

FOR
EXPERTISE
SOLUTION
TRUST

Valuation 이론과 실무

[Part II] 이익접근법 & DCF Method

October 2022



이익접근법 & DCF Method

1. 이익접근법 개념

3

- 이익접근법이란?
- 현재가치 평가(화폐의 시간가치)
- 이익접근법과 재무상태표

2. DCF Method

8

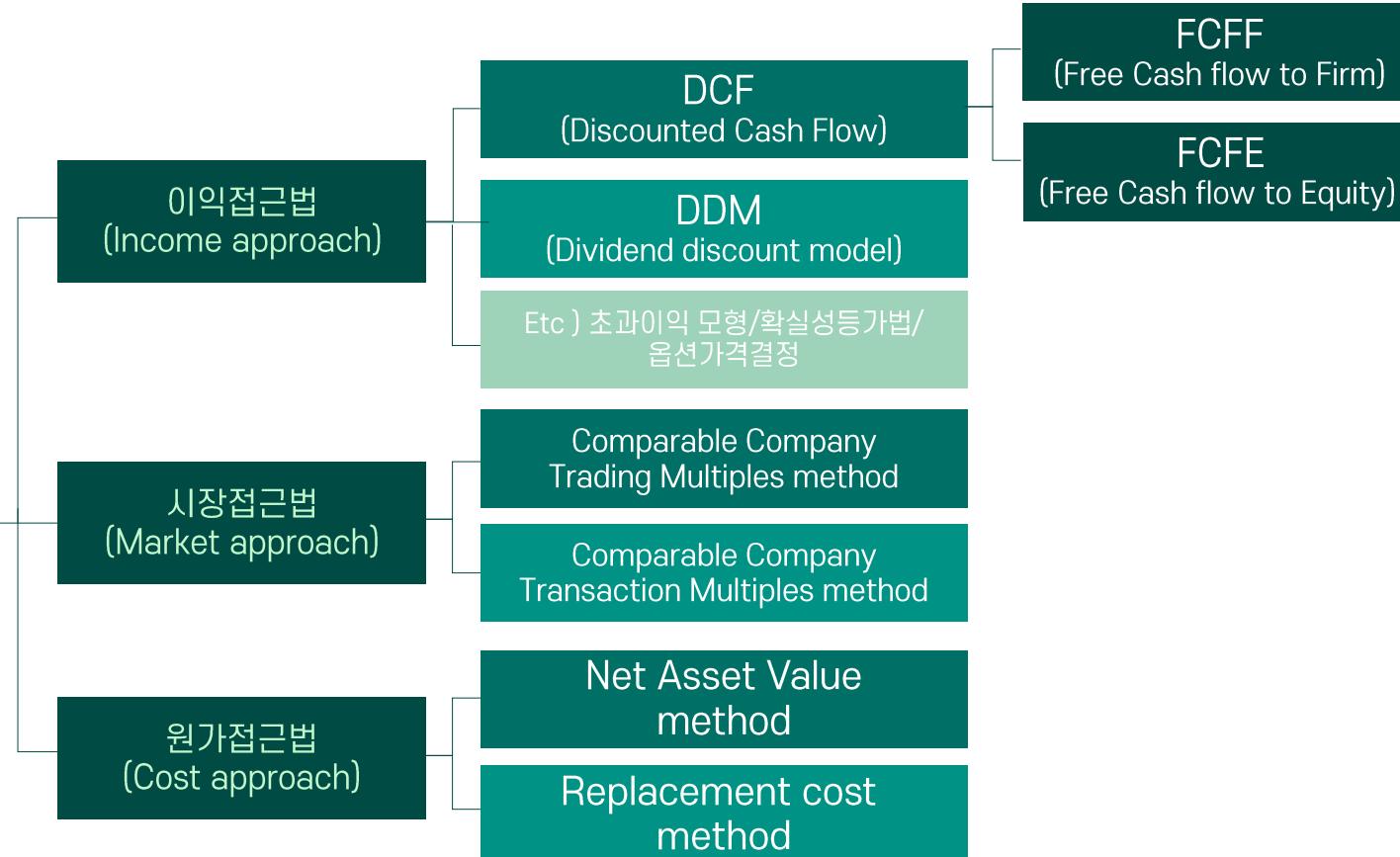
- DCF Method 개념
- Operating Value의 구성
- FCFF의 계산
- DCF(FCFF) Valuation
- DCF Method에 따른 Valuation 예시

1. 이익접근법 개념

이익접근법이란?

