Valuation Services Group

업무매뉴얼 Version 3.0

**2013년 11월**

****

**Table of Contents**

[1. 업무매뉴얼 활용법 1](#_Toc271300567)

[2. 가치평가 업무 수행절차 1](#_Toc271300568)

[2.1. 제안단계 1](#_Toc271300569)

[2.2. Sentinel 2](#_Toc271300570)

[2.3. CAP 5](#_Toc271300571)

[2.4. Internal Planning Memo 6](#_Toc271300572)

[2.5. Information Request 7](#_Toc271300573)

[2.6. Internal Planning 7](#_Toc271300574)

[2.7. 계약서의 작성 8](#_Toc271300575)

[2.8. MRP Filing 10](#_Toc271300576)

[2.9. SPMS 입력 및 Job Code의 발급 10](#_Toc271300577)

[2.10. Standard Hourly Rate 11](#_Toc271300578)

[2.11. 고객의 요구사항의 파악 12](#_Toc271300579)

[2.12. 자료의 수취 12](#_Toc271300580)

[2.13. 이슈의 파악 13](#_Toc271300581)

[2.14. 고객과의 의사소통 13](#_Toc271300582)

[2.15. 일정관리 13](#_Toc271300583)

[2.16. 보고서 리뷰 13](#_Toc271300584)

[2.17. 결과의 보고 14](#_Toc271300585)

[2.18. Debriefing 14](#_Toc271300586)

[2.19. 용역보수의 청구 14](#_Toc271300587)

[2.20. 미수금의 회수 14](#_Toc271300588)

[2.21. MRP 마무리 14](#_Toc271300589)

[3. 가치 평가 방법론 15](#_Toc271300590)

[4. 소득접근법(Income Approach) 16](#_Toc271300591)

[4.1. 영업이익 평가(Valuing Operations) 17](#_Toc271300592)

[4.2. 과거 재무자료의 분석(Analyzing Historical Performance) 17](#_Toc271300593)

[4.3. 추정(Projection) 18](#_Toc271300594)

[4.4. 영구가치의 산정(Estimating Terminal Value) 21](#_Toc271300595)

[4.5. 할인율 23](#_Toc271300596)

[4.5.1. Cost of Equity 24](#_Toc271300597)

[4.5.2. Cost of Debt 35](#_Toc271300598)

[4.5.3. WACC 36](#_Toc271300599)

[4.6. Nonoperating Assets 38](#_Toc271300600)

[4.7. Identifying and Valuing Nonequity Claims 39](#_Toc271300601)

[4.8. Equity Valuation versus Firm Valuation 41](#_Toc271300602)

[4.8.1. Firm Valuation 41](#_Toc271300603)

[4.8.2. Equity Valuation 42](#_Toc271300604)

[4.8.3. Firm Valuation vs. Equity Valuation 42](#_Toc271300605)

[5. Scenario Analysis & Sensitivity Analysis 44](#_Toc271300606)

[6. Financial Ratio Analysis (for self-review) 45](#_Toc271300607)

[6.1. 매출관련 지표 45](#_Toc271300608)

[6.2. 수익관련 지표 47](#_Toc271300609)

[6.3. 자산과 부채관련 지표 50](#_Toc271300610)

[6.4. 자본과 배당관련 지표 53](#_Toc271300611)

[7. 시장접근법(Market Approach) 54](#_Toc271300612)

[7.1. Fundamental Principles of Market Approach 54](#_Toc271300613)

[7.2. Standardized Values and Multiples 54](#_Toc271300614)

[7.3. Four Basic Steps To Using Multiples 56](#_Toc271300615)

[7.4. Reconciling Market Approach Result and Income Approach Result 60](#_Toc271300616)

[7.5. Guideline Company Selection (위와 중복 되지만 매뉴얼) 60](#_Toc271300617)

[7.5.1. Multiple Selection 61](#_Toc271300618)

[7.5.2. Financials & Market Cap. of Guideline Company 62](#_Toc271300619)

[7.5.3. Reconciliation with Other Method 62](#_Toc271300620)

[7.6. Guideline Transaction Method 63](#_Toc271300621)

[7.6.1. Guideline Transaction Selection 64](#_Toc271300622)

[7.6.2. Multiple Selection 65](#_Toc271300623)

[7.6.3. Target Financials & Transaction Data 65](#_Toc271300624)

[7.6.4. Reconciliation with Other Method 65](#_Toc271300625)

[7.6.5. Control interest transaction vs. minority interest by percent sought 65](#_Toc271300626)

[8. Premium and Discount 66](#_Toc271300627)

[8.1. Control Premium 66](#_Toc271300628)

[8.2. Marketability Discount 67](#_Toc271300629)

[8.2.1. 비유동성을 측정하는 방법 67](#_Toc271300630)

[8.2.2. 비유동성 비용: 주요 학설들 68](#_Toc271300631)

[9. Other Approaches 72](#_Toc271300632)

[9.1. Cost Approach 72](#_Toc271300633)

[9.2. 증발공 규정에 의한 평가 72](#_Toc271300634)

[9.2.1. 자산가치 74](#_Toc271300635)

[9.2.2. 수익가치 75](#_Toc271300636)

[9.2.3. 상대가치 75](#_Toc271300637)

[9.3. 상증법 규정에 의한 평가 76](#_Toc271300638)

[10. Purchase Price Allocation Analysis 79](#_Toc271300639)

[10.1. Identification of Intangibles 79](#_Toc271300640)

[10.2. Valuation Methodology 79](#_Toc271300641)

[10.2.1. Market Approach 79](#_Toc271300642)

[10.2.2. Income Approach 79](#_Toc271300643)

[10.2.3. Cost Approach 82](#_Toc271300644)

[10.3. Items of Intangible asset 83](#_Toc271300645)

[10.4. 할인율(Discount Rate) 85](#_Toc271300646)

[11. 영업권 손상 검사 92](#_Toc271300647)

[11.1. K-IFRS하에서의 영업권 손상 검사 92](#_Toc271300648)

[11.2. 손상검사의 절차 95](#_Toc271300649)

[11.3. Recent Impairment Testing 96](#_Toc271300650)

[11.4. Impairment Testing Review 99](#_Toc271300651)

[12. K-IFRS하에서의 Valuation시 주의사항 100](#_Toc271300652)

[12.1. 평가 기준 재무제표 100](#_Toc271300653)

[12.2. DCF 및 Market Approach 적용시 주의사항 101](#_Toc271300654)

[13. 업종별 Valuation 102](#_Toc271300655)

[13.1. 금융업 102](#_Toc271300656)

[13.2. 제조업 102](#_Toc271300657)

[13.3. 자원개발 102](#_Toc271300658)

[14. Report Writing 103](#_Toc271300659)

[14.1. Disclaimer 103](#_Toc271300660)

[14.1.1. Disclaimer의 적용 103](#_Toc271300661)

[14.1.2. Copyright의 적용 109](#_Toc271300662)

[14.2. Formatting 110](#_Toc271300663)

[14.2.1. Font 110](#_Toc271300664)

[14.2.2. Table 110](#_Toc271300665)

[14.2.3. Graph 111](#_Toc271300666)

[14.3. Contents 111](#_Toc271300667)

[14.3.1. Executive Summary 111](#_Toc271300668)

[14.3.2. Industry Overview 112](#_Toc271300669)

[14.3.3. Company/Business Overview 112](#_Toc271300670)

[14.3.4. Financial Pro Forma 112](#_Toc271300671)

[14.3.5. Methodology Overview 112](#_Toc271300672)

[14.3.6. Valuation Results 113](#_Toc271300673)

[14.3.7. Conclusion 113](#_Toc271300674)

[15. 업무 관련 Tip 114](#_Toc271300675)

[15.1. Database 활용 114](#_Toc271300676)

[16. 관련 규정 116](#_Toc271300677)

[16.1. 가치평가서비스 수행기준 116](#_Toc271300678)

[16.2. PPA/Goodwill Impairment 관련 규정 116](#_Toc271300679)

[17. Review Check List 117](#_Toc271300680)

[17.1. 금융감독위원회 발표 외부평가업무 가이드라인에서 언급된 부적절한 평가사례 128](#_Toc271300681)

업무매뉴얼 활용법

본 업무매뉴얼은 삼정KPMG Advisory Inc.의 Valuation Service Group(이하, “VSG”)의 효과적인 업무를 도모함과 동시에 표준화된 업무 수행을 목적으로 VSG 인원이 그 동안의 업무 노하우를 바탕으로 작성한 것 입니다. 따라서 외부로 공개되어서는 아니 되며, 내부적으로 VSG업무 수행을 목적으로만 활용되어야 하며, 외부에 공개된 경우에는 그 내용의 오류나 논란에 대하여 삼정KPMG는 어떠한 책임도 부담하지 않습니다.

본 업무매뉴얼은 VSG에 새롭게 참여하게 된 인원의 조속한 적응과 효율적인 학습을 주 목적으로 하고 있습니다. 따라서, VSG에 참여하게 되는 인원은 예외 없이 본 업무매뉴얼의 내용을 습득하여야 하며, 자발적이고 능동적인 자세로 기존 인원들에게 질문하고 토론할 것을 권장합니다.

또한 본 업무매뉴얼은 직급에 상관없이 광범위한 업무내용을 포괄하고 있으므로, VSG 내에서 새로운 역할을 수행하게 되는 경우에도 예외 없이 본 업무매뉴얼을 내용을 습득하여 새로운 역할에 빠르게 적응해 나갈 것을 적극 권장합니다.

그 뿐만 아니라, 수시로 업무매뉴얼을 가까이 하며, 본인의 업무 수행이 업무매뉴얼에 준하여 이루어지고 있는지, 혹은 더 효과적이고 효율적인 업무수행 방안은 없는지 상시로 연구하는 자세가 요구될 것입니다.

업무매뉴얼 역시도 지속적으로 변화 발전되어야 합니다. 업무를 통하여 습득되는 노하우와 업무지식은 가능한 업무매뉴얼에 반영토록 하여, 다른 VSG 인원들도 신속하게 이를 전달받아 업무 효율을 증대시켜 나가야 할 것입니다.

업무매뉴얼의 수정 및 개편 등의 전반적인 결정은 업무매뉴얼 위원회를 통하여 이루어지며, 위원회는 서영현 부장, 김도윤 차장, 김우재 과장으로 구성하되, VSG그룹장의 승인을 득하도록 합니다.

1. 가치평가 업무 수행절차

제안단계

일반적으로 고객사들은 짧은 일정으로 제안서를 요청하는 경우가 많은데, 그러다 보면 제공하게 될 업무에 대한 충분한 이해가 되지 않은 상태에서 제안서를 제출할 위험이 있습니다. 제안서를 제출하게 되면 이후에 이를 수정하기 곤란하므로 제안서를 제출하기 전에 제공하게 될 업무에 대한 충분한 이해를 해야 합니다.

* 고객의 요구사항: 고객과의 충분한 의사소통을 통하여 고객이 요청하는 사항이 정확히 무엇인지를 파악해야 하며, 이는 수임여부와 직결될 것입니다.
* Conflict Check: Sentinel이나 CAP을 단순히 Admin으로 이해하는 경우가 있는데, 업무 이후에 발생할 법률적 위험으로부터 우리를 보호한다는 생각으로 충실히 임해야 합니다. 원칙적으로 제안서 제출 이전에 Sentinel과 CAP이 완료되어야 하나, 시간상 불가피하게 Sentinel과 CAP을 모두 완료하지 못한다 하더라도 DPP와도 충분히 상의를 하고, SLP가 해외 오피스에 있을 경우에는 DPP의 의견과 약간 다를 수 있으므로 이를 확인할 필요도 있습니다.
* 잠재 위험의 파악: Conflict은 없다고 하더라도 potential transaction이 향후 법률적 소송 등을 유발할 가능성이 있거나, 평가결과에 따라 이해당사자 중 일부의 재산상 이해를 현저히 저해할 위험이 있는지를 제안 이전에 파악해야 합니다. 고객의 reputation이 의심되는 경우에는 더욱 그러합니다.
* 수수료의 책정: 고객의 요구사항, 잠재 위험, 고객의 요구 일정, 적정한 투입 시간 및 투입 인원 등을 고려하여 time base로 수수료를 책정하되, 가능한 time charge를 유도하고, 그러하지 못할 경우에는 Range 내에서 조정하는 방안을 제안하고 이 역시 받아들이기 어려울 경우 fixed fee로 제안을 합니다. 다만, 고객이 무리하게 낮은 가격을 요청할 경우에는 work scope를 조정하는 방안을 제시하고, 그럼에도 불구하고 realization이 현저히 낮을 것으로 판단될 경우에는 EP와 상의를 하여야 합니다. 수수료를 적게 받게 되면 투입시간을 줄일 수 밖에 없고, 그렇게 되면 충분한 평가를 할 수 없어서 risk 관리가 어려워 향후 문제의 소지가 있습니다.
* 제안서 발표: 경우에 따라 제안서 발표를 하게 되는데, 사전에 발표자를 정하고, 사전 미팅을 통하여 예상질문을 뽑아서 발표에 대처하면 좋을 것입니다.

Sentinel

Sentinel이란 수임하고자 하는 업무 혹은 Client에 대한 독립성 및 이해상충(Conflict of Interest)을 사전에 파악하기 위한 Global system으로, 해당 Sentinel Lead Partner(“SLP”)의 승인 및 /혹은 Sentinel Resolver(DPP)의 Conflict clearance가 이루어지면 Sentinel Approval Number(SAN)을 발급받아야 합니다. SAN을 발급받아야 CAP, SPMS 등 Local practice management system에 업무 자료를 입력하여 Job Code를 발급 받을 수 있습니다.

구체적인 사항은 Risk Management Manual을 참고하시기 바랍니다.

그림 1. Sentinel 기본 기입항목 (Sentinel Dashboard)



* Engagement Parties: KPMG와 계약하는 Party를 입력해야 하며 계약주체가 2사 이상일 경우 둘 다 입력해야 합니다.
* Other Parties: Engagement Party가 제시한 용역 (M&A, Valuation, Financing등)과 관련된 회사 (Target 회사)는 모두 입력해야 합니다.
* Taxonomy: 새로운 서비스의 경우 KPMG taxonomy를 확인하여 정확하게 select합니다. 회계법인 등 타 계열사를 외주용역으로 사용할 경우 해당 taxamony가 포함되도록 합니다 (일반 Valuation 업무: DA1031 - AdCF - Comm Private Environment)

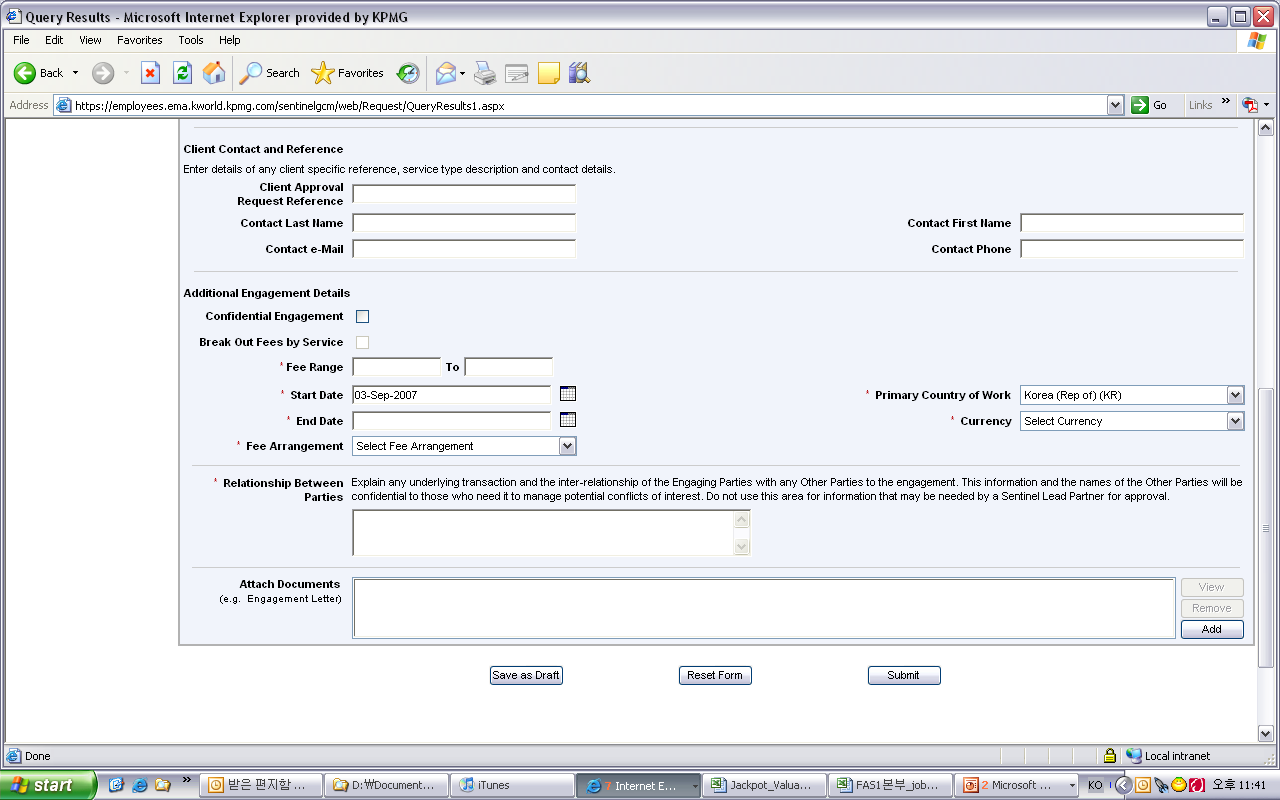
|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **Advisory** | | |
| **Corporate Finance – Valuations** | | |
| DA1031 | Commercial Private Environment | 일반적인 평가업무 |
| DA1032 | Commercial Public Fairness Opinion Environnent | Fairness Opinion을 제시해야 하는 경우 |
| DA1033 | Tax/Regulatory | 상증세법에 따른 주식가치평가,  증권의발행및공시등에관한법률에 따른 상장회사와 비상장회사 또는 상장회사간 합병비율 평가보고서, |

그림 2. Sentinel 기입항목 (Fee 등)



* Permissible Service: 일반적으로 독립성 관련 이슈가 발생하지 않는다는 내용을 포함하고, 승인 단계가 많을 경우는 자세하게 작성하셔야 합니다.
* Description of Service: 고객과 논의한 Work Scope (M&A Advisory, Valuation Service등) 을 간략하게 작성하시면 됩니다.

그림 3. Sentinel 기입항목 (계속)



* Fee Range: Fee 부분은 계약 전까지 결정이 안될 수 있으니 Range를 최대한 넓게 잡으시면 됩니다. 향후 CAP 작성시 다시 기재할 수 있습니다.
* Start/End Date: Fee Range와 같이 넓게 잡으시면 됩니다. (예. Valuation: 6개월, M&A: 1년) 향후 CAP 작성시 다시 기제할 수 있습니다.
* Relationship Between Parties: Engagement Party 간 또는 Engaging Party와 Other Party와의 관계(지분관계 등)를 기술하고, 해당 사항이 없는 경우 “N/A”라고 표시하면 됩니다.

CAP

모든 고객 및 업무 수임 시 CAP (Client Acceptance Procedure)을 통한 심의절차를 수행하여야 합니다. 예상고객, 업무를 위한 최초시간 투입 이전에 (예, PD착수 및 Proposal 제출 이전) 반드시 CAP을 작성합니다. CAP은 Part A 고객평가(고객정보, 고객위험평가) 및 Part B 업무수임평가(기본정보, 업무정보)로 구성되어 있습니다.

계약당사자 혹은 고객 기본정보의 주요 변동(예; 비상장업체에서 IPO 예정업체로의 변경), 서비스의 추가/변경과 같이 고객 및 업무평가를 추가적으로 수행해야 하거나 Risk rating이 변경되는 경우, CAP을 새로 작성하여 승인을 받아야 합니다. 그 외 단순한 입력사항 수정(예; 회사상호의 변경)에 대한 승인도 CAP결재라인에 있는 승인권자의 적절한 승인을 거쳐야 수정할 수 있습니다.

세부적인 작성요령은 Client Acceptance Procedure User Guide를 참조하시기 바랍니다.

표 1. CAP 관련 주요 사항

|  |  |
| --- | --- |
| Definition | CAP (Client Acceptance Procedure)으로서 고객과의 Contact 및 계약 전에 Risk 유무를 확인할 수 있는 단계입니다. (Sentinel 이 Global Conflict 등 Risk 유무를 확인할 수 있는 과정이라면 CAP은 Local 보다 심도 있는 Risk 존재 여부를 파악하는 단계입니다.) |
| CAP 준비 요령: | |
| Who? | Manager 직급 이상만 CAP 작성이 가능하나 매니저 SKY ID를 통해 위원 및 과장도 작성 가능합니다. (In-charge나 과장급 이상만 하는 것을 권장합니다.) |
| When? | SAN (Sentinel Approval Number)을 징구하였을 때 다음 단계인 CAP 작성이 가능합니다. (CAP 작성 시 SAN 기재 및 SAN Mail 첨부가 포함되어 있습니다.) |
| Where? | SKY에 접속하시면 왼쪽 상당부의 Project Management 하의 CAP Menu가 있습니다. |
| What? | Client 의 일반적인 상황 및 CF가 향후 수행할 용역에 대한 Detailed Description이 포함되며, 별도로 COI (Conflict of Interest) mail을 과거 Client와 업무를 수행한 EP에게 수령해야 합니다. |
| How? | Sentinel 시 입력된 내용을 바탕으로 신문기사, 감사보고서 등을 참고로 작성하시면 됩니다. |
| Why? | CAP 작성 후 EP, EQCR, RMP로부터 승인을 득하게 됩니다. 최종적으로 RMP 승인일 이후에라야 Client 와 계약서 작성이 가능하며, SPMS 등록이 가능합니다. 따라서 CAP 은 SAN 징구 후 바로 수행되어야 할 일입니다. |
| FAQs: | |
| 내부협약서? | CAP 작성 대상의 명칭은 삼정회계법인 (“ 삼정회계법인과 계약 상대자” (이하 “Client”)) 로 작성하시며 “삼정회계법인과의 계약 상대자의 일반적인 상황 등을 서술해줍니다. |
| COI 작성 및 첨부 | COI는 “Client” 와 과거 용역수행경험이 있는 경우 해당 용역의 EP 에게 전달되는 conflict 확인을 위한 메일로서 CAP 상에 conflict이 없음을 회신 받은 메일을 첨부해야 합니다. 감사고객에게 비감사용역을 제공하는 경우에만 수행해야 하는 절차입니다. |
| SAN Mail 첨부 | SAN을 request 하는 메일이 아닌 SAN을 부여 받은 메일을 첨부해야 합니다. (내부협약서 시는 회계법인이 부여 받은 SAN 메일을 첨부해야 합니다.) |
| 업무평가? | Service Description으로서 가능한 Detail하게 기술하도록 합니다. |
| Budget? | Realization 비율 ( Fee/ Budget )은 55%~60%가 되도록 합니다. |
| 고객평가? | “고객의 사업에 불확실성이 있는가?”라는 항목에 대하여 신규사업을 새로이 시작하는 Client의 경우 고객의 사업에 불확실성이 있다고 결론을 내도록 합니다. |
| 결과? | System상에서 자동으로 산출되는 Grade Result 보다 최종 Grade를 Low Risk로 결정하기 위해서는 그러한 사유에 대해서 자세히 기술해야 합니다. |

Internal Planning Memo

Internal Planning Memo에는 다음과 같은 사항들이 기재되어야 합니다:

* Project Summary
* Global conflict check 수행 여부
* Work scope
* Client의 지분구조 및 자회사
* Staffing
* Report (형식)
* Budget
* 프로젝트 일정

Information Request

표 2. Information Request 예시



Internal Planning

수임이 확정되면, EM을 포함한 team들은 client와의 kick-off 이전에 용역의 성격과 향후 일정에 대하여 공유하고, 인터넷 검색 등을 통하여 관련 자료를 미리 수취 후 숙지하도록 합니다. EM은 과거 유사 용역이 있었는지를 파악하고, 관련 자료를 팀원들과 공유합니다. 고객과의 Kick-off 이전에 고객사에 관한 최근 뉴스를 검색하여 최근 이슈를 파악하여 kick-off 시에 화제를 유도하면 좋을 것입니다. CAP 승인 이전에 MRP 파일을 오픈하여 RM과 관련한 자료에 대하여 EM 및 EP의 서명을 완료하도록 합니다.

계약서의 작성

계약서는 항상 표준계약서를 기초로 작업을 하며, 초벌에서는 가능한 KPMG에 유리한 방향으로 Draft를 합니다. 이후에 고객의 요구사항을 수용하고 협의하는 방향으로 진행하면 좋습니다. 표준조항이 수정 변경된 경우에는 계약서수정승인을 받아야 합니다. 날인은 일반적으로 KPMG가 먼저하고 향후 고객사에 보내는 경우가 많으나 고객사에 따라서는 날인을 먼저 하기를 희망하는 경우도 있습니다. 다만, 고객사의 실수나 고의로 인하여 최종 계약서가 아닌 다른 계약서에 날인될 가능성도 배제할 수 없으므로 가능하면 KPMG가 먼저 날인하는 것이 안전합니다. 계약서 날인이 지연될 경우에는 고객사에게 이를 정중히 요청하고, KPMG policy상 날인 이후 서비스 제공이 이루어짐을 상기해 줄 필요가 있습니다. financial reporting 목적이거나, 사안이 중요한 경우에는 계약서 단계에서 representation letter 수취를 고려하여야 합니다.

용역계약은 기본적으로 DPP가 제공하는 최신 표준용역계약서(Standard Terms and Conditions 포함) 양식을 사용하여야 합니다. 단, 고객과의 요청으로 인하여 표준용역계약서가 변경될 경우 계약서수정승인요청서 결재를 진행하여야 합니다.

표 3. 용역계약서 관련 주요 사항

|  |  |
| --- | --- |
| Definition | Engagement Letter는 KPMG와 고객사가 계약주체의 이름, Work Scope, 용역 결과물 등 반드시 포함되어야 할 사항들을 명시함으로, 계약이 성립되었음을 증명하기 위하여 작성하는 서류입니다. |
| KEY check points | |
| When? | * CAP 승인 완료시(후) 표준계약서 날인 승인 절차를 진행해야 합니다. (MRP Process에서는 CAP, Independence & Confidentiality Form 작성 이후가 됩니다) * 계약일자는 SPMS상의 일자와 가능한한 일치하도록 합니다. * 계약서 작성 이후 SPMS Code가 생성됨으로 계약서 날짜 이후에 해당 프로젝트에 대한 Timesheet input을 해야 합니다. |
| 표준 계약서의 사용 여부 | Client가 수정을 요청하는 경우 DPP 승인 후 수정승인절차를 진행하여야 합니다.   * KPMG의 Standard 계약서를 사용하는 것을 원칙 ◊계약서날인승인절차 * KPMG의 Standard 계약서를 변경하는 경우 ◊ DPP승인 후 ◊ 수정승인절차 |
| 수정계약서의 필수조항 | Client의 요청으로 표준계약서를 수정하더라도 **면책, 책임, 사용제한** 조항은 반드시 포함되어야 합니다. |
| 보고서 제출 시점 | 계약서 체결 후에 보고서(Deliverable)가 제공되었는가? |
| 보고서 형태 명시 | Deliverable의 형태 (서면, 구두, 파일의 종류) 에 대해서 명확하게 명시되었는가? |
| 확인 사항 : | |
| 정확한 계약주체의 이름 | 계약당사자의 법적 이름에 대해 정확히 기재 |
| Work scope | KPMG 및 고객이 합의한 업무내용을 명확히 기술 (Valuation의 경우 고객이 제공한 추정자료 한정) |
| 용역의 결과물 | 구체적인 결과물의 형태를 명기 하고 보고방식도 명시 (MS PowerPoint, Word 및 PT여부 등) |
| 지적재산권 | 용역에 사용된 Model 및 방법론 Approach등의 지적재산권은 KPMG에게 귀속됨 |
| Indemnification\* | 제3자에게 대항하여 KPMG의 고의적인 위법행위를 제외하고는 법률적인 책임을 면함 |
| Restriction of use\* | KPMG가 제공한 보고서의 용도 제한 (계약서상에 명시한 용도 외의 목적으로 고객사의 임의사용금지) |
| Limitation of liabilities\* | KPMG의 손해배상책임범위에 대한 제한 (고의나 중과실인 경우에 한하여 용역보수 한도내에서 책임) |
| Time Table | 용역의 수행일정 및 보고서 제출기한 등에 대해 기술합니다. |
| 고객의 책임 | 고객이 KPMG에게 알려줘야 할 정보, 진행사항에 대한 협조 등에 관해 내용을 기술합니다. |
| 계약금액 | 고객이 KPMG에게 지급하게 될 계약금액 및 지급방법에 관한 내용입니다. |
| Jurisdiction | 분쟁발생으로 인해 법률적 판단 적용의 필요성이 있을 경우 해당 지역에 대해 명확히 기술합니다. |
| 계약서 수정에 관한 내용 | 계약서 서명 이후 수정내용에 대해서는 반드시 서면으로 작성하고 서명날인이 필요합니다. |
| 계약서 서명 | 계약서에는 반드시 서명이 포함되어야 합니다. |

MRP Filing



SPMS 입력 및 Job Code의 발급

계약서가 날인되면, SPMS에 접속하여 계약사항을 입력하여야 하고, 제출되면 Job Code 발급이 자동으로 신청이 됩니다. 고객의 사정상 계약서 날인이 지연될 경우에는 계약서 내용에 대한 최종 합의가 이루어진 시점에 SPMS를 입력하고 팀원들에게 Job Code를 알려주어야 합니다.

표 4. SPMS 관련 주요 사항

|  |  |
| --- | --- |
| Definition | KPMG에서 주요 고객, 계약정보관리시스템으로써,   * 계약서를 체결한 이후 계약코드 부여의뢰서 (계약체결 보고서)를 작성하여 code를 부여 받게 됩니다. |
| SPMS 관련 기본 설명: | |
| Who? | Project Manager에게 권한이 부여되며, SKY에 접속하여 작성하게 됩니다. |
| When? | Sentinel, CAP, Global COI, E/L 체결 이후 다음 단계로서 수행되어야 합니다. |
| Where? | Project Manager ID로 SKY에 접속하면 왼쪽 상단부의 Project Management 하에 SPMS link가 있습니다.  SPMS가 실행되면, 왼편의 Main Menu에 계약코드 부여의뢰서를 통해서 실행합니다. |
| What? | Project에 대한 전반적인 내용을 입력하며, 주요 사항은 다음과 같습니다.   * Sentinel 상 client type, SAN * 계약 체결일 * 예상 소요기간 * Project Fee Amount * Project Fee Structure (Retainer, Success base, Monthly) * Fee 지급 시점 (착수금/중도금/잔금, 월정액, 성공보수) |
| How? | 이전 단계(Sentinel request, CAP 작성, engagement letter 작성/체결)에서 취득한 정보를 참고로 일치되도록 작성합니다. |
| Why? | Engagement letter 체결 이후 실제 project 수행시, SPMS를 통해 부여된 job code로 time입력 및 비용 집계하게 됩니다. 계약을 체결하였더라도, SPMS를 통하여 시스템에 입력이 되어야만, 내부 관리상 project가 진행되는 것으로 처리되므로 적시에 수행되어야 합니다. |
| Key Issues arising during Implementation of SPMS : | |
| Consistency with CAP | CAP상의 정보와 관련 사항이 동일하게 입력되어야 합니다.   * 수수료 * Contingent fee/ fixed fee * E.P, Engagement Director, E.M * Estimated Cost Budget (# of hours, amount) * Target (Estimated) Realization Rate |
| 계약서 날인일자 | SPMS상 계약서 날인일자 입력시 실제 E/L date과 동일해야 하며, 용역착수일은 그 이후의 일자로 입력해야 합니다. |
| 계약 체결 지연시 | 계약 체결이 지연되는 경우, 실제 업무는 수행하나 job code를 부여 받지 못하여 time, 비용 입력 및 집계에 있어 애로가 발생할 수 있습니다.  이 경우, 계약이 지연되더라도, 1) CAP승인 이후 2)고객과 E/L date에 대해 합의하면 SPMS를 입력하여 job code를 부여 받을 수 있습니다. |

Standard Hourly Rate

(단위: 천원)

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Title | **Ordinary(KRW)** | **Premier(KRW)** |
| Chairman | 800,000 | 900,000 |
| Vice Chairman | 800,000 | 900,000 |
| Managing Partner | 800,000 | 900,000 |
| Partner in charge | 800,000 | 850,000 |
| Senior Partner | 700,000 | 800,000 |
| Partner | 650,000 | 750,000 |
| Director | 510,000 | 610,000 |
| Senior Manager | 460,000 | 530,000 |
| Manager | 400,000 | 470,000 |
| S.Analyst (2년차 이상) | 320,000 | 370,000 |
| S.Analyst (1년차) | 230,000 | 250,000 |
| Analyst | 150,000 | 170,000 |
| Assistant | 130,000 | 150,000 |
| Advisor | 460,000 | 530,000 |

\* 원화금액을 달러로 환산할 때는 1,000원을 1달러로 계산한다.

(2010. 04. 01일자 현재)

고객의 요구사항의 파악

업무의 첫번째 단계는 제안 단계에서 파악된 고객의 요구사항을 다시 한번 구체적으로 파악하는 것입니다. 같은 Valuation 업무라 하더라도 고객이 바라는 내용은 다르며, 이를 사전에 미리 파악하는 것이 성공적인 업무의 초석이 될 것입니다. 특히 financing이나 transaction과 관련된 경우에는 보고서가 제공되는 범위와 각 이해당사자들의 이해관계를 파악해 두어야 할 것이며, 평가결과에 따라 각 이해관계자들의 이해관계가 어떻게 달라지는지를 사전에 파악해 둘 필요가 있습니다.

자료의 수취

프로젝트 일정이 상당히 지났음에도 불구하고 결과물이 나오지 않는 대부분의 이유는 고객사로부터 자료가 나오지 않은 경우가 많습니다. 문제는 자료가 나오지 않은 경우라 하더라도 프로젝트는 일정대로 마무리 되어야 한다는 사실입니다. 따라서 고객에 자료를 요청하되, 만약 자료가 수취되지 않을 경우에는 그 대안을 미리 생각해 두어야 합니다. 그리고 자료 요청시에는 되도록 구체적이고 상세하게 설명해 주어야 하며, 가능하면 엑셀에 양식을 만들어서 그 양식대로 자료를 가져올 것을 요청하면 좋을 것입니다. 그러기 위해서는 실무담당자와 충분한 협의가 선행되어야 할 것입니다.

고객사는 경우에 따라 자료 제공 일체 없이 평가업무가 완료되기를 희망하는 경우도 있습니다. 모든 관련자료를 KPMG가 미리 가지고 있어야 한다는 주장을 펴기도 합니다. 주어진 자료의 범위 내에서 합리적인 평가를 하면 좋을 것입니다. 추정의 문제라면 analyst report나 Bloomberg나 Capital IQ의 Estimate를 활용하면 될 것입니다.

자료의 수취는 가능하면 이메일로 받아서 회사로부터 제공된 사실을 증명하면 좋을 것입니다. 회사로부터 사업계획을 수취하지 못한 경우라도 회사 임원이나 실무담당자로부터 추정치에 대하여 상의 후 추정치가 적절하다는 사실을 confirm받아두어야 하며, 이는 가능한 이메일 형식이 좋을 것입니다. 다만, financial reporting 목적이거나, 사안이 중요한 경우에는 계약서 단계에서 representation letter 수취를 고려하여야 합니다.

이슈의 파악

업무가 거의 종결되는 시점에 문제가 불거져 당황하는 경우가 많습니다. 문제점이 있다면 사전에 이를 파악하여 EM와 EP와 수시로 상의하여야 합니다. EM과 EP는 보고서가 작성된 이후에 관여하는 것이 아니라, 업무의 진행과정 전반에 걸쳐 지속적으로 관여하고 소통하게 됩니다. 실무총괄 Staff(인차지)은 문제점이 파악되면 즉시 이를 EM에게 보고하고, EM이 해결하기 어려운 문제는 EP에게 즉시 보고하여야 합니다.

고객과의 의사소통

고객에 따라서는 의사소통 하는 것이 무척이나 어려운 경우가 있어 심리적으로 힘들 수 있습니다. 경우에 따라서는 인간적인 면에 호소를 할 필요도 있을 것입니다만, 중요 사항에 대해서는 이메일을 통하여 요청하고 답변 받음으로써, 이후의 논란을 해결할 수 있을 것입니다. 다만, 고객에게 이메일을 보낼 때는 원칙적으로 EP, CP, EM을 모두 CC하도록 하되, EM은 모든 경우에 예외 없이 CC 하여야 합니다. 구두로 의사 소통할 때는 사전에 미리 어떤 내용을 물어볼 것인지를 정리해 두었다가 질문을 하도록 하여 회사담당자의 시간을 불필요하게 소비하도록 해서는 안될 것이며, 명확하게 이해가 되지 않는 부분은 재차 질문하여 향후 혼란이 없어야 할 것입니다. 어투는 공손하되, 자신감이 있어야 하며, 그것이 과하여 거만하게 보여서는 아니될 것입니다.

일정관리

보고서의 완성도보다 더 중요한 것이 일정관리입니다. 모든 보고서를 완벽하게 하기 위해서 보고 일정을 맞추지 못하게 되면 고객에 큰 실례가 될 것입니다. 따라서 일정을 감안하여 보고서의 일정 부분은 내용을 줄이거나 생략을 할 필요도 있습니다. 특히 EM과 EP의 Review 일정을 고려하지 않는 경우가 많은데, 보고일로부터 최소 2일 전에는 Review가 진행되도록 준비되어야 합니다.

보고서 리뷰

EM이나 EP 리뷰 이전에 Review Check List를 통하여 스스로 리뷰를 실시하고 혹시 놓친 부분이 없는지를 재점검을 합니다. 리뷰시에는 모델과 보고서 뿐만 아니라 관련 참고자료를 모두 철하여 MRP 파일과 함께 제출하도록 합니다. 엑셀 모델과 보고서 모두를 리뷰하되, 리뷰가 시작되기 전에 인차지는 중요 이슈에 대하여 간단한 설명을 하여 리뷰자의 이해를 돕도록 하고, EM 역시 가능한 빠른 시일 내에 리뷰를 마침으로써 일정에 차질이 없도록 합니다. 보고서 리뷰 시에는 리뷰어는 가능한 상냥한 말투로 질문을 하도록 하고, 리뷰를 받는 사람 역시 가능한 친절하게 답변 및 설명을 하도록 합니다.

결과의 보고

보고 대상이 임원인 경우에는 사전에 실무담당자와의 조율을 통하여 임원들의 보고 스타일을 파악해 두어야 하며, 예상 질문이나 결과에 대한 반응을 미리 예측해 두어야 합니다. 보고자는 사전에 미리 정하여 준비하도록 하고, 보고 전날 밤을 새었다고 하더라도 용모를 단정하게 하여 보고시 좋은 인상을 주어야 할 것입니다. 보고 중 나오는 질문에 대해서는 보고자가 직접 답을 할 수도 있고, 보고자가 미처 답하기 곤란한 경우에는 배석하는 EM 또는 EP가 답변하도록 하여, 보고 중 당황하지 않도록 합니다. 평가 결과에 대하여 비판적인 의견이 있다고 하더라도, 감정적으로 반응하는 것은 자제하여야 하며, 비판적 의견을 기본적으로 수용하되, 정정할 사항이 있다면 자신감 있는 어투로 답변하면 좋을 것입니다. 다만, 임원 보고시에는 반박하는 의견은 최대한 자제를 하고, 발표 이후 실무자와 의견을 조율하면 좋을 것입니다.

Debriefing

업무가 종료되면 내부 팀원들끼리 또는 고객사와 함께 점심이나 저녁 식사를 하면서 Debriefing을 합니다. 업무 중 좋았던 점과 개선되면 좋았을 점에 대해서도 허심탄회하게 의견을 나누고, 고객사와는 향후 업무의 recurring이 되도록 좋은 인상으로 마무리를 합니다. 업무와 관련하여 발생된 경비는 각자의 책임하에 청구를 하되, 만약 공개될 경우 고객사로부터 문제 제기될 가능성이 있는지 파악을 합니다.

용역보수의 청구

보고가 완료되고, 추가 업무가 없는지 확인되면, Billing을 진행합니다. 청구에 앞서 관련 경비를 집계하여, 고객사와 협의하도록 하고, 고객의 요청이 있을 경우에는 그 내용을 정리하여 공개하여야 합니다. 세금계산서 발급시 예산담당자와 미리 상의하여 언제 발급되어야 하는지를 언급해 두어야 합니다.

미수금의 회수

세금계산서가 발급되고나서 1개월이 지나도 입금이 되지 않는 경우에는 고객사에 연락하여 어떤 문제가 있는지를 파악할 필요가 있습니다. 미수금이 장기 미회수될 경우에는 법적 조치도 고려되어야 하나, 일반적으로 용역이 성공적으로 잘 마무리된 경우에는 미수금 회수에 어려움이 없을 것입니다.

MRP 마무리

번거롭기는 하지만, 용역이 마무리됨과 동시에 MRP 파일을 마무리하고, 나중에 전체 Review시에 불필요하게 많은 시간을 투입하지 않도록 합니다. 특히 평가와 관련된 주요 자료와 이메일은 반드시 출력하여 철을 해 두도록 합니다. 나중에 찾게 되면 자료가 없을 가능성이 있기 때문에 용역 마무리 시점에 끝내야 할 것입니다.

