

단단한 투자를 위한 탄탄한 기본기

현명한 초보 투자자의 주식 공부



5

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



5

와이민(송선재) 지음

세상에 이런 주식 공부는 없었다!

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

5화. 적정 주가를 산정하는 법 1

이번 장에서는 자료를 조사하고 보는 법과 가치평가Valuation를 통해 적정 주가를 산정하는 법을 배워보겠습니다. 산업 및 기업 분석을 위해 자료를 어떻게 찾고, 어떤 점을 봐야 하는지를 배우고, 재무 분석과 자료 리서치를 통해 실제로 가치평가를 통해 적정 주가를 산정해보겠습니다. 우리의 궁극적인 목표는 주식 투자 홀로서기입니다. 홀로서기를 위한 방법론에 집중합니다.

자료를 조사하고 보는 법

먼저, 자료 조사는 왜 해야 할까요? 자료 조사를 통해 분석하는 것을 우리는 ‘리서치research’라고 합니다. 리서치는 서치search와 다른 말이지만, 서치를 기본으로 합니다. 리서치의 기본은 서치이고, 서치를 한 후 이를 토대로 다시re 분석하는 것이 리서치인 것이죠. 리서치의 궁극적인 목표는 산업과 기업에 대한 이해를 기반으로 실적을 추정하여 적정 가치를 계산하고, 미래 주가를 예상하기 위한 관련 자료를 구하고 분석하는 것입니다.

리서치의 기본인 서치는 어떤 회사인지를 이해하는 것을 말합니다. 관심이 가는 회사를 발견하면 기본적으로 전자공시시스템DART에 들어가서 사업보고서를 읽어보고, 회사가 어떤 일을 하는지를 살펴보는 과정이죠. 그리고 나선 회사의 내부자가 아닌 외부자가 작성한 보고서를 통해 다양한 시각을 공부해야 합니다. 즉, 서치는 기본적으로 자료를 찾는 활동을 포괄합니다.

자료를 찾았으면 이제 분석을 해야겠지요. 분석을 위한 자료의 종류는 무궁무진합니다. 기본적으로 가장 좋은 것은 회사의 사업보고서와 IR 자료입니다. IR이란, ‘Investor Relation’의 약자로 말 그대로 ‘투자자들과의 관계’를 위한 설명회이고, 그때 쓰이는 것이 IR 자료입니다. IR 자료는 회사 스스로가 자기를 알리기 위해 만든 것으로, 회사를 이해하기는 좋으나 전체적으로 좋은 면만 부각되는 경향이 있습니다. IR 자료는 회사의 의견보다는 과거 경영 성과에 대한 데이터data를 얻고, 미래 경영 계획에 대한 가이드선sguidance를 얻기 위해 보

는 것이 좋습니다. 하지만 회사의 목표 및 계획과 실제의 달성 여부는 다른 문제임을 잊지 말아야 합니다.

애널리스트 보고서를 읽는 것도 좋습니다. 애널리스트는 증권사에서 고객들을 위해 기업과 주식에 관한 보고서를 작성합니다. 애널리스트들이 작성하는 산업 및 기업 분석 보고서는 많은 정보를 담고 있어 관심 있는 주식을 분석하는 데 도움이 됩니다. 하지만 애널리스트 보고서도 결국엔 애널리스트 '개인'의 의견이기 때문에 참고로만 활용하고, 최종 투자의 판단은 투자자들의 몫입니다. 투자 의견과 목표 주가만 보지 말고, 기업을 이해하는 데 필요한 각종 정보와 데이터를 얻고, 애널리스트가 이 기업을 좋게 혹은 나쁘게 보는 근거와 논리logic을 살펴보는 것이 좋습니다. 무엇보다 본인 자신의 판단과 비교하면서 보는 것이 좋습니다. 비판적 글 읽기가 필요합니다. 또, 애널리스트별로 실력 차이가 있어 신뢰할 만한 애널리스트 보고서를 선별하는 것도 중요합니다.

이밖에 은행·신용평가사·대기업 경영연구소 등에서 기업들에 대한 보고서를 작성하고, 이를 외부에 공개하기도 합니다. 전문 리서치 회사들이 각 산업에 속한 고객들을 위해 작성한 산업 조사 자료들이 있는데, 통상적으로 유료가 많습니다. 그리고, 이런 곳들은 주식 관점의 접근이 아닌 산업/전략/여신의 관점에서 보고서를 작성하기 때문에 이 점을 염두에 두고 살펴보아야 합니다.

◆ 주요 은행 부설 연구소

- 하나금융경영연구소 <http://www.hanaif.re.kr>
- KB경영연구소 <http://www.kbfg.com>
- 우리금융경영연구소 <http://www.wfri.re.kr>
- IBK경제연구소 <http://research.ibk.co.kr>
- KDB미래전략연구소 <https://rd.kdb.co.kr>
- 수출입은행해외경제연구소 <http://keri.koreaexim.go.kr/>

◆ 주요 신용평가사

- 한국신용평가 <http://www.kisrating.com/research/>
- NICE신용평가 <http://www.nicerating.com/>

- 한국기업평가 <http://www.rating.co.kr/>
- 서울신용평가정보 <http://www.scri.co.kr>

◆ 주요 그룹 경제 연구소

- LG경제연구원 <http://www.lgeri.com>
- 현대경제연구원 <http://www.hri.co.kr/>
- 포스코경영연구원 <http://www.posri.re.kr/>
- 현대차그룹 글로벌 경영연구소 <http://gbic.hyundai.com/>

◆ 전문 연구기관

- 산업연구원 <http://www.kiet.re.kr>
- 한국개발연구원 <http://www.kdi.re.kr>
- 한국금융연구원 <http://www.kif.re.kr>
- 전국투자자교육협의회 <https://www.kcie.or.kr>
- 한국무역협회 <http://www.kita.net>
- 대외경제정책연구원 <http://www.kiep.go.kr>
- 대한무역투자진흥공사 <https://www.kotra.or.kr>

기업 리포트를 구할 수 있는 웹사이트들도 있습니다. 일단 유료 사이트들은 자료가 많지만 비싼 편입니다. 대표적인 곳이 리포트 유통 채널인 에프앤가이드Fnguide와 와이즈에프엔 Wisefn, 한국기업데이터가 운영하는 케이리포트Kreport가 있습니다. 그 밖에 각 증권사 홈페이지에서도 기업 리포트를 구할 수 있습니다. 무료 사이트들은 공짜이긴 하지만 없는 자료도 있고 손품을 많이 팔아야 합니다.

