

当前市场下私募股权基金 投后估值考量

2024年7月4日

当前市场下私募股权基金投后估值考量

2024-7-4



我们经历了疫情的特殊时期，在地缘政治不断演变和中国资本市场政策积极引导的情况下，私募股权基金投资行业对合规也日益重视。特别是私募股权基金的有限合伙人对私募基金投资组合投后价值变动特别关注，使得投后公允价值估值问题成为各私募股权基金和管理人关注的焦点。各私募基金投资项目往往处于非上市阶段，常集中在新兴行业且很多项目所处阶段较为早期，使得投后估值的难度和不确定性均面临挑战。

本文将基于私募股权基金的投后考量，主要针对投后估值的体系、常见估值方法以及相关热点问题进行探讨。

基金估值体系概要

私募股权基金的有限合伙人包括有资管行业的保险机构、商业银行和信托公司等。原银保监会、金融监管总局、财政部、证监会、基金业协会等密集发布了估值相关的文件。

国内准则方面，财政部于2017年修订颁布《企业会计准则第22号-金融工具确认和计量》，该准则于2021年1月1日起全面实施，并与《企业会计准则-基本准则》以及《企业会计准则第39号-公允价值计量》一起构成以财务报告为目的的基金投后估值所需遵循的主要会计准则。估值准则方面，中国资产评估协会颁布了《以财务报告为目的的评估指南》和《资产评估执业准则-企业价值》，基金业协会发布了《中国基金估值标准2018》（以下简称“估值标准”），就基金从业中的估值实务给出详细标准和指引。

国际准则方面，国际会计准则理事会发布了《国际财务报告准则第9号—金融工具》（IFRS 9）。国际私募股权和风险投资估值理事会（IPEV）于2021年12月更新了《国际私募股权投资和风险投资估值指引》（以下简称“估值指引”），安永对此保持密切关注。

为财务报告目的，基金管理人通常应当在估值日以公允价值为基础估计各单项投资的价值。会计准则对公允价值进行了定义，规定了公允价值的适用情况以及公允价值的层次，估值标准和估值指引为公允价值的估计给出了适用的估值方法的指导，为私募股权基金行业的投后估值奠定了理论基础。

估值方法

1. 一般基金常用估值方法及特别关注点

私募股权基金投后估值常用的估值方法包括三种：收益法、市场法和成本法，具体来看，主要包括以下：

市场报价	▶ 参考市场报价分析公允价值
参考近期融资价格法	▶ 采用投资初始成本或近期投资成本作为公允价值分析的出发点，结合其他方法进行分析
市场乘法法	▶ 基于可比公司或可比交易恰当的价值乘数和被估公司可持续收益分析公允价值
行业指标法	▶ 基于某些市场指标如用户数等分析公允价值
现金流折现法	▶ 通过分析被估公司层面的未来盈利能力分析公允价值 ▶ 通过分析被估公司未来的收益分析公允价值
保障收益法	▶ 有保底或回购条款的投资，考虑保障收益的结果，结合其他估值方法结果进行孰高和退出情景分析
净资产法（成本法）	▶ 通过对被估公司各类资产估值确定净资产公允价值
基金净值法	▶ 如果投资项目本身为另一投资基金的，在考虑上述方法的基础上，参考可以获取的基金净值报告、财务报告、资金余额表及估值报告等中归属有限合伙人的净资产的价值，考虑相应的基金的份额后计算得出

估值方法的选择通常取决于被估公司的属性和特征、价值基础、相关信息和数据的可获得性以及专业判断。

由于处于早期阶段和新兴行业公司往往频繁融资，参考最近融资价格法是私募股权基金最常用的投后估值方法。在运用该方法时，应当对最近融资价格的公允性做出判断。一方面，若没有主要的新投资人参与最近融资、最近融资金额对被估公司而言并不重大，或是被估公司陷入危机后的拯救性投资，其融资价格一般不作为被估公司公允价值的最佳估计使用；另一方面，估值日距离融资完成的时间越久，最近融资价格的参考意义越弱。若最近一轮融资完成后，被估公司的主营业务或经营战略发生了重大变化，或面对的宏观经济环境、市场竞争格局、产业政策等发生了重大变化时，后续估值日通常需要对最近融资价格进行调整。

实操中我们注意到，私募股权基金出于维护投资者利益的需要，往往会在投资协议中加入保底回购/保障收益条款。对于签署有保底收益/回购条款的被投资项目，其保底收益带来的保护性价值也应予以体现。在估值过程中，往往与市场乘法法结合考虑，若市场乘法法的估值结果大于保底条款的收益现值，则无需考虑保底条款的价值；若市场乘法法的估值结果小于保底条款的收益现值，则需结合保底条款触发的可能性，综合分析不同方法对被估公司公允价值的影响。

在采用市场乘法法及现金流折现法对私募股权基金进行估值时，应当分析判断是否需要考虑某些特殊折扣。首先，被估公司为非上市公司或者是存在流动受限的上市公司股权时，相对于上市流通的股票，应当考虑一定的缺乏流动性折扣（DLOM），特别地，由于私募股权基金多以上市作为主要的退出方式以及近年来中国证券监督管理委员会对上市公司股东减持股份做出了进一步明确规定，因此，在估值实操中对缺乏流动性折扣进行考量时，除了需要考量限售期股份的非流通性，还可以结合私募股权基金的减持计划综合判断减持受限对股份流通性的影响。其次，一般私募基金作为财务投资人，持股比例较小，在采用现金流折现法对被估公司100%股权进行估值时，应当考虑一定的缺乏控制权折扣（DLOC）。

