



한국벤처캐피탈협회
KOREAN VENTURE CAPITAL ASSOCIATION

벤처투자자산 공정가치평가기준 설명회

2011년 3월



Copyright © 2011 by FnV Partners Inc. ALL RIGHTS RESERVED.

No part of this publication may be reproduced, stored in a retrieval system, or transmitted in any form or by any means-
electronic, mechanical, photocopying, recording, or otherwise- without the permission of FnV Partners. This document provides
an outline of a presentation and is incomplete without the accompanying oral commentary and discussion.

목 차

I. 벤처투자자산 평가기준 개발의 필요성

II. 평가기준의 구성 및 주요내용

III. 생각해보기

Project의 배경 : IFRS의 도입 및 주요 LP의 공정가치 평가 요구로 업계의 대응 필요

IFRS의 적용

IFRS (International Financial Reporting Standards) 도입에 따라
 유가증권의 공정가치 평가 원칙 강화 (한국채택국제회계기준)

- 일반 기업회계기준 하에서는 원가를 적용할 수 있는 경우를 폭 넓게 인정하는 반면, IFRS에서는 취득인식 후에는 공정가치 평가를 원칙으로 하고 예외는 제한적으로 허용
- 2011년 상장사 대상 전면 도입 (2009년부터 적용 허용)
- 일반 기업회계기준 하에서도 유가증권 중 단기매매증권과 매도가능증권은 공정가치로 평가하며 중소기업창업투자회사 회계처리 지침 15조에서 「벤처투자자산공정가치 평가기준」에 따라 측정

LP의 공정가치 Basis 회계반영 Needs

국민연금 등의 공정가치 평가 시도:

- 대체투자 자산에 대한 공정가치 평가 및 회계반영 (2009/2010년 BS에 공정가치 평가 및 회계반영)
- 정책금융공사, 한국벤처투자 등 주요 공공기관 LP의 경우도 공정가치 평가방안 검토중임

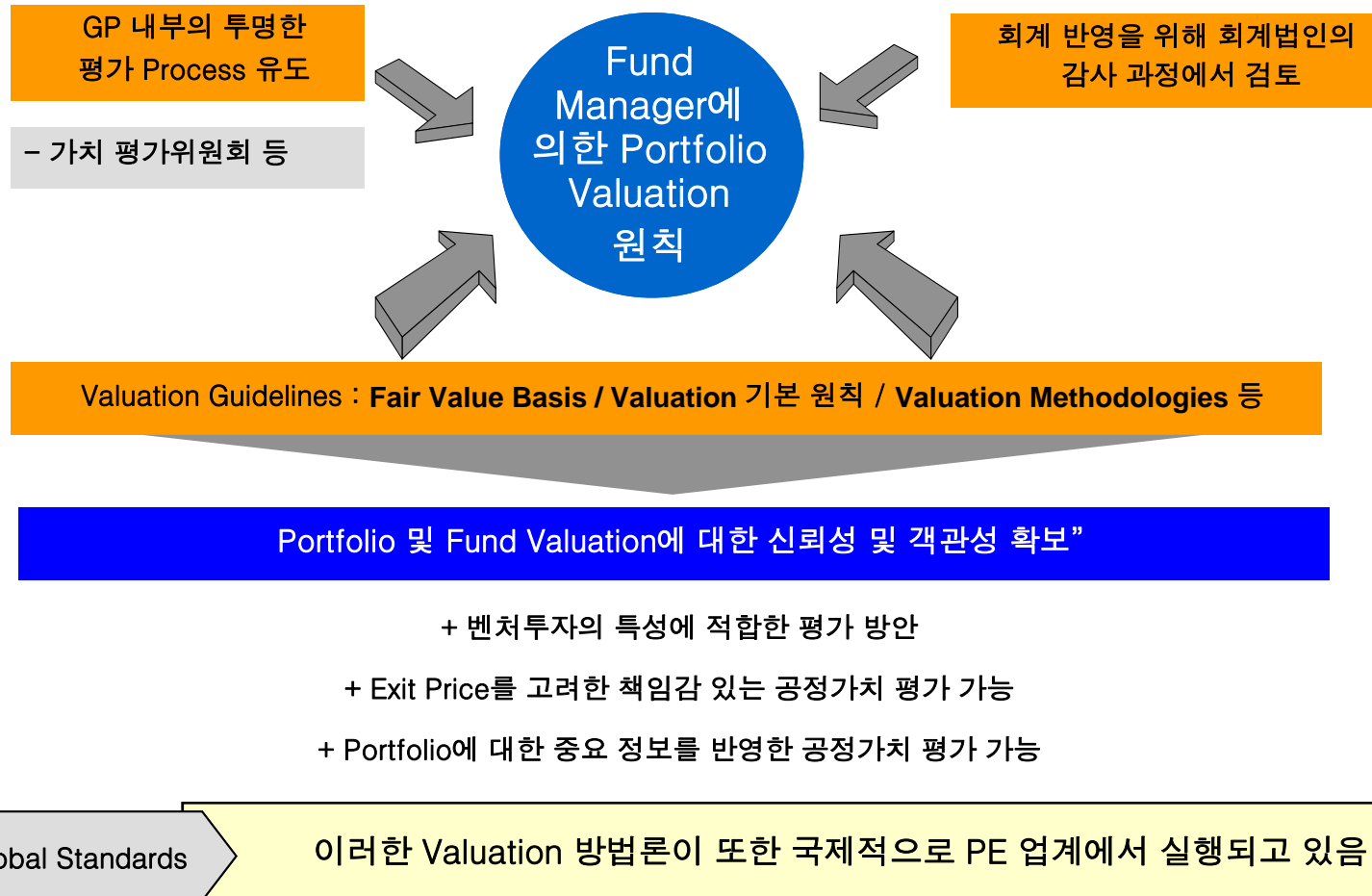
노력하는 우수 GP의 차별화:

- LP로서는 공정가치로써 평가하는 GP를 선호하게 됨

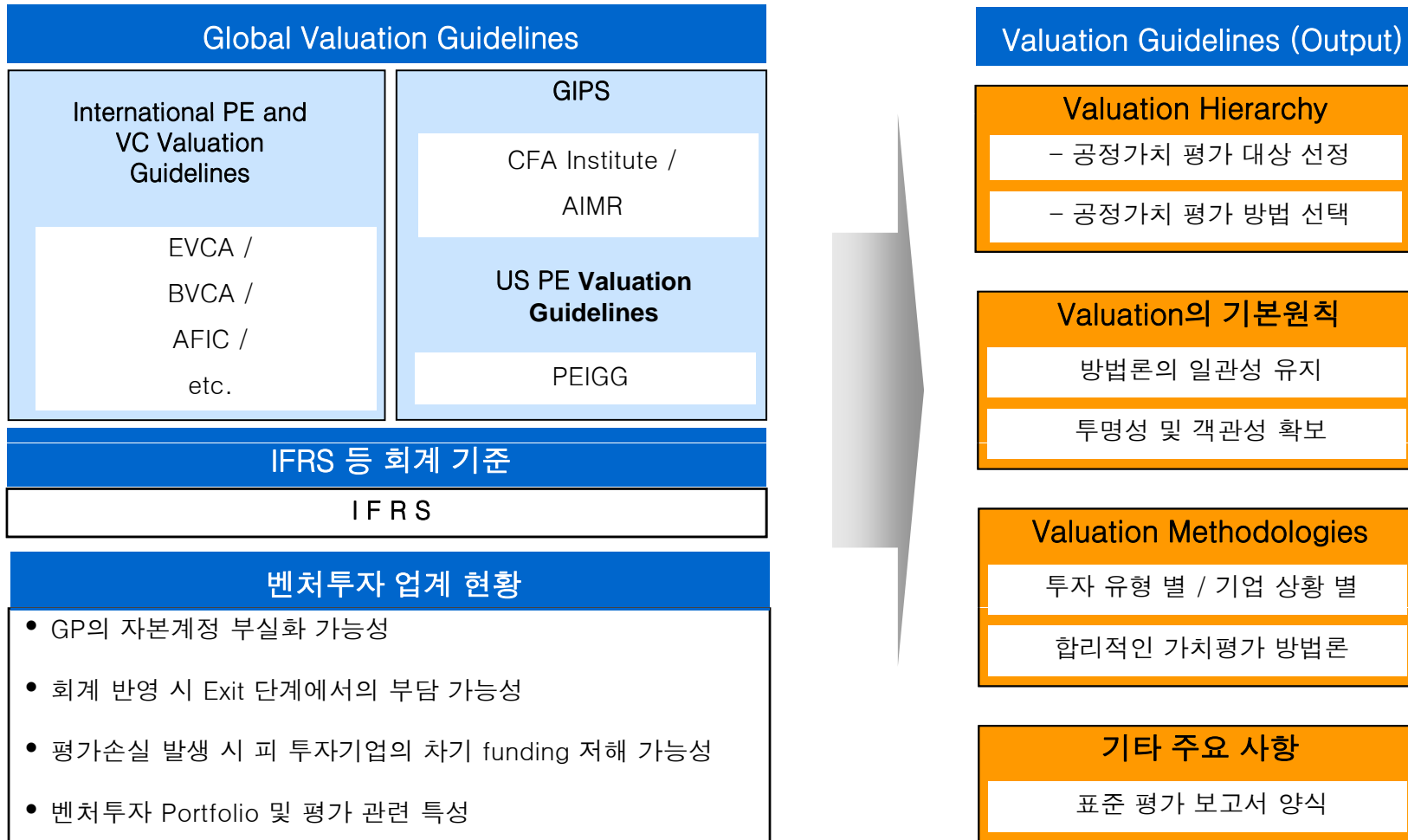
VC업계의 대응 필요

- 벤처자산의 특성을 고려한 공정가치 평가원칙 확립
- 공정가치 평가 방안의 합리적 회계반영 방안 제시
- 비상장 벤처투자자산 평가기준의 표준화로 활용성 및 신뢰성 제고
- 공정가치 평가의 방향을 업계가 주도
- 업계의 혼란 방지 및 업무 부담 경감

본 평가기준 개발 Project는 1) 'Valuation의 적정성을 확보하기 위해 Fund Manager 책임 하에 벤처투자 Portfolio의 평가를 실행'한다는 원칙 2) 신뢰성 제고를 위해 'Valuation Guideline' 을 제시하고 이를 준수 3) 평가 결과에 대한 '회계법인의 Audit을 거쳐 회계에 반영' 이라는 Process를 기본 전제로 함



한국벤처캐피탈협회는 Valuation의 신뢰성 및 객관성 확보를 위해 IFRS는 물론 Global Standards를 토대로 하여, 국내 VC 업계 현황을 고려한 Valuation Guidelines을 제시함



목 차

I. 벤처투자자산 평가기준 개발의 필요성

II. 평가기준의 구성 및 주요내용

III. 생각해보기

벤처투자자산 공정가치평가기준의 구성 - 목차

I. 공정가치

II. Valuation 기본원칙

III. 공정가치 평가 시 유의 사항

IV. 지분증권의 Valuation hierarchy

V. 활성시장이 있는 지분증권의 공정가치

- VI. 활성시장이 없는 지분증권의 공정가치 ⇒
1. 독립적 제3자의 최근 거래가격
 2. Market-based Multiple
 3. Discounted Cash Flow
 4. 유사거래이용법
 5. Net Asset Value
 6. Industry Valuation Benchmark

VII. 채무증권의 공정가치

- ⇒
1. 활성시장이 있는 채무증권의 공정가치
 2. 독립적 제3자의 최근 거래가격
 3. Discounted Cash Flow (from the Investment)

VIII. 전환사채의 공정가치

IX. 신주인수권부사채의 공정가치

X. 프로젝트 투자의 공정가치

공정가치 (Fair Value)

