

단단한 투자를 위한 탄탄한 기본기

현명한 초보 투자자의 주식 공부



4

와이민(송선재) 지음

세상에 이런 주식 공부는 없었다!

현직 베스트 애널리스트가 솔직하게 꺼내놓은
기업의 적정가치를 판단하는 가장 확실하고 쉬운 공부법

단단한 투자를 위한 탄탄한 기본기

현명한 초보 투자자의 주식 공부



와이민(송선재) 지음

세상에 이런 주식 공부는 없었다!

현직 베스트 애널리스트가 솔직하게 꺼내놓은
기업의 적정가치를 판단하는 가장 확실하고 쉬운 공부법

4화. 좋은 기업을 발견하는 법 2

3화에서 이야기한 ‘좋은 기업을 발견하는 법’이 다소 추상적이라고 생각하신 분도 있을 것 같습니다. 좀 더 구체적이고 정량적인 접근도 필요하다고 생각하실 텐데요. 이번 화에서는 좀 더 실무적인 방법들에 대해서 이야기하려고 합니다. 사업보고서와 재무제표를 보는 법을 간단히 살펴보고, 기업의 재무 분석을 통해 실질적으로 회사의 가치를 파악하는 방법을 익혀보겠습니다.

왜 재무 분석이 필요할까?

먼저 솔직히 말씀드리면, 여러분은 이 책을 읽어도 재무 분석을 잘하지 못할 것입니다. 책 한 권만 읽으면 재무 분석을 잘할 수 있다고 말하는 것은 완벽한 거짓말입니다. 그럼에도 제가 도움을 드리려고 하는 부분은 ‘왜 재무 분석을 해야 하는지’, ‘어떤 것을 중점적으로 봐야 할지’에 관한 것입니다. 기본적인 방향성을 가지고, 많이 경험하고 실제로 해봐야 재무 분석 실력이 늘기 때문입니다.

회계와 재무는 기업의 언어입니다. 여러분은 수치·백분율·확률 등과 같은 숫자에 익숙해져야 합니다. 미국과 사업하기 위해서는 영어를 잘해야 하고, 영어를 위해서는 알파벳 단어를 많이 알아야 하는 것과 마찬가지로입니다. 회계와 재무를 어느 정도 이해한다면, 재무제표 분석을 통해 과거에 사업이 어떻게 진행되어 왔는지, 향후 사업이 어떻게 될지를 파악해야 합니다. 재무 분석의 궁극적인 목적은 회사의 전략이 무엇이고, 그것이 어떻게 가치를 창출하는지를 이해하기 위함입니다. 물론 창출된 가치를 평가하는 것도 포함되고요.

사업보고서를 읽는 법

먼저 기업의 사업보고서를 읽어보겠습니다. 대부분의 회사는 주주들에게 분기 혹은 1년 동안 사업을 어떻게 했는지를 보고서로 작성해서 공개하는데, 그것이 사업보고서입니다. 사실 회사에 대해 얻을 수 있는 가장 가치 있는 정보들은 각 회사의 사업보고서에 있습니다. 사업보

고서는 금융감독원 전자공시시스템(DART)을 통해 누구나 살펴볼 수 있는 무료 정보입니다.

전자공시시스템(<http://dart.fss.or.kr>)은 상장법인/비상장법인 등이 공시 서류를 인터넷으로 제출하면, 제출 즉시 투자자나 채권자 등의 이용자들이 인터넷을 통해 그것을 조회할 수 있도록 하는 종합적인기업공시 시스템입니다. 웹 사이트에 접속하면 아래와 같은 화면이 보입니다. '회사명' 박스에 알고 싶은 회사의 이름을 넣고 검색하면 다양한 보고서들이 검색됩니다. 예를 들어 여러분들에게 친숙한 '이마트'를 검색해보겠습니다.

전자공시시스템 초기 화면



출처: 전자공시시스템(DART)

'이마트'를 검색한 결과

회사명	이마트	회사명찾기 >	<input checked="" type="checkbox"/> 최종보고서	검색					
기간	20181120 - 20190520	1주일	1개월	6개월	1년	2년	3년	전체	
<input type="checkbox"/> 정기공시	<input type="checkbox"/> 주요사항보고	<input type="checkbox"/> 발행공시	<input type="checkbox"/> 지분공시	<input type="checkbox"/> 기타공시	<input type="checkbox"/> 외부감사관련	<input type="checkbox"/> 펀드공시	<input type="checkbox"/> 자산유동화	<input type="checkbox"/> 거래소공시	<input type="checkbox"/> 공정위공시
조회건수	15	접수일자	회사명	보고서명					
번호	공시대상회사	보고서명	제출인	접수일자	비고				
1	<input checked="" type="checkbox"/> 유 이마트 IR	기업설명회(IR)개최(안내공시)	이마트	2019.05.15	<input checked="" type="checkbox"/> 유				
2	<input checked="" type="checkbox"/> 유 이마트 IR	기업설명회(IR)개최(안내공시)	이마트	2019.05.15	<input checked="" type="checkbox"/> 유				
3	<input checked="" type="checkbox"/> 유 이마트 IR	분기보고서 (2019.03)	이마트	2019.05.15					
4	<input checked="" type="checkbox"/> 유 이마트 IR	영업(잠정)실적(공정공시)	이마트	2019.05.15	<input checked="" type="checkbox"/> 유				
5	<input checked="" type="checkbox"/> 유 이마트 IR	연결재무제표기준영업(잠정)실적(공정공시)	이마트	2019.05.15	<input checked="" type="checkbox"/> 유				
6	<input checked="" type="checkbox"/> 유 이마트 IR	임원 · 주요주주특정증권등소유상황보고서	국민연금공단	2019.04.17					

출처: 전자공시시스템(DART)

검색 결과로 여러 보고서들이 나오지만, 이 중에서 가장 많은 정보를 담고 있는 것은 ‘분기 보고서’나 ‘연말 사업보고서’입니다.

2018년 12월에 나온 사업보고서를 예시로 어떻게 읽어야 하는지 한번 시험 삼아 읽어보겠습니다.

