

# 한국주택저당채권유동화(KoMoCo) 주식가격 평가\*\*

박 철  
서울대학교 경영대학 교수  
김주희  
삼성생명 재무심사팀  
한승진  
Harvard University 통계학 석사과정

## 1. 한국주택저당채권유동화(주)(이하 KoMoCo)

### 1.1. 회사개요

KoMoCo는 주택저당채권의 매입 및 자산을 수탁자로 하는 신탁의 설정과 그 관리, 운용, 처분에 관련된 업무와 주택저당증권(Mortgage Backed Securities, 이하 MBS)의 발행과 판매, 선순위 MBS의 원리금 지급보증 및 이에 관련된 업무를 수행할 목적으로 건설교통부의 주도하에 주택저당채권유동화법에의거, 1999년 9월 21일에 설립되었다.

선진 MBS 기법 등의 도입을 위해 KoMoCo는 MBS 경험을 보유하고 있는 해외투자자로부터 자금유치를 추진하였으며, 이러한 일련의 해외투자자 유치계획에 따라 IFC(International Finance Corporation) 및 KML(KML Holdings Co., Ltd)이 각각 KoMoCo 주식 2백 만 주를 인수한 바 있으며, 선진 MBS 기법을 전수하기로 합의하였다.

KoMoCo는 2003년까지 총9차례 MBS를 발행하였으며 총 9번의(2조 8,764억 원) MBS 발행실적 중 346억 원(총 발행실적 대비 1.2%, 2002-1(삼성생명, 180억 원)과 2003-2(농협중앙회, 166억 원))을 제외하면 전량 국민주택기금을 기초자산으로 하고 있으며, 선순위 MBS의 원리금 지급에 대해 보증을 제공하는 반면, 후순위 MBS에 대해서는 보증을 제공하지 않았다. 주요연혁과 2000년부터 2003년까지의 재무현황, 설립 이후 발행한 MBS 실적 및 2003년 12월 31일 현재 MBS 잔액은

\* 본 사례는 서울대학교 경영대학 경영사례센터의 사례지원비에 의하여 수행되었음.

\*\* 사례는 박 철, 한승진, 김주희가 작성함. 본 사례는 한국 정부의 정책이나 해당 투자 기관의 행동의 타당성을 검토할 의도 없이 기업 가치 평가의 어려움을 보여주는 강의 자료로서 쓰여진 것임.

부록을 참고한다.

하지만 2003년 3월 한국 정부는 MBS 시장 구조조정의 일환으로 KoMoCo와 동일한 사업을 추진할 회사를 100% 정부 출자로 설립하기로 결정하고 2003년 12월에 공포된 한국주택금융공사법에 따라 한국 주택 금융공사(이하 KHFC)를 설립한다.

설립 직후 한국주택금융공사법의 부칙 규정에 따라 KHFC가 기존의 주택 저당 채권 유동화 회사, 즉 KoMoCo를 흡수합병하기로 함에 따라 사실상 건설교통부의 지배를 받고 있던 KoMoCo의 경영진은 이사회 승인을 받아 2004년 3월 17일자로 KoMoCo의 주택 저당 채권 유동화에 관한 영업 전부를 KHFC에 양도하기로 결정한다.

2004년 3월 17일 정기주주총회에서 IFC와 KML을 제외한 나머지 주주들은 순자산가치에 따른 영업양도를 승인하고 주식을 양도하였지만 IFC와 KML은 이에 불복하여 계속기업으로서의 KoMoCo의 기업 가치를 산정하여 그 가격으로 KHFC가 자신들의 주식을 매수하여야 한다고 주장한다. 이에 KHFC가 가치 평가를 의뢰한 A회계 법인의 분석 결과와 IFC와 KML이 의뢰한 B회계 법인의 분석 결과를 놓고 법원이 중재에 들어가게 된다.

2004년 3월 17일 현재 총 발행주식수는 22,496,878주이며, 주주구성은 건설교통부(31.8%), 국민은행(26.7%), 한국외환은행(13.3%), 삼성생명보험(8.9%), IFC(8.9%), KML(8.9%), 기타(1.5%)이다.

## 2. A 회계법인 측의 KoMoCo 기업가치평가

### 2.1. 계속기업으로서의 존속가능 여부

KoMoCo가 영업을 계속적으로 유지하기 위해서는 현재의 조직구조를 거의 그대로 유지할 수 밖에 없다. 이러한 전제에서 판매비와 관리비 발생액을 추정해보면 기 발행된 MBS 관련 수입만으로는 2005년부터 자체 판매비와 관리비도 충당하지 못하게 되어 이윤을 창출하기 불가능하다. 이러한 영업손실을 보전하기 위해서는 추가로 MBS를 발행하여 수수료를 취득하여야 한다. 영업손실 없이 KHFC와 병존하면서 계속기업으로 존속하기 위해 필요한 추가 MBS 발행 수요액(누적)은 매년 증가하여 2005년에는 약 1,800억 원, 2018년에는 4조 8,000억 원에 이른다.

KoMoCo가 MBS 영업을 통하여 수익을 얻기 위하여는 지금까지 2조원 이상 취급하였던 국민주택기금에 대한 MBS 발행과 아울러 금융기관을 통한 모기지론의 지속적인 판매로 MBS를 발행해 나가야 한다. 그러나 국민주택기금은 수 조원에 달하는 여유자금의 축적으로 더 이상 MBS 발행이 불가능한 실정이다.

