

Strategy Idea



▲ 투자전략  
Analyst 이진우  
02. 6454-4890  
jinwoo.lee@meritz.co.kr

# Story Stock ≠ Bubble (1)

- ✓ 미국 기술주 변동성 확대. 소프트뱅크발 트리거가 원인이었을까?
- ✓ 시장보다는 종목 쏠림이 문제의 핵심. Put / Call ratio의 괴리가 알려주는 신호들
- ✓ 진짜 이유는 Story Stock의 양면성: 우리는 Story Stock의 시대에 살고 있다

## 이유 없는 악재? 변동성 확대의 원인은 무엇일까?

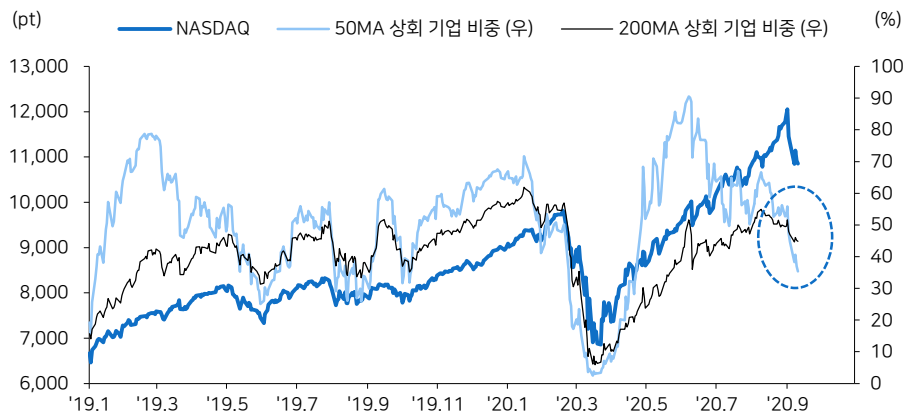
미국 기술주 변동성 확대의 진짜 원인은 무엇일까?

변동성은 커졌고 해석은 더 어려워졌다. 요즘 주식시장을 표현하면 이렇다. 미국 나스닥을 중심으로 변동성이 커지고 있지만 그 배경은 여전히 명쾌하지 않다. 미국 시장 부진이 국내 시장 부진으로 연결되고 있지도 않다. 국내 정책 기대감 탓이라 보기에는 미국을 제외한 글로벌 주요국도 한국과 사정이 다르지 않다. 빠르게 안정을 찾고 있기 때문이다. 시장을 통해 유추해 본다면 이번 사안은 미국 내부의 문제로 기우는 듯하다.

단기 추세 이탈 종목의 확산

지금 미국에서는 어떠한 일들이 있는 걸까? 개별 기업의 움직임을 비교해 보면 한국과는 상반된 모습을 보이고 있는 점이 특징이다(NASDAQ 기준). 단기 추세선이라 불리는 50MA(이동평균선)를 상회하고 있는 종목 수의 비중이 올해 6월초 90%에서 35%로 급락했고, 경기(업황)선이라 지칭되는 200MA를 상회하고 있는

그림1 미국 기술주에는 무슨 일이 있는 걸까? 단기 추세 이탈 종목 확산

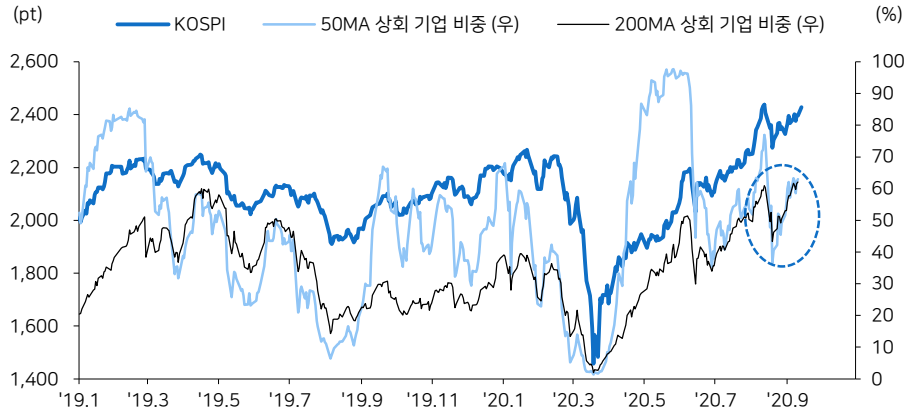


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

한국은 미국과는 다른 결과

기업 비중 역시 45%로 주춤해지고 있다. 주가 조정이 깊어지면서 장·단기 추세가 유지되는 기업이 10개 중 3개뿐이라는 의미다. 한국은 이와는 다른 양상이다. 지난 8월말 주가 조정 이후 50MA, 200MA를 상회하고 있는 기업 비중은 빠르게 증가해 각각 63%, 62%에 이른다(KOSPI 기준). 확률적으로 보면 상장 기업의 절반 이상의 기업이 단기 상승 추세에 진입했을 가능성이 높다. 종목의 확산이다.

