

가치평가 업무소개

- Valuation Overview
 - Income Approach – Overview / Cash Flow
 - Income Approach – Discounted rate
 - Market Approach

Valuation Overview

•일반적인 기업가치 평가의 개요

- ✓ 기업의 양수도, 직접투자, 대출 등의 의사 결정에서 가장 중요한 기준 중의 하나가 대상 기업의 가치 평가 금액임.
- ✓ 기업은 이윤 극대화를 목표로 자본과 인력을 적절히 활용하여 끊임없이 변화하고 성장해가는 계속기업(going concern)의 특성을 가지고 있음
- ✓ 기업의 가치는 기업이 현재 보유하고 있는 유 무형 자산들의 미래수익 창출 능력의 평가액

•객관적인 기업가치의 평가 가능성

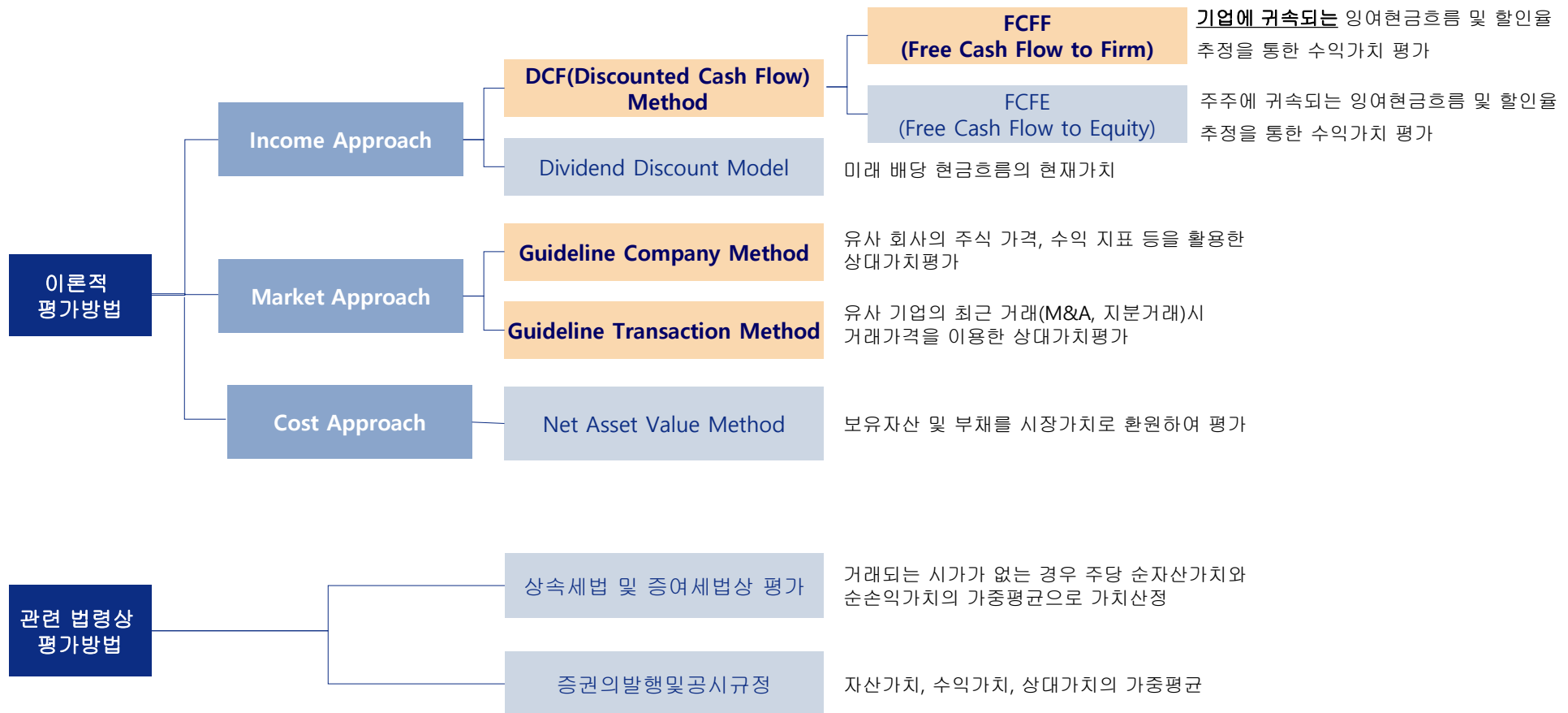
- ✓ 평가의 개념은 평가 대상에 가치를 부여하는 행위로 평가 대상의 인식 방법과 평가자의 주관에 따라 큰 영향을 받을 수 있으므로 절대적인 기준에서 객관적인 기업 가치의 산출은 불가능하며, 현실적인 제약조건이 존재함
- ✓ 이론적으로 타당한 방법으로 평가목적에 적합한 평가 기준을 적용하여 이해관계자가 납득할 수 있는 공정한 가치를 산출하는 것이 기업 가치 평가의 목적임

•기업가치 결정요인

- ✓ 기업의 가치를 미래 수익 창출 능력의 평가액이라 할 때 미래 수익 창출 능력을 결정짓는 주요 요소들은 1) 내부 환경 요소, 2) 외부 환경 요소, 3) 양적인 요인, 4) 질적인 요인 등으로 구분 가능함

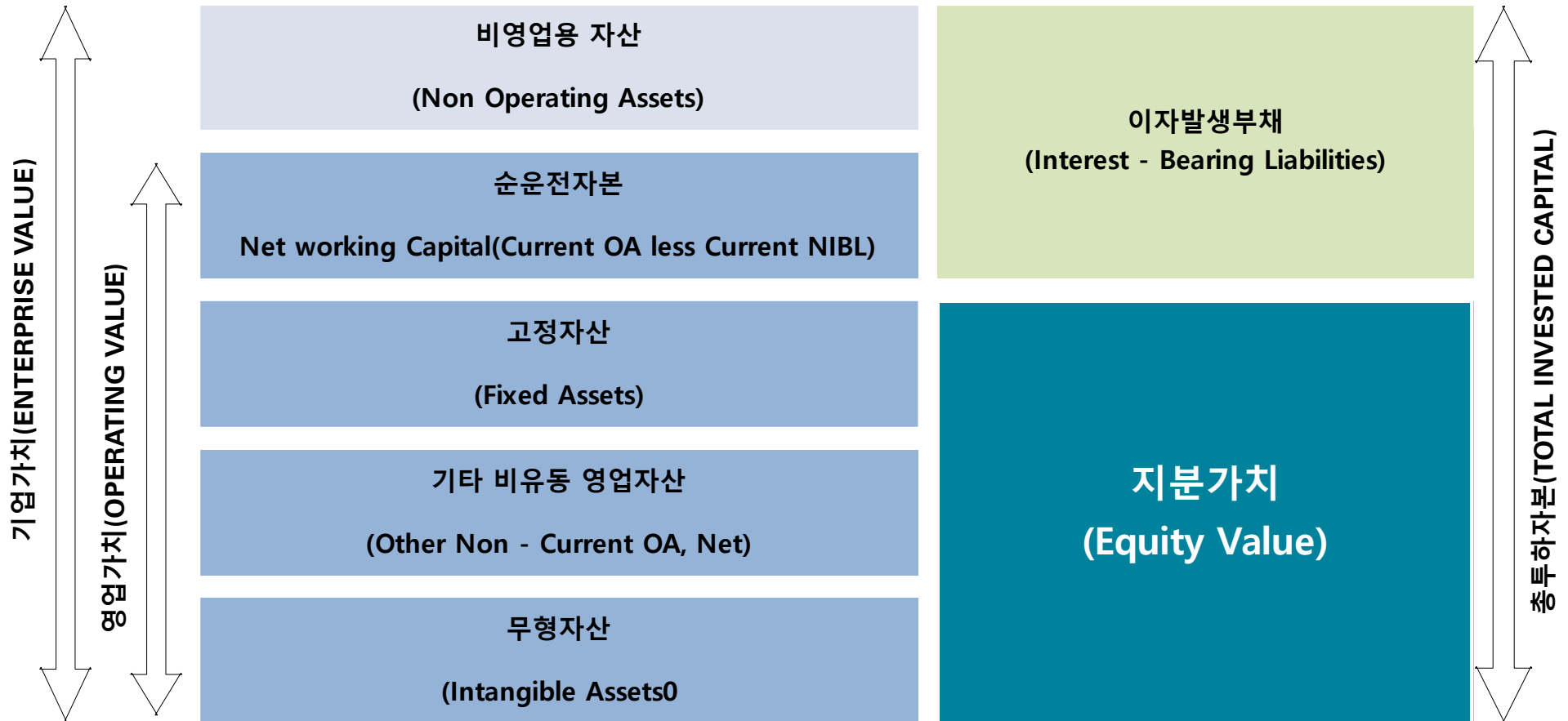
결정 요인	내부 환경 요소	외부 환경 요소
양적 요인	재무상황, 영업실적, 재무분석 지표	경제성장률, 동업종 시장 성장률, 이자율
질적 요인	경영진의 경영 능력, 축적된 기술력, 노사관계, 영업망	시장개방정책, 정부의 산업지원정책, 경쟁사 동향, 기술 발전 추이

