

# 재무제표분석과 기업가치평가

- 황이석교수님

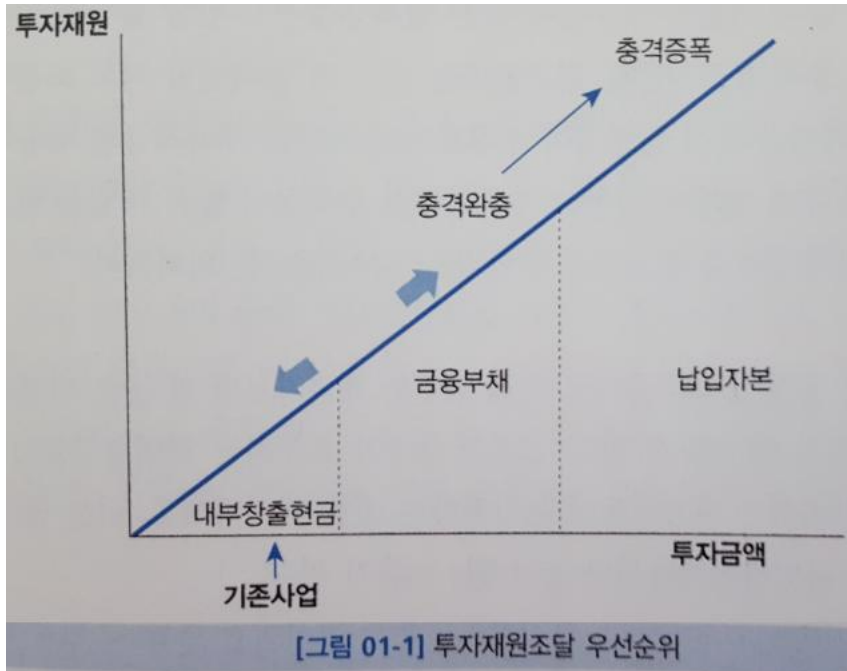
서울대학교 EMBA

7기 이건규

Executive MBA

## 기업가치평가 1주차

### 1. 투자재원의 규모와 조달순서는?



세 가지 자본조달원천 가운데 경영자는 자금조달비용이 가장 낮은 자금부터 사용하고자 할 것이다. 즉 자본비용이 낮은 순서대로 자금을 사용하는 것이다.

경영자 입장에서 가장 손쉽게 사용할 수 있는 재원은 내부창출현금이다. 다만, 내부창출현금만을 활용하여 투자하는 경우 성장속도가 떨어질 수 있다.

금융부채의 특성은 충격을 완충하는 역할을 한다는 것이다. 기존사업에서 창출하는 영업현금흐름이 취약할 때 채권자로부터 빌려서라도 투자할 수 있다면 경영진입장에서는 축복이다. 다만, 충격완충 역할을 하는 것은 금융부채의 규모가 적정수준을 초과하지 않는 범위 내 이다.

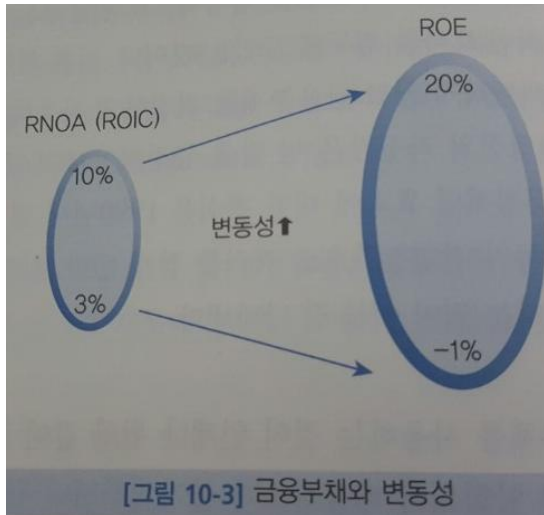
마지막으로, 주주는 불확실성의 증가로 인해 채권자보다 더 높은 기대수익률을 요구한다. 자기자본비용은 명시적인 부담(현금배당금)과 명시적으로 나타나지 않은 암묵적 비용(주가를 올려야 하는 부담)의 합으로 구성된다.

### 2. 적절한 금융부채 규모는?

적절한 타인자본은 기업의 수익성을 높이는 지렛대 역할을 하지만, 기존 핵심 사업으로부터 창출되는 영업현금흐름으로는 감내할 수 없는 과도한 금융부채의 사용은 회사의 생존과 성장에 도움이 되지 않는다. 금융부채의 규모는 핵심영업 및 투자활동에 재원을 투입하고, 이자비용을 초과하는 수익을 창출할 수 있는 경우로 제한해야 한다. 경영성과가 악화되었을 경우 금융부채가 충격을 완충하는 것이 아니라 충격을 증폭시키는 부정적인 역할을 하는 수준이 되어서는 안 된다.

→ 금융부채의 양면성이란?

기존 사업으로부터 창출되는 영업현금흐름에만 의존하지 않고 금융부채를 적절하게 사용하면 더 높은 수익률을 창출할 수 있다. 그러나 경기가 악화되어 매출감소가 불가피하거나 원가가 상승하여 영업이익이 줄어드는 경우 금융부채를 사용하는 것은 순자산수익률에 매우 부정적인 영향을 준다. 금융부채를 사용하는 경우 영업성과가 좋을 때는 순자산수익률이 더 좋게 나타나고, 영업수익이 악화되는 경우 순자산수익률은 더 나쁘게 나타난다.



[그림 10-3] 금융부채와 변동성

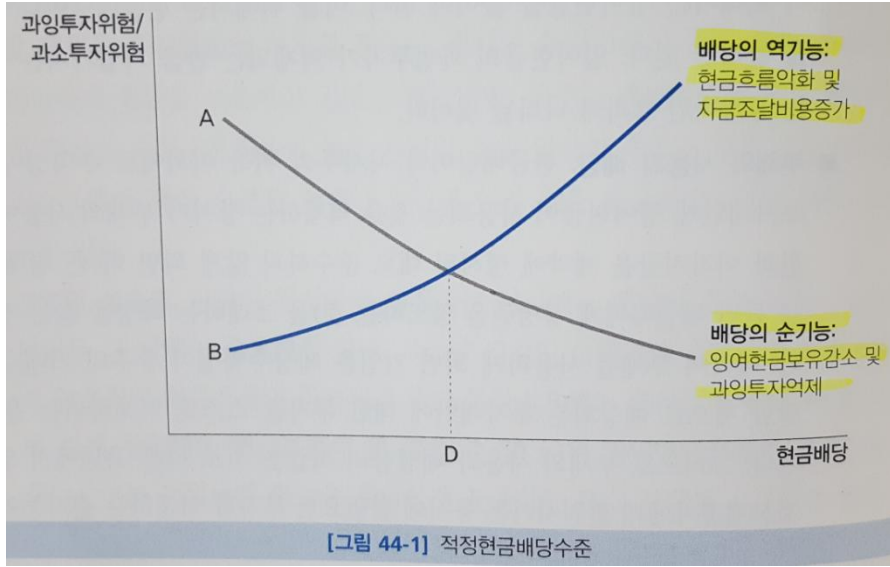
→ 은행차입금과 회사채의 적절한 비중은?