정의 및 평가원칙	공정가치 평가 예외 금융자산
<p>‘합리적인 판단력과 거래의사가 있는 독립된 당사자 사이의 거래에서 자산이 교환되거나 부채가 결제될 수 있는 금액’ (기업회계기준 제1039호 금융상품: 인식과 측정 - ‘한국채택국제회계기준’)</p> <p>평가 원칙 : 최초인식 후 파생상품 자산을 포함한 금융자산은 공정가치로 측정 함.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • ‘대여금 및 수취채권’ - 유효이자율법을 사용하여 상각후 원가로 측정 • ‘만기보유금융자산’ - 유효이자율법을 사용하여 상각후 원가로 측정 • ‘활성시장에서 공시되는 시장가격이 없고 공정가치를 신뢰성 있게 측정할 수 없는 지분상품과 가격이 공시되지 않는 이러한 지분상품과 연계되어 있으며 그 지분상품의 인도로 결제되어야 하는 파생상품’ - 원가로 측정
특정 투자자산의 공정가치 평가 가능성 검토 기준	
<ul style="list-style-type: none"> • 공정가치의 최선의 추정치는 활성시장에서 공시되는 가격이므로 가격이 있으면 그 가격을 사용함. • 금융상품 전체의 시장가격은 없지만 그 구성부분에 대한 활성시장이 있다면, 공정가치는 그 구성 부분의 시장가격에 근거하여 결정함. • 활성시장이 없다면, 공정가치는 평가기법을 사용하여 결정함. (1) 평가기법이 시장에서 사용할 것이라고 예상될 수 있는 방법을 합리적으로 반영하고 (2) 평가기법의 투입요소가 위험-수익 요인에 대한 시장의 기대와 측정치를 합리적으로 반영한다면, 그 평가기법은 공정가치에 가장 근접한 추정치를 제공할 것이라고 기대할 수 있음. • (1) 금융상품에 대한 추정치 범위의 편차가 유의적이지 않거나 (2) 그 범위 내의 다양한 추정치의 발생 확률을 신뢰성 있게 평가할 수 있고 공정가치를 추정하는 데 사용할 수 있다면, 공시되는 시장가격이 없는 지분상품과 이러한 지분상품과 연계되어 있으며 그 지분상품의 인도로 결제되어야 하는 파생상품의 공정가치는 신뢰성 있게 측정할 수 있음. • 일반적으로 외부 당사자에게서 취득한 금융자산의 공정가치는 추정할 수 있음. 그러나 합리적인 공정가치 추정치의 범위가 유의적이고 다양한 추정치의 발생 확률을 신뢰성 있게 평가할 수 없다면, 그 금융상품은 공정가치로 측정할 수 없음. • 공정가치로 측정하여야 하는 금융자산을 이전에는 신뢰성 있게 측정할 수 없었으나, 현재 신뢰성 있게 측정할 수 있게 된 경우, 당해 자산은 공정가치로 다시 측정함. 	

Valuation 기본 원칙

투명성	<ul style="list-style-type: none"> (1) 본 기준을 포함한 Valuation에 대한 기준 및 규정은 사내에 명문화 되어 있어야 함 (2) Valuation의 방법론, 데이터 및 절차는 투자자가 요구하는 양식에 따라 투명하게 보고되어야 하며 회사 내부에 보관되어 있어야 함 (3) 투자심사 시 고려되었던 주요 이슈 및 고려사항들은 Valuation 보고 시 투명하게 보고되어야 함 (4) Valuation에 추정치가 반영된 경우 그에 대한 근거는 타당해야 하며 투자자에게 구체적으로 보고되어야 함
일관성	<ul style="list-style-type: none"> (1) 가치평가 시 적절하다고 판단한 Valuation 방법론(평가기법 및 구체적인 투입변수)은 투자기간 동안 일관성 있게 적용 되어야 하고, Valuation 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 Valuation 방법론을 적용해야 함 (3) Valuation에 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
적시성	<ul style="list-style-type: none"> (1) Valuation은 정기적으로(분기별 1회 권장) 이루어져야 함 (2) Valuation은 자산가치의 중대한 감소 등 본질적인 자산가치의 변화가 즉시 반영될 수 있어야 함
객관성	<ul style="list-style-type: none"> (1) “중소기업창업지원법 제10조제2항 제3호에 따르는 전문인력 및 이에 준하는 자”에 의해 벤처투자자산에 대한 Valuation을 수행하는 것을 원칙으로 함 (2) Valuation을 수행하는 평가자 및 Valuation 대상 투자자산과 이해관계가 없는 제3자 또는 Valuation Committee의 검토 및 확인이 필요함
평가자의 신의성실	<ul style="list-style-type: none"> (1) 평가자는 본인이 가지고 있는 정보를 Valuation에 완전히 반영하여 신의원칙 하에 성실하게 이행해야 하며 정기 보고 시 Valuation에 반영된 정보를 투자자에게 투명하게 공개할 의무가 있음 (2) Valuation의 방법론 선택에 있어 평가자는 정확성의 확보 및 불확실성 최소화를 위해 최선을 다해야 하며 데이터 및 계산 과정의 오류에 대한 책임이 있음

공정가치 평가 시 주요 유의사항

<p>공정가치 산출의 목적</p>	<p>Valuation 방법론 선택 시, 측정일 현재 정상적인 거래에서 발생할 수 있는 거래가격이 나타나는 최선의 방법론이 선택되어야 함</p>
<p>Valuation Hierarchy의 준수</p>	<p>평가기법(Valuation의 방법론) 선택은 본 기준에서 제시하고 있는 Valuation Hierarchy를 철저히 준수해야 함 그 외 평가방법 사용 시에는 타당한 근거 및 설명이 반드시 필요함</p>
<p>평가기법의 적용 및 투입변수</p>	<p>평가기법은 시장정보를 최대한 사용하고 기업특유정보를 최소한 사용하여 적용함 금융상품의 공정가치에 영향을 미칠 가능성이 높은 기초이자율, 신용위험, 환율, 주식가격, 변동성, 중도상환위험 등을 반영하여 적용함</p>
<p>최근 취득한 투자자산의 공정가치</p>	<p>최근에 투자자산을 취득한 경우, 측정일 현재까지 피 투자기업에 중대한 변화가 있지 않고 경제상황 및 금융시장의 변화가 없다면 동 투자자산의 취득가격은 '독립적 제3자의 최근 거래가격'이며, 따라서 평가대상 투자자산의 취득가격을 공정가치의 추정치로 사용 가능함</p>
<p>실질적으로 동일한 다른 금융상품의 현행 공정가치 활용</p>	<p>실질적으로 동일한 다른 금융상품의 현행 공정가치를 이용할 수 있다면 이를 참조하여 공정가치를 추정할 수 있음</p>
<p>우선주 등의 평가</p>	<p>보통주와 그 특성을 달리하므로 개별적으로 평가하는 것이 원칙이나, 1) 보통주의 공정가치를 이용할 수 있고 2) 우선주의 조건 및 투자의 특성을 검토하여 일반적으로는 실질적으로 동일한 다른 금융상품으로 볼 수 있을 경우에는 보통주의 공정가치를 우선주의 공정가치로 사용하거나 이를 참조하여 공정가치를 추정할 수 있음 (상환우선주 평가기준 본문 9p. 참조)</p>

