

비상장 지분증권의 가치평가안내

안녕하십니까?

저희 KIS채권평가(주)는 <재무보고에 관한 실무의견서 2006-5: 비상장주식 평가에 관한 회계처리 2006.11.24>에 따라 비상장주식의 공정가치평가와 관련하여 금융감독원으로부터 <적격 평가기관>으로 지정받아 금융기관, 연기금, 일반법인 등을 대상으로 <비상장주식 공정가치평가> 서비스를 제공하고 있습니다.

당사는 2004년 이후 500여 회에 걸쳐 부실채권, 전환사채, 옵션부주식, 비상장주식 등을 평가한 경험을 갖추고 있으며, 금융감독원이 요구하는 공정가치평가방법론 및 모델 구축을 완료하여 고객들의 자산가치에 적정성과 객관성이 확보되도록 평가하고 있습니다.

아울러 당사는 <비상장주식 공정가치평가> 서비스를 통하여 고객들에게 공정가치 산정뿐만 아니라 투자 의사 결정을 위한 사전분석 서비스를 제공하고 있습니다. 당사는 <평가에 사용된 가정, 비재무적 및 재무적 정보의 분석내용, 가치평가방법, 최종가치 산출방법 등> 의 평가관련 내역을 평가보고서로 제공하여 재무제표상 주석 기재사항으로 활용할 수 있도록 지원하고 있습니다.

당사의 <비상장주식 공정가치평가> 서비스는 당사홈페이지 bond.co.kr에 안내된 <회사소개 및 비상장주식 공정가치평가 안내>를 참조하시거나, 아래의 연락처로 연락을 주시면 신속하게 관련 내용을 안내해드리겠습니다. 감사합니다.

☎ 연락처

마케팅팀 이사 이성진 02-3215-1450 / Leesj@kispricing.com
신용상품팀 과장 오윤신 02-3215-1454 / Ohys@kispricing.com

목 차

KIS채권평가(주)는 공신력이 있는 채권평가업계 선두기업으로 안정적인 재무환경을 기반으로 고객 여러분들의 자산가치를 객관적이며, 공정하게 최선을 다하여 업무수행을 할 것을 약속드립니다.

1. KIS채권평가 소개
 - 1) 소유 구조 및 평가 전문 인력
 - 2) 주요 연혁
2. 비상장 지분증권 평가가치의 용도
3. KIS채권평가의 비상장 지분증권 평가
4. <평가보고서> 사례

1. KIS채권평가 소개

1) 소유 구조 및 평가 전문 인력

■ 제도적으로 지정된 적격 평가기관

- ‘재무보고에 관한 실무의견서 2006-5’에 따르면 ‘간접투자자산 운용업법’ 제155조에 의한 채권평가회사를 비상장 지분증권의 적격평가기관으로 지정

설립일	2000년 6월 20일
대표이사	홍우선 (2000년 6월 20일 취임)
주요업무	유가증권 가치평가(비시장성 지분증가증권 평가 포함)
	채권지수관련 서비스 제공
	펀드운용 성과분석 시스템 및 컨설팅
	Data 가공 및 판매

■ KIS채권평가(주)의 지분구조

- 한국신용평가(52.5%), 한신평정보(24.3%), 삼성경제연구소 (5%) 등이 주축이 되어 설립

■ 전문인력과 신속 · 공정한 Process 보유.

- Moody’s의 자회사인 한국신용평가가 1대주주로 기업평가 및 정보제공회사로 주주가 구성되어 있으므로 평가에 대하여 보다 객관적인 정보제공가능. 대외적으로 평가의 독립성을 갖추고 있는 기관으로 공신력확보

2) 주요 연혁

2009년	1월	리딩투자증권 비상장주식평가 계약
2008년	12월	온미디어 비상장주식평가 계약
	12월	현대홈쇼핑 비상장주식평가 계약
	12월	삼성증권 비상장주식평가 계약
	12월	LG 비상장주식평가 계약
	10월	현대카드 비상장주식 평가 계약
	5월	수협중앙회 비상장주식 평가 계약
	2월	KIC 옵션부주식 평가 계약
	1월	KTH 비상장주식
2007년	12월	SK텔레콤 비상장주식 평가 계약
	11월	하나로텔레콤 비상장주식 평가 계약
	6월	삼성화재 비상장주식 평가 계약
	6월	우리프라이빗에쿼티 비상장주식 평가 계약
	6월	동부화재 비상장주식 평가 계약
	4월	한국인프라자산운용 보유 비상장 CB 평가 계약
	4월	동양생명 비상장주식 평가 계약
	3월	한국투자증권 상환우선주 평가 계약
	1월	LIG손해보험 비상장주식 평가 계약
2006년	10월	전 세계 채권지수 산정기관인 Interactive Index Company와 지수 업무 제휴
	7월	파생결합상품 평가이슈와 대응방안 공개 세미나
	3월	상장 ELW 투자지표 공시를 위한 개발 주간사로 단독 선정
2005년	10월	한국증권선물거래소 실시간 채권지수 개발
	7월	한국주택금융공사, 한국신용평가와 공동으로 모기지론 조기상환율 예측 모형에 대한 연구』 세미나
2004년	6월	자산운용사와 연기금을 위한 채권지수 공개 세미나
2003년	3월	세계적인 채권평가사인 Interactive Data 와 한국 내 외화표시 채권 가격 독점 판매계약 체결
	3월	국민연금 2002년 기금운용 성과평가 용역 계약
2002년	7월	채권부문 개발 용역 계약
	3월	우리금융그룹 미국 증시상장을 위한 회계기준 적용 시가평가 업체 단독 선정
2001년	7월	국내최초 Index Fund 설정 (삼성투신, 삼성-KOBI30 인덱스 펀드)
	1월	한경-KIS채권지수 발표(국내 최초 본격 채권지수)
2000년	6월	KIS채권평가(주) 설립

