



Monthly | 2020년 9월



# 까마귀 전략 9월 주식시장 전망과 전략

Part 1. 주식시장 전망과 전략 | 추격자

Part 2. 중국 전망과 전략 | 호시우보(虎視牛步)

Part 3. 이슈 전략 | 보이지 않는 힘



Strategist/선진국전략 이재만

02-3771-7547  
duke7594@hanafn.com

중국/신흥국전략 김경환

02-3771-7616  
khstyle11@hanafn.com

주식시황 이재선

02-3771-3624  
jaesun0216@hanafn.com

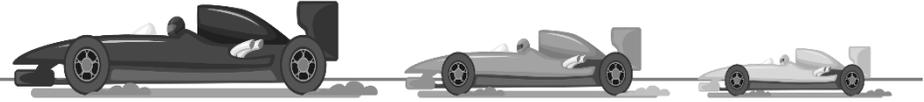
중국/신흥국분석 정진수

02-3771-3453  
jinsoo87@hanafn.com

RA 변운지

02-3771-7530  
bwg7007@hanafn.com





---

까마귀 전략

# Part 1. 9월 주식시장 전망과 전략

---

추격자



하나금융투자 리서치센터 자산분석실

Strategist/선진국전략 이재만

E-mail: duke7594@hanafn.com / Tel : 02-3771-7547

 하나금융투자

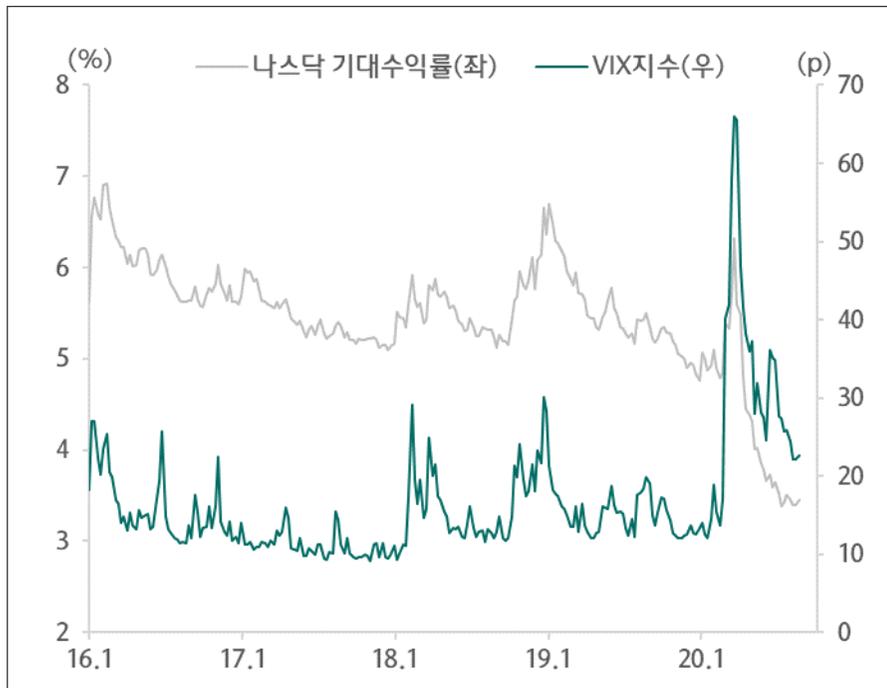
## [요약] 추격자

- 1995년 이후 코스피는 5번의 위기 이후 반등 기간은 평균 8개월(가장 길었던 글로벌 금융위기 이후인 2.2년 제외), 이전 고점 대비 평균 97% 회복. 현재에 과거 경험을 적용해 보면 연내 고점은 10월 중 형성, 고점은 2,540p가 될 수 있음
- 5번의 위기 이후 반등 국면에서 코스피 신고가 경신 실패와 성공 케이스로 구분해서 보면, 기업 이익 증가 여부가 위기 이후 반등 국면에서 신고가 형성을 결정하는 변수(유동성 장세에서 실적 장세로 전환 여부가 중요)
- 미국과 중국 경제성장을 컨센서스를 통해 국내 수출증가율(YoY)과 코스피 영업이익증가율(YoY) 예상 경로를 추적해 보면, 2020년 2분기 저점→ 3분기와 4분기 (-)마이너스 폭 축소→ 2021년 1분기 (+)플러스→ 2021년 2분기 증가율 정점 형성 전망
- 코스피는 수출증가율과 유사한 흐름을 보이기 때문에 신고가는 2021년 2분기 중 형성 예상. 실질금리 (-)마이너스 형성과 이익 개선이 동시에 진행됐던 국면의 코스피 PER(영업이익 기준) 상단 평균 10.5배, 2021년 영업이익 추정치 178조원 적용 시 코스피 신고가 2,800p도 가능
- 유동성 확장 국면에서도 일시적인 조정은 발생 가능. 추세 반전이 없는 정도의 단기 조정은 나스닥 최대 -7%, 코스피 -10% 내외 었음. 강세장과 주도주가 있는 상황에서 발생하는 조정은 당시 주도주 비중 확대에 대응하는 전략이 유효
- 지금의 주식시장 컨셉인 저금리/성장주/나스닥 중심의 글로벌 주식시장 구조 지속 예상. 특히 코스피 내에서 시가총액 2위 다툼이 치열해 질 수 있음. 과거 코스피 시가총액 2위 기업이 바뀌었던 2007년, 2011년, 2017년 코스피 신고가 기록
- 신(新) 시가총액 2위 기업은 2개월간 추가적으로 20% 상승하며 지수를 견인하는 특징이 있었음. 새로운 시가총액 2위 기업이 나오기 이전까지는 코스피 신고가 형성 과정이라고 볼 수 있음
- 현재 NAVER, LG화학, 삼성바이오로직스가 SK하이닉스를 추격하고 있음. 다만 상승 종목 확장성을 고려하면 세 기업 중 밸류체인을 가장 많이 보유하고 있는 LG화학이 시가총액 2위에 안착 시 지수 상승을 상대적으로 오랜 시간 동안 견인할 수 있을 것으로 판단
- 차기 주도주에 대한 고민은 유동성 장세에서는 이익 증가율이 중요하지만, 실적 장세로 이전되는 과정에서는 절대 이익 규모의 변화도 중요. 향후 영업이익의 절대 규모가 커질 수 있는 기업에 관심 필요
- 해당 기준을 충족하는 시가총액 10위 내 기업: LG화학, 현대차, 삼성전자. 11~30위 기업: 삼성물산, SK, 삼성에스디에스, 삼성전기

## 너무 낮아진 주식시장 기대수익률

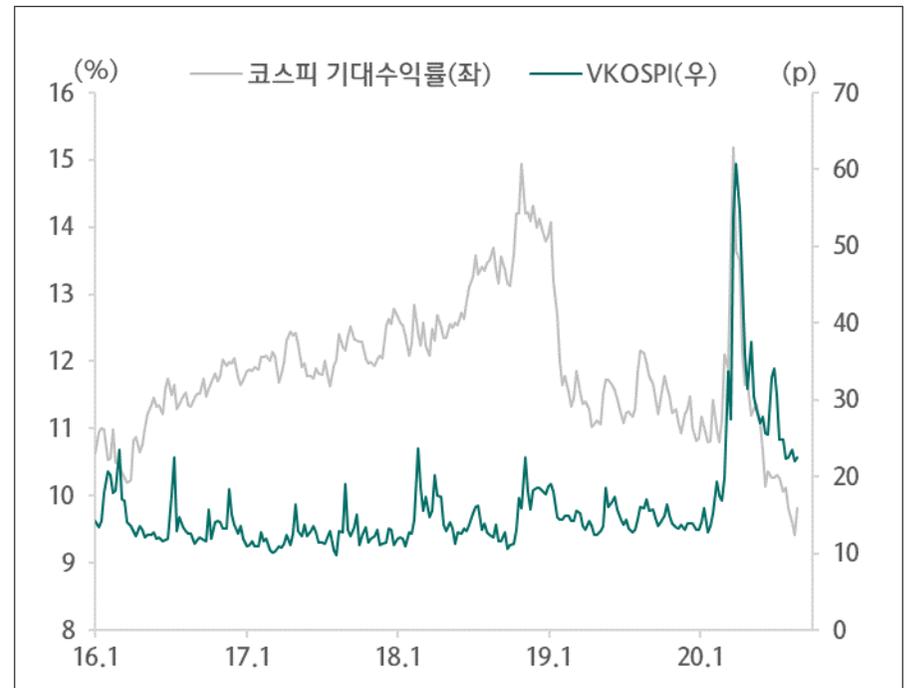
- 나스닥과 코스피 기대수익률 각각 3%와 9% 수준에 불과해 2016년 이후 최저 수준
- 주식시장에 대한 기대수익률이 너무 낮기 때문에서 지수 변동성 확대 시 투자심리 불안 가중

나스닥: 기대수익률이 너무 낮기 때문에 투자심리 불안



주) 나스닥 기대수익률=12개월 예상PER 역수+배당수익률  
 자료: Bloomberg, 하나금융투자

코스피: 기대수익률이 너무 낮기 때문에 투자심리 불안

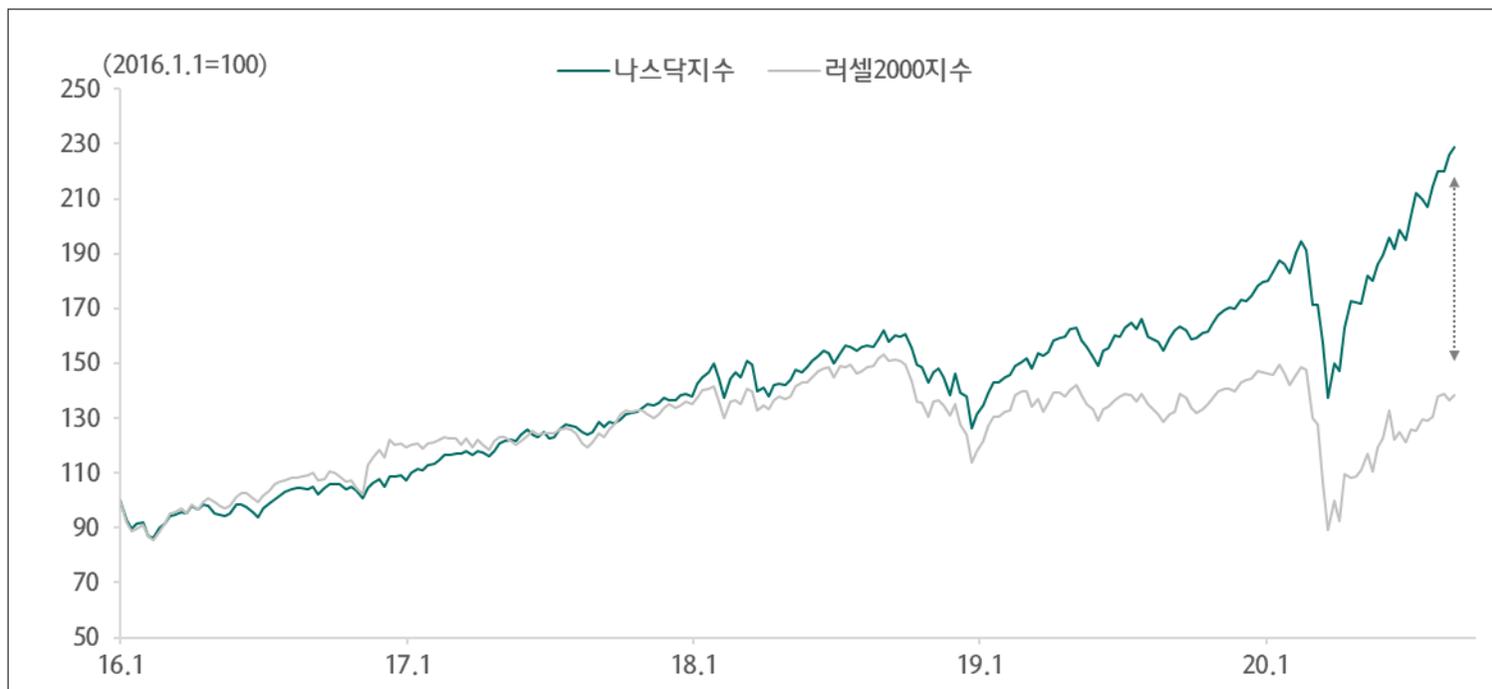


주) 코스피 기대수익률=12개월 예상PER 역수+배당수익률  
 자료: Quantiwise, 하나금융투자

## 당장 보이는 리스크(1): 금융시장과 실물경기가 느끼는 격차는 여전한 상황

- 나스닥지수 2019년 연간 수익률 +37%, 2020년 8월 현재 +30%
- 반면 러셀2000지수는 +25%와 -5%를 기록하며 나스닥지수와의 수익률 격차 보다 확대
- 러셀2000지수는 금융과 산업재 섹터(실물경기와 연관성이 높은 섹터)가 시가총액 30%를 차지하고 있는 중소형지주

나스닥과 러셀2000지수, 수익률 격차 확대

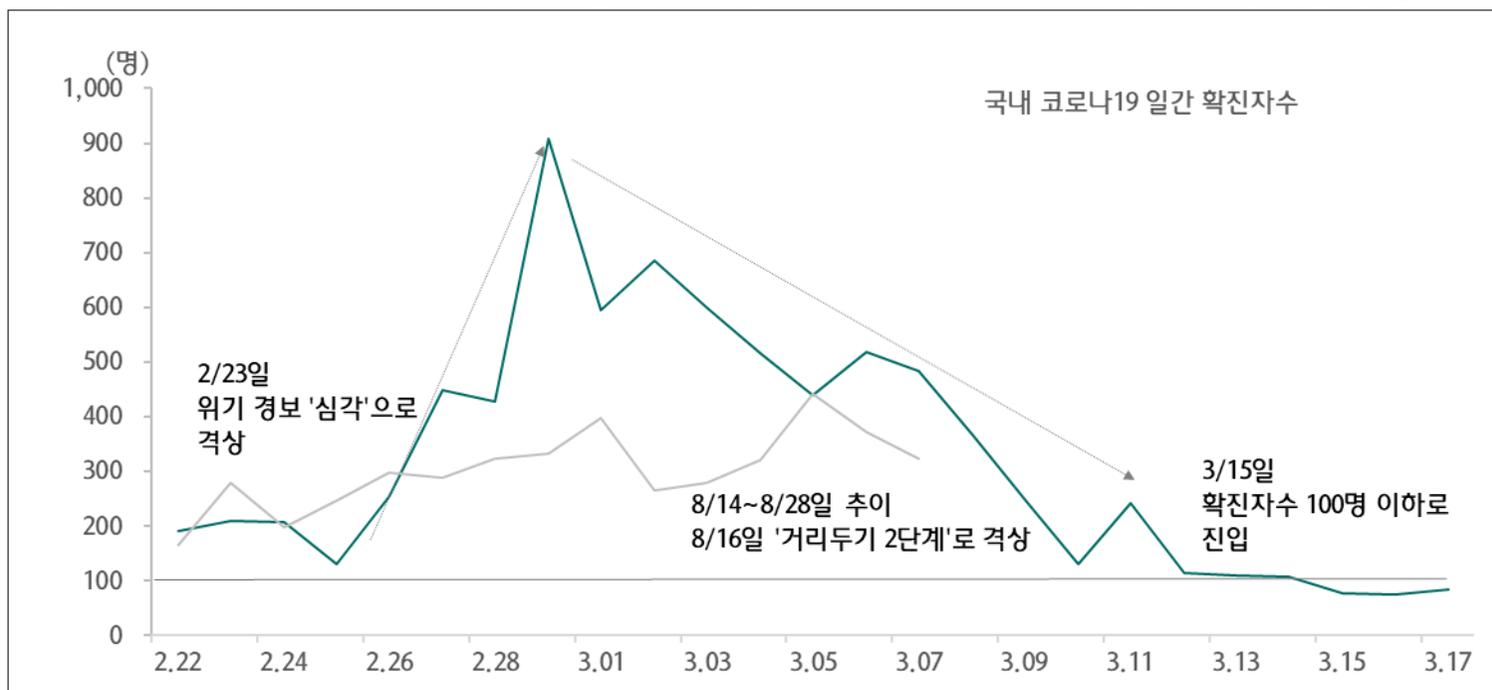


자료: Bloomberg, 하나금융투자

## 당장 보이는 리스크(2): COVID-19 눈치를 봐야하는 주식시장

- 코로나19로 인한 지수 조정을 고려한다면, 2월말 경험을 되짚어볼 필요 있음
- 2/23일 국내 코로나19 확진자가 200명을 넘어서면서 위기 경보를 '심각' 단계로 격상, 한때 900명을 넘어섰던 일간 확진자 수가 100명 이하로 진입하는데 21일 소요
- 8/16일 '사회적 거리두기 2단계' 발표됐다는 점을 감안 시 1~2주 정도의 확진자 정점과 안정을 찾는 시간 소요

지난 2~3월 사회적 통제 강화 이후 21일 정도 시간 소요 이후 코로나19 확진자수 안정권 진입

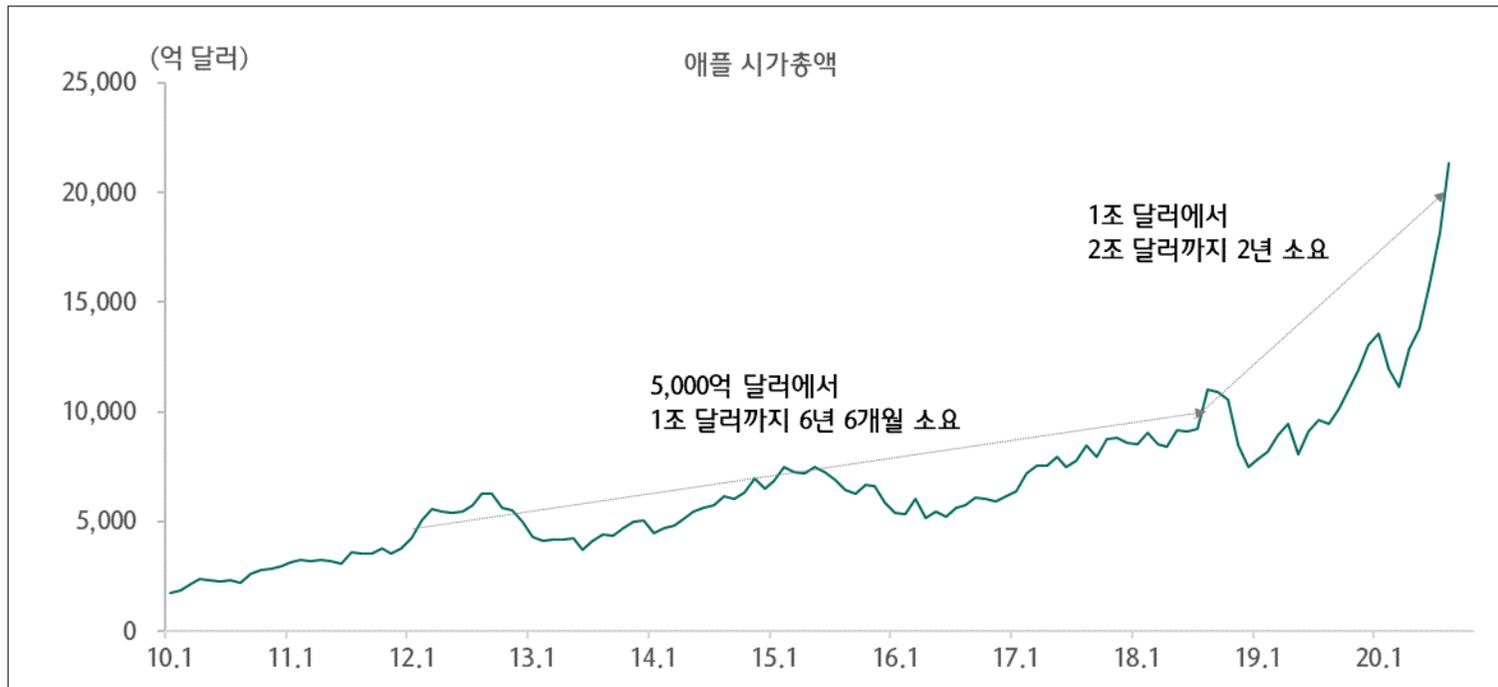


자료: WTO, 하나금융투자

## 그래도 유동성이다(1) 시가총액 1조 달러에서 2조 달러까지 가는 시간

- 연준 자산 규모는 2019년 말 4.2조 달러에서 2020년 8월 현재 7.0조 달러까지 증가
- 이전 대비 크게 증가한 시중 유동성은 주식시장에서 성장주 시가총액 증가로 이어짐
- 애플 시가총액 5,000억 달러에서 1조 달러까지 6년 6개월 소요. 1조 달러에서 2조 달러까지 2년 소요

### 애플 시가총액 2배 증가 시간: 6년 6개월에서 2년으로 단축

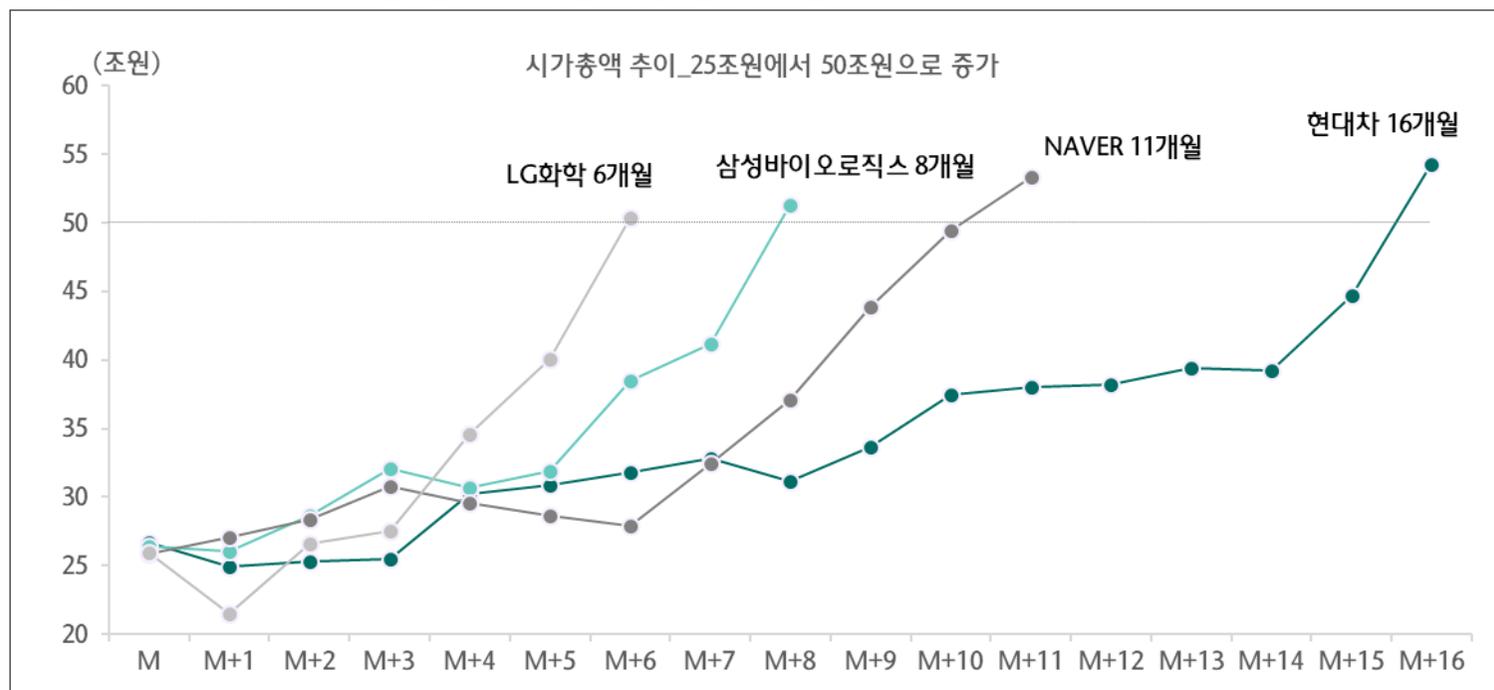


자료: Quantiwise, 하나금융투자

## 그래도 유동성이다(2) 시가총액 25조원에서 50조원까지 가는 시간

- 국내 증시 고객예탁금은 2019년 말 29조원에서 2020년 8월 현재 52조원으로 증가
- 2010년 현대차 시가총액이 25조원에서 50조원까지 증가하는데 걸린 시간은 16개월
- 현재 주도주들인 NAVER(11월), 삼성바이오로직스(8개월), LG화학(6개월)은 이보다 빠른 시간 안에 도달

