

Deal Advisory 직무교육 – TS 기본 온라인 과정

Financial due diligence의 이해

Table of contents

01	Due diligence의 정의	3
02	Due diligence의 종류	5
03	Due diligence 추진 절차	11
04	Transaction flow	13

01

Due diligence의 정의

1. Due Diligence의 정의

Due Diligence ("DD")의 정의

- "지분 또는 자본구조의 중대한 변화를 일으킬 수 있는 Transaction과 관련하여 대상기업에 대한 재무, 영업, 법률, 환경, 인적자원, IT 활동에 대해 조사하는 업무"

Due Diligence Assistance ("DDA")의 정의

- "대상회사에 대한 잠재적인 투자와 관련하여 고객이 대상회사의 기회 및 위험요소를 분석하기 위해 DD를 수행하는 것을 지원하는 업무"

<Due Diligence 의 어원>

US Securities Act of 1933 에서 기원. 증권 브로커가 증권 구매시 투자자에게 중요한 정보의 부정확한 공시로 인해 소송을 당할 경우 Due Diligence 를 했다는 방어를 할 수 있게 한 부분을 포함한 법률로서, Due Diligence 를 했다는 것은 제공된 정보 하에서 대상회사에 대해 조사를 하고 중요한 발견사항을 투자자에게 보고하였으며, 조사과정에서 제공되지 않은 부분에 대해서는 책임이 없음을 의미함. 현재는 증권거래뿐 아니라 M&A 등에서 사용.

02

Due diligence의 종류

2. Due Diligence의 종류

업무분야별	주요 점검 사항	세부점검 사항
1. Commercial /Operational DD	해당 산업, 또는 시장환경, 성장추세 및 전망, 경쟁분석 등에 대한 DD /대상회사의 영업, 구매 등 주요 Business 에 대한 DD	<ul style="list-style-type: none"> • 산업 및 경쟁업체에 대한 정보 수집 및 산업흐름에 대한 이해 • 인수대상 Market Position • 장단기 영업전략 및 계획 평가, 가격 및 판매조건, 주요거래처 평가 • 원재료 시장 정보수집 및 향후 예측 • 장단기구매 전략, 구매정책, 구매조건, 주요구매처, 거래의 지속가능성 평가 • 생산공정의 효율성, 노후와 평가 및 개선사항 발견 • 과거 CAPEX 검토 및 추가 CAPEX 필요여부 판단 및 추정 • Business Feasibility 에 초점
2. Financial DD	대상회사의 재무상황에 대한 DD	<ul style="list-style-type: none"> • 역사적 수익 구조 및 재무상태 등 분석 • 순이익의 질적 분석(비경상, 비반복적 수익/비용제거 등) • 순자산 분석(자산 및 부채, 우발부채 검토 등) • 운전자본 및 CAPEX 분석 • Sustainability에 초점
3. Tax DD	Financial DD 에 포함될 수 있으며, 대상회사의 세무사항 및 Deal 관련 세무사항에 대한 DD	<ul style="list-style-type: none"> • 조세규정 준수여부 • 과세관청과의 분쟁 내역 검토 • 잠재 Tax위험 분석 • 조세관련 최적 거래 구조 분석(Tax structuring)

2. Due Diligence의 종류

업무분야별	주요 점검 사항	세부점검 사항
4. Legal DD	M&A 관련 및 대상회사의 법률적인 사항에 대한 DD → <u>우발채무로 FDD로 연결</u>	<ul style="list-style-type: none"> 정관, 사규 등 검토 후 M&A 및 인수 후 영향 분석 소송,약정사항, 계약과 관련한 우발부채의 존속가능성 영업상 중요한 법률 검토, 계류 중인 소송사건 및 잠재적 소송사건 검토 자산 소유권 관련 검토
5. Environmental DD	대상회사의 사업과 관련된 환경 관련 사항에 대한 DD → <u>우발부채 및 CAPEX 형태로 FDD와 연결</u>	<ul style="list-style-type: none"> 규제가 있는 환경관련 사항 분석 과거 또는 미래 잠재적 환경규제 위반사례 검토 환경관련 우발부채 및 규제준수를 위한 투자 검토
6. Engineering /Technical DD	대상회사의 기술적인 역량, 생산설비에 대한 DD	<ul style="list-style-type: none"> 기술적 능력 및 업계 내 Position분석 특허권, 상표권, 면허 등의 형태로 소유권 보호여부 전략적 투자자의 경우 R&D Synergy효과 분석 추가적인 개발 비용 검토
7. HR DD	대상회사의 인적자원에 대한 DD → <u>인건비 및 퇴직급여충당부채의 형태로 FDD와 연결</u>	<ul style="list-style-type: none"> 고용관계 급여, 성과급, 퇴직금, 복리후생비 등 인건비 검토 핵심인력 파악 및 Retention여부 검토 노조 및 인원현황 등 파악
8. IT DD	대상회사의 IT 사항에 대한 DD → <u>미래CAPEX 및 손상차손 등 형태로 FDD와 연결</u>	<ul style="list-style-type: none"> Network망 파악/Back-up 및 Security 확인 소프트웨어, 하드웨어 등의 효율성, 소유권 등에 대한 분석 IT 관련 전략 및 투자 금액 분석

