



저작자표시-비영리-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:



저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.



비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.



변경금지. 귀하는 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공할 수 없습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 [이용허락규약\(Legal Code\)](#)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

[Disclaimer](#)

석사학위논문

리조트기업의 경영분석에 대한 연구

- 제주지역 주요 리조트기업을 중심으로 -

제주대학교 경영대학원

회 계 학 과

김 병 철

2016년 8월

리조트기업의 경영분석에 대한 연구

- 제주지역 주요 리조트기업을 중심으로 -

지도교수 김 길 훈

김 병 철

이 논문을 경영학 석사학위 논문으로 제출함

2016년 6월

김병철의 경영학 석사학위 논문을 인준함

심사위원장 _____ 인

위 원 _____ 인

위 원 _____ 인

제주대학교 경영대학원

2016년 6월

A Study on the Business Analysis of Resort
Companies

- Focusing on the leading Resort Companies in Jeju -

Byoung-Chul Kim
(Supervised by professor Gil-Hoon Kim)

A thesis submitted in partial fulfillment of the requirement for the
degree of Master of Business Administration

Jun. 2016.

This thesis has been examined and approved.

Thesis director, Seong-Hyo Ko, Prof. of Accounting

.....
.....
.....
Jun. 2016.
.....

Department of Accounting

GRADUATE SCHOOL OF BUSINESS
ADMINISTRATION

JEJU NATIONAL UNIVERSITY

<목 차>

제I장 서론	1
제1절 연구의 필요성 및 목적	1
제2절 연구의 구성 및 방법	4
제II장 리조트산업과 재무분석에 대한 이해	6
제1절 리조트 산업에 대한 이해	6
제2절 재무분석의 의의	12
제3절 재무분석 기법	13
1. 자기자본이익률(ROE)의 의의	13
2. ROE 구성요소	14
3. 새로운 접근법	16
4. 잉여현금흐름(Free Cash Flow)	20
제III장 제주지역 주요 리조트기업 경영분석	22
제1절 A기업 재무현황	22
제2절 A기업 경영분석	27
1. 경영분석	27
2. 자기자본이익률(ROE)분석	34
3. 현금흐름분석	47
제3절 제주 주요 리조트기업의 경영성과 비교분석	50
1. B기업 재무현황	50
2. B기업의 경영분석	54
3. A기업과 B기업 비교분석	59
제IV장 결론	69
참고문헌	72

<표 목 차>

< 표 2-1 > 제주도 연도별 관광객 입도현황	9
< 표 2-2 > 제주도 관광숙박업소 개발현황(2015.12.31 현재)	10
< 표 2-3 > 제주지역 골프장 현황(2016.1월 현재)	11
< 표 2-4 > 제주도 연도별 골프장 내장객 현황(2015.12.31 현재)	11
< 표 2-5 > 비율분석에 사용되는 회계항목에 대한 정의	16
< 표 2-6 > 잉여현금흐름(FCF) 계산방법	21
< 표 3-1 > A기업의 일반현황	22
< 표 3-2 > A기업의 재무상태표	25
< 표 3-3 > A기업의 포괄손익계산서	26
< 표 3-4 > A기업 호텔부문 요약 재무상태와 재무성과	28
< 표 3-5 > A기업 골프장부문 요약 재무상태와 재무성과	31
< 표 3-6 > A기업 요약 재무상태와 재무성과	33
< 표 3-7 > A기업의 호텔부문 ROE 분석	35
< 표 3-8 > A기업의 호텔부문 영업ROA 분석	38
< 표 3-9 > A기업의 산업평균대비 호텔부문 ROE 비교분석	39
< 표 3-10 > A기업의 골프장부문 ROE 분석	39
< 표 3-11 > A기업의 골프장부문 영업ROA 분석	42
< 표 3-12 > A기업의 ROE 분석	43
< 표 3-13 > A기업 전체와 부문별 영업ROA 분석	46
< 표 3-14 > A기업의 현금흐름표와 FCF 분석	48
< 표 3-15 > B기업의 일반현황	50
< 표 3-16 > B기업의 재무상태표	52
< 표 3-17 > B기업의 포괄손익계산서	53
< 표 3-18 > B기업의 호텔부문 요약 재무상태와 재무성과	55
< 표 3-19 > B기업의 골프장부문 요약 재무상태와 재무성과	56
< 표 3-20 > B기업 요약 재무상태와 재무성과	57
< 표 3-21 > B기업 현금흐름표와 FCF 분석	58

< 표 3-22 > A, B기업의 호텔부문 ROE 비교분석	60
< 표 3-23 > A, B기업의 호텔부문 영업ROA 비교분석	62
< 표 3-24 > A, B기업의 골프장부문 ROE 비교분석	63
< 표 3-25 > A, B기업의 골프장부문 영업ROA 비교분석	64
< 표 3-26 > A, B기업의 ROE 비교분석	65
< 표 3-27 > A, B기업의 영업ROA 비교분석	66
< 표 3-28 > A기업 및 B기업의 요약 현금흐름표	67
< 표 3-29 > A기업 및 B기업의 잉여현금흐름과 자금사용 비교	68

<그 립 목 차>

< 그림 2-1 > 기업의 수익성과 성장동력	13
< 그림 3-1 > A기업의 호텔부문 ROE와 영업ROA	36
< 그림 3-2 > 매출액 조정 후 A기업의 호텔부문 ROE와 영업ROA	37
< 그림 3-3 > A기업의 골프장부문 ROE와 영업ROA	41
< 그림 3-4 > A기업의 ROE와 영업ROA	44
< 그림 3-5 > A기업 전체와 부문별 ROE	45
< 그림 3-6 > A, B기업의 호텔부문 ROE와 영업ROA	61

제I장 서론

제1절 연구의 필요성 및 목적

1. 연구의 필요성

제주특별자치도의 관광산업은 고부가가치 산업으로 제주지역 경제에 기여하는 바가 크다고 할 수 있다. 제주관광수입은 2011년 이후 성장세가 크게 확대 되어 2013년에는 전년대비 10.2% 까지 성장하였으며, 관광객 부가가치 성장률도 2008년 이후 매년 9% 이상의 높은 성장을 기록하였다. 제주를 찾는 관광객은 2008년 582만명에서 매년 11%~16%씩 성장하여 2013년도에는 연간 1천만명이상의 관광객을 유치하였고, 2015년 현재 연간 1,366만명의 관광객이 제주를 찾고 있다.

관광수입은 2013년 기준 3.7조원으로 제주지역 총산출액의 14.9%를 차지하고 있으며, 도내 관광산업 평균 종사자수는 2013년 3만3천명으로 2007년부터 2013년 중 1만2천명이 증가하여 연평균 약 1천7백명의 신규고용을 창출하고 있다(제주특별자치도, 2016).

제주관광의 성장은 볼거리인 주요 관광자원의 개발뿐만 아니라 체험시설, 레저스포츠시설, 관광숙박시설 등 인프라산업이 뒷받침되었기 때문에 가능했으며 대표적인 서비스 업종인 리조트산업은 인적자원뿐만 아니라 초기 자본투자 등 물적 자원이 수반된다. 제주의 관광숙박업소는 2008년 이후 약 238개소(12,838객실)가 신축되어 졌으며, 현재 지방자치단체에 사업계획승인을 얻고 건설 중인 숙박업소도 212개소(20,549실)가 있다.

2008년 이후 신축된 관광숙박업소는 동일기간 증가된 관광객 784만명의 수요 증가에 의해 정상적으로 운영되고 있으나, 향후 5년 내에 추가 신축될 20,549 객실의 수요확보를 위해서는 2015년보다 1,255만명의 관광객이 증가되어야 동일한 수준의 수익구조를 유지할 수 있는 경영환경에 처하게 된다. 제주도의 관광산업 정책 측면으로 볼 때 제주도를 찾는 관광객은 양적으로 상당부분 포화되었다고 판단하기 때문에 향후 관광객의 폭발적 증가는 예상되지 않으며 관광산업의 질

적 성장 도모에 집중하고 있는 상황이다. 따라서 향후 건설될 관광숙박업소 규모를 감안할 때 관광산업에서 경쟁이 심화될 것으로 예상되며, 평균적으로 객실 가동률 하락과 수익성 악화가 예상된다.

제주지역 골프장운영 산업도 이와 유사하다. 2004년 9개소에 불과했던 제주골프장은 2015년 현재 공급총량제(녹지면적의 5%이내 건설)란 한도 내에서 약 21개소가 추가 건설되어 현재 30개소(726개 홀)가 운영 중에 있다. 2004년 제주지역 골프장 240개 홀 기준 72만명 수준의 골프장 내장객은 2011년 182만명으로 2배 이상 증가하였으나, 이는 골프장 공급증가를 충족하지 못하는 수준이며, 2015년 현재 골프장 내장객은 196만명으로 5년 사이 8%의 성장에 머무르는 상황이다. 이 또한 제주를 찾는 관광객에 의한 수요증가가 아닌 제주도민 골프의 이용으로 인한 증가이며, 순수 관광객에 의한 골프인구 증가는 단 1%에 불과하다.

현재 국내골프산업은 충분히 대중화 되어 있어 더 이상의 골프인구의 증가를 예상할 수 없는 상황이며, 제주지역 각 골프장은 매출이 정체되고 운영경비의 증가와 높은 조세부담 등으로 수익성은 점점 악화되고 있는 실정이다. 더욱이 2016년부터 단계적으로 시행된 골프장 입장에 대한 개별소비세의 부활로 도외지역 골프장과의 가격경쟁력 면에서 더 이상 우월한 상황이 유지될 수 없어 향후 제주골프 관광수요의 감소가 예상된다.

제주관광의 대표적인 업종인 관광숙박 및 골프 산업에서의 공급확대로 심화되는 경쟁구도 하에서 산업의 수익성은 점차 악화될 것으로 예상되며 각 기업은 이에 대한 충분한 대비가 필요하다고 사료된다. 신규진입을 고려중인 기업들은 수요정체와 공급과잉의 국면에 처한 산업의 경쟁구조에 대한 충분한 이해를 통해 해당 산업에의 진입여부를 판단해야 할 것이다.

또한 현재 운영 중인 기업의 경영자들은 생산이 곧 판매라는 등식이 성립되었던 과거 공급이 부족했던 경제상황에서의 사고에서 탈피하여 한다. 경영자의 경험적 사고에 의존한 단순한 경영의사결정 방식에서 벗어나 경영환경 변화에 대하여 기업의 경영분석 등을 통해 문제점을 발견하고 경영전략 수정의 필요성을 인식하고 경영성과 제고를 위한 노력을 하여야 할 것이다.

2. 연구목적

본 연구의 목적은 경영 사례를 통하여 리조트기업의 경영분석을 실시하는 것이다. 경영분석과 관련한 연구 중 최근에 개발된 재무분석 기법을 이용한 실무적 연구는 거의 없다. 따라서 본 연구에서는 경쟁이 심화되고 있는 제주지역 리조트산업의 경영분석을 위하여 제주지역 주요 리조트기업을 선정하고 이들 기업의 재무자료를 바탕으로 경영분석을 실시한다. 본 연구에서는 실무적이고 구체적인 경영분석을 실시하고, 경영분석 결과에 대하여 논의하고자 한다.

이러한 연구목적을 달성하기 위한 구체적인 연구내용은 다음과 같다.

첫째, 제주지역 주요 리조트기업의 재무상태 및 재무성과의 추이를 분석하고, 호텔부문과 골프장부문으로 나누어 구체적인 재무분석을 실시한다.

둘째, 유사한 주요 리조트기업 간의 재무수치 비교를 통해 재무성과 등 경영활동의 결과를 비교분석한다.

셋째, 경영분석 결과에 대하여 논의한다.

본 연구는 이론적 연구가 아닌 실무적 연구로서 기존의 재무성과와 관련된 실증연구를 보완하는데 의의가 있다. 기존의 재무성과와 관련한 실증연구는 부채비율과 경영관리기법 등 특정 경영요인이 재무성과에 미치는 영향을 분석한 관계연구가 대부분이다. 이러한 관계연구에서는 회귀분석 등의 통계기법을 이용해 설명변수(독립변수)가 종속변수에 유의적인 영향을 미치는지를 분석한다.

그런데 이들 선행연구에서는 기본적인 관심변수인 재무성과 측정치를 적절하게 사용하지 못한 경우가 많다. 더욱이 재무성과를 설문대상자가 답변하게 함으로써 설문대상자가 인지하는 재무성과로 측정하고 있는 경우도 많다. 자기자본이익률(ROE)은 주주입장에서 본 재무성과 측정치이다. 분자가 주주의 몫의 증가인 당기순이익이고 분모는 자기자본이기 때문이다. 따라서 ROE는 전체적인 기업의 재무성과로 보기 어렵다. 즉, ROE는 주주 입장에서 경영성과를 판단하기 위해 전체적인 기업의 재무성과(영업ROA 등)에 부채비율 등 레버지리효과가 반영된 수치다.

호텔과 관련한 연구인 이유재·이청림(2010)과 정혜영·임대규(2010)에서 기업의

재무성과 측정치로 사용한 총자산순이익률(ROA)은 기업의 투자금액(분모)인 자산(자기자본과 타인자본의 합계)에 대한 성과(분자) 측정치로 주주(자기자본)에 대한 보상인 당기순이익이 대응됨으로써 적절한 재무성과 측정치로 보기 어렵다. ROA 계산에서 분모는 주주를 포함한 기업자금의 모든 공급자들의 몫인 총자산이지만 분자는 주주들에게 귀속되는 당기순이익만을 포함한다는 한계점이 있다 (김길훈, 2016).

ROA 계산에서 단순히 세후영업이익을 사용할 경우에도 문제가 완전히 해소되지는 않는다. 총자산에서 포함된 투자부동산과 금융상품 등 비영업자산이 분모에는 포함되었는데 투자부동산과 금융상품투자로 인한 수익이 영업이익에 포함되지 않을 경우에는 투자금액과 수익이 적절히 대응이 되지 않는다. 따라서 올바른 재무성과 분석을 위해서는 기본적으로 적절한 재무성과 측정치를 사용하여 분석할 필요가 있다.

본 연구에서는 기업의 재무성과를 분석하기 위해 영업자산이익률(영업ROA) 등 새로운 재무비율 분석기법을 사용하고, 현금흐름분석에서는 단순히 현금흐름표를 분석하는 것이 아닌 잉여현금흐름의 분석을 통해 실질적인 기업의 현금흐름분석을 수행하였다. 이러한 접근법은 보다 실질적이고 정확한 경영분석을 가능하게 한다고 할 수 있다.

제2절 연구의 구성 및 방법

본 논문은 이러한 연구의 목적을 달성하기 위하여 다음과 같은 연구방법을 사용한다.

첫째, 문헌연구를 통하여 재무분석 기법 등 재무분석과 관련한 이론적 근거를 제시하였다.

둘째, 제주지역 리조트산업의 경영분석을 위하여 주요 리조트기업을 연구대상으로 선정하고, 주요 재무자료인 재무상태표 및 손익계산서를 각 부문별로 재조정 하였다.

셋째, 리조트기업의 각 부문별 재무수치의 추이를 분석하고, ROE지표를 분해하여 재무수치의 변동원인을 다각도로 분석하고 그 의의를 설명하였다.

본 논문의 구성은 다음과 같다.

제1장 서론에서는 연구의 필요성 및 연구의 목적, 연구의 방법 및 범위에 대하여 서술하였다.

제2장에서는 리조트산업의 특성과 재무분석의 개념을 문헌연구를 통하여 이론적으로 검토하였다.

제3장에서는 본 연구의 핵심부분으로 제주지역 주요 리조트 기업의 재무구조를 파악하고 손익분석 및 ROE분석을 실시하였으며, 경쟁기업과의 비교분석을 통해 상호간의 재무성과를 비교 설명하였다.

제4장에서는 연구의 요약과 결론 및 연구의 시사점 및 한계점을 제시하였다.

제Ⅱ장 리조트산업과 재무분석에 대한 이해

제1절 리조트 산업에 대한 이해

1. 리조트의 개념과 리조트 산업의 특성

리조트(Resort)는 오늘날 흔히 ‘종합 레크리에이션 센터’ 또는 ‘체재형관광지’라 불리지만 정확한 개념에 대해서는 견해에 따라 차이가 많다. 사전에 따르면 리조트는 리조트 랜드(resort land), 리조트 타운(resort town), 리조트 콤플렉스(resort complex) 등으로 열거하며, ‘휴가, 건강회복을 위해 사람들이 찾아가는 곳’으로 정의하고 있다. 즉 일과 일상으로부터 탈피하거나 심신을 회복할 수 있는 여유를 갖기 위한 장소라고 볼 수 있다(방동혁, 2012).

국내에서 ‘리조트’라는 단어를 쓰기 시작한 것은 1975년 ‘용평리조트’가 개장한 이후 해안 및 산악의 유명 휴양지역에 휴양 콘도미니엄 등의 숙박시설 위주의 개발 붐이 일어나면서 부터이다. 그 이후 레저나 휴양과 관련이 있는 시설들의 유사개념과 더불어 명확한 정의를 내리지 못하고 모두 ‘리조트’란 단어로 사용되어 왔다(방동혁, 2012). 국내 리조트의 유형적 분류기준에 의하면, 일정규모 이상의 부지에 숙박과 스키장, 골프장 등의 스포츠 시설을 중심으로 개발하여 4계절 운영하는 시설을 ‘종합리조트’로 분류하며 각 기능적 특징에 따라 스키리조트, 골프리조트, 온천리조트, 테마파크리조트, 컨벤션리조트, 생태리조트 등으로 구분하여 부른다(유현웅, 2009). 본 연구에서는 종합리조트보다 작은 규모로 사업부지내에 골프장과 숙박시설을 갖춘 제주지역에 보편화된 골프리조트기업을 리조트기업으로 본다.

리조트 산업은 상품적 특성에 있어서 시설, 설비 및 종업원에 의한 무형적인 서비스와 요리 등의 유형적인 서비스를 복합적으로 제공하며 서비스를 베푸는 종업원과 받는 객체인 고객과의 상호관계에 의하여 가치가 평가되기 때문에 환대산업(hospitality industry)으로서의 독특한 특성을 지니고 있다(유광미, 2002).

리조트산업은 숙박업이 아니라 서비스업이며 그 생명은 서비스라고 말할 수 있다. 또한 오늘날의 리조트는 단순히 숙박과 음식만을 제공하는 시설이 아니라 고객 욕구의 다변화에 따라 다양한 기능을 수행하게 되었다. 따라서 오늘날의 리조트 산업의 주요기능은 사회적, 문화적 역할을 강조하는 측면에서 숙박기능 이외에도 문화, 스포츠와 레저, 건강 등과 같은 기능을 종합적으로 가지는 역할을 수행하고 있다고 할 수 있다(송기철, 1999).

(1) 시설 고정화에 대한 특성

리조트 산업은 타 산업과 달리 시설물 그 자체가 하나의 상품이다. 이러한 시설은 기업의 자산구성상 대단히 큰 부분을 차지하게 되어 자본이 고정화 되는 것이 첫 번째 특성이다. 일반적으로 리조트업은 총자산 중에서 고정자산이 차지하는 비중이 70%에서 80%가 되며 토지, 건물, 비품, 기계장치 등 고정자산의 총자산에 대한 비율이 높은 산업 중 하나이다. 따라서 거액의 고정적 자본을 회수하는 방법을 강구하는 것은 얼마나 시설을 유효하게 이용할 것인지를 결정하는 것이다(송기철, 1999).

이를 위해서 대규모의 교체수선으로 자산의 청결도를 유지하여 시설을 최대한 가동하게 하고 이용률을 높게 유지하여야 한다. 따라서 상당한 비용을 투자한 설비와 서비스를 상품으로 판매하는 것은 리조트사업의 숙명이기도 하다. 따라서 이러한 경영특성으로부터 리조트경영의 중심적 과제는 투자고정비 및 서비스 비용과 고객수입과의 균형 있는 조정과 장래의 기업 확장을 대비한 이익을 확보하는 것이다(송기철, 1999).

(2) 시설의 조기노후화의 특성

리조트 산업은 유형자산에 대한 의존도가 크기 때문에 시설, 집기 등에 대한 개선을 요하게 되며, 타 산업에 비해서 일반적으로 유지되는 시설수명보다 빨리 노후화 된다. 숙박시설은 고객의 이용 여부와 관계없이 지속적으로 훼손 및 마모됨으로서 상품으로서의 효용가치 하락에 따른 수익성 저하를 초래하며, 이용횟수의 증가, 기업 간의 경쟁, 유행의 변화, 고객의 만족수준 향상 등으로 고객욕구를 충족시켜 주지 못하면 수익성에 지장을 초래하기 때문에 주기적인 개보수가 필

요하다(정일규, 1997).

(3) 인적 서비스에 대한 특성

리조트 산업의 세 번째 특성은 기업 종업원이 고객과 직접 접하는 관계에서 제공되는 서비스의 질과 관련되는 문제이다. 서비스는 고객이 지불하는 요금에 알맞은 적절한 가치를 가져야 한다. 리조트 경영은 타 산업과 달리 서비스에 의존하여야 하는 특성 때문에 수공업적인 경향이 많다. 기업의 종업원은 고객의 숙박체류 기간을 연장시키기 위하여 인간 대 인간의 시장에서 헌신하고 있으며, 고객에게 만족스러운 봉사를 확신시키려고 노력하고 있다(송기철, 1999).

(4) 상품의 특수성

리조트 산업의 상품은 시간적, 공간적 제약을 받고 생산과 소비가 동시에 이루어지며 상품의 탄력성이 없다. 즉 당일에 판매되지 않는 상품은 다시 팔수가 없으며, 수용인원을 초과하여 판매할 수 없을뿐더러 대량생산이 불가능하고, 재료의 성질상 장기간 보관이 어렵다(정일규, 1997).

(5) 기타 비용적인 특성

리조트 산업은 높은 고정비 부담으로 손익분기점이 높다는 특성이 있다. 산업의 특성상 유형자산이 차지하는 비중이 월등히 높아서 원가에서 감가상각비가 차지하는 비중이 일반기업에 비해 월등히 높기 때문이다. 또한 일시적 초기투자로 인한 자금조달에 있어 금융비용 부담이 높게 나타나며, 기타 각종 조세부담 등 일반관리비용 지출에 있어서도 타 산업 대비 상대적으로 높은 편이다(정일규, 1997).

2. 제주 리조트산업의 전망

제주도 연도별 관광객 입도현황이 <표 2-1>에 나타나 있다. 제주를 찾는 관광객은 2008년 528만명에서 매년 성장하여 2013년에는 1천만명을 초과 유치하였고 2015년말 현재 1,366만명이 제주를 찾고 있다. 지난 7년간 제주를 찾는 관광객은

2008년 대비 784만명이 증가하였고, 매년 11%에서 16% 수준의 고속성장을 보여왔다.

<표 2-1> 제주도 연도별 관광객 입도현황

(단위: 천명)

구 분	내국인	외국인	계	전년비	증감율
2008년	5,281	540	5,821		
2009년	5,891	632	6,523	702	12%
2010년	6,801	777	7,578	1,055	16%
2011년	7,695	1,045	8,740	1,162	15%
2012년	8,010	1,681	9,691	951	11%
2013년	8,517	2,334	10,851	1,160	12%
2014년	8,945	3,328	12,273	1,422	13%
2015년	11,040	2,624	13,664	1,391	11%
'08-'15년	5,759	2,084	7,843		
증감율	109%	386%	135%		

출처 : 제주특별자치도 관광협회 홈페이지 게시자료

이러한 제주입도 관광객의 증가는 제주관광산업의 성장측면에서 신규관광자원의 개발과 병행해서 레저스포츠시설, 관광숙박시설 등의 사업인프라가 뒷받침되었기 때문에 더 크게 성장할 수 있었다. 제주의 관광숙박업소는 2008년 이후 238개소(12,838객실)가 추가로 신축되어 운영 중이고, 개발이 진행 중인 관광숙박업소도 212개소(20,549객실)가 있다. <표 2-2>에는 제주도 관광숙박업소 개발현황이 나타나 있다

추가 개발된 관광숙박업소의 사업수요는 2008년 이후 급속하게 증가한 관광객(784만명/년)으로 수익성을 확보할 수 있었으나, 향후 개발이 예정된 숙박시설의 수익성 있는 사업영위를 위해서는 현재보다 연평균 1,255만명의 관광객 수요가 더 필요한 실정이다. 그러나 현재의 제주관광산업의 지향하는 정책은 양적성장이 아닌 질적인 개선을 도모하는 바, 과거와 같은 폭발적 내도관광객의 증가는 예상되지 않으며, 수요대비 공급의 확대측면에서 제주의 관광숙박업소는 경쟁심화에 의한 가동률 하락과 이로 인한 수익성 악화가 예상되고 있다.