2. 비상장 지분증권의 가치평가 용도

■ 외부감사의 기초자료

- 금융감독원의 ‘재무보고에 관한 실무의견서 2006-5’(2006.11.24) 발표로 2007년 회계연도부터 제3의 적격평가기관으로부터 비상장 지분증권의 가치를 평가 받도록 하였음.
- 또한 2011년도부터 도입될 IFRS(국제회계기준)에서는 자산 및 부채에 대한 공정가치 반영을 요구하고 있음. 따라서 국제적인 기준에 부합하는 재무제표 작성이 요구됨.

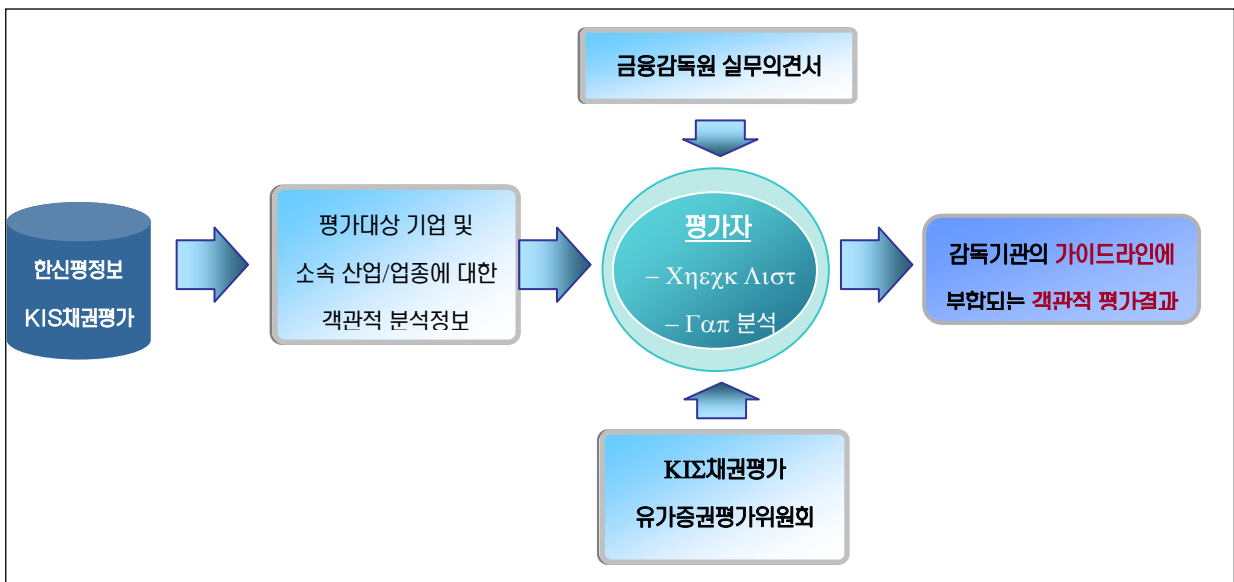
■ 투자이사결정의 기초자료

- 현재 장부가치로 산정되고 있는 보유자산들의 기대가치를 산출함으로써 보유자산의 보유여부에 대한 의사결정의 기초자료로 활용
- 새로운 신규 투자안에 대하여 내부적인 가치산정과 더불어 제3의 적격평가기관의 판단을 통하여 투자안에 대하여 보다 안정적인 의사결정가능

