

中国国际金融股份有限公司  
关于  
北京昆仑万维科技股份有限公司  
重大资产购买 Opera Limited 在外流通股份的 8.47%  
股权项目  
估值报告



二〇二〇年十月

# 声明

一、中国国际金融股份有限公司（以下简称“中金公司”）作为北京昆仑万维科技股份有限公司（以下简称“昆仑万维”、“上市公司”或“公司”）重大资产购买 Opera Limited（以下简称“Opera”、“标的公司”）在外流通股份的 8.47% 股权的独立财务顾问及估值机构，在执行估值过程中恪守独立、客观和公正的原则，遵循有关法律法规的规定；根据中金公司在估值工作中收集的资料，估值报告陈述的内容是客观的。

二、本报告分析对象为 Opera Limited，相关资料来源于公开信息以及 Opera 管理层提供的模拟口径下的财务数据，且该财务数据未经审计，最终审计数据跟估值使用数字可能有一定差异，提请投资者注意相关风险。具体模拟假设请参考“第二章 估值假设”。

三、本报告为中金公司根据《上市公司重大资产重组管理办法》、《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 26 号—上市公司重大资产重组（2018 年修订）》等法规和规范性文件的要求出具。本报告不构成对任何第三方的建议、推荐或补偿。

四、本报告中的分析、判断和结论受报告中假设和限定条件的限制，使用者应当充分考虑报告中载明的假设、限定条件及其对结论的影响。

五、就报告中所涉及的公开信息与 Opera 管理层提供的模拟财务信息，该财务数据未经审计。中金公司是在未对这些信息和数据的真实性、准确性和完整性进行独立核查的情况下假设这些信息和数据是准确、真实、可靠、完整并有效的。本报告的出具不代表中金公司对这些信息和数据的准确性、真实性、可靠性、时效性及完整性作出了任何明示或暗示的保证。这些信息和数据有可能因发布之后的任何情势或因素的变更而不再准确或失效，中金公司将不会通知并更新本报告中已不准确或失效的信息和数据。任何人不应对本报告中所依据或引用的信息和数据的准确性、真实性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖。因这些信息和数据的不准确、不真实、未及时更新或不完整而导致的任何损失和责任，中金公司将不承担任何法律责任。

六、本报告未对交易双方的业务、运营、财务状况进行全面分析，亦未对交易双方未来发展前景发表任何意见。

七、本报告中的信息和数据并未考虑到可能获取本报告的其他任何个人或机构的自身状况和特定目的及需求，本材料在任何时候均不构成对其他任何个人或机构的建议，也不构成任何法律、会计、税务等其他专业方面的意见。任何个人或机构均应当对本报告中的分析、意见或建议进行独立的评估和判断，同时考量其自身状况和特定目的及需求，并自主进行决策。对任何直接或间接依赖或使用本报告的分析、意见或建议以及本报告中任何信息和数据所造成的损失和责任，中金公司将不承担任何法律责任。

八、本估值报告的观点仅基于已披露的公开财务信息与 Opera 管理层提供的未经审计模拟公司财务信息进行分析，未将商业、法律、税务、监管环境等其他因素纳入考虑。本估值报告亦不对收购完成或失败后标的公司的交易价值或昆仑万维的股价做出评价。上述因素超出了本估值报告的考察范围和职责范围。

九、目前市场上并无可比公司与标的公司在以下方面完全相同：市场地域、业务组成、业务规模、风险情况、资产规模、估值方法、会计政策、历史表现、未来预期、市场空间、政治风险及监管环境等，投资者应注意与可比公司的比较分析仅能作为对标的公司潜在公允价值的示意性参考。

十、相关可比交易与本次交易在以下方面存在一定差异：标的资产的业务范围、盈利能力、交易双方的市场地位、交易发生时的行业状况、政治及监管环境等。投资者应注意并无与本次交易在各方面完全可比的交易，相关可比交易分析仅为投资者提供参考。

十一、除非本报告中另有定义，本报告中所使用的术语简称应具有《北京昆仑万维科技股份有限公司重大资产购买报告书（草案）》对该等术语所规定的含义。此外，本报告中使用的汇率为中国人民银行货币政策司 2020 年 10 月 16 日发布的汇率中间价：1 美元对人民币 6.7332 元，1 港元对人民币 0.86879 元。同时，本报告可能存在个别数据加总后与相关数据汇总数存在尾差情况，系数据计算时四舍五入造成。