그림2 한국은 미국과는 다른 모습. 종목의 확산이 진행 중



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미국 기술주 부진, 소프트뱅크 붕괴 트리거가 원인이었을까?

소프트뱅크의 비정상 매매가 트리거였나?

최근 미국 시장의 변동성 확대 배경으로 지목됐던 것 중 하나가 소프트뱅크 붕괴 트리거이다. 나스닥의 고래(Nasdaq whale)로 표현되는 소프트뱅크의 비정상적인 옵션(Option: 주식을 사거나 팔 권리) 거래가 시장의 불필요한 변동성을 야기시켰다는 것이 골자다. 파이낸셜타임즈(FT)에 따르면 지난 여름 이후 주요 기술주에 대한 40억 달러 상당의 옵션을 거래했고, 주식 명목가치로 본다면 300억달러에 이른다. 사실 유무는 아직 알 수 없다.

이상거래의 정황은 존재

수상한(?) 거래의 정황은 있었다. 지난 8월 11일 소프트뱅크 그룹의 실적발표회 때 언급됐던 내용 중에 투자목적의 자회사 설립 이슈가 있었다. 당시 이목을 끈 이유는 기존의 방식인 유니콘 기업에 대한 초기 투자 방식과는 결이 달랐기 때문이다.

새로운 자회사는 '자산 관리' 부문의 일환으로 설립된 것으로 내부에 유보되어 있는 자금을 운용하는 것이 특징이다. 100억 달러 이상의 투자를 목표로 하고 있고, 투자 대상은 '상장 주식' 그리고 '파생상품 거래'이다. 실제 손정의 회장은 소프트뱅크 그룹이 FAANG 주식의 일부를 매입했다고 공개하기도 했다. 상황이 이렇다 보니 소프트뱅크 그룹의 시장 영향력이 높아질 수 있다는 걱정이 드는 것은 자연스럽다.

그림3 소프트뱅크 그룹의 '투자목적' 자회사 설립(2020.8.11 실적발표회 내용 중 발췌)

Establishment of investment management subsidiary

**Purpose:** Managing excess cash and diversification of assets  
**Capital investment:** USD 555m  
**Shareholding:** SBG 67% Masayoshi Son 33%  
**Investment criteria:** Primarily highly liquid public listed stocks, etc.  
**Investment method:** Direct investments, derivative transactions, etc.

자료: Softbank Group, 메리츠증권 리서치센터

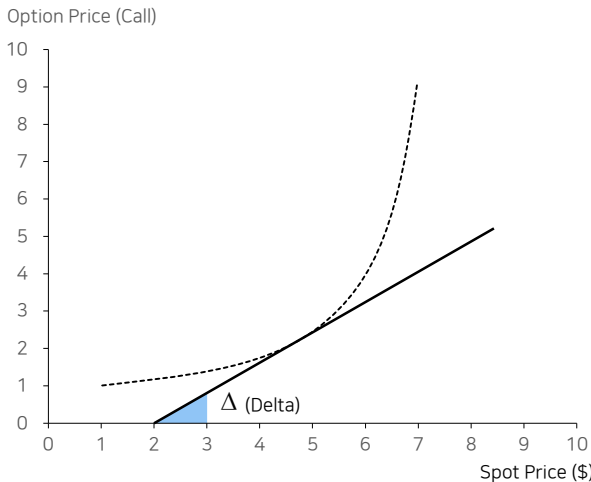
그런데 일반 투자자라면 선뜻 이해가 가지 않는 대목은 어떻게 소프트뱅크 그룹의 매매가 미국 기술주의 변동성을 야기했는지이다. 언론에서 언급된 위의 내용이 사실이라는 전제 하에서 살펴보도록 하자.

옵션 매매가 시장 변동성을 확대시킬 수 있는 로직은?

이해를 돕기 위해 올해 초에 있었던 미국의 사례를 살펴보자. 당시에 이와 비슷한 사건(?)이 있었기 때문이다. 주식 '옵션(Option)'에 대한 이야기다. 미국 개인 투자자들 사이에서 화제가 되었던 '옵션 딜러들을 자신의 편으로 만드는 전략(?)'이다. 미국 인터넷 커뮤니티 사이트인 Reddit의 'Wallstreetbets'이라는 블로그에서 자주 언급됐던 내용이다. 내용은 이렇다. 보유 주식의 콜(Call) 옵션을 매수할 경우 매도자(ex. 옵션 딜러)는 포지션 헷지(Hedge)를 위해 해당 주식을 매수할 수밖에 없고, 이럴 경우 주가 상승의 선순환이 진행된다는 단순한 논리이다.

