

SWAN

Sleep Well At Night

“ 시장의 움직임에 예민하게 반응하며 매매하는 방식을 지양하는 투자자를 위해 SWAN 포트폴리오를 제안합니다. SWAN은 필립 피셔가 '보수적인 투자자는 마음이 편하다(Conservative Investors Sleep Well)'에서 주장한 개념입니다. 경제적 해자 (Economic Moat)가 있어 안정적인 사업 구조와 강력한 브랜드를 갖고, 생산이 효율적이어서 수익성이 우수한 기업이 후보에 들어갑니다. 기업의 문화가 건전해 회계가 투명하고 경영진이 주주 가치를 중시할 필요도 있습니다. 첫 번째 SWAN 포트폴리오로 제이피모건 (은행), 존슨앤존슨 (헬스케어/소비재), 프록터앤갬블 (생활용품)을 제시합니다. SWAN #1을 통해 안정적인 수익률과 월간 배당까지 기대할 수 있습니다. ”



| Contents |

핵심 요약.....	03
주요 지표.....	06
I. SWAN (Sleep Well At Night)이란?	07
1. 안정적인 사업 구조: 경제적 해자.....	07
2. 우월한 이익률: 효율적인 생산	11
3. 강한 브랜드 및 R&D: 기업의 영속성	14
4. 투명한 회계	16
5. 경영진 및 문화	18
II. SWAN #1 포트폴리오 특성	21
1. 성장성: 이익 및 현금 흐름	21
2. 안정성: 재무상태표 및 베타	24
3. 장기 기대 수익률	27
III. 기업 분석.....	29
1. JPMorgan Chase & Co. (JPM).....	30
2. Johnson & Johnson (JNJ)	38
3. Procter & Gamble (PG).....	49

핵심 요약

성장주에 대한 쓸림은
안정적인 현금 흐름에
대한 관심 희석

특정 산업의 우세가 오랜 기간 이어지면서, 성장하는 기업에 대한 고정 관념이 생겼다. 2016년 세계경제포럼(World Economic Forum)에서 '4차 산업 혁명' 개념이 제시된 이후, 주식 시장의 주도주는 정보기술 관련 기업으로 빠르게 전환됐다. 비대면 경제 활동을 강요한 코로나로 잘 나가는 회사와 나머지의 간극은 더 커졌다. 안정적인 사업을 통해 현금을 창출하는 기업을 발굴하는 전통적인 투자 방식에 대한 믿음이 약화되고 있음이 느껴진다.

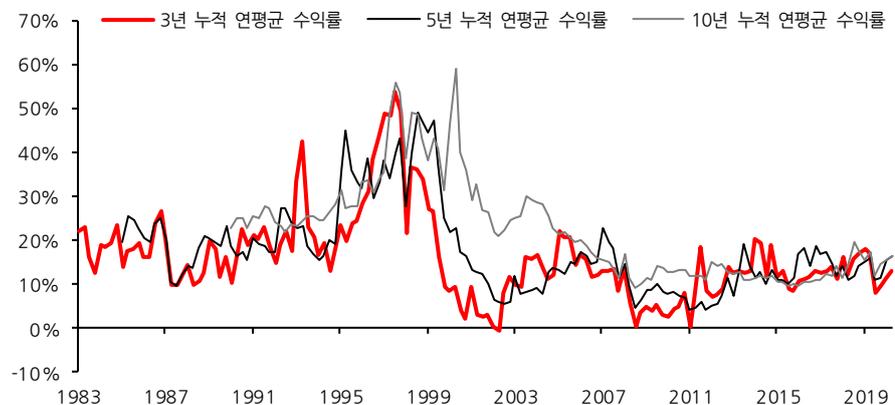
SWAN을 통해
안정적인 수익률 추구

그럼에도 불구하고, 주가 변화에 예민하게 반응하지 않으면서 장기 보유를 통해 중위험/중수익을 주는 기업에 대한 수요는 꾸준하다고 판단된다. 우리는 SWAN(Sleep Well At Night) 포트폴리오를 통해 이를 달성할 수 있다고 믿는다. SWAN은 필립 피셔가 제안한 개념을 활용했다. 필립 피셔는 저평가 기업을 재무제표로 파악했던 벤저민 그레이엄(1894 ~ 1976)에 비해 13년 늦게 태어났다. '위대한 기업에 투자하라(Common Stocks and Uncommon Profits, 1958)'와 '보수적 투자자는 마음이 편하다(Conservative Investors Sleep Well, 1975)'를 통해 정성 분석의 중요성을 설파했다. 다음 세대를 대표하는 1930년생 워렌 버핏은 두 가지 방식을 결합해 최고의 투자자 중 한 사람이 됐다.

경제적 해자(Economic Moat)가 있어 안정적인 사업 구조와 강력한 브랜드를 갖고, 생산이 효율적이어서 수익성이 우수하면, SWAN 포트폴리오에 포함될 수 있다. 기업의 문화가 건전해 회계가 투명하고 경영진이 주주 가치를 중시해야 한다. 첫 번째 SWAN 포트폴리오로 제이피모건(은행), 존슨앤존슨(헬스케어/소비재), 프록터앤갬블(생활용품)을 제시한다.

SWAN #1은 시장의 변동에 대한 노출은 줄이면서 안정적인 수익률을 제공할 것으로 기대된다. 지난 40년간의 주가와 총주주환원(배당 및 자사주)을 모두 감안해 분석하면, SWAN #1의 장기 보유에 따른 수익률이 견조하다는 점을 확인할 수 있다. 배당도 매력적인데, 각 회사의 지급 시기가 달라 매월 배당금을 받는 구조다.

[그림1] SWAN #1 포트폴리오 역사적 주주 수익률: 5년 기준 최저 4% 이상



주: 각 종목 동일 비율 편입, 배당은 현금 보유 가정
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

