

2021년 4월 20일
투자전략

주식전략

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

투자전략

삼성전자를 비울 용기

포트폴리오에서 삼성전자를 올해 딱 한번 비운다면 2분기여야 한다고 생각한다.

삼성전자와 종목장의 관계

삼성전자를 팔고 다른 주식을 사는건 용기가 필요한 일이다. 특히 벤치마크 매니저는 삼성전자를 시장비중 이상 살 수 없어서 비중을 줄였다가 삼성전자가 시장을 아웃퍼폼하면 삼성전자로 언더퍼폼을 만회할 수 없다. 삼성전자를 비우려면 확신이 있어야 한다.

그리고 올해 딱 한번 삼성전자를 비운다면 그건 2분기여야 한다고 생각한다. 이익 모멘텀이 다른 종목들에 비해 부진하고 시총 비중과 이익 비중을 비교했을 때 시총 비중이 추가로 하락할 여력이 있기 때문이다.

삼성전자의 대안은 크게 세 가지다. 첫째, 삼성전자가 아닌 KOSPI200 기업들로 채우는 것이다. 이익의 방향을 감안했을 때 좋은 선택이 될 수 있을 것이라고 생각한다.

둘째, 다음으로 생각해 볼 수 있는 건 KOSPI200 밖에 있는 KOSPI 기업들인데, 경기민감 업종의 비중이 높다. 최근 글로벌 금리가 반락했는데, COVID-19에서 벗어난 전세계 경기의 순환적 반등이 후반부에 도달했다는 인식 때문인 것 같다. 그렇다면 KOSPI200 외 KOSPI 종목들은 좋은 대안이 아닐 수도 있다.

셋째, 코스닥 시장이다. 코스닥 시장은 새로운 성장의 테마에 부합하는 종목이 찾아질 때 시장의 주목을 받는다. 코스닥의 가장 중요한 기능이 시장에 새로운 성장 담론을 제공하는데 있기 때문이다. 코스닥 전체 종목에서 증권사 리서치에서 커버하는 종목의 비율이 늘어날 때 코스닥지수가 상승하는 경향을 보여왔다. 커버 비율은 2017년 11.9%까지 상승한 뒤 2020년에는 10.1%까지 하락했으나 올해 들어 다시 반등하고 있다. 이런 맥락에서 지금은 코스닥 시장에 관심을 가져볼 만하다는 생각이다.

삼성전자와 기타 등등

국내 주식시장 상승동력,
금리반락과
삼성전자의 홍보

4월 국내 주식시장 상승의 원동력은 글로벌 금리의 반락과 삼성전자의 홍보다. 유동성 긴축 우려가 완화됐고 삼성전자의 실적 전망이 다른 대형주들과 달리 하향되면서 다른 주식들을 사기 편해졌다.

글로벌 금리가 peak out했다고 생각하지 않지만 금리가 다시 오르기 전까지는 삼성전자를 제외한 종목들로 대응하는 것이 좋다고 생각한다. 대상에는 코스닥을 포함한 중소형주까지 포함하는 것이 좋다고 본다.

삼성전자 비중축소,
고도의 베팅

삼성전자를 팔고 다른 주식을 사는건 용기가 필요한 일이다. 특히 벤치마크 매니저는 삼성전자를 시장비중 이상 살 수 없어서 비중을 줄였는데, 삼성전자가 시장을 아웃퍼폼하면 삼성전자로 언더퍼폼을 만회할 수 없다. 더군다나 삼성전자를 대신해 살 수 있는 종목도 없어서 삼성전자를 비우는 건 언더퍼폼에 대한 확신이 있을 때에만 가능하다.

2016년 이후부터 삼성전자를 비우기는 더 어려워졌다. 삼성전자가 KOSPI200을 아웃퍼폼하는 폭도 커졌고 언더퍼폼하더라도 그 기간이 짧아졌기 때문이다. 2016년 이전에는 아웃퍼폼 기간이 짧았기 때문에 다른 종목들로 수익을 낼 시간이 충분했다. 지금은 삼성전자 비중축소 전략의 성공 확률이 낮다.

