



金融投资入门系列

杠杆收购 入门精要

A Practical Introductory
Guide to LBOs

【美】戴维·皮尔格 (David Pilger) 著
李淼 译

简单学习
简单操作
简单盈利

杠杆收购目的、优势、风险、结果全揭秘

杠杆分析难点、重点、注意点全解析

运用基本的财务知识和简单的Excel操作技巧
搞定杠杆收购分析关键事项



中国工信出版集团



人民邮电出版社
POSTS & TELECOM PRESS

金融投资入门系列

杠杆收购入门精要

LEVERAGED BUYOUTS: A Practical Introductory
Guide to LBOs

[美] 戴维·皮尔格 (David Pilger) 著

李 森 译

人民邮电出版社

图书在版编目 (C I P) 数据

杠杆收购入门精要 / (美) 皮尔格 (Pilger, D.) 著 ;
李淼译. — 北京 : 人民邮电出版社, 2015. 3
(金融投资入门系列)
ISBN 978-7-115-38209-2

I. ①杠… II. ①皮… ②李… III. ①企业合并—基
本知识②企业融资—基本知识 IV. ①F271②F275.1

中国版本图书馆CIP数据核字(2015)第002711号

内 容 提 要

本书是业内广受认可的金融投资专家戴维·皮尔格写给金融投资行业新手以及其他相关读者的杠杆投资入门读物。

本书内容理论结合实操。理论部分简明扼要地介绍了杠杆收购中涉及的一些基本常识, 比如什么叫杠杆收购、为什么要进行杠杆收购、杠杆收购的参与各方是谁、杠杆收购可能的结果有几种以及基本的金融、财务术语。实操部分以虚拟的收购目标——ABC公司为例, 构建了一个完整的杠杆收购分析模型, 其中每个步骤的分析过程中, 都包含相应的分析公式介绍和Excel操作要点。读完本书, 读者既能通晓杠杆收购的基本知识又能开始实际操作简单的杠杆收购分析业务。

本书适合杠杆投资交易中所涉及各方尤其是金融投资行业新入职者阅读, 也适合一般企业的投资管理人员、财务人员以及高等院校金融专业的师生阅读。

◆ 著 [美] 戴维·皮尔格 (David Pilger)

译 李 淼

责任编辑 许文瑛

责任印制 焦志炜

◆ 人民邮电出版社出版发行

北京市丰台区成寿寺路11号

邮编 100164 电子邮件 315@ptpress.com.cn

网址 <http://www.ptpress.com.cn>

北京铭成印刷有限公司印刷

◆ 开本: 700×1000 1/16

印张: 9

2015年3月第1版

字数: 50千字

2015年3月北京第1次印刷

著作权合同登记号 图字: 01-2013-3872号

定 价: 35.00元

读者服务热线: (010) 81055656 印装质量热线: (010) 81055316

反盗版热线: (010) 81055315

广告经营许可证: 京崇工商广字第0021号

本书献给阿什利。感谢她在我写作期
间的耐心与支持。

前 言

本书主要内容

本书旨在以简单平实的语言，从实践的角度重点解释杠杆收购的逻辑、概念和分析技巧。

全书内容涉及杠杆收购过程中的所有要素，分步讲解了该如何系统完成一次杠杆收购的分析。书中所介绍的分析模型，都是投行从业人员常用的模型，读者可利用本书讲述的技巧，尝试完成一次实际的杠杆收购分析。完整版的微软 Excel 杠杆收购分析过程可查询下列网址：www.fin-models.com。

本书适用人群

想要学习杠杆收购分析基本原则和模型技巧的个人以及投资银行业中从事金融分析的人员均可参考本书。

本书的模型分析均是从实践者的角度进行讲解，因此本书特别适合那些对实操方法感兴趣的读者阅读。读完本书后，读者可对“如何

操作一个日常的杠杆收购分析”这一问题加深理解。在本书前几章中，我们也涉及了相关的理论和概念，但这些理论和概念远不同于传统的学术理论和概念，而是为后续的实操做好准备的实用理念。

