



Deal Advisory 서비스라인 교육 (Val)

Market Approach의 이해

삼성KPMG Deal Advisory

Internal use Only

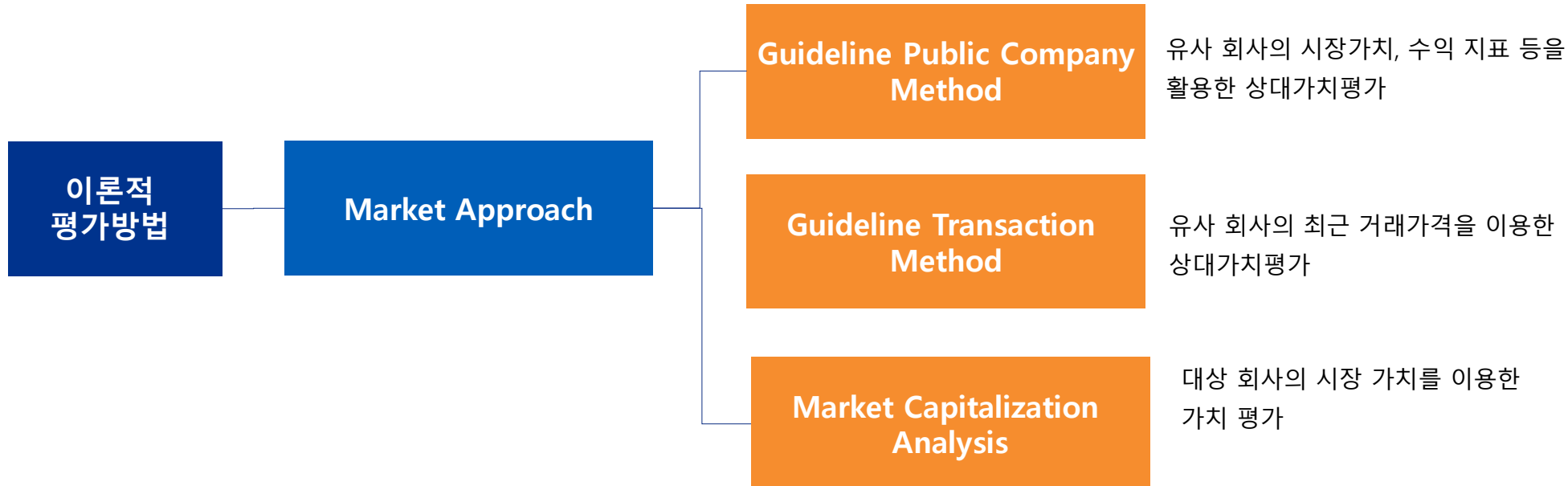
Table of Contents

- I. Market Approach의 이해
- II. Guideline Public Company Method
- III. Guideline Transaction Method
- IV. Market Capitalization Analysis
- V. Debrief

I. 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.

I. Market Approach의 이해

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.

Market Capitalization Analysis

- 시가 총액 분석법이란 자본시장에서 실제 형성되고 있는 대상회사의 시장가치를 바탕으로 가치평가를 수행하는 방법입니다.

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.