가치 평가 방법론

기업가치 평가에서 일반적으로 사용되는 방법으로는 Income Approach, Market Approach, Cost Approach가 있다.

**Income Approach (소득접근법)**

소득접근법은 투자의 가치를 그 투자로부터 기대되는 미래의 경제적 효익을 바탕으로 인식한다. 이 이익은 소득, 비용절감, 세금감면, 그리고 매각에서의 수익 등을 포함한다. 현금흐름할인법(DCF Method)은 소득접근법의 한 방법으로서, 일반적으로 사업 이익을 평가하기 위해서 사용된다. 현금흐름할인법은 미래의 현금흐름을 추정한 뒤 그것을 현재의 가치로 할인하는 방법이다. 가장 중요한 요소는 가용현금흐름 (Free Cash Flow), 할인율(Discount Rate), 그리고 잔여가치(TV)의 결정이다.

첫 단계는 평가대상 기업 또는 자산이 발생시킬 것으로 기대되는 현금흐름의 예측이다. 이를 위해서는 재무적 정보의 분석과 마케팅, 오퍼레이션, 그리고 재무팀 인사들과의 토론 등이 요구된다.

두번째 단계는 이 현금흐름을 할인을 통해서 현재의 가치로 변환시키는 것이다. 할인율은 가치평가가 시행된 시점의, 투자에 내재된 위험요소와 형태나 질적으로 유사한 종류의 투자를 했을 시에 얻을 수 있는 시장 수익률에 근거하여 결정된다.

**Market Approach (시장접근법)**

시장접근법 하에서는 기업 또는 자산의 가치는 유사한 기업 또는 자산이 유사한 환경에서 거래되는 최근의 가격을 토대로 추정될 수 있다. 시장접근법의 가장 큰 매력은 적용 가능한 유사거래가 존재할 경우 쉽게 적용 가능하다는 것이다. 평가대상 기업 또는 자산이 제3자 사이에서 널리 거래되는 경우에 시장접근법이 기업 또는 자산의 가치를 결정하기 위해서 적용하기에 가장 적당한 방법이 된다. 하지만, 역설적으로 시장접근법의 주요한 한계는 가치평가 시행 시점에 비교 가능한 유사거래의 존재 여부이다.

**Cost Approach (원가접근법)**

원가접근법에서는 재생산 또는 대체 시 소요되는 원가 또는 비용이 가치의 척도이다. 이는 신중한 투자자라면 기업 또는 자산을 재생산 또는 대체하기 위해서 소요되는 원가 또는 비용보다 큰 가격으로 지불하지 않을 것이라는 가정을 바탕으로 한다. 과거 원가가 현재 자산을 대체하기 위해 소요되는 비용을 추정하기 위해서 종종 사용된다. 원가접근법을 이용하여 사업을 가치평가 할 때, 주식 가치는 사업을 구성하는 각 자산의 감정된 총 가격과 자산에 포함된 부채의 가격의 차이로 계산된다.

소득접근법(Income Approach)

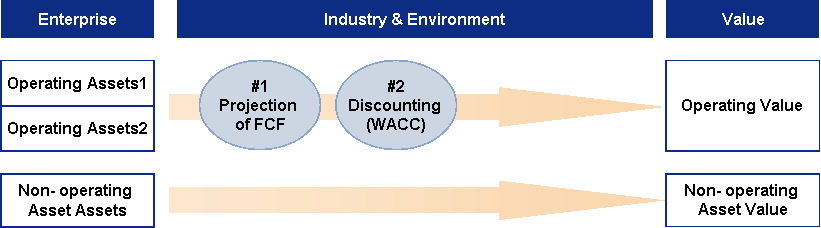
소득접근법에도 여러가지 평가법이 있을 수 있으나, 현금흐름할인법(DCF: Discounted Cash Flow Method)이 일반적으로 가장 많이 통용되고 있다

현금흐름할인법은 회사의 현금흐름을 바탕으로 기업의 가치를 평가하는 방법으로 단순히 회계적인 이익을 바탕으로 기업의 가치를 평가하는 방법보다 우수한 것으로 평가되고 있다. 현금흐름할인법은 향후 추정되는 기업의 현금흐름을 가중평균 자본비용(WACC: Weighted Average Cost of Capital)으로 할인하여 기업가치를 산정하게 된다. DCF는 WACC으로 기업의 미래 현금흐름을 할인하기 때문에 부채와 자본간의 비율이 안정적인 경우에는 적합한 모델이지만 향후 기업의 자본구조가 급격하게 변화될 것으로 예상되는 경우에는 DCF를 적용하여 기업가치를 구하는 방법은 상당히 복잡한 조정을 통한 적용을 요구하게 되며, 따라서 부채와 자본간의 비율이 급격하게 변동 될 것으로 예측되는 상황에서는 조정현가법 (APV: Adjusted Present Value)모델을 사용하는 것이 바람직하다고 이론서에서 언급되고 있다. 하지만 APV는 파산확률을 측정해야 한다는 점에서 실제 실무적으로 적용하기는 어렵다.

현금흐름할인법은 회사의 영업현금흐름을 기업전체의 가중평균자본비용으로 할인하여 기업의 가치를 평가하는 반면, 주주가치모델은 영업현금흐름에 대한 주주의 청구권을 자기자본비용으로 할인하여 주주가치를 평가한다. 1950년대에 노벨 경제학상 수상자들인 Franco Modilgliani와 Merton Miller는 ‘회사의 경제적 자산의 가치는 그 자산을 청구할 수 있는 가치와 같다’고 주장하였다. 현재 일반적으로 받아들여지고 있는 이 주장이 맞는다면 기업의 자기자본을 평가하는 방법에는 2가지가 있게 된다. 하나는 회사의 영업가치에서 부채가치를 빼는 것이며, 또 다른 방법은 회사의 자기자본가치를 직접 구하는 것이다. 이 둘은 이론상 항상 같은 결과를 가져 오지만, 실제 적용에 있어서는 자기자본가치를 직접 구하는 것이 더 어려운 방법이다. 게다가, 다각화 기업의 경우에서는 전체기업가치모델이 더욱 중요하다. 기업의 자기자본가치는 각 사업단위가치의 합에 현재 기업을 운영하는 비용을 빼고 비영업 자산을 더한 값이다. 전체기업가치 모델을 사용하면 자기자본 현금흐름할인법을 사용할 때와는 달리 각 개개의 프로젝트와 사업단위가치, 그리고 일정한 방법으로 기업전체도 평가할 수 있다.

기업가치는 아래의 그림과 같이 영업자산으로부터 발생하는 영업가치와 비영업용 자산의 가치로 구성되어 있으며, 영업가치는 영업자산으로부터 발생하는 현금흐름의 projection과 이를 현재가치로 할인하는 과정을 통하여 산정되며 비영업용 자산의 가치는 별도의 개별자산 평가에 따라 산정하여야 한다.

그림 4. DCF 수행 Process



DCF평가 적용시의 방법의 순서는 다음과 같다.

1) 영업현금흐름을 WACC을 이용하여 할인하여 회사의 영업가치를 평가한다.

2) 단기매매증권, 매도가능증권, 연결대상이 아닌 자회사의 지분 등 비영업 자산을 평가한 후, 기업가치를 구하기 위해서 영업가치와 비영업 자산을 합친다.

3) 회사의 자산에 걸려있는 자기자본 외 청구권(non-equity financial claims)를 알아내고 가치평가 한다. 여기에는 부채(fixed/floating rate debt), 연금(pension shortfalls), employee options, 우선주(preferred stock) 등이 포함된다.

4) 우선주의 가치를 결정하기 위해서 전체기업가치에서 자기자본 외 청구권을 빼준다. 1주당 가치를 산정하기 위해서는 위의 방법으로 산정된 자기자본가치를 발행주식수로 나누어 준다. 또한 주당 가치 산정을 위해서는 소수할인(minority discount)도 고려될 수 있다.

영업이익 평가(Valuing Operations)

영업현금흐름이란 회사의 영업에서 발생한 현금흐름에서 재투자 금액을 차감한 것과 같으며, 기업의 영업가치는 미래 영업현금흐름의 할인된 값과 동일하다. 영업현금흐름은 모든 투자자들에게 분배 가능한 현금흐름이며, 회사의 재무적인 leverage와는 독립적이다. 기업의 영업가치를 평가하는 경우 영업현금흐름은 반드시 WACC에 의해서 할인되어야 한다. WACC은 회사의 투입 자본에 대한 기회비용을 의미하며, 회사의 채권자와 주주에 의해 요구되는 수익률을 가중평균 한 것이다. 영업가치를 평가하기 위해서는 과거의 잉여현금흐름을 검토해야 하며, 단기/중기/장기적 잉여현금흐름을 예측, 정의해야 하고 예측된 잉여현금흐름을 WACC으로 할인해 주어야 한다.

과거 재무자료의 분석(Analyzing Historical Performance)

미래 영업현금흐름을 예측하기 전에 회사의 과거 재무성적에서 중요한 점들 즉, 자본수익률(ROIC: Return on Invested Capital), 성장률 그리고 잉여현금흐름(FCF: Free Cash Flow)를 살펴보아야 한다. 과거를 철저하게 분석함으로써 회사가 가치를 창조하였는지, 성장했는지, 경쟁사와 비교했을 때 회사의 실적은 어떤지에 대해 알 수 있다.

ROIC와 FCF는 기업가치평가에 있어서 가장 중요 정보이지만, 회사가 일반회계기준(GAAP: Generally Accepted Accounting Principal)에 따라 작성한 재무제표상에서는 바로 계산할 수 없다. ROIC와 FCF는 회사의 영업활동, 비영업 활동(nonoperating performance), 그리고 재무구조를 측정하기 위해 사용된다. 그러므로 ROIC와 FCF를 계산하려면 일반회계기준에 따라 작성된 재무제표를 영업항목(operating items), 비영업항목(nonoperating items), 그리고 자본구조(financial structure)를 구분, 재무제표로 재구성 하는 작업이 필요하다.

이 재구성 과정은 투자자본(Invested Capital)과 세후영업이익(NOPLAT: Net Operating profits less adjusted Taxes)라는 새로운 두 개념을 만들어낸다. Invested Capital은 영업가치를 이어가기 위해 투자자들에 의해 투자된 자본(채무를 포함함)이고, NOPLAT은 회사의 투자자본에 의해 모든 재무적 투자자들에게 가능한 세후영업이익을 말한다.

다음은 가치평가에 기본이 되는 재구성된 재무제표를 이용하여 잉여현금흐름을 계산하는 것이다. 잉여현금흐름은 투자자본의 변화와 NOPLAT에 의해 결정되며 비영업항목 및 재무구조와는 무관하다.

추정(Projection)

기업의 영업가치평가를 하기 위해서는 성장률, ROIC와 영업현금흐름을 예측해야 한다. 영업현금흐름은 기업의 영업가치평가방법의 기본이 되며 성장률(revenue growth)와 ROIC에 의해서 결정된다. 영업현금흐름을 계산하기 위해서는 예측된 NOPLAT과 Invested capital이 우선 필요하다. 처음 몇 년 동안의 예측에서는 모든 재무제표의 항목, 즉 매출총이익(gross margin), 판매비와 관리비(SG&A), 매출채권(accounts receivable), 재고자산(inventory) 등을 예측하고, 중기간 (5~10년)을 예측할 시에는 회사의 가치에 영향을 미치는 중요한 사항들 즉 영업이익률(operating margin), 조정세율(adjusted tax rate), 자본효율(capital efficiency) 등에 집중한다. 일정기간 이후에는 이러한 중요 사항들에 대한 예측은 무의미해진다. 이 일정기간을 최종흐름예측기간이라고 하고, 이후를 예측할 시에는 영구가치를 산정한다.

**기본 가정 (Basic Assumptions)**

평가대상, Projection period, 평가기준일, Tax Rate가 포함되어 있다.

평가대상: 평가대상 회사를 보다 구체적으로 정의하는 것이 필요하다. 특히 해외 자회사가 존재하는 경우 연결 기준과 각 회사의 개별 기준 중 어떤 기준으로 평가하는 것이 보다 현실을 반영하는 평가가 될 것인지를 판단해야 한다.

Projection period: Gordon의 3단계 모형 중 영구 성장 단계에 진입하는 시기까지 추정하는 것이 일반적이다. (정해진 기간은 없지만 일반적으로 현재부터 영구성장을 가정할 수 있는 안정화 단계에 접어드는 기간 (e.g. 5~10년)을 고려함)

평가기준일: 일반적으로 회사에서 제공 가능한 최근 재무제표일로부터 추정하며, 연간 재무제표를 추정할 때 감사 받지 아니한 재무제표라도 회사의 최근 실적을 반영하는 것이 회사의 영업 추이와 어긋나지 않게 추정할 수 있다.

Tax Rate: 미래에 적용이 확정된 세율로 적용하며 평가기준일 현재 이월결손금이 있다면 이를 적용하여 법인세를 계산한다. 개정된 법인세율은 2009년 24.2%, 2010년 이후 22%이다. 해외 자회사를 평가할 경우 해당 국가의 법인세율과 법인세 관련 규정, 이월결손금 효과 반영 여부 및 반영 방법을 검토해야 한다.

**현금흐름 추정(Cash Flow Projection)**

매출(Sales), 매출원가(COGS), 판매 및 관리비(SG&A)의 추정을 통한 영업이익 추정(Operating Income Projection)과 자본적 지출(Capital Expenditure), 감가상각비와 무형자산상각비(Depreciation & Amortization), 운전자본의 변동(Changes in net working capital) 등 현금흐름 조정항목들(Cash Flow Adjustment)로 나누어 추정한다.

매출 추정(Sales Projection): 우선 회사의 매출 구성을 사업부별 또는 유사한 제품/상품별로 구분하여 항목화한다. 이 때의 항목은 항목 별 변동비성 원가 분석을 위해 매출원가의 추정에도 동일하게 적용된다. 따라서 매출원가 추정 방법을 고려하여 항목화하는 과정이 필요하다. 추정기간 초반 1~2년은 회사의 사업계획을 분석하여 제품/상품의 판매 계약 또는 수주 계획 등을 바탕으로 상향식(bottom-up) 방식으로 추정하되 회사의 사업계획에 대한 상세한 검토 및 실현 가능성에 대한 추정 논리(Logic)를 가지고 추정한다. 초기 1~2년 이후 중장기 추정은 일반적으로 bottom-up 방식으로 추정된 매출을 바탕으로 시장 규모와 회사의 시장점유율을 적용하는 하향식(top-down) 방식을 적용하는 방식과 초기의 추정이 향후 산업자료의 산업 성장률로 성장한다고 가정하는 두 가지 방법을 통해 추정할 수 있으며 이는 추정하는 상황 및 산업에 따라 달라질 수 있다.

원가 추정(COGS Projection): 원가(COGS)의 추정은 원재료비, 노무비, 경비로 나누어 추정하며 순수 변동비성 원가인 원재료비는 매출 항목 구분 별로 나누어 추정하고, 공통비가 포함된 노무비, 경비는 제품군별로 구분하지 않고 추정한다. 원재료비는 회사의 원재료비 재고 내역 및 원재료 구매처, 향후 변동 여부를 파악한 후 이를 적용하여 추정한다. 노무비는 평가 대상회사의 생산직 근로 인원수 현황 및 향후 생산량 증가에 따른 계획과 인당 인건비를 파악하여 향후 EIU(Economic Intelligence Unit) 등 추정 기관에서 추정한 인당 임금 상승률을 적용하여 추정한다. 경비는 변동비성 경비와 고정비성 경비로 구분하여 추정한다. 고정비성 경비는 각 항목에 따라 향후 소비자 물가 상승률 또는 생산자 물가 상승률의 적용 여부를 구분하여 추정한다. 변동비성 경비는 생산량 또는 원재료비와 연관되어 변동하는 비용으로 해당 추정 방법을 적절히 반영하여 추정한다. 다만 현재 인원수 및 설비의 총 생산 가능량을 확인하여 향후 추정된 생산량이 추정된 인원수 및 설비의 생산 가능량 범위 내에 있는 지 확인한다.

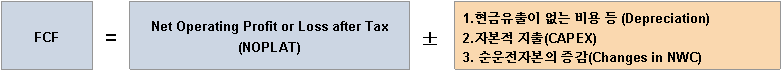
판매 및 관리비 추정 (SG&A Projection): SG&A의 추정은 인건비, 변동비성 경비, 고정비성 경비로 나누어 이루어진다. 인건비는 COGS의 추정과 마찬가지로 판매 관리 인원수와 판매 관리 인원의 인당 인건비를 파악하여 추정한다. 또한 변동비성 경비는 매출액 또는 판매량과 연동하여 추정하는 것이 일반적이고, 고정비성 경비는 항목의 성격에 따라 소비자 물가 상승률 또는 생산자 물가 상승률에 따라 추정한다.

**현금흐름 조정항목들(Cash Flow Adjustments)**

잉여현금흐름(Free Cash Flow): 가치평가목적으로 재조정된 현금흐름표상에서 계산되는 영업현금흐름과 같은 개념이다. 아래의 그립과 같이 Operating income projection의 결과에 세금을 조정한 후 현금유출이 없는 비용 Depreciation, Amortization 등을 가산하고 자본적 지출, 순운전자본의 증가를 차감하여 계산한다.

자본적 지출은 회사의 생산량 또는 향후 수주 계획과 밀접하게 연관되어 있다. 계획된 생산량과 수주를 달성하기 위해 현재의 시설이 충분한 지 회사와 논의하여 현실적인 추정이 가능하도록 논리를 고려하여야 한다. 또한 이를 위해서 평가 시점의 가동률도 반드시 확인하도록 한다.

순운전자본의 증감은 매출채권, 재고자산, 미수금, 매입채무 등 유동자산 중 현금의 유입이 필요하거나 현금의 유출이 있을 것으로 판단되는 영업자산의 계산을 통해 향후 유동자산의 조정을 통해 현금의 유출입이 어느 정도 발생할 것인지를 반영하는 과정이다. 순운전자본의 추정을 위해 매출액 대비 회전율, 매출원가 대비 회전율, 필요에 따라서는 인건비 또는 판관비에 대한 회전율 등을 고려하여 향후의 운전자본을 추정한다.



|  |
| --- |
| **순운전자본 분석시 주의사항?**  - 순운전자본변동은 영업활동관련 유동자산 및 유동부채 중 영업활동 관련 수익(매출액 등) 및 비용(매출원가 등) 계정의 변화에 연동하여 변동하는 금액을 산출하는 것이다. 비영업용 운전자본은 영업관련 수익 및 비용과 연동하지 않고 별도 추정하여야 하지만 실무적으로는 특별한 이유가 없는 한 증감이 없는 것으로 추정하는 경우가 대부분이다(즉 순운전자본 추정대상 제외).  - 순운전자본 추정시 순운전자본의 변동 금액이 크고 중요한 경우 적용하는 회전율은 단순히 매출액이나 매출원가 대비 회전율을 사용하지 않고 정성적 분석을 통해 해당 영업활동 관련 유동 자산 및 부채 계정과 개념적으로 가장 연동이 되는 손익 계정을 사용하거나, 정량적 분석(과거 데이터의 상관관계분석)을 통해 가장 상관관계가 높은 손익 계정을 이용하여 순운전자본을 추정한다.  (ex. 금융업에서 영업유동부채인 선수이자는 부채계정이지만 이자수익계정과 연동된다.)  - 순운전자본 변동금액의 중요성에 정도 따라 다음과 같은 분석을 적용할 수 있다  방법1) 매출액 대비 회전율만을 이용한 순운전자본 변동 분석  방법2) 영업유동자산은 매출액, 영업유동부채는 매출원가를 활용한 순운전자본 변동 분석  방법3) 매출채권은 매출액, 재고자산 및 매입채무는 매출원가를 활용한 순운전자본 변동 분석. 매출/매입과 연동되어 있는 운전자본은 매출/매출원가에 의해 운전자본 순증감액을 계산하게 되며 매출/매입과 연동되지 않는 영업용 운전자본은 실무적으로 특별한 이유가 없는한 증감이 없는 것으로 추정하는 경우가 많다.  방법4) 매출액 대비 회전율, 매출원가 대비 회전율, 필요에 따라서는 인건비 또는 판관비에 대한 회전율 등을 고려하여 순운전자본 변동 분석  - 순운전자본 분석시 미지급금은 일반적으로 유형자산 취득 등 투자활동관련 미지급액을 미지급비용은 재무활동 관련 미지급이자를 포함하고 있는 경우가 많다. 만약, 회사의 이와 같이 해당 계정의 대부분이 영업관련 부분이라면 총액을 순운전자본 증감시 고려하여도 되나, 중요한 수준의 금액이 투자나 재무활동관련 부분이라면 Normalize 수행 여부(비영업활동 및 비경상적 해당액 분석 및 제거)를 검토하여야 한다.  - 순운전자본 분석을 위한 회사의 과거 회전율 및 회전기간(회수기간) 분석시 단순한 회전율 적용은 비경상적 운전자본의 변동에 의한 왜곡 현상이 발생할 수 있으므로 회전기간(회수기간)의 합리성을 확인하여 과거 회전율의 적용가능성을 확인할 필요가 있다. 회사의 과거 회전율 자료가 없거나 신뢰할 수 없다면, Normalize를 수행하거나 업종평균 회전율 또는 회사 담당자와의 인터뷰 및 자금결재 정책 확인을 통한 회전기간(회수기간)을 이용하여 추정할 수 있다. |

영구가치의 산정(Estimating Terminal Value)

기업의 가치를 평가할 때 추정 기간 이후의 가치를 평가하는 방법은 크게 세 가지가 있다. 구체적인 방법은 기업이 일정 시점이 되어 청산할 것을 가정하는 청산가치 접근법(Liquidation Value), 시장가치 접근법을 통해 산출한 배수(Multiple)가 매각 시점에 적용될 것이라는 Exit Multiple Method, 그리고 기업이 향후 안정된 비율로 일정하게 영구히 성장할 것이라는 영구성장 모델 (Stable Growth Model)이다.

일반적으로 기업의 가치를 평가할 때 기업이 영속적으로 영업을 지속한다고 가정하기 때문에 청산가치 접근법은 특수한 경우(PF등)를 제외하면 적용하기 쉽지 않다. 또한 시장가치 접근법은 시장의 유사회사들이 현재 시점의 수익 또는 주식의 장부가치 대비 가치 배수(Multiple)를 계산하는 것이기 때문에 평가 대상 회사의 내재 가치(Intrinsic Value)를 평가한다기 보다는 상대적인 가치(Relative Value)를 평가하는 것으로 내재가치의 평가를 목표로 하는 DCF 방법론을 사용할 때 두 방법론의 혼용으로 인한 오류를 야기할 수 있다는 단점이 있다.

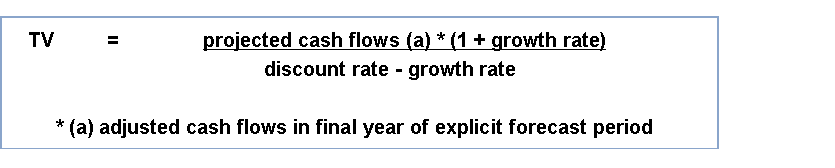
결국 세 가지 방법론 중 평가대상 회사의 영업이 영속적으로 이루어지며 고속 성장단계(High Growth Period)를 지나고 안정적으로 성장하는 단계(Stable Growth Period)에서 일정하게 성장한다고 가정하는 영구성장 모델을 가장 일반적으로 사용하게 된다. 하지만 영구성장 모델은 고속 성장 기간과 안정적인 성장 기간이 언제를 기준으로 구분되는 지, 영구 성장률은 어떻게 적용하는 지에 따라 기업의 가치에 크게 영향을 줄 수 있기 때문에 많은 주의를 필요로 한다.

고속 성장단계는 평가하는 기업의 독점적 경쟁력을 유지하고 있는 기간으로 일정 기간 동안 투자에 대해 투자보다 높은 이익률을 얻을 수 있는 기간이다. 독점적 경쟁시장에서도 그러하듯이 이러한 기업의 경쟁력은 유사한 기업들이 시장에 참여함에 따라 점차 경쟁력이 사라지게 되고 결국 안정적인 성장을 유지하게 된다. 따라서 DCF 방법에 따라 추정기간을 정할 때 평가대상 회사의 경쟁력 유지가 가능한 시점을 고려하여야 하며 추정기간 동안은 고속 성장단계를 유지하고 고속 성장단계가 지난 안정적인 성장단계로 변할 때부터 영구성장 모델을 도입하는 것이 합리적이다.

영구성장률은 기본적으로 평가대상 회사가 영업하는 국가의 경제성장률을 초과할 수 없다. 다만 평가대상 회사가 내수를 중심의 영업을 영위하는지, 수출 중심의 영업을 영위하는지에 따라 영향을 받고, 현금흐름을 추정하는 데 있어 명목 현금흐름을 추정하는 지 실질 현금흐름을 추정하는 지의 여부, 현금흐름을 추정하는 기준 통화가 무엇인지 등에 의해 영향을 받게 된다.

|  |
| --- |
| **영구성장률이 음수가 될 수 있는가?**  영구성장률은 음수가 될 수 있다. 다만 영구성장률이 음의 값을 갖는다는 것은 개념적으로 기업이 영업 환경의 변화 또는 고객의 포화 등으로 인해 향후 영업의 규모가 감소할 것이며 또한 영구적으로는 회사가 소멸할 것이라는 가정이 포함되어 있다. 따라서 영구성장률을 음수로 적용하기 위해서는 회사가 속한 산업의 장래성을 부정적으로 보는 가정이 포함된 것이기 때문에 적용하는 데 보다 주의가 필요하다. |

안정적인 영구 성장을 가정하는 경우 일반적으로 Gordon Growth Model을 사용하여 추정하며 이 때 영구성장율(terminal growth rate)의 결정이 중요하다. 일반적으로 Gordon 성장 모형을 통해 영구가치(Terminal Value)를 계산할 때, 회사의 성장이 안정화된 점을 고려하여 추정 최후 연도의 소비자 물가상승률, 인구 성장률, 경제성장률 등을 고려하여 가정한다.



|  |
| --- |
| **영구성장률 적용사례?**  방법1) 0% 적용  초일류기업이라고 하더라도 3~5% 이상의 성장을 30년 이상 지속한다는 것은 상상하기 어려우며, 현실적으로 영원히 존재하는 기업은 없으므로 장기성장률을 낮게 추정하는 것이 합리적이다.  방법2) CPI 성장률 적용  Terminal Value추정시 자본적 지출(CAPEX)와 현금유출이 없는 비용등(Depreciantion and Amortization)의 금액을 동일하게 보는 경우가 많다. 이는 감가상각비 수준의 재투자를 의미하며, 결국 생산량 증가 없는 성장을 가정하는 것이다. 때문에 동일 가정에 의해 영구성장률은 생산량 증가가 없는 CPI 성장률 수준으로 추정하는 것이 합리적이다.  방법3) 실무적 적용  안정성장률에 대한 다소 보수적인 입장을 배제하더라도 영구성장률은 3%이상으로 추정하지 않는 것이 일반적인 관행이다. 실무적으로는 대개 업종에 따라 상이하지만 1~3% 수준의 성장률을 적용하고 있다. |

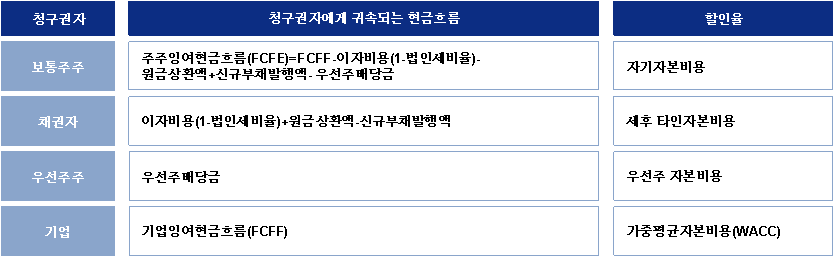
할인율

영업가치를 평가하기 위해서는 각 연도의 영업현금흐름을 시간과 위험을 반영하여 할인해야 한다. 이때 할인율은 할인 대상인 영업현금흐름과 논리적으로 어긋남이 없어야 한다. 영업현금흐름은 모든 투자자에게 분배 가능하기 때문에 영업현금흐름에 대한 할인율은 기업의 모든 투자자들의 위험 정도를 반영해야 한다. WACC은 마켓을 근거로 한 대상 가치의 부채의 요구수익률 (required rates of return for debt: Kd))와 자본의 요구수익률(required rates of return for equity: Ke)의 가중평균이다.



여기서 차입비용(cost of debt)가 한계세율(marginal tax rate)에 의해 감소되는 것에 주목해야 한다. 영업현금흐름에서 이자비용에 대한 세금절감효과 (tax shield on interest expenses)가 제외되었기 때문에 이를 WACC산정 시에 반영하는 것이다. 이자비용에 대한 세금절감효과는 법인세부담률을 낮추는 효과가 있기 때문에 영업가치평가에 포함되어야 한다. 재무구조에 대한 고려 없이 영업활동을 회사간에 비교하여 영업가치에만 집중함으로써 더 나은 예측이 가능한 것이다. WACC의 적용이 쉽고 또 직접적으로 보이지만 단점도 있다. 모든 미래현금흐름을 일정한 총자본비용 (cost of capital)로 할인하는 것은 회사가 재무구조가 최적자본구조상에서 운영될 것이라고 가정하는 것이다. 만약 향후 부채와 자기자본간의 비율이 변동 될 것으로 판단된다면 DCF대신 APV같은 다른 방법을 검토해 볼 수 있지만 APV는 파산 확률 추정의 어려움 등의 적용상의 어려움이 있을 수 있다.

FCF와 할인율은 다음과 같이 일치시킨다.



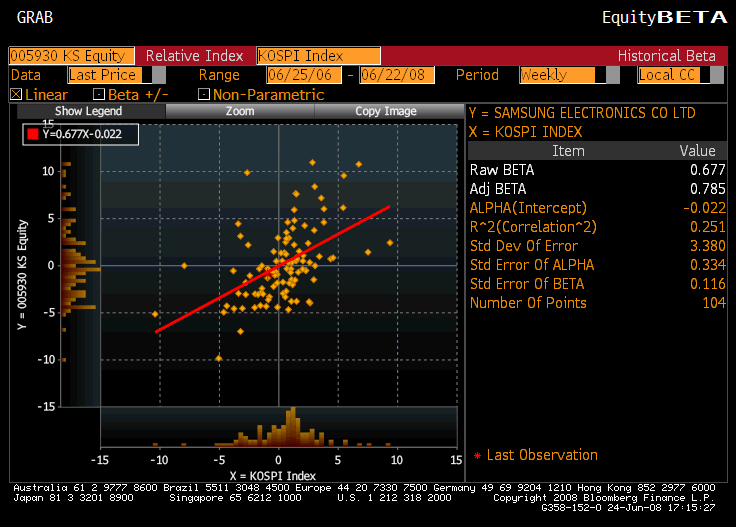
기업의 자금 조달원천은 크게 Equity와 Debt로 구분될 수 있으며 기업의 자금조달에 참여하는 주체는 기업과 반대의 입장에 있는 투자자이다. 투자에 대한 투자자들의 요구수익률은 기대했던 수익을 달성하지 못할 위험(Risk)에 대한 함수로 표현할 수 있다. 곧, 투자자들의 자본(Equity) 투자에 대한 기대 수익률은 무위험 자산에 투자했을 때 얻을 수 있는 수익에 대한 기회비용과 Equity 투자에 대한 수익률이 더해져 얻을 수 있는 총 수익률을 의미한다. Equity를 통한 수익은 시장에서 예금이나 채권에 대한 투자와 달리 고정적으로 발생하는 수익이 없고, 회사의 배당정책에 따른 배당금이나 향후 Equity 매각을 통한 매각 차익이 있을 수 있다. 따라서 예금이나 채권의 요구수익률과 달리 시장의 수익률에 대한 개별 회사 Equity에 대한 분석이 다른 자산에 비해 중요한 의미를 갖게 된다.

* + 1. Cost of Equity

Equity 투자에 대한 요구수익률인 Cost of Equity를 산출하는 방식은 일반적으로 Capital Asset Pricing Model(CAPM)로 설명될 수 있다.

* + 1. Rf : 장기국채 수익률 이용(일반적으로 한국은 5년 또는 10년 만기 국고채 수익률 사용, 미국의 경우 20년 국채 수익률 사용)
    2. MRP: Bloomberg, Damodaran 교수의 홈페이지에서 제공한 자료 등 다양한 자료의 비교 이용
    3. β: 비교대상 회사의 Unlevered Beta의 평균치를 이용하여 회사의 목표자본구조로 re-levered하여 산출함. (기간: 2년, 5년 weekly)[[1]](#footnote-1)

그림 5. Bloomberg Beta 화면



* + 1. SRP: Size Risk Premium, 미국 주식시장 기준 시가총액 대비 위험을 평가하여 Ibboston에서 매년 발행함

표 5. Size Premiums



|  |
| --- |
| **자본자산가격 결정 모형 (Capital Asset Pricing Model)**  자본시장이 균형(equilibrium)을 이루고 있는 상태에서 자본자산(capital asset)의 가격이 어떻게 결정되는가를 설명하는 이론적 모형. 자본자산이란 투자자가 미래의 수익에 대해 청구권을 가지는 자산을 말하여 주로 주식, 회사채 등의 유가증권을 가리킨다. 균형상태 (equilibrium condition) 라는 것은 거래되는 모든 자본자산이 자본시장에서 수요와 공급이 일치되도록 가격이 형성된 상태를 말한다. 이와 같이, 자본자산에 대한 수요와 공급이 일치하여 더 이상의 초과수요나 초과공급이 존재하지 않도록 자산가격이 형성되어 있을 때, 이를 균형가격이라고 한다 그러므로 자본자산가격결정모형은 마코위츠의 포트폴리오선택이론대로 투자자들이 투자활동을 하여 시장전체가 균형상태에 있을 때, 주식을 비롯한 자본자산의 균형가격이 어떻게 결정되는가를 설명하는 모형이라고 할 수 있다. 이 모형은 마코위츠의 포트폴리오 이론을 바탕으로 하여, 샤프 등에 의해 무위험자산의 가정을 포함하여 발전되었으며, 넓은 의미로는 자본시장선과 증권시장선을 포함하는 개념으로 보통 증권시장선(SML)을 의미하는 경우가 많다.  **이론의 가정**  CAPM 에서는 현실을 단순화 하기 위하여 마코위츠 모형에서 다음과 같은 가정을 추가하고 있다.  1. 무위험자산이 존재하며 무위험이자율로 얼마든지 차입과 대출이 가능하다.  2. 모든 투자자는 미래 주식수익률의 확률분포에 대하여 동질적 기대를 한다.  3. 투자자들은 평균-분산기중에 의하여 투자행동을 한다.  4. 자본시장은 균형상태에 있다.  5. 투자자의 투자기간은 1기간이며 완전자본시장을 가정한다.  포트폴리오 이론은 위험자산만 존재하는 시장에서의 최적포트폴리오를 선택하는 과정을 설명하는 이론이다 그러나 시장에는 위험자산 외에 정기예금이나 국공채 등과 같은 무위험자산(risk-free asset) 도 포함되며, 무위험 자산이 존재하면 투자자들은 위험 자산과 무위험 자산을 결합하여 새로운 투자기회를 만들어 낼 수 있다.  자본시장선(CML : capital market line)  무위험 자산과 시장포트폴리오 M 을 결합하여 구성한 새로운 효율적 포트폴리오. 자본시장선은 무위험 자산이 존재하는 경우 효율적 포트폴리오의 기대수익률이 총위험인 표준편차와 선형관계에 있음을 나타낸다.    무위험 자산이 존재하는 경우 합리적인 투자자들은 투자자금의 일부는 무위험자산에 투자하고 나머지 자금으로 위험자산 M에 투자하는 포트폴리오만을 선택하게 된다.  위 식에서 는 총 위험 1단위에 대한 시장에서의 위험대가 (risk premium)를 의미하므로 자본시장선은 다음과 같이 나타낼 수 있다.  CML = 무위험 수익률 + 위험 1단위에 대한 대가  위험의 크기 ()  **시장 포트폴리오**  무위험자산이 존재하는 경우에 마코위츠의 효율적 투자선상에서 지배원리를 충족시키는 가장 효율적인 포트폴리오. 시장포트폴리오 M이란 무위험 자산과 마코위츠의 효율적 투자선상의 접점에 해당하는 포트폴리오를 말하며, CAPM 하에서 시장포트폴리오 M 이란 시장에서 거래되고 있는 모든 위험자산을 포함하는 포트폴리오이며 완전분산 투자된 포트폴리오이다. 그러므로 합리적인 투자자가 위험자산에 투자할 때는 언제나 시장포트폴리오 M에 투자한다.  **시장포트폴리오 구성**  모든 투자자들이 시장에 존재하는 모든 위험 자산을 포함하고 있는 시장 포트폴리오에 투자할 경우 시장 포트폴리오 (market portfolio)에 포함되는 각 위험자산에 대한 투자비율(Wi)는    따라서 균형시장 하에서 투자자가 시장 포트폴리오에 투자한다는 것은 위험자산에 투자하고자 하는 자금중에서 위험 자산 i의 투자금액이 차지하는 비율이 Wi 가 되도록 포트폴리오를 구성한다는 것을 의미한다. 그러므로 투자자들의 위험자산에 대한 투자금액은 각각 다르지만 위험자산에 대한 구성 비율은 모두에게 동일하게 된다.  **시장포트폴리오의 위험**  포트폴리오의 총위험은 체계적 위험과 비체계적 위험으로 구분 할 수 있다. 여기서 체계적 위험 (Systematic risk)이란 어떤 자산의 총위험 중에서 자본시장의 전반적인 변동 때문에 발생하는 위험부분을 의미한다. 이에 반해, 비체계적 위험(unsystematic) 은 시장 전체의 변동과 무관하게 기업 고유의 요인 때문에 발행하는 위험을 뜻한다. 비체계적 위험이 발생하는 요인으로는 자본시장의 전반적인 경기변동과 무관한 특정기업 고유의 노사문제, 매출액 변동, 소송, 대정부관계, 기업 이미지 등에 기인하는 위험으로 투자자들이 여러 자산에 자금을 분산 투자할 경우 제거할 수 있는 위험이다. 따라서 체계적 위험과는 달리 비체계적 위험은 여러 종류의 자산에 분산투자 함으로써 감소될 수 있기 때문에 분산 가능한 위험(diversifiable risk)이라고 한다. 시장 포트폴리오 M 은 시장에 존재하는 모든 위험자산을 포함하고 있는 완전분산 투자된 포트폴리오로 비체계적 위험이 완전히 제거된 포트폴리오라고 볼 수 있다. 따라서 시장 포트폴리오 위험은 체계적 위험이라고 볼 수 있으며, 시장포트폴리오를 보유하는 투자자가 특정자산에 대하여 부담하는 위험은 그 자산의 총위험인 분산(또는 표준편차)이 아니라 분산투자를 통해서도 제거할 수 없는 체계적 위험이다.  **최적 포트폴리오의 선택**  자본시장선이 성립할 경우 투자자들의 최적포트폴리오의 선택과정은 다음과 같은 두 단계를 거쳐 이루어지게 되는데 이를 토빈의 분리정리(separation theorem)라고 한다.  첫 번째 단계 : 투자결정 – 모든 투자자들은 투자결정시 주관적인 무차별곡선에 관계없이 위험자산에 대해서는 시장포트폴리오 M만을 선택하여 투자하게 된다.  두 번째 단계 : 자본조달결정 – 투자자들은 자본조달 결정시 투자자들의 주관적인 무차별곡선에 시장포트폴리오와 무위험자산에 대한 투자비율을 조절함으로써 최적포트폴리오를 선택한다.  이와 같이 토빈의 분리정리는 위험자산에 대한 투자결정과 자본조달결정이 상호독립적으로 이루어진다는 것을 의미한다. 이는 경영자가 주주들의 주관적인 무차별곡선과 관계없이 시장에서 결정되는 위험의 시장가격만을 이용하여 투자결정을 할 수 있다는 것을 의미한다.  **증권 시장선 (SML:security market line / 샤프-린트너의 CAPM)**  균형시장에서 완전분산 투자된 효율적 포트폴리오 뿐만 아니라 비체계적 위험을 갖는 개별 자산이나 비효율적 포트폴리오를 포함한 모든 위험자산의 기대수익률과 체계적 위험간의 선형관계를 설명하기 위하여 제시된 모형.    여기서 는 시장 포트폴리오의 위험프리미엄(초과수익률)을 나타내는 것으로 베타 1단위에 대한 위험의 시장가격을 의미한다 따라서 증권 시장선은 다음과 같이 나타낼 수 있다.  SML = 무위험 수익률 + 시장위험프리미엄  자산i의 베타  증권시장선(SML)에서는 일반적으로 체계적 위험의 측정으로서 베타계수(β)를 사용한다. 베타계수는 시장포트폴리오 수익률 변동에 대한 개별자산의 수익률의 평균적인 민감도(sensitivity)를 나타낸다. 이는 곧 증권시장 전체의 수익률의 변동이 발생했을 때 이에 대해 개별기업 주가수익률이 얼마나 민감하게 반응하는가를 측정하는 계수이다.  즉 증권시장선은 시장포트폴리오의 초과수익률 [E(rm) – rf ] 이 결정되었을 때, 개별자산(혹은 포트폴리오)의 기대수익률 E(ri) 가 개별자산의 체계적 위험을 나타내는 베타계수 βi 에 의해 결정된다는 것을 보여준다.  **CML 과 SML 의 비교**  자본시장선(CML)은 완전 분산된 효율적 포트폴리오의 기대수익률과 총위험간의 선형관계만을 나타내는 모형인데 반하여 증권시장선(SML)은 완전분산투자된 효율적 포트폴리오 뿐만 아니라 비효율적 포트폴리오 및 개별자산을 포함한 모든 위험자산의 기대수익률과 체계적 위험간의 선형관계를 나타내는 모형이다. 그러나 자본시장선은 개념적으로 증권시장선을 효율적 포트폴리오의 경우에만 적용시킨 특수한 형태라고 볼 수 있으며, 증권시장선의 평가대상을 효율적 포트폴리오로 제한할 경우에는 자본시장선과 증권시장선은 일치하게 된다.  **증권시장선(SML)에 의한 가격결정**  SML  M  O  O’’  U’  U  E(ri)  βi  증권시장선(SML)은 주식을 포함한 모든 자본자산의 균형가격이 어떻게 결정되는가를 설명해 주는 가격결정 모형이다. 모든 자본자산의 기대수익률과 체계적 위험의 관계는 선형관계를 이루고 있음을 보여준다. 즉 모든 자산의 기대수익률과 체계적 위험 사이에는 선형관계가 성립하도록 자산가격이 결정될 것이며, 그 가격이 해당 자산의 수요와 공급을 일치시키는 균형가격이 된다. 따라서 시장이 균형상태를 이루게 되면 모든 자산의 기대수익률은 증권시장선상에서 결정되어야 한다.  만일 시장이 균형상태를 이루지 못하여 위의 표에서와 같이 증권시장선상에 놓이지 못한 자산 u 와 o 가 존재한다고 하면 차익거래가 발생하게 되어 불균형 상태는 오래 지속되지 못하고 수요와 공급이 일치하는 균형상태로 돌아가게 된다. 예를 들어 자산 u의 현재의 기대수익률은 증권시장선상의 균형기대수익률보다 높게 형성되어 있으므로 합리적인 투자자라면 자산 u를 선호하게 될 것이다. 그 결과 자산 u의 가격은 상승하게 되고 기대 수익률은 하락하여 균형기대 수익률에 수렴하게 될 것이다. 이렇게 볼 때 자산 u는 현재 과소평가되어 있다고 볼 수 있다. 반대로 자산 o 의 경우 현재의 기대수익률이 증권시장선상의 균형기대수익률보다 낮게 형성되어 있으므로 합리적인 투자자라면 자산 o에 대한 투자를 회피하게 될 것이다. 이러한 결과 자산 o의 가격은 하락하게 되고 기대수익률은 상승하여 균형기대수익률에 수렴하게 될 것이다. 이렇게 볼 때 자산 o는 현재 과대평가되어 있다고 볼 수 있다.  **CAPM 가정의 한계**  첫 번째, CAPM에서는 무위험자산이 존재한다고 가정하고 있다. 그러나 현실적으로 무위험자산으로 간주되는 국공채나 정기예금 등도 은행이 파산하거나 전쟁이 보장할 수 없으므로 엄밀한 의미에서의 무위험 자산은 존재하지 않는다고 할 수 있다.  두 번째, CAPM에서는 모든 투자자들이 미래 주식수익률의 확률분포에 대하여 동질적 기대를 한다고 가정한다. 그러나 현실적으로 투자자들이 이용하는 정보가 서로 다르고 정보의 분석능력에도 차이가 있으므로 동질적 기대를 한다고 보기는 어렵다. 따라서 투자자들이 이질적 기대를 가지게 된다면 각 투자자마다 각각의 투자기회집합을 가지게 될 것이고 시장포트폴리오도 서로 상이해질 것이므로 각 투자자마다 자신만의 고유한 CML과 SML을 갖게 될 것이다. 이렇게 된다면 동일한 체계적 위험(βi)에 대하여 서로 다른 기대수익률이 형성된다는 의미이므로 CAPM의 기본논리는 성립할 수 없게 된다. |

