

# SPA에서 Net debt 및 NWC 정산 (Closing account mechanism)

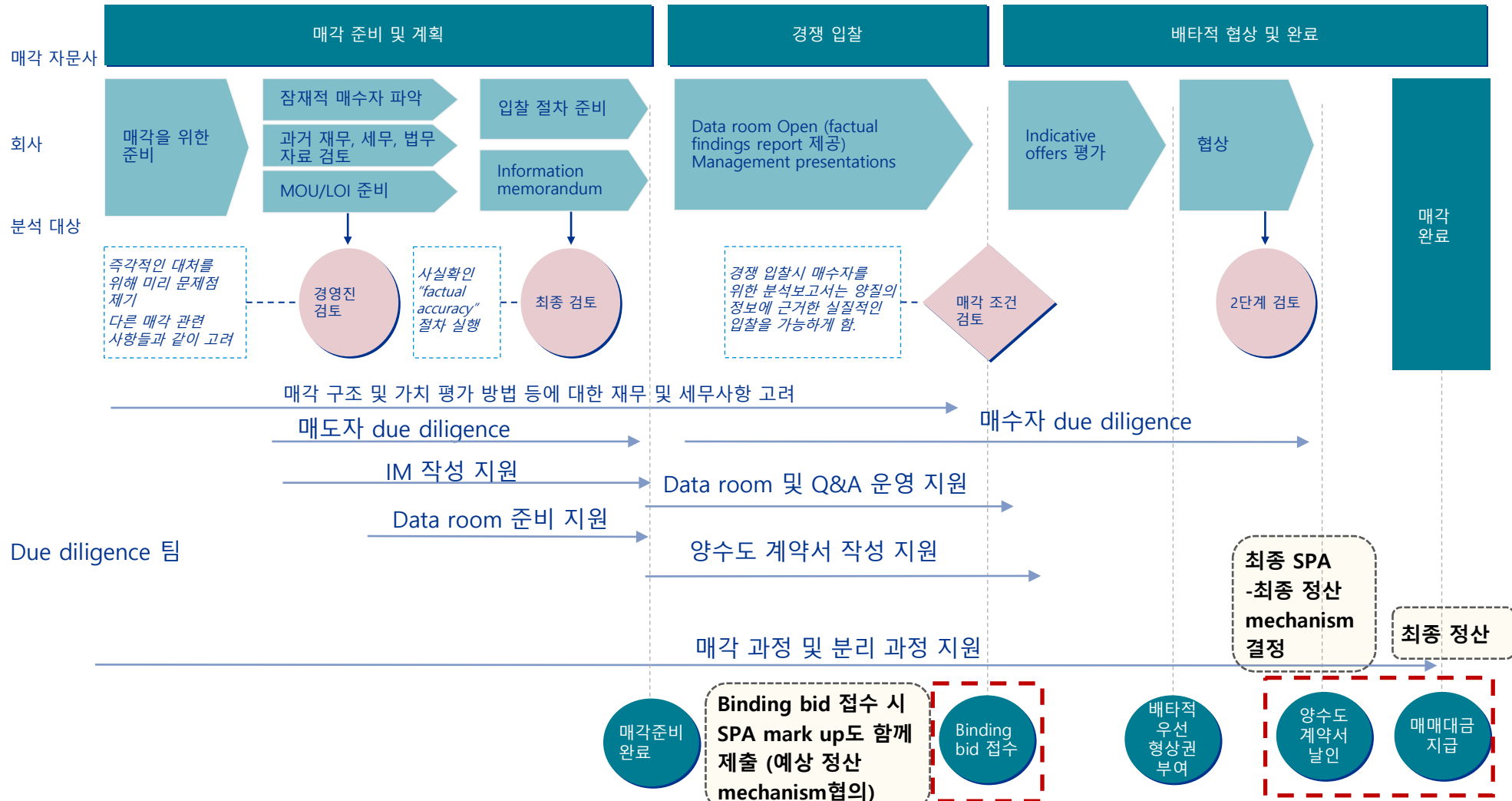
Internal use only

# Contents

<b>SPA의 구조와 FDD</b>	
<b>I. SPA Key concept guides</b>	<b>3</b>
<b>II. 매매대금 결정 mechanism: Closing accounts vs. Locked box</b>	<b>4</b>
<b>III. Closing accounts vs. Locked box</b>	<b>9</b>
<b>IV. 매각대금 정산 (in Closing account mechanism)</b>	<b>17</b>
■ 매각대금 정산 개념	17
■ BS구성항목별 영업가치에 미치는 영향	18
■ BS구성항목별 영업가치에 미치는 영향 (사례)	19
■ BS항목의 재구성 (사례)	21
■ NWC의 정의 (개념)	22
■ 기타(영업)자산부채의 정의 (개념)	23
■ Net Cash (debt)의 정의 (개념)	24
■ Net cash(debt)의 정의 (사례)	25
■ BS항목의 재구성 (사례)	26
<b>V. Target NWC 산정 (사례)</b>	<b>28</b>

# I. SPA: Key concepts guide

M&A전반의 각 주체별 Process.



## II. 매매대금 결정 Mechanism: Overview

- 대표적인 매매대금 결정 Mechanism : “Closing Accounts(매매대금 정산)” vs. “Locked Box”
- 두 Mechanism 의 결정적인 차이는 “경제적 지배권(위험과 효익) 이전 시점” 및 “최종 매매대금의 결정시점 및 결정근거”

### Closing accounts mechanism

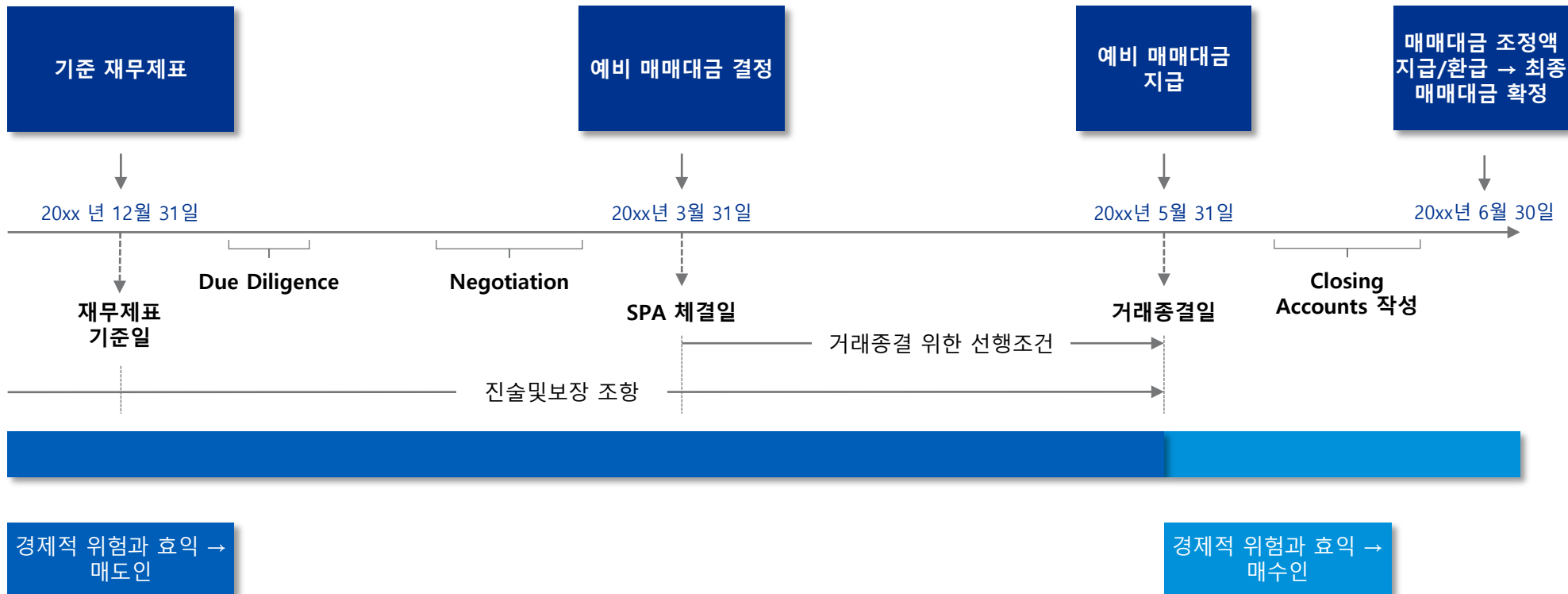
- “경제적 위험과 효익”이 매수인으로 이전되는 시점은 “거래종결일”
- SPA 체결 시점에는 “예비” 매매대금이 결정되며, 최종 매매대금은 거래종료일 이후 매매대금 조정 과정을 통해 결정.
- 최종 매매대금 산정의 기준이 되는 재무제표는 “거래종결일” 또는 “거래종결일” 이후 시점에 작성된 Closing accounts이며, 일반적으로 거래종결일 전후의 감사/검토 받은 재무제표.