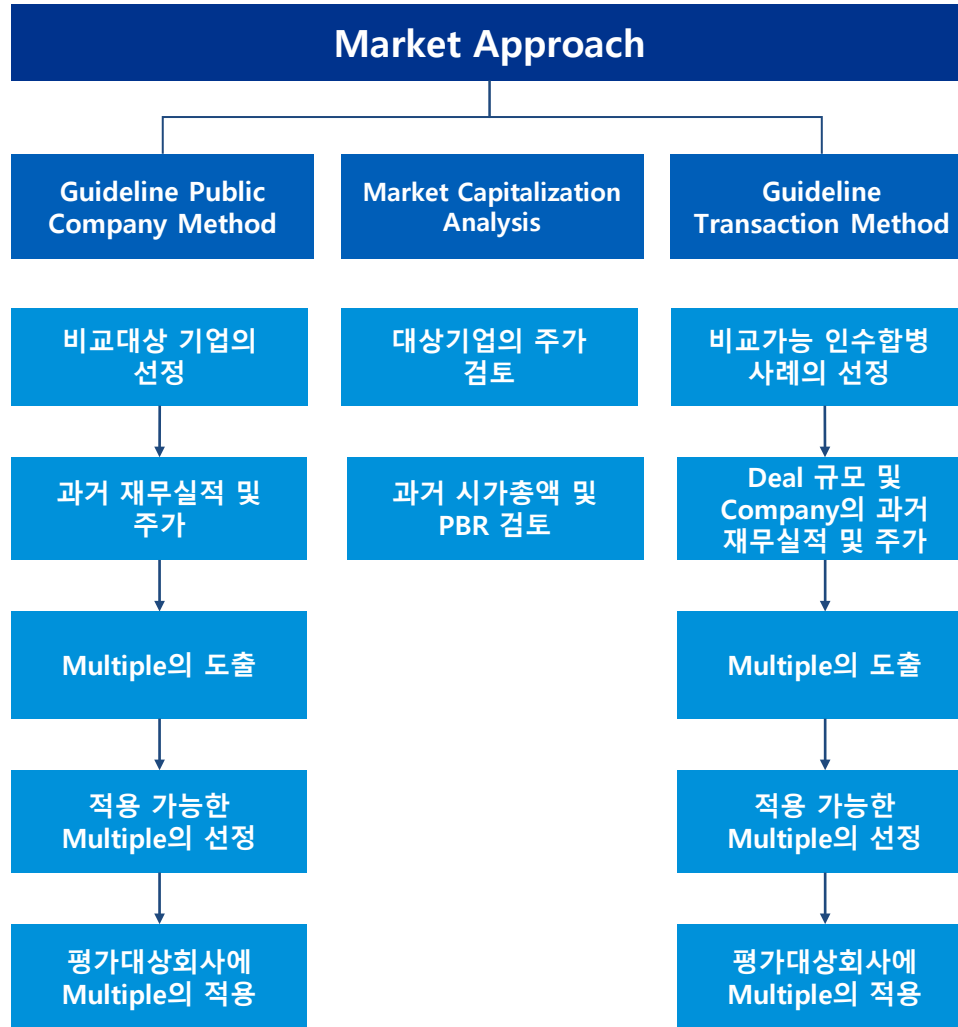


Table of Contents

- I. Market Approach의 이해
- II. Guideline Public Company Method
- III. Guideline Transaction Method
- IV. Market Capitalization Analysis
- V. Debrief

II. Guideline Public Company Method

Guideline Public Company Method를 실제 적용함에 있어 수행되는 단계는 다음과 같습니다.

Step 1. 비교기준회사(Guideline Company)의 선정

- 회사에 대한 이해 및 예비분석 이후에 비교기준회사를 선정함
- 비교대상 상장기업의 선별에 있어서 사업의 유사성(동일한 제품을 생산 or 유통하고 있는지, 사업별/제품별 Sale Mix의 유사성, 수출/내수 비중의 유사성)
- 자산 또는 매출액 규모 및 성장률 비교

Step 2. 각종 시가배수의 검토

- 비교기준회사로 선정된 기업들에 대하여 Equity Value 및 Enterprise Value를 계산하고 Market Multiple을 산정함

Step 3. 실제 적용할 시가배수의 선정(Sales, EBITDA, EBIT, PBR, PER 등)

- 여러 Market Multiple 중 평가목적에 가장 적합한 Market Multiple을 최종적으로 선정하여 적용함

Step 4. 평가대상회사에 시가배수의 적용

- Market Multiple과 계산될 평가대상회사의 Representative는 비 경상적인 손익 등을 제거한 후 사용함
- PBR, PER Multiple의 경우 각 재무실적과 Equity value를, Sales, EBITDA, EBIT Multiple의 경우 각 재무실적과 Enterprise value를 비교하여 산출함.

II. Guideline Public Company Method

상대가치 접근법을 적용하기 위한 최적 요건

- 안정적이며 견고한 실적 보유
- 안정적인 현금흐름 추이
- 매출액이 점진적으로 성장하는 경우
- 적절한 비교대상 상장기업이 존재하는 경우

상대가치 접근법을 적용하기 어려운 요건

- 최근 실적 악화 및 적자 상태 유지
- 매출이 급증하는 경우
- 적절한 비교대상 상장기업이 존재하지 아니하는 경우

II. Guideline Public Company Method

Guideline Public Company method 적용시 활용되는 **Multiple**의 종류는 다음과 같으며, 대상회사 특성에 따라 적합하다고 판단되는 몇 가지 **Multiple**을 선정하여 가치를 산정해야 합니다.

