



Deal Advisory 서비스라인 교육 (Val)

# Valuation 및 할인율에 대한 이해

삼성KPMG Deal Advisory

Internal use Only

# Table of Contents

- I. Valuation의 이해
- II. Income Approach의 이해
- III. Market Approach의 이해
- IV. 할인율의 이해
- V. Debrief

## Quiz. 다음 중 가치평가가 불가능 한 것은?

- (1) 거래정지 상태인 상장주식
- (2) 내용연수가 모두 경과된 기계장치
- (3) 삼정회계법인에 근무하고 있는 직원들의 노동력
- (4) 특허받지 않은 기술력

## I. Valuation의 이해

# 1. 가치평가의 개념

가치평가란 이용가능한 정보를 활용하여 가치를 매길 수 있는 모든 대상에 대해 합리적이고 체계적으로 가치를 평가하는 과정을 말합니다.

## (1) 가치평가란?

- 이용 가능한 정보를 활용하여 평가대상에 대해 합리적이고 체계적으로 값(Price)을 결정하는 과정
- 가치를 매길 수 있는 모든 유·무형의 대상에 대한 값(Price)을 계산하는 것

## (2) 가치평가의 목적

- 경제적 의사결정을 도와주는 도구
- 기업의 양수도, 직접투자, 대출 등의 의사결정에서 가장 중요한 기준 중의 하나임

## (3) 가치평가의 다양한 대상

- 기업, 주식
- 토지, 건물, 기계장치
- 무형자산
- 파생상품

## I. Valuation의 이해

## 2. 다양한 가치의 개념

가치는 여러 가지 방식으로 정의되고 있으며 가치의 개념으로 흔히 언급되는 것은 다음과 같습니다.

구분	정의
Market Value(시장가치)	매도자와 매수자가 상호 합의한 가격
Fair Value(공정가치)	측정일에 시장 참여자간 정상거래에서 자산의 매도로 수취하거나 부채의 이전으로 지급하게 될 가격
Investment Value(투자가치)	투자로 인한 추가적인 가치창출이 고려된 가치
Intrinsic Value(내재가치)	기업의 고유한 재무상황 및 기업이 갖는 현금흐름 창출능력을 바탕으로 평가되는 가치
Relative Value(상대가치)	평가대상과 유사한 기업의 가격을 통해 평가되는 가치

## I. Valuation의 이해

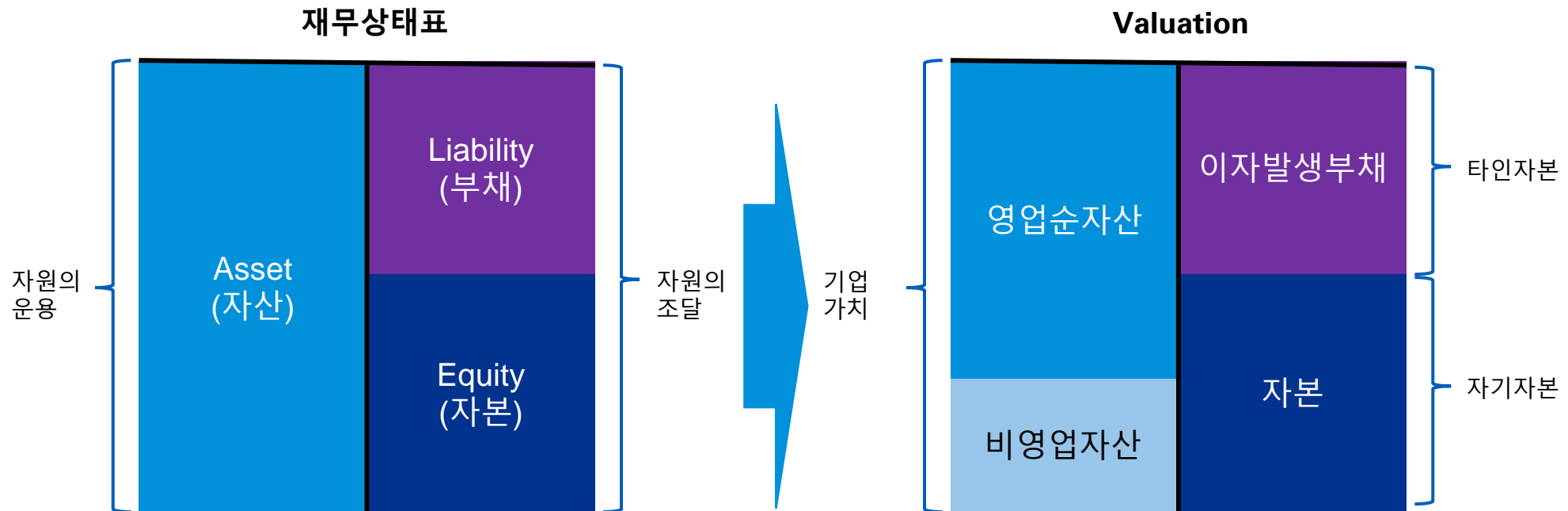
### 3. 가치평가의 기본가정

가치평가는 기본적으로 계속기업을 가정하고 있습니다.

