



Deal Advisory 서비스라인 교육 (Val)

이익접근법에 대한 이해

삼성KPMG Deal Advisory

Internal use Only

Contents

	Page
I. 가치평가의 이해	2
II. 가치평가 방법론	4
III. 이익접근법의 이해	8
i) 이익접근법의 이해_기본	
ii) 이익접근법의 이해_FCFF	
iii) 이익접근법의 이해_기타	
IV. Debrief	30

Valuation(가치평가)의 이해

(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 행위

(2) 다양한 가치의 개념

- Market Value(시장가치)
- Fair Value(공정가치)
- Investment Value(투자가치)
- Intrinsic Value(내재가치)
- Relative Value(상대가치)

(3) 가치평가의 기본 가정

- 계속 기업 가정(Going Concern Premise): 기업의 존재의미는 향후 기업활동을 통해 소득을 창출하는데 있으므로 특별한 경우를 제외하고는 계속 기업을 전제로 함

Contents

	Page
I. 가치평가의 이해	2
II. 가치평가 방법론	4
III. 이익접근법의 이해	8
i) 이익접근법의 이해_기본	
ii) 이익접근법의 이해_FCFF	
iii) 이익접근법의 이해_기타	
IV. Debrief	30

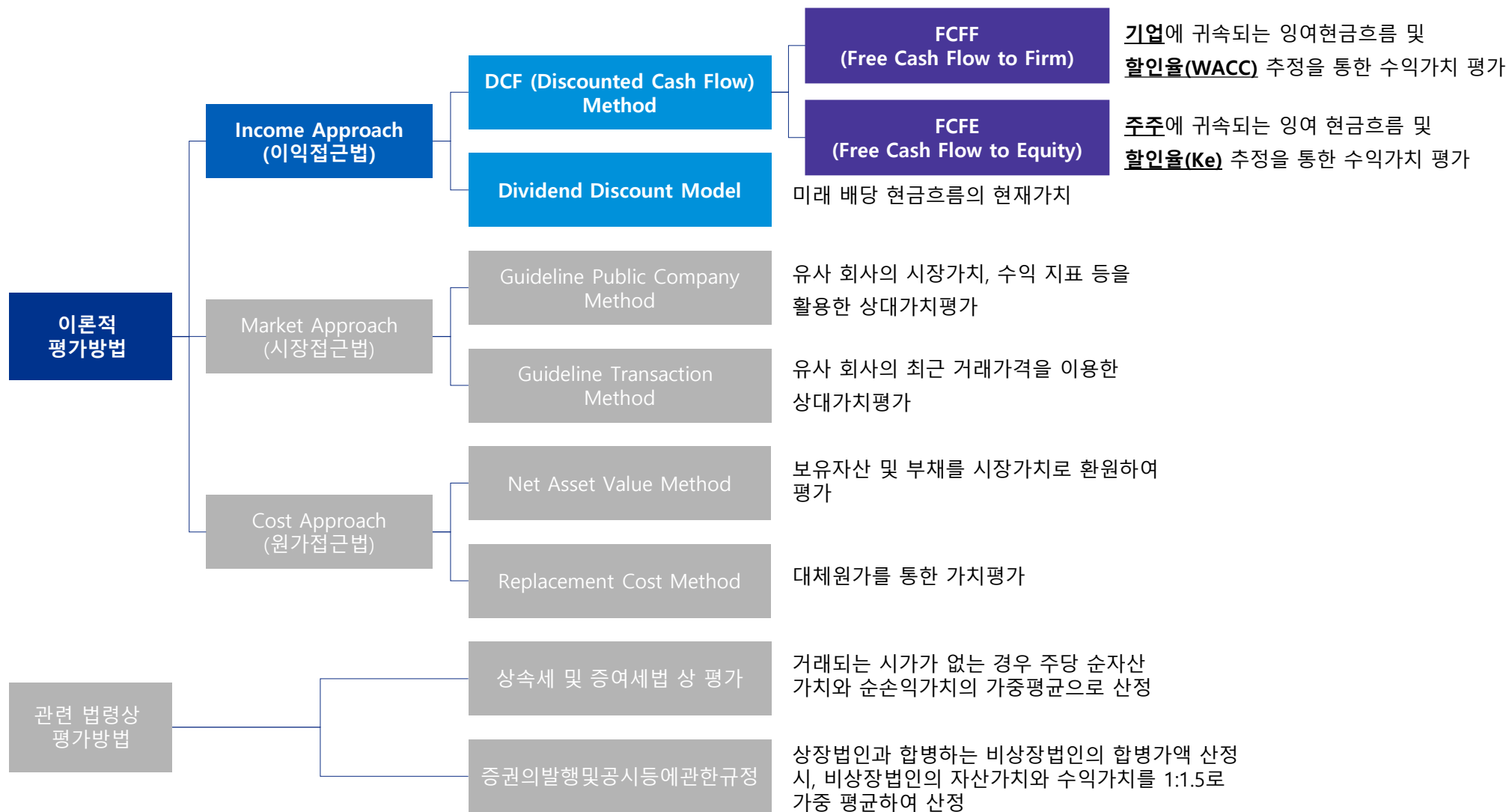
가치평가방법론의 종류

구분		Description
이론적 평가방법	Income Approach (이익접근법)	Discounted Cash Flow Method <ul style="list-style-type: none"> 기업 또는 주주에 귀속되는 잉여현금흐름 및 할인율(WACC) 추정을 통한 수익가치 평가
		Dividend Discount Model <ul style="list-style-type: none"> 미래 배당 현금흐름의 현재가치
	Market Approach (시장접근법)	Guideline Public Company Method <ul style="list-style-type: none"> 유사 회사의 시장가치, 수익 지표 등을 활용한 상대가치 평가
		Guideline Transaction Method <ul style="list-style-type: none"> 유사 회사의 최근 거래가격을 이용한 상대가치평가
	Asset Approach (자산접근법)	Net Asset Value Method <ul style="list-style-type: none"> 보유자산 및 부채를 시장가치로 환원하여 평가
		Replacement Cost Method <ul style="list-style-type: none"> 대체원가를 통한 가치평가
관련 법령상 평가방법		상속세 및 증여세법 상 평가 <ul style="list-style-type: none"> 거래되는 시가가 없는 경우 주당 순자산 가치와 순순익 가치의 가중평균으로 산정
		증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정 <ul style="list-style-type: none"> 상장법인과 합병하는 비상장법인의 합병가액 산정 시, 비상장법인의 자산가치와 수익가치를 1:1.5로 가중 평균하여 산정

