



저작자표시-비영리-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:



저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.



비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.



변경금지. 귀하는 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공할 수 없습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 [이용허락규약\(Legal Code\)](#)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

[Disclaimer](#)

경영학석사 학위청구논문

배당 가치 평가법과 할인현금흐름
가치 평가법을 활용한 외식 기업의
가치배수 평가에 대한 연구



관광 경영학과

이 현 주

경영학석사 학위청구논문

배당 가치 평가법과 할인현금흐름
가치 평가법을 활용한 외식 기업의
가치배수 평가에 대한 연구

지도교수 설훈구

이 논문을 관광 경영학석사 학위논문으로 제출함

2012년 2월

부경대학교 경영대학원

관광 경영학과

이 현 주

이현주의 경영학석사 학위논문을 인준함

2012년 2월



주심 관광레저학박사 양 위 주 (인)
위원 관광경영학박사 전 재 균 (인)
위원 호텔경영학박사 설 훈 구 (인)

<목 차>

I. 서론	1
1. 연구의 배경	1
2. 연구의 목적	6
3. 연구내용 및 연구방법	6
II. 이론적 배경과 선행연구 검토	8
1. 이론적 배경	8
2. 선행연구	13
III. 연구의 설계 및 조사 방법	20
1. 표본기업선정	20
2. 연구측정변수	21
3. 가치배수 연구 모형	22
IV. 실증분석	23

1. 연구방법	23
2. 가치평가산식	23
3. 빈도와 분포의 분석	29
4. 배수 값의 결정	31
5. 배당가치법과 할인현금흐름법 배수간의 차이분석	32

V. 결론	35
-------------	----

참고문헌	38
------------	----

연구자료	41
------------	----



<표 목 차>

<표 1> 기술 통계량	30
<표 2> 배수 값의 결정	31
<표 3> 집단별 기술통계	32
<표 4> 독립표본 t-분석 검정 결과표	33
<표 5> 외식기업 가치배수	36



A Study of Valuation Multiples Using Dividend Valuation Model and Discount
Cash Flow Valuation Method in Foodservice Industry

Hyun-Ju Lee

Department of Tourism Management

Graduate School of Business Administration

Pukyong National University

Abstract

Different from the previous market-based accounting studies, recent research on firm valuation using multiples is necessary in valuation measurement perspective. While multiples are used extensively in practice, there is little published research in academic literature documenting the absolute and relative performance of different multiples. The main interest is to measure firm value using multiples as an appropriate foodservice company valuation measurement system and to provide empirical evidence on accuracy of the multiple valuation estimates.

Valuation method using multiples estimates a target firm's price based on multiples of that firm's comparable firm. In this study we examine the proximity to enterprise value (EV) generated by multiplying a value drivers (such as earnings) by the corresponding multiples, where the multiple is obtained ratios from a group of comparable restaurant firms in the same industry and the same year. T-test shows some average means differences by the effect of valuation methods such as a stock dividend valuation method and a discount cash flow method. The findings imply that a multiple contains reliable information, which is useful for the improvement of the valuation accuracy.

I. 서론

1. 연구의 배경

국내 외식산업의 역사적인 변화를 통해 현재 우리나라 외식기업이 처한 산업상황을 살펴보고자한다. 국내 외식산업은 1945년 해방이후 많은 변화를 겪고, 60년대 경제개발계획에 따른 식생활 향상과 더불어 70년대 분식 및 대중음식점이 출현함으로 인해 서서히 하나의 산업으로 발전해왔다. 더욱이 80년대 아시안게임과 올림픽을 전후로 국민소득의 증가, 핵가족화, 소비의식의 변화, 여성의 사회참여 증가, 해외여행의 자유화와 더불어 시장개방시대를 맞아 버거킹을 선두로 한 외국브랜드들이 대거 진입했다. 90년대는 국내 외식산업의 성장기로서, 대기업 및 호텔 등의 외식산업 진출이 본격화되면서 다양한 업종, 업태가 출현하고 배달업과 테이크아웃시장 또한 크게 성장하였다. 그러나 2000년대 이후 세계적인 경기침체, 식자재 원가와 인건비의 상승, 부동산 비용의 증가, 치열한 가격 경쟁 등으로 현재 외식산업은 시장침체기에 이르렀다고 판단된다 (월간 호텔레스토랑, 2008. 4).

통계청의 2010년 사업체 생성, 소멸 통계에 따르면 신규 사업체의 3년 이내 폐업률은 55%로 나타났으며, 특히 이미 과포화상태인 음식점 및 소수 판매업종의 경우 3년 이내 폐업률이 70%에 육박하는 것으로 나타났다(조명훈, 2011). 또한, 서울시정개발연구원의 발표에 따르면, 전국의 음식점 60만 여 곳 가운데 2011년 7월까지 휴·폐업한 곳은 22.97%인 13만 7814곳에 달했다. 이는 전국의 5개 음식점 중 1곳이 문을 닫은 꼴이다(중앙일보, 2011).

(사)한국음식업중앙회 통계에 따르면 2008년 1월부터 10월말까지 1년 안에 전국적으로 휴·폐업을 한 외식업소의 수가 무려 198,555개소(휴업 151,767개소, 폐업 46,788개소)에 달하는 것으로 나타났다. 그러나 이 통계는 한국음식업중앙회 회원만을 대상으로 한 것으로, 총 회원업체 42만개소로 환산해보면 47%가 휴·폐업한 꼴이다. 1개월 평균적으로 2만개소가 휴·폐업한 결과를 2008년 12월말 기준으로 환산해보면 약 24만 개소 즉, 57%의 외식업소가 문을 닫거나 업종을 변경하였다는 이야기가 된다. 이를 우리나라 외식업소 약67만 개소로 환산해보면 (일반음식점 58만 개소, 휴게음식점 5만 개소, 단체급식 3만5천 개소) 38만 개소에 달하는 외식업소가 휴·폐업한 것으로 추정할 수 있다 (신봉규, 2009).

‘베이비부머의 현황·은퇴효과 분석’ 보고서에 따르면 향후 10년간 은퇴하게 될 60세 이상의 베이비부머 퇴직자는 모두 713만 명으로, 이는 전체 인구의 15%에 육박한다 (박시내·심규호, 2010). 또한 이들의 대부분은 일선에서 물러난 후 제 2의 인생 설계를 위해 창업을 결심하고 그 중 상당수는 상대적으로 진입장벽이 낮은 외식업을 선택한다. 그러나 퇴직 후 창업자의 실패율이 통상 사업 첫 해에 50~60%에 달해 외식시장의 과열과 침체는 불가피 하다. 이와 더불어 2012년도 들어 사회적으로 큰 이슈가 되었던 롯데마트의 통큰 치킨, 이마트 피자, 이마트 커피, 개그맨 이경규의 꼬꼬면 등 대기업 혹은 유명 연예인의 외식시장 참여로 인한 국내 외식산업의 과열경쟁은 이미 그 한계에 달했다고 판단된다. 이는 외식기업의 경영환경이 그 어느 때보다도 불확실해지고 있다는 반증이며, 시장의 급격한 변화에 따라 기업의 생명 속도가 급속히 하락하고 있다는 것을 의미한다. 요컨대, 외식산업은 상대적으로 진입장벽이 낮은 만큼 실패율과 업종변경이 잦아 시장변동성이 큰 편이다.

이런 상황에서는 경영자의 의사결정이 외식 기업 전체의 운명에 큰 영향을 끼칠 수도 있다. 따라서 경영진에게는 더욱 정교화 된 의사결정

수단이 필요하다. 이를 위해 기업의 유·무형자산 활용도를 높이고 다양한 기업 활동으로 현금을 창출할 수 있도록 치밀한 경영성과 관리가 요구되고, 경영성과를 기업의 가치로 평가하여 미래 가치경영에 적용해 나가고자 하는 노력이 필요하다 (이중완, 2002).

기업의 가치를 주주가 배당받는 미래배당의 현재가치로 정의하여 배당할인모형이 제시된 후, 현금흐름변수가 주식배당을 대체할 수 있는 기업가치 대표변수로 제시되었다. 기업의 특정 회계정보를 기준으로 한 기업의 가치를 측정하고자 하는 노력은 끊임없이 계속되어왔다.

전통적인 가치평가방법론은 기업이 소유하고 있는 자산의 가치와 기업이 미래에 창출할 수 있는 수익의 가치를 중심으로 한 본질가치에 대한 평가방법과 시장과의 연관 하에 평가되는 시장가치에 대한 평가방법으로 크게 구분되어왔다.

그 중 내재가치에 대한 평가는 수익가치법, 자산가치법, 상대가치법의 세 가지로 나누어진다. 수익가치에 대한 평가방법으로는 배당평가모형(DDF), 이익할인모형, 현금흐름할인모형(discount cash flow: DCF)이 대표적이며, 자산 가치에 대한 평가방법으로는 자산재평가와 시가산정 방식이 있고 또한 상대가치평가방법으로는 주가수익비율(PER)과 시가/장부가비율(PBR), 주가매출비율(PSR)등이 있다. 시장가치에 대한 평가 방법으로는 CAPM(capital assets pricing model), APV(adjusted present value) 모형 등 시장요인과의 상관관계에 의한 평가 방법이 대표적이다 (김철교, 2000).

할인율로는 가중자본평균비용(WACC)이 계산이 쉽고 간단하여 70년대 이후 가장 널리 사용되었다. 가중평균자본비용은 기업의 자본구조 변화에 따라 그 값이 변화하므로 기업가치 평가 시 일정한 자본구조를 가정하게 된다. 그러나 현실에서 해당 기업의 자본구조는 시시각각 변화하므로 가중평균자본비용의 산출시 적용되는 가중치가 다르게 측정되어 각 시점의 할인율이 달라진다. 따라서 미래 기업의 자본구조를 정확히

알 수 없다는 한계가 있다. 이에 대한 대안으로 기업의 목표자본구조를 설정하고, 가중평균자본비용을 산출하여 할인율로 사용하기도 하나 현실과 다른 가정 등으로 인해 계산의 정확성 및 현실적용가능성이 떨어질 가능성이 있다. 따라서 가중자본평균비용을 이용한 평가기법의 현실적용을 위해서는 동적인 자본구조, 감세효과, 보조금, 헤지, 발생비용 등을 복합적으로 고려하여 조정하여야한다 (박지윤, 1999). 그러나 현실적으로 예측가능기간에 대해서만 현금흐름을 추정하고 그 이후의 현금흐름은 일정한 가정 하에 유추하여 계산하는 방법밖에 없다.

