

FOR
EXPERTISE
SOLUTION
TRUST

Valuation 이론과 실무

[Part V] Valuation 실무

October 2022



FOREST
ACCOUNTING
CORPORATION

1. 메자닌 상품 및 파생 Valuation

3

- 메자닌(Mezzanine) 개요
- 전환사채(CB) & 상환전환우선주(RCPS)
- Option Pricing methodologies
- Binomial option pricing model
- 파생상품 가격 산정 요소

2. 자본시장법에 따른 Valuation

12

- 외부평가기관의 평가의견서(예시)
- 외부평가의견서 관련 주요 법규 및 규정
- 외부평가의견서 평가방법론
- 합병비율 평가(비상장주식 평가방법론)
- 주요 합병 절차

3. 기업구조조정과 Valuation

18

- 기업구조조정 개요
- 계속기업가치 vs. 청산가치
- 사업계획 및 현금흐름 검토
- 주요 재무구조 개선 방안

1. 메자닌 상품 및 파생 Valuation

메자닌(Mezzanine) 개요

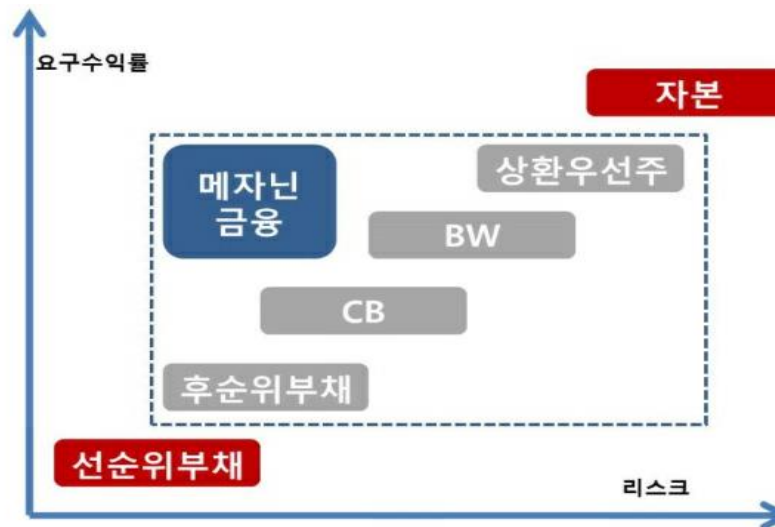
- 메자닌 상품은 채권(ex. 사채)과 주식(ex. 보통주)의 중간 형태의 금융상품임

메자닌(Mezzanine) 개념

- '메자닌'이라는 용어는 건물의 층과 층 사이의 중간층과 같은 공간을 의미하는 이탈리아의 건축용어로서 보통 중간을 의미하는 단어를 뜻함.

메자닌(Mezzanine) 증권

- 비교적 안정성이 보장되는 채권의 성격과 향후 주가가 오를 경우 주식으로 전환이 가능한 주식의 성격을 동시에 가지는 주식관련 채권을 뜻하며, 전환사채(CB), 신주인수권부사채(BW), 교환사채(EB), 상환전환우선주(RCPS) 등이 있음.
- 상대적으로 리스크는 적고 기대 수익률은 높아 '중위험 중수익' 상품으로 알려져 있음.



전환사채(CB, Convertible Bond)

전환사채의 발행자 및 투자자 입장에서의 장/단점

구분	장점	단점
발행자	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 회사채에 비해 <u>낮은 금리</u>로 발행이 가능 ✓ 주식전환 시 <u>재무구조 개선</u> 효과 ✓ <u>유상증자에 비해 높은 발행가액</u>으로 신주발행 효과 ✓ 전환권 분산행사시 신주상장에 따른 시장영향 최소화 ✓ 현재 기업가치나 신용도가 낮거나, 주식시장이 침체되어 있으나 향후 주가상승이 기대될 경우 발행 용이 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 만기까지 미전환 시 상환 부담이 존재 ✓ 주식전환 시 <u>대주주의 지분율 하락</u> ✓ 발행 시보다 주가가 하락 시 전환가액 조정에 따른 전환주식의 증가로 경영권 위협가능성 존재
투자자	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 사채로서 투자가치의 안정성이 높고, 주식전환 시 시세차익을 통한 고수익 기대 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 주가가 하락하는 경우 전환권을 행사하지 못할 가능성이 있으며 <u>보통의 사채보다 고가에 인수</u>

전환사채(CB, Convertible Bond)

상장사의 전환사채 주요 조건 (예시)