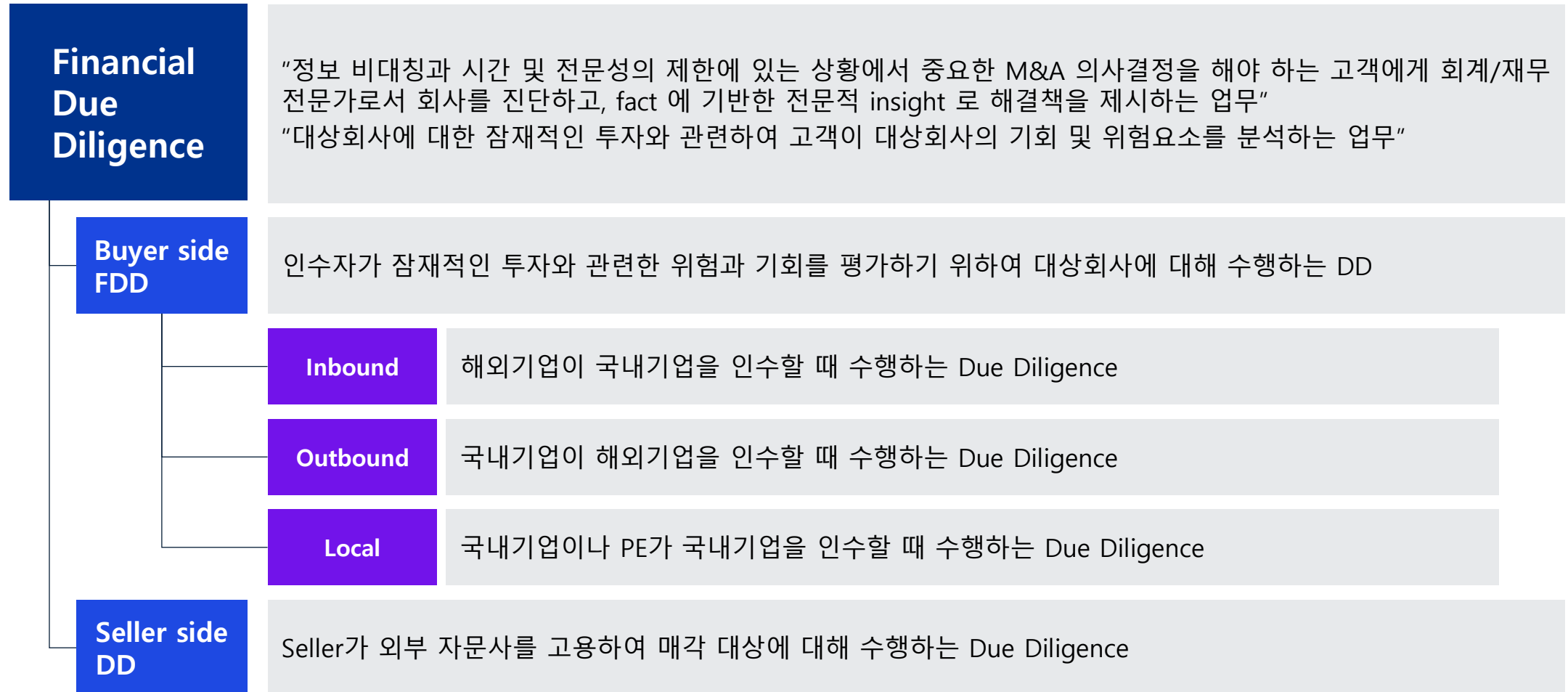
2. Due Diligence의 종류 – DD별 역할



2. Due Diligence의 종류 - 수행자 별(Buyer vs. Seller)

수행자 별 구분	Concerns
1. Buyer side DD	<ul style="list-style-type: none"> 인수자가 잠재적인 투자와 관련한 위험과 기회를 평가하기 위하여 대상회사에 대해 수행하는 DD Buyer side DD보고서의 Addressee: <u>Potential Investors</u>
2. VIDD (Vendor Initiated DD)	<ul style="list-style-type: none"> Seller가 외부 자문사를 고용하여 매각 대상에 대한 DD를 수행. Potential investors가 많을 경우 Buyer Side DD의 생략 또는 축소 목적 (Deal Breakers, Valuation Issue 등을 사전에 파악하고 대응 전략 수립) VIDD 보고서의 addressee: <u>Potential Investors</u> ⇒ 객관적인 제 3자의 관점으로 Deal Breaking 및 Valuation issue에 대하여 파악
3. Pre-sale DD	<ul style="list-style-type: none"> Seller가 외부 자문사를 고용하여 매각 대상에 대한 DD를 수행. Deal Breakers, Valuation Issue 등을 사전에 파악하고 대응 전략 수립 (potential investors 에게 배포목적으로도 이용) PSDD 보고서의 addressee: <u>Seller</u> (VIDD 보다는 Seller 친화적임 ⇒ Seller입장에서 사전 Issue및 대응 논리 파악 위주

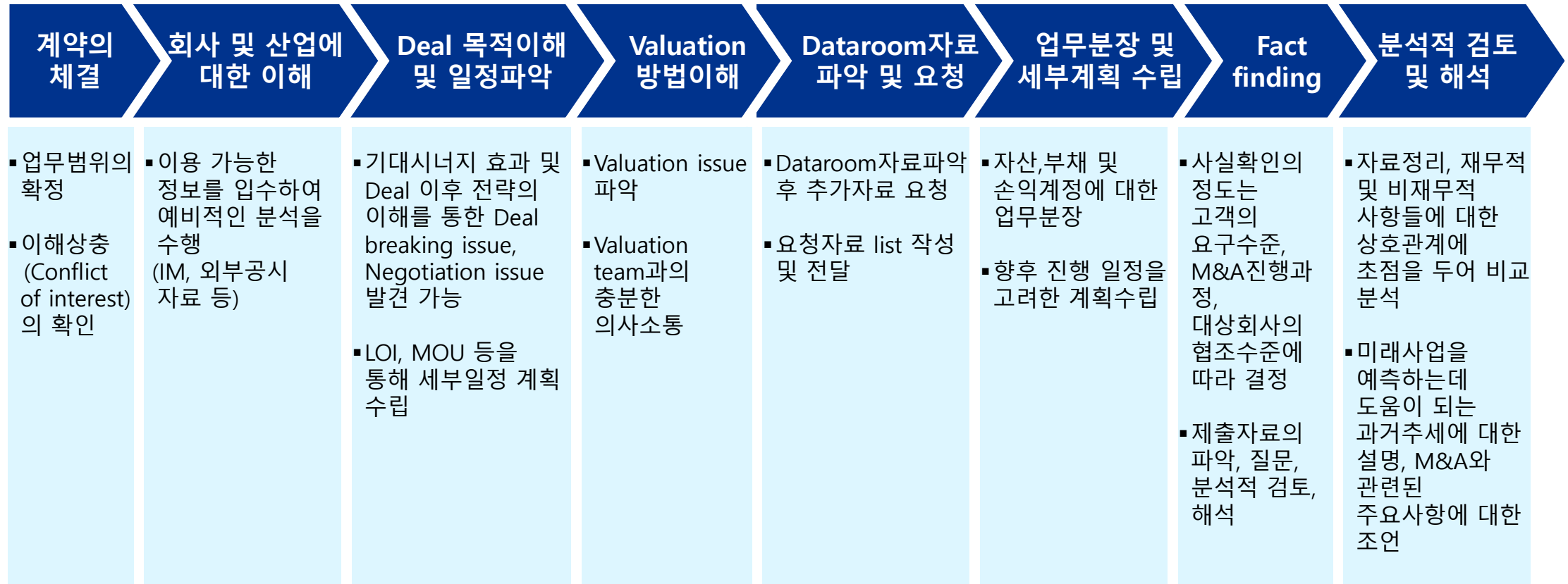
2. Due Diligence의 종류 – Financial Due Diligence