현금흐름 중 대표적인 잉여현금흐름은 매기의 현금유입액에서 당해 본업활동에 증액 투자된 투하자산을 공제하여 구한다. 이들 투자액의 증가분은 잔여수명을 연장시키는 효과가 있다. 그러므로 이러한 미래 부가가치 창출력이 무한히 계속된다는 가정 하에 잔존가치(terminal value)를 평가하여 해당 사업수명기간 동안의 사업가치(value of operation)에 더해 주는 것이다.

잔여가치를 평가하기 위해서는 당해 사업의 경제적 잔여수명에 대한 정확한 예측과 동기간 동안의 잉여현금흐름에 대한 예측이 필요하다. 그리고 사업 종료 후 계속 유지될 수 있는 잉여현금흐름액의 예측은 어떻게 가능한가에 대해서도 가정이 필요한데 흔히 사업종료년도 기준, 최근 3~5년간의 잉여현금흐름액의 평균액만큼 계속 실현될 것으로 가정하는 것이 보편적이다. 그러나 이 또한 각 산업과 사업마다 다르게 적용된다.

기존의 가치 평가 연구들은 각각의 산업의 특성을 고려하지 않고, 모든 산업과 기업에 일관적으로 우수한 단일방법론을 찾는데 에 초점을 맞추어 왔다. 그러나 각 산업과 기업에 따라 분야별 특성이 다른 것은 물론이고 자금의 구조와 회계처리 방법 또한 천차만별이다. 따라서 본 연구에서 외식기업의 산업특성을 고려하여 그에 적절한 가치평가법을 찾아낼 수 있다면, 기존연구들이 외식시장에 제공하지 못했던 의미 있

고 실용적인 정보를 제공할 수 있을 것이라 기대된다.

가치 평가 기법 중 가치배수(multiples)를 이용한 상대가치평가법은 그 사용의 용이함으로 인해 실무에서 널리 활용되고 있으며 변화하는 복잡 다양한 불확실성 하에서 적절한 가치평가를 할 수 있을 것이다. 외식 산업의 특성상 이러한 상대가치평가법에 대한 가치평가 접근이 필요함에서 불구하고 이론적으로 강점을 보이는 다른 가치평가 모형들에 비해 이들에 대한 학문적 연구는 매우 부족한 편이다.

외식 산업에서의 올바른 가치배수평가기준은 아직 미비한 것이 현실이다. 이에 외식산업의 산업 특성에 적절한 기업가치 평가 배수모형 모색이 시급하다고 판단된다. 그러나 기존의 배수 평가들은 다음과 같은 외식산업의 특성으로 인하여 이를 외식기업에 그대로 적용하는 데에는 한계가 있다.

첫째, 외식산업은 서비스 산업으로서 타산업과는 다른 생산 활동과 운영체계를 가진다고 볼 수 있다. 외식산업은 음식과 음료를 제조하고 가공한다는 점에서는 제조업과 동일하나, 그 음식을 일반 대중에게 직접 서비스한다는 점에서 일반 제조업과는 다른 운영체계를 가지며, 생산과 소비가 동시에 이루어지는 동시성의 특성을 가진다.

둘째, 외식산업은 특별한 지식이나 기술을 요하는 다른 산업에 비해 상대적으로 진입장벽이 낮아 발전가능성이 크고 넓은 반면 위험부담 또한 커서 실패율이 30%에 육박하는, 업종변경이 잦은 산업이다. 따라서 자연히 미래 추정에 사용할 수 있는 과거자료가 지극히 부족하고 시장 변동성의 폭이 크기 때문에 정확한 수요예측이 어려운 산업이다. 때문에 국내에서는 주식시장에 상장되어있는 외식기업을 찾아볼 수 없다. 그럼에도 기존의 기업가치평가 방법들 대부분은 주가에 의한 산출방식에 의존하고 있기에, 상장기업이 전무한 외식기업의 기업가치평가에는 많은 어려움이 따른다.

기업의 가치평가에 있어 정확한, 유용한 가치배수는 산업별로 각각 다

르게 나타난다. 수많은 산업 중 독특성을 가진 외식산업에 일관적으로 적용시킬 수 있는 적절한 가치평가 배수를 찾고자하며, 실무 적용이 용이하고 이론적 우수성도 갖춘 가치 평가 모델을 구축하고자 한다.

따라서 각각의 산업별 특성을 고려한 가치배수(multiples)평가 기법은 기존의 연구에서 제공할 수 없었던 의미 있고 다양한 정보를 제공할 수 있으리라 기대된다 (박보영, 2002).

2. 연구의 목적

기업의 평가로서 가치배수평가법은 매우 유용한 강점이 있어 업계에서 많이 사용하고 있음에도 불구하고 학문적인 연구성과는 거의 없다고 볼 수 있다. 더욱이 외식기업처럼 상장된 기업이 없을 경우 이에 대한 신뢰성에 상당한 의구심을 갖게 된다.

이런 맥락에서 본 연구는 외식기업의 가치평가에 있어 실제적으로 실용성이 높은 가치평가배수를 찾아내고 그 범위를 측정해보고자 한다. 특히, 외식기업을 대상으로 배수를 구한다는 시도는 그다지 쉽지 않은 노력이 될 것은 주지의 사실이다. 왜냐하면 상장 기업 중심의 분석이 주류를 이루는 현 배수들과는 달리 외식기업은 가치를 기업별로 일일이 구해야 하는 번거로움이 따르기 때문이다. 이러한 번거로운 작업에도 불구하고 본 연구는 재무제표를 구할 수 있는 외부감사 외식기업을 중심으로 배수를 구하려는 시도를 할 것이다. 또한 기존 연구들이 일반적으로 이익 또는 순장부 가치, 매출액 등의 한정된 자료만을 이용하여 주식가격을 추정했던 것에서 발전시켜, 본 연구에서는 배당 가치 평가법과 할인현금흐름 가치 평가법으로 시장 가치를 측정할 수 없는 외식기업의 기업가치평가 연구를 진행하고자 한다.

본 논문은 상대가치평가법의 정확성을 측정하여 외식기업에 최적의

가치배수를 도출하는데 있으며, 포괄적인 승수를 적용해 보는 것으로서
외식기업의 가치평가에 대한 다양성을 넓히는데 있다. 따라서 장부가치
(BOOK VALUE) 정보, 매출액(SALES) 정보, EBITDA 정보, EBIT 정
보에 기업가치(Enterprise Value)를 이용한 가치배수로 활용하였다.



II. 이론적 배경과 선행연구 검토

1. 이론적 배경

1) 기업가치평가의 개념

기업의 가치는 포괄적이고 장기적인 척도로서 기업의 수익성(손익계산서)과 효율성(대차대조표)을 포괄하는 부가가치라고 할 수 있다. 이러한 추상적인 개념을 보다 구체적으로 표현하자면, 기업의 가치는 한마디로 ‘기업의 미래현금흐름 창출능력’이다. 따라서 기업의 목표는 단순한 이익의 극대화를 넘어, 미래현금흐름의 극대화인 것이다. 기업에 있어 ‘이익’이라는 것은 회계 상의 계정에 지나지 않는다. 따라서 진정한 이익의 개념은 부(well-off)의 개념이며, 그것은 기초에 지출할 수 있는 현금흐름의 크기와 기말에 지출할 수 있는 현금흐름 크기의 차이를 이르는 것이다. 다시 말해, 즉시 처분 가능한 현금흐름 크기의 증분을 의미한다. 미래현금흐름 창출력을 분석하여 현가화하는 과정이 바로 기업가치평가의 정의이다 (Koller, Goedhart, and Wessels, 2005).

한 기업의 가치를 평가할 때에는 계량적 혹은 비계량적 측정에 드는 각종비용, 통계적 유의성 검증, 비재무적 요인을 재무적 요인으로 전환하여 가치사슬로 만드는데 적절한 연관성 찾기의 어려움, 측정된 가치를 기업이 재무적 목적을 달성하는데 투입하기 위한 관리 등에 많은 비용이 소요된다. 그러나 진정한 기업가치의 요인들을 계량화하여 전략 수립과 실행에 도입함으로써 얻을 수 있는 혜택은 기업의 궁극적인 생존을 위한 전략적 의사결정에 큰 영향을 미치므로 그 비용을 상쇄하고도 남을 것이다. 경영자가 기업 가치를 정확하게 평가해야 하는 이유가

바로 이것이다. 요컨대 기업의 가치평가는 시장의 리스크와 불확실성을 새로운 기회로 인식하고 기업의 생존에 직결시키는 행위의 재무학 (behavior finance)이다 (이중완, 2002).

기업의 가치를 평가하는 다양한 이론적 모형에는 배당평가할인, 이익할인, 현금흐름할인, 자산재평가, 시가산정방정식 등 여러 모형이 있다. 그러나 이러한 평가 모형들 대부분은 이론적인 강점에도 불구하고 다년간의 정확한 예측치가 필요하다는 큰 제약이 있다. 따라서 이를 극복할 수 있는 용이한 대안의 하나로 간단한 가치배수(multiples) 모형을 생각해 볼 수 있다.

상대가치평가지표를 통한 기업가치의 산출은 다른 평가방식보다 상대적으로 간편하면서도 비교가능성이 용이한 접근방법 중 하나이다. 가치배수 평가법은 기본적으로 분석대상기업과 비교가능 기업군의 여러 가지 지표들로 정의된 배수(multiples)와, 분석대상기업의 배수들 간의 비교를 통해 대상기업의 기업 가치를 추정해내는 방법이다. 물론 이 방법 또한 가치평가에 사용되는 배수를 작성하는데 필요한 회계자료 및 시장지표들이 기업의 실질을 반영하고 있어야 한다는 가정이 필요하다는 점에서 절대적인 방법이라 할 수는 없으나 그 평가의 용이성은 큰 장점이 될 수 있다 (신현한, 2009).

