

단단한 투자를 위한 탄탄한 기본기

현명한 초보 투자자의 주식 공부



6

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

6화. 적정 주가를 산정하는 법 2

가치평가 방법에는 5화에서 살펴본 PER와 PBR만 있는 것이 아닙니다. 이 책에서는 언급되지 않았지만 PSR, PCFR, EV/EBITDA, DDM, DCF, RIM 등 여타 수많은 방법이 있습니다. 많은 투자자가 가치평가할 때 고민하는 것은 어느 가치평가 방법이 제일 좋고, 무엇이 맞는냐는 질문일 것입니다. 이번 장에서는 이와 관련하여 가치평가를 하는 데 있어 우리가 반드시 놓치지 말아야 할 부분에 대하여 이야기해보겠습니다.

어떤 가치평가 방법을 선택할 것인가

제가 드리고 싶은 말은 정답은 없다는 것입니다. 기업별로 그 기업의 가치를 가장 잘 설명할 수 있는 가치평가 방법을 선정할 수 있을 정도가 되어야 합니다. 가치평가는 기본적으로 회사에 대한 완벽한 이해를 바탕으로 해야 하고, 궁극적인 목표는 회사의 적정 가치를 산정하여 현재 주가와 비교하여 얼마만큼의 안전마진이 있는가를 확인하는 과정입니다.

같은 산업에 속해 있는 회사라고 하더라도 세부적으로 살펴보면, 다른 고객을 대상으로 다른 제품을 파는 경우가 많습니다. 다른 수준의 이익률을 보이고, 다른 기업문화를 가지고 있으며, 다른 회계정책을 가지고 있습니다. 신사업과 주주가치 정책에 대한 경영진의 의사결정 기준도 다릅니다. 이렇게 각기 다른 기업들에 공통으로 적용할 수 있는 적정 가치평가 방법이란 게 과연 존재할 수 있을지, 전 의문스럽습니다.

모든 투자자는 기업에 대한 서로 다른 이해를 통해 각기 다른 가치평가를 하고, 결국 다른 가치를 계산해냅니다. 가치평가 방법이 중요한 것이 아니고, 회사에 대한 이해를 바탕으로 '누가 합리적으로 추정하는가'와 그 합리적 추정을 기반으로 '기업가치를 근사치로 추정할 수 있는가'가 핵심이라고 생각합니다. 가치평가는 기업과 그 주식을 좀 더 잘 이해하기 위한 수단일 뿐, 가치평가 그 자체가 목적은 아니기 때문입니다.

가치평가는 수학이 아닙니다

여기서 잠시, 가치평가에서 세계적인 석학으로 통하는 애스워드 다모다란Aswath Damodaran 뉴욕대 스텐비즈니스스쿨 교수가 강의에서 한 말을 들어보겠습니다.

“당신이 진정으로 가치평가를 배우고 싶다면, 회사를 평가하세요. 차량공유 회사인 우버Uber를 예로 들어보겠습니다. 우버는 자동차 서비스 회사입니까, 아니면 운송 회사입니까? 우버는 지역적으로만 네트워크 혜택을 줍니까, 아니면 글로벌로 네트워크 혜택을 줍니까? 이 과정의 끝에서는 당신의 이야기를 토대로 해야 합니다. 이것이 우버의 가치입니다. 우버의 가치 범위는 이야기에 따라 8억 달러에서 950억 달러 사이입니다.

우리가 가치에서 이렇게 큰 차이를 얻을 때, 그것은 우리들의 숫자가 다르기 때문이 아니라 서로 다른 이야기를 가지고 있기 때문입니다. 모든 이야기가 똑같을 수 없고, 이것이 당신이 물어야 하는 진짜 질문입니다. ‘올바른 이야기는 무엇입니까?’

만약 당신이 투자자로서 구글이 지속적으로 성장할 회사라고 생각한다면, 내가 묻고 싶은 질문이 있습니다. ‘구글에 대해 당신이 말하고 싶은 이야기는 무엇입니까?’ ‘이 회사는 무엇을 하고 있나요?’ 왜냐하면, 이것이 구글의 가치평가를 이끌어내기 때문입니다.

가치평가는 이야기를 하고, 그 이야기를 뒷받침하는 결정들을 전달하는 것에 관한 것입니다.”

과연 세계적인 석학다운 말입니다. 이 이야기가 어렵게 느껴지셨다면, 사례를 들어 좀 더 쉽게 설명해드리겠습니다.

