

가치투자방법론을 이용한 정보이용자 관점의 재무제표활용 사례연구*

- H산업의 사례 -

홍동현(제1저자)
세종사이버대학교 부동산경영대학 조교수
(hongdh@sjcu.ac.kr)
이덕훈(교신저자)
부천대학 세무회계과 조교수
(deoklee@gmail.com)
황재호(공동저자)
한국외국어대학교 강사
(jegal16@gmail.com)

본 사례는 Graham과 Dodd의 가치평가방법을 이용한 가치투자전략을 이해하고 활용할 수 있는 능력을 제고할 수 있도록 만들어졌다. 코스닥시장의 대표적 자산주인 H산업의 대차대조표와 사업보고서 자료를 이용하여 자산가치를 평가하고 손익계산서를 통해 수익가치를 평가하였다. 분석적인 평가결과를 통해 산출된 내재가치와 주식시장을 통해 관찰된 가격을 통해 계산된 시장가치의 차이를 계산하였다. 이러한 차이는 시장이 H산업에 대해서 평가하는 가치와 당기업의 내재가치와의 차이이므로 저평가정도로 볼 수 있었다. 평가시점 이후 주가 추이를 관찰한 결과 시장가치와 내재가치는 그 차이를 좁혀가고 있는 것을 알 수 있었다.

본 사례연구를 통해 학습자들은 재무제표의 중요성과 활용가능성에 대해서 폭넓은 이해가 가능할 것이다. 평소 피상적으로 알고 있던 재무제표의 중요성을 구체적이고 실용적인 예시를 통해 다시 한 번 심층적으로 체감할 수 있는 기회를 제공하고 있다.

본 사례연구는 가치투자방법에 관한 간략한 예시를 제공하고 있다는 점에서 의의가 있다. 본 사례는 회계정보를 적극적으로 활용하여 새로운 가공정보(processed information)을 생산하는 과정을 학습함으로써 가치투자방법을 구체적으로 보여주는 예시자료로 사용할 수 있다

주제어: 내재가치, 저평가, 자산가치평가, 배당평가모형, 자산가치, 수익가치, PER, PBR

1. 서론

1.1 사례 연구의 개요

통신기술과 컴퓨터기술의 발전으로 정보화시대가 급속히 도래하였다. 정보화의 진전으로 인해 기업 환경은 많이 변화하였다. 기업은 ERP나 소규모 회계시스템을 도입하였고, 이런 전산화 회계정보처리 시스템을 이용하면 이제는 실시간으로 기업의

재무제표를 정확하게 작성할 수 있게 되었다. 상장 기업들은 인터넷을 통해 재무정보를 제공하며 정보 수요자인 채권자와 투자자들은 더욱 더 신속하게 정확한 재무정보를 입수할 수 있게 되었다.

경영환경이 급박하게 변화하고 있기 때문에 기업 의사결정자들은 보다 신속하고 정확한 의사결정을 해야 한다. 경영자가 많은 정보를 정확하게 분석하여 얼마나 신속하고 적절한 의사결정을 하느냐에 따라 기업의 성패가 달라진다. 또한 정량적 정보와 정성적 정보가 함께 충분히 활용되어야 하는 것이

* 이 논문은 2005년도 부천대학 교비지원 연구비에 의해 지원된 연구결과입니다. 본 논문을 심사하시고 질적 향상에 큰 도움을 주신 익명의 심사위원들에게 감사드립니다.

현실이다. 재무제표를 의사결정목적에 맞게 적절히 가공하는 능력과 사업보고서 등에 담겨있는 정성적 정보를 충분히 이해해야 한다.

회계정보를 제공하는 환경변화는 회계정보 관련 종사자에게도 많은 영향을 주고 있다. 기존에는 회계정보 생산과정에 대한 이해가 중요했지만 이제는 환경변화에 기민하게 대처하는 회계정보 분석능력과 가공정보(processed information) 생산능력이 필요하다.

1.2 사례 연구의 목적

정보화시대의 도래에 따른 회계환경의 변화라는 관점에서 본 사례연구의 목적을 정리하면 다음과 같다.

첫째, 재무제표의 활용을 통하여 회계정보의 유용성에 대한 이해력을 높인다. 기존의 회계교육은 재무제표의 생산자로서의 교육이 중심이었으나 이제는 회계정보의 활용을 위한 수요자로서의 교육이 중요해지고 있다. 이를 위해 회계정보 수요자로서 투자자 관점의 학습사례를 제시한다.

둘째, 기업의 재무정보는 재무제표에 기본적인 내용이 담겨있지만 이외에도 주석이나 주기 등을 포함하는 사업보고서 등에도 많은 정보가 있다. 본 사례 연구를 통해 사업보고서의 내용이 재무제표 분석에 어떻게 활용될 수 있는지를 보여주고자 한다. 기본적인 재무제표 이외의 회계정보를 활용하는 방법에 대한 방향을 제시한다.

셋째, 가치투자방법론의 학습을 통해 재무제표를 가공하여 정보를 산출하는 방법론을 익히도록 한다. Columbia대학을 중심으로 회계정보를 이용한 가치투자관점의 투자 방법론이 발달하였는데 본 사례연구도 회계정보를 활용하는 가치투자 관점의 투

자 방법론을 이용하고자 한다. 이를 통해 회계정보를 이용하여 투자정보를 어떻게 생산하는지에 대한 과정을 심도 있게 학습하고자 한다.

위의 주된 목적 이외에 본 사례연구의 표본인 H 산업과 같은 저평가된 자산주의 분석을 통해서 다음과 같은 실무적 학습목적을 달성할 수 있다.

첫째, 어떤 기업이 인수합병(M&A)의 대상이 될 수 있는지 이해할 수 있다. 주가가 자산가치보다 지나치게 낮은 경우 M&A의 동기를 유발 할 수 있다는 점을 이번 사례를 통해 이해할 수 있다.

둘째, 구조조정이 왜 필요한지 그리고 어떻게 진행되어야 하는지에 대한 이해를 도울 수 있다. 구조조정은 자산이나 인력에 비해 수익성이 떨어질 때 필요하며 H산업은 그러한 점에서 적절한 예가 될 수 있다.

셋째, 저평가시에 기업 혹은 대주주가 취할 수 있는 재무전략에 대해 이해할 수 있다. 기업은 재무환경에 따라 차입을 하거나 유상증자를 하거나 자사주를 매입할 수 있다. 이러한 실제의사결정의 사례를 접해보므로써 경영자의 의사결정과정을 이해할 수 있다.

II. 분석과정

2.1 분석대상 기업과 분석 사유¹⁾

보수적인 외국계펀드의 신임 애널리스트인 Mr.Yoon은 약 2년 전 심각한 고민에 빠져있었다. 주된 이유는 그에게 요구된 투자종목 선정과 분석에 있어서 난관에 봉착했기 때문이다. 국내 증권사에 재직하면서 관습적으로 테마 장세와 작전, 세력 등의

1) 본 사례는 외국인 펀드가 주로 사용하는 가치투자방법을 이해시키기 위해 구성한 분석 사례이다.

단어와 친숙하였고 이런 추세를 따라가면서 나름대로 업계에서 상위권 수익률을 올린 덕분에 파격적인 직위와 급여를 받고 현재의 펀드로 자리를 옮긴 상황이었지만 새로 옮긴 직장에서 그에게 요구하는 것은 기존의 것과는 사뭇 다른 것이었다. 자산과 수익의 구조가 우량하고 수익모델이 단순, 확실하며 청산가치가 높지만 시장에서 장기간 소외 받는 기업을 선정하여 분석하라는 것이었다. 깊은 땅속에 파묻혀 있는 다이아몬드를 찾으라는 의미인 것이다. 그를 고용한 펀드도 한 때는 2000년 초부터 시작한 나스닥 열풍의 수혜자라고 할 수 있었다. 인터넷과 정보통신 기술에 무한에 가까운 신뢰와 상업성을 부여하고 업계에서 제시하던 수익모델을 비판 없이 수용해서 투자했었고 덕분에 이후 2년에 걸친 주가폭등으로 사상초유의 미실현이익(장부상의 이익)을 구가했다. 하지만 나스닥시장의 붕괴는 펀드를 파산 직전까지 몰고 갔었고 쓰라린 경험을 맛본 출자자들은 아직 굴뚝산업의 비중이 높은 한국 및 신흥 개발국가로 눈을 돌리게 되고 투자의 방향 또한 지극히 보수적으로 편향되어 있었다.

