

REORGANIZING THE FIANCIAL STATEMENTS

Chapter 9

Valuation, 6th edition
McKinsey & Company

강경훈

재무제표 재구성의 의의

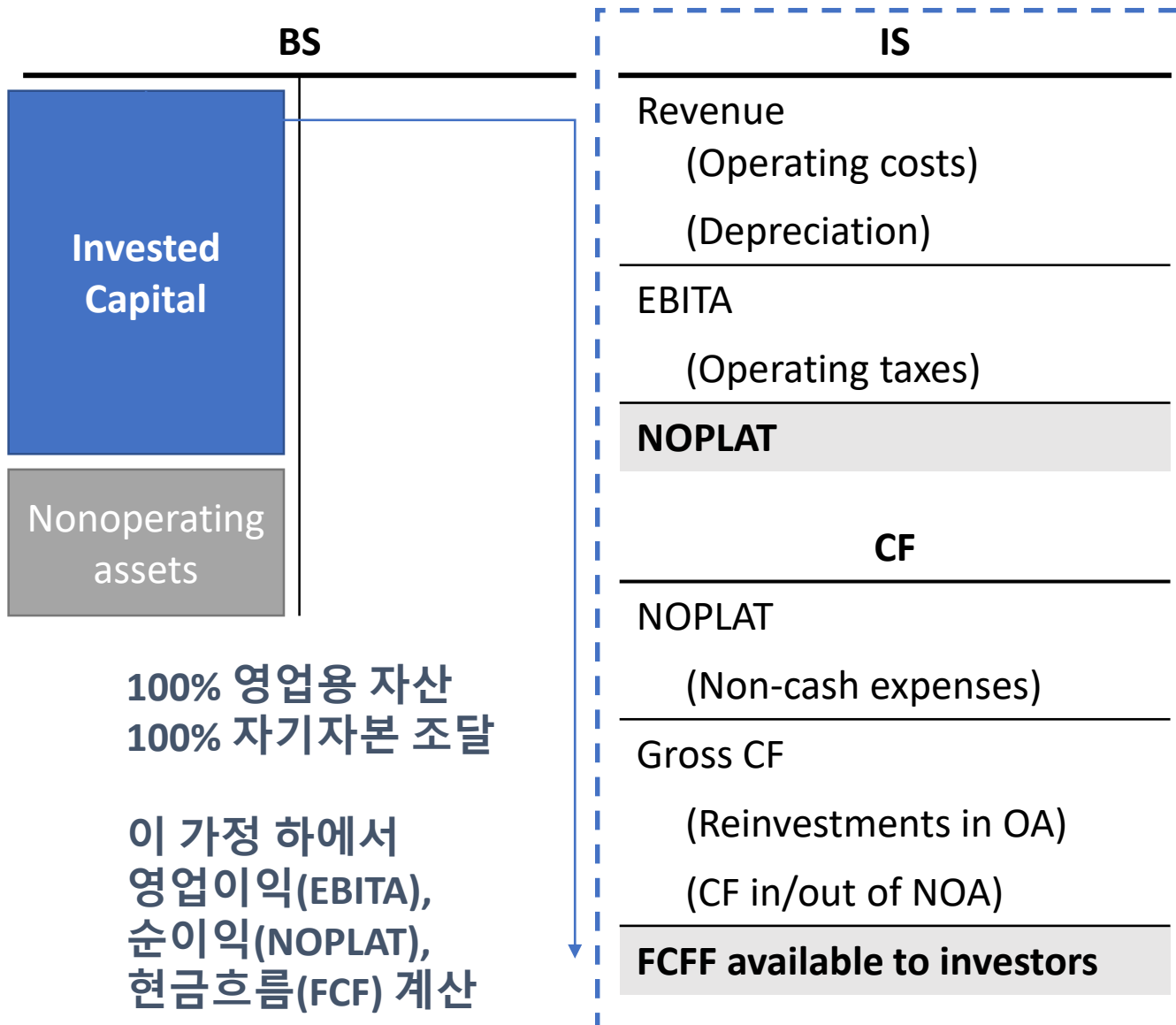
- 이 장의 목표는 회계사들이 만든 재무제표를 재해석하여,
이 기업이 **1) ALL EQUITY 2) NO NONOP ASSET** 일 때의 **영업이익(EBITA), 순이익(NOPLAT), 잉여현금흐름(FCF)**를 구하는 것
- 회계사들이 만든 재무제표는 밸류에이션 목적에 부적합하다. 영업용이든 아니든 상관 없이 여러가지 성격의 계정들이 짬뽕되어 있기 때문
- 우리가 관심 있는 (추정하려는) 대상은, **기업의 영업에 관한 자산과 수익**
- 때문에 BS / IS / CF 상 모든 계정을 다음의 유형으로 분류:
 1. Operating items
 2. Nonoperating items
 3. Sources of financing

-> 철저히 영업에 관련된 것들만 발라내는 것!!
- 이렇게 분리하여, 밸류에이션 시 영업에 관련된 것과 관련 없는 것들은 따로 추정해야한다.

KEY CONCEPTS

대략적인 개념에 대해

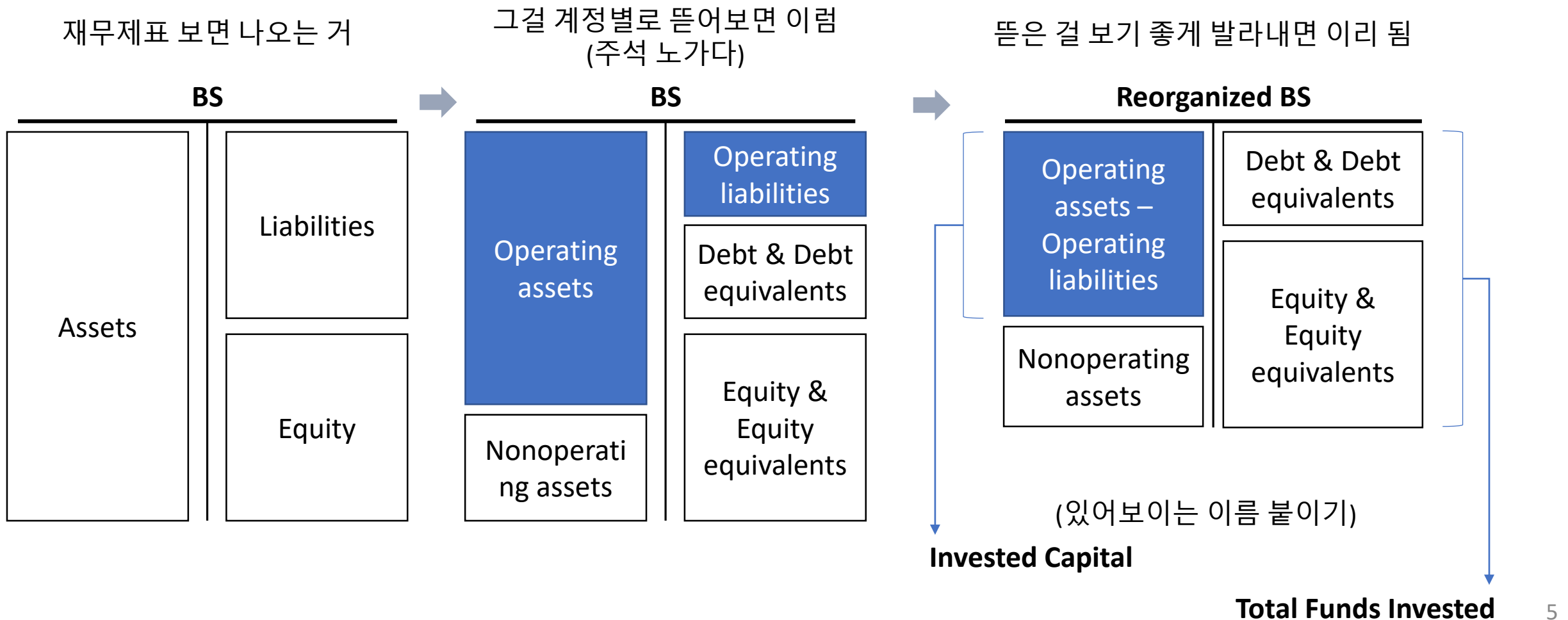
KEY CONCEPTS– Invested Capital -> NOPLAT -> FCFF로 가는 흐름



- 기업의 영업에 필요한 모든 자산을 **Invested Capital** 자금 조달 방법에 상관 없는 영업 성과 분석이 목적이므로 **무차입 경영 가정**
 - 창출된 Sales에서 영업에 관련된 모든 비용을 차감하면 **EBITA** (Earnings before Interest, Tax, Amortization) **재무제표 상 영업이익에 해당**
 - 여기에서 영업에 관련된 세금을 제하면 **NOPLAT** (Net Operating Profit less adjusted Tax) **재무제표 상 순이익에 해당**
 - NOPLAT에 **비현금영업비용(감가상각)**을 더하면 Gross Cash Flow
- 여기에 Invested Capital에 대한 **재투자**와 기타 **영업외 현금흐름**을 제하면
- FCFF** (Free Cash Flow from Firm)
주주, 채권자 등 (정부 제외) 기업의 현금흐름에 claim이 있는 모든 이해관계자에게 배분 가능한 현금흐름
재무제표 상 영업현금흐름 + 투자현금흐름에 해당

KEY CONCEPTS– Invested Capital

- Invested Capital :
자금 조달 방식에 상관 없이(자본이든 차입금이든), 기업의 영업활동에 필요한 모든 투자자의 자금



KEY CONCEPTS– Invested Capital

Accountant's BS	→	Reorganized BS		
Assets		Assets		
Cash		Operating cash	OA – OL 영업자산에 영업부채 네틱쳐서 Operating assets	
Inventory		Inventory		
Net PP&E		Accounts payable		
Equity investments		Operating working capital		
Total assets		Net PP&E		
Liabilities and equity		Invested Capital		
Accounts payable		Nonoperating cash	비영업자산은 Invested capital에서 제외	
Int-bearing debt		Equity investments		
Retained earnings		Total funds invested		Total funds invested
Total liabilities and equity		Reconciliation		
		Int-bearing debt		
		Retained earnings		
		Total funds invested		

KEY CONCEPTS - NOPLAT

- NOPLAT (Net Operating Profit Less Adjusted Tax) :
비영업 자산에서 발생한 수익/비용, 자금 조달 방식으로 인한 수익/비용을 다 뺀다고,
심지어 법인세에서마저 영업과 상관 없는 것들은 다 무시하여,
자본구조 상관 없이 **100% 순수하게 영업활동의 결과만으로 발생한 세후 영업이익**
- Invested Capital 계산 방식과 일관성 있어야 - **Invested Capital에서 발생한 수익만 포함해야 함**
- NOPLAT 계산하기
 1. 영업이익에 이자비용을 도로 더해준다.
 - 자본구조에 상관없이 영업 성과를 보기 위해
 - 이자비용은 무시하면서 법인세는 제하는 이유는?
세금은 어쨌든 내야 하니까...
 2. Invested Capital에 포함되지 않은 계정 (Nonoperating assets)에서 발생한 수익은 제외한다.
 3. Reported taxes (손익계산서 상 법인세)에서 **이자비용과 비영업 현금흐름 제외한 Operating taxes** 계산
-> All-equity, pure operating company 가정

