

# Introduction to EBITDA & FCF

**Deal advisory** 서비스라인 직무교육

Deal advisory

August 2023

# Introduction

## EBITDA & Free cash flow

- Why analysis?
- How analysis?

# Contents

## 01

EBITDA & FCF의 이해  
(p. 4–16)

## 02

EBITDA & FCF의 조정  
(p. 17–25)

## 03

NWC adjustments  
(p. 26–30)

## 04

CAPEX adjustments  
(p. 31–36)

## 05

Wrap-up  
(p. 37–40)

# 01

## EBITDA & FCF의 이해

# EBITDA의 정의 및 개념

## EBITDA = Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization

“법인세 · <sup>①</sup>이자비용 · <sup>②</sup>감가상각비 차감 전 <sup>③</sup>영업이익”

① 이자비용 차감 전	이익의 분배(주주/채권자) 이전 단계에서 <b>회사의 고유한 수익력</b> 파악 목적이며, 영업활동을 통한 타인자본 비용(이자비용) 및 부채의 상환능력의 파악 가능
② 감가상각비 차감 전	고정자산(유형자산, 무형자산)의 내용연수 경과에 따른 회계 상 비용으로 현금 유출을 수반하지 않는 <b>비현금성 비용(non-cash expenses)</b>
③ 영업이익	회사의 3대 활동 중 <b>영업활동</b> / 투자활동 / 재무활동 에 집중하여 회사의 이익 창출 역량을 측정



“회사”가 “영업”을 통하여 창출하는 “현금흐름” 기준에서의 이익 창출 능력을 파악 목적

# EBITDA를 사용하는 이유&목적

EBITDA는 M&A를 위한 재무 분석 시 대상회사의 수익성을 파악할 수 있는 높은 직관성 및 편리한 범용성의 강점을 보유합니다.

1

회계기준 차이 효과가 축소된  
현금흐름 기준의 이익 지표

- 회계기준에 따른 비현금성 손익이 반영된 손익계산서(PL) 상 이익과 대상회사의 실제 영업의 결과에 따른 **현금흐름의 차이를 축소 조정**
- 회계기준에 따른 수익, 비용은 대상회사의 분석을 위한 가장 기초적인 전제. 다만, 각 사별 회계 정책의 차이(\*1)로 인하여 수익성이 오인될 여지가 존재 (\*1) 동종 산업의 회사가 주요 설비자산에 대하여 다른 감가상각기간, 상각방법(정액법, 정률법 등)을 적용하는 경우 → 상각비 차이로 인한 영업이익, 당기순이익 왜곡의 가능성 존재

2

식별, 산출 및 비교의 범용성

- 공시 재무제표(DART, 사업보고서 등) 수준의 자료로 대상회사 및 시장 내 경쟁사(peer), 유사 기업의 EBITDA에 대한 **비교가능성 우위**
- 대상회사의 현금흐름 기준 영업이익을 **신속하게 식별 가능**하며 시계열 추이 & 타 회사와의 비교 등 분석 범위의 확장 시 낮은 비용 요구

3

투자자 입장에서 대상회사  
수익성에 대한 용이한 파악

- 대상회사의 손익계산서 등 재무제표 상 반영된  
① 현재 대상회사의 지배구조 및 ② 자금 조달구조에 따른 손익 효과를 제거
- 투자자 입장에서 대상회사의 **본연적인 영업 성과를 파악 가능**
- 투자 & 인수 이후 자금 조달구조 변경에 따른 이익 변동 효과의 분석 가능

# Case study: 회계 정책 & 자본 구조에 따른 효과

EBITDA를 활용하여 손익계산서 상 회계 정책 및 자본 구조의 차이에 따른 효과가 제거된 수익성의 파악이 가능합니다.

감가상각방법		정액법	
자금조달구조		외부 차입	
[A 회사] 손익계산서 개관			
백만원	2020년 12개월	2021년 12개월	2022년 12개월
매출액	20,000	25,000	30,000
매출원가	15,000	17,500	20,000
원재료비	6,000	7,500	9,000
노무비	4,000	5,000	6,000
감가상각비	5,000	5,000	5,000
매출총이익	5,000	7,500	10,000
매출총이익률	25.0%	30.0%	33.3%
판매비와관리비	3,500	3,800	4,200
인건비	2,000	2,200	2,500
광고선전비	1,000	1,100	1,200
기타	500	500	500
영업이익	1,500	3,700	5,800
영업이익률	7.5%	14.8%	19.3%
이자비용	(1,000)	(1,000)	(1,000)
세전순이익(EBT)	500	2,700	4,800
법인세비용	100	540	960
당기순이익	400	2,160	3,840
EBITDA	6,500	8,700	10,800
EBITDA%	32.5%	34.8%	36.0%

감가상각방법	정률법		
자금조달구조	무차입 경영		
[B 회사] 손익계산서 개관			
백만원	2020년 12개월	2021년 12개월	2022년 12개월
매출액	20,000	25,000	30,000
매출원가	17,000	17,500	18,000
원재료비	6,000	7,500	9,000
노무비	4,000	5,000	6,000
감가상각비	7,000	5,000	3,000
매출총이익	3,000	7,500	12,000
매출총이익률	15.0%	30.0%	40.0%
판매비와관리비	3,500	3,800	4,200
인건비	2,000	2,200	2,500
광고선전비	1,000	1,100	1,200
기타	500	500	500
영업이익(손실)	(500)	3,700	7,800
영업이익(손실)률	(2.5%)	14.8%	26.0%
이자비용	-	-	-
세전순이익(EBT)	(500)	3,700	7,800
법인세비용	(100)	740	1,560
당기순이익(손실)	(400)	2,960	6,240
EBITDA	6,500	8,700	10,800
EBITDA%	32.5%	34.8%	36.0%

감가상각 회계처리 방법 차이  
→ 대상기간 총 상각비는 동일하나,  
시계열에 따른 수익성 개선의 추세로  
오인할 가능성 존재

자금조달 구조에 따른 당기순이익 변동  
→ 자본구조 요인에 따른 효과를  
대상회사 본연의 영업력 차이로  
착시할 가능성 존재

# EBITDA 사용 시 제약&고려사항, 계속

EBITDA는 손익계산서 중심의 재무 지표로서, 단독으로 사용 시 제약사항 및 고려할 점이 존재합니다.

<p>운전자본(NWC)의 변동으로 인한 현금흐름 미반영</p>	<p>운전자본의 변동 효과가 미반영되어 현금창출능력이 과소/과대 평가될 가능성 존재</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>EBITDA는 손익계산서(PL) 기반의 이익 지표로 자산, 부채의 변동이 미반영</li> </ul>
<p>설비투자(CAPEX)를 위한 현금 유출 미반영</p>	<p>CAPEX 투자 지출이 고려되지 않아 대상회사의 현금흐름을 과대 평가할 Risk 존재</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>EBITDA 단독으로 재무분석 및 가치평가(DCF, EV/EBITDA 등)에 사용 시, 설비투자를 위한 현금 유출이 반영되지 않아 과대평가의 Risk 존재</li> </ul>
<p>일부 Business model에 활용 가능성 낮음</p>	<p>금융업 · 수주산업 · 사업 초기 스타트업 등 제조업 외 업종에 활용도 低</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>EBITDA는 영업활동과 재무 &amp; 투자활동이 구분되는 전통적 제조업에 적합</li> <li>그 외 업종에 대한 분석 &amp; 가치평가 시 다른 지표가 적절한 대안이 될 수 있음</li> </ul>



# EBITDA 사용 시 제약&고려사항, 계속

## 운전자본(NWC)의 변동으로 인한 현금흐름 미반영

### 운전자본의 변동 효과가 미반영되어 현금창출능력이 과소/과대 평가될 가능성 존재

- EBITDA는 손익계산서(PL) 기반의 이익 지표로 자산, 부채의 변동이 미반영
- 매출채권, 재고자산 등 운전자본과 매입채무 등 영업 부채의 증가/감소로 대상회사의 **실제 현금창출능력이 EBITDA와 큰 차이가 발생할 Risk 존재**
- 장기의 매출채권 회수기일, 재고자산의 적체 등에 따른 현금 유동성 감소 시 EBITDA 대비 실제 현금흐름이 큰 폭으로 낮아 대상회사에 대한 과대평가 Risk

