

강의노트 주제

평가결과의 산출 및 해석

주요 내용

- 가치평가의 마지막 단계
- 영업활동의 가치 계산
- 자기자본의 가치
- 비영업용 자산
- 주당 가치 계산
- 복수의 시나리오에 의한 가치평가
- 가치평가 결과의 검증
- **Heineken** 가치평가 사례

1. 가치평가의 마지막 단계

● 가치평가의 마지막 단계

▶ 추정된 현금흐름의 현재가치 계산

- ▶ 영업활동의 현재가치를 결정하기 위해 추정된 현금흐름(FCF) 또는 경제적 이익(EP) 및 영구가치(CV)를 WACC으로 할인하여 현재가치를 계산

▶ 자기자본의 가치 계산

- ▶ 추정된 현금흐름의 현재가치에 비영업용 자산의 가치를 더하고, 비주주 청구권의 가치를 차감하여 자기자본의 가치를 계산

▶ 시나리오 분석 실시

- ▶ 최종 가치평가를 위해서 사용된 추정치들에는 많은 불확실성이 내포되어 있음
- ▶ 이러한 불확실성의 효과를 검증하기 위해서 다양한 시나리오 하에서 가치평가를 반복하여 각 시나리오별 가치평가 결과의 변화를 분석함

▶ 가치평가 결과 검증

- ▶ 가치평가 결과가 기술적으로 정확하고, 사용한 가정들이 현실적이며 그 해석이 타당한가를 검증함

[표 1] 가치평가 과정의 예시

	(단위: 백만 달러)	
영업의 가치	5,000	
과다보유 현금 및 시장성 유가증권	50	}
비유동성 투자 및 비합병 자회사		
대여금	20	
비합병 자회사	250	
	<hr/>	
	270	}
영업외 자산		
기타 비영업용 자산		
법인세 이월결손금	10	
영업중단 사업부	30	
비영업용 부동산	5	
	<hr/>	
	45	
	<hr/>	
기업가치	5,365	
이자지급부 부채		}
은행차입금	(250)	
회사채	(550)	
	<hr/>	
	(800)	}
부채성 항목		
운용리스	(250)	
미적립 퇴직연금 및 퇴직연금 관련 부채	(150)	
우선주	(100)	
장기영업 총당금	(50)	
비영업 총당금	(75)	
우발채무	(40)	
	<hr/>	
	(665)	
전환청구권		}
임직원 스톡옵션	(100)	
전환부채	(200)	
	<hr/>	
	(300)	
외부주주 지분	(150)	
자기자본의 가치	3,450	

2. 영업활동의 가치 계산

● 잉여현금흐름 (FCF) 할인

- ▶ WACC를 이용하여 매년의 FCF 또는 EP를 현재가치로 할인
 - ▶ 미래 현금흐름에 대한 할인율로서 WACC이 매년 일정하다면 이는 자본구조 상의 변화가 없음을 가정하는 것임
 - ▶ 만약 WACC가 매년 달라진다면 T년도에 적용할 할인율 DF_T 는 아래와 같이 정의됨

$$DF_T = \prod_{t=1}^T (1 + WACC_t)$$

- 부채와 자본에 대한 시장가치 기준 가중치가 변동하는 경우 그리고 부채비용 또는 세율이 현저하게 변화하는 경우에는 위와 같은 할인율 계산이 보다 적절함
- ▶ 부채비율이 매우 낮거나 높은 회사가 장기간 지속 가능한 자본구조로 변동될 때에는 조정현재가치(APV) 모형이 더 선호될 수 있음
- APV모형은 시간에 따른 자본구조 및 부채 관련 절세효과를 더 쉽고 명확하게 모형화할 수 있음

2. 영업활동의 가치 계산 (계속)