이익접근법의 주요 평가 모델

구분		Description
Income Approach (이익접근법)	기업현금흐름할인법(FCFF) Free cash flow to Firm	<ul style="list-style-type: none"> 이자비용 등이 차감되기 전 기업에 귀속되는 현금흐름을 타인자본과 자기자본의 가중평균자본비용(WACC)으로 할인하여 기업가치를 추정하는 방식
	주주현금흐름할인법(FCFE) Free cash flow to Equity	<ul style="list-style-type: none"> 이자비용, 차입금 상환액 등 타인자본에 귀속되는 현금흐름을 차감한 후 주주의 귀속 현금흐름을 자기자본비용으로 할인하여 주주가치를 추정하는 방식
	조정현재가법(APV) Adjusted Present Value	<ul style="list-style-type: none"> 기업 또는 자산에 대한 투자를 모두 자기자본으로 조달하였다고 가정하여 평가한 가치에 타인자본 사용에 따른 절세효과를 가산하여 기업가치를 추정하는 방식
	배당할인법(DDM) Dividend Discount Model	<ul style="list-style-type: none"> 미래 기대되는 배당의 현재가치를 통해 주주지분(자기자본)의 가치를 추정하는 방식
	초과이익모형(RIM) Residual Income Model	<ul style="list-style-type: none"> 평가시점의 자기자본가액에 향후 정상이익을 초과한 이익의 현재가치를 합한 가액으로 가치를 평가

가치평가방법론 Overview



Contents

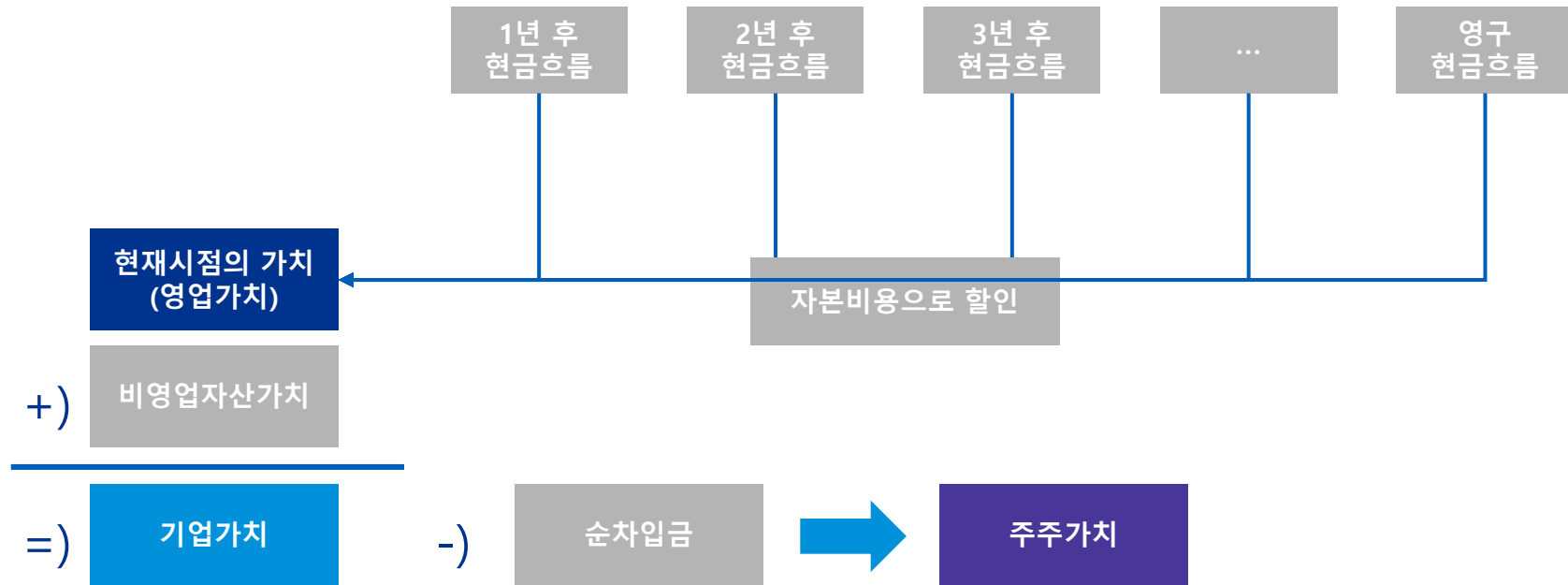
	Page
I. 가치평가의 이해	2
II. 가치평가 방법론	4
III. 이익접근법의 이해	8
i) 이익접근법의 이해_기본	
ii) 이익접근법의 이해_FCFF	
iii) 이익접근법의 이해_기타	
IV. Debrief	30

Contents_이익접근법의 이해

III. 이익접근법의 이해

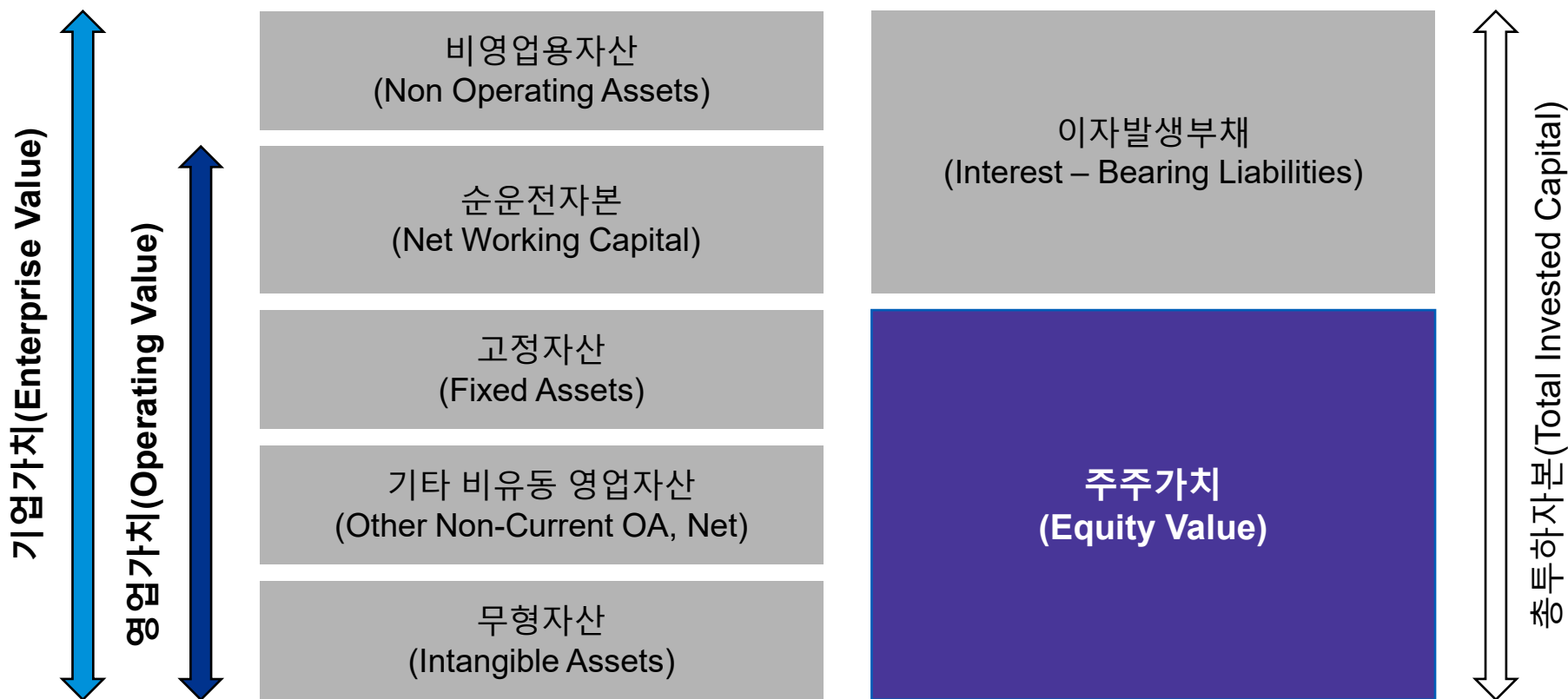
i) 이익접근법의 이해_기본	9
ii) 이익접근법의 이해_FCFF	12
iii) 이익접근법의 이해_기타	22

