



PRYOR CASHMAN LLP

7 Times Square, New York, NY 10036-6569 电话: 212-421-4100 传真: 212-326-0806

纽约 | 洛杉矶 | 迈阿密

pryorcashman.com

Sidhardha Kamaraju

直线电话: 212-326-0895

直线传真: 212-326-0806

skamaraju@pryorcashman.com

2024 年 4 月 29 日

通过电子邮件

Ryan Finkel, 律师
Juliana Murray, 律师
Micah Ferguson, 律师
Justin Horton, 律师
助理美国检察官
美国纽约南区
联邦检察官办公室
26 Federal Plaza
纽约, NY 10007

关于: **美国诉 郭等人, 案件号 No. 1:23-cr-00118 (AT)**

律师:

根据法院于 2024 年 4 月 24 日的命令, 被告郭浩云提供了关于美国评估师协会 (ASA), Raymond J. Dragon, 预期证词的补充披露。

I. **Dragon 先生专家意见的基础和理由**

Dragon 先生的专家意见——特别是基于 2020 年 8 月可用的信息, GTV 的合理估值为 20 亿美元——如下所述。参见下文第 2-3 页。

Dragon 先生的意见的基础包括, 但不限于, 他在商业估值和相关金融行业的经验, 他在这个行业工作了 25 年以上。Dragon 先生目前在 Anchin 担任商业和知识产权估值的主管, Anchin 是一家会计和咨询公司。在 Anchin, Dragon 先生的职责包括, 但不限于, 准备和审查许多不同行业公司的估值。

Dragon 先生和他的 Anchin 支持团队通过, 包括但不限于, 审查和分析由 Alvarez 和 Marsal 估值服务公司, LLC 于 2020 年 12 月 15 日准备的估值报告 (“A&M”, 及其报告 “A&M 报告”), 代表 GTV 提交给 SEC 的其他材料, GTV 的私募发行备忘录,

■ PRYOR CASHMAN LLP

2024 年 4 月 29 日

第二页

关于风险投资，融资企业和估值分析的各种学术来源，关于比较实体公开可用的信息，包括新浪公司，搜狐有限公司，腾讯控股，房产控股，百度，Meta 平台，JOYY Inc.，Twitter Inc.，Pinterest, Inc.，微博公司，Snap Inc.，Hello Group, Inc.（称“比较公司”），以及在搜索过程中产生的其他记录，以及在此程序中提交的替代起诉书，进行了他的估值分析。

Dragon 先生特别分析了比较公司在创立和早期年份的历史表现，并使用这些历史数据来评估 GTV 的预期收入和盈利（“收入法的贴现现金流量法”）。Dragon 先生进一步分析了 A&M 在其分析中使用的贴现率计算（“收入法的贴现现金流量法”）。Dragon 先生还分析了比较公司的估值倍数以及它们对 GTV 估值的指示（“市场法的公开交易公司法”）。他考虑了特殊目的收购公司（“SPAC”）领域的融资活动。最后，Dragon 先生考虑了 2020 年 GTV 私募股票发行（“GTV 私募发行”）作为市场对 GTV 价值观的证据（“市场法的反解法”）。

在进行估值分析时，Dragon 先生依赖他在会计公司、跨国公司和投资银行从事商业估值的几十年经验，以及他在这个领域的教育。Dragon 先生的工作——包括他对 A&M 报告的评估，以及他对（1）使用的贴现率，（2）预期的营业利润率，和（3）GTV 的增长预测的分析，都基于估值行业常用的做法，并且符合他作为商业估值专家和评估师的常规工作。Dragon 先生专家结论的依据和理由，包括 Dragon 先生在收入法和市场法下的分析，都在附件 A 中更全面地阐述。

作为他的分析的一部分，Dragon 先生还考虑了美国司法部（“DOJ”）的公开文件（“白诉状”），其中 DOJ 描述了中国共产党迫使美国社交媒体公司去平台化，或审查由郭先生和他的中国民主政治运动的同僚发布的在线内容的努力，。

II. Dragon 先生的专家结论

Dragon 先生将提供以下专家意见:

1. Dragon 先生将对评估企业价值的标准方法发表意见，包括收入法的贴现现金流量法，以及市场法的公开交易公司倍数法和市场法的反解法。

■ PRYOR CASHMAN LLP

2024 年 4 月 29 日

第 3 页

2. Dragon 先生将进一步发表意见，认为 GTV 的估值也得到了 A&M 报告的支持，Dragon 先生将证明该报告是基于合理的假设，是正常流程的产物，使用了合适的比较公司，并最终为 GTV 提供了合理的估值范围。

3. Dragon 先生还将发表意见，他对 GTV 进行了补充分析，包括使用 A&M 报告中未使用的额外估值方法。这包括在收入法和市场法下的额外评估，根据他的分析，基于 2020 年 8 月可用的信息，GTV 的 20 亿美元估值是合理的。

4. Dragon 先生还将发表意见，当一家公司是市场上的唯一或主导玩家时，可以增加公司的价值，特别是中国共产党的审查努力可能为 GTV 创造出一个利基市场，这可能进一步提升公司的价值。

III. 保留补充权利

政府继续进行发现，因此，Dragon 先生的分析将继续进行。Dragon 先生保留补充和/或修改这些披露的权利，包括对政府的披露和其主诉案件中提出的证据作出回应。

