

사업성평가, 감정평가사가 눈여겨봐야 할 영역¹

글 민성훈 교수(수원대학교 도시부동산학전공)





¹ 이 글은 “한국감정평가사협회, 2021, 부동산 사업성평가 활성화를 위한 실무지침 마련 기초 연구용역”의 일부를 요약한 것이다.

1. 시작하며

투자자 관련된 의사결정 과정에서 사업성평가는 중요한 역할을 한다. 사업성평가는 최종적인 판단뿐 아니라 구체적인 수단의 선택, 환경변화가 미치는 영향의 분석 등 다양한 목적을 위해 수행된다. 전문적인 사업성평가는 기관투자자에 의한 대규모 투자에서 주로 요구된다. 대부분 기관투자자는 사업성평가를 직접 수행하기보다 전문성과 객관성을 보유한 외부의 평가자에게 의뢰한다. 부동산투자에서도 상황은 마찬가지다. 특히 2000년대 이후 기관투자자에 의한 부동산투자가 활성화되면서 사업성평가는 부동산산업 내에서 중요한 부문으로 성장하고 있다.

사업성평가는 회계법인, 신용평가기관, 부동산서비스회사 등이 제공하고 있다. 이들 업계는 각자 고유의 업무를 가지고 있지만, 사업성평가에 대한 수요가 증가하면서 적극적으로 이 분야에 진출한 것이다. 회계법인은 고유업무인 외부감사뿐 아니라 다양한 자문을 제공하고 있다. 사업성평가는 재무자문의 한 영역으로 이루어지고 있다. 여기에 더하여 투자유치, 프로젝트파이낸싱(PF) 등 사업의 실행에 보다 밀착된 서비스도 함께 제공하면서 부동산투자자와의 접점을 넓히고 있다. 신용평가기관은 주로 프로젝트파이낸싱의 대출평가를 중심으로 사업성평가를 제공하고 있다. 이들은 채권의 신용평가뿐 아니라 자산유동화증권의 신용평가, 주식의 가치평가 등 다양한 평가를 수행하고 있는데, 여기에 더하여 부동산이나 SOC의 개발과 관련된 프로젝트파이낸싱의 원리금 상환능력도 평가하는 것이다. 부동산서비스회사는 자산관리, 임대차, 매입매각 등 부동산과 관련된 포괄적인 서비스를 제공한다. 특히 부동산시장의 동향에 대한 리서치를 주기적으로 수행하여 풍부한 데이터베이스를 보유하고 있으며, 이를 기반으로 사업성평가도 제공하고 있다. 이들은 부동산의 매입과 개발에 대해서 시장조사, 전략 수립 등의 서비스도 함께 제공하고 있다.



이처럼 사업성평가에 대한 수요와 공급은 함께 성장하는 추세다. 하지만 부동산시장의 분석과 밀접하게 연관된 감정평가업계는 이상하리만큼 감정평가라는 고유업무에만 집중하는 경향을 보인다. 이는 전체 업무에서 공적평가, 보상평가, 국·공유 재산평가, 자산재평가, 담보평가, 경매쟁송평가, 개발부담금평가, 택지비평가 등 감정평가 업무가 차지하는 비중을 통해 확인할 수 있다. 뒤에서 소개하겠지만, 전체 감정평가법인등의 수수료 수입에서 이들 감정평가 업무가 차지하는 비중은 99.9%에 이른다.

자문업무를 위한 역량을 충분히 갖추고 있는 감정평가사가 이를 적극적으로 하지 않는 것은, 감정평가업계가 새로운 업무의 개척보다 감정평가 업무의 확대와 세분화에 주력하고 있다는 것을 의미한다. 하지만 지금은 감정평가 업무만으로도 업계가 유지될 수 있더라도 미래에 시장 상황이 어떻게 변화할지 알 수 없으므로, 새로운 업무도 개척할 필요는 있다. 특히 사업성평가는 감정평가와 방법이 유사하기 때문에 감정평가업계는 그 어떤 분야보다 사업성평가를 하기에 유리한 입장에 있다. 또한, 엄격한 자격과 실무지침을 관리하고 있기 때문에 사업성평가 서비스의 수준을 개선하고 유지하는 데도 유리한 입장에 있다.

이 글은 감정평가업계의 사업성평가 활성화를 제안하며, 다음의 세 가지 내용을 살펴본다. 첫째, 국내 사업성평가 시장현황을 회계법인, 신용평가기관, 부동산서비스회사의 업무특성을 중심으로 살펴본다. 둘째, 감정평가업계의 업무편중 문제를 회계법인과 비교하여 살펴본다. 셋째, 사업성평가에 대한 이해를 위해 그 원리와 절차를 간단히 소개한다. 그리고 글을 마치면서 사업성평가의 구체적인 방법을 안내받을 수 있는 자료를 소개할 것이다.

2. 국내 사업성평가 시장현황

(1) 사업성평가의 수요자

자본시장에서 사업성평가가 활발하게 이루어지고 있지만, 그와 관련된 통계는 생산되지 않는다. 따라서 사업성평가의 수요자와 공급자에 대해 계량적인 분석을 하는 것은 불가능하다. 다만 시장참여자에 대한 인터뷰를 통해 파악할 수 있는 개략적인 현황은 다음과 같다.