이익접근법: 기본계산구조



*) 순차입금(Net Debt) = 이자발생부채 - 현금및현금성자산

Enterprise Value vs Operating Value vs Equity Value



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

Contents_이익접근법의 이해

III. 이익접근법의 이해

i) 이익접근법의 이해_기본	9
ii) 이익접근법의 이해_FCFF	12
iii) 이익접근법의 이해_기타	22

이익접근법: DCF Method

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

추정기간 동안의 FCFF 현재가치(Explicit Forecast Period Value)

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

영구가치(Terminal Value)의 현재가치

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

FCFFⁿ : 추정기간 마지막 연도의 FCFF

g : Growth Rate(영구성장률)

이익접근법: 영업가치(Operating Value)

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

Step 1 과거 실적 분석

- Historical EBIT 분석
- Value Driver 도출
- Financial Stability 분석

Step 2 미래 실적 예측

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

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

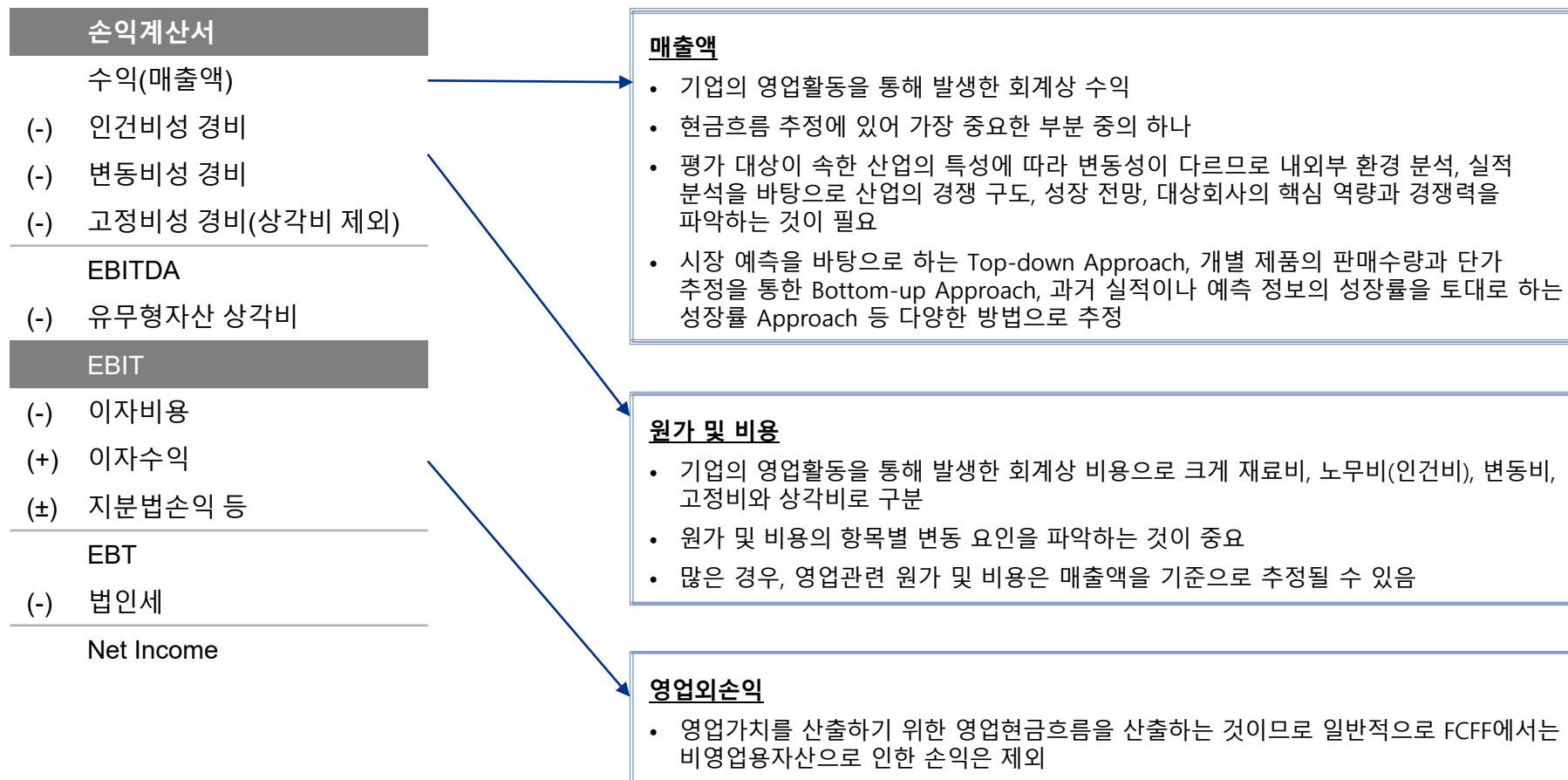
- 결과도출을 위한 계산 및 검증
- 의사결정을 위한 결과의 해석

이익접근법: 기업잉여현금흐름(FCFF)

FCFF: 가치평가목적으로 재조정된 현금흐름표상에서 계산되는 영업현금흐름과 같은 개념, 아래와 같이 조정

영업이익(EBIT) (-) 영업이익에 대한 Tax	=	NOPLAT (Net Operating Profit Less Adjusted Taxes)
		+ 현금유출 없는 비용 (유무형자산 상각비)
	조정항목	- 자본적지출 (Capital Expenditure)
		± 순운전자본의 증감 (Changes in NWC)
		기업잉여현금흐름 (FCFF)

이익접근법: Income Statement



이익접근법: 기업잉여현금흐름(FCFF)

