

万达院线企业价值评估

第三小组

小组成员：杨旭，许怡蛟，张笑笛，韩雅杰，唐浩

「01」 行业水平分析

「02」 万达院线简介

「03」 估值问题探讨

「04」 企业价值评估

目录

PART ONE

行业水平分析

电影放映行业概况

影院数量

银幕数量

电影总票房

观影人次

2014	5785家	23600块	296.39亿元	8.54亿人次
2015	7205家	31627块	440.69亿元	12.9亿人次
增长率	24.55%	34.01%	48.7%	51.08%

1

国产电影票房收入

2015年国产电影票房总收入271.36亿元，占电影总票房的61.58%。国产电影仍在票房中占据主导地位。

2

国产电影上映量

故事影片产量686部，全年票房过亿影片共计81部，其中国产影片47部；国产影片海外销售收入27.7亿元，比2014年增长48.13%。

3

传媒行业市值状况

2015年文化传媒行业总市值达到1.66万亿元，行业板块涨幅74.32%。文化传媒公司共发生并购196起，涉及资本约893.83亿元。

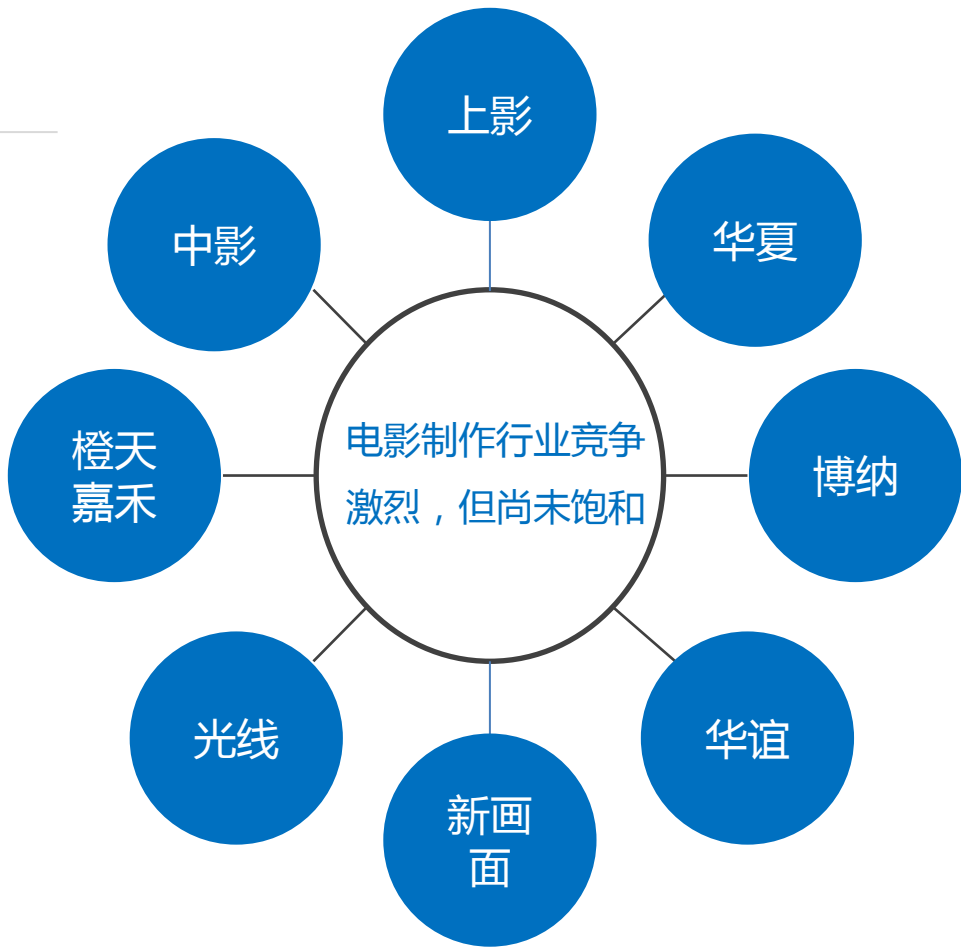
电影制作产业

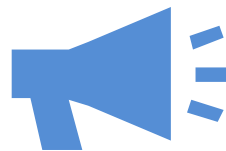
国产电影扶持政策

- 《关于对国产高新技术格式影片补贴的补充通知》《关于支持电影发展若干经济政策的通知》；
- 电影制片、发行、放映的电影集团公司（含成员企业）、电影制片厂及其他电影企业转让电影版权免征增值税；
- “国产电影保护月”