가치평가를 수학의 영역으로 오해하시는 분들이 많습니다. 이것은 가치평가를 반만 이해하고 있는 것입니다. 실제로 가치평가의 반은 스토리입니다. 여기서 스토리라 함은 테마주나 작전주 같은 소위 ‘스토리 주식’에서의 스토리를 말하는 것이 아니라, 투자 의사결정을 하기 위한 ‘이야기’, 다른 말로는 ‘아이디어’라고 하는 것입니다.

왜 스토리에 따라 가치평가가 달라지는지, 제가 임의로 만든 A기업의 손익계산서와 가치평가를 통해 설명해보겠습니다.

A기업은 2015년 현재 제품a와 제품b를 생산 중이고, 매출총이익률은 20%입니다. 판관비는 매출액 대비 10% 수준이고, 매년 3%씩 증가합니다. 영업 외 손익은 없고, 유효법인세율은 25%라고 가정하겠습니다. A기업은 신제품을 개발 중이고, 2018년부터 신제품인 제품c가 매출화됩니다. 이 제품c의 성과에 따라 A기업의 실적과 주가는 크게 달라집니다.

먼저 공격적인 시나리오를 상정해봅시다. 제품c가 출시하자마자 대박을 냅니다. 제품c의 2018년~2020년 매출액은 100억 원부터 300억 원까지 증가하고, 매출총이익률도 10%에서 30%까지 빠르게 올라갑니다. 순이익이 50%→96%→81%로 증가하고, 이익이 큰 폭으로 증가함에 따라 시장에서 PER을 10배에서 15배까지 높여줍니다. 적정 시가총액은 2017년 159억 원에서 2020년 1,273억 원까지 크게 상승하고, 2017년에 A기업을 매수했다면 무려 700% 수익을 냅니다.

A기업의 시나리오 1) 제품c가 크게 성공할 경우							(단위: 억원)
	2015년	2016년	2017년	2018년F	2019년F	2020년F	가정 조건
매출액	200	208	216	325	434	544	
제품a	100	103	106	109	113	116	연간 3% 성장
제품b	100	105	110	116	122	128	연간 5% 성장
제품c				100	200	300	
매출총이익	40	42	43	55	87	139	제품c의 GPM : 10%→20%→30%
판관비	20	21	22	23	24	26	연간 5% 증가
영업이익	20	21	21	32	63	113	
세전이익	20	21	21	32	63	113	영업 외 손익 = 0
순이익	15	15	16	24	47	85	유효법인세율 25%
순이익 증가율		3%	3%	50%	96%	81%	
적정 PER	10	10	10	15	15	15	가치평가 10배→15배
적정 시가총액	150	155	159	358	703	1,273	
시가총액 증가율		3%	3%	125%	96%	81%	
주가 수익률			매수 시점			700%	

자, 이 시나리오가 보여주는 최종 숫자 중에 제품c의 매출액과 매출총이익률, 그리고 PER의 변화가 중요합니다. 손익계산서의 최종 목표인 순이익은 결과로 나온 숫자이지만, 그 결과를 만들어내는 것은 제가 공격적으로 가정한 제품c의 매출액과 매출총이익률GPM(=매출총이익/매출)입니다. 그리고 주가에 영향을 주는 PER도 제가 공격적으로 가정한 숫자의 변화율(=순이익 증가율)에 기반해서 상승한 것입니다. 즉, 향후 주가 수익률을 결정하는 모든 숫자들은 결국 저의

가정(=스토리=이야기=아이디어)에 기반합니다.

다른 가정을 해볼까요? 좀 더 평범한 시나리오입니다. 제품c는 출시되었지만 실적이 그저 그렇습니다. 제품c의 2018년~2020년 매출액은 50억 원부터 100억 원까지 증가하고, 매출 총이익률도 5%에서 기존 제품군 수준인 20%까지 오릅니다. 결과적으로 순이익은 15%→21%→46%로 증가하고, PER은 10배에서 12배로 올라갈 것으로 봅니다. 적정 시가총액은 2017년 159억 원에서 2020년 389억 원까지 크게 상승하고, 2017년에 매수했다면 주가 수익률은 144%입니다. 나쁘지 않습니다만, 앞서 가정한 공격적인 시나리오보다는 수익이 덜합니다.