은행차입금은 상대적으로 금리가 낮다는 장점이 있지만 담보가 필요하고 만기가 짧기 때문에 자금조달의 안정성이 떨어진다는 단점이 있고, 회사채는 금리가 비교적 높은 단점이 있지만 담보가 필요 없고, (신용평가가 필요) 만기가 길어서 자금조달의 안정성이 높다는 장점이 있다. 각각 장단점을 보유하고 있기 때문에 일반적으로 봤을 때 은행차입금 60% vs 회사채 40%의 비중이 적절한 비중으로 여겨진다.

3. 적정 배당금은?

배당을 하게 되면 잉여현금흐름이 감소되어 궁극적으로 잉여현금이 과잉투자에 투입되는 경향을 억제하게 된다. 배당이 늘수록 과잉투자가 억제되는 강도가 커지고 그 만큼 기업가치는 증가할 것이다.

반대로 배당을 하게 되면 투자재원이 부족할 개연성이 높아진다. 내부유보금이 부족할 경우 외부에서 자금을 조달하여 투자하게 된다. 만약 자금조달이 어려운 경제상황에 처한 경우 회사는 좋은 투자대안이라 하더라도 부득이 포기해야 하는 경우도 있다. 이를 과소투자현상이라 한다.



배당이 기업가치에 미치는 긍정적인 효과와 부정적인 효과가 서로 만나는 지점이 적정 배당금 지급수준이 된다. 기업마다 투자기회가 다르고, 투자재원조달에 있어서 서로 다른 경쟁력과 전략을 갖고 있기 때문에 기업별로 적정 배당금 지급수준은 다르다.

#### 4. 주주 기대수익률의 의미는?

주주는 자본을 제공하는 대가를 요구한다. 주주가 제공한 자본은 영업 및 투자활동에 사용되고 그로 인해 창출된 기업의 부는 주주에게 현금배당이나 자사주 취득의 형태로 주주에게 배분된다. 또한 주주는 보유주식을 다른 투자자에게 구입가격보다 높은 가격에 매각함으로써 시세차익을 기대하기도 한다. 여기에서 중요한 것은 주주의 입장에서는 배당과 자사주 취득 그리고 시세차익을 통한 투자자본 회수가 불확실하다는 점이다. 자기자본비용을 추정하는 가장 일반적인 방법은 무위험자산수익률에 자기자본투자의 회수에 대한 불확실성을 고려하여 위험프리미엄을 가산하는 방법이다.

#### 5. 베타가 높다는 것은?

베타는 기업주가 수익률이 주식시장전체의 수익률 변동에 얼마나 민감하게 반응하는지를 나타낸다. 기업의 수익률이 시장전체 수익률 변동에 민감할수록 시장상황에 노출되는 정도가 높다는 의미이므로, 체계적인 위험인 베타는 높아지게 된다. 다른 표현으로는 주가가 상승할 때는 베타가 높은 기업의 주가가 더 빠른 속도로 올라갈 것이나, 반대로 주가하락 시에는 주가가 더 빨리 하락한다는 것을 뜻한다.

#### 6. 유상증자 시 주가는?

유상기업들의 주가는 3년 동안 평균 -20%주가가 하락하는 모습을 보였다. 주가가 하락하는 이유는 1) Dilution(지분희석): 지분이 희석되기 때문이고, 2) Liquidity problems(유동성오류): 내부창출현

금 부족으로 차입이 어렵다고 볼 수 있고, 3) Profitability concerns(수익성 악화): 수익성이 악화될 우려가 있다는 뜻이며, 4) Income management: 높은 주가에서 유상증자를 하기 위해 이익 부풀리기가 있었을 가능성이 있기 때문이다.

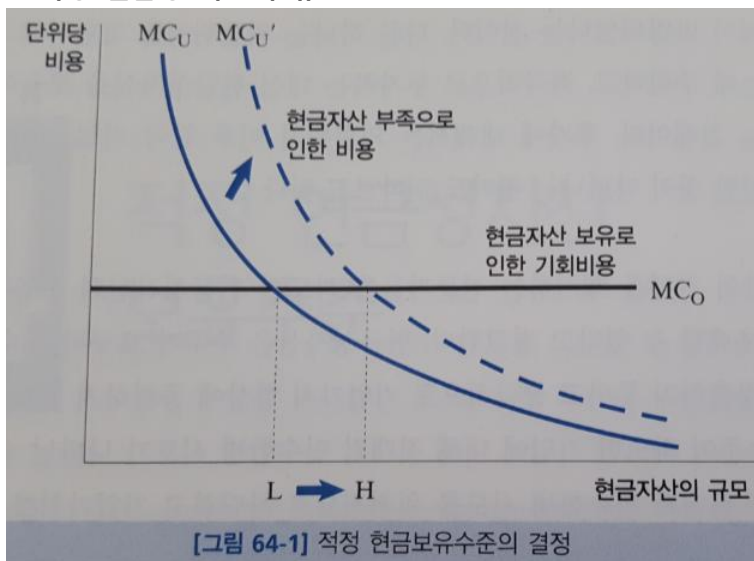
### 7. 가중평균자본비용의 중요성은?

WACC가 중요한 이유는 핵심사업에서 창출한 수익성을 평가하는 기준이 되기 때문이다. 경영진은 핵심사업에 투자하기 위한 재원을 주주와 채권자로부터 조달해야 하는데, 본업에서 창출된 수익성이 투자재원의 평균자본조달비용보다 낮다면 경영진은 기업가치를 향상시키지 못한다는 의미이다. 핵심사업의 수익성은 ROIC(투자자본수익률)로 측정한다.

핵심사업의 수익성 > 가중평균자본비용 → 기업가치향상

## 기업가치평가 2주차

### 1. 적정 현금성 자산의 규모는?



(1) 현금성자산 보유에 대한 기회비용과 (2) 현금성자산 부족에 대한 손실이 일치하는 지점에서 적정 보유수준이 결정될 것이다.

현금성자산 보유에 대한 기회비용은 현금성 자산을 다른 곳에 투자했다면 얻을 수 있는 잠재수익 금액이다. 다만, 현금보유수준이 높아지더라도 보유현금 단위당 기회비용은 일정하다.

보유현금이 증가할수록 현금부족으로 인한 경제적 손실이 줄어든다. 보유현금 규모가 늘어날수록 적기에 투자기회를 포착하기가 용이하고 궁극적으로 기업가치를 향상시키는데 공헌하게 된다. 현금성자산은 불경기 때 활용할 수 있는 전략적자산으로 경쟁자에게 시장을 빼앗길 가능성을 줄여 준다.