<표 2-2> 제주도 관광숙박업소 개발현황(2015. 12.31 현재)

(단위: 개소, 실)

구분	사업계획승인 현황					투자진척사항					
	총 개소	객실수	용도별 객실수			등록		건설진행		취소/보류	
			관광호텔	휴양콘도	기타호텔	개소	객실수	개소	객실수	개소	객실수
2008년	14	1,017	166	595	256	4	198	5	396	5	423
2009년	8	1,243		1,005	238	5	1,142	1	30	2	71
2010년	17	869	204	351	314	9	427	6	380	2	62
2011년	31	1,975	170	139	66	24	1,343	3	227	4	405
2012년	94	6,641	2,397	500	3,744	61	,320	14	2,236	19	1,085
2013년	138	7,586	3,121	1,170	3,295	81	90	40	3,253	17	643
2014년	110	9,974	4,792	2,998	2,184	48	2,531	57	5,717	5	1,726
2015년	94	8,537	4,250	1,947	2,340	6	187	86	8,310	2	40
계	506	37,842	15,100	8,705	14,037	238	12,838	212	20,549	56	4,455

출처 : 제주특별자치도 홈페이지 게시자료 참조하여 연구자 재정리

대표적 제주관광의 레저스포츠시설인 골프장사업은 이미 공급과잉에 의한 가동률 저하로 인해 수익구조 악화되는 현실에 놓여있는 상태이다. <표 2-3>에는 제주지역 골프장 현황이 나타나 있고, <표 2-4>에는 연도별 제주도 골프장 내장객 현황이 제시되었다. 2004년 9개소에 불과한 제주지역 골프장은 2015년 현재 30개소로 3.3배 이상 증가한데 비하여 골프인구는 기존 72만명에서 196만명으로 2.7배 정도의 성장만을 보여 골프장 공급증가에 의한 수요충족이 되지 않고 있는 상황이다. 더욱이 2011년 이후는 관광객에 의한 골프수요 증가는 정체되어 있고, 그나마 성장하던 제주도민 골퍼의 수요 또한 상당부분 대중화되어 더 이상의 증가는 예상되지 않는다.

제주지역 골프장은 매출이 정체되고 물가인상의 영향으로 운영경비가 증가하고 있으며 사치산업으로 분류되어 조세부담이 높아 향후의 사업 수익성은 점차 더 악화되어 갈 것으로 전망된다. 더욱이 2016년 이후 부활된 제주지역 골프장 개별소비세의 과세정책은 그나마 유지하고 있던 가격경쟁력 또한 악화시켜 상황을 더욱 어렵게 만들고 있다.

<표 2-3> 제주지역 골프장 현황(2016.1월 기준)

(단위: 홀)

골프장명	홀수		골프장명	홀수	
	회원	대중		회원	대중
1. 오 라CC	36	-	16. 블랙스톤	18	9
2. 제 주CC	18	-	17. 샬빌	-	18
3. 제주힐CC	-	9	18. 사이프러스	27	9
4. 중 문GC	-	18	19. 제피로스GC	18	-
5. 캐슬렉스제주GC	18	9	20. 에버리스CC	18	9
6. 크라운CC	18	9	21. 라헨느	18	-
7. SK핀크스GC	18	9	22. 한라산	-	18
8. 해비치CC	27	9	23. 테디벨리	18	-
9. 나인브릿지CC	18	6	24. 세인트 포	36	-
10. 레이크힐스CC	27	-	25. 부영CC	-	27
11. 플라자CC 제주	-	9	26. 우리들메디칼	18	-
12. 라온GC	27	-	27. 더 클래식	18	-
13. 엘리시안제주	27	9	28. 에코랜드	-	27
14. 스카이힐 제주CC	27	9	29. 아덴힐	-	18
15. 타미우스CC	27	-	30. 스프링데일	-	18
합 계			477	249	

출처. 제주특별자치도 문화관광국 홈페이지 게시자료(2016년 1월)

<표 2-4> 제주도 연도별 골프장 내장객 현황(2015.12.31. 현재)

(단위: 명)

구 분	2011년	2012년	2013년	2014년	2015년	'11년~'15년 (내장객변동)
도내인	680,211	690,528	760,998	740,582	777,455	
전년차이		10,317	70,470	-20,416	36,873	97,244
증감률		2%	10%	-3%	5%	14%
관광객	1,138,596	1,104,668	1,101,902	1,039,437	1,147,248	
전년차이		-33,928	-2,766	-62,465	107,811	8,652
증감률		-3%	0%	-6%	10%	1%
총 내장객	1,818,807	1,805,513	1,933,370	1,759,603	1,961,576	
전년차이		-13,294	127,857	-173,767	201,973	142,769
증감률		-1%	7%	-9%	11%	8%

출처 : 제주특별자치도 홈페이지 게시자료 참조하여 연구자 재정리

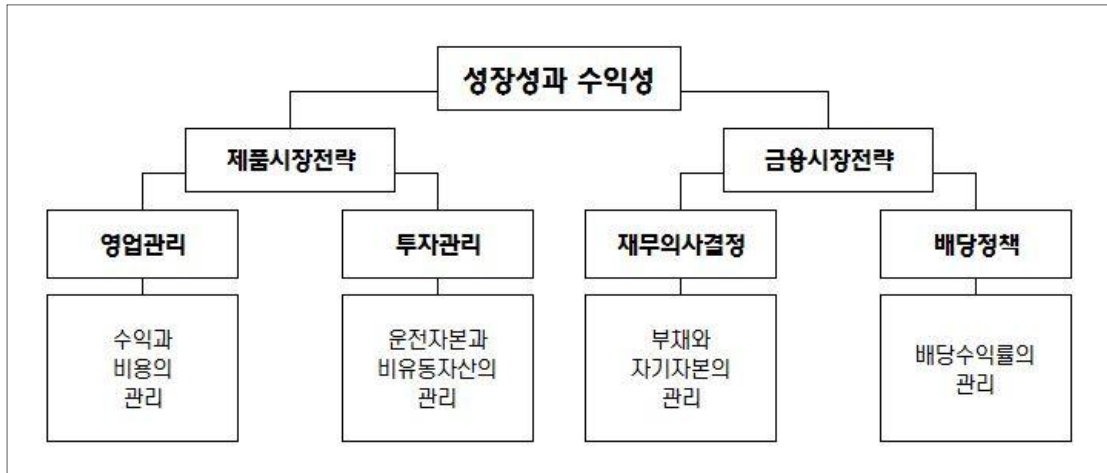
제2절 재무분석의 의의

기업의 경영자는 위탁받은 물적·재무적 자원을 사용하여 투자자를 위해 가치를 창출하는 책임을 가지고 있으며, 가치는 기업이 자금조달원가를 초과하는 투자수익을 얻을 때 창출된다. 경영자는 이러한 목적을 달성하기 위해서 경영전략을 수립하고, 경영활동을 통해 전략을 실행에 옮긴다. 경영환경이나 사업전략의 영향을 받는 기업의 경영활동은 기업이 속한 산업, 투입 및 산출 시장, 그리고 각종 규제 등에 의해 영향을 받으며, 기업이 경쟁적 우위를 달성하기 위해서 주어진 환경에서 자신의 위치를 어떻게 선정해야 하는지에 대한 사업전략을 결정해야 한다.

재무분석은 기업의 목표와 사업전략의 틀에서 기업성과를 평가하는 것으로 주로 비율분석과 현금흐름분석 등의 방법을 이용하여 진행된다. 재무제표는 특정 시점의 재무상태와 특정 회계기간의 재무성과와 재무상태의 변동을 보여주는 재무보고서이다. 비율분석은 재무제표의 다양한 계정과목들이 상호간 어떻게 관련되어 있는지를 평가하는 것이며, 현금흐름분석을 통하여 기업의 유동성을 파악하고 영업·투자·재무활동으로 인한 현금흐름을 어떻게 관리하고 있는지를 평가할 수 있다.

기업의 가치는 수익성과 성장성에 의해 결정된다. 이러한 기업의 수익성과 성장성은 기업의 제품시장전략과 재무전략에 의해 영향을 받는다고 할 수 있다. 제품시장전략은 기업의 경쟁전략, 영업정책 및 투자의사결정을 통해 실행에 옮겨지며, 재무전략은 자본조달과 운영 및 배당정책에 통해 실행에 옮겨진다. 이와 같이 경영자들은 성장과 수익 목표를 달성하기 위해 영업관리, 투자관리, 재무의사결정 및 배당정책의 4가지 수단을 이용할 수 있다. 비율분석의 목적은 이들 각 영역에 있어 기업정책의 효율성을 평가하는 것이다. 따라서 효과적인 비율분석이 되려면 가능한 상세하게 재무수치를 근원적인 사업요소와 연관시켜야 한다 (Palepu 등, 2015).

<그림 2-1> 기업의 수익성과 성장동력



자료: Palepu 등, 2015

제3절 재무분석 기법

본 절에서는 경영성과 분석에서 주주입장에서의 전반적인 수익성 평가지표인 자기자본이익률(ROE; return on equity)에 대해 설명하였다. 또한 주주와 채권자 등 자금제공자 관점에서 보는 기업 차원에서의 수익성 평가지표인 영업순자산이익률(영업ROA)에 대해서 설명하고, 현금흐름 분석을 위한 잉여현금흐름(FCF; free cash flow) 개념에 대해 정리하였다.

1. 자기자본이익률(ROE)의 의미

주주입장에서의 경영성과는 해당 기간에 획득한 이익(당기순이익)을 주주가 투자한 자금(자본)과 비교함으로써 평가될 수 있다. 당기순이익은 본래 기업의 주주에게 돌아갈 몫이므로 당기순이익에 대비될 투자자본은 자기자본이다. 따라서 창출한 이익과 투자된 자본의 비교는 다음의 자기자본이익률(Return on Equity)을 통해 나타낼 수 있다.

$$\text{자기자본이익률(ROE)} = \frac{\text{순이익}}{\text{자기자본(자본총계)}} = \frac{EPS(\text{주당순이익})}{BPS(\text{주당순자산})}$$

ROE는 총자산 가운데 부채를 제외한 자기자본만을 기준으로 기업의 수익성을 측정하는 비율지표이다. ROE는 순수 자기자본으로 얼마의 당기순이익을 창출했는가를 나타내는 지표이며 이것은 타인자본의 활용에 의한 효과를 제외한 주주의 순수 투자자금에 대한 이익의 성과지표이다.

2. ROE 구성요소

자기자본과 순이익으로 이루어진 ROE 지표를 재무분석에 적용함에 있어서 전통적으로 세 가지 재무비율로 분해한다.

$$ROE = \frac{\text{당기순이익}}{\text{자기자본}}$$

$$ROE = \frac{\text{당기순이익}}{\text{총자산}} \times \frac{\text{총자산}}{\text{자기자본}}$$

$$ROE = \frac{\text{당기순이익}}{\text{총자산}} \times \frac{(\text{자본} + \text{부채})}{\text{자본}}$$

$$ROE = \frac{\text{당기순이익}}{\text{총자산}} \times \left(1 + \frac{\text{부채}}{\text{자본}}\right)$$

$$\ast ROA = \frac{\text{당기순이익}}{\text{총자산}} = \frac{\text{당기순이익}}{\text{매출}} \times \frac{\text{매출}}{\text{자산}}$$

$$ROE = \frac{\text{당기순이익}}{\text{매출}} \times \frac{\text{매출}}{\text{자산}} \times \left(1 + \frac{\text{부채}}{\text{자본}}\right)$$

$$ROE = \text{매출이익률} \times \text{자산회전율} \times \text{재무레버리지}$$

(수익성) (활동성) (안정성)

즉 ROE는 매출액이익률과 자산회전율, 재무레버리지의 조합으로 분해가 가능

하며, 기업이 ROE 재무지표를 높이기 위해서는 매출액이익률을 크게 하여야 하며, 영업자산의 운영 가동률을 높여야 하며, 외부부채의 조달을 통한 재무레버리지효과를 증대시켜야 한다.

1) 매출액이익률

매출액이익률은 당기순이익을 총매출액으로 나눈 값이며, 이를 통하여 수익성 등 영업활동의 성과를 총체적으로 파악할 수 있다. 또한 경쟁기업과의 비교를 통하여 해당 기업의 경영상의 문제점을 발견할 수 있다. 기업의 경영자는 판매 가격정책, 임금정책, 구매정책의 합리적 개선을 통하여 매출액이익률이 커지도록 도모해야 한다.

2) 자산회전율

자산회전율은 매출액을 총자산으로 나눈 값이며, 이 비율은 기업의 자산이 얼마나 효과적으로 영업활동에 사용되고 있는가를 보여주는 활동성 비율의 하나이다. 총자산회전율이 높다는 것은 자산이 효율적으로 이용되고 있다는 의미이며 과잉투자 등 비효율적 운영이 이루어지면 총자산회전율은 낮게 나타난다.

총자산 회전율을 통하여 기업의 신용정책, 재고자산 운용정책 및 자산투자정책을 파악할 수 있다.

기업의 영업활동성과를 평가함에 있어서 통상 매출액이익률과 자산회전율을 분리해서 평가하기 보다는 수익성과 활동성을 동시에 고려하여 영업활동성과를 평가한다. 매출액이익률과 자산회전율은 일반적으로 역의 관계를 갖는다. 기업이 고가정책을 사용하면 수익성이 높아지는 반면, 자산의 활동성은 떨어지며, 저가정책을 사용할 경우 매출액이익률은 낮아지나 자산회전율은 높아지기 때문이다. 따라서 수익성과 활동성을 동시에 고려하는 평가수단인 총자산수익률(Return On Assets : ROA)을 사용한다.

3) 재무레버리지

ROE 지표의 마지막 결정요인은 재무레버리지이며 재무상태표 항목간의 비교를 통하여 자본구조의 건전성 등을 측정하는 지표로서 고정적 대가를 지불하고

추가적인 자산이나 자금을 창출함으로써 얻어지는 효과를 의미한다. 재무레버리지는 부채의 조달을 통하여 자기자본에 대한 수익률을 높이는 것을 의미하며, 부채를 통하여 추가 자본을 조달할 경우 지급하는 이자율이 부채의 조달을 통해 얻어지는 수익률보다 낮을 경우 자기자본이익률이 증가하는 결과를 가져와 재무레버리지를 통한 효과를 얻게 된다. 재무레버리지는 총자산을 자기자본으로 나눈 값이며, 기업이 부채를 많이 사용 할수록 재무레버리지는 증가한다.

기업의 경영자는 ROE지표의 개선을 위해서 매출액이익률이나 자산회전율의 지표개선을 높이기 위해 노력하지만, 재무레버리지에 대하여는 반드시 그렇지 않다. 높은 재무레버리지는 ROE의 지표개선 효과도 있으나, 반면 도산위험이 증대될 수 있다는 부정적 측면도 존재하기 때문이다(이진, 2011).

3. 새로운 접근법

위의 접근방법이 기업의 ROE를 분해하는데 널리 사용되고 있지만 몇 가지 한계점을 가지고 있다. ROA의 계산에서 분모는 기업자금의 모든 공급자에게서 귀속하는 총자산을 기초로 하지만, 분자에는 자기자본에 귀속될 당기순이익만을 포함하고 있다. 총자산에는 영업자산과 현금이나 시장성유가증권과 같은 금융자산이 모두 포함되어 있으며, 더욱이 당기순이익에는 영업이익뿐만 아니라 재무의사결정의 결과인 이자수익과 이자비용이 포함되어 있다. 때문에 영업활동에 의한 성과와 재무활동에 의한 성과 등 유용한 정보의 활용을 위해서는 성과의 두 가지 원천을 구분할 필요가 있다.

<표 2-5> 비율분석에 사용되는 회계항목에 대한 정의

항 목	정 의
세후순이자비용	(투자수익-이자비용)×(1-법인세율)
세후순영업이익(NOPAT)	당기순이익+세후순이자비용
영업순운전자본	(유동자산-현금 및 시장성유가증권) -(유동부채-단기차입금과 유동성장기차입금)
비유동영업순자산	비유동자산+과생상품-(순)이연법인세부채 -이자비용이 수반되지 않는 비유동부채

투자자산	비지배지분투자+기타비영업투자 +잉여현금 및 시장성유가증권
영업자산	영업순운전자본+순비유동영업자산
순차입금	이자비용이 수반되는 장기부채총액 - 투자자산(금융자산)
영업자산	영업운전자본 + 순비유동자산
순자본	순차입금 + 자기자본

(1) 영업자산이익률

영업활동에 의한 성과평가를 위해서는 기업의 수익창출을 위한 총자산 중에서 영업자산을 분리하여 영업자산이익률(영업ROA)을 산출하여야 한다. 영업자산이익률은 다음과 같이 산출할 수 있다.

$$\begin{aligned} \text{영업자산이익률(영업ROA)} &= \frac{\text{세후영업이익}}{\text{영업자산}} \\ &= \frac{(\text{당기순이익} - \text{세후투자이익} + \text{세후이자비용})}{\text{영업순운전자본} + \text{비유동순영업자산}} \end{aligned}$$

영업자산이익률(영업ROA)은 다음과 같이 매출액영업이익률(NOPAT율)과 영업자산회전율로 분해할 수 있다.

$$\text{영업ROA} = \frac{\text{NOPAT}}{\text{매출액}} \times \frac{\text{매출액}}{\text{영업자산}}$$

(NOPAT율) (영업자산회전율)

NOPAT율은 수익성 지표로 영업 관점에서 기업의 매출에서 얼마나 영업이익을 얻는지에 대한 측정치이며, 영업자산회전율은 활동성 지표로 기업이 매출을 창출하기 위해 영업자산을 이용할 수 있는 능력의 측정치이다.

(2) 재무레버리지 효과 분석

ROE는 다음의 식과 같이 분해할 수 있음을 앞서 설명하였다.

$$ROE = \frac{\text{당기순이익}}{\text{매출}} \times \frac{\text{매출}}{\text{자산}} \times \left(1 + \frac{\text{부채}}{\text{자본}}\right)$$

여기서 재무레버리지 효과가 ROE에 미치는 영향을 자세히 분석하기 위해서는 ROE를 다음과 같이 분해할 필요가 있다(Palepu 등, 2015).

$$\begin{aligned} ROE &= \frac{NOPAT + NIPAT}{\text{자기자본}} - \frac{\text{세후이자비용}}{\text{자기자본}} \\ &= \frac{NOPAT + NIPAT}{\text{사업자산}} \times \frac{\text{사업자산}}{\text{자기자본}} - \frac{\text{세후이자비용}}{\text{차입금}} \times \frac{\text{차입금}}{\text{자기자본}} \\ &= \frac{NOPAT + NIPAT}{\text{사업자산}} \left(1 + \frac{\text{차입금}}{\text{자기자본}}\right) - \frac{\text{세후이자비용}}{\text{차입금}} \times \frac{\text{차입금}}{\text{자기자본}} \\ &= \text{사업자산이익률} + (\text{사업자산이익률} - \text{세후이자율}) \times \text{재무레버리지} \\ &= \text{사업자산이익률} + \text{Spread} \times \text{재무레버리지} \end{aligned}$$

스프레드(spread)는 자본구조에 차입금을 도입함으로써 얻는 증분효과이다. 즉, 재무전략이 재무성과에 미치는 영향이다. 재무의사결정은 차입금과 자기자본을 어떤 비율로 어떻게 조달할 것인가의 문제라고 할 수 있다. 사업자산이익률이 차입원가보다 크다면 차입의 경제적 효과는 양(+)으로 나타난다. 이자비용만큼 충분한 사업이익을 얻지 못하는 기업은 차입으로 인해 ROE를 감소시킨다. 양(+)과 음(-)의 효과는 자기자본에 대한 차입금의 크기에 따라 확대되어 나타난다. 따라서 자기자본에 대한 차입금비율은 이러한 재무레버리지를 나타내는 하나의 지표이다. 기업의 스프레드에 재무레버리지를 곱하면 주주들이 재무레버리지에서 얻는 이익의 측정치가 된다.

(3) 영업활동과 재무활동 분석

앞서 설명한 ‘(2) 재무레버리지 효과 분석’에서는 재무레버리지 효과가 ROE에 미치는 영향을 자세히 설명하였다. 영업활동과 재무활동 각각이 ROE에 미치는 영향을 분석하기 위해서는 ROE를 다음과 같이 분해할 수 있다.

$$\begin{aligned}
 ROE &= \frac{NOPAT}{\text{자기자본}} - \frac{\text{세차감후순이자비용}}{\text{자기자본}} \\
 &= \frac{NOPAT}{\text{영업자산}} \times \frac{\text{영업자산}}{\text{자기자본}} - \frac{\text{세차감후순이자비용}}{\text{순차입금}} \times \frac{\text{순차입금}}{\text{자기자본}} \\
 &= \frac{NOPAT}{\text{영업자산}} \times \left(1 + \frac{\text{순차입금}}{\text{자기자본}}\right) - \frac{\text{세차감후순이자비용}}{\text{순차입금}} \times \frac{\text{순차입금}}{\text{자기자본}} \\
 &= \frac{NOPAT}{\text{영업자산}} + \left(\frac{NOPAT}{\text{영업자산}} - \frac{\text{세차감후순이자비용}}{\text{순차입금}}\right) \times \frac{\text{순차입금}}{\text{자기자본}} \\
 &= \text{영업}ROA + (\text{영업}ROA - \text{세후순이자율}) \times \text{순재무레버리지} \\
 &= \text{영업}ROA + (\text{Spread} \times \text{순재무레버리지})
 \end{aligned}$$

즉, ROE는 영업ROA와 스프레드(spread), 재무활동에 의한 영향으로 구분되어 질수 있다. 영업ROA는 기업의 영업이익을 창출하기 위하여 영업자산을 얼마나 수익성 있게 활용할 수 있는지에 대한 측정치이다. 만약 영업자산이 모두 자기자본으로 조달되었다면, 기업의 ROE는 ROA와 동일할 것이다. 기업의 전략을 제품 시장전략과 재무전략으로 나누면 영업 ROA는 제품시장전략과 관련이 있다. 영업ROA는 재무전략과는 별개로 영업관리와 투자관리를 얼마나 효율적이고 효과적으로 수행하였는지를 평가하는 지표라고 할 수 있다. 여기서 영업관리는 수익과 비용관리, 투자관리는 운전자본과 영업관련 비유동자산의 관리를 말한다.

이와 같이 ROE지표를 기업의 성과평가에 적용하는 것은 매우 유용한 일이나

더욱 중요한 것은 ROE지표의 근간을 이루는 이익의 질을 따져보는 것이다. 왜냐하면 ROE는 기업 활동의 본질인 영업이익에 중점을 둔 것이 아니라 기업의 순이익을 변수로 사용한다는 단점을 지니고 있기 때문이다. 따라서 순이익에 영향을 주는 부채의 증감으로 인한 재무레버리지 효과, 영업외손익, 새로운 성장 동력을 얻기 위한 기업의 일시적인 연구개발 투자에 의한 이익의 감소, 특별손익 등을 면밀히 살펴봐야 하며 과거에서부터 꾸준히 ROE가 지속되고 있는가와 앞으로 계속하여 유지될 수 있는가를 더욱 면밀하게 분석해야 한다(Palepu 등, 2015).