### Locked box mechanism

- “경제적 위험과 효익”이 매수인으로 이전되는 시점은 “Locked box date” 라고 부르는 기준 시점 (“Locked box date” 는 SPA 체결 이전 가장 최근의 회계기준일이 되는 경우가 많음.)
- 최종 매매대금은 SPA 체결시점에 결정, 이후 가격 조정 없음.
- 최종 매매대금 산정의 기준이 되는 재무제표는 Locked box date 의 재무제표이며, 일반적으로 SPA 체결 전 가장 최근의 감사/검토 받은 재무제표.

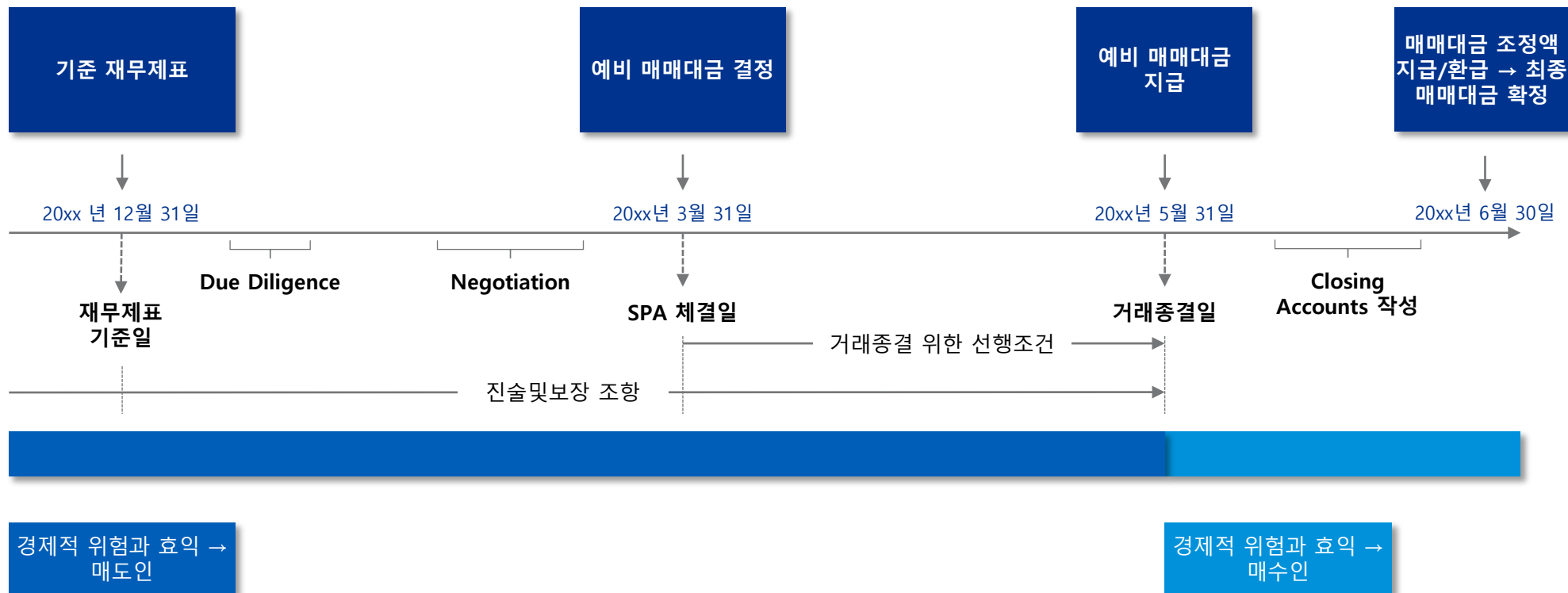
## II. Closing Accounts Mechanism (1/2)

- 경제적 위험/효익은 거래종결일부터 매수인으로 이전 : 즉, 거래종결일 이전까지 회사가 창출하는 Cash flow는 모두 매도인 몫
- 매수인은 회사에 대한 Control 을 거래종결일부터 행사 가능 : 경제적 위험/효익 이전 시점과 Control 획득 시점이 일치



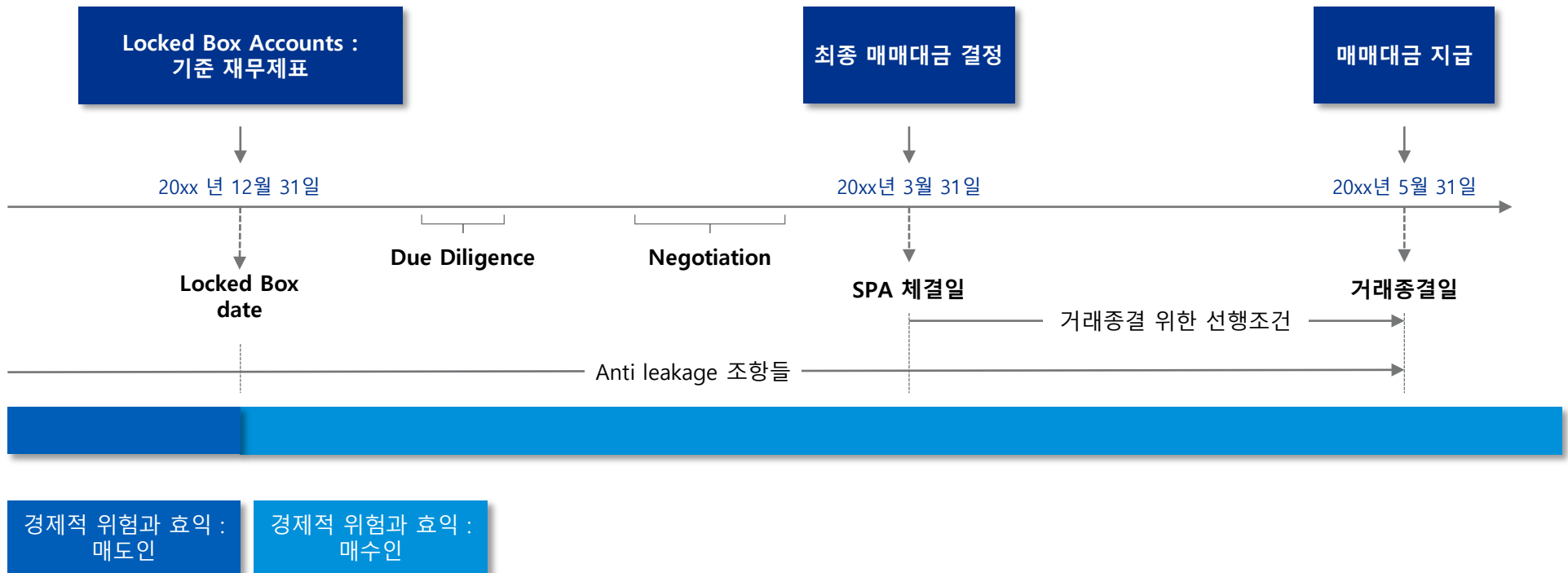
## II. Closing Accounts Mechanism (2/2)

- SPA 체결시점에는 예비 매매대금이 결정. 최종 매매대금은 거래종결일 이후 매매대금 조정 과정을 통해 확정.
- SPA 체결 시 SPA 상에 매매대금 조정 item 을 일반적으로 합의해 놓음.