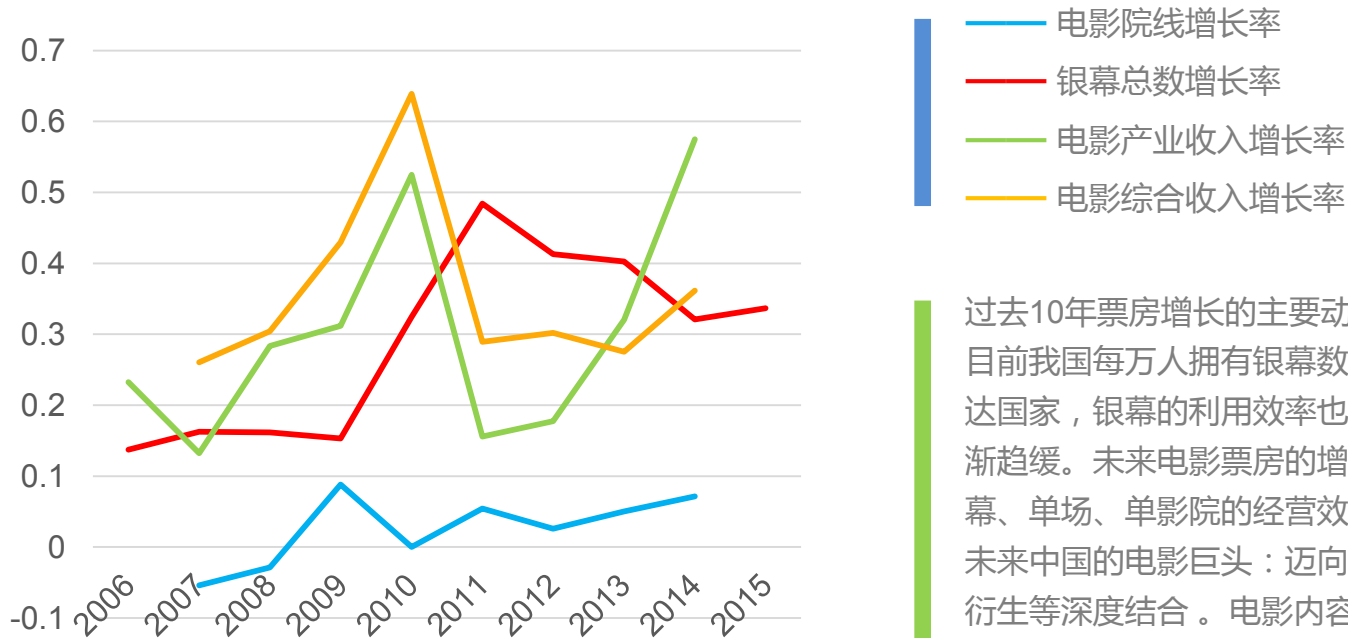
宏观需求状况

“新常态”下拉动内需、刺激消费的宏观政策





行业增长率



过去10年票房增长的主要动力都来自银幕数的扩张，而目前我国每万人拥有银幕数的水平已经接近部分中等发达国家，银幕的利用效率也接近天花板，银幕增速将逐渐趋缓。未来电影票房的增长动力将逐步切换至单银幕、单场、单影院的经营效率提升。

未来中国的电影巨头：迈向全球性娱乐集团，与渠道、衍生等深度结合。电影内容最终将归结于娱乐集团的成本中心、IP中心和用户流量入口，而强势渠道将拥有更大的话语权。

2

PART TWO

万达院线与万达影视传媒简介

万达院线简介

1. 竞争能力分析

“龙头+龙头”