- 계속 기업 가정(Going Concern Premise): 기업의 존재의미는 향후 기업활동을 통해 소득을 창출하는데 있으므로 특별한 경우를 제외하고는 계속 기업을 전제로 함
- 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
- 기업의 가치를 미래 수익 창출 능력의 평가액이라 할 때 미래 수익 창출 능력을 결정하기 위해서는 내부환경요소, 외부환경요소, 양적인 요인, 질적인 요인을 모두 고려해야 함

## 4. 재무상태표와 Valuation의 관계

재무상태표는 자원의 조달과 이를 통한 운용의 결과를 보여주는 것이며 가치평가시 재무상태표를 향후 가치창출 관점에서 분석하여야 합니다.



\*) 영업순자산 = 영업자산 - 영업부채

## I. Valuation의 이해

## 5. 손익계산서와 Valuation의 관계

손익계산서는 발생주의 관점에서 수익과 이에 대응하는 비용을 표시한 표이며 가치평가에 이용되는 잉여현금흐름(Free Cash Flow)은 현금주의 관점에서 기업이 창출하는 현금흐름을 산출된 것입니다.

손익계산서		잉여현금흐름(FCF)
매출		매출
(-) 매출원가		(-) 매출원가
매출총이익		매출총이익
(-) 판매비와관리비		(-) 판매비와관리비
영업이익		영업이익
영업외수익		(-) 영업이익에 대한 법인세
(-) 영업외비용		세후 영업이익
법인세차감전순이익		(+) 감가상각비
(-) 법인세비용		(±) 순운전자본 변동
당기순이익		(-) CAPEX
		잉여현금흐름(FCF)





## 6. 가치평가방법론의 종류

가치평가방법은 이론적으로 **Income Approach, Market Approach, Cost Approach**로 구분됩니다.

이론적 평가방법	Income Approach	DCF (Discounted Cash Flow) Method	FCFF (Free Cash Flow to Firm)	기업에 귀속되는 잉여 현금흐름(FCFF) 및 할인율(WACC) 추정을 통한 수익가치 평가
			FCFE (Free Cash Flow to Equity)	주주에 귀속되는 잉여 현금흐름(FCFE) 및 할인율(Cost of Equity) 추정을 통한 수익가치 평가
		Dividend Discount Model		미래 배당 현금흐름의 현재가치
	Market Approach	Guideline Public Company Method		유사 회사의 시장가치, 수익 지표 등을 활용한 상대가치평가
		Guideline Transaction Method		유사 회사의 최근 거래가격을 이용한 상대가치평가
	Cost Approach	Net Asset Value Method		보유자산 및 부채를 시장가치로 환원하여 평가
		Replacement Cost Method		대체원가를 통한 가치평가
관련 법령상 평가방법	상속세 및 증여세법 상 평가		거래되는 시가가 없는 경우 주당 순자산 가치와 순순익가치의 가중평균으로 산정	
	증권의발행및공시등에관한규정		상장법인과 합병하는 비상장법인의 합병가액 산정 시, 비상장법인의 자산가치와 수익가치를 1:1.5로 가중 평균하여 산정	

## 7. 가치평가방법론의 접근방법

가치평가지 적용가능한 평가방법론과 법규상 평가방법의 접근방법은 아래와 같습니다.

