



Quant Analyst

조승빈

02)768-7281, seungbin.cho@wooriwm.com

김재은(RA)

02)768-7696, jaeun.kim@wooriwm.com

전설적 투자자(1) - 시대를 초월한 벤저민 그레이엄

건강한 재무구조, 꾸준한 실적, 적절한 밸류에이션을 강조한 벤저민 그레이엄

- 벤저민 그레이엄은 오랜 기간 동안 높은 수익률을 기록했지만, 투자스타일은 보수적인 위험회피 전략을 추구했다. 그는 주식시장에서 시세차익을 얻는 것보다 손실을 줄이는 것이 훨씬 중요하다고 생각했다.
- 벤저민 그레이엄의 종목 선정기준을 살펴보면 세 가지로 요약할 수 있다. 1) 유동자산이 풍부해 재무적으로 건강하고, 2) 꾸준히 이익을 달성하고 있으며, 3) 적절한 밸류에이션 수준을 나타내고 있는 기업이다.
- 특히, 가장 엄격하게 본 지표는 유동자산이었다. 투자대상을 기업의 유동자산만으로 유동부채 및 장기차입금 모두를 갚을 수 있는 기업들로 한정했다.
- 재무구조가 건강한 기업중 꾸준한 실적을 기록하며, 최근 5년간 적자를 기록하지 않은 기업, 그리고 PER은 15배를 넘지 않는 적절한 밸류에이션 수준을 갖춘 기업들이 투자대상이 되었다.

벤저민 그레이엄의 투자전략은 최근 5년간 한국시장에서도 유효한 것으로 나타나

- 벤저민 그레이엄의 투자전략을 이용하여 종목을 선정한 후 성과를 확인해 보았다. 2007 ~ 2011년까지 5년간 평균 수익률은 10.9%를 기록하는 것으로 나타났다. 같은 기간 동안 KOSPI지수의 평균 수익률은 4.9%였다.
- 특히, 증권사 추정치가 존재하는 기업들로 압축해서 살펴보면 수익률은 더욱 향상되는 것으로 나타났다. 증권사 추정치가 하나라도 존재했던 기업들만 고려하면 5년간 평균 수익률은 27.5%로 나타난다.
- 2012년 기준으로 벤저민 그레이엄의 종목선정 기준을 통과한 기업은 고려아연, GS홈쇼핑, 세방전지, 빙그레, 유한양행, 롯데삼강, 한섬이다. 이들 종목들에 대해 지속적인 관심이 필요하다고 판단된다.

1. '가치투자의 아버지' 벤저민 그레이엄

**이론과 실전을 겸비한
'가치투자의 아버지'
벤저민 그레이엄**

벤저민 그레이엄(1894 ~ 1976)은 시대를 초월한 전설적인 투자자중 한 명이다. 벤저민 그레이엄이 제롬 뉴먼과 함께 운영한 '그레이엄-뉴먼 코퍼레이션'은 1936 ~ 1956년에 연평균 20%의 높은 수익률을 기록했다. 같은 기간 동안 S&P500지수의 평균 수익률은 12.2%였다.

벤저민 그레이엄의 업적은 뛰어난 투자실적뿐만 아니라 그가 남긴 저서, 그리고 그에게 영향을 받은 수많은 투자자들을 통해 더욱 빛나고 있다. 워렌 버핏이 투자에 관한 최고의 책으로 꼽은 '현명한 투자자'와 데이비드 도드와 공동 저술한 '증권분석'은 증권 분야의 고전이 되었다. 또한 그와 함께 일하거나 그에게서 가르침을 받았던 워렌 버핏, 존 템플턴, 존 네프, 월터 솔로스 등은 주식시장에서 큰 성공을 거두면서 벤저민 그레이엄은 그야말로 이론과 실전을 겸비한 '가치투자의 아버지'라는 호칭을 얻게 되었다.