가치배수는 기업가치(Enterprise Value)를 주요 재무제표변수(가치측정변수 = Value Driver)로 나눈 값을 의미한다. 즉, 배수모형을 활용한 가치평가방법은 비교 가능한 기업들의 승수를 바탕으로 해당 기업의 기업 가치를 추정하여 평가하는 것이다. 이 접근방법은 기업의 성장 및 이익에 관한 다년간의 예측치를 구해야 하는 어려움을 재무제표변수를 활용하여 비교적 간단히 해결하는 것이다.

이러한 가치배수모형에 주로 사용되는 가치변수로는 PER(순이익), PBR(순자산), PSR(매출액), FCF(잉여현금흐름), EV/EBITDA(이자, 법인세, 감가상각비 공제 전 영업이익) 등이 있다.

(1) 이익 배수 (PER)

이익승수는 일차적으로 기업의 한 단위의 이익에 투자자들이 얼마의 대가를 지불하는가를 의미한다. 즉, 기업의 단위당 수익에 대한 상대적 이익승수이다. PE는 각 기업이 지니는 이익의 질(Earnings Quality)을 반영하는 수치이다. 이익의 질은 기업의 수익력을 평가할 때 이익의 지속성장가능성, 위험도, 회계처리 방법 차이, 해당 시장에서의 경쟁적 지위의 차이 등과 같은 질적 측면이 총체적으로 반영된 승수라고 볼 수 있다. 이는 기업의 수익에 대한 전반적인 질적 평가가 반영되므로 해당 시점의 해당산업에 대한 종합적인 신뢰도를 반영하는 것으로 볼 수 있다.

가치평가에 수익률이 널리 사용되는 보편적인 이유는 가격과 순이익을 연결시키는 매력적인 수치이며, 위험과 성장률을 포함한 기업의 여러가지 특성들의 대용치(proxy)가 될 수 있기 때문이다.

PER은 여러 가지 복합적인 의미를 포함하므로, 해당 기업의 수익력의 질적 측면을 감안하여 적정 가치를 추정하거나 수익가치를 감안하여 상대가치를 평가할 때 매우 유용하게 사용될 수 있다.

(2) 가치배수법의 개념

① Book value of equity (자기자본의 장부상가치)

장부상가치(Book value)에 의한 평가는 가장 간단한 방법으로 장부상 기업이 보유한 총자산가액에서 총부채가액을 차감한 순자산가액으로 평가하는 것이다.

PBR은 자산 가치에 대한 상대적 주가수준을 측정한 지표로서, 상대적으로 안정된 수치이므로 시장가치와 비교될 수 있다. 1980년대 후반 이

후 고주가 시대를 맞아 PER가 높아지고 그 변동성이 커지면서 투자지표로서의 유효성이 떨어진 반면 PBR은 주가가 과소/과대평가된 유사기업의 올바른 비교 기준이 될 수 있다.

그러나 PBR의 측정에도 다음과 같은 한계점은 존재한다. PBR은 인적자원, 투자, 기술과 같은 장부 가치로 측정할 수 없는 요소들을 반영하지 못하며, 산업간 차이를 반영하지 못한다는 한계점이 존재한다. 더욱이 장부 가치는 감가상각, 연구개발비 등에 대한 회계처리 방법에 영향을 받으므로 회계원칙이 서로 상이한 기업들을 PBR로 분석하는 것은 적절하지 않다. 또한 자산의 장부가액은 자산을 이루는 요소들의 개별 장부가액 단순합에 불과한 수치로서 각 요소들 간의 유기적인 상관관계를 반영하지 못한다는 한계가 있다.

② Sales (매출)

PSR은 주가를 주당매출액(Sales Per Share)로 나눈 비율로, 매출액순이익률(Margin)과 PER로 나타낼 수 있다.

$$\begin{aligned}\text{PSR} &= \text{자기자본의 시장가격} / \text{매출액} \\ &= \text{자기자본의 시장가격} / \text{순이익} * \text{순이익} / \text{매출액} \\ &= \text{PER} * \text{Margin}\end{aligned}$$

이는 PER이 낮은 기업이 미래 Margin이 늘어날 성장잠재력이 있을 때 PSR이 낮은 주식은 좋은 투자대상이 될 수 있음을 의미한다. PSR의 경우, 임의 조작이 어렵기 때문에 다른 항목보다 회계처리 방법에 있어 차이가 적은 동시에 비교가 용이하므로 장기적으로 안정적이고 동질적인 비교지표가 될 수 있다. 또, 순이익만큼 경기변화에 따른 변동성이 심하지 않아 가치평가방법으로서 신뢰성이 높다고 평가할 수 있

다. 요컨대, 순이익과 장부가치 대신 매출액을 배수로 이용하는 PSR의 안정성은 장점인 동시에 다음과 같은 이유로 단점으로도 작용할 수 있다. 기업이 비용을 통제할 수 없을 경우 순이익과 가치가 급감함에도 매출액은 감소하지 않을 수 있기 때문이다. 또한, 동일업종에 속한 두 기업의 매출액이 비슷하다 하더라도 기업별 원가구조에 따라 기업이 경제적으로 창출한 부가가치는 완전히 다르게 나타날 수도 있기 때문이다.

③ EBITDA (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization)

EBITDA는 손익계산서상 이자, 법인세, 감가상각비 공제 전 이익으로서 영업활동상 창출된 현금을 의미하며, 세전영업이익에서 현금이 지출되지 않은 비용(감가상각비, 무형자산상각비, 이연자산상각비)을 가산하여 산출한다.

$$\begin{aligned} \text{EBITDA} = & \text{경상이익} + \text{이자비용} - \text{이자수익} + \text{감가상각비} \\ & + \text{무형자산 및 이연자산 상각비} \end{aligned}$$

EBITDA는 양수이므로 순손실 발생 기업에도 적용이 가능하고, 특히 설비투자가 크고 수익 창출에 시간이 걸리는 산업에 효과적인 평가지표가 될 수 있다. 또, EBITDA는 단기적으로 이자지급에 이용할 수 있는 영업에 의한 현금흐름에 대한 측정치이므로 기업의 유동성 또한 고려할 수 있다. 자본 지출 전의 현금흐름을 관찰하므로, 적절치 못한 자본 지출이나 정상 수익보다 낮을 경우 최적의 가치에 대한 추정치를 제공할 수도 있다. 즉, 기업의 재무구조와 회계정책에 영향을 받지 않고, 기업의 순수 영업활동으로 창출되는 경제적 가치로 대변될 수 있으므로

로, 기업의 실제 가치를 평가하고 각 기업의 실질적 영업능력 비교 활용자료로 매우 적합하다. 또한 PER, PSR, PBR을 이용한 가치배수평가법의 경우, 나라마다 상이한 감가상각방법, 법인세, 이자율 등을 고려하지 않고 분석할 경우 오류가 발생할 수 있다는 제약이 있다. 그러나 EBITDA의 정의상 이러한 오류를 방지할 수 있다는 장점도 가진다.

예를 들어 어느 기업의 EBITDA 비율이 6배라면 1년간 벌어들인 EBITDA의 6배에 해당하는 가치를 가진 회사임을 의미하는 것이다. 또는 회사를 시장가격(EV)으로 매수했을 때, 해당 회사가 벌어들인 이익(EBITDA)을 6년간 합하면 투자원금을 회수할 수 있다는 의미이기도 하다.

④ EBIT (earnings before interest and tax)

영업이익(Operating Profit)과 같은 개념으로 영업활동상 창출된 현금을 의미한다.

$$\text{EBIT} = \text{매출액} - \text{매출원가} - \text{판매비와 관리비} - \text{감가상각비}$$

매출액

- 매출원가

- 판매비와 관리비(상각비 포함)

영업이익 (EBITDA)

- 세금(영업이익*세율)

세후순영업이익(EBIT)

2. 선행연구 검토

1) 국외연구

Alford(1992)는 산업과 기업규모(위험) 및 이익성장성의 기업특성에 따라 비교 가능한 유사기업을 선정하여 PE배수의 정확성을 실증적으로 검증하였다. 상장기업을 대상으로 PE가치평가방식을 사용한 주가정확도를 분석하였다. 비교대상 기업의 선정기준으로는 동일업종, 위험도, 이익성장률을 사용하였고 선정된 유사기업의 PE 사용 추정주가와 실제주가의 예측오차를 비교 분석하였다. 동일 업종변수를 단독으로 사용하거나, 위험과 이익성장률을 결합한 선정기준을 사용할 경우 예측오차가 감소하였고, 기업의 규모가 클수록 PE 가치평가방식의 정확도가 개선되었다. 산업을 기준으로 유사기업 선정 시 가격오차의 감소가 가장 효과적인 반면, 기업규모와 이익성장의 통제는 측정오류 감소에 영향을 미치지 않았다.

Baker and Ruback(1999)은 기존연구들과는 다른 방법으로 산업승수(Multiples)를 계산함으로써 발생하는 계량경제학적 문제점들을 시험하고, EBITDA와 EBIT, 매출액에 따른 지표들의 상대적인 성과를 비교하였다. 가치측정 오차의 절대치(Absolute Valuation Errors)가 가치에 비례함을 실증적으로 입증하였고, 또한 조화평균(Harmonic Mean)으로 추정한 산업가치배수들(multiples)이 Monte Carlo Simulation에 기초한 최소-분산 추정치에 가까움을 보여주었다. 조화평균(Harmonic Mean) 추정치 분석 결과 산업으로 조정된 EBITDA가 EBIT와 매출액보다 더욱 뛰어난 성과를 보여주었다.

Beaver&Morse(1978)는 분기별 이익을 표본으로 분석한 결과 E/P 비율과 해당분기의 이익성장률 사이에 상관관계가 있음을 밝혀냈다. 또한

기업 간 E/P비율 차이는 많은 부분 서로 다른 회계처리방법에 그 이유가 있음을 지적하였다.

