

한국벤처투자 투자자산 평가 가이드라인

2011년 9월

한국벤처투자

Preface

본 지침은 한국벤처투자의 Venture Capital/Private Equity 투자 관련 펀드 평가 및 수익성 평가에 있어 필수적 요소인 투자자산의 가치평가(Valuation)의 기본 원칙 및 방법을 제시하고 있습니다.

‘현행 일반기업회계기준’은 투자자산에 대한 공정가치(Fair Value) 평가를 원칙으로 하고 있고, 중소기업창업투자회사 회계처리지침(중기청고시 제2011-11호) 제15조(유가증권의 측정)에서는 유가증권의 공정가치는 활성시장이 없는 경우 한국벤처캐피탈협회에서 정한 「벤처투자자산 공정가치 평가 기준」에 따라 측정하도록 하고 있습니다. 이에 따라 한국벤처투자(주)가 투자한 VC/PE 자산에 대해 공정가치 기반의 가치평가를 보다 쉽게 유도 하고, 가치평가와 관련한 투명성과 신뢰성 제고를 도모하면서 한국벤처투자(주)의 조합을 관리·운영하는 벤처캐피탈 업계가 공통적으로 용이하게 준수할 수 있도록 하기 위하여 「벤처투자자산 공정가치 평가기준」을 통해 제시된 기준에 기반하여 한국벤처투자(주) 「투자자산 공정가치 평가 가이드라인」을 수립하였습니다.

본 지침은 VC/PE 투자 시장의 주요 Player이자 VC/PE 투자 자산에 대한 정보를 가장 많이 가지고 있는 VC/PE 운용사의 책임 하에 가치평가가 이루어지는 경우, 신뢰성과 객관성의 제고에 필요한 가치평가의 기본원칙, 주요 유의사항 및 구체적인 방법론을 제시하고 있습니다.

본 지침에서 제공하고 있는 구체적인 내용은 ‘현행일반기업회계기준’과 ‘한국채택 국제회계기준(K-IFRS)’을 기초로 하고 GIPS(Global Investment Performance Standards) 및 International PE and VC Valuation Guidelines 등 PE/VC 시장에서 국제적으로 활용되고 있는 Valuation Guidelines를 Benchmarking 하였습니다.

따라서 본 지침을 준수하는 것은 VC/PE 운용사에 의한 VC/PE 투자자산의 가치 평가에 대한 신뢰성과 객관성을 제고하고 회계반영 가능성을 제고하는 것입니다.

다만, 본 지침은 원칙적으로 ‘현행 일반기업회계기준’에 따른 「벤처투자자산 공정가치 평가기준」을 기반으로 하였고 본 지침의 많은 부분에서 ‘한국채택 국제회계기준’의 기준을 준용하였음에도 불구하고, 한국벤처투자(주)의 VC/PE 투자자산의 평가가 공정가치 기반에서 보다 쉽게, 공통적으로 이루어 질 수 있는 기준을 마련하기 위하여 제시된 것이기에 유동성할인을 등과 같은 가치 평가 과정상에서 투입된 제 변수 및 제반 가정에 대한 공통 적용 가이드라인이 제시되어있습니다. 따라서 ‘한국채택 국제회계기준’을 적용하여 공정가치 평가를 하고자 하는 경우에는 기준이 보다 강화된 별도의 지침이 적용되어야 합니다.

목 차

Introduction	
I. 공정가치 (Fair Value) 원칙.....	5
II. 가치평가의 기본 원칙.....	7
III. 공정가치 평가 시 유의 사항.....	9
IV. 지분증권의 가치평가 서열체계 (평가기법의 선택).....	17
V. 활성시장이 있는 지분증권의 공정가치.....	19
VI. 활성시장이 없는 지분증권의 공정가치.....	23
독립적 제3자의 최근거래가격.....	24
Market-based Multiples (유사상장회사이용법).....	27
Discounted Cash Flow (of Underlying Business).....	30
유사거래이용법 (유사인수합병사례의 활용).....	36
Net Asset Value (순자산가치).....	38
Industry Valuation Benchmark.....	39
VII. 채무증권의 공정가치.....	41
활성시장이 있는 채무증권의 공정가치.....	41
독립적 제3자의 최근거래가격.....	42
Discounted Cash Flow (from the investment).....	44
VIII. 전환사채(CB)의 공정가치.....	47
IX. 신주인수권부사채(BW)의 공정가치.....	50
X. 프로젝트 투자의 공정가치.....	53
XI. 공정가치 추정이 불가능한 자산의 가치평가.....	57

Introduction - 본 지침의 구성 (활용 방법)

본 지침의 활용을 위해서 반드시 숙지하여야 할 기본 사항 및 공통 사항은 I. 공정 가치, II. 가치평가의 기본원칙, III. 공정가치 평가 시 주요 유의사항에 제시 하였습니다.

또한 활성시장이 있는 경우와 활성시장이 없는 경우에 따라 별도로 숙지되고 준수 되어야 할 유의 사항은 각 해당 부분의 초반 부에 제시하였습니다.

개별적인 평가기법을 활용함에 있어 유의 할 사항 등은 각 개별 평가기법을 설명 하는 부분에 제시하였습니다.

지분증권의 평가방법론은 IV장-VI장에 설명하였고, 채무증권의 평가방법론은 VII장~IX장에 설명되어 있으나 전환사채와 신주인수권부사채의 평가에 대해서는 그 중요성을 고려하여 VIII장과 IX장에 별도로 언급하였습니다. X장은 프로젝트 투자의 가치평가 방법을 제시 하였으며 XI장은 공정가치 추정이 불가능한 투자 자산의 가치평가 방법에 대해 설명 하였습니다.

I. 공정가치(Fair Value) 원칙

공정가치의 정의 :

‘합리적인 판단력과 거래의사가 있는 독립된 당사자 사이의 거래에서 자산이 교환되거나 부채가 결제될 수 있는 금액’ (현행기업회계기준)

유가증권의 공정가치 평가 원칙 :

모든 유가증권은 공정가액으로 평가하는 것이 원칙임

공정가치 평가 예외 유가증권 :

가. '만기보유증권'

나. '매도가능증권 중 공정가액을 신뢰성 있게 측정할 수 없는 시장성이 없는 지분증권'

참조: 유가증권의 세 가지 범주의 정의

- (1) 단기매매증권
- (2) 매도가능증권
- (3) 만기보유증권

특정 투자자산의 공정가치 평가 가능성 검토 기준 :

- 가. 활성시장이 있는 유가증권은 시장가격을 공정가치로 봄
- 나. 활성시장이 없는 경우 그 유가증권과 유사한 증권의 활성시장이 있다면 그 유사한 증권의 시장가격을 기초로 한 금액으로 평가 할 수 있음
- 다. 복합적인 성격을 가지는 유가증권(예, 신주인수권부사채)의 경우에는 유가증권 전체에 대한 활성시장이 없더라도 유가증권의 일부분에 대한 시장가격이 존재한다면 그 가격에 근거하여 유가증권 전체의 공정가치를 추정할 수 있음
- 라. 유가증권 활성시장이 없다면, 공정가치는 평가기법을 사용하여 결정함
- 마. 채무증권의 활성시장은 없으나 미래현금흐름을 합리적으로 추정할 수 있고, 공신력 있는 독립된 신용평가기관이 평가한 신용등급이 있는 경우에는 신용평가 등급을 적절히 감안한 할인율을 사용하여 평가한 금액을 공정 가치로 봄. 그 이외의 활성시장이 없는 채무증권의 공정가치는 ‘일반적으로 합리적이라고 인정 되는 평가 모형’을 이용하여 결정할 수 있음
- 바. ‘합리적인 평가모형과 적절한 추정치를 사용하여 신뢰성 있게 평가한 금액’은 활성시장이 없는 지분증권의 공정가치로 볼 수 있음
- 사. 신뢰성 있게 측정할 수 있다면 공정가치로 측정해야 하는 투자자산을 그 이전에는 신뢰성 있게 측정할 수 없었으나, 현재 신뢰성 있게 측정할 수 있게 된 경우에는 당해 자산은 공정가치로 다시 측정함

II. 가치평가의 기본 원칙

가치평가의 투명성

(1) 본 지침을 포함한 가치평가에 대한 지침 및 규정은 사내에 명문화 되어 있어야 함

(2) 가치평가의 방법론, 데이터 및 절차는 투자자가 요구하는 양식에 따라 투명하게 보고되어야 하며 회사 내부에 보관되어 있어야 함

(3) 투자심사 시 고려되었던 주요 이슈 및 고려사항들은 가치평가 보고 시 투명하게 보고되어야 함

(4) 가치평가에 추정치가 반영된 경우 그에 대한 근거는 타당해야 하며 투자자에게 구체적으로 보고되어야 함

가치평가의 일관성

(1) 가치평가 시 적절하다고 판단한 가치평가 방법론(평가기법 및 구체적인 투입변수)은 투자기간 동안 일관성 있게 적용 되어야 하고, 가치평가 방법론 변경이 필요한 경우 그에 대한 타당한 근거 및 설명이 수반되어야 하며 투자자에게 투명하게 보고되어야 함

(2) 단, 투자기간 중 공정가치의 추정치로 활용할 수 있는 독립적인 제3자의 신규 거래가 발생하거나 등록/상장 등 활성시장이 형성된 경우 그에 적합한 가치평가 방법론을 적용해야 함

(3) 가치평가에 추정치 및 가중치가 반영된 경우 그에 대한 근거 및 가정은 투자기간 동안 일관성 있게 적용되어야 하며, 변경이 필요한 경우 그에 대한 타당한 근거 및 설명이 수반되어야 하며 투자자에게 투명하게 보고되어야 함

가치평가의 적시성

(1) 가치평가는 정기적으로(반기별 1회 권장) 이루어져야 함

(2) 가치평가는 자산가치의 중대한 감소 등 본질적인 자산가치의 변화가 즉시 반영될 수 있어야 함

가치평가의 객관성

(1) VC/PE 투자자산에 대한 가치평가는 운용사의 전문 인력에 의해 수행되는 것을 원칙으로 함

(2) 가치평가를 수행하는 평가자 및 가치평가 대상 투자자산과 이해관계가 없는 제3자 또는 가치평가위원회의 검토 및 확인이 필요함(필수 사항 아님)

평가자의 신의/성실

(1) 평가자는 본인이 가지고 있는 정보를 가치평가에 완전히 반영하여 신의 원칙하에 성실하게 이행해야 함. 또한 정기 보고 시 가치평가에 반영된 정보를 투자자에게 투명하게 공개해야 할 의무가 있음

(2) 가치평가의 방법론 선택에 있어 평가자는 정확성의 확보 및 불확실성 최소화를 위해 최선을 다해야 하며 데이터 및 계산 과정의 오류에 대한 책임이 있음

III. 공정가치 평가 시 주요 유의사항

공정가치 산출의 목적

가치평가 방법론 선택 시, 공정가치 산출의 궁극적인 목적에 따라, 측정일 현재 독립된 당사자 사이의 정상적인 거래에서 발생할 수 있는 거래가격을 결정할 수 있는 최선의 방법론이 선택되어야 함

가치평가 서열체계(Valuation Hierarchy)의 준수

평가기법(가치평가의 방법론) 선택은 VC/PE 투자가 수반하는 불확실성을 최소화 하고 정확한 공정가치를 산출하기 위해 신의 성실을 다하여야 하며, **본 지침에서 제시하고 있는 가치평가 서열체계를 철저히 준수해야 함**

가치평가 서열체계에서 제시된 평가기법 이외에도, 투자자산의 가격을 결정 하는데 시장참여자가 일반적으로 사용하는 평가기법으로서 그 평가기법이 실제 시장거래가격에 대해 신뢰할 만한 추정치를 제공한다는 사실을 제시할 수 있다면, 그 평가기법을 사용하여 투자자산의 공정가치를 산출할 수 있음. 단 가치평가 서열체계에서 제시된 평가기법을 채택하지 않은 이유와 평가자가 사용한 평가기법이 가치평가 서열체계에서 제시된 평가기법 보다 정확한 추정치를 제시할 수 있는 근거에 대한 타당한 설명이 반드시 필요함

평가기법의 적용 및 투입변수

활성시장이 없는 경우 공정가치 평가를 위해 선택한 평가기법은 시장정보를 최대한 사용하고, 기업특유의 정보를 최소한으로 사용하여야 함. 이러한 평가