2. 건강한 재무구조, 꾸준한 실적, 적절한 밸류에이션을 강조한 벤저민 그레이엄

**경제적으로 어려웠던
어린 시절과 대공황의
경험으로 벤저민
그레이엄은 보수적인
투자성향을 갖게 됨**

벤저민 그레이엄은 오랜 기간 동안 높은 수익률을 기록했지만 투자스타일은 보수적인 위험회피 전략을 추구했다. 그는 주식시장에서 시세차익을 얻는 것보다 손실을 줄이는 것이 훨씬 중요하다고 생각했다.

벤저민 그레이엄이 보수적인 투자성향을 갖게 된 원인은 두 가지로 알려져 있다. 그가 아홉살이 되던 때, 아버지가 돌아가신 후, 그의 어머니는 연이어 사업에 실패했고, 주식 투자도 1907년 주가 대폭락으로 큰 폭의 손실을 입게 되었다. 이로 인해 벤저민 그레이엄은 경제적으로 어려운 성장기를 보내야 했다.

그가 제롬 뉴먼과 함께 투자 회사를 설립한지 3년 만에 찾아온 대공황 역시 그의 투자성향을 보수적으로 만드는 계기가 되었다. 뛰어난 투자성과로 원금은 빠르게 회복시켰지만, 고객에게 큰 손해를 입게 했다는 책임감으로 이후에도 고객의 원금을 보전할 수 있도록 보수적이고, 위험이 낮은 매매 위주의 투자전략을 취하게 된다.

**건강한 재무구조,
꾸준한 실적, 적절한
밸류에이션 강조**

벤저민 그레이엄의 종목 선정기준을 살펴보면, 세 가지로 요약할 수 있다. 1) 유동자산이 풍부해 재무적으로 건강하고, 2) 꾸준히 이익을 달성하고 있으며, 3) 적절한 밸류에이션 수준을 나타내고 있는 기업이다.

3. 유동자산이 풍부한 기업을 선호했던 벤저민 그레이엄

**유동자산의 규모가
풍부한 기업을 선호한
벤저민 그레이엄**
1) 유동비율 2배 이상
2) 순유동자산 >
장기차입금

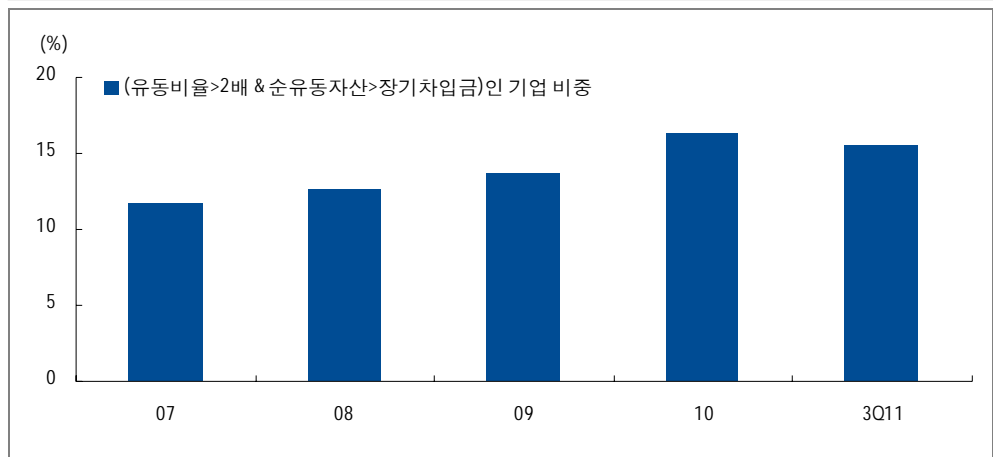
벤저민 그레이엄이 기업 선정에 있어 가장 엄격하게 적용한 기준은 기업의 유동자산(1년 이내에 현금화할 수 있는 자산) 규모였다. 벤저민 그레이엄은 기업의 유동자산이 유동부채(1년 안에 갚아야 할 부채)에 비해 2배 이상(유동비율 200% 이상)이 되어야 한다고 강조했다. 2011년 3분기 기준 거래소 제조업의 유동비율이 117%라는 점에서 유동비율 200%는 상당히 높은 기준임을 알 수 있다. 거래소 제조업 449개 기업 중 유동비율이 200% 이상인 기업은 114개로 25.4%에 불과하다.