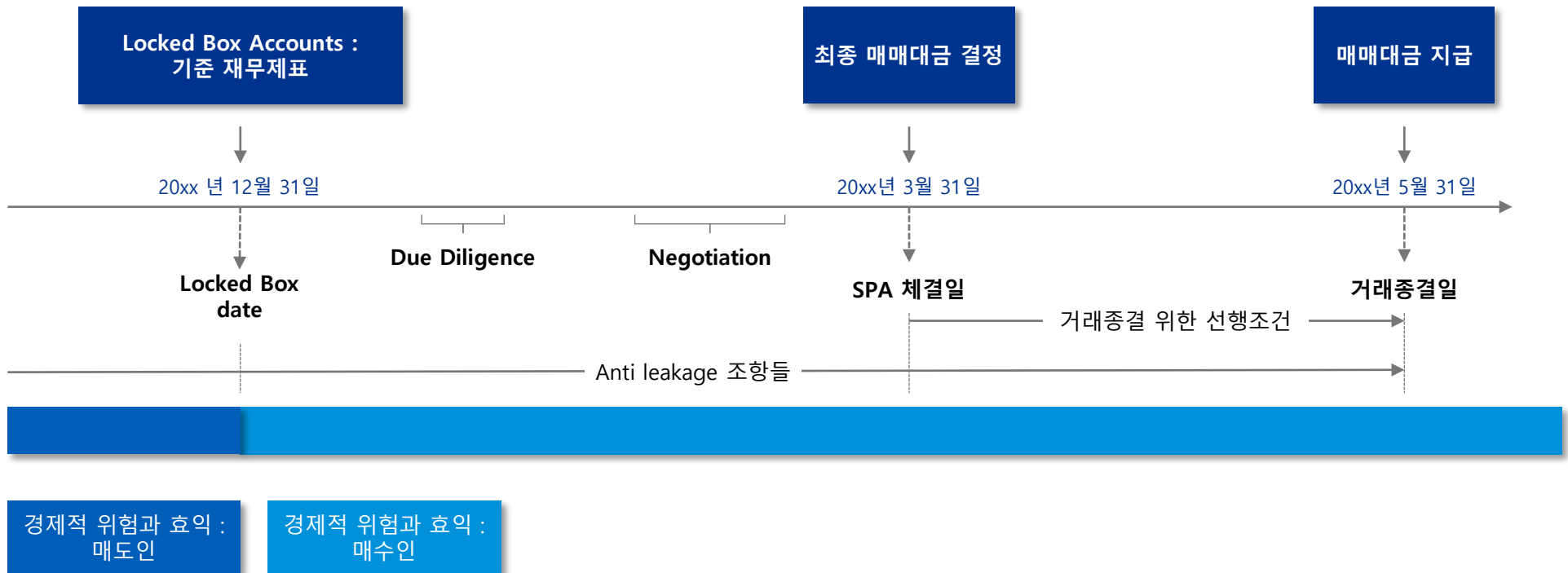
## II. Locked Box Mechanism (1/2)

- 경제적 위험/효익은 Locked Box date ("LBD") 시점부터 매수인으로 이전 : 즉, LBD 이후 Target 사가 창출하는 cash flow는 모두 매수인 몫.
- 매도인이 LBD ~ 거래종결일 사이에 Target사의 value를 누출하지 못하도록 SPA 에는 Leakage 관련 조항들이 포함.  
(“Locked Box”란 LBD ~ 거래종결일 사이에 매도인이 Target 사의 cash 등을 빼내가지 못하도록 막는다는 의미.)
- 매도인은 LBD ~ 거래종결일 사이의 time lag에 대해서 매매대금의 일정 % 를 이자로 지급받음.



## II. Locked Box Mechanism (2/2)

- 최종 매매대금은 SPA 체결일에 결정. 이후 가격 조정 없음.
- 최종 매매대금의 산정 기준이 되는 Locked Box accounts ("LBA")의 신뢰성이 매우 중요.
- 매수인이 거래종결일 이후 LBA 상의 오류 사항을 발견할 경우 SPA 상의 손해배상 조항을 통해 claim 제기 가능.





## III. Closing accounts

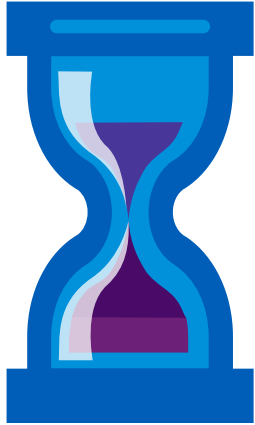
### Closing accounts is...

- Closing accounts는 SPA 체결 시점에 존재하는 불확실성을 조정하여 매매대금에 대한 재협상을 위해 사용되는 방식
- 매매대금 정산방식에서는 거래 종결일의 추정 재무상태 또는 추정 기준지표(예: Net debt, 정상적인 수준의 운전자본)에 기반하여 예비매매대금이 결정됨.
- 만약, 거래 종결일의 실제 재무상태 및 기준지표가 추정치와 다를 경우 실제치와 추정치의 차이를 추가 지급/수령하게 됨.

#### How does closing accounts work?

- 추정 재무상태 또는 추정 기준지표는 실사과정에 기반하여 산출이 됨. 매도인과 매수인 간에 추정 재무지표/기준지표의 합의 과정이 필요함.
- SPA에 i) 합의된 추정 재무제표/기준지표, ii) 거래종결일 이후 매매대금 조정/정산 방식, iii) 예비매매대금 등이 명시되며, 거래 종결일에 매수인은 매도인에게 예비매매대금을 지급함.
- 거래 종결일 이후, 매수인은 거래종결 재무제표(Closing accounts)를 작성한 뒤 정산금액 (추정치 vs. 실제치)을 산정함. 매도인은 매수인이 제시한 거래종결 재무제표 및 정산금액을 검토 후 이의 제기 가능.
- 정산금액에 대해서는 SPA 상 최소금액 기준 또는 최대금액 기준이 명시되기도 함.
- 매매대금정산은 대부분 현금지급으로 이루어 지며, 거래종결일 ~ 정산대금 지급일 사이의 기간이자도 포함하여 지급이 됨.

# Quiz



## 매매가액은 무엇인가요?

1. 영업가치 (Operating value)
2. 기업가치 (Enterprise value)
3. 주주가치 (Equity value)



### III. Closing accounts

정산 메커니즘에 적용 할 수 있는 여러 가지 유형의 가격 조정이 존재합니다.

#### 순자산 조정방식

- 순자산 조정은 거래종결일 시점에 추정된 재무상태를 달성할 것이란 가정 하에 사용되는 방식임.
- 거래종결일 시점의 실제 순자산 가액이 SPA 상 합의된 추정 순자산 가액에 미달할 경우, 매도인은 매수인에게 미달금액을 돌려줘야 함. (반대로 초과 시에는 매수인이 매도인에게 초과금액을 추가 지급해야 함.)
- 운전자본 및 Net debt 조정방식과 비교 시 순자산 조정방식의 가장 큰 특징은 재무상태표 전체의 변동과 연동이 된다는 점. 즉, 운전자본 및 Net debt 조정방식에서는 일부 계정이 조정 방식에서 누락될 가능성이 있는데, 순자산 조정방식에서는 누락될 위험이 없음.
- 다만, 순자산조정방식의 경우에도 재무제표에 반영되지 않은 우발성 부채항목들에 대해서는 신중히 검토할 필요가 있음. 회계기준 상으로 충당부채로 인식되지 않을 수 있는 항목이나 매수인 입장에서 위험부담이 큰 우발부채 항목이 있다면 이를 SPA 상 조정항목에 포함시킬 필요가 있음.
- 순자산 조정방식이 전체론적 접근방식이기 때문에 매수인이 가장 선호할 수 있는 방식이며, 최선의 조정 메커니즘임. 다만, 그러한 이유로 인해 매도인과의 협상/합의가 종종 어려운 경우가 있음. 또한, 공개입찰 과정에서 순자산 조정방식을 선호하는 bidder 는 다른 bidder 에 비해 경쟁력이 약해질 수 있음.



