

FOR
EXPERTISE
SOLUTION
TRUST

Valuation 이론과 실무

[Part IV] M&A Valuation & Valuation of fast-growing startups

October 2022



FOREST
ACCOUNTING
CORPORATION

1. M&A Valuation

3

- 경영권 프리미엄 사례
- 경영권 프리미엄 정의
- 경영권 프리미엄 관측
- The Levels of Value
- 경영권 프리미엄의 적용

2. Valuation of fast-growing startups

10

- 고성장 기업 가치평가 사례(네이버의 포쉬마크 인수)
- Start-up 기업 Valuation 특징
- Start-up 기업 Valuation Methodologies
- Start-up 기업 Valuation Multiple 사례 분석

1. M&A Valuation

- 경영권 프리미엄

경영권 프리미엄 사례

- 경영권이 포함된 상장주식에 대한 M&A 사례 중 공시된 보고서

외부평가기관의평가의견서

주식회사 카카오 귀중

주식회사 카카오가 주식회사 로엔엔터테인먼트 주식 양수시 자산양수가액의 적정성에 대한 평가의견

...중략

본 평가인은 평가기준일전 1년 간의 양·수도 지분율이 20% 이상, 양·수도 대금이 200억원 이상인 거래 중 과거 3개년 연속 적자를 기록하여 정상적인 회사의 경영권 이전으로 볼 수 없는 사례를 제외한 거래사례 분석결과를 토대로, 극단치의 영향을 제거하기 위하여 경영권 프리미엄 비율 중 이상치를 제외 후 산정된 최저치 경영권 프리미엄율(-4.29%)과 최고치 경영권 프리미엄율(87.29%)을 적용하여 범위를 산정하였습니다.

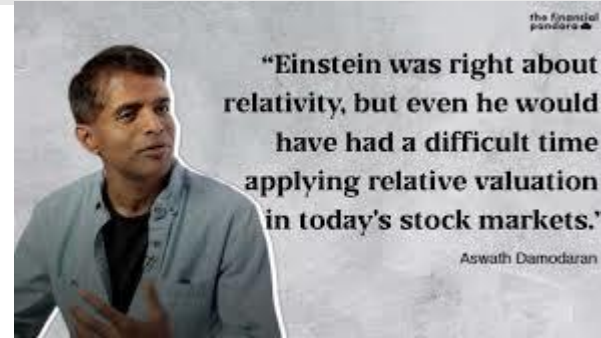
본 평가인의 평가결과 기준주가는 78,917원으로, 프리미엄을 적용한 가액은 평가기준일 현재 양수대상지분의 평가액은 주당 75,532원 ~ 147,804원의 범위로 산출되었습니다. 따라서 귀사의 양수금액인 주당 97,000원은 최근 상장법인의 경영권 프리미엄 거래사례 등을 고려하면 중요성의 관점에서 합리적인 가격인 것으로 판단됩니다.

Source: 금융감독원 전자공시시스템

경영권 프리미엄의 정의

- 경영권 프리미엄의 정의

Control Premium?



A control premium is an amount that a buyer is sometimes willing to pay over the current market price of a publicly traded company in order to acquire a controlling share in that company.

Source: Damodaran, Aswath. "The Value of Control: Some General Propositions"

