



PF평가본부 수석애널리스트 황병희
byounghee.hwang@kisrating.com

수익형부동산 가치평가시 자본환원율(Cap. Rate) 이용의 한계

수익형 부동산이란 운영수익 또는 임대수익을 얻을 수 있는 호텔, 오피스, 오피스텔, 상업시설 등의 유형고정자산을 의미하는데 본 고에서는 오피스를 중심으로 수익형부동산의 가치평가를 수행함에 있어서 자본환원율(Capitalization Rate, 이하 “Cap. Rate”) 이용의 한계점을 짚어보고, 자본환원율을 사용하기 위한 제한적인 전제조건에는 어떤 것이 있는지 살펴보고자 한다.

가치평가 일반

가치(Value)와 가격(Price)은 개념이 매우 유사하나 일반적으로 가치는 본질가치, 내재가치, 이론 가격 등을 의미하는 반면, 가격은 거래(Transactions)에서 형성된 매매가격을 의미하는 경우가 많다. 그럼에도 불구하고 다양한 재무이론에서는 가치산정을 언급할 때 “Valuation”이라는 용어와 더불어 “Pricing”이라는 용어를 혼용하고 있으며, 동일한 의미로 사용되는 것으로 보인다.

가치는 그 대상이 기업이든, 특정 자산이든 그로부터 창출되는 현금흐름을 추정한 후, 이를 현금흐름의 변동성 및 자본조달 구조를 반영한 적정 자본비용으로 할인함으로써 산출된다. 가치평가 방법론에서는 통상 이를 현금흐름할인법(Discounted Cashflow Method) 또는 소득접근법(Income Approach)이라 한다. 이외에도 실무적으로는 신뢰성을 주요 목적으로 하는 원가접근법(Cost Approach, 순자산접근법이라고도 함), 적용의 편의성 및 비교가능성을 주요 목적으로 하는 시장접근법(Market Approach, 상대가치법이라고도 함) 등을 가치평가의 한 방법으로 이용하고 있다.

가치평가 관점에서의 수익형부동산의 주요 특징

낮은 수준의
영업이익 변동성

수익형부동산은 현금흐름 측면에서 초기투자비가 크게 발생하는 반면, 운영기간 중 매출액 대비 현금지출 고정비는 낮은 수준이므로 경기변동에 따른 영업이익의 변동성이 비교적 적은 편이다. 이러한 특성은 고정성 운영비용이 상대적으로 크게 발생하는 호텔보다는 오피스와 같은 임대사업

에서 두드러지게 나타난다.

성장의 제한성 :
공급수량 증가의
한계 존재

일반적으로 제조업의 경우 명목매출성장률은 물가상승률과 실질상승률의 합으로, 실질상승률은 물가상승률을 초과하는 가격인상률과 판매수량 증가율의 합으로 표현할 수 있다. 완전경쟁에 가까운 시장구조일수록 가격은 시장에서 형성되므로 가격상승률은 물가상승률과 동일할 것으로 기대할 수 있다. 즉, 물가상승률을 초과하는 가격인상률은 기대하기 어렵다. 이에 따라 명목성장률은 물가상승률과 판매수량 증가율의 합으로 볼 수 있다.

수익형부동산의 매출은 호텔의 경우 객실 매출, 부대사업장 매출, 임대사업장 임대수입 등으로 구성되고, 오피스의 경우 임대료 수입, 관리비 수입, 주차장 등 기타 수입 등으로 구성된다. 이러한 매출 구성의 성격상 호텔의 객실 매출, 임대 수입과 오피스의 임대료 수입, 관리비 수입 등은 판매가능수량이 한정되어 있으므로 수량의 증가는 객실가동률의 증가 또는 임대공실률 감소의 형태로 나타나게 된다. 일반 기업 또한 생산능력은 단기적으로 제한되어 있으나 생산능력 증대에 대한 유연성이 상대적으로 높은 반면, 수익형부동산의 경우 객실수량 또는 임대면적의 증대는 기대하기 어렵다. 이에 따라 호텔이나 오피스 등의 명목매출성장률은 대부분의 경우 물가상승률 정도로 추정할 수 있을 것이다.

