

## 文章

# 企业并购背后的估值理念及常见问题

估值工作一直在企业并购中担当着重要的角色，最为人熟识的用途莫过于为潜在投资者提供合适的对价参考。除此之外，高质量的估值分析同时亦可以帮助潜在投资者获得并购项目的重要信息，如企业价值的驱动因素、目标业务的潜在风险、交易架构及条款与收购对价的关联性等，并有助于投资者厘定收购后以何指标作投后管理。因此，估值分析于整个企业并购环节，即投前、交易进行期间，以至投后管理都发挥着重要的作用。

常见的估值方法有以下三大分类：

1. 收益法 – 通过估测被分析资产未来预期收益的现值，来判断资产价值的各种价值分析方法的总称。商业价值分析中最常用的收益法是现金流折现法。
2. 市场法 – 相关价值主要参考市场参与者在交易市场中购买类似资产所愿意支付的价格。
3. 成本法 – 相关价值基础主要是基于所分析资产的现时重置成本。

我们在处理并购相关的估值工作时，往往会遇到客户对估值方法、需要进行分析的范围、应注意事项等的提问。我们对相关的提问进行了梳理，并藉此分享我们对最常见问题的看法。

## 进行估值分析时，是否必需采用多于一个估值方法

在考虑是否需要采用多于一个估值方法前，我们应该先根据每个项目的情况，评估哪种估值方法适用于该项目，进而了解是否存在采用多于一个估值方法的可能性。

然而，在考虑不同因素的同时，我们亦应该了解不同的估值目的及相关法规要求，以了解在特定的要求下是否必需采用一种以上的估值方法。例如，如果有关的并购项目需要由法定评估报告支持，投资者需要对目标公司进行评估，根据我国财政部发布的《资产评估基本准则》，"对于适合采用不同评估方法进行企业价值评估的，资产评估专业人员应当采用两种以上评估方法进行评估。"但同时《资产评估基本准则》亦有说明，"资产评估报告应当说明所选用的评估方法及其理由，因适用性受限或者操作条件受限等原因而选择一种评估方法的，应当在资产评估报告中披露并说明原因。"

在采用多于一个估值方法时，我们应留意每个估值方法的结果是否能够相互调和。若然出现重大差异时，亦应了解当中因由，并分析各项估值分析中的不协调性。

## 企业价值与股权价值

在参考估值分析结果时，必需留意在分析说明中所展示的不同价值的性质，以了解在不同的交易架构下对收购对价的影响。在估值分析中最常展示的价值有i) 企业价值及 ii) 股权价值。它们分别可用下面图表说明：



企业价值一般指公司的总营运资产价值 (不含现金)。因此，若潜在投资者在并购时拟定的交易架构为无现金及借贷的情况下 (若加上目标公司并无非营运资产或负债)，则对价可以企业价值作主要参考。

### 如何将估值结果及收购对价连结起来

一般情况下，收购对价的确定应以结实的估值分析结果作为参考及起点。因此，了解估值分析的发现及结果，往往能帮助客户制定收购对价调整机制，为交易谈判提供助力。以收益法分析为例，理想的现金流分析可为潜在投资者展示出目标公司的业务增长动能所在、盈利组成及主要的影响因素、未来营务状况基于不同假设下与估值结果的互动性等。



因此，若果潜在投资者发现估值分析的发现及结果与初步的收购对价预期有所落差，潜在投资者便需要重新审视估值分析的内容及收购对价的组成，以调和两者之间的差异。

### 国际财务报告准则第16号 ("IFRS 16") 的引入

事实上，IFRS 16 的实施应该对一个业务的现金流没有重大影响。不论公司的租赁属财务租赁与否，相关的会计处理都不会对改变有关资产的实际经济效益。然而，IFRS 16 的应用会影响到公司的财务报表数据 (主要为息税折旧及摊销前利润 (EBITDA)、净负债及因此而计算的企业价值)。

在进行估值分析前，我们应该先考虑是否需要IFRS 16 的应用作出调整。当中的考虑可能包括目标公司的租赁状况对整体业务的影响力、交易架构、相对可比公司的状况等。值得注意的是，当估值分析涉及可比公司的分析时，我们要同时考虑可比公司所采用的会计准则是否与目标公司一致。因为不同的会计准则可能会对租赁的入账要求有所不同，因而影响到我们是否决定要对IFRS 16 的应用在估值分析中作出调整。