우선 사업보고서를 보면, 원하는 회사가 맞는지 ‘I. 회사의 개요’ 맨 상단에 있는 회사의 명칭 및 회사 주소를 확인해 봐야 합니다. 가끔 이름이 같은 회사가 있어서 진짜 보려고 했던 회사가 아닌 다른 회사를 분석하는 실수가 발생할 수 있기 때문입니다. 다음으로, 이 회사의 주요 사업이 무엇인지, 회사의 연혁은 어떠한지, 자본금 변동사항 및 배당금 지급사항 등을 개략적으로 살펴 보아야 합니다.

예로 든 이마트의 사업보고서를 보면, 회사가 대형 마트를 운영한다는 것과 현재 점포 수, 그리고 점포별 오픈한 연도 등을 자세히 보여주고, 연결 대상인 자회사들로는 어떤 회사들이 있는지 알려주고 있습니다. 예를 들면, 이마트 에브리데이와 이마트24가 연결 자회사인 것을

알 수 있습니다. 사업의 개요 부분은 사업보고서의 요약판 정도라고 이해하시면 됩니다.

그다음으로 봐야 할 것이 'II. 사업의 내용'입니다. 이 부분은 대부분 사람들이 설렁설렁 읽고 마는데, 정말 꼼꼼히 봐야 할 부분입니다. 회사가 하는 사업에 대해서 많은 정보를 알려주기 때문이죠.

이마트 사업보고서 중 'II. 사업의 내용'

이마트 IR
첨부 +첨부선택+
다운로드

문서목차

- 사업 보고서
- 【대표이사 등의 확인】
- I. 회사의 개요
 - 1. 회사의 개요
 - 2. 회사의 연혁
 - 3. 자본금 변동사항
 - 4. 주식의 출수 등
 - 5. 의결권 현황
 - 6. 배당에 관한 사항 등
- II. 사업의 내용
- III. 재무에 관한 사항
 - 1. 요약재무정보
 - 2. 연결재무제표
 - 3. 연결재무제표 주석
 - 4. 재무제표
 - 5. 재무제표 주석
 - 6. 기타 재무에 관한 사항
- IV. 이사의 경영진단 및 분석의견
- V. 감사인의 감사의견 등
- VI. 이사회 등 회사의 기관에 관한 사항
 - 1. 이사회에 관한 사항
 - 2. 감사제도에 관한 사항
 - 3. 주주의 의결권 행사에 관한 사항
- VII. 주주에 관한 사항
- VIII. 임원 및 직원 등에 관한 사항
 - 1. 임원 및 직원의 현황
 - 2. 임원의 보수 등
- IX. 계열회사 등에 관한 사항
- X. 이해관계자와의 거래내용
- XI. 그 밖에 투자자 보호를 위하여
- 【전문가의 확인】
 - 1. 전문가의 확인
 - 2. 전문가와의 이해관계

II. 사업의 내용

1. 사업의 개요

회사는 수익을 창출하는 재화와 용역의 성격, 시장 및 판매방법의 특징 등을 고려하여 영업 부문별 경영성과를 적절히 반영할 수 있도록 유통업 부문, 호텔·리조트업 부문, 식음료업 부문, 건설레저업 부문, 해외사업 부문으로 세분화 하였습니다.

사업부문	회사명
유통업	(주)이마트, (주)이마트에브리데이, (주)이마트24, (주)이마트물, (주)신세계프라퍼티, (주)스타필드청라, (주)스타필드고양
호텔·리조트업	(주)신세계조선포텔
식음료업	(주)신세계푸드
건설레저업	신세계건설(주)
해외사업	E-MART VIETNAM CO.,LTD.

가. 산업 현황 및 영업의 개황

■ 유통업 부문

[(주)이마트]