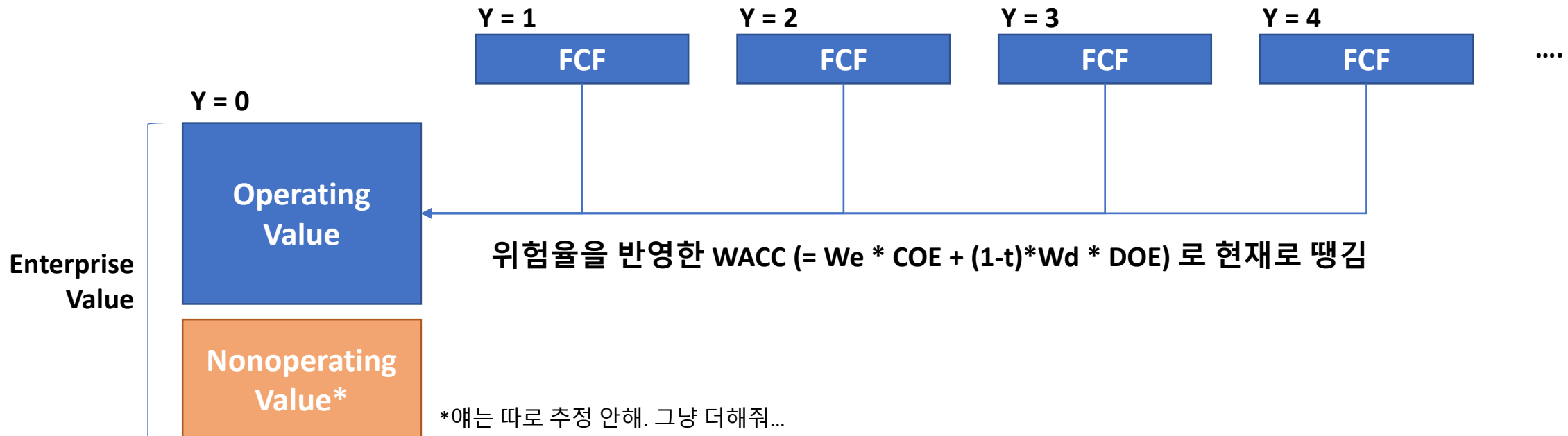
KEY CONCEPTS - NOPLAT

Accountant's IS	→	Reorganized IS	
Revenue		Revenue	
(Operating costs)		(Operating costs)	
(Depreciation)		(Depreciation)	
Operating profit		EBITA	
(Interest expense)		(Operating taxes)	영업에 관련된 세금만 고려
Equity income		NOPLAT	
Earnings before tax (EBT)		Equity income	Invested capital에 포함되지 않은 수익/비용
(Taxes)		Nonoperating taxes	
Net income		Income available to investors	
		Reconciliation	
		Net income	
		Interest expense	이자비용을 영업비용이 아닌 채권자 현금흐름으로 간주
		Income available to investors	

100% 영업의 결과

KEY CONCEPTS - FCF

- FCF (Free Cash Flow) :
모든 투자자에게 귀속되는, 자본구조와 비영업자산 현금흐름을 고려하지 않은 세후 현금흐름
이 현금흐름을 WACC 할인율로 현재화하여 Equity value를 구하는 것
- $FCF = NOPLAT + \text{비현금 영업비용} - \text{Invested Capital 재투자}$
- 비영업자산 현금흐름은 별도로 추정해야 함



KEY CONCEPTS - FCF

Accountant's CF

Net income

Depreciation
Decrease (increase) in inventory
Increase (decrease) in accounts payable

Cash flow from operations

Capital expenditures
Decrease (increase) in equity investments

Cash flow from investing

Increase (decrease) in int-bearing debt
Dividends

Cash flow from financing

Starting cash
Change in cash
Ending Cash

Reorganized CF

NOPLAT

Depreciation

Gross cash flow

Decrease (increase) in operating cash
Decrease (increase) in inventory
Increase (decrease) in accounts payable
Capital expenditures

Free cash flow

Nonoperating income
Nonoperating taxes
Decrease (increase) in equity investments

Cash flow available to investors

Reconciliation

Interest expense
Increase (decrease) in int-bearing debt
Dividends

Cash flow available to investors

비현금 영업비용 가산

Invested capital에 대한 재투자:
순운전자본 (NWC) 증감
Net PP&E 증감

영업과 상관 없는 현금흐름은
별도로 추정

주주 및 채권자 등
투자자 현금흐름과 일치

IN PRACTICE

실제 계정들을 발라보자

Invested Captial

영업을 위해 투하한 자본

Invested Capital

- Invested Capital은 크게 다음의 4가지로 나뉜다.
 1. Operating working capital (Current operating assets – Current operating liabilities)
순운전자본에 해당, 다만 자산면에 영업부채까지 계상해 네팅처리
 2. Fixed assets (Net PP&E)
토지, 건물, 기계장치 등 **유형자산**에 해당
 3. Other long-term operating assets (net of long-term operating liabilities)
흔히 보는 '**기타비유동**자산/부채'에 해당, 대부분 영업에 관련됨
 4. Intangible assets (Goodwill, Acquired intangibles, Capitalized software)
영업권 vs 영업권 외 **무형자산** 구분해야!
- 재무제표를 보면 '기타유동자산' 등으로 대충 뭉뚱그려 놓은 경우가 많다. 그럴 때는 주석을 찾아 세부 계정으로 다 발라놓자. 엔간한 상장기업이면 주석에 찾고자 하는 내용이 다 있다!

Invested Capital – Operating working capital

- Operating WC = OCA – OCL
 - OCA를 OCL로 네팅쳐서 Working capital로 간주, 바로 차변의 Invested Capital에 올려버리자.
- OCA : Operating 기업의 영업활동에 필요한 모든 Current Assets 유동자산
 - 이 회사가 **영업을 하지 않았더라면 발생하지 않을 모든 자산들!**
Ex) 영업용 현금, 매출채권 등 각종 수취채권, 재고자산, 각종 선급비용 등...
(대부분 비슷해서 하다보면 발라내기 쉽다)
 - 영업용 현금 : 재무상태표 상 현금은 영업활동에 필요한 부분을 제외하면 비영업용으로 분류해야 한다.
영업용 현금의 기준은 (책에 의하면) 매출의 2~3%이나, 어디까지나 추정치이므로 절대적인 답은 없다.
이 회사 혹은 산업의 평균적인 과거 매출액 대비 최저 현금 수준(%)을 바탕으로 추정하는 것도 하나의 방안.
- OCL : Operating 기업의 영업활동에 필요한 모든 Current Liabilities 유동부채
 - 주로 원재료 공급자(매입채무), 직원들(미지급급여), 고객(선수수익, 이연수익 등), 정부(미지급법인세) 등 투자자가 아닌 **영업활동에 관련한 여러 이해관계자에게 지급해야 하는 누적된 비용**
 - 기타 영업에 상관없는 부채와 차입금은 별도로 추정해야 한다.
- 이 계정이 영업용인지 아닌지 헷갈릴 때는? 언제나 **주석을 보고 판단하자!**

Invested Capital – Operating working capital

Reorganized BS	
Total funds Invested : uses	
Operating Cash	XXX
Accounts receivable, net	XXX
Other current assets	XXX
Operating current assets	XXX
Accounts payable	(XXX)
Accrued wages and withholdings	(XXX)
Self-insurance reserves	(XXX)
Other current liabilities	(XXX)
Operating current liabilities	(XXX)
Operating working capital	XXX

기업의 유동자산 / 유동부채 항목을 보고 발라내는 것

전체 현금 중 매출액 대비 일정 %

“기타” 써있는 애들은 주식 봐야 알지만 대개 영업에 관련 있음

이렇게 생전 듣도보도 못한 계정들은 일단 주석을 봐야.

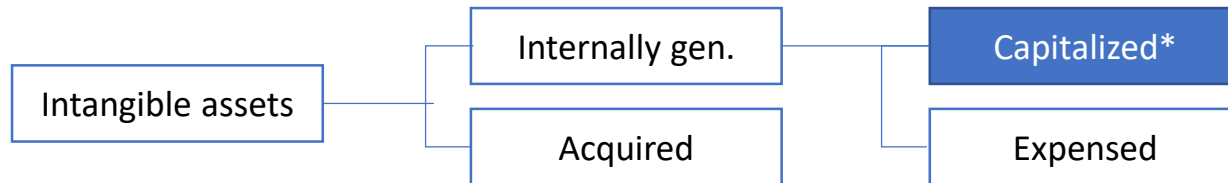
- 이 경우는 재무제표 작성일 기준으로, 직원이나 일반인 등 각종 사건사고로 다쳐 회사가 (회계적으로 확정적으로) 보상을 해줘야 하는 금액 중 보험처리가 안되어 (Self-insurance) 회사가 보상때문에 쟁여놓은(reserves) 금액
- 애초에 영업 안 했으면 이런 사고나 보상 없었자녀? -> 영업부채..

회계사들의 재무제표에는 유동자산에 쓸데없는 단기투자증권이나 단기차입금 등이 혼재되어있다.

대신 이렇게 영업용 기준으로 스크리닝해서 네팅쳐서 발라놓으면 이게 바로 재무 이론에서 말하는 (1년 미만/영업활동주기) 순운전자본!!

Invested Capital – Net PP&E / other capitalized investments

- 특별한 경우를 제외하면 장부상 유형자산의 (감가상각누계액 차감 후) 북밸류를 갖다 쓴다.
- 무형자산의 경우에도, Internally generated intangible assets이 장부 상에 등재되어 있다면, 마치 유형자산처럼 취급한다.
 - 뭘 소리인가? 나중에 자세히 다루겠지만...