03

Due diligence 추진절차

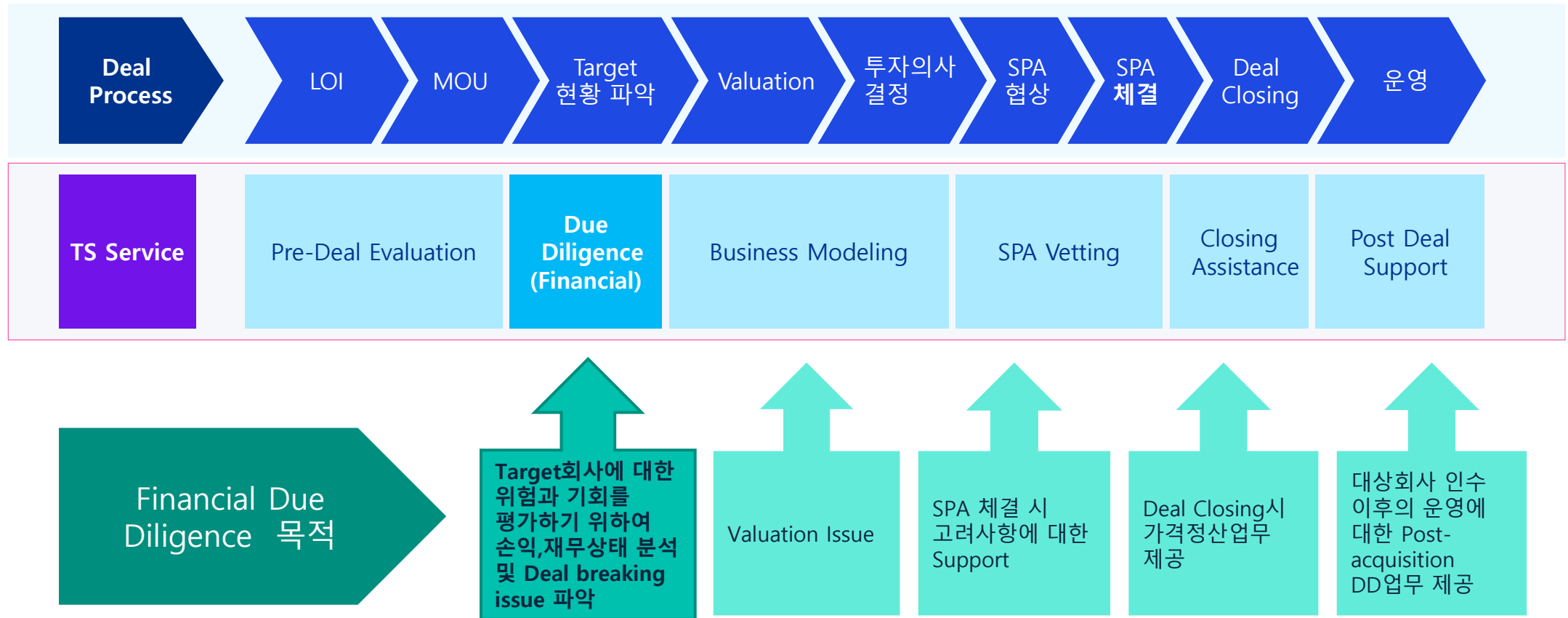
3. Due diligence 추진 절차



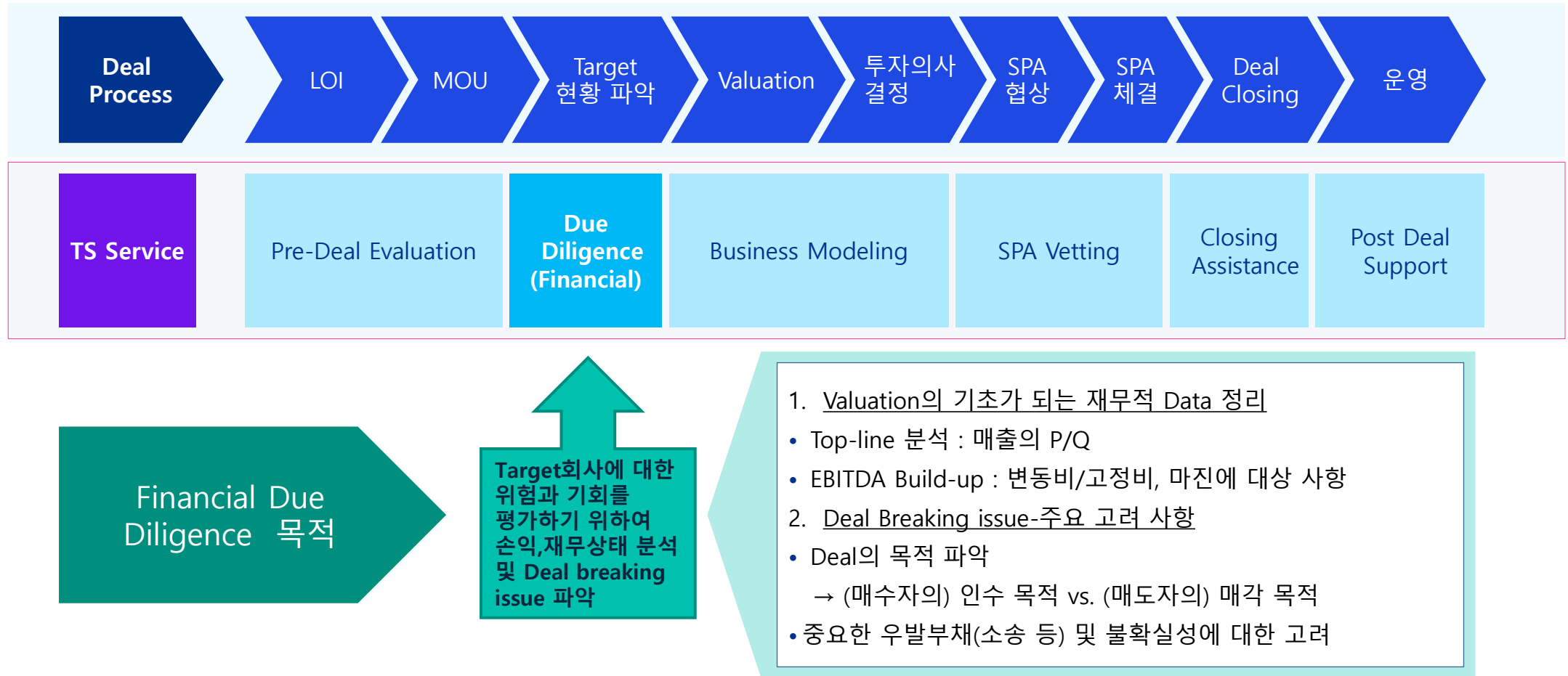
04

Transaction flow

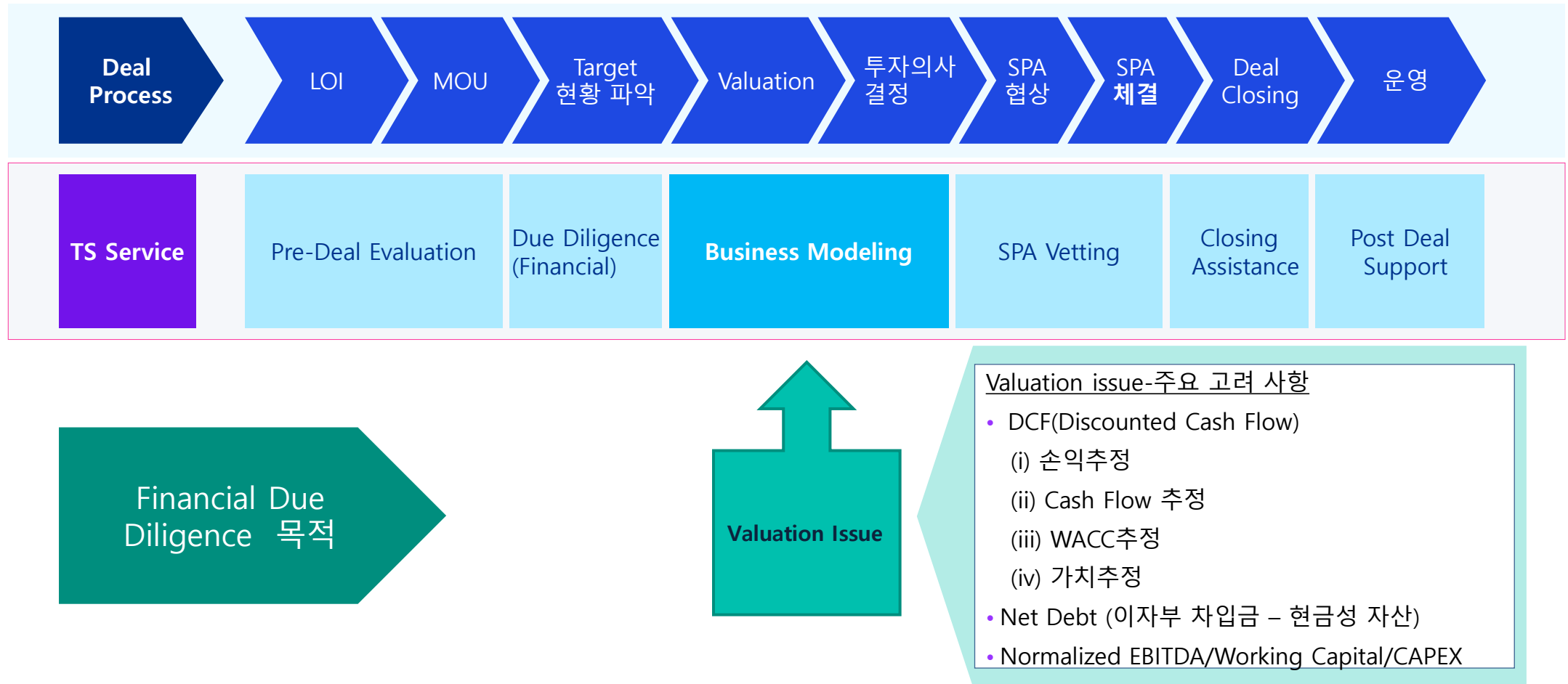
4. Transaction Flow, Overview



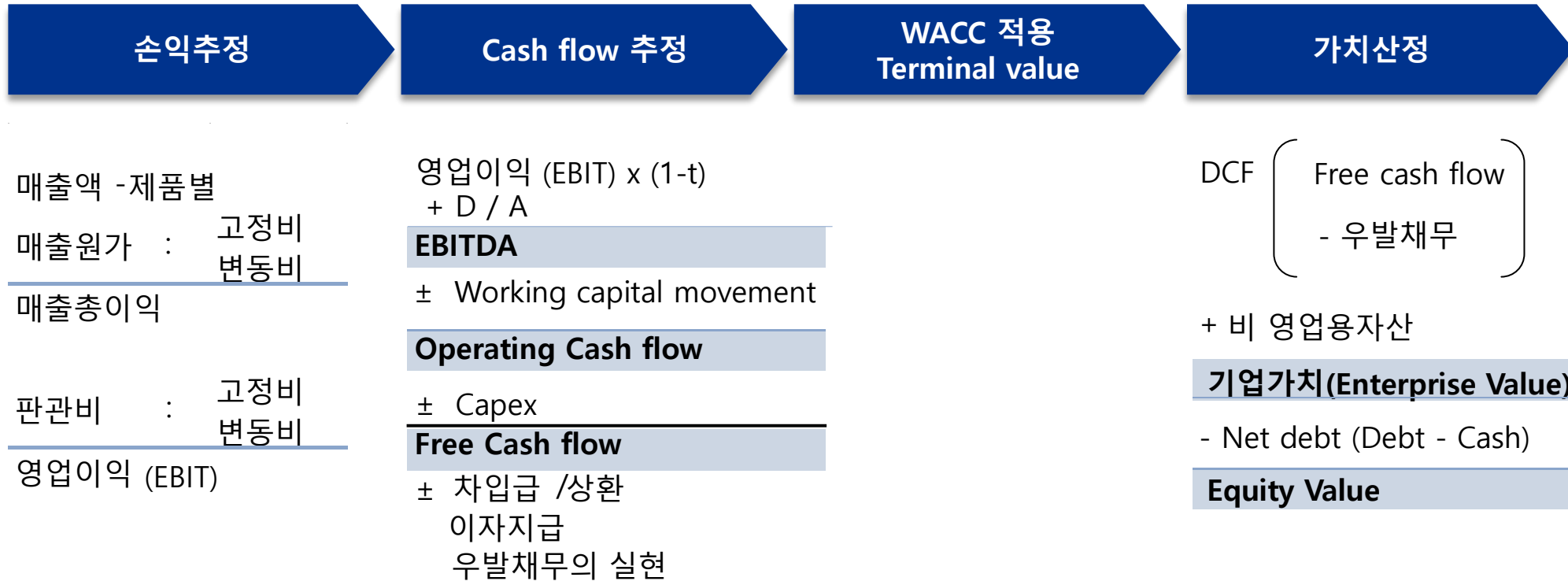
4. Transaction Flow, Due Diligence



4. Transaction Flow, Business Modeling



4. Transaction Flow, Business Modeling - DCF



4. Transaction Flow, Business Modeling – BS

재무상태표

Cash	Debt
A/R	A/P
Inventory	
유무형자산	자본

기업가치 평가란?

→ 기업이 보유한 자산과 부채의 공정가치를 평가

