

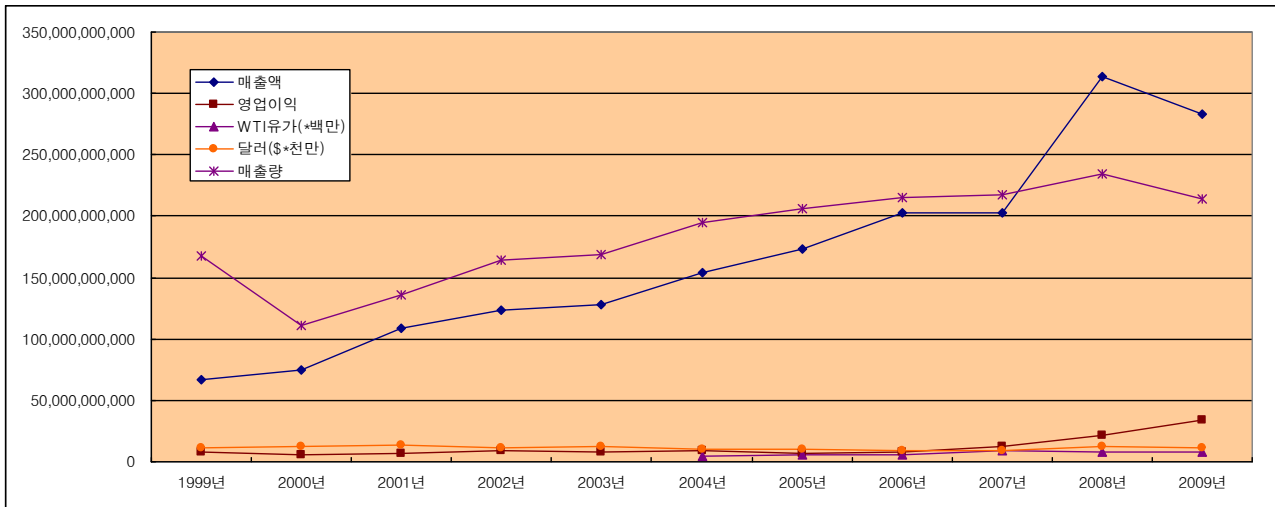
진주는 흙속에서 빛나지 않는다. 직접 캐서 숨기고 딱고 웃으며 팔아라

예를 들어 아래와 같은 가정을 모두 만족시키는 기업을 주식시장내에서 우연찮게 발견하게 되면, 투자자들은 어떻게 해야 합니까?

