

Project Falcon

Interim Report_Valuation (DRAFT)

February, 2021



Table of Contents

	Page
I. Due Diligence Progress by Module	3
II. Valuation Interim Review	5

I. Due Diligence Progress

RFI 대응 현황

High Priority RFI 우선 대응 중이며, 전체 RFI 중 67% 대응 완료하였습니다. 다만, 2.6(토) LDD 69개, FDD 34개 등 107개 질의 추가 수령하여 대응률은 82% → 67%로 감소하였습니다.

	RFI 접수 ¹	대응률
전체	▪ 470개	▪ 314개 (67%)
Financial DD	▪ 194개	▪ 133개 (69%)
Commercial DD	▪ 69개	▪ 67개 (97%)
Tax DD	▪ 0개	▪ 0개 (n.a.)
Legal DD	▪ 175개	▪ 89개 (51%)
HR DD	▪ 32개	▪ 24개 (75%)

1. 1.26(화) ~ 2.7(일) 13시 기준
삼정 KPMG

© 2021 KPMG Samjong Accounting Corp., the Korean member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved. Printed in Korea.

II. Valuation Interim Review

Valuation Overview

Target에 대한 본 Valuation 수행 시, 적용한 방법은 다음과 같습니다.

Valuation Method	Interim Report	Final Report (2. 10, 수 예정)
1 Discounted Cash Flow [현금흐름할인법]	<ul style="list-style-type: none"> 회사제시 사업계획을 바탕으로 KPMG Analysis <ul style="list-style-type: none"> ✓ [수익] 사업계획 상 Top-Line(매출) 추정치 준용 ✓ [비용] 변동비, 고정비, 인건비 등 성격별로 KPMG 자체 추정(일부 항목 등은 사업계획 상 예산 준용) 예상 현금흐름 및 할인율 추정을 통한 Valuation 	<ul style="list-style-type: none"> 중간보고까지 Define된 DCF Model을 바탕으로, 시나리오별 DCF Value 추정 <ul style="list-style-type: none"> ✓ Top-Line 주요 key driver 검토(지게차 시장 성장률, 시장점유율, 향후 penetration rate 등) ✓ 사업계획 대비 Challenge point 에 대한 시나리오별 Value 변동 range
2 Guideline Public Company Method [유사상장비교법]	<ul style="list-style-type: none"> [유사한 사업을 영위하는 상장기업 7개] Target과 유사한 사업을 영위하는 회사의 시장가치, 수익 지표 등을 활용한 상대가치평가 <ul style="list-style-type: none"> ✓ EV/EBITDA multiple에 Historical 경영권 premium 가산 	
3 Guideline Transaction Method [유사거래비교법]	<ul style="list-style-type: none"> [유사한 사업을 영위하는 회사의 Buy-out M&A 5건] Target과 유사한 사업을 영위하는 회사의 최근 거래가격을 이용한 상대가치평가 	

DCF: 기본가정

Target의 가치 추정을 위한 기본가정은 아래와 같습니다.

주요 가정사항	세부 설명
Target (평가대상)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ (주)두산 산업차량BG
평가기준일	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 2020년 9월 30일
추정기간	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 5년 3개월(2020년 10월 1일 ~ 2025년 12월 31일) <ul style="list-style-type: none"> ✓ [옵션] 10년 3개월(2020년 10월 1일 ~ 2030년 12월 31일), 완성차 부문은 2026년 이후는 판매량 유지 가정
영구성장률	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 2026년부터 0.5%를 기준으로 0.0% ~ 1.0% 범위를 가정 <ul style="list-style-type: none"> ✓ [옵션] 2031년부터 0.5%를 기준으로 0.0% ~ 1.0% 범위를 가정
할인율	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 유사 상장회사 및 시장분석자료를 통해 산정된 가중평균자본비용(WACC) 10.6%를 기준으로 9.6% ~ 11.6% 범위를 가정

DCF: Top-Line Overview

Target의 주식가치 산정을 위한 매출 추정 구조는 다음과 같습니다.

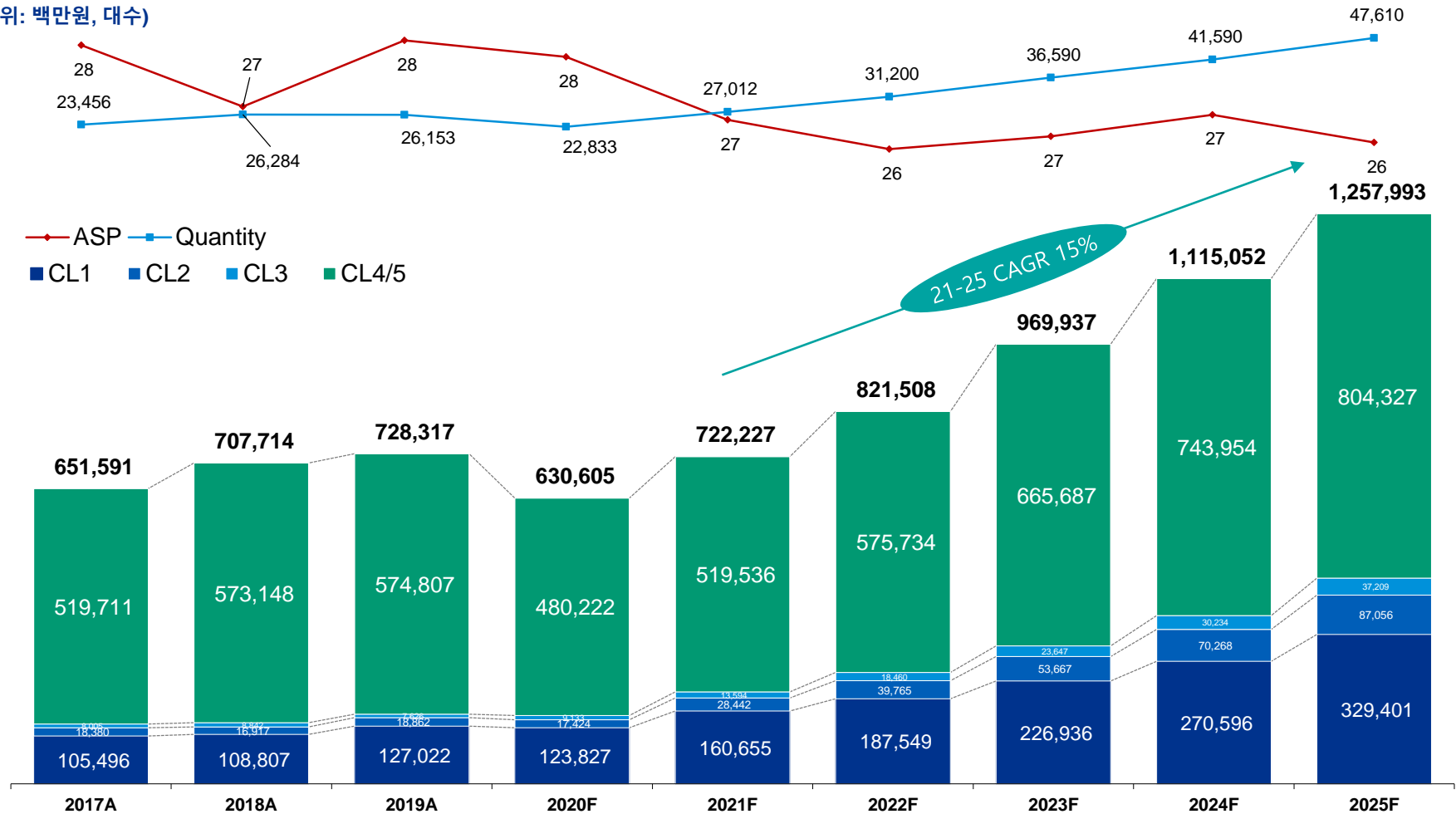


*) 연결조정은 Illustrative 목적 상 제외

DCF: Pro-Forma_완성차 Top-Line(1/3)