### III. Closing accounts

정산 메커니즘에 적용 할 수 있는 여러 가지 유형의 가격 조정이 존재합니다.

#### 운전자본, Net debt 조정방식

- 매수인은 일반적으로 offer letter에 매매대금은 "정상적인" 수준의 운전자본을 가정해 결정이 되었음을 명시함.
- 매수인과 매도인이 합의한 "정상적인" 운전자본 ("Target NWC" 또는 "Benchmark NWC로 불리기도 함) "금액"은 SPA 상에 hard coded 됨. 거래종결일 시점의 운전자본 금액이 SPA상 합의한 "정상적인" 운전자본에 미달할 경우 매도인은 매수인에게 미달금액을 돌려줘야 함.(반대로 초과 시에는 매수인이 매도인에게 초과금액을 지급함.) 따라서 매수인은 SPA 상 기재되는 "정상적인"운전자본을 가능한한 크게 기재하고자 하며, 매도인은 반대의 입장임.
- SPA 상에는 또한 운전자본에 포함될 항목에 대해서도 기재가 됨. SPA 상에 기재된 운전자본 정의에 따라 거래종결 재무제표에서 실제 운전자본 산정에 반영될 item 이 결정이 됨. 따라서 실사결과에 따라 어떤 항목을 운전자본으로 포함할지를 결정하는 것이 매우 중요함.
- 또한, offer letter 는 일반적으로 debt free / cash free basis 하에 산정된 매매대금이 우선적으로 기재가 됨. 즉, 현금 및 부채에 대한 "Target"/"Benchmark"는 0으로 설정됩니다.
- 만약, 거래종결일 시점에 회사에 Debt 이 존재 시, 매매대금에서 차감되어 지급이 되고, 반대로 현금이 존재 시 가산되어 지급이 됨.
- SPA 상에는 Net debt 에 포함될 항목에 대해서도 기재가 됨. 따라서 매수인 입장에서는 실사결과에 근거하여 중요한 부채 항목이 매매대금 산정에 포함이 될 수 있도록 면밀히 검토하는 과정이 필요함.

## III. Closing accounts mechanism

### 중요 고려사항

#### Target 산정

- 매매대금 조정방식에서는 실사결과에 기반한 "Target", 즉, 추정 재무지표를 적절하게 설정하는 것이 매우 중요.
- SPA 상에 기재되는 Target 금액을 "고정금액"으로 기재해도 되나, 경우에 따라서는 "비율", "%" 가 적절하다고 판단되는 경우 해당 지표를 기재하는 것도 가능.
- 가능한 Target 금액을 가능한 상세하게 산정 – 매매대금 조정과정에서 dispute 가능성을 최대한 감소시키기 위해 중요함.

#### 정의

- SPA 상에 "Target" 운전자본, Net debt item, Net assets 의 정의 및 포함 항목을 매우 명쾌히 기재하여야 함.
- Check : 매매모호한 정의가 없는지, 누락된 항목이 없는지
- 실사 결과 반드시 고려

#### 거래종결 재무제표

- 거래종결 재무제표는 회계기준에 부합하게 작성되어야 하며, 과거 회사가 적용해 온 회계정책과도 일관되게 작성되어야 함.
- SPA 상 명시된 "Target" 금액과 상세 비교 가능하도록, 거래종결재무제표는 상세하게 작성되어야 함.
- 만약, 회사가 일관되게 적용해 온 회계정책이 GAAP에 위배되는 상황일 경우, 경우에 따라서는 일관되게 적용해 온 회계정책이 GAAP 보다 우위에 있는 경우도 있음.

## III. Closing accounts mechanism

### Process

#### 거래종결 재무제표 Preparation

- SPA 상 거래종결 재무제표의 작성 및 리뷰 기간의 timeline 이 셋팅이 됨.
- 일반적으로 거래종결 재무제표의 작성 주체는 매수인임. (거래종결 이후부터 매수인은 회사를 "Control" 하므로)
- 매수인이 거래종결 재무제표를 작성하기 때문에, 매수인 입장에서 전략적 우위가 있다고 볼 수 있음.
- 매수인은 거래종결 재무제표 작성 시 작성기간, 매도인의 이의제기 가능성, 방어논리 등을 고려하여 작성해야 함.

#### Review

- (일반적으로)매수인이 거래종결 재무제표를 제시한 이후, 매도인은 거래종결재무제표를 검토하게 됨.
- 검토기간은 제한적으로 제공되고, 검토기간에 대해서도 상세히 SPA 상에 기재되게 됨.
- 또한, 매도인이 거래종결 재무제표를 검토하기 위해 필요한 "권리"들이 SPA 상에 포함되게 됨. 예를 들어, 매도인은 거래종결 재무제표 작성 시 작성된 working paper, supporting data, 관련 임직원 등의 resource 에 접근할 수 있어야 함.

#### Dispute resolution

- 이의제기 절차 및 Timeline 은 SPA에 명시
- 이의제기 전 협상과정이 존재함. 매도인/매수인은 독립적으로 자문사 구성하여 이의제기 여부를 결정
- 이의제기 기회는 일반적으로 한번 (기한 내 이의제기 하지 않은 경우, 합의한 것으로 간주)
- 이의제기 시 관할법 및 분쟁해결법원은 SPA 상에 일반적으로 명시되어 있음.

## III. Locked Box mechanism

### Overview

#### Locked-box Mechanism

- 매수인은 Locked Box Date (또는 Effective Date)라고 부르는 계약발효일의 가치로 대상회사를 인수하는 것임.
- 매수인은 계약발효일 기준의 재무제표에 근거하여 매매대금을 산정하고, 조정사항을 확정하여 SPA를 체결하므로 매매대금 정산 절차가 없음. 매매대금은 거래종결일에 지급됨.
- 'Locked Box'라는 명칭은 사실 상 회사를 인수하는 시점인 계약 발효일(Effective Date)부터 거래 종결일(Completion)까지의 가치의 유출을 방지하기 위해 필요한 모든 계약 상의 보호를 한다는 의미.

#### How does locked-box work?

- Locked Box Mechanism 하에서는 매수인은 사실 상 계약발효일부터 회사의 경제적인 지배권을 가지게 됨. 즉, 계약발효일 이후 회사를 소유함에 따른 위험과 보상이 모두 매수인으로 귀속됨.
- 계약발효일 기준의 재무제표를 통해 가치 산정, 매매대금 조정을 하기 때문에 SPA 체결 시점에 NWC 및 Net Debt 등으로 인한 조정금액은 이미 확정되어 있는 상태.
- 따라서 계약발효일 기준의 운전자본 미달분("정상적인"운전자본 vs. 실제 운전자본) 및 Net debt item 등을 매매대금 조정으로 반영함.
- 계약발효일부터 매수인은 경제적인 지배권을 가지기는 하나, 법적인 소유권은 거래종결일 시점에 이전이 됨. 따라서 계약발효일부터 거래종결일 사이의 가치의 유출이 없도록 법적으로 보호하는 것이 매우 중요함.

## III. Locked Box mechanism

### Overview

What is  
unique about  
lock-box

#### 기타 고려사항

- 매매대금은 “계약발효일”(Effective date or Locked Box date) 기준으로 산정이 되며, 매매대금 조정/정산 과정이 없음. 즉, 거래종결 재무제표를 작성하지 않음.
- 계약발효일 기준의 재무제표 작성 주체는 매도인이라는 점 및 거래종결일까지의 법적인 소유권을 매도인이 보유하고 있다는 점에서 Locked Box Mechanism 은 매도인에게 상대적으로 유리한 방식임.
- 매매대금에는 계약발효일과 거래종결일 사이의 기간이자가 추가 가산이 됨.



