

2021년 2월 18일
투자전략

투자전략

투자가 성공해야 이익이 된다

새로운 사업의 이익 변동성이 작을 것이라는 기대는 모순되는 측면이 있다고 생각한다.

투자 X 성공확률 = 이익

기업의 투자에 대한 주식시장의 태도는 이중적이다. 업황이 부진할 때에는 과잉 투자를 걱정하지만 업황이 견조할 때에는 투자가 높은 마진의 이익으로 돌아올 것으로 기대한다. 주식시장이 과열일 때 관측되는 현상들이 있다. 기업이 투자를 발표하면 실패할 가능성을 전혀 고려하지 않는 주식시장의 분위기가 그렇다. 대표적인 예로 2007년 조선, 2017년 반도체를 들 수 있다. 시장은 기업의 투자 계획에 반응했지만 실적은 기대와 달랐고 주가는 기대가 사그라들며 밀렸다. 시간이 갖는 불확실성이 그만큼 크다는 의미다.

2017~18년과 지금을 비교해 보면 현재 시장 분위기를 가늠해 볼 수 있다. 사상 최대 실적을 낸 2017년 순이익과 2022년 예상 순이익을 섹터별로 비교해 보면 IT, 소재, 헬스케어, 커뮤니케이션의 순이익이 늘어날 것으로 예상되고 있고 시가총액도 증가했다. 시가총액 증분을 이익 증분으로 나눠 보면 새로운 사업의 배수를 역으로 계산해 볼 수 있는데, 소재 87배, IT 39배, 헬스케어 30배, 커뮤니케이션 24배 등이다. IT와 소재는 이익 컨센서스가 추가로 상향돼야 시총 증가가 정당화될 수 있을 것 같다.

그런데 새로운 사업에서 창출될 이익의 cyclicity가 작을 것이라는 기대는 모순되는 측면이 있다. 다른 기업들 입장에서 경쟁자가 생겼다는 것이어서 이익의 변동성이 커질 수 있기 때문이다. 지금 필요한 것은 확인이다. 투자가 이익으로 바뀌는 것을 확인할 때까지 기다려야 한다고 생각한다.

주식전략

▶ Strategist 박승영
park.seungyoung@hanwha.com
3772-7679

[Compliance Notice]

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치 센터가 신뢰할 만한 자료나 경보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

투자에 대한 시장의 태도

투자에 대한 주식시장의 이중적 태도

기업의 투자에 대한 주식시장의 태도는 이중적이다. 업황이 부진할 때에는 과잉 투자를 걱정하지만 업황이 견조할 때에는 투자가 높은 마진의 이익으로 돌아올 것으로 기대한다.

주식시장이 과열일 때 관측되는 현상들이 여럿 있다. 기업이 투자를 발표하면 실패할 가능성을 전혀 고려하지 않는 주식시장의 분위기가 그렇다고 생각한다.

투자가 이익으로 바뀌는 데에는 시간이 걸린다. 그새 어떤 일이 생길지는 아무도 모른다. 그럼에도 시장이 지금의 높은 이익률을 유지하고 top line도 성장할 것으로 예상하고 있다면 주식시장엔 경계심이라곤 찾아볼 수 없는 희열이 가득 차 있을 가능성이 높다.

2007년 조선과 2017년 반도체

대표적인 예로 13년전 조선 업종을 보는 시각을 들 수 있다. 현대중공업(현 한국조선해양)의 영업이익률은 2004년 -1.1%에서 2005년 0.9%로 플러스 반전하고 2006년에는 7.0%로 점프했다. 2007년에는 11.3%로 두자릿수로 올라섰다. 같은 기간 삼성전자의 영업이익률 9.4%보다 2%p 가까이 높았다. 투자자들은 흥분했다.

2007년 말 현대중공업은 공정공사를 통해 2008년 시설투자를 1.63조원 집행할 것이라고 발표했다. 실제로는 더 많은 1.79조원을 투자했다. 2007년의 9,110억원보다 78%나 많은 것이었고 2006년의 5,290억원과 비교하면 3배 수준이었다.