|  |
| --- |
| **Valuation Technical Committee Bulletin No. 07-01: Small Company Risk Premiums**  이 기술 보고서는 가치평가팀원들에게 최근의 기술적인 발달과 이슈들에 대해서 교육하기 위함이다. 각 주제들은 새로운 기법들과 이슈들에 대해 언급하고 있다. 모든 상황에서 최선의 방법으로 사용되는 하나의 방법은 있을 수가 없기에 이 보고서의 목적은 기법에 대한 인식을 높이는 것이다.  **Overview**  기술 위원회는 재무적인 목적으로 작은 회사의 위험프리미엄을 가치평가 하는데 사용되는 방법론에 대한 이슈들을 볼 수 있었다. 따라서 VSTC(가치평가 서비스 기술위원회) 는 SCRP의 평가에 있어 다음과 같은 안내를 제공하려고 한다. 이 보고서는 KPMG에 의해서 가치평가 되는 곳에 적용될 것이다.  **Are Small Companies Inherently Riskier than Large Companies?**  작은 회사의 가치를 평가 하는데 중요한 점은 할인율에 적용되는 위험프리미엄 정도나 대상회사의 규모와 관련된 시장배수(multiple)이다. “Small Stock Effect” 라는 용어는 오랜 기간 동안 작은 주식회사(주식)가 큰 회사보다 평균적으로 월등히 높은 수익률(annual rates of returns)을 보이는 것을 말한다. 많은 논문들이 이 효과에 대해 증명하고 있으며 어떤 논문들은 시장가치, 세익, 이익 또는 다른 관련 지표들에 의해 규모가 평가 될 수도 있다고 제시한다. 이런 규모 프리미엄(size premium)에 대한 증거들에도 불구하고, 회사의 규모와 관련해 조정해서 적절히 적용해야 하는 문제에 대한 논쟁들이 있었다.  정의상으로는 작은 회사에 대한 규모 프리미엄(SCRP: Small cap risk premium)은 미래를 고려한 평가로서 장기간의 다각적인 자본투자에 있어 작은 회사가 큰 회사를 능가할 수 있는 능력을 보는 것이다. 이것은 회사나 자산의 가치평가에 있어 사용되는 할인율의 자기자본비용(cost of equity)의 계산에 필수적 요소이다. SCRP는 또한 작은 회사를 가치평가 하는데 있어 큰 회사의 배수를 조정하는데 쓰이는 시장접근법 (Market Approach)상에서도 적용될 수 있다.  **Systematic/Unsystematic Risks**  자본 위험 프리미엄(Equity risk premium)에 내재된 위험은 두 가지 종류가 있는데, 시장을 근거로 한 위험도(Systematic)와 특정회사를 근거로 한 위험도(unsystematic)가 있다. 자본 수익(Equity return)과 WACC을 결정하는 CAPM(Capital Asset Pricing Model)의 적용은 자본투자(Equity Investment)에 대한 시장을 근거로 한 위험도와 특정 산업에 대한 요구 수익(required return)에 대한 고려가 적절히 들어가 있다. 하지만 CAPM에는 특정회사에 대한 투자에 내재된 unsystematic risk와 일반 산업군의 관계에 대한 고려는 되어 있지 않다. SCRP를 WACC에 더해주는 것은 특정 투자에 대해 증가되는 위험도에 대한 고려를 한 것이다.  **Is Size a Reliable Proxy for Risk?**  회사의 규모는 그 자체로서 위험도의 결정요소가 될 수는 없다. 규모는 특정회사가 특정투자에 내재되어 있는 위험도를 높이는 특성을 설명하기 위한 대안으로 사용된다. Estate of Jung과 commissioner와의 법적인 선례를 통하여 알 수 있다. 궁극적으로 회사의 할인율은 회사의 규모에 의한 점진적이 위험 프리미엄에 대한 보증이 아니라 회사의 특정한 특성에 대함이라고 결론이 났다. Business Valuation Review가 발표한 규모에 의해 영향을 받을 수 있는 특정회사의 위험요소들은 아래와 같다.   1. 최고의 인재 (First Rate Personnel)를 얻기에 덜 매력적이거나 능력이 모자람 2. 한명 또는 2명의 인재에 대한 의존도가 높음 3. 경기침체나 다른 부정적인 면에 노출을 증가시키는 부족한 자산/지역다양성 4. 가격의 결정이나 손님의 충성도를 증진시키기에 부족한 마켓파워 5. 프로젝트 규모와 순자산의 큰 비율에 의해 프로젝트가 자본손상을 이끌어 낼 수 있는 경우 6. 소량의 구매로 인한 원재료 및 완제품의 조달가 상승 7. 재무시장에 대한 한정된 접근성 혹은 접근 불가 8. 한정된 과거 성공기록: 작은 회사들은 일반적으로 위험도가 높다고 인식될 수 있으며 큰 회사들은 성공한 경험이 많음   **Other Specific Company Factors**  위에 언급된 여러 위험요소 이외에 같은 산업군내에 있는 회사들의 평균적인 성과와 대상회사의 예측 된 경영성과에 대한 고려도 포함시켜야 한다. 산업의 기대치보다 월등하게 높은 이익 또는 수익성의 예측은 그것을 실현시키기 위해서 더 많은 위험도가 내재되어 있고, 역으로 낮은 성장률, 안정된 계약 등은 낮은 SCRP를 요구하는 것을 나타낼 것이다.  가치평가 전문가가 가치평가시에 SCRP를 포함시키는 것이 적당하다고 결론 내리겠지만, 어떠한 discount도 대상자산에 내재되어 있는 특정 위험도와 관련되어 있어야 한다. 게다가 할인의 적용이 적당하다고 보이는 곳에도, 받아 들여질 수 있는 할인의 정도는 아마 Ibboston 이나 다른 논문에 나와있는 범위만큼으로 다양할 것이다. |

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Valuation Services Technical Committee Position No. 06-04: Equity Risk Premium**  **미국 시장위험프리미엄**  시장위험프리미엄은 재무관리에서 논쟁이 많은 주요 주제이며 가치평가를 수행하는 전문가들 사이에서 여러 방식으로 모델에 반영이 되고 있습니다. 미국의 시장위험프리미엄과 관련된 저서 및 연구 결과에 따르면 시장위험프리미엄 크기를 평균적으로 4%~10%로 보고 있으며 최근 보고서들의 과반수는 시장위험프리미엄을 5%~7% 사이로 추정하고 있습니다.  **시장위험프리미엄의 정의**  시장위험프리미엄은 시장포트폴리오에 대한 기대수익률 (S&P 500, NYSE 등)과 무위험 이자율의 차이입니다. 즉, 시장위험프리미엄은 투자자가 장기 채권과 같은 무위험 투자의 수익률을 초과해서 장기적으로 분산된 주식 투자로부터 평균적으로 얻게 되리라고 기대하는 평균수익률을 측정합니다.  **시장위험프리미엄의 추정**  시장위험프리미엄을 추정하는데에는 과거 실적 자료(historical data)를 이용하는 방법과 전문가들의 설문조사 및 체계화된 추정모델을 통한 시장 추정치(market projection)를 이용하는 방법이 있습니다.  **과거 실적 자료를** **사용한 시장위험프리엄 추정**  시장위험프리미엄은 미래현금흐름에 대응하는 할인율을 산출하기 위한 것임에도 불구하고 현재 대부분의 시장위험프리미엄 모델은 과거의 실적 자료를 사용하고 있습니다. 이는 과거에 발생한 경제적 사건이 미래에도 유사하게 발생할 것이며, 시장에 대한 투자자의 기대는 과거 시장의 움직임으로부터 형성된 기대를 유지한다는 가정에 기초하고 있습니다. 이러한 방식은 근본적인 한계가 존재하지만, 미래시장위험프리엄을 체계적으로 추정하는 것이 매우 어렵기 때문에 현실적인 대안으로 과거의 수익률 자료를 활용하고 있습니다.  과거 실적자료를 사용하여 시장프리미엄을 계산 시 고려해야 하는 주요 사항은 다음과 같습니다.  가. 단기간 무위험채권 수익률 vs. 장기간 무위험채권 수익률  무위험 수익률은 시장위험프리미엄 사용시 이용되는 기간과 일관성을 가지게 하는 것이 바람직합니다. 삼정KPMG에서 수행하는 대부분의 가치평가에는 장기시장위험프리미엄을 사용하기 때문에 무위험수익률도 이에 대응하는 장기수익률을 사용해야 합니다.  나. 단기간 vs. 장기간 과거 시장위험프리미엄  긴 기간의 시장위험프리미엄을 적용하는 것이 바람직합니다. 향후 시장에서 일어날 경제 사건들을 예측하는데 어려움이 있기 때문에 많은 경제적 사건으로 인한 효과가 반영되어 있는 시장위험프리미엄일수록 미래 적용가능성이 높습니다. 또한 더 많은 자료를 사용할수록 표준오차를 줄일 수가 있습니다.  **시장 추정치를 사용한 시장위험프리엄 추정**  시장 추정치를 사용하여 시장위험프리미엄을 추정할 때는 향후 기대되는 시장 수익률에 현재 무위험수익률을 차감합니다. 설문조사 및 체계화된 추정모델을 통하여 시장위험프리미엄 추정 관련 최근 보고서는 아래와 같습니다.   |  |  |  | | --- | --- | --- | | 평가자/평가기관 | 추정 시장프리미엄 | 평가일 | | Merril Lynch | 7.0% | 2008 | | CFO 설문조사(2000~2004) | 7.6% | 2008 | | Dimson, Marsh, Staunton | 기하평균 3.9%  산술평균 5.9% | 2007 | | Ibbotson and Chen | 기하평균 4.3%  산술평균 6.3% | 2007 |   **Valuation Services Technical Committee(VSTC)의 입장**  본 보고서의 목적은 가치평가 용역 및 감사에 적용할 수 있는 시장위험프리미엄 추정치를 제시하는 것입니다. VSTC는 2006년에 발행한 보고서에서 시장위험프리미엄을 5%로 보고 있으며 산업 및 시장의 위험성에 따라 적정한 ERP를 4.0~6.0% 사이로 추천하고 있습니다.  VSTC는 2008년에 발행된 보고서에서 시장위험프리미엄 적정치를 6%로 변경하였으며, 적정한 시장위험프리미엄 range를 5%~7%로 보고 있습니다. |

|  |
| --- |
| **Valuation Services Technical Committee Bulletin No. 08-01: Accounting for Country-Specific Risks in Business Valuation**  **Country Specific Risk Premium**  미국 이외의 저개발된 자본시장을 가지고 있는 나라의 기업을 평가하기 위해서는 정치, 경제, 법률, 유동성과 그 밖의 다른 위험요소들을 반드시 고려해야 한다. 따라서 이러한 요소들은 미국의 자본비용 예상수치에 CSRP (Country Specific Risk Premium)을 적용함으로써 반영될 수 있다. CSRP를 미국의 자본비용 예상수치에 적용한다는 개념이 매우 단순해 보이지만, 사실 이 개념의 적용은 그렇게 쉬운 것이 아니다. 왜냐하면, 많은 해외 자본시장에 대한 제한적인 정보와 각 나라들의 끊임없이 변하는 위험특성 때문에 CSRP를 도출해 내는 일은 절대로 쉬운 일이 아니다.  CSRP를 측정하는 방법은 여러가지가 있지만, 그 중에서 가장 많이 쓰이는 방법 3가지는 다음과 같다.  가. Sovereign-Spread Model  나. Damodaran Model  다. Country Risk Rating Model  위의 3가지 방법 중에 Sovereign-Spread Model은 부채 CSRP를 측정하는데 적절하며, Damodaran Model과 Country Risk Rating Model은 자본 CSRP를 측정하는데 가장 적합한 모델일 것이다. CSRP를 계산하는 방법은 다음과 같다.  Step 1 – 가중평균자본비용(WACC)을 계산한다.  Step 2 – 달러 표시 해외채권의 수익률과 그 채권과 유사한 만기의 미국 재무부 채권 사이의 스프레드를 계산한다(Sovereign Spread).  Step 3 – 가중평균자본비용의 한 구성요소인 세전타인자본비용에 Step 2에서 계산한 Sovereign Spread를 더한다.  Step 4 – Damodaran Model과 Country Risk Rating Model을 사용하여 자본 CSRP를 계산한다. 평가자는 두 모델 중에 가장 신뢰할만한 CSRP 예측치를 산출하는 모델에 더 많은 비중을 두어야 한다.  Step 5 – Step 4에서 계산된 자본 CSRP를 미국의 자기자본비용 예측치에 더한다.  Step 6 – 해외 국가의 세율을 반영하여 WACC을 조정한다. 이러한 세율 조정은 반드시 타인자본비용 계산과 Relevered Beta 계산에 모두 적용되어야 한다.  Step 7 – 해외국가의 할인율을 구하기 위해 WACC을 재계산 한다.  적절한 CSRP를 결정하기 위해 평가자는 반드시 다음과 같은 요소들을 고려해야 한다.  가. 정치적 & 경제적 환경  나. 유동성 위험과 자본시장의 변동성  다. 국가 위험도에 대한 노출 |

* + 1. Cost of Debt

타인자본비율이란 제공자, 즉 채권자 입장에서 기대하는 최소한의 요구수익률, 타인자본비용은 유효세율을 감안한 세후 개념이며 이론적으로는 회사가 조달 가능한 타인자본의 미래 이자율을 구하는 것이 맞지만 실무적으로는 평가 대상 회사의 신용 평가 결과를 반영하거나 평가대상회사의 신용 평가 정보가 없을 경우 또는 신용등급에 따른 자본비용에 대한 정보에 접근이 어려운 경우 동종업계의 경쟁회사들의 신용 평가 정보 등을 활용할 수 있다. 동종 업계의 신용 평가 정보 등도 활용하기 어려운 상황에서는 최저 투자 적격 등급의 장기 채권에 대한 시장 수익을 적용할 수 있다. 또한, 미래의 현금흐름을 할인하는데 있어서의 전제는 회사가 앞으로 차입구조 및 채무불이행위험이 일정하다는 것이며, 현재의 시장이자율을 감안하여 과거의 회사의 지나치게 낮은 차입이자율은 배제하는 것이 타당하다. 회사의 가중평균차입이자율을 적용하는 경우가 있는데 이는 현재 시점의 신용상태가 아닌 과거의 신용상태 및 시장이자율을 적용하게 될 수 있다는 문제점이 있다.

표 6. 한국 신용정보에 따른 신용등급 상세 설명

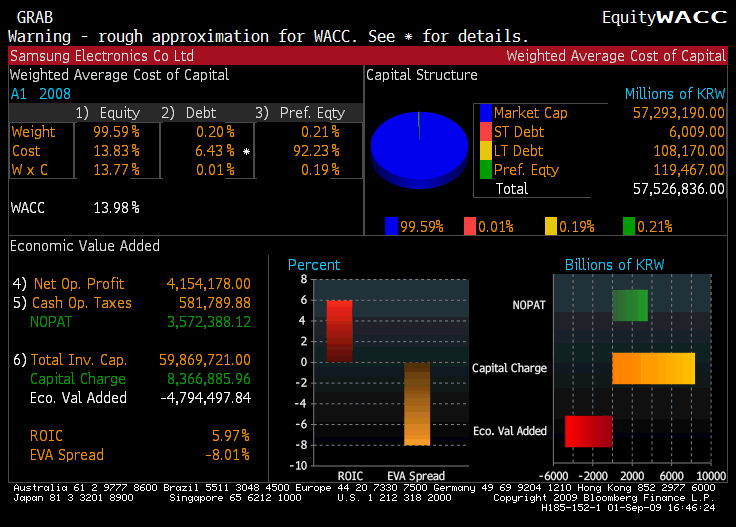
|  |  |
| --- | --- |
| AAA | 원리금 지급확실성이 최고수준으로 투자위험도가 극히 낮으며 현단계에서 합리적으로 예측 가능한 장래의 어떠한 환경변화에도 영향을 받지 않을 만큼 안정적임. |
| AA | 원리금 지급확실성이 매우 높아 투자위험도가 매우 낮지만 AAA등급에 비해 다소 열등한 요소가 있음. |
| A | 원리금 지급확실성이 높아 투자위험도가 낮은 수준이지만 장래 급격한 환경변화에 따라 다소 영향을 받을 가능성이 있음. |
| **BBB** | **원리금 지급확실성은 인정되지만 장래 환경변화로 지급확실성이 저하될 가능성이 있음.** |
| BB | 전반적인 채무상황 능력에 당면 문제는 없지만 장래의 안정성 면에서는 투기적인 요소가 내포되어 있음. |
| B | 원리금 지급확실성이 부족하여 투기적이며, 장래의 안정성에 대해서는 현단계에서 단언할 수 없음 |
| CCC | 채무불이행이 발생할 가능성을 내포하고 있어 매우 투기적임. |
| CC | 채무불이행이 발생할 가능성이 높아 상위등급에 비해 불안요소가 더욱 많음 |
| C | 채무불이행이 발생할 가능성이 극히 높고 현단계에서는 장래 회복될 가능성이 없을 것으로 판단됨. |
| D | 원금 또는 이자가 지급불능 상태에 있음 |

* + 1. WACC

가중평균자본비용(WACC)이란 회사의 원천별 자본비용을 목표자본구조 비율에 따라 가중 평균한 이자율이며 실무적으로는 대용회사들의 자본구조를 목표자본구조로 설정하여 계산한다. 또한, 회사의 현재 자본구조가 목표자본구조라고 생각되어 사용되는 경우에도 자본구조 계산시 부채와 자본은 장부가로 계산되는 것이 아니라 시장가치로 계산되어야 한다.

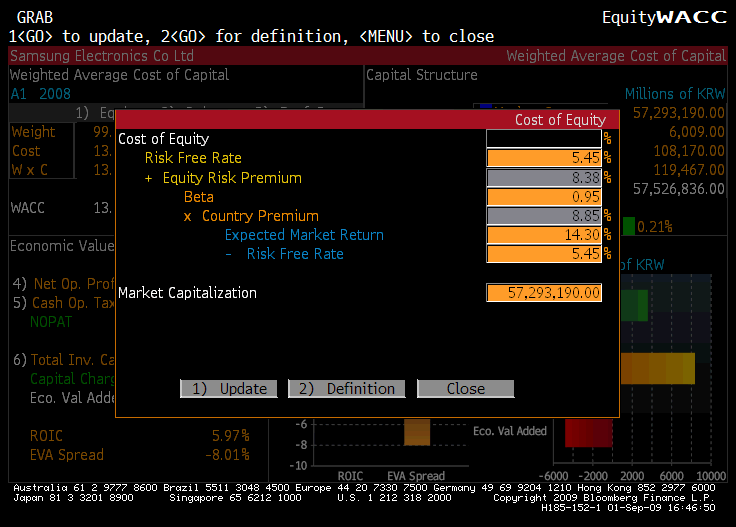
Bloomberg에서 제공하는 WACC자료는 아래와 같다.

그림 6. Bloomberg Wacc 화면



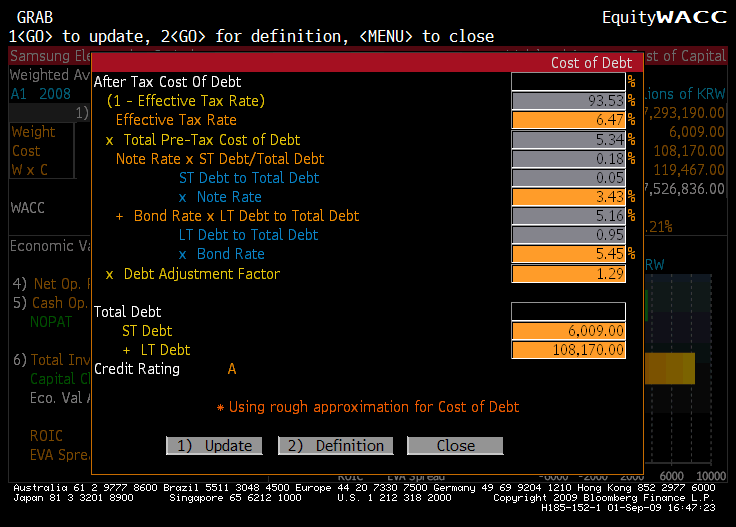
자기자본, 타인자본, 우선주비중은 개별주식에서 각각 99.59%, 0.2%, 0.21%를 차지하고 있으며, 자기자본, 타인자본, 우선주에서 요구되는 수익률은 각각 13.83%, 6.43%(after-tax) 92.23%이기 때문에 가중평균할인율은 자기자본, 타인자본, 우선주를 모두 합한 13.98%이다. 위 Bloomberg화면에서 Equity를 클릭하면 아래 화면이 나온다.

그림 7. Bloomberg Cost of equity 화면



위의 화면에서 Debt을 클릭하면 다음 화면이 나온다.

그림 8. Bloomberg Cost of debt 화면



산정된 WACC의 예는 다음과 같다.

그림 9. Wacc 예시



Nonoperating Assets

영업가치를 평가하기 위한 영업현금흐름에 비영업자산으로부터 창출된 현금흐름이 포함되어서는 안 된다. 비영업자산은 따로 분리되어 평가해야 하며, 비영업자산은 보통 유가증권 (marketable securities)이나 비유동 투자자산(illiquid investments) 등을 포함한다.

**Excess cash and marketable securities**

최근 회계기준들은 회사들의 재무상태표에 공정가치로 단기매매증권을 평가하여 보고하도록 하고 있다. 그러므로 유동비영업용 자산(liquid nonoperating asset)을 평가할 때에는 가장 최근에 발표된 재무상태표상의 가치를 쓰는 것이 비영업용자산으로부터 발생한 미래 현금흐름을 할인하여 산정한 비영업용자산의 가치를 쓰는 것 보다 낫다.

**Illiquid investments such as nonconsolidated subsidiaries**

회사 내부에서 회사를 가치평가 할 때 비유동성 유가증권의 가치평가는 DCF 방법을 이용하는 것이 바람직하다. 다만 외부에서 회사의 가치평가를 하는 경우에는 DCF방법을 이용한 비유동성 유가증권에 대한 평가는 정확하지 못할 가능성이 높다. 회사들은 보통 중지된 영업, excess real estate, nonconsolidated subsidiaries (비결합자회사) 와 같은 비유동적 투자에 대한 정보를 잘 발표하지 않는다.

연결재무제표 작성 대상이 아닌 자회사들(Nonconsolidated subsidiaries)의 경우 정보의 발표는 소유권의 정도에 따라 달려있다. 한 회사가 다른 회사에 영향력은 있지만 controlling interest (20%-50%의 지분)가 없는 경우 그 지분만큼의 수익을 손익계산서에 적고 초기 투자금과 그 지분만큼의 재투자된 이익을 재무상태표에 적는다. 이 정보를 이용하여 단순한 현금흐름표를 만들 수 있다. 현금흐름을 할인하기 위해서는 모회사의 자본비용을 사용하는 것이 아니라 자회사의 투자 위험도에 맞는 자본비용을 적용한다. 소유권이 20%미만인 경우에는 투자는 historical cost로 기록되고 회사지분만큼의 이익은 모회사 지불되었을 때 기록된다. 대부분의 경우 투자의 첫 비용에 대해서만 볼 것이다. 이 경우 투자를 가치평가 하기 위해서 시장가의 배수(multiple of book value)를 사용하거나 포트폴리오를 찾아보는 것도 방법이 있다.

|  |
| --- |
| **Excess cash?**  방법1) 현금 및 현금성자산 총액을 비영업용 자산으로 인정  가장 간단하고 직접적인 접근방법로 일반적으로 인정된다. 신용거래가 일반적으로 인정되는 경제 구조라는 기본 가정이 있다.  방법2) 매출액의 일정률만을 초과 현금으로 인정  일부에서는 현금 및 현금성자산을 영업과 관련하여 보유하여야 하는 현금과 초과현금으로 분류하고 있다. 이 경우 일반적으로 매출액의 일정 %(업종별 평균율)을 영업관련 현금으로 본다. 하지만, 이경우 영업과 관련하여 보유하여야 하는 현금을 순운전자본으로 보고 미래 FCF추정시 매출액의 증가만큼 영업관련 현금 필요액도 증가(FCF 감소를 의미)하기 때문에 순운전자본변동액 추정시 이를 고려하여 주어야 하는 번거로움이 있다. 거래목적으로 현금을 항상 영업점에 현금을 보유하고 있어야하는 유통업의 경우 영업과 관련 보유하여야 하는 현금이 다른 업종에 비해 많은 것으로 인정된다.  방법3) 실무적 적용  유통업 등 특수한 경우가 아닌 경우 현금 및 현금성 자산 총액을 비영업용 자산으로 인정하나, 회사 자금 담당자에게 최소 보유 현금 수준을 확인한 후 이를 제외하고 초과 현금으로 보는 경우도 있다. 매출액이 일정 %를 초과 현금으로 인정하는 것은 신뢰성있는 통계자료가 없으므로 실무상 적용이 힘들다. |

Identifying and Valuing Nonequity Claims

기업가치는 비영업자산의 가치와 영업가치의 합이다. 자본가치를 평가하기 위해서는 모든 비자본청구권(nonequity claims), 예를 들어 채무, unfunded retirement liabilities, capitalized operating leases 그리고 outstanding employee options 등을 기업가치에서 빼주어야 한다. 오늘날의 복잡한 자본 시장에서 많은 청구권들은 equity-holders 보다 우선적으로 회사의 현금흐름에 관한 권리가 있다. 일반적으로 볼 수 있는 비자본청구권은 다음과 같다.

1. Debt: 가능하다면 변동/고정 금리부 부채를 포함한 모든 채무에 대한 시장가를 사용하라 만약에 정보가 없다면 처음 발행되었을 때의 위험도 또는 이자율이 크게 변하지 않는 한 장부가를 사용할 수 있다. 채무에 관한 가치평가는 항상 기업가치의 평가와 논리적으로 일관성 있게 이루어져야 한다.
2. Unfunded retirement liabilities: 최근의 전세계 주식시장의 약세와 건강 관리비용의 증가로 인해서 많은 회사들이 퇴직급여충당금에 대해 충분한 금액을 퇴직급여충당예치금으로 채우지 못했다. 비록 실제 부족한 금액이 재무상태표에 포함되지 않았지만 주식시장에서는 확실히 퇴직급여충당금 중 퇴직급여충당예치금으로 적립되지 않은 부분에 대해서 기업가치에서 차감하여 계산한다. 퇴직급여 충당금 중 퇴직급여충당예치금으로 적립되지 않는 부분이 금액적으로 중요하지 않는 경우 실무상 적용하지 않는 경우가 많다.
3. Operating leases: 이 것은 대표적인 재무상태표에 포함되지 않는 채무이다. 특정 조건 하에서 비록 주석에 요구되는 지불액수는 발표되어야 할지라도, 회사들은 leases as debt에 대하여 발행액을 결정하는 것(capitalizing)을 피할 수 있다. K-IFRS 적용시 운용리스도 재무상태표상 채무 항목으로 분류될 예정이다.
4. Contingent Liabilities: 재무상태표에 기록되지 않는 물질과 관련되지 않는 우발적 사건, 즉 소송 또는 Loan Guarantees(대출보증)등은 따로 주석에 포함되어 보고되어 있다.
5. Preferred stock: 이름은 자본에 가까워도 잘 설립된 회사에서 우선주는 unsecured debt에 가깝다. 그러므로 우선주 배당금은 적당한 위험 조정된 할인율(risk adjusted discount rate)을 이용하여 따로 가치평가 되어야 한다. 실무상 우선주는 이자부 부채와 보통주의 중간 수준의 성격이므로 WACC으로 할인한 사례도 있다(SK케미칼 주식회사와 SK주식회사간 자산양수도시 자산양수도가액에 대한 평가의견, 2009년 6월 26일 공시).
6. Employee Options: 매년 회사들은 직원들에게 주식매수선택권을 통해 보상을 제공한다. 주식매수선택권을 부여 받은 직원들은 선택권의 권리 행사를 통해 잠재적으로 할인된 가격에 회사주식을 살 수 있기 때문에 큰 이익을 얻을 수 있다. Black-Scholes, Lattice Model 등을 통하여 주식매수선택권의 가치는 평가 될 수 있다. 실무상 부여시점이 최근이거나 금액적으로 중요하지 않는 경우 장부가를 준용하는 경우가 있다.
7. Minority Interest: 100%의 지분은 아니지만 subsidiary company(자회사) 가 있는 경우 투자는 반드시 모회사의 재무상태표에 통합되어야 하고 다른 사람들의 투자를 받는 것은 모 회사의 재무상태표에 Minority Interest로 기입되어야 한다. Minority Interest를 가치평가 할 때 Minority Interest holder는 모회사의 자산에 대한 청구권은 없고 그 자회사의 자산에 청구권이 있다는 사실을 알아야 한다. 그러므로 Minority Interest는 분리되어 가치평가 되어야 하고 회사가치의 퍼센트로 평가되어서는 안 된다. K-IFRS 기준에서 연결재무제표를 통한 Valuation 시 특히 주의하여야 한다.

회사를 가치평가 할 때 가장 흔히 일어나는 실수는 이미 현금에서 빠진 claim을 한번 더 계산하는 것이고, 그 결과 자본가치의 하락이 나타날 것이다.

DCF를 통해 계산된 결과는 평가 대상 회사의 영업 자산으로부터 발생하는 총 회사 가치(Operating Enterprise Value)로 이를 통해 회사의 지분가치를 계산하기 위해서는 회사의 비영업용 자산을 가산하여 회사의 총 Enterprise Value를 계산한 후 채권자의 가치인 이자부부채 (Interest Bearing Debt)을 차감하여 회사의 지분가치를 계산해야 한다.

비영업용자산은 회사의 Operating Cash Flow 창출에 영향을 주지 않은 모든 자산을 포함한다. 특히, 평가 기준일 현재 존재하나 Operating Cash Flow 추정시 제외된 자산의 경우 비영업용 자산으로 고려하여 주었는지 반드시 확인할 필요가 있다. 현금, 단기금융상품, 투자유가증권(비영업용), 투자목적의 부동산 등이 포함된다. 실무상 종업원대여금의 경우 저금리인 경우가 많고 영업 목적으로 필요한 자산인지 여부에 대한 의견이 분분하여, 비영업용 자산으로 분류하지 않는 경우도 빈번히 관찰된다. 또한 영업목적으로 보유 여부를 판단하기 힘든 골프회원권의 경우에도 비영업용 자산으로 분류하지 않는 경우가 있다. 최종적으로 비영업용자산 분류 여부는 Operating Cash Flow 창출에 영향을 주지 않은 자산 중 평가 대상 기업의 가치를 구성하고 있는 자산 인가의 여부에 따라 판단하는 것이 맞다.

이자부부채는 평가기준일 현재 시점의 이자부부채 시장가액을 반영한다.

모든 nonequity claims의 가치를 평가한 뒤, 기업가치에서 빼주면 자본가치가 나오게 된다.

Equity Valuation versus Firm Valuation

DCF method는 미래에 발생하게 될 현금흐름을 현금이 귀속되는 주체인 주주와 채권자의 요구수익률로 할인하여 현재 기업가치를 평가하는 방법이다. 곧 DCF method를 통한 기업가치는 현금흐름과 할인율의 함수로 표현될 수 있으며 현금흐름과 할인율의 적용에 따라 Firm Valuation과 Equity Valuation으로 나눌 수 있다.

* + 1. Firm Valuation

Firm Valuation은 회사의 영업 자산으로부터 발생하는 총 현금흐름을 현금흐름이 최종적으로 귀속되는 주주와 채권자의 요구수익률로 할인하여 기업가치를 평가하는 방법이며, 기업 전체의 가치를 평가한 후 채권자의 가치를 차감하여 주주들의 가치를 구하게 된다. 이 때 사용되는 현금흐름은 영업으로부터 발생하는 현금 유입인 영업이익(EBIT)으로부터 세금, 운전자본(Working Capital), 자본적 지출(Capital Expenditure), 감가상각비와 무형자산상각비(Depreciation and Amortization)와 같은 비현금비용 등 현금 지출과 비현금 비용을 모두 조정한 후의 Free Cash Flow to the Firm이다.

할인율은 주주와 채권자의 요구수익률을 모두 반영하여 산출하게 된다. 일반적으로 주주와 채권자의 요구수익률은 상이하다. 채권자는 이자수익을 통해 정기적인 수익이 있지만 주주들은 고정적인 수익이 없을 수 있기 때문에 주주의 요구수익률이 채권자의 요구수익률보다 높게 나타난다. 이러한 차이를 반영하여 주주와 채권자의 요구수익률을 평가대상 회사의 목표 자본구조로 가중평균하여 가중평균 자본비용(Weighted Average Cost of Capital)을 계산한 후 이를 할인율로 적용한다.

회사의 영업자산으로부터 발생하는 현금흐름을 가중평균자본비용으로 할인하여 회사의 총 영업가치를 구한 후, 현금흐름에 반영되지 않은 잉여 현금 및 현금등가물, 투자유가증권, 회원권 등 기타 비영업용 자산의 가치를 가산하여 회사 전체의 가치를 구할 수 있다. 주주의 지분 가치는 회사 전체의 가치로부터 채권자들이 보유하고 있는 이자발생부채(Interesting Bearing Debt)의 시장가치를 차감하여 산정된다.

* + 1. Equity Valuation

Equity Valuation은 주주들에게 귀속되는 현금흐름을 주주들의 요구수익률로 직접 할인함으로써 기업의 가치를 평가하는 방법이다. 주주에 귀속되는 현금흐름인 Free Cash Flow to the Equity는 채권자에게 귀속되는 현금 흐름과 비영업자산으로부터 발생하는 현금 흐름을 모두 반영한 당기순이익으로부터 운전자본(Working Capital), 자본적 지출(Capital Expenditure), 감가상각비와 무형자산상각비(Depreciation and Amortization)를 반영하여 계산한 후, 새로운 차입금을 가산하고 차입금 상환액을 차감하여 도출한다.

주주들에게 귀속된 현금흐름은 주주들의 요구수익률로 할인하여 주게 되며 이를 통해 도출된 Equity의 가치는 Firm Valuation을 통해 도출된 Equity의 가치와 동일하게 된다. 실무상 주주 요구수익률은 업종평균 자본구조를 적용한 목표자본구조를 통해 산출되고 Free Cash Flow to the Equity추정시 순차입금 상환액(Net Borrowing)은 Valuation 목적으로 재작성된 현금흐름표 상 차입금 상환전 잉여 현금흐름에 따라 결정되기 때문에 정확히 일치하지 않는 경우가 대부분이다.

* + 1. Firm Valuation vs. Equity Valuation

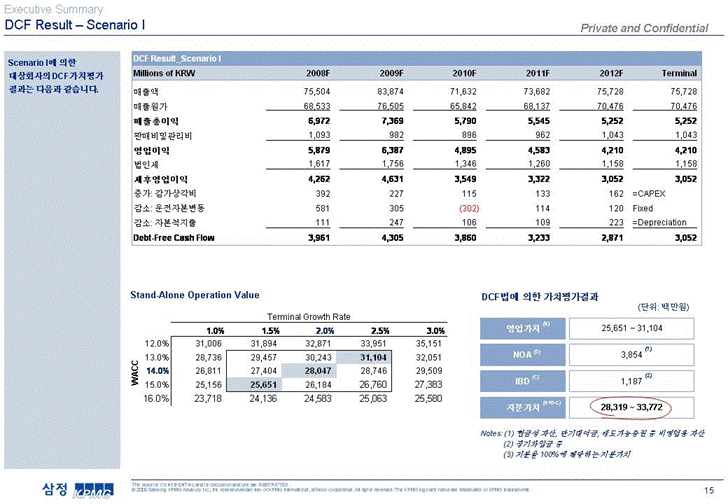
Firm Valuation은 현금흐름을 추정할 때 채권자에게 귀속되는 현금흐름을 차감하기 전 단계의 영업 현금흐름을 고려하기 때문에 새로운 차입과 사채의 발행 등과 같은 재무구조에 대해 추가적인 가정을 수립하지 않으며 할인율 또한 주주와 채권자의 요구수익률을 모두 포괄하여 반영하게 된다. 이와는 반대로 Equity Valuation은 주주에게 귀속되는 현금흐름을 주주의 요구수익률로 할인하게 되며 이는 미래의 재무구조에 대한 가정을 수립해야 한다. 재무구조에 대한 부가적인 가정은 회사의 가치를 평가함에 있어 영향을 미칠 수 있으며, 더 많은 고려사항을 반영하기 때문에 부가적인 노력을 기울여야 하게 된다. 다만 Firm Valuation의 경우 매출 등의 성장에 따라 증가하게 되는 추가 투자 등에 대한 충분한 고려가 반영된 부채비율을 통해 가중평균 자본비율이 계산되어야 한다. Equity Valuation의 경우 은행 또는 저축은행과 같이 자산과 부채의 성격이 애매하고 자금조달 비용을 파악하기 어려운 경우 사용된다.

Scenario Analysis & Sensitivity Analysis

Scenario Analysis란 불확실한 상황하에서 기업의 투자안에 대하여 분석을 행하는 경우 투자안에 영향을 주는 변수의 변화에 대한 투자안 위험의 민감도와 그 변수의 가능한 값이 범위를 모두 고려하여 투자안을 분석하는 방법이다. 시나리오 분석의 경우 시나리오별 주관적 확률 가중치를 결정하는 것이 객관적이지 않기 때문에 Fairness Opinion을 제시하는 경우 실무에서는 적용하기 어려운 점이 있다.

Sensitivity Analysis란 다른 조건이 일정한 경우에 어느 한 투입 요소가 변동할 때 그 투자안의 순현재가치가 어느 정도 변동하는가를 분석하는 것이다.