Methodology Overview



- Valuation Overview
- Income Approach – Overview / Cash Flow
- Income Approach – Discounted rate
- Market Approach

Income Approach : Enterprise Value vs. Total Invested Capital vs. Equity Value

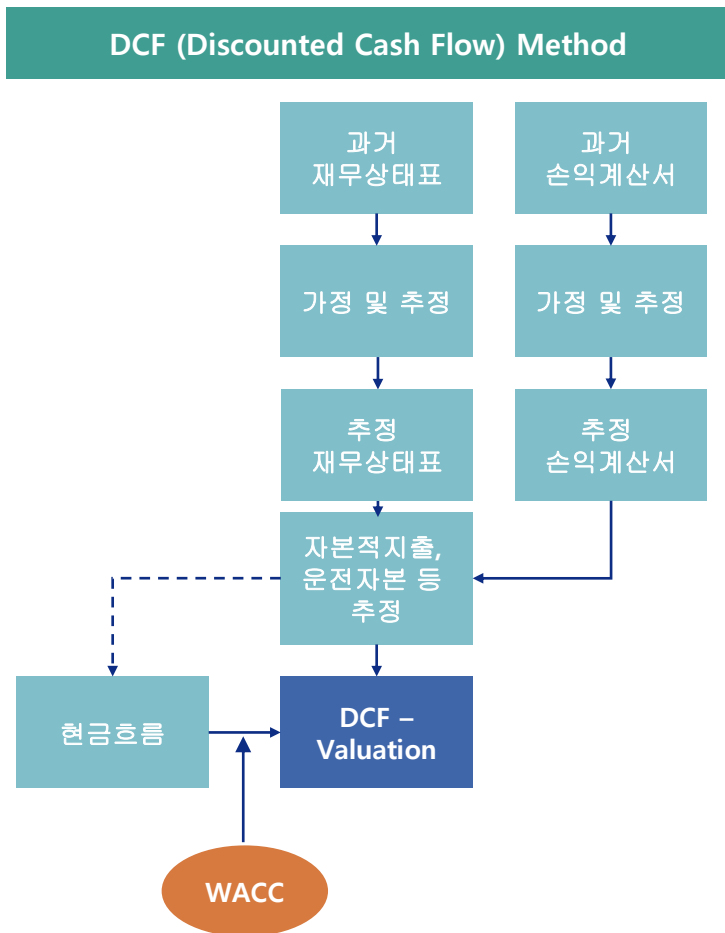


· 기업가치(Enterprise Value) = 영업가치 + 비영업용 자산 가치 = 자기자본 + 타인자본

Income Approach: DCF (Discounted Cash Flow) Method

1. Discounted Cash Flow (DCF) Method

기업가치는 영업가치와 비영업용 자산의 가치로 구성되어 있으며, 영업가치는 projection과 discounting과정을 통하여 산정되며 비영업용 자산의 가치는 별도의 개별자산 평가에 따라 산정하여야 함.



- Discounted Cash Flow Method (이하 “DCF방법”)는 대상회사 또는 대상사업의 향후 추정된 영업현금흐름을 가치평가 기준일의 현재가치로 할인하여 평가하는 방법으로, 추정기간 이후의 가치(Terminal value)는 일정한 성장을 가정하여 가치평가 기준일의 현재가치로 할인합니다.
- DCF 방법은 할인 대상 현금흐름에 따라 **주주에 대한 현금흐름 (Free Cash Flow to Equity)** 접근법과 **기업에 대한 현금흐름 (Free Cash Flow to Firm)** 접근법으로 구분할 수 있습니다.
- 잉여현금흐름 추정 시, 기업에 귀속되는 현금흐름(Free Cash Flow to Firm)을 추정하는 FCFF법을 사용하며 그에 따라 할인율도 자기자본비용과 타인자본비용을 가중평균 하여 가중평균 자본비용(Weighted Average Cost of Capital)을 이용하는 것이 일반적으로 인정된 가치평가 방법론입니다.

2. DCF Method의 적용과 한계

(1) 적용

- 현금흐름이 양의 값을 갖는 기업
- 할인율을 추정하기 위해 위험의 대용치(proxy)가 존재하는 기업

(2) 한계

- 재무적 곤경에 처해 있는 기업, 구조조정 기업
- 비영업용자산이 자산의 대부분인 기업

Income Approach 예시

영업가치는 다음과 같이 추정기간 동안의 FCFF 현재가치와 영구가치로 구성되며, 주식 가치는 영업가치 + 비영업용 자산 - 이자발생부채 - 비지배지분 - 실사 조정사항으로 결정됩니다.

DCF Results		Historical				Forecasted					
KRW Millions		2011A	2012A	2013A	2014/9A	2014/3E	2015F	2016F	2017F	2018F	Terminal
매출액		1,893,587	2,042,465	2,041,792	1,463,159	488,159	1,978,118	2,066,612	2,126,544	2,188,214	2,210,096
매출원가		1,688,078	1,808,365	1,818,310	1,298,651	433,848	1,758,036	1,836,685	1,889,949	1,944,757	1,964,205
매출총이익		205,509	234,100	223,483	164,508	54,312	220,082	229,928	236,596	243,457	245,891
판매비와관리비		137,670	152,570	164,242	119,033	41,212	162,160	168,770	176,146	179,205	180,997
영업이익		67,840	81,530	59,240	45,475	13,100	57,922	61,158	60,450	64,252	64,895
법인세비용						2,860	13,555	14,338	14,167	15,087	15,243
세후영업이익						10,240	44,367	46,820	46,283	49,165	49,652
가산: 감가상각비						3,176	12,479	12,790	13,751	8,696	=CapEx
차감: 순운전자본의 변동						(5,326)	727	2,750	1,862	1,916	680
차감: 자본적지출						2,263	9,171	9,581	9,859	10,145	=Dep
추정영업현금흐름 (FCFF)						16,478	46,948	47,279	48,312	45,800	48,972
할인기간						0.126	0.752	1.752	2.752	3.752	3.752
할인계수						0.988	0.930	0.844	0.765	0.695	0.695
FCFF의 현재가치						16,278	43,641	39,881	36,980	31,813	369,739
누적현재가치						168,592					
Terminal Value의 현재가치						369,739					
Operating Value						538,331					

영업가치는
추정기간 동안의
FCFF 현재가치와
영구가치로 구성

Terminal Growth Rate	1.0%
WACC	10.2%

Stand-Alone Operating Value

		Terminal Growth Rate				
		-1.0%	0.0%	1.0%	2.0%	3.0%
WACC	8.2%	562,874	614,631	680,763	768,229	889,336
	9.2%	509,829	550,399	600,863	665,345	750,627
	10.2%	466,266	498,766	538,331	587,547	650,434
	11.2%	429,850	456,357	488,060	526,655	574,664
	12.2%	398,959	420,902	446,764	477,697	515,355

DCF Result

(Unit: KRW Millions)