A기업의 시나리오 2) 제품c가 평범한 실적을 올렸을 경우							(단위: 억원)
	2015년	2016년	2017년	2018년F	2019년F	2020년F	가정 조건
매출액	200	208	216	275	304	344	
제품a	100	103	106	109	113	116	연간 3% 성장
제품b	100	105	110	116	122	128	연간 5% 성장
제품c				50	70	100	
매출총이익	40	42	43	48	54	69	제품c GPM : 5%→10%→20%
판관비	20	21	22	23	24	26	연간 5% 증가
영업이익	20	21	21	24	30	43	
세전이익	20	21	21	24	30	43	영업 외 손익 = 0
순이익	15	15	16	18	22	32	유효법인세율 25%
순이익 증가율		3%	3%	15%	21%	46%	
적정 PER	10	10	10	12	12	12	가치평가 10배→12배
적정 시가총액	150	155	159	219	266	389	
시가총액 증가율		3%	3%	38%	21%	46%	
주가 수익률			매수 시점			144%	

마지막으로 보수적인 시나리오도 위와 똑같이 상정해봅시다. 제품c는 실패하고, 매출액이 10억 원에서 25억 원 정도밖에 안 되고, 개발비가 든 만큼 매출총이익률은 전사 평균 대비 크게 낮습니다. 순이익은 3%→6%→6%로 증가하는 데 그치고, PER은 변화가 없습니다. 3년 주가 수익률은 15%로 미미합니다.

A기업의 시나리오 3) 제품c가 실패할 경우							(단위: 억원)
	2015년	2016년	2017년	2018년F	2019년F	2020년F	가정 조건
매출액	200	208	216	235	254	269	
제품a	100	103	106	109	113	116	연간 3% 성장
제품b	100	105	110	116	122	128	연간 5% 성장
제품c				10	20	25	
매출총이익	40	42	43	45	47	50	제품c GPM : 0%→3%→5%
판관비	20	21	22	23	24	26	연간 5% 증가
영업이익	20	21	21	22	23	24	
세전이익	20	21	21	22	23	24	영업 외 손익 = 0
순이익	15	15	16	16	17	18	유효법인세율 25%
순이익 증가율		3%	3%	3%	6%	6%	
적정 PER	10	10	10	10	10	10	가치평가 10배→10배
적정 시가총액	150	155	159	164	173	183	
시가총액 증가율		3%	3%	3%	6%	6%	
주가 수익률			매수 시점			15%	

다모다란 교수가 말한 내용을 다시 읽어보겠습니다. “우리가 가치에서 이렇게 큰 차이들을 얻을 때, 그것은 우리들의 숫자가 다르기 때문이 아니라, 서로 다른 이야기를 가지고 있기 때문입니다.” 자, 이제 어떻게 이해가 되시나요? 가치평가가 다른 것이 숫자가 다르기 때문인가요, 아니면 이야기가 다르기 때문인가요?

가치평가에서 숫자에 집착하다가 잘못된 결론에 빠지는 경우도 많습니다. 투자를 하다 보면, 합리적인 가정과 그 가정이 만들어낸 숫자를 기반으로 가치평가를 하는 것이 아니라, 이미 마음 속으로 ‘이 회사 너무 좋은데, 사고 싶다. 가치평가를 해보자’라는 결론을 낸 상태에서 자신의 결론에 가정과 숫자를 끼워맞추는 경우가 자주 있습니다.

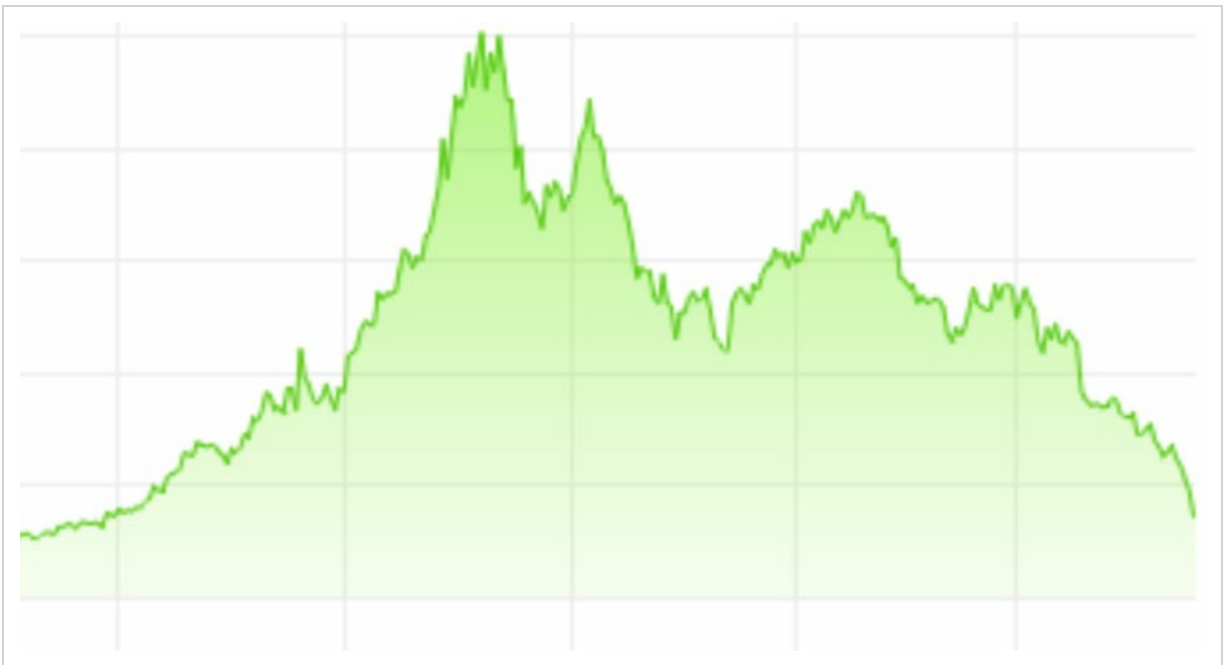
벤저민 그레이엄은 이와 관련해서 다음과 같은 멋진 글을 남겼습니다.