- 万达影视票房占中国本土影片总票房23%。
- 两大龙头合二为一，电影行业全产业链整合，形成更大的领先优势。



2. 盈利能力分析

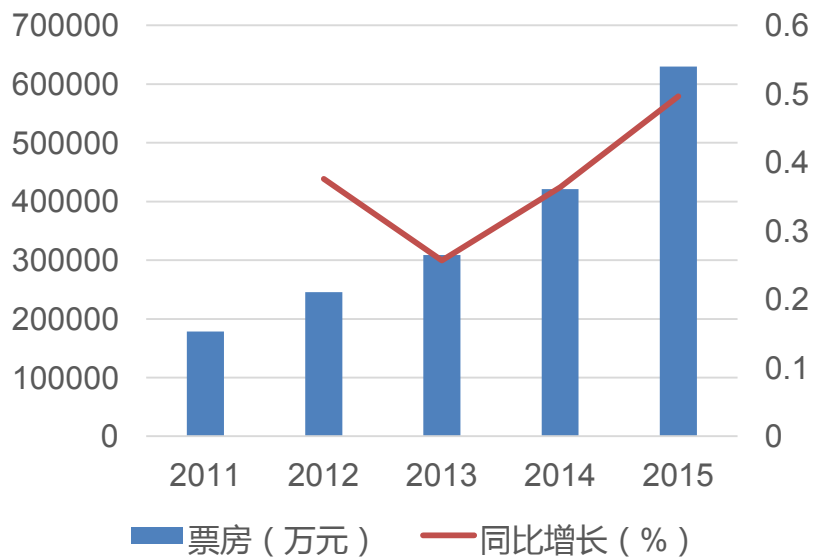
- 投资回报率优化拉动电影供给：
2015 年实现票房63亿，高票房优秀影片数量持续增加、供给繁荣。

3. 市场需求分析

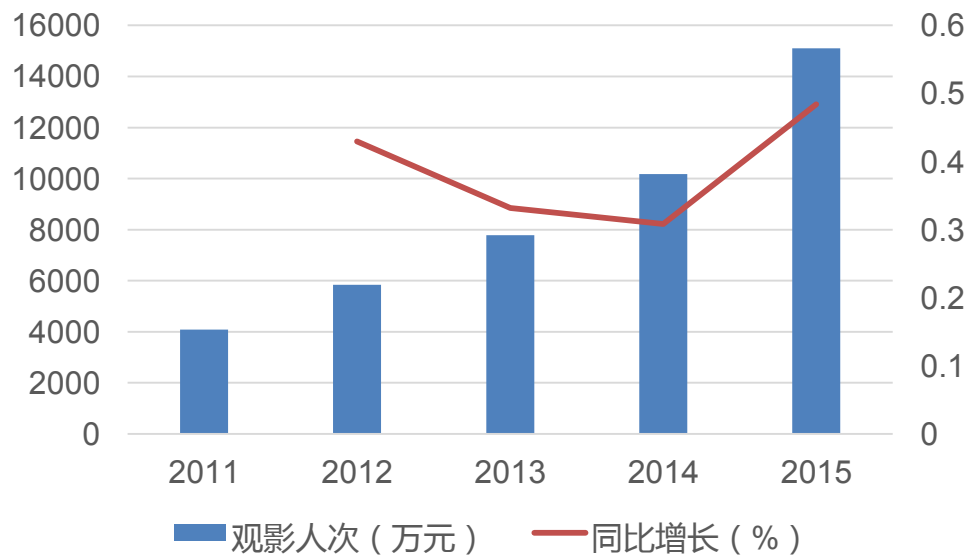
- 电影成为新消费习惯，观众群在年轻化，有重要的社交属性。影片供给未满足需求；随着优秀内容持续增加，国内电影票房梯队结构也将趋于均衡。

万达院线简介

万达院线票房收入趋势 (万元)

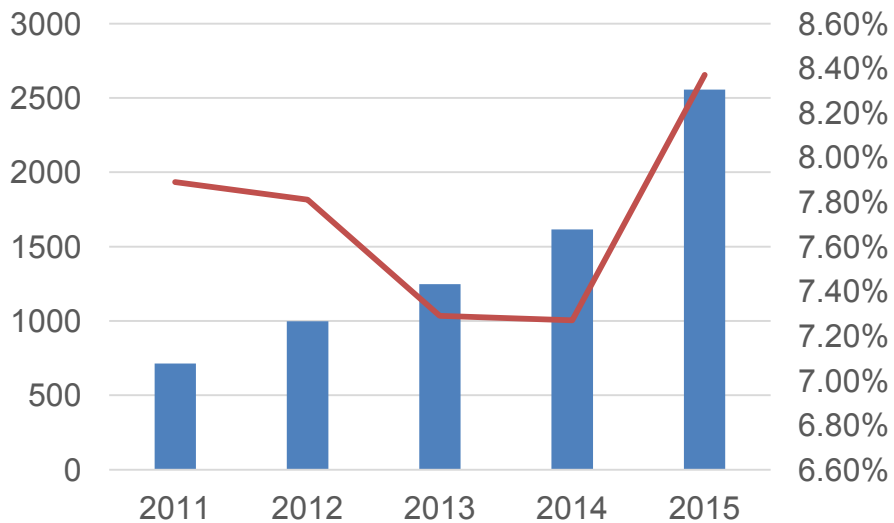


万达院线观影人次趋势 (万人)