此致，



PRYOR CASHMAN LLP

Sidhardha Kamaraju

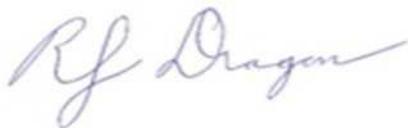
E. Scott Schirick

Matthew S. Barkan

Daniel J. Pohlman

Clare Tilton

经过审查，批准，并由以下人员采纳：



Raymond J. Dragon, 工商管理硕士，理学硕士，美国评估师协会会员

附件 A

美利坚合众国诉郭浩云、余建明及王雁平案
GTV Media Group, Inc. 估值草案 -- 截至 2024 年 4 月 29 日

附件 1

0-10 年公开上市公司报告的收入

单位: 百万美元

| 公司: | 0 年 | 1 年 | 2 年 | 3 年 | 4 年 | 5 年 | 6 年 | 7 年 | 8 年 | 9 年 | 10 年 |
|-------------------|---------|----------|----------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| SINA Corporation | \$ 0.94 | \$ 2.50 | \$ 2.83 | \$ 14.17 | \$ 26.68 | \$ 38.89 | \$ 114.29 | \$ 199.99 | \$ 193.55 | \$ 212.85 | \$ 246.13 |
| Sohu.com Limited | 0.08 | 0.47 | 1.62 | 5.95 | 13.00 | 28.73 | 80.43 | 97.04 | 104.55 | 134.24 | 188.93 |
| Tencent Holdings | 5.93 | 31.78 | 88.80 | 138.17 | 176.75 | 358.50 | 523.05 | 1,048.44 | 1,821.90 | 2,979.70 | 4,520.24 |
| Fang Holdings | 57.88 | 104.12 | 127.05 | 224.49 | 343.83 | 430.26 | 637.38 | 702.88 | 883.55 | 916.39 | 395.34 |
| Baidu, Inc. | 1.27 | 4.90 | 14.19 | 39.55 | 107.26 | 238.80 | 468.68 | 651.40 | 1,200.47 | 2,300.22 | 3,578.53 |
| Meta Platforms | 777.00 | 1,974.00 | 3,711.00 | 5,089.00 | 7,872.00 | 12,466.00 | 17,928.00 | 27,638.00 | 40,653.00 | 55,838.00 | 70,697.00 |
| JOYY Inc. | 4.79 | 19.46 | 50.71 | 131.56 | 301.20 | 593.09 | 908.32 | 1,181.56 | 1,781.98 | 120.60 | 900.70 |
| Twitter Inc. | 28.28 | 106.31 | 316.93 | 664.89 | 1,403.00 | 2,218.03 | 2,529.62 | 2,443.30 | 3,042.36 | 3,459.33 | 3,716.35 |
| Pinterest, Inc. | 472.85 | 755.93 | 1,142.76 | 1,692.66 | 2,578.03 | 2,802.57 | 3,055.07 | | | | |
| Weibo Corporation | 65.93 | 188.31 | 334.17 | 477.89 | 655.80 | 1,150.05 | 1,718.52 | 1,766.91 | 1,689.93 | 2,257.08 | |
| Snap Inc. | 58.66 | 404.48 | 824.95 | 1,180.45 | 1,715.53 | 2,506.63 | 4,117.05 | 4,601.85 | 4,606.12 | | |
| Hello Group Inc. | 3.13 | 44.76 | 133.99 | 533.94 | 1,365.73 | 1,949.55 | 2,443.68 | 2,301.29 | 2,294.45 | 1,841.93 | |

| | | | | | | | | | | | |
|------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|
| 平均值 | 123.06 | 303.09 | 562.42 | 849.39 | 1,379.90 | 2,065.09 | 2,877.01 | 3,875.70 | 5,297.44 | 7,006.03 | 10,530.40 |
| 中间值 | 17.10 | 74.44 | 130.52 | 351.19 | 499.81 | 871.57 | 1,313.42 | 1,181.56 | 1,781.98 | 2,049.51 | 2,239.61 |

可比上市公司的第 0 至第 10 年的息税折旧摊销前利润 (EBITDA)

