

FOR  
EXPERTISE  
SOLUTION  
TRUST

# Valuation 이론과 실무

## [Part III] DCF 분석실무

October 2022



# DCF 분석 실무

- **1. DCF 분석 Overview** 3
- **2. 할인율 추정** 5
  - 가중평균자본비용(WACC)
  - 타인자본비용
  - 자기자본비용

(Overview & Beta & 유사회사 선정 & Specific Risk Premium)
- **3. FCFF & 영구가치 추정** 15
  - 과거 실적 분석
  - 미래 실적 추정 & 모델링 (개별 항목 & 전체 수준)
  - 영구가치 추정
- **4. 평가결과 검토 & 해석** 20

# 1. DCF 분석 Overview

# DCF 분석 Overview

- “DCF 추정 시 평가대상의 과거/미래/손익/재무상태/산업/이해관계자 등을 다각도로 고려 한다”

## Step 1 할인율 추정

- 할인율 산정을 위한 유사회사 산정 & Beta 산출
- 시장가치 기준 목표재무구조 산정
- 타인자본비용 산출
- 자기자본비용 산출
- WACC 계산

## Step 2 과거실적 분석

- 평가대상 Historical NOPLAT 및 Free Cash Flow 산출
- 평가대상 Historical BS/PL의 주요 계정에 대한 증감분석
- 평가대상 회계기준 및 주요 회계처리에 대한 이해
- 관리손익과 재무손익간의 연결

## Step 3 미래실적 예측 & 모델링

- 평가대상이 속한 산업환경 분석
- 평가대상 사업계획 분석 (사업계획의 타당성 검토)
- 개별 추정 항목 가정 & 가정에 따른 추정
- 전체 추정의 적정성 확인

## Step 4 영구가치 추정

- 적정 추정기간의 산정
- 영구가치 추정 방법론 결정
- 영구성장을 산정  
(Gordon Growth Model 적용시)

## Step 5 평가결과 검토 & 해석

- 재계산 검증
- ‘설명가능한 합리적인’ 결과에 대한 해석
- 다른 평가방법에 따른 결과와 비교

- ✓ DCF 추정에 있어 기술적인 부분은 중요하다.
- ✓ 그러나, 기술적인 부분을 넘어서 평가대상을 둘러싸고 있는 양적/질적 고려 요인들을 종합적으로 이해하고 이를 추정에 반영해야 한다.

## 2. 할인율 추정

# 가중평균자본비용(WACC)

- “가중평균자본비용(WACC)은 채권자와 주주에게 귀속되는 현금흐름을 할인하기 위하여 타인자본비용(채권자)과 자기자본비용(주주)의 요구수익률을 가중평균한 할인율이다.”

## 가중평균자본비용 (Weighted Average Cost of Capital)

$$\text{타인자본 비중} \times \text{타인자본 요구수익률} (\text{Cost of Debt})$$

- 세후 타인자본비용 (이자비용의 절세효과 반영)  
= 채권자의 세전 요구수익률  $\times (1 - \text{tax rate})$

$$\text{자기자본 비중} \times \text{자기자본 요구수익률} (\text{Cost of Equity})$$

- 자기자본비용 (Capital Asset Pricing Model)
  - = Risk free rate + Market risk premium  $\times \text{Beta}$   
+ Specific risk premium
  - Risk free rate(무위험이자율): 대상 국가의 중장기 국공채 수익률
  - Market risk premium(시장위험프리미엄): 대상회사가 속한 시장의 기대수익률
  - Beta(민감도): 시장포트폴리오 대비 개별 주식의 민감도. 체계적 위험을 뜻하며 개별 주식의 상대적 위험도를 판단
  - Specific risk premium(기업 고유 위험): 대상회사의 규모, 사업 계획의 불확실성 등 추가 고려