(1) 평가대상 Market 성장성 및 주요 Environment 분석

- 평가대상 Market에 대한 Analyst Report 및 관련 기사 등 내용 확인
- 평가대상회사가 속한 국가 관련 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) 주요 계정에 대한 증감 분석

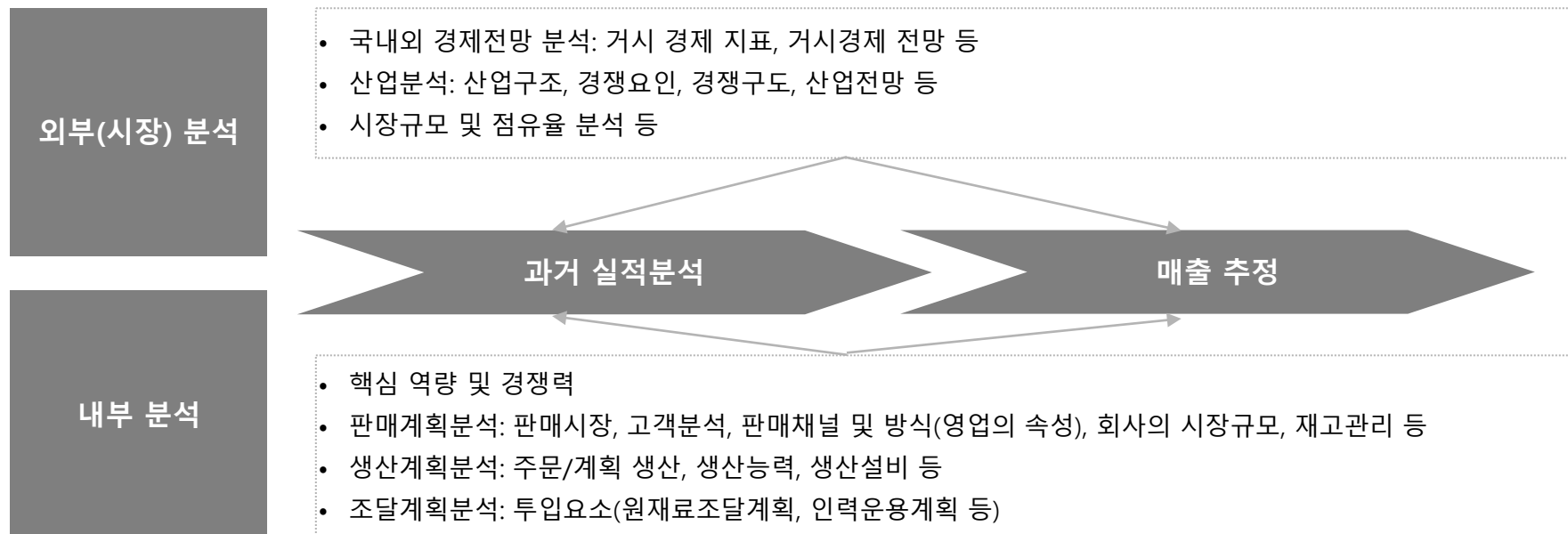
(3) 평가대상의 사업계획 분석

- 관리 기준 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 유사회사 대비 해당 수준의 지출이 합리적인지 여부 등)

(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 및 도출된 미래 Cash Flow에 대한 증감분석을 통한 결과 해석

이익접근법: 매출 추정



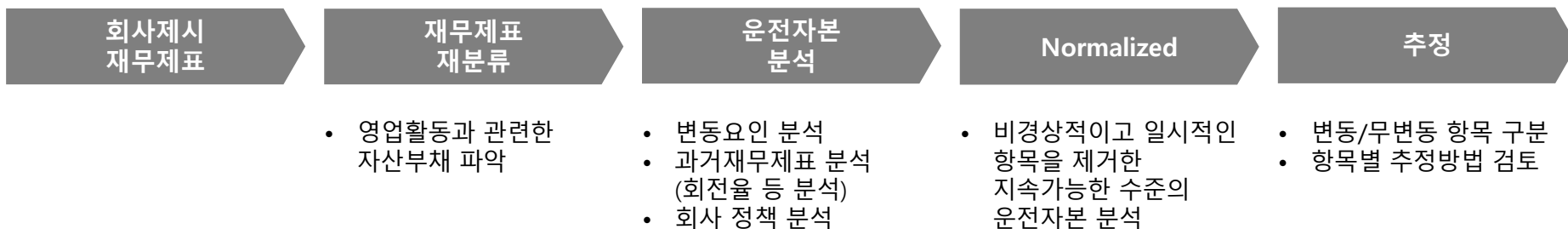
	Top-down	Bottom-up	매출성장률
개념	시장에 대한 추정으로부터 평가대상회사의 매출을 추정하는 방식	평가대상의 매출 항목별로 매출단가와 수량 예측을 통해 매출을 추정하는 방식	과거 매출성장률 또는 예상 성장률을 기초로 일정 성장률을 반영하여 추정하는 방식
Check Point	시장 예측자료 활용 (시장 규모, 시장성 장률, 시장점유율)	개별 물량 및 단가 추정	과거 매출 성장률 또는 예상 매출 성장률

이익접근법: 원가 및 판매관리비 추정

원가 구분	추정 방식의 예
재료비	<ul style="list-style-type: none"> 투입량은 매출 추정 결과에 따라 결정(판매계획, 생산계획 등의 자료 참고) 단가는 시장 예측 자료, 거시경제자료, 산업분석 보고서, 과거 변동 추이 등을 참고하여 추정
인건비 (노무비)	<ul style="list-style-type: none"> 제조와 판매 인원으로 구분하여 추정(조직구조, 급여정책, 급여대장, 인력계획 등의 자료 참고) 인당 평균 인건비를 추정하고 임금상승률은 관련 경제지표, 과거 회사 및 산업 임금상승률 등 고려 급여 외 인건비성 경비를 포함할 경우 범위 정의 및 동인 파악 필요
상각비	<ul style="list-style-type: none"> CAPEX(투자비)와 연계하여 추정 기존 자산에 대한 상각은 기존 스케줄에 따라 진행하되, 신규 투자로 인한 상각비를 추가적으로 반영(투자계획, 상각대장 등의 자료 참고)
기타 매출원가 및 판매관리비	<ul style="list-style-type: none"> 재료비, 인건비, 감가상각비를 제외한 원가 및 판매관리비는 원가 동인(Cost driver)에 따라 변동비와 고정비로 구분 변동비는 원가 동인에 따라 추정. 매출에 연동되는 경우 매출증가율을 고려하여 추정 고정비는 예상비용을 독립적으로 추정하거나 물가상승률 등 관련 경제지표를 고려하여 추정

