

경영학석사 학위청구논문

부채형 회원제 콘도미니엄 개발
프로젝트의 부동산 자산소득을
고려한 사업가치 평가

모델

2012년 2월

부경대학교 경영대학원

관 광 경 영 학 전 공

윤 강 남

경영학석사 학위 청구논문

부채형 회원제 콘도미니엄 개발
프로젝트의 부동산 자산소득을
고려한 사업가치 평가
모델

지도교수 설 훈 구

이 논문을 경영학 석사 학위 논문으로 제출 합니다.

2012년 2월

부경대학교 경영대학원

관 광 경 영 학 전 공

윤 강 남

윤강남의 경영학석사 학위 논문을 인준함

2012년 2월



주 심 관광레저학박사 양 위 주 (인)
위 원 관광경영학박사 전 재 균 (인)
위 원 호텔경영학박사 설 훈 구 (인)

목 차

제 I 장 서 론	1
제 1절 연구의 배경 및 목적	1
제 2절 연구의 구성	3
제 3절 콘도미니엄 산업의 개요	4
1. 콘도미니엄의 개념	4
2. 콘도미니엄 사업의 개발 개요	5
3. 콘도미니엄 사업의 재무적 특징	9
제 II 장 문헌 연구	15
제 1절 기존의 현금흐름할인 사업가치 평가 방법	15
1. 기업가치 평가의 개념	15
2. 현금흐름 할인 모형	17
제 2절 자산소득을 고려한 현금흐름할인 사업 가치 평가	20
1. 부동산 자산 특징	20
2. 부동산 자산 소득 평가의 필요성	22
제 III 장 콘도미니엄 사업가치 평가 분석	25
제 1절 연구 방법	25
제 2절 분석 대상 A콘도미니엄의 개요	26
1. 분석 대상 A콘도미니엄 회사의 개요	26
2. 분석 대상 콘도미니엄의 사업 개요	28
제 3절 회원제 콘도미니엄의 전통적인 사업가치 평가	31
제 4절 부동산 자산 소득 가치를 반영한 사업가치 평가	34

제 IV 장 결 론 39
참고문헌 41



< 표 목차 >

<표 1> 회원제과 공유제 비교	7
<표 2> A콘도미니엄 운영 실적	31
<표 3> A사의 가중평균비용 산출 내역	32
<표 4> A콘도미니엄의 사업가치	33
<표 5> A콘도미니엄의 부동산 가치	36
<표 6> 부동산을 감안한 사업가치	37
<표 7> 사업가치 비교	37
<표 8> 일반사업과 부채형 콘도미니엄의 비교	38



< 그림 목차 >

<그림 1> 산업별 자산 수익률	11
<그림 2> 장기 무이자 부채의 자본화	13
<그림 3> 기업의 손익계산서 및 재무상태표 관계	16
<그림 4> 부채형 회원제 콘도의 손익, 재무상태표의 관계	34



A Valuation Model for Debt-based Membership Condominium Projects in
Consideration of Real Property Appreciation

Yun, Kang-Nam

*Department of Tourism Management
Graduate School of Business Administration
Pukyong National University*

Abstract

Formal investment techniques for valuation are lacking in hospitality industry (Tsai, et al., 2011). Hospitality companies with much investments in fixed assets such as land, buildings and facilities have been found to utilize more long-term liability, which links to the maturity of the principle than any others. Today's domestic condominium companies take advantages of a huge portion of long-term debts from various individual members to develop a condominium hotel without paying any interest for a long period of time, about 20 years. This long-term debt works as security deposits so as to have them a return from the use of the condominium properties. A valuation technique in domestic condominium industry must be unique from the equity type of condominium investments such as regular equity, and time-share. This valuation study is never been done in hospitality industry. This study is to develop the valuation model based on discount cash flow in condominium industry, considering real property appreciation.

제 I 장 서 론

제 1절 연구의 배경 및 목적

경제가 발전하면서, 레저 인구의 급증으로 레저 수요 증가 및 고용창출을 위한 서비스 기업 육성에 따라 콘도미니엄 개발이 점차 확대되고 있다. 현재 한화, 대명, 동양, STX, 롯데 등 국내 대기업들은 콘도미니엄 사업을 확대하고 있다. 콘도사업은 2011년 현재 21개 업체로 총 객실 수는 37,980실로 콘도가 처음 국내 영업을 시작한 84년도에 비해 객실 수 기준 100배 정도 늘어났으며, 전체 시장규모도 8천억원으로 주5일제 근무 확산 및 레저에 대한 관심 상승에 따라 점차 동 산업이 확대되고 있다 (2011년 한화호텔앤드리조트 반기보고서, 2011).

2011년 현재 대규모 복합 관광단지 개발 사업에서 분양을 통해 투자초기에 투자비를 쉽게 회수 할 수 있는 회원제 콘도미니엄 사업형태를 띄는 개발 프로젝트도 상당수 진행 중에 있다. 하지만, 이러한 콘도미니엄은 사업초기 대규모 자금이 소요되고, 개발기간이 장기 개발 프로젝트로 위험이 상대적으로 높은 사업군에 해당한다. 1997년 외환위기 당시 콘도미니엄 업체들이 일부 도산되거나, M&A되고, 분양을 받은 분양자들은 분양금을 일부 회수하지 못하는 사례도 발생하였다(2004년, 한국소비자보호원 거래 조사국).

환대기업은 일반적으로 토지, 건물, 시설과 같은 고정 자산의 투자 비중이 크기 때문에 주로 장기 부채에 의존 하는 경우가 상당히 많다

(Upneja and Dalbor, 2001). 따라서 환대 기업에서 부채와 자산관계에 대한 원칙이 상당히 중요한 문제로 작용하게 된다(Jang et al., 2008). 호텔산업에 있어서도 토지와 건물 그리고 다양한 비품 등 유형자산에 대한 투자가 선행되고, 투자자금이 대규모로 투입되기 때문에 적절한 자본구조가 요구된다(유희경, 2005), 그리고 자본구조와 관련한 연구는 기업의 가치를 극대화 할 수 있는 최적 자본구조가 존재할 것인가를 중심으로 발전해 왔다(김원기, 2001).

일반적인 사업은 최초 사업을 하기 위한 자본 확충 방법은 주주를 모집하여 출자금 형식으로 자본을 유치한다. 즉 사업의 최초 시기부터 모든 자산 투자를 위해 타인자본을 유치하는 경우는 드물다.

그러나 국내의 회원제 콘도미니엄 사업은 특이하게도 사업을 위한 자산을 취득함에 있어 자금조달을 부채로 조달하는 방식이다. 부채형 회원제 콘도미니엄 사업의 자본구조는 무이자 장기 부채로 자금을 조달하는 사업으로, 부채의 실질 가치 하락분도 사업가치에 포함해야 할 것으로 사려된다. 즉 부채형 회원제의 콘도미니엄의 장기성 무이자 부채의 실질적 가치가 하락함에 따른 부채의 자본화 과정이 발생한다.

자본과 부채의 가장 큰 차이점은 부채는 자금조달의 대가로 이자비용이 발생하고 자본은 수익에 대해서 그 대가를 배당이라는 절차를 통하여 배분하게 되고, 또한 자본은 수익이 없을 경우는 그 대가를 배분하지 않는다. 즉 자본은 그 사업의 실질적 소유주가 되어 사업의 성과에 따라 자본 투자에 대한 경제적 효익을 가져가게 된다. 그래서 자본을 사용함으로써 지급해야 할 대가의 의무가 없는 것이다. 그런데, 부채형 콘도미니엄 사업은 부채형으로 자금을 조달하게 되는데, 이러한 부채형으로 조달된 자금은 장기간 무이자로 자금을 유치하는 것이다. 일반적인 차입금은 이자비용을 지급하지만, 회원제 콘도미니엄의 부채형 조달된 자금은 이자를

지급하지 않고, 콘도미니엄을 우대하여 사용할 수 있는 시설물 이용권에 대한 권리를 부여하는 채권이다. 따라서 부채로부터 얻을 수 있는 세제 혜택을 감안한다면 자본비용 보다 혜택이 뛰어나 현금을 내부적으로 묶어 둘 수 있는 부채라 볼 수 있다.

또한, 대규모 부동산을 영업용 자산으로 사용하는 콘도미니엄 기업의 기존 운영 중심의 수익 기준으로 사업가치를 판단하기보다, 부동산이 지니고 있는 특성을 감안하여 사업가치를 판단하는 것이 실질적인 사업가치를 반영하는 것이다. Liow and Ooi(2004)는 1997년부터 2001년까지 싱가포르 109개 기업의 재무자료를 대상으로 부동산보유비율이 주주가치에 영향을 미치는지에 대한 연구에서 호텔, 레스토랑 등 소매기업의 경우 부동산 보유비율이 타 업종의 비해 기업 가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 그래서 영업용 자산인 부동산에 대해서도 기업가치 평가시 포함되어야 할 것으로 사려 된다.

본 논문에서는 부채가 자본화 되는 과정에 발생하는 가치, 영업용 자산인 부동산의 가치, 운영에 따른 운영수익상의 가치를 사업가치의 요소라 보고 부채형 콘도미니엄 사업에 대한 가치평가 모델을 개발하기로 한 것이다.

제 2절 연구의 구성

본 논문의 연구방법은 국내외 참고도서, 기업 가치 평가에 대한 제 이론, 기존 연구논문 등의 문헌적 연구 및 이론적 배경을 근거로 한 콘도미니엄 사업의 실제 사례를 들어 실증적 고찰을 단행하였다.

연구범위로는 부산 내 콘도미니엄 사업을 하고 있는 기업의 재무제표 자료 및 기업의 사업형태, 대상 기업의 재무 구조, 개장부터 현재까지의 현금흐름 및 부동산의 기준시가 증감 등의 자료를 기초로 하여 새로운 방법의 가치평가 방법을 적용하여 보았으며, 기존의 가치평가방법과의 비교하였다.

본 논문의 연구모형은 기존 사업가치에 평가에 일반적으로 널리 사용되는 현금흐름할인(Discount Cash Flow: DCF)모형을 사용하였으며, 부동산 가치는 부동산 가치 현금흐름할인 모형을 응용하여 대상사업을 분석하였다. 회원제 분양을 하는 콘도미니엄 사업에 있어서 본 논문에서 주장하는 가치 평가 방법이 유용한 도구 될 수 있는가를 가늠해 보고자 한다.

