



FY22 Deal Adv 서비스라인 VC

Financial Due Diligence

Net Working Capital & CAPEX

Deal Advisory

2022

I

Net Working Capital 의 이해

II

적정운전자본 산정방법 및 사례

III

CAPEX의 이해

IV

CAPEX 사례



# Net Working Capital

Deal Advisory

2022

# Net Working Capital의 정의

## Net Working Capital ("NWC", 운전자본)의 정의

- 실무적으로 명확하게 정해진 정의가 없음.
- 교본상으로는 "유동자산 - 유동부채" 정의되어 있으나, 실무상 적용되는 개념과의 차이가 존재함.
- 실무적으로는 정상적인 거래활동에서의 운용자금 개념으로 단기간 현금유입 혹은 현금유출이 발생하는 자산과 부채의 차액을 의미함.
- 정해진 정의가 없다는 의미는 **계정과목, 잔액의 성격 등에 대하여 판단이 필요한 항목임을 의미.**
- 일반적으로 매출채권, 매입채무, 재고자산, 미지급비용과 매출, 매출원가, 재고의 경우 매입금액을 고려함. 하지만 계정명에 무관하게 항목의 성격에 따라 포함 또는 제외되는 경우가 존재함.

# 적정 운전자본(Normalized NWC)의 정의

## 적정 운전자본(Normalized NWC)이 중요한 이유 및 분석방법

- 적정 운전자본(Normalized NWC)은 회사의 정상적인 영업과정에서 투입되는 영업 순자산 개념임.
- SPA(Share Purchase Agreement)에서 운전자본에 대해서 당사자간 상호 계산 항목을 정의함. 실사를 통해 협의된 운전자본 정의에 따라 적정 운전자본을 산정함. **실사시점의 산출된 적정 운전자본과 거래종결일 실제 운전자본과의 차액이 거래가격에 반영되어 매수자/매도자에 직접적인 유불리가 발생할 수 있음.**
- Valuation 과정에서 적정 운전자본에서 확인된 운전자본 가정이 미래 운전자본 가정에 직접적으로 반영되어 **미래 운전자본규모에 영향을 미쳐 거래가격이 변동될 가능성이 있음.**
- 운전자본 검토를 통해 발견된 진부화 재고, 대손 등이 Net debt에 반영될 가능성이 있음.
- 방법론으로는 Turnover days, 비경상적인 운전자본 검토, 기중 변동 검토 등이 있음.
- 따라서 **실사관점에서 적정 운전자본 산정은 고객에게 직접적인 Value를 줄 수 있음.**

# 적정 운전자본(Normalized NWC) 분석 방법

운전자본의 변동은 현금흐름에 부담을 줄 수 있음. Normalized turnover days의 추정, 회수불능자산의 파악이 필요. 운전자본은 거래 종결 시 가격정산의 기준이 되기도 함.

