

[화수분전략]

다이어트: 손익분기점을 낮춰라

미국 대선과 재정지출 합의 여부, 국내 대주주 양도소득세 부과 이슈 등으로 인해 지수가 방향성을 상실했다. 그나마 기업 이익이 개선되면서 밸류에이션 부담이 완화되고 있고, 이는 향후 기대수익률이 높아질 수 있다는 측면에서 보면 긍정적인 변화다.

내년을 생각해 보면, 대부분 국가들은 공통의 목표를 가지고 움직일 것이다. 올해 코로나 19로 인해 전세계 GDP 금액(구매력 기준)은 1990년 이후 처음으로 선진국과 신흥국이 동반 감소하며 전년대비 -3%를 예상하고 있다.

각국 정부는 사활을 걸고 GDP 총량 회복에 나설 것으로 보인다. 내년 미국이나 중국이 사상 최대 수준의 재정적자를 유지할 것으로 보는 이유기도 하다. 내년에 각국 정부의 GDP 총량 증가 정책으로 물량(Q)이 증가할 수 있다면, 그 증가분을 얼마나 많이 기업 이익으로 가져 올 수 있는가도 중요하다.

일반적으로 기업 이익은 [마진(가격-변동비, P)*물량(Q)]-고정비(FC)로 정의할 수 있다. 국내 기업의 경우 일반적으로 수출을 통해 물량 변화가 결정된다는 점을 감안 시 물량은 외생 변수라고 볼 수 있다. 결국 기업은 마진을 높이고, 고정비를 줄여 손익분기점 물량(BEP Q)을 낮출 수 있다면, 약간의 물량 증가에도 이익 규모는 이전 보다 커질 수 있다. 즉 물량 개선을 이익 개선 효과로 극대화 시킬 수 있다.

①코스피 손익분기점 물량(BEP Q) 변화 특징: 코스피 전체적으로 보면 마진은 2019년을 저점으로 2020년과 21년 상승, 고정비 부담은 2020년을 정점으로 21년에는 감소할 것으로 예상된다. BEP Q는 2020년 전년대비 -3.4%, 2021년에는 -8.6% 감소할 것으로 보인다. 코스피 전체적으로는 물량 개선이 이익에 반영되는 효과가 커질 것으로 판단된다.

②업종별 손익분기점 물량(BEP Q) 변화 특징: 업종별로도 마진과 고정비 부담 통해 BEP Q 변화율을 보면, 반도체와 헬스케어의 경우 2020~21년 BEP Q가 마진 개선과 고정비 부담 감소를 기반으로 2년 연속 하락하는 업종이다. 한편 철강, 조선, 건설, 자동차/부품, 호텔/레저 등 주로 전통 씨클릭업종의 경우 2021년 BEP Q 하락 정도가 상대적으로 큰 편이다. 물량 변화가 이익 개선에 주는 영향이 클 것으로 판단된다.

③기업별 손익분기점 물량(BEP Q) 변화 특징: 개별 기업들의 BEP Q 변화를 반기로 구분해서 보면, 우선 삼성전자, SK하이닉스, 현대모비스, 삼성전기, 롯데케미칼, 현대건설의 경우 2020년 상반기 이후 마진 개선과 고정비 부담이 감소하며 BEP Q가 하락하고 있는 대표적인 기업들이다. 해당 기업들의 경우 BEP Q 하락 추세는 2021년까지 이어질 수 있을 것으로 보인다.

한편 2020년 하반기 이후 개선과 고정비 부담 감소를 기반으로 BEP Q가 2021년까지 낮아질 것으로 예상되는 기업은 카카오, POSCO, 강원랜드, 한샘, DB하이텍이다. 물량 개선 효과를 이익 개선에 상대적으로 크게 반영할 수 있다는 점에서 관심을 가지고 볼 필요가 있는 기업들이다(본문 표1-1~1-3 참고).