### 이전보다 시가총액 50조원 달성이 빠른 시간 안에 도달

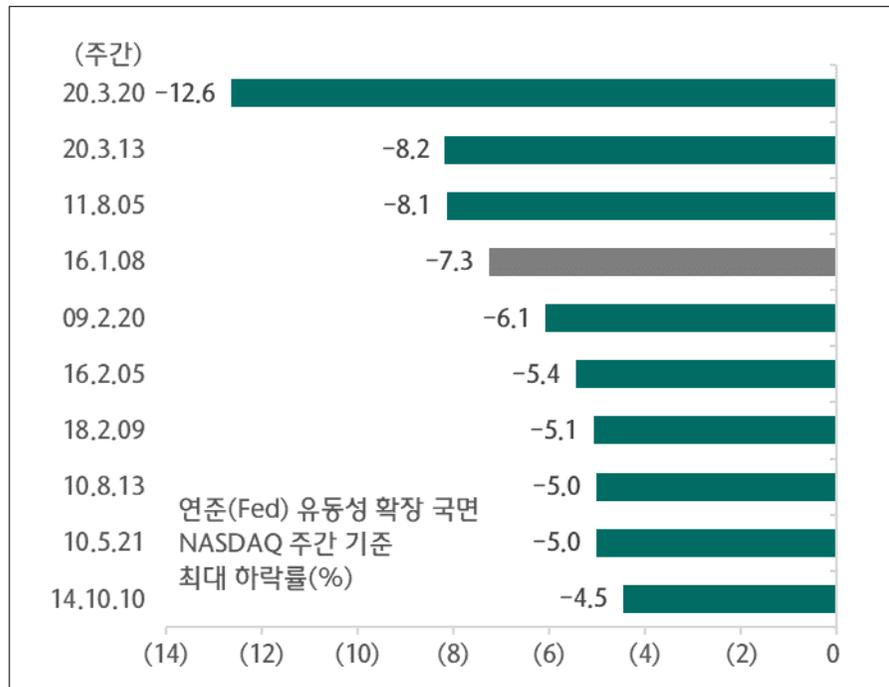


자료: Quantiwise, 하나금융투자

## 유동성 확장 국면에서도 '지수 10%' 하락 위험은 있음

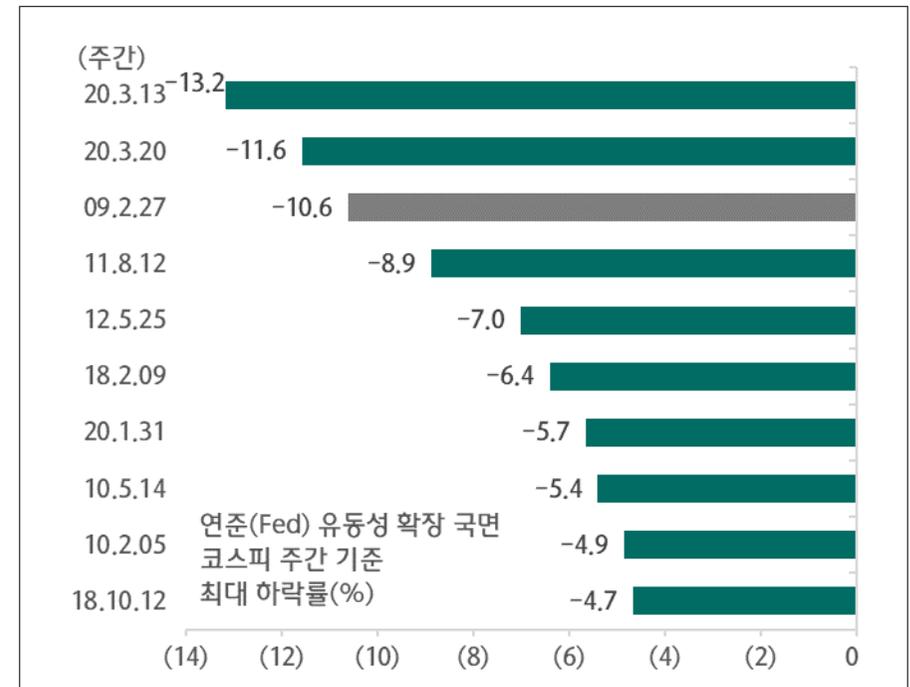
- 연준(Fed)이 유동성을 확장하는 국면에서도 지수는 단기 조정을 받음
- 20/3월 코로나19 팬데믹과 11/8월 미국 신용등급 강등을 제외할 경우 연준 유동성 확장 국면에서  
→ NASDAQ과 S&P500지수 주간 기준 최대 하락률 -7%. KOSPI는 -11%, KOSDAQ -9%

연준 유동성 확장 국면: 나스닥 주간 기준 7% 하락 경험



자료: Bloomberg, 하나금융투자

연준 유동성 확장 국면: 코스피 주간 기준 11% 하락 경험

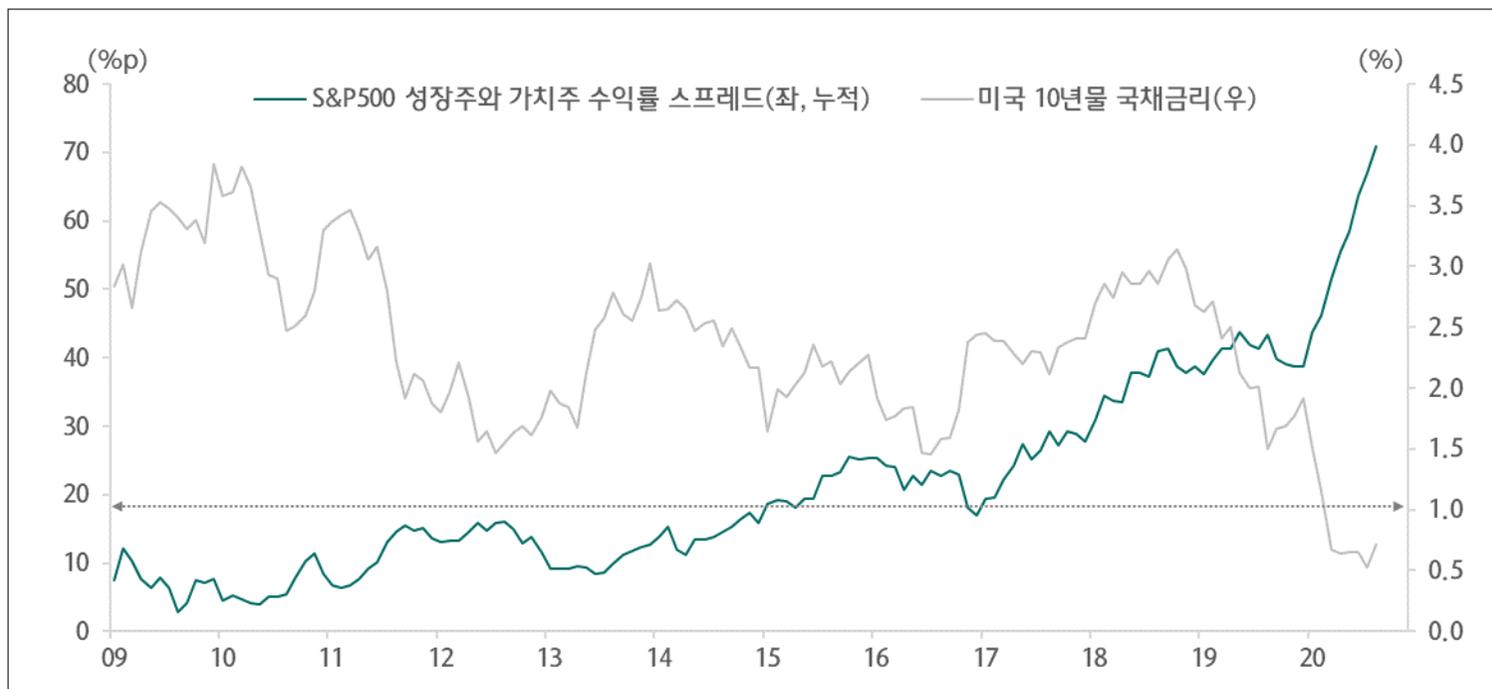


자료: Quantiwise, 하나금융투자

## 주식시장의 본질: 저금리와 성장주의 시대, 변한 건 없음

- 현재 주식시장을 만든 본질을 생각해 볼 필요가 있음
- 지금 주식시장 강세의 정의: 저금리로 인한 성장주 중심의 지수 상승
- 지금도 이 구조는 변함 없음. 미국 10년물 국채금리 0%대, 성장주 중심으로 미국 증시 상승
- 8월 잭슨홀 미팅을 통해 물가상승률 목표(PCE 2%, 현재 0.9%)에 ‘평균’ 개념을 도입. 장기 저금리 지속 가능

### 미국 10년물 국채금리 0%대 유지, 성장주 중심으로 미국 증시 상승

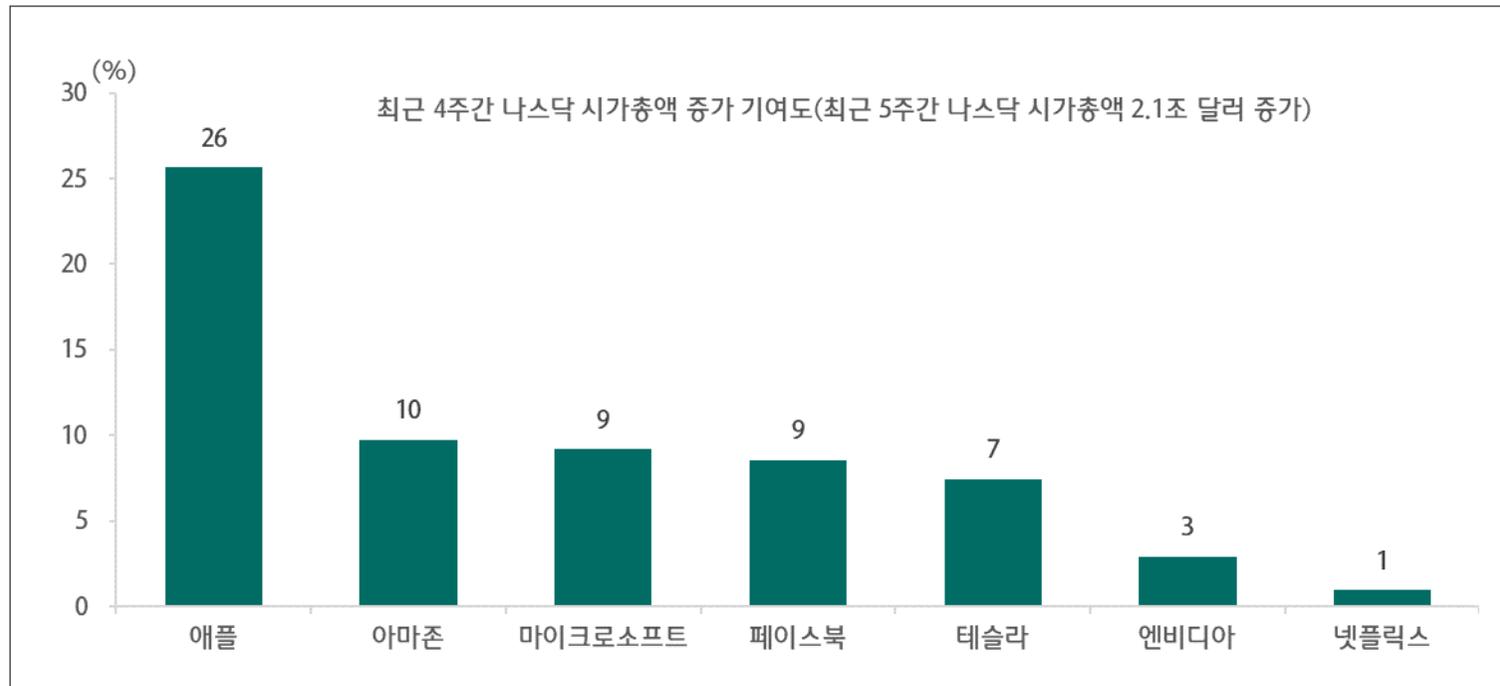


자료: Bloomberg, 하나금융투자

## 주식시장 본질에는 변함이 없음(1) 성장주 강세

- 나스닥은 최근 5주 연속 상승(7/24일 대비 8/28일)했고, 이 기간 동안 시가총액은 2.1조 달러 증가
- 나스닥 성장주인 7공주 기업의 합산 시가총액은 1.3조 달러나 증가하면서 전체 증가 금액의 64%나 기여

나스닥, 성장주인 7공주 기업 주도의 상승장에는 큰 변화가 없음

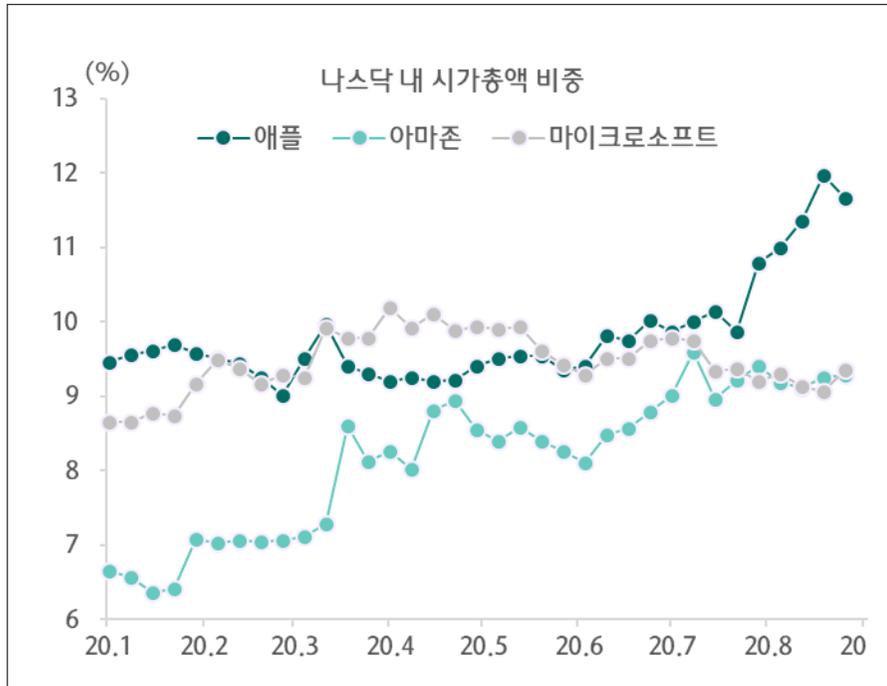


자료: Bloomberg, 하나금융투자

## 주식시장 본질에는 변함이 없음(2) 성장주 내 순환 상승

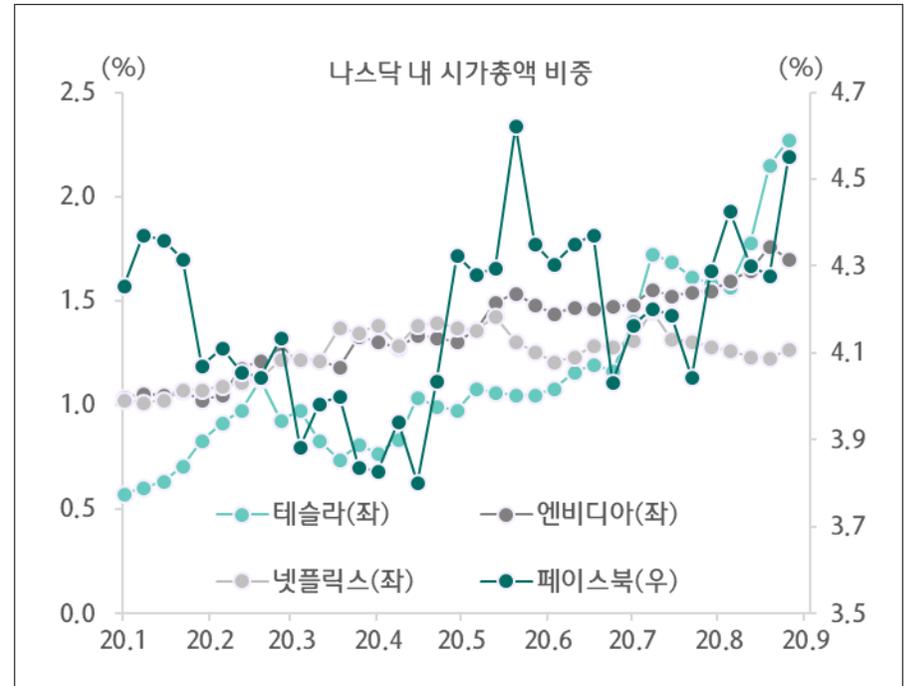
- 최근 아마존, 마이크로소프트, 페이스북, 넷플릭스의 상승세는 다소 주춤
- 그러나 그 자리를 애플(현재 나스닥 내 시총 비율 12%로 최고점), 테슬라(2.3%로 최고점), 엔비디아(1.8%로 최고점)가 채움

### 애플이 성장주를 이끌고 있음



자료: Bloomberg, 하나금융투자

### 테슬라와 엔비디아가 뒤를 받쳐주고 있음

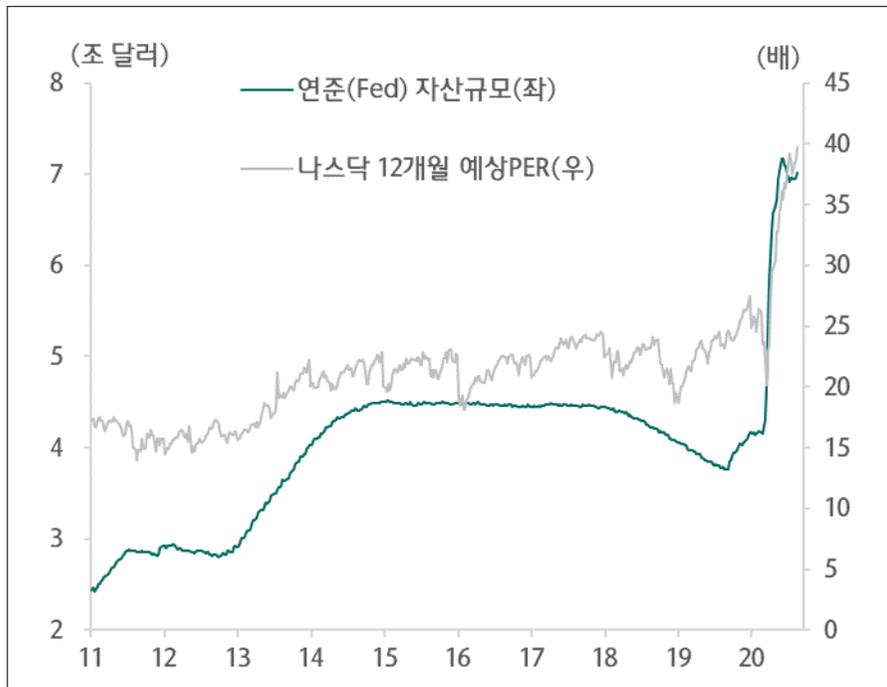


자료: Bloomberg, 하나금융투자

## 나스닥은 어디까지 갈 수 있을까

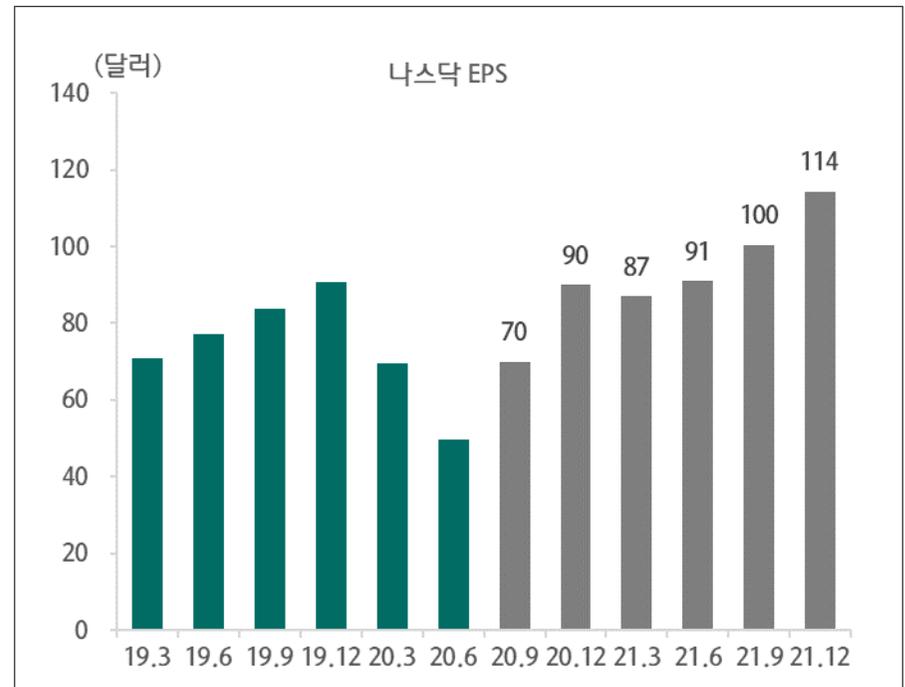
- 나스닥지수 12개월 예상PER과 연준 자산 규모 간의 상관관계수= 0.86
- 두 변수간의 회귀식을 통해서 추정한 나스닥지수 적정 PER= 33.4배. 2021년 나스닥지수의 예상 EPS는 390달러
- 2021년 나스닥지수 예상 상단은 [33.4배\*390달러]를 적용한 13,000p(8월 말 현재 11,700p 기준, 기대수익률 11%)

연준 자산 규모 7.0조 달러. 나스닥 PER 33.4배



자료: Bloomberg, 하나금융투자

2021년 나스닥지수 EPS 전망치는 390달러

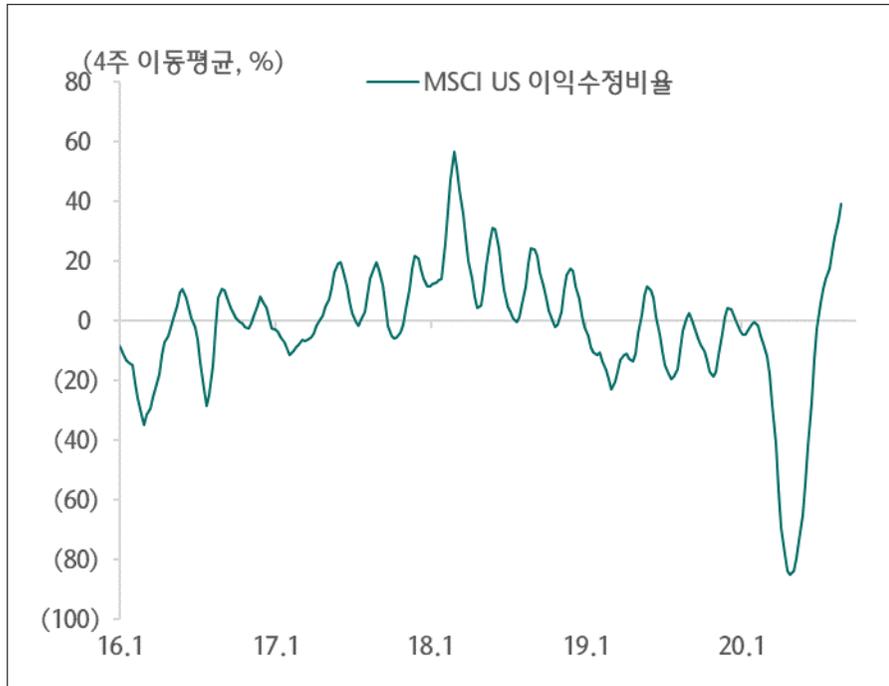


자료: Bloomberg, 하나금융투자

## 미국 기업 이익추정치도 상향 조정 될 수 있음을 고려

- 연준 자산 매입 지속 시 PER 상승 여지 있음
- 2020년 2분기 S&P500기업 어닝서프라이즈 비율은 83%로 평균(70%)과 전분기(65%) 수준을 크게 상회
- 향후 이익추정치 상향 조정 여지도 있다고 판단