* 개발비, 판매 목적 소프트웨어 등... 꿈과 희망이 넘치는 바이오에서 특히 비중이 크다 거기서 이걸 비용처리하냐 BS에 태우냐에 따라 회사의 생사가 갈린다

- 무형자산은 1) Internally generated (내부에서 발생) 2) Acquired (돈 주고 사옴) 으로 나뉜다.
내부에서 발생한 무형자산은 뭐 브랜드 인지도... 고객 충성도... 이런 것들인데 대부분 비용처리한다.
비용처리한다는 것은 IS에 비용으로만 타고 BS에는 등재하지 않는다는 것. – **Expensed!**
(유형자산 취득했다고 해서 그 취득액을 IS에 비용으로 계상하진 않는다. 대신 유형자산 장부가치에 더하고 감가상각비로 천천히 비용처리하지. 그러나 무형자산은 죄다 비용 때리는거. 왜? 실체를 증명하기 힘들니까..)
- 그러나, 판매 목적의 소프트웨어나 연구개발비 중 개발비(development) 등 일부는 무형자산에 투자한 비용을 실질적으로 유형자산 취득액처럼 취급해 BS에 더해주고, 유형자산의 감가상각비처럼 BS의 금액도 무형자산상각비로 천천히 깎아내어 비용처리한다. – **Capitalized!**
- 그러니까 실질적으로 Capitalized 된 무형자산은 밸류에이션 관점에서 무형자산처럼 취급하라는 거!
- But, Acquired 무형자산은.... 비록 무형자산상각비가 발생하긴 하나(영업권 제외), 밸류에이션 관점에서 상당한 조정이 필요하다. 이걸 나중에!

Invested Capital – Other operating assets, net liabilities

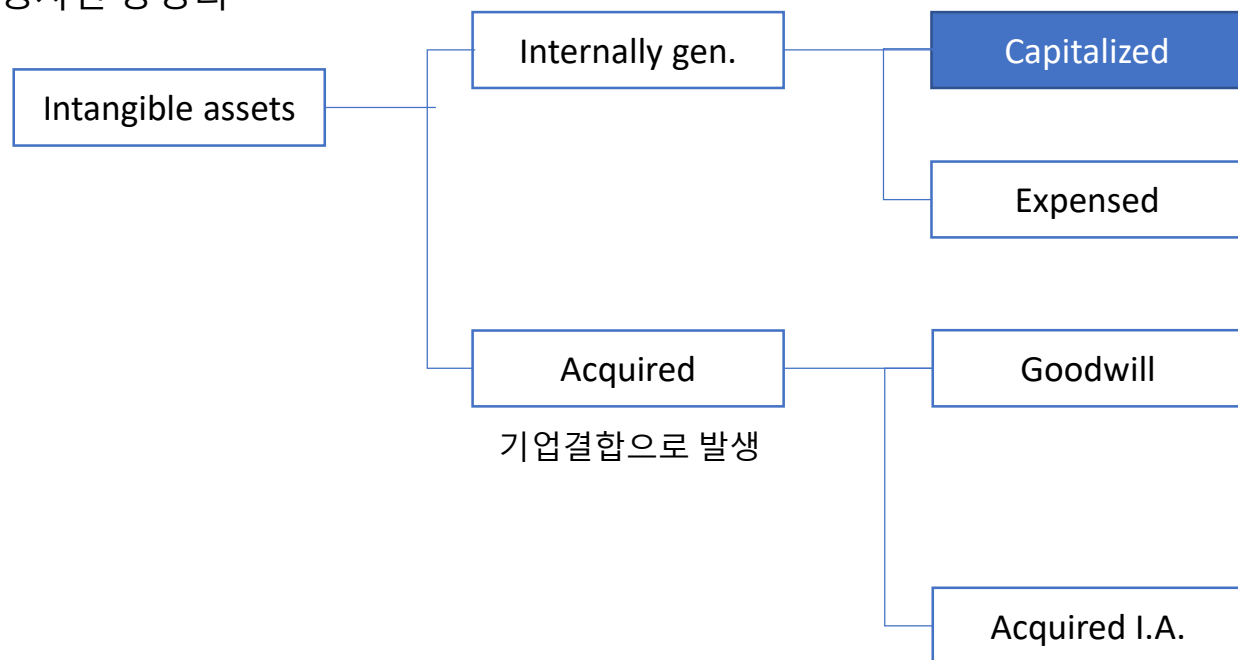
- 비유동자산/부채 항목 중에서 ‘기타비유동’ 이라고 뭉뚱그려져 있는 아이들
- 주석을 보면 뭔지 다 나와있지만, 대개 영업에 관련된 경우가 많다.
 - 사실 주석을 굳이 보지 않아도, 금액이 적고 꾸준히 발생하면 그냥 영업에 관련됐겠거니 하자
 - 어떤 계정이든 1회성이 아니라 **꾸준히 발생한다면 일단 영업용**이라고 판단하는게 안전하다
 - 그러나 금액이 크다면 확실히 영업용/비영업용으로 발라내야 한다!
- 예컨대, 가끔
이연법인세자산/부채, 퇴직급여자산, 지분법 적용 관계기업 및 공동기업 투자주식,
퇴직급여부채, 구조조정 준비금 등이
기타비유동자산/부채 밑에 숨어있는 경우가 있는데,
얘네들은 비영업용 자산/부채이므로 주의해서 꼭 발라내야 한다!

Invested Capital – Goodwill and acquired intangibles

- Goodwill 영업권 : 기업을 비싸게 사고 온 차액에 갖다붙이는 듣기 좋은 이름,,,
 - 기업을 인수합병하면 해당 기업의 BS 상 자산을 그대로 내 BS에 가지고 온다. (주로 취득원가로 기재)
 - 차변(왼쪽)에는 자산이, 대변(오른쪽)에는 그 기업을 사는데 들인 돈 (부채, 자본 등)을 적는데, 문제는 대부분 기업의 자산을 장부가치보다 비싸게 사온다는 것 (대변 > 차변)
 - 때문에 대변과 차변을 맞추기 위해 차변에다가 Goodwill 이라는 명목으로 없는 자산을 창조해버린다.
 - 그러니까 내가 비싸게 사온 게 아니라, 장부상에는 잡히지 않는 뭐 브랜드 인지도라던가 고객 충성도라던가 그런게 있을 거 아니야? 그거에 대해 합당한 돈을 주고 사온거,,, 그런데 정확히 계정대로 발라내기 힘들니까,,, 그냥,,, 구드윅,,, 이라고,,, 하자,,, ㅎ,,,
 - ROIC 계산 시 Invested Capital에 Goodwill을 포함할 수도 안 할 수도 있다.
 - 포함할 경우, ROIC는 인수 프리미엄까지 모두 가산하여 기업의 수익성을 보는 것이며,
 - 포함하지 않는 경우는, 기업의 배경에 상관 없이 순수히 해당 영업의 수익성을 보는 것
- Acquired intangibles : 그렇다고 해서 차액을 죄다 구드윅이라고 하기에 민망하니까 다음의 조건을 만족하는 경우에는 공정가액을 바탕으로 따로 Acquired intangibles이라고 계정을 파준다.
 - 만일 기업결합으로 취득한 무형자산이 다음의 조건을 만족하는 경우, Goodwill에서 따로 분리해 Acquired intangibles로 계상한다.
 1. 법적 혹은 계약 조건 상의 권리로 인하여 발생
 2. 분리 가능(separable) : 즉 마음만 먹으면 따로 분리해서 팔거나 빌려주거나 다른 거로 교환할 수 있으면
 - 예) 15년 내 만료되는 특허 및 지적재산권, 고객 리스트, 직원의 5년 비경쟁계약, 특허 등록 불가능한 기술 등

Invested Capital – Goodwill and acquired intangibles

• 무형자산 총정리



- 돈을 들이는 족족 BS 상에 기재된다. IS는 상각이 될 때에 탄다.
- 상각도 하고(무형자산상각비), 손상검사(손상차손)도 한다.
- 밸류에이션 목적으로 **사실상 net PP&E로 취급**

- 돈을 들이는 족족 IS 상에 비용처리된다. BS에는 발도 못 담근다.
- BS에 없으니까 상각도 안하고 손상검사도 안한다.
- 사실상 그냥 가공의 개념. 이론상으로 이렇게 있지 않을까? 정도

- 기업결합 시 비싸게 주고 사온 돈 중에서 내가 떼온 자산으로는 설명이 안 되는 부분에다가 나이스하게 이름 붙이기
- 이게 많은 기업은 인수합병을 아주 줄기차게 한 것. 그런 기업은 장부가치가 짍뽕이 되어있는 경우가 많다.
- 내용연수를 따지기에 애매...하니까 상각은 안해
- 그러나 주기적으로 손상여부를 따져서 손상차손 인식

- 기업결합 시 비싸게 주고 사온 돈 중에서 내가 떼온 자산으로는 설명이 안 되는 부분에다가 나이스하게 영업권으로만 통치기는 뭐하니까 굳이굳이 발라낸 무형자산
- 장부에 가져올 때 내용연수 계산 -> 상각 / 손상검사도 한다.

- Goodwill과 Acquired I.A.는 회계적으로는 손상검사도 하고 상각도 해주지만, 밸류에이션 목적으로는... 이걸 영업용 자산이라고 치는게 애매하다. Goodwill은 실체도 없는거고, Acquired I.A.도 따지고보면 애초에 기업결합을 하지 않았으면 생기지도 않았을 계정 아닌가? 때문에 기업결합을 하지 않은 동종기업과의 비교의 목적에 적합하지 않아.
- 때문에 밸류에이션 관점에서 Goodwill and acquired intangibles은, 현재의 영업활동을 위해 과거에 지급한 인수 프리미엄 정도로 해석해야 한다.
 - Gdwill & Acquired I.A.를 별도로 떼어낸 후, 이를 포함한 Invested Capital로 ROIC를 계산해, 인수 프리미엄 지급 후 기업의 경영 성과를 분석하는 지표로 사용
- 이를 위해서 **NOPLAT과 Invested Captial에 Goodwill과 Acquired I.A.로 인한 영향을 제거해주는 조정이 필요하다!**

Invested Capital – Goodwill and acquired intangibles

- 이를 위해서 **NOPLAT과 Invested Capital에 Goodwill과 Acquired I.A.로 인한 영향을 제거해주는 조정**이 필요하다!
즉, 해당 계정으로 발생한 상각, 차손, 법인세 효과를 모두 제거해주는 것

1. Acquired I.A.의 순 장부가치에서, Acquired I.A.에 관련된 이연법인세부채 금액을 차감한다.

- 기업은 Acquired IA를 인식할 때 내용연수까지 산정하여 매년 무형자산상각비를 때리나, 세무당국은 이 상각비를 비용으로 인정하지 않는다. 이로 인해 기업은 실제 IS 상에 보고된 법인세보다 더 많은 금액을 법인세로 내야 한다.
- 이 차이를 조정하기 위해 기업은 Acquired IA를 인식할 시에 더 내야하는 법인세 액수만큼 대변에 이연법인세부채로 계상하고, 대차대조를 맞추기 위해 그 금액만큼 Acquired IA의 장부가치를 뺄기해주는 것.
- 그러나 이는 세무당국이 인정을 안 해주는데도 굳이굳이 기업이 Acquired IA를 상각하겠다는 기업의 집념때문에 발생한 인위적인 차이이지, 실제로 기업이 과거에 그만큼 더 돈을 지불한 것이 아니다. 그러니 밸류에이션 목적에서 이 회계처리를 상쇄시키는 것
- 어렵지만 좌절하지 말자. 이연법인세관련 부분은 나중에 자세히 다룬다.
(굳이 이렇게까지 해야하나 싶기는 하다)

2. Acquired I.A.와 Goodwill에 대한 취득시점부터 현재까지의 모든 누적 상각액과 손상액을 Add-back 한다.

- PP&E 등의 유형자산과 달리 (자본화된 무형자산 제외) 무형자산은 시간이 흐른다고 닳지도 않고 다른 것으로 대체될 수도 없다.
(엄청 회계회계한 개념이 많이 들어가지만 직관적으로 사알짜 이해해보고 넘어가자)
- 회계사들과 달리 밸류에이션 목적에서 Acquired IA와 Goodwill를 포함시키는 이유는 과거 지불한 인수 프리미엄을 경영성과분석에 포함시키기 위한 것, 때문에
Invested Capital 계산 시 상각액과 손상액 누적 금액을 더해주고, NOPLAT 계산 시 당해 상각액과 손상액을 제외해야 한다.

