

Deal Advisory 직무교육 – TS 기본 온라인 과정

# FDD 계정별 이슈 및 검토절차

# Table of contents

01	Overview	3
02	Financial performance analysis	6
03	Quality of Earnings analysis	17
04	Working capital / Net debt / CAPEX	25

01

# Overview

# 일반적인 FDD work scope

FDD 업무 범위는 산업, 회사의 개별 상황, Deal 구조에 따라 다르지만 일반적인 업무 범위의 예시는 다음과 같습니다. FDD 업무는 감사와 달리 단순히 재무제표 작성 검토에 그치지 않으므로 사업 구조에 대한 이해와 깊이 있는 분석이 요구됩니다.

KPMG의 업무는 지난 3개 회계연도 및 2020년 최근 월의 이용 가능한 재무 정보를 토대로 수행되었습니다.	KPMG의 업무는 지난 3개 회계연도 및 2020년 최근 월의 이용 가능한 재무정보를 토대로 수행되었습니다.
<p><b>1. 보고내용</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>발견된 주요 issue를 정리하고, deal breaker, 가치평가, 협상 및 지분 투자 이후의 이행사항에 미치는 영향의 관점에서 주요 권고사항을 제시</li> <li>주요 손익항목을 중심으로 연간 EBITDA의 변동내용 파악</li> <li>대상회사의 이익을 질적으로 분석하기 위해 Quality of Earnings 형태 로 요약</li> </ul> <p><b>2. 회계정책</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>대상회사의 주요 회계정책을 파악하고 최근 회계정책의 변경여부 및 재무적 영향에 대한 검토</li> </ul> <p><b>3. 재무적 성과</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>대상회사의 과거 매출과 매출총이익 관련 정보를 입수하여 분석               <ul style="list-style-type: none"> <li>사업부문, 제품군, 고객계층, 매장 등</li> <li>매출 수량 및 단가의 주요 추세</li> <li>구매 수량 및 단가의 주요 추세</li> <li>제품가격 책정, 마케팅 정책에 대해 질의</li> </ul> </li> <li>대상회사의 원가 구조 관련 정보를 입수하여 분석               <ul style="list-style-type: none"> <li>재료비, 노무비, 제조경비</li> <li>판매비와 관리비, 노무비</li> <li>원가의 배분, 변동원가와 고정원가</li> </ul> </li> </ul>	<p><b>4. 운전자본 및 현금흐름</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>대상회사의 운전자본 수준에 대해 검토               <ul style="list-style-type: none"> <li>채권 회수기일, 채무 지급기일 분석 및 주요 거래처별 회수조건 요약</li> <li>재고의 평균 보유기일 및 보유정책 요약</li> <li>충당금 설정 정책, 부실 채권, 재고 보유 여부 질의</li> </ul> </li> <li>유지/확장 capex 투자 규모 요약</li> </ul> <p><b>5. 재무상태</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>퇴직급여충당부채 설정 적정성 검토</li> <li>현금 및 차입금 현황 요약               <ul style="list-style-type: none"> <li>차입 조건, 상환 일정 요약</li> <li>사용 제한 현금 및 금융상품 요약</li> </ul> </li> <li>우발사항에 대해 경영진에 질의               <ul style="list-style-type: none"> <li>사용 제한 자산</li> <li>부외부채</li> <li>성과급 및 퇴직금 제도</li> <li>계류 중인 소송사건의 재무적 영향</li> </ul> </li> <li>특수관계자와의 거래 요약</li> <li>비영업자산에 대해 질의</li> </ul>

# Financial Due Diligence 주요 분석 사항

FDD는 재무제표가 회계기준에 따라 적절하게 작성되어 있는지 검토하는 것에 비해 범위가 넓습니다. 회사가 속한 산업, Deal의 구조와 목적, 사업 구조의 변화에 대한 이해를 바탕으로 재무성과, 이익의 질, 현금 흐름, 우발 사항 등 M&A 거래에 미치는 영향을 검토 합니다. 많은 경우 대상회사에게 M&A deal은 흔한 경우가 아니며 보통 재무회계 목적의 제한된 정보만을 관리하므로 효과적인 FDD를 위해서는 Deal에 대한 경험, 사업 구조와 그 변화에 대한 이해력, 회계 정보의 구조와 의미에 대한 이해, 회사가 보유한 raw data 형태의 정보를 유의미하게 분석하는 능력, 이들을 바탕으로 한 insight가 요구됩니다.

영역	분석목적/이슈	접근방법
<b>Financial performance</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>회사의 성과를 이해하고 실현된 실적의 지속가능성, 성장성, 변동성을 파악</li> <li>회사의 기회/위험 및 강점/약점을 평가</li> <li>Valuation model을 위한 추정의 기초가 되는 정보를 파악</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Historical trading                             <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Revenue analysis</li> <li>2. Expense/Margin analysis</li> </ol> </li> <li>Current trading</li> </ul>
<b>Quality of Earnings</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>회사의 본원적인 이익 수준을 파악</li> <li>투자이사 결정 및 가치평가에 반영</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Normalization adjustments                             <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Non-recurring / one-off items</li> <li>2. Accounting changes and estimates</li> </ol> </li> <li>Pro-forma adjustments</li> </ul>
<b>Working capital / Net debt / CAPEX</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>이익 대비 현금흐름 수준 파악</li> <li>필요현금 수준 파악</li> <li>가격정산에 반영</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Net working capital 변동 및 minimum cash</li> <li>Debt-like item</li> <li>과거 CAPEX 수준 및 향후 CAPEX 요구금액</li> </ul>

