
신규호텔의 재무타당성분석의 적용방안

Application Method of the Financial Feasibility study of New Hotels

최복수

인하공업전문대학 호텔경영과

Bok-Soo Choi(cbs@inhac.ac.kr)

요약

경제성 분석에 의한 재무타당성 분석은 이론적으로나 실무적으로 그 타당성이 인정되고 있으나, 할인율 추정이 어려운 관례로 경제성 분석과 결과해석이 실무적으로 쉽지 않다. 따라서 본 연구는 신규호텔 건설 시 경제성 분석에 의한 재무타당성 분석의 구체적인 틀과 실무적용방법 및 기술을 제시하는데 근본적인 목적을 두고 연구하였다. 연구의 결과, 첫째, 대용베타방식에 의한 할인율(자본비용)을 실무적으로 추정하는 방식을 제시하여 경제성 분석결과에 대한 신뢰성과 타당성을 증대시킬 수 있었다. 둘째, 할인율과 현금흐름을 이용한 경제성 분석기법(순현재가법, 내부수익률법, 수익성지수법 등)에 의한 재무타당성 분석의 전체적인 틀을 설명할 수 있었다. 셋째, 재무타당성 분석의 각 단계에서 요구되는 실무적인 분석기술을 제시할 수 있었다.

■ 중심어 : | 할인율 | 현금흐름 | 순현재가법 | 내부수익률법 | 수익성지수법 |

Abstract

It is evident that a financial feasibility study based on the economic analysis has been theoretically and practically accepted in the aspect of its adequacy. However, it is not easy to apply in the practical business affairs since there exist some difficulties on the economic analysis and the interpretation of the result because of the difficulty of the estimation of the discount rate. This study aims to suggest a method of the financial feasibility study based on the economic analysis. The results of this study are as follows. First, this study can increase the reliance and adequacy of the economic analysis result by suggesting a method of estimating the discount rate by means of the proxy β method in the practical way. Second, this study can provide the overall frame of the financial feasibility study based on the economic analysis method (namely, Net Present Value Method internal rate of return, profit index method and payback period method) which use discount rate and cash flow. Third, this study can suggest a practical analysis skill required in each step of the financial feasibility study

■ keyword : | Discount Rate | Cash Flow | Net Present Value Method | Internal Rate of Return | Profit Index Method |

* 본 연구는 인하공업전문대학 2008년도 교내 연구비지원에 의하여 연구됨.

접수번호 : #080910-002

심사완료일 : 2008년 11월 12일

접수일자 : 2008년 09월 10일

교신저자 : 최복수, e-mail : cbs@inhac.ac.kr

I. 서론

오늘날 호텔기업은 질적·양적인 성장을 거듭하여 왔으나, 호텔기업이 가지고 있는 특성, 즉 물리적 시설에 대한 총투자비용이 70% - 80% 정도에 이르는 높은 영업레버리지를 갖는 특성[13]과 투자가 실현되면, 변경이 곤란한 특성, 조기 노후화 현상 및 조기 진부화 현상[9]으로 인하여 경제적 가치의 조기상실 등의 상황에 직면할 수 있다. 또한 고정자산에 대한 조기의 집중적인 투자가 이루어지는 반면에, 자본의 회수기간이 긴 약점[8], 수요에 대한 호텔상품의 비탄력성[2] 등은 투자자의사결정을 어렵게 하는 중요한 원인이 되고 있다.

이러한 이유로 신규호텔투자의 의사결정의 합리성과 효율성을 높여서 호텔의 신규투자자에 따른 위험을 최소화하고, 재무적 재앙을 회피하기 위한 재무타당성 분석은 중요한 의미를 갖는다.

그러나 신규호텔의 타당성 분석의 기존연구, 예를 들어 A.J.Games[12], T. J. Ward[18], James R. Keriser[15] 등의 기존연구에 제시된 분석모형들은 호텔타당성 분석의 각 단계만을 제시하고 있고, 특히 재무분석 부문은 주로 수익과 비용관계를 규명하는 재무제표분석을 통한 재무타당성 분석이 주를 이루고 있다. 이와 관련한 내용은 [표 1]과 같다.

표 1. 재무타당성분석모형[12]

학자명	재무분석단계	주요관점
T. J. Ward	9단계 : 추정손익계산서, 10단계: 현금흐름 추정	수익과 비용과의 관계분석으로 재무분석 종료되고, 신규기업의 경제적 가치평가의 미흡
Rutes, Faia and Penner	4단계 : 재무분석	- 상 동 -
NRA	5단계 : 추정재무제표분석	- 상 동 -
Lane and Hartesvelt	6단계 : 총투자비용, 7단계 : 재무분석	운영수익과 비용평가

- 타당성 분석의 단계 중 재무분석의 단계만을 제시하여 재구성

[표 1. 1]에 의한 재무제표에 의한 재무분석도 나름대로 의의는 있으나, 이것은 손익에 관한 평가에 지나지

않기 때문에 진정한 기업가치를 평가하여야 하는 타당성 분석의 본질적 의의에는 미흡함이 있다.