제3절 콘도미니엄 산업 개요

1. 콘도미니엄의 개념

콘도는 콘도미니엄의 약어로 일반적으로 쓰이는 말이다. 1980년대 국내에 처음 도입된 휴양 콘도미니엄은, 현재 전국적으로 21개의 크고 작은 콘도미니엄 회사와 약 4만실 규모의 콘도 객실을 운영 중이다(2011 한화호텔앤드리조트 사업보고서, 2011).

콘도가 일반적인 숙박시설과 대비되는 점은 단순 이용차원이의 호텔이나 리조트와 같은 기존의 관광숙박형태가 아니라 공동소유 형태로 재산권 및 이용권리가 보장되고 주로 도심이 아닌 관광지에 위치 해 있으며, 아파트와 유사한 구조로 취사가 가능하여 가족단위의 여행에 적합하다는 점

과 각종 편의/부대시설을 보유하고 있어 관광, 휴식, 레포츠, 연수 등 다양한 목적으로 이용된다는 것이다(김현득, 2006).

이상도(2002)는 콘도미니엄이란 용어는 라틴어에서 유래한 것으로 "dominium"란 영토의 지배를 의미하는 것으로, 한 구역 내의 영토를 여러 영주가 공동으로 지배, 통치한다는 의미로 사용되었다. 민사법상으로는 미국 등에서 주로 부동산의 공동소유의 한 형태이며, 아파트 형태의 주택이 그 주된 대상이다. 콘도미니엄을 줄여서 콘도라고 부르기도 하지만, 이것은 연립주택형식의 주거의 세대단위를 의미한다.

우리나라에서 콘도미니엄은 “휴양콘도미니엄”이라고 하고 관광진흥법상 관광 숙박업의 한 형태로 규정되어 있다(관광진흥법 제3조 2항).

2. 콘도미니엄 사업의 개발 개요

1) 분양승인

콘도 회사가 부지를 확보하여 관할 시/도지사로부터 사업 승인 및 건축 허가를 득한 후 건물의 공정률이 20%이상 진척되었거나, 총 예상 투자비의 30%를 보증보험에 가입한 후 분양승인을 받을 수 있다(관광진흥법 시행령 24조).

2) 분양 및 회원 모집

분양승인을 득한 후 분양 및 회원모집을 할 수 있으며 공정률에 의하여 분양승인을 받았을 경우에는 공정률에 준하는 회원모집이 가능하다. 회원은 분양대금을 완납한 후, 취득세를 납부함으로써 완전한 취득이 이루어진다(관광진흥법 시행령 24조, 지방세법 제26조).

3) 콘도의 지분 및 형태

콘도 운영회사는 분양 승인 시 분양지분에 대한 허가를 받게 되며, 1객실당 5인 이상의 개인회원을 모집할 수 있다(관광진흥법 시행령 24조).

콘도미니엄은 공동소유 형태로 분양하며 회원위주로 운영된다. 즉 콘도미니엄회사는 콘도미니엄을 개발한 후 개발에 소요된 자금을 바탕으로 1개의 객실을 다수 고객 나누어 공유하는 식으로 운영한다. 여기서 회원모집의 방법에는 공유제와 회원제 두 가지 형태로 나뉜다(고상동,1998).

법인회원 경우 풀구좌(1실 1구좌)분양도 가능한 반면, 개인회원의 경우 법적인 제한을 두는 이유는 1가구 2주택에 해당하지 않는 점 등의 세제혜택을 이용한 도심에 투기적 목적의 콘도를 분양하는 등의 편법 행위를 방지하기 위해서이다. 1/12구좌의 객실의 경우 총 12명의 회원, 1/17구좌의 경우 총 17명의 회원이 하나의 객실 대한 소유권을 각각 갖게 된다. 회원제과 공유제의 차이점은 공유제는 건물매매와 같은 개념이고, 회원제는 아파트 전세와 같은 개념이며, 양도/상속/처분은 자유롭게 이루어지고 있다(김현득,2006).

회사는 승인 지분만큼의 회원을 공유제와 회원제의 두 가지 형태로 모집할 수 있다. 공유제 회원권과 회원제 회원권의 이용 권리는 기본적으로 동일하며, 회원 모집 시 하나의 객실에 대하여 공유제와 회원제를 공동으로 모집할 수는 없다(한화호텔앤드리조트 분양교육자료,2010).

공유제 회원권과 회원제 회원권 모두 분양대금 완납 후 취득세를 납부함으로써 완전한 취득이 되며, 공유제 회원권의 경우 해당건물이 완공된 후 등기 이전을 하게 된다. 가장 큰 차이점이라고 한다면, 공유제 회원권은 지분소유권 등기를 함으로써 평생소유의 개념이 있고, 회원제 회원권은 일정기간 이용 후 입회보증금에 대하여 반환청구권이 있어 보증금을 돌려받을 수 있는 점이다. 쉽게 설명하자면, 전세와 유사한 개념인 것이

다. 단점이라면, 공유제 회원권은 소유권이 법적으로 회원에 있기 때문에 회원 자격을 원치 않을 경우, 개인이 매매(회원권 거래소 등)를 통해서 처분해야 한다는 점이고, 회원제 회원권은 경우 법적 소유권이 운영회사로 되어 있어 운영회사의 파산 시 법적으로는 채권 변제 후순위가 된다는 것이다. 수많은 콘도회사들은 공유제 보다는 회원제 위주로 판매하고 있어, 이를 오랜 기간 동안 공유제의 단점과 회원제의 장점만을 동시에 내세워 점차 시장 내에서 회원제를 구입하는 비율이 증가해 왔다(고상동, 1998).

<표 1> 회원제과 공유제 비교

구 분	회원제(회원제)	공유제(등기제)
정의	입회보증금이라는 반환성 무이자 장기 부채를 근거로 회원에게 시설 이용권 부여	분양회사가 시설을 매각 지분 소유권을 회원에게 양도
개념	회원가입 (전세개념)	부동산매매(소유권이전)
등기권리	회사	회원지분등기
가격구성	입회금+기타	분양금+기타
해당세금	취득세, 농특세	취득세, 농특세, 등기비용 (보유:재산세)
법적보장	보증금 반환권리	재산권 법적보장
양도/양수/상속	가능	가능
소유기간	10 년 또는 20년 등	평생소유(반영구적)
입회기간 만기시	보증금 반환, 입회연장	평생소유 (부동산관리계약갱신)
운영회사 부도시	이용권리 보장, 보증금 반환 지연	이용권리 및 등기권 보장
파산 후 변제시	등기제보다 채권변제 후순위	소유권 이전되었으므로 무관

출처 : 레저백서 (2007)

4) 콘도미니엄의 개발 지역

콘도미니엄은 주로 관광지, 휴양지에 위치하고 있으며, 대규모 부지 내 복합 시설을 건설하고, 다수의 체인을 운영한다. 콘도미니엄의 사업 경쟁력은 회원권 가치와 직결되는데, 회원권 가치는 주로 회원권으로 얼마나 많은 지역의 콘도미니엄을 이용할 수 있는 가치로 귀결된다.

개발에 있어서 지역별 포트폴리오가 중요하다. 즉 주로 관광지는 계절별 고객 수요의 변동성이 강하다. 예를 들어 바닷가 근처는 여름, 산은 단풍시즌인 가을로써 지역별 포트폴리오를 통해 계절별 변동성을 줄여 나가고 있다. 최근에는 4계절 관광객 유치를 위해 부대시설을 확충하고 있다.

5) 콘도미니엄의 운영

콘도미니엄의 무형자산의 측정에 있어서 휴양콘도미니엄은 그 기본적인 특성이 서비스 산업으로 제조업의 경영 기술적 접근보다는 또 다른 접근법이 필요하다. 독특한 특성으로는 고객 서비스 프로세스를 포함한 광의의 관점을 포함한다(임재화, 나승렬, 2007). 전통적인 제조업에서 완제품 재고를 가지고 생산과 마케팅을 분리하는 개념은 서비스에서 가능하지 않고 적용할 수 없다. 또한 서비스운영에서 고객이 서비스 프로세스에서 중요한 역할을 할 수 있도록 고객을 교육시키며, 수요를 완화 시켜 서비스 능력을 일치시킨다. 즉 노동력에 기반을 둔 서비스 산업이라 할 수 있다.

시설 측면에서의 특성은 기존의 숙박시설이 숙박과 단순 음식 제공의 기능에 국한한 것과 달리, 콘도미니엄에서는 숙식기능 외에 스포츠, 오락, 공연, 여가시설 및 문화행사까지 이루어진다. 또한 회사, 기관 단체 등의 휴양 복지 및 교육이나 컨퍼런스 등도 운영 한다. 최근에는 콘도미니엄을 찾는 사람들이 숙박 그 자체를 목적으로 하기보다 콘도미니엄의 부대시설

을 이용하기 위하여 찾는 경향이 점차 증가하고 있다. 가족단위 여행에 가장 적합하여, 편의/경제적인 성격이 강하다.

3. 콘도미니엄 사업의 재무적 특성

1) 개발비용의 조기 회수

콘도미니엄 회사는 콘도 부지 매입 후 개발을 통한 분양으로 분양수익을 개발원가의 약 15%~20%정도의 수익 창출하고, 이후 콘도회원의 운영을 통해 운영수익을 창출하고 있다. 상당수의 회사들이 콘도시설을 담보로 설정해놓고 대출을 통해 다른 콘도를 개발/분양하는 구조의 사업 모델을 영위하고 있기 때문에 재무상태가 건전하지 못한 콘도회사들의 경우, 공유제로 콘도를 판매할 경우, 소유권이 회원에게 이전되어 이를 담보로 한 대출이 불가능하여 지속적인 개발자체가 불가능한 경우가 많다. 즉 마치 페달을 계속해서 굴리지 않으면 쓰러질 수밖에 없는 두발 자전거를 타듯이, 지속적으로 개발을 해야만 사업을 영위할 수 있는 사업 모델은 상당한 위험부담을 안고 있으며, 실제로 고리의 대출금액을 변제하지 못하고 부도가 나는 경우가 발생한다. 즉 콘도회사는 분양이 아닌 운영수익이 흑자 구조로 가지 못하면 사업리스크 아주 커지게 된다.