Investment Idea

Equity



주식전략 이재만
02-3771-7547
duke7594@hanafn.com

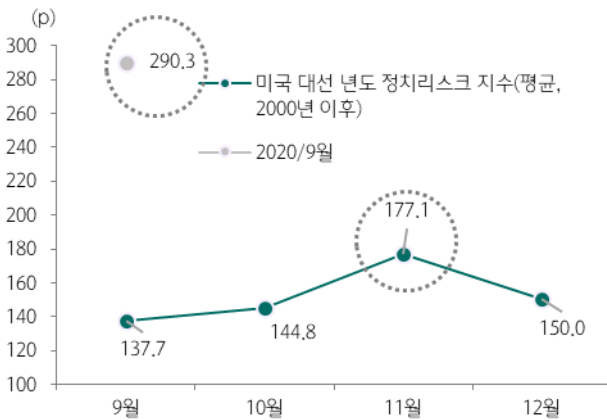
RA 신다운
02-3771-7516
dawoonshin@hanafn.com

Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

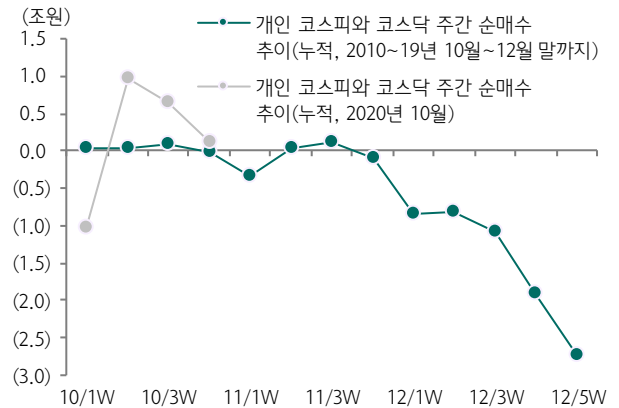
다이어트: 손익분기점을 낮춰라

그림 1. 미국 대선과 재정지출 합의 문제가 이슈: 정치적 불확실성 확대



자료: <http://www.policyuncertainty.com>, 하나금융투자

그림 2. 국내 대주주 양도소득세가 이슈: 개인 수급 불안



자료: Quantwise, 하나금융투자

그림 3. 코스피: 그나마 기업 이익이 개선되면서 밸류에이션 부담이 완화되고 향후 기대수익률이 높아지고 있다는 측면은 긍정적인 변화

그나마 기업 이익이 개선되면서 밸류에이션 부담이 완화되고 향후 기대수익률이 높아지고 있다는 측면은 긍정적인 변화로 꼽을 수 있음



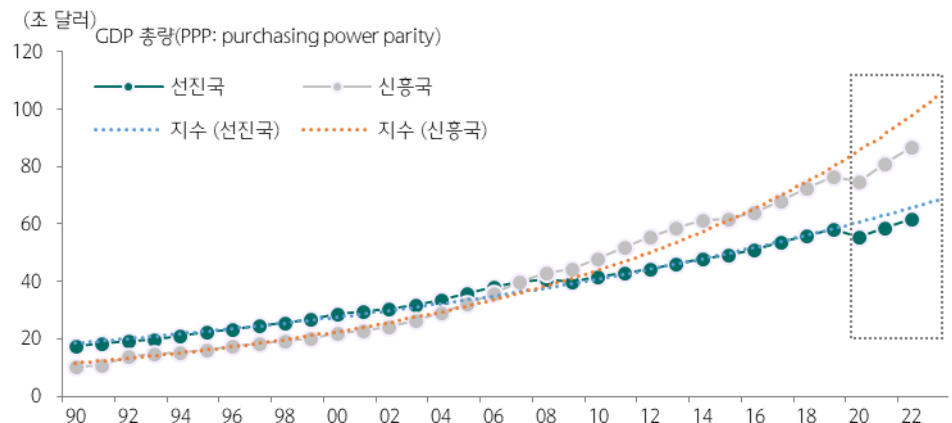
자료: Quantwise, 하나금융투자

그림 4. 2020년 전세계 GDP 규모: 1990년 이후 처음으로 선진국과 신흥국 동반 감소

2020년 코로나19로 인해 선진국과 신흥국 GDP 총량은 1990년 이후 처음으로 동반 감소

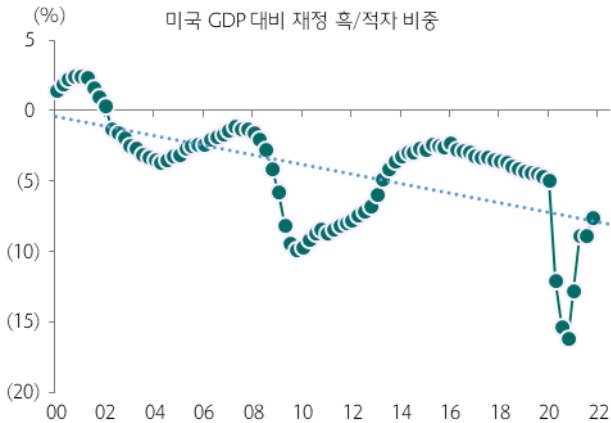
2020년 선진국 GDP 규모는 55.3조 달러로 전년대비 -4.6% 감소