Target 완성차 매출액의 세부내역은 아래와 같습니다

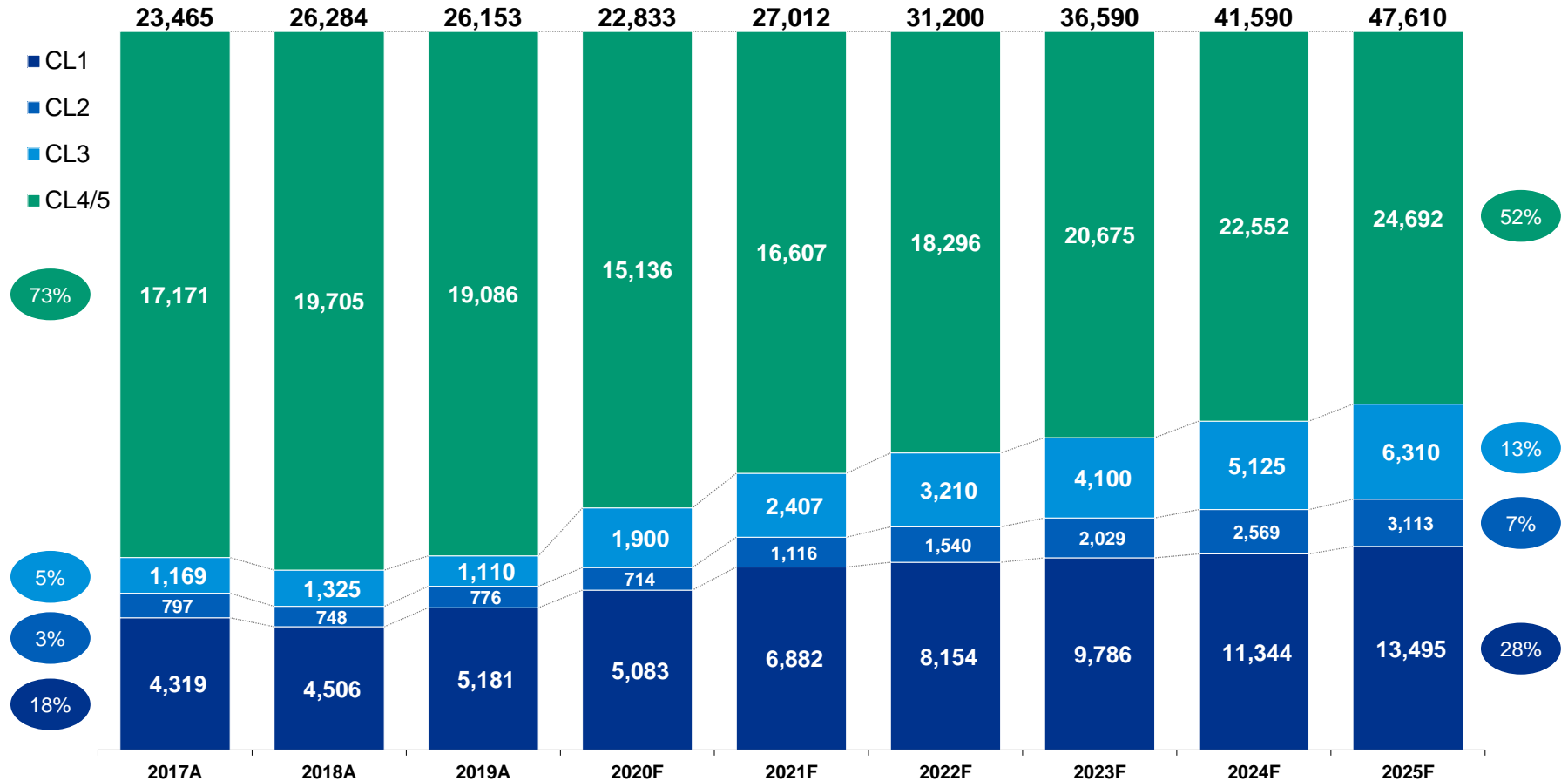
(단위: 백만원, 대수)



DCF: Pro-Forma_완성차 Top-Line(2/3)

Target 완성차의 Quantity 기준 Product Mix 변화는 아래와 같습니다

(단위: 개, %)