4. 잉여현금흐름(FCF; free cash flow)

현금흐름표는 기업의 현금창출능력과 현금지급능력을 평가하는데 필요한 기초 자료로 제공된다. 현금흐름표상의 영업활동현금흐름과 잉여현금흐름(FCF: free cash flow)의 차이점은 영업활동현금흐름은 영업활동으로부터 창출되는 현금의 원천에 대해서 초점을 두고 있는 반면, FCF는 창출된 현금을 어떤 목적으로 사용될 것인가 하는 사용목적에 초점을 두고 있다고 할 수 있다(윤영규, 2000).

현행의 현금흐름표는 영업활동, 투자활동 및 재무활동현금흐름으로 분류하고 있는 바, 기업이 영업활동으로부터 창출해낸 현금흐름의 일부는 영업활동이 지속될 수 있도록 재투자될 것이며 이와 같이 영업활동에 투자한 금액을 영업활동현금흐름에서 차감한 잔액이 FCF 이다. 기업은 총 영업활동에서 창출한 잉여현금흐름을 비로소 자본제공자들에게 이자나 차입금 상환, 배당 등의 형태로 배분하게 된다. FCF가 음(-)일 경우 부족한 현금에 차입이나 증자를 통해 자금을 추가로 조달하여야 한다.

자본제공자 등에게 배분되지 않은 FCF 잔액은 다시 영업활동에 사용되지 않고 재무자산으로 예치되며, 향후 재무부채를 상환할 수 있으므로 사실상 음(-)의 재무부채로 고려할 수 있다. 따라서 재무자산취득 및 처분에 따른 현금유입 및 유출은 재무활동현금흐름에 속하며 결국은 한 기간의 잉여현금흐름의 개념은 같은 기간의 재무활동 현금흐름의 순액과 같게 된다.

잉여현금흐름(FCF) = 세후영업이익+감가상각비-운전자본의 증감 - 자본적지출

FCF를 계산하는 방법은 세후이익을 기준으로 얼마나 많은 현금을 기업이 일정기간 창출하였는지를 보여주기 위해 적절한 조정 작업이 이루어진다. FCF 산출은 기업의 영업활동으로부터 이용 가능한 현금을 산출하는 것이므로 기업의 운전자본 항목의 조정 및 이자수익과 이자비용 등 재무활동과 관련된 현금흐름은 FCF에서 제외시킨다. 또한 계속적인 영업활동의 영위를 위해서 새로운 영업자산에의 투자금액은 FCF 산정 시 차감되어야 한다. 감가상각비나 미지급비용 등 재무보고 상 비용이지만 현금지출이 수반되지 않는 비용은 조정반영 하여 FCF에 포함한다. 또한 매출채권 등 현금을 수반하지 않는 수익도 제외된다.

<표 2-6> 잉여현금흐름(FCF) 계산방법

세후 영업이익	FCF 산정을 위한 기초 회계이익
+ 감가상각비	현금지출이 수반되지 않는 비용의 가산
- 매출채권의 증가	회수되지 않은 현금매출은 차감
- 재고자산의 증가	비용화 되지 않은 자산이나, 현금유출원인으로 차감
+ 매입채무의 증가	지급되지 않은 원가항목이므로 가산
+ 미지급세금의 증가	현금지출이 수반되지 않는 비용의 가산
= 영업활동 현금흐름	영업활동을 통해 창출해 낸 현금
- 유형자산 등의 투자	미래 이익을 지속적으로 창출하기 위한 토대가 되는 설비투자 분 차감
= FCF (잉여현금흐름)	자금 제공자에게 배분할 수 있는 현금

FCF는 모든 자본제공자들에게 분배할 수 있는 기업의 경영활동으로부터 발생된 현금으로 정의할 수 있다. FCF는 차입금 상환 및 이자지급과 배당금 지급의 원천이다. FCF의 합계액이 해당 기간의 차입금 상환 및 이자지급과 배당금 지급에 미달할 경우에는 추가 차입이나 증자가 필요하다. 따라서 FCF는 향후 자금계획을 수립하는데 중요한 재무수치이다.

제Ⅲ장 제주지역 주요 리조트기업 경영분석

제1절 A기업 재무현황

1. 일반현황

제주지역 주요 리조트 기업의 경영분석을 위해서 A기업을 선정하였다. A기업을 분석대상 기업으로 선정한 이유는 제주지역의 리조트기업 중 호텔과 골프를 동시에 운영하는 기업으로 타 지역 또는 타 산업과의 재무적 간섭을 받지 않았으며, 공시된 정보를 토대로 사업부문별 재무정보의 취급이 비교적 용이하였고, 검토대상 기간 중 다양한 의미 있는 경제적 사건이 진행되었던 기업이기 때문이다.

분석대상 A기업은 제주지역에 호텔, 콘도미니엄 및 골프장을 운영하는 기업으로 2000년도에 설립되었으며, 제주지역에 본사를 둔 가장 규모가 큰 리조트기업이다. 제주를 거점으로 서울 및 경기권내 리조트 관련 부대사업을 영위하고 있으며, 2015년 말 기준 총자산 4,455억, 연간총매출 700억 수준의 중견기업이다.

<표 3-1> A기업의 일반현황

사업명	A-1호텔	A-2골프장	A-3호텔	위탁사업부문
개장일	콘도'03.08/호텔'07.05	1999. 09	2006. 02	2006. 02
시설현황	·호텔 288실 ·리조트 215실 ·연회장 5개소1,872석 ·부대업장 19개소	·총36홀(회원제 27) ·프로샵, 골프연습장 ·C/H, 그늘집 등	·호텔 228실 ·연회장 2개소408석 ·부대업장 8개 운영	·A-4스포츠 센터 ·A-5 연수원 위탁 ·A-6 스포츠 센터
주요 영업자산 ('15년말)	유형자산 : 1,751억	유형자산 : 1,320억	유형자산 : 1,162억	유형자산 : 3억
	·토지 : 46억 ·건물 : 1,614억	·토지 : 1,033억 ·건물 : 178억	·토지 : 371억 ·건물 : 695억	· 토지,건물 미보유 · 차량운반구/비품
자금조달	회원모집을 통한 투자금 조달	회원모집을 통한 투자금 조달	현물증자를 통한 자산 취득	시설위탁 운영계약
주요사업	'15년 매출 : 428억	매출 : 83억	매출 : 158억	매출 : 31억
	·가동율 : 76.3 % ·객실수입 : 267억 ·식음수입 : 130억 ·기타수입 : 31억	·가동율 : 37.8 % ·입장/대여 : 58억 ·식음수입 : 10억 ·기타수입 : 15 억	·가동율 : 63.2 % ·객실수입 : 60억 ·식음수입 : 42억 ·기타수입 : 55억	·입장수입 : 9억 ·기타수입 : 22억
기타사항	·'12년~'15년까지 시설부분 보수	· 골프장내 광고시설 부수적 매출발생	· '15년 현물출자로 사업장 인수	· 경기도내 스포츠 센터 위탁관리 중

2. 재무현황

A기업의 재무정보는 금융감독원 전자공시시스템에 있는 각 사업연도의 감사보고서에 있는 재무상태표 및 포괄손익계산서 등을 기초로 하였다. 영업자산 및 회원입회금 부채에 대한 정보는 해당기업 재무담당자와의 인터뷰를 통하여 입수하였다. 주요 영업자산은 토지, 건물 등 유형자산이며, 판매 목적의 일부 재고자산이 포함되어 있다. 자산을 구성하기 위해 조달된 자금은 주로 회원입회금 부채이다. 2006년 관광진흥법 개정으로 호텔이 회원모집이 가능한 업종으로 분류되어 입회금 부채를 통한 자금조달이 가능했다.

A기업의 호텔부문은 호텔과 콘도미니엄을 병행운영하고 있으며, 시설 및 서비스인력을 공유하고 있어 별도의 사업부문으로 분리하지 않고 있다. 회원입회금 부채는 기업회계기준에 따라 만기 상환일을 기준으로 현재가치로 평가하여 명목금액에서 차감 계상하고 있으며, 현재가치할인차금의 인식금액 만큼 선수수익으로 하여 부채계정을 인식하고 있다. 이때 선수수익은 회원이 회원입회를 통해서 시설이용 할인혜택의 제공을 받을 수 있는 권리이므로 해당부채는 매년 정액법 기준으로 상각하여 이를 회원입회금 상각수익으로 인식하고 있다. 또한 A기업의 미처분이익잉여금 중 364억은 국제회계기준 변경에 따른 효과이며(자산재평가 등) 최초채택 회계처리 기준에 의해서 배당 가능한 이익잉여금으로 분류하였다.

A기업의 각 사업부문별 재무상태표 및 포괄손익계산서를 구분하여 정리하는 과정에서 부문별 영업자산 기준으로 입회금 부채에 대한 분리인식의 조정이 필요하였다. 호텔부문의 입회금 부채는 호텔 및 콘도미니엄의 회원모집 총한도 결정과정의 특성상 시설투자 전 예상 투하자본 계획에 근거한 모집한도금액이 결정되는바, 호텔부문 회원입회금 부채의 총액은 실제 투하자본을 충당하고도 남는 경우가 발생하였고 이를 골프장 조성에 소요되는 자금의 일부로 전환하였다. 따라서 각 사업부문별 본질적인 입회금부채를 각각 인식하지 아니하고, 호텔 및 골프장의 입회금 부채를 부문별 영업자산 기준으로 안분 조정하였다.

실제 A기업의 호텔, 콘도미니엄, 골프장 회원권은 상호 시설에 대한 교차이용이 가능한바, 호텔회원입회금을 호텔부문의 부채로만 인식하는 것에도 문제는 있다 사료된다. 그래서 공시된 재무제표의 부문별 재무상태표에서는 회원입회금 부채의 조정을, 포괄손익계산서에서는 회원입회금상각수익 및 회원입회금상각비용을

영업자산의 크기로 안분하여 부문별 재무제표를 작성하였다.

A기업의 2011년부터 2015년까지 재무상태표가 <표 3-2>에 나타나 있다. A기업은 2015년 현물증자(1,098억)를 통해 호텔을 인수하기 전에 매년 1%내외의 총자산액의 변동이 있었고, 유형자산이 총자산에 차지하는 비중이 88%에서 95% 수준으로 산업특성상 자산의 고정화 비율이 높다. 부채 또한 92%에서 95%가 회원회금 관련 부채로 구성되어 있다. 이익잉여금에 대한 배당의 이력은 없으며, 2015년 말 현재 446억원의 미처분이익잉여금을 보유하고 있다. 당기순이익은 2011년부터 2013년 까지 70억 수준으로 안정화 되었으나, 2014년 이후 일감몰아주기 규제 등 외부 경영환경 변화의 요인으로 조직 및 인력관리 등에 새로운 시장진입을 위한 변화목적으로 대규모의 영업비용이 투입되어 당기성과가 감소되었다.

<표 3-2> A기업의 재무상태표

(단위 : 백만원)

과 목		2011년			2012년			2013년			2014년			2015년		
		전사	호텔	골프장	전사	호텔	골프장	전사	호텔	골프장	전사	호텔	골프장	전사	호텔	골프장
자산	I.유동자산	35,683	640	214	18,221	729	162	6,787	833	147	9,896	718	137	14,344	721	135
	채고자산	860	640	214	891	729	162	1,070	833	147	856	718	137	1,020	721	135
	기타유동자산	34,822			17,330			5,716			9,040			13,324		
	II.비유동자산	325,818	178,750	140,408	326,665	181,724	138,088	323,205	180,530	135,878	320,310	178,861	133,776	431,178	175,119	131,976
	유형자산	319,413	178,750	140,408	319,897	181,724	138,088	316,482	180,530	135,878	312,942	178,861	133,776	423,669	175,119	131,976
	기타비유동자산	6,405			6,768			6,723			7,368			7,509		
	자산 총계	361,500	179,389	140,622	344,885	182,454	138,249	329,992	181,363	136,024	330,207	179,580	133,913	445,522	175,840	132,112
부채	I.유동부채	126,595	66,624	52,226	152,443	82,138	62,238	125,568	66,749	50,063	121,502	64,391	48,017	117,265	61,482	46,193
	유동성회원입회금	117,284	65,746	51,538	143,343	81,551	61,793	116,758	66,718	50,040	112,384	64,378	48,007	107,638	61,461	46,177
	유동성선수수익	1,566	878	688	1,032	587	445	54	31	23	24	13	10	37	21	16
	기타유동부채	7,745			8,068			8,756			9,094			9,590		
	II.비유동부채	194,912	105,018	82,323	144,999	76,789	58,185	150,291	78,831	59,124	152,004	80,015	59,667	158,536	82,826	62,229
	회원입회금	146,085	81,891	64,194	97,803	55,642	42,161	105,106	60,060	45,046	112,102	64,216	47,886	122,486	69,939	52,547
	입회금 선수수익	41,256	23,127	18,129	37,170	21,146	16,023	32,849	18,771	14,078	27,581	15,799	11,781	22,569	12,887	9,682
	기타비유동부채	7,572			10,026			12,336			12,322			13,482		
	부채 총계	321,507	171,642	134,549	297,443	158,926	120,422	275,859	145,580	109,187	273,507	144,406	107,684	275,802	144,308	108,422
자본	자본금 (잉여금)	15,663			15,663			15,663			15,663			125,148		
	이익잉여금	24,330			31,780			38,470			41,037			44,572		
	자본 총계	39,993	7,748	6,073	47,443	23,527	17,827	54,133	35,783	26,837	56,700	35,174	26,229	169,720	31,532	23,690

<표 3-3> A기업의 포괄손익계산서

(단위: 백만원)

과 목	2011년			2012년			2013년			2014년			2015년		
	전사	호텔	골프장	전사	호텔	골프장	전사	호텔	골프장	전사	호텔	골프장	전사	호텔	골프장
매출액	59,941	43,220	11,291	59,814	43,672	10,669	65,366	44,098	10,632	63,728	43,092	7,948	69,973	42,773	8,316
매출원가	35,607	24,722	7,794	34,453	24,217	7,140	39,405	24,908	7,091	41,301	26,028	6,750	44,086	25,950	6,327
재료비	6,378	5,115	876	6,148	5,251	815	6,547	5,459	751	5,988	5,263	659	7,049	4,593	708
노무비	2,693	404	965	2,412	376	938	11,525	4,735	2,151	14,738	6,588	2,421	14,183	6,567	2,407
수도광열비	2,437	1,982	454	2,559	2,098	461	2,651	2,188	456	2,552	2,194	356	2,763	1,886	336
소모품비	1,717	1,487	148	1,700	1,537	128	1,780	1,547	133	1,234	1,768	129	2,611	2,052	133
지급수수료	760	294	64	1,225	138	57	1,235	137	66	1,234	232	60	757	568	48
기타제조경비	21,621	15,440	5,287	20,410	14,817	4,741	15,667	10,841	3,535	15,556	9,983	3,126	16,723	10,285	2,694
매출총이익	24,334	18,498	3,498	25,361	19,455	3,529	25,960	19,190	3,541	22,426	17,064	1,198	25,886	16,823	1,989
판매비와 관리비	15,141	10,906	2,830	16,140	11,783	3,153	16,568	12,119	2,740	18,406	13,543	3,115	21,278	14,237	2,830
영업이익	9,193	7,592	668	9,221	7,673	376	9,392	7,071	801	4,020	3,521	-1,918	4,609	2,586	-840
금융수익	1,058			819			236			139			91		
회원입회금상각수익	16,349	9,165	7,184	10,593	6,026	4,566	7,436	4,249	3,187	6,831	3,913	2,918	6,451	3,684	2,768
기타수익	1,174			194			375			228			283		
회원입회금상각비용	-17,266	-9,679	-7,587	-11,240	-6,395	-4,845	-7,511	-4,292	-3,219	-6,983	-4,000	-2,983	-6,889	-3,933	-2,955
기타금융원가							-132			-44			-26		
기타비용	-36			-40			-28			-73			-72		
세전순이익	10,472	7,078	265	9,546	7,305	97	9,768	7,028	769	4,117	3,433	-1,983	4,447	2,337	-1,028
법인세비용	2,575	1,741	65	2,111	1,615	21	2,540	1,827	200	725	604	-349	965	507	-223
당기순이익	7,897	5,337	199	7,435	5,689	76	7,228	5,201	569	3,393	2,829	-1,634	3,483	1,830	-805
확정급여채무 요소				20			-690			-1,059			75		
법인세효과				-4			152			233			-23		
보험수리적 손익	-152														
총포괄이익	7,745	5,337	199	7,450	5,689	76	6,691	5,201	569	2,566	2,829	-1,634	3,535	1,830	-805

제2절 A기업 경영분석

A기업의 부문별 재무상태표 및 포괄손익계산서를 기초로 각 부문별 경영성과를 분석하였다.

1. 경영분석

(1) A기업 호텔부문

재무상태 및 손익 추이분석은 A기업의 호텔부문과 골프장부문에 대하여 검토하고 이후 타 지역 사업장을 포함한 전사적 성과추이를 살펴본다.

<표 3-4>에는 A기업 호텔부문의 요약 재무상태와 재무성과가 나타나 있다. A기업의 호텔부문 순영업자산은 분석대상 기간 동안 대규모의 투자 진행이 없었던바, 자산규모의 변화는 $\pm 2\%$ 내외 수준으로 크지 않았다. 반면에 회원입회금과 관련된 순차입금 부채는 콘도미니엄 회원입회금의 만기반환 등의 사유로 5년간 273억원의 부채상환이 이루어졌고, 이로 인해 238억원의 순자본이 증가하였다.

호텔부문의 매출액은 2011년부터 2013년까지는 큰 변동 없이 매년 440억 규모의 매출실적을 이루었으나, 2014년 이후 10억에서 13억 수준의 매출감소가 발생하였다. 이는 일감몰아주기 규제 등 내부거래에 대한 감시기능 강화로 인한 내부거래의 위축이 원인이었다. 또한 영업비용 측면에서 2014년 이후 경영혁신 및 인적쇄신을 목적으로 인건비 보상, 경영컨설팅비 집행 등 영업비용이 증가하였다. 이러한 이유로 2013년까지 70억을 상회하던 영업이익이 2014년 35억 이하 수준으로 낮아지는 저성과 결과를 보였다.

매년 ± 5 억 수준의 영업외손익의 변동을 보였으며, 이는 회원입회금 부채에 대한 현재가치평가로 인한 영향으로 유효이자율법에 의한 현재가치할인차금에 대한 상각과 정액법으로 선수수익을 상각하는 금액 차이에 의해서 발생되었다. 2011년부터 2013년까지는 52억원에서 57억원으로 약 12% 수준의 당기순이익을 기록하였으나, 2014년에는 28억(7%), 2015년에는 18억(4%)의 저성과 실적을 보였다.

<표 3-4> A기업 호텔부문 요약 재무상태와 재무성과

(단위: 백만원)

구 분		2011년	2012년	2013년	2014년	2015년
재무 상태표	재고자산	640	729	833	718	721
	유형자산	178,750	181,724	180,530	178,861	175,119
	선수수익(-)	-24,004	-21,734	-18,802	-15,813	-12,908
	영업순자산	155,385	160,720	162,561	163,767	162,932
	증감률(%)		+3%	+1%	+1%	-1%
	회원입회금	147,637	137,193	126,778	128,594	131,400
	금융자산(-)	0	0	0	0	0
	순차입금	147,637	137,193	126,778	128,594	131,400
	증감률(%)		-7%	-8%	1%	2%
	자본	7,748	23,527	35,783	35,174	31,532
증감률(%)		+204%	+52%	-2%	-10%	
손익 계산서	매출액	43,220	43,672	44,098	43,092	42,773
	증감률(%)	+7%	+1%	+1%	-2%	-1%
	영업이익	7,592	7,673	7,071	3,521	2,586
	이익률(%)	18%	18%	16%	8%	6%
	이자수익	9,165	6,026	4,249	3,913	3,684
	이자비용	-9,679	-6,395	-4,292	-4,000	3,933
	영업외손익	-514	-368	43	-87	250
	법인세차감전순이익	7,078	7,305	7,028	3,433	2,337
	법인세비용	1,741	1,615	1,827	604	507
	당기순이익	5,337	5,689	5,201	2,829	1,830
이익률(%)	12%	13%	12%	7%	4%	
매출액 조정 후*	매출액	52,385	49,699	48,347	47,005	46,457
	증감률(%)		-5%	-3%	-3%	-1%
영업이익 조정 후*	영업이익	16,757	13,699	11,320	7,434	6,270
	증감률(%)		-18%	-17%	-34%	-16%
FCF	①세후영업이익	5,725	5,976	5,232	2,901	2,025
	②감가상각비	6,504	6,156	5,828	6,054	6,197
	③자본적지출	5,413	9,131	4,634	4,385	2,454
	FCF** [①+②-③]	6,816	3,001	6,427	4,570	5,768

* 영업외수익으로 인식한 회원입회금 상각수익을 매출액으로 조정한 경우

** FCF는 정확한 의미의 잉여현금흐름은 아님. 현금흐름표를 분해하는 과정에서 사업 부문별 감가상각비를 제외한 비현금조정 및 운전자본의 조정차이가 크지 않다는 전제하에 이를 배제하고 세후영업이익과 순투자액을 기준으로의 잉여현금흐름을 산정함. 보다 정확한 현금흐름 분석은 이후 별도로 분석함.

과 영업이익은 각각 92억원, 60억원, 42억원, 39억원, 37억원 증가하고, 영업외손익은 해당 금액만큼 감소한다.

호텔부문의 잉여현금흐름은 2012년 30억원을 제외하고 연평균 60억원의 현금 창출능력을 보여주고 있으며, 자본적지출이 고려되지 않은 영업활동에 의한 현금 창출은 2011년도 122억에서 매년 점차적 감소하여 2015년 82억 수준으로 나타났다.

A기업의 호텔부문의 경영성과는 제주지역 관광산업의 성장과정에서 2013년까지는 양호한 실적을 보였으나, 2014년부터 시행된 계열회사 간 일감몰아주기 규제정책 등에 의한 거래위축 및 리조트산업의 공급확대에 의한 경쟁과열로 수익성이 낮아지고 있는 상황이다. 리조트 산업의 특성상 시설이 고정화되어 사업초기 설정한 상품경쟁전략을 바꾸기는 쉽지 않으나, 향후 공급포화 상황에 따른 수익성 확보를 위해서는 경쟁전략 분석을 통하여 차별화 및 High-end급 고급화 전략으로의 전환이 필요한 시점이라고 판단된다.

(2) A기업 골프장부문

A기업 골프장부문의 요약 재무상태와 재무성과가 <표 3-5>에 나타나 있다. A기업의 골프장부문 영업순자산은 분석대상 기간 동안 큰 규모의 자본적 지출이 이루어지지 않아 유형자산에 대한 감가상각비 수준인 매년 -2%수준의 자산규모의 감소가 있었다. 반면에 회원입회금과 관련된 차입금 부채는 회원입회금의 만기반환 등의 사유로 5년간 261억원의 부채상환이 이루어졌고, 이로 인한 176억원의 자본이 증가하였다.

골프장부문의 매출액은 2011년을 113억원을 정점으로 2013년까지 소폭의 감소세를 보였으나, 2014년 27억(25%)의 매출이 감소하였다. 이 또한 내부거래가 위축된 원인으로 판단되며, 영업비용은 2011년 106억원에서 매년 감소하여 2015년에는 92억 수준으로 5년 사이 약 13% 감소하였다. 이러한 이유로 2013년까지 흑자 경영을 유지하던 영업이익은 2014년 -19억, 2015년 -8억의 손실이 발생하였다.

골프장부문의 영업외손익 변동 또한 회원입회금 부채에 대한 현재가치평가로 인한 영향으로 이는 호텔부문에서 언급한 내용과 동일하다. A기업의 매출액이익률은 2011년부터 2013년까지는 1%에서 5%수준을 기록하였으나, 2014년 이후는 당기순손실이 발생하고 있다.