그런데 동일 규모의 현금을 갖고 있어도 경우에 따라서는 현금부족으로 인한 기회비용이 커질 수 있다. 이는 주로 현금성자산이 부족한 상황이 자주 발생하는 기업에 해당된다. 이 때 적정 현금성 자산 보유수준은 L지점에서 H지점으로 옮겨간다.

## 2. 매출채권, 미청구공사 및 재고자산이 영업현금흐름에 미치는 영향은?

매출채권, 미청구공사 및 재고자산이 증가하면 영업이익과 당기순이익은 높아지지만 영업현금흐름은 묶이게 된다(현금사정 악화로 금융부채 증가가 증가면서 경영 안정성 저하).

현금매출 대신 외상으로 제품을 선적하면 매출과 당기순이익이 모두 증가하는 반면 현금흐름은 아직 실현되지 않았고 일부 회수 불가능한 매출채권도 재무상태표에 자산으로 남아 있게 된다.

미청구공사 대금이란 공사기간 지연 등으로 원가 투입은 발생하였지만(진행기준으로 매출과 영업이익 인식) 발주처로부터 받을 것이 아직 확정되지 않은 금액을 의미한다. 미청구공사 대금 증가만큼 손익계산서상의 이익은 증가하나 영업현금흐름은 악화된다.

재고자산이 증가하게 되면 단위당 고정제조비가 낮게 부과 되면서, 단위당 생산원가가 낮아지고 영업이익과 순이익이 늘어나게 된다.

매출채권, 미청구공사, 재고자산은 과대평가될 위험이 가장 높은 자산으로 회사의 공식적인 성과 평가제도는 대부분 영업이익이나 당기순이익 중심으로 운영되지만, 영업현금흐름이 충분해야 빛도 갚고, 현금배당도 줄 수 있을 뿐 아니라 투자도 할 수 있기 때문에, 영업현금흐름 관점에서의 관리가 필요하다.

## 3. 지분법투자의 중요성은?

모기업 역할을 하는 기업이 전략적으로 관계회사나 자회사의 지분을 소유함으로써 기업집단을 형성하는 경우 지분법적용투자주식이 투자회사의 재무상태표에 나타난다. 지분법투자주식은 기업집단을 형성하는 연결고리로 중요한 의미를 갖는다.

지분법평가이익은 현금이 발생하지 않는 이익으로 보유 지분을 만큼 이익으로 반영하고, 배당금을 수령할 경우 배당금만큼 자산가치에서 차감한다. 일반적으로 지분을 기준으로 20%이상 보유하는 경우 지분법으로 반영하는데, 20%미만의 지분을 보유하고 있더라도 중대한 영향을 줄 수 있다는 근거가 있을 경우 지분법이익 반영이 가능하다. 50% 이상의 지분을 보유하는 경우 연결손이익으로 반영한다.

## 4. 유가증권의 시가평가가 재무제표에 미치는 영향은?

현재 우리나라가 채택하고 있는 국제회계기준은 금융상품을 단기매매증권, 매도가능 증권, 만기보유 증권 세 가지로 분류하고 있다. 단기매매증권은 1년 이내에 매각할 목적으로 분류한 증권으로 시장가격으로 평가해 장부에 반영한다. 시장가격의 변화는 영업외손익으로 손익계산서에 반영된다. 매도가능증권은 1년 이내에 매각할 목적은 아니지만 시장 상황이 바뀌면 팔 수도 있다고 생각하고 사둔 증권이다. 매도가능증권도 시가로 평가해야 하지만 순이익에는 반영되지 않고 자본항목 기타포괄이익에 포함된다. 만기보유증권은 만기까지 보유할 목적으로 산 증권으로 시가로

평가하지 않고 공정가액으로 평가돼 장부에 기록된다.

### 5. 금융부채와 영업부채의 차이점은?

금융부채는 영업 및 투자활동에 필요한 자금을 조달하기 위해 발생한 것으로 원금상환과 이자 지급을 통해 채권자에게 투자자금이 환원되는 특성을 갖고 있다. 영업부채는 자금을 직접 조달한 결과로 나타난 것이 아니라 영업활동으로부터 자연스럽게 발생한 것으로 매입채무, 선수금, 퇴직급여충당금, 이연법인세부채 등을 들 수 있다.

영업부채는 영업이 호황일수록 증가하는 특성이 있는데, 특히 선수금의 경우 이자 비용이 발생하지 않을 뿐만 아니라 이자 수익이 발생한다는 점에서 금융부채와는 다르게 바라볼 필요가 있다.

### 6. 선물환거래란?

선물환계약은 특정한 미래 시점에 원화와 달러화를 교환하기로 한 약속이다. 환율변동에 따른 손실을 줄이기 위해 일정 수준의 환율을 미리 정해 놓고 그 환율로 일정 시점의 미래에 원/달러를 교환하자는 것이다. 수출기업의 경우 대금을 받을 때 원화값이 지금보다 올라 있다면 같은 달러화 금액은 같다고 하더라도 원화로 환산한 가치는 하락하게 되므로 선물환 매도의 유인이 있다. 기업으로부터 선물환을 매입한 외은지점은 환헤지를 위해 달러를 차입해야 하는데, 이 과정에서 단기외채가 증가할 수 있다.

### 7. 키코와 선물환거래의 차이점은?

선물환 거래의 경우 기업은 통상 거래금액의 0.2~0.3%를 수수료로 내야 하고 동시에 거래 금액의 5~6%를 증거금으로 맡겨야 한다. 중소기업 처지에서는 작지 않은 부담인데, 키코의 경우 풋옵션과 콜옵션의 가치가 동일하다는 전에 아래 기업과 은행이 둘을 교환하는 형식이기 때문에 계약 과정에서 별도 수수료를 지불할 필요가 없다. 당장의 부담이 없는 것이다.

다만, 키코는 헤지 기능이 불완전한 상품이다. 기업입장에서 손실이 작은 구간에서는 헤지가 되는 반면 큰 손실이 발생하는 큰 손실의 영역에서는 녹아웃으로 헤지가 안 되는 역설이 생긴다. 또한 녹인 환율 이상으로 환율이 오를 경우 기업은 키코에 가입하지 않았다면 얻을 수 있었던 환차익을 포기해야 할 뿐만 아니라 막대한 추가 비용까지 부담해야 한다.

## 기업가치평가 3주차

### 1. 인식된 정보와 공시된 정보의 차이는?

주주나 채권자들은 한정된 시간과 재원을 사용하여 정보가치를 판단하므로 재무회계정보가 잘 보이지 않는 장소(주식)에 기록되어 있으면 이 정보를 간과하기 쉽다. 따라서, 본질가치에는 차이가 없다고 하더라도 현실세계에서는 보이는 정보가 더 중요하게 여겨진다. → 1~3번 공통답변.

