

제 7 장 증권권의 기본적 분석

7.1 **기본적 분석의 의미와 한계**

7.2 **기본적 분석의 대상**

7.3 **주식의 가치평가**

● **학습목표**

- **기본적 분석의 정의와 목적 및 한계 이해**
- **경제분석, 산업분석, 기업분석의 이해**
- **주식의 가격평가방법 이해**

● 기본적 분석의 정의

- 증권분석 : 기본적 분석과 기술적 분석
- 기본적 분석: 주가는 기업의 내재가치가 결정. 경제, 산업 및 기업의 기본적 요인(fundamental factor)에 기초한 기업의 내재가치 평가가 핵심.
- 적극적 투자관리: 일시적으로 내재가치에 비해 과대, 과소 평가된 주식을 식별하는 것이 목적



● 내재가치 평가의 예

$$P_0 = \frac{E(d_1)}{(1+k)} + \frac{E(d_2)}{(1+k)^2} + \cdots + \frac{E(d_\infty)}{(1+k)^\infty} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E(d_t)}{(1+k)^t}$$

- 이 식에서 기대배당액은 그 기업이 실현하는 미래이익에 의해 결정되며 이는 경제 전체적 요인, 산업요인 및 그 기업의 고유한 요인들에 의해 결정된다.
- 할인율은 시장의 이자율, 인플레이션, 기업의 위험도 등에 의해 영향을 받는다.
- 이 식을 이용하여 주식의 가치를 결정하기 위해서는 경제, 산업, 기업 요인에 대한 체계적인 분석이 필요하다.

● 기본적 분석의 한계

- 첫째, 내재가치 분석에 시간과 노력이 많이 들고 이론이 복잡하여 이해가 쉽지 않음
- 둘째, 내재가치 분석자료로 사용되는 회계정보의 신뢰성 문제, 과거 정보의 한계
- 셋째, 투자자의 심리 요인 및 계량화 할 수 없는 요인은 재무제표에 나타나지 않음

● 분석방법

Top
Down

경제분석- 산업분석-기업분석

내재가치
평가

Bottom
up

기업분석- 산업분석-경제분석

내재가치
평가

● 주식 가치 결정을 위한 분석 요인

경제요인

경기변동, GDP성장률, 인플레이션, 이자율, 원자재가격의 동향 등. 주가 변동의 50%는 시장전체동향(체계적 위험)에 의해 설명됨(B. E. King)

산업요인

산업별 성장률, 경쟁의 정도, 수명주기, 수익 및 비용구조 등. 주가 변동의 13% 정도는 산업요인에 의해 설명됨 (B. E. King)

기업요인

기업의 자산구성, 경쟁력, 재무구조, 수익 및 비용구조 등.

● 기본적 분석의 체계

I. 경제분석

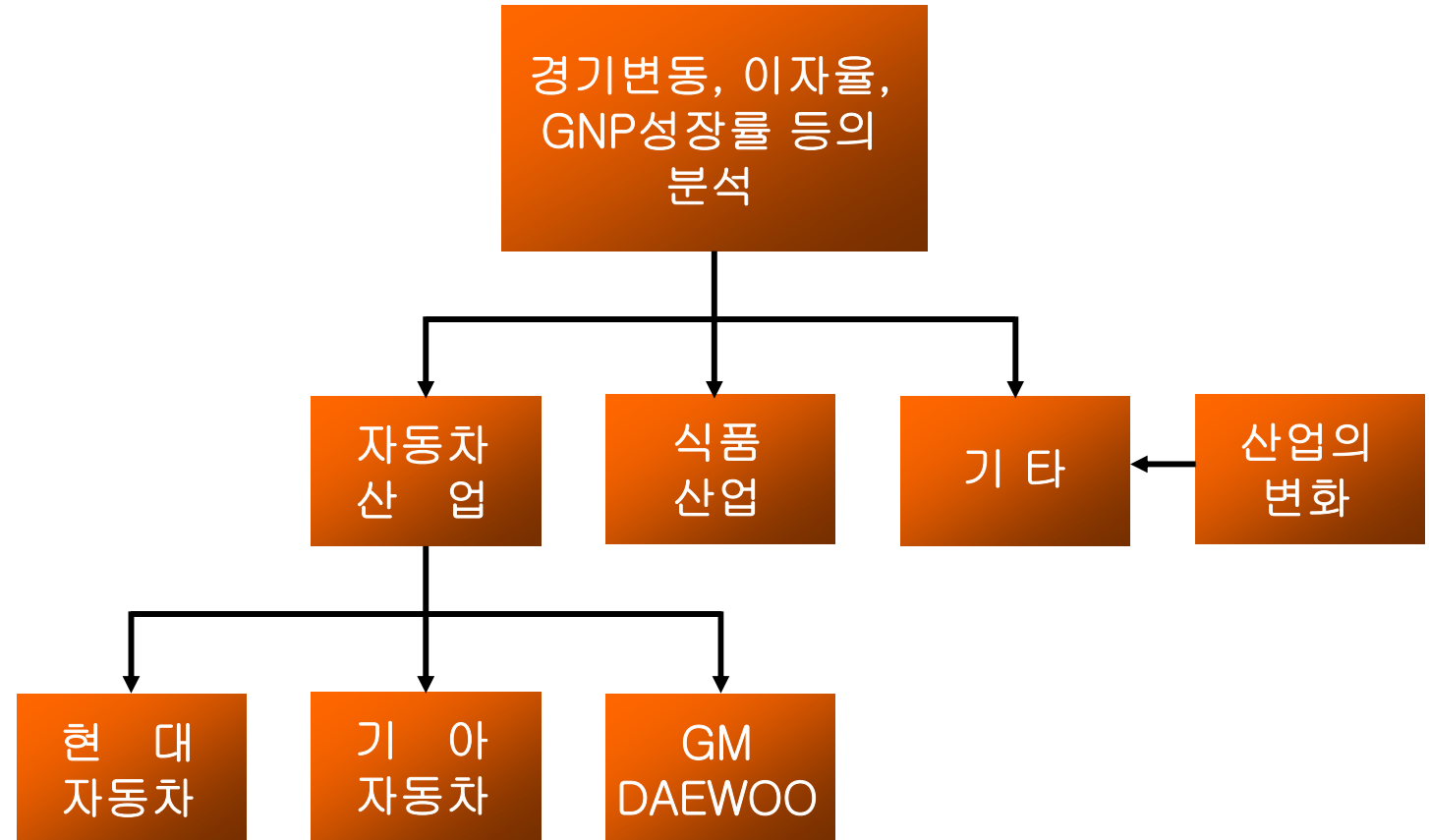
미래에 경제에 대한 분석·평가

II. 산업분석

분석된 경기변동 등의 국민경제요소가 각 산업에 미치는 영향과 산업별 차이의 분석·평가

III. 기업분석

특정산업 내의 변화가 각 기업에 미치는 영향 분석 및 기업별 자산구성, 재무구조 등의 차이 분석·평가



I. 경제분석

- 자본시장의 미래성과를 예측하기 위해서는 경제환경의 변화와 미래 경제상황이 분석되어야 한다.
- 이러한 분석은 경제동향과 경제정책의 방향을 파악하는 것으로 나누어 살펴볼 수 있다.
- 아래에서는 경기변동, 소비자조사, 기업경기실사지수, 통화량, 이자율, 물가, 환율, 원자재가격 등이 주가변동에 주는 영향을 분석

경제분석

내재가치의 변화 예측

적극적 투자관리

1. 경기변동과 주가

● 경기변동(business cycle)의 의미

- 경기변동이란 경제변수들이 약 3년 내지 5년을 주기로 각 변수의 장기추세선을 중심으로 상하운동을 하면서 변화하는 현상을 말한다.
- 즉, 몇 해 동안은 활발한 활동규모를 보이다가 또 몇 년간은 침체된 활동을 보이는 현상을 통틀어 경기변동이라 한다.
- 경기변동은 실물경제의 변동을 나타내며, 증권시장의 개별기업 가치도 이에 따라 민감하게 변동.