KoMoCo로서는 민간금융기관의 주택저당대출을 유동화 하여야 하나, 민간금융기관의 입장에서는 우량 자산인 주택저당대출을 매각할 필요성을 느끼지 못한다. 또한, 금융기관이 주택자금대출을 하는 경우 대출금의 0.125% 해당금액을 주택금융신용보증기금에 출연해야 하는 의무가 있는 관계로 이를 주택자금대출로 처리하지 않고 주택을 담보로 한 일반가계대출로 처리하는 경향이 강하다. 이런 이유로 과거 MBS 발행실적총액 2조 8,764억 원 중 346억 원(1.2%)만이 민간부분의 모

기지론 형태의 대출을 기초자산으로 하여 발행된 바 있다. 따라서 A 회계법인 측은 위와 같은 추가 MBS 발행 수요액은 실현 불가능하며, KoMoCo가 계속기업으로서 존속할 수 없다고 가정하였다.

## 2.2. KoMoCo의 영업전망

KoMoCo와 2004년 주택금융공사법에 의해 정부기관으로 설립된 KHFC를 비교하면, KHFC의 경우 월등한 신용도를 누리고 있다. 과거 민간부문을 통한 MBS 발행 실적이 아주 부진했던 상황에서 KHFC의 설립으로 KoMoCo로서는 더 이상 종전과 같은 국민주택기금의 지원을 바랄 수 없게 되었다. 또한, 현재 KHFC가 저율의 수수료(0.30%)만을 제시하고 있기 때문에 향후 KoMoCo로서는 주택수요자(채무자)에 대하여 경쟁력 있는 금리의 대출상품을 제공하기 위해서 역시 수수료를 낮출 수 밖에 없는 상황이다. 즉, KoMoCo로서는 영업기반의 축소와 수익률의 감소를 감수하지 않으면 안 되는 환경에 처해 있다.

A 회계법인 측은 시장확보 측면에서 주택담보대출을 취급하는 금융기관들이 KoMoCo의 주택저당채권유동화 제도를 이용할 가능성은, 경쟁력을 보유한 KHFC의 설립으로 인하여 더욱 낮아졌다고 보았다. 구체적인 근거를 살펴보면, 1) KHFC가 발행한 MBS의 원리금 지급은 정부가 보증하므로 공신력의 차이가 발생, 2) 선순위 MBS에 대한 지급보증한도 차이로 영업력이 감소(KoMoCo: 자기자본의 30배, KHFC: 자기자본의 50배), 3) 보유 MBS에 대한 금융기관의 BIS 비율 산정 시 위험가중치 적용비율 차이로 판매 경쟁력이 미약(KoMoCo: 20%, KHFC: 10%), 4) 피담보주택에 대한 저당권 이전 시 등기비용(등록세, 교육세)이 KHFC의 경우 50%저렴, 5) KHFC에 대해 주택담보인정비율을 더 높게 인정(70%), 6) KHFC의 경우 차입한도 제한이 없으므로 조달 자금 제약차이 등이 있다. 따라서 A 회계법인 측은 KHFC보다 모든 영업환경이 열악하고 신용도와 영업수지 면에서 경쟁력이 낮은 KoMoCo가 유동화를 위한 주택담보대출채권 시장을 확보해 나가기에 극히 어려운 상황으로 판단하였다.

## 2.3. A 회계법인 가정에 따른 KoMoCo의 향후 현금흐름(FreeCash Flow) 추정

### 1) 영업 수익의 추정

#### (1) 수수료수익

KHFC가 본격적인 영업을 개시하는 2005년 이후에는 경쟁력 저하에 따라 KoMoCo의 MBS 발행은 어려울 것으로 전망하였다. 다만 KHFC의 본격적인 영업개시 전이며 준비 기간인 2004년에만 다소의 영업이 이루어질 것으로 보아 과거 민간 부문의 발행실적을 기준으로 KoMoCo의 3개년 평균 성장률(-)36.33%를 적용하여 수입수수료와 보증료 수익을 산정하였다(표 1, 표 2 참고, 발행조건은 2003년 발행된 농협중앙회의 MBS 2003-2와 동일). 따라서 A 회계법인 측은 가정에 따르면, 2005년 이후 신규발행은 없고 기존 발행분 잔액으로부터 보증수수료를 받으며, 수수료율은 발행 시 실제 수수료율(0.35~0.50%)을 적용한다. 신탁수수료는 2004년 신규발행 추정분 및 2005년 이후 잔액에 대해 공히 0.10%를 적용하며, 현금흐름의 추정기간은 기 발행 MBS가 잔액 만기 상환

표 1. KoMoCo의 2004년도 MBS 발행액 추정(A 회계법인)

(단위: 십억 원)

구분	2000	2001	2002	2003
MBS 발행액	“1,279”	743	528	327
증감율	-	-41.93%	-28.88%	-38.17%
평균증감율				-0.36
2004년발행추정액	16.61 × (1-0.36330)			10.58

되는 2018년까지이다.

(2) 이자수익

예치금과 유가증권의 잔액은 매년의 당기순이익이 전액 예치금 및 유가증권의 형태로 재투자된다고 가정하고, 구성비율은 2003년 말을 기준(예치금:유가증권 = 28:72%)으로 산정하였다. 예치금이자율, 유가증권수익률은 2001~2003년 평균인 5.2%, 5.6%를 평균잔액에 적용한다.

1) 영업비용 및 기타항목 추정

(1) 판매비와 관리비

KoMoCo가 현재의 조직구조를 유지한다는 가정 하에, 판매비와 관리비는 각 비용항목의 과거 재무자료를 근거로 과거 영업수익 대비 판매비율의 평균치인 32%를 미래 추정영업수익에 곱하여 산정하였다. A 회계법인 측은 계속기업의 가정을 전제하지 않으므로 유형자산에 대한 추가적인 투자가 없는 것으로 가정하여 감가상각비는 고려하지 않으며, 광고선전비와 무형자산상각비도 발생하지 않는 것으로 가정하였다. 법인세비용은 주민세를 포함한 고시된 예정세율 27.5%를 사용한다.