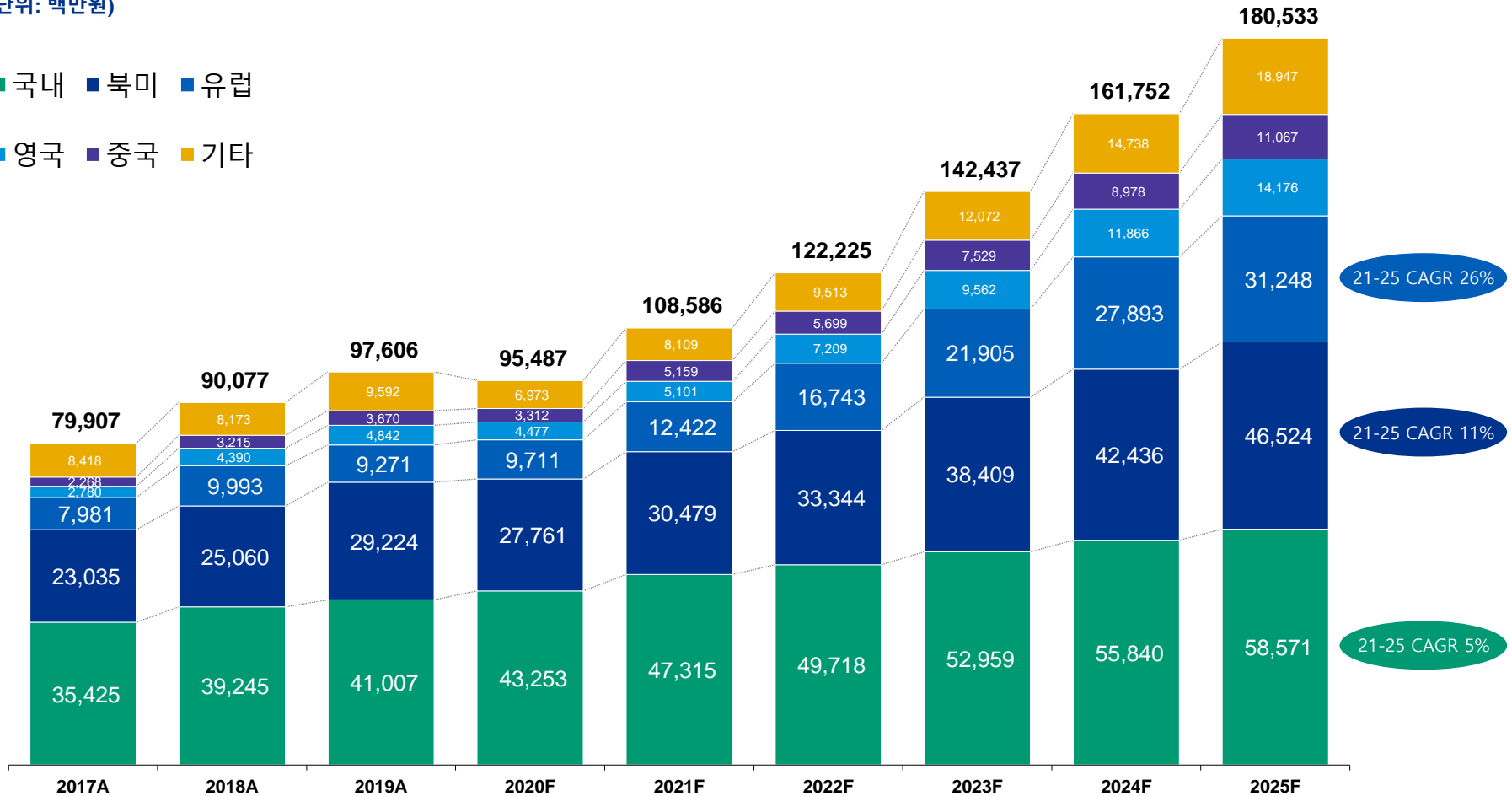


DCF: Pro-Forma_완성차 Top-Line(3/3)

Target 부품 매출액의 세부내역은 아래와 같습니다




(단위: 백만원)

■ 국내 ■ 북미 ■ 유럽
■ 영국 ■ 중국 ■ 기타



DCF: 렌탈사업 CF Overview

Target의 주식가치 산정을 위한 렌탈사업 추정 구조는 다음과 같습니다.

	법인명	진출 지역	서비스명 ¹	가정 사항	
렌탈		국내	MHE	기존	▪ 회사제시 기존 계약상 향후 발생 Cashflow와 관련비용 준용
				신규	▪ [Alive] 점진적 증가 이후 25년부터 연간 8,200대 수준 유지 가정 ▪ [렌탈할인율] 회사 제시 수치 준용(5%) ▪ [계약 종료 후 중고차매각] 렌탈 개시 5년 후 판매 가정 ▪ [Financing] 자산가액 대비 80%, base rate 5% + EIU추정 이자율 변동률 반영 ▪ [Balloon payment] 회사 제시 수치 준용(20%)
		북미	MHE	기존	▪ 회사제시 기존 계약상 향후 발생 Cashflow와 관련비용 준용
		유럽		신규	▪ [Alive] 점진적 증가 이후 25년부터 연간 5,700대 수준 유지 가정 ▪ [렌탈할인율] 회사 제시 수치 준용(7.5%) ▪ [계약 종료 후 중고차 매각] 렌탈 개시 5년 후 판매 가정 ▪ 다만, DMHS 중국의 경우 로지피아 모델의 사업 진행 가정
		중국			
		영국	MHE	기존	▪ 회사제시 기존 계약상 향후 발생 Cashflow와 관련비용 준용
			GSE	신규	▪ [Alive] 점진적 증가 이후 25년부터 연간 6,000대 수준 유지 가정 ▪ [렌탈할인율] 성숙단계인 biz-model 반영하여 할인율 미고려 ▪ [계약 종료 후 중고차 매각] 렌탈 개시 5년 후 판매 가정 ▪ [Financing] 자산가액 대비 100%, base rate 5% + EIU추정 이자율 변동률 반영 ▪ [Balloon payment] 회사 제시 수치 준용(20%)

Rental Business	Forecasted										
KRW Millions	2020/3E	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Alive 대수 (기말기준)	5,763	7,815	10,502	13,471	16,387	19,488	20,281	20,288	20,145	19,940	19,866
추정영업현금흐름 (FCFF)	15,099	8,257	9,510	2,008 ²	18,898	25,108	30,099	33,635	36,205	35,629	34,099
기존렌탈현금흐름	12,618	10,694	11,768	(1,925)	9,024	5,310	3,686	2,519	4,159	3,109	411
신규렌탈현금흐름	-	(1,227)	(242)	944	2,852	5,029	17,076	22,266	23,084	23,358	23,673
이외D/S현금흐름	2,481	(1,211)	(2,015)	2,989	7,022	14,769	9,337	8,850	8,962	9,162	10,014

1. MHE: Material Handling Equipment, GSE: Ground Supporting Equipment

2. 기존 렌탈계약의 상환스케줄에 따라 차입금 상환액 과다로 일시적인 현금흐름 감소가 나타남

삼성 KPMG

© 2021 KPMG Samjong Accounting Corp., the Korean member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved. Printed in Korea.

안정적 CF 달성 시점

DCF: 주요 가정사항_매출원가

Target의 주식가치 산정을 위한 계정별 주가 가정은 아래와 같습니다.

Assumptions		Description
매출원가	인건비성 경비	<ul style="list-style-type: none"> [노무비] 법인별 인당인건비 X 평균인원 <ul style="list-style-type: none"> ✓ 인당인건비는 20년 인당 인건비를 각 지역별 환율효과 및 EIU 추정 임금상승률 반영하여 추정 ✓ 인원은 관련 인당매출/대수당 인원 EIU 추정 노동생산성 향상률을 반영하여 인원 증가 추정 [복리후생비] 18~20년 3개년 과거 노무비 대비 복리후생비 비율이 향후에도 유지됨을 가정하여 추정
	변동비성 경비	<ul style="list-style-type: none"> [재료비] <ul style="list-style-type: none"> ✓ 완성차: 18~20년 3개년 지게차 class별 과거 매출액 대비 재료비율이 향후에도 유지됨을 가정하여 추정 ✓ 부품: 18~20년 3개년 과거 매출액 대비 재료비율이 향후에도 유지됨을 가정하여 추정 ✓ DS: 국가별/사업부문별 과거 재료비율이 향후에도 유지됨을 가정하여 추정 [외주비 / 연료, 전력비 / 운반보관비 / AS(Claim비용)] 20년 상승 추세 반영하여 20년 매출액 대비 외주비율 유정
	고정비성 경비	<ul style="list-style-type: none"> [임차료 / 지급수수료 / 수선비] 과거 실적금액 대비 CPI 증가율 반영하여 추정 [감가상각비] 회사제시 명세서와 회계정책을 준수하여 기존 감가상각비 및 신규 CAPEX에 의한 감가상각비 추정

DCF: 주요 가정사항_판매관리비

Target의 주식가치 산정을 위한 계정별 주요가정은 아래와 같습니다.