单位: 百万美元

| 公司: | 0 年 | 1 年 | 2 年 | 3 年 | 4 年 | 5 年 | 6 年 | 7 年 | 8 年 | 9 年 | 10 年 |
|-------------------|-----------|-----------|------------|------------|------------|-----------|----------|------------|------------|-----------|-----------|
| SINA Corporation | \$ (1.80) | \$ (0.10) | \$ (7.70) | \$ (46.10) | \$ (32.50) | \$ (0.40) | \$ 44.81 | \$ 78.64 | \$ 54.26 | \$ 46.62 | \$ 65.56 |
| Sohu.com Limited | (0.20) | (0.60) | (3.20) | (16.30) | (10.70) | 1.90 | 36.04 | 41.68 | 34.79 | 34.66 | 45.59 |
| Tencent Holdings | 1.55 | 18.00 | 42.70 | 57.73 | 59.21 | 154.27 | 242.93 | 513.00 | 932.03 | 1,568.19 | 2,082.12 |
| Fang Holdings | 20.28 | 44.45 | 49.55 | 80.80 | 144.54 | 204.94 | 360.06 | 321.16 | (19.80) | (126.40) | 47.10 |
| Baidu, Inc. | (1.90) | (0.50) | 2.53 | 8.63 | 42.67 | 99.50 | 201.35 | 280.05 | 667.36 | 1,342.23 | 2,012.89 |
| Meta Platforms | 340.00 | 1,171.00 | 2,079.00 | 1,187.00 | 3,932.00 | 6,237.00 | 8,170.00 | 14,769.00 | 23,228.00 | 29,228.00 | 34,727.00 |
| JOYY Inc. | (6.40) | (34.90) | (13.50) | 21.17 | 86.06 | 187.86 | 219.20 | 282.79 | 446.14 | (164.30) | (380.40) |
| Twitter Inc. | (64.90) | (109.80) | (28.90) | (531.60) | (345.90) | (175.00) | 61.66 | 338.11 | 767.02 | 715.92 | 412.24 |
| Pinterest, Inc. | (121.80) | (53.90) | (1,361.10) | (16.00) | 353.69 | (45.80) | 22.71 | | | | |
| Weibo Corporation | (81.50) | (37.10) | 0.96 | 58.45 | 154.96 | 422.88 | 639.67 | 623.36 | 538.91 | 752.42 | |
| Snap Inc. | (350.00) | (491.30) | (3,384.40) | (1,145.70) | (1,016.10) | (775.30) | (582.90) | (1,053.50) | (1,229.90) | | |
| Hello Group Inc. | (8.50) | (23.30) | 12.26 | 148.48 | 386.97 | 509.99 | 561.68 | 443.84 | 357.66 | 252.23 | |

| | | | | | | | | | | | |
|------------|----------------|----------------|-----------------|----------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 平均值 | (22.93) | 40.16 | (217.65) | (16.12) | 312.91 | 568.49 | 831.43 | 1,512.56 | 2,343.31 | 3,364.96 | 4,876.51 |
| 中间值 | (4.15) | (11.95) | (1.12) | 14.90 | 72.63 | 126.88 | 210.28 | 321.16 | 446.14 | 484.08 | 238.90 |

来源: Capital IQ

美利坚合众国诉郭浩云、余建明及王雁平案
GTV 媒体集团公司估值 -- 2024 年 4 月 29 日草案

附件 2

首十年年度收入增长百分比率

| 公司: | 1 年 | 2 年 | 3 年 | 4 年 | 5 年 | 6 年 | 7 年 | 8 年 | 9 年 | 10 年 |
|-------------------|-------------------------------------|-------------|-------------|------------------------|------------|------------|----------------------|------------|------------|------------|
| SINA Corporation | 165% | 13% | 401% | 88% | 46% | 194% | 75% | -3% | 10% | 16% |
| Sohu.com Limited | 505% | 243% | 268% | 118% | 121% | 180% | 21% | 8% | 28% | 41% |
| Tencent Holdings | 436% | 179% | 56% | 28% | 103% | 46% | 100% | 74% | 64% | 52% |
| Fang Holdings | 80% | 22% | 77% | 53% | 25% | 48% | 10% | 26% | 4% | -57% |
| Baidu, Inc. | 286% | 190% | 179% | 171% | 123% | 96% | 39% | 84% | 92% | 56% |
| Meta Platforms | 154% | 88% | 37% | 55% | 58% | 44% | 54% | 47% | 37% | 27% |
| JOYY Inc. | 306% | 160% | 159% | 129% | 97% | 53% | 30% | 51% | -93% | 647% |
| Twitter Inc. | 276% | 198% | 110% | 111% | 58% | 14% | -3% | 25% | 14% | 7% |
| Pinterest, Inc. | 60% | 51% | 48% | 52% | 9% | 9% | | | | |
| Weibo Corporation | 186% | 77% | 43% | 37% | 75% | 49% | 3% | -4% | 34% | |
| Snap Inc. | 590% | 104% | 43% | 45% | 46% | 64% | 12% | 0% | | |
| Hello Group Inc. | 1330% | 199% | 298% | 156% | 43% | 25% | -6% | 0% | -20% | |
| 平均值 | 364% | 127% | 143% | 87% | 67% | 69% | 30% | 28% | 17% | 98% |
| 中间值 | 281% | 132% | 93% | 71% | 58% | 49% | 21% | 25% | 21% | 34% |
| | A&M 的第二阶段计划中的 A&M 预测 | | | A&M H 模型衰退期 | | | A&M 长期增长率 | | | |
| GTV 预测 | 520% | 182% | 134% | 37% | 27% | 18% | 4% | 4% | 4% | 4% |