그림 10. DCF Result 예시



Financial Ratio Analysis (for self-review)

비율분석은 재무제표 등과 같은 수치화된 자료를 이용하여 항목 사이의 비율을 산출, 기준이 되는 비율이나 과거의 실적 그리고 다른 기업과의 비교 등을 통하여 그 의미나 특징, 추세 등을 분석 평가하는 것이다. 기업의 재무상태나 영업성과를 분석평가하기 위한 재무분석에서 사용되는 재무비율은 크게 1) 유동성비율 2) 효율성비율 3) 레버리지비율 4) 수익성비율 5) 시장가치비율로 구분할 수 있다. 이러한 비율분석은 복잡한 경제현상을 비교적 단순한 분석방법으로 비교, 평가할 수 있다는 장점이 있는 반면, 비교평가의 절대적인 기준을 설정하기가 용이하지 않고 종합적인 평가가 곤란하다는 한계를 가지고 있다. 재무비율의 이상변화가 회사의 사업계획 및 경제상황에 대한 분석을 통해 합리적으로 설명되지 못하는 경우 작업자의 단순 오류에 의한 것이 아닌지 반드시 확인하여야 한다.

매출관련 지표

**(1) 매출액 증가율**

제품이나 상품, 서비스의 판매총액이 지난 분기에 비해 얼마나 증가하였는가를 나타내는 지표이다. "당분기말 매출액/전분기말 매출액\*100-100"의 공식으로 구한다. 경쟁기업들보다 매출액 증가율이 앞서게 되면, 시장점유율이 늘고 있는 것이므로, 기업 경쟁력이 강화되고 있다는 신호이다

**(2) 1인당 매출액**   
임직원 한 사람이 매출에 얼마나 기여하고 있는지를 확인하기 위해, 전체 직원의 수로 매출액을 나누어 구한다. 기업의 생산성, 인적자원 활용의 효율성 등을 파악할 수 있는 지표이다.

**(3) 매출총이익률**   
매출총이익이 매출액에서 차지하는 비율이 매출총이익률이다. 원가율 또는 마진율로 부르기도 하는데, "매출총이익/매출액\*100"의 공식으로 구한다. 제품 경쟁력이 강한 기업일수록 매출총이익률이 높다. 반대로 가격경쟁에 직면한 기업이나 박리다매형 기업에서는 이 비율이 낮게 나타난다.

**(4) 총자산 회전률**   
기업의 전재산인 자산을 투입하여 얼마나 판매실적을 거두고 있는지를 측정하기 위한 지표의 하나로써, 총자본 회전률이라고도 한다. 매출액을 자산으로 나누어, 한 단위의 자산으로 몇 번의 매출을 발생시켰는가를 분석한다. 계산식은 "매출액/자산"이다. 이 비율이 높을수록 자산을 효율적으로 활용하고 있다는 것을 의미한다. 1회 비율이라면, 100이라는 자산을 투입하여 100 이상의 매출액을 획득하고 있다는 것을 의미한다.

**(5) 자기자본 회전률**   
자기자본의 운용 효율성을 측정하는 지표로써, 매출액을 자기자본으로 나눈 것이다. 한 단위의 자본을 투입하여 얼마나 많은 매출을 발생시켰는가를 나타내는데, 이 비율이 높을수록 자기자본에 대한 활용도가 높다는 것을 의미한다. 그러나 매출액에 비해 자기자본이 적을 때에도 수치는 높게 나타날 수 있다. 따라서 자기자본비율도 함께 살펴 볼 필요가 있다.

**(6) 유형자산 회전률**   
유형자산, 즉 기업이 보유하고 있는 공장, 기계설비 등의 적정 수준이나 운영 효율성을 판단하기 위한 지표로써, "매출액/유형자산"으로 구한다.이 비율이 높으면 유형자산의 유지를 위해 지출되는 감가상각비, 보험료, 수선비 등의 고정비에 비해 제품의 생산, 판매량이 상대적으로 많다는 것을 의미하며, 이에 따라 제품당 생산원가가 절감되고 있음을 알 수 있다. 그러나 매출액 규모에 비해 설비투자액이 적은 경우에도 이 비율이 높아질 수 있다는 점은 유의해야 한다.

**(7) 매출채권 회전률**   
매출액을 매출채권으로 나누면, 한 번의 매출이 발생할 때마다 매출채권이 몇 번 회전했는지, 즉 매출채권의 현금화 속도가 어떠한지를 알 수 있다. "매출액/매출채권(장기성 포함)"의 계산식으로 구한다. 흔히 기업의 경쟁력이 약화되면 매출채권이 늘어나고, 경쟁력이 강해지면 매출채권은 줄어드는 경향이 있다. 따라서 매출채권 회전률의 추세를 보면, 회사의 경쟁력, 수익성, 자금상황 등을 예측해볼 수 있다.   
특히 매출채권이 매출액보다 더 빠른 속도로 늘어나면 자금사정이 급속도로 악화될 수 있으니 유의해야 한다. 매출채권 회전율의 경우 회사의 과거 회전율 트랜드 및 미래 추정이 Valuation시 회사의 회사의 경쟁력, 수익성의 미래 추정 가정과 일치하는지 반드시 확인해 보야야 한다.

**(8) 재고자산 회전률**   
매출액을 재고자산으로 나누어, 한 번의 매출이 발생할 때 재고자산이 몇 번 회전했는가를 분석하는 지표이다. "매출액/재고자산"의 공식으로 구한다. 이 비율이 높으면 재고자산 관리, 더 나아가서 영업활동 관리가 효율적으로 이루어지고 있는 것이다. 반면에 매출액이 늘더라도 재고자산이 더 빠른 속도로 늘어나면 이익이 줄거나 자금사정이 악화될 수 있다. 따라서 이 비율이 빠르게 낮아지면 위험신호가 된다. 재고자산 회전율의 경우에도 회사의 과거 회전율 트랜드 및 미래 추정이 Valuation시 회사의 회사의 경쟁력, 수익성의 미래 추정 가정과 일치하는지 반드시 확인해 보야야 한다.

**(9) 순영업자본 회전률**   
원재료를 구매하고, 제품을 생산하고, 제품을 출고하는 과정을 하나의 영업 순환과정으로 볼 수 있는데, 이러한 순환과정을 금액으로 환산하여, 매출채권에 재고자산을 더하고, 매입채무를 뺀 금액을 순영업자본이라고 한다. 즉 "매출채권+재고자산-매입채무"의 합계액이 순영업자본이다. (엄밀한 계산을 위해 장기성 매출채권과 장기성 매입채무도 계산식에 포함한다.) 순영업자본 회전률은 매출액을 순영업자본으로 나눈 것이다. 한 번의 매출이 발생할 때, 순영업자본이 몇 회 투입되었는가를 나타내는 것이며, "매출액/순영업자본"의 공식으로 구한다. 이 비율이 높을수록 기업의 영업 순환과정이 빠르게 이루어지고 있다는 것을 알 수 있다. 그런데 이 비율은 기업의 경쟁력, 특히 영업력이 우월할 때에만 높게 유지될 수 있다. 즉 이 비율이 높다는 것은 매입처와 매출처에 대한 기업의 위상이 매우 강력하다는 것을 의미하기 때문이다.

**(10) 매출액 대 연구개발비 비율**   
회사가 연구개발에 얼마나 많은 투자를 하고 있는지를 확인하기 위한 지표이다. "(개발비투자액+경상개발비)/매출액\*100"의 식으로 구한다. 개발비(무형자산) 투자액의 경우 현금흐름표를 통해 확인하고, 경상개발비의 경우 매출원가와 판관비에 배부된 금액을 모두 확인하여야 한다. 기술 변화가 빨라지고, 제품 수명이 짧아지고 있는 시장 상황에서, 연구개발활동은 기업의 경쟁력을 좌우하는 핵심적인 활동으로 자리잡고 있다. 따라서 연구개발비 비율이 점차 낮아지고 있거나, 경쟁기업들에 비해 줄어들고 있는 기업은 유의해서 살펴볼 필요가 있다. R&D 투자 비중이 높은 업종의 경우 반드시 확인하여야 하는 지표이다.

수익관련 지표

**(1) 순이익 증가율**   
기업의 최종적인 경영성과이자, 기업이 지속적으로 성장하는데 가장 핵심적인 자원이 되는 순이익이 늘어나고 있는지 확인하기 위한 지표이다. "당분기 순이익-전분기 순이익\*100-100"의 식으로 값을 구한다. 두 말할 필요도 없이, 순이익 증가율이 플러스인 기업이 지속적으로 성장할 수 있는 기업이다.

**(2) 순이익률**   
순이익률은 당기순이익을 매출액으로 나눈 것이다. 매출액 순이익률이라고도 한다. 순이익률은 기업의 수익력을 측정하는 가장 핵심적인 지표이다. 일반적으로 순이익률이 높다는 것은 회사의 경쟁력이 우월하다는 것을 의미한다. 국내기업들의 평균 순이익률은 미국기업들보다 낮은 수준에 머물러 있는 것으로 조사되고 있다. 코스피시장 및 코스닥시장에 상장된 기업들의 2005년도 평균 순이익률은 8%였으며, 상위 20% 이내에 포함되려면 11% 정도의 순이익률을 기록해야만 한다.

**(3) 1인당 순이익**   
임직원 한 사람이 순이익 획득에 얼마나 기여하고 있는지를 확인하기 위해, "순이익/종업원수"로 구한다. 기업의 구조적인 경쟁력, 인적자원의 경쟁력 등을 파악할 수 있는 지표이다.

**(4) 자기자본 순이익률(ROE)**   
순이익은 원칙적으로는 회사에 자본을 투자한 주주들에게 돌아갈 몫이라고 볼 수 있다. 이러한 순이익을 자기자본으로 나눈 값이 자기자본 순이익률, ROE(Return On Equity)이며, 주주들의 투자수익률을 측정하는 대표적인 지표의 역할을 한다. 일반적으로는 ROE는 장기저축예금의 금리 이상은 되어야 한다. ROE가 은행의 금리보다 낮으면 경영자가 충분한 사업실적을 달성하지 못했다는 것을 의미한다. 그런데 순이익이 줄더라도 배당금을 지급하는 등의 방법으로 자기자본을 줄여서 ROE를 높일 수 있기 때문에, 총자산 순이익률(ROA)도 함께 살펴볼 필요가 있다.

**(5) 총자산 순이익률(ROA)**   
총자산 순이익률, ROA(Return On Assets)는 기업의 전재산인 자산을 투입하여 순이익을 얼마나 획득했는지를 측정하는 지표이다. "당기순이익/자산\*100"으로 구한다. ROE와 마찬가지로 판매마진을 높이거나 각종 자산의 회전율을 높여야만 ROA를 끌어올릴 수 있다. 왜냐하면 총자산 순이익률은 "순이익률(순이익/매출액) \* 총자산 회전률(매출액/자산)"으로 분해할 수 있다. 즉 총자산 순이익률을 증가시키려면 순이익률을 높이거나 총자산 회전율을 늘려야만 한다. 만일 순이익률은 높으나 자산 회전률이 낮으면 판매마진은 높았으나 판매활동이 부진했음을 의미한다. 반대의 경우라면 판매마진은 낮았으나 영업활동이 활발하게 이루어졌음을 뜻하게 된다. 고객의 예탁금이 자산의 대부분을 차지하게 되는 금융업종에서는, ROE로는 전체 경영성과를 측정하기 어렵기 때문에, ROA를 대표적인 성과지표로써 활용하고 있다. 워렌 버핏은 우수한 금융업종 기업이라면 1% 이상의 ROA를 달성해야 한다고 주장한 바 있다. 주주들에게 배당해주는 것이 올바르다고 주장한다.

**(6) 영업이익률**   
기업의 영업 효율성을 측정하는 대표적인 지표이다. "영업이익/매출액\*100"의 간단한 공식으로 구하는데, 매출액 영업이익률이라고 부르기도 한다. 기업의 제품력이나 영업력이 강한 기업일수록 이 비율은 높게 나타난다. 따라서 투자 대가들이 기업의 본업 경쟁력을 평가할 때 먼저 살펴보는 지표 중의 하나이다. 반대로 영업 효율성이 떨어지는 기업, 즉 판매관련 인건비나 광고선전비 등의 판매관리비 지출이 과다한 기업에서는 영업이익률이 낮게 나타난다.

**(7) 총자산 영업이익률**   
기업의 전재산인 자산을 투입하여, 영업활동에서 얼마나 많은 성과를 거두었는지 측정하기 위한 지표이다. "영업이익/자산\*100"의 값으로 표시된다. 그런데 이 총자산 영업이익률은 "영업이익률(영업이익/매출액) \* 총자산 회전률(매출액/자산)"으로 분해할 수 있다. 따라서 자산 영업이익률을 증가시키려면 결국 영업이익률을 높이거나 자산 회전율을 증가시켜야 한다. 즉 많은 영업이익을 거두고, 자산의 회전률도 높은 기업에서 이 비율은 높게 나타난다.

**(8) 자기자본 영업이익률**   
투자의 대가인 워렌 버핏이 중시한 가치지표로써, 회사가 자기자본을 활용하여 얼마나 많은 영업성과를 거두고 있는지, 따라서 얼마나 강력한 경쟁우위를 확립하고 있는지 파악하기 위한 지표이다. "영업이익/자본\*100"의 공식으로 값을 구한다.

**(9) 경상이익률**   
기업의 영업활동뿐만 아니라 재무활동에서 발생한 경영성과까지 한꺼번에 분석할 수 있는 지표이다. "경상이익/매출액\*100"의 공식으로 구하는데, 매출액 경상이익률이라고도 한다. 영업이익률은 높으나 경상이익률이 낮은 기업은 주로 차입금이 많은 기업들이다. 즉 이자비용 등이 이익을 대폭 깎아먹기 때문이다.

**(10) 총자산 경상이익률**   
회사가 보유한 자원의 총량인 자산을 투입하여, 경상적인 이익을 얼마나 거두고 있는가를 분석하기 위한 지표이다. "경상이익/자산\*100"의 공식으로 값을 구할 수 있다. 그런데 이 자산 경상이익률은 "경상이익률(경상이익/매출액) \* 총자산 회전률(매출액/자산)"으로 분해할 수 있다. 즉 자산 경상이익률을 증가시키려면 결국 경상이익률을 증가시키거나 총자산 회전률을 증가시켜야 한다.

**(11) EBIT율**   
자금의 조달방식과 관계없이 기업이 거둔 수익성과를 측정하는 EBIT이 매출액에서 차지하는 비중을 나타내는 지표이다. "EBIT/매출액\*100"으로 계산한다. 매출액 EBIT율이라고 한다. 경상이익률이나 순이익률이 낮더라도 EBIT비율이 높은 기업이라면, 차입금 비중을 줄여나가면서 순이익률을 개선해나갈 수 있는 능력을 갖고 있다고 말할 수 있다.

**(12) EBITDA**   
EBITDA(Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization)는 이자비용(Interest), 세금(Tax), 감가상각비용(Depreciation & Amortization) 등을 빼기 전의 순이익을 의미한다. EBITDA는 경상이익에 이자비용과 감가상각비, 무형자산상각비를 더해서 계산한다. 회계 상의 순이익이 금융비용이나 감가상각비용 등 영업외적 요인에 의해 영향을 받는데 비해, EBITDA는 이러한 영향을 배제하고 영업활동을 통해 벌어들이는 순수한 현금창출 능력을 보여주기 때문에, 수익성을 측정하는 지표로써, 기업의 실제가치를 평가하는 중요한 잣대로써 활용된다. 또 EBITDA는 국가 간 또는 기업 간에 순이익이 다르게 계산되는 요인(이자율, 세제의 차이 등)을 제거한 후, 기업의 수익창출 능력을 비교할 수 있는 지표로써도 널리 활용되고 있다.

**(13) EBITDA율**

EBITDA는 영업외적인 요소들의 영향을 배제하고 영업활동을 통해 벌어들이는 순수한 현금창출 능력을 보여주는 EBITDA가 매출액에서 차지하는 비중을 나타내는 지표이다. "EBITDA/매출액\*100"의 공식으로 계산한다. 매출액 EBITDA율이라고도 한다. 국가 간 또는 기업 간에 순이익이 다르게 계산되는 요인(이자율, 세제의 차이 등)을 제거한 후, 기업의 수익창출 능력을 비교할 수 있는 지표가 된다. Valuation시 기본적으로 5년 이상의 기간에 대해 업종평균 EBITDA율 및 평가대상 기업의 EBITDA율 분석을 통해 분석대상 기업의 순이익 트랜드 및 업종내에서 평가 대상기업의 상대적 우위 여부를 확인하여야 한다.

**(14) 매출액 대 현금흐름 비율**   
이 비율은 영업활동으로 인한 현금흐름을 매출액으로 나눈 값인데, 당기순이익을 매출액으로 나눈 순이익률과 비교하기 위한 보조지표이다.  손익계산서 상의 순이익은 현금의 유입이 없는 상태에서도 늘려 잡을 수 있는 방법이 많다.   
예를 들어, 분기 말에 외상매출액을 대폭 늘리게 되면, 당 분기의 매출액과 순이익은 증가하게 된다. 그러나 다음 분기의 매출채권을 증가시키고 당 분기에도 실제 현금의 유입이 없는 이익이 되므로, 질(Quality)이 높지 않은 이익이라고 말할 수 있다. 따라서 이 비율은 어떤 기업에 대해 '매출로부터 순이익을 증진시키는 능력'과 '매출로부터 현금흐름을 증진시키는 능력'이 어떻게 다른지를 비교, 파악하는데 도움을 준다.

**(15) 순이익 대 현금흐름 비율**  
손익계산서 상의 순이익은 실제 현금의 유입 없이도 늘어날 수 있다. 따라서 순이익을 현금흐름과 비교하여 분석하면, 매출과 이익의 질(Quality)을 더 분명하게 파악할 수 있다. 이 비율은 "영업활동으로 인한 현금흐름/순이익\*100"의 공식으로 산출된다.   이 비율이 낮으면, 즉 현금흐름은 증가되지 않고 손익계산서 상의 순이익만 증가되는 경우 영업실적의 가치가 높다고 말할 수 없다. 순이익이 지속적으로 창출되면서 현금유입도 함께 수반되는 경우에는 질이 높은 이익이라고 말할 수 있다.

자산과 부채관련 지표

**(1) 유동자산 구성비율**   
1년 이내에 현금화될 수 있는 유동자산이 전체 자산 중에서 차지하는 비중을 나타내는 지표로써, "유동자산/자산\*100"으로 계산된다. 단기적인 재무 안정성을 파악할 수 있는 지표 중의 하나이다.

**(2) 운전자산 증가율**   
운전자산이란 기업이 영업활동을 위해 보유하고 있는 재고자산과 매출채권(장기성 매출채권 포함)을 합한 자산이다. 기업이 영업활동을 적극적으로 전개하게 되면, 운전자산이 늘어나는 경우가 많다. 그러나 운전자산이 늘어나면 더 많은 현금이 잠기는 것을 의미하기 때문에, 운전자산이 지속적으로 증가하는 것은 바람직하지 않다. 특히 매출액이 늘어나지 않는 상태에서 운전자산만 늘어나는 것은 기업이 위험한 상태로 빠져드는 적신호로 해석될 수 있다.

**(3) 고정자산 구성비율**   
장기적인 투자나 보유를 목적으로 취득한 고정자산이 기업의 총자산 중에서 차지하는 비중을 나타내는 비율이다. "고정자산/자산\*100"의 공식으로 산출된다.

**(4) 고정비율**   
운용기간이 장기간에 속하는 고정자산의 취득을 위해 자기자본을 얼마나 투입하였는가를 나타내는 지표로써, "고정자산/자본\*100"의 식으로 구한다. 100% 이하의 기업이 우량기업이라 할 수 있는데, 이는 1년 이상 장기적으로 사용될 장기보유성 자산은 자기자본으로 충당하는 것이 바람직하다는 것을 의미한다.

**(5) 고정장기적합률**   
고정자산을 취득하기 위해 장기성 자금을 얼마나 투입하고 있는가를 나타내는 지표로, 고정비율의 보조지표로써 활용되고 있다. "고정자산/(자본+고정부채)\*100"의 공식으로 산출된다. 중화학공업의 경우에는 설비투자에 막대한 자금을 투자해야 하기 때문에, 자기자본만으로 투자하기는 어렵다. 부족한 자금을 조기상환 부담이 덜한 장기차입금으로 조달하는 것이 바람직하다는 의미에서, 이 비율은 100% 이하를 표준비율로 보고 있다.

**(6) 부채비율**   
부채를 자기자본으로 상환할 수 있는지 파악하기 위한 비율로써, 기업의 재무적인 안정성을 평가할 때 가장 일반적으로 활용되는 지표이다. "부채/자본\*100"의 공식으로 비율을 구한다. 자기자본으로 부채를 전부 갚을 수 있는 수준인 100% 이하를 표준적인 비율로 본다. 그러나 1년 이내에 상환해야 하는 단기채무인 유동부채가 많지 않은 한, 200%까지도 양호한 수준이라고 할 수 있다.

**(7) 순이익 대 부채 비율**   
정상적인 영업활동을 통해 수익을 내고 있는 한, 자기자본을 털어 부채를 갚으려는 기업은 없을 것이다. 그러므로 자기자본으로 부채를 갚을 수 있느냐 보다는 순이익으로 부채를 갚을 수 있느냐를 따져보는 편이 더 실질적이라고 할 수 있다. 그러므로 부채비율보다는 이 순이익 대 부채 비율이 기업의 부채 상환능력을 가늠해 볼 수 있는 더 현실적인 지표라고 할 수 있다. "부채/순이익\*100"으로 값을 구한다. 이 비율이 연도별 기준으로 300% 이하인 기업은 재무적으로 매우 양호하다고 볼 수 있는데, 이는 향후 3년 동안의 순이익으로 부채를 전부 상환할 수 있다는 뜻이 되기 때문이다.

**(8) 유동부채비율**   
유동부채는 1년 내에 상환해야만 하는 부채이다. 유동부채는 매입채무(외상매입금과 지급어음), 단기차입금, 유동성 장기부채, 미지급금이나 선수금 등으로 구성된다.유동부채비율은 자기자본에 대한 유동부채의 비율로써, 재무적 안정성을 측정하는 보조지표로써 활용된다. "유동부채/자본\*100"으로 구한다. 이 비율이 100%를 넘어서면, 1년 이내에 갚아야 할 단기채무가 자기자본보다 더 많아지게 되는 것이므로, 기업의 자금사정이 매우 불안정한 상태로 빠져들고 있음을 의미한다.

**(9) 유동비율**   
유동자산에 대한 유동부채의 비율, 즉 1년 내에 현금화할 수 있는 자산으로 1년 내에 갚아야 할 부채를 상환할 수 있는지 측정하는 지표이다. "유동자산/유동부채\*100"의 공식으로 구한다. 이 비율이 100% 미만이라면, 영업이익이 갑자기 늘어나지 않는 한, 외부에서 추가로 차입을 해 오거나, 투자자산이나 유형자산을 처분해서 현금을 마련해야만 유동부채를 상환할 수 있다는 것을 의미한다.

**(10) 현금의 증가 대 유동부채 비율**   
기업 내로 유입되는 현금으로 단기채무를 상환할 수 있는지 측정하는 지표이다. "유동부채/현금의 증가\*100"으로 구한다. 이 비율이 100%를 넘어서면, 기업이 어떤 방식으로든 조달한 현금으로도 단기채무를 전부 상환할 수 없다는 것을 의미하며, 단기적인 자금사정이 악화되고 있다고 할 수 있다.

**(11) 당좌비율**   
유동비율이 유동자산과 유동부채를 대응시켰다면, 당좌비율은 유동자산 중에서도 현금화하는데 시간이 걸리는 재고자산을 제외한 당좌자산만을 유동부채와 대응시킨 것이다. "당좌자산/유동부채\*100"의 계산식으로 값을 구한다. 단기채무에 대한 기업의 초단기적인 지급 능력을 파악할 수 있어, 유동비율과 함께 회사의 단기적인 안정성을 측정하는 주요 지표로써 활용된다. 일반적으로 100%를 넘으면 양호하다고 본다.

**(12) 매입채무 대 매출채권 비율**   
기업 간의 신용거래관계를 나타내는 매출채권과 매입채무를 대응시킨 비율이다. 즉 받을 돈에 비해 줄 돈이 얼마나 있는가를 파악할 수 있다. "매출채권/매입채무\*100"의 공식으로 구성되는데, 더 엄격한 계산을 위해, 장기성 매출채권과 장기성 매입채무도 포함하기로 한다.  이 비율이 높을수록 기업의 유동비율도 높게 나타난다. 그러나 매출채권이 많아지면 현금 고갈로 인해 자금 사정이 악화될 수 있으므로, 300%를 넘지 않는 것이 바람직하다.

**(13) 고정부채비율**   
자기자본에 대한 고정부채의 비율로써, 유동부채비율과 함께 자본 구성의 안정성을 판단하는 보조지표로써 활용된다. "고정부채/자본\*100"로 구한다. 유동부채비율과 마찬가지로 100% 이하가 바람직하다. 부채비율이 낮은 회사라 하더라도 유동부채나 고정부채 중 어떤 쪽의 부채가 많은지에 따라 회사의 안정성은 크게 달라질 수 있다. 1년 내에 갚아야 할 유동부채의 비중이 크면 부채비율이 낮다 하더라도 불안정한 상태에 들어서고 있다고 말할 수 있다.

**(14) 차입금 의존도**   
자산 중에서 차입금이 차지하는 비중을 나타내는 비율이다. "(단기차입금+유동성장기부채+사채+장기차입금)/자산\*100"의 산식으로 산출된다. 차입금 의존도가 높은 기업일수록 금융비용 부담이 가중되어 수익성이 악화되고, 재무적인 안정성도 나빠지게 된다.

**(15) 이자보상비율**  
이자보상비율은 이자 지급에 필요한 수익을 기업이 창출할 수 있는 능력을 갖고 있는지 측정하기 위한 비율로써, 기업의 이자 부담능력을 판단하기 위한 지표이다. "영업이익/이자비용\*100"의 계산식으로 구하며, 이자보상배율이라고도 한다. 이 비율이 100%에 미치지 못하면, 기업이 벌어들이는 영업이익으로 이자도 갚지 못하고 있다는 것을 의미하며, 따라서 비율이 높을수록 재무 안정성이 좋아진다고 할 수 있다.

**(16) EBITDA 대 차입금 비율**   
경상이익에 이자비용, 감가상각비, 무형자산상각비 등을 다시 더하여 산출된 이익이 EBITDA이다. 회계 상의 순이익이 금융비용이나 감가상각비 등 영업외적 요인에 의해 영향을 받는데 비해 EBITDA는 이러한 영향을 배제한, 순수한 영업활동의 성과만을 측정할 수 있는 장점이 있다. 이러한 EBITDA로 차입금을 나눈 비율은 결국 기업이 영업활동을 통해 순수하게 벌어들이는 수익으로 외부차입금을 얼마나 상환할 수 있는지를 측정하는 지표가 된다. 이 비율이 낮을수록 재무 안정성이 높아진다고 할 수 있다.

**(17) 현금흐름 대 차입금 비율**   
영업활동으로 인한 현금흐름은 당기순이익에 감가상각비와 같은 현금지출이 없는 비용을 더하고, 매출채권과 같은 현금유입이 없는 자산 등을 차감하여 산출되는 값인데, 회사의 본업인 영업활동을 통해 얼마나 많은 현금 수입을 얻고 있는지를 파악할 수 있다.   
이러한 현금흐름으로 차입금을 나눈 비율은 기업이 영업활동을 통해 순수하게 벌어들이는 현금으로 외부차입금을 얼마나 상환할 수 있는지를 측정하는 지표가 된다. 이 비율이 낮을수록 재무 안정성이 높아진다고 할 수 있다.

자본과 배당관련 지표

**(1) 자기자본비율**   
자산 또는 총자본 중에서 자기자본이 차지하는 비율로, 회사의 안정성을 측정하는 대표적인 지표이다. "자본/자산\*100"으로 구한다. 자기자본은 금융비용(이자)을 부담하지 않고 기업이 운용할 수 있는 내부자금이므로 자기자본비율이 높을수록 기업의 안정성은 높아진다고 할 수 있다. 특히 부채보다 자기자본이 많은 회사, 즉 50% 이상인 회사가 안정적인 회사라고 할 수 있다.

**(2) 주당순자산 (BPS)**   
순자산(Book-value)는 총자산에서 부채를 제외한 값인데, 재무상태표 상으로 자본총계가 이에 해당된다. 주당순자산, BPS(Book-value Per Share)는 주주가 보유하고 있는 주식이 실제로 얼마나 큰 자산가치를 지니고 있는지 판단하기 위해, 자기자본을 보통주 주식수로 나눈 값이다.

**(3) 보통주 배당률**   
주식발행총액에 대해 배당금을 지급하는 비율로써, 투자자에게는 일종의 수익률에 해당된다. "보통주 현금배당금/보통주 자본금\*100"의 식으로 구한다. 그러나 높은 성장률을 추구하는 회사의 경우에는, 사업 확대 등에 많은 자본을 투입해야 하므로 순이익의 사내유보를 선호하여 배당률이 높지 않을 수도 있다.

**(4) 우선주 배당률**   
우선주 발행총액에 대해 배당금을 지급하는 비율로써, "우선주 현금배당금/우선주 자본금\*100"의 식으로 구한다.

**(5) 배당성향**   
순이익 중에서 얼마나 많은 금액을 배당금으로 지급했는가를 나타내는 비율로써, 사외배당률이라고도 한다. "현금배당금/당기순이익\*100"으로 구한다. 배당률만으로는 배당금의 지급능력이 많고 적은지를 알 수 없기 때문에 배당성향은 배당률의 보조지표로써 활용된다. FCFE방식의 Valuation시 현금흐름표 및 재무상태표 추정을 위해 배당액을 추정하는 경우가 있는데, 이때 배당 성향을 이용한 사례가 있다.

시장접근법(Market Approach)

Fundamental Principles of Market Approach

DCF의 목표는 평가하고자 하는 자산 또는 기업의 현금흐름과, 성장률, 위험을 바탕으로 그 자산 또는 기업의 가치를 찾아내는 것이다. 시장접근법의 목표는 비슷한 자산 또는 기업이 시장에서 어떻게 가격이 매겨지는가를 기초로 자산 또는 기업의 가치를 평가하는 것이다. 시장의 거래가를 기초로 한 배수(Multiples)들은 사용하기 쉽고, 직관적이다.

시장접근법은 두 부분으로 구성되어 있다. 첫째, 자산 또는 기업을 상대적으로 평가하기 위해서 가격은 표준화되어야 하며, 일반적으로 가격을 이익, 장부가격, 매출 등의 배수로 전환시켜 표준화한다. 둘째, 비슷한 회사를 찾는 것이다. 하지만 동일한 두 회사는 현실에서 존재하지 않으며, 같은 사업을 영위하는 회사들도 서로 다른 위험과 성장잠재력 그리고 현금흐름을 가지고 있으므로 비슷한 회사들을 찾는 것은 쉽지 않다. 그러므로 회사들의 배수를 비교할 때 이러한 어려움들을 어떻게 다루는가가 주요한 이슈가 된다.

시장접근법은 광범위하게 쓰일 수 있다. 대부분의 증권사 리포트에서는 PER, EV/EBITDA등의 배수와 비교가능 회사들(Guideline Company)에 근거하여 기업의 가치를 평가하고 있다.

**Reason for popularity**

* 배수와 비교가능회사에 근거한 가치평가는 DCF에 비하여 훨씬 적은 명시적인 가정을 가지고 훨씬 빠르게 수행될 수 있다.
* DCF에 비하여 이해하기 쉬우며, 고객에게 설명하기 쉽다
* 상대적가치평가는 시장의 현재 분위기를 훨씬 잘 반영하고 있다. 왜냐하면 이는 본질가치가 아닌 상대적 가치를 평가하기 때문이다. 따라서 사실 상대적가치평가가 DCF에 비하여 시장가격에 가까운 가치를 산출해낸다.

**Potential pitfalls**

상대적 가치평가의 장점은 또한 단점이 된다.

* 여러 비교가능회사들과 배수들을 함께 쓸 수 있다는 편의성은 각각 회사들의 위험, 성장잠재력, 현금흐름잠재력을 무시하게 된다.
* 배수들이 시장의 분위기를 반영한다는 사실은 비교가능회사들이 시장에서 과대평가되거나 과소평가되었을 때 평가대상회사 또한 그렇게 될 수 있다.
* 상대적 가치평가는 기본 가정의 투명성 결여 때문에 특히 조작의 위험에 취약하다.

Standardized Values and Multiples

주식의 가격은 회사의 주주가치와 주식수의 함수이다. 예를 들어, 2:1 주식분할은 대략 주식가격을 반으로 낮춘다. 이렇게 주식의 가격은 주식수에 따라 바뀌므로, 주식의 가격은 서로 다른 회사 사이에서 비교될 수 없다. 시장에서 비슷한 회사들의 가치를 비교하기 위해서는 어떤 방법으로 그 가치를 표준화해야 한다. 가치는 수익, 장부가치, 대체가치, 매출 등에 비교하여 표준화 될 수 있으며, 회사가 속한 산업의 특정한 수치와 비교할 수도 있다.

**Earning Multiples**

가장 직관적인 방법 중에 하나는 자산이 발생시키는 수익에 대한 배수를 이용하는 것이다. 주식을 살 때 지불되는 주식의 가격을 주당 수익의 배수로 보는 것은 흔한 일인데, 이때 Price earning ratio는 현재 주당이익을 이용하여 추정될 수 있으며 이를 Current PE라 부른다. 또한 향후 연도에 예상되는 주당이익을 이용한다면 Forward PE라 부른다.

사업을 인수 할 때에는 주식을 평가하는 것과 달리 EBIT 이나 EBITDA의 배수로써 회사의 가치를 평가하는 것이 일반적이다. 이는 Earnings와는 달리 EBIT이나 EBITDA는 타인자본비용이 반영되기 전의 사업에 관련된 이익이기 때문에 회사차기(Enterprise Value)와의 상관관계를 파악하는 것이 일관성 있는 접근이기 때문이다. 주식이나 사업의 인수자의 입장에서 낮은 배수가 높은 배수보다 좋지만, 이러한 배수들은 그 주식이나 사업의 위험과 성장잠재력 등의 영향을 받을 것이다.

**Book Value or Replacement Value Multiples**

시장이 사업의 가치에 대한 하나의 추정치를 제공하는 반면에 회계사들은 같은 사업에 대해 종종 아주 다른 추정치를 제공한다. 장부가치에 대한 회계적 추정치는 회계원칙에 의해 결정되고 취득 원가와 회계적 조정(감가상각 등)에 크게 영향을 받는다. 투자자들은 주가가 얼마나 과대평가되어 있는가 과소평가되어 있는가를 측정하기 위해 종종 주식에 지불할 가격과 주식의 장부가치의 관계(Price to Book Value)를 본다. 이 비율은 각 산업의 성장 잠재력이나 투자의 질에 따라 산업별로 다양하게 나타난다. 사업을 가치평가 할 때, 주주가치뿐이 아닌 전체 자본의 장부가치와 회사의 가치를 이용하여 PBV를 추정하게 된다. 장부가치가 진정한 가치를 평가하는 좋은 지표가 아니라고 생각하는 평가자는 대신 자산의 대체 가격을 이용할 수 있다. 회사의 가치와 대체 가격의 비율은 Tobin’s Q라고 불린다.

**Revenue Multiples**

수익과 장부가치는 모두 회계원칙에 따른 방법에 의해 산출된다. 회계적 선택에 가장 영향을 받지 않은 대체적 측정치로 매출액을 이용하여, 자산의 가치와 그 자산이 발생시키는 매출액의 비율을 이용할 수 있다. 회사 가치를 측정함에 있어서는 회사 전체 가치를 매출액으로 나눈 Value to sales ratio(VS)가 이용된다. 이 비율은 이익률의 함수로 각 산업별로 다양하게 나타난다. 매출액 배수를 이용함에 있어서의 장점은 수익이나 장부가치를 이용하는 것보다, 서로 다른 시장에 있는 회사들, 서로 다른 회계 시스템을 사용하는 회사들을 비교할 때에는 훨씬 쉽다는 것이다.

**Sector Specific Multiples**

위의 이익, 장부가치, 매출액에 의한 배수는 어느 섹터나 전체 시장에서의 회사들에 대해 산정될 수 있는 반면에 어떤 섹터에 특정하게 쓰이는 배수들이 있다. 예를 들면 1990년대 인터넷 기업들이 시장에 등장했을 때, 대부분의 회사는 미미한 매출액과 장부가치 그리고 손실을 기록하고 있었고, 평가자 들은 시가총액을 웹사이트의 클릭 수로 나눈 배수를 이용했다.

이러한 방법은 두 가지 이유로 위험하다. 첫째, 이 배수들은 다른 섹터나 시장 전체의 기업들에 대해여 산정될 수 없기 때문에 이 특정 섹터를 다른 섹터에 비해서 지속적으로 과대평가 혹은 과소평가되게 할 수 있다. 둘째, 섹터 특정 배수와 기업의 Fundamentals를 연관 시키기는 매우 어렵다. 이는 배수를 사용하는데 있어서 필수 요소이다.

Four Basic Steps To Using Multiples

배수는 사용하기 쉽고, 오용되기도 쉽다. 이러한 배수를 현명히 사용하고 오용된 배수를 발견할 수 있는 기본 4단계가 있다. 첫번째 단계는 배수가 일관되게 정의되고, 비교가능 회사들에 대해서 동일하게 측정되었는가를 확실히 하는 것이다. 두번째 단계는 섹터 안에서의 회사들 뿐 아니라, 시장 전체에서 회사들의 배수의 분포를 인식하는 것이다. 세번째 단계는 배수를 분석하고, 어떤 Fundamental이 배수를 결정하느냐 뿐 아니라 이러한 Fundamental들의 변화가 어떻게 배수의 변화로 전환 되는지를 이해하는 것이다. 마지막 단계는 비교를 위한 적절한 회사를 찾아내고, 이러한 회사들에 지속적으로 존재하는 차이들을 제어하는 것이다.

**Step 1. Definitional Test**

가치평가 시 배수를 논할 때에는 모두가 같은 정의를 가지고 있어야 하는 것이 첫 단계이다. 예를 들어 PE Ratio를 산정함에 있어서 다양성이 있을 수 있다. 보통 분자에 현재가격을 쓰지만, 어떤 사람들은 지난 6개월 또는 1년의 평균 가격을 쓴다.

1. 일관성(Consistency): 모든 배수들은 분자와 분모가 있다. 분자는 주주가치 또는 사업가치가 될 수 있고 분모는 Equity Measure(주당이익, 순이익, 순장부가액 등) 또는 Firm Measure(영업이익, EBITDA, 장부가액 등)가 될 수 있다. 모든 분모와 분자가 일정하게 정의되어 있는지 확인해야 한다. 분자가 Equity Value 일 시에는 분모 또한 Equity Measure이어야 하고 분자가 firm value 일시에는 분모 또한 firm Measure로 일치해야 한다. 단적인 예로, PSR보다는 EV/Sales를 사용하는 것이 보다 바람직하다.
2. 동일성(Uniformity): 상대적으로 회사들이 과대 혹은 과소 평가되어 있는지에 비교하기 위해서 배수를 사용한다. 이때 배수는 같은 그룹 안에 있는 회사들 사이에서 동일하게 정의되어 있어야 한다. 예를 들어 Trailing PE가 한 회사에 사용되었다면, 같은 방법으로 다른 모든 회사에 적용되어야 한다. 다른 회계기준 또한 유사한 회사에 대해 Earnings 와 Book value 모두에서 다른 차이를 가져올 수 있다.

**Step 2. Descriptional Test**

배수를 사용할 때에는 높거나 낮거나 혹은 중간의 배수가 무엇을 의미하는지 알아야 한다. 이 수치들이 과대 혹은 과소평가된 회사에 대한 정보를 주기 때문이다. 그리고 평균값에서 벗어난 수치들의 이해와 이 수치들에 대한 이해 또한 필요하다.

* Distributional Characteristics: 전체 시장에서 배수들이 어떻게 분포되어 있는지에 대해서 간과할 때가 있다. 그러나 이를 통해서 분석하고 있는 섹터가 과대 혹은 과소평가 되어있는지 알 수 있다. 평균값과 표준편차가 출발점이 될 수 있다. PE Ratio는 그 최소값이 0이며 최대값은 무한대이므로 이러한 배수의 분포는 양의 방향으로 편향되어있다. 따라서 배수의 평균(Average)은 중간값(Median)보다 큰 값을 갖게 되어, 중간 값이 그 그룹에 일반적인 기업의 배수로서 더욱 대표성을 가지데 된다. 최대값과 최소값은 사용하기에 제한적인 것과는 달리 Percentile 수치들 또한 그 그룹의 배수가 높은지 혹은 낮은지에 판단하기 위한 하나의 방법이 될 수 있다.
* Outliers and Averages: 배수는 양의 값 쪽으로 무한히 커질 수 있다. 예를 들어 P/E Ratio는 10,000도 될 수 있다. 그 이유는 주가가 높기 때문 일수도 있지만 회사의 수익이 떨어져서 일 수도 있다. 대부분의 경우에 평균값을 구할 때 이런 수치가 있다면 사용하지 않거나 또는 정해놓은 최대값으로 대체시켜 계산한다. 평균가를 구했을 때 이런 Outliers에 대해서 어떻게 다룰 지에 대해 주의를 기울이는 것이 필요하다. Outliers가 중간 값에 귀를 기울이는 것의 한 이유인 것이다. Outliers에 대해서는 반드시 원인(ex. 합병으로 인한 주가 급등, 대규모 영업외 손실 발생, 신규사업 진출 발표 등)을 확인하도록 한다.
* Biases in estimating multiples: 가끔 배수의 계산이 불가능한 경우나 무의미한 경우도 있다(P/E Ratio구할 때 수익이 음수인 경우 등). 수익이 0보다 작은 때 그 P/E Ratio는 표본에서 제외될 것이고 표본선택편의가 발생하는 것이다. 이런 경우 표본선택 편의를 고려하여 평균값을 조정한다.