기업의 유동자산과 관련한 또 하나의 기준은 순유동자산(유동자산-유동부채)이 장기차입금(1년 이후에 갚아야 할 부채)보다 커야 한다는 것이다. 즉, 기업이 보유한 유동자산만으로 유동부채는 물론 장기차입금까지 모두 갚을 수 있는 기업에만 투자를 한다는 것이다. 기업의 유동성이 양호하다면 경기 변동에 따라 기업 실적이 일시적으로 악화되더라도 재무적으로 위험을 겪을 확률은 상대적으로 낮다. 경기 변동에 따른 주식투자의 위험성을 낮추기 위한 기준이라 볼 수 있다.

**벤저민 그레이엄의
유동자산 기준을
통과한 기업은 15.5%**

매출액 4천억원 이상인 제조업체(벤저민 그레이엄의 매출액 기준) 중 유동비율이 200% 이상이고, 순유동자산이 장기차입금보다 높은 기업은 2011년 3분기 기준으로 15.5%에 불과하다. 유동자산 기준만으로도 상당한 기업들이 투자 대상에서 제외되는 것이다.

벤저민 그레이엄의 유동자산 기준을 만족시키는 기업은 15.5%에 불과



주: 매출액 4천억 이상인 제조업체 대상
자료: FnGuide, 우리투자증권 리서치센터

4. 꾸준히 이익을 창출하면서 밸류에이션은 적절한 기업

꾸준한 이익을

달성하는 기업 선호

- 1) 최근 10년간 EPS성장을 30% 이상
- 2) 최근 5년간 흑자 지속

벤저민 그레이엄은 투자 기업을 선정할 때 실적의 폭발적인 성장보다는 과거에 꾸준한 실적을 달성했는지 여부를 중요시 했다. 실적과 관련한 종목 선정 기준은 두 가지 인데, 1) 최근 10년간 EPS성장률이 30% 이상(과거 10년 동안 첫 3개년 평균 EPS와 마지막 3개년 EPS를 비교)이고, 2) 최근 5년간 적자를 한 번도 기록하지 않아야 한다.

벤저민 그레이엄의 실적 관련 기준을 통과하는 기업의 비중은 2008년 금융위기를 겪으면서 줄어드는 모습이 나타나고 있다. 2008년까지는 60% 이상 기준을 통과했지만, 2011년에는 48.2%만이 기준을 통과했다. 그렇지만 여전히 많은 기업들이 기준을 통과하고 있어 실적과 관련한 기준은 유동자산과 비교할 때 까다롭지 않은 편이라 볼 수 있다.

적절한 밸류에이션

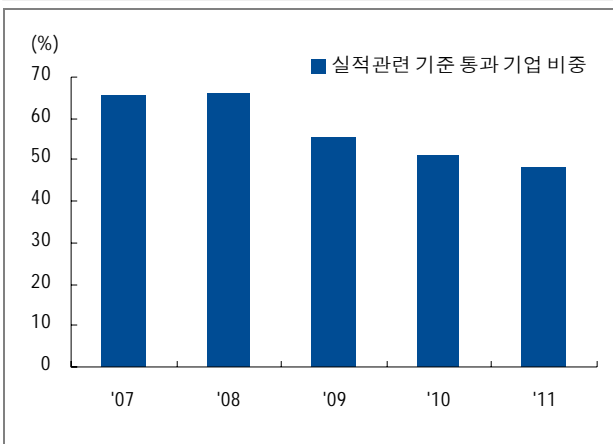
수준을 나타내는 기업

- 1) PER은 15배 이하
- 2) PBR과 PER의 곱은 22를 넘지 않아야

벤저민 그레이엄은 기업의 밸류에이션을 볼 때, 1) PER은 15배를 넘지 않아야 하고(PER은 과거 3년 평균 EPS 기준), 2) PBR은 PER과 곱했을 때 22를 넘지 않아야 한다고 했다.