공유제과 회원제 분양에 의한 재무적 차이는 공유제의 경우 회사의 매각거래로 인식되어 재무제표상의 자산은 감소하고 손익계산서의 매출은 증가하는 특성이 있어, 개발지역의 자산 가치 상승시 상승분에 대한 재무효과를 인식할 수 없으며, 반대로 개발지역의 자산 가치 하락시 하락분에 대한 재무적 리스크도 없다. 회원제 분양의 경우는 회사의 개발지역의 자산을 재무제표에 반영하며, 이를 통한 분양대금은 회사의 장기 부채로 인식하고 있으며, 자산 가치 상승에 따른 잉여가치를 회사의 재무제표에 인

식하여 일정시점 이후 회사의 담보력이 커지는 효과가 있다.

결론적으로 콘도미니엄 사업은 분양을 통해 초기 투자비를 회수함으로써 투자에 따른 재무적 리스크를 감소시키는 반면, 운영을 통한 현금흐름의 관리가 매우 중요하다.

2) 전체 산업 대비 낮은 ROA

2010년 기준 전체 산업의 ROA평균은 4.94%비해 콘도미니엄 업체들의 ROA는 1%미만이다(한국은행, 2010). 그 이유는 콘도미니엄 사업 경우 타 사업에 비해 재무적 특성이 상이한 것에서 기인한다. 콘도미니엄 사업 경우 회원제를 분양할 경우 재무상태표의 부채항목으로 계상되어 총 자산을 상대적으로 커지게 하는 효과가 있다. 그러므로 이러한 사업의 특징상 운영손익을 기반으로 한 사업 가치를 분석하게 되면, 사업가치가 상대적으로 낮게 된다. 즉 장기성 무이자 부채성 현금 유입을 통해 자산을 조달하는 업체들의 사업 가치 평가 방법은 달라질 필요가 있다.

김재석(2006)은 숙박, 항공운수, 오락/문화 등 관광여가산업을 대상으로 자산구조가 경영성과에 미치는 영향에 대해 관광여가산업은 유형 자산이 그리고 제조업은 재고자산이 경영성과에 영향이 크다고 하였다. 즉 관광여가산업은 대규모 자산을 기반으로 함으로써 타 산업에 비해 ROA가 낮은 특징이 있다.

<그림 1>에서 산업별 자산 수익률을 보아도 기술집약적 산업보다 유형 자산을 대규모로 보유한 숙박업의 자산수익률이 현저히 낮게 나타난다.

<그림 1> 산업별 자산 수익률 (Return on asset: ROA)

ROA	단위	2007년	2008년	2009년	2010년
전체 산업	%	4.91	2.43	3.62	4.94
제조업	%	5.59	2.85	5.25	6.58
숙박업	%	1.55	1.55	1.27	1.68
M 전문, 과학 및 기술 서비스업	%	9.21	7.20	6.91	7.02
첨단기술업종	%	5.89	0.76	7.00	7.18

출처 : 한국은행 경제 통계시스템 (ECOS)

3) 운영 손익 구조

운영상의 매출 구조는 객실 매출이 전체의 60% 식음매출이 20% 기타 매출이 20%정도 된다. 객실 매출은 회원 매출과 비회원 매출로 이루어 지는데, 회원과 비회원은 7:3의 점유율을 보이고 있으며, 투숙률은 65% 수준이며, 지역에 따라 규모에 따라 편차는 크다. 보통 관광숙박업에 비해 투숙률은 상대적으로 높다. 그 이유는 콘도미니엄 사업 경우 분양을 통해 장기간 사용하게 될 고객을 먼저 확보하기 때문에 일반 호텔의 대중을 상대로 한 영업방식보다는 훨씬 수월하다.

식음매출은 주로 콘도미니엄의 투숙객을 대상으로 영업을 하고 있으며, 평균적으로 매출액에서 차지하는 재료비율은 34%정도 되며, 매출액에서 인건비가 차지하는 인건비율은 약 35%이상이 된다. 그래서 기타 경비를 포함할 경우 매출이익은 낮은 수준이다.

기타매출은 워터파크. 수영장. 당구장. 세미나 등이 있다. 기타 부대업장은 또한 콘도미니엄 투숙객을 대상으로 주로 영업을 하고 있다. 총 매

출액에서 인건비가 차지하는 하는 비중은 지역에 따라 약간의 편차는 있지만, 약 30%내외이다. 인건비의 비중이 높기 때문에 운영하는 사업 내용 중 상대적으로 부가가치가 낮거나, 전문성이 낮은 분야는 아웃소싱으로 운영하거나, 임대로 전환하여 운영한다. 특히 객실청소관리나 시설관리는 전문아웃소싱 업체가 하는 경우가 많다. 그리고 커피숍 등 브랜드에 따라 운영되는 매장들은 전문 업체에게 임대로 운영한다.

마지막으로 경비는 약 50% 내외로 가장 많이 차지하는 하는 것은 감가상각비다. 부채형 회원제 콘도미니엄은 자산을 회사의 소유로 계상함으로써 감가상각비의 비중이 높다. 하지만, 감가상각비를 포함한 현금흐름으로 보게 되면, 감가상각비를 제외한 매출이익의 약 2~3배가 정도가 된다. 즉 감가상각비 증가에 이익규모 축소에 따라 상대적으로 법인세 적어 운영현금흐름은 높게 나타난다.

결론적으로 콘도미니엄 사업은 인건비, 경비 등의 하방경직성이 높아 매출의 변화에 따라 이익의 변화의 편차가 더욱 크다. 따라서 영업위험이 높은 사업군에 해당한다.

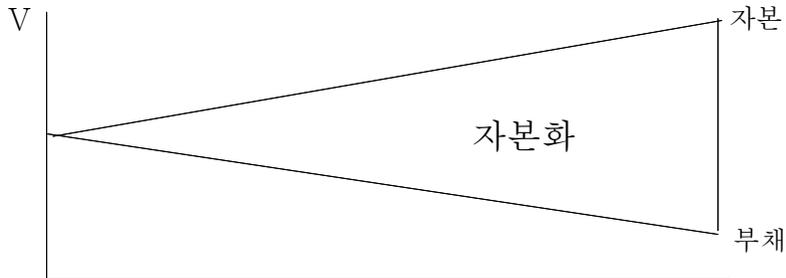
4) 무이자 장기 부채의 자본화 진행

부채형 콘도미니엄은 장기성 무이자 부채이므로 시간이 지남에 따라 자본화가 진행된다. 이를 그림으로 나타내면 다음과 같다.

회원제 회원권은 부채로써 시간이 지남에 따라 실질적 가치 감소하고 이 가치는 자본을 상승시키는 요인이 된다.

콘도미니엄 회사의 재무제표를 분석해 보면 대부분 재무상태표 상의 재평가 차액이 자본에 차지하는 비중이 크다는 것을 알 수 있다. 콘도미니엄 회사의 2011년 재무상태표 상 자본 대 재평가차액이 상당액 존재한다.

<그림 2> 장기 무이자 부채의 자본화



물론 콘도미니엄과 무관한 비업무용 부동산의 재평가 차액이 일부 포함 되어 있으나, 대부분 콘도미니엄 회사의 경우는 부동산의 자본화가 이루어진다.

5) 낮은 자본비용

유희경(2005)은 기업이 사업을 수행하기 위해 필요한 자본은 자기자본을 이용하거나 타인자본을 이용할 수 있다. 타인자본은 부채라고 하며 그 이용기간에 따라 고정부채 또는 유동부채로 구분된다. 즉 자본비용이란 자산 1단위를 투입할 때 요구되는 조달 비용이다. 자본은 조달원천에 따라서 차입금과 같은 형태 타인 자본이 있고, 출자금 형식의 자기자본이 있다. 회원제 콘도미니엄의 재무특성상 프로젝터를 진행함에 따른 타인자본비용이 "0"이다. 왜냐하면 장기간 무이자로 자금을 유치하기 때문이다. 콘도미니엄 사업의 타인자본은 이자와 같은 현금을 요구하지 않고, 콘도미니엄을 이용하는 가치로 대체되기 때문에 나타나는 현상이다. 그래서 자기자본이 총자산의 약 10%정도로 가중평균자본비용은 거의 "0"에 가깝다. 그러므로 WACC을 사용하여 사업 가치를 판단할 때 사업가치가 상대적으로 높게 나타난다. 실제로 WACC 산출 시 타인자본비용은 이자가 수

반이 되고, 만기가 정해져 있는 차입금을 사용해야 하지만, 콘도미니엄의 부채형 회원권은 만기는 정해져 있으나, 이자율이 없다. 하지만, 실제 콘도미니엄 프록젝터에서 자금조달의 원천이 회원권 분양을 통해 이루어지며, 이자가 없는 대신 영업이익이 감소하는 요인이므로, WACC 사용 시 자본비용 산정에 고려하는 것이 타당하다. 따라서 일반적인 기업은 차입금을 통해 자금을 조달하고 그 대가로 이자를 지급한다. 하지만, 부채형 콘도미니엄 사업의 경우 무이자로 자금을 조달하는 대신 시설물 이용가격 할인의 효과가 있다. 그러므로 운영 수익이 낮다.



제 II 장 문헌 연구

제 1절 기존의 현금흐름할인 사업가치 평가 방법

1. 사업가치 평가의 개념

경제학적 측면에서의 가치는 교환가치와 사용가치로 구별되며, 교환가치란 “어떤 재화가 다른 재화를 교환의 대상으로 지배하는 힘”을 의미하고, 사용가치란 “인간의 욕망을 충족시킬 수 있는 재화의 능력”을 의미한다.

김찬일(2007)은 가치평가라는 용어를 광의로 정의하면 평가대상에 대한 가치를 산출하는 행위 혹은 과정이라고 하였다. 가치평가를 이렇게 정의하고 나면 실제로 가치평가에서 다룰 수 있는 대상이나 영역은 대단히 포괄적인 형태가 된다.

부동산측면 가치는 부동산의 내구재임을 강조하여 “장래 기대되는 편익을 현재가치로 환원한 값”으로 정의한다.

임재만(1998)은 기업의 어떤 가치를 측정할 것인지 혹은 평가의 목적은 무엇인가에 따라 다양하게 구분될 수 있으나 평가의 목적에 따라 기업가치의 기준을 분류하면, 공정시장가치, 투자가치, 내재가치, 공정가치 등으로 분류하였다.