이익접근법: 순운전자본 추정

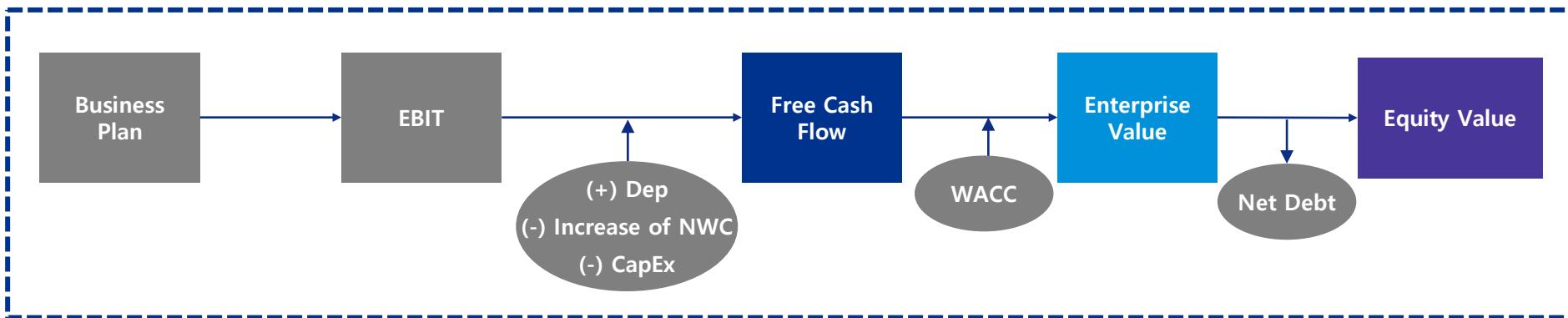
순운전자본 추정



- 운전자본은 영업활동을 위한 단기투자
- 설비투자과 같이 자본적 지출에 해당하지 않는 자산, 부채로서 매출채권, 재고자산, 매입채무 등과 같이 영업활동과 관련하여 발생한 자산, 부채를 의미
- 사업규모가 확대되는 경우 (-)현금흐름으로 반영되는 것이 일반적
- 중요하지 않은 항목의 경우에는 변동없이 유지되는 것으로 추정할 수도 있음

이익접근법: FCFF Flow

FCFF Method



- FCFF 방법에 따라 주식의 가치를 평가하기 위해서는 먼저 회사의 사업계획에 대한 검토, 회사의 재무상태표 및 손익계산서 등을 통한 과거 재무정보에 대한 분석, 회사의 영업 현황 및 특성, 회사가 속한 산업의 현황과 전망 등에 대한 검토가 필요함.
- 상기 절차에 따라 추정기간 동안의 영업이익을 추정하게 되며, 추정된 영업이익에 감가상각비 등의 비현금성 비용을 가산하고 순운전자본 증가액 및 자본적 지출액을 차감하여 추정기간 동안의 현금흐름을 추정함.
- 추정된 현금흐름을 가중평균자본비용으로 할인하여 추정기간 동안의 현금흐름에 따른 현재가치를 산출하고, 고든의 영구성장모형(Gordon Growth Model) 및 영구성장률 가정에 따라 산출된 영구가치를 가산하여 기업가치를 산출함.
- 산출된 기업가치에서 평가기준일 시점의 회사의 Net Debt를 차감하여 최종 주식가치를 평가함.