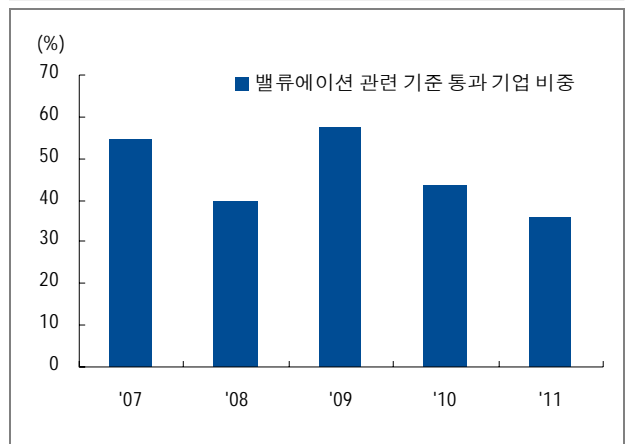
벤저민 그레이엄의 밸류에이션 기준을 통과하는 기업은 전년도의 시장 상황에 따라 달라지는 경향이 나타난다. 대체로 50%의 기업들이 통과하고 있지만, 전년도에 지수가 상승하면 밸류에이션 기준을 통과하는 기업의 비중도 줄어들게 된다. 전년도 지수 상승에 따라 2008년과 2011년에는 밸류에이션 기준을 통과하는 기업의 비중이 30 ~ 40%대로 낮아졌다.

벤저민 그레이엄의 실적관련 기준 통과 기업의 비중



자료: FnGuide, 우리투자증권 리서치센터

벤저민 그레이엄의 밸류에이션관련 기준 통과 기업의 비중



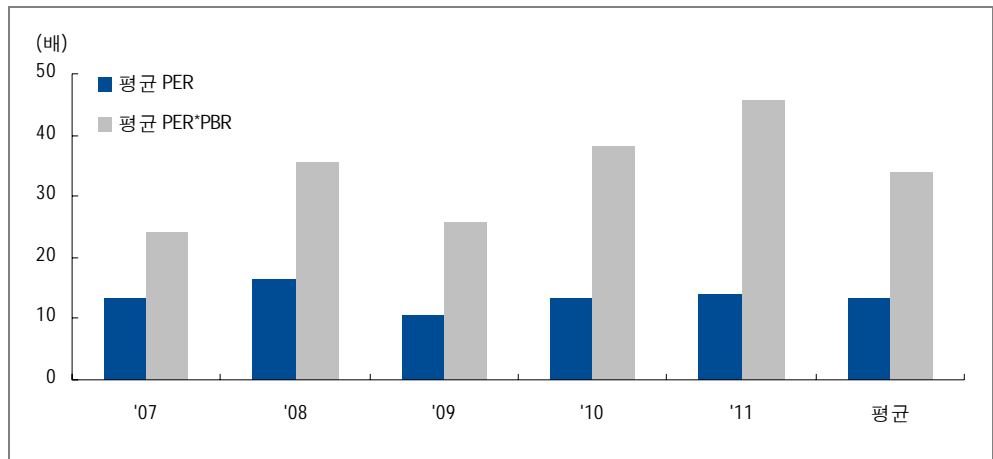
자료: FnGuide, 우리투자증권 리서치센터

**벤저민 그레이엄의
밸류에이션 기준은
펀더멘털이 양호한
기업들의 밸류에이션이
상대적으로 높은 것을
반영한 것**

현재 시장 전체 PER(과거 3년 EPS 적용)이 11.65배이고, PBR은 1.16배이기 때문에 벤저민 그레이엄의 밸류에이션 기준이 엄격해 보이지 않는 것도 사실이다. 그러나 앞서 살펴본 유동 자산관련 기준을 함께 고려해보면 벤저민 그레이엄의 밸류에이션 기준은 높은 수준이 된다. 유동자산 및 실적 관련 기준을 통과하는 기업들의 밸류에이션이 상대적으로 높게 형성되기 때문이다.