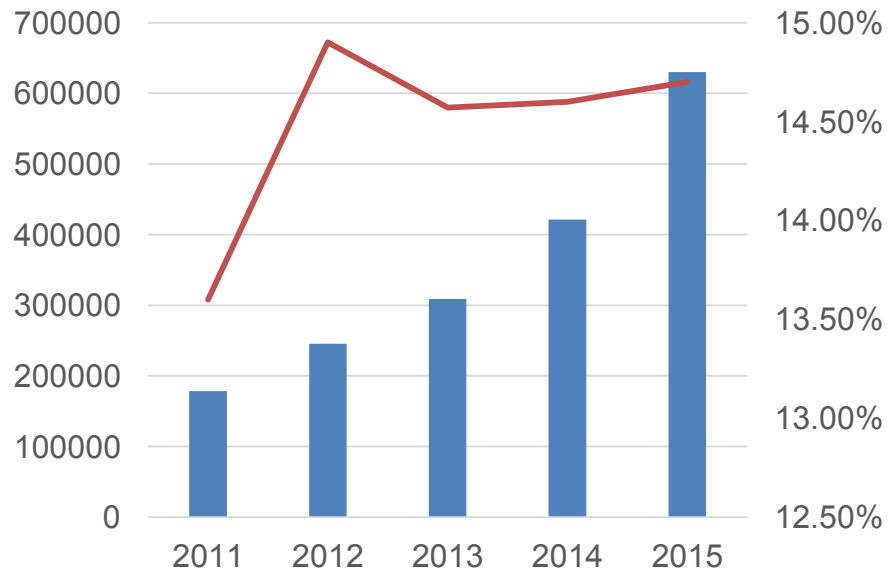
万达院线简介

万达院线银幕数趋势



■ 万达银幕数 (块) 市场份额 (%) — 市场份额 (%)

