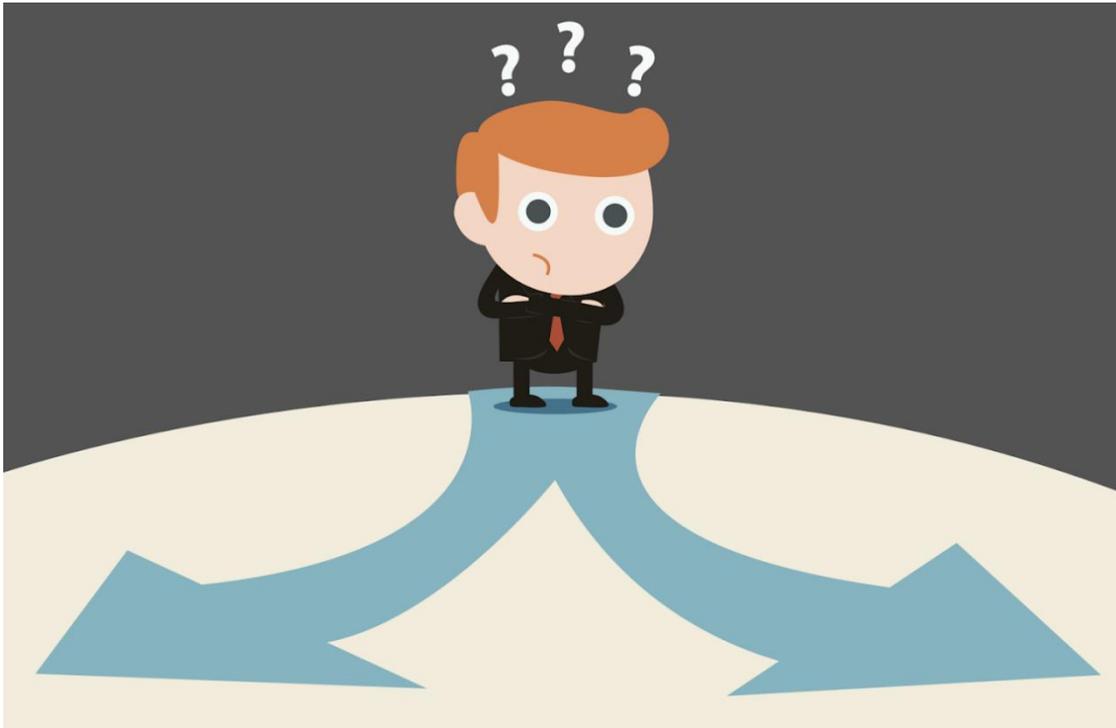


【新創園地專欄-林冠仲】新創事業的兩難：衝估值？還是拚獲利？

關鍵字：創新園地、募資方程式、新創、估值、獲利

日期：2019.8



在創業成潮的帶動下，大家對於「估值」一詞顯得不再陌生。對於新創事業而言，一定會面臨與投資人討論估值的議題，光是估值的探討就可以分成好幾個內容來討論。本次我們不講複雜的估值模型、算式，而是先從概念上讓大家瞭解與估值高低息息相關的新創本質，以及跟投資方溝通上，如何避免一討論到估值問題就僵住或者讓投資評估延宕的概念。

「估值」的本質

企業估值 (Valuation) 是對於企業內在價值的評估，企業內在價值包含有形與無形的資產，以及企業的獲利能力等^{註1}。這裡容許我提醒一個重點：「獲利能力」，也許跟許多創業者想的不一樣，但是無可厚非的，探討企業的估值時，企業本身的獲利能力一定占有必要性的關鍵。

估值不是企業的價值！對於創業者來說，企業的價值可以感性的描述 (基本上，新事業是創業者孵育出來的孩子，價值都是無價的！)，但是企業的估值就會是一個需要有所本的理性數字。

創業者面臨開估值的時候，通常會是面對投資人，特別是面對機構投資人(如創投公司)時，創業者在提出估值前需要先確立好理性與感性的拔河！先呈現理性的數值、數據，再訴說團隊的價值感性需求。請記得：