표 2. KoMoCo의 수수료수익 추정(A 회계법인)

(단위: 십억 원)

구분		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
수입보증금	기발행MBS	6.75	5.63	5.01	4.82	3.88	3.01	2.46	1.43	1.01	0.79	0.71	0.59	0.12	0.01	0
	추가발행MBS	0.02	0.04	0.04	0.03	0.03	0.02	0.02	0.02	0.01	0.01	0.01	0.01	0	0	0
	계	6.77	5.67	5.05	4.85	3.91	3.03	2.48	1.45	1.02	0.8	0.72	0.6	0.12	0.01	0.01
수입수수료	기발행MBS	1.86	1.59	1.4	1.34	1.09	0.82	0.7	0.41	0.29	0.23	0.21	0.17	0.03	0	0
	추가발행MBS	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0	0	0	0	0	0
	계	1.87	1.6	1.41	1.36	1.1	0.83	0.71	0.42	0.3	0.23	0.21	0.17	0.03	0.01	0
합계		8.64	7.27	6.46	6.21	5.01	3.86	3.19	1.87	1.32	1.03	0.93	0.77	0.15	0.02	0.01

표 3. KoMoCo의 연도별 현금흐름추정(A 회계법인)

(단위: 십억 원)

구분	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
영업수익	16.14	15.18	14.79	14.94	14.15	13.39	13.09	12.13	11.92	11.96	12.18	12.34	12.06	12.25	12.57
수수료수익	8.64	7.27	6.46	6.21	5.01	3.86	3.19	1.87	1.32	1.03	0.93	0.77	0.15	0.02	0.01
수입보증금	6.77	5.67	5.05	4.85	3.91	3.03	2.48	1.45	1.02	0.80	0.72	0.60	0.12	0.01	0.01
수입수수료	1.87	1.60	1.41	1.36	1.10	0.83	0.71	0.42	0.30	0.23	0.21	0.17	0.03	0.01	0.00
이자수익	7.50	7.91	8.33	8.73	9.14	9.53	9.90	10.26	10.60	10.93	11.25	11.57	11.91	12.23	12.56
예치금이자	1.99	2.10	2.21	2.32	2.43	2.53	2.63	2.72	2.81	2.90	2.99	3.07	3.16	3.24	3.33
유가증권이자	5.51	5.81	6.12	6.71	6.71	7.00	7.27	7.54	7.79	8.03	8.26	8.50	8.75	8.99	9.23
판매비와 관리비	(5.17)	(4.87)	(4.74)	(4.79)	(4.54)	(4.29)	(4.2)	(3.89)	(3.82)	(3.83)	(3.91)	(3.96)	(3.87)	(3.93)	(4.03)
영업이익	10.97	10.31	10.05	10.15	9.61	9.1	8.89	8.24	8.1	8.13	8.27	8.38	8.19	8.32	8.54
법인세비용	(3.26)	(2.83)	(2.76)	(2.79)	(2.64)	(2.5)	(2.44)	(2.27)	(2.23)	(2.24)	(2.27)	(2.3)	(2.25)	(2.28)	(2.35)
당기순이익	6.10	7.48	7.29	7.36	6.97	6.60	6.45	5.97	5.87	5.89	6.00	6.08	5.94	6.04	6.19
순운전자본의 증감	(0.16)	(0.14)	(0.14)	(0.14)	(0.13)	(0.13)	(0.12)	(0.12)	(0.11)	(0.11)	(0.11)	(0.11)	(0.11)	(0.11)	(-4.04)
기타자산의 증감	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2.47
유가증권과예치금만기가치	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	231.93
현금흐름 합계	5.94	7.34	7.15	7.22	6.84	6.47	6.33	5.85	5.76	5.78	5.89	5.97	5.83	5.93	244.64

(2) 기타항목추정 - 순운전자본의 증감 및 자본적지출

순운전자본의 증감항목은 예치금 및 유가증권에 대한 미수수익을 순운전자본 항목으로 분류하고, 과거 3개년 이자수익대비 미수수익 비율을 이자수익에 적용하여 산출하였다. KoMoCo는 계속 기업으로서의 존속가능성이 없기 때문에 추가적인 유형자산 투자는 없는 것으로 가정하며, 감가상각비는 중요성의 관점에서 고려하지 않는다. 표 3은 영업수익, 영업비용 및 기타항목의 추정치를 바탕으로 미래 현금흐름을 계산하는 것을 보여주고 있다.

2.4. A 회계법인의 현금흐름할인법(DCF)에 의한 KoMoCo 기업가치평가

1) 자본비용의 추정

기업의 가치를 계산할 때에는 기업이 조달한 부채, 자기자본의 개별자본비용을 자본구조로 가중평균 한 가중평균자본비용(WACC)을 사용하나, KoMoCo의 경우 2003년 12월 31일 현재 차입금이 없으므로 자기자본비용을 가중평균자본비용으로 사용한다. 이를 추정하는 방법에는 크게 나누어 자본자산가격결정모형(CAPM)과 배당할인모형(Dividend discount model)이 있으며, KoMoCo의

표 4. 비교가능 기업분석(2003년 12월 31일 현재)

(단위: 십억 원)

구분	베타	자기자본	차입금	DOL (영업레버리지)	DFL (재무레버리지)
한국토지신탁	1.01	180	519.6	3.16	1.07
국민은행	1.28	“8,414.50”	“175,638.00”	1.08	78.58
KoMoCo	-	112.5	-	1.05	1

경우 시장에서 형성되는 주가와 배당실적이 없어서 배당할인모형의 적용은 불가능하므로 CAPM을 사용하였다.