1. 경기변동과 주가

● 국민소득 변동의 구성 요소

첫째

불규칙한 변화로 당시의 특수한 경제여건을 반영하여 나타나는 단기적인 변화이다.

둘째

계절적 변동요인으로 기후, 경제적 관습, 풍속 등에 의해 생기는 경제활동의 변화를 의미한다. (예측가능)

셋째

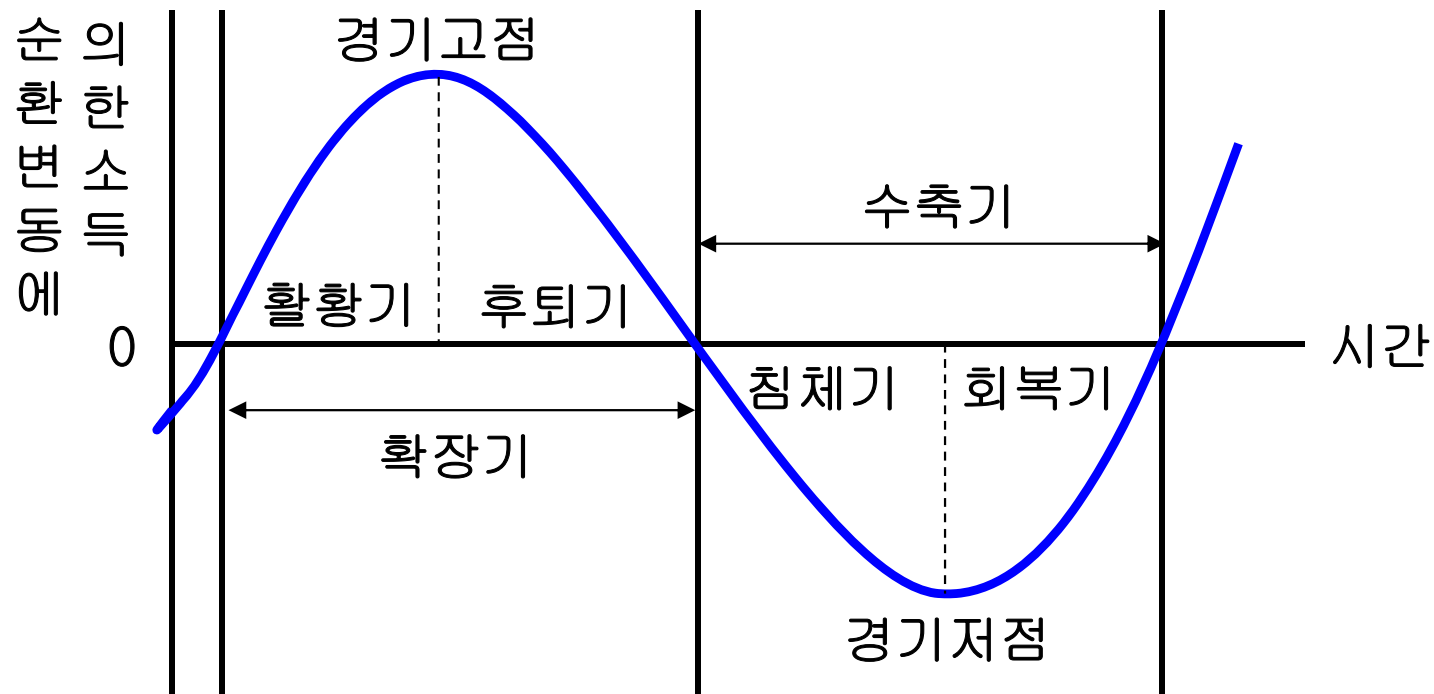
경제활동의 장기적인 추세를 나타내는 추세소득으로 경제규모가 지속적으로 증대되는 것으로 나타난다.

넷째

3년 내지 5년을 주기로 변동하는 부분으로 국민소득의 순환 변동이라 한다.

1. 경기변동과 주가

● 국민소득의 순환변동



1. 경기변동과 주가

● 각 경기변동국면의 특성

회복기

경제활동이 침체상태에서 벗어나기 시작하는 시기로 투자가 활성화되며 생산량이 증가하고 소비지출도 증가한다.

활황기

회복기의 상태가 가속화되는 시기로 궁극적으로 경기변동의 최고점에 이르게 된다.

후퇴기

투자가 축소되고 소비가 자제되어 판매액이 감소하기 시작하고 생산규모의 감축에 따라 실업이 증가한다.

침체기

후퇴기의 연장상태로 경기저점에서 멈춘다. 도산 기업이 증가하고 투자가 크게 위축되어 생산활동이 부진하다.

1. 경기변동과 주가

● 경기변동과 주가

- 주가는 경기변동이 있기 전부터 선행하여 이를 반영하여 주가의 하락 뒤에 경기후퇴가 발생하고 주가의 상승 뒤에 경기회복이 일어났던 실증적 증거들이 많다.
- 투자자는 경기변동의 전환점을 예측하여 주식시장의 동향을 예측할 수 있고 이를 투자관리에 활용할 수 있다.

1. 경기변동과 주가

● 경기지표를 이용한 경기변동의 예측

- 경기종합지수란 현재 경기상태를 판단하거나 향후의 경기변동을 예측하기 위한 대표적 지표로 전월 대비 및 전년 동월 대비 증감율을 종합하여 작성
- 경기종합지수(composite index : CI)는 경기변동에 민감한 주요 경제지표들을 선정하여 이들의 움직임을 종합하여 지수형태로 나타냄으로써 경기의 흐름을 파악하고자 하는 종합경기지표이다.
- 경기종합지수는 선행지수, 동행지수, 후행지수로 구분하는데, 선행지수는 경기동향을 예측하는데, 동행지수와 후행지수는 경기동향을 확인하는데 이용된다.

1. 경기변동과 주가

● 경기지표를 이용한 경기변동의 예측

● 경기종합지수의 종류와 구성지표

선행지수 [9개]	실물경제 동향보다 6~7개월 선행. 구인구직비율, 재고순환지표(제조업), 소비자기대지수, 기계수주액, 자본재수입액, 건설수주액, 종합주가지수, 금융기관유동성(Lf), 장단기 금리차, 순상품교역조건
동행지수 [7개]	현재의 경기상태를 나타냄. 산업생산, 비농가취업자수, 제조업 가동률지수, 도소매 판매액, 수출입액
후행지수 [6개]	생산자제품재고, 회사채 유통수익률(금리), 도시가계소비 지출

2. 소비자조사(CSI.)와 주가

● 소비와 주가는 정(+)의 관계

- 2000년 이후 각국 GDP에서 소비의 비중은 미국 70%, 일본 50%, 한국 50-55% 로 가장 큰 비중 (narration 7-1)
- 일반적으로 소비와 주가는 정(+)의 관계에 있으나 CSI는 특히 경기 수축국면 및 경기저점을 예측하는데 유용한 지표로 활용됨

(narration 7-2)

- 한국은행은 2005년부터 민간 가계수입전망, 소비지출전망 및 경기 인식 등에 대한 소비자 태도를 종합적으로 판단할 수 있는 소비자 심리지수를 발표하고 있음. 지수 100을 기준으로 소비활황과 불황을 나눔

3. 기업경기실사지수(BSI)와 주가

● BSI와 주가는 정(+)의 관계

- 기업경기실사지수(business survey index : BSI)는 경기에 대한 기업가의 판단과 전망, 설비투자계획을 비롯한 각종 경영계획을 조사하고 이를 수치화한 단기적인 경기예측 수단

$$\text{BSI} = \frac{\text{증가표시업체수} - \text{감소표시업체수}}{\text{전체 응답업체수}} \times 100 + 100$$

- 개개 기업가들의 경기동향에 대한 예상이나 대응계획은 향후 전체 경기에 중요한 영향을 미치므로 BSI는 경기종합지수 및 계량경제모델에 의한 경기분석과 예측을 보완하는 주요수단.