Cheng and McNamara(1997)는 주가-이익 상대평가법과 주가-장부가치 상대평가방법, 이 두 가지 방법을 혼합한 주가/이익-주가/장부가치 상대평가방법의 정확성을 연구하였다. 이 연구에서는 비교 가능 기업군을 동종 산업, Size, ROE, 그리고 이 세 가지 기업특성 혼합으로 분류하였다. 그 결과 비교 가능 기업군은 산업 + ROE로 분류하고 Combined P/E-P/B평가방법을 사용하였을 때 측정오류가 가장 작음을 검증하였다. 또한 주가-이익 상대평가모형이 주가-장부가치 상대평가모형보다 우월하다는 결과가 도출되었는데, 이는 같은 연도, 단일기업의 이익이 장부가치보다 더 중요한 정보라는 사실을 의미한다.

Fisher(1984)는 1979년부터 1983년까지의 기간 동안 포트폴리오 투자 성과 실증분석을 통해 저PSR 주식의 고PSR 주식보다 높은 수익률을 낸다는 결론을 얻었다. 이로써 PER은 회계적 이익의 조작가능성과 시간에 따른 탄력적 속성으로 인해 강력한 투자기준이 될 수 없다는 점과 주식의 가치에 직접적인 영향을 미칠 수 있는 지표는 매출액임을 주장하였다.

Kaplan and Ruback(1995)은 높게 측정된 51개의 거래들에 대해 DCF법과 PER법의 정확성을 측정하였다. beta의 정의를 개별기업에서 산업으로, 시장전체로 넓힘에 따라 그 정확성도 증가하였다. 이는 DCF법의 유용성을 입증하는 동시에 PER접근법에 따른 오차 절대치의 유용성을 입증하는 결과이다. PER 접근법에 따른 오차의 절대치 평균은 비교 가능 비율을 높게 측정된 거래로 지정했을 경우 18.1%, 산업기준으로 비교 가능한 기업을 선택했을 경우 24.7%로 나타났다. 또, 단순한

EBITDA배수 또한 DCF가치평가방법과 유사한 수준의 정확성을 나타내는 지표임이 입증되었다.

Kim and Ritter(1999)는 기업의 가치평가 시 실현된 가치관련 변수들(장부상 가치, 이익, 현금흐름, 매출액)에 예측이익 변수를 추가하였다. 예측이익에 기초한 P/E 배수가 가치평가의 정확성에 있어 기타 변수들보다 우수하다는 것을 보였다. 나아가 다음해의 이익 예측치가 현재의 이익 예측치보다 우수함을 보였다. 또한 신규 기업들과 기존기업들의 가치평가 오차 비교를 통해, 오래된 기업일수록 예측오차가 크지 않음을 밝혀냈다.

Liu and Thomas(2002)는 포괄적인 가치관련 변수들을 발생주의회계 변수들과 현금흐름 변수들, 예측정보 변수들, 본질가치, 그리고 예측이익의 합으로 분류하고 예측오차를 비교하여 성과를 측정하고 다음의 결과를 얻었다. 첫째, 예측된 이익의 성과가 가장 좋았고 다음으로 초과이익할인모형으로 구한 본질가치의 성과가 높게 나왔다. 둘째, 이익변수가 장부가치보다 더 좋은 결과치가 나오고, 매출액이 가장 좋지 않은 결과로 나왔다. 셋째, CFO, FCF 등으로 다양하게 측정된 현금흐름 변수들은 그 결과가 이익변수들보다 좋지 않아, 발생주의 회계의 우수성을 보여준다. 주목할 만한 것은 초과이익할인모형을 활용한 본질가치의 성과가 그다지 좋지 않다는 점이다. 그 이유는 자기자본비용과 예측 기간 말 가치 추정의 오차에서 발생했을 것으로 보인다. 또한, 각 산업의 특성마다 유효한 변수가 있을 것이라는 예상과는 달리 산업에 관계없이 각 변수들의 성과 순위는 거의 변하지 않았다.

Senchack and Martin(1987)은 1975년부터 10년 동안 각 분기 당 PSR, PER 크기순 포트폴리오 5개 각각의 투자성과를 비교하였다. 그 결과

저PSR 주식들이 고PSR 주식보다 높은 수익률을 보였으며 PSR은 기업의 규모, 주가, 발행주식수 사이에서 단조증가의 관계를 보였으나, PER은 이러한 관계가 나타나지 않았다. 이는 PSR이 PER보다 기업규모와의 높은 상관관계를 가짐을 뜻하는 것이다. 또한 저PER의 포트폴리오가 저 PSR의 포트폴리오 보다 상대적으로 높은 수익률을 보이며, 저 PER 포트폴리오가 성과가 낮은 저PSR 포트폴리오보다 시간에 대해 보편적으로 일관적인 결과를 나타냈다.

2) 국내연구

강진(1992)은 1990년부터 1993년까지 270개의 종목을 선정하여 PER효과를 분석하였다. 선행연구들과 달리 반기 주당순자산(BPS)자료를 추가한 결과, PBR은 초과수익률과 (-)의 관계를 가지나, 그 유의성은 크지 않고 과거 주당순자산(PBS)보다 미래 추정 주당순자산(BPS)이 더 큰 효과를 보였다. 또한 PBR효과는 독립적이지 않고 PER효과를 비롯한 여러 기타요인에 의해 영향을 받는 것으로 나타났다.

강효석 외 7인(1994)은 1980년부터 1992년까지 PER순위에 따른 PER 포트폴리오의 평균초과수익률, 켄센지표, 트레이너지표를 구하고, 베타값의 영향을 알아보기 위해 PER 포트폴리오 외에 베타순으로 구성된 부 포트폴리오에 대한 초과수익률과 켄센지표를 분석하였다. 그 결과로 저 PER 포트폴리오가 높은 초과수익률을 갖는 E/P효과가 나타났고, E/P효과의 재무구조효과를 통제하고도 E/P효과가 국내주식시장에 존재한다는 결과를 도출해내어 국내 주식시장에서의 E/P효과를 지지하였다.

김영빈(1988)은 1977년부터 1987년까지의 기간 동안 상장되어 있는 232개 주식을 매년 4월 1일 기준으로 저 PER순으로 구성된 20개의 포

트폴리오에서 P1~P4는 (+)의 비정상수익률을, 고 PER그룹 P5~P11에서는 (-)의 비정상수익률의 결과를 얻었다. 이로써 CAPM가정 하에서 우리나라 증권시장 PER정보는 효율적이지 못하다는 결론에 이르렀다.

옥민석(1996)은 1992년부터 1994년까지 우리나라 주식시장에 상장되어 있는 제조기업에 대하여 주가/현금흐름비율(PCR)이 투자지표로서 유용한가에 대한 실증연구를 진행했다. 그 결과, 저PCR 포트폴리오의 누적비정상수익률의 평균치와 고PCR 포트폴리오의 누적비정상수익률의 평균치간의 차이가 유의적으로 나타났다. 이를 확대하여 각 업종별 주가/현금흐름비율 정보의 유용성 검증 결과, 설비투자 규모 정도가 높거나 매출채권 회전율이 높은 제조업일수록 누적비정상수익률 평균치의 차이가 유의적인 것으로 나타났다. 이와 같은 결과는 현금흐름표가 재무제표로 공시되기 시작한 1994년 이전인 1992년~1994년의 제조 기업에 대한 주가/현금흐름비율이 전반적으로 유용한 투자지표로 활용될 수 있음을 의미한다. 동시에, 업종별 상이한 영업활동상의 현금흐름 내용으로 선택적으로 활용될 수 있다는 것을 말해준다.

정순철(1999)은 1992년부터 1998년까지 120개의 기업표본을 선정하여 증권시장에서 PER, PBR, PSR의 투자지표로서의 유용성을 비교 검증하였다. 각 지표의 크기별 포트폴리오와 각 지표별 중요 변수를 고려한 포트폴리오를 구성한 후, 위험조정수익률로서 각 포트폴리오의 성과를 측정해 본 결과, PBR이 가장 유용하다는 결론을 얻었다.

정혜영(1996)은 기업 가치를 대차대조표상 장부가치, 미래현금흐름, 미래성장률, 기업위험도, 회계처리방법의 보수성 정도의 직접 함수로 정의하고, 이를 한국증권시장의 자료로 실증 분석하였다. 주가/장부가치 비율(PBR)의 결정요인으로는 미래경상이익의 흐름, 주당 장부가치의 미

래성장률, 미래베타, 재고자산처리방법의 차이 등을 고려하였다. 현재주가수준 결정 요인으로는 위의 독립변수들 외에도 주당 장부가치와 현재의 종합주가지지수준을 추가적으로 고려하여 설명력을 높였다. 이는 주당 장부가치가 기업가치 결정에 중요한 변수임을 실증적으로 입증하는 결과이다.



III. 연구의 설계 및 조사 방법

1. 표본기업선정

본 연구에서는 국내의 외환위기 이후인 2008년 ~ 2010년 12월 말까지를 연구대상 기간으로 설정하여 경제적 환경 변화에 의한 변수의 영향을 통제하였다. 표본 기업은 2010년 매출현황을 기준으로 금융감독원에서 재무제표를 구할 수 있는 기업으로서 다음 3가지 조건을 충족하여야 한다. 본 조건은 외식기업으로서 표본의 동질성을 확보하기 위해서이다.

① 외부 감사를 받은 외식기업

② 재무자료 입수기간 (2008년~2010년) 3년 동안 자기자본 장부가치가 양수(+)인 기업

③ 5년(2005년~2010년)동안 법인세차감전순이익이 양(+)인 기업

조건 ① 은 분석대상기업의 동질성 확보를 위해 외부 감사를 받은 외식기업으로 범위를 제한하였다.

조건 ② 는 분석일 현재 자기자본 장부가치가 음(-)일 경우 자본잠식 상태에 있는 기업으로 판단되므로 분석대상에서 제외하였다. 자본 잠식 상태로 이어 질 수 있는 우려 때문에 각 연도별, 변수별로 양의 값만을 표본으로 사용하여 불분명한 변수 측정치로 인한 편차를 없애고자 한다. 따라서 정상적인 영업을 유지 할 가능성이 있는 기업을 선정하기

위해 필요한 조건이다.