Mr.Yoon이 고용주의 방침에 따라 대상기업을 좁혀가던 끝에 최종적으로 낙점한 기업은 코스닥 기업인 H산업이었다. H산업을 선택한 이유는 몇 가지로 요약할 수 있다.

첫째, 이해 가능한 사업구조를 보유하고 있다는 점이다.

둘째, 자산구조가 우량하고 평가하기 수월하다는 점이다. H산업은 자산의 대부분이 토지와 상장된 유가증권으로 구성되어 있어서 평가하기 용이하다. 자산이 매출채권, 채고자산, 비상장 유가증권, 건물, 기계장치 등으로 구성된 경우 정확한 평가는 어려워진다.

셋째, 사업구조와 수익모형이 단순하고 명확하여 공식된 재무정보만을 이용하더라도 원가구조를 파악할 수 있음은 물론 미래상황에 대한 예측의 오차

도 매우 작을 것이다.

H산업은 개성상인인 D회장이 1954년에 설립한 회사이다. 동사는 부동산임대업과 시설용역업을 주업으로 하고 H그룹의 지주회사의 역할을 하는 기업이다. 부동산임대업은 회사 소유의 부동산을 임대하는 사업이며 시설용역업은 타인 혹은 타사 소유의 부동산의 임대 및 관리와 관련된 사업이다. 또한 H제지, H팩키지, K전기 등으로 구성된 H그룹의 지주회사로서 한국제지와 K전기의 주식을 보유하고 있다.

재무제표의 본문을 통해 대략적인 재무상황을 살펴본 결과 H산업의 사업구조는 상당히 안정적인 것으로 나타났다. 부동산임대업의 경우 보유건물의 입지조건이 우수하여 공실률이 낮으며 시설용역업은 계약관계에 있는 거래회사가 주로 특수관계인 소유로 되어있기 때문에 수익이 안정적이다. 자회사들 역시 안정적인 재무구조와 수익을 영위하는 우량기업들이다.

이러한 내용은 재무제표와 표준화 재무제표에 그대로 드러나고 있다. 자산과 수익 그리고 원가의 비중을 일목요연하게 파악할 수 있는 방법 중 가장 용이하고 강력한 방법이 표준화 재무제표(common-size statement)를 만드는 방법이다. 표준화 재무제표란 대차대조표의 경우 자산총액을 기준으로 각 계정의 비율로 재구성하고 손익계산서의 경우 매출액을 기준으로 각 계정의 비율로 재구성한 재무제표이다. H산업의 재무제표를 살펴보면 부채가 거의 없고 매년 흑자를 보이고 있음을 한 눈에 알 수 있다

2003년과 2004년 말 시점 대차대조표는 <표 1>과 같다. 표에서 보이는 것과 같이 주요자산은 토지와 건물 그리고 투자유가증권이다. 전체자산 1,123억 원 중 토지가 700억 원, 지분법 적용 투자주식이 266억 원, 건물이 90억 원으로 세 자산의 합이 전체자산의 95% 정도를 구성하고 있다. 부채는

〈표 1〉 대차대조표 (단위: 억원)

계정		51기 2004/12/31	51기 표준화 B/S	50기 2003/12/31	51기 표준화 B/S
I.	유 동 자 산	45.85	0.041	26.53	0.024
(1)	당 좌 자 산	45.85	0.041	26.53	0.024
1.	현금 및 현금등가물	13.03	0.012	21.65	0.020
2.	단기금융상품	30.00	0.027	2.00	0.002
3.	매출채권	1.95	0.002	2.74	0.003
	충당금	-0.02	0.000	-0.03	0.000
4.	미수금	0.09	0.000	0.00	0.000
5.	미수수	0.58	0.001	0.03	0.000
6.	선선금	0.08	0.000	0.08	0.000
7.	급비	0.04	0.000	0.05	0.000
8.	만기유증권	0.11	0.000	0.00	0.000
II.	고 정 자 산	1,077.22	0.959	1,066.80	0.976
(1)	투자자산	278.59	0.248	262.77	0.240
1.	장기금융상품	0.03	0.000	0.03	0.000
2.	지분법적용투자주식	266.24	0.237	248.23	0.227
3.	매도가능증권	8.30	0.007	8.92	0.008
4.	만기보유증권	0.87	0.001	1.06	0.001
5.	보유증권	1.34	0.001	1.29	0.001
6.	회원	1.81	0.002	3.24	0.003
(2)	유형 자산	798.63	0.711	804.03	0.735
1.	토건	700.26	0.624	700.26	0.640
2.	감가상각누계액	110.94	0.099	110.94	0.101
3.	구축누계액	-20.56	-0.018	-16.17	-0.015
	구축누계액	7.47	0.007	7.47	0.007
4.	감가상각누계액	-1.08	-0.001	-0.86	-0.001
	구축누계액	2.83	0.003	2.83	0.003
5.	감가상각누계액	-1.75	-0.002	-1.54	-0.001
	구축누계액	1.62	0.001	1.87	0.002
6.	감가상각누계액	-1.30	-0.001	-1.14	-0.001
	구축누계액	7.96	0.007	7.96	0.007
	감가상각누계액	-7.76	-0.007	-7.59	-0.007
지 산 총 계		1,123.07	1.000	1,093.32	1.000
I.	유 동 부 채	7.39	0.007	8.88	0.008
1.	단기차입금	0.00	0.000	0.00	0.000
2.	미지급비용	2.39	0.002	2.36	0.002
3.	미지급법인세	0.00	0.000	0.00	0.000
4.	미선예수	4.15	0.004	5.62	0.005
5.	선예수	0.33	0.000	0.52	0.000
6.	예수	0.52	0.000	0.39	0.000
II.	고 정 부 채	121.90	0.109	124.01	0.113
1.	장기차입금	0.00	0.000	0.00	0.000
2.	일대보증금	78.98	0.070	76.11	0.070
3.	퇴직급여충당금	18.99	0.017	18.27	0.017
	국민연금환치금	-0.35	0.000	-0.50	0.000
	퇴직보험예치금	-11.39	-0.010	-10.96	-0.010
4.	이연법인세	35.67	0.032	41.10	0.038
부 채 총 계		129.29	0.115	132.90	0.122
I.	자 본 금	48.90	0.044	48.90	0.045
1.	보통주	48.90	0.044	48.90	0.045
II.	자 본 잉 여 금	617.22	0.550	617.22	0.565
(1)	재평가적립금	607.76	0.541	607.76	0.556
(2)	주식발행초과금	9.06	0.008	9.06	0.008
(3)	자기주식처분이익	0.41	0.000	0.41	0.000
III.	이 익 잉 여 금	317.85	0.283	281.43	0.257
1.	이익준비금	24.45	0.022	24.45	0.022
2.	기업발전적립금	14.00	0.012	14.00	0.013
3.	별도적립금	232.00	0.207	201.00	0.184
4.	이월이익잉여금	47.40	0.042	41.98	0.038
	(당기순이익)	36.78	0.033	40.59	0.037
IV.	자 본 조 정	9.81	0.009	12.87	0.012
1.	매도가능증권평가이익	0.10	0.000	0.72	0.001
2.	지분법적용투자주식평가이익	9.71	0.009	12.15	0.011
	평가이익	0.00	0.000	0.00	0.000
자 본 총 계		993.78	0.885	960.43	0.878
부 채 와 자 본 총 계		1,123.07	1.000	1,093.32	1.000