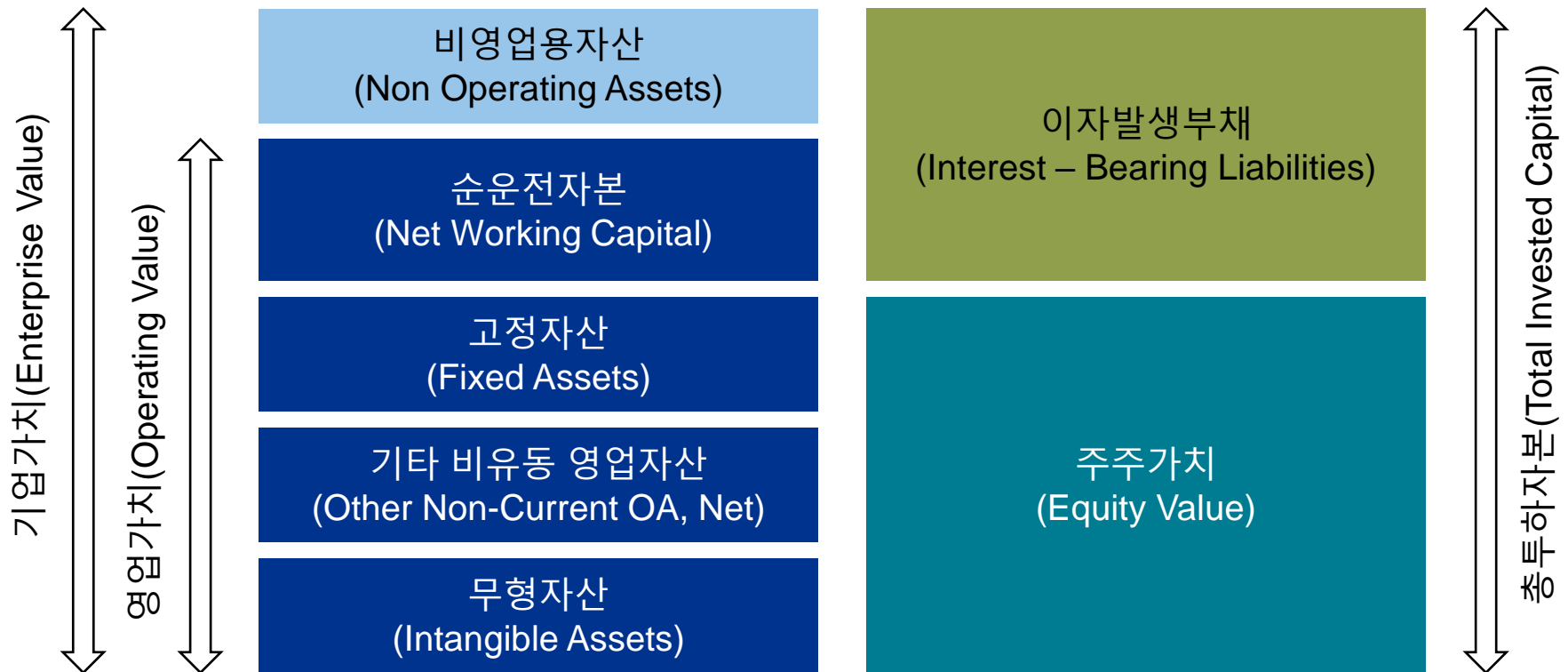
	이익접근법	자산접근법	시장접근법	자본시장법에 따른 평가	상증법에 따른 평가
이익접근법	DCF 등			수익가치	순순익가치
자산접근법		공정가액기준 순자산 등		본질가치	보충적평가방법
				자산가치	순자산가치
시장접근법			EV/EBITDA 등	비교공시	평가심의

# Table of Contents

- I. Valuation의 이해
- II. Income Approach의 이해
- III. Market Approach의 이해
- IV. 할인율의 이해
- V. Debrief

# 1. Operating Value vs Enterprise Value vs Equity Value

Operating Value, Enterprise Value, Equity Value는 아래와 같이 구분됩니다.

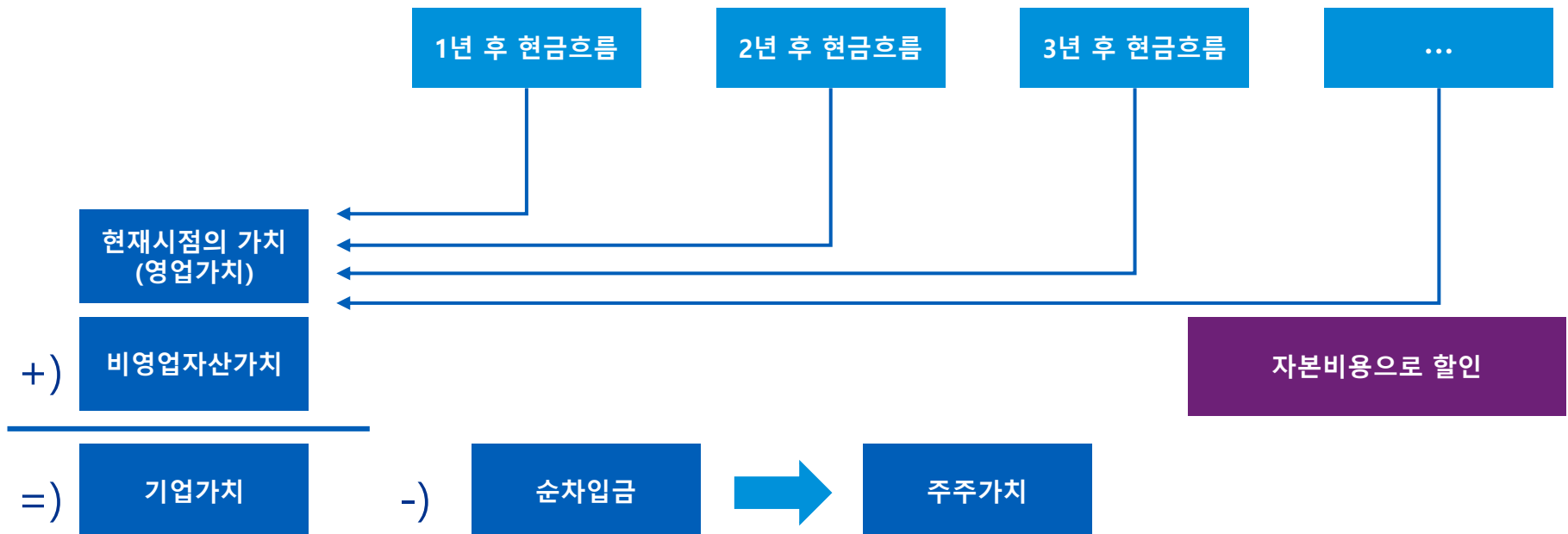


$$\text{기업가치(Enterprise Value)} = \text{영업가치} + \text{비영업자산가치} = \text{타인자본} + \text{자기자본}$$