김재욱(2002)은 일반적으로 한 종류의 가치는 존재 하지 않으며, 가치는 상황 및 환경에 따라 달리 정의된다고 할 수 있다고 주장하였다. 즉 평가자는 평가의 목적에 따라 적절한 가치의 정의를 결정해야 한다. 기업

가치 평가에 있어서 평가의 목적을 명확히 하고 그에 적절한 가치의 개념을 정의함으로써 적합한 평가 방법을 적용하는 것이 필요하다.

이중완(2008)은 가치평가를 미래에 발생하는 데 필요한 최소한의 정보를 가지고 불확실성으로 뛰어난 일이라고 정의하였다.

재무관리이론에서의 기업가치의 평가는 현금흐름을 기준으로 보면 손익계산서의 영업이익의 가치가 자산, 지급이자의 가치가 부채, 순이익의 가치가 자본이 된다. 그런데 기업은 특별한 사유가 없으면 계속적으로 존재하는 계속기업으로 볼 수 있다. 따라서 영업이익의 현재가치를 계산하거나, 지급이자의 현재가치를 계산하거나, 또는 순이익의 현재가치를 구할 때에 모두 영구연금의 현재가치를 계산하는 방식을 이용해서 자산, 부채, 자본의 가치를 산출 할 수 있다.

<그림 3> 기업의 손익계산서 및 재무상태표 관계



<그림 3>에서 보면 금융비용은 부채의 가치를 순이익은 자본의 가치를 나타낸다. 여기서 영업이익은 부채와 자본을 합한 총 가치를 나타냄으로써 전체 사업가치라 할 수 있다.

Penman(1991)은 당기 자기자본이익율(ROE)과 주가 수익률 사이의 관계를 기업가치 평가모형으로부터 도출된 주가수익률모형을 이용하여 검토하였다. ROE의 크기가 이익의 지속성 계수에 대한 정보를 지니고 있다는 것을 검증하였다.

Burgstahler and Dichev(1997)는 기업가치 평가함수가 순이익에 대해서 선형이 아닌 블록형이라고 하였다. 즉 주식가치는 계속영업가치와 전환가치의 결합으로 구성되고, 계속 영업 가치는 기 보유한 자원을 영업에 계속적으로 사용할 경우 미래기대이익을 자본화한 가치로 정의된다.

2. 현금흐름 할인 모형

기업 가치평가에서 현금흐름할인법(discounted cash flow metho, DCF)은 재무관리이론 중에서 가장 일반적으로 사용되고 있는 분석 모형이다. DCF 모형은 미래의 일정 사업기간 중 유입되는 현금흐름을 예측하고 이를 할인율로 할인한 금액과 잔존가치를 할인한 금액의 합을 기업가치라고 한다. 이는 모든 자산의 가치가 자산을 보유함으로써 예상되는 미래의 모든 현금흐름의 현재가치를 합산함으로써 측정할 수 있다는 전제를 하고 있다. 도식화 하면 다음과 같다.

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{CV_n}{(1+WACC)^n}$$

현금흐름모형 (DCF, Discounted Cash Flow Method)에서의 기업 가치

는 크게 예측기간가치와 영구가치 (TV, Terminal Value 혹은 CV, Continuing Value)로 구분하여 볼 수 있다.

주병철(2011)은 잔존가치인 CV(Continuing vale)의 추정은 FCF 영구 연금공식 (Growing free cash flow perpetuity formula)을 적용하였다. 연구연금 공식을 적용할 경우 예측된 성장률과 일관되게 정상적인 수준의 FCF를 정확히 예측하는 것이 중요하다. 따라서 마지막 예측기간의 FCF를 적용하는 것보다 예측기간 동안의 FCF 평균치를 적용하는 것이 합리적일 것이다. 하지만, 본 논문에서는 일반적으로 사용하고 있는 마지막 예측기간의 현금흐름을 대상으로 CV를 산출하겠다.

신현한(2009)은 예측기간가치란, 해당 기업이 비교 우위를 누릴 것이라고 예상되는 가까운 미래기간 동안에 영업활동으로부터 발생하는 FCF의 현재가치를 의미하며, 주로 5년, 7년, 10년으로 설정한다. 그리고 영구가치란, 예측기간 이후부터 발생할 영구적인 현금흐름의 현재가치를 의미한다. 이 기간에는 더 이상의 초과이익이 없다고 가정하기 때문에 기업의 FCF는 GDP성장률 같은 경제 전반의 성장률을 따른다고 보며, 그 성장률이 일정하고 가정한다.

영구 기업가치를 구할 때 가장 주의해야 할 것은 영구성장률이다. 원칙적으로 영구성장률은 분석 대상 기업이 영구히 사용할 수 있는 일정한 성장률의 기대 값이다. 그리고 기업가치를 평가를 위한 요소로 자본비용 도출해야 한다.

이중완(2008)은 기업이 어떤 자금의 원천으로부터 받은 자금액의 현가와 그 자금액을 받는 대가로 장차 지급할 현금유출의 현가를 같게 하는 할인율이라고 정의했다.

신현한(2009)은 기업은 채권자와 주주에게 수익률을 충족시켜 주어야 할 의무가 생기며, 그 수익률이 곧 기업의 입장에서 자금을 조달하는데

필요한 비용이 되는 것으로 자금 출처에 따라 타인자본비용, 자기자본비용으로 분류하고 있다.

가중평균자본비용 (WACC)는 다음 도식으로 도출할 수 있다.

$$WACC = D/V * Kd * (1-t) + E/V * Ke$$

[D:타인자본, E:자기자본, V=D+E, Kd:타인자본비용,

Ke:자기자본비용, t:한계법인세율]

즉 타인 자본비용 사용하게 됨으로써 이자가 발생한다. 이는 이자 발생으로 인한 법인세 감소효과가 있기 때문에 타인자본비용 산출시 법인세효과를 고려하게 된다.

사업가치를 평가할 때 가장 중요한 것이 할인율의 설정이며, 이러한 할인율의 설정은 일반적으로 증권사의 애널리스트에 의해 산정되고, 경영전략 수립 및 기업 이해관계자들에게 투자에 대한 위험과 수익성 분석에 기초 자료로 활용되고 있다(Martynova and Renneboog, 2009).

이러한 WACC의 추정에 있어서 가장 효과적인 측정방법으로 제시된 것이 Markowitz(1952)의 자본자산 가격결정모형이다. 본 논문에서 연구대상의 A사의 기 평가된 할인율을 적용하겠다.

일반기업과 부채형 콘도미니엄 사업은 가장 큰 차이점은 위 도식 중 Kd 부분이다. 무이자 장기 부채형태로 자금을 조달함으로써 Kd가 “0”의 값을 가지게 된다. 가치분석에 있어서 현금흐름의 측정이 중요한데, 현금흐름과 손익계산서의 관계를 살펴보면, 기업이 투자수행, 부채상환 및 배당지급 등 각종 재무활동을 수행하는 데에 필요한 것은 현금이다. 따라서 특정 투자안을 평가할 때 고려해야 할 사항은 그 투자안을 수행함으로써 얻게 되는 현금흐름이지 회계 상 이익이 아닌 것이다. 회계상 이익은 기업을 둘러싼 여러 집단들의 이해관계에 의해 만들어진 회계기준에 따라 산출한 성과지표일 뿐이기 때문이다. 그래서 회계 상

이익이 충분한 기업이 도산하는 흑자도산의 경우도 있을 수 있는 것이고 실제로는 동일한 성과임에도 불구하고 적용하는 회계기준에 따라서 서로 다른 이익으로 나타날 수도 있는 것이다.

현금흐름측정의 기본원칙은 감가상각비는 현금유출이 아니며, 지급이자와 배당금은 현금유출이 아니다. 그리고 납세후 기준으로 현금흐름을 측정한다. 이를 도식으로 나타내면 다음과 같다(이의경, 2004).

$$OCF = EBIT * (1-t) + \text{감가상각비} - \text{운전자본증감}$$

즉 도식이 의미하는 것은 현금유출이 없는 감가상각비는 더해주고, 이자의 지출은 감안하지 않는다. 운전자본증감은 기업이 투자 후 외상 거래 및 매입의 외상거래 시 발생하는 현금의 유출입이다.

제 2절 자산소득을 고려한 현금흐름할인 사업가치 평가

1. 부동산의 자산 특징

부동산 자산의 특징을 이우영(2008)은 다음과 같이 정리하고 있다. 부동산이란 토지 및 그 정착물을 말한다. 부동산은 일반재화와는 다른 여러 가지 특징이 있는데 그 중심을 이루는 것은 바로 토지의 특성이다. 토지의 특성은 토지가 본원적으로 지니는 자연적 특성과 토지와 인간과의 관계가 성립함에 따른 인문적 특성이 있다. 이러한 특징으로 인하여 부동산 시장이 불완전해지고, 부동산 가격형성과정이 일반재화와 상이하다.

부동산의 특성은 크게 자연적 특성, 인문적 특성으로 나누어진다. 자연

적 특성이란 토지 자체가 지니고 있는 고유의 물리적 특성이다. 이는 인간의 가공이 있기 전부터 물리적으로 지니고 있는 특성으로 인문적 특성과 비교하여 고정적, 경직적이며 선천적, 본원적, 비가변적 성질을 갖는다.

고정성이란 토지의 지리적 위치는 인간의 힘으로 이동할 수 없는 절대성이 있으며, 토지의 유용성도 그 위치에 따라 크게 영향을 받는다는 성격한다. 부동산의 위치가 고정되어 있으므로, 어느 지역의 수요가 급증하였다 하더라도 다른 재화처럼 그곳으로 이동 할 수가 없다. 따라서 부동산시장이 국지화되어 구체화 된다. 일정한 장소에 고정되어 있기 때문에 그 장소가 지니는 독특한 가치인 위치 가격을 갖게 되고, 부동산 가치는 주변환경의 영향을 많이 받으므로 인근지역의 환경에 적합하게 이용하여야 하며 그렇지 못할 경우 경제적 감가의 원인이 된다.

부증성이란 토지는 생산비용을 투입하여 그 물리적인 절대량을 늘릴 수 없음을 의미한다. 간척이나 매립을 통하여 이용가능한 지표면적은 증대될 수 있으나 이는 토지 이용의 전환 내지 유용성의 증가에 불과하다.