## IV. 매각대금 정산 (Closing accounts)

### Closing accounts

#### 정산방식 사례: Estimated purchase price와 Final purchase price

##### Closing Payment Certificate.

(a) At least fifteen (15) Business Days prior to the Closing Date, the Sellers shall deliver to the Purchaser a certificate (the "Closing Payment Certificate") setting forth (i) their estimate of Closing Cash (such estimate is referred to as the "Estimated Closing Cash"), (ii) their estimate of the Indebtedness Amount (such estimate is referred to as the "Estimated Indebtedness Amount"), (iii) their estimate of the Net Working Capital Adjustment (such estimate is referred to as the "Estimated Net Working Capital Adjustment"), (iv) their calculation of the Estimated Purchase Price, (v) their calculation of STT and CGT in respect of the portion of the Estimated Purchase Price received by FSGL, as provided in Section 4.10, and (vi) the Loan Repayment Amount, together with financial information and data in reasonable detail that forms the basis of the foregoing estimates and calculations.

##### Estimated purchase price

$$\begin{array}{ccccccc} \text{Base purchase price} & + & \text{Estimated Closing Cash} & - & \text{Estimated Indebtedness Amount} & + & \text{Estimated Net Working Capital Adjustment} \end{array}$$

##### Final purchase price

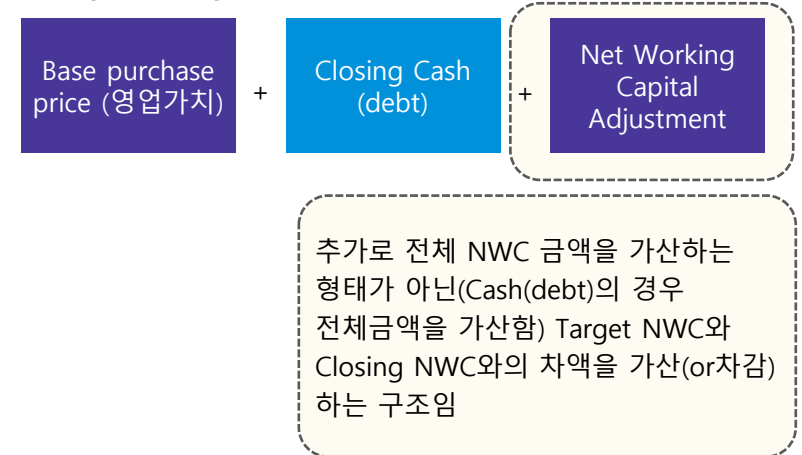
$$\begin{array}{ccccccc} \text{Base purchase price} & + & \text{Closing Cash} & - & \text{Indebtedness Amount} & + & \text{Net Working Capital Adjustment} \end{array}$$

Adjustments to the purchase price = Final purchase price - Estimated purchase price

## IV. BS구성항목별 영업가치 영향

BS의 재구성	영업가치에 영향	거래종결시 추가 고려여부
<div>NWC</div> <div>기타(영업)자산 부채</div> <div>사용권자산 및 유무형자산</div>	기업 영업가치(Base Purchase Price) 산출에 영향 有 즉, 향후 DCF에 직접 영향 有	Base Purchase Price 산정시 이미 고려돼 있어, 거래종결시 추가로 정산 해야 할 대상이 아님
<div>Net Cash (debt)</div> <div>비영업자산 (e.g. 유가증권)</div>	기업 영업가치 산출에 영향 無 즉, 향후 DCF에 영향 無	Base Purchase Price와 별개로 거래종결시 정산 해야할 대상임

### Final purchase price



## IV. (사례) BS구성항목별 영업가치 영향

Case 1. 미지급 법인세를 '기타 영업부채'로 분류했을 경우 Equity value:

가정: 매기말 미지급 법인세는 20으로 일정 (기타영업부채로 분류)

(KRW mm unless otherwise noted)	Forecast				
	1기	2기	3기	4기	5기
<b>Income Statement</b>					
EBITDA	100	100	100	100	100
법인세비용	(20)	(20)	(20)	(20)	(20)
세후이익	<b>80</b>	<b>80</b>	<b>80</b>	<b>80</b>	<b>80</b>
NWC변동	-	-	-	-	-
기타영업자산부채변동	-	-	-	-	-
CAPEX	-	-	-	-	-
<b>FCFF</b>	<b>80</b>	<b>80</b>	<b>80</b>	<b>80</b>	<b>80</b>
영업가치 (Base purchase price)	400				
(+)비영업자산	0				
(-)Debt	0				
<b>Equity value</b>	<b>400</b>				

<b>NWC변동</b>						
	1기초	1기말	2기말	3기말	4기말	5기말
미지급금	(40)	(40)	(40)	(40)	(40)	(40)
<b>기타영업자산부채 변동</b>						
	1기초	1기말	2기말	3기말	4기말	5기말
미지급법인세	(20)	(20)	(20)	(20)	(20)	(20)



## IV. (사례) BS구성항목별 영업가치 영향

Case 2. 미지급법인세를 'Debt-like item'으로 분류했을 경우 Equity value (그 외 모든 조건 Case 1과 동일)

가정: 매기말 미지급 법인세는 20으로 일정 (기준일 시점(1기말)에 Debt으로 분류)

	Forecast					
(KRW mm unless otherwise noted)	1기	2기	3기	4기	5기	
Income Statement						
EBITDA	100	100	100	100	100	
법인세비용	(20)	(20)	(20)	(20)	(20)	
세후이익	80	80	80	80	80	
NWC변동	-	-	-	-	-	
기타영업자산부채변동	20	-	-	-	-	
CAPEX	-	-	-	-	-	
FCFF	100	80	80	80	80	
영업가치 (Base purchase price)	420					
(+)비영업자산	0					
(-)Debt	(20)					
Equity value	400					
NWC변동						
	1기초	1기말	2기말	3기말	4기말	5기말
미지급금	(40)	(40)	(40)	(40)	(40)	(40)
기타영업자산부채 변동						
	1기초	1기말	2기말	3기말	4기말	5기말
미지급법인세	-	(20)	(20)	(20)	(20)	(20)

1기말에는 'Debt'으로 주장하여 Debt으로 분류한다고 하더라도, 실질적으로 향후 영업에서는 영업부채이므로 향후 추정시에는 영업부채로 분류가 되기때문에 1기의 FCFF에만 영향을 미치는 결과 초래

## IV. BS항목의 재구성(사례)

[A사 별도] 재무상태표

	2020년 12월31일
<b>백만원</b>	
<b>유동자산</b>	<b>39,144</b>
현금및현금성자산	12,076
단기금융상품	5,000
매출채권	7,955
재고자산	12,990
기타유동자산	1,122
<b>비유동자산</b>	<b>8,112</b>
투자자산	2,076
유형자산	625
무형자산	1,196
사용권자산	2,016
기타비유동자산	2,198
<b>자산총계</b>	<b>47,256</b>
<b>유동부채</b>	<b>27,258</b>
매입채무	704
미지급금	22,926
이연수익	606
선수금	1,150
기타유동부채	1,872
<b>비유동부채</b>	<b>1,599</b>
당기손익-공정가치측정금융부채	-
전환상환우선주부채	-
기타비유동부채	1,599
<b>부채총계</b>	<b>28,857</b>
<b>자본총계</b>	<b>18,399</b>
<b>부채및자본총계</b>	<b>47,256</b>

전통방식 BS

BS항목의 재구성

[A사 별도] Pro-forma 재무상태표

	2020년 12월31일
<b>백만원</b>	
<b>순현금</b>	<b>13,391</b>
현금및현금성자산	12,076
단기금융상품	5,000
단기대여금(기타유동자산)	-
단기차입금	-
전환상환우선주부채	-
당기손익-공정가치측정금융부채	-
이연수익	(606)
환불부채(Net)	(248)
리스부채	(2,040)
기타유동부채	(191)
기타비유동부채	(599)
<b>순운전자본</b>	<b>(3,242)</b>
매출채권	7,955
재고자산	12,990
매입채무	(704)
미지급금	(22,926)
선수금	(1,150)
<b>사용권자산 및 유무형자산</b>	<b>3,838</b>
사용권자산	2,016
유형자산	625
무형자산	1,196
<b>기타자산부채</b>	<b>4,412</b>
기타유동자산	386
기타비유동자산	4,274
기타유동부채	(248)
<b>자산총계</b>	<b>47,112</b>
<b>부채총계</b>	<b>(28,713)</b>
<b>순자산</b>	<b>18,399</b>

## IV. NWC의 정의 (개념)

### 순운전자본의 정의 및 실무에서의 활용

#### 순운전자본(NWC)

- 일반적으로 매출채권, 재고자산, 매입채무 뿐 아니라 미수금, 미수수익, 기타당좌자산과 미지급금, 기타유동부채 등이 포함됨.
- 일반적인 경우, 매출채권, 재고자산 및 매입채무는 영업활동과 직접 관련된 순운전자본이므로 영업활동 현금흐름 계산 시 반드시 고려해야할 순운전 자본 항목임.
- 미수금, 미지급금 등 기타유동 자산 부채 항목의 경우 영업활동 관련일 수도, 투자나 재무활동 관련일수도 있음. 투자나 재무활동 관련된 부분은 순운전자본의 분류에서는 제외되어야 함.