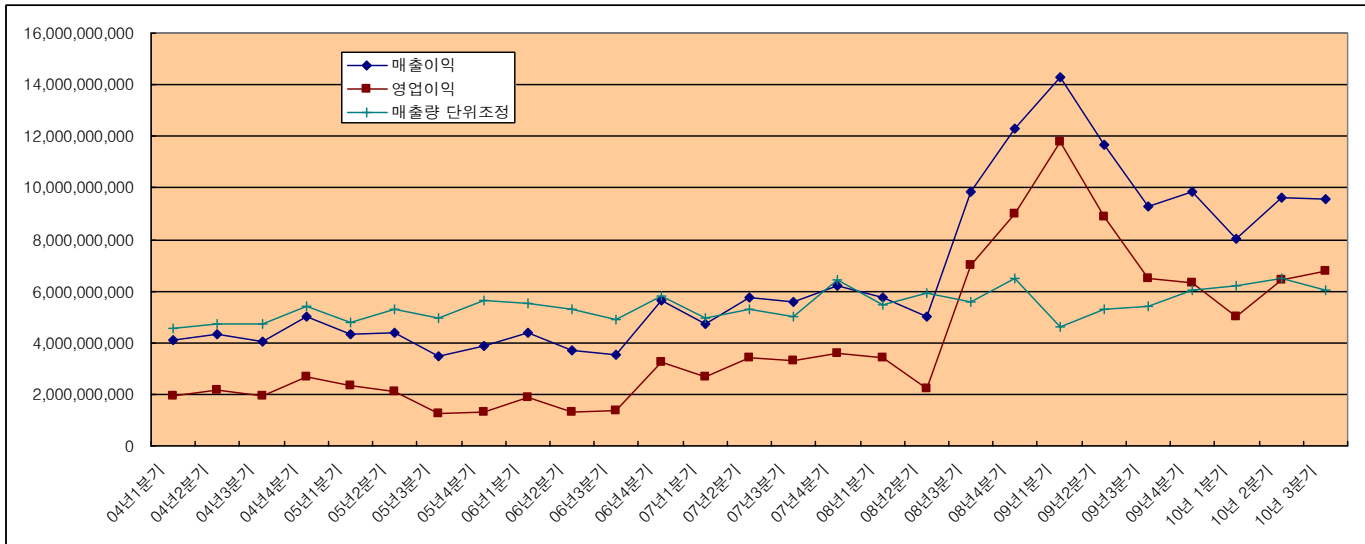
<조건>

1. 지난 99년 이후 2010년까지 매출과 영업이익이 연평균 7~10%대의 꾸준한 성장을 유지
2. 2010년 결산 예상 3,100~3,200억원대의 매출을 유지하면서 240억원 가량의 영업이익(7%대의 영업이익률), 최소 200억원 이상의 계속 이익(6%대의 순이익률)을 실현할 것으로 전망
3. 과거 IMF에도, 또는 서브프라임에도, 즉, 지난 20여년간 가까이 단 한번도 영업이익 적자나 순이익 적자를 낸 적이 없이 꾸준히 연평균 성장세를 유지 → 심지어 145조 시가총액의 삼성전자도 IMF와 서브프라임때는 영업이익이나 순이익이 적자였던 적이 있음
4. 2010년 예상 ROE 15, 과거 5년 평균 ROE 약 21이면서 PBR 약 0.5, PER는 겨우 4.
5. 현 가격대를 기준으로 수정EPS에 따른 예상PER는 “3”인 상태
6. 가치투자자들 사이에서 최근 사용하는 적정가치 산출(기대수익률법)인 “적정ROE/수정PER=현 가격대비 상승률”로 보면, 보수적 기준으로 도 “15/3”=“3배 이상”의 최소 상승 가능의 기본 논리가 적용됨
7. 부채비율은 22%대로 동종산업과 유사하거나 낮으며 현금흐름표 우량하며 분식우려 찾을 수 없음
8. 09년 기준 순운전자본(유동자산에서 유동부채를 뺀 금액)이 885억원인데, 이것이 시가총액보다 높은 경우. 즉, 시총이 885억원 이하인 경우(대개 기업들은 순운전자본이 아예 “마이너스상태”임)
9. 이는 이 회사를 인수할 경우 1년 후에 손에 질 수 있는 현금성 자산이 885억원(2010년 기준에는 이익증가로 이보다 더 늘어나게 됨)이 된다는 뜻으로 워런버핏의 스승인 벤저민 그레이엄이 활용한 투자기법으로 주식시장에서 이런 상태에서 흑자인 기업을 찾기는 매우 힘들
10. 위의 순운전자본이 09년 3분기 누적실적 기준으로 “930억원”이며, 현재 시가총액은 “870억원”인 상태. 즉 벤저민 그레이엄이 가장 좋아할 만한 상태를 충족
11. 동시에 매년 약 5%대의 시가배당까지 지급함.

2004 년	2005 년	2006 년	2007 년	2008 년	2009 년	
154,532,998,127	172,815,239,751	202,530,051,966	203,291,382,225	313,231,928,086	283,108,914,393	매출액
194,318,000,000	206,179,000,000	215,178,000,000	217,679,000,000	234,261,000,000	213,843,000,000	매출량(*백만)
17,469,037,890	16,049,733,657	17,268,343,679	22,272,963,587	32,875,022,796	45,052,546,089	매출이익
8,758,048,609	7,022,848,864	7,847,775,059	12,957,183,518	21,622,729,844	33,495,111,699	영업이익
2,829,262,125	2,451,420,836	2,335,857,355	3,007,871,534	15,626,262,709	7,059,874,146	영업외이익
9,939,929,735	7,507,329,295	8,215,653,394	14,881,124,485	29,610,014,586	34,146,956,556	경상이익
7,356,062,609	5,440,442,528	5,922,848,790	10,745,742,028	21,462,116,500	25,906,883,222	순이익
850	650	700	1,200	2,100	2,300	배당액
4,300,000,000	6,100,000,000	6,100,000,000	9,600,000,000	7,500,000,000	7,900,000,000	WTI 유가(*백만)
10,350,000,000	10,110,000,000	9,290,000,000	9,360,000,000	12,590,000,000	11,640,000,000	달러(\$*천만)



09년 2분기	09년 3분기	09년 4분기	10년 1분기	10년 2분기	10년 3분기	
67,709,907,304	70,342,276,237	77,513,823,623	79,358,290,162	88,414,415,538	87,395,574,325	매출액
11,668,661,603	9,271,033,177	9,833,163,812	8,045,191,338	9,650,839,706	9,585,953,674	매출이익
5,288,000,000	5,437,300,000	6,047,700,000	6,194,000,000	6,464,800,000	6,056,600,000	매출량
8,909,988,470	6,503,686,908	6,317,711,756	5,006,818,394	6,456,376,471	6,790,030,749	영업이익
1,821,511,460	1,273,605,494	180,415,869	2,676,474,151	3,883,895,894	2,512,447,298	영업외이익
7,638,729,694	6,625,443,710	6,401,896,540	6,719,276,023	8,489,339,679	7,793,383,223	경상이익
5,819,457,825	4,931,120,932	4,938,921,331	5,166,391,423	6,440,349,473	6,033,102,220	순이익
6,900,000,000	7,000,000,000	7,900,000,000	8,300,000,000	7,397,000,000	7,192,000,000	WTI 유가(*백만)
12,730,000,000	11,780,000,000	11,640,000,000	11,310,000,000	12,025,000,000	11,981,000,000	달러(\$*천만)



그런데 상기사항이 맘에 들어도 관심있게 지켜보다 보니 아래와 같은 제약조건이 보인다면 어떻게 해야 합니까?