영속성이란 토지는 다른 재화와는 달리 그 수명이 영구적이라는 특성이 있다. 즉, 사용이나 시간의 흐름에 의하여 소모되거나 마모되지 않아 물리적인 측면에서 영원히 존속한다.

개별성이란 물리적으로 보는 부동산은 각각 다르다는 특성이다. 즉, 어떤 부동산은 다른 부동산과 유사할 수도 있으며, 경제적으로 서로 대체성이 있을 수도 있지만 모든 부동산은 지리적으로 결코 같을 수는 없다. 따라서 부동산가격, 수익 등을 개별화시키고, 그 형성에 특정한 사정이 개입되게 한다.

그리고 인간과의 관계에서 발생하는 부동산의 특성으로서 신축적이며 후천적, 가변적 특징을 갖는 인문적 특성이 있다. 부동산이 여러 가지 이

용에 제공될 수 있다는 특성 즉 상업용 부동산이 주거용으로 전환되는가 하면, 주거용 부동산이 상업용으로 전환되기도 한다. 이것이 부동산의 용도의 다양성이다. 그리고 병합, 분할의 가능성이란 토지는 이용목적에 따라 그 크기나 면적을 인위적으로 합하거나 쪼개어 사용할 수 있다는 특성으로 용도의 다양성을 지원한다. 또한 물리적 분할 이외에는 권리 및 기간의 분할도 가능하다.

부동산은 사회적, 경제적, 행정적 위치가 항상 변화한다는 것을 말하며, 부동산은 위치적 존재로서 위치가 지니는 환경가치를 내포한다. 즉, 사회적, 경제적 행정적 요인으로 인해 부동산의 수요와 유용성이 변화한다.

2. 부동산의 자산 소득 평가의 필요성

유재선·김태정(2009)은 자본이득(capital gains)은 자본자산의 가치가 상승함으로써 발생한 이익을 의미하는 것으로 규칙적이고 계속적으로 발생하는 경상소득과 달리 자본자산의 이전에 의해 발생하는 소득으로 볼 수 있으며, 자본이득의 개념에 대한 규칙이 존재하지 않는다는 것과 통상소득과 자본이득의 구별은 복잡하고 체계적이거나 논리적이지 않고 애매하다. 모든 소득에 대해 통상소득과 자본이득을 구별하지 아니할 뿐만 아니라 실현, 미실현을 구분함이 없이 일정기간의 경제가치의 증가분을 소득으로 인식하는 것이 특징이다. 따라서 해당자산의 보유기간 중 그 경제적 가치가 증가하면 실현 또는 미실현 여부를 따지지 않고 자본이득을 구성한다고 할 수 있다.

조주현·이찬호(2010)는 토지의 재평가가 기업의 미래 주가 상승과 관련 있으며 상장 기업의 경우 토지 재평가와 주가 사이의 양(+)의 관련성이 있으며, 부채비율이 큰 기업일수록 주가의 상승효과 더욱 컸다.

조소운(2000)은 한국 호텔 기업 가치평가에 있어서 전문가 의견 조사를 한 결과 호텔의 가치평가는 자산가치와 수익가치를 측정해야 한다고 하였다. 이는 사업가치를 측정하는 전문가 집단에서도 호텔기업에 있어서 운영수익만으로 가치평가를 한다는 것은 부적절하다는 결론 도출하였다.

부동산의 자산 소득의 개념은 자산의 보유기간 중 발생하는 경제적 가치의 증가분으로 정의할 수 있다. 자본이득은 포괄적 소득개념에서 볼 때 경제력 및 담보력의 증가라는 측면에서 소득의 평가에 의의가 있다고 본다.

부동산 자산 소득은 통상적인 소득과 달리 사업의 청산과 관련하여 실현할 수 있을 뿐만 아니라, 보유기간 중 자산가치 상승에 따른 담보력 증대로 현금 유입 효과가 있다. 그러므로 부동산을 기반으로 하는 사업의 경우에는 부동산의 자산 소득평가가 운영으로 인한 소득보다 더 중요해질 수 있다.

부동산은 다른 자산과 다르게 그 자체만으로써의 가치를 지니고 있고 시간이 지남에 따라 또는 지역적 특성, 용도의 전환에 따라 부동산의 가치의 증감이 나타난다. 특히 사업에 있어서 부동산의 차지 비중이 낮은 벤처 기업의 경우 무형자산의 가치를 높게 평가하고 있으나, 이는 프로젝트의 성공여부에 따라 한순간에 가치가 급감하는데 반하여 부동산을 주요 영업용 자산으로 운영하고 있는 호텔, 골프장, 리조트 등은 사업 고유의 프로젝트의 성공여부에 떠나, 그 부동산의 지리적 특성 등에 따라 고유의 가치를 지니고 있다. 그러므로 사업가치 평가에 있어서도 기업의 자산 측면에서 부동산의 보유정도가 현저히 높은 사업의 경우 운영수익으로만 사업의 가치를 판단 한다면 왜곡된 사업 가치로 판단할 수 있다. 특히 부동산의 보유기업은 감가상각비의 영향이 크고 자본조달에 있어서 조달 형태에 따라 사업가치가 크게 좌우된다. 이자를 수반하는 차입금의 비중이 높

여 부동산 매입하고 관련 사업의 가치를 판단하게 되면 수익성이 높지 않다.



제 III 장 콘도미니엄 사업가치 평가 분석

제 1절 연구 방법

기존에 개발된 기업가치 평가 방법들 중에서 모든 상황에 적용될 수 있는 유일한 방법이 존재할 수는 없다. 가치평가에 있어서 기업의 재무적 특성, 영업의 형태, 비즈니스 모델 등에 따라 가치평가의 모델은 서로 다르게 적용되거나, 때로는 목적에 부합하도록 변형 시킬 필요가 있으며, 기업의 가치평가는 다양한 목적에 의해 다양한 시각에서의 가치평가방법이 존재할 수 있다.

본 연구의 방법은 사례 분석으로 한다. 가치 평가의 방식이 다양하게 존재하는 것은 사실이나 정확한 이론적 틀에서 개발이 되어야 하기 때문에 일관되게 적용할 수 있는 대표적 기업에 국한 하는 것이 합리적이라 사려된다. 현재 우리나라의 부채형 회원제 콘도미니엄은 회사별로 투자형태가 그다지 차이가 없다. 따라서 특정 콘도미니엄 회사의 사례를 통해 모델을 개발한다면 다른 부채형 회원제 콘도미니엄 기업에도 적용이 가능하기 때문에 일반화에 큰 문제가 없다고 사려 된다.

제 2 절 분석 대상 A콘도미니엄의 개요

1. 분석 대상 A콘도미니엄 회사의 개요

A리조트는 설악, 용인, 양평, 제주 등 전국 13곳 4,877실(골든베이 골프&리조트 골프텔 56실 포함)과 골프장(운영중 108홀), 워터파크(설악 워터피아, 경주 스프링돔), 외식사업(단체급식, 식재사업), 호텔사업(플라자호텔, 한화63시티의 식음)을 운영중에 있으며, A리조트 사업 부문의 최대 업장인 설악콘도는 국내 최초 복합 리조트로서, 1,566실의 콘도, 정규 18홀의 골프장, 대규모 100% 온천수 스파 시설(워터피아) 등을 보유하여, 4계절 종합 리조트로서의 입지를 공고히 하고 있으며, 각 콘도에는 야외 수영장, 온천 사우나, 볼링장 등의 다양한 놀이공간을 운영 중에 있으며, 2005년에 평창 클럽 휘닉스파크의 인수를 통해 약점으로 지적되어 왔던 스키장 리조트 보유를 실현시켰고, 2006.3.24일 경주 제2콘도를 개관함에 따라 국내 최다 체인을 보유한 업계 선두의 위치를 공고히 하고 있습니다.

주요한 경쟁전략은 콘도 건물, 놀이시설 등 하드웨어 위주의 경쟁에서 벗어나 국내 레저업계에 새로운 패러다임을 제공한 PO(Program Organizer) 서비스의 실시를 통해 기존의 단순 숙박/휴식 개념에서 벗어나 고객들이 적극적으로 체험할 수 있는 프로그램을 도입하여 엔터테인먼트의 이미지를 구축하고 있습니다.

또한 골프장은 현재 설악, 용인, 제주, 춘천, 태안에 108홀을 운영중에 있으며, 지속 적인 신규 골프장 개발을 진행함에 따라 골프장업 또한 업계 최고 위치를 유지 해 나갈 것으로 예상됩니다.

그리고, 관람(문화)사업으로는 63빌딩 내 미술관인 스카리아트와, 씨월드, 아이맥스 영화관 및 내국인 뿐 아니라 해외관광객을 대상으로 한 무언극을 공연하는 공연장을 운영하고 있습니다.

기존의 단순한 전망대에서 전망대 미술관으로 '08년 7월 거듭난 63스카리아트는 관광과 문화의 욕구를 한 공간에서 해소할 수 있는 복합 문화 공간이며, 씨월드의 경우 전시 수조 54개와 어린 특수생물 사육용 저수조 26개에 총 400여종, 2만여 마리의 다양한 해양 생물을 전시하고 있으며, 행동전시를 표방하고 다양한 아쿠아쇼 공연 프로그램을 운영하고 있으며, 아이맥스 영화관은 초대형 스크린을 갖추고 있으며, 다양한 콘텐츠 제공으로 상품매력도를 증가시킬 수 있을 것으로 예상됩니다.

특히 25년간 상업 아쿠아리움을 운영하여 축적한 노하우를 바탕으로, 아쿠아리움 사업을 확대해 나가고 있으며, 2010년 2월, '2012 여수세계박람회'의 해양 생물관(아쿠아리움) 사업과 관련하여 여수씨월드(주)의 출자에 참여하였고, 2010년 6월, 일산 킨텍스 사업부지내 아쿠아리움 시설 사업과 관련하여 (주)일산씨월드의 출자에 참여하였으며, 제주 해양과학관 아쿠아리움 사업과 관련하여 주식회사 제주해양과학관 출자에 참여하는 등 단순한 아쿠아리움 운영에서 벗어나 기획, 설계, 시공, 생물수급의 업무를 수행 하는 것으로 사업을 확대, 진행하고 있습니다.