Invested Capital – Goodwill and acquired intangibles

- 최초 인식시점까지 대략 과거 10년 정도 재무제표 보고 만든 조정 테이블 왜 굳이 사서 이 고생을 하나? ‘과거 지불한 인수 프리미엄’ 보려고,,,
- **“The money spent on the acquisition is real and needs to be accounted for, even when the investment fails to work.”**

Adjustments to goodwill and acquired intangibles	
Goodwill	현 시점 장부가치
Acquired intangibles	
(Deferred tax liabilities, acquired intangibles)	Goodwill / Acquired IA에 대하여 누적된 이연법인세 부채 차감 (그만큼 인식 시에 자산의 복밸류가 뺄뒀기되어있을 거니까)
(A) Goodwill and acquired intangibles, less tax gross-up	
Cumulative impairment of goodwill	지금까지 손상 / 상각 처리된 금액을 주욱 가져와 모조리 더해준다.
Cumulative amortization of acquired intangibles	
(Cumulative amortization tax shield)	원래 밸류에이션 목적으로는 없었어야할 상각/손상 처리로 혹시라도 발생한 법인세 감면 효과는 다시 빼주어 취소시켜준다.
(B) Cumulative amortization and impairment	
(A+B) Adjusted goodwill and acquired intangibles	인식 시에 있었던 이연법인세부채만큼의 뺄뒀기 빼주고 (A) 지금까지 발생한 모든 상각/손상을 취소해주면 (B) 비로소 과거 지불한 인수 프리미엄의 추정치 를 구할 수 있다! (A+B)

Invested Capital – In practice

Reorganized BS

Total funds Invested : uses

Operating working capital (1)

Net PP&E

Capitalized operating leases

Intangible assets, capitalized software (2)

Other operating assets, net other liabilities (3)

Invested capital (excluding goodwill)

(1) + (2) + (3)

Goodwill and acquired intangibles, less tax gross-up

Cumulative amortization and impairment (4)

Invested capital (including goodwill)

(1) + (2) + (3) + (4)

운용리스 처리하는 애들은 BS에 리스 자산을 안 적어놓는데, 밸류에이션 목적으로는 리스 자산의 가치를 추정해 Invested Capital에 포함해야 한다. 나중에 더 자세히 다룰 거니 일단 넘어가자

Total Funds Invested

Nonoperating Assets

- Invested Capital에 Nonoperating Assets을 더하면 Total Funds Invested
- Nonoperating Assets은 크게 다음과 같다.
기업의 **NOPLAT**을 계산하는 데 있어 포함되지 않는 수익/비용이 발생하는 모든 계정은 **NOA**로 봐야
 1. Excess cash and marketable securities (잉여현금과 각종 투자증권)
 2. Financial subsidiaries (금융 자회사)
 - ‘~캐피탈’ 등 자회사로 고객들에게 구매자금을 대출해주는 금융회사(현대캐피탈 등)를 두고 있는 기업이 있다. 금융회사의 재무제표는 제조업 등 다른 회사와 아주그냥 질적으로 다르기 때문에 apple-to-apple 비교가 불가능하다.
 - 때문에 대부분 기업의 경우 연결대상에 금융회사가 포함되어있는 경우 그 금융회사를 포함한 재무제표와 제외한 재무제표를 별도로 제공한다. 금융 자회사는 모회사와 별도로 추정하자 -> 일단은 Nonoperating asset
 3. Nonconsolidated subsidiaries and equity investments (지분법 적용 관계기업 및 공동기업 투자주식)
 - 회사가 어떤 기업에 minority stake가 있을 경우(연결해버릴 만큼 지배적이진 않으나 그렇다고 해서 단순 투자주식으로 보기에선 다소 영향력이 있을 때), BS에 관련 주식을 단순 투자증권과 별도로 구분해서 기재
 - 그러나 연결할 때와 달리 자산, 부채, 매출과 비용 모두를 가져오지 않고, IS 상에서 순이익에 지분율을 곱한 만큼만 기재한다. (지분법적용대상인 관계기업의 당기순이익에 대한 지분)
 - 때문에 NOPLAT 계산 시에 포함되지 않기 때문에 Invested Capital에 포함할 수 없는 것

Nonoperating Assets

4. Overfunded pension assets (퇴직급여자산/부채)

- **확정급여형 연금제도 (Defined Benefit)**을 채택한 기업에 한하여 해당
 - 확정급여형 연금제도 (Defined Benefit) : **기여액 유동, 연금 고정(회사 운용 책임)**
너가 직장 다닐 때 회사가 알아서 돈 굴리고, 너가 퇴직하고 매달 이 액수만큼은 회사가 꼭 챙겨줄게.
 - 확정기여형 연금제도 (Defined Contribution) : **기여액 고정, 연금 유동(개인 운용 책임)**
너가 직장 다닐 때 이 만큼은 회사가 챙겨줄게. 이 돈 알아서 너가 잘 굴려서 먹고 살아.
- (회사가 돈을 잘 굴려서) 미래에 확정적인 퇴직 연금 액수 챙겨주기 위해 필요한 만큼보다 자산이 더 많을 경우에 퇴직급여자산 발생, 그 반대는 퇴직급여부채 발생

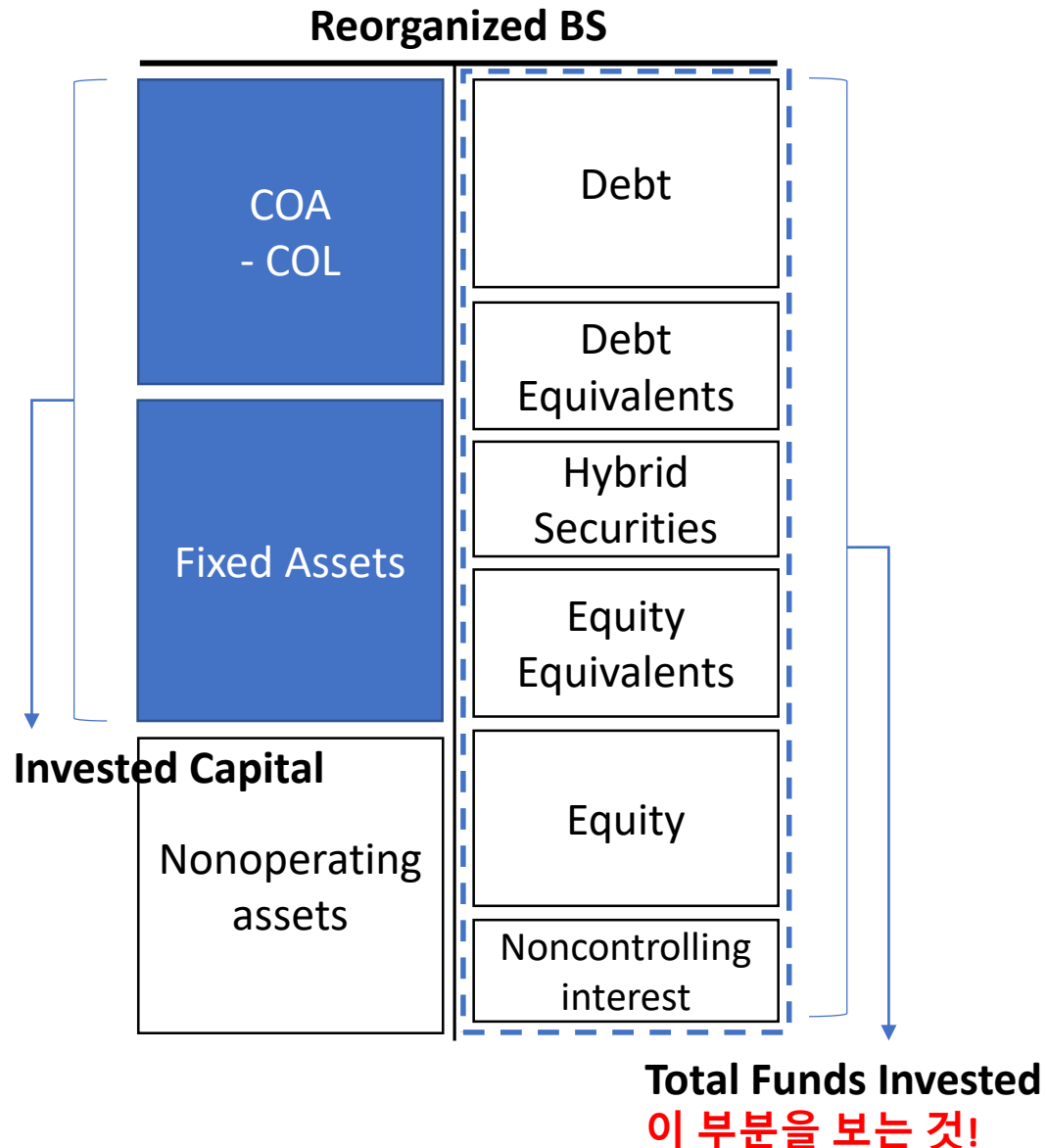
5. Tax loss carryforwards (이월결손금)

- 기업이 어느 한 해에 적자가 어마무시하게 나면, 해당 년도의 적자(결손금)을 다음 년도로 끌고 가 과세소득에서 공제해주는 제도
- 정확히 말하면 **이연법인세자산**에 포함된 하부 항목, 나중에 자세히 다룬다.