사업성평가의 최종적인 수요자는 기관투자자와 금융기관 두 부류로 나뉘어진다. 먼저 연기금이나 공제회와 같은 기관투자자는 부동산 펀드나 리츠와 같은 투자기구가 부동산에 투자할 때 주로 지분투자자로 참여하는데, 그와 관련된 의사결정 과정에서 사업성평가를 필요로 한다. 실무적으로는 투자를 제안하는 투자기구 또는 투자기구의 운용자로 하여금 전문적인 외부기관으로부터 엄정한 사업성평가를 받도록 요구한다. 한편 은행, 보험회사, 여신전문금융회사, 저축은행과 같은 금융기관은 투자기구가 부동산을 취득할 때 대출을 제공하는 역할을 하는데, 그와 관련된 의사결정 과정에서 사업성평가를 필요로 한다. 실무적으로는 기관투자자와 마찬가지로 투자를 제안하는 투자기구 또는 투자기구의 운용자에게 사업성평가를 받도록 요구한다.

한 가지 유념할 것은 기관투자자와 같은 지분투자자와 금융기관과 같은 대주(Lender)에게 제공되는 사업성평가의 내용이 크게 다르지 않다는 사실이다. 비록 평가의 대상이 지분과 채권으로 구분되기는 하지만, '투자기구가 부담하는 채무를 완전히 이행하고도 지분투자자의 요구수익률을 충족할 수 있는가'를 검토하는 것이 핵심적인 내용이기 때문이다.

사업성평가 제공자는 앞서도 언급했듯이 회계법인, 신용평가기관, 부동산서비스회사 세 부류로 나눌 수 있다. 이들이 제공하는 서비스는 대체로 유사하지만, 업무의 전문성이 다른 만큼 약간의 차이도 있다. 업종별로 대표적인 기업의 홈페이지와 사업성평가 보고서를 통해 파악할 수 있는 특성을 정리하면 다음과 같다.

(2) 회계법인의 사업성평가

대형 회계법인은 가장 대표적인 사업성평가 제공자다. 이들은 부동산투자뿐 아니라 전 산업에 대해 재무자문을 제공하고 있다. 중소형 회계법인 중에도 사업성평가에 특화된 업체가 다수 활동하고 있다. 이들 중에는 부동산투자에 특화된 업체도 있다.

금융감독원이 발표한 '2019 사업연도 회계법인 사업보고서 분석 및 시사점'에 따르면 전체 회계법인의 매출액 중에서 자문상담이 차지하는 비중은 30%에 달한다. 특히 4대 회계법인의 경우 그 비중이 절반에 가깝다. 자문상담 중에서 부동산투자 사업성평가의 비중이 얼마나 되는지는 알 수 없지만, 회계법인이 이 분야에 많은 노력을 기울인다는 것은 확인할 수 있다. 대형 회계법인은 재무자문을 수행하는 조직도 세부적으로 갖추고 있다. 특히 4대 회계법인의 경우 부동산투자와 관련된 재무자문을 전담하는 전문가를 별도로 배치하고 있다. 4대 회계법인은 삼일회계법인, 삼정회계법인, 안진회계법인, 한영회계법인을 말한다.

회계법인의 사업성평가는 크게 두 가지 면에서 차별화된다. 첫째, 회계법인은 재무분석을 상세하게 다룬다. 특히 부동산과 관련된 세금을 비롯하여 현금흐름을 정밀하게 추정하며, 평가지표 산출이나 민감도 분석을 치밀하게 한다. 둘째, 회계법인은 추정 재무제표를 회계기준에 부합하게 작성한다. 사업성평가 보고서 중에는 평가지표 산출을 위한 최소한의 현금흐름만 추정한 것도 있는데, 회계법인의 사업성평가 보고서에는 손익계산서, 재무상태표, 현금흐름표 등이 모두 포함되는 것이 일반적이다. 회계법인은 리츠나 부동산 펀드의 외부감사도 수행하기 때문에 투자기구별 회계기준에 익숙하다.

(3) 신용평가기관의 사업성평가

한국기업평가, 한국신용평가, NICE신용평가, 서울신용평가 등 신용평가기관은 회사채에 대한 신용평가를 기본 업무로 하는 만큼 부동산과 관련해서도 대출의 안전성을 평가하는 데 강점이 있다. 대출 중에서는 부동산 개발 사업에 대한 프로젝트파이낸싱이 중요한 비중을 차지한다.

프로젝트파이낸싱의 평가는 개발사업의 위험분석과 신용보강의 적정성을 검토하는 데 초점을 두는데, 이때 신용보강을 하는 시공사나 기타 보증인의 신용이 중요하게 대두된다. 여기서 신용평가기관의 기업평가 능력이 효



과를 발휘한다. 사업의 안전성뿐 아니라 대출에 대한 보증능력을 함께 평가하는 것이다.

그러다 보니 신용평가기관에 사업성평가를 요청하는 의뢰인은 부동산투자에 대한 대주이거나 대주로부터 요청을 받은 투자기구 또는 투자기구의 운용자인 경우가 많다. 특히 대형 부동산개발사업의 경우 여러 대주가 대주단을 구성하는 경우가 많은데, 이때 모든 대주단이 만족할 수 있는 수준의 원리금 상환능력 평가가 요구되는 것이 일반적이다.

(4) 부동산서비스회사의 사업성평가

국내에는 젠스타메이트, 신영에셋, 교보리얼코 등 국내 회사뿐 아니라 CBRE, JLL, Savills, Cushman & Wakefield 등 글로벌 회사도 활발하게 활동하고 있다. 이들은 모두 부동산투자자와 관련된 사업성평가 서비스를 함께 제공하고 있다. 부동산서비스회사의 경우 부동산의 매매, 중개, 관리 등에 직접 참여하고 있으며, 특히 리서치 인력이 주기적으로 마켓리포트를 생산하기 때문에 부동산시장의 현황을 민감하게 파악하고 있다.