4. 통화량과 주가

● 통화량 (money supply)

M1
협의통화

현금통화+요구불 예금+MMF, 지급수단을 중시한 통화지표

M2
광의통화

M1+만기 2년 미만의 정기예금, 적금, 부금+시장형금융상품
+실적배당형상품+금융채+기타 (narration 7-3)

Lf
금융기관유동성

M2+만기 2년 이상 유동성상품+증권금융 예수금 등
+생보사 보험계약준비금 등

L
광의유동성

Lf+정부 및 기업 등이 발행한 유동성 상품 등, 가장 넓은 의
미의 통화지표

4. 통화량과 주가

● 통화량 (money supply)과 주가는 양(+)의 관계

- 통화량 증가 → 주식수요 증가 → 주가상승
- 통화량 증가 → 실질이자율 하락 → 주식에 대한 요구수익률 하락 → 주가상승
- 일반적으로 통화량의 감소가 예상되면 주가는 하락하고 통화량의 증가가 예상되면 주가는 상승한다.
- 단, 지나치게 많은 통화가 공급되면 인플레이션에 대한 우려 때문에 실질주가가 하락

5. 이자율과 주가

● 일반적으로 이자율과 주가는 음의 관계

- 이자율 상승(하락) → 부채사용기업의 금융비용 증가(감소) → 기업의 영업성과 악화(호전) → 주가하락(상승)
- 이자율이 변화하면 투자자의 요구수익률이 변화하며 주가를 변동시킨다.
- 최근 해외자본의 확대로 국제자본시장의 이자율변화가 국내 경제 상황에 미치는 영향이 커짐에 따라 이자율을 분석할 때 국제자본시장의 이자율동향을 함께 분석해야 한다.

6. 물가와 주가

● 물가

- 물가란 경제 내에서 거래되는 각종 재화와 용역의 가격을 말한다. 일반적으로 경기상승기의 완만한 물가상승은 단기적으로 기업의 경영성과를 양호하게 하여 주가를 상승시킬 수 있다.
- 그러나 지속적이고 큰 폭의 물가상승은 장기적으로는 기업의 자금 조달비용구조를 악화시키고 소비자의 실질소득을 감소시켜 구매력을 저하시키고 기업성과 악화와 주가하락이 발생함
- 물가가 상승하면 기업의 미래불확실성이 증대되어 안정적인 경영을 할 수 없고 개인은 금융자산보다는 인플레이션 헤지를 할 수 있는 부동산과 같은 실물자산을 선호하여 심각한 인플레이션기간 중에는 주가가 큰 폭으로 하락.

7. 환율과 주가

● 환율 (exchange rate)

- 환율은 우리나라 통화와 외국통화간의 교환비율을 말한다.
- 우리나라는 1980년 이후 변동환율제도를 시행하고 있다.
- 변동환율제도하에서 환율은 국제수지, 국내외의 이자율의 차이, 인플레이션율 등의 기본적 요인과 외환시장에서의 수요와 공급 등의 요인에 의해 결정된다.
- 일반적으로 국제수지가 흑자이면서 인플레이션율이 낮을수록 그 나라의 통화가치가 높게 평가된다.

7. 환율과 주가

● 환율 (exchange rate)

● 원화의 환율인상(평가절하) 효과



7. 환율과 주가

● 환율 (exchange rate)

● 원화의 환율인하(평가절상) 효과



8. 원자재 가격과 주가

● 원자재가격은 주가와 음의 상관

- 우리나라의 경우 부존자원이 부족하여 원자재의 대부분을 수입하는 실정이므로 주요 원자재가격(원유, 동, 아연, 철광석, 대두, 옥수수 등)의 동향은 기업경영에 큰 영향을 미친다.
- 1차산품 및 농산물은 로이터지수(Reuter Index), 다우존스지수(Dow Jones Index)등의 국제상품가격지수로, 원유의 경우 북해산 경질류, 서부텍사스산 중질유 등의 가격을 참고하면 된다.
- 참고로 부존자원이 풍부한 나라의 경우 원자재 가격은 장기적으로 주가와 양의 상관

9. 경제성장과 주가

● 경제성장률

- 경제성장률은 일정기간 중 한 나라안에 있는 모든 경제주체가 생산 활동에 참여하여 만들어 낸 부가가치의 총계인 국내총생산(GDP)이 전년도에 비해 얼마나 증가하였는가를 나타내는 한 나라 경제의 종합적인 성적표이다.
- 경제성장률이 높을 경우 기업의 이익도 큰 폭으로 상승하므로 경제 성장전망이 좋을 때는 주가가 큰 폭으로 상승한다.
- 우리나라의 경우 경제에서 수출입이 차지하는 비중이 크므로 수출입에 영향을 미치는 나라들의 경제성장전망도 함께 관찰하는 것이 중요하다.

10. 국제수지와 주가

● 국제수지

- 국제수지란 일정기간 중 외국과의 거래결과로 발생한 수입과 지출의 차이를 의미한다.
- 외국과의 거래와 관련된 국제수지는 보통 경상수지로 대표된다.
- 수출의 호조와 서비스수지의 개선으로 경상수지가 흑자를 기록하는 동시에 자본수지가 흑자를 보일 때는 주가가 상승한다.
- 경상수지 : 상품수지, 서비스수지, 소득수지와 무상원조
- 자본수지 : 투자수지, 기타자본수지 (narration 7-4)

11. 정부의 경제정책과 주가

● 정부의 경제정책

- 경제정책의 방향과 실시시기는 전반적인 경제활동수준, 특정 산업과 기업에 큰 영향을 미친다.
- 주요 경제정책으로는 경기조정정책(경기의 부양 및 진정 관련), 재정정책(세법개정 및 공공투자지출 관련), 금융정책(통화량증감 및 이자율수준 관련), 산업정책(특정산업의 육성·조정 관련)
- 우리나라의 경제정책과 주요 국가의 경제정책도 중요한 분석대상이다.