<표 3-5> A기업 골프장부문 요약 재무상태와 재무성과

(단위: 백만원)

구 분		2011년	2012년	2013년	2014년	2015년
재무 상태표	재고자산	214	162	147	137	135
	유형자산	140,405	138,088	135,878	133,776	131,976
	선수수익(-)	-18,817	-16,468	-14,101	-11,792	-9,698
	영업순자산	121,805	121,781	121,923	122,122	122,414
	증감률(%)		0%	0%	0%	0%
	회원입회금	115,732	103,954	95,085	95,893	98,724
	금융자산(-)	0	0	0	0	0
	순차입금	115,732	103,954	95,085	95,893	98,724
증감률(%)		-10%	-9%	+1%	+3%	
자본	6,073	17,827	26,837	26,229	23,690	
증감률(%)		+194%	+51%	-2%	-10%	
손익 계산서	매출액	11,291	10,669	10,632	7,948	8,316
	증감률(%)	+6%	-6%	0%	-25%	+5%
	영업이익	668	376	801	-1,918	-840
	이익률(%)	6%	4%	8%	-24%	-10%
	이자수익	7,184	4,566	3,187	2,918	2,768
	이자비용	-7,587	-4,845	-3,219	-2,983	-2,955
	영업외손익	-403	-279	-32	-65	-188
	법인세차감전순이익	265	97	769	-1,983	-1,028
	법인세비용	65	21	200	-349	-223
	당기순이익	199	76	569	-1,634	-805
	이익률(%)	2%	1%	5%	-21%	-10%
세후영업이익	503	293	593	-1,580	-658	
매출액 조정 후*	매출액	18,475	15,236	13,819	10,866	11,084
	증감률(%)		-18%	-9%	-21%	+2%
영업이익 조정 후*	영업이익	7,852	4,942	3,988	1,000	1,927
	증감률(%)		-37%	-19%	-75%	+93%
FCF	①세후영업이익	503	293	593	-1,580	-658
	②감가상각비	3,053	2,534	2,336	2,310	1,821
	③자본적지출	300	213	127	209	22
	FCF**[①+②-③]	3,257	2,613	2,803	521	1,141

* 영업외수익으로 인식한 회원입회금 상각수익을 매출액으로 조정한 경우

** FCF는 정확한 의미의 잉여현금흐름은 아님. 현금흐름표를 분해하는 과정에서 사업 부문별 감가상각비를 제외한 비현금조정 및 운전자본의 조정차이가 크지 않다는 전제하에 이를 배제하고 세후영업이익과 순투자액을 기준으로의 잉여현금흐름을 산정함. 보다 정확한 현금흐름 분석은 본 장 이후 별도로 분석함.

호텔부문에서 설명한바와 같이 영업외수익으로 인식하는 ‘회원입회금 상각수익’은 영업장 이용 시 일반고객요금에서 할인된 회원요금을 적용하는 등 회원의 이용요금 우대를 초래하는 매출행위와 직접적으로 관련된 사항으로 해당 수익은 매출수익으로 분류하는 것이 더 타당한바, 골프장부문의 포괄손익계산서를 조정하여 회원입회금 상각수익을 매출로 분류하는 경우의 재무성과를 분석하였다.

회원입회금 상각수익을 매출로 분류하는 경우 2011년부터 2015년까지의 매출액과 영업이익은 각각 72억원, 46억원, 32억원, 29억원, 28억원 증가하고, 영업외손익은 해당 금액만큼 감소한다.

골프장부문의 잉여현금흐름은 2013년까지 연평균 30억원의 현금창출능력을 보여주고 있으나, 2014년 이후 5억원에서 11억원으로 영업 관련 현금창출 능력은 크게 떨어졌다.

제주지역 골프장산업은 현재 공급이 포화되어 수익성이 상당히 악화되어 있다. 골프산업은 상당부분 대중화 되어있고, 지리적 특성상 제주지역 골프장 이용객의 폭발적 증가를 기대할 수는 없다. 또한 골프장의 대부분의 자산은 고정화 되어 있기 때문에 수익구조 개선도 어려운 게 현실이다. 따라서 고정경비의 감소노력 등 효율적인 원가관리를 통한 비용 개선노력이 필요하다.

(3) A기업 전체

A기업의 호텔 및 골프장부문 외에 타 지역 사업장을 포함한 전체 재무현황 및 경영성과에 대하여 살펴보았다. <표 3-6>에는 A기업 요약 재무상태와 재무성과가 나타나 있다. 2011년부터 2014년까지의 영업순자산은 3,200억원 수준으로 큰 변동이 없었으나, 2015년 중 타 지역 호텔을 현물출자를 통해 인수하여 순영업자산이 1,100억 증가한 4,247억원으로 나타났다. 순차입금 부채의 변동은 5년간 280억원이 감소된 2,481억이며 회원입회금의 만기도래에 의한 상환 등으로 인해 발생되었다. 영업순자산 및 부채의 변동으로 인한 순자본의 변동은 2011년 444억원에서 2015년말 현재 1,766억원으로 1,300억원이 증가하였고, 이밖에 출자금의 증가와 더불어 이익잉여금의 증가로 인한 영향이다. 분석대상 기간 중 배당 실적은 없었는바, 매년 말 낮은 현금의 보유로 이익배당의 집행이 유보된 것으로 추정된다.

매출액은 2011년 600억원에서 5년 기간 동안 700억원으로 100억원 늘어났으나, 이에 반하여 영업이익률은 2011년 15%에서 2015년 7%로 수익성이 8%이상 악화되었다.

<표 3-6> A기업 요약 재무상태와 재무성과

(단위: 백만원)

구 분		2011년	2012년	2013년	2014년	2015년
재무 상태표	재고자산	860	891	1,070	856	1,020
	유형자산	319,413	319,897	316,482	312,942	423,669
	선수수익(-)	-42,821	-38,202	-32,903	-27,604	-22,606
	영업순자산	277,451	282,586	284,649	286,194	402,084
	증감률(%)		+2%	+1%	+1%	+40%
	회원입회금	263,369	241,147	221,864	224,486	230,124
	금융자산(-)	-30,310	-14,016	-2,187	-5,301	-4,652
	순차입금	233,059	227,131	219,677	219,186	225,472
증감률(%)		-3%	-3%	0%	+3%	
자본	44,393	55,455	64,973	67,008	176,612	
증감률(%)		+25%	+17%	+3%	+164%	
손익 계산서	매출액	59,941	59,814	65,366	63,728	69,973
	증감률(%)	+9%	0%	9%	-3%	+10%
	영업이익	9,193	9,221	9,392	4,020	4,609
	이익률(%)	15%	15%	14%	6%	7%
	이자수익	17,406	11,412	7,672	6,970	6,542
	이자비용	-17,266	-11,240	-7,643	-7,027	-6,914
	영업외손익	1,279	325	376	98	-161
	법인세차감전순이익	10,472	9,546	9,768	4,117	4,447
	법인세비용	2,575	2,111	2,540	725	965
	당기순이익	7,897	7,435	7,228	3,393	3,483
이익률(%)	13%	12%	11%	5%	5%	
매출액 조정 후*	매출액	76,289	70,407	72,802	70,558	76,424
	증감률(%)		-8%	+3%	-3%	+8%
조정 후*	영업이익	25,542	19,813	16,828	10,851	11,060
	증감률(%)		-22%	-15%	-36%	+2%
FCF	①세후영업이익	6,933	7,181	6,950	3,312	3,609
	②감가상각비	9,585	8,714	8,182	8,386	9,896
	③자본적지출	5,173	9,198	4,767	4,846	11,122
	FCF**[①+②-③]	10,804	6,697	10,365	6,852	2,383

* 영업외수익으로 인식한 회원입회금 상각수익을 매출액으로 조정한 경우

** FCF는 정확한 의미의 잉여현금흐름은 아님. 현금흐름표를 분해하는 과정에서 사업 부문별 감가상각비를 제외한 비현금조정 및 운전자본의 조정차이가 크지 않다는 전제하에 이를 배제하고 세후영업이익과 순투자액을 기준으로의 잉여현금흐름을 산정함. 보다 정확한 현금흐름 분석은 이후 별도로 분석함.

호텔부문에서 설명한바와 같이 전사적인 포괄손익계산서에서도 ‘회원입회금 상각수익’을 매출로 분류하여 재무성과를 분석하였다. 회원입회금 상각수익을 매출로 분류하는 경우 2011년부터 2015년까지의 매출액과 영업이익은 각각 163억원, 106억원, 74억원, 68억원, 65억원 증가하고, 영업외손익은 해당 금액만큼 감소한다.

A기업 전체의 잉여현금흐름(FCF)은 2013년까지 연평균 93억원의 현금창출능력을 보여주고 있으나, 2014년 이후 69억원에서 24억원으로 영업 관련 현금창출능력은 크게 떨어졌다.

A기업 관계자와의 인터뷰에 의하면 A기업은 제주 리조트산업의 수익성 악화를 우려하여 도외지역의 호텔을 현물출자를 통해 인수하기로 결정하였다. 당초 상호 고객연계 및 규모의 경제에 의한 구매력 강화 등 경영시너지를 기대했으나, 시설을 찾는 고객의 구성에서 교류의 한계가 발생하였고, 지리적 여건상 통합운영 등에 상당한 장애가 있었던바, 현재 수익성 제고는 이루어지지 않았다.

2. 자기자본이익률(ROE) 분석

(1) A기업 호텔부문 ROE 분석

A기업의 호텔부문 ROE를 분석한 결과가 <표 3-7>에 나타나 있다. 호텔부문의 ROE는 2011년 69%에서 2015년 5.8%까지 급격히 감소하였다. 당기순이익률은 2011년 12.3%에서 3년간 12%수준을 유지했으나, 2014년 6.6%, 2015년 4.3%로 크게 하락하였다. 매출액과 자산의 변동이 연도별로 크지 않았던바, 자산회전율의 변화는 24%수준에서 큰 변동이 없었다. 이익에 대한 배당이 없었고, 부채금액이 감소하여 순자본이 증가하였다. 이에 따라 자기자본대비 자산의 비율은 2011년 2,315%에서 2014년 558%까지 낮아졌다.

2011년부터 2013년까지 ROE의 감소원인을 분석해 보면, 매출액이익률 및 자산회전율의 변동영향 보다는 주로 자기자본대비 총자산비율인 재무레버리지 영향이 컸음을 알 수 있다. 이에 비해 2011년부터 2013년까지의 ROE의 감소는 주로 매출액이익률의 감소에 기인했다고 할 수 있다.

<표 3-7> A기업의 호텔부문 ROE 분석

(단위: 백만원)

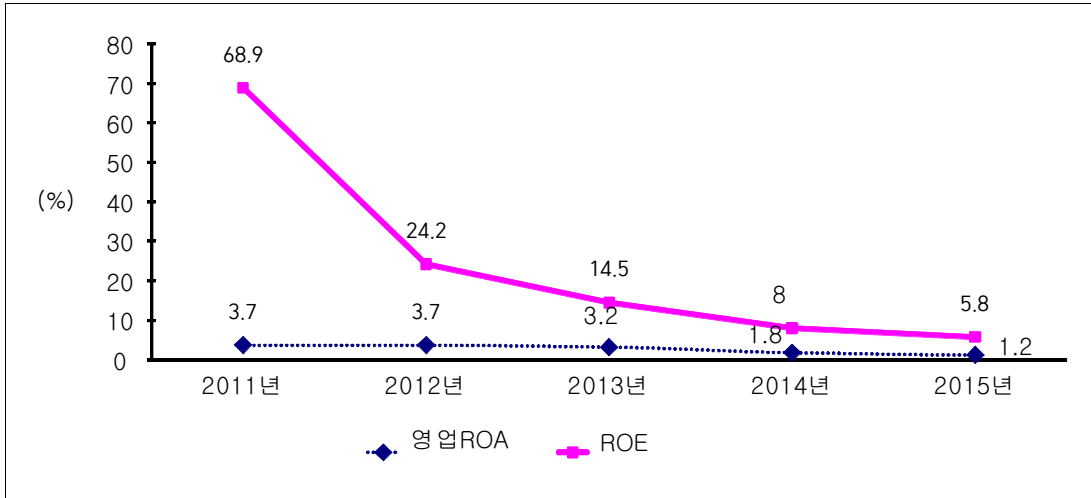
구 분		2011년	2012년	2013년	2014년	2015년	
전통적 ROE	①당기순이익/매출	12.3%	13.0%	11.8%	6.6%	4.3%	
	②매출/총자산	24.1%	23.9%	24.3%	24.0%	24.3%	
	③총자산/자기자본	2315.4%	775.5%	506.8%	510.6%	557.7%	
	ROE [①×②×③]	68.9%	24.2%	14.5%	8.0%	5.8%	
재해석 ROE	①영업ROA - 세후영업이익 - 영업순자산	3.7%	3.7%	3.2%	1.8%	1.2%	
		5,725	5,976	5,232	2,901	2,025	
		155,385	160,720	162,561	163,767	162,932	
	②세후순이자율	0.3%	0.2%	0.0%	0.1%	0.1%	
	③순부채비율	1905.6%	583.1%	354.3%	365.6%	416.7%	
	ROE [①+(①-②)×③]	68.9%	24.2%	14.5%	8.0%	5.8%	
	매출조정	①영업ROA	8.1%	6.6%	5.2%	3.7%	3.0%
		- 세후영업이익	12,636	10,670	8,377	6,125	4,910
		- 영업순자산	155,385	160,720	162,561	163,767	162,932
		②세후순이자율	4.9%	3.6%	2.5%	2.6%	2.3%
③순부채비율		1905.6%	583.1%	354.3%	365.6%	416.7%	
ROE [①+(①-②)×③]	68.9%	24.2%	14.5%	8.0%	5.8%		

* 매출조정은 영업외수익으로 인식한 회원입회금 상각수익을 매출액으로 조정한 경우임

ROE는 기업의 주주입장에서의 경영성과를 나타내는 지표로 경영성과와 재무 레버리지에 따라 차이가 많이 발생한다. 그러나 부채를 포함한 총자본이 투입된 기업전체의 경영성과를 보여주는 영업ROA는 주주와 채권자 등 외부정보이용자 입장에서 기업의 경영성과를 평가하는 지표이므로 그 의미가 각기 다를 수 있다. '재해석 ROE'에서는 영업활동의 결과인 영업ROA와 재무활동의 결과인 세후순이자율과 순부채비율로 나누어 재무정보를 제공할 수 있으므로 경영성과 분석에 유용하게 활용될 수 있다.

새로운 접근법에 따라 A기업 골프장부문을 영업활동과 재무활동으로 구분하여 ROE를 분석하였는데, A기업의 호텔부문 ROE와 영업ROA의 변동추이가 <그림 3-1>에 나타나 있다. A기업 호텔부문의 ROE와 영업ROA의 변동추이를 보면 이익잉여금의 적립 및 부채의 감소에 의한 순자본의 증가로 부채비율은 계속해서 감소하고 있으므로 ROE는 점차 영업ROA에 수렴해 가고 있고, 향후 호텔부문 영업이익의 급격한 신장이 이루어지지 않는 한 2016년 ROE는 5%이하, 영업ROA는 1.2%~1.5% 수준을 유지할 것으로 추정된다.

<그림 3-1> A기업의 호텔부문 ROE와 영업ROA



먼저 영업활동 측면을 살펴보기 위해 영업ROA를 살펴보면, 호텔부문의 영업 ROA는 2011년부터 2013년까지는 3.2%에서 3.7%수준의 양호한 실적을 보였다. 그러나 2014년과 2015년 1.2%에서 1.8%의 낮은 영업ROA를 보였다. 영업순자산의 변동은 거의 없었으므로 이러한 영업ROA의 감소원인은 일감몰아주기 억제정책 등 내부거래 규제에 의한 매출감소 및 영업이익률 감소가 원인이었다고 할 수 있다.

재해석 ROE에서는 영업활동이 ROE에 미치는 영향과 재무활동이 ROE에 미치는 영향을 구분할 목적으로 사용되었다. 재무활동 측면에서 살펴보면, A기업의 세후순이자율은 현금유출이 일어나지 않는 회원입회금의 현재가치할인차금 상각액에 따른 이자비용과 회원입회금의 현재가치평가에 따른 선수수익 상각금액에 따른 이자수익의 차이로 계산하였기 때문에 평균 0%~0.2%수준으로 낮았다. 자기자본대비 순차입금비율인 순부채비율은 입회금부채의 감소 등의 원인으로 2011년 1,906%에서 2015년 417%까지 감소하였다.

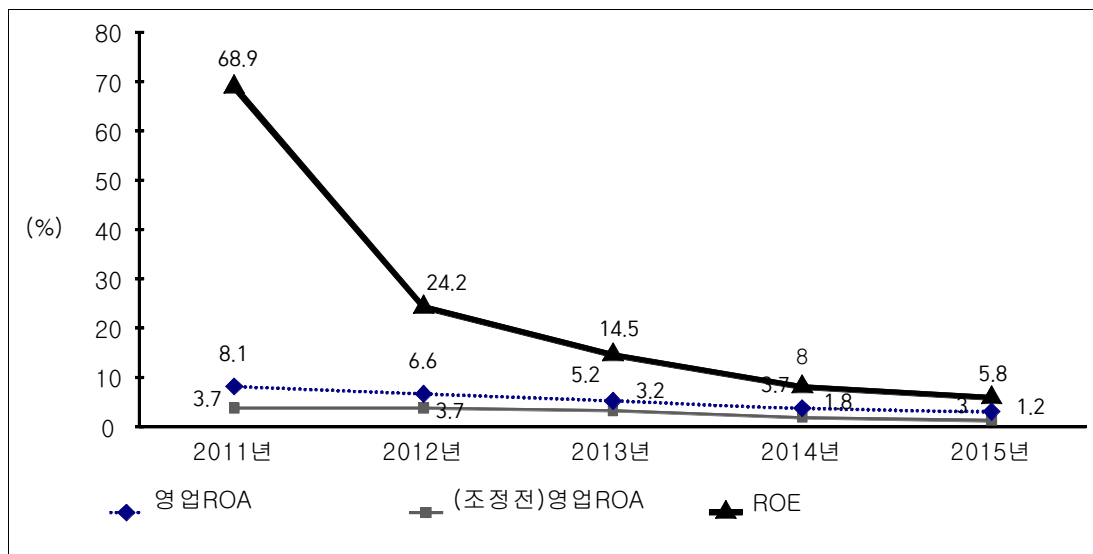
따라서 2011년부터 2013년까지 나타난 ROE의 감소는 영업활동으로 인한 결과인 영업ROA 영향이라고 보기보다는 재무활동의 결과인 2011년 1,906%에서 2013년 354.3%로 감소한 순부채비율 감소에 기인한다고 할 수 있다. 이에 비해 2014년부터 2015년에 나타난 ROE의 감소는 주로 영업활동에 따른 영향으로 분석된다.

2014년부터 2015년까지는 순부채비율이 소폭으로 증가하고 스프레드(영업ROA - 세후순이자율)도 양(+)이므로 ROE에 양(+)의 재무레버리지 효과가 존재한다.

따라서 2011년부터 2013년까지와 달리 2014년부터 2015년까지는 재무레버리지 효과로 인해 전년대비 ROE가 증가하게 된다. 영업활동으로 인한 효과인 영업 ROA 영향을 보면 2013년부터 2015년까지 영업ROA는 각각 3.2%, 1.8%, 1.2%로 2013년에 비해 2014년에 영업ROA가 큰 폭으로 하락하고 있다. 2013년과 2014년의 ROE는 14.5%와 8.0%이다. 따라서 전년대비 양(+)의 레버리지효과가 증가했음에도 불구하고 영업활동으로 인한 결과인 영업ROA가 감소함으로써 2013년에 비해 2014년에 A기업 호텔부문의 ROE가 감소하였다고 할 수 있다. 2015년의 경우도 전년대비 양(+)의 레버리지효과가 증가했지만 영업ROA의 감소로 인해 A기업 호텔부문의 ROE가 감소한 것으로 분석된다.

회원입회금을 현재가치로 평가함에 따른 현재가치할인차금의 상각수익을 영업외수익이 아닌 매출로 분류하는 경우 A기업의 호텔부문 ROE와 영업ROA 변동 추이가 <그림 3-2>에 나타나 있다.

<그림 3-2> 매출액 조정 후 A기업의 호텔부문 ROE와 영업ROA



매출액 조정에 따른 ROE의 차이는 없으나 그 구조를 분해해 보면 매출액조정 후 영업ROA는 조정 전 영업ROA 대비 1.6에서 2.4배 높다. 반면에 세후순이자율은 증가하고 있어 전체적으로 ROE는 변동이 없다. 선수수익(회원입회금을 현재가치로 평가함에 따른 현재가치할인차금)의 당기 수익인식분(현재가치할인차금)에 대해 영업수익인 매출액으로 분류함에 따라 영업ROA가 개선되고 순차입이자율은 증가하는 결과가 A기업의 호텔부문의 재무성과를 보다 충실하게 표현한다고 할 수 있다.

이와 같이 선수수익 상각금액을 영업수익으로 분류하느냐 영업외수익으로 분류하느냐에 따라 재무성과 분석이 다르게 나타난다. 따라서 선수수익 상각금액은 이자비용과 대응해서 이자수익으로 인식한다는 단순한 논리에서 벗어나, 정보이용자의 의사결정 목적에 보다 적합하고 기업의 경영성과를 충실하게 표현하는 회계처리방법을 선택하여야 할 것이다.

<표 3-8>에는 선수수익 상각금액을 영업수익으로 분류한 경우 영업ROA의 추세를 분석한 결과가 제시되어 있다.

<표 3-8> A기업의 호텔부문 영업ROA 분석

구 분	2011년	2012년	2013년	2014년	2015년
①영업순자산회전율	33.7%	30.9%	29.7%	28.7%	28.5%
②매출액영업이익률	24.1%	21.5%	17.3%	13.0%	10.6%
③영업ROA(=①×②)	8.1%	6.6%	5.2%	3.7%	3.0%

영업활동으로 인한 경영성과인 영업ROA의 하락 추세는 영업순자산회전율(매출액/영업순자산)과 매출액영업이익률(세후영업이익/매출액)이 모두 하락한 것에 따른 결과이나 특히 매출액영업이익률의 하락 요인이 중요하게 작용한 것으로 보인다. A기업 호텔부문의 경영성과를 개선하기 위해서는 매출액 확대 전략뿐만 아니라 원가절감이나 적정 마진 확보 등 수익성 제고 전략도 필요함을 알 수 있다. 수익과 비용을 동시에 고려하지 않은 경영전략, 예를 들어 추가 원가상승분을 판매가격에 적절히 반영하지 않은 상태에서 이루어지는 고객만족 전략 등은 고객만족에 따른 방문고객 증가로 매출 증가로는 이어지지만 영업이익 등 호텔의 전반적인 수익성 제고로 이어지지 않을 수 있다는 것을 유의할 필요가 있다 (김길훈, 2016).

A기업 호텔부문과 호텔산업의 ROE를 비교분석한 내용이 <표 3-9>에 나타나 있다. 회원입회금이 있는 A기업의 특성을 고려하여 A기업 호텔부문 ROE는 회원입회금에 따른 선수수익의 당기 수익실현 분을 매출액으로 분류한 결과를 제시하였다. 호텔산업 평균 ROE와의 비교를 통해 A기업 호텔부문의 ROE수준을 평가해보면, A기업의 월등한 경영성과 차이를 볼 수 있다. A기업의 재무구조는 보편적 산업특성과 달리 회원권 부채가 많은 바, 이러한 재무적 영향을 통제하고 기업 또는 산업 간 비교분석을 위해서는 ROE보다는 ROA 수치를 비교하는 것이 보다 적절하다 판단된다.

ROA측면에서 A기업은 산업평균 이상의 성과를 보이고 있다. 호텔산업은 2012년도 ROE 2.3% 이후 점차 수익성이 악화되고 있고, 2014년도는 음(-)의 ROE를 나타내는 등 호텔 산업의 전망은 그리 밝지 않다고 할 수 있다.