◆ 기업 리포트를 구할 수 있는 웹 페이지

유료 사이트

- 에프앤가이드 <http://www.fnguide.com/>
- 와이즈에프엔 <http://corp.fnguide.com/>
- 케이리포트 <http://www.kreport.co.kr/>
- 그 밖에 각 증권사 홈페이지

무료 사이트

- 전자공시시스템DART <http://dart.fss.or.kr/>
- 한국거래소전자공시홈페이지KIND <https://dev-kind.krx.co.kr/>
- 네이버금융 <https://finance.naver.com/>
- 한국IR협의회 <http://www.kirs.or.kr/>
- 한경컨센서스 <http://hkconsensus.hankyung.com/>
- MK증권 <http://vip.mk.co.kr/>
- 그 밖에 각 회사 IR 홈페이지

기업 실적의 핵심 팩터 찾기

자료 찾을 때는 무턱대고 찾을 것이 아니라 핵심적인 자료들을 위주로 선별해야 합니다. 산업별·회사별로 수익을 결정하는 핵심 팩터Key Factor들이 무엇인가를 먼저 파악해야 하고, 자질구레한 데이터로 시간을 낭비하기보다는 핵심 데이터 위주로 찾고 관리하는 것이 효율적입니다. 애널리스트 리포트를 포함해서 모든 자료를 볼 때는 핵심 데이터가 무엇인지를 파악하려고 노력해야 합니다.

여기서 말하는 핵심 데이터란, 무엇보다도 매출액이 어떻게 발생하는지가 중요합니다. 매출액에서 모든 사업이 시작되기 때문이죠. 매출액 결정 변수 중 변동될 수 있는 것을 최대한 찾고, 그 변화의 흐름을 예상하는 것이 결국 미래 가치를 추정하기 위한 핵심입니다. 비용에서 중요하게 체크해야 할 것이 무엇인지는 그다음이지요. 이러한 자료 조사의 궁극적인 목적은 아래 그림과 같이 미래의 실적을 추정하여 기업가치를 계산해보기 위함입니다.

이마트의 과거 실적 및 미래 추정치를 나타낸 표

주요재무정보	연간							
	2013/12 (IFRS연결)	2014/12 (IFRS연결)	2015/12 (IFRS연결)	2016/12 (IFRS연결)	2017/12 (IFRS연결)	2018/12(E) (IFRS연결)	2019/12(E) (IFRS연결)	2020/12(E) (IFRS연결)
매출액	130,353	131,536	136,400	146,151	158,767	168,571	179,941	189,806
영업이익	7,351	5,830	5,038	5,686	5,669	5,630	6,339	6,867
영업이익(발표기준)	7,351	5,830	5,038	5,469	5,669			
세전계속사업이익	6,491	4,238	6,938	5,068	7,514	6,446	6,734	7,344
당기순이익	4,762	2,919	4,559	3,816	6,279	4,872	5,037	5,480
당기순이익(지배)	4,672	2,900	4,547	3,762	6,161	4,721	4,919	5,369
당기순이익(비지배)	90	19	12	54	119			
자산총계	130,518	138,275	144,938	154,301	160,665	168,429	172,402	178,006
부채총계	63,539	67,677	72,544	73,059	72,951	74,187	75,382	75,894
자본총계	66,979	70,597	72,394	81,242	87,714	92,598	97,079	102,214
자본총계(지배)	65,680	69,078	69,861	76,962	82,417	86,142	90,488	95,459
자본총계(비지배)	1,299	1,519	2,533	4,280	5,297			

출처: 네이버금융

가치평가를 통해 적정 주가 산정하는 법

초보 투자자들이 오해하는 것 중의 하나는 ‘좋은 기업=좋은 주식’으로 생각하는 것입니다. 이는 대체로 맞는 생각입니다만, 항상 맞는 것은 아닙니다. 좋은 기업이 무조건 좋은 주식인 이유는, ‘가치평가’라는 비교가 들어가기 때문입니다.

가치평가란 영어로는 ‘Valuation’인데요. Value라는 가치를 뜻하는 명사에 -ation이라고 어미가 붙은 단어입니다. 즉, ‘가치’를 ‘평가하는’ 행동인 것이죠. 가치평가란 결국, ‘자산의 적정 가치를 평가해서 현재 주가와 비교함으로써 투자 여부를 결정하기 위한 기준을 설정하는 것’이라고 설명할 수 있습니다. 그냥 한마디로 쉽게 표현하면, ‘적정 주가를 계산하는 것’을 말합니다.

가치평가 방법은 정말 많습니다. 이 책에서는 다양한 가치평가 방법들 중에서 많이 쓰이고, 상대적으로 이해하기 쉬운 PER와 PBR 위주로만 살펴보겠습니다. 다른 방법들까지 모두 말

씀드리면, 어렵다고 중도에 포기하실지도 모르니까요.

1) PER

많은 분들이 한 번 이상은 들어보셨을 PER는 역시 가장 일반적으로 쓰이는 가치평가 방법입니다. PER은 'Price to Earnings Ratio'의 약자로 '주가이익배수'라고 합니다. PER는 한 해 이익의 몇 배에서 주가가 거래되고 있는지를 가늠하는데, 회사가 매년 벌어들이는 순이익(또는 주당순이익)이 몇 년 동안 지속되면 현재의 시가총액(또는 주가)이 되느냐를 의미하는 지표입니다. 당연히 그 기간이 짧으면 짧을수록 좋기 때문에 PER는 기본적으로 낮으면 저평가된 것으로 판단합니다. 중요한 것은 얼마나 낮으냐가 저평가 기준이고, 그렇기 때문에 비교 기준이 필요합니다. 계산식은 아래와 같습니다. 여기서 EPS는 'Earnings Per Share'의 약자로 '주당 순이익'을 말하는데, 순이익을 주식 수로 나눈 값입니다.

$$\text{PER} = \frac{\text{주가}}{\text{EPS}} = \frac{\text{시가총액}}{\text{순이익}}$$

PER의 비교 기준은 크게 두 가지인데, '과거 시계열 비교'와 '유사기업 비교'입니다. 과거 시계열 비교는 회사가 크게 바뀌지 않았으면, 과거 평균값과 유사한 수준의 PER를 유지해야 한다는 논리입니다. 유사기업 비교는 비슷한 사업을 하는 기업들은 비슷한 PER를 기록해야 한다는 논리인데, 유사기업의 평균값에 해당 기업만의 고유한 요인들을 할증Premium·할인Discount 후 반영해 비교합니다.