| | 종류 | 경제적 implication | 주요 적용 산업 |
|---------------------------------|--|--|---|
| Earnings multiple | <ul style="list-style-type: none"> P/E ratio EV/EBITDA ratio | <ul style="list-style-type: none"> 가치평가 대상 자산이 창출하는 earning이 시장에서 어느 정도 가치로 평가되는지의 여부 | <ul style="list-style-type: none"> P/E ratio는 다양한 산업에 일반적으로 적용 EV/EBITDA는 감가상각 규모가 크게 이루어지는 대규모 장치 산업에 적용 가능 |
| Book value multiple | <ul style="list-style-type: none"> P/B ratio Value to Book value ratio | <ul style="list-style-type: none"> 장부가치에 대한 시장 가격의 평가 | <ul style="list-style-type: none"> 금융업 회사에 주로 적용 - 자본 규모에 대한 규제, 예수금/Debt의 구분이 모호하기 때문에 Firm 차원의 multiple을 적용하기 어려움 유형자산이 적은 Service 또는 기술위주의 회사는 적용의 의미가 적음 |
| Revenue multiple | <ul style="list-style-type: none"> EV/Sales ratio | <ul style="list-style-type: none"> 회사의 가치 평가 대상 자산이 창출하는 revenue의 시장에 대한 평가 | <ul style="list-style-type: none"> 매출은 음의 값을 갖기 어렵고, 회계 기준에 크게 영향을 받지 않으며, 다른 변수들에 비해 상대적으로 안정적이기 때문에 다른 multiple의 대안으로 주로 사용됨 다만 매출과 수익, cash flow와의 연관성이 밀접하지 않은 경우 왜곡의 가능성이 높음 |
| Sector specific multiple | <ul style="list-style-type: none"> Number of customers Number of subscribers Number of website visitors | <ul style="list-style-type: none"> 산업의 수익을 결정하는 대표적인 변수에 대한 시장의 평가 | <ul style="list-style-type: none"> 산업이 성숙하지 않아 재무정보가 전무한 경우 다른 모든 multiple 적용을 위한 변수를 적용할 수 없는 경우 적용하기 용이한 만큼 왜곡의 가능성도 매우 높음 |

II. Guideline Public Company Method

Guideline Public Company method 적용시 활용되는 각 Multiple은 적용 대상이 되는 실적의 시점에 따라 Trailing Multiple과 Forward Multiple로 구분될 수 있습니다.

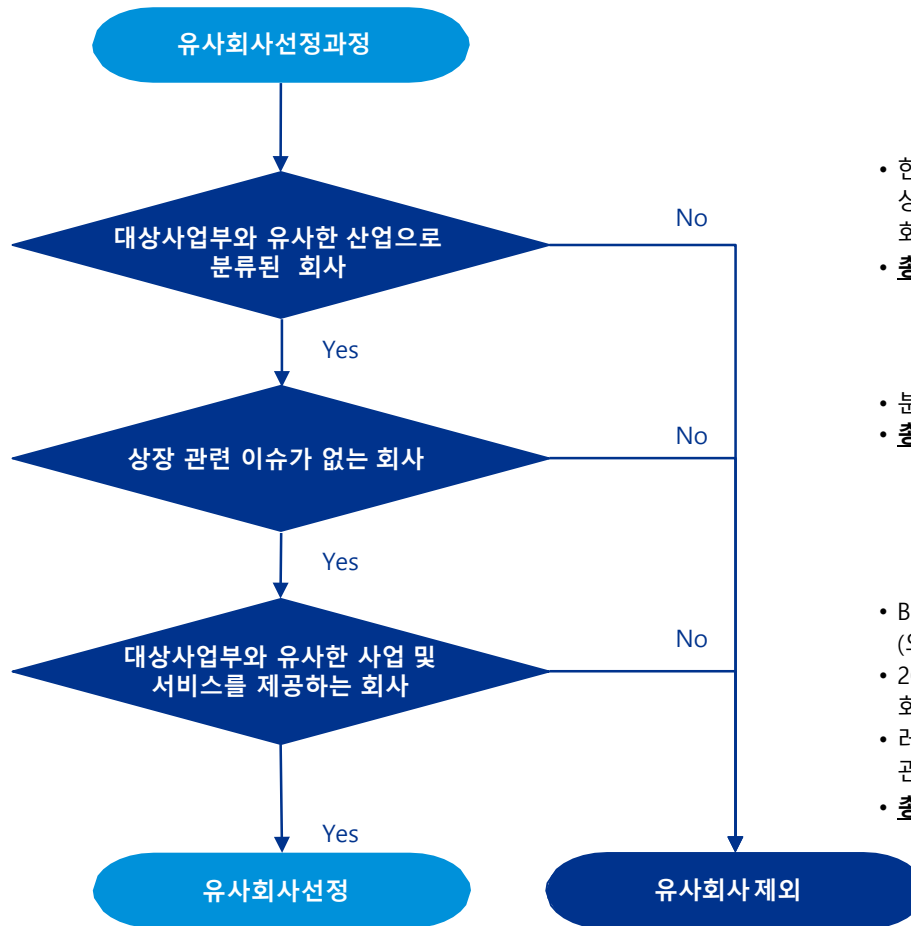


- Trailing Multiple은 유사회사의 최근 실적과 주식시장에서 거래되는 기업가치를 비교하여 Multiple을 산정하고, 평가대상의 최근 재무실적에 해당 Multiple을 적용하여 평가대상회사의 가치를 추정하는 방법임.
- Forward Multiple은 유사회사의 추정 실적과 주식시장에서 거래되는 기업가치를 비교하여 Multiple을 산정하고, 평가대상의 향후 추정 재무실적에 해당 Multiple을 적용하여 평가대상회사의 가치를 추정하는 방법임. 유사회사의 추정 실적이 공시가 되어야 적용이 가능한 방법이며, 평가대상회사의 최근 재무실적 중 이익이 음의 값을 갖거나, 최근 실적이 비경상적이라 볼 수 있는 상황 등에서 적용됨.