기법은 시장참여자가 가격을 결정하는 데 고려하는 모든 요소를 포함하며, 투자자산의 가격을 결정하기 위하여 일반적으로 적용되는 방법론에 부합하여야 함

특정 투자자산의 공정가치를 추정하기 위한 평가기법은 시장상황에 대해 관측 가능한 시장자료와 투자자산의 공정가치에 영향을 미칠 가능성이 높은 그 밖의 요소를 반영 함. 투자자산의 공정가치는 다음 요소(경우에 따라 다른 요소) 중 하나 또는 그 이상에 기초하여 결정됨

- (1) 화폐의 시간가치(즉, 기초이자율이나 무위험이자율)
- (2) 신용위험
- (3) 환율
- (4) 주식가격
- (5) 변동성(Volatility, 즉, 투자자산이나 기타 항목의 미래 가격변동 크기)
- (6) 중도상환위험(Prepayment risk)

최근 취득한 투자자산의 공정가치

최근에 투자자산을 취득한 경우, 측정일 현재까지 피 투자기업에 중대한 변화가 있지 않고 경제상황 및 금융시장의 변화가 없다면 동 투자자산의 취득 가격은 '독립적 제3자의 최근 거래가격'이며, 따라서 평가대상 투자자산의 취득 가격을 공정가치의 추정치로 사용 가능함

그러나 동일한 (수정하거나 재구성하지 아니한) 투자자산의 관측 가능한 투자시점의 시장거래와의 비교에 의해 입증되거나 관측가능한 시장의 자료만을 변수로 포함한 평가기법에 기초하는 그 투자자산의 공정가치가 있다면, 그 투자자산의 취득가격을 공정가치의 추정치로 사용하여서는 안 됨

최근 취득한 투자자산의 취득가격을 활용한 공정가치 추정은 'IV. 활성시장이 없는 지분증권의 공정가치' 및 'VII. 채무증권의 공정가치'에 설명된 '독립적 제3자의 최근 거래가격' 평가기법을 준용함

실질적으로 동일한 다른 투자자산의 현행 공정가치 활용 (Reference to the current fair value of another instrument that is substantially the same)

실질적으로 동일한 다른 투자자산의 현행 공정가치를 이용할 수 있다면 이를 참조하여 공정가치를 추정할 수 있음

우선주(Preferred Stock) 등의 평가

우선주는 이론적으로 보통주와 그 특성을 달리 하므로 보통주와는 별도로 개별적인 평가가 이루어지는 것이 적절함

단, 우선주에 투자한 경우에 1) 보통주의 공정가치를 이용할 수 있고 2) 우선주의 조건 및 투자의 특성을 검토하여 일반적으로는 실질적으로 보통주와 동일한 투자자산으로 볼 수 있을 경우에는 보통주의 공정가치를 우선주의 공정가치로 사용하거나 이를 참조하여 공정가치를 추정할 수 있음

상환우선주의 경우는 주식과 채권의 두 가지 요소로 구성된 복합증권이라는 점에서 전환사채와 유사하나, 상환우선주의 경우에는 이익으로써만 소각할 수 있다는 점에서 전환사채와 상이 함. 따라서 상환우선주의 공정가치 추정 시 상환 가능성을 반영한 평가가 이루어져야 하며 상환가액, 상환기간, 상환방법과 수 등에 대한 면밀한 분석이 이루어져야 함. 특히 상환우선주의 발행회사가 상환 여부를 결정할 수 있는 권리를 가질 경우에는 상환우선주의 가치는 상환될 경우의 가치를 초과할 수 없다고 보는 것이 합리적이며, 이에 따른 위험을 반영한 공정가치 추정이 이루어져야 함

* 일부 회계법인이 상환우선주를 대출채권으로 인식하여야 한다는 의견을 제시하고 있는 바, 만약 상환우선주가 대출채권으로 인식되어야 하는 경우에는 이는 공정가치 평가대상에서 제외된다고 보는 것이 합리적임

Refixing 조항의 반영

전환사채의 전환가격, 신주인수권부사채의 신주인수권 행사가격, 전환우선주의 전환비율 등이 피 투자기업의 주가 또는 매출 및 수익과 같은 실적과 연동되어 조정(Refixing)되는 경우, 이러한 사항을 반영하여 공정가치를 추정할 수 있음

투자자산의 공정가치가 저하되는 방향으로 Refixing이 발생할 수 있는 경우에는 반드시 이를 고려하여 공정가치 평가가 이루어져야 함

지분의 희석(Dilution)

모든 지분증권의 가치평가는 피 투자기업 전체에 대한 가치평가를 우선적으로 하며, **측정일 현재 당해 기업이 발행한 CB, BW, Stock Option 등과 관련하여 지분의 희석 가능성이 있는 경우에는 그 희석 요인을 모두 반영하여야 함.** 지분의 희석 요인을 반영해야 할 경우, 지분의 희석 과정에서 발생하는 차입금의 감소(예: CB 전환금액), 지분가치의 증가(예: CB 전환금액, BW 신주인수권 행사금액, Stock Option 행사금액), 지분(주식) 수의 증가 등 주요 변수의 변동이 반영되어야 함

전환사채 및 신주인수권부사채에 대한 공정가치 추정 시에도, 지분의 희석(지분 수의 증가)과 함께 차입금의 감소 및 지분가치의 증가 요소가 반영된 평가가 요구됨

투자가치의 유의적인 감소 요인 반영

피 투자기업의 채무 불이행, 부도, 워크아웃 및 회사정리절차 신청, 중대한 법정 소송(지적재산권 관련 소송 포함), 경영진(CEO, CTO 등) 등의 변화 및 사임, 핵심 연구 인력의 퇴사, 회사의 내부부정행위, 투자 화폐가치의 중대한 하락,

활성시장 여건의 악화, 사업 관련 유의적인 마일스톤(Milestones)의 실적이 투자 시점 보다 저하되거나 계획보다 유의적으로 지연되어 수익성의 악화를 초래할 수 있는 사건의 발생 등 투자자산 가치의 유의적인 감소 사유가 발생한 경우 평가자는 최대한의 실사(due diligence)를 통해 정성적/정량적 분석을 하여 가치평가에 반영 하여야 함

비영업용 순자산 가치의 반영

비영업용 자산이 있는 경우에는 비영업용 순자산의 공정가치를 평가에 반영하여 기업가치 및 지분증권의 공정가치를 추정하는 것을 원칙으로 함

화폐단위가 다른 투자자산에 대한 Valuation

화폐단위가 다른 투자자산은 동일한 방법으로 평가하되 평가기준일의 현물 환율로 환산 함. 기준 환율과 전신환매도율 모두 적용 가능하나, 기간별 및 평가 대상 별로 일관성 있게 적용하여야 함

여러 가지 환율을 사용할 수 있는 경우에는 해당 거래나 잔액에 따른 미래 현금흐름이 측정일에 발생하였다면 결제하였을 환율을 사용함. 일시적으로 두 통화의 교환이 불가능한 경우에는 그 이후에 처음으로 교환이 이루어지는 때의 환율을 사용함

유동성 할인(Marketability discount) 적용

활성시장이 없는 지분증권의 공정가치 평가에 평가기법(Market-based Multiples, Discounted Cash Flow, Net Asset Value, Industry Benchmark 등)을 활용 시 대부분의 경우 유동성에 대한 할인이 필요하며, 각 평가기법 별로 유동성 할인

(Marketability discount)의 적용을 요하는 경우 여기에서 제시하는 지침에 따라 적용되어야 함

유동성 할인율은 기업가치(Enterprise Value)를 계산 후, 평가대상 투자자산이 배분에 참여하는 단계(예, 주식의 경우 총지분의 가치-Equity Value 계산 단계)에서 적용되어야 함

***유동성 할인을 판단 기준 예시**

판 단 기 준 (여 건)	유동성 할인
1) 매출액 규모가 10억 원 이하인 경우 또는 2) 투자 당시 예상하였던 기업의 실적 및 성장 속도보다 평가일 현재 현저하게 저조한 경우	25% 이상
1) 매출액 규모가 10억 원 초과, 20억 원 이하인 경우 또는 2) 투자 당시 예상하였던 기업의 실적 및 성장 속도보다 평가일 현재 다소 저조한 경우	20-25%
1) 매출액 규모가 20억 원 초과, 50억 원 이하인 경우 또는 2) 투자 당시 예상하였던 기업의 실적 및 성장 속도보다 평가일 현재 유사한 경우	15-20%
1) 매출액 규모가 50억 원 초과, 300억 원 이하인 경우	10-15%
1) 매출액 규모가 300억 원 초과, 500억 원 이하인 경우	5-10%
1) 매출액 규모가 500억 원 초과인 경우	0-5%

상기 예시에서 유동성 할인을 결정 시 고려할 사항은 매출액의 규모, 이익잉여금의 규모, 현금흐름 창출 능력 여부, 투자 시점 시의 예상 실적과의 평가 기준일 현재 비교 등이며 매출액의 규모는 동일하나 당기순이익과 이익잉여금이 모두 적자인 경우 상기 예시표에서 10%의 추가할인을 더하고, 당기순이익과 이익잉여금 중 하나가 적자인 경우에는 5%의 추가할인을 더함

개별적인 상황에 따라 10%~30% 범위의 유동성 할인 적용이 일반적인 것으로 평가되고 있으며, 상기와 같은 기준에 따라 차등을 두어 적용할 것을 권장 함

(기본적으로 5% 간격으로 조정할 수 있음) 단, **유동성 할인율의 적정 수준을 결정하기 어려운 경우에는 30%이상의 할인율을 적용할 것을 권장함**

공정가치의 관점에서 유동성 할인율을 적용하기 위해서는 현재 투자자산 보유자의 시각으로 유동성 할인율을 결정해서는 안 되며, 시장참여자 전체의 관점에서 결정되어야 함. 이러한 관점에서 유동성 할인율 결정 시 상기 예시표 외에 고려할 사항은 아래와 같음

- 매각의 시점이 가까워지고 그 가능성이 확실 할수록 유동성할인율은 낮아짐
- 매각 타이밍, 성격, 과정에 영향력이 클수록 유동성할인율은 낮아짐
- 투자대상 기업이 가치평가 시점에서 매각이 가능하거나 그 주식의 거래가 가능하지 않을 경우에는 어떠한 조치들을 취해야 투자대상 기업이 매각가능하거나 그 주식이 거래될 수 있는지, 그러한 조치들을 취하는 데 있어서 얼마나 어려움과 위험이 따르는지, 그리고 기간은 얼마나 필요한지 등에 대한 판단이 필요함
- 주식시장 상황이나 M&A 활동 수준이 투자대상 기업의 매각이나 주식의 거래 가능성에 미치는 영향에 대한 판단이 필요함

매각 타이밍, 성격, 과정에 대한 영향력 평가 시 고려되어야 할 사항은 아래와 같음

- 매각과 관련하여 유사한 생각을 하는 다른 주주들이 있는가? 있는 경우 이들 전체의 영향력은 어느 정도인가?
- 합의된 매각 전략 또는 계획이 존재하는가?
- 매각과 관련 유사한 생각을 주주 군이 투자기업의 다른 주주들에게 매각에 동의할 것을 요구하고 제시한 매각 조치를 진행되도록 할 수 있는 법적인 권리가 존재하는가?
- 투자기업의 경영진들이 투자자산의 성공적인 매각 가능성을 줄일 수 있는 사실상의 능력을 가지고 있는 가? 이 경우 경영진의 태도는 어떤 입장인가?