#### [A 회사] 손익계산서 개관

백만원	2020년 12개월	2021년 12개월	2022년 12개월
매출액	20,000	25,000	30,000
매출원가	15,000	17,500	20,000
매출총이익	5,000	7,500	10,000
매출총이익률	25.0%	30.0%	33.3%
EBITDA	6,500	8,700	10,800 <sup>①</sup>
EBITDA%	32.5%	34.8%	36.0%

#### [A 회사] 재무상태표 개관

백만원, 일	2020년 12월31일	2021년 12월31일	2022년 12월31일
매출채권	1,644	2,055	4,932
매출채권 회수기일	30일	30일	60일
재고자산	1,233	1,438	3,288
재고자산 회전기일	30일	30일	60일
매입채무	822	1,027	616
매입채무 결제기일	30일	30일	15일
순운전자본 잔액	2,055	2,466	7,603 <sup>②</sup>
순운전자본 변동	-	411	5,137
매출채권	-	411	2,877
재고자산	-	205	1,849
매입채무	-	205	(411)

- 대형 고객 수주에 따른 어음 결제 등 매출채권 회수기일 연장
  - 고객의 안전재고 요구에 따른 재고자산 회전기일 연장
  - 단기일 내 원재료 확보 확대를 위한 매입채무 결제기일 단축
- 신규 매출/매입 고객과의 거래 개시 & 기존 고객과의 계약 변경으로 인하여 단위 당 수익량의 Cash flow 변화



'22 EBITDA 기준 현금성 이익 10,800 mn으로 '21 대비 (+) 2,100 mn 증가  
→ 반면, NWC movement (-) 5,137 mn 반영 시 5,663 mn으로 '21 8,289 mn 대비 (-) 2,626 mn 감소

# EBITDA 사용 시 제약&고려사항, 계속

## 설비투자(CAPEX)를 위한 현금유출 미반영

CAPEX 투자 지출이 고려되지 않아 대상회사의 현금흐름을 과대 평가할 Risk 존재

- EBITDA 단독으로 재무분석 및 가치평가(DCF, EV/EBITDA 등)에 사용 시, 설비투자를 위한 현금 유출이 반영되지 않아 과대평가의 Risk 존재
- 기업가치의 성장을 위하여 설비의 확대(Growth CAPEX)를 위한 현금 지출이 필수적으로 고려되어야 하나, EBITDA 상 설비투자 현금 유출이 미반영
- 또한, 현행 이익 수준의 유지를 위하여 유지보수(Maintenance CAPEX)가 투자되어야 하는 점 고려 시, CAPEX를 고려하지 않은 단독 EBITDA 사용은 Risk

### [C 회사] 손익계산서 개관

백만원	2018년 12개월	2019년 12개월	2020년 12개월	2021년 12개월	2022년 12개월
매출액	20,000	20,000	20,000	25,000	30,000
매출원가	15,000	15,000	15,000	17,500	20,000
매출총이익	5,000	5,000	5,000	7,500	10,000
매출총이익률	25.0%	25.0%	25.0%	30.0%	33.3%
D&A	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
EBITDA	10,000	10,000	10,000	12,500	15,000
EBITDA%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%

### [C 회사] CAPEX 설비투자 내역

백만원	2018년	2019년	2020년	2021년	2022년
확장 CAPEX	-	-	① 10,000	5,000	-
유지 CAPEX	12,000	2,000	2,000	14,000	4,000
경상적 유지보수	2,000	2,000	2,000	② 4,000	4,000
대수선(3년 주기)	③ 10,000	-	-	10,000	-
합계	12,000	2,000	12,000	19,000	4,000

### [C 회사] CAPEX 설비투자 고려 시 현금흐름(Cash flow)

백만원	2018년	2019년	2020년	2021년	2022년
EBITDA	10,000	10,000	10,000	12,500	15,000
CAPEX	(12,000)	(2,000)	(12,000)	(19,000)	(4,000)
합계	(2,000)	8,000	(2,000)	(6,500)	11,000

- ① 매출액 성장을 위한 확장 CAPEX 지출, ② 설비규모 확대에 의한 경상적인 유지 CAPEX 증가,  
③ 3년 주기 대수선 정비 CAPEX 지출을 고려 시, 실제 현금흐름은 EBITDA 기준 이익 대비 낮은 수준

# EBITDA 사용 시 제약&고려사항, 계속

## 일부 Business model에 활용 가능성 낮음

### 금융업 · 수주산업 · 사업 초기 스타트업 등 일부 업종에 활용 가능성 低

- EBITDA는 영업활동과 재무 & 투자활동이 구분되는 전통적 제조업에 적합
- 그 외 업종에 대한 분석 & 가치평가 시 다른 지표가 적절한 대안이 될 수 있음
- [금융업] 부채 조달 & 이자비용 지급이 핵심 영업활동으로, 단순 재무활동이 아님
- [수주산업] 회계 상 발생주의 기준의 이익 추이와는 별개로 대금 회수는 계약 준용
- [사업 초기 스타트업] 초기 Ramp-up을 위하여 수 년 간 적자 발생 시, 또는 사업 확대 이후의 Business model이 현행 시점까지 구현되지 않았을 시

### 금융업 고유한 영업 구조 및 손익계산서 형태

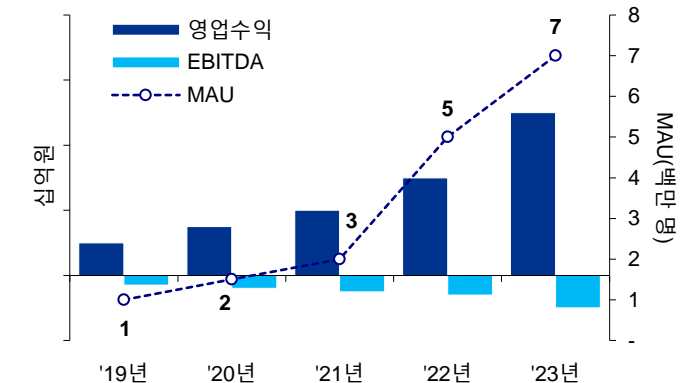
[A 은행] 손익계산서 개관 (DART 상 PL 재구성)			
	2020년	2021년	2022년
백만원	12개월	12개월	12개월
순이자마진(NIM)	4,000	4,500	5,000
이자수익	15,000	17,500	20,000
이자비용	11,000	13,000	15,000
비이자손익	(600)	(500)	(700)
유가증권투자손익	400	700	600
기타 수수료비용	(1,000)	(1,200)	(1,300)
대손충당금 전입액	(1,000)	(1,500)	(2,000)
당기순이익	2,400	2,500	2,300
순이자마진률(NIM%)	5.00%	4.50%	5.10%

### 수주산업 진행률 기준 이익과 대금회수 간 Gap

- [A 건설회사] 4년 공사계약, 진행률 기준 공사수익 회계처리
- 총 공사이익(=EBITDA 동일 가정) 10,000원
  - 대금 지급: 착수 시 3,000원 / 진행률 50% 시 4000원 / 공사 준공 후 3,000원

수익 및 대금회수 스케줄					
	'19년	'20년	'21년	'22년	'23년
EBITDA	2,000	2,000	3,000	3,000	-
진행률	20%	40%	70%	100%	준공 후
대금회수	3,000	-	4,000	-	3,000

### 스타트업 분석대상기간 내 지속적 (-) EBITDA



대상회사의 실사 & 가치평가 등 분석의 사전 단계에서 EBITDA가 적절한 지표가 될 수 있을 지 고민 필요

# EBITDA 사용 시 제약&고려사항

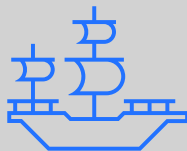
EBITDA는 손익계산서 중심의 재무 지표로서, 단독으로 사용 시 제약사항 및 고려할 점이 존재합니다.