조건 ③ 은 법인세차감전순이익이 영(0)인 경우 유효법인세율을 계산할 때 분모로 사용되는 이익이 영(0)이 되어 계산이 불가능해지므로 경제적 해석이 곤란한 경우가 발생한다. 따라서 이익이 영(0)이거나 음(-)인 기업은 제외하였다. 이와 같이 영업실적이 저조한 기업을 표본에서 제외하면 정상적인 경영성과를 내는 외식 기업만이 표본에 존재하게 된다.

위의 3가지 조건에 맞는 외식기업을 선정한 결과로 13개 외식기업을 표본으로 선정할 수 있게 되었다.

또한 금융감독원의 2010년 국내 주요 32개 외식기업 매출 현황표를 참고로 하여 2005년부터 2010년까지 5년간 총매출액 평균치를 산출하고, 5년 평균매출액이 높은 순으로 13개의 기업들이 모두 연구 대상기업에 선별되어 있었다.

2. 연구 측정 변수

EV(Enterprise value) : 기업가치

EBIT : 매출액 - 매출원가 - 판매비와 관리비 - 감가상각비

EBITDA : 경상이익 + 이자비용 - 이자수익 + 감가상각비
+ 무형자산상각비 + 이연자산상각비

Sales : 당기 매출액

Book value of Assets : 자기자본의 장부상가치

3. 가치배수 연구 모형

1) EBIT 배수 = 기업가치(EV) / 세후 순영업이익(EBIT)

2) EBITDA 배수 = 기업가치(EV) / 영업이익(EBITDA)

3) 매출 배수 = 기업가치(EV) / 매출(Sales)

4) 장부상 가치 배수 = 기업가치(EV) / (자기자본의 장부상가치)Book
value of Assets



IV. 실증분석

1. 연구 방법

채무제표 자료는 KIS-VALUE를 통해 발췌하였고, 모든 자료의 처리와 투입변수의 산출 등은 SPSS 15.0 통계 프로그램을 사용하였다. KIS-VAULE는 연구 변수인 기업가치, EBIT, EBITDA, 매출, 장부상 자산가치의 값을 모두 제공하고 있다. 또한 KIS-VAULE는 매년 이러한 수치를 제공하고 있다. 따라서 특정 연도의 배수를 발췌하는데 그다지 어려움이 없다. 그러나 대표적 두 가지 단점은 기업 가치 변수에 대한 값이 상당히 부풀려져 있으며 매년 기업 가치가 바뀌므로 배수를 통한 기업가치 평가에 매우 어려움이 많다.

따라서 본 연구에서는 보다 일관된 배수 값을 얻기 위해 2010년을 기준으로 KIS-VAULE식 가치평가 값 즉, 배당 가치 평가법을 통한 기업 가치와 2010년 현재 가치를 기준으로 하는 할인현금흐름 가치 평가법을 비교 분석하여 신뢰성 있는 배수를 발췌할 것이다.

2. 가치 평가 산식

본 연구에서 배수를 발췌하기 위해 제일 중요한 변수는 기업 가치이다. 기업 가치를 평가하는 기법은 다음의 배당가치와 할인현금흐름으로 나누어 설명할 수 있다.

1) 배당 가치 평가 산식

$$= \text{추정기업 가치기말 순자산가치} + \text{초과이익의 현재가치}$$

※ 초과 이익의 현재 가치

$$= \text{초과이익당기순이익} - \text{기초순자산} \times \text{무위험수익율}$$

2) 할인 현금 흐름 (Discount Cash Flow) 산식

$$= \sum \text{OCF}_t / (1+\text{WACC})^t + \text{OCF}_{t+1} / (\text{WACC}-g)$$

(1) 할인현금흐름법의 개념

현금흐름이란 영업활동으로 발생하는 모든 현금의 움직임을 의미한다. 기업의 미래 현금흐름을 투자자의 기대 수익률(할인율)로 할인한 현재 가치로 기업의 가치를 평가하는 방법이 할인현금흐름법(Discount Cash Flow)이다. 기업의 경영활동으로 얻어질 미래현금흐름은 당해 제반 기업환경을 반영하는 동시에, 미래의 시간적 요소도 포함한다는 점에서 다른 방법보다 우수하다는 평가를 받는다.

할인현금흐름법은 일정기간의 기대현금흐름, 잔존가치, 할인율로 이루어진다. 즉, 예측기간 동안의 현금흐름과 잔여가치의 측정방법을 결정하고, 마지막으로 이 두 요소의 할인율을 결정하는 것이다.

$$V_0 = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{CF}_t}{(1+\text{WACC})^t} + \text{TV}$$

V_0 : 기업가치

CF : 총 현금 흐름

WACC : 가중평균자본비용

TV : 잔존가치

(2) 운영현금흐름 (Operating Cash Flow)

본 연구에서는 기대현금흐름을 운영현금흐름(Operating Cash Flow)으로 사용한다. 운영현금흐름은 영업활동으로 인한 현금흐름에서 영업비용과 세금을 공제한 세후영업이익에 감가상각비와 같은 비현금비용을 합해준 것이다.

운영현금흐름의 산출과정



(3) 잔존가치 (residual value)

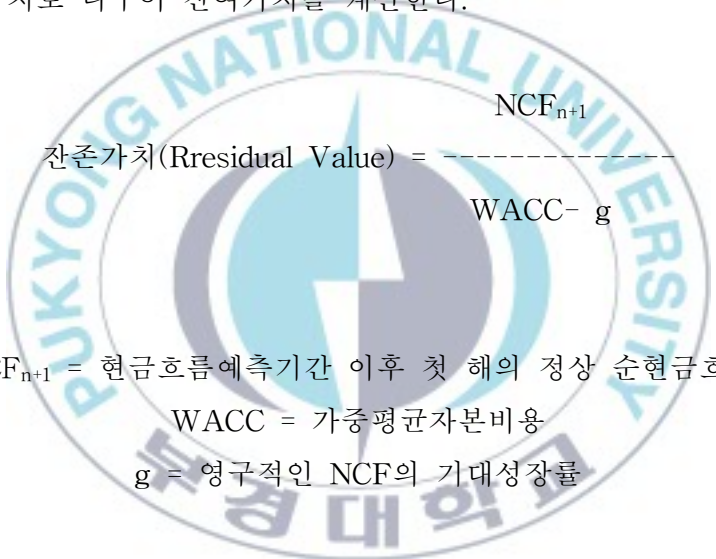
잔존가치의 중요성을 감소시키기 위해서는 현금흐름 예상기간의 폭을 늘리는 방법이 있다. 그러나 현실적으로 현금흐름 예상기간이 길어지더라도 잔존가치는 여전히 간과할 수 없는 문제로 남는다. 또한 잔존가치 계산 시, 기업을 처분한다면 이에 따른 세금효과를 분석하여야 하고, 계속 운영한다면 지분의 총 잔여가치를 예상현금흐름분석에 포함시켜야

한다.

잔존가치 결정법으로는 주가이익비율법, 계속성장법, EBITDA 배수법, EBIT 배수법 등이 있다.

주가이익비율법은 예측기간 말 순이익에 주가이익비율(PER : Price-Earnings Ratio)을 곱하여 잔여가치를 계산한다.

계속성장법은 예측기간 말의 현금흐름을 가중평균자본비용에서 성장률 차감수치로 나누어 잔여가치를 계산한다.


$$\text{잔존가치(Residual Value)} = \frac{\text{NCF}_{n+1}}{\text{WACC} - g}$$

NCF_{n+1} = 현금흐름예측기간 이후 첫 해의 정상 순현금흐름
 WACC = 가중평균자본비용
 g = 영구적인 NCF의 기대성장률

EBITDA 배수법은 예측기간 말의 세전 현금흐름으로부터 계산된 EBITDA(earning before interests, taxes and depreciation and amortization)에 적정 배수를 곱하여 잔여가치를 계산한다.

EBIT 배수법은 예측기간 말의 세전 현금흐름으로부터 계산된 EBIT(earnings before interests, and taxes)에 적정 배수를 곱하여 잔여가치를 계산한다.

$$\text{잔존가치} = \frac{\text{EBIT}_{n+1} \left(1 - \frac{g}{\text{ROI}}\right)}{\text{WACC} - g}$$

EBIT_{n+1} : 현금흐름의 예측기간 이후 첫해의 정상 EBIT

g : 영구적인 EBIT의 기대성장률

ROI : 신규투자증가분에 대한 기대수익률

(4) 자본비용 추정

자본 비용은 자기자본 비용과 가중평균 자본 비용으로 나누어 설명할 수 있다.

1> 자기자본비용

자기자본비용 산출법으로는 자본자산가격결정모형(CAPM: Capital Assets Pricing Model)과 차익거래가격결정모형(APM: Arbitrage Pricing Model)이 대표적이다.

① 자본자산가격결정모형 : CAPM에서 자기자본비용인 할인율(k_e)을 구하기 위해서 무위험수익률(R_f), 시장위험프리미엄 [$E(R_m) - R_f$], 체계적 위험(β)을 추정해야 한다.

$$k_e = R_f + [E(R_m) - R_f] \beta$$

무위험수익률은 지급불능위험이 없는 국공채수익률, 은행 정기예금금

리 등을 말하며, 시장위험프리미엄은 시장포트폴리오 기대수익률(일정 기간의 주식시장수익률평균)에서 국공채수익률이나 은행정기예금이자율을 차감한 값이다.

주식의 체계적 위험 베타(β)는 상장된 기업을 평가할 경우 공개 베타를 사용하나, 비공개기업의 경우 동종 업종의 상장기업 중 규모나 자산 구조가 유사한 경쟁기업의 베타를 대용할 수 있다. 그러나 유사 기업조차도 찾기가 어려울 경우 해당 기업이 속한 산업전체의 베타를 대용할 수도 있다.

② 차익거래가격결정모형: APM은 시장위험이라는 한 가지 변수에 대한 민감도인 베타(β)로 주식의 기대수익률을 구하는 CAPM과 달리, 여러 가지 위험요인 각각에 대한 민감도 β_i ($i=1,2,3,\dots$)를 각각 측정하여 주식의 기대수익률을 계산한다.

$$K_e = R_f + \sum_{i=1}^t \beta_i [E(R_i) - R_f]$$

K_e = 자기자본비용

R_f = 무위험이자율

β_i = 요인 I 에 대한 민감도 베타

$E(R_i) - R_f$ = 요인 I 의 단위당 위험프리미엄

t = 위험요인 수

2> 가중평균자본비용(WACC:Weighted Average Cost of Capital)

자본비용은 기업 가치측정의 핵심요소로, 신규 프로젝트를 집행하거나 기존 프로젝트 폐기 여부를 결정할 때, 설비자금의 조달이나 자본 예산 편성과 최적자본구조의 수립 등 주요 의사결정에 필수 고려사항이다.