6. Other nonoperating assets

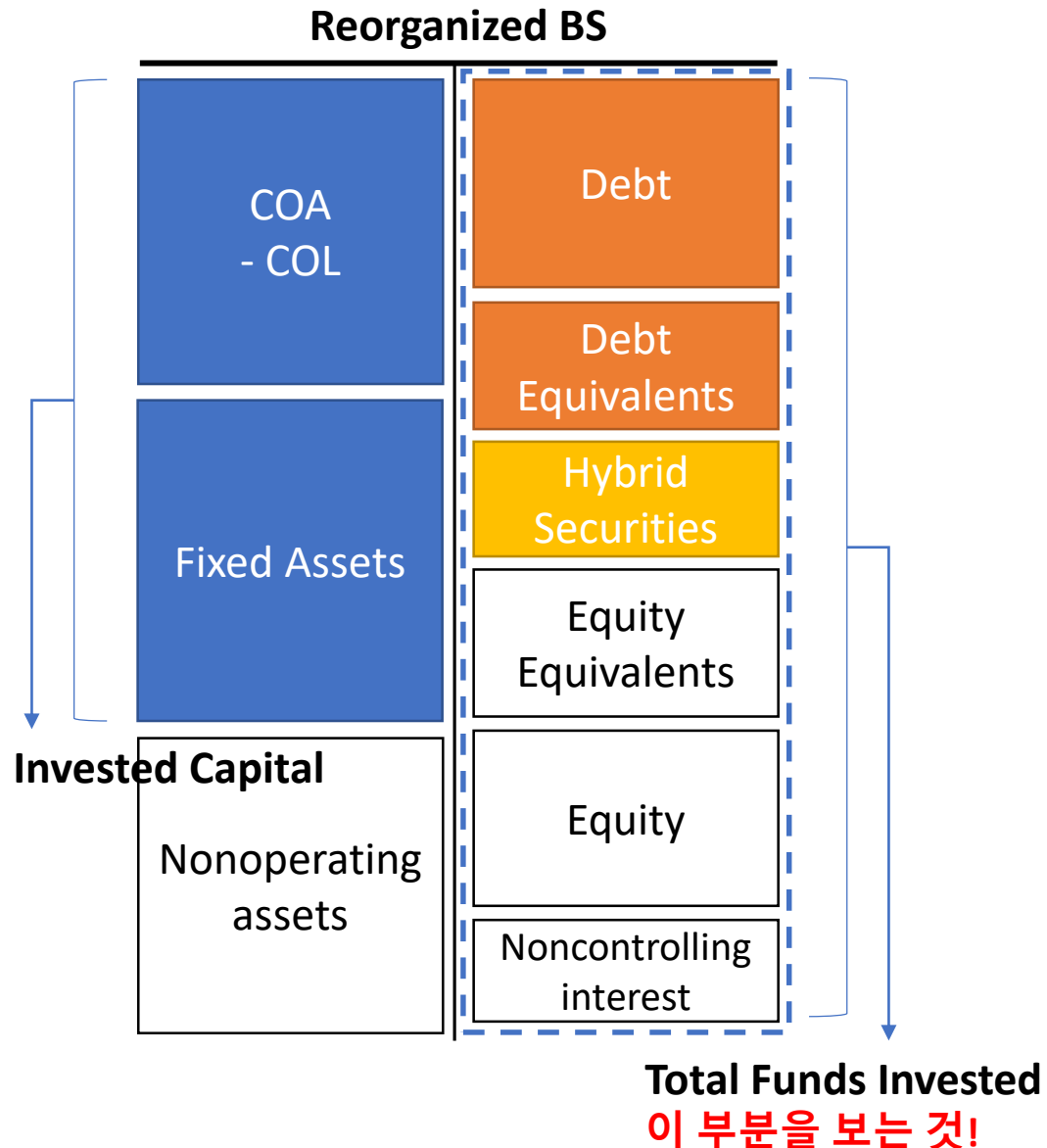
- 투자부동산, 파생상품, 중단사업부문 등. 주석을 보고 발라놓자
- 헛갈릴 때는, 이 계정에서 발생하는 수익이나 비용이 NOPLAT을 계산할 때 포함되는지 아닌지를 생각해보자!

Reconciliation – Sources of financing



- 지금까지는 차변(왼쪽)을 보았다면, 이제부터는 대변(오른쪽)을 보고 대차대조를 맞춰야 한다.
- Total Funds Invested
 - = Invested Capital (COA-COL + Fixed Assets)
 - + Nonoperating assets
 - = Debt + Debt equivalents
 - + Hybrid Securities + Equity + Equity equivalents
- 간단히 말해 Debt은 차입금, Equity는 지배주주 지분, Hybrid는 전환상환우선주 등이며, 기타 계정들을 그 성격에 따라 Debt 혹은 Equity Equivalents로 구분한다.
 - 주주에 우선하여 기업의 자산에 대한 Claim이 있는 경우 대부분 Debt Equivalents로 분류!

Reconciliation – Sources of financing



1. **Debt** : 일반적인 장기/단기 차입금

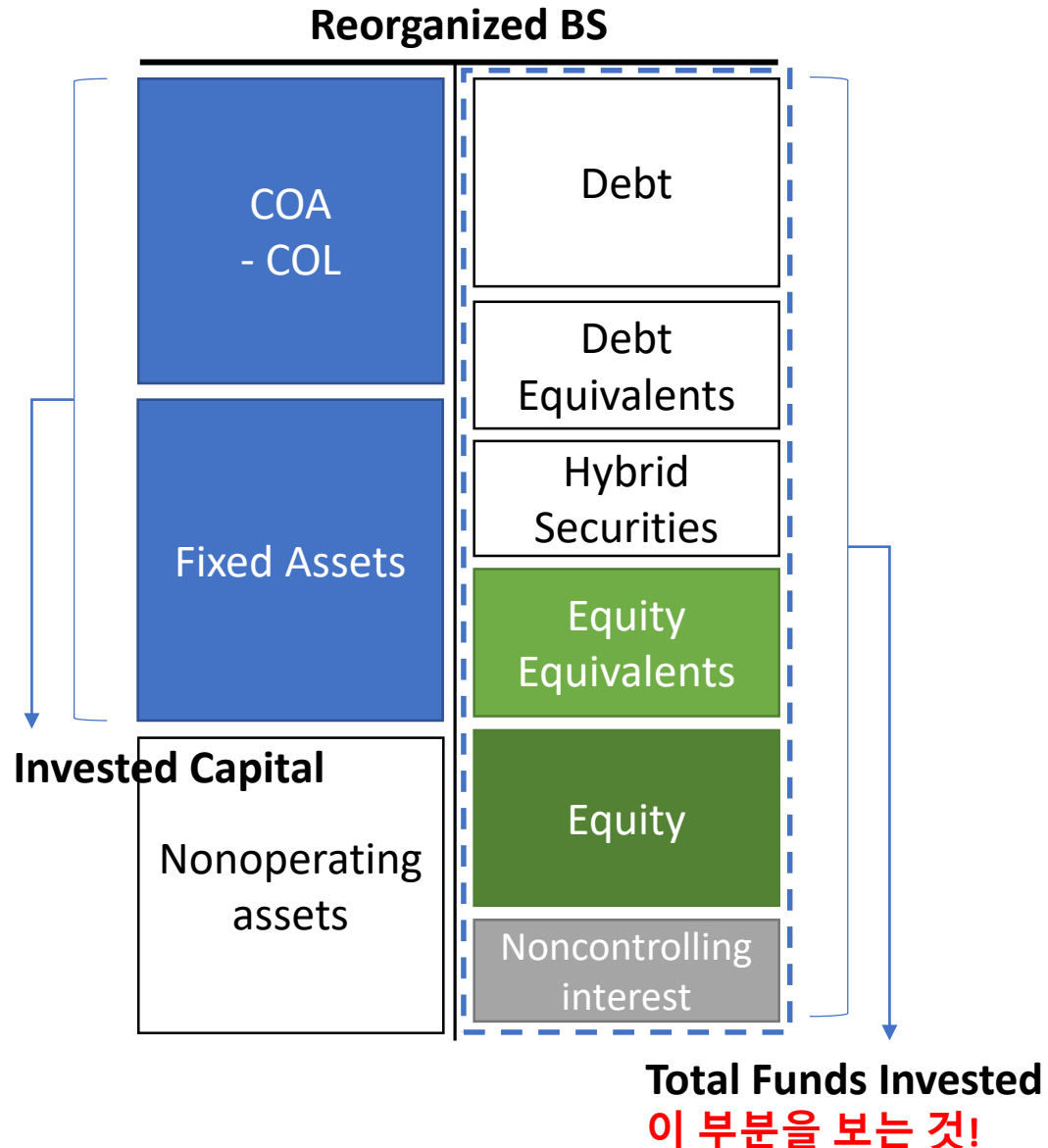
2. **Debt Equivalents** :

- 지속적인 영업에 관련 없는 일회성 부채
- 채권자에게 귀속되는 차입금은 아니나, 그 성격상 해당 이해관계자의 우선순위가 주주에 우선함
예) 퇴직급여부채, 구조조정에 따른 퇴직금 준비금, 공장 폐쇄에 따른 환경 부담금 등

3. **Hybrid Securities** :

- 자본의 성격을 가 지나 부채로 분류되는 모든 증권
예) 우선주, 전환상환우선주, 전환사채, 신주인수권 등

Reconciliation – Sources of financing



4. Equity Equivalents:

- 실제로 누군가에게 줘야하는 돈이 아니라, 단순히 회계상의 이익 및 이익잉여금 조정을 위해 계상한 비현금 조정 계정 (Non-cash adjustments to income and retained earnings)
- 회계원칙의 목표 중 하나는 기업 영업 성과의 변동성을 최대한 낮추는 것. 때문에 이러한 이익 조정 항목이 존재한다.