Operating Value ^(a)	538,331 (456,357 ~ 665,345)
비영업용 자산 ^(b)	219,029
Enterprise Value ^{(c) = (a) + (b)}	757,360 (675,386 ~ 884,374)
이자발생부채 ^(d)	74,848
비지배지분 ^(e)	4,790
추가 실사조정 사항 ^(f)	3,674
Equity Value ^{(g) = (c) - (d) - (e) - (f)}	674,048 (592,073 ~ 801,062)

FCFF Overview

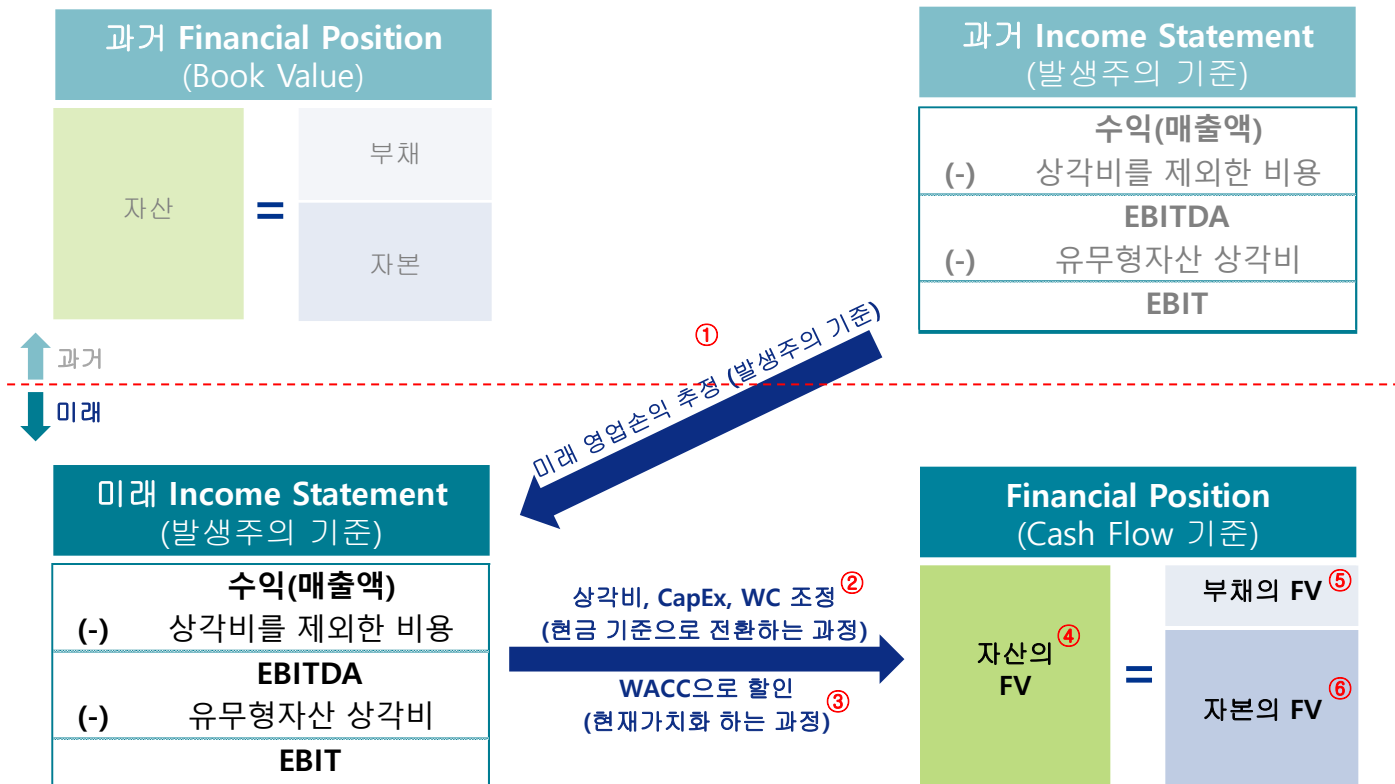
Income Approach는 주식의 공정가치 평가를

1. 현금흐름(Cash Flow) 기준에 입각하여
2. 미래의 수익을 바탕으로 도출하는 방법론이다.

FCFF(Free Cash Flow to Firm)는,

1. 기업에 귀속되는 잉여현금흐름 및 할인율의 추정을 통해
2. 미래의 수익가치를 현금흐름 기준으로 현재가치하여 평가하는 방법이다.

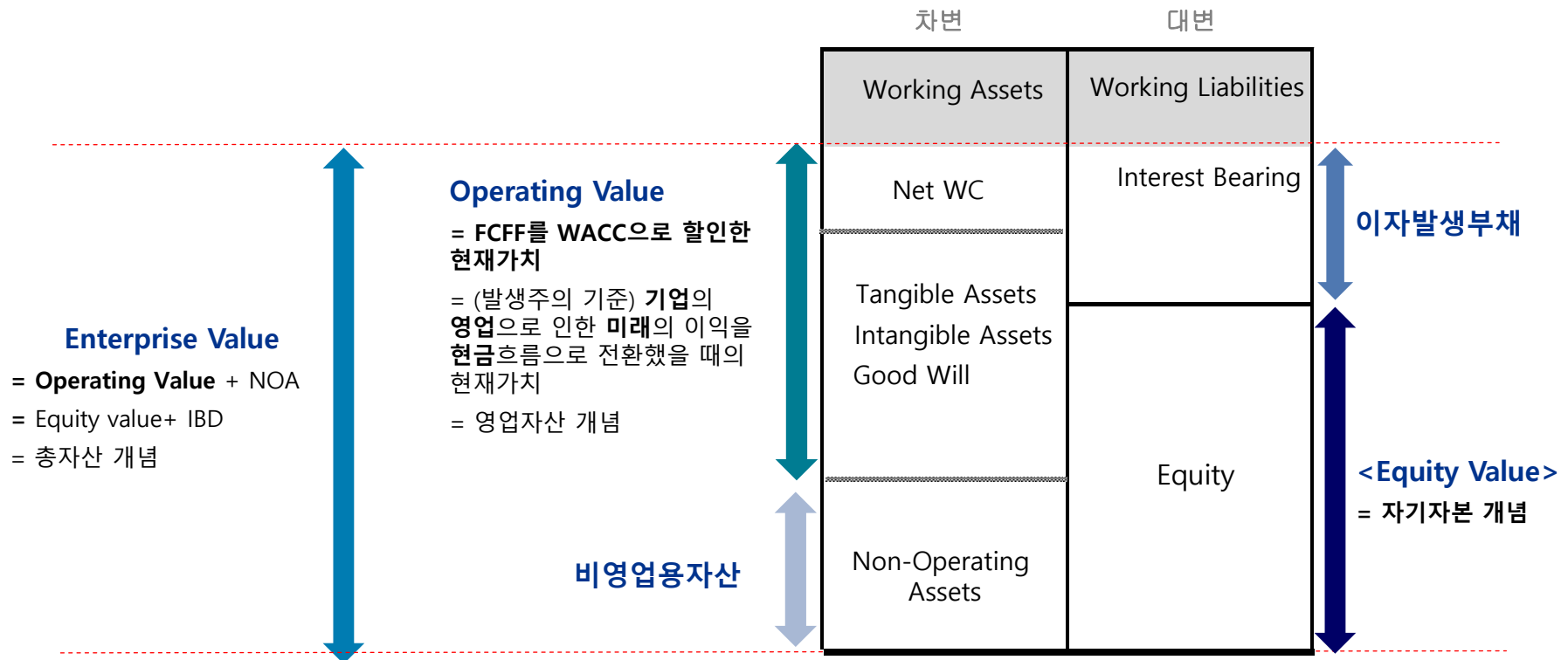
FCFF방법론 하의 주식가치 평가



FCFF Overview

영업자산이 창출하는 미래의 수익을 토대로 FCFF를 도출하여 기업의 Operating Value를 산출하고, 비영업용자산 및 이자발생부채를 가감하여 주식가치를 산출한다.