- 목표자본구조에 대한 검토

→ 유사 상장사 평균 자본구조,  
회사의 재무상태 및 계획 등

# 가중평균자본비용(WACC)

- “WACC 산정시 목표자본구조에 대한 부채와 자본은 시장가치 기준이어야 한다”

$$WACC = K_d(1-t) \times \frac{D}{(D+E)} + K_e \times \frac{E}{(D+E)}$$

D : 타인자본 E : 자기자본 Kd : 타인자본비용 Ke : 자기자본비용



## 공정가치(Fair Value) 기준



- 대상회사의 공정가치(Fair Value)를 평가하기 위하여 적용 자본구조에 대한 부채와 자본은 시장가치여야 함(장부가치 X)
- 시장가치 기준 자본구조 산정을 위하여 대용회사를 선정하고 “대용회사의 자본구조”를 일반적으로 목표자본구조로 설정함

# 타인자본비용

- $K_d = \text{After - Tax Cost of Debt}$
- $= \text{Pre - Tax Cost of Debt} \times (1 - \text{Tax Rate})$

## 타인자본비용 (Cost of Debt)

- 채권자 입장에서 기대하는 최소한의 요구수익률
- 타인자본비용은 **이자비용 절세효과를 고려하기 위하여 세후 이자율 적용**이 필요. 다만, 시장에서 확인 가능한 이자율은 세전 이자율이므로 세후 이자율로의 전환이 필요함. 세율은 일반적으로 **평가대상회사가 속한 국가의 한계법인세율**을 적용
- 실무적으로 현재시점의 신용등급을 고려한 무보증 공모 회사채 이자율을 주로 사용함. (최근 조달한 회사채 또는 차입금 내역 비교 검토)
- 평가대상회사에 대한 회사채 신용등급은 최근 회사채 발행내역 공시 정보([전자공시시스템 \(fss.or.kr\)](#)) 또는 신용평가사에서 운영하는 사이트(Rm1/Nice 등)에서 확인 가능.
- 신용등급별 평가기준일 무보증 공모 회사채 이자율은 금융투자협회 채권정보센터([금융투자협회 채권정보센터 \(kofiabond.or.kr\)](#))에서 확인 가능

예시) 금융투자협회 채권정보센터 신용등급별 무보증 회사채 이자율

종류	종류명	신용등급	고시기관	3월	6월	9월	1년	1년6월	2년	2년6월	3년	4년	5년	7년	10년
회사채 I(공모사채)	무보증	AAA	민평평균	3.475	3.962	4.362	4.543	4.923	5.106	5.186	5.223	5.240	5.192	5.151	5.136
		AA+	민평평균	3.557	4.037	4.423	4.595	4.967	5.158	5.248	5.288	5.307	5.263	5.224	5.243
		AA0	민평평균	3.590	4.071	4.459	4.627	5.001	5.197	5.281	5.329	5.349	5.325	5.341	5.613
		AA-	민평평균	3.619	4.095	4.484	4.659	5.038	5.248	5.336	5.378	5.413	5.420	5.521	5.955
		A+	민평평균	3.795	4.261	4.658	4.816	5.181	5.368	5.460	5.530	5.619	5.801	5.947	6.387
		A0	민평평균	3.942	4.412	4.821	4.988	5.359	5.559	5.664	5.813	5.982	6.231	6.390	6.851
		A-	민평평균	4.167	4.648	5.068	5.250	5.633	5.902	6.066	6.258	6.487	6.815	6.926	7.365
		BBB+	민평평균	4.786	5.578	6.296	6.655	7.410	8.135	8.508	8.816	8.872	8.902	8.943	9.024
		BBB0	민평평균	5.160	6.074	6.871	7.334	8.219	9.082	9.542	9.860	9.914	9.957	10.002	10.143
		BBB-	민평평균	5.836	6.871	7.801	8.321	9.334	10.240	10.773	11.232	11.340	11.375	11.417	11.572

Source ) Kofiabond.or.kr 2022년 10월7일 채권시가평가기준 수익

# 자기자본비용 Overview

- $Ke = R_f + \text{Beta} \times (E(R_m) - R_f) + \alpha$   
= 무위험자산 수익률 + 대상회사의 Beta x (시장포트폴리오 수익률 – 무위험자산수익률) +  $\alpha$