● 영구가치의 할인

- ▶ 기업가치 평가를 위한 영구가치 공식

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

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

- ▶ 위와 같이 계산된 영구가치는 현재가치가 아닌 현금흐름의 추정이 끝나는 시점인 t시점의 가치임
 - ▶ 따라서 현재가치로 환산하기 위해서는 아래와 같은 추가적인 계산과정이 필요함

$$PV(CV_t) = \frac{CV_t}{(1 + WACC)^t} \text{ or } \frac{CV_t}{\prod_{i=1}^t (1 + WACC_i)}$$

2. 영업활동의 가치 계산 (계속)

● 영업가치 계산

- ▶ 영업가치 = 잉여현금흐름의 현재가치 + 영구가치의 현재가치
= 초기 투자자본 + 경제적 이익의 현재가치 + 영구가치의 현재가치

- ▶ 영업가치는 연도의 중간에 발생하는 현금을 할인하는 것으로 조정되어야 함
 - 이는 한 연도의 현금흐름이 연말에 한꺼번에 발생하는 것이 아니라, 전체 연도에 걸쳐 지속적으로 발생하기 때문임
 - 이러한 차이를 조정하기 위해서 영업가치를 WACC로 6개월정도 늘리기도 함

3. 자기자본의 가치

● 자기자본 가치 계산을 위한 두 가지 일반적인 규칙

- ▶ 현금흐름 DCF 영업가치에 포함되지 않은 모든 자산과 부채는 별도로 평가되어 DCF 가치평가 결과에 합산 또는 차감되어야 함
 - ▶ 재무상태표 상의 자산 및 부채와 부외자산 및 부외부채 모두를 포함시켜야 함
- ▶ 자산 및 부채에 대한 가치평가 방법은 그것들의 가치가 DCF 영업가치와 얼마나 연동되는지에 따라 달라짐
 - ▶ 종업원 스톡옵션 및 전환사채 가치: 영업가치에 따라 증가하므로 이들의 가치평가 역시 이러한 연관성을 고려해야 함
 - ▶ 비영업용 자산의 가치가 비주주 청구권 및 영업가치와 높은 양의 상관관계를 가질 경우, 비영업용 자산의 가치평가를 위한 가정들이 DCF 영업가치 평가를 위한 가정들과 일관성을 가져야 함
 - ▶ 시장성 유가증권과 같이 영업가치에 대한 의존성이 거의 없는 비영업용 자산은 현재의 시장가치를 이용하여 평가함

4. 비영업용 자산

● 비영업용 자산의 평가

- ▶ 비영업용 자산과 관련된 현금흐름은 영업가치는 포함되지 않으나, 주주가치에 포함되어야 함
 - ▶ 따라서 각 비영업용 자산의 현가를 별도로 평가하여, 그 가치를 영업가치에 더해서 최종적으로 기업가치를 계산해야 함

- ▶ 과다보유 현금 및 시장성 유가증권
 - ▶ 단기간에 손쉽게 현금으로 전환될 수 있는 비영업용자산은 과다보유 현금 및 시장성 유가증권으로 분류됨
 - ▶ IFRS 기준에서는 비영업용자산을 공정가치(시장가치)로 재무상태표에 보고하도록 하고 있으므로 결산일 이후 시장가치의 큰 변동이 없는 경우에는 최근의 장부가치로 시장가치를 평가할 수 있음
 - ▶ 일반적으로 시가가 이용 가능한 경우엔 유동성이 높은 비영업용 자산은 별도의 평가를 권장하지 않음
 - ▶ 만약 DCF 방식으로 비영업용 자산을 평가한다면 해당 자산들로부터 발생할 것으로 예상되는 미래 현금흐름을 적절한 할인율로 할인하여 평가함
 - 이때, 현재가치 계산 시 할인율로는 WACC보다는 해당 자산의 현금흐름에 적합한 별도의 할인율을 추정하여 사용해야 함

4. 비영업용 자산 (계속)

● 비영업용 자산의 평가 (계속)