十二、本机构在报告中发表的意见均基于截至 2020 年 10 月 16 日收集的市场情况、经济形势、财务状况等信息。本报告未考虑上述日期后发生的事件及情况。考虑到市场信息瞬息万变，投资者应关注基准日后续发布的相关公告或事件。根据本报告目的，本报告未考虑相关公司未来的交易活动及股价表现。本估值报告基于 2020 年 10 月 16 日基准日所收集信息，有效期为十二个月，自基准日至 2021 年 10 月 15 日期间内有效。

十三、本报告的著作权归中金公司所有。任何个人或机构获得本报告均不视为即拥有了本报告的任何权益、许可或授权。未经中金公司事先书面许可，任何个人或机构不得以任何方式或方法修改、转发、分发、引用、摘录、翻版、复制、转载、发表、刊登、许可、抄袭或仿制本报告的任何全部或部分的内容，或者以任何其他方式侵犯中金公司的著作权以及与著作权有关的任何权益。

十四、以上声明为本报告不可分割的一部分。任何个人及机构获取本报告应一并阅读上述声明。获取本报告即表示已充分知悉和理解上述声明的全部内容，并无条件且不可撤销地同意接受上述声明的约束。

# 目录

声明 .....	1
第一章 背景情况介绍.....	5
一、交易双方及交易标的概况.....	5
二、本次交易方案.....	6
三、本次交易背景及目的.....	7
四、估值报告的使用者.....	9
五、本次估值报告的目的.....	9
六、报告基准日.....	10
第二章 估值假设.....	11
一、一般假设.....	11
（一）公开市场假设.....	11
（二）持续经营假设.....	11
二、特殊假设.....	11
第三章 估值思路及方法.....	12
一、估值思路及方法比较.....	12
二、可比公司法.....	13
（一）可比公司的选取.....	13
（二）可比公司基本情况.....	14
（三）可比公司的价值比率.....	14
（四）可比公司法分析结果.....	17
三、可比交易法.....	17
（一）可比交易的选择.....	17
（二）可比交易基本情况.....	18
（三）可比交易法分析结果.....	18
第四章 报告结论.....	20
一、报告结论.....	20
二、报告使用限制.....	20

# 第一章 背景情况介绍

## 一、交易双方及交易标的概况

昆仑万维拟通过子公司 Kunlun Tech Limited（以下简称“香港万维”）支付现金购买 Keeneyes Future Holding Inc.（以下简称“KFH”）所持的 Opera 19,500,000 股，为在外流通股份的 8.47% 股权（以下简称“本次重大资产重组”或“本次交易”）。

昆仑万维于 2015 年 1 月在深圳证券交易所上市，股票代码为 300418.SZ。昆仑万维是一家全球化的综合互联网平台型公司，形成了移动游戏平台（GameArk）、休闲娱乐社交平台（闲徕互娱）、社交平台（Grindr）、投资等业务矩阵。截至本报告出具日，昆仑万维控股股东、实际控制人均为周亚辉。昆仑万维拟以子公司香港万维作为本次交易的直接买方，香港万维设立于 2013 年 4 月 10 日，设立地点为香港，昆仑万维对其持有 100% 股权。

KFH 为在开曼群岛注册的豁免型有限责任公司，于 2016 年 7 月 14 日注册成立，主要用于控股，不进行实际业务的经营。KFH 实际控制人为周亚辉。

Opera 业务始于 1996 年，是一家世界领先的综合人工智能驱动的媒体平台提供商，用户可以使用 Opera 浏览器上网或消费个性化数字内容。Opera 总部位于挪威奥斯陆，历史上为挪威上市公司 Opera Software ASA（现已改名 Otello Corporation）业务中面向终端消费者的浏览器业务的拆分重组实体，2016 年由昆仑万维及其控股股东周亚辉董事长、奇虎 360 等组成的中资财团全资收购。标的公司于 2018 年 7 月完成 NASDAQ 上市，股票代码 OPRA，截至 2020 年 10 月 16 日，市值达到 10.94 亿美元（标的公司市值计算由彭博显示 2020 年 10 月 16 日股价乘以截止 2020 年 9 月 30 日在外流通股数计算而来），标的公司实际控制人为周亚辉。

交易双方及交易标的的具体业务、财务等情况请参阅本次交易相关之《北京昆仑万维科技股份有限公司重大资产购买暨关联交易报告书（草案）》。

## 二、本次交易方案

### （一）交易方案简介

上市公司的子公司香港万维拟支付现金购买 KFH 持有的 Opera 39,000,000 股，即在外流通股份的 8.47% 的股权。

本次交易完成前，上市公司通过全资子公司香港万维持有 Opera 在外流通股份的 45.41% 股权；本次交易完成后，香港万维将持有 Opera 53.88% 股权，Opera 将成为上市公司全资子公司的控股子公司。