PER를 이용해서 적정 주가를 산정하려면(=가치평가를 하기 위해서는) 두 가지 데이터가 필요합니다. '예상 EPS'와 '적정 PER'가 바로 그것이죠. 예상 EPS는 실적 추정을 통해 산출하는데, 직접 하기 어렵다면 네이버금융 등에서 구할 수 있는 애널리스트 컨센서스 정보를 활용하는 것도 방법입니다. 하지만 애널리스트들이 분석하지 않는 기업은 예상 EPS를 구하기 힘들기 때문에 직접 계산해야 합니다.

적정 주가 = 예상 EPS * 목표 PER

PER를 이용한 가치평가는 단순해 보입니다. 곱하기만 하면 되기 때문이죠. 하지만 그만큼 실수할 가능성도 큽니다. PER를 통한 적정 주가 계산에 실수가 많은 것은 모든 것이 가정이기 때문입니다. 예상 EPS는 향후 1년 혹은 몇 년 후의 실적 예상치를 기반으로 하고, 목표 PER는 유사기업 혹은 과거 평균 혹은 내 자신이 정한 목표치입니다. PER를 사용하여 가치평가를 할 때는 이를 충분히 고려해야 합니다.

실제로 PER를 이용해 적정 주가를 계산하는 사례를 들어 보겠습니다. 앞서 예로 들었던 이마트 사례로 계산을 해보죠. (참고로 이마트에 대한 투자 판단을 하려는 것이 절대 아니니, 이 사례는 적용 예시로서만 봐주세요.)

먼저, '과거 시계열 비교'를 통해 적정 주가를 계산해보겠습니다. 네이버금융에서 이마트를 찾아보면, 아래와 같이 EPS 추정치가 나옵니다. 향후 2년 평균 EPS가 17,291원이고, 과거 5년 치 평균 PER를 적용해보면 14.6배입니다. 이를 곱해보면, 적정 주가는 251,819원으로 계산됩니다. 과거 3년 치 평균 PER를 적용해보면 12.5배이니, 적정 주가는 215,613원으로 계산됩니다.

과거 평균 PER를 이용한 적정 주가 계산 사례

EPS(원)	16,762	10,404	16,312	13,497	22,101	16,935	17,646	19,260
PER(배)	15.90	19.51	11.59	13.56	12.26	11.96	11.48	10.51
BPS(원)	235,715	247,910	250,718	276,203	295,780	309,149	324,745	342,586
PBR(배)	1.13	0.82	0.75	0.66	0.92	0.66	0.62	0.59

적정 주가 = 예상 EPS * 목표 PER

251,819 = 17,291 * 14.6 (5년)