### 미국 증시 이익수정비율 상향 조정



자료: Bloomberg, 하나금융투자

### 나스닥지수 12개월 예상EPS 하향 조정 마무리

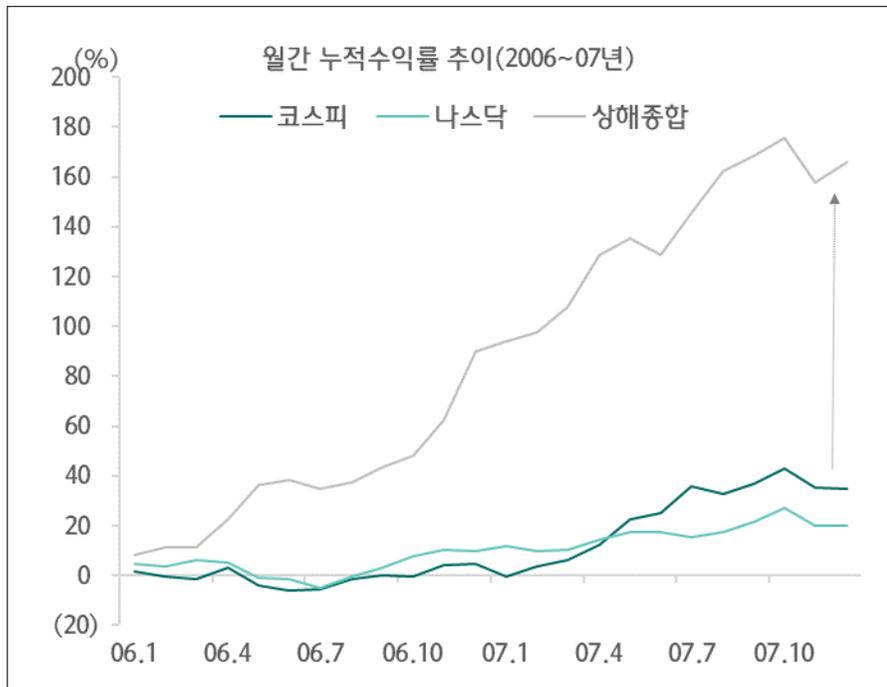


자료: Bloomberg, 하나금융투자

## 국내, 글로벌 증시 Leader가 아닌 Follower(1)

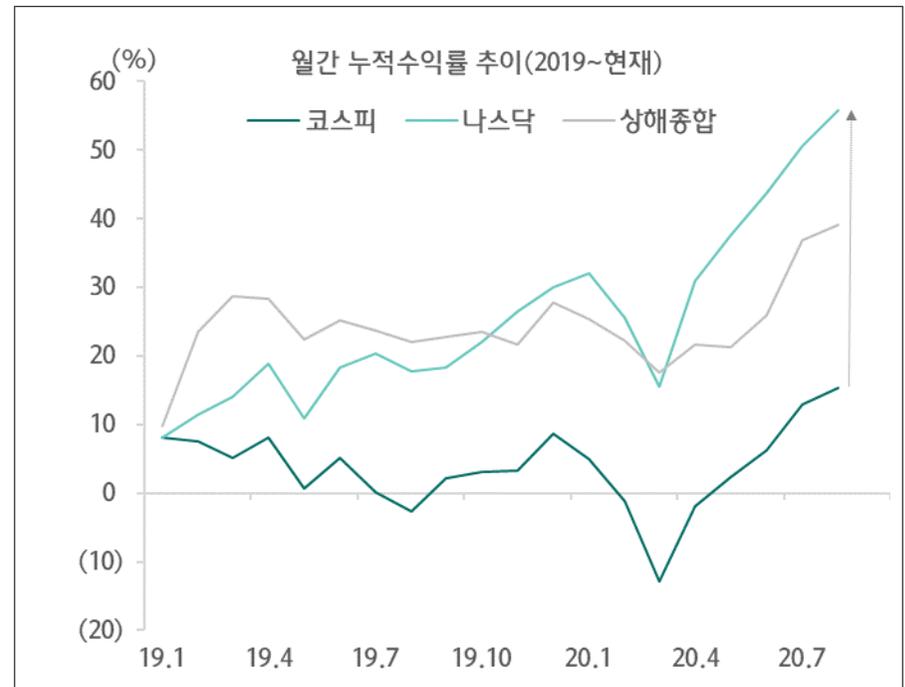
- 국내는 글로벌 증시의 리더(Leader)가 아닌 팔로워(Follower)
- 글로벌 증시의 헤게모니가 미국(현재)이나 중국(07년)이나에 따라 리더를 추종하며 국내 증시는 당시 주도주가 성장주라는 이름으로 지수 상승을 견인

2007년, 중국을 따라간 한국



자료: Bloomberg, 하나금융투자

현재, 미국을 따라가고 있는 한국

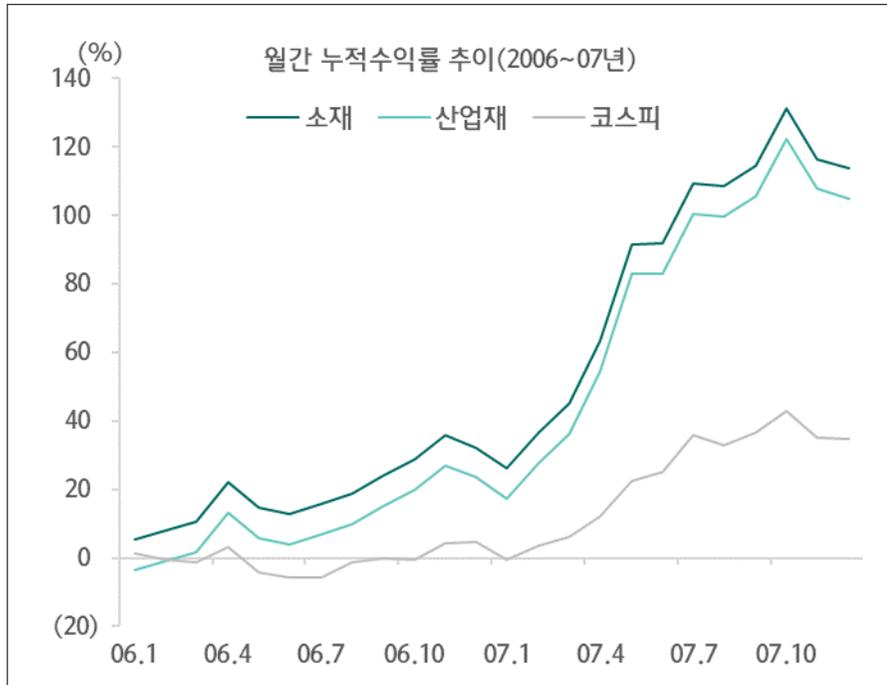


자료: Bloomberg, 하나금융투자

## 국내, 글로벌 증시 Leader가 아닌 Follower(2)

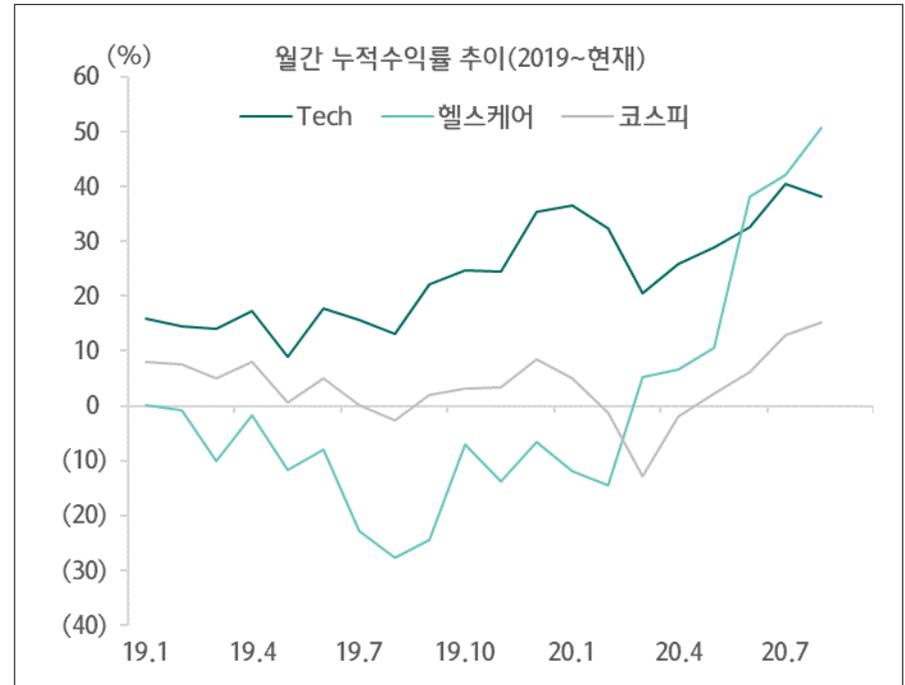
- 2007년 중국 투자 성장 기반: 당시 소재와 산업재가 성장주로 부각되며 주도주 역할 담당
- 현재 미국 중심으로 산업 변화: Tech와 헬스케어가 성장주로 부각되며 주도주 역할

2007년 중국 투자 성장을 기반으로 한 소재와 산업재 주도



자료: Bloomberg, 하나금융투자

현재 4차 산업을 중심으로 한 Tech와 헬스케어

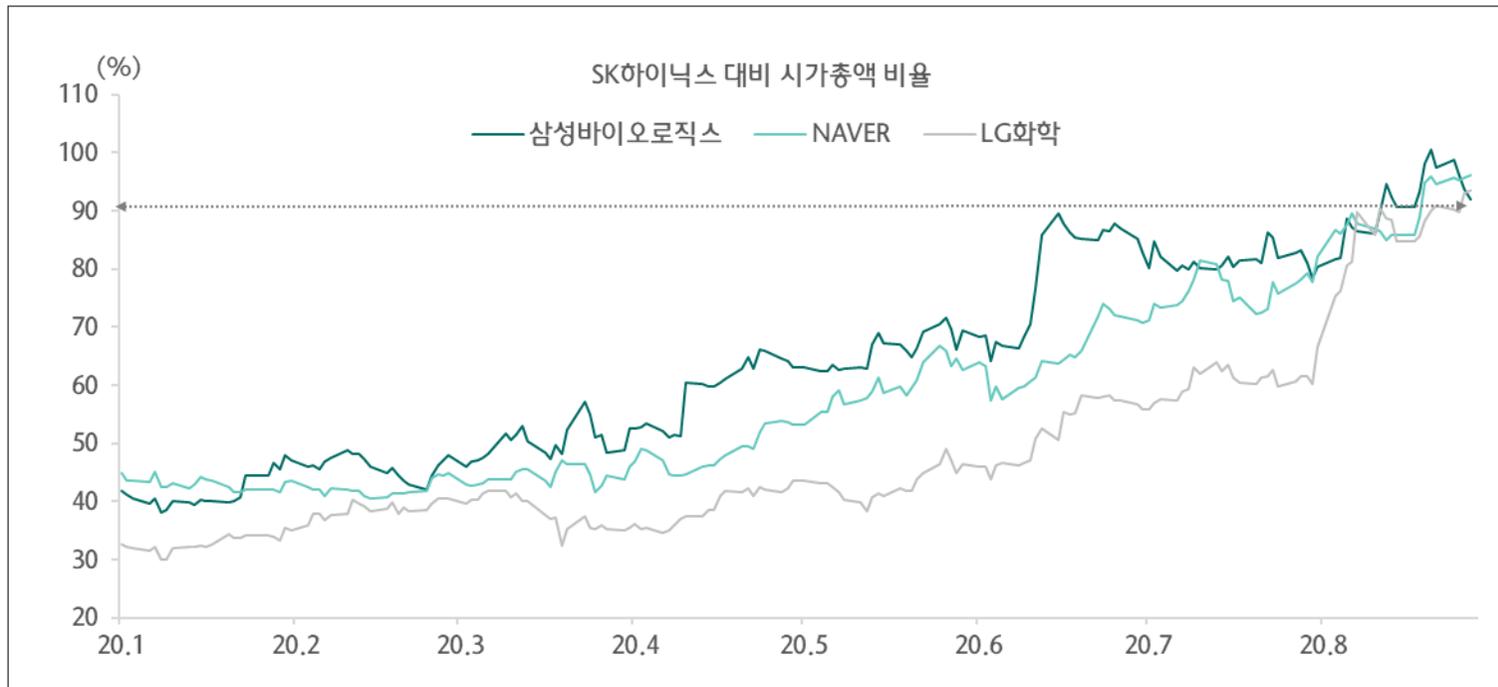


자료: Bloomberg, 하나금융투자

## 한계점을 넘어서기 시작한 새로운 추격자들

- 최근 코스피 내 시가총액 3~5위 기업들(삼성바이오로직스, NAVER, LG화학)이 2위 SK하이닉스 자리를 넘보고 있음
- 이들은 기존 SK하이닉스 대비 시가총액 비율 90%라는 한계를 넘어서는 모습을 보이고 있음(8월 세번째 주)
- 8월 말 NAVER 96%, LG화학 93%, 삼성바이오로직스 92%

SK하이닉스 자리를 넘보고 있는 삼성바이오로직스, NAVER, LG화학

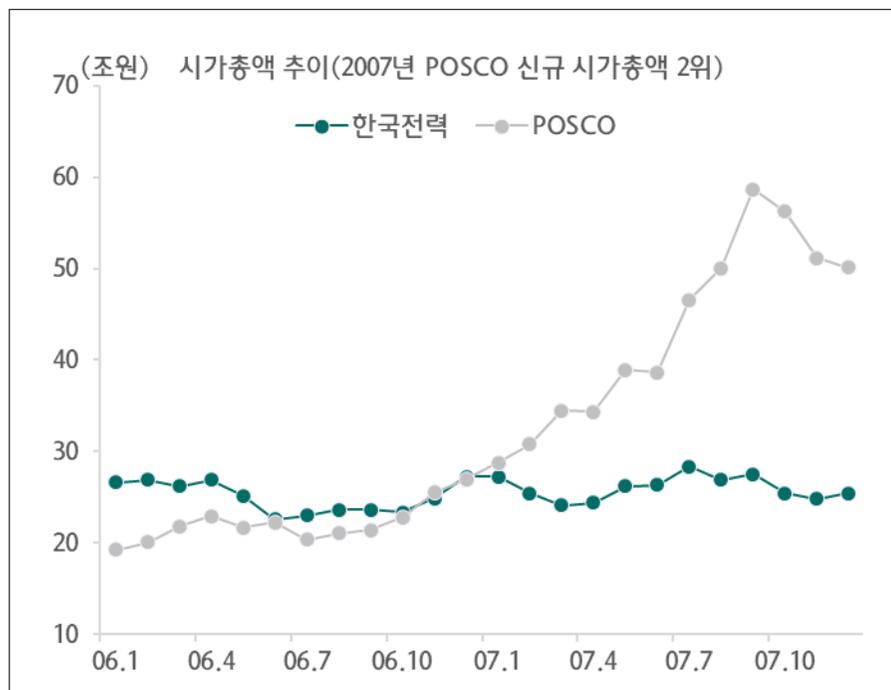


자료: Quantiwise, 하나금융투자

## 새로운 시가총액 2위의 탄생, 코스피 신고가(1)

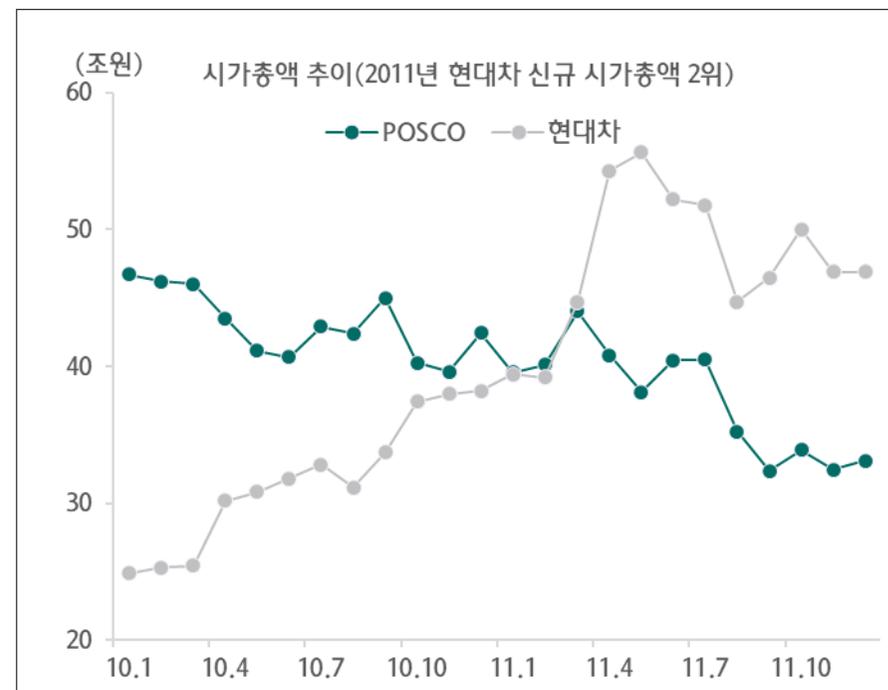
- 2007년 코스피 시가총액 2위는 한국전력에서 POSCO로 변화: 코스피 신고가 경신  
→ 2007년 1월에 시가총액 2위 기업 바뀜, 2007년 10월 코스피 정점
- 2011년 코스피 시가총액 2위는 POSCO에서 현대차로 변화: 코스피 신고가 경신  
→ 2011년 3월에 시가총액 2위 기업 바뀜, 2011년 4월 코스피 정점

2007년 한국전력에서 POSCO로 시가총액 2위 바뀜



자료: Quantiwise, 하나금융투자

2011년 POSCO에서 현대차로 시가총액 2위 바뀜

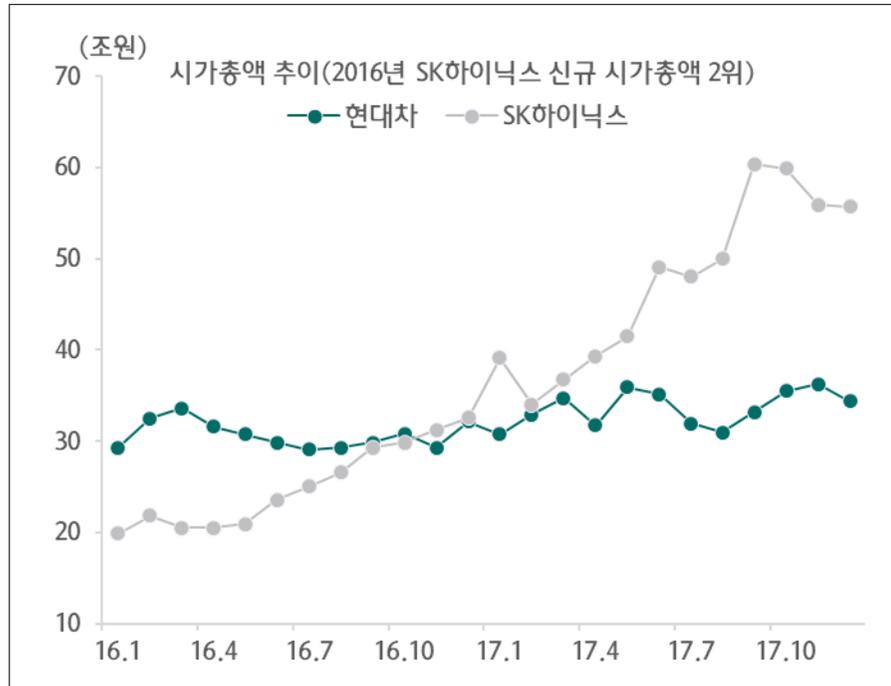


자료: Quantiwise, 하나금융투자

## 새로운 시가총액 2위의 탄생, 코스피 신고가(2)

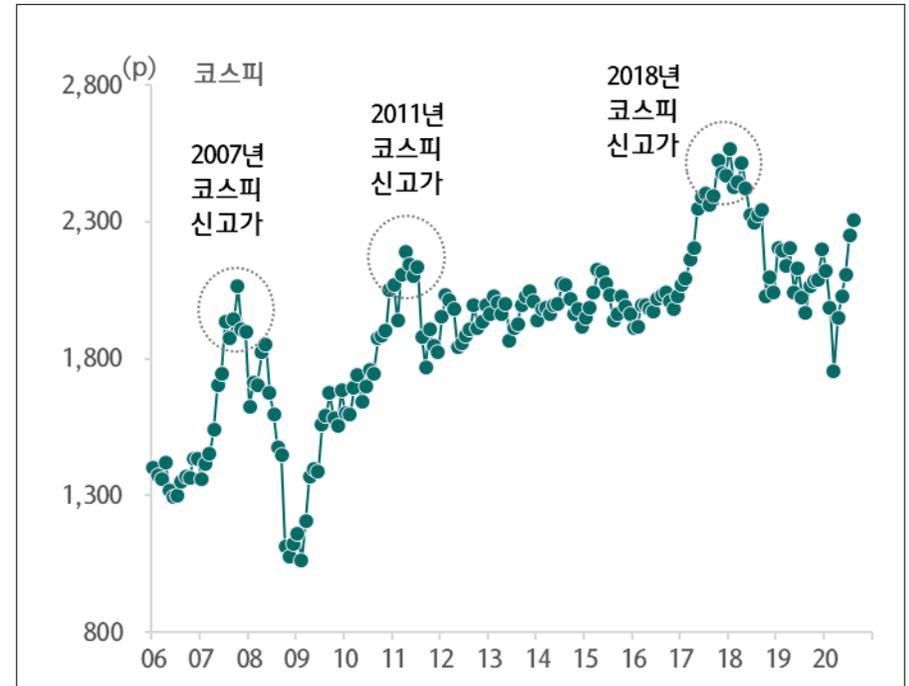
- 2017년 코스피 시가총액 2위는 현대차에서 SK하이닉스로 변화: 코스피 신고가 경신  
→ 2016년 11월에 시가총액 2위 기업 바뀜, 2018년 1월 코스피 정점
- 과거 시가총액 2위가 바뀌었던 2007년(한국전력→POSCO), 11년(POSCO→현대차), 17년(현대차→SK하이닉스) 코스피는 신고가를 만들어냈다는 공통점이 있음