공정가치 평가 시 주요 유의사항 (계속)

<p>Refixing 조항의 반영</p>	<p>행사가격, 전환비율 등이 피투자기업의 실적에 연동되어 조정되는 경우 이를 반영하여 공정가치를 추정할 수 있음</p>
<p>지분의 희석</p>	<p>모든 지분증권의 Valuation은 피 투자기업 전체에 대한 Valuation을 우선적으로 하며, 측정일 현재 당해 기업이 발행한 CB, BW, Stock Option 등과 관련하여 지분의 희석 가능성이 있는 경우에는 그 희석 요인을 모두 반영하여야 함</p>
<p>투자가치의 유의적인 감소 요인 반영</p>	<p>사업 관련 유의적인 Milestones의 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 Valuation에 반영 하여야 함</p>
<p>비영업용 순자산 가치의 반영</p>	<p>비영업용 자산이 있는 경우에는 비영업용 순자산의 공정가치를 평가에 반영하여 기업가치 및 지분증권의 공정가치를 추정하는 것을 원칙으로 함</p>
<p>화폐단위가 다른 투자자산에 대한 Valuation</p>	<p>화폐단위가 다른 투자자산은 동일한 방법으로 평가하되 측정일의 현물환율로 환산 함. 기준환율과 전신환매도율 모두 적용 가능하나, 기간별 및 평가대상 별로 일관성 있게 적용하여야 함</p>
<p>유동성 할인의 적용</p>	<p>활성시장이 없는 지분증권의 공정가치 평가에 평가기법(Market-based Multiples, Discounted Cash Flow, Net Asset Value, Industry Benchmark등)을 활용 시 대부분의 경우 유동성에 대한 할인이 필요함 (평가기준 본문 12~13page 참조)</p>
<p>소수지분 할인의 적용</p>	<p>지분의 가치가 지배주주의 입장을 반영하여 산정된 경우 소수주주의 지분 가치를 산정하기 위해서는 적절한 소수지분할인을 적용 하여야 함</p>
<p>복수의 할인을 적용</p>	<p>2가지 이상의 할인율을 적용 할 경우에는 순차적인 적용을 원칙으로 함</p>

지분증권의 Valuation Hierarchy

구분	평가방법	설명	신뢰도 및 정확성 우선순위
활성 시장	시장가격	<ul style="list-style-type: none"> ■ 활성시장의 공시가격 - Discount 	
활성 시장이 없는 경우	독립적 제3자의 최근 거래가격	<ul style="list-style-type: none"> ■ 합리적인 판단력과 거래의사가 있는 독립된 당사자 사이의 최근 거래가 있는 경우 그 거래가격을 사용하여 평가 	
	Market-Based Multiple Analysis	<ul style="list-style-type: none"> ■ 수익 또는 양의 Cash Flow가 발생하는 회사의 경우 ■ 유사 상장기업의 시장 Multiple에 기반하여 공정가치를 평가 	
	기타 합리적인 방법	<ul style="list-style-type: none"> ■ Discounted Cash Flow (of Underlying Business) ■ 유사거래 이용법 : 유사한 회사의 인수합병 사례를 이용 ■ Net Asset Value (NAV) ■ Industry Valuation Benchmarks ■ 기타 시장참여자가 일반적으로 사용하는 평가기법 (실제 시장거래가격에 대해 신뢰할 만한 추정치를 제공한다는 사실을 제시할 수 있는 경우) 	
	Cost Basis	<ul style="list-style-type: none"> ■ Milestones를 활용한 Cost Basis Valuation 	

- 상위의 평가기법을 우선 적용하는 것이 원칙임
- 하위 방법론 사용 시에는 상위의 평가기법을 채택하지 않은 이유와 하위의 평가기법 적용이 타당한 근거 제시 필요

활성시장이 있는 지분증권의 공정가치

기본원칙

- 활성시장에서 공표되는 가격은 공정가치의 최선의 추정치이며, 금융자산이나 금융부채를 측정하는 데 그 가격을 사용함
- 거래소, 판매자, 중개인, 산업집단, 평가기관 또는 감독기구를 통해 공시가격이 용이하게, 정기적으로 이용가능하고, 독립된 당사자 사이에서 정기적으로 발생한 실제 시장거래를 나타낸다면, 그 금융상품은 활성시장에서 가격이 공시되고 있는 것으로 봄
- 대량 보유하고 있는 금융상품의 매도에 대한 비유동성 조정 (**Blockage discount**)은 하지 않음
- 금융상품 전체의 시장가격은 없지만 그 구성부분에 대한 활성시장이 있다면, 공정가치는 그 구성부분의 시장가격에 근거하여 결정함.