즉, 상기 예시표 이외에 매각의 가능성/용이성을 고려하여 유동성 할인율을 추가 가감할 수 있음

소수지분할인(Minority discount) 적용

소수주주가 보유하고 있는 지분의 경우 기업에 대한 경영권을 행사할 수 없어 지배주주 또는 경영권을 보유하고 있는 지분에 비해 상대적으로 가치가 낮으므로, 지분의 가치가 지배주주의 입장을 반영하여 산정된 경우 소수주주의 지분 가치를 산정하기 위해서는 적절한 소수지분할인을 적용 하여야 함

활성시장이 없는 지분증권의 공정가치 평가 시 사용되는 유사거래이용법, Net Asset Value, Industry Valuation Benchmark 등의 경우는 일반적으로 지배주주의 입장에서 가치평가가 이루어지므로 소수지분할인을 적용하여야 하며, 그 외의 평가기법을 이용하여 가치평가가 이루어지는 경우에도 그 가치가 지배주주의 입장을 반영하여 산정된 경우에는 소수지분할인을 적용하여야 함

어느 정도의 소수지분할인이 적절한지는 원칙적으로 평가자의 전문적인 판단에 따름. 단, 소수지분할인의 적정 수준을 결정하기 어려운 경우에는 30%이상의 할인율을 적용할 것을 권장함

$$\text{Minority discount} = 1 - [1/(1+\text{Control Premium})]$$

$$\text{Control Premium} = [1/(1-\text{Minority discount})] - 1$$

복수의 할인율 적용

2가지 이상의 할인율을 적용 할 경우에는 순차적인 적용을 원칙으로 함. 예로서 유동성할인(Marketability Discount)과 소수지분할인(Minority Discount)을 동시에 적용하여야 할 경우, 두 가지 할인율을 합산하여 적용하는 것이 아니고 평가기법을 이용하여 계산한 지분가치에 유동성할인율을 적용된 결과치에 다시 소수지분할인율을 적용하여 순차적으로 지분의 최종 공정가치를 추정함

IV. 지분증권의 가치평가 서열체계 (평가기법의 선택)

가치평가 서열체계

시장성	평가방법론	방법론 설명	신뢰성
시장성 있음	시장가평가	<ul style="list-style-type: none"> · 상장 주식 등 시장가격이 존재하는 지분증권 · 공정가치 = 시장가격 - 거래제한 할인율 	신뢰성 증가
시장성 없음	3자거래가 평가	<ul style="list-style-type: none"> · 독립적 3자간의 최근 거래가격 존재 · 공정가치 = 3자거래가격 - 할인요소(소수지분) 고려 	
	유사기업비교평가 (Multiples based)	<ul style="list-style-type: none"> · 비교 가능한 유사상장기업이 존재, 양(+)의 현금흐름 발생 · 공정가치 = 시장 Multiples에 의해 산정된 가격 - 할인요소(소수지분, 유동성) 	
	기타합리적인 방법에 의한 평가	<ul style="list-style-type: none"> · Discounted Cash Flow · Industry Valuation Benchmarks · Net Asset Based Valuation · 기타 시장에서 사용되는 합리적인 평가 방법 	
Milestones 평가 (Impaired Value)	<ul style="list-style-type: none"> · 상위의 방법론 적용 불가 시에 사용 · 취득원가를 기반으로 하여 사후관리 Milestones를 고려하여 감액 손실 반영하여 평가 	불확실성 증가	

가치평가 서열체계를 이용한 평가기법의 선택

(1) 가치평가 서열체계는 여러 가지 가치평가 기법을 신뢰도와 정확성에 따라 수직으로 배열함으로써 가치평가 기법 선택에 있어 객관성 및 타당성을 확보할 수 있게 함

(2) 가치평가 서열체계 내 상위에 있는 평가기법을 우선 적용하는 것을 원칙으로 함
 1) 시장가격 2) 독립적 제3자의 최근 거래가격 3) Market-based Multiple Analysis 4) 기타 합리적인 방법의 순으로 적용 되어야 함

(3) 투자자산의 활성시장이 있는 경우 공정가치의 최선의 추정치는 활성시장에서 공시되는 가격이며, 이러한 가격이 있으면 투자자산의 공정가치를 측정하는데 그 가격을 사용함

(4) 투자자산 전체의 시장가격은 없지만 그 구성부분에 대한 활성시장이 있다면, 공정가치는 그 구성 부분의 시장가격에 근거하여 결정함

(5) 투자자산에 대한 활성시장이 없다면, 공정가치는 평가기법을 사용하여 결정함. 가치평가 서열체계 내 하위 평가기법을 통해 투자자산의 공정가치를 보다 정확히 추정 할 수 있는 경우에는 하위 방법론을 선택하여 적용하는 것도 가능하나, **상위의 평가기법을 채택하지 않은 이유와 하위의 평가기법이 보다 정확한 추정치를 제시할 수 있는 근거에 대한 타당한 설명이 반드시 필요함**

(7) 활성시장이 없는 투자자산의 공정가치 산정을 위해 둘 이상의 평가기법을 사용할 경우 가중치를 적용할 수 있으며, **가중치 결정 시 가치평가 서열 체계의 상위 기법에 높은 가중치를 둘 것을 권장 함**. 또한 가중치 결정 시 평가대상 회사의 특성과의 적합성, 평가기법의 부합도, 평가 근거자료의 객관성 및 신뢰성, 평가기법 간의 중복성과 관련성 등을 고려하여 판단하여야 함

(8) 가치평가 서열체계에서 제시된 평가기법 이외에도, 투자자산의 가격을 결정하는 데 시장참여자가 일반적으로 사용하는 평가기법으로서 그 평가기법이 실제 시장거래가격에 대해 신뢰할 만한 추정치를 제공한다는 사실을 제시할 수 있다면, 그 평가기법을 사용하여 투자자산의 공정가치를 산출할 수 있음. 단 가치평가 서열체계에서 제시된 평가기법을 채택하지 않은 이유와 평가자가 사용한 평가기법이 가치평가 서열체계에서 제시된 평가기법 보다 정확한 추정치를 제시할 수 있는 근거에 대한 타당한 설명이 반드시 필요함

(9) 가치평가 서열체계에서 제시된 평가기법 및 시장참여자가 일반적으로 사용하는 평가기법을 사용함에도 불구하고, 합리적인 공정가치 추정치의 범위가 유의적이고 다양한 추정치의 발생확률을 신뢰성 있게 평가할 수 없다면 그 투자자산은 공정가치로 측정할 수 없음. **투자자산의 공정가치를 측정할 수 없는 경우에는 원가(Cost Basis)로 측정하되 사후관리 마일스톤(Milestones)의 달성 수준 및 재무상황을 감안한 할인율을 고려하여야 함**

V. 활성시장이 있는 지분증권의 공정가치

기본 원칙

거래소, 판매자, 중개인, 산업집단, 평가기관 또는 감독기구를 통해 공시가격이 용이하게 그리고 정기적으로 이용가능하고, 그러한 가격이 독립된 당사자 사이에서 정기적으로 발생한 실제 시장거래를 나타낸다면, 그 투자자산은 활성 시장에서 가격이 공시되고 있는 것으로 봄

활성시장에서 공표되는 가격은 공정가치의 최선의 추정치이며, 이러한 가격이 있으면 투자자산의 공정가치를 측정하는 데 그 가격을 사용함

투자자산 포트폴리오의 공정가치는 투자자산의 단위수량과 그 시장가격을 곱한 금액임. 즉, 대량 보유하고 있는 투자자산의 매도에 대한 비유동성 조정 (Blockage Discount)은 하지 않음

투자자산 전체의 시장가격은 없지만 그 구성부분에 대한 활성시장이 있다면, 공정가치는 그 구성부분의 시장가격에 근거하여 결정함

적용 범위

증권의 매매를 위하여 거래소가 개설하는 시장 "증권시장"- "유가증권시장" 및 "코스닥시장"-과 장내파생상품의 매매를 위하여 거래소가 개설하는 "파생상품 시장"(자본시장과금융투자업에관한법률 제9조 ⑬항 및 ⑭항 규정) 또는 공신력 있는 외국의 증권시장(뉴욕증권거래소, 런던증권거래소 등)에서 거래되는 투자자산

국내 증권시장과 외국의 증권시장에서 동시에 거래되는 투자자산은 원칙적으로 국내 시장에서 형성된 시장가격을 공정가치로 봄. 국내에서 발행된 투자자산의

시장가격이 외국의 증권시장에서만 형성되는 경우에는 그 시장가격을 합리적으로 조정된 가액을 공정가액으로 봄

공정가치 산정

공정가치 측정일 현재의 종가에 보유 투자자산의 특성에 따른 할인율을 적용하여 공정가치를 산정함

다만, 공정가치 측정일 현재의 종가가 없으며 공정가치 측정일과 해당 투자자산의 직전 거래일 사이에 중요한 경제적 상황의 변화가 없는 경우에는 직전 거래일의 종가로 할 수 있음. 중요한 경제적 상황의 변화가 있는 경우에는 그 변화의 영향을 직전 거래일의 종가에 적절히 반영하여 공정가액을 추정함. 일시적으로 거래가 정지된 투자자산의 경우에도 동일하게 적용할 수 있음

할인 적용

거래제한 할인은 적용하나, 대량보유 할인은 적용하지 아니함

(1) 거래제한 할인 (Lock-Up Discount)

주식의 거래제한(Lock-Up)이 있는 경우 증권 시장에 대한 접근 불가능성과 관련한 위험에 대해 가치 조정이 필요함

보유 투자자산의 특성(매출액, 이익규모 등을 포함) 및 제약 정도와 범위를 고려하여 적절하게 공정가치를 조정하는 것이 원칙이며, 6개월 이상의 lock-up이 있을 경우 25% 이상의 할인율 적용을 권장함

Lock-Up 기간	적용 할인율
3개월 미만	10%
3개월 이상 6개월 미만	20%
6개월 이상 1년 미만	25%
1년 이상 2년 미만	30%
2년 이상	35%

(2) 대량보유 할인 (Blockage Discount)의 적용 제한

대량 보유하고 있는 투자자산의 매도에 대한 비유동성 조정(Blockage Discount)은 하지 않음. 시장참여 매도자는 상품에 대한 가장 유리한 가격으로 거래를 체결하는 것이며, 대량 보유자산을 덜 유리한 가격으로 매도하고자 하는 기업의 결정은 개별 기업의 특성임

상장주식의 경영권 Premium (Control Premium)

경영권 Premium의 가치는 실제 거래에서 고려될 수 있는 사항이나, 한국채택 회계기준 하에서는 회계 상 인정되는 공정가치 개념으로 보지 아니함에 따라, **상장주식의 공정가치 평가 시 경영권 Premium을 반영하지 않음.** (단, 향후 경영권 Premium의 공정가치 반영에 대한 논의가 진행될 것으로 예상되며 그러한 논의 결과에 따라 이 원칙은 변경될 필요성이 예상됨)

* 지배주주 또는 경영권을 보유하고 있는 지분은 소수주주의 지분에 비해 기업의 경영권에 대한 영향력만큼 상대적으로 더 가치가 높다고 볼 수 있음. 반면 증권시장에서 공시되는 주식의 가격은 소수주주가 보유하고 있는 주식의 거래 가격이므로 지배지분에 대하여 일정 수준의 Control Premium을 반영할 수 있다고 보는 견해가 다수 있으며 실제 거래에서 고려되고 있음

기타 유의사항

(1) 프리보드의 공시가격

프리보드에서의 공시가격이 최선의 공정가치 추정치로 인정되기 위해서는, 그 공시가격이 용이하게 그리고 정기적으로 이용 가능하고 그러한 가격이 독립된 당사자 사이에서 정기적으로 발생한 실제 시장거래를 나타내어야 함. 일반적으로, 아직은 프리보드에서의 공시가격이 있다하여도 그 투자자산이 활성시장에서 가격이 공시되고 있는 것으로 보기에 어려움이 있음

따라서 프리보드에서의 공시가격이 있는 경우, 그 가격은 다른 평가기법을 사용하여 공정가치를 추정하는데 있어 이를 명시하고 공정가치 평가 결과에 대한 보조 자료 및 검증자료로서 활용할 것을 권장함

(2) 장외시장에서의 거래 가격

장외시장의 거래가격이 활성시장의 공시가격으로서 최선의 공정가치 추정치로 인정되기 위해서는, 그 공시가격이 용이하게 그리고 정기적으로 이용 가능하고 그러한 가격이 독립된 당사자 사이에서 정기적으로 발생한 실제 시장거래를 나타내어야 함. 일반적으로, 아직은 장외시장의 거래가격이 있다하여도 그 투자 자산이 활성시장에서 가격이 공시되고 있는 것으로 보기에 어려움이 많음