### （二）交易价格

本次交易的交易价格，以兼顾交易双方股东的利益为原则，综合考虑了标的资产的战略价值、行业发展、资产状况、盈利水平、技术条件、协同效应等因素，根据标的公司的净资产和公开市值情况，经交易双方协商，标的资产的交易价格确定为 8.22 美元/ADS（约合人民币 55.35 元/ADS），购买 19,500,000 股基础股票（即 9,750,000 份 ADS，占标的公司总股本在外流通股份的 8.47%）的股权的交易价款合计为 8,014.50 万美元（约合 53,963.23 万元人民币）。

使用的汇率为中国人民银行货币政策司 2020 年 10 月 16 日发布的汇率中间价：1 美元对人民币 6.7332 元，可能存在个别数据加总后与相关数据汇总数存在尾差情况，系数据计算时四舍五入造成。

### （三）交易价格支付及资金来源

在股权交割日，KFH 完成标的资产过户至香港万维的变更登记手续后，香港万维一次性向 KFH 指定的账户以美元现金方式，支付完毕本次交易价格。

本次交易香港万维的资金来源为自筹资金。

### （四）减值补偿安排

本次交易中公司实际控制人拟对标的公司的减值部分对公司进行减值补偿，减值承诺期为本次交易标的公司交割当年及其后连续两个会计年度。在减值承诺期届满后，由公司对标的公司在减值承诺期的减值情况进行减值测试，并聘请估

值机构出具估值报告、聘请具有证券期货从业资格的会计师事务所出具减值测试专项审核报告。经减值测试，标的公司在减值承诺期末的价值较本次交易的标的公司交易价格出现减值的，公司实际控制人将向上市公司承担资产减值补偿责任，以现金方式进行补偿。

#### **（五）本次交易尚需履行的程序**

本次交易尚需履行的备案或审批程序包括但不限于：

- 1、本次交易及本次交易涉及的相关事宜尚需经上市公司股东大会审议通过；
- 2、国家发改委对本次交易涉及的境外投资核准；
- 3、各方根据相关法律法规规定履行其他必要的审批/备案程序（如适用）。

### **三、本次交易背景及目的**

#### **（一）本次交易的背景**

##### **1、国家政策大力支持并购重组发展**

国家鼓励企业兼并重组、做强做大。近年来，国务院相继颁布了《关于促进企业兼并重组的意见》（国发[2010]27号）、《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》（国发[2014]14号）、《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》（国发[2014]17号）等文件，鼓励企业充分发挥资本市场作用，开展并购重组，推动优势企业实施强强联合，提高产业集中度，促进规模化、集约化经营，培养一批具有国际竞争力的大型企业集团，推动产业结构优化升级。

2018年以来，中国证监会深入贯彻落实党的十九大精神，在上市公司并购重组领域推出了一系列服务措施，陆续发布、修订多项办法以及实施准则。本次重组是加强企业资源整合、提高发展质量效益的重要途径，昆仑万维与标的公司将发挥协同效应，在产品开发、渠道拓展、品牌建设、战略管理等方面形成优势互补，进一步提升上市公司行业地位和经营业绩，为股东带来更大的回报。

##### **2、移动互联网行业发展前景广阔**

近年来，互联网已成为全球经济增长主要驱动力。全球领先市值企业所属行

业通常代表着全球经济产业发展主要驱动方向，截止 2020 年 7 月，全球上市公司市值前十位的企业中，互联网科技企业占到 7 家，并保持稳定上升趋势。

互联网用户方面，根据 eMaketer 数据，全球互联网用户渗透率由 2015 年的 41.7% 快速提升至 2019 年的 50.6%，达到 38.5 亿人。预计至 2024 年，全球互联网普及率将达到 55.3%，届时全球将有 44.3 亿网民。

伴随 5G 技术的迅猛发展，全球的人均可联网设备数同样保持高速增长。根据思科报告，预计全球移动设备将从 2018 年的 61 亿增长到 2023 年的 147 亿，其中超过 14 亿为 5G 设备，占比达到 10%。随着新终端、新技术、新模式的引入，融合创新将是决定未来一个时期移动互联网产业能否进入再次增长期、呈现二次爆发增长的主要驱动力，移动互联网未来有可能借力信息及通信技术产业要素的深度融合实现产业再次爆发式增长。