적용범위

- 증권 매매를 위하여 거래소가 개설하는 시장 "증권시장"- "유가증권시장" 및 "코스닥시장", "파생상품시장" 또는 공신력 있는 외국의 증권시장 (뉴욕증권거래소, 런던증권거래소 등)에서 거래되는 금융자산
- 국내와 외국의 증권시장에서 동시에 거래되는 금융자산은 원칙적으로 국내 시장에서 형성된 시장가격을 공정가치로 봄

공정가치 산정 및 할인 적용

- 공정가치 측정일 현재의 증가에 보유 투자자산의 특성에 따른 **할인율을 적용하여** 공정가치를 산정 함
- 거래제한 할인은 적용(6개월 이상의 lock-up이 있을 경우 20% 이상 적용 권장)하나, **대량보유 할인은 적용하지 않음**.
- 경영권 Premium은 한국채택회계기준 하에 인정되는 공정가치 개념으로 보지 아니함에 따라, **상장주식의 공정가치 평가시 경영권 Premium을 반영하지 않음**

기타 유의 사항

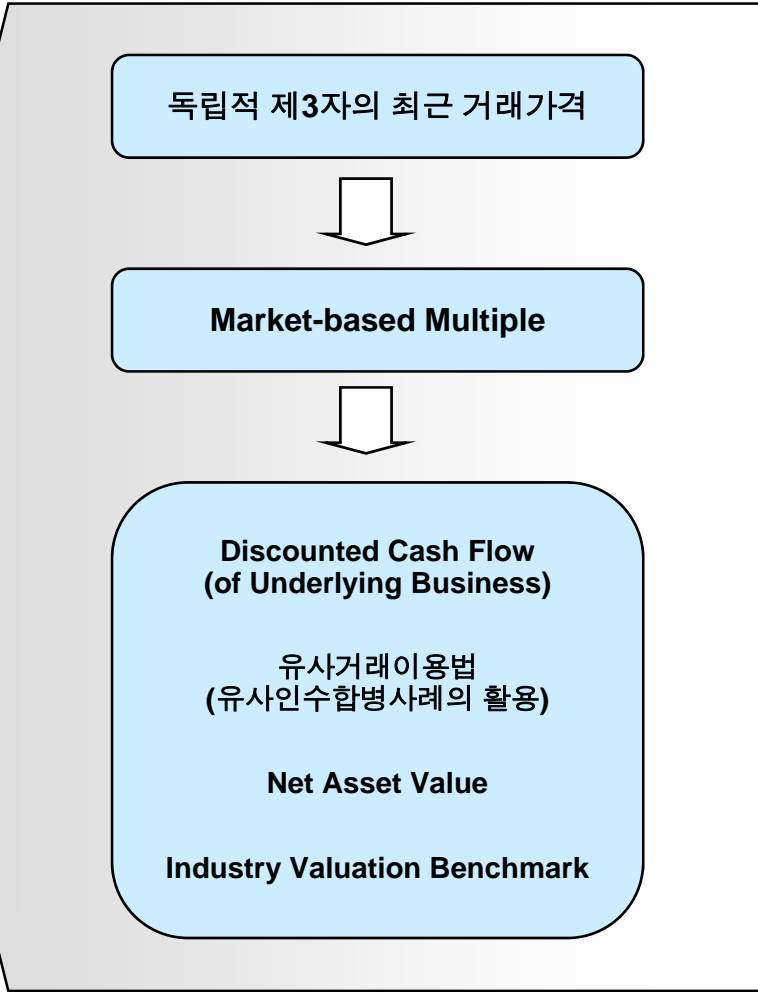
아직은 프리보드 및 장외시장에서의 공시가격이 있다 해도 그 금융상품이 활성시장에서 가격이 공시되고 있는 것으로 보기에 어려움이 있음

프리보드 및 장외시장에서의 공시가격은 보조 자료 및 검증 자료로서 활용할 것을 권장함

활성시장이 없는 지분증권의 공정가치 - 기본 원칙

기본원칙

- 시장참여자가 가격을 결정하는 데 고려하는 모든 요소를 포함하며, 금융상품의 가격을 결정하기 위하여 일반적으로 적용되는 경제학적 방법론에 부합해야 함
- DCF방식은 투입변수 결정에 주관적 판단이 많이 개입되므로 상위기법의 적용이 불가능할 경우에 한해서 조심스럽게 단독으로 적용
- 2개 이상 평가기법에 가중치를 적용하여 평가 가능하나 상위의 평가기법에 보다 많은 가중치를 둘 것을 권장함
- 평가는 주기적으로 조정하며 관측 가능한 시장자료에 기초하여 그 타당성을 검토해야 함
- 본 기준에서 제시하고 있는 평가기법 이외에도 그 평가기법이 실제 시장거래가격에 대한 신뢰성 있는 추정치를 제공한다는 사실을 제시할 수 있다면 사용할 수 있음.
- 프리보드, 장외시장에서의 거래 가격, 거래 내역은 공정가치 평가에 대한 보조 자료 및 비교 검증자료로서 활용하는 것을 원칙으로 함



활성시장이 없는 지분증권의 공정가치-독립적 제3자의 최근 거래가격

독립적 제3자의 최근 거래가격	
<div style="border: 1px solid black; padding: 5px; width: fit-content; margin: 0 auto;">적용범위</div>	<ul style="list-style-type: none"> • 동일한 투자자산에 대하여 합리적인 판단력과 거래의사가 있는 독립된 당사자 사이의 최근 거래가 있는 경우 그 거래가격은 공정가치 추정치로 사용할 수 있음 • 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
<div style="border: 1px solid black; padding: 5px; width: fit-content; margin: 0 auto;">적용배제</div>	<ul style="list-style-type: none"> • 최근 거래 이후 투자자산의 공정가치가 감소한 경우, 또는 최근 거래가격을 공정가치로 볼 수 없는 경우에는 본 평가기법의 적용을 배제함 (평가기준 본문 24page 참조)
<div style="border: 1px solid black; padding: 5px; width: fit-content; margin: 0 auto;">프리보드/장외시장 가격 적용 여부</div>	<ul style="list-style-type: none"> • 타 평가기법을 사용하여 공정가치를 추정하는데 있어 공정가치 평가 결과에 대한 보조 자료 및 비교 검증자료로 활용할 것을 권장함 • 프리보드의 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 입증하면 추정치로 사용 가능함
<div style="border: 1px solid black; padding: 5px; width: fit-content; margin: 0 auto;">공정가치 산정</div>	<ul style="list-style-type: none"> • 독립적 제3자의 최근 거래가격을 공정가치 추정치로 사용할 수 있음 • 독립적 제 3자의 최근 거래가 경영권 확보(또는 M&A)의 전략적인 고려에서 이루어진 투자일 경우, 원칙적으로 적용을 배제하나, 합리적인 가격이라 판단될 경우 할인율(예.소수지분할인율)을 적용하여 사용 가능함