부동산서비스회사가 가지는 차별성은 크게 두 가지 점에서 발견할 수 있다. 첫째, 부동산서비스회사는 서울의 부동산시장에 대해서 권역별, 섹터별 분석을 심도 있게 하고 있다. 이는 부동산서비스회사가 가지는 중요한 강점 중 하나다. 실제로 앞에서 살펴본 회계법인이나 신용평가기관이 사업성평가를 수행할 때도 심도 있는 시장 분석이 필요할 때는 부동산서비스회사에 해당 업무를 의뢰하기도 한다. 둘째, 주어진 가정에 따른 재무분석에

머무르지 않고, 해당 복합건물에 대한 마케팅전략, 운영전략 등 보다 적극적인 전략 수립 서비스도 함께 제공하고 있다. 사실 부동산투자의 성과에는 앞으로 해당 물건을 어떻게 운영하는지가 중요하게 작용한다. 이때 단순히 현재의 운영방식을 가정하기보다 최적의 운영방식을 제시하여 재무분석을 수행할 수 있는 것이 부동산서비스회사의 중요한 특징이라고 할 수 있다.

3. 감정평가업계의 업무편중

(1) 고유업무에 편중된 감정평가업계

감정평가법인등이 할 수 있는 업무의 내용은 자격제도의 근거가 되는 「감정평가 및 감정평가사에 관한 법률」에서 정하고 있다. 동법 제10조(감정평가법인등의 업무, <표 1>)에서는 감정평가사의 업무를 아홉 가지로 열거하고 있는데, 그중 6호 '감정평가와 관련된 상담 및 자문', 7호 '토지등의 이용 및 개발 등에 대한 조언이나 정보 등의 제공'이 재무자문과 연관 있다. 둘 중에서는 7호가 사업성평가에 더 가까운 것으로 보인다.

<표 1> 「감정평가 및 감정평가사에 관한 법률」 제10조(감정평가법인등의 업무)

1. 「부동산 가격공시에 관한 법률」에 따라 감정평가법인등이 수행하는 업무
2. 「부동산 가격공시에 관한 법률」 제8조제2호에 따른 목적을 위한 토지등의 감정평가
3. 「자산재평가법」에 따른 토지등의 감정평가
4. 법원에 계속 중인 소송 또는 경매를 위한 토지등의 감정평가
5. 금융기관·보험회사·신탁회사 등 타인의 의뢰에 따른 토지등의 감정평가
6. 감정평가와 관련된 상담 및 자문
7. 토지등의 이용 및 개발 등에 대한 조언이나 정보 등의 제공
8. 다른 법령에 따라 감정평가법인등이 할 수 있는 토지등의 감정평가
9. 제1호부터 제8호까지의 업무에 부수되는 업무

앞에서도 언급했듯이 실제 감정평가업계의 실무에서 사업성평가를 비롯한 자문업무가 차지하는 비중은 매우 미미하다. <표 2>에서 보는 바와 같이 2020년 한 해 동안 감정평가법인등이 수행한 업무는 총 625,077건인데, 이중 감정평가 업무가 아닌 자문업무는 단 902건에 불과하다. 이러한 업무의 편중은 매출액에서도 확인된다. 전체 감정평가법인등의 수수료 수입에서 자문업무가 차지하는 비중은 0.11%에 불과하다. 특히 전체 수수료 수입의 약 80%를 점하는 대형 감정평가법인의 경우, 자문업무가 차지하는 비중이 0.09%로서 전체 평균에도 미치지 못한다.

<표 2> 2020년 감정평가업계 업무 건수 및 수수료 수입

(단위 : 건, 천 원)

구분	감정평가 업무	자문업무	합계	자문업무 비중
대형법인 건수	448,787	509	449,296	0.11%
중소형법인 건수	116,261	388	116,649	0.33%
사무소 건수	59,127	5	59,132	0.01%
전체 건수	624,175	902	625,077	0.14%
대형법인 수수료	774,591,317	665,847	775,257,164	0.09%
중소형법인 수수료	165,712,169	331,581	166,043,750	0.20%
사무소 수수료	8,006,488	1,515	8,008,003	0.02%
전체 수수료	948,309,974	998,943	949,308,917	0.11%

출처 : 한국감정평가사협회

(2) 회계법인과의 비교

감정평가업계의 업무편중은 회계법인과의 비교를 통해 보다 분명하게 파악할 수 있다. <표 3>은 상장회사 감사인 등록법인 40개 사의 매출액을 정리한 것이다. 회계법인의 고유업무는 회계감사다. 그 외의 업무는 매우 다양한데, 여기에는 세무자문, 경영자문, 재무자문, 품질·위험관리 등이 포함된다. 표에서 보는 바와 같이 회계법인의 매출액에서 고유업무인 회계감사의 비중은 36%에 불과하다. 특히 4대 법인의 경우 그 비중이 33%다. 이 외의 매출은 자문업무에서 발생하는데, 그중 사업성평가가 차지하는 비중이 얼마나 되는지는 파악하기 어렵다. 하지만, 감정평가업계와 비교해서 매우 높은 것만은 분명해 보인다.

