

영화제작기업의 가치평가에 대한 실증 연구

노명호¹, 김동환^{2*}

An Empirical Study on the Evaluation of Film Production Company

Myeong-Ho Roh¹ and Dong-Hwan Kim^{2*}

요 약 한국 영화산업의 발전을 가속화시키기 위해서는 한국 영화제작사의 가치를 정당하게 평가하여 이것을 통해 투자를 활성화시키는 것이 필요하다. 그러나 아직까지 영화제작사의 가치평가에 대한 연구가 미미하며 영화제작사의 가치평가를 위한 여러 모형 중 적당한 모형이 제시되어 있지 않다. 그러므로 우리나라 영화제작사(S 기업)의 가치평가를 실시하여 투자 또는 매수 시에 합리적인 의사결정을 할 수 있는 기반을 제공하고자 한다. 또 DCF, FCF, ROV 등 세 가지 가치평가모형으로 도출한 결과를 비교하여 우리나라 영화제작사의 가치평가에 적절한 모형을 제시하는 것이 본 논문의 목적이다. 본연구의 결과는 ROV모형이 다른 평가모형에 비하여 보다 효율적인 모형으로 나타났다.

Abstract In order to accelerate the development of the Film Industry of Korea it is quite necessary to evaluate the value of Film Production Company appropriately and then to activate investment through its work of estimating. So far however, the researches on the evaluation model for Korean Film Production Company has been rarely conducted considering those of any other advanced countries.

Therefore, the appropriate valuation model among numerous valuation model for film firms has not been provided until now. So the purpose of this article is to suggest the rational decision making criteria for the investment of Film Production Company by comparing with DCF, FCF, and ROV model through the empirical research focused on case study. According to the results of research, ROV model is more efficient and available comparing other two methods.

Key Word : Valuation model, Film Production Company, ROV, DCF, FCF method.

1. 서 론

21세기에 들어서면서 세계는 산업사회에서 지식기반 사회로 패러다임이 전환되고 있다. 지식기반사회는 인간의 지식, 감성, 창의력, 상상력이 높은 부가가치를 창출한다. 우리나라는 IT기반이 탄탄한 세계적인 정보통신 강국이며, 이런 구조 속에서 사용자들은 콘텐츠에 갈급하다. 현재 IT에 기반을 둔 다양한 미디어는 있으나 그에 담겨진 콘텐츠가 상대적으로 부족한 실정이다. 그러므로 향후 콘텐츠에 대한 수요는 더욱 폭발적으로 늘어날 것으로 전망된다.

최근 문화콘텐츠가 급부상하고 있다. 문화콘텐츠란 상상력, 예술성, 가치관 생활양식 등 정신적, 감성적 가치를

담고 있는 문화상품(cultural commodity)이며 내용에 따라 영화, 애니메이션, 만화, 게임, 음악, 캐릭터, 방송, 에듀테인먼트 등으로 분류할 수 있다 [4]. 이 중에서 영화는 예술적 재능과 기술적 요소가 결합하여 만들어지는 종합예술 상품으로 일컬어지며 현재 문화콘텐츠에서 큰 비중을 차지하고 있다. 2004년 세계 영화시장의 극장 매출액은 216.9억 원, VHS/DVD 매출액은 532억 원이었다 [8]. 영화상품은 극장을 통한 수익만이 아니라 미디어를 달리하여 VHS와 DVD로도 수익을 얻고 있으며 이 외에도 방송, 게임, 음악, 캐릭터로의 파급효과가 매우 큰 것으로 알려져 있다.

지금까지 세계 영화시장은 물론 우리나라 시장은 미국 작품으로 범람했으며 한국영화가 차지하는 비중은 매우 적었다. 그러나 1998년 이후 국내시장에서 한국 영화가 상품성을 인정받기 시작하여 최근 5, 6년간 스크린 점유율이 매우 높아졌다. 또 해외시장에서도 예술성과 상업성

¹호서대학교 대학원 경영학석사

²호서대학교 경영학과 교수

*교신저자: 김동환(dhkim@office.hosco.ac.kr)

을 모두 인정받고 있으며 수출도 활발히 이루어지고 있다. 특히 상업성이 인정되면서 상당한 양의 자금이 영화 산업으로 유입되고 있으며 앞으로는 더욱 활발한 투자가 이어질 것으로 예상된다.