따라서 장외시장의 거래가격이 있고 그 거래의 규모/빈도/당사자들의 특성 및 가격을 제공하는 중개인의 신뢰성을 고려하여 공정가치 평가에 충분히 참고할 만한 거래로 볼 수 있을 경우에는, 그 가격은 다른 평가기법을 사용하여 공정가치를 추정하는데 있어 이를 명시하고 공정가치 평가 결과에 대한 보조 자료 및 검증 자료로서 활용할 것을 권장함

VI. 활성시장이 없는 지분증권의 공정가치

기본 원칙

선택한 평가기법은 시장정보를 최대한 사용하고, 기업특유정보를 최소한으로 사용하여야 함. 이러한 평가기법은 시장참여자가 가격을 결정하는 데 고려하는 모든 요소를 포함하며, 투자자산의 가격을 결정하기 위하여 일반적으로 적용되는 경제학적 방법론에 부합하여야 함

Discounted Cash Flow (DCF) 방식의 활용은 Cash flow의 예측, Terminal value의 추정, 적정 할인율 등 주요 투입 변수들의 결정에 상당한 수준의 주관적 판단이 개입되기 때문에, 가치평가 서열체계 상 상위의 평가기법이나 다른 기법에 의한 평가가 불가능할 경우에 평가기법으로 사용하여야 함

평가대상 회사의 성격을 검토하여 적정할 경우 2개 이상의 평가기법을 사용 (2개 이상의 Multiples를 사용하는 경우를 포함)하여 가중치를 적용할 수 있음. 가중치 적용에는 평가대상 회사의 특성, 평가기법의 부합도, 근거 자료의 객관성과 신빙성, 상황 관련성 등을 고려하여 전문적으로 판단하되, 가치평가 서열체계 상 상위의 평가기법에 보다 많은 가중치를 둘 것을 권장함

가치평가 서열체계 및 본 지침에서 제시하고 있는 평가기법 이외에도, 투자자산의 가격을 결정하는 데 시장참여자가 일반적으로 사용하는 평가기법이 있으며, 그 평가기법이 실제 시장거래가격에 대한 신뢰성 있는 추정치를 제공한다는 사실을 제시할 수 있다면 그 평가기법을 사용할 수 있음

프리보드에서의 거래 가격, 장외시장에서의 거래 가격, 평가대상 회사 지분의 과거 거래, 평가회사의 주식교환 거래 등과 같은 거래 내역이 있는 경우, 이를 명시하고 공정가치 평가에 대한 보조 자료 및 비교 검증자료로서 활용하는 것을 원칙으로 함 (프리보드 및 장외시장에서의 거래 가격의 활용에 대해서는 개별 평가기법 설명 부분에서 추가적으로 설명 함)

독립적 제3자의 최근 거래가격 (Using recent arm's length market transactions between knowledgeable, willing parties)

(1) 적용 범위

동일한 투자자산에 대하여 합리적인 판단력과 거래의사가 있는 독립된 당사자 사이의 최근 거래가 있는 경우 그 거래가격은 공정가치 추정치로 사용할 수 있음. (주의: 동일한 회사가 발행한 경우일 지라도 CB, BW는 투자대상인 주식과 동일한 투자자산으로 원칙적으로 볼 수 없으나, KVIC의 가치평가 과정에서는 동일한 투자자산으로 인정할 수 있으며, 이 때 근거를 보고서에 언급해야 함)

최근거래가 공정가치의 추정치로서 적합할 수 있는 기간은 개별적인 투자의 구체적인 상황에 따른 판단이 필요 함. 피 투자회사 및 외부환경에 변화가 없는 안정적인 시장 여건 하에서는 급변하는 시장 여건 하에서 보다 독립적 제3자의 최근 거래가격을 이용한 공정가치 추정이 적합할 수 있는 기간이 더 길어질 것임

최근에 평가대상 투자자산을 취득한 경우, 측정일 현재까지 피 투자기업에 중대한 변화가 있지 않고 경제상황 및 금융시장의 변화가 없다면 동 투자자산의 취득가격은 독립적 제3자의 최근 거래가격이며 따라서 평가대상 투자자산의 취득가격을 공정가치의 추정치로 사용 가능. 그러나 동일한 (수정하거나 재구성하지 아니한) 투자자산의 관측 가능한 투자시점의 시장거래와의 비교에 의해 입증되거나 관측가능한 시장의 자료만을 변수로 포함한 평가기법에 기초하는 그 투자자산의 공정가치가 있다면, 그 투자자산의 취득가격을 공정가치의 추정치로 사용하여서는 안 됨

(2) 적용 배제

독립적 제3자의 최근 거래가격이 있는 경우에도 최근 거래 이후 투자자산의 공정가치가 감소한 경우에는 최근 거래가격을 공정가치의 추정치로 사용할 수 없으며, 이러한 경우는 아래의 예시된 경우를 포함함

- 사업 실적이나 전망이 투자시점의 기대보다 유의적으로 뒤진 경우. 이러한 경우에 대한

예시에는 유의적인 Milestones를 충족하지 못한 경우, 투자자산에 대한 불이행, 주요 계약 조건(covenants) 위반, 사업계획 또는 추정 상의 실적 저하 등이 포함됨

- 피 투자기업의 사업에 있어 또는 기술적인 환경, 시장 환경, 경제 환경, 제도적 환경 및 규제 환경에 있어서의 유의적인 불리한 변화
- 피 투자기업과 동일 또는 관련 sector 내 상장기업 주가의 급락 및 신용경색과 같은 금융시장 여건의 악화
- 피 투자기업이 자금 조달 중에 있으나, 최근 투자와는 유의적으로 다른 조건으로 자금 조달이 이루어 질 것이라는 입증이 있을 경우

최근 거래가격을 공정가치로 볼 수 없는 경우에도 본 평가기법의 적용을 배제하며 아래에 예시된 경우를 포함함

- 최근 신규 투자와 기존 투자에 상이한 권리가 부속되는 거래 등 거래가격의 회계단위 (Unit of Account)가 평가대상 투자자산과 다른 경우
- 신규 투자자에 의해 과도한 지분희석(Dilution)효과가 발생하는 신규거래
- 투자(거래)금액의 규모가 작아 상대적으로 유의적이지 못한 경우:
원칙적으로 거래금액 5억 원 이상 또는 발행주식수의 1% 이상 규모의 거래규모를 만족해야 함
- 피 투자기업의 저조한 성과에 대한 대책으로서 Rescue Package 형식으로 투자된 경우
- 강요된 거래 (Forced Sale)
- 특수 관계인 또는 피 투자기업의 이해관계인이 개입된 거래
- 전략적인 고려에서 투자가 이루어진 경우

(3) 프리보드의 공시가격 적용 여부

프리보드에서의 공시가격이 있는 경우, 그 사실과 가격을 명시하고 다른 평가 기법을 사용하여 공정가치를 추정하는데 있어 공정가치 평가 결과에 대한 보조 자료 및 비교 검증 자료로서 활용할 것을 권장함

프리보드에서의 공시가격을 독립적 제3자의 최근 거래가격으로 인정하여 공정가치 추정치로 사용하기 위해서는, 그 공시가격이 용이하게 그리고 정기적으로 이용 가능하고 그러한 가격이 독립된 당사자 사이에서 정기적으로 발생한 실제 시장거래를 나타내거나 합리적인 판단력과 거래의사가 있는 독립된 당사자 사이의 최근 거래로서 인정할 수 있을 정도의 규모 등 제반 요건을 충족함을

입증하여야 함

(4) 장외시장에서의 거래 가격 적용 여부

장외시장의 거래가격이 있고 그 거래의 규모, 빈도, 당사자들의 특성 및 가격을 제공하는 중개인의 신뢰성 등을 고려하여 공정가치 평가에 충분히 참고할 만한 거래로 볼 수 있을 경우에는 그 사실과 가격을 명시하고 다른 평가기법을 사용하여 공정가치를 추정하는데 있어 공정가치 평가 결과에 대한 보조 자료 및 비교 검증 자료로서 활용할 것을 권장함

(5) 공정가치 산정

독립적 제3자의 최근 거래가격을 공정가치 추정치로 사용할 수 있음

독립적 제3자의 최근거래가 경영권 확보(또는 M&A)의 전략적인 고려에서 이루어진 투자일 경우, 원칙적으로 적용을 배제함. 그러나 이러한 경우라도 그 거래가 공정가치를 반영하고 있다고 보는 것이 합리적일 경우에는 선택적으로 그 거래가격에 할인율을 적용하여 공정가치 추정에 사용할 수 있음. 경영권 확보 또는 M&A의 목적의 거래는 지배지분의 변동을 수반하므로 지배주주의 가치 평가 시에는 이와 같은 제3자 거래를 직접적으로 적용 가능 하나, 소수 주주의 가치 평가 시에는 소수지분할인(Minority Discount)의 적용이 필요함

독립적 제3자의 최근거래를 공정가치 추정치로 사용함에 있어서 발생일 이후 별도의 최근거래가 일어나지 않은 상황에서 투자자산의 가치가 변동이 있다고 판단되는 경우 (매출액의 급감, 투자시점 당시 예상 성장보다 더딘 경우 등) 기타 하위방법의 평가 방법보다 기존의 독립적 제3자의 최근거래가 공정가치 추정치로 사용하는 것이 보다 낮다고 판단된다면 최대 15% 이하의 특별할인율을 적용할 수 있음

Market-based Multiples (유사상장회사이용법)

(1) 적용범위

피 투자회사의 사업이 안정되어 확인이 가능하고 지속가능한 수익(Earnings) 또는 양의 Cash Flow가 발생하는 경우에는 유사 상장기업의 주가에 기초하여 공정가치를 평가 할 수 있음

손실이 발생하는 경우라도, 그 손실이 단기적이라고 판단되고 정상적으로 지속 가능한 수익 규모를 확인할 수 있을 경우에도 사용 가능함

(2) 공정가치 산정

주식시장에서 거래되는 유사 상장회사들 중에서 비교대상 기업(Comparable Companies)을 원칙적으로 최소 2개 이상을 선정하고, 각종 Multiples를 검토 하여 실제 적용할 Multiple(s)를 선택

실제 적용할 Multiple(s)를 조정하여 평가대상 회사에 해당 Multiple(s)를 적용함으로써 기업의 가치 또는 총지분의 공정가치를 계산하고, 유동성 할인(Marketability Discount)을 적용한 후 최종적으로 투자자산의 공정가치를 추정함

Multiples를 적용할 평가대상 기업의 수익은 지속가능한 수익이어야 하며 신뢰 가능한 수치이어야 함. 또한 비교대상 회사와 평가대상 회사의 수익과 재무제표를 비교함에 있어 가치평가에 유의적인 영향을 미칠 수 있는 항목이 있을 경우는 비교 Data 간의 차이를 조정하여야 하며 주요 조정 항목은 다음과 같이 예시함

- 비영업용 자산 및 부채의 조정
- 비경상적 항목(non-recurring items)에 대한 조정
- 회계 처리 방식의 차이에 따른 재고자산 및 감가상각비의 차이 조정
- 운용리스와 금융리스 (리스 방식에 따른 리스자산과 리스부채의 차이) 조정

적용되는 Multiple(s)는 **평가대상 회사의 수익과 기간이 일치하여야 함**. 평가대상 기업의 신뢰성 있게 추정된 미래 수익에 적용할 경우는 비교대상 기업의 Multiples 역시 미래 추정치(forecast) 이어야 함. 평가대상 기업의 지속 가능한 미래 수익 추정치에 신뢰성을 확보할 수 없을 경우에는, 신뢰성이 있는 현재의(current) 추정치를 기반으로 평가할 것을 권장 함. 평가대상 기업의 최근 과거(historical) 수익에 적용할 경우는 비교대상 기업의 Multiples 역시 과거 실적에서 도출된 것 이어야 함

(3) Comparable companies (비교대상 기업) 선택 기준

비교대상 기업을 선택하는 데 있어 가장 중요한 기준은 위험 특성과 성장 전망에서 가장 유사한 상장기업을 찾는 것임. 이를 판단하기 위한 고려할 사항은 일반적으로 다음과 같음. 이 중 최우선적인 판단 기준은 사업 및 시장 (고객)의 동질성, 기업의 규모, 수익 성장률 등이 되어야 함

- 사업의 동질성
- 시장(고객)의 동질성
- 기업의 규모
- 수익 성장률
- 사업대상 지역
- 시장점유율 및 경쟁력
- 재무구조 등 재무상황
- 기업의 업력
- 적용 세율
- 기타 기업의 가치에 중요한 영향을 미칠 수 있는 사항