A 회계법인 측에서는 무위험 이자율로 2004년 4월 1일 현재 3년 만기 국채수익률인 4.46%을 사용하였고, 시장수익률로는 2003년 거래소시장 수익률(29%)과 코스닥시장 수익률(3%)의 평균수익률인 16%을 사용하였다(자료원: 한국신용평가(주) 등급공시자료). KoMoCo의 경우 비상장기업이므로 시장에서 형성되는 베타계수가 존재하지 않는다. 따라서 A 회계법인 측은 비교가능기업을 분석하여(표 4 참고), 부동산투자신탁을 주 업으로 하고 있으며 영업 및 재무레버리지가 유사한 한국토지신탁(주)의 베타계수 1.01를 무부채기업인 KoMoCo의 자본구조에 반영하여 조정한 베타계수 0.33을 사용하였다. 이렇게 계산된 자기자본비용은 8.2%(=4.46+(16-4.46)\*0.33)이다.

## 2) 기업가치의 평가

A 회계법인 측에 따르면, KoMoCo는 성장은 없으며 2018년에 청산을 가정하므로 유가증권과 예치금의 만기금액 2,319억 원이 잔존가치(terminal value)로 들어온다. 손익계산서상 법인세 차감 후 당기순이익에 순 운전자본의 증감(미수이자 증감)과 기타자산의 증감(보증금의 회수액) 및 유가증권과 예치금의 만기가치를 가감하여 미래현금흐름을 추정한다(표 3 참고). 동 현금흐름을 8.2%의 자본비용으로 할인한 미래현금흐름의 현재가치와 유형자산의 공정가치(2004년 3월 16일 현재 유형자산의 처분가능금액)의 합인 기업가치는 129,629백만원이다. 이 값을 발행주식수 22,496,878주로 나누면 1주당 가치를 계산할 수 있다(표 5 참고). 이런 과정을 통하여 현금흐름할인법으로 산출된 KoMoCo의 기업평가가치는 1주당 5,762원이다.

표 5. KoMoCo의 미래현금흐름의 현재가치와 기업가치 평가(A 회계법인)

(단위: 십억 원)

구분	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	합계
현금흐름	5.94	7.34	7.15	7.22	6.84	6.47	6.33	5.85	5.76	5.78	5.89	5.97	5.83	5.93	244.6	
할인계수(8.2%)	0.94	0.869	0.803	0.742	0.686	0.634	0.586	0.541	0.5	0.462	0.427	0.395	0.365	0.337	0.312	
현금흐름현재가치	5.58	6.38	5.74	5.36	4.69	4.10	3.71	3.17	2.88	2.67	2.52	2.36	2.13	2.00	76.28	129.55

구분	금액
미래현금흐름의 현재가치(1)	"129,547백만원"
유형자산의 공정가치(2)	82백만원
기업가치(3=1+2)	"129,629백만원"
발행주식수(4)	"22,496,878주"
1주당가치(3/4)	5.762원

### 3. B 회계법인의 KoMoCo 가치평가

#### 3.1. B 회계법인 의 KoMoCo 기업가치 평가에 대한 가정

KHFC 설립 후 KoMoCo가 계속기업으로서 존속 할 수 없다는 A 회계 법인의 가정과는 달리 B 회계법인은 계속기업으로서의 KoMoCo에 대한 기업가치 평가를 하고 있다. 즉, B 회계법인은 정부가 한국주택금융공사(KHFC)를 세운 후에도 KoMoCo가 지속적으로 사업을 유지할 수 있을 것으로 가정하고 있다.

만약 KHFC가 KoMoCo를 인수하지 않았다면 두 회사는 MBS 시장에서 경쟁하게 되었을 것이다. 이 경우 KHFC는 KoMoCo로부터 인력, 영업, 기술정보 등의 지원을 전혀 받지 못하여 자체적으로 인력을 조달하고 영업망을 구축하고 기술 습득하는데 상당한 시간을 필요로 하였을 것이다. B 회계법인은 KHFC가 2004년 3월 1일에 설립되었어도 실제로 MBS 발행이 가능하기 시작하는 것은 2005년 이후라고 가정하고 있다.

B 회계법인은 국내의 MBS 시장은 향후 지속적인 고성장을 유지할 것으로 예측하고 있다. 따라서 KoMoCo가 KHFC보다 우월하지 못하더라도 경험과 고유의 경쟁력을 바탕으로 일정한 시장 점유율을 유지할 수 있을 것이라고 예측하고 있다. 즉, B 회계 법인은 계속기업을 가정하고 KoMoCo에 대한 가치평가를 실시하였다.

#### 3.2. 미국 MBS 시장

한국의 MBS 시장은 아직 초기 단계에 있어서 한국의 미래 MBS 시장을 전망하는데 있어서 B 회계 법인은 미국 MBS 시장을 참고로 하였다. B 회계 법인이 미국 시장을 참고 대상으로 선택한 이유는 KoMoCo가 미국 MBS 시장모델을 사업모델로 삼았기 때문이다. KoMoCo는 사업 초기에 미국에서 상당한 MBS 경험을 가지고 있는 Merrill Lynch, Fannie Mae, Countryside International 등으로부터 운영, 위험 관리, 조직 개발, 재정 관리 등 모든 사업 분야에 걸쳐 지원 받았다. 홍콩과 일본의 MBS 시장은 미국에 비해 상대적으로 덜 발달되어 있고 MBS 상품의 구조가 한국과 차이가 있다. 유럽시장도 마찬가지로 한국의 MBS 상품과 구조적으로 차이가 있다.

미국의 주택저당시장은 1차 저당시장과 2차 저당시장으로 나누어 볼 수 있다. 1차 주택저당시장은 저당을 제공하는 대출기관과 대출을 받기 위한 수요자들로 구성되어 있는 시장이며 2차 저당시장은 저당 대출기관과 일반 투자자들이 필요한 저당을 사고 파는 시장을 말한다. MBS 시장은 1차 주택저당 시장에서 발행된 주택저당채권을 가공하여 일반 투자자들에게 매각하는 2차 주택 저당시장이다.