예) **이연법인세(다음 장)**에 관련된 모든 계정

5. Equity :

- 주주가 초기에 납입한 자본 (Common stock + Additional paid-in capital)과 재투자된 자금의 합 (Retained earnings + Accumulated other comprehensive income)

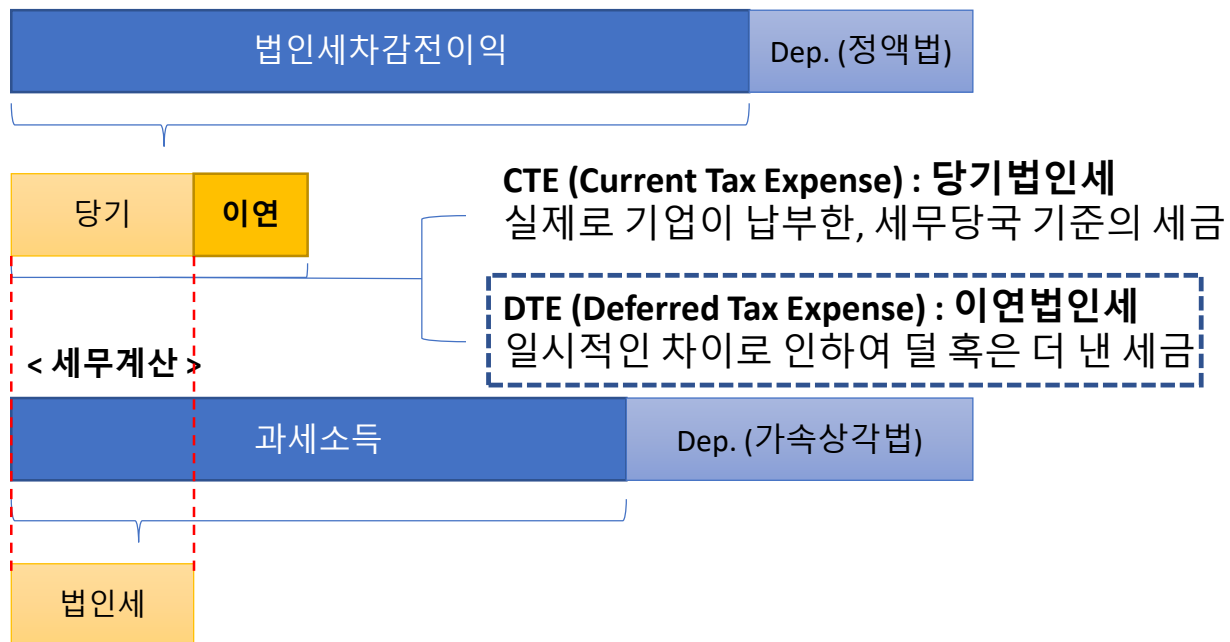
6. Noncontrolling interest :

- 기업의 연결 대상인 자회사에 대하여 소수 지분을 가지고 있는 투자자에게 귀속되는 부분
- 비지배주주지분에 귀속되는 이익은 배당금과 비슷하게 간주

Equity equivalents – Deferred Taxes

- Deferred Taxes : 이연법인세에 대하여
 - 실제 기업이 낸 세금(CF 상 법인세비용)은 회계 장부 상에 보고된 세금(IS 상 법인세비용)과 다르다. 이연법인세 때문!
 - 이연법인세는 기업이 보는 세전 이익과 세무 당국이 판단하는 세전 이익이 **일시적으로** 다르기 때문에 발생
 - 예컨대, 유형자산 감가상각에 대해 기업은 정액법으로, 세무당국은 가속상각법으로 처리한다고 하자.
그렇다면 일정 기간 동안 세무당국은 기업의 세전이익을 실제보다 낮게 볼 것이고, 이에 따라 법인세 징수액도 낮을 것이다.
그러나 이와 같은 차이는 일시적이므로, 기업은 결국 덜 낸 세금만큼을 나중에 더 내야한다.
때문에 기업은 덜 낸 세금만큼을 이연법인세 비용으로 인식, 부채로 계상하는 것!

< 회계계산 >



- 내가 인식한 법인세보다 실제로(세무) 덜 냈다.
-> 일시적 차이로 덜 낸 거지 나중에는 그만큼 더 내야
-> 회계적으로 '부채'에 해당 -> 이연법인세부채

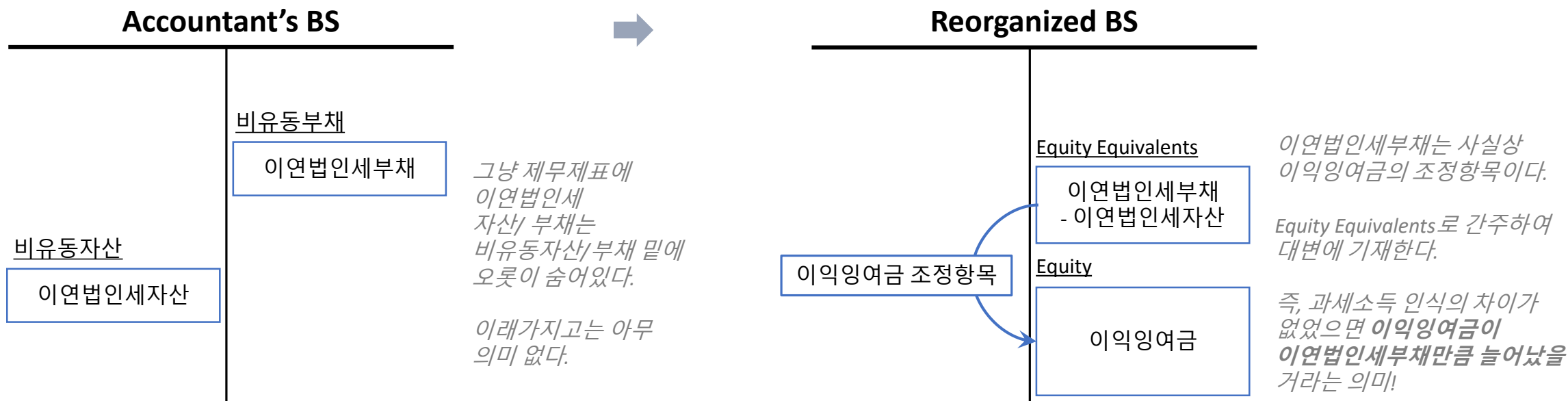
세무계산 법인세 80		01/01 이연법인세부채 0		당기법인세비용 80
회계계산 법인세 100	→	12/31 이연법인세부채 20 이연법인세비용 +20	→	이연법인세비용 20 회계계산 법인세 100

- 내가 인식한 법인세보다 실제로(세무) 더 냈다.
-> 일시적 차이로 더 낸 거지 나중에는 그만큼 덜 내도
-> 회계적으로 '자산'에 해당 -> 이연법인세자산

세무계산 법인세 100		01/01 이연법인세자산 0		당기법인세비용 100
회계계산 법인세 80	→	12/31 이연법인세자산 20 이연법인세비용 (20)	→	이연법인세비용 (20) 회계계산 법인세 80

Equity equivalents – Deferred Taxes

- Deferred Taxes Liabilities는 이러한 일시적인 과세소득 차이를 감안한 이익잉여금의 조정 항목이다.
- NOPLAT 추정 시에는, 기업이 회계상으로 보고한 법인세 (CTE + DTE) 가 아닌,
실제 현금으로 납부하는 법인세(CTE only)를 사용한다! 결국 기업의 실제 현금흐름 (FCF)를 추정하는 것이 목표이기 때문.
 - 사실상 회계 과세소득 = 세무 과세소득을 가정하는 것이 때문에, 추정년도부터는 이연법인세가 발생하지 않는다.
(회계와 세무 과세소득이 불일치하는 이유가 일시적 차이 때문인데, 추정기간 동안 상쇄된다고 합리적으로 가정 가능)



Equity equivalents – Deferred Taxes

- NOPLAT 추정 시에 중요한 것은 1) **Operating에** 관련된, 2) 실제 cash로 지급한 tax
(Net Operating Profit less **ADJUSTED** Tax : 순수한 영업활동의 결과로 발생한 세금만 빼준다!)
 - 때문에 과거 회계년도 동안 단순히 Taxes로 분류된 법인세 비용을
Operating과 Nonoperating으로 나누고, Operating과 관련하여 실제 현금으로 지급된 액수(Operating Cash Taxes)를 구해야 함
 - 그렇게 구하는 건 이따가 NOPLAT에서 할 거다. 그러려면 그 전에 영업에 관련된 이연법인세 자산/부채를 확실히 발라야!
우선,
 1. Operating deferred-tax assets and liabilities
 - 이연법인세 자산/부채 세부계정을 찬찬히 뜯어보고, 거기서 영업에 관련되어 보이는 것들만 빼내어,
이연법인세 자산을 대변(오른쪽)으로 끌고 와 [이연법인세 부채 – 자산]을 **Operating deferred taxes** 로 기재
 2. Nonoperating deferred-tax assets and liabilities
 - 영업에 관련이 없는 것들은 똑같은 방식으로 대변으로 끌고와 **Nonoperating deferred taxes** 로 기재
- 이렇게하면 다 끝나는... 게 아니라 하나 남은 게 있는데 바로
3. **Intangible assets, gross-up**
 - 아까 Acquired I.A.에 대해 이연법인세 부채만큼 자산을 깎아주지 않았다. 이걸 빼 먹으면 안 된다.

Equity equivalents – Deferred Taxes

Deferred-Tax Assets and Liabilities – as reported

Assets

Pension and postretirement benefits
Loss and credit carryforwards
Insurance reserves
Vacation pay accrual
Stock compensation
Other deferred-tax assets

Deferred-tax assets

(Valuation allowance)

Deferred-tax assets, net

Liabilities

(Property, plant, and equipment)
(Intangible assets, capitalized software*)
(Intangible assets, acquired**)
(Other deferred tax liabilities)

(Deferred-tax liabilities)

Net deferred-tax assets (liabilities)

* 한계세율 X capitalized software로 추정
** 한계세율 X acquired intangibles로 추정

해석하는 방법 : 어떤 계정 때문에 얼마만큼의 이연법인세자산/부채가 발생했는지 보여주는 테이블이다.

예컨대 PP&E로 이연법인세부채 100이 있다면, 감가상각비가 회계기준보다 세무기준이 높아 그 계정 때문에 얼마만큼을 부채로 계상했다는 것. 나중에 그만큼 더 내야 하니까!
이 많고 많은 계정 중에서 영업에 관련 있는 것과 관련이 없는 것을 발라내어, **나중에 영업활동으로만 인하여 발생한 이연법인세자산(부채)을 계산해**, NOPLAT에 반영해줘야 한다.



Reorganized Deferred-Tax Assets and Liabilities

Operating deferred taxes

Loss and credit carryforwards
(Valuation allowance)

Loss and credit carryforwards, net of taxes

Insurance reserves
Vacation pay accrual
Stock compensation
Other deferred-tax assets

(Property, plant and equipment)

(Intangible assets, capitalized software*)

(Other deferred tax liabilities)

Operating deferred-tax assets (liabilities)

Nonoperating deferred taxes

Pension and postretirement benefits

Intangible assets, tax gross-up

(Intangible assets, acquired**)

Net deferred-tax assets (liabilities)

Valuation allowance :

Loss carryforwards의 차감계정
이월결손금은, 이전의 결손금을 이후의
과세소득에서 공제해준다는 취지인데, **이걸로
득을 보려면 애초에 나중에 과세소득이
발생해야**. 즉 자산 자체로는 효익이 발생하는게
아니라 소득이 있어야 효익이 발생함. 따라서
나중에 영 소득이 별로 좋지 못할 거 같으면
그걸 추정하여 이월결손금을 차감해야 한다!

이 액수만큼 Acquired I.A.를 깎아냈던 것을 기억하자
자산을 깎았으니 부채도 깎아야 해

Equity equivalent 로 간주한다.

NOPLAT

지금까지는 BS를 열심히 발라냈다면,
이제 이를 바탕으로 드디어 IS를 정리해보자.

