

新冠疫情下私有股权涉及的估值问题

2020年4月17日



新冠疫情的流行在2020年第一季度严重影响了金融市场。股票市场急剧下跌，波动性增加。经济环境迅速恶化，外汇汇率和商品价格大幅波动。地缘政治力量将名义油价压至1999年以来的最低水平。这些市场动向给私募股权投资带来了估值挑战。

为了帮助您确定截至2020年3月31日的公允价值，我们在下面列出了在重大不确定性时期估算公允价值时要考虑的关键问题。

股市走势和市场前景

- 新冠疫情的爆发使企业、城市甚至国家陷入停顿。宏观经济和商业前景不确定性的增加导致全球股市急剧下跌。
- 市场普遍认为新冠疫情对全球经济增长具有重大影响。世界各地的经济学家都在忙于修改其预测。国际货币基金组织在2020年4月发布的《世界经济展望》中预计：“2020年全球经济将急剧收缩3%，远差于2008-09年金融危机期间的水平。”¹
- 中央银行/政府已采取先发制人的降息措施或提供经济救济以刺激经济增长，但其成效尚需时日观察。
- 随着商业活动的重启，中国经济从第一季度开始逐渐复苏。尽管如此，由于供应链的中断，复苏步伐的快慢仍不可确定。

指数	2019年 12月31日	2020年 3月31日	变化%
恒生指数	28,190	23,603	-16%
道琼斯工业平均指数	28,538	21,917	-23%
伦敦金融时报100指数	7,542	5,672	-24%
标准普尔500指数	3,231	2,585	-20%
纳斯达克综合指数	8,973	7,700	-14%
上证综合指数	3,050	2,750	-10%
深交所综合指数	1,723	1,666	-3%

来源：Bloomberg 及 S&P Capital IQ

来源：1. IMF. *World Economic Outlook: The Great Lockdown*, April 2020



私有股权公司的估值

- 根据Cambridge Associates在其美国私募股权指数²中发布的美国私募股权季度收益数据以及源自S&P Capital IQ的S&P 500指数数据，私募股权与S&P 500的10年相关性约为0.77。与公共股票相关的其他相关估计值在0.6到0.9范围内。
- 这意味着与公开市场投资相比，私人投资的价值波动通常较小。正如美国注册会计师协会（AICPA）所说，“这是因为非公开交易或非频繁交易投资的价值驱动因素并未与公共市场持续变化的交易特别地或唯一地联系在一起。”³
- 尽管如此，新冠疫情对全球所有行业及其商业运营环境产生的严重不利影响已经足以让投资者们谨慎衡量其投资的估值。



估值框架

- 在新冠疫情的影响下，估值原则保持不变。
- 在财务报告目的的估值中，公允价值定义为“在计量日发生的有序交易中，市场参与者之间出售一项资产所能收到的价格或者转移一项负债所需支付的价格。”⁴
- 这是一种基于市场的衡量方法，在进行估值时，需要考虑以下因素并将其作为指导原则：
 - 市场情况和市场参与者的假设是什么？
 - 什么构成有序交易？
 - 在计量日期已知和可知的信息有哪些？
- 除非有明确的迹象表明目标公司正在走向分拆/清盘，否则公允价值不等于“快速甩卖”的价格。



对业务的评估

- 新冠疫情不会改变投资估值的方法。与之前类似，在估算特定投资的公允价值时，应同时考虑宏观环境和特定投资价值驱动因素。
- 在当前环境下，需要解决以下问题：
 - 价值驱动因素是什么：是否为收入/客户、营运费用、竞争、供应链、运营等？
 - 新冠疫情对业务有何影响（渡过停产难关的运营能力，控制成本和现金流的能力、库存水平以及供应链受影响程度等）？
 - 市场中断对业务的短期、中期和长期影响是什么？
 - 在疫情流行/经济衰退期间，公司的特殊优势或劣势是什么？在疫情流行/经济衰退之后，公司具有的反弹（恢复收入，发展轨迹）的能力源于哪里？
 - 公司是否有资产流动性，偿付能力和/或契约问题？它可以获得额外的资本吗？
- 鉴于市场动荡且前景不明朗，通过估值过程中的输入值和假设反映快速变化的业务前景以及市场参与者对市场驱动的假设尤为重要。
- 假设的任何更改都应有逻辑缜密的文件作为支持。

来源： 2. Cambridge Associates. *US Private Equity (Legacy Definition) Index and Selected Market Benchmark Statistics*, September 2019
 3. AICPA. *Investment Companies: Measuring Fair Value in Times of Significant Uncertainty*
 4. HKICPA. *Hong Kong Financial Reporting Standard 13: Fair Value Measurement*, September 2018



更新财务预测以反映最新情况

- 用于公允价值估计的基本财务预测应反映最新的财务预测。随着经济不确定性的增加，预测未来现金流量可能尤其具有挑战性，应尽量考虑特定的驱动因素和假设以得出调整后的预测现金流。特别要考虑由疫情引起的活动中断会对增长产生暂时的影响还是造成永久性的损失和/或可能的反弹方式和时间。
- 鉴于新冠疫情的影响规模和持续时间的不确定性，考虑使用预期现金流量法（即使用多个概率加权现金流量预测）而不是单个现金流量预测也许是个不错的方法。