Contents_이익접근법의 이해

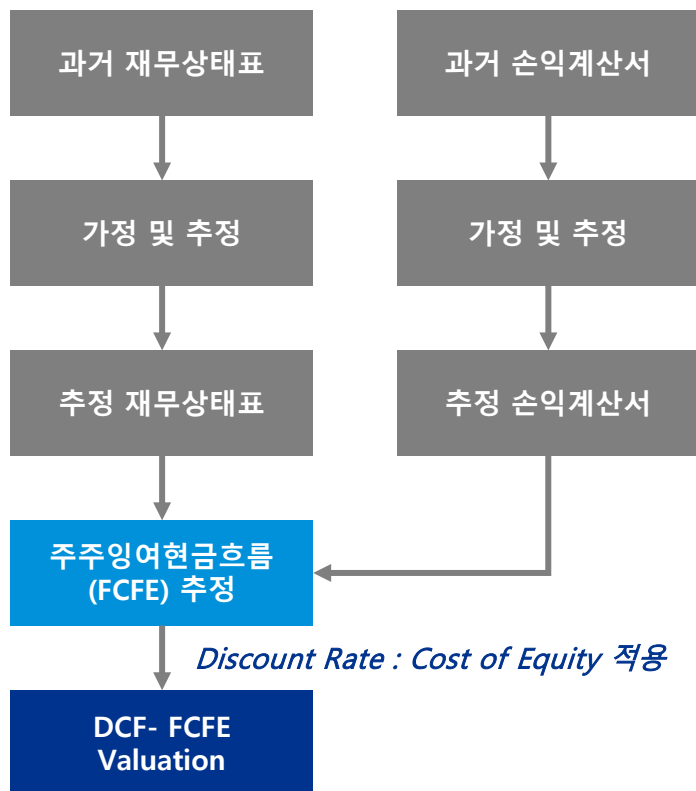
III. 이익접근법의 이해

i) 이익접근법의 이해_기본	9
ii) 이익접근법의 이해_FCFF	12
iii) 이익접근법의 이해_기타	22

이익접근법: FCFE Method

Free Cash Flow to Equity Model은 대상회사의 주주잉여현금흐름을 직접 추정하여 대상회사 주주가치를 평가하는 DCF 방법

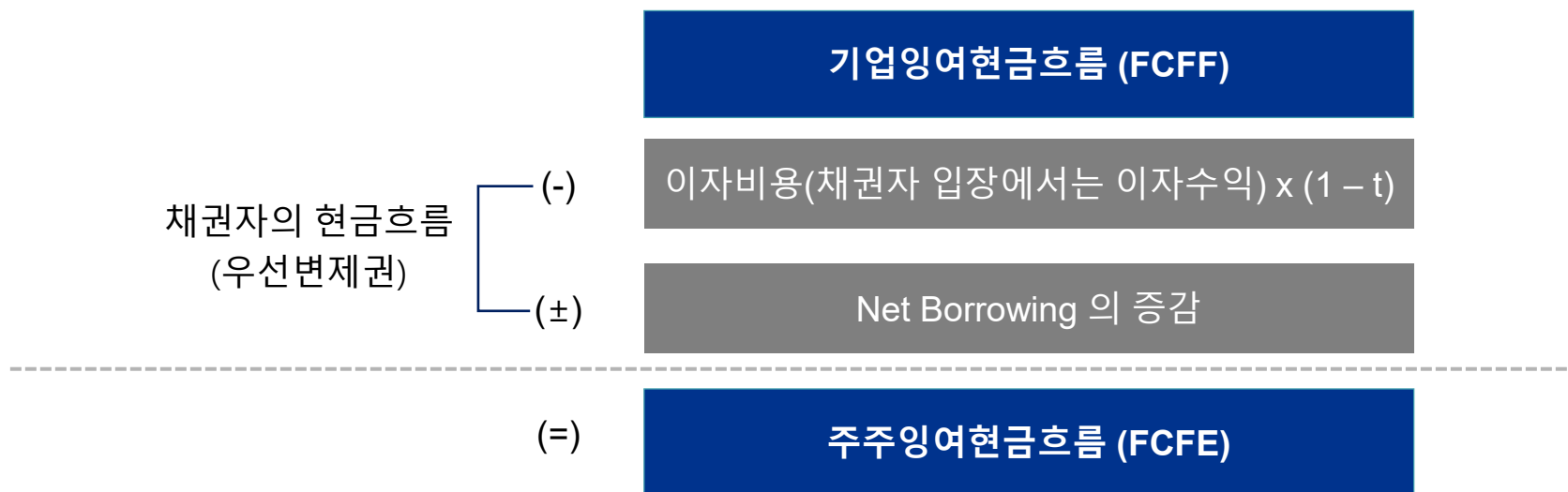
FCFE(Free Cash Flow to Equity) Method



- 현금흐름할인법(이하 "DCF방법")은 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.
- 현금흐름할인법은 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.
- 금융기관에 대해 현금흐름할인법으로 가치평가를 할 경우 이자손익, 배당수익 등이 영업수익에 포함되기 때문에 기업에 대한 현금흐름법이 아닌 주주에 대한 현금흐름 접근법을 사용합니다.
- 기업에 대한 현금흐름 추정 시, 자기자본비용과 타인자본비용을 가중평균한 가중평균자본비용(WACC)을 이용하는 반면, 주주에 대한 현금흐름 추정 시에는 자기자본비용을 이용합니다.

이익접근법: 주주잉여현금흐름(FCFE)

- FCFF는 주주 뿐만 아니라 채권자를 포함한 모든 이해관계자에 귀속되는 현금흐름을 의미하며, FCFE는 주주에게만 귀속되는 현금흐름을 의미합니다.
- FCFF법을 적용할 경우 채권자에 대한 현금흐름을 별도로 구분하지 않지만, FCFE법을 적용할 경우 주주에 대한 현금흐름을 산출하기 위해서 FCFF에 채권자에 대한 현금흐름인 이자비용과 Net Borrowing의 변동을 고려해 주어야 합니다.



이익접근법: FCFF vs FCFE

FCFF와 FCFE 평가방법의 차이점은 추정 현금흐름 / 할인율에 있습니다.



1. FCFF

- 기업잉여현금흐름을 WACC으로 할인하여 Enterprise Value를 구한 뒤, 이자부부채를 차감하여 Equity Value를 (간접적으로) 구함

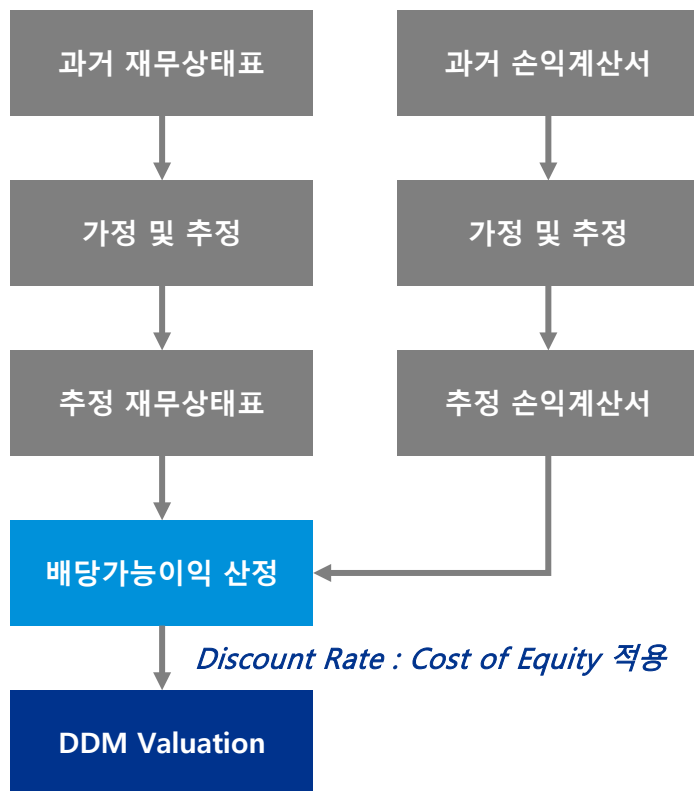
2. FCFE

- 주주잉여현금흐름을 Ke로 할인하여 Equity Value를 직접 구함

이익접근법: Dividend Discount Model

실무적으로 활용되는 Dividend Discount Model은 대상회사로부터 예상되는 미래 배당가능이익의 현재가치로 대상회사의 주주가치를 평가하는 방법이며, 실제 배당액이 아닌 배당가능이익을 추정하여 평가하는 방법

배당할인모형(Dividend Discount Model)



- 실무적으로 활용되는 배당할인모형은 향후 예상되는 **배당가능이익을 현재가치로 할인하여 주식의 가치를 평가**하는 방법으로, 추정기간 이후의 가치(Terminal value)는 일정한 성장을 가정한 Gordon Growth Model이 사용되며 가치평가 기준일의 현재가치로 할인합니다.
- 실무적으로 활용되는 배당할인모형은 주주에 귀속되는 배당가능이익을 추정하여 현재가치로 할인함으로써 주식가치를 산정하며, 이에 따라 **할인율도 자기자본비용(Cost of Equity)을 이용**하는 가치평가 방법론입니다.
- 이론적으로 주식의 가치는 대상회사의 배당 정책에 따라서 변동될 수는 없으므로, 정책에 따라 변경될 수 있는 배당금액이 아닌 **대상회사의 배당가능이익(관련 법규 등에 의하여 제한될 수 있는 재원을 제외한 모든 배당가능이익)을 산출**하여 동금액이 모두 주주에게 귀속되는 배당금이라고 가정하고 주식가치를 산정하는 방법입니다.
- 현재가치로 할인하는 할인율(자기자본비용)은 화폐의 시간 가치를 포함하여 영업 및 재무활동과 관련된 위험 등을 반영하게 됩니다.