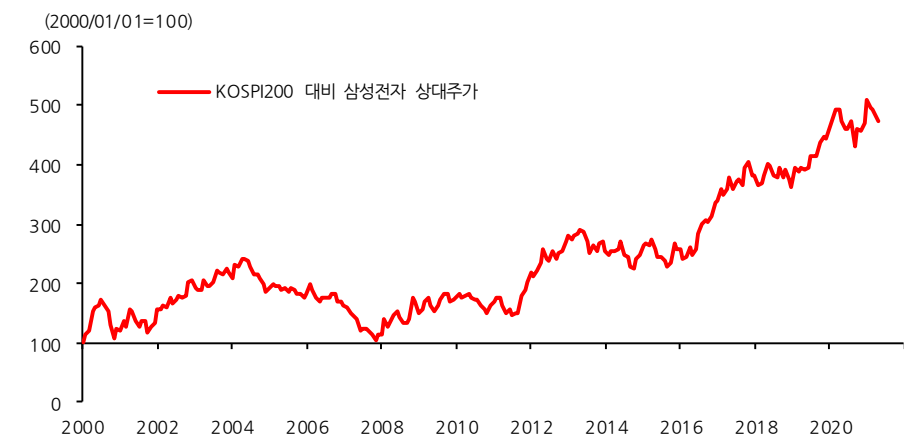
그럼에도 불구하고 지금은 삼성전자를 비워 볼만하다고 생각한다.

국내 주식시장을 1) 삼성전자 2) 삼성전자가 아닌 KOSPI200 3) KOSPI200이 아닌 KOSPI 4) 코스닥으로 나누면 각각의 그룹이 유사한 특성을 갖게 돼 국면이 바뀔 때마다 대응을 용이하게 해준다.

먼저 삼성전자는 잉여현금을 주주들에게 성실하게 돌려주는 대표적인 기업이다. 삼성전자가 산업에서 우월한 지위를 바탕으로 가격을 결정할 수 있는 위치에 있기 때문에 가능하다. 가격 결정력이 있는 기업은 투자 시기를 조절할 수 있어서 현금흐름의 가시성이 높다.

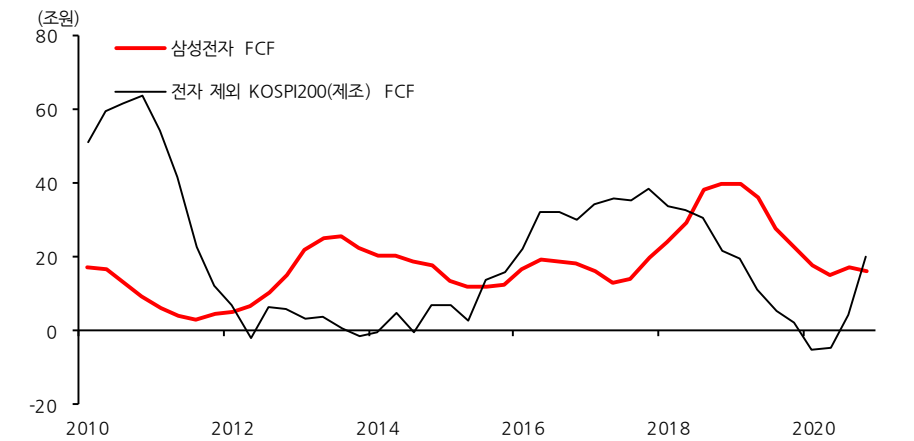
삼성전자는 다른 KOSPI200 기업들과 엇갈리는 잉여현금흐름 사이클을 그린다(다음 페이지 [그림2] 참조). 이는 각 산업 고유의 사이클이 다르기 때문일 것이다. 정보기술 산업은 가격(P)보다 수량(Q)이 매출에 중요하기 때문에 물가의 등락과 실적이 같지 않다. 2021년 이후 삼성전자의 잉여현금흐름은 여타 KOSPI200 제조업체들과 엇갈려 왔다.