활성시장이 없는 지분증권의 공정가치 - Market-based Multiples



활성시장이 없는 지분증권의 공정가치- Discounted Cash Flow (of Underlying Business)

Discounted Cash Flow (of Underlying Business)	
적용범위	<ul style="list-style-type: none"> 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
공정가치 산정	<ul style="list-style-type: none"> 지분가치(Equity Value) = 기업가치(Enterprise Value) + 비영업용 순자산 가치 - 차입 부채 기업가치(Enterprise Value) $\sum_{t=0}^n \frac{Free\ Cash\ Flow_t}{(1+r)^t} + \frac{Terminal\ Value_t}{(1+r)^n}$ <p style="text-align: center;">= 현금흐름예측기간의 FCF의 현가 + 영구가치 현가</p>
투입변수의 추정	<ul style="list-style-type: none"> Free Cash Flow : 기업이 영업활동을 통해 창출한 순현금흐름으로 최소 5개년에 대한 추정치를 이용할 것을 권장 함 할인율(WACC) : WACC을 사용하는 것이 원칙임. WACC의 추정이 불가할 경우, 가장 적절하다고 판단되는 모델을 사용하여 할인율을 결정할 수 있으나 근거 및 할인율 산정 과정을 투명하게 보고함 Terminal Value : 영구가치 추정은 현금흐름 예측기간 이후의 현금흐름의 가치를 추정하는 것으로서 일반적으로 영구성장모델 또는 시가배수방식이 활용 됨
민감도 분석	<ul style="list-style-type: none"> DCF를 이용한 기업가치 평가 시에는 주요 투입 변수들에 따라 그 결과가 상당한 영향을 받게 되므로 투입변수의 변화에 따라 지분가치가 어떻게 변화하는지에 대한 민감도 분석이 필요 함(본 방법 단독 사용시 반드시 적용,보수적 관점으로써의 평가 권장 -본문 40p)
시나리오분석을 통한 추정	<ul style="list-style-type: none"> 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 가능함

활성시장이 없는 지분증권의 공정가치- 기타 방법

유사거래이용법

- 적용범위 : 최근에 발생한 유사기업의 인수합병사례의 거래대금을 기초로 하여 평가대상 기업의 가치를 도출해 내는 방법으로 유사 인수합병사례와 관련된 자료가 존재한다는 전제하에서 활용 가능하며 Deal Structure에 대한 검토가 반드시 필요함
- 공정가치 계산 : Market-based Multiples 방식과 유사하나, 거래대금의 의미와 시너지 효과의 가격반영 정도에 대한 검토가 필요함
- 유동성 할인과 (소수지분평가 시)소수주주 할인의 적용 필요

Net Asset Value

- 적용범위 : 회사의 이익(earnings)보다는 기초자산(Underlying assets)에서 대부분의 가치가 발생하는 회사의 경우 (예: Fund, 부동산 회사, 지주회사, 수익증권 등)에만 적용하며, 그 외에는 보조적인 평가기법으로만 활용함
- 공정가치 계산 : 1) 자산과 부채의 가액을 공정가치로 조정하고 2) 대차대조표에 누락되어 있는 부외자산 및 부외부채의 공정가치를 측정 한 후 3) 공정가치로 측정된 개별 자산과 부채를 기초로 공정가치기준 대차대조표를 작성하고 이를 이용하여 가치평가를 수행함
- 유동성 할인과 (소수지분평가 시)소수주주 할인의 적용 필요

Industry Valuation Benchmark

- 적용범위 : 특정 회사의 가치가 특정 산업지표와 상관성이 깊고, 시장에서 회사의 가치를 평가하는데 있어 일반적으로 그 특정 산업지표를 활용하는 경우에 활용 가능함 (예: 인터넷 포털 사이트 업체, Cable TV업체, 요양기관, 도시가스업체 등)
- 공정가치 계산 : 1) 자산과 부채의 가액을 공정가치로 조정하고 2) 대차대조표에 누락되어 있는 부외자산 및 부외부채의 공정가치를 측정 한 후 3) 공정가치로 측정된 개별 자산과 부채를 기초로 공정가치기준 대차대조표를 작성하고 이를 이용하여 가치평가를 수행함
- 유동성 할인과 (소수지분평가 시)소수주주 할인의 적용 필요

채무증권의 공정가치

채무증권의 공정가치	
<p>기본원칙</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 금융상품의 활성시장이 있는 경우 공정가치의 최선의 추정치는 활성시장에서 공시되는 가격이며, 이러한 가격이 있으면 투자자산의 공정가치를 측정하는 데 그 가격을 사용 함 • 금융상품에 대한 활성시장이 없다면, 공정가치는 평가기법을 사용하여 결정함. 일반적으로 외부 당사자에게서 취득한 금융자산의 공정가치는 추정할 수 있음
<p>활성시장이 있는 채무증권의 공정가치</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 활성시장에서 공시되는 가격은 공정가치의 최선의 추정치이며, 이러한 가격이 있으면 채무증권의 공정가치를 측정하는 데 그 가격을 사용함
<p>독립적 제3자의 최근 거래 가격</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 지분증권과 동일함
<p>Discount Cash Flow (from the Investment)</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 채무증권과 유사한 채무증권의 시장가격(수익률)을 기초로 하여 시장 참여자들이 평가 대상 채무증권의 평가에 사용할 것으로 기대되는 수익률을 적용하여 평가 함 • 공정가치 : $\sum_{t=0}^{\infty} \frac{Face\ Value \times Coupon\ Rate}{(1+r)^t} + \frac{Face\ Value}{(1+r)^t}$ • 할인율 : <ul style="list-style-type: none"> -신용등급 있을 경우 : 금융투자협회 및 채권평가회사가 공시하는 동일등급의 장기 무보증 회사채 기준 수익률을 이용하는 것이 일반적임. 투기 등급 이하의 채권인 경우 채권평가회사에서 고시하는 일부 투기등급 채권의 수익률을 이용하거나 부도위험 (default risk)을 감안한 예상수익률을 이용함 -신용등급 없는 경우 : 1) 유사기업 및 유사 채무증권의 수익률을 적용, 2) 발행/취득 시 유효수익률(YTM)을 기반으로 추정 (본문 51p 예시 참조)