NOPLAT Calculation in practice

Accountant's IS

Sales

- (-) Cost of goods sold
- (-) Selling, general, and administrative
- (-) Depreciation
- (-) Amortization, capitalized software
- (-) Amortization, acquired intangibles

EBIT - Earnings before interest and taxes

- (+) Interest and investment income
- (-) Interest expense
- (-) Nonrecurring charge

EBT - Earnings before taxes

- (-) Taxes

Earnings from continuing operations

- (-) Discontinued operations

Net income

IS에 보고된 이 법인세 항목에는
1) 당기법인세와 이연법인세가
2) Operating와 Nonoperating 법인세가
짬뽕되어있다. 이 중에서 **NOPLAT 계산시에는**
당기의 Operating에 관련한 법인세, 즉
Operating cash taxes만 고려해야 한다!!



Acquired AI에서 다뤘던 대로
기업결합의 결과 인식한 무형자산에 대한
상각비는 밸류에이션 관점에서 고려하지
않는다. **영업비용으로 인정하지 않는다는 거**

Reorganized IS

Sales

- (-) Cost of goods sold
- (-) Selling, general, and administrative
- (-) Depreciation
- (-) Amortization, capitalized software

EBITA

- (-) Operating cash taxes

NOPLAT

Operating cash taxes

Operating taxes

(+) Increase (decrease) in operating deferred taxes

Operating cash taxes

Reconciliation with net income

Net income

(+) Decrease (increase) operating deferred taxes

Adjusted net income

- (+) Nonoperating taxes
- (+) Amortization, acquired intangibles
- (-) Interest and investment income
- (+) Interest expense
- (+) Nonrecurring charge
- (+) Discontinued operations

NOPLAT

Net income에서 NOPLAT으로 가는
과정, IS를 밑에서부터 위로 간다고
생각하면 된다.

Net income을 계산하기 위해
빼주었던 **영업과 상관이 없는**
비용과, 이자비용 등 자본구조로
인해 발생하는 비용 등을 더해주는
과정이라고 말할 수 있다.

1. EBITA 구하기

- EBITA와 NOPLAT은 차입금 없이 순수한 영업 활동으로 인하여 발생한 영업이익과 순이익
 - 실제 재무제표에서 IS의 순서는 매출 -> 영업이익 -> 순이익인데, 이것의 가장 큰 문제점은 중간중간에 영업에 상관 없는 수익과 비용, 자본구조 (돈 빌려서) 때문에 발생하는 비용이 섞여 있는 것이다!
 - 그래서 아주 순수한... 혼모노... 영업에 관련된 영업이익과 순이익을 보자꾸나...
- EBITA : 순전한 영업의 결과로 간주하는 영업이익
 - **왜 EBIT 안 써?** : EBIT와의 가장 큰 차이점은 무형자산에서 발생하는 상각비를 고려치 않는 것. 왜?

1. 무형자산의 재투자비용은 비용처리되기 때문에 상각비마저 영업 비용으로 간주하는 것은 비용을 두 번 반영하는 것!

유형자산의 경우 재투자비용(CAPEX)은 영업비용으로 간주되지 않는다. 기계장치 사는 비용이 IS에 들어가지는 않으니까. 다만 감가상각비를 비용 처리하여 자산의 마모에 따른 효익 저하를 반영해주는 것.

이에 반해 무형자산에 대한 재투자비용은 모조리 비용 처리된다! (예컨대 지적재산권을 얻기 위한 연구개발비 중 연구비는 판관비로 비용 처리된다.) 이런 배경을 무시하고 상각비마저 비용으로 처리하면, 결과적으로 무형자산으로 인하여 발생하는 비용을 두 번 반영하는 것이다. 비유하자면 공장 짓는 비용도 IS에, 지은 공장의 감가상각비도 IS에 넣어버리는 것.

2. 무형자산 중 Acquired assets은 기업결합을 하지 않았더라면 등재되지 않을 자산들이다. 때문에 이에 대한 상각비는 모든 조건은 동일하나 기업결합을 하지 않은 다른 기업에게는 발생하지 않는 비용이다. 그러니 밸류에이션 관점에서는 사뭇 무시

1. EBITA 구하기

- **왜 EBITDA 안 써?** : EBITDA의 차이점은 유형자산과 자본화된 무형자산의 감가상각비는 고려한다는 것.

1. **유형자산의 감가상각비는 실제 자산의 마모를 반영하는, 경제적으로 유의미한 대용치이다.**

유형자산은 살 때 비용 처리 안 하잖아. 감가상각비마저 인식을 하지 않으면 유형자산에 대한 재투자비용이 영업이익에 반영될 길이 없다. 근데 실제 영업하려면 기계 건물 공장 이런거 사야되고 사 놓으면 쓰다가 못 쓰고 그러잖아? 그걸 영업이익에 반영해야하기 때문에 감가상각비는 비용으로 보는 것.

2. 마찬가지로 이유로 **자본화된 무형자산 (개발비, 소프트웨어 등)에서 발생하는 상각비는 고려해준다.** 자본화된 무형자산도 취득 시에 발생한 비용이 IS를 타지 않는다. 때문에 상각비는 EBITA 계산에서 비용으로 인식하는 것.

- 실제 EBITA를 구할 때에는 손익계산서 상의 매출원가와 판관비를 뺀 영업이익에서, 위에서 말한 무형자산상각비를 더하면 EBITA를 간단히 구할 수 있다. 그러나 몇몇 예외가 있는데,

1. 건물 등 유형자산을 Sale & Leaseback한 경우의 인식한 이익/손실을 반영해 조정된 임대료
2. 매년 지급하는 운용리스료에 암묵적으로 포함된 이자비용 (추정 리스부채 장부가액 x 기업 CoD)
3. 구조조정 총당금 등 영업외 일회성 비용

이런 것들은 엄밀히 따지면 영업비용에 포함되지 않으므로, EBITA에 조정이 필요하다. 자세한 사항은 이후 챕터에 상세히 나오니, 이해가 되지 않더라도 걱정하지 말자.

2. Operating cash taxes 구하기

- EBITA를 구하고 여기에 법인세를 빼면 NOPLAT인데, 이 때의 법인세는 **순전히 영업의 결과에** 의해 발생하여 **현금으로 지급한** 금액을 고려해줘야. 때문에 기업의 IS에 보고된 법인세에서 **1) 영업 이외의 이유로 발생한 세액**과 **2) 이연법인세**를 제거해줘야 한다.

- Operating taxes 구하기 : Operating – Nonoperating taxes 구분은 다음의 절차를 따른다.
 - 주식에서 Tax reconciliation table (“법인세비용차감전순이익과 법인세비용간의 관계는 ~”)을 찾아서, 금액으로 표시된 테이블과 EBT 대비 %로 환산한 테이블을 준비한다.
 - EBT 대비 %로 환산한 테이블에서 Marginal tax rate(한계세율, “적용세율에 따른 법인세”)을 구한다.
(미국의 경우 연방법정세 + 주정부 등 지방세)
 - 금액 표시 테이블에서 한계세율에 포함되어있지 않으나 꾸준히 발생하는 금액을 Operating tax로 간주한다.
(differences in foreign tax rates, tax credits 등), 이렇게 하여

OPERATING TAXES = EBT * 한계세율(적용세율) + Other operating taxes

NONOPERATING TAXES = Reported taxes – Operating taxes

- Operating cash taxes 구하기 :
위에서 구한 Operating taxes에서, 이전에 이연법인세 항목에서 구한 Operating deferred taxes의 증감을 빼준다.

(기업결합이나 분할로 이연법인세자산/부채 항목이 급격히 증감하는 경우, 주식만 보고는 이 증감 중에서 영업활동으로 인한 변화분을 알 수 없다. 이런 경우는 그냥 이 단계를 생략!)

2. Operating cash taxes 구하기

Tax reconciliation table in \$

Statutory U.S. federal income tax rate (\$)
U.S. state and local income taxes (\$)
Non-U.S. tax rate differential (\$)
Nondeductible/nontaxable items (\$)
U.S. federal tax credits (\$)
Other (\$)
Effective tax rate (%)

Earnings before taxes (\$)

Tax reconciliation table in %

Statutory U.S. federal income tax rate (%)
U.S. state and local income taxes (%)
Non-U.S. tax rate differential (%)
Nondeductible/nontaxable items (%)
U.S. federal tax credits (%)
Other (%)
Effective tax rate (%)

Earnings before taxes (\$)

일관적으로 발생하는
애들은 Operating 으로 간주

Operating taxes

Operating taxes

Marginal tax rate (%)

X EBITA

= Marginal taxes on EBITA

Other operating taxes

Operating taxes

Reconciliation to reported taxes

Reported taxes

Operating taxes

Nonoperating taxes

Operating이 아닌 세금은
모두 Nonoperating 이라는 것

Operating cash taxes

Operating taxes

Increase(decrease) in operating deferred taxes

Operating cash taxes

이전에 구한(p.32) 영업에 관련된 이연법인세부채(자산이 차감된)의 증감을 더해준다. 이연법인세부채가 증가한다는 것은 당기에 그만큼 세액의 차이때문에 인식한 이연법인세가 있다는 것인데, 추정 시에는 이연법인세는 없다고 가정하기에 보고된 법인세에서 빼주는 것. 쉽게말하자면 당기법인세만 구한다고 보면 된다.

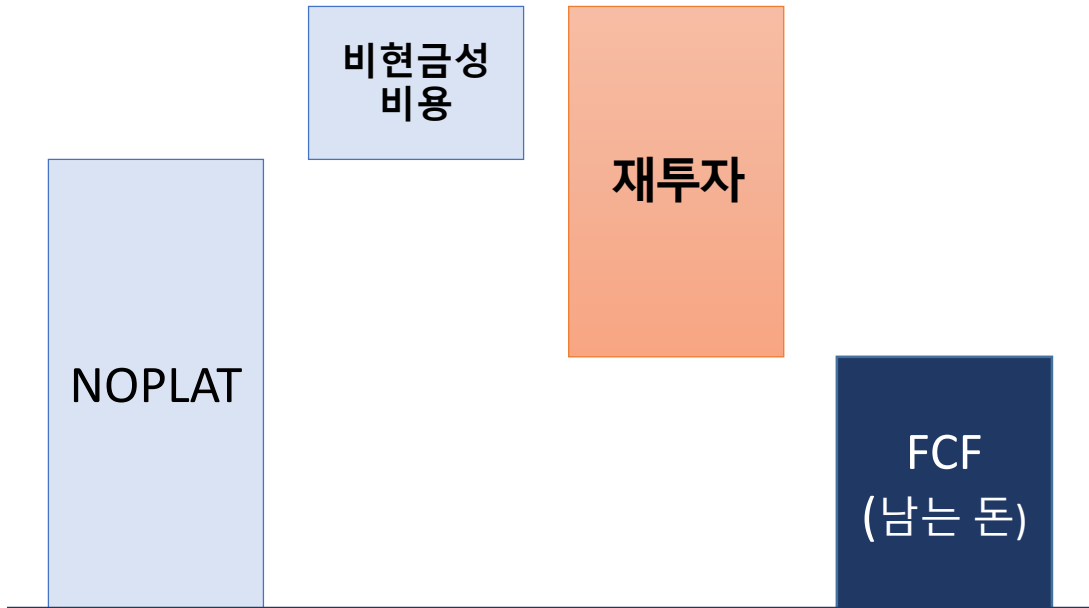
다만 인수합병을 많이 한, 즉 기업결합으로 여기저기서 이연법인세자산/부채를 많이 좇아온 기업은 이연법인세자산/부채의 증감이 영업활동으로 인한 결과인지 아니면 영업의 결과인지 알기 어렵다. 그럴 때는 그냥 Skip

FCF — Free Cash Flow

이거 구하려고 여기까지 왔다.