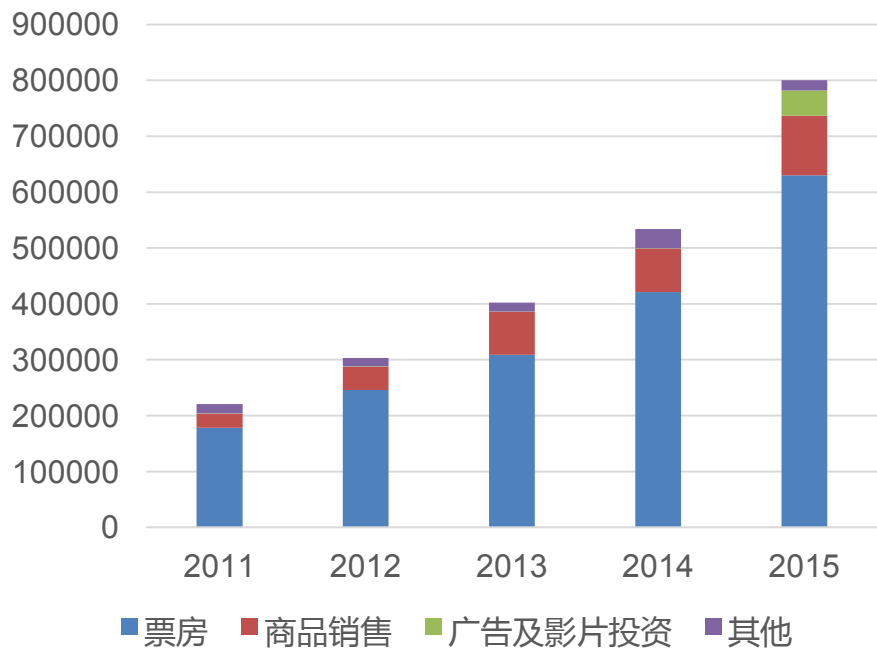
万达院线票房市场份额趋势



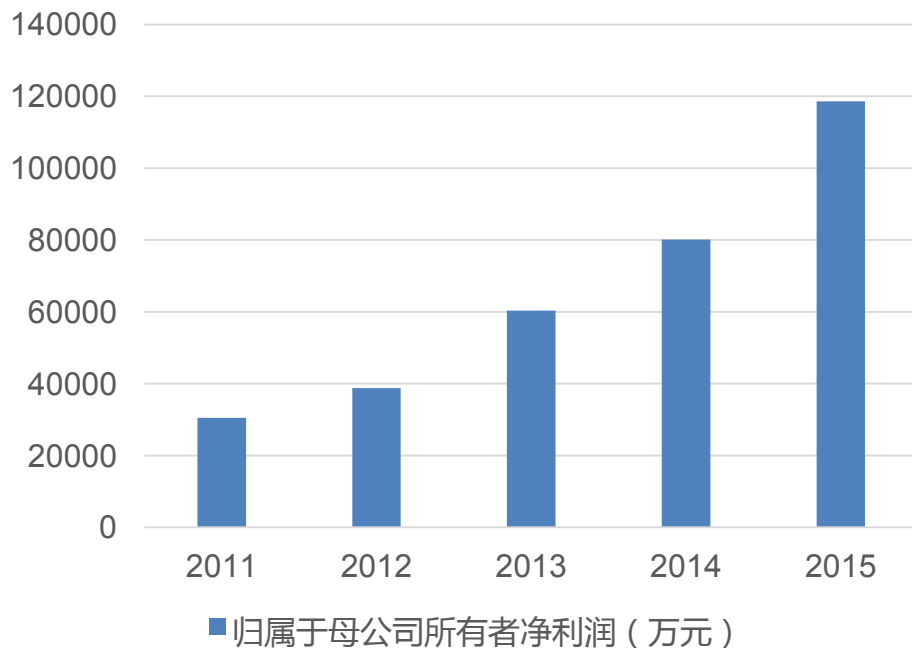
■ 万达院线票房 (万元) 市场份额 (%) — 市场份额 (%)

万达院线简介

万达院线收入构成趋势



万达院线净利率趋势



万达院线简介

“将万达院线打造为全球第一的电影生活生态圈”

场景消费商业模式

主流观众90后，重合游戏玩家群体。打造娱乐厅、电影周边、游戏、VR体验区，增加餐饮与商品销售，链接多种消费内容。可实现门票收入、冠名收益、会员线上消费等商业模式升级。

泛娱乐生态铺开

影视 IP资源充足，能转化为游戏、VR、衍生品，切入游戏发行分发环节，分享游戏产业1400 亿规模的大蛋糕。

企业战略分析

发展型

产业链整合，结构多元化

- (1)**全球化**：澳洲第二大院线Hoyts公司，在澳洲市场占有率达 19%。公司正在收购的传奇影业未来开发潜力巨大，和万达影业、整合营销、游戏都将产生协同效应。意味着公司未来与好莱坞六大将展开更多的全球化泛娱乐开发与合作。
- (2)**国内整合**：并购世茂院线，通过世茂地产获得新项目。
- (3)**产业链上下游**：收购影时尚，拓展产业链上下游，实现电影媒体整合营销，参与好莱坞影片投资与宣传推广。
- (4)**战略投资时光网**：拓展互联网基因，积极开展电子商务业务，全面合作 O2O 业务整合效应显现，线上票房占比达65%同比增长204%+。

万达院线简介

图 6: 万达院线收入构成趋势(万元)



资料来源: 公司公告

图 7: 万达院线毛利构成趋势(万元)