“감가상각비를 고려하지 않고 EBITDA만 강조할 경우 잘못된 의사결정을 내릴 가능성이 높다”



## 손익계산서(Profit & loss) 기준 분석지표 산출

매출액(또는 영업수익)	PL 상 매출액, 영업수익에서 시작
(-) 현금성 영업비용	
변동비 성격 비용(VC)	재료비, 커미션 등 수익 단위 당 비례
고정비 성격 비용(FC)	“현행” 영업 규모의 임차료, 인건비 등
(-) 감가상각비	
(+) 복원: 감가상각비	현금흐름표&주식 상 상각비
EBITDA	<u>“이익 분석을 위한 단독 지표?”</u>



미지의 영역

# EBITDA & FCF 활용을 통한 분석력 강화

EBITDA를 보완하기 위하여 재무 분석 및 기업가치 평가 시 FCF를 함께 사용해야 합니다.

*“EBITDA가 편의성 · 비교 가능성으로 효과적인 만큼, 단독 사용 시 편향성 risk가 있으므로 EBITDA를 보완하는 다른 지표를 함께 사용 필요”*

## 손익계산서(Profit & loss) 기준 현금흐름 산출

매출액(또는 영업수익)	PL 상 매출액, 영업수익에서 시작
(-) 현금성 영업비용	
변동비 성격 비용(VC)	재료비, 커미션 등 수익 단위 당 비례
고정비 성격 비용(FC)	“현행” 영업 규모의 임차료, 인건비 등
(-) 감가상각비	PL 상 감가상각비
(+) 복원: 감가상각비	현금흐름표&주석 상 상각비

## EBITDA

## 재무상태표(BS) 및 현금흐름표 상 현금흐름 item 산출

운전자본 변동	NWC movement
설비투자 지출	확장 & 유지 CAPEX
법인세 등 제세금 납부	법인세자산부채, 실질세율 고려
FCFF (기업 현금흐름)	
조달원가(이자비용)	지급이자, 원금 분할상환 반영
FCFE (주주 현금흐름)	



# FCFF, FCFE의 정의 및 개념

FCFF = Free cash flow to "Firm"    기업현금흐름

FCFE = Free cash flow to "Equity"    주주현금흐름

① “기업 또는 주주 몫의 ② 영업 · 투자 · 재무활동 후 현금흐름”

① 기업 또는 주주	기업(Enterprise, Firm)의 현금흐름에서 주주/타인(채권자) 각각의 이익을 분배 FCFE를 통하여, 기업 본연의 현금흐름에서 자금 조달비용 차감 후 주주 몫 파악 가능
② 영업이익	회사의 영업활동 / 투자활동 / 재무활동을 전부 반영한 회사의 현금흐름 창출 역량을 파악 가능 PL 기준 현금흐름에 영업 자산 · 부채의 변동, 설비투자, 자본구조에 따른 현금흐름을 반영

✓ 영업자산 · 부채의 증감, 투자 · 재무활동 현금흐름을 손익계산서 상 이익 기반 현금흐름에 보완

# FCF를 사용하는 이유&목적

FCF를 활용하여 손익계산서 외 거래에서의 현금흐름 효과 및 설비투자 효과(CAPEX), 운전자본 변동(NWC) 효과를 반영한 주주 관점에서의 정확한 재무 지표를 확인할 수 있습니다.

1

손익계산서(PL) 중심의  
재무지표(EBITDA, OI) 보완

- 손익을 수반하지 않는 현금흐름의 반영 및 손익계산서 상 수익/비용의 반영 이후 실제 현금흐름 상 반영되는 시점까지의 시차 효과를 반영
  - 영업활동의 일부인 운전자본(영업 자산, 부채)의 변동 현황 및 관리 능력에 대한 파악이 가능
- “자산, 부채 변동의 효과적인 운용이 때로는 PL 상 이익보다 EV에 기여”

2

설비투자를 위한  
현금유출 반영

- 기업의 영업 확대를 위해 지출하는 설비투자(확장 CAPEX)의 현금유출 반영
  - 현행 수준의 이익 창출을 위한 필요경비인 설비 관련 지출(유지 CAPEX)를 반영하여 현재의 이익 창출 능력에 대한 정확한 파악 가능
- “영업비용(OPEX)과 CAPEX는 동일한 위상의 현금 지출 Expenditures”

3

주주 관점에서의  
투자금에 대한 성과 지표

- [FCFF] 차입금 상환, 자본구조 조정에 활용 가능한 실제 현금흐름의 파악 가능
- [FCFE] 투자금 회수를 위한 회수기간 산출 및 배당가능 현금 파악 가능



# FCF 활용 시의 기대 효과

FCF를 활용한 분석을 통하여 다음과 같이 M&A 업무 전반의 업무 퀄리티 및 신뢰성의 향상이 가능합니다.

## ① [Due diligence] 대상회사의 이익 · 현금창출 능력에 대한 효과적인 분석

- EBITDA를 활용하여 분석대상기간 각 연도별 PL 관점 기준의 수익성 파악 후, FCFF/FCFE 단계의 분석으로 현금흐름 관점에서 수익성의 변동을 검토
- 순운전자본 변동 · CAPEX 지출 분석으로 기업의 전사적인 운영역량 파악 가능

## ② [Valuation] 대상회사 기업가치 및 지분가치의 합리적인 산출 가능

- [DCF] 추정 재무실적에 더하여 투자 · 재무활동을 통한 대상회사 EV의 정확한 반영 가능
- [Multiple] 유사기업 및 Peer의 합리적인 Multiple 산출하여 대상회사 EV 산출 시 활용

## ③ [매수 · 매각자문] Deal price 논의 시 유리한 협상 카드로 활용 가능

- 잠재적 지분가치(Equity value) 논의 시, EV/EBITDA Multiple 기준으로 지분가치 및 Deal price가 과대 산정될 Risk 방지
  - 사용 예시: Deal price 논의 시 EV/EBITDA 및 EV/FCFF 기준의 Multiple 동시 적용



02

# EBITDA & FCF의 조정

# EBITDA & FCF 단계별 조정

EBITDA & FCF의 단계별 조정(normalization) 시 주요한 조정 내역은 다음과 같습니다.

## EBITDA & FCF adjustments (normalization)

### 매출액(또는 영업수익)

- 수익의 지속 가능성에 대한 검토 & 조정  
- 제품, 서비스별 / 고객별 / 판매채널별 / 계절성 고려
- 향후 근시일 내 실현 가능한 잠재적 수익(Potential)의 조정 반영

### (-) 현금성 영업비용

- Driver(단가 변동 추세, 매입처 / 품목별 비용구조) 검토 & 조정
- 비용 발생 계절성, 비용 발생 주기(Cycle)에 대한 검토 & 조정

## EBITDA

### 운전자본 변동

- 운전자본 및 영업 부채의 적정 회전기일 및 비중 추세 검토 & 조정

### 설비투자 지출

#### 확장 CAPEX

- 분석대상기간 중 CAPEX의 완료, 실제 이익 증가로의 기여 검토 & 조정

#### 유지 CAPEX

- 설비 사용기간 · 조업도 수준과 고려하여 적정 CAPEX 규모 산출
- 유지보수의 계절성, 주기적인 대수선에 대한 장기간 단위의 추세 분석

### 법인세 등 제세금 납부

- 법인세자산부채, 실질세율, 최근 조세 제도에 따른 법인세 조정 반영

## FCFF

### 조달원가(이자비용)

- 재무제표 상 부채, 이자비용 및 실제 부채, 이자비용의 식별, 반영

## FCFE

# EBITDA 조정의 예시

EBITDA의 조정 시, 일반적인 조정 항목(Potential adjustments)의 예시는 다음과 같습니다.