Cap. Rate을 이용한 가치평가

상대가치접근법으로서의 가치평가

Cap. Rate은 Capitalization Rate의 약어로서 실무에서는 수익형부동산의 가치평가지 요구수익률(할인율)로 사용되며, 다음과 같은 단순 가치평가식으로부터 역산하여 측정된다.

[식1]

$$\text{Value} = \frac{\text{NOI}}{\text{Cap. Rate}}$$

[식1-1]

$$\therefore \text{Cap. Rate} = \frac{\text{NOI}}{\text{Value}}$$

Value : 매매거래에서의 매매가격

NOI : Net Operating Income, 세전 순영업이익

하지만, 상기와 같은 가치평가식으로부터 역산하여 Cap. Rate을 측정할 경우 이는 요구수익률이라기보다는 세전투자수익률의 개념이라고 보는 것이 타당할 것이다. Cap. Rate이 요구수익률로 사용되려면 해당 자산의 위험수준에 대한 적정 자본비용이라는 측면에서 측정되어야 한다.

Cap. Rate을 이용한
가치평가는
상대가치접근법임

일부에서는 Cap. Rate을 이용한 가치평가 방법을 Income Approach로 부르고 있는데(아마도 NOI를 이용하기 때문에 용어 사용상의 오해가 있는 것으로 판단된다), 이는 엄밀히 이야기하자면

잘못된 표현이다. 매매시점의 NOI를 Cap. Rate으로 나누어 수익형부동산의 가치를 측정하는 것은 Income Approach가 아니라 상대가치접근법 또는 시장가치접근법이라 할 수 있다. 이는 기업 가치 평가시 Market Multiple을 이용하는 방법과 전혀 다르지 않다는 뜻이다. 흔히 사용되는 Market Multiple로는 PER(Price Earning Ratio), EV/EBITDA 등이 있는데 이들은 다음과 같이 구해진다.

[식2]

$$PER = \frac{\text{Price}}{\text{EPS}}$$

Price : 1주당 주식가격

EPS : Earnings Per Share, 1주당 당기순이익

[식3]

$$EV/EBITDA = \frac{EV}{EBITDA}$$

EV : Enterprise Value, 기업가치

EBITDA : Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization

PER 또는 EV/EBITDA Multiple을 이용한다는 것은 동종업종에 속한 유사기업의 PER 또는 EV/EBITDA Multiple이 평가대상 기업과 동일할 것이라는 전제가 바탕이 된다. Cap. Rate에 의한 평가방법 역시 유사 수익형부동산의 Cap. Rate이 평가대상 수익형부동산과 동일할 것이라는 전제를 바탕으로 함에 따라 한계를 지닐 수 밖에 없다. 이에 따라 이하에서는 Cap. Rate을 할인율로 이용하는 수익형부동산 가치평가방법의 제반 가정과 이로 인한 한계를 살펴보고자 한다. 이는 상대가치접근법의 한계라고도 할 수 있겠다.

Cap. Rate을 할인율로 사용하기 위한 제반 가정 및 한계

매매가격과 본질가치가
동일하다고 가정함

비교대상 수익형부동산으로부터 산출된 Cap. Rate을 평가대상 수익형부동산에 이용하기 위해서는 비교대상 수익형부동산의 매매사례가격이 본질가치와 동일하다고 가정해야 한다.

주식시장에서 저평가된 주식 또는 고평가된 주식이라고 이야기할 때 저평가/고평가의 기준은 본질가치, 내재가치 등으로 불리는 이론가격이 된다. 즉, 주식시장에서도 정보의 불균형 등 다양한 이유로 투자자는 이론가격보다 높게 또는 낮게 평가하게 되는데, 이러한 상황에서 거래가 이루어져 시세가 형성되면 단기적으로는 이론가격(균형가격)을 이탈한 양상을 나타낸다. 마찬가지로, 수익형부동산의 경우에도 매매사례가격은 버블이나 자산디플레이션 등의 영향으로 본질가치보다 높거나 낮게 형성될 수 있다. 이처럼 불균형 상태에서의 매매사례가로부터 산출된 Cap. Rate을 평가대상에 적용할 경우 불균형 가격을 생산하게 될 것이다. 이처럼 절대 비교가 아닌 상대 비교라는 측면에서 시장접근법을 상대가치접근법이라고 부른다.