<표 3-9> A기업의 산업평균대비 호텔부문 ROE 비교분석

구 분		2011년	2012년	2013년	2014년	2015년
A기업	①영업ROA	8.1%	6.6%	5.2%	3.7%	3.0%
	②세후순이자율	4.9%	3.6%	2.5%	2.6%	2.3%
	③순부채비율	1905.6%	583.1%	354.3%	365.6%	416.7%
	ROE [①+(①-②)×③]	68.9%	24.2%	14.5%	8.0%	5.8%
호텔산업 평균 ROE		1.0%	2.3%	1.6%	-0.9%	-
차 이		+67.9%p	+21.8%p	+12.9%p	+9.0%p	-

출처: 한국은행 경제통계시스템

(2) A기업 골프장부문 ROE분석

A기업의 골프장부문 ROE를 분석한 결과를 <표 3-10>에 제시하였다. 앞서 분석한 호텔부문에 비해 골프장부문의 ROE가 낮게 나타나 투자대비 골프장부문의 수익성이 호텔부문보다 상대적으로 낮다는 것을 알 수 있다.

<표 3-10> A기업의 골프장부문 ROE 분석

(단위: 백만원)

구 분		2011년	2012년	2013년	2014년	2015년
전통적 ROE	①당기순이익/매출	1.8%	0.7%	5.4%	-20.6%	-9.7%
	②매출/총자산	8.0%	7.7%	7.8%	5.9%	6.3%
	③총자산/자기자본	2315.4%	775.5%	506.8%	510.6%	557.7%
	ROE [①×②×③]	3.3%	0.4%	2.1%	-6.2%	-3.4%
재해석 ROE	①영업ROA	0.4%	0.2%	0.5%	-1.3%	-0.5%
	- 세후영업이익	503	293	593	-1,580	-658
	- 영업순자산	121,805	121,781	121,923	122,122	122,414
	②세후순이자율	0.3%	0.2%	0.0%	0.1%	0.1%
	③순부채비율	1905.6%	583.1%	354.3%	365.6%	416.7%
ROE [①+(①-②)×③]	3.3%	0.4%	2.1%	-6.2%	-3.4%	
매출조정	①영업ROA	4.9%	3.2%	2.4%	0.7%	1.2%
	- 세후영업이익	5,921	3,849	2,951	824	1,509
	- 영업순자산	121,805	121,781	121,923	122,122	122,414
	②세후순이자율	4.9%	3.6%	2.5%	2.6%	2.3%
	③순부채비율	1905.6%	583.1%	354.3%	365.6%	416.7%
ROE [①+(①-②)×③]	3.3%	0.4%	2.1%	-6.2%	-3.4%	

* 매출조정은 영업외수익으로 인식한 회원입회금 상각수익을 매출액으로 조정한 경우임

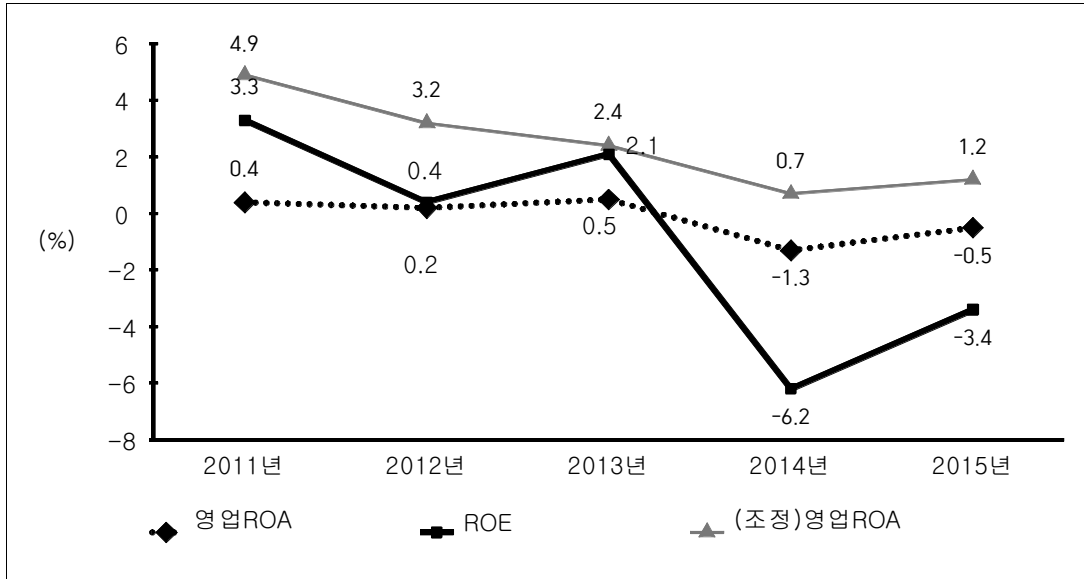
A기업 골프장부문의 ROE는 2011년 3.3%에서 2015년 -3.4%까지 급격하게 감소하였다. 매출액이익률은 2011년부터 3개년 간 0.7%에서 5.4%수준으로 양(+)의 성과를 냈으나 2014년 -20.6%, 2015년에는 -9.7%로 음(-)의 매출액이익률을 기록하였다. 활동성을 나타내는 지표인 총자산 대비 매출액 역시 8%수준의 자산회전율이 2014년 이후에는 매출액 감소의 영향으로 6%수준까지 하락하였다. 전통적인 ROE분석방법에 따르면, 골프장부문 ROE의 감소사유는 매출액이익률의 감소로 표현되는 수익성 악화와 총자산회전율 감소로 표현되는 활동성(자산투자대비 매출액 비율)의 악화라고 할 수 있다.

자기자본대비 총자산 비율은 호텔부문과 동일하게 감소하는 것으로 나타났는데, 2014년과 2015년에는 높은 부채비율로 인한 재무레버리지 효과로 인해 당기순손실이 발생하는 적자 손익구조를 더욱 악화시키는 원인이 되었다. 여기서 수익성이 좋을 때는 재무레버리지 효과에 따라 경영성과가 좋은 쪽으로 확대되어 나타나는 긍정적인 효과가 있지만, 반대로 수익성이 낮을 때는 재무레버리지 효과에 의해 경영성과가 나쁜 쪽으로 확대되어 나타나는 부정적인 효과가 있음을 알 수 있다.

새로운 접근법에 따라 A기업 골프장부문을 영업활동과 재무활동으로 구분하여 분석할 수 있다. 먼저 영업활동 측면을 살펴보면, 골프장부문의 영업ROA는 2011년부터 2013년까지 0.2%에서 0.5%까지 그렇게 양호한 실적은 아니지만 양(+)의 성과를 보였다. 그러나 2014년과 2015년에는 영업ROA 각각 -1.3%와 -0.5%로 음(-)의 영업ROA를 보였다. 영업순자산의 변동이 크지 않았으므로 영업ROA 감소의 주요 원인은 매출감소로 인한 영업이익 감소가 원인이었다고 할 수 있다.

<표 3-10>을 보면, 회원입회금을 현재가치로 평가함에 따른 현재가치할인차금의 상각수익을 영업외수익이 아닌 매출로 분류하는 경우 영업ROA가 상당히 증가하는 것을 알 수 있다. A기업의 골프장부문 ROE와 영업ROA 변동 추이가 <그림 3-3>에 나타나 있다.

<그림 3-3> A기업의 골프장부문 ROE와 영업ROA



골프장부문 ROE와 영업ROA의 추이 분석을 통하여 재무레버리지의 영향을 확인할 수 있다. 양(+)의 스프레드(영업ROA - 세후순이자율) 국면에서는 재무레버리지로 인해 영업ROA보다 ROE가 높아지나, 음(-)의 스프레드(영업ROA - 세후순이자율) 국면에서는 재무레버리지 효과로 인해 영업ROA보다 ROE가 작아지는 현상이 나타난다. A기업의 골프장부문은 2012년부터는 영업ROA보다 세후순이자율이 높아서 음(-)의 스프레드(영업ROA - 세후순이자율)가 발생하여 부채가 없었을 때의 ROE인 영업ROA에서 부채비율이 높을수록 재무레버리지효과 때문에 ROE가 감소하고 있다.

A기업 골프장부문의 부채비율은 350%에서 580% 수준이며, 이러한 재무레버리지 효과의 영향으로 2014년과 2015년 영업ROA가 각각 0.7%와 1.2%에서 ROE는 각각 -6.2%와 -3.4%로 하락하였다. 부채인 회원입회금 비중이 큰 A기업 골프장부문의 특성상 이러한 재무레버리지 효과는 불가피한 측면이 있다. 따라서 A기업 골프장부문의 경영성과를 제고하기 위해서는 영업ROA를 높일 수 있는 경영전략이 필요하다고 하겠다.

<표 3-11>에는 회원입회금 상각수익을 매출로 분류하는 경우 영업ROA를 분석한 결과가 제시되어 있다.

<표 3-11> A기업의 골프장부문 영업ROA 분석

구 분	2011년	2012년	2013년	2014년	2015년
①영업순자산회전율	15.2%	12.5%	11.3%	8.9%	9.1%
②매출액영업이익률	32.0%	25.3%	21.4%	7.6%	13.6%
③영업ROA(=①×②)	4.9%	3.2%	2.4%	0.7%	1.2%

A기업의 골프장부문 영업ROA의 하락 추세는 활동성 지표인 영업순자산회전율(매출액/영업순자산)과 수익성 지표인 매출액영업이익률(세후영업이익/매출액)이 모두 하락한 요인에 따른 것이나 호텔부문과 마찬가지로 매출액영업이익률의 하락 요인이 중요하게 작용한 것으로 판단된다. 특히 정부의 일감몰아주기 억제 정책 등에 따른 골프장 내 광고매출 단가 하락이 2014년 매출액영업이익률의 큰 폭 하락으로 나타나고 있는 것으로 보인다.

호텔부문의 경우 2015년에도 영업ROA의 하락 추세가 이어지는데 반해 골프장 부문은 2015년에 영업ROA가 다시 높아지는 것으로 나타났다. 2015년에는 여행사 대상 판촉행사 등의 효과에 따른 매출액 4억원 증가와 골프장 인원 구조조정에 따른 인건비 절감 등 비용 6억원이 감소하여 영업이익이 증가하였다. 2014년에 비해 2015년에 매출액영업이익률이 크게 증가하는 것으로 나타나 인원 구조조정 등에 따른 비용 절감효과가 단기적으로 골프장부문의 영업ROA 개선에 큰 영향을 미쳤다고 할 수 있다. A기업 골프장부문의 경영성과를 개선하기 위해서는 매출액 확대 전략뿐만 아니라 원가절감이나 적정 마진 확보 등 수익성 제고 전략도 필요하다는 것을 알 수 있다.

(3) A기업 전체의 ROE분석

A기업 전체의 ROE를 분석한 내용이 <표 3-12>에 나타나 있다. A기업의 ROE는 2011년 19.7%에서 2015년 2.1%까지 급격한 감소 추세를 보였다. 매출액이익률은 2011년 13.2%에서 3년간 12%내외의 수준을 유지했으나, 2014년 6%, 2015년 2.1%로 큰 폭의 하락세를 이어갔다.

<표 3-12> A기업의 ROE 분석

(단위: 백만원)

구분		2011년	2012년	2013년	2014년	2015년	
전통적 ROE	①당기순이익/매출	13.2%	12.4%	11.1%	5.3%	5.0%	
	②매출/총자산	16.6%	17.3%	19.8%	19.3%	15.7%	
	③총자산/자기자본	903.9%	726.9%	609.6%	582.4%	262.5%	
	ROE [①×②×③]	19.7%	15.7%	13.4%	6.0%	2.1%	
재해석 ROE	ROE	①영업ROA	2.5%	2.5%	2.4%	1.2%	0.9%
		- 세후영업이익	6,933	7,181	6,950	3,312	3,609
		- 영업순자산	277,451	282,586	284,649	286,194	402,084
		②세후순이자율	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.1%
		③순부채비율	525.0%	409.6%	338.1%	327.1%	127.7%
	ROE [①+(①-②)×③]	15.9%	13.2%	10.7%	4.9%	1.9%	
	매출조정	①영업ROA	7.2%	5.7%	4.4%	3.2%	2.2%
		- 세후영업이익	20,058	16,069	12,627	9,056	8,732
		- 영업순자산	277,451	282,586	284,649	286,194	402,084
		②세후순이자율	5.6%	3.9%	2.6%	2.6%	2.4%
③순부채비율		525.0%	409.6%	338.1%	327.1%	127.7%	
ROE [①+(①-②)×③]	15.9%	13.2%	10.7%	4.9%	1.9%		

* 매출조정은 영업외수익으로 인식한 '회원입회금 상각수익'을 매출액으로 조정한 경우임

** 전통적ROE와 재해석ROE의 차이는 재해석ROE에서는 자산처분손익 등 영업손익과 순이자(이자비용, 투자수익)로 볼 수 없는 손익은 제외함에 따른 결과임

자산회전율은 16%에서 19%수준에서 소폭의 변동이 있었으며, 이익에 대한 배당이 없었고, 부채 상황이 이루어지고 증자의 영향으로 자기자본대비 총자산비율 (= 1+ 부채/자기자본)은 2011년 904%에서 2015년 263%까지 낮아졌다. ROE의 변동원인을 살펴보면 자산회전율의 영향 보다는 매출액이익률의 감소와 자기자본대비 총자산비율이 나타내는 재무레버리지 영향이 컸음을 알 수 있다.

A기업이 보고한 재무제표에 따르면 영업활동의 성과를 나타내는 영업ROA는 2011년부터 2013년까지 2.5% 수준이었으나 2014년은 1.2%, 2015년은 0.9%로 낮아졌다. 2015년도도 제외하고는 영업순자산의 변동은 없었으므로 영업ROA의 감소원인은 매출감소 및 영업비용증가로 인한 영업이익 감소라고 할 수 있다.

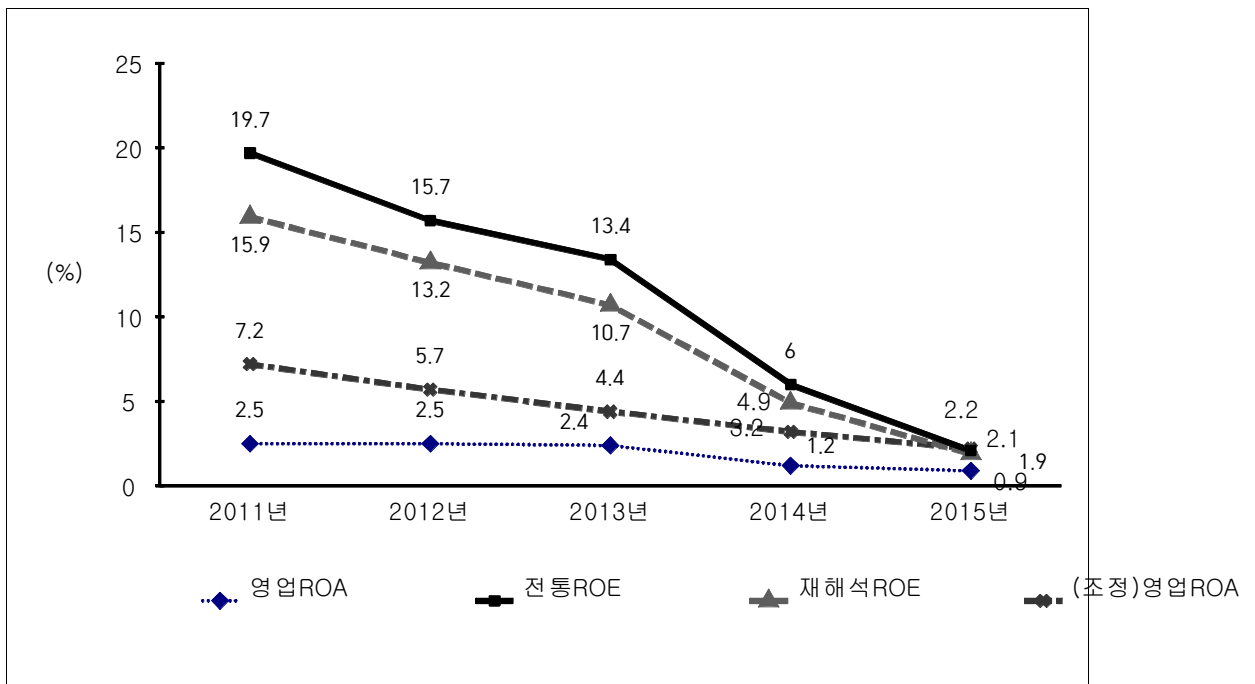
A기업의 세후순이자율은 회원입회금 현재가치평가에 의한 현재가치할인차금의 상각효과에서 보유 금융자산으로 발생한 이자수익의 차액인바, 분석기간의 세후순이자율은 -0.1%와 +0.1%사이에서 형성되었다. 자기자본대비 순차입금비율인 순부채비율은 입회금부채의 만기상환에 따른 감소와 2015년도 현물증자에 의한 자본의 증가 등의 원인으로 2011년 525%에서 2015년 128%까지 감소하는 등 재

무레버리지의 감소로 인한 ROE의 감소영향이 크다고 할 수 있다.

향후 A기업은 신규 투자된 호텔의 성공적인 영업활동이 이루어진다면 연간 50억 이상의 세후영업이익에 따른 영업ROA의 개선이 예상된다. 따라서 1.1% 수준의 영업ROA와 2%이상의 ROE를 기대할 수 있다.

<그림 3-4>에는 A기업의 ROE와 영업ROA의 추이가 나타나 있다. 회원입회금 현재가치할인차금 상각수익을 영업외수익이 아닌 매출로 분류하는 경우 영업ROA가 크게 증가하는 것을 알 수 있다. 2011년부터 2013년 기준으로 2.4%에서 2.5% 수준인 영업ROA는 회원입회금 현재가치할인차금 상각수익을 영업이익에 반영함에 따라 4.4%에서 7.2%까지 1.8배에서 2.9배까지 증가하는 것으로 나타났다. 회원입회금 현재가치할인차금 상각수익을 영업외수익이 아닌 영업수익으로 분류하는 것은 재무활동의 결과인 순이자율(이자비용 - 수입이자 등 투자수익)의 변동을 초래한다. 이에 따라 ROE 지표의 변화는 없으나 경영성과를 영업활동과 재무활동으로 구분하여 보다 적절하게 평가할 수 있다.

<그림 3-4> A기업의 ROE와 영업ROA

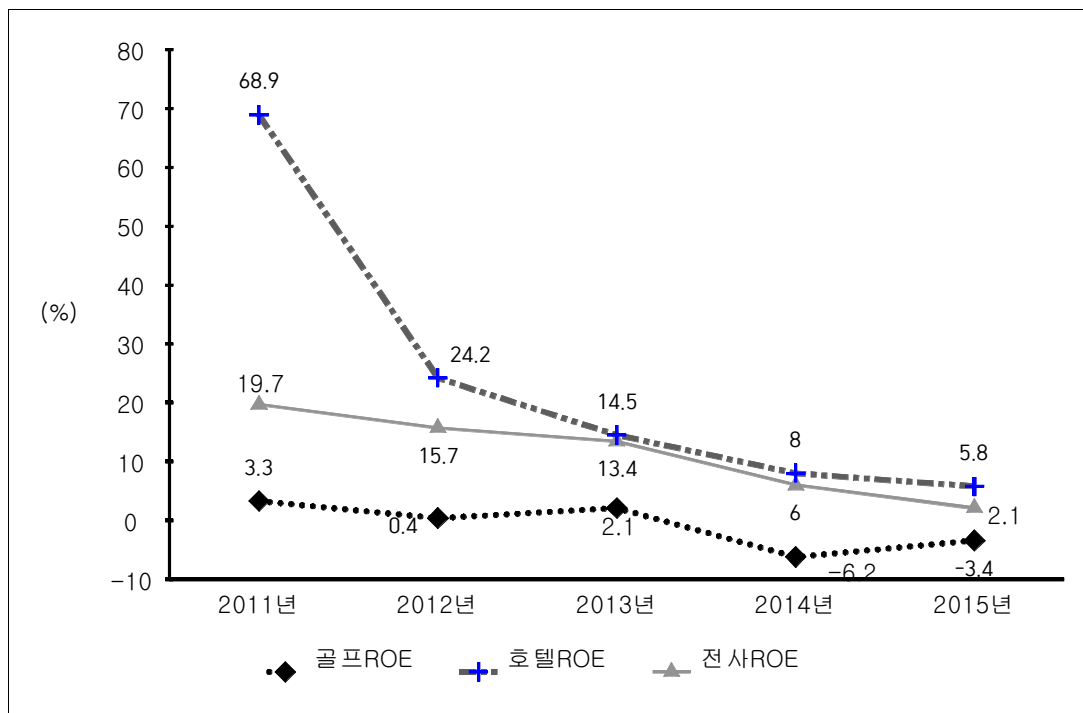


A기업의 전통적 ROE와 '재해석 ROE'와의 차이는 재해석ROE에서는 자산처분 손익 등 영업손익과 순이자(이자비용, 투자수익)로 볼 수 없는 손익은 제외함에 따른 영향이라고 할 수 있다. <표 3-12>를 보면 회원입회금 현재가치할인차금

상각수익을 영업이익에 반영(‘매출조정’)하는 경우 2011년부터 2013년까지 스프레드(영업ROA - 세후순이자율)가 각각 1.6%, 1.8%, 1.8%이다. 스프레드에 순부채 비율을 곱한 재무레버리지 효과가 영업ROA에 더해져 ROE가 결정된다. 2011년부터 2013년까지는 매년 비슷한 수준의 재무레버리지 효과가 발생하고 있으며, 따라서 2011년부터 2013년까지의 ROE 변동은 주로 영업활동으로 인한 경영성과인 영업ROA의 변동에 기인한다고 할 수 있다. 2014년부터 2015년까지는 점차 스프레드가 0에 가까워져 재무레버리지 효과가 거의 나타나지 않고 ROE가 영업ROA에 근접하고 있다. 여기서 A기업의 경영성과를 제고하기 위한 핵심적인 활동은 영업활동임을 알 수 있다.

<그림 3-5>에는 A기업 전체와 부문별 ROE의 추세가 나타나 있다. 호텔부문에 비해 골프장부문의 수익성이 크게 낮음을 알 수 있다. A기업의 재무성과를 제고하기 위해서는 골프장부문의 수익성 향상 노력이 더욱 필요함을 시사한다.

<그림 3-5> A기업 전체와 부문별 ROE



<표 3-13>에는 회원입회금 현재가치할인차금 상각수익을 매출로 분류하는 경우 A기업 전체와 부문별로 영업ROA를 분석한 결과가 제시되어 있다. <그림 3-4>에서도 보는 바와 같이 A기업의 영업ROA는 2012년 7.2%에서 2015년 2.2%로 계속 하락 추세다. 앞서 호텔부문과 골프장부문으로 나누어 분석한 바와 같이

A기업의 영업ROA의 하락 추세는 영업순자산회전율(매출액/영업순자산)과 매출액영업이익률이 모두 하락한 영향으로 보인다.

