



第二节

企业价值评估方法



第二节 企业价值评估方法

一、现金流量折现模型

$$\text{价值} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{现金流量}_t}{(1 + \text{资本成本})^t}$$

【提示】 现金流量折现模型的参数有三个：现金流量、资本成本（折现率）和时间序列（n）



第二节 企业价值评估方法

(一) 现金流量折现模型的种类

股利现金流量	企业分配给股权投资人的现金流量。
股权现金流量	一定期间企业可以提供给股权投资人的现金流量。
实体现金流量	企业全部现金流入扣除成本费用和必要的投资后的剩余部分，它是企业一定期间可以提供给所有投资人的税后现金流量。



第二节 企业价值评估方法

（二）资本成本

模型中“资本成本”，是计算现值使用的折现率。折现率是现金流量风险的函数，风险越大则折现率越大，因此，折现率和现金流量相互匹配。

1. 折现企业实体自由现金流量，应选择使用加权平均资本成本；（实体现金流量模型）
2. 折现股权现金流量，应选择使用股权资本成本；（股权现金流量模型）



第二节 企业价值评估方法

(三) 时间序列

企业的寿命是不确定的。为了避免预测无限期的现金流量，大部分估价将预测的时间分为两个阶段。

第一阶段是有限的、明确的预测期，称为“详细预测期”，或简称“预测期”；

第二阶段是预测期以后的无限时期，称为“后续期”，或“永续期”。

这样，企业价值被分为两部分：



第二节 企业价值评估方法

企业价值=预测期价值+后续期价值

后续期价值

$$=[\text{现金流量}_{m+1} / (\text{资本成本} - \text{增长率})] \times (P/F, i, m)$$

其中，m表示预测期

具体现金流量模型的种类包括：



第二节 企业价值评估方法

股利现金流量模型	股权价值 = $\sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{股利现金流量}_t}{(1 + \text{股权资本成本})^t}$
股权现金流量模型	股权价值 = $\sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{股权现金流量}_t}{(1 + \text{股权资本成本})^t}$ <p>如果把股权现金流量全部作为股利分配，则上述两个模型相同。</p>
实体现金流量模型	(1) 实体价值 = $\sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{实体现金流量}_t}{(1 + \text{加权平均资本成本})^t}$ <p>【提示】 股权价值 = 实体价值 - 净负债价值</p>



第二节 企业价值评估方法

二、现金流折现模型参数的具体估计

(一) 预测销售收入

预测销售收入是全面预测的起点，大部分财务数据与销售收入有内在联系。



第二节 企业价值评估方法

(二) 确定预测期间

预测的基期	<p>通常是预测工作的上一个年度。确定基期数据的方法有两种：</p> <ul style="list-style-type: none">(1) 以上年实际数据作为基期数据；(2) 以修正后的上年数据作为基期数据。如果认为上年的数据不具有可持续性，就应适当进行调整，使之适合未来的情况。
详细预测期和后续期的划分	<p>实务中的详细预测期通常为5~7年，如果有疑问还应当延长，但很少超过10年。</p>



第二节 企业价值评估方法

(三) 估计详细预测期的现金流量

现金流量类型	计算公式
(1) 实体流量 (站在整个企业的角度)	$\begin{aligned} \text{实体现金流量} &= \text{预测期现金流入} - \text{预测期现金流出} \\ &= \text{预计销售收入} - \text{预计付现费用} - \text{预计所得税} - \text{预计总投资支出} \\ &= \text{税后经营净利润} + \text{折旧与摊销} - \text{总投资支出} \\ &= \text{营业现金毛流量} - \text{经营营运资本增加} - \text{资本支出} \\ &= \text{营业现金净流量} - \text{资本支出} \end{aligned}$ <p>其中：资本支出 = 净经营长期资产增加 + 折旧与摊销</p> $\text{实体现金流量} = \text{税后经营净利润} - \text{净经营资产增加}$



第二节 企业价值评估方法

(三) 估计详细预测期的现金流量

现金流量类型	计算公式
(2) 股权现金流量 (站在股东的角度)	股权现金流量=股利-股权资本净增加=净利润-股东权益增加
(3) 债务现金流量 (站在债权人的角度)	债务现金流量=税后利息费用-净负债增加
关系：实体现金流量=股权现金流量+债务现金流量	