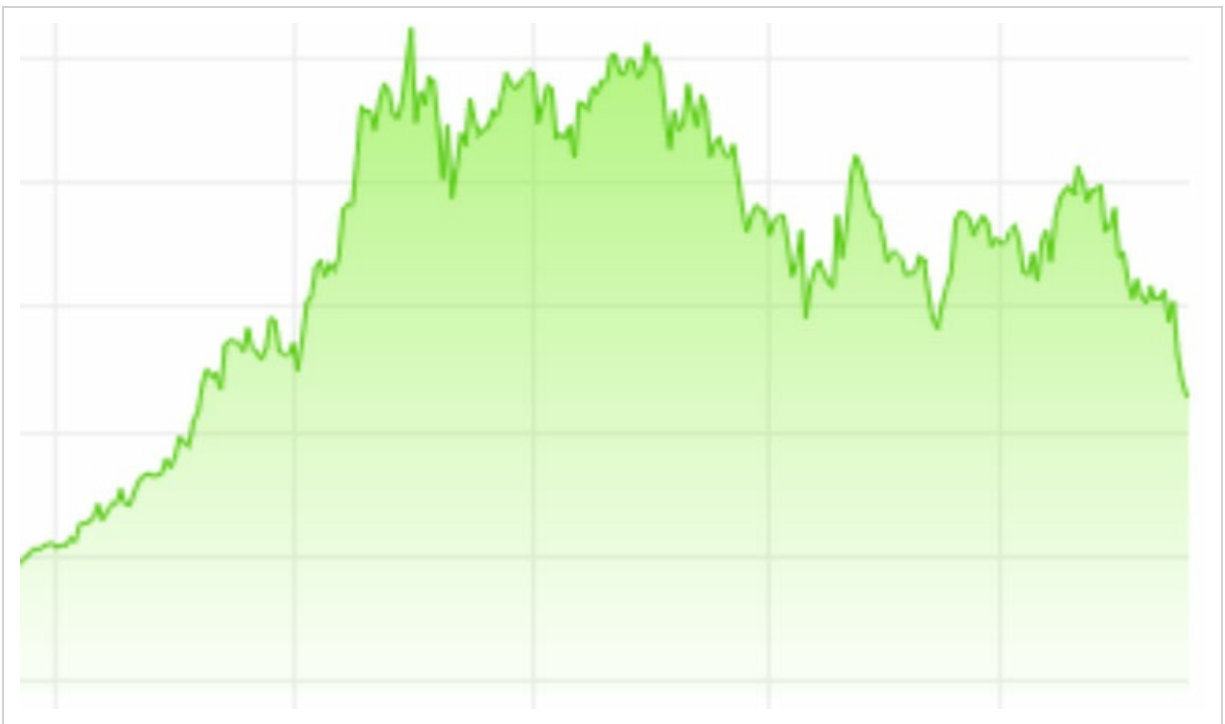
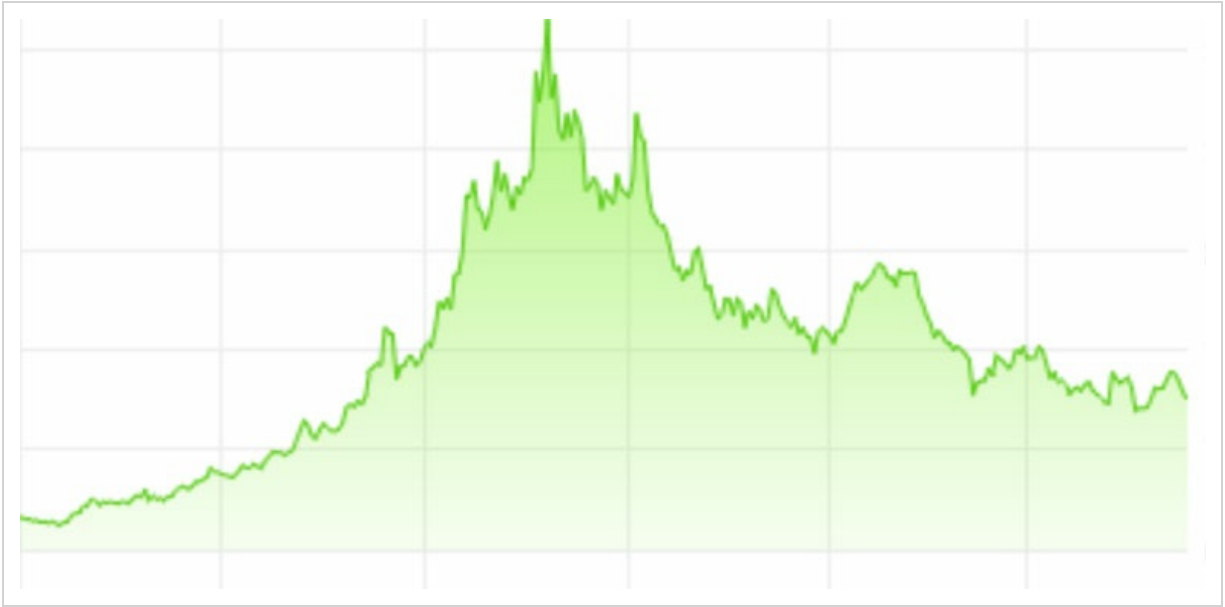
“미래 전망, 특히 지속적인 성장 전망이라는 개념을 통해 좋아하는 주식의 현재 가치를 계산하기 위해서는 수학 공식들이 동원되어야 한다. 하지만 아주 부정확한 가정과 정확한 수학 공식의 조합은 특정 주식의 가치를 만들어내거나 옹호하는 데 주로 쓰인다. 사람들은 수학적 정확하고 믿을 만한 답을 도출해낸다고 확신하고 있다. 하지만 수학적 더 정교해지고 난해해질수록 도출된 결론은 더 불확실하고 투기적일 수밖에 없다. 따라서 수학은 투기를 투자로 위장하는 수단일 수 있다.”