- “자산의 가치는 그 자산으로부터 기대되는 미래 이익 또는 현금흐름의 현재가치로 평가된다.”

Valuation Methodology



이익접근법

- 기업의 현재 재무상황보다는 기업이 보유하고 있는 유·무형의 자산을 토대로 미래에 실현시킬 수 있는 현금흐름(또는 수익)창출능력의 관점에서 기업의 가치를 평가함.
- Income Approach에 따른 가치평가시 Income은 기업의 손익을 기준으로 크게 Free Cash Flow, 배당, NOPLAT(Net Operating Profit Less Adjusted Taxes) 등의 기준으로 판단할 수 있음.

현재가치 평가 – 화폐의 시간가치

- “미래의 성과를 현재시점의 가치로 측정하기 위하여 화폐의 시간가치를 적용한다”
- “기대현금흐름과 할인율간에는 일관성이 있어야 한다”

Present Value =

$$\sum_{t=0}^n \frac{(\text{기대현금흐름})_n}{(1 + k)^n}$$

- 불확실한 현금흐름
- 일반적으로 기중 현금 흐름 가정
- 주로 FCFF(Free Cash Flow to Firm)

- 미래 현금흐름의 기간 별 할인된 현금흐름 누계

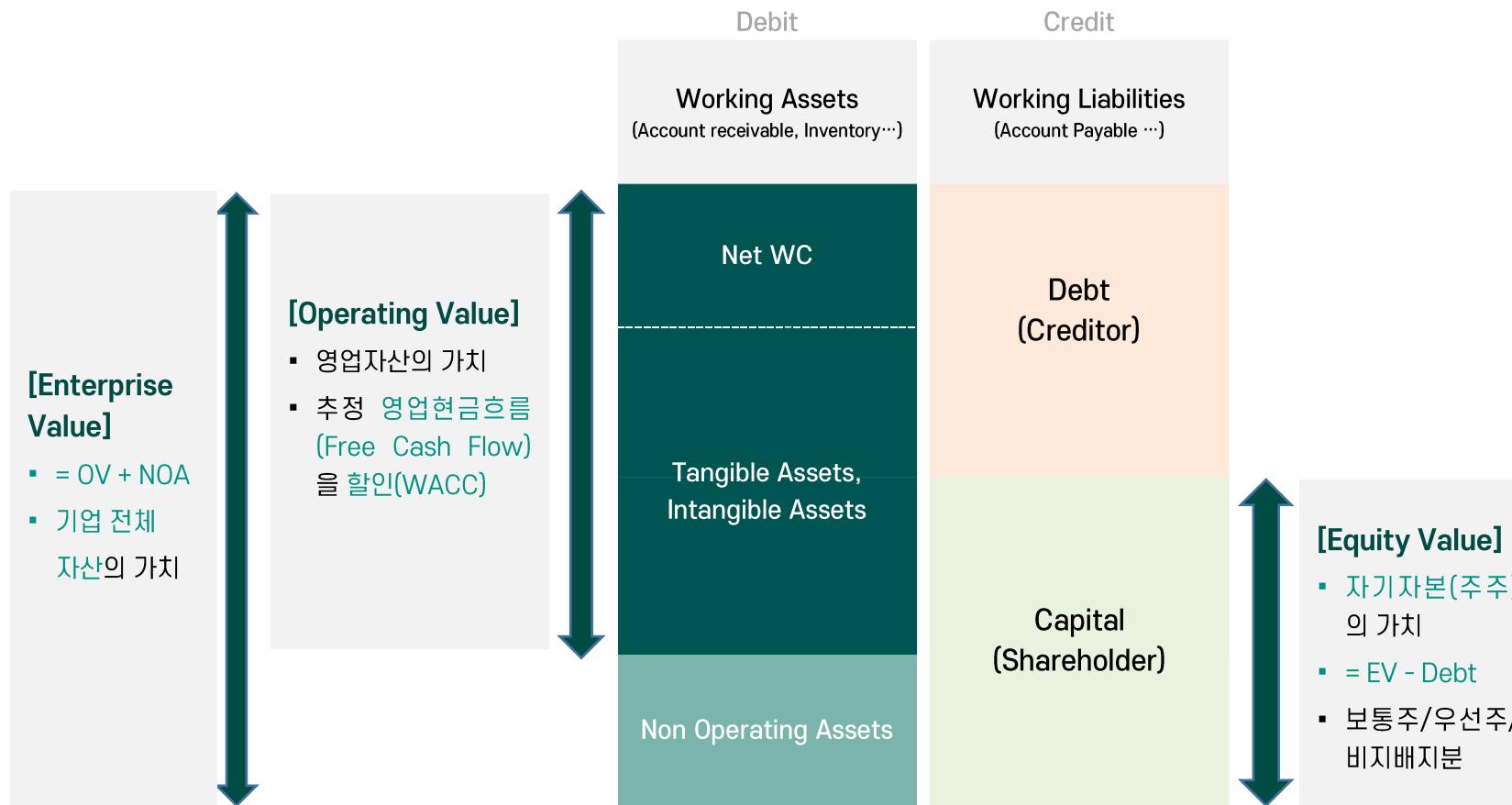
- 현금흐름의 불확실성에 대응되는 할인율
- 주로 WACC
(Weighted Average Cost of Capital)