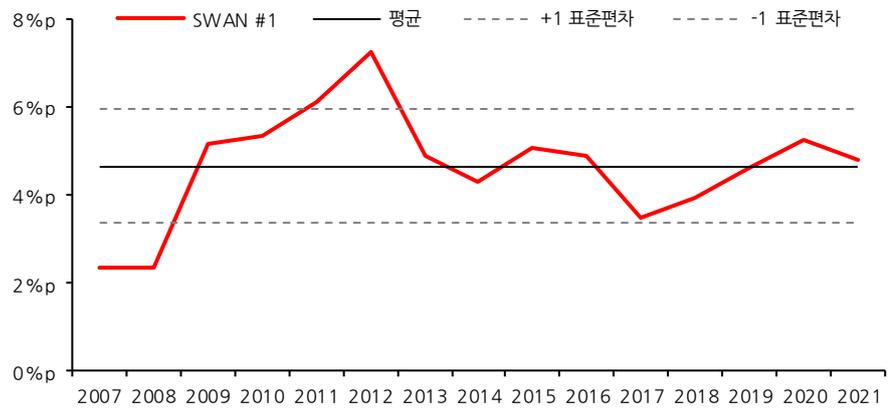
- 첫 번째 조건: 안정적인 사업 구조
장래 이익의 현가 합계가 기업 가치이다. 지금 돈을 벌지 못해도 급격하게 성장하는 산업에 있는 회사는 높은 주가수익배율 (PER)에 거래된다. 전망 산업의 확장성이 둔화되면 밸류에이션이 급격하게 하락하기 때문에, 변화의 귀추를 항상 유심히 지켜봐야 한다. 변동성이 작은 사업을 영위하는 기업의 성장성은 낮을 수 밖에 없다. 그러나 경제적 해자를 갖는다면 안정적으로 수익이 늘어날 것이다. 경쟁이 약해 가시성 높은 장기적인 이익 증가 가능성이 높다. 사업 구조가 우수해 SWAN 포트폴리오에 포함될 만 하다.
- 두 번째 조건: 우월한 이익률
높은 수익성도 SWAN 포트폴리오가 가지고 있어야할 요소이다. 이익률의 변동성까지 낮으면 투자자가 이익을 추정하기 용이해 주식의 가치 예측이 쉬워진다. SWAN 기업은 경제적 해자를 갖고 있어 단가 인상이 수월하다. 오랜 기간 제품을 생산하고 서비스를 제공해 다른 기업에 비해 비용이 낮다. 감가상각비 수준의 설비 투자만 필요해 손익계산서 상의 이익이 대부분 현금으로 전환된다.
- 세 번째 조건: 강력한 브랜드와 R&D
브랜드가 탁월해야 사업 구조를 안정적으로 유지할 수 있다. 우월한 브랜드를 갖고 있으면 강건한 이익률이 지속된다. 실적 예상치의 변동성이 낮아지기 마련이다. 오랜 기간 쌓여 확고하게 정립된 브랜드를 보유하고 있으면, 1) 기존 제품의 신뢰성을 바탕으로 소비자의 선택을 유도하는 다각화가 가능하고, 2) 마케팅 비용을 아낄 수 있으며, 3) 경쟁력 유지에 꼭 필요한 R&D 지출도 최소화할 수 있다.
- 네 번째 조건: 투명한 회계
브랜드가 월등해 사업 구조가 안정적이고, 이익률이 높아도 회계를 믿을 수 없다면 SWAN 포트폴리오에 적합하지 않다. 감사를 받은 재무제표를 믿는 것에서 주식 투자는 시작된다. 우리는 가이던스 제공 및 달성 여부, 재무상태표의 기타순유동부채 및 손익계산서의 기타이익 규모 등으로 회계의 투명도를 평가하고자 한다. 재무제표의 일반적 항목으로 표기할 수 있는 비율이 높을수록 신뢰성이 올라간다고 판단한다.
- 다섯 번째 조건: 경영진 및 문화
필립 피셔는 투자자가 의지해야 할 대상은 경기도, 정책도 아닌 경영진이라고 설파했다. SWAN에 포함될 수 있는 영속 기업 (Going Concern)이 되려면, 회사를 안정적으로 성장시켜 주주에게 돌려주겠다는 의지와 실행력이 강한 경영진이 있어야 한다. 경영진 교체가 빈번하지 않고, 훈련을 통해 내부에서 단련돼 승진하는 문화가 필요하다. 배당 및 자사주 매입을 꾸준히 하는 기업은 소액 주주에게 우호적인 분위기가 회사 저변에 깔려 있다고 인정해야 한다.
- SWAN #1: 제이피모건, 존슨앤존슨, 프록터앤갬블
SWAN의 첫 번째 기업군에는 제이피모건, 존슨앤존슨, 프록터앤갬블이 포함됐다. 역사가 깊고, 산업 내 선두권의 지위를 오랜 기간 놓치지 않고 있다. 수익성이 높으며, 브랜드도 좋다. 같은 업종의 다른 기업에 비해 가이던스 제시도 빈번하고 정확한 편이다. 주주에 대한 보답을 중시하고, 능력 있는 경영진이 회사를 이끌고 있다는 공통점도 가지고 있다.
- 일드갭 (Yield Gap)을 통해 확인한 SWAN #1의 밸류에이션은 역사적 평균 수준으로 부담스럽지 않다. 시장 지수는 크게 올랐지만, 상대 수익률이 저조했기 때문이다. 제이피모건은 전고점 수준이고, 프록터앤갬블은 코로나 전 주가에도 미치지 못하고 있다. 지금도 늦지 않았다. SWAN #1을 편입해 장기적으로 가져가기 좋은 시기다.

[표1] SWAN #1 포트폴리오 기업 이익 및 밸류에이션 전망

회사	Code	FY1 ROE	PBR	Consensus TP	현재가	상승여력	배당수익률	매수 비율
제이피모건	JPM	13.3%	1.7x	\$147.9	\$151.2	-2.2%	2.4%	67%
존슨앤존슨	JNJ	35.7%	5.3x	\$183.7	\$162.8	12.9%	2.5%	67%
프록터앤갬블	PG	34.6%	6.8x	\$149.8	\$126.6	18.3%	2.5%	54%

자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] SWAN #1 포트폴리오 Yield Gap 추이: 역사적 평균 수준으로 부담 低



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

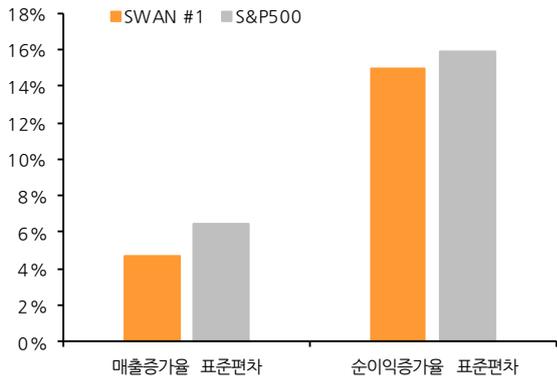
주요 도표

[그림3] 제이피모건은 미국 1위 은행, 존슨앤존슨/프록터앤갬블 제품 어디서든 쉽게 발견



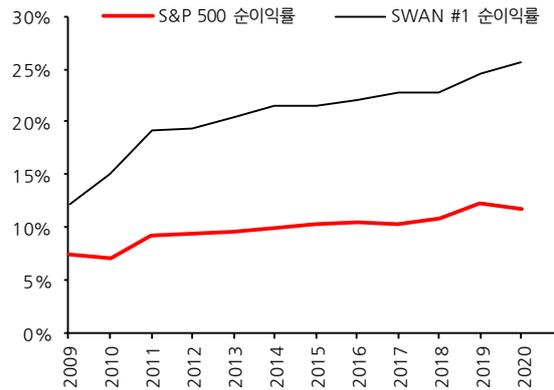
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] SWAN #1의 매출/순이익의 증가율의 표준편차 낮고...