<가치평가 목적의 재무상태표>



영업가치 (Operating Value)

영업가치(Operating Value): 추정기간 동안 FCFF 현재가치와 영구기업의 가치(Terminal Value)의 합

Operating Value = 추정기간 동안의 FCFF의 PV + 영구가치(또는 잔존가치)

추정기간 동안의 FCFF 현재가치(Explicit forecast period Value)

$$\text{추정기간 동안의 FCFF 현재가치} = \sum_{i=1}^n \frac{\text{FCFF } i}{(1+\text{WACC})^i}$$

영구가치(Terminal Value)

$$\text{Terminal Value} = \frac{\text{FCFF}_n (1+g)}{\text{WACC} - g} \times \frac{1}{(1+\text{WACC})^n}$$

FCFF_n : 추정기간 마지막 연도의 FCFF

g : Growth Rate(영구성장률)

(*) 추정기간은 평가대상의 업종, 경영진의 예산기간, 평가 목적에 따라 변경될 수 있음.

(**) 영구가치(Terminal Value)란 사업의 예측기간이 끝난 이후에 기업이 동 사업으로부터 계속 얻을 것으로 추정되는 경제적 가치의 크기를 의미.

FCFF 수행 단계

FCFF 방법을 실제 적용함에 있어서 수행되는 단계는 아래와 같습니다.

$$\text{Operating Value} = \sum \frac{\text{Free Cash Flow to Firm}_n}{(1 + \text{Weighted Average of Cost of Capital})^n}$$

Step 1 과거 실적 분석

- Historical NOPLAT 및 Free Cash Flow 산출
- Value Driver 도출
- Financial Stability 분석

Step 2 미래 실적의 예측

- Market 성장성 및 Competition Environment 분석
- 대상회사 사업계획 분석
- 사업계획 및 경쟁환경 등을 반영한 미래 매출, 원가 및 비용, CAPEX, 순운전자본변동 추정
- FCFF (Free Cash Flow to Firm)의 도출

Step 3 Estimating Cost of Capital (WACC)

- 시장가치 기준 목표재무구조 설정
- Beta의 측정
- Cost of Debt, Cost of Equity 추정을 통해 WACC 도출

Step 4 Calculating and Interpreting Result

- 결과도출을 위한 계산 및 검증
- 의사결정을 위한 결과의 해석

미래 Cash Flow 추정 단계

미래 Cash Flow 추정시 수행되는 단계는 아래와 같습니다.

1. 평가대상 Market 성장성 및 주요 Enviroment 분석

- 평가대상 Market에 대한 Analyst report/관련 기사 등 내용 확인
- 평가대상회사가 속한 국가 관련 장기 거시경제지표(GDP/CPI/인구성장률 등) 확인(Economist Intelligence Unit, 통계청 등)
- 평가대상 산업과 관련된 각 국가별 주요 규제사항 확인

2. 평가대상의 과거 Historical BS/PL 분석

- 평가대상의 적용 회계기준 및 주요 회계처리에 대한 이해(IFRS/Local GAAP, IFRS15/16과 같은 최근 기준 변경사항의 영향)
- 평가대상 Historical NOPLAT 및 Free Cash Flow 산출(과거기간 자본적 지출, 계정별 유무형자산상각비, 순운전자본 변동 정리)
- 평가대상의 Historical BS/PL(3개년 이상)의 주요 계정에 대한 증감 분석

3. 평가대상의 사업계획 분석

- 관리기준 사업계획의 재무기준 Historical PL과의 차이분석 및 연결
- 사업계획상 매출 목표치와 과거 실적/Market 전망치의 비교 및 달성가능성 검토
- 사업계획상 비용(원가 및 판관비) 및 투자의 적정성 검토(과거 또는 유사회사 대비 해당 수준의 지출이 합리적인 지 여부)

4. 미래 Cash Flow 추정 및 계산검증/증감 분석

- 상기 1.~3. 분석 내용을 바탕으로 주요 Value driver 파악 및 관련 자료 검토/활용 여부 결정
- 합리적인(설명력 있는) Cash Flow 추정을 위한 가정 및 Logic에 따른 Modeling
- 추정기간 Cash Flow의 계정별 계산검증
- 추정기간 도출된 미래 Cash Flow에 대한 증감분석을 통한 결과 해석

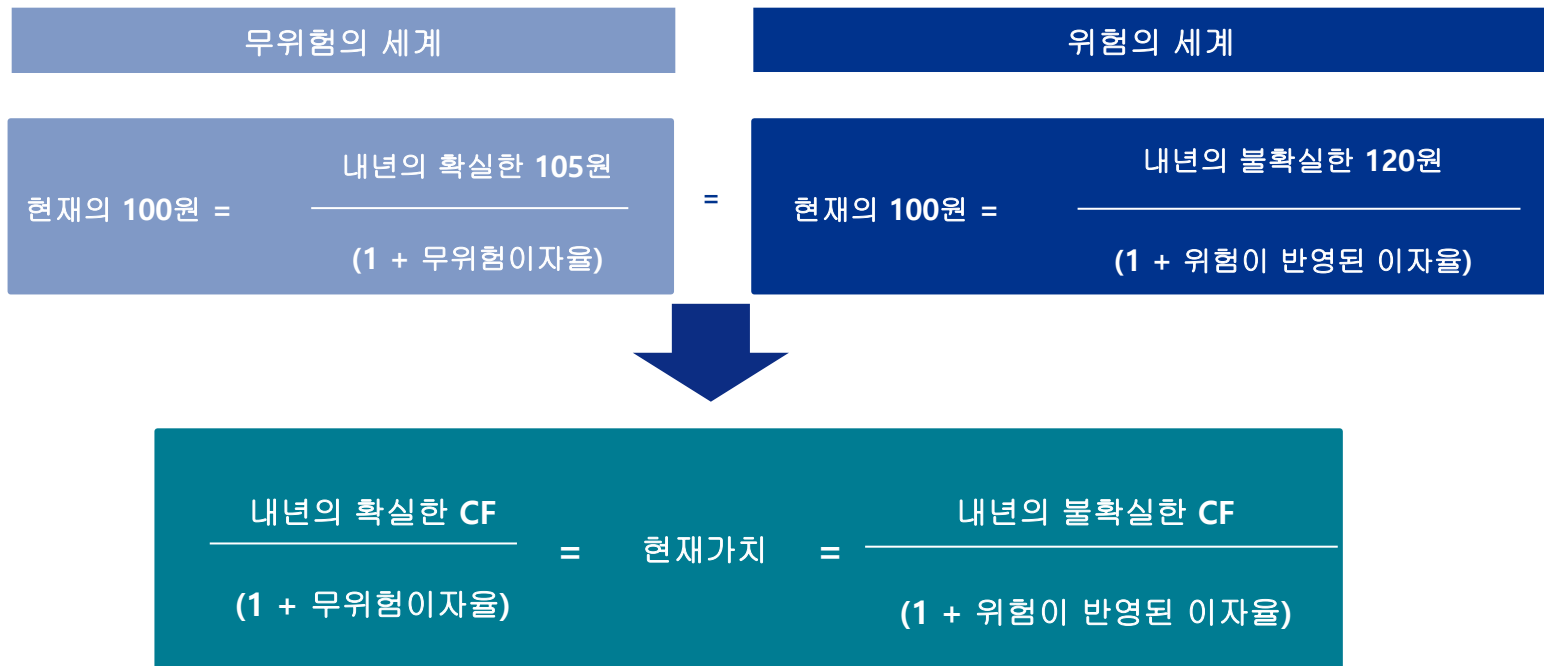
- Valuation Overview
- Income Approach – Overview / Cash Flow
- Income Approach – Discounted rate
- Market Approach

할인율(Discount Rate): 기회비용이자 투자자의 요구수익률

- 무위험의 현금흐름은 무위험이자율로 할인하고, 위험이 있는 현금흐름은 위험이 반영된 이자율로 할인해야 함
- 기업잉여현금흐름 (Free Cash Flow to Firm)은 기업전체의 기회비용(요구수익률)이 반영된 WACC으로 할인
- 주주잉여현금흐름 (Free Cash Flow to Equity)은 주주의 기회비용(요구수익률)이 반영된 Cost of equity로 할인

※ Key Point

"Apple to Apple" -> 해당 현금흐름(분자)에 대응되는 할인율(분모)을 적용해야 한다.