미국 헐리우드 영화의 특징은 대규모 자금이 투입되는 블록버스터(block buster)가 주류이며 한국 영화도 이와 유사한 행로를 따르고 있다. 그러나 한국 영화제작사는 블록버스터를 제작할 만한 자금을 보유한 기업이 없다. 그러므로 영화제작에 필요한 대규모 자금을 확보하기 위해 투자자가 필요하다. 하지만 투자자는 특정 영화제작사에 투자하기 전에 보다 합리적인 판단을 내릴 기준이 필요하다. 또, 영화산업의 특성상 수익 통합 또는 전략적 제휴가 이루어지게 되는데(일반적으로 배급사가 축이 되어 영화 제작사를 흡수), 이때 매수 또는 제휴할 대상을 선정하고 그에 적절한 제안을 제시하는데 있어서 타당한 근거가 필요하다. 이런 합리적인 판단 기준과 타당한 근거는 영화제작사의 가치평가가 바르게 이루어져야 한다.

그러나 전통적인 제조업 분야의 기업은 물론이며 최근 주목을 받고 있는 인터넷 관련 기업과 바이오 분야 기업들의 가치평가가 쉽지 않다. 기업에는 유형과 무형의 가치가 있는데 후자의 기업들은 무형자산의 가치가 매우 크다. 또 미래에 성장할 가능성이 매우 불확실하여 큰 수익을 낼 수도 있으며 그렇지 않을 수도 있다. 영화제작사의 경우도 이와 유사하여 가치평가 작업 또한 쉽지 않다.

한국 영화산업의 발전을 가속화시키기 위해서는 한국 영화제작사의 가치를 정당하게 평가하여 이것을 통해 투자를 활성화시키는 것이 필요하다. 그러나 아직까지 영화제작사의 가치평가에 대한 연구가 미미하며 영화제작사의 가치평가를 위한 적당한 모형이 제시되어 있지 않다. 그러므로 본 논문의 목적은 우리나라 영화제작사(S 기업)의 가치를 평가하여 투자 또는 매수 시에 합리적인 의사결정의 기반을 제공하고, 세 가지 가치평가모형을 통하여 도출한 결과를 비교하여 가치평가에 적절한 모형을 제시하는 것이다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. 제 2장에서는 추정재무제표작성을 위한 가정을 한다. 본 연구에서는 추정재무제표를 작성하고 이것을 현금흐름할인(DCF) 모형, 잉여현금흐름(FCF) 모형, 실물옵션평가(ROV) 모형으로 계산하여 기업가치를 구할 것이다. 제 3장에서는 각 모형별로 기업가치를 계산하겠다. 제 4장은 도출된 결과로 사례 기업의 가치를 가능해보며 모형간의 결과를 비교, 분석하여 우리나라 영화제작사의 가치평가에 적절한 평가 모형을 제시하였다. 제 5장은 결론 부분으로 연구 결과를 요약하고, 본 연구의 시사점과 한계 및 향후 연구과제에 대해 언급하였다.

2. 추정재무제표 작성의 가정

2002년부터 2004년까지 3년간의 과거자료를 바탕으로 2005년 이후의 추정재무제표를 평가 모형에 적용하기 위해 재구성하였다.

추정재무제표는 추정기간을 두 구간으로 나누어 예측하였다. 전기를 2005년부터 2009년, 후기를 2010년부터 2014년으로 각각 5년, 총 10년으로 설정하였고 [5]. 추정기간 동안 성장률은 사례기업의 2004년 매출액 성장률인 12.2%를 적용하였고, 이후로 세계영화산업 평균 성장률인 9.6%를 [8], 잔존기간은 우리나라 1999년부터 2004년의 평균 경제성장률 6%를 적용하였다 [6]. 추정기간의 원가는 2004년 영화 및 공연산업의 매출액대비 매출원가 64.8%를 적용하였다. 이 기업의 과거자료를 보았을 때 매출액 대비 원가의 비율이 점차 낮아지고 있었으므로 이를 적용하는데 큰 무리가 없다고 판단된다.

순 운전자본 비용의 증가도 매출액성장률과 연동하여 증가한다고 가정하여 추정 첫 번째 기간은 12.2%, 두 번째 기간은 9.6%씩 증가시켜서 순 운전자본 증가액을 산출하였다. 미지급경비의 증가도 순 운전자본 비용의 증가율로 증가한다고 가정하였다. 자본적 지출, 퇴직급여충당금은 더 이상 대규모 시설투자나 인원고용이 없고 현재 상태를 유지한다고 가정하여 2004년 이후로는 평균 경제성장률의 절반인 3%씩 증가한다고 가정하였다. 감가상각비는 자본적 지출의 25%가 발생한다고 가정하였다. 연간 자본적 지출의 대부분이 내구연한 5년의 감가상각대상 품목이라고 하면 큰 무리가 없는 가정이라고 판단된다. 판매비 및 관리비의 증가는 감가상각비를 분리하여 고려하였다. 그러므로 전기의 판매비 및 관리비에서 감가상각비를 차감한 값을 3% 증가시키고 다시 당기의 감가상각비를 합산하여 구했다. 법인세는 영화제작업에 적용되는 29.7%를 적용하였다.