구 분	내 용
총 투자금액	• 200억원(예시)
사채 만기	• 4년
이자율	• Coupon 0.0%, YTM 0.0%
Put Option	• 발행일로부터 2년이 되는 날 이후 매 3개월(YTP 0.0%)
Call Option	<ul style="list-style-type: none"> • 행사자: 발행회사 또는 발행회사가 지정하는 자 • 행사기간: 발행일로부터 12개월이 되는 날로부터 2년 이내 • 행사한도: 35% (YTC 1.5%)
전환권 사항	<ul style="list-style-type: none"> • 전환가능 기간: 발행일 이후 1년이 경과한 날로부터 만기일 1개월 전까지 • 전환가액: 증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정 제5-22조] (다음 ①, ②, ③ 중 높은 금액) <ul style="list-style-type: none"> ① (1개월, 1주일, 최근일 가중산술평균주가)의 산술평균, ② (최근일 가중산술평균주가), ③ (청약일전 제3거래일 가중산술평균주가)
전환가격의 조정	• 시가하락에 의한 조정 / 최초 전환가액의 70% 한도 발행일로부터 매 3개월마다
자금사용용도	• 시설투자자금

상환전환우선주(RCPS)

■ 상환전환우선주의 개념 및 특징

상환전환우선주란?

- RCPS : 이익배당우선주(의결권 여부) + 전환권/의무 + 상환권/의무
- Minority investment, but 경영 참여 (ex. 이사회 참여, CFO 파견, 사업계획 승인, 주요 의사결정 승인권 등)
- 조주간 계약 확인 필요 (ex. Call or put option 등)
- Exit 전략 : IPO exit (보장수익, IPO 공모가 refix), Tag-along, Drag-along, 회석 방지 등

상환전환우선주의 특징

- 우선주와 사채라는 근본적인 차이점이 있지만, 조건(전환가격 등)이 큰 차이가 없고 정상적으로 상환될 경우 전환사채(CB)와 경제적 실질은 동일
- K-GAAP 적용시, RCPS가 자본으로 분류되어 발행자 입장에서 선호하며, 상법상 우선주이므로 회사의 배당가능이익 내에서만 상환 가능
- K-IFRS 적용시 대부분 RCPS가 부채로 계상되어 부채비율이 큰 폭으로 증가
- 22년 10월 6일 금융위원회 중소기업 회계부담 합리화 방안에서는 RCPS 부채효과를 제외한 기준으로 관리 종목 관리 등 부담 완화를 계획

상환전환우선주(RCPS)

발행자의 영업단계 및 상환전환우선주의 성격 (예시)

발행사	투자사	자금조달 목적	전환권	상환권
Start-up (매출 미비, 영업 적자)	Venture Capital (VC)	연구 개발, 운영 자금	High risk 투자	Low risk 투자
중소/중견기업 (매출 성장, 이익 실현)	Growth Capital (PEF)	투자/설비 증설, 운영 자금	전환권 가치 높은	상환권 가치 높음 (신용등급)
대기업 (안정적, 재무 부담 존재)	PEF, 금융기관	재무구조 개선 등	Re-fix 등 계약 조항 복잡 (실적, IPO 등)	Debt 성격 투자 But 자본화 needs

Option pricing methodologies

파생상품 평가를 위한 주요 평가 방법론

기본 옵션평가모형

Binomial option pricing model
(Cox-Ross-Rubinstein model)

Black-Scholes model

- 기초자산과 옵션을 적절히 구성하여 기초자산 가격의 상승 또는 하락과 무관하게 일정한 수익률을 얻는 무위험 포트폴리오를 구성함으로써 현재의 옵션가격 도출
- Binomial options pricing model(이항모형)은 직관적이고 옵션 보유자가 행사 가능 기간 중 권리를 행사하는 조기행사권의 가치를 반영하기에 용이한 방법론으로, 옵션 만기에만 행사 가능한 유러피안 옵션을 가정한 Black-Scholes model보다 널리 활용

전환금융상품 평가모형

Tsiveriotis-Fernandes model

Goldman-Sachs model

- 전환옵션이 부여된 우선주 등 복합계약의 공정가치 평가시 적용하는 평가 방법론
- 이항모형에 기초하여 미래 각 시점별로 전환, 투자자의 조기상환, 발행자의 조기상환, 보유 등 다양한 조건들을 모두 고려 가능한 평가 방법론

옵션부 채권평가모형

Black-Derman-Toy model

Hull-White model

- 채권의 조기상환옵션과 같이 채권가격을 기초자산으로 하는 금리옵션부 채권의 평가 방법론
- 전환옵션이 부여된 복합계약에서, 일반적으로 추가되는 조기상환권 가치를 산정하기 위해 일반적으로 널리 적용되는 평가 방법론