이익접근법: FCFE vs DDM

구분	Dividend Discount Model	FCFE Model
개요	투자자 입장에서의 Equity Value는 투자한 기업으로부터 기대되는 향후 배당수익이라는 가정하에 투자자에게 귀속될 배당수익을 적절한 할인율로 할인하여 평가하는 방법	주주에게 귀속되는 현금흐름을 주주의 요구수익률로 직접 할인하여 Equity Value를 평가하는 방법
현금흐름	'배당가능이익'을 추정 $DPSt = \text{Expected dividends per share in year } t$	'주주에게 귀속되는 현금흐름'을 추정 $= \text{Net Income} - (\text{CapEx} - \text{Depreciation}) - \text{Change in working capital} \pm \text{Change in Net Borrowing}$
할인율	Cost of Equity (k_e)	
기본가정	회사의 배당정책에 따라 주주에게 귀속되는 이익이 변동될 수 있으므로, 실제 배당 여부와 무관하게 배당가능이익을 추정하여 평가	FCFE는 모두 주주에게 실제로 귀속될 수 있는 현금흐름이라고 가정
장점	1. FCFE법에 비해 가정이 단순하고 적용이 용이함 2. 상법의 이익준비금 규제(자본금의 1/2가 될 때까지 매 결산기 이익배당액의 1/10 이상을 이익준비금으로 적립해야 함)를 고려한 평가 수행 가능	회계적인 이익 뿐만 아닌, 회사의 자본적 지출, 운전자본의 변동 및 채권자에 대한 현금흐름을 모두 고려하여 자금 수지에 따른 실질 현금흐름 변동을 반영할 수 있음
단점	1. 국내 회사와 같이 배당을 지급하지 않거나, 상대적으로 배당성향이 낮은 회사의 경우 실질과 괴리가 발생할 수 있음 2. 유상증자와 같은 자본거래 가정 시 기존 주주의 가치 변동 효과를 직관적으로 반영하기 어려움	1. DDM에 비해 추정이 복잡하고 적용되는 가정이 많음 2. FCFE를 전액 주주에게 귀속시킨다는 가정은 FCFE가 배당가능이익보다 클 경우 성립되지 않음

이익접근법: DCF(FCFF) 예시

영업가치는 다음과 같이 추정기간 동안의 FCFF 현재가치와 영구가치의 현재가치로 되며,
주식가치는 영업가치 + 비영업용자산 - 이자발생부채 - 비지배지분 - 실사조정사항으로 결정됨.

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
영구가치의
현재가치로 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)

이익접근법: FCFE/DDM 예시

DCF Result							
(단위: 백만원)	2012 2H	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F	Terminal
영업수익	355,923	788,624	935,189	1,073,753	1,207,213	1,282,237	
영업비용	316,020	700,513	827,072	937,436	1,038,255	1,090,985	
영업이익	39,903	88,111	108,117	136,318	168,958	191,252	
영업외 수익/비용	(27,425)	(65,401)	(76,971)	(88,854)	(102,291)	(118,693)	
법인세차감전 순이익	12,478	22,710	31,146	47,463	66,667	72,559	
법인세	2,541	5,034	7,075	11,024	15,672	17,097	
당기순이익	9,937	17,676	24,070	36,439	50,996	55,462	
가산: 감가상각비	144,660	313,846	357,170	397,499	437,692	475,286	
가산: 추가차입금 조달	150,180	180,647	168,024	172,113	202,653	251,056	
가산: 금융렌탈 채권 원금 회수분	97,315	219,824	245,935	247,844	254,009	254,009	
가산: 중고차 매매원가	62,994	143,565	188,813	220,477	240,046	251,166	
차감: 자본적지출	455,361	865,430	968,924	1,047,190	1,143,788	1,236,119	
차감: 운전자본변동	(212)	(7,548)	(8,981)	(9,257)	(9,388)	(4,602)	
FCFE	9,937	17,676	24,070	36,439	50,996	55,462	56,016

DDM Results									
KRW Million	2013A	2014. 8A	2014. 9-12F	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	Terminal
순이자수익	2,074,366	1,439,362	715,890	2,293,228	2,451,859	2,602,352	2,737,406	2,874,140	
순수수료수익	126,883	56,899	35,567	118,703	120,914	123,826	126,902	130,498	
금융상품관련손익	158,842	136,822	32,123	103,896	114,244	123,482	131,848	140,296	
금융상품손상차손	(483,715)	(359,418)	(193,721)	(602,161)	(626,507)	(655,432)	(685,686)	(717,733)	
기타영업손익	111,842	139,496	70,279	230,946	251,205	272,609	293,338	315,400	
SG&A	1,434,818	910,224	553,449	1,498,036	1,533,690	1,570,838	1,608,949	1,648,046	
영업이익	553,400	502,938	106,689	646,576	778,025	895,998	994,860	1,094,556	
기타영업외손익	(107,521)	(5,361)	(1,758)	(5,207)	(5,136)	(5,060)	(4,983)	(4,903)	
법인세비용차감전순이익	445,879	497,576	104,931	641,369	772,889	890,938	989,877	1,089,652	
법인세비용	85,436	76,995	68,349	154,749	186,577	215,145	239,088	263,234	
당기순이익	360,443	420,581	36,581	486,620	586,312	675,793	750,789	826,418	
배당가능이익			33,256	442,382	533,011	614,357	682,536	751,289	758,802

Contents

	Page
I. 가치평가의 이해	2
II. 가치평가 방법론	4
III. 이익접근법의 이해	8
i) 이익접근법의 이해_기본	
ii) 이익접근법의 이해_FCFF	
iii) 이익접근법의 이해_기타	
IV. Debrief	30