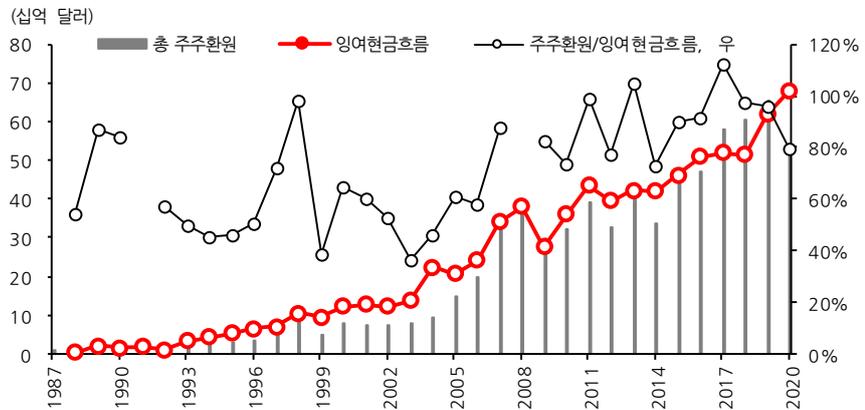
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] ... 수익성은 S&P 500 대비 우월



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 경영 안정성 탁월: 지속적으로 증가하는 잉여현금흐름과 높은 주주환원 비율



주: 제이피모건은 순이익을 잉여현금흐름으로 가정, 자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

I. SWAN (Sleep Well At Night)이란?

1. 안정적인 사업 구조: 경제적 해자

경제적 해자를
갖는 산업의 특징

경쟁이 없는 산업은 없다. 구조적으로 경쟁이 약한 영역이 있을 뿐이다. 경쟁이 치열하지 않은 곳에서 오랜 기간 이익을 늘려간 기업은 경제적 해자가 있어 안정성이 높다고 받아들여진다. 거꾸로 영위하는 사업과 회사 자체의 특징을 파악해 경제적 해자 유무를 파악할 수도 있다. 가장 많이 활용되는 방법은 하버드 대학교 교수인 마이클 포터가 1979년 하버드비즈니스리뷰(HBR)를 통해 주장한 5요인 (Five Forces) 분석이다.

동일 업종 기업간의 경쟁 강도는 산업의 매력도를 평가하는 기본이 된다. 집중도가 높고, 초과 설비 규모가 적으며 (또는 설비 증가율이 작은 경우), 퇴거 장벽이 낮을수록 산업의 경쟁이 약하다고 평가한다. 경쟁 강도를 결정하는 외부 요인은 4가지가 언급돼 있다. 신규 참여자, 공급자 및 구매자의 협상력 그리고 대체품/서비스의 위협이다.

- 새로운 기업이 얼마나 쉽게 뛰어 들 수 있는가 (Threat of Entry)? 잠재적 참여자의 진입을 막아주는 장벽 (Barriers to Entry)에는 6가지 원천이 있다고 포터 교수는 밝히고 있다.
 - 1) 규모의 경제 (Economies of Scale): 대량 생산을 통해 비용을 충분히 낮춰야 경쟁이 가능한 업종이라면 진입 장벽이 높다. 규모의 경제는 생산에 한정되지 않고 R&D, 마케팅, 유통 및 자금 조달 등 전 영역에서 영향을 미친다.
 - 2) 제품 차별화 (Product Differentiation): 오랜 기간 확립돼 신뢰성이 높은 브랜드는 경쟁 기업을 이길 수 있는 요인이다. 새롭게 뛰어 드는 회사는 혁신적인 제품으로 시장에 진입하지 않는 한 충성도가 높은 고객을 뺏어 오기 위해 막대한 비용을 써야 한다. 돈을 들인다고 고객이 넘어온다는 보장도 없다.
 - 3) 자본 필요성 (Capital Requirements): 사업을 시작하기 위한 투자 규모가 크면 클수록 진입하기 어렵다. 특히, 회복이 불가능한 매몰 비용으로 간주되는 광고비나 R&D 비중이 크면 더욱 힘들다.
 - 4) 비용 우위 (Cost Advantages): 기업의 규모와 관계없이 시행착오를 통해 축적된 암묵지가 보이지 않는 손실을 줄인다.
 - 5) 유통망 접근성 (Access to Distribution Channels): 모바일을 통해 제품 및 서비스 제공이 가능해진 지금은 상대적으로 중요성이 떨어진다.
 - 6) 정부 규제 (Government Policy): 특허 또는 명시된 법에 의해 신규 진입자를 막아주는 산업은 진입 장벽이 높다.

- 공급자 대비 기업의 협상력이 우위에 있는가? 공급자의 수가 적고, 원료 및 중간재의 품질이 공급하는 회사에 따라 차이가 크면 공급자의 협상력이 강하다. 공급자 간의 유대가 강해 판매 경쟁을 하지 않거나, 기업이 공급자의 주요 고객인 경우에도 마찬가지다.
- 구매자 대비 기업의 협상력이 우위에 있는가? 구매자가 많은 양을 한 번에 사고 그 숫자 마저 적으면 협상력이 세다. 규격화된 제품을 매입하고 구매자의 최종 지출에서 차지하는 비중이 크면 구매자는 신중하게 대체재를 찾을 것이기 때문에 기업의 협상력은 약화된다.
- 대체품 및 서비스가 쉽게 접근 가능한가? 수월하게 옮겨 갈 수 있는 제품이나 서비스를 공급하면 단가 인상에 한계를 드러내게 된다. 경기가 안 좋은 시기의 악영향은 더욱 크데, 경쟁이 심화되며 손실을 내는 경우가 많다.

[그림기] 5요인 사업 구조 분석: 경제적해자의 요건



자료: 한화투자증권 리서치센터

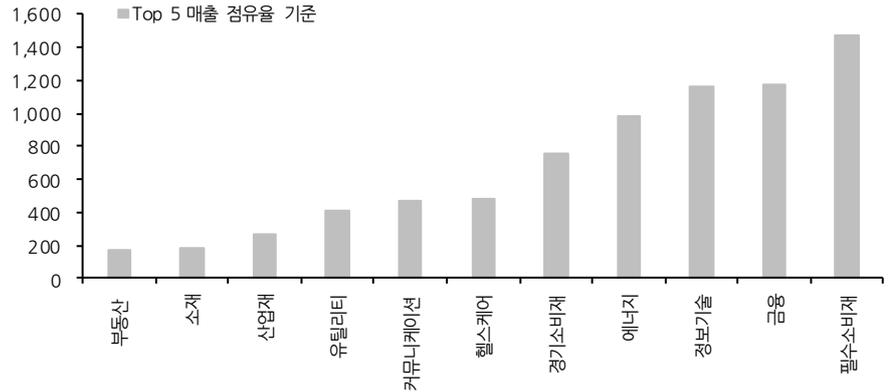
산업 집중도:
허핀달-허쉬만 지수

동일 산업 안에서의 경쟁 상황을 파악하기 위해 허핀달 - 허쉬만 지수 (Herfindal - Hirschman Index, HHI)를 사용했다. 허핀달 - 허쉬만 지수는 시장 참여 기업의 점유율을 제곱한 후 더해서 구한다. 미국에서 합병 과정을 심사할 때 1,800을 초과하면 고도로 집중된 시장, 1,000 - 1,800 사이에 있으면 집중된 시장, 1,000 미만이면 非집중적인 시장으로 간주한다.