2017년 현대차에서 SK하이닉스로 시가총액 2위 바뀜



자료: Quantiwise, 하나금융투자

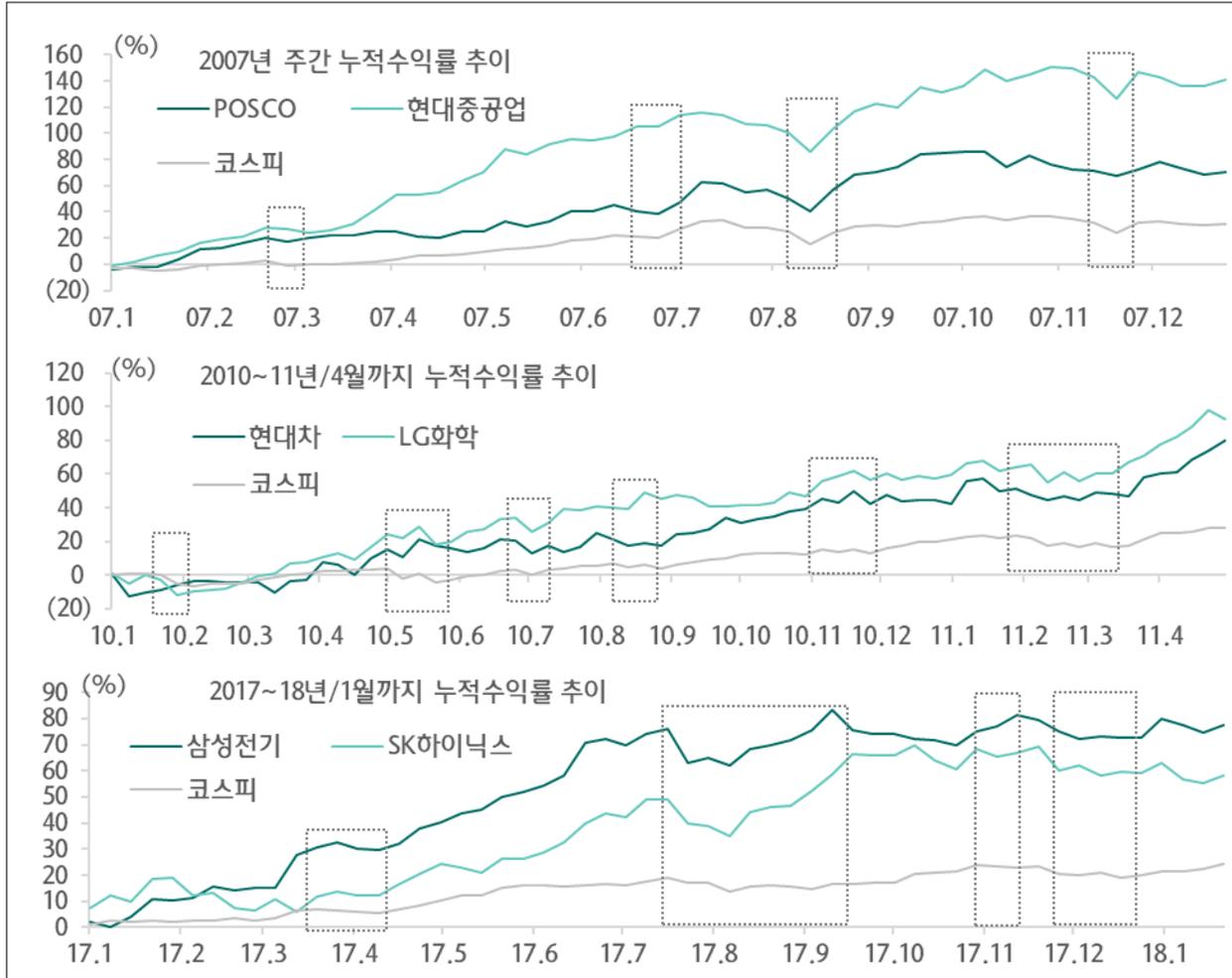
새로운 시가총액 2위=코스피 신고가



자료: Quantiwise, 하나금융투자

## 지수 조정 시 주도주 비중 확대

큰 틀이 변하지 않는다면 조정 국면을 주도주 비중 확대로 활용할 필요가 있음



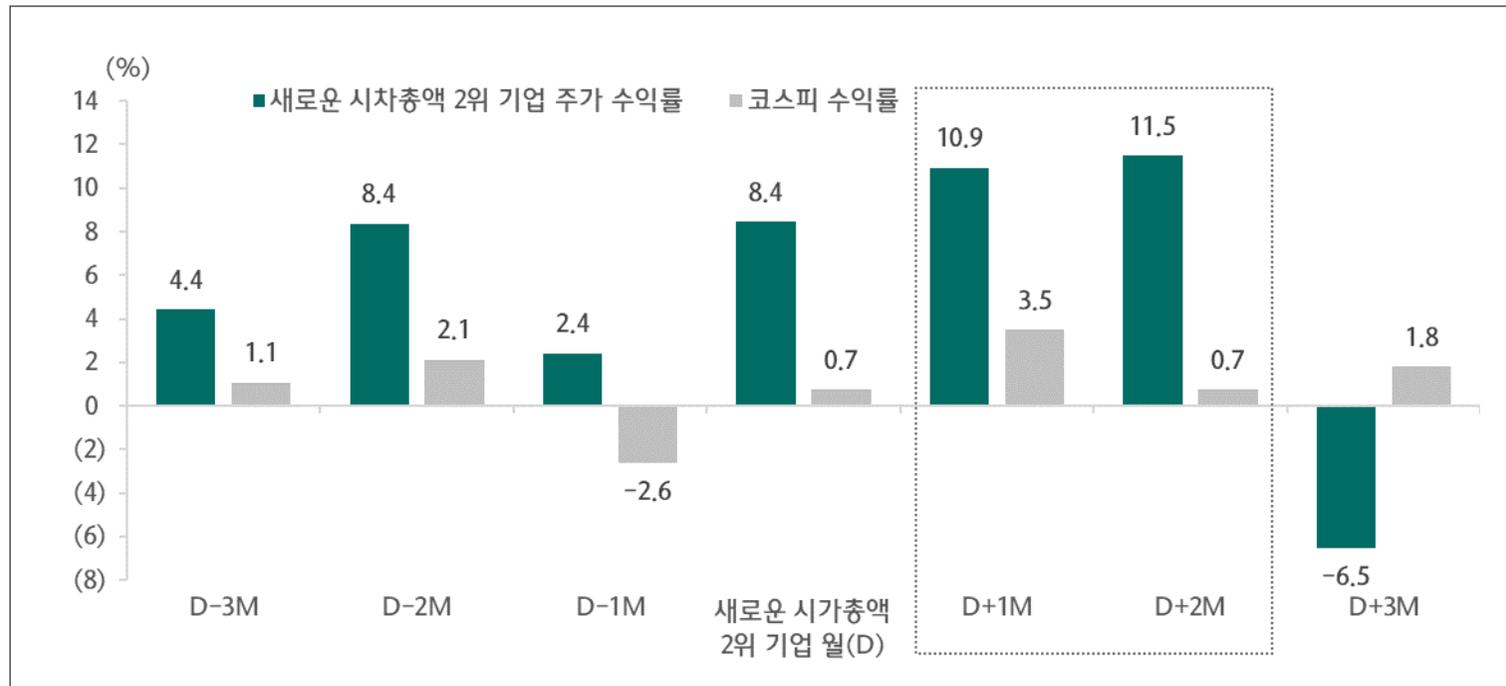
- 장기적인 관점에서 보면, 글로벌 중시를 이끄는 큰 컨셉(지금: 저금리, 나스닥, 성장주)이 변하지 않는다면 조정 국면을 주도주(삼성바이오로직스, NAVER, LG화학) 비중 확대로 대응
- 2007년 POSCO와 현대중공업 주도주, 지수 조정 이후 재상승 국면에서 빠르게 수익률 회복
- 2011년 현대차와 LG화학 주도주, 지수 조정 이후 재상승 국면에서 빠르게 수익률 회복
- 2017년 SK하이닉스와 삼성전기 주도주, 지수 조정 이후 재상승 국면에서 빠르게 수익률 회복

자료: Quantiwise, 하나금융투자

## 새로운 2위, 끝날 때까지 끝난 게 아니다

- POSCO(07/1월), 현대차(11/3월), SK하이닉스(16/11월)의 사례를 보면 시가총액 2위로 안착 이후 2개월간 수익률이 가장 높음
- 새로운 2위 기업 안착 이후 2개월간 주가수익률 추가 20%
- 코스피 역시 새로운 시가총액 2위(주도주) 상승을 기반으로 추가적인 상승

새로운 시가총액 2위가 만들어진 후 2개월간 주가 수익률이 가장 높음

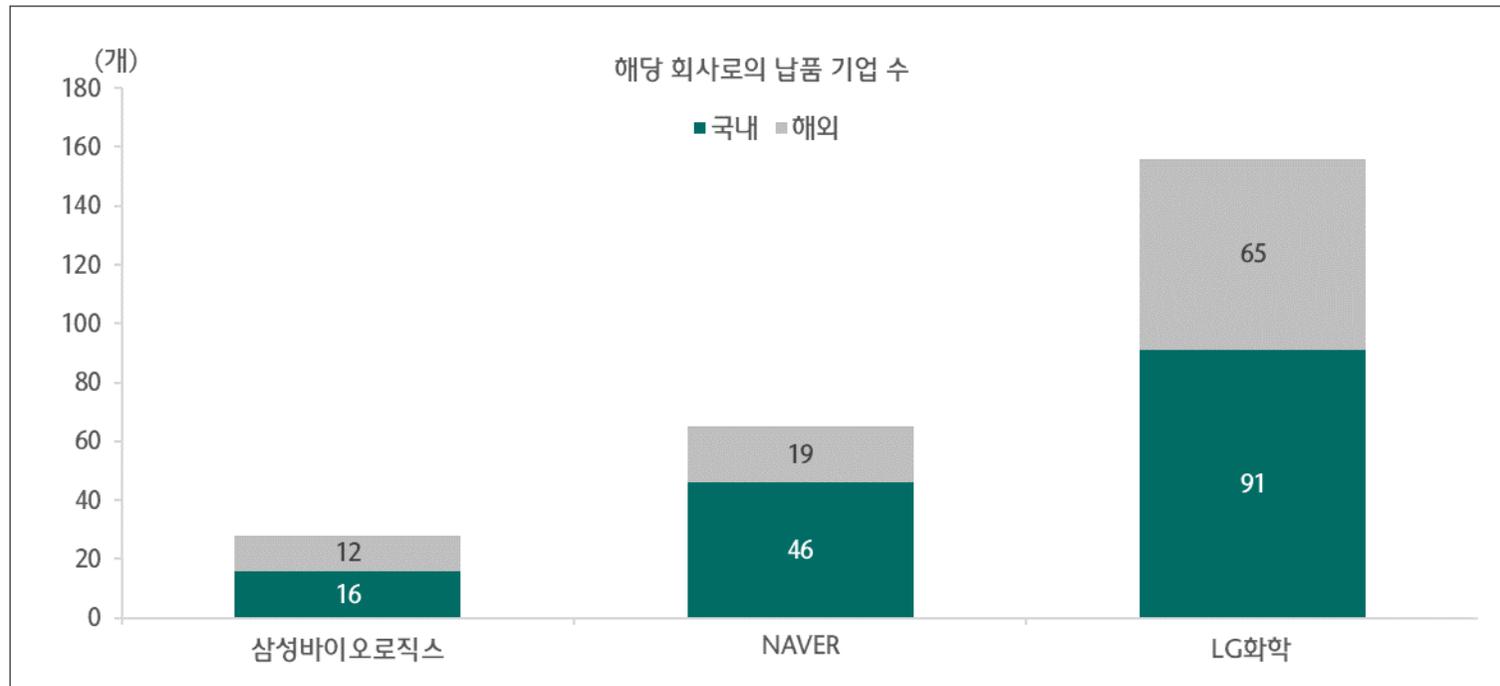


주) POSCO, 현대차, SK하이닉스 주가 수익률 평균  
 자료: Quantiwise, 하나금융투자

## 종목 확장성을 감안 시 LG화학의 시가총액 2위가 Best Scenario

- 참고로 밸류체인을 많이 보유한 기업이 시가총액 2위가 되면 상승 종목 확장 가능성이 높아짐
- 해당 시나리오 하에서 LG화학이 가장 Best case. 납품 기업 수 156개, 국내 91개

밸류체인을 많이 보유한 기업이 시가총액 2위가 된다면, 상승 종목 확장 가능성 높아짐



자료: Bloomberg, 하나금융투자

## 1995년 이후 5번의 위기 이후 코스피 반등 국면을 보면

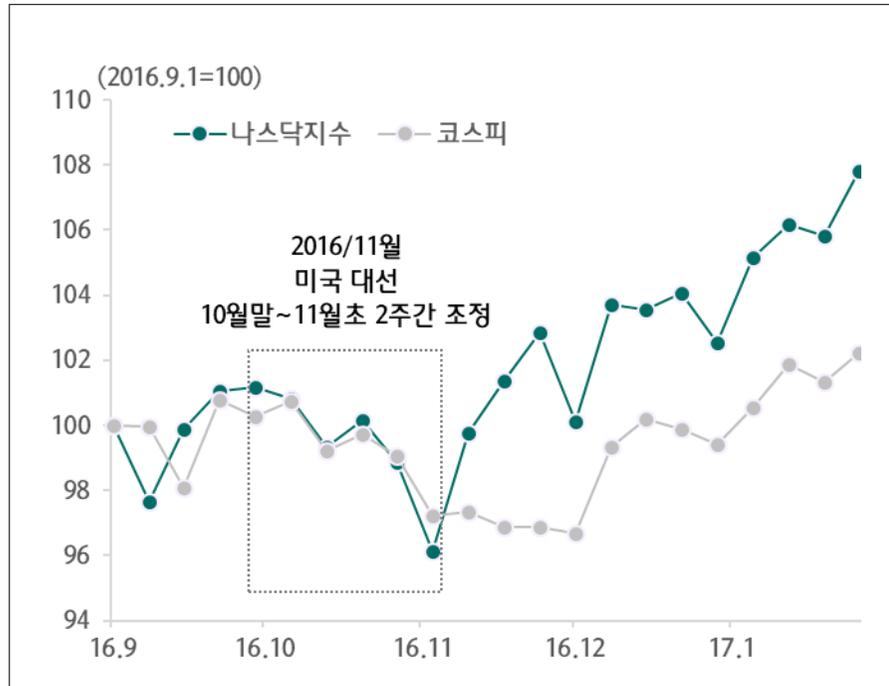
고점		위기 국면		반등 국면		코스피 반등 기간(年)	코스피 회복률 (고점 대비,%)	코스피 고점 회복 이후
코스피 고점 일(月)	코스피 (p)	코스피 저점 일(月)	위기 원인	이전 고점 수준 회복 일(月)	코스피 (p)			
1995년 10월	1,014	1998년 06월	동아시아 외환위기	1999년 07월	1,028	1.1	101.3	신고가
1999년 12월	1,028	2001년 09월	Tech 버블 붕괴 9/11테러	2002년 04월	944	0.6	91.8	
2007년 10월	2,028	2008년 10월	글로벌 금융위기	2010년 12월	2,030	2.2	100.1	신고가
2011년 04월	2,198	2011년 09월	선진국 재정위기	2012년 03월	2,057	0.5	93.6	
2015년 04월	2,160	2016년 02월	국제 유가 급락 신흥국 위기	2017년 03월	2,165	1.1	100.2	신고가
<b>평균</b>						<b>1.1(0.8)</b>	<b>97.4</b>	
2018년 01월	2,607	2020년 03월	미/중 무역분쟁 코로나19	2020년 8월	2,438 (8월 고점 기준)	0.5	93.5	

- ★ 과거 5번의 위기 이후 반등 기간 1년 1개월: 현재에 적용하면 2021년 4월
- ★ 가장 길었던 글로벌 금융위기 국면을 제외할 경우 위기 이후 반등 기간 8개월: 현재에 적용하면 2020년 10월
- ★ 과거 5번의 위기 이후 이전 고점 대비 회복률 97.4%: 현재에 적용하면 2,540p

## 생각해 볼 수 있는 리스크들: 미국 대선과 금리 변화

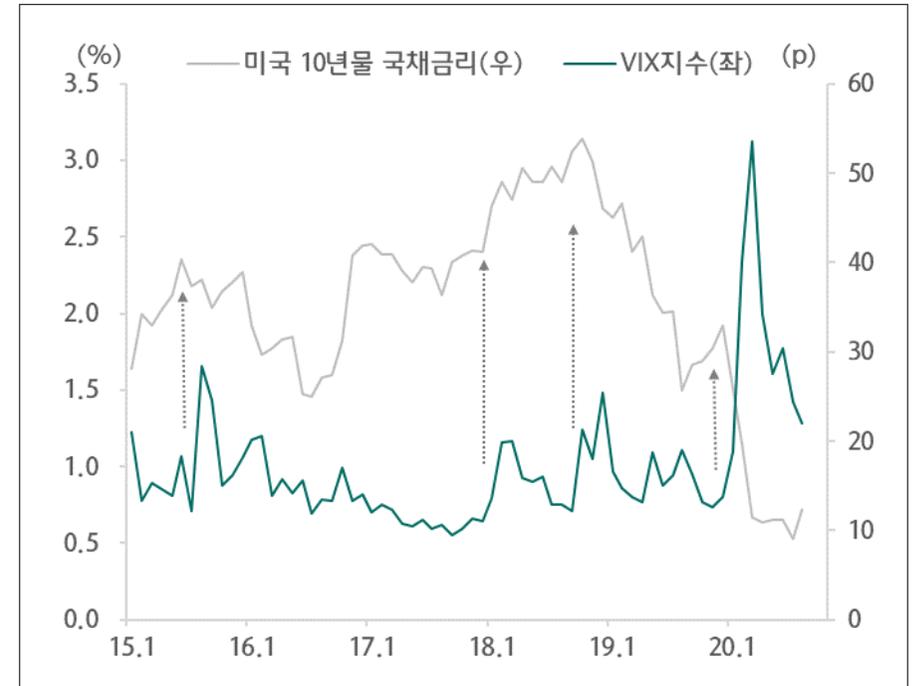
- 11/3일 미국 대선은 정치적 불확실성을 자극할 가능성이 있음. 정책 변화에 대한 혼선이 있을 수 있음  
→ 2016년 11월 대선 당시 나스닥지수와 코스피 고점 대비 -5% 하락
- 미국 시중금리 변화도 위험으로 인식할 가능성이 높음

2016년 11월 미국 대선 당시 나스닥과 코스피 하락



자료: Bloomberg, 하나금융투자

미국 시중금리 변화도 위험으로 인식할 가능성 있음

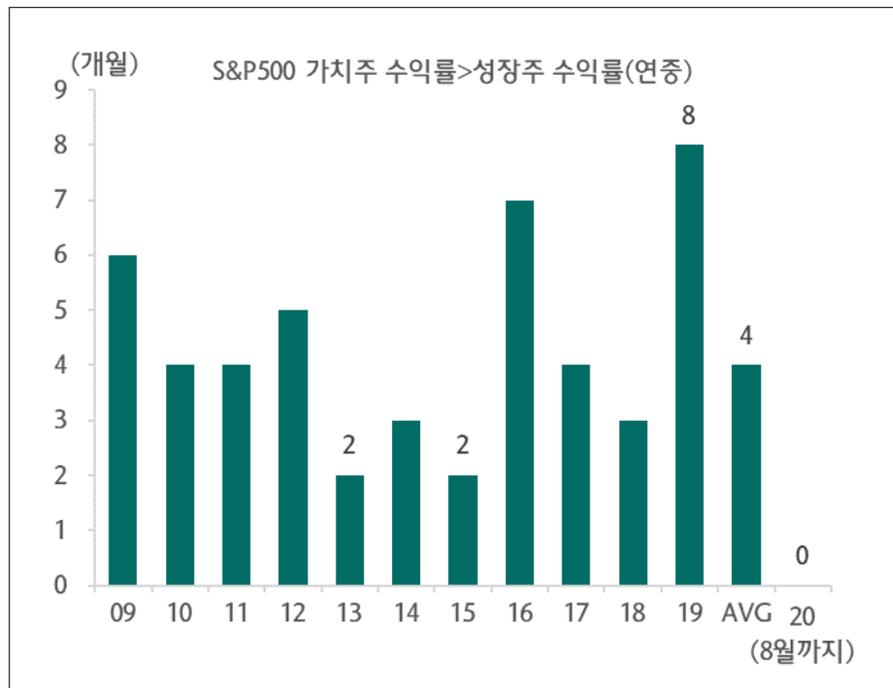


자료: Bloomberg, 하나금융투자

## 지금 상황에서 금리가 오르면, 주가 상승에 부담

- 2009년 이후 S&P500 가치주는 성장주 대비 평균 4개월 아웃퍼폼. 가치주는 상승할 수 있지만, 그 시간은 상대적으로 짧음
- 올해 내내 상대적으로 약세를 보였던 가치주가 반등한다면 일반적인 성장주와의 수익률 격차 완화로 이해
- 미국 시중금리 상승이 하이일드 스프레드 상승과 동반해서 나타나면 위험 시그널이 될 수 있음
- 참고로 S&P500 부채비율은 2013년 101%에서 2020년 2분기 126%로 상승

### 가치주는 반등을 못하는 것이 아니라 시간이 짧음



자료: Bloomberg, 하나금융투자

### 미국 금리 상승 국면에서 하이일드 스프레드 상승은 위험

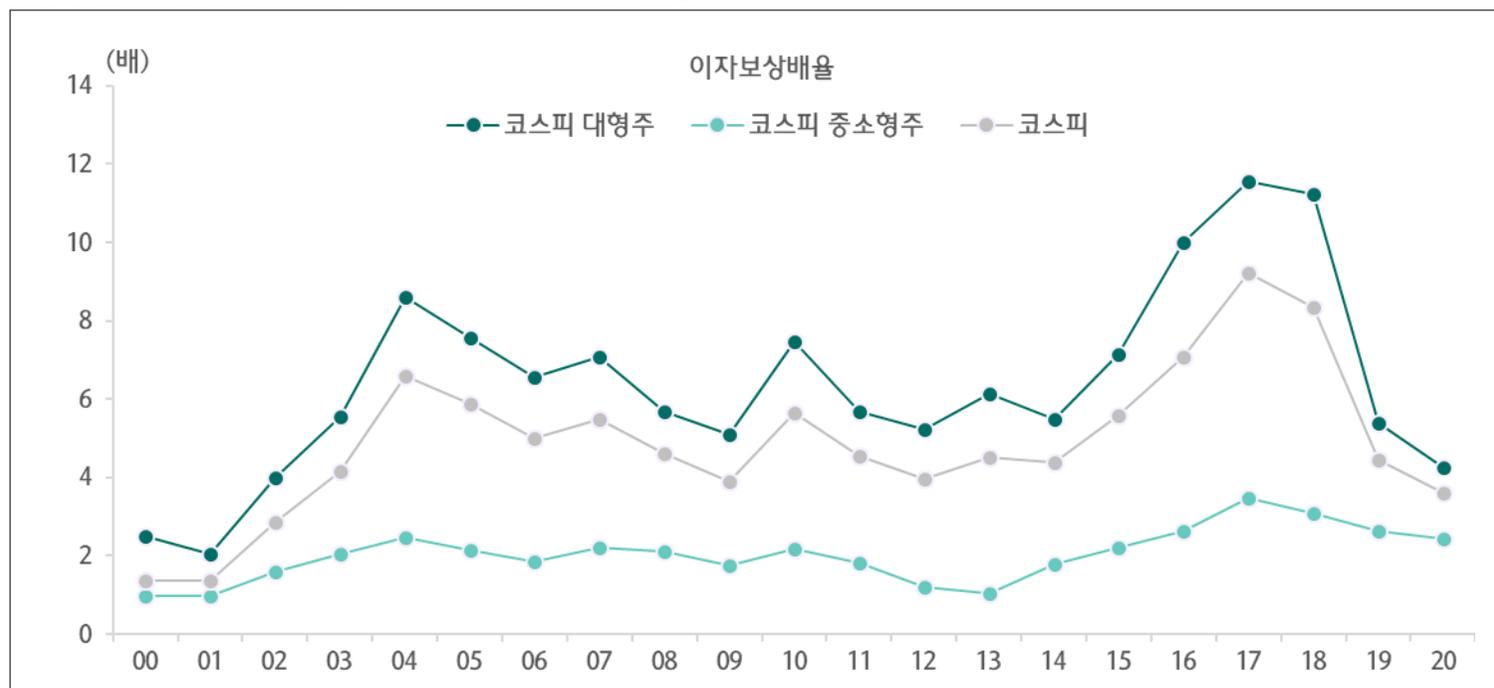


자료: Bloomberg, 하나금융투자

## 금리는 기업 B/S 개선 이후 상승해야 부담이 없을 것으로 판단

- 코스피 상장기업의 이자보상배율이 2017년 9배에서 2020년 4배(1분기)로 낮아짐
- 2000~19년 평균이 6.5배라는 점을 감안 시 빠른 금리 상승은 한계 기업을 수면 위로 재부각 시킬 수도 있음
- 금리는 기업들의 B/S 개선 이후 상승해야 부담이 없을 것으로 판단