〈표 2〉 손익계산서 (단위: 억원)

계정	51기 2004/12/31	51기 표준화 P/L	50기 2003/12/31	51기 표준화 P/L
I. 매출액	107.42	1.000	104.99	1.000
1. 시설관리용역수입	39.81	0.371	38.17	0.364
2. 임대수입	38.16	0.355	37.99	0.362
3. 관리수입	20.67	0.192	20.00	0.190
4. 주차수입	8.78	0.082	8.82	0.084
II. 판매비와 관리비	86.49	0.805	81.81	0.779
1. 임원급여	6.79	0.063	4.57	0.044
2. 급여	31.68	0.295	30.04	0.286
3. 퇴직급여	3.85	0.036	5.07	0.048
4. 복리후생비	1.92	0.018	1.98	0.019
5. 여비교통비	0.05	0.000	0.05	0.000
6. 통신비	0.32	0.003	0.34	0.003
7. 수도광열비	1.10	0.010	1.07	0.010
8. 세금과공과료	8.56	0.080	7.17	0.068
9. 지급입차료	2.36	0.022	2.27	0.022
10. 감가상각비	5.38	0.050	5.55	0.053
11. 수선비	2.46	0.023	2.63	0.025
12. 보험료	0.60	0.006	0.52	0.005
13. 접대비	0.22	0.002	0.23	0.002
14. 지급수수료	1.56	0.015	1.38	0.013
15. 도차량유채비	0.08	0.001	0.09	0.001
16. 소모품비	0.57	0.005	0.49	0.005
17. 전자기품비	0.53	0.005	0.65	0.006
18. 청탁료	2.58	0.024	2.56	0.024
19. 교육훈련비	10.69	0.100	10.35	0.099
20. 교육연비	0.02	0.000	0.01	0.000
21. 용역비	5.18	0.048	4.77	0.045
22. 대손상각비	0.00	0.000	0.00	0.000
23. 잡비	0.00	0.000	0.01	0.000
III. 영업이익	20.93	0.195	23.18	0.221
IV. 영업외수익	28.10	0.262	29.32	0.279
1. 이자수익	2.24	0.021	1.52	0.014
2. 배당금수익	0.60	0.006	0.17	0.002
3. 투자자산처분이익	0.67	0.006	0.00	0.000
4. 유형자산처분이익	0.04	0.000	0.15	0.001
5. 지분법평가이익	24.43	0.227	27.43	0.261
6. 대손충당금환입	0.01	0.000	0.00	0.000
7. 잡수익	0.11	0.001	0.05	0.000
V. 영업외비용	0.01	0.000	0.49	0.005
VI. 경상이익	49.02	0.456	52.01	0.495
VII. 특별이익	0.00	0.000	0.00	0.000
1. 전기 오류 수정 이익	0.00	0.000	0.00	0.000
VIII. 특별손실	0.00	0.000	0.00	0.000
1. 전기 오류 수정 손실	0.00	0.000	0.00	0.000
IX. 법인세 차감전 순이익	49.02	0.456	52.01	0.495
X. 법인세비용	12.24	0.114	11.41	0.109
XI. 당기순이익	36.78	0.342	40.59	0.387

129억 원인데 그 중 임대보증금이 79억, 이연법인 세대가 36억 원으로 두 부채가 90%정도를 설명한다. 부채의 특징은 비이자성 부채라는 점이다.

H산업의 손익계산서는 <표 2>와 같다. H산업의 수익은 임대관리용역수익, 임대수익, 관리수익, 주차수익 등으로 구분된다. 손익계산서에서 수익은 매출을 구성하는 시설관리사업부문과 임대사업부문의 비중이 크며 또한 지분법평가이익이 20%가 넘어 큰 비중을 차지하고 있다. 원가 중 상대적으로 큰 비중을 차지하는 계정은 급여, 청소비, 용역비 등이다.

2.2 자산가치평가

기업의 가치를 자산가치관점에서 분석할 때는 업종과 업황에 따른 전략적 관점에서 접근해야 한다. 즉, 사양산업의 경우에는 청산가치적 관점의 평가가 필요한 반면 성장산업의 경우에는 현행가치적 관점에서 평가를 해야 한다.

H산업의 경우에는 청산가치적 관점에서 접근했는데 산업의 특성상 성장성이 제한되어 있고, 자산에 대해 일반적으로 낮은 가액을 부여하는 보수적 관점에서 평가를 하는 것이 적합하기 때문이다.

H산업재무제표에서 중요성과 변동성을 감안하면 재평가의 여지가 있는 계정과목은 유가증권, 토지 그리고 건물이다. 유동자산과 기타투자자산 그리고 토지와 건물을 제외한 고정자산은 금액의 비중도 작고 장부가치가 공정가치와 큰 차이가 없으므로 재평가대상에서 제외하고 합산한다.

중요성의 정도에 따라 재평가된 자산가치의 결과는 <표 3>과 같다. <표 3>은 유가증권은 시가법으로, 토지는 공시지가로, 건물은 장부가액으로 재평가한 표이다.

투자유가증권은 회계기준에 따라 지분법으로 계상되어있다. 지분법(equity method)은 투자회사가 지분법적용대상회사의 순자산가치의 변동을 투자주식의 가치에 반영하는 회계처리방법이지만 청산가치 관점에서 본다면 공정가액법(fair value

<표 3> H산업의 주요 자산 재평가 결과

계정	51기 장부가치 2004년12월31일	조정액	51기 시장가치 2004년12월31일
I. 유 동 자 산	45.85	0	45.85
II. 고 정 자 산	1,077.22	0	1,118.55
(1) 투 자 자 산	278.59	0	114.36
1. 유가증권	266.24	-160.18*	106.06
2. 기타투자자산	8.30	0	8.3
(2) 유 형 자 산	798.63		1004.19
1. 토 지	700.26	207.16**	907.42
2. 건 물	110.94	0	110.94
감가상각누계액	-20.56	0	-20.56
3. 기타고정자산	7.47	0	7.47
감가상각누계액	-1.08	0	-1.08
자 산 총 계	1,123.07		1,164.40

〈표 4〉 투자유가증권 평가 (단위: 원 / 주)

주식구분	주식수	장부가치 (주당가치)	공정가액가치 (주당가치)	차이
계양전기	3,038,230	98.48억 (3241원)	37.83억 (1245원)	-60.65억 (-1996원)
한국제지	281,955	167.75억 (59498원)	68.23억 (24200원)	-99.52억 (-35298원)
투자주식		266.24억	106.06억	-160.18억

method)을 사용하는 것이 분석의 목적에 맞다. K전기와 H제지의 2004년 12월 30일 종가기준 평가치는 〈표 4〉와 같다. 2004년말 종가는 K전기는 1,245원 H제지는 24,200원이었는데 이는 장부가치에도 미치지 못하는 가격이다. 따라서 이들 유가증권의 공정가액은 지분법으로 평가한 가치에서 약 160억원의 감액이 필요하다.

토지의 가치에 대한 구체적인 정보는 사업보고서에서 알 수 있는데 이는 〈사업의 내용〉중 〈생산 및 설비에 관한 사항〉에서 세분화되어 제공된다. 토지의 장부가액은 취득 당시의 가치 혹은 재평가 당시의 가치로 표시되는데 동사의 경우 2000년에

자산재평가를 한 가치를 기준으로 계상되어 있다. 2004년의 공정시가는 2004년 말 현재 공시지가를 기준으로 평가하였다. 실제 시가는 공시지가보다 높은 경우가 일반적이지만 보수적인 관점에서 평가하고자 역시 사업보고서에서 제공되는 공시지가를 기준으로 재평가하였다. 요약하면 공시지가로 환산된 토지의 가치는 위와 같이 장부가치보다 279억 원 정도 높은 것으로 나타났다. 부가적으로 실제거래가격은 장부가액보다 20%정도 높게 형성될 것으로 추정된다. 특히 2003년 이후 시작된 부동산 가격 양등을 감안하면 20%이상 상승했을 가능성이 충분하다.