资料来源: 公司公告

3

PART THREE

对用收益法估值中的几个问题的讨论

企业价值评估的基本方法

市场法

目标公司价值=价值
比率×相关参数
--上市公司比较法
--交易案例比较法

收益法

通过可接受投资回
报率折现未来收益
确认资产现实价值

资产基础法

估算获得标的资产
的现实成本进行估
价

收益法和市场法的适用性

收益法

市场法

满足持续经营假设

未来经营过程中风险可合理量化

存在信息可靠、满足数量要求的可比对象

比较对象受相同经济因素影响

并购后具有大量无形资产

资产具有协同效应

比较对象规模、能力相当

比较对象未来成长性相似

折现率

折现率源自投资回报率

$$R = r = \frac{P1 - P0 - Div}{P0}$$

折现率 = 投资回报率 = $\frac{\text{年投资收益}}{\text{产生收益投资的价值}}$

P1 年末该股票价格

P0 年初投资额

Div 本年股票现金分红

不同收益口径会对应产生不同“口径”的折现率，不同口径的折现率用于折现未来预期收益时，需要与预期收益的衡量口径保持一致。

折现率与收益口径的对应情况

收益口径	产生收益的投资	会计核算	折现率
利润	股权投资	利润总额	股权投资折现率
	全投资 (股权+债权)	息税前利润 EBIT	全投资折现率
收益口径	产生收益的投资	会计核算	折现率
现金流	股权投资	利润总额+折旧/摊销	股权投资折现率
	全投资 (股权+债权)	EBITDA	全投资折现率

折现率

折现率

股权投资折现率

全投资折现率

01

股权投资折现率
—CAPM资本资产定价模型

$$CAPM = R_f + \beta * ERP + R_s$$

R_f 无风险回报率—多种长期国债长期收益率

ERP 股权超额风险回报率—历史数据法

β 系统性风险

R_s $R_s = R_{P_s} + R_{P_u}$

非系统性—公司特有风险超额回报率

□ 公司规模溢价 (小)

□ 特别风险溢价 (经营能力低、客户聚集度高、产品单一、市场集中、原材料供应聚集、管理者)

01

全投资折现率与加权成本
—WACC加权资金成本

$$WACC = \frac{E}{D+E} * Re + \frac{D}{D+E} * Rd$$

$$WACC = \frac{E}{D+E} * Re + \frac{D}{D+E} * Rd * (1-T)$$

剔除税盾效应的WACC

所谓税盾，即债务成本 (利息) 在税前支付，而股权成本 (利润) 在税后支付。

R_d 债券投资回报率——影响因素：经营状态、资本结构、偿债能力 (级别越高，收益率低)

两阶段增长模型

该模型股权价值计算的核心

正确区分观察期和永续期，并正确计算两个阶段的现金流量和折现系数。

选择两阶段增长模型的原因

两阶段增长模型将企业的增长模式分为短期与长期来考虑，符合预测思维方式。

五种增长模式基本上对应了目前市场上绝大多数企业的增长方式。

根据行业的发展状况与公司的竞争战略地位估计预测期长度，详细预测期取5年是实务中较为普遍适用的数。



两阶段增长模型的局限性

Always believe that something wonderful is about to happen.

1. 理论假设存在局限性

该模型假设企业现金流的增长呈现出两阶段态势，这种假设在实务中只是一种近似正确的假设，企业的发展不可能在每个会计年度都完全符合两阶段的假设，因此该模型只能近似估计企业的股权或实体价值。

2. 未来现金流量难以确定

宏观经济未来的不确定性以及经营环境的复杂多变性，导致了投资项目未来收益的不确定性，投资的现金流从本质上说是不确定的，决策者很难准确估计某个投资项目在其寿命期内的净现金流量。

3. 折现率的确定存在问题

估值时一般采用目前资本结构下的折现率，折现率是固定的，但实际上企业经营活动不断变化致使企业风险也在不断变化，进而影响到资本结构中各种资金的权重，导致折现率波动，从而引起企业价值评估结果变化。