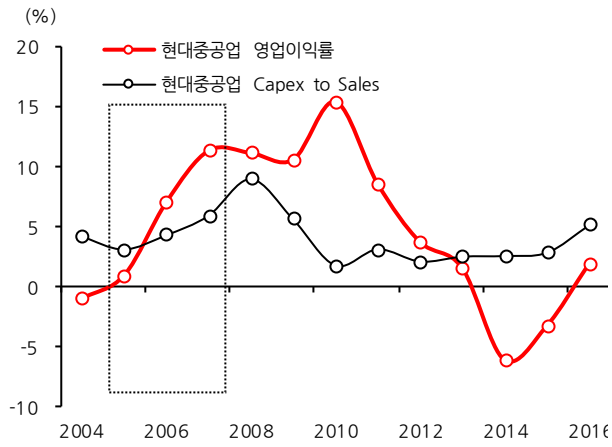
시장은 투자 계획에 반응했다. 현대중공업의 시가총액은 2006년 1월 5.3조원에서 2006년 말 9.5조원으로 두 배 늘었고 2007년 말에는 33.6조원으로 일년만에 다시 3배 이상 증가했다. 그 해 현대중공업의 매출은 15조원이었고 영업이익은 1.7조원이었다.

실적은 기대에 못 미쳤다. 2007년 말 현대중공업의 연도별 영업이익 컨센서스는 2007년 1.7조원, 2008년 2.4조원, 2009년 3.1조원, 2010년 4.3조원이었는데, 2007년 실적은 1.7조원으로 컨센에 부합했지만 갈수록 괴리가 커졌다. 2008년 2.2조원, 2009년 2.2조원, 2010년 3.4조원이었다.

13년이나 지났고 주도 업종도 지금과 다르다. 차이나 붐의 사례를 지금과 비교하는 것이 무리라는 지적은 수긍할 수 있다.

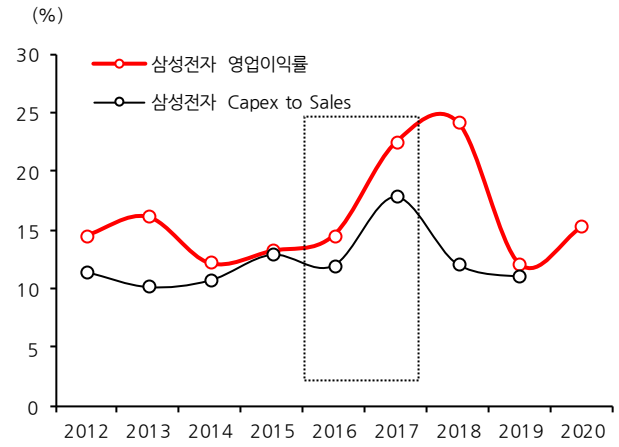
그러나 바로 3년 전인 2017~18년 반도체 슈퍼사이클의 사례도 크게 다르지 않았다. 2017년 말에 예상한 삼성전자의 연도별 영업이익 컨센서스는 2017년 54.4조원, 2018년 66.1조원, 2019년 66.5조원, 2020년 79.8조원이었지만 실적치는 2017년 54.4조원, 2018년 61조원, 2019년 27.1조원, 2020년 36.6조원이었다.

[그림1] 현대중공업 이익률 상승한 뒤 투자 늘려



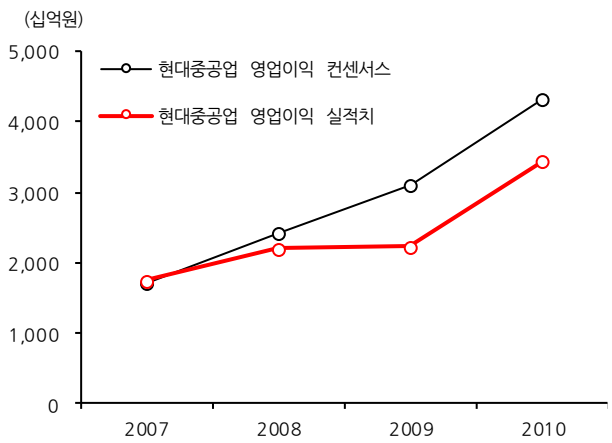
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 삼성전자 이익률 상승한 뒤 투자 늘려