GICS 1단계 기준 11개 업종의 기업 매출을 기준으로 계산하면, 필수소비재, 금융, 정보기술의 집중도가 높았다. 경쟁이 치열하다고 느껴지는 정보기술의 수치가 높은 것은 애플과 마이크로소프트의 비중이 높기 때문으로 파악된다. 일부 투자자들이 대형 정보기술 기업이 필수소비재와 유사한 특징이 있다고 설명하는 이유를 여기서 찾을 수 있다.

SWAN #1의 제이피모건은 금융에 속해있고, 존슨앤존슨은 헬스케어/필수소비재, 프록터앤갬블은 필수소비재 업종이다. 집중도가 높아 상대적으로 동일 산업 내 경쟁 강도가 낮다고 이해할 수 있다.

[그림8] 업종별 허핀달-허쉬만 지수: 필수소비재, 금융 집중도 높은 편



주: 점유율은 5대 기업 매출 기준
 자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

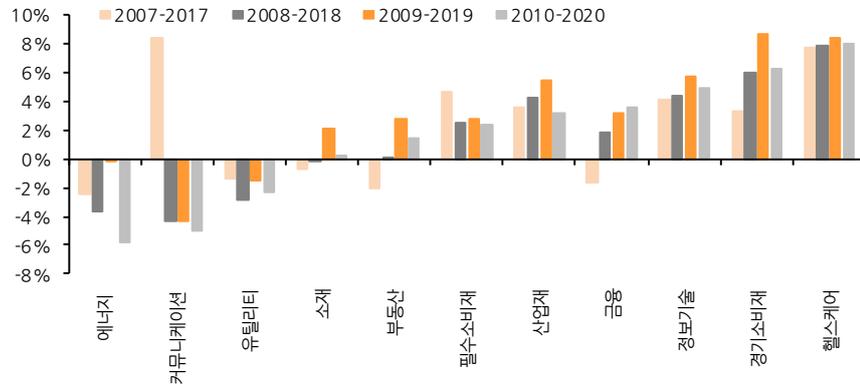
매출 성장과 변동성
 헬스케어 우위

매출 성장률이 안정적으로 높게 장기간 유지되면, 기업의 사업이 경제적 해자를 갖고 있다고 인정할 수 있다. 경기 변화에 따라 외형의 단기적인 움직임이 클 수 있기 때문에 10년 주기의 연평균 매출액 증가율을 통해 업종별 경제적 해자의 정도를 판단했다. 2007년 이후 10년씩 4개의 구간으로 나눠 연평균 성장률을 도출했다.

네 구간의 매출 증가율 평균이 가장 높았던 업종은 헬스케어였다. 최저 7.8%에서 최고 8.4%를 기록했다. 경기소비재와 정보기술이 2위, 3위를 기록했다. 경기소비재는 3.3 ~ 8.7%, 정보기술은 4.1 ~ 5.8%의 범위에서 움직였다. 가장 부진했던 업종은 에너지로 모든 구간에서 연평균으로 매출이 감소했다.

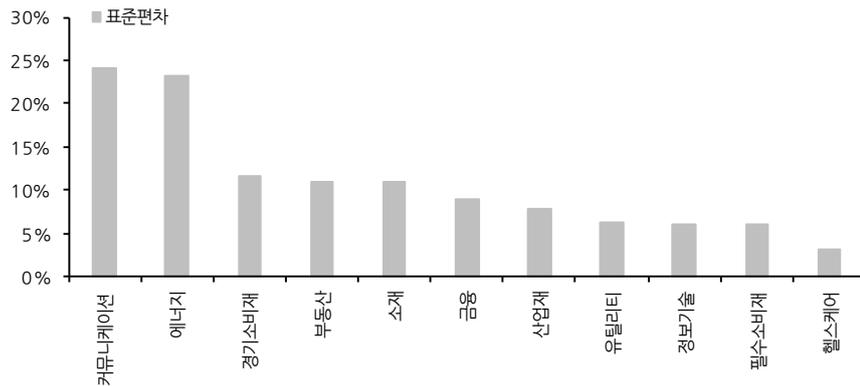
매출 증가율의 표준편차가 작으면 경제가 영업에 미치는 영향이 미미한 업종이라고 간주할 수 있다. 매출이 가장 많이 늘었던 헬스케어는 변동성도 가장 낮아 실적의 가시성이 높았다. 필수소비재는 성장률 순위는 중간이었지만, 표준편차는 두 번째로 작았다. 커뮤니케이션과 에너지의 매출 성장률 변화폭이 컸다. 경기소비재는 두 번째로 외형이 크게 확대됐던 반면, 변동성은 컸다.

[그림9] 업종별 10년 주기 연평균 매출 증가율: 헬스케어, 경기소비재 성장률 우월



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 업종별 연평균 매출증가율의 표준편차: 헬스케어, 필수소비재 외형 변수 少



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

2. 우월한 이익률: 효율적인 생산

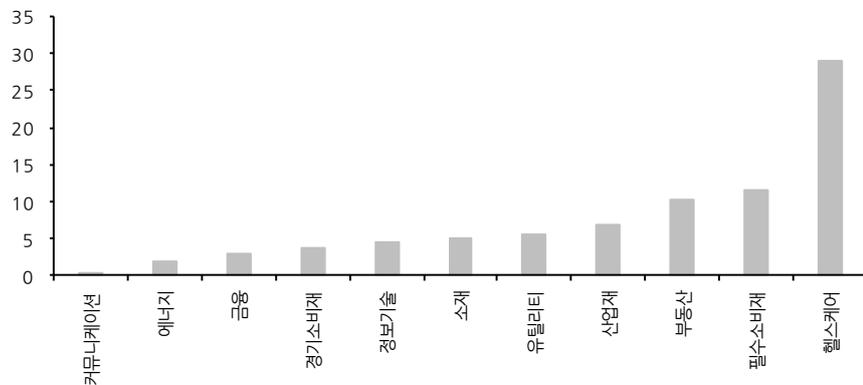
헬스케어, 필수소비재
이익률과 표준편차 우위

업종의 이익률이 높고, 변동성이 낮아 가치성이 양호하면 또 다른 경제적 해자가 있는 것이다. 수익성이 좋고 추정하기 쉬우면 주식위험할증 (Equity Risk Premium)을 줄여 밸류에이션을 올린다. 주가를 결정하는 두 가지 요인인 주당순이익 (EPS)과 주가수익배수 (PER)의 추정치를 신뢰할 수 있으면, 기업 가치를 믿을 수 있다.

높은 이익률을 안정적으로 유지하기 위해서 1) 인플레이션 시기에는 비용 증가를 뛰어넘는 가격 인상을 해야 하고, 2) 디플레이션이 오면 제품 또는 서비스의 단가가 버터줘야 하며, 3) 생산이 효율적이어서 설비 투자의 필요성이 작아야 한다.

