



生技醫療服務團隊

Contact us

+886 2 27296666

執業會計師：

生醫產業負責人

曾惠瑾 Audrey Tseng #25219

生技醫藥與醫療照護

林玉寬 Amenda Lin #35105

周筱姿 Zoe Chou #26683

馮敏娟 Jackie Feng #26609

鄧聖偉 David Teng #26123

游淑芬 Jasmine Yu #26138

林雅慧 Anny Lin #26816

併購與財務顧問

翁麗俐 Lily Wong #26703

稅務服務

黃文利 Jack Hwang #26061

蔡晏潭 Yen-Tan Tsai #26997

法律服務

楊敬先 Ross Yang #26100

中臺灣

王玉娟 Jane Wang #40168

徐建業 Jason Hsu #40158

南臺灣

劉子猛 James Z Liu #60101

林姿婷 Phoebe Lin #60701

田中玉 Chung-Yu Tien #60106

生技新創

廖阿甚 A-Shen Liao #25128

江采燕 Tsai-Yen Chiang #35381

顏裕芳 Yu-Fun Yen #25489

吳偉豪 Kenny Wu #34306

副總經理：

項益容 Jessica Hsiang #21990

在生醫新創公司的募資過程中，估值是重要的議題，透過了解投資人如何由量化及質化的層面評估公司價值，可讓生醫新創業者事前做好充分的準備，並與投資人溝通更有效率。

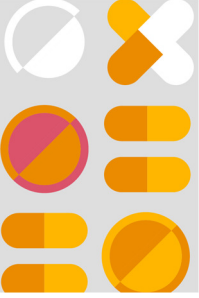
生醫公司於創立階段經常需要引進外部投資人之資金，以維持研發與營運。在吸引外部投資人投資之際，公司自身的價值往往是個最重要的議題，在新創的世界裡，估值除了透過專業的評價外，更多投資人會考量質化的因素來決定最後的出價。首先，我們先來簡單的剖析新創事業的投資人，在探討估值時，常使用的術語，畢竟要拿到投資人的錢，應該先了解投資人的想法。

Pre-money vs Post-money

$$[\text{Pre-money Valuation}] = [\text{Post-money Valuation}] - [\text{Money}]$$

在新創行業中，投資人在評估估值時，常使用之術語為「Pre-money Valuation」與「Post-money Valuation」。這裡簡單說明如下：

- 所謂的「Money」，就是本次增資的金額。如果創投提議用五百萬投資公司股權 10%，「Money」就是五百萬。
- Post-money Valuation：如果創投提議用五百萬投資公司股權 10%，那代表在增資後，整個公司的估值就是五千萬 (\$5M /



10% = \$50M)。這也就是所謂的「Post-money Valuation」，意思是把錢放入公司後的估值。

- Pre-money Valuation：套入前頁之公式： $[5,000 \text{ 萬的 Post-money}] - [500 \text{ 萬的 Money}] = [4500 \text{ 萬的 Pre-money}]$ ，也就是說在增資前，創投給你公司目前之估值就是 4,500 萬，所謂的「Pre-money Valuation」。

看到這裡你一定會關心，投資人如何決定 Pre-money Valuation 呢？接下來我們從量化及質化的角度來說明投資人的評估。

量化的評價方法

實務上常見的評價方法包含資產法、市場法及收益法等三類方法。舉凡各類型資產的評價，都不外乎是在這三類基本方法的觀念下執行。但在生醫新創事業中，投資人看中的應是未來的潛力，一般應多以收益法為主要評估方法，若新創事業已有一定的收入，採用市場法，也是實務上常見的方法，以下針對市場法及收益法簡要的說明。



市場法可反映市場之價值期望，但對新創公司而言限制也多。

1. 市場法

市場法的概念係透過在資本市場上尋找與評估標的相類似之上市櫃公司，以類似公司的股權在市場上的交易乘數，推估評估標的可能價值區間。對生醫新創公司而言，要找到業務、營運、獲利能力、成長性類似的公司做為比較，常常是困難的，但市場法仍可以做為雙方一個決定初步價格基礎的參考。常見的財務乘數是稅後利益、稅前息前折舊攤銷前利益(EBITDA)等財務指標。但由於多數新創公司仍處於虧損狀況，實務上，新創事業的投資人也可能以營收的倍數作為評估的基礎。