1. 산업의 분류

- 실제 산업활동 종류에 의한 표준산업분류와 경기의 순환적 구조에 의한 분류 방법이 있음

성장산업	경기변동 순환과 관계없이 매출액과 이익의 높은 성장이 기대되는 산업. 기술혁신과 관련된 첨단산업. 1970년대 철강, 석유화학, 일반기계, 전자공업, 1980년대 자동차, 전자부품, 컴퓨터, 반도체, 2000년대 IT, BT, ET, 나노기술, 녹색산업
순환적 산업	내구재 소비산업 냉장고, 에어컨 등 경기순환에 따른 매출과 이익의 변동이 매우 크게 나타남
방어적 산업	경기후퇴기에도 꾸준한 산업. 식품가공업, 약품, 대부분의 서비스업 → 경기침체기 투자수익률이 안정적인 산업. (narration 7-5)

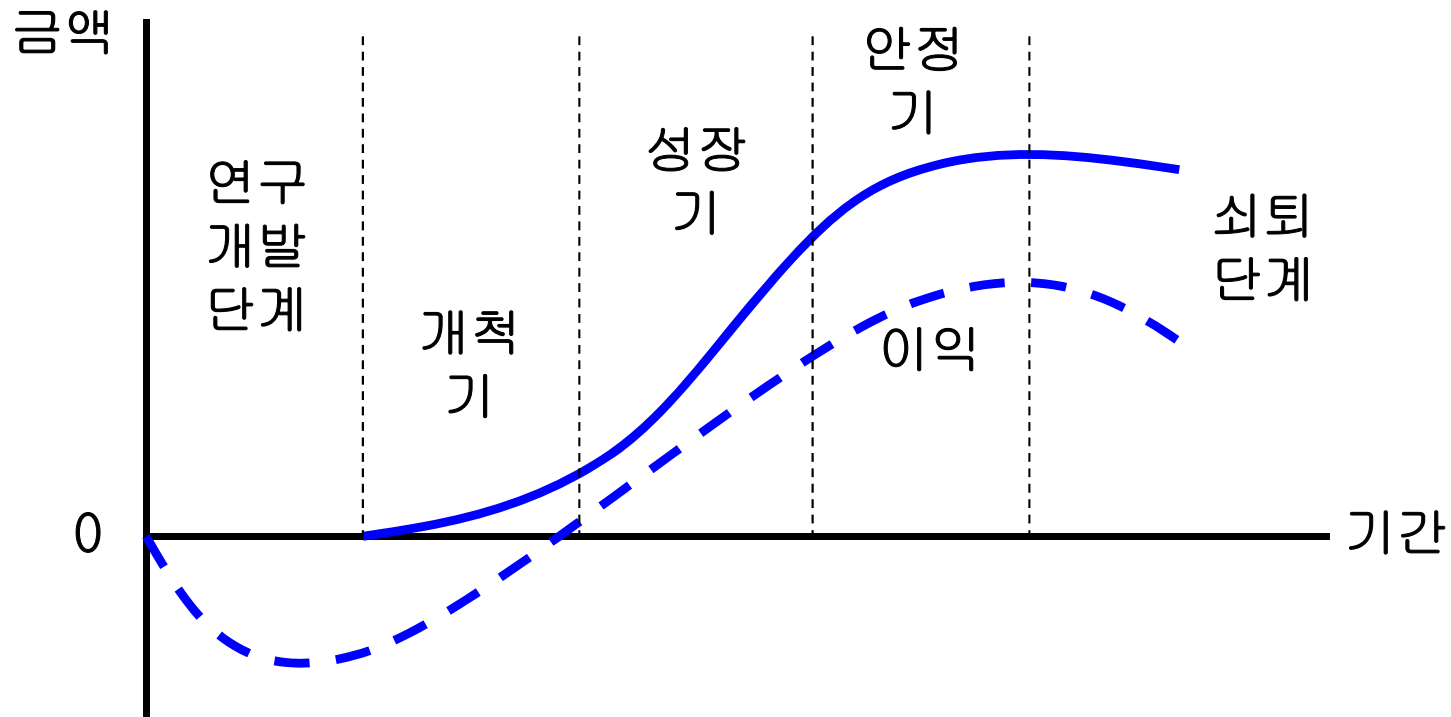
2. 산업제품의 수명주기분석

- 제품의 수명주기 (product life cycle)
 - 개척기, 성장기, 안정기
- 각 산업의 주력제품이 수명주기상 어느 단계에 위치하느냐에 따라 산업별로 위험과 수익성, 성장전망 등에 큰 차이가 있다.
- 수명주기에 의한 산업분석은 해당산업의 주력제품이 제품의 수명주기상 어느 단계에 위치하느냐를 파악하여 그 산업의 성장가능성을 판단하는 방법이다.

2. 산업제품의 수명주기분석

- 제품의 수명주기 (product life cycle)

제품수명주기



2. 산업제품의 수명주기분석

<p>개척기</p>	<p>그 산업제품에 대한 수요의 급속한 증가 시기. 기업들의 시장점유율을 위한 치열한 가격, 비가격 경쟁으로 도산기업 속출. 개척기에 우수실적 지속은 매우 어려움. 평균적으로 높은 이익의 성장이 기대되나 위험이 크므로 좋은 투자대상은 아님.</p>
<p>성장기</p>	<p>생존기업들의 지속적 성장시기. 이 시기 기업들은 시장점유율, 자본구조 등에서 유리한 위치 점유. 보다 양질의 저렴한 제품 공급. 성장성과 안정성을 두루 갖추어 좋은 투자대상</p>
<p>안정기</p>	<p>산업 성장의 정체기. 매출액 증가율이 경제전체의 실적보다 낮은 시기. 잠재적 쇠퇴기. 관습의 변화, 노동비용증가, 기술혁신 및 수요의 정체 등으로 주가 하락이 예상되므로 좋은 투자대상이 아님.</p>

- IT 산업 등은 수명주기가 너무 빨라 종래의 주기이론의 적용이 어려움

3. 산업 구조분석

- 산업구조분석이란?
- 경쟁강도를 결정짓는 구조적 경쟁요인을 분석하는 것.
- 진입장벽, 기존업체간 경쟁강도, 제품해당산업의 대체가능성, 구매자의 교섭력, 공급자의 교섭력 등 5개의 구조적 경쟁요인이 산업의 수익성과 매력도를 결정
- 1992~2006년 미국의 음료산업, 소프트웨어 산업의 수익성은 항공산업의 6배에 달함

3. 산업 구조분석

진입장벽	신규진입을 막는 장애요인. 신규진입을 막기 위한 방어활동. 규모의 경제, 제품의 차별화, 소요자본, 유통채널의 선점, 정부의 규제 등
기존 업체간의 경쟁강도	가격, 신제품, 고객서비스 등을 통한 라이벌 기업간 경쟁강도는 증가하는 경향. 산업 수익성 하락, 루저의 퇴출. 지속적 틈새시장 발굴, 해외사업 확장 등의 노력 필요
제품의 대체가능성	신규 대체재 등장이나 가격 대비 기술향상 정도에 따라 경쟁도가 변화. 신속한 기술혁신으로 산업간 대체관계는 산업 분석에서 차지하는 비중이 날로 증가. 특정 산업의 경쟁력 결정 요소가 매우 급변

3. 산업 구조분석

구매자 교섭력	제품의 규격화가 크고 제품차별화가 작은 경우, 대체재로의 교체비용이 작은 경우, 구매집중도가 높은 경우 구매자 교섭력은 강하다. 구매자 교섭력은 해당 산업의 수익성을 감소시킴
공급자 교섭력	대체재가 없고 차별화가 이루어져 있고, 교체비용이 막대한 경우, 공급자가 과점상태에 있는 경우 공급자의 교섭력이 강하다. 공급자 교섭력이 너무 강한 경우에도 공급가격의 인상, 제품품질의 하락 등으로 산업의 수익성은 감소

[참고] 일반적 검토요인

● 산업의 연혁

- 매출액신장률, 수익성, 수출·입규모, 경제 내에서의 중요성 등.

● 수요구조

- 산업제품에 대한 수요가 장·단기적인 관점에서 어떻게 변화할 것인가를 제품별, 이용자별, 지역별로 검토한다.
- 경기변동이 수요에 주는 영향과 제품수명주기, 주요수입국의 수입 규제동향 등을 분석한다.