〈표 5〉 토지 평가 (단위: 원 / 평)

토지구분	면적	장부상금액 (평당금액)	공시지가금액 (평당금액)	차이 (평당차이금액)
서울 북창동	1490평	544.48억 (3654만원)	751.65억 (5045만원)	207.17억 (1391만원)
서울 서초동	598평	113.04억 (1890만원)	191.21억 (3198만원)	78.17억 (1308만원)
서울 성수동	83평	10.36억 (1248만원)	5.19억 (625만원)	-5.17억 (-623만원)
부산 중앙동	215평	19.45억 (905만원)	19.79억 (920만원)	0.34억 (15만원)
강원도 동해	2446평	12.92억 (53만원)	12.05억 (49만원)	-0.87억 (-4만원)
합계	4832평	700.25억	979.89억	279.64억

건물에 대한 정보는 <표 6>과 같다. 건물은 토지와 달리 장부가치가 재산세 과세표준보다 높다.

부채가치의 경우 전환사채나 신주인수권부사채에 대해서는 희석화의 문제를 고려해야 하고, 회사채가 있다면 적절하게 평가되었는지 점검할 필요성이 있으나 동사의 경우 부채금액이 크지 않고 성격도 임대보증금과 퇴직급여충당금과 같은 비이자성 부채이므로 장부가액이 그대로 공정가액으로 평가 될 수 있다.

주주가치는 재평가된 자산가치에서 부채가치를 차감하고 남은 금액이다. 일반적으로 투자자는 주주가치가 시장에서 거래되는 시가총액보다 높으면 저평가 되었다고 판단하고 낮으면 고평가 되었다고 판단한다.

본 사례연구는 자산가치가 높게 평가되거나 낮게 평가되거나 혹은 중간 정도로 평가되는 3가지 관점에서 주주가치를 산출해 본다. 첫째, 낙관적 평가에서는 투자주식이 지분법으로 평가되고 토지는 실제 시세로 평가하며 건물은 장부가치로 평가한 것을 가정한다. 투자주식은 시가법보다 지분법이 높게 평가되어있고 지분법이 H제지나 K전기의 순

자산가치에 근접해 있으므로 실제 기업 매각시에는 순자산가치로 매도될 가능성이 크다. 토지는 거래 시세를 가정하는데 대체로 거래시세는 공시지가보다 20%정도 높은 것으로 가정한다. 건물은 장부가치로 환산하는데 장부가치가 가장 높은 가치이기 때문이다.

둘째, 중립적 평가는 낙관적 상황과 비관적 상황의 중간 정도의 상황을 가정하였다. 즉, 투자유가증권은 시장가치로 평가하고 토지는 공시지가로 건물은 과세표준으로 산출한다.

셋째, 비관적 평가시 투자유가증권은 시가법으로 토지는 장부가치로 건물은 장부가액의 20%수준으로 평가한다. 토지는 2000년 수준 가치로 부동산 가격이 상승하고 있는 분석시점에서는 상당히 보수적인 견지라고 할 수 있지만 급매물로 매각할 경우 형성될 가능성도 존재한다. 부동산 거래 시 오래된 건물은 실제 거의 가치를 받지 못하는 경우도 있지만 동사의 건물 중에는 신규건물도 존재하므로 건물장부가치의 20%로 가정하였다.

각각의 가정에 따라 산출된 주주가치는 <표 7>과 같으며 2004년 말 시점을 기준으로 자산가치 관점

<표 6> 건물 평가 (단위: 원 / 평)

건물구분	면적	장부상금액 (평당금액)	재산세과표 (평당금액)	차이 (평당차이금액)
서울 북창동	4,223평	21.92억 (52만원)	27.97억 (66만원)	6.05억 (14만원)
서울 서초동	3,210평	34.64억 (108만원)	28.22억 (88만원)	-6.42억 (-20만원)
서울 성수동	533평	20.07억 (376만원)	5.00억 (94만원)	-15.07억 (-282만원)
부산 중앙동	1,030평	11.61억 (113만원)	7.38억 (72만원)	-4.23억 (-41만원)
강원도 동해	700평	2.13억 (30만원)	1.40억 (20만원)	-0.73억 (-10만원)
합계	9,696평	94.76억	69.97억	-20.40억

〈표 7〉 시나리오별 자산가치평가결과

상황	주주가치(억원)	가정
낙관적 평가	1,453.78	투자주식지분법/토지거래시세/건물장부가치
중립적 평가	1,092.84	투자주식시가법/토지공시지가/건물과세표준
비관적 평가	758.18	투자주식시가법/토지장부가치/건물장부가치의 20%

의 주주가치는 중립적 평가가 현실적이다.

위에서는 자산과 부채의 가치 평가를 통해 투자의사결정을 위한 정보를 가공해 보았다. 요약하면 자산과 부채의 가치 평가는 일차적으로 대차대조표의 장부가액을 검토해야 하고 이차적으로 사업보고서 등의 자료를 이용한 세부가치를 검토하는 과정으로 구성된다.

2.3 수익가치평가

수익가치를 평가하기 위해서는 기업의 이익구조에 대한 면밀한 검토가 필요하다. 좋은 기업이란 초과이익을 장기간 향유할 수 있는 기업으로 정의된다. 초과이익을 확보하기 위해서는 진입장벽이 존재해야 한다. 진입장벽은 브랜드파워, 규모의 경제, 높은 기술력 등으로 형성된다. 초과이익의 여부는 재무정보로부터 확인할 수 있다. 즉, 수년간 경쟁기업에 비해 충분한 이익을 지속적으로 거두었는지를 통해 회사의 진입장벽의 강도를 알 수 있다.

기업의 장기간의 수익구조를 분석하여 이익의 안정성과 지속성을 가늠해 볼 수 있다. 기업의 이익이 안정적이고 지속적이라면 가치평가분석이 쉬울 뿐 아니라 정확할 수 있다. 반면 이익이 불안정하고 단속적(斷續的)이라면 가치평가분석이 어려울 뿐 아니라 측정치의 정확성도 많이 떨어진다.²⁾

본 사례 연구에서 H산업의 수익가치 평가방법은

Graham과 Dodd가 사용했던 잉여현금흐름 할인법을 이용한다. 잉여현금흐름 할인법은 잉여현금흐름(Free Cash Flow)을 가중평균자본비용으로 할인하여 가치를 산출하는 방법이다.

H산업의 과거 15년간 경영성과의 시계열 추이는 〈표 8〉과 같다.

동사의 매출은 90년부터 97년까지 꾸준히 증가하다가 외환위기 이후 매출액이 20%감소하는 위기를 맞이하였으나 2000년부터 회복하기 시작하여 2003년에는 외환위기 이전 수준까지 상승하였다. 15년간의 매출추이를 보면 35억 원에서 107억 원으로 3배가량 증가하였다. 이러한 증가율을 복리로 환산하면 H산업은 연 7.7%의 매출액증가율을 보이고 있다.

영업이익은 매출액과 유사한 형태로 90년에 약 10억 원대에서 2004년 20억 원으로 2배가 증가하였고 평균적으로 연 4%의 상승하여 매출액보다는 상승폭이 작았고 이는 매출액의 연평균증가율(7.7%)보다 영업비용의 연평균증가율(9%)이 더 크기 때문이다.

당기순이익은 매출액보다 더 안정적이며 상승 추세를 보이고 있다. 90년의 10억 원대에서 2000년대에 40억 원대로 3배 정도 증가했고 이는 연평균 7.6%정도의 안정적인 상승 추세를 유지한 것이다.

경영성과의 추이를 살펴보면 동사의 기업상황을 알 수 있다.