<표 3-13> A기업 전체와 부문별 영업ROA 분석

구 분		2011년	2012년	2013년	2014년	2015년
전체	①영업순자산회전율	27.5%	24.9%	25.6%	24.7%	19.0%
	②매출액영업이익률	26.3%	22.8%	17.3%	12.8%	11.4%
	③영업ROA(=①×②)	7.2%	5.7%	4.4%	3.2%	2.2%
	영업순자산(백만원)	277,190	282,501	284,484	285,889	285,346
호텔 부문	①영업순자산회전율	33.7%	30.9%	29.7%	28.7%	28.5%
	②매출액영업이익률	24.1%	21.5%	17.3%	13.0%	10.6%
	③영업ROA(=①×②)	8.1%	6.6%	5.2%	3.7%	3.0%
	영업순자산(백만원)	155,385	160,720	162,561	163,767	162,932
골프장 부문	①영업순자산회전율	15.2%	12.5%	11.3%	8.9%	9.1%
	②매출액영업이익률	32.0%	25.3%	21.4%	7.6%	13.6%
	③영업ROA(=①×②)	4.9%	3.2%	2.4%	0.7%	1.2%
	영업순자산(백만원)	121,805	121,781	121,923	122,122	122,414

호텔부문과 골프장부문의 순투자액 비율을 나타내는 영업순자산의 상대적 비중은 57%와 43% 수준이다. 그런데 <표 3-13>을 보면 A기업의 영업ROA는 이러한 호텔부문과 골프장부문의 영업순자산 비율의 차이보다 더 많이 호텔부문 영업ROA의 영향을 받고 있음을 알 수 있다. 이것은 2014년을 제외하고 호텔부문과 골프장부문의 매출액영업이익율은 큰 차이가 없는데 호텔부문의 영업순자산회전율이 골프장부문의 영업순자산회전율보다 2배 이상 높은 것에 기인한다고 할 수 있다. 즉, 호텔부문과 골프장부문의 매출영업이익률은 비슷한데 순투자액 대비 매출액 비중(회전율)이 호텔부문이 커서 A기업의 경영성과(영업ROA)가 호텔부문의 경영성과(영업ROA)의 영향을 더 많이 받고 있다.

호텔부문의 영업순자산회전율이 높은 상황에서는 호텔부문의 매출액영업이익률을 높이는 것이 호텔부문과 더 나아가 A기업 전체의 영업ROA를 제고할 수 핵심 요소라 할 수 있다. 골프장부문은 2015년의 경우 인원 구조조정으로 매출액영업이익률이 전년도 7.6%에서 13.6%로 6.0%p 대폭 증가하였지만 영업순자산회전율은 전년도에 8.9%로 낮은 상태에서 0.2%p 소폭 상승했기 때문에 골프장부문의 영업ROA는 전년도 0.7%에서 1.2%로 0.5%p 상승에 그쳤다. 이에 비해 호텔부문은 2015년의 경우 영업순자산회전율은 28.5%로 높은 수준이고 전년도와 큰

변동이 없지만 매출액영업이익률이 전년도 13.0%에서 10.6%로 2.4%p 하락함에 따라 영업ROA는 3.7%에서 3.0%로 0.7%p 하락하였다. 이에 따라 A기업 전체적으로는 영업ROA가 2014년 3.2%에서 2015년 2.2%로 1.0%p 하락하였다. 이것은 호텔부문의 영업순자산회전율이 3배 이상 높은 상황에서(호텔부문 28.5%, 골프장부문 9.1%) 골프장부문의 전년대비 매출액영업이익률 증가치 6.0%p보다 호텔부문의 전년대비 매출액영업이익률 감소치 2.4%p가 A기업 전체의 영업ROA에 미치는 영향이 더 크다는 것을 보여준다.

따라서 A기업의 경영성과 제고를 위해서는 호텔부문에서 원가대비 적정한 가격을 책정하도록 하고, 원가절감을 위한 효율적인 원가관리 시스템을 구축하는 등 호텔부문의 매출액영업이익률을 높이기 위한 전략이 중요하다고 할 수 있다. 또한 골프장부문의 낮은 영업순자산회전율을 높이기 위해서는 골프장부문의 매출액 증대 방안 모색이 필요하다고 하겠다. 이런 점에서 볼 때 A사가 2015년에 실시한 여행사 대상 판촉행사 등에 따른 매출액 4억원 증가 현상은 의미가 있다고 할 수 있다.

3. 현금흐름분석

A기업의 현금흐름표를 토대로 현금의 조달원천과 어떻게 사용하였는지에 대하여 분석하였다. <표 3-14>에는 A기업의 현금흐름표가 나타나있다. A기업은 2011년부터 2013년까지 연평균 194억원의 영업활동에 의해 현금흐름을 창출하였으나, 2014년 이후로 이익이 감소하고 운전자본 등이 증가하여 영업활동으로 인한 현금유입이 연평균 108억 수준으로 크게 감소하였다. 5개년 간 영업활동을 통하여 총 800억원의 현금유입이 있었으며, 이중 364억원은 유형자산의 채투자에 사용하였고, 기 운영자금 170억원을 포함하여 회원입회금 만기반환에 605억원을 사용하였다.

잉여현금흐름(FCF)을 살펴보면, 2011년부터 2015년까지 A기업의 FCF는 총 411억원이다. FCF 중 이익배당에 사용된 금액은 없고 모두 회원입회금 부채의 상환에 사용되었다. A기업은 초기에 대규모 투자가 이루어지는 리조트기업이다. 따라서 투자금액이 자산으로 처리되어 사용기간에 걸쳐 비용(감가상각)으로 처리되므로 감가상각비가 비용에서 많은 부분을 차지한다.

<표 3-14> A기업의 현금흐름표와 FCF 분석

(단위: 백만원)

구 분	2011년	2012년	2013년	2014년	2015년
I. 영업활동	19,992	20,786	17,567	11,359	10,261
당기순이익	7,897	7,434	7,228	3,393	3,483
비현금조정	12,729	11,532	11,318	11,036	13,084
운전자본 조정	-1,341	874	-1,218	-1,713	-5,221
이자의 수취	822	1,099	241	141	92
이자의 지급			-132	-44	-26
법인세의 납부 및 환급	-115	-154	131	-1,454	-1,150
II. 투자활동	-5,635	-9,551	-4,698	-5,376	-11,093
유형자산의 처분	354	207	88	18	36
유형자산의 취득	-6,026	-9,396	-4,724	-4,850	-11,119
무형자산의 취득			259		-1
유동성만기보유자산의 감소	40	40	40	40	40
장기금융상품의 증가					-3
장기금융상품의 감소				100	
기타비유동자산의 증가	-2	-403	-361	-685	-45
III. 재무활동	-5,711	-27,489	-24,658	-2,830	223
회원입회금의 감소	-10,502	15,722	-30,663	-5,509	-5,203
회원입회금의 증가	4,784	-43,210	6,006	2,680	5,377
임대보증금의 증가				-1	
임대보증금의 감소	7		-2		50
IV. 현금및현금성자산의 증가	8,645	-16,255	-11,788	3,153	-608
V. 기초 현금및현금성자산	20,605	29,250	12,996	1,207	4,361
VI. 기말 현금및현금성자산	29,250	12,996	1,207	4,361	3,752
FCF (free cash flow)	13,494	10,095	12,721	5,746	-934
영업활동으로 인한 현금흐름*	19,170	19,686	17,459	11,262	10,195
순투자액	-5,675	-9,591	-4,738	-5,516	-11,130
FCF 사용	-5,718	-27,489	-24,789	-2,873	-26
차입금(입회금) 상환	-5,718	-27,489	-24,657	-2,829	0
이자지급	0	0	-132	-44	-26

* FCF 분석에서는 현금흐름표와 달리 이자수익 등 투자자산으로 인한 현금흐름은 영업활동으로 인한 현금흐름으로 보지 않음. 이자지급도 영업활동으로 인한 현금흐름이 아닌 FCF 사용으로 봄. 이러한 차이로 인해 현금흐름표의 영업활동으로 인한 현금흐름과 FCF 산출할 때의 영업활동으로 인한 현금흐름은 같지 않음.

A기업은 감가상각비가 반영된 회계이익은 낮지만 감가상각비가 반영되지 않는 영업활동으로 인한 현금흐름은 양호한 편이다. A기업은 초기 시설 투자금을 주로 회원권입회금으로 조달했던바, 현재까지는 회원권입회금을 상환하는데 충분한 정도의 잉여현금흐름이 발생하고 있어 신규 차입금이나 유상증자 등 추가 자금 조달이 이루어지지 않았다.

A기업의 잉여현금흐름(FCF)을 살펴보면, 2011년에 135억원의 잉여현금흐름이 발생하여 그 중 입회금 상환에 57억원이 사용되어 현금 및 현금성자산이 증가하였다. 2012년과 2013년에는 각각 101억원과 127억원의 FCF가 발생하여 2011년 발생한 FCF와 큰 차이는 없다. 그러나 입회금 상환에 각각 275억원과 247억원이 사용되어 두 연도에 294억원의 FCF 부족 현상이 발생하여 2011년 말 현금 및 현금성자산이 292억원에서 2013년 말에는 12억원 수준으로 큰 폭으로 하락하였다.

2014년에는 이전의 절반 수준에도 미치지 못하는 57억원의 FCF가 발생하고 2015년에는 순투자액이 111억 발생하여 FCF가 -9억원 수준으로 떨어졌다. 입회금 상환금액도 2014년에 28억원으로 이전보다 크게 감소하고 2015년에는 입회금 상환이 없어 현금 및 현금성자산은 2015년 말 현재 3,752억원이다. 그러나 향후에 2012년과 2013년 수준의 회원권입회금 반환 요청이 들어올 경우 최근의 FCF 추세로 볼 때 잉여현금흐름만으로는 회원권입회금을 상환하기가 어려울 것으로 보인다. 따라서 경영성과를 제고하여 영업활동에서의 현금 창출을 높이고, 적절한 현금흐름분석과 선제적인 현금흐름관리가 필요하다고 할 수 있다.

제3절 제주 주요 리조트기업의 경영성과 비교분석

A기업의 경영성과와 비교분석을 위해서 제주지역 내 유사한 규모와 지배구조의 종합리조트 기업인 B기업을 선정하여 재무현황을 살펴보고 경영성과를 비교 분석 하였다.

1. B기업 재무현황

B기업의 일반현황이 <표 3-15>에 나타나 있다. B기업은 1977년에 설립되어 관광호텔업과 골프장업을 주요 영업으로 하고 있다. 2016년 현재 제주특별자치도 제주시에 본사를 두고 있으며, 서울과 부산 및 일본 등에 사무소를 두고 있다.

전기말 현재 납입자본금은 500억이며, 대규모기업집단 소속 계열회사이다.

B기업은 제주지역 내에서 1개소의 관광호텔(B-1호텔)과 1개소의 골프장(B-2골프장)을 운영하고 있으며, 타사 소유의 호텔시설 2개소(B-3호텔, B-4호텔)를 위탁경영계약에 따라 운영하고 있다.

<표 3-15> B기업 일반현황

사업명	B-1호텔	B-2골프장	B-3호텔	B-4호텔
개장일	1981.07.	1979.01.	2014.04.	2014.12.
시설현황	· 호텔 513실 · 연회장 6개소 · 뷔페식당, 한식당 바, 사우나, 라운지	· 총36홀 (회원제) · 클럽하우스, 그늘집 프로샵, 연습장 등	· 호텔 110실 · 연회장3개소 뷔페식당, 한식당 편의점 등	· 호텔 319실 · 연회장 3개소 · 뷔페식당, 바
주요 영업자산 (15년말)	유형자산 : 1,232억	유형자산 : 1,506억	유형자산 : 4억	유형자산 : 없음
	· 토지 : 483억 · 건물 : 375억	· 토지 : 1,275억 · 건물 : 133억		
자금조달	영업활동 현금창출	영업활동 현금창출	위탁운영 사업장	위탁운영 사업장
주요사업	'15년 매출 : 312억	매출 : 147억	매출 : 34억	매출 : 127억
	· 가동율 : 73% · 객실수입 : 131억 · 식음수입 : 140억 · 기타수입 : 41억	· 입장객 수 : 13만명 · 입장수입 : 97억 · 식음수입 : 19억 · 기타수입 : 31억	· 가동율 : 69% · 객실수입 : 21억 · 식음수입 : 11억 · 기타수입 : 2억	· 가동율 : 63% · 객실수입 : 68억 · 식음수입 : 57억 · 기타수입 : 2억
기타사항	'15년 9월 객실 리노베이션을 실시하고, 상호 변경하여 오픈함		제3자부지에 설립한 건물로 20년 후 호텔건물 기부채납 약정(위탁운영)	

B기업의 재무제표(재무상태표 및 포괄손익계산서 등)는 금융감독원 전자공시 시스템에 있는 감사보고서를 기초로 하였으며, 영업부문별 자산·부채에 대한 정보와 매출 및 비용에 대한 정보는 주식사항에 표기된 내용을 활용하였다. B기업의 5개년 재무상태표와 포괄손익계산서를 <표 3-16>와 <표 3-17>에 제시하였다.

총자산 중 유형자산 비율이 80% 수준으로 토지 및 건물이 자산의 주를 이루고 있고, 주요 자산을 구성하는 원천자본은 영업활동 등을 통하여 적립한 이익잉여금이며, 2015년 말 현재 자본총액은 2,813억이다. 주요 사업구분은 호텔부문과 골프장부문으로 분류되며, 호텔부문은 직영운영중인 호텔과 위탁운영중인 호텔 등이 포함되어 있다. 건물 및 구축물의 감가상각 내용연수는 8년에서 30년으로 비교대상 A기업과 일부 차이가 있다(A기업: 25년에서 50년).

2015년 호텔객실 리노베이션을 목적으로 단기차입금 50억원이 기채 되었으며, 그 외 저리(1.2%~1.5%)의 장기차입금 25억원을 차입하여 운용하고 있다. 또한 미처분이익잉여금중 186억원은 자산재평가 차익이며, 자본전입 또는 결손보전을 위해서 사용할 예정이다.

사업부문별 영업자산 및 차입금부채 등을 분류하는 과정에서 각 부분별 구분 자산은 모두 영업자산으로 가정하였으며, 차입금 또한 영업자산의 크기에 비례하여 안분 배부하였다(각 년도 장기차입금을 포함했고, 2015년도에 발생한 단기차입금 또한 동일기준으로 배분하였다). 또한 부문별 손익계산서에 나타나는 금융수익 및 금융비용은 자산 및 차입금 비율에 따라 안분 하였으며, 세후영업이익 산출을 위한 법인세효과 또한 당기순이익을 구성하는 법인세비용을 영업이익기준으로 안분적용 하였다.

<표 3-16> B기업의 재무상태표

(단위 : 백만원)

과 목		2011년			2012년			2013년			2014년			2015년		
		전사	호텔	골프장	전사	호텔	골프장	전사	호텔	골프장	전사	호텔	골프장	전사	호텔	골프장
자산	I.유동자산	16,086			22,198			32,802			45,918			19,480		
	현금성자산	11,548			15,494			14,967			37,063			12,541		
	채고자산	1,950			1,938			1,972			2,348			2,731		
	기타유동자산	2,589			4,766			15,863			6,506			4,209		
	II.비유동자산	294,903	108,940	153,109	297,276	116,248	151,228	299,884	124,241	154,311	297,824	137,848	152,619	320,324	146,765	151,636
	유형자산	244,930	108,940	153,109	244,250	116,248	151,228	244,383	124,241	154,311	243,040	137,848	152,619	275,353	146,765	151,636
기타비유동자산	49,973			53,025			55,501			54,784			44,971			
	자산 총계	310,989	108,940	153,109	319,474	116,248	151,228	332,686	124,241	154,311	343,742	137,848	152,619	339,804	146,765	151,636
부채	I.유동부채	6,335			8,691			8,830			9,161			18,010		
	단기차입금													5,000	2,160	2,231
	기타유동부채	6,335			8,691			8,830			9,161			13,010		
	II.비유동부채	46,429	12,644	4,087	46,447	9,525	4,235	47,042	9,504	3,997	46,675	9,778	4,116	40,467	16,068	1,774
	장기차입금	6,412	2,246	3,157	2,691	979	1,274	2,604	972	1,208	2,516	1,009	1,117	2,082	899	929
	기타비유동부채	43,017	10,398	930	43,755	8,546	2,961	44,439	8,532	2,789	44,159	8,768	2,999	38,386	15,169	845
	부채 총계	55,764	12,644	4,087	55,137	9,525	4,235	55,872	9,504	3,997	55,836	9,778	4,116	58,477	18,228	4,005
자본	자본금	50,000			50,000			50,000			50,000			50,000		
	이익잉여금	173,810			181,256			192,177			204,220			206,867		
	기타자본요소	31,415			33,081			34,637			33,686			24,461		
	자본 총계	255,225	96,296	149,022	264,337	106,723	146,993	276,814	114,737	150,315	287,906	128,071	148,503	281,327	128,537	147,631

<표 3-17> B기업의 포괄손익계산서

(단위 : 백만원)

과 목	2011년			2012년			2013년			2014년			2015년		
	전사	호텔	골프장	전사	호텔	골프장	전사	호텔	골프장	전사	호텔	골프장	전사	호텔	골프장
매출액	45,680	32,372	13,308	53,716	39,652	14,063	58,528	43,291	15,237	63,819	48,159	15,661	64,899	50,227	14,672
매출원가	35,050	22,593	12,457	38,131	25,610	12,521	39,012	26,605	12,407	43,092	31,192	11,899	56,635	45,266	11,370
재료비	3,961			5,617			6,563			7,572			8,716		
노무비	10,892			11,949			12,162			12,997			15,440		
수도광열비	1,948			2,266			2,516			2,672			3,206		
소모품비	1,667			1,768			1,802			1,952			2,378		
지급수수료	1,431			1,560			1,634			1,921			3,050		
기타제조경비	15,151			14,970			14,336			16,021			23,844		
매출총이익	10,630	9,779	851	15,585	14,042	1,543	19,516	16,686	2,830	20,728	16,966	3,761	8,263	4,961	3,302
판매비와 관리비	4,478	3,260	1,218	4,984	3,766	1,218	5,195	3,870	1,326	5,748	4,363	1,385	6,049	4,534	1,515
영업이익	6,152	6,519	-367	10,600	10,276	325	14,320	12,816	1,504	14,980	12,603	2,377	2,214	427	1,787
금융수익	479	168	236	498	181	236	538	201	249	713	286	317	396	171	177
기타영업외수익	679			1,177			873			1,143			874		
금융비용	-403	-141	-198	-344	-125	-163	-75	-28	-35	-72	-29	32	-67	-29	-30
기타영업외비용	-633			-9			-22			-48			-53		
세전순이익	6,273	6,873	-600	11,923	11,569	354	15,633	13,955	1,678	16,716	14,161	2,555	3,363	1,490	1,873
법인세비용	3,606	3,591	-345	3,213	3,117	95	3,529	3,150	379	3,714	3,146	568	470	208	262
당기순이익	2,668	2,923	-255	8,710	8,452	259	12,104	10,805	1,299	13,002	11,015	1,987	2,893	1,282	1,611
확정급여채무 요소	3			-339			-235			53			-316		
법인세효과	125			-517			-528			-1,159			-3,055		
보험수리적 손익	-3,116			2,257			2136			196			-12,210		
총포괄이익	-320	2,923	-255	10,111	8,452	259	13,477	10,805	1,299	12,092	11,015	1,987	-6,579	1,282	1,611

2. B기업 경영분석

(1) B기업 호텔부문

B기업의 호텔부문의 요약 재무상태와 재무성과가 <표 3-18>에 나타나 있다. B기업 호텔부문의 영업자산은 매년 평균 8%의 성장세가 나타났으며, 2015년 말 현재 1,468억원의 영업순자산을 보유하고 있다. 2015년에는 378억원의 유형자산 투자를 하였고 90억원 수준의 영업순자산의 증가가 발생하였다. 차입금은 저리의 고정이율 장기차입금으로 연평균 10억원 수준을 유지해왔으며, 2015년에는 유형자산 투자목적의 단기차입금 부채도 조달하였다. 차입금은 30억원 미만이며, 자산의 98%를 자기자본으로 조달하고 있다.

B기업 호텔부문의 영업이익은 2011년 65억원에서 계속 증가하여 2014년 126억 원에 달할 정도로 양호한 경영실적을 보였으나, 2015년은 호텔 시설에 대한 리노베이션 공사에 따라 영업범위와 기간을 단축하여 영업이익이 전년도 대비 -120억원 감소하였다.

B기업 호텔부문의 영업이익률은 매출액 성장세에 따라 2011년에는 20%에서 2014년 26%까지 양호한 실적을 나타냈으며, 시설가동이 본격화되는 2016년도 이후는 동일한 성장세의 매출 및 이익구조에 따르면 130억원 이상의 영업이익을 전망할 수 있다. 차입금 규모가 크지 않은바, 영업외적인 손익효과는 거의 없으며, 정상적인 영업이 이루어졌던 2012년도부터 2014년도까지의 매출액이익률은 20%를 상회하고 있다. 공시된 재무제표 상 2011년도의 매출액이익률이 8%수준으로 저조한 이유는 이연법인세의 변동효과로 법인세율 조정에 의해 19억원 상당의 법인세비용이 추가 반영되었기 때문이다.

호텔부문의 잉여현금흐름(FCF)은 2012년부터 2014년까지 연평균 91억원이며, 2011년에는 118억 규모의 유형자산에 대한 자본적 지출 투자가, 2015년도에는 378억 수준의 투자가 진행되었기 때문에 누적효과에 의한 잉여현금흐름은 음(-)의 수치로 나타났다.

<표 3-18> B기업의 호텔부문 요약 재무상태와 재무성과

(단위: 백만원)

구 분		2011년	2012년	2013년	2014년	2015년
재무 상태표	영업순자산	108,940	116,248	124,241	137,848	146,765
	증감률(%)		+7%	+7%	+11%	+6%
	단기차입금					2,160
	장기차입금	2,246	979	972	1,009	899
	순차입금	2,246	979	972	1,009	3,059
	증감률(%)		-56%	-1%	+4%	+203%
	자본	106,694	115,269	123,269	136,839	143,706
	증감률(%)		+8%	+7%	+11%	+5%
손익 계산서	매출액	32,372	39,652	43,291	48,159	50,227
	증감률(%)		22%	9%	11%	4%
	영업이익	6,519	10,276	12,816	12,603	427
	이익률(%)	20%	26%	30%	26%	1%
	이자수익	168	181	201	286	171
	이자비용	-141	-125	-28	-29	-29
	영업외손익	27	56	173	257	142
	법인세차감전순이익	6,545	10,332	12,989	12,860	569
	법인세비용	3,951	3,117	3,150	3,146	208
	당기순이익	2,595	7,214	9,839	9,715	361
	이익률(%)	8%	18%	23%	20%	1%
FCF	①세후영업이익	2,584	7,175	9,708	9,520	271
	②감가상각비	2,729	3,267	3,254	3,607	4,192
	③자본적지출	11,813	4,708	327	4,064	37,764
	FCF [①+②-③]	-6,500	5,733	12,635	9,064	-33,301

* FCF는 정확한 의미의 잉여현금흐름은 아님. 현금흐름표를 분해하는 과정에서 사업부 문별 감가상각비를 제외한 비현금조정 및 운전자본의 조정차이가 크지 않다는 전제 하에 이를 배제하고 세후영업이익과 순투자액을 기준으로의 잉여현금흐름을 산정함. 보다 정확한 현금흐름 분석은 이후 별도로 분석함.

(2) B기업 골프장부문

B기업 골프장부문의 요약 재무상태와 재무성과가 <표 3-19>에 나타나 있다. B기업의 골프장부문의 영업자산은 연평균 1,520억원 수준으로 비교대상 기간 중 특별한 자산의 변화는 없었으며, 순차입금 부채 또한 30억원 미만을 운용중으로 자산의 98%를 자기자본으로 조달하고 있다. 영업순자산 및 순영업부채의 변동 을 초래하지 않았던 바 순자본 또한 1,490억원 수준을 유지하고 있다.

B기업 골프장부문의 영업매출은 2014년까지 연평균 6%의 신장률을 보였으나, 2015년도는 -6%로 역신장 되었다. 골프장부문의 영업이익률은 매출액 성장세에

따라 2011년에는 음(-)의 성과를 나타냈으나, 2012년 이후 지속 증가하여 2014년 영업이익률 15%를 정점으로 2015년 현재 12%의 높은 이익률을 나타내고 있다.

골프장 부문의 잉여현금흐름은 2013년 50억 규모의 유형자산에 대한 자본적 지출 투자실적을 제외할 경우 일반적 경영활동에서 연평균 30억수준의 현금창출 능력을 보여주고 있다.