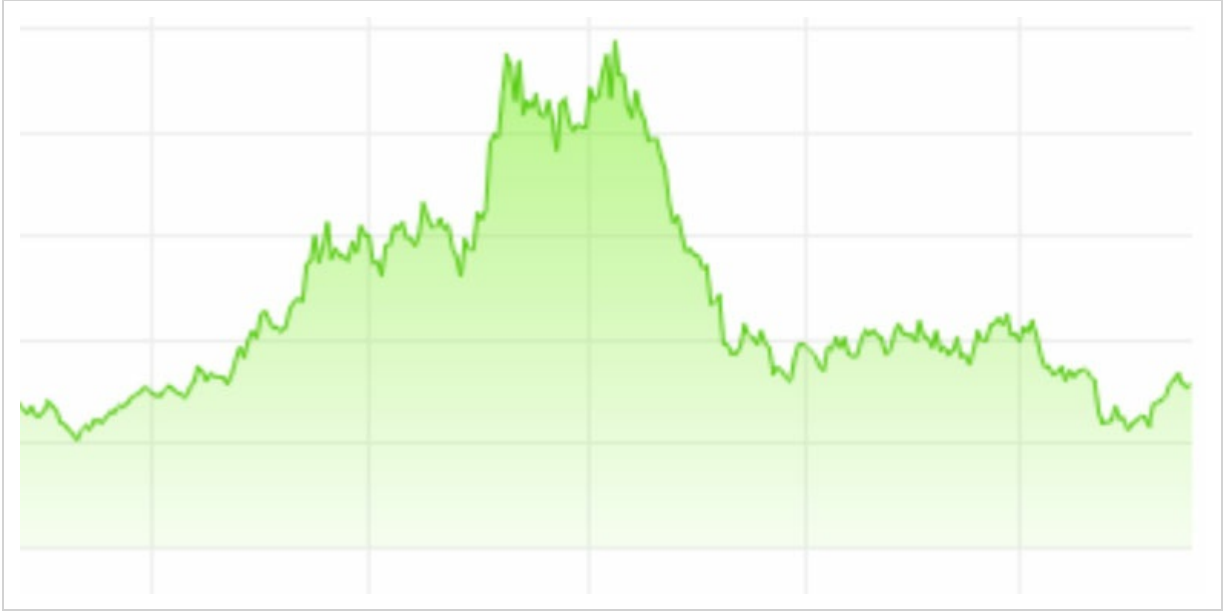
우리는 각자가 다른 가정을 통해 다른 가치평가를 하고, 결국 다른 가치를 계산해냅니다. 그 가정이 이야기이고, 중요한 것은 그 가정이 합리적이고 바람직한가이지, 실적 추정과 숫자 놀음이 아닙니다.