자본비용 추정방법으로는 WACC 추정방법이 가장 보편적으로 사용된

다. WACC 추정을 위한 타인자본비용과 자기자본비용의 추정방법은 매우 다양하고 각 방법론마다 추정결과치 편차도 비교적 크다.

가중평균자본비용은 자본구조에 따라 그 값이 변하지만 기업가치 평가 시 일정한 자본구조를 가정하여야 한다. 그러나 현실 기업의 자본구조는 시시각각 순간 변화하므로 가중평균자본비용 산출 시 적용되는 가중치가 다르게 되어 매 시점의 할인율 또한 달라져야 한다. 따라서 미래 기업의 자본구조를 정확히 가늠할 수 없는 상황에서는 이를 적용하기에 무리가 있다. 이에 대한 대안으로 기업의 목표자본구조를 설정하여 산출된 가중평균자본비용을 할인율로 사용할 수 있으나, 계산의 정확성 및 현실에의 적용가능성이 떨어질 수 있다(김형창, 2001).

$$WACC = K_d (1 - t) W_d + K_e W_e$$

K_d : 타인자본

K_e : 자기자본비용

W_d : 타인자본비용의 비중

W_e : 자기자본비용의 비중

t : 세율

3. 빈도와 분포의 분석

각 변수별 기술통계량은 <표1>과 같다. 기술 통계치는 평균, 표준편차 및 왜도, 첨도의 변수값을 나타내고 있다. 주식 배당가치 배수법으로 구한 기업 가치를 각각의 가치배수로 나눈 값들의 2008년~2010년 3년간 평균값을 기업별로 평균한 값과 할인현금 배수법으로 구한 기업별 가치를 가치배수로 나눈 평균값이다.

<표 1> 기술 통계량

배당가치법	EBIT	EBITDA	SALES	BOOK
N	13	13	13	13
평균	12.0585	3.4600	0.3438	0.4608
표준편차	19.58563	3.23147	0.30046	0.21620
왜도	3.160	2.314	1.679	0.491
첨도	10.555	5.738	1.913	-0.251

DCF법	EBIT _DCF	EBITDA _DCF	SALES _DCF	BOOK _DCF
N	13	13	13	13
평균	31.8447	15.6535	1.9158	3.4083
표준편차	31.3628	18.98436	2.41811	4.56837
왜도	1.949	2.724	2.901	2.924
첨도	4.318	8.301	8.954	8.967

<표 1>에서 알 수 있듯이 가치배수별 표준 편차를 살펴보면 배당가치법의 표준편차가 DCF법의 표준편차보다 크다는 것을 알 수 있다.

왜도 (skewness)는 분포가 대칭인 형태가 아닌 좌측이나 우측 어느 한쪽으로 기울어진 정도를 나타내는 척도이다. 왜도는 분포의 기울어짐이 특정한 한쪽으로 얼마나 기울어졌는지를 나타내는 값이다. 왜도값이 0 보다 크면 ($S > 0$) 오른쪽 꼬리 분포를 보인다. 왜도값이 0 에 가까우면 ($S = 0$)기울어 짐이 없는 대칭 분포라고 할 수 있다. 왜도 값이 0 보다 작으면 ($S < 0$) 왼쪽 꼬리 분포를 보이게 된다. <표 1>에서 배당가치법과 DCF법의 왜도는 최고 3.2에서 최저 0.5로 왜도분포는 그다지 높지 않은 것으로 판단된다. 즉, 대부분의 분포가 오른쪽 꼬리 분포를 보이는 것으로 나타났다.

첨도 (kurtosis)는 변수의 분포 모양이 얼마나 뽕족한지를 나타내는 값이다. 관측치들이 중심 근처에 어느 정도 집중적으로 분포 되어 있는가를 측정하는 척도로 사용된다. 첨도의 측정 기준은 정규 분포로서 정규 분포에 가까운 집중 성향을 보이면 0에 가까운 ($K=0$)수치를 보이게 된다. 분포의 뽕족한 정도가 클수록 0 보다 높은 수치 ($K>0$)를 보이는데 이를 급첨이라고 한다. 또한 분포의 뽕족한 정도가 작을수록 0 보다 작은 수치 ($K<0$)를 보이는데 이를 완첨이라고 한다. <표 1>에서 첨도는 최고 10.5에서 최저 -0.3을 보이고 있어 대부분 뽕족한 분포를 보이는 것으로 나타났다.

4. 배수 값의 결정

배당가치법을 통한 13개 기업의 3년간 기업가치(EV), EBIT, EBITDA, SALES, BOOK VALUE를 각각 구하고 평균값을 계산하여 <표 2>와 같이 배수를 도출했다. 또한 DCF를 통한 13개 기업의 기업가치(EV), EBIT, EBITDA, SALES, BOOK VALUE를 각각 구하고 평균값을 계산하여 <표 2>와 같이 배수를 구했다. 본 표에서 살펴볼 수 있듯이 기업 가치 평가의 기준에 따라 배수가 상당한 차이를 보이는 것을 알 수가 있다. 배당가치법을 활용한 EBIT 배수 값은 12.05, EBITDA 배수 값은 3.46, SALES 배수 값은 0.34, BOOK VALUE 배수 값은 0.46이다. 할인현금흐름법을 활용한 EBIT 배수 값은 31.84, EBITDA 배수 값은 15.65, SALES 배수 값은 1.91, BOOK VALUE 배수 값은 3.40이다.

<표 2> 배수 값의 결정

구분	배당가치법 배수	할인현금흐름법 배수
----	----------	------------

EV/EBIT	12.0585	31.8447
EV/EBITDA	3.4600	15.6535
EV/Sales	0.3438	1.9158
EV/Book Value	0.4608	3.4083

5. 배당가치법과 할인현금흐름법 배수간의 차이 분석

배당가치법과 할인현금흐름법 배수 집단 간 평균의 차이를 분석하기 위해 t-분석을 실시하였다. <표 3>은 두 집단 간의 기술통계표이다. 집단 1은 2008년부터 2010년까지의 배당가치법 배수의 평균값을 나타내고, 집단 5는 2010년 할인현금흐름법 배수의 평균값을 나타낸다.

<표 3> 집단별 기술 통계

분 류	N	평균	표준편차	평균의 표준오차
EBIT 배당가치법 배수	13	12.0585	19.58563	5.43208
DCF 배수		31.8447	31.36280	8.69848
EBITDA 배당가치법배수	13	3.4600	3.23147	.89625
DCF 배수		15.6535	18.98436	5.26531
SALES 배당가치법배수	13	.3438	.30046	.08333
DCF 배수		1.9158	2.41811	.67066
BOOK 배당가치법배수	13	.4608	.21620	.05996
DCF 배수		3.4083	4.56837	1.26704

<표 3>에서 알 수 있듯이, 집단1의 EBIT 평균값은 12.0585, EBITDA 평균값은 3.4600, SALES 평균값은 .3438, BOOK VALUE 평균값은

.4608이며 집단 5의 EBIT 평균값은 31.8447, EBITDA 평균값은 15.6535, SALES 평균값은 1.9158, BOOK VALUE 평균값은 3.4083임을 알려준다.

이 두 집단 간 각 배수의 평균값의 차이에 대한 통계검정은 <표 4>의 분석결과로 판단할 수 있다.

<표 4> 독립표본 t-분석 검정 결과표

	평균의 동일성에 대한 t-검정			
	t	자유도	유의확률P (양쪽)	평균차
EBIT	-1.929	24	.066	-19.78628
EBITDA	-2.283	24	.032*	-12.19351
SALES	-2.326	24	.029*	-1.57193
BOOK	-2.324	24	.029*	-2.94755

* $p < 0.05$

배당가치법으로 구한 배수들과 할인현금흐름으로 구한 배수들의 차이를 분석해 보았다. 이러한 분석은 두 분석 간의 차이가 통계적으로 유의한지를 확인하기 위한 것이다. 배당가치법의 가치는 할인 현금 흐름법을 이용한 가치 보다 부풀려져 있다는 것을 앞의 연구에서 볼 수 있었는데 이 둘 간의 차이를 보고 배수의 최대값과 최소값을 설정하기 위해 t-검정을 통한 차이를 분석하게 되었다.

<표 4>에서 EBIT의 t-값은 -1.929 로서 유의확률 0.05보다 크기 때문에 유의하지 않다. 반면, EBITDA, SALES, BOOK VALUE의 t-값은 각각 -2.283, -2.326, -2.324 로 유의확률이 각각 0.032, 0.029, 0.029로 0.05보다 작으므로 유의한 배수임을 확인할 수 있다.

EBIT를 제외한 다른 배수들은 두 가지 가치평가 기법에 따라 상당히 유의한 차이를 보이고 있어 Baker and Ruback (1999)의 EBITDA가

EBIT와 매출액보다 더 뛰어난 성과를 보여주었다는 결론과 맥을 같이 한다고 볼 수 있다. 이는 신뢰성 있는 지표로 확인할 수 있다고 볼 수 있다.

따라서 SALES, BOOK VALUE, EBITDA, EBIT 배수는 대부분 기업 가치평가배수의 최대값과 최소값으로서의 역할을 충분히 수행 할 수 있는 수치로 판단된다. 다시말해 이 수치들은 외식기업의 가치평가에 유용한 지표라는 결론을 얻을 수 있다.



V. 결 론

기업의 가치를 평가하기 위해 배수법은 매우 유용한 도구로 업계에서 오랫동안 사용해 왔다. 그럼에도 불구하고 학계에서는 이와 같은 배수법에 대한 연구가 그다지 진행되지 않았다. 그 이유는 학문적인 관점에서 볼 때 간단한 수치에 불과하다는 용이함 때문에 학문적 연구 가치가 인정받지 못했기 때문일 것이다. 그러나 이러한 배수는 업계에서 매우 유용하게 사용된다는 현실로 미루어 볼 때 보다 깊이 연구해야 할 필요가 있다.