▶ 비유동성 투자 및 비연결대상 자회사

➢ 재무제표에 연결되지 않는 자회사의 대여금 및 자기자본 지분이 포함됨

- 이들은 공정가치가 아닌 과거의 취득원가로 재무상태표에 기록됨

➢ 타 회사에 대한 대여금은 장부가치로 평가 가능함

- 공정한 시장조건에 따라 평가되고, 차입자의 신용위험과 시중이자율이 발행 이후 현저하게 변하지 않은 경우에만 장부가치로 평가 가능함
- 그렇지 않다면 유사한 위험과 만기를 가지는 회사채의 만기수익률로 그 가치를 별도로 평가해야 함

➢ 비연결대상 자회사

- 자회사가 상장회사인 경우, 해당 기업의 자기자본에 대한 시장가치를 이용하여 평가함
- 비상장회사이며 재무제표 정보가 존재하는 경우에는 별도의 DCF 가치평가를 실시함
- 재무제표 정보가 없는 경우
 - 단순화된 주주 현금흐름 가치평가를 이용
 - 배수를 이용한 상대적 가치평가를 이용
 - 유사한 특성을 가지는 기업들의 주식들로 구성된 포트폴리오의 보유수익률을 해당 기업의 가치 증가율로 사용하여 장부가치를 증가시키는 방법을 이용

4. 비영업용 자산 (계속)

● 비영업용 자산의 평가 (계속)

▶ 그 밖의 비영업용 자산

▶ 이월결손금

- 기업이 미래의 세금부과액을 줄이는 데 이용할 수 있는 누적된 역사적 손실을 나타냄
- 법인세 이월결손금은 재무상태표의 이연법인세에 포함됨 → 실제 가치 추정이 어려움
- 이월결손금의 세금절감액을 각 연도의 타인자본비용으로 할인하여 그 가치를 산정
 - 단순히 '유효법인세율x누적결손금'으로 그 가치를 산정할 수 있음

▶ 중단된 사업

- 중단된 사업으로부터 발생하는 손익은 영업가치에는 포함되지 않음
- IFRS 기준에서는 중단된 영업과 관련된 자산과 부채를 공정가치로 평가하도록 하고 있으므로 가장 최근의 장부가치를 이용하여 가치평가를 함

▶ 비영업용 부동산 및 그 밖의 비활용 자산

- 영업활동에 더 이상 사용되지 않는 자산들로 그 가치는 영업가치에 포함되지 않음
- 외부분석가가 비영업용 부동산 등을 정확히 구분하는 것으로 매우 어렵기 때문에 이들에 대한 가치평가는 주로 내부적인 가치평가에 국한됨

5. 비주주 청구권

● 비주주 청구권

▶ 비주주 청구권=기업가치-주주 가치=영업가치+비영업용 자산 가치-주주 가치

▶ 보통주 주주들의 청구권과 다른 모든 금융적 청구권들을 지칭함

▶ 비주주 청구권의 네 가지 범주

- 회사채, 단기 및 장기 은행차입금과 같은 부채
- 운용리스, 연금, 특정 종류의 총담금, 우선주 및 우발채무와 같은 부채성 항목
- 종업원 스톡옵션 및 전환사채와 같은 혼합청구권
- 외부주주 지분

▶ 부채

- ▶ 부채가 상대적으로 안정하고 활발하게 거래되는 경우에는 시장가치를 이용함
- ▶ 시장가격이 없을 경우에는 약속된 이자지급액 및 원금상환액을 만기수익률로 할인하여 이론적 가치를 평가함
- ▶ 변동금리부 부채의 경우에는 회사의 단기 부도위험이 낮다면 장부가치로도 평가 가능함
- ▶ 재무적 곤경 상태에 처한 기업의 부채가치는 기업가치에 따라 변동하므로 자기자본과 유사해지므로 그 가치는 기업가치 추정치에 의존하게 됨
 - 여러 가능한 시나리오별로 기업가치를 추정하고, 그에 따라 부채가치를 평가해야 함

5. 비주주 청구권 (계속)

● 비주주 청구권 (계속)