취득원가로 인식되는 기계장치는? 영업권은?

→ 관련 자산의 미래 현금흐름의 현재가치 → DCF

Equity Value (DCF)

Operating Cash Flow

EBITDA

(+/-)운전자본의 변동

(-) CAPEX

Free cash flow

Sum of Free cash flow

Enterprise Value
(기업가치)

(-) Net Debt

(=) Equity Value

4. Transaction Flow, Business Modeling – EBITDA

Operating cash flow - DCF

영업이익 (EBIT)

(+) 감가상각비 (Depreciation)

(+) 무형자산상각비 (Amortization)

EBITDA

(-) TAX

(+/-) 운전자본의 변동(A/R, A/P)

영업활동현금흐름

Operating cash flow - 감사보고서

당기순이익

(+) 법인세비용

(+) 감가상각비/무형자산상각비

(+) 퇴직급여 / 대손상각비

(-) TAX / 퇴직금지급

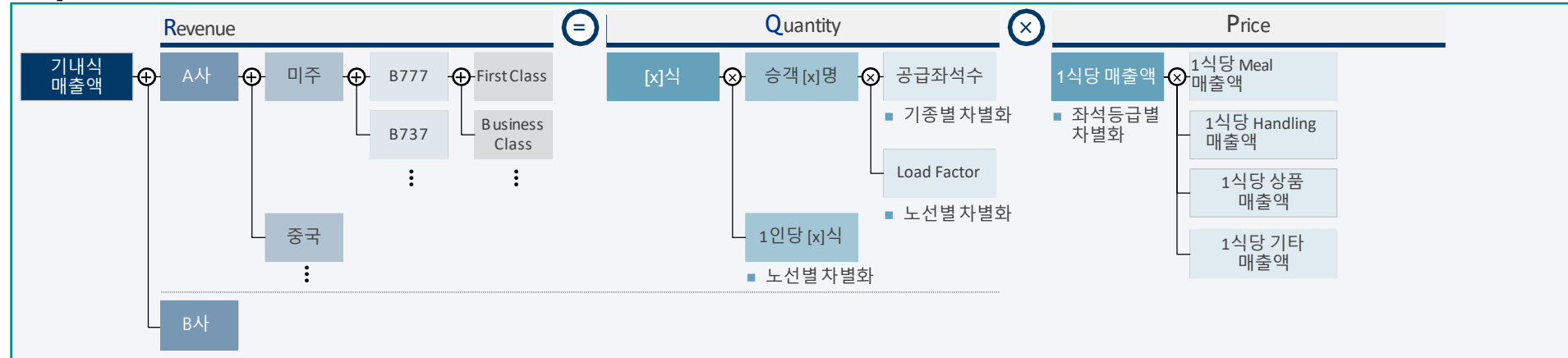