인식된 정보와 공시된 정보의 차이가 발생하는 경우는 금융리스와 운용리스에서 발생한다. 금융

리스는 리스자산을 마치 회사가 구입한 것과 마찬가지로 재무상태표에 유형고정자산으로 분류한다. 금융리스를 사용함으로써 자산이 증가하고 영업현금흐름이 양호해 보이는 긍정적 효과와 자산 수익률이 낮아지고 부채비율이 악화되는 부정적인 효과가 발생한다. 운용리스는 금융리스와 달리 리스자산과 리스부채를 재무상태표에 인식하는 대신 매년 지불하는 리스로 만을 손익계산서에 비용으로 처리한다. 만일 회사가 성장을 위한 재원조달을 은행차입금이나 회사채발행에 의존하고자 하는 경우 자산수익률이 낮아지고 부채비율을 높이는 금융리스 대신 운용리스를 선택하려 할 것이다.

## 2. 매각후임차 거래란?

경기가 나빠지면 경영진은 회사 건물, 공장, 선박 또는 항공기와 같은 핵심 영업자산을 매각해서라도 재원을 마련하기도 한다. 그러나 사업을 지속해야 하므로 매각한 자산을 임차해서 경영활동을 유지할 필요가 있다. 이 같은 거래를 매각후임차라고 한다.

이 경우 두 가지 쟁점이 발생한다. 1) 영업자산 매각 시 장부금액보다 높은 가격으로 매각하여 매각이익이 발생할 경우 이를 손익계산서에 인식할 수 있는지 여부, 2) 다시 임차한 자산을 운용리스와 금융리스 중 어떤 것으로 분류해야 하는가 이다.

매각이익을 손익계산서에 인식하기 위해서는 영업자산 매각이 진성매각에 해당되어야 하는데, 매각후임차 거래에서는 회사가 매각된 자산을 다시 임차해서 사업을 계속하기 때문에 진정한 의미의 매각이 아닐 수도 있다. 진성매각이 아니라면 재무상태표에 이연이익이란 이름으로 부채로 분류하고 임차 기간 동안 서서히 환입해야 한다.

다음으로 매각 자산을 다시 임차할 때 경제적 특성을 고려하여 금융리스에 해당하는 조건들을 충족하였다면, 금융리스로 분류되면서 부채비율이 다시 높아질 수 있다. 경영진은 영업외이익도 늘리고 부채비율도 낮게 유지할 수 있는 운용리스로 분류하는 것을 선호할 것이다.

책임 있는 경영진은 매각과 재임차라는 형식적인 모습만이 아니라 경제적 실질에 관해 더욱 관심을 가져야 한다.

## 3. 자산재평가의 장/단점은?

자산재평가를 하게 되면 부채비율(=부채/순자산)이 낮아진다. 재평가 대상 자산의 시가와 장부금액의 차이만큼 순자산이 늘어나기 때문이다. 부채비율이 낮아지면 기업에 대한 신용평가가 그만큼 향상되고 그 결과 이자율을 낮출 수 있을까? 실무적으로는 자산재평가의 결과가 반영된 순자산금액을 사용하여 부채비율을 사용하는 것으로 보인다. 이 같은 현상은 의사결정자들이 재무상태표에 인식된 회계정보를 액면 그대로 사용하는 경향이 있기 때문일 것이다. 다만, 모든 기업들이 자산재평가를 하지 않는 이유는 자산재평가로 인해 부채비율이 낮아질 뿐 아니라 수익성지표인 순자산수익률(ROE)과 총자산수익률(ROA)도 함께 하락하기 때문이다. 따라서, 부채비율을 낮추는 것보다 수익성을 강조하는 기업은 자산재평가를 하지 않는다.



#### 4. 자사주 취득의 경제적 효과는?

자사주 취득을 위해서는 회사 현금이 사용되어야 하므로 총자산이 줄어들고, 감자와 같은 효과를 내면서 순자산도 감소시킨다. 따라서, 자사주 취득으로 총자산수익률(ROA)과 순자산수익률(ROE)은 높아지는 반면 부채비율은 악화된다. 경영진이 자사주를 취득하는 이유는 수익성지표가 높아지는 것을 염두에 두었기 때문이다. 다만, 영업이 잘 되고 있는 기업은 자사주취득의 기회비용(M&A, 성장투자)이 크고, 영업이 잘 안되고 있는 기업은 자사주취득으로 영업형편이 더 어려워질 수 있다는 점에서 자사주 취득의 경제적 효과는 크지 않은 것으로 보인다(주가부양 효과 2%수준에 불과).

실제로 자사주 취득이 경제적 의미를 갖기 위해서는 주가가 낮은(저PER)시점에 주식을 매수해야 하는데, 주가가 낮았던 금융위기에는 자사주취득이 줄어들고, 주가가 높은 시점에서 자사주취득이 늘어난 것으로 봤을 때 자사주취득은 주가부양 목적이 아니라 스톡옵션을 주기 위한 목적이 컸음을 볼 수 있다.

#### 5. 영구채, 상환전환우선주 및 코코본드의 특성은?

영구채란 만기가 없거나 만기가 있더라도 연장함으로써 타인자본의 중요한 특징인 원금상환 부담을 없애거나 현저히 낮춘 채권을 의미한다. 영구채를 금융부채가 아닌 자기자본으로 분류하면 영구채 이자는 현금배당을 지급한 것으로 보아 당기순이익을 개선시키고 부채비율을 낮추는 장점이 있다. 다만, 이자율이 높아 이자부담이 크고 자본을 늘리면서 ROE를 낮추는 단점도 존재한다. 또한 일정기간 후에 원금을 상환하지 못하면 이자율이 급격하게 상승하는 조건을 요구하기도 하고 영구채를 자기자본으로 분류하는 경우 주주 기대수익률만큼 추가로 이익을 창출하지 못하면 기업 가치에 부정적인 영향을 미친다.

상환전환우선주는 우선주로서 보통주로 전환되거나 현금으로 상환되는 특성을 갖는다. 보통주로의 전환가능성을 고려하면 자기자본의 속성을 갖고 있으나 원금의 상환가능성을 고려하면 금융부채의 속성도 갖고 있다. IFRS에서는 상환전환우선주의 상환권리를 투자자가 아닌 발행 회사가 갖는 경우에는 이를 자기자본으로 분류한다.

코코본드는 은행의 경영성과가 정상적일 경우에는 원금과 이자를 갚아야 하는 금융부채의 성격을 갖는다. 그러나 은행이 부실해져 원금과 이자상환이 어려운 경우에는 코코본드는 주식으로 전환되거나 상각 되는 특성을 갖는다. 상환전환우선주와 마찬가지로 코코본드 역시 금융부채와 자본의 성격을 동시에 갖고 있으나 IFRS에서는 이를 자본으로 분류한다. 은행이 부실화되면 조달한 재원을 갖지 않아도 된다는 특성을 고려했기 때문이다.