<제약조건 I>

1. 하루 평균 거래금액이 2~4억 정도 밖에 되지 않음
2. 동종시장내에서 시장점유율이 10%만 유지함
3. 유사 기업에 비해서 배당률이 작음
4. 주식담당자가 주주에게 명확한 비전과 정보를 주지 않으며, 회사 자체가 주가에 관심이 없어보임
5. 액면분할이나 무상증자, 거래량증가를 위한 자사주도입이나 LP등을 도입하지 않음
6. 대주주를 제외, 최근 외국인이나 기관의 매입을 확인하기 어렵거나 극히 소량임
7. 최근 1년간 기관투자자의 공식 방문이 단 1차례였고 관련 홍보성 기사는 존재치 않음
8. 최근들어 사내 유보금으로 강남의 건물 매입과 타 조선업의 진출하거나 안산공장부지를 매각하는 등 본업과 상관없는 업무 확장이 보임

<제약조건 II>

- 현재 주식시장이 이 종목에 관심을 주지 않을 그런 시장 상태라서, 잘못 들어가면 기회비용만 낭비하고 마냥 기다려야 할 것만 같음

본인도 상기 제약조건에 동의합니다. 그렇게 볼수도 있어보입니다. 그런데 그 제약조건에 이런 반대급부의 재질문을 던지면 어떻습니까?

<제약조건 I>

1. 하루 평균 거래금액이 2~4억 정도 밖에 되지 않음 → 08년과 09년에는 하루 거래대금이 1~2천만원인 적이 대부분이었다. 그때에 비하면 지금은 오히려 거래가 10배 이상 늘어나고 편안한 거래를 할 수 있는 셈이다. 거래가 안되면 물론 2011년초처럼 급락도 나오지만 2010년 말처럼 급등도 쉽게 나오기 마련이다.
2. 동종시장내에서 10%만 유지함 → 주요 시장은 MS 10%지만 주요 시장자체는 매해 3%씩 성장하고 있으며, 이 기업은 주요 사업 말고 다른 분야로도 사업군을 지속 확장했기에 매년 성장할 수 있었다.
3. 유사 기업에 비해서 배당률이 작음 → 배당이 유사기업보다 작다는 것은 그만큼 유보하기 보단 뭔가 확장을 내부적으로 꾀하고 있다고 생각할 수 있지 않을까.
4. 주식담당자가 주주에게 명확한 정보를 주지 않으며, 회사 자체가 주가에 관심이 없음 → 회사 대주주가 주가에 관심이 극명하여 장난을 치는것보다 훨씬 낫지 않은가. 차라리 냉담하고 보수적인 시선으로 주주를 대하는 것이 오히려 위태로운 공격적 주식영업을 벌이는 타 회사들보다 낫지 않은가.
5. 액면분할이나 무상증자, 거래량증가를 위한 자사주도입이나 LP등을 도입하지 않음 → 이 부분은 언제든지 이 회사가 원하면 액면분할, 무상증자, 자사주도입, LP등을 할 수 있는 카드를 가지고 있다고 역으로 해석해도 된다. 즉, 타 회사는 써버렸지만 이 회사는 쓰지 않고 들고 있는 와일드카드를 들고 있다고 봐도 확대해석은 아닐 것이다.
6. 대주주를 제외하고 최근 외국인이나 기관의 매입을 확인하기 어렵거나 극히 소량임 → 그럴 수밖에 없는 것이 이미 일본 미츠비시파트너가 10%를, 피델리티 로우 펀드가 10%를 차지하고 있다. 그래서 국내 가치투자를 표방하는 벨류 펀드 등이 이 기업을 방문하고 ‘남에게 이미 빼앗겼다’라고 하며 매수를 못하고 있는 것이다. 오히려 이 외국인과 기관 탓에 거래량이 잠긴 것이다. 그들이 이 회사주식을 바보같이 5년 이상 그냥 사서 물어 둘 이유를 찾아보라. 여기에도 극명한 해답이 있다.
7. 최근 1년간 기관투자자의 공식 방문이 단 1차례였고 관련 홍보성 기사는 존재치 않음 → 홍보성 기사가 없다는 것은 그만큼 ‘홍보비용’을 집행하지 않아도 사업이 잘되고 있다라는 뜻으로 봐도 되며. 오로지 키움의 애널리스트만 1회 탐방만으로도 보고서를 썼다. 그

러나 그도 이 기업의 진정한 숨은 “가치”를 모른다고 본다. 이 회사는 자산주가 아니다. 자산가치, 수익가치, 배당가치를 모두 겸비한 시장내 유일하게 남은 종목이다.