그렇기 때문에 기업의 경제적 가치까지를 추정하는 평가론적인 방법에 입각한 경제성 분석에 의한 재무타당성 분석이 이론적으로나 실무적으로 타당하다[3]. 그리고 이 방법으로 신규호텔기업의 재무타당성 분석을 하려면, 할인율의 추정은 반드시 필요하다. 왜냐하면, 순현재가의 계산시 할인율을 대입하여 계산하여야 하고, 내부수익률은 할인율과 비교하여 해석을 하여야 올바른 경제성 분석이 되기 때문이다. 그런데 많은 보고서들은 할인율의 추정없이 순현재가 추정 혹은 내부수익률을 추정하고 있다[3][8][9].

이러한 문제로 본 논자가 1995년에 제시하였던 신규호텔의 재무 타당성 분석모형[8]의 적용방법과 기법을 구체화하여 그 효율성을 높이는데 근본적인 목적을 두고자 한다. 구체적으로 본 연구는 첫째, 대용베타방식에 의한 할인율(자본비용) 추정방법을 제시한다. 둘째, 경제성분석기법(순현재가법, 내부수익율법, 수익성지수법 등)의 각 단계에서 요구되는 실무적인 분석기술을 제시하고자 한다.

이를 위하여 신규호텔의 경제성 분석을 통한 재무분석을 실무적으로 적용할 사례호텔을 선정하고, 선정된 사례호텔의 보고서를 근거로 경제성 분석을 시도할 것이다.

II. 재무타당성 분석

1. 분석의 의의

재무타당성 분석은 신규호텔의 투자비용과 수익을 바탕으로 객관적인 경제성의 여부를 확인하는 지표를 산출하는 활동이다. 그리고 재무타당성 분석은 타당성 분석과정의 마지막 단계로 신규호텔 프로젝트를 계속 진행할 것인가에 대한 투자자의사결정 자료를 최종적으로 제시하는 것이며, 분석결과는 신규호텔 건설에 따른 경제성 여부를 판단하는 중요한 기초자료가 된다. 따라서 재무타당성 분석결과의 정확성은 향후 창출될 경제적 가치(수익·손실 포함)에 대한 보다 명확한 근거를 제

공하게 되는 것이다. 따라서 재무타당성 분석의 결과는 객관성과 신뢰성을 갖추어야 한다. 이러한 의미에서 재무타당성 분석은 현재와 미래의 재무정보를 획득하기 위한 분석과정으로 기업이 장기간에 걸친 전략적이고 경제적인 성장을 위해 고려할 문제를 포함하여야 한다 [16].

2. 분석도구

재무타당성 분석은 크게 2가지로 구분하여 설명할 수 있는데, 첫째는 추정재무제표를 분석하여 계획사업의 재무적 성과를 평가하려는 방법이 있다. 즉 재무제표 분석방법은 계획사업으로부터 추정된 재무제표를 가지고 비율분석을 시행하여 유동성, 수익성, 성장성, 안정성, 활동성, 생산성 등 계획사업의 재무상태와 경영성과를 분석하는 방법이다[8]. 그러나 이러한 방법으로 입수한 정보는 재무제표가 갖는 여러 가지 한계점을 극복할 수 없는 단점을 가지고 있다. 왜냐하면, 이 방법으로 입수한 정보는 진정한 경제성을 평가하여 객관적인 판단을 가능하게 하는데 큰 도움을 주지 못하기 때문이다. 따라서 재무타당성 분석의 한 방법인 비율분석은 권장할 방법이 되지 못한다.

둘째는 재무타당성 분석의 또 다른 방법은 연도별 현금흐름을 추정하여 이를 할인율로 할인하여 경제적 가치를 평가하는 방법이 있다[8]. 이러한 논리에 따르는 경제성 평가기법은 순현재가법, 내부수익률법, 수익성지수법, 회수기간법 등이 있다. 이 평가론적인 방법에 입각한 경제성 분석방법은 신규사업의 투자타당성 분석에 있어서 여러 학자들에게 그 타당성을 인정받고 있는 방법이기도 하다[5].

그리고 특수한 목적으로 손익분기점 분석과 자금수지분석을 하는 것은 실무적으로 권장할 만하다.

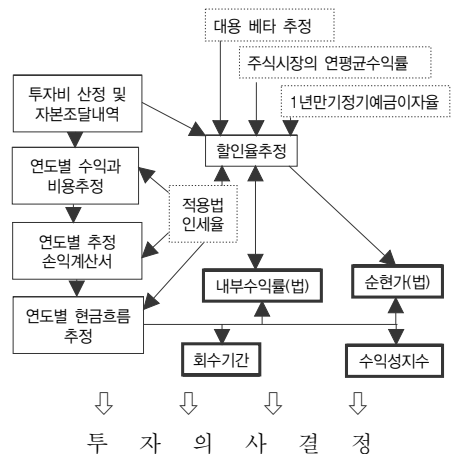
신규호텔사업의 타당성 분석은 위에서 설명한 바와 같이, 타당성 분석의 본질적인 목적이 기업가치를 추구하는 것이라면, 평가론적인 방법에 입각한 호텔기업의 가치를 추정할 수 있는 경제성 분석이 논리적으로 다른 방법보다 우수하다고 할 수 있다.