▶ 운용리스

- ▶ 가장 보편적인 형식의 부외부채로서 그 가치는 투하자본의 일부인 부채성 항목으로 자본화하여 평가할 수 있음

$$\text{자본화된 운용리스 가치} = \frac{\text{리스비용}}{\left(k_d + \frac{1}{\text{내용연수}}\right)}$$

▶ 미적립 퇴직연금 및 그 밖의 퇴직연금 부채

- ▶ 미적립 퇴직연금 부채들은 부채등가물로서 취급되어야 함
 - 특히, 오래된 기업일수록 미적립 퇴직연금의 가치에 따라 자기자본의 가치가 현저히 차이날 수 있음
- ▶ 연금계획이 확정기여형(기업이 지급하는 비용을 확정시켜 놓은 제도)인 경우에는 연금계획은 기업가치와 무관하나, 확정급부형(근로자가 받는 혜택을 확정시켜 놓은 제도)인 경우에는 연금계획이 기업가치와 밀접한 관련을 가짐
 - 확정급부형의 경우에는 재무상태표 상의 장부가치 외에 주식 등에 제시된 실제 운용성과를 더하여 그 가치를 산정해야 함

5. 비주주 청구권 (계속)

● 비주주 청구권 (계속)

▶ 우선주 자본

- ▶ 우선주의 가치는 시장가치가 합리적으로 계산되면 시장가치로 평가함
- ▶ 시장가치가 없는 경우에는 청산가치로 평가하고, 이것조차 없다면 장부가치로 평가함

▶ 기타 부채등가물

▶ 총담금

- 지속사업 관련 총담금: FCF에 포함되었으므로 기업가치에 차감되어서는 안됨
- 장기영업총담금 및 영업외 총담금: 부채등가물로서 기업가치에 차감되어야 함
- 이익평탄화 총담금: 실제 미래 현금지출이 없으므로 기업가치에서 차감되어서는 안됨

▶ 우발채무

- 가능하다면 관련된 예상 세후 현금흐름을 추정하고 타인자본비용으로 할인하여 그 가치를 평가함
- 그러나 대부분의 우발채무는 정확한 세후 현금흐름 추정이 불가능하므로 여러 시나리오별로 기업가치에 어떻게 영향을 미치는 가를 분석하는 것이 필요함

5. 비주주 청구권 (계속)

● 비주주 청구권 (계속)

▶ 종업원 스톡옵션

- ▶ 옵션가치가 FCF 추정이나 DCF 가치평가에 포함된 경우라면 해당 종업원 스톡옵션은 비주주 청구권으로 분류되지 않음
- ▶ FCF 추정이나 DCF 가치평가에 포함되지 않았다면 옵션가치는 비주주 청구권으로서 기업가치에서 차감되어야 함
- ▶ 스톡옵션 가치평가 방법
 - Black-Scholes 옵션가격결정모형 또는 이항모형을 이용한 이론적 가치평가 방법
 - 행사가치 접근법을 이용한 평가
 - 현재 시점에서 모든 스톡옵션이 행사되었다고 가정하고, 그 행사가치의 총합으로 스톡옵션을 평가하는 방법
 - 화폐의 시간적 가치를 무시하는 문제점이 존재함

5. 비주주 청구권 (계속)

● 비주주 청구권 (계속)

▶ 전환채무

▶ 전환사채(CB: convertible bond)

- 사전에 결정된 전환비율에 따라 보통주로 전환될 수 있는 회사채
- 일반적인 고정금리부 채권과 채권 발행기업의 주식에 대한 콜옵션이 결합된 형태임

▶ 전환사채의 가치는 기업가치에 의존하고, 주식가치에 따라 채권에서 주식으로 전환될 수 있기 때문에 일반적인 DCF 방법으로 그 가치를 평가하는 것이 어려움