우리는 변동성이 낮은 상태에서 높은 수익성을 시현하는 업종을 찾기 위해 순이익률/표준편차를 이용했다. 헬스케어가 1위를 차지했는데, 연평균 순이익률은 10.1%로 5위였으나 표준편차가 낮았다. 2007 - 2020년에 순이익률이 9.7 - 11%의 범위에서 움직였다. 2위는 필수소비재였는데, 표준편차가 헬스케어 다음으로 작았다. 순이익률의 최댓값과 최솟값의 차이가 1.8%p에 불과했다. 커뮤니케이션과 에너지가 하위권에 위치했는데, 커뮤니케이션은 변동성이 컸고, 에너지는 수익성이 저조했다.

[그림11] 업종별 연평균 순이익률/순이익률의 표준편차 - 헬스케어, 필수소비재 안정적



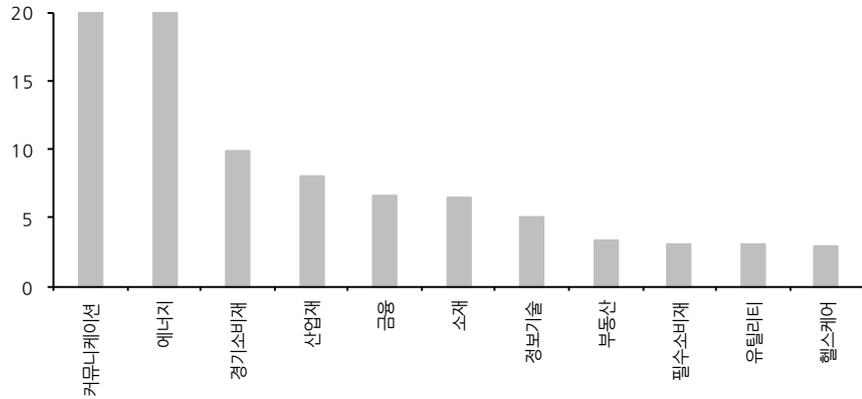
주: 숫자가 클수록 이익률 대비 안정성이 높다는 의미
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

수익성의 강건함이
밸류에이션의
안정성 결정

매출이 일정할 때 이익률의 변동성이 낮으면 주당순이익의 가치가 커진다. 예측 가능한 PER을 갖게 되면 주가는 견조할 가능성이 높다. 업종 평균 PER의 표준편차는 헬스케어가 가장 낮았다. 2008년 금융 위기와 2020년 코로나 기간에 실적이 악화되지 않아서 PER의 변화폭이 작았다. PER이 10 - 20배 범위에서 움직일 정도로 안정적이었다.

커뮤니케이션과 에너지의 PER 변동성이 컸다. 적자와 흑자를 넘나들면서 PER의 기호 전환이 잦았다. 표준편차가 클 수 밖에 없었다. 이익률이 양호하게 유지돼야 PER이 안정적이었던 근거다. PER에 대한 의구심이 생기면 다른 업종에 비해 높은 배수를 적용할 수 없다. 경제적 해자가 회사의 시가총액에 직접적 영향을 끼치는 경로다.

[그림12] 업종별 연평균 PER 표준편차: 헬스케어, 필수소비재 Valuation 변동성 低

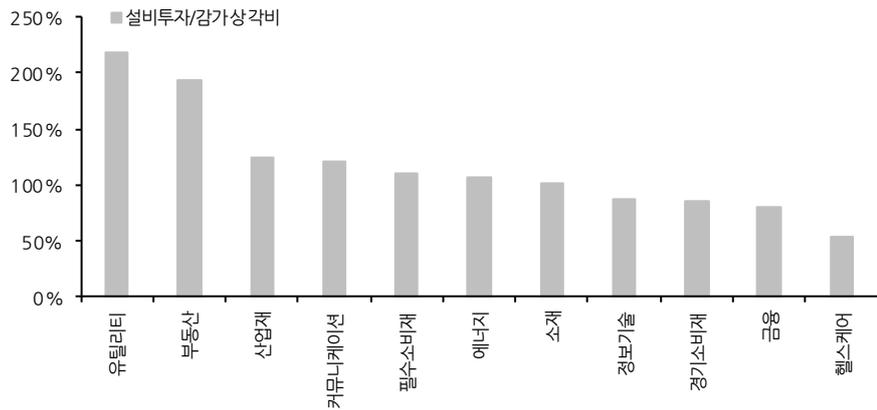


주: 커뮤니케이션, 에너지는 20 초과
 자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

설비투자 규모는 중요한 효율성 지표

높은 수익성과 낮은 변동성을 오래 유지할 수 있을지를 살펴보면 설비투자의 효율성을 고려해야 한다. 성장을 위해 큰 규모의 설비투자가 필요하면 양호한 이익률이 지속되기 어렵다. 감가상각비는 오랜 기간 쌓인 고정 자산 (저량, Stock)을 바탕으로 계산되는 비용 (유량, flow)이다. 따라서, 투자가 급격하게 늘어나지 않는 한 변화가 크지 않다. 설비투자 규모에 따라 감가상각비 대비 설비투자 비율이 결정되는 이유다. 장기간 설비투자가 감가상각비를 초과하면 자금 조달 부담이 커져 이익률이 안정적이기 어렵다. 헬스케어는 감가상각비 절반 수준의 설비투자로도 지난 15년간 경제적 해자를 증명해왔다.

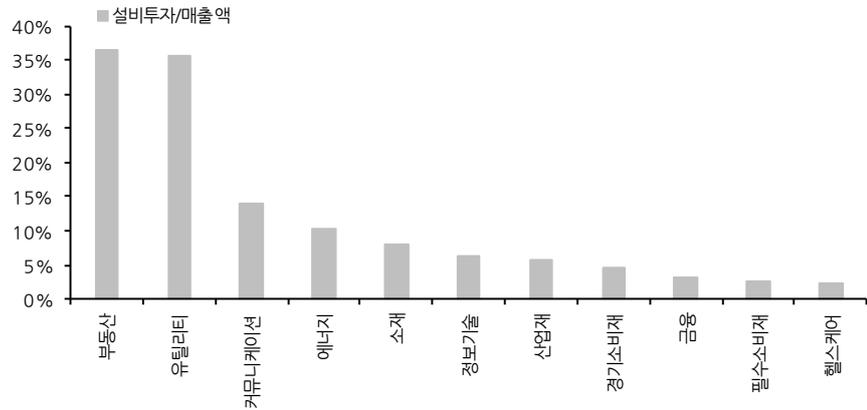
[그림13] 업종별 감가상각 대비 설비투자: 헬스케어, 금융 설비투자는 감가상각보다 작고...