#### 실무

- 기타유동자산부채 등이 영업활동 관련이라고 하더라도 금액이 미미할 경우에는 향후 추정에서 NWC 변동금액 산정 시 일반적으로 고려하지 않음에 따라, '순운전자본' 항목이 아닌 '기타자산부채' 항목으로 분류하는 경우가 많음.
- 실사 시 '순운전자본' 항목의 정의 시, 대상회사의 업종, 정상영업주기 등을 고려 하여야함. 가령 '장기'라는 이유로 '장기미수금' 등은 순운전자본에서 배제하는 경우가 있는데 이는 충분하지 않은 판단임. 만약 업종이 건설업이라면 대부분의 운전자본이 '장기'로 분류될 것임. 반드시 건설업이 아니더라도 '장기 매출채권'이라는 계정과목이 있다면, 계정 자체에 대한 의구심을 가지고 판단 해야함. 가령, 해당 매출채권은 회수에 문제가 있어 향후에는 존재하지 않아야 할 (즉, 정상채권이 아닐 수 있음) 채권일 수 있으며, 이 경우에는 실사시에는 별도 item으로 다루되, 향후 추정에서는 순운전자본 항목에서 고려하지 않는 것이 적합할 것임. 판단이 애매할 경우, '향후 정상상황' 을 고려했을 때도 지속적으로 발생할 계정인지에 대해 생각하면 좀 더 쉽게 판단할 수 있을 듯함.

## IV. 기타(영업)자산부채의 정의

### 기타(영업)자산부채의 정의 및 실무에서의 활용

#### 기타(영업) 자산부채

기타자산부채의 경우는 NWC와 마찬가지로(혹은 항목에 따라 CAPEX관련 자산처럼) 영업가치에 영향을 주나, 실무에서는 영향이 없는 항목인데, 이유는 향후 변동금액을 추정 안하는 방법을 실무에서 가장 많이 택하기 때문임.

- BS항목은 비영업자산(유가증권 등 영업활동과 완전히 무관하며, DCF를 통해 구한 기업가치와 무관하여 추가 정산이 필요한 항목)을 제외하고는 이론적으로 NWC, 기타(영업) 자산 부채, 향후 영업을 위한 투자를 위한 자산(사용권자산, 유무형자산), Net cash(debt)의 분류에 속해야 함.
- 기타(영업)자산부채(이하 '기타자산부채')의 경우, 일반적으로 매출이나 원가가 직접 동인이 아닌 경우가 많아, 일반적으로 향후 잔액 변동을 추정하지 않음(이는 잔액이 없는 것으로 보는 view 보다는 평가기준일 현재의 잔액이 향후에도 지속된다고 보는 view가 더 적합할 것임).
- 영업활동에 반드시 수반되나, 매출이나 원가의 회전을 개념으로 보기 어려운 항목의 경우, 기타자산부채일 가능성이 높음.
- 기타자산부채의 경우는 Base purchase price에 영향을 주는 항목으로, NWC처럼 향후 (간접)추정기법 또는 CAPEX관련 항목처럼 직접 추정기법 또는 (향후 변동금액을) 추정 안 하는 방법이 있을 것인데, 추정 안 하는 방법을 제외한다면, NWC항목처럼 매출 회전율로 간접추정하거나, CAPEX관련 항목처럼 직접 추정을 해야 하는 항목이 있을 수 있음.

#### 실무



- 학원업에서 임차보증금은 NWC, 기타자산부채, CAPEX관련 자산 중 어떤 걸로 봐야 할까요?
- Hint) 향후 지점 확장시 추정에서 어떻게 고려할 것인지 생각해 보세요. (혹은 지점 확장이 없는 상황에서는 어떨지 생각해 보세요)

## IV. Net Cash(debt)의 정의 (개념)

### Net Cash(debt)의 정의 및 실무에서의 활용

#### Net Cash (debt)

- Net Cash는 현금성 항목에서 이자부 부채를 차감한 순액으로, +이면 cash, -이면 debt
- 현금성 항목이란, 회사가 큰 (시간적 or 비용적) 대가를 치루지 않고 현금으로 환금할 수 있는 자산으로, 보통예금 등 뿐 아니라, 단기 금융상품, 경우에 따라서는 장기금융상품 (사용제한이 없는 부분), 회수가 확실한 대여금 까지도 현금성 항목에 포함될 수 있음.
- 이자부 부채의 예시는 장단기 차입금, 리스부채, 파생상품부채, RCPS, CB 등이 있음 (일반적으로 Seller와 Bidder간에 의견 불일치 없이 모두 수용하는 항목).

#### 실무

- 일반적인 SPA 정산시에 '비영업자산'은 따로 언급하지 않는 경우가 많으므로, 유가증권 등이 있을 경우에도 Net cash 항목에 포함하는 것이 이론적으로 적합함.
- 'Debt-like item'의 정의: SPA상에는 Cash와 Debt의 정의가 있는데, Debt의 정의에 포함되지 않으나, bidder가 Debt으로 주장하는 항목을 이르는 말.
- 일반적으로 Debt-like item으로 많이 주장하는 항목은 종업원 관련 부채(미지급 급/상여, 퇴직급여충당부채), 세무관련 부채(부가세, 법인세)등이 있음. → 좌기 항목들의 nature는 '기타자산부채'일 것이나, 거래의 종결 관점에서 Debt으로 주장하는 항목들임.



## IV. Net debt의 정의 (사례)

- SPA에서 정의하지 않은 항목중 리스부채, 장기선수금 등 및 세무당국과 관련된 부채를 Debt like item으로 추가하는 것으로 고려할 수 있습니다.
- 입점업체 물대관련 미지급금(net)을 추가로 Debt like item으로 고려할 수 있습니다.

[A사 연결] Net cash		
	A사 연결	
백만원	2020년 12월31일	SPA상 정의
<b>Cash (SPA 정의) (A)</b>	<b>17,507</b>	
현금및현금성자산	12,507	Cash (a)
단기금융상품	5,000	Cash (c)
<b>Debt (SPA 정의) (B)</b>	<b>(4,119)</b>	
단기차입금	(174)	Debt (a)
Stock option cancellation	TBD	Debt (c)
리스부채(유동및비유동)	(2,268)	Debt like item
장기선수금	(120)	Debt like item
복구충당부채(유동및비유동)	(228)	Debt like item
환불부채(Net)	(248)	Debt like item
이연수익	(639)	Debt like item
장기미지급금	(251)	Debt like item
부가세예수금(Net)	-	Debt like item
미지급법인세(Net)	(192)	Debt like item
<b>순현금 (C=A+B)</b>	<b>13,388</b>	

Note: 2020.11.30현재 정기에금으로서 법인카드 한도중액 관련하여 절권설정 되어있는 1억원은 순현금에서 제외하였음.

그외 Debt-like item에 포함될 수 있는 항목 예시

- NWC로 분류된 '미지급금' 중 유형자산 취득과 관련된 부분 (영업활동이 아닌 투자활동과 관련된 것이므로)
- NWC의 성격이 아닌(즉, 영업활동에서 지속적으로 발생하는 성격이 아닌) 일회성 선수금
- 플랫폼회사가 holding 하고있는 GMV 관련 미지급금 (PG사의 매출은 GMV의 일정률의 수수료부분이나, 거래는 GMV 총액 기준으로 일어나 GMV 전체에 대해 미지급금으로 holding하게 됨)

### 1. SPA 초안 발췌사항

#### A. Cash:

"Cash" means, with respect to the Company on a consolidated basis, (a) cash and cash equivalents, (b) cash credited to any account with a financial institution and (c) short-term financial instruments.