III. 재무타당성 분석모형 및 실무적용방법

1. 분석모형

앞에서 언급한 바와 같이, 경제성 분석을 통한 재무타당성 분석이 다른 방법보다 우수하다는 입장에서 사례호텔을 대상으로 그림 1. 1의 모형에 입각하여 경제성 분석을 통한 재무타당성 분석의 절차와 기법을 제시하고자 한다.

경제성 분석의 분석단계는 총투자비 및 자본조달내역-수익과 비용 추정-추정손익계산서 작성-현금흐름·할인을 추정-경제성 분석의 순으로 이루어진다. 이를 구체적으로 표현한 것이 [그림 1]과 같다. 본 연구는 [그림 1] 과 같은 분석단계를 가진다.



자료 1 : [8].을 이용하여 재구성한 것임.

그림 1. 재무타당성 분석모형

2. 추정손익계산서 작성

추정손익계산서란 미래의 일정기간 동안의 기업의 수익과 비용 및 손익을 표시한 재무제표를 말하는 것으로 매출액 계획과 비용예산 및 기타 필요한 재무예측 자료를 이용하면 작성할 수 있다[7]. 일반적인 작성절차는 예상매출액의 추정-매출원가 추정-일반관리비 및 판매비 추정-영업외 수익 및 영업외 비용 추정-법인세와 당기순이익을 계산하여 완성할 수 있다.

신규호텔의 경우, 이러한 추정손익계산서를 작성할

때 주의할 점은 적용법인세율을 결정하는 것인데, 신규호텔의 적용법인세율은 입지와 규모, 그리고 경영형태가 유사한 경쟁호텔의 법인세율을 평균하여 결정할 수 있다. 이 때 준조세에 해당하는 현금흐름을 감안하여 가감할 수 있다.

3. 현금흐름 추정

현금흐름은 투자의 경제적 타당성을 분석하는데 가장 기본적인 출발점이 된다. 왜냐하면, 투자가치에 대한 분석과 평가는 일단 미래 현금흐름을 기초로 이루어지기 때문이다.

현금흐름이란 일정기간 동안 투자와 영업활동의 결과로 발생하게 되는 총현금유입에서 총현금유출을 차감한 순차로서 투자안의 경제적 이득과 희생을 화폐가치로 측정된 것[5]이다. 그리고 신규투자에 대한 경제성 평가의 주체는 주주와 채권자가 되기 때문에, 평가의 대상은 이 사업의 결과로 주주와 채권자에게 돌아갈 정당한 보상이 되어야 한다.

한편, 추정 손익계산서 상에 나타난 계정항목을 기초로 현금흐름 추정은 주주와 채권자의 정당한 몫을 고려하여 아래와 같이 인식하는 것이 합리적이라고 할 수 있다. 본 논문의 사례호텔 분석에서도 아래와 같은 방법을 적용하여 계산하였다.

$$\text{현금흐름} = \text{영업이익} - (1 - \text{적용법인세율}) + \text{감가상각총당금}$$

신규호텔의 타당성 분석의 경우, 일반적으로 10년 정도의 현금흐름을 추정한다. 이 때 10년 말의 현금흐름의 추정금액은 추정 10년 말의 현금흐름과 건물의 미상각분 그리고 토지의 잔존가치를 더하여 계산한다. 즉 추정 10년 말의 현금흐름은 다음과 같이 계산한다.

$$10\text{년 말의 현금흐름} = 10\text{년 말의 현금흐름} + \text{토지의 잔존가치} + \text{건물 미상각 금액}$$

4. 자본비용(할인율) 추정

자본비용은 투자비용의 기업가치를 감소시키지 않고 반드시 실현하여야 할 최소한의 수익률이다. 또한 이것

은 조달된 자금의 현가와 이러한 조달자금의 사용과 관련하여 발생하는 모든 현금유출의 현가를 일치시켜주는 할인율이라고 할 수 있다[8]. 따라서 자본비용은 현금흐름을 현재가치로 평가함에 있어 결정적인 역할을 하는 매개변수로서 적절한 할인율을 실무적으로 결정하는 일은 매우 어려운 문제이다[4].

할인율이란 개념은 일정한 기간 동안 자본을 이용하는데 대한 정당한 대가를 말하는 것이며, 자본의 희소에 대한 정당한 보상으로 자본에 대한 시간적 희생과 위험을 부담한 대가라고 할 수 있다[6].

이러한 할인율, 즉 자본비용은 타인자본비용과 자기자본비용으로 분류되는데, 추정된 자기자본비용과 타인자본비용을 자본의 구성비율로 가중평균하여 가중평균자본비용을 계산한다. 그리고 이것을 특정 신규투자나 기업의 할인율(자본비용)로 삼게 된다.

타인자본비용은 기업이 일정한 조건으로 외부에서 차입하고 상환해야 하는 자본에 대한 대가를 말하는 것이다. 따라서 타인자본비용은 차입 시 채권자와 자본사용에 대한 대가(일반적으로 이자)가 약정되기 때문에 명확하게 인식된다. 그리고 우리나라의 경우, 지급이자에 대해서는 일정부문 세금환급이 이루어지므로 세후 기준으로 계산하는 것이 타당하다.