3. KIS채권평가의 비상장 지분증권 평가

■ ‘재무보고에 관한 실무의견서 2006-5’에 근거한 평가방법론

- 금융감독원의 실무지침에 근거한 평가방법론을 적용함으로써 외부감사 기관 및 이해관계자들의 신뢰성 확보

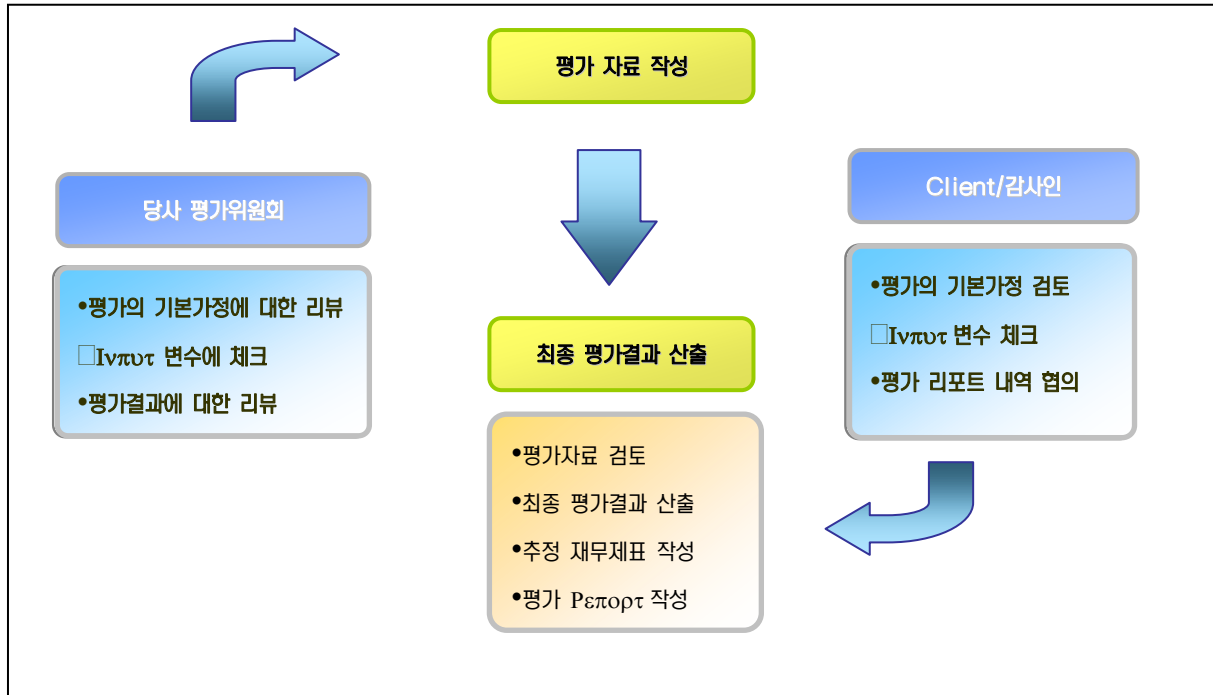


- 이익접근법, 시장접근법, 자산접근법의 세 가지 평가방법론을 기업유형별로 효과적으로 적용
- ▶ 시장접근법: 유사기업의 거래를 통하여 주식가치를 산출하는 방법으로 PER, PBR 등을 이용하여 가치 추정. 자산접근법과 이익접근법으로부터 산출된 가치의 검증용으로 사용
- ▶ 자산접근법: 자산에서 부채를 차감한 순자산 가치를 이용하여 평가 대상의 가치를 결정하는 방법으로 수익성보다 자산가치가 큰 기업(지주회사, 부동산회사 등)이나 신생기업, 적자기업의 평가방법으로 활용.
- ▶ 이익접근법: 평가대상으로부터 기대되는 미래효익을 평가하여 평가 대상의 가치를 결정하는 평가방법으로 기업가치 평가 시 일반적으로 채택되고 있는 방법임(DCF, AEM 등)

구분	대표 평가방법
일반기업	이익접근법 / 시장접근법
금융기관	이익접근법 / 시장접근법
SPC / 프로젝트금융	이익접근법
처분제한	이익접근법 / 시장접근법
펀드/ 투자전문/ 청산	자산접근법
공공기관	이익접근법 / 시장접근법
해외기업	평가대상 유형에 따라 적용

■ 평가절차 및 소요시간

- 비상장 지분증권의 가치평가 절차에 내부 평가위원회의 평가결과 검토와 고객과의 Feedback 기간을 추가적으로 부여함으로써 가치평가의 공정성을 확보하고자 노력



■ 금융감독원의 실무지침을 준수한 평가절차를 수행하고 있으며, 데이터처리 분석과정의 자동화를 통하여 고객의 (비)정기적 평가요청에 신속히 대응하고자 노력을 경주하고 있음. 일반적으로 4영업일을 기준으로 가치평가.

비재무 정보 분석	재무정보 분석 (0.5Δ)	적용 평가방법 검토 평가 투입변수 리뷰	평가 및 평가결과 리뷰	평가 보고서 작성
4 Day				

■ 평가보고서

■ 금융감독원의 실무의견서에서는 비재무정보 및 재무정보를 분석한 사항들을 보고서의 내용 및 주석사항에 기재하여 모든 정보를 공개하도록 규정하고 있음. 이러한 기준에 근거하여 당사의 보고서는 아래의 사항들을 제공함.