특히, 국내 외식사업체는 상장된 회사가 거의 없는 현실이다 보니 통일된 배수를 찾아볼 수가 없었다. 이러한 맥락에서 본 연구는 외부 감사를 받은 공개된 재무제표를 활용하여 외식업계에서 통용가능한 배수를 얻을 수 있는 계기를 마련하고자 하였다. 특히, 기존의 기업가치 평가 연구가 개별 산업의 특성을 고려하지 않고, 모든 산업과 기업에 일관된 평가방법을 모색해왔다는 점에서 한계점을 발견하고 외식산업의 산업특성에 맞는 가치평가배수를 찾아내고 그 적용 가능성을 측정해보았다.

우선 기업가치평가방법에 대한 선행연구를 검토하였다. 그 결과로 PER(순이익), PBR(순자산), PSR(매출액), FCF(잉여현금흐름), EV / EBITDA(이자, 법인세, 감가상각비 공제 전 영업이익) 등을 활용한 기업 가치평가법은 각각의 산업별로 유용한 지표가 서로 다르다는 결과를 확인할 수 있었다. 이를 통해 외식산업의 기업가치 평가에 있어 산업 특성을 고려한 정확한 지표의 필요성이 더욱 부각되었다. 이에 금융감독원의 2010년 국내 주요 32개 외식기업 중 2005년 ~ 2010년까지 5년간 평균매출액이 높은 순으로 13개의 비교대상기업을 선별하여 2008년, 2009년과 2010년의 장부가치(BOOK VALUE) 정보, 매출액

(SALES) 정보, EBITDA 정보, EBIT 정보를 배당가치법으로 도출한 기업가치(Enterprise Value)와 할인현금흐름법으로 산출한 기업가치(Enterprise Value)로 나누어 각각의 가치배수를 도출하였으며, 기준 데이터는 Kis-Value 자료를 활용하였다.

t-test를 시행한 결과 배당가치법을 활용한 배수와 할인현금흐름법을 활용한 배수는 매우 다르다는 것을 알 수 있었다. 이를 활용하여 각각의 기업가치 배수의 최대값과 최소값 범위 형태로 최종 수치를 얻을 수 있게 되었다. 최종 가치 배수는 다음과 같이 나타났다.

EBIT배수는 12배에서 31배로, EBITDA배수는 3배에서 15배로, 매출배수는 .3배에서 2배로, 장부상자산 배수는 .4배에서 3배로 요약 할 수 있다.

편의를 위해 외식기업 가치배수를 정리해 보자면 다음과 같다.

<표5> 외식기업 가치배수

구분	배당가치법 배수	할인현금흐름법 배수	외식기업 가치배수
EV/EBIT	12.0585	31.8447	20
EV/EBITDA	3.4600	15.6535	10
EV/Sales	0.3438	1.9158	1
EV/Book Value	0.4608	3.4083	2

이와 같은 결과는 공시된 재무제표수치를 쉽게 파악할 수 없는 국내 중소 외식기업의 가치평가에 쉽게 적용할 수 있을 뿐 아니라, 최근 우후죽순 생겼다 사라지는 소규모 외식업체의 간단한 가치평가에도 적용 가능할 것이라 판단된다.

본 연구의 의의는 명확한 가치를 판단하기 어려웠던 소규모 외식업체의 가치평가에도 간단히 적용할 수 있는 배수를 도출해 냈다는 데에 있다. 이로써 회계적 기반을 갖추지 못한 일반 소규모 외식업체도 쉽게

알 수 있는 매출액배수에 근거한 가치를 가늠해 볼 수 있으리라 생각된다.

마지막으로 본 연구는 공시된 자료로 연구의 근거를 뒷받침하기 위해 표본기업이 매출액이 큰 기업에 한정되었다는 한계점이 있다. 국내 외식시장의 과열과 침체에 많은 영향을 받는 소규모 업체의 재무자료를 확보하여 본 연구에서 도출한 가치배수의 정확도를 검증해 보는 것도 흥미로울 것이라 생각된다.



참고문헌

<국내 문헌>

- 강진 (1992), 주가주당지표비율 효과에 관한 실증분석, 57-59.
- 강효석 외 7인 (1994), *주가변동과 이례현상*, 학현사.
- 구동모 (2010), *마케팅 연구방법론*, 학현사, 158-170.
- 김영빈 (1998), PER 정보의 효율성에 관한 실증연구, *재무관리연구*, 5(1).
- 김철교 (2000), *벤처기업의 가치평가*, 공인회계사 연수 특강.
- 김형창 (2001), *벤처기업의 가치평가*, 배재대학교 석사학위 논문.
- 박보영 (2002), 가치배수(multiples)를 이용한 기업가치평가방법의 정확도 비교 연구, 이화여자대학교 석사학위 논문.
- 박종일 (2002), 상대가치평가방법을 이용한 가치관련변수들의 유효성 검증에 관한 연구.
- 신봉규 (2009), 한국외식산업연구소 전문가 칼럼, 전 세계 외식소비자 지갑을 닫고 있다.
- 신현한(2009), *Data Guide와 함께하는 9일 동안 배우는 기업가치평가*, (주) 에프앤가이드.
- 월간 호텔레스토랑 (2008), 4월호, 한국 외식산업 변천사.
- 옥민석 (1996), 주가 현금흐름비율의 투자지표로서의 유용성, 고려대학교 석사학위 논문.
- 이중완 (2002), 현금흐름가치평가법을 중심으로 한 기업가치평가, 새로운 제안, 19-20
- 정순철 (1999), 상대가치평가법들의 예측력에 대한 실증연구, 서강대학교 대학원 석사학위 논문.
- 정혜영 (1995), 회계수치에 의한 가격결정모형, 회계학연구, 20(1), 1-17.
- 조명훈 (2011), 창업 3년 내 폐업률 55% - 성공창업 위한 전문컨설팅,

한국창업지원센터.

중앙일보 (2011. 12. 10) 성공하는 창업이란?, 중앙일보 뉴스.

박지윤 (1999), 기업가치평가 방법론에 관한 연구, 한국정보통신 대학원 석사학위논문.

박시내·심규호 (2010). 베이비붐 세대의 현황 및 은퇴효과 분석. 통계개발원, 1(4).

<외국 문헌>

Alford, A. (1992), The effect of the set of comparable firms on accuracy of price-earnings valuation method. Journal of Accounting Research 30, 94-108.

Baker, M. and Ruback, R. (1999), The estimating industry multiples, working paper, Harvard University, Cambridge.

Beaver, W. and Morse, D. (1978), What determines price-Earnings ratios., Financial Analysts Journal, 65-76.

Cheng, C S. A, and McNamara, R. (1997) The Valuation Accuracy of the Price-Earnings and Price-Book Benchmark Valuation Methods, Working paper, University of Houston and Bond University.

Fisher, K. (1984), Price sales ratios : A new tool for measuring stock popularity, American Association of Individual Investors Journal, 13-17.

Kaplan, S. N. and Ruback, R. S. (1995), The valuation of cash flow forecasts : An empirical analysis, The Journal of Finance 50, 1059-1093.

Koller, T. Goedhart, M., and Wessels, D. (2005), Valuation:

measuring and managing the value of companies, Mckinsey & company, New Jersey.

Liu, J. and Thomas, J. (2000), Stock Returns and Accounting Earnings. Forthcoming, Journal of Accounting Research. 38, 71-101.

Senchak, J. and Martin, J. (1987), The relative performance of PSR and PER investment strategies, Financial Analysts Journal, 46-56.



<연구 변수 자료>

배당가치법을 활용한 기업별 가치와 연구 변수

1. 씨제이푸드빌	2008년	2009년	2010년
기업가치	-17,510,922.34	68,689,483.88	71,802,217.61
EBIT	-1,130,612	9,416,554	9,709,135
EBITDA	29,126,600	37,256,583	37,300,911
매출액	587,703,218.	648,966,968.	738,176,300.
BOOK VALUE	309,445,438.	274,471,530.	311,933,820.
2. 롯데리아	2008년	2009년	2010년
기업가치	350,098,950.74	435,320,195.24	465,337,079.6
EBIT	14,507,772	30,765,932	26,542,277
EBITDA	19,132,332	38,990,549	53,606,961
매출액	298,221,081.	414,807,106.	567,431,435.
BOOK VALUE	364,022,286.	528,271,260.	713,829,756.
3.에스알에스코리아	2008년	2009년	2010년
기업가치	30,502,214.99	75,873,779.5	83,026,012.9
EBIT	10,641,545	19,579,631	21,097,447
EBITDA	19,497,472	26,064,201	28,436,434
매출액	224,955,265.	247,100,292.	261,499,798.
BOOK VALUE	113,114,344.	109,988,803.	110,410,666.
4.교촌	2008년	2009년	2010년
기업가치	27,352,350.03	22,606,561.07	3,929,785.06
EBIT	6,122,420	4,634,733	6,840,383
EBITDA	6,922,024	5,569,221	7,711,783
매출액	99,008,177.	110,579,703.	110,117,439.
BOOK VALUE	46,439,804.	40,611,416.	37,246,948.
5.미스터피자	2008년	2009년	2010년
기업가치	31,360,943.54	12,328,390.66	27,325,614.9
EBIT	9,164,706	6,622,581	8,965,714
EBITDA	40,525,650	18,950,972	36,291,329
매출액	123,990,500.	150,687,300.	151,034,392.
BOOK VALUE	51,029,101.	51,203,315.	72,163,045.
6.놀부	2008년	2009년	2010년
기업가치	19,704,593.56	15,950,487.13	22,140,748.75
EBIT	7,598,887	5,456,227	8,080,349
EBITDA	11,953,878	9,718,023	11,753,295