<표 3> 상장회사 감사인 등록법인 40개 사 매출액 현황

(단위 : 백만 원)

구분	매출액					매출비중			
	회계감사	세무자문	경영자문	기타	합계	회계감사	세무자문	경영자문	기타
4대 법인	656,237	390,672	920,321	12,383	1,979,613	33%	20%	46%	1%
4대 법인 외	396,780	272,846	229,374	75,099	974,099	41%	28%	24%	8%
등록법인 합계	1,053,017	663,518	1,149,695	87,482	2,953,712	36%	22%	39%	3%

출처 : 금융감독원 보도자료 '2019 사업연도 회계법인별 주요현황'

4대 회계법인과 대형 감정평가법인을 대상으로 매출액 구성을 비교한 결과는 <표 4>와 같다. 앞에서도 언급했듯이 4대 회계법인의 경우 매출액에서 회계감사 외 업무가 차지하는 비중이 70%에 이른다. 하지만 대형 감정평가법인의 경우 감정평가 외 업무의 비중이 0.09%에 불과하다. 이를 통해 감정평가업계의 업무편중이 크다는 것을 분명히 확인할 수 있다.

<표 4> 감정평가법인과 회계법인의 매출구성 비교

(단위 : 백만 원)

구분	4대 회계법인			대형 감정평가법인		
	회계감사	회계감사 외	합계	감정평가	감정평가 외	합계
매출	656,237	1,323,376	1,979,613	774,591	666	775,257
비중	33.1%	66.9%	100%	99.91%	0.09%	100%

출처 : 금융감독원 보도자료 '2019 사업연도 회계법인별 주요현황', 한국감정평가사협회

이러한 매출 구성의 차이는 조직과 인력구성을 통해 잘 설명된다. <표 5>는 4대 회계법인에 근무하는 인력 중에서 일정 수준 이상 되는 사원 또는 이사의 구성을 나타낸 것이다. 감정평가법인의 경우 (매출액 구성에서 확인할 수 있는 바와 같이) 대부분 사원 또는 이사가 감정평가 업무에 종사하고 있다. 그러나 회계법인의 경우 고 유업무인 회계감사에 60%, 이를 제외한 다른 영역에 40% 정도가 배치되어 있다. 여기서 유추할 수 있는 또 하나의 사실은 자문업무의 부가가치가 높다는 것이다. 자문업무의 경우 사원 또는 이사의 비중은 40% 수준이지만, 매출액의 비중은 70%에 가깝다.

<표 5> 4대 회계법인 사원 또는 이사의 업무구성

(단위 : 명)

구분	경영·재무자문	세무자문	품질·위험관리	회계감사	기타	총계
삼일	30	31	5	117	-	183
삼정	8	33	13	102	36	192
안진	14	17	2	64	10	107
한영	13	19	4	53	8	97
합계	65	100	24	336	54	579
비율	11%	17%	4%	58%	9%	100%

출처 : 각 사 2020년 사업보고서(삼정회계법인은 2021년 사업보고서)

(3) 사업성평가 활성화의 방향

지금까지 살펴본 바와 같이 감정평가업계는 사업성평가에 대해 뛰어난 역량을 보유하고 있음에도 불구하고 이 분야로의 진출에 소극적이다. 이는 유사한 자격사인 회계법인과 비교를 통해 분명하게 확인할 수 있었다. 하지만 회계법인의 사례에서 발견되는 고유업무 대비 자문업무의 높은 부가 가치를 고려할 때, 감정평가업계의 사업성평가를 활성화할 필요가 있다고 생각된다. 사업성평가 활성화는 회계법인, 신용평가기관, 부동산서비스회사 등과 차별화가 가능하도록 추진해야 한다. 여기에는 크게 세 가지 요소가 활용 가능할 것으로 보인다.

첫째, 감정평가업계의 평가능력을 강조할 필요가 있다. 회계법인은 재무분석, 신용평가기관은 위험분석, 부동산서비스회사는 거시적인 시장분석에 강점을 가지고 있다. 이에 비해 감정평가업계는 부동산의 가치평가와 관

련된 기법과 미시적인 시장조사에 강점을 가지고 있으므로, 이를 매입가격의 적정성 평가, 미래 매각가격의 추정 등에 활용할 수 있을 것이다.

둘째, 감정평가업계가 공유하고 있는 평가 전례를 활용할 필요가 있다. 평가 전례는 부동산의 가치를 담고 있는 가장 방대한 데이터베이스(Database) 중 하나다. 또한, 전문적인 감정평가사에 의해 산출되어 신뢰성도 높다. 이를 디지털화하고, 사업성평가에 접목시키는 방안을 모색해야 할 것이다.

셋째, 감정평가사와 관련된 자격제도도 활용할 가치가 있다. 평가대상에 따라 자격제도를 세분화하는 것에 대한 논의는 과거부터 있었다. 이러한 논의와 연계하건 별도로 진행하건, 감정평가사에게 사업성평가에 특화된 자격이나 인증을 부여할 경우 의뢰인에 대한 공신력을 높일 수 있을 것이다. 이와 관련된 보수교육도 보강해야 함은 물론이다.

4. 사업성평가의 원리와 절차

가. 사업성평가의 원리

(1) 사업성평가의 개념과 유형

사업성 또는 타당성(Feasibility)이란 투입(Input)과 산출(Output)을 모두 고려했을 때 어떤 사업을 수행하는 것이 바람직한지를 나타내는 개념이다. 산출이 투입을 초과하는 경우 사업성 또는 타당성이 양호하다고 판단한다. 사업성평가 또는 타당성검토(Feasibility Study)는 그러한 사업성 또는 타당성을 검토하여 결론을 도출하는 과정을 말한다. 이를 위해서는 투입과 산출을 화폐의 단위로 예측해야 하며, 예측된 미래의 현금흐름을 현재가치로 할인해야 한다.