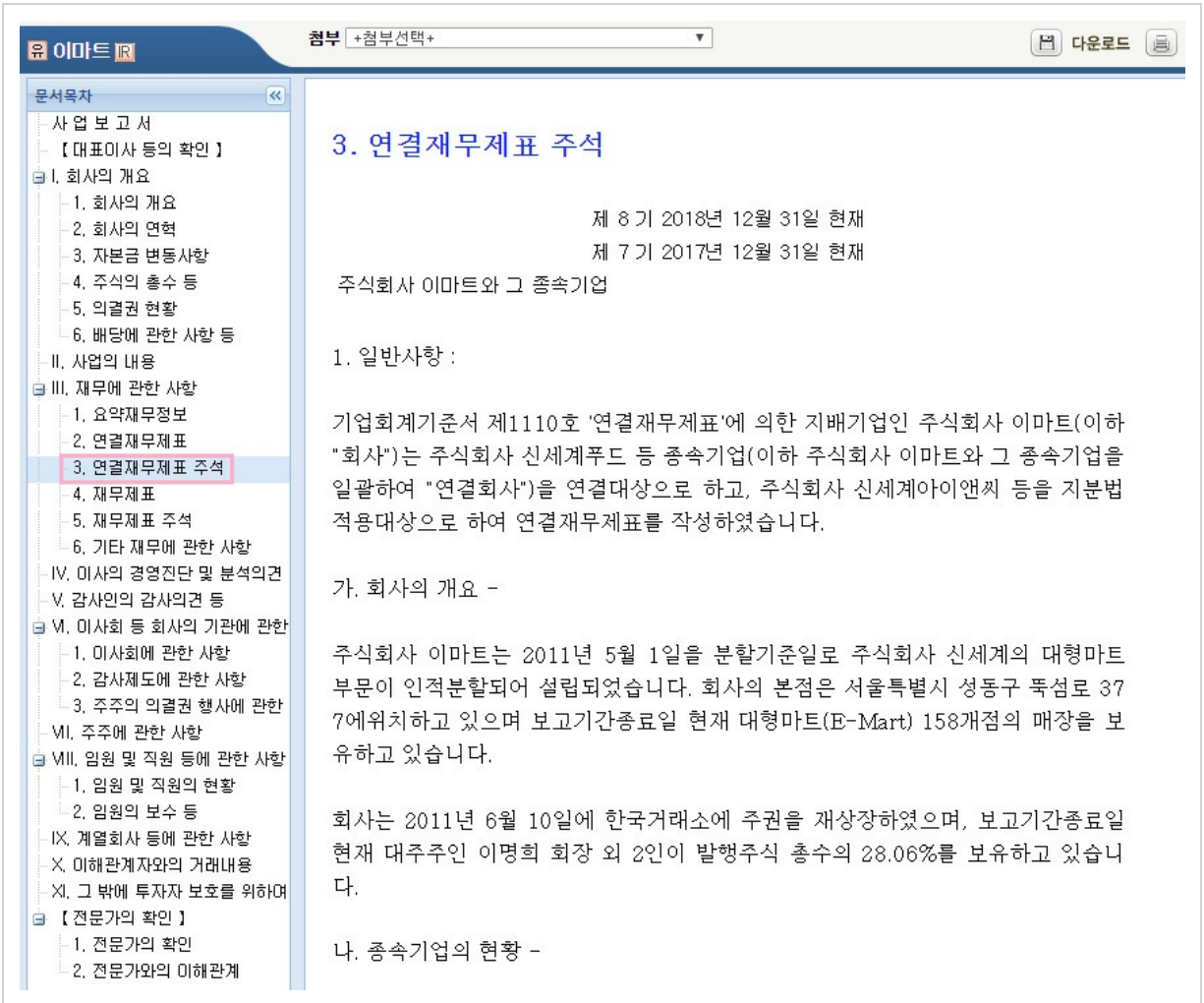
(1) 산업의 특성

1993년 이마트 창동점으로 처음 시작된 대형마트는 생활용품의 필수적인 쇼핑공간으로 성장한 대표적인 유통업태입니다. 대형마트는 식품, 가전 등 생활용품을 저렴한 가격에 소비자에게 판매하는 소매점으로 경기 침체기에는 경제적인 구매를 가능하게 하고 물가 상승기에는 물가안정에 기여하는 등 국가 소비경제의 선순환을 주도하고 있습니다. 또한 지역 특산물 및 지방 중소기업체의 새로운 상품을 소개하여 지역 경제 발전에 이바지하는 등 내수시장의 성장에 핵심적인 역할을 하고 있습니다.

우선 ‘산업 현황 및 영업의 개황’ 부분에서는 회사가 속한 산업의 특성과 성장성, 경기 변동의 특성, 경쟁 요소, 관련 법령 또는 정부의 규제 등이 적혀 있습니다. 이 부분을 꼼꼼히 읽어 보면, 회사가 하는 사업의 구체적인 내용뿐만 아니라 회사가 속해 있는 ‘산업’의 특성을 이해하는 데에도 큰 도움이 됩니다. 이 부분을 먼저 읽어보고 다른 산업 출처를 찾으면 시간을 크게 절약할 수 있지요. 이 밖에 회사의 영업, 시장점유율, 신규 사업 등에 대해서도 설명해 주고 있어서 회사의 사업을 직접적으로 이해할 수 있습니다. 그 외에도 사업부별 매출 세부 내역, 주요 원재료, 영업설비와 투자계획, 연구개발활동 등에 관한 내용도 꼼꼼히 체크하면 좋습니다.

다음에 나오는 부분은 ‘III. 재무에 관한 사항’입니다. 통상적으로 사람들이 가장 관심이 있어 하는 부분이죠. 손익계산서가 나오니까요. 이 부분은 크게 세 가지로 나눌 수 있는데, 1) 연결재무제표, 2) 별도재무제표, 3) 기타 재무에 관한 사항으로 나뉩니다.

재무제표는 재무상태표·손익계산서·현금흐름표 등을 볼 수 있는데, 재무제표를 보는 것이 익숙지 않으면 진도 나가기가 꽤 어려울 겁니다. 재무제표를 보는 법에 대해서는 다음에 좀 더 설명하도록 하고 먼저 주의사항부터 언급하자면, 각 재무제표의 숫자와 함께 바로 연결되는 ‘주석’ 부분을 특히 열심히 봐야 합니다. 단순히 숫자를 확인하는 것이 아니라 그 숫자가 회사에 대해 무엇을 이야기하고 있는지를 파악하는 것이 중요하기 때문에 각 숫자와 관련된 주석의 내용을 꼭 확인해 봐야 정확한 의미를 알 수 있습니다. 그리고 이것을 현재 사업보고서에 서만 체크하는 것이 아니라 과거의 사업보고서까지 두루 검토하여 각 항목들의 변화된 모습까지 살펴보는 것이 좋습니다.



출처: 전자공시시스템(DART)

그 다음에 나오는 부분은 'IV. 이사의 경영진단 및 분석의견'인데, 회사가 경영 성과에 대해 분석하거나 미래에 발생할 것으로 예상한 상황 등을 보여주는 부분입니다. 회사가 스스로 분석한 견해와 미래 준비사항 등을 알 수 있습니다.

재무에 관한 사항에서 재무제표 다음으로 특히 주의 깊게 봐야 할 부분은 'V. 감사인의 감사의견 등'인데, 여기에는 말 그대로 외부 회계감사 법인들의 의견이 적혀 있습니다. 재무제표의 적정성 여부를 알려주는 부분입니다. 재무제표에 문제가 있는 기업들은 가끔 감사의견 거절 등이 나올 수 있는데, 이는 주식에 큰 영향을 주니 더욱 주의해서 봐야 합니다. 물론, 감사의견 거절이 나올 정도면 그 이전 사업보고서들의 재무제표에서 이미 신호를 보였다고 볼 수 있기 때문에 어느 정도는 걸러낼 수 있습니다.

‘VI. 이사회 등 회사의 기관에 관한 사항’은 이사회 구성과 인력들, 감사제도에 대해서 설명하고, 주주의 의결권 행사에 관한 사항도 어떤 식으로 하는지 알려줍니다. 주주의 의결권 행사를 잘 보장해 주는 기업이 당연히 주주친화적인 기업이겠지요.

‘VII. 주주에 관한 사항’은 주주가 누구이고, 주식 수가 어떻게 되는지 알려주고, ‘VIII. 임원 및 직원 등에 관한 사항’은 주주들을 대리해서 회사를 경영하고 있는 임원들과 직원들에 대해서 알 수 있습니다. 이 부분을 볼 때 주의할 점은 대부분 경력을 대강 보는데, 임원들이 과거에 어떤 일을 했는지를 잘 살펴보면 임원들의 능력과 주주들을 대하는 자세 등을 파악할 수 있습니다. 대리인 관점에서 나를 대신해서 회사를 경영하는 사람들이 어떤 능력을 갖추고, 신뢰할 만한 사람들인지를 꼭 파악해야 합니다.