202,500 = 현재 주가

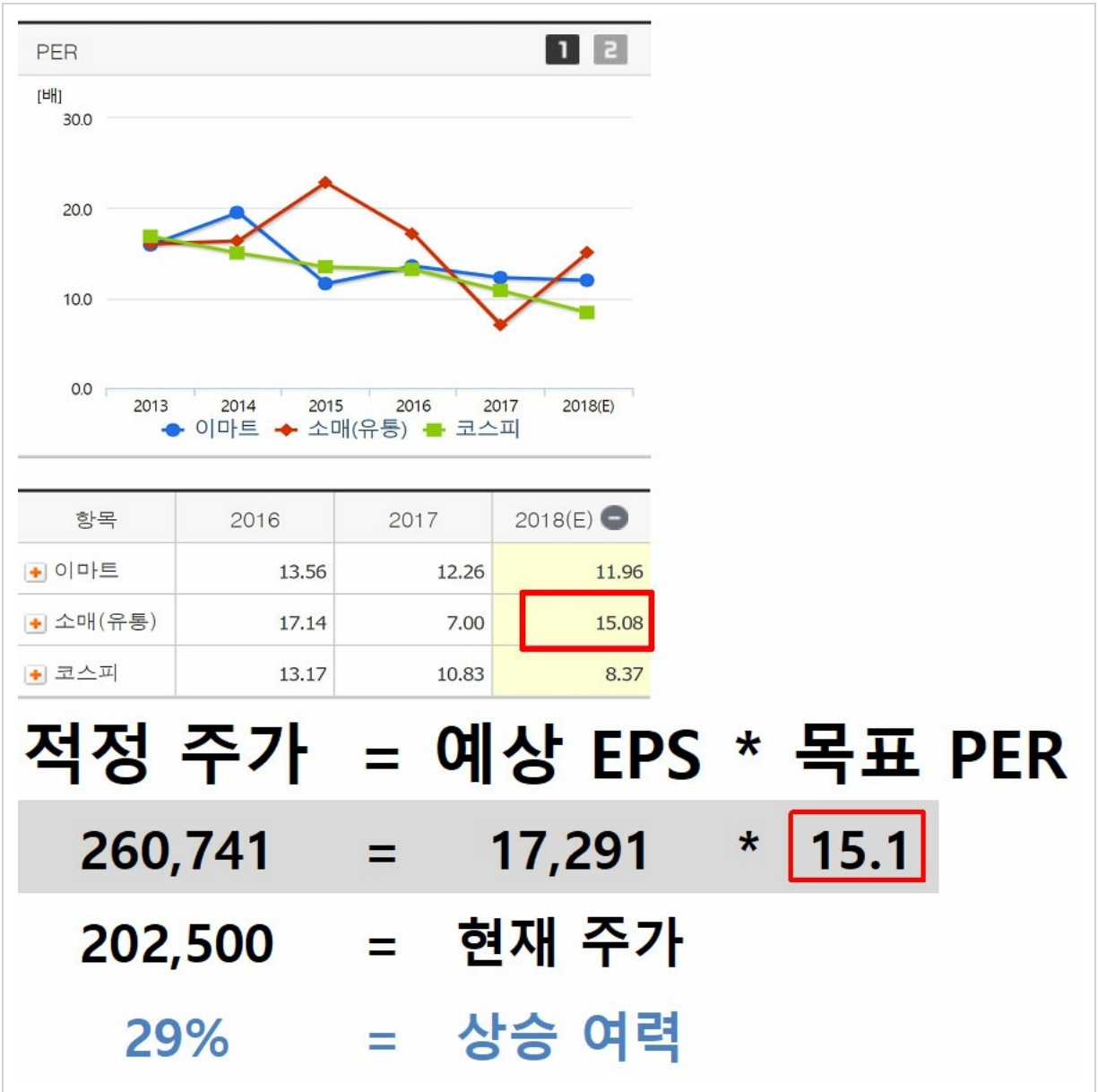
24% = 상승 여력

215,613 = 17,291 * 12.5 (3년)

출처: 필자 작성

다음으로 '유사기업 비교'를 통해 적정 주가를 계산해보겠습니다. 향후 2년 평균 EPS가 17,291원이고, 유사기업으로는 소매(유통) 기업들의 평균 PER인 15.1배(소수점 절상)를 적용하겠습니다. 그러면, 적정 주가는 260,741원으로 계산됩니다.

유사기업 평균 PER를 이용한 적정 주가 계산 사례



출처: 필자 작성

앞서 단순 PER를 적용하는 것이 아니라 기업에 맞게 할증·할인해야 한다고 말씀드렸는데, 이것이 자의적이라고 해석될 수 있으니 주의해야 합니다. 조금 어려워서 여기서는 자세히 설명은 드리지 않겠지만, 기본적으로 PER의 할증·할인 요인은 성장률, 위험, 그리고 배당입니다. 당연히 성장률이 높은 업체, 위험이 낮은 업체, 그리고 배당을 많이 하는 업체들이 유사기업 대비 할증을 받고, 반대인 회사들이 할인을 받습니다.

가치평가 방법으로써의 PER의 장점은 직관적이라는 것입니다. 예상 EPS와 목표 PER만 있다면 적정 주가를 계산할 수 있기 때문이죠. 자료를 구하기도 상대적으로 쉽습니다. 과거 시계열 자료도 있고, 유사기업을 선정하기도 편하죠. 순이익을 기반으로 하기 때문에 자산의 효율성을 이미 고려한 가치평가라는 점도 장점입니다.

반면, PER를 사용할 때 유의할 점도 많습니다. 먼저 순이익은 영업 외 요인에 의해 변동성이 크고, 순이익이 마이너스인 경우 PER를 적용하기 불가능하다는 점을 고려해야 합니다. 또한, 기업의 회계정책에 따라 순이익이 변동되기도 하고, 부도덕한 경영진에 의해 분식회계도 가능합니다. 사이클을 타는 기업의 경우 단기적인 예상 순이익보다는 한 사이클의 평균적인 순이익이 중요합니다. 비교 기준이 명확하지 않을 수도 있습니다. 유사기업이라면 어느 정도 수치가 유사해야 하고, 과거 평균을 가지고 미래에 적용할 수 있는가 등에 대한 납득이 가능해야 하기 때문입니다. 이로 인해 시장 상황에 따라 달라지는 기준이 적용되면, 자의적으로 계산될 수 있어 조심해야 합니다.

2) PBR

두 번째로 소개해 드릴 가치평가 방법은 PBR입니다. PBR은 'Price to Book Ratio'의 약자로 '주가순자산배수'라고 합니다. PBR은 회사의 주가가 지금까지 벌어들인 순자산(=자본총계) 대비 몇 배에서 거래되고 있는지를 평가하는 지표입니다. PBR이 낮다는 것은 회사 자산 대비 낮은 평가를 받고 있다는 의미에서 저평가되었다고 해석됩니다. 계산식은 아래와 같습니다. 여기서 BPS는 'Bookvalue Per Share'의 약자로 '주당순자산'을 말하는데, 자기자본(순자산)을 주식 수로 나눈 값입니다.

$$\text{PBR} = \frac{\text{주가}}{\text{BPS}} = \frac{\text{시가총액}}{\text{자본총계}}$$

PBR를 적용하여 적정 주가를 산정하기 위해서는 두 가지 데이터, 즉 '예상 BPS'와 '적정 PBR'이 필요합니다. 예상 BPS는 실적 추정을 통해 산출하는데, 시장 컨센서스 정보를 통하거

나 과거 수치를 사용해도 되기는 합니다. BPS는 그리 크게 변동하지 않기 때문이죠.

PBR를 통한 적정 주가를 계산하는 것은 비교적 단순한 가치평가 방법이지만, 여전히 예상 BPS를 계산해야 하고, 목표 PBR을 산정하는 것에 실제적인 어려움은 있습니다. 목표 PBR은 (앞선 PER 사례처럼) 유사기업 혹은 과거 평균치 혹은 나 자신이 정한 목표치를 적용하면 되기에 상대적으로 쉬운 편이고, 예상 BPS를 계산하는 것이 조금 더 어렵습니다.

적정 주가 = 예상 BPS * 목표 PBR

정확한 실적 추정을 하지 않아도 예상 BPS를 쉽게 계산하는 방법을 소개해드리겠습니다. 먼저, BPS는 자기자본(순자산)을 주식 수로 나누는 것이기 때문에 자기자본에 대한 추정이 필요합니다. 금년 자기자본은 전년 자기자본에 순이익을 더하고, 배당을 빼면 됩니다.

배당은 전년 수준이나 혹은 회사에서 발표한 수치를 사용하면 되기 때문에 어렵지 않습니다. 예상 순이익을 계산하는 것이 어려울 수 있는데, 예상 순이익은 전년 자기자본에 추정 ROE를 곱하는 것으로 해결할 수 있습니다. ROE가 '순이익/자기자본'이기 때문입니다.