▶ 전환사채 가치평가 방법

- 전환사채 가치 = 동일조건외 고정금리부 채권 + 주식에 대한 콜옵션
 - Black-Scholes 옵션가격결정모형 또는 이항모형을 이용하여 콜옵션 가치를 별도로 평가
- 전환가치 접근법
 - 모든 전환사채가 자기자본으로 즉각적으로 교환되는 것을 가정하고 전환가치의 총합으로 전환사채 가치를 평가하는 방법 → 화폐의 시간적 가치를 무시함

6. 주당 가치 계산

● 주당 가치 계산

- ▶ 가치평가의 마지막 단계
- ▶ 모든 옵션 및 전환증권을 옵션가치평가모형으로 평가한 경우

$$\text{주당 가치} = \frac{\text{자기자본 가치}}{\text{희석화되지 않은 유통주식수}}$$

▶ 유통주식수 = 총발행주식수 - 자사주 보유분

- ▶ 모든 옵션 및 전환증권을 행사가치 및 전환가치로 평가한 경우

$$\text{주당 가치} = \frac{\text{자기자본 가치}}{\text{희석화된 유통주식수}}$$

- 희석화된 유통주식수란 현재의 발행주식수에 옵션행사 및 전환행사 등으로 인해서 추가적으로 발행되어야 할 주식수를 더한 희석화된 총발행주식수에서 자사주 보유분을 차감한 주식수를 의미함

7. 복수의 시나리오에 의한 가치평가

● 시나리오별 기업가치 평가 필요성

- ▶ 기업가치를 평가하는 것은 다양한 가정과 불확실성을 수반하게 됨
 - ▶ 기업가치 평가에서 사용한 여러 가정들이 달라짐에 따라 기업가치가 어떻게 변화하는가를 분석하는 것이 필요함
 - ▶ 미래 불확실성이 높을 경우, 미래 상황에 따른 기업가치의 변화 역시 분석되어야 함
- ▶ 미래 경제상황, 산업동향, 사업계획, 경쟁사의 대응전략 등이 달라짐에 따라 기업가치가 어떻게 변화하는가를 다양한 시나리오를 바탕으로 분석되어야 함
 - ▶ 이때, 각 시나리오는 미래의 가치창조에 주요한 영향을 미칠 수 있고, 합리적인 수준의 발생 가능성이 있는 상황들을 포함하여야 함

7. 복수의 시나리오에 의한 가치평가 (계속)

● 시나리오 분석 시 고려사항들

- ▶ 기업가치에 영향을 줄 수 있는 주요 결정요인들을 설정하고, 각 주요요인들에 대한 가정이 현실적인지를 검토해야 함

- ▶ 시나리오 도출을 위한 주요 검토 요인들
 - ▶ 거시경제적 여건
 - 경제여건과 관련된 추정치들이 결과에 얼마나 결정적인 영향을 미치는가?
 - 산업이나 기업의 성과가 경제여건 변화에 따라 어느 정도로 민감하게 반응하는가?
 - ▶ 산업의 경쟁구조
 - 현재의 산업 경쟁구조가 미래에도 지속될 수 있는가?
 - ▶ 시나리오 상에서 설정된 사업목표를 달성하기 위한 기업의 내부역량
 - 추정한 미래 현금흐름을 실제로 창출할 능력이 있는가?
 - ▶ 기업의 자금조달 능력
 - 현재의 자본구조 하에서 추가적인 자본조달 능력이 어느 정도인가?
 - 가정한 미래 성장률을 달성하는데 필요한 미래 재투자를 수행할 자금조달능력이 있는가?