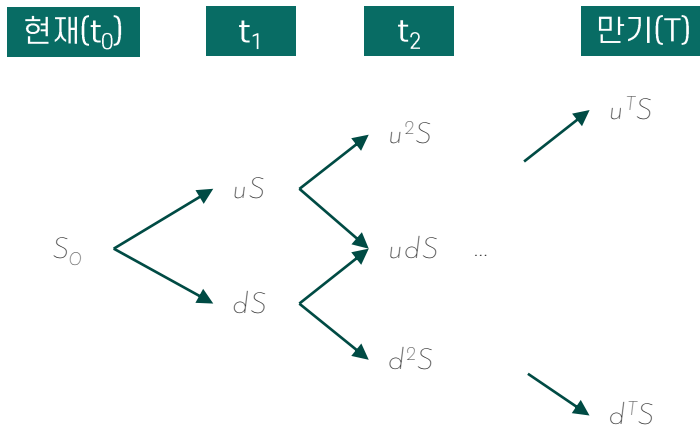
Binomial option pricing model

이항모형은 위험중립모형으로, 평가 방법론은 다음과 같습니다

- 이항모형 접근법(Binomial option pricing model; CRR)은 옵션의 기초자산의 가격이 상승과 하락, 즉 이항확률분포(binomial distribution)를 따른다는 가정 하에 기초자산과 옵션을 적절히 조합하여 기초자산 가격의 상승 또는 하락과 무관하게 일정한 수익률을 얻는 헤지 포트폴리오를 구성함으로써 현재 시점의 옵션가격을 도출하는 평가 방법론입니다.
- 이항모형 접근법은 단순하면서도 옵션 보유자가 행사 가능 기간 중 유리한 시점에 권리를 행사하는 조기행사권의 가치를 반영하기에 용이한 방법론입니다.
- 이항모형에서는 현재 시점부터 옵션만기까지 기초자산의 가격 변동(상승 or 하락)을 반영한 기초자산 tree를 생성하고, 만기(T) 시점에서의 콜옵션 가격(pay-off)을 결정한 후 만기 시점부터 현재 시점까지 각 노드별 pay-off와 옵션의 할인가치를 비교하여 옵션의 가치를 계산합니다.

기초자산 tree

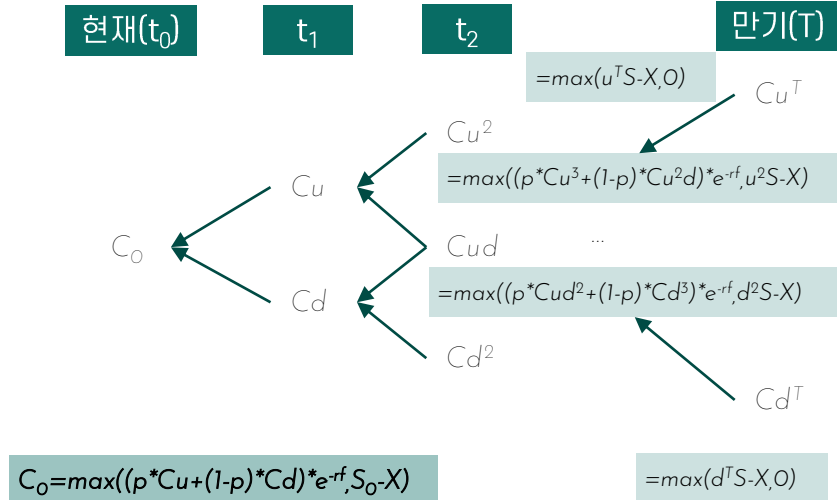
- 기간별 상승/하락폭에 따라 평가기준일 시점부터 만기 시점까지 기초자산인 대상회사의 주식 가치 변동은 다음과 같습니다.