사업의 또 하나의 축인 단체급식(foodservice contract)사업은 현재 업계 6위권으로 꾸준한 고품격(high quality)서비스 제공 및 신뢰감을 조성하여 고객 로열티를 창출하고, 뉴 브랜드의 도입 및 사업 영역의 다각화를 통하여 지속적인 성장세를 유지하고 있습니다.

컨세션 사업의 일환으로 고속도로 휴게소 운영권(주유소 운영 포함)을 수주하여 포화상태에 이른 단체급식의 성장성 한계를 극복하는 동시에, FC사업의 신성장 동력의 교두보를 마련하였다.

외식사업분야에서는 서울의 랜드마크 중 하나인 63빌딩 내 8개소, 63보라매점 내 3개소 및 캐주얼 중식 브랜드 티원 10개소의 외부 식음업장을 운영 중이며, 연세대, 고려대, 서강대 동문회관 및 케이터링을 통해 고급 연회/웨딩서비스를 제공하고 있음. 국내 최고 수준 조리사들의 지속적인 메뉴개발을 통해 고객의 다양한 요구에 부응하는 노력을 하고 있음

그리고 호텔사업은 2011년 6월 기준 객실 400실, 전문식당 6개소, 연회장 및 회원제 휘트니스 클럽, 스파 등 부대시설을 갖춘 플라자호텔을 운영하고 있으며 서울시청 앞에 위치한 플라자호텔은 시청광장, 덕수궁, 경복궁 및 광화문이 내려다 보이는 수려한 전망을 자랑하며, 금융사, 무역상사, 행정 및 외교기관 등을 비롯하여 남대문, 명동, 종로 등 쇼핑타운과도 인접하여 편리한 비즈니스 환경을 제공하고 있습니다. 이러한 입지적 장점과 더불어, 2010년 5월부터 10월까지 투자비 약 745억원 규모로 호텔 외관전면, 객실, 식음업장 및 로비 등 시설 개보수가 진행되었으며 업계 최고 수준의 시설을 보유하게 됨으로써 시장 지위가 상승할 것으로 예상됩니다(한화호텔앤드리조트 사업보고서, 2011).

2. 분석 대상 콘도미니엄의 사업 개요

분석 대상 콘도미니엄은 2001년 개장하여 10년째 운영 중인데, 여타 콘도미니엄 사업장과는 달리 수영만 매립지에 위치하여 도심 속에 위치하고 있는 것이 특징이다.

사업개요는 대지면적은 4,518m², 건물의 총 연면적은 54,254m² 건물의 높이는 123m, 주차장 면수는 지하 주차장 내 423면, 건물 총 층수는 지상 32층 지하 6층 건물로 객실은 총 417개실이며, 객실의 크기는 16평으로 비교적 작은 편이다 비즈니스 고객을 대상으로 비즈니스 콘도미니엄

개념으로 설계되어, 투자비는 약 847억이 투입되었으며, 공사기간은 99년부터 약 3년이 소요되었다. 투자비의 회수를 위해서 회원제 형태로 분양을 시작하여 2011년 현재는 대부분이 분양되고 분양 물량은 거의 없는 상태이다.

부대시설은 식음위주로 구성되어 32층에 위치한 이탈리아 레스토랑으로 좌석수는 약 100석이 있으며, 점심시간부터 초저녁까지는 식사위주의 영업을 하고, 저녁시간부터 심야시간은 와인 바 형태로 운영하고 있으며, 주요 고객층은 비즈니스 접대 고객 및 연인 등이다. 고가의 와인부터 하우스 와인까지 100종의 와인을 보유하고 있고, 운영 메뉴는 약 20여종을 운영하고 있다. 2층에 위치한 약 200석 규모의 씨푸드 뷔페점은 조식은 콘도투숙객을 위한 아메리칸 조식을 운영하고 중식 및 석식은 주로 외부 고객 위주로 운영하고 있으며, 주말에는 웨딩 및 돌잔치 등 각종 연회 영업을 하고 있다. 매출 구성은 조식이 총매출액에서 차지하는 비중이 30%, 웨딩 및 연회가 약 30%로 구성되어 단체 고객의 의존도가 심하며, 주중/주말의 매출 편차 크기 때문에 인력의 효과적인 운영이 필요한 업장이다. 메뉴는 주로 대개, 스시 등을 위주로 한 씨푸드 메뉴가 총 메뉴의 50%를 차지하고 있어 원가율이 일반 음식점에 비해 높은 편이다.

1층 커피숍 올리비아는 오픈 초기 커피숍으로 운영하였으나, 현재는 카페 형태로 운영하고 있으며, 동사 주변 개발에 따른 잠재고객 증가로 매출이 큰 폭으로 신장되고 있는 추세이다.

부대시설은 4층에 80여명 수용할 수 있는 남녀 사우나가 있으며 특징으로 사우나를 즐기면서 바다를 조망할 수 있다는 것이 특징이다.

또한, 단체 고객을 위한 세미나실 5개소 외에 지하 1층에 예식을 겸할 수 있는 연회장 1개소가 있다. 세미나실은 콘도미니엄의 주중 객실 가동율을 증가시키기 위해 필수적인 공간으로, 연간 1,000여건 정도의 세미나

를 유치하여 운영하고 있다.

동 콘도미니엄의 매출은 크게 회원, 비회원으로 구분되는데 동 콘도미니엄은 년 평균 매출액 구성은 회원 60%, 비회원 40% 수준을 유지하고 있다. 2001년 사업장 개장 이후 2002년 월드컵 특수 때는 객실 가동율이 66%까지 올라 갔으나 이후 약4년간 60% 정도의 객실 가동율을 유지 하였으나, 2007년 이후 수영만 매립지의 적극적인 개발, 주변 해운대 브랜드 이미지 상승, 거가대교 개통 등에 따라 2011년 현재 80%의 가동율을 유지하고 있다. 한편 매출은 2011년 추정치 기준 133억으로 2002년 오픈 초기 86억에서 약 47억 정도 증가 하였다. 이는 2007년 기존 한식당을 객단가가 높은 씨푸드 뷔페점으로 전환하면서, 객단가 상승 및 객실 가동률의 증가에 기인하는 것이다. 매출이익은 2002년 오픈 초기 5.8억에서 2011년 현재 추정치 기준 21억으로 15.2억 증가하였다. 증가한 주요한 원인은 1층 커피숍 매장의 임대전환, 객실 전망 추가료 신설 운영, 객실 가동률 증가 및 부가가치가 낮은 업무의 아웃소싱에 의한 것이다.

동 콘도미니엄 사업은 2001년 개장 당시에는 수영만 매립지에 최초로 사업장을 건설하여 동쪽의 해운대 해수욕장 및 동백섬, 남서쪽의 광안대교등의 전망이 탁월하여 지역의 랜드마크 역할을 하면서 지역 고객을 대상으로 한 영업도 활성화 되었다. 그러나 2003년 이후 주변 매립지에 고층 주상복합건물이 들어서면서 당 사업장은 남쪽 바다 방향을 제외한 모든 방향의 전망을 상실케 되어, 객실별 전망 차별화가 나타나 이로 인한 객실 전망 추가료를 신설하여 운영하게 되었다.

제 3절 회원제 콘도미니엄의 전통적인 사업가치 평가

콘도 사업의 분양형태는 공유제과 회원제로 나뉘는데, 공유제분양이란 분양 받은자가 건물 및 토지에 대한 소유권을 가지게 되는 것이고, 회원제는 콘도운영회사가 소유권을 가지고 있고, 회원은 시설물 이용권리를 보유하게 된다. 본 논문에서는 회원제 분양을 한 A콘도미니엄을 대상으로 사업가치 평가를 하겠다.

<표 2> A콘도미니엄 운영 실적

[단위:백만원]

구 분	2001년	2002년	2003년	2004년	2005년
매출액	3,070	8,691	6,941	8,119	8,673
매출원가	4,180	8,111	7,564	7,822	8,294
매출이익	- 1,110	580	- 623	297	379
판매비와 관리비	1,784	1,820	1,875	1,931	1,989
EBIT	- 2,894	- 1,240	- 2,498	- 1,634	- 1,610
감가상각비	2,278	2,169	2,066	2,005	1,881
OCF	- 616	929	- 432	371	271

구 분	2006년	2007년	2008년	2009년	2010년	2011년추정
매출액	8,830	9,131	11,144	11,485	12,607	13,350
매출원가	8,061	8,598	10,190	10,297	10,904	11,240
매출이익	769	533	954	1,188	1,703	2,110
판매비와 관리비	2,048	2,110	2,173	2,238	2,306	2,375
EBIT	- 1,279	- 1,577	- 1,219	-1,050	- 603	- 265
감가상각비	1,804	1,788	1,897	1,944	1,747	1,745
OCF	525	211	678	894	1,144	1,480

A사의 경우 콘도미니엄 개발 프로젝트 시 회원제 분양에 따라 콘도미니엄 건물이 회사 소유이며, 분양으로 유입된 현금은 부채로 인식되어 개발 이후 20년 후 반환하는 조건임. OCF 산출시 개발 이후 객실 및 식음료 업장 등의 운영상의 현금흐름으로 분석함. 그리고 OCF에서 투자비를 차

감하여 본 사업의 가치를 평가하겠다.

10년간 운영 현황을 보면 사업초기 단계 적자를 기록한 이후 지속적으로 흑자 기조를 유지 하고 있으며 10년간 총 매출액은 8백 9십억을 기록하였으며, 운영현금흐름은 39억을 기록하였으며, 과도한 감가상각비로 인하여 회계상의 영업이익은 적자 구조되어 있어 법인세가 발생하지 않는다. 감가상각으로 인한 법인세 절세 효과가 크다.

사업가치를 평가하기 위해 할인율은 자기자본비용과 타인자본비용을 가중평균한 WACC값을 산출하여 적용하였다.

상기 현금흐름에 사용할 WACC은 <표3>과 같이 구해 졌다.

<표 3> A사의 가중평균비용 산출 내역 (목표 자본 구조 적용)

구 분	내 용	산출내역
타인자본이자율	0%	부채형 회원제의 요구수익율
법인세율	22%	
외부자금조달비용	0%	
국공채 수익율	6.86%	사업 개발 초기 국채 수익률
베타계수	1	A사가 사용하는 베타계수
위험할증율	7.5%	
자기자본비용	7.5%	
자기자본	67억	자기자본 비율 8%
타인자본	776억	타인자본 비율 92%
가중평균비용	0.6%	= (1-.92)*0.075

A사의 재무구조는 재무상태표상의 부채비율은 높고, 이는 회원권 분양으로 조달된 자금으로 이자가 발생하지 않아, 가중평균자본비용이 0.6%

로 나타난다. 위에서 산출한 할인율을 기준으로 사업가치를 평가 하겠다.