현금흐름 &
할인율

- 무위험현금흐름은 무위험이자율로 할인, 위험현금흐름은 해당 위험이 고려된 할인율로 할인
- 명목현금흐름은 명목할인율로 실질현금흐름은 실질할인율로 할인
- 세전현금흐름은 세전할인율로 세후현금흐름은 세후할인율로 할인
- 기업잉여현금흐름은 가중평균자본비용으로 주주잉여현금흐름은 자기자본비용으로 할인

이익접근법과 재무상태표

- “이익접근법에 따른 Valuation시 평가대상기업의 재무상태표에 대한 이해가 중요하다.”



이익접근법 &
재무상태표

- 평가(Valuation)의 목적이 기업의 **Operating Value**인지 **Equity Value**인지 또는 보통주, 우선주 등 특정 주식에 국한된 것인 지 또는 비지배지분을 고려할 필요는 없는 지 파악하는 것이 중요.
- Valuation목적이 되는 자산(또는 지분)을 평가하기 위하여 필요한 **평가대상의 범위를 확정**하기 위해서는 **재무상태표에 대한 이해**가 필요.

이익접근법과 재무상태표

**영업가치
(Operating Value)**

= 추정기간 미래 현금흐름의 현재가치 + 추정기간 이후 영구 현금흐름의 현재가치

+ **비영업용자산
(Non Operating Assets)**

- 영업과 무관한 보유자산의 시장가치(공정가치)
-> Ex) 비영업용 현금및현금성자산/ 매도가능금융자산/ 투자부동산 등

**기업가치
(Enterprise Value)**

= 영업가치(Operating Value) + 비영업용자산(Non Operating Asset)의 가치

- **이자발생부채
(Interest Bearing Debts)**

- 타인자본(채권자) 귀속 가치
-> Ex) 장·단기 차입금/ 회사채/ 리스부채/ 전환사채 등

= **주식 가치
(Equity Value)**

- = 기업가치(Enterprise Value) – 이자발생부채(Interest Bearing Debt)의 가치
- 자기자본(주주) 귀속 가치

2. DCF Method

DCF(Discounted Cash Flow) Method 개념

- “이익접근법 중 DCF Method는 잉여현금흐름(Free Cash Flow)을 할인하여 평가하는 방법이다.”
- “FCFF(Free Cash Flow to Firm)과 FCFE(Free Cash Flow to Equity)로 구분할 수 있다.”

