

강의노트 주제 영구가치 평가

주요 내용

- DCF 모형을 위한 영구가치 공식
- 경제적 이익을 이용한 가치평가
- 영구가치의 구별
- 영구가치 추정 상의 보편적인 오류
- 영구가치에 대한 그 밖의 접근법

1. DCF모형을 위한 영구가치 공식

● 영구가치 (continuing value: CV) 공식의 유용성

- ▶ 가치평가를 단순화하는 데 유용함
 - ▶ 기업의 가치를 추정하기 위해서 미래를 두 개의 기간으로 구분하여 각각의 기대 현금흐름을 추정함
- ▶ 기업가치 = 현금흐름 추정기간의 현금흐름 현가 + 추정기간 이후 현금흐름 현가
 - ▶ 위 식에서 두 번째 항이 영구가치임
 - ▶ 영구가치는 통상 기업의 총가치 중에서 높은 비중을 차지하기 때문에 가치평가 시 신중하게 추정해야 함

1. DCF모형을 위한 영구가치 공식 (계속)

● 기업가치 평가를 위한 영구가치 공식

$$CV_t = \frac{NOPLAT_{t+1} \left(1 - \frac{g}{ROIC}\right)}{WACC - g}$$

- ▶ $NOPLAT_{t+1}$ = 현금흐름 추정기간 이후 첫 연도의 안정화된 수준의 NOPLAT
 - ▶ 안정화된 수준의 매출액과 지속 가능한 마진율 및 ROIC를 바탕으로 추정
 - ▶ 안정화된 수준의 매출은 경기사이클 중 중간 점을 반영하고 마진율은 경기 사이클의 평균적인 수준을 적용
- ▶ g = 영구 NOPLAT 기대성장률
 - ▶ 장기간에 걸쳐 경제 전체 성장률보다 지속적으로 높은 성장률을 기대할 수 있는 기업 없음
 - ▶ 최선의 장기성장률 \approx 산업제품에 대한 장기소비성장률 + 기대 인플레이션율
 - ▶ 성장률이 영구가치에 미치는 효과를 알아보기 위한 민감도 분석이 필요함

1. DCF모형을 위한 영구가치 공식 (계속)

● 기업가치 평가를 위한 영구가치 공식 (계속)

➔ RONIC = 재투자 투자자본 기대수익률

➤ Rate of return on new invested capital

➤ 분석기업이 속한 산업의 예상 경쟁조건과 일치하는 기대수익률이 추정되어야 함

● 완전경쟁시장에서는 초과수익이 존재하지 않으므로 장기적으로 RONIC는 WACC와 동일해 짐

● 그러나 현실의 시장은 불완전시장이고, 분석기업이 다른 경쟁기업에 비해 우월한 경쟁우위를 가지고 있을 경우 장기적으로도 RONIC는 WACC를 초과할 수 있음

➔ WACC = 가중평균자본비용

➤ 지속 가능한 자본구조를 반영하여야 하며, 예상되는 산업 여건과 일치하는 사업위험을 반영해야 함

2. 경제적 이익을 이용한 가치평가

● 가치평가를 위한 경제적 이익 접근법

▶ 기업가치 = 추정 초기 투자자본 + 현금흐름 추정기간의 경제적 이익 현가 + 추정기간 이후 경제적 이익 현가

▶ 위 식의 마지막 항이 경제적 이익의 영구가치임

▶ 경제적 이익(EP) 공식

$$CV_t = \frac{EP_{t+1}}{WACC} + \frac{NOPLAT_{t+1} \left(\frac{g}{RONIC} \right) (RONIC - WACC)}{WACC(WACC - g)}$$

● EP_{t+1} = 현금흐름 추정기간 이후 첫 연도의 안정화된 경제적 이익

▶ 추정기간 이후 경제적 총이익 = 추정기간 직후 첫 연도의 경제적 이익 현가 + 그 연도 이후 증가된 경제적 이익의 총현가

● If $RONIC = WACC$ then $CV_t = EP_{t+1} / WACC$

▶ DCF를 이용한 영구가치 = 경제적 이익 영구가치 + 추정기간 말 (t시점) 투자자본

3. 영구가치의 구별

● 영구가치에 관한 세 가지 오해

- ▶ 현금흐름 추정기간이 기업가치에 영향을 미친다.
- ▶ 기업이 경쟁적 우위를 가지는 기간($ROIC > WACC$)과 영구가치는 관련성이 있다.
- ▶ 기업가치에서 영구가치가 차지하는 비중이 클수록 가치창조가 대부분 추정기간 이후에 발생한다.

● 추정기간이 기업가치에 영향을 미치는가?