02

# Financial performance analysis

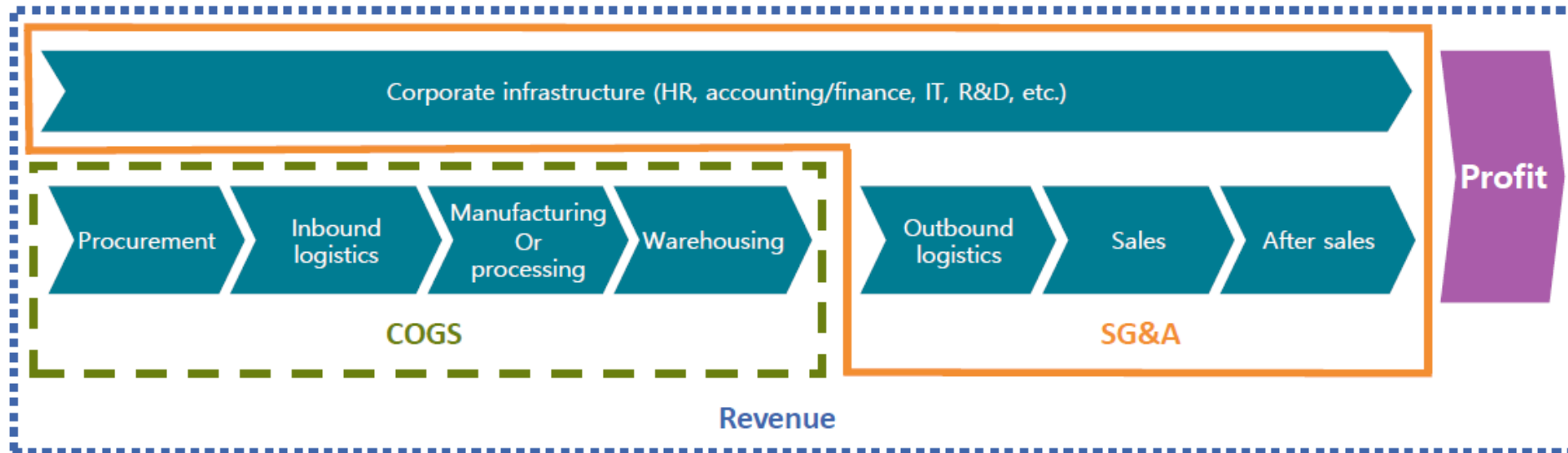
# Historical trading / Current trading

## Historical trading

- 주로 과거 3년 회사의 실적에 대해 분석을 수행하며, 산업/업종, 거래의 성격에 따라 필요한 경우 과거 5년 또는 5년 이상의 기간에 대한 분석 수행
- Historical trading 분석 시 Revenue, Expense(COGS/SG&A), Margin으로 구분하여 분석

## Current trading

- 회사의 최근 실적은 과거 실적 및 사업계획과 다를 수 있으므로 과거 실적에 대한 이해 뿐만 아니라 최근 실적에 대한 이해가 필요하며 회사의 가치에도 영향을 미침
- Driver 별 최근의 추세 변동 파악, 사업계획과 실적의 차이 확인 등



# Revenue

## 분석 시 고려사항

- Industry characteristics을 고려
- 상위레벨에서 하위레벨로 분석
- 연결 vs 별도, K-IFRS vs 일반기업회계기준
- 회계기준개정(분석 대상 기간 간 비교가능성), Cut-off, 특수관계자 거래
- data integrity 확인 (관리자료 vs 공시자료, monthly vs annual, divisions/segments vs group 등)

## 주요 분석 접근법 (아래 접근법을 개별적으로 고려하는 것이 아니라 복합적으로 고려하는 것이 필요)

- Segmental – 운영방식, 지역 등 특성을 고려하여 분석 대상을 구분 (e.g. 사업부별, 제품별, 채널별 등)
- Like for Like – 동일 대상 비교 (e.g. same store, cohort 등)
- Customer – 고객 구성의 변화, 고객 간 차이 (e.g. 고객 유입/유지/이탈, 고객기여도/수익성 등)
- Bridge – Key driver별 주요 변동을 보여줌으로써 변동원인을 이해하기 적합
- Seasonality, Run rate, LTM – 매출의 계절성 파악 및 순운전자본, 현금흐름에 미치는 영향 파악
- Pass-on - 비용증가를 매출에 반영 가능한지 파악
- Gross vs Net – 총액 / 순액 관점에서 고려할 사항이 있는지 확인 (e.g. 할인, 리베이트, 환입 등)
- Price / Volume – 물량/단가 변동 추세 및 변동 원인을 파악



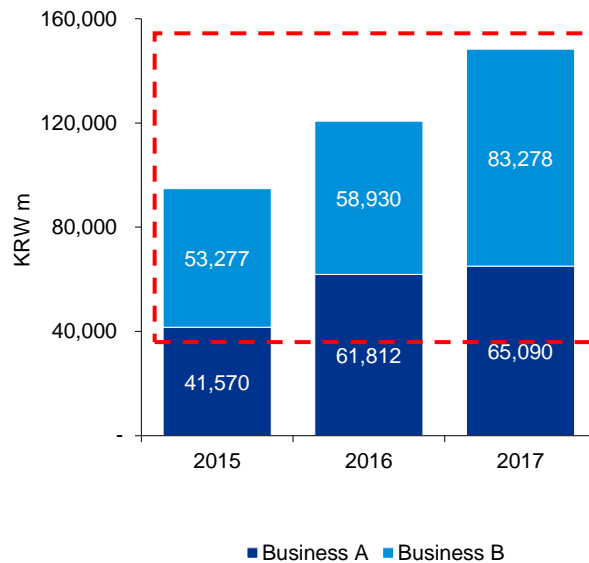
# 산업별 이슈 (예시)

구분	업종	잠재적 이슈(예시)	분석(예시)
가입자 기반 사업	구독, 정기배송, 온라인, 게임, 학원	<ul style="list-style-type: none"> <li>신규 가입자는 지속적으로 유입되고, 기존 가입자는 유지되는가?</li> <li>가입자 유치를 위한 투자비용은?</li> <li>가입자 당 수익성은?</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>가입자 수, ARPU 분석</li> <li>Cohort별 특성 분석</li> <li>가입자 취득 비용, 회수 기간 분석</li> </ul>
매장 기반 사업	리테일, 소비재, 프랜차이즈	<ul style="list-style-type: none"> <li>신규 매장 진출, 폐점 추세는?</li> <li>매장 당 매출은 성장하는가?</li> <li>매장 투자비 대비 수익성은?</li> <li>유통 채널별 유통채널 비용은?</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Same store sales 분석</li> <li>매장 특성별 투자비, 수익성 분석</li> </ul>
신제품/서비스가 핵심 경쟁력인 사업	소비재	<ul style="list-style-type: none"> <li>제품별 매출액 및 수익성은?</li> <li>신제품의 출시, 판매 중단, 신제품 pipeline은?</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>제품/서비스별 매출액 및 비용 구조 분석</li> </ul>
수주 사업	건설, 용역, B2C 제조	<ul style="list-style-type: none"> <li>신규 수주와 수주 잔고 추세는?</li> <li>프로젝트 유형별, 거래처별 수익률 추세는?</li> <li>회계상 진행 매출은 수익성을 적정하게 나타내고 있는가?</li> <li>대금 회수와 지급 조건으로 인한 현금 부족 위험은?</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>신규 수주 및 수주 잔고 분석</li> <li>프로젝트 유형별 매출, 원가, 수익성, 마진 산정 구조</li> </ul>