최근 5년 동안 벤저민 그레이엄의 실적과 유동자산 기준을 통과한 기업들의 평균 밸류에이션을 살펴보면 PER은 평균 13.6배로 나타났다. PER 기준인 15배와 비교하면 10% 정도 낮은 모습이다. 한편, PER과 PBR의 곱의 경우 최근 5년 평균은 33.9로 벤저민 그레이엄의 기준에 비해 50% 이상 높은 것으로 나타났다. 즉, 벤저민 그레이엄의 밸류에이션 기준은 펀더멘털이 양호한 기업들의 밸류에이션이 상대적으로 높은 것을 반영한 지표임을 알 수 있다.

실적과 유동자산 기준 통과 기업들의 평균 밸류에이션(연초 기준)



자료: FnGuide, 우리투자증권 리서치센터

5. 최근 5년간 벤저민 그레이엄 전략의 평균수익률은 +10.9%(KOSPI대비 +6%p)

벤저민 그레이엄의 투자전략을 한국시장에 적용

벤저민 그레이엄의 투자 전략이 최근 한국시장에도 유효한지 살펴보았다. 종목선정 기준 중 몇 가지는 수정해서 적용하였다.

벤저민 그레이엄은 기술주를 아예 쳐다보지도 않았다. 그러나 현재 기술주가 시장에서 차지하는 비중이 높아졌고, 과거에 비해 이익의 가시성이 높아졌다는 점에서 이번 테스트에서는 IT 종목도 포함시켰다. 유동자산 및 유동비율이 중요한 지표이기 때문에 회계 기준이 다른 금융업은 제외했다.

벤저민 그레이엄은 중소형주보다는 대형주를 선호했다. 대형주에 대한 구분은 여러 가지 방법이 있지만 벤저민 그레이엄은 자산 5천만달러 또는 매출 5천만달러를 기준으로 사용했다. 이를 현재 시세로 전환하면 3억 4천만달러 정도 되는데 원화가지로 환산하면 4천억원 정도가 나온다. 테스트를 시작한 2007년 기준으로 제조업체중 매출액 상위 100위권의 매출규모가 4천억원이라는 점에서 대형주 구분은 매출액 4천억원으로 정했다.

벤저민 그레이엄은 꾸준히 배당을 지급하는 기업을 선호했다. 특히, 지난 20년간 빠지지 않고 배당을 지불해온 기업을 좋아했는데 이를 국내에 적용하기는 어려움이 있었다. 이번 테스트에서 배당은 고려하지 않았다(배당을 고려하지 않았음에도 투자성과는 양호하게 나타남).

벤저민 그레이엄의 종목 선정 기준

구분	벤저민 그레이엄 기준	적용 기준
섹터	- 기술관련 기업 제외	기술주 포함, 금융주 제외
대형주 여부	- 매출 3억 4천만달러 이상	전년도 매출액 4천억원 이상
순유동자산과 장기부채	- 유동비율>200% - 순유동자산>장기부채	장기부채는 비유동부채 모두를 고려
EPS	- 과거 10년간 EPS 성장률 30% 이상 (첫 3개년 평균 EPS와 마지막 3개년 평균 EPS 적용) - 최근 5년간 모두 흑자 기록	
PER	15배 이하	
PBR	PBR*PER <22	
총 부채비율	제조업은 100% 이하 유틸리티, 통신은 230% 이하	부채비율 계산에서 자본총계는 무형자산을 뺀 순자산만을 고려