이는 ‘X. 이해관계자와의 거래내용’에서도 확인할 수 있습니다. 여기에는 대주주 등에 대한 신용공여와 대주주와의 영업거래 등이 나오기 때문에 회사가 누구를 위해 일하는지 가늠해볼 수 있습니다.

다음으로 나오는 부분은 IX. 계열회사 등에 관한 사항인데, 관계 회사와 자회사, 그리고 타법인 출자 현황 등을 확인하는 부분입니다. 이 부분도 중요합니다. 순전히 대주주의 이해관계에 의해 불필요한 출자가 들어간 경우가 있는지를 확인해서 회사가 대리인 문제가 있는지를 점검할 수 있기 때문입니다. 또한, 알짜 자회사가 있는 경우에는 이 부분을 통해 확인했을 때 의외의 수확을 거둘 수도 있습니다.

사업보고서의 마지막은 ‘XI. 그 밖에 투자자 보호를 위하여 필요한 사항’입니다. 사업보고서를 여기까지 읽다 보면 보통은 지쳐서 이 부분을 넘겨버리기 쉬운데, 가끔 큰 사건이 이 부분을 간과하기 때문에 발생합니다. 여기에서 주의 깊게 봐야 할 부분은 ‘2. 우발부채 등’입니다. 우발채무란, 현재의 채무는 아니나 장래에 우발적인 사태가 발생할 경우 확정채무가 될 가능성이 있는 것을 말합니다. 관련해서 ‘가. 중요한 소송사건 등’과 ‘다. 채무보증 현황 부분’을 잘 확인해야 합니다. 중요한 소송에서 패소할 경우, 금액적으로 손실이 발생할 수 있고, 관계 회사에 채무를 보증해주었는데, 관계 회사가 채무를 갚지 못하면 대신 채무를 갚아줄 수도 있기 때문입니다.

초보 투자자로서 사업보고서를 읽는 것이 어렵다는 것을 잘 알고 있습니다. 사업보고서는 한두 번 보는 것으로 끝내지 말고, 관심 있는 기업이 있다면 과거 몇 개 년도의 사업보고서와 분기 보고서들을 읽어보고, 다른 공시 서류들도 열심히 읽어봐야 합니다. 전자공시시스템에 나온 출처들은 기본적으로 신뢰할 수 있기 때문에 회사를 이해하는 데 있어 가장 기본적으로 봐야 하는 자료입니다.

재무제표를 분석하는 법

이제부터 본격적으로 앞에서 빼놓았던 초보 투자자가 가장 어려워하는 재무제표를 읽기를 시작해보겠습니다. 재무제표 분석(경영 분석)이란, 기본적으로 재무제표상의 숫자를 기초로 비교하거나 두 숫자간의 관계를 비율로 나타내어 기업의 재무 상태 및 경영 성과를 분석하는 것을 말합니다. 재무제표 분석은 '현재'와 '흐름'에 집중하는데, 현재 상태를 보기 위해서는 비율 분석과 업종 내 비교 분석을 하고, 과거로부터의 흐름을 보기 위해서는 시계열 분석을 합니다. 이를 통해, 미래를 예측하기 위한 단서를 얻는 것이 재무 분석의 목표라고 하겠습니다.

재무 분석을 할 때에는 항상 '왜?'라는 의문을 가져야 합니다. 단순히 사실로 받아들이지 말아야 한다는 것이죠. 우리의 목표는 이 회사가 투자할 만한 회사인가를 파악하는 것이고, 재무 분석은 목표가 아닌 수단일 뿐입니다. 좋은 기업이 재무 분석만을 통해 나오지는 않겠지만, 재무 분석을 통해 그 확률을 상당히 높일 수 있습니다. 재무 분석을 하지 못한다면 자신이 훤히 잘 알고, 자신 있는 분야에만 투자 범위를 제한할 것을 권합니다.

주요 재무제표를 종류별로 구분해보면, 대표적인 것이 재무상태표·손익계산서·현금흐름표를 들 수 있습니다. 이외에도 많이 있지만, 주식 투자를 위해서는 이 세 가지 재무제표를 잘 알기만 해도 충분하다고 생각합니다. 이 세 가지 재무제표도 회계 기준으로 보면, 개별 기업별로 별도 재무제표가 있고, 자회사들을 다 연결해서 만드는 연결 재무제표가 있습니다. 이번 재무 분석에서는 이 세 가지 재무제표를 중심으로 말씀드리겠습니다.

1) 재무상태표

먼저 재무상태표Balance Sheet입니다. 많은 분들이 손익계산서만 많이 보는데, 기업의 역사를 알기 위해서는 재무상태표를 먼저 보는 것이 좋습니다.

재무상태표의 원리를 살펴보겠습니다. 회사를 운영하는 데에는 초기 자금이 필요하고 이 필요 자금은 자기 출자금과 주주들의 출자금, 그리고 외부에서 차입한 금액으로 조달됩니다. 회사는 조달한 자금을 어떻게 사용했는지에 대해 투명하게 밝히고, 현재는 얼마의 자금이 어디에 남아 있는지를 주주·채권자들에게 보고해야 합니다. 결국, 대변(=자금의 조달)과 차변(=자금의 사용)은 정확히 일치해야 하고, 그래서 과거에 '재무상태표'를 '대차대조표'라고 부른 것입니다.

자금의 사용	자금의 조달
자산	부채 자본

재무상태표를 보는 목적은 기본적으로 자금의 조달과 사용을 통해 회사의 과거 경영 성과를 이해하고, 이를 통해 미래 성과에 대한 단서를 얻을 수 있기 때문입니다. 운동선수로 비유하자면, 재무상태표는 이 선수의 기본 신체와 체력 등의 몸 상태와 과거 기록이라고 할 수 있습니다. 이 정보들을 가지고 다음 경기에 나가 어떤 성적을 올릴지 추정해볼 수 있는 것이지요.