사업성평가는 그것을 수행하는 목적과 내용에 따라 법률적 타당성검토, 기술적 타당성검토, 환경적 타당성검토, 경제적 타당성검토, 재무적 타당성검토 등으로 분류할 수 있다. 이 글이 주목하는 것은 그중 재무적 타당성검토다. 참고로 경제적 타당성검토와 재무적 타당성검토는 유사하지만, 검토의 대상에서 약간의 차이를 가진다. 경제적 타당성검토(Economical Feasibility Study)는 말 그대로 어떤 사업을 수행하는 것이 경제적으로 가치 있는지를 분석하는 것이다. 이때 누구의 입장에서 투입과 산출을 예측하는지가 중요한데, 경제적 타당성검토는 해당 경제 또는 사회 전체의 투입과 산출을 관심 대상으로 한다. 또한, 금전적인 측면 외의 비용과 편익도 검토의 대상에 포함한다. 이에 비해 재무적 타당성검토(Financial Feasibility Study)는 다소 좁은 의미를 가지고 있다. 재무적 타당성검토는 경제적 타당성검토와 유사하지만, 해당 사업을 수행하는 주체의 금전적인 측면으로 검토의 대상을 제한한다. 따라서 사회 전체의 구성원에게 큰 편익을 주지만 사업 주체의 입장에서 수익보다 비용이 큰 사업의 경우 경제적 타당성은 양호한 반면 재무적 타당성은 그렇지 않은 것으로 평가될 수 있다.

(2) 사업성평가를 위한 지표

재무적 타당성검토에서 가장 기본적인 역할을 하는 요소는 현금흐름이다. 하지만, 현금흐름을 예측했다고 해서 그것만으로 사업성평가를 할 수 있는 것은 아니다. 현금흐름은 다양한 시점에 걸쳐 발생하며 수입(+)과 지출(-)이 반복되기도 하므로, 그 수치를 가지고 최종적인 판단을 하기가 어렵기 때문이다. 따라서 사업성평가를 위해서는 현금흐름을 가공해서 하나의 수치로 타당성을 보여줄 수 있는 지표가 필요하다.

사업성평가를 위한 지표는 다양하게 개발되어 있다. 그중에는 투자비가 회수되는 데 걸리는 시간을 측정하는 것도 있고, 투자에서 회수에 이르는 동안의 재무비율을 측정하는 것도 있고, 장기간의 현금흐름에 시간가치를 적용하여 순현재가치나 내부수익률을 측정하는 것도 있다.

첫째, 투자회수기간의 경우 인프라 투자와 같이 투자금의 회수에 장기간이 소요되고, 회수금의 변동성이 크지 않은 분야에서 주로 사용되는 평가지표다. 투자회수기간은 수익성과 안정성을 모두 보여주는 평가지표라고 할 수 있는데, 부동산투자에 대해서는 그리 활발하게 사용되지 않는다.

둘째, 재무비율의 경우 전체 투자기간뿐 아니라 매 회계연도마다 측정해서 추세를 관찰할 수 있기 때문에 부동산투자에서도 자주 활용되는 평가지표다. 재무비율 중에는 수익지표와 위험지표가 모두 있는데, 전자 중에는 자산수익률(ROI : Return on Investment)과 자기자본수익률(ROE : Return on Equity)이, 후자 중에는 자산부채비율(LTV : Loan to Value)과 부채상환비율(DSCR : Debt Service Coverage Ratio)이 대표적이다.



셋째, 현금흐름할인모형의 경우 화폐의 시간가치를 고려할 뿐 아니라 장기간에 걸친 투자성과를 하나의 숫자로 보여주기 때문에 부동산투자의 사업성평가에서 가장 널리 활용되고 있다. 대표적인 평가지표로는 순현재가치(NPV : Net Present Value)와 내부수익률(IRR : Internal Rate of Return)이 있는데, 두 평가지표의 검토 논리는 크게 다르지 않다. 다만 산출과 적용의 편리성 때문에 NPV보다는 IRR이 널리 활용되고 있다.

나. 사업성평가의 절차

(1) 기본전제 설정

사업성평가를 위해 가장 먼저 할 일은 평가의 대상을 확정하는 것이다. 여기서 평가의 대상이란 투자의 목적물 뿐 아니라 투자의 수단인 투자기구도 포괄하는 개념이다. 투자의 목적물은 매입이나 개발의 대상이 되는 부동산을 의미한다. 그리고 투자기구(Investment Vehicle)는 매입이나 개발에 동원되는 법적 실체(Legal Entity)를 말한다. 자본시장에는 자금집적, 자산 배분, 위험관리, 절세 등의 목적을 위해 다양한 투자기구가 개발되어 있다. 부동산투자에 활용되는 대표적인 투자기구로는 부동산 펀드, 리츠, 프로젝트 금융투자회사(PFV : Project Finance Vehicle) 등이 있다. 실제로 투자자는 이러한 투자기구를 활용할 수도 있고, 직접투자를 할 수도 있다. 어느 경우이건 실제 투자구조에 부합하도록 사업성평가를 하는 것이 바람직하다.