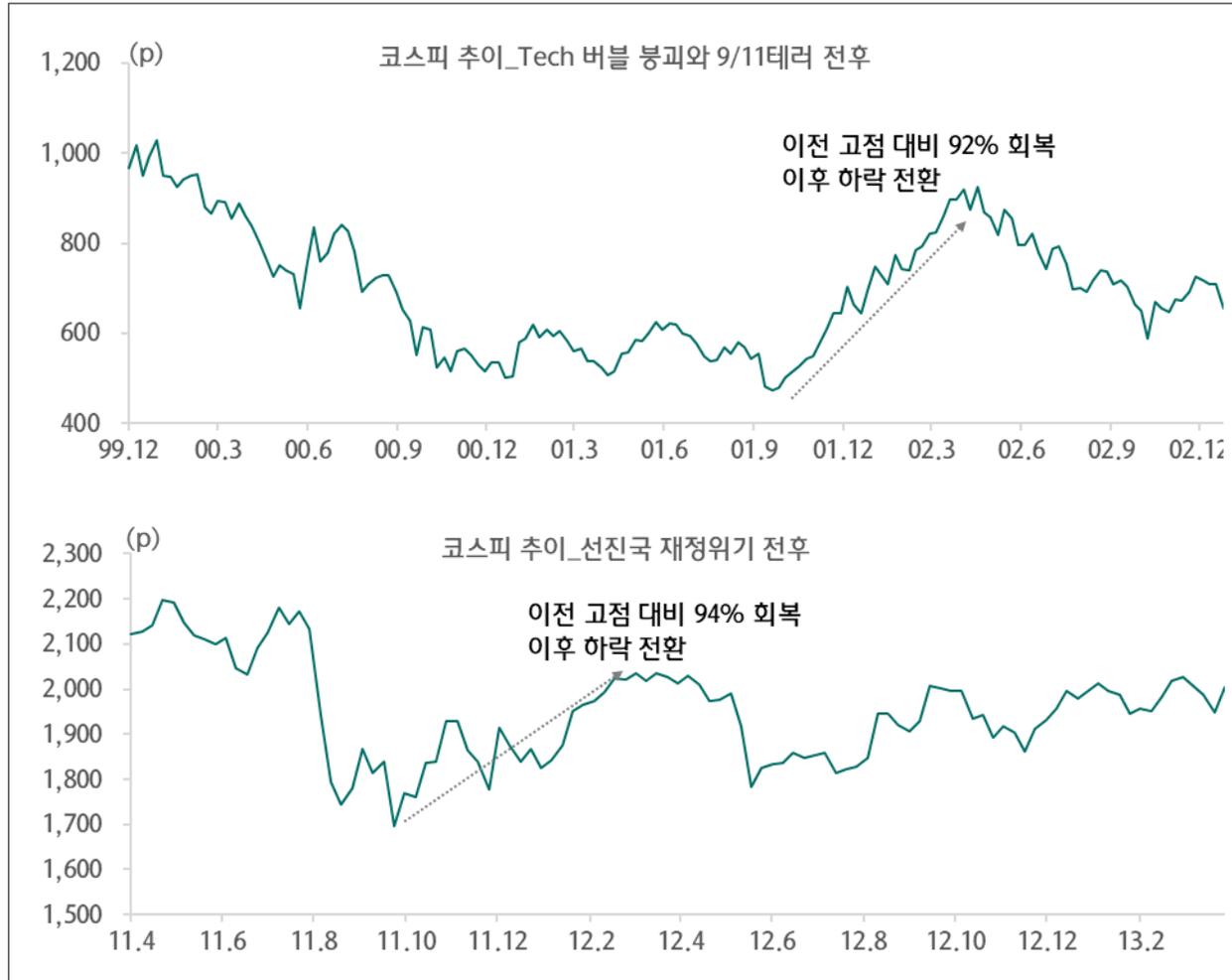
평균치를 하회하고 있는 코스피 이자보상배율



자료: Quantiwise, 하나금융투자

## 위기 이후 코스피 신고가 경신 실패 Case

### 2002년과 2012년 코스피 신고가 경신 실패

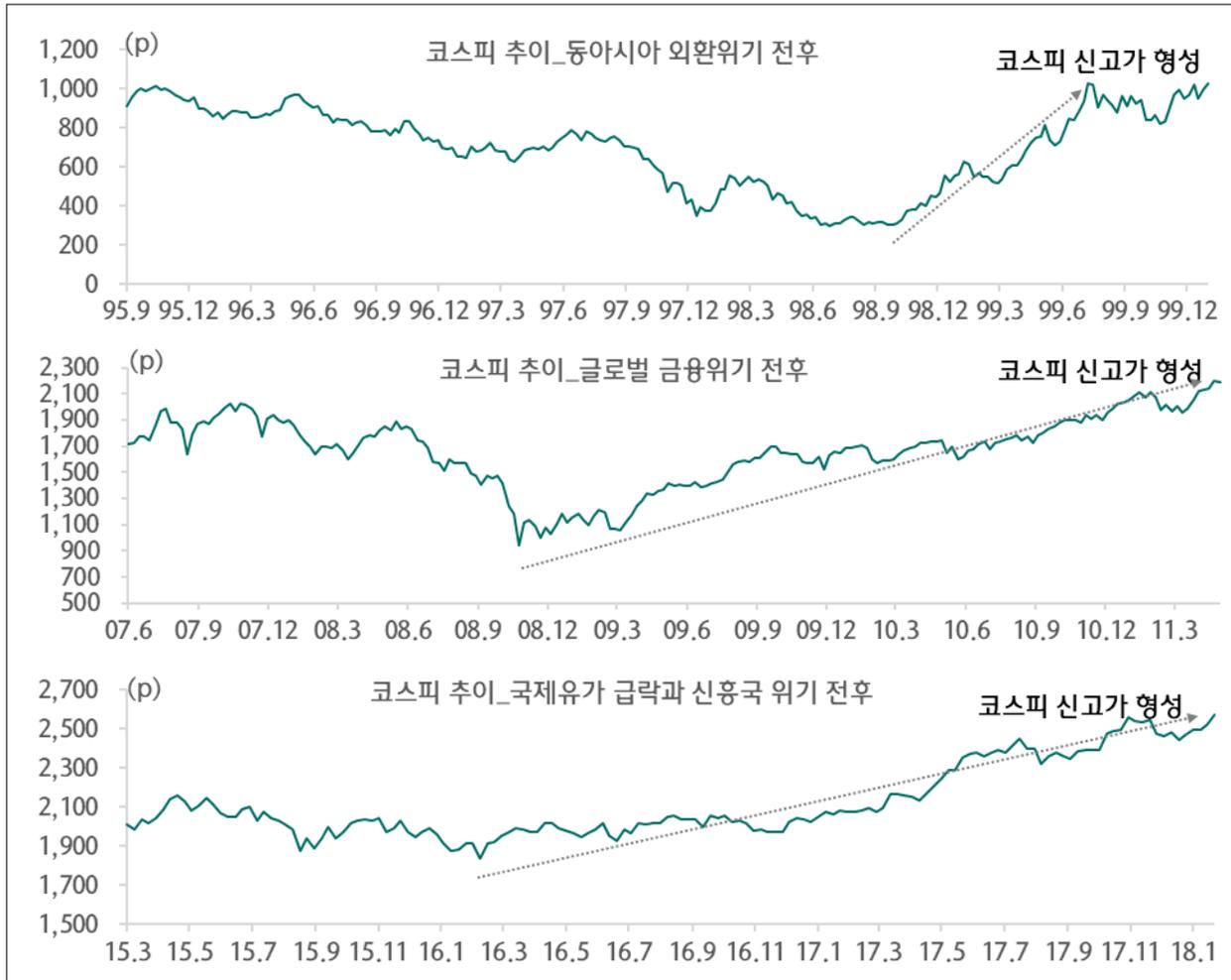


- 2001년 Tech 버블 붕괴와 9/11테러 위기 이후 코스피 반등. 그러나 이전 고점을 넘지 못하고, 92% 수준까지만 회복
- 2011년 선진국 재정위기 이후 코스피 반등. 그러나 이전 고점을 넘지 못하고, 94% 수준까지만 회복

자료: Quantiwise, 하나금융투자

# 위기 이후 코스피 신고가 경신 성공 Case

## 1999년과 2010년 그리고 2017년 코스피 신고가 경신 성공



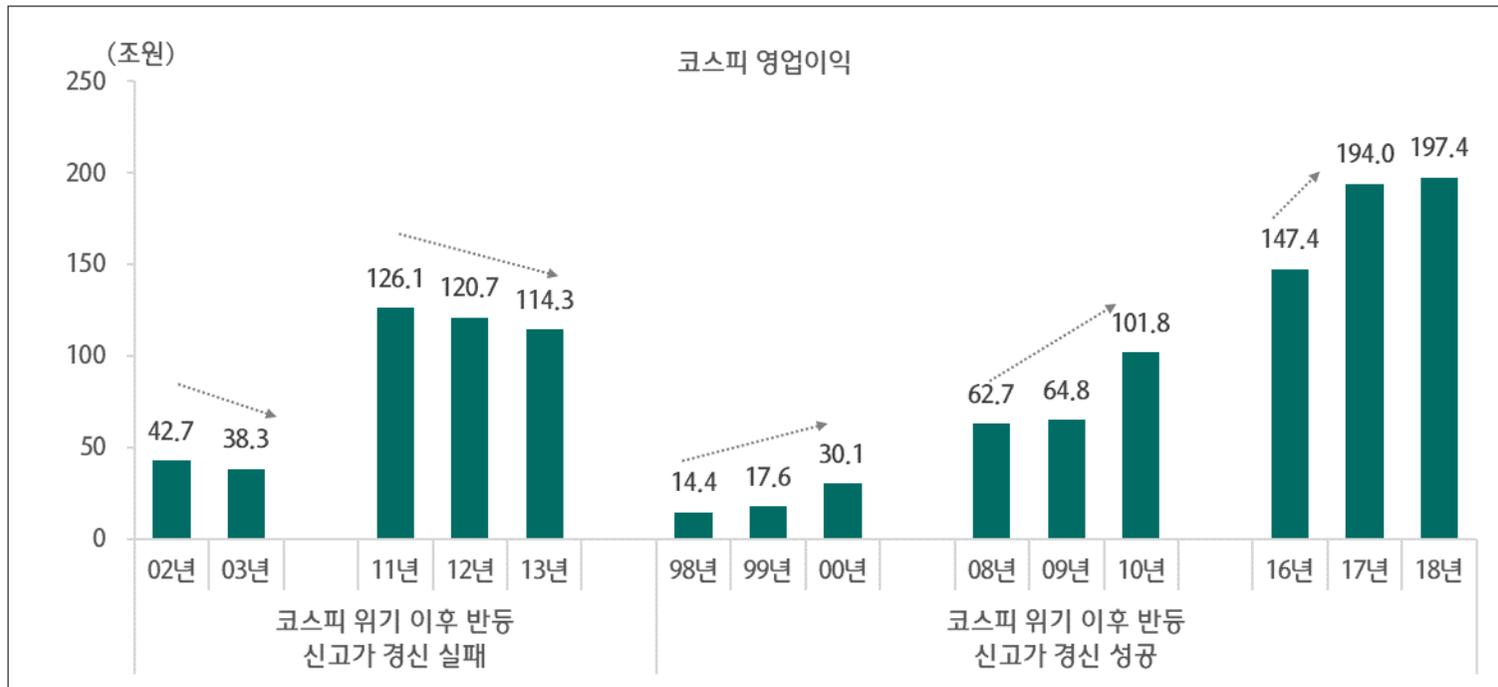
- 1998년 동아시아 외환위기 이후 코스피 반등. 이전 고점을 넘어서며 신고가 형성
- 2009년 글로벌 금융위기 이후 코스피 반등. 이전 고점을 넘어서며 신고가 형성
- 2017년 신중국 위기 이후 코스피 반등. 이전 고점을 넘어서며 신고가 형성

자료: Quantiwise, 하나금융투자

## 신고가 경신 실패와 성공은 단순한 변수에 의해서 결정

- 코스피 반등 이후 신고가 형성 여부는 단순하지만 기업 이익의 증감에 따라 결정
- 2003년 코스피 영업이익 전년대비 -11%, 2012년과 13년 영업이익은 각각 -4%와 -5% 감소
- 반면 1999년(+23%), 2010년(+57%), 2017년(+32%)은 모두 영업이익이 전년대비 증가
- 결국 유동성 장세가 실적 장세로 전환될 수 있는가가 중요

### 이익 증감 여부가 신고가 경신 여부에 가장 중요한 변수

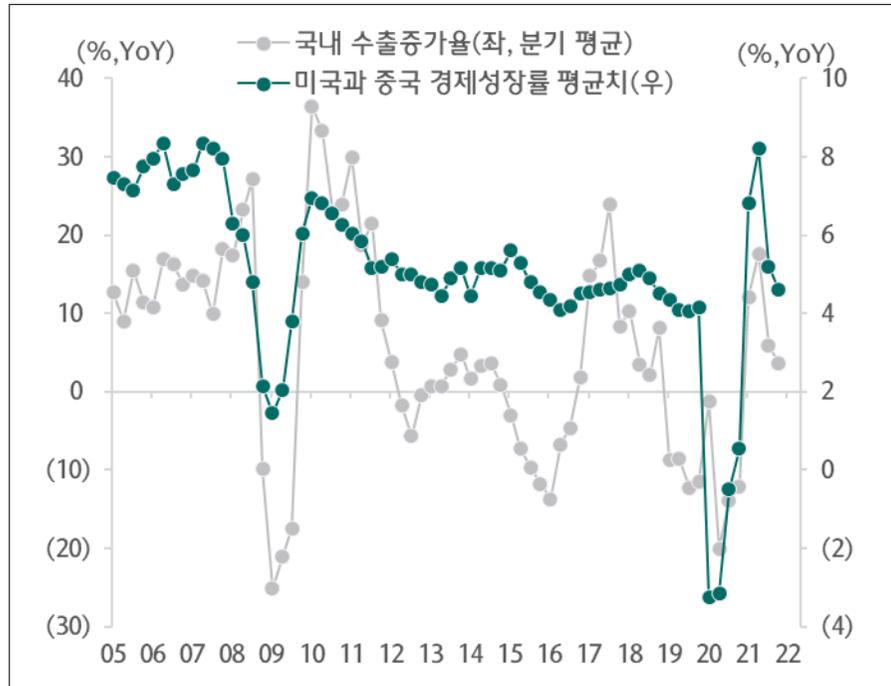


자료: Quantiwise, 하나금융투자

## 미국과 중국 경제성장률에 의해 결정되는 국내 수출과 기업 이익

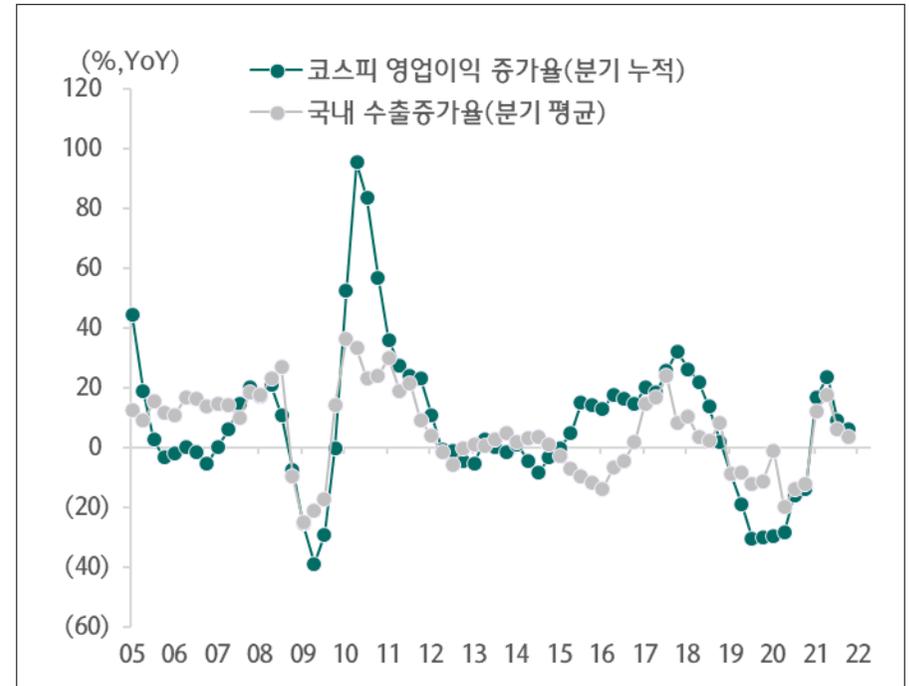
- G2 경제성장률과 국내 수출증가율(YoY)과의 회귀식을 통해 본 수출 예상도: 2020/2분기 저점→ 3분기와 4분기 (-)마이너스 폭 축소→ 2021/1분기 (+)플러스권 진입→ 2021년 (+)플러스권 유지
- 코스피 영업이익 증가율을 추적해 보면, 2020년 하반기 영업이익(4분기 누적) 증가율(YoY)은 -10%대로 축소
- 2021/1분기 중 (+)플러스권 진입→ 2분기 정점 형성 후→ 3~4분기도 (+)플러스권 유지 전망

국내 수출증가율 경로: 2021년 2분기 정점



자료: Quantiwise, 하나금융투자

국내 수출증가율과 기업 영업이익증가율 흐름은 유사

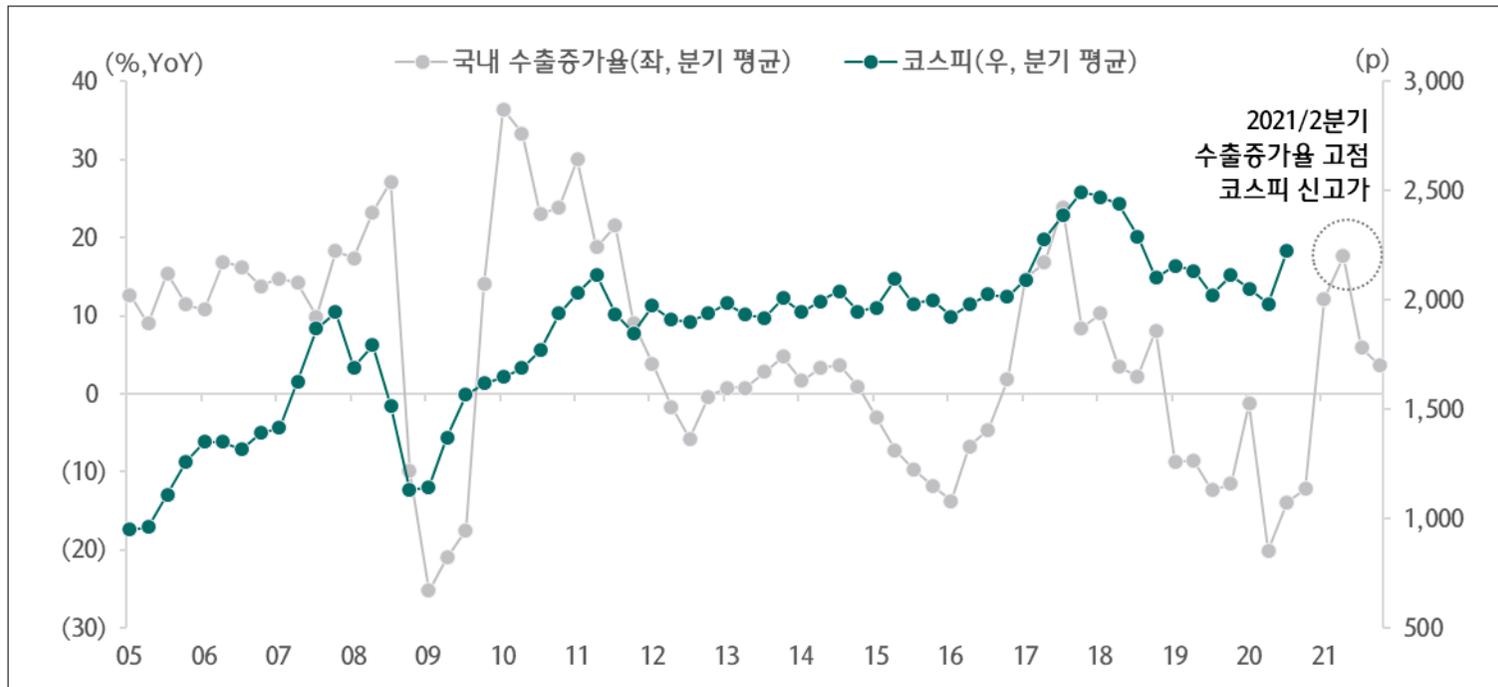


자료: Quantiwise, 하나금융투자

## 수출 경로 ≙ 코스피 경로

- 2021/2분기 중 수출증가율(YoY) 정점 형성 가능성이 높다는 점을 감안 시 코스피 역시 비슷한 시기에 신고가를 형성할 수 있을 것으로 예상

2021년 2분기 코스피 형성 가능성이 가장 높은 시기



자료: Quantiwise, 하나금융투자

## 코스피 신고가는 얼마나 될까?

년도	국내 소비자물가 상승률(%)	국내 기준금리(%)	코스피 영업이익 (조원)	코스피 시가총액 (조원, 연간 고점)	PER (영업이익, 배)	구분
07년	2.52	5.00	68.5	1,010.5	14.8	
08년	4.66	3.00	62.7	920.4	14.7	
09년	2.77	2.00	64.8	868.0	13.4	물가>금리, 이익 증가
10년	2.94	2.50	101.8	1,117.9	11.0	물가>금리, 이익 증가
11년	4.03	3.25	126.1	1,203.7	9.5	물가>금리, 이익 증가
12년	2.19	2.75	120.7	1,137.5	9.4	
13년	1.30	2.50	114.3	1,166.5	10.2	
14년	1.28	2.00	113.1	1,197.8	10.6	
15년	0.70	1.50	127.0	1,283.9	10.1	
16년	0.96	1.25	146.5	1,266.3	8.6	
17년	1.96	1.50	193.7	1,582.8	8.2	물가>금리, 이익 증가
18년	1.48	1.75	197.4	1,623.8	8.2	
19년	0.40	1.25	138.1	1,424.1	10.3	
20년.E/현재	0.40	0.50	128.4	1,590.9	12.4	
21년.E	1.10	0.65	177.5	★1,867.8	★10.5	물가>금리, 이익 증가
22년.E	1.50	1.00	195.6			물가>금리, 이익 증가

★ 물가>금리, 이익 증가 국면: 평균 PER 10.5배  
 ★ 2021년 코스피 영업이익 177.5조원\*10.5배=시가총액 1,868조원  
 ★ 지수로 환산 시 2,817p

## 1998~2000년 SK텔레콤: 영업이익 0.5조원에서 1.6조원으로 레벨 업

1998년					1999년					2000년				
시가총액 순위	기업명	영업이익 (조원)	영업이익 비중(%)	주가수익률 (%)	시가총액 순위	기업명	영업이익 (조원)	영업이익 비중(%)	주가수익률 (%)	시가총액 순위	기업명	영업이익 (조원)	영업이익 비중(%)	주가수익률 (%)
1	한국전력	2.2	15.6	89.8	1	한국통신공사	0.7	4.0	371.1	1	삼성전자	7.4	24.7	-40.6
2	삼성전자	3.1	21.6	110.2	2	삼성전자	4.5	25.4	229.6	2	<b>SK텔레콤</b>	<b>1.6</b>	<b>5.4</b>	<b>-93.8</b>
3	한국통신공사	0.6	4.4	32.2	3	<b>SK텔레콤</b>	<b>0.3</b>	<b>1.6</b>	<b>504.8</b>	3	한국통신공사	0.9	3.1	-62.6
4	포항제철	1.7	12.0	40.5	4	한통프리텔	0.0	0.1	393.1	4	한국전력	3.3	10.9	-33.0
5	<b>SK텔레콤</b>	<b>0.5</b>	<b>3.4</b>	<b>51.2</b>	5	한국전력	2.4	13.8	18.1	5	포항제철	2.1	7.0	-38.8
6	한일은행	0.0	0.0	145.3	6	데 이 콤	0.0	0.1	1106.2	6	한통프리텔	0.3	0.8	-88.5
7	현대전자	0.0	0.2	41.9	7	포항제철	1.8	10.3	93.8	7	국민은행	0.9	3.0	-16.3
8	상업은행	-0.7	-4.8	130.0	8	현대전자	0.6	3.7	-21.0	8	담배인삼공사	0.4	1.4	-24.3
9	삼성전관	0.5	3.5	85.3	9	삼성전기	0.1	0.6	190.4	9	주택은행	0.7	2.5	-20.3
10	대우중공업	0.3	1.8	27.6	10	한통엠닷컴	-0.1	-0.5	75.5	10	기아차	0.4	1.2	0.0
	코스피	14.4	57.6	49.5		코스피	17.6	59.2	82.8		코스피	30.1	60.0	-50.9

## 2008~2010년 현대차: 영업이익 2.2조원에서 3.2조원으로 레벨 업

2008년					2009년					2010년				
시가총액 순위	기업명	영업이익 (조원)	영업이익 비중(%)	주가수익률 (%)	시가총액 순위	기업명	영업이익 (조원)	영업이익 비중(%)	주가수익률 (%)	시가총액 순위	기업명	영업이익 (조원)	영업이익 비중(%)	주가수익률 (%)
1	삼성전자	4.1	6.6	-18.9	1	삼성전자	6.3	9.8	77.2	1	삼성전자	16.6	16.3	18.8
2	POSCO	6.5	10.4	-33.9	2	POSCO	3.1	4.9	62.6	2	POSCO	5.0	5.0	-21.2
3	한국전력	-3.7	-5.8	-25.3	3	<b>현대차</b>	<b>2.2</b>	<b>3.4</b>	<b>206.3</b>	3	<b>현대차</b>	<b>3.2</b>	<b>3.2</b>	<b>43.4</b>
4	SK텔레콤	2.1	3.3	-16.1	4	KB금융	0.5	0.8	77.2	4	현대중공업	3.4	3.4	155.3
5	현대중공업	2.2	3.5	-54.9	5	한국전력	-0.6	-0.9	15.2	5	현대모비스	1.8	1.8	66.4
6	KB금융	0.6	1.0	-28.2	6	신한지주	1.3	2.0	45.5	6	LG화학	2.8	2.8	71.1
7	신한지주	2.0	3.2	-44.5	7	LG전자	1.6	2.5	62.4	7	신한지주	2.4	2.3	22.5
8	KT&G	1.0	1.6	-0.8	8	현대모비스	1.4	2.2	171.0	8	KB금융	0.4	0.4	0.5
9	LG전자	1.2	2.0	-25.2	9	LG화학	1.9	3.0	221.8	9	삼성생명	1.9	1.9	-10.1
10	KT	1.1	1.8	-23.3	10	LG디스플레이	1.0	1.5	86.9	10	기아차	1.7	1.7	152.4
	코스피	62.7	27.5	-40.7		코스피	64.8	29.3	49.7		코스피	101.8	38.7	21.9