이익접근법 Overview

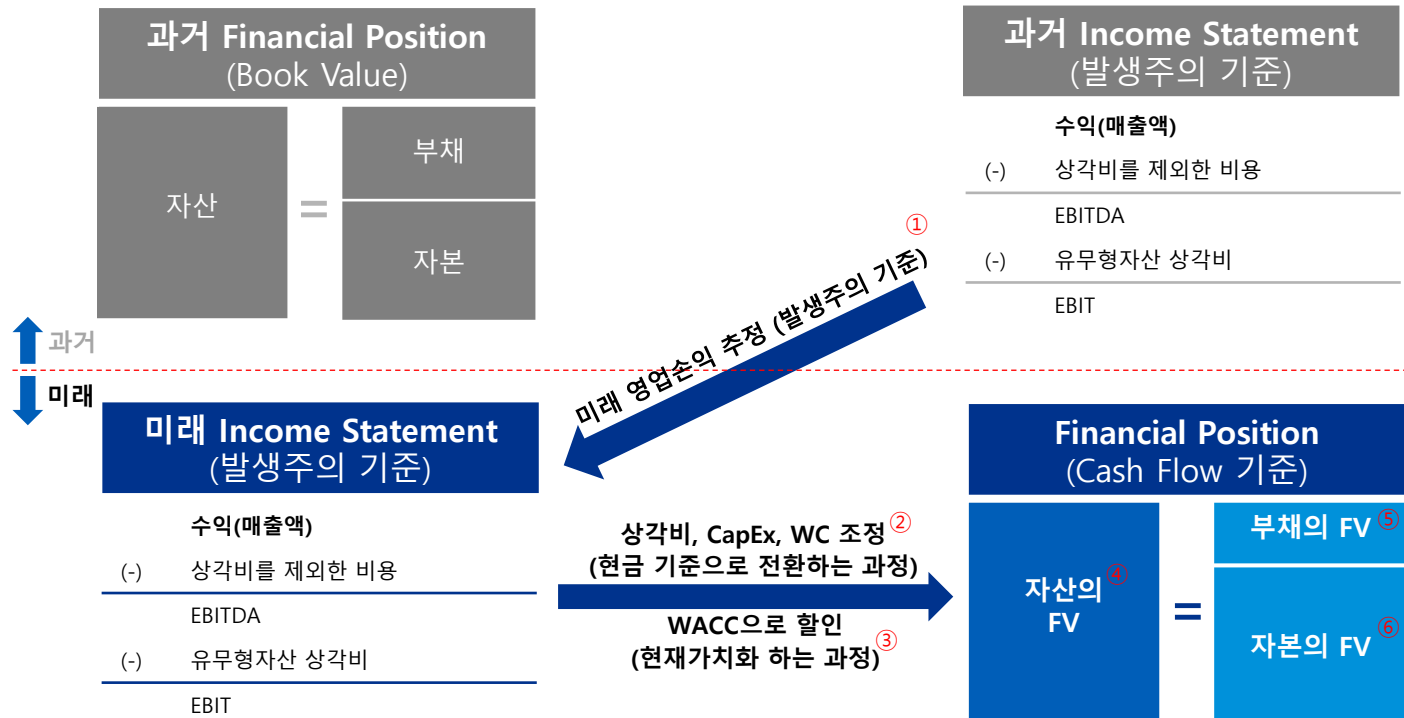
Income Approach는 평가대상의 가치평가를

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

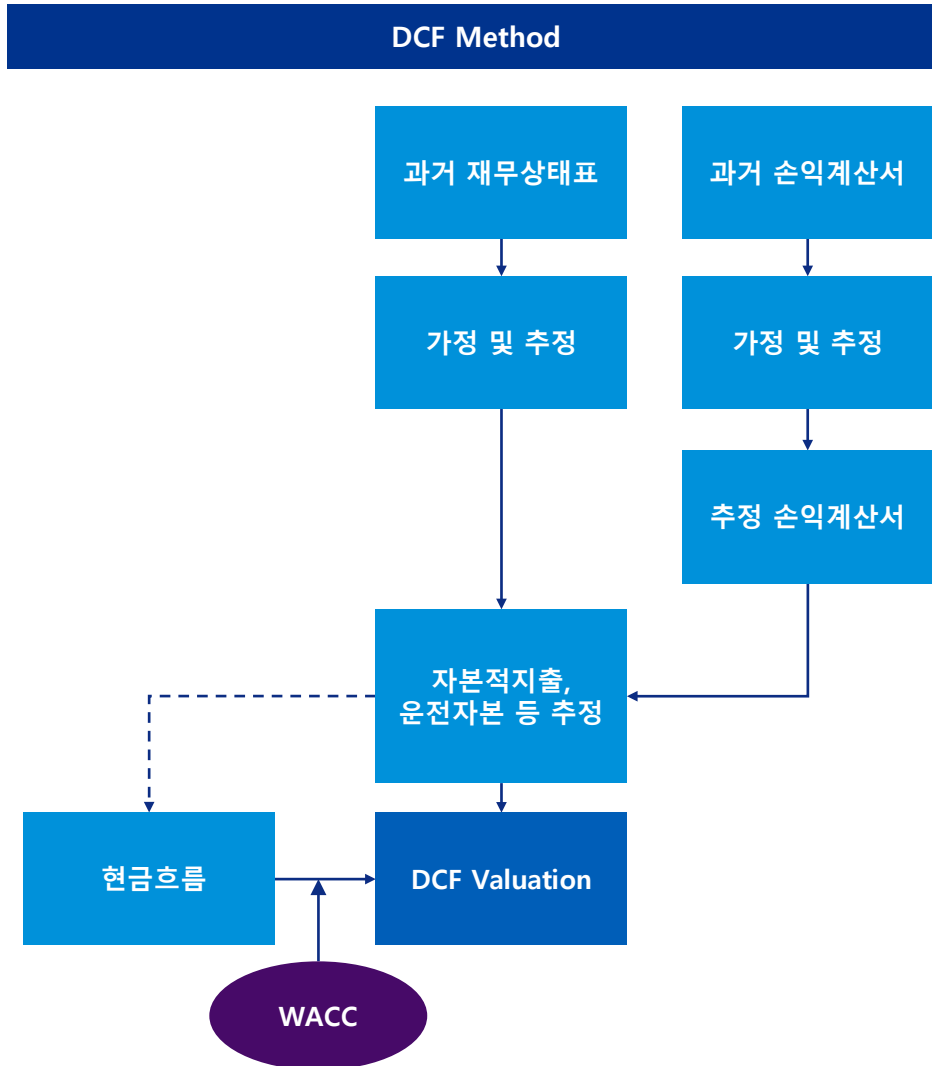
FCFF(Free Cash Flow to Firm) 는,

1. 기업에 귀속되는 잉여 현금흐름 및 할인율(WACC)의 추정을 통해
2. 미래의 수익가치를 현금흐름 기준으로 현재가치하여 평가하는 방법

FCFF 방법론 하 주식가치 평가



DCF Method Overview



- 현금흐름할인법은 수익접근법의 하나로 평가대상회사의 미래 수익성을 추정하여 가치를 평가하는 방법임. 대상회사 또는 대상사업의 향후 추정된 영업현금흐름을 가치평가 기준일의 현재가치로 할인하여 평가하는 방법으로, 추정기간 이후의 가치(Terminal value)는 일정한 성장을 가정하여 가치평가 기준일의 현재가치로 할인함.
- 기업가치는 영업가치와 비영업용 자산의 가치로 구성되어 있으며, 영업가치는 Projection과 Discounting 과정을 통하여 산정되며 비영업용 자산의 가치는 별도의 개별자산 평가에 따라 산정함.
- 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 있음. 일반적으로는 잉여현금흐름 추정 시, 기업에 귀속되는 현금흐름(Free Cash Flow to Firm)을 추정하는 FCFF 법을 사용하며, 그에 따라 할인율도 자기자본비용과 타인자본비용을 가중평균한 가중평균자본비용(WACC)을 이용함.
- 현금흐름할인법은 가장 널리 사용되고 있는 가치평가 방법임. 평가대상의 가치를 논리적으로 설명할 수 있으며, 과거의 실적이 아닌 미래의 현금흐름 예측을 바탕으로 하기 때문에 산업의 성장세나 평가대상의 펀더멘탈을 적절히 반영할 수 있다는 장점이 있음. 다만, 적용 가정에 따라 가치가 크게 변동할 가능성이 존재하므로 다른 평가방법에 따른 평가 결과와 함께 검토하는 것이 일반적임.



Thank you



kpmg.com/kr



kpmg.com/socialmedia



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.