

## 제 3 절 추정 재무제표 작성<sup>1)</sup>

경영학박사 김현수  
(주)한국신용평가 특수사업본부장

### 1. 재무추정의 전제

추정 그 자체보다 추정의 전제를 이해하는 것이 더욱 중요함.

#### 1) 과거자료의 **feed-back** 가치

대부분의 재무추정은 과거실적을 분석한 상태에서 미래에 과거와 달라질 요인만을 고려하여 과거실적을 변환시키는 것임. 따라서 과거실적의 분석시 왜곡된 기본자료의 활용은 심각한 추정 오류를 가져오므로 이의 고려가 가장 중요함.

##### (1) 자료의 왜곡

- 자료왜곡 동기
  - 법인세 절약
  - 주가 및 현금배당에 미치는 영향
  - 보너스 보상
  - 부채계약
  - 정치적 비용

##### (2) 기존사업 및 재무상황의 철저한 분석을 바탕으로 추정

---

1) 표준 추정방법으로서 제조업을 기준으로 언급

- 과거 실적(B/S, I/S)
  - 가치창출요소 산출(ROIC, FCF, EVA)
  - 추세분석
  - 동종산업의 다른 기업들과 비교분석(Peer Group 분석)
- 가능한 한 장기간에 걸친(최소 10년간) 과거 자료를 검토
  - 해당 기업 및 산업의 추세 파악
- 가치창출요소/실무성과지표의 다각적 분석
- 영업실적지표의 최근 변화 검토
 

변화의 근원이 질적인 것인지, 단순히 회계처리의 변경에 기인한 것인지를 파악하고, 변화한 실적이 계속 유지될 것인지를 점검.

## 2) cost-benefit

추정의 비용이 추정을 통한 효익을 넘지 않아야 하므로 효율적 추정이 중요.

- 고정비 변동비의 구분을 통하여 변동비는 매출과의 연관관계로 추정하고, 고정비는 추세 및 경영계획 반영.
- 추정순서는 P/L을 먼저 추정하고, P/L 추정치를 활용하면서 현금흐름표를 추정하고 다음으로 대차대조표는 복식부기 원리에 따라 전년도 B/S에 금년도 추정 P/L 및 현금흐름표를 고려하여 식으로 자동 계산되게 함.

### 3) 추정

합리적 근거 제시 및 확률적 추론 과정이며, 점을 치는 과정이 아니므로(not fortune-telling) 반드시 근거에 입각한 로직의 수립이 중요.

## 2. 손익추정

### 1) 매출액 추정

매출의 분석이 재무추정에서 차지하는 비중이 가장 큼(다른 요소들은 매출에 종속되는 경향이 있음).

#### (1) 기본적 추정방법

##### ① 수요예측

인구, 소득, 경기, 내수, 수출 등의 동향을 종합적으로 분석, 수요를 예측함. 간단한 방법으로 시계열분석법, 회귀분석법 등이 있으나 질적인 면이 간과됨(역으로 의미있는 분석을 위해서는 정교한 조작이 필요함).

##### ② 시장점유율 분석

시장점유율은 유통망의 구축, 제품의 고객 만족도 및 기업의 신인도 등에 따라 일정 위상이 결정되어지나, 단기적으로는 가격정책에 따라서 움직이는 특성을 지님.

##### ③ 생산능력 분석

업계 전체의 공급능력을 비롯하여 해당 업체의 생산능력(가동률 포함)을 분석하여 공급가능 수량을 추정함. 생산능력의 추정에서는 해당업체의 신규투자 뿐만 아니라 경쟁업체의 신규 투자 물량,

완성시기, 통상적인 시운전 기간 등에 대한 분석이 필요.

④ 판매단가 분석

각 품목별 판매단가를 시계열로 정리해 보고, 각 연도별 변동요인을 추출, 앞의 수요 추정과 연동하여 판매단가를 추정.

판매단가의 추정에서는 동종 제품의 국제가격, 전후방 원료 및 제품의 가격 동향, 경쟁상황, 판매정책, 판매형태 등에 따라서 달라짐.

⑤ 매출액의 추정

각 제품별로 판매수량과 판매단가를 곱하여 제품매출액을 구하며, 상품매출액도 제품매출액과 동일한 방법에 의하여 추정함이 전형적 방법임.

(2) Break-down 추정방법

수량 및 단가의 예측이 용이하지 않을 경우 사용(실무상 광범위한 활용)

수요처별(세밀한 break-down ; 품목별, 수출/내수, 거래처별) 전기 대비 예상 증감율을 분석하여 추정함.

(3) 경쟁우위의 평가

기업이 장기간에 걸쳐 양호한 ROIC를 얻을 수 있는 능력의 평가.

(\*) 경쟁우위를 정의하는 3가지 기법

① 고객/시장 세분화 분석

고객별 또는 시장별 세분화 전략을 바탕으로 한 차별화된 서비스를 제공

왜 고객들이 다른 기업들의 제품보다 특정 기업의 제품을 선호하는지를 명확히 분석.

