

『예측투자』 더 쉽게 읽기

# EXPECTATIONS INVESTING

『예측투자』를 읽는 독자 여러분께서 좀 더 쉽고 편하게  
이 책의 내용을 이해하시는 데 도움을 드리고자 참고용으로 제작하였습니다.

따라서 이 부분은 원서에는 없으며,  
온전히 한국투자교육연구소(김경수 연구원)가 집필한 내용입니다.

## 기대치 변화 기본틀과 주주가치 지도

※ 이 책의 핵심적인 내용 중 하나인 '기대치 변화 기본틀'과 '주주가치 지도'를 합쳐서 하나의 그림으로 만들었습니다.  
가치 변화 트리거를 찾는 것에서부터 시작해서 주주가치를 구하기까지의 일련의 흐름을 보여줍니다.



▶ 본문 30쪽(머리말) '지분풀링법' 더 알아보기

지분풀링법(pooling of interest method)은 피인수회사의 자산과 부채를 장부가액으로 승계하여 회계 처리하는 방식이다. 그러나 장부가액은 기업의 미래 현금흐름에 대한 크기나 시기, 불확실성을 평가하는 데 한계가 있다. 그래서 개정된 회계기준에서는 승계 자산을 공정가치로 평가하는 매수법을 사용한다.

▶ 본문 30쪽(머리말) '영업권' 더 알아보기

영업권(goodwill)은 법률적으로 보호되지는 않으나 경영상 유리한 관계 등 경제적 실질가치를 갖춘 무형자산으로, 흔히 권리금이라고 불린다. 영업권 상각이 인정되면 인수합병 후 내용연수 동안 비용으로 인식되기 때문에 자산이 과대평가될 수 있다. 영업권이 크면 이익도 함께 늘어나고, 향후 비용으로 상각되는 동안 세금 절세 효과도 기대할 수 있기 때문이다. 이런 우려를 반영해 영업권 상각이 없어지면서 영업권에 대한 평가 역시 더욱 엄격해지고 정확해졌다.

▶ 본문 92쪽(2장) '예측 기간 이후의 ~ 매우 간단한 방법이다.' 단락 더 알아보기

예를 들면 아래 표와 같이 예측기간 이후의 실제 현금흐름이 들쭉날쭉하더라도 이를 매년 같은 현금흐름이 영구히 계속되는 것으로 변환한다면 결국 자본비용만큼의 투자수익률을 거두는 결과가 된다는 것이다.

표는 예측기간 후 합이 50인 5개 연도의 현금흐름을 같은 현금흐름 10이 매년 연속하는 것으로 변환한 것이다. 실제로는 무한대의 기간이 연속되는데, 이 표에서는 변환 과정을 보여주기 위해 예측기간 후 5개 연도를 표본으로 삼았다.

예측 기간 후 기간		1	2	3	4	5	...
현금흐름	실제	7	13	9	14	7	...
	변환	10	10	10	10	10	...

이처럼 매년 동일한 금액이 영구히 발생하는 현금흐름은 [공식 2-5]에 의해 간편하게 현재가치를 계산할 수 있다. 공식을 위 표 변환 사례에 대입하면 아래와 같이 현재가치가 계산된다.(수익률 10% 가정)

$$\text{현재가치} = \frac{10}{10\%} = 100$$

반면, 현금흐름을 변환하지 않는다면 현재가치 계산이 아래와 같이 복잡해진다.

$$\text{현재가치} = \frac{7}{(1+10\%)^1} + \frac{13}{(1+10\%)^2} + \frac{9}{(1+10\%)^3} + \frac{14}{(1+10\%)^4} + \frac{7}{(1+10\%)^5} + \dots$$

▶ 본문 98~99쪽(2장) '금융회사의 주주가치 계산하는 방법' 더 알아보기

미래현금흐름을 할인할 때는 그 현금흐름에 대한 기회비용이 할인율과 적절히 대응되어야 한다. 예컨대, 지금까지 2장 본문에서 가중평균자본비용을 중심으로 설명한 이유는 분자의 현금흐름을 기업 전체의 잉여현금흐름 기준으로 설명했기 때문이다. 잉여현금흐름은 채권자와 주주 모두에게 귀속되는 현금흐름이다. 따라서 잉여현금흐름을 할인할 때도 채권자 요구수익률과 주주 요구수익률을 가중평균한 가중평균자본비용을 사용한다.

잉여현금흐름을 가중평균자본비용으로 할인하는 기업가치 접근법에서는 주가가치를 계산하기 위해 부채를 차감해야 한다. 그러나 주주 현금흐름 할인법은 주주현금흐름을 자기자본비용으로 할인해 바로 주주가치를 도출하므로 부채를 차감하는 과정이 불필요하다.

기업가치 접근법과 주주가치 접근법은 수리적으로 같은 결과가 도출된다. 그러나 이에 대한 이론적 설명은 이 책의 범위를 벗어나 생략한다.