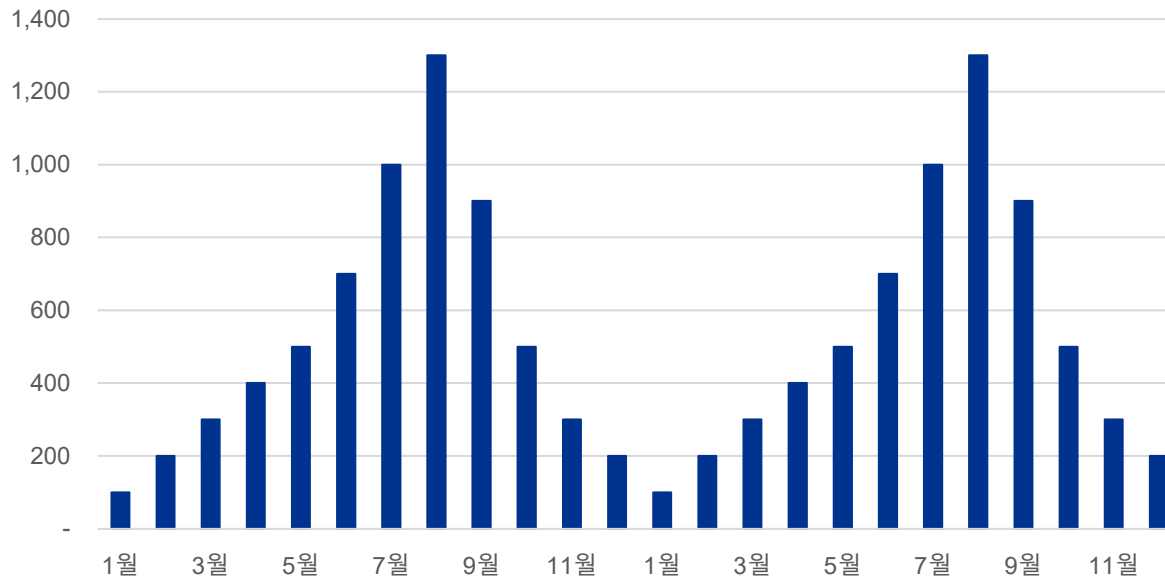
Topic	주요 사항	세부설명
Turnover days	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 회전 기일 분석을 통한 Model 반영</li> <li>✓ 비경상적 운전자본 수준의 발견에 사용</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>DSO(Days of Sales Outstanding): “365일*(매출채권잔액/매출액)”</b> 기업의 매출액이 얼마나 빨리 현금화 될 수 있는지에 대한 지표, 일반적으로 낮을수록 기업에 유리. 대손여부, 팩토링 여부, 밀어내기 여부, 고객 신용 건전성 등 확인 필요함.</li> <li>• <b>DIO(Days of Inventory Outstanding): “365일*(평균재고금액/매출원가)”</b> 재고자산이 얼마나 빨리 판매되는지에 대한 지표, 일반적으로 낮을수록 유리함. 너무 길 경우 비효율일 가능성이 있으나, 원재료 수급 대비 등의 사유로 증가할 가능성은 있음.</li> <li>• <b>DPO(Days of Payables Outstanding): “365일*(매입채무잔액/매입금액 or 매출원가)”</b> 매출액을 일으키기 위해 매입한 비용(매입채무)의 대금 지급 기간 지표, 일반적으로 길수록 유리하지만 너무 길 경우 회사의 현금지급 능력 이슈검토 필요.</li> </ul>
비경상적인 운전자본	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 비경상적 운전자본 변동이 있는 경우 적절히 반영</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• DSO, DIO 급격한 증가의 경우 채권대손, 재고 진부화 등에 대한 이슈가 있는지 파악 필요함.</li> <li>• DPO의 급격한 증가의 경우 자금 부족 이슈 파악, 정산 시 debt-like item으로 반영할지 검토, 소송 및 신용등급 등 우발사항 검토</li> <li>• 일회성 자산, 부채, 손익 등이 운전자본을 왜곡하지 않는지 검토</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. 운전자본 수준 유지 검토.</li> <li>• SPA 정산 시 매도자 혹은 매수자 한쪽에 유불리가 발생할 가능성이 있음.</li> <li>• 인수 완료 후 추가 자금조달이 필요할 가능성이 있음.</li> </ul>

# CASE STUDY: 적정운전자본 기중변동 분석

계절성이 뚜렷한 사업의 경우 Normalized NWC의 설정에 따라 매수인, 매도인 입장에서의 유불리 폭이 증가할 가능성이 큼.

순운전자본																								
백만원	FY2020												FY2021											
월	1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월	1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월
금액	100	200	300	400	500	700	1,000	1,300	900	500	300	200	100	200	300	400	500	700	1,000	1,300	900	500	300	200

순운전자본



평균 운전자본 : 533백만원  
 8월 운전자본 1,300백만원  
 12월 운전자본 200백만원

8월이 최종 거래종결일인 경우  
 매도자에 유리

12월이 최종 거래종결일일 경우  
 매수자에 유리

>계절성 혹은 비경상적인  
 변동이 있는 경우 신중한 적정  
 운전자본 산정이 필요

# 적정운전자본의 SPA 상 가격정산 활용

적정운전자본 산정을 통해 고객에게 Value를 제공.