비싸게 사는 것의 위험성도 기억하라

우선 아래 그림들을 봐주세요. 산을 그린 그림이 아닙니다. 주가 차트들입니다. 실제로 투자한 분들의 아픔이 서린 종목들이라서 어떤 종목인지는 모르게 이름과 가격을 지웠습니다. 무엇이 느껴지시나요? 아래 그림들에서 주가의 고점을 형성한 시기는 대략적으로 2015년이었습니다. 그 이후로 3년 동안 계속 주가가 빠졌던 종목들입니다. 고점 대비 많게는 1/2에서 적게는 1/6 수준까지 하락했습니다.







이런 차트들을 보면, 주식에 투자하기 무섭다고들 하시죠. 물론, 주식이 이리도 위험하니 주식을 하지 마시란 의미에서 이 차트들을 보여드리는 건 아닙니다. 하지만 주식이 가진 위험이 무엇인지를 정확히 인지하셔야 한다는 것을 말하고 싶습니다.

보통 주식의 위험성을 이야기하면, 사업 위험 Business Risk과 재무 위험 Financial Risk에 대해서만 생각하기 쉽습니다. 사업 위험은 기업이 사업을 영위하는 데 발생하는 각종 위험 요인들, 즉 신기술과 신제품 출현으로 인한 기존 기술과 제품의 도태, 신규 경쟁자의 진입, 가격 경쟁 심화로 수익성 하락, 원재료의 가격 급등, 전반적인 경기 둔화, 그리고 정부의 규제 변화 등을 말합니다. 기업의 매출액과 수익성에 직접적인 영향을 주기 때문에 이익의 규모를 줄이지요.

재무 위험은 말 그대로 기업에 재무적으로 발생 가능한 위험들입니다. 기업의 재무 구조가 지나치게 좋지 않다거나(높은 부채비율 혹은 차입금의 짧은 만기 구조 등) 기업의 자금 조달에 있어 어려움이 생기는 경우(전반적인 금융환경이 악화되거나 혹은 자산 매각 등에 있어서 유동성이 마르는 등) 그리고 금리·환율 등 거시경제나 금융 관련 위험들이 기업에 전이되는 경우 등을 말합니다. 이외에도 분식 회계 같은 사기 등도 포함될 수 있습니다. 사업 위험과 재무 위험을 모두 기업 위험이라고 할 수 있습니다.

통상 위험이라고 하면, 투자자들은 이 기업 위험을 먼저 떠올리는데 간과하기 쉬운 위험이 또 있습니다. 바로 가치평가 위험 Valuation Risk입니다. 주식에 투자하기 위해서는 항상 적절한 위험에 걸맞은 수익률이 기대되어야 합니다. 높은 위험의 상품에 투자하기 위해서는 그만큼의 보상, 즉 수익률이 높아야 투자할 유인이 생긴다는 것이죠. 그런데, 이것이 간과되는 시기도 있습니다. 너무 많은 돈이 풀려 있고, 대신에 투자할 대상이 적어지는 경우입니다. 적은 투자 대상에 많은 돈이 몰리게 되면, 자연스럽게 '수요>공급'의 불균형으로 낮은 기대 수익률에도 이를 수용하게 되는 경우가 있습니다. 낮은 수익률이라 하면 결국 높은 가격을 지불하게 되고, 높은 가격의 지불은 곧 높은 위험을 의미합니다.