## 자기자본비용 (Cost of Equity)

- CAPM (Capital Asset Pricing Model/자본자산가격결정모형)
  - ✓ 자기자본의 기회비용은 무위험자산의 할인율에 위험자산(주식)이 가지는 추가 프리미엄을 가산한 할인율
  - ✓ 이 때 위험은 해당 기업의 체계적 위험(Beta)에 위험의 시장가격(Market Risk Premium)을 곱한 값으로 산정
- $R_f$  (Risk free rate/무위험이자율)
  - ✓ No default risk/ No re-investment risk
  - ✓ 장기국채수익률 이용(국내 – 일반적으로 10년 국고채)
- Beta (체계적 위험)
  - ✓ 시장수익률에 대한 체계적 위험 – 비체계적 위험은 분산 제거
  - ✓ 유사회사의 Unlevered Beta의 평균치를 이용하여 회사의 목표자본구조로 re-levered Beta
- $E(R_m)$  = 시장기대수익률
- $MRP = E(R_m) - R_f$  = 시장위험프리미엄
  - ✓ 주식투자자가 위험자산을 보유함으로써 불확실성에 대하여 추가적으로 요구하는 수익률, 즉 위험자산이 가지는 프리미엄
  - ✓ Source : 블룸버그 또는 최근 한국공인회계사회 가이던스 제시(7~9%)
- $\alpha$  (Specific Risk Premium/추가적인 위험프리미엄 )
  - ✓ Size Risk Premium or Liquidity Risk Premium & etc

# 자기자본비용(Beta)

- $\beta_L = \beta_u \times [1 + \text{Debt}/\text{Equity} \times (1-t)]$
- “시장 기준  $\beta_L$ 에는 ① 유사회사의 영업위험 & ② 대상회사의 재무위험이 반영되어야 한다.”

## Observed Beta ( $\beta_L$ )

- ✓ 유사회사의 영업 & 재무위험 반영
- ✓ 주로 블룸버그를 통하여 산출

## Unlevered Beta ( $\beta_u$ )

- ✓ 유사회사 영업위험 = 대상회사 영업위험
- ✓ Unlevered beta = 
$$\frac{\text{Observed beta}}{(1+(1-T) \times (D/E)}$$

### 부채有 기업(유사회사)

부채  
자본

① 개별 유사기업의 자본구조 이용  
(시장가치 기준 자본구조)

### 無부채 기업

자산  
자본



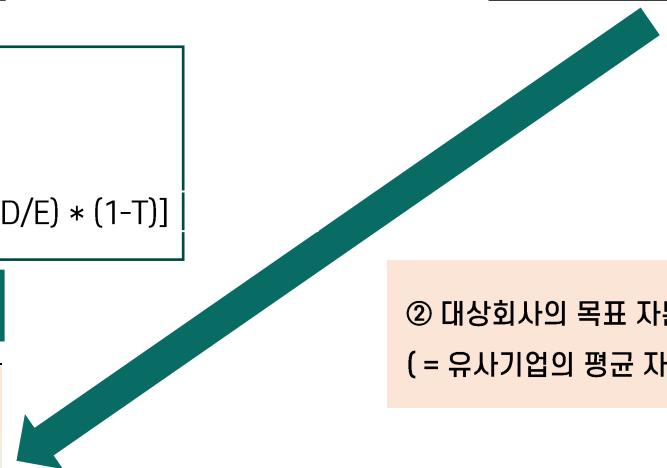
## Re-levered Beta ( $\beta_L$ )

- ✓ 유사회사 영업위험 & 대상회사 재무위험
- ✓ Relevered beta = Unlevered Beta  $\times [1 + (D/E) * (1-T)]$