가중평균자본비용(Weighted Average Cost of Capital)

WACC 산정 예시는 다음과 같습니다.

유사회사의
영업 및
재무위험이
반영된 Beta

유사회사의
영업위험만
반영된 Beta

Guideline Public Company ⁽¹⁾	Country	Observed Beta ⁽²⁾	Currency (Millions)	MKT Cap ⁽³⁾	IBD ⁽⁴⁾	Debt Equity	Debt TIC	Tax Rate	Unlevered Beta	Re-Levered Beta
한솔로지스틱스(주)	SOUTH KOREA	0.77	KRW	135,245	338	0.2%	0.2%	24.2%	0.77	0.87
현대글로벌비스(주)	SOUTH KOREA	0.90	KRW	9,354,490	1,572,144	16.8%	14.4%	24.2%	0.80	0.90
Echo Global Logistics Inc	UNITED STATES	0.83	USD	471	18	3.7%	3.6%	40.0%	0.81	0.92
Yusen Logistics Co Ltd	JAPAN	1.00	JPY	82,447	21,080	25.6%	20.4%	35.6%	0.86	0.97
Kintetsu World Express	JAPAN	0.83	JPY	151,990	17,730	11.7%	10.4%	35.6%	0.77	0.87
Toll Holdings Ltd	AUSTRALIA	1.17	AUD	3,957	1,736	43.9%	30.5%	30.0%	0.89	1.01
Sinotrans	CHINA	0.86	HKD	19,743	7,924	40.1%	28.6%	25.0%	0.66	0.75
Dimerco Express	TAIWAN	0.73	TWD	2,769	443	16.0%	13.8%	17.0%	0.64	0.72
DSV A/S	DENMARK	0.93	DKK	30,701	5,566	18.1%	15.3%	24.5%	0.82	0.92
Maximum		1.17				43.9%	30.5%		0.89	1.01
Average		0.89				19.6%	15.3%		0.78	0.88
Median		0.86				16.8%	14.4%		0.80	0.90
Minimum		0.73				0.2%	0.2%		0.64	0.72
Selected (Median)							14.4%		0.80	0.90

유사회사의
영업위험과
target의 재무위험
반영

Cost of Equity (K_E)

Risk Free Rate ⁽⁵⁾	+	Beta	x	Equity Risk Premium ⁽⁶⁾	=	Cost of Equity
2.6%		0.90		9.8%		11.4%

After-Tax Cost of Debt (K_D)

Pre-Tax Cost of Debt ⁽⁷⁾	x	(1 - Tax Rate) ⁽⁸⁾	=	After-Tax Cost of Debt
4.3%		75.8%		3.3%

Weighted Average Cost of Capital

	Capital Structure ⁽⁹⁾	x	Cost of Capital	=	Contribution
Debt Equity	14.4%		3.3%		0.5%
	85.6%		11.4%		9.8%
WACC					= 10.20%

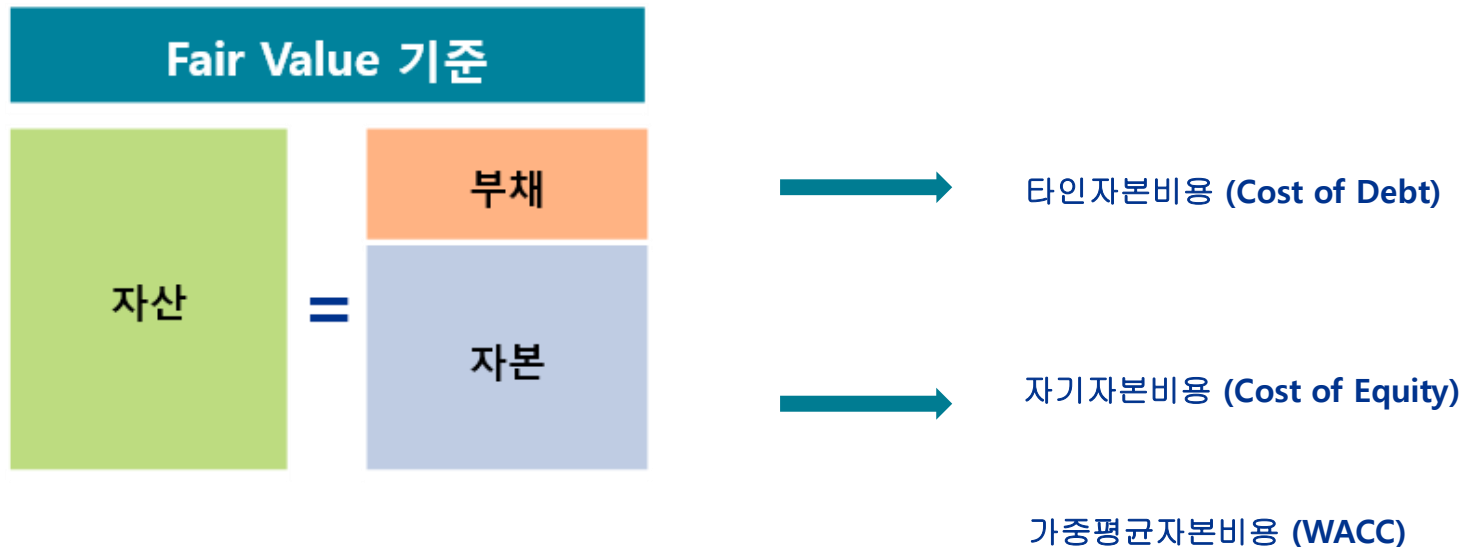
가중평균자본비용(Weighted Average Cost of Capital)

● 가중평균자본비용(Weighted Average Cost of Capital)

- ✓ 회사의 원천별 자본비용을 목표자본구조 비율에 따라 가중 평균한 이자율임.
- ✓ 실무적으로는 대용회사들의 자본구조를 목표자본구조로 설정하여 계산함.
- ✓ 회사의 현재 자본구조가 목표자본구조라고 생각되어 사용되는 경우에도 자본구조 계산시 부채와 자본은 장부가로 계산되는 것이 아니라 시장가치로 계산되어야 함.

※ Key Point

자기자본의 공정가치를 평가하기 위해서는 WACC을 구하기 위한 자본구조 또한 공정가치(시가) 기준



Cost of Equity

● 자기자본비용(Cost of Equity)

- 자기자본 비용: 주주의 현금흐름에 적용해야 할 할인율은 무위험자산의 할인율에 위험자산(주식)만이 가지는 추가 프리미엄을 가산한 할인율(주주의 요구수익률)

$$K_e = R_f + \text{Beta} \times (E(R_m) - R_f) + \alpha$$

Cost of Equity 구성요소

Rf = 무위험 자산의 수익률 (Risk-free rate of return)

- No default risk
- No re-investment risk
- 장기국채 수익률 이용(일반적으로 한국은 10년 만기 국고채 수익률 사용)

Beta

- 시장수익률에 대한 체계적 위험
- 시장수익률 대비 개별주식 수익률의 민감도
- 비교대상 회사의 Unlevered Beta의 평균치를 이용하여 회사의 목표자본구조로 re-levered하여 산출함.