## 적정운전자본 결론

- 계약일과 거래 종결일 사이 가격 정산 방법으로 활용됨. 적정운전자본의 적정한 산정을 통해 고객에게 가격조정, 향후 운영에 대한 적절한 가이드 제공 가능
- Normalized NWC 규모 추정하여, SPA 정산 시 유리한 방향을 제시.
  - 매수인 : 적정운전자본이 높을 경우 유리
  - 매도인 : 적정운전자본이 낮을 경우 유리
  - >> Normalized NWC 수준과 거래종결일 실제 NWC 차액을 상호 정산함.
- 매수 실사의 경우 향후 인수 후 자금활용 혹은 자금조달에 대한 Comment 가능.
  - >>DSO, DIO, DPO 회전기일이 비경상적으로 길 경우, debt like item 혹은 우발사항 Comment
  - >> 잉여자금 혹은 추가 현금조달 필요성에 대한 Comment
- 단순히 회전기일 분석에 그칠 것이 아니라 인터뷰, 시장조사 등을 통해 적정한 운전자본 추정이 이루어졌는지 확인해야함.



# Quiz.

다음 중 운전자본에 대한 설명으로 옳은 것은?

- ① 운전자본은 해석의 여지없이 명확한 개념이다.
- ② 적정운전자본 산정은 최종거래가격에 영향을 미치지 않는다.
- ③ 적정운전자본은 재무자료를 통해 계산되는 항목이지만, 산출에 있어 인터뷰 및 시장조사를 통한 정성적인 내용도 고려되어야 한다.
- ④ 적정운전자본의 규모 추정하였을 때, SPA 정산 시 매수인 입장에서 적정운전자본이 부채방향으로 클 경우 유리하다.
- ⑤ 일반적인 경우 DSO는 짧을 수록, DIO와 DPO는 길수록 회사 건전성 측면에서 유리하다.



# CAPEX

Deal Advisory

2022

# CAPEX(Capital expenditures): 자본적 지출

CAPEX는 향후 기업의 현금 흐름, 기업의 가치를 판단할 수 있는 중요한 지표 중 하나임.

클라우드

“투자한만큼 성공한다” 클라우드 업체의 성공 열쇠는 결국 ‘규모의 경제’

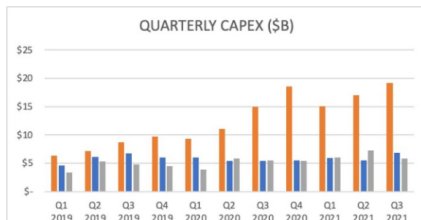
Matt Asay | InfoWorld © 2021.11.04

‘돈을 벌려면 돈을 써야한다’라는 속담이 있다. 퍼블릭 클라우드의 성공과 관련해서 이 말은 사실처럼 느껴진다. 최근 구글과 마이크로소프트, AMS 모두 실적을 보고했다. 이들은 각각의 데이터센터에 상당히 투자했으며, 클라우드 매출도 크게 증가했다고 밝혔다. 한편 상대적으로 적은 투자를 한 오라클과 같은 클라우드 업체는 클라우드 시장 점유율 및 성장세 면에서 계속 뒤처지고 있다.

대규모 투자가 높은 매출 달성에 기여한다고 주장하는 것은 다소 과할지도 모른다. 하지만 AWS가 다른 클라우드 업체보다 훨씬 더 많은 비용을 투자했고, 그 결과 작년보다 매출이 10% 성장한 것을 보면 꽤 타당한 이야기다.

주요 클라우드 업체 3곳의 지출 현황을 살펴보자.

플랫폼모노노믹스 종괄 책임자 찰스 피츠제럴드가 3분기 클라우드 CAPEX를 계산했다. 클라우드 업체의 경우 서비스형 인프라(IaaS) 또는 서비스형 소프트웨어(SaaS) 제품 외 다른 부문에도 전반적으로 자본 지출이 발생한다. 아마도 마이크로소프트의 CAPEX가 가장 깔끔할 것이다. 검색에 대한 CAPEX가 발생하기는 하지만 주로 애저 데이터센터에서 그 비율이 더 높다. 아마존은 자사 소매 사업을 지원하는 데 대거 투자했으며, 알파벳(구글)은 유튜브와 검색에 돈을 많이 썼다. 여기서 알 수 있는 사실은 하이퍼스케일러 기업이 클라우드에 지출한 CAPEX의 일부만 해도 그 규모가 상당하다는 것이다.