1) 단기금융상품: 3~6개월 단기에금과, MMF로 구성되어 있음.

#### B. Debt:

"Debt" means, with respect to the Company on a consolidated basis, without duplication, (a) indebtedness of the Company on a consolidated basis for borrowed money, (b) other indebtedness of the Company on a consolidated basis evidenced by notes, bonds, debentures, indentures or other similar instruments, and (c) the Stock Option Cancellation Payable if and only to the extent it has not been paid as of 11:59 p.m. (Korea time) on the Closing Date.

1) 단기차입금:

정부 차입금

2) Stock option cancellation:

회사는 현재 임직원에게 Stock option을 부여중에 있으며, 2020년중 가득되어 주식보상비용으로 인식한 금액은 92백만원임. 해당 스톡옵션은 말 진행중에 최종 가득되지는 않을예정으로 부여가 취소될 가능성이 높아 Debt에 포함하였으나, 정확한 금액은 산출할 수 없음.

### 2. SPA상 Cash나 Debt의 정의에 포함되지 않으나 Debt like item으로 볼 수 있는 항목

1) 리스부채:

건물 및 법인차량 임대차관련 리스부채임.

2) 장기선수금:

주주사에 발행한 상품권 관련하여 선수한 금액

3) 환불부채:

7일분 매출에 대해 과거 경험을 고려하여 설정하는 반품충당부채 (7일동안이 반품가능 기간임)

4) 복구충당부채:

빌딩 임대차관련 임차시설 개량관련한 복구충당부채

5) 부가세예수금 및 당기법인세부채: 세무당국관련된 부채

6) 장기 미지급금:

임직원 장기근속 관련 보상 부채

# IV. BS항목의 재구성(사례)

## Platform회사 BS 항목 재구성 사례

Proforma BS			Proforma BS			Proforma BS		
자산분류	백만원	2020년 11월30일	자산분류	백만원	2020년 11월30일	자산분류	백만원	2020년 11월30일
	<b>유동자산</b>	<b>46,593</b>		<b>비유동자산</b>	<b>5,042</b>		<b>유동부채</b>	<b>35,867</b>
Net cash	현금및현금성자산	10,402	기타자산부채	투자자산	100	NWC	매입채무	3,606
Net cash	단기금융상품	5,000	기타자산부채	종속기업투자	-	NWC	미지급금	22,283
NWC	매출채권	13,505	기타자산부채	당기손익-공정가치측정금융자	-	Net cash	이연수익	643
NWC	재고자산	13,792	기타자산부채	장기금융상품	100	NWC	선수금	6,299
	기타유동자산	3,894	기타자산부채	장기대여금	-	Net cash	단기차입금	176
Net cash	단기대여금	-	CAPEX로 고려	유형자산	683		기타유동부채	2,859
NWC	선급금	1,194	CAPEX로 고려	무형자산	2,260	Net cash	유동성리스부채	372
NWC	미수금	227	CAPEX로 고려	사용권자산	773		<b>비유동부채</b>	<b>815</b>
	미수금	256		기타비유동자산	1,226	Net cash	전환상환우선주부채	-
	미수금-대손충당금	(28)	기타자산부채	임차보증금	301	Net cash	당기손익-공정가치측정금융부채	-
기타자산부채	미수수익	-	기타자산부채	기타보증금	31		기타비유동부채	815
기타자산부채	선급비용	506	기타자산부채	선급임차료	3	Net cash	장기미지급금	226
Net cash	환불자산	62	기타자산부채	장기선급비용	891	Net cash	전환사채	-
Net cash	부가세대급금	1,199	기타자산부채	장기선급금	-	Net cash	리스부채	428
Net cash	선납세금	4		<b>자산총계</b>	<b>51,635</b>	Net cash	충당부채	34
기타자산부채	유동성보증금	699				Net cash	장기선수금	127
기타자산부채	유동성선급임차료	3					<b>부채총계</b>	<b>36,682</b>



# (Quiz) 매각대금 정산 사례 (Closing accounts)

## 기본조건

영업가치(Base purchase price) = 400, 기준일 이후 매기 세후이익 100, CAPEX 20, NWC변동=0, 기타자산부채(미지급법인세변동 포함) 변동=0, Target NWC = 90 인 경우 (Closing NWC = 100)

### BS (at Closing date)

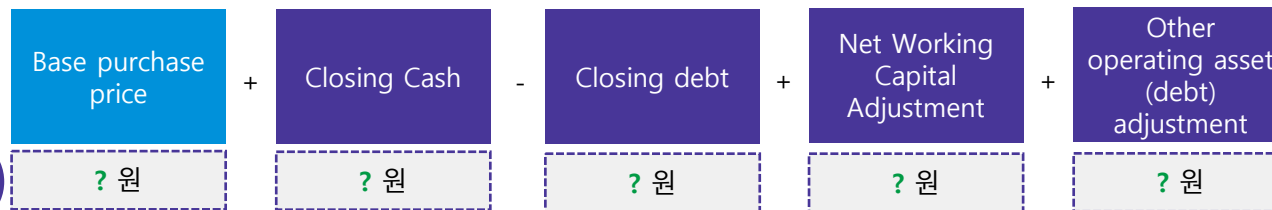
Net cash 50  
NWC 100  
유무형 100

미지급법인세 100

자본 150

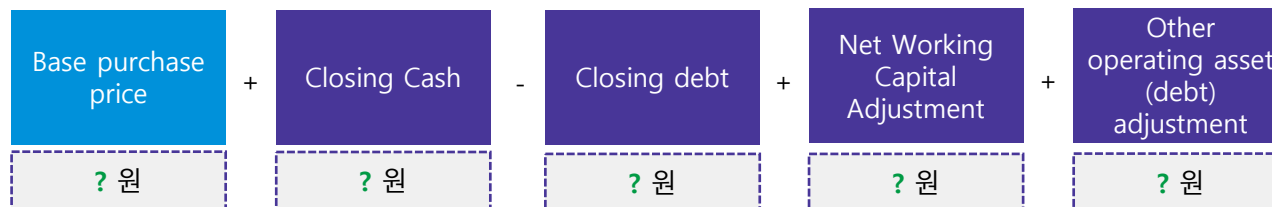
### Case 1. 미지급 법인세를 '기타 영업부채'로 분류했을 경우 Equity value

Final purchase price



### Case 2. 미지급법인세를 'Debt-like item'으로 분류했을 경우 Equity value (그외 모든조건 Case 1과 동일)

Final purchase price



## V. Target NWC 산정사례

### Working capital adjustment 사례 (Seller 제시사항)

SPA에 정의된 정산항목을 실사 내용 바탕으로 simulation 해보아야 합니다.

<아래와 같이 Days 기준 working capital로 정산할 경우>

매출의 Seasonality가 있을 경우, 성수기에 closing 하면, Cash는 큰데 AP-AR도 같이 커짐. Seller가 cash 가져가면 AP를 지급하는 금액은 모두 buyer가 부담하게 되는 결과가 됨.