자료: 천재투자자들' 참조, 우리투자증권 리서치센터

최근 5년 평균 수익률
벤저민 그레이엄:
+10.9%
KOSPI: +4.9%

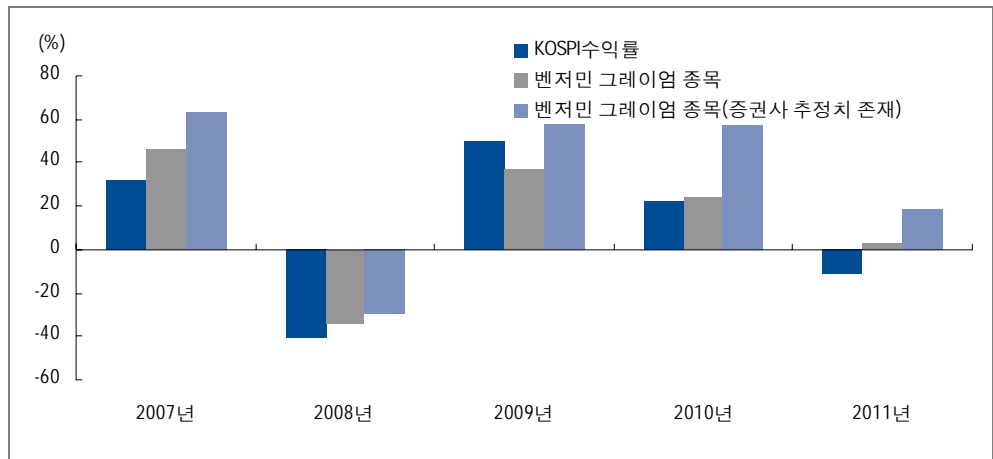
리밸런싱은 매년 연초에 실시했다. 종목선정 기준을 모두 통과한 기업들의 1년간 수익률을 단순평균하여 KOSPI지수 수익률과 비교해보았다. 2007 ~ 2011년까지 5년간 벤저민 그레이엄의 투자전략은 평균 10.9%의 수익률(기하평균)을 기록했다. 같은 기간 동안 KOSPI 지수가 4.9%의 수익률을 나타낸 것과 비교하면 6%p 가까이 아웃퍼폼을 한 것이다.

증권사 추정치가 존재하는 기업들로 한정하면 수익률은 더욱 향상

특히, 벤저민 그레이엄의 종목선정 기준을 통과한 기업중 증권사 추정치가 존재하는 기업들로 압축해서 살펴보면 수익률은 더욱 향상되는 것으로 나타났다. 증권사 추정치가 하나라도 존재하는 기업들만 고려하면 5년간 평균 수익률은 27.5%로 나타난다. 증권사에서 분석을 하고 있는 기업의 경우 상대적으로 시장에 노출될 확률이 더 높기 때문인 것으로 판단된다.

2007년 이후 각 연도별로 선정된 종목들과 종목별 수익률은 아래 표에 정리해 놓았다.

벤저민 그레이엄 전략의 연도별 성과



자료: FnGuide, 우리투자증권 리서치센터

벤저민 그레이엄의 종목 선정 기준

연도	수익률		선정종목
	KOSPI	벤저민 그레이엄	
2007년	32.3	63.5	KISCO홀딩스(+103.1%), POSCO(+86.1%), 호남석유(+51.8%), 삼성정밀화학(+50.9%), 삼천리(+50.9%), 고려아연(+32.2%), 한일시멘트(+31.5%)
2008년	-40.7	-29.8	빙그레(+15.5%), 한일시멘트(-39.6%), 고려아연(-44.0%), 호남석유(-51.0%)
2009년	49.7	58.3	고려아연(+179.1%), JS전선(+86.8%), 한샘(+73.1%), POSCO(+62.6%), 국도화학(+25.2%), 현대산업(+16.3%), 빙그레(+18.3%), 신도리코(+5.1%)
2010년	21.9	56.9	포스코캠텍(+198.4%), 강원랜드(+69.4%), 고려아연(+35.5%), 빙그레(+8.7%), 신원(-27.4%)
2011년	-11.0	18.0	한샘(+62.3%), 경동가스(+39.0%), 세방전지(+34.0%), KT&G(+25.8%), 아트라스BX(+10.4%), 빙그레(+6.4%), 종근당(-16.8%), 삼천리(-17.6%),