영구채, 상환전환우선주 및 코코본드를 자기자본으로 분류하면 그 만큼 부채비율이 낮아진다. 그러나 자기자본이 증가하면 순자산수익률(ROE) 역시 낮아진다. 수익성이 악화되어 보이는 것이다. 따라서 신종유가증권 발행을 통해 조달한 재원으로 더 많은 수익을 창출하지 못하는 경우, 수익성은 낮아지고 그로 인해 기업가치 평가에 부정적인 영향을 미칠 수 있다는 점을 생각해야 한다.

## 6. 영업이익과 당기순이익 평가기준 및 목표는?

영업이익을 강조하여 평가할 경우 경영자는 부채관리에 무관심해지고 매출원가에만 관심을 갖게 된다. 영업외 손익에 해당되는 이자비용이 경영평가에서 빠지기 때문인데, 당기순이익을 강조하여 평가할 경우 부채비용을 감안하여 경영평가를 하게 되므로 부채비용을 낮추려는 유인이 생긴다. 다만, 두 평가 기준 모두 빠져 있는 것이 있는데 바로 자본비용에 대한 고려가 빠져 있다는 점이다.

영업이익 중심의 평가가 이루어질 때에는 영업이익 절대 규모뿐 아니라 영업이익률 그리고, EVA 관점( 영업이익 - 가중평균자본비용\*투자자본 > 0)에서 평가가 이루어져야 한다. 당기순이익 중심의 평가가 이루어질 때에는 당기순이익 규모 뿐 아니라 순이익률 그리고 RI(Residual income)관점( 순이익 - 자본비용\*순자산 > 0)에서 평가가 이루어져야 한다. 영업이익과 당기순이익의 절대금액은 불완전한 평가기준으로 타인자본, 자기자본비용을 모두 감안하여야 초과이익 달성여부를 판단할 수 있다.

기업이 초과이익을 거두기 위한 경영진의 영업이익 달성 목표는 EVA가 0 이상 되는 지점으로 투자자본 \* 가중평균자본비용에 해당되는 금액이며, 순이익 달성 목표는 RI가 0 이상 되는 지점으로 순자산 \* 자본비용에 해당되는 금액이 되어야 한다.

### → 일반적으로 현금흐름이 아니라 발생액(영업이익, 순이익)기준으로 경영진 평가하는 이유

발생액의 긍정적인 측면 고려 - 영업현금흐름을 중심으로 기업성가를 측정하여 투자를 자산이 아닌 일시 비용으로 인식하는 경우 좋은 투자대안이 있다 하더라도 영업현금흐름이 단기간에 창출되지 않을 경우 단기적인 성과평가제도에 의해 평가 받고 있는 경영자는 이러한 투자대안을 선택하기 힘들다. 하지만 투자가 자산으로 인식되고 향후 감가상각비를 통해 점진적으로 비용화된다면 경영자는 이 투자대안을 선택할 것이다.

또한 매출채권과 같이 매출로 인한 영업현금흐름이 아직 실현되지 않았다고 하더라도 매출활동이 기업가치향상에 매우 중대한 사건이므로 이를 수익으로 인식할 수 있다면 경영성과를 평가하는데 유용할 것이다.

발생액이 필요한 이유는 영업현금흐름이 가진 단점(기업수익창출활동을 측정할 때 현금흐름 정보에 과도하게 의존하고 있다는 점과 변동성이 상대적으로 높다는 것)을 적절히 보완하기 위해서이다.

## 기업가치평가 4주차

### 1. 영업이익과 영업현금흐름의 차이는?

손익계산서나 재무상태표와는 달리 현금흐름표는 기업의 경영활동을 현금의 창출과 사용에 관한 상세한 정보를 제공한다. 영업이익은 영업현금흐름과 밀접한 관계가 있는데, 영업이익은 영업현금

흐름과 달리 감가상각비와 매출채권, 미청구공사, 재고자산 등을 반영하지 못한다.

제조업의 경우 감가상각비가 발생하므로 영업이익 보다 영업현금흐름이 큰 것이 정상인데, 국내 기업 중 70%가 영업이익보다 영업현금흐름이 높게 나타난다.

매출채권, 미청구공사, 재고자산은 가장 위험한 자산이다. 매출채권, 재고자산, 미청구공사가 증가하면 영업현금 증가가 수반되지 않으면서도 영업이익(당기순이익)과 자산이 동시에 증가하므로 이들 자산이 과대평가되어 재무상태표에 남아 있을 위험이 커진다.

## 2. 발생액의 특성은?

현재 우리가 사용하고 있는 회계기준은 현금주의 회계가 아니라 발생주의 회계가 기준이 되고 있다. 발생액 추정에는 경영자의 판단과 추정이 자연스럽게 녹아 있게 되는데, 경영진이 이를 남용할 경우 외부인들은 Timing과 Amount와 관련된 불확실성을 갖게 된다.

경영자는 목표이익을 달성하기 위해 대손충당금을 과소 인식하거나 매출채권을 부풀리고 예정원가를 축소시키며 영업권 손상차손을 과소계상하는 등의 남용의 소지가 존재한다.

특히 이는 경영진 교체시기에 과거 부실 요소를 한 회계연도에 모두 반영해 손실이나 이익 규모를 있는 그대로 회계장부에 드러내는 빅배스형태로 드러나기도 한다.

발생액이 갖는 단점을 최소화하기 위해서는 발생액의 자의적 판단에 상대적으로 크게 노출되어 있는 발생액인 비정상적 발생액과 정상적 발생액을 구분하려는 노력이 필요하다.

## 3. EBITDA의 개념, 장점, 단점 및 단점의 극복방안은?

EBITDA는 이자비용(Interest), 법인세(Tax), 감가상각비(depreciation)와 감모상각비(Amortization)를 차감하기 전의 영업이익을 나타내는 지표로 기업의 영업활동에서 창출된 현금흐름을 측정하는 데 사용된다. EBITDA는 M&A, 적정부채규모, 기업가치 평가 등에 유용하게 사용된다.

다만, EBITDA는 EBIT + DA로 구성되는데 여기서 두 가지 문제가 발생할 수 있다.

1) EBIT관점 - 영업이익이 부풀려졌을 가능성이 있다. 매출채권, 재고자산, 미청구공사 등의 조정을 통해 현금유입이 없더라도 회계상의 영업이익은 증가할 수 있다. 이를 극복하기 위해서는 영업현금흐름(OCF)를 살펴봐야 한다.

2) DA관점 - EBITDA는 철강, 화학, 통신 등 의 대규모투자가 필요한 회사에서 감가상각비에 대한 부담 때문에 투자를 꺼려하는 것을 방지하기 위해 만든 구조인데, 오히려 감가상각을 실제 원가로 생각하지 않고 과잉투자에 나설 가능성이 존재한다. 이를 극복하기 위해서는 영업현금흐름(OCF)를 살펴봐야 한다.