**Step 3. Analytical Test**

보통 평가자들은 명시적인 가정 사항이 적기 때문에 상대평가법을 DCF보다 선호한다. 기술적으로는 그렇지만 표면적으로만 그럴 뿐이다. 실제적으로는 DCF만큼 많은 가정이 상대평가법에 필요하지만 그 가정들이 명시적이지 않을 뿐이다. 또한 배수를 사용할 때 다음 두가지 물음에 답할 수 있어야 한다. 어느 수준의 배수에 회사가 거래되어야 하는가를 결정 짓는 Fundamental은 무엇인가? Fundamental의 변화가 배수에 어떻게 영향을 주는가?

1. 결정요소(Determinants): 모든 배수는 위험, 성장잠재력, 현금흐름생성 잠재력의 함수이다. 높은 성장률, 낮은 위험도, 그리고 높은 현금흐름생성 잠재력을 가진 회사는 낮은 성장률, 높은 위험도, 낮은 현금흐름생성 잠재력을 가진 회사보다 높은 배수가 적용되어야 한다. 이러한 이해 없이는 PE, PBV가 낮은 회사는 싸다라는 결론을 내릴 수 있다. 이러한 회사들은 기대되는 성장률이 낮거나, 낮은 주당 이익률을 가질 수 있다는 것은 무시된 것이다.
2. Relationship: 배수를 결정하는 fundamental을 이해하는 것은 중요한 첫 단계이지만, fundamental의 변화에 따라 배수가 어떻게 변하는지 이해하는 것 또한 중요하다. 현금흐름할인법과 비교해서 배수의 사용이 갖는 큰 장점은 다른 fundamental들을 일정하게 놓고 하나의 Fundamental만 변화시킴으로써 배수와의 관계에 대해서 알 수 있다는 것이다. 보통의 분석들이 가정하고 있는 것과 달리, 이 들 사이에는 선형관계가 거의 없다.
3. Companion Variable: 배수를 결정짓는 변수들은 DCF로부터 알아낼 수 있는 반면, 변수와 배수와의 관계는 다른 변수들을 고정시킨 채 한 변수 만을 변동시키면서 알 수 있다. 그 중에 배수들을 설명하는데 우위에 있는 한 변수를 Companion Variable이라고 부르며 보통 시장 전체에서 혹은 섹터 내에서 회사들의 배수들이 어떻게 다양한지를 살펴봄으로써 찾아낼 수 있다.

**Step 4. Application Tests**

일반적으로 회사 또는 주주 가치를 파악하기 위해서 배수가 사용될 때에는 비교 가능한 회사와 같이 사용된다. 여기서 비교 가능한 회사란 일반적으로 같은 산업 내에 있는 회사를 말하지만 가장 좋은 방법은 아니다. 유사한 회사라 하더라도 차이점은 분명히 있고 그 차이점을 어떻게 다루느냐 하는 것이 상대가치평가에 중요한 부분이 된다.

1. 비교가능 회사(Guideline Company): 비교가능 회사란 현금흐름, 성장가능성, 위험 등이 유사한 회사를 말한다. 위의 정의에 의하면, 현금흐름, 성장가능성, 위험 등 비교가능 회사를 특정 짓는 요소들이 같다면 다른 산업에 속하는 회사도 비교가능 회사로 가능하다는 것이다. 하지만 보통 애널리스트들은 같은 산업 내에 있는 다른 회사들을 비교가능 회사로 정의 한다. 만약 산업 내에 회사들이 많다면 비슷한 사이즈 등의 기준을 이용하여 좀더 리스트를 줄여 나갈 수 있다. 여기에 내재되어 있는 가정은 같은 산업 내의 회사들은 비슷한 위험과 성장 잠재력 그리고 현금흐름을 가지기 때문에 비교하기에 적합하다는 것이다.  
   같은 인더스트리 안에 비슷한 회사가 많다면 가장 이상적인 일이지만, 회사의 수가 적다면 적용하기가 힘들어진다. 또한 만약 같은 산업군내의 회사라 할지라도 위험도, 성장도, 현금흐름 등이 다르다면 유사회사라 정의할 수 없다. 한가지 해결방법은 산업 군의 정의를 넓히는 것이다.   
   일반적으로 쓰이는 비교가능 회사에 대한 정의에 대한 대안들도 있다. 한 방법은 가치평가에 있어 비슷한 fundamental을 가진 회사를 찾는 것이다. 예를 들면, 같은 베타, 같은 예상 주당이익 성장률을 가지는 회사를 찾을 수 있다. 또 다른 방법은 전체마켓에 있는 모든 회사를 비교가능 회사로 고려하고 통계 기법, 예를 들면 배수의 회귀분석 등을 통해서 그 차이를 통제하는 것이다.
2. Controlling for differences across firms: 아무리 조심스럽게 유사한 비교가능 회사를 찾는다고 할 지라도 가치평가대상인 회사와는 차이점이 반드시 있을 것이다. 상대가치 평가 시에 이 차이들을 통제하는 방법이 필요하다. 여기에는 세가지 방법이 있다.
3. Subjective adjustments: 상대가치평가는 분석에 쓰일 배수의 선택과 비교가능 회사의 선정에서 시작한다. 각 회사의 배수가 계산되고 평균값을 구한 다음 그 값에 각 회사의 배수를 비교함으로써 평가한다. 만약 배수가 확연히 다르다면 회사의 각 요소 즉 성장잠재력, 위험, 현금흐름이 설명해 줄 수 있는지에 대해서 주관적 판단을 해야 한다. 만약 배수의 차이가 fundamentals에 의해서 설명되지 못한다면 그 회사는 과대 혹은 과소평가 된 것이다.
4. Modified Multiples: 이 접근법에서는 그 배수를 결정하는 가장 중요한 요소인 companion variable를 고려하기 위해서 배수를 수정해야 한다. Growth adjusted PE Ratio 또는 PEG를 구하기 위해서 PE Ratio를 EPS의 Expected growth rate로 나눈다. 마찬가지로 Value ratio를 구하기 위해서 PBV ratio는 ROE로 나누어 진다. 이렇게 계산된 Modified Multiple은 섹터내의 회사들을 비교할 때 사용된다. 이 방법에 내포되어있는 가정은 통제된 하나의 변수 이외의 모든 가치 측정 수단에 있어서 비교가능 회사라는 것이며 또한 배수와 fundamentals의 관계는 linear하다는 것이다.
5. Sector regressions: 회사가 한가지 이상의 변수가 다를 때, 회사들의 이러한 변수들의 차이를 고려한 배수의 수정은 어려워 진다. 이 때 배수를 변수에 대해서 회귀분석을 한 후, 각 회사에 대한 예측치를 찾을 수 있다. 이 방법은 비교가능 한 회사의 수가 많거나 배수와 변수의 관계가 안정적일 때 사용 가능하다.
6. Market regressions: 한 회사가 여러 섹터에서 사업을 영위하거나, 같은 섹터에 있는 회사의 수가 적을 때 비교가능 회사를 찾는 것은 굉장히 제한적이다. 비교가능 회사의 정의가 같은 비즈니스에 있는 회사가 아니라, 비슷한 특징(성장잠재력, 위험, 현금흐름)을 가진 회사를 말하기 때문에, 오직 같은 산업군내에서만 비교가능 회사를 찾을 필요가 없다. Sector regression은 회사간의 배수를 다르게 하는 변수를 컨트롤하는 법이다. 하지만 분석에 쓰이는 risk(Beta), growth (expected growth rate) 등이 부정확하거나 또는 관계가 선형이 아닐 수도 있다. 이 한계를 극복하기 위해서 더 많은 변수들을 추가 할 수 있다. 이 방법의 첫 번째 장점은 실제의 시장자료를 가지고 수량화 한다는 것이다 둘째 마켓의 모든 회사를 고려함으로써 상대적으로 적은 수가 회사가 포함되어 있는 산업군에 있다면 이 접근법이 유용할 것이다. 마지막으로, 시장의 다른 회사들과 비교함으로써 산업내의 모든 회사들이 과대 혹은 과소 평가 되어있는지 판단할 수 있다.

Reconciling Market Approach Result and Income Approach Result

이익접근법 및 시장접근법은 보통 같은 회사의 가치평가에 있어 다른 결과를 이끌어 낸다. 상대가치평가 내에서 조차 어떤 배수를 쓰느냐 그리고 어떤 회사를 비교대상으로 삼느냐에 따라 다른 결과가 나오기도 한다. 이익접근법과 시장접근법의 차이는 시장의 비효율성에 대한 관점의 차이에서 온다. 이익접근법에서는 시장은 실수를 만들고, 그들은 계속 실수를 수정해 나가고, 이러한 실수는 가끔 전체 섹터 혹은 시장에 나타나기도 한다고 가정한다. 반면 시장접근법에서는 시장은 각 주식 혹은 회사에 대해서 이러한 실수들이 나타내긴 하지만 평균적으로는 옳다고 가정한다. 따라서 이익접근법 하에서는 과대평가된 주식이 상대가치평가에서는 과소평가 될 수도 있다.

Guideline Company Selection (위와 중복 되지만 매뉴얼)

시장접근법은 동종업계 상장회사들의 자료를 바탕으로 하는 (Guideline Company Method)와 (Guideline Transaction Method)로 구분된다.

비교가능 회사들을 선택할 때 고려해야 할 사항들은 아래와 같다.

* 사업의 동질성 (동일한 제품을 생산 or 유통하고 있는지, 사업별/제품별 Sale Mix의 유사성, 수출/내수 비중의 유사성)
* 한국 표준 산업 분류표
* OneSource의 public peer group analysis, Bloomberg의 RV function
* 규모 및 성장률 (자산 또는 매출액 규모 및 성장률)
* 영업관련 항목
* 재무관련 항목 등

**<OneSource 자료 수취법>**

[www.kworld.kpmg.com](http://www.kworld.kpmg.com) 🡪 News&Research 🡪 OneSource 🡪 Global Business Brower 🡪 Industry Search 🡪 Industry Description를 Keyword에 기술 🡪 Run Search

**<Capital IQ 자료 수취법>**

www.capitaliq.com 🡪 Screening & Analytics 🡪 Screening 🡪 Company Details🡪 Add Criteria 🡪 View Results 🡪 Reporting Options <Go>

**<KisValue 자료 수취법>**

* 1. KisValue 실행 🡪 Massive Download 🡪 Industry 선택 후 Submit 🡪 Select Items에서 주요 재무정보 및 기간선택 🡪 Query
  2. KisValue 실행 🡪 Peer Group Analysis 🡪 <Wizard> 🡪 + 선택 🡪 Industry 선택 후 <Include> 🡪 Submit 🡪 Select Items에서 주요 재무정보 및 기간선택 🡪 Query

Bloomberg Tips

|  |  |
| --- | --- |
| 기능 | 방법 |
| 화면을 캡쳐해서 본일 메일로 바로 보내기 | EXPORT 메뉴 🡪 Grab 🡪 메일 창이 뜨면 수신인에 본인 이메일 주소를 넣고 <Go> 🡪 내용 기입하고 숫자 1 <Go> |
| Excel로 Data 받기 | 마우스로 Data 영역을 Drag(실선 표시됨) 🡪 Excel Sheet에 Ctrl + V |
| 특정 Industry의 상장회사 찾기 | EQS 🡪 Criteria 지정 (Industry, Region 등) |
| M&A 리그테이블 찾기 | MA <Go> 🡪 7번 M&A League Table 🡪 Custom Search에서 Period, Status, Deal Amount, Country 등 조건 지정 후 1 <Go> |
| 환율 Forecast | FXFC |
| 상품 가격 Forecast | CPF |

* + 1. Multiple Selection

**배수들은**

* PER (Price to Earning Ratio): 다양한 산업에 일반적으로 적용되는 Multiple
* EV/EBITDA Multiple: 감가상각 규모가 크게 이루어지는 대규모 장치산업에 적용할 수 있는 Multiple
* PBR (Price to Book Ratio): 금융업 회사에 주로 적용 – 자산규모에 대한 규제, 예수금/Debt의 구분이 모호하기 때문에 Firm 차원의 Multiple적용이 어려움
* PSR (Price to Sales Ratio) or EV/Sales Multiple: 수익이 마이너스인 회사인 경우에 적용되는 Multiple. 단, 매출과 수익, Cash Flow와의 연관성이 밀접하지 않은 경우 왜곡의 가능성이 높음. **PSR의 배수를 선정할 경우 Equity Value / Sales을 사용하고 EV/Sales의 배수를 선정할 경우 Enterprise Value / Sales를 사용**
* Sector Specific Multiple (# of Customers, # of Subscribers, # of Website Visitors): 산업이 성숙하지 않아 재무정보가 전무한 경우 or 다른 모든 multiple 적용을 위한 변수를 적용할 수 없는 경우에 사용되는 Multiple
* Market Multiple과 계산될 평가대상회사의 Representative는 비 경상적인 손익 등을 제거한 후 사용함 (이로부터 산정된 Value는 Non Operating Asset은 제외된 Operating Value임. NOA 항목은 현금, 단기금융상품, 투자유가증권(비영업용), 투자목적의 부동산 등).주가에는 반영되어 있으나 기업마다 상이한 비영업용 자산관련 효과는 제외하고 업종고유 배수를 산정하기 위함임(NOA는 IDB-NOA=Net Debt로 표시되어 있으나 이론적으로는 NOA와 IBD를 함께 하나로 나타낸 것에 불과함).

실무적으로 Multiple 계산시 NOA는 현금 및 현금성자산만을 포함시키는 경우가 많음. 이는 배수 산정에 포함된 기업의 단기금융상품 및 투자유가증권(비영업용) 그리고 투자목적 부동산등의 비영업용 자산 여부를 일일이 확인하기 힘들기 때문임.

* Negative Multiple (EBIT, Net Income)이 나오는 경우 그 배수는 제거함
* 배수의 종류는 많으나 다양한 산업에 걸쳐 가장 일반적으로 적용되는 Multiple은 EV/EBITDA Multiple로 적용의 범위가 넓은 이유는 다음과 같음
  + Negative Multiple이 나올 확률이 적고
  + 각 나라 별, 회사 별 감가상각 관련 다양한 회계처리 방법(정액법, 정률법 등)이 Multiple에 영향을 주지 않기 때문에 보다 일관적인 결과를 나타냄
* LTM (Latest Twelve Month) multiple: 최근 12개월간의 재무 정보를 통해 multiple을 계산함. 현재 시장 상황에서 평가대상회사의 가치를 반영함
* Forward multiple: 비교대상회사의 현재 시가총액 및 자본 구조가 유지된다고 가정한 후, Bloomberg 또는 FnGuide의 Analyst Consensus를 활용하여 비교대상 회사들의 추정 재무 정보를 통해 현재 시점보다 1~2년 후의 multiple을 계산함(실무적으로는 DCF에 보조적 방법으로 Guideline Company Method를 이용시에는 Trailing multiple을 보다 많이 사용함)
  + 1. Financials & Market Cap. of Guideline Company
* LTM 기준의 Financial Data를 사용
* 평가 기준일 기준 과거 6개월, 3개월, 1개월 및 평가 기준일 이후 1개월의 평균 시가총액을 사용할 수 있으나, 증발공(증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정)에 따르면, 상대가치를 평가하는데 있어 시가총액은 유사회사의 분석기준일 전일부터 소급하여 1월간의 종가를 산술평균하여 산정하기 때문에 평가 기준일 기준 1개월간의 시가총액을 실무적으로 사용함
* 공정가치: 평가 기준일 기준 시가총액을 사용함
  + 1. Reconciliation with Other Method
* 최근 실적 악화 및 적자 상태 유지
* 매출이 급증하는 경우
* 최근 다른 업종(시장)에 진입한 경우
* 특허 출원, M&A 등 향후 수익 상승이 예상되는 Event
* 위와 같은 경우는 시장 평균 배수와 상이한 모습을 보이기 때문에 Outlier로 간주

그림 11. Guideline Company 예시

****

****

Guideline Transaction Method

Guideline Transaction 방법은 동종업계 인수합병 사례에서 실제 지불된 거래대금 (deal price)을 EBIT, EBITDA, EAT, EBT등과 비교시켜 구한 시가배수 (transaction multiple)를 평가대상회사의 재무수치와 적용시키는 방법이다. 거래자체가 지배지분의 변동을 수반하므로 지배주주의 입장과 거래구조를 반영해야 한다.

**Capital IQ 자료 수취법**

www.capitaliq.com 🡪 Screening & Analytics 🡪 Screening 🡪 Company Details🡪 Add Criteria 🡪 View Results 🡪 Reporting Options <Go>

**Bloomberg 자료 수취법**

MA 🡪 1) Mergers and Acquisitions Search 🡪 Custom Search 🡪 Data Range, Type, Current Status 등 입력 🡪 1 <Go>

그림 12. Bloomberg MA 화면

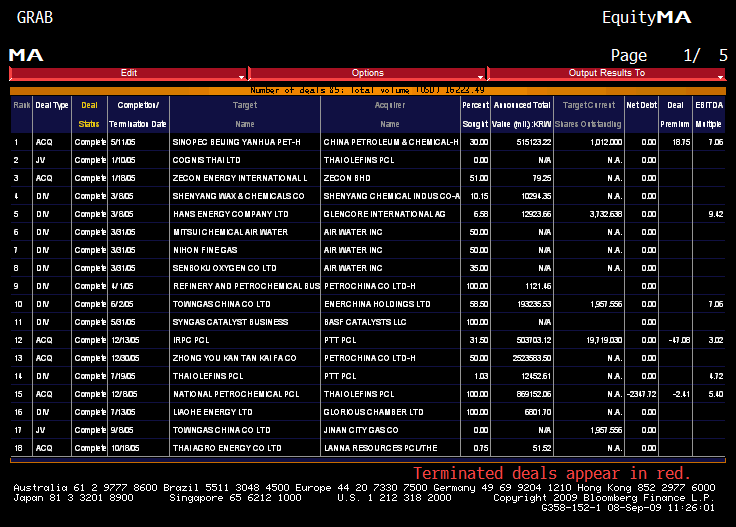


그림 13. Guideline Transaction Method 예시



* + 1. Guideline Transaction Selection
* 거래 대상회사의 산업
* Deal Size
* 거래대상 지분율
* 국가
* 매각 형태 등
  + 1. Multiple Selection
* PER
* EV/EBITDA
* PBR
  + 1. Target Financials & Transaction Data

Transaction completed date 기준으로 직전년도의 재무자료를 활용

* + 1. Reconciliation with Other Method
* 최근 실적 악화 및 적자 상태 유지
* 매출이 급증하는 경우
* 최근 다른 업종(시장)에 진입한 경우
* 위와 같은 경우는 시장 평균 배수와 상이한 모습을 보이기 때문에 Outlier로 간주
  + 1. Control interest transaction vs. minority interest by percent sought
* 거래 대상 지분율을 통해 Control premium이 반영된 거래인지 소수 지분 거래인 지를 구분하여 multiple 계산에 반영함. 다만 상장회사 지분거래의 경우 소수 지분을 통해 지배 지분을 확보할 수 있기 때문에 지분율 파악에 주의를 기울일 필요가 있음. 이외에 지분을 여러 차례에 나누어 취득한 경우 사살상의 경영권을 취득한 시점의 거래만 구분하여 산출한 사례가 있음.

Premium and Discount

Control Premium

시장에서는 지배력을 갖은 지분이 매매되지 않기 때문에 Guideline Company Method를 사용할 경우 지배지분의 거래가 이루어지는 경우 Control Premium을 반영하는 것이 필요하다. Control Premium의 반영을 위해 Bloomberg에서 검색할 수 있는 지역별, 산업별 Deal premium과 과거 연구자료 등을 종합적으로 검토하여 일정 비율을 적용할 수 있다.

Control Premium이란 어떤 회사의 경영권을 인수할 때 지불할 금액과 그 회사의 시가총액의 차이를 말한다. 일반적으로 경영권 인수의 기준은 인수 대상회사의 주식을 51%이상 취득 했을 때를 의미한다. 인수자들이 기꺼이 높은 Control Premium을 지불하면서 경영권을 인수하려는 이유는 인수대상회사의 경영진이 회사를 제대로 운영하지 못하여 회사의 가치가 저평가되었다고 믿기 때문이다. 다시말하면, 인수자들은 저평가된 회사의 경영권을 인수한 후 경영진을 교체하여 그 회사를 더 효율적으로 운영하게 될 경우, 그 회사의 가치는 상승할 것이라고 믿고 경영권 획득을 위해 높은 금액을 지불하는 것이다.

Control Premium에 대해 논의할 때 자주 혼동되는 개념이 Synergy이다. 일반적으로 Synergy란 두 회사가 인수 혹은 합병을 했을 경우에 얻을 수 있는 긍정적인 효과들을 의미한다. 예를 들면 다음과 같다.

* Growth Synergy: 인수 후 더 높은 매출 성장률 달성
* Tax Synergy: 세금 이익에 따른 낮은 세금
* Financing Synergy: 낮은 타인자본비용
* Debt Capacity: 낮아진 위험도에 따른 높아진 부채 조달 능력
* 규모의 경제에 의한 높은 마진율

일반적으로, 인수/합병거래의 인수자들은 전략적 투자자와 재무적 투자자의 두 분류로 크게 구분할 수 있다. 전략적 투자자들은 주로 자사와의 인수 후 Synergy를 고려하여 타 기업의 인수를 결정하는데, 따라서 전략적 투자자들은 동일 산업 내에서 시장점유율을 강화하기 위한 회사들이거나 새로운 산업에 신규진입 하기 위한 타 산업내의 회사들인 경우가 대부분이다. 하지만 이러한 전략적 투자자와는 다르게 재무적 투자자들은 Control Premium을 고려하여 타 기업의 인수를 결정하는데, 여기서 재무적 투자자라 함은 사모펀드, 바이아웃(LBO)전문회사, 헤지펀드를 뜻한다. 따라서, 재무적 투자자들은 무능한 경영진 때문에 회사의 가치가 저평가 되었다고 생각하는 기업들을 발굴하여 경영권을 인수한 후에 경영진의 교체, 이사회 참여, 재무구조 개선 등의 회사 경영 전반에 관여함으로서 회사의 가치를 상승시킨 후에 전략적 투자자에게 되팔거나 상장시켜 이익을 거두는 투자자들이다. 따라서 이러한 재무적 투자자들은 현 경영진의 무능한 경영으로 인해 저평가된 회사를 인수하기 위해 높은 액수의 Control Premium을 기꺼이 지불하는 것이다.

**Calculating the Control Premium**

M&A거래에서 어느정도 수준의 Control Premium이 지불되었는지를 계산하기 위해서는 그 M&A거래가 발표되기 하루 전(날짜기준은 거래 발표전 5일, 10일, 혹은 1달로 거래상황에 따라 조절가능)의 인수대상회사의 주식가격과 동 거래에서 제시된 주당인수가격을 비교하여 계산한다. 다음의 예를 살펴보도록 하자.

2,500원(주당인수가격) – 2,000원(인수발표 하루 전, 인수대상회사 주가)   
= 500원 (Control Premium/per share)

혹은,

(2,500원 / 2,000원) – 1 = 25% (Control Premium)

M&A거래에서 Control Premium을 계산할 때 한가지 유의할 점은 공식적인 인수발표날짜 전에 이미 그 거래에 대한 소문이 시장에서 퍼져 인수대상회사의 주식가격에 반영되는 것이다. 만약에 특정거래에 대해 공식발표 전에 그 거래에 대한 소문이 시장에 퍼진 경우에는 그 소문이 퍼지기 하루 전(소문이 퍼진 날짜기준의 파악은 특별한 주의를 요한다. 반드시 관련 기사 검색을 통해 확인할 것.)의 인수대상회사의 주식가격과 동 거래에서 제시된 주당인수가격을 비교하여 Control Premium을 계산해야 한다.

Marketability Discount

* + 1. 비유동성을 측정하는 방법

기업의 비유동성은 거래비용의 정도를 통해서 판단할 수 있다.

다음은 거래비용의 3가지 요소들이다.

* **매수-매도 호가 차이:** 매수-매도 호가 차이는 딜러와 전문 투자자 간의 가격 차이를 말하며 주로 딜러가 감당해야하는 3가지 비용(재고 보유 비용, 주문 처리 비용, 제한적인 정보를 바탕으로 투자하는 위험성에 대한 비용)을 통해 발생한다. 주가대비 매수-매도 호가 차이는 주가와 거래량의 반비례한다. 즉, 거래가 활발하고 유동성이 높은 자산은 주가대비 매수-매도 호가 차이가 낮다.
* **주가 변화:** 시장이 완벽히 활발하지 않기 때문에 대량의 주식거래가 한 번에 이루어지게 되면 순간적으로 주가의 변화를 가져오게 되며 이는 비유동성의 정도를 말한다.
* **기회비용:** 저평가된 주식을 매수하기 위해 기다리는 동안의 기회비용은 비상장주식과 같이 유동성이 낮은 주식이 상장주식과 같이 유동성이 높은 주식보다 높다.
  + 1. 비유동성 비용: 주요 학설들

비유동성 할인은 크게 3가지 방법을 통해 계산하며 다음은 이에 따른 학설들이다.

**미래 거래비용을 현재가치화하여 자산의 가치에서 차감하는 방법**

* Amihud and Mendelson(1986): 매수-매도 호가 차이를 거래비용으로 보며 호가 차이가 클수록 비유동성 할인이 커지며 할인율의 정도는 투자자의 보유기간과 회전율에 연동된다. 자산 보유기간이 짧고 회전율이 높을수록 할인율은 낮아진다고 주장.
* Jarrow and Subramanian(2001): 할인은 자산의 시장가치와 실제로 현금화되었을 때의 가격 차이를 말하며 현금화를 위해 걸리는 기간이 클수록 할인율이 높아져야 한다고 주장.

**할인율에 비유동성 비용을 반영하는 방법**

CAPM처럼 주식의 β(베타)를 이용하여 자기자본 비용을 계산할 경우 비유동성 할인율을 시장 프리미엄(시장위험에서 무위험이자율을 차감)에 반영하고 다중요인 모델을 사용할 경우에는 유동성 요소를 추가하여 계산한다.

* Achary and Pedersen(2005): 자산 고유의 유동성이 아닌 시장의 유동성과의 연관성이 중요하다. 주식의 유동성이 똑같이 안 좋더라도 시장의 유동성이 안 좋은 시기의 주식의 유동성이 더 안 좋다고 판단하여 할인율이 높아야 된다고 주장.

**유동성 감소를 옵션의 가치평가처럼 계산하는 방법**

주식의 유동성이 낮으면 주가가 상승하여 주식을 매도하려고 할 때 어려움을 가져온다. 자산을 매도할 수 있는 권리를 옵션으로 본다면, 유동성이 낮을수록 옵션의 가치는 감소하게 된다. 반면, 유동성이 낮은 주식은 주가가 하락할 때, 매도를 하기 힘들며 이러한 상황에 대응하기 위해서 투자자가 감수해야 하는 비용을 풋옵션의 가치로 판단한다. 그러므로, 풋옵션의 가치와 유동성은 반비례하며 풋옵션의 가치가 클수록 유동성이 낮은 주식이다. 이와 같은 논리는 다음의 식을 가정한다.

(제한부 주식의 가치 + At the Money 풋옵션의 가치) = unrestricted 주식의 가치

**비유동성 할인을 가치평가에 반영하는 방법**

* 1. **주식가치에 반영**

자산 및 주식의 유동성이 높다는 가정 하에 가치를 평가한 후, 비유동성 할인을 적용한다.

1. **고정 할인:** 일반적으로 사기업을 평가할 때 같은 비유동성 할인을 모든 기업에 적용하거나 전문 평가자의 견해에 따라서 할인 범위를 정한다. 과거 평균을 보면 비유동성 할인 범위가 25-35%였다.
2. **회사별 할인:** 회사의 규모, 재무 건전성, 현금흐름, 상장 가능성, 자산의 성격에 따라 비유동성 할인을 반영하는 방법이 있다. 다음은 회사별 비유동성 할인에 영향을 미치는 요소들이다.
   * 회사 보유 자산들의 유동성: 사기업이라도 현금 및 유가증권이 많은 기업이 공장 및 비유동 자산이 많은 기업보다 비유동성 할인율이 낮다.
   * 재무 건전성과 현금 흐름: 재무 건전성이 좋고 현금 흐름 및 수익창출이 고정적인 회사일수록 비유동성 할인율이 낮다.
   * 미래의 상장 기대치 정도: 상장 가능성이 높은 회사일수록 비유동성 할인율이 낮다.
   * 회사의 규모: 회사의 규모대비 비유동성 할인율을 계산한다면 회사의 규모가 클수록 할인이 차지하는 비중은 줄어든다.
   * Control 요소: 투자를 통해 controlling stake을 얻을 수 있다면 투자자에게 더 매력적일 수 있으며 비유동성 할인율이 낮아진다.
   1. **할인율(wacc)에 반영**

* 고정 프리미엄: 일반적으로, 과거 자료를 비교한 결과, 비유동성 주식가치를 평가할 때, 3-3.5%의 비유동성 프리미엄을 유동성이 높은 주식의 할인율에 추가한다.
* 회사별 프리미엄: 회사 고유의 비유동성 프리미엄을 추가한다. 이 방법은 현실적으로 어렵기 때문에 사용하지 않는다.
* 자산별 프리미엄: 비유동성 프리미엄을 거래되는 자산의 특성에 연관을 시킬 수 있다. 회사가 건전한 자산이 많을수록 비유동성 프리미엄을 낮게 적용한다. 이 방법은 현실적으로 어렵기 때문에 사용하지 않는다.
  1. **유사기업 재무비율에 반영**

1. **유동성이 낮은 유사기업 재무비율 사용:** 유동성이 유사한 사기업의 가치평가 재무비율을 대상회사에 직접 반영하는 방법으로 대상회사와 근본적 특성(성장률, 리스크, 현금흐름)이 비슷한 회사가 많거나 사기업 관련 거래자료가 많을 때만 사용할 수가 있다. 하지만 사기업 관련 거래 자료가 많이 없고, 회사마다 회계 기준이 다를 수 있기 때문에 이 방법은 현실적으로 사용하기가 힘들다.
2. **상장기업 재무비율에 비유동성 할인율 반영:** 유사한 사기업 자료를 찾기가 현실적으로 어려우므로, 애널리스트들은 대부분 상장기업의 재무비율에 할인율을 곱해주는 방법을 사용한다. 과거 자료를 비교해 본 결과, 25%의 할인율이 적합하다.

|  |
| --- |
| **Valuation Services Technical Committee Position No. 06-02**  **시장성 할인을 계산하는 방법은 다음과 같다:**   * 1. 제한부 주식가치 비교 방법   2. IPO시점 주식가치 비교 방법   3. 옵션 평가 방법   **제한부 주식가치 비교 방법과 IPO시점 주식가치 비교 방법**  제한부 주식가치 비교 방법과 IPO시점 주식가치 비교 방법은 할인 범위가 크고 회사의 상황을 할인율에 고려하지 않기 때문에 SEC는 이 두 가지 방법을 권하지 않는다.  **옵션 평가 방법**  Financial 보고 목적 가치평가 업무에서는 제한부 주식가치 비교 방법과 IPO시점 주식가치 비교 방법은 사용해서는 안 된다. 비유동성 할인을 올바르게 계산하기 위해서는 주식의 변동성과 규제 기간과 무위험이자율을 고려해야 한다. 이를 고려하는 방법이 방어적 풋 전략(protective put approach)이다. 이는 제한부 주식 소유의 주요 단점인 주가가 하락할 때 주식을 매도할 수 없다는 사실을 가정하는 것이다. 풋 옵션의 가치는 매도 규제 기간 동안 주가 하락 위험을 보호하는 데 드는 비용을 말한다.  **Blockage Factors**  Blockage factor란, 주식을 대량으로 매도를 하여 주가에 영향을 주는 현상을 말한다. 주식을 일시에 대량으로 매도를 할 경우, 시장에서의 주가가 하락하여 소유주는 (매도수량 \* 현재주가)만큼의 금액을 받지 못한다. Non-financial 보고 목적의 가치평가업무에는 blockage 할인이 반영되나 financial 목적은 반영이 허용되지 않는다.  **Key Points:**  가치평가 업무와 감사 업무 시:   * Blockage 할인은 적용되지 않는다. * Statement 123R은 share-based payment arrangement로 발행된 nonvested stock의 시장성 할인을 금하고 있다. 단, 옵션 권한확정기간 이후에 다른 계약 또는 정부 규제를 받지 않아야 한다. * 제한부 주식 또는 IPO 방법은 시장성 할인율 계산에 적합하지 않다. * 방어적 풋옵션 방법은 비유동성 할인을 과대 계산할 수 있으므로 이 방법으로 계산한 할인율은 할인율의 최대점으로 간주한다. 그러므로 실전에서는, 평균 풋옵션 방법이 더 적절할 수 있다. * 비유동성 할인은 규제의 세부내용과 변동성 및 규제 기간 등과 같은 회사의 상황에 따라 뒷받침되어야 한다. * 비유동성 할인은 share-based payment award에 적용되서는 안 된다. * 비양도성 옵션의 시장성 효과는 옵션평가 모델의 계약기간이 아닌 예상기간을 고려한다. 하지만, 이 효과를 적용시키는 것은 금하고 있다. * Nonvested stock 매도나 옵션 행사에 관한 post-vesting 할인은 적합하나 적용여부 확인을 위하여 게시된 규정들을 토대로 신중히 검토되어야 하며 할인이 적용된다면 옵션 가격이 아닌 주식 가격에 적용되어야 한다. * 회사의 상황으로 봤을 때 적합하다 하여도 시장성 할인이 20%가 넘어가면 추가적 조사 대상이 된다. |

Other Approaches

Cost Approach

비용접근법은 재생산비용 또는 대체원가를 가격의 기준으로 하며, 이는 신중한 투자자 라면 비슷한 대체 용품으로 대체하거나 재생산하는데 소요되는 비용보다 많은 비용을 쓰지 않을 것이라는 가정에 근거한다.

취득원가는 보통 현재의 대상을 대체하는데 드는 비용을 평가하기 위해서 사용된다. 기업을 평가하기 위해 비용접근법을 사용할 때, 그 가격은 기업을 구성하는 각 자산의 감정된 총 공정가격에서 각 자산에 지워진 부채를 차감하여 계산된다.

계속 기업의 가정하에서 비용접근법은 자산 집약적 회사들을 (예를 들어 투자 혹은 부동산을 보유하고 있는 회사나 불안정하거나 예측할 수 없는 수익을 가지고 있는 회사) 평가하기에 적합하다. 결국 우리는 소득접근법이나 시장접근법이 회사를 평가하는데 있어 적합하다고 판단하며, 그러므로 비용접근법에 중요성을 두지 않는다.

증발공 규정에 의한 평가

합병가액은 자본시장과 금융투자업에관한법률시행령 제176조의5, 그리고 증권의발행및공시등에관한규정 제5-13조 및 동규정시행세칙 제4조 내지 제8조에 따라 분석한다.

본질가치 산정방법: 주권비상장법인의 본질가치는 증권의발행및공시등에관한규정 시행 세칙 제 4조 내지 제6조에 따라 자산가치와 수익가치를 각각 1과 1.5로 하여 가중산술평균한 가액으로 산정합니다.

자산가치 산정방법: 자산가치는 증권의발행및공시등에관한규정 시행세칙 제5조에 따라 분석기준일 현재의 발행주식 1주당 순자산가액으로 하며, 순자산가액은 주요사항보고서 제출일이 속하는 사업연도의 직전 사업연도말 현재의 재무상태표상 자본통계에서 다음의 금액을 가감하여 산정합니다.

* 분석기준일 현재 실질가치가 없는 무형자산 및 회수가능성이 없는 채권을 차감
* 분석기준일 현재 투자주식 중 취득원가로 평가하는 시장성 없는 주식의 순자산가액이 취득원가보다 낮은 경우에는 순자산가액과 취득원가의 차액을 차감
* 분석기준일 현재 퇴직급여채무 또는 퇴직급여충당부채의 잔액이 회계처리기준에 의하여 계상하여야 할 금액보다 적을 때에는 그 차액을 차감
* 최근사업연도말 이후부터 분석기준일 현재까지 손상차손이 발생한 자산의 경우 동 손상차손을 차감
* 분석기준일 현재 자기주식을 가산
* 최근 사업연도말 이후부터 분석기준일 현재까지 유상증자, 전환사채의 전환권 행사 및 신주인수권부사채의 신주인수권 행사에 의하여 증가한 자본금을 가산하고, 유상감자에 의하여 감소한 자본금 등을 차감
* 최근 사업연도말 이후부터 분석기준일 현재까지 발생한 주식발행초과금 등 자본잉여금 및 재평가잉여금을 가산
* 최근 사업연도말 이후부터 분석기준일 현재까지 발생한 배당금지금, 전기오류 수정손실 등을 차감
* 기타 최근 사업연도말 이후부터 분석기준일 현재까지 발생한 거래 중 이익잉여금의 증감을 수반하지 않고 자본총계를 변동시킨 거래로 인한 중요한 순자산 증감액을 가감

표 7. 자산가치 산정 관련 참고표

|  |  |
| --- | --- |
| **구 분** | **산정방법** |
| 1. 자본총계 | A |
| (1) 가산항목 | B=a+b+c |
| - 자기주식 | a |
| - 유상증자, CB/BW 행사 증가 자본금 | b |
| - 자본잉여금, 재평가잉여금 증가액 | c |
| (2) 차감항목 | C= a+b+c+d+e+f+g+h |
| - 실질가치 없는 무형자산 | a |
| - 회수불능채권 | b |
| - 투자주식 및 관계회사주식 평가감 | c |
| - 퇴직급여충당금 부족액 | d |
| - 손상차손 금액 | e |
| - 유상감자 자본금 | f |
| - 배당금 지급, 전기오류수정손실 등 | g |
| - R/E증감 없는 자본총계 변동 거래 | h |
| 2. 순자산 | D=A+B-C |
| 3. 발행주식총수(분석기준일 현재) | E |
| 4. 1주당 자산가치 | F=D/E |
| 규정 | 증권의발행및공시등에관한규정시행세칙제5조 |

수익가치 산정방법: 수익가치는 증권의발행및공시등에관한규정 시행세칙 제6조에 따라 현금흐름할인모형, 배당할인모형 등 미래의 수익가치 산정에 관하여 일반적으로 공정하고 타당한 것으로 인정되는 모형을 적용하여 합리적으로 산정.

상대가치 산정방법: 자본시장과금융투자업에관한법률시행령 제176조의5에 의하면 주권상장법인이 주권비상장법인과 합병할 경우 주권비상장법인의 합병가액 산정에 유사회사의 주가를 기준으로 산정된 상대가치를 비교 공시.

* + 1. 자산가치

① 규정 제5-13조에 따른 자산가치는 분석기준일 현재의 발행회사의 주당 순자산가액으로서 다음 산식에 의하여 산정한다. 이 경우에 발행주식의 총수는 분석기준일 현재의 총발행주식수로 한다.

**자산가치 = 순자산 / 발행주식의 총수**

② 제1항의 순자산은 법 제161조제1항에 따라 제출하는 주요사항보고서(이하 이 장에서 “주요사항보고서”라 한다)를 제출하는 날이 속하는 사업연도의 직전사업연도 (직전사업연도가 없는 경우에는 최근 감사보고서 작성대상시점으로 한다. 이하 “최근사업 연도”라 한다)말의 재무상태표상의 자본총계에서 다음 각호의 방법에 따라 산정한다.

1. 분석기준일 현재 실질가치가 없는 무형자산 및 회수가능성이 없는 채권을 차감한다.

2. 분석기준일 현재 투자주식 중 취득원가로 평가하는 시장성 없는 주식의 순자산 가액이 취득원가보다 낮은 경우에는 순자산가액과 취득원가와의 차이를 차감한다.

3. 분석기준일 현재 퇴직급여채무 또는 퇴직급여충당부채의 잔액이 회계처리기준에 따라 계상하여야 할 금액보다 적을 때에는 그 차감액을 차감한다.

4. 최근사업연도말 이후부터 분석기준일 현재까지 손상차손이 발생한 자산의 경우 동 손상차손을 차감한다.

5. 분석기준일 현재 자기주식은 가산한다.

6. 최근사업연도말 이후부터 분석기준일 현재까지 유상증자, 전환사채의 전환권 행사 및 신주인수권부사채의 신주인수권 행사에 의하여 증가한 자본금을 가산하고, 유상 감자에 의하여 감소한 자본금 등을 차감한다.

7. 최근사업연도말 이후부터 분석기준일 현재까지 발생한 주식발행초과금 등 자본 잉여금 및 재평가잉여금을 가산한다.

8. 최근 사업연도말 이후부터 분석기준일 현재까지 발생한 배당금지급, 전기오류수정 손실 등을 차감한다.

8. 최근 사업연도말 이후부터 분석기준일 현재까지 발생한 거래 중 이익잉여금의 증감을 수반하지 않고 자본총계를 변동시킨 거래로 인한 중요한 순자산 증감액을 가감한다.

* + 1. 수익가치

수익가치는 증권의발행및공시등에관한규정 시행세칙 제6조에 따라 현금흐름할인모형, 배당할인모형 등 미래의 수익가치 산정에 관하여 일반적으로 공정하고 타당한 것으로 인정되는 모형을 적용하여 합리적으로 산정한다.