(+/-) 운전자본의 변동(A/R, A/P)

영업활동현금흐름

이론적으로 차이 없으나, 실무상 관점에 의하여 일부 차이 존재

4. Transaction Flow, Business Modeling – EBITDA

Top-line 구성 (예시)



EBITDA Build-up

대구분	소구분	세부 계정 또는 채널	비용 Driver
재료비	A사	First Class/ Business class	식당 재료비 원가% 추이
인건비	공장제조	급여/퇴직급여/복리후생비	CAPA고려 인원 x 인당인건비 추이
기타 비용	변동비	매출액 대비 변동	매출액 대비 %의 추이
		시설(CAPA)대비 변동	생산수량 대비 비용 추이
	고정비	의사결정사항	경쟁사 대비 지급 수준
		기타비용	연간 변동 추이

Driver란? : Top-line을 나누고, PQ로 분석하는 일련의 과정

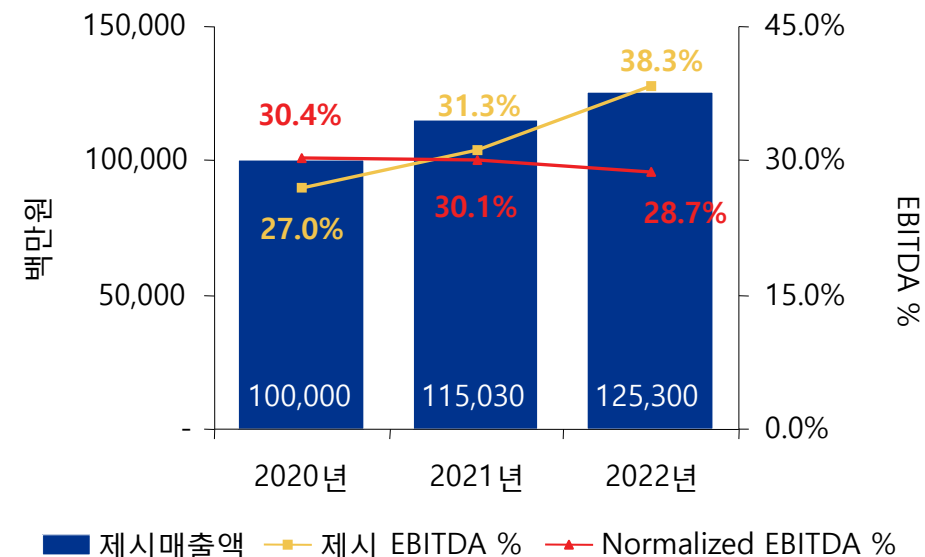
4. Transaction Flow, Business Modeling – EBITDA