II. Guideline Public Company Method

GPCM Example - 국내 소재 외식업 영위 사업부

GPCM - 유사 상장회사 선정과정 예시



- 한국, 일본, 대만, 싱가포르, 미국, 서유럽, 중국, 호주 중 블룸버그 산업분류(BICS) 상 "Restaurant" 또는 "Food Services" 또는 GICS 상 "Restaurant"을 영위하는 회사 선정

• **총 336개 선정**

- 분석기준일 기준 2년 이전 상장기업 및 상장 관련 이슈가 없는 회사 선정

• **총 268개 선정**

- Business description 및 홈페이지 검토를 통하여 대상사업부와 유사한 사업 (외식업 또는 프랜차이즈업)을 영위하는 회사 선정

- 2018년 매출액이 대상사업부의 2018년 매출액(4,700억원 / 4.2억 달러) 이상의 회사 선정

- 레스토랑 및 프랜차이즈 관련 매출 비중이 90% 이상이면서 Catering 또는 식품 관련 상품을 유통/판매하지 않는 기업 선정

• **총 15개 선정**

II. Guideline Public Company Method

GPCM Example - 국내 소재 외식업 영위 사업부

GPCM - 유사 상장기업 비교법을 통한 대상사업부의 가치 분석 결과

- 시장접근법 중 유사 상장회사 비교법을 적용할 경우 대상회사의 주식가치 평가 결과는 다음과 같습니다.

- 유사 상장회사를 통해 확인한 EV/EBITDA 배수는 11.3x~11.7x로 산정되었습니다.

| Guideline Public Company | Currency (Millions) | Market Cap | Net Debt | Enterprise Value | LTM ⁽²⁾ EBITDA | Multiples EV/EBITDA |
|------------------------------|---------------------|------------|----------|------------------|---------------------------|---------------------|
| DIDIM INC | KRW | 109,711 | 41,892 | 151,602 | 11,449 | 13.2x |
| HAIMARROW FOOD SERVICE CO | KRW | 249,299 | (17,318) | 231,980 | 26,578 | 8.7x |
| COCO'S JAPAN CO LTD | JPY | 39,199 | (1,025) | 38,174 | 3,368 | 11.3x |
| CREATE RESTAURANTS HOLDINGS | JPY | 129,581 | 24,987 | 154,568 | 10,634 | 14.5x |
| KURA SUSHI INC | JPY | 104,948 | (12,555) | 92,393 | 10,032 | 9.2x |
| MATSUYAFOODS HOLDINGS CO LTD | JPY | 70,346 | 1,039 | 71,385 | 7,523 | 9.5x |
| MONOGATARI CORP | JPY | 54,236 | (1,207) | 53,029 | 6,042 | 8.8x |
| OHSO FOOD SERVICE CORP | JPY | 163,236 | (13,625) | 149,611 | 9,477 | 15.8x |
| SAINT MARC HOLDINGS CO LTD | JPY | 56,693 | (13,733) | 42,960 | 9,817 | 4.4x |
| ZENSHO HOLDINGS CO LTD | JPY | 383,678 | 166,873 | 550,551 | 40,566 | 13.6x |
| XIABUXIABU CATERING MANAGEME | HKD | 14,726 | (1,520) | 13,206 | 926 | 14.3x |
| RESTAURANT GROUP PLC | GBP | 580 | 299 | 879 | 88 | 10.0x |
| CHEESECAKE FACTORY INC/THE | USD | 2,207 | (84) | 2,123 | 95 | 22.4x |
| DEL TACO RESTAURANTS INC | USD | 373 | 144 | 517 | 63 | 8.2x |
| NOODLES & CO | USD | 299 | 46 | 345 | 31 | 11.3x |

Source: Bloomberg, DART

- Notes: (1) 2019년 3월 31일 기준 시가총액입니다.
(2) 2019년 3월 31일 기준 가장 최근 재무제표의 직전 12개월 재무정보입니다.

- 해당 배수를 적용할 경우, 대상회사의 주식가치는 247,868백만원에서 258,507백만원으로 산정됩니다.

| Guideline Public Company Method | |
|--|-----------------|
| Multiple | EV/EBITDA |
| Median | 11.3x |
| Mean | 11.7x |
| Company Financials - EBITDA ⁽³⁾ | |
| KRW Millions | EBITDA |
| Target | 26,184 |
| Operating Value | |
| KRW Millions | Operating Value |
| Median | 295,113 |
| Mean | 305,752 |
| Non-Operating Asset ⁽⁴⁾ | 67,055 |
| Interest Bearing Debt ⁽⁴⁾ | 114,300 |
| Equity Value | |
| KRW Millions | Equity value |
| Median | 247,868 |
| Mean | 258,507 |

Table of Contents

- I. Market Approach의 이해
- II. Guideline Public Company Method
- III. Guideline Transaction Method**
- IV. Market Capitalization Analysis
- V. Debrief

Comparable Transaction Method를 통한 평가 방법론의 구체적인 적용방법은 아래와 같습니다.