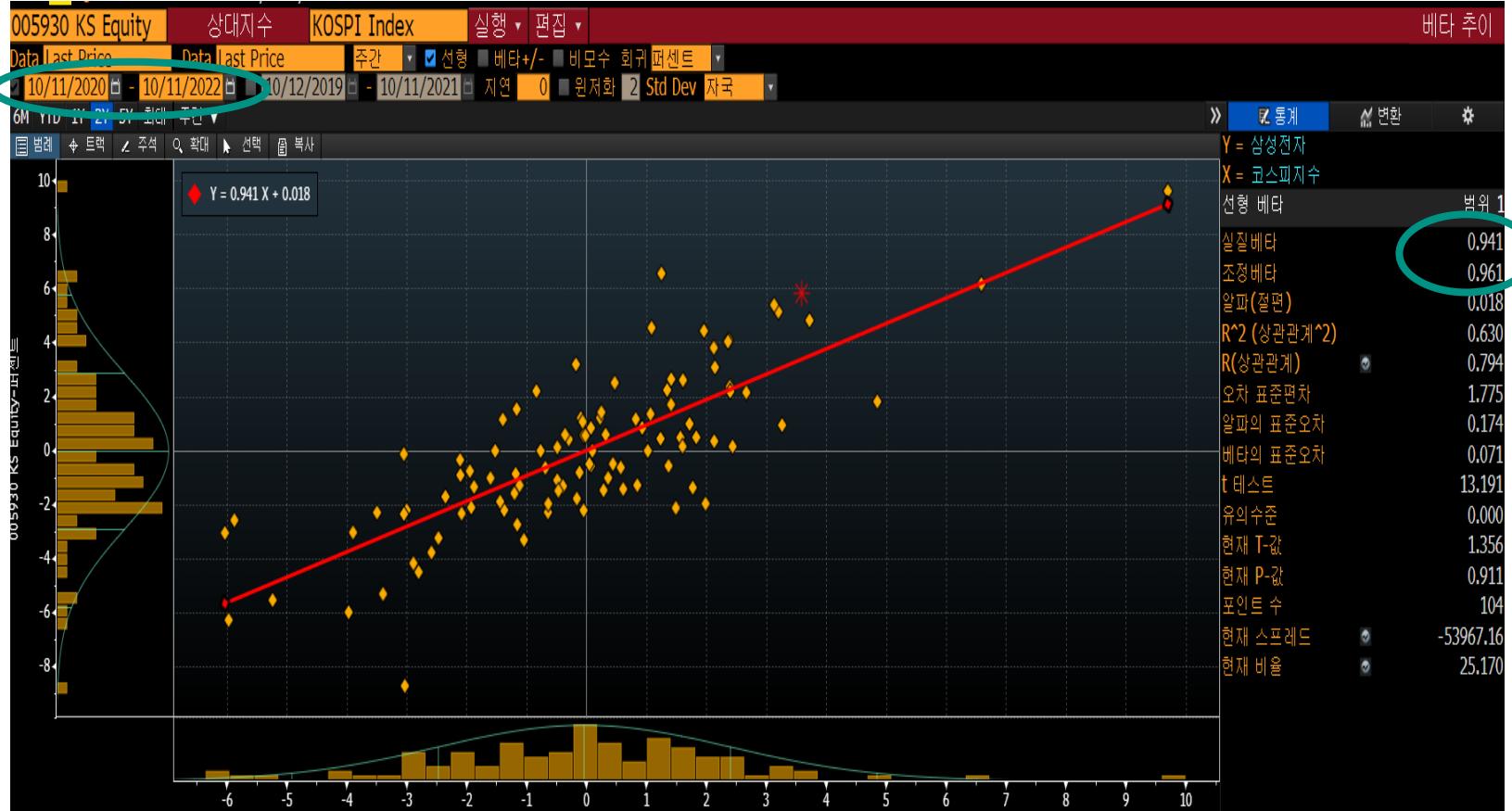
### 부채有 기업(대상회사)

부채  
자본

② 대상회사의 목표 자본구조 적용  
(= 유사기업의 평균 자본구조 이용)



# 자기자본비용(Beta)



Source ) Bloomberg, 2022년 10월 11일 Beta capture

## Observed $\beta$

- Observed Beta 산출시 조회기간은?? 2년 weekly? or 5년 monthly? or 5년 weekly?
- Observed Beta 산출시 Raw Beta or Adjusted Beta
- 나머지 다른 유사회사와 달리 특별히 낮거나(0.5 이하) 높은(1.50이상) 유사회사  $\beta$ 는?