* + 1. 상대가치

① 규정 제5-13조에 따른 상대가치는 다음 각호의 금액을 산술평균한 가액으로 한다. 다만, 제2호에 따라 금액을 산출할 수 없는 경우 또는 제2호에 따라 산출한 금액이 제1호에 따라 산출한 금액보다 큰 경우에는 제1호에 따라 산출한 금액을 상대가치로 하며, 제1호에 따라 금액을 산출할 수 없는 경우에는 이 항을 적용하지 아니한다.

1. 평가대상회사와 한국거래소 업종분류에 따른 소분류 업종이 동일한 주권상장법인 중 매출액에서 차지하는 비중이 가장 큰 제품 또는 용역의 종류가 유사한 법인으로서 최근 사업연도말 주당법인세비용차감전계속사업이익과 주당순자산을 비교하여 각각 100분의 30 이내의 범위에 있는 3사 이상의 법인(이하 이 조에서 “유사회사”라 한다)의 주가를 기준으로 다음 산식에 의하여 산출한 유사회사별 비교가치를 평균한 가액의 30%이상을 할인한 가액.

**유사회사별 비교가치 = 유사회사의 주가 × {(발행회사의 주당법인세비용차감전계속사업 이익 / 유사회사의 주당법인세비용차감전계속사업이익) + (발행회사의 주당순자산 / 유사회사의 주당순자산)} / 2**

2. 분석기준일 이전 1년 이내에 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 거래가 있는 경우 그 거래가액을 가중산술평균한 가액을 100분의 10 이내로 할인 또는 할증한 가액.

가. 유상증자의 경우 주당 발행가액

나. 전환사채 또는 신주인수권부사채의 발행사실이 있는 경우 주당 행사가액

② 제1항의 유사회사의 주가는 당해 기업의 보통주를 기준으로 분석기준일의 전일부터 소급하여 1월간의 종가를 산술평균하여 산정하되 그 산정가액이 분석기준일의 전일종가를 상회하는 경우에는 분석기준일의 전일종가로 한다. 이 경우 계산기간 내에 배당락 또는 권리락이 있을 때에는 그후의 가액으로 산정한다.

③ 제1항의 평가대상회사와 유사회사의 주당법인세비용차감전계속사업이익은 다음 산식에 의하여 산정한다. 이 경우에 발행주식의 총수는 분석기준일 현재 당해회사의 총발행주식수로 한다.

**주당법인세비용차감전계속사업이익 = {(최근사업연도의 법인세비용차감전계속사업이익 / 발행주식 총수) + (직전 사업연도의 법인세비용차감전계속사업이익 / 발행주식의 총수)} / 2**

④ 제1항의 평가대상회사의 주당순자산은 제5조제1항에 따른 자산가치로 하며, 제1항의 유사회사의 주당순자산은 분석기준일 또는 최근 분기말을 기준으로 제5조제1항에 따라 산출하되, 제5조제2항제8호 및 같은 항 제9호의 규정은 이를 적용하지 아니한다.

⑤ 유사회사는 다음 각호의 요건을 구비하는 법인으로 한다.

1. 주당법인세비용차감전계속사업이익이 액면가액의 10%이상일 것

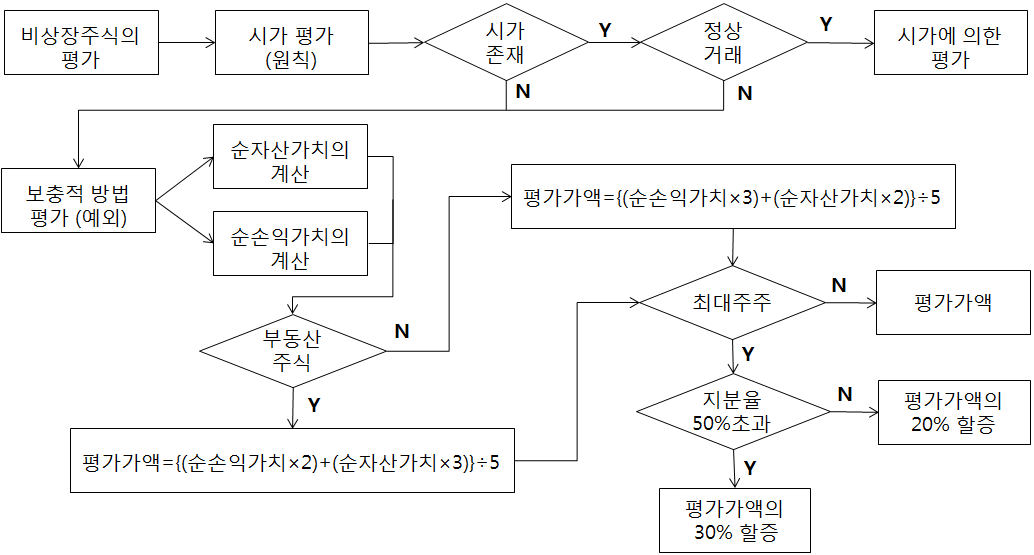
2. 주당순자산이 액면가액 이상일 것

3. 상장일이 속하는 사업연도의 결산을 종료하였을 것

4. 최근 사업연도의 재무제표에 대한 감사인의 감사의견이 “적정” 또는 “한정”일 것

상증법 규정에 의한 평가

상속세 및 증여세법 제 60조 에 의하면, 주식가치 평가 시 시가가 존재하는 경우 시가([「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」](http://www.law.go.kr/lsSc.do?menuId=0&p1=&subMenu=1&nwYn=1&query=%EC%83%81%EC%86%8D%EC%84%B8&x=0&y=0#AJAX)에 따른 증권시장으로서 [대통령령으로 정하는](http://www.law.go.kr/lsSc.do?menuId=0&p1=&subMenu=1&nwYn=1&query=%EC%83%81%EC%86%8D%EC%84%B8&x=0&y=0#AJAX) 증권시장에서 거래되는 주권상장법인의 주식 및 출자지분은 평가기준일 이전·이후 각 2개월 동안 공표된 매일의 거래소 최종 시세가액(거래실적 유무를 따지지 아니한다)의 평균액. 다만, 평균액을 계산할 때 평가기준일 이전·이후 각 2개월 동안에 증자·합병 등의 사유가 발생하여 그 평균액으로 하는 것이 부적당한 경우에는 평가기준일 이전·이후 각 2개월의 기간 중 [대통령령으로 정하는](http://www.law.go.kr/lsSc.do?menuId=0&p1=&subMenu=1&nwYn=1&query=%EC%83%81%EC%86%8D%EC%84%B8&x=0&y=0#AJAX) 바에 따라 계산한 기간의 평균액으로 한다.)로 평가하되 시가를 산정하기 어려운 경우 동법 제 63 조에 의한 보충적인 평가방법에 의하여 평가하도록 규정하고 있다. 보충적인 평가방법에 의할 경우, 상속세 및 증여세법 시행령 제 54조에 의하면 비상장주식의 평가는 1주당 순손익가치와 1주당 순자산가치를 각각 3:2의 비율로 가중평균한 가액(단, 부동산과다보유 법인의 경우는 각각 2:3의 비율로 가중평균한 가액)으로 하되, 사업개시 후 3년 미만의 법인과 청산절차가 진행중이거나 휴 ∙ 폐업중인 법인이나 자산총액 중 부동산 및 부동산에 대한 권리의 가액이 100분의 80이상인 법인 및 평가기준일이 속하는 사업연도전 3년내의 사업연도부터 계속하여 법인세법상 결손이 있는 법인은 1주당 순자산가치만으로 평가하도록 규정하고 있다.



|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| 1주당 순손익가치 | = | 1주당 최근 3년간의 순손익액의 가중평균 |  |
| 금융기관이 보증한 3년만기회사채의 유통수익률을 감안하여 기획재정부장관이 정하여 고시하는 이자율 |  |

1주당 최근 3년간의 순손익액의 가중평균액 =

{(평가기준일 이전 1년이 되는 사업년도의 1주당 순손익액×3)+(평가기준일 이전 2년이 되는 사업년도의 1주당 순손익액×2)+(평가기준일 이전 3년이 되는 사업연도의 1주당 순손익액×1)}×1/6

(단, 사업년도가 1년 미만인 사업년도의 순 손익액은 1년으로 환산함.)

1주당 순자산가치 = 당해 법인의 순자산가액 ÷ 발행주식총수

(단, 0원 이하인 경우에는 0원으로 한다.)

상증세법에 의한 주식평가액의 산정을 위하여는 그 전 단계로서 회사에 의하여 작성된 재무제표 및 세무조정계산서가 기업회계기준 및 법인세법에 따라 작성되었는지의 여부가 검토되어야 한다. 또한 평가를 수행함에 있어 다음과 같은 기본가정 및 제약조건을 고려하여 상증세법상 주식 평가액을 산정한다.

(1) 1주당 순자산가치

상증세법 시행령 제54조 제2항 및 제55조에 의거하여 순자산가치는 "평가기준일” 현재의 재무상태표 상 자산총계 등을 이용하여야 한다.

(2) 1주당 순손익가치

상증세법 시행령 제54조 제1항 및 제56조에 의거하여 순손익가치는 "평가기준일이 속한 사업연도의 직전 3개 사업연도”의 세무조정계산서 상 각사업연도소득 등을 이용하여야 한다.

(3) 최대주주에 대한 할증

상증세법 제63조 제3항에서 최대주주 등이 발행주식총수의 50%미만을 보유한 경우에는 최대주주 등의 주식에 대하여는 평가가액에 그 가액의 100분의 20(중소기업의 경우 100분의 10)을 가산하여야 하며, 50%초과 보유한 경우에는 100분의 30을(중소기업의 경우 100분의 15) 가산하도록 규정되어있다.

Purchase Price Allocation Analysis

Identification of Intangibles

한국채택국제회계기준(“K-IFRS”) 기업회계기준서 제1103호(사업결합) 및 제1038호(무형자산)에 따른 무형자산 자격조건은 아래와 같다.

그림 14. 무형자산 충족 조건



Valuation Methodology

* + 1. Market Approach

시장접근법(Market approach)에서의 공정가치는 유사자산의 최근 매매를 분석하거나 현재 매각대상으로 나와 있는 유사자산의 호가를 바탕으로 하여 추정됩니다. 시장접근법에 따르면 비교 가능한 자산으로부터 도출한 가격이 분석 대상 자산의 가격에 대한 경험적 증거로 사용될 수 있습니다. 해당 자산의 현행 가치를 잘 반영할 수 있도록 비교 가능한 자산의 지리적 위치, 매각된 시기, 물리적인 성격과 매각시의 상황 등과 같은 사항이 고려되어야 합니다. 이 방법은 유사자산에 대한 충분한 매매가격들이 제공되며, 그에 대하여 신뢰할 수 있는 출처로부터 독립적으로 검증할 수 있는 유동적인 시장이 존재할 때 적용할 수 있습니다. 이러한 시장은 경매, 그리고 공적 혹은 사적인 거래로 구성될 수 있습니다.

* + 1. Income Approach

수익접근법(Income approach)에서의 공정가치는 자산의 내용 연수 동안 그 자산에서 창출될 수 있는 현금흐름(자산의 미래 경제적 효익)을 토대로 추정됩니다. 이 방법에서는 일반적으로 할인현금흐름방법과 같은 현재가치방법을 통해 평가합니다. 현재가치방법에서는 예상되는 내용연수 동안의 추정현금흐름의 현재가치를 현금흐름을 달성할 수 있는 상대적인 위험과 화폐의 시간가치를 반영한 요구수익률로 할인하여 구합니다. 수익접근법에서는 투자 원금에 대한 기대수익을 얻는 것이 모든 투자의 목적이라는 투자의 기본 원칙을 이해하는 것이 중요합니다.

수익접근법은 다음과 같이 크게 네 가지 방법에 따라 가치평가를 수행합니다:

직접현금흐름법(Direct-cash-flow method), 초과이익법(Excess-earnings method), 로열티 절감법(Relief-from-royalty method)과 증분현금흐름법(Incremental-cash-flow method)

**직접현금흐름법 (Direct-cash-flow Method)**

직접현금흐름법(Direct-cash-flow Method)에서는 무형자산의 소유주가 자신의 비용을 공제한 후에 직접 받을 수 있는 모든 현금흐름현금을 추정합니다. 라이센스 가치 평가시에 이 방법은 보통 초원접근법(greenfield method)이라고 불립니다. 이 방법에서는 평가 대상 자산(라이센스)을 제외하고는 어떠한 자산도 가지지 않은 가상의 신규기업의 가치로 평가 대상 자산(라이센스)을 평가합니다. 가상의 신규기업이 평가 대상 라이센스 이외에는 다른 자산을 소유하고 있지 않기 때문에 고려대상인 자산의 가치가 신규기업의 가치와 같아야 합니다. 이 신규기업(greenfield company)을 설립하기 위해 투자한 모든 투자액을 공제한 후에 잔존하는 직접현금흐름은 무형자산의 소유주가 얻을 수 있는 경제적 효익입니다.

**초과이익법(Excess-earnings Method: EEM)**

초과이익법(EEM)은 일반적으로 수익을 창출하는 자산 평가 시에 사용됩니다. 유/무형자산이 독창적인 제품을 생산하는데 사용되거나 유/무형자산이 해당 산업 내에서 경쟁하기 위해 필요한 것이라면, 다기간초과이익법(MEEM)은 최선의 가치척도가 될 수 있습니다.

이 방법에서는 그 무형자산으로부터만 발생하는 향후 미래의 매출과 비용을 추정하여야 합니다. 이 추정은 회사가 제시한 조정된 과거 실적과 해당 자산의 내용연수 동안의 향후 실적 추정치에 근거합니다. 추정 이익에서 "공헌자산비용(Contributory asset charge)"을 차감하는데, 공헌자산비용은 그 이익을 창출하는데 이용된 모든 다른 자산의 시장기대수익을 의미합니다. 공헌자산비용을 차감하고, 적절한 할인율을 사용하여 그 자산으로부터의 미래 현금흐름을 평가기준일 현재의 가치로 할인한 것이 해당 무형자산의 가치입니다.

초과이익법(EEM)에서 자산평가 시에 사용된 공헌자산비용은 특정 무형자산으로 인해 실현된 전체적인 가치 중에서 해당 자산 이외의 자산(예를 들면 순운전자본, 유형자산, 노동력 등)에 의한 공헌을 의미합니다. 이러한 조정은 해당자산의 가치를 다른 유/무형자산으로 인한 이익부분과 분리하기 위해 수행됩니다. 공헌자산비용은 자산의 공정가치에 근거하며, 공헌자산의 수익(return of contributory asset)과 공헌자산에 대한 수익(return on contributory asset)으로 구성됩니다.

공헌자산비용의 이면에 있는 원리는 해당 유/무형자산으로부터 현금흐름을 창출하기 위하여 필요한 모든 자산을 가상의 제3자로부터 임차 혹은 리스 한다는 것입니다. 각각의 프로젝트에서는 필요한 자산만을 임차하며, 자산소유자에게 임차 혹은 리스자산의 공정가치에 대해 공정한 수익을 지불합니다.

표 9. 공헌자산 수익률의 근거 (Basis of Fair Return of Contributory Assets)

|  |  |
| --- | --- |
| **자산 유형** | **비용의 근거** |
| Net Working Capital | 시장참여자의 단기 대출금리 |
| Fixed Assets | 유사한 자산관련 시장참여자의 자금조달 이자율 |
| Workforce | Weighted Average Cost of Capital (Target 전체의 리스크와 매우 밀접하게 관련되어 있으므로 회사 전체 WACC을 보통 적용함) |
| Trade Name | 시장참여자의 특허권 사용료 (Royalty Rates) |
| Technology | 대상 무형자산의 위험에 대한 적절한 비율 (예; Weighted Average Cost of Capital + [ ]% premium / discount) |

**로열티 절감법(Relief-from-royalty Method: RFRM)**

로열티 절감법(RFRM)은 상표명/상표, 특허나 기술과 같이 사용허가가 가능한 자산에 대해 주로 사용되는 가치평가 방법입니다. 무형자산의 가치는 로열티 절감액의 현재가치입니다. 로열티 절감법(RFRM)에서는 시장접근법과 수입접근법의 요소를 함께

고려합니다.

로열티 절감액은 추정 로열티 대상자산에 적절한 객관적인 로열티율을 적용하여 산출됩니다. 로열티를 지불하는 방식에는 여러 가지가 있습니다. 가장 일반적인 방법은 라이센스 이용 정도에 따라 기간마다 로열티 지급액이 변하는 것입니다. 주된 로열티 계산의 근거는 라이센스를 이용하여 창출한 매출액, 이익 또는 판매량입니다. 그 무형자산의 사용과 무관한 요소에 의해서도 영향을 받기 때문에 실현된 이익은 일반적으로 사용되는 로열티 계산 근거는 아닙니다. 판매 가격이 변화하지 않는 경우에만 판매량에 근거한 로열티 계산이 적절합니다. 무형자산가치 평가 시 로열티 절감법(RFRM)을 사용할 경우에는 매년 동일한 로열티 율을 관련 매출에 적용하는 것이 일반적인 절차입니다.

적절한 로열티 비율을 결정하였다면, 그 다음의 단계는 향후 매출을 추정하는 것입니다. 추정은 회사가 제시한 과거 매출 추이와 향후 매출 계획을 고려하여 이루어집니다. 추정된 매출에 적절한 로열티 비율을 적용하여 로열티 절감액이 산출됩니다. 무형자산의 가치는 해당 자산 고유의 적정 할인율을 이용하여 계산된 로열티 절감액의 현재가치로 추정됩니다.

**증분현금흐름법(Incremental-cash-flow Method)**

증분현금흐름법(Incremental-cash-flow Method)은 제조원가 절감액 혹은 증분 매출로 구성됩니다. 무형자산으로 인해 그 소유주에게는 차선책에 비해 비용절감액이 발생할 수 있습니다(즉, 감소되었거나 제거된 현금유출). 또한 이러한 비용 절감액은 소유주가 자산을 소유함으로써 얻는 효익의 척도입니다. 만약 다른 시장 참여자도 자산을 소유함으로써 이러한 비용 절감액을 누릴 수 있다면 유/무형자산의 공정가치를 추정할 때에 비용 절감액의 현재가치도 포함되어야 합니다.

다른 대안이 제공할 수 없는 특징, 기능 혹은 능력(더 높은 현금흐름의 창출)을 그 유/무형자산이 제공한다면, 소유자는 그 자산으로 인해 서비스에 대해 할증가격을 매길 수도 있습니다. 할증가격은 무형자산의 소유로 인한 효익의 직접적인 척도이며, 만약 다른 시장 참여자도 이러한 자산을 소유함으로써 할증가격을 매길 수 있다면 유/무형자산의 공정가치를 추정할 때에 이 할증 가격도 포함하여야 할 것입니다.

**수익접근법에서의 상각절세효과**

수익접근법으로 유/무형자산을 평가할 때 현금흐름에 따른 세금 지출액뿐만 아니라 무형자산 상각으로부터의 절세 효과도 고려되어야 합니다.

자산 취득이 새로운 과세 기반을 유발하는지에 상관없이 상각절세효과(Tax Amortization Benefit: TAB)를 고려해야 합니다. 거래 구조(주식거래 vs. 자산거래)가 자산의 공정가치에 영향을 주면 안되므로 평가자는 마치 각각의 자산들을 따로 취득하였듯이 자산을 평가해야 합니다. 세무상으로 대상 무형자산이 새로운 과세 기반을 유발하는 방식으로 고려되거나 이전될 수 없다면 그 가치가 영업권에 포함되어야 할지를 고려해야 합니다. 만일 이러한 영업권이 세무상 상각될 수 있으면, 그 상각절세효과도 고려되어야 합니다.

절세효과 금액을 추정하기 위해서는 각 자산의 상각 가능성, 세법상 상각기간, 적절한 할인율 그리고 해당 국가의 법인세율을 고려해야 합니다. 각 자산의 추정 현금흐름의 합계에 증가요소(step-up factor)를 적용하는 방식으로 이런 절세효과가 고려되어야 합니다. 세후 할인 현금흐름의 합을 증가시키는 역할을 하는 증가요소(stepup factor)는 상각금액의 연간 해당분과 관련된 연간 법인세 절세효과를 할인하여 산출됩니다.

* + 1. Cost Approach

원가접근법은 대체원가(principal of substitution)가 공정가치를 대변한다고 가정합니다. 원가접근법은 신중한 투자자라면 어떠한 자산에 대해 동일한 기능을 하는 자산의 현행 취득가액이나 현행 대체원가보다 더 많은 현금을 지불하지 않을 것이다라는 가정을 전제로 합니다. 기존에 보유하고 있는 자산이 새로이 취득하는 자산보다 적은 효용을 제공한다는 점에서 현행대체원가(Replacement Cost New)는 물리적 감가상각, 경제적/기능적인 진부화 등을 고려하여 조정됩니다.

Items of Intangible asset

**Customer Relationship**

고객 기반 무형자산은 고객 목록과 수주 잔고를 포함한 고객과의 관계에서 발생할 수 있습니다. 고객 목록은 고객의 이름, 연락처 같은 고객관련 정보로 구성되어 있으며 고객에 대한 다른 추가적인 유용한 정보를 포함한 데이터베이스 형태로 있습니다. 외부로부터 구입한 고객 목록은 영업권과 별개로 인식될 수 있는 분리가능성 요건(separability criterion)을 충족시킬 수 있습니다. 통신 산업에서 고객 데이터 베이스의 중요성은 그다지 크지 않으며, 고객 관계(customer relationship)의 가치에 내재되어 있습니다.

(a)기업이 고객에 대한 정보를 갖고 있고 지속적인 연락을 하며 (b) 고객이 기업에 직접 연락을 취할 수 있을 때, 기업과 고객 사이에 고객 관계가 존재합니다. 그 관계는 공급자 계약 및 서비스 계약 같은 계약으로부터 발생할 수도 있습니다. 그러나 고객관계는 계약 이외의 방식 즉, 제품 이나 서비스의 판매원과의 규칙적인 연락 같은 방법들로부터 발생할 수도 있습니다. 그러므로 고객 관계는 계약적일 수도 있고 비계약적일 수도 있습니다.

어떤 기업이 계약을 통하여 고객 관계를 구축하면 그런 고객 관계는 계약적-법적인 기준(contractual-legal criterion)를 충족시키며 이는 영업권과 별도로 인식될 수 있습니다. 계약적-법적인 기준을 충족시키는 무형자산은 비밀유지 혹은 다른 계약 조항들로 인해 기업과 별도로 매각하거나 양도하는 것이 제한되더라도 영업권과는 별도로 인식되어야 합니다. 앞서 언급하였듯이, 분리가능성 기준(separability criterion)은 어떤 자산이 계약적-법적인 기준(contractual-legal criterion)을 만족시키기 위한 필수조건은 아닙니다. 또한 그 자산은 고객 계약이 취소될 수 있다고 할지라도 영업권과는 별도로 인식되어야 됩니다.

그러나, 고객의 취소 권리(customer cancellation rights)는 미래 현금흐름의 불확실성을 증가시키므로 고객 계약의 공정가치에 영향을 미칠 수 있습니다. 만약 (a) 평가대상회사가 계약을 갱신하거나 연장할 의도와 능력이 있고, (b) 재계약과 관련하여 상당한 비용이 발생되지 않으며, (c) 기존 계약의 조항 및 조건과 관련하여 자산에 크게 영향을 미칠 수 있는 중요한 변동이 없는 경우에는, 계약적인 고객 관계(contractual customer relationship)를 평가할 때 시장 참여자가 계약 관계를 평가할 때 고려하게 될 미래의 재계약의 가치가 항상 포함되어야 합니다.

계약적인 고객 관계는 기업결합(business combination) 당시 존재하는 계약과 실제 계약 일자 이후로 연장될 수 있는 관계라는 두 가지 자산으로 구성되어 있습니다. 계약 자체는 쉽게 인식되고 평가될 수 있습니다. 거래일자에 계약 사항이 모두 이행되지는 않고 미래의 수입 및 현금흐름에 반영될 부분이 평가대상 자산입니다. 이러한 자산은 ‘수주잔고’라는 제목하에 고려될 수 있으며, 중복 계산하지 않도록 주의를 기울여야 합니다. 통신산업에서 대체적으로 계약상 고객이 사용하게 될 음성 및 데이터 서비스 양에 대해 규정하지 않으며, 어떤 경우에는 조건에 제약이 없습니다. 통신사업자간의 기업결합에서는 계약 및 관계가 함께 묶여 평가됩니다.

**Tradename/Trademark**

상표는 어떤 특정한 사람 혹은 기업에 의해 생산된 특정 제품이나 서비스를 나타내는 독특한 표시를 의미합니다. 상표는 소유권자에게 제품 또는 서비스를 구별하기 위한 독점적인 권리를 제공하거나, 제품 또는 서비스의 사용 대가를 받고 제3자가 사용할 수 있도록 승인할 권리를 제공합니다. 보호 기간은 확정되어 있지 않지만, 추가적인 비용을 지불함으로써 지속적으로 연장이 가능합니다. 상표는 그 도용을 방지할 수 있는 권한을 가진 법원에 의해 보호됩니다.

큰 의미로 보면, 상표는 소유권자에게 인지도 및 재무적인 이익을 제공함으로써 독창성 및 기업가 정신을 장려합니다. 상표의 보호는 유사한 표시를 사용하여 저급하거나 다른 재화와 용역을 판매하려는 불공정 경쟁자, 즉 위조자와 같은, 경쟁자를 저지하는 효과가 있습니다. 이러한 시스템을 통해 기술과 기업가 정신을 가진 사람들이 가장 공정한 여건하에서 제품과 서비스를 생산하고 판매할 수 있게 하며 결과적으로 국제 무역이 촉진됩니다.

상표의 등록 가능성은 거의 무한합니다. 상표는 한 단어/글자/숫자 혹은 이들의 조합이 될 수 있으며, 그림, 상징, 제품의 모양 또는 포장 같은 3차원의 표시, 음악/음성 같은 음향 표시, 향기, 색깔로 구성될 수 있습니다.

상표는 적절한 국가 또는 지역의 상표기관에 신청서를 신고함으로써 등록할 수 있습니다. 신청서에는 색깔, 형태 또는 3차원의 그림들을 포함한 등록할 상표가 분명하게 나타나야 하며, 상표가 적용될 제품 또는 서비스의 목록이 포함되어야 합니다.

상표 또는 다른 어떤 종류의 표시(mark)로 보호받기 위해서는 고객들이 특정 제품을 나타낸다는 것을 인지할 수 있고 다른 제품을 나타내는 다른 상표와는 구분될 수 있도록 특색이 있어야 합니다. 상표는 고객들을 오도하거나 속여서는 안되며, 공공 질서 또는 윤리에 반해서도 안됩니다. 또한, 기존에 등록된 상표명/상표의 소유자에게 부여된 권리와 동일하거나 비슷한 권리를 적용 받을 수 없으며, 이는 국가 기관의 조사 또는 이와 동일하거나 유사한 권리를 소유하고 있는 제3자의 이의를 통하여 확인될 수 있습니다.

**Technology**

미국공인회계사협회(AICPA)에서는 기술과 관련된 현금흐름을 다음의 항목으로 배부하도록 하고 있습니다:

* 기존의 핵심 또는 기초 기술,
* 개발된 제품/서비스 기술,
* 현재 진행중인 연구개발(In-process research and development, IPR&D) 미래 연구개발.

(1) 핵심 기술(core technology)은 많은 제품들에 또는 단일 소프트웨어 제품의 여러 세대에 걸쳐 지속적으로 사용되거나 재사용되어서 가치가 있는 근본 기술을 의미합니다. 핵심 기술은 특허권 포트폴리오, 데이터 베이스에 축적된 지식으로 표현됩니다. 한 회사의 핵심 기술은 비슷한 내용 연수를 지닌 기존 기술과의 함께 평가될 수 있습니다.

(2) 현행 제품 또는 서비스의 속성 및 특징은 이전 서비스 기술의 기능(기초 또는 핵심 기술)과 현행 제품의 출시로 추가된 기능(개발되거나 현재 있는 제품 또는 서비스 의 기술)의 결과물입니다.

(3) 연구개발은 ‘현재 진행중인 연구개발(In-process research and development, IPR&D)’로 분류됩니다. 제품의 미래 버전이 출시되면 미래 제품으로부터 발생될 수익은 미래에 수행될 연구개발(미래 연구개발 혹은 미래 기술)의 결과일 것입니다.

**Workforce**

계속 기업을 인수하게 되면 훈련된 노동력도 같이 인수됩니다. 만약 이러한 인력이 존재하지 않는다면, 그 인력을 비슷한 수준의 기술과 전문성을 지닌 인력으로 대체하기 위해 채용, 선발, 교육에 상당한 비용이 필요할 것입니다. 대부분의 기업들은 숙련된 직원들로부터 창출되는 미래의 경제적인 효익에 대하여 통제력을 충분히 가지고 있지 않아 무형자산의 정의를 충족하지 못하므로, US GAAP에서는 노동력이 영업권과 별도인 무형자산으로 고려되지 않습니다.

할인율(Discount Rate)

대상회사의 현금흐름표를 추정하는데 적용되는 할인율 계산시 대상회사의 특성에 따라 리스크 프리미엄 (risk premium)을 가중평균자본비용에 추가합니다. 상표 등 무형자산 평가는 평가 위험율이 높기 때문에 risk premium을 추가하게 되며 결과적으로 높은 할인율이 적용됩니다.

|  |
| --- |
| **Valuation Services Technical Committee Position No.08-01: Applying a Contributory Asset Charge When two Intangible Assets share the Same Revenue stream under the multi-period excess Earnings method (MEEM)**  이 보고서 상에 나와있는 방법론에 대해서는 가치평가 서비스를 제공하는 사람에게 가치평가 시에, 그리고 제 삼자인 가치평가전문가들에 의해 제시된 보고서를 검토할 때 사용될 수 있다. 그러나 다른 경우에는 다른 적정한 방법이 사용 될 때도 있을 것이다. 특정 사실들과 상황 안에서 이 방법들은 사용될 것이다  **Overview**  다기간초과이익법(MEEM)을 이용하여 둘 또는 그 이상의 무형자산을 가치평가 할 때 contributory asset charge가 어떻게 적용되어야 하는지에 대해 여러 다양한 의견이 존재한다. 문제점은 한가지 자산에 의해서 발생된 수익이 다른 자산과 즉시 쪼개지지 않는다는 점이다. 대표적인 예로 중요한 기술적 자산이 비즈니스 혼합에서 얻어졌을 때 그 두 자산이 특허적인 기술과 고객관계로부터 얻어진 것이라면 두 자산이 같은 이익의 흐름(same revenue stream)을 가지고 있다는 것이다. 일반적으로 기술이 없이는 손님이 없을 것이고 손님이 없이는 기술의 판매가 불가능하다는 것을 우리는 알고 있다.  초과 이익은 어떠한 유형/무형자산과 관련될 수 없는 수입의 마지막 조각이기 때문에 MEEM이 두 개 이상의 무형자산의 경우에 적용될 수 없다는 논란도 있다. 만약 MEEM이 무형자산을 위해 쓰여진다면 하나의 유용한 등식과 두 가지의 unknowns 가 나오게 될 것이다. 그러므로 MEEM은 수입접근법으로 보조적인(supporting) 무형자산을 가치평가 한 뒤에 중요한 우선적인(primary) 무형자산을 평가하기 위해 쓰여져야 할 것이다. 이런 적용법을 Hierarchy Method 라고 불리고 있다.  어떤 가치평가 전문가들은 기술(Technology)의 가치평가는 손님관계에 관한 Contributory Asset Charge를 포함시켜야 하고 동시에 손님관계(Customer relationship)는 기술의 사용에 대한 charge가 부가되어야 한다고 말한다. Cross-Charge Method는 두 자산의 상호의존성을 고려하여 가치가 중복되는 부분에 대하여 제거하고 있다고 알려져 있다. 반대론은 Cross-Charge Method가 무형자산을 과소평가하고 엑셀에서의 문제점을 발생시키는 순환논리를 야기한다고 말한다.  많은 회사들의 여러 발전 단계에 있어서 중요한 기술에 관계된 자산의 가치평가가 필요한 시점에 Separation Method라는 새 기법이 소개되었다. 이 방법은 다른 방법들보다 결국 현금의 흐름을 조금 더 개별적으로 나누는 시도였다. 이 기법은 크게 세 가치평가를 포함하고 있다.   1. 기존 기술을 새 고객 (Valuation of existing technology to new customers) 2. 미래의 기술을 기존의 고객 (Valuation of future tech. to current customers) 3. 현재의 기술을 현재 고객 (Valuation of existing tech. to current customers)   그러나 Separation model은 더 많은 가정을 필요로 한다. 다른 수입원(revenue stream)에 대한 예측 (1.2.3), 그리고 각 분석에 대한 비용비율(판매, 마케팅, R&D, G&A) 조정 등을 필요로 한다.  어떤 수입접근법에서도 Contributory Charges가 겹치는 수입원(income streams)이 두 번 적용되거나 가치에서 제외되지 않도록 확인하는 것이 필요하다. 가치평가시 특히 중요한 기술이 자산과 관련되어 있는 회사들 간에서 무형자산들간의 상호관련성에 대한 문제에 자주 부딪히게 된다. 이미 존재하는 기술의 가치요소는 존재고객에 대한 미래의 판매에 의지한다. 역으로 존재하는 고객관계는 그들이 구매하고자 하는 기술의 소유권에서 얻어지게 된다.  **Discussion on the Methods used in practice**  현재 사용되고 있는 가치평가 기법은 다음과 같다. 가장 중요한 점은 상호관련 된, 예를 들어 Technology 와 customer relationship과 같이 같은 수입원(revenue stream)을 창출하는 두 자산은 쉽게 나누어 지지 않는다는 점이다. 아래의 방법들은 각 다른 방법으로 이 딜레마에 대해 언급하고 있다.   1. **The Hierarchy Method**   이 방법에서 가치평가 전문가들은 우선, 이익을 가져오는 가장 중요한 자산을 정해야 한다. 다시 말해서, 자산을 순위로 매기고, 회사에서 개발된 순서에 따라 무형/유형을 나눈다. 일반적으로 most tangible assets에 대한 가치평가를 먼저 하고, 무형자산 카테고리에 있는 assembled workforce가 뒤에 온다. 다음은 MEEM에 대한 분석 없이 Identifiable한 무형자산이 오고, 마지막으로 가치평가 전문가들은 무형자산들 끼리 서로 어떻게 관계되어 있는지 같은 수입원(revenue stream)에 대해 기여하는지, 어떤 것이 더 중요한지 에 대해 결정한다. 따라서 Primary Asset이 주로 가장 먼저 MEEM에 의해 평가된다.  Hierarchy모델의 근간은 Primary Asset인 MEEM이 secondary asset의 contributory charge를 포함하지 않는다는 것이다. 역으로 MEEM을 이용해 평가된 secondary 자산은 Primary Asset에 대한 contributory charge를 가지고 있을 것이다.  벤 다이어그램을 사용하여 볼 때 두 자산의 중복이 가능한 가장 큰 값은 두원이 겹쳐진 크기와 같을 것이라는 말이 나온다. 만약 두 원의 면적을 구하려면 두 자산의 크기에서 겹쳐진 부분을 한 번 빼주어야 한다. 만약 기술이 고객관계를 창조한다면, 기술은 Primary Asset이 될 것이고 고객관계가 두번째 자산 혹은 derivative가 될 것이다. 그러므로 기술과 고객관계의 합산에서 겹치는 부분이 한번 빠져줘야 한다. Primary Asset에 대한 사용으로 secondary asset에 contributory asset charge를 주는 것은 효과적으로 두 자산의 합을 원의 순 면적과 같게 만들어준다.  Hierarchy Model은 특정 자산은 먼저 다루어져야 하고 secondary asset이 되는 무형자산에 contributory charge가 반드시 부과되어야 한다고 지시한다. 이것은 원래의 EEM에서 진화된 것으로 the last/intangible asset은 그것의 존재를 지지하는 무형/유형 자산의 capital charge를 고려하여 residual method로 가치평가 하면 된다. 이 방법은 cross charge method에서 요구하는 수학적 반복이나 development of additional inputs, 수입예측, 할인율 등의 implied royalty method에서 사용하는 다른 것들을 필요로 하지 않는다.  반대로 Hierarchy Model 은 primary asset 과 secondary Asset의 지정을 필요로 한다. 많은 무형자산을 가지고 있는 단제품이 가치평가 되려면 순서의 혼란은 상당히 줄어든다. 게다가 한 자산의 contributory charge가 다른 자산의 적용한다는 것은 secondary asset은 과소평가되고 덜 중요한 supporting asset 과대평가될 수도 있다.   1. **The Cross-Charge Method**   이 방법에서는 전문가들은 같은 수입원이 되는 두 자산의 상호관련성을 집중한다.  Hierarchy Method의 옹호자들은 만약 primary asset 또한 secondary asset에 대한 사용을 근거로 부과된다면, primary asset의 가치는 과소평가될 것이라고 논한다. 원A와 원B의 값에서 중복부분을 뺀 값이 아닌 중복부분이 두 번 빠진 값이 될 것이라는 것이다. 만약 여기서 분석이 끝난다면 이 말은 옳을 것이다.  Cross charge method의 첫 반복은 Hierarchy method의 마지막 분석이다. 두번째의 반복에서 secondary asset에 포함된 contributory charge의 분석을 반복하면 과대평가된 primary asset에 수정이 가해진다. 다음은 새 Primary Asset의 가치에 포함된contributory charge가 second asset의 예전가치를 대체함으로써 새로운 가치를 평가한다. 이러한 반복은 자산의 새로운 가치가 그전의 가치를 대신할 때 각각의 자산의 가치가 변함이 없을 때까지 계속된다.  Cross Charge method는 두 자산에 대한 고려로 가치에서의 가능한 중복부분을 없애려는 시도였다. Primary asset의 가치는 더 이상 감소할 수 없을 때까지 second asset의 contributory charge만큼 깎이는 것이고 second asset의 경우 그 가치가 증가될 수 없을 때까지 감소되는 primary asset의 contributory charge의 가치만큼 증가하는 것이다.  특별한 환경에서 쓰였을 때 cross charge method은 매력적으로 보였다. 이와는 반대로 Cross charge method는 반복적인 분석을 필요로 한다. 이는 정확하게 기입되어야 하는 부가적인 일을 필요로 한다. 집합되는 점에서 만나기 위해 필요한 최소한의 반복횟수는 불확실하고 환경에 따라 다를 것이다. 그러므로 추가적인 반복이 두 자산가치의 정확성을 높이느냐에 관한 질문이 생기는데 이것은 엑셀의 goal seek 기능을 이용하면 된다.  개념의 순환성은 이러한 계산을 직접 해보지 않은 전문가들에게 설명하기 힘들게 한다. 또한 수명이 다른 두 자산에 대해 cross charge method의 적용은 반복적인 점에서 문제를 야기한다는 논란도 있다.  많은 논란이 있는 가운데 SEC는 이 방법에 대한 부정적인 견해를 펼쳤다. 따라서 KPMG와 많은 감사회사들은 특별히 이 방법을 사용한 의견을 밝히지 않는 한 이 방법을 받아 들이지 않을 것이다.   1. **The separation Method**   Separation Model은 Interfirm Fair Value call에서 PwC에 의해 발전/발표되었다. 이 방법은 궁극적으로 Cross-Charge Method와 비슷하지만 그 방법에 있는 반복적인 계산을 이 방법에서는 제거시켰다. 다른 방법과 비교해 볼 때 separation model은 결국 좀더 세부적으로 수입원을 분리시켰다. 이 분리 시도는 두 자산과 관련된 현금흐름을 알아내고 다음과 같은 순서로 쓰인다.   1. 다음과 같은 예측을 개발한다. 2. revenue stream A: 기존기술매출 to 기존 고객 (existing tech. sales to existing customer) 3. revenue stream B: 기존기술매출 to 새 고객 (existing tech. sales to new customers) 4. revenue stream C: A와 B의 합 5. revenue stream D: 새 기술 (발전단계/미래에 발표될) 매출 to 기존고객 (new technology sales to existing customers) 6. revenue stream E: 새 기술매출 to 새 고객 (new technology sales to new customers) 7. revenue stream F: D와 E의 합 8. revenue stream G: 전체매출 예측 (C+F) 9. Revenue stream B를 평가한다. 이것은 처음의 부분적인 기존기술(Initial partial value of existing tech)에 대한 가치이다. 10. Revenue stream B의 royalty rate를 계산한다. Excel의 Goal seek 기능을 이용 2단계와 같은 수치가 나오는 rate를 구한다. 11. Revenue stream A를 평가한다. 3단계에서 구해진 royalty rate를 이용하여 기존 기술의 사용료에 대한 charge를 포함한다. 이 부분은 최초의 부분적인 기존고객에 관한 가치이다. 12. step 4에서 쓰여진 royalty value의 현재가치를 구한다. 이 부분은 기존기술에 관한 잔여가치이다. 13. 2단계와 5단계의 계산값과 더불어 tax amortization benefit을 추가하여 기존기술의총가치를 구한다. 14. Revenue stream D를 평가한다. PwC에서는 기술의 사용료에 대해서 부과하라고 제안했다. 진화된 기술의 경제적 상황이 확연히 달라지지 않는 한에서 2단계와 같은 royalty rate를 사용한다. 이 부분은 남아있는 기존고객base의 부분적인 가치를 대표한다. 15. 고객에 대한 가치를 4단계와 7단계의 가격을 합치고 tax amortization benefit을 추가하여 합산한다.   Selling and Marketing 또는 R&D 비용 등이, 분석된 revenue stream에 따라 다르게 조정되어야 한다는 사실을 주목해야 한다. 예를 들면 기존기술을 새 고객에게 판매할 때는 S/M 비용이 많이 들 것이고 기존기술을 기존고객에게 판매할 시에는 S/M비용이 덜할 것이다.  각각의 분리된 revenue stream을 알아냄으로써 Separation Method는 Hierarchy Method에서 나타날 수 있는 supporting asset의 과대평가를 제거할 수 있다. 또한 Cross Charge method에서의 반복적인 과정도 없앴다. 기존의 기술가치에 대해서 royalty를 포함시키는 것은 AICPA Technical Practice Aid publication의 125page에 있는 그림C부분과 유사하다:  반대로 separation model은 revenue stream A,B,D,E 예측과 각 분석된 Revenue Stream 비용비율(Expense ratio)에 조정을 준다는 가정을 하고 있다. 게다가 어떤 capital charge modeling issue에 관한 문제에서는 같은 할인율을 적용한 시나리오를 예를 들고 반면 AICPA에서는 위험도와 관련된 다른 할인율을 적용하여 예측하고 있다. 예를 들어 기존기술판매 to 기존고객은(Existing tech sales to existing customer) 기존기술판매 to 새 고객(Existing tech to new customer) 보다 적은 위험도를 가지고 있을 것이라는 것이다. 그리고 새 기술(New tech)과 관련된 위험도는 다른 어떤 것보다 위험도가 클 것이라는 것이다. 따라서 각각의 분석된 시나리오에 다른 할인율이 적용되어야 할 것이다. IRR할인율보다 조금 높은 할인율이 기존의 기술과 기존의 고객의 경우에 적용될 것이고 (IRR 할인율보다 낮아지는 경우도 있겠지만), IRR할인율보다 조금도 높은 할인율이 기술 대비 새 고객의 경우에 그리고 훨씬 높은 할인율이 새로운 기술의 경우에 적용될 것이다.  각각의 잠재적인 이익 발생원에 대한 예측은 새로운 손님들이 내려고 하는 가격에 차이가 있을 수 있어서 굉장히 어렵다. 하지만 아래와 같이 나타난 기술의 이전 양식을 보면 회사의 마케팅 또는 R&D에서 예측하지가 힘들지는 않을 것이다.  **Summary**  세가지 주요 방법들 중에서 Hierarchy Method와 관련된 결점은 일반적으로 제일 덜 제한적이다. 이 방법이 무형적인 자산에 대해 과대평가 한다고 해도 이 주장에 대한 경험적인 주장은 제한적이다. 게다가, if a position with a known bias is required, 이 방법이 residual amount of goodwill을 감소시키기 때문에 amortizable한 무형자산을 과대평가하는 것은 좀 더 SFAS141에 대한 보수적인 접근일 것이다. 또한 Separation Model과는 또 달리 Hierarchy method는 분석을 수행하기 위한 여러 가정들도 필요로 하지 않는다.  Separation Model은 두 번 계산하거나 가치를 제외시키지 않기 위해서 다른 현금 흐름원을 카테고리화 하기를 필요로 한다. 이 것에 관한 하나의 표준적인 접근법은 없으며 반드시 현금흐름을 만들어 내는 자산, 분석하는 회사의 종류, 그 회사가 들어 있는 산업군의 성숙함정도 등을 고려하여 각 경우에 맞게 고려해야 한다.  The Cross-Charge Method는 무형자산의 가치에 포함된 bias를 보상하려는 시도로 인해서 주목 받게 되었다. 그러나 널리 알려진 회사나 SEC에게는 이 방법이 최후의 선택으로 여겨지고 있다.  **Technical Review Committee Recommendation**  TRT는 Hierarchy Method나 Separation Model을 주어진 사실과 상황에 맞게 사용하고 또 Cross-Charge에 대한 사용은 중지하라고 추천한다. |

영업권 손상 검사

K-IFRS하에서의 영업권 손상 검사

K-IFRS 제1036호(자산손상)에서는 매 회계연도 말 내부정보와 외부정보를 수집하여 영업권 및 내용연수가 비한정인 무형자산 등의 손상징후가 있는지를 검토하도록 하고 있다. 손상징후를 판단하는 자산 단위는 개별자산 별로 손상검사를 수행하는 것이 원칙이나, 개별자산 별 손상검사를 수행하는 것이 불가능할 경우 현금창출단위(CGU)별로 손상검사를 수행하도록 하고 있다. 따라서 자산손상을 검토하기 위한 현금창출단위 결정이 선행되어야 한다.