## [Quality of earnings] 일반적인 EBITDA 조정 항목 (Potential adjustments)

비경상적, 일회성 거래 관련 손익	<ul style="list-style-type: none"> <li>과거 다개년 실적 및 영업 구조 검토 시 지속적으로 발생하지 않는 수익, 비용 - 중단사업 관련 손익, 일회성 매출처, 일회성 컨설팅, 구조조정비용 등</li> </ul>
지속력이 저조한 거래 관련 손익	<ul style="list-style-type: none"> <li>과거 영업과 관련하여 발생하였으나, 향후 지속되지 않거나 수익/비용 구조 상 변동이 있을 것으로 예상되는 거래와 관련된 수익, 비용 - 분석대상기간 중 거래가 종료된 매출, 최근연도 중 신규 거래 개시된 매출 등</li> </ul>
영업 본연과 무관한 손익	<ul style="list-style-type: none"> <li>대상회사 영업과 관련이 낮으며, 주주/경영진 의지에 따라 절연 가능한 손익 - 고정자산의 매각, 오너를 위한 개인적 비용 등</li> </ul>
회계기준, 회계정책에 따른 영향	<ul style="list-style-type: none"> <li>계정분류 오류, 과도하게 적용된 비용, 감사에 의해 발견된 조정사항 등 - 재고자산 평가방법 및 평가주기의 변경 등 - 비현금성 손익: 주식기준보상, 소송충당부채 전입비용 등</li> </ul>
영업과 관련되어 있으나 EBITDA에 반영되지 않은 손익	<ul style="list-style-type: none"> <li>계정분류 오류, 과도하게 적용된 비용, 감사에 의해 발견된 조정사항 등 - 재고자산 평가방법 및 평가주기의 변경 등 - 비현금성 손익: 주식기준보상, 소송충당부채 전입비용 등</li> </ul>

# EBITDA 조정의 예시. 계속

EBITDA의 조정 시, 추가적인 조정 항목(Other consideration)의 예시는 다음과 같습니다.

## [Quality of earnings] 그 외 EBITDA 조정 항목 (Other consideration)

거래 구조의 조정 시 예상되는 수익, 비용 변동 효과	<ul style="list-style-type: none"> <li>대상회사 의지로 실현 가능하나, 대상기간 중 미반영된 거래 구조의 변경 효과               <ul style="list-style-type: none"> <li>투자자 간 이익 배분 약정의 변경, 영업의 양도 또는 양수,</li> <li>판매 제품의 mix 변경 또는 판매 거래처의 변경,</li> <li>현행 보유 설비자산의 잉여 가동률 해소 시의 예상 손익 등</li> </ul> </li> </ul>
대상기간 중 투자 완료된 CAPEX를 통한 증분 이익	<ul style="list-style-type: none"> <li>분석대상기간 중 설비투자가 완료되었으며 관련 현금 유출이 반영되었으나, 초기 시운전 및 저수율 조업으로 인하여 증분 이익 및 비용절감 효과가 분석대상 재무실적에 온기(Full-year) 반영되지 않은 경우</li> </ul>
지배구조의 변경에 따른 손익	<ul style="list-style-type: none"> <li>M&amp;A 이후 기존 특수관계자 거래의 유지, 축소 또는 확대되는 효과 검토               <ul style="list-style-type: none"> <li>기존 주주에게 지급하던 브랜드수수료, 계열사와 공통인력 인건비 정산 등</li> </ul> </li> <li>Standalone Cost</li> </ul>



대상회사의 Business model 본연에 영향을 미치는 Issue의 예상 손익 효과를 조정  
다만, 시나리오에 따른 조정이므로 Potential adjustments와는 구분하여 조정 효과를 제시

# EBITDA 조정의 단계별 절차

EBITDA의 조정 작업 시 하기와 같이 5 단계의 절차를 통한 작업을 진행합니다.

1. 보고된 결과치(Reported EBITDA) 확인	<ul style="list-style-type: none"> <li>감사보고서, 사업보고서 등 대상회사 공시 자료에서 시작 → 매수자 · 매도자 간 논의 시 기준 EBITDA에 대한 합의 필요</li> </ul>
2. 조정 항목의 탐색	<ul style="list-style-type: none"> <li>검토 절차(실사 · 가치평가 등) 중 RFI&amp;QA, 자료 분석, 리서치 등</li> </ul>
3. 조정 항목의 선별	<ul style="list-style-type: none"> <li>조정이 타당한지 / 편향성은 없는지 / 본 거래 취지에 적합한지 등</li> </ul>
4. 조정 항목별 예상 효과 산출	<ul style="list-style-type: none"> <li>대상회사 현행 / 조정 후 손익 구조를 고려하여 효과 산출</li> <li>수익 &amp; 비용 side 양 측면에서의 조정 고려 필요</li> </ul>
5. [Buy side] 매도자 제시 EBITDA와 비교 분석	<ul style="list-style-type: none"> <li>매도자 제시 EBITDA(VDD, IM, 사업계획 등)와 비교하여 매수자 입장에서 누락된 항목 여부, 추가 반영이 필요한 점 파악</li> </ul>

# EBITDA 조정 항목의 식별, 파악

EBITDA 조정을 위한 분석 절차 시, 공시자료 및 매도자 제시 EBITDA 수치를 기반으로 자문사의 자체적인 분석 및 질의회신, 수보한 자료의 검토 절차 등을 통하여 잠재적인 EBITDA 조정 항목을 파악하고 효과를 산출합니다.

## 1. Reported EBITDA 파악: 감사보고서, 사업보고서 등 공시자료 상 결과치에서 시작

## 2. EBITDA adjustments: 잠재적인 EBITDA 조정대상 항목들의 파악

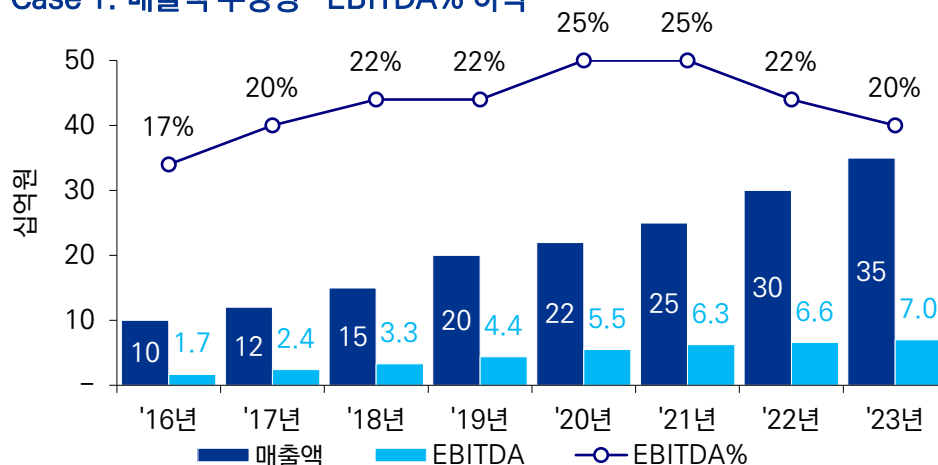
- 감사보고서, 사업보고서
- 대상회사 소개자료 (IR, Investor relations)
- 매도자 홍보자료 (Information memorandum, Teaser memo)
- 자료 요청(RFI) & 질의회신
- 경영진 설명회 & 실무진 질의응답 세션 (MP & BO)
- 대상회사 내부자료 검토 – [주요 실적 결산자료] 내부 경영진 보고자료, 연간 실적 결산내역
- 대상회사 내부자료 검토 – [세부 관리자료] 계정 명세서, 원장, 매출장, 재고자산수불부 등
- 업종 내 유사기업 및 경쟁기업(peer) 비교 분석

## 3. EBITDA 조정효과 산출 및 반영: 조정대상 EBITDA 항목의 선별, 예상 조정효과 산출

# Case study: “n개년 평균” 분석 시 고려할 점

각 분석대상 회사들의 고유한 Business 성격 및 거시 경제의 변화 추세를 고려 시, 단순 n개년 평균치 대신 다른 접근 방법을 고려할 수 있습니다.