- u/d : 기초자산 가격의 상승폭/하락폭

콜옵션 가치

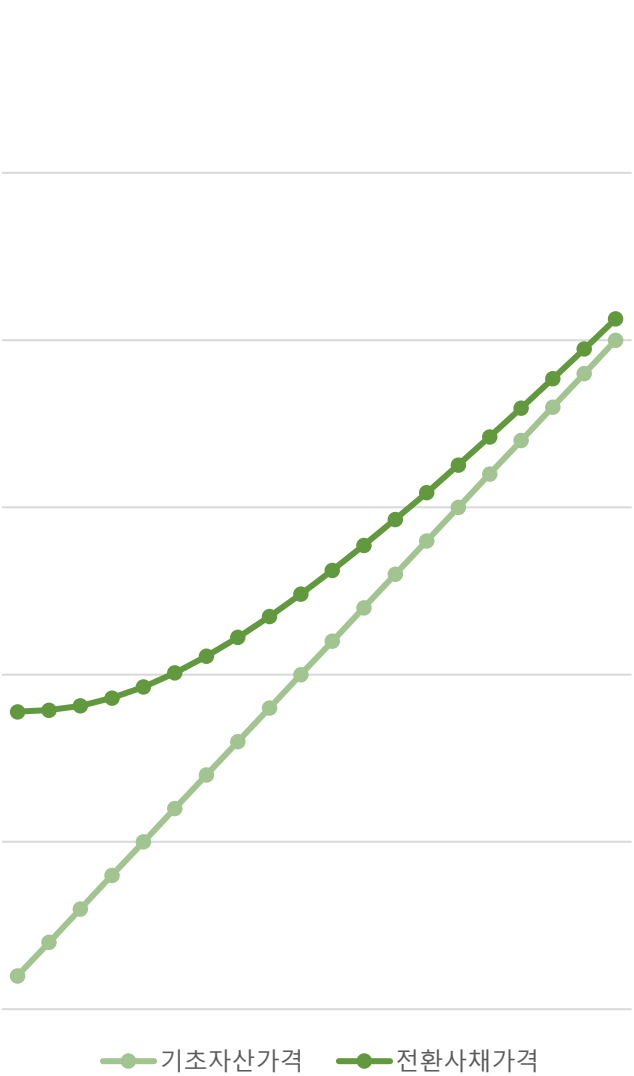
- 기초자산 tree 기준 만기시점 Pay-off를 결정한 후, 이를 각 Node마다 할인하는 Backwardation 방식을 평가기준일까지 반복하여 option의 가치를 산정합니다.



- p : 기초자산의 상승확률 (위험중립확률)

파생상품 가격 산정 요소

파생상품 평가결과에 영향을 미치는 주요 factor



기초자산 가격	1,000	파생상품 역시 가장 중요한 평가 요소는 기초자산, DCF 및 Multiple, 실거래가 등 총 합적 검토 필요
행사가격	1,000	계약 조건상의 행사가격 변동가능 성 행사 가능 조건/기간 등 검토
변동성	40%	상장사: 회사의 변동성 비상장사: 유사회사의 변동성 다양한 관측기간 검토를 통한 합리성 검토
만기	3년	기대 만기 (계약상 만기 등) 임의적 만기 조정시 과소 평가 가 능성
할인률	무위험할인률 위험할인률	선도이자율로 산정 주식가치 무위험이자율 채권가치 <u>신용</u> 위험이자율

2. 자본시장법에 따른 Valuation

외부평가기관의 평가의견서 (예시)

- 회계법인은 자본시장과 금융투자업에 관한 법률("자본시장법")에 따라 외부평가의견서를 발행

|외부평가기관의평가의견서|

↓

주식회사 A사 귀중↓

↓

주식회사 A사의 주식회사 B사 사업부문 양수에 따른 영업양수가액의 적정성에 대한
평가의견↓

↓

회계법인 C(이하 "본 평가인")는 주식회사 A사(이하 "귀사" 또는 "양수인")와 체결한
용역계약에 따라 귀사가 주식회사 B사(이하 "양도인")의 사업부문(이하 "양수대상 사
업부")을 양수하는 거래(이하 "영업양수도")와 관련하여 2022년 X월 X일(이하 "평가
기준일")을 기준으로 하여 양수가액의 적정성을 평가하는 업무를 수행하였습니다.↓

↓

본 의견서는 상기 영업양수도와 관련하여 귀사의 내부의사결정에 대한 참고자료로
제시하고 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 제161조 및 동법 시행령 제171조
에 따라 금융위원회에 제출하는 주요사항보고서의 작성 및 첨부자료로 사용하기 위
하여 작성되었습니다. 따라서 양수가액의 적정성에 대한 본 평가인의 평가결과는 본
의견서에 명시된 목적 이외의 다른 용도로 이용하거나, 귀사와 고유목적 관계자 외
제3자에게 이용되어서는 아니되며, 본 평가인은 본 의견서가 다른 용도로 사용되는
경우 그 과정이나 결과로 발생하는 모든 손해에 대하여 책임이 없음을 알려드립니다.↓

↓

본 평가인은 이 업무를 수행함에 있어 한국공인회계사회가 제정한 "가치평가서비스
수행기준"과 금융감독원 기업공시본부에서 제시한 "외부평가업무 가이드라인"을 준
수하였습니다.↓