首十年年度 EBITDA 增长百分比率

| 公司: | 1 年 | 2 年 | 3 年 | 4 年 | 5 年 | 6 年 | 7 年 | 8 年 | 9 年 | 10 年 |
|-------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|--------------|------------|------------|------------|------------|
| SINA Corporation | -94% | 7600% | 499% | -30% | -99% | -11302% | 76% | -31% | -14% | 41% |
| Sohu.com Limited | 200% | 433% | 409% | -34% | -118% | 1793% | 16% | -17% | 0% | 32% |
| Tencent Holdings | 1065% | 137% | 35% | 3% | 161% | 57% | 111% | 82% | 68% | 33% |
| Fang Holdings | 119% | 11% | 63% | 79% | 42% | 76% | -11% | -106% | 538% | -137% |
| Baidu, Inc. | -74% | -606% | 241% | 395% | 133% | 102% | 39% | 138% | 101% | 50% |
| Meta Platforms | 244% | 78% | -43% | 231% | 59% | 31% | 81% | 57% | 26% | 19% |
| JOYY Inc. | 445% | -61% | -257% | 306% | 118% | 17% | 29% | 58% | -137% | 132% |
| Twitter Inc. | 69% | -74% | 1739% | -35% | -49% | -135% | 448% | 127% | -7% | -42% |
| Pinterest, Inc. | -56% | 2425% | -99% | -2311% | -113% | -150% | | | | |
| Weibo Corporation | -54% | -103% | 6008% | 165% | 173% | 51% | -3% | -14% | 40% | |
| Snap Inc. | 40% | 589% | -66% | -11% | -24% | -25% | 81% | 17% | | |
| Hello Group Inc. | 174% | -153% | 1111% | 161% | 32% | 10% | -21% | -19% | -29% | |
| 平均值 | 173% | 856% | 803% | -90% | 26% | -789% | 77% | 27% | 59% | 16% |
| 中间值 | 94% | 45% | 152% | 41% | 37% | 24% | 39% | 17% | 13% | 32% |

来源: Capital IQ

美利坚合众国诉郭浩云、余建明及王雁平案
GTV 媒体集团公司估值 – 2024 年 4 月 29 日草案

附件 3

上市公司标准化收入 (第 0 年 = \$100)

| 公司: | 0 年 | 1 年 | 2 年 | 3 年 | 4 年 | 5 年 | 6 年 | 7 年 | 8 年 | 9 年 | 10 年 |
|-------------------|----------|---------|---------|----------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|---------|
| SINA Corporation | \$ 100\$ | 265\$ | 300\$ | 1,504\$ | 2,833\$ | 4,129\$ | 12,132\$ | 21,230\$ | 20,547\$ | 22,596\$ | 26,128 |
| Sohu.com Limited | \$ 100\$ | 605\$ | 2,073\$ | 7,632\$ | 16,667\$ | 36,832\$ | 103,109\$ | 124,408\$ | 134,035\$ | 172,097\$ | 242,223 |
| Tencent Holdings | \$ 100\$ | 536\$ | 1,498\$ | 2,330\$ | 2,981\$ | 6,046\$ | 8,821\$ | 17,682\$ | 30,726\$ | 50,252\$ | 76,233 |
| Fang Holdings | \$ 100\$ | 180\$ | 220\$ | 388\$ | 594\$ | 743\$ | 1,101\$ | 1,214\$ | 1,527\$ | 1,583\$ | 683 |
| Baidu, Inc. | \$ 100\$ | 386\$ | 1,117\$ | 3,112\$ | 8,439\$ | 18,788\$ | 36,874\$ | 51,251\$ | 94,450\$ | 180,975\$ | 281,549 |
| Meta Platforms | \$ 100\$ | 254\$ | 478\$ | 655\$ | 1,013\$ | 1,604\$ | 2,307\$ | 3,557\$ | 5,232\$ | 7,186\$ | 9,099 |
| JOYY Inc. | \$ 100\$ | 406\$ | 1,058\$ | 2,746\$ | 6,287\$ | 12,380\$ | 18,961\$ | 24,664\$ | 37,198\$ | 2,518\$ | 18,802 |
| Twitter Inc. | \$ 100\$ | 376\$ | 1,121\$ | 2,351\$ | 4,961\$ | 7,844\$ | 8,946\$ | 8,640\$ | 10,759\$ | 12,233\$ | 13,142 |
| Pinterest, Inc. | \$ 100\$ | 160\$ | 242\$ | 358\$ | 545\$ | 593\$ | 646 | | | | |
| Weibo Corporation | \$ 100\$ | 286\$ | 507\$ | 725\$ | 995\$ | 1,744\$ | 2,607\$ | 2,680\$ | 2,563\$ | 3,424 | |
| Snap Inc. | \$ 100\$ | 690\$ | 1,406\$ | 2,012\$ | 2,924\$ | 4,273\$ | 7,018\$ | 7,845\$ | 7,852 | | |
| Hello Group Inc. | \$ 100\$ | 1,430\$ | 4,282\$ | 17,064\$ | 43,647\$ | 62,306\$ | 78,098\$ | 73,547\$ | 73,329\$ | 58,866 | |

| | | | | | | | | | | | |
|-----|--------|--------|----------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 平均值 | \$ 100 | \$ 464 | \$ 1,192 | \$ 3,407 | \$ 7,657 | \$ 13,107 | \$ 23,385 | \$ 30,611 | \$ 38,020 | \$ 51,173 | \$ 83,482 |
| 中间值 | \$ 100 | \$ 381 | \$ 1,087 | \$ 2,171 | \$ 2,953 | \$ 5,160 | \$ 8,883 | \$ 17,682 | \$ 20,547 | \$ 17,415 | \$ 22,465 |