마지막으로 할인율로 사용할 가중평균 자본비용은 자기자본비용과 타인자본비용을 각각의 구성비율로 가중평균하여 구하였으며 결과는 아래와 같다.

$$\begin{aligned}
 \text{자기자본비용} &= R_f + \beta (R_m^1) - R_f^2) \\
 &= 0.0454 + 1.0775 \times (0.1885 - 0.0454) \\
 &= 0.1996 \\
 \text{타인자본비용}^3) &= 600/2100 \times 0.095 + 1500/2100 \times \\
 &0.090 = 0.0914 \\
 \text{가중평균자본비용} &= 0.1996 \times 0.5013 + 0.0914 \times (1 - \\
 &0.297) \times 0.4987 = 0.1321
 \end{aligned}$$

1) 1996~2004년의 연평균 주가수익률을 평균하여 구하였음.

표 1. DCF 모형을 이용한 현금흐름 추정

단위 : 천원, %

연도	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
매출액	40,351,525	45,274,411	50,797,889	56,995,232	63,948,650	70,087,720	76,816,141	84,190,491	92,272,778	97,809,145
매출원가	26,147,788	29,337,818	32,922,112	36,938,610	41,445,120	45,423,852	49,784,541	54,563,857	59,801,988	63,390,107
총매출이익	14,203,737	15,936,593	17,875,777	20,056,622	22,503,530	24,663,869	27,031,600	29,626,634	32,470,791	34,419,038
판매비&관리비	717,854	739,390	761,571	784,419	807,951	832,190	857,155	882,870	909,356	936,637
EBIT	13,485,883	15,197,203	17,114,206	19,272,203	21,695,579	23,831,679	26,174,445	28,743,764	31,561,435	33,482,401
EBIT대비세금	4,005,307	4,513,569	5,082,919	5,723,844	6,443,587	7,078,009	7,773,810	8,536,898	9,373,746	9,944,273
NOPLAT	9,480,576	10,683,634	12,031,287	13,548,359	15,251,992	16,753,670	18,400,635	20,206,866	22,187,688	23,538,128
감가상각비	92,029	94,790	97,634	100,563	103,580	106,687	109,888	113,184	116,580	120,077
퇴직급여충당금	260,130	267,933	275,971	284,251	292,778	301,561	310,608	319,927	329,524	339,410
자본적 지출	368,117	379,160	390,535	402,251	414,319	426,748	439,551	452,737	466,319	480,309
순운전자본증가액	1,951,490	1,311,291	1,471,269	1,650,763	1,852,157	2,078,120	1,834,741	2,010,876	2,203,921	2,415,497
미지급경비등	1,061,858	1,191,405	1,336,756	1,499,840	1,682,821	1,888,125	2,069,385	2,268,046	2,485,778	2,724,413
CF	8,574,985	10,547,310	11,879,844	13,379,998	15,064,695	16,545,176	18,616,224	20,444,409	22,449,331	23,826,223
PV of CF	7,574,346	8,229,345	8,187,400	8,145,225	8,100,637	7,858,542	7,810,412	7,576,501	7,348,679	6,889,264

또, 상기의 β는 유사업종(영화 상영·배급·유통·제작투자)으로 상장된 기업의 β값(=0.90)을 조정하여 적용하였다. 먼저 상장된 기업의 β_L로부터 무 부채인 β_U를 구하고, 다시 연구대상 기업의 부채비율을 통해 β_L-대상기업을 구하였다 [2]. 전자의 계산에서 법인세율과 부채비율은 상장기업의 자료로 후자의 계산에서는 연구 대상 기업의 자료로 구한다. 그 과정과 결과는 다음과 같다.

$$\beta_U = \beta_L / [1+(1-T) \times B/S]$$

$$= 0.90 / [1+(1-0.4) \times 0.699] = 0.6341$$

$$\beta_{L-대상기업} = \beta_U \times [1+(1-T) \times B/S]$$

$$= 0.6341 \times [1+(1-0.297) \times 0.9948]$$

$$= 1.0775$$

β_L : 부채를 사용하는 기업의 주식베타
 β_U : 부채를 사용하지 않는 기업의 주식베타
 B/S : 부채 대 자기자본 비율,
 T : 법인세율

기업의 가치 =

$$\sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{CF_n \times (1+WACC_n) / (WACC_n - g_n)}{(1+WACC)^n}$$

WACC : 고속성장기의 가중평균자본비용
 WACC_n : 안정성장기의 가중평균자본비용
 g_n : 안정성장기의 일정한 성장률

추정기간동안 매기의 CF(현금흐름)는 다음과 같이 구한다.