한편, 자기자본비용이란 주주가 납입한 자본에 대한 대가를 의미하는데, 자기자본의 이용에 대한 대가의 논리적이고 객관적인 크기를 확인할 수 없기 때문에, 추정을 통하여 결정할 수밖에 없다(CAPM을 이용하여 추정). 이 자본자산의 가격결정모형(CAPM)을 이용하여 자기자본비용을 추정하기 위해서는 β (체계적 위험)값이 결정되어야 한다. 그리고 CAPM을 이용하여 비상장기업이나 신규투자기업이 자기자본비용을 추정하는 경우에 β (체계적 위험)값의 계산을 위해 대용베타(proxy β)방식을 활용[10]하게 된다.

따라서 본 논문의 경우에도 자기자본비용을 추정하기 위하여 대용베타방식(하마다 모형)을 이용하여 체계적 위험(β)을 계산하고자 한다.

하마다 모형[11]은 부채수준의 변동에 따른 체계적 위험(β)의 변화를 측정 가능하게 하는 모형으로서 다음

과 같다.

$$BL = \beta u(1+B/S(1-t))$$

- BL: 타인자본을 이용하는 경우의 체계적 위험
- βu : 타인자본을 전혀 이용하지 않는 경우의 체계적 위험
- B/S: 자기자본(S)에 대한 타인자본(B)의 비율
- t: 적용법인세율

이 모형을 이용하여 자기자본비용을 구하기 위해서는 대응베타를 이용하기 위한 대응회사를 선정하여야 하는데, 대응회사 선정의 기본전제는 첫째, 기업의 규모가 유사할 것, 둘째, 자본구조가 유사할 것, 셋째, 생산하는 상품이 유사할 것 등의 조건을 충족하는 기업으로 선정하는 것이 타당하다.

대응회사가 선정되면 아래와 같은 단계로 신규호텔의 자기자본비용을 구하면 된다.

1단계

$$\beta u = BL / \{1+B/S(1-t)\} \text{-----1식}$$

위 1식에서 BL은 대응호텔의 β 값, B/S는 대응호텔의 자기자본에 대한 타인자본의 비율, t는 대응호텔의 법인세율을 대입하여 βu 를 계산한다

2단계

$$BL = \beta u(1+B/S(1-t)) \text{-----2식}$$

위 2식에는 1식에서 구한 βu 값을 대입하고, B/S는 신규건설호텔의 자기자본에 대한 타인자본의 비율, t는 신규건설호텔의 법인세율을 대입하여 BL을 계산한다.

3단계

자기자본비용=시중은행의 1년만기 정기예금이자율+(주식시장의 연평균기대수익률-시중은행의 1년만기 정기예금이자율) β -----3식

2식에서 구해진 BL값이 신규건설호텔의 체계적 위험(B)이므로 이를 이용하여 3식에 대입하여 자기자본비용

을 구한다.

이와 같은 단계를 거쳐 자기자본비용이 구해지면 타인자본비용과 자기자본비용을 가중평균하여 세후기준 가중평균자본비용(할인율)을 구하면 된다.

본 논문에서는 신라호텔(대용회사 조건을 충족한 것으로 가정함)을 대응회사로 하여 할인율을 추정하였다. 이것은 본 논문의 내용이 경제성 분석에 의한 재무타당성 분석의 적용방안을 제시하는 것에 근본적인 목적이 있다고 밝힌 바와 같이, 재무분석 절차상에 하마다 모형을 이용한 할인율 추정기법과 절차가 중요한 것이다. 따라서 비교적 체계적 위험의 값에 대한 정보를 쉽게 획득할 수 있는(우리나라 유일의 상장기업인)신라호텔을 대응회사로 하여 자본비용을 추정한 것이다.

경제성 분석에 의한 재무타당성 분석에서 할인율의 추정이 중요한 이유는 NPV를 계산하고, IRR을 해석하는데 핵심변수로 활용되기 때문이다. 그런데 많은 타당성 보고서에서는 할인율의 추정없이 IRR과 NPV를 추정한 수치를 제시[1][3]하고 있는데, 이는 논리적으로 설명하기 어렵다.

5. 경제성 분석

재무타당성 분석을 위한 경제성 판단을 위한 지표는 여러 가지 유형이 있을 수 있다. 그러나 미국의 경우, 신규호텔의 경제성 판정을 위한 기법의 활용빈도는 [표 2]과 같다.

표 2. 호텔투자의 경제성 분석기법의 활용빈도[13]

분석기법	활용빈도
내부수익률법	74%
회수기간법	66%
순현재가법	55%
회계적이익률법	32%

5.1 순현재가법(NPV)

순현재가법은 투자대안들로부터 기대되는 미래 현금유입의 총현재가에서 현금유출의 총현재가를 차감한 순현재가를 기준으로 투자가치를 평가하는 방법이다[5].

순현재가를 계산하는 식은 다음과 같다

순현재가(NPV)=현금유입의 총현재가-현금유출의 총현재가

$$= \sum \{ CI_t / (1+k)^t \} - \sum \{ CO_t / (1+k)^t \}$$

단, 위 식의 CI:현금유입, CO:현금유출, k:할인율, t:기간

순현재가를 계산할 때는 보통 기업의 할인율을 이용한다. 순현재가의 평가방법은 계산된 순현재가를 0을 기준으로 +이면 투자가치의 경제성이 있고, -이면 투자가치의 경제성이 없는 것으로 판단한다.