[참고] 일반적 검토요인

● 생산구조

- 제조공정, 생산기술, 생산능력, 가동률 등에 대해 업계 전체의 동향을 파악하는 한편, 설비투자의 내용과 규모, 주요 원자재의 가격동향, 생산량 카르텔의 유무, 해외진출상황 등을 검토한다.

● 판매구조

- 판매조직 및 유통구조를 명확하게 파악하는 한편 유통과정의 재고수준, 판매가격 추이, 가격 카르텔의 유무 등을 검토한다.

(narration 7-6)

● 경영성과와 재무구조

- 산업의 성장성, 수익성, 자본구성, 원가구조 등에 대하여 검토하고 필요시 관련산업과의 비교를 실시한다.

[참고] 일반적 검토요인

● 정부의 산업정책

- 특정 산업에 대해 정부가 어떤 정책을 가지고 있는가를 검토한다. 정부가 정책적으로 육성하려는 사업인 경우 세제·금융상의 지원이 가능하지만 불황산업 등으로 분류된 경우 정리되거나 업종전환이 이루어질 가능성이 높다.

● 해외의 산업동향

- 분석대상 업종에 대한 주요국의 동향을 제품별로 가격, 품질, 기술력, 생산방식 등을 조사한다. 또한 기업별로 규모, 수익력, 연구개발투자, 시장점유율 등을 조사한다.

● 산업의 경쟁상황

- 신규진입·도산·철수·전폐업·합병 등에 의한 기업수의 변동추이, 규모별·지역별 기업의 분포, 기업별 시장점유율, 자본기술판매 등에 의한 계열기업의 존재유무 등을 분석해야 한다.

[참고] 일반적 검토요인

- 경제활동의 수준과 산업성과
 - 산업별로 경기변동에 대한 민감도가 다르다.
 - 투자자는 경제변수들에 대한 예측치를 토대로 산업성과의 기대치를 계산하게 된다.
 - 이러한 분석을 통해 어떤 산업의 투자성과와 성장성이 양호한지를 분석할 수 있다.

[참고] 일반적 검토요인

- 산업 내의 새로운 변화와 발전요소의 파악
 - 새로운 기술의 발달이나 신제품의 출현 등은 특정 산업의 성과에 큰 영향을 미친다.
 - 새로운 변화는 세법의 개정 등과 같은 제도적 특면의 변화나 노동조합의 태도변화, 원재료구입선의 변화 등에 의해서도 가능하다.
 - 이러한 분석이 결여되면 해당 산업에 대한 투자위험이 더욱 커지게 될 것이다.

[참고] 일반적 검토요인

- 산업성과와 개별기업성과의 관계분석
 - 동일한 산업에 속한 기업들 간에도 매출액의 구성이나 재무구조가 다르므로 경기변동이나 산업성과의 변동에 대한 민감도가 차이가 난다.
 - 제품구성분석을 통한 경기변동에 대한 매출액 변화의 차이 분석.
 - 기업의 자산구성과 이에 따른 영업레버리지효과분석.
 - 기업의 자본구성과 이에 따른 재무레버리지효과분석.
(narration 7-7)

1. 질적분석

● 기업의 내재가치 분석 방법

- 질적분석: 기업고유의 경영전략, 기업의 성장성, 경영자의 능력, 기업이미지, 업계에서의 지위, 노사관계, 기업문화, 연구개발능력 등 비 계량적 요인을 분석.
- 질적분석의 한계 : 정보의 수집이 쉽지 않고 정보에 대한 객관적인 평가가 어려움.

1. 질적분석

● 안정적인 수익원

- 안정적으로 수익을 확보할 수 있는 특허권·영업권 등의 독점권의 보유유무와 상표충실도(brand royalty) 정도를 살펴본다.

● 지속적인 성장가능성

- 기업의 지속적인 성장을 뒷받침할 수 있는 신제품개발능력, 신시장 개척능력(R&D에 대한 투자비율 등), 자본적 지출의 규모와 성격 등에 대해 평가한다.

1. 질적분석

● 경영의 안정성

- 기업역사, 경영다각화의 정도, 경영권지배의 안정성, 노사분규의 가능성 등을 중심으로 안정적 성장여부를 분석한다.

● 비용 우위

- 원료의 독점이나 안정적 공급의 정도, 정부의 특혜, 비용통제의 효율성이나 월등한 경험의 누적 등으로 인한 제품생산비용의 우위 정도를 살펴본다.

1. 질적분석

● 경영진의 능력

- 기업의 최고경영진은 전략적 의사결정의 주체로서 성장의 주역.
- 경쟁력 유지능력(매출액성장률, 시장점유율의 유지와 안정성), 시설확장능력, 수익성 유지능력, 생산효율유지능력, 자금조달능력,대종업원 및 노동조합과의 관계, 현대적 관리기법의 적용능력, 대정부관계, 연구개발 및 신제품개발 능력, 후계자 양성능력, 지역사회와의 관계, 변화에 대한 대처능력 등의 측면 및 경영자의 경영철학, 경영진의 구성, 경영자의 건강 등을 참조하여 경영능력을 종합적으로 평가할 필요가 있다.

1. 질적분석

● 제품구성

- 기업이 생산·판매하는 제품의 종류와 각 제품별 매출액이 전체 매출액에서 차지하는 비율을 검토한 후 최근 수년간 매출액, 공헌이익, 제조원가 등을 제품별로 파악하여 변화양상을 관찰한다.
- 주력제품을 비롯한 각 제품의 기본적 특성을 분석하는데 제품별로 생산재·소비재의 구분, 노동집약형·자본집약형·기술집약형의 구분, 다품종소량생산·소품종대량생산형의 구분 등이 필요하며 특히 제품의 기술수준에 대한 평가, 특허권·상표권에 의한 보호여부 등이 중요한 분석사항이 된다.

1. 질적분석

● 제품구성

- 제품의 미래수익력은 제품 자체의 성격은 물론 그 제품이 속한 시장의 동향에 의해서도 큰 영향을 받게 된다.
- 특히 시장의 성장·축소여부와 그 속도, 경쟁기업·기술·가격 등 경쟁요소의 추이, 경기변동에 대한 제품수요의 민감도, 시장조사·연구개발·제품판매 등의 활동을 관리할 수 있는 기업능력, 각 제품별 시장점유율 등이 중요한 분석대상이 된다.