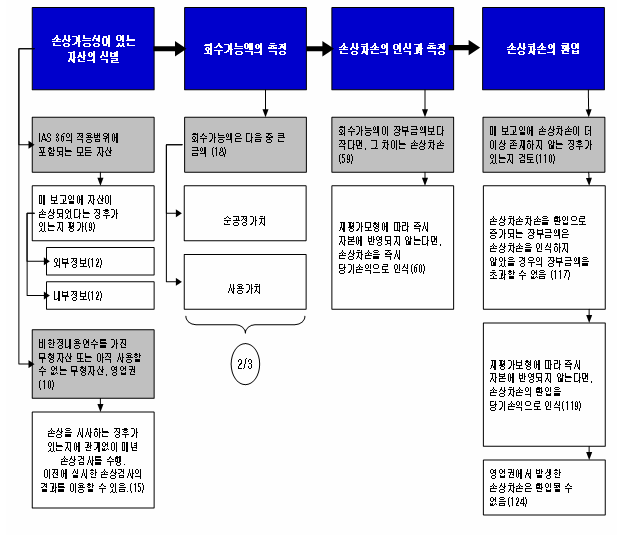
영업권은 손상을 시사하는 징후가 있는지에 상관없이 최소한 매년 손상검사를 수행하므로 손상검토 시기에 차이가 있다. 손상검사 목적상 사업결합으로 취득한 영업권은 사업결합으로 인한 시너지효과의 혜택을 받게 될 것으로 기대되는 각 현금창출단위나 현금창출단위집단에 취득일로부터 배분되므로 영업권 손상검토를 최소 매년 수행하기 위해서 영업권을 CGU에 배분하는 과정이 선행되어야 한다.

현금창출단위별로 회수가능액을 결정하고, 이를 장부금액과 비교하여, 회수가능액이 장부금액에 미달할 경우 손상차손을 인식하여야 한다, 회수가능액은 사용가치와 순공정가치 중 큰 금액으로 한다. 사용가치는 자산이나 현금창출단위에서 창출될 것으로 기대되는 미래현금흐름의 현재가치이며, 순공정가치는 합리적인 판단력과 거래의사가 있는 독립된 당사자 사이의 거래에서 자산 또는 현금창출단위의 매각으로부터 수취할 수 있는 금액에서 처분 부대원가를 차감한 금액이다.

**K-IFRS 주요 규정 요약**

K-IFRS 제1036호를 적용 받는 자산은 매 회계연도 말 손상징후가 있는지 검토한 후 자산의 손상징후가 있는 경우에는 손상검사를 하여야 한다. 개별자산별로 손상검사를 수행하여야 하나 개별자산이 현금흐름을 창출하지 않는 경우 그 자산이 속하는 현금창출단위로 손상검사를 수행한다.

그림 15. 영업권 손상 검사 Process



자산의 장부금액이 회수가능액보다 크다면 그 자산은 손상된 것이다. 회수가능액은 순공정가치와 사용가치 중 큰 금액을 의미한다. 따라서 회수가능액을 측정할 때에 항상 순공정가치와 사용가치 모두를 추정할 필요는 없다. 순공정가치나 사용가치 중 하나의 금액이 장부금액을 초과한다면 자산이 손상되지 않았으므로 다른 금액을 추정할 필요가 없다.

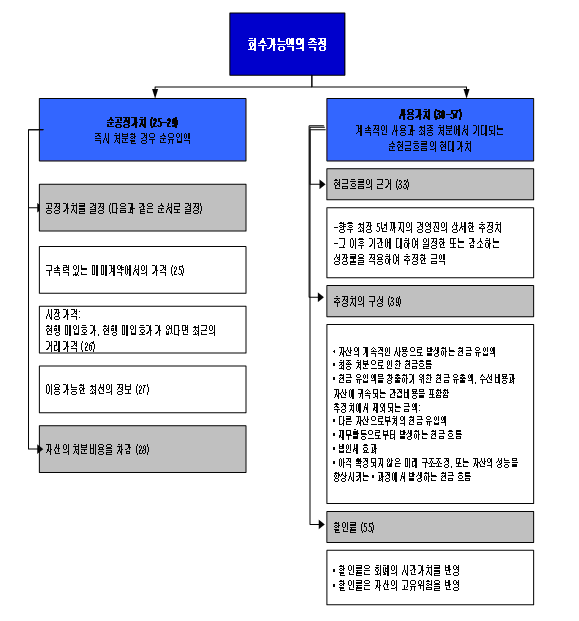
순공정가치는 자산이 활성시장에서 거래되지 않아도 결정할 수 있으나, 합리적인 판단력과 거래의사가 있는 독립된 당사자사이의 거래에서 자산의 매각으로 수취할 수 있는 금액을 신뢰성 있게 추정할 근거가 있어야 추정이 가능하다.

사용가치 계산에 반영될 사항들은 다음과 같다

* 자산에서 창출될 것으로 기대되는 미래 현금흐름의 추정치
* 미래현금흐름의 금액 및 시기의 변동가능성에 대한 기대치
* 현행 무위험 시장이자율로 표현되는 화폐의 시간가치
* 자산의 본질적 불확실성에 대한 보상가격
* 자산에서 창출될 것으로 기대되는 미래현금흐름의 가격을 결정할 때 시장참여자들이 반영하는 비유동성과 같은 그 밖의 요소들

또한 미래 현금흐름은 자산의 현재상태를 근거로 추정하여야 하며, 아직 확약되지 않은 미래의 구조조정 또는 자산 성능의 향상 등은 고려되지 않아야 한다.

그림 16. 회수가능액 측정 방법



현행 한국기업회계기준과 K-IFRS간의 자산 손상관련 주요 차이점은 다음과 같다.

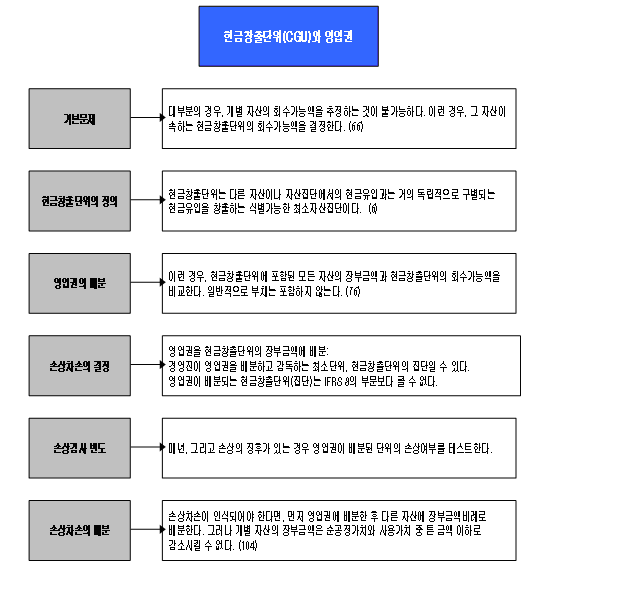
표 10. 현행 한국기업회계기준과 한국채택국제회계기준간의 차이

| **K-GAAP** | **IFRS** | **GAAP 차이** |
| --- | --- | --- |
| 자산손상과 관련하여 현금창출단위에 대해 명시적으로 기술하지 아니하며 중단사업에서 간략히 언급됨 (기준서 11.20) | 개별자산이 독립적으로 현금유입을 창출하지 못하는 경우 현금창출단위를 기초로 한 손상테스트를 요구 (K-IFRS 1036.66) | 현금창출단위에 대한 손상테스트 도입 |
| 손상테스트와 관련하여 영업권이 어떻게 포함되어야 하는지에 대한 명시적인 규정이 없음 | 영업권이 포함된 현금창출단위 또는 현금창출단위그룹에 배부하여 손상 인식 (K-IFRS 1036.80-81) | 영업권에 대한 손상테스트의 구체화 |
| 회수가능가액의 계산 방법에 대한 구체적인 지침이 없음 | 회수가능액의 계산 방법에 대하여 세부적 기술  (K-IFRS 1036.18,25-26, 30,33, 39,55) | 회수가능액 계산에 대한 구체적 지침 |

손상검사의 절차

다음은 개별 자산이 현금흐름을 창출하지 못하여 그 자산이 속한 현금창출단위로 손상테스트를 수행하는 절차이다.

그림 17. 손상검사의 절차(개별자산이 현금흐름을 창출 못할 경우)



Recent Impairment Testing

Goodwill이란 무형자산으로서 인수대상회사의 자산 인수에 대한 지불액이 그 회사의 파악 가능한 순자산의 공정가치보다 높을 때 발생한다. SFAS 142조에 따르면, Goodwill은 상각 되지 않으며 대신에 적어도 매년 Reporting Unit Level에서 Impairment에 대한 테스트를 받아야 한다.

**Goodwill Impairment의 꾸준한 증가세**

미국을 거점으로 하고 있는 1604개의 상장회사의 재무정보에 따르면, Goodwill Impairment Charge가 작년에 두 배 이상 증가했다. 총 Impairment Charge는 2006년 이후 증가 추세로 2006년에 $87 billion, 2007년에 $143 billion, 그리고 2008년에 $340 billion 이었다. 2007년과 2008년 사이에 Goodwill Impairment Charge를 기록한 회사는 세배이상 증가했다. 그리고 총 Impairment Charge는 2008년 4분기에 2008년 3분기 대비 4배 이상 증가했다. 일반적으로 4분기에 높은 Impairment Charge를 보이는 경향은 부분적으로 많은 회사들이 회계연도와 Goodwill Testing Procedure를 시행하는 달이 12월로 같기 때문이다. 종합적으로, 이 연구에 참여된 회사들은 2008년에 거의 다섯 회사당 한 회사의 꼴로 Impairment Charge에 연관되었다.

**Industry Highlights**

이 연구에 따르면, 작년에 가장 많은 액수의 Impairment Charge에 관련된 산업은 은행업 이었고 전체 Impairment Charge의 약23%를 차지했다. 그 다음으로는 소재, 에너지, 미디어, 그리고 테크놀로지 하드웨어 및 장비 산업이었다. 각 산업대비 Goodwill Impairment를 기록한 회사의 수를 퍼센티지로 했을 때 semiconductor and semiconductor equipment: 31%, Technology Hardware and Equipment: 31%, Media: 30%, Consumer Durables and Apparel: 27%, Diversified Financials: 25% 이었다.

Goodwill Impairment Charge는 작년 한해 동안에 점점 여러 산업부분으로 퍼지고 있다. 2008년 중순에 KPMG가 Goodwill Impairment 추세에 관심을 갖기 시작했을 때 특정 산업분야는 산업별로 다수의 상각과 높은 Impairment Charge에 영향을 받고 있었다. 게다가 또 다른 산업들은 증가하는 Impairment의 추세로 인해서 조금씩 영향을 받기 시작하고 있었다. 대조적으로, KPMG의 새 자료는 2008년에 제약 및 음식료를 포함한 거의 모든 부분의 경제분야에서 상당한 Goodwill 상각이 행해졌다는 것을 알아냈다.

이 자료에 조사된 회사들의 Goodwill Impairment Charge의 중간값(Median)이 증가하고 있다는 사실에 주목해야 한다. 이 자료에 포함된 은행들의 Median Impairment Charge는 대략 2007년 $49 million에서 2008년에 $411 million으로 급증했고 소재산업에서는 2007년 $30 million에서 2009년에 $394 million으로 급증했다.

조사결과에 따르면 소프트웨어 서비스와 헬스케어 산업의 자산대비 Goodwill의 비율이 다른 산업의 동일 비율에 비교하여 가장 큰 비율을 차지하고 있다. Goodwill은 반도체산업 자산의 7%밖에 되지 않았지만, 동 산업에서 85%이상의 Goodwill이 2008년에 상각 되었다. 평균적으로 Goodwill은 이 연구에 포함된 회사들의 자산에 대략 10% 정도를 차지하고 있고, 반면에 Impairment Charge는 대략 Goodwill의 30%를 차지하고 있다.

**최근 경향**

미국 경제의 하강에 따라서, 2009년에도 Goodwill Impairment는 여전히 문제로 남아있다. Goodwill Impairment는 관련된 회사의 수와 전체 Impairment손실액 모두에서 2008년 2사분기 이후로 연말까지 급격히 증가하는 추세를 보여줬다. 게다가 매 분기의 금액 또한 증가했고 중앙값은 2008년 6월의 $70 million에서 2008년 연말에 $258 million으로 증가했다. Impairment Charge에 연관된 회사의 수와 Goodwill Impairment의 금액 또한 지난 4년간 일반적으로 증가하는 추세를 보여왔다.

**결론**

Goodwill Impairment Charge가 직접적으로 현금흐름에 관한 영향은 없지만, 높은 액수와 더 빈번한 Goodwill Impairment Charge는 낮아진 수익을 뜻한다. 이것은 회사가 현재 최적의 상태에서 운영되고 있지 않거나 혹은 이전의 인수결과가 기대치에서 어긋나 있다는 것을 뜻한다. 현재의 변동성이 큰 금융시장과 미국경제침체로 인해서 Goodwill Impairment는 증가하는 회사의 수만큼 상당히 증가할 것으로 보인다

|  |
| --- |
| **Valuation Services Technical Committee Position No. 05-03: Applying a Control Premium When Valuing a Reporting Unit for Goodwill Impairment Testing Purposes**  Statement 142는 한 회사의 시가총액이 그 회사의 공정가치를 나타내는 최상의 척도는 아닐 것이라고 설명하고 있다. Paragraph 23과 이와 관련된 주석 16에서는 다음과 같이 설명하고 있다.  어떤 한 상장회사의 시가총액이 그 회사전체의 공정가치를 나타내는 것은 아니다. 그러므로 개별주식의 시장가격이 그 회사의 공정가치를 나타내는 유일한 척도가 되어서는 안된다.  상당한 가치가 다른 Entity를 지배함으로써 얻을수 있는 시너지와 기타 이점들을 이용하는 것으로부터 발생된다. 따라서, 지배되는 Entity의 자산과 부채의 공정가치의 측정은 그 Entity의 개별 주식의 공정가치의 측정과는 다르다. 경영권 인수를 목적으로 투자하는 인수자는 경영권 획득 목적이 아닌 일반 투자자들에 비해 종종 기꺼이 더 높은 가격을 지불한다. 이러한 경영권 프리미엄이 대상회사의 공정가치가 동회사의 시가총액을 초과하는 원인일 것이다.  이러한 언급은 대상회사를 평가할 때 경영권 프리미엄을 반영하는 것이 적절할 것이라는 것을 시사한다. 모든 M&A거래에 있어서 가치평가 전문가는 잠재 인수자가 대상회사를 인수할 때 경영권 프리미엄을 기꺼이 지불할 의향이 있는지 충분히 고려해야 한다. 또한, 가치평가 전문가는 경영권 프리미엄이 적절한지를 평가함에 있어서 그 산업내에서 최근에 일어난 경영권 인수거래의 존재여부와 이러한 거래들에서 인수 발표전의 주가에 비교하여 인수 후 주가에 프리미엄이 발생했는지에 대한 증거 여부를 충분히 고려해야 한다.  경영권 프리미엄이 지불된 거래의 경우에 가치평가 전문가는 이러한 프리미엄이 거래 구조로 인해 이용 가능한 세금이익에 따른 것인지의 여부를 충분히 고려해야 한다. 지불된 프리미엄이 경영권보다 세금이익에 따른 것 일 경우에 가치평가 전문가는 이러한 프리미엄이 경영권 프리미엄과 개별적인 세금이익에 따른 프리미엄에 이중적으로 반영되지 않도록 신중한 주의를 기울어야 한다. |

Impairment Testing Review

감사팀 EP의 판단에 따라 VSG가 감사절차의 일환으로 영업권 손상에 대한 전문가적 검토의견을 감사팀에 제출하게 되는 경우에는 감사인의 입장에서 전문가적 의구심을 가지고서 영업권 손상에 대하여 검토하여야 한다. 감사팀에 제출되는 의견서는 크게 본문과 별첨으로 구분하며 각각에 포함되는 내용은 다음과 같다.

**검토의견서 본문**

1) 검토 목적 및 배경

2) 검토 범위

3) 검토 자료 항목

4) 기타 정보

5) 발견사항

6) 전제사항 및 검토의 한계

7) 결론

**검토의견서 별첨**

1) 평가사의 전문성 및 객관성에 대한 평가

2) 평가방법론에 대한 검토

3) DCF 평가 관련 주요 가정사항 검토 : 현금흐름의 추정, 할인율 추정, 영구성장율 및 잔존가치의 추정

4) 시장접근법

검토의견서에 포함되는 주요 내용은 평가사의 전문성, 평가방법론, 가정사항이 합리적인 수준에서 적절한지를 검토하는 것이며, 감사인으로서 적절한지의 여부만 판단하게 된다. 만약 평가사의 평가내용 중에 적절하지 않다고 판단되는 사항이 있으면 이를 적극적으로 질의하고, 필요할 경우 수정토록 요청할 수 있으나, 그 평가에 대한 책임은 평가사나 피감사회사가 부담하게 된다. 시장접근법은 시장에서의 평가를 반영하고 있기 때문에 반드시 수행토록 요청해야 하며, 시장접근법을 통하여 도출되는 평가결과와 현저한 차이가 보이는 경우에는 이를 설명하도록 요청해야 한다.

K-IFRS하에서의 Valuation시 주의사항

평가 기준 재무제표

K-IFRS 시행으로 주재무제표가 ‘개별재무제표’에서 ‘연결재무제표’로 전환되는 경우에도 기업가치에는 변화가 없다. 회계기준의 변화가 기업 본질가치에는 영향을 미치지 않는 것이 어찌보면 당연하다. 하지만 분석 목적상 상당한 주의를 요구한다. 모회사와 자회사가 업종 및 소재 국가가 상이한 경우가 많으므로 개별 재무제표를 기준으로 별도의 평가를 진행하는 것이 원칙이다. 하지만, K-IFRS상 개별재무제표는 공시의무사항이 아니므로 가치평가 업무 수행시 어려움이 있을 수 있다.

**투자 주식에 대한 일반적인 평가 방법(연결대상 자회사 제외)**

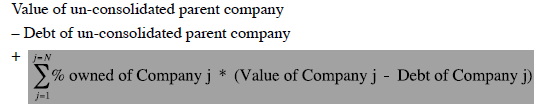
* + 중대한 영향력을 행사하지 않는 수준의 지분취득: 일반적으로 NOA처리함. 상장기업의 경우 시가로 가치를 평가하고 비상장기업의 경우 장부가를 준용하는 것이 일반적. 비상장기업의 최근 Balance Sheet를 입수한 후 업종평균 PBR 및 보유 지분율을 적용하여 평가할 수도 있음.
  + 중대한 영향력을 행사하는 수준의 지분취득: 일반적으로 NOA처리함. 별개의 DCF 및 Guideline Company Method를 수행하는 것이 원칙임. 하지만 중요성하지 않은 경우 장부가를 준용하거나, 최근 Balance Sheet를 입수한 후 업종평균 PBR 및 보유 지분율을 적용하여 평가할 수도 있음.

**개별재무제표 활용시 모기업의 주주가치 산출**

1) 모회사 개별재무제표를 활용하여 자회사가 아닌 모회사 만의 가치를 평가함

2) 자회사 각각의 개별재무제표를 활용하여 DCF 및 Guideline Company Method를 적용하여 자회사의 개별 가치 산출

3) 모기업의 주주 가치 산출



**연결재무제표 활용시 모기업의 주주가치 산출**

1) 소수주주지분(Minority Interest)의 시장가치를 추정한다.

Minority interest on Consolidated balance sheet \* Price to Book ratio for sector

2) 연결관점의 기업전체 가치에서 연결재무제표 기준 IBD와 소수주주지분의 시장가치를 차감하여 모기업 주주의 가치를 추정한다.

여기서 주의할 점은 소수주주지분이란 모회사가 자회사에 대해 갖고 있지 않은 지분을 의미한다는 것이다. 즉, 소수주주지분에는 모회사의 비지배지주주 부분은 포함되지 않았다는 것이며, 소수주주지분을 차감하면 모기업의 주주전체가치가 측정되는 것이다.

DCF 및 Market Approach 적용시 주의사항

1) Debt/Equity Ratio

K-IFRS의 기본 재무제표인 연결재무제표의 경우 개별재무제표에 비해 부채비율이 증가하게 된다. 때문에 WACC 등 산출시 Target과 WACC 산출대상 기업의 F/S가 동일한 기준(연결 or개별)에 의해 분석되어야한다.

2) P-Multiples를 활용하는 경우

연결재무제표 하에서 P-Mutiples를 분석시 모기업 주주에 귀속되는 순이익(Profit for Controlling interest) 등 재무정보(EPS, BPS 등)를 구별하여 모기업의 주가와 대응시켜 분석하여야 함.

3) EV Mutiple 및 DCF를 활용하는 경우

연결재무제표 하에서 모기업 보통주식의 가치는 다음과 같다.

Note: 연결관점의 기업전체가치(Enterprise Value)-연결재무제표 기준 이자발생부채(IBD)-연결재무제표 기준 우선주(Preferred Stock)가치-소수주주지분(Minority Interest) 가치

업종별 Valuation

금융업

제조업

자원개발

Report Writing

Disclaimer

* + 1. Disclaimer의 적용

외부로 나가는 모든 문서나 의견서에는 독자가 추가적인 자문을 의뢰하지 않고 그 내용에 그대로 의지 함으로서 발생할 수 있는 위험을 방지하기 위하여 반드시 적절한 Disclaimer를 표기하여야 합니다.

1) General Advisory Disclaimer: 외부로 나가는 마케팅 자료에 반드시 기재하여야 하는 일반 Disclaimer (Proposal 제외):

|  |
| --- |
| The information contained herein [or insert the name of the publication, newsletter, or other mailing] 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. |

(영문 축약)

|  |
| --- |
| The information provided here is of a general nature and is not intended to address the specific circumstances of any individual or entity. |

(국문 축약)

|  |
| --- |
| 본 자료는 일반적인 내용을 다루고 있으며, 어떤 기업이나 개인의 특정 문제에 대한 해답을 제공하는 것은 아닙니다. 본 자료의 내용과 관련하여 의사 결정이 필요한 경우에는 반드시 당 법인의 전문가와 상담하여 주시기 바랍니다. |

2) Disclaimer for proposals: 모든 Proposal 자료에 반드시 기재하여야 하는 Proposal용 Disclaimer (Proposal 자료에는 General Advisory Disclaimer를 사용 안 함):

|  |
| --- |
| This proposal is made by (예: Samjong KPMG Inc.), the Korean member firm of the KPMG network of independent firms affiliated with KPMG International, a Swiss cooperative, and is in all respects subject to the negotiation, agreement, and signing of a specific engagement letter or contract. KPMG International provides no client services. No member firm has any authority to obligate or bind KPMG International or any other member firm vis-à-vis third parties, nor does KPMG International have any such authority to obligate or bind any member firm. |

(국문 축약)

|  |
| --- |
| 본 제안서는 (소속 법인, 예:삼정 KPMG FAS Inc.)에 의해 작성된 자료로서 제안서에 별도의 언급이 있는 경우를 제외하고, 계약으로서의 효력은 없으며 별도의 계약을 필요로 합니다. 제안서에서 언급된 상품 및 서비스는 KPMG International 의 한국 내 member firm인 (소속 법인, 예:삼정 KPMG FAS Inc.)에서 제공합니다. KPMG International은 고객에게 상품 또는 서비스를 직접 제공하지 않으며, 제3자와 관련하여 KPMG International과 각 Member firm은 서로 의무를 부과할 권한이 없습니다. |

3) 보고서 표준 Disclaimer

|  |
| --- |
| 삼정 KPMG Advisory Inc.(이하 “삼정 KPMG”라 함)는 2009년 x월 x일자로 xxxxx (이하 “귀사” 또는 “회사”라 함)와 체결한 용역계약에 따라 xxxxx (이하 “대상회사”라 함)의 xxx 평가를 위한 용역을 수행하였으며, 이를 바탕으로 귀사의 의사결정을 지원할 목적으로 본 보고서를 제출합니다.  삼정 KPMG는 본 보고서를 작성하기 위하여 귀사 및 대상회사가 제시한 사업계획에 대한 검토를 실시하였으며, 이러한 검토 결과에 기초하여 xxxx에 대한 평가를 수행하였습니다.  본 보고서에 포함되어 있는 대상회사에 관한 각종 정보의 작성 책임은 회사에게 있으며 삼정 KPMG는 회사가 제시한 정보에 근거하여 동 정보의 정확성에 대한 추가적인 검증 절차 없이 용역업무를 수행하였습니다. 삼정 KPMG는 회사에 의하여 제시된 재무정보에 대하여 추세 분석, 특성 검토 및 논리적인 검토를 수행하였으며 필요하다고 판단되는 경우 임직원과의 면담 등 적절한 방법을 사용하였습니다.  본 보고서에 포함되어 있는 미래기간에 대한 추정 재무정보는 예기치 못한 제반 요소들에 의하여 영향을 받을 수도 있으므로 장래의 실적결과와 일치하지 않을 수 있으며, 경제상황 등의 환경변화에 의하여 추정 재무정보와 실적결과와의 차이가 발생되는 것은 일반적이고 이러한 차이는 중대할 수 있습니다. 따라서, 삼정 KPMG는 대상회사의 미래 재무정보의 추정치에 대하여 어떠한 확신을 표명하거나 보장을 하지 않습니다.  본 보고서에는 대상사업의 향후 사업계획 및 현금흐름에 대한 일정한 가정이 포함되어 있으며 우발채무의 발생, 향후 거시경제 지표의 변동 등 계량화되지 못한 위험요인이 반영되어 있지 아니하므로 본 보고서의 이용자는 의사결정에 있어 이러한 비계량적·정성적 위험요인을 고려하여야 합니다.  본 보고서는 단지 귀사의 의사결정을 지원할 목적으로 작성된 것이므로 본 보고서의 이용자는 의사결정에 있어 본 보고서를 의사결정의 유일한 근거나 참고로 활용하여서는 아니 되며, 삼정 KPMG는 이로 인하여 발생되는 손해 또는 손실에 대하여 어떠한 책임도 부담하지 아니합니다. 또한, 삼정 KPMG 및 삼정 KPMG의 관계회사, 삼정 KPMG의 임직원은 본 보고서와 관련하여 어떠한 보증이나 보장도 제공하지 아니하며 모든 의사결정은 의사결정자의 판단과 책임 하에 이루어져야 합니다.  본 보고서는 귀사의 의사결정을 지원하기 위하여 작성된 것으로 본 목적 이외에 다른 용도로 사용될 수 없습니다. 본 보고서가 귀사 이외의 자 및 본 보고서의 목적과 관계없는 자에게 공개 또는 배부될 경우에는 삼정 KPMG의 사전 서면동의를 얻어야 하며, 이를 위반하여 본 보고서가 제3자에게 공개 또는 배부됨으로써 발생하는 손해 또는 손실에 대하여 삼정 KPMG는 귀사는 물론 제3자에 대하여 어떠한 책임도 부담하지 않습니다.  삼정 KPMG는 용역계약서에서 별도로 규정하지 않는 한, 본 보고서 제출 이후에 발생하는 사건에 대하여 본 보고서를 갱신할 의무를 부담하지 않습니다. |

영문 표준 disclaimer

|  |
| --- |
| Dear XXX:  KPMG LLP's XXX is pleased to provide a preliminary pricing analysis (“Analysis”) of a 100 percent equity interest (“the Subject Interest”) of CSV Incorporated (“CSV”, or “the Company”) on a controlling basis as of August XX, 2007 (“the Valuation Date”). We understand that our report and conclusions will be utilized for internal planning purposes. No other use is intended or implied.  We understand that our Analysis is to be used solely to assist SIX Telekurs USA, Inc. (“SIX” or “the Client”) with its internal planning needs in connection with a potential acquisition of the Subject Interest. No other use is intended or should be inferred. Although we believe that the information and judgments used provide a reasonable basis of for the preparation of this report, the ultimate determination at which an equity interest changes hands must rest with the parties involved in the transfer based on their own individual evaluation of factors. A pricing analysis involves work that is less in scope than a business valuation and does not constitute a determination of the fair market value of the Subject Interest.  Our Analysis is intended to provide a preliminary range of the price of the Subject Interest which is supportable in terms of relevant pricing approaches such as comparisons to sales of other companies, discounted cash flow analyses, or other earnings-based analyses.  This report sets forth our conclusion, as well as the methodology and procedures employed and the factors considered in the Analysis. This is a restricted use report designed for use by the management of SIX (“Management”). It is summary in nature and may not provide all the information needed to fully understand the Analysis. Our work papers contain the information and analyses that allow you to understand our conclusions and we will discuss this information with you if requested.  Our analysis will be conducted under fair market value (“FMV”). FMV is defined as the price at which the subject property would change hands between a willing buyer and a willing seller when the former is not under any compulsion to buy and the latter is not under any compulsion to sell, both parties having reasonable knowledge of the relevant facts.  This report is not intended to be used, nor should be used, in connection with any tax matter. In the event Client uses this report for or in relation to any tax matter, the report is not intended or written by KPMG to be used, and cannot be used, by a client or any other person or entity for the purpose of (i) avoiding penalties that may be imposed on any taxpayer or (ii) promoting, marketing or recommending to any other party any matters addressed herein.  KPMG has no present or contemplated future interest in the Company, or any other interest, which might prevent us from performing an unbiased business valuation. This report is subject to the terms and conditions set forth in the engagement letter dated July XX, 2009 and the attached Limiting Assumptions.  We conclude that the indicated preliminary price of a 100 percent equity interest of CSV, as of August XX, 2009, ranged from $X.X million to $X.X million. In arriving at our conclusion, KPMG applied generally accepted procedures based upon economic and market factors. As previously mentioned, we used data supplied by Management in our Analysis and have considered their representations of certain facts as part of the engagement.  We appreciate the opportunity to be of service to SIX Telekurs USA, Inc. If you have any questions, please call XXX at 212-872-3545 or XXX at 212-872-7880. |

4) Valuation Services Limiting Assumptions Addendum To Standard Terms and Conditions

1. 의견의 특성

우리가 제시한 의견 또는 보고서는 실제 또는 제안된 거래에 대한 공정평가, 지급여력 평가(solvency opinion), 또는 투자 추천에 대한 의견을 제시하는 것이 아닙니다. 삼정KPMG의 의견 또는 보고서는 가정된 가치평가가 기간 동안 대상 자산에 대한 공정한 평가가격을 제시하는 것입니다. 추정 정보는 예기치 못한 제반 요소들에 의하여 영향을 받을 수 있으며 실제 거래가격과 삼정KPMG가 보고서에서 제시한 평가가격과 차이가 날 수 있습니다.

2. 계속기업가정 및 비공개된 우발사건은 없다고 가정

삼정 KPMG는 아래와 같은 가정사항들을 기초로 평가용역을 수행하였습니다. 1) 가치평가 기준일 회사와 회사의 자산은 계속기업 상태를 유지한다고 가정합니다. 2) 회사제시 과거 재무자료 및 향후 사업계획서를 기초로 평가용역을 수행하였습니다. 3) 공개되지 않은 우발자산/우발부채, 비정상적 의무 혹은 상당한 매매계약(정상적인 경영활동에서 일어나지 않는), 어떠한 계류중인 소송 등 위험요인이 존재하지 않는다고 가정하였습니다.

3. 회사제시 사업계획서에 대한 신뢰성

삼정 KPMG는 회사에서 제시한 정보 및 사업계획서에 근거하여 평가를 하였으며 동 정보의 정확성에 대한 추가적인 검증 절차를 수행하지 않았습니다. 또한, 사업계획서 사용한 논리에 대한 의견 및 확신을 표명하지 않습니다. 또한 예기치 못한 경제사건이 발생할 수 있기 때문에 평가 결과와 실제 결과는 다를 수 있습니다.

4. 법적 소유권에 대한 검증

우리는 법적 소유권 진실여부에 대한 조사를 하지 않았고 소유권자의 청구 또는 주장은 법적으로 효력이 있다고 가정합니다. 우리가 계약관계를 맺기 시작했을 때 당신이 제공한 재무제표에 구체적으로 언급되어 있지 않는 한 자산에 대한 담보권 혹은 저당권에 관한 고려는 하지 않습니다. 특별한 언급이 있지 않는 한 적용 가능한 모든 연방/주/지역의 토지사용 제한법 (federal, state, and local zoning), 환경법, 그리고 유사한 관계법 등에 어긋나지 않는다고 가정하였고 또한 확실한 소유권(responsible ownership) 및 정당하게 관리 (competence management) 가 되고 있다고 가정합니다.

5. 위험상황에 관한 검증

우리가 테스트 할 수 없는 물질이나 상황에 대해서 어떠한 조사도 하지 않을 것입니다. 만약 그러한 것들, 즉 석면, urea formaldehyde form 절연제 (urea=요소 + 포름알데히드 성분으로 만들어진 절연체), 다른 위험물질, 또는 환경조건 등이 존재한다면 자산의 가치에 영향을 끼칠 수 있습니다. 가격은 가치하락을 초래할 수 있는 위험물질이 없다는 가정하에 평가될 것입니다. 위험물질이 존재하는 상황을 파악하기 위해서 전문가 혹은 공학적 지식이 필요한 경우에는 책임을 지지 않습니다.

6. 자산에 관한 상태

우리는 대상 재산/자산의 숨겨지거나 혹은 눈에 잘 보이지 않는 상황, 하층도, 구조, 현재 결점 혹은 미래에 일어날 수 있는 결함에 관해서는 책임이 없음을 가정합니다. 보고되어 있지 않는 한에 장비부품들은 자산의 개선과 좋은 상태유지를 위해 적당히 갖추어 져 있다고 여깁니다.

7. Zoning (용도 제한)

보고서 상에 특별히 준수하지 못한 부분에 관해 언급 혹은 정의되어 있지 않는 한 모든 공적, 사적, 용도에 관한 제한과 규제부분은 고려되어 있습니다.

1. Nature of Opinions – Neither our opinion nor our report are to be construed as a fairness opinion as to the fairness of an actual or proposed transaction, a solvency opinion, or an investment recommendation, but, instead, are the expression of our determination of the fair market value of the Subject Assets between a hypothetical wiling buyer and a hypothetical willing seller in an assumed transaction on an assumed valuation date. For various reasons, the price at which the Subject Assets might be sold in a specific transaction between specific parties on a specific date might be significantly different from the fair [market] value expressed in our report.

2 Going Concern Assumption, No Undisclosed Contingencies – Our analysis (i) assumes that as of the Valuation Date the Company and its assets will continue to operate as configured as a going concern; (ii) is based on the past and present financial condition of the Company and its assets as of the Valuation Date; and (iii) assumes that the Company had no undisclosed real or contingent assets or liabilities, no unusual obligations or substantial commitments, other than in the ordinary course of business, nor had any litigation pending or threatened that would have a material effect on our analysis.

3. Reliance on Forecasted Data – Any use of management’s projections of forecasts in our analysis does not constitute an examination or compilation of prospective financial statements in accordance with standards established by the American Institute of Certified Public Accountants (“AICPA”). We do not express an opinion or any other form of assurance on the reasonableness of the underlying assumptions or whether any of the prospective financial statements, if used, are presented in conformity with AICPA presentation guidelines, Further, there will usually be differences between prospective and actual results because events and circumstances frequently do not occur as expected and those differences may be material.

4. Verification of Legal Description or Title – We have made no investigation of legal description or title and have assumed that owner (s) claims to property are valid. No consideration will be given to liens or encumbrances which may be against the property except as specifically stated as part of the financial statements you provide to us a par of this engagement. Full compliance with all applicable federal, state and local zoning, environmental, and similar laws and regulations is assumed, unless otherwise stated, and responsible ownership and competent management are assumed.

5. Verification of Hazardous Conditions – We will not investigate the extent of any hazardous substances that may exist as we are not qualified to test for such substances or conditions, If the presence of such substances, such as asbestos, urea formaldehyde form insulation or other hazardous substances or environmental conditions may effect the value of the property, the value will be estimated predicted on the assumption that there is no such condition on or in the property or in such proximity thereto that it would cause a loss in value. No responsibility will be assumed for any such conditions, or for any expertise or engineering knowledge required to discover them

6. Condition of Property – We assume no liability whatsoever with respect to the condition of the subject property for hidden or unapparent conditions, if any, of the subject property, subsoil or structures, and further assume no liability or responsibility with respect to the correction of any defects which may now exist or which may develop in the future. Equipment components considered, if any, were assumed to be adequate for the needs of the property’s improvements, and in good working condition, unless otherwise report.

7. Zoning – It is assumed that all public and private zoning and use restrictions and regulations had been complied with, unless non-conformity was stated, defined and considered in the report.

8. The Americans with Disabilities Act (“ADA”) – The ADA became effective January 26, 1992. The valuation professional will not make a specific compliance survey and analysis of this property to determine whether or not it is in conformity with the various detailed requirements of the ADA. It is possible that a compliance survey of the property, together with a detailed analysis of the requirements of the ADA, could reveal that the property is not in compliance with one or more requirements of the ADA. If so, this fact could have a negative effect upon the value of the property. Since the valuation professional ahs no direct evidence relating to this issue, we will not consider possible non-compliance with the requirements of the ADA in estimating the value of the property.