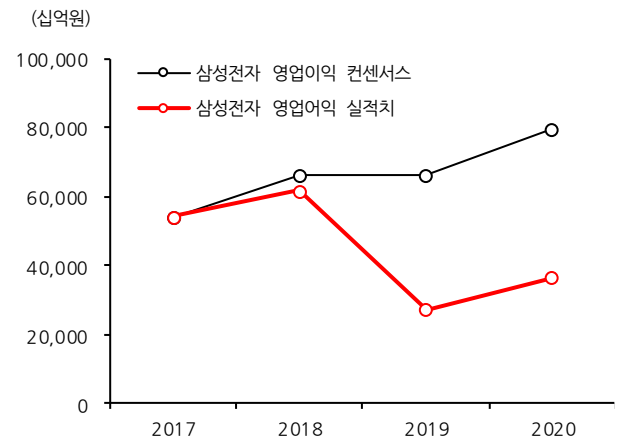
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 현대중공업 영업이익 컨센서스와 실적치 차이



주 : 영업이익 컨센서스는 2007년 추정치
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 삼성전자 영업이익 컨센서스와 실적치 차이



주 : 영업이익 컨센서스는 2017년 추정치
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

신사업의 사이클

새로운 사업에 대한 기대
얼마나 반영돼 있나

이익 추정치는 추정 시기가 멀수록 실적치와 차이를 보인다. 상황이 변하면 이를 반영해 추정치는 조정된다. 그만큼 시간이 갖는 불확실성이 크다는 의미다.

이전에 볼 수 없었던 높은 마진율에 대한 시장의 반응은 둘로 나뉜다. 1) 과거 평균으로 회귀할 것으로 보거나 2) 새로운 추세가 시작됐다고 보는 것이다. 산업의 지향과 경쟁 구도에 따라 다를 것이다. 진입장벽이 낮은 시황 산업은 과거 수준으로 돌아갈 것이고 브랜드, 기술 등 진입장벽이 높은 산업은 상향 추세가 유지될 것이다.

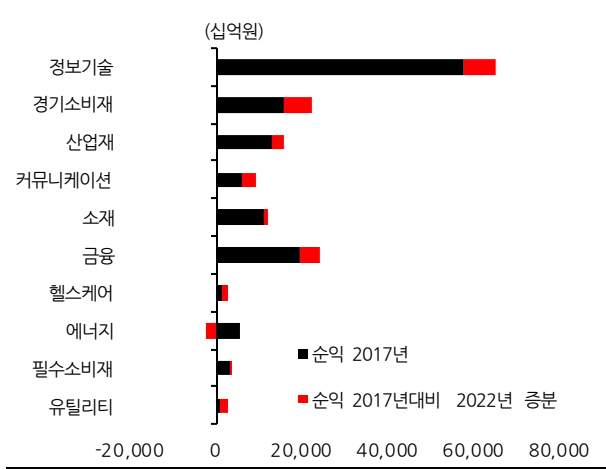
마진율의 방향을 예측하는 것보다 시장의 반응을 어떻게 다룰 것인지가 더 중요하다. 기업의 투자 결정과 이익 컨센서스는 변동이 크지 않고 사후적으로 조정된다. 문제는 시장이 극단적으로 해석하고 반응할 때다.

2017~18년과 지금을 비교하면 지금 시장의 분위기를 가늠해 볼 수 있다. KOSPI의 시가총액은 16일 현재 2,107조원이다. 예상 순이익은 2021년 134조원, 2022년 162조원이다. 2017~18년 KOSPI가 2,600p를 기록하며 신고가를 경신했을 때 시가총액은 대략 1,550조원이었다. 2017년에는 순이익이 142조원으로 역대 최대 수준이었고 2018년에는 130조원을 기록했다.

2017년 말과 비교하면 2022년 순익 예상치는 2017년보다 20조원 많고 시가총액은 557조원 늘었다. 지금의 시가총액이 정당화되려면 이익이 늘어날 뿐 아니라 이익의 질도 좋아야 한다. 즉 이익의 cyclicity가 낮아야 한다.