Item		Revenue (latest one (1) month immediately preceding the Closing Date)	Accounts receivable turnover days
(i) Target AR			
	① Accounts receivable of franchise business	Revenue from counterparties other than the Target Companies	[2.65]
Plus	② Accounts receivable of directly owned A store	Directly owned A store revenue	[6.37]
Plus	③ Accounts receivable of directly owned B store	Directly owned B store revenue	[33.00]

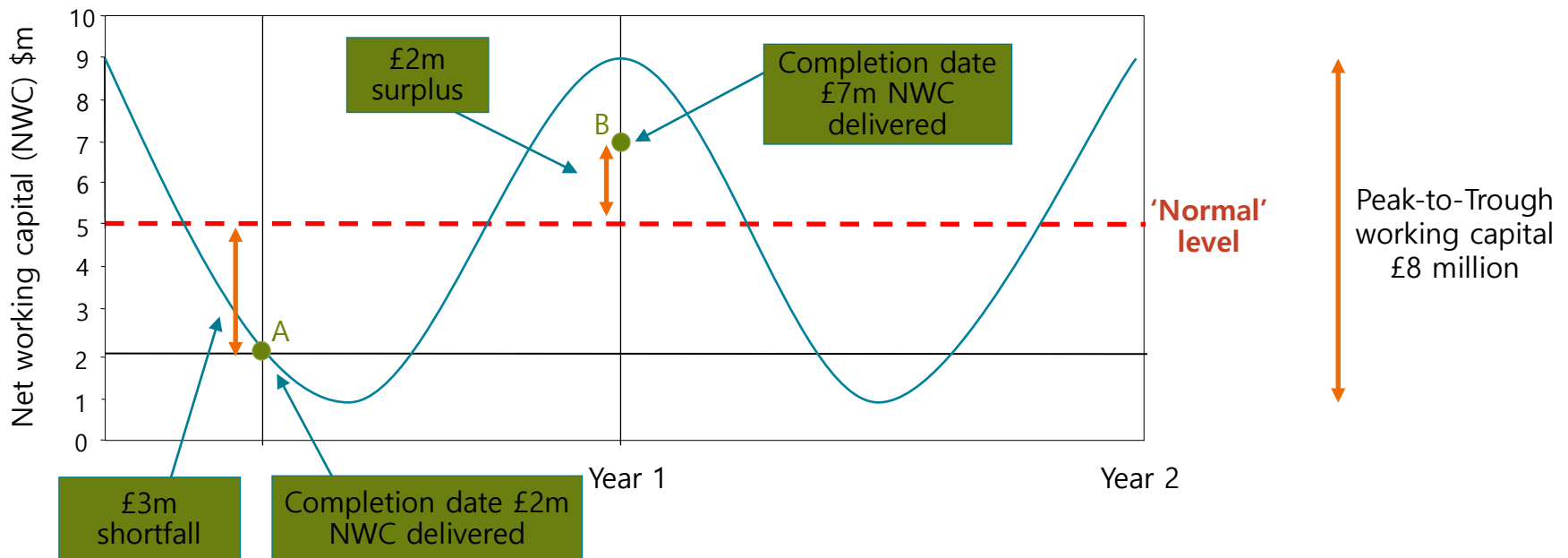
Item		Cost (latest one (1) month immediately preceding the Closing Date)	Accounts payable turnover days
(i) Target AP			
	① Accounts payable of franchise business	Purchase of goods during the period (상품매출원가 당기매입액) for the business	[48.11]
plus	② Accounts payable of directly owned A store	Purchase of goods (상품매출원가 당기매입액) and raw materials during the period (제품매출원가 당기매입액) for directly owned A store, excluding any purchase from C	[39.49]
plus	③ Accounts payable of directly owned B store	Purchase of goods (상품매출원가 타계정에서 대체액) and raw materials during the period (제품매출원가 타계정에서 대체액) for directly owned B store	[30.00]

## V. Target NWC 산정사례

업종에 계절성이 있어 NWC의 fluctuation이 있는 경우 Target의 산정

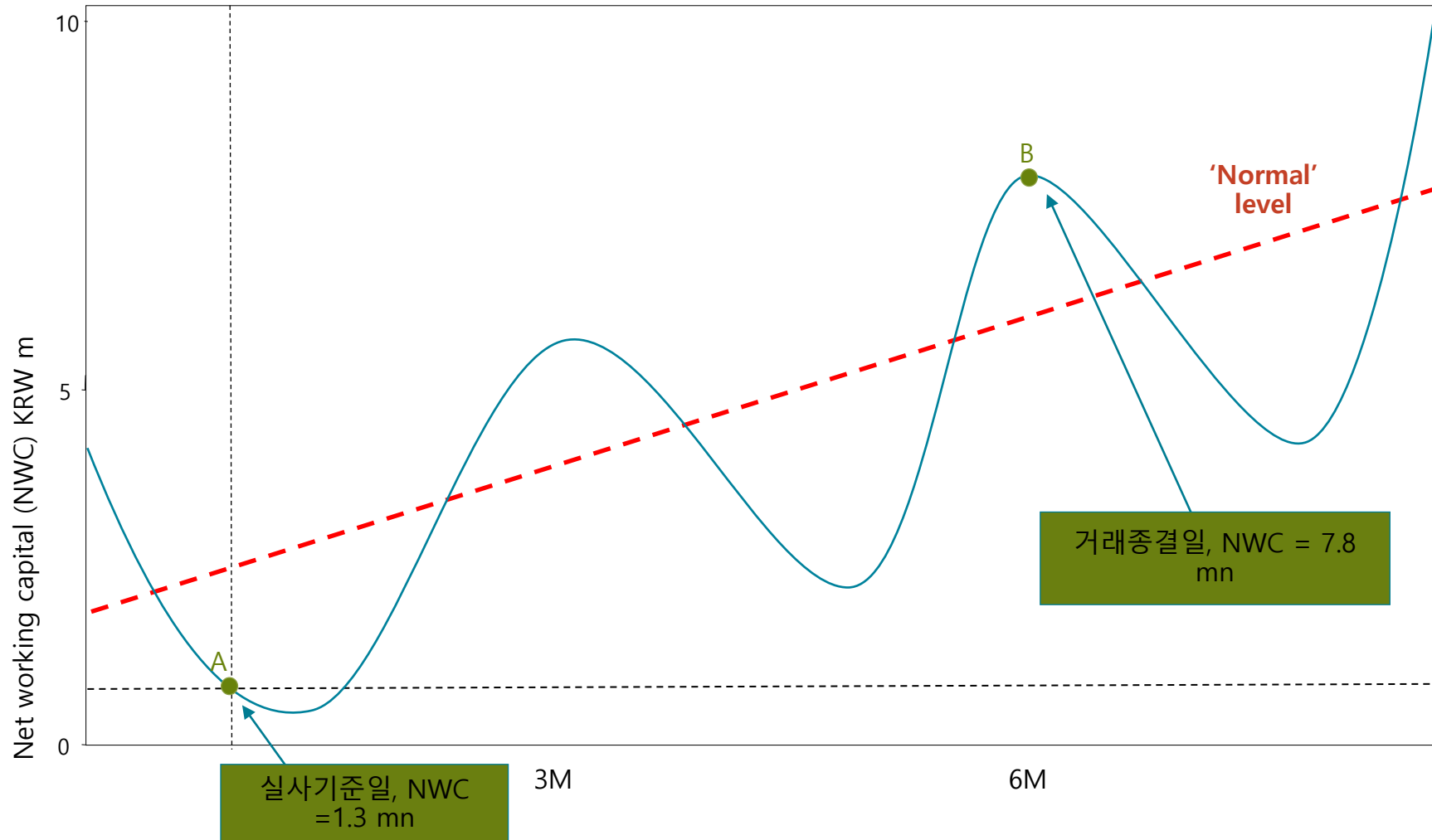
- In this example, NWC fluctuates on a seasonal basis throughout the year, from a peak of \$9m to a trough of \$1m, giving a swing of \$8m
- The average, or "normal" NWC over the two year period has been calculated at \$5m

계절성이 있는 경우, Target NWC 계산 사례  
- 실사기준일 직전 12개월 평균



## V. Target NWC 산정사례

실사기준일부터 거래종결일까지 GMV가 급격히 성장하여 NWC 또한 급격히 증가하는 경우 Target의 산정



# Q&A





Thank you





[kr.kpmg.com](http://kr.kpmg.com)

© 2021 KPMG Samjong KPMG Economic Research Institute Inc., the Korean member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative (“KPMG International”), a Swiss entity. All rights reserved. Printed in Korea.

The KPMG name and logo are registered trademarks or trademarks of KPMG International.

The information contained herein is of a general nature and is not intended to address the circumstances of any particular individual or entity. Although we endeavour to provide accurate and timely information, there can be no guarantee that such information is accurate as of the date it is received or that it will continue to be accurate in the future. No one should act on such information without appropriate professional advice after a thorough examination of the particular situation.