在折现率中反映风险

- 新冠疫情对无风险利率和公司特有风险溢价有显著的影响。
- 为了刺激经济，很多国家已采取降息措施，有的利率甚至接近于零。资本资产定价模型（CAPM）中的无风险利率可能会拉低折现率，然而基于当下情况的不确定性和风险性，市场参与者往往会要求更高的回报率。
- 因此应当调整CAPM模型中的其他参数，包括：
 - 调整股权风险溢价（“ERP”）以反映市场波动率的增加。
 - 调整债务成本以反映增大的信用利差。
 - 调整公司特有风险溢价以反映信用风险/流动性风险/预测风险等。
- 基于波动性和风险的增加，目前的折现率不太可能会低于以往评估基准日的折现率。



谨慎使用市场倍数

- 在通过市场法进行测算时，需格外注意选取的财务指标的基础是一致的。例如，在测算息税折旧摊销前利润倍数时（EV/EBITDA），需确保选取的分子部分企业价值（EV）以及分母部分息税折旧摊销前利润（EBITDA）都是基于同样的预测基础（如，都已经考虑了新冠疫情的影响），以避免由于其中某一个参数未考虑新冠疫情的影响而造成新冠疫情对市场倍数的影响超过其应有水平。
- 部分市场数据是每日更新的（如市值），但预测数据及历史的财务数据通常受发布机制及时效的影响，并非可以每日随时更新。采用未考虑新冠疫情影响的预测数据或历史财务数据可能造成市场倍数被低估（由于倍数测算中分子部分的市值已经考虑了新冠疫情的影响，但分母部分的历史或预测财务数据可能尚未更新，导致市场倍数被低估），从而使得使用相应被低估的市场倍数测算的公允价值亦被低估。



考虑投资时间范围

- 通常对非上市股权的投资都是基于较长周期的。相反，对二级市场股票市场的投资会时常受到短期流动性需求的影响。
- 在估计私人投资的价值时，可以考虑从市场参与者的角度来看当前市场如何改变投资范围、收益要求和退出假设，并考虑这些因素是否可能减轻私人投资相对于上市股份而言的公允价值的波动。

评估近期发生的可比交易是否仍然适用

- 由于新冠疫情爆发后市场环境发生了较大变化，疫情爆发前的可比交易价格可能不再适用。
- 对目标公司的商业计划、财务预测，以及里程碑事件完成度等因素受新冠疫情的影响进行分析是非常重要的，同时应将上述因素受疫情的影响程度与选取的可比交易中的目标公司的相应因素的受影响程度进行比对。

考虑价值趋势

- 采用一致的估值方法并评估价值趋势以及相对的季度变动是私募股权投资的主要考虑因素。
- 公允价值的整体变化应由公司业绩和市场的变化来支持。

总结要点

- 公允价值应根据估值基准日的可用信息和市场状况来反映市场参与者的假设。
- 更大的不确定性可能会转化为更大的风险和更高的回报要求，并可能对投资的评估产生负面影响。
- 注意不要重复低估价值（例如，折现率和现金流量预测都反映了风险，或者较低的预期业绩已经反映在财务中，但在市场倍数中并未有所反映）。
- 估值应依靠有力的文件和外部证据为后盾，以支持如何推导假设/输入值的变化。
- 还应进行额外的敏感性分析/情景分析，以说明关键假设变化所带来的影响，并将其包括在估值分析/披露中。
- 由于涉及的问题的复杂性，基金应尽早准备进行估值，并考虑增加估值频率。

联络我们



张慧如

合伙人，中国估值与财务模型团队负责人
电话：+852 2140 2818
电邮：janet.cheung@kpmg.com



張怡弘

合伙人，北京估值及财务模型服务
电话：+86 10 8508 5860
电邮：dennis.zhang@kpmg.com



沈一妮

合伙人，上海估值及财务模型服务
电话：+86 21 2212 3511
电邮：nikki.shen@kpmg.com



王文志

合伙人，广州估值及财务模型服务
电话：+86 20 3813 8238
电邮：winston.wang@kpmg.com

kpmg.com/cn

本刊所刊载资料仅供一般参考用，并非针对任何个人或团体的个别情况而提供。虽然本所已致力提供准确和及时的数据，但本所不能保证这些数据在阁下收取本刊物时或日后仍然准确。任何人士不应在没有详细考虑相关的情况及获取适当的专业意见下依据本刊物所载资料行事。

© 2020 毕马威会计师事务所 — 香港合伙制事务所，是与瑞士实体 — 毕马威国际合作组织（“毕马威国际”）相关联的独立成员所网络中的成员。版权所有，不得转载。香港印刷。毕马威的名称和标识均属于毕马威国际的商标或注册商标。