估值是一個議出來的結果，不會是幾個公式換算或者故事創造的成果！

常見的估值方法

估值是個討論出來的妥協解，支撐妥協解的純理性估值方法通常有幾種可以參考：

1. **本益比 (PE 值)**：大家最耳熟能詳的莫過於本益比法。股價除以每股盈餘 (EPS)，例如：本輪增資價 20 元，EPS 1 元，本益比 20 倍。
2. **股價淨值比 (PB 值)**：在沒有獲利情況下，企業較無法用 PE 值做估算，股價淨值比會是另一個常見作法。例如：本輪增資價 20 元，公司每股淨值 5 元，PB 值為 4 倍。
3. **市值銷售比 (PS 值)**：PS 值不論是否有獲利都可以使用，對於邁入營收成長或者已經開始有穩定營收的事業，最為常用。顧名思義，估值除以營收的數值即為 PS 值。例如：公司估值兩億，營收一億，PS 值為 2。

以上三種是比較基本也很常用的市場法評估方式。透過市場法的核心重點，就是從跟自己相似的業者 (通常會是上市櫃公司，可取得的相關公開資訊) 數據，來跟自己的預期做比較。因此市場法是一個相對的概念，對比同業、同類行業者來見彼知己。此類方法除上述幾項，還有如 EV/EBITDA，對於製造業或者有較多資本支出的業者，提供更適切的評估。

其他常見的估值使用方法還有如收益法，對於尚未有獲利的事業，透過未來可行的財務預估 (通常會預估五年)，利用現金流量折現 (DCF-Discounted Cash Flow) 來反推公司目前可能的估值。在許多方法中，DCF 大多都會是在估值光譜上屬於較高估值的一方。(原因也不難理解，因為未來財務預估通常會相對樂觀！)

列舉幾樣技術上不難並且是業界 (投資方或者被投資方) 都常用的基礎估算方式，主要提供新創業者參考。回歸到本段開宗明義的本質，估值需要雙方共同的討論，相互的尊重，最終的妥協，方法只是提供雙方討論的基準，千萬不要死守著一個估算的數字，數字是冰冷的，討論的過程才能讓估值有溫度。

「一步到位」的估值不如「步步高昇」

大多數的新創事業會有幾輪不同階段的募資：種子輪、天使輪、A/B/C 輪到 Pre-IPO，當今訊息通透，國內新創業者也多有對以上募資的基礎了解。因此，從每輪募資的規劃上著眼，新創業者應該朝向估值步步高昇的作法，透過不同輪的募資，逐步的隨著公司發展以及規模，提昇估值。

在新創初期資金需求通常沒有那麼高，著重概念到產品驗證，募小錢的對象不外乎創辦人團隊、創辦人周邊的親朋好友等，通常這時不太會有太多溢價的問題。當進入對外部人募資，會是第一次出現溢價，除非公司的產品、技術研發等有重大突破進展，不然相較前次 (假設都是創辦人、團隊、親族) 募資，需要一個說服點讓人認同短期間出現溢價的合理性。

為什麼不建議一次把估值拉太高？

1. **增資較常是分次分階段募集**，一次跳升到高估值將影響後續的增資機會：如上所述，從種子輪到 Pre-IPO，會經歷不只一次的募資，理論上當企業越做越好，估值會隨募資階段漲