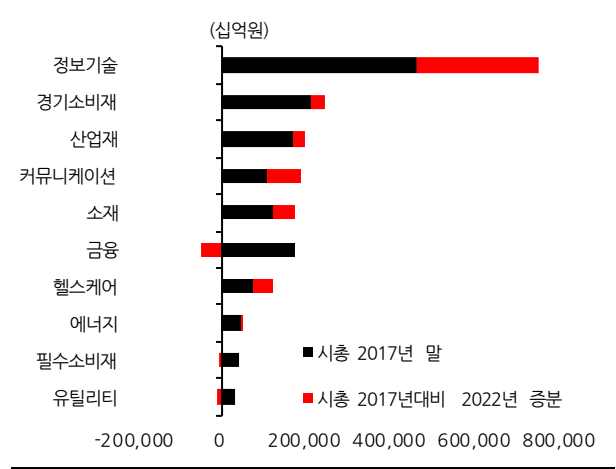
2017년대비 2022년에 이익이 늘어날 것으로 예상되는 섹터는 IT, 소재, 헬스케어, 커뮤니케이션 등이다. 2017년 말보다 시가총액이 증가한 섹터 역시 이들이다. 각 섹터의 시가총액 증분을 이익 증분으로 나눈 것이 다음 페이지 [그림]이다. 새로 창출되는 이익이 각 배수만큼의 사업이어야 시총이 정당화될 수 있다. 한 예로 IT의 예상 증익대비 시총 증분의 배수는 39.2배이다. 삼성전자 파운드리 사업에 대한 기대가 반영돼 있는 것 같다. 비교 대상인 대만 TSMC의 PER은 30배 수준이다.

[그림5] 2017년대비 섹터별 이익증분



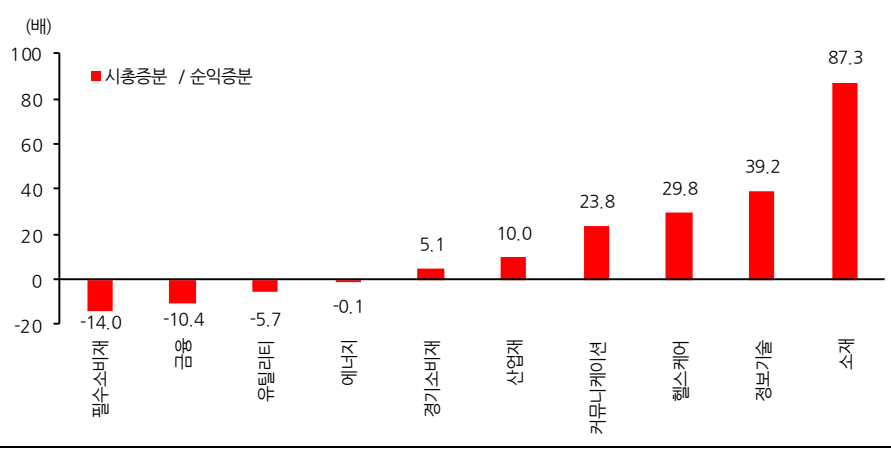
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 2017년 말대비 섹터별 시총 증분



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 예상 증익대비 시총 증가분 비교



주 : 시총증분은 2017년말 대비 2021년 2월 16일, 순익증분은 2022년 순익 예상치 대비 2017년 실적치
 자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

시장의 기대 vs. 나의 기대

신사업의 cyclicality가 작을
것이라는 모순된 기대

그런데 새롭게 진입한 산업에서 창출될 이익의 cyclicality가 작을 것이라는 기대는 모순된다. 내가 새로운 산업에 뛰어들었다는 것은 다른 기업들에는 새 경쟁자가 생겼다는 것이고 이는 이익의 cyclicality를 높이기 때문이다. 내가 높은 마진율을 보고 뛰어드는 순간부터 그 산업의 마진율은 하락하기 시작한다.

이는 모든 투자에 동일하게 적용된다. 기대 수익률이 높다고 판단해 내가 포지션을 잡으면 나의 참여는 기대 수익률의 일부를 실현 수익률로 바꾸고 기대 수익률은 그만큼 떨어진다.

당사 전략팀은 2021년 연간전망에서 2018~19년 국내 기업들이 늘려놓은 투자가 이익으로 전환되며 지수가 레벨업될 것으로 전망했다. 여전히 그 가능성은 높다고 보고 있지만 냉정하게 확률은 50%다.

앞으로 실적이 발표될 때마다 이 확률은 위든 아래든 움직일 것이다. 지금 시장은 실패 확률이 거의 없다고 생각하는 것 같다. 그래서 저 높은 배수를 주고 있을 것이다. 지금 필요한 것은 확인이다. 기다렸던 뉴스가 전해질 때 주식을 사고 싶겠지만 지금은 투자가 이익으로 바뀌는 것을 확인할 때까지 기다려야 한다고 생각한다.