추정 ROE는 기업이 장기적으로 유지 가능한 ROE를 적용하면 되는데, 과거 10년 평균 혹은 과거 5년 평균 혹은 과거 3년 평균 등을 종합적으로 고려해서 향후 이 기업이 유지 가능하다고 생각되는 수치를 고르시면 됩니다. 물론, 변동성이 크지 않은 기업들이어야만 합니다.

자, 그럼 이번엔 PBR를 이용해 적정 주가를 계산해보겠습니다. 계속 이마트 사례로 살펴볼도록 하죠. 먼저 '과거 시계열 비교'를 통해 산정한 목표 PBR를 적용해보겠습니다. 네이버금융에서 이마트를 검색하면 아래와 같이 BPS 추정치가 나옵니다. 향후 2년 평균 BPS가 316,947원이고, 과거 5년 치 PBR 평균값을 적용하면 0.86배입니다. 이를 곱해보면, 적정 주가는 271,307원으로 계산됩니다. 과거 3년 치 PBR 평균값을 적용하면 0.78배이고, 적정 주가는 246,162원으로 계산됩니다.

EPS(원)	16,762	10,404	16,312	13,497	22,101	16,935	17,646	19,260
PER(배)	15.90	19.51	11.59	13.56	12.26	11.96	11.48	10.51
BPS(원)	235,715	247,910	250,718	276,203	295,780	309,149	324,745	342,586
PBR(배)	1.13	0.82	0.75	0.66	0.92	0.66	0.62	0.59

적정 주가 = 예상 BPS * 목표 PBR

256,727 = 316,947 * 0.81 (5년)

202,500 = 현재 주가

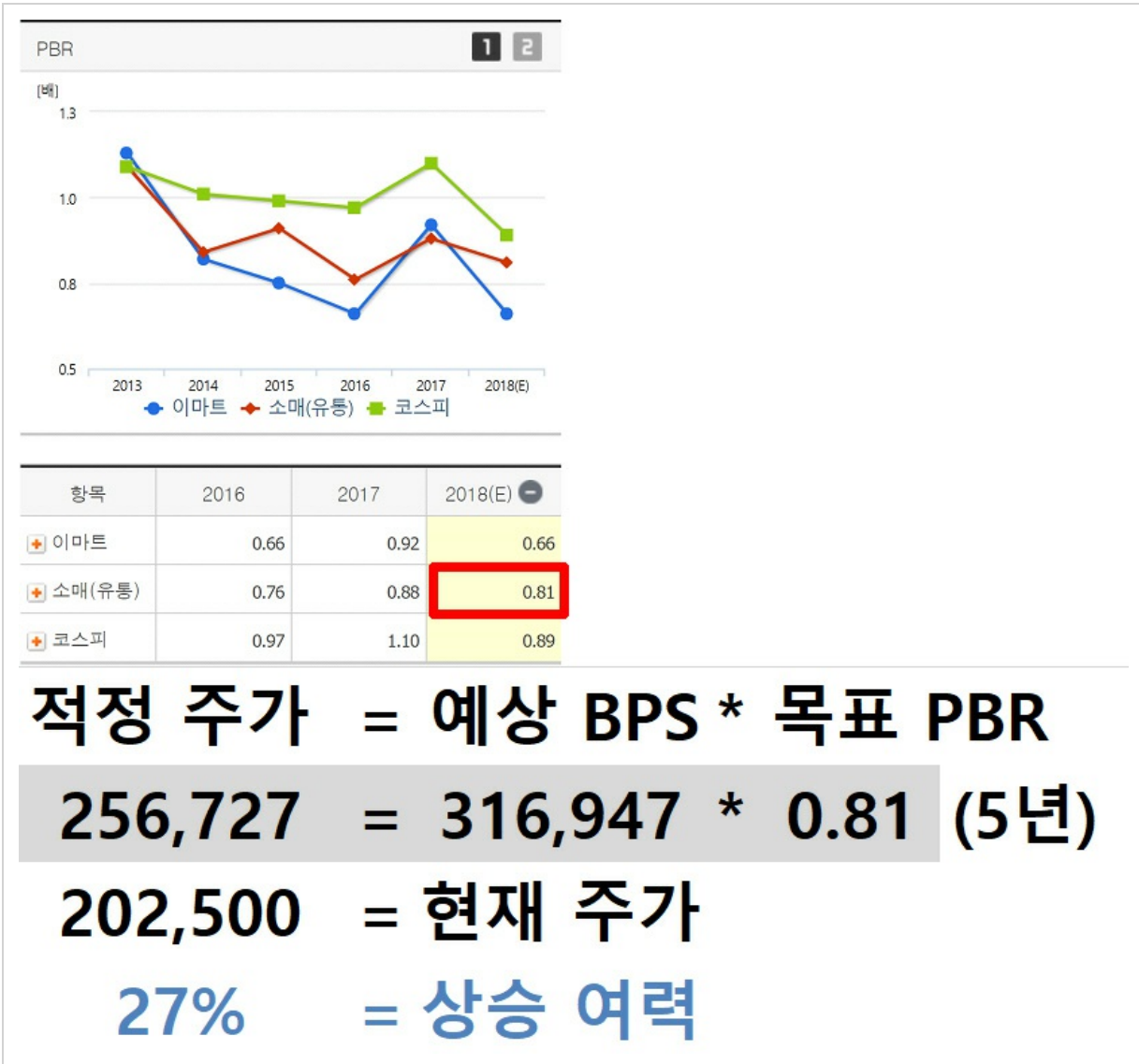
27% = 상승 여력

246,162 = 316,947 * 0.78 (3년)

출처: 필자 작성

다음으로 '유사기업 비교'를 통한 평균 PBR를 적용해 보겠습니다. 앞의 예와 마찬가지로 향후 2년간 평균 BPS로는 316,947원, 유사기업으로는 소매(유통) 기업들의 평균 PBR인 0.81 배를 적용하겠습니다. 그러면, 적정 주가는 256,727원으로 계산됩니다.