“상장”기업의 M&A 사례를 통해서 사후적으로 도출할 수 있는 개념

경영권 프리미엄의 관측

■ 경영권 프리미엄의 관측

Capital IQ Transaction Screening Report

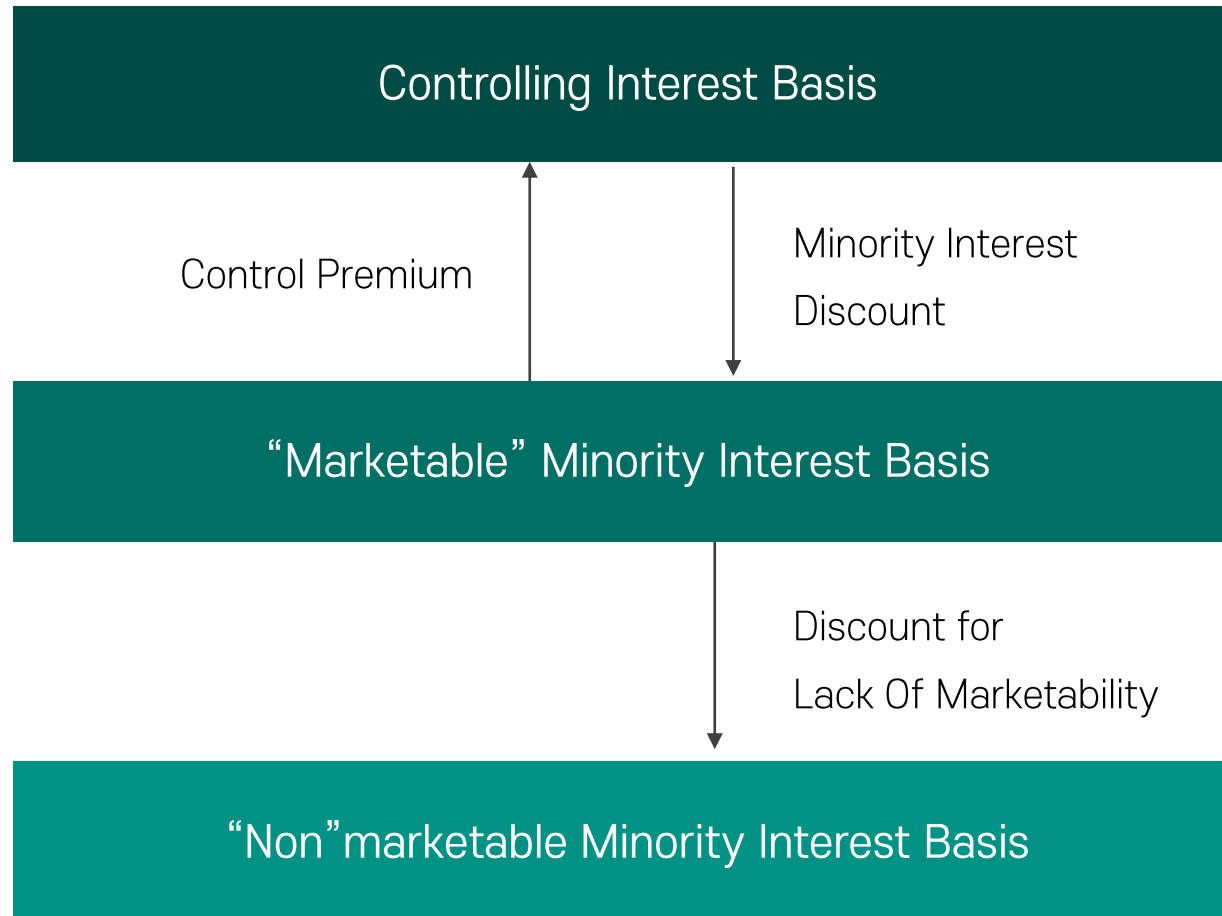
Announced Date	Target/Issuer	Buyers/Investors	Target Stock Premium 1 Day Prior	Target Stock Premium 1 Month Prior	Target Stock Premium 1 Week Prior
09-13-2022	Future Data Group Limited (SEHK:8229)	Variant Wealth Investment Development Limited; Gorgeous Real Investment Holding Limited	63.35	61.52	63.35
09-08-2022	Lion Chemtech Co., Ltd. (KOSDAQ:A171120)	Lion No.1 Fund	14.29	56.6	45.68
09-07-2022	FN REPUBLIC Co., Ltd (KOSDAQ:A064090)	WIN-Partners Co., Ltd. (TSE:3183); Blisspack Co.,Ltd	24.38	76.68	71.23
08-22-2022	NS Co., Ltd (KOSDAQ:A217820)	Wonik Pne Co., Ltd (KOSDAQ:A131390)	504.81	488.93	488.93
07-06-2022	PI Advanced Materials Co., Ltd. (KOSDAQ:A178920)	Baring Private Equity Asia	124.55	49.26	130.36
06-28-2022	GolfzonDeca Inc. (XKON:A183410)	GOLFZON Co., Ltd. (KOSDAQ:A215000)	20.0	16.52	7.84
06-15-2022	M.I.TECH Co.,Ltd (KOSDAQ:A179290)	Boston Scientific Corporation (NYSE:BSX)	39.42	39.42	48.11
06-14-2022	Young Poong Paper Mfg Co.,Ltd. (KOSDAQ:A006740)	Daiyang Metal Co., Ltd. (KOSDAQ:A009190)	17.94	23.41	3.46
06-08-2022	PI Advanced Materials Co., Ltd. (KOSDAQ:A178920)	Plasma, LP	59.02	77.86	60.61
05-04-2022	Yonwoo Co., Ltd (KOSDAQ:A115960)	Kolmar Korea Co., Ltd. (KOSDAQ:A161890)	70.52	53.12	70.87
03-21-2022	CANARIABIO Inc. (KOSDAQ:A016790)	CANARIABIO Inc.; High Ride Consortium No.1 Association; Widefield Cooperative	22.34	41.65	32.62
02-17-2022	Charm Engineering Co.,Ltd. (KOSDAQ:A009310)	HBC New Technology Investment Association No. 1	99.77	99.71	99.75
01-27-2022	CLASSYS Inc. (KOSDAQ:A214150)	Bain Capital, LP	6.58	13.71	3.34
11-26-2021	Danawa Co., Ltd (KOSDAQ:A119860)	Koreacenter.Co.,Ltd. (KOSDAQ:A290510)	103.19	110.02	108.91