[그림1] 삼성전자, KOSPI200 아웃퍼폼 폭 커지고 언더퍼폼 기간 짧아져



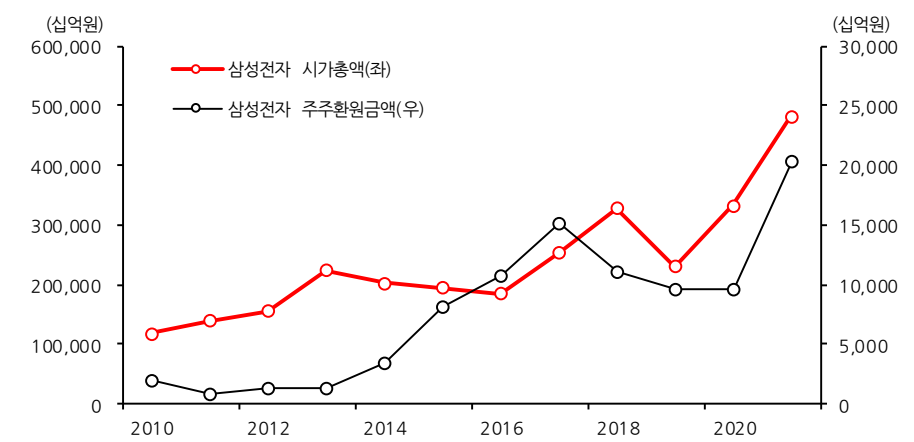
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 삼성전자 현금흐름, 나머지 기업들과 다른 궤적



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 삼성전자 시가총액, 주주환원금액과 동행



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

올해 딱 한번 비운다면
2분기

삼성전자 주가는 1분기 실적발표 이후 KOSPI200을 언더퍼폼하기 시작했다. 시장참가자들이 삼성전자의 2분기 실적 모멘텀이 다른 기업들보다 약하다고 생각했기 때문인 것 같다.

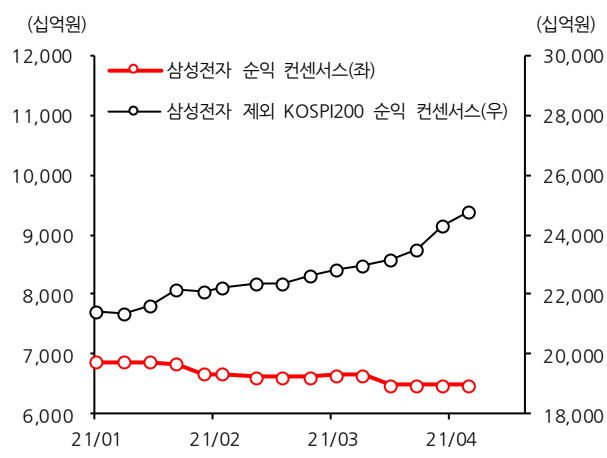
올해 들어 삼성전자의 순이익 컨센서스는 2021년 1분기부터 4분기까지 모든 기간에 걸쳐 하향되고 있는데, 특히 2분기는 연초 이후 9.4% 하향돼 1분기 -5.2%, 3분기 -5.6%, 4분기 -6.3%에 비해 하향 폭이 크다.

반대로 삼성전자를 제외한 KOSPI200 기업들의 순이익 컨센서스는 1분기 +13.3%, 2분기 13.1%, 3분기 +7.9%, 4분기 +7.3%로 2분기의 상향 폭이 크고 하반기는 낮다. 삼성전자를 올해 딱 한번 비운다면 2분기가 적기라는 생각이다.

KOSPI200대비 삼성전자의 상대주가는 KOSPI200에서 삼성전자의 이익이 차지하는 비중과 비슷하게 움직여왔다. 이익 비중은 1분기 21%, 2분기 24%, 3분기 29%, 4분기 33%를 기록할 것으로 예상되고 있는데, 삼성전자의 KOSPI200 내 시가총액 비중은 26% 수준으로 아직 이익 비중에 비해 높다. 이는 작년 말 28%에서 2%p 떨어진 것으로 이익 비중에 견줘보면 여전히 추가 하락 여지가 있어 보인다.