EBITDA - Normalization

Quality of earnings			
	2020 년	2021 년	2022 년
백만원	12 개월	12 개월	12 개월
제시매출액	100,000	115,030	125,300
제시 EBITDA	27,000	36,000	48,000
	27.0%	31.3%	38.3%
Potential normalization			
1 비경상적인 매출 (※)	-	-	(1,000)
2 계열사 간접비 배부	100	90	100
3 환율변동효과	(1,000)	(1,200)	(900)
4 대손환입(추정 변경)	-	-	(10,000)
5 리스상각비	(1,200)	(1,500)	(2,000)
6 중단사업	3,000	1,200	1,000
7 일회성비용	2,500	-	-
	3,400	(1,410)	(12,800)
Normalized EBITDA	30,400	34,590	35,200
Normalized 매출액	100,000	115,030	122,800
	30.4%	30.1%	28.7%

(※) 비경상적인 매출액은 2,500백만원, 매출원가는 1,500백만원임

Normalized EBITDA % analysis



4. Transaction Flow, Business Modeling – WC, CAPEX

DCF 방법 하에서는 Working capital, CAPEX 에 대한 분석이 반드시 수반되어야 함

Case comparison- Case 1					
KRW m	가정	Year 1	Year 2	Year 3	Year 4
Sales		5,000	6,000	7,200	8,640
COGS	60%	(3,000)	(3,600)	(4,320)	(5,184)
Other expense (excl.D&A)	20%	(1,000)	(1,200)	(1,440)	(1,728)
EBITDA		1,000	1,200	1,440	1,728
AR	60 days	833	1,000	1,200	1,440
AP	30 days	(250)	(300)	(360)	(432)
Net working capital		583	700	840	1,008
Working capital movement			117	140	168
Operating cashflow			1,083	1,300	1,560
Conversion rate			90%	90%	90%
CAPEX	10% of sales		600	720	864
Free cashflow			483	580	696

Case comparison- Case 2					
KRW m	가정	Year 1	Year 2	Year 3	Year 4
Sales		5,000	6,000	7,200	8,640
COGS	60%	(3,000)	(3,600)	(4,320)	(5,184)
Other expense (excl.D&A)	20%	(1,000)	(1,200)	(1,440)	(1,728)
EBITDA		1,000	1,200	1,440	1,728
AR	10 days	137	164	197	237
AP	60 days	(500)	(600)	(720)	(864)
Net working capital		(363)	(436)	(523)	(627)
Working capital movement			(73)	(87)	(105)
Operating cashflow			1,273	1,527	1,833
Conversion rate			106%	106%	106%
CAPEX	5% of sales		300	360	432
Free cashflow			973	1,167	1,401

동일한 매출과 EBITDA 를 가진 business 의 가치가 운전자본과 CAPEX 에 따라 큰 차이가 나타날 수 있음

4. Transaction Flow, Business Modeling – WC

Working Capital	<ul style="list-style-type: none"> There is <u>no universal definition of working capital available</u>, either in law or stipulated by accounting standards
	<ul style="list-style-type: none"> 일반적으로 매출채권, 재고자산, 매입채무가 포함됨.

Working Capital vs CAPEX, Net Debt

미지급금	<ul style="list-style-type: none"> 공장 증축 관련 대금 미지급금은 Working Capital인가?
선수금	<ul style="list-style-type: none"> 건설회사의 선수금은 Working Capital인가?
Usance 차입금	<ul style="list-style-type: none"> USANCE 차입금은 Debt인가?

4. Transaction Flow, Business Modeling – WC

예시

- 무역회사 A,B가 있다.
- A, B 모두 해외 Vendor로 부터 900원에 매입하여 1,000원에 판매하며, 매입대금 이외 비용은 없다.
- 모든 매출은 현금으로 입금된다.
- 채무는 A,B사 모두 365일 이후 지급되나 B사는 Usance를 이용한다.
- 상기 현금흐름은 영구히 지속되며, Tax는 없으며, 현할차 10% 가정.
- Usance 이용에 따른 이자 지급은 없다.
- 인수연도(2022년)의 A사, B사의 손익계산서 및 재무상태표는 다음과 같다.
- A사와 B사의 Equity Value는 얼마인가??

A사

재무상태표

현금	1,000	매입채무	900
		이익잉여금	100
	1,000		1,000

손익계산서

매출	1,000
비용	900
EBITDA	100

B사

재무상태표

현금	1,000	USANCE	900
		이익잉여금	100
	1,000		1,000

손익계산서

매출	1,000
비용	900
EBITDA	100

4. Transaction Flow, Business Modeling – WC

A사, B사 – USANCE를 W/C로 보는 경우

	Year 0	Year1	Year2	Year3	Year4	Year5	영구
EBITDA		100	100	100	100	100	100
운전자본변동		0	0	0	0	0	0
OCF		100	100	100	100	100	100
현재가치계수		0.9091	0.8264	0.7513	0.6830	0.6209	6.2092
현재가치		90.91	82.64	75.13	68.30	62.09	620.92
Sum of OCF	1,000						
Net Debt	-1,000 (Cash 1,000, 차입금 없음)						
Equity value	2,000						

재무상태표

현금	1,000	매입채무(USANCE)	900
		이익잉여금	100
	1,000		1,000

Net Debt = 차입금 0 – 현금 1,000 = (-) 1,000

B사 – USANCE를 Debt로 보는 경우

	Year 0	Year1	Year2	Year3	Year4	Year5	영구
EBITDA		100	100	100	100	100	100
운전자본변동		0	0	0	0	0	0
OCF		100	100	100	100	100	100
현재가치계수		0.9091	0.8264	0.7513	0.6830	0.6209	6.2092
현재가치		90.91	82.64	75.13	68.30	62.09	620.92
Sum of OCF	1,000						
Net Debt	-100 (Cash 1,000, 차입금 900)						
Equity value	1,100						

재무상태표

현금	1,000	USANCE	900
		이익잉여금	100
	1,000		1,000

Net Debt = 차입금 900 – 현금 1,000 = (-) 100

어떠한 항목을 Working capital로 보느냐, Debt로 보느냐에 따라 Equity Value는 큰 차이를 보임.
Working Capital 및 Debt 분류에 유의하여야 함.