2. 早期投资的估值难点及应对措施

近年来，私募股权基金对诸如半导体、生物医药等战略新兴领域的早期投资力度明显加大，传统估值方法（如市场乘数法和现金流折现法）对尚未盈利的半导体和生物医药科技企业估值时或面临重大挑战。

对于这类初创企业，由于其通常尚未产生稳定的收入或利润，但融资活动一般较为频繁，因此参考最近融资价格法在此类企业的估值中应用较多。在具体应用的过程中，通常会考虑以下重点：

- ▶ 被投公司的所处行业和发展阶段，比如是否是属于研发驱动的行业和阶段；
- ▶ 被投公司的最近一轮融资具体估值基准日的时间和期间市场和政策是否发生较大变化；
- ▶ 被投公司的财务及业务表现与投资时的预期比较；
- ▶ 被投公司的现金是否充足，是否存在持续经营的风险；
- ▶ 被投公司是否有显著的里程碑事件的发生；以及，
- ▶ 被投公司是否有新一轮的潜在融资。

在没有可参考的最近融资价格时，若被估公司形成了一定规模的销售收入但尚未达到盈亏平衡，可以考虑收入指标作为乘数，如企业价值/收入（EV/Sales）或市销率（P/S），使用市场乘数法对其进行估值分析。

3. IPEV的更新

估值指引的更新集中在合同条款约束下公允价值计量和ESG（ESG是指对环境（Environmental）、社会（Social）和治理（Governance）的简称）因素的讨论等方面。

安永在2023年对此进行了解读，延伸阅读：[【PE/VC洞察】《国际私募股权和风险投资估值指引》（2022年版）更新对私募基金投后估值影响](#)

估值前沿热点

私募股权基金的投资形式多种多样，优先股及S基金的估值是私募股权基金估值领域的热点。

对于优先股的估值，由于其相较于普通股而言，在清算、赎回时有特定的优先受偿权利，因此在对优先股价值进行估值分析时，需要根据协议条款中约定的不同轮次优先股的权利与义务，以及预计优先股不同退出形式的可能性进行分析，将被估公司的权益价值在不同轮次的优先股与普通股之间进行分配。

对于S基金的估值，除了需要考量子基金对底层投资项目估值的合理性外，还需要根据母基金投资协议中的相关分配条款，关注母基金作为有限合伙人或普通合伙人的权益是否已经合理计算，尤其是管理费及超额投资收益等的计算是否合理。另外，随着近年来北京、上海等地先后出台相关政策，试点鼓励基金份额在股权交易中心进行协议转让或竞价交易，以S基金份额交易为主的新退出模式及估值需求也迎来了前所未遇的发展窗口期。延伸阅读：[《安永观察：S基金的市场机遇和估值挑战》](#)。

结语

安永估值、模型与经济咨询服务团队在私募股权基金估值方面有着多年广泛的经验，为许多著名的私募股权基金在投前、投中和投后提供估值服务。我们拥有一支经验丰富的私募股权基金专业估值团队，欢迎与我们的专业团队进一步讨论。

本文作者:



刘颖

大中华区战略与交易咨询合伙人
安永（中国）企业咨询有限公司
+86 10 5815 4368
miucila.liu@cn.ey.com



赵婕

大中华区战略与交易咨询高级经理
安永（中国）企业咨询有限公司
+86 10 5815 3183
apple.j.zhao@cn.ey.com



刘宇鹏

大中华区战略与交易咨询经理
安永（中国）企业咨询有限公司
+86 10 5815 3000
penn.liu@cn.ey.com

安永 | 建设更美好的商业世界

安永的宗旨是建设更美好的商业世界。我们致力帮助客户、员工及社会各界创造长期价值，同时在资本市场建立信任。

安永坚持创新与技术投入，通过一体化的高质量服务，帮助客户把握市场脉搏和机遇，加速升级转型。

在审计、咨询、战略、税务与交易的专业服务领域，安永团队对当前最复杂迫切的挑战，提出更好的问题，从而发掘创新的解决方案。

安永是指 Ernst & Young Global Limited 的全球组织，加盟该全球组织的各成员机构均为独立的法律实体，各成员机构可单独简称为“安永”。Ernst & Young Global Limited 是注册于英国的一家保证（责任）有限公司，不对外提供任何服务，不拥有其成员机构的任何股权或控制权，亦不担任任何成员机构的总部。请登录 ey.com/privacy，了解安永如何收集及使用个人信息，以及在个人信息法规保护下个人所拥有权利的描述。安永成员机构不从事当地法律禁止的法律业务。如欲进一步了解安永，请浏览 ey.com。

© 2024 安永，中国。
版权所有。

APAC no. 03020627
ED None.

本材料是为提供一般信息的用途编制，并非旨在成为可依赖的会计、税务、法律或其他专业意见。请向您的顾问获取具体意见。

ey.com/china

关注安永微信公众号
扫描二维码，获取最新资讯。