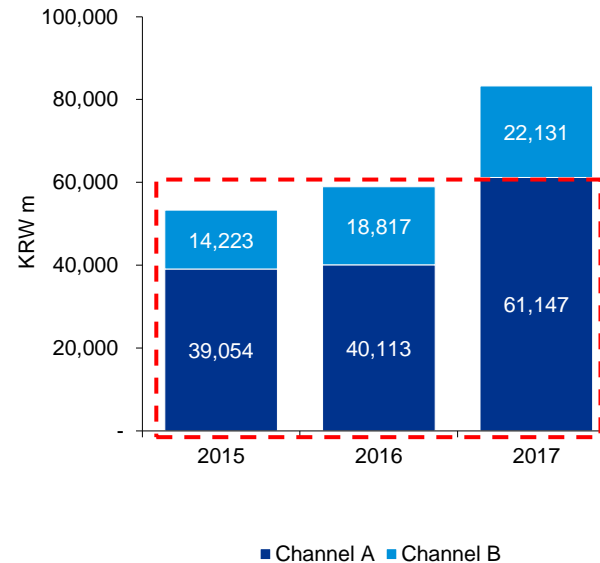
# Segmental

분석의 진행은 상위레벨에서 하위레벨로 구분하여 분석하는 것이 필요합니다. 회사 내에는 다양한 사업부, 지역, 채널, 제품 구분이 있으며 segment별로 성과, driver가 다를 수 있습니다. 경우에 따라서는 일부 사업부만 매각/매수의 대상이 되는 경우도 있습니다.

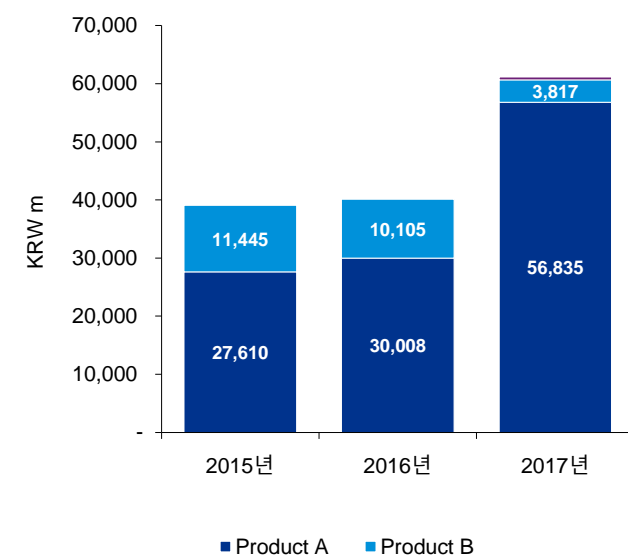
Total revenue by business



Business B revenue by channel



Channel A Revenue by product



예시)

사업부



채널

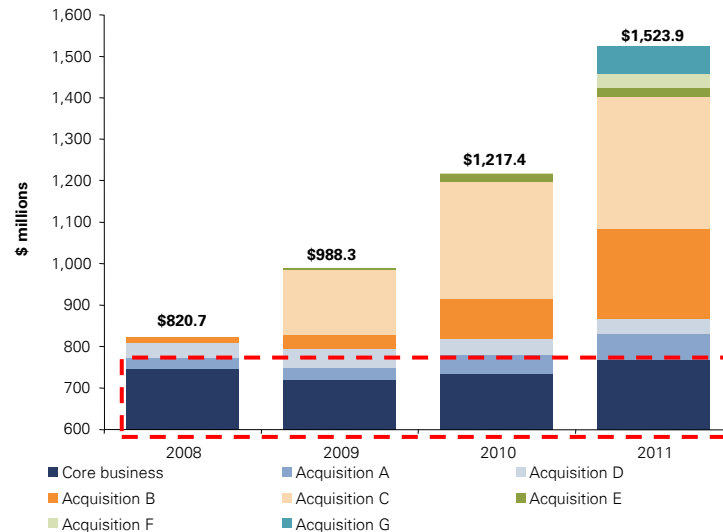


제품

# Like for Like (1/2)

사업의 성과는 취득, 처분, 기타 비경상적인 활동에 의한 왜곡이 있을 수 있으며 이러한 비경상적인 효과를 제거하여 steady-state 상태의 성과 분석이 필요합니다.

## Organic vs Acquisition growth



- 매출의 성장요인이 core business의 성장인지 추가적인 신제품, 신규 비즈니스의 추가로 인한 성장인지에 대한 분석이 필요

## Same store sales

Same store sales								
사업원	서울				기타지역			
	2014년 12개월	2015년 12개월	2016년 12개월	2017년 12개월	2014년 12개월	2015년 12개월	2016년 12개월	2017년 12개월
브랜드 A	154	140	148	154	174	142	132	120
계속점포	145	134	145	153	102	103	111	112
기존점포	145	132	131	126	102	90	84	75
2015년 신규	-	2	6	6	-	13	17	16
2016년 신규	-	-	8	15	-	-	10	14
2017년 신규	-	-	-	6	-	-	-	7
폐점점포	9	6	3	1	72	39	21	8

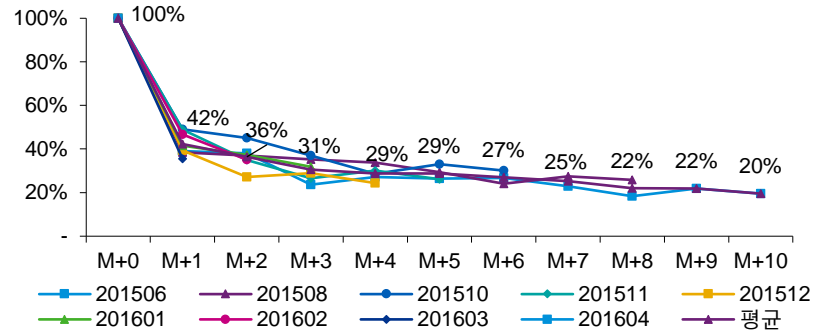
- 다수의 매장을 유통망으로 하는 사업은 매장의 신규 출점과 폐점, 동일 매장(Same store)의 매출 및 이익, 매장별 투자 대비 수익성 등 중요 지표에 대해 분석 필요

# Like for Like (2/2)

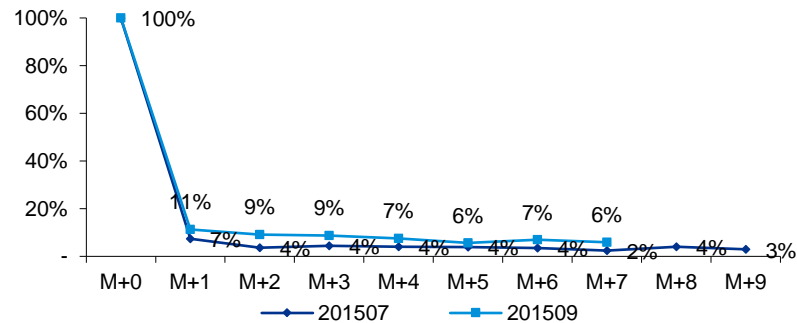
사업의 성과는 취득, 처분, 기타 비경상적인 활동에 의한 왜곡이 있을 수 있으며 이러한 비경상적인 효과를 제거하여 steady-state 상태의 성과 분석이 필요합니다.