② 사업시스템 분석

사업시스템 : 제품 디자인으로부터 A/S에 이르기까지 한 기업

이 고객에게 어떤 특성을 지닌 제품을 제공하는 방법을 의미함.

비용절감, 효율적 자본 이용, 고객에게 우월한 가치 제공 등을 통해 한 기업이 어떻게 경쟁우위를 구축할 수 있는지를 파악하기 위한 통찰력을 제공.

### ③ 산업구조분석

해당 산업의 외부에서 해당 산업의 수익성을 형성하는 원동력을 고찰함.

#### ★ M. Porter의 산업구조 모델

4개의 핵심적인 외부요소가 한 산업의 이익가능성 창출

- 대체재
- 진입(기술력/특허권) 및 퇴출장벽(자본집약산업)
- 납품업체의 협상능력
- 고객의 협상능력

### (4) 예상 실적 시나리오의 개발

- 가능한 시나리오들의 개발
- 각 시나리오에 발생할 확률을 부여
- 각 시나리오 가치의 가중평균.

※ 요청자료(예) : 과거 3-5년간 월별 주요 제품(상품)별 매출현황  
(수량, 금액), 거래처별 매출현황(수량,금액),  
향후 신규제품(신규사업)추진계획서

## 2) 매출원가 추정

매출(제품)원가는 크게 재료비, 노무비, 제조경비 등으로 구성됨.

### (1) 재료비 추정

- 재료비는 판매량에 연동하여 사용되는 원재료의 소요량을 산

출, 구입단가를 곱하여 산정함. 원재료의 소요량은 과거 실적의 분석을 통하여 쉽게 도출할 수 있으며, 원재료 부담율의 추이, 주요 원재료의 가격동향 등의 분석을 통하여 재료를 추정함. 신규 설비투자 및 기술 향상으로 인한 수율 증가 감안.

- 외주가공비는 품목별 매출액 추정과 연동, 외주가공 품목의 수량에 맞춰 일정율을 승함.
- 원재료 소요량 추정이 어려울 경우 : 매출액 대비 원재료 비율로 추정. 원재료가격과 매출가격의 탄력성 고려해야 함.
- ※ 요청자료(예) : 주요원재료 및 과거 3-5년간 평균 구매단가추이

## (2) 노무비 추정

- 노무비는 급료와 임금, 퇴직금충당금전입액 등으로 구성됨. 추정은 1) 평균인원의 추이분석 및 추정 2) 임금 및 급료의 추이 (평가 대상업체 및 동종 업체의 동향) 3) 노동조합의 교섭력에 대한 분석 및 임금인상률 추이 분석 4) 임금의 구조 5) 평가대상업체의 지급능력의 판단 등에 초점을 맞춤.
- 퇴직급여충당금은 급료 및 임금에 맞추어 추정을 하는데, 1) 설정부족액 여부를 확인하고 2) 근무 연한 및 퇴직금 산정 방식 등에 대한 분석 등을 통하여 산정을 함. 통상 급료 및 임금에 대한 설정비율 추이를 분석, 동 설정비율을 추정에 이용함.
- 임시직의 비중이 큰 업체는 임시직과 정규직의 구분 작업이 필요함.
- 제조경비 부문의 복리후생비는 성격상 임금에 연동되는 것이므로, 노무비와 함께 추정함. 또 분석의 편의상 판매관리비 부문의 임금 및 퇴직급여충당금 등도 같이 추정하고, 배분비율의 실적을 분석, 일정 비율에 따라 배분함.

- ※ 요청자료(예) : 최근연도 인원현황 및 직급별 급여현황, 회사의 향후 경영계획에 따른 인원 충원계획, 최근 노

## 사 합의사항

### (3) 제조경비 추정(감가상각비 추정 포함)

- 제조경비 중에서 가장 큰 비중을 차지하는 부문은 감가상각비임.
- 감가상각비를 추정하기 위해서는 토지, 건물, 구축물, 기계장치, 공구와 기구, 비품, 차량운반구에 대한 분석 및 향후 투자 계획치에 대한 판단이 필요함. 특히 건물의 투자 및 계상액에 대한 추정에는 특별한 관심이 필요함.
- 연도별 취득원가의 증가액을 추정한 후 해당업체의 감가상각 정책에 따른 상각률을 적용하고 감가상각 총당금을 계산함.
- 기타 전력비, 수도광열비, 소모품비, 소모공구비, 여비교통비, 포장비, 수선유지비, 교육비, 운반비, 지급수수료, 임차료, 도서인쇄비, 연구개발비, 세금과 공과, 보험료, 교육비 등은 고정비와 변동비로 구분하여 추정함.
- 매출원가 = 기초제품재고액 + 당기제품제조원가 - 기말제품재고액'
- 기말제품재고액의 추정은 매우 어려운 작업임. 이에 따라 실제 작업에 있어서는 일정율을 승하여 제품매출원가를 추정하는 방법과, 당기총제조비용과 원가의 환산율에 의한 원가를 추정하는 방법을 택함.