## II. Income Approach의 이해

## 2. 기본계산구조

이익접근법의 기본계산구조는 아래와 같습니다. 이익접근법 적용시 가장 중요한 것은 미래현금흐름과 할인율입니다.



\*) 순차입금(Net Debt) = 이자발생부채 – 현금및현금성자산

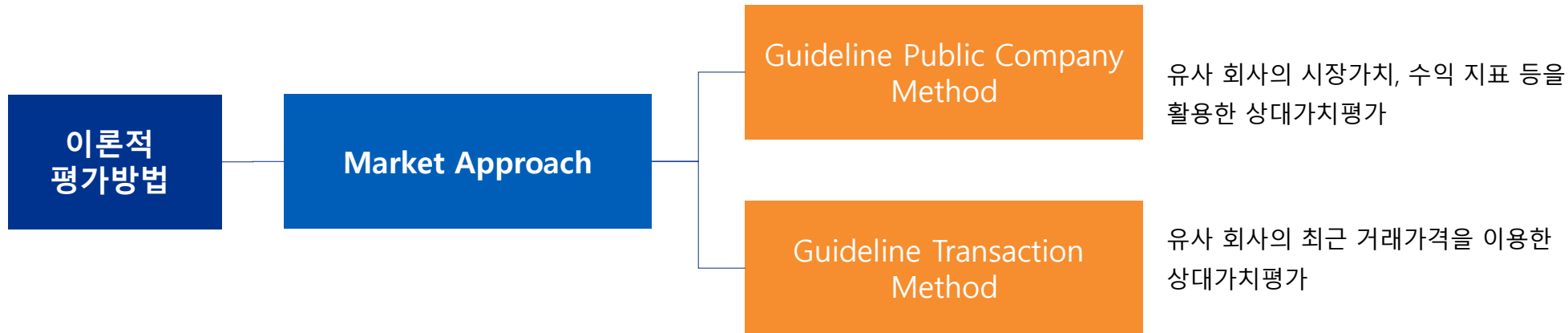
# Table of Contents

- I. Valuation의 이해
- II. Income Approach의 이해
- III. Market Approach의 이해
- IV. 할인율의 이해
- V. Debrief

## III. Market Approach의 이해

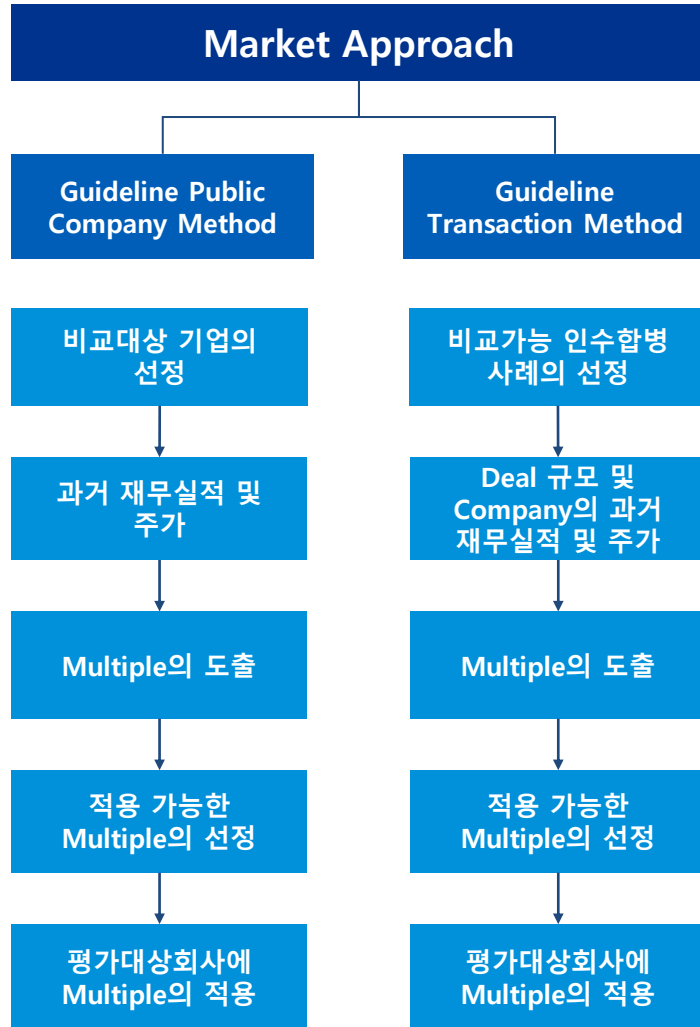
## 1. Market Approach란?