## 价值类型与收购对价的关系

不同的估值目的会采用不同的价值类型。在一般并购交易目的下，通常采用的价值类型为市场价值。市场价值被界定为“在自愿的基础上买卖双方之间进行财产交换所使用的价格，买卖双方在合理知情的基础上均未受到任何强制影响而进行交易。”

基于上述定义，若收购对价以市场价值作为基础，则对价可被视为在市场上任何一个自愿买方都会愿意以该价钱对相应的目标公司进行收购。任何个别买方的独有考虑都不会被计算在内。因此，若基于种种原因，项目所需求的对价分析并非以市场价值作为基础，在估值分析时则需要考虑个别个案的要求。例如对价分析希望考虑买卖双方独有的协同效应时，我们或需要量化有关协同效应的影响，并在估值分析模型中考虑在内。

## 如何在估值分析当中考虑非营运资产的价值

非营运资产泛指公司所持有的与日常业务营运无关的资产。随着业务性质不同，相关的分类条件亦会有所不同。无论使用那种估值方法，都有机会需要在估值模型中处理非营运资产的价值。而有关的价值可能会为整体企业的股权价值带来不可忽视的影响。

首先，在获得目标公司的财务数据时，我们应尝试了解相关非营运资产的类型及性质，并分析需否为相关项目额外进行估值处理。完成后再将有关的价值反映在目标公司的股权价值分析当中。

在实际情况下，我们亦应考虑相关价值对整体股权分析的影响，以作出成本与得益的考虑。

## 如果收购对象为一家企业的部份业务，估值工作有什么需要留意的地方

在收购对为一家企业的部份业务时，在开始估值工作前我们应该先确定将会被收购的对象的相关业务部份，资产及负债，作为收购项目的整体框架。

除了资产负债表的确立外，其中一个常见的问题为企业的后勤成本是否需要或如何分摊予被收购的业务。在考虑企业的后勤支出时，我们应以目标业务在剥离后的实际营运需要作为起点思考。