상장된 국내 기업의 과거(2013~2022) 경영권 프리미엄 중앙값은 약 28% ~ 33% 수준
(인수 발표 전날, 1주일 전, 1달 전 주가 기준)

Source: S&P Capital IQ

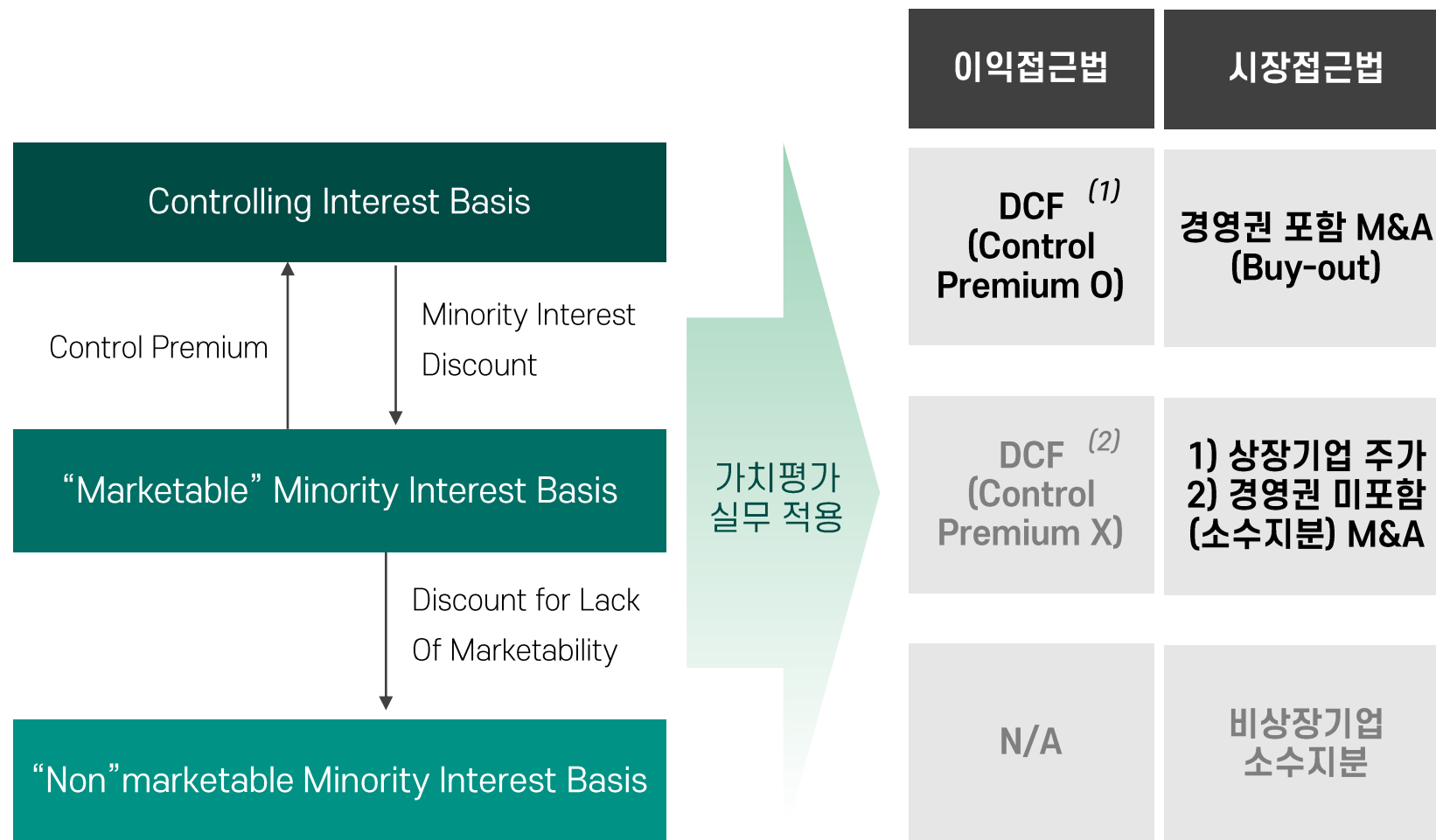
The Levels of Value

- The Levels of Value – Premium & Discount



경영권 프리미엄의 적용

가치평가 실무상 경영권 프리미엄의 적용



(1) If you did your discounted cash flow valuation with inputs reflecting a well managed firm, you already have an optimal value.