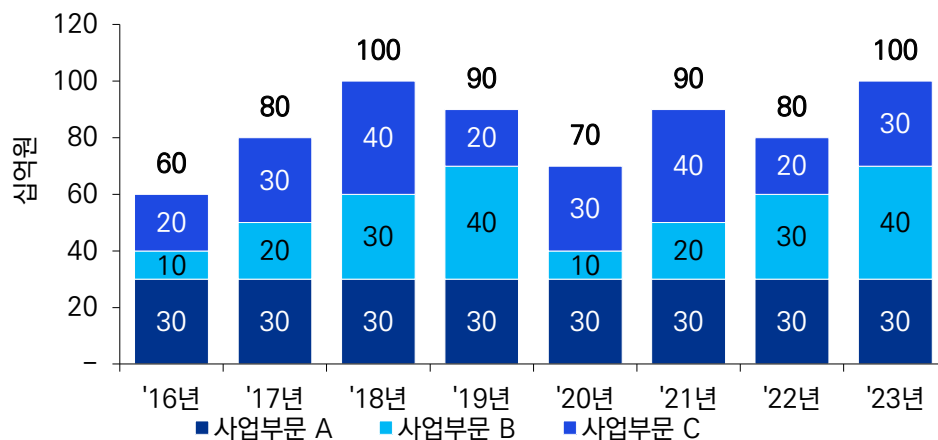
## Case 1. 매출액 우상향 · EBITDA% 하락



[Case 1] 최근 다년 간 매출액 & EBITDA는 우상향 증가, 반면 EBITDA%은 하락하는 경우

- 매출액: '16년 10십억원에서 '23년 35십억원으로 연 평균 성장률 CAGR 20%
- EBITDA%: '16 ~ '21년 매출 상승에 따른 고정비 Leverage 효과로 17%에서 25%으로 상승. 이후 '22년 22%, '23년 20%으로 하락

## Case 2. 사업부문별 Cycle 주기가 다른 경우



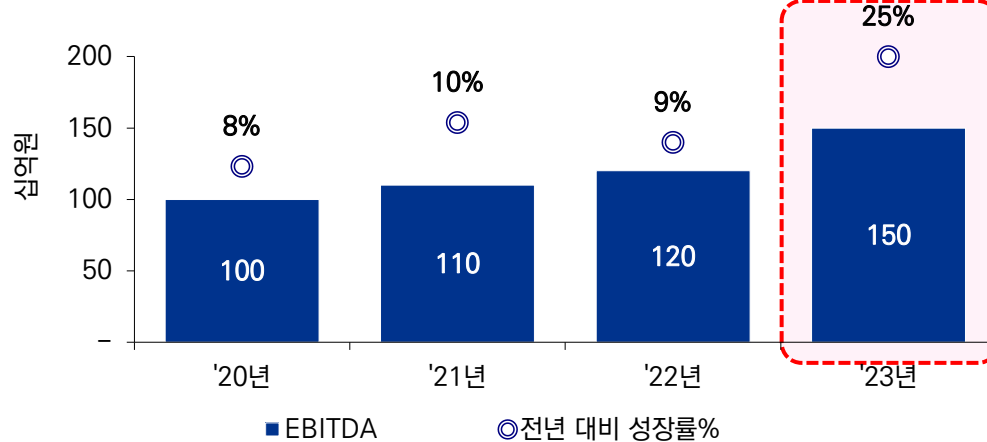
[Case 2] 3개 사업부문의 영업 Cycle 주기가 다른 경우

- 사업부문 A: 고정 거래처와 장기간의 판매계약 체결
- 사업부문 B: 거래처들의 산업 Cycle에 영향을 받아 4개년 주기로 이익의 증가 · 감소 추이
- 사업부문 C: 거래처들의 산업 Cycle에 영향을 받아 3개년 주기로 이익의 증가 · 감소 추이

# Case study: 분기&반기 연환산 vs LTM

분석의 기준시점이 온기(full-year)가 아닌 기중일 시, 대상회사의 Business 성격에 맞춰 연환산 또는 LTM 중 합리적인 방법을 선택할 수 있습니다.

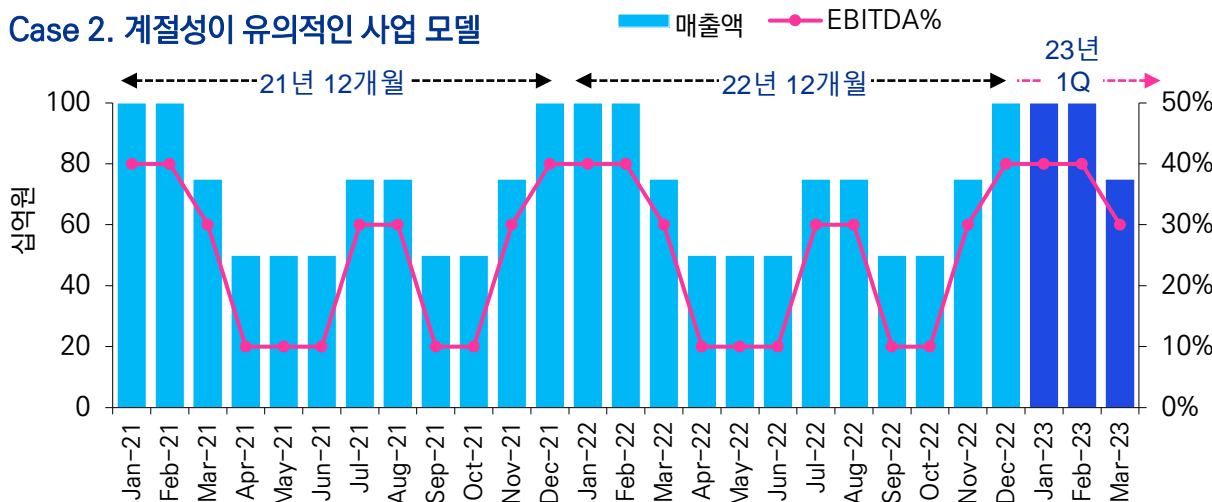
Case 1. 연간 EBITDA 성장 추세



2023년 월별 EBITDA



Case 2. 계절성이 유의적인 사업 모델



2023년 온기(12개월) 실적을 산출해야 하는 경우, 2023년 4월 ~ 12월까지의 실적 추정 방법은

- A. 2023년 1분기 3개월 실적으로 연환산 산출
- B. 2023년 3월 기준 과거 12개월 실적 합산 ("LTM")



# Case study: Other consideration EBITDA 조정

Other consideration 절차를 통하여 대상회사의 Pro-forma 기준 Upside & downside point를 식별하고 효과를 분석할 수 있습니다.