### 3、标的公司具有较强的竞争优势与持续经营能力

Opera 是领先的人工智能驱动的媒体平台提供商，是世界著名的浏览器公司之一，并且已成为在 AI 驱动的信息流内容领域内具有一定影响力的企业。标的公司拥有良好的管理团队，业务在全球广泛布局，先后在浏览器、信息分发等多个领域取得成功，具有成熟的业务拓展能力和持续经营能力。

## （二）本次交易的目的

### 1、增强持续经营能力，发挥协同效应，提升核心竞争力

标的公司是一家美股上市公司，拥有良好管理团队，业务在全球广泛布局，先后在浏览器、信息分发等多个领域取得成功，具有成熟的业务拓展能力和持续经营能力。本次交易完成后，将增强上市公司持续经营能力、提升上市公司资产规模，使得公司形成“游戏+社交+信息应用”的多业务矩阵；昆仑万维与标的公司将发挥协同效应，在产品开发、渠道拓展、品牌建设、战略管理等方面形成优势互补，进一步提升上市公司行业地位和经营业绩，为股东带来更大的回报。

### 2、拓展海外市场，提高上市公司全球化水平

标的公司主要业务分布在境外，在东南亚、南亚、非洲、欧洲等地有广泛的用户基础，国际知名度较高。本次交易符合公司的全球化战略，是上市公司“致

力于成为全球领先的互联网平台公司”布局的重要一步，有助于公司进一步开拓海外市场，进一步增强各个业务板块的海外协同效应，提升公司全球化水平。

### 3、充分应用国内成功经验，实现标的公司快速发展

过去几年，国内互联网技术迅速发展，新兴商业模式层出不穷，中国成为了全世界互联网发展最为迅速的国家之一。在这个过程中，诞生了大批优秀的互联网公司，孵化了大量成功的商业模式，积累了成熟的数据分析、产品开发、用户洞察、运营管理能力。当前，由于经济发展水平等原因，东南亚、南亚、非洲等地区互联网发展水平相对落后，但这些区域潜在用户规模庞大，发展潜力巨大，成为互联网发展的下一个蓝海市场，也是很多中国互联网公司运用和移植已有成功经验、实现业务跨越发展的目标市场。本次交易完成后，上市公司将实现对标的公司的控制，更好地将自身经验赋能标的公司，把握全球互联网发展的机遇，提高标的公司发展水平。

综上所述，本次交易能够完善公司业务结构，提高公司国际化水平，有利于公司的持续发展，符合上市公司全体股东利益。

## 四、估值报告的使用者

本次估值的委托方为北京昆仑万维科技股份有限公司，除昆仑万维外，中国证券监督管理委员会、深圳证券交易所、委托方主管部门以及中金公司为其他估值报告使用者。除国家法律、法规另有规定外，任何未经估值机构和委托方确认的机构或个人不能由于得到估值报告而成为估值报告使用者。

## 五、本次估值报告的目的

2020年10月23日，昆仑万维第四届董事会第八次会议审议通过了本次交易的具体方案及相关事宜、本次交易涉及的相关协议及信息披露文件，同意公司进行本次交易。

本次估值的目的是为上述经济行为提供价值参考意见，分析本次收购价格是否合理、是否存在损害上市公司及其股东利益的情形。本报告不构成对任何第三方的建议、推荐或补偿。

## 六、报告基准日

本报告所引用的市场价格数据截至 2020 年 10 月 16 日。

## 第二章 估值假设

### 一、一般假设

#### （一）公开市场假设

公开市场假设，是假定在市场上交易的资产，或拟在市场上交易的资产，资产交易双方彼此地位平等，彼此都有获取足够市场信息的机会和时间，以便于对资产的功能、用途及其交易价格等做出理智的判断。公开市场假设以资产在市场上可以公开买卖为基础。