(2) If your valuation is a status quo valuation, ~이하 생략.

경영권 프리미엄의 적용

- 경영권 프리미엄 꼭 반영해야 할까?

Computing the premium can be “tricky”



Problem 1: The Leakage factor

Problem 2: Markets identify potential target firms well before they are target

Source: Damodaran, Aswath. "The Value of Control: Some General Propositions"

- ✓ 시장에서 관측된 경영권 프리미엄은 인수자, 대상기업, 인수발표시기, 대상기업이 속한 산업, 그 외 주식시장 변수 등 여러가지 요인에 의해 영향
- ✓ 가치평가 시점의 상황을 종합적으로 고려하여 전문가로서의 합리적인 판단 필요

2. Valuation of fast-growing startups

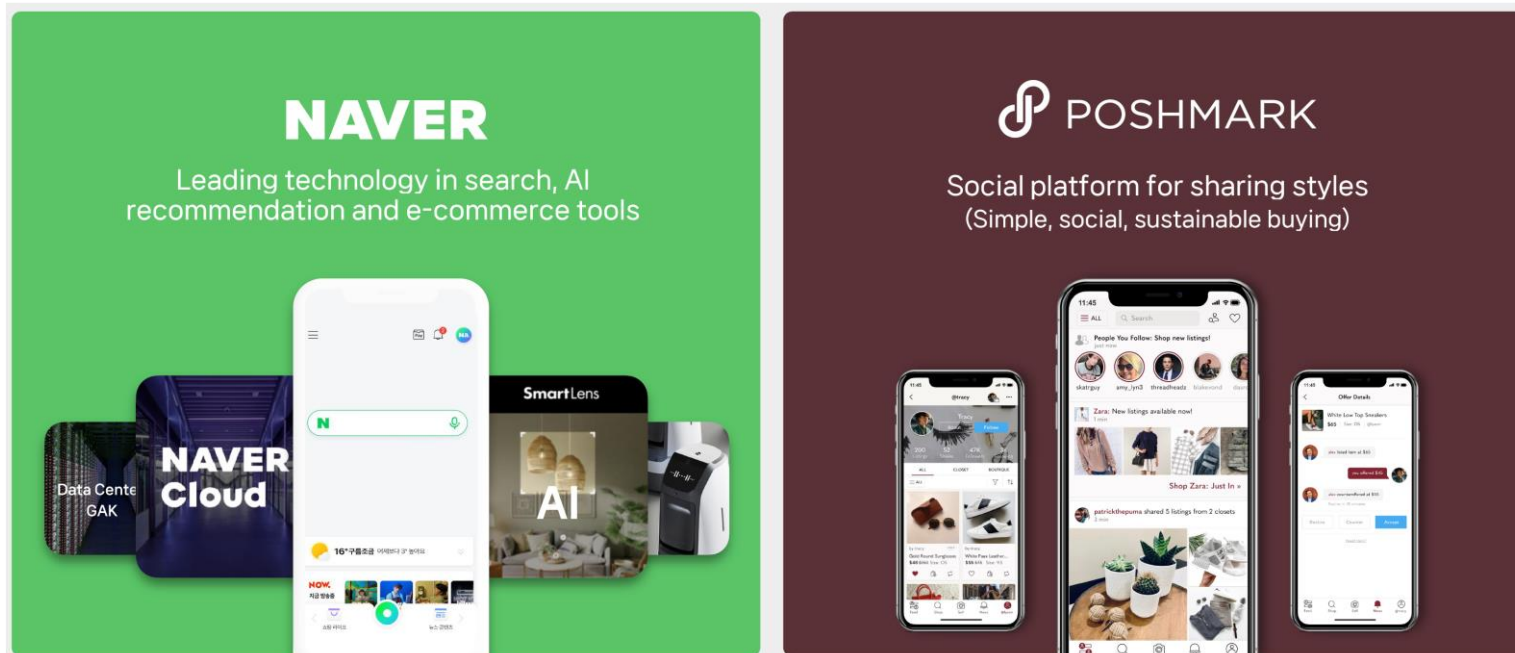
고성장 기업 가치평가 사례

네이버의 포쉬마크 인수 기사

네이버, 북미 1위 패션플랫폼 포쉬마크에 2.3조 '베팅'..."실리콘밸리서 진검승부"

기사내용 요약

북미 최대 C2C 플랫폼 '포쉬마크' 지분 100% 인수
콘텐츠, 커머스, 엔터테인먼트 중심으로 북미 MZ 세대 공략
기업가치 12억 달러로 평가, 주당 17.9달러에 인수