## 2015~2017년 SK하이닉스: 영업이익 5.3조원에서 13.7조원으로 레벨 업

2015년					2016년					2017년				
시가총액 순위	기업명	영업이익 (조원)	영업이익 비중(%)	주가수익률 (%)	시가총액 순위	기업명	영업이익 (조원)	영업이익 비중(%)	주가수익률 (%)	시가총액 순위	기업명	영업이익 (조원)	영업이익 비중(%)	주가수익률 (%)
1	삼성전자	26.4	20.8	-5.0	1	삼성전자	29.2	19.8	43.0	1	삼성전자	53.6	27.6	41.4
2	현대차	6.4	5.0	-11.8	<b>2</b>	<b>SK하이닉스</b>	<b>3.3</b>	<b>2.2</b>	<b>45.4</b>	<b>2</b>	<b>SK하이닉스</b>	<b>13.7</b>	<b>7.1</b>	<b>71.1</b>
3	한국전력	11.3	8.9	17.1	3	현대차	5.2	3.5	-2.0	3	현대차	4.6	2.4	6.8
4	삼성물산	0.04	0.04	-11.4	4	한국전력	12.0	8.1	-11.9	4	POSCO	4.6	2.4	29.1
5	아모레퍼시픽	0.8	0.6	-81.3	5	현대모비스	2.9	2.0	7.1	5	NAVER	1.2	0.6	12.3
6	현대모비스	2.9	2.3	4.4	6	NAVER	1.1	0.7	17.8	6	LG화학	2.9	1.5	55.2
<b>7</b>	<b>SK하이닉스</b>	<b>5.3</b>	<b>4.2</b>	<b>-35.6</b>	7	삼성물산	0.1	0.1	-10.4	7	셀트리온	0.5	0.3	105.9
8	삼성생명	1.1	0.9	-5.6	8	삼성생명	1.0	0.7	2.3	8	KB금융	4.0	2.1	48.1
9	LG화학	1.8	1.4	81.5	9	POSCO	2.8	1.9	54.7	9	현대모비스	2.0	1.0	-0.4
10	NAVER	0.8	0.7	-7.6	10	신한지주	3.1	2.1	14.4	10	삼성생명	1.7	0.9	10.7
	코스피	127.0	44.8	2.4		코스피	147.4	41.3	3.3		코스피	194.0	45.8	21.8

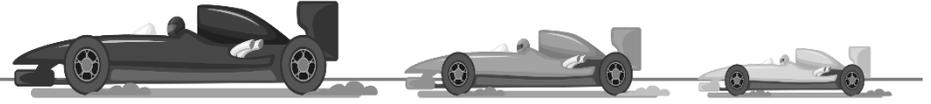
## 이익의 절대적인 수준이 바뀌는 기업이 주도주가 될 수 있다

		2019년			2020년/E, 현재					2021년.E		2022년.E	
시가총액 순위	기업명	영업이익 (조원)	영업이익 비중(%)	주가수익률 (%)	시가총액 순위	기업명	영업이익 (조원)	영업이익 비중(%)	주가수익률 (%)	영업이익 (조원)	영업이익 비중(%)	영업이익 (조원)	영업이익 비중(%)
1	삼성전자	27.8	20.1	44.2	1	삼성전자	32.5	25.3	5.7	43.7	24.6	47.6	24.3
2	SK하이닉스	2.7	2.0	55.5	2	SK하이닉스	5.9	4.6	-13.9	10.4	5.9	12.3	6.3
3	NAVER	0.7	0.5	52.9	3	삼성바이오로직스	0.3	0.2	94.7	0.4	0.2	0.5	0.3
4	삼성바이오로직스	0.1	0.1	12.0	4	LG화학	1.9	1.5	133.4	2.6	1.4	3.1	1.6
5	현대차	3.6	2.6	1.7	5	NAVER	1.0	0.8	63.5	1.4	0.8	1.8	0.9
6	현대모비스	2.4	1.7	34.7	6	셀트리온	0.7	0.5	66.9	0.9	0.5	1.1	0.6
7	셀트리온	0.4	0.3	-18.7	7	현대차	3.7	2.9	42.7	5.4	3.1	6.1	3.1
8	LG화학	0.9	0.6	-8.5	8	삼성SDI	0.6	0.5	101.5	1.1	0.6	1.4	0.7
9	POSCO	3.9	2.8	-2.7	9	카카오	0.4	0.3	130.6	0.7	0.4	0.9	0.5
10	삼성물산	0.9	0.6	2.8	10	LG생활건강	1.2	0.9	22.8	1.3	0.8	1.5	0.8
코스피		138.2	31.3	7.7	코스피		128.4	37.6	10.7	177.6	38.3	195.8	38.9

## 이익의 절대적인 수준을 고려해 종목 선별(시총 11~30위): 삼성 그룹주

기업명/영업이익(억원)	2019년	2020년.E	2021년.E	2022년.E
<b>삼성물산</b>	8,668	9,180	11,473	12,957
현대모비스	23,593	16,482	24,883	27,629
SK텔레콤	11,100	12,626	14,005	15,612
엔씨소프트	4,790	9,511	14,075	16,311
POSCO	38,689	19,427	31,824	36,233
기아차	20,097	17,033	25,530	29,265
KB금융	33,118	30,970	32,319	33,664
<b>SK</b>	39,499	10,090	43,052	45,527
LG전자	24,361	26,588	31,582	32,507
LG	10,241	17,473	20,127	21,269
신한지주	34,035	31,864	33,174	34,825
<b>SK이노베이션</b>	12,693	-17,277	11,997	15,228
SK바이오팜	-793	-1,972	-600	-648
넷마블	2,027	2,648	4,062	4,710
한국전력	-12,765	39,634	38,115	33,154
<b>삼성에스디에스</b>	9,901	8,324	10,027	11,081
삼성생명	9,774	10,532	10,858	11,615
KT&G	13,820	14,214	15,242	15,546
아모레퍼시픽	4,278	2,078	4,320	5,467
<b>삼성전기</b>	7,340	6,649	8,825	10,019
S-Oil	4,201	-6,961	10,179	11,056
한국조선해양	2,902	3,444	3,823	5,047
C제일제당	8,969	13,179	13,838	14,840
롯데케미칼	11,073	2,665	9,574	10,972

주: 금융섹터 기업은 순이익으로 표기



---

까마귀 전략

## Part 3. 9월 이슈 전략

---

보이지 않는 힘



하나금융투자 리서치센터 자산분석실

주식시황 이재선

E-mail: jaesun0216@hanafn.com / Tel : 02-3771-3624

## [요약] 보이지 않는 힘

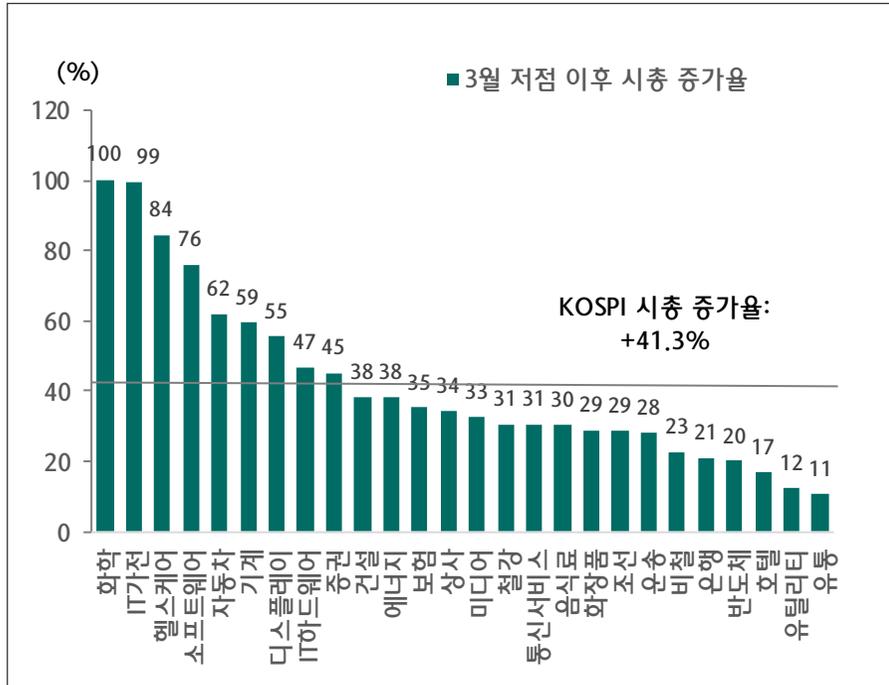
- 시장은 여전히 성장주에 대한 기대가 높음. 3월말 KOSPI 저점 확인 이후 시총이 가장 크게 증가한 업종은 화학(LG화학), IT가전(삼성SDI), 건강관리(삼성바이오로직스, 셀트리온), 소프트웨어(카카오, NAVER), 자동차(현대차)
- 미 연준의 평균물가안정 목표제(Average Inflation Target, AIT)는 성장주에 우호적인 환경을 조성해주는 영양분을 제공함. 미래 이익에 대한 할인율(금리)이 낮으면 미래 이익에 대한 가치가 더 큰 성장주에 유리하기 때문임
- 코로나19로 촉발된 저금리+유동성 환경은 국내 증시의 새로운 지형 변화를 반영할 수 있는 시간을 앞당겨 주는 역할을 하고 있음. 향후 국내증시 내 무형자산 가치 평가는 더욱 중요해질 것으로 판단함. 그간 국내 증시는 무형자산 비중이 점진적으로 증가하고는 있지만, 전체 자산 중 무형자산이 차지하는 비중이 낮았으며, 제조업 중심의 투자가 지속되었음
- 미국증시의 시총 1~5위를 차지하고 있는 성장주, 빅테크 기업들의 특징은 높은 무형자산 가치를 지닌 기업들임. 온라인 플랫폼을 기반으로 낮은 비용, 새로운 독점 형태의 시장 영향력을 행사하는 특징을 지님
- 국내도 미국처럼 점차 무형자산이 기업가치를 결정하는 핵심요소로 변화할 가능성이 높음. 2009년 이후 시총 상위권을 유지하는 기업(삼성전자, 현대차, LG화학)을 보면 꾸준히 무형자산 투자 비중을 확대하였던 기업이었음. 정부는 뉴딜정책을 기반으로 전 산업분야의 디지털화를 가속화할 계획임
- 전략 1) 성장산업에 대한 시장의 관심은 지속될 전망이다. 현재 시장을 주도하고 기업들은 R&D투자 외에도, 잉여현금흐름을 창출하고 시장 지배력을 바탕으로 마진을 유지할 수 있는 단계에 점차 진입하고 있음
- 전략 2) 성장 기업 외에도 기존 사업 > 플랫폼 기업으로 재평가되는 기업을 주목할 시점임. 애플이 시총 2조달러의 프리미엄을 받을 수 있던 요인은 궁극적으로 IT 하드웨어 기업에서 플랫폼 기업으로 재평가 받고 있기 때문이라고 판단함. 애플의 R&D 투자 증가율은 금융위기 이후 두자릿수대를 유지하고 있는 가운데, 매출액 비중 중 서비스 판매 비중 점차 확대되고 있음
- 현대차의 경우 무형자산 취득액이 늘어나고, 유형자산 취득액은 줄어드는 추세임. 이는 현대자동차가 자동차 생산 공장의 증설보다는 자율주행과 친환경차 등 미래차 시장 선점을 위한 기술 개발에 더욱 주력하고 있는 점을 시사함. 그에 따른 연구개발 성과들은 점차 자산화 될 가능성이 높음. 신사업에 대한 프리미엄이 필요한 시점임

## 시장은 여전히 성장주에 대한 기대가 높음

- 3월말 KOSPI 저점 확인 이후 시총이 가장 크게 증가한 업종은 화학(LG화학), IT가전(삼성SDI), 헬스케어(삼성바이오로직스, 셀트리온), 소프트웨어(카카오, NAVER)
- 성장기업들이 해당 업종의 시총 증가를 견인

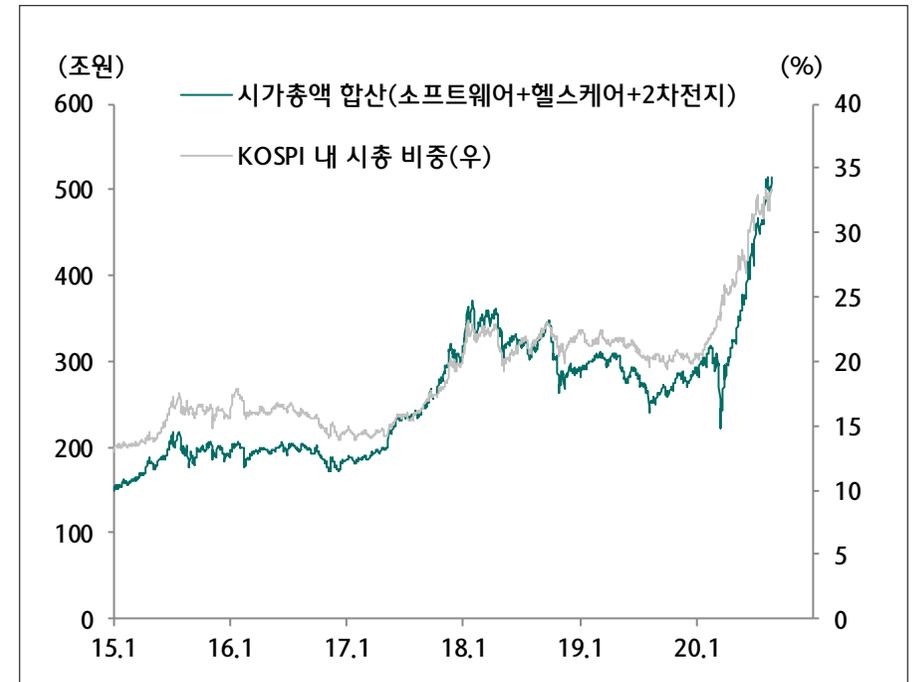
### 3월 저점 이후 시총이 가장 크게 증가한 업종

: 화학, IT 가전, 건강관리, 소프트웨어



자료: Quantwise, 하나금융투자

### 해당 업종 KOSPI 내 시총 15 > 35% 까지 확대

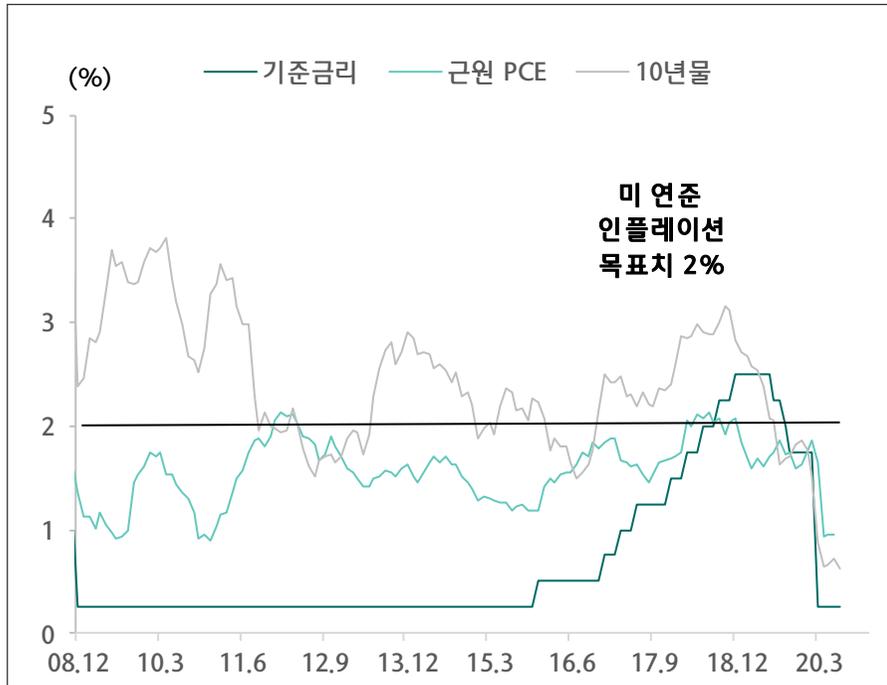


자료: Quantwise, 하나금융투자

## ‘인플레이션 파이터’보다는 ‘디플레이션 파이터’로 나선 미 연준

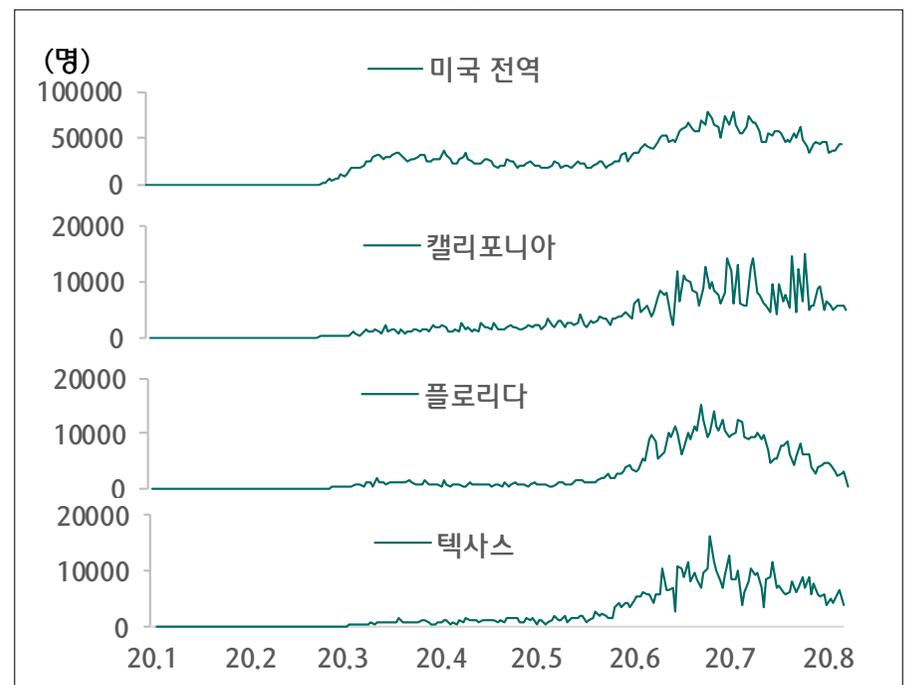
- 잭슨홀 회의를 통해 파월 의장은 평균물가안정 목표제(Average Inflation Target, AIT) 도입을 공식화, 사실상 인플레이션이 2% 상회하더라도 제로금리 수준을 지속할 가능성이 높음을 시사. 2012년 이후 미국의 인플레이션은 줄곧 2%를 하회
- 이는 그만큼 미 연준이 코로나19 이후 경제 정상화에 대한 우려하고 있다는 점을 시사. 미국 내 주요지역 코로나19는 6월말을 정점으로 둔화되었으나, 여전히 확진자의 뚜렷한 감소세는 제한적

### 미 연준, 오버슈팅 인플레이션 용인 시사



자료: Bloomberg, 하나금융투자

### 미국 내 주요 지역 코로나19 둔화되었으나 여전히 미국 전역 확진자 뚜렷한 감소세 제한적

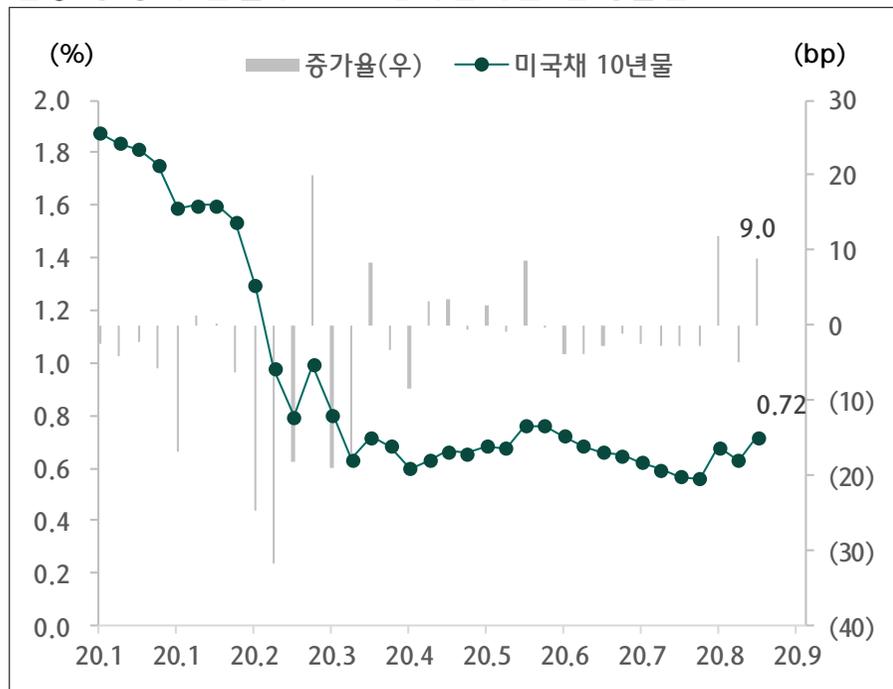


자료: CEIC, 하나금융투자

## 성장기업들의 영양분, 낮은 할인율

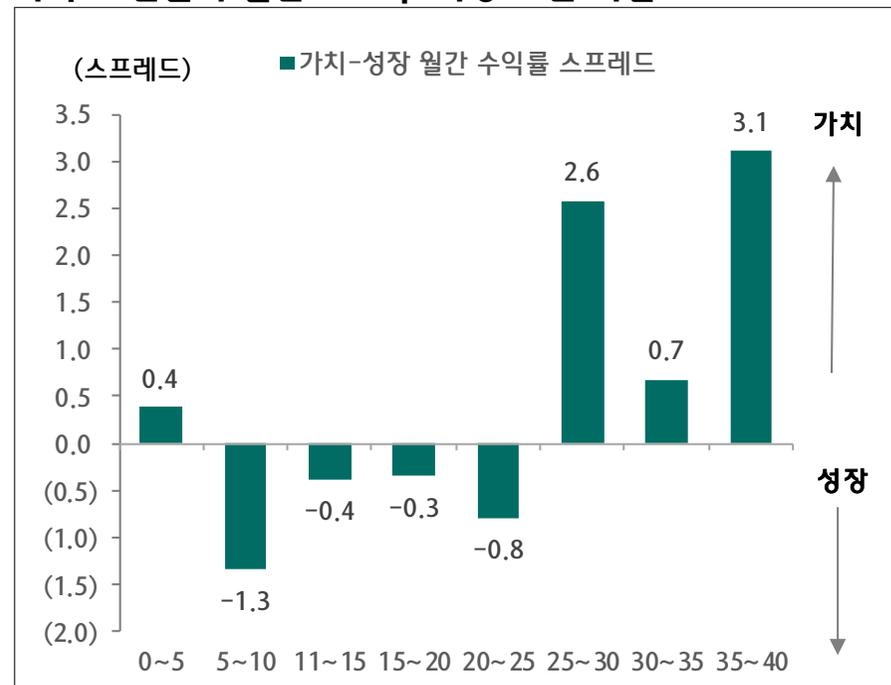
- 미 연준의 제로금리 가능성을 높여준 해당 이벤트는 성장주에 유리한 환경을 조성. 미래 이익에 대한 할인율(금리)이 낮으면 미래 이익에 대한 가치가 더 큰 성장주에 유리
- 장기물 금리(10년물)가 1% 수준을 넘지 않는 이상 전통적 경기 민감주로 로테이션되는 변곡점은 그리 쉽게 오지 않을 것으로 판단
- 2000년 이후 국내의 경우 가치주의 수익률이 높았던 구간은 미국 10년물이 월간 +30bp 이상 오른 시점