4

PART THREE

万达院线价值评估

WACC计算

01 前提假设

无风险报酬率：4.12%；市场风险报酬率：10.11%；税前债务利率：4.90%

02 可比公司-β去杠杆

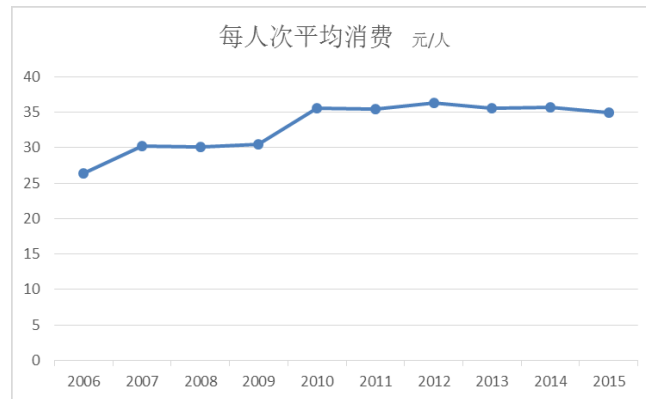
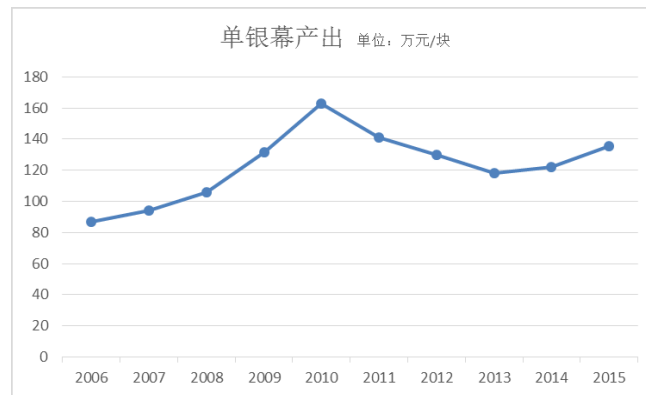
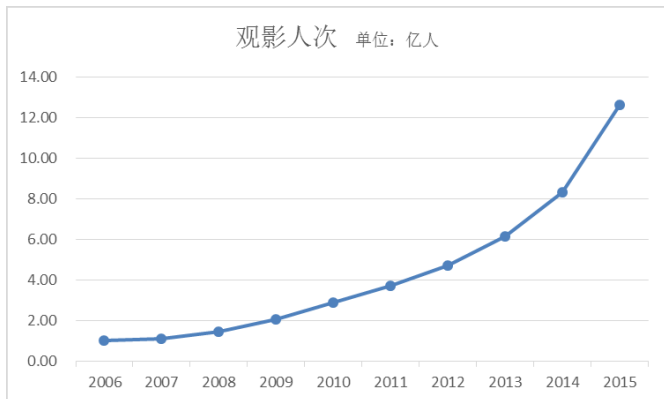
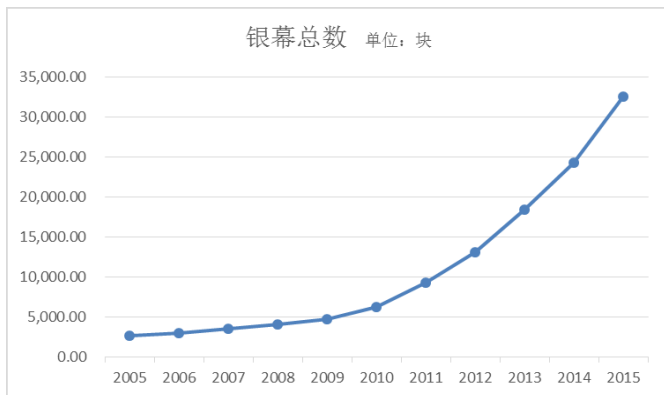
权益β = 资产β / (1+(1-t)*D/E). 其中t=税率, D=债务, E=权益

03 万达院线-加杠杆的Beta & WACC计算

	去杠杆的 Beta	债务	股权	税率	加杠杆的 Beta
万达院线	0.84	3,429.2	140,880.0	24.49%	0.86
股权资本成本（基于可比公司）					12.80%
股权资本成本（基于历史数据）					11.45%
WACC = Cost of Equity * % Equity + Cost of Debt * % Debt * (1 - Tax Rate)					
WACC					12.58%

预测营业收入

$$\text{营业收入} = \text{银幕总数} \times \text{单银幕产出}$$



单银幕产出、每人
人次平均消费增
长空间有限
观影人次增长主
要依靠新增银幕

经营性营运资本计划表

	历史年度					预测					
	2015年12月31日	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
流动资产											
经营性应收款项	72.33	60.25	71.87	121.86	464.07	364.11	753.32	760.68	1,159.46	1,131.11	
账期		7.87	5.91	6.53	13.18	13.18	13.18	13.18	13.18	13.18	
存货	15.37	19.27	31.65	39.49	82.05	86.71	140.99	167.51	235.12	245.19	
存货周转天数		3.50	3.91	4.07	4.61	4.61	4.61	4.61	4.61	4.61	
流动资产合计	87.70	79.52	103.52	161.35	546.11	450.82	894.31	928.19	1,394.59	1,376.30	
流动负债											
经营性应付款项	453.14	700.34	866.90	960.98	1,751.01	2,014.62	3,066.22	3,817.76	5,166.81	5,551.07	
账期		116.58	120.29	104.52	102.80	102.80	102.80	102.80	102.80	102.80	
流动负债合计	453.14	700.34	866.90	960.98	1,751.01	2,014.62	3,066.22	3,817.76	5,166.81	5,551.07	
经营性营运资本合计	-365.4	-620.81	-763.38	-799.63	-1,204.90	-1,563.80	-2,171.91	-2,889.57	-3,772.22	-4,174.76	
经营性营运资本变化		-255.38	-142.57	-36.25	-405.27	-358.9	-608.11	-717.66	-882.65	-402.55	

