。这里的股权收购指控制权变更的交易，即企业取得了另一家企业的控制权；业务剥离指企业完全剥离其一个部门或一家子企业的交易。访谈采用定性和定量问题相结合的方式，通过电话进行。所有回复均经过匿名处理并最终以汇总形式呈现。

联系方式

中国

周伟然

普华永道全球TMT行业主管合伙人
wilson.wy.chow@cn.pwc.com

高建斌

普华永道中国TMT行业主管合伙人
gao.jianbin@cn.pwc.com

鲍海峰

普华永道中国TMT交易服务主管合伙人
alvin.bao@cn.pwc.com

英国

Jass Sarai

普华永道英国TMT行业主管合伙人
jass.sarai@pwc.com

美国

Rob Fisher

普华永道全球技术交易主管合伙人
rob.fisher@pwc.com

Marc Suidan

普华永道美国TMT交易主管负责人
marc.suidan@pwc.com

德国

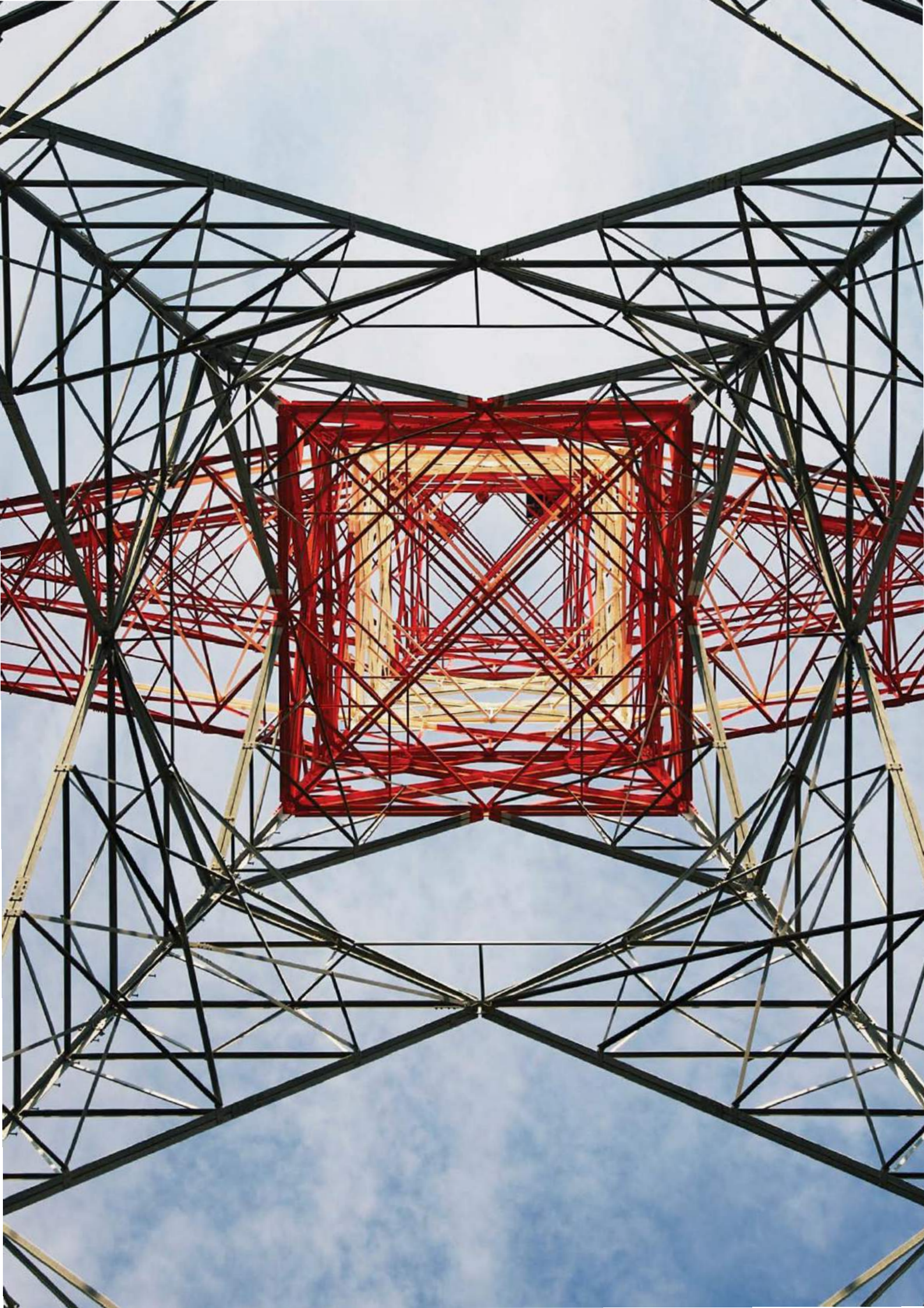
Jens Weber

普华永道德国TMT交易主管合伙人
weber.jens@pwc.com

西班牙

Malcolm Lloyd

普华永道全球、欧洲、中东和非洲及西班牙交易
主管合伙人
malcom.lloyd@pwc.com



www.pwc.com/sector-reports

普华永道秉承“解决重要问题，营造社会诚信”的企业使命。我们各成员机构组成的网络遍及157个国家和地区，有超过27.6万名员工，致力于在审计、咨询及税务领域提供高质量的服务。如有业务需求或欲知详情，请浏览www.pwc.com。

本文仅为提供一般性信息之目的，不应用于替代专业咨询者提供的咨询意见。

© 2020 普华永道。版权所有。普华永道系指普华永道网络及 / 或普华永道网络中各自独立的成员机构。详情请进入www.pwc.com/structure。