### 전통적 경기 민감주로 로테이션되는 변곡점은?



자료: Bloomberg, 하나금융투자

### 가치주의 수익률이 높았던 구간은 미국 10년물이 월간 +30bp 이상 오른 시점

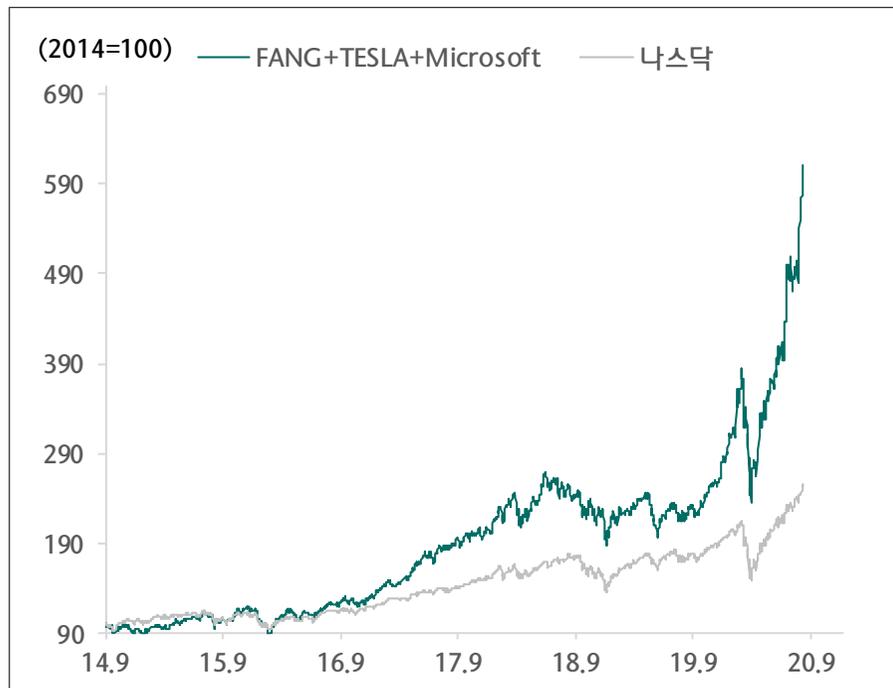


자료: Bloomberg, 하나금융투자

## 미국증시는 이미 무형경제를 선제적으로 반영

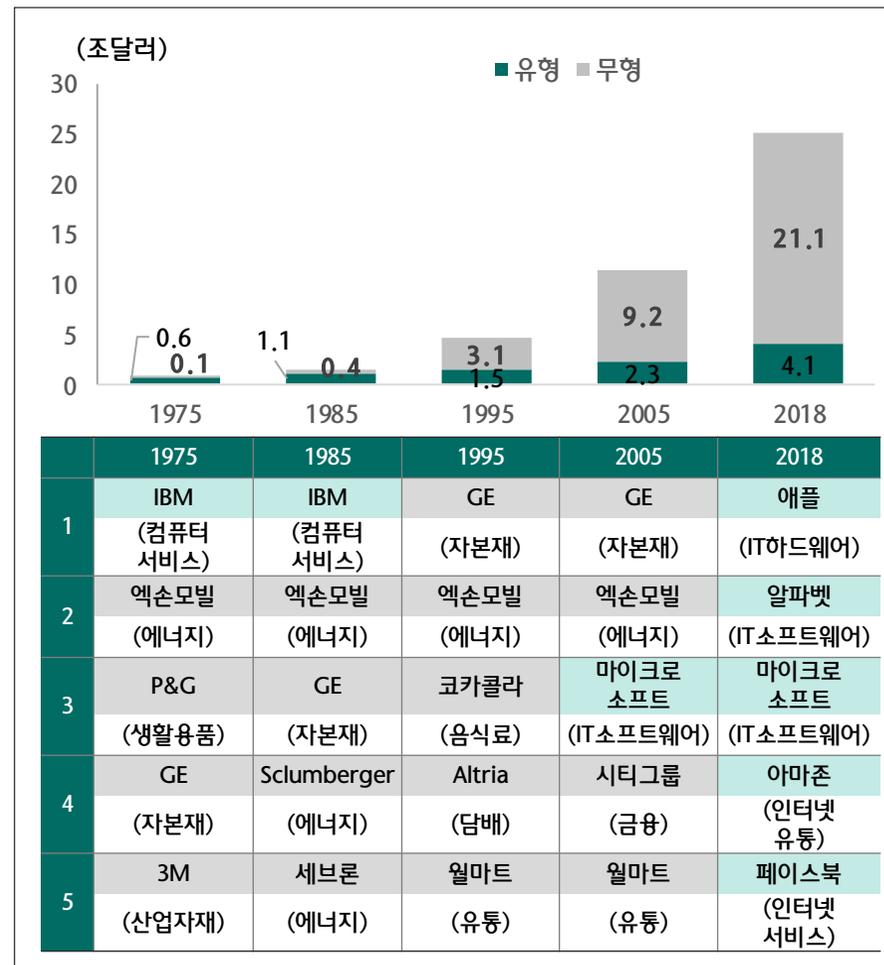
- 미국 증시는 성장주, 빅테크 기업들에 편중
- 2005년 이후 무형자산 비중이 급격히 상승하며 관련 가치를 극대화할 수 있는 빅테크, 플랫폼 기업들이 시가총액 1~5위를 차지

미국증시는 이미 무형경제를 선제적으로 반영:  
빅테크, 플랫폼 기업들이 증시 상승 주도



주: FANG(Facebook, Amazon, Netflix, Google), Microsoft, Tesla  
자료: Bloomberg, 하나금융투자

### 역대 시총 1~5위 기업 추이: Old > New로 이동



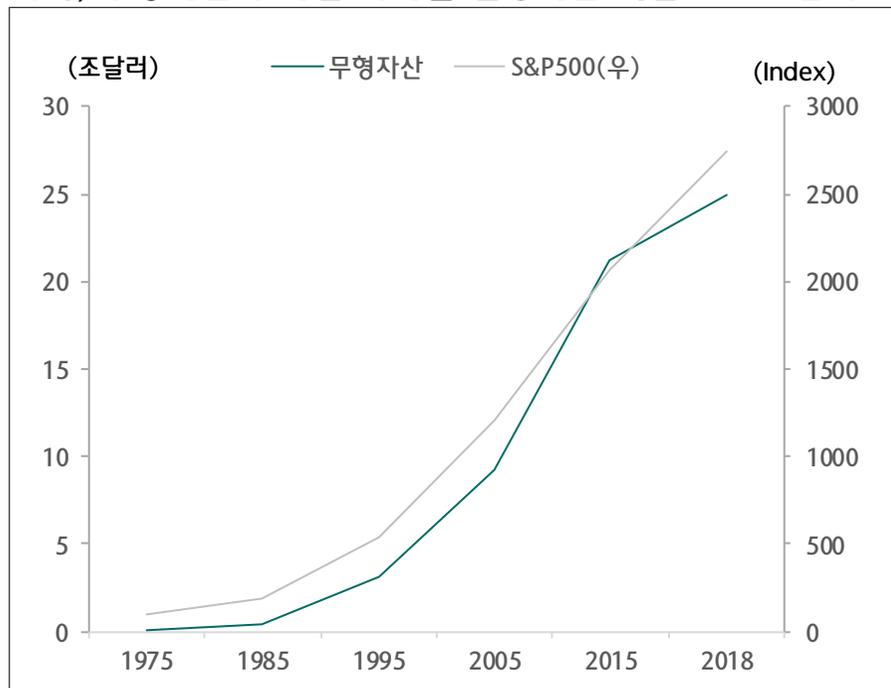
자료: Bloomberg, 하나금융투자

## 한국증시는 무형자산이 차지하는 비중이 상대적으로 낮음

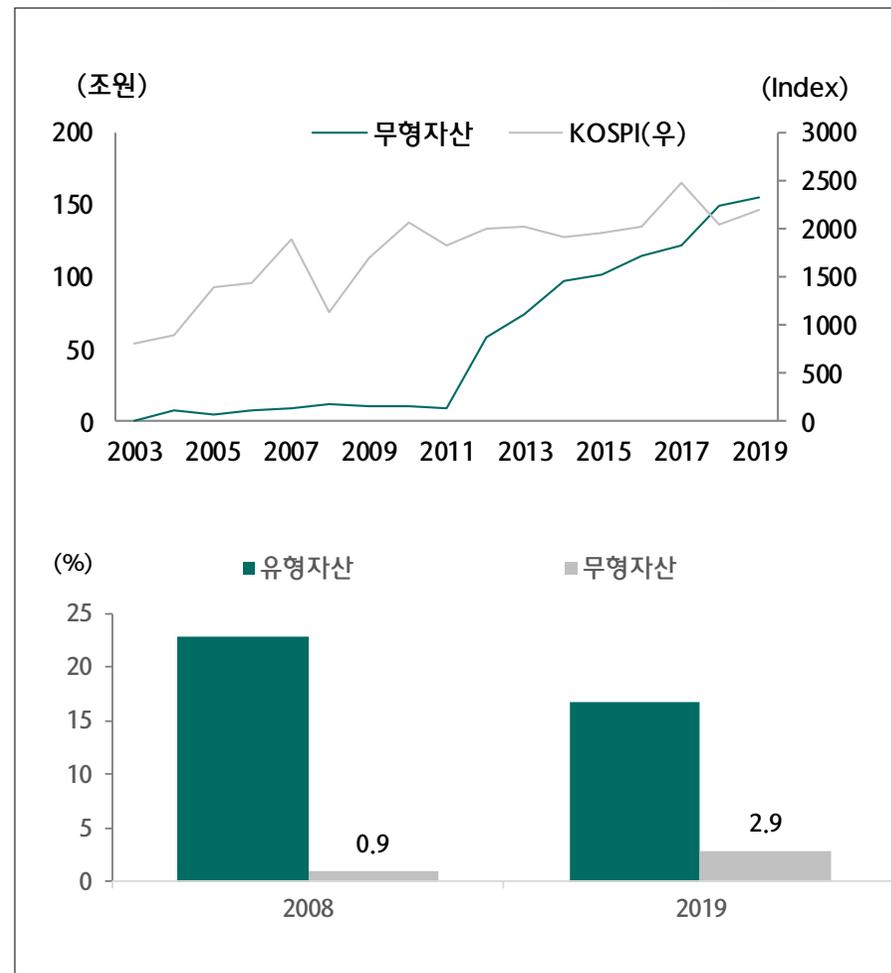
- 미국 시총 상위기업들은 온라인 플랫폼을 기반으로 낮은 비용, 새로운 독점형태의 시장 영향력 행사
- 반면 국내 증시는 무형자산 비중이 점진적으로 증가하고는 있지만, 아직까지 전체 자산 중 무형자산이 차지하는 비중이 낮음

반면 한국은 무형자산 투자 비중이 낮아 그간 영향력 미미

### 미국, 무형자산이 기업 가치를 결정하는 핵심요소로 변화



자료: Bloomberg, 하나금융투자



자료: Quantwise, 하나금융투자

## 과거 국내 무형투자 특징: 제조업>서비스업

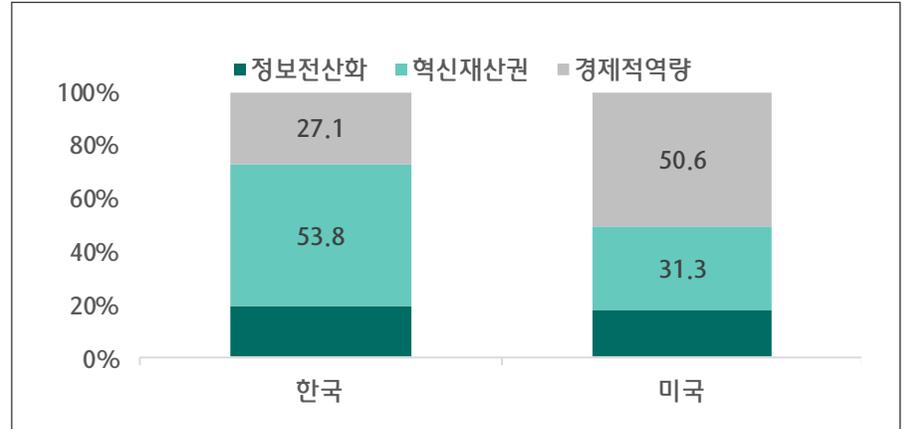
- 우리나라는 미국과 달리 그간 서비스업이 제조업에 비해 상대적으로 낮은 무형투자율 시현
- 투자 구성도 다른 성격을 지님: 서비스업 중심인 경제적역량 비중이 낮은 반면, 제조업(전기전자, 기계, 운송장비) 중심 높은 R&D 연구개발 집약도 반영

### 무형자산의 종류: 1) 정보전산화 2) 혁신재산권 3)경제적역량

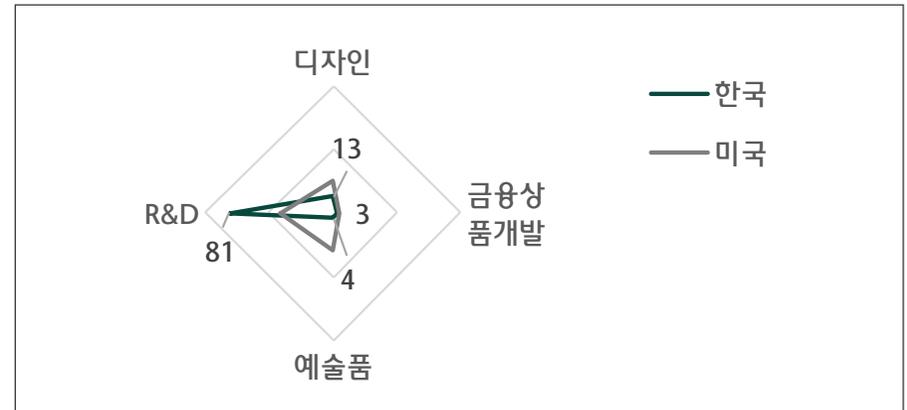
유형	세부종류	결과물	국민계정 포함 여부
정보전산화	소프트웨어	소프트웨어 개발	○
	데이터베이스	데이터베이스 구축	
혁신재산권	R&D	특허/라이선스	디자인, 제품개발만 인정
	창작물	저작권/라이선스	
	디자인	특허나 저작권 등과 직접적으로 연관되지 않는 상품 개발	
경제적역량	브랜드가치	브랜드, 고객자산, 상표	X
	인적자본	교육훈련, 재능	
	조직자본	내부프로세스지식	

자료: Corrado et al.(2005), 한국은행, 하나금융투자

### 미국 vs 우리나라 무형투자 구성 비교: 서비스업 중심인 경제적 역량 비중이 낮아



### 혁신 재산권 중 대부분은 제조업 R&D를 반영



주: 1) 2001-15년 평균치

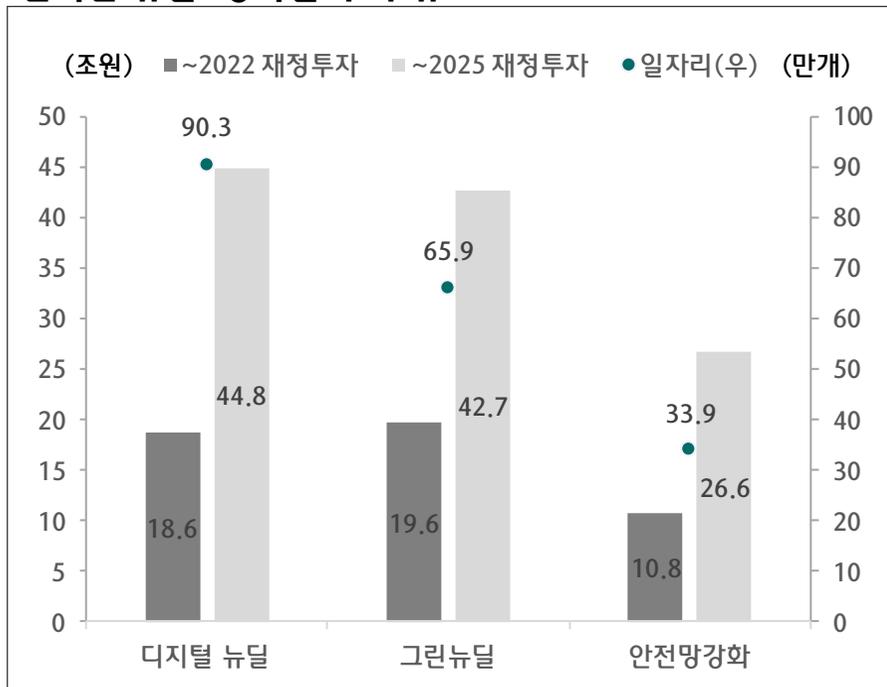
2) 무형투자 구성은 시장부문 대상, 혁신재산권은 전산업 대상

자료: OECD National Accounts, Intan-Invest DB, 정현준 외(2018) 한국은행, 하나금융투자

## 향후 투자 지형의 변화를 뒷받침 할 한국형 뉴딜, 1) 디지털과 2) 그린 뉴딜 정책

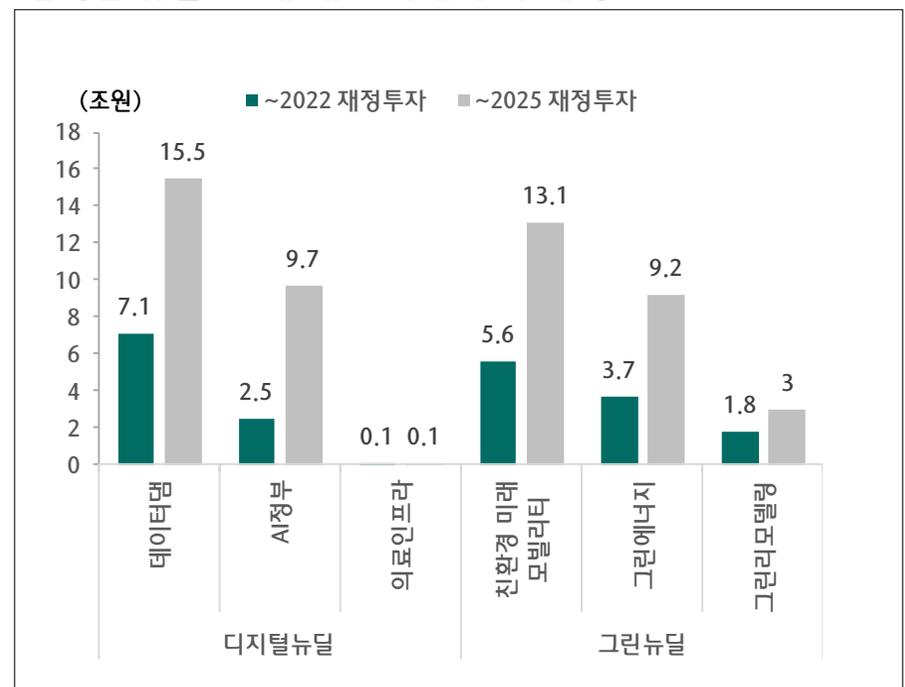
- 무형자산 확장을 기반으로 하는 플랫폼 산업 가치에 대한 평가는 향후 더욱 높아질 전망
- 정부는 ICT산업을 바탕으로 전 산업분야의 디지털화를 가속화할 발전 계획
- 한국판 뉴딜정책은 1) 디지털 뉴딜, 2) 그린 뉴딜, 3) 휴먼 뉴딜(안전망 강화) 로 구성
- (디지털) 무선통신, AI/빅데이터/클라우드 등의 데이터 산업 & (그린) 2차전지 및 재생에너지 업종에 대한 수혜 부각될 것

‘한국판 뉴딜’ 항목별 투자 규모



주: 국비기준  
자료: 기획재정부, 하나금융투자

‘한국판 뉴딜’ 10대 대표 과제 투자 계획



주: 국비기준  
자료: 기획재정부, 하나금융투자

## 무형자산에 투자하는 기업이 살아남는다

- 2009년 시총 상위권 기업은 주로 제조업, 금융기업들이었음
- 그러나 금융위기 이후 시총 상위권을 유지하는 기업: 삼성전자, 현대차, LG화학이 유일
- 해당기업들의 공통점은?

2009년 시총 상위권 기업: 주로 제조업, 금융기업들

2009년				
시가총액 순위	기업명	영업이익 (조원)	영업이익 비중(%)	주가수익률 (YTD)
1	삼성전자	6.3	9.8	77.2
2	POSCO	3.1	4.9	62.6
3	현대차	2.2	3.4	206.3
4	KB금융	0.5	0.8	77.2
5	한국전력	-0.6	-0.9	15.2
6	신한지주	1.3	2.0	45.5
7	LG전자	1.6	2.5	62.4
8	현대모비스	1.4	2.2	171.0
9	LG화학	1.9	3.0	221.8
10	LG디스플레이	1.0	1.5	86.9
	코스피	64.8	29.3	49.7

자료: Quantwise, 하나금융투자

금융위기 이후 시총 상위권을 유지하는 기업: 삼성전자, 현대차, LG화학이 유일

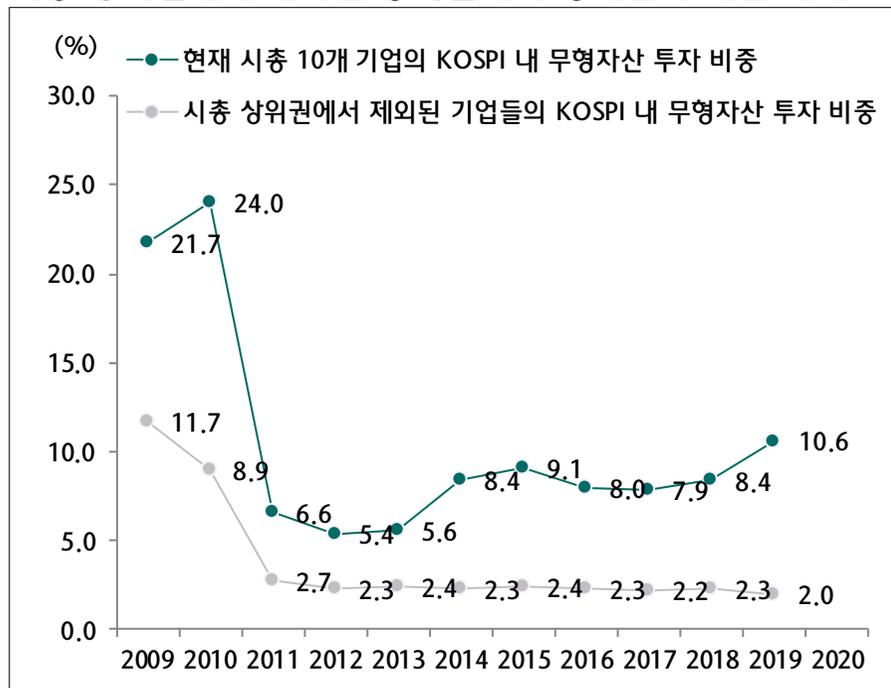
2020년(예상치)				
시가총액 순위	기업명	영업이익(조원)	영업이익 비중(%)	주가수익률 (YTD)
1	삼성전자	32.6	25.5	-0.7
2	SK하이닉스	5.6	4.4	-17.3
3	NAVER	1.0	0.8	78.6
4	LG화학	2.0	1.5	139.1
5	삼성바이오로직스	0.3	0.2	84.5
6	셀트리온	0.7	0.5	68.2
7	현대차	3.8	2.9	42.7
8	카카오	0.4	0.3	164.2
9	삼성SDI	0.6	0.5	97.5
10	LG생활건강	1.2	0.9	19.7
	코스피	127.8	37.7	7.1

주: 2020년 시총은 8월말 기준  
자료: Quantwise, 하나금융투자

## 현재 시총 상위 기업들은 무형자산 투자 지속적으로 단행

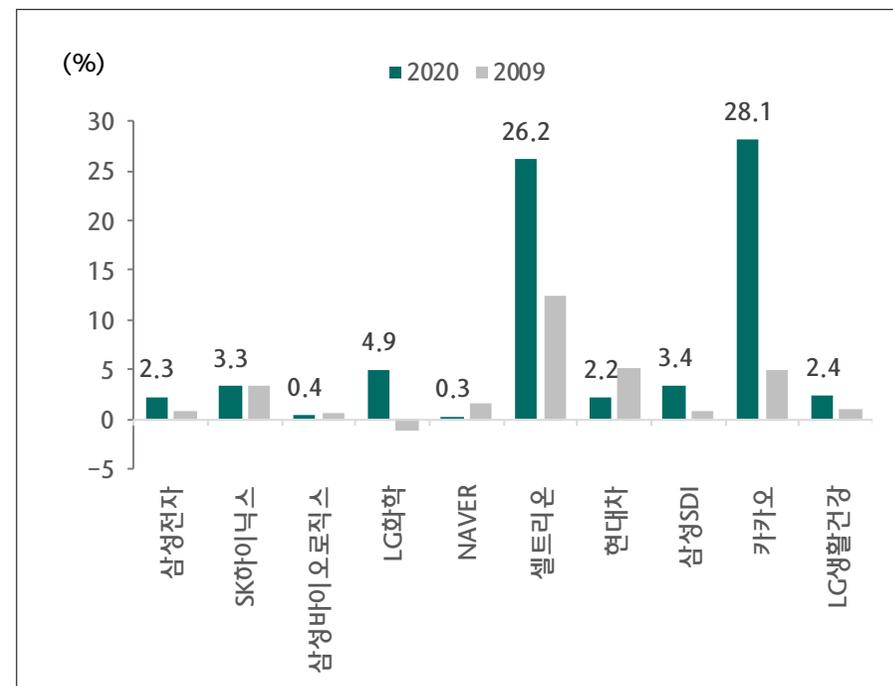
- 삼성전자,현대차, LG화학을 제외 시총 상위권에서 밀려난 종목들은 꾸준한 무형자산 투자가 뒷받침되지 않았음
- 현재 KOSPI 상장기업 기준 총 무형자산 투자액에서 2%만을 차지
- 반면 현재 시총 10개 기업들은 무형자산 투자 지속적으로 단행, KOSPI 내 무형자산 투자 비중 증가에 기여
- 자산 내에서 무형자산이 차지하는 비중 또한 증가