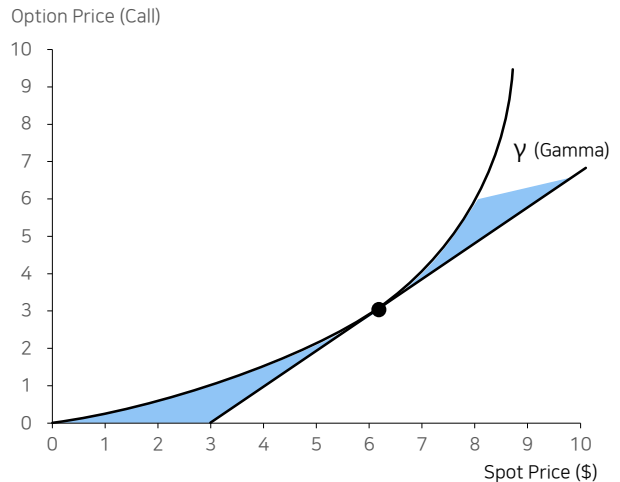
이론적인 내용이지만 간단히 부연 설명하면, 옵션 딜러 입장에서는 콜옵션 매수 포지션을 헷지하기 위해서는 해당되는 주식 또는 선물(Future)를 콜옵션 '델타'만큼 매수해야 한다. 그런데 콜옵션 가격이 변동하면 변화분만큼 추가로 헷지를

그림4 옵션 델타(Delta) 헷지의 개념



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 옵션 감마(Gamma) 헷지의 개념



자료: 메리츠증권 리서치센터

해야 한다. 전자를 '델타(Delta) 헷징', 후자를 '감마(Gamma) 헷징'이라 부른다.

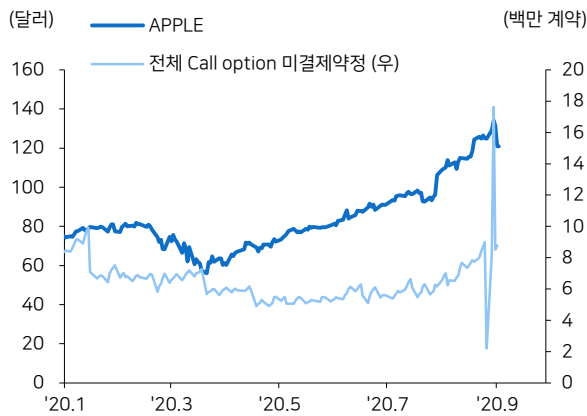
문제는 옵션 가격이 급변하거나 거래 규모가 클 경우이다. 언론에서 언급했던 것처럼 소프트뱅크 그룹이 대규모 주식(ex. FAANG) + Call 옵션 포지션 구축 이후 청산을 했을 경우, 거래 상대방(ex. 옵션 딜러)의 입장에서는 급하게 헷징 포지션을 바꾸는 과정에서 시장에 부담을 줄 수 있는 매물이 출회될 수 있기 때문이다. 소프트뱅크 그룹이 Wallstreetbets의 전략(?)과 유사하게 매매했다면 전혀 불가능한 시나리오는 아니다.

이론적으로 가능하지만 기술주 조정의 직접적인 이유라 보기는 어려움

하지만 일부 사실이라 하더라도 이번 미국 기술주 조정의 직접적인 이유라 보기는 어렵다. 1) 낙폭이 유독 컸던 Apple과 Telsa의 옵션시장에서 액면분할에 따른 착시효과를 제외한다면 대규모 옵션 거래를 찾아보기 어렵다는 점(장외 거래 가능성 배제), 2) 소프트뱅크의 비전펀드(1호)나 투자목적의 보유주식 현황을 살펴 보았을 때 특정 기술주에 대한 대규모 옵션 트레이딩 유인이 많지 않아 보인다는 점에 서다.