Assumptions		Description
판매관리비	인건비성 경비	<ul style="list-style-type: none"> [인당 인건비] 20년 인당 인건비에 향후 국가별 EIU 제시 임금상승률 적용 [인원 수] 회사 제시 국가별 사업계획 준용
	변동비성 경비	<ul style="list-style-type: none"> [운반비] 18~20년 3개년 수출 매출액 대비 운반비 비율이 향후에도 유지됨을 가정하여 추정 [판매수수료] 20년 내수 매출액 대비 판매수수료 비율이 향후에도 유지됨을 가정하여 추정 ✓ 내수매출 발생 시 수반되는 딜러 수수료이며, 최근 상승 트렌드를 반영하기 위해 20년 비율 준용 [포장비] 18~20년 3개년 부품 매출액 대비 포장비 비율이 향후에도 유지됨을 가정하여 추정
	고정비성 경비	<ul style="list-style-type: none"> [임차료, 차량유지비] IRFS 16 리스 회계 미반영하고, 해당금액을 고정비 성격으로 재분류하여 현금유출로 반영 [경상개발비] 20년 발생금액이 향후 EIU 제시 소비자물가상승률 수준으로 지속 발생 [사내비용] 두산정보통신에게 지급하는 용역비로, 20년 발생금액이 향후 EIU 제시 소비자물가상승률 수준으로 지속 발생 [지급수수료] 두산인프라코어로부터 배부된 Shared-Service Fee로, 20년 발생금액이 향후 EIU 제시 소비자물가상승률 수준으로 지속 발생 [그 외] 20년 발생금액이 향후 EIU 제시 소비자물가상승률 수준으로 지속 발생함을 가정, 다만, COVID-19으로 인한 일부 Normalization 적용 그룹 공통비 제외하여 추정(공통비 배부 연간 약 130억, 디오픈, 매치플레이, HR용역비 등 약 11.4억)
	이자비용	<ul style="list-style-type: none"> 국가별 렌탈 차입금에 대해서 base rate + 국가별 EIU추정 이자율 변동률 반영
	감가상각비	<ul style="list-style-type: none"> 회사제시 명세서와 회계정책을 준수하여 기존 감가상각비 및 신규 CAPEX에 의한 감가상각비 추정

DCF: 주요 가정사항_NWC/Capex/Net debt

Target의 주식가치 산정을 위한 계정별 주요가정은 아래와 같습니다.

Assumptions		Description
NWC	운전자산	<ul style="list-style-type: none"> [매출채권] 과거 3개년 평균 회전기일이 추정기간 내 동일하게 유지됨을 가정 [재고자산] 과거 3개년 평균 회전기일이 추정기간 내 동일하게 유지됨을 가정
	운전부채	<ul style="list-style-type: none"> [매입채무] 과거 3개년 평균 회전기일이 추정기간 내 동일하게 유지됨을 가정 [렌탈차량 미지급금(차입금)] <ul style="list-style-type: none"> ✓ [기존 렌탈계약] 회사 제시 기Financing 상환스케줄 상 상환금액 준용 ✓ [신규 렌탈계약] 표준모델 상 가정에 따른 렌탈계약 시 렌탈차량 구입 Financing의 차입/상환 스케줄에 따라 관련 현금유출입이 일어나는 것으로 가정
Capex	유/무형자산	<ul style="list-style-type: none"> 회사제시 사업계획 준용
	렌탈차량	<ul style="list-style-type: none"> 향후 신규 렌탈계약 증가에 따라 표준모델 상 가정에 따른 신규렌탈 차량 Capex 반영
Net Debt	NOA	<ul style="list-style-type: none"> 현금및현금성자산, 단기금융상품, (-)사내차입금, 장기금융상품
	IBD	<ul style="list-style-type: none"> 장, 단기차입금

DCF: 주요 가정사항_NOA & IBD

Target의 평가기준일 현재 비영업용자산과 이자발생부부채는 다음과 같습니다.

Non-Operating Assets				KRW Millions
Items	장부금액	조정금액	반영금액	Note
유동자산	36,775	-	36,775	
현금및현금성자산	30,577		30,577	
단기금융상품	3,948		3,948	
(-) 사내차입금	(2,250)		(2,250)	
비유동자산	1,300	-	1,300	
장기금융상품	1,300		1,300	
Total	38,075	-	38,075	

Interest Bearing Debt				KRW Millions
Items	장부금액	조정금액	반영금액	Note
유동부채	30,071	-	30,071	
단기차입금	30,071		30,071	
비유동부채	13,636	-	13,636	
장기차입금	13,636		13,636	
Total	43,707	-	43,707	