## Cohort

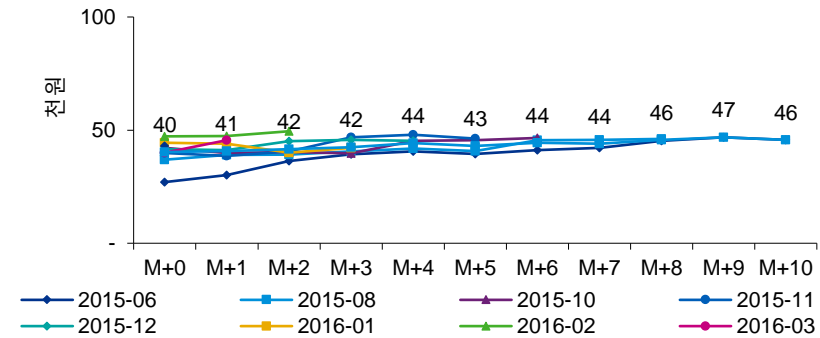
일반고객군의 Retention %



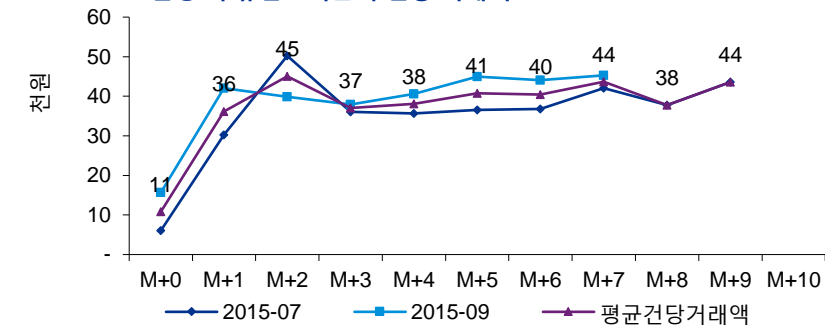
Promotion 진행 시 유입고객군 retention%



일반고객군의 건당 거래액



Promotion 진행 시 유입고객군의 건당 거래액

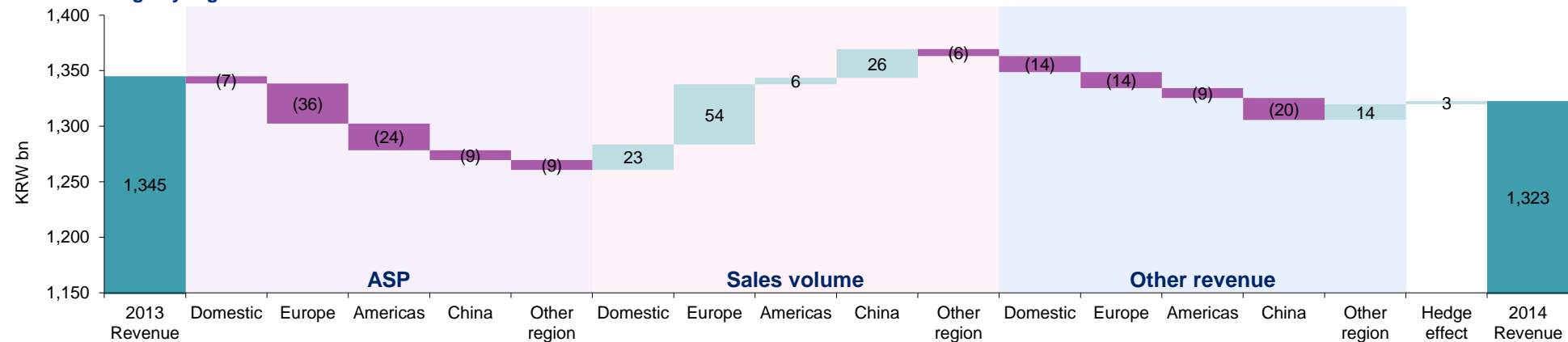


- Cohort 분석은 다수의 고객을 유사한 특성의 동질적인 그룹(cohort)로 구분하여 quality 분석을 합니다. 고객의 유입, 이탈, 인당 구매액 추세 등을 분석합니다. Data 분석을 통해 동질적인 cohort의 구분, 특성의 추출 및 해석, one-off 사항의 판단이 중요합니다.

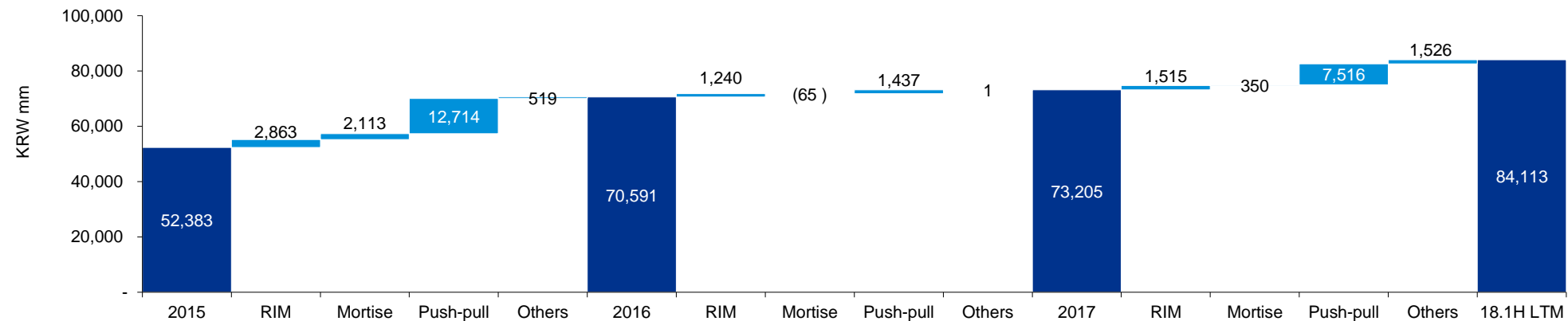
# Bridge

Key driver별 주요 변동을 보여줌으로써 변동원인을 이해하기 적합한 방법이며, 주로 수량/단가 변동 효과, 취득/처분효과, 유입/유출 효과, 기타 일회성효과 등을 구분하여 분석합니다.