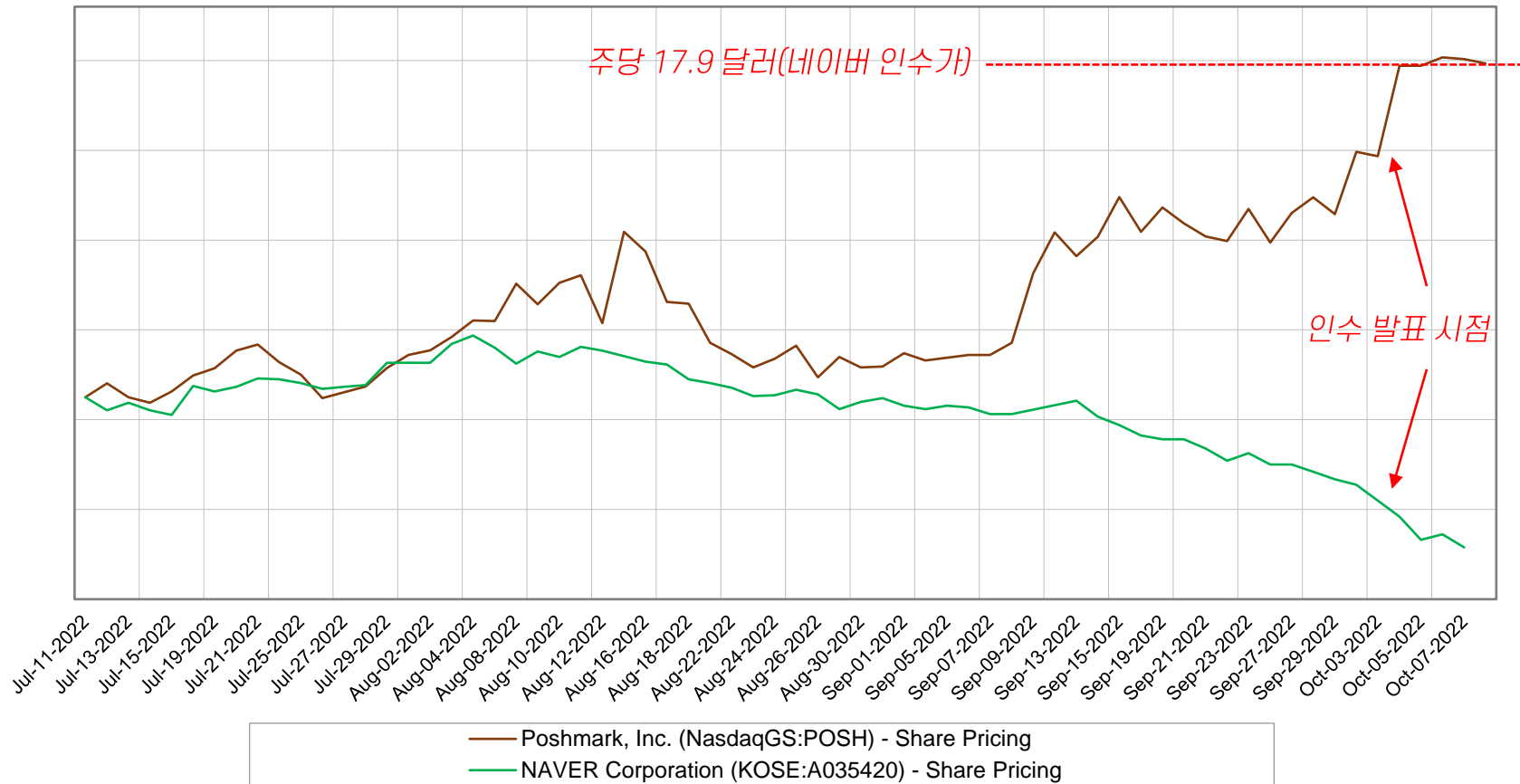


Source: 뉴시스 기사 발췌

고성장 기업 가치평가 사례

네이버와 포쉬마크의 최근 3개월 주가 추이

인수가 프리미엄 : 전 날 종가 대비 15%, 30일 전 대비 34%, 90일 전 대비 48%



Source: S&P Capital IQ

Start – up 기업 Valuation 특징

Start-up 기업에 대한 Valuation 특징

Issue	Note
재무제표의 신뢰성	<ul style="list-style-type: none"> 감사 받지 아니한 재무제표 재무 전문 인력의 부재로 인한 자료 정리의 어려움
중장기 사업(경영)계획	<ul style="list-style-type: none"> 다양한 사업 확장의 기회와 불확실성이 동시에 존재 실무진의 상대적으로 적은 사업계획 작성 경험
유사 상장사/거래사례 정보 분석	<ul style="list-style-type: none"> 유사한 사업을 main으로 하는 상장사 존재 가능성 낮음 규모가 작은 비상장사의 경우 거래사례 정보 공시 가능성 낮음
Mezzanine 투자 유치	<ul style="list-style-type: none"> 보통주 투자 유치 및 저금리 대출의 어려움 → Mezzanine 투자 유치에 따른 다양한 주주 구성