## 4. 적정 금융부채 수준을 판단하는 지표는?

금융부채를 판단하는 기준은 1) 총부채/총자산, 2) 금융부채/순자산, 3) 금융부채/EBITDA, 4) 금융부채/영업현금흐름, 5) 영업이익/이자비용이 존재한다. 1), 2) 의 경우 Stock(저량) 정보에 해당하고 3) 부터는 Flow(유량)의 개념이 포함된다.

- 1) 부채비율은 타인자본의존도를 나타내는 지표인데, IMF 이후 우리정부는 부채비율이 200%를 넘지 않도록 가이드라인을 제시하고 있다.
- 2) 부채비율을 보완한 지표로 이자비용이 발생하는 부채만을 대상으로 한 부채비율이다.
- 3) Stock정보(금융부채)와 Flow정보(EBITDA)가 혼합된 경우인데, 일반적으로 3을 넘지 않도록 관리가 필요하다.
- 4) 3을 넘지 않도록 관리 되어야 하는데, 영업에서 들어오는 현금을 기준으로 금융부채의 상환 능력을 살펴보는 수치로 실무적으로 중요한 의미를 갖는다.
- 5) 이자보상배율은 영업이익이 이자에 비해 얼마나 많은지를 나타내는 지표로 1보다 작다는 것은 번 돈으로 이자도 못 갚는다는 뜻으로, 잠재적 부실기업으로 평가된다.

#### 5. 액면분할의 경우 주가가 상승하는 이유는?

액면분할은 주당 가격이 높게 형성돼 거래가 부진하거나 신주발행이 어려울 때 주로 시행한다. 액면분할을 하면 주당 가격이 가벼워져 소외 받았던 개인투자자들도 투자에 나설 수 있게 되고, 주주가 분산된다. 또한 매수, 매도 호가 차이 축소되고 거래 활성화가 이루어지면서 주가가 상승하는 경향을 보이게 된다.

하지만, 워렌버핏이 경영하고 있는 버크셔해서웨이의 경우 주당 가격이 2억원이 넘는데도 불구하고 액면분할을 시행하고 있지 않은데, 단기투자자 입장에서서는 수급개선으로 주가 상승을 기대할 수 있지만 장기투자자 입장에서서는 액면분할을 해도 펀더멘털에 해당하는 현금창출능력에는 변화가 없기 때문이다.

#### 6. 인구구조 변화가 한국 경제와 귀사에 미치는 영향과 대응방안은?

과거 일본은 생산가능인구가 줄면서 내수부진과 주택가격 하락을 겪으면서 잃어버린 20년을 겪은 바 있다. 한국 역시 여기서 자유롭지 못한 상황인데, 15~64세 생산가능인구가 2017년부터 감소세에 돌아설 것으로 추산되기 때문이다. 출산율 저하가 노동력 감소 → 소비위축 → 성장둔화로 이어지면서 인구문제가 잠재성장률의 발목을 잡게 되는 것이다.

한국 경제의 활성화를 위해서는 여성근로자 취업률 개선, 은퇴자 재취업, 이민제도 활성화 등을 통해 생산가능인구를 늘려야 한다. 또한 한미FTA 등을 적극적으로 추진해 수출 중심의 경제성장을 이어갈 수 있도록 노력해야 한다.

기업 입장에서서는 원가절감을 이뤄낸 도요타, 제품에 감성을 논인 유니클로와 같이 가격, 가치에 혁신을 이끌어내 까다로워진 소비자의 선택을 받아야 한다.

## 기업가치평가 5주차

### 1. 배당할인모형(DDM)으로부터 초과이익모형 도출은?

기말순자산은 기초순자산에 당기순이익을 더하고 배당금을 빼면 산출된다( $B_t = B_{t-1} + NI_t - D_t$ ). 배당은 순이익에서 재투자금액을 뺀 금액만큼 이루어지며 수식으로 나타내면(기업의 이익은 재투자자와 배당 재원으로 활용),  $D_t = NI_t + B_{t-1} - B_t = NI_t - \Delta B_t$ 로 나타낼 수 있다.

배당할인모형 =  $D_1 / (1+r)^1 + D_2 / (1+r)^2 + \dots$  에서  $D_t$ 에  $NI_t + B_{t-1} - B_t$ 를 대입하면 초과이익모형을 산출할 수 있다. 여기서, 기초순자산에서 당기순이익에서 자본비용을 뺀 금액인 초과이익( $NI_t - r * B_{t-1}$ )의 현재가치의 합이 기업가치가 된다. 배당할인 모형은 배당할인모형은 미래의 배당금흐름을 주주기대수익률로 현재가치화 한 모델로 부의 분배에 포커스를 두고 있고, 초과이익모형은 재투자를 통한 초과이익 창출능력 관점에서 바라보게 된다.

### 2. 초과이익모형의 개념적 특징은?

기업의 이익(부의창출)은 재투자자와 배당의 재원으로 활용된다. 배당할인모형은 부의 분배에 초점이 맞춰져 있어 주주의 관점에서 바라보지만, 경영진의 관점에서 투자를 통한 초과이익 창출능력을 검증하는 모델이 될 수 있다. 초과이익 극대화를 위해서는 1) 고부가가치, 2) 선택과 집중, 3) 견고한 조직문화로 자본비용을 절감(경영역량강화, 투명경영)이 필요하다.

초과이익모형 관점에서 바라보면, 투자는 긍정적인 가치동인으로 작용해 투자를 확대하는 것이 기업가치에 긍정적인 영향을 준다는 것이 잘 반영되어 있는데, 수익성이 낮은 투자대안은 오히려 기업가치를 떨어뜨리면서 과잉투자를 억제할 수 있는 자정능력도 동시에 갖추게 된다.

### 3. P/B = 0.6의 의미는?

P/B는  $1 + \text{미래초과수익률(ROE-r)}$ 의 현재가치로 표현할 수 있다. 따라서, 회사의 P/B가 1배 보다 높다는 것은 회사가 창출하는 자기자본수익률(ROE)이 주주의 요구수익률(r) 이상일 것이라고 시장에서 믿어준다는 의미이다. 반대로 회사가 초과이익창출 역량을 갖추지 못했다면 이 회사의 주가순자산비율은 1.0보다 낮을 것이다.

회사의 주주들은 10%의 수익률을 요구하고 있으나 정작 회사는 향후 6%의 수익률을 달성할 것이라고 주식시장에서 예상하고 있으므로, 예상수익률이 주주의 기대수익률에 미치지 못하는 40%만큼 주가도 낮게 거래되고 있다는 것이다.

### 4. P/E의 개념적 특징은?

PER은 기업경영성과가 좋아지는 방향으로 가는가 아닌가에 따라 결정된다. 흔히 PER이 기업의 경영성과의 '성장성'을 반영하는 지표라고 부르는데 매출이나 영업이익의 성장을 뜻하는 것이 아니라 초과이익의 성장을 의미한다. 일시적인 초과이익 달성이 아닌 지속적인 초과이익의 성장이 있는 경우에만 PER 수준이 높아진다는 점은 지속가능경영 개념에도 적용된다. PER을 정상수준(1/r)보다 높으려면 초과이익이 지속적으로 양의 성장을 이루어야 한다.