2) 기업의 장기간의 수익구조를 정성적 관점에서 연구한 이론으로는 경쟁분석, 제품수명주기이론 등이 있다. 두 방법의 논점은 진입장벽과 성장성 관점에서 기업의 수익성이 얼마나 확보될 수 있는지 여부를 분석하는 것이다.

〈표 8〉 H산업의 경영성과 (단위: 억 원)

연도	매출액	판매비및관리비	영업이익	영업외수익	영업외비용	경상이익	당기순이익
2004년	107.74	86.49	20.92	28.10	0.01	49.02	36.78
2003년	105.00	81.81	23.18	29.31	0.49	52.01	40.59
2002년	99.89	79.73	20.16	42.98	1.22	61.93	44.05
2001년	94.39	78	16.39	35.16	1.66	49.9	35.38
2000년	82.95	72.28	10.67	19.74	0.3	30.11	20.66
1999년	80.6	72.63	7.97	23.44	2.26	29.15	20.28
1998년	85.58	73.02	12.55	16.24	0.41	28.38	21.46
1997년	101.38	74.78	26.6	8.86	0.43	35.03	23.23
1996년	92.65	77.51	15.14	6.34	5.02	16.47	10.21
1995년	75.05	55.46	19.59	6.22	1	24.81	17.18
1994년	67.43	48.15	19.28	4.59	0.64	23.24	16.74
1993년	61.78	42.99	18.79	5.08	0.96	22.91	21.27
1992년	55.57	36.09	19.48	5.5	1.36	23.61	18.39
1991년	47.91	32.09	15.82	4.39	4.78	15.43	9.99
1990년	35.43	23.84	11.59	9.17	3.06	17.7	12.24

첫째, 매출액과 이익이 상승 추세를 보이고 있다. 이는 경제상황과 산업의 특성과 밀접한 연관이 있다. 일반적으로 시설관리사업과 임대사업은 물가 상승을 반영하여 견조(堅調)한 상승추세를 나타낸다.

둘째, 매출액과 이익의 변동폭이 적고 안정적이다. 그 이유는 H산업의 계약 형태와 관련되는데, H의 시설관리사업은 특수관계인의 부동산을 관리하는 안정적인 매출구조를 가지고 있고 임대사업 역시 우수한 입지를 바탕으로 안정적으로 임대 가능한 상황이다.

이러한 측면에서 향후 현금흐름에 대한 예측은 상당히 신뢰성이 있다. 2004년을 기준으로 잉여현금흐름을 산출해 보면 〈표 10〉과 같다.

동사의 영업이익은 11억 원에서 20억 원으로 15년 동안 안정적이고 꾸준하게 성장하였다. 따라서 현재시점의 영업이익을 근거로 잉여현금흐름을 산출할 수 있으며 〈표 10〉에서와 같이 한계세율을

적용하여 세후영업이익을 산출한 뒤 감가상각비를 합산하면 총현금흐름이 산출된다.

운전자본은 영업용 유동자산에서 영업용 유동부채를 차감한 부분을 의미한다. 영업용 유동자산은 매출채권이나 재고자산처럼 영업활동에서 발생하는 자산을 의미하며 현금이나 단기금융상품은 제외된다. 여기서는 매출액의 1%를 영업현금으로 계산하였다. 영업용 유동부채는 영업활동에서 발생하는 매입채무 등을 의미하며 단기차입금 등은 영업과 직접관련이 있다고 판단하기 어렵기 때문에 제외하였다.

설비투자는 전기대비 증가한 당기 설비투자액에 당기의 감가상각비를 합산한 금액을 의미한다. 유지자본지출은 운전자본의 증감과 설비투자의 증감 그리고 기타영업자산의 증감을 합산한 금액이다.

잉여현금흐름은 총현금흐름에서 유지자본지출을 차감한 금액이며 영업가치란 잉여현금흐름을 가

〈표 9〉 H산업의 재무비율

연도	매출액 증가율	영업이익 증가율	경상이익 증가율	당기순이익 증가율	매출액 영업이익률	매출액 경상이익률	매출액 당기순이익률
2004년	0.03	0.06	-0.10	-0.04	0.19	0.45	0.34
2003년	0.05	0.03	0.15	-0.32	0.22	0.50	0.39
2002년	0.06	0.02	0.23	0.22	0.20	0.62	0.44
2001년	0.14	0.08	0.54	0.78	0.17	0.53	0.37
2000년	0.03	0.00	0.34	-0.16	0.13	0.36	0.25
1999년	-0.06	-0.01	-0.36	0.44	0.10	0.36	0.25
1998년	-0.16	-0.02	-0.53	0.83	0.15	0.33	0.25
1997년	0.09	-0.04	0.76	0.40	0.26	0.35	0.23
1996년	0.23	0.40	-0.23	0.02	0.16	0.18	0.11
1995년	0.11	0.15	0.02	0.36	0.26	0.33	0.23
1994년	0.09	0.12	0.03	-0.10	0.29	0.34	0.25
1993년	0.11	0.19	-0.04	-0.08	0.30	0.37	0.34
1992년	0.16	0.12	0.23	0.25	0.35	0.42	0.33
1991년	0.35	0.35	0.36	-0.52	0.33	0.32	0.21
1990년					0.33	0.50	0.35
평균	0.077	0.090	0.040	0.078	0.230	0.398	0.289

〈표 10〉 잉여현금흐름(Free Cash Flow)을 이용한 수익가치평가과정 (단위:억원,%)

계정	산식	2004년 기준	산출근거
영업이익	A	20.93	손익계산서
한계세율	B	25%	법인세비용/법인세차감전순이익
세후영업이익	$C=A*(1-B)$	15.70	
감가상각비	D	5.38	현금흐름표
총현금흐름	$E=C+D$	21.08	
운전자본의 증감	F	1.36	대차대조표
설비투자	G	-0.03	대차대조표
유지자본지출	$H=F+G$	1.33	
잉여현금흐름	$I=E-H$	19.75	
할인율	J	0.070	CAPM으로 산출
영업가치	$K=I/J$	283.99	
비사업자산가치	L	320.55	현금성자산+단기금융상품+투자자산
부채가치	M	121.90	비이자성부채를 제외한 부채
주주가치	$N=K+L-M$	482.64	
유통주식수	O	97,8만주	
적정주가	$P=N/O$	4,935.02	

(표 11) 시나리오별 수익가치평가(투자유가증권시가법평가)(단위: 억 원)

	성장률				
		0%	2%	4%	6%
할인율	5%	379.51	642.86	1,959.64	N/A ³⁾
	7%	266.64	379.51	642.86	1,959.64
	10%	181.99	231.37	313.67	478.26
	12%	149.07	181.99	231.37	313.67
	15%	116.15	136.41	164.03	203.93
	20%	83.23	94.20	107.92	125.56
	25%	63.48	70.35	78.53	88.43

중평균자본비용으로 할인한 금액이다. 가중평균자본비용은 자기자본비용과 타인자본비용을 시장가치에 따라 가중하여 계산한다. H산업의 경우 이자성부채가 없기 때문에 자기자본비용과 가중평균자본비용이 동일하다.

자기자본비용의 산출방식은 여러 가지가 있지만 여기서는 자본자산가격결정모형(CAPM)에 의해 계산하였다. H산업의 2004년 이전 48개월 기간 동안 주식의 월별수익률과 주가지수의 월별수익률을 이용하여 산출한 베타는 0.487이며 코스닥지수

의 월별수익률을 이용하여 산출한 베타는 0.485이다. 거래소와 코스닥 양시장 지수를 이용한 베타값은 유사하였기 때문에 잉여현금흐름의 계산 시에는 H산업의 베타수치로 0.49를 이용하였다. 한국신용평가의 데이터베이스에서 산출한 베타도 2005년 기준 0.41로 유사한 수치로 나타났다. 베타가 현저히 적은 이유는 안정적인 사업구조와 재무구조 그리고 변동성이 적은 주가 움직임 때문이라고 추론할 수 있다. 무위험이자율은 2004년 12월말 당시 3년 만기 국고채 수익률인 3.28%를 사용하였고

(표 12) 시나리오별 수익가치평가(투자유가증권 지분법평가)(단위: 억원)

	성장률				
		0%	2%	4%	6%
할인율	5%	593.69	857.04	2,173.82	N/A
	7%	480.82 ⁴⁾	593.69	857.04	2,173.82
	10%	396.17	445.55	527.85	692.44
	12%	363.25	396.17	445.55	527.85
	15%	330.33	350.59	378.21	418.12
	20%	297.41	308.38	322.10	339.74
	25%	277.66	284.53	292.71	302.61

3) 성장이 할인율보다 낮아야 한다는 가정에 맞지 않기 때문에 성장 6%에 할인율 5%인 기업가치는 도출될 수 없다.
 4) 시나리오 분석에서는 할인율을 7%로 계산하고 위의 계산과정에서는 소수점 4자리를 이용하여 산출하면서 약간의 차이가 발생하였다.