주가가 비정상적인 이유로 급등한 기업, 주식의 거래가 정상적으로 이루어지지 않는 기업, 관리대상 기업, 최근 사업연도 사업보고서를 제출하지 않은 기업, 재무제표에 대한 감사의견에 문제가 있는 기업 등 비교대상으로서 적절하지 않은 기업은 비교대상 기업의 선정에서 배제하여야 함

Comparable companies(비교대상 기업)를 찾기 어려운 경우, 시장 내 가장 적합한 Sector 또는 Sub-sector의 평균 Multiples를 사용할 수 있음

여러 Sector에서 사업을 영위함으로 인해 적정 Comparable Companies를 찾기 어려운 경우에는 1) 개별적인 사업으로 부터의 이익(Earnings)을 기반으로 개별적으로 평가하거나 2) Sector Average Multiples를 사용할 수 있음

(4) 적용할 Multiples의 선택

일반적으로 사용 가능한 Multiples 예시

- EV/EBIT (Enterprise Value / Earnings before Interest and Tax)
- EV/EBITDA (Enterprise Value / Earnings before Interest, Tax, Depreciation and Amortization)
- PER
- PBR
- PSR 등

어떤 Multiple을 선택하여 적용할 것인가는 원칙적으로 평가자의 전문적인 판단에 따르나, 다음과 같은 사항이 고려되어야 함

- P/E multiple은 Capital structure(Financial gearing)과 적용 법인세율에 의해 영향을 많이 받음. 즉, Leverage에 따른 효과가 무시되는 단점이 있으므로 상대적으로 영업이익과 유사한 개념인 EV/EBIT multiple 또는 EV/EBITDA multiple의 사용이 선호됨
- EBITDA는 기업존속에 필요한 재투자를 고려하지 않음으로 인해, 고정자산에의 재투자 또는 인수를 통한 성장이 계속 되어야 하는 경우 현금흐름을 과대 추정하게 됨. 따라서 고정 자산에의 재투자 또는 인수를 통한 성장이 계속 되어야 하는 기업의 경우 그 이용에 신중을 기하여야 함. 예로서, 초기투자 규모가 큰 기업의 경우 EBITDA의 활용이 가치평가의 왜곡을 초래할 수 있음
- 평가대상 회사의 성격을 검토하여 적정할 경우 2개 이상의 Multiple을 사용하여 가중치를 적용할 것을 권장 함. 가중치 적용에는 평가기법과 평가대상 회사와의 적합성, 근거자료의 객관성과 신빙성, 상황 관련성 등을 고려하여 전문적으로 판단함
- PSR(Price to Sales Ratio / multiples of revenues)은 해당 산업 내에서 기업가치 평가를 위한 Valuation Benchmarks가 정착되었을 경우 가치평가 결과의 보조 또는 검증 자료로만 활용할 것을 권장함
- PBR(Net Asset Value)은 평가대상 회사의 성격 상 Net Asset Value에 의한 평가가 합리적인 경우에만 본 지침에 따라 활용함

(5) Multiples의 조정

비교대상 회사와 평가대상 회사 간에는 회사 운영의 성격, 시장, 경쟁적 위치, 경영진 및 직원의 구성, 자본 구성(Capital Structure) 등에 많은 차이가 있을 수 있으며 이로 인해 기업의 가치에 차이가 발생 함. 이러한 차이를 기업가치 평가 시 반영하기 위해서는 위험 특성과 수익 성장률이라는 측면에서 검토되어야 함. 예시로서 다음과 같은 위험 특성이 있는 경우에는 기업의 가치는 하향 조정 되어야 함

- 회사의 규모가 작고 및 사업 다각화가 덜 된 등의 사유로 경제 상황의 악화에 상대적으로 취약할 경우
- 적은 수의 핵심 임직원에 의존할 경우
- 한 가지 상품 또는 한 고객에의 의존도가 클 경우
- 부채비율이 높을 경우
- 기타 수익에 악영향을 미칠 수 있는 이유가 있는 경우

(6) 유동성 할인 (Marketability discount)

상기 'III. 공정가치 평가 시 유의 사항'의 '유동성 할인 적용'에 제시된 지침에 따라 유동성 할인을 적용함

Discounted Cash Flow (of Underlying Business)

(1) 적용범위

DCF는 Cash flow의 예측, Terminal Value의 추정, 적정 할인율 등 주요 투입 변수들의 결정에 상당한 수준의 주관적 판단이 개입되기 때문에 지분증권의 경우 그 적용을 지양 하되, 불가피 한 경우 사용 근거 및 가정치를 명확히 보고 할 의무가 있음

Market-based Multiples에 의한 평가 결과를 점검(cross-check)하기 위하여 DCF 방식을 사용하는 것은 유용함. 그러나 DCF 방식만을 단독으로 사용하여 지분증권의 공정가치를 평가하는 것은, 가치평가 서열체계상 상위의 평가기법이나 다른 기법에 의한 평가가 불가능할 경우에 한해서 매우 조심스럽게 사용할 것을 권장함

(2) 공정가치 산정

지분가치(Equity Value) = 기업가치(Enterprise Value)
 + 비영업용 순자산 가치
 - 차입 부채

$$\text{기업가치(Enterprise Value)} = \sum_{t=0}^n \frac{\text{Free Cash Flow}_t}{(1+r)^t} + \frac{\text{Terminal Value}_t}{(1+r)^n}$$

= 현금흐름예측기간의 FCF의 현가 + 영구가치 현가

DCF를 통한 기업가치의 산정은 예측기간 중 발생하는 현금흐름(FCF)의 현재 가치와 예측기간 이후에 발생하는 현금흐름의 현재가치(Terminal Value)를 합산하여 계산됨

(3) 투입 변수의 추정

*Free Cash Flow*의 추정

기업이 영업활동을 통해 창출한 순현금흐름으로, 매출 등을 통해 유입된 현금 중에서 원재료, 노무비, 제조경비 및 판관비와 순운전자본 및 고정자산 투자 등에 지출되고 남은 잉여현금을 의미함

Free Cash Flow
 = 조정영업이익 (영업이익 -영업이익에 대한 법인세)
 + 비 현금 비용 항목 (퇴직급여충당금+감가상각비+대손상각비 등)
 - 영업용 순 운전자본 (매출채권+재고자산-매입채무 등)의 증가
 - 자본적 지출 (영업용 유/무형 고정자산 순 투자액)

기업가치 평가를 위한 현금흐름은 5개년의 추정치 사용이 필요함. 단, 피 투자 기업의 성격 상 장기 현금흐름 예측이 어려운 경우 최소 향후 2개년에 대한 추정치를 이용할 것을 권장함

할인율 (r=WACC)의 추정

할인율은 통상적으로 기업의 자본비용 추정에 활용되고 있는 가중평균자본비용(WACC: Weighted Average Cost of Capita)을 사용할 것을 권장함. WACC의 추정이 불가할 경우, 가장 적절하다고 판단되는 모델을 사용하여 할인율을 결정할 수 있으나 근거 및 할인율 산정 과정을 투명하게 보고함. 할인율의 결정이 불가능 할 경우에는 최초 투자 시 적용하였던 할인율을 기초로 하여 최근까지 피 투자기업의 사업성 및 재무상황의 변화를 반영한 할인율을 적용할 수 있으며, 이 경우 평가대상 투자자산에 대한 현재 시장에서 예상할 수 있는 합리적인 요구수익률이 반영되어야 함

$$r(WACC) = C_d (1-t_c) \times \frac{D}{D+E} + C_e \times \frac{E}{D+E}$$

E= 자기자본가치 / D= 타인자본가치

C_d=부채비용 / C_e=자본비용

1) 자본비용(Cost of Equity : C_e) 추정

자기자본 비용은 Capital Asset Pricing Model(CAPM)에 의하여 산정할 것을 권장함

$$C_e = R_f + [E(R_m) - R_f] \times \beta_i$$

Rf(무위험이자율) : 장기(5년 이상) 국고채 수익률을 이용을 권장

베타(β_i) : 분산 불가능한 해당 기업의 체계적 위험도를 말하며 Hamada Model을 이용하여 다음과 같은 과정에 의해 산출됨

$$\beta_l (\text{Levered } \beta) = \text{Unlevered } \beta \times [1 + (1 - t_c) \times D/E]$$

$$\text{Unlevered } \beta = \beta_l / [1 + (1 - t_c) \times D/E]$$

E= 자기자본의 시장가치 / D= 타인자본의 시장가치 / t_c = 법인세율

주식시장에 상장된 유사기업을 비교대상으로 하여 시장에서 관찰된 유사기업의 베타(동종/유사기업의 베타 없을 경우 증시 Sector 또는 Sub-sector의 베타 사용)를 이용하여 순수한 영업위험만이 반영된 Unlevered β 를 먼저 산출한 후, 평가 대상기업의 목표 Capital structure가 재 반영된 relevered β 를 산출하여 베타(β_i)로 사용함

Equity Risk Premium($R_m - R_f$) : 주식투자에 따른 추가적인 위험을 보상받기 위해 투자자가 요구하는 추가 수익률을 의미하며, 일반적으로 국내 장기시계열 분석 자료에서 구할 수 있는 시장수익률과 무위험수익률간의 차이로부터 산출함

국내 주식시장자료 외에 미국의 Equity Risk Premium(= $R_m - R_f$)에 장기 외평채 가산금리를 적용하는 방식('Country Spread Model')을 이용하여 간접적으로 도출하는 것도 가능함

2) 부채비용(Cost of Debt : C_d) 추정

회사가 조달 가능한 타인자본의 원천별 미래이자비용을 추정한 후 이를 원천별로 가중평균하여 산출함

타인자본에 대한 미래 이자비용의 추정이 불가할 경우는 장기회사채 수익률 또는 평가시점의 가중평균 차입유효이자율을 대용치로 사용 가능함

평가대상 회사의 장기 회사채 수익률이 있는 경우 동 회사채 수익률을 사용하고, 평가 대상 회사의 회사채 수익률은 없으나 신용등급이 있는 경우 동일 등급의 회사채 수익률을 사용가능 함. 신용등급도 없는 경우는 유사기업의 회사채 수익률을 적용함

평가시점의 가중평균 차입 유효이자율은 향후 이자율 및 차입부채의 구성 비율 변동이 크지 않다는 전제하에서는 사용이 가능함

3) 자본구조(Capital Structure: D, E) 추정

목표자본구조란 회사가 장기적으로 지향하는 미래의 타인자본과 자기자본 간의 비율을 의미하며, 실무적으로는 추정기간에 걸쳐 평균적으로 나타날 수 있는 회사의 자본구조라고 할 수 있음

추정기간 동안의 자본구조의 변동이 심할 경우 기간 내 평균치를 하나의 자본구조로 볼 것인가, 또는 매년 가중치를 달리하여 적용할 것인가에 대한 검토 필요함

현재의 자본구조를 기초로 목표 자본구조 설정 시 타인자본과 자기자본 모두 시장가치 기준으로 적용되는 것이 원칙 임. 따라서 타인자본의 시장가치 경우 현재 시장이자율을 적용한 타인자본의 공정가치를 적용할 것을 권장하나, 이것이 불가능 할 경우 유효이자율 적용한 타인자본의 가치를 사용함. 자기자본과 시장가치의 차이가 클 경우에는 반드시 시가총액을 구하여 적용해야

하며, 이 과정에서 자본비용과 자기자본 가치 사이에 순환구조 발생 하게 됨. 최종적으로 산출되는 주식의 가치가 가중평균자본비용을 구하는 과정에서 가정했던 목표 자본구조의 비율을 만족시키는 지는 순환반복 과정을 통해 해결해야 함

Terminal Value의 추정

영구가치 추정은 현금흐름 예측기간 이후의 현금흐름의 가치를 추정하는 것으로서 일반적으로 영구성장모델 또는 시가배수방식이 활용 됨

Terminal Value = $NCF_t \times (1+g) / (r-g)$	영구성장모델
또는	
Terminal Value = Earnings × multiple(시가배수)	시가배수방식

- *t : 현금흐름 예측기간 최종년도
- * NCF_t : 현금흐름 예측기간 최종년도(t)의 Net Cash Flow
- *r : 가중평균자본비용(할인율)
- *g : 영구성장률
- *Earnings, multiple: EBITDA를 적용할 경우 multiple(시가배수)은 EV/EBITDA를 적용