투자 일정은 투자대상과 함께 사업성평가의 가장 기본적인 전제조건이다. 평가의 기간은 투자자가 예정하고 있는 투자 일정에 맞추어야 한다. 매입의 경우 투자 일정이 매입일과 매각일로 구성되어 비교적 단순하다. 반면 개발의 경우 부지확보, 인허가, 시공, 매각 등 다양한 요소로 투자 일정이 구성되기 때문에 평가의 기간도 여러 단계로 나누어진다. 사업성평가의 대상과 기간은 평가자가 임의로 결정할 수 없고, 평가를 의뢰한 투자자로부터 정보를 제공받아 확정해야 한다.

한편 사업성평가를 위해서는 미래를 예측해야 하는데, 그 과정에서 다양한 거시경제지표를 사용한다. 대표적인 거시경제지표에는 물가상승률과 이자율이 있다. 물가상승률은 투자의 과정에서 지출되는 여러 비용의 시간에 따른 상승을 추정하는 데 사용된다. 또한, 임대수익의 근거가 되는 임대료와 관리비의 시간에 따른 상승을 추정하는 데도 사용된다. 국내 임대차계약에서는 매년 물가상승률에 연동하여 임대료와 관리비를 조정하는 것이 일반적이기 때문이다. 이자율은 차입금에 대한 이자비용(대출금리)과 여유자금에서 발생하는 이자수익(예금금리)을 추정하는 데 사용된다. 그중 사업성평가에서 중요한 것은 이자비용이다. 실제 투자에서는 여유자금을 최소로 유지하므로 이자수익이 크지 않기 때문이다.

그 외의 시장지표로는 임대료, 공실률, 자본환원율 등이 있다. 이와 같은 부동산시장의 통계는 한국부동산원과 부동산서비스업을 영위하는 여러 민간기업이 발표하고 있는데, 전자의 경우 전국을 대상으로 다양한 용도를 취급하고 있으나 개별 시장을 예민하게 반영하지 못하고, 후자의 경우 비교적 개별 시장을 잘 반영하지만, 서울과 인근의 오피스 정도로 범위가 제한된다는 장단점을 가지고 있다. 사업성평가에서는 이들 통계와 주변 지역에 대한 조사를 병행하여 지표를 설정할 수밖에 없다.

(2) 투자비 및 자본구조 추정

매입의 경우 매도자와 매수자 간에 합의한 매매가격과 매매거래에 수반되는 부대비용으로 투자비가 구성된다. 그중 매입가격은 사업성평가를 의뢰한 투자자로부터 제공받지만, 매입부대비용은 평가자가 직접 추정해야 한다. 매입부대비용은 중개, 감정평가, 법률자문, 재무자문, 물리실사, 법무 등의 업무에 필요한 수수료, 차입에 따른 담보 설정 비용, 취득세 등으로 구성되는데, 그중 재무자문 수수료가 바로 사업성평가를 위해 투자자가 지출하는 비용이다. 투자자의 취득원가는 매입가격과 매입부대비용의 합으로 구성된다.

개발의 경우 부지비용, 건설비용, 금융비용 세 가지로 투자비가 구성된다. 부지비용은 토지의 소유자와 합의된 매입가격과 매매거래에 수반되는 부대비용으로 구성된다. 한 가지 중요한 점은 여기에 임차인을 포함한 점유자의 명도비용과 부지에 존재하는 건축물이나 구축물의 철거비용이 추가된다는 점이다. 건설비용은 설계비·감리비·PM(Project Management)비와 같은 용역비, 직접공사비, 준공 시점의 보존등기비 등으로 구성된다. 건설비용의 지출은 공정에 따라 이루어진다. 금융비용은 부지비용과 건설비용의 조달을 위해 사용한 타인자본에 대한 이자비용을 말한다. 금융비용은 이자율뿐 아니라 자본구조에 의해서도 크게 달라지는데, 전체 투자비에서 차지하는 비중이 크기 때문에 유의해서 추정해야 한다. 투자자의 취득원가는 토지비용, 건설비용, 금융비용의 합으로 구성된다.

투자비가 추정되면 그것을 어떻게 조달할지 자본구조를 확정해야 한다. 자본구조란 자기자본과 타인자본의 비율, 자기자본 내에서 보통주(2종 수익권)와 우선주(1종 수익권)의 비율, 타인자본 내에서 선순위차입과 후순위차입의 비율 등을 말한다. 자본구조는 자기자본과 타인자본 두 가지로 간단히 수립할 수도 있고, 다양한 트랜치(Tranche)²를 사용하여 수립할 수도 있다.

자기자본과 타인자본 중에서는 타인자본을 먼저 추정하는 것이 일반적이다. 대부분 투자자는 레버리지효과(Leverage Effect)³를 위해 타인자본을 최대한 사용하고자 하는데, 타인자본의 공급자는 반대로 위험관리를 위해 대출을 일정 한도 내에서만 집행하기 때문이다. 따라서 자본구조를 수립할 때 자본시장에서 조달 가능한 만큼 타인자본을 먼저 할당하고, 부족한 자금을 자기자본에 할당하는 것이 일반적이다. 만약 타인자본을 더 사용하고 싶다면 후순위차입도 고려할 수 있고, 그래도 자기자본이 부족하다면 우선주(1종 수익권) 투자자를 모집하는 것도 고려할 수 있다.

(3) 운영손익 및 회수금 추정

부동산을 보유하는 동안 발생하는 운영수익과 운영비용은 순영업소득(NOI : Net Operating Income)을 추정하기 위해 필요하다. 순영업소득은 이자비용이나 법인세비용과 같이 투자자의 재무적, 법률적 상태에 따라 달라지는 비용을 고려하지 않은, 다시 말해서 부동산 자체에서 발생하는 수익과 비용만을 고려한 현금흐름을 말한다. 따라서 순영업소득은 부동산의 가치를 평가하는 기준이 된다.