### 3) 판매관리비 추정

- 업종의 특성, 경쟁상황, 업체의 정책 등에 따라서 판매관리비의 비중차가 심함. 따라서 이들 부문에 대한 분석이 선결되어야 함.
- 인건비, 감각상각비, 복리후생비 등의 추정은 제조원가 계산시에 함께 하는 것이 편함.
- 광고선전비, 판매장려금 등은 경쟁상황, 업체의 마케팅 정책을 감안하

여 추정.

- 대손상각비의 추정에서는 악성 채권을 찾는 작업이 추가되어야 하며, 업체의 여신정책, 회계정책, 관행 등이 고려되어야함.
- 나머지 운반비, 보험료, 통신비, 수선비, 접대비, 지급수수료, 기밀비, 임차료, 교육비, 소모품비, 도서인쇄비, 해외시장개척비 등은 금액이 많은 것은 별도 추정하고, 그렇지 않은 비용에 대해서는 변동성 비용과 고정성 비용으로 구분하여 변동성 비용은 매출액에 대비하여 추정하고 고정성 비용은 물가상승률 등에 연동하여 추정함.

#### 4) 영업외 수익 추정

- 영업외 수익은 자금의 운용, 투자, 자산의 임대, 외환관련 수익, 유가증권의 처분 등으로 인하여 발생하는 수익임.
- 수입이자의 추정은 지급이자의 추정과 같이 이루어져야함. 즉, 기업에서 자금의 여유는 소요와 함수관계를 가지기 때문(일반적으로 자금소요의 종속변수로 보는 것이 타당)에 지급이자와 함께 추정하는 것이 타당함. 또한 양건성 예금이 많으므로 예금의 속성에 대한 분석도 필요함.
- 외화를 많이 보유하고 있는 경우에는 환율의 추정을 통하여 외화차익, 외화환산익을 추정함.
- 시장성 유가증권에 대해서는 시가로 평가.

#### 5) 영업외 비용 추정

- 영업외비용은 지급이자, 지급보증료, 신주 및 사채 발행비 상각, 기타의 대손상각, 유가증권 처분손실, 투자자산평가손실, 외환차손, 외화환산손실, 기부금, 잡손실 등으로 구성됨.
- 통상 지급이자가 영업외 비용의 가장 큰 부분을 차지함. 지급이자의 추정을 위해서는 먼저 자금수지 분석을 통하여 차입금의 잔액을 추정

하는 작업이 필요함.

- 자금수지 분석 : 매출액이 정해진(추정 매출액) 상태에서 매출채권의 예상 회전율을 적용하여 운전자금의 소요 규모를 추정하고, 매출 및 투자 계획에 맞추어 고정자산, 투자자산 등의 증가와 매각 등에 따른 자금의 유입과 지출, 배당금의 지급 추이 분석 등을 통하여 전체 자금의 소요량을 추정함.
- 이렇게 하여 소요 자금의 양이 추정되면 자금의 조달원을 분석함(통상 차입금과 유상증자). 상장기업인 경우 유상증자의 주기를 분석하여 유상증자 금액을 추정함(나머지는 차입금 --> 지급이자 계산과 자금수지 추정은 순환관계이므로 반복계산 등으로 해결).
- 마지막으로 과거 차입금 구조 분석과 평가 대상사의 조달계획을 통하여 차입금의 구조를 분석하고 금리를 예측, 지급이자를 산출함.
- 업체에 따라서 가공 이익의 창출을 목적으로 금융비용의 상당 부분을 건설가계정이자를 돌리는 경우가 있다는 점을 명심할 것.
- 기타 수수료, 어음할인료, 리스이자 등도 항목별 구조 분석을 통하여 추정.

※ 요청자료(예) : 차입금현황(금융기관, 금액, 만기, 이자율)

## 6) 특별손익 추정

- 특별 손익은 통상 추정에서 제외. 다만 재구조화(Restructuring)와 관련하여 공장을 이전하거나 대규모 설비의 개체가 있는 경우에는 특별 손익을 계상함.

### 3. 현금흐름 추정

#### 1) 총영업활동조달현금

: 손익계산서 추정에서 당기순이익 조정항목 조정

#### 2) 운전자본 추정

- 매출채권 :  $\Delta$ 매출채권 /  $\Delta$ 매출 의 고려  
경기변동시 대손율 고려
  - 재고자산 :  $\Delta$ 재고자산 /  $\Delta$ 매출(또는  $\Delta$ 매출원가) 의 고려  
진부화  
진행율(주로 건설) 분석
  - 매입채무 :  $\Delta$ 매입채무 /  $\Delta$ 매출(또는  $\Delta$ 매출원가) 의 고려  
하청업체 등이 판단하는 회사 신용도 고려
- => 회사 부도위험 높을 경우: 향후 1년 정밀 월별추정 필수

#### 3) 고정자산투자(Capex)

: 경영계획 및 사업타당성 고려하여 설정

☞ 세후 영업외 현금흐름의 현가 ► " 일반적으로 0으로 간주 "

### 4. 대차대조표 추정

#### 1) 손익추정, 현금흐름추정

=> 추정대차대조표 산출(사후 검증에 필요)

#### 2) 비율분석으로 re checking 필수