순현재가에 의한 평가방법이 우수한 점은 화폐의 시간 측면과 위험측면을 모두 고려하여 가치평가논리에 가장 충실하기 때문이다[3].

4.2 내부수익률법(IRR)

내부수익률법은 투자로부터 기인되는 현금유입의 현재가치 총액과 현금유출의 현재가치 총액을 동일하게 하는 할인율을 계산하여 이를 기초로 경제성을 평가하는 방법이다[5]. 이 내부수익률은 순현재가가 0일 때의 할인율이기 때문에, 사실 투자수익률과 같은 개념이다. 내부수익률은 다음과 같이 계산한다,

내부수익률(IRR):현금유입의 총현재가=현금유출의 총현재가

$$: \sum \{ CI_t / (1+r)^t \} = \sum \{ CO_t / (1+r)^t \}$$

단, 위 식의 CI:현금유입, CO:현금유출, r:내부수익률, t:기간

내부수익률은 위의 식에서 보는 바와 같이, 좌변과 우변은 같게 하는 r값을 의미하게 되는데, 내부수익률이 자본비용(할인율)보다 크면 기업가치를 증대시키는 것이다. 따라서 위 공식에 의하여 계산된 내부수익률은 자본비용(할인율)과 비교하여 기업가치를 평가하게 된다. 즉 계산된 내부수익률이 할인율보다 크면 투자 가치가 있는 것으로 평가되고, 계산된 내부수익률이 할인율보다 작으면 그 투자는 채택되지 못한다.

내부수익률법 또한 화폐의 시간가치를 반영하고 있기 때문에 우수한 평가방법으로 인식이 되고 있다.

4.3 수익성지수법

수익성지수법은 투자안들로부터 기대되는 미래 현금유입의 총현재가를 현금유출의 총현재가로 나누어 그 크기를 토대로 투자안의 경제성을 평가하는 방법[7]이다. 그리고 계산된 이 지수를 수익성지수 혹은 현재가치지수(present value index)라고 한다.

수익성 지수는 다음과 같이 계산할 수 있다.

수익성지수=현금유입의 현재총액/현금유출의 현재총액

수익성지수의 평가방법은 계산된 수익성 지수가 1보다 크면 투자안이 경제성이 있는 것으로 평가되며, 수익성 지수가 1보다 작으면 투자안이 경제성이 없는 것으로 평가된다.

이 수익성 지수법 또한 화폐의 시간가치를 반영하고 있다는 점에서 그 유용성이 있다고 인정되고 있으며, 동일한 투자에 대해서는 평가결과가 동일한 결과를 보여주게 된다.

4.4 회수기간법

회수기간법은 사업에 투자한 자금이 모두 회수되는 데 걸리는 기간을 계산하여 투자가치를 평가하는 방법 [5]이다. 즉 투자안들로부터 예측되는 미래 현금흐름을 계산한 후, 투자금액이 가장 빨리 회수되는 투자안을 선택하는 평가방법이다. 따라서 회수기간법은 계산된 회수기간이 짧을수록 투자 가치가 크다고 평가된다.

회수기간법은 계산이 용이하며, 이해하기가 매우 쉬운 장점을 가지고 있다. 그러나 회수기간법은 투자자금의 회수기간만을 투자결정의 기준으로 삼고 있고, 화폐의 시간가치를 고려하지 않은 단점도 가지고 있다.

IV. 사례분석

본 장에서는 3장에서 제시한 모형과 모형의 적용방법에 입각하여 실제 재무타당성 분석을 하고자 한다. 본 논문의 목적은 재무타당성 분석기법을 실무적으로 적

용하기 위한 방법을 제시하는 것을 기본목적으로 하고 있다. 따라서 x호텔의 내부타당성 분석내용 중 시장성 분석의 내용은 기존보고서를 수용한 상태에서 경제성 분석을 위한 기초자료로 활용하고자 한다. 사례호텔¹⁾의 개요는 다음과 같다.

1. 사례호텔의 개요

사례호텔은 강원도 강릉시 주문진읍 Y해수욕장 내 관광호텔 부지에 특1등급 호텔로 사업 타당성 분석이 이루어졌던(2004년) 호텔이다.

1.1 x호텔의 시설규모

x호텔은 시장성 분석을 통하여 객실 200실 규모에 [표 3]과 같은 식음료 시설과 부대시설을 운영하기로 계획되었다.

표 3. x 호텔의 시설규모

구분	종류	비고
객실	온돌, 더블, 트윈, 스위트 객실 등 200실 규모	특1등급 호텔로 예정
식음료 및 부대시설	한식당, 일식당, 스카이라운지, 뽕, 커피숍, 사우나, 해수탕, 연회장	

자료 2. [11]. 을 참조하여 요약구성.
-미용실, 이발소, 나이트클럽은 임대로 예정되어 있음.

1.2 투자비 산정

x호텔의 투자비 내역을 검토한 결과를 요약하면, [표 4]와 같다.