명목현금흐름의
제로성장을 가정함

[식1]에서 알 수 있듯이 Cap. Rate을 이용한 평가식은 영구현금흐름의 현재가치 공식이다. 여기서 먼저 짚고 넘어가야 할 것은 현금흐름인 NOI와 할인률인 Cap. Rate이 명목 변수인지 실질 변수인지 구분하여야 한다. 만일 실질 현금흐름 및 실질 할인율이라면 현금흐름에 인플레이션이 반영되지 않으므로 판매가능수량(객실수, 임대면적 등)이 제한적인 수익형부동산의 특징에 따라 제로성장 가정은 어느 정도의 합리성을 가질 수도 있겠다. 하지만 실무에서 Cap. Rate을 국공채와 비교하여 스프레드를 산정하는 등의 여러 형태의 활용도를 미루어 추측컨대 명목할인율로서의 Cap. Rate을 이용하는 것으로 보인다. 그러므로 현금흐름 또한 명목현금흐름으로 이해할 수 있다.

수익형부동산의 특징 중에서 판매수량의 증가율에 제한이 있음은 앞서 설명한 바 있다. 하지만 대개의 경우 일정 수준의 인플레이션이 기대되는 이상 명목현금흐름이 성장하지 않는다는 가정은 제한적일 수밖에 없다.

사업주체에 따른
세금효과를
고려하지 않음

[식1]의 NOI는 세전 순영업이익을 의미하는데, 현실적으로는 사업주체가 개인(임대사업을 영위하는 개인의 종합소득세율)일 경우와 법인(법인세율)일 경우의 적용 세율이 다를 수 있으며, 조세특례적용 등으로 인해 경우에 따라서는 법인간에도 한계세율이 다를 수 있다. 이에 따라 세전 순영업이익을 근간으로 가치를 산정하는 것은 세금의 순효과(납부세액-절세효과)를 고려하지 않는 것과 같으며, 본질적으로 투자자에게 귀속되는 현금흐름 관점에서 가치평가가 이루어져야 한다는 측면에서 볼 때, 모든 투자자가 동일 세율을 적용 받는 것으로서 매우 제한적인 가정이라고 할 수 있다.

순운전자본의
변동이 없음

순운전자본은 매출채권, 재고자산, 매입채무 등으로서 순운전자본의 증감은 추가 투자액 또는 투자 회수액으로 보아 투자자 귀속 현금흐름 산출시 가감하게 된다. 이는 제조업, 건설업 등에서는 매우 중요한 요소이나, 수익형부동산 특히 오피스의 경우에는 순운전자본의 변동이 거의 발생하지 않으므로 순운전자본이 변동하지 않는다는 가정은 비교적 합리적이라고 할 수 있다.

감가상각비와 자본적
지출의 규모가
동일하다는 가정

영구현금흐름의 대전제는 계속기업에 대한 가정이다. 지속적으로 NOI를 창출하기 위해서는 미래에도 최소한 현재와 동일한 수준의 품질로 재화 또는 서비스를 고객에게 제공할 수 있어야 한다. 수익형부동산의 건물 등은 경제적 내용연수에 따라 가치가 감소하는데, 이는 고객에게 제공되는 재화 또는 서비스의 품질이 떨어지는 것을 의미한다. 이에 따라 사업주체는 주기적으로 엘리베이터, 가구, 인테리어, 비품 등의 수선 또는 교체 등을 통해 일정 수준의 품질을 유지해야만 한다. 즉, 건물 등 상각자산의 감가상각비만큼의 자본적 지출(회계적으로 수익적 지출도 포함)이 필요하다. 사실 엄밀하게 말하자면, 감가상각비는 취득원가(역사적원가)의 배분과정이므로 인플레이션 하에서 실제 품질이 유지되기 위해서는 감가상각비에 물가상승률을 추가로 고려해야 할 것이다.