리스크프리미엄은 김권중(2001)의 연구에 기초하여 7.5%를 적용하였다.

비사업자산가치는 현금 및 현금등가물, 단기금융상품, 투자자산으로 구성되었다. 현금 및 현금등가물은 영업 현금을 제외한 모든 현금이 포함되며 투자자산은 계산의 편의상 장부가치를 그대로 이용하였다. 자산가치평가와 마찬가지로 보수적인 관점을 견지한다면 공정시가법을 적용하면 좀 더 안전하게 평가될 것이다.

부채가치는 영업용 유동부채를 제외한 모든 부채를 포괄하며 동사의 경우 임대보증금, 퇴직급여충당금, 이연법인세대로 구성된다.

이렇게 계산된 영업가치에 비사업자산가치를 더한 전체자산가치에서 부채가치를 차감하면 주주가치가 산출되고 주주가치를 주식수로 나누면 최종적으로 주당 적정주가가 산출된다.

지금까지의 평가방법을 정리하면 7%의 가중평균 자본비용으로 할인하였고 무성장을 가정하였다. 비사업자산 중 중요한 비중을 차지하는 투자유가증권은 시가법보다 높은 가치가 산출되는 지분법을 적용하여 계산하였다.

자산가치 평가 시에도 논의되었지만 비사업자산으로 구분된 투자유가증권은 시장가치로 산출할 경우와 지분법으로 산출할 경우 106억 원 정도의 차이가 발생한다. 이에 몇 가지 상황을 가정하여 각각의 경우 주주가치가 어떻게 변화하는지 표를 통해 시나리오 분석을 할 수 있다.

우선 비사업자산에서 투자유가증권을 시장가치로 가정한 상황에서 성장률과 할인율의 차이에 따른

주주가치의 변화는 다음과 같다. 위의 산출과정에서 도출된 가치는 무성장에 7%할인율에 지분법으로 산출된 가치이다.

투자유가증권을 지분법으로 평가하여 비사업자산의 가치를 산정한 경우 성장률과 할인율에 따른 주주가치의 변화는 다음과 같다.

동사의 적정가치는 7%할인율에 4%정도의 성장을 가정하고 투자유가증권은 시가법을 적용하는 것이 합리적으로 판단된다. 동사의 자본비용은 낮은 베타로 인해 하향 안정화 되어 있기 때문에 7%의 할인율이 적절하다. 또한 과거 15년 동안 매출액과 당기순이익이 7%, 영업이익이 9%씩 꾸준히 증가하였으므로 향후에도 적절한 성장이 기대되나 성장성이 약화될 것으로 가정하여 4%정도의 향후 성장을 가정한다. 또한 투자유가증권은 시가법을 적용하여 보수적으로 산출한다. 이러한 가정 하에 제시된 수익가치는 642.86억 원이다.

2.4 가치평가요약

가치평가 결과 중 좀 더 현실적인 가정에 근거한 결과를 요약하면 <표 13>과 같다.

자산가치 관점에서는 10,000원이 넘는 내재가치가 형성되지만 수익가치 관점에서는 6,000원 정도가 적절할 것으로 판단되는데 이는 경영의 비효율과 자산의 수익성 저하에서 기인한다. 자산과 경영의 구조조정을 통해 수익가치를 자산가치수준 이상으로 향상시킬 수도 있다. 향후 경영진의 노력에 따라서는 수익가치의 증진도 기대된다.

<표 13> 가치평가요약

분류	가정	주주가치(억원)	주가(원)
자산가치	중립적 평가	1,092.84	11,174
수익가치	4%성장 / 7%할인 / 시가법	642.86	6,573

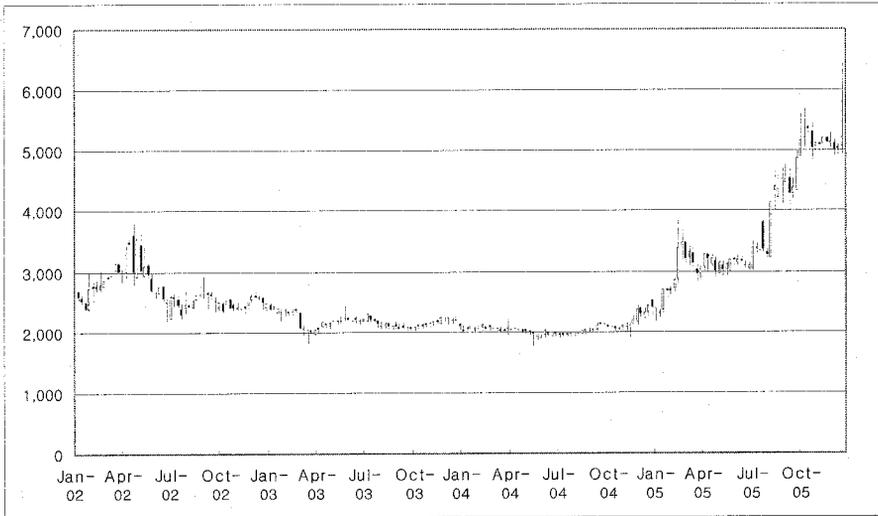
III. 투자과정

3.1 주가상황

H산업의 2002년부터 2005년까지 주간으로 본 주가추이는 다음과 같다.

H산업의 투자기회가 존재했는지를 그래프와 표

를 통해 확인할 수 있다. 4년 동안의 주가추이는 개략적으로 2,000원과 2,500대에서 형성되어 있음을 확인할 수 있는데 본 사례의 분석기간인 2004년 말 시점에도 2,400원으로 장을 마감했고 이 시점의 시가총액은 237억 원으로 자산가치와 비교하여 크게 저평가되었음을 알 수 있다. 부동산 가치의 상승으로 자산가치의 증가가능성이 컸음도 불구하고 H산업은 적정주가에 비해 현저히 저평가



〈그림 1〉 H산업의 주가추이

〈표 14〉 H산업의 시장상황 (단위: 원, 억 원)

	최고주가	최저주가	평균주가	연도 증가	시가총액
2002년	3,800	2,200	2,689	2,490	246
2003년	2,490	1,810	2,176	2,190	216
2004년	2,530	1,780	2,052	2,400	237
2005년	6,430	2,175	3,801	5,770	569

〈표 15〉 2004년 말 저평가정도

기준	내재가치 (원)	주가 (원)	저평가율	상승여력
자산가치	11,174	2,400	0.21	3.66
수익가치	6,573	2,400	0.37	1.74

되어 있었다.

3.2 투자전략

적절한 가정하에 산출된 자산가치와 수익가치를 주가와 비교해보면 2004년 말 현재 주식가격은 자산가치의 20%, 수익가치의 37% 수준이다. 향후 주식가격이 내재가치 수준까지 상승한다고 가정하면 H산업 주가의 상승여력은 자산가치기준 366%, 수익가치기준 174%로 매우 높다.