<표 4> A콘도미니엄의 사업가치

사업 가치 평가	금액(백만원)	비고
수익가치	5,174	10년간 운영 현금흐름 할인
영구가치(TV)	232,797	11년차 영구채권모형 가치 산출
투자비	84,695	콘도미니엄 개발 비용
부채형 회원권의 현가	20,583	01년 국채수익율로 할인 적용
합 계	132,693	

현재가치할인모형으로 사업가치를 추정하였을 경우 10년간의 운영에 대한 수익 가치는 51억 영구 가치는 2,328억 정도로 추산됨. 여기서 초기 투자비 및 20년 후 상환하게 될 부채형 회원권의 현가를 차감하여 주면 사업가치가 844억 기록 하였다. 이는 결국 WACC산출시 자기자본비중이 낮아 가치가 커지는 형태가 되었다. 즉 자기자본이 거의 없는 사업에서 수익 창출 능력이 조금만 뛰어 나게 되면 사업가치 증가한다는 것을 의미한다. 사업의 자본 구조가 사업가치에 미치는 영향을 그만큼 크다는 것을 말해 주고 있다.

분양을 통해서 자금을 유치는 콘도미니엄과 골프장의 경우 비즈니스 모델이 보통 사업의 비즈니스 모델과 확연히 차이가 난다.

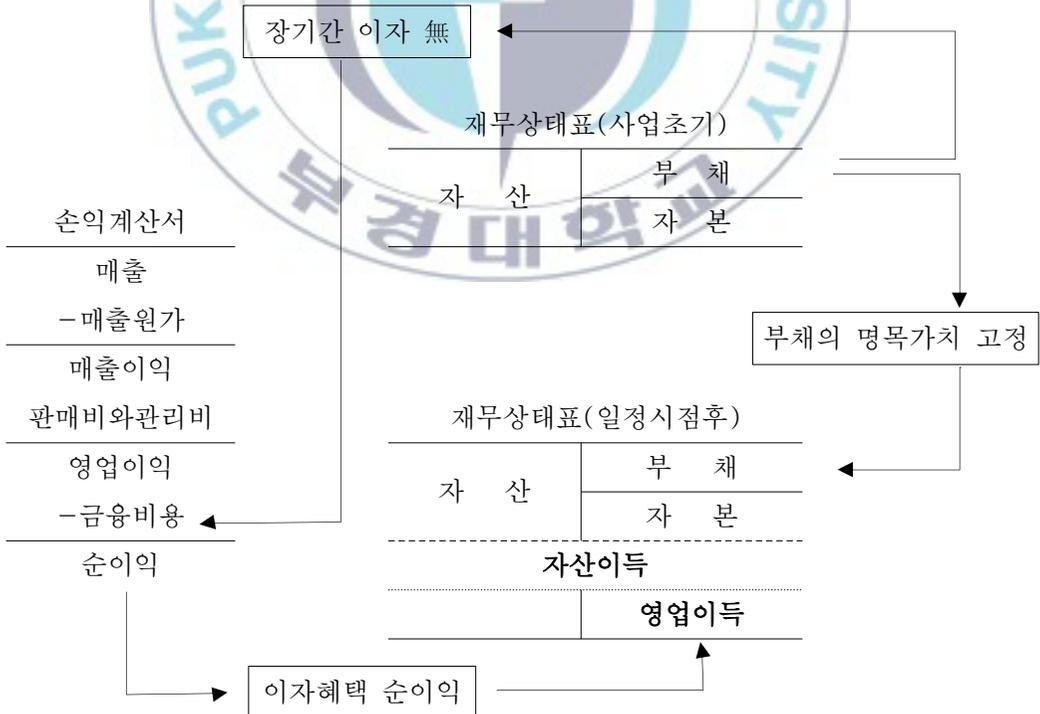
자본구조이론 측면에 설명하면, 위험은 영업위험과 재무위험으로 나뉘는데 본 사업은 재무위험은 극히 낮고, 영업위험만 높은 사업군에 해당한다고 할 수 있다.

제 4절 부동산 자산 소득 가치를 반영한 사업가치 평가

부채형 콘도미니엄의 사업의 구조상 ROA가 타 산업에 비해 현저히 낮고, 보유자산이 타 산업과 달리, 자산 그 자체가 현실적으로 실질적 가치가 증가하고 있어 미래의 현금흐름 창출 능력이 있고, 사업 특성상 무이자 장기 부채로 조달한 자산의 법적 권리가 회사에 있고, 만기가 장기인 부채의 실질적 가치와 조달된 자산의 가치가 상호 보완(trade-off) 관계에 있어 부채와 자산의 실질적인 차이를 사업가치로 인식하는 것이 타당하다는 동기에서 본 논문의 출발점이 되었다.

사업가치 평가 모형은 그림에서 보는 것과 같은 구조로 되어 있다.

<그림 4> 부채형 회원제 콘도의 손익, 재무상태표의 관계



일반적인 사업의 가치를 평가할 때 손익계산서를 중점을 둔 운영활동으로 인한 현금흐름의 가치를 그 측정 대상으로 하는데, 부동산을 중심으로 하는 사업은 가치가 증가할 수 있는 유형자산이다.

중전 기업회계기준에서도 비업무용 부동산에 대해서 투자 부동산으로 회계처리를 한 적이 있다. 이는 부동산 자체가 주식(투자 유가증권)과 마찬가지로 자산 자체의 가치가 증가할 수 있다는 것을 반증한다. <그림 4>에서 설명된 가치를 도식화 하여 본 논문에서 개발한 가치평가 도식은 아래와 같다.

$$V_c = \frac{OCF_{10\text{년간}}}{WACC} + \frac{CV}{WACC} + \frac{L_{10\text{년간}}}{R} + \frac{LCV}{R} - \frac{LM_{20\text{년}}}{R} - I$$

① 운영상의 현금흐름: $PV(OCF_{10\text{년간}}) + PV(CV) - I$

② 부동산의 가치: $PV(L_{10\text{년간}}) + PV(LCV)$

③ 회원권 부채 가치: $PV(LM_{20\text{년}})$

(OCF : 운영현금흐름, CV : 영구가치, I : 투자비, L:부동산가치증가분, LCV: 부동산 영구가치, LM :부채형 회원권, R:무위험 할인율)

A콘도미니엄의 부동산의 가치를 고려한 사업 가치 평가 흐름은 부동산 가치를 고려하지 않은 사업가치에서 부동산 가치의 증가분을 현금흐름 할인 통해 산출 하였다.

부동산의 가치 평가는 10년간의 부동산 가치의 증가분의 현재가치를 산출하고, 11년차 증가분을 사용하여 영구가치를 산출하였다. 세부적인 산출 기준은 건물은 기준시가의 증가분으로 사용 하였고, 토지는 개별공시지가의 증가분으로 하여 분석하였으며, 동 증가분을 할인율 (자본비용)에서 영구성장율을 차감하여 부동산 가치를 추정하였다.

먼저 부동산의 가치를 측정하기 위하여 부동산의 건물과 토지를 나누어

각각의 증가분을 산출하였다. 건물은 기준시가를 바탕으로 수익률을 역산하였으며, 토지는 개별공시지가의 증가율을 기준으로 산출하였다. 그리고, 이러한 과거 10년간의 성장률의 편차를 바탕으로 하여 부동산가치의 영구가치를 산정하였다. <표 5>에서 부동산 초기 투자비 및 기준시가, 개별공시지가를 정리하였다.

<표 5> A콘도미니엄의 부동산 가치

[단위:백만원]

구분	2001년	2002년	2003년	2004년	2005년
부동산	81,208	81,208	83,251	89,059	87,797
건물	68,606	68,606	70,649	76,457	75,195
토지	12,602	12,602	12,602	12,602	12,602
지가	1.86	1.86	1.86	1.86	1.86
증감율	100%	100%	100%	100%	100%
기준시가(건물)	32,769	33,745	36,519	35,916	35,319
기준시가(증감율)	100%	103%	108%	98%	98%
부동산(평가후)	81,208	83,251	89,059	87,797	86,547
증감율	100%	103%	107%	99%	99%
건물	68,606	70,649	76,457	75,195	73,945
토지	12,602	12,602	12,602	12,602	12,602
평가차액	-	2,043	5,808	- 1,262	- 1,250

구분	2006년	2007년	2008년	2009년	2010년	2011년 추정
부동산	86,547	91,243	94,530	89,533	89,295	92,816
건물	73,945	77,692	79,625	74,627	73,034	76,216
토지	12,602	13,551	14,906	14,906	16,261	16,599
지가	2.00	2.20	2.20	2.40	2.45	2.55
증감율	108%	110%	100%	109%	102%	104%
기준시가(건물)	37,109	38,032	35,645	34,884	36,404	37,957
기준시가(증감율)	105%	102%	94%	98%	104%	104%
부동산(평가후)	91,243	94,530	89,533	89,295	92,816	96,770
증감율	105%	104%	95%	100%	104%	104%
건물	77,692	79,625	74,627	73,034	76,216	79,468
토지	13,551	14,906	14,906	16,261	16,599	17,302
평가차액	4,696	3,287	- 4,997	- 238	3,521	3,954

<표 6> 부동산을 감안한 사업가치

사업 가치 평가	금액(백만원)	비고
수익가치	5,174	10년간 운영 현금흐름 할인
영구가치(TV)	232,797	11년차 영구채권모형 가치 산출
투자비	84,695	콘도미니엄 개발 비용
부채형 회원권의 현가	20,583	01년 국채수익율로 할인 적용
부동산 가치	62,738	부동산 증가율의 편차로 계상
합 계	195,431	

부동산 가치를 분석한 결과 10년간 평가차액의 현재가치는 150억으로 나타났으며 부동산의 영구가치는 부동산 증감율의 편차를 사용하여 영구 성장율 3.8%로 하여 자기자본비용을 기준으로 할인하여 산출하였다. 11년차 추정 결과 39억을 기초하여 산출하여 1,995억원으로 평가 되었다. 기존의 사업가치로 측정한 방법과 비교 해 보면 다음과 같다.