4. Transaction Flow, Business Modeling – Net Debt

Net Debt

- Net debt is defined as the debt less cash (Debt – Cash)

Importance

- 재무상태표상의 차입금과 현금만을 의미하지는 않는다.

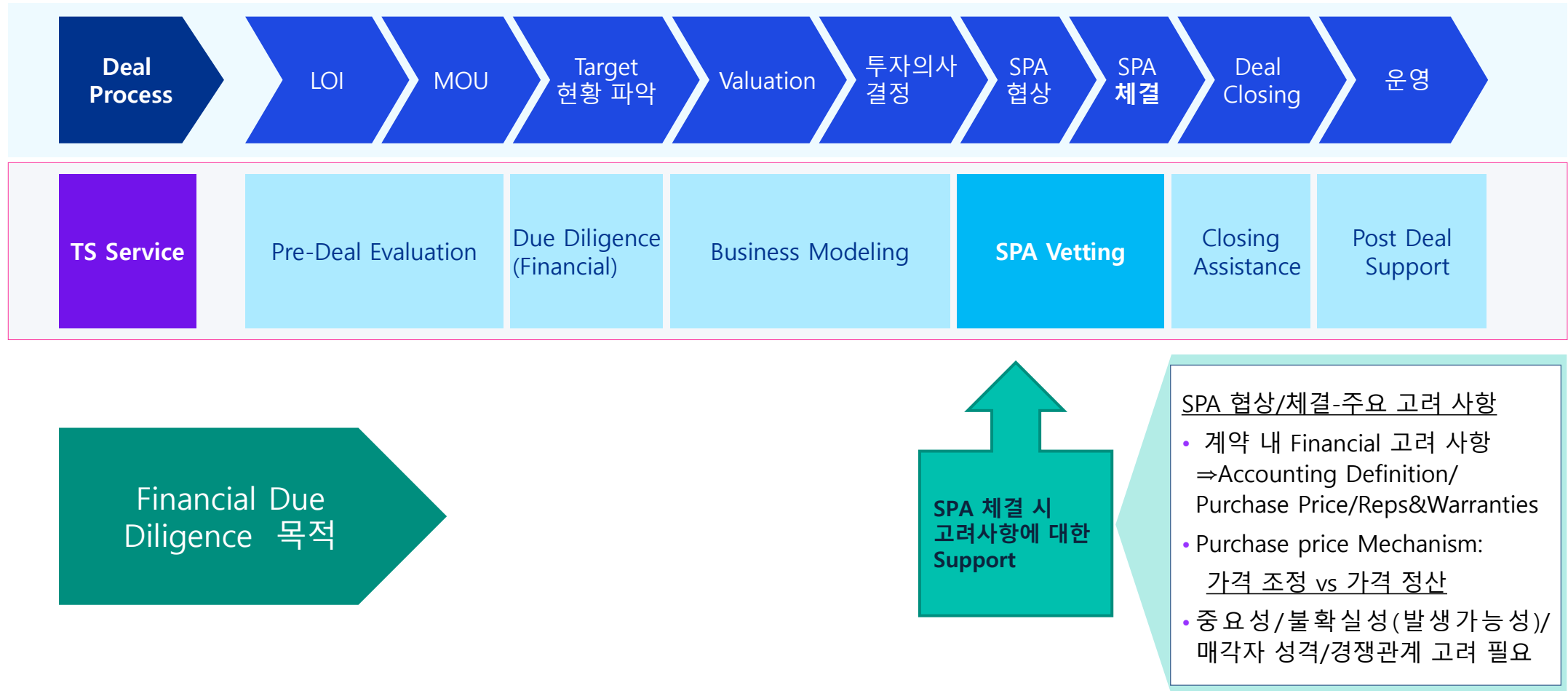
Cash?

- 단기금융상품은? 보통 Cash에 포함.
- 사용이 제한된 현금은 Cash 포함 되어야 하는가?

Debt?
(Debt like items)

- 인수 시점 미지급법인세는 Debt인가?
- 미지급 배당금은 Debt 인가?
- 퇴직급여충당부채는 Debt 인가?

4. Transaction Flow, SPA Vetting



4. Transaction Flow, Closing Assistance

가격조정 mechanism

- 실사 결과에 따른 회사의 총 순자산 변동액에 “실사기준일 현재 회사의 발행주식총수 중 본건 매각대상주식이 차지하는 비율”을 곱한 금액을 한도로 조정요청을 할 수 있다. 다만, 어떠한 경우에도 매수인의 조정요청 금액은 최초 매매대금의 [*]%를 초과하지 못한다.
- ✓ Mechanism은 순자산 조정임
- ✓ 가격 조정 대상금액 = 순자산 변동금액 * 구주 인수비율(XX%)
- ✓ 한도(Cap) = 구주 매매대금 * XX%