미국의 대표적인 MBS 회사는 국영기업인 Ginnie Mae, 민영 기업인 Fannie Mae, Freddie Mac을 들 수 있다. 1938년 설립된 Fannie Mae는 미국 최대의 MBS 회사이고 Ginnie Mae는 정부가 100%의 지분을 보유하고 있는 유일한 MBS 회사이다. 미국의 2차 주택저당시장을 활성화 하는 데에 있어서 Fannie Mae만으로는 한계가 있어 1968년 Ginnie Mae와 Fannie Mae로 분리하여 Fannie Mae는 민영화하였고 Ginnie Mae는 국영기업으로 설립되었다. 정부는 Ginnie Mae의 경우 MBS의 원리금 전액에 대해서 지급보증을 하고 있다. Fannie Mae는 국가주택법(National Housing Act)이라는 특별법에 의하여 설립된 정부지원기업(Government Sponsored Enterprise: GSE)으로서 연방 정부가 완전한 신용(Full faith and credit)으로 지급보증을 하도록 되어있다. Freddie Mac도 긴급 주택 금융법(Emergency Home Finance Act of 1970)에 설립된 정부지원기업(GSE)이다. 따라서 MBS에 대해서 정부는 국영기업인 Ginnie Mae뿐 아니라 Fannie Mae와 Freddie Mac에 대해서도 암묵적으로 지급보증을 하고 있다고 할 수 있다. MBS는 미국 재무부가 발행한 국채는 아니지만 정부의 보증으로 인하여 사실상 국채로 인식되고 있다.

### 3.3. 한국 MBS 시장 규모 및 KoMoCo의 신규 MBS 발행액 추정

B 회계 법인은 2004년 당시 한국의 MBS 시장은 초기 단계로서 향후 성장 잠재력이 크다고 보고 있다. 만기가 20~30년인 모기지론의 도입으로 은행들의 채권 유동화 욕구가 증대되었기 때문이다. 또한 미국의 경우를 보더라도 미국 시장 초기인 1980년부터 향후 10년간 GDP 대비 및 모기지론 대비 약 20%의 연 평균 성장률을 보였다(표 6 참고).

B 회계 법인은 한 국가의 MBS 발행규모는 그 국가의 GDP 및 모기지론 규모와 밀접한 관계가 있다고 가정하고 있다. 2000~2003년 한국 GDP 및 모기지론 대비 MBS 발행액의 평균비율을 2004년 GDP 및 모기지론 추정치에 곱한다. 그리고 1980~1989년 미국의 GDP 대비 MBS 발행규모 비율의 연평균 성장률(22.29%)과 모기지론 대비 MBS 발행규모 비율의 연 평균 성장률(19.44%)을 적용하여 2004~2013년의 한국 전체시장에서의 MBS 신규발행액을 추정한다.(표 8)에는 MBS 신규발행액의 추정치가 나와있다. 2004년에는 1조 1,220억 원에서 2013년에는 11조 2,260억 원의 신규 발행액을 추정하였다.

한국 전체 MBS 시장 규모의 추정치를 바탕으로 KoMoCo의 MBS 신규발행액을 추정한다. 우선 선순위 MBS에 대한 보증한도는 자기자본의 30배를 유지한다고 가정한다. 한국 전체 MBS 시장의 규모가 증가하여도 KoMoCo는 선순위 보증한도에서 선순위 MBS를 발행 할 수 있는 것으로 가정한다. KHFC의 2004년 설립 후 준비기간을 고려할 때 MBS의 발행은 2005년부터 가능하므로 2004년 KoMoCo의 시장점유율은 100%이다. KHFC가 시장에 진입한 후에도 KoMoCo는 축적된 노하우, 전문성, 시장 인지도, 선발 주자로서의 시장선점효과 덕분에 2005~2007년 50%의 시장점유율



표 6. 미국 모기지론 및 MBS 현황

(단위: USD Billion)

구분	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
GDP	2,790	3,128	3,255	3,537	3,933	4,220	4,463	4,740	5,104	5,484	5,803	5,996
Mortgage 잔액	1,462	1,584	1,666	1,856	2,097	2,377	2,664	2,965	3,282	3,553	3,908	3,960
MBS 신규발행액	23	19	54	85	62	111	264	234	174	278	336	442
% of GDP	0.83%	0.59%	1.67%	2.41%	1.58%	2.63%	5.92%	4.94%	3.41%	5.06%	5.80%	7.37%
% of Mortgage 잔액	1.58%	1.17%	3.25%	4.60%	2.96%	4.67%	9.93%	7.89%	5.30%	7.82%	8.61%	11.16%

구분	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
GDP	6,338	6,657	7,072	7,398	7,817	8,304	8,747	9,268	9,817	10,101	10,481	10,988
Mortgage 잔액	4,072	4,209	4,381	4,577	4,864	5,201	5,712	6,315	6,883	7,582	8,463	9,465
MBS 신규발행액	741	879	491	295	441	535	952	885	583	1,455	1,985	2,728
% of GDP	11.70%	13.21%	6.95%	3.98%	5.64%	6.44%	10.88%	9.55%	5.94%	14.40%	18.94%	24.83%
% of Mortgage 잔액	18.20%	20.90%	11.22%	6.44%	9.06%	10.29%	16.67%	14.01%	8.47%	19.19%	23.46%	28.82%

출처: 미국 Department of Commerce, Mortgage Bankers Association, Bond Market Association

표 7. 한국 모기지론 및 MBS 현황

(단위: 십억 원)

구분	2000	2001	2002	2003
GDP	578,665	622,123	684,264	721,346
Mortgage 잔액	67,649	72,925	70,918	88,540
MBS 신규발행액	1,279	743	528	327
% of GDP	0.22%	0.12%	0.08%	0.05%
% of Mortgage 잔액	1.89%	1.02%	0.74%	0.37%

출처: LG 경제연구원, 건설교통부, 신용보증기금

을 유지하며 2008년에는 자기자본 규모에 따른 선순위 보증한도 때문에 시장 점유율이 29.1%로 감소하고 이후 2013년까지 12.9%로 지속적으로 감소할 것으로 예측하고 있다. 2004년 KoMoCo의 MBS 신규발행액은 1조 1,220억 원, 2005년에는 7,290억 원, 2013년에는 1조 4,490억 원으로 추정하고 있다([표 8] 참고).