CF_t =
 EBIT_t × (1 - T) + DEPR_t - CAPEX_t - ΔNWC_t + other_t
 CF = 현금흐름, T = 법인세율
 DEPR = 감가상각비, CAPEX = 자본적 지출
 other = 미지급경비 등,
 ΔNWC = 순운전자본의 변화

3. 연구 평가모형별 결과

3.1 현금흐름할인(DCF) 모형

현금흐름할인 모형에서는 미래의 현금유입과 현금유출에 관련된 모든 의사결정 경로가 현재 추정된 상태에서 변동하지 않음을 전제하며 모형은 다음과 같다.

- 2) 1996~2004년의 1년 만기 국고채의 수익률을 평균하여 구하였음.
- 3) 당 기업의 부채에서 비이자 발생부채를 제외한 부채는 단기차입금이었으며, 이는 연리 9.5%로 600,000,000원, 연리 9.0%로 1,500,000,000원을 차입하였다.

DCF 모형을 이용한 계산결과와 <표 1>과 같다. 추정 현금흐름의 현재가치 합계는 77,720,350,000원이며 잔존가치의 현재가치는 101,271,980,000원이다. 그러므로 DCF모형에 의한 기업가치는 178,992,330,000원이다.

3.2 잉여현금흐름(FCF) 모형

잉여현금흐름(FCF) 모형은 현금흐름할인 모형에 근거를 둔다. 다만 현금흐름의 크기를 어떻게 측정할 것인가, 즉 기업의 부가가치 창출력을 어떻게 측정할 것인가의 방법론적인 차이점을 갖는다.

일정기간 동안 고속성장을 한 뒤 안정성장상태가 된다 면 모형을 다음과 같이 바꾸어 줄 수 있다.

표 2. FCF 모형을 이용한 현금흐름 추정

단위 : 천원

연도	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
매출액	40,351,525	45,274,411	50,797,889	56,995,232	63,948,650	70,087,720	76,816,141	84,190,491	92,272,778	101,130,965
매출원가	26,151,823	29,342,346	32,922,112	36,938,610	41,445,120	45,423,852	49,784,541	54,563,857	59,801,988	65,542,978
판매비&관리비	717,854	739,390	761,571	784,419	807,951	832,190	857,155	882,870	909,356	936,637
EBIT	13,481,848	15,192,675	17,114,206	19,272,203	21,695,579	23,831,679	26,174,445	28,743,764	31,561,435	34,651,350
EBIT대비세금	4,004,109	4,512,225	5,082,919	5,723,844	6,443,587	7,078,009	7,773,810	8,536,898	9,373,746	10,291,451
NOPLAT	9,477,739	10,680,451	12,031,287	13,548,359	15,251,992	16,753,670	18,400,635	20,206,866	22,187,688	24,359,899
감가상각비	92,029	94,790	97,634	100,563	103,580	106,687	109,888	113,184	116,580	120,077
자본적 지출	368,117	379,160	390,535	402,251	414,319	426,748	439,551	452,737	466,319	480,309
순운전자본증가액	1,951,490	1,311,291	1,471,269	1,650,763	1,852,157	2,078,120	1,834,741	2,010,876	2,203,921	2,415,497
FCFF	7,250,161	9,084,789	10,267,117	11,595,907	13,089,096	14,355,489	16,236,230	17,856,437	19,634,028	21,584,170
PV of FCF	6,404,119	7,088,240	7,075,934	7,059,140	7,038,311	6,818,496	6,811,889	6,617,423	6,427,103	6,240,983

기업가치 =

$$\sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCF_n(1+WACC_n)/(WACC_n - g_n)}{(1+WACC_n)^n}$$

WACC : 고속성장기의 가중평균자본비용

WACC_n : 안정성장기의 가중평균자본비용

g_n : 안정성장기의 일정한 성장률

첫 번째 항은 추정기간동안의 잉여현금 흐름을 할인한 현재가치이며 두 번째 항은 잔존기간에 대한 가치를 할인하여 현재가치화 한 것이다. 위 식에서 두 번째 항의 FCF_{n+1}은 추정기간 마지막 년도의 FCF에 안정성장기의 성장률을 곱하여 구한다.