预备性知识

读者应了解财务报表（利润表、资产负债表和现金流量表）相关知识和基本会计概念。最起码需要了解什么是财务报表，利润表、资产负债表和现金流量表的作用及目的是什么等。

另外，读者还需要了解微软 Excel 的基本使用常识，因为本书是依此创建杠杆收购分析的。

目 录

第一部分 杠杆收购基本概念

第一章

什么是杠杆收购 / 3

第二章

为什么要进行杠杆收购 / 7

杠杆收购的优势 / 8

杠杆收购的风险 / 10

杠杆收购可能产生的结果 / 11

第三章

杠杆收购涉及哪些个人或机构 / 15

第四章

杠杆收购分析基本知识准备 / 21

财务报表综述 / 21

财务报表运用 / 24

杠杆收购分析 / 28

创建杠杆收购分析的步骤 / 30

第二部分 杠杆收购分析基本操作

分析综述 / 37

第五章

融资资本总额和来源问题 / 41

资金的用途 / 41

资金来源 / 45

杠杆效应 / 46

企业交易价值—估计价值 / 46

第六章

利润表分析 / 49

未来的成长 / 52

第七章

成本结构分析 / 55

开支 / 55

之前时期相关比率指标的计算 / 56

之后年度相关比率指标的计算 / 58

第八章

利润表预测 / 61

第一年的预测 / 63

扩展预测 / 65

检查：我们做对了吗 / 66

第九章

利息分析 / 69

准备 / 69

税收分析 / 71

第十章

未计利息、税项、折旧及摊销前的利润分析 / 75

第十一章

现金流量分析 / 79

第十二章

资产负债平衡分析 / 85

偿还杠杆：多少数目足够 / 86

盈余现金 / 90

预计后续五个财务年度的相关数据 / 92

净利息收入 / 92

数据和比率分析 / 96

第十三章

收益分析 / 99

市盈率 / 103

未来收益 / 104

结 语 / 121

附 录 / 123

第十四章

其他指标分析 / 107

债务指标 / 109

总资产负债率 / 110

总负债与未计利息、税项、折旧及摊销

前的利润比 / 111

偿还能力比率 / 112

第十五章