신흥국 GDP 규모는 74.9조 달러로 전년대비 -2.2% 감소



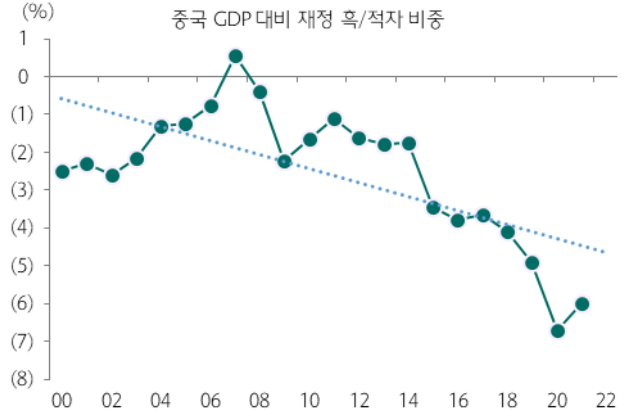
자료: IMF, 하나금융투자

그림 5. 각국 정부는 GDP 총량 회복에 매진할 것으로 예상(1): 미국 재정적자 규모는 내년까지 사상 최고 수준 유지 예상



주) 분기별 데이터, 2020/4분기~2021/4분기까지는 전망치
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 6. 각국 정부는 GDP 총량 회복에 매진할 것으로 예상(2): 중국 재정적자 규모는 내년까지 사상 최고 수준 유지 예상



주) 연도별 데이터, 2020~2021년는 전망치
자료: Bloomberg, 하나금융투자

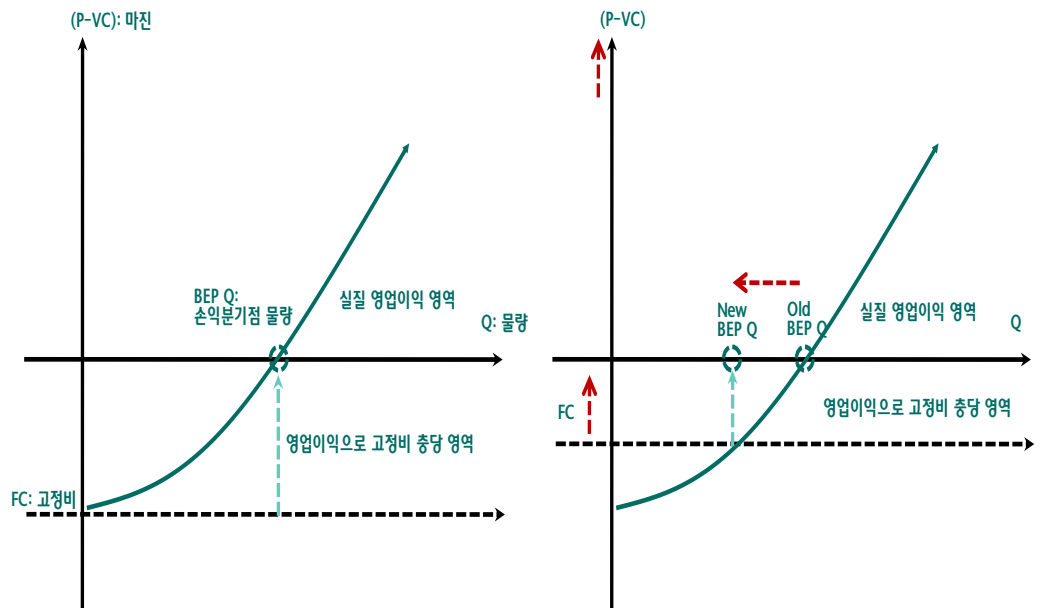
그림 7. 기업 측면에서 생각해 보면, 물량(Q) 개선을 이익 개선으로 극대화 시킬 수 있는 방법: BEP Q를 낮추자

기업 이익=[마진(P-VC)*물량(Q)]-고정비(FC)