#### （二）持续经营假设

持续经营假设是指以企业持续、正常的生产经营活动为前提，在可以预见的未来，企业将会按当前的规模和状态持续经营下去，不会停业，也不会大规模削减业务。

### 二、特殊假设

1、本报告假设报告基准日外部经济环境不变，国家现行的宏观经济不发生重大变化。

2、企业所处的社会经济环境以及所执行的税赋、税率等政策无重大变化。

3、相关公司在未来经营期内的管理层尽职，并继续保持目前的经营管理模式持续经营。

4、无其他人力不可抗拒因素及不可预见因素对企业造成重大不利影响。

5、本报告假设相关的基础资料、财务资料和公开信息是真实、准确、完整的。

当上述条件发生变化时，本报告中的分析一般会失效。

## 第三章 估值思路及方法

### 一、估值思路及方法比较

从并购交易的实践操作来看，一般可以通过可比公司法、可比交易法、现金流折现法等方法进行交易价格合理性的分析。

可比公司法是根据相关公司的特点，选取与其可比的上市公司的估值倍数作为参考，其核心思想是利用二级市场的相关指标及估值倍数对本次交易定价进行分析。

可比交易法是挑选与标的公司同行业、在本次交易前一段合适时期内被投资、并购的公司，基于融资或并购交易的定价依据作为参考，据此评估本次交易的定价是否合理。

现金流折现法的基本步骤如下：首先，建立、利用财务模型，对未来净利润、现金流等财务数据进行预测；其次，针对相关公司的特点，选取合理的折现率（即“加权平均资本成本”，WACC），对自由现金流进行贴现，以预期收益为基础，通过估算未来预期收益的现值，得到企业价值。

以上三种方法的优点、缺点以及适用性如下所述：

可比公司法的优点在于，该方法基于有效市场假设，即假设交易价格反映包括行业趋势、业务风险、发展速度、盈利能力等全部可以获得的信息，相关参数较为容易获得。其缺点在于，很难对可比公司业务、财务上的差异进行准确调整，较难将行业内并购、监管等因素纳入考虑。

可比交易法的优点在于，该方法以可比公司近期已完成的实际交易价格为基础，估值水平比较确定且容易获取。其缺点在于，如何选取相对可比的交易、如何根据相关公司最新经营情况选取适当的参数并进行估值比较具有一定的难度。

现金流折现法的优点在于，从整体角度考察业务，是理论上最为完善的方法；受市场短期变化和非经济因素影响少；可以把合并后的经营战略、协同效应结合到模型中；可以处理大多数复杂的情况。其缺点在于，财务模型中变量较多、假

设较多；估值主要基于关于未来假设且较敏感，由于行业处于高度竞争状态，波动性较大，可能会影响预测的准确性；具体参数取值难以获得非常充分的依据。

本次交易标的公司为美国纳斯达克股票市场上市公司，在资本市场已有较为成熟的价值估值体系，另一方面，本次交易在市场上存在可比案例，故本次采用本报告将结合本次交易的实际情况，从以上三种方法中选择可比公司法及可比交易法对本次交易定价的合理性予以考察和分析。

在可比公司及可比交易法的基础上，考虑到标的公司的特殊性，将对两方法进行适当调整。由于公司管理层表示已经开始缩减零售业务，在利用可比公司及可比交易进行估值时将调整零售业务，扣除其中零售业务的贡献。此外，由于 Opera 有多笔对外投资，且所投资联营和合营企业多为运营历史不长、具有增速潜力、但尚在亏损中的企业，难以确定其公允价值。出于严谨性考虑，本次估值将采用账面价值对该部分资产价值进行估值，包含对 nHorizon、OPay、StarMaker 及 Tenspot 投资账面价值。因而 Opera 估值由两部分构成，去除零售的核心业务及对联营及合营企业投资。其中去除零售的核心业务由可比公司及可比交易乘数进行市场法估值，对联营及合营企业投资采用账面价值进行计算。

## 二、可比公司法

### （一）可比公司的选取

Opera Limited (NASDAQ: OPRA) 系纳斯达克股票市场上市公司，主要从事互联网信息服务行业。标的公司是世界著名的浏览器公司之一，并且已成为在 AI 驱动的信息流内容领域内具有影响力的企业，在扣除零售业务后其核心业务主要收入来源包括浏览器搜索分成及广告收入。因此，本次可比公司的选取遵循如下原则：

- 1、可比公司所从事的行业或主营业务收入模式与 Opera 核心业务相同或相似，所选公司收入来源主要以线上搜索与广告业务为主；
- 2、可比公司需为上市公司，以保证数据的可获得性、可靠性与可比性；
- 3、可比公司需为股票流动性强的大中型互联网公司，避免交易价格受到流

动性影响而大幅度远离市场判断的公允价值。

根据以上原则,本报告选择了 6 家公司作为 Opera 在全球范围内的可比公司,分别为 Alphabet、阿里巴巴、Facebook、百度、Z Holding (雅虎日本)以及 Yandex。

## (二) 可比公司基本情况

可比公司均为全球知名的互联网公司,在行业享有较高的知名度,且均为上市公司。可比公司的基本信息如下表所示:

公司名称	上市地点	公司简介	市值 (百万美元)
<b>Alphabet</b>	美国	Alphabet 旗下的 Google 是全球最大的搜索引擎公司,在全球范围内为用户提供服务,公司也是全球最大的广告投放平台。	1,068,186
<b>阿里巴巴</b>	美国/香港	阿里巴巴是中国最大的电子商务平台,同时提供新零售、媒体、云计算等服务,公司最主要收入来源为广告收入及平台交易佣金。	831,469
<b>Facebook</b>	美国	Facebook 是全球领先的社交平台,平台拥有数十亿用户及数款明星社交产品,公司积累了大量用户数据并通过广告进行变现,同时公司也是全球最大的广告平台之一。	757,586
<b>百度</b>	美国	百度是中国最大的搜索引擎公司,同时提供视频、新闻、地图等各类综合互联网服务,公司收入获取来源主要包括竞价搜索广告及信息流广告收入。	44,466
<b>Z Holding</b>	日本	Z Holding 是雅虎日本的控股公司,在日本提供电子商务平台、搜索引擎、支付等服务,公司主要收入来源为电子商务及广告营销收入。	34,691
<b>Yandex</b>	美国	Yandex 是俄罗斯最大的搜索引擎提供商,同时也是欧洲最大的互联网公司之一。其主要收入模式为广告收入,通过设立竞价广告平台并与大量第三方网站提供合作,公司为广告主提供全方位服务。	20,435

数据来源: Bloomberg、公司财报及其他公开资料,市值数据截至 2020 年 10 月 16 日。

## (三) 可比公司的价值比率

常用的估值指标主要包括市盈率 (P/E)、市净率 (P/B)、企业价值比率

(EV/EBITDA)、市销率 (P/S) 等, 以上估值指标的利弊分析及是否适用于标的公司如下表所示:

估值指标	优点	缺点	是否适用
市盈率 (P/E)	<p>1、以每股收益来衡量盈利能力, 是较为常见决定投资价值的因素;</p> <p>2、市盈率指标在投资领域被广泛使用;</p> <p>3、实证研究显示市盈率差异与长期平均股票回报差异具有显著关联关系。</p>	<p>1、每股收益可以为负数, 使得市盈率失去意义;</p> <p>2、净利润波动较为剧烈, 且受多种因素影响, 导致市盈率指标不稳定;</p> <p>3、净利润容易被管理层操纵。</p>	<p>不适用。在过去十二个月的 Opera 净利润中, 有较大比例来自自营及合营企业优先股公允价值变动等非经常性收益, 调整非经常项后标的公司净利润较低。根据标的公司管理层表示, 标的公司 2019 年起加大对 Opera News 等新业务的业务拓展投入, 人力成本增加的同时, 新产品的广告投放及推广也使得营销成本大幅增加。此外受新冠肺炎影响, 2020 年上半年全球范围内广告主广告投愿意愿降低, 标的公司的变现能力下降, 净利润率受到负面影响。考虑到近期公司策略与外部环境对公司净利润的影响, 以及市盈率倍数波动较大的特性, 市盈率难以反映标的公司价值。</p>
市净率 (P/B)	<p>1、净资产为累计数值且通常为正值, 因此当市盈率指标失效时往往市净率指标仍可使用;</p> <p>2、每股净资产比每股收益更加稳定, 因此当每股收益剧烈波动时市净率指标往往更加有用;</p> <p>3、实证研究显示市净率对于解释长期股票回报差异时具有帮助。</p>	<p>1、当公司具有显著规模差异时, 市净率可能具有误导性;</p> <p>2、会计政策差异可能导致股东运用市净率对于公司真实投资价值的判断错误;</p> <p>3、通货膨胀和技术变革可能导致资产的账面价值与市场价值之间差异显著。</p>	<p>不适用, 由于互联网服务公司的收入及利润不主要依赖于实物资产, 对反应标的公司未来运营情况参考价值有限。</p>

估值指标	优点	缺点	是否适用
企业价值比率 (EV/EBITDA)	1、企业价值比率指标对于计算财务杠杆差异较大的公司具有帮助； 2、企业价值比率指标对于评估重资产高折旧的公司具有帮助； 3、息税折旧摊销前利润通常为正。	1、如果运营资本持续增加，息税折旧摊销前利润将高估经营性现金流量； 2、公司自由现金流量比息税折旧摊销前利润在估值理论上更加相关。	不适用，考虑到标的公司杠杆率较低且不采用重资产、高折旧的经营模式，EBITDA并非衡量标的公司业务运营的最佳指标。
市销率 (P/S)	1、市销率对于经营亏损的公司依旧适用； 2、与每股收益和账面价值不同，销售收入往往难以被操纵或扭曲； 3、市销率不像市盈率那样波动剧烈； 4、实证研究显示市销率的差异与长期平均股票回报差异显著相关。	1、高额的销售收入并不一定意味着高额的营业利润； 2、市销率未反应不同公司之间的成本结构差异； 3、尽管不像利润那样容易被扭曲，但销售收入的确认方式仍可能扭曲销售预测。	适用，通常对主要收入为线上广告的互联网公司。考虑到收入模式的相似性，市销率通常能较好反应公司间估值差异。此外，公司推广新产品的策略与外部因素通常对收入影响比例远低于对净利润的影响。采用市销率是较为合适的指标。