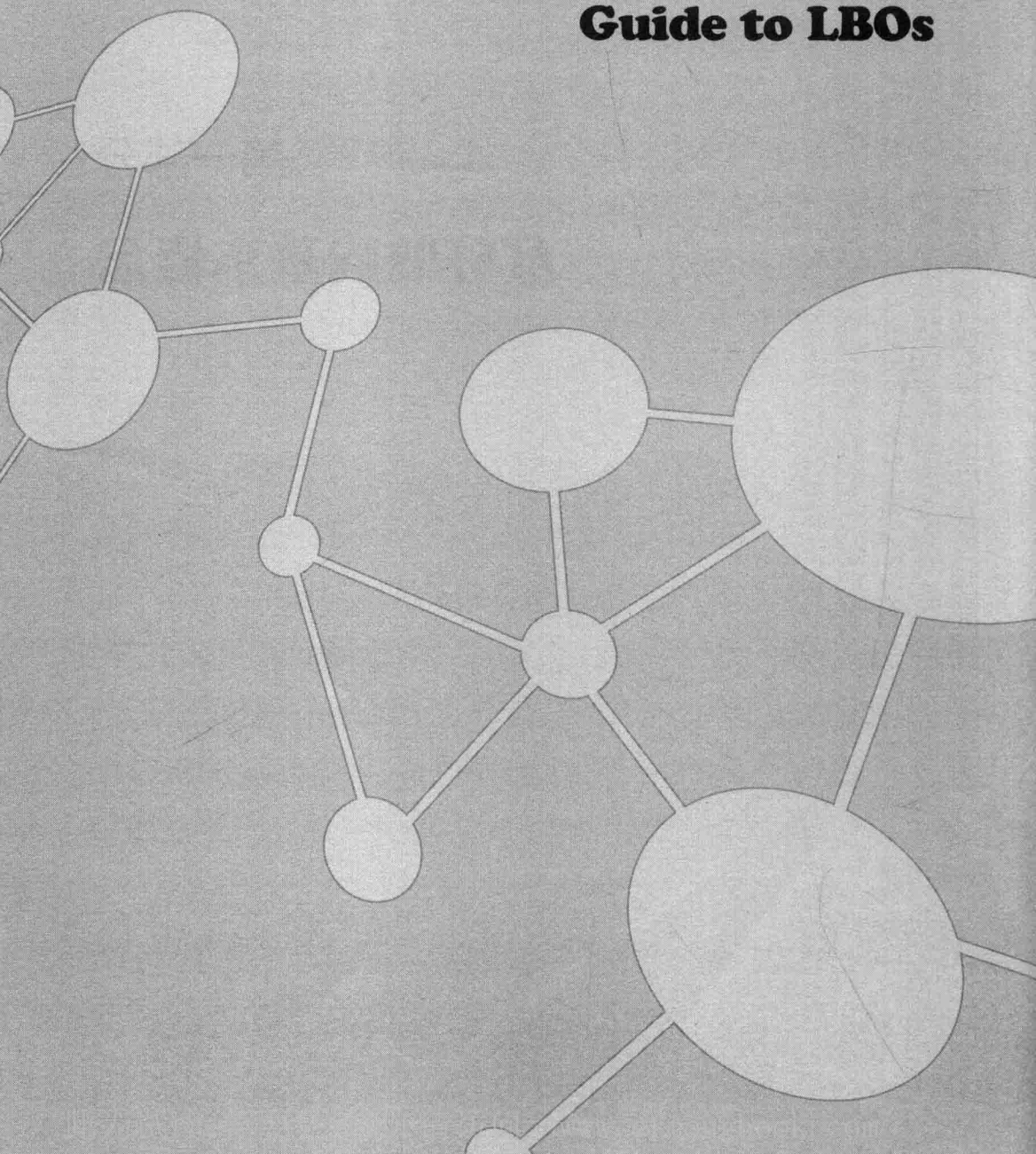
敏感性分析 / 117

第一部分

杠杆收购基本概念

LEVERAGED BUYOUTS:

**A Practical Introductory
Guide to LBOs**



第一章 什么是杠杆收购

如果你在投资银行或公司金融领域寻找或开始从事相关工作，那么你可能对一家公司收购另一家公司有相应的了解。以上提及的两类人员，当你在工作中对公司金融和金融业务产生些许疑惑时，本书为你提供帮助。但在进一步了解如何进行杠杆收购交易之前，我们首先要准确定义一下什么是杠杆收购。

杠杆收购，简单来说，就是一家公司通过大笔的负债去购买另一家公司。你可能会问：为什么如此大费周章？为什么将该种类型的交易单列于

杠杆收购，简单来说，就是一家公司通过大笔的负债去购买另一家公司。

其他类型的收购和并购外？原因在于，它是由负债促成杠杆交易过程中的潜在风险决定的。

关于杠杆收购交易中的债务有以下几点需要理解。

首先，用于收购目标公司的负债通常是以目标公司资产抵押借得。换句话说，一位潜在购买者并不需要其他的相关财务手段即可收购目

标公司。相反，只要目标公司拥有足够多、且以资产形式存在的抵押品，外部购买者即可通过债务融资（以目标的资产为担保）来支付交易成本，购得企业。当然，债务融资也可以收购者的资产为抵押，但以他人的资产为抵押品进行借贷与利用自有资产相比，前者对收购方更有吸引力。

其次，债务可以债券或银行贷款的形式出现。若债务以债券形式出现，则表明该债务在资本市场上被发行并出售给了投资者。目标公司要以债券发行时规定的固定利率向债权人（即债券购买者）支付利息。该债务同杠杆收购以及目标公司资产规模的相关程度越高，该债券就越有可能被评为垃圾债券或其评级远在其他投资评级之下。我们通常运用信用评级衡量违约风险，一家负债很多的公司毫无疑问存在更大的违约可能性。其违约风险越大，用其在进行借贷的利率就越高。

若债务以银行贷款形式出现，融资资本将直接来源于银行而非资本市场上的债券购买者。银行借款的利息支出通常由可变利率计算得到。银行贷款利率由伦敦银行同业拆借利率（LIBOR）与利差决定，该利差表明借款者违约的可能性（伦敦银行同业拆借利率是固定时间