# 자기자본비용(유사회사 선정)

- “유사회사는 주요 영업 매출 비중, 영업이익 및 시총 규모, 비경상적 요인들을 고려하여 선정한다”

## Step 1

### 평가대상의 업종 확인

- 국내 : 금융감독원 전자공시시스템(<http://dart.fss.or.kr>) -> 회사명 검색 -> **기업개황정보** 확인
- 해외 : 블룸버그 또는 IR 자료 -> 평가대상의 GICS(Global Industry Classification Standard)에 따른 업종명 확인

## Step 2

### 평가대상의 업종과 유사한 상장사 목록 정리

- 동일 산업분류(또는 업종) 유사회사 1차 필터링
  - ✓ 국내 : **KIND**(<http://kind.krx.or.kr>)의 상장 법인 목록상 동일 업종 1차 필터링
  - ✓ 해외 : 블룸버그 GICS(또는 BICS)상 동일업종, 또는 Capital IQ 동일 산업분류 상 동일업종 1차 필터링
- 대상회사 소속 협회 자료를 통한 유사 상장사 추가 검토
- 유사상장회사의 IR자료 Analyst Report 확인
- 대상회사에 유사 상장회사에 대하여 문의

## Step 3

### 평가대상의 주요 영업과 유사한 상장회사 선정

- 주요 영업의 유사성 확인
  - ✓ 금융감독원 전자공시시스템 (<http://dart.fss.or.kr>)상 최근 사업보고서 활용 (II. 사업의 내용)
  - ✓ 대상회사의 주요 매출과 유사회사의 주요 영업 **매출 비중** 비교
- 매출/영업이익/규모(시가총액 등) 비교
- 비경상적 요소의 확인(ex : 감사의견 한정, 지속적인 당기손실, 테마주(비경상 주가 변동)) – **Outlier 제거**

# 자기자본비용(Specific Risk Premium)

- “평가대상의 ① 규모, ② 사업단계, ③ 유동성 등 내재적 특성에 따라 Beta에 반영되지 않은 특정 위험을 추가적으로 고려하기 위하여 Specific Risk Premium을 추가적으로 적용할 수 있습니다.”

## Size Risk Premium

- 규모(주로 시가총액)가 작은 기업이 규모가 큰 기업들과 비교하였을 때 추가적으로 갖게 되는 위험.
- 평가기관(또는 평가자)에 따라 반영 여부에 대한 견해가 다를 수 있음.  
[미국시장(S&P500/NASDAQ) vs 한국시장(KOSPI/KODAQ)]
- Source : Duff & Phelps/ 한국공인회계사회 가이던스

### [규모위험 프리미엄 : 3분위수]

규모	주 <sup>1)</sup> 평균	시가총액(단위:백만원)			
		Min	Max	Median	Mean
Mid	-0.26%	922,834	544,116,848	11,103,155	2,238,130
Low	0.60%	336,121	859,621	556,629	543,750
Micro	3.35%	63,685	333,630	212,443	216,340

Source ) 한국공인회계사회 기업규모위험 프리미엄(Size Risk Premium) 연구결과 2022.06.28

## Discount Rate for Early Stage Companies

- 사업초기 단계 회사들에 대한 DCF Method에 대한 평가시 추정 현금흐름(매출 & 영업이익)의 불확실성이 상대적으로 높음.  
(불확실성(위험)이 높은 현금흐름 -> 현금흐름의 불확실성이 반영된 할인율)
- 대상회사의 시장성, 사업 및 투자 진행(Series)단계 등 요소에 따라 평가기관(또는 평가자)의 주관에 따라 적용 여부 및 적용 수준 결정

## Other Risk Premium

- Liquidity Risk Premium, Default Risk Premium 등 대상회사가 가지고 있는 불확실성(위험)에 대하여 평가자가 파악한 후 적절한 수준을 적용할 수 있음.