基于平均值的复合年增长率

| | |
|-----|------|
| 3 年 | 224% |
| 3 年 | 179% |

| | |
|-----|------|
| 6 年 | 148% |
| 6 年 | 111% |

| | |
|------|-----|
| 10 年 | 96% |
| 10 年 | 72% |

基于中间值的复合年增长率

GTV 收入增长率

以百万计的 GTV 预测收入

标准化的 GTV 收入

| | A&M 的第二阶段计划中的 A&M 预测 | | | A&M H 模型衰退期 | | | A&M 长期增长率 | | | | |
|--|----------------------|----------|----------|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| | | 520% | 182% | 134% | 37% | 27% | 18% | 4% | 4% | 4% | 4% |
| | \$ 180 | \$ 1,115 | \$ 3,147 | \$ 7,351 | \$ 10,038 | \$ 12,759 | \$ 15,013 | \$ 15,614 | \$ 16,239 | \$ 16,888 | \$ 17,564 |
| | \$ 100 | \$ 620 | \$ 1,750 | \$ 4,086 | \$ 5,580 | \$ 7,092 | \$ 8,345 | \$ 8,679 | \$ 9,026 | \$ 9,387 | \$ 9,763 |

GTV 的复合年增长率

| | |
|-----|------|
| 3 年 | 224% |
|-----|------|

| | |
|-----|------|
| 6 年 | 148% |
|-----|------|

| | |
|------|-----|
| 10 年 | 96% |
|------|-----|

GTV 媒体集团公司估值 – 2024 年 4 月 29 日草案

行业指导公司折现率

| 股权成本 | | $Ke = Rf + \text{Beta} \times \text{Erp} + Sp + \text{Csrp}$ |
|--------------------|------|--|
| 修正的资本资产定价模型 | | CRSP Deciles |
| 无风险利率 | Rf | 1.04% (a) |
| Beta 系数 | B | 0.96 (b) |
| X 股权市场风险溢价 | Erp | 6.17% (c) |
| + 调整后的股权风险溢价 | | 5.95% |
| + 规模溢价 | Sp | 1.34% (d) |
| + 公司特定风险溢价 | Csrp | 1.00% (e) |
| 股权成本 | Ke | 9.33% |

选定的股权成本 **Ke** **9.33%**

| 税后债务成本 | | $Kd = Kb (1 - t)$ |
|---------------|----|-------------------------------------|
| 预计债务成本 | Kb | 3.91% (f) |
| 混合税率 | t | 24.32% |
| 税后债务成本 | Kd | <u>2.96%</u> |

加权平均资本成本 **$WACC = We*Ke + Wd*Kd$**

| | Cost | Weights | Wtd. ost |
|----------|-------------|--------------------|--------------------|
| 股权 | 9.33% | 100.00% | 9.33% (g) |
| 债务 | 2.96% | 0.00% | 0.00% (g) |
| 加权平均资本成本 | | 100.00% | 9.33% |
| | | WACC (四舍五入) | <u>9.3%</u> |

来源:

- (a) 20 年期国债收益率。
- (b) 参见附录 5 以了解 Beta 值的计算。
- (c) CRSP 数据由 Kroll Cost of Capital Navigator 提供。
- (d) CRSP 数据由 Kroll Cost of Capital Navigator 提供 (第 6 分位数溢价)。
- (e) 非系统性风险。
- (f) Moody's 评级的 Baa 级公司债券收益率。
- (g) 拟议的资本结构全部为股权。

GTV 媒体集团公司估值 – 2024 年 4 月 29 日草案 风险公司折现率

| | 成功概率 | 投资回报率 |
|--------------------|------|-------|
| 风险公司不成功的概率 [a],[b] | 75% | 0% |
| 风险公司成功的概率 [a],[b] | 25% | 37.2% |
| 行业指导公司回报 [c] | 100% | 9.3% |

GTV 投资者入场时的折现率 **37.2%**

[a] “在研究了超过 1000 家获得风险投资的公司后，研究发现 74.40%的公司在进行第三轮融资之前已经清算，并且向投资者回报的资本回报率低于一倍。” Metrick, Andrew 和 Ayako Yasuda. 创新的风险资本和金融. 第二版. Hoboken: Wiley, 2011. 打印. 127-134.

[b] “76.60%的早期退出结果导致公司的投资资本回报率低于一倍，有 23.40%的结果导致回报率大于一倍。” Walling, James 和 Cindy Moore. “Black Scholes 是否高估了早期公司的分配？” 商业估值更新, 第 16 卷, 第 1 号, 2010 年 1 月. 1-6.

[c] 参见 附件 4a.