Revenue bridge by region



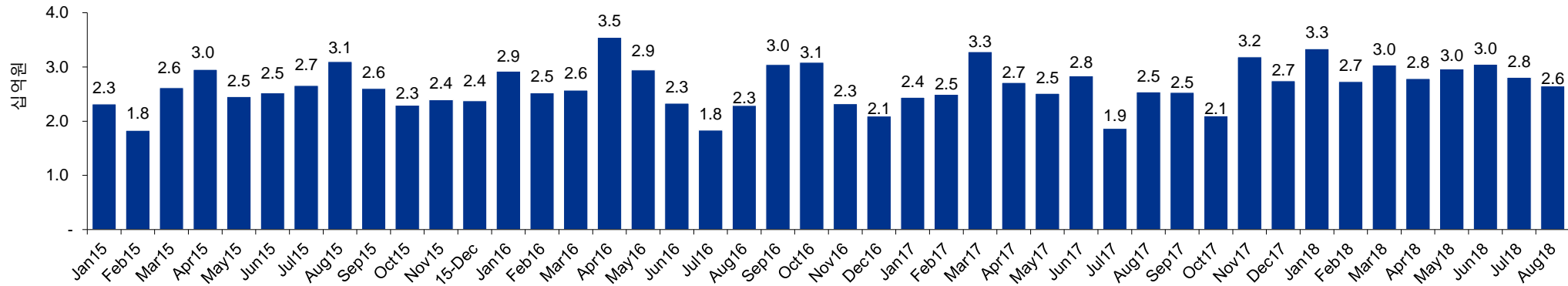
Revenue bridge by product



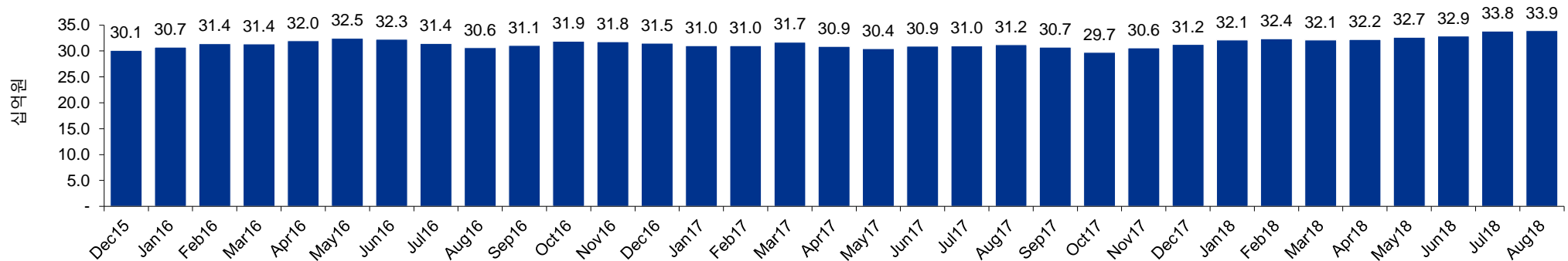
# Seasonality / LTM

매출의 계절성을 보이는 경우 순운전자본의 변동이 크게 나타날 수 있으며 순운전자본 변동으로 인한 필요현금 수준에 대한 파악 및 EBITDA/현금흐름에 미치는 영향에 대해 추가 분석이 필요합니다. LTM 분석은 계절성 효과를 제거한 매출 수준의 파악이 가능하고 최근 실적의 트렌드를 이해하는데 유용합니다.

월별 매출액



LTM 매출



# Expense / Margin (1/2)

비용 및 마진은 매출 분석과 관련하여 분석할 필요가 있으며, 아래와 같은 분석을 주로 수행합니다.

Area	Topic	분석 방법 / 유의사항
원재료 단가의 변동분석	<ul style="list-style-type: none"> <li>원재료 매입단가 trend 분석</li> <li>급격한 원재료 단가의 변동에 따른 손익 효과의 분석</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>연도별 원재료 단가의 변동을 파악하고, 제조원가 중 해당 원재료가 차지하는 비중을 파악</li> <li>특정연도의 원재료 단가가 과도하게 상승 또는 하락했을 경우, 판가에 대한 조정이 없다는 전제하에 기준가격을 적용했을 경우의 손익효과를 검토할 수도 있음</li> </ul>
원재료 단가와 판가 spread를 이용한 마진 분석	<ul style="list-style-type: none"> <li>판가와 원재료단가의 spread로 마진의 trend 분석</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>판가와 spread를 분석하고 이를 GP마진과 함께 분석</li> <li>원재료 매입단가와 판가가 시간term을 두고 손익에 대응될 때 시간을 이동하여 spread를 분석해야 함</li> <li>직접 or 간접적으로 원재료의 가격이 해외 원재료의 변동에 영향을 받는 경우 순수 원재료 가격 변동과 환율의 변동을 구분하여 분석해야 함</li> </ul>
주요 원재료 매입처의 분석	<ul style="list-style-type: none"> <li>주요 원재료 매입처의 거래조건과 수량 등 분석</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>주요 원재료별 매입거래조건의 파악, 매입계약조건, 계약주기와 계약기간 중 매입단가 변동 가능여부 파악</li> </ul>
변동비/고정비 분석	<ul style="list-style-type: none"> <li>원가의 발생nature 분석</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>변동비와 고정비 성격으로 원가를 구분하여 회사의 원가구조 파악</li> </ul>
공헌이익 분석	<ul style="list-style-type: none"> <li>단위당 공헌이익의 추세 분석과 BEQ or BEP Analysis</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>원가와 판관비 중 변동비 성격을 파악하여 단위당 공헌이익 산출하고, BEQ or BEP 분석</li> </ul>

# Expense / Margin (2/2)

비용 및 마진은 매출 분석과 관련하여 분석할 필요가 있으며, 아래와 같은 분석을 주로 수행합니다.

Area	Topic	분석 방법 / 유의사항
사업부별, Channel별 or 제품군별 등 부분별 마진 analysis	<ul style="list-style-type: none"> <li>사업부별, Sales channel별 또는 제품군별 등 부분별 마진 분석</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>사업부별, Channel별 또는 제품군별 마진 분석</li> <li>사업부별, Channel별 또는 제품군별 매출 mix 변동과 마진에 미치는 영향 분석</li> <li>사업부별, Channel별 또는 제품군별 마진차이 원인 파악(수수료율의 차이, 매출인식의 방법의 차이(일부 channel의 경우, 매출을 수수료 차감 후로 함에 따라 마진이 높아 보이는 효과 발생하는 경우도 있음 등))</li> </ul>
EBITDA Bridge	<ul style="list-style-type: none"> <li>EBITDA Bridge 작성하여 마진의 변동원인 분석</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>파악된 단위당 공헌이익을 가격효과, 매출수량을 수량효과로 구분하여 연도별 EBITDA Bridge 작성하여 연도별 마진변동을 한눈에 파악할 수 있도록 함.</li> </ul>
인건비		<ul style="list-style-type: none"> <li>인당 인건비 추세 분석 및 인건비 상승률 파악, 정규직,비정규직,기본급여와 상여, COGS와 SG&amp;A로 구분하여 분석</li> <li>경쟁사 대비 인건비 수준 분석</li> <li>특별 상여가 있는 경우 normalize 고려</li> <li>key person에 대한 특별한 고용조건이 있는 지 파악</li> <li>비정규직의 정규직 의제로 인한 우발부채 가능성 파악</li> </ul>