또, 추정기간동안 매기의 FCF의 측정은 다음과 같이 하며 이것은 DCF 모형과 매우 유사하다.

$$FCF = EBIT(1 - T) + \text{감가상각비} - \text{자본적 지출} - \text{추가 운전자본}$$

FCF 모형에서 잔존기간을 추정하는 방법도 수정 DCF 모형과 동일하게 추정할 수 있다. 잔존기간의 가치를 추정하는 또 다른 방법은 추정기간의 평균 FCF가 영원히 발생할 것이라는 가정을 사용하여 이를 현재가치화 하는 것이다 [1]. 두 가지의 계산 과정은 <표 2>와 같다.

추정기간 동안의 FCF 현재가치 합계는 67,581,638,000원이며 잔존가치는 91,742,266,000원이다. 그러므로 FCF모형에 의한 기업가치는 159,323,904,000원이다.

3.3 실물옵션(ROV) 모형

대상기업이 2004년까지 영화제작을 하고 있으므로 현재 보유하고 있는 자산으로도 영화를 제작할 수 있는 능력이 충분하다고 판단된다. 한편 영화제작사는 영화제작을 위한 제작자금을 투자 받아서 감독, 작가, 배우 등을 섭외하여 영화 상품을 생산하며 영화의 판권을 소유한다. 최종적으로 영화제작사는 소유한 영화의 판권을 매각하여 수익을 얻는다. 이 때 영화가 흥행에 성공하게 되면 더 높은 가격으로 매각할 수 있으므로 여기에옵션의 개념을 적용할 수 있다. 그러므로 변수의 설정은 <표 3>과 같다.

표 3. ROV 모형의 변수 설정

구분	정의
기초자산(S)	당해년 예상 매출액
행사가격(X)	당해년 투자금액 + 판매비및관리비
변동성(σ)	매출액 성장률 증감의 표준편차
만기(T)	1년(평균 제작기간을 1년으로 가정)
무위험 이자율(r)	1996~2004년의 1년 만기 국고채 수익률의 평균
ROV	당기의 현금흐름
잔존가치	{마지막 기의 현금흐름 × (1+0.06)} / (WACC - 0.06)

행사가격을 영화제작사가 받은 투자금과 영화제작사의 판매비와 관리비의 합산한 금액으로 하고 판권을 판매한 매출을 기초자산으로 설정한다. 편의상 영화제작은 편당 1년이 소요됨을 가정하고, 변동성은 ROV 모형의 적용 시 보편적으로 쓰이는 매출액 성장률의 증감에 대한 표준편차를 사용한다.

표 4. ROV 모형을 이용한 현금흐름 추정

단위 : 천원

연도	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
매출액(S)	40,351,525	45,274,411	50,797,889	56,995,232	63,948,650	70,087,720	76,816,141	84,190,491	92,272,778	101,130,965
매출원가	(X) 717,854	26,151,823	29,342,346	32,922,112	36,938,610	41,445,120	45,423,852	49,784,541	54,563,857	59,801,988
판관비		739,390	761,571	784,419	807,951	832,190	857,155	882,870	909,356	936,637
d1	0.9562693	0.9588322	0.9610137	0.9631819	0.9651759	0.9665221	0.9677887	0.9689803	0.9701012	0.9705967
d2	0.1004452	0.1030081	0.1051895	0.1073578	0.1093518	0.1106980	0.1119646	0.1131562	0.1142771	0.1147725
ROV 값	19,649,576	22,080,937	24,807,380	27,870,191	31,307,811	34,341,072	37,666,385	41,311,811	45,308,107	48,040,816
ROV 값의 현가	17,356,612	17,228,244	17,096,853	16,966,294	16,834,938	16,311,144	15,802,881	15,309,758	14,831,387	13,890,824

잔존가치는 안전성장기에 들어서는 것으로 가정하여 여기서 구해진 마지막 기의 현금흐름에 안전성장률(6%)를 적용하여 구한다. 기업의 성장률과 할인율로 쓰일 가중평균자본비용(WACC)은 앞서 계산한 수정 DCF, FCF에서 사용한 것을 동일하게 적용한다.

모형은 다음과 같다.

기업가치 =

$$\sum_{i=1}^n \frac{ROV_i}{(1+WACC)^i} + \frac{ROV_i(1+WACC_n)/(WACC_n-g_n)}{(1+WACC_n)^n}$$

$$ROV_i = S_iN(d_1) - X_i e^{-rT}N(d_2)$$

ROV 모형에 의한 기업 가치는 <표 4>와 같으며 정리된 추정기간 동안의 현재가치는 161,628,935,000원이며 잔존가치는 204,194,709,000원이다.

그러므로 ROV 모형에 의한 기업 가치는 365,823,644,000원이다.