I. 기업 개요

비재무 정보

- 기업 연혁 및 주요제품과 서비스
- 경쟁구조(경쟁사현황, 고객현황, 시장점유율)
- 기업의 비즈니스 전망(경제, 산업 및 회사의 전망)
- 기타 평가를 위해 필요한 기업정보

재무분석정보

- 평가대상기업의 요약 재무정보
- 동종산업의 재무 및 추가정보
- 유사기업의 재무 및 추가정보

II. 평가 내역

적용 평가방법론

- 평가방법론 적용의 타당성
- 적용 평가방법의 세부 내역 및 평가절차
- 평가과정의 기본가정 및 제한사항

평가자료 정리

- 기초자료 정리
 - 결정된 평가방식을 적용하기 위해 필요한 자료
- 기초자료 분석
 - 대상기업 평가 적합성 여부 검토

최종평가 결과

- 평가모형별 평가결과
- 최종 적용 평가가격 및 산출근거
- 추정재무제표

#. 부록 - <<평가보고서>> 사례

(주)LG파워콤

(주)LG파워콤	평가단가	11,923원
	평가기준일	2007.12.28
평가담당자	(주)KISPRICING	평가목적
		비상장 보통주 가치평가


1. 평가 결과 요약

기업현황 2000년 1월 26일 전기통신시설비 임대사업과 종합유선방송분배망 및 전송망사업 등을 주된 사업목적으로 설립함. 설립 당시에는 한국전력공사의 100% 소유 자회사였으나, 2002년 12월 16일 한국전력공사의 민영화 방침에 따라 (주)LG데이콤이 회사의 지분 45.4%를 취득하여 최대주주가 되었음. 동사는 2005년 8월 3일 인터넷접속역무 허가서를 교부받아 초고속인터넷서비스를 제공하고 있으며, 2007년 6월말 10.3%의 시장점유율을 보유하고 있음. 광고선전비 등의 증가로 인하여 2006년 당기손실이 발생하였으나, 2007년 법인세효과와 매출액증대로 흑자전환하였음.

사업내역 동사는 유선통신업 내 자산총계 4위의 LG그룹계열의 기업임. 전기통신시설비 임대업 등의 시장 구조는 이미 성숙단계에 접어들어 있으며, 초고속 인터넷 사업 역시 시장은 성숙단계로 접어들고 있으나, 동사의 경우 특수관계자 등을 통한 마케팅강화를 도모하고 있으므로 시장진입단계에서 단기적인 성장율은 높을 것으로 기대되고 있음. 2007년 9월 20일 한국기업평가와 한국신용정보로부터 A+의 우수한 등급을 부여 받은 우량 서비스업체로 금융시장으로부터 자금지원은 양호함.

주식가치 동사의 주식가치를 추정하기 위해 KT의 재무구조와 주가를 이용하여 자기자본비용을 산출하였으며, 산업상황을 고려하여 동사의 성장률 및 FCFF를 추정하였음. 또한 2007년 3/4분기까지의 재무성과를 Profoma에 반영하여 주식가치의 정확성을 높였음.

(주)LG파워콤의 비상장주식가치를 평가하기 위하여 이익접근법 중 현금흐름할인모형(DCF: Discounted cash flow method)를 이용하였으며, 시장가치접근법과 장외오가를 이용하여 가치의 타당성을 검증하였음. 향후 기대 현금흐름을 고려한 2007년 12월 31일 기준 (주)LG파워콤의 추정 기대자기자본 가치는 ,,,,이며, **2007년 12월 28일 기준 1주당 주식가치는** 11,923원 **추정됨.**


www.bond.co.kr
1/11

주LG파워콤

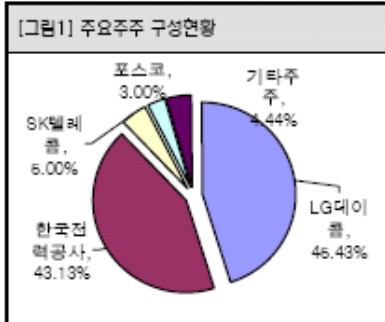
2. 기업 분석

기업개요 2000년 1월 26일 전기통신시설비 임대사업과 종합유선방송분배망 및 전송망사업 등을 주된 사업목적으로 설립되었음. 설립 당시에는 한국전력공사의 100% 소유 자회사였으나, 2002년 12월 16일 한국전력공사의 민영화 방침에 따라 (주)LG데이콤이 회사의 지분 45.4%를 취득하여 최대 주주가 되었음.

동사는 2005년 8월 3일 인터넷접속역무 허가서를 교부받아 초고속인터넷서비스를 제공하고 있으며, 2007년 6월말 10.3%의 시장점유율을 보유하고 있음. 2005년 9월 1일부터 초고속인터넷서비스를 개시한 이후 시장진입을 위한 판매수수료 및 광고선전비의 증가로 인하여 2006년 당기순손실이 발생하였으나, 2007년 매출액 증대와 법인세효과로 흑자전환하였음.

회사명	(주)LG파워콤	대표이사	이정식 대표이사
회사설립일	2000. 1. 26	최대주주	주)LG데이콤 (45.43%)
기업형태	금융위탁, 대기업	계열명	LG그룹
본사주소	(137-858)서울 서초구 서초2동 1329-7 신덕빌딩 7층		
주요사업	전기통신시설비임대업: 전용회선 임대, CATV전송망, 전력통신망 제공		
매출액	855,912,539천원 (06년말)	자본금	750,000,000천원 (06년말)
직원수	808명 (2007년 6월 현재)	신용등급	A+(한기평/한신정)

주요주주현황 동사의 2006년 12월 31일 현재 납입자본금은 (발행할 주식수 주, 발행 주식수 주)으로 LG데이콤(....., 한국전력공사가 43.13%, SK텔레콤이 5%, 포스코가 3%, 기타 4.44%로 동사 지분이 구성되어 있음. 동사는 LG그룹계열 회사임.