DCF Method (Discounted Cash Flow)

- DCF Method는 대상회사(또는 사업)의 미래 추정 잉여현금흐름(FCF)을 가치평가 기준일의 현재가치로 할인하여 평가하는 기법입니다.
- FCF는 기업에 투자한 주주와 채권자들에게 배분가능한 잉여현금흐름을 말합니다.
- M&A를 비롯 다양한 목적에서 다각적으로 평가대상회사를 평가할 수 있으며 평가 목적에 크게 제한 없이 일반적으로 가장 널리 사용할 수 있는 기법입니다.
- 다만, 구조조정기업 또는 비영업용자산이 대부분인 기업, 미래 추정 현금흐름이 음의 값을 갖는 기업에는 적용할 수 없는 한계점이 있습니다.

[FCFF & FCFE의 비교]

구분	FCFF(기업현금흐름접근법)	FCFE(주주현금흐름접근법)
미래영업현금흐름	① 주주 뿐 아니라 채권자를 포함한 모든 이해관계자 관련 현금흐름 ② 세후 영업이익 기준 ③ 이자발생부채 증감 고려 하지 않음	① 주주에게만 귀속되는 현금흐름 ② 영업이익에서 '이자비용' 차감 후 법인세 고려한 세후 이익기준 ③ 이자발생부채 증감 고려
할인율	WACC(가중평균자본비용)	Ke(자기자본비용)
주주가치 산출 (Equity Value)	① 기업가치(Enterprise Value) 산출 : (FCFF를 WACC으로 할인) ② 기업가치 - 타인자본가치 = 주주가치(Equity value)	FCFE를 Ke로 할인하여 Equity Value 직접 산출
특징	① 대부분의 업종에 적용할 수 있으며, 범용성 측면에서 가장 보편적으로 사용됨 ② 별도의 추정 재무상태표가 필요없음	① 금융사 평가 또는 조달측 재무구조 변동에 대한 고려가 직접적으로 필요한 경우 사용됨 ② 별도의 추정 재무상태표가 필요

Operating Value의 구성

- “영업가치(Operating Value)는 추정기간 동안 FCFF의 현재가치와 영구가치(Terminal Value)의 현재가치로 구성된다.”

Operating Value = 추정기간 동안의 FCFF의 현재가치 + 영구가치의 현재가치

$$\text{추정기간 동안의 FCFF의 PV} = \sum_{t=0}^n \frac{(\text{FCFF})_n}{(1 + \text{WACC})^n}$$

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

- FCFFⁿ : 추정기간 마지막 연도의 FCFF
- g : Terminal Growth Rate (영구성장률)

영구가치란?

- 영구가치(Terminal Value)란 사업의 예측기간이 끝난 이후에 기업이 계속기업가정 하에서 예측기간 이후 계속 얻을 것으로 추정되는 경제적 가치의 크기를 의미.

FCFF의 계산

- “발생주의 기준 세후영업이익(NOPLAT)에서
① 유무형자산상각비 ② 자본적지출 ③ 순운전자본의 변동액을 가감해준다”

매출액

(-) 매출원가

(-) 판매비와 관리비

= 세전영업이익 (EBIT : Earnings Before Interest and Taxes)

(-) 법인세 비용

= 세후영업이익 (NOPLAT : Net Operating Profit less Adjusted Taxes)

(+) 유무형자산상각비

(-) Capex (Capital Expenditures)

(+-) 순운전자본의 증감

[발생주의]

- 발생주의 기준 NOPLAT 추정
- 평가대상 회계처리 준용

[Cash 전환]

- 감가상각비 절세효과
- 총투자액 고려
(Capex & ▲순운전자본)