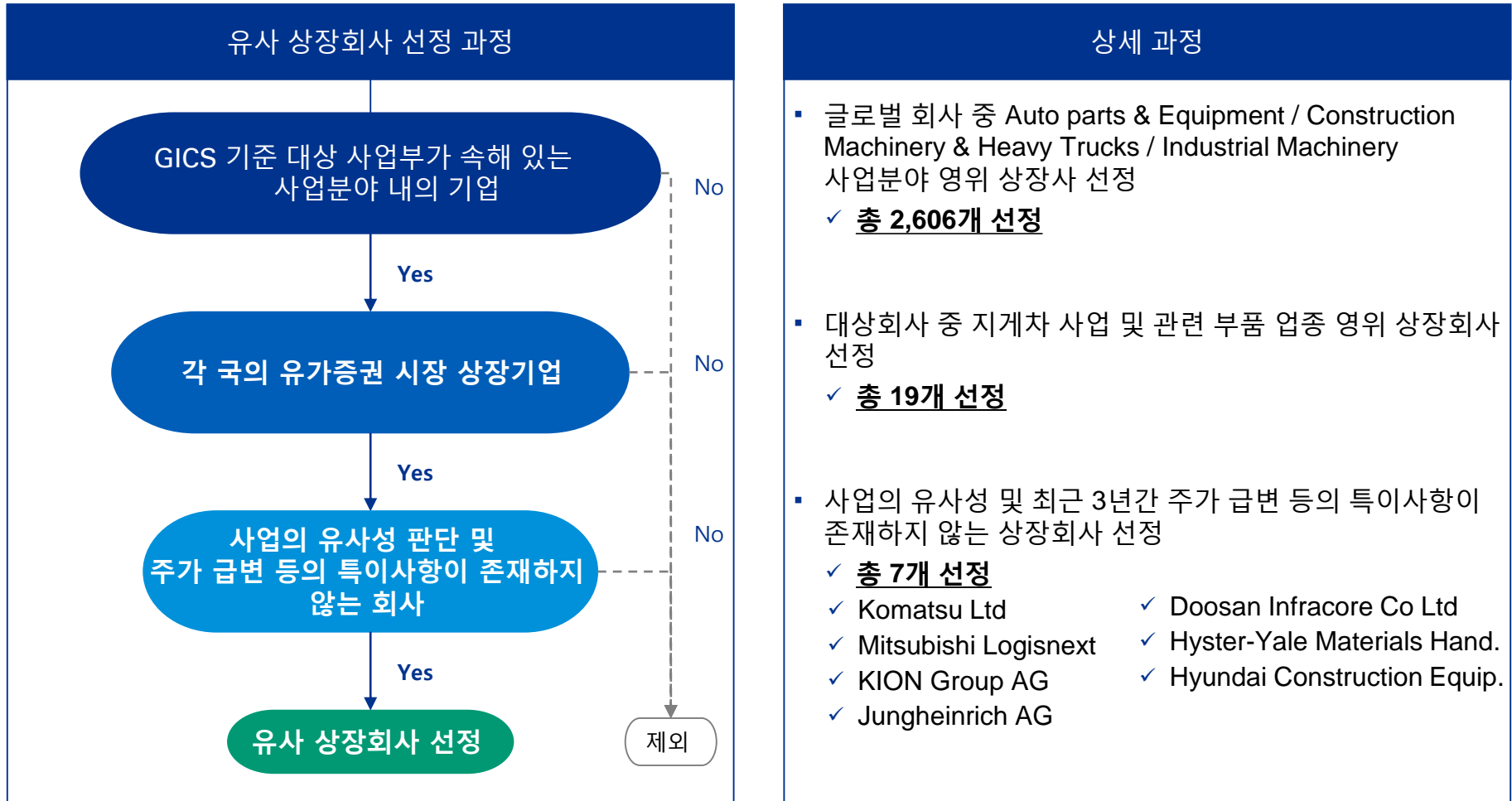
DCF: Pro-forma PL

평가기준일 현재 추정 손익계산서는 다음과 같습니다

추정손익계산서											
KRW Millions	2017A	2018A	2019A	2020/9A	2020/3E	2020E	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
영업수익	786,107	869,645	912,744	596,701	210,344	807,046	929,291	1,085,376	1,298,934	1,520,355	1,741,858
% of growth		10.6%	5.0%	n.m.	n.m.	-11.6%	15.1%	16.8%	19.7%	17.0%	14.6%
매출원가	600,478	673,360	705,897	460,911	163,828	624,739	732,193	859,930	1,038,228	1,219,170	1,404,774
% of growth		12.1%	4.8%	n.m.	n.m.	-11.5%	17.2%	17.4%	20.7%	17.4%	15.2%
% of sales	76.4%	77.4%	77.3%	77.2%	77.9%	77.4%	78.8%	79.2%	79.9%	80.2%	80.6%
판매비와관리비	120,804	139,751	145,236	106,279	35,118	141,397	144,565	155,479	169,664	184,133	197,508
% of growth		15.7%	3.9%	n.m.	n.m.	-2.6%	2.2%	7.5%	9.1%	8.5%	7.3%
% of sales	15.4%	16.1%	15.9%	17.8%	16.7%	17.5%	15.6%	14.3%	13.1%	12.1%	11.3%
영업이익	64,826	56,534	61,611	29,511	11,398	40,909	52,533	69,968	91,042	117,052	139,576
% of growth		-12.8%	9.0%	n.m.	n.m.	-33.6%	28.4%	33.2%	30.1%	28.6%	19.2%
% of sales	8.2%	6.5%	6.8%	4.9%	5.4%	5.1%	5.7%	6.4%	7.0%	7.7%	8.0%
유무형자산 상각비	20,424	26,741	31,891	24,461	11,575	36,035	52,177	67,727	86,649	105,139	124,751
% of growth		30.9%	19.3%	n.m.	n.m.	13.0%	44.8%	29.8%	27.9%	21.3%	18.7%
% of sales	2.6%	3.1%	3.5%	4.1%	5.5%	4.5%	5.6%	6.2%	6.7%	6.9%	7.2%
EBITDA	85,250	83,274	93,502	53,972	22,972	76,944	104,710	137,695	177,691	222,191	264,328
% of growth		-2.3%	12.3%	n.m.	n.m.	-17.7%	36.1%	31.5%	29.0%	25.0%	19.0%
% of sales	10.8%	9.6%	10.2%	9.0%	10.9%	9.5%	11.3%	12.7%	13.7%	14.6%	15.2%

Selection Process of 적정할인율

Target의 적정할인율 중 자기자본비용(Cost of Equity) 산정 및 GPCM 적용을 위한 유사 상장회사의 선정과정은 다음과 같습니다.



Weighted-Average Cost of Capital

Target의 적정 할인율 산정근거는 다음과 같습니다.

Guideline Public Company ⁽¹⁾	Country	Observed Beta ⁽²⁾	Currency (Millions)	MKT Cap ⁽³⁾	IBD ⁽⁴⁾	D/E Ratio	Debt TIC	Tax Rate	Unlevered Beta	Re-Levered Beta
Komatsu Ltd	JAPAN	1.39	JPY	2,227,516	966,055	43.4%	30.2%	30.6%	1.07	1.97
Mitsubishi Logisnext Co Ltd	JAPAN	1.20	JPY	118,576	174,523	147.2%	59.5%	30.6%	0.59	1.09
KION Group AG	GERMANY	1.23	EUR	6,702	3,051	45.5%	31.3%	30.0%	0.93	1.71
Jungheinrich AG	GERMANY	1.24	EUR	2,130	2,358	110.7%	52.5%	30.0%	0.70	1.29
Doosan Infracore Co Ltd	SOUTH KOREA	1.73	KRW	1,206,136	4,331,034	359.1%	78.2%	27.5%	0.48	0.88
Hyster-Yale Materials Handling Inc	UNITED STATES	1.14	USD	763	298	39.0%	28.1%	27.0%	0.89	1.64
Hyundai Construction Equipment Co Ltd	SOUTH KOREA	2.04	KRW	469,967	1,326,136	282.2%	73.8%	24.2%	0.65	1.19
Selected(median)							52.5%		0.70	1.29

Cost of Equity (K_E)

Risk Free Rate ⁽⁵⁾	+	Beta	x	Equity Risk Premium ⁽⁶⁾	=	Cost of Equity
1.4%		1.29		12.0%		16.9%

After-Tax Cost of Debt (K_D)

Pre-Tax Cost of Debt ⁽⁷⁾	x	(1 - Tax Rate) ⁽⁸⁾	=	After-Tax Cost of Debt
6.4%		75.8%		4.8%

Weighted Average Cost of Capital

	Capital Structure ⁽⁹⁾	x	Cost of Capital	=	Contribution
Debt	52.5%		4.8%		2.5%
Equity	47.5%		16.9%		8.0%
			WACC	=	10.6%

Notes:

- [1] Target과 유사한 사업을 영위하고 있는 회사를 선정
- [2] 평가기준일 기준, 과거 5년 평균 monthly adjusted Beta 적용 (Source : Bloomberg)
- [3] 평가기준일 기준, 시가총액 적용 (Source : Bloomberg)
- [4] 2020년 9월 30일 기준 이용 가능한 가장 최근의 이자발생부채 사용(Source: Dart, Bloomberg)
- [5] 평가기준일 기준, 한국의 10년 만기 국공채 이자율 적용 (Source : Bloomberg)
- [6] 과거 1년 평균 한국의 Equity Risk Premium 적용 (Source : Bloomberg)
- [7] 평가기준일 기준, Target의 신용등급을 고려하여 BBB0 신용등급에 해당하는 5년 만기 무보증 공모사채 이자율 적용 (Source: KOFIA BIS)
- [8] Target의 Terminal 시점의 한계법인세율인 24.2% 적용
- [9] 유사상장회사의 시장가치기준 평균자본구조 적용

DCF Result

DCF Results		Historical				Forecasted							10Y
KRW Millions	2017A	2018A	2019A	2020/9A	2020/3E	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	Terminal	Terminal	Terminal
영업수익	786,107	869,645	912,744	596,701	210,344	929,291	1,085,376	1,298,934	1,520,355	1,741,858	1,750,568	1,950,178	
매출원가	600,478	673,360	705,897	460,911	163,828	732,193	859,930	1,038,228	1,219,170	1,404,774	1,411,798	1,557,762	
판매비와관리비	120,804	139,751	145,236	106,279	35,118	144,565	155,479	169,664	184,133	197,508	198,495	238,427	
- 그룹 공통비 배부 등	12,222	11,849	10,856	10,069	3,356	-	-	-	-	-	-	-	
영업이익	64,826	56,534	61,611	29,511	11,398	52,533	69,968	91,042	117,052	139,576	140,274	153,989	
차감: 추가인건비					-	1,654	1,721	1,783	1,850	1,922	1,932	2,339	
차감: 기타비용					-	2,990	3,462	4,106	4,773	5,441	5,468	6,085	
- 두산 Brand Fee					-	2,788	3,256	3,897	4,561	5,226	5,252	5,851	
- 감사보수 및 세무조정					-	203	206	209	212	216	217	235	
- 기타조정사항	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
영업이익 (Stand-Alone)	64,826	56,534	61,611	29,511	11,398	47,888	64,785	85,154	110,428	132,213	132,874	145,565	
법인세비용					2,485	11,127	15,216	20,145	26,262	31,533	31,693	34,765	
세후영업이익					8,912	36,761	49,569	65,008	84,167	100,679	101,180	110,800	
가산: 유무형자산 상각비					11,575	52,177	67,727	86,649	105,139	124,751	=CapEx	=CapEx	
차감: 순운전자본의 변동 (렌탈관련차입금 제외)					(27,404)	7,703	24,721	32,291	33,609	33,617	11,588	4,976	
가산: 렌탈관련차입금의 변동					3,830	34,346	51,362	34,576	36,105	26,700	-	-	
차감: 자본적지출 (렌탈차량 제외)					4,360	12,819	15,499	14,313	18,003	15,641	=Dep	=Dep	
차감: 렌탈차량 CAPEX					n.a.	70,588	99,315	104,417	108,085	111,292	=Dep	=Dep	
추정영업현금흐름 (FCFF)					47,361	32,175	29,123	35,213	65,714	91,580	89,592	105,824	
할인기간					0.125	0.750	1.750	2.750	3.750	4.750	4.750	9.750	
할인계수					0.987	0.927	0.838	0.758	0.685	0.620	0.620	0.374	
FCFF의 현재가치					46,768	29,833	24,416	26,692	45,038	56,750	549,684	392,328	
누적현재가치					229,496							510,568	
Terminal Value의 현재가치					549,684							392,328	
영업가치 (Operating Value)					779,180							902,896	

Terminal Growth Rate	0.5%
WACC	10.6%

Stand-Alone Operating Value

항목	평가결과		
	최소값	중앙값	최대값
영업가치 (Operating Value)	744,905	779,180	817,018
비영업용자산 (Non-operating Asset)	-	38,075	-
기업가치 (Enterprise Value)	782,980	817,255	855,094
이자발생부채 (Interest Bearing Debt)	-	43,707	-
주식가치 (Equity Value)	739,274	773,549	811,387

	Terminal Growth Rate				
	0.0%	0.3%	0.5%	0.8%	1.0%
10.1%	790,661	806,447	823,054	840,550	859,008
10.4%	769,992	784,891	800,547	817,018	834,371
10.6%	750,322	764,403	779,180	794,708	811,044
10.9%	731,583	744,905	758,870	773,527	788,927
11.1%	713,712	726,330	739,543	753,394	767,931

DCF Result_D/S부문

Target 부문 중 D/S부문의 영업가치(직접 현금흐름) 추정내역은 다음과 같습니다. 회사 사업계획에 따라 25년까지 신규 렌탈계약이 급격히 증가하며, 2년 이후 렌탈계약 수입이 충분히 유입되므로, 향후 10개년 평가 시 영업가치가 보다 높게 산정됩니다.