BS (invested capital), IS (EBITA -> NOLAT) 했으니 이제 CF 만들자!

Free Cash Flow



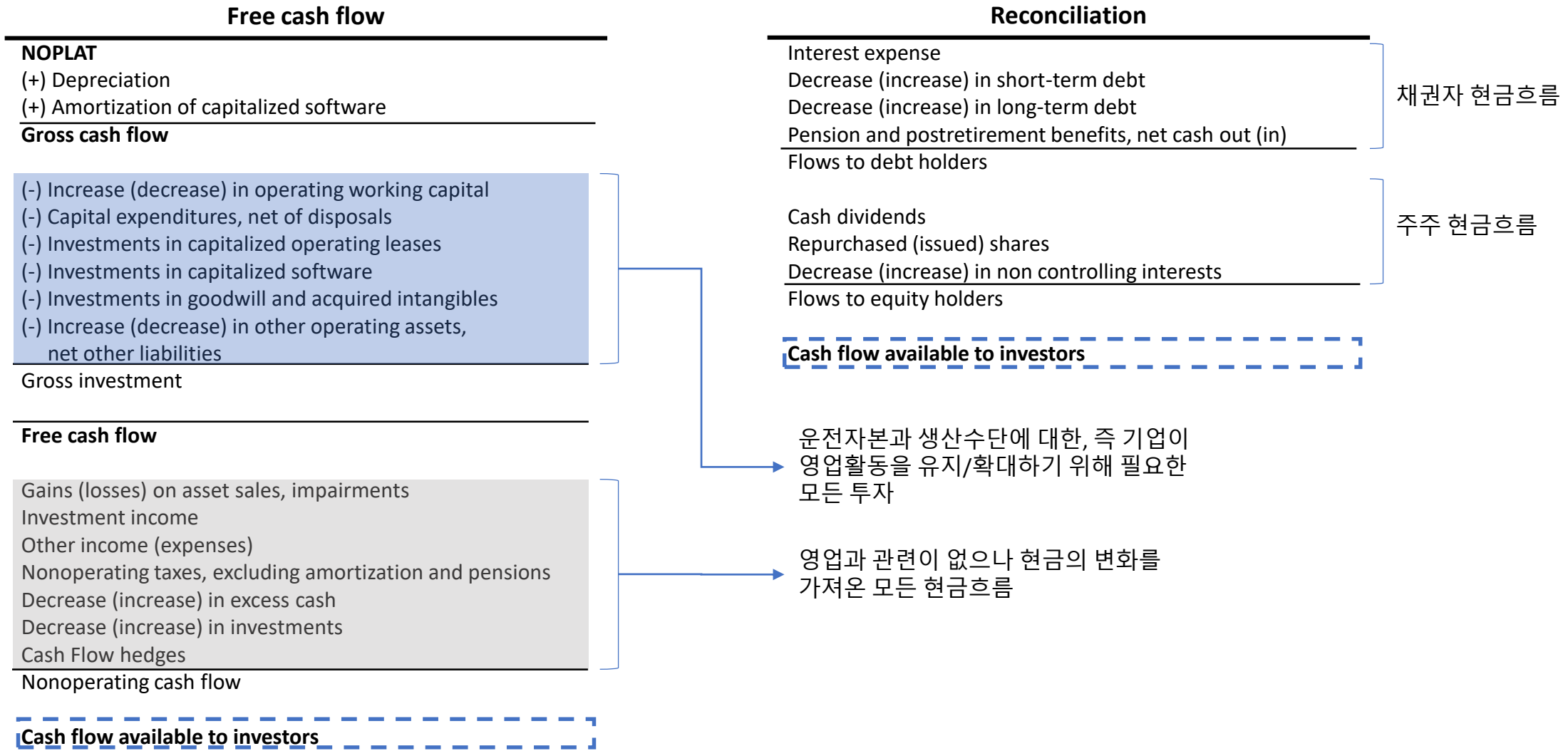
- FCF : NOPLAT 에서

1. EBITA 계산 시 차감했던 비현금성 비용을 더하고
(감가상각비, 무형자산상각비 등,
NOPLAT 계산시 차감됐던 비용만 더해야 한다!)
-> **GROSS CASH FLOW**
2. 영업에 필요한 재투자비용을 빼면
(changes in NWC + net CAPEX)
-> **FREE CASH FLOW**

Free Cash Flow

- Investments in invested capital :영업을 유지 및 성장시키기 위해서 번 돈의 일부를 다시 영업에 투자해야한다. 이러한 재투자는 크게
 1. 운전자본에 대한 투자 : Change in operating working capital
 2. 생산수단에 대한 투자 : Net CAPEX이렇게 쓰고 남은 돈이 Free cash flow이며, 기업의 가치는 FCF 현금에 NOA(비영업용자산)의 가치를 더한 것:
$$\text{Total value of Enterprise} = \text{PV of Company's Free cash flow} + \text{Value of Non-op Assets}$$
- Free cash flow에서 NOA에 대한 현금흐름을 차감하면 CF available to investors :
$$\text{FCF} - \text{CF to NOA} = \text{CF to investors}$$
 1. Nonoperating income & expenses
 2. Nonoperating taxes
 3. CF related to excess cash and marketable securities
 4. CF from other nonoperating assets(추정 시에는 NOA에 대한 현금흐름을 추정하지 않기 때문에 $\text{FCF} = \text{CF avail. to investors}$)
- CF to investors는 재무활동으로 인한 현금흐름(Financing flow)을 의미. 역산하여 Reconcile 해보자:
 1. 채권자 현금흐름 : Interest expenses / Debt issues and repayments
 2. Change in debt equivalents : 퇴직연금부채 등
 3. 주주 현금흐름 : 배당금 / Share issues and repurchases

FCF Calculation in practice



Advanced issues

조금은 복잡한 주제들,
어차피 뒤에 자세히 나올테니 일단 맛만 보고 가자

1. Operating Leases

- 운용리스 쓰는 애들은 금융리스와 달리 리스 자산과 부채를 장부에 적지 않는다. 그러나 금융리스든 운용리스든 경제적 실질은 똑같기 때문에, 추정을 바탕으로 운용리스도 금융리스 회계처리로 바꿔준다. 즉 운용리스 자산을 재무상태표에 넣어주는 것!
- 리스자산 장부가액 = 리스비용 x 자본화 계수
$$\text{Asset Value}_t = \text{Rental Expense}_{t+1} / (k_d + 1/\text{Asset Life})$$
- 자세한 내용은 Chapter 20에서...

1. Operating Leases

- 운용리스 쓰는 애들은 금융리스와 달리 리스 자산과 부채를 장부에 적지 않는다. 그러나 금융리스든 운용리스든 경제적 실질은 똑같기 때문에, 추정을 바탕으로 운용리스도 금융리스 회계처리로 바꿔준다. 즉 운용리스 자산을 재무상태표에 넣어주는 것!
- 리스자산 장부가액 = 리스비용 x 자본화 계수
$$\text{Asset Value}_t = \text{Rental Expense}_{t+1} / (k_d + 1/\text{Asset Life})$$
- 이 외 매년 영업비용으로 인식하였던 리스비용도 금융리스부채에 대한 이자와 원금상환액으로 분리하여, 리스비용 중 이자비용을 추정해 EBITA에 가산해야하는데...

자세한 내용은 Chapter 20에서...

2. Pensions and Other Postretirement Benefits

- 재무상태표 상의 퇴직급여자산/부채는 present value of pension shortfalls
- “Since **excess pension assets do not generate operating profits, nor do pension shortfalls fund operations**, pension accounts should not be included in invested capital.”
-> 퇴직급여자산은 NOA로, 퇴직급여부채는 Debt equivalents로 간주해 영업 추정에 포함X
- **Pension expense** as recorded in accountant's IS is as follows :
 - = Service cost (benefits given to employees for current work)
 - + Interest cost associated with pension liabilities
 - Expected return on plan assets
 - Revaluation of pension assets and liabilities due to changes in interest rates and the value of the pension's portfolio of investmentsand is embedded in COGS + SG&A
- Among the listed costs above, only the service cost is an operating cost. Other costs and items must be excluded from calculation of operating costs and profits. -> **NOPLAT 조정!**
- First, search the notes for pension table and divest any non-operating profits and costs related to pension.

2. Pensions and Other Postretirement Benefits

Pension note in Notes	EBITA Adjustment
Service cost (당기근무원가) Interest cost -- 퇴직급여부채에 대해 인식하는 이자 Expected return on assets -- Pension asset (운용금)에서 발생하는 운용수익 Amortization of prior service cost Actuarial (gain) loss -- 보험계리적 가정의 변경에 의한 변동분 Other costs Net periodic benefit cost	Operating profits, unadjusted Revenues Operating costs <hr/> EBITA, unadjusted Operating profits, adjusted Revenues Operating costs (+) Net periodic (benefit) cost (-) Service cost <hr/> EBITA, adjusted
Pension adjustment for income statement Service cost Less : Net periodic benefit cost <hr/> Pension adjustment	-- 이 금액만큼 EBITA에서 빼준다!!
Reconciliation of cash flow available to investors Pension adjustment Tax shield for pension adjustment Increase (decrease) in postretirement assets Decrease (increase) in postretirement liabilities Decrease (increase) in unrecognized pension benefits Increase (decrease) in deferred taxes related to pensions <hr/> Pension and postretirement benefits, net cash out (in)	-- 이 금액만큼 EBITA에서 더해준다!! -- 더해준 금액에 한계세율을 곱한 만큼 세금을 더 낼 것 이니 이만큼 현금이 빠진다. -- 퇴직급여자산(사외적립자산)이 늘어나면 그만큼 주주의 부가 증가한 것 -- 퇴직급여자산의 재측성 요소. 이건 뭐냐면, 실제 사외적립자산을 줄라 잘 굴려서 +10% 수익이 나도 회계는 이를 보수적으로 인식해 예컨대 한 2%만 인식, 나머지는 Unrecognized gains으로 처리하는 것.

Others

3. Capitalized R&D :

밸류에이션 과정에서 비용을 자본화할지 말지는 기업과 산업의 특성에 따라야 함.
자본화된 비용을 비용처리할 수도, 그 반대로 할 수도 있다.

4. Nonoperating Charges and Restructuring Reserves

등등...