시총 상위권에서 제외된 종목들의 무형자산 투자는 미미



주: 2009년 시총 상위권 기업들 기준  
 자료: Quantwise, 하나금융투자

전체 자산 내에서 무형자산이 차지하는 비중

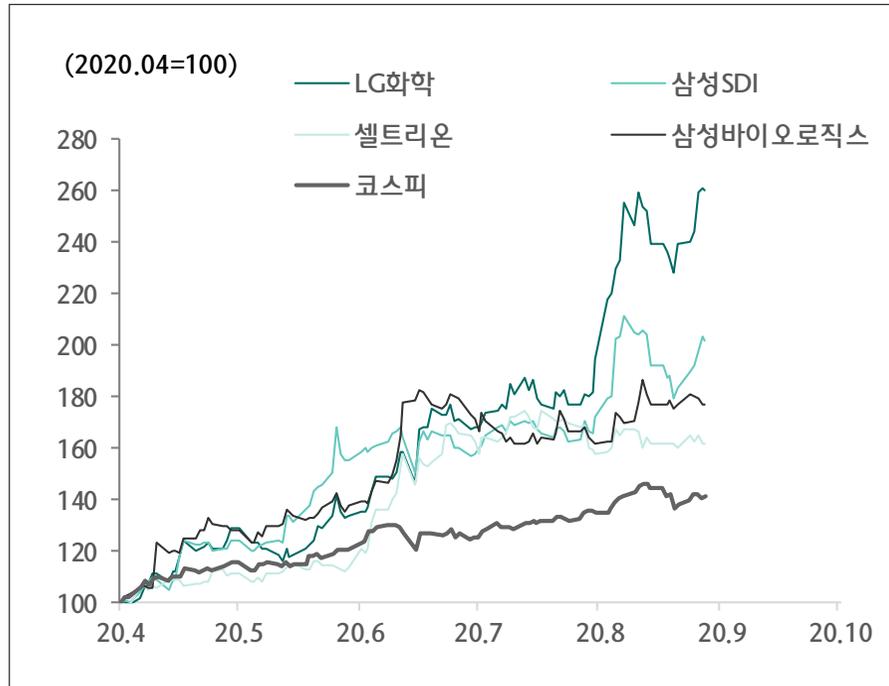


자료: Quantwise, 하나금융투자

## 성장 테마를 포함한 주도업종

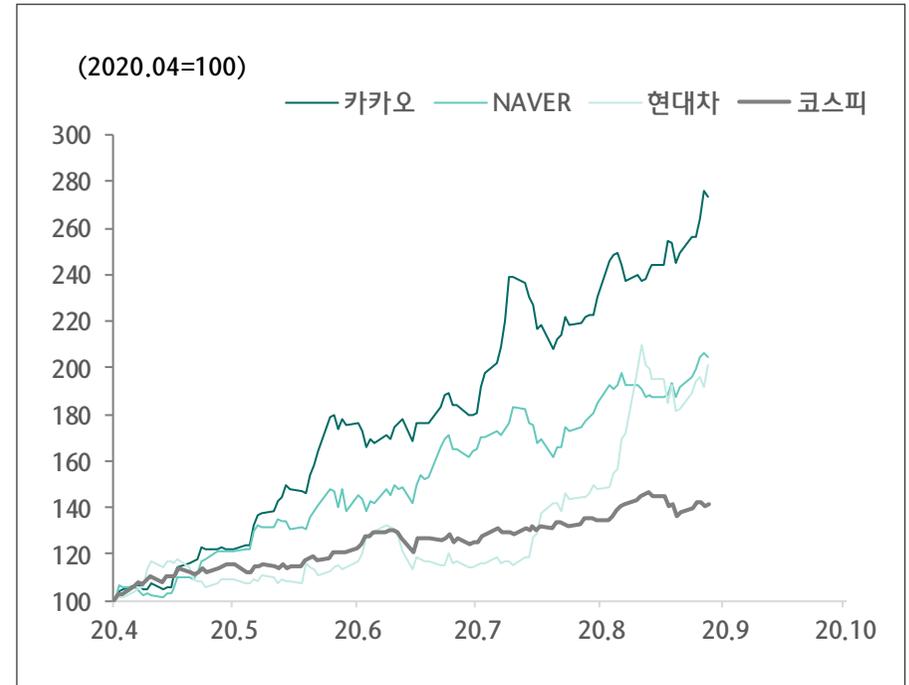
- 시총 상위 대부분 기업들은 4차 산업 혁명 성장 테마에 부합
- (2차전지)LG화학& 삼성SDI (바이오)삼바&셀트리온
- (플랫폼) 카카오, 네이버 (전기,수소차) 현대차

(2차전지)LG화학& 삼성SDI (바이오)삼바&셀트리온



자료: Quantwise, 하나금융투자

(플랫폼) 카카오, 네이버 (전기,수소차) 현대차

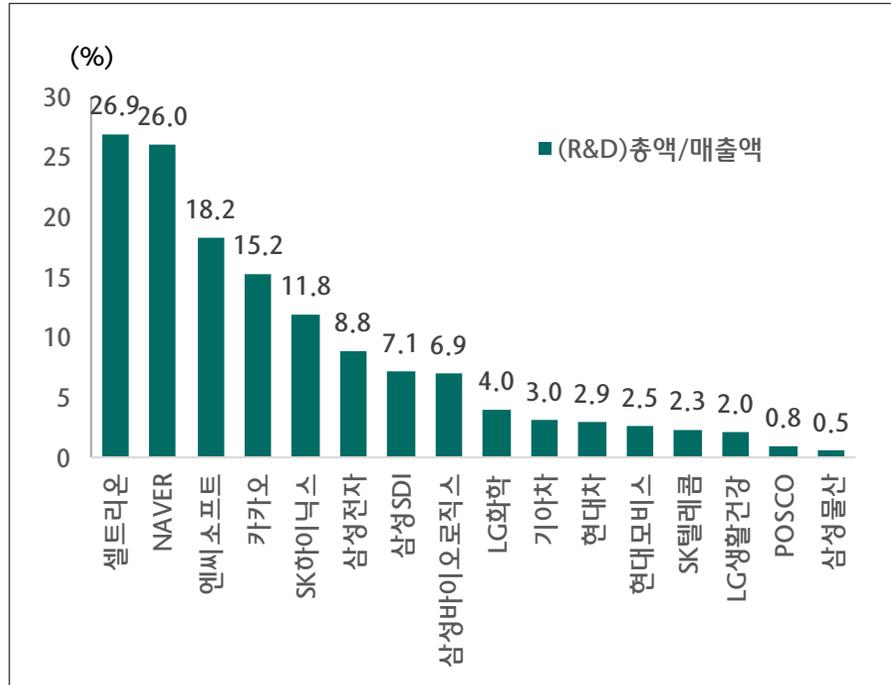


자료: Quantwise, 하나금융투자

## 소프트웨어& 바이오기업: R&D 투자 확대 + 양호한 현금 흐름

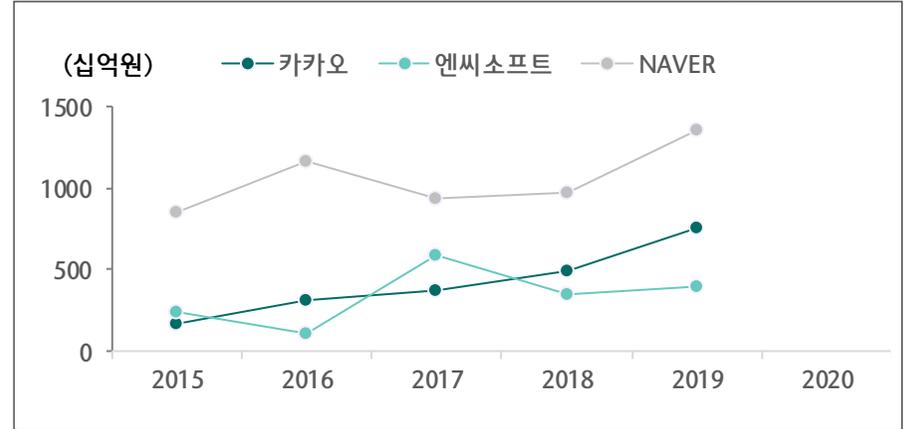
- 소프트웨어, 헬스케어 기업 기업들은 임상개발, 기술플랫폼 전환을 목표 R&D 개발에 대한 투자를 꾸준히 하고 있는 중
- 한편 R&D 만 있는 것이 아닌, 잉여현금흐름을 창출하고 시장 지배력을 바탕으로 마진을 유지할 수 있는 단계에 점차 진입하고 있음

### R&D에 꾸준히 투자하고 있는 성장기업들



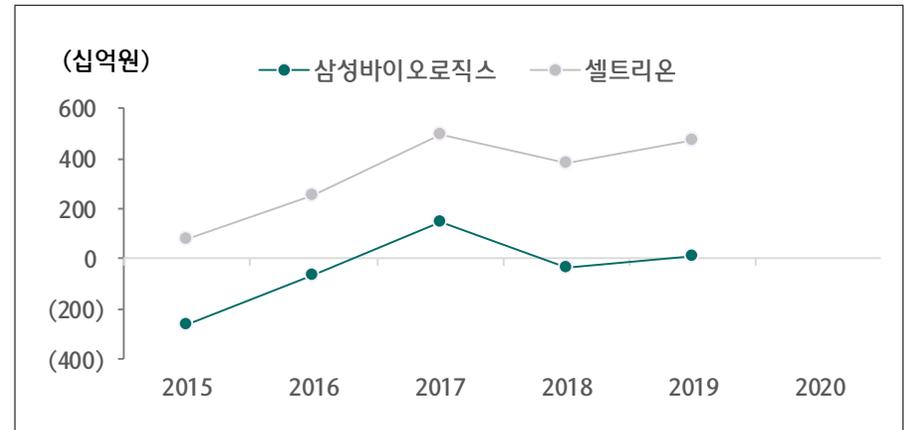
자료: Quantwise, 하나금융투자

### 소프트웨어 기업들의 영업활동 현금흐름 추이



자료: Quantwise, 하나금융투자

### 바이오 기업들의 영업활동 현금흐름 추이

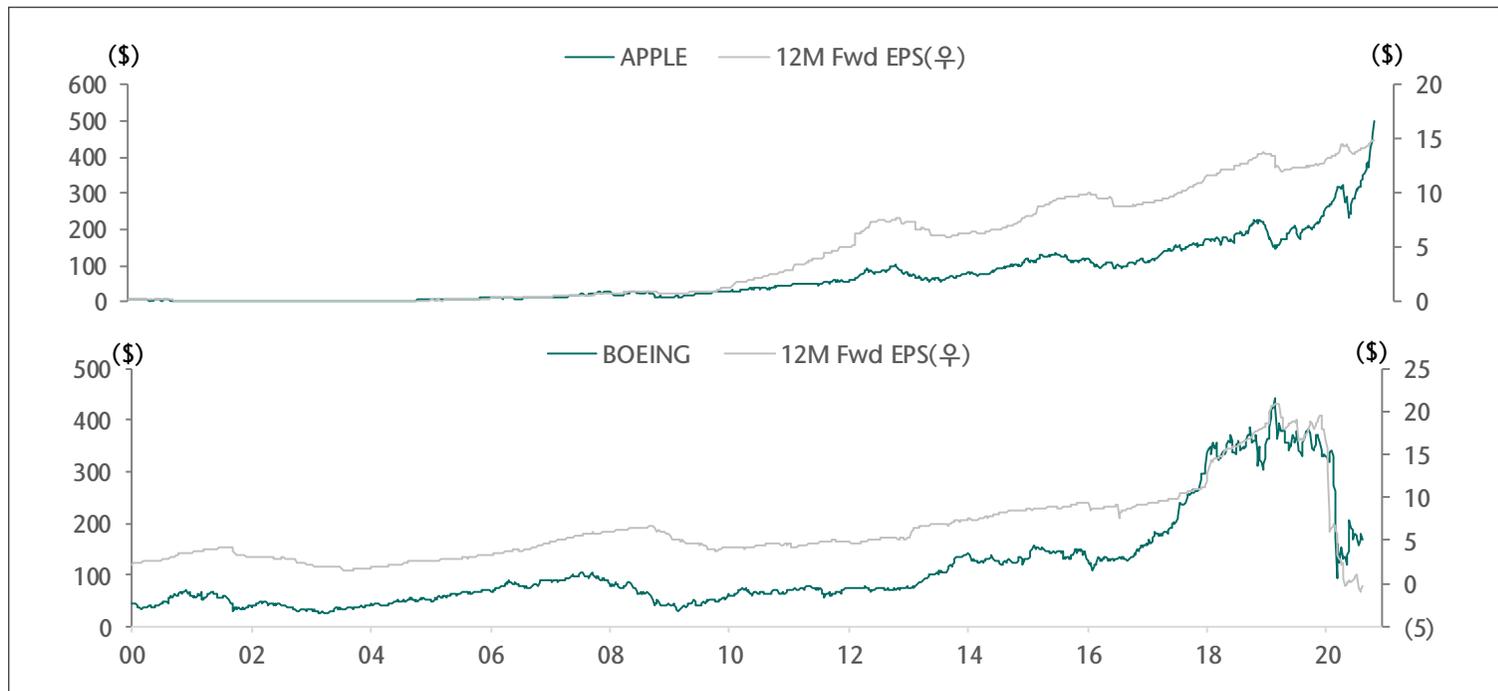


자료: Quantwise, 하나금융투자

## 기존 사업 > 플랫폼 기업으로 재평가되는 기업, 애플

- 성장 기업외에도 기존 사업 > 플랫폼 기업으로 재평가되는 기업을 주목할 시점
- 각 산업의 1등 기업인 보잉과 애플의 주가는 양극화 되는 중. 애플은 8월 중 시총 2조달러를 돌파하며 유례 없는 기록을 세움 vs 보잉은 지난 3월 파산 신청
- 애플이 시총 2조달러의 프리미엄을 받을 수 있던 요인은 액면분할, 실적호조, 꾸준한 주주환원 등 여러가지 요인이 있지만, 궁극적으로 IT 하드웨어 기업에서 플랫폼기업으로 재평가 받고 있기 때문이라고 판단함

### 애플, 1등 기업에 안주하지 않고 기존 사업 > 플랫폼 기업으로 변신 중

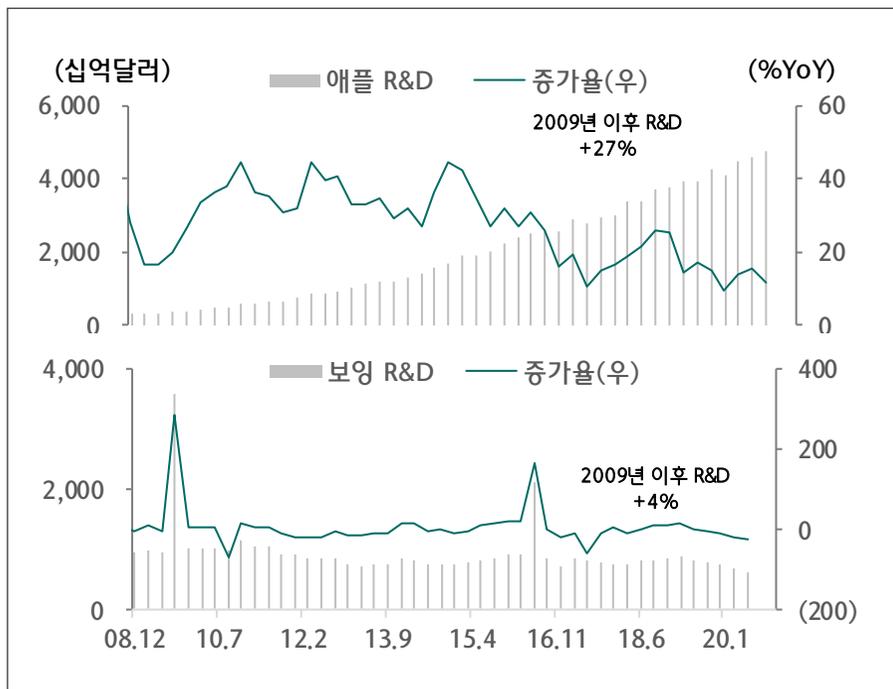


자료: Bloomberg, 하나금융투자

## 꾸준한 R&D 투자로 차세대 비즈니스 개발 주력

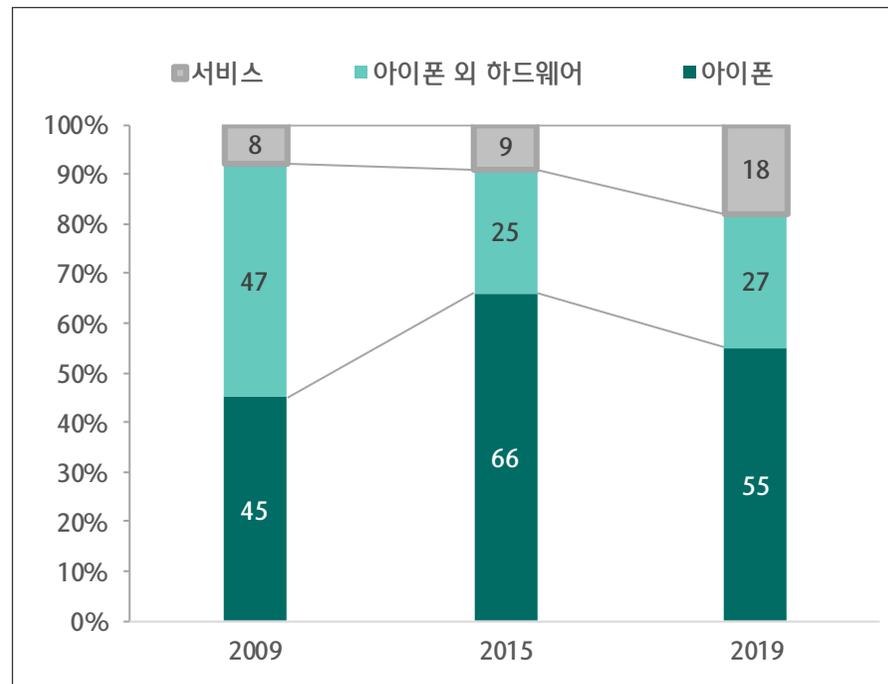
- 애플에게는 단순히 주주 친화적인 정책만 있는 것이 아님. 현금성 자산은 미국 기업 내 마이크로 소프트 다음으로 많음. R&D 투자 증가율은 금융위기 이후 두자릿수대를 유지
- 애플은 이를 기반으로 차세대 비즈니스 개발, 플랫폼 기업으로 변화중
- 애플 앱스토어, 뮤직, 클라우드 등에서 나오는 서비스 판매 비중은 점차 확대되고 있는 상황

### 1등기업에 안주하지 않는 꾸준한 R&D 투자



자료: Bloomberg, 하나금융투자

### 매출액 비중 중 서비스 판매 비중 점차 확대

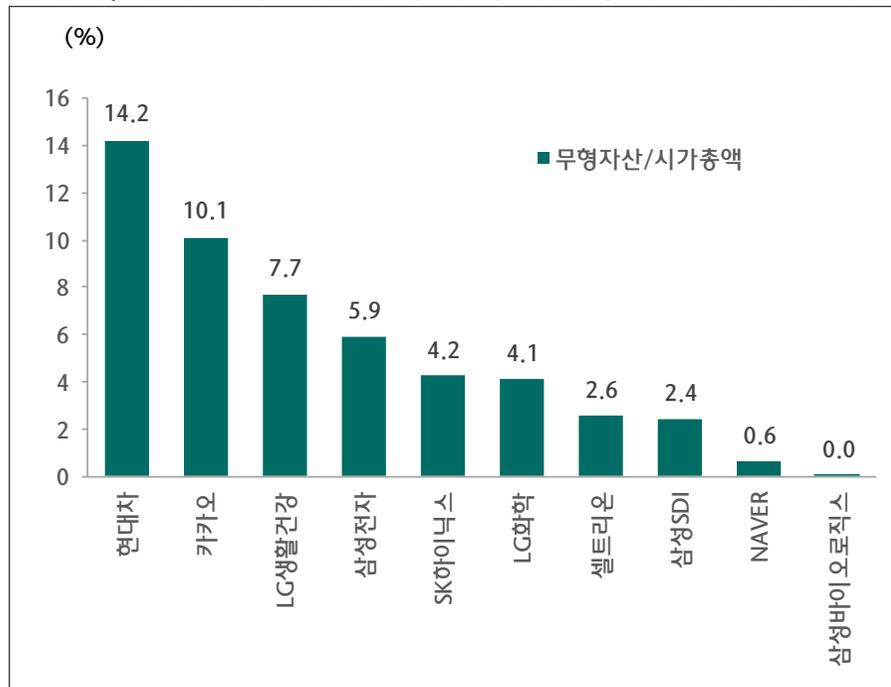


자료: 애플, 하나금융투자

## 현대차: 신사업에 대한 프리미엄 필요

- 현대자동차의 경우 투자흐름이 변하고 있음: 무형자산 취득액이 늘어나고, 유형자산 취득액은 줄어드는 추세
- 통상 제조업의 경우 공장 설비 신증설 및 유지, 보수 등 유형자산 취득액의 비중이 높은 편
- 이는 현대자동차가 자동차 생산 공장의 신증설보다는 자율주행과 친환경차 등 미래차 시장 선점을 위한 기술 개발에 더욱 주력하고 있다는 의미: 그에 따른 연구개발 성과들은 점차 자산화 될 가능성이 높음

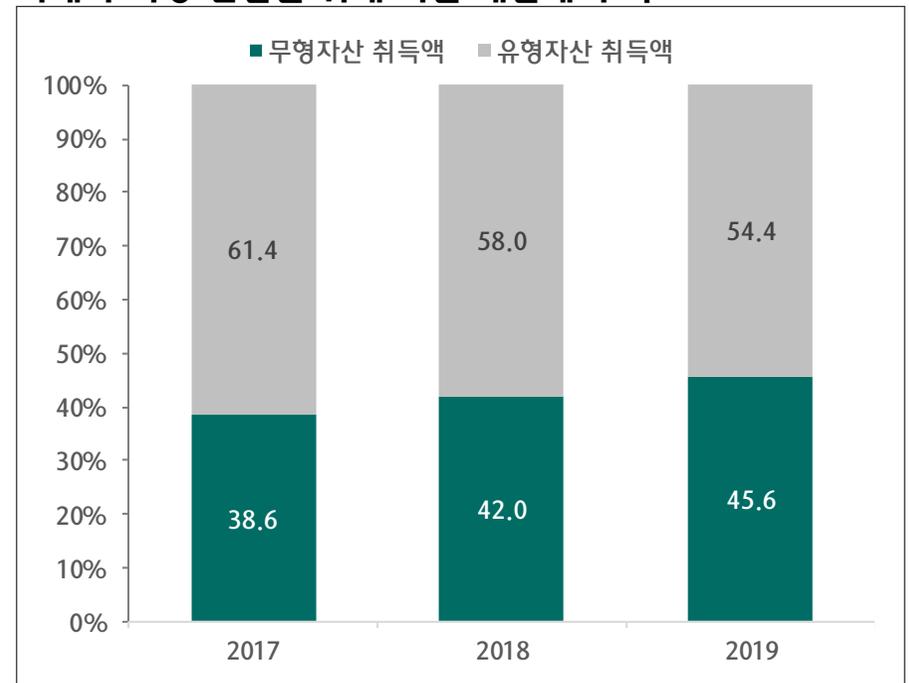
현대차, 상위 시총 기업들 중 무형자산 증가 대비 가장 저평가



자료: Quantwise, 하나금융투자

현대차 무형자산 취득액 추이:

미래차 시장 선점을 위해 기술 개발에 주력



자료: 현대차, 하나금융투자