표 8. KoMoCo의 연도별 MBS 발행액 추정(B 회계법인)

(단위: 십억 원)

구분	2000	2001	2002	2003	2004E	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
선순위보증(발행)한도(A)	3,032	2,055	1,677	1,777	2,173	1,591	1,543	1,291	899	1,013	1,135	1,273	1,281	1,400
자기자본	108	115	128	136	143	152	162	174	187	200	214	229	244	261
배수	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30
MBS 신규발행 추정(B)	1,279	743	528	327	1,122	1,457	1,895	2,463	3,201	4,111	5,282	6,789	8,728	11,226
MBS 신규발행(GDP 기준)(C)	1,279	743	528	327	1,081	1,395	1,804	2,332	3,011	3,793	4,777	6,017	7,579	9,546
% of GDP	0.22%	0.12%	0.08%	0.05%	0.14%	0.17%	0.21%	0.26%	0.32%	0.39%	0.47%	0.58%	0.71%	0.87%
MBS 신규발행(Mortgage 기준)(D)	1,279	1	3	5	5	6	6	7	7	8	8	9	10	10
% of Mortgage Balance	1.89%	1.02%	0.74%	0.37%	1.20%	1.43%	1.71%	2.05%	2.44%	2.92%	3.49%	4.17%	4.98%	5.94%
KoMoCo MBS 신규발행액(E)	1,279	743	528	327	1,122	729	948	1,232	931	1,049	1,175	1,318	1,326	1,449
선순위 MBS (96.62%)	1,216	728	510	326	1,084	704	915	1,190	899	1,013	1,135	1,273	1,281	1,400
후순위 MBS (3.38%)	63	15	19	1	38	25	32	42	31	35	40	45	45	49
MBS 잔액(합계)	1,257	1,854	2,174	1,994	2,839	3,179	3,747	4,516	4,803	5,115	5,431	5,902	6,276	6,654
MBS 잔액(선순위)	1,194	1,776	2,078	1,897	2,704	3,019	3,575	4,312	4,583	4,864	5,148	5,583	5,934	6,287
MBS 잔액(후순위)	63	78	96	97	135	160	172	205	220	251	283	319	342	367
KoMoCo 시장 점유율					100.0%	50.0%	50.0%	50.0%	29.1%	25.5%	22.2%	19.4%	15.2%	12.9%

### 3.4. B 회계 법인 가정에 따른 KoMoCo의 향후 현금흐름(Free Cash Flow) 추정

#### 1) 영업 수익의 추정

##### (1) 수수료수익

KoMoCo의 미래 영업 수익은 크게 MBS 발행에 대한 수수료 수익과 신규현금 창출에 따른 이자 수익으로 나누어 볼 수 있다. 수수료 수익은 선순위 MBS의 지급 보증에 대한 대가인 보증수수료와 선순위 MBS, 후순위 MBS 발행에 대한 신탁 수수료로 나눌 수 있다. 보증수수료는 매년의 MBS 평균잔액에 보증수수료율을 곱하여 산정한다. B 회계 법인은 2004년에는 전 년의 수수료율 0.35%가 유지 되며 KHFC가 시장에 진입하는 2005년부터는 경쟁으로 인해 수수료율이 전년 대비 5%씩 감소하여 2013년에는 0.22%가 된다고 예측하고 있다. B 회계 법인은 2005년부터 경쟁에 의해 보증수수료율이 점차 감소하여 MBS 시장이 성숙하게 되는 2013년경에는 미국수준인 0.22%([표 9] 참고)에 수렴하는 것으로 가정하고 있다. 신탁수수료에 대해서는 2004년은 0.10%의 수수료율을 적용하고 2005년 이후에는 KHFC와의 경쟁을 감안하여 0.05%의 수수료율을 적용하였다.

표 9. 미국의 MBS 보증 수수료율

구분	2001	2002	2003
Fannie Mae	0.190%	0.191%	0.202%
Freddie Mac	0.217%	0.194%	0.173%

출처: Fannie Mae와 Freddie Mac의 2003년 10 — K 보고서

## (2) 이자수익

이자수익의 추정에 대해서는 우선 매년의 신규현금 창출액을 2003년 예치금:유가증권 투자비용 (28.1%:71.9%)로 투자할 경우 예치금 및 유가증권의 연도별 평균잔액을 구한다. 2008년 까지는 EIU의 추정 예치금 이자율을 적용하고 그 이후에는 2008년의 이자율이 유지된다고 가정한다(4.5-4.9%). 유가증권 수익률은 예치금이자율에 2003년의 유가증권수익률 스프레드를 가산하여 적용하였다(5.12-5.42%). 수수료 수익과 이자수익의 추정치는 [표 10]에 정리되어 있다.

## 2) 영업비용 및 기타항목 추정

지급보증충당금전입액은 2003년 MBS 기초자산의 구성비율을 유지하여 충당금을 설정한다. 변동비는 직원수가 고정되어 있다고 가정하고 과거인건비에 Global Insight 물가 상승률을 적용하여 추정하였다. 고정비는 과거 3년(2001~2003년)의 고정비 평균비용에 Global Insight 물가 상승률을 적용하여 추정하였다. 법인세는 주민세를 포함하여 27.5%를 적용하였다.