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

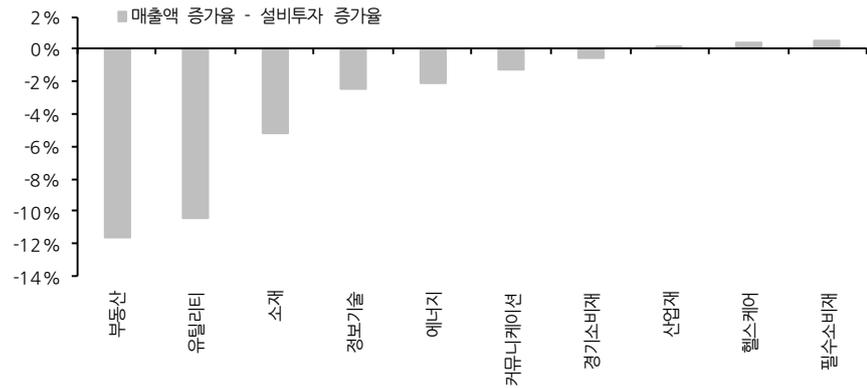
매출액 대비 설비투자 비중이 높아도 효율이 떨어지는 것은 마찬가지다. 외형 증가를 위해 설비투자를 꾸준히 늘려야 하면, 기업 규모 확대에 따른 능률 개선을 누리지 못하게 된다. 헬스케어와 필수소비재는 매출액 대비 설비투자 비율이 5% 미만으로 낮아 대부분의 영업활동현금흐름이 잉여현금흐름으로 전환된다. 주주에게 돌려줄 수 있는 현금 여력이 크다. 헬스케어와 필수소비재는 매출액이 설비투자보다 빠르게 늘어났다. 고정비 절감 효과가 커 생산이 효율적이다.

[그림 14] 업종별 매출액 대비 설비투자: ... 헬스케어, 필수소비재는 설비투자 필요성도 미미



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림 15] 필수소비재, 헬스케어는 매출액이 설비투자보다 빠르게 증가



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

3. 강한 브랜드 및 R&D: 기업의 영속성

브랜드의 우월함은 경제적 해자로 연결

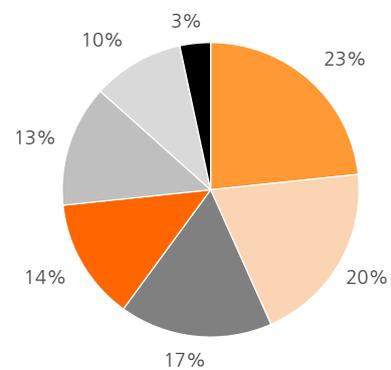
매출액이 안정적으로 늘고, 이익률이 유지되면 순이익 증가의 가시성은 높을 수 밖에 없다. 여기에 더해, 브랜드까지 탁월하면 진입 장벽이 높고, 협상력이 커지며, 대체품의 위협도 약화된다. 경제적 해자가 강화되는 것이다. 브랜드의 강건함을 정량화하기 어렵기 때문에 브랜드 평가 기관의 순위를 준용했다. 인터브랜드 (1974년에 설립된 미국의 브랜드 컨설팅 회사), 포브스 (1917년에 창간된 미국의 출판 및 미디어 기업), 브랜드파이낸스 (1996년에 설립된 영국의 브랜드 컨설팅 회사)의 목록에 모두 들어있는 기업이 대상이 됐다. 각 기관 순위 평균의 역수로 줄을 세웠다.

1위는 애플이 차지했다. 외국산 스마트폰의 무덤인 중국과 일본에서 유일하게 의미 있는 점유율을 가질 정도로 브랜드의 힘이 강력하다. 다른 스마트폰 기업에 비해 월등히 높은 이익률을 유지하는 바탕이다. 뒤를 이어 5위 안에 마이크로소프트, 구글, 코카콜라, 아마존이 위치했다. 30위까지 포함된 회사를 보면 주식 시장이 관심을 갖는 정도와 의 괴리가 발견된다. 제품과 서비스의 품질에 대해 축적된 명성이 반영됐다. 이러한 점도 SWAN 유형 투자의 장기적인 수익률이 양호할 것이라는 우리의 믿음을 정성적으로 강화했다.

업종별로는 금융이 7개로 가장 많았다. 카드 기업 3개 (아메리칸익스프레스, 비자, 마스터카드)와 4곳의 대형 은행 (제이피모건, 모건스탠리, 씨티, 골드만삭스)가 포함됐다. 경기소비재는 6개로 뒤를 이었다. 아마존을 필두로 디즈니, 맥도날드, 나이키, 스타벅스, 포드가 순위에 들었다. 다음으로는 필수소비재, 정보기술 순이다. 헬스케어에서는 존슨앤존슨이 유일하게 편입됐다. GICS 1단계 업종 중 목록에 포함되지 못한 업종은 소재, 에너지, 유틸리티, 부동산이다.

[표2] 세계 브랜드 순위 및 업종별 분포: 경기소비재 > 금융 > 필수소비재 순

기업	업종	순위	기업	업종
1 Apple	정보기술	15	Walmart	필수소비재
2 Microsoft	정보기술	16	JP Morgan	금융
3 Google	커뮤니케이션	17	Mastercard	금융
4 Coca-Cola	필수소비재	18	Starbucks	경기소비재
5 Amazon	경기소비재	19	Ford	경기소비재
6 Disney	경기소비재	20	Netflix	커뮤니케이션
7 Facebook	커뮤니케이션	21	Samsung	정보기술
8 American Express	금융	22	eBay	커뮤니케이션
9 McDonald's	경기소비재	23	Johnson & Johnson	헬스케어
10 Pepsi	필수소비재	24	Morgan Stanley	금융
11 Nike	경기소비재	25	P&G	필수소비재
12 VISA	금융	26	FedEx	산업재
13 Intel	정보기술	27	Kellogg's	필수소비재
14 General Electric	산업재	28	CIJ	금융
		29	HP	산업재



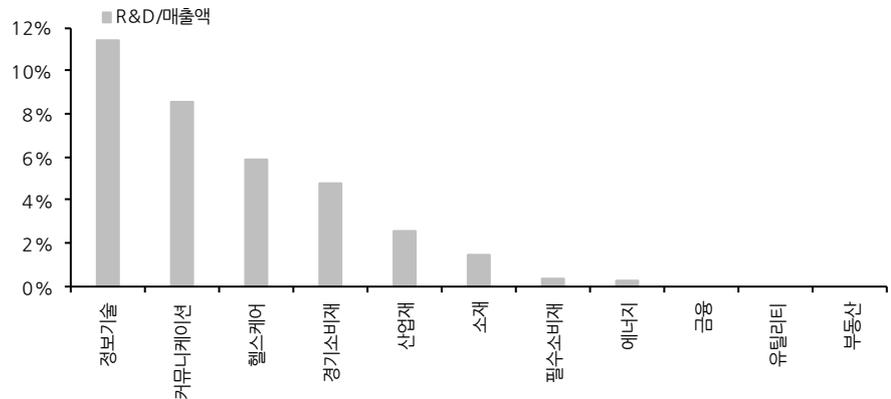
주: 골드만삭스 30위
 자료: 한화투자증권 리서치센터

필수소비재와 금융은
브랜드 유지를 위한
비용 지출 필요성 低

산업의 변화가 빨라 브랜드를 유지하기 위해 기업 지출이 늘어야 하면 브랜드 효과가 크다고 보기 어렵다. 기존에 확고하게 선두의 지위를 지켰다고 하더라도, 정보기술 및 커뮤니케이션 업종에서는 기술 및 환경의 진화에 대응하지 못해 어려움을 겪는 경우가 있다. 인텔은 컴퓨터 중앙처리장치 (CPU)에서 압도적 지위를 누리고 있었다. 하지만, 비업무용으로 빠르게 치고 들어온 AMD에게 시장 점유율을 뺏기며 점유율이 80% 미만으로 하락했다. 상대 주가도 매우 부진하다. 정보기술과 커뮤니케이션의 매출액 대비 R&D 비용이 높을 수 밖에 없다는 예시다. 신약 개발이 필수인 헬스케어도 마찬가지이나, 정보기술이나 커뮤니케이션에 비해서는 낮다.