출처-<https://www.itworld.co.kr/news/213474>

삼성파운드리, TSMC와 기술 CAPEX 격차 더 벌어져...2위도 위태. "SK텔레콤, 우호적인 바깥 상황에 매수 의견"

TSMC 인텔 CAPEX, 2년사이 크게 늘어...삼성파운드리, 제자리 걸음

이성구 전문위원 | © 당력 2022.04.15 08:21 | 댓글 0



파운드리 분야 점유율 1, 2위인 대만 TSMC와 삼성전자의 격차가 더 확대됐다.



세계 1위 파운드리업체인 대만 TSMC 주가 주이-자료-아우 퍼미넌스

TSMC는 14일 1분기 실적이 매출액 176억달러, B(+12%QoQ, +36%YoY)와 영업이익 81억달러를 기록했다고 밝혔다. 이는 시장 컨센서스를 크게 상회하는 것이다.

TSMC 측은 PC와 스마트폰 등의 수요가 부진한 모습을 보이고 있지만 HPC의 수요 강세가 올 한해 실적 성장을 견인할 것이라고 언급했다.

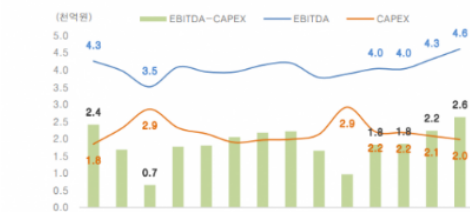
회사 측에 따르면 5G와 HPC라는 장기적인 메가 트렌드가 유지되고 있고, 고객사들의 재고도 과거 평균보다 높은 수준으로 유지되고 있다고 설명했다.

출처-<https://www.getnews.co.kr/news/articleView.html?idxno=580541>

업력 2022-03-15 08:17

문수빈 기자 구독하기

그림 1. CAPEX는 Peak Out, 이익은 개선, 배당의 재원은 증가



자료: SKT, 주영은 대신증권 Research Center  
주: 2021 이전 실적은 SKT 분할 전 연립 실적

(자료출처=대신증권)

대신증권은 SK텔레콤에 대해 네트워크 관련 현재 상황이 우호적이라며 목표 주가 8만9000원, 투유지했다.

이제는 대신증권 연구원은 15일 “세계이동통신사업자연합회(GSMA) 이사회에서 망 이용료 관련 정책(을) 승인했다”며 “일명, 넷플릭스 무임승차 방지법(도) 통과됐다”고 했다.