## Case. 삼정 엔터테인먼트에 대한 재무실사 · 가치평가

1. 대상회사 사업: 레크레이션 사업장 운영
2. 대상회사 지배구조: 단독 주주가 100% 지분 보유
3. 최근 재무제표 작성 기준일: 2022년 12월 31일
4. 실사 · 가치평가 개시일: 2023년 5월
5. 예상 FI 투자 시점: 2023년 3분기 중
6. 본 건 M&A 목적: 삼정 엔터테인먼트에 대한 국내 FI의 지분 투자(Growth Capital)

### [삼정 엔터테인먼트] EBITDA 기준 재무실적 요약

백만원	2020년	2021년	2022년
사업장 A	2023년 1H부터 주주 귀속 배분률 50% → 70%		
대상회사 주주	2,500	3,500	5,000
외부 투자자	2,500	3,500	5,000
소계	5,000	7,000	10,000
사업장 B	2021년 운영 개시. 주주 귀속 배분률 50% 고정, 사업장 A와 동일한 규모의 이익 실현 가능		
대상회사 주주	-	2,500	3,500
외부 투자자	-	2,500	3,500
소계	-	5,000	7,000
대상회사 주주	2,500	6,000	8,500
외부 투자자	2,500	6,000	8,500



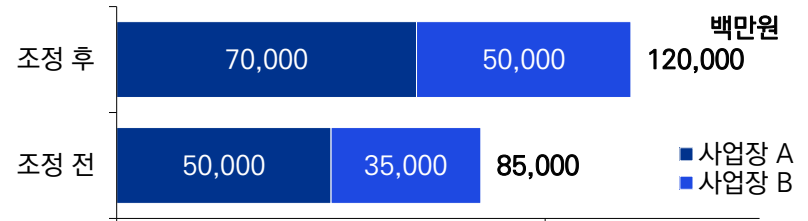
## 사업장 A 투자 시점('23년) 기준 EBITDA 조정

백만원	2022년	2023년
EBITDA 배분률		
대상회사 주주	50%	70%
외부 투자자	50%	30%
EBITDA 배분액	10,000	10,000
대상회사 주주	5,000	7,000
외부 투자자	5,000	3,000

## 사업장 B Ramp-up 이후 정상 연도 기준 EBITDA 조정

백만원	2022년	2023년
EBITDA 배분률		
대상회사 주주	50%	50%
외부 투자자	50%	50%
EBITDA 배분액	7,000	10,000
대상회사 주주	3,500	5,000
외부 투자자	3,500	5,000

## Multiple EV/EBITDA 10.0 x 가정 시 투자시점 가치



# 03 NWC adjustments

# 순운전자본 조정

순운전자본(NWC)은 대상회사의 현금창출 능력 파악 및 기업가치 분석 시 주요한 영향을 미칩니다. NWC 조정 시 다음의 분석을 고려할 수 있습니다.

## [NWC adjustments] NWC 조정 시 주요 분석 관점

운전자본, 영업 부채의 식별	<ul style="list-style-type: none"> <li>재무상태표 상 계정과목(매출채권, 재고자산, 매입채무)으로 1차 식별 후, 실제 운전자본 성격을 띄는 계정 &amp; 계정 내 거래 유형에 대한 2차 식별</li> </ul>
운전자본별 상세 회전기일 분석	<ul style="list-style-type: none"> <li>계정과목 수준에서 1차 회전기일 분석 후, 세부 단계의 회전기일 추이 검토 - 사업부문별 / 판매채널별 / 거래처별 / 일부 특별한 계약 유형별 등</li> </ul>
기간별 운전자본 변동 추세 분석	<ul style="list-style-type: none"> <li>대상회사 영업 추세 분석 후, M&amp;A 시점의 적절한 운전자본 회전기일 산출 - 단순 n개년 평균 운전자본 회전기일 준용 시, 기업가치 산출 시 오류 발생</li> </ul>
일시적 · 비경상적 NWC의 조정	<ul style="list-style-type: none"> <li>단기적 변동 또는 과거 발생 후 소멸한 일시적, 비경상적 NWC의 조정 - 일회성 거래 관련 NWC 등</li> </ul>

# Case study: 순운전자본 조정

Case. A 회사에 대한 Pre sale FDD · 가치평가 시, '21~'22년 운전자본 부담 증가로 매출 성장에 따른 증분 FCF 감소

1. 대상회사 사업: B2B 제품 판매
2. 최근 재무제표 작성 기준일: 2022년 12월 31일
3. 실사 · 가치평가 개시일: 2023년 1분기
4. 예상 FI 투자 시점: 2023년 3분기
5. 본 건 M&A 목적: 투자유치를 위한 PS FDD & 가치평가

[A 회사] 재무실적 요약				
백만원	2019년 12개월	2020년 12개월	2021년 12개월	2022년 12개월
매출액	100,000	110,000	120,000	130,000
영업비용(COGS + SG&A)	95,000	102,000	109,000	116,000
상품매입비용	60,000	66,000	72,000	78,000
노무비	15,000	15,000	15,000	15,000
판매수수료	10,000	11,000	12,000	13,000
감가상각비	10,000	10,000	10,000	10,000
영업이익	5,000	8,000	11,000	14,000
영업이익%	5.0%	7.3%	9.2%	10.8%
EBITDA	15,000	18,000	21,000	24,000
EBITDA%	15.0%	16.4%	17.5%	18.5%

[A 회사] 운전자본 변동				
백만원	2019년 12월31일	2020년 12월31일	2021년 12월31일	2022년 12월31일
매출채권	8,219	9,041	14,795	24,932
매출채권 회전기일	30일	30일	45일	70일
재고자산	4,110	4,438	4,767	10,192
재고자산 회전기일	20일	20일	20일	40일
매입채무	6,986	7,562	8,137	8,712
매입채무 회전기일	30일	30일	30일	30일
순운전자본 잔액	5,342	5,918	11,425	26,411
순운전자본 변동	-	575	5,507	14,986
매출채권	-	822	5,753	10,137
재고자산	-	329	329	5,425
매입채무	-	(575)	(575)	(575)

백만원	2019년	2020년	2021년	2022년
EBITDA	15,000	18,000	21,000	24,000
EBITDA%	15.0%	16.4%	17.5%	18.5%
NWC 증가(감소)	-	575	5,507	14,986
CAPEX	10,000	10,000	10,000	10,000
FCF	5,000	7,425	5,493	(986)
FCF 변동	-	2,425	(1,932)	(6,479)
EBITDA 증가 효과	-	3,000	3,000	3,000
NWC 증가 효과	-	(575)	(4,932)	(9,479)

# Case study: 순운전자본 조정. 계속

## Case. A 회사, 계속 NWC adjustments를 통한 FCF normalization

### ① 매출채권, 재고자산의 '21, '22 회전기일 상승 사유 파악

[A 회사] 거래처별 운전자본 회전기일 변동 사유의 파악				
백만원	2019년 12월31일	2020년 12월31일	2021년 12월31일	2022년 12월31일
[매출채권] 거래처별 회전기일, 결제조건 파악				
A 거래처	2021년~2022년 A 거래처 요청으로 어음결제로 변경(60일). 2023년부터 A 거래처 유동성 정상화로 30일 현금결제 전환 약정			
B 거래처	2022년 중 양 사 간 가격조정 협의가 연장되어 매출채권 회수 지연. 2023년 협의 완료되어 2023년 말까지 2022년 분 채권 회수 예정			
그 외 거래처	2019년~2022년 익월 중 현금결제 조건 유지(30일)			
매출채권 회전기일	30일	30일	45일	70일
A 거래처	30일	30일	① 60일	60일
B 거래처	30일	30일	30일	② 120일
그 외 거래처	30일	30일	30일	30일
[재고자산] 거래처별 회전기일, 결제조건 파악				
A 거래처	2022년부터 안전재고 보유정책으로 회전기일 증가			
그 외 거래처	2019년~2022년 20일 수준 유지			
재고자산 회전기일	20일	20일	20일	40일
A 거래처	20일	20일	20일	③ 80일
그 외 거래처	20일	20일	20일	20일

### ② Normalization이 합리적인 조정 항목 식별

① 번 항목	2023년부터 30일 수준 현금결제 약정 체결, 2021~2022년 결제기일은 일시적이므로 → 조정 대상
② 번 항목	2023년 중 협의 완료로 채권 회수 지연 해소 예정 → 조정 대상
③ 번 항목	A 거래처 항 거래를 계속할 시 지속될 예정 → 조정 제외

### ③ 조정 효과 반영

조정 매출채권 회전기일	30일	30일	30일	30일
재고자산 회전기일	20일	20일	20일	40일
매입채무 회전기일	30일	30일	30일	30일
순운전자본 잔액	5,342	5,918	6,493	12,164
조정 매출채권	8,219	9,041	9,863	10,685
재고자산	4,110	4,438	4,767	10,192
매입채무	6,986	7,562	8,137	8,712
순운전자본 변동	-	575	575	5,671
매출채권	-	822	822	822
재고자산	-	329	329	5,425
매입채무	-	575	575	575
조정 전 FCF	5,000	7,425	5,493	(986)
Normalized FCF	5,000	7,425	10,425	8,329