이러한 가정은 비교대상 수익형부동산과 평가대상간에 상각자산의 경제적 내용연수 및 상각방법 등이 동일하다는 전제 하에서 성립될 수 있다.

비업무용자산/부채
(Non-Operating
Assets/Liabilities)는
존재하지 않음

투자자 귀속현금흐름을 적절한 할인율로 할인하여 산정된 가치는 영업의 가치이다. 즉, [식1]에 의해 산출된 가치는 영업의 가치를 의미한다. 한편, 기업의 가치는 영업의 가치와 비업무용 순자산의 가치로 구성되므로 수익형부동산에서도 비업무용 순자산의 가치를 추가로 고려할 필요가 있다.

일반적으로 오피스 임대사업의 경우에는 비업무용 순자산이 거의 나타나지 않는다고 볼 수 있다. 다만, 사옥 용도로 지어진 건물이 임대로 전환된 경우 임대목적으로 지어진 건물에 비해 건물의 정착면적 대비 토지면적의 비율이 상대적으로 클 수 있을 것이다. 왜냐하면 대개의 경우 임대목적으로 지어진 건물은 사업성을 극대화하기 위하여 법정 최대 용적률¹⁾과 건폐율²⁾을 설계에 반영하는 경우가 많은 반면, 사옥 용도의 건물은 임대목적 건물에서와 같은 유인이 존재하지 않기 때문이다. 이처럼 건물의 정착면적을 초과하는 토지에 대하여 영업자산으로 분류할 지, 비업무용자산으로 분류할 지에 대한 논의는 별도로 다루어져야 할 영역으로 판단된다.

건물 부속토지의 면적을 제외한 다른 조건이 동일한 오피스 건물 A와 B는 영업의 가치가 동일하게 산출될 것이다. 하지만 건물 부속토지의 면적 크기가 서로 다른 경우 두 부동산의 가치는 분명 달라야 한다. 이러한 현상은 토지의 면적이 상대적으로 넓은 호텔에서 더욱 두드러지게 나타날 것이다.

이에 따라 비업무용 순자산의 규모가 서로 다른 수익형부동산의 가치평가지 [식1]을 사용하는 것은 왜곡된 결과를 초래할 수 있다.

수익형부동산 시장
참가자의 신용위험 및
재무구조가
동일하다는 가정

일반적으로 투자자가 전액 자기자본으로 오피스를 구매하는 경우는 드물고, 적든 많은 타인자본을 조달하게 된다. 즉 오피스 사업주체 별로 재무구조는 저마다 다를 수 있다. 또한 재무레버리지의 정도에 따라 신용위험은 다를 수 있으며, 지급보증 등 별도의 신용보강이 개입된 경우 신용위험은 크게 경감될 수도 있다.

[식1]은 수익형부동산의 사업주체가 자본조달시 전액 자기자본으로 조달하였거나, 타인자본을 조달하였을지라도 재무레버리지가 동일하고, 동일한 신용위험으로 인한 동일 타인자본비용을 전제로 하고 있다. 즉 평가대상 수익형부동산과 비교대상 수익형부동산의 재무구조 및 신용위험이 다를 경우 가치평가지 오류가능성을 내포하고 있다.

오피스 임대업의 재무구조별 할인을 추정 사례

현행 기업회계기준서 '제8호 유가증권' 문단 21 내지 29에서는 시장성이 없는 지분증권(비상장주식)의 공정가액을 측정하기 위해 "합리적인 평가모형과 적절한 추정치를 사용"하도록 하고 있으며, '제15호 지분법' 문단 30 및 31에서는 지분법적용 투자주식의 회수가능가액으로서의 사용가치를 "지분법피투자회사가 사업 등을 통하여 창출할 것으로 기대되는 미래순현금흐름과 청산

1) 용적률이란 대지 면적에 대한 건물 연면적(延面積)의 비율을 말한다.

2) 건폐율이란 대지 면적에 대한 건물의 바닥 면적(정착 면적)의 비율을 말한다.