현재 한국 상장기업들의 평균 PER은 미국, 일본, 홍콩 주식시장의 평균 PER보다 30%이상 디스카운트를 받고 있다. 이를 개선하기 위해서는 두 가지의 조건이 필요하다. (1) 주주들의 요구수익률( $r$ )이 낮아져야 한다. 이를 위해서는 기업지배구조, 회계투명성, 기업문화가 달라져야 한다. (2) 초과이익 창출능력을 지속적으로 강화하여야 한다. 초과이익 강화를 위해서는 1) 고부가가치, 2) 선택과 집중, 3) 견고한 조직문화로 자본비용을 절감(경영역량강화, 투명경영)이 필요하다.

### 5. Yield gap이란?

상장기업 주식투자의 수익성을 분석하기 위해 PER의 역수인 주주기대수익률과 국공채 수익률을 비교하기도 한다. "일드갭 = 주주기대수익률 - 국공채수익률"으로 정의되는데 주식시장에서 평균수익률이 국공채 투자수익률에 비해 얼마나 높은가를 나타낸다.

국공채투자자는 이자와 원금회수가 보장되지만 주식투자자는 원금 회수가 불확실하다. 따라서 주식투자자는 이 같은 시장위험에 대한 보상을 요구하게 되며 이를 시장 위험 프리미엄이라고 한다. 정상수준의 PER은 국공채의 PER보다 낮을 것이다. 단순히 PER이 낮다고 주식투자가 매력적이라고 판단하는 것은 성급한 결론이다. PER이 정상적인 수준보다 높아지기 위해서는 주주의 기대수익률을 초과하는 이익을 지속적으로 창출해야 한다.

### 6. 기업가치와 경영성과간에는 불록성의 관계를 보인다. 이 같은 불록성의 경제적 의미는?

주가는 경영성과의 기대치에 비례해서 움직인다. 경영성과가 좋을 것으로 예상하면 주가는 올라가고 그 반대이면 주가는 하락한다. 그러나 주가는 경영성과의 기대치에 직선처럼 정비례하지는 않는다. 만일 주주의 요구수익률( $r$ )이 일정하다고 가정하면, 순이익성장률(또는 배당성장률,  $g$ )이 높아 질수록 PER은 급격하게 상승하는 모습을 띠게 될 것이다( $PER = k / r - g$ ,  $k$ 는 배당성향).

즉, 경영성과가 매우 좋을 것이라는 기대를 주주들이 갖는 경우 주가는 완만하게 상승하는 것이 아니라 급상승하는 모습을 보이게 된다. 이는 경영성과에 대한 시장의 기대치가 실제보다 과도하게 낙관적이거나 비관적일 수 있는데, 그 결과에 따라 주가가 본질가치를 벗어날 수 있을 의미한다.

### 7. 한국 지주회사의 가격할인현상이란?

지주회사제도를 도입하는 목적은 지주회사를 구성하는 각 사업회사의 경영성과를 시장에서 냉정하게 평가 받음으로써 한정된 자원을 효율적으로 재배분하고 궁극적으로는 기업집단의 전체 가치를 극대화 하기 위함이다.

하지만 한국의 지주회사들은 이론과 달리 생존력이 떨어지는 회사를 떨구어내지 못하고 지속적으로 지원이 이루어 짐에 따라 한정된 자원의 효율적 배분이 잘 이루어 지지 않고 있다. 또한 한국의 지주회사들은 경영의 효율성 측면이 아닌 지주회사 전환과정에서 대주주의 지분율이 끌어올리기 위한 용도로 활용되는 경우가 많다. 위의 두 가지 이유로 인해 한국 지주회사들은 순자산가치 대비 할인된 가격에 거래되고 있다.

## 8. 다각화전략 시 가치할인현상 이유는?

다각화 전략으로 인한 기업가치평가가 할인을 받는 요소는 4가지 측면에서 살펴볼 수 있다. 1) 비효율적 자원배분, 2) 투명성결여, 3) 내생적원인(내생적으로 약한 기업이 망하지 않기 위해서 다각화), 4) 변동성 축소(주가의 convexity로 인해 변동성이 낮으면 시장의 매력도가 떨어져 저평가 현상 발생)로 인해 가치가 할인 받게 된다.

하지만 최근 연구는 다각화전략에 대한 다른 시각을 제시한다. 다각화된 기업일수록 사업의 변동성이 줄고 수익성은 오히려 늘어나며, 생존률이 크게 올라가는 모습을 보였다. 또한 사업의 변동성이 낮다 보니 차입금리가 낮아지는 효과를 보이고 있는데, 재무정보의 투명성이 높은 기업일수록 두드러지게 나타나고 있다.

다각화 전략은 소액주주와 대주주관점에서 다르게 접근할 수 있다. 먼저 소액주주 입장에서는 사업 및 주가의 변동성이 낮아지면서 주가의 convexity로 인해 투자매력은 오히려 떨어져 다각화 전략을 선호하지 않을 수 있지만 대주주 입장에서 볼 경우 down side risk를 최소화 하기 위해 다각화 전략을 선호할 수 있다. 다각화전략은 대주주입장과 소액주주 입장에서 다르게 바라볼 필요가 있다.

## 기업가치평가 6주차

### 1. 성장주와 가치주의 특성은?

주가순자산비율(P/B)가 1배에 현저하게 미치지 못하는 기업 주식을 가치주라고 부른다. 가치주로 분류된 기업들의 미래 경영성과(ROE등)는 성장주 기업들에 비해 오히려 낮지만, 주가 상승률은 성장주에 비해 높게 나타난다.

가치주가 성장주에 비해 더 높은 투자수익률을 보이는 것은 1) 본질적 자산가치나 수익가치에 비해 가치주가 지나치게 저평가 되어 있었고, 저평가 현상이 해소되는 과정에서 주가가 많이 상승했을 가능성이 있다. 2) 경영성과가 낮은 만큼 가치주가 더 위험한 기업들로 구성되어 있어서 High risk, High return 이 발생했을 가능성이 있다.

다만, 가치주가 평균적으로 투자 수익률이 높은 것은 사실이나 모든 가치주 기업의 주가가 상승하는 것이 아니라 구조조정 등을 통해 살아남은(턴어라운드) 기업들에 한해 주가 상승이 발생했다는 점을 감안할 필요가 있다.

### 2. 주가순자산비율(P/B) = (ROE-g) / (r-g)로 나타낼 수 있다. 그 의미는?

주가순자산비율(P/B)은 (1) 주주 기대수익률이 낮을 수록, (2) 미래 수익창출역량(ROE)이 높을 수록, (3) 초과이익을 지속적으로 성장시킬 수 있는 역량이 강할수록 PBR 수준이 높아진다. 만약 ROE가 주주기대수익률 보다 크고, 초과이익 성장률이 높다면 주가순자산비율(P/B)은  $ROE / r$  보다 높게 나타날 것이다.