但對於尚未有營收的新創事業而言，通常就會採用下一個方法，收益法。

2. 收益法

收益法的概念係以未來可創造之營運利益及現金流量為基礎，透過反映企業風險的折現率，將未來獲利轉換為價值

收益法的評價關鍵為既有經營團隊依其對營運對市場的了解，準備之未來財務計畫及相關行銷規劃。一般在評價上，新藥公司會視目前新藥研發階段，考慮新藥開發成功機率調整未來之現金流量；若為創新醫材公司，因缺乏相關成功機率統計數據，多由折現率進行調整。由於生醫產業之特性，處於不同產品研發階段之風險差異大，相關產品/服務上市時程具高度不確定性，對完成產

收益法可反映公司未來之收益，但相關參數具高度不確定性



品研發估計所需成本的掌控度，都可能是會造成投資人與既有經營團隊產生歧見的地方。此時，可適度藉由委任公正的第三方財務顧問，協助彙整並檢視相關的預測邏輯，並降低投資雙方的認知差異，使投資案進行更加順利。

除上述量化因素外，投資人通常也會多方考量以下的質化因素，決定其出價，以下簡要說明投資人關注的質化因素：

生醫新創事業評價常見之質化考量因素

生醫新創事業之估值區間常包含較多的投資人之經驗及其主觀判斷，投資人主要關注以下七大考量因素：

1. 計畫可行性：

投資人會深入了解產品或服務目前發展階段，是否已有一完整之營運計畫(Business plan)

2. 目標產品領域及市場性：

投資人會關注公司之產品所投入市場是否屬熱門領域？是否切入具急迫性及普遍性的市場？以及該目標市場之規模及成長性

3. 競爭對手：

投資人會評估公司之產品將面臨之競爭對手及未來面臨之競爭性

生醫新創事業投資人之評價多半以量化因素搭配七大質化考量因素。



4. 客戶群與行銷規劃：

投資人對產品上市後之銷售模式及通路也會相當關注，好的產品也需要搭配好的通路策略才能取得市佔率。

5. 財務與未來展望：

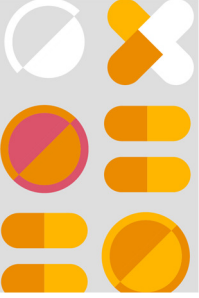
大多新創行業短期都需要持續投資，因此投資人會在意後續需要在投入之資源以及產品順利上市後可以產生之營收及獲利。

6. 團隊與核心競爭力：

投資人一般會關注公司如何保護 IP，另外經營團隊過去之創業經驗或是在同領域之發展經驗，也是投資人在現有產品還在草創期時，評估的重要指標。

7. 同產業類似交易：

投資人之出價會參考近期同產業之市場交易狀況以及該產業市場活絡狀態而決定其投資價格。



透過評價程序使 創業團隊與投資人 獲得良好的溝通

結語

創業團隊對於自己一手創辦的公司多會有相當的感情，也會認定自己的公司具有相當的價值，然而在新創公司發展階段上，順利募資引進投資人，是最後能成功的關鍵，評價可以說是作為創業團隊與投資人溝通的橋樑，雙方透過前述質化與量化的評價，檢視該新創公司的未來性。然而評價過程中，常有相當多的不確定性及限制，透過委任外部專業顧問，可消彌雙方之歧見，使創業團隊得到資金實現其營運規劃，投資人取得投資成果，雙方一同邁向雙贏。

作者介紹



翁麗俐 會計師
Lily Wong

| 現任·經歷 |

- 資誠普華國際財務顧問 執行董事
- 資誠聯合會計師事務所 執業會計師
- 資誠聯合會計師事務所金融暨資本市場服務部 副總經理
- First Banks, USA, Senior Business Consultant

☎ (02) 27296703
✉ lily.wong@pwc.com

| 專長 |

- 企業併購諮詢服務及財務顧問服務，包括投資/籌資策略規劃、財務盡職評鑑、企業價值評估及分析
- 市場機會分析、市場規模評估與商業盡職調查之顧問服務，主要涵蓋生技健康產業、金融服務業及消費零售業等