제 기억으로 2015년도에 위 종목들의 PER이 엄청나게 높았습니다. 그 높은 PER을 정당화한 논리들이 아직도 기억이 납니다. “현재와 같은 저성장 환경 속에서 이 정도로 안정적으로 성장할 수 있는 기업들이라면 높은 PER를 줘야 한다”고 말이죠. 회사는 크게 달라지지 않았는데, 저금리·저성장 환경 속에서 기업을 보는 투자자들의 관점만 바뀐 것이었죠. 물론, 금리는 기대 수익률의 벤치마크(비교 기준) 대상이기 때문에 금리가 낮아지면 기대 수익률도 좀 더 낮아질 수 있고, 이는 좀 더 높은 PER을 용인합니다. 하지만, 이 당시의 가치평가는 지나친 측면이 강했습니다.

가치평가 위험이 컸던 해당 종목들은 그 이후 사업의 성장성과 수익성이 둔화하는 사업 위험이 예상보다 커지면서 이익 규모도 축소되고, 그 여파로 PER도 하락했습니다. 즉, 이익과 PER이 동반 하락하면서 주가는 큰 폭으로 하락하게 된 것입니다.

우리는 사업을 하는 사람들은 아닙니다. 사업을 하는 사람들을 지원해주는 동업자이죠. 동업자로서 간과하지 말아야 할 점은 그 사업에 대한 적절한 가치평가를 통해서 그들을 지원해야 한다는 것입니다. 아무리 좋은 사업이라고 하더라도 과도한 평가로 자금을 지원한다면, 해당 투자 자체는 태생적으로 위험을 잉태한 상태에서 실행되는 것입니다.

이런 평가를 사후적으로 했다고 생각하실 수도 있습니다. 하지만 저는 아무리 좋은 사업이라도 자신이 용납할 수 없는 가치평가 수준에서는 조심해도 나쁠 것이 없다고 생각합니다. 사후적으로 기회였다고 판단되어 기회를 놓친 것이 손실을 보는 것보다는 낫다는 게 가치투자의

철학이기 때문이죠.

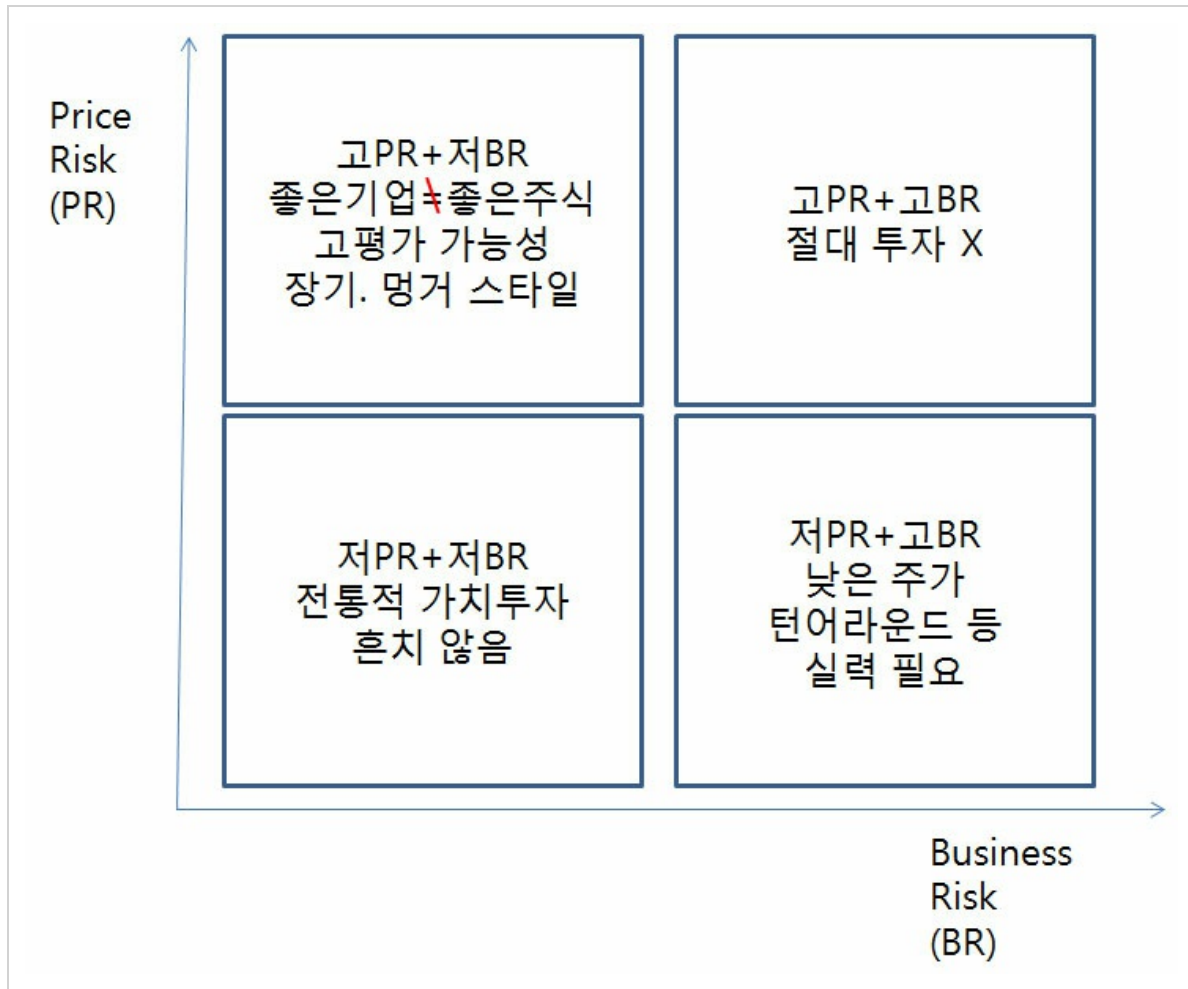
[와이민이 꼭! 짚어주는 주식 공부법]