GTV Media Group, Inc.的估值 – 2024 年 4 月 29 日的草案

Beta 计算 [a] 用于修正的 CAPM

附件 5

| 证券名称 | 2020 年 4 月 20 日的 股票价格 | 股权市值 (\$m) | 总债务 (\$m) | 优先股 (\$m) | 少数股东权益 (\$m) | 总企业价值 (\$m) |
|---------------------------------------|--------------------------|---------------|-----------|-----------|-----------------|----------------|
| SINA Corporation | \$33.91 | 2,359 | (919) | - | 1,259 | 2,699 |
| Sohu.com Limited (NasdaqGS: S OHU) | \$8.29 | 325 | (1,493) | - | 878 | (289) |
| Baidu, Inc. (NasdaqGS: BIDU) | \$104.68 | 36,203 | (9,425) | - | 176 | 26,954 |
| Fang Holdings Limited (OTCPK: SFUN.Y) | \$12.30 | 110 | 399 | - | 1 | 510 |
| Tencent Holdings Limited (SEHK:700) | \$52.23 | 494,867 | 6,786 | - | 7,744 | 509,398 |
| Meta Platforms, Inc. (NasdaqGS: META) | \$178.24 | 508,124 | (43,781) | - | - | 464,343 |
| Twitter, Inc. | \$27.01 | 21,154 | (3,350) | - | - | 17,804 |
| Pinterest, Inc. (NYSE: PINS) | \$17.43 | 10,142 | (1,493) | - | - | 8,648 |
| Hello Group Inc. (NasdaqGS: MOMO) | \$23.28 | 4,857 | (1,405) | - | - | 3,453 |
| JOYY Inc. (NasdaqGS: YY) | \$61.91 | 5,014 | (2,269) | - | 102 | 2,846 |
| Snap Inc. (NYSE: SNAP) | \$12.92 | 18,349 | (876) | - | - | 17,473 |
| Weibo Corporation (NasdaqGS: WB) | \$36.26 | 8,160 | (712) | - | (1) | 7,446 |

| 证券名称 | 2 年 Beta BL | 股权/投资 资本 E | 债务/投资 资本 D | 有效 税率 T | 无杠杆 beta [b] Bu |
|---------------------------------------|-------------------|------------------|------------------|---------------|-----------------------|
| SINA Corporation | 0.80 | 87.37% | 12.63% | 43.14% | 0.74 |
| Sohu.com Limited (NasdaqGS: SOHU) | 1.30 | -112.53% | 212.53% | - | na |
| Baidu, Inc. (NasdaqGS: BIDU) | 0.90 | 134.32% | -34.32% | - | na |
| Fang Holdings Limited (OTCPK: SFUN.Y) | 0.70 | 21.66% | 78.34% | - | na |
| Tencent Holdings Limited (SEHK:700) | 0.70 | 97.15% | 2.85% | 13.03% | 0.68 |
| Meta Platforms, Inc. (NasdaqGS: META) | 0.90 | 109.43% | -9.43% | 22.92% | 0.96 |
| Twitter, Inc. | 1.20 | 118.82% | -18.82% | - | na |
| Pinterest, Inc. (NYSE: PINS) | 1.40 | 117.27% | -17.27% | - | na |
| Hello Group Inc. (NasdaqGS: MOMO) | 1.10 | 140.68% | -40.68% | 21.56% | 1.42 |
| JOYY Inc. (NasdaqGS: YY) | 1.10 | 176.14% | -76.14% | - | na |
| Snap Inc. (NYSE: SNAP) | 1.60 | 105.01% | -5.01% | - | na |
| Weibo Corporation (NasdaqGS: WB) | 1.00 | 109.58% | -9.58% | 20.93% | 1.07 |
| 最低值 | 0.70 | -113% | -76% | 13.0% | 0.68 |
| 最高值 | 1.60 | 176% | 213% | 43.1% | 1.42 |
| 平均值 | 1.06 | 92% | 8% | 24.3% | 0.98 |
| 中间值 | 1.05 | 110% | -10% | 21.6% | 0.96 |

| | |
|------------------|--------------|
| 选定的无杠杆股权 beta 系数 | 0.96 |
| 公司债务 / 资本 | 0% [c] |
| 公司股权 / 资本 | 100% |
| 假设税率 | <u>24.3%</u> |

Relevered 公司的 Beta 系数 0.96 [d]