외부평가의견서 관련 주요 법규 및 규정

- 자본시장법에 따라 중요한 자산/영업 양수도, 상장사 합병시에는 외부평가의견서 제출이 필요

주요사항 보고서 제출	자본시장법 제161조	<ul style="list-style-type: none"> 사업보고서 제출대상법인은 합병 등, <u>중요한 영업/자산 양수도 결의시</u>, 다음날까지 주요사항보고서를 금융위원회에 제출
외부평가의견서 제출	자본시장법 시행령 제176조의5, 제176조의6	<ul style="list-style-type: none"> 주권상장법인과 주권비상장법인인 합병시 (상장법인도 기준시가 10% 초과 할인/할증시 필요) <u>중요한 영업 또는 자산의 양수 · 양도시</u> (주식의 포괄적 교환, 포괄적 이전, 또는 분할합병 등 포함)
중요한 양수도 기준	자본시장법 시행령 제171조	<ul style="list-style-type: none"> [중요한 영업 양수도] 양수 · 양도 대상 영업부분의 i) 자산액 or ii) 매출액, or iii) 부채액이 최근 사업연도말 현재 공시법인의 i) 자산총액 or 매출액 or 부채액(연결재무제표 기준)의 100분의 10 이상인 양수 · 양도 [중요한 자산 양수도] 양수 · 양도하려는 자산액(max(장부가액, 거래금액))이 최근 사업연도말 현재 <u>자산총액(연결재무제표 기준)의 100분의 10 이상인 양수 · 양도</u>
평가 관련 규정	증발공, 증발공 시행세칙 등	<ul style="list-style-type: none"> 증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정 증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정 시행세칙 한국공인회계사회 제정 “가치평가서비스 수행기준” 금융감독원 “외부평가업무 가이드 라인 ”

외부평가의견서 평가방법론

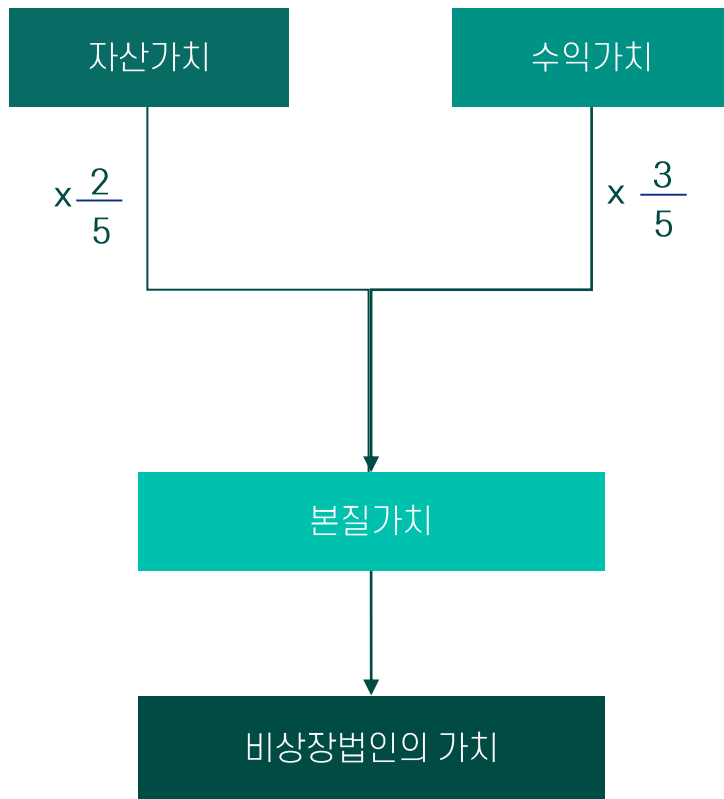
- 중요한 영업/자산 양수도시, 통상 이익접근법에 따른 DCF 방법론에 따라 양수도가액 적정성 공시
- 합병시, 상장사는 주가와 자산가치를 비교, 비상장사는 이익접근법과 원가접근법을 가중 평균

	이익접근법 (Income approach)	시장접근법 (Market approach)	원가접근법 (Cost approach)
중요한 영업/자산 양수도 → DCF 방법론을 주로 적용하나, 다양한 방법론으로 적정성 검토 필요	✓ (DCF 방법론)		
합병비율 (상장사) → 통상 기준시가 활용하나, 최근 자산가치 평가 사례 다수 발생		✓ (기준시가)	✓ (자산가치)
합병비율 (비상장사) → 수익가치와 자산가치를 3:2 가중평균	✓ (DCF 방법론)	△ (거래사례 및 유사회사 비교)	✓ (자산가치)

합병비율 평가 (비상장주식 평가방법론)

- 중요한 영업/자산 양수도시, 통상 이익접근법에 따른 DCF 방법론에 따라 양수도가액 적정성 공시
- 합병시, 상장사는 주가와 자산가치를 비교, 비상장사는 이익접근법과 원가접근법을 가중 평균