유사기업 평균 PBR를 이용한 적정 주가 계산 사례



출처: 필자 작성

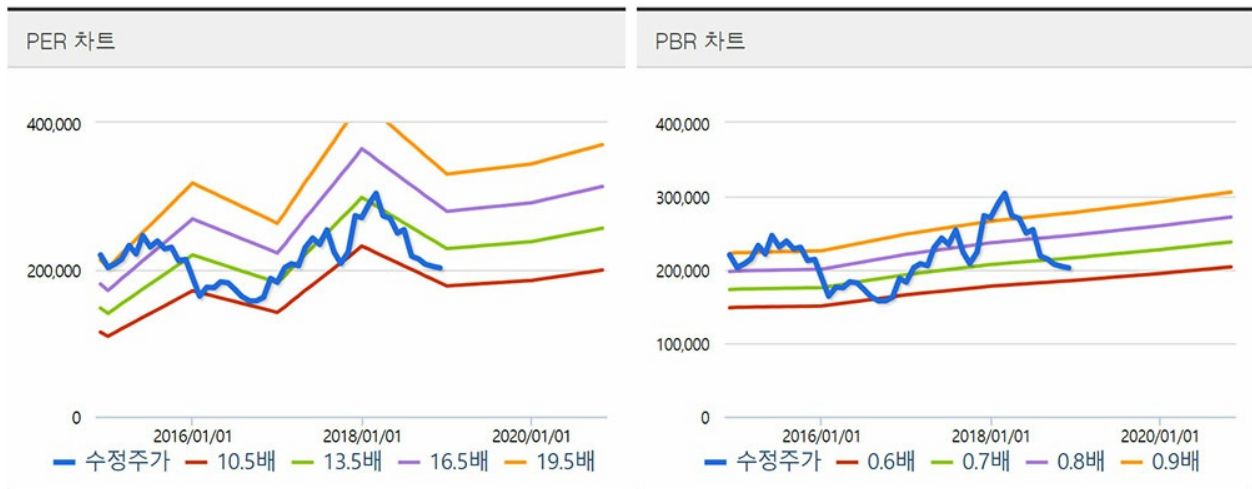
가치평가 방법으로써의 PBR의 장점은 PER와 마찬가지로 직관적이고, 간단하다는 점입니다. 그래서 자산이 핵심인 자본집약적 산업이나 보유 자산을 항상 현재 시장가격으로 평가하는 금융업에서 유용하게 사용됩니다. 단점은 역시 기업의 회계 정책과 분식 등에 의한 조작 가능성이 있고, 비교 기준이 명확하지 않으면 유용성이 떨어지며, 시장 상황에 따른 할증·할인이 자의적일 수 있다는 점입니다. 가장 중요한 단점으로 최근에 각광 받는 콘텐츠 기업이나 플랫폼 기업들과 같이 회계로 반영되지 않는 무형자산을 많이 보유한 기업들을 평가하는 데 활용하기에는 한계가 있다는 점입니다.

3) PER와 PBR의 두 가지 활용법

PER와 PBR을 좀 더 세련되게 사용하기 위해서는 '주가 밴드'를 확인하는 것과 PER과 PBR의 관계를 이해하는 과정이 필요합니다.

우선 주가 밴드라는 것은 다음의 그래프와 같이 과거 EPS(또는 BPS)를 기준으로 동일한 배수의 PER(또는 PBR)을 선으로 연결해놓은 것입니다. 통상적으로 동일 PER(또는 PBR) 선을 5개 정도 긋고, 그 중간에 주가가 움직인 모습을 보여 줍니다. 그러면, 이 회사의 주가가 과거 어느 정도의 PER(또는 PBR) 사이에서 움직였는지를 알 수 있고, 현재 주가 위치를 파악하는 데도 유용합니다. 아래 밴드차트를 보면, 이 회사의 주식은 PER을 기준으로 10배~20배 사이에서 움직였고, 가장 많이 움직인 구간은 10배~13배 사이임을 확인할 수 있습니다. PBR을 기준으로 보면, 0.6배~0.9배 사이에서 움직였습니다. 과거 PER 10배, PBR 0.6배 이하로는 주가가 가지 않았음을 통해 가치평가의 저점에 대한 아이디어도 얻을 수 있습니다.

PER과 PBR 밴드차트



출처: 네이버금융

PER과 PBR의 관계를 이해하면, 각 가치평가 방법의 단점을 줄이고 좀 더 신뢰성 있는 가치평가를 할 수 있습니다. PBR은 주가/BPS, 즉 시가총액/자본총계이고, PER은 주가/EPS, 즉 시가총액/순이익입니다. ROE가 순이익/자기자본(=자본총계)이라는 점을 감안하면, **PBR은 PER와 ROE의 곱으로 계산됩니다.** 즉, 높은 PBR을 적용받기 위해서는 ROE가 높고, 위에서

살펴본 PER의 할증 요인들(=높은 성장률, 낮은 위험, 그리고 높은 배당)이 필요하다는 것을 확인할 수 있습니다. PER와 PBR을 가치평가에 적용할 때, 자의적으로 할증·할인하지 말고 합리적인 기준을 가지고 해야 한다는 것입니다.

$$\begin{array}{l} \text{PBR} = \frac{\text{시가총액}}{\text{자본총계}} \\ \text{PER} = \frac{\text{시가총액}}{\text{순이익}} \\ \text{ROE} = \frac{\text{순이익}}{\text{자본총계}} \end{array} \quad \left. \vphantom{\begin{array}{l} \text{PBR} \\ \text{PER} \\ \text{ROE} \end{array}} \right\} \text{PBR} = \text{PER} * \text{ROE}$$

가치평가에 대한 이해와 활용법에 대해 좀 더 공부하고 싶다면, 《워런 버핏처럼 적정 주가 구하는 법》(이은원 지음, 부크온, 2016년 출간)과 《모닝스타 성공투자 5원칙》(땃 도시 지음, 이콘, 2006년 출간)을 읽어보기를 추천합니다.