[표 4]에서 보는 바와 같이, 총투자비용 산정은 직접 공사비용과 간접공사비용 그리고 토지구매비용으로 구분하여 정리하면, 투자내역을 일목요원하게 정리할 수 있으며, 여기에 자본조달내역까지를 포함하여 정리하면 자본조달의 효율적인 방법까지를 확인할 수 있을 것

1) 사례호텔의 타당성 분석보고서는 공식적으로 출간된 내용이 아님. 본 사례호텔의 재무분석 내용은 y기업이 기밀을 유지하기 위하여 외부에 노출하지 않은 x호텔 타당성 분석보고서를 입수하여 사례호텔로 선정하였음. 사업보고서의 재무분석부분은 총투자비 산정, 수익과 비용추정, 추정손익계산서가 재무타당성 분석의 내용의 전부임. 그리고 x호텔은 실제 건설로는 이어지지 않았으며, 기업의 기밀유지를 위해 기업명과 호텔명을 공개하지 않기로 약속하고, 논문의 기초자료로 이용함.

이다.

직접공사비용의 각 항목은 실제로 계산하여 배분할 수도 있고, 필요에 따라서는 총공사비용에 대비하여 세부공사항목이 몇 %를 차지하는지를 기존에 건설된 호텔의 평균을 적용하는 것도 한 방법일 것이다.

표 4. x호텔의 총투자내역

(단위:천만원)

구분		2004년	2005년	계
토지구매비용		159		159
직접 공사 비용	설계감리비용	119		119
	건축공사비용	1,150	493	1,643
	설비공사비용	279	418	697
	전기공사비용	121	182	303
	인테리어비용		538	538
	집기 및 비품		155	155
	기타비용	62	93	155
간접 공사 비용	제세공과금	176	188	364
	창업준비비		367	367
	이자	120	120	240
계		2,186	2,554	4,740

자료 3.[11].을 참조하여 요약구성.
-총투자비용 474억 중 300억원은 2004년에 관광진흥개발기금에서 차입하기로 결정하였으며, 상환조건은 연이율 4%, 4년 거치 5년 균등상환하는 것으로 자금계획을 수립함.

1.3 추정손익계산서

본 사례호텔의 보고서에는 재무분석을 위하여 추정 손익계산서가 작성되어 있었는데 이해도모를 위하여 그 내용을 요약하면 [표 5]와 같다.

표 5. x 호텔의 요약추정손익의 내용

(단위:천만원)

구분	2006년	2007년	2008년	2009년	2010년
총매출	1,830	2,154	2,520	2,899	3,319
총비용 (감가상각)	1,527 (430)	1,700 (430)	1,896 (430)	1,809 (141)	2,800 (141)
영업이익	423	574	744	1,210	1,239
영업외비용	120	120	120	120	720
당기순이익	275	373	484	787	805
구분	2011년	2012년	2013년	2014년	2015년
총매출	3,493	3,682	3,870	4,074	4,291
총비용 (감가상각)	2,834 (104)	2,926 (104)	3,012 (104)	3,107 (104)	2,610 (104)
영업이익	1,349	1,429	1,506	1,591	1,681
영업외비용	690	672	648	624	0
당기순이익	877	929	979	1,034	1,093

자료 4. [11]. 을 참조하여 요약구성.
-총비용에는 감가상각비용과 영업외비용이 포함되어있음

2. 경제성 분석

2.1 경제성 분석의 준비

2.1.1 현금흐름의 추정

논문 3장에서 제시한 바와 같은 방법으로 현금흐름을 추정하였다. 추정 결과는 [표 6]과 같다.

표 6. x호텔의 현금흐름 추정

(단위:천만원)

구분	2004	2005	2006	2007	2008	2009
CF	-2,186	-2,555	705	803	914	925
구분	2010	2011	2012	2013	2014	2015
CF	946	981	1,044	1,083	1,138	4,484

자료: 5. [11]. 을 참조하여 요약구성.

[표 6]은 x호텔 사업성 분석보고서의 추정 손익계산서를 참조하여 3장에서 제시한 현금흐름 추정공식을 이용하여 추정하였다. 할인율 추정을 위한 y기업의 적용법인세율은 보고서에 있는 35%를 적용하였다.

본 논문에서는 사례호텔의 타당성 보고서에 나타나 있는 추정손익계산서상의 내용을 보고, 10년 말의 현금흐름은 실무적으로 추정이 용이하도록 다음과 같은 방법으로 추정하였다.

첫째, 추정 10년 말의 현금흐름을 계산한다(119.7억원). 둘째, 건물의 미상각분을 계산하여 더한다. x호텔에 대한 감가상각 방법 중 창입준비비는 3년 동안 정액상각, 집기 및 비품은 5년 동안 정액상각, 건물 및 부속 설비는 40년 동안 정액상각하는 방법으로 하였으며, 잔존가치는 0으로 가정하여 계산한다. 따라서 건물미상각 금액은 10.4억원×30년=312억 원이다. 셋째, 토지의 잔존가치는 토지구매가격(1+할인율)¹⁰의 공식을 이용하여 계산한다. 왜냐하면, 10년 후의 토지가격은 실제로 추정하기가 어렵기 때문에 할인율 정도의 지가상승을 가정하는 방법을 선택하였다. 계산결과, 16.7억 원이다.

