

FOR
EXPERTISE
SOLUTION
TRUST

Valuation 이론과 실무

[Part III] DCF 분석실무

October 2022



FOREST
ACCOUNTING
CORPORATION

| | | |
|---|---|----|
| ■ | 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
- 영구성장률 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)

타인자본
비중

X

타인자본 요구수익률
(Cost of Debt)

- 세후 타인자본비용 (이자비용의 절세효과 반영)
= 채권자의 세전 요구수익률 X (1-tax rate)

자기자본
비중

X

자기자본 요구수익률
(Cost of Equity)

- 자기자본비용 (Capital Asset Pricing Model)
= Risk free rate + Market risk premium X 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)

- “WACC산정시 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

| | |
|----|----|
| 자산 | 부채 |
| | 자본 |

- 대상회사의 공정가치(Fair Value)를 평가하기 위하여 **적용 자본구조에 대한 부채와 자본은 시장가치여야 함**(장부가치 X)
- 시장가치 기준 자본구조 산정을 위하여 **대용회사를 선정**하고 “**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 절세효과**를 고려하기 위하여 **세후 이자율 적용**이 필요. 다만, 시장에서 확인가능한 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 \(fss.or.kr\)](http://전자공시시스템.fss.or.kr)) 또는 신용평가사에서 운영하는 사이트(Rm1/Nice 등)에서 확인 가능.
- 신용등급별 평가기준일 무보증 공모 회사채 이자율은 금융투자협회 채권정보센터([금융투자협회 채권정보센터 \(kofiabond.or.kr\)](http://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

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

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
- Rf (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
- $E(Rm)$ = 시장기대수익률
- $MRP = E(Rm) - Rf$ = 시장위험프리미엄
 - ✓ 주식투자자가 위험자산을 보유함으로써 불확실성에 대하여 추가적으로 요구하는 수익률, 즉 위험자산이 가지는 프리미엄
 - ✓ Source : 블룸버그 또는 최근 한국공인회계사회 가이드런스 제시(7~9%)
- α (Specific Risk Premium/추가적인 위험프리미엄)
 - ✓ Size Risk Premium or Liquidity Risk Premium & etc

자기자본비용(Beta)

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

Observed Beta (β_L)

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

Unlevered Beta (β_u)

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

부채有 기업(유사회사)

자산

부채
자본① 개별 유사기업의 자본구조 이용
(시장가치 기준 자본구조)

無부채 기업

자산

자본

Re – levered Beta (β_L)

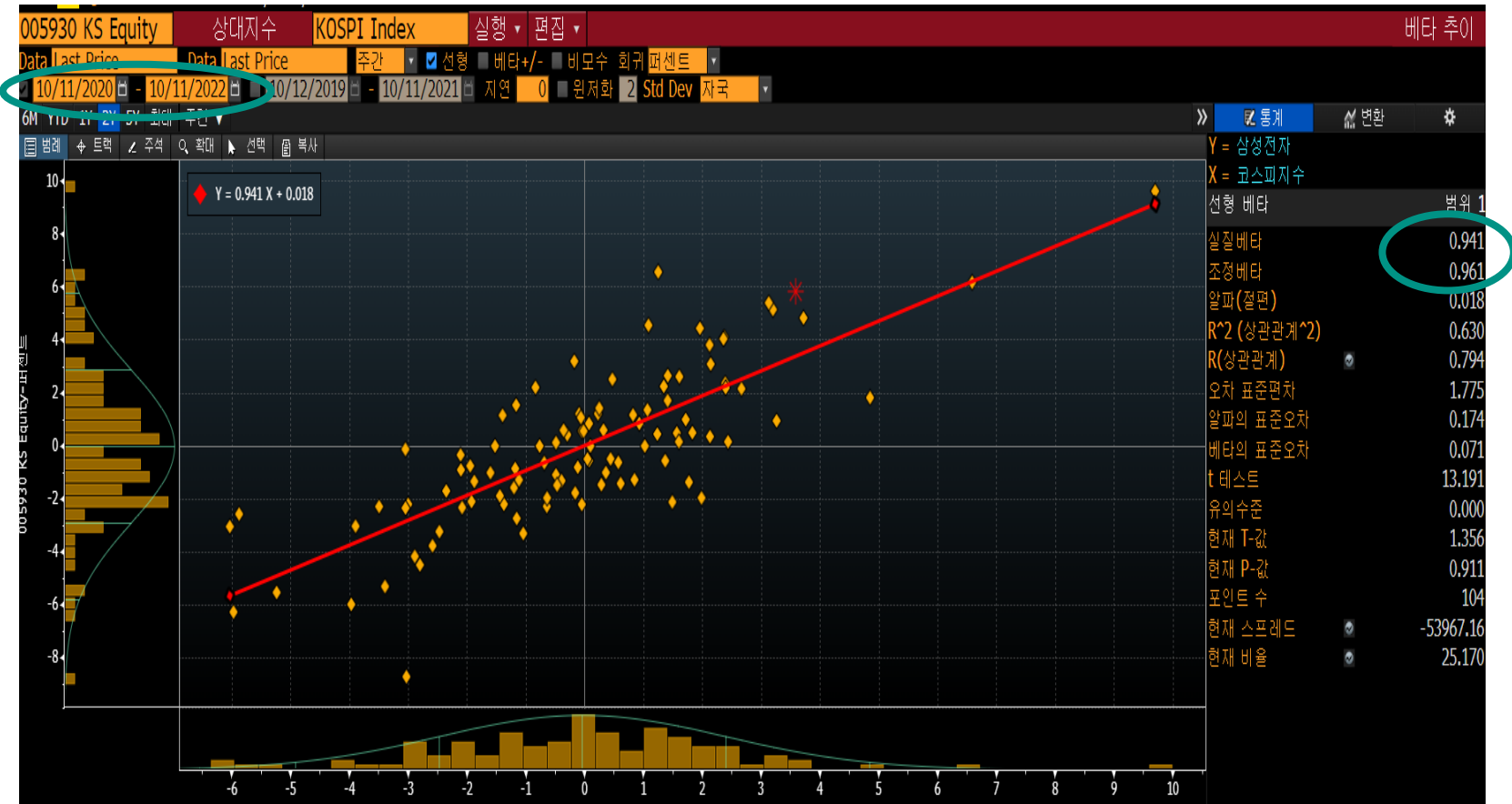
- ✓ 유사회사 영업위험 & 대상회사 재무위험
- ✓ $\text{Relevered beta} = \text{Unlevered Beta} \times [1+(D/E) \times (1-T)]$