- 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.
- 거래 대상 지분율에 따라 지배지분의 변동을 수반하는 경우는 지배주주의 입장과 거래구조를 반영하며, 소수지분을 대상으로 하는 경우 control premium을 추가로 고려하여야 함.
- 상장회사에 대한 지배지분 거래시 market cap과 거래가격의 차이를 control premium의 근거 자료로 활용할 수 있음.

유사거래 접근법의 대상거래를 선별하기 위해 고려해야 할 사항

- 주요영업의 동질성
- 거래금액, 거래시기, 매출 및 이익 규모 및 성장률
- 영업관련 항목
- 재무관련 항목

III. Guideline Transaction Method

Guideline Transaction Method를 실제 적용함에 있어 수행되는 단계는 다음과 같습니다.

Step 1.

비교 대상 거래(Guideline Transaction)의 선정

- 유사 거래의 유사성(거래 대상회사의 산업, Deal size, 거래 대상 지분율, 국가, 매각 형태 등) 비교

Step 2.

각종 배수의 검토

- 비교 대상 거래로 선정된 거래에 대하여 Sales, EBIT, EBITDA 등 배수 검토

Step 3.

실제 적용할 배수의 선정(Sales, EBITDA, EBIT, PBR, PER 등)

- 여러 Market Multiple 중 평가목적에 가장 적합한 Market Multiple을 최종적으로 선정하여 적용함

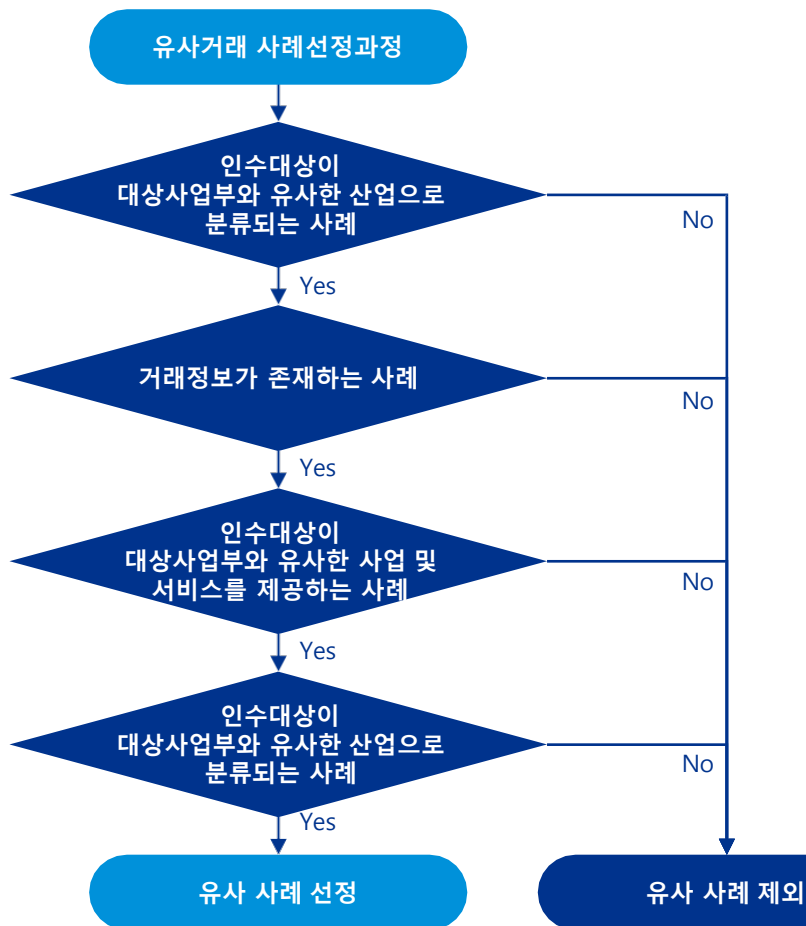
Step 4.