가치의 현재가치 중 투자회사의 지분액” 또는 “지분법적용 투자주식의 보유기간 동안 기대되는 미래배당현금흐름과 보유기간 종료시 당해 지분법적용 투자주식의 처분가치의 현재가치”로 산정토록 하고 있다. 즉, 모든 유가증권은 원칙상 공정가액으로 평가해야 하며, 시장성이 없는 지분증권의 공정가액은 문맥상 현금흐름할인법을 사용하도록 하고 있다.

이처럼 회계상의 공시 목적이 아닐지라도 수익형부동산의 가치평가지 Cap. Rate 을 사용하는 상대가치접근법의 한계가 존재함에 따라 이에 대한 대안으로서 현금흐름할인법(DCF)에 의한 가치평가를 권고한다.

이하에서는 현금흐름할인법을 적용할 경우의 가중평균자본비용(WACC, Weighted Average Cost of Capital)을 재무구조 시나리오 별로 추정해 보았다.

오피스 임대업을 영위하는 법인 중 현재 증권거래소에 상장되어 있는 법인은 A, B, C 법인 등이 있으며, 이들 법인이 보유 중인 임대자산은 다음과 같다.

[표1] 증권거래소 상장 오피스 임대법인 및 보유 건물 현황		
구 분	보유 건물	위 치
A 법인	극동빌딩	서울시 중구 충무로
B 법인	DSME빌딩	서울시 중구 다동
	코오롱별관	경기 과천시 별양동
C 법인	G타워	서울시 종로구 수송동
	센트럴타워	성남시 분당구 서현동

오피스 임대업의 동종업 평균 재무구조 등의 산출을 위해 조사된 A 법인 등의 최근 2년간 시장가 격 기준 재무구조 등은 다음과 같다.

[표2] A 법인					
(단위 : 천주, 원, 백만원)					
구 분	'06.12.31	'07.6.30	'07.12.31	'08.6.30	Average
Unlevered Beta	0.01	0.06	0.01	0.01	0.02
Levered Beta	0.01	0.09	0.02	0.02	0.04
No. of Shares(천주)	15,260	15,260	15,260	15,260	15,260
Stock Price(원)	7,250	7,800	8,000	9,940	8,248
Market Cap.(백만원)	110,635	119,028	122,080	151,684	125,857
Debt(백만원)	75,244	75,244	75,244	75,244	75,244
D/E Ratio	68.0%	63.2%	61.6%	49.6%	59.8%
Interest Rate					6.90%

자료 : KIS-Line, 한신평 Research

[표3] B 법인					
(단위 : 천주, 원, 백만원)					
구 분	'06.10.31	'07.4.30	'07.10.31	'08.4.30	Average
Unlevered Beta	0.04	0.05	0.03	0.03	0.04
Levered Beta	0.07	0.08	0.06	0.06	0.07
No. of Shares(천주)	12,000	12,000	12,000	12,000	12,000
Stock Price(원)	5,380	6,570	6,320	6,760	6,258
Market Cap.(백만원)	64,560	78,840	75,840	81,120	75,090
Debt(백만원)	58,700	58,700	58,700	58,700	58,700
D/E Ratio	90.9%	74.5%	77.4%	72.4%	78.2%
Interest Rate					5.80%

자료 : KIS-Line, 한신평 Research

[표4] C 법인					
(단위 : 천주, 원, 백만원)					
구 분	'06.12.31	'07.6.30	'07.12.31	'08.6.30	Average
Unlevered Beta	0.17	0.15	0.11	0.07	0.12
Levered Beta	0.19	0.17	0.12	0.08	0.14
No. of Shares(천주)	92,000	92,000	92,000	92,000	92,000
Stock Price(원)	5,030	5,960	5,440	6,700	5,783
Market Cap.(백만원)	462,760	548,320	500,480	616,400	531,990
Debt(백만원)	63,810	63,810	65,810	68,410	65,460
D/E Ratio	13.8%	11.6%	13.1%	11.1%	12.3%
Interest Rate					6.10%

자료 : KIS-Line, 한신평 Research

CAPM(Capital Asset Pricing Model, 자본자산가격결정모형)에 의한 자기자본 비용은 다음과 같이 추정되었다.