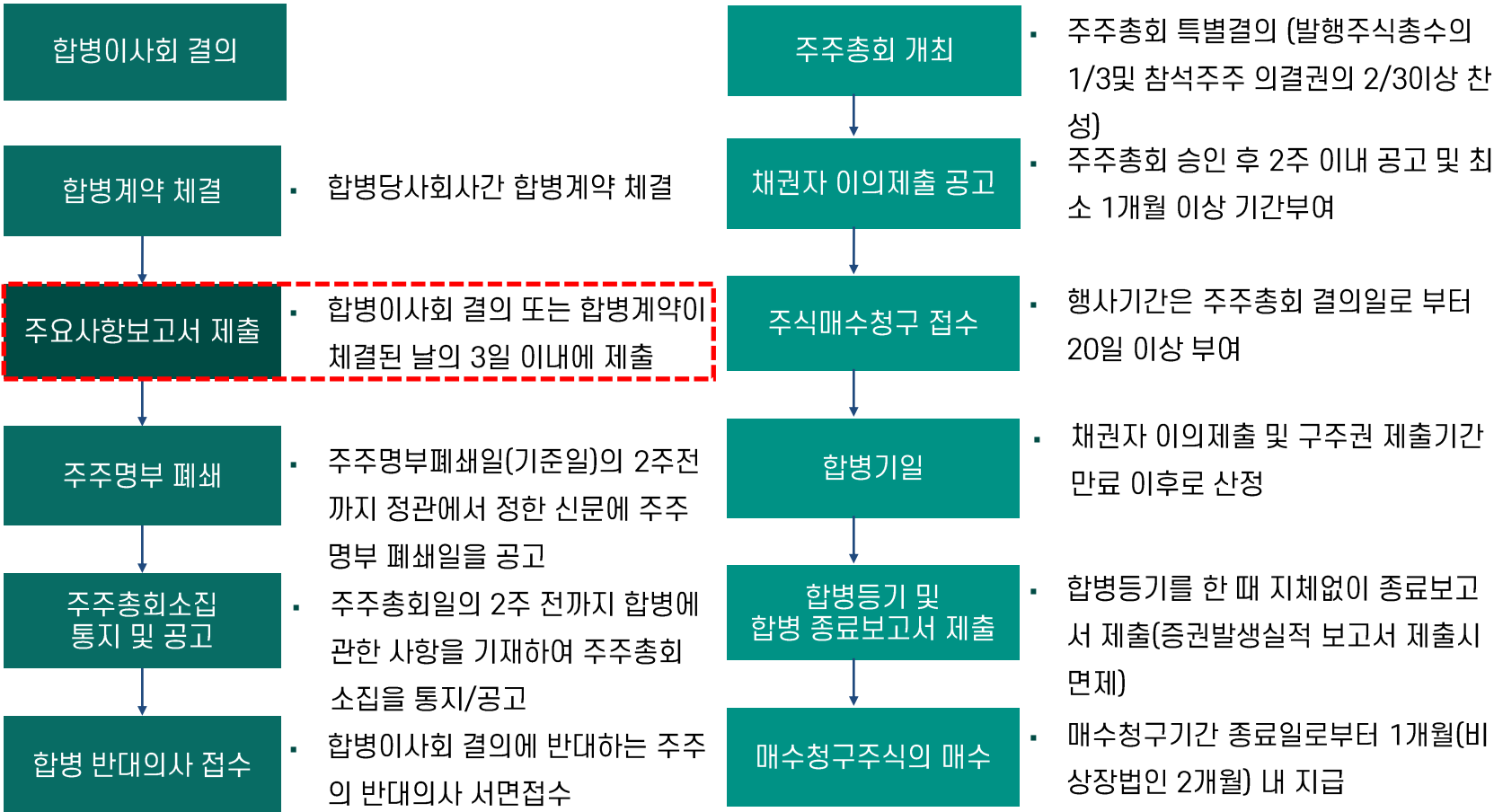
증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정에 의한
비 상장법인의 주식가치 평가



- 상장법인과 합병하는 비 상장법인의 합병가액은 증권 발행 및 공시 등에 관한 규정 시행세칙 제4조에 따라 비상장법인의 자산가치와 수익가치를 1:1.5로 가중산술평균하여 평가합니다.
- 자산가치는 증권 발행 및 공시 등에 관한 규정 시행세칙 제5조에 따라 최근 감사받은 재무제표를 기초로, 분석기준일 현재의 발행주식 1주당 순자산가액으로 하며, 순자산가액은 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제161조제1항에 따라 제출하는 주요사항보고서를 제출하는 날이 속하는 사업연도의 직전사업연도 말의 재무상태표상의 자본총계에서 실질가치가 없는 무형자산, 시장성 없는 주식, 손상차손, 자기주식, 유상증자 등 일정항목을 조정하여 산정합니다.
- 수익가치는 증권 발행 및 공시 등에 관한 규정 시행세칙 제6조에 따라 현금흐름할인모형, 배당할인모형 등 미래의 수익가치 산정에 관하여 일반적으로 공정하고 타당한 것으로 인정되는 모형을 적용하여 합리적으로 산정합니다.
- 상대가치는 비교 목적에서 공시하도록 되어 있습니다.