평가대상회사에 배수의 적용

- Transaction Multiple과 계산될 평가대상회사의 Representative는 비 정상적인 상황에 의한 손익을 제거한 후 사용함
- Majority/ Minority에 관련된 transaction인지 구분하여 control premium 고려

GTM Example 1 - 국내 소재 외식업 영위 사업부

GTM - 유사 거래사례 선정과정 예시



- Mergermarket에서 2009년 이후부터 인수대상이 국내인 Leisure Sector의 거래 사례 선정

• 총 254개 선정

- 거래정보가 확인 되는 사례 선정
- 총 176개 선정

- 인수대상 회사의 Business description 및 홈페이지 검토를 통하여 대상사업부와 유사한 사업 (외식업 또는 프랜차이즈업)을 영위하는 사례 선정

• 총 39개 선정

- 인수대상 회사의 재무정보가 확인 되면서, 거래 유형이 특수관계자 거래, 유상증자 등이 아닌 사례 선정

• 총 17개 선정

GTM Example 1 - 국내 소재 외식업 영위 사업부

GTM - 유사 거래 사례 비교법을 통한 대상사업부의 가치 분석 결과

- 시장접근법 중 유사거래비교법을 적용할 경우 대상회사의 주식가치 평가 결과는 다음과 같습니다.
- 유사 거래사례를 통해 확인한 EV/EBITDA 배수는 7.2x~8.2x로 산정되었습니다.
- 해당 배수를 적용할 경우, 대상회사의 주식가치는 141,387백만원에서 168,518백만원으로 산정됩니다.

| Completion Date | Target Company | Deal Price | Acquisition Ratio | Equity Value | Net Debt | Enterprise Value | LTM ⁽¹⁾ EBITDA | Multiple EV/EBITDA |
|---------------------------|-------------------------------|------------|-------------------|--------------|----------|------------------|---------------------------|--------------------|
| 2019-06-30 ⁽²⁾ | A Twosome Place Co. | 202,500 | 45% | 450,000 | (71,761) | 378,239 | 40,045 | 9.45x |
| 2018-12-21 | Franchise service asia Ltd | 650,000 | 100% | 650,000 | (92,150) | 557,850 | 77,435 | 7.20x |
| 2016-03-07 | Bokang Enterprise; Bigtwo Co. | 90,000 | 100% | 90,000 | (16,821) | 73,179 | 17,251 | 4.24x |
| 2016-04-14 | BKR Co. | 210,000 | 100% | 210,000 | (4,441) | 205,559 | 18,424 | 11.16x |
| 2015-08-26 | Todai Korea | 25,000 | 43% | 58,005 | 18,154 | 76,159 | 7,168 | 10.63x |
| 2014-09-26 | GongCha Korea Co. | 35,000 | 70% | 50,000 | (4,419) | 45,581 | 7,594 | 6.00x |
| 2014-09-26 | Buja Co. | 14,000 | 100% | 14,000 | (1,261) | 12,739 | 948 | 13.43x |
| 2014-09-23 | Mad for Garlic | 49,637 | 71% | 69,491 | 1,580 | 71,071 | 5,585 | 12.73x |
| 2014-07-15 | Caffe Bene Co. | 22,370 | 85% | 26,473 | 78,194 | 104,667 | 11,410 | 9.17x |
| 2014-06-30 | SRS Korea Co. | 100,000 | 100% | 100,000 | (12,027) | 87,973 | 18,091 | 4.86x |
| 2013-07-05 | Hollys Coffee | 35,000 | 60% | 58,333 | 2,698 | 61,032 | 9,351 | 6.53x |
| 2013-06-06 | BHC Co. | 110,000 | 100% | 110,000 | (20,860) | 89,140 | 14,449 | 6.17x |
| 2012-11-16 | SRS Korea Co. | 81,000 | 49% | 165,003 | (11,524) | 153,479 | 29,579 | 5.19x |
| 2012-11-30 | BKR Co. | 110,000 | 100% | 110,000 | (6,223) | 103,777 | 14,626 | 7.10x |
| 2012-04-27 | Bonavie Co. | 30,153 | 100% | 30,153 | (5,660) | 24,492 | 2,954 | 8.29x |
| 2011-11-07 | Nolboo Co. | 120,000 | 100% | 120,000 | 18,099 | 138,099 | 11,753 | 11.75x |
| 2009-06-26 | SRS Korea Co. | 110,000 | 100% | 110,000 | 23,494 | 133,494 | 21,557 | 6.19x |