E(Rm) = 시장 기대수익률 (expected and required return on the market portfolio consisting of all risky assets)

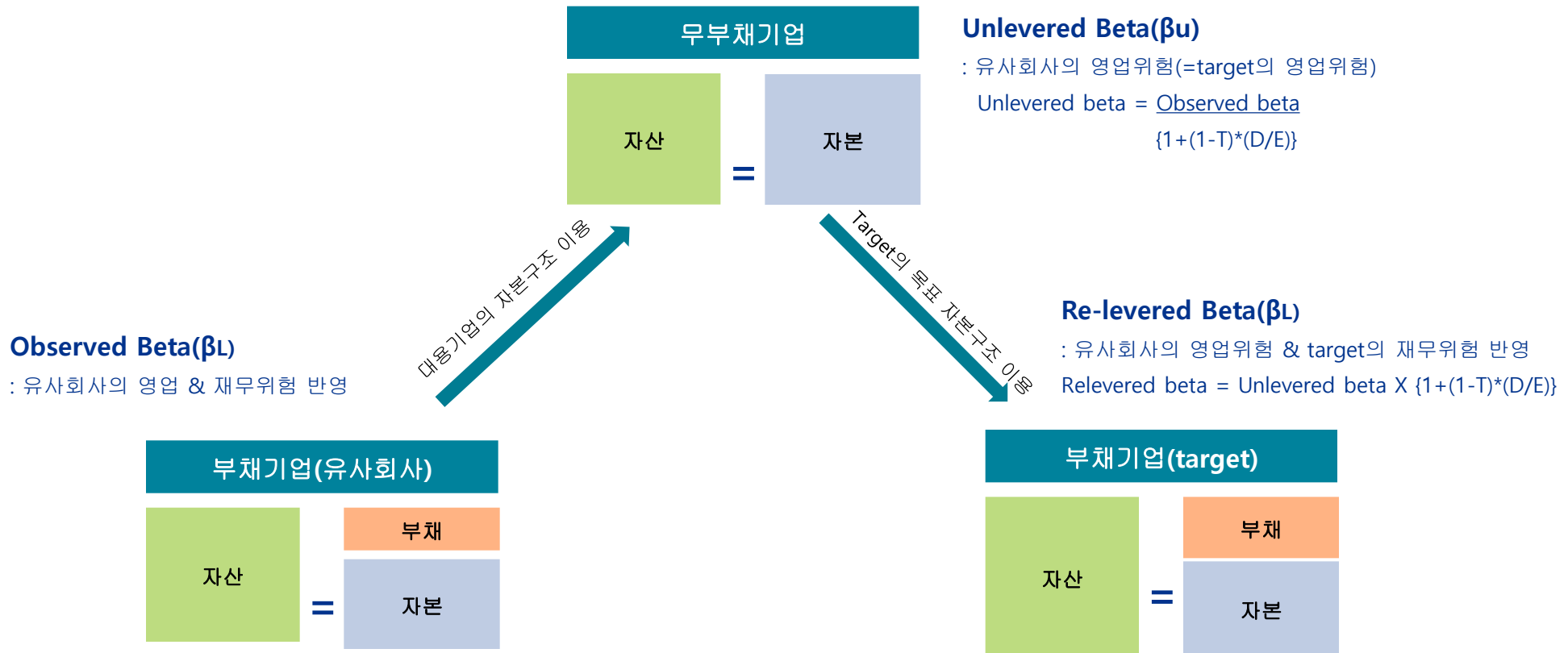
MRP(시장위험프리미엄, Market Risk Premium) = (E(Rm) - Rf)

- 주식보유자가 기대하는 미래현금흐름의 불확실성에 대한 추가적인 요구수익률로 위험자산(주식)만이 가지는 추가 프리미엄
- 위험자산이 가지는 추가 프리미엄
- Bloomberg, Damodaran 교수의 홈페이지에서 제공한 자료 등 다양한 자료의 비교 이용

Beta; Hamada Model

시장에서 관측된 개별 유사회사의 Beta는 유사회사 각각의 자본구조가 반영된 Observed Beta이며, 가치평가 목적에서 target사의 Ke를 구하기 위해 필요한 Beta는 Re-levered Beta임.

→ Observed Beta 를 Re-levered Beta로 변환하는 과정이 필요



비교대상회사 선정방법

비교대상회사를 선정함에 있어서는 수행되는 단계는 아래와 같습니다.

1. 평가대상의 업종 확인

- 국내 : 금융감독원 전자공시시스템(<http://dart.fss.or.kr>) -> 회사명 검색 -> 기업개황정보 확인
- 해외 : 블룸버그 -> 평가대상의 GICS(Global Industry Classification Standard)에 따른 업종명 확인

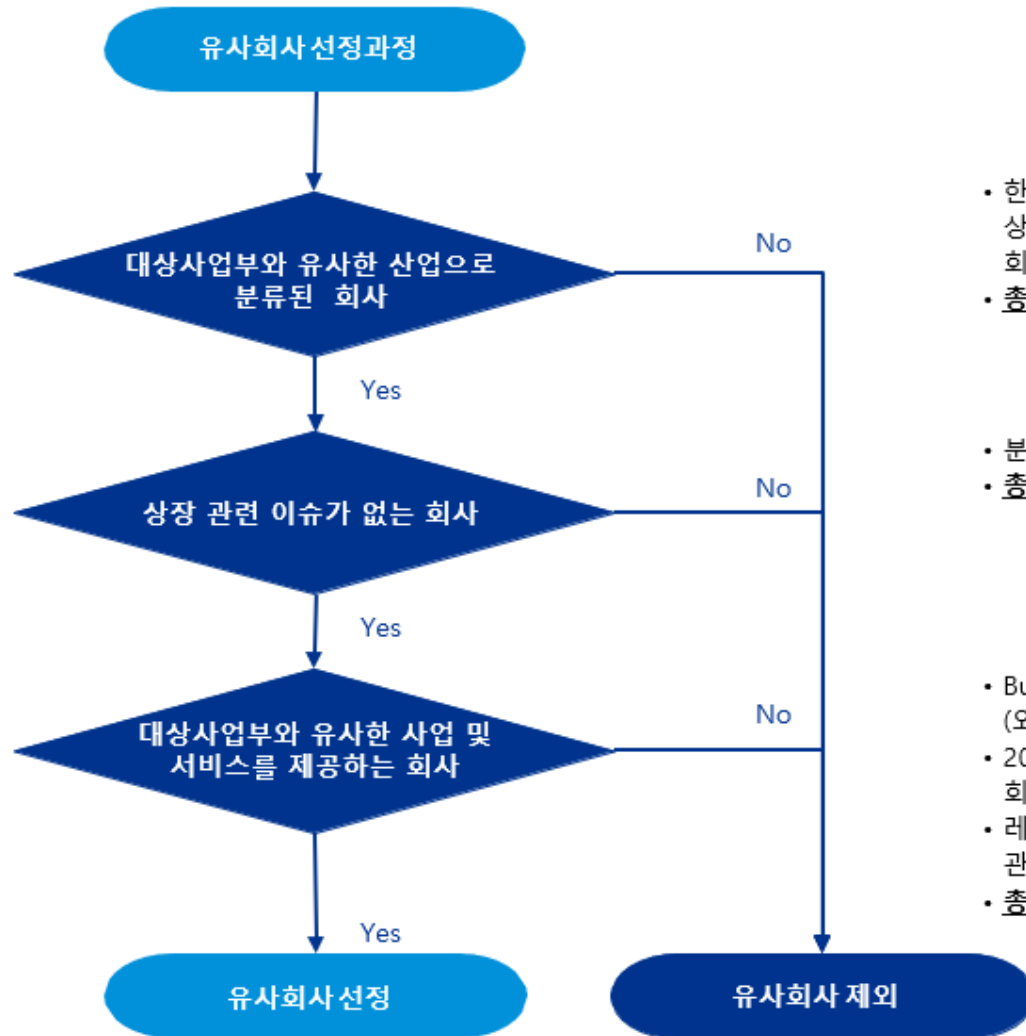
2. 평가대상의 주요영업과 유사한 상장회사 목록 정리

- 평가대상의 홈페이지(회사소개, 일반현황, 회사개요 등)를 통해 평가대상의 주요 영업에 대한 정보, 경쟁사 정보 확인
- 고객사에 평가대상의 유사 상장회사에 대하여 문의
- KIND(<http://kind.krx.or.kr>)의 상장법인목록 확인(KIND홈페이지 -> 상장법인상세정보 -> 상장법인목록 -> Excel 전체목록 다운로드 -> 평가대상과 동일 업종 필터)
- 블룸버그 -> GICS상 동일 업종의 상장리스트 추가(BICS도 활용가능)
- 평가대상 및 동일업종 상장사들의 금융감독원 전자공시시스템상 최근 사업보고서 활용(II. 사업의 내용)
- 평가대상이 속한 협회 자료 활용
- 평가대상 및 유사상장회사의 IR 자료 및 Analyst Report 확인