가격조정 조항

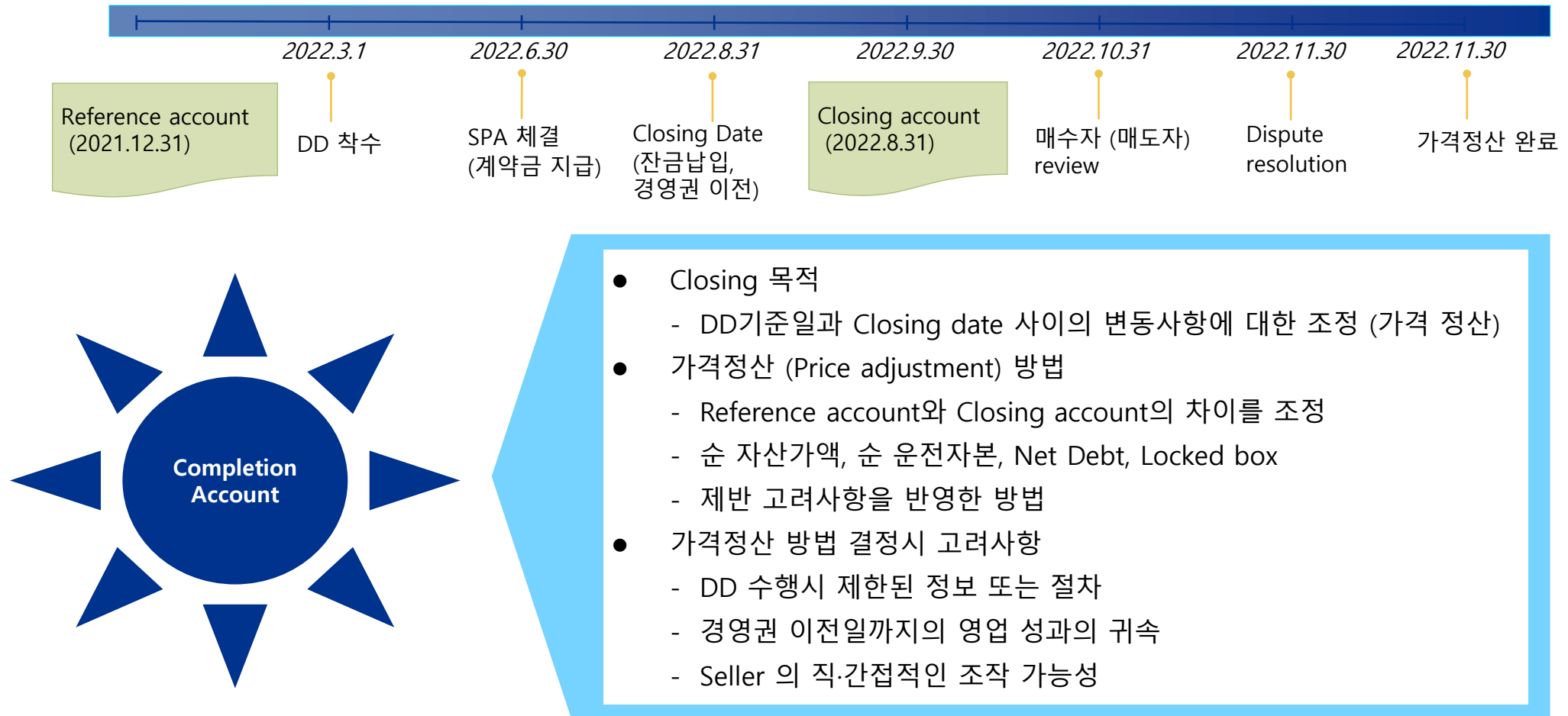
- ① 상세실사나 기타 다른 적법한 방법에 의해 매수인이 확인한 정보 및 자료에 비추어, 본건 입찰 전 실시된 실사(이하 “상세실사”) 시 또는 입찰일까지 회사나 매각주간사가 매수인에게 제공한 정보 및 자료(관련 법령에 의해 공시된 자료 포함)에 오류 또는 누락이 있음이 인정되고, 그 오류 또는 누락이 실사기준일 현재 회사의 재무제표(이하 “기준 재무제표”)상 순자산에 부정적인 영향을 미친다는 사실이 인정되는 경우
- ② 입찰실사 동안 또는 입찰일까지 매수인에게 제공된 자료 내지 정보에 포함되어 있지 않은 사실이 발견되고, 그러한 사실이 실사기준일 현재 회사의 순자산에 부정적인 영향을 미치는 것으로 인정되는 경우
- ③ 실사기준일 이후에 회사의 순자산에 부정적인 영향을 미치는 새로운 사실이 발생한 경우 (다만, 주식시장에서의 가격 변동, 시장상황의 변경 및 그로 인한 영향, 법령의 변경이나 경제사정(거시경제지표)의 변화 등 회사가 통제할 수 없는 외부 환경의 변화 및 그로 인한 영향은 제외됨)

4. Transaction Flow, Closing Assistance

가격조정의 예외사항 – SPA상 가격조정 Mechanism을 정할 때, 일반적으로 하기 사유가 추가됨.

- 실사기준일 이후 통상적인 사업과정에 따른 순자산의 변동을 이유로 한 조정(다만, 이와 관련하여 매도인들과 회사가 본 계약을 준수한 경우에 한한다)
- 실사기준일 현재 회사가 일관되게 채택 또는 적용한 회계정책 또는 방법과 다른 회계정책 또는 방법이 적용되어야 함을 이유로 한 조정(다만, 회사의 회계정책 또는 방법이 회계처리기준에 부합하는 경우에 한한다.)
- 채권의 회수 가능성에 대한 판단, 자산 가치에 대한 평가(감정평가에 의한 자산 평가액의 변동 포함)
- 소송 기타 명목 여하를 불문한 분쟁사건 중 확정되지 않은 사건
- 조세, 충당부채 또는 기타 계약이나 법령 위반 또는 위반 가능성으로 인한 우발채무 내지 그 현실화 가능성에 관한 견해 차이를 이유로 한 조정
- 입찰실사 시 또는 입찰일 이전까지 제공된 자료 내지 정보 또는 일반에 공개된 정보에 관한 사항을 이유로 한 조정

4. Transaction Flow, Closing Assistance



4. Transaction Flow, Closing Assistance



- 특징
 - No completion adjustment mechanism. Price paid is fixed.
 - 기준 B/S 일 이후의 재무적인 Risk 또는 Reward가 Buyer 에게 귀속
- Issues for the Buyer
 - 일반적으로는 Price adjustment mechanism 보다 위험
 - 기준 B/S일 이후 Business control 이 약해질 가능성
 - 기준 B/S 에 대한 상세 Due diligence 필요
 - 기준 B/S 에 대한 warranty 의 요구 필요
 - 경쟁입찰시 상대적 우위를 차지하기 위한 Card
- Issues for the Seller
 - Price adjustment mechanism 에서 Buyer가 감액을 요구할 가능성 배제
 - 기준 B/S일 이후의 profit이 Buyer 에게 귀속



Thank you



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.