Source: Mergermarket, Bloomberg, DART

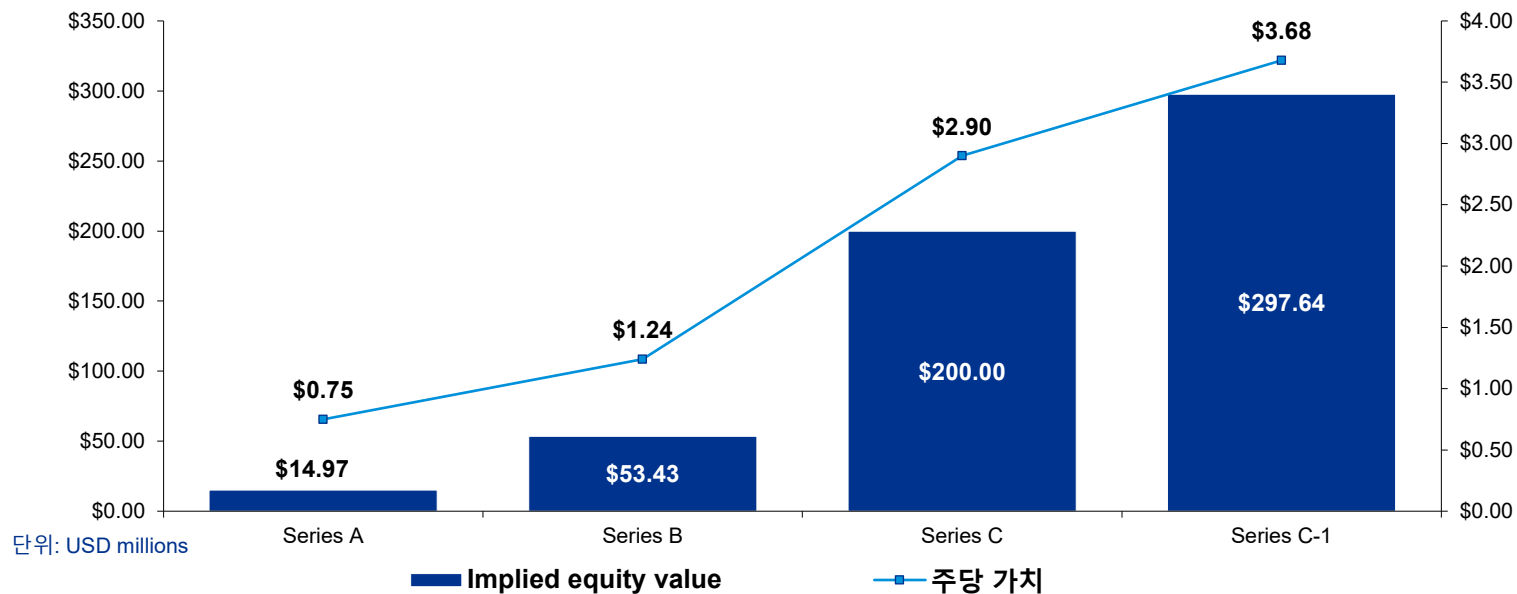
Notes: (1) 거래완료일 기준 가장 최근 재무제표의 직전 12개월 재무정보입니다.
(2) 분석기준일 기준 거래 완료되지 않은 것이며, 거래완료 예상일입니다.

| Guideline Transaction Method | |
|--|-----------------|
| Transaction Multiple | EV/EBITDA |
| Median | 7.2x |
| Mean | 8.2x |
| Company Financials - EBITDA ⁽³⁾ | |
| KRW Millions | EBITDA |
| Target | 26,184 |
| Operating Value | |
| KRW Millions | Operating Value |
| Median | 188,632 |
| Mean | 215,763 |
| Non-Operating Asset ⁽⁴⁾ | 67,055 |
| Interest Bearing Debt ⁽⁴⁾ | 114,300 |
| Equity Value | |
| KRW Millions | Equity Value |
| Median | 141,387 |
| Mean | 168,518 |

GTM Example 2 - 미국 소재 스마트팜 영위 회사

GTM - 대상회사의 과거 거래 사례를 통한 대상회사의 가치 분석 결과

| 투자유치 내역 | | | | |
|------------------------|------------|------------|------------|------------|
| | Series A | Series B | Series C | Series C-1 |
| 투자일 | 2015-10-19 | 2017-04-06 | 2018-11-06 | 2019-07-29 |
| 투자액 (USD millions) | \$10.63 | \$25.10 | \$65.00 | \$32.64 |
| 발행주식수 | 14,889,421 | 20,276,569 | 22,875,187 | 8,861,519 |
| 투자 후 가치 (USD millions) | \$14.97 | \$53.43 | \$200.00 | \$297.64 |
| Implied EV/Sales | | | | 2.9x |
| 2020년 예상 Revenue | | | | \$193 |
| Equity Value | | | | 528 (1) |



Notes: (1) 2020년 예상 Revenue에 2.9를 곱한 후, 2020년 6월말 기준의 NOA 및 IBD를 조정하여 산출한 Equity value입니다.