손익분기점 물량(BEP Q)=고정비(FC)/마진(P-VC). 마진(P-VC)가 상승하거나 고정비(FC)가 하락하면 BEP Q 감소

결국 기업은 마진을 높이고, 고정비를 줄여 손익분기점 물량(BEP Q)을 낮출 수 있다면, 약간의 물량 증가에도 이익 규모는 이전 보다 커짐

즉 물량 개선을 이익 개선 효과로 극대화 시킬 수 있음

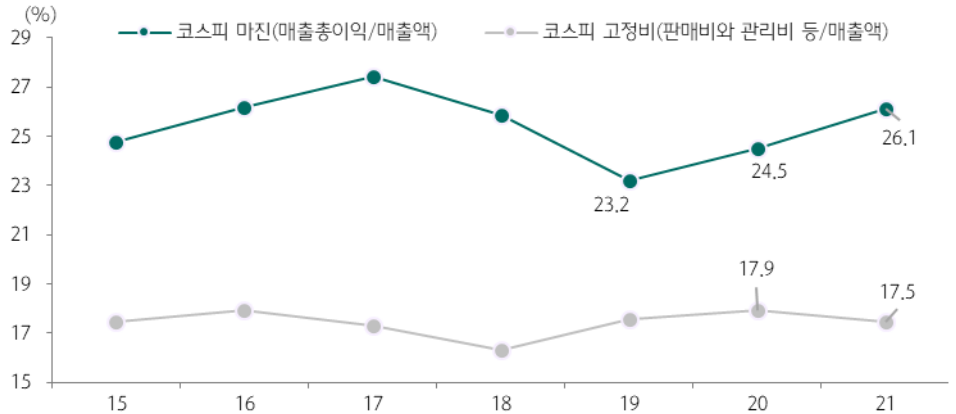


자료: 하나금융투자

그림 8. 코스피 마진은 2020~21년 개선, 고정비 부담은 21년 감소 예상

코스피 전체적으로 보면 마진은 2019년을 저점으로 2020년과 21년 상승할 것으로 예상

고정비 부담은 2020년을 정점으로 21년에는 감소할 것으로 예상

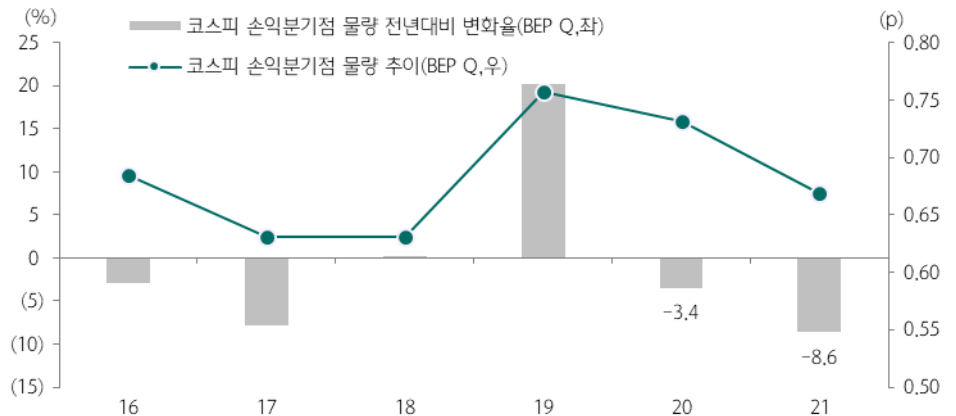


주) 금융섹터는 분석 대상에서 제외
 자료: Quantwise, 하나금융투자

그림 9. 코스피 전체적으로 보면, 손익분기점 물량(BEP Q) 하락으로 인해 물량 개선이 이익에 반영되는 정도는 클 것으로 예상

BEP Q는 2020년 전년대비 -3.4%, 2021년에는 -8.6% 감소할 것으로 예상

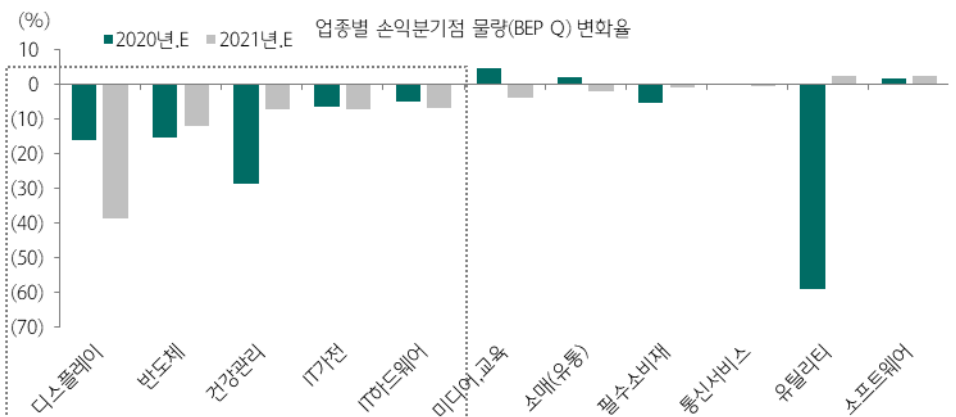
코스피 전체적으로는 물량 개선이 이익에 반영되는 효과가 커질 것으로 판단



주) 금융섹터는 분석 대상에서 제외
 자료: Quantwise, 하나금융투자

그림 10. Tech와 건강관리 업종의 경우 마진 개선과 고정비 부담 감소를 기반으로 2년 연속 BEP Q 감소

디스플레이, 반도체, 건강관리, IT가전, IT하드웨어의 경우 마진 개선과 고정비 부담 감소를 기반으로 2년 연속 BEP Q가 낮아질 것으로 예상되는 업종

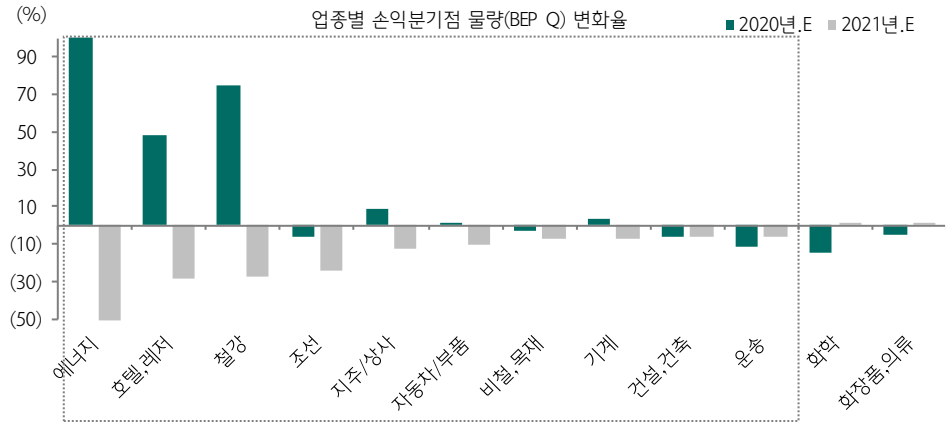


자료: Quantwise, 하나금융투자

그림 11. 2021년 전망치 기준으로 보면 상대적으로 전통 씨클릭의 BEP Q 하락 폭이 큰 편