- ▶ 현금흐름 추정기간의 결정은 중요한 문제이나, 그것이 기업가치에 영향을 미치는 것은 아님
 - ▶ 추정기간의 설정은 단지 현금흐름 추정기간과 그 이후 기간 사이에 기업가치 분포에만 영향을 미침
 - ▶ 다만, 추정기간의 선택이 영구가치 추정을 위한 경제적 가정의 변화와 관련된 경우엔 가치에 간접적으로 영향을 미침
 - 적절한 추정기간은 추정기간 말에 사업이 안정적인 상태에 도달하여 $ROIC, g, NOPLAT$ 그리고 FCF 등이 일정해지는 기간이어야 함

3. 영구가치의 구별 (계속)

● 경쟁우위에 있는 기간에 관한 혼동

- ▶ 기업이 경쟁우위에 있는 기간($ROIC > WACC$ 인 경우)은 영구가치 기간에 도달한다고 끝나는 것은 아님
 - ▶ 기존 투하자본에 대한 수익률($ROIC$)은 지속적으로 $WACC$ 보다 높음
 - ▶ 다만, 추정기간 이후에 발생하는 추가적인 투하자본에 대한 기대수익률인 $RONIC$ 가 장기적으로 $WACC$ 로 수렴해 가는 것임

● 기업가치는 언제 창조되는가?

- ▶ 기업가치에서 영구가치가 차지하는 비중이 크다고 해서 대부분의 기업가치가 추정기간 이후에 발생하는 것은 아님
- ▶ 보다 중요한 것은 기존 사업에서 발생하는 가치의 크기와 새로운 사업으로 인해서 발생하는 현금유출과 현금유입이 언제 그리고 얼마나 발생하는 가임
- ▶ 따라서 기업가치는 특정시점 또는 그 이후부터 창조되는 것이 아니고, 지속적으로 창조되는 것임

4. 영구가치 추정 상의 보편적인 오류

● 미숙한 기초연도 추정

- ▶ 추정기간 이후 NOPLAT, ROIC 그리고 성장률 등이 일정하다 해도 다른 모든 항목들도 일정한 것은 아님
 - ▶ 현금흐름이 안정화되어 성장이 일정해질 경우, 기업의 추가적인 자본적 지출과 운전자본의 증가는 급격히 낮아지게 됨
- ▶ 따라서 모든 요인들이 일정하다고 가정하고 FCF를 추정할 경우, 기업가치를 과소평가하게 됨

● 미숙한 과잉 보수주의

- ▶ 산업의 성장성이나 경쟁구도, 기업의 장기적인 경쟁우위 요소에 대한 정확한 분석 없이 장기적으로 RONIC와 WACC가 같다고 가정하는 것은 기업가치를 과소평가할 가능성이 높음

● 의도적인 과잉 보수주의

- ▶ 미래 불확실성에 대해 지나치게 보수적일 필요는 없음

5. 영구가치에 대한 그 밖의 접근법

● 수렴공식을 이용한 기타 DCF 접근법

▶ RONIC = WACC로 가정

▶ 경쟁적인 산업에서는 장기적으로 기업들의 초과이익이 0이 되므로 RONIC=WACC가 됨

$$CV_t = \frac{NOPLAT_{t+1}}{WACC}$$

▶ NOPLAT가 장기 기대 인플레이션율(g)만큼 매년 성장한다고 가정

$$CV_t = \frac{NOPLAT_{t+1}}{WACC - g}$$

▶ 위와 같은 공식은 기업의 추가적인 투자자본의 증가 없이도 성장이 가능하다고 가정하므로 기업가치를 과대 계상할 가능성이 높음

● 이는 RONIC가 무한대로 수렴한다고 가정하는 것과 같음

5. 영구가치에 대한 그 밖의 접근법 (계속)

● 비현금흐름 접근법

▶ 배수법

- ▶ 기업가치를 미래 이익 또는 장부가치의 일정한 배수를 곱하여 평가하는 방법
- ▶ 적절한 배수의 추정이 가장 중요한 문제임
 - 일반적으로 현재의 기업가치와 이익 또는 장부가치의 배수를 기준으로 기업이 미래에도 동일한 배수의 가치를 가질 것으로 가정하는 것임

▶ 청산가치 접근법

- ▶ 영구가치를 추정기간 말에 자산을 매각하여 부채를 상환한 후 남는 금액과 동일하다고 가정하는 방법
- ▶ 일반적으로 청산가치와 계속기업 가치는 매우 다르기 때문에 추정기간 말에 기업청산을 계획하는 경우가 아니라면 사용하지 않는 것이 바람직함
 - 성장하고 수익성이 있는 산업의 경우, 계속기업 가치 > 청산가치
 - 쇠퇴기에 있는 산업의 경우, 계속기업 가치 < 청산가치

5. 영구가치에 대한 그 밖의 접근법 (계속)

● 비현금흐름 접근법 (계속)

▶ 대체원가 접근법

- ▶ 영구가치를 기업의 자산을 대체하기 위한 예상원가와 동일하게 취급하는 방법
- ▶ 문제점
 - 모든 유형자산이 대체 가능한 것은 아님
 - 기업의 운영 및 조직능력을 무시하므로 기업가치를 과소평가할 수 있음
 - 기업의 모든 자산이 대체되지는 않음
 - 특정 산업 또는 사업에서만 사용되는 자산의 경우에는 대체원가가 높기 때문에 기업가치를 과대평가할 수 있음