Start – up 기업 Valuation Methodologies

가치평가 방법론과 각 방법론의 장단점

이익접근법 (Income approach)	시장접근법 (Market approach)	원가접근법 (Cost approach)
Discounted cash flow method	Comparable company trading multiple method	Net asset value method
	Comparable company transaction multiple method	Replacement cost method
<ul style="list-style-type: none"> - 대상회사 미래 추정 현금흐름의 현재가치로 평가하는 방법론 - 다양한 산업 뿐만 아니라 개별 기업의 상황/전망 등이 반영 가능한 방법론 - 장점: 현재 이익을 실현하고 있지 않으나 향후 성장성 및 수익성 개선의 잠재력이 큰 기업, 각 개별 기업이 처한 상황을 가치평가에 반영 가능 - 단점: <u>회사의 신뢰성 있는 중장기 사업계획 제공의 어려움</u>, 평가자의 주관이 상대적으로 더 많이 개입될 여지 존재 	<ul style="list-style-type: none"> - 대상회사와 유사한 상장사의 시가 또는 <u>유사회사의 거래사례</u>를 기초로 평가하는 방법 - EV/EBITDA, PER 등 뿐만 아니라 <u>이익이 나지 않는 기업의 경우 EV/Sales, PSR 등 매출액 지표 적용 가능</u> - 최근 GMV, MAU 등 비재무적 지표를 기초로 평가도 수행 가능 - 장점: 실질적인 시장가치를 고려 가능, 객관적인 검증 가능 - 단점: 유사상장사/거래사례가 없는 경우가 존재, 비재무적 지표 확인 어려움 	<ul style="list-style-type: none"> - 대상회사의 현재 자산/부채의 가치 또는 평가대상회사의 대체 원가를 분석하여 평가하는 방법 - 지주사, 부동산 사업 법인 등 보유자산의 가치가 중요한 회사에 대해 적용하는 평가 방법론 - 장점: 투자자본 분석을 통한 실질적 대체원가 파악 가능 - 단점: 대상회사의 현재 및 미래 수익력 고려가 어려움

Start – up 기업 Valuation Methodologies

■ 각 방법론의 장단점(시장접근법 세부)