Market Approach는 유사 회사의 시장가치, 수익 지표 등을 활용하거나 유사회사의 최근 거래가격을 이용하여 평가대상을 평가하는 상대가치 평가방법입니다.



- Guideline Public 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.

## 2. Market Approach 방법론



### Guideline Public Company Method

- Guideline Public Company Method란 자본시장에서 실제 형성되고 있는 유사회사의 시장가치와 매출액, 영업이익, EBITDA 등의 지표와의 배수(Trading Market Multiple)를 이용하여 이를 대상회사 또는 대상사업에 적용함으로써, 가치를 분석하는 방법입니다.
- 본 방법은 주식시장이 효율적이라면 주식가격은 기업의 가치를 반영하는 척도로 간주될 수 있으므로, 대상회사와 유사한 성격을 가진 회사들의 주식가격을 비교함으로써 대상회사의 상대적인 가치를 측정할 수 있다는 가정에 근거하고 있습니다.

### Guideline Transaction Method

- Guideline Transaction Method란 동종업계 인수합병 사례에서 실제 지불된 거래대금(Deal Price)과 매출액, 영업이익, EBITDA 등의 지표와의 배수(Transaction Multiple)를 이용하여 이를 대상회사 또는 대상사업에 적용함으로써, 가치를 분석하는 방법입니다.



# Table of Contents

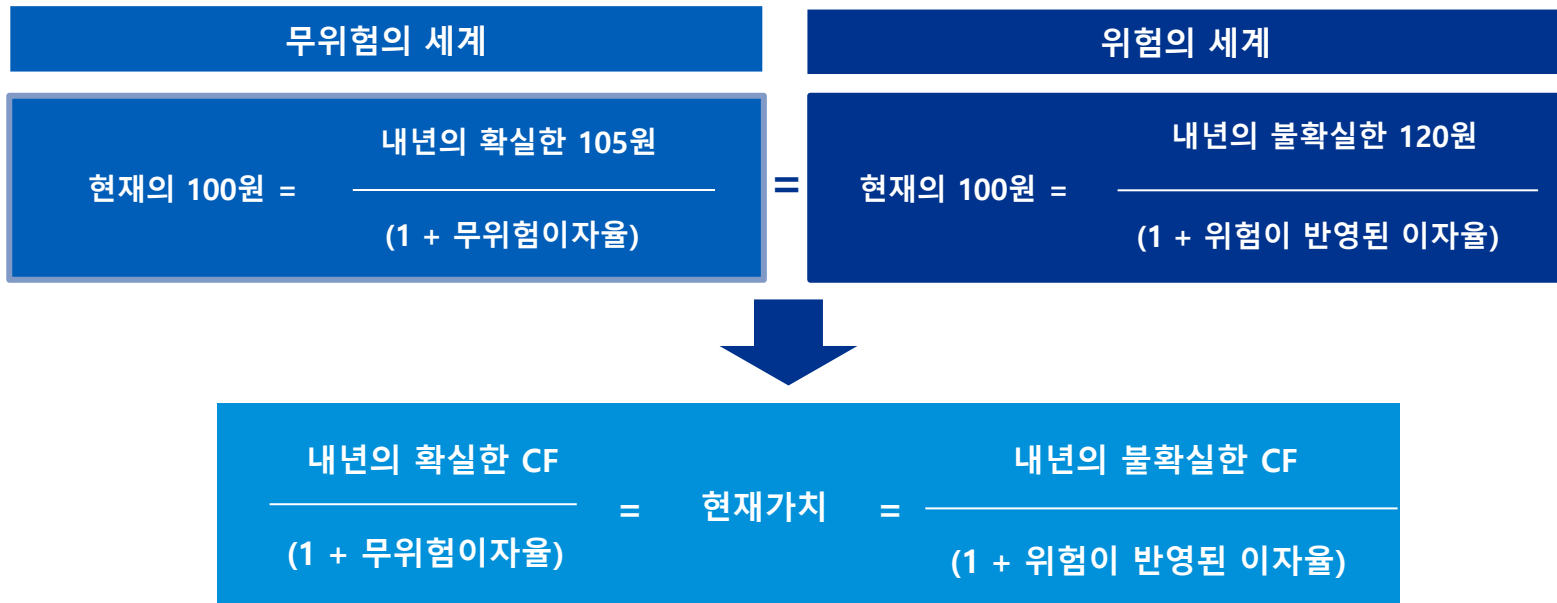
- I. Valuation의 이해
- II. Income Approach의 이해
- III. Market Approach의 이해
- IV. 할인율의 이해
- V. Debrief