# WACC 산정 예시

WACC	Capital Structure	Cost of Equity	Capital Structure	After-tax Cost of Debt
10.1%	= 54% x 13.1% + 46% x 6.5%			
Cost of Equity	Risk-free Rate	Equity Risk premium	Re-levered Beta	
13.1%	= 2.3% + 10.4% x 1.05			
After-tax Cost of Debt	Cost of Debt	(1-tax rate)		
6.5%	= 8.6% x 75.8%			
Company	Ticker	Tax Rate	Levered Beta	Equity Debt Capital Structure (Equity) Un-levered Beta
현대	000 KS Equity	27.5%	1.24	7,239,943 2,260,477 76.2% 1.01
G	000 KS Equity	27.5%	1.14	3,609,008 3,882,536 48.2% 0.64
대	000 KS Equity	27.5%	1.28	2,375,289 1,949,122 54.9% 0.80
대	000 KS Equity	24.2%	1.04	598,631 153,966 79.5% 0.87
금	000 KS Equity	24.2%	1.27	421,677 179,921 70.1% 0.96
계	000 KS Equity	24.2%	1.16	344,103 676,208 33.7% 0.46
한	000 KS Equity	24.2%	0.96	188,138 935,773 16.7% 0.20
동	000 KS Equity	24.2%	0.91	340,683 337,739 50.2% 0.52
서	000 KS Equity	24.2%	0.92	379,609 236,345 61.6% 0.63
동	000 KS Equity	11.0%	0.73	484,915 124,041 79.6% 0.59
한	000 KS Equity	24.2%	1.05	204,436 569,797 26.4% 0.34
			Selected(Avg)	54.3% 0.64

## Notes

- ✓ Kind 상장법인 목록상 동일업종(건설업) 내, 국내 시공순위 30위 내 건설 상장사 중 사업구조가 유사한 회사로 선정
- ✓ Re-levered Beta = Un-levered Beta x [1 + (Debt/Equity) x (1-t) ] = 1.04
- ✓ Levered Beta는 5년 Weekly adjusted beta 적용
- ✓ Equity Risk premium은 평가기준일 대한민국 주식시장 기대수익률 by Bloomberg
- ✓ Equity는 시가총액에 비중배지분 가산 by Bloomberg
- ✓ 타인자본비용은 신용등급 BBB+ 무보증 공모회사채 이자율 적용 by KOFIA BIS

### 3. FCFF & 영구가치 추정

# 과거 실적 분석

- “과거실적 분석은 ① 재무제표 재분류와 ② 증감분석 및 비경상적 사항 검토 단계로 구분됩니다.”
- “증감분석시 변동사항의 구체적인 원인에 대해서 확인할 수 있는 질의 및 분석절차가 중요합니다.”

## Step 1

### 재무제표 재분류

#### [P/L Analysis]

- 관리기준 손익계산서와 재무기준 손익계산서(감사받은)간의 차이 분석
  - ✓ 재무기준 손익계산서로 정리가 필요 (Valuation의 신뢰성을 위하여)
- 평가대상 주요 회계기준 및 회계처리에 대한 이해 (IFRS or Local GAAP??)