영구성장모델은 추정기간 이후의 기간에 대해 일정한 성장률을 가정하여 단일 기간 추정방식과 동일하게 일괄 처리하는 방법을 말하며, 영구 성장률(g)은 장기물가상승률의 예상치를 기준으로 객관적인 자료를 활용하여 회사의 특성을 반영한 실질영구성장률을 가감하여 산정함

시가배수방식은 현재 시장에서 관찰되는 유사기업의 시가배수를 구한 후 이를 소득흐름 추정기간 말의 평가대상기업의 해당 수익에 적용시켜 영구가치를 구하는 방법임

Terminal Value는 개별 추정기간 말 시점에서의 가치이기 때문에 기업가치 평가 과정에서 반드시 이를 현재시점으로 할인하여야 함

(4) 유동성 할인 (Marketability discount)

상기 'III. 공정가치 평가 시 유의 사항'의 '유동성 할인 적용'에 제시된 지침에 따라 유동성 할인을 적용함

(5) 시나리오 분석을 통한 공정가치 추정

이상 설명된 Discounted Cash Flow 방식은 하나의 Cash Flows(most likely cash flows)를 이용하여 기업가치를 추정하는 방식임. 그러나 오히려 Most Likely Cash Flows의 추정과 민감도 분석을 수행하는 것 보다 미래의 현금흐름의 다양한 가능성을 추정하는 것이 용이하거나 바람직한 경우가 있을 수 있음. 이 경우에는 각각의 시나리오로부터 추정한 기업 가치를 각 시나리오에 대해 합리적으로 추정한 확률로 가중하여 평균함으로써 기업 가치를 추정하는 것이 합리적이라 할 수 있음

현금흐름의 추정 시 모든 가능성에 대한 추정을 요하지는 않으며, 가능한 Cash Flows의 범위를 포괄할 수 있는 정도의 Scenario와 그 확률을 추정할 수 있는 수준의 분석이 필요함

지분증권의 공정가치 평가를 위한 기타 구체적인 적용 방법은 민감도 분석의 적용을 배제하는 것을 제외하고는 동일함

유사거래이용법(유사인수합병사례의 활용)

적용 범위

최근에 발생한 유사기업의 인수합병사례의 거래대금을 기초로 하여 평가대상 기업의 가치를 도출해 내는 방법으로 유사 인수합병사례와 관련된 자료가 존재한다는 전제하에서 활용 가능함

유사인수합병방식의 적용을 위해서는 해당 인수합병사례에 대한 정확한 이해가 필수적이며, 이를 위해서는 해당 사례의 Deal structure에 대한 구체적인 검토가 반드시 전제 되어야 함

공정가치 계산

평가방식은 대체로 Market-based Multiples 방식(유사상장회사 방식)과 비슷하나, Multiple 적용 시 총 거래대금(Deal Price) 및 주식거래대금(Equity Price)이 갖는 구체적 의미와 M&A로 인한 시너지 효과가 가격에 반영된 정도 등 대한 검토가 필요함

유동성 할인 (Marketability Discount) 및 소수지분 할인 (Minority Discount)

비교 대상 유사인수합병사례가 상장회사의 경우에는, 상기 'III. 공정가치 평가 시 유의 사항'의 '유동성 할인 적용'에 제시된 지침에 따라 유동성 할인 적용이 필요함 (일반적으로 유사기업이 상장회사인 경우에는 Market-based Multiples를 이용한 평가가 이루어 질 수 있어 이러한 경우는 예외적으로만 있을 것으로 보는 것이 합리적임)

또한 유사인수합병방식은 거래자체가 지배지분의 변동에 수반하므로 지배주주의 가치 평가 시에는 직접적인 적용이 가능하나, 소수주주의 가치 평가 시에는 상기 'III. 공정가치 평가 시 유의 사항'의 '소수지분할인(Minority Discount)의 적용'에 제시된 지침에 따라 소수지분 할인 적용이 필요함

Net Asset Value (순자산가치)

적용 범위

회사의 이익(Earnings)보다는 기초자산(Underlying Assets)에서 대부분의 가치가 발생하는 회사의 경우 (예: Fund, 부동산 회사, 지주회사, 수익증권 등)

본 평가기법을 적용하여 투자자산의 공정가치를 추정하는 경우에는 본 평가기법이 가장 적절하고 정확한 평가기법임을 입증하여야 함. 그 이외에는 공정가치를 평가하는데 있어 다른 평가기법과 병용하거나 보조적인 평가기법으로만 활용되어야 함

공정가치 산정

회사의 순자산가치를 계산하기 위해서는 1) 자산과 부채의 가액을 공정가치로 조정하고 2) 대차대조표에 누락되어 있는 부외자산 및 부외부채의 공정가치를 측정된 후 3) 공정가치로 측정된 개별 자산과 부채를 기초로 공정가치기준 대차대조표를 작성하고 이를 이용하여 가치평가를 수행함. 자산과 부채에 대한 공정가치 조정이 이루어지지 않은 경우에는 무형자산, 고정자산, 재고자산, 외상매출금, 대여금 및 미수자산 등의 규모를 감안하여 자산 가치에 대한 할인을 적용할 것을 권장함

펀드에 투자된 지분증권의 공정가치 평가를 위해서는 성과배분 및 잔여재산 배분과 관련한 펀드 규약, 출자 내역 및 기 배분 내역, 관리보수 등 경비 발생 요인을 반영하여야 함

유동성 할인 (Marketability Discount) 및 소수지분 할인 (Minority Discount)

평가대상 회사가 펀드가 아닌 경우, 일반적으로 투자자산의 공정가치 계산을 위해서는 회사의 순자산가치에 상기 'III. 공정가치 평가 시 유의 사항'의 '유동성 할인 적용'에 제시된 지침에 따라 유동성 할인 적용이 필요하며 소수주주의

가치 평가 시에는 추가적으로 상기 'III. 공정가치 평가 시 유의 사항'의 '소수지분할인(Minority Discount)의 적용'에 제시된 지침에 따라 소수지분 할인 적용이 필요함

Industry Valuation Benchmark

적용 범위

특정 회사의 가치가 특정 산업지표와 상관성이 깊고, 시장에서 회사의 가치를 평가하는데 있어 일반적으로 그 특정 산업지표를 활용하는 경우에 활용 가능함

이러한 평가기법이 적용 될 수 있는 업종의 예시

- 가. 인터넷 포털 사이트 업체 : 'Price per subscriber'
- 나. Cable TV 업체(MSO) : 'Price per subscriber'
- 다. 요양기관: 'Price per bed'
- 라. 도시가스업체 : 배관 거리(량) 대비 가치평가
- 마. 장기계약이 핵심 특성인 서비스 업종: multiples of revenue (PSR)

본 평가기법을 적용하여 투자자산의 공정가치를 추정하는 경우에는 본 평가 기법이 가장 적절하고 정확한 평가기법임을 입증하여야 함. 그 이외에는 공정 가치를 평가하는데 있어 다른 평가기법과 병용하거나 보조적인 평가기법으로만 활용되어야 함

이러한 평가기법에 활용되는 특정 지표들은 특정 산업에만 특화되어 있는 것으로서, 사업이 다각화된 회사의 가치 평가 시에는 사용하지 않을 것을 권장함

유동성 할인 (Marketability Discount) 및 소수지분 할인 (Minority Discount)

상기 'Ⅲ. 공정가치 평가 시 유의 사항'의 '유동성 할인 적용'에 제시된 지침에 따라 유동성 할인을 적용함

또한 평가에 사용한 산업지표가 상장기업의 공시된 주식가치로부터 도출되지 아니한 경우에는, 동 산업지표는 지배지분의 변동을 전제로 한 것이므로 지배주주의 지분가치 평가 시에는 직접적인 적용이 가능하나 소수주주의 가치 평가 시에는 상기 'Ⅲ. 공정가치 평가 시 유의 사항'의 '소수지분할인 (Minority Discount)의 적용'에 제시된 지침에 따라 소수지분 할인 적용이 필요함

VII. 채무증권의 공정가치

기본 원칙

거래소, 판매자, 중개인, 산업집단, 평가기관 또는 감독기구를 통해 공시가격이 용이하게 그리고 정기적으로 이용가능하고, 그러한 가격이 독립된 당사자 사이에서 정기적으로 발생한 실제 시장거래를 나타낸다면, 그 투자자산은 활성 시장에서 가격이 공시되고 있는 것으로 봄

투자자산의 활성시장이 있는 경우 공정가치의 최선의 추정치는 활성시장에서 공시되는 가격이며, 이러한 가격이 있으면 투자자산의 공정가치를 측정하는데 그 가격을 사용함

투자자산 전체의 시장가격은 없지만 그 구성부분에 대한 활성시장이 있다면, 공정가치는 그 구성 부분의 시장가격에 근거하여 결정함

투자자산에 대한 활성시장이 없다면, 공정가치는 평가기법을 사용하여 결정함

가격이 아니라 비율이 활성시장에서 공시된다면, 그러한 시장에서 공시되는 비율은 공정가치를 결정하기 위한 평가기법의 투입변수로 사용함. 시장참여자가 투자자산을 평가할 때 사용하는 신용위험 또는 그 밖의 요소가 시장에서 공시되는 비율에 포함되어 있지 않다면, 이러한 요소를 반영하여 시장에서 공시되는 비율을 조정함

활성시장이 있는 채무증권의 공정가치

활성시장에서 공시되는 가격은 공정가치의 최선의 추정치이며, 이러한 가격이 있으면 채무증권의 공정가치를 측정하는데 그 가격을 사용함

투자자산 포트폴리오의 공정가치는 투자자산의 단위수량과 그 시장가격을 곱한 금액임

투자(보유)자산의 공시되는 적절한 시장가격은 일반적으로 측정일 기준 현행 매입호가임

현행 매입호가와 매도호가를 사용할 수 없는 경우 가장 최근의 거래 이후 경제적 상황에 유의적인 변화가 없다면, 가장 최근의 거래가격이 현행 공정 가치의 증거가 됨. 거래 이후 조건이 변경되었다면 (예: 회사채에 대한 가장 최근의 가격 공시 이후 무위험이자율의 변경), 유사한 투자자산의 현행 가격이나 이자율을 참고하여 변경된 조건을 공정가치에 반영하여야 함

마찬가지로 가장 최근의 거래가격이 강제된 거래, 비자발적인 청산 또는 재무적 어려움으로 인한 매도 등에서 수취하거나 지급할 금액을 반영하기 때문에 이를 공정가치가 아니라는 사실을 제시할 수 있다면, 그러한 가격은 조정이 필요함

전환사채 또는 신주인수권부사채와 같은 주식 연계 채무증권의 경우도 활성 시장에서 가격이 공시되는 경우에는, 공정가치를 측정하는 데 그 공시되는 가격을 사용함

독립적 제3자의 최근 거래가격 (Using recent arm's length market transactions between knowledgeable, willing parties)

동일한 투자자산에 대하여 합리적인 판단력과 거래의사가 있는 독립된 당사자 사이의 최근 거래가 있는 경우 그 거래가격은 공정가치 추정치로 사용할 수 있음 (주의: 동일한 회사가 발행한 경우일 지라도 CB, BW, 주식은 상호 간에 동일한 투자자산으로 볼 수 없으며, 서로 조건이 다른 CB 또는 BW도 동일한 투자자산으로 볼 수 없음)

최근거래가 공정가치의 추정치로서 적합할 수 있는 기간은 개별적인 투자의 구체적인 상황에 따른 판단이 필요함. 피 투자회사 및 외부환경에 변화가 없는 안정적인 시장 여건 하에서는 급변하는 시장 여건 하에서 보다 독립적 제3자의 최근 거래가격을 이용한 공정가치 추정이 적합할 수 있는 기간이 더 길어질 것임

최근에 평가대상 투자자산을 취득한 경우, 측정일 현재까지 피 투자기업에 중대한 변화가 있지 않고 경제상황 및 금융시장의 변화가 없다면 동 투자 자산의 취득가격은 독립적 제3자의 최근 거래가격이며 따라서 평가대상 투자자산의 취득가격을 공정가치의 추정치로 사용 가능. 그러나 동일한 (수정하거나 재구성하지 아니한) 투자자산의 관측 가능한 투자시점의 시장거래와의 비교에 의해 입증되거나 관측가능한 시장의 자료만을 변수로 포함한 평가기법에 기초하는 그 투자 자산의 공정가치가 있다면, 그 투자자산의 취득가격을 공정가치의 추정치로 사용하여서는 안 됨

독립적 제3자의 최근 거래가격이 있는 경우에도 그 거래 이후 투자자산의 공정가치가 감소한 경우에는 최근 거래가격을 공정가치의 추정치로 사용할 수 없으며, 이러한 경우는 아래의 예시된 경우를 포함함

- 사업 실적이나 전망이 투자시점의 기대보다 유의적으로 뒤진 경우. 이러한 경우에 대한 예시에는 유의적인 Milestones를 충족하지 못한 경우, 투자자산에 대한 불이행, 주요 계약 조건(covenants) 위반, 사업계획 또는 추정 상의 실적 저하 등이 포함됨
- 피 투자기업의 사업에 있어 또는 기술적인 환경, 시장 환경, 경제 환경, 제도적 환경 및 규제 환경에 있어서의 유의적인 불리한 변화
- 피 투자기업과 동일 또는 관련 sector 내 상장기업 주가의 급락 및 신용경색과 같은 금융 시장 여건의 악화
- 피 투자기업이 자금 조달 중에 있으나, 최근 투자와는 유의적으로 다른 조건으로 자금 조달이 이루어 질 것이라는 입증이 있을 경우

최근 거래가격을 공정가치로 볼 수 없는 경우에도 본 평가기법의 적용을 배제하며 아래에 예시된 경우를 포함함.