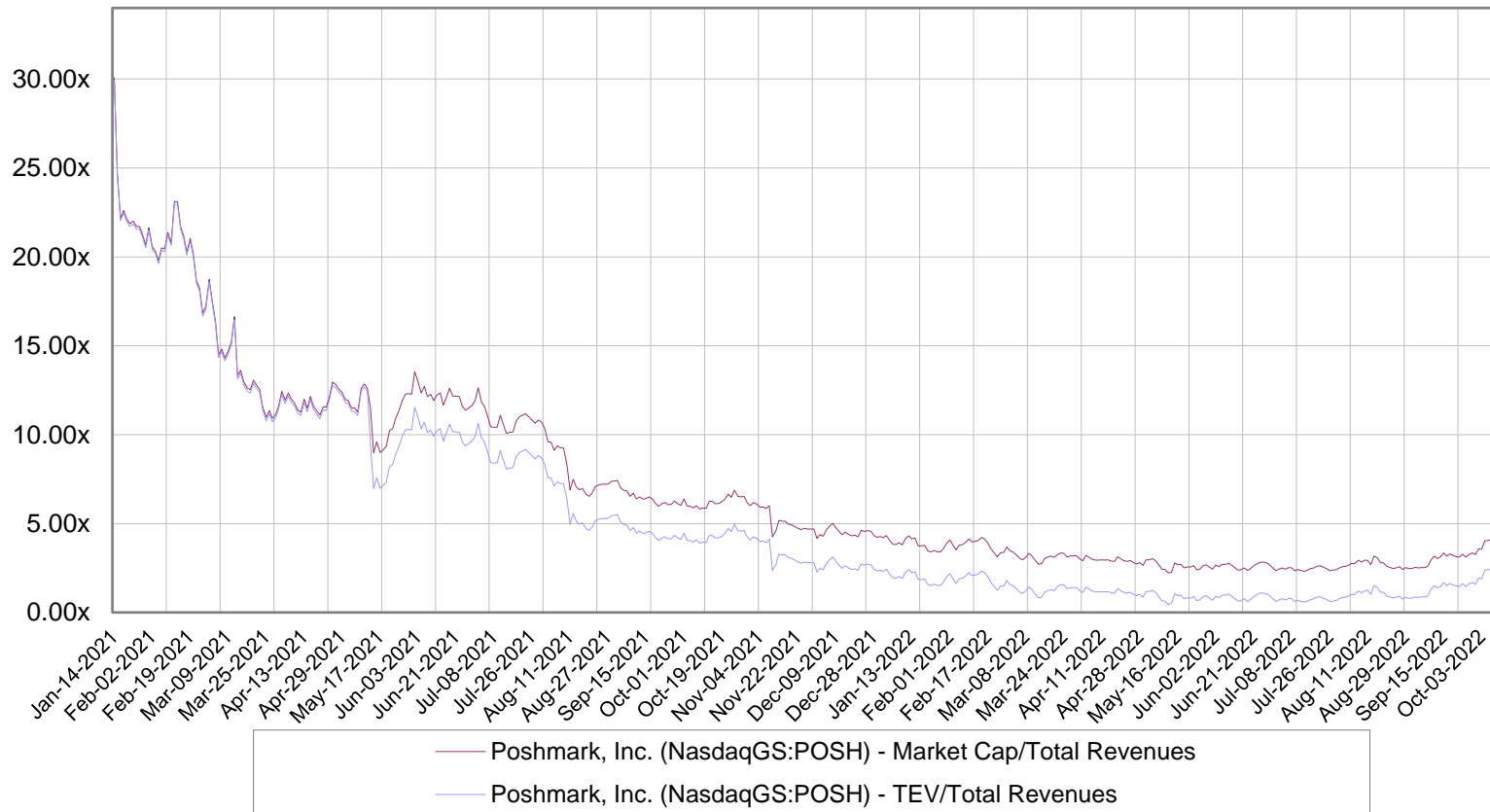
주요 재무/비재무 비교 지표		
Revenue multiple	EV/Sales PSR	<ul style="list-style-type: none"> - 고성장 산업에 속한 기업 평가 시 적용 - 현재는 적자 발생하나 장기적인 성장성 및 시장 지배력을 기초로 평가하는 지표
비재무지표 multiple	EV/가입자, EV/MAU, EV/PU EV/GMV	<ul style="list-style-type: none"> - 가입자의 수, 가입자의 활동성(Active Users) 및 수익성(Paying Users, GMV) 지표가 중요한 플랫폼 기업 평가 시 활용 - 가입자 수 또는 Active Users에 비해 아직 수익화(monetization)가 되지 않아 매출액이 크지 않은 기업 평가 시 활용
Book value multiple	PBR	<ul style="list-style-type: none"> - 주가 저평가 여부 판단 지표 - 금융기관의 ROE, PER 등과 함께 주로 비교하는 지표
Earnings multiple	EV/EBITDA EV/EBIT PER	<ul style="list-style-type: none"> - 가장 대표적인 이익 지표 - 기업의 현금창출능력 파악, 주주의 순이익 대비 주가 비교

* EV(Enterprise Value), GMV(Gross Merchandise Volume), MAU(Monthly Active Users), PU(Paying Users)