3. 평가대상의 주요 영업과 유사 상장회사 선정

- 주요 영업의 유사성 확인(평가대상 주요 매출과 유사 상장회사의 주요 영업 매출 비중 비교)
- 매출액, 영업이익 및 시가총액 규모의 비교
- 비경상적 요소의 확인(ex : 감사의견 한정, 지속적인 당기순손실, 테마주 또는 상장초기로 인한 비경상적인 주가 변동)

비교대상회사 선정예시



- 한국, 일본, 대만, 싱가포르, 미국, 서유럽, 중국, 호주 중 블룸버그 산업분류(BICS) 상 "Restaurant" 또는 "Food Services" 또는 GICS 상 "Restaurant"을 영위하는 회사 선정
- 총 336개 선정

- 분석기준일 기준 2년 이전 상장기업 및 상장 관련 이슈가 없는 회사 선정
- 총 268개 선정

- Business description 및 홈페이지 검토를 통하여 대상사업부와 유사한 사업 (외식업 또는 프랜차이즈업)을 영위하는 회사 선정
- 2018년 매출액이 대상사업부의 2018년 매출액(4,700억원 / 4.2억 달러) 이상의 회사 선정
- 레스토랑 및 프랜차이즈 관련 매출 비중이 90% 이상이면서 Catering 또는 식품 관련 상품을 유통/판매하지 않는 기업 선정
- 총 15개 선정

Cost of Debt

- 타인자본비용(Cost of Debt)

$$\begin{aligned} K_d &= \text{After-Tax Cost of Debt} \\ &= \text{Pre-Tax Cost of Debt} \times (1 - \text{Tax Rate}) \end{aligned}$$

- ✓ 채권자 입장에서 기대하는 요구수익률.
- ✓ 타인자본비용은 유효세율을 감안한 세후 개념임. 세율은 대상회사의 한계법인세율을 적용.
- ✓ 이론적으로는 회사가 조달 가능한 타인자본의 미래 이자율을 구하는 것이며, 실무적으로는 적용가능한 신용등급이 존재하는 경우, 현재시점의 회사의 신용등급을 고려한 무보증 공모 회사채 이자율을 사용함. 신용등급이 없는 경우 가중평균차입이자율 적용을 고려해 볼 수 있음.
- ✓ 미래의 현금흐름을 할인하는데 있어서 현재의 가중평균차입이자율을 사용할 수 있는 전제는 회사가 앞으로 차입구조 및 채무불이행위험이 일정하다는 전제를 해야 함.

- Valuation Overview
- Income Approach – Overview / Cash Flow
- Income Approach – Discounted rate
- Market Approach

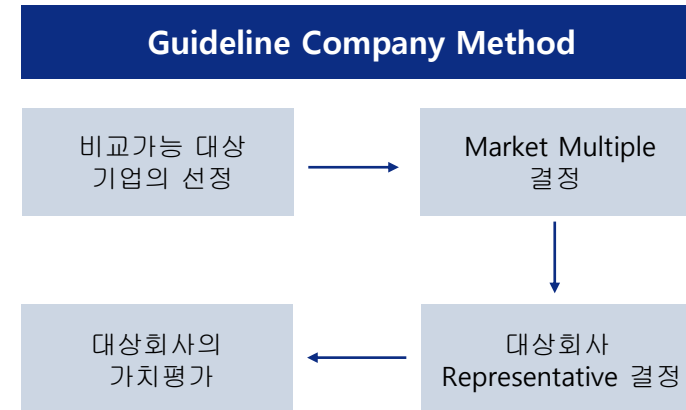
Market Approach는 실제 접근 방법론 상 **Guideline Company Method**와 **Guideline Transaction Method**로 구분될 수 있습니다.

- Guideline Company Method는 주식시장에서 거래되는 동종업체에 대한 각종 수익지표 또는 순자산 지표 대비 기업가치에 대한 배수(Multiples)를 적용하여 대상회사의 기업가치를 평가하는 방법임.
- 평가 대상 회사가 상장사인 경우, 상장 주식의 가격에 근거하여 평가할 수 있음.
- Guideline Transaction Method는 동종업계 인수합병 사례에서 실제 지불된 거래대금 (deal price)을 EBIT, EBITDA, EAT, EBT등과 비교시켜 구한 시가배수 (transaction multiple)를 평가대상회사의 재무수치와 적용시키는 방법임.
- 평가 대상회사 주식의 최근 거래사례가 있었다면, 이에 근거하여 평가할 수 있음.

Guideline Company Method

Guideline Company Method를 통한 평가 방법론의 구체적인 적용방법은 아래와 같습니다.

- Guideline Company Method는 주식시장에서 거래되는 동종업체에 대한 각종 수익지표 또는 순자산 지표 대비 기업가치에 대한 배수(Multiples)를 적용하여 대상회사의 기업가치를 평가하는 방법임.
- 보다 정확한 기업가치 평가를 위해서는 평가대상기업과 유사한 사업구조, 성장성, 수익성 및 영업위험 등을 가지고 있는 동종기업의 선정이 필요하나 회사와 정확히 일치하는 비교대상 선정에는 현실적인 제약이 있음.



상대가치 접근법을 적용하기 위한 최적 요건

- 안정적이며 견고한 실적 보유
- 안정적인 현금흐름 추이
- 매출액이 점진적으로 성장하는 경우
- 적절한 비교대상 상장기업이 존재하는 경우

상대가치 접근법을 적용하기 어려운 요건

- 최근 실적 악화 및 적자 상태 유지
- 매출이 급증하는 경우
- 적절한 비교대상 상장기업이 존재하지 아니하는 경우

Guideline Company Method 예시

Guideline Public Company	Country	Currency (Millions)	MKT Cap	Net Debt	Enterprise Value	2014년	Multiple
						EBITDA	EV/EBITDA
현대글로벌로지스(주)	SOUTH KOREA	KRW	9,354,490	481,189	9,835,679	780,556	12.6x
Echo Global Logistics Inc	UNITED STATES	USD	471	(10)	461	44	10.4x
Yusen Logistics Co Ltd	JAPAN	JPY	82,447	(10,860)	71,587	12,767	5.6x
Kintetsu World Express Inc	JAPAN	JPY	151,990	(31,180)	120,810	18,475	6.5x
Toll Holdings Ltd	AUSTRALIA	AUD	3,957	1,035	4,992	737	6.8x
Sinotrans Ltd	CHINA	HKD	19,743	(6,248)	13,495	2,162	6.2x
Dimerco Express Corp	TAIWAN	TWD	2,769	(617)	2,152	318	6.8x
DSV A/S	DENMARK	DKK	30,701	5,013	35,714	3,194	11.2x

1 비교 대상 회사 선정

2 각종 배수의 검토

Guideline Public Company Method	
Multiple	EV/EBITDA
Median	6.8x
Mean	8.3x

3 적용할 배수 선정

Company Financials	KRW Millions
Target's EBITDA	71,950

Operating Value	KRW Millions
Median	487,092
Mean	594,513

Non Operating Assets	219,029
Interest Bearing Debt	74,848
Minority Interest	4,790
추가 실사조정 사항	3,674

4 평가회사에 배수 적용

Equity Value	KRW Millions
Median	622,808
Mean	730,230

Guideline Company Method의 수행 절차

Guideline Company Method를 실제 적용함에 있어서 수행되는 단계는 아래와 같습니다.

Step 1 비교기준회사(Guideline Company)의 선정

회사에 대한 이해 및 예비분석 이후에 비교기준회사를 선정함

비교대상 상장기업의 선별에 있어서 사업의 유사성(동일한 제품을 생산 or 유통하고 있는지, 사업별/제품별 Sale Mix의 유사성, 수출/내수 비중의 유사성), 자산 또는 매출액 규모 및 성장을 비교, 비경상적 요소 검토

Step 2 각종 시가배수의 검토

비교기준회사로 선정된 기업들에 대하여 Equity Value 및 Enterprise Value를 계산하고 Market Multiple을 산정함

Step 3 실제 적용할 시가배수의 선정(Sales, EBITDA, EBIT, PBR, PER 등)

여러 Market Multiple 중 평가목적에 가장 적합한 Market Multiple을 최종적으로 선정하여 적용함

Step 4 평가대상회사에 시가배수의 적용

Market Multiple과 계산될 평가대상회사의 비 경상적인 손익 등을 제거한 후 사용함

이로부터 산정된 Value는 Non Operating Asset은 제외된 Operating Value임

비교기준회사 (Guideline Company)의 선정 시 유의할 점

Guideline Company를 선정함에 있어서는 유의사항들은 아래와 같습니다.