철강, 조선, 건설, 자동차/부품, 호텔/레저 등 주로 전통 씨클릭 업종의 경우 2021년 BEP Q 하락 정도가 상대적으로 큰 편

물량 변화가 이익 개선에 주는 영향이 클 것으로 판단



자료: Quantwise, 하나금융투자

표 1-1. 손익분기점 물량 하락 기업군: 마진 변화

종목	마진(%): (매출총이익/매출액)						
	2018년	2019년 H1	2019년 H2	2020년 H1	2020년 H2(E)	2021년 H1(E)	2021년 H2(E)
2020년 상반기를 정점으로 손익분기점 물량이 하락 기업들							
삼성전자	45.7	36.7	35.6	38.4	39.0	43.2	45.5
SK하이닉스	62.5	35.5	25.2	35.0	31.2	51.3	57.6
삼성SDI	22.3	22.5	21.4	19.7	18.5	22.0	22.6
현대모비스	13.0	13.5	14.0	12.0	13.0	13.8	14.4
삼성전기	31.1	26.1	24.9	21.2	26.1	26.7	27.6
아모레퍼시픽	72.8	72.9	73.4	72.0	71.7	73.8	73.8
롯데케미칼	16.8	13.5	11.8	5.5	16.7	16.7	18.1
현대제철	10.0	9.2	4.3	5.7	7.1	11.1	11.3
현대건설	9.9	10.0	10.0	8.7	9.3	9.8	9.8
두산밥캣	22.2	22.9	20.6	20.1	20.2	21.4	21.3
BGF리테일	17.7	17.7	17.8	16.9	17.4	17.6	17.7
2020년 하반기를 정점으로 손익분기점 물량이 하락 기업들							
카카오	100.0	100.0	100.0	100.0	99.4	100.0	100.0
POSCO	12.3	10.6	8.8	7.2	6.4	11.5	11.4
강원랜드	49.3	57.4	46.0	-2.1	10.0	13.5	34.3
한샘	26.5	29.2	26.5	25.7	12.2	28.6	28.5
DB하이텍	32.2	34.8	37.9	42.2	40.6	43.1	44.0