자료: FnGuide, 우리투자증권 리서치센터

**벤저민 그레이엄
종목선정 기준 통과
기업(2012년 기준)
- 고려아연, GS홈쇼핑,
세방전지, 빙그레,
유한양행, 롯데삼강,
한섬**

2012년 기준 벤저민 그레이엄 종목을 찾아보았다. 2011년 4/4분기 실적발표가 진행되고 있기 때문에 2011년 실적 전망치가 존재하는 기업들로 한정하였다. 벤저민 그레이엄은 실적치를 기준으로 종목을 선정했다는 점에서 향후 실적발표 결과에 따라 종목은 변동될 수 있다. 2012년 1월 1일 기준 벤저민 그레이엄 종목은 고려아연, GS홈쇼핑, 세방전지, 빙그레, 유한양행, 롯데삼강, 한섬이다.

벤저민 그레이엄의 종목선정 기준을 통과한 이들 기업들은 1) 유동자산이 풍부해 재무적으로 건강하고, 2) 꾸준히 이익을 달성하고 있으며, 3) 적절한 밸류에이션 수준을 나타내고 있는 기업이라는 점에서 지속적인 관심을 가질 필요가 있다고 판단된다.

벤저민 그레이엄 종목선정 기준 통과 기업(연초 기준) (단위: %, 배, 억원)

코드	종목명	벤저민 그레이엄 투자지표			2012년 예상		
		유동비율	10년 EPS 증가율	PER (과거 3년 EPS)	영업이익	영업이익 증가율	PER
A004490	세방전지	2.3	3835.2	7.4	1,346	7.5	5.8
A028150	GS홈쇼핑	2.3	181.9	6.4	1,339	20.2	6.8
A010130	고려아연	3.4	563.4	10.4	9,706	0.7	7.7
A020000	한섬	6.0	74.4	10.7	1,207	11.4	7.8
A002270	롯데삼강	2.1	99.7	11.2	701	30.3	8.4
A005180	빙그레	2.7	78.5	12.4	686	34.8	10.1
A000100	유한양행	4.5	138.8	11.8	572	-3.9	13.5

자료: FnGuide, 우리투자증권 리서치센터

우리투자증권 Quant Story 발간 목록

작성일	종류	작성자	제목
2011-09-29	Quant Story	조승빈	이익수정비율의 저점 통과, 실적에 대한 우려를 덜어준다
2011-10-27	Quant Story	조승빈	차별화가 예상되는 업종 및 종목 찾기
2011-12-06	Quant Story	조승빈	어닝 서프라이즈 기업에 주목해야 하는 이유

우리투자증권 Quant Check 발간 목록

작성일	종류	작성자	제목
2011-10-10	Quant Check	조승빈	글로벌 시장 대비, 한국의 투자매력도 높아
2011-10-17	Quant Check	조승빈	우려에서 기대로 넘어가는 관문, 3분기 실적 시즌
2011-11-28	Quant Check	조승빈	실적 하향 조정을 힘겹게 막아낸 3/4분기 실적
2011-12-13	Quant Check	김재은	IFRS 컨센서스 신뢰도 회복 중, 아직은 대형주다
2011-12-14	Quant Check	조승빈	철강산업에 뛰어난 기업사냥꾼, 칼 아이칸

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 "동 자료상에 언급된 기업들"의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 "고려아연"을 기초자산으로 하는 ELW의 발행회사 및 LP(유동성공급자)임을 알려드립니다.
- 동 자료상에 언급된 당사 Coverage 기업의 당사 금융투자분석사 투자 의견은 "고려아연, 한섬" 은 Buy이며, "GS홈쇼핑, 유한양행"은 Hold임을 알려드립니다. 또한 "세방전지, 롯데삼강, 빙그레" 는 당사 Coverage가 아닙니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.