매출액	100,754,795.	104,719,256.	111,296,495.
BOOK VALUE	61,078,939.	62,394,127.	67,228,439.
7.커피빈코리아	2008년	2009년	2010년
기업가치	31,474,999.2	34,650,092.28	46,604,295.79
EBIT	8,400,362	7,398,708	12,665,390
EBITDA	17,879,873	12,606,216	18,109,440
매출액	91,799,806.	111,194,684.	126,724,283.
BOOK VALUE	113,471,031.	119,803,428.	119,633,501.
8.한국도미노	2008년	2009년	2010년
기업가치	20,305,860.88	30,109,806.6	37,771,626.25
EBIT	4,674,913	6,591,768	9,803,460
EBITDA	7,024,783	9,041,612	12,407,202
매출액	77,620,696.	97,961,631.	108,723,688.
BOOK VALUE	41,896,195.	46,054,521.	52,121,366.
9.아모제	2008년	2009년	2010년
기업가치	10,390,874.28	32,230,782.14	14,715,338.51
EBIT	156,712	210,070	3,354,225
EBITDA	3,388,394	4,493,665	7,520,203
매출액	52,411,828.	63,752,433.	77,040,761.
BOOK VALUE	41,121,436.	39,564,954.	39,420,937.
10.썬앳푸드	2008년	2009년	2010년
기업가치	20,378,837.22	21,774,635.99	24,588,641.19
EBIT	4,491,447	3,867,921	4,638,068
EBITDA	6,868,332	6,182,250	7,440,896
매출액	45,365,674.	47,252,020.	58,226,703.
BOOK VALUE	23,387,354.	23,495,384.	31,202,899.
11.타에스푸드앤시스템	2008년	2009년	2010년
기업가치	-2,687,819.29	7,277,971.58	7,555,589.
EBIT	-76,872	1,017,934	707,379
EBITDA	961253	1885676	1796853
매출액	29,332,382	36,056,520	42,099,172
BOOK VALUE	17,325,831	21,603,047	19,658,411
12.삼원가든	2008년	2009년	2010년
기업가치	15,980,281.48	19,726,113.33	20,957,798.08
EBIT	2,084,942	2,256,191	2,347,137
EBITDA	2470870	2623250	2706310
매출액	20,832,744	19,424,549	19,418,613
BOOK VALUE	37,165,422	35,928,399	35,975,782
13.할리스	2008년	2009년	2010년
기업가치	5,891,090.07	5,707,249.95	3,555,551.55
EBIT	2,107,162	2,101,726	4,623,330
EBITDA	2555728	2789094	5494594

매출액	22,522,095	26,969,258	38,491,161
BOOK VALUE	12,004,263	15,986,298	18,891,186



배당가치법을 활용한 기업별 연구 배수

1. 씨제이푸드빌	2008년	2009년	2010년	평균
EBIT	15.49	7.29	7.40	10.06
EBITDA	- 0.60	1.84	1.92	1.06
매출액	- 0.03	0.11	0.10	0.06
BOOK VALUE	- 0.06	0.25	0.23	0.14
2. 롯데리아	2008년	2009년	2010년	평균
EBIT	24.13	14.15	17.53	18.60
EBITDA	18.30	11.16	8.68	12.71
매출액	1.17	1.05	0.82	1.01
BOOK VALUE	0.96	0.82	0.65	0.81
3. 에스알에스코리아	2008년	2009년	2010년	평균
EBIT	2.87	3.88	3.94	3.56
EBITDA	1.56	2.91	2.92	2.47
매출액	0.14	0.31	0.32	0.25
BOOK VALUE	0.27	0.69	0.75	0.57
4. 교촌	2008년	2009년	2010년	평균
EBIT	4.47	4.88	0.57	3.31
EBITDA	3.95	4.06	0.51	2.84
매출액	0.28	0.20	0.04	0.17
BOOK VALUE	0.59	0.56	0.11	0.42
5. 미스터피자	2008년	2009년	2010년	평균
EBIT	3.42	1.86	3.05	2.78
EBITDA	0.77	0.65	0.75	0.73
매출액	0.25	0.08	0.18	0.17
BOOK VALUE	0.61	0.24	0.38	0.41
6. 놀부	2008년	2009년	2010년	평균
EBIT	2.59	2.92	2.74	2.75
EBITDA	1.65	1.64	1.88	1.72
매출액	0.20	0.15	0.20	0.18
BOOK VALUE	0.32	0.26	0.33	0.30
7. 커피빈코리아	2008년	2009년	2010년	평균
EBIT	3.75	4.68	3.68	4.04
EBITDA	1.76	2.75	2.57	2.36
매출액	0.34	0.31	0.37	0.34
BOOK VALUE	0.28	0.29	0.39	0.32
8. 한국도미노	2008년	2009년	2010년	평균
EBIT	4.34	4.57	3.85	4.25
EBITDA	2.89	3.33	3.04	3.09
매출액	0.26	0.31	0.35	0.31
BOOK VALUE	0.48	0.65	0.72	0.62

9. 아모제	2008년	2009년	2010년	평균
EBIT	66.31	153.43	4.39	74.71
EBITDA	3.07	7.17	1.96	4.07
매출액	0.20	0.51	0.19	0.30
BOOK VALUE	0.25	0.81	0.37	0.48
10. 썬앳푸드	2008년	2009년	2010년	평균
EBIT	4.54	5.63	5.30	5.16
EBITDA	2.97	3.52	3.30	3.26
매출액	0.45	0.46	0.42	0.44
BOOK VALUE	0.87	0.93	0.79	0.86
11. 티에스푸드앤시스템	2008년	2009년	2010년	평균
EBIT	34.96	7.15	10.68	17.60
EBITDA	- 2.80	3.86	4.20	1.76
매출액	- 0.09	0.20	0.18	0.10
BOOK VALUE	- 0.16	0.34	0.38	0.19
12. 삼원가든	2008년	2009년	2010년	평균
EBIT	7.66	8.74	8.93	8.45
EBITDA	6.47	7.52	7.74	7.24
매출액	0.77	1.02	1.08	0.95
BOOK VALUE	0.43	0.55	0.58	0.52
13. 할리스	2008년	2009년	2010년	평균
EBIT	2.80	2.72	0.77	2.09
EBITDA	0.82	0.75	0.84	0.81
매출액	0.26	0.21	0.09	0.19
BOOK VALUE	0.49	0.36	0.19	0.35

할인현금흐름(DCF) 활용 기업별 연구 변수 및 배수

1. 씨제이푸드빌	2010년	1. 씨제이푸드빌	2010년
기업가치	476,495,738.6	기업가치	
EBIT	9,709,135	EBIT	408
EBITDA	37,300,911	EBITDA	1277
매출액	738,176,300.	매출액	065
BOOK VALUE	311,933,820.	총자산	153
2. 롯데리아	2010년	2. 롯데리아	2010년
기업가치	1,553,752,181.3	기업가치	
EBIT	26,542,277	EBIT	584
EBITDA	53,606,961	EBITDA	288
매출액	567,431,435.	매출액	274
BOOK VALUE	713,829,756.	총자산	218
3.에스알에스코리아	2010년	3.에스알에스코리아	2010년
기업가치	280,718,353.63	기업가치	
EBIT	21,097,447	EBIT	1331
EBITDA	28,436,434	EBITDA	987
매출액	261,499,798.	매출액	107
BOOK VALUE	110,410,666.	총자산	254
4.교촌	2010년	4.교촌	2010년
기업가치	106,923,585.25	기업가치	
EBIT	6,840,383	EBIT	153
EBITDA	7,711,783	EBITDA	136
매출액	110,117,439.	매출액	097
BOOK VALUE	37,246,948.	총자산	287
5.미스터피자	2010년	5.미스터피자	2010년
기업가치	93,135,766.59	기업가치	
EBIT	8,965,714	EBIT	1039
EBITDA	102,101,481	EBITDA	091
매출액	151,034,392.	매출액	062
BOOK VALUE	72,163,045.	총자산	129
6.놀부	2010년	6.놀부	2010년
기업가치	87,219,993.09	기업가치	
EBIT	8,080,349	EBIT	10.79
EBITDA	11,753,295	EBITDA	7.42
매출액	111,296,495.	매출액	0.78
BOOK VALUE	67,228,439.	총자산	1.30
7.커피빈코리아	2010년	7.커피빈코리아	2010년
기업가치	136,214,490.5	기업가치	

EBIT	12,665,390	EBIT	10.75
EBITDA	18,109,440	EBITDA	7.52
매출액	126,724,283.	매출액	1.07
BOOK VALUE	119,633,501.	총자산	1.14
8.한국도미노	2010년	8.한국도미노	2010년
기업가치	84,803,318.59	기업가치	
EBIT	9,803,460	EBIT	8.65
EBITDA	12,407,202	EBITDA	6.84
매출액	108,723,688.	매출액	0.78
BOOK VALUE	52,121,366.	총자산	1.63
9.아모제	2010년	9.아모제	2010년
기업가치	105,188,217.62	기업가치	
EBIT	3,354,225	EBIT	31.36
EBITDA	7,520,203	EBITDA	13.99
매출액	77,040,761.	매출액	1.37
BOOK VALUE	39,420,937.	총자산	2.67
10.썬엣푸드	2010년	10.썬엣푸드	2010년
기업가치	548,580,288.61	기업가치	
EBIT	4,638,068	EBIT	118.28
EBITDA	7,440,896	EBITDA	73.73
매출액	58,226,703.	매출액	9.42
BOOK VALUE	31,202,899.	총자산	17.58
11티에스푸드앤시스템	2010년	11티에스푸드앤시스템	2010년
기업가치	34,550,595.62	기업가치	
EBIT	707,379	EBIT	48.84
EBITDA	1796853	EBITDA	19.23
매출액	42,099,172	매출액	0.82
BOOK VALUE	19,658,411	총자산	1.76
12.삼원가든	2010년	12.삼원가든	2010년
기업가치	20,373,670.04	기업가치	
EBIT	2,347,137	EBIT	8.68
EBITDA	2706310	EBITDA	7.53
매출액	19,418,613	매출액	1.05
BOOK VALUE	35,975,782	총자산	0.57
13.할리스	2010년	13.할리스	2010년
기업가치	137,222,452.28	기업가치	
EBIT	4,623,330	EBIT	29.68
EBITDA	5494594	EBITDA	0.84
매출액	38,491,161	매출액	3.57
BOOK VALUE	18,891,186	총자산	7.26