투자에서 중요한 것은 매수단가, 매도단가 그리고 투자기간이고 이 세 변수에 의해 연평균 투자수익률이 결정된다. 주가가 내재가치까지 도달하는 기간에 따라 연평균 수익률은 달라질 수 있다. 시간에 따른 매수가격과 목표가격간의 투자기간별 복리수익률을 나타내는 성과표는 <표 16>과 같다.

투자자가 결정할 수 있는 것은 내재가치보다 충분히 낮은 주식을 매입 투자하는 것이다. 목표가격이 언제 도달할지는 투자자가 정할 수 있는 문제가

아니다. 또한 얼마나 저가에 매수했느냐에 따라 얼마나 오랫동안 기다릴 수 있는가를 결정하게 된다.

2004년 말의 시점에서는 내재가치를 좀 더 보수적으로 평가된 수익가치인 6,500원 수준이라고 가정해도 상승여력이 174%수준으로 높고 15년 안에 내재가치까지 도달한다면 은행금리를 초과하는 수익을 달성할 수 있는 상황이다.

3.3 시사점

H산업의 시장가치는 자산가치나 수익가치에 비해 현저히 낮다. H산업의 경우 PBR⁵⁾이 1보다 낮은데 그 원인을 분석해보면 장부가치에 비해 시장가치가 낮은 이유를 이해할 수 있을 것이다.

첫 번째 이유는 자산의 규모에 비해 기업의 수익성이 낮은 것이다. 특히 적자가 지속되고 향후에도 적자가 지속될 것으로 예상되는 기업은 PBR이 1 이하에 거래되는 것이 당연하다. H산업의 경우 자산규모에 비해 시중금리수준보다도 낮은 수익을 거

<표 16> 연도별 복리수익률 성과표

매수가격	2000원			3000원		
	10000원	8000원	6000원	10000원	8000원	6000원
1년	400.00%	300.00%	200.00%	233.33%	166.67%	100.00%
2년	123.61%	100.00%	73.21%	82.57%	63.30%	41.42%
3년	71.00%	58.74%	44.22%	49.38%	38.67%	25.99%
4년	49.53%	41.42%	31.61%	35.12%	27.79%	18.92%
5년	37.97%	31.95%	24.57%	27.23%	21.67%	14.87%
7년	25.85%	21.90%	16.99%	18.77%	15.04%	10.41%
10년	17.46%	14.87%	11.61%	12.79%	10.31%	7.18%
15년	11.33%	9.68%	7.60%	8.36%	6.76%	4.73%
20년	8.38%	7.18%	5.65%	6.20%	5.03%	3.53%
25년	6.65%	5.70%	4.49%	4.93%	4.00%	2.81%
30년	5.51%	4.73%	3.73%	4.09%	3.32%	2.34%

5) 시장가치와 장부가치를 비교하여 나타낸 지표인 PBR(Price Bookvalue Ratio)이 1보다 낮다는 의미는 장부가치에 비해 시장가치가 할인되어 거래가 되고 있다는 것을 의미한다. 적절한 자산이라면 장부가치 수준이상에서 거래가 되고 초과이익이 발생한다면 장부가치보다 훨씬 높은 프리미엄이 부가되어 거래될 것이다.

두고 있다는 점을 고려할 수 있다.

두 번째, 낮은 기업이 보유한 자산의 질이 낮은 경우이다. 자산의 가치를 실제 조사해보면 장부가치보다 실제 공정가치가 낮은 경우가 존재할 수 있다. 예를 들어 고가에 구입한 토지가 현재시세보다 못 미치는 경우도 발생할 수 있다. 일본의 경우 부동산 버블이 붕괴되면서 버블 전에 구매한 토지의 가치가 시장가치보다 높게 계상된 경우가 발생하였다. 핸드폰 제조회사 같은 경우 유행이 지난 채고 자산의 가치는 장부가치보다 낮거나 가치가 없을 수 있다. 그러나 H산업의 경우에는 해당되지 않는다.

세 번째, 주식시장의 침체가 원인이 될 수 있다. 2000년 이후 코스닥 시장에 대한 불신이 팽배해 있었다. 2000년 코스닥 열풍이 붕괴되면서 엄청난 손실을 본 투자자들은 코스닥 기업에 대한 불신과 외면으로 일관하였다. 코스닥 시장침체로 코스닥의 우량기업들도 낮은 주가가 형성되는 경우가 많았다. 외환위기나 911테러와 같은 시장급락기에는 내재가치와는 상관없이 투매로 인해 우량주들이 엄청나게 저가에 거래되는 사례가 존재한다.

H산업의 경우 구조조정을 통해 시장가치를 높일 여력이 있다. 동사의 가장 큰 문제는 높은 자산가치에 훨씬 못 미치는 수익가치이다. 1000억원대 자산이라면 시중금리 5%를 적용하여도 50억원의 수익이 발생하는데 H은 동일한 자산으로 40억원의 당기순이익과 20억원의 영업이익을 얻고 있다. H산업의 시장가치를 제고할 수 있는 전략으로 우선 자산별 수익성을 산출한 뒤 수익성이 일정수준 못 미치는 자산은 매각하고 새로운 자산을 매수하는 것이 필요하다. 자산별 수익성은 부동산별, 투자유가증권별, 사업부문별로 검토할 필요가 있다. 만약 투자수익이 시중금리보다 높은 투자처가 없다면 주주가치 제고를 위해 자사주 소각도 고려할 수 있다. 자사주소각을 할 경우 주당순이익이 증가하고 주가는 오르게 된다.

H산업은 M&A의 대상이 되기에 충분한 조건을 가지고 있다. 외부에서 H산업을 M&A한다면 수익성 낮은 자산을 매각하여 M&A시 발생한 비용을 충당하고 남은 자산은 수익성이 높은 자산이므로 주가가 상승할 가능성이 있기 때문이다. 1000억 원이 넘는 자산을 250억 원에 매수할 수 있다면 청산가치 관점에서도 3배가 넘는 이익이 발생한다. 물론 대주주의 지분율이 높고 M&A를 시도하는 경우 추가적인 주가상승으로 M&A비용은 높아질 것이다.

H산업이 저평가되어 있다는 점은 대주주도 충분히 알고 있을 것이다. 대주주 또는 경영진은 자신의 기업이 저평가 되었을 경우 지분취득이나 자사주 매입 등을 통해 저평가를 해소하려고 한다. H산업은 색다른 관점에서 저평가 이용전략을 구사하였다. 대주주의 두 자녀가 2002년부터 2004년에 걸쳐 지분의 15%씩을 각각 인수한 것이다. 1000억원대 자산의 15%라면 150억원인데 이를 35억원으로 인수한 것이다. 이는 저평가된 회사를 증여의 방법으로 활용하여 합법적인 절세전략을 구사한 것이다.

3.4 투자 결정

Mr.Yoon은 H산업의 자산가치와 수익가치를 적절하게 평가하고 시장에서 거래되는 주가를 보았다. 순간 무언가 엄청나게 목직한 대어를 낚는 느낌이 들었다. 1000억 원짜리 자산가치를 250억원으로 매입할 수 있다니.. 순간 M&A라도 하고 싶다는 생각이 들었다. '이는 10억짜리 아파트가 2억 5000만원에 거래되는 것이 아닌가? 전세가의 반도 안 되는 가격에 아파트를 살 수 있다니.'

3000원에 매수해도 6000원까지 5년 안에 도달한다면 복리수익률이 14.67%이고 시장이 장기 침체 되어서 10년 안에 목표가격에 도달해도 7.18%

로 현행 시중금리보다 훨씬 높은 선택이었다. 만약에 주가가 하락한다면 매수강도를 높일 필요성까지 느꼈다.