Rental Business	Forecasted											5Y	10Y
KRW Millions	2020/3E	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	Terminal	Terminal
매출액	23,279	107,723	152,050	198,687	257,322	318,703	355,583	367,794	373,431	378,505	382,059	320,296	383,970
Alive 대수 (기말기준)	5,763	7,815	10,502	13,471	16,387	19,488	20,281	20,288	20,145	19,940	19,866	19,866	19,866
- 렌탈매출	14,985	59,831	81,351	103,168	129,767	154,587	170,986	174,991	176,424	176,892	177,748	155,360	178,637
기존렌탈매출	14,985	43,295	38,284	28,793	22,002	12,786	7,593	4,916	3,541	1,664	114	12,850	114
신규렌탈매출	-	16,536	43,066	74,375	107,765	141,801	163,393	170,075	172,884	175,228	177,634	142,510	178,523
- 중고차매출	1,514	7,695	15,183	21,468	30,704	37,723	54,685	59,295	60,057	61,378	60,708	37,911	61,011
- 이외 D/S매출	6,779	40,197	55,516	74,051	96,851	126,393	129,913	133,508	136,950	140,235	143,604	-	-
매출원가	7,841	50,054	91,697	143,116	201,281	265,352	285,165	290,169	294,368	299,287	303,978	266,679	305,497
- 재료비(렌탈)	2,367	12,738	21,218	29,904	39,996	50,033	56,149	57,906	58,854	59,431	60,056	50,283	60,356
- 재료비(중고차-이외)	1,488	2,547	6,929	13,282	21,114	28,362	25,501	21,176	20,548	20,901	20,876	-	-
- 이외 D/S재료비	3,986	27,852	39,887	55,994	74,264	98,367	101,155	104,014	106,309	108,934	111,628	-	-
- 운반보관비	230	1,106	1,561	2,040	2,641	3,272	3,650	3,775	3,833	3,885	3,922	-	-
- 신규렌탈차량 상각비	-	6,917	23,664	43,936	65,908	88,590	102,359	107,072	108,657	110,020	111,417	-	-
판관비	1,245	11,107	13,877	17,349	21,070	23,935	25,422	26,371	27,246	28,138	29,059	24,055	29,205
- 인건비	1,245	5,958	6,501	7,213	8,268	9,197	9,750	10,336	10,957	11,616	12,315	-	-
- 이자비용	-	5,149	7,375	10,136	12,802	14,738	15,672	16,035	16,289	16,522	16,745	-	-
영업이익	14,192	46,563	46,476	38,222	34,971	29,416	44,997	51,254	51,817	51,080	49,023	29,563	49,268
법인세비용	3,095	10,819	10,916	9,042	8,317	7,016	10,745	12,245	12,379	12,201	11,707	7,051	11,766
세후영업이익	11,097	35,744	35,560	29,180	26,655	22,400	34,251	39,009	39,438	38,879	37,316	22,512	37,502
가산: 신규렌탈차량 상각비	-	6,917	23,664	43,936	65,908	88,590	102,359	107,072	108,657	110,020	111,417	-	-
차감: 렌탈차량 CAPEX	-	70,588	99,315	104,417	108,085	111,292	112,698	114,129	115,584	117,065	118,571	-	-
가산: 렌탈관련 신규차입	n.a.	63,328	91,928	96,353	99,877	102,920	104,185	105,473	106,783	108,116	109,473	-	-
차감: 렌탈관련 상환	n.a.	28,982	40,566	61,777	63,772	76,219	96,689	103,895	102,990	104,216	105,505	-	-
차감: WC변동(렌탈관련차입금 제외)	(172)	(1,837)	1,761	1,267	1,684	1,290	1,310	(104)	98	105	30	1,310	175
추정영업현금흐름 (FCFF)	15,099	8,257	9,510	2,008	18,898	25,108	30,099	33,635	36,205	35,629	34,099	21,202	37,327
할인기간	0.125	0.750	1.750	2.750	3.750	4.750	5.750	6.750	7.750	8.750	9.750	4.750	9.750
할인계수	0.987	0.927	0.838	0.758	0.685	0.620	0.560	0.507	0.458	0.414	0.374	0.620	0.374
FCFF의 현재가치	14,910	7,656	7,973	1,522	12,952	15,559	16,864	17,039	16,583	14,755	12,768	130,085	138,386
누적현재가치												60,572	138,581
Terminal Value의 현재가치												130,085	138,386
영업가치 (Operating Value)												190,656	276,967

Guideline Public Company Method(19년말 실적 기준)

시장접근법 중 2019년말 기준 유사회사의 GPCM을 사용한 Target의 주식가치는 다음과 같습니다.

Guideline Public Company	Currency (Millions)	MKT Cap	Net Debt	Enterprise Value	LTM						Multiples	
					BV	Sales	EBIT	Dep.	EBITDA	Net Income	EV/EBIT	EV/EBITDA
Komatsu Ltd	JPY	2,334,523	704,663	3,039,186	1,890,773	2,534,076	310,654	130,571	441,225	218,220	9.8x	6.9x
Mitsubishi Logisnext Co Ltd	JPY	111,079	154,251	265,330	68,366	452,770	11,064	28,878	39,942	5,561	24.0x	6.6x
KION Group AG	EUR	6,378	1,093	7,472	3,558	8,807	848	891	1,739	445	8.8x	4.3x
Jungheinrich AG	EUR	2,316	1,720	4,036	1,488	4,073	288	408	696	177	14.0x	5.8x
Doosan Infracore Co Ltd	KRW	1,309,205	2,809,593	4,118,798	4,267,552	8,185,840	840,397	224,748	1,065,145	395,698	4.9x	3.9x
Hyster-Yale Materials Handling Inc	USD	860	55	915	577	3,292	56	43	100	29	16.2x	9.2x
Hyundai Construction Equipment (KRW	629,040	471,944	1,100,983	1,577,143	2,852,139	157,793	65,391	223,184	50,881	7.0x	4.9x

Note: (1) EBIT 및 EBITDA는 20년의 Covid 19 효과 Normalize 금액의 대응치로 2019년 회사제시 조정 EBITDA를 적용하였습니다.

(2) IBD는 평가기준일인 2020년 9월 30일 금액으로, 리스부채를 제외한 금액입니다.

(3) Control Premium은 국내 상장사의 최근 20건의 거래를 대상으로 산출하였으며, 거래일로부터 1주일 전 평균을 이용하였습니다.

Guideline Public Company Method		
Multiples	EV/EBIT	EV/EBITDA
Median	9.8x	5.8x
Mean	12.1x	5.9x

Company Financials		
	EBIT	EBITDA
Target	69,556	102,288 (*1)

Operating Value		
	EV/EBIT	EV/EBITDA
Median	680,476	593,638
Mean	841,793	608,096

Non-Operating Asset	38,075
---------------------	--------

Interest Bearing Debt	43,707 (*2)
-----------------------	-------------

Control Premium	25.2% (*3)
-----------------	------------

Equity Value		
	EV/EBIT	EV/EBITDA
Median	845,023	736,286
Mean	1,047,019	754,390

(*3)

Control Premium			
%	D-1	D-7	1 month avg.
국내 (Max)	109.4%	101.6%	105.6%
국내 (Average)	18.2%	25.2%	33.3%
국내 (Min)	-53.4%	-44.8%	-43.5%
전세계 (2020.2Q)	43.5%	42.4%	44.5%

(2)-1 2017년 8월 1일 부터 2020년 10월 20일까지의 국내 상장사 거래 중 Outlier 거래 1건 제외, 총 21건의 거래를 기반으로 산출되었습니다.

Guideline Transaction Method(19년말 실적 기준)

시장접근법 중 과거 유사회사 M&A사례를 바탕으로 GTM을 사용한 Target의 주식가치는 다음과 같습니다.

Announce Date	Target Company	Bidder Company	Deal price (USD million)	Acquisition Ratio	Equity Value	Net Debt	Enterprise Value	LTM				Multiples	
								Sales	EBIT	EBITDA	NI	EV/EBIT	EV/EBITDA
2012/10/22	Cascade Corporation	Toyota Industries Corporation	728	100.0%	728	(24)	704	536	87	97	63	8.05x	7.22x
2015/08/11	Terex Corporation	Konecranes Plc	2,669	100.0%	2,669	1,574	4,243	7,309	423	579	320	10.03x	7.33x
2016/02/15	Bolzoni SpA	Hyster-Yale Materials Handling	126	100.0%	126	37	162	151	9	15	5	18.11x	10.62x
2016/10/03	Manitex Liftking, ULC	Mi-Jack Products Inc.	14	100.0%	14	-	14	18	-	2	-	n.a.	7.00x
2018/12/04	Ningbo Liftstar Material Handling	Er Anhui Heli Co., Ltd.	36	66.0%	55	(9)	46	53	7	9	6	6.37x	5.28x
2019/07/04	Eltrak S.A.	CP Holdings Limited	34	66.0%	52	18	70	126	9	11	2	7.94x	6.28x

Note: (1) EBIT 및 EBITDA는 20년의 Covid 19 효과 Normalize 금액의 대응치로 2019년 회사제시 조정 EBITDA를 적용하였습니다.