4. 평가 결과의 모형 간 비교 및 종합

평가 모형 계산에 필요한 거의 모든 변수를 일치시켜서 산출한 결과를 <표 5>로 정리하였으며, 이를 통해 몇 가지 결론을 얻을 수 있다.

표 5. 각 모형별 기업가치 비교

단위 : 천원

구분	FCF	DCF	ROV
추정1기	34,665,744	40,236,953	85,482,941
추정 2기	32,915,894	37,483,397	76,145,995
잔존기간	91,742,266	101,271,980	204,194,709
합계	159,323,904	178,992,330	365,823,644
비교	100%	112.3%	229.6%

먼저 DCF 모형과 FCF 모형에서 도출된 결과에서 나타나는 차이는 현금흐름을 인식하는 계산 방법이 다른데 의한 것이다. DCF 모형에서는 FCF 모형과 달리 현금흐름을 계산할 때 퇴직급 여충당금, 미지급경비 등을 가산 해주었으나 FCF 모형에서는 이를 제외하고 감가상각비만 가산한다. 기업에 종사하는 사원의 수가 많다면 결과의 차이가 컸겠지만 연구대상 기업은 종사자가 많지 않아서 큰 차이가 나지 않았다. 영화제작 단위별로 제작팀이 구성되므로 영화제작사 자체에는 사원이 많을 필요가 없다. 그러므로 동업종인 영화 제작사를 평가하는 모형으로 DCF와 FCF 모형 중 어느 것을 사용해도 결과는 유사하다고 판단된다.

영화제작사의 특성은 기본적으로 영화제작기획 능력을 보유하고 있으며 영화제작을 위해서는 외부로부터 투자된 자본으로 영화를 제작한다. 영화제작사가 영화를 제작하여 판권 전체를 투자자 또는 다른 주체에게 판매하여 얻은 것이 매출액이며 투자금은 제작원가이다. 그러므로 이 차익에 영화제작사 자체의 판매비 및 판관비를 차감한 것이 영화제작사의 영업이익이 된다. 그런데 제작된 영화는 흥행의 성공과 실패에 따라 가치가 달라지므로 여기에 변동성 개념을 적용할 수 있으므로 ROV 모형으로 가치평가가 가능하다.

계산된 결과에서 ROV 모형에 의한 가치가 FCF 모형에 의한 가치에 비해 약 2.3배 가량 높게 계산되었다. 이 값은 김동환, 김재욱의 DCF와 ROV 모형에 의한 벤처기업의 가치평가 연구에서 A그룹을 DCF 모형에 비해 ROV 모형이 1.51배 높게 평가 한 것과 유사하다. 김동환, 김재욱의 연구에서 A그룹(소프트웨어, 인터넷, 멀티미디어 정보통신)은 벤처기업 중에서 성장가능성이 높은 그룹으로 분류한 것이었다 [3]. ROV 모형에 의해 측정된 가치 중에서 DCF 모형의 가치를 상회한 부분이 성장가능성이라고 할 때, 영화제작사는 성장가능성이 높은 벤처 기업들의 평균값보다 더 높은 성장가능성을 보유하고 있음을 알 수 있다.

표 6. 변수 조정에 따른 각 모형의 가치평가 결과

단위 : 천원

구 분	FCF		DCF		ROV	
	기업가치	1주당 가치	기업가치	1주당 가치	기업가치	1주당 가치
기본 가정	159,323,904	81.161	178,992,330	91.180	365,823,644	186.354
대조군 A	101,829,709	51.873	125,228,231	63.792	257,998,465	131.427
대조군 B	61,465,770	31.311	83,068,134	42.316	302,535,254	154.114
대조군 C	33,854,178	17.246	57,248,116	29.163	213,408,222	108.712

또, <표 6>의 각 모형의 가치 평가 결과에서 낙관적인 가정인 기본가정에 비해 가장 나쁜 상태를 가정한 대조군C의 결과가 FCF 모형은 21.25%, DCF 모형은 31.98%, ROV 모형은 58.34%로 낮게 나왔다. FCF, DCF 모형에 비해 ROV 모형의 가치 하락폭이 낮은 것은 ROV 모형이 성장가능성의 가치를 고려하는 모형이기 때문이라고 사료된다. 따라서 연구 대상 기업에는 높은 성장가능성이 내재되어 있음을 보이는 결과라 하겠다.

<표 6>은 연구 대상 기업에 대한 투자 또는 인수 시, 보다 적절한 의사결정을 내리는 데 필요한 판단 기준을 제시하고자 기본가정 외에 세 가지 대조군을 설정하여 상호 비교하였다. 대조군은 추정기간의 변수를 조정하였다. 대조군 A는 성장률을 잔존기간의 성장률과 동일한 6%로 조정하고, 대조군 B는 매출액대비 매출원가 구성비를 2004년 중소기업 제조업분야 매출원가 구성비의 평균인 83.10%로 조정하였다. 대조군 C는 첫 번째와 두 번째의 조건을 모두 적용하였다. 각 결과에 대한 1주당 가치는 발행주식수인 1,963,056 주(액면가 1,000원)로 나누어 구하였다.