자산	부채	자본
유동자산	유동부채	지배기업의 소유지분
현금(현금성자산)	매입채무 및 기타지급채무	납입자본
매출채권	단기차입금	자본금
재고자산	단기파생상품부채	주식발행초과금
단기파생상품자산	상품권	신종자본증권
기타단기금융자산	미지급법인세	이익잉여금
기타유동자산	기타단기금융부채	기타자본항목
비유동자산	기타유동부채	비지배주주지분
유형자산	매각예정비유동부채	자본총계
투자부동산	비유동부채	
무형자산	장기차입금	
관계기업 및 공동기업 투자	장기파생상품부채	
매도가능금융자산	순확정급여부채	
장기파생상품자산	이연법인세부채	
이연법인세자산	기타장기금융부채	
기타장기금융자산	기타비유동부채	
기타비유동자산	부채총계	
자산총계		

출처: 필자 작성

재무상태표의 계정은 자산, 부채, 자본으로 크게 나뉩니다.

자산은 자금이 사용된 형태이고, 부채는 차입 자금의 조달이며, 자본은 주주 자금의 조달과 유보된 이익을 말합니다. 이중에 단기간(통상 1년) 내 바로 현금화가 가능하느냐의 여부에 따라 '유동'과 '비유동'으로 구분됩니다. 즉, 자산 중 1년 내 유동화가 가능한 자산은 '유동자산'이라고 하고, 대표적인 것들로 현금·현금성자산·매출채권·금융자산 등이 있습니다. 이외의 자산은 '비유동자산'이라고 합니다. 부채 중에서도 1년 내 상환되어야 하는 부채는 '유동부채'이고, 상환이 그 이상 걸리는 부채는 '비유동부채'라고 합니다.

자본에서는 주주들의 원금을 '자본금'이라고 하고, 자본금을 가지고 회사가 사업을 통해 벌어들인 이익금이나 추가 증자를 통해 늘어난 자본금을 회사 내에 쌓아둔 금액을 '이익잉여금'이라고 합니다. 네, 이해합니다. 이렇게 설명드리면, 매우 어렵다는 것ですよ. 그래서 그냥 이 정도가 있다는 것만 생각하시고 과감하게 넘어가셔도 됩니다. 재무 분석을 한 챕터에서 다 설

명할 수도 없고, 이 책 읽고 잘할 수 있다고 생각하지 마세요. 당연히 어려운 부분입니다. 재무상태표를 이용한 투자 분석을 할 때 어떤 부분을 중점적으로 봐야 하는지가 더 중요하니, 이 부분을 말씀 드리겠습니다.

좋은 주식을 고르기 위해 재무상태표를 활용하는 가장 중요한 이유는 안 좋은 회사를 걸러내고 좋은 회사들을 선별하기 위함입니다. 투자자로서 다음 세 가지 주안점을 두고 살펴보면 좋습니다.

첫 번째 주안점으로는 ‘투자를 고려할 수 있는 회사인가?’입니다. 이는 최소한 ‘투자 대상’으로 고려할 수 있는지에 대한 기본적인 스크리닝이라고 보시면 됩니다. 스크리닝에 대한 기준을 스스로 세우셔야 하지만, 가치투자자는 잃지 않는 투자가 우선이라는 점에서 안정성 지표와 활동성 지표를 유심히 봐야 합니다.

안정성 지표로는 ‘부채비율’을 많이 봅니다. 부채비율란, 부채에서 자본을 나눈 것인데, 주주들의 자금인 ‘자본’ 대비 채권자들의 자금이 ‘부채’로 몇 퍼센트 쓰고 있는지를 체크하는 것입니다. 당연히 채권자 자금 비율이 낮은 게 좋기 때문에 부채비율은 75% 이하, 많아도 100% 이하인 것이 좋습니다. 부채비율이 낮고, 현금이 많다면 안정적인 편입니다.

활동성 지표로는 ‘매출채권 회전율’이 대표적입니다. 매출채권이란, 고객에게 제품을 주었지만 돈은 아직 못 받은 상태, 즉 외상매출금이라고 보시면 됩니다. 매출채권 회전율은 매출액을 매출채권으로 나눈 것이고, 이는 매출채권이 얼마나 빨리 회수되는지를 체크합니다. 당연히 외상이 많은 것보다는 적은 것이 좋기 때문에 매출채권 회전율은 높은 것이 좋습니다.

중요한 것은 이 지표들이 최소한의 기준이라는 것입니다. 이 최소한의 기준들도 맞추지 못하는 기업들은 관심을 가지지 않는 것이 좋습니다.

두 번째 주안점으로는 ‘좋은 회사인가?’를 파악하는 것입니다. 첫 번째 기준을 통과한 회사들 중에서 정말 훌륭한 회사인지를 파악하기 위해 분석하는 것인데, 재무상태표와 손익계산서를 동시에 봐야 합니다. 자본과 자산의 효율적인 사용을 통해 수익성 있는 사업을 영위하고 있는지를 확인하기 위함입니다. 여기서는 ROE와 ROA가 제일 중요한데, 이 지표들은 중요하기

때문에 뒤에서 따로 설명하겠습니다.

세 번째 주안점은 ‘숨겨진 가치가 있는가?’를 체크하는 것입니다. 회사가 시가총액에 육박하는 대규모 현금을 보유하고 있는 경우는 일단 안정적인 동시에 조금만 영업이 좋아지면 주가가 오를 가능성이 큰 회사입니다. 재무상태표에는 취득 당시의 가격으로 기록되어 있는 부동산이 알고 봤더니 엄청난 가치를 가지고 있는 경우도 많습니다. 업무 이외의 용도로 보유하고 있는 토지나 건물은 유심히 봐야 합니다. 알짜 자회사가 있는지를 파악하는 것도 중요합니다. 자회사 지분가치가 얼마로 반영되어 있는지는 재무상태표의 주석을 통해 파악할 수 있고, 이를 현재 가치와 비교해보면 의외로 수확이 큰 경우가 많습니다.

단, 무조건 많다고 좋은 것은 아닙니다. 대주주 혹은 경영자가 소액주주의 가치를 훼손시키는 경우도 될 수 있기 때문에 ROE와 연계해서 생각해야 합니다.

2) 손익계산서

다음으로 봐야 하는 것이 손익계산서입니다.