7. 복수의 시나리오에 의한 가치평가 (계속)

● 시나리오 분석 시 고려사항들 (계속)

- ▶ 시나리오 분석을 할 때에는 영업가치에서부터 자기자본의 가치에 이르기까지 완전한 평가 시나리오가 되도록 해야 함
 - ▶ 가치평가에 필요한 영업가치, 비영업가치, 부채가치, 자기자본 가치 등 모든 항목들을 주어진 시나리오 하에서 재평가해야 함
 - ▶ 주어진 시나리오 하에서 일부 항목만을 재평가할 경우, 다른 시나리오 하에서 추정된 다른 항목값의 영향으로 기업가치나 자기자본 가치가 과소 또는 과대 계상될 가능성이 높음
- ▶ 시나리오 분석을 통해서 기업이 가치창출 및 관리를 위해서 어떤 부분에 핵심적으로 우선순위를 두어야 하는지 이해할 수 있음

7. 복수의 시나리오에 의한 가치평가 (계속)

● 시나리오 분석 예

달러, %

확률가중 자기자본의 가치: 1,766

67% 확률

시나리오1

영업활동의 가치	5,522
비영업용 자산	614
이자지급부 부채	(3,500)
자기자본의 가치	<u>2,635</u>

33% 확률

시나리오2

영업활동의 가치	2,165
비영업용 자산	241
이자지급부 부채	(2,406)
자기자본의 가치	<u>-</u>

재무 추정

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	CV
성장률(%)	5.0	6.0	8.0	9.0	6.0	5.0	3.5	3.5
영업이익률 ¹ (%)	7.5	10.0	12.0	10.0	10.0	10.0	10.0	
자본회전율	1.00	1.00	1.05	1.10	1.05	1.00	1.00	
ROIC (%)	7.5	10.0	12.6	11.0	10.5	10.0	10.0	10.0
매출액	3,000	3,180	3,434	3,743	3,968	4,167	4,312	
NOPLAT	225	318	412	374	397	417	431	
투자자본	3,000	3,180	3,271	3,403	3,779	4,167	4,312	
NOPLAT		318	412	374	397	417	431	
순투자		(180)	(91)	(132)	(376)	(387)	(146)	
FCF		138	321	242	21	29	285	7,253
현가계승		0.93	0.87	0.80	0.75	0.70	0.65	0.65
현재가치(기업가치)		128	278	195	16	20	185	4,700
성장률(%)	5.0	3.0	(1.0)	(1.0)	1.5	1.5	1.5	1.5
영업이익률 ¹ (%)	7.5	5.0	3.0	2.0	3.0	4.0	6.5	
자본회전율	1.00	1.03	1.00	0.97	0.97	0.97	0.97	
ROIC (%)	7.5	5.2	3.0	1.9	2.9	3.9	6.3	7.5
매출액	3,000	3,090	3,059	3,029	3,074	3,120	3,167	
NOPLAT	225	155	92	61	92	125	206	
투자자본	3,000	3,000	3,059	3,122	3,169	3,217	3,265	
NOPLAT		155	92	61	92	125	206	
순투자		-	(59)	(63)	(47)	(48)	(48)	
FCF		155	33	(3)	45	77	158	2,786
현가계승		0.93	0.87	0.80	0.75	0.70	0.65	0.65
현재가치(기업가치)		144	28	(2)	34	54	102	1,805

주: 가중평균자본비용은 7.5%, 법인세율은 35%, 부채의 액면가치는 3,500 달러
¹ 세후 영업이익률

8. 가치평가 결과의 검증

● 추정된 기업가치 결과에 대한 논리성 검증

- ▶ 가치평가의 오류 가능성을 최소화하고, 평가결과를 결정하는 주요 요인들을 적절히 이용했는가를 검증해야 함
- ▶ 일관성 검증
 - ▶ 가치평가를 위해 사용한 평가모형과 그 논리들이 가치평가를 위해 도입한 가정들과 일관성을 가지는가를 검증
 - 조정 전 재무제표에 대한 검증
 - 재무상태표의 대차가 매년 일치하는가?
 - 순이익이 정확하게 지급배당금 및 유보이익으로 연결되는가?
 - 현금 조달액이 현금 운용액과 동일한가?
 - 조정 후 재무제표에 대한 검증
 - 투하자본과 비영업용 자산의 합계는 자금조달원천과 일치하는가?
 - 매출액에서부터 하향식으로 계산된 NOPLAT과 순이익에서부터 상향식으로 계산된 NOPLAT이 일치하는가?
 - 조정된 자기자본에서도 순이익은 배당금 및 이익잉여금과 정확하게 연결되는가?
 - 과다보유 현금 및 부채에서의 변화가 현금흐름표와 일치하는가?
 - ▶ 가치평가 결과가 가치결정 변수로 쓰인 경제 상태를 정확하게 반영하는가를 검증
 - ▶ 핵심적인 재무 및 영업비율의 패턴이 경제논리와 일치하는가를 검증