1. 질적분석

● 제품수명주기

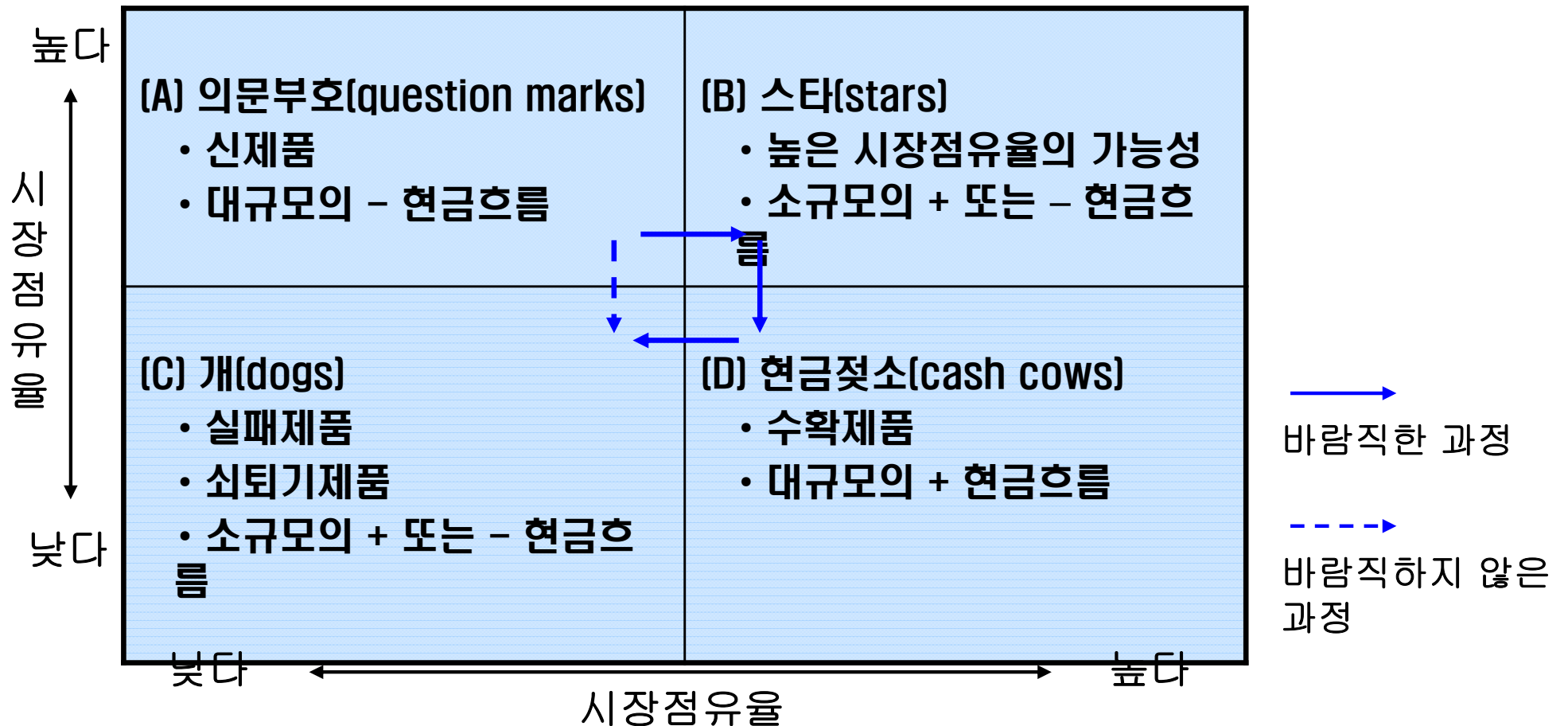
- 제품수명주기의 분석을 통해 각 제품의 수익성과 성장성을 분석 할 수 있다.
- 수명주기상의 각 단계별로 수요규모나 수익률, 경쟁력강화방안 등에 차이가 나타나므로 미래의 성장성·수익성·안정성을 평가하기 위해 수명주기별로 제품구성을 분석하는 것이 중요하다.

1. 질적분석

- 제품의 시장지위 (product market standing)
 - 제품의 시장지위에 대한 평가는 제품의 성장가능성과 수익성을 예측하는데 반드시 필요하다.
 - 이를 위한 한 방법이 제품포트폴리오 관리(product portfolio management : PPM)이다.
 - PPM은 시장점유율과 시장성장률에 의해 기업이 생산하는 제품의 위치를 분석하여 앞으로의 전개방향을 예측할 수 있도록 해준다.
 - PPM은 제품의 시장점유율이 높을수록 경쟁력도 높고 수익성도 높게 된다는 사실에 기초하고 있다.

1. 질적분석

제품시장지위의 분류



2. 양적 분석

● 양적분석이란 ?

● 기업이 공시한 재무제표를 통해

수익성 (총자본이익률, 자기자본이익률),

안정성 (부채비율, 부채-자기자본비율, 이자보상비율, 유동비율),

활동성 (총자산회전율, 매출채권회전율, 재고자산회전율),

성장성 (매출액증가율, 순이익증가율, 총자본증가율),

시장가치 (주당순이익, 주가수익비율, 배당률 및 배당수익률,

토빈의 q 비율, 주가순자산비율)

등에 관한 지표를 중심으로 재무적 건전도와 향후 전망을 분석 평가

2. 양적 분석

- 수익성-총자본이익률(return on investment, ROI)
 - ROI는 기업에 투자된 총자본(자산)으로 세후 어느 정도의 당기순이익을 얻었는가를 나타냄.
 - 총자본이익률의 증가를 매출액 순이익율과 총자본회전율로 분해 가능

총자본이익률 = (당기순이익/매출액) * (매출액/총자본)

총자본이익률 = 매출액순이익률 * 총자본회전율

2. 양적 분석

- 수익성-자기자본이익률(return on equity ROE)
 - ROE는 기업에 투자된 자기자본에 의하여 얻어지는 세후 이익이 얼마인가를 측정
 - 타인자본을 제외한 순수한 자기자본의 효율적 운영을 알아봄. 여러 요인으로 분해됨

자기자본이익률 = (당기순이익/매출액) * (매출액/총자산) * (총자산/자기자본)

자기자본이익률 = 매출액순이익률 * 총자산회전율 * (1/자기자본비율)

2. 양적 분석

- 안정성-부채비율(debt to equity ratio)
 - 기업이 타인자본에 의존하고 있는 정도를 나타냄. 장기부채의 상환 능력을 판단하는 지표
 - 부채비율은 주주와 채권자 입장에서 재무위험을 나타내는 지표이므로 100% 이하가 표준 비율.
 - 타인자본 사용에 따른 재무레버리지 효과는 기업 가치를 증가시키는 역할을 하는 경우도 있음

$$\text{부채비율} = (\text{타인자본} / \text{자기자본})$$

2. 양적 분석

● 안정성-부채`자기자본 비율

- 기업의 자기자본에 대한 총 고정부채의 비율을 나타냄.
- 일반적으로 부채자기자본비율이 100% 이상이면 높은 것으로 간주되며, 레버리지 비율이 높으면 이익의 변동성이 커져서 위험이 커지고 주주들의 기대수익률도 높아짐

$$\text{부채자기자본비율} = (\text{총고정부채} / \text{자기자본})$$

2. 양적 분석

- 안정성-이자보상비율(interest coverage ratio)
 - 기업의 영업이익의 타인자본 이자 비용에 대한 비율
 - 이자보상비율이 100% 이하이면, 영업이익으로 이자도 갚지 못하는 상황으로 기업 도산위험이 높음

$$\text{이자보상비율} = (\text{영업이익} / \text{이자비용})$$

- 안정성-유동비율(current ratio)
 - 상환기간이 1년 미만인 단기 채무에 대한 지급능력을 나타냄.
 - 보유자산을 단기간 내에 현금화할 수 있는 유동성이 부족하면 단기 채무에 대한 지급불능으로 도산할 위험이 커짐.
 - $\text{유동비율} = (\text{유동자산} / \text{유동부채})$ (narration 7-8)