자본적 지출은 2004년에 3억 원으로 추정하고 이후 물가상승률을 고려하였다. 감가상각비는 KoMoCo의 감가상각법에 따라 기존자산과 신규취득자산을 감가상각하였다. 퇴직급여충당금은 2001~2003년의 총급여 대비 평균설정비율(12.19%)를 적용하였고 실제 퇴직급여 지급액은 2001~2003년 총급여 대비 평균지급율(3.96%)의 증가를 가정하여 구하였다. 기타운전본의 변동을 구하는데 있어서는 미수수익과 2001~2003년 영업수익 대비 미수수익 평균비율을 적용하여 구하였고 미지급금은 2001-2003년의 평균을 유지한다고 가정하였다. 영업비용 및 기타항목의 추정치는 [표 10]에 정리되어있다.

## 3.5. B 회계 법인의 현금흐름할인법(DCF)에 의한 KoMoCo 기업가치평가

### 1) 자본비용의 추정

KoMoCo의 경우 2003년 12월 31일 현재 차입금이 없고 자기자본만으로 구성되어있다. B 회계 법인은 KoMoCo의 신규 차입은 없을 것이라고 가정하고 있다. 따라서 자본자산가격결정모형(CAPM)을 이용하여 할인율을 구하기 위해서는 자기자본 베타, 무위험 이자율, 시장 위험 프리미엄이 있으면 된다.

무위험 이자율로는 2004년 3월 27일 현재 5년 만기 국채수익률인 4.87%를 사용하였다. KoMoCo 비상장 기업이어서 시장 베타를 구할 수 없다. 대신에 KoMoCo 자기자본 베타는 미국 MBS 취급기업(Fannie Mae, Freddie Mac)의 평균 자기자본 베타인 0.685를 사용하였다. 시장 위험

표 10. KoMoCo 연도별 현금흐름 추정(B 회계법인)

(단위: 십억 원)

구분	2000	2001	2002	2003	2004E	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
영업수익	9.9	14.0	16.5	16.6	17.1	18.6	20.5	22.7	24.4	25.5	26.6	27.9	29.3	30.6
수수료수익	2.6	7.3	10.3	9.8	10.5	11.0	12.1	13.9	15.0	15.3	15.5	15.9	16.4	16.7
보증수수료	2.1	5.8	8.1	7.7	8.1	9.5	10.4	11.8	12.7	12.8	12.9	13.1	13.4	13.5
신탁수수료	0.5	1.5	2.2	2.1	2.4	1.5	1.7	2.1	2.3	2.5	2.6	2.8	3.0	3.2
이자수익	7.3	6.7	6.3	6.9	6.6	7.6	8.3	8.8	9.4	10.2	11.1	11.9	12.9	13.9
예치금이자	6.0	5.7	2.9	1.8	1.7	1.9	2.1	2.2	2.4	2.6	2.8	3.0	3.2	3.4
유가증권이자	1.3	1.0	3.4	5.1	4.9	5.6	6.2	6.6	7.0	7.6	8.3	9.0	9.7	10.4
영업비용	(6.1)	(5.9)	(6.3)	(6.4)	(6.4)	(6.3)	(6.6)	(6.9)	(6.7)	(7.0)	(7.2)	(7.5)	(7.7)	(7.9)
지급보증충당금 전입액4)	(0.2)	(0.5)	0.0	(0.6)	(0.6)	(0.2)	(0.4)	(0.5)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.3)	(0.2)	(0.2)
판매비와관리비	(5.9)	(5.4)	(6.3)	(5.8)	(5.8)	(6.1)	(6.2)	(6.3)	(6.5)	(6.8)	(7.0)	(7.2)	(7.4)	(7.7)
변동비	(2.6)	(3.4)	(4.1)	(4.2)	(4.0)	(4.2)	(4.3)	(4.5)	(4.6)	(4.8)	(4.9)	(5.1)	(5.3)	(5.5)
고정비	(2.3)	(1.3)	(1.6)	(1.2)	(1.4)	(1.4)	(1.5)	(1.5)	(1.6)	(1.6)	(1.7)	(1.7)	(1.8)	(1.9)
감가상각비 & 무형자산상각비	(0.9)	(0.7)	(0.6)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.4)	(0.4)
영업이익	3.8	8.1	10.3	10.2	10.7	12.3	13.9	15.9	17.7	18.5	19.4	20.4	21.6	22.6
법인세	(1.2)	(2.5)	(3.0)	(3.0)	(3.2)	(3.4)	(3.8)	(4.4)	(4.9)	(5.1)	(5.3)	(5.6)	(5.9)	(6.2)
당기순이익	2.6	5.6	7.2	7.4	7.5	8.9	10.1	11.5	12.8	13.4	14.1	14.8	15.7	16.4
감가상각비 & 무형자산상각비	0.9	0.7	0.6	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
퇴직급여	0.3	0.1	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
운전자본의 변동	(0.2)	(1.1)	0.7	(0.6)	0.0	(0.2)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
자본적지출	(1.7)	(0.1)	(0.3)	(0.2)	(0.3)	(0.2)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
현금흐름 합계	2.0	5.2	8.5	7.3	7.8	9.1	10.1	11.4	12.8	13.5	14.1	14.8	15.7	16.5

프리미엄은 다수의 리서치 기관, 애널리스트 리포트, 연구논문 등에 기초하여 6.0%를 사용하였다. 따라서 CAPM을 이용하여 추정한 자기자본비용은 8.98%(=4.87+6.0\*0.685)이다.