[a] 市场数据来自 CapitalIQ 数据库。

[b] 无杠杆 beta 系数的计算基于以下公式：

$$B_u = B_L / [1 + (1 - T) * (D/E)]$$

[c] 杠杆 beta 的重新计算基于以下公式：

$$B_L = B_u * [1 + (1 - T) * (D/E)]$$

[d] 杠杆 beta 系数的重新计算基于以下公式：

GTV Media Group, Inc.的估值 – 2024 年 4 月 29 日的草案

市场方法 - 指导公众公司方法

公众公司数据

附件 6

| 编号 | 公司名称和股票代码 | 总企业价值 \$000s | 股权市值 \$000s | 最近十二个月 收入 \$000s | 最近十二个月 的 EBITDA | EBITDA 利 润率% | 最近十二个月的 EBIT \$000s | EBIT 利润率% |
|----|---------------------------------------|-----------------|----------------|---------------------|--------------------|-----------------|------------------------|--------------|
| 1 | SINA Corporation | 2,699,300 | 2,358,500 | 2,122,900 | 485,500 | 22.9% | 440,000 | 20.7% |
| 2 | Sohu.com Limited (NasdaqGS: SOHU) | (289,000) | 325,200 | 441,300 | 36,100 | 8.2% | (9,700) | -2.2% |
| 3 | Baidu, Inc. (NasdaqGS: BIDU) | 26,953,800 | 36,203,400 | 14,700,900 | 3,705,100 | 25.2% | 1,001,800 | 6.8% |
| 4 | Fang Holdings Limited (OTCPK: SFUN.Y) | 509,740 | 110,400 | 223,000 | 63,800 | 28.6% | 38,900 | 17.4% |
| 5 | Tencent Holdings Limited (SEHK: 700) | 509,397,500 | 494,866,800 | 55,546,300 | 16,018,200 | 28.8% | 14,003,800 | 25.2% |
| 6 | Meta Platforms, Inc. (NasdaqGS: META) | 464,342,600 | 508,123,600 | 73,357,000 | 34,545,000 | 47.1% | 28,562,000 | 38.9% |
| 7 | Twitter, Inc. | 17,803,930 | 21,154,300 | 3,480,100 | 622,000 | 17.9% | 265,300 | 7.6% |
| 8 | Pinterest, Inc. (NYSE: PINS) | 8,648,070 | 10,141,500 | 1,212,800 | (1,456,300) | -120.1% | (1,490,100) | -122.9% |
| 9 | Hello Group Inc. (NasdaqGS: MOMO) | 3,452,600 | 4,857,100 | 2,345,600 | 573,100 | 24.4% | 522,900 | 22.3% |
| 10 | JOYY Inc. (NasdaqGS: YY) | 2,846,400 | 5,013,700 | 547,900 | (533,000) | -97.3% | (689,800) | -125.9% |
| 11 | Snap Inc. (NYSE: SNAP) | 17,473,230 | 18,348,900 | 1,857,600 | (888,500) | -47.8% | (973,600) | -52.4% |
| 12 | Weibo Corporation (NasdaqGS: WB) | 7,446,380 | 8,159,800 | 1,691,100 | 558,600 | 33.0% | 532,500 | 31.5% |
| | 第 25 百分位数 | 2,809,625 | 4,232,450 | 1,046,575 | (106,175) | -5.8% | (179,725) | -14.8% |
| | 中间值 | 8,047,225 | 9,150,650 | 1,990,250 | 522,050 | 23.7% | 352,650 | 12.5% |
| | 平均数 | 88,440,379 | 92,471,933 | 13,127,208 | 4,477,467 | -2.4% | 3,517,000 | -11.1% |
| | 第 75 百分位数 | 20,091,398 | 24,916,575 | 6,285,300 | 1,392,775 | 28.7% | 649,825 | 23.0% |
| | 仅计算 EBIT 盈利公司：第 25 百分位数 | 3,264,275 | 4,232,450 | 2,014,950 | 540,325 | 24.0% | 396,325 | 15.0% |
| | 中间值 | 12,625,155 | 14,657,050 | 2,912,850 | 597,550 | 26.9% | 527,700 | 21.5% |
| | 平均数 | 114,733,983 | 119,537,100 | 17,051,878 | 6,285,700 | 36.4% | 5,040,800 | 30.1% |
| | 第 75 百分位数 | 136,301,000 | 150,869,250 | 24,912,250 | 6,783,375 | 29.9% | 4,252,300 | 26.8% |

[a] 数据来源于 Capital IQ.

GTV Media Group, Inc.的估值 – 2024 年 4 月 29 日的草案

市场方法 - 指导公众公司方法

市场方法下的 GTV 估值预测

附件 7

| 公司名称 | 最近十二个月 | 最近十二个月 | 最近十二个月 | 下一年度 | 下一年度 |
|-------------------------------------|---------------|-------------------|-----------------|-----------------|--------------|
| | 总企业价值 /总收入 | 月总企业价值 /EBITDA | 月总企业价值 /EBIT | 总企业价值 /预期总收入 | 总企业价值 /预期 |
| SINA Corporation | 1.2x | 6.3x | 7.3x | 1.27x | 6.24x |
| Sohu.com Limited (NasdaqGS:SOHU) | NM | NM | NM | NM | NM |
| Baidu, Inc. (NasdaqGS:BIDU) | 1.7x | 6.9x | 37.1x | 1.70x | 10.41x |
| Fang Holdings Limited | 1.9x | 6.0x | 8.6x | 1.68x | - |
| Tencent Holdings Limited (SEHK:700) | 9.4x | 31.8x | 37.2x | 7.90x | 21.91x |
| Meta Platforms, Inc. | 6.6x | 12.9x | 16.0x | 5.96x | 11.96x |
| Twitter, Inc. | 5.1x | 19.4x | 48.6x | 5.46x | 19.91x |
| Pinterest, Inc. (NYSE:PINS) | 7.6x | NM | NM | 6.75x | NM |
| Hello Group Inc. (NasdaqGS:MOMO) | 1.4x | 6.1x | 6.8x | 1.41x | 6.23x |
| JOYY Inc. (NasdaqGS:YY) | 0.8x | 14.8x | 19.4x | 0.84x | 28.14x |
| Snap Inc. (NYSE:SNAP) | 10.2x | NM | NM | 8.89x | NM |
| Weibo Corporation (NasdaqGS:WB) | 4.2x | 11.8x | 12.5x | 4.32x | 13.35x |
| 最高值 | 10.2x | 31.8x | 48.6x | 8.89x | 28.14x |
| 最低值 | 0.8x | 6.0x | 6.8x | 0.84x | 6.23x |
| 平均值 | 4.6x | 12.9x | 21.5x | 4.20x | 14.77x |
| 中间值 | 4.2x | 11.8x | 16.0x | 4.32x | 12.66x |