금융과 필수소비재는 R&D 지출이 거의 필요 없다. 핀테크는 새롭게 떠오른 기업들이 선점하고 있어, 기존 금융 기업은 정보기술 관련 투자를 통한 효율 개선에 집중하고 있다. 필수소비재는 기존 제품의 개량 정도에 R&D가 국한된다. 인간의 기본적인 욕구를 채우는 소비재 (식품, 생활용품)의 혁신에는 한계가 있기 때문이다. 필수소비재는 설비 투자와 R&D 필요성이 모두 낮아 실적이 증명하는 경제적 해자가 오랜 기간 유지될 가능성이 높다.

[그림16] 업종별 매출액 대비 R&D: 필수소비재 R&D 적어도 영속 가능성 高



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

4. 투명한 회계

회계 신뢰성은 SWAN의 기본

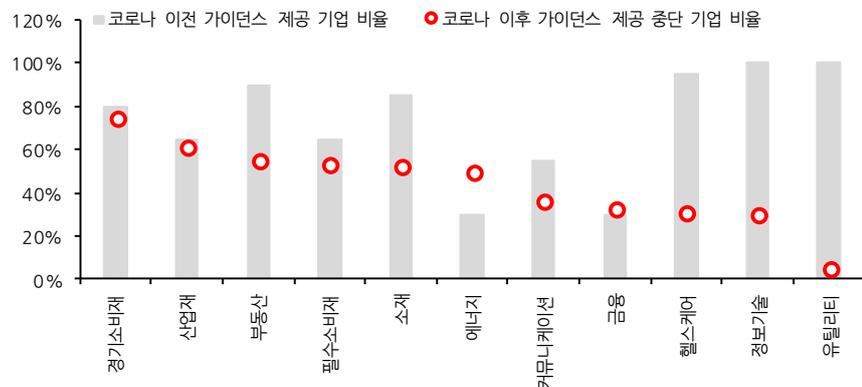
회계를 믿을 수 없다면 앞에서 언급한 SWAN의 조건은 의미가 없다. 1) 우수한 사업 구조 덕분에 매출액이 안정적으로 늘고, 2) 이익률이 높고 가시성이 좋아 실적이 꾸준히 성장하며, 3) 브랜드가 우월해 기업의 영속성까지 양호한 기업이 회계까지 투명하면 SWAN에 적합하다. 회계 투명도를 가이던스 제공 여부와 달성 정도, 재무상태표의 기타순유동부채 및 손익계산서의 기타이익 규모 등으로 측정할 수 있다고 봤다.

평소에는 가이던스를 제공하다가 위기가 왔을 때 주지 않는 회사라면 회계의 정합성이나 예측 가능성이 최상이라고 보기 어렵다. 경기 움직임이 실적에 영향을 줄 수 있다는 의미를 내포하기 때문이다. 우리는 GICS 1단계 11개 업종을 대상으로 가이던스 제시 비율과 코로나 사태 이후에 중단한 기업의 비중을 조사했다.

가이던스 제공 비율이 높은 업종은 유틸리티, 정보기술, 헬스케어, 부동산 등이었다. 유틸리티와 부동산은 정해진 계약 또는 공식에 따라 이익이 결정된다는 특성이 작용했다. 가이던스를 잘 주지 않는 산업은 에너지, 금융이었다. 외생 변수가 실적에 반영되는 것이 이유다. 금융에 속해 있는 하위 산업 중에서 금융 서비스의 가이던스 제시 비율이 높았다. 은행 중에서는 제이피모건을 제외하면 손익 관련 가이던스를 제공하는 회사는 없었다.

코로나가 닥친 이후 가이던스를 주지 않은 기업의 비중이 높았던 업종은 경기소비재, 산업재, 부동산 순이었다. 부동산은 평소에는 가이던스를 잘 제공하지만, 임차인의 임대료 연체 가능성을 반영해 가이던스 제시를 중단한 곳이 많았다. 규제를 받는 유틸리티를 제외하면 정보기술과 헬스케어가 경제 위기에도 가이던스 제공을 멈추는 기업이 적었다. 정보기술은 경기에 민감하다고 인식되지만, 대형화/과점화가 되면서 필수소비재와 유사한 성격을 갖게 됐음을 다시 한 번 보여준다. 헬스케어는 R&D 투자가 많음에도 불구하고, 건강 관련 지출의 탄력성이 낮아 실적 가시성이 높다는 점을 드러냈다.

[그림17] 유틸리티, 정보기술, 헬스케어 기업 가이던스 잘 주고, 안정적



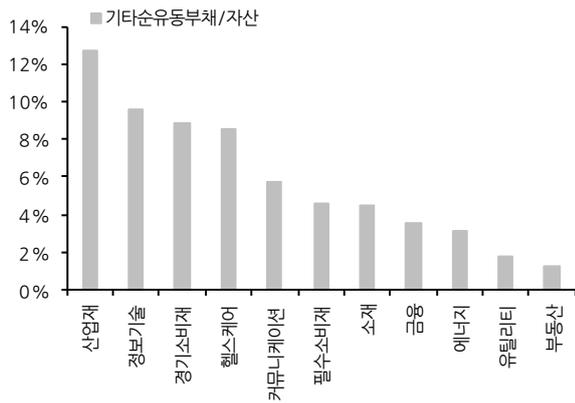
주: 상위 20개 기업, 손익계산서 항목 제공 기준

자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

우리는 재무제표를 작성할 때 표준화된 항목으로 나타낼 수 없는 항목이 적다면 회계 투명도가 높다고 믿는다. 재무상태표와 손익계산서에서 기타순유동부채와 영업외 항목의 기타이익의 비중을 계산해 평가했다. 기업 실적 추정 모델을 만들 때, 자산 = 부채 + 자본, 현금증감분 = 영업활동현금흐름 + 투자활동현금흐름 + 재무활동현금흐름의 두 항등식을 맞추기 위해 사용하는 것이기도 하다. 위에 언급한 항목이 과거에 비해 튀는 지 여부를 파악해 모델의 적합성을 판단하는 식이다. 기타순유동부채 비율은 부동산, 유틸리티, 에너지가 낮았다. 기타이익 비중은 금융, 필수소비재, 헬스케어가 양호했다.