- 최근 신규 투자와 기존 투자에 상이한 권리가 부속되는 거래 등 거래가격의 회계단위 (Unit of Account)가 평가대상 투자자산과 다른 경우
- 신규 투자자에 의해 과도한 지분희석(Dilution)효과가 발생하는 신규거래

- 투자(거래)금액의 규모가 작아 상대적으로 유의적이지 못한 경우
- 피 투자기업의 저조한 성과에 대한 대책으로서 Rescue Package 형식으로 투자된 경우
- 강요된 거래 (Forced Sale)
- 특수 관계인 또는 피 투자기업의 이해관계인이 개입된 거래
- 전략적인 고려에서 투자가 이루어진 경우
- 평가대상 투자자산을 매각하려는 시장과 최근 거래가 이루어진 시장이 다른 경우

Discounted Cash Flow (from the Investment)

- ‘활성시장’ 및 ‘독립적 제3자의 최근 거래가격’이 없는 채무증권의 공정가치 평가

(1) 기본 원칙

채무증권과 유사한 채무증권의 시장가격(수익률)을 기초로 하여 시장 참여자들이 평가 대상 채무증권의 평가에 사용할 것으로 기대되는 수익률을 적용하여 평가함

유사한 채무증권이라 함은 채무증권의 신용수준, 계약상 이자율이 고정(fixed)된 잔존기간 등을 포함한 현금흐름 유형, 원금의 상환까지의 잔존기간, 지급통화, 담보 및 기준이자율 등 계약조건과 특성이 실질적으로 동일한 투자자산을 의미함

(2) 공정가치 계산

$$\text{공정가치} : \sum_{t=0}^n \frac{\text{Face Value} \times \text{Coupon Rate}}{(1+r)^t} + \frac{\text{Face Value}}{(1+r)^t}$$

(3) 할인율(r)의 결정

신용등급이 있을 경우

증권업협회 및 채권평가회사가 공시하는 동일등급의 장기 무보증 회사채 기준 수익률을 이용하는 것이 일반적임. 투기 등급 이하의 채권인 경우 채권평가

회사에서 고시하는 일부 투기등급 채권의 수익률을 이용하거나 부도위험(default risk)을 감안한 예상수익률을 이용함

신용등급이 없을 경우

1) 유사기업 및 유사 채무증권의 수익률을 적용하여 결정하는 방안

합리적인 신용등급 예측모형을 적용하여 추정된 신용등급과 유사한 신용등급 채권의 수익률을 이용하거나, 평가 대상회사와 재무구조, 매출/이익/현금흐름의 추세, 업종 등이 유사한 기업의 회사채의 수익률 및 유사채무증권의 수익률을 적용함

2) 발행/취득 시 유효수익률(YTM)을 기반으로 추정 방안

투자자산의 최초 취득이나 발행 투자자산의 공정가치를 추정하는데 근거가 되는 시장거래임. 특히, 투자자산이 채무상품이라면, 공정가치는 취득일이나 발행일의 시장상황과 현행 시장상황이나 또는 유사한 채무상품(잔존만기, 현금흐름 유형, 통화, 신용위험, 담보 및 기준이자율 등이 유사함)에 대하여 기업이나 제3자가 현재 지급하는 이자율을 고려하여 결정할 수 있음

발행/취득 시 유효수익률(YTM)을 기반으로 한 공정가치 추정은 채무증권을 발행한 후 채무자의 신용위험에 변화가 없는 경우에 적용 가능하며, 시장 상황 및 Risk premium(spread)의 변동 상황을 반영하여야 함

ex.) $r =$ 평가 시점의 기초수익률
 $+ \text{발행/취득 시점의 가산금리}$
 $+ \text{발행/취득 시점 이후 가산금리 변동 분}$
 $= \text{평가지점의 공시된 최저신용등급(BBB-) 회사채 수익률}$
 $+ (\text{발행/취득 시 유효수익률} - \text{발행/취득 당시 BBB-채권 수익률})$
 $+ \text{발행/취득 시점 이후 가산금리 변동을 반영한 추가 spread (*)}$

* 현재가치를 계산하기 위한 할인율을 결정하는 데 사용하는 기초이자율에 가산하는 적절한 신용 가산금리를 결정하기 위한 정보를 최근의 거래에서 얻지 못할 수 있음. 명백한 반증이 없는 한 대여 시점의 가산금리가 변경되지 않았다고 가정하는 것이 합리적일 것이나, 그러한 요소에 변화가 있었다는 증거가 있는지 여부를 결정하기 위하여 합리적인 노력을 하여야 함. 변화의 증거가 있는 경우 투자자산의 공정가치를 결정할 때 그 변화의 효과를 고려하여야 함

VIII. 전환사채의 공정가치 (활성시장이 없는 경우)

전환사채 자체의 활성시장이 없는 경우에는 평가기법을 사용하여 공정가치를 추정하여야 함

독립적 제3자의 최근 거래가격

평가대상 투자자산과 동일한 전환사채에 대하여 합리적인 판단력과 거래 의사가 있는 독립된 당사자 사이의 최근 거래가 있는 경우 그 거래가격은 공정가치 추정치로 사용할 수 있음. 채무증권의 ‘독립적 제3자의 최근 거래 가격을 이용한 공정가치 추정’ 기법을 준용함

동일한 회사가 발행한 경우일 지라도 BW, 주식 및 조건이 다른 CB는 동일한 원칙적으로 투자자산으로 볼 수 없음. 단, 평가대상 전환사채가 전환될 경우 취득할 주식과 동일한 주식에 대해 최근 독립적 제3자의 거래가격이 있을 경우에는 그 주식의 최근 거래가격을 기초로 전환사채의 공정가치를 추정할 수 있음

독립적 제3자의 최근 거래가격을 이용할 수 없는 경우에는 아래의 기법들을 사용하여 공정가치를 추정함

주권비상장기업의 전환사채

(1) Option Pricing Model 적용 방안

전환사채의 가치 = 회사채(Straight Bond) 가치 + 전환권(Option)의 가치

회사채 가치와 전환권 가치를 구하여 합산하며, 전환권의 가치는 주식시장을 기반으로 전환가액, 주가, 주가변동성, 순채권의 가치 등을 고려하여 Option

Pricing model을 적용하여 계산함

(2) 전환가능성 Scenario 분석을 통한 평가방안

전환사채의 가치 = 회사채(Straight Bond) 가치 + 전환권(Option)의 가치

회사채 가치와 전환권 가치를 구하여 합산하며, 전환권의 가치는 시나리오 분석을 통해 계산 함

전환권의 가치는 전환 권리 만기 시점까지의 주식가치, Intrinsic Value 및 전환가능성에 대한 다양한 Scenario를 분석한 후, 개별 시나리오 별로 전환권 가치의 현재가치를 계산하고 Probability 적용하여 가중 평균치로 산출함

Intrinsic Value가 있는 경우에도 기업공개(IPO)가 어려울 경우에는 전환의 가능성은 상당히 감소한다고 보는 것이 합리적이므로, 전환 가능성 판단 시 IPO 가능성 및 추진 여부도 중요한 고려 요소가 되어야 함

Scenario 분석 결과 전환 가능성이 희박한 경우에는, 일반 회사채(Straight Bond)로서 평가함

(3) 주식으로서의 가치평가 방안

전환사채의 가치 = 평가시점에 전환사채가 주식으로 전환되었음을 가정하여 평가한 주식으로서의 가치

전환사채 등 주식연계채권(Quasi-Equity Investment)에 투자한 경우 주식 이외의 자산으로 명확히 평가되지 않는 한 주식으로 평가 할 것을 권장함

주권상장기업의 전환사채

주권상장기업의 전환사채의 경우도 비상장기업의 전환사채와 마찬가지로 (1) Option Pricing Model 적용 방안 (2) 전환가능성 Scenario 분석을 통한 평가 방안 (3) 주식으로서의 가치평가 방안을 이용하여 공정가치를 추정할 수 있음

단, 일반적으로 주식 상장기업의 경우 Option pricing model 적용을 통한 '전환권의 가치' 산출이 용이하다고 보는 것이 합리적이므로 (1) Option Pricing Model 적용 방안을 통한 공정가치 추정을 최우선으로 선택할 것을 권장함

주식 상장기업 전환사채의 공정가치 추정 시 Option pricing model 적용 방안을 이용할 경우 일반적으로 Black-Scholes model의 적용도 가능함

IX. 신주인수권부사채의 공정가치 (활성시장이 없는 경우)

신주인수권부사채 자체의 활성시장이 없는 경우에는 평가기법을 사용하여 공정가치를 추정하여야 함

독립적 제3자의 최근 거래가격

평가대상 투자자산과 동일한 신주인수권부사채에 대하여 합리적인 판단력과 거래의사가 있는 독립된 당사자 사이의 최근 거래가 있는 경우 그 거래가격은 공정가치 추정치로 사용할 수 있음. 채무증권의 ‘독립적 제3자의 최근 거래가격을 이용한 공정가치 추정’ 기법을 준용함

원칙적으로 동일한 회사가 발행한 경우일 지라도 BW, 주식 및 조건이 다른 CB는 동일한 투자자산으로 볼 수 없음. 단, 평가대상 신주인수권부사채의 신주인수권이 행사될 경우 취득할 주식과 동일한 주식에 대해 최근 독립적 제3자의 거래가격이 있을 경우에는 그 주식의 최근 거래가격을 기초로 신주인수권부사채의 공정가치를 추정할 수 있음

독립적 제3자의 최근 거래가격을 이용할 수 없는 경우에는 아래의 기법들을 사용하여 공정가치를 추정함. 신주인수권부사채의 신주인수권의 가치와 전환사채의 전환가치는 Option 가치라는 점에서는 유사하나 실질적인 가치를 계산하는데 투입되는 변수와 계산방식에 차이가 있으므로 주의를 요함

주권비상장기업의 신주인수권부사채

(1) Option Pricing Model 적용 방안

신주인수권부사채의 가치 = 회사채(Straight Bond) 가치 + 신주인수권(Warrant)의 가치

회사채 가치와 신주인수권 가치를 구하여 합산하며, 신주인수권의 가치는 주식 시장을 기반으로 행사금액, 주가, 주가변동성 등을 고려하여 Option Pricing model을 적용하여 계산함

(2) 신주인수권 행사 가능성에 대한 Scenario 분석을 통한 평가방안

신주인수권부사채의 가치 = 회사채(Straight Bond) 가치 + 신주인수권(Warrant)의 가치

회사채 가치와 신주인수권 가치를 구하여 합산하며, 신주인수권의 가치는 시나리오 분석을 통해 계산함

신주인수권의 가치는 신주인수권 만기 시점까지의 주식가치, Intrinsic Value 및 신주인수권 행사 가능성에 대한 다양한 Scenario를 분석한 후, 개별 시나리오 별로 신주인수권 가치의 현재가치를 계산하고 Probability 적용하여 가중평균치로 산출함