2. 양적 분석

● 활동성-총자산회전율

- 매출을 하는데 보유하는 자산을 몇 번이나 활용하였는지를 측정
- 높을 수록 좋은 영업활동으로 판단

$$\text{총자산회전율} = (\text{매출액} / \text{총자산})$$

● 활동성-매출채권 회전율

- 매출채권이 1년 동안 몇번이나 회수되었는가를 측정
- 평균회수기간은 매출채권이 회수되는데 소요되는 평균기간을 측정

$$\text{매출채권회전율} = (\text{순매출액(또는 총매출액)} / \text{평균매출채권})$$

$$\text{매출채권회수기간} = (365 / \text{매출채권회전율})$$

2. 양적 분석

● 활동성-재고자산회전율

- 재고자산이 매출채권이나 현금으로 전환되는 속도를 측정
- 영업활동에 사용되는 재고자산의 과부족을 판단하는 기준
- 회전율이 높은 경우, 자본이익률이 높아지고 매입채무가 감소하는 등 기업의 경영활동을 양호하다 판단할 수 있으나 재고부족으로 고객상실의 가능성도 존재
- 회전율이 낮은 경우에는 과도한 재고자산의 보유로 기업의 영업활동이 부진하다는 점을 판단

재고자산회전율 = (매출원가(또는 매출액)/평균재고자산)

2. 양적 분석

● 성장성-매출액 증가율

- 기업의 외형적 성장을 나타냄

$$\text{매출액증가율} = (\text{당기매출액} / \text{전기매출액}) - 1$$

● 성장성-순이익증가율

- 매출액증가율과 함께 기업의 성장성을 나타내는 핵심 변수

$$\text{순이익증가율} = (\text{당기말순이익} / \text{전기말순이익}) - 1$$

● 성장성-총자본증가율

- 기업의 전체적 성장규모 측정

$$\text{총자본증가율} = (\text{당기말총자본} / \text{전기말총자본}) - 1$$

2. 양적 분석

- 시장가치-주당순이익(earning per share:EPS)
 - 발행주식 1단위당 순이익을 나타냄
 - 자본금 규모가 다른 기업의 수익성 비교에 있어서 이익의 절대적 규모보다는 주당순이익의 비교가 적절.
 - 주당순이익과 주가는 정비례

$$\text{주당순이익} = (\text{당기순이익} / \text{발행주식수})$$

2. 양적 분석

- 시장가치-주가수익비율(price earning ratio: PER)
 - 주가가 주당순이익의 몇배인가를 나타냄
 - PER가 높다면 성장성이 높거나 수익성이 낮은 경우.
 - PER가 낮다면, 성장성이 낮거나 수익성이 높은 경우.
 - 일반적으로 PER가 낮은 저PER 주식을 투자대상으로 선정
 - PER 비율은 기업마다 시기별로 일정하지 않게 나타남

$$\text{주가수익비율} = (\text{주가} / \text{주당순이익})(\text{배})$$

2. 양적 분석

- 시장가치-배당성향(dividend payout ratio)

- 당기순이익 중 현금배당의 비율, 기업 배당정책을 나타냄.

$$\text{배당성향} = (\text{현금배당} / \text{당기순이익})$$

- 시장가치-배당률(dividend payout)

- 배당금을 주식의 액면가격으로 나눈 것. 액면가격기준.

$$\text{배당률} = (1\text{주당배당금} / \text{액면가격})$$

- 시장가치-배당수익률

- 배당금을 주식의 시장가격으로 나눈 것으로 투자자의 관심사

$$\text{배당수익률} = (1\text{주당배당금} / \text{시장가격})$$

2. 양적 분석

● 시장가치-토빈의 q 비율

- 주식시장에서 평가된 주가를 기업자산의 현재가치로 나눈 값
- 기업자산의 현재가치(대체비용)은 대체원가의 추정치
- q 비율이 1보다 크면 주가는 현재 자산가치보다 높게 평가됨.
- q 비율이 1 이하인 기업은 자산을 효율적으로 사용하지 못하고 있기 때문에 M&A 대상이 될 수 있음

$$q\text{비율} = (\text{기업의 시장가치(주가)} / \text{기업자산의 현재가치(추정 대체비용)})$$

2. 양적 분석

- 시장가치-주가순자산비율(price book-value ratio, PBR)
 - 이 비율은 시장가치 대 장부가치 비율(book-to-market ratio)라고도 하는데, 주가는 시장에서 가치가 결정되고 주당 순자산은 대차대조표의 자산을 발행주식수로 나누어 계산.
 - 이 비율이 높으면 높은 성장성을 나타냄.
 - 이 비율이 낮은 기업은 주식시장에서 저평가 되어 있음.

$$\text{주가순자산비율} = (\text{주가} / \text{주당순자산}) = (\text{주당시장가치} / \text{주당장부가치})(\text{배})$$

2. 양적 분석

- 양적분석(재무비율분석)의 한계
 - 비율의 절대적 기준이 존재하지 않음.
 - 회계자료에 의존하므로, 다소 주관적 자료
 - 객관적 비교대상 회사는 존재하지 않음
 - 재무비율분석은 기업의 내재가치 분석에 있어서 하나의 분석 자료를 제공하는 것에 지나지 않음

[참고] 재무비율 분석 사례

- 수익성 - 자기자본이익률 (return on equity : ROE)
 - ROE는 순이익을 자기자본으로 나눈 값으로 기업의 실질적 소유주인 주주들이 투자한 자본이 벌어들이는 수익성을 나타내 주는 지표로서 주식에 투자하는 투자자들의 입장에서 볼 때 가장 중요한 재무비율이다.
 - ROE는 이익과 배당의 성장률(=ROEX내부유보율)을 결정짓는 기본요인으로 ROE가 높게 평가된다는 것은 기업이 수익성이 좋은 새로운 투자기회들을 계속 확보한다는 것을 의미한다.

[참고] 재무비율 분석 사례

● 재무위험과 ROE

[표] 경제상황에 따른 한라(주)의 경영성과 : 자기자본기업

경제상황	매출액 [억원]	영업이익 [억원]	총자산영업 이익률 [%]	순이익 [%]	자기자본 이익률 [%]
불황	80	5	5*	3**	3
보통	100	10	10	6	6
호황	120	15	15	9	9

* 총자산영업이익률 = 영업이익/총자산 = 5/100 = 5%

** 순이익 = 영업이익(1-법인세율) = 5(1-0.4) = 3억원

[참고] 재무비율 분석 사례

● 재무위험과 ROE

[표] 경제상황에 따른 백두(주)의 경영성과 : 부채사용기업 (40억원, 8%)

경제상황	매출액 [억원]	영업이익 [억원]	총자산영 업 이익률 [%]	순이익 [%]	자기자본 이익률 [%]
불 황	80	5	5	1.08*	1.8**
보 통	100	10	10	4.08	6.8
호 황	120	15	15	7.08	11.8

* 순이익 = (영업이익-이자비용)(1-법인세율)=(5-40X0.08)(1-0.4) = 1.08억원

** 자기자본이익률 = 순이익/자기자본 = 1.08/60 = 1.8%

[참고] 재무비율 분석 사례

● 재무위험과 ROE

- 위의 결과를 보면 기업의 매출액과 영업이익, 총자산영업이익률은 부채사용의 정도와 무관하다.
- 기업의 부채사용의 정도, 즉 재무위험이 순이익과 자기자본이익률에 영향을 주기 때문에 순이익과 자기자본이익률이 서로 다른 크기를 가진다.
- 기업의 재무위험과 총자산영업이익률, 자기자본이익률의 관계는 다음의 (식 13.2)와 같이 나타낼 수 있다.

[참고] 재무비율 분석 사례

- 재무위험과 ROE

$$ROE = \left[ROA + (ROA - r) \frac{B}{S} \right] (1 - t)$$

ROE : 자기자본이익률

ROA : 총자산영업이익률

r : 이자율

B / S : 부채비율 (=부채/자기자본)

t : 법인세율

[참고] 재무비율 분석 사례

● 재무위험과 ROE

● 앞의 식을 보면 다음과 같은 점을 알 수 있다.