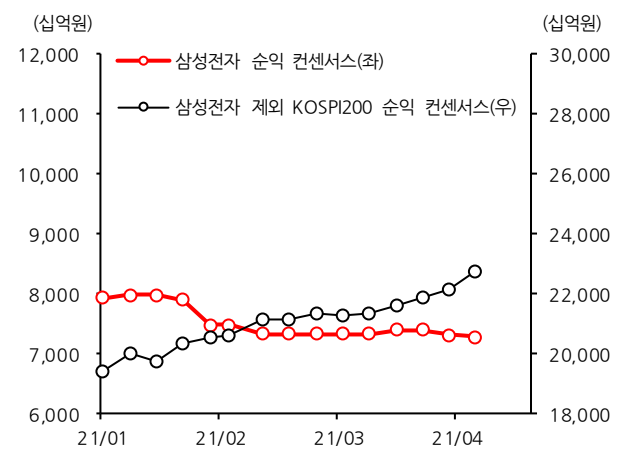
삼성전자의 이익 비중이 가장 높았던 때는 작년 3월 19일이었다. KOSPI가 저점을 기록했던 시기이다. 작년 1분기 삼성전자의 이익 비중은 33%였고 그때에는 삼성전자를 제외한 다른 기업들이 이익을 낼 수 있을지 의구심이 있을 때였다. 올해 2분기는 다른 기업들의 이익 가시성이 순환적으로 높아진다. 삼성전자의 비중을 떨어내는데 부담이 없다.

[그림4] 2021년 1분기 순익 컨센서스



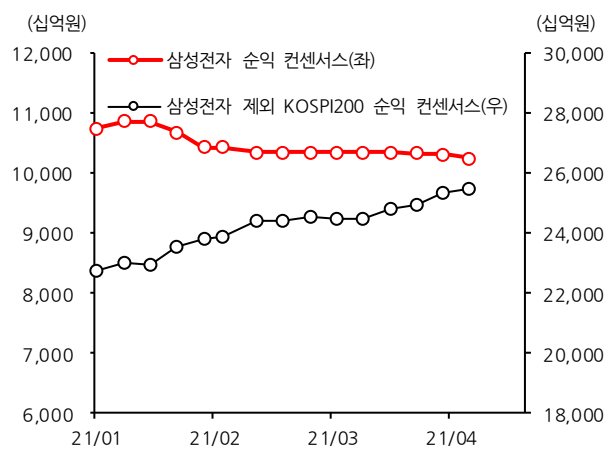
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 2021년 2분기 순익 컨센서스



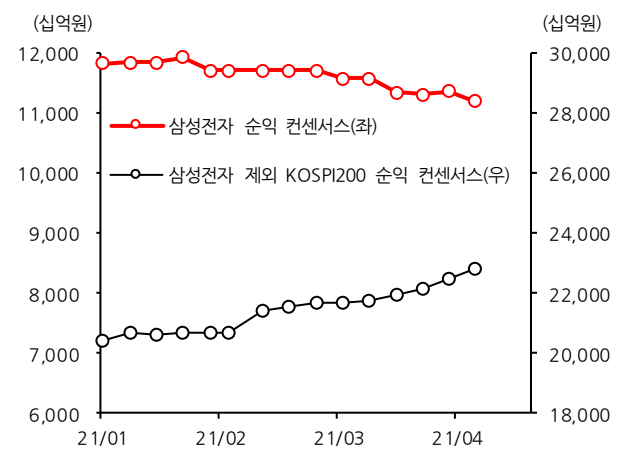
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 2021년 3분기 순익 컨센서스



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 2021년 4분기 순익 컨센서스



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

KOSPI200 밖은 위험해

대안(1) 삼성전자 아닌 KOSPI200 삼성전자를 비운다고 결정했을 때 대안은 세 가지가 있다. 일감은 삼성전자가 아닌 KOSPI200 기업들로 채우는 것이다. 이익의 방향을 감안했을 때 좋은 선택이라고 생각한다.

대안(2) KOSPI200 밖 KOSPI 다음 대안은 KOSPI200 밖에 있는 KOSPI 기업들이다. 이들은 섹터 구성에서 KOSPI200과 큰 차이를 보인다. 소재, 산업재, 경기소비재, 금융 섹터의 비중이 62.5%로 절반을 상회한다. 39.3%에 불과한 KOSPI200보다 경기민감 업종의 비중이 높다.