[와이민이 꼭! 읽어주는 주식 공부법]

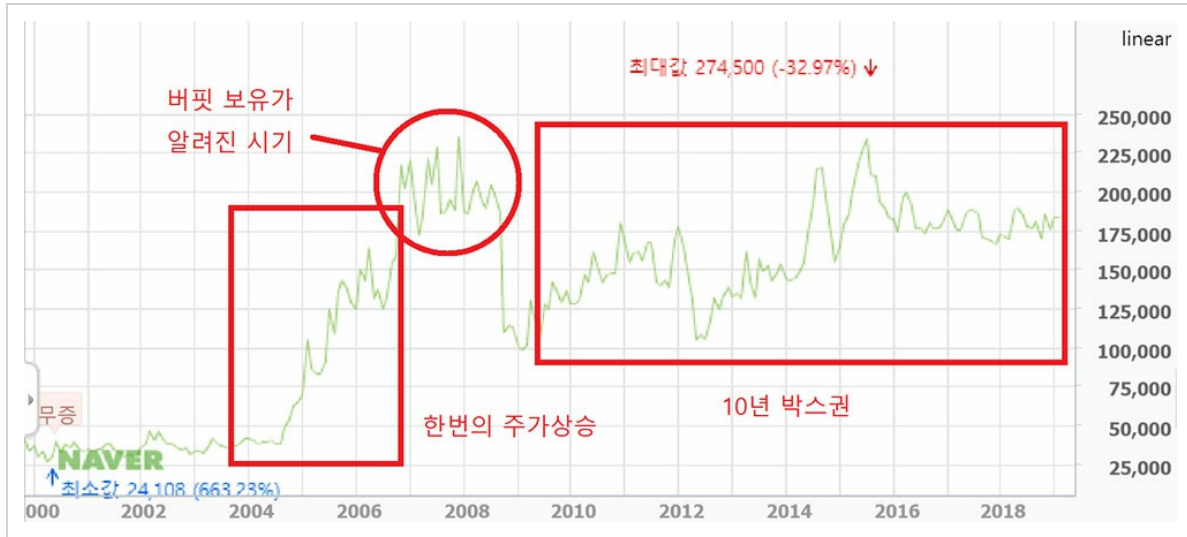
가치투자자와 성장투자의 구분은 무의미하다

많은 분이 오해하는 것 중의 하나가 가치투자자는 성장주를 싫어한다거나 가치투자자와 성장투자가 다른 개념이라고 생각하시는 것입니다. 그러나 저는 주식 투자를 두 집단으로만 구분하려는 것은 엄청난 잘못이라고 봅니다. 가치를 계산할 때 '성장'은 필수적인 구성 요소이기 때문입니다.

성장 없는 기업의 주식을 사는 경우란 기업 가치 대비 주가가 엄청나게 저평가되어 있고, 그 주식이 가치를 반영할 때까지 기다리는 방법뿐입니다. 이 또한 가치투자의 중요한 한 방법입니다. 다만, 앞에서 말씀드린 것처럼 주식이 가치를 언제 반영할지는 모르기 때문에 불운하다면, 그 기다림이 아주 길어질 가능성도 있습니다. 다른 사람들이 가치를 발견할 때까지 기다려야 하므로 기업의 가치 상승에 기인하기보다는 외부 요인에 의한 재평가일 수 있습니다.

대표적인 예로 2007년 워런 버핏이 개인적으로 투자했다고 알려진 한국 주식 중 하나인 '대한제분'이 있습니다. 이 주식은 2004년~2007년 절대적으로 낮게 평가되고 있었던 자산가치가 재평가되면서 큰 폭의 주가 상승을 일궈냈습니다. 2007년에는 워런 버핏의 투자 사실이 알려지면서 단기 급등도 했고요. 하지만 2008년~2009년 글로벌 금융위기를 거치면서 주가는 단기 급락했고, 이후 10년 동안 주가는 10만 원~20만 원대의 박스권을 벗어나지 못하고 있습니다. 특히, 2016년 이후로는 17만 원 전후로 움직임이 없습니다. 회사의 매출액은 2013년 이후 8,000억 원대에서 등락을 거듭하고 있고요.

대한제분의 20년 주가 흐름



자료: 네이버금융

2004년 대한제분의 주가는 분명 엄청나게 저평가되어 있었습니다. 워런 버핏도 한국 주식 중에서 낮은 PBR을 보이는 주식을 샀고, 그중 하나가 대한제분이라고 했을 정도입니다(이것은 제가 워런 버핏의 2008년 강의에서 직접 들은 내용입니다). 하지만 주가가 재평가된 이후 주가는 회사의 성장 정체를 반영하면서 제한된 박스권에서 움직임을 보입니다. 주가가 하락하면 높은 자산가치 매력(=보유자산 대비 주가가 낮은 상태)이 주가를 지지하고, 주가가 상승하면 성장이 없는데 주가만 상승했기에 자산가치 매력의 하락이 반복되는 것입니다.

결국 대한제분의 주가는 높은 자산가치 매력을 인지한 투자자들의 매수 활동이 있을 때에만 상승합니다. 현재 대한제분의 PBR은 0.4배 수준입니다. PBR 0.4배가 싸다고 믿는 사람들이 많아지면 주가는 오를 것이고, 적정하다고 생각하는 사람이 많으면 주가는 더 정체를 겪을 것입니다. 대한제분은 밀가루나 튀김가루처럼 성장성 없어 보이는 제품을 생산하기 때문이라고요? 그렇다면 최첨단 이미지가 강한 KT를 볼까요? 2010년 이후 주가는 아래처럼 지속해서 하락했습니다.

KT의 10년 주가 흐름



자료: 네이버금융

가치투자를 한다는 것이 기업 주가가 하락할 때, 그리고 몇 달 전보다 싼 것 같을 때 무조건 투자하라는 말이 아닙니다. 경험상 투자자가 손실을 보는 것은 유리한 상황에서 질이 떨어지는 주식을 사들였기 때문입니다. 이는 크리스마스 시즌이 끝날 무렵에 초록색을 잃고 노랗게 변해가는 크리스마스트리를 사는 것과 마찬가지입니다. 그러한 크리스마스트리는 정상가보다 아주 싼 가격에 살 수 있지만, 결국 1년 후 돌아오는 크리스마스가 되면 아무 쓸모없는 쓰레기가 되고 맙니다.