Start – up 기업 Valuation Multiple 사례 분석

- 포쉬마크 IPO 이후 최근까지의 EV/Sales, PSR

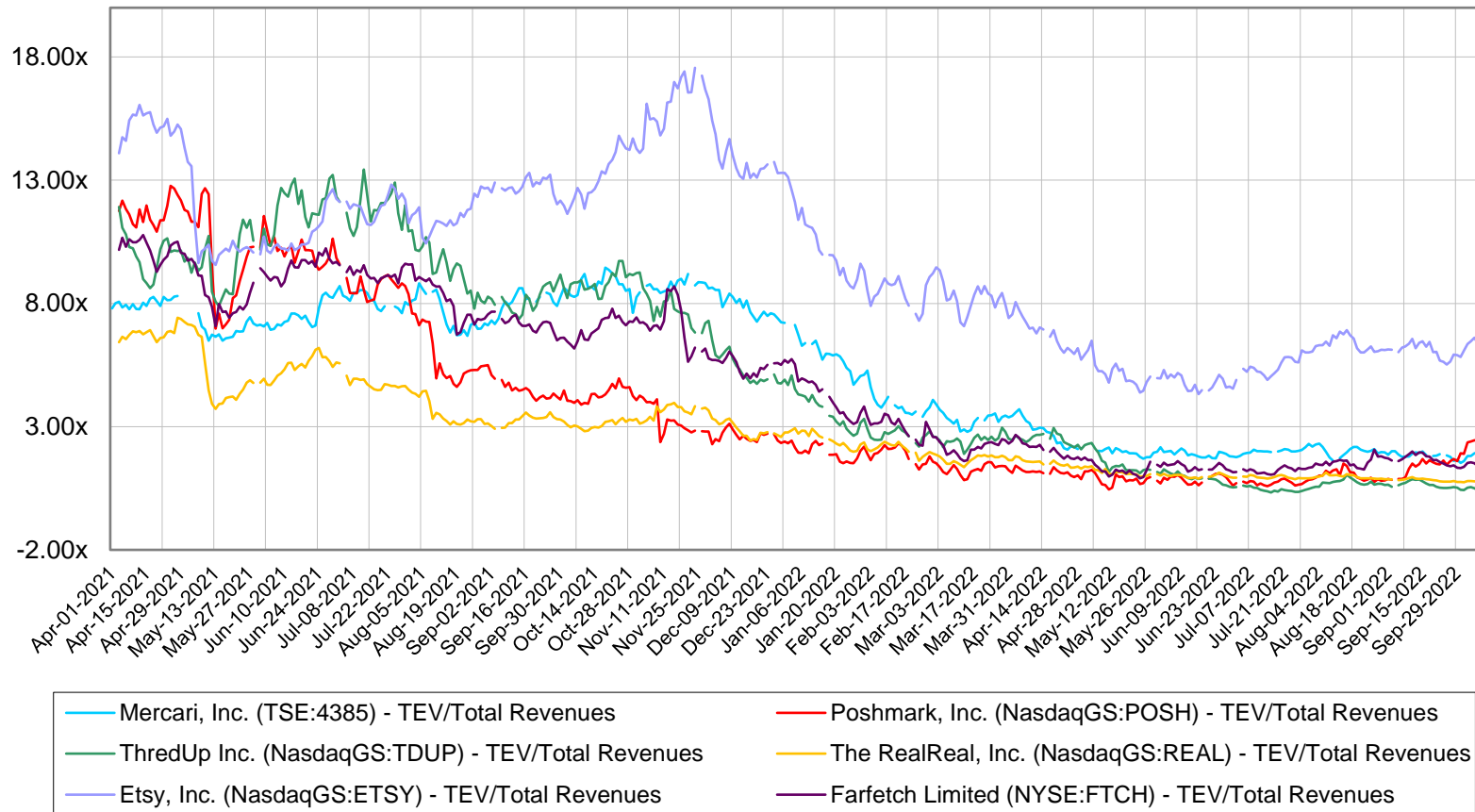
IPO 이후 꾸준히 하락세를 보인 EV/Sales, PSR 배수



Start – up 기업 Valuation Multiple 사례 분석

포쉬마크 및 유사 상장사의 멀티플 추이

EV/Sales 배수 : 발표 전 날 2.04x, 30일 평균 2.20x, 90일 평균 2.19x



Start – up 기업 Valuation Multiple 사례 분석

- 네이버의 포쉬마크 인수가에 내재된 implied EV/Sales multiple

[Non-Operating Assets]

- 현금및현금성자산 5.7억 달러
(리스부채 차감 후)

[Operating Value = EV]

- 영업자산의 가치
= 16억 달러 – 5.7억 달러
= 10.3억 달러

[Equity Value]

- 네이버의 포쉬마크
인수가 16억 달러

implied
EV/Sales
multiple

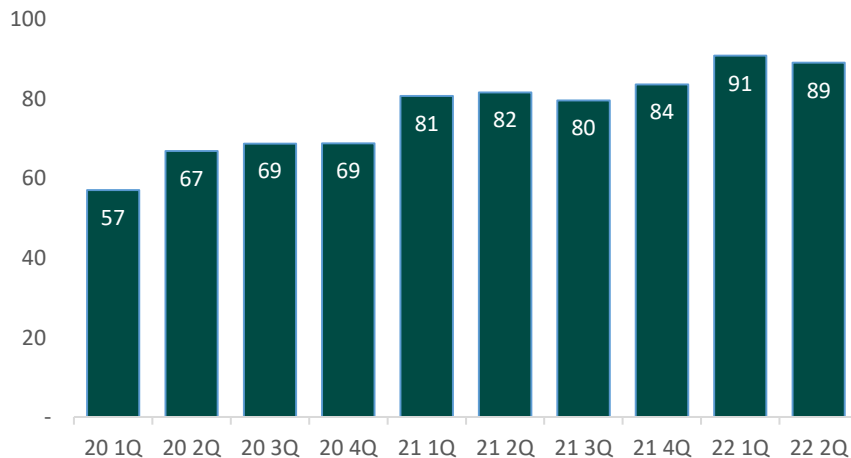
EV 10.3억 달러

매출액 3.43억 달러

= 2.97배

Quarterly Revenue

최근 12개월 매출액 3.43억 달러



Start – up 기업 Valuation Multiple 사례 분석

네이버의 포쉬마크 인수 관련 추가 고려사항

U.S. online re-commerce market growth