#### [BS Analysis]

- 영업자산 및 비영업자산의 분류
- 영업용부채 및 이자발생부채로의 분류
- 비영업용자산의 장부가 준용 vs 별도 평가 필요 결정 (평가대상 범위 확정)

#### [과거 Free Cash Flow 정리]

- $FCF = (NOPLAT + 감가상각비) - Capex (+-) 순운전자본변동$

## Step 2

### 증감분석 & 비경상적 사항 검토

#### [증감분석]

- 과거 분석기간별 주요 손익, 영업자산에 주요 증감 변동사항에 대한 구체적인 원인 파악
  - Q1) X2년 이후 매출원가 및 재료비율이 급증하였는데 그 원인은??
  - ▶ A1) 환율상승 때문 (해당연도 환율 추이 검토 & 설명 가능한지 확인)
  - ▶ Q2) 환율 영향을 받는 제품 X군 비중은 50% 미만, 평균환율 5원 상승으로 해당 수준의 재료비율 상승이 설명되지 않는 바, 다른 원인 추가 질의 & 분석
  - ▶ A2) 제품 Y군은 구리가 주 원료인데 구리가격 상승에 따른 효과도 있음 -> OK
- 증감변동사항을 토대로 비경상적인 손익 또는 영업자산 변동액 파악
- 재무실사가 선행될 시 실사조정사항 및 이를 통해 산출된 Normalized EBITDA 적용

# 미래 실적 추정 & 모델링(개별 항목)

매출액

(-) 매출원가

(-) 판매비와 관리비

= 세전영업이익 (EBIT)

(-) 법인세 비용

= 세후영업이익 (NOPLAT)

(+/-) 유무형자산상각비

(-) Capex(자본적지출)

(+-) 순운전자본의 증감

FCFF(Free Cash Flow to Firm)

## 매출액(Sales)

- ✓ 개별기업이 속한 산업의 특성 및 Value driver에 따라 가정 및 Logic 구현  
(ex : 제조업( $P \times Q$ ), 수주산업, 바이오, 방송통신 …)
- ✓ 과거성장을 vs 시장에 대한 외부전망치 vs 사업계획
- ✓ 경쟁관계, Capa&가동률, 기술수준, 관련법규, 시장수요, 재료조달 등 제약사항 확인

## 매출원가 & 판매관리비(COGS & SG&A)

- ✓ 재료비 : 가격변동요인(수요공급, 유가, 환율 등), 매입처와의 관계
- ✓ 인건비 : 향후 임금 성장 수준(최저임금 등), 인당생산성 수준 고려한 적정 인원
- ✓ 변동비 : 매출 또는 판매수량 등 연동, 경상적인 수준의 변동비율 원인에 따른 가정
- ✓ 고정비 : 영업레버리지 효과, 물가수준의 성장, 준고정비성 경비에 대한 고려

## 법인세 비용(Corporate Income Taxes)

- ✓ 각 국가별 법인세율의 적용(지방세 및 별도의 주세 있는 국가의 경우 고려)
- ✓ 평가기준일 이전 과거 또는 추정기간 동안의 이월결손금 공제 반영여부 결정

## 자본적지출 & 유무형자산상각비(Capex & Dep(Amort))

- ✓ Capex : 현재의 투자 및 가동수준, 성장기에 있는 기업의 경우 매출 대비 투자비율 또는 증가에 대한 검토필요, 무형자산의 경우 기술적 진부화 고려하여 재투자 검토
- ✓ 유무형자산 상각비 : 상각비의 완전성 검토, 추정기간 마지막 연도 상각비 수준 검토

## 순운전자본의 변동

- ✓ 순운전자본의 완전성 및 순운전자본 유입 검토, 순운전자본의 계절성 검토

# 미래 실적 추정 & 모델링(전체 수준)

- “미래 실적 예측시에는 과거실적/사업계획/외부전망치를 다각적으로 검토한다.”

## Step 1 과거실적 및 내부 제약요소 재검토

- Q1) 과거 실적 대비 지나치게 고성장 매출 또는 과도한 영업이익 개선이 추정되지는 않았는가?
- Q2) 추정 설비수준 및 가동률 또는 인력 하에서 실현가능한 매출인가?