Intrinsic Value가 있는 경우에도 기업공개(IPO)가 어려울 경우에는 신주인수권 행사 가능성은 상당히 감소한다고 보는 것이 합리적이므로, 신주인수권 행사 가능성 판단 시 IPO 가능성 및 추진 여부도 중요한 고려 요소가 되어야 함

Scenario 분석 결과 신주인수권 행사 가능성이 희박한 경우에는, 일반 회사채 (Straight Bond)로서 평가함

(3) 주식으로서의 가치평가 방안 (신주인수권 행사를 전제로 한 가치평가)

신주인수권부사채의 가치 = 회사채(Straight Bond) 가치 + 평가시점에 신주인수권이 행사 되었음을 가정하여 평가한 신주인수권의 가치

or

신주인수권부사채의 가치 = 평가시점에 신주인수권이 행사되었음을 가정하여 평가한 주식으로서의 가치 (평가시점에 신주인수권 행사 대금을 BW의 상환을 통해 지급하는 것이 허용되어 있는 경우에만 적용 가능)

신주인수권부사채 등 주식연계채권(Quasi-Equity Investment)에 투자한 경우
주식 이외의 자산으로 명확히 평가되지 않는 한 주식으로 평가할 것을 권장함

주권상장기업의 신주인수권부사채

주권상장기업의 신주인수권부사채의 경우도 비상장기업의 신주인수권부사채와
마찬가지로 (1) Option Pricing Model 적용 방안 (2) 신주인수권 행사 가능성에
대한 Scenario 분석을 통한 평가방안 (3) 주식으로서의 가치평가 방안을 이용
하여 공정가치를 추정할 수 있음

단, 일반적으로 주식 상장기업의 경우 Option Pricing Model 적용을 통한
'신주인수권의 가치' 산출이 용이하다고 보는 것이 합리적이므로 (1) Option
Pricing Model 적용 방안을 통한 공정가치 추정을 최우선으로 선택할 것을
권장함

주식 상장기업 신주인수권부사채의 공정가치 추정 시 Option pricing model
적용 방안을 이용할 경우 일반적으로 Black-Scholes model의 적용도 가능함

X. 프로젝트 투자의 공정가치

회사의 주식 또는 지분에 대한 단순한 투자가 아니고, 특정한 Project만을 위해 자금을 투자하고 약정된 조건에 따라 투자금과 이익 등을 회수하는 투자에 적용함

따라서 특정 Project를 위하여 SPC를 설립하여 SPC에 대한 지분투자를 하는 경우는 ‘지분증권’으로 보며, 따라서 지분증권의 공정가치 평가기법을 따라야 함

또한 단순히 대여금의 성격을 가지는 경우에는 해당 투자자산은 공정가치 평가 대상이 아님

독립적 제3자의 최근 거래가격

평가대상 투자자산과 동일한 투자자산에 대하여 합리적인 판단력과 거래의사가 있는 독립된 당사자 사이의 최근 거래가 있는 경우 그 거래가격은 공정가치 추정치로 사용할 수 있음. 지분증권 및 채무증권의 ‘독립적 제3자의 최근 거래가격을 이용한 공정가치 추정’기법을 준용함

독립적 제3자의 최근 거래가격을 이용할 수 없는 경우에는 아래의 평가기법들을 사용하여 공정가치를 추정함

지분증권의 평가기법 준용

투자 약정 상 차입금에 대한 원리금 상환 후 잔여재산 및 이익 전부가 특정 기준들(투자금 등)에 기하여 일정한 비율로 배분됨으로써 사실상 지분증권과 동일한 성격을 가지는 경우에는 ‘지분증권’의 공정가치 평가기법을 준용하여 평가 하는 것을 원칙으로 함

프로젝트 투자의 경우 일반적으로는 Discounted Cash Flow (of Underlying Business) 방식의 적용하는 것이 합리적이라 할 것이나, 그 이용이 합리적일 경우에는 다른 평가기법을 적용하는 것도 가능함

(예를 들어 영화 등의 프로젝트 투자의 1차 정산 이후에는 DCF 평가방법을 적용할 수 있으며, 비록 1차 정산이 되지 않았더라도 실제 영화 개봉 또는 게임 출시 이후의 경우처럼 매출 발생 또는 매출 예상이 되는 경우에 DCF 평가방법을 적용할 수 있음)

Discounted Cash Flow (from the Investment)

투자성격 상 지분증권의 평가기법을 활용할 수 없을 경우에는 투자자산으로부터 발생할 것으로 신뢰성 있게 예측되는 현금흐름의 현재가치를 계산하여 공정 가치를 추정함

$$\text{공정가치} : \sum_{t=0}^n \frac{\text{예상 Cash flow}_t}{(1+r)^t}$$

현금흐름의 추정

투자자산으로부터 발생할 수 있는 현금흐름은 신뢰성 있게 추정되어야 하며 이를 위해서는 사업 현황 및 사업 계획에 대한 분석, 기초 시장 자료 분석, 투자 시 주요 Milestones 관련 실적 및 전망 분석 등을 기초로 하여 합리적인 매출 및 비용의 추정이 필요함

또한 Project 투자의 계약 당사자 또는 Project를 진행하는 당사자의 경영 상태가 Project의 진행이나 투자원금 회수에 영향을 미칠 가능성이 있는 경우 상대방의 경영현황 등을 고려하여 반영하여야 함

할인율(r)의 결정

동일한 위험을 수반하는 유사 Project 투자에 대한 시장의 현재 요구수익률을 적용하여야 함

동일한 위험의 유사 Project에 대한 시장의 요구수익률을 사용할 수 없으나 투자자산을 취득한 후 Project의 위험이 증가하지 않고 Project 투자의 계약 당사자 또는 Project를 진행하는 당사자의 경영 상태에 변화가 없는 경우에는, 투자자산의 취득 시에 적용한 요구수익률을 기반으로 할인율을 결정할 수 있으나 시장 상황 및 Risk premium(spread)의 변동 상황을 반영하여야 함

$$\begin{aligned}
 \text{ex.) } r &= \text{평가 시점의 기초수익률} \\
 &+ \text{취득 시점의 가산수익률} \\
 &+ \text{투자시점 이후 가산수익률의 변동 분} \\
 &= \text{평가기준일의 공시된 최저신용등급(BBB-) 회사채 수익률} \\
 &+ (\text{투자자산 취득 시 요구수익률} - \text{투자자산 취득시점의 BBB- 회사채 수익률}) \\
 &+ \text{투자시점 이후 가산수익률의 변동을 반영한 추가 spread (*)}
 \end{aligned}$$

* 현재가치를 계산하기 위한 할인율을 결정하는 데 사용하는 기초수익률에 가산하는 적절한 가산수익률을 결정하기 위한 정보를 최근의 거래에서 얻지 못할 수 있으나, 그러한 요소에 변화가 있었다는 증거가 있는지 여부를 결정하기 위하여 합리적인 노력을 하여야 함. 그러한 가산수익률의 하향(minus) 변동을 반영하기 위해서는 이를 입증할 수 있는 합리적인 근거가 제시되어야 하며, 그렇지 못한 경우에는 minus 변동을 적용하지 않는 것을 권장함

시나리오 분석 적용

하나의 Cash Flows (Most Likely Cash Flows)를 추정하는 것 보다 미래의 현금흐름의 다양한 가능성을 추정하는 것이 용이하거나 바람직한 경우가 있을 수 있음. 이 경우에는 각각의 시나리오로부터 추정한 투자자산의 가치를 각 시나리오에 대해 합리적으로 추정한 확률로 가중하여 평균함으로써 투자자산의 가치를 추정하는 것이 합리적이라 할 수 있음

현금흐름의 추정 시 모든 가능성에 대한 추정을 요하지는 않으며, 가능한 Cash Flows의 범위를 포괄할 수 있는 정도의 Scenario와 그 확률을 추정할 수 있는 수준의 분석이 필요함

XI. 공정가치 추정이 불가능한 자산의 가치평가

Milestones-based Valuation (Cost Basis)

이상 설명된 평가기법 등에 의해 공정가치 추정이 불가능한 경우에는 Cost basis의 평가를 하여야하며, 이를 위해서는 Milestones-based Valuation을 할 것을 권장함. 즉, 기타 상위의 평가방법의 적용이 불가능한 경우 적용하는 평가 방법으로서 투자결정 당시의 Milestones 대비 기업 및 시장상황의 변동, 사업 진척도 등을 고려하여 할인율을 적용하여 평가가치를 도출함. 투자 시점 당시에 고려되었던 이정표(Milestones)를 기록하고 향후 가치평가 시에 이를 고려함.

예를 들어 바이오 기업인 경우 임상 시험 단계가 계획대로 진행 되고 있는지, 핵심 연구 인력의 확충이나 유지가 되고 있는지를 기존예상안과 비교하여 미흡한 경우 할인율을 적용하고 반드시 그 할인율 반영 사유를 기록함. 영화나 게임 같은 프로젝트의 경우도 마찬가지로 방식으로 평가가치를 도출할 수 있음. 영화투자의 경우 투자 당시 예상했던 영화촬영 진척도와 현 평가시점에서의 진척도를 비교하여 예정대로 진행되는 경우에는 할인율의 적용 없이 장부가(취득원가)로 평가할 수 있으나, 진척도의 달성이 미흡할 경우 할인율을 적용하여 취득원가보다 낮은 가치로 평가를 함.

이정표(Milestones)로 고려할 수 있는 요소로는 촬영배우들의 캐스팅 진행 여부, 촬영 진척도, 개봉일 연기여부 등을 들 수 있음. 게임이나 드라마 역시 이와 유사한 이정표를 고려한 뒤에 평가를 함. 프로젝트 투자 후 언제부터 Milestones 방법상 할인을 적용할지에 대한 일률적인 가이드라인은 없으나, 투자한 직후 에라도 투자 당시 고려사항이었던 부문에서 위험요소가 발생하거나 예상했던 상황과 달리 진행되는 경우 할인율을 적용함.

마일스톤(Milestones)을 반영한 할인(Write-off) 처리 시 주요 고려 사항

- 합리적이고 투명한 근거에 의거하여 할인 처리시기와 규모를 결정하고, 할인 규모 결정 근거에 대한 명확하고 타당한 설명을 평가보고서에 명시
- 정기적으로 피 투자회사 경영상황 및 투자자산의 상황 변동에 따라 점진적인 할인을 통해 펀드 가치의 급격한 변화 방지를 권장
- 사후관리 계획표 상의 주요 지표 Milestones를 이용한 할인 반영
- 투자결정 시 중점적으로 고려된 사후관리 지표를 Benchmark 하여 목표치 보다 저조한 실적을 내는 경우 평가자의 전문적 판단에 의해 적절한 할인을 적용
- 채무증권의 경우는 회수 가능한 발생이자를 감안 하여 Valuation 결정
- Project 투자의 경우는 투자 프로젝트의 진행 상황 뿐 아니라, Project 투자의 계약 당사자 및 Project를 진행하는 당사자의 경영 상태를 반영하여 할인규모를 결정

투자자산 가치의 유의적인 감소 사유가 발생한 경우 평가자는 최대한의 실사 (Due Diligence)를 통해 정성적/정량적 분석을 하여 Valuation에 반영 하여야 하며, 대표적인 투자가치의 유의적인 감소 요인 반영 사례(예시)는 아래와 같으나 이에 제한되지 아니 함

- 피 투자기업의 채무 불이행, 부도, 워크아웃 및 회사정리절차 신청, 중대한 법정 소송 (지적재산권 관련 소송 포함) 및 이에 준하는 상황의 발생
- 경영진(CEO 및 CTO) 등의 변화 및 사임, 핵심 연구 인력의 퇴사
- 피 투자기업 내부의 부정행위
- 투자 화폐가치의 중대한 하락
- 활성시장 여건의 악화
- 사업 관련 유의적인 Milestones의 실적이 투자 시점 보다 저하되거나 계획보다 유의적으로 지연되어 수익성의 악화를 초래할 수 있는 사건의 발생
- 기타 투자자산 가치의 유의적인 감소 사유가 발생한 경우