## IV. 할인율의 이해

## 1. 할인율에 대한 이해

**할인율(Discount Rate)**이란 기회비용이자 투자자의 요구수익률을 의미합니다.

- 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 할인해야 함
- 주주잉여현금흐름 (Free Cash Flow to Equity)은 주주의 기회비용 (요구수익률)이 반영된 Cost of equity으로 할인해야 함



## IV. 할인율의 이해

## 2. 가중평균자본비용(Weighted Average Cost of Capital)

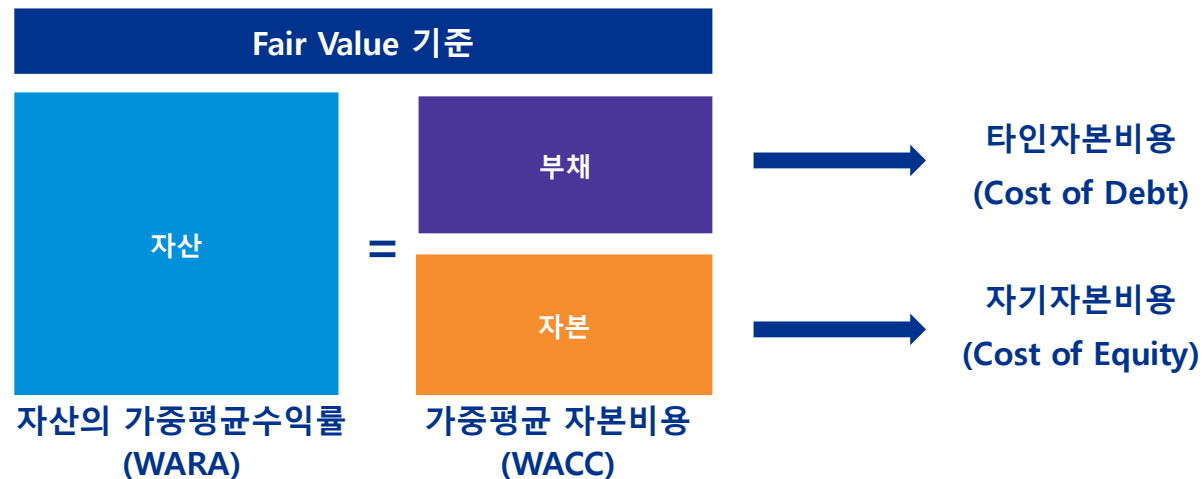
가중평균자본비용은 채권자의 요구수익률과 주주의 요구수익률을 가중평균한 자본비용을 의미합니다.

### ■ 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) 기준이다.



## IV. 할인율의 이해

### 3. 타인자본비용

타인자본비용을 산출하는 방법은 아래와 같습니다.

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

- 채권자 입장에서 기대하는 최소한의 요구수익률.
- 타인자본비용은 유효세율을 감안한 세후 개념임. 세율은 대상회사의 한계법인세율을 적용.
- 이론적으로는 회사가 조달 가능한 타인자본의 미래 이자율을 구하는 것이며, 실무적으로는 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.

## IV. 할인율의 이해

## 4. 자기자본비용(Cost of Equity)

주주의 요구수익률을 계산하는 방식은 아래와 같습니다.

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

## 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, 미국의 경우 Treasury bond 10년, 20년 사용)

**Beta**

- = 시장수익률에 대한 체계적 위험
- = 시장수익률 대비 개별주식 수익률의 민감도

비교대상 회사의 Unlevered Beta의 평균치를 이용하여 회사의 목표자본구조로 re-levered하여 산출함.(기간: 2년 weekly, 5년 weekly or monthly, 조정여부: adjusted or raw)