## Step 2 사업계획과 비교

- Q1) 사업계획상 평가결과와 추정상 평가결과간의 차이는 얼마나 되는 것인가?
- Q2) 추정 FCF와 사업계획간의 주요 차이원인은 무엇인가?
- Q3) 사업계획대비 공격적으로 추정되어 있는 부분이 있다면 별도의 구체적인 근거가 있는 것인가?

## Step 3 외부전망치 및 기타 외부요소들 재검토

- Q1) 추정 매출 성장이 외부 시장 전망치(전망기관, Analyst Report 등)와 일관성 있는가?
- Q2) 해당 산업에 대한 관련법규, 수요/공급, 기술변화 수준, 산업 내 점유율, 경쟁 관계, 고객관계 등 요소들을 고려하였을 때 설명가능한 추정인가?

[매출추정방법에 따른 장 · 단점]

구분	과거 성장수준 가정	사업계획 준용	외부 전망치 인용
추정 방법	과거 경상적인 수준의 성장을 적용	사업계획상 매출 및 성장을 수준 준용	외부 시장전망치에 따른 성장을 인용
장점	· 과거 실적 자체가 하나의 근거가 될 수 있음	· 사업계획의 신뢰성이 높고 구체적인 경우, 근거 설명 용이	· 외부 자료 인용이라는 점에서 상대적으로 가장 객관적
단점	· 경상적인 시점에 대한 평가자 View에 따라 주관 개입 가능 · 과거의 성장률과 미래의 성장률간의 상관관계 여부	· 사업계획이 구체적이지 않은 경우 준용 어려움 · 장기적으로 갈수록 긍정적인 전망, 신뢰성 하락	· 외부전망자료의 군집현상 · 추정기간 연도별 성장을 제공되는 경우가 많지 않음 · 별도의 비용발생 가능

# 영구가치 추정

- “영구가치 추정 시 주로 Gordon Growth Model에서 계속기업을 가정하게 됩니다.”
- “이 경우, 합리적인 적정 추정기간, 추정기간 마지막 연도 이익, 영구성장을 선정이 중요합니다.”

## 영구가치 추정방법론

- Gordon Growth Model - 계속기업가정

$$\text{Terminal Value} = \frac{\text{(projected cash flows)}_n \times (1+\text{growth rate})}{\text{Discount rate-growth rate}}$$

- Exit multiple Method
  - ✓ EBITDA 등에 대한 multiple을 영구가치에 적용 (Exit 가정 FI 투자시 주로 적용)

## 적정 추정기간 & 추정기간 마지막 연도 추정의 적정성

- 일반적으로 추정기간은 5년 전후이나 다음의 경우 장기간 추정 필요
  - ✓ 경기순환산업(Business cycle)에 속하는 기업
  - ✓ 사업초기 단계로 5년 이후에도 가파른 성장이 전망되는 경우
  - ✓ 추정기간 중 대규모 자본적 지출(재투자)이 발생하는 산업의 경우 (ex : 호텔)
- 추정기간 마지막 연도 추정(영업이익)의 적정성
  - ✓ 추정기간 이후 기간 전체(영구기간)에 영향을 주므로 정상영업이익 조절 필요
  - ✓ 성장기업의 경우 경상적인 수준의 감가상각비 적용

## 영구성장을

- 장기적으로 성장가능한 산업인지(시장수요, 산업의 성숙도, 진입장벽 등 고려)
- 국내 주로 0~1% (예외사항 有)

## 4. 평가결과 검토 & 해석

# 평가결과 검토 & 해석

- “DCF Method에 따른 모델링을 한 후에는 재계산 검증 및 결과에 대한 해석, 기타방법에 따른 평가결과와 비교를 통하여 평가결과를 확정합니다.”

## 재계산 검증

할인계수, 주요 비용 추정 누락 등 …

## 전체 추정결과에 대한 해석 & Review

## 시장가치 접근법 등 다른 방법에 따른 평가결과와 비교

“각 방법에 따른 평가결과의 합리성을 상호 보완함으로써  
보다 공정가치(Fair Value)평가에 대한 설명력이 높아짐”