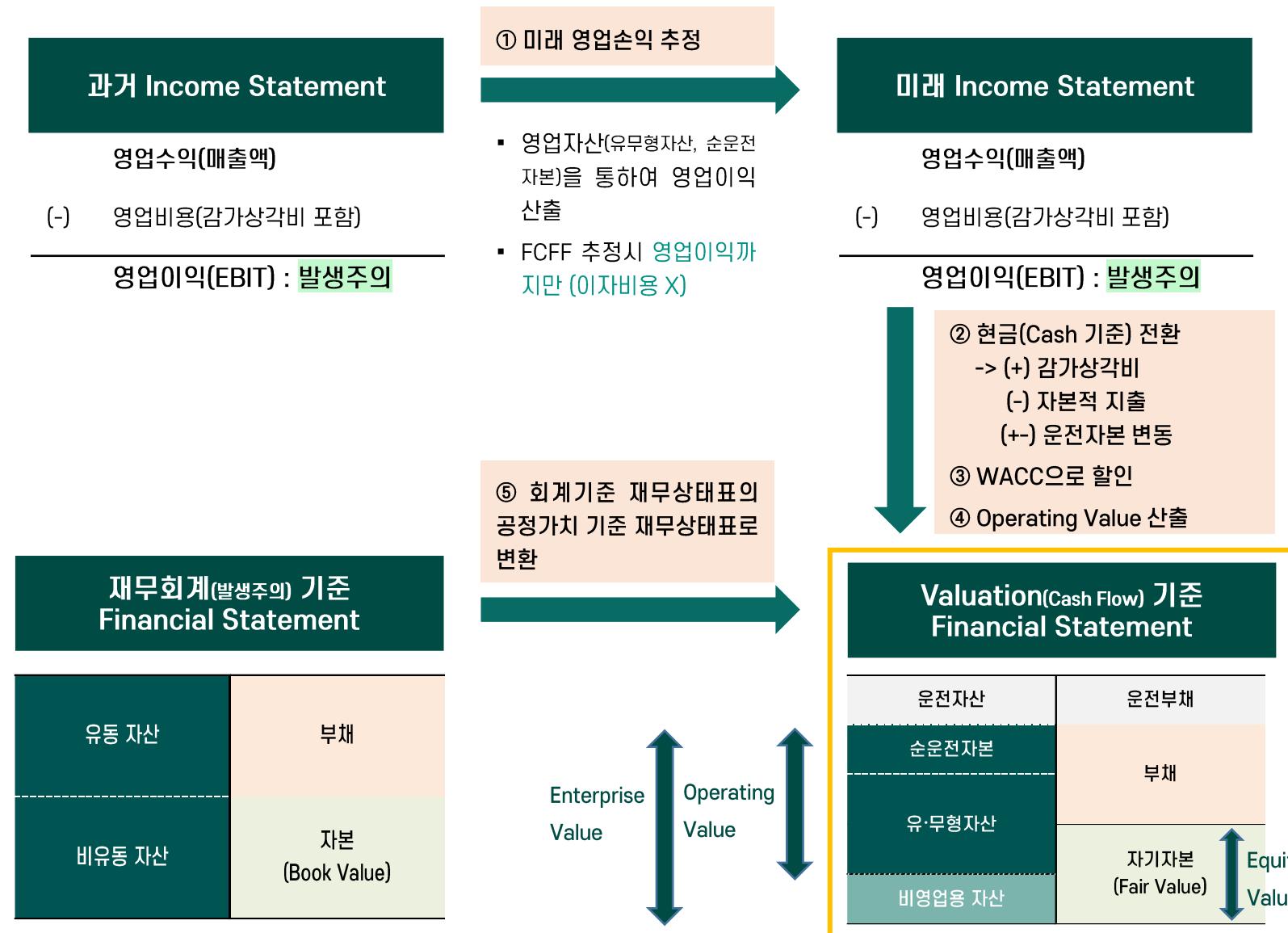
FCFF(Free Cash Flow to Firm)

FCFF 계산시
주의사항

- 유무형자산 상각비 완전성(매출원가/판관비 상각비, 영업용자산 상각비)
- 운전자산의 증가는 Cash In/Out?? 운전자본의 증가는 Cash In/Out??