기본 가정은 본 연구에서 대상 기업의 과거 자료를 기초로 하여 낙관적인 가정을 한 경우이며 이때 모형별 1주당 가치는 81,161원, 91,180원, 186,354원이다. 반면 가장 나쁜 상황을 가정한 대조군 C의 모형별 1주당 가치는 17,246원, 29,163원, 108,712원이었다.

유사한 업종인 영화투자배급 및 극장업을 하고 있는 CJ엔터테인먼트의 액면가 1,000원인 주식이 2002년 29,500원에 최고가였으며 하락하여 현재 14,500원(2005.11.1)이다 [7]. CJ엔터테인먼트의 주가가 현재 액면대비 14.5배이다. 보다 다양한 요인들을 고려해야 하지만 연구대상기업이 CJ엔터테인먼트와 유사업종이므로 단순하게 이 배율을 연구대상기업에 적용하면 연구대상기업의 상장시 예상주가는 14,500원이다. 이 값은 평가 모형 중 가장 낮은 가치를 낸 FCF 모형의 가치와 비교시 기본가정의 결과와는 66,661원, 가장 나쁜 상황인 대조군 C의 결과와는 2,746원 낮게 평가된 값이다.

본 연구가 진행되고 있던 지난 10월에 연구대상기업이 모회사로부터 230억 원의 투자를 받았다. 유상증자를 통하여 지분의 51%를 획득하는 방식이었으므로 약 200

만주가 추가 발행되어, 1주당 약 11,000원 정도에 거래가 이루어졌다. 유상증자로 인해 주가가 50% 하락하였다고 가정해도 본 논문에서 얻은 결과 중 FCF 모형의 대조군 C의 결과를 제외한 모든 결과에 비해 낮은 가격으로 인수했음을 알 수 있다. 따라서 콘텐츠 확보를 위해 영화제작사에 투자한 기업이 투자대상기업에 대해 매우 보수적인 측면에서 가치평가를 했다고 할 수 있다.

5. 결 론

5.1 연구의 결과 요약

우리나라는 영화제작사로 신고 된 업체는 많으나 그 업을 유지하고 있는 수는 많지 않다. 또 영화제작을 지속하고 있는 업체도 그 규모가 날로 방대해져서 제작에 필요한 자본을 형성하기가 더욱 어려워지고 있는 추세이다. 아무런 근거 없이 특정 기업의 가치를 높게 평가해서는 안 되지만 반대로 성장잠재력이 있는 기업의 가치를 낮게 평가하는 것도 온당치 못하다. 우리나라 영화는 근래에 지속적으로 그 가치를 인정받고 있으며 콘텐츠의 수출을 통한 외화수입도 늘고 있다. 또, 인터넷, DMB 등의 새로운 미디어를 통한 수익창구가 다양해짐에 따라 콘텐츠 자체의 수익성은 날로 높아지고 있다.

그러나 이에 반해 콘텐츠를 제작하는 영화제작업체의 수익성은 매우 악화되고 있는 실정이다. 이에 대한 주요 원인은 자본 유체에 따른 불리한 조건 때문이다. 이를 타개할 방책으로 영화제작사간의 M&A로 몸집을 키우거나 기존 상장회사와 M&A하여 우회 상장하는 방법을 택하고 있다. 앞으로는 영화제작사 분야의 더욱 활발한 M&A가 이루어질 것으로 전망하고 있으며 이에 따라 영화제작사의 적절한 가치평가가 절실히 필요하게 될 것이다.

본 연구는 먼저 전통적인 기업의 가치를 측정하는데 일반적으로 사용되는 DCF, FCF 모형과 성장가능성의 가치를 고려하는 ROV 모형에 의한 기업의 가치를 비교하였다. DCF와 FCF 모형은 노동집약적 산업인 경우 차이가 크게 날 수도 있으나 영화제작사의 경우에는 차이가 크지 않음을 확인했다. 또, 성장가능성을 고려한

ROV 모형의 가치가 FCF 모형의 가치에 비해 2.3배 높게 측정되어 영화제작사는 상당히 높은 성장가능성을 가지고 있음을 알 수 있다. 본 논문의 필자는 영화제작 분야가 전통적인 기업에 비해 성장가능성이 크다는 것을 인식하고 있다. 그러므로 전통적인 DCF 모형을 사용하여 영화제작사의 가치를 평가하는 것은 적절하지 못하다는 결론을 얻었다.