구분	추정치
무위험자산수익률(Rf) ^{주1)}	3.77%
시장위험프리미엄(MRP) ^{주2)}	9.45%
영업베타(Unlevered Beta) ^{주3)}	0.10
부채비율(Debt/Equity Ratio) ^{주4)}	27.2%
베타(Levered Beta) ^{주5)}	0.12
기타 위험프리미엄 ^{주6)}	2%
세율(법인가정)	22%
자기자본비용	6.89%

주1) 2008년 12월 31일 현재 5년 만기 국공채 수익률

주2) 미국 주식시장 위험프리미엄(4.5% 적용) + 대한민국 CDS 스프레드(330bp)*1.5(Global Average of Equity to Bond Market Volatility)

주3) A법인 등의 영업베타를 시가총액으로 가중 평균하여 산출

주4) A법인 등의 과거 시가기준 합산재무제표 평균 부채비율을 목표자본구조로 가정

주5) 영업베타 및 부채비율을 이용하여 산출

주6) 비상장으로 인한 유동성 리스크 등 가산

A 법인 등 동종 상장법인의 가중평균차입이자율은 6.31%로 조사되었으며, 업종 평균 자본구조를 목표자본구조로 할 경우의 가중평균자본비용(WACC)은 6.47%로 산출되어, 2008년 12월 31일 현재 5년 만기 국공채 수익률 대비 2.7%의 스프레드를 나타내는 것으로 추정되었다.

다음은 자본구조 및 타인자본비용에 따른 가중평균자본비용의 민감도를 나타낸 것이다.

[표5] 가중평균자본비용 민감도							
가중평균자본비용		부채비율					
[WACC]		10%	20%	27.2%	50%	100%	200%
	5.50%	6.54%	6.41%	6.33%	6.13%	5.85%	5.57%
타인	6.00%	6.58%	6.48%	6.42%	6.26%	6.05%	5.83%
자본	6.31%	6.60%	6.52%	6.47%	6.34%	6.17%	6.00%
비용	7.00%	6.65%	6.61%	6.58%	6.52%	6.44%	6.35%
	7.50%	6.68%	6.67%	6.67%	6.65%	6.63%	6.61%

주) 동종 업종 상장법인 평균 부채비율(27.2%) 및 타인자본비용(6.31%)을 적용할 경우 WACC는 6.47%로 추정되었음.

오피스 임대업을 영위하는 상장법인의 시가기준 평균 부채비율은 27.2%로 매우 낮은 수준으로 조사되었으나, 레버리지를 이용하여 오피스를 매매할 경우 부채비율이 적게는 100% 내외에서 많게는 200%를 초과하는 경우도 많으며, 이 경우 더욱 높은 신용위험을 반영하게 될 것이므로 타인자본비용 또한 상장법인 평균을 웃돌 것으로 예상되어 상기 추정 사례의 가중평균자본비용보다는 높은 할인율이 산출될 것으로 판단된다.

맺음말

Cap. Rate을 이용하여 수익형부동산의 가치 평가를 수행할 경우 적용하기가 쉽고, 시장가치를 근거로 함에 따라 현금흐름할인법에 비해 비교적 객관적이라는 점 등의 장점으로 인해 실무에서는 널리 사용되고 있으나, 상기에서 검토한 바와 같이 많은 한계점을 내포하고 있어 방법론 적용에 있어서 평가자의 주의를 요한다.

한편, 오피스의 경우 지역별, 등급(프라임, A, B, C 등)별 영업위험의 격차 수준은 어느 정도인지, 건물의 바닥정착면적을 초과하는 토지 중 어디까지 영업자산으로 볼 것인지 등에 대한 추가적인 연구가 필요할 것으로 판단되며, 이러한 연구 결과들을 토대로 위험을 적절히 반영하고 있는 할인율을 도출한다면 내재가치에 근접한 가치평가 결과가 산출될 수 있을 것으로 기대된다.