1. 부채를 사용하지 않는 기업의 경우의 ROE는 ROA에서 법인세율을 차감한 것과 같다.
2. 부채를 사용하는 기업의 경우 ROA가 이자율보다 크다면 부채비율이 커질수록 자기자본만 사용하는 기업에 비해 ROE가 커진다.
3. 부채를 사용하는 기업에 투자하는 주주들은 자기자본만을 사용하는 기업에 투자하는 경우보다 더 큰 위험을 부담한다. - 부채를 사용하는 기업의 자기자본이익률이 더 큰 폭으로 변동하고 이러한 변동은 부채비율이 높아질수록 커지는데 이를 재무레버리지효과 (financial leverage effect)라고 한다.

[참고] 재무비율 분석 사례

● 비율분석

- ROE를 분해하면 기업의 성과를 결정짓는 요인들을 수익성을 나타내는 매출액영업이익률과 자산이용의 효율성을 나타내는 총자산회전율, 자기자본의 구성비율 및 세금부담률 등으로 구분할 수 있다.
- (식 13.3)에 이러한 분해과정이 나타나 있다.

$$ROE = \frac{\text{순이익}}{\text{납세전 순이익}} \times \frac{\text{납세전 순이익}}{\text{영업이익}} \times \frac{\text{영업이익}}{\text{매출액}} \times \frac{\text{매출액}}{\text{총자산}} \times \frac{\text{총자산}}{\text{자기자본}}$$

① ② ③ ④ ⑤

[참고] 재무비율 분석 사례

● 비율분석

- ① 기업 세금부담률의 크기 (세금부담률=1-순이익/납세전순이익)
- ② 기업 이자부담률의 크기 (이자부담률=1-납세전순이익/영업이익)
- ③ 영업활동의 수익성을 나타내는 매출액영업이익률
- ④ 자산이 얼마나 효율적으로 활용되었는가를 나타낸 총자산회전율
- ⑤ 총자산에서 자기자본이 차지하는 비율의 역수 (부채사용의 정도)

$$\frac{\text{총자산}}{\text{자기자본}} = \frac{\text{자기자본} + \text{부채}}{\text{자기자본}} = 1 + \text{부채비율}$$

[참고] 재무비율 분석 사례

● 비율분석

예 1

- 앞의 백두(주)의 경제상황이 보통인 경우의 ROE를 (식 13.3)을 이용하여 분해하라.

(풀이)

$$\begin{aligned} ROE &= \left(1 - \frac{2.72}{6.8}\right) \times \left(1 - \frac{3.2}{10}\right) \times \frac{10}{100} \times \frac{100}{100} \times \left(1 + \frac{40}{60}\right) \\ &= (1 - 0.4) \times (1 - 0.32) \times 0.1 \times 1 \times 1.66 = 6.8\% \end{aligned}$$

I. 내재가치와 기본모형

- 주식의 내재가치
 - 주식의 내재가치란 본질가치, 고유가치, 투자자가 생각하는 실질가치
 - 현실의 시장가격과는 관계없이 기본분석에 의하여 추정되는 가치
- 내재가치 산출방법

$$P_0 = \sum_{t=1}^T \frac{C_t}{(1+k)^t}$$

단, P_0 : 주식의 내재가치 (주가)

C_t : t 기의 현금흐름

k : 기대수익률

T : 당해 주식의 예상 보유기간

I. 내재가치와 기본모형

● 주식의 내재가치 산출 방법

- 주식의 내재가치 평가를 위해서는 현금흐름과 투자자가 요구하는 요구수익률을 알아야 함.
- 주식의 미래 현금흐름을 배당으로 파악하느냐 이익으로 파악하느냐에 따라 배당평가모형과 이익평가모형으로 구분

● 기대수익률

- 통상적으로 자본자산가격결정모형(CAPM) 에서 산출

$$E(r_i) = r_f + [E(r_m) - r_f] \beta_i$$

II. 배당 평가모형

- 배당평가모형 하 주식의 내재가치 산출 방법
 - 계속기업 가정 하에 배당이 투자자가 갖는 유일한 현금흐름
 - 주식의 내재가치는 영구적인 미래 현금배당의 현재가치
 - 배당평가모형은 미래의 현금배당 뿐만 아니라 주식의 매매차익도 모두 고려하고 있음

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+k)} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \frac{D_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{D_\infty}{(1+k)^\infty}$$

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t}$$

단. D_t : t 기의 배당

k : 기대수익률(요구수익률)

II. 배당 평가모형

● 제로성장 배당평가모형

- 무성장 기업의 경우 매기 배당금은 일정.

$$P_0 = \frac{D}{(1+k)^1} + \frac{D}{(1+k)^2} + \dots + \frac{D}{(1+k)^\infty}$$

$$P_0 = \frac{D}{k}$$

● 항상성장 배당평가모형

- 기업이 일정성장률(g)로 성장하고 할인율 일정한 경우

$$P_0 = \frac{D_0}{(1+k)} + \frac{D_0(1+g)}{(1+k)^2} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+k)^3} + \dots + \frac{D_0(1+g)^{\infty-1}}{(1+k)^\infty}$$

III. 이익평가모형

- 이익평가모형 하 내재가치 산출방법
 - 미래의 주당이익(earning per share: EPS)으로 주식의 내재가치 평가
 - 이익평가모형에서 사용되는 k 는 배당평가모형의 k 와 다르다. 왜냐하면, 배당흐름과 이익흐름의 변동성(위험)이 상이하기 때문.

$$P_0 = \frac{EPS_1}{(1+k)} + \frac{EPS_2}{(1+k)^2} + \frac{EPS_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{EPS_\infty}{(1+k)^\infty}$$

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EPS_t}{(1+k)^t}$$

단. EPS_t : t 기의 주당 이익

k : 투자자의 기대수익률

- 매기 주당이익이 일정한 경우 주식 내재가치

$$P_0 = \frac{EPS_1}{k}$$

IV. PER 평가 모형

- 실용적인 주가수익비율(price earning ratio, PER) 평가모형
 - 이론적 주가평가모형은 실용성이 적음.
 - 실무계에서 널리 사용되는 주기수익비율 가치평가방법
 - 이 모형에 따른 내재가치 평가에 있어 핵심은 정상적인 주가수익비율 (PER)를 추정하는 문제.
 - 동일위험군 기업들의 PER, 동종산업 평균 PER, 과거 수년간 해당기업의 평균적 PER등이 이용된다.

$$PER = \frac{P_0}{EPS_1}$$

P_0 : 주가

EPS_1 : 주당이익

IV. PER 평가 모형

● PER 평가모형의 문제점

- 주당순이익은 회계처리 방법에 따라 큰 영향을 받는다.
- 주당순이익은 미래의 기대이익이 아니라 전기에 실현된 주당순이익을 이용하므로 내재가치 평가에 한계가 있다.
- 경기에 따라 크게 변동하는 주당 순이익으로 PER의 변동성도 매우 크다는 문제점.

● **중요용어**

- **기본적 분석**
fundamental analysis
- **경제분석**
economic analysis
- **산업분석**
industry analysis
- **기업분석**
business analysis
- **경기변동**
business cycle
- **경제성장률**
economic growth
- **통화량**
money supply
- **환율**
exchange rate
- **국제수지**
balance of payment
- **제품수명주기**
product life cycle
- **경기종합지수**
composite index
- **기업경기실사지수**
business survey index
- **제품구성**
product mix
- **영업레버리지**
operating leverage
- **재무레버리지**
financial leverage
- **자기자본이익률**
ROE
- **재무제표분석**
financial statement analysis