기업가치(비금융기업)			할인율	현금흐름
자산	부채 →	채권자 주주	가중평균자본비용	잉여현금흐름
	자기자본 →			

\* 비금융기업의 현금흐름을 할인할 때는 부채와 자기자본을 가중평균한 가중평균자본비용(wacc)을 이용한다.

그러나 금융기업을 분석할 때는 분자의 현금흐름을 주주에게 귀속되는 기대현금흐름으로 두고, 분모의 자본비용은 자기자본비용으로 할인하는 것이 더 직접적인 (straightforward) 방법이다.

주주가치(금융기업)			할인율	현금흐름
자산	부채	주주	-	-
	자기자본 →		자기자본비용	주주현금흐름

\* 금융기업의 현금흐름을 할인할 때는 자기자본비용(cost of equity)으로 할인한다.

EXPECTATIONS  
INVESTING

▶ 본문 182쪽(6장) '2단계 : 터보 트리거 선택하기' 더 알아보기

예를 들어, 다음과 같은 시나리오를 가정해 보자.

변수는 매출액과 영업이익만 있으며 그 외 다른 요인은 없다고 간주한다.

영업이익률은 10%, 현재가치 평가는 생략한다. 영업이익이 곧 주주가치다.

1단계 : 매출 트리거 추정 (변수는 매출액이고 영업이익률 고정)

1년 후	A(최소)	B	C(최대)
매출액	100	200	300
영업이익률	10%	10%	10%
영업이익	10	20	30

\* 영업이익률 10% 가정

1단계에서는 매출 트리거의 최대치와 최소치를 추정하고 이에 따른 주주가치 변화를 살펴본다. 여기서는 매출 트리거를 추정하는 것이므로, 매출액을 변수로 두고 영업이익률은 10%로 고정한다. 만약 1년 후 최소 매출액이 100으로, 최대 매출액이 300으로 추정된다면 주주가치는 10 ~ 30의 범위 내에 있게 된다.

2단계 : 터보 트리거 선택 (변수는 영업이익률이고 매출액 고정)

1년 후	A(최소)	B	C(최대)
매출액	176	176	176
영업이익률	5.6%	10%	17%
영업이익	10	20	30

\* 매출액 176 가정

2단계에서는 매출액 이외의 트리거를 살펴보는데, 여기서는 영업이익률을 사례로 든다. 영업이익률이 변함에 따라 주주가치가 어떻게 변하는지 살펴보는 것이 목적이므로, 영업이익률을 변수로 두고 매출액은 변하지 않는 것으로 가정한다.

이때, 1단계에서 살펴본 매출 트리거와 비교하기 위해 매출액이 최대 또는 최소일 경우 달성되는 주주가치에 도달하기 위해 영업이익률이 단독으로 영향을 끼치기 위해서는 어떻게 변해야 하는지를 살펴보는 것이 주된 목적이다. 현재 매출액을 176으로 두고 매출액은 변하지 않는다고 가정한다면 영업이익 30을 달성하기 위해서는 영업이익률이 17%가 되어야 한다. ( $\therefore 176 \times 17\% = 30$ )

본문에서 말하고자 하는 것은 예상되는 매출액 증가로 늘어난 영업이익 수준을, 매출액이 증가하지 않은 상태에서 달성하려면 영업이익률이 그전과 비교해 얼마나 달라져야 하는가 하는 것이다.

반대로 매출액이 최소로 추정되어 영업이익이 10이 되는 상황에서는 매출액이 변하지 않는다면 영업이익률은 5.6%만 되어도 된다.(본문에서는 3%로 가정했다. 본문에서 설명하는 숫자는 실제 계산과정에 의해 도출된 값이 아니고 예를 들어 설명하는 가상의 상황이다.) 이렇게 매출액이 변하지 않는다면, 주주가치가 높아지기 위해서는 이전보다 영업이익률이 상향되어야 하고, 주주가치가 낮아지는 경우는 이전보다 영업이익률이 하향해도 된다.

이와 같은 관계를 서로 살펴보고 현실적인 실현 가능성을 따져보는 것이 '2단계 터보 트리거 선택하기'에서 설명하고자 하는 부분이다. 여기서는 대략 개념적인 부분을 이해하고 넘어가는 것으로 충분하다. 이 개념의 실제 적용은 이 장의 마지막에 있는 도미노 피자 사례로 다시 살펴보게 된다.

\* 주의 : 위 표는 '2단계 터보 트리거 선택하기'의 이해를 돕기 위해 극단적인 상황을 가정한 것으로, 일반적으로 발생할 수 있는 사례가 아니다. 실제 가격내재가대치(PIE) 계산은 온라인 사용지침 엑셀 파일을 참고하시기 바란다.