주요 합병 절차 (참고)

- 상장사 합병 관련 주요 절차를 다음과 같습니다.
- 합병비율 적정성에 대한 외부평가의견서는 이사회 또는 계약 체결일에 주요사항보고서에 첨부



3. 기업구조조정과 Valuation

기업구조조정 개요

기업구조조정의 의미, 제도 및 주요 의사결정 방안

기업구조조정의 의미

- 대상: 영업가치(영업현금흐름)가 채권자 및 주주의 투자자본을 회수할 수 없는 한계 기업
- 개념: 기존 사업/조직구조를 보다 효율/효과적으로 개선하는 구조개혁(business restructuring)
- 자구 계획: 사업분야의 축소/폐쇄, 인원의 감축, 부동산 등 매각 등
- 재무구조개선 방안: 채무 만기 연장, 이자율 조정, 출자전환, 신규자금 지원 등 재무구조 개선

기업구조조정 제도

- 법원 주도 → 채무자 회생 및 파산에 관한 법률에 따른 회생 절차 (모든 채권자를 대상)
- 채권금융기관 주도
 - 워크아웃(Workout) → 기업구조조정촉진법에 따른 금융채권자 주도 절차
 - 채권단 자율협약 → 은행 등이 제한 없이 일시적 위기 기업을 대상으로 하는 사전적 구조조정

주요 구조조정 의사결정

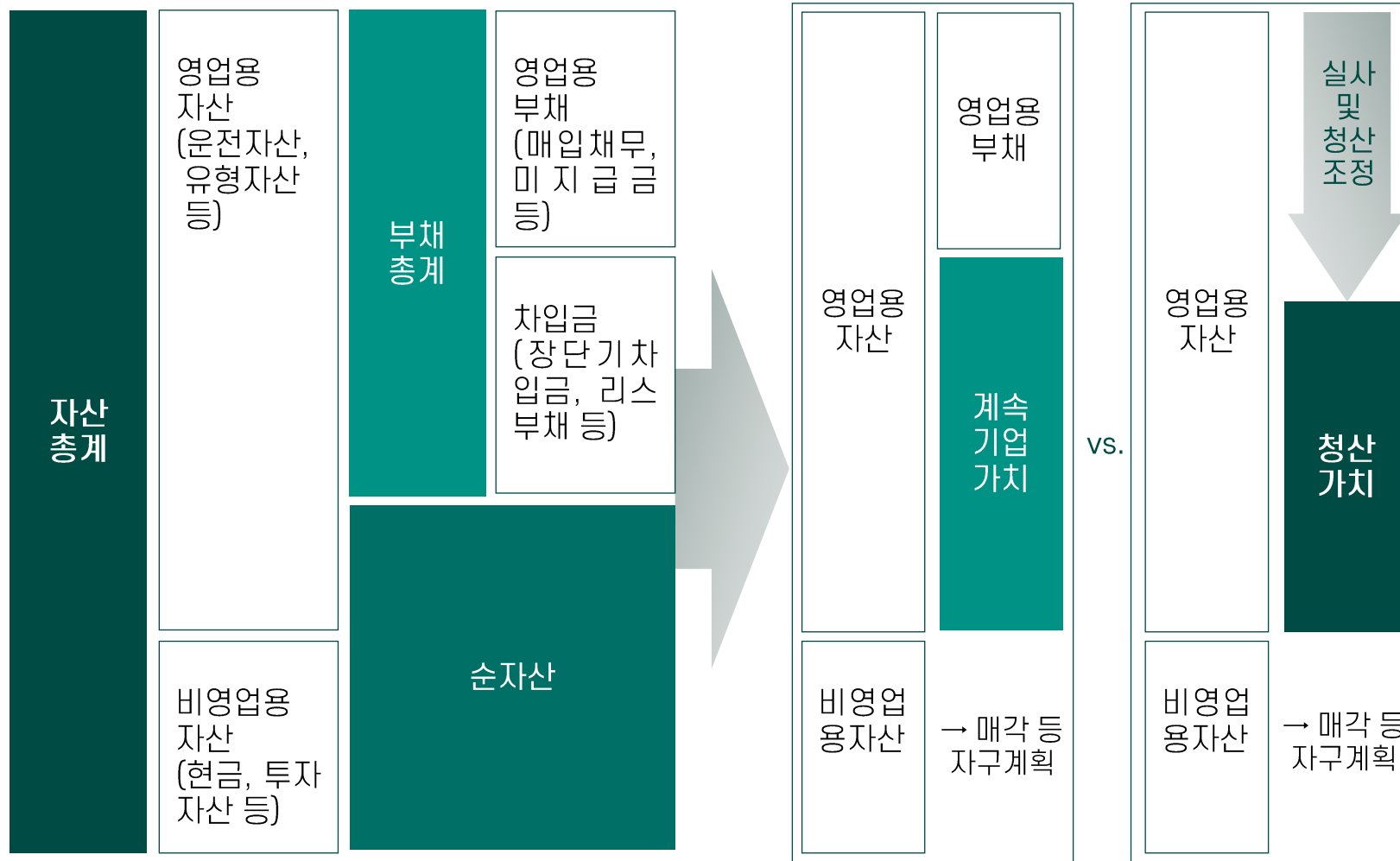
- 회사를 계속 운영할 것인가? → 계속기업 가치 vs. 청산 가치 비교
- 계속 기업을 위한 현금흐름은 문제가 없는지? → 사업계획 및 현금흐름 검토
- 사업 영위를 위한 현금흐름 개선 방안은 없는가? → 회사 자구계획 및 채권자 재무구조개선 방안