折旧摊销计划表

2015年12月31日	实际发生的					预测				
	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
固定资产+无形资产+长期待摊费用		1,734.7	2,072.0	2,501.0	4,345.8					
其中：										
房屋建筑物					78.8					
% 固定资产+无形资产+长期待摊费用					1.8%					
.....										
每年年初的CAPEX=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 (CAPEX)*%营业收入						1,495.3	2,017.6	2,733.7	3,467.0	4,135.8
房屋建筑物						27.1	36.6	49.6	62.9	75.0
.....					
年限平均法 - 房屋建筑物										
有效年限					35					
现有房屋建筑物						2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
2016 CAPEX						0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
2017 CAPEX							1.0	1.0	1.0	1.0
.....										
全部折旧 —— 房屋建筑物						2.9	3.9	5.2	6.9	9.0
.....										
折旧合计						231.6	317.4	433.8	581.3	757.3
无形资产摊销合计						14.3	23.1	35.1	50.2	68.3
长期待摊费用摊销合计						425.5	442.8	466.1	495.8	531.2
折旧与摊销合计						672.7	785.0	937.3	1,130.4	1,360.8

借贷计划表

	实际发生的					预测				
2015年12月31日	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
可用来偿债的现金										
年初现金						4,312.5	3,515.1	3,790.9	4,512.2	5,433.6
债务清偿之前的现金流量						-248.5	275.8	721.3	921.4	705.3
最低现金缓冲						-1,000.0	-1,000.0	-1,000.0	-1,000.0	-1,000.0
可用来偿债的现金总额						3,064.0	2,790.9	3,512.2	4,433.6	5,138.8
其他流动负债										
其他流动负债 (年初)						35.4	36.8	36.8	36.8	36.8
发债 / (偿还)						1.4	0.0	0.0	0.0	0.0
其他流动负债 (年末)					35.4	36.8	36.8	36.8	36.8	36.8
利息支出						0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
利率						0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
一年内到期的非流动负债										
一年内到期的非流动负债 (年初)						56.7	59.5	59.5	59.5	59.5
发债 / (偿还)						2.8	0.0	0.0	0.0	0.0
一年内到期的非流动负债 (年末)					56.7	59.5	59.5	59.5	59.5	59.5
利息支出						2.6	2.7	2.7	2.7	2.7
利率						4.54%	4.54%	4.54%	4.54%	4.54%
长期借款										
长期借款 (年初)						3,372.4	2,819.3	2,819.3	2,819.3	2,819.3
发债 / (偿还)						-553.1	0.0	0.0	0.0	0.0
长期借款 (年末)					3372.4	2819.3	2819.3	2819.3	2819.3	2819.3
利息支出						140.6	128.0	128.0	128.0	128.0
利率						4.54%	4.54%	4.54%	4.54%	4.54%
其他非流动负债										
其他非流动负债 (年初)						94.5	94.5	94.5	94.5	94.5
发债 / (偿还)						0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他非流动负债 (年末)					94.5	94.5	94.5	94.5	94.5	94.5
利息支出						0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
利率						0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
发债 / (偿还) 总额						-548.9	0.0	0.0	0.0	0.0
利息支出总额						143.20	130.71	130.71	130.71	130.71
年末现金总额						3515.09	3790.92	4512.2	5433.57	6138.84
利息收入	2	2	12	22	54	59.4	55.4	63.0	75.4	87.8
利率		0.36%	1.25%	1.53%	1.77%	1.52%	1.52%	1.52%	1.52%	1.52%

THANKS FOR YOUR WATCHING



第三小组

小组成员：杨旭，许怡蛟，张笑笛，韩雅杰，唐浩