전환사채와 신주인수권부사채의 공정가치 (활성시장이 없는 경우)

전환사채의 공정가치

독립적 제3자의 최근 거래 가격

채무증권의 '독립적 제3자의 최근 거래가격을 이용한 공정가치 추정' 기법을 준용 함(동일한 회사가 발행한 경우라도 조건이 다른 CB,BW는 각각 동일한 투자자산으로 볼 수 없음)

주권비상장기업의 CB

- (1) Option Pricing Model 적용
- (2) 전환가능성 Scenario 분석을 통한 평가
- (3) 주식으로서의 가치평가 :
주식 이외의 자산으로 명확히 평가되지 않는 한 주식으로 평가할 것을 권장
- (4) 유사 전환사채의 시장수익률 활용

주권상장기업의 CB

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 권장 함(일반적으로 Black-Scholes model의 적용 가능)

신주인수권부사채의 공정가치

독립적 제3자의 최근 거래 가격

채무증권의 '독립적 제3자의 최근 거래가격을 이용한 공정가치 추정' 기법을 준용 함(동일한 회사가 발행한 경우라도 조건이 다른 CB,BW는 각각 동일한 투자자산으로 볼 수 없음)

주권비상장기업의 CB

- (1) Option Pricing Model 적용
- (2) 신주인수권행사가능성 Scenario 분석을 통한 평가
- (3) 주식으로서의 가치평가(Warrant 행사를 전제) :
주식 이외의 자산으로 명확히 평가되지 않는 한 주식으로 평가할 것을 권장
- (4) 유사 신주인수권부사채의 시장수익률 활용

주권상장기업의 CB

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 권장 함(일반적으로 Black-Scholes model의 적용 가능)

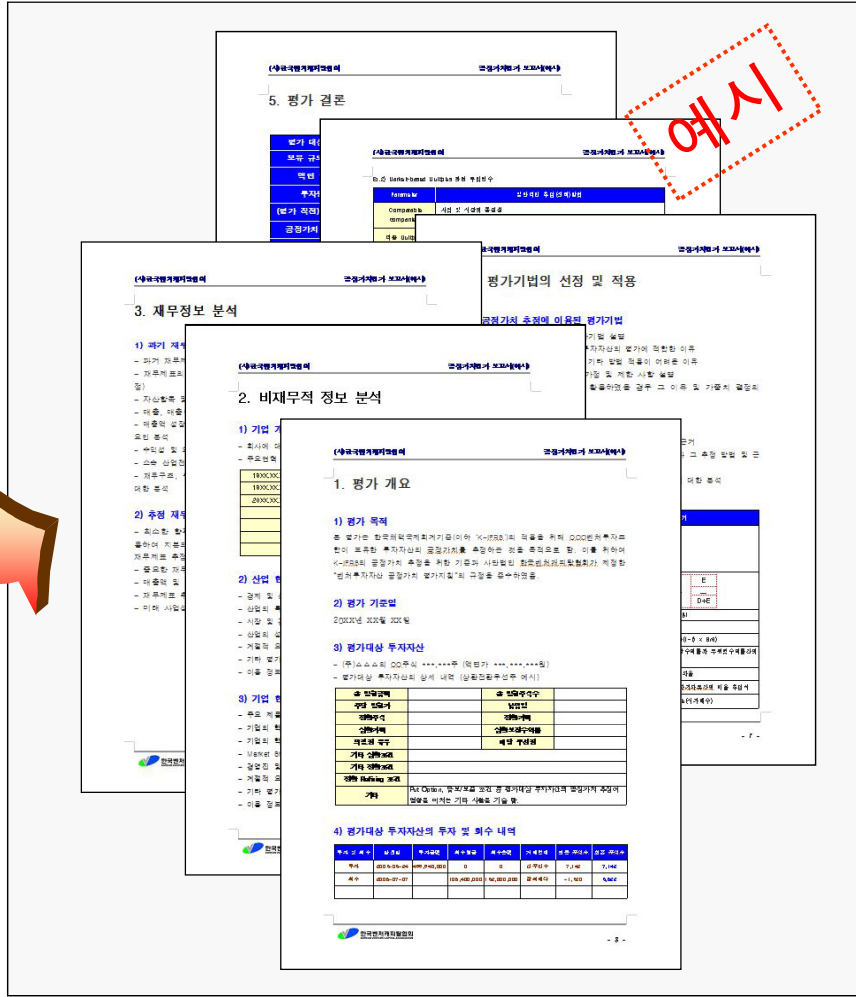
프로젝트 투자의 공정가치

프로젝트 투자의 공정가치	
<p>기본원칙</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 회사의 주식 또는 지분에 대한 단순한 투자가 아니고, 특정한 Project만을 위해 자금을 투자하고 약정된 조건에 따라 투자금과 이익 등을 회수하는 투자에 적용 함 • 특정 Project를 위하여 SPC를 설립하여 SPC에 대한 지분투자를 하는 경우는 '지분증권'으로 보며, 따라서 지분증권의 공정가치 평가기법을 따라야 함 • 단순히 대여금의 성격을 가지는 경우에는 해당 투자자산은 공정가치 평가 대상이 아님
<p>독립적 제3자의 최근 거래 가격</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 지분증권 및 채무증권의 '독립적 제3자의 최근 거래가격을 이용한 공정가치 추정'기법을 준용
<p>지분증권의 평가기법 준용</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 투자 약정 상 차입금에 대한 원리금 상환 후 잔여재산 및 이익 전부가 특정 기준들(투자금 등)에 기하여 일정한 비율로 배분됨으로써 사실 상 지분증권과 동일한 성격을 가지는 경우에는 '지분증권'의 공정가치 평가기법을 준용하는 것이 원칙임
<p>Discounted Cash Flow (from the Investment)</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 투자성격 상 지분증권의 평가기법을 활용할 수 없을 경우에는 투자자산으로부터 발생할 것으로 신뢰성 있게 예측되는 현금흐름의 현재가치를 계산하여 공정가치를 추정 함 • 공정가치 : $\sum_{t=0}^n \frac{\text{예상 } Cash\ flow_t}{(1+r)^t}$ • 현금흐름의 추정 : 사업현황 및 계획 분석, 기초시장자료 분석 등을 통한 신뢰성 있는 현금흐름 추정 • 할인율 결정 : 동일한 위험을 수반하는 유사 Project 투자에 대한 시장의 현재 요구수익률을 적용 (투자자산 취득 후 위험 등 중대한 변화가 없는 경우 취득 시 요구수익률을 기반으로 할인율 결정할 수 있음-본문 60p 참조) • 시나리오 분석 : 미래의 현금흐름의 다양한 가능성을 추정하는 것이 용이하거나 바람직한 경우에 적용