운영수익은 임대수익, 기타수익, 이자수익 등으로 구성된다. 임대수익은 임대료, 관리비, 보증금 등 임대 활동

2. 보통주, 우선주, 선순위차입, 후순위차입 등 수익과 위험의 특성이 다른 자금조달의 포지션들을 트랜치라고 한다.

3. 레버리지효과란 동일한 부동산에 투자하더라도 타인자본을 활용할 경우 자기자본만 활용하는 것에 비해 자기자본수익률이 높아지는 현상을 말한다. 레버리지효과는 부동산으로부터 발생하는 수익률에 비해 타인자본비용 즉 차입금의 이자율이 낮을 때 발생한다.

에 따른 현금흐름에서 발생하는 수익을 말하는데, 보증금의 경우 임대차기간이 만료되면 임차인에게 반환해야 하므로 보증금의 예금에 의해 발생하는 이자수익 정도만 임대인에게 수익으로 인식된다. 기타수익은 경상적인 임대 활동 외에 주차, 창고, 회의실, 광고, 자판기 등에서 추가적으로 발생하는 수익을 말한다. 일반적으로 임대 수익의 일정 비율을 적용하여 추정하는데, 구체적인 비율은 임대차현황으로부터 도출한다. 이자수익은 여유자금 즉 현금보유액에 예금이자율을 적용하여 추정한다.

운영비용은 보유세, 보험료, 관리비용 등으로 구성된다. 보유세는 재산세(토지 및 건물), 종합부동산세 등 부동산의 보유에 따르는 세금만을 고려하며, 소득세 등은 포함하지 않는다. 보험료는 부동산과 관련된 화재보험, 책임보험 등에서 발생하는 비용을 말한다. 이는 최근의 유사한 사례를 통해 파악한다. 관리비용은 청소, 경비, 안내, 설비관리, 임차인 관리 등 다양한 관리행위를 위한 비용을 포괄한다. 투자기구를 활용한다면 이를 위한 비용도 추가된다. 일반적으로 대형 부동산의 경우 관리행위를 전문적인 PM(Property Management)사에게 위탁한다. 그러면 PM사는 시설과 관련된 관리행위를 다시 전문적인 FM(Facility Management)사에게 재위탁하는 것이 일반적이다. 따라서 투자자 입장에서 두 가지 서비스회사에게 수수료를 지불하는 형태로 대부분 관리비용이 지출된다. 이러한 수수료 외에 별도로 지출되는 비용에는 수도광열비와 수선유지비가 있다.

투자기간 말 부동산을 처분하여 현금화할 때의 수입을 회수금이라고 하는데, 이는 매각금액에서 매각부대비용을 차감하여 추정한다. 회수금은 흔히 자본이득이라고 부르는 부동산처분손익을 결정하는 요소이므로 정확하게 추정해야 하는데, 매각은 투자 시점으로부터 먼 미래에 발생하는 사건이므로 그러기가 쉽지 않다. 따라서 가급적 보수적으로 추정하는 것이 바람직하다.

매각금액은 일반적으로 직접환원법을 통해 산출한다. 직접환원법이란 매각시점 이후 1년간의 순영업소득을 매각 시점의 자본환원율로 나누어 부동산의 가치를 계산하는 것을 말한다. 사업성평가는 투자 목적으로 부동산을 취득하는 경우에 필요하며, 투자의 대상이 되는 부동산은 대부분 수익을 발생시키는 것이기 때문에 원가방식이나 비교방식이 아닌 수익방식을 사용하는 것이다. 매각부대비용은 중개, 평가 등의 업무에 필요한 수수료가 대부분을 차지한다. 우리나라의 경우 부동산의 거래와 관계된 세금을 매수자가 부담하기 때문에 사업성평가에서 이를 고려할 필요는 없다. 매각부대비용은 매각금액에 일정한 비율을 곱해서 추정한다.

(4) 재무제표 작성

투자에 따른 재무적인 성과는 표준적인 재무제표로 나타내는 것이 일반적이다. 대표적인 재무제표에는 손익계산서(IS : Income Statement), 재무상태표(BS : Balance Sheet), 현금흐름표(CF : Cash Flow Statement) 세 가지가 있다. 이들 재무제표는 상호 연결되어 있으며, 투자에 따른 재무성과를 다양한 측면에서 보여준다.

손익계산서는 매 회계기간 동안의 수익과 비용을 보여준다. 따라서 순영업소득을 계산하는 과정과 비슷한 모습을 가지고 있다. 손익계산서의 최종적인 결과는 당기순이익인데, 이는 순영업소득과 두 가지 계정에서 차이를 가진다. 감가상각비와 이자손익이 그것이다. 감가상각비는 부동산의 구성요소 중 건물의 가치가 시간이 흐름에 따라 감소하는 것을 반영하는 계정이다. 따라서 손익계산서에서 비용으로 계상된다. 하지만 펀드와 같은



투자기구는 감가상각비를 인식하지 않으므로 이러한 사정을 잘 고려해서 손익계산서를 작성해야 한다. 이자손익은 순영업소득에 가감되는 영업외손익이다. 차입금에 대한 이자는 이자비용, 현금보유액에 대한 이자는 이자수익으로 인식된다. 순영업소득에서 이자손익을 가감하면 당기순이익이 된다.