경쟁사분석 동사는 유선통신, 시설비임대 등의 업무를 영위하는 회사로 자산총계 4위의 LG그룹계열의 기업임. 전기통신시설비 임대업 등의 시장구조는 이미 성숙단계에 접어들어 있으며, 초고속 인터넷 사

주LG파워콤

사업 역시 시장은 성숙단계로 접어들고 있으나, 동사의 경우 특수관계자 등을 통한 마케팅강화를 도모하고 있으므로 시장진입단계에서 단기적인 성장율은 높을 것으로 기대되고 있음.

2006년 초고속 인터넷 사업진출로 인한 광고비 및 판매수수료 등에 대한 투자로 당기순이익이 적자로 돌아서면서 수익성이 단기적으로 악화된 상황이나, 최근 2007년 3/4반기까지의 누적분기보고서에서는 다시 흑자로 전환되면서 비정상적인 비용에 대한 추가적인 악화요인은 없을 것으로 기대됨. (평가 시에 비정상비용 고려하여 평가)

2006년 기준(괄호 안은 2005년 기준임) 동사는 자산총계 4위(4위), 영업수익 12위(3위), 당기순이익 11위(4위), ROE 7위(5위)로 2007년 9월 20일 한국기업평가와 한국신용정보로부터 A+의 우수한 등급을 부여 받은 우량 서비스업제로 금융시장으로부터 자금지원은 양호함.

[표1] 유선통신업 순위

(단위: 백만원, %)

기업명 (2006년 기준)	자산총계		영업수익		당기순이익		ROE	
	금액	순위	금액	순위	금액	순위	금액	순위
(주)케이티	17							
하나로텔레콤(주)	2,							
(주)LG데이콤	2,							
(주)LG파워콤	1,							
드림라인(주)	3							
(주)은세텔레콤	247,023	0	-30009	11	22013	3	20.20	1

기업명 (2005년 기준)	자산총계		영업수익		당기순이익		ROE	
	금액	순위	금액	순위	금액	순위	금액	순위
(주)케이티	17							
하나로텔레콤(주)	2,							
(주)LG데이콤	2,							
(주)LG파워콤	1,							
드림라인(주)	3							
(주)은세텔레콤	200,000	0	-10000	17	-100000	10	-100	10

출처: 한국신용평가정보, 2005년, 2006년 결산기준

(주)LG파워콤

비재무 정보 2007년 10월 4일 금융감독원의 공시정보시스템에 따르면 당사는 2007년 11월 30일 기준으로 당사는 재무구조개선을 목적으로 1.25:1주로 병합하는 감자를 결정하였음. 이 결과 동사의 자본금 1,000,000,000원으로, 발행주식수는 100,000,000주로 축소될 예정임.

3. 평가 내역

(1) 적용 평가방법론 검토

금융감독원의 '비상장주식 평가에 관한 회계저리'(2006.11.20) 기준은 비상장주식에 대한 합리적인 평가모형으로 시장접근법, 이익접근법, 자산접근법을 제시하고 있음.

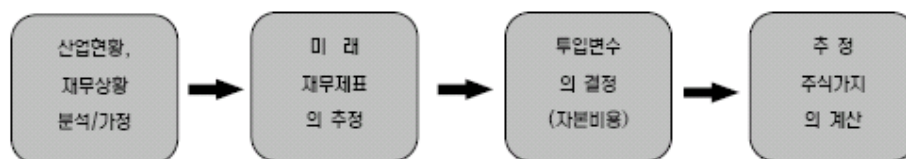
시장접근법 시장접근법은 유사기업, 유사거래를 통하여 주가가치를 산출하는 방법임. 이 결과 동사와 유사한 사업을 영위하는 전기통신시설임대업(KT)의 주가수준을 근거로 동사의 주가를 추정하는 시장접근법을 고려해 볼 수 있음. 하지만, IT기업들의 경우 같은 업종일지라도 사업구조나 관계사간에 차별화가 되어 있어 통질적으로 가치를 비교하기에는 어려움이 있음. 따라서 시장접근법에 따른 주가가치를 참고지표로만 사용함.

자산접근법 자산접근법은 자산에서 부채를 차감한 순자산 가치를 이용하여 평가대상의 가치를 결정하는 방법으로 수익성보다 자산가치가 큰 기업(예: 지주회사, 부동산회사)이나 신생기업, 적자기업의 평가방법으로 활용됨. 이에 따라 안정적인 시장점유율과 수익성, 그리고 잠재적인 성장력을 가지고 있는 동사의 경우에는 적절하지 못함.