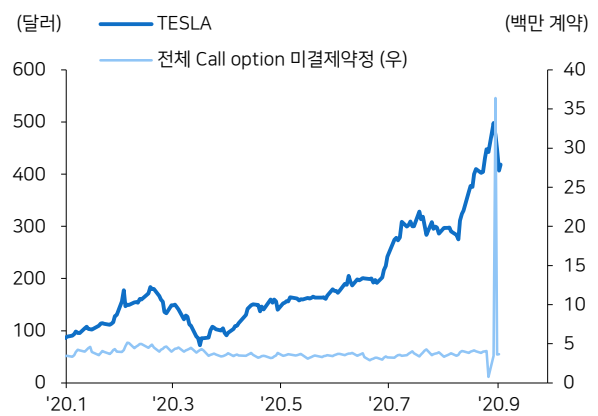
먼저 Apple과 Tesla의 옵션 시장을 보면 주가 급등과 더불어 콜(Call) 옵션 계약이 늘어나던 추세는 맞지만 급격히 변동성이 커진 시기는 액면분할 시기와 일치한다. 투기적 수요 급증보다는 당일 콜옵션 급증에 착시효과를 배제할 수 없다.

그림6 APPLE 주가와 Call 옵션 추이: Call 급증 배경은?



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 Tesla 주가와 Call 옵션 추이: APPLE과 유사?



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

투기적 유인 또한 분명치 않다. 지난 8월 11일 실적 발표회 때 공개된 비전펀드 1호의 상장 기업 투자 수익률을 보면 Uber의 성과 부진을 다른 기업들의 성과가 압도하고 있다. 미국 증권 거래위원회에 제출된 소프트뱅크 그룹의 분기보고서(투자 포트폴리오)를 확인해 봐도 마찬가지다. 소프트뱅크 그룹이 가장 많이 보유한 주식은 Amazon(약 10.4억 달러)이 가장 많고, Alphabet, Adobe, Netflix 순으로 논란의 중심에 있는 Apple과 Tesla와는 큰 연관성이 없어 보인다.

표1 소프트뱅크 비전펀드 1호의 상장기업 포트폴리오(2020.8.10 기준)

Company (US\$mn)	(a) Investment cost to SVF1	(b) Gross return to SVF1 <sup>2</sup>	(c) = (b) - (a) Gross gain (loss) to SVF1	(d) = (b) / (a) Gross MOIC <sup>3</sup> (x)
Guardant Health	308	2,332	2,024	7.6
Vir Biotechnology	199	1,203	1,004	6.1
Relay Therapeutics	300	1,147	847	3.8
Slack	334	1,006	672	3.0
PingAn Good Doctor	400	861	461	2.2
10x Genomics	31	336	305	10.8
OneConnect	100	90	-10	0.9
ZhongAn	550	433	-117	0.8
Uber	7,666	7,171	-495	0.9
<b>Listed company total (Gross)<sup>1</sup></b>	<b>9,887</b>	<b>14,578</b>	<b>4,691</b>	<b>1.5</b>

주: 1) 상장사(Listed company)는 SVF1에서 첫 투자를 한 이후에 상장된 회사만을 포함

2) Gross return = 미실현가치(Unrealized value) + 실현가치(Realized value). 실현가치는 거래 수수료, 세금 및 기타 비용의 총액

3) Gross multiples of invested capital(투자수익률배수): 상장주식에 대한 헷지 효과를 제외한 총액을 반영. 각종 수수료 및 세금 등의 공제는 미반영

자료: Softbank Group, 매리츠증권 리서치센터

표2 소프트뱅크그룹 보유 지분 리스트

순위	기업명	금액(천 달러)	보유 주식 수	투자 구분	순위	기업명	금액(천 달러)	보유 주식 수	투자 구분
1	AMAZON COM	1,044,131	378,470	SOLE	16	PINDUODUO	86,836	1,011,602	SOLE
2	ALPHABET	475,176	335,091	SOLE	17	ETSY	80,901	761,566	SOLE
3	ADOBE	248,565	571,006	SOLE	18	OKTA	74,176	370,453	SOLE
4	NETFLIX	189,007	415,364	SOLE	19	MERCADOLIBRE	72,076	73,116	SOLE
5	MICROSOFT CORP	183,014	899,289	SOLE	20	SPLUNK	64,390	324,057	SOLE
6	NVIDIA	180,899	476,162	SOLE	21	SEA LTD	58,497	545,475	SOLE
7	TESLA	122,877	113,795	SOLE	22	MATCH GROUP	57,678	538,791	SOLE
8	SHOPIFY	114,113	120,220	SOLE	23	BILIBILI	28,846	622,761	SOLE
9	PAYPAL HLDGS	111,467	639,770	SOLE	24	TAL EDUCATION GROUP	26,297	384,565	SOLE
10	DOCUSIGN	109,197	634,090	SOLE	25	IQIYI	20,409	880,080	SOLE
11	ZOOM VIDEO COMMUNICATIONS	108,834	429,256	SOLE		<b>총 계</b>	<b>3,299,818</b>		
12	SQUARE	108,668	1,035,525	SOLE					
13	SPOTIFY TECHNOLOGY	107,048	414,609	SOLE	<b>기타</b>	T-MOBILE US INC	2,578,000	24,750,000	DFND
14	PAYCOM SOFTWARE	100,454	324,328	SOLE		T-MOBILE US INC	11,070,000	106,291,623	DFND
15	SERVICENOW	96,368	237,910	SOLE					