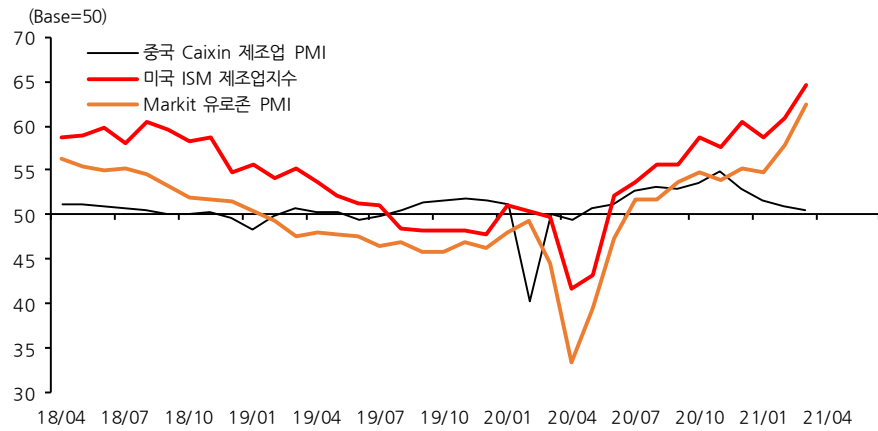
경기에 민감할 뿐 아니라 실적도 흑자와 적자를 넘나드는 기업들이 많다. 글로벌 경기가 호황일 때에는 이익 레버리지가 크지만 반대로 부진할 때에는 역으로 레버리지가 작용한다. 잉여현금흐름이 꾸준히 쌓이지 않기 때문에 자본도 커지지 않는다.

그래서 KOSPI200 밖에 있는 KOSPI 종목들로 지수를 만들어 보면 지수는 우상향하지 않는다. 이런 주식들을 가지고 수익을 낼 수 있는 방법은 철저히 매크로의 마켓타이밍에 의존하는 것이다. 마치 2000년대 초반 국내 주식시장을 보는 것 같은데, 섹터 비중도 그때와 닮아 있다.

최근 글로벌 금리가 반락하면서 대형 성장주들이 반등할 수 있는 계기가 마련됐다. 금리가 반락한 이유는 찾기 어려운데 굳이 찾자면 COVID-19에서 벗어난 전세계 경기의 순환적 반등이 후반부에 도달했다는 인식 때문일 것이다.

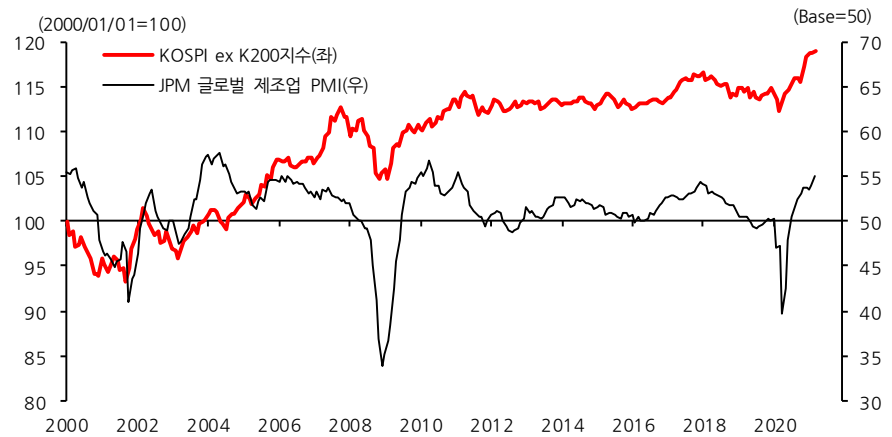
그렇다면 KOSPI200 외 KOSPI 종목들은 좋은 대안이 아닐 수도 있다. 물론 글로벌 경기가 일년여의 순환적 반등을 마무리했다고 해도 2분기에도 레벨은 높은 수준일 것이다. 이제부터는 시클리컬 내에서도 잉여현금흐름이 나는 기업들과 그렇지 않은 기업들을 나눠서 볼 필요가 있다.