이익접근법 이익접근법은 평가대상으로부터 기대되는 미래이익을 평가하여 평가대상의 가치를 결정하는 평가방법으로 기업가치 평가 시 일반적으로 채택되고 있는 방법임. 당사는 미래 성장가능성을 고려한 이익접근법으로 그 가치를 평가하는 것이 적절함. 이익접근법의 대표적인 방법론인 현금흐름할인법을 사용하여 동사의 주가가치를 평가함

이에 따라 (주)LG파워콤의 주가가치를 이익접근법을 근간으로 산출하며, 시장접근법 및 장외시장의 호가를 이용하여 산출된 주가가치의 적정성에 대해서 검토할 예정임.

[그림2] 이익접근법의 산출절차



주LG파워콤

(2) 투입변수 추정

[추정의 기본가정]

예측기간 동사의 기업가치를 평가하기 위하여 2007년부터 2011년까지의 기간을 예측기간으로 설정하여 잉여현금흐름(FCFF: Free Cash Flow to Firm)을 추정하였으며, 2012년 이후의 기간은 항상성장 가정 하에 계속기업으로의 잔여가치(TV: terminal value)를 계산하였음. 예측기간 각 사업연도에 발생하는 현금흐름은 매 결산기준일인 12월 31일에 발생한다고 가정함. 이는 금융감독원이 권장하고 있는 5년 이상의 현금흐름 추정에 해당하며, 동사가 영업의 정상화나 대규모 신규사업의 성과를 예측해야 되는 경우에 해당하지 않으므로 장기간에 걸친 추정을 할 필요는 없다고 판단됨.

평가기준일 평가기준일은 2007년 12월 28일이지만, 현재 기업의 재무연황은 2007년 3/4분기까지 공개된 상황임. 이 결과 2007년 기업의 연간재무제표는 공개되지 않은 상황으로 추정이 요구됨. 기업가치평가는 1년을 기준단위로 산정하므로 먼저 2006년 12월 31일을 기준으로 기업가치를 평가한 후 이를 평가기준일까지인 12개월간의 시간가치를 가산하여 2007년 12월 28일의 기업가치를 평가하였음. 이 때 12개월간 기업가치 산정에서 시장에 고시된 3/4분기까지의 재무상황을 반영하며, 기타 기업가치를 변경시킬 만한 이벤트가 있는 경우에는 이를 주식가치에 반영함.

법인세 회계상의 법인세와 세법상의 법인세의 차이를 분석하는 방법 대신 손익계산서를 기초로 법인세상 지정되어 있는 한계세율을 적용하여 동사의 법인세를 산출함. 법인세법에서는 1억원이하의 경우 13%의 법인세율을 적용하도록 되어 있으며, 1억원을 초과하는 금액에 대해서는 25%의 법인세율을 적용하도록 규정되어 있음.

[현금흐름 추정]

성장률 예측 동사는 LG데이콤과 한국전력공사가 주요주주인 LG그룹계열의 회사로 특수관계인을 중심으로 전용회선부문에서 확고한 거래기반을 확보하고 있으며, 초고속 인터넷 사업진출에 따른 매출구조의 다변화 및 향후 성장동력확보 등으로 사업안정성은 제고되고 있음.

다만, 성장성에 대한 기대측면에서 전용회선부문은 이미 안정적인 Cash Cow로서의 역할을 수행하는 성숙화된 시장인 반면, 초고속 인터넷 사업은 가입자수의 증가와 해당 사업으로부터 파생되는 부가수익에 따라 동사의 매출액의 향후 성장가능성이 높음.

다만, 현재 시장에서 살펴볼 때, 이미 국내의 초고속인터넷 사업은 경쟁과열상태에 있는 과점시장으로 인터넷사업자체는 현재 성숙단계에 있음. 이에 따라 초고속 인터넷을 기반으로 파생되는 부가수익에 대한 성장가능성은 배제하여 추정하였음. 인터넷사업부문의 성장률과 반기성과를 고려하여 2007년도 성장률을 추정하였으며, 2008년 이후에는 시장점유율은 안정적으로 유지되나 가격변화를 고려하여 평균소비자물가상승률 수준으로 성장할 것으로 가정함.

(주)LG파워콤

[표3] 성장률추정 (단위: %)

구분	2007년	2008년 ~
성장률	-----	-----

주1) 2007년 3/4분기까지 누적매출액을 평균하여 연간 매출액 추정. 연대의 서비스가입자가 유지된다는 가정이 전제됨.
 주2) 통계청에서 발표한 2002년부터 2006년까지 소비자물가지수를 연도별 변화율을 평균하여 산출

FCFF 추정을 위한 가정
 FCFF의 일반적인 산식은 다음과 같음.

$$FCFF = \text{영업이익}(1-t) + \text{비연금성비용} - \text{자본적 지출} - \text{운전자본비용}$$

동사의 손익구조는 2003년부터 2007년(추정)까지의 각 재무요소별 평균수준의 비율로 재무구조가 안정성장기간 이후에 이루어진다고 가정하였으며, 일반적인 추정방식인 매출액을 기준으로 각 재무제표의 계정에 대하여 상대비교를 통하여 Profoma를 산출하였음. 다만, 감가상각비의 기초인 유형자산은 매출액과의 상관성이 점차 둔화되고 있어 현재의 유형자산을 기반으로 향후의 매출을 발생시킨다고 가정함. 한편, 2007년도에 4/4분기에 발생할 이익은 현금 및 현금등가물로 분개되는 것으로 가정함. [부록2 참고]