주: 투자 구분 SOLE는 단독 투자재량권 보유, DFND(Shared-defined)는 모/자회사 등과 공유하는 투자재량권 보유

자료: SEC, 매리츠증권 리서치센터

현실적인 이유는 '종목 쓸림'

오히려 보다 현실적인 이유를 찾아본다면 이미 시장 내 종목에 대한 '쓸림'이 과도했다는 점이다. COVID19이후 나스닥100과 동일가중지수와의 수익률 격차는 20%p에 육박했었고, 이번 주가 조정 과정에서 Apple(110%)과 Tesla(55%)의 내재변동성이 급격히 상승한 반면 여타 기술주들은 변동성이 급격히 확대되는 모습을 보이고 있지는 않기 때문이다.

Put / Call ratio로 보는 이상 징후

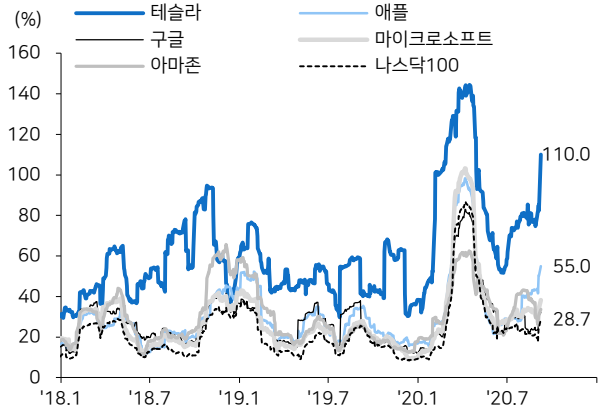
종목에 대한 쓸림은 심리지표에서도 확인 가능하다. Put / Call ratio가 대표적이다. Put / Call ratio는 Put과 Call 거래의 상대비율로 동 지표가 상승하면 시장의 비관 심리가, 하락하면 낙관심리가 많다는 의미다. 현재 Put / Call ratio를 보면 지수(Index) 보다는 종목에 대한 낙관 편향이 심화되고 있었다. 올해 4월 이후 시장보다 종목에 대한 Put / Call ratio가 크게 하락했었고, 경험적으로도 시장과 종목에 대한 간극이 심화될 때 주식시장 변동성 확대로 연결되기도 했다. 현재도 그 간극이 지난 2010년 이후 최대치 수준까지 확대됐었다.

그림8 기술주 종목 쓸림 심화



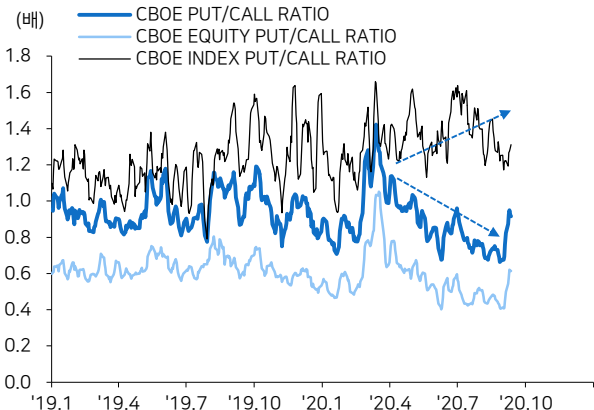
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 30일 내재 변동성 추이: 시장보다는 개별 종목 이슈



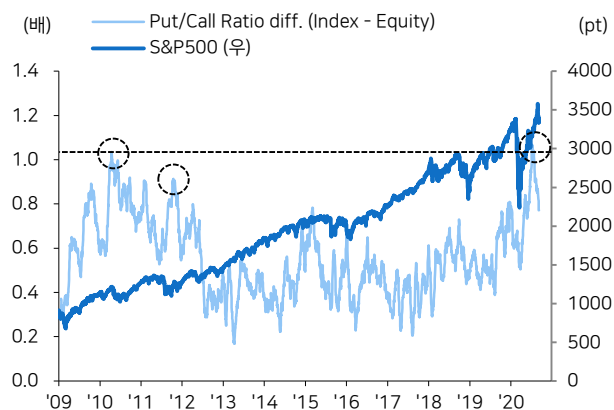
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림10 Put / Call Ratio: 지수와 개별종목 심리의 간극 심화



주: 1주일 이동평균  
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 시장 대비 종목 낙관심리 높아질 때 변동성 확대



주: Put/Call Ratio diff. (Index - Equity)는 20일 이동평균  
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

### Story stock 양면성: 우리는 Story stock의 시대에 살고 있다

Story Stock의 양면성이 이유 없는(?) 조정의 진짜 이유일 가능성

좀 더 본질적인 이야기를 해보자. 변동성 확대에 뚜렷한 이유가 없다면 '가격' 그 자체가 이유일 수 있다. 가격 논란에서 자유로울 수 없는 주식은 Story Stock이다. 우리가 흔히 부르는 '성장주'는 대부분 Story Stock이라 보면 된다.