재무상태표는 매 회계기간 말의 재무상태를 보여준다. 재무상태란 자산, 부채, 자본의 크기를 의미한다. 투자자는 부채와 자본의 형태로 자금을 조달하여 자산을 매입하므로 부채와 자본의 합은 항상 자산의 합과 금액이 일치해야 한다. 자산은 부동산뿐 아니라 현금, 선급금, 미수취이자 등으로 구성되며, 부채는 차입금뿐 아니라 보증금, 미지급금, 미지급이자 등으로 구성된다. 자본은 최초 투자금액인 자본금으로 시작하는데, 시간이 흐름에 따라 이익잉여금이 발생하여 크기가 달라진다.

앞에서 살펴본 손익계산서와 재무상태표에서는 발생주의에 의해 회계처리가 이루어진다. 이는 실제로 현금의 유출입이 일어나지 않더라도 그것을 유발하는 사건이 발생했을 때 재무제표에 인식하는 회계처리의 방법을 말한다. 하지만 때에 따라서는 현금의 유출입을 기준으로 장부를 살펴볼 필요도 있다. 사업성평가를 하는 경우가 대표적인 사례다. IRR과 같은 평가지표는 바로 이 현금흐름을 기준으로 계산한다. 이러한 필요에 맞게 영업활동에 의한 현금흐름, 투자 활동에 의한 현금흐름, 재무활동에 의한 현금흐름을 구분하여 작성하는 재무제표가 바로 현금흐름표다.

(5) 평가지표 산출 및 민감도 분석

앞에서 여러 가지 평가지표를 소개했는데, 실제로 사업성평가에서 주로 사용되는 것은 IRR, ROE, DSCR, D/E Ratio, LTV 등이다. 이중 IRR과 ROE는 수익성을, DSCR, D/E Ratio 및 LTV는 안전성을 나타내는 지표다. IRR은 전체 투자기간에 대해 하나의 값으로 산출되며, 나머지 지표들은 매 회계기간마다 산출된다. 따라서 ROE, DSCR, D/E Ratio, LTV에 대해서는 전체 투자기간의 평균값뿐 아니라 시간의 흐름에 따른 변화도 함께 제시해야 한다. 이들 지표를 사전에 설정한 기준과 비교해서 사업성 또는 타당성 여부를 판단한다. 각 지표에 대한 설명은 생략한다.

투자지표의 산출을 위해 투입하는 변수들 중 중요한 것에 대해서는 그 값이 변함에 따라 투자지표가 얼마나 달라지는지도 확인해야 한다. 이자율이 변함에 따라 IRR이 얼마나 달라지는지를 살펴보는 것이 대표적인 사례다. 즉 발생할 확률이 가장 높은 기본안(Base Case)에서부터 이자율을 조금씩 조정하면서 IRR의 변화를 관찰하는데, 이를 민감도 분석(Sensitivity Analysis)이라고 한다. 민감도 분석의 내용은 투자의 대상이나 방법에 따라 달라질 수 있다. 민감도 분석은 단지 그 결과를 참고하기 위해서만 수행하는 것이 아니다. 기본안에서 사업성이 양호하더라도 민감도 분석의 결과가 부정적이면 사업성이 나쁜 것으로 평가를 할 수도 있다. 예를 들어서 기본안에서 만족할만한 IRR이 도출되었지만, 이자율에 따른 IRR의 변화가 크고 동시에 향후 이자율의 변동성이 클 것으로 예상된다면, 사업성이 나쁜 것으로 평가를 하는 것이 타당할 수도 있다.

5. 마치며

지금까지 국내 사업성평가 시장현황, 감정평가업계의 업무편중, 사업성평가의 원리와 절차에 대해 순서대로 살펴보았다. 많은 말을 적었지만, 핵심적인 할 말은 감정평가업계가 사업성평가를 위한 역량을 이미 보유하고 있고, 그것을 활용해서 사업성평가 시장에 보다 적극적으로 참여해야 한다는 것이다.

시작에서 밝힌 바와 같이 이 글은 한국감정평가사협회의 의뢰로 진행한 “부동산 사업성평가 활성화를 위한 실무지침 마련 기초 연구용역”의 내용 중 서론에 해당하는 부분을 요약한 것이다. 해당 보고서의 대부분을 차지하는 본론은 엑셀 프로그램을 활용해서 사업성평가를 하는 구체적인 방법으로 구성되어 있으며, 이미 한국감정평가사협회 회원에 배포했다.

하지만 사업성평가를 처음 접하는 경우 보고서만 보면서 방법을 습득하는 것이 어려울 수 있다. 이러한 분들에게 도움을 주기 위해 보고서의 본론을 매뉴얼처럼 설명하는 동영상도 유튜브에 공개해 놓았으니 참고하기를 바란다.⁴ 부동산 매입이나 개발에 대한 사업성평가는 정형적이지 않아서 이 보고서가 제안한 방법이 효율적이지 않을 수도 있다. 또한, 엑셀을 구성하는 과정에서 오류를 범했을 수도 있다. 비록 많이 부족한 내용이지만 그것을 비판하고 수정하는 과정이 감정평가업계에 조금이나마 도움이 되기를 바란다.

4. 유튜브에서 “민성훈”을 검색하면 “REEFID”라는 채널을 찾을 수 있다. 해당 채널의 “타당성검토” 재생목록에 자세한 동영상 강좌가 업로드되어 있다. 또한, 유튜브에 공지된 링크를 통해 매뉴얼도 다운로드 받을 수 있다.