다음으로 평가대상기업에 대한 각 모형별로 계산한 결과를 연구대상기업의 예상주가(상장된 유사업종 기업의 액면가 대비 시가의 비율을 연구대상기업에 적용)와 비교하였고, 또 최근에 투자받은 조건으로부터 추정된 주가와도 비교하였다. 두 경우 모두 평가모형에 의한 연구대상기업의 가치에 비해 낮은 값을 확인하였다.

5.2 연구의 한계 및 향후 연구방향

먼저 본 연구는 한 개의 영화제작사만 평가하여서 다른 영화제작사의 평가 결과와 비교, 검증하지 못했고 동종업의 평균을 산출하지 못했다. 그러므로 향후에 다수의 영화제작사를 평가하여 결과를 비교, 검증하는 연구가 이루어져야겠다.

두 번째는 가정에서 성장률을 3구간(추정1, 2 및 잔존기간)으로 나누어서 적용하였으나 보다 정교한 성장률 변화와 보다 정확한 성장률의 예측이 필요하다. 또 영화제작업에 대한 자료수집에 한계가 있어서 감가상각비와 자본적 지출, 운영자본에 대한 변화 예측을 임의로 가정하였다. 그러나 본 연구에서 이 부분은 기업 가치에 지대한 영향을 미치지 않을 것이며 현금흐름할인 모형과 실물옵션평가 모형을 비교하는 것에는 영향을 미치지 않을 것이라 판단되었기 때문이다. 한편 본 논문의 목적 중 한 가지가 우리나라 영화제작사의 온당한 가치를 밝히고자 한 것이었으므로 좀 더 세밀한 예측치를 적용하지 못한 한계가 있다.

세 번째는 영화제작사가 영화를 개별 프로젝트로 구분하여 투자를 유지하고 제작판매하였는데 반해 본 논문에서는 단순화하여 이런 주기를 1년으로 가정하였다. 실제로 영화를 제작하는 것에는 포기확장연기를 할 수 있고 각 프로젝트별로 기간이 상이하며 다수의 프로젝트가 동시에 진행 될 수 있으므로 향후 영화 제작사를 평가하는 모형을 개발할 때 이 점에 착안할 수 있겠다.

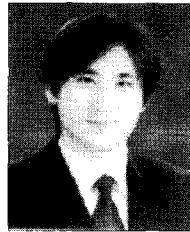
정리하면 더욱 세밀하고 정교한 예측 치로 영화제작사 운영에 대한 시나리오를 구성하는 것이 필요하다. 그리고 이에 따라 각각의 프로젝트별로 ROV 모형을 적용하여 가치를 산출하고 이것들을 합산하면 우리나라 영화제작사의 가치를 보다 정확하게 얻을 수 있을 것이다.

참 고 문 헌

- [1] 강효석, 이원흠, 조장연, 「기업가치평가론」, 4판 (서울: 홍문사, 2005), 148.1)
- [2] 김권중, 김문철, 「재무제표분석과가치평가」 2판, (서울: 산문출판, 2005), 466.
- [3] 김동환, 김재옥, “비교분석 방법에 의한 벤처기업의 가치평가”, 대한경영학회 제47호, 2004.12. PP.2623~2646.
- [4] 서병문, “문화콘텐츠산업은 미래경쟁력이다.” 「계간 사상」 60 (2004년 봄): 64.
- [5] Copeland, T, Tim Koller, and Jack Murrin, 기업가치평가」, 3판, 박동원, 김광준, 박순풍 역, (서울: 경문사, 2005), 328-329.
- [6] <http://ecos.bok.or.kr>
- [7] <http://stock.naver.com>
- [8] <http://www.kofic.or.kr>
- [9] <http://www.kofic.or.kr>

노 명 호(Myung-Ho Roh)

[정회원]



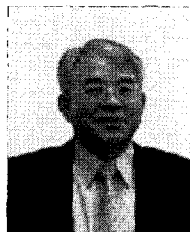
- 2004년 3월 호서대 경영학석사 입학
- 2006년 2월 호서대 경영학 석사
- 2007년 8월

<관심분야>

재무관리, M&A, 기업가치 평가 등.

김 동 환(Dong-Hwan Kim)

[정회원]



- 1979년 8월 : 고려대학교 경영학 석사
- 1989년 2월 고려대학교 경영학 박사
- 1983년 ~현재: 호서대 경상학부 교수

<관심분야>

재무관리, 투자론, 경영분석, M&A, 기업가치 평가, 금융파생상품 등.