따라서 추정 10년 말의 현금흐름은 이를 모두 더한 448.4억 원이다

2.1.2 할인율 추정

할인율의 추정은 하마다 모형을 이용하여 대용회사를 신라호텔로 가정하고, 신라호텔의 체계적 위험인 β

계수 0.737과 한계법인세율 32%, 2004년의 1년만기 정기예금이자율은 시중4개 은행(국민은행, 우리은행, 하나은행, 농협)의 평균 약 5%, 주식시장의 연평균기대수익률(100(1-r)²³=788.85)²⁾의 계산결과, 9.39%를 보여 9.4%를 활용하였다. 이와 같은 변수를 가지고 하마다 모형에 적용한 결과, x호텔의 체계적 위험인 β계수는 0.42를 확인할 수 있었다(3장의 하마다 모형 1과 2단계 를 적용하여 계산).

따라서 자기자본비용은 5+(9.4-5)0.42=7.84%의 자기자본비용을 갖는다(3장의 하마다 모형의 3단계를 적용). 타인자본비용은 4%로 명시되어 있고, x호텔의 한계법인세율이 35%이므로 4(1-0.35)=2.6%가 계산된다. 따라서 세후기준 타인자본비용은 2.6%가 된다.

이제 세후기준 가중평균자본비용을 구하면 {300/474×2.6}+{174/474×7.84}=4.51%이므로 x호텔은 4.51%의 할인율을 가지게 된다.

2.2 경제성 분석

[표 6]의 현금흐름을 가지고 순현재가와 내부수익률을 excel 프로그램으로 계산한 결과와 회수기간을 계산한 결과는 [표 7]과 같다.

표 7. 경제성 지표분석 및 종합해석

구분	분석결과	비고
회수기간	영업개시 후 5년7개월 소요	본 재무타당성 분석을 위한 자료는 y기업에서 추정한 매출액과 총투자자본 및 자본조달내역에 기초함
할인율	4.51%	
순현재가	442.7억원	
내부수익률	약16.3%	
종합의견 - x호텔은 추정기간 10년 동안의 순현재가액이 442.7억원이며, 내부수익률이 할인율보다 월등히 높고, 회수기간이 5년 7개월이 소요되는 것으로 보아 사업성이 매우 높은 것으로 판단됨.		

[표 7]과 같이, 경제성 지표분석의 결과를 정리하여 종합의견을 제시하면, 투자자가 쉽고도 간단하게 이해할 수 있는 이점이 있다.

2) 위 수식에서 100:우리나라 주식시장의 개장 첫해의 종합주가지수, 788.85:2003년 말 종합주가지수, 23:추정기간, r:연평균 기대수익률

3. 재무타당성 분석적용 방법의 요약

연구의 결과, 본 논문에서 재무타당성 분석의 틀을 요약제시하면 다음과 같다.

1단계 : 총투자비용 및 투자비 산정[표 4]

이 단계에서는 토지 및 건설비용을 산출하는 과정인데 건설비용은 설계, 건축, 설비, 전기, 인테리어, 집기 및 비축, 기타비용항목으로 구성하고 정리한다. 그리고 간접공사비용은 세급, 창업준비비, 지불이자로 나누어 정리한다. 그리고 투자비용은 자본조달계획까지를 정리한다.

2단계 : 수익과 비용을 추정한다. 수익과 비용은 회계계정과목으로 요약정리한다.

3단계 : 추정손익계산서를 작성한다.

4단계 : 현금흐름을 추정한다. 현금흐름 추정방법은 여러 가지가 있을 수 있으나, 주주와 채권자의 몫을 고려하여 앞에서 제시한 방법이 타당하다고 생각된다. 또한 마지막 현금흐름은 토지의 잔존가치와 건물미상각분을 합산한다[표 6].

5단계 : 할인율을 추정한다. 본 논문의 내용 가장 중요한 부분으로 할인율은 CAPM과 하마다 모형을 이용하여 자기자본을 추정하고, 타인자본은 세후기준으로 가중평균하여 정리한다. 할인율이 추정되어야 순현재가치 계산 및 내부수익율의 해석에 타당성을 확보할 수 있다.

6단계 : 경제성 분석을 실시한다. 순현재가치와 내부수익률, 수익성지수 및 회수기간을 계산한다.

7단계 : 종합정리하여 의견을 제시한다[표 7].

이와 같은 방법에 의하여 경제성 분석을 하면, 신규호텔기업에서 미래에 창출될 수익과 비용은 물론, 기업의 진정한 경제적 가치를 확인할 수 있기 때문에 기존의 재무분석보다는 유용한 투자자의결정 자료를 제공할 수 있다.

V. 시사점 및 한계점

1. 연구의 시사점

본 연구는 신규호텔 건설시 경제성 분석에 의한 재무타당성 분석의 적용방법 및 기술을 제시하는데 근본적인 목적을 두고 연구하였다. 연구의 결과,

첫째, 본 연구는 진정한 호텔기업의 경제적 가치를 추정하기 위한 대응베타방식에 의한 할인율(자본비용)을 실무적으로 추정하는 방식을 제시하여 경제성 분석 결과에 대한 신뢰성과 타당성을 증대시킬 수 있었다.