비교기준회사의 고려 요소

- 주권 상장 회사 ?
- 영위하는 사업/ 사업구조 (자회사 보유 여부, 사업 다각화 등)/ 재무위험의 유사성
- Target Market
- 성장 가능성
- 회사 규모
- 과거 재무자료의 비교 가능성

Outlier란?

- Outlier에 대한 기본적 정의는 불가능하지만 통계적 분포를 살펴보았을 때 극단 값의 경우 outlier로 판단되는 경우가 일반적
- 통계적으로 10th percentile, 25th percentile, 75th percentile, 90th percentile 등의 범위를 구분하여 검토 가능

Outlier의 주요 발생 원인

- NOA - 재무제표의 주석사항을 검토하지 않으면 발견하기 어렵기 때문에 이에 대한 추가적 검토가 필요함
- Event
 - 특허 출원 등 향후 수익 상승이 예상되는 event
 - M&A

각종 시가배수의 검토

	종류	경제적 implication	주요 적용 산업
Earnings multiple	<ul style="list-style-type: none"> P/E ratio EV/EBITDA ratio 	<ul style="list-style-type: none"> 가치평가 대상 자산이 창출하는 earning이 시장에서 어느 정도 가치로 평가되는 지의 여부 	<ul style="list-style-type: none"> P/E ratio는 다양한 산업에 일반적으로 적용되는 multiple임 EV/EBITDA는 감가상각 규모가 크게 이루어지는 대규모 장치 산업에 적용할 수 있는 Multiple 임
Book value multiple	<ul style="list-style-type: none"> P/B ratio Value to Book value ratio 	<ul style="list-style-type: none"> 장부가치에 대한 시장 가격의 평가 	<ul style="list-style-type: none"> 금융업 회사에 주로 적용 – 자본 규모에 대한 규제, 예수금/Debt의 구분이 모호하기 때문에 Firm 차원의 multiple을 적용하기 어려움 유형자산이 적은 Service 또는 기술위주의 회사는 적용의 의미가 적음
Revenue multiple	<ul style="list-style-type: none"> EV/Sales ratio 	<ul style="list-style-type: none"> 회사의 가치 평가 대상 자산이 창출하는 revenue의 시장에 대한 평가 	<ul style="list-style-type: none"> 매출은 음의 값을 갖기 어렵고, 회계 기준에 크게 영향을 받지 않으며, 다른 변수들에 비해 상대적으로 안정적이기 때문에 다른 multiple의 대안으로 주로 사용됨 다만 매출과 수익, cash flow와의 연관성이 밀접하지 않은 경우 왜곡의 가능성이 높음
Sector specific multiple	<ul style="list-style-type: none"> Number of customers Number of subscribers Number of website visitors 	<ul style="list-style-type: none"> 산업의 수익을 결정하는 대표적인 변수에 대한 시장의 평가 	<ul style="list-style-type: none"> 산업이 성숙하지 않아 재무정보가 전무한 경우 다른 모든 multiple 적용을 위한 변수를 적용할 수 없는 경우 적용하기 용이한 만큼 왜곡의 가능성도 매우 높음

실제 적용할 시가배수의 선정(Sales, EBITDA, EBIT, PER, PBR 등)

- 비교기준회사에 대한 시가배수는 여러 형태로 작성될 수 있으나, 이러한 다양한 시가배수를 평가과정에서 전부 다 사용할 필요는 없고 이 중 평가목적에 가장 적합하다고 판단되는 몇 가지의 시가배수를 최종적으로 선발하여 적용하여야 한다.

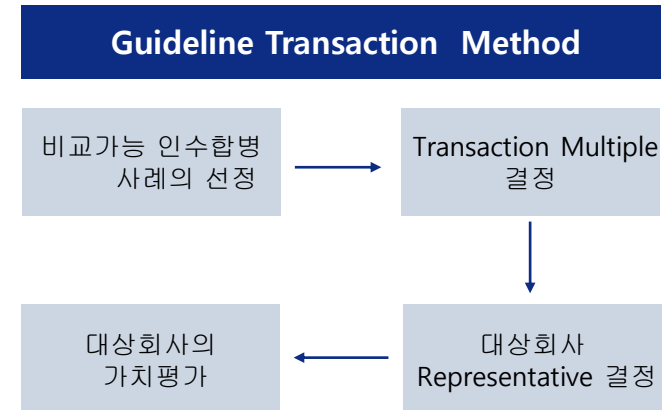
Guideline Transaction Method

Comparable Transaction Method를 통한 평가 방법론의 구체적인 적용방법은 아래와 같습니다.

- Guideline Transaction Method는 동종업계 인수합병 사례에서 실제 지불된 거래대금 (deal price)을 EBIT, EBITDA, EAT, EBT등과 비교시켜 구한 시가배수 (transaction multiple)를 평가대상회사의 재무수치와 적용시키는 방법임.
- 거래 대상 지분율에 따라 지배지분의 변동을 수반하는 경우는 지배주주의 입장과 거래구조를 반영하며, 소수지분을 대상으로 하는 경우 control premium을 추가로 고려하여야 함.
- 상장회사에 대한 지배지분 거래시 market cap과 거래가격의 차이를 control premium의 근거 자료로 활용할 수 있음.

유사거래 접근법의 대상거래를 선별하기 위해 고려해야 할 사항

- 사업의 동질성
- 규모 및 성장률
- 영업관련 항목
- 재무관련 항목 등



Guideline Transaction Method 예시

Complete Date	Target Company	Bidder Company	Seller Company	Deal Price (KRW Mil)	Acquisition Ratio	Equity Value	Net Debt	Enterprise Value ⁽¹⁾	LTM ⁽²⁾ EBITDA	Multiple EV/EBITDA
03/04/2014	씨제이제이엘케이 (주)	한진해운홀딩스 (주)	한진해운	11,285	100.0%	11,285	(6,437)	4,848	1,502	3.2x
08/10/2011	씨제이지엘에스(주)	CJ(주)	산은캐피탈(주)	150,021	58.6%	256,181	100,770	356,950	45,944	7.8x
12/30/2011	씨제이대한통운(주)	씨제이지엘에스(주), CJ제일제당(주)	아시아나항공(주) 외 5개사	1,910,844	40.2%	4,757,514	(100,215)	4,657,300	254,869	18.3x

1 비교 대상 거래 선정

2 각종 배수의 검토

Guideline Transaction Method	
Transaction Multiple	EV/EBITDA
Median	7.8x
Mean	9.8x

3 적용할 배수 선정

Company Financials	KRW Millions
Target's EBITDA	71,950

Operating Value	KRW Millions
Median	558,997
Mean	702,001

Non Operating Assets	219,029
Interest Bearing Debt	74,848
Minority Interest	4,790
추가 실사조정 사항	3,674

4 평가회사에 배수 적용

Equity Value	KRW Millions
Median	694,714
Mean	837,718

Guideline Transaction Method의 수행 절차

Guideline Transaction Method를 실제 적용함에 있어서 수행되는 단계는 아래와 같습니다.

Step 1 비교 대상 거래(Guideline Transaction)의 선정

유사 거래의 유사성(거래 대상회사의 산업, Deal size, 거래 대상 지분율, 국가, 매각 형태 등) 비교

Step 2 각종 배수의 검토

비교 대상 거래로 선정된 거래에 대하여 Sales, EBIT, EBITDA 등 배수 검토

Step 3 실제 적용할 시가배수의 선정(EV/EBITDA, PBR 등)

여러 Market Multiple 중 평가목적에 가장 적합한 Market Multiple을 최종적으로 선정하여 적용함

Step 4 평가대상회사에 배수의 적용

Transaction Multiple과 계산될 평가대상회사의 Representative는 비 정상적인 상황에 의한 손익을 제거한 후 사용함
Majority/ Minority에 관련된 transaction인지 구분하여 control premium 고려