손익계산서의 주요 항목

매출액		제품/서비스에 대한 대가
매출원가		생산과 관련된 비용
	재료비	생산에 소요되는 부품/재료 비용
	인건비	생산 인력의 임금
	감가상각비	생산 시설의 감가상각비
	기타비	생산과 관련된 기타비용
매출총이익		=매출액-매출원가
판매관리비		본사 비용
	인건비	본사 인력의 임금
	감가상각비	본사 및 관리시설의 감가상각비
	광고선전비	제품/서비스에 대한 광고선전
	판매비	판매와 관련된 비용
	관리비	관리 비용
	기타비	기타
영업이익		=매출총이익-판매관리비
영업외이익		영업외 이자수익, 환이익 등
영업외비용		영업외 이자비용, 환손실 등
세전이익		=영업이익+영업외이익-영업외손실
법인세		=세전이익*법인세율
순이익		=세전이익-법인세

출처: 필자 작성

손익계산서는 특정 기간(분기 혹은 연간) 회사가 얼마의 매출을 올렸고, 얼마의 비용을 써서 얼마의 이익을 남겼으며(영업이익), 영업 외로 손익이 어떻게 나오고 세금을 얼마나 내서 최종 이익이 얼마인지(순이익)를 주주와 채권자들에게 보여주는 재무제표입니다. 운동선수로 비유하자면, 그해 시합에 나가서 어느 정도의 실적을 올렸는지를 보여주는 것입니다.

손익계산서는 재무제표와 마찬가지로 대응이 중요합니다. 수익과 비용은 정확히 대응해야 합니다. 수익과 비용이 대응되지 않으면, 분식 등의 회계 조작 가능성이 큼니다. 수익과 비용은 발생한 기간에 맞춰 배분해야 하고, 상각되는 자산은 기간을 안분해야 합니다.

손익계산서를 볼 때의 주안점은 두 가지입니다.

첫 번째로는, '투자를 고려할 수 있는 회사인가?'의 관점에서 업종별로 다르지만, 이익률이 너무 낮은 회사는 작은 변화에도 민감할 수 있기 때문에 기본적으로 매출총이익률과 영업이익률이 높은 회사들이 좋습니다. 즉, 성장하는 회사여야 합니다. 특히 매출액 증가율이 중요한데, 매출액이 증가하지 못하는 회사는 필연적으로 수익성이 훼손될 가능성이 높기 때문입니다. 우리는 채권에 투자하는 것이 아닙니다. 기업에 투자하는 목적은 성장의 과실을 나누기 위함입니다.

두 번째로는, '좋은 회사인가?'를 파악하는 관점에서 살펴봐야 합니다. 재무상태표에서 말씀드린 것과 마찬가지로 좋은 회사인지를 파악하기 위해선 주요 재무제표를 동시에 봐야 합니다. 손익계산서 측면에서는 경쟁환경 속에서도 지속 가능한 수익을 창출할 수 있느냐의 여부, 즉, 경제적 해자가 있느냐에 집중해야 합니다. 좋은 사업을 하고, 경쟁력 있는 회사는 기본적으로 양호한 매출총이익률과 영업이익률을 기록하고 있고, 자산을 통해 충분한 수익성을 내고 있어 높은 ROE와 ROA를 보여 줍니다. 이익의 질을 파악하기 위해서는 현금흐름표를 같이 살펴보아야 합니다.

3) 현금흐름표

현금흐름표의 주요 항목

영업활동으로 인한 현금흐름	(1)
당기순이익	
현금유출이 없는 비용등가산	ex) 감가상각비
현금유입이 없는 수익등차감	ex) 사채상환 이익
영업활동으로 인한 자산부채 변동	ex) 운전자본 변동
투자활동으로 인한 현금흐름	(2)
투자활동 현금유입액	ex) 금융자산 처분
투자활동 현금유출액	ex) 유형자산 취득
재무활동으로 인한 현금흐름	(3)
재무활동 현금유입액	ex) 사채 발행
재무활동 현금유출액	ex) 차입금 감소
현금의 증가	(4) = (1)+(2)+(3)
기초현금	(5)
기말현금	(6) = (4) + (5)

출처: 필자 작성

현금흐름표는 특정 기간(분기 혹은 연간) 회사가 현금을 어떻게 만들었고, 어떻게 사용했는지를 보여줍니다. 장부상의 이익이 아닌 실제 현금의 창출 및 사용을 보여주는 것이라는 점에 강점이 있습니다. 운동선수로 비유하자면, 시합에 나가서 성적을 올린 후 실제로 얼마의 상금을 받았고, 관련해서 현금 비용을 얼마나 지출했는지를 보여주는 것입니다.

현금흐름표의 원리 중 가장 중요한 것은 ‘이익과 현금은 다른 것’이라는 점입니다. 손익계산서에서 매출이 발생했고, 이익이 나왔지만 실제로 외상매출금이 많아서 현금이 없어 부도나는, 소위 흑자 부도의 사례도 많습니다. 상대적으로 회사에서 이익은 조작하기 쉬우나 현금은 상대적으로 조작하기 어렵다는 점에서 현금흐름표가 중요합니다. ‘이익은 의견이고, 현금은 사실이다’라는 유명한 격언이 그냥 나온 말이 아닌 것이죠.

현금흐름표를 볼 때의 주안점은 다음 두 가지입니다.

첫 번째로 ‘투자를 고려할 수 있는 회사인가?’의 관점에서 이익은 만들 수 있지만, 현금은 상대적으로 만들기 어렵기 때문에 현금창출 능력을 점검해야 합니다. 전체적으로 이익보다 현금흐름이 많은 것이 좋지만, 장기 기업가치를 높이기 위해 단기 이익을 훼손시키고 투자를 많이 하거나 고객을 확보하기 위해 지출하는 경우도 많기 때문에 종합적으로 고려해야 합니다.

두 번째로 ‘좋은 회사인가?’라는 관점에서 성장을 위해 계속 투자해야 하는 회사는 주주들에게 돌아오는 과실이 적기 때문에 주의해야 합니다. 이익에 비해 시설투자비용 규모가 어느 정도인지를 점검해야 합니다. 이익이 발생하면, 배당을 늘리거나 미래를 위해 투자를 하거나 차입금을 갚거나 하면서 주주가치를 증대시키는 회사가 좋습니다.