值得注意的是，若果估值分析是以公允价值作为基础，我们应小心分析一些倾向为买方或卖方独有的支出或协同作用，以判定应否将其纳入估值分析之中。

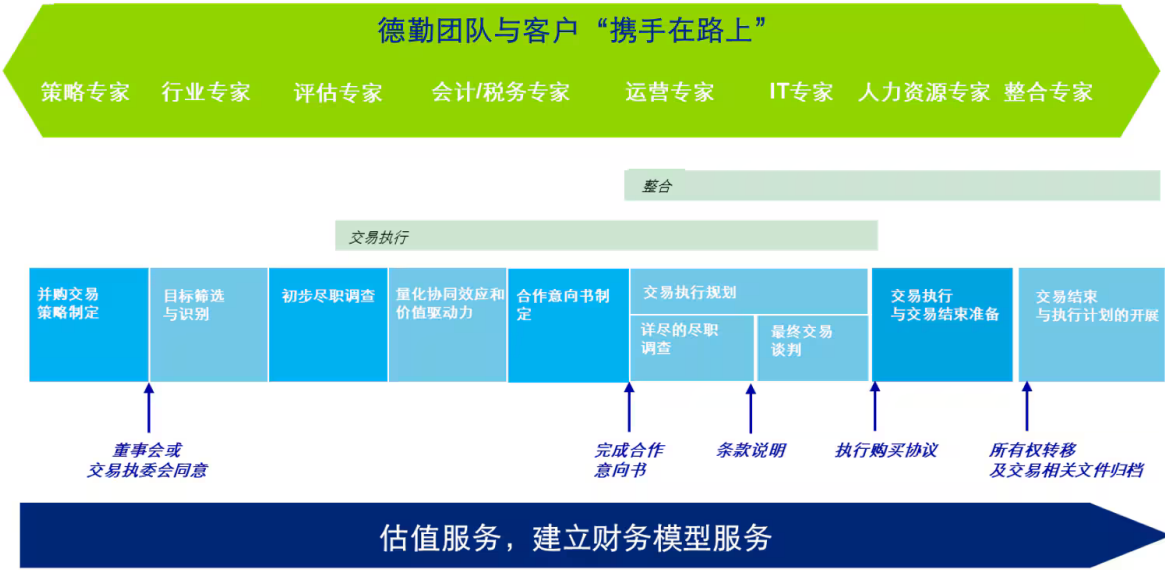
## 集团公司与独立经营者之间的考虑

若果目标公司为一家集团企业，并同时经营不同业务范畴时，我们必需了解每个业务之间潜在的相互影响。如目标集团的业务A，可能与其业务B 有交差产生销售的情况 (如零售业务与维修业务)，所以业务A 的增长会同时带动业务B 的发展。这种情况与两个业务分别独立经营的情况或不尽相同。因此，处理集团公司的估值分析时，我们需要了解每个业务的实际经营情况。

另外，在分析目标的将来经营能力时，我们需要考虑其公司规模对业务增长的影响，如企业的项目经验、财务状况及管理层经验会否对企业的未来发展 (以至财务预测所反映的内容) 有所帮助。一般而然，独立经营者往往会因为项目及管理层的经验而影响发展新业务的可能性。

## 德勤财务咨询一直在并购交易流程中扮演着重要的角色

我们对交易过程有深刻的理解，并能识别交易过程当中的重点关注领域，为客户在整个过程中提供助力。

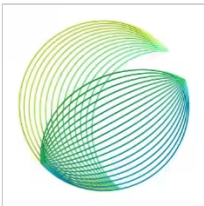


我们能与客户深入交流以了解各项投资的需求，并依靠我们经验丰富的专业团队，以满足客户在并购项目当中的需求，达致买方、卖方及各专业团队同享共赢局面。

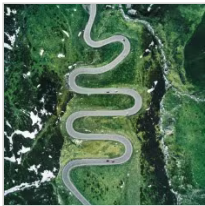
推荐阅读



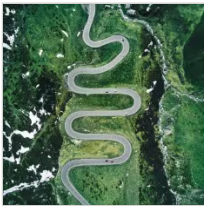
2023年上半年中国并购交易市场洞察



颠覆性并购交易  
第四期：颠覆性并购交易中的估值收益与风险并存



ESG评级知多少



向可持续金融服务转型

联系德勤

提交服务建议书申请表

工作搜索

德勤全球办事处名录

CN-ZH

关于德勤

社交平台

新闻室

活动

德勤公益基金


德勤旧友


德勤办公室名录


新闻稿


提交服务建议书申请表


联系我们


 <http://www.facebook.com/deloittechina>

 <http://www.twitter.com/deloittechina>

 <https://www.linkedin.com/company/deloitte/>

 <http://www.youtube.com/deloittechina>

 <https://weibo.com/p/1006061921792607/home>

 <https://www.instagram.com/deloittechina/?hl=en>

## 【市场波动下的交易风险应对】通过并购整合实现交易价值

### 新能源行业2023年投资并购交易分析及趋势展望

变革新时代，启动新引擎

### 纠纷中的企业估值

## 服务

审计及鉴证

管理咨询

财务咨询

风险咨询

税务与商务咨询

民营企业与私人客户服务

全球化领航：跨境服务

热点话题

创新与数字化服务

## 行业

消费行业

能源、资源及工业行业

金融服务行业

政府及公共服务

生命科学与医疗行业

科技、传媒及电信行业

## 职业

人才招聘

社会招聘

校园招聘

德勤生活

## 热点话题

可持续发展与气候变化

数字化转型

粤港澳大湾区

并购

一带一路

国企改革

全链运营

民营企业与私人客户

首席高管菁英中心

热点话题概览

---

[关于德勤](#) | [关于德勤中国](#) | [使用条款](#) | [网络跟踪器 \(Cookies\)](#) | [隐私声明](#) |

©2024. 阅读使用条款了解更多信息。

Deloitte (“德勤”) 泛指德勤有限公司 (一家根据英国法律组成的私人担保有限公司, 以下称“德勤有限公司”), 以及其一家或多家成员所和它们的关联机构。德勤有限公司与每一个成员所均为具有独立法律地位的法律实体。德勤有限公司 (又称“德勤全球”) 并不向客户提供服务。请参阅关于德勤以了解更多有关德勤有限公司及其成员所的详情。

沪ICP备14034737号-3 沪公网安备31010102006816号