03

# Quality of Earnings analysis

# What is quality of earnings?

## Quality of earnings

- 'Quality of earnings' can be described as the extent to which the **reported earnings** of a business reflect the **underlying economic characteristics of its normal, recurring operations** → QoE: 사업의 보고기준 이익이 정상적이고, 반복적인 사업의 기본적인 경제적 특성을 반영하는 정도
- Quality is typically assessed as how **sustainable, controllable** and **predictable** the reported earnings of the business are. It is therefore impacted by many factors including: Quality(질)은 일반적으로 사업의 보고된 수익이 얼마나 지속가능하고 통제 가능하며 예측가능한가에 따라 평가됨. 따라서 다음과 같은 많은 요인에 의해 영향을 받음
- ✓ Non-recurring / one-off / exceptional items (e.g. redundancy costs, litigation, disposal, M&A costs, profit on fixed asset disposals, provision charges/release, etc)
- ✓ Changes in the nature or scale of operations (e.g. acquisitions and disposals)
- ✓ One-off accounting adjustments and non-cash items (e.g. releases of reserves or provisions)
- ✓ Changes in accounting policy
- The above items can significantly effect the trends in the reported earnings of a business, thereby reducing its 'quality' 위의 항목은 보고된 기업의 수익 추세에 유의적인 영향을 미치기 때문에 '품질'이 저하될 수 있음.

## Underlying earnings

- 'Underlying earnings' are understood as the amount of earnings which reflect the economic characteristics of the normal, recurring operations of the business
- Reported or projected earnings are therefore adjusted to eliminate the effect of items which are not considered reflective of the normal ongoing operations of the business (including the examples listed above), in an attempt to estimate the true 'underlying earnings' of the business
- Underlying earnings is also sometimes referred to as 'normalized earnings'

# 기초이익 측정시 EBITDA를 사용하는 이유

- When valuing a business, the most important earnings for a potential buyer are those that will materialize in cash. It is therefore future cash earnings that are of most interest to buyers *사업을 평가할 때, 잠재적 인수자에게 가장 중요한 이익은 현금으로 구체화되는 이익임. 인수자들이 가장 관심을 갖는 것은 미래 현금이익임.*
- Typically, buyers focus on underlying EBITDA because it is a good proxy for net operating cash flows, and is readily identifiable from the income statements for most businesses *일반적으로 인수자는 기초EBITDA에 초점을 맞추며, 이는 순영업현금흐름에 대한 좋은 대용치이며, 대부분의 회사의 손익계산서에서 쉽게 식별할 수 있음*

## Why EBITDA is commonly used

**E – Earnings**

**B – Before**

**I – Interest**

Based on the buyer's capital structure and financing arrangements

**T – Tax**

Based on buyer's tax planning and often considered as part of the cost of capital

**D – Depreciation\***

Based on the fixed asset policies of the company (non-cash)

**A – Amortization\***

Based on the intangible assets policies of the company (non-cash)

\* Both are also affected by choice of accounting policy

**This helps people compare businesses more easily** *사업에 대한 비교가능성 높힘*

**Good proxy for operating cash flow and therefore better basis for valuation models**

*영업현금흐름에 대한 좋은 대용치로서 가치평가모델에 대한 기초가 됨*

# QoE 조정의 일반적인 유형 예시

Quality of Earnings 분석은 모든 회사(사업)에 동일하게 적용되는 것은 아니며 동일한 항목이더라도 사업 분야, 회사(사업부)의 구조, 환경에 따라 다르게 적용될 수 있습니다. QoE 분석은 경제적, 재무적 판단이 개입되므로 회사의 사업에 대한 면밀한 이해와 분석이 필요합니다.

구분	설명	예시
Pro-forma adjustments	과거 기간의 보고된 실적의 범위가 투자 대상과 다를 경우 기간별 일관성 있게 조정	<ul style="list-style-type: none"> <li>대상 기간 동안 사업부의 인수, 매각이 있을 경우</li> <li>대상 기간 동안 자회사의 인수, 매각, 분할, 연결 범위의 변동이 있는 경우</li> <li>하나의 법인에 여러 사업부 형태로 운영하다가 특정 사업부를 분할하여 매각하는 경우</li> <li>합병 예정이거나 연결 대상인 법인들, 개별적으로 소유하던 법인의 패키지 매각</li> </ul>
Normalization adjustments	일시적 일회성 항목으로 인한 효과 조정 (*일회성 항목이더라도 normal course of business에서 발생한 것은 조정 대상 아님)	<ul style="list-style-type: none"> <li>중단된 사업, 브랜드, 매장, 제품군</li> <li>일회적인 사건으로 인한 수익 및 비용(eg. 일회성 컨설팅, 소송 비용, 사업부 매각 관련 비용, 화재, 보험 수익, 일회성 성과급)</li> <li>실질적 효익이 없는 관계사에 대한 비용, 관계사로부터 무상 또는 저가의 서비스</li> <li>주주, 특수관계자와 거래 중 향후 발생하지 않을 거래</li> <li>퇴직금 규정의 변경, 아웃소싱</li> </ul>
	회계처리, 회계추정 변경으로 인한 효과 조정	<ul style="list-style-type: none"> <li>IFRS 도입, 외감 대상이 되는 경우 등 회계 기준의 변경</li> <li>대손충당금, 재고자산평가충당금, 퇴직급여충당부채의 일시적 적립, 환입, 설정 방법의 변경</li> </ul>
QoE가 아닌 경우	시장 환경, business cycle에 의한 단가 변동	<ul style="list-style-type: none"> <li>시장 환경 변화에 따른 통상적인 판매가격, 구매가격의 변동</li> <li>통상적인 수준의 임금 인상</li> </ul>

# QoE 분석의 기본적인 접근 방법

QoE 분석은 단순한 회계 오류 분석과는 다르기 때문에 회사의 사업에 대한 깊이 있는 이해, 재무정보에 대한 면밀한 분석, 사업이나 상황별 know-how가 필요합니다.