上去。一開始就把估值跳太高，後面一來除了面臨估值再提升的市場接受度挑戰，另外也會讓企業內部營運速度的壓力變得巨大。

2. **估值起點高不如後面長得大**：不論對投資人或者新創本身，健康的估值會隨著企業本身營運成長而茁壯。因此，顯然的一開始高估值的基期，墊高了後面長大的門檻，只要技術研發、產品進度或者通路發展有一環不如計畫，後面要追高的挑戰就更大！
3. **新創團隊對於高估值伴隨的嚴格投資條件接受度**：高估值代表投資人的成本增加，獲利風險也提高，通常伴隨的會是相對嚴格的投資條件，特別股 (preferred share) 通常只是基本，其他諸如贖回權 (Buyback)、優先清算權 (Liquidation Preference)、加碼參與權 (Pay-to-Play) 等^{註2}。當投資者以高價參與投資，在越早期階段、公司風險越高時期，相對要求更多保障，絕對是合理的規劃。而身為新創業者你，需要思考是否在產品開發、技術發展乃至於初期擴張的時期，為了追求高估值而讓公司的股權規劃複雜化。
4. **時間與成本的考量**：承第三點，高估值伴隨複雜的投資條件，表示募資時程不會是兩三個月搞定，時間必然要拉長，而 time-to-money 如果是新創此時期的關鍵，用時間換未知的估值，是否是個划算的交易？另外就是成本。別忘了！提出 term sheet (投資條件書) 要花費的律師費，對新創公司會是一筆不小的費用，投資條件搞得越複雜，律師的時鐘越是滴答滴答。

拚「獲利」才是企業本質也是高估值不變的基石

業界流傳著一個故事：一位創投前輩與一個成立不到一年，僅有 Idea 跟計畫但還沒有營收的新創業者談投資，新創業者提出了換算每股價值新台幣 1000 元。創投前輩請教新創：請給我一個這個估值不買大立光而投資你的理由？

不論從估值的本質、估值方法計算到估值的成長邏輯，你可能發現了背後隱含的一個關鍵點：獲利能力，或者至少是穩定現金流的能耐。估值本質跟定義的說明已經揭示「獲利能力」對於估值的必要性，估值的幾個方法也需要有獲利或穩定收益作為支撐。事業本身的經營以及現在或者可見未來的獲益，絕對是新創業者時刻要考量的要務！^{註3}

公司的財務狀況在與投資人討論投資條件、估值的時候，會是攤在雙方眼前不能迴避的過去式。在新創事業有一定獲利的情況下，不論理性的估值計算乃至於感性的價值訴求，會因為獲利狀況讓新創業者更「有所本」，也不言而喻的說明了創業家的經營管理能力。退而求其次，或許因為策略選擇不同或者產業特性等，短期內業者不以獲利為目標，而此時包含營收數據、穩定成長的現金流或者市佔率、會員數等，也是支撐企業估值的基礎。

從事業營運出發，才是創造企業價值的永續方案！

故事聽起來或許有點悲傷，童話故事的美妙不是不存在，只是那大多是特例中的特例。估值十億美元的 Gogoro 提振了高估值新創的士氣，延續了我們對夢想的定義^{註4}。睿能創意不論是創業選題、創辦人經歷、初期投資人乃至於創新的營運模式以及政策性的支持等，絕對是台灣近年新創事業的傳奇。

但更多數的新創業者很難一次湊足這麼多因緣，創造 (或者營造) 出一個事業氛圍。這也是為什麼新創業者對於事業發展，要一直將營收獲利常存於心的原因。特別是台灣地域性強的新創

事業、高度仰賴本土市場的事業，需要依靠扎根、落地來鞏固營運，許多的微型企業、中小企業便是如此。從營運的本體出發，將產品服務透過通路扎根，先求訂單以及穩定的客戶群，逐步的發展擴大，隨著事業的拓展，估值的提升將會是一個自然而然的結果。

本文作者林冠仲博士 (台灣新光國際創投副總經理、大同大學兼任助理教授)

註釋

註 1：參閱 MBA 智庫百科：<https://wiki.mbalib.com/zh-tw/公司估值>

註 2：投資條件等本文不詳細說明，大家可以參考「創業投資聖經」一書。(創業投資聖經 / VENTURE DEALS，布萊德 費爾德、傑生 孟德森著，陳弘旻譯，野人文化出版：台北市，2016 年)

註 3：生物科技等因為產業特性以及政策性的扶植，是估值與獲利脫勾的例外。

註 4：Gogoro 睿能創意股份有限公司相關估值來源為相關新聞報導。