(2) IBD는 평가기준일인 2020년 9월 30일 금액으로, 리스부채를 제외한 금액입니다.

Guideline Transaction Method		
Multiples	EV/EBIT	EV/EBITDA
Median	8.05x	7.11x
Mean	10.10x	7.29x

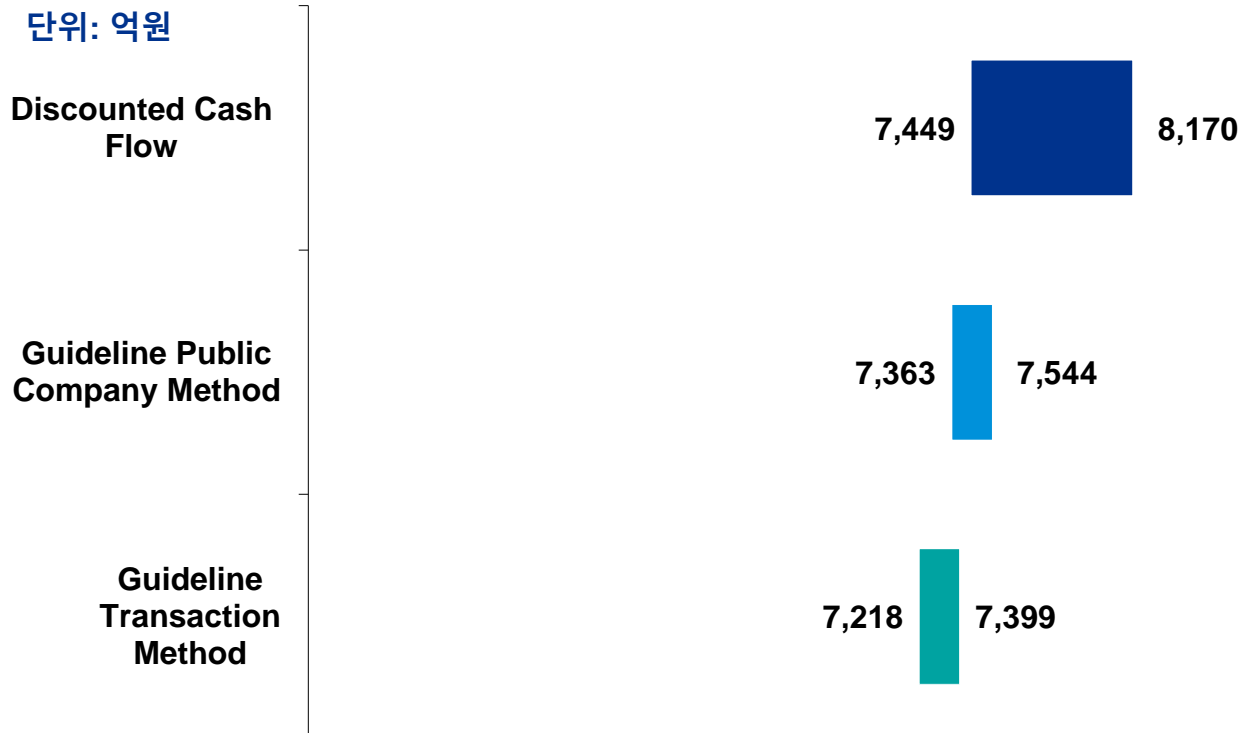
Target's Financial ⁽¹⁾		
KRW Million	EBIT	EBITDA
	69,556	102,288

Target's net debt		
	IBD ⁽²⁾	NOA
	43,707	38,075

Equity Value		
KRW Million	EV/EBIT	EV/EBITDA
Median	554,195	721,837
Mean	696,811	739,900

지분가치 추정 결과 요약

Target에 대한 본 Valuation 수행 시 적용한 세가지 방법에 따른 Interim Review 시점의 지분가치 추정 결과는 다음과 같습니다.



Appendix: 렌탈계약 Standard Model

Target의 주식가치 산정을 위해 각 지역 담당자의 input을 반영한 향후 회사의 신규 렌탈계약의 Standard Model은 다음과 같습니다.

로지피아 렌탈차량	
주요조건(Financing)	
지게차 매입금액(천원)	19,990
차입금액(천원)	15,992
차입비율(%)	80.0%
이자율(%)	5.6%
기간	5
상환조건(Balloon payment%)	20.0%
렌탈계약	
렌탈료 수입(천원/연기준)	8,400
계약기간	5
상각내용연수	5
계약 종료시 매각가	7,196

Rushlift 렌탈차량	
주요조건(Financing)	
지게차 매입금액(천원)	27,153
차입금액(천원)	27,153
차입비율(%)	100.0%
이자율(%)	4.3%
기간	5
상환조건(Balloon payment%)	20.0%
렌탈계약	
렌탈료 수입(천원)	6,431
계약기간	5
상각내용연수	5
계약 종료시 매각가	9,775

로지피아 Cash flow						
천원	1년차	2년차	3년차	4년차	5년차	6년차
영업 현금유입	4,200	8,400	8,400	8,190	7,980	11,186
렌탈료 수익	4,200	8,400	8,400	8,190	7,980	3,990
렌탈종료시 중고차매각액						7,196
영업 현금유출	2,404	4,700	4,557	4,611	4,665	2,234
재료비(렌탈)	1,974	3,948	3,948	4,145	4,343	2,171
이자비용	430	752	609	466	322	63
영업 현금증분	1,796	3,700	3,843	3,579	3,315	8,952
Capex	19,990					
신규차입금	15,992					
차입금상환	1,279	2,559	2,559	2,559	2,559	4,478
당기 Cash flow	(3,481)	1,141	1,284	1,020	756	4,475
연도별 누적 Cash flow	(3,481)	(2,340)	(1,056)	(35)	721	5,195

Rushlift Cash flow						
천원	1년차	2년차	3년차	4년차	5년차	6년차
영업 현금유입	3,216	6,431	6,431	6,431	6,431	12,991
렌탈료 수익	3,216	6,431	6,431	6,431	6,431	3,216
렌탈종료시 중고차매각액						9,775
영업 현금유출	1,152	2,166	1,982	1,797	1,612	679
재료비(렌탈)	599	1,197	1,197	1,197	1,197	599
이자비용	554	969	785	600	415	81
영업 현금증분	2,063	4,265	4,449	4,634	4,819	12,312
Capex	27,153					
신규차입금	27,153					
차입금상환	2,172	4,345	4,345	4,345	4,345	7,603
당기 Cash flow	(109)	(80)	105	289	474	4,709
연도별 누적 Cash flow	(109)	(189)	(84)	205	679	5,388



KPMG 삼정회계법인
서울특별시 강남구 테헤란로 152
(역삼동, 강남 파이낸스센터 27층)
06236

kpmg.com/kr



kpmg.com/socialmedia



kpmg.com/app

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., the Korean member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved. Printed in Korea.

The KPMG name and logo are registered trademarks or trademarks of KPMG International.