8. 가치평가 결과의 검증 (계속)

● 민감도 분석

- ▶ 가치평가의 결과가 대안적인 가정 하에서도 유효한지를 검증
 - ▶ 민감도 분석이란 가치평가를 위한 주요 결정요인들 중에서 특정한 요인이 변동하였을 때, 전체적인 평가결과가 어떻게 변화하는가를 분석하는 것임
 - ▶ 따라서 어떤 특정한 영업가치창출요소의 변동에 따른 최종적인 가치평가 결과가 얼마나 변화하는가를 분석하는 것임
 - ▶ 민감도 분석의 예
 - 추정된 미래 성장률과 ROIC가 변화할 경우 가치평가 결과의 변화가 직관적인 예상과 일치하는가?
 - 자본회전율을 높이면 ROIC 및 기업가치는 어떻게 변화하는가?

8. 가치평가 결과의 검증 (계속)

● 현실성 분석

- ▶ 추정된 최종 가치평가 결과가 현실적인가를 검증
 - ▶ 상장회사의 경우, 추정된 자기자본의 가치가 현재의 시장가치와 어느 정도로 유사하는 점검하여 가치평가에 사용된 모형들과 가정들이 현실적으로 적정한가를 검증
 - 추정된 가치와 시장가치가 큰 괴리를 보이는 경우에는 이러한 괴리가 추정에 사용한 모형과 가정들이 비현실적인 것인지 아니면 현재의 시장가치가 과소 또는 과대평가된 것인지에 대해서 추가적인 검증이 필요함
 - ▶ 비상장회사의 경우에는 시장가치를 합리적으로 계산할 수 있는 유사한 상장회사의 시장가치를 바탕으로 배수분석 등을 통해서 간접적으로 평가할 수 있음

9. Heineken 가치평가 사례

● 경상적 시나리오에 따른 가치평가 결과

	(단위: 백만 유로)
영업의 가치	16,855
금융고정자산의 가치	671
비연결대상 지분투자의 가치	480
과다보유 현금	1,231
기업가치	19,237
차입금 가치	(3922)
퇴직관련 부채의 가치	(526)
외부주주 지분	(1030)
구조조정적립금	(293)
자기자본의 가치	13,466
유통주식수 (백만주)	392
한 주당 가치 (유로)	34.35

9. Heineken 가치평가 사례 (계속)

● 추가적인 시나리오와 시나리오의 확률가중평균 결과

2004년 ~ 2008년 평균 기준	시나리오		
	영업자본의 가 동률 개선 시	정상적 상황	높은 가격으로 인수합병 시
평균 매출증가율 (%)	6.5	6.5	10.2
평균 EBIT/turnover ratio(%)	13.8	12.6	12.6
평균 ROIC (영업권 포함)	20.0	16.0	16.0
기업가치 (백만 유로)	23.9	19.2	15.1
자기자본의 가치(백만 유로)	18.4	13.5	9.6
주당 가치 (유로)	46.97	34.35	24.55
시나리오별 확률	25%	60%	15%
기대 주가		36.03	

9. Heineken 가치평가 사례 (계속)

● 민감도 분석

	2004년 ~ 2008년 간의 기본값	변화량	자기자본 가치의 변화	
			변화액(십억 유로)	변화율(%)
내재적 성장률	3.0	1.00%	1.6	11.5
영업이익률	12.7	1.00%	1.8	13.0
자본회전율	1.6	0.1배	0.2	1.1
WACC	7.5	-0.50%	2.4	17.5