# Case study: 순운전자본 조정.계속

## Case. A 회사, 계속 NWC 추정 방법별 Cash flow 비교

Projected IS					
백만원	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
매출액	130,000	140,000	151,000	163,100	176,410
% of growth	0.0%	7.7%	7.9%	8.0%	8.2%
영업비용(COGS + SG&A)	116,000	124,500	133,850	144,135	155,449
상품매입비용	78,000	84,000	90,600	97,860	105,846
% of sales	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%
노무비	15,000	16,500	18,150	19,965	21,962
판매수수료	13,000	14,000	15,100	16,310	17,641
% of sales	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
감가상각비	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
EBITDA	24,000	25,500	27,150	28,965	30,962
EBITDA%	18.5%	18.2%	18.0%	17.8%	17.6%
CAPEX	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
1. NWC 회전기일 4개년 단순 평균 시					
매출채권 회전기일	45일	45일	45일	45일	45일
재고자산 회전기일	25일	25일	25일	25일	25일
운전자본 잔액	13,685	14,733	15,886	17,154	18,548
운전자본 증가(감소)	-	1,048	1,153	1,268	1,395
2. 2022년 회전기일 준용 시					
매출채권 회전기일	70일	70일	70일	70일	70일
재고자산 회전기일	40일	40일	40일	40일	40일
운전자본 잔액	26,411	28,452	30,697	33,167	35,884
운전자본 증가(감소)	-	2,041	2,245	2,470	2,717
3. 조정 후 운전자본 회전기일 적용 시					
매출채권 회전기일	30일	30일	30일	30일	30일
재고자산 회전기일	40일	40일	40일	40일	40일
운전자본 잔액	12,164	13,110	14,149	15,293	16,551
운전자본 증가(감소)	-	945	1,040	1,144	1,258

Projected IS					
백만원	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
FCF					
1. 4개년 단순 평균 시	14,000	14,452	15,997	17,697	19,567
2. 2022년 회전기일 준용 시	14,000	13,459	14,905	16,495	18,245
3. 조정 후 운전자본 회전기일 적용 시	14,000	14,555	16,110	17,821	19,703
3. - 2. FCF 차이	-	1,096	1,205	1,326	1,459



기업가치의 합리적인 밸류 산정을 위하여  
NWC movement에 대한 조정 필요

# 04 CAPEX adjustments

# CAPEX 조정

CAPEX는 대상회사의 현금창출 능력 파악 및 기업가치 분석 시 주요한 영향을 미칩니다. CAPEX 조정 시 다음의 분석을 고려할 수 있습니다.

## [CAPEX adjustments] CAPEX 조정 시 주요 분석 관점

CAPEX 분류의 적정성 검토	<ul style="list-style-type: none"> <li>CAPEX으로 분류된 지출 항목이 CAPEX으로 분류되기에 적합한지, 또는 영업비용(OPEX)으로서 EBITDA 산출 단계에 반영됨이 적합한지 판단</li> </ul>
CAPEX의 주기(Cycle) 단위 분석	<ul style="list-style-type: none"> <li>유지보수의 계절성, 주기적인 대수선에 대한 장기간 단위의 추세 분석               <ul style="list-style-type: none"> <li>일반적인 손익계산서 기준 분석대상기간(3~4년)에서 확장하여 수개 연도 단위의 CAPEX 주기의 식별, 주기 당 지출 규모 파악</li> </ul> </li> </ul>
일시적·비경상적인 CAPEX의 식별 및 조정	<ul style="list-style-type: none"> <li>확장/유지 Category에 해당하지 않는 일시적, 비경상적 CAPEX의 조정               <ul style="list-style-type: none"> <li>태풍, 지진 등 자연재해에 따른 일회성 CAPEX 등</li> </ul> </li> </ul>
[확장 CAPEX] 향후 재투자의 필요성 검토	<ul style="list-style-type: none"> <li>영업규모·이익 창출 규모의 확대를 위한 확장 CAPEX 지출되었을 시, 향후 증분 이익의 유지 및 추가 성장을 위한 재투자의 필요성 검토</li> </ul>
[유지 CAPEX] 적정 CAPEX 규모의 조정	<ul style="list-style-type: none"> <li>비용 절감을 위한 CAPEX 지출·설비의 노후화·확장 CAPEX에 따른 설비규모의 확대 등 요인을 고려하여 적절한 수준으로 CAPEX 규모 조정</li> </ul>



# Case study: CAPEX 분류의 적정성 검토

## Case. A 광업회사에 대한 재무실사 · 가치평가

1. 대상회사 사업: 광업(광산 채굴 및 자원 판매)
2. M&A 배경: 기존 FI 주주(매도자)의 Exit 목적
3. 매도자는 EV/EBITDA 10.0x배수를 적용하여 지분 매각 호가(Asking price)를 제시
4. M&A 논의 시점 EBITDA: 85,000백만원
5. Asking Price: 850,000백만원

### [A 광산회사] 재무실적 요약

백만원	2020년 12개월	2021년 12개월	2022년 12개월
매출액	450,000	480,000	500,000
매출원가	370,000	380,000	400,000
재료비	190,000	188,000	195,000
노무비	150,000	160,000	170,000
유형자산상각비	20,000	22,000	25,000
무형자산상각비	10,000	10,000	10,000
매출총이익	80,000	100,000	100,000
매출총이익%	17.8%	20.8%	20.0%
판매관리비	50,000	50,000	50,000
영업이익	30,000	50,000	50,000
영업이익%	6.7%	10.4%	10.0%
EBITDA	60,000	82,000	85,000
EBITDA%	13.3%	17.1%	17.0%

## ① 무형자산의 장부금액 변동성 저조 → 이슈 파악

### [A 광산회사] 재무상태 요약

백만원	2020년	2021년	2022년
유동자산	115,000	118,000	124,000
매출채권	75,000	80,000	83,000
재고자산	40,000	38,000	41,000
비유동자산	350,000	340,000	335,000
유형자산	300,000	290,000	285,000
무형자산	50,000	50,000	50,000

PL 상 무형자산상각비 발생 규모에 비하여, BS 상 무형자산 잔액은 유지  
→ 자료 분석 및 RFI&QA 질의회신 결과, 대상회사는 광산 개발 시  
지반공사 지출액을 자산화하고, 3개년 간 정액법으로 상각  
또한, 채굴 종료 시까지 지속적인 지반공사 지출이 필요할 것으로 예상

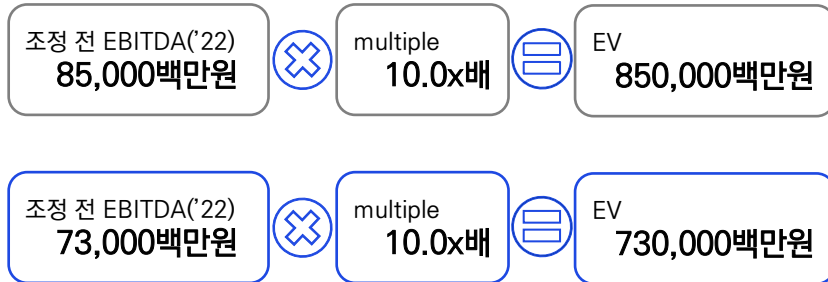
## ② 영업비용 성격 CAPEX의 Opex으로의 분류 조정

### [A 광산회사] 조정 재무실적

백만원	2020년 12개월	2021년 12개월	2022년 12개월
매출액	450,000	480,000	500,000
매출원가	370,000	380,000	400,000
무형자산상각비	10,000	11,000	12,000
외주용역비	10,000	11,000	12,000
매출총이익	80,000	100,000	100,000
EBITDA	50,000	71,000	73,000
EBITDA%	11.1%	14.8%	14.6%