평가보고서 (예시)

평가보고서 목차 (예시)

1. 평가개요
 - 1) 평가 목적
 - 2) 평가 기준일
 - 3) 평가대상 투자자산
 - 4) 평가대상 투자자산의 투자 및 회수 내역
2. 비재무적 정보 분석
 - 1) 기업 개요
 - 2) 산업 현황 및 분석
 - 3) 기업 현황 및 분석
 - 4) 투자결정 핵심 요인 및 주요 Milestones
 - 5) 주주 및 지분율 현황
 - 6) 자본 변동표
 - 7) 지분 희석 요인
 - 8) 과거 거래내역, 프리보드 또는 장외시장 거래 내역
3. 재무정보 분석
 - 1) 과거 재무제표 분석
 - 2) 추정 재무제표
4. 평가기법의 선정 및 적용
 - 1) 공정가치 추정에 이용된 평가기법
 - 2) 투입변수의 추정
 - 3) 평가결과 도출
5. 평가결론



목 차

I. 벤처투자자산 평가기준 개발의 필요성

II. 평가기준의 구성 및 주요내용

III. 생각해보기

III. 생각해보기

Valuation 방법론 - 생각해보기

1. 요약 재무상태표

<최근 결산 자료> (단위: 원)

결산일	2007-12-31	2008-12-31	2009-12-31	2010-06-30
유동자산	2,708,019,342	4,692,625,944	4,357,096,963	3,124,614,533
비유동자산	4,115,623,742	5,187,947,625	6,548,495,962	6,390,191,527
자산총계	6,823,643,084	9,880,573,569	10,905,592,925	9,514,806,060
유동부채	3,893,220,620	7,149,802,590	6,817,986,591	5,809,015,983
비유동부채	1,467,448,031	1,201,173,881	3,685,958,864	3,113,067,857
부채총계	5,360,668,651	8,350,976,471	10,503,945,455	8,922,083,840
자본금	719,902,500	747,965,000	1,495,930,000	1,495,930,000
자본잉여금	2,112,989,770	2,112,989,770	1,365,024,770	1,365,024,770
이익잉여금	-1,369,917,837	-1,331,357,672	-2,459,307,300	-2,268,232,550
기타포괄손익				
자본조정 등				
자본총계	1,462,974,433	1,529,597,098	401,647,470	592,722,220
부채와 자본총계	6,823,643,084	9,880,573,569	10,905,592,925	9,514,806,060

2. 요약 손익계산서

(단위: 원)

결산일	2007-12-31	2008-12-31	2009-12-31	2010-06-30
매출액	1,922,977,876	3,826,515,721	2,849,879,529	2,590,646,511
매출원가	799,033,526	1,830,351,100	2,128,201,075	2,146,327,654
매출총이익	1,123,944,350	1,996,164,621	721,678,454	444,318,857
판매비와 관리비	1,494,420,529	1,585,897,656	1,399,439,777	676,798,837
영업이익	-370,476,179	410,266,965	-677,761,323	-232,479,980
비영업수익	72,070,017	64,740,383	79,952,566	722,794,844
비영업비용	289,302,147	427,999,684	539,176,689	299,240,114
법인세비용차감전 계속사업 손익	-587,708,309	47,007,664	-1,136,985,446	191,074,750
법인세비용(계속사업이익에 대한)	0	0	0	
계속사업이익				
중단사업이익				
당기순이익	-587,708,309	47,007,664	-1,136,985,446	191,074,750

3자 평가(전문평가기관)의 공정가치 평가 사례

전문평가기관 A사의 RCPS(상환전환우선주) 평가 사례

- 회계반영을 위한 공정가치평가 시 RCPS의 가치를 우선권/전환권/상환권으로 구분하여 각 옵션의 가치를 계산 후 이를 합산하여 산정함
- 평가가격은 평가모형에 따라 산출된 순수한 이론가격으로 실제 시장가격과 차이가 날 수 있음을 전제함
- 상환권의 가치 계산 시 상환권을 후순위 채권과 동일한 성격으로 가정하여 주로 이항모형을 적용하여 평가하며, 상환가능이익의 존재여부에 따른 상환가능성은 평가에 반영하지 않음

IT 업체 “M사”의 RCPS에 대한 공정가치평가 사례

- **전문평가기관**의 평가결과 (2010년 말 기준, 원/1주)
- 이항모형 적용 (총지분가치 평가액 : 14억 원)

우선주	상환권	전환권	RCPS가치
6,018원	4,689원	0원	10,707원

- **GP**의 평가결과 (2010년 말 기준, 원/1주)
- 3자거래 평가 적용 (총지분가치 평가액 : 6.5억 원)

보통주	상환권	전환권	RCPS가치
5,000원	0원	0원	5,000원

- “M사”는 2010년 반기결산 기준 2억 원 가량의 누적손실이 존재하기 때문에 향후 매출 실적 및 손익규모에 비춰볼 때 2011년 5월 만기인 RCPS의 상환가능성은 매우 낮은 상황임
- 전문평가기관은 상환가능성을 고려하지 않고 이항모형을 적용하여 상환권 가치를 도출함
- GP는 상환만기를 5개월 앞둔 회사의 재무구조상 상환여력이 없다고 판단하여 상환권의 가치를 무시하고 보통주의 가치로 평가함
- 공정가치평가 시 상환가능성에 대한 인식의 차이로 동일시점, 동일지분에 대한 가치 평가액이 2배(7억여 원) 이상 차이가 나는 경우가 발생함

감사합니다
감사합니다
감사합니다