가치를 발견하는 눈에는 성장이 분명 중요한 요소입니다. 기업의 성공과 성장은 기본적으로 고객들이 좌우하고, 뛰어난 성장기업을 찾으려면 고객의 입장에서 판단해야 합니다. 고객에게 사용 가치를 제공하는 제품을 생산하는 기업의 매출과 수익은 계속 성장할 것이고, 그 기업의 주식을 합리적인 가격에 매수할 수 있고, 가치가 성장하는 한 장기 보유도 가능합니다.

미국의 유명 펀드매니저인 빌 밀러Bill Miller가 한 말을 인용해보겠습니다.

“우리는 '가치주'나 '성장주'와 같은 것이 있다고 믿지 않습니다. 가치와 성장이 회사를 묘사한다고도 생각하지 않습니다. 그것들은 단지 투자 스타일을 묘사하는 것일 뿐입니다. 사람들이 회사를 가치주나 성장주로 분류하는 것은 이상한 일입니다. 재무이론의 견지에서 보아

도 성장은 가치 계산을 위한 입력 내용입니다. 그것은 무엇인가의 내재가치 계산을 위한 연습문제의 일부입니다.

가치와 성장은 투자 스타일을 묘사하는 것입니다. 성장투자자도 있고 가치투자자도 있죠. 성장투자자에게는 성장이 그들의 투자 과정에서 가장 중요한 결정 요인입니다. 그들은 성장을 찾죠. 그들에게 성장은 좋은 수익으로 이끌어줄 신호입니다. 수입 증가, 수익 증가, 자본 수익률 증가를 좋아하죠. 가치투자자에게는 가치평가가 투자 과정에서 가장 중요한 결정 요인입니다. 어떤 가치투자자들은 성장을 원하고, 어떤 가치투자자들은 성장에 대해서 불가지론자의 견해를 가집니다. 우리는 내재가치에 비해 크게 할인된 가격에 주식을 사는 것뿐입니다.”

무엇보다도 제가 강조 드리고 싶은 것은 ‘가치투자’라는 단어에 갇히지 말아야 한다는 것입니다. 지금까지 이 책을 읽어온 여러분은 가치투자가 뭐라고 생각하시나요? 수익가치 대비 가격이 낮은 저PER 투자가 가치투자일까요? 아니면, 자산가치 대비 가격이 싼 저PBR 투자가 가치투자일까요? 그것도 아니면, 미래 현금흐름을 현재가치로 합산한 가치 대비 가격이 낮은 것에 투자하는 것이 가치투자일까요? 도대체 가치투자가 뭘까요?

저 또한 가치투자를 한다고 주장하지만, 가치투자라는 것을 명확히 정의할 수 없다고 생각합니다. 2000년~2010년 초반까지 수많은 한국의 투자자들은 저PER, 저PBR 투자를 해서 성공했습니다. 이 사람들은 가치투자자들이 맞습니다. 2010년 이후로는 미래 현금흐름을 기반한 종목들에 투자한 사람들이 성공했습니다. 이 사람들도 가치투자자들이 맞습니다. 2000년 중반에 많은 사람들이 아마존에 투자하는 것을 투기라고 하고, 주가가 고평가되었다고 했습니다. (창피하지만 당시에 저도 그랬습니다.) 그렇지만, 아마존은 그 이후 엄청난 가치 상승을 일궈냈습니다. 아마존의 가치는 영업이익으로 계산된 것이 아니고, 플랫폼의 가치와 현금흐름의 가치로 계산될 수 있었습니다.

앞에서 말한 저PER, 저PBR 투자는 가치투자의 한 방법일 뿐입니다. 쉽게 말해서 스타일 Style 투자, 혹은 퀀트 Quantitative·팩터 Factor 투자라고 할 수 있습니다. 기업을 깊게 분석하고, 기업의 미래를 전망하여 가치와 가격을 비교하는데, 무슨 스타일 투자고 퀀트 투자냐고

되물으실 수 있습니다. 수많은 종목들 중에서 특정 변수(Factor)를 기준으로 투자를 하는 것을 흔히 퀀트 혹은 팩터 투자라고 합니다. 그런데, 수많은 종목들 중에서 특정 변수를 퀀트 베이스로 소팅(Sorting)하여 분산투자를 하는 것과 몇 개 종목들 중에서 특정 변수를 깊이 있게 분석해서 집중투자하는 것은 결국 세부 방법론에서는 차이가 있지만, 특정 변수를 깊이 본다는 측면에서 유사하다고 봅니다.

결국, 가치주라는 것은 특정 팩터로 정의할 수 없습니다. 개별 기업은 제각기 다른 비즈니스 모델을 가지고 있고, 그 비즈니스 모델의 특성을 가장 잘 반영할 수 있는 팩터는 제각기 다 다릅니다. 전 개별 종목들에 있어 그 팩터를 잘 찾아내서 투자하는 것이 가치투자라고 생각하지, 특정 팩터에 맞는 종목만을 선정하는 것을 가치투자라고 보지 않습니다.

가치투자를 한다는 교만함을 버렸으면 좋겠습니다. 세상의 모든 사람들은 자신의 투자를 '가치투자'라고 말합니다. 중요한 것은 그 가치를 제대로 보았느냐 못 보았느냐의 차이입니다. 상대적으로 가치를 평가하는 지표로서 저PER, 저PBR 등의 팩터들이 지금까지 유용했고, 이해하기 쉬웠기 때문에 그 지표들이 도드라져 보이는 것뿐입니다. 그 지표들을 자주 사용했던 성공한 투자자들이 세상에 많이 알려져서 우리에게 친숙한 것뿐입니다. 워런 버핏이 워낙 유명하고, 또 그의 투자법이 확실하게 검증된 방법이기 때문에 그의 방식에 너무 치우친 것일 수 있습니다.

앞으로 우리는 투자를 하는 데 있어 '가치'라는 걸 끊임없이 고민하게 될 것입니다. 그리고, 영원히 그 가치가 무엇인지 확실한 정답을 찾을 수는 없을 거라고 생각합니다. 많은 선구자들이 이미 간 길을 뒤쫓아 갈 수도 있고, 아니면 여러분들이 선구자가 되어 새로운 길을 찾을 수도 있습니다. 하지만 그 불확실한 과정에서 유일하게 확실한 사실은, 투자에 대한 고민과 생각이 깊어지는 만큼 투자 성공의 길에 가까워질 수 있다는 것입니다.