# Case study: CAPEX 분류의 적정성 검토, 계속

## ③ 조정 후 EBITDA 기준으로 Asking price 협상 권고



## CAPEX 분류 조정 이전 · 이후 FCF 비교

백만원	A. 조정 이전	B. 조정 이후	B-A. 차이
매출액	500,000	500,000	-
매출원가	400,000	400,000	-
재료비	195,000	195,000	-
노무비	170,000	170,000	-
유형자산상각비	23,000	23,000	-
무형자산상각비	12,000	-	(12,000)
외주용역비	-	12,000	12,000
EBITDA	85,000	73,000	(12,000)
NWC 증가(감소)	6,000	6,000	-
CAPEX	30,000	18,000	(12,000)
유형자산	18,000	18,000	-
무형자산	12,000	-	(12,000)
FCF	49,000	49,000	-

### 영업비용의 의도적 CAPEX 분류 사례 - 월드컴

“... 월드컴은 USD 38억 달러의 일반 지출을 자본 투자로 처리, 순익을 왜곡시켰다고 밝혔다. 월드컴은 회계 조작으로 EBITDA를 부풀려, 지난해와 올 1분기 손실을 피할 수 있었다. 월드컴은 지난해 14억 달러, 올 1분기 1억3000만 달러의 순익을 냈다고 발표했다.”

월드컴은 다른 통신회사와의 망 상호 접속비를 자산화하여 매년 감가상각비로 인식하였으며, 실적 발표 시 EBITDA 기준의 순익을 발표하였다.”



Deal 협상 시 EBITDA를 활용하는 경우가 많으므로, CAPEX ~ Opex 간 분류에 대한 검토 및 조정 필요

# Case study: 일시적·비경상적 CAPEX 조정

## Case. B 제조회사에 대한 재무실사·가치평가

1. 대상회사 사업: B2B 기계장치 제조, 판매업
2. M&A 배경: 기존 주주의 투자유치 목적
3. 매수자와 EV/EBITDA 및 EV/FCF multiple을 통한 잠재적인 지분 매각가액 산정 협의
4. 기준 재무실적: 2022년 12개월 EBITDA, FCF

### [B 제조회사] 재무실적 요약

백만원	2020년 12개월	2021년 12개월	2022년 12개월
매출액	100,000	110,000	90,000
매출원가	70,000	84,000	71,000
재료비	40,000	44,000	36,000
노무비	20,000	30,000	25,000
감가상각비	10,000	10,000	10,000
매출총이익	30,000	26,000	19,000
판매관리비	10,000	10,000	10,000
영업이익	20,000	16,000	9,000
영업이익%	20.0%	14.5%	10.0%
EBITDA	30,000	26,000	19,000
EBITDA%	30.0%	23.6%	21.1%

- 매출액은 2021년 해외 시장의 수요 증가로 증가, 이후 2022년 경쟁 심화 및 수요 감소로 '20년 대비 감소
- 반면, 가동률 상승을 위한 외주용역 확대 및 임률 증가로 인하여 '22년 노무비는 '20년 대비 (+) 5,000 mn 높게 발생

## ① CAPEX의 지출 배경 및 진행현황 검토

### [B 제조회사] CAPEX 지출 요약

백만원	2020년	2021년	2022년
확장 CAPEX	10,000	10,000	10,000
설비 효율 개선	10,000	10,000	10,000
유지 CAPEX	5,000	5,000	5,000
CAPEX 합계	15,000	15,000	15,000

- '20~'22년 설비공정 개선을 통한 노무비 절감을 목적으로 총 3백억원 CAPEX 투자 완료
- 다만, 설비 시운전에 따라 노무비 절감 효과는 '22년 이후 시현 예상
- 설비공정 개선을 위한 CAPEX는 '22년 중 완료되어 추가적인 투자 불필요

## ② FCF 산출 시 투자 완료된 CAPEX 지출의 조정

### [B 제조회사] FCF (2022년 기준)

백만원	A. 조정 이전	B. 조정 이후	B-A. 차이
매출액	90,000	90,000	-
매출원가	71,000	71,000	-
노무비	25,000	20,000	5,000
매출총이익	19,000	19,000	-
EBITDA	19,000	19,000	-
NWC 증가(감소)	-	-	-
CAPEX	15,000	10,000	5,000
확장 CAPEX	10,000	5,000	5,000
유지 CAPEX	5,000	5,000	-
FCF	4,000	9,000	5,000

- ① 확장 CAPEX 10,000은 현행 영업 규모의 유지를 위한 추가 지출이 불필요하며, 기준연도('22년) EBITDA를 대상으로 한 지출이 아니므로 '22년 FCF 산출 시 제외 조정
- ② 또는, EBITDA 관점 조정

# Case study: CAPEX의 주기(Cycle) 단위 분석

## Case. C 인프라회사에 대한 Pre sale FDD

### 1. 대상회사 사업:

- ① Site를 설치하여 고객으로부터 사용료를 수취
- ② 기업고객에게 전용 인프라 사용 서비스 제공

### 2. M&A 배경: 기존 주주의 지분매각 목적

### 3. 지분매각 시점 최근 다년 간 신규 고객의 확보, 연간 Site 설치 개수의 확대로 CAPEX 지출 증가

### [C 인프라회사] 재무실적 요약

백만원	2019년 12개월	2020년 12개월	2021년 12개월	2022년 12개월
영업수익	120,000	121,000	123,000	125,000
영업비용	100,000	101,000	101,000	100,000
설비사용료	40,000	40,000	38,000	35,000
지급수수료	30,000	30,000	30,000	30,000
감가상각비	30,000	31,000	33,000	35,000
영업이익	20,000	20,000	22,000	25,000
영업이익%	16.7%	16.5%	17.9%	20.0%
EBITDA	50,000	51,000	55,000	60,000
EBITDA%	41.7%	42.1%	44.7%	48.0%
NWC 증가(감소)	-	-	-	-
CAPEX	17,000	19,000	41,000	37,000
FCF	33,000	32,000	14,000	23,000

## ① CAPEX의 세부 성격별 분류 → 이후 세부 CAPEX별 분석

### [C 인프라회사] CAPEX 세부 성격별 내역

백만원	2019년	2020년	2021년	2022년
확장 CAPEX	10,000	11,000	26,000	24,000
신규 Site 설치	10,000	11,000	16,000	14,000
신규 고객 확보	-	-	10,000	10,000
유지 CAPEX	7,000	8,000	15,000	13,000
노후화 설비 대체	-	1,000	8,000	6,000
경상적 유지보수	7,000	7,000	7,000	7,000
CAPEX 합계	17,000	19,000	41,000	37,000

## ② 확장 CAPEX: CAPEX 투자일정 · 이익 실현 스케줄 분석

### 신규 Site 설치

- '19~'20년 대비 증분 CAPEX의 이익 실현 시점 분석

### 신규 고객 관련

- '22년 이후 지출예정 잔여 CAPEX 분석
- 분석대상기간 내 신규 고객 향 이익의 반영 여부 파악

## ③ 유지 CAPEX의 Cycle 검토 → 분석대상기간 확장

### [C 인프라회사] 유지 CAPEX 장기 추이 분석

백만원	13년	14년	15년	16년	17년	18년	19년	20년	21년	22년
노후화 설비 대체	5,000	5,000	-	-	-	-	-	1,000	8,000	6,000
경상적 유지보수	5,000	5,000	6,000	6,000	6,000	6,000	7,000	7,000	7,000	7,000
유지 CAPEX	10,000	10,000	6,000	6,000	6,000	6,000	7,000	8,000	15,000	13,000

# 05 Wrap-up

# Key takeaways

1

- EBITDA & FCF를 같이 사용하여 분석력 강화

2

- EBITDA adjustments시의 유형별 분석 및 조정 필요
  - Potential adjustments & Other considerations

3

- NWC adjustments를 통한 합리적인 재무 분석 & 기업가치 산출

4

- CAPEX adjustments를 통한 합리적인 재무 분석 & 기업가치 산출

## Wrap - up

# Q & A Session



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.

© 2023 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.