[그림8] 글로벌 경기순환 지표, 추가 상승 가능성에 의구심



자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] KOSPI200 밖 KOSPI 글로벌 경기와 동행



자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

갖춰지는 종목장의 조건

대안(3) 코스닥 그래서 코스닥 시장에 관심을 가져야 한다고 생각한다.

코스닥, 신선함이 생명

코스닥 시장의 등락을 설명하는 변수를 짚어내기란 여간 쉽지 않다. 코스닥 시장은 비교적 작은 규모의 기업들이 새로 상장하는 시장으로 한해 적게는 60여개, 많게는 80여개 기업들이 상장한다. 상장된 종목 수가 1,500개가 조금 안되므로 해마다 5%에 가까운 기업들이 들어오고 1% 가량의 기업들이 상장폐지된다.

코스닥 전체 기업들 1,588개 개 중 컨센서스가 존재하는 기업은 270개로 17%에 불과하다. 이는 KOSPI200 87%보다 낮고 KOSPI200이 아닌 KOSPI 기업들 18%와 유사한 수준이다. 코스닥 기업들에 어닝 서프라이즈를 기대하기는 어렵다.

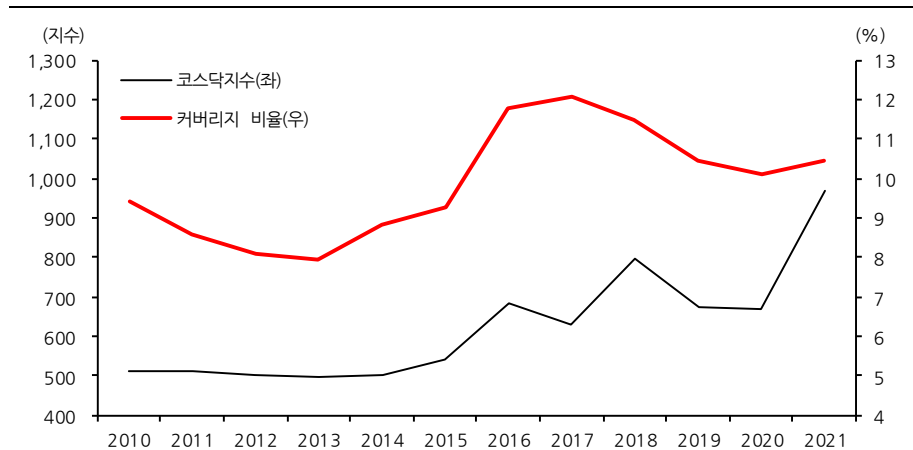
대신 KOSPI200지수와 섹터 비중이 유사하다. KOSPI200의 IT, 헬스케어, 커뮤니케이션 섹터의 비중이 55%인데, 코스닥지수의 이들 업종 비중은 74%나 된다. 주도주가 성장주이면서 수급이 대형주에서 중소형주로 이동하는 구간에서 코스닥 종목들이 시장을 웃도는 수익률을 낼 수 있다.

코스닥 시장은 종목이 너무 많고 계속 새로운 종목이 등장하기 때문에 기존 종목의 성장 궤적을 추적하는 것도 중요하지만 새로운 성장의 테마에 부합하는 종목을 찾아내는 것이 더 중요하다. 코스닥의 존재 이유는 시장에 새로운 성장 담론을 제공하는데 있다.

코스닥 전체 종목에서 증권사 리서치에서 커버하는 종목의 비율이 늘어날 때 코스닥지수가 상승하는 경향을 보여왔다. 커버 비율은 2017년 11.9%까지 상승한 뒤 2020년에는 10.1%까지 하락했으나 올해 들어 다시 반등하고 있다.

특히, 2016년 이후 상장됐고 근래 커버리지가 개시돼 커버리지 수가 늘어나는 종목들에 관심을 가져볼 만하다는 생각이다. 주식시장에서 발굴돼 관심이 늘어나고 있는 종목들이기 때문이다. 엠씨넥스, 노바렉스, 디앤씨미디어, 웹게시 등이 대표적이다.

[그림10] 코스닥 시장, 종목이 발굴될 때 상승



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

(공표일: 2021 년 04 월 19 일)

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 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.

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다(박승영). 저회 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목을 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.