▶ 본문 208쪽(6장) '반대로 ~ 추가 수익을 안겨준다.' 단락 더 알아보기

예를 들어, 현재 BPS가 1만 원이고, 연간 BPS 성장률이 10%, 예측 기간 4년이 내재된 종목의 주가가 1만 4,000원이라고 가정하자(PBR 1.4=주가 14,000원÷BPS 10,000원). 다른 변수는 모두 같고 1년이 지난 시점에서 예측 기간 역시 4년으로 동일하다면, 주가는 1만 5,400원이 된다(=BPS 11,000원×PBR 1.4). 1년에 대한 보상으로 1,400원의 수익이 발생하는 것이다.

▶ 본문 275쪽(9장) '특정 제조업은 ~ 영업이익률이 높아진다.' 단락 더 알아보기

다음과 같은 사례를 생각해보면 간단하다. 커피를 만들기 위해 커피 100잔을 만들 수 있는 커피머신을 100만 원에 구입했다고 가정해보자. 커피머신 구입비 100만 원은 초기 시설투자 비용이고, 이 머신으로 만들 수 있는 커피 100잔은 생산 능력이다.

이 커피머신으로 커피 10잔을 만들어 팔면, 1잔의 매출을 위해 들어간 비용이 10만 원(=100만 원÷10잔)이고, 커피 20잔을 만들어 팔면, 1잔당 들어간 비용이 5만 원(=100만 원÷20잔)이다. 그리고 커피 100잔을 만들어 팔면, 1잔당 들어간 비용은 1만 원(=100만 원÷100잔)으로 줄어든다.

▶ 본문 275쪽(9장) '영업 레버리지의 ~ 크게 하락했다.' 단락 더 알아보기

예를 들어 어떤 공장에 있는 기계 장치는 1회 실행하는 데 비용이 1억 원이 들고, 최대 생산 가능량은 200개라고 가정하자. 이 기계 장치를 1회 실행하면서 100개를 생산하는 경우와 200개를 생산하는 경우 개별 제품 한 단위당 생산비용은 다음과 같이 줄어든다.

	100개 생산	200개 생산
단위당 생산비용	$100,000,000 \div 100 = 1,000,000$	$100,000,000 \div 200 = 500,000$

▶ 본문 275~276쪽(9장) '의약품 개발도 ~ 충분히 나누어졌기 때문이다.' 단락 더 알아보기

앞에서 예로 든 커피머신을 다시 떠올려보자.

100만 원짜리 커피머신으로 첫 커피 한 잔을 만들었다면, 이 한 잔을 만들기 위해 소요된 비용은 100만 원이다. 그리고 두 번째 잔을 만들었다면 한 잔당 50만 원이 소요된 셈이다. 한 잔을 추가로 더 만들기 위해 소요된 비용이 처음 100만 원에서 50만 원으로 줄어든 것이다.

같은 방식으로 99잔을 만들 때 한 잔당 소요된 비용은 1만 100원(=100만 원÷99잔)이다. 그리고 생산 능력의 마지막인 100번째 잔을 만들 때 한 잔당 소요된 비용은 1만 원(=100만 원÷100잔)이다.

이처럼 처음 한 잔에서 두 번째 잔을 만들 때 줄어드는 평균 생산비용은 50만 원(100만 원→50만 원)이었으나, 생산량이 증가해 99번째 생산에서 100번째 생산으로 1단위 늘어날 때 줄어드는 평균 생산비용은 100원(1만 100원→1만 원)밖에 되지 않는다. 그 이유는 이미 앞선 96, 97, 98번째 등 많은 생산량에서 초기 시설투자 비용이 충분히 분배되었기 때문이다.

▶ 본문 321~322쪽(11장) '기존 기대치 변화 기본틀 외에 ~ 감소시킬 수 있다.' 단락 더 알아보기

대리인 비용은 주주의 대리인인 경영자가 특권적 소비나 비금전적 효익을 추구함으로써 자신의 효용을 증대시키고자 하는 과정에서 발생한다. 예를 들어 경영자가 사무실을 호화롭게 꾸민다거나 골프를 즐기는 것 등과 같은 것이다. 이러한 행위는 주주의 이해관계와 상충되므로 감시비용과 같은 대리비용이 발생하게 된다. 그런데 만약 경영자가 회사의 모든 지분을 소유하고 있다면 위와 같은 소비 행위가 곧 자신의 부담이 되기 때문에 특권적 소비와 같은 행위를 하지 않게 된다. 본문에서는 자사주 매입으로 회사 내부 지분율이 높아지고 외부 주주의 지분 비율이 낮아져 경영자가 특권적 소비나 비금전적 효익을 추구하는 행위를 할 확률이 낮아지는 것으로 설명하고 있다.

# EXPECTATIONS INVESTING

“ 당신이 미래의 현금흐름을 예측하지 않고 주식에 투자한다면  
그것은 (가치를 산정하기 어려운) 예술품을 수집하거나,  
도박을 하는 것이나 다를 바 없다.  
.....  
여기저기서 얻어들은 정보가 아니라  
반드시 당신 눈으로 직접 확인한 정보를 가지고 판단해야 한다. ”

- 피터 번스타인