<표 7> 사업가치 비교

기존 방식의 사업가치	부동산 가치 감안한 사업가치	증감	비 고
1,327억	1,954억	+627억	

<표 7>에서 보듯 부동산 가치를 감안한 사업가치가 기존의 사업가치 평가 방법보다 627억 높게 나오는 나타난다. 이는 부동산의 가치증가분의 차이에 기인하는 것이다.

결론적으로 콘도미니엄 개발 시 분양전략에 따라 사업의 가치가 확연히 달라진다는 것을 알 수 있다. 다시 말해서 개발사업에 있어서의 전략적 가치를 사업가치에 포함할 수 있다는 시사점을 말해 준다.

<표 8> 일반사업과 부채형 콘도미니엄의 비교

구분	일반 사업	부채형 콘도미니엄	
가치평가	운영현금흐름	EBIT * (1-TAX) + 감가상각	좌동
	영구기업가치	미래현금흐름 / WACC-G	좌동
	WACC	부채와 자본의 가중평균 으로 산출	부채와 자본에 대한 가중평균으로 산출
	부동산 증가분	미고려	자산가치 상승 현금흐름
	부채	WACC반영	장기 무이자에 따른 WACC 하락
재무상태 표와 손익의 관계	부채	부채와 매출 관계 없음	부채형 회원의 이용에 따른 객실가격 하락
	법인세 효과	차입금의 이자로 인한 법인세 효과 有	운영 손익의 감가상각비중 증가에 따른 법인세 효과 높음
	자금조달	차입금과 자본의 적절하게 조달	무이자 장기 상환으로 자금 조달
	ROA	4%~5%	1%이하

일반 사업과 부채형 회원제 콘도미니엄을 비교 해 보면 몇가지 차이점을 나타내고 있는 데 이것은 콘도미니엄의 독특한 재무 구조에 기인한다. 첫 번째 WACC 산출시 무이자 장기 부채로 자금을 조달함으로써, WACC 이 낮아진다. 두 번째 부채의 효과가 이자를 발생시키지 않고 영업활동상의 객실 가격 하락으로 나타난다. 세 번째 분양 후 자산을 회사의 장부로 계상함에 따른 감가상각비 증가에 따른 이익 감소로 법인세 절감 효과가 높다. 네 번째 객실 가격 하락에 따른 수익 저하에 따른 ROA가 타 산업에 비해 현저히 낮다.

제 IV장 결 론

지금까지 본 논문에서는 부채형 회원제 콘도미니엄 사업에서의 기존의 사업가치와 업종 및 재무구조의 특성을 반영한 사업가치 평가방법에 대해서 연구하였다. 부채형 회원제 콘도미니엄 사업은 무이자 장기 부채로 자금을 조달하기 때문에 부채의 현재가치 및 부동산의 미래가치를 적절히 평가하여야 한다는 것을 알게 되었다.

무이자 장기로 자금을 조달하게 되면 자본비용이 낮아져 운영수익을 통한 사업가치가 높아지게 되는 결과를 보이게 된다. 또한 부채형 회원제 사업 가치 증대 또는 감소시키는 중요한 요소가 부동산의 가치, 부채형 회원권의 만기구조라는 것을 알게 되었다.

이러한 요소들의 몇 가지 시사점을 얻었다. 첫째 콘도미니엄 사업에 있어서 대상 입지를 선정할 때 부동산 가치가 향후 증가할 수 있는 지역 일수록 사업가치가 높아 질 것이다. 그러므로 콘도미니엄 사업 전략에 있어서 개발 예정지의 선정 시 기존의 장기간 미개발지가 아닌 향후 부동산 가치가 증대할 수 있는 부지를 선정하는 것도 개발 프로젝트에 있어서 중요할 것이다.

둘째 콘도미니엄 사업 시 장기 무이자 부채의 자금 조달을 통해서 사업가치가 증가됨을 알 수 있었다. 따라서 부채형 회원권의 만기 기간을 전략적으로 설정해야 할 것으로 보인다. 즉 만기기간에 따른 회원권의 분양가격을 다르게 설정할 필요가 있다는 것이다. 다시 말해서 만기기간이 긴 회원권은 기간의 이자율을 감안하여 만기가 짧은 분양 회원권 보다 저렴하게 측정되어야 할 것이다. 그리고 만기기간에 따른 다양한 분양 상품을 개발할 수 있다.

셋째 공유제 또는 회원제 분양 의사결정에 있어서도 사업가치가 달라질 수 있다는 것을 알게 되었다. 즉 지가가 꾸준히 상승하는 지역은 회사가 자산 가치를 보유할 수 있는 회원제 분양이 유리하고 그렇지 않은 지역은 공유제 분양과 회원제 분양이 큰 차이가 없다.

결론적으로 비즈니스 모델별로 사업가치 모델이 변경되어야 하고, 특히 재무구조가 상이한 사업의 경우에는 그 사업에 맞는 모델 개발이 필요하다. 모든 사업을 한 가지 잣대로 평가하기엔 사업특성이 복잡다단하다. 본 논문에서는 부채형 콘도미니엄에 적합한 사업 가치 평가 모델 개발 제시했다는 점에서 그 의미가 있으며, 부채형 콘도미니엄의 부동산 가치, 운영수익의 사업가치, 부채형 분양 현가 산출시 가중평균자본비용 및 국고채 수익률을 적용하기보다 그 자산가치의 특성에 맞는 할인률을 개발하여 가치평가를 하는 것이 더 타당할 것으로 사려된다.

본 논문의 부채형 콘도미니엄 사업가치 평가 방법이 향후 개발 사업업체 또는 신규로 콘도미니엄 사업개시를 위한 업체들의 유용한 사업가치 평가 수단으로 이용 가능하며, 기업의 내/외부 이해관계자에게도 유용한 정보로 활용될 수 있으며, 특히 콘도미니엄 사업의 개발 및 분양기획 관련 담당자에게 유용한 정보를 제공할 것으로 사려된다.

참고 문헌

<국내 문헌>

- 고상동(1998). 「휴양콘도미니엄 경영론」, 백산사.
- 김원기(2001). 부채비율과 자산 형태의 관련성, *경영경제*, 34(1), 49-63.
- 김재석(2006). 관광여가 산업의 자산구조가 경영성과에 미치는 영향, *관광학연구*, 30(3), 293-310.
- 김현득(2006). 우리나라의 콘도운영 및 실태연구, 한국항공대학교, 관광 경영학 석사학위 논문.
- 김재욱(2002). ROV에 의한 벤처기업의 합리적 평가에 관한 연구, 호서대학교 박사학위논문.
- 박홍일(2004). 실물옵션을 이용한 부동산 개발프로젝트의 가치평가, 건국대학교 부동산학 석사 학위논문.
- 서천범(2007). 「레저백서」, 레저산업연구소.
- 신현한(2009). 「Data Guide와 함께하는 9일 동안 배우는 기업가치 평가」, 에프앤가이드.
- 유재선·김태정(2009). 자본이득세제에 관한 연구, *경영교육저널*, 16, 43-44.
- 유희경(2005). 재무적 지표를 이용한 숙박업의 자본구조 결정요인 분석, *호텔경영학연구*, 14(1), 103-117.
- 이상도(2002). 「법률영한사전」, 청림출판.
- 이우영(2008). 「신체계 감정평가이론」, 부연사.
- 이의경(2004). 「재무관리」, 경문사.
- 이중완(2008). 「기업가치평가」, 새로운제안.
- 임재만(1998). 기업가치평가방법에 관한 연구, *감정평가연구원*, 18-24.
- 임재희·나승렬(2007). 휴양콘도미니엄의 무형자산이 경영성과에 미치는 영향, *산학경영연구*, 20(2), 154-160.
- 조소연(2000). 한국 호텔 기업의 가치평가에 관한 연구, *관광학술 심포지엄 및*

정기 학술 발표회 논문집, 235-246.

조주현·이찬호(2010). 경제 위기 상황에서 토지 재평가가 주가에 미치는 영향

부동산연구, 20(2), 7-28.

주병철(2011). 실물옵션을 이용한 코스닥 벤처기업의 가치평가, 산업경제연구

24(2), 1027-1048.

최상철(2009). 호텔기업의 잉여현금흐름 모형에 의한 기업가치와 회계 지표와의

관련성 분석, 한국콘텐츠학회논문지, 304-314.

한국소비자보호원(2004). 콘도회원권 입회금 미반환 피해실태, 1-28.

한화호텔앤드리조트 (2010). 분양교육자료집.

한화호텔앤드리조트(2011). 2011년 사업보고서.

홍재범·이강호·박재희(2004). 외환위기 전후 호텔산업의 자본구조와 그 결정 요

인의 변화, 한국관광레저학회, 16(3),121-137.

<외국 문헌>

Beaver, W. (1999). Comments on An Empirical Assessment of the Residual Income Valuation Model, Journal of Accounting and Economics, 26, 35-42.

Burgstahler, D. and I. Dichev (1997). Earning adaptation and equity value, The Accounting Review, 187-216

Liow and Ooi (2004). Does corporate real estate create wealth for shareholders?, Journal of Property Investment and Finance, 22, 386-400.

Martynova, M, and Renneboog, L. (2009). What determines the Financial Decision in Corporate Takeover: Cost of Capital, Agency Problem, or the means of payment? Journal of Corporate Finance, 15(3), 290-315.

Markowitz, H. (1952). Portfolio selection. The Journal of Finance, 7(1), 77-91.

Penman, S. H.(1991). An evaluation of accounting rate of return, Journal of Accounting, 233-256.

Rushmore, S, (1985). Hotels, motels, and restaurants valuations and market studies, American Institute of Real Estate Appraisers. 46-49.

Stowe, J. D., Watson, C. J., and Robertson, T. D. (1980). Relationships between the two sides of the balance sheet: a canonical correlation analysis, The Journal of Finance, 35(4), 973 - 980.

Tsai, Henry, Pan, Steve, and Lee, Jinsoo (2011). Recent research in hospitality financial management, International Journal of Contemporary Hospitality Management, 23(7), 941 - 971.

Upneja, A.,and Dalbor, M. (2001). The choice of long-term debt in the US lodging industry, UNLV Journal of Hospitality, Tourism and leisure Science, available at:http://hotel.unlv.edu/res_journalPubsArticle.html.