综合上表分析，常用的估值指标中，市销率是适合 Opera 核心业务的估值指标。由于本次估值过程中不对标的公司进行任何财务预测，因此选择历史指标较为合适。根据相关分析计算，可比公司估值指标与对比情况如下表所示：

可比公司	基准日 P/S (截至 2020 年 6 月 30 日的过去 12 个月)
Alphabet	6.4x
阿里巴巴	10.7x
Facebook	10.1x
百度	3.0x
Z Holding	3.4x
Yandex	7.3x
均值	<b>6.8x</b>
中值	<b>6.9x</b>

注 1：数据来源：Bloomberg，公司财报

注 2：估值指标中价格为截至 2020 年 10 月 16 日数据，可比公司收入为最近公布的四个季度之和。

#### （四）可比公司法分析结果

本次交易针对 Opera 的作价为 8.22 美元/ADS(约合人民币 55.35 元/ADS)，因此本次重大现金购买交易总对价为 8,014.50 万美元，约合 5.40 亿元人民币。根据本次交易对价对应的收购股权比例，本次交易隐含的 Opera 100% 股权价值为 9.46 亿美元，约合 63.69 亿元人民币。

根据 Opera 管理层提供的未经审计模拟报表，截至 2020 年 6 月 30 日前 12 个月，Opera 营业收入为 2.03 亿美元，扣除零售业务后营业收入 1.72 亿美元。同时截至 2020 年 6 月 30 日，标的公司对 nHorizon、OPay、StarMaker 及 Tenspot 投资账面价值为 1.99 亿美元。根据可比公司法对应标的公司股权价值 = 可比公司 P/S 倍数\*去除零售后标的公司的营业收入+标的公司对联营及合营企业投资账面价值，可计算得出可比公司估值倍数对应本次交易的合理估值区间。

考虑到可比公司多为全球范围内的龙头互联网企业，存在一定龙头企业溢价，因而标的公司核心业务估值下限对应 P/S 倍数选取为可比公司 P/S 倍数区间下限即 3.0x，标的公司核心业务估值上限对应 P/S 倍数选取为可比公司 P/S 倍数区间均值即 6.8x，对应本次交易标的公司股权价值区间为 7.08 亿美元至 13.71 亿美元。本次交易对价在可比公司 P/S 对应标的公司股权价值区间内。

综上，基于可比公司的估值情况，本估值机构认为 Opera 在外流通股份的 8.47% 股权的交易作价具有合理性与公允性。

### 三、可比交易法

#### （一）可比交易的选择

本次估值中，可比交易的选择遵循如下原则：

- 1、根据 Opera 的经营范围及所处行业，选择 2015 年到 2020 年之内公告的交易，且标的公司有公开披露的财务信息；
- 2、由于此次昆仑万维将采用现金收购 Opera 股份，所以选择可比交易时主要参考收购方采用全现金支付对价的交易；

3、考虑到本次交易完成后，昆仑万维将取得 Opera 控制权，所以选择可比交易时主要选取交易完成后取得控制权的交易或私有化交易。

综合以上因素，本估值报告最终选择（1）奇虎 360 私有化交易，（2）平安集团收购汽车之家 6.7% 股权并取得控股权交易，（3）腾讯控股收购搜狗 61.28% 股权并私有化三宗交易作为可比交易，其中（3）的交易协议已经完成签署，待完成交割。

## （二）可比交易基本情况

### 1. 奇虎 360 私有化交易

2015 年 6 月 17 日，奇虎 360 发布公告收到来自其 CEO 及董事会主席周鸿祎、中信证券、金砖资本、华兴资本及红杉资本组成的买方团提出的私有化要约。以 51.33 美元每股普通股价格收购全部流通股份，该交易隐含公司 100% 股权价值为 100.6 亿美元。在交易宣布前已披露财报的 12 个月中，奇虎 360 实现收入 15.10 亿美元，净利润 2.27 亿美元。