실제 PBR이 이론적인 수준보다 높을 경우 (1) 초과이익 성장률이 기대보다 큰 경우, (2) 주가가 고평가 되었을 경우가 될 수 있다. 다만, PBR수준이 지나치게 높은가를 따지기 보다 본질적인 평가를 위해서는 회사 수익창출 역량이 미래에 어떻게 나타날지를 예측하고 판단하는 것이 더 중요할 것이다.

### 3. 주가순이익비율(P/E) = $\frac{1}{r} * \frac{g_{ST} - g_{LT}}{r - g_{LT}}$ 로 나타낼 수 있다. 그 의미는?

주가순이익비율(P/E)는 주주 기대수익률(r), 단기간의 순이익증가율(g<sub>ST</sub>), 장기적 순이익증가율(g<sub>LT</sub>)의 세 가지 요인에 의해 결정됨을 확인할 수 있다. 회사의 경영성과가 경기변동에 노출되어 있는 정도가 낮아 주주 기대수익률이 낮아진다면 PER 수준은 높을 것이다. 그리고 단기 이익성장률과 장기이익성장률이 높을수록 PER은 높게 나타난다.

실제 PER이 이론적인 수준보다 높을 경우 (1) 단기 순이익증가율이나 장기 순이익증가율이 예상보다 더 높은 경우, (2) 순이익의 성장잠재력에 비해 주가가 고평가 되어 있는 경우를 들 수 있다.

### 4. PEG ratio ( P/E ÷ earnings growth)의 적절성은?

PEG는 P/E를 예상순이익 증가율로 나눈 값이다. 일반적으로 PEG비율이 1이면 주가가 적정하게 평가되고 있고 1보다 높으면 고평가, 1보다 낮으면 저평가로 판단된다. 실무에서는 유용하게 사용되고 있지만 분자 값인 P/E는 배수를 의미하고, 분모인 Growth는 비율을 의미하므로 이론적인 기반은 약한 개념으로 판단된다.

또한 PEG가 자주 나타나는 경우는 주가가 이미 많이 올라 PER이 과거 평균치를 훨씬 뛰어 넘는 경우 주가가 추가로 상승할 수 있을 것이라는 기대를 합리화 하기 위해서 단기 이익 성장률에 비해 PER이 상대적으로 낮다는 것을 제시하는 경향이 있다는 것에 유의할 필요가 있다.

### 5. 잉여현금흐름할인모형(DCF: discounted cash flow model)의 특징은?

DCF는 실무에서 많이 사용하고 있는 가치평가모형으로 다음과 같은 특징을 지닌다. (1) 잉여현금흐름(FCF)은 “영업현금흐름 - 투자금액”을 뜻한다. FCF는 부의 회수개념으로 영업에서 창출되는 현금흐름이 미래를 위한 투자금액을 얼마나 초과하는지를 나타낸다. (2) 할인율로는 가중평균자본비용(WACC)를 사용한다. 미래 잉여현금흐름을 창출하기 위해서는 자기자본과 타인자본 모두를 투입해야 하기 때문이다.

다만, DCF평가방법에는 한계점이 존재한다. 투자활동을 열심히 할수록 잉여현금흐름이 낮아지면서 기업가치가 낮아지는 모습을 보이고, 투자를 부정적 가치동인으로 여길 수 있다. 또한 창출된 부의 회수 관점으로 경영자 보다는 투자자의 관점에 가깝다.

### 6. 초과영업이익모형(ROIM: residual operating income model 또는 EVA모형)의 개념적 특성은?

기업가치를 향상시킨다는 것은 영업자산에 투자를 하고 그로부터 가중평균자본비용을 초과하는 영업이익창출 역량을 확보하는 것을 의미한다. 따라서 기업가치란 창출된 부의 회수를 나타내는



잉여현금흐름의 현재가치(DCF)가 아니라, 투자와 그로부터 창출되는 초과영업이익의 지속적 향상이라는 부의 창출과정을 강조하는(EVA) 개념으로 전환되었다.

초과영업이익모형은 경영자의 실제 전략적 의사결정과정을 잘 반영하는 장점이 있는데, 기업가치를 높이기 위해 자본조달비용(WACC)을 낮추려는 노력(기업문화-역량강화, 투명경영)과 ROIC를 높이고(선택과 집중) EVA창출능력 강화(고부가가치)를 위해 노력할 것이기 때문이다. 또한 초과영업이익모형의 특징은 적극적인 투자를 긍정적으로 보는 것뿐 아니라 과잉투자를 억제해야 하는 필요성도 잘 나타낸다는 특징이 있다.

### 7. 기업가치(V)와 순영업자산(NOA, net operating assets)은

$$\frac{V}{NOA} = \frac{ROIC - g}{rWACC - g} \text{로 나타낼 수 있다. 그 의미는?}$$

기업의 본질가치(EV)는 다음 네 가지 요인에 의해 결정됨을 알 수 있다. (1) 초기 투자자본, (2) 단기 투자자본수익률(ROIC), (3) 장기 초과영업이익의 성장성( $g^{EVA}$ ), (4) 가중평균자본비용( $rWACC$ ).

앞의 세 요인이 향상될수록 기업가치가 높아진다. 투자를 적극적으로 하되 평균 자본비용을 초과하는 투자수익성을 달성할 수 있는 경우에만 투자를 하는 것이 필요하다는 의미가 담겨 있기 때문이다. 그리고 자본조달비용이 낮을수록 기업가치 향상에 도움이 될 것이다. 위의 식은 DDM을 뿌리로 두고 있어 이론적인 근거가 마련되어 있고, 직관적이면서도 간편하게 기업가치를 추정할 수 있는 장점을 가지고 있다.

### 8. 한국 기업의 경영성과가 높은 변동성을 갖는 이유는? 샤프지수(Sharpe ratio)란?

국내 기업들은 자본집약적인 투자가 많아 영업레버리지와 재무레버리지가 클 뿐만 아니라 해외시장에 노출도가 높고, 수직계열화가 되어 있어 채찍효과(bullwhip effect)로 인해 기본적으로 경영성과의 변동성이 높다. 이로 인해 시장위험프리미엄(Market Risk Premium)이 선진국 대비 높을 수 있다.

샤프지수는 (초과)수익을 비교하는 지표로 (펀드)수익률에서 무위험 이자율을 뺀 수치를 변동성, 즉 표준편차로 나눈 값이다. 펀드가 투자위험(표준편차)을 무릅쓰면서 은행이자의 기준이 되는 CD금리에 비해 얼마나 큰 수익을 거뒀는지 알아보는 지표다. 샤프지수는 가장 광범위하게 활용되는 위험평가지표이기도 하다.