<표 3-19> B기업의 골프장부문 요약 재무상태와 재무성과

(단위: 백만원)

구 분		2011년	2012년	2013년	2014년	2015년
재무 상태표	영업순자산	153,109	151,228	154,311	152,619	151,636
	증감률(%)		-1%	+2%	-1%	-1%
	단기차입금					2,231
	장기차입금	3,157	1,274	1,208	1,117	929
	순차입금	3,157	1,274	1,208	1,117	3,160
	증감률(%)		-60%	-5%	-7%	+183%
자본		149,952	149,954	153,103	151,502	148,476
	증감률(%)		0%	+2%	-1%	-2%
손익 계산서	매출액	13,308	14,063	15,237	15,661	14,672
	증감율(%)		+6%	+8%	+3%	-6%
	영업이익	-367	325	1,504	2,377	1,787
	이익률(%)	-3%	2%	10%	15%	12%
	이자수익	236	236	249	317	177
	이자비용	-198	-163	-35	-32	-30
	영업외손익	37	73	215	285	146
	법인세차감전순이익	-330	398	1,719	2,661	1,933
	법인세비용	-345	95	379	568	262
	당기순이익	15	302	1,340	2,093	1,672
이익률(%)	0%	2%	9%	13%	11%	
세후영업이익		17	247	1,172	1,870	1,545
FCF	①세후영업이익	17	247	1,172	1,870	1,545
	②감가상각비	2,468	2,282	1,956	1,719	1,529
	③자본적지출	198	254	5,006	26	346
	FCF [①+②-③]	2,288	2,275	-1,878	3,563	2,725

* FCF는 정확한 의미의 잉여현금흐름은 아님. 현금흐름표를 분해하는 과정에서 사업부 문별 감가상각비를 제외한 비현금조정 및 운전자본의 조정차이가 크지 않다는 전제 하에 이를 배제하고 세후영업이익과 순투자액을 기준으로의 잉여현금흐름을 산정함. 보다 정확한 현금흐름 분석은 이후 별도로 분석함.

(3) B기업 전체

B기업의 요약 재무상태와 재무성과가 <표 3-20>에 나타나 있다. B기업의 영업자산은 2015년 호텔건물 리노베이션 투자가 이루어지기 전에는 변동 없이 평균 2,460억원의 영업순자산을 유지하고 있으며, 차입금 부채 또한 저리의 장기차입금 30억원 미만을 운용중으로 자산의 99%를 자기자본으로 조달하고 있다. B기업 영업매출은 2011년 457억원에서 계속 성장하여 2015년말 현재 649억원의 매출을 기록하고 있으며, 영업이익 또한 정상적 영업활동기간인 2012년부터 2014년까지는 106억원(영업이익률 20%)에서 150억원(영업이익률 23%) 수준의 높은 성과를 보여주고 있다.

<표 3-20> B기업 요약 재무상태와 재무성과

(단위: 백만원)

구 분		2011년	2012년	2013년	2014년	2015년
재무 상태표	영업순자산	246,880	246,188	246,354	245,388	278,084
	증감률(%)		0%	0%	0%	+13%
	단기차입금					5,000
	장기차입금	6,412	2,691	2,604	2,516	2,082
	금융자산(-)	-11,548	-17,494	-27,967	-39,113	-12,591
순차입금	-5,136	-14,803	-25,363	-36,597	-5,509	
증감률(%)		+188%	+71%	+44%	-85%	
자본	252,015	260,991	271,718	281,985	283,593	
증감률(%)		+4%	+4%	+4%	+1%	
손익 계산서	매출액	45,680	53,716	58,528	63,819	64,899
	증감율(%)		18%	9%	9%	2%
	영업이익	6,152	10,600	14,320	14,980	2,214
	이익률(%)	13%	20%	24%	23%	3%
	이자수익	479	498	538	713	396
	이자비용	-403	-344	-75	-72	-67
	영업외손익	122	1,323	1,313	1,736	1,149
	법인세차감전순이익	6,273	11,923	15,633	16,716	3,363
법인세비용	3,606	3,213	3,529	3,714	470	
당기순이익	2,668	8,710	12,104	13,002	2,893	
이익률(%)	6%	16%	21%	20%	4%	
세후영업이익	2,616	7,744	11,088	11,652	1,905	
FCF	①세후영업이익	2,616	7,744	11,088	11,652	1,905
	②감가상각비	5,195	5,540	5,200	5,301	5,568
	③자본적지출	11,383	4,861	5,332	3,958	37,882
	FCF [①+②-③]	-3,572	8,423	10,955	12,995	-30,409

* FCF는 정확한 의미의 잉여현금흐름은 아님. 현금흐름표를 분해하는 과정에서 사업부 문별 감가상각비를 제외한 비현금조정 및 운전자본의 조정차이가 크지 않다는 전제 하에 이를 배제하고 세후영업이익과 순투자액을 기준으로의 잉여현금흐름을 산정함. 보다 정확한 현금흐름 분석은 <표 3-21>에 제시함.

<표 3-21> B기업 현금흐름표와 FCF 분석

(단위: 백만원)

과 목	2011년	2012년	2013년	2014년	2015년
I. 영업활동으로 인한 현금흐름	12,557	16,395	16,931	16,657	6,641
1. 영업활동으로 창출된 현금	12,139	16,645	18,908	18,836	8,853
(1) 당기순이익	2,668	8,710	12,104	13,002	2,893
(2) 조정	9,166	8,029	8,046	8,004	5,840
(3) 순운전자본의 변동	305	-94	-1,242	-2,171	120
2. 이자의 수취	487	462	433	816	485
3. 배당금의 수령	569	1,024	728	1,024	797
4. 이자의 지급	-403	-350	-75	-72	-58
5. 법인세의 납부	-235	-1,386	-3,063	-3,946	-3,436
II. 투자활동으로 인한 현금흐름	-10,953	-7,778	-16,387	6,526	-36,076
1. 투자활동으로 인한 현금유입	2,534	1,397	3,295	18,347	2,656
(1) 단기금융상품의 감소	2,000	1,000	3,000	18,000	2,000
(2) 매도가능금융자산의 감소	12				2
(3) 단기대여금의 감소	482	367	253	251	272
(4) 장기대여금의 감소	28	27	41	91	379
(5) 유형자산의 처분	12	2		5	2
2. 투자활동으로 인한 현금유출	-13,486	-9,175	-19,682	-11,820	-38,732
(1) 단기금융상품의 증가	1,000	3,000	14,000	7,050	-
(2) 단기대여금의 증가	465	302	233	224	243
(3) 종속기업투자 취득				300	-
(4) 매도가능금융자산의 취득	10	801	-	-	19
(5) 장기대여금의 증가	-	110	115	156	356
(6) 유형자산의 취득	1,807	1,049	615	1,182	3,963
(7) 건설중인자산의 취득	10,183	3,893	4,719	2,810	34,036
(8) 기타무형자산의 취득	21	21	-	97	114
III. 재무활동으로 인한 현금흐름	-3,005	-4,670	-1,071	-1,087	4,913
1. 재무활동으로 인한 현금유입	-	2,350	-	-	5,000
(1) 차입금의 증가	-	2,350	-	-	5,000
2. 재무활동으로 인한 현금유출	-3,005	-7,020	-1,071	-1,087	-87
(1) 유동성장기부채의 상환	5	20	71	87	87
(2) 장기차입금의 상환	2,000	6,000	-	-	-
(3) 배당금의 지급	1,000	1,000	1,000	1,000	-
IV. 현금및현금성자산의증가	-1,401	3,947	-527	22,096	-24,523
V. 기초의 현금및현금성자산	12,948	11,548	15,494	14,967	37,063
VII. 기말의 현금및현금성자산	11,548	15,494	14,967	37,063	12,541
FCF (free cash flow)	-95	10,298	10,512	10,805	-32,694
영업활동으로 인한 현금흐름*	11,904	15,259	15,845	14,890	5,417
순투자액	-11,999	-4,960	-5,334	-4,085	-38,111
FCF 사용	-3,408	-5,020	-1,146	-1,160	4,854
차입금상환(차입)	-2,005	-3,670	-71	-87	4,913
이자지급	-403	-350	-75	-72	-58
배당	-1,000	-1,000	-1,000	-1,000	-

* FCF 분석에서는 현금흐름표와 달리 이자수익 등 투자자산으로 인한 현금흐름은 영업 활동으로 인한 현금흐름으로 보지 않음. 이자지급도 영업활동으로 인한 현금흐름이 아닌 FCF 사용으로 봄. 이러한 차이로 인해 현금흐름표의 영업활동으로 인한 현금흐름과 FCF 산출할 때의 영업활동으로 인한 현금흐름은 같지 않음.

B기업의 현금흐름표가 <표 3-21>에 나타나 있다. B기업은 2011년부터 2014년까지 영업활동을 통하여 연평균 156억원의 현금을 창출했으며, 2015년도는 시설리노베이션 공사에 따른 영업일수 감소로 66억원의 영업활동을 통한 현금유입이 있었다. 5개년 간 영업활동을 통하여 창출된 현금은 692억원이며, 투자활동으로 647억원을 사용하였으며, 장기차입금 상환 및 이익배당 등 재무활동 목적으로 45억원이 사용되었다.

투자활동에 의한 자금은 645억원이 유·무형자산 투자에 활용되었고, 재무활동에서는 2014년까지 매년 10억원씩의 현금배당이 이루어졌다. 리노베이션을 위해 2015년도만 총 381억원의 유·무형 자산투자가 진행되었으며, 투자금 조달을 위해 50억원의 단기차입금이 발생되었고, 매년 10억원 규모로 진행되던 이익 배당이 이루어지지 않았다. 2011년부터 2015년까지의 누적된 잉여현금흐름은 -12억으로 산출되었다.

잉여현금흐름(FCF)을 보면, 2011년부터 2014년까지 매년 120억원에서 160억이 발생하고 있다. 이 중 매년 10억원의 배당을 실시하고, 2011년과 2012년에 각각 20억원과 36억원의 차입금을 상환하여 차입금이 거의 없는 상태에 이르렀다. 2011년과 2012년의 이자지급액은 각각 4억원과 3억원이다. 이러한 안정적인 자금 흐름으로 인해 2014년 말의 현금 및 현금성자산은 370억원이다.

B사는 이러한 경영실적과 자금상황을 토대로 새로운 도약을 위해 시설물에 대한 리노베이션공사를 2015년에 실시하였다. 리노베이션 공사로 인한 영업제약과 시설투자로 인해 2015년 영업활동으로 인한 현금흐름은 54억원이고 시설투자금은 381억원이 지출되었고 49억원의 차입을 하였다. 이에 따른 2015년 말 현금 및 현금성자산은 125억원이다.

3. A기업과 B기업 비교분석

(1) 호텔부문 ROE 비교분석

A기업과 B기업의 호텔부문 ROE를 비교분석한 내용은 <표 3-22>와 같다. 앞서 설명한 바와 같이 A기업의 회원입회금 부채는 현재가치 평가를 통하여 입회금부채를 차감 인식하고 있으며, 부채의 감소금액만큼 향후에 발생하게 되는 이용 우대혜택의 수익개념으로 선수수익으로 인식하고 있다. A기업은 해당 선수수

익의 상각금액을 영업외손익으로 인식하고 있으나 이것은 회원입회금에 대한 보상으로 이용요금 할인 등의 우대혜택이 주어지므로 매출효과로 볼 수 있다. 즉, 회원에 대한 요금 할인으로 인한 호텔 수입 감소효과를 조정한 수입 = 실제 수입 + 회원에 대한 요금 할인효과를 나타내는 회원입회금 상각수익이다. 따라서 회원 수와 입회금이 상대적으로 적은 B기업과의 적절한 비교를 위해서 A기업의 회원입회금 상각수익을 매출로 분류하여 비교분석을 실시한다.

<표 3-22> A, B기업의 호텔부문 ROE 비교분석

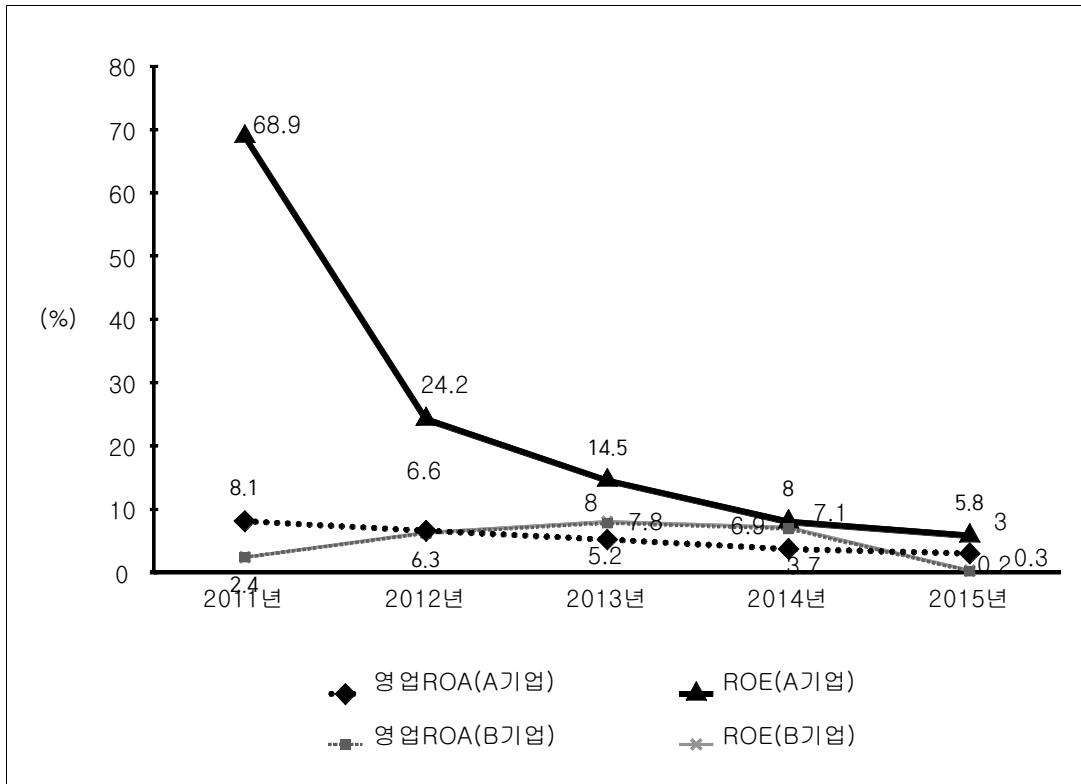
구 분		2011년	2012년	2013년	2014년	2015년
A기업	①영업ROA	8.1%	6.6%	5.2%	3.7%	3.0%
	②세후순이자율	4.9%	3.6%	2.5%	2.6%	2.3%
	③순부채비율	1905.6%	583.1%	354.3%	365.6%	416.7%
	ROE [①+(①-②)×③]	68.9%	24.2%	14.5%	8.0%	5.8%
B기업	①영업ROA	2.4%	6.2%	7.8%	6.9%	0.2%
	②세후순이자율	-0.5%	-4.0%	-13.5%	-19.2%	-2.9%
	③순부채비율	2.1%	0.8%	0.8%	0.7%	2.1%
	ROE [①+(①-②)×③]	2.4%	6.3%	8.0%	7.1%	0.3%

두 기업 주주의 관점에서 보는 경영성과 측정치인 ROE로 볼 때 A기업의 경영성과가 B기업보다 아주 우수하다 평가할 수 있다. A기업은 2011년에 무려 68.9%의 ROE를 보였고 비교대상 B기업의 ROE는 2.4%에 불과하다. 비교대상 기간의 ROE 성과는 A기업이 우수하다 평가할 수 있으나, 2016년 이후에는 호텔 시설에 대한 리노베이션을 실시한 B기업의 영업활동이 정상화되고 과년도 경영 실적 추세를 보여준다면 B기업의 ROE는 A기업을 초과할 것으로 전망된다.

A, B기업의 호텔부문 ROE와 영업ROA의 추이는 <그림 3-6>에 나타나 있다. 2011년의 경우 A기업과 B기업의 영업ROA는 각각 8.1%와 2.4%로 A기업이 훨씬 좋은 영업활동의 결과가 나타났다. 2011년 A기업의 ROE와 B기업의 ROE의 큰 차이는 A기업의 높은 차입금(회원입회금)에 따른 재무레버리지 효과 때문이다.

이러한 영업ROA의 차이는 2012년의 경우 A기업은 전년보다 낮은 6.6%이고 B기업은 전년보다 2배 이상인 6.2%로 나타나 두 기업의 영업ROA의 차이가 거의 없어진다. 2012년의 경우도 A기업의 순부채비율은 583.1%로 재무레버리지 효과가 있어 A기업의 ROE가 B기업보다 3배 이상 높다.

<그림 3-6> A, B기업의 호텔부문 ROE와 영업ROA



2013년에는 B기업의 영업ROA가 7.8%로 A기업의 영업ROA 5.8%를 추월하게 된다. 이후 2014년에도 B기업의 영업ROA는 A기업의 영업ROA 3.7%보다 높은 6.9%로 영업활동으로 인한 경영성과의 격차가 더욱 벌어지고 있는 추세이다. 영업활동의 결과인 영업ROA로 볼 때 B기업이 A기업보다 우수한 경영실적을 나타냈음에도 ROE 지표는 2014년까지 여전히 B기업보다 A기업이 우수한 경영실적을 나타내고 있다.

이것은 ROE 지표는 주주관점에서의 경영실적인 바, 2013년과 2014년에도 A기업의 순부채비율은 350%이상이고 스프레드(영업ROA - 세후순이자율)가 양(+)이므로 긍정적인 레버리지효과가 반영되어져 A기업의 주주가 투자한 자금(자기자본) 대비 경영실적(당기순이익)이 B기업 주주가 투자한 자금 대비 실적보다 높기 때문이다. 이처럼 누구의 입장에서 기업의 성과를 평가하는가에 따라 그 평가의 결과가 달라짐을 알 수 있다.

<표 3-23>에는 A, B기업의 호텔부문 영업ROA를 보다 자세히 비교분석한 결과가 제시되어 있다. 2011년에는 A기업의 매출액영업이익률이 B기업보다 3배 이상이었으나 2012년에는 그 차이가 거의 좁혀지고 2013년부터 2014년까지는 B기

업 호텔부문의 영업이익률이 A기업 호텔부문의 영업ROA보다 높다.

<표 3-23> A, B기업 호텔부문 영업ROA 비교분석

	구 분	2011년	2012년	2013년	2014년	2015년
A기업	①영업순자산회전율	33.7%	30.9%	29.7%	28.7%	28.5%
	②매출액영업이익률	24.1%	21.5%	17.3%	13.0%	10.6%
	③영업ROA(=①×②)	8.1%	6.6%	5.2%	3.7%	3.0%
B기업	①영업순자산회전율	29.7%	34.1%	34.8%	34.9%	34.2%
	②매출액영업이익률	8.0%	18.1%	22.4%	19.8%	0.5%
	③영업ROA(=①×②)	2.4%	6.2%	7.8%	6.9%	0.2%

* B기업은 2015년에 대폭적인 리노베이션 공사함

이와 같이 B기업 호텔부문의 영업ROA 우위는 투자된 호텔시설을 효율적으로 운영했음을 나타내는 지표인 영업순자산회전율이 높은 이유도 있지만 주로 매출액영업이익률이 높다는 사실에 기인한다는 것을 알 수 있다. 2013년부터 높아지기 시작한 매출액영업이익률은 2014년에 그 차이가 더 확대되었다. 따라서 A기업의 호텔부문은 B기업의 호텔부문과 비교할 때 매출액 확대도 필요하지만 효과적인 원가관리가 필요하고, 원가대비 적정한 가격수준 확보가 경영전략상 중요하다고 할 수 있다.

A기업은 2013년부터 영업ROA가 B기업보다 낮게 나타나고 있는바, 2014년 일감몰아주기 억제 등 외부의 규제환경 변화에 대응하여 자생력을 확보할 수 있는 수익구조 개선노력을 통해 영업ROA를 높이고 재무레버리지 효과를 위한 무이자부채 활용(추가 회원권 분양 등)을 통한 차별적 투자활동이 필요할 것으로 사료된다.

(2) 골프장부문 ROE 비교분석

A, B기업 골프장부문의 ROE를 비교분석한 내용이 <표 3-24>에 나타나 있다. A기업의 골프장 부문 ROE는 2011년부터 2013년까지 0.4%에서 3.3% 수준으로 B기업보다 높아서 양호한 재무성과를 이루었다. 그러나 B기업이 2014년 이후 골프장부문에서 1% 이상의 ROE 실적을 나타낼 때 A기업은 매출감소에 따라 당기순손실이 발생하여 음(-)의 ROE를 보여주고 있다. 특히 높은 순부채비율에 따른 재무레버리지효과로 인해 음(-)의 ROE는 크게 증가하였다.

<표 3-24> A, B기업 골프장부문 ROE 비교분석

구 분		골프장부문				
		2011년	2012년	2013년	2014년	2015년
A기업	①영업ROA	4.9%	3.2%	2.4%	0.7%	1.2%
	②세후순이자율	4.9%	3.6%	2.5%	2.6%	2.3%
	③순부채비율	1905.6%	583.1%	354.3%	365.6%	416.7%
	ROE [①+(①-②)×③]	3.3%	0.4%	2.1%	-6.2%	-3.4%
B기업	①영업ROA	0.0%	0.2%	0.8%	1.2%	1.0%
	②세후순이자율	0.1%	-4.3%	-13.9%	-20.0%	-4.0%
	③순부채비율	2.1%	0.8%	0.8%	0.7%	2.1%
	ROE [①+(①-②)×③]	0.0%	0.2%	0.9%	1.4%	1.1%

2014년부터 A기업의 영업ROA가 양(+)임에도 불구하고 자기자본이익률(ROE)이 음(-)의 수치를 보여주는 이유는 영업자산투자수익률인 영업ROA보다 자금조달 이자율인 순차입금조달금리(세후순차입이자율)가 더 높기 때문이다. 이러한 스프레드 차이(영업ROA - 세후순이자율)와 높은 수준의 부채비율은 양(+)의 영업ROA를 상쇄시키고 나서 음(-)의 ROE 수준으로 수익성을 떨어뜨리고 있다.

영업활동으로 인한 경영성과를 나타내는 영업ROA(세후영업이익/영업순자산)는 A기업 골프장부문이 B기업 골프장부문보다 2013년까지는 아주 높은 수준을 보이다가 2014년에는 B기업보다 낮아졌다. A기업 골프장 부문이 2013년까지 B기업 보다 높은 영업ROA를 보여준 원인은 골프장 내 광고매출 등 고수익 내부거래에 의한 수익성 확보가 가능했기 때문이다. 그런데 2014년부터 일감몰아주기 억제 정책 등 공정거래 규제강화로 인해 영업ROA가 큰 폭으로 하락하였다. 이러한 영업ROA의 하락으로 부(-)의 스프레드와 높은 부채비율로 인한 재무레버리지효과가 더해져 B기업의 ROE보다 더욱 낮은 수준의 ROE를 나타내고 있다.

영업활동으로 인한 경영성과를 비교하기 위해 A, B기업의 골프장부문 영업ROA를 비교분석한 결과를 <표 3-25>에 제시하였다. 회원에 대한 요금 할인으로 인한 골프장 입장수입 감소효과를 조정하였을 경우(조정된 수입 = 실제 입장수입 + 회원에 대한 요금 할인효과를 나타내는 회원입회금 상각수익)에는 A기업 골프장부문이 B기업 골프장부문보다 2013년까지 영업ROA가 크게 높게 나타나 영업활동으로 인한 경영성과가 높다는 것을 알 수 있다. 투자시설의 효율성을 나타내는 영업순자산회전율도 높지만 특히 원가대비 수익성을 나타내는 매출액영업이익률이 아주 높게 나타났다.