8. 최근들어 사내 유보금으로 강남의 건물 매입과 타 조선업의 진출하거나 안산공장부지를 매각하는 등 본업과 상관없는 업무 확장이 보임 → 거꾸로 보면, 이 회사는 현재 본업과 더불어 공격적으로 사업을 확대시킬 무엇인가를 끊임없이 찾고 있다. 그러면서도 동시에 재무제표와 현금흐름표를 훼손시키지 않으려고 무던히도 애쓰기에 최근에 안산공장부지(실질적 창고로 유희지)를 매각하여 그 매각자금으로, 타 산업 진출비용을 아끼려고 하는 것으로 파악되며, 오히려 이 방법은 건전한 기업발전 방향으로 보아야 할것이다. 단순히 주가가 떨어진다고 회사의 가치와 방향을 외도하는 것은 본 투자에 맞지 않아보인다.

<계약조건 II>

- 현재 주식시장이 이 종목에 관심을 주지 않을 그런 상태라서, 투자하고 마냥 기다려야 할것만 같음 → 그만큼 싼 상태의 기업이란 뜻이다. 이런 기업을 시장내에 발굴하긴 힘들다. 한때 롯데계열의 거의 모든 상장사가 이런 상태에 있었다. 2000년 말의 롯데칠성 계열의 식품회사들과 2010년 호남석유화학까지 이런 조건에 있었던 적이 약 3년 이상 있었다. 그 당시 매수해서 10배의 수익률을 낸 아주 일부의 몇 사람을 제외하고, 주식시장의 대개의 사람들이 상기 롯데칠성, 롯데삼강 등의 몇 회사와 최근의 호남석유화학을 보며, “그때 사서 잊고 기다리고 있었어야해”라고만 하지 실제로는 매수 해본 사람들은 거의 없다. 원래 이런 기업은 이렇게 싼 때 사서 비싼 때 팔아야 한다. (단기 몇 개월 따위의 주식시장과 역행하며 사놓고 기다려야)

<결론>

- 지난 99년 이후 2010년까지 매출과 영업이익이 연평균 7~10%대의 꾸준한 성장을 유지하면서(단 한차례 적자도 없이)
- 2010년 예상 ROE 15, 과거 5년 평균 ROE 약 21이면서 PBR 약 0.5, 수정EPS에 따른 예상PER는 “3”이면서
- 최근 유행하는 기대수익률법으로 보수적 계산해도 현 가격대에서 “15/3”=“3배 이상”상승해도 무리가 없어 보이며
- 순운전자본이 시가총액보다 커서, 차라리 청산하면 오히려 더 주주에게 현 주가보다 더 많은 현금이 유입되며

- 1천억원대 시가총액 미만에서는 채권단 입장처럼 싼 가격으로 투자할 수 있는
- 동시에 매년 약 5%(현 가격대에서 매년 2,500원대 이상)의 시가배당까지 지급가능한 그런 주식이 또 있는가
- 참고로, 다들 무거운 대형주 기업이며 꿈이 없다고 한결같이 말하던 롯데칠성은 10배 상승에 약 3년, 호남석유화학은 8배 상승에 채 2년이 걸리지 않았으며, 이들 기업들도 모두 이 기업처럼 2010년 하반기와 2011년 초의 급등락과 거래량에서 매우 유사한 모습을 자주 보여 주었었다.

진주는 흠속에서 빛나지 않습니다. 직접 캐서 딱으면서 혼자 즐기다가 남이 탐할때 웃으며 팔아야 제 값을 받습니다.

시장이 한쪽으로 쏠려있어 아무도 쳐다보지 않을 때 아무도 안보는 흠속을 봐야 합니다.

또한 시장이 항상 한쪽으로만 기울어져 있지만 않습니다 항상 기회가 옵니다.

오의 주유와 위의 조조가 그럴리 없다고 무시하고, 축 내부에서 유비, 관우, 장비마저 의심할지라도, 북서풍의 때를 기다리는 제갈공명의 마음으로 한번의 승기만 잡으면 됩니다. 그 북서풍으로 우리가 웃을 기업이 바로 이 기업입니다.

이 기업의 가장 큰 리스크는 오르지 않을 리스크 만이 존재할 뿐입니다

기업명은 “미창석유공업”입니다.

2011년 1월 25일 (해당기업 시가총액 870억원),

허브코헨 자료 작성