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

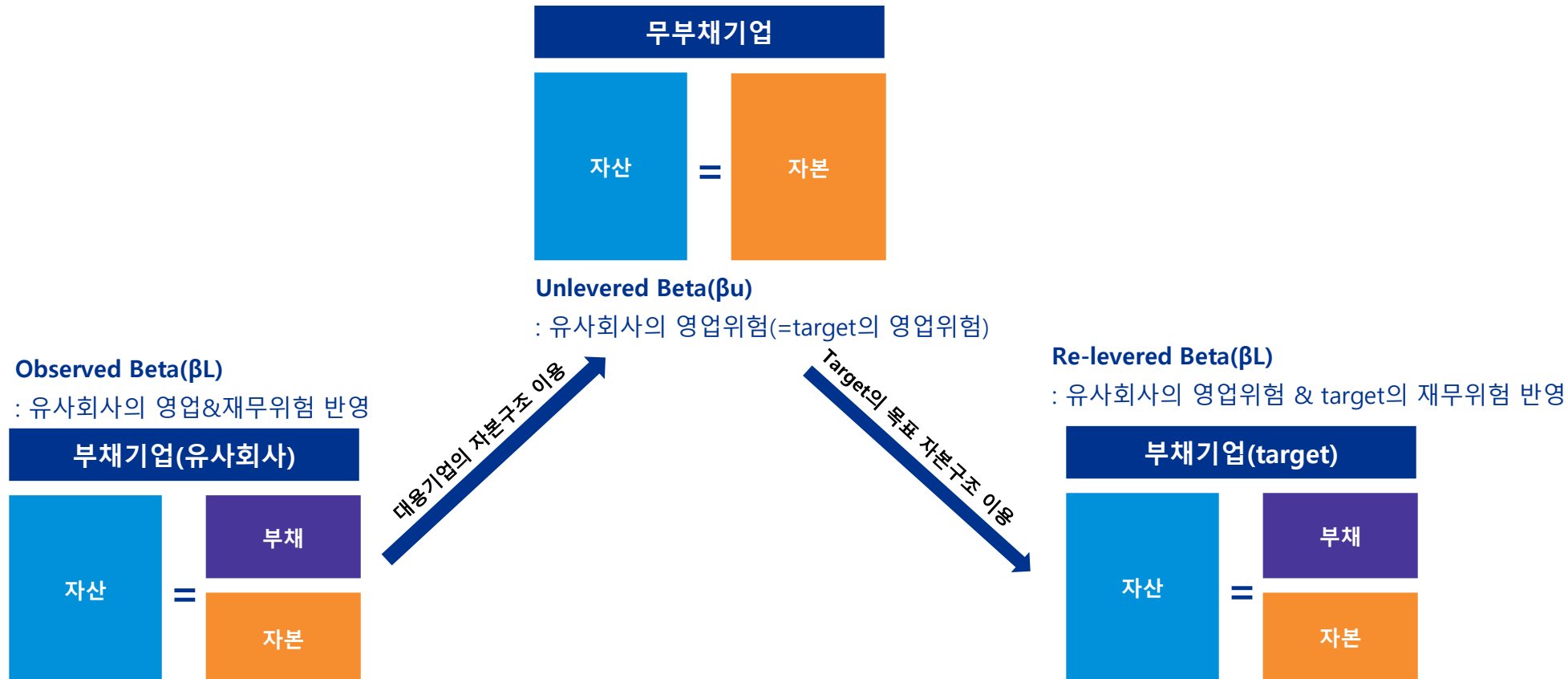
**MRP(시장위험프리미엄, Market Risk Premium) = (E(Rm) - Rf)**

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

## IV. 할인율의 이해

## 5. Beta(Hamada Model)

시장에서 관측된 개별 유사회사의 Beta는 유사회사 각각의 자본구조가 반영된 **Observed Beta**이며 가치 평가목적에서 Target사의  $K_e$ 를 구하기 위해 필요한 Beta는 Re-levered 과정을 거쳐야 합니다.



## IV. 할인율의 이해

## 6. 비교대상회사 선정방법

할인율 산출을 위한 비교대상회사를 선정함에 있어서 수행되는 단계는 아래와 같습니다.

### (1) 평가대상의 업종 확인

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

### (2) 평가대상의 주요영업과 유사한 상장회사 목록 정리

- 평가대상의 적용 회계기준 및 주요 회계처리에 대한 이해(IFRS/Local GAAP, IFRS15/16과 같은 최근 기준 변경사항의 영향)
- 고객사에 평가대상과 유사한 상장회사에 대하여 문의
- KIND(<http://kind.krx.or.kr>)의 상장법인목록 확인(KIND 홈페이지 -> 상장법인상세정보 -> 상장법인목록 -> Excel 전체목록 다운로드 -> 평가대상과 동일 업종 필터)
- Bloomberg를 통해 GICS상 동일 업종의 상장리스트 추가(BICS도 활용가능)
- 평가대상 및 동일업종 상장사들의 금융감독원 전자공시시스템상 최근 사업보고서 활용(사업의 내용)
- 평가대상이 속한 협회 자료 활용
- 평가대상 및 유사상장회사의 IR자료 및 Analyst Report 확인