DCF(FCFF) Valuation

- “과거 결산된 손익계산서를 기준으로 미래 영업손익 추정을 통하여
① 잉여 현금흐름을 ② WACC으로 할인(현재가치)하여 기업(자산/부채/자본)의 가치를 산출한다”



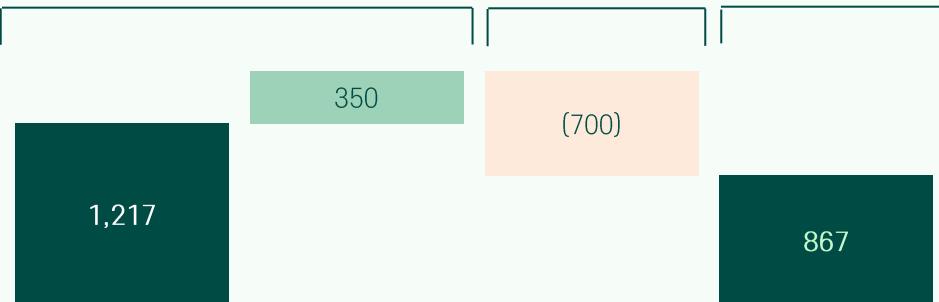
DCF Method에 따른 Valuation 예시

현금흐름할인법에 의한 대상회사 주식가치는 787억 ~ 958억(중간값 867억)으로 산출되었습니다.

DCF Result	단위 : 억원								WACC Terminal growth	
	FY20	FY21	FY22.9	FY22.3	FY23	FY24	FY25	FY26	FY27	
매출액	1,950	2,100	1,650	600	2,340	2,434	2,531	2,607	2,659	14.3%
% Growth	-2.5%	7.7%	n.m	n.m	4.0%	4.0%	4.0%	3.0%	2.0%	1.0%
매출원가	1,706	1,890	1,452	528	2,051	2,117	2,185	2,233	2,260	영구가치
판매비와관리비	98	105	83	30	117	122	127	130	133	FY27 영업이익 269
영업이익	146	105	116	42	173	195	220	244	266	-) 법인세비용 60
% of Sales	7.5%	5.0%	7.0%	7.0%	7.4%	8.0%	8.7%	9.3%	10.0%	세후 영업이익 (NOPLAT) 208
-) 법인세비용				9	38	43	49	54	60	-) 운전자본의 변동 10
세후영업이익 (NOPLAT)				33	135	153	171	189	206	잉여현금흐름(FCF) 198
+) 감가상각비				35	145	150	155	160	165	할인계수 0.530
-) 유무형자산 투자				40	170	180	160	160	160	영구가치 790
-) 운전자본의 변동				15	30	30	40	40	40	단위 : 억원
잉여현금흐름(FCF)				13	80	93	126	149	171	DCF Summary
할인기간	0.126	0.752	1.752	2.752	3.752	4.752				최소값 427
할인계수	0.983	0.904	0.791	0.692	0.606	0.530				중앙값 790
잉여현금흐름(FCF)의 pv				13	72	73	87	90	91	최대값 1,217

주주가치(Equity Value)의 산정

$$\text{기업가치} - \text{부채가치} = \text{주식가치}$$



Notes

- 대상회사의 민감도는 할인율과 영구성장률을 각각 0.5%씩 가감하여 분석된 결과입니다.
- 현금흐름은 기증 발생함을 가정하였습니다.
- 영구가치 산정시 자본적지출 투자액은 감가상각비만큼 재투자되는 것을 가정하였습니다.
- 법인세는 추정 영업이익에 평가기준일 현재 법인세법에 따른 과세표준 구간을 적용하여 계산하였습니다.