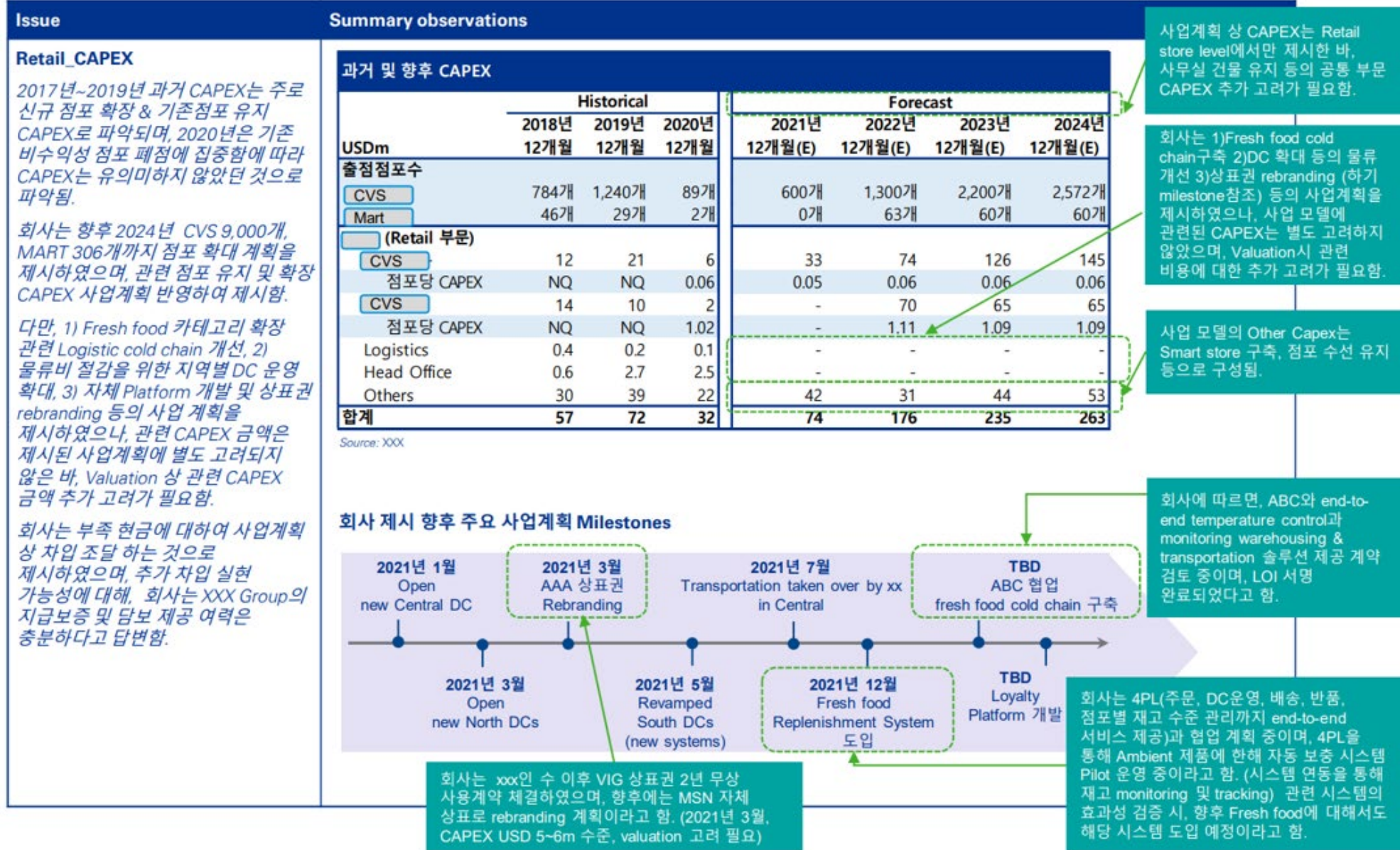
출처-<https://www.etoday.co.kr/news/view/2113998>

# CAPEX(Capital expenditures): 자본적 지출

과거 CAPA 및 CAPEX 추세 확인 후, 회사가 적정한 CAPA를 보유 및 추가 CAPA 필요 여부에 따라 향후 투자해야 하는 CAPEX 수준 분석을 필요로 함.

Topic	세부설명
<b>Capex의 정의</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 사전적의미: 기업이 영업을 통해 미래에 이윤을 창출하기 위해 지출한 비용. 영업기반의 기업 투자 지출</li> <li>• 비유동자산(유형자산, 무형자산, 관계기업 투자 등)을 유지보수, 개량, 구입할 때 지출하는 비용. 영업용 비유동자산에 대한 정기적/비정기적 투자비용.</li> <li>• 확장 CAPEX와 유지 CAPEX</li> <li>• 반대용어: OPEX(Operating Expenditure), 현재의 회계연도를 초과하여 내용연수로 나누어 인식하지 않는 일회성 비용</li> </ul>
<b>Historical CAPEX 추세 검토</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 과거 유지보수 및 확장 CAPEX 금액 관련 변동원인 파악</li> </ul>
<b>Budget vs. Actual CAPEX 비교</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 매각을 위하여 최근 연도에 계획된 CAPEX를 의도적으로 축소했는지를 Budget 대비 Actual CAPEX 비교를 통해 파악 후 질의</li> </ul>
<b>CAPEX 계획 검토 후 향후 현금유출 수준 파악</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 향후 CAPEX 계획을 과거 CAPEX 수준과 비교하여 회사제시 CAPEX Plan이 과소 추정의 관점에서 합리적인 수준인지 파악</li> <li>• 생산설비를 증설하기 위한 CAPEX 계획이 있을 경우, 회사의 향후 추정매출과 CAPEX 비교</li> </ul>
<b>가동률 검토</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 제조설비의 가동률 검토 후, 추가적인 확장 CAPEX 필요여부 파악 필요</li> </ul>

# CAPEX Case Study(1/3) - Historical CAPEX 추세 검토





# CAPEX Case Study(2/3) - Budget vs. Actual CAPEX 비교

Issue

Summary observations

CAPEX Plan

대상회사의 3F 구축을 위한 신규사업 CAPEX는 2017년 실적 악화 및 공사 승인 지연 등으로 계획 대비 집행률이 저조함.