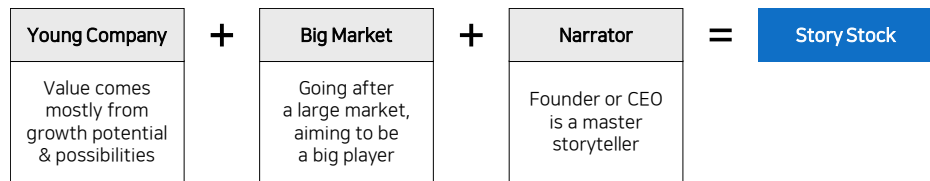
Damodaran 교수에 따르면 Story Stock은 잠재성장성이 높고, 새로운 시장(Big Market)에 도전하며, 성장의 동선을 제시할 수 있는 Narrator가 존재하는 주식이다. 항상 그랬듯 높은 잠재력을 보유했지만 적정 가치평가에 어려움을 겪는 기업이다.

문제는 과정에서 시장의 환호와 의구심 속에 강한 상승과 급격한 변동성 확대 수반된다는 점이다. 결국에는 미래에 실현될 적정가치(Fair Value)에 수렴하지만 과정은 결코 순탄하지는 않다. Story Stock의 양면성이자 속명이다.

지금 우리가 겪고 있는 성장주에 대한 쏠림과 변동성도 마찬가지다. 기업실적과 적정가치 파악이 비교적 용이한 전통적인 기업과는 달리 Story Stock의 경우 당장 현재의 적정 주가 수준을 예상하기 어렵기에 변동성이 클 수밖에 없다. Damodaran 교수가 지적하는 것도 기업은 현금흐름과 성장성으로 대변되는 본질 가치(Intrinsic Value)로 평가되지만 모멘텀 및 군중심리, 유동성 등에 의해 간극이 확대되기도 한다는 점이다. Story Stock이라면 그 간극은 더 클 수밖에 없다.

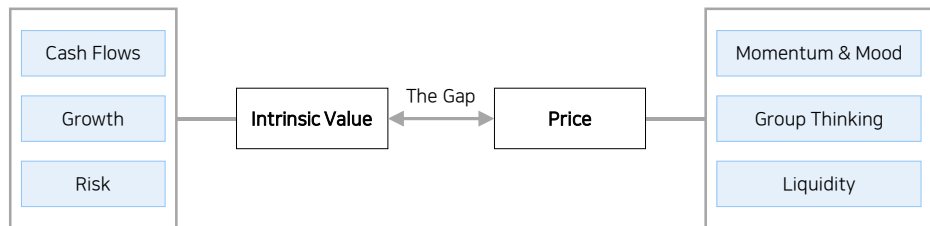
중요한 것은 성장의 방향과 속도를 확인하는 일이다.

그림12 Story Stock이란?



자료: Damodaran, 메리츠증권 리서치센터

그림13 기업의 본질가치와 주가의 괴리



자료: Damodaran, 메리츠증권 리서치센터

현재의 Story Stock의 방향성은 의심할 단계는 아니나

지금의 성장주, 즉 Story Stock의 주가 상승세가 강한 이유는 성장의 방향과 속도가 매우 빠르기 때문이다. 마이크로소프트가 미국 대표 기술주 중 가장 오래된(?) 기업이지만 성장 속도는 가장 젊은(?) Facebook이 가장 빠르다.

매출액 기준으로 보면 마이크로소프트는 2000년 229억 달러에서 2019년 1,258억 달러까지 확대되는데 20년의 시간일 필요했지만, 아마존, 구글(알파벳), 애플은 뒤늦게 시작했지만 이미 마이크로소프트의 매출액을 넘어섰다. 성장의 방향과 속도에 대해서는 의심의 여지는 없다는 뜻이다.