内借贷未担保借款的每日利率）。

银行贷款的另一个重要特征是多家银行是以辛迪加的形式联合起来的，这就降低了其借款二次出借的可能性。

银行贷款的一个重要特征是多家银行是以辛迪加的形式联合起来的，这就降低了其借款二次出借的可能性。银行可通过

该策略降低贷款给不同投资者时不良贷款出现的可能性。比如，假设我们拥有一家以优惠利率著称的伙伴银行，我们有以下两种借贷选择。

方案 1：我们可以高于伦敦银行同业拆借利率 3.5% 的利率借给 ABC 公司 1 亿美元。

方案 2：我们以与选择 1 相同的利率借给 ABC 公司 1 千万美元，并联合另外 9 家银行共同借贷 9 千万美元给该公司。

在方案 2 中，其他联合起来共同贷款给 ABC 公司的银行可被视为伙伴银行。我们是这些伙伴银行的组织者，“伙伴们”（参与行）以相同的利率出借贷款。两个方案中的利率均高出伦敦银行同业拆借利率 3.5%，那么哪个方案更有吸引力呢？

不言而喻，是方案 2。理论上，两个方案中的利息收入是一样的，但在违约情况下方案 2 更有利于本银行。在方案 1 中若 ABC 公司无力偿还贷款，那么我们的银行将单独承担该笔不良贷款的损失；而在方案 2 中，其他 9 家银行将与我们共同承担信用风险所带来的损失，且在正常情况下可获得相同的利息收入。

总的来说，与债券相比，银行贷款更加复杂多变。银行贷款有各种类型，如分期偿还贷款、循环信贷和实物支付贷款等，但需要注意的是，不同于债券这一以固定利率在资本市场发行的产品，银行贷款采取浮动利率，且其高低极易受其他出借人的影响。

第二章 为什么要进行杠杆收购

为什么进行杠杆收购？为什么运作如此大费周章的项目？答案很明显：为了更高的收益。杠杆收购交易的目标是为初始权益投资者带来更高的回报。杠杆收购旨在通过降低初始股权投资的方式提升权益投资者的可得收益。

杠杆收购交易的目标是为初始权益投资者带来更高的回报。

例如，用 1 亿美元完全收购一家公司，并对其内部进行合理调整，一年后以 1.1 亿美元卖出，那么投资者通过此项投资可获得 10% 的回报。（此处忽略货币的时间价值）

或者，投资者们以该公司的资产为抵押获得 9000 万美元担保贷款，并自己出资 1000 万美元进行初始股权投资，他们也可收购该公司。当然，他们需支付年利率为 7% 的利息。一年后投资者以 1.1 亿美元卖出该公司。之后该公司的投资者将投资收入按以下顺序进行分配：

- ▶ 偿还 9000 万美元的贷款；
- ▶ 偿还 630 万美元的利息。

在偿还本金和利息之后，投资者大约可获得 1370 万美元的回报。此时投资者们比进行 100% 股权投资的情况下多获得了 37% 的收益回报。

杠杆收购的关键在于使投资者获得更多的权益回报。

当然，杠杆交易除了有上述的优势之外，也存在巨大的风险。公司在杠杆收购后需确定其是否有足够的能力在身负高额利息的情况下，实施重组计划，使投资者获得更高的收益。

杠杆收购的优势

杠杆收购的目的是获得更高的投资回报，那么，杠杆收购的优势具体体现在哪几个方面呢。

其优点以各种形式显现出来，比如促进成交、降低损失等。但投资者最后均需在杠杆收购的优势、潜在回报和其所承担的风险之间进行衡量。

可扩大规模

杠杆收购的一个主要优势在于能以更少的权益投资促进方案成交。在上面提及的 1 亿美元交易的例子中，交易者需要全额出资 1 亿美元用于收购公司。然而，在杠杆收购中只需出资 1000 万美元，再以被收购公司资产为抵押筹得剩余的 9000 万美元贷款（假设该被收购公司在