## 기본적인 접근

- 경영진에 질문
  - 취지와 목적에 대해 설명하고 경영진이 파악하고 있는 예상되는 일회성 항목, 사업 구조 변경에 대해 질의
  - 때로는 재무회계팀 보다는 전략/기획, 영업, 생산부서 인터뷰가 유용
- 분석적 검토(비율 분석)
  - 연도별, 분기별, 월별 매출액 대비 비용의 비율 분석을 통해 특이점 검토
  - 사업부/고객/제품별 매출, 단가, 수량 분석
  - 보조부, 관리 회계 자료, 제품/고객별 매출 raw data 입수
- 사업, 규모별 분석, 예를 들면
  - 소매업: 개점, 폐점, Ramp-up cost
  - 제조업: 외주가공비, 원재료 사급, 확장 투자로 인한 고정비 증가
  - 수주사업: 진행 기준 수익 인식으로 인한 왜곡
  - 소규모 사업: 회계 처리 오류, 가공의 재고자산, 대표자 가지급금
- 일반적인 조정 항목들
  - 일회성 컨설팅, 소송 비용, 사업부 매각 관련 비용, 화재, 보험 수익, 일회성 성과급
  - 특수관계자 거래 등

# Quality of Earnings – Example (1/3)

Quality of earnings				
	2019년 12개월	2020년 12개월	2021년 12개월	2022년 9개월
제시 매출액	52,079	60,787	56,112	30,624
제시 EBITDA	23,915	24,248	20,256	10,831
제시 EBITDA%	45.9%	39.9%	36.1%	35.4%
<b>Potential adjustments identified :</b>				
<b>계열 분리 효과</b>				
A. 미반영 주식보상비용	(968)	(518)	(65)	-
B. 보험료 절감 효과	147	184	201	200
C. 성과급 과소 지급액	(1,130)	(862)	(331)	-
<b>구조 조정</b>				
D. 고객서비스 외주 전환비용	(230)	(230)	(134)	-
E. 일시적 퇴직 위로금	90	-	398	-
<b>결산조정 및 기간조정</b>				
F. 2022년 미반영 성과급	-	-	-	(256)
G. 성과급 기간귀속 조정	(427)	70	208	581
H. 퇴직급여 정책 변경 효과	626	-	-	-
<b>합계</b>	<b>(1,892)</b>	<b>(1,356)</b>	<b>277</b>	<b>525</b>
<b>조정사항 반영후</b>				
조정 후 매출액	52,079	60,787	56,112	30,624
조정 후 EBITDA	22,023	22,892	20,533	11,356
조정 후 EBITDA%	42.3%	37.7%	36.6%	37.1%

## Quality of earnings

- KPMG는 이용 가능한 정보들을 이용하여 다음과 같은 조정사항들을 파악하였습니다. 추가적인 정보가 제시될 경우 다음의 조정사항들은 변경될 수 있으며, 다른 조정사항들이 제시될 수도 있습니다.

## Potential adjustments identified :

### A. 미반영 주식보상비용

대상회사의 주요 임직원은 모회사로부터 모회사의 주식을 근무에 대한 보상으로 받고 있습니다. 해당 주식보상비용은 대상회사의 손익계산서에 비용으로 인식되지 않다가 2021년 2월부터 비용으로 인식되었습니다. 대상회사의 영업과 관련하여 대상회사의 임직원에게 지급된 보상이므로 2019년부터 2021년까지의 기간 동안 주식보상비용을 반영하였습니다.

### B. 계열 분리 시 보험료 절감효과 (공통비로 배부된 보험료)

대상회사는 그룹에서 통합하여 통합보험, 상해보험, 배상책임보험, 화재보험 등을 가입하고, 보험료를 공통비로 배부하고 있습니다. 대상회사의 설명에 따르면, 모회사 정책에 따라 통상적인 한국 기업이 가입하고 있는 필수 보험보다 많은 보험에 가입하고 있기 때문에 계열에서 분리하여 개별 가입을 하는 경우 보험료를 절감할 수 있을 것으로 판단하고 있습니다. 계열분리 후 가입할 보험으로 인하여 발생할 보험료와 그룹 배부액과의 차액을 조정 반영하였습니다.

# Quality of Earnings – Example (2/3)

Quality of earnings				
	2019년 12개월	2020년 12개월	2021년 12개월	2022년 9개월
백만원				
제시 매출액	52,079	60,787	56,112	30,624
제시 EBITDA	23,915	24,248	20,256	10,831
제시 EBITDA%	45.9%	39.9%	36.1%	35.4%
Potential adjustments identified :				
계열 분리 효과				
A. 미반영 주식보상비용	(968)	(518)	(65)	-
B. 보험료 절감 효과	147	184	201	200
C. 성과급 과소 지급액	(1,130)	(862)	(331)	-
구조 조정				
D. 고객센터 서비스 외주 전환비용	(230)	(230)	(134)	-
E. 일시적 퇴직 위로금	90	-	398	-
결산조정 및 기간조정				
F. 2022년 미반영 성과급	-	-	-	(256)
G. 성과급 기간귀속 조정	(427)	70	208	581
H. 퇴직급여 정책 변경 효과	626	-	-	-
합계	(1,892)	(1,356)	277	525
조정사항 반영후				
조정 후 매출액	52,079	60,787	56,112	30,624
조정 후 EBITDA	22,023	22,892	20,533	11,356
조정 후 EBITDA%	42.3%	37.7%	36.6%	37.1%

Potential adjustments identified :

## C. 관계사 실적 영향으로 인한 성과급 과소 지급액

대상회사는 각 연도의 성과 목표(매출 및 이익) 대비 달성율을 기준으로 성과급을 지급하고 있습니다. 2019년부터 성과급 제도의 변경으로 인해 대상회사의 성과가 아닌 그룹의 성과를 기준으로 성과급이 산정되었습니다. 과거 3개년 동안 대상회사의 성과가 그룹의 성과보다 높음에도 불구하고, 그룹 실적 기준으로 성과급을 지급받음에 따라 대상회사의 성과에 비해 낮은 성과급을 지급 받아 왔습니다.

그룹에서 분리 시 대상회사만의 성과 기준으로 성과급이 지급될 가능성이 높으므로 해당 효과를 산정하여 반영하였습니다. 다만, 계열 분리 후 성과급 체계 자체의 변경에 대해서는 고려되지 않았습니다.

## D. 고객센터 서비스 외주 전환으로 인한 비용 증가

대상회사는 2019년 고객센터 서비스 부서를 분사하여 별도 법인을 설립하여 외주 전환하였고, 도급계약을 체결하여 외주비용으로 지급하고 있습니다. 외주용역비는 외주사의 이익 보전을 위하여 내부 운영시의 비용보다 높은 수준으로, 차액을 과거 기간의 비용으로 인식하였습니다.

## E. 일시적 퇴직위로금

2018년 이전 000사업부 분사시 지급한 퇴직위로금과 2019년 xxx 분사시 지급한 퇴직위로금은 일시적으로 발생한 인건비이므로 EBITDA에서 조정하였습니다.