부채有 기업(대상회사)

자산

부채
자본② 대상회사의 목표 자본구조 적용
(= 유사기업의 평균 자본구조 이용)

자기자본비용(Beta)



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

Observed B

- 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(1.5이상) 유사회사 B는?

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 산업분류상 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 | 주1) 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 | 10.1% | = | Capital Structure 54% | x | Cost of Equity 13.1% | + | Capital Structure 46% | x | After-tax Cost of Debt 6.5% |
| Cost of Equity | 13.1% | = | Risk-free Rate 2.3% | + | Equity Risk premium 10.4% | x | Re-levered Beta 1.05 | | |
| After-tax Cost of Debt | 6.5% | = | Cost of Debt 8.6% | x | (1-tax rate) 75.8% | | | | |

| Company | Ticker | Tax Rate | Levered Beta | Equity | Debt | Capital Structure (Equity) | Un-levered Beta |
|---------------|--------|----------|--------------|-----------|-----------|----------------------------|-----------------|
| 현대 | 000000 | 27.5% | 1.24 | 7,239,943 | 2,260,477 | 76.2% | 1.01 |
| G | 000000 | 27.5% | 1.14 | 3,609,008 | 3,882,536 | 48.2% | 0.64 |
| 대 | 000000 | 27.5% | 1.28 | 2,375,289 | 1,949,122 | 54.9% | 0.80 |
| 대 | 000000 | 24.2% | 1.04 | 598,631 | 153,966 | 79.5% | 0.87 |
| 금 | 000000 | 24.2% | 1.27 | 421,677 | 179,921 | 70.1% | 0.96 |
| 계 | 000000 | 24.2% | 1.16 | 344,103 | 676,208 | 33.7% | 0.46 |
| 한 | 000000 | 24.2% | 0.96 | 188,138 | 935,773 | 16.7% | 0.20 |
| 동 | 000000 | 24.2% | 0.91 | 340,683 | 337,739 | 50.2% | 0.52 |
| 서 | 000000 | 24.2% | 0.92 | 379,609 | 236,345 | 61.6% | 0.63 |
| 동 | 000000 | 11.0% | 0.73 | 484,915 | 124,041 | 79.6% | 0.59 |
| 한 | 000000 | 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 비지배지분 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]

- $FCF = (NOPLAT + \text{감가상각비}) - \text{Capex (+-)} \text{ 순운전자본변동}$

Step 2

증감분석 & 비경상적 사항 검토

[증감분석]

- 과거 분석기간 별 주요 손익, 영업자산에 주요 증감 변동사항에 대한 구체적인 원인 파악
 - Q1) X2년 이후 매출원가 및 재료비율이 급증하였는 데 그 원인은??
 - ▶ A1) 환율상승 때문 (해당연도 환율 추이 검토 & 설명가능한지 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

매출액(Sales)

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

(-) 매출원가

(-) 판매비와 관리비

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

= 세전영업이익 (EBIT)

(-) 법인세 비용

= 세후영업이익 (NOPLAT)

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

(+) 유무형자산상각비

(-) Capex(자본적지출)

(+/-) 순운전자본의 증감

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

FCFF(Free Cash Flow to Firm)

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 성장률 적용 | 사업계획상 매출 및 성장률 수준 준용 | 외부 시장전망치에 따른 성장률 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 성장률 제공되는 경우가 많지 않음 · 별도의 비용발생 가능 |

영구가치 추정

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

영구가치 추정방법론

- Gordon Growth Model - 계속기업가정

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

- 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

영구성장률

- 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”