자료: Quantwise, 하나금융투자

표 1-2. 손익분기점 물량 하락 기업군: 고정비 변화

고정비(%): (고정비: 판매비와 관리비 등/매출액)							
종목	2018년	2019년 H1	2019년 H2	2020년 H1	2020년 H2(E)	2021년 H1(E)	2021년 H2(E)
2020년 상반기를 정점으로 손익분기점 물량이 하락 기업들							
삼성전자	21.5	24.9	23.3	24.9	21.9	22.6	20.8
SK하이닉스	10.9	20.4	20.0	17.6	14.1	14.0	12.2
삼성SDI	14.5	16.7	18.0	16.5	14.5	14.4	13.3
현대모비스	7.2	7.3	7.7	8.6	6.6	6.6	6.1
삼성전기	16.7	16.6	16.1	14.8	15.7	15.5	15.3
아모레퍼시픽	63.7	63.2	67.8	67.6	64.7	62.0	62.0
롯데케미칼	4.7	5.2	5.5	6.4	5.1	5.1	5.1
현대제철	5.0	5.0	5.4	5.8	5.6	5.6	5.6
현대건설	4.9	4.7	5.3	5.0	4.5	4.5	4.4
두산밥캣	10.6	10.9	11.4	12.6	11.1	10.8	10.7
BGF리테일	14.4	14.7	14.3	14.8	14.2	14.2	14.1
2020년 하반기를 정점으로 손익분기점 물량이 하락 기업들							
카카오	97.0	95.3	91.5	89.8	92.7	92.7	92.7
POSCO	3.7	3.6	3.8	4.1	5.6	5.2	5.1
강원랜드	19.3	17.2	19.9	105.3	62.5	51.7	34.4
한샘	23.6	26.0	23.1	21.8	22.3	22.2	22.1
DB하이텍	15.3	15.6	12.6	11.8	12.2	11.9	11.5

자료: Quantwise, 하나금융투자

표 1-3. 손익분기점 물량 하락 기업군: 손익분기점 물량 변화

손익분기점 BEP Q: (고정비/마진)							
종목	2018년	2019년 H1	2019년 H2	2020년 H1	2020년 H2(E)	2021년 H1(E)	2021년 H2(E)
2020년 상반기를 정점으로 손익분기점 물량이 하락 기업들							
삼성전자	0.47	0.68	0.66	0.65	0.56	0.52	0.46
SK하이닉스	0.17	0.57	0.80	0.50	0.45	0.27	0.21
삼성SDI	0.65	0.74	0.84	0.84	0.78	0.66	0.59
현대모비스	0.56	0.54	0.55	0.72	0.51	0.48	0.42
삼성전기	0.54	0.64	0.65	0.70	0.60	0.58	0.55
아모레퍼시픽	0.87	0.87	0.92	0.94	0.90	0.84	0.84
롯데케미칼	0.28	0.39	0.46	1.16	0.30	0.30	0.28
현대제철	0.50	0.54	1.27	1.03	0.79	0.50	0.50
현대건설	0.49	0.47	0.53	0.57	0.49	0.46	0.45
두산밥캣	0.48	0.48	0.56	0.63	0.55	0.50	0.50
BGF리테일	0.81	0.83	0.80	0.87	0.82	0.81	0.80
2020년 하반기를 정점으로 손익분기점 물량이 하락 기업들							
카카오	0.97	0.95	0.91	0.90	0.93	0.93	0.93
POSCO	0.30	0.34	0.43	0.57	0.87	0.46	0.45
강원랜드	0.39	0.30	0.43	N/A	6.24	3.84	1.00
한샘	0.89	0.89	0.87	0.85	1.83	0.78	0.77
DB하이텍	0.48	0.45	0.33	0.28	0.30	0.28	0.26

자료: Quantwise, 하나금융투자