2018년 최근 기준 신규사업 CAPEX 규모 및 건설 현황은 NA 양돈농장 VND 533b 외에 제공되지 않음.

회사에 따르면 2018년 4Q에 신규 meat 사업 개시에 차질이 없다고 하나, 잔여 기간 고려시 진행율은 저조한 수준으로 파악됨.

본 건 투자 이후 MNS는 향후 사업 포트폴리오가 재편될 예정임에 따라, 신규사업 투자금액 및 진행 상황 등에 대한 지속적인 모니터링이 필요하다 판단됨.

CAPEX 계획	VND b	CAPEX plan	2017년 집행 된 CAPEX	17년 기말 기준 진행%	Outstanding CAPEX	자금조달 계획		
			2017년	2018년	Total			
pig farm			-761	654	1,415	27519.4%1,140		
Expansion of factory			403	-	403	32881.5%74		
meat complex			55	990	1,045	30.3%1,042		
Other asset investments			535	126	661	22534.1%436		
Total			1,754	1,770	3,524	83223.6%2,692		

Source: MNS PSDD 보고서 Pg. 16

대상회사에 따르면, NA 양돈농장 건설 관련 CAPEX는 자동화 된 feed 시스템 신규계획에 따라 6%~10% 증가되었다고 함. 이로 인해, 관련 CAPEX는 총 VND 1,415b에서 VND 1,500b ~ VND 1,557b으로 증가함. '18년 1H 기준 집행된 CAPEX는 VND 533b으로 update 된 총 CAPEX 규모 대비 진행률은 34.2% ~ 35.5%로 수준임. 회사는 '18년 4Q meat 사업 개시에 차질 없이 예정대로 진행 될 것이라 답변하였으나, 잔여 기간 고려시 진행율은 저조한 수준임.

신규사업 CAPEX 진행 현황

- 주요 CAPEX 투자로는 NA 양돈사육 농장 ('16년 11월 공사시작) 및 AB 지역에 도살시설을 갖춘 육가공단지 ('18년 2월 공사시작) 건설 등 각각 VND 1,415b 및 VND 1,045b 투자가 계획되어 있으며, 2017년 CAPEX 계획 대비 집행률은 저조한 수준임. 이는 2017년 생돈가격 파동으로 인한 실적악화 및 공사승인 지연 때문이라고 함.

자금조달 계획의 실현 가능성

- 회사는 신규 사업을 위한 CAPEX 자금 조달은 차입 70% ,자기자본 30%를 계획 중임. 그러나 2018년 상반기 생돈가격 파동의 여파에서 벗어나지 못하고 있으며, 2017년 대비 더 악화된 영업실적 등으로 인한 외부 금융기관 차입에 차질이 발생할 가능성이 존재함.
- 다만, 2017년 말 보유 현금성자산은 VND 1,992b으로 outstanding CAPEX VND 2,692b 대비 약 74% 수준임을 고려시, 자기자본 조달 비중을 확대하여 충당이 가능할 것으로 예상됨. 2018년 1Q 기준 보유 현금성자산은 VND 1,237b으로 2017년 기말 대비 37.9% 감소하였으며, 이는 주로 NA 양돈농장 건설 등의 CAPEX로 인한 감소로 보여짐.
- 대상회사의 유동성 관리 정책은 각 사업부문 내에서 충당하는 것이 원칙으로 하고 있으나, 최근 회사의 실적 악화 등 고려시, Group level에서 자금 지원 가능성이 존재함.