来源：Public company data from S&P Capital IQ

| | 2021 总收入 | 2022 总收入 | 2022 EBITDA | 2023 总收入 | 2023 EBITDA |
|--------------------------|--------------|-------------|----------------|-------------|-----------------|
| GTV | 179.9 | 1,115.4 | 98.6 | 3,147.4 | 513.1 |
| 中间值倍数 | 4.2x | 4.32x | 12.66x | 4.32x | 12.66x |
| 总企业价值 | 755.6 | 4,818.5 | 1,248.3 | 13,596.8 | 6,495.8 |
| 减去债务 | - | - | - | - | - |
| GTV 股权价值 (百万美元) | 755.6 | 4,818.5 | 1,248.3 | 13,596.8 | 6,495.8 |
| 年度 | 2021 | | 2022 | | 2023 |
| GTV 平均股权价值 (百万美元) | 755.6 | | 3,033.4 | | 10,046.3 |

GTV 媒体集团公司估值 – 2024 年 4 月 29 日草案

附件 8

指导公司 IPO 分析

| 编号 | 公司名称和股票代码 | IPO 日期： | IPO 股票 价格： | IPO 总收入 (百万美元) | IPO 日期的市值 (百万美元)： | IPO 总收入占市值 的百分比： |
|----|---------------------------------------|------------|---------------|-------------------|----------------------|---------------------|
| 1 | SINA Corporation | 4/13/2000 | \$17.00 | \$ 68.0 | \$ 824.56 | 8.25% |
| 2 | Sohu.com Limited (NasdaqGS: SOHU) | 6/6/2018 | \$13.00 | 59.8 | 1,580.80 | 3.78% |
| 3 | Baidu, Inc. (NasdaqGS: BIDU) | 8/5/2005 | \$27.00 | 109.1 | 3,960.32 | 2.75% |
| 4 | Fang Holdings Limited (OTCPK: SFUN.Y) | 9/17/2010 | \$42.50 | 124.7 | 1,365.37 | 9.13% |
| 5 | Tencent Holdings Limited (SEHK: 700) | 6/16/2004 | \$0.47 | 99.7 | 6,974.66 | 1.43% |
| 6 | Meta Platforms, Inc. (NasdaqGS: META) | 5/18/2012 | \$38.00 | 16,006.9 | 81,742.84 | 19.58% |
| 7 | Twitter, Inc. | 11/7/2013 | \$26.00 | 1,820.0 | 24,456.89 | 7.44% |
| 8 | Pinterest, Inc. (NYSE: PINS) | 4/18/2019 | \$19.00 | 1,425.0 | 12,916.70 | 11.03% |
| 9 | Hello Group Inc. (NasdaqGS: MOMO) | 12/11/2014 | \$13.50 | 216.0 | 3,173.86 | 6.81% |
| 10 | JOYY Inc. (NasdaqGS: YY) | 11/21/2012 | \$10.50 | 81.9 | 601.60 | 13.61% |
| 11 | Snap Inc. (NYSE: SNAP) | 3/2/2017 | \$17.00 | 3,400.0 | 32,172.43 | 10.57% |
| 12 | Weibo Corporation (NasdaqGS: WB) | 4/17/2014 | \$17.00 | 285.6 | 4,051.26 | 7.05% |
| | 25%分位数: | | | \$95 | \$1,527 | 6.05% |
| | 平均值: | | | \$1,975 | \$14,485 | 8.45% |
| | 中间值: | | | \$170 | \$4,006 | 7.84% |
| | 75%分位数 | | | \$1,524 | \$15,802 | 10.68% |

来源: Public company data from S&P Capital IQ

GTV 媒体集团公司估值 – 2024 年 4 月 29 日草案

附件 9

按年度分析特殊目的收购公司(SPAC)发行兴趣

每年的 SPAC 首次公开募股 (IPO) 交易数量

| 年度 | 申请 IPO | 寻找中 | 已宣布 | 已完成 | 已清算 | 合计 SPACs |
|------|------------|------------|------------|------------|-----------|-------------|
| 2021 | 260 | 302 | 6 | 0 | 0 | 568 |
| 2020 | 5 | 123 | 98 | 27 | 0 | 253 |
| 2019 | | 7 | 19 | 32 | 1 | 59 |
| 2018 | | | 2 | 43 | 1 | 46 |
| 2017 | | | 2 | 29 | 3 | 34 |
| 2016 | | | | 11 | 2 | 13 |
| 2015 | | | | 17 | 3 | 20 |
| 2014 | | | | 8 | 4 | 12 |
| 2013 | | | | 8 | 2 | 10 |
| 2012 | | | | 6 | 3 | 9 |
| 2011 | | | | 12 | 3 | 15 |
| 2010 | | | | 3 | 4 | 7 |
| 2009 | | | | 1 | 0 | 1 |
| | 265 | 432 | 127 | 197 | 26 | 1047 |

来源: SPAC Insider