[표3] 추정 현금흐름 (단위:백만원)

구분	2007년	2008년	2009년	2010년	2011년	2012년
매출액	1,0					19
EBIT(1-t)+D	3					14
자본적지출	-3					2
운전자본비용						14
FCFF	1					6

주) 2012년 이후 기간은 2012년에 발생한 FCFF를 Gordon model에 적용하여 잔여가치(Terminal value)를 산출함. / t(한계법인세율) = 1억원이하 13%, 1억원이상 25%.

[자본비용의 추정]

동사의 기업가치를 산출하기 위하여 FCFF를 이용하였음. 따라서 기업의 현재가치를 산출하기 위하여 동사의 재무구조를 고려한 가중평균자본비용(WACC)을 할인율로 사용함.

자기자본비용

동사는 비상장기업으로 직접적으로 주식시장으로부터 동사의 자기자본비용을 도출하기는 불가능함. 또한 장외시장에서 오가가 제시되고 있지만, 실거래로서의 확인이 불가능함. 하지만, 동종업종에서 가장 실적이 우수한 기업인 KT가 현재 상장되어 있으므로 KT의 주가와 총합주가지수를 이용하여 KT의 베타를 산출한 후 Hamada model을 이용하여 KT의 재무구조와 (주)LG파워콤의 재무구조를 적용하여 동사의 베타를 산출가능함. 이를 이용하여 동사의 베타를 산출한 후, 금감원의 무위험이자율 산출규정과 당사의 리스크프리미엄 적용기준에 따라 자기자본비용을 산출함.

주LG파워콤

$$\beta_L^{SS} = \beta_L^{ST} \times \frac{(1 + (1 - t) \times Debt\ ratio^{SS})}{(1 + (1 - t) \times Debt\ ratio^{ST})}$$

Where β_L^{SS} = (주)LG파워콤의 베타, β_L^{ST} = KT의 베타

Debt ratio^{SS} = (주)LG파워콤의 부채비율, Debt ratioST = KT의 부채비율,

t = 유효법인세율

[표4] 자기자본비용

구분	적용값	산출과정
KT 베타 ^{*)}		$\frac{COV(R_m, R_t)}{VAR(R_m)}$
LG파워콤의 추정베타		
자기자본비용		$R_f + [E(R_m) - R_f] \times \beta_{\text{회당기업}}$
무위험수익률		2007년 11월 30일 기준 국고5년 1년 평균금리
시장위험프리미엄		20년 시장기대수익률 - 무위험이자율

*) KT와 동일주가지수의 주가는 1990년 12월 28일부터 2007년 11월30일까지 월별 종가를 이용하였음.

타인자본

동사의 장기채무내역을 살펴보면, 2004년도와 2005년도에 발생한 3년만기 회사채가 주를 이루고 있음. 현재 시장금리는 콜금리가 5%이며, 11월 30일 기준 국고3년이 5.76%로 절대금리수준이 증가한 상황임. 하지만, 시장금리의 향후 변화에 대한 예측가능성의 불확실성이 높으므로 동사의 현재 타인자본비용의 실제내역을 기준으로 타인자본비용을 산출하며, 향후 금융비용이 추가적으로 발생될 경우 해당 사항을 기준으로 타인자본을 조정함. 현재 재무구조기준 타인자본비용은 3.30%임

$$\begin{aligned} \text{타인자본비용} &= \text{금융비용} / \text{금융부채} \times (1 - t) \\ &= 23,633,657\text{천원} / 536,634,775\text{천원} \times (1 - 25\%) \\ &= 3.30\% \end{aligned}$$

가중평균자본비용

가중평균자본비용은 대차대조표를 근간으로 기업이 자산으로부터 영업수익을 창출하기 위한 자금조달을 타인자본과 자기자본으로부터 발생시킨다는 가정하에 각 원천에 대한 비용을 가중하여 산출하는 방식임. 동사의 항상성장구간의 목표자본구조와 자기자본비용(9.88%), 타인자본비용(3.30%)을 반영한 가중평균자본비용은 7.30%로 추정됨.

[표5] 자기자본비용

(단위: 백만원)

구분	자기자본비중	자기자본비용	타인자본비중	타인자본비용	WACC
값	€				6

주) 항상성장구간에 시작되는 2012년의 조정재무제표를 이용하여 목표자기자본구조를 산출하였음. 조정재무제표 참조

자기자본과 타인자본의 비중은 항상성장기에 시작되는 2012년의 재무제표를 기준으로 목표재무비율을 적용함.