계속기업가치 vs. 청산가치

- 회사를 계속할지 의사결정을 위해 계속기업가치와 청산가치를 비교

청산가치

- 기업이 영업을 중지하고 모든 회사의 자산을 분리/일괄 처분시 자산가액
- 재무제표 → 실사 가치(회계적 공정가치) → 청산조정 (청산시 가치하락, 현재가치, 비용 등)



사업계획 및 현금흐름 검토

- 계속사업 영위를 위해 사업계획 및 현금흐름을 검토하여, 채무 조정, 현금 부족분 추가 지원 등 검토

- 계속 기업가치 산정

단위: 억원	23	24	25	26	영구
영업수익	130	140	150	160	162
영업비용	117	125	134	143	144
영업이익	13	15	16	17	18
법인세비용	2	3	3	3	3
세후영업이익	11	13	13	14	15
(+)감가상각비	6	6	7	7	동일 가정
(-)투자비	7	7	7	7	
(-)운전자본 변동	2	3	3	4	
Cash Flow	8	10	10	10	14
현재가치					

- 월별 현금흐름 검토

Illustrative

2023년									
단위: 억원	1월	2월	3월	4월	5월	6월	...	12월	
영업수익									
영업비용									
영업이익									
법인세비용									
세후영업이익									
(+)감가상각비									
(-)투자비									
(-)운전자본 변동									
Cash Flow	1	(2)	(10)	(5)	4	2		10	
(-) 이자비용	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)		(1)	
(-) 채무상환		(50)				(70)		(10)	
(+) 자구계획				20				100	
Cash Flow	(1)	(51)	(11)	14	3	(69)		99	
기초현금 20	19	(32)	(43)	(29)	(26)	(95)		-	

- 자금 소요 파악을 위해 월/분기별 현금흐름 검토
- 기존 채무 원리금 상환 스케줄 및 자구 계획 고려시 추가 자금 소요액 판단
- 채무 이자 감면, 채무 원리금 상환 유예/감면, 출자전환, 추가 자금 투여 등 의사결정

주요 재무구조 개선 방안

- 기업의 재무구조 개선 및 영업 정상화를 위해 다음과 같은 개선 방안을 고려

자구 계획	<ul style="list-style-type: none"> - 비영업자산 등 매각(유헴 부동산, Sales&leaseback), 업무무관 대여금 회수 - 구조조정 및 원가절감 계획 (수익성 저조 자산 매각, 임차료/인건비 절감 등)
원금 상환 유예	<ul style="list-style-type: none"> - 예상 현금흐름에 따른 현금부족 등 고려하여 차입금 상환 유예 (만기 연장) - 정상화시점까지 원금 상환 만기 일부/전부 연장
이자율 감면	<ul style="list-style-type: none"> - 담보채권, 무담보채권 등 이자율 일괄 조정 - 이자율 및 이자보상배율을 고려한 부담가능한 차입금 수준과 함께 검토
출자전환	<ul style="list-style-type: none"> - 적정 부채 수준(목표부채비율, 이자보상배율 등) 결정후 적정액 초과분 출자전환 - 출자전환 후 지분율, 경영권 등에 대한 논의 필요
신규자금 지원	<ul style="list-style-type: none"> - 자구책 및 원리금 유예/감면 후에도 유동성 부족 해소가 어려울 경우 자금 지원 - 월별 최대 부족 자금 및 자산 매각 등 현금 유입 기간 등을 현실적으로 반영 필요