Table of Contents

- I. Market Approach의 이해
- II. Guideline Public Company Method
- III. Guideline Transaction Method
- IV. Market Capitalization Analysis**
- V. Debrief

IV. Market Capitalization Analysis

MCA Example – 이베스트투자증권

| 시가총액 분석 | 2021-03-31 | 2021-03-31 직전 1개월 | 2021-03-31 직전 3개월 | 2021-03-31 직전 6개월 | 2021-03-31 직전 12개월 |
|--------------|------------|----------------------|----------------------|----------------------|-----------------------|
| 평균주당가격 | 7,290 | 6,994 | 6,995 | 6,767 | 5,889 |
| 총유통주식수 | 50,405,692 | 50,405,692 | 50,405,692 | 50,405,692 | 50,405,692 |
| 평균 시가총액(백만원) | 367,457 | 352,542 | 352,588 | 341,105 | 296,826 |
| 시가총액 최소값 | 367,457 | 344,775 | 331,669 | 289,833 | 193,306 |
| 시가총액 최대값 | 367,457 | 367,457 | 369,474 | 373,002 | 373,002 |
| 평균PBR | 0.790 | 0.755 | 0.755 | 0.731 | 0.633 |
| PBR 최소값 | 0.790 | 0.740 | 0.710 | 0.620 | 0.380 |
| PBR 최대값 | 0.790 | 0.790 | 0.790 | 0.800 | 0.800 |

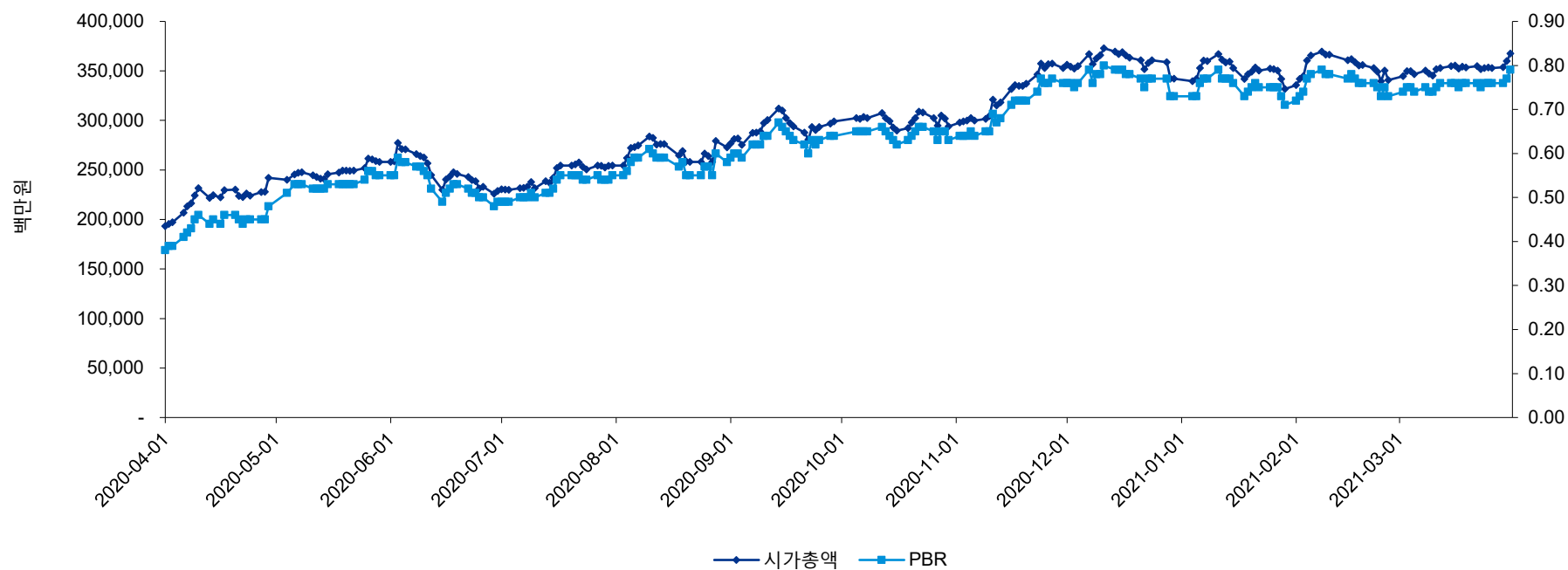


Table of Contents

- I. Market Approach의 이해
- II. Guideline Public Company Method
- III. Guideline Transaction Method
- IV. Market Capitalization Analysis
- V. Debrief

1.

GPCM

- 상장사 중 유사회사의 시장가치, 수익지표 등을 활용한 상대 가치 평가법입니다.
- 대상회사의 정상적인 손익을 바탕으로 가치를 추정해야 하며, 이익의 값이 음을 가질 경우 Forward multiple이나 Sales multiple 등이 대안이 될 수 있습니다.

2.

GTM

- 유사회사의 최근 거래 가격을 이용한 상대 가치 평가법입니다.
- GPCM과는 달리 (Minority 투자를 제외하면) Controlling interest가 포함된 기준으로 대상회사의 가치를 평가 할 수 있습니다.

3.

MCA

- 대상회사가 상장사인 경우 조회 가능한 대상회사의 시장 가치를 이용한 가치 평가법입니다.
- 과거 주가 변동, PBR 검토 등을 통해 이루어집니다.



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.