<표 3-25> A, B기업 골프장부문 영업ROA 비교분석

	구 분	2011년	2012년	2013년	2014년	2015년
A기업	①영업순자산회전율	15.2%	12.5%	11.3%	8.9%	9.1%
	②매출액영업이익률	32.0%	25.3%	21.4%	7.6%	13.6%
	③영업ROA(=①×②)	4.9%	3.2%	2.4%	0.7%	1.2%
B기업	①영업순자산회전율	8.7%	9.3%	9.9%	10.3%	9.7%
	②매출액영업이익률	0.1%	1.8%	7.7%	11.9%	10.5%
	③영업ROA(=①×②)	0.0%	0.2%	0.8%	1.2%	1.0%

그러나 일감몰아주기 억제 정책 등으로 인해 2014년에는 A기업 골프장부문 영업ROA가 B기업 골프장부문 영업ROA보다 낮다. 매출액 감소로 A기업의 영업순자산회전율은 B기업의 영업순자산회전율 10.3%보다도 낮은 8.9% 수준으로 하락하였다. 매출액영업이익률도 2013년 21.4%에서 2014년에는 7.6%로 대폭 하락하여 B기업의 매출액영업이익률 11.9%보다도 더 낮다.

A기업이 B기업보다 매출액영업이익률이 낮다는 것은 매출액 대비 비용이 높다는 것이다. 골프장의 주요 시설인 골프코스에 대해 감가상각을 실시하지 않는 회계 관행에 비추어 볼 때 골프장 비용의 많은 부분은 인건비와 약품·재료비라 할 수 있다. A기업은 매출액영업이익률 제고를 위해 인원에 대한 구조조정을 실시해서 2015년에 인건비 등의 비용 6억원을 절감하였다. 이러한 비용 절감노력으로 2015년에는 매출액영업이익률이 B기업의 매출액영업이익률 10.5%보다 높은 13.6%에 이르렀다.

또한, 여행사 대상 판촉행사 등의 효과에 따라 매출액 4억원이 증가하여 영업순자산회전율이 소폭 높아졌다. 이러한 두 가지 긍정적인 효과에 따라 2015년 A기업의 골프장부문 영업ROA는 B기업 골프장부문 영업ROA 1.0%보다 높은 1.2%를 나타냈다. 골프장의 경영성과를 개선하기 위해서는 매출액 확대 전략뿐만 아니라 원가절감이나 적정 마진 확보 등 수익성 제고 전략도 필요하다는 것을 알 수 있다.

(3) 전사적 ROE 비교분석

A, B기업의 ROE를 비교분석한 표가 <표 3-26>에 나타나 있다. 각 기업 전체적으로 ROE를 비교해 보면 전반적으로 A기업의 ROE가 B기업의 ROE보다 높으나 그 차이가 좁혀지는 추세다. 2011년 ROE가 크게 차이가 나는 원인은 A기업

이 B기업에 비해 영업ROA가 훨씬 높고, 이에 더하여 임회금부채에 의한 재무레버리지의 효과가 반영되었기 때문이다. 2012년에는 영업ROA가 A기업 5.7%와 B기업 3.1%로 다소 좁혀 졌으나 재무레버리지의 효과가 반영되어 A기업의 ROE는 13.2%이고 B기업의 ROE는 3.0%이다.

B기업의 순부채비율은 순부채를 산출하기 위해 현금자산을 차입금에서 차감하는 산식에 따라 산술적 계산에 의하면 '0'보다 작게 나타나고 있는 반면 A기업의 순부채비율은 2011년 525%에서 2015년 128%까지 점진적으로 감소하는 추세를 보였으나 매년 충분한 재무레버리지 효과를 보여주고 있다. 2013년에는 영업ROA가 비슷해 졌으나 재무레버리지 효과에 의하여 B기업 ROE가 4.2%인데 비해 A기업의 ROE는 10.7%이다. 이러한 재무레버리지 효과 때문에 영업ROA가 B기업보다 낮은 2014년에도 A기업의 ROE가 B기업의 ROE보다 높다.

그러나 A기업은 부채비율의 지속적 감소로 향후의 ROE는 영업ROA에 수렴해 갈 것으로 예상되며, B기업의 ROE는 정상적으로 영업이 진행된 기간인 2014년도 영업ROA 수준인 4%대를 유지할 것으로 추정된다. 따라서 지금까지의 추세로 간다면 주주 측면의 지표인 ROE는 A기업보다 B기업의 전망이 더 좋다고 할 수 있다.

<표 3-26> A, B기업의 ROE 비교분석

구 분		2011년	2012년	2013년	2014년	2015년
A기업	①영업ROA	7.2%	5.7%	4.4%	3.2%	2.2%
	②세후순이자율	5.6%	3.9%	2.6%	2.6%	2.4%
	③순부채비율	525.0%	409.6%	338.1%	327.1%	127.7%
	ROE [①+(①-②)×③]	15.9%	13.2%	10.7%	4.9%	1.9%
B기업	①영업ROA	1.1%	3.1%	4.5%	4.7%	0.7%
	②세후순이자율	0.6%	0.8%	1.4%	1.4%	5.1%
	③순부채비율	-2.0%	-5.7%	-9.3%	-13.0%	-1.9%
	ROE [①+(①-②)×③]	1.1%	3.0%	4.2%	4.3%	0.8%

<표 3-27>에는 A, B기업의 영업ROA를 비교분석한 결과가 제시되어 있다. 2011년과 2012년에는 A기업이 활동성을 나타내는 영업자산회전율과 수익성을 나타내는 매출액영업이익률이 모두 높아서 영업ROA도 높게 나타났다. 특히 A기업의 영업순자산회전율이 높아 투자대비 매출이 높다고 할 수 있다.

<표 3-27> A, B기업의 영업ROA 비교분석

(단위: 백만원)

	구 분	2011년	2012년	2013년	2014년	2015년
A기업	①영업순자산회전율	27.5%	24.9%	25.6%	24.7%	19.0%
	②매출액영업이익률	26.3%	22.8%	17.3%	12.8%	11.4%
	③영업ROA(=①×②)	7.2%	5.7%	4.4%	3.2%	2.2%
B기업	①영업순자산회전율	18.5%	21.8%	23.8%	26.0%	23.3%
	②매출액영업이익률	5.7%	14.4%	18.9%	18.3%	2.9%
	③영업ROA(=①×②)	1.1%	3.1%	4.5%	4.7%	0.7%

B기업은 2011년에는 매출액영업이익률이 5.7%로 A기업의 매출액영업이익률 26.3%보다 훨씬 낮았으나, 2012년에는 14.4%로 대폭 높아져 그 차이가 줄어들고, 2013년에는 A기업보다 매출액영업이익률이 높아지게 된다. 이에 따라 영업순자산회전율이 큰 차이가 없는 상황에서 영업ROA는 2012년에 A기업이 5.7% B기업이 3.1%로 차이가 좁혀졌고, 2013년에는 매출액영업이익률의 반전으로 영업ROA도 A기업보다 B기업이 높아 졌으며, 2014년에는 B기업의 영업ROA가 3.27%인데 비해 A기업의 영업ROA는 4.7%에 이르게 된다.

A기업은 2014년부터 일감몰아주기 규제에 의한 내부거래 위축 및 산업경쟁 심화에 따른 가동률 및 객단가 하락으로 매출액영업이익률이 크게 떨어졌다. 이에 비해 B기업도 대규모기업집단에 속해 있지만 일감몰아주기 규제에 의한 수익성 악화가 발생하고 있지 않다. A기업은 2015년에 비교적 경쟁상태가 낮은 경인지역의 호텔을 현물출자 방식의 인수하였다. 인수초기 연도에는 기대성과를 충족하지 못했으나, 기업전체의 수익성 제고를 위해서는 보다 체계화된 통합운영(마케팅 등 경영활동) 등 영업시너지를 최대한 확보하고, 운영비 절감 노력 등 적절한 경영전략을 수립하여 실행에 옮겨야 되겠다.

(4) 현금흐름 비교분석

A기업 및 B기업의 요약 현금흐름표가 <표 3-28>에 제시되어 있다. 5년간 A기업은 영업활동을 통하여 총 800억원의 현금을 창출하였는데 비하여 B기업은 692억원 수준으로 A기업보다 다소 적다. 그러나 2014년에 A기업은 수익성악화로 인해 영업활동을 인한 현금흐름이 114억 유입되었는데 비해 B기업은 167억원 유입되어 이러한 추세라면 B기업이 향후 영업활동에 의한 자금조달 능력이 더 높

다고 평가할 수 있다.

<표 3-28> A기업 및 B기업의 요약 현금흐름표

(단위: 백만원)

과 목		2011년	2012년	2013년	2014년	2015년
A 기업	I. 영업활동	19,992	20,786	17,567	11,359	10,261
	II. 투자활동	-5,635	-9,551	-4,698	-5,376	-11,093
	III. 재무활동	-5,711	-27,489	-24,658	-2,830	223
	IV. 현금성자산의 증가	8,645	-16,255	-11,788	3,153	-608
	VI. 기말 현금및현금성자산	29,250	12,996	1,207	4,361	3,752
B 기업	I. 영업활동	12,557	16,395	16,931	16,657	6,641
	II. 투자활동	-10,953	-7,778	-16,387	6,526	-36,076
	III. 재무활동	-3,005	-4,670	-1,071	-1,087	4,913
	IV. 현금성자산의 증가	-1,401	3,947	-527	22,096	-24,523
	VI. 기말 현금및현금성자산	11,548	15,495	14,968	37,064	12,542

A기업은 영업활동으로 인해 조달된 자금을 시설보수 등 유형자산 투자에 일부(364억원) 사용하였으나, 주로 회원입회금의 반환 등 재무활동에 사용하였으며 B기업은 재무활동과 관련하여 장기차입금 상환 및 이익배당에 49억원을 사용한 반면 모두 유형자산 투자를 위해 현금을 사용하였다. 특히 A기업은 2013년 이후부터는 보유현금이 50억원 미만으로 당해 연도에 영업활동으로 창출된 현금을 대부분 입회금 반환에 충당하고 있으며, 현금조달 범위를 고려해 부채상환 정책을 세울 것으로 추정된다.

잉여현금흐름과 잉여현금흐름의 사용을 분석한 표가 <표 3-29>에 제시되어있다. A기업과 B기업의 영업활동으로 인한 현금흐름은 큰 차이가 없다. 잉여현금흐름(FCF) 발생의 주된 차이는 영업자산에 대한 채투자 금액의 차이로 인한 것이다. A기업이 5년간 367억원의 영업자산에 대한 지출이 이루어진 반면, B기업은 A기업의 1.8배에 해당하는 645억원을 영업자산 채투자에 사용하였다. 이것은 초기 투자연도, 시설의 노후화 정도, 기업별 투자주기가 반영된 결과라고 할 수 있다.

<표 3-29> A기업 및 B기업의 잉여현금흐름과 자금사용 비교

(단위: 백만원)

과 목		2011년	2012년	2013년	2014년	2015년
A 기업	세후영업이익	6,933	7,181	6,950	3,312	3,609
	발생주의항목 조정	12,237	12,505	10,509	7,950	6,586
	①영업현금흐름	19,170	19,686	17,459	11,262	10,195
	②영업투자금액	-5,675	-9,591	-4,738	-5,516	-11,130
	FCF	13,494	10,095	12,721	5,746	-934
	FCF 사용	-5,718	-27,489	-24,789	-2,873	-26
	차입금상환*	-5,718	-27,489	-24,657	-2,829	0
이자지급	0	0	-132	-44	-26	
B 기업	세후영업이익	2,616	7,744	11,088	11,652	1,905
	발생주의항목 조정	9,288	7,515	4,758	3,238	3,512
	①영업현금흐름	11,904	15,259	15,845	14,890	5,417
	②영업투자금액	-11,999	-4,960	-5,334	-4,085	-38,111
	FCF	-95	10,298	10,512	10,805	-32,694
	FCF 사용	-3,408	-5,020	-1,146	-1,160	4,854
	차입금상환(차입)	-2,005	-3,670	-71	-87	4,913
이자지급	-403	-350	-75	-72	-58	
배당	-1,000	-1,000	-1,000	-1,000		

* 입회금 반환 포함

A기업의 FCF는 2011년부터 2013년까지 평균 121억원 창출되었으나, 2014년 이후 영업활동으로 인한 현금유입의 감소로 FCF는 57억원으로 감소하여 2015년에는 -9억으로 음(-)의 잉여현금흐름이 나타났다. FCF는 주주에 대한 배당금 없이 대부분 회원입회금의 반환목적으로 사용되었다. 2012년부터 2014년까지 B기업의 FCF는 A기업과 비슷한 수준이며, 주로 차입금 상환과 배당금 지급에 사용되었다.

제Ⅳ장 결론

제주 관광산업의 핵심인 리조트 산업은 공급과잉에 따른 수익성 악화 등 경영 환경 변화에 적절한 대응이 필요하다. 본 연구의 목적은 사례를 통하여 리조트기업의 경영분석을 실시하는 것이다. 적절한 경영분석을 통해 경영상황과 문제점을 진단하고 경영성과 개선을 위한 경영전략을 제시하고자 한다.

이러한 연구목적을 달성하기 위하여 본 연구에서는 제주지역 대표 리조트기업을 선정하여 2011년부터 2015년까지의 재무제표를 중심으로 재무상황과 손익추이를 파악하고, 경영성과 지표인 자기자본이익률(ROE)과 영업자산이익률(영업ROA)을 분석하였다. 또한 비교대상 기업을 선정하여 각 기업의 경영성과와 현금흐름을 비교분석하였다. A기업은 회원입회금을 현재가치평가로 평가함에 따른 차액(선수수익)의 상각금액을 영업외이익으로 인식하고 있으나, 회원입회금에 대한 보상으로 이용요금 할인 등의 우대혜택이 주어지므로 이것을 매출로 재분류하여 경영분석을 실시하였다. 연구결과를 요약하면 다음과 같다.

A기업 호텔부문은 제주지역 관광산업의 성장과정에서 양호한 경영실적을 보였으나, 2014년 이후 일감몰아주기 규제 등에 따른 내부거래 제한과 숙박시설 공급과잉에 따른 경쟁심화 등으로 수익성이 낮아지고 있는 상황이다. A기업의 호텔부문은 비교대상 기업인 B기업 대비 우월한 ROE 수치를 보여주고 있으나, 이는 부채비율에 따른 재무레버리지 효과가 반영된 결과로 그 차이가 점차 좁혀지고 있다. 영업활동 측면의 경영성과 지표인 영업ROA는 A기업 호텔부문이 계속 하락 추세인데 비해 B기업 호텔부문은 상승 추세인바, 2013년과 2014년에는 B기업 호텔부문의 영업ROA가 오히려 높다.

A기업 호텔부문의 영업ROA 하락 추세는 활동성 지표인 영업순자산회전율(매출액/영업순자산)과 수익성 지표인 매출액영업이익률(세후영업이익/매출액)이 모두 하락한 것에 따른 결과이나 특히 매출액영업이익률의 하락 요인이 중요하게 작용한 것으로 보인다. 최근 B기업 호텔부문의 영업ROA 우위는 투자된 호텔시설을 효율적으로 운영했음을 나타내는 지표인 영업순자산회전율이 높은 이유도 있지만 주로 매출액영업이익률이 높다는 사실에 기인한다는 것을 알 수 있었다. 따라서 A기업 호텔부문의 경영성과를 개선하기 위해서는 매출액 확대 전략도 필요하지만 효과적인 원가관리와 원가대비 적절한 가격수준 확보 등 수익성을 제

고할 수 있는 방안이 경영전략상 중요하다고 하겠다.

A기업의 골프장 부문 ROE는 2011년부터 2013년까지 0.4%에서 3.3% 수준으로 B기업보다 높아서 양호한 재무성적을 이루었다. 그러나 B기업이 2014년 이후 골프장부문에서 1% 이상의 ROE 실적을 나타낼 때 A기업은 매출감소에 따라 당기 순손실이 발생하여 음(-)의 ROE를 보여주고 있다. A기업 골프장부문은 2012년부터 영업ROA보다 세후순이자율이 높아서 음(-)의 Spread(영업ROA - 세후순이자율)가 발생하여 부채가 없었을 때의 ROE인 영업ROA에서 부채비율이 높을수록 재무레버리지효과 때문에 ROE가 감소하고 있다. 회원입회금 비중이 큰 A기업 골프장부문의 특성상 이러한 재무레버리지 효과는 불가피한 측면이 있지만 경영성적을 제고하기 위해서는 영업ROA를 높일 수 있는 경영전략이 필요하다.

A기업 골프장부문의 영업ROA 하락 추세는 영업순자산회전율과 매출액영업이익률이 모두 하락한 요인에 따른 것이나, 호텔부문과 마찬가지로 매출액영업이익률의 하락 요인이 중요하게 작용한 것으로 판단된다. 특히 정부의 일감몰아주기 억제 정책 등에 따른 골프장 내 광고매출 단가 하락이 2014년 매출액영업이익률의 큰 폭 하락으로 나타나고 있는 것으로 보인다.

호텔부문의 경우 2015년에도 영업ROA의 하락 추세가 이어지는데 반해 골프장부문은 2015년에 영업ROA가 다시 높아지는 것으로 나타났다. 2015년에는 여행사 대상 판촉행사 등의 효과에 따른 매출액 4억원 증가와 골프장 인원 구조조정에 따른 인건비 절감 등 비용 6억원이 감소하여 영업이익이 증가하였다. 2014년과 2015년의 영업순자산회전율은 각각 8.9%와 9.1%로 큰 차이가 없는데, 2014년에 비해 2015년에 매출액영업이익률이 7.6%에서 13.6%로 크게 증가하는 것으로 나타나 인원 구조조정 등에 따른 비용 절감효과가 단기적으로 골프장부문의 영업ROA 개선에 큰 영향을 미쳤다고 할 수 있다. A기업 골프장부문의 경영성적을 개선하기 위해서는 고정비의 축소와 운영인력의 효율화 등 수익성을 제고할 수 있는 경영전략이 필요하다고 하겠다.

호텔부문과 골프장부문의 영업순자산 비율은 각각 57%와 43% 수준으로 A기업의 영업ROA는 이러한 영업순자산비율의 차이보다 더 많이 호텔부문 영업ROA의 영향을 받고 있는 것으로 나타났다. 이것은 2014년을 제외하고 호텔부문과 골프장부문의 매출액영업이익률은 큰 차이가 없는데 호텔부문의 영업순자산회전율이 골프장부문의 영업순자산회전율보다 2배 이상 높은 것에 기인한다고 할 수 있다. 호텔부문의 영업순자산회전율이 높은 상황에서는 호텔부문의 매출액

영업이익률을 높이는 것이 호텔부문과 더 나아가 A기업 전체의 영업ROA를 제고할 수 핵심 요소라 할 수 있다. 또한 호텔부문보다 낮은 골프장부문의 영업순자산회전율을 높이기 위해서는 골프장부문의 매출액 증대 방안 모색이 필요하다고 하겠다. 이런 점에서 볼 때 A사가 2015년에 실시한 여행사 대상 판촉행사 등에 따른 매출액 4억원 증가 현상은 의미가 있다고 할 수 있다.

A기업의 잉여현금흐름(FCF)은 2011년부터 2013년까지 평균 121억원 창출되었으나, 2014년 이후 영업활동으로 인한 현금유입의 감소로 FCF는 57억원으로 감소하였고 2015년에는 -9억으로 음(-)의 잉여현금흐름이 나타났다. FCF는 주주에 대한 배당금 없이 대부분 회원입회금의 반환목적으로 사용되었다. 2012년부터 2014년까지 B기업의 FCF는 A기업과 비슷한 수준이며, 주로 차입금 상환과 배당금 지급에 사용되었다. A기업은 향후에 2012년과 2013년 수준의 회원권입회금 반환 요청이 들어올 경우 최근의 FCF 추세로 볼 때 잉여현금흐름만으로는 회원권입회금을 상환하기가 어려울 것으로 보인다. 따라서 경영성과를 제고하여 영업활동에서의 현금 창출을 높이고, 적절한 현금흐름분석과 선제적인 현금흐름관리가 필요하다고 할 수 있다.

본 연구는 다음과 같은 한계점을 갖고 있다.

첫째, 본 연구는 제주지역 특정 리조트 기업을 중심으로 분석하였기 때문에 리조트산업 전반에 대한 분석으로 일반화시키기에는 한계가 있다.

둘째, 경영분석을 하는데 있어서 공시된 재무제표만을 가지고 경영분석을 하였기 때문에 기업의 특성 및 조직 효율성 등 비재무적 정보에 대해서는 분석할 수 없는 한계가 있다.

셋째, 기업별로 통일되지 않은 회계처리기준의 적용에 따라 재무정보의 비교가능성 문제가 제기 될 수 있다.

이러한 한계점들은 보다 의미 있는 경영분석을 위해서는 극복되어야 할 과제이며, 기업의 회계담당자나 경영자와의 인터뷰 및 비재무적 분석을 병행하는 등 다양한 경영분석방법으로 보다 유용한 경영정보를 얻을 수 있을 것이라 본다. 향후 이와 관련한 후속 연구를 기대한다.

참고문헌

- 김길훈. 2016. 호텔업에서 고객만족이 재무성과에 미치는 영향. 산경논집 36: 17-34.
- 방동혁. 2012. Hospitality 구성원의 셀프리더십이 근무의욕에 미치는 영향. 경희대학교 관광대학원 석사학위논문.
- 서주화. 2004. 수익성 및 위험 지표로서의 ROE에 대한 연구. 이화여자대학교 경영대학원 석사학위논문.
- 송기철. 1999. 한국관광호텔업의 회계처리 실태에 관한 연구. 청주대학교 산업경영대학원 석사학위논문.
- 유광미. 2002. 제주지역 호텔업의 회계처리 실태. 제주대학교 경영대학원 석사학위논문.
- 유재훈. 2013. 특1급 호텔 현금흐름표의 재무분석에 관한 연구. 경영교육저널. 24(1): 57-83.
- 유현웅. 2009. 리조트 기업의 경영효율성 분석에 관한 연구. 세종대학교 대학원 박사학위논문.
- 윤영규. 2000. 투자지표로서 FCF의 유용성에 관한 연구. 서강대학교 대학원 석사학위논문.
- 이유재·이청림. 2007. 고객만족이 기업성과에 미치는 영향에 있어서 고객충성도 변수의 역할. 마케팅연구. 22(1): 81-102.
- 이유재·차경천·이청림. 2008. 기업의 수익성과 가치에 미치는 고객만족의 동태적 영향. 아시아마케팅저널. 10(1): 1-23.
- 이유재·이청림. 2010. 고객만족과 고객추천이 기업성과에 미치는 동태적 영향: KCSI와 KNPS를 중심으로. 경영학연구. 39(2): 279-307.
- 이재관. 2004. 잉여현금흐름과 이익의 질에 관한 연구. 세종대학교 대학원 박사학위논문.
- 이진. 2011. 도시철도공사의 재무성과분석 (ROE분석을 중심으로). 한남대학교 대학원 석사학위논문.
- 임상현. 2000. 호텔기업의 경영분석에 관한 연구. 경기대학교 국제대학원 석사학위논문.
- 정일규. 1997. 관광호텔 재무구조 분석에 관한 연구. 청주대학교 경영대학원 석사학위논문.
- 정혜영·임대규. 2010. 고객만족 지속성이 기업의 미래 재무성과와 시장가치에 미치는 영향. 회계학연구. 35(4): 163-192.
- 제주특별자치도. 2016. 제주관광 질적성장 기본계획.

- 조현연·손호철·윤계형. 2014. 고객만족도가 장기적 재무성과에 미치는 영향. 국제 회계연구. 56: 208-227.
- 최용길·최선구·박종원. 2008. 중소기업의 BSC 성과측정치간 관계에 관한 연구. 상업교육연구. 19: 389-411.
- Kaplan, R. S. and D. P. Norton, The Balanced Scorecard, Harvard Business School Press, 1996.
- Palepu K. G., P. M. Healy, E. Peek(2015), IFRS 경영분석과 가치평가[Business analysis and valuation, IFRS Edition] (송인만 외 역), 서울:신영사.
- 금융감독원 전자공시시스템(<http://dart.fss.or.kr>)
- 한국은행 경제통계시스템(<http://ecos.bok.or.kr>)