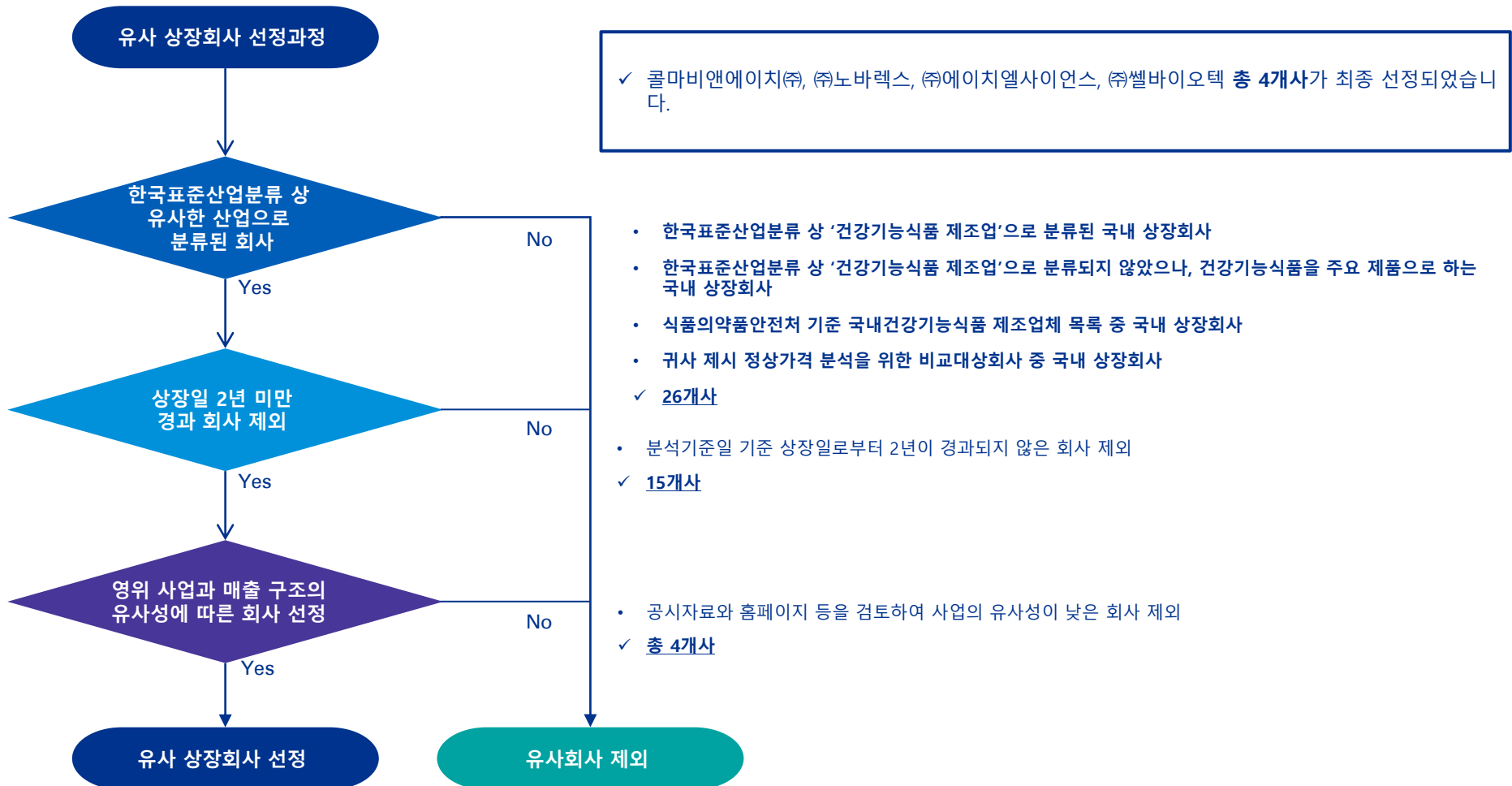
### (3) 평가대상의 주요영업과 유사 상장회사 선정

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

## IV. 할인율의 이해

## 7. 비교대상회사 선정 예시

할인율 산출을 위한 비교대상회사를 선정 예시는 아래와 같습니다.





# Table of Contents

- I. Valuation의 이해
- II. Income Approach의 이해
- III. Market Approach의 이해
- IV. 할인율의 이해
- V. Debrief

## 1.

## 가치평가 기본 전제

- 가치평가의 기본 전제는 계속기업 가정입니다. 단, 특수한 경우 청산가정이 전제 될 수 있습니다.
- 손익계산서는 발생주의를 전제로 하나 가치평가는 현금주의를 전제로 하여 평가가 이루어 집니다.

## 2.

## 평가방법론

- 이론적인 평가방법론은 이익접근법, 시장접근법, 자산접근법이 있습니다. 자본시장법 및 상증법에 따른 평가의 경우 이익가치접근법, 자산접근법을 가중평균 하여 가치를 평가하는 경우도 존재합니다.

## 3.

## 이익접근법

- 이익접근법 적용 시 가장 중요한 요소는 미래현금흐름과 할인율 입니다.
- 현금흐름을 추정하기 위해서는 내부환경요소, 외부환경요소, 양적인 요인, 질적인 요인을 모두 고려해야 합니다.

## 4.

## 시장접근법

- 시장접근법은 상대가치접근법과 유사거래접근법으로 구분됩니다.
- 배수 적용 시 비경상적인 손익은 제외하고 적용하여야 합니다.

## 5.

## 할인율

- 할인율 적용시 해당 현금흐름에 대응되는 할인율을 적용하여야 합니다. .
- 자본구조 계산시 부채와 자본은 장부가로 계산되는 것이 아니라 시장가치로 계산되어야 합니다.



Thank you



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



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



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

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.

© 2021 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.