**표3 주요 미국 기술주의 마일스톤 역사: 성장의 방향과 속도에 대해서는 의심의 여지는 없다**

(백만 달러)	Facebook	Amazon	Netflix	Google	Apple	Microsoft
설립일	2004.2	1994.7	1997.8	1998.9	1976.4	1975.4
IPO 날짜	2012.5.18	1997.5.15	2002.5.23	2004.8.19	1980.12.12	1998.3.13
IPO 시가총액	80,000	438	300	23,000	1,800	780
시가총액 마일스톤(도달 연도)						
1천억달러	2012	2012	2018	2005	2007	1996
5천억달러	2018	2017		2012	2012	1999
1조달러		2018		2020	2018	2019
2조달러					2020	
매출액 마일스톤						
2000년	NA	2,762	37	19	7,963	22,956
2010년	1,974	34,204	2,163	29,321	65,225	62,484
2019년	70,697	260,522	20,156	161,857	260,174	125,843

자료: 메리츠증권 리서치센터

다만 우리가 앞으로 확인해야 할 것은 '기준(가정)'의 충족 여부일 듯하다. Tesla 기업의 가치평가를 보더라도 많은 가정과 변수들에 따라 기업가치가 크게 달라질 수 있기 때문이다.

가정(기준)에 따라 기업 가치가 크게 달라진다는 어려움이 존재: Tesla가 대표적

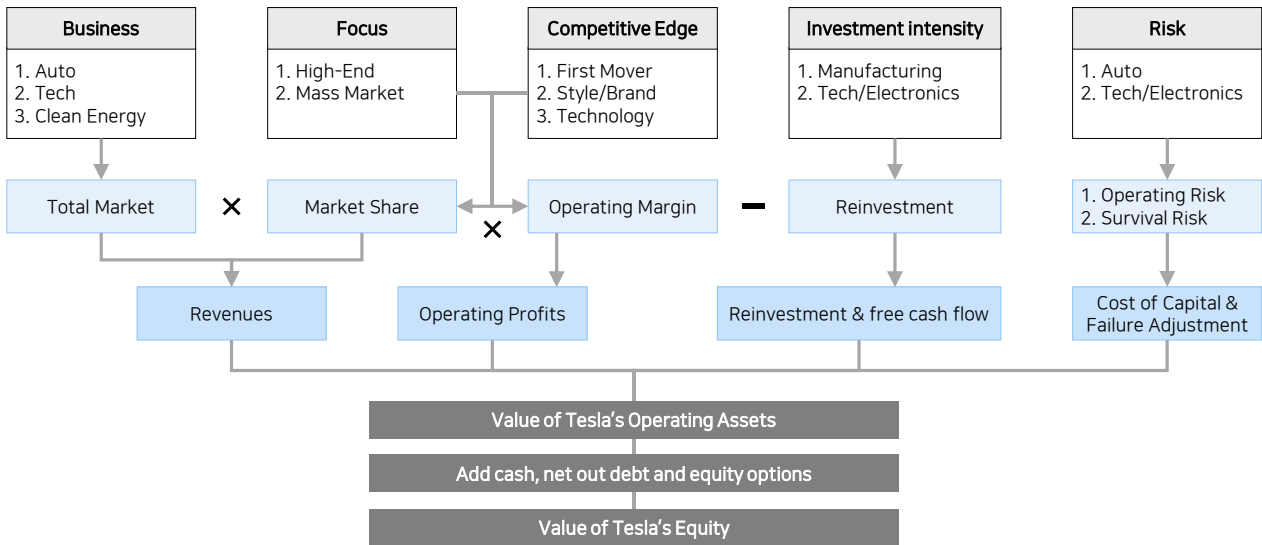
예를 들어 1) Tesla의 사업영역을 어디까지 규정할 것인지(Auto, Tech, Clean Energy 등)에 따라 달라질 수밖에 없고(매출액), 2) 고객의 대상이 High End 시장인지, Mass 대상인지에 따라 시장 점유율이 다르게 추정되며, 3) 경쟁자의 대상 또한 누구로 규정할 것인지(동종 자동차 업계 또는 Tech 기업) 가정하느냐에 따라 마진이 달라질 수밖에 없기 때문이다. 여기에 기업가치 평가에 있어 투자와 현금흐름, 기타 리스크 요인을 감안한다면 주가 적정가치에 대한 경우의 수는 복잡해진다.

Tesla에 대한 성장 가능성에는 대부분 동의하지만 투자자마다 의견이 엇갈리는 이유도 여기에 있다. 이 모든 시나리오가 가변적이고 아직 초기 단계의 사업도 많다는 점에서다. 보는 관점에 따라 전혀 다른 그림이 그려질 수밖에 없는 이유다. 당장 Tesla를 순수 자동차 기업으로 보느냐 토털 플랫폼 기업으로 보느냐에 따라 극과극의 평가가 나오고 있지 않은가.