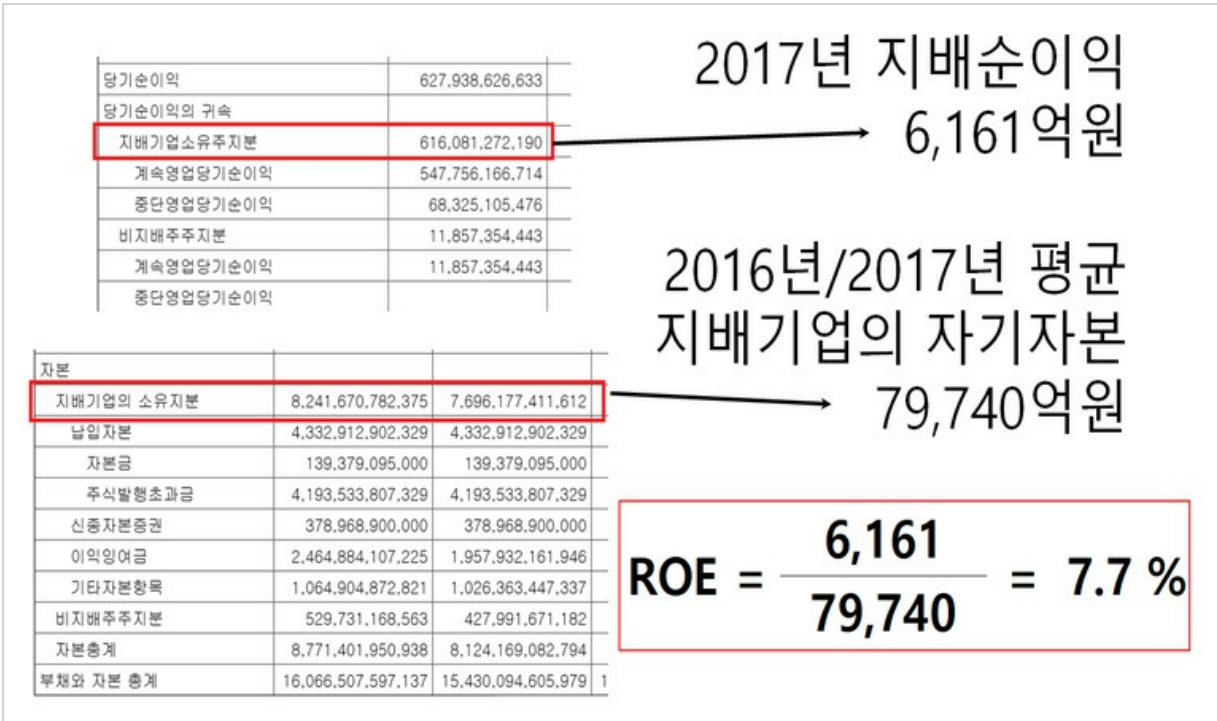
4) ROE

재무상태표와 손익계산서 설명에서 가장 중요하게 볼 지표의 하나로 ROE를 말씀드렸습니다. ROE는 상당히 중요한 지표이니 좀 더 자세히 설명 드리겠습니다. ROE는 ‘Return On Equity’의 약자로 ‘자기자본이익률’이라고도 하며 자본을 통해 얼마의 이익을 내는지 측정하는 지표라고 설명한 바 있습니다. 계산은 순이익을 자기자본으로 나누어 값을 구합니다. 여기서 순이익은 연결 자회사들의 지분율을 반영한 지배기업의 소유주지분 순이익이고, 자기자본도 지배기업의 소유지분 자본을 의미합니다. 즉, 해당년도 말 자기자본을 쓰거나 혹은 해당년도 및 전년도말 평균 자기자본을 쓰면 됩니다.

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

앞서 예를 들었던, 이마트의 ROE를 한번 계산해볼까요. 2017년 지배주주 순이익이 6,161억원이고, 2016년과 2017년의 평균 지배기업 자기자본은 79,740억원입니다. 그렇게 되면 ROE는 7.7%로 계산됩니다.

이마트의 ROE 계산 사례



출처: 필자 작성

ROE가 중요한 이유는 ROE가 회사의 경쟁력을 가장 쉽게 보여주는 지표이기 때문입니다. 예를 들면, ROE 20%라는 것은 연 20%의 수익률을 내는 사업이라는 의미입니다. 그 정도의 우수한 사업이라면 경쟁자들이 진입하기 시작하고, 그에 따라 가격경쟁 등이 시작되어도 여전히 20% 수익률을 낼 정도라면, 경쟁자가 진입하기 어렵고 진입하더라도 이 회사의 경쟁력으로 이익이 훼손되지 않음을 의미하는 것이거든요.(앞에서 '경제적 해자'를 이야기할 때에도 언급되었던 개념이죠.)

ROE는 또한 경영진이 사업을 성장시키기 위해 자본을 어떻게 활용하고 있는지도 잘 보여주는 지표입니다. 지속적이고, 상승하는 ROE는 회사가 주주가치를 창출하는 데 뛰어나다는 것을 의미하지요. 왜냐하면, 회사가 이익을 현명하게 재투자하여 생산성과 이익을 높이는지를 알고 있기 때문입니다. 반대로 ROE가 하락한다면, 경쟁력이 훼손되거나 경영진이 생산성이 낮은 자산에 자본을 재투자하는 어리석은 결정을 내린 것으로도 해석할 수 있습니다.

ROE는 단순하게 현재의 숫자만을 보는 것이 아니라, 다양한 각도에서 분석하고 해석해야 합니다. 예를 들면, ROE에 대해서 다음과 같은 질문을 던져봐야 합니다.

- 절대적으로 높은 ROE를 보이는가?
- 과거 ROE와 비교해 높아지는가, 낮아지는가?
- 업계 평균과 비교해서 높은 ROE를 보이는가?
- ROE가 꾸준한가, 아니면 변동성이 큰가?
- ROE를 움직이는 변수가 무엇인가?