(주)LG파워콤

(3) 평가가격 산정

DCF 모델
$$S_0 = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{TV}{(1+WACC)^n} - ADV] / \# \text{ of shares}$$

where, FCFF = 영업이익(1-t)+감가상각비 - 자본적지출 - 추가운전자본
 WACC = 자기자본비중×자기자본비용 + 이차부부채비중×타인자본비용
 TV (terminal value) = FCFF_{n+1}/(WACC - Growth rate)
 ADV = 조정된 부채가치, # of shares = 발행주식수

현금흐름할인법에 의거한 기업가치의 산식은 위와 같음. 2011년까지 FCFF(추정 현금흐름)와 WACC(가중평균자본비용)은 앞에서 구한 수치를 이용함.

비업무용 자산의 고려

동사의 자산 중 투자자산과 현금 및 동가물, 시장성 유가증권을 비업무용 자산으로 분류하여 가치산정에 반영함. 동사가 보유하고 있는 투자자산은 모두 매도가능증권 혹은 지분법증권으로 영업과 무관한 것임.

추정 주식가치 이익접근법(DCF: Discounted cash flow method)을 이용한 (주)LG파워콤의 2007년 12월 28일 기준 1주당 주식가치는 11,618원임.

[표6] 주식가치 추정 결과

구 분	적 용 값	비 고
추정수익가치('07년 말)	1 932 141 458원	FCF의 현재가치 합계
비업무용자산가치	원	대차대조표 상 투자자산
추정기업가치('07년 말)	2 원	추정수익가치 + 비업무용자산가치
부채총계	원	
자기자본가치('07년 말)	1 원	기업가치 - 조정부채총계
발행주식	120,000,000주	
2007.12.28 기준 주당 가치	11,923 원	

가격적정성 검증 - 상대가치비교 동사의 주식가치를 공시된 2006년 재무제표 기준으로 투자지표를 산출할 경우, PER는 경상이익이 적자가 지속되었으므로 PBR을 가지고 검증함. PBR은 1.62배가 산출됨.

KT와 마나로 텔레콤을 살펴보면, PBR값이 2004년 이후 최저 0.40에서 최대 1.90까지 산출되며, 2007년 6월 기준으로 최소 1.25에서 최대 1.71정도의 범위에서 상장주식의 가치가 변동되고

주LG파워콤

있음. 동사의 PBR값이 상대가치와 비교할 경우 최고 PBR값에 가까우나, 그 수준은 적절한 것으로 판단됨.

- 장외호가비교 최근 장외시장에서 거래되는 동사의 호가는 반기실적발표이후에 큰 폭의 성장을 보이고 있음. www.38.co.kr의 호가를 토대로 살펴보면, 호가의 범위는 것으로 산출된 주식이 지인 적정 수준의 가치로 판단됨.

[표7] 상대가치비교 - KT (단위: 배)

구분	2004.12	2005.12	2006.12	2007.06
PER(최고/최저)	7.98/5.74	9.26/7.71	8.40/6.41	8.32/6.96
PSR(최고/최저)	0.85/0.61	0.80/0.67	0.88/0.67	0.84/0.70
PBR(최고/최저)	1.90/1.36	1.69/1.41	1.71/1.30	1.63/1.37
PCR(최고/최저)	2.66/1.91	2.63/2.19	2.76/2.11	3.07/2.57

[표8] 상대가치비교 - 마나로텔레콤 (단위: 배)

구분	2004.12	2005.12	2006.12	2007.06
PER(최고/최저)	158.70/101.96	-/-	-/-	-/-
PSR(최고/최저)	1.17/0.75	1.15/0.76	1.10/0.32	1.27/0.93
PBR(최고/최저)	1.00/0.64	1.10/0.73	1.40/0.40	1.71/1.25
PCR(최고/최저)	3.63/2.33	3.61/2.39	4.44/1.27	6.50/4.77



* 출처: www.38.co.kr

주LG파워콤

[부록1] 주LG파워콤의 2007년 이후 추정손익계산서

(단위: 천원)

구분							E)
매출액							69
매출총이익							69
판매비 ^{주)}							198
EBITDA							171
감가상각비							62
EBIT							109
이자비용							104
영업외손익							121
EBT							184
법인세비용							59
당기순이익							125

주) 판매비에서 감가상각비와 감모상각비는 감가상각비계정으로 분류하였음. 2007년은 법인세원금이 발생함.

[부록2] 주LG파워콤의 2007년 이후 추정대차대조표

(단위: 천원)

구분							E)
현금/시정성유가증권							27
매출채권							02
재고자산							-
기타유동자산							97
유동자산총계							126
유형자산							98
투자자산							47
무형자산							124
자산총계	1,029,333	1,029,174	1,029,231	1,017,001	1,004,403	1,029,951	95
단기차입금							-
매입어음							-
기타유동부채							-
유동부채총계							-
장기차입금							-
기타장기부채							-
부채총계	704,491	711,229	718,189	725,370	732,797	705,931	

주LG파워콤

구 분	2008.12(E)	2009.12(E)	2010.12(E)	2011.12(E)	2012.12(E)	2013.3(E)
자본금관련	6					1,000
이익잉여금	3					444
자본총계	9					1,444
부채 및 자본총계	1,000					1,395

주) 2013년 이후는 항상성장기관임