현실적으로 우리가 대응할 수 있는 것은 새로운 사업을 확장하고 있고, 가시적인 실적을 거두고 있는지 확인해 가는 일이다. 방향과 속도가 기대치에서 벗어나지 않는다면 변동성은 감내할 수밖에 없다.

그림14 Tesla의 기업가치 시나리오: 가정에 따라 기업가치는 매우 유동적



자료: Damodaran, 메리츠증권 리서치센터

Tesla 를 제외한 다른 기술주도 이와 크게 다르지 않다. 기준(가정)에 따라 기업 가치는 크게 달라질 수밖에 없는 구조이다. 우리가 참고해 볼 수 있는 기준을 없을까?

Damodaran 교수가 주요 가정에 따라 제시한 기업가치 시뮬레이션 표(다음 페이지)를 소개하고자 한다. 주요 Story Stock 의 기본 가정에 따라 추산한 밸류에이션 테이블이고, 중간값이 그 기준이다. 기본 가정보다 낙관적이 요건이 달성된다면 가치는 상승, 반대의 경우 감소하는 식이다. Story Stock에 관심 있는 투자자라면 참고해보자.

다음 전략공감에서는 본 자료의 후속편으로 국내외 Story Stock들의 가치평가 기준의 힌트를 제시해 보고자 한다.

표4 Damodaran이 제시한 Story Stock의 주요 가정과 적정가치 모형결과				
기업	밸류에이션 스토리	밸류에이션 가정	주당 가치 (시물레이션, 달러)	
Facebook	<b>사용자 기반의 성공:</b> 매우 강력한 사용자 기반의 지속적인 광고 성장과 새로운 사업 잠재력	매출액 성장률 = 10%	10 <sup>th</sup>	267.77
		목표 이익률 = 40%	25 <sup>th</sup>	293.89
		자본 대비 매출액 비율 = 2.64	중간값	327.68
		자본비용 = 6.08%	75 <sup>th</sup>	364.79
			90 <sup>th</sup>	398.85
Amazon	<b>'파괴적' 플랫폼 운영:</b> 수익성보다는 더 높은 성장을 위해 새로운 사업 확장 지속	매출액 성장률 = 20%	10 <sup>th</sup>	1,479.65
		목표 이익률 = 12%	25 <sup>th</sup>	1,969.46
		자본 대비 매출액 비율 = 1.94	중간값	2,778.22
		자본비용 = 6.11%	75 <sup>th</sup>	3,617.74
			90 <sup>th</sup>	4,295.58
Netflix	<b>스트리밍!</b> 구독자를 계속 늘리지만, 새로운 경쟁자들과 함께 콘텐츠 비용을 통제하기 위해 노력	현재 구독자 가치 = \$446	10 <sup>th</sup>	312.79
		구독자 증가율 = 12%	25 <sup>th</sup>	372.49
		콘텐츠 비용 증가율 = 5%	중간값	445.53
		자본비용 (현재) = 6.5%	75 <sup>th</sup>	519.34
		자본비용 (신규) = 7.5%	90 <sup>th</sup>	585.58
Google(Alphabet)	<b>검색 엔진 '그 이상':</b> 검색 서비스로 계속 돈을 버는 동안 다른 시도들이 성장하면서 성과를 내기 시작할 것	매출액 성장률 = 8%	10 <sup>th</sup>	1,165.57
		목표 이익률 = 24%	25 <sup>th</sup>	1,267.31
		자본 대비 매출액 비율 = 2.64	중간값	1,406.96
		자본비용 = 6.25%	75 <sup>th</sup>	1,551.26
			90 <sup>th</sup>	1,676.02
Apple	<b>속도를 올리는 현금 인출기(아이폰):</b> 아이폰으로 계속 현금을 벌어들이지만, 성장 동력은 서비스 사업부에 있음	매출액 성장률 = 8%	10 <sup>th</sup>	285.67
		목표 이익률 = 26%	25 <sup>th</sup>	312.28
		자본 대비 매출액 비율 = 4.00	중간값	350.22
		자본비용 = 6.58%	75 <sup>th</sup>	390.66
			90 <sup>th</sup>	425.04
Microsoft	<b>오래된 기업의 재탄생:</b> 클라우드/소프트웨어 사업부가 높은 마진을 유지하면서 성장을 지속할 것	매출액 성장률 = 12%	10 <sup>th</sup>	143.98
		목표 이익률 = 40%	25 <sup>th</sup>	157.81
		자본 대비 매출액 비율 = 1.44	중간값	176.66
		자본비용 = 7.11%	75 <sup>th</sup>	196.77
			90 <sup>th</sup>	214.83

주: Apple은 액면분할 전 추가 기준  
 자료: Damodaran, 메리츠증권 리서치센터

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.