ROE를 분석할 때의 유의할 점 중의 하나는 ROE를 COE와 비교해야 한다는 것입니다. COE는 'Cost of Equity'의 약자로 '자본의 조달비용'을 의미하는데, ROE가 COE보다 크다는 것은 자본을 조달한 비용보다 자본으로 창출한 수익이 크기 때문에 자본을 사용하는 것이 가치를 창출하고 있다고 해석할 수 있습니다. 반대로 ROE가 COE보다 낮다면 가치를 파괴하고 있다고 해석할 수 있고요. 위험도가 다소 큰 사업은 통상 COE가 높기 때문에 ROE도 평균적으로 높아야 합니다.

ROE가 장점만 있을까요? 한계도 있기 때문에 주의도 필요합니다. 우선 자사주 매입에 의해 왜곡될 수 있습니다. 자본으로 자사주를 매입해서 소각한다는 것은 자기자본(분모)을 감소시켜 ROE를 높이는데, 지나칠 경우 재무 건전성을 해칠 수 있습니다. 또한, ROE는 무형자산을 고려하지 못할 수 있습니다. 영업권, 상표권, 저작권, 특허권 등은 자본으로 제대로 평가 받지 못함으로써 ROE를 계산할 때 누락되기 쉬운데, 무형자산의 비중이 큰 기업의 가치를 판단할 때 잘못된 판단을 이끌 수 있으니 유의해야 합니다.

[와이민이 꼭! 읽어주는 투자 공부법]

가치투자를 하는가 게으름 투자를 하는가

투자 구루들이 많이 하는 이야기가 있습니다. “좋은 주식을 사서 장기로 투자하라”라고 말이죠. 이 말을 들은 대부분 초보 투자자들의 반응은 이렇습니다. “장난해? 좋은 주식을 발견할 수 있어야 하지!” 혹은 “장기라면 얼마나 장기인데? 아끼다가 똥 되지!” 등입니다. 사실 ‘좋은 주식을 사서 장기로 투자하라’는 이 오래된 경구는 가치투자를 함축적으로 나타낸 말이기도 하지만, 투자자에게 있어 가장 조심해야 할 말이기도 합니다.

이 말에서 투자자들이 가장 조심해야 할 부분은 좋은 주식을 발견하고 보유‘만’ 하면 된다고 오해하는 것입니다. 물론, 이 말은 기본적으로 좋은 주식을 사라는 전제가 있어 이를 충족하는 좋은 주식이라면 시간이 지나면서 스스로의 가치를 발현하게 되죠. 문제는 우리는 워런 버핏이 아니라는 것입니다. 아니, 심지어 워런 버핏도 잘못된 주식(예를 들면, BH 혹은 Dexter Shoes)으로 고생한 경우가 많습니다.

“좋은 주식을 사서 장기로 투자하라”는 말 속에는 ‘주기적으로 체크하라’는 말이 숨겨져 있습니다. 세계 제일의 투자가도 실수하는 마당에 일반적인 개인 투자자들은 그보다 실수할 확률이 높습니다. 그렇게 때문에 매우 큰 안전마진을 찾아야 하고, 분산투자를 해야 하고, 장기투자를 해야 하는 것입니다만, 그럼에도 여전히 실수는 피할 수 없습니다.

장기투자의 기본은 좋은 주식이어야 하고, 정말로 그것이 좋은 주식이었는지 실수였는지 주기적으로 가치를 재산정해봐야 합니다. 다시 체크했을 때도 여전히 좋은 주식이라면 지속적으로 보유해야 하고, 만약 실수였음이 판명되면 당연히 그 시점에서 팔아야 합니다. 그런데, 우리는 이것을 잘하지 못합니다.

가치투자자들이 주식을 매수하였다고 하면, 기본적으로 상당한 리서치를 했을 가능성이 높습니다. 그렇게 노력을 한 끝에 매수한 주식이라면, 자기 확신도 큰 편입니다. 자기 확신이 큰 주식이 자기의 판단과는 달리 하락하게 되면, 통상적으로 시장이 주식의 가치를 몰라주

고 있다고 생각하면서 소위 말하는 '존버' 상태에 들어가게 됩니다. 그렇게 해서 성공한 경우도 있겠지만, 실제로는 시장이 옳아서 자신의 판단이 실수였을 수도 있고, 처음 매수했을 때보다 기업가치가 훼손되고 있어 주가 하락이 정당화되는 경우도 있습니다.

투자자들은 어느 순간 놓아버립니다. '원래 좋은 기업이었고, 지금은 일시적으로 어려움을 겪고 있지만, 상황이 달라지면 기업가치를 회복할 것이고 주가도 오를 거야'라고 생각합니다. 이것은 가치 판단이 아닌 믿음이고, 자기 최면에 빠지는 것입니다. 이때부터는 자기 판단에 부합하는 정보만을 수용하고, 분기 보고서나 뉴스 등이 기업가치가 하락하고 있음을 보여줘도 애써 무시하기 시작합니다.

가치투자라는 명분으로 시작했지만, 주식을 방치하는 것으로 변질되었고, 주식을 매수할 당시의 열정적인 '리서치'는 어느새 믿고 싶어 하는 판단의 근거만을 수집하는 '서치'로 바뀌게 됩니다. "이번 분기에는 이런 일 때문에 실적이 안 나온거야. 다음 분기에는 달라질거야..."라고 간단하게 분석하고 끝내버립니다. 자신이 알고 싶지 않은 현실과 자신의 판단을 부정하는 근거와 직시하기를 두려워하는 것이죠.

이는 솔직히 제가 가장 잘 빠지는 오류이기도 합니다. 좋은 기업이 계속 좋은 기업일 것이라는 믿음하에 모든 부정적인 시그널을 애써 외면하면서 게을러집니다. 찰리 멩거는 "자신의 마음을 바꾸어 자신이 가장 사랑했던 아이디어를 파괴할 수 있는 자기비판 능력을 갖추어야 한다"고 말했습니다. 자기비판을 하려면 끊임없이 새로운 정보를 수용하는 노력이 필요한데, '의도적으로' 게을러지면서 새로운 정보의 유입을 막는 것이죠. 가치투자자가 가장 경계해야 할 것 중의 하나가 바로 게으름입니다.

여러분은 가치투자를 하고 계신가요? 아니면, 게으름 투자를 하고 계신가요?