### 2. 平安集团收购汽车之家 6.7% 股权并取得控股权交易

2017 年 2 月 22 日，汽车之家发布公告，宣布平安集团通过全资子公司向澳洲电信（Telstra Holdings）收购公司约 6.5% 股权，交易完成后平安集团总计持股 53.9%。根据澳洲电信披露信息，本次交易以每股 29.3 美元的价格完成，交易总额 2.17 亿美元，隐含公司 100% 股权价值为 33.4 亿美元。在交易宣布前已披露财报的 12 个月中，汽车之家实现收入 7.65 亿美元，实现净利润 1.74 亿美元。

### 3. 腾讯控股收购搜狗 61.28% 股权并私有化交易

2020 年 7 月 27 日，搜狗宣布收到来自股东腾讯的私有化要约，以 9.0 美元每股价格收购 61.28% 股份，隐含公司 100% 股权价值为 34.5 亿美元。在收到要约前已披露财报的 12 个月中，公司实现收入 11.77 亿美元，净利润 6,134 万美元。

## （三）可比交易法分析结果

根据可比交易公司股权价值，及其公告前 12 个月的财务数据计算，可比交

易估值指标情况如下：

可比交易	P/S（公告前 12 个月）
可比交易 1	6.7x
可比交易 2	4.4x
可比交易 3	2.9x
<b>可比交易均值</b>	<b>4.7x</b>
<b>可比交易中值</b>	<b>4.4x</b>

数据来源：Dealogic，公司公告

根据可比交易的估值情况，P/S 倍数的估值区间为 2.9x~6.7x，均值 4.7x。可比交易法对应标的公司股权价值 = 可比交易 P/S 倍数\*去除零售后营业标的公司的收入+标的公司对联营及合营企业投资账面价值，基于 Opera 管理层披露的未经审计模拟报表，可以得出的公司股权价值区间为 7.01 亿美元至 13.44 亿美元。本次交易对价在可比交易 P/S 对应标的公司股权价值区间内。

综上，基于可比交易的估值情况本估值机构认为 Opera 在外流通股份的 8.47% 股权的交易作价具有合理性与公允性。

## 第四章 报告结论

### 一、报告结论

基于客观、公正、独立的原则及必要的估值程序，中金公司对昆仑万维收购 Opera 在外流通股份的 8.47% 股权交易的定价公允性及合理性进行了分析。本估值报告主要采用了可比公司法和可比交易法，同时考虑到本次收购标的是美国上市公司，其股价本身可反应市场公允价值。本次交易定价 8.22 美元/ADS 等同于基准日前 30 个交易日收盘价（含基准日当天）均值的 90%。因此，本估值机构认为本次交易定价具有合理性与公允性，能够反映标的公司的公允价值，不存在损害昆仑万维及其股东利益的情况。

### 二、报告使用限制

本报告只能由估值报告载明的估值报告使用者所使用。估值报告的估值结论仅为本报告所列明的估值目的和用途而服务，以及按规定报送有关政府管理部门审查。同时，本报告是在报告所述目的下，论证本次交易价格是否合理，未考虑国家宏观经济政策发生变化以及遇有自然力和其它不可抗力对资产价格的影响。当前述条件以及本报告遵循的持续经营假设等条件发生变化时，本报告结论一般会失效。本机构不承担由于这些条件的变化而导致报告结果失效的相关法律责任。

本报告成立的前提条件是本次经济行为符合国家法律、法规的有关规定，并得到有关部门的批准。未征得本机构同意并审阅相关内容，本报告的全部或者部分内容不得被摘抄、引用或披露于公开媒体，法律、法规规定以及相关当事方另有约定的除外，对于任何其它用途、或被出示或掌握本报告的任何其他人，估值机构不承认或承担责任。

本机构在报告中发表的意见均基于截至 2020 年 10 月 16 日收集的市场情况、经济形势、财务状况等信息。本报告未考虑上述日期后发生的事件及情况。投资者应关注基准日后续发布的相关公告或事件。根据本报告目的，本报告未考虑相关公司未来的交易活动及股价表现。

本报告的使用有效期为 12 个月：自 2020 年 10 月 16 日至 2021 年 10 月 15 日使用有效。

（本页无正文，为《中国国际金融股份有限公司关于北京昆仑万维科技股份有限公司重大资产购买 Opera Limited 在外流通股份的 8.47% 股权项目估值报告》之签字盖章页）

估值人员：\_\_\_\_\_

毕涛

\_\_\_\_\_

周怡然

中国国际金融股份有限公司

2020 年 10 月 23 日