사업과 가치평가를 동시에 고려하라

가치평가를 투자의 '실행' 측면에서 더 말씀드리겠습니다. 주식에 있어 위험은 사업 자체가 가지고 있는 '사업 위험(Business Risk, 이하 BR)'과 이 사업과 주가 사이의 관계에서 발생하는 '가격 위험(Price Risk, 이하 PR)'이 있습니다. 좋지 않은 사업을 하는 기업의 주가가 가치 대비 엄청나게 높으면, 이는 BR도 높고 PR도 높은 것입니다. 이런 주식은 절대로 투자하면 안 되겠죠. 정말 좋은 사업을 하는 기업은 BR이 낮습니다. 그런데, 이 주식들도 단기 주가 상승이 커서 가치평가로 합리화되기 어렵다면 이는 PR이 높은 것이죠. 즉, 고평가된 가능성이 높기 때문에 주가 수익 측면에서 결코 좋은 상태가 아닙니다.

문제는, 가치가 고평가되었거나 PR이 높다고 판단하는 것이 개인별로 다 다르다는 것입니다. 아마존의 주가는 10년 전부터 고평가 논란이 있었지만, 지속적으로 상승해온 것이 일례입니다. 사업의 가치를 믿는 사람에게 단기 주가의 고평가는 결국 시간이 해결해줄 문제라고 여겨지는 것이죠. 그렇게 때문에 기본적으로 BR이 낮은 기업의 주가는 단기 PR이 높다고 하더라도 장기적인 흐름 속에서는 훌륭한 투자가 될 수 있습니다. 찰리 멩거와 필립 피셔가 대표적으로 이 부류에 속한 투자자들이지요.

BR과 PR을 이용한 4사분면



출처: 필자 작성

BR이 높는데, PR이 낮은 주식도 있습니다. 예를 들면, 사양 사업인데 주가가 너무 높려 있어서 청산가치 이하이거나 자산가치 대비 현격히 싼 주식들도 많습니다. 이익이 턴어라운드(turn around(흑자전환) 초기에 있는 회사들도 그 대상입니다. 이런 주식들에서 단기 대박 사례가 가끔씩 나옵니다. 이러한 주식을 발견하는 데에도 역시 실력이 필요합니다. 투자자가 모르는 부실이 나오거나 예상과 달리 BR이 훨씬 높았던 것일 수 있기 때문입니다.

BR도 낮고, PR도 낮은 것이 가장 좋은 전통적인 가치투자인데, 좋은 만큼 흔하지 않습니다. 이런 경우는 시장이 '공포 매도(Panic Selling)' 상황인 경우에 많이 발견됩니다. 기다리면 기회가 오고, 이 기회가 나오면 시장의 공포와 맞서 적극적으로 매수할 필요가 있습니다. 쉽지 않다는 것을 알기 때문에 평소에 BR에 대한 확신을 가지고 있는 회사여야 합니다. 또

한 종목의 위험, 본인의 철학과 위험 수용력에 대해서도 명확하게 정립해두어야 합니다.