* + 1. Copyright의 적용

모든 문서, 의견서, 기타 marketing and communications material에는 KPMG 제작물의 저작자에게 부여하는 배타적인 독점적 권리로서Copyright (저작권)이 표기 되어야 합니다. 이는 KPMG 제작물에 대한 재생산 또는 배포에 대한 권한이 KPMG에 있음을 의미함.

(주의:International Copyright은 2개 이상의 국가에 배포 되는 자료로서 Global Brand & Regulatory Compliance 팀의 review 절차를 거쳐야 사용이 가능함)

1) International Copyright :

|  |
| --- |
| © 2006 KPMG International. KPMG International is a Swiss cooperative. Member firms of the KPMG network of independent firms are affiliated with KPMG International. KPMG International provides no client services. No member firm has any authority to obligate or bind KPMG International or any other member firm vis-à-vis third parties, nor does KPMG International have any such authority to obligate or bind any member firm. All rights reserved. Printed in Korea. |

(영문 축약)

|  |
| --- |
| © 2006 KPMG International. KPMG International provides no client services and is a Swiss cooperative with which the independent member firms of the KPMG network are affiliated. |

2) 삼정 KPMG Copyright :

|  |
| --- |
| © 2006 (소속법인, 예: Samjong KPMG FAS Inc.), the Korea member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International, a Swiss cooperative. All rights reserved. Printed in Korea |

내/외부로 제출되는 문서 제작에 유의 사항

* 내.외부에 제출되는 모든 문서에 변경된 Disclaimer와 Copyright을 적용 하여 주시기 바랍니다.
* 작성하시는 자료의 design상 전문 기재가 불가할 경우에는 영문 또는 국문 축약 Disclaimer/Copyright을 반드시 사용 하시기 바랍니다.
* 삼정KPMG는 삼정회계법인, 삼정KPMG Inc, 삼정KPMG FAS Inc, 삼정KPMG AMC Inc, 삼정KPMG AAS Inc, 삼정KPMG 경제연구원으로 구성되므로 소속 법인에 맞추어 사용하시기 바랍니다.

Formatting

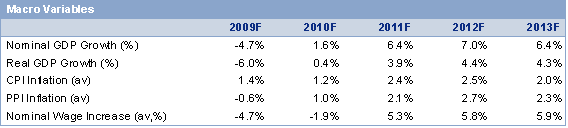
* + 1. Font

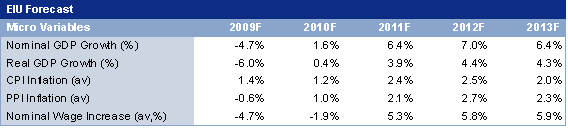
Font Style국문은 바탕, 영문은 Arial을 기본으로 합니다. 하지만 동일 문서 내에서 일관성이 유지되는 이상 font style 및 size에 관한 제한은 없습니다.

* + 1. Table

KPMG Color 중 Blue Tone을 기본으로 하며 주로 사용되는 Format은 다음과 같습니다.

그림 18. Table format 예시

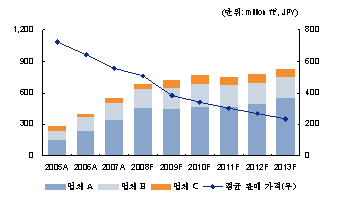




* + 1. Graph

KPMG color 중 blue, orange, green tone을 기본으로 하며, KPMG Magic Chart Software를 사용하여 graph를 만들면 KPMG Standard Format에 맞게 편집되어 작성되며 주로 사용되는 format은 다음과 같습니다.

그림 19. Graph format 예시



Contents

* + 1. Executive Summary

용역의 추진 배경 및 결과물을 요약하며, 상세한 서술보다는 축약된 내용을 담습니다. 기업 가치 평가 보고서의 Executive Summary에 포함되는 주요 내용은 다음과 같습니다.

- Project Background: 용역의 배경 및 목적, 용역의 범위, 용역 수행 방법, 용역의 한계 등

- Valuation Results: DCF Method Result, Guideline Company Method Result, Guideline

Transaction Method Result 등

* + 1. Industry Overview

Target 사업이 속하는 산업의 분석 내용을 3~5장으로 요약하며 주요 포함 내용은 다음과 같습니다.

* 해당 산업 정의 및 특성 (value chain, value driver 등)
* 과거 시장 규모 및 향후 성장률 전망
* 경쟁사 현황 (업체별 재무 비율 분석, 차별성, 시장점유율 추이 등)
* Trend 변화 추이

* + 1. Company/Business Overview

해당 업체의 재무 및 사업 현황을 요약하며 주요 포함 내용은 다음과 같습니다.

* 회사 개요 (사업내용, 설립일, 자본금, 주요 연혁, 관계사 현황 등)
* 지분 구조
* 재무 현황 (과거 5개년 요약 재무제표 및 주요 재무 비율 분석)
* 사업 현황 (사업부별 매출액, 이익률, 성장률, 시장 점유율 추이 등)
* 추진 사업 전략 요약 등

* + 1. Financial Pro Forma

향후 추정 재무제표를 요약하며 주요 항목별로 1~2장으로 축약합니다. Financial Pro Forma에 포함되는 주요 항목은 다음과 같습니다.

* Income Statement, Sales, COGS, SG&A, Labor Cost, Capex & Depreciation, Working Capital, Non-operating Asset 등

* + 1. Methodology Overview

가치평가에 사용된 평가방법론에 대한 설명을 방법론당 1~2장으로 축약하여 서술합니다.

* + 1. Valuation Results

가치평가 결과를 주요 항목별로 1~2장으로 요약하며, Valuation Results에 포함되는 주요 항목은 다음과 같습니다.

* Key Assumptions, 평가 방법론별 평가 결과치, WACC calculation

* + 1. Conclusion

가치평가 방법론에 따른 대상 회사의 가치 평가 결과를 요약하여 1장으로 요약합니다.

업무 관련 Tip

Database 활용

**EIU**

EIU(Economic Intelligence Unit)는 각 200여 국가별 경제, 정치 전반에 대한 분석 중장기 예측 및 각종 국가 거시경제/산업 지표를 제공하는 국제적 신뢰도가 매우 높은 기관으로 각국의 정치와 사회 환경 변화를 감안한 경제, 산업 환경과 국가 정보에 대한 공시적 분석과 중장기적 통시적 예측을 제공합니다.

주요 활용 서비스로는 200여 국가의 정치, 경제 및 주요 8개 산업(Automotive, Finance, Energy, Food and beverages, Customer goods 등)의 daily 정보를 제공하는 ViewsWire와 각종 Industry Briefing/ Industry Forecasts 등의 서비스가 있습니다. ViewsWire 서비스는 각국의 과거 주요 거시 경제 지표 (환율, GDP, 임금상승률 등) 및 향후 전망을 제공하고 있습니다.

(Access: KPMG 홈페이지 접속 (www.kworld.kpmg.com) 🡪 좌측 상단 ‘Quick Link’의 ‘News & Research’🡪 ‘EIU Economic Intelligence Unit’)

**OneSource**

OneSource는 세계 주요 기업들의 재무 및 사업 정보, 주요 언론의 경제/경영 관련 뉴스 및 보고서를 제공합니다. ‘Industries’ 서비스를 이용하면 각 산업별 분석 보고서를 구할 수 있으며 국가별/산업별 주요 업체 리스트 검색 등 유용한 서비스를 제공받을 수 있습니다.

(Access: KPMG 홈페이지 접속 (www.kworld.kpmg.com) 🡪 좌측 상단 ‘Quick Link’의 ‘News & Research’🡪 ‘OneSource’ 🡪 ‘Global Business Browser’)

**DART**

(1) 정기공시: 일정기간 동안 기업의 사업내용, 재무상황 및 경영실적 등 기업내용 전반에 관한 사항을 정기적으로 공시

(2) 발행공시: 증권의 공모를 위한 서류로서 증권신고서부터 증권발행실적보고서에 이르기까지 단계별로 공시

(3) 주요사항보고서: 유가증권시장 및 코스닥시장에 상장된 법인의 경영활동과 관련된 사항 중 회사존립, 조직재편성, 자본증감 등 투자의사결정에 중요한 영향을 미치는 사실 또는 결정내용을 신고하고 공시

표 11. Dart 제공 보고서

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **보고서명** | **제출기한** | **관련부서** |
| 사업보고서 | 결산 후 90일 이내 | 기업공시국 |
| 반기보고서 | 반기결산 후 45일 이내 | 기업공시국 |
| 분기보고서 | 분기결산 후 45일 이내 | 기업공시국 |

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **공시서류명** | **제출시기** | **비고** | **관련부서** |
| 증권신고서 | 증권 모집 매출전 | 증권 모집ㆍ매출의 경우 | 기업공시국  자본시장서비스국  자산운용서비스국 |
| 투자설명서 | 신고서효력발생시 (신고서 제출시) | 효력발생 후 청약권유시 제공하는 투자권유문서 (강제사항) |
| 증권발행실적보고서 | 발행완료시 | 청약비율, 납입상황 등을 공시 |
| 일괄신고서 | 일괄발행전 (1년이내) | 일정기간 동안 모집매출예정물량을 사전에 일괄신고 |
| 일괄신고추가서류 | 실제 발행시 | 일괄신고 후 유가증권을 실제로 발행하고자 하는 경우 |

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **보고서명** | **제출기한** | **관련부서** |
| 감사보고서 | 주주총회 종료 후 2주일이내 | 회계제도실 |
| 연결감사보고서 | - 한국채택국제회계기준적용회사 : 감사보고서와 동시 제출 - 직전사업연도말 자산총액 2조원 이상 : 사업연도 종료 후 3월 이내 - 그외의 경우 : 사업연도 종료 후 4월 이내(외감법시행령 참조) | 회계제도실 |
| 결합감사보고서 | 사업연도종료후 6월이내 | 회계제도실 |

관련 규정

가치평가서비스 수행기준

별첨참조

PPA/Goodwill Impairment 관련 규정

**K-IFRS**

기준서 제1103호 - 사업결합

**US-GAAP**

Financial Accounting Standards Board (FASB)

FASB Statement 141, “Business Combinations”

FASB Statement 142, “Goodwill and Other Intangible Assets”

FASB Statement of Financial Accounting Concepts 6, “Elements of Financial Statements”

FASB Concepts Statement 7, “Using Cash Flow Information and Present Value in Accounting Measurements”

FASB Proposed Statement of Financial Accounting Standards “Fair Value Measurements”

**IFRS**

International Financial Reporting Standards No. 3: Business Combinations

**기타**

AICPA Practice Aid, “Assets Acquired in a Business Combination to be Used in Research and Development Activities: A Focus on Software, Electronic Devices, and Pharmaceutical Industries” (AICPA’s IPR&D Practice Aid)

AICPA Statement of Position (SOP) 98-1, “Accounting for the Cost of Computer Software Developed or Obtained for Internal Use”

AICPA Exposure Draft, Proposed Statement on Standards for Valuation Services Valuation of a Business, Business Ownership Interest, Security, or Intangible Asset, March 30, 2005.

Review Check List

외부평가기관이 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령 제 176조의 6에 의한 평가업무를 수행함에 있어 준수해야 할 사항들을 금융감독위원회에서 발표한 자료를 기초로 하였습니다.

문서화는 수집•분석한 정보, 수행한 절차, 고려하였거나 실제 적용한 평가접근법과 방법, 그리고 가치의 평가결과 등 주요 내용을 기록해야 한다.

표 11. Self review check list

**KPMG Valuation Report Review Checklist**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| * Name of Engagement |  |  |  |
| * Name of Client |  |  |  |
| * Engagement In-Charge |  | (서명) | (2009. . .) |
| * Engagement Manager |  | (서명) | (2009. . .) |
| * Engagement Partner |  | (서명) | (2009. . .) |

\* Page Reference에는 검토대상 보고서 상의 해당 페이지를 표시하고, Remark에는 Yes/No/NA로 표 시하며, Comment Reference에는 추가설명이 필요한 경우 본 Checklist 마지막 페이지에 번호를 기입 하여 설명하고, 해당 번호를 표시하기 바랍니다.

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Page Reference** | **Remark** | **Review Checklist** | **Comment**  **Reference** |
|  |  | **I. 평가작업의 정의** |  |
|  |  | **1. 평가대상의 정의** |  |
|  |  | - 평가대상회사의 명칭 : |  |
|  |  | - 평가대상의 성격 : |  |
|  |  | - 평가대상의 지분율 : % |  |
|  |  |  |  |
|  |  | **2. 평가기준일 및 보고서 작성일** |  |
|  |  | - 평가기준일 : |  |
|  |  | - 보고서작성일 : |  |
|  |  | - 평가기준일과 보고서작성일이 용역계약서, Sentinel 승인일, CAP승인일 등과 일치하는가? |  |
|  |  |  |  |
|  |  | **3. 평가의 목적** |  |
|  |  | - 평가의 목적을 기술하시오. |  |
|  |  | - 상기에 기술된 평가의 목적이 계약서 내용과 일치하는가? |  |
|  |  | - 평가의 목적이 보고서에 적절히 기술되어 있는가? |  |
|  |  | - 평가의 기준이 관련 법규나 수행기준을 따를 경우, 구체적인 평가의 기준은 무엇이며, 이에 대하여 보고서와 계약서에 명확히 기술되어 있는가? (a. 사용가능한 가치평가 접근법 및 방법, b. 평가에 사용된 가치평가접근법 및 세부평가방법, c. 사용한 방법의 타당성, d. 가중치 부여내용) |  |
|  |  |  |  |
|  |  | **4. 평가대상 지분의 성격** |  |
|  |  | - 지배지분, 소수지분, 기타로 구분하며, 기타의 경우, 그 성격을 기술하시오. |  |
|  |  | - 지배지분 또는 소수지분의 경우, 각각에 대한 할증 또는 할인을 적절히 고려하였는가? |  |
|  |  | - 특별한 권리 또는 제약조건이 있는 경우 이에 대하여 보고서에 기술하고, 평가시 이를 적절히 고려하였는가? |  |
|  |  | - 시장성 없는 지분인 경우 이에 대하여 보고서에 기술하고, 평가시 이를 적절히 고려하였는가? |  |
|  |  |  |  |
|  |  | **II. 자료수집의 적정성** |  |
|  |  | **1. 방문조사 및 인터뷰** |  |
|  |  | - 평가담당자의 기업체 방문일자: |  |
|  |  | - 평가담당자의 주요설비 방문일자: |  |
|  |  | - 주요 인터뷰 대상자: |  |
|  |  |  |  |
|  |  | **2. 재무제표** |  |
|  |  | - 회사는 회계연도 말 결산자료를 포함하여 평가에 필요한 모든 재무제표를 제공하였는가? |  |
|  |  | - 회사의 재무제표는 외부감사를 받은 것인가? |  |
|  |  | - 평가보고서에는 회사의 재무제표가 외부감사를 받은 것인지 아닌지를 적절히 나타내고 있는가? |  |
|  |  | - 외부감사의 경우, 독립성 이슈가 없으며, 이는 CAP절차 수행시 적절히 반영되었는가? |  |
|  |  | - 회사의 세무조정계산서 등 세무관련 정보를 입수하여 확인하였는가? |  |
|  |  |  |  |
|  |  | **3. 외부참고자료** |  |
|  |  | - 평가보고서의 이용자가 해당 참고자료를 찾아서 자료를 확인할 수 있도록 사용된 참고자료들은 적절히 표시되어 있는가? |  |
|  |  | - 보고서상 Source로 언급된 자료(ex. Bloomberg, EIU, analyst report, etc)는 적절히 보관되어 filing하였는가? |  |
|  |  | - 정기간행물의 경우 발간일자를 표시하고 있는가? |  |
|  |  |  |  |
|  |  | **4. 사용된 자료의 적정성** |  |
|  |  | - 모든 자료들은 평가기준일 현재를 기준으로 작성된 자료인가? |  |
|  |  | - 평가기준일 현재를 기준으로 작성되지 않은 자료가 있다면 그 내용 및 원인이 충분히 기술되어 있는가? |  |
|  |  | - 내부작성자료를 사용한 경우 그 자료의 적정성에 대해 충분히 신뢰할 수 있는가? |  |
|  |  | - 법률적 등록문서, 관련 계약서 등의 증거자료를 징수하여 이를 적절히 확인하였는가? |  |
|  |  |  |  |
|  |  | **5. 과거의 거래** |  |
|  |  | - 과거 일정기간 동안 평가대상과 동일한 종류의 회사주식 등의 변동이 있었는가? |  |
|  |  | - 과거 주식 등의 변동이 있었던 경우 그 거래에 대한 내용이 충분히 나타나 있는가? (예를 들면, 거래일자, 거래 주식수, 거래가격, 거래 당사자 및 당사자 간 관계, 다른 계약에 의한 거래 여부, 거래방식, 주식의 발행, 비상장사일 경우 장외 거래내역 등) |  |
|  |  |  |  |
|  |  | **III. 회사에 대한 설명** |  |
|  |  | **1. 자본구성 및 주요주주** |  |
|  |  | - 발행된 주식 등의 총수와 종류가 명확히 설명되어 있는가? |  |
|  |  | - 주식의 소유구조가 명확히 설명되어 있는가? |  |
|  |  |  |  |
|  |  | **2. 회사의 배경 및 영업상황** |  |
|  |  | - 평가보고서 이용자가 회사에 대한 이해를 하기 위해 필요한 주요 사항이 포함되어 있는가? (주요 연혁, 회사 형태, 관계회사 및 자회사, 주요 품목 및 업종, 주요 판매시장 및 고객층, 경쟁사 현황, 생산설비, 경영진 및 임직원 인력구성, 경영진의 경력 및 평판 등) |  |
|  |  |  |  |
|  |  | **IV. 경제/산업 자료 및 분석** |  |
|  |  | - 거시경제분석이 평가기준일을 기준으로 하여 평가대상회사에 대해 적절하게 이루어졌는가? |  |
|  |  | - 거시경제분석에 사용된 근거자료는 적절히 나타나 있는가? |  |
|  |  | - 산업분석이 평가기준일을 기준으로 하여 평가대상회사에 대해 적절하게 이루어졌는가? |  |
|  |  | - 산업분석에 사용된 근거자료는 적절히 나타나 있는가? |  |
|  |  | - 이러한 경제/산업 분석의 결과가 평가대상회사에 미치는 영향에 대해서 충분히 검토되었는가? |  |
|  |  | - 계절적 요인이나 경제 순환적 요인에 대한 민감도 등의 위험요인에 대한 산업분석이 적절히 수행되었는가? |  |
|  |  | **V. 평가대상회사 재무제표의 분석 및 조정** |  |
|  |  | **1. 일반사항** |  |
|  |  | - 회사의 재무제표에 대해 충분한 과거기간(통상 3개년 이상)을 대상으로 분석이 이루어졌는가? |  |
|  |  | - 실사조정 사항 등이 발견되었을 경우, 재무제표 수정사항이 발견되었고 이를 적절하게 반영하였는가? |  |
|  |  | - 재무제표 수정사항은 그 구체적인 내용과 금액이 나타나 있는가? |  |
|  |  | - 평가대상회사의 재무제표와 비교대상(경쟁사) 재무제표 사이에 회계처리방법의 중요한 차이가 존재할 경우 이를 적절히 반영하였는가? |  |
|  |  | **2. 계정과목별** |  |
|  |  | - 계정과목별로 과거 중요 변동에 대하여 질문하고 이에 대한 논리적인 설명이 가능한가? 또 이로 인하여 가치평가에 영향이 가는지에 대하여 충분히 숙지하였는가? |  |
|  |
|  |  | **VI. 산업비율분석** |  |
|  |  | - 산업비율분석에 사용된 산업군은 어떤 방식으로 구해졌으며, 그 자료의 출처는 어디인가? |  |
|  |  | - 적절한 산업군에 대한 자료를 구할 수 없어 개별 회사를 산업비율분석에 사용되었다면 최종적으로 선정된 회사는 어떤 회사들인가? |  |
|  |  | - 평가보고서 이용자가 회사의 재무제표를 이용하여 동일한 비율을 얻을 수 있을 정도로 비율들이 명확히 정의되고 계산되었는가? |  |
|  |  | - 평가대상회사의 규모 및 성장성 등을 고려하여 적절한 산업 또는 비슷한 업체와 비교되었는가? |  |
|  |  | - 비교시점 면에서 적절하게 비교 가능한 자료를 이용하여 계산되었는가? |  |
|  |  |  |  |
|  |  | **VII. 소득접근법 (Income Approach)** |  |
|  |  | - 소득접근법이 사용되었는가? |  |
|  |  | - 소득접근법이 사용되지 않았다면 정당한 이유가 설명되어 있는가? |  |
|  |  | - 추정된 영업현금흐름에 대한 분석이 정확하며, 그 분석이 가치의 전제 및 가치의 기준에 부합하는가? |  |
|  |  | - 자본화 또는 할인된 소득흐름이 합리적인 미래에 대한 기대치를 대표하는 것으로 볼 수 있는가? |  |
|  |  | - 영업현금흐름의 추정에 사용된 Logic과 Assumption은 합리적인가? |  |
|  |  | - 만약 합리적으로 확신할 수 없는 가정사항이 있었다면, 보고서상에 이를 적절히 언급하고 대체적인 방안을 고려하였는가? |  |
|  |  | - 재무추정을 위한 논리와 가정사항은 회사 경영진과 충분히 논의되고 그에 대한 합의가 도출되었는가? |  |
|  |  | - 만약 중요 가정에 대하여 회사 경영진과 합의가 이루어지지 않았다면, 그럼에도 불구하고 보고서상의 가정이 보다 합리적이라는 합리적 확신이 있는가? |  |
|  |  | - 비경상적 수익과 비용항목에 대한 검토가 이루어졌고, 미래 수익과 현금흐름 추정에 적절히 고려되었는가? |  |
|  |  | - 타인자본비용은 어떠한 방식으로 산출되었는가?  (1) 현재의 실제 가중평균차입비용  (2) 회사채 기준수익률  (3) 기타 |  |
|  |  | - 자기자본비용은 어떠한 방식으로 산출되었는가  (1) 자기자본가격결정모형 (Capital Asset Pricing Model)  (2) 기타 |  |
|  |  | - 자기자본비용의 계산에 사용된 모델이 적절하고 각 모델에 사용된 변수들에 대한 근거자료가 충분히 설명되어 있는가? (risk-free rate, equity risk premium, beta) |  |
|  |  | - size premium이 사용되었다면, 사용근거가 적절히 설명되어 있는가? |  |
|  |  | - 가중평균자본비용(WACC)이 사용된 경우, 그 가중치는 다음 중 어디에 근거하고 있는가?  (1) 평가대상기업의 시장가치에 의한 목표자본구조  (2) 해당 산업의 시장가치에 의한 평균자본구조  (3) 기타 |  |
|  |  |  |  |
|  |  | - 위에서 언급된 요소 이외에 할인율에 추가로 고려하여야할 요소는 없는가? 만약 있다면 이를 적절히 반영하였는가? |  |
|  |  | - Terminal Growth rate를 산정하는데 사용된 근거 및 출처가 적절히 설명되어 있는가? |  |
|  |  |  |  |
|  |  | **VIII. 시장접근법 (Market Approach)** |  |
|  |  | - 시장접근법이 사용되었는가? |  |
|  |  | - 시장접근법이 사용되지 않았다면 정당한 이유가 설명되어 있는가? |  |
|  |  | - 어떠한 방식의 시장접근법이 사용되었는가?  (1) 유사상장회사 방식 (Comparable Company Method)  (2) 유사인수합병 방식 (Transaction Company Method)  (3) 기타 |  |
|  |  | - 비교기준회사를 선정하는데 고려된 기업군이 명확히 규정되어 있는가? |  |
|  |  | - 비교기준회사의 선정기준에 부합함에도 불구하고 비교대상에서 제외된 업체가 있는 경우, 그에 대한 설명이 있는가? |  |
|  |  | - 비교기준회사의 자료의 출처가 명확히 나타나 있는가? |  |
|  |  | - 유사상장회사방식의 경우 비교기준회사의 주가는 언제를 사용하였는가? |  |
|  |  | - 유사인수합병방식의 경우 거래대금에 포함된 내용을 정확히 구분하여 밝히고 있는가? |  |
|  |  | - 여러 가지 시가배수 중 특정한 배수가 선택된 이유가 명확히 설명되어 있는가? |  |
|  |  | - 만약 소수/지배지분이 가치평가대상일 경우, 지배지분할증에 대한 일괄할증 또는 소수지분할인에 대한 일괄할인이 필요한 상황인가? |  |
|  |  |  |  |
|  |  | **IX. 자산접근법 (Asset Approach)** |  |
|  |  | - 자산접근법이 사용되었는가? |  |
|  |  | - 자산접근법이 사용되지 않았다면 그 이유가 설명되어 있는가? |  |
|  |  | - 재무상태표상의 모든 자산 및 부채가 적절히 시장가치로 재평가되었으며 그 근거가 적절히 설명되었는가? |  |
|  |  | - 재무상태표상에 나타나지 않는 모든 자산 및 부채에 대해서도 확인되고 평가되었는가? |  |
|  |  | - 가치의 기준 및 가치의 전제 등에 비추어 이루어지지 않았어야 할 조정이 이루어진 것이 있는가? |  |
|  |  | - 무형자산 평가가 있었다면, 무형자산 평가에 활용된 평가방법은 무엇인가? |  |
|  |  | - 무형자산 평가에 사용된 각종 변수 및 그 계산내용이 적절히 설명되었는가? |  |
|  |  |  |  |
|  |  | **X. 일괄할인(Discount) 및 일괄할증(Premium)** |  |
|  |  | - 본 가치평가/가치산정 업무에서 궁극적으로 구하고자 하는 가치를 구하기 위하여 각 접근법에서 도출된 가치에 일괄할인 혹은 일괄할증을 사용하고 있는가? |  |
|  |  | - 이때 사용된 일괄할인 혹은 일괄할증은 각 접근법에 의하여 평가된 기준값을 개별적으로 조정하는데 적절하게 사용되었는가? |  |
|  |  | - 본 가치평가업무에서 산정하려고 하는 가치는 지배지분의 가치인가 소수지분의 가치인가  (1) 지배지분의 가치  (2) 소수지분의 가치 |  |
|  |  | - 만약 소수지분 할인이나 지배지분 할증이 적용되었다면, 어떤 자료들에 근거하였는가? |  |
|  |  | - 본 가치평가/가치산정 업무에서 산정하려고 하는 가치는 비상장주식으로 시장성 할인이 적용되었는가? |  |
|  |  | - 만약 시장성 할인이 적용되었다면, 어떤 자료들에 근거하였는가? |  |
|  |  | - 이외의 일괄할인 및 일괄할증이 적용되었다면 이에 대한 내용을 간단히 기술하시오. |  |
|  |  |  |  |
|  |  | **XI. 결론의 도출** |  |
|  |  | - 최종 가치평가결과는 어떤 접근법 및 접근방식에 의하여 구해졌는가? |  |
|  |  | - 각 접근방식을 종합할 때 사용된 가중치 산출방식은 어떤 방식이었는가?  (1) 산술적으로 각각의 접근방식에 %를 부과하여 산출됨  (2) 주관적으로 산출됨 (간단히 기술할 것) |  |
|  |  | - 각 접근방식에 대한 상대적 가중치에 대한 근거가 명확하게 나타나 있는가? |  |
|  |  | - 평가접근법 및 접근방식의 선택이 가치평가계약서에서 정한 가치평가의 내용 및 사용 가능한 자료를 근거로 볼 때 적합하게 이루어졌는가? |  |
|  |  | - 최근 2년간 거래가격, 과거 평가실적 등이 존재하고 입수 가능한 경우 이를 고려하여 최종가치산출에 반영여부를 검토하였는가? |  |
|  |  | **XII. 보고서에 대한 평가자의 검증** |  |
|  |  | - 보고서의 내용이 사실이고 정확함 |  |
|  |  | - 보고서의 분석, 의견 및 결론은 보고서에서 설명한 가정 및 제약 조건에 의해서만 제약되며 검토자 자신의 개인적인 편견에 의존하지 않는 전문적인 분석, 의견 및 결론임 |  |
|  |  | - 검토자 자신은 보고서의 평가대상이 된 자산에 대해서 현재나 미래에 특정한 이해관계가 없으며, 또한 본인은 이 평가보고서와 관련된 당사자들에 대해서도 특정한 이해관계가 없음 |  |
|  |  | - 검토자 자신의 보수는 보고서의 내용 및 결론 또는 이 보고서의 유용성 여부에 의해서 영향을 받지 않음 |  |
|  |  |  |  |
|  |  | **XIII. 제약조건 및 가정** |  |
|  |  | - 제약조건 및 가정에 대한 충분한 설명이 되어 있는가? |  |
|  |  | - 평가자의 업무범위 또는 분석에 필요한 자료입수의 제약 및 동 제약을 극복하기 위해 수행한 대체절차 (예를 들면, 신생 기업일 경우 주요 수익, 비용항목 및 운전자본 회전율 추정시 자료입수의 제약으로 인해 산업평균을 비교 목적으로 사용했는지 여부 등) |  |
|  |  | - 가치평가의 결론이 보고서상에 명시되어 있는 평가의 목적과 평가기준일에서만 유효하다는 내용이 명시되어 있는가? |  |
|  |  | - 외부자료를 인용한 경우 독립적인 입장에서 해당 자료에 대한 검증을 재차 실시하지는 않는다는 내용이 명시되어 있는가? |  |
|  |  | - 매우 특이한 제약조선이 있는 경우, 그 제약조건의 내용 및 그것이 가치평가결과에 미치는 영향에 대하여 설명되어 있는가? |  |
|  |  | - 위에서 언급한 매우 특이한 제약조건이 있는 경우 해당 내용을 간단히 언급하시오. |  |
|  |  | **XIV. 후속사건**  - 평가기준일 이후부터 보고서 제출일까지 발생한 후속사건이 이용자에게 중요한 경우 보고서의 별도 문단에 후속사건을 기술하였는가? 후속사건과 관련된 정보는 정보목적으로만 제공되는 것일 뿐 평가기준일 현재의 가치에 반영되지 않았음을 명시하였는가? |  |
|  |  | - |  |
|  |  | **XV. 기타**  - 타전문가의 업무를 활용한 경우 동 내용 및 활용여부에 대한 타당성을 검토하였는가? (타전문가의 업무를 활용할 때에는 타전문가가 적용한 가정과 방법을 이해하고, 그 적정성과 합리성을 고려하여 검토하였는가?) |  |

\* 위에서 언급된 내용 이외에 평가보고서에 중요한 영향을 미치는 내용이 있다면 이를 기술하시오. (아래에 번호를 기입하여 추가설명을 기술하고, 각 번호를 Checklist에 표시하기 바랍니다.)

|  |
| --- |
|  |
|  |
|  |
|  |
|  |
|  |
|  |
|  |
|  |
|  |
|  |
|  |
|  |
|  |
|  |
|  |
|  |
|  |
|  |
|  |
|  |
|  |
|  |
|  |
|  |
|  |
|  |
|  |
|  |
|  |
|  |
|  |

표 12. 금융감독위원회에서 발표한 Review check list

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **문서화** | **수령여부** | 미수령시  (추가조치) |
| 가. 수집, 분석한 정보(\*) |  |  |
| 나. 가치평가에 적용한 가정과 동 가정의 타당성 검증내용 |  | 가정 설정 근거확보 |
| 다. 제약조건 및 동 제약조건하에서의 가치평가 수행 타당성 검토내용 |  |  |
| 라. 평가자의 업무범위 또는 분석에 필요한 자료입수의 제약 및 동 제약을 극복하기 위해 수행한 대체절차 |  |  |
| 마. 가치평가에 고려한 제반 평가접근법과 방법 (평가접근법은 크게 이익접근법, 시장접근법, 자산접근법으로 구분할 수 있다. 평가자는 특별한 이유가 없는 한 이 **세가지 접근법을 모두 고려**하여야 한다) |  | 사용하지 않은 접근법에 대한 설명 |
| 바. 가치평가에 실제 적용한 평가접근법과 방법 및 그 방법의 적용타당성 검토내용 (평가자는 전문가적인 판단을 사용하여 평가대상 기업의 특성 등을 고려하여 가장 적합하다고 판단되는 하나 또는 둘 이상의 평가방법을 사용해야 한다) |  |  |
| 사. 타전문가의 업무를 활용한 경우 동 내용 및 활용여부에 대한 타당성 검토내용 |  |  |
| 아. 후속사건과 관련하여 평가자가 고려한 정보 (평가자는 **평가기준일**에 존재하고 있는 상황과 그 때까지 발생한 사건만을 고려하여 평가하는 것이 일반적이다. 그러나 **평가의견서 제출일까지 발생한 후속사건**이 평가의견서 이용자에게 중요한 경우 평가자는 평가의견서의 별도 문단에 후속사건을 기술해야 한다. 이때 후속사건과 관련된 정보는 정보목적으로만 제공되는 것일 뿐 평가기준일 현재의 가치에 반영되지 않았음을 명시해야 한다) |  |  |
| 자. 최종가치산출과정 (각 가치추정치의 타당성 및 신뢰성을 평가하여 **하나의 평가접근법과 방법의 결과만을 활용할 것인지 또는 여러 평가접근법이나 방법의 결과를 종합하여 활용할 것인지를 결정**해야 한다. / 평가자는 대상자산의 **최근 2년간 거래가격, 과거 평가실적** 등이 존재하고 입수 가능한 경우 이를 고려하여 최종가치산출에 반영여부를 검토하여야 한다. 시장에서 거래된 적정가격과 평가방법으로 구한 가치가 차이가 나는 경우 반드시 가치조정 여부를 고려하여야 하며, 가치 조정을 하지 않는 경우 가치조정을 하지 않는 사유를 문서화하고 평가의견서에 기재하여야 한다.) |  |  |

*(\*)평가대상의 가치에 영향을 미칠 수 있는 사항들을 이해하기 위하여 수집, 분석한 정보에 대한 세부내용*

|  |  |
| --- | --- |
| **Data Request** | **수령여부** |
| **비재무 정보 (평가대상기업을 둘러싼 경제여건, 해당산업동향 등에 관한 정보)** |  |
| 가. 조직 형태(주식회사, 조합기업 등), 기업 연혁 및 사업배경 |  |
| 나. 주요 제품과 서비스 |  |
| 다. 경쟁사현황, 시장 및 고객현황 |  |
| 라. 경영진의 경력 및 평판 |  |
| 마. 경제, 산업 및 회사에 대한 전망 |  |
| 바. 비상장주식의 과거 거래 내역 |  |
| 사. 계절적 요인이나 경제 순환적 요인에 대한 민감도 등의 위험요인 |  |
| 아. 이용정보의 출처 |  |
| 자. 기타 평가대상 기업을 이해하기 위해 필요한 정보 |  |
| **재무 정보 (평가모형의 투입변수로서 활용되는 회계 및 재무자료)** |  |
| 가. 평가에 필요하다고 판단되는 충분한 과거기간의 재무정보 |  |
| 나. 추정재무제표를 비롯한 예측정보 |  |
| 다. 소속 산업에 대한 재무정보 |  |
| 라. 과거 일정기간에 대한 세무조정계산서 |  |

금융감독위원회 발표 외부평가업무 가이드라인에서 언급된 부적절한 평가사례

1. 평가대상자산에 대한 확인 소홀

가. 미분양아파트를 평가함에 있어 미분양된 사실을 고려하지 아니하고 실제시가보다 높게 평가

나. 평가대상토지에 대해 공법상 제한사항이 있음에도 불구하고 공법상 제한이 없는 상태를 가정한 용도지역기준으로 비교표준지가를 그대로 적용하여 평가

다. 평가대상토지와 용도지역•이용상황 등이 유사한 표준지공시지가가 인근 지역에 소재하고 있음에도 불구하고 뚜렷한 이유 없이 토지특성(용도지역, 이용상황, 주변환경 등)이 크게 차이나는 표준지를 비교표준지로 선정하여 평가

라. 평가대상토지가 북동향의 하단부 완경사, 상단부 급경사임에도 불구하고 남향으로 평가하고, 맹지임에도 현황 임도를 통하여 출입이 가능한 것으로 평가

마. 평가대상토지가 주변토지에 비하여 급경사 임야지대로 개발이행이나 용도전환 가능성이 다소 불리하여 공시지가가 낮음에도 불구하고 주변토지의 공시지가 수준으로 하루만에 평가

2. 평가에 이용되는 자료에 대한 검토 없이 사용

가. 회사가 제시한 자료의 신뢰성이나 합리성 여부에 대한 검토 없이 평가에 이용

나. 타전문가가 수행한 업무의 적정성 및 합리성 여부에 대한 검토 없이 타전문가의 의견•평가내용에만 의존하여 그대로 인용하여 평가

3. 평가시 설정한 가정에 대한 합리적 근거 미비

가. 평가시 투입되는 변수에 대한 합리적 근거 없이 가정하거나 평가치를 시나리오별로 제시하면서 각 시나리오 설정기준(예: 시장점유율, 예상 판매량 등)에 대한 합리적인 근거 부재

나. 특허에 대한 전용실시권을 평가하면서 특허권의 법적 존속기간을 초과하여 영구 사용가능한 것으로 가정하여 평가

4. 가치평가접근법 적용 오류

가. 신생 벤처기업이나 적자기업 등의 가치평가에 자산접근법 또는 시장접근법의 적용을 고려하지 않고 이익접근법만을 적용하여 평가

나. 영업활동을 수행하지 않고 부동산이나 타 회사의 지분을 보유함으로써 이익을 얻는 지주회사 평가시 자산접근법 또는 시장접근법을 고려하지 않고 이익접근법만을 적용하여 평가

다. 야산에 장뇌삼 종자 파종 및 1년생 이식을 한지 2년이 안된 장뇌삼밭을 자산접근법 또는 시장접근법을 고려하지 않고 이익접근법만을 적용하여 평가

라. 건물(공장)건설부지를 매입함에 있어 자산접근법 또는 시장접근법이 아닌 건물(공장)을 완공했을 경우를 가정한 이익접근법으로 평가

마. 설립된지 5년 미만인 기업가치를 평가하면서 자산접근법 또는 시장접근법의 적용을 고려하지 않고 실현가능성이 낮은 미래추정치를 근거로 이익접근법만을 적용하여 평가

5. 공정시장가치가 아닌 투자가치로 평가

가. 기계장치가 설치되어 있지 않은 공장부지와 공장건물을 평가함에 있어 외국 유수의 기업으로부터 정밀한 설비라인을 설치한 경우를 가정하여 평가

나. 건설중인 건물에 대하여 완성건물을 가정하여 이익접근법으로 평가하면서 미분양위험을 고려하지 않고 평가

다. 이익접근법을 적용하여 평가하면서 평가대상 자산을 현재 상태와 다르게 가정(예: 토지가 현재 농지임에도 산업용지로 가정)하여 평가

라. 현재 염전인 토지를 휴양시설 건설부지로 쓰기 위해 매입하는 거래와 관련하여 관련 인허가 등이 결정되지 않았음에도 불구하고 휴양시설건설에 따른 개발이익을 반영하여 평가

6. 이익접근법 적용시 발생되는 오류

가. 기업의 위험보다 개별 특허기술의 사업위험이 일반적으로 높음에도 불구하고 할인율 산정시 기업의 위험을 산정하는 일반적인 방법인 WACC 방법을 적용하고 별도의 위험 미조정(평가대상자산 자체의 위험 미반영)

나. 미래 효익 추정시 예측기간을 5년이상으로 확보하여야 함에도 불구하고 5년 미만으로 추정하여 평가

다. 영구가치산출시 적용하는 영구성장률을 과거 5년치 평균성장률보다 높게 추정하여 평가

라. 전환가능증권(CB, BW 등)이 있음에도 불구하고, 해당 증권의 전환여부를 고려하여 주식수를 산출하지 아니하고 최종 주당가치를 산출

7. 과거 거래가격을 최종가치산출에 미고려

가. 양도자의 평가대상 자산 취득원가를 고려하지 않고 평가

나. 평가대상 자산의 경매평가 및 매각가격 선례가 있음에도 이를 조사•수집, 참작하지 않고 평가

8. 채권 발행인의 원리금상환능력을 미고려

가. 채권을 평가함에 있어 발행인의 원리금상환능력을 고려하지 않고 권면금액으로 평가

나. 미지급되어 연체상태인 급여채권임에도 채권평가시 이러한 사실을 미반영

9. 업무정지기간중인 외부평가기관에 의해 평가

10. 성공보수조건으로 외부평가 계약을 체결

**[참고문헌]**

* Tom Copeland/Tim Koller/ Jacvk Murrin,’ Valuation’, Mckinsey & Company Inc, 2005년 9월
* Aswath Damodaran,’ Investment Valuation’, John Wiley & Sons, Inc., 2001년 2월
* 금융감독원 기업공시본부 기업공시국에서 발표한 “외부평가업무 가이드라인”
* 삼일PWC, 공정가치 평가에 관한 의견: KT의 KTF 주식 매입과 관련한 무형자산 공정가치 평가 (국문번역본), 2006년 12월
* 삼정회계법인, CJ제일제당 주식회사와 삼양유지 주식회사 간의 합병시 합병비율 적정성에 대한 평가의견, 2009년 6월 8일

1. Bloomberg 상 Beta구하는 방법은 해당 회사 Ticker 🡪 Equity 버튼 🡪 Beta (또는 Ticker를 모를 경우, 회사명 🡪 HELP 🡪 해당 회사 선택 🡪 Beta) [↑](#footnote-ref-1)