둘째, 경제성 분석에 기초한 재무타당성 분석의 각 단계에서 요구되는 분석기술 및 방법을 구체적으로 제시할 수 있었다.

결론적으로 본 연구는 할인율의 추정을 통한 경제성 지표분석의 방법을 제시함으로써 호텔사업의 타당성 분석의 결과를 손익은 물론 기업가치까지를 추정할 수 있도록 하여 기존보고서의 분석방법이나 내용을 이론적으로는 객관성과 신뢰성을 확보할 수 있었으며, 실무적으로 적용하는 방법과 기술을 제시하여 일반적으로 활용할 수 있도록 하였다는 점이다.

2. 연구의 한계

본 연구는 다음과 같은 연구의 한계를 갖는다.

첫째, 본 연구는 각 분석의 단계에서 각각의 기술을 제시하면서 여러 가지 변수들이 사용되었다. 타당성 분석은 현재시점에서 미래를 검토하는 것이기 때문에, 변수를 적용하는데 여러 가지 방법과 기술(할인율의 추정 단계에서 사용된 각각의 변수들. 예를 들어 이자율, 주식시장의 연평균 기대수익률과 관련한 적용기간 등)이 있을 수 있으나, 이를 통일할 수는 없다. 따라서 이러한 관점에서 변수활용 및 산출에 객관성을 확보할 수 있도록 하는데 만족하여야 한다.

둘째, 현금흐름 추정시 추정최종연도에 건물 및 토지 등의 잔존가치에 대한 문제가 야기될 수 있다. 특히 실무적으로 잔존가치 추정에 다른 의견이 있을 수 있는데, 예를 들어 토지가치 상승의 크기에 의문이 제기될 수 있다. 그러나 이 문제 또한 미래에 발생될 가치에 대한 추정이므로 객관성을 확보할 수 있도록 하는데 만족하여야 한다.

한편, 본 연구는 이미 밝힌 바와 같이, 매출액 추정과 총투자자본은 y기업에서 추정된 내용을 그대로 분석의

데이터로 사용하였다. 그 이유는 재무타당성 분석에 초점이 맞추어져 있기 때문이다. 따라서 본 논문에서 이용된 수요예측 결과(특히 추정매출액 및 운영비용에 따른 손익계산서의 신뢰성 문제)와 시설의 종류 및 규모 설정 결과는 논의의 대상임을 밝혀둔다.

참고 문헌

[1] 대한고원공제회, 제주관광호텔 사업성 분석, 신라호텔, 1993,
 [2] 신도길, 노윤구, 관광상품론, 남두도서, 2004.
 [3] 세종경영연구원, 아산온천관광지내 호텔건립에 대한 타당성 연구, S.M.S. 1996.
 [4] 여동길, "기업평가 및 자본비용에 관한 연구", 홍익대학교 대학원, 박사학위논문, p.27, 1988,
 [5] 이석규, 신재무관리론, 석정, 1995.
 [6] 이석규, 창업 및 사업성 검토, 다산출판사, 1995.
 [7] 임완순, 재무관리, 대왕사, 1998.
 [8] 최복수, 이석규, "신규호텔의 재무타당성 분석모형의 설정 및 적용에 관한 연구", 관광개발논총, 제11호, p.220. 1999.
 [9] 최복수, 이석규, 호텔프로젝트, 백산출판사, 2003.
 [10] 최정길, 호텔회계학입문, 21세기사, 2006.
 [11] y기업, x호텔 사업타당성 분석보고서, 2004.
 [12] A. J. Games, "Step by Step Approach to Hotel Development," Lodging, Vol.13, pp.34-50, 1988(2).
 [13] S. M. Elisa and J. P. Nestorde, "Financial Accounting for Hospitality Management," AVI Publishing Inc, p.198, 1986.
 [14] R. S. Hamada, "Protfolio Analysis, Market Equilibrium and Corporation Finance," Journal of Finance, Vol.24, pp.19-30, 1969(2).
 [15] R. K. James, "Principles and Practices of Management in the Hospitality Industry," Van Nostrand Reinhold Company, 1981.
 [16] J. W. Fred and E. C. Thomas, "Managerial

Financial," The Dryden Press, 1992.

[17] W. P. Andrew and R. S. Schmidgall, "Financial Management for the Hospitality Industry," AH&MA, 1993.
 [18] T. J. Ward, "Progress in Tourism, Recreation and Hospitality Management," Belhaven Press, 1989.

저자 소개

최복수(Bok-Soo Choi)

정희원



- 1992년 : 경기대학교 경영대학원 석사학위취득
- 1999년 : 세종대학교 대학원 경영학과 박사학위취득
- 1988년 ~ 1994년 : 남서울 호텔 근무

- 1998년 3월 ~2001년 8월 : 세경대학 호텔경영과 근무
- 2001년 9월 ~ 현재 : 인하공업전문대학 호텔경영과 교수
- 학국관광학회 이사, 한국호텔관광학회 부회장, 호텔경영학회 감사, 한국관광산업학회 감사 역임
- 인천관광공사 심의위원, 인천 파라다이스 호텔자문위원

<관심분야> : 호텔서비스론, 객실관리, 호텔 프로젝트