# Quality of Earnings – Example (3/3)

Quality of earnings				
	2019년 12개월	2020년 12개월	2021년 12개월	2022년 9개월
백만원				
제시 매출액	52,079	60,787	56,112	30,624
제시 EBITDA	23,915	24,248	20,256	10,831
제시 EBITDA%	45.9%	39.9%	36.1%	35.4%
Potential adjustments identified :				
계열 분리 효과				
A. 미반영 주식보상비용	(968)	(518)	(65)	-
B. 보험료 절감 효과	147	184	201	200
C. 성과급 과소 지급액	(1,130)	(862)	(331)	-
구조 조정				
D. 고객서비스 외주 전환비용	(230)	(230)	(134)	-
E. 일시적 퇴직 위로금	90	-	398	-
결산조정 및 기간조정				
F. 2022년 미반영 성과급	-	-	-	(256)
G. 성과급 기간귀속 조정	(427)	70	208	581
H. 퇴직급여 정책 변경 효과	626	-	-	-
합계	(1,892)	(1,356)	277	525
조정사항 반영후				
조정 후 매출액	52,079	60,787	56,112	30,624
조정 후 EBITDA	22,023	22,892	20,533	11,356
조정 후 EBITDA%	42.3%	37.7%	36.6%	37.1%

Potential adjustments identified (Continued) :

## F. 미반영 2020년 성과급

2022년 9월까지의 손익계산서에는 성과급이 반영되어 있지 않습니다. 2021년의 성과급에서 전년 대비 매출액 및 영업이익 감소율을 반영하여 추정한 금액을 반영하였습니다.

## G. 성과급의 기간 귀속 조정

대상회사는 각 연도에 귀속되는 성과급을 익년도에 비용처리하고 있습니다. 각 성과급을 귀속되는 연도로 조정하였습니다.

## H. 임원 퇴직급여 배수 증가로 인한 일시적 퇴직급여 증가

대상회사는 2019년 임원 퇴직금이 배수를 2배로 증가시켜 이로 인한 퇴직급여의 누적 증가 효과를 2019년에 일시 반영하였습니다. 퇴직급여 증가액의 누적효과 중 과거기간에 소급되어야 하는 금액을 조정하였습니다.



04

Working capital  
/ Net debt  
/ CAPEX

# Net working capital

운전자본의 변동은 현금흐름에 부담을 줄 수 있습니다. Normalized turnover days의 추정, 회수 불능 자산의 파악이 필요합니다. 운전자본은 거래 종결 시 가격 정산의 기준이 되기도 합니다.

Topic	이슈	분석 방법 / 유의사항
Turnover days	<ul style="list-style-type: none"> <li>회전 기일 분석을 통한 model 반영</li> <li>비경상적 운전자본 수준의 발견</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>365/((채권,재고)/매출액)으로 회전일수 분석 (재고의 경우 매출원가, 매입채무의 경우 구매액을 이용 가능)</li> <li>거래처별 회수 및 지급 조건에 대해 질의</li> <li>시계열 상, 거래처별 유의적인 차이가 있는 경우 원인 파악</li> </ul>
비경상적 운전자본	<ul style="list-style-type: none"> <li>비경상적 운전자본 변동이 있는 경우 적절히 반영</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>채권/재고 회전기일 증가 =&gt; 대손 및 진부화 가능성, 운영 현금으로 활용에 제한 가능성</li> <li>매입채무/미지급금 지급기일 증가 =&gt; 자금 부족으로 지급 지연 가능성, Debt like items 고려, 우발채무 가능성</li> </ul>
기중 변동	<ul style="list-style-type: none"> <li>연말로는 문제 없으나 계절성으로 인해 기중/월중 자금 부족 위험</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>월별 운전자본 변동 분석, 기중 현금 부족 가능성 분석</li> </ul>
가격 정산	<ul style="list-style-type: none"> <li>계약일과 거래 종결일 사이 가격 정산의 방법으로 활용이 늘어나는 추세</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>운전 자본 및 정산방법에 대한 정확한 정의를 계약서에 반영</li> <li>종결일 운전 자본 항목별 적정성 검토(ex. 흔하게 누락되는 항목 - 성과급, 재고평가충당금, 충당금 설정 방법의 변경 등)</li> <li>계절적 특성에 대해 실사 기간 중 파악</li> </ul>

# Net debt and debt like items

재무제표 상 차입금, 현금은 아니지만 Equity value 산정을 위한 debt like items의 파악이 필요합니다. Debt like items의 판단은 명시적인 규정이 있는 것은 아니므로 사업 및 법인 구조, deal 구조에 따라 판단이 달라질 수 있습니다.

Topic	이슈	분석 방법 / 유의사항
Net debt	<ul style="list-style-type: none"> <li>• EV에서 차감하여 Equity value 산정</li> <li>• 상환 스케줄 확인하여 자금 계획에 반영</li> <li>• 가용 현금의 파악</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 재무상태표 상 차입금, 현금성 자산 확인</li> <li>• 금융상품, 단기투자자산 성격 및 만기 확인</li> <li>• 차입금 상환 계획 입수</li> </ul>
Debt-like items	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 계정상 차입금, 현금이 아니나 실질상 차입금(현금)에 해당되어 가격 산정이나 정산 시 고려해야 하는 항목</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 예시(반드시 해당 되는 것은 아님) : <ul style="list-style-type: none"> <li>- 사용이 제한된 현금 및 금융자산</li> <li>- 지급기일을 초과한 매입채무</li> <li>- 금융자산에 대한 미수수익</li> <li>- 차입금에 대한 미지급이자비용</li> <li>- 퇴직급여충당부채</li> <li>- 세금 관련 부채</li> </ul> </li> </ul>

# CAPEX

회사의 과거 CAPA 및 CAPEX 추세를 확인하여 회사가 충분한 CAPA를 보유하고 있는지 추가 CAPA가 필요한 경우 향후 투자해야하는 CAPEX 수준은 어떤지에 대한 분석이 필요합니다.

Topic	분석 방법 / 유의사항
<ul style="list-style-type: none"> <li>과거 CAPEX 금액의 추세 검토</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>과거 Maintenance and Expansion CAPEX 금액의 변동원인 검토</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>Budget Vs. Actual CAPEX 비교</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>매각을 위하여 최근 년도에 계획된 CAPEX를 의도적으로 줄였는지를 Budget 대비 Actual CAPEX 비교를 통해 검토 및 질의</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>CAPEX Plan 검토하여 향후 cash outflow 수준의 파악</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>향후 CAPEX plan을 과거 CAPEX 수준과 비교하여 회사제시 CAPEX plan이 과소추정의 관점에서 합리적인 수준인지 파악</li> <li>생산설비를 증대시키기 위한 CAPEX Plan이 있을 경우, 회사의 향후 추정매출과 CAPEX</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>Utilization rate 검토</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>제조설비의 Utilization rate를 검토하여, 추가적인 Expansion CAPEX가 필요한 지 파악</li> </ul>



# Thank you



[kpmg.com/socialmedia](https://kpmg.com/socialmedia)

Internal use only

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 endeavor 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.

© KPMG Samjong Accounting Corp., a Korea Limited Liability Company and a member firm of the KPMG global organization of independent member firms affiliated with KPMG International Limited, a private English company limited by guarantee. All rights reserved.

The KPMG name and logo are trademarks used under license by the independent member firms of the KPMG global organization.