# CAPEX Case Study(3/3) - 확장/유지 CAPEX

Issue

Summary observations

CAPEX

대상기간 유지 CAPEX는 유의미하지 않은 수준이며, 과거 확장 CAPEX로 인한 CAPA 확보로 주요 제품군의 가동율은 50% 수준인 것으로 판단됨. 이에 따라 향후 확장 CAPEX 계획은 주로 매출 증가가 예상되는 회사 전략제품으로 구성됨.

향후 확장 CAPEX 계획 상 VCM의 PB 제품에 대한 CAPEX가 고려되어 있지 않은 것으로 판단되며, 이와 관련하여 추가 CAPEX 발생 가능성이 있으나 자체자금으로 조달 가능할 것으로 예상됨.

CAPEX Overview												
	확장 CAPEX				유지 CAPEX				Total CAPEX			
	2017년	2018년	2019년	2020년	2017년	2018년	2019년	2020년	2017년	2018년	2019년	2020년
USDm	12개월	12개월	12개월	12개월	12개월	12개월	12개월	12개월	12개월	12개월	12개월	12개월
A	13	12	16	4	1	2	2	1	14	14	18	5
B	0	1	10	1	0.3	1	1	0.3	1	2	11	1
기타	9	8	24	16	2	2	2	1	11	10	27	17
합계	23	21	50	20	3	5	5	2	26	26	55	23

Source: XXX

과거 확장 CAPEX로 주요 제품군의 CAPA를 확보한 바, CAPA 대비 상대적으로 낮은 가동율을 보이는 것으로 판단됨

- 회사는 2019년 가동률 대비 향후 예상매출액을 고려하여 2021-2024년(4개년) 확장 CAPEX 산출함. 회사제시 추가 CAPEX는 USD 240m임.
- KPMG 과거 실사 시, 회사는 AB지역에 위치한 Fish sauce 원재료 공장에 최대 USD 25m 투자하여 자체조달율 12%수준에서 50%까지 확대할 예정이었음. 이와 관련하여 2018년 공장 건설을 시작한 것으로 파악되며, 현재 진행 상황 및 내재화율에 대해 회사에 질의 후 답변 받지 못 함.

향후 확장 CAPEX 계획 및 공장가동율%				
USDm, %	2019년		2021-2024년	
	Capacity	Volume	가동율	확장 CAPEX
Fish Sauce	444	222	50%	-
Soya Sauce	108	54	50%	-
Chili Sauce	54	25	46%	-
Dry Seasoning	12	10	84%	-
Instant Noodles	3,696	1,824	49%	17
Bottled Water	263	286	109%	36
CSD	732	520	71%	140
Beer	171	27	16%	-
Processed Meat	11	4	36%	47
합계	5,491	2,972	54%	240

Source: XXX

회사제시 사업계획							
USDm	2018(A)	2019(A)	2020(A)	2021(F)	2022(F)	2023(F)	2024(F)
Seasoning	299	312	344	388	432	486	553
Conv Foods	199	214	302	394	530	714	996
Coffee	73	64	64	83	93	105	103
Liquid	120	153	166	216	334	477	694
Meat	9	18	36	60	94	143	222
Beer	19	18	29	54	79	108	142
HPC	-	-	37	121	181	257	324

Source: XXX

향후 회사의 전략제품으로, 예상매출액 증가에 따라 확장 CAPEX 계획을 제시함.

# Quiz.

다음 중 CAPEX에 대한 설명으로 옳지 않은 것은?

- ① 매도인이 매각을 위하여 최근 연도에 계획된 CAPEX를 의도적으로 축소했는지를 Budget 대비 Actual CAPEX 비교를 통해 파악 후 질의하여야 한다.
- ② 미래 CAPEX 규모의 증가는 현금유출 증가로 이어지기 때문에 Valuation 측면에서 항상 부정적이다.
- ③ Budget 대비 Actual 진행율이 저조할 경우 자금 조달 이슈 등 비정상적인 원인에 대하여 고려해야 한다.
- ④ CAPEX 분석 시 제품군, 조직군 등 적절한 수준으로 세분화하여 타겟 상황에 맞는 CAPEX 분석이 필요하다.
- ⑤ CAPEX 분석 시 매출, 가동률, 프로젝트성 지출을 복합적으로 고려하여 유지 CAPEX와 확장 CAPEX 구분이 필요하다.





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



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



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

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.

© 2022 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.