## 2) 기업가치의 평가

DCF법을 사용하여 KoMoCo의 기업가치 평가를 하기 위해서 2013년까지의 미래 현금([표 10] 참고)과 자기자본비용을 구하였다. 마지막으로 Terminal Value를 구하기 위해서 KoMoCo의 2013

년 이후의 영구 성장률을 추정하여야 한다. B 회계 법인은 Global Insight가 추정한 한국의 과거 및 미래 GDP 성장률, 소비자 물가지수, 기타 거시경제지표를 고려하여 2013년 이후의 KoMoCo의 영구성장률을 3.5-4%로 추정하였다.

앞서 추정한 KoMoCo의 미래현금 흐름, 2013년 이후의 영구 성장률, 자기자본 비용을 사용하여 기업의 총가치를 구하고 KoMoCo의 발행주식수 22,496,878주로 총가치를 나누면 주당 가치를 구할 수 있다. B 회계 법인이 현금 흐름 할인법으로 산출한 KoMoCo의 주당가치는 9,154-9,732원이다.

## 부록

### KoMoCo 주요 연혁

- 1999년 1월 29일 '주택저당채권유동화회사법' 제정
- 1999년 9월 21일 법인설립등기(납입자본금 1,001억 원)
- 1999년 10월 22일 금융감독위원회로부터 인가획득
- 2000년 4월 7일 MBS 2000-1호 3,976억 원 1차 발행(신용등급 AAA)
- 2000년 10월 31일 IFC, KML의 자본참여 및 Merrill Lynch 콘소시엄과 기술지원계약체결 IFC와 8,500만 불 신용공여 양해각서 체결
- 2000년 11월 15일 IFC 100억원, KMLHCL 100억 원 출자완료(납입자본금 1,051억 원)
- 2001년 8월 9일 우리사주조합관련 자본금 12억원 증자(납입자본금 1,063억 원)
- 2002년 3월 20일 회사 신용평가등급 "AAA" (한기평, 한신정, 한신평)
- 2002년 3월 30일 주택저당채권유동화회사법 개정(지급보증한도: 자기자본의 30배)
- 2002년 6월 19일 (주)연합 캐피탈과 전략적 업무제휴
- 2002년 12월 21일 61.8억 원 자본금 증자(납입자본금 1,124.8억 원)
- 2002년 12월 24일 농협중앙회와 장기주택대출상품 개발을 위한 전략적 업무제휴
- 2003년 8월 4일 MBS 2003-2호 166억원 9차 발행(신용등급 AAA)
- 2004년 3월 17일 KoMoCo 영업의 KHFC 이전을 위한 주총 특별결의 한국주택금융공사에 영업양도

### 부록 1. KoMoCo 대차대조표

(단위: 백만 원)

구분	2000	2001	2002	2003
현금 및 예치금	86,431.0	87,362.9	39,698.6	37,384.6
유가증권	16,950.7	23,345.1	84,642.6	95,579.8
고정자산	1,770.6	1,147.5	922.2	568.4
기타자산	5,676.3	6,545.1	5,774.3	5,004.4
자산총계	110,828.5	118,400.6	131,037.7	138,537.3
부채총계	2,537.6	3,298.4	2,551.9	2,875.4
자본금	105,100.0	106,300.0	112,484.4	112,484.4
이익잉여금	3,191.0	8,802.1	16,001.5	23,177.5
자본총계	108,291.0	115,102.1	128,485.9	135,661.9
부채와 자본총계	110,828.5	118,400.6	131,037.7	138,537.3

출처: 감사보고서

부록 2. KoMoCo 손익계산서

(단위: 백만 원)

구분	2000	2001	2002	2003
영업수익	9,852.3	13,966.4	16,539.7	16,844.1
이자수익	7,292.2	6,655.7	6,273.4	6,864.5
수수료수익	2,560.1	7,310.7	10,266.3	9,765.6
기타영업수익	-	-	-	214.0
영업비용	6,064.1	5,901.8	6,275.0	6,487.3
영업이익	3,788.2	8,064.6	10,264.7	10,356.7
영업외수익	0.6	64.9	17.1	10.4
영업외비용	9.6	31.1	7.6	1.9
경상이익	3,779.2	8,098.5	10,274.2	10,365.2
법인세비용	1,168.7	2,487.3	3,039.5	3,009.3
당기순이익	2,610.6	5,611.2	7,234.7	7,355.9

출처: 감사보고서

부록 3. KoMoCo의 MBS 발행실적과 상환현황

(단위: 십억 원)

회차	발행일	기초자산	선순위	발행금액 후순위	합계	선순위	현재잔액 후순위	합계
2000-1	2000-04-07	국민주택기금	369.00	28.60	397.60	186.00	28.60	214.60
2000-2	2000-09-01	국민주택기금	479.00	21.00	500.00	260.00	21.00	281.00
2000-3	2000-12-08	국민주택기금	368.00	13.30	381.30	246.00	13.30	259.30
2001-1	2001-05-18	국민주택기금	228.00	9.70	237.70	139.00	9.70	148.70
2001-2	2001-09-20	국민주택기금	500.00	5.00	505.00	383.00	5.00	388.00
2002-1	2002-01-23	삼성생명보험	17.50	0.47	17.97	6.80	0.47	7.27
2002-2	2002-02-21	국민주택기금	492.00	18.20	510.20	379.30	18.20	397.50
2003-1	2003-04-02	국민주택기금	309.00	1.00	310.00	281.00	1.00	282.00
2003-2	2003-08-04	농협중앙회	16.60	0.01	16.61	16.07	0.01	16.08
합계			2,779.10	97.28	2,876.38	1,897.17	97.28	1,994.45

※2003년 12월 31일 현재 발행가액 대비 조기상환율은 7.7%임

출처: 2003년 감사보고서