한편으로 왜 이렇게 낮은 주가가 형성되었는지에 의문이 생기기 시작했다. 우선 부동산시장이 극심한 침체인지 언뜻 생각해 보았다. 그러나 부동산은 점점 열기를 더해가고 있었다. H산업이 자산규모에 비해 적은 수익이 나는 점이 떠올랐다. 또한 사업의 성장성에 대한 의구심 때문에 저평가되었다는 생각을 하였다. 그리고 2000년 이후 코스닥시장에 대한 불신으로 무차별적인 하락이 그 원인일 것이란 생각이 들었다. 그러나 분석결과 매년 6% 정도의 성장을 거뒀고 성장성이 완만해질 가능성은 있지만 임대부동산의 우량한 입지덕분에 임대소득 역시 인플레이션에 적절히 대응하면서 상승시킬 수 있다고 판단되었다. 결국은 코스닥 시장의 장기 불황이 가장 큰 원인일 것이란 생각을 하게 되었다.

Mr.Yoon의 펀드는 2004년 2분기를 시작으로 H산업의 주식을 급속도로 매수하기 시작했다. 매수가격이 3000원 이하라면 10년 동안 투자해도 시중금리를 상회하는 수익률이 가능하다고 판단했기 때문이다.

<관련기사>

'아담한 새얼굴' 땡기네 .. 외국인, 현진소재등 매입 (2005/02/23 17:27:04 한국경제)

외국인들이 최근 중소형주 지분을 잇따라 사들이고 있다. H산업, 엔빅스, 한국볼트 등 그 동안 입질조차 없던 "뉴페이스"들을 조금씩 매집 중이다. 매입 대상업체는 뚜렷한 재료도 없고 거래량도 대부분 5만주를 밑돌고 있지만 흑자 기초가 탄탄한 실적주라는 공통점을 갖고 있다. 외국인 매수세로 최근엔 거래도 크게 늘었다.

3.5 투자의 정리

2004년 4분기부터 시작된 코스닥시장의 2차 활

황을 기점으로 H산업의 주가는 2005년 1년여에 걸쳐 꾸준한 상승을 지속했고 펀드가 H산업의 지분을 처분한 시점인 2005년 말 동사의 주가는 주당 5천원 후반대를 기록했으며 이는 투자원금 대비 150%를 초과하는 실현이익이었다. (동기간 코스닥 지수의 상승률은 63%였다.)

<관련 기사>

(특징주) H산업 연일강세..코스닥 대표 자산주 (2005/10/04 10:01:07 이데일리)

H산업 (034810)이 코스닥 대표 자산주로 부상하며 급등세를 타고 있다. 4일 오전 9시59분 현재 H산업 주가는 직전 거래일보다 3.07% 상승한 5030원을 기록하고 있다... H산업은 코스닥 시장 내 대표적인 자산주로 꼽힌다. H산업은 자가 빌딩을 가지고 빌딩을 관리하는 동시에 임대해주는 사업을 주력으로 ... 최근 급등에도 여전히 자산가치 대비 저평가 돼 있다는 것이 증권업계의 판단. 현 주가 5030원 기준 H산업은 시가총액은 492억 원. 시가총액 규모가 자산규모의 절반을 밑돌고 있다.

IV. 결론

본 사례 연구에서는 재무제표와 사업보고서를 활용하여 투자전략을 구사하는 방법과 과정을 통해 재무제표와 사업보고서 그리고 Graham과 Dodd의 가치평가방법을 이용한 가치투자전략에 대한 이해와 활용에 관한 사례 연구를 진행하였다. 코스닥의 자산주인 H산업의 대차대조표와 사업보고서의 생산 및 설비에 관한 사항을 이용하여 자산가치를 평가하고 손익계산서와 사업의 개요를 통해 수익가치를 평가하였다. 평가결과 산출된 내재가치와 시장가치와의 차이를 통해 저평가의 정도를 확인하고 평가 시점 이후 주가 추이를 관찰한 결과 시장가치가 내재가치에 가까워지는 과정을 볼 수 있었다.

본 사례연구를 통해 재무제표가 왜 중요한지 재무제표를 어떻게 활용할 수 있는지를 이해할 수 있을 것이다. 학습자들은 재무제표의 유용성과 활용 방법을 피상적으로 이해하고 있었을 것이다. 이번 사례연구는 구체적이고 실용적인 예시를 통해 재무제표의 의미와 중요성을 심층적으로 체감할 수 있는 기회를 제공하고 있다.

기본적인 재무제표와 함께 사업보고서를 통해 더 많은 재무정보를 활용하는 방법을 제시하였다. 사업보고서를 통해 재무제표를 좀 더 심층적으로 이해하고 활용할 수 있다는 점을 예시하였다.

본 사례연구는 가치투자방법에 관한 간략한 예시를 제공했다는 점에서 의의가 있다. 기존의 투자론 관점에서는 시장의 효율성을 중시한 결과 회계정보의 활용을 통한 투자방법론에 대한 학습이 소홀한 점이 있었다. 그러나 본 사례는 회계정보를 적극적으로 활용하여 새로운 가공정보(processed information)을 생산하는 과정을 학습함으로써 회계정보를 기초로 정보 가공 및 활용의 예시로 사용할 수 있다.

참고문헌

- 김권중, 김문철(2005), "재무제표분석과 가치평가," 산문출판
- 김찬일(2005), "기업가치평가," 경문사
- 대신경제연구소역(1997) "주식스타일에 의한 자산운용전략," 대신경제연구소
- Bruce C. N. Greenwald, Michel van Biema, Judd Kahn, "Value Investing", John Wiley & Sons, 2001
- Tom Copeland, Tim Koller, Jack Murrin, "Valuation," John Wiley & Sons, 2004
- Benjamin Graham(2002), "Security Analysis" The Classic 1940 Edition, McGraw-Hill Trade
- 김권중, 김진선(2001) "자본비용 및 유효이자율 측정" 한국회계연구원 연구보고서 (제12호)
- R.J. Ball, P Brown(1968) "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers," *Journal of Accounting Research*, Autumn
- S. Basu(1977), "The Investment Performance of Common Stock in Relation to Their Price-Earning Ratios," *Journal of Finance*, June
- E. Fama, K.R. French(1992), "The Cross Section of Expected Stock Returns," *Journal of Finance*, June
- E. Fama, K.R. French(1995), "Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns", *Journal of Finance*, June
- 해성산업 사업보고서 2004년- 2005년
- 한국경제신문, 이태일리
- 한국은행, 한국신용평가
- 강효석, 이원흠, 조장연(2005), "기업가치평가론," 홍문사

A Case Study of Value Investment Methodology Using Financial Statements

Dong-Hyun Hong* · Deok-Hoon Lee** · Jae-Ho Hwang***

Abstract

We developed this case to understand methodology of value-investment and to analysis the process of making investment decisions. While studying a series of analysis process, we can learn how to use firm's financial statements. Additionally, it is very important to understand the structures and contents of business reports. Business reports can lead us to make more practical applications of the methodology of value investment.

We picked up HS for case study because HS's business is simple and HS's capital structure is more stable than other firms.

HS's main assests are investment securities, real estate and buildings. We briefly explain the process of reviewing valuation of these assets. We got most data out of HS' business reports. The value of investment securities was calculated by using Equity method and Fair value method. The value of real estate was estimated from book value and fair market value.

To produce income value of HS, we used Free Cash Flow method. To calculate operating value, we considered the stability of income and firm's growth opportunity and capital cost. We analyzed HS's equity value by adding operating value to non-business assets value and deducing debt value.

In the result of comparing assets-value, income-value, market-value through the way of Graham, HS's value was far undervalued as of the end of 2004. If we bought HS's stocks in the end of 2004 and sold HS's in the end of 2005, we could make a lot of money.

Especially in view of assets-value, HS's firm value was undervalued because HS's productivity was low and stock market (KOSDAQ) was under depression.

* Sejong Cyber University, Department of Financial Technology

** Bucheon College, Department of tax and accounting

*** Hankuk University of Foreign Studies

From this case, we concluded it was very important to enhance the ability of decision making to use the financial statements. The education of accounting should change from the production of information to the use of information.

Key Words: intrinsic value, undervaluation, dividend model, PER, PBR