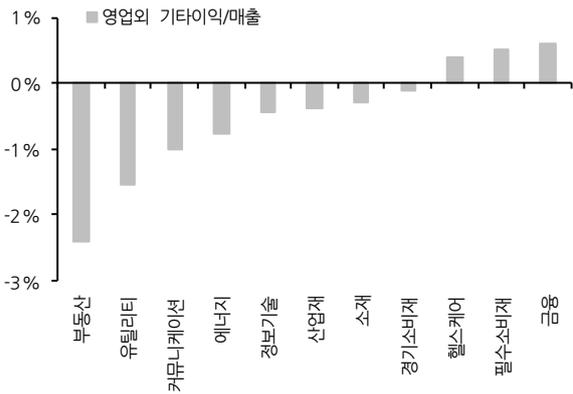
순이익의 잉여활동현금흐름 전환 비율을 통해 현금흐름의 안정성을 파악할 수 있다. 운전자본과 비현금성비용/수익이 긍정적으로 작용해 손익계산서 상의 이익이 대개 영업활동현금으로 바뀌고, 설비투자 부담도 낮다는 의미다. 커뮤니케이션, 헬스케어, 소재의 잉여현금흐름/순이익 비율이 좋았다.

[그림18] 업종별 재무상태표 내 기타순유동부채 비중



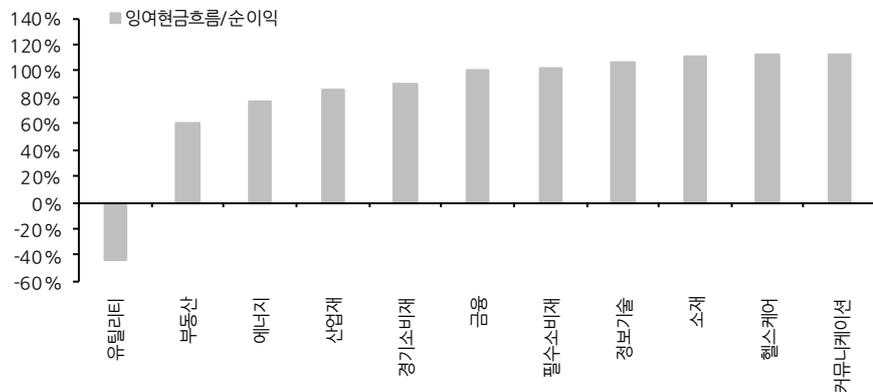
주: 상위 20개 기업 기준
 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림19] 업종별 영업외 항목 내 기타이익 비중



주: 상위 20개 기업 기준
 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림20] 업종별 잉여현금흐름/순이익 비율



주: 금융은 순이익이 잉여현금흐름과 같다고 가정
 자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

5. 경영진 및 문화

대리인 문제
방지를 위해
선량한 경영진 필요

경제의 방향성, 정부의 정책 및 금리, 원자재 가격 등의 변수는 기업에 영향을 미친다. 그렇지만 성장에 대한 의지가 굳건하고, 기업의 영속성에 대한 목표가 확실한 경영진이 회사를 책임지고 있다면 어려움을 헤쳐나갈 수 있다고 생각한다. 일반 주주보다는 기업의 대주주 또는 경영진의 이익을 우선으로 고려하는 대리인 문제 (Agency Problem)를 방지하기 위해서도 경영진의 자질이 중요하다.

필립 피셔는 투자 대상을 찾는 15가지 질문 중 5개를 경영진 관련 사항에 할애할 정도로 최고 경영진을 중요하게 언급하고 있다. 미국 투자자는 경영진을 기업 평가에서 가장 중요한 요인으로 고려하는 경우가 많다. 최고 경영진은 실적 발표회에 참석해 회사의 과거, 현재, 미래에 대해 투자자와 의사 소통하고 기대에 부응하려고 노력한다. 분기 실적이 나올 때 경영진의 언급과 애널리스트와의 질문/대답을 통해 다섯 가지 질문에 대한 답을 구하려고 노력할 필요가 있다.

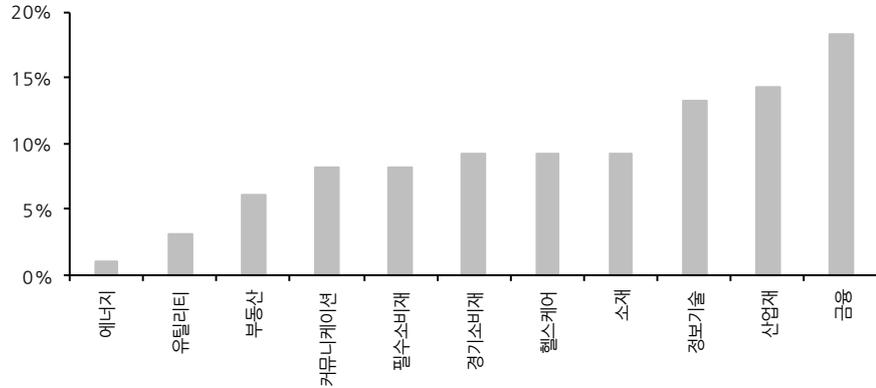
- 경영진은 매출액을 추가로 늘릴 수 있는 신제품을 개발하고자 하는 의지가 있는가?
- 경영진 간에 훌륭한 관계가 유지되고 있는가?
- 두터운 경영진을 갖고 있는가?
- 경영진은 평소에는 투자자와 자유롭게 대화하면서 문제가 발생하면 사라지는가?
- 의문의 여지가 없을 정도의 진실한 경영진을 갖고 있는가?

경영진의 능력과 진실성을 파악하는 방법은 직접 만나보는 것이 제일 좋다. 현실적으로 어렵다는 점을 고려해 하버드비즈니스 리뷰가 발표한 100대 CEO 순위를 통해 업종별로 확인해봤다. 100대 CEO 중 금융의 비중이 18%로 가장 높았고, 산업재와 정보기술이 뒤를 이었다. 제이피모건의 제이미 다이먼 회장은 23위를 차지했다.

정보기술의 경영자는 상위권에 많이 포진했다. 엔비디아의 쟈슨 황 (창업자)이 1위, 세일즈포스닷컴의 마크 베니오프 (창업자)가 2위, 텍사스인스트루먼트의 리차드 텀플턴 (2004년부터 CEO)이 4위, 어도비의 산타누 나라옌 (2007년부터 CEO)이 6위, 마이크로소프트의 사티아 나델라 (2014년부터 CEO, 스티브 발머 후임, 클라우드로의 전환 추진)가 9위에 오르는 등 10위권에 5명이 포함됐다.

헬스케어와 필수소비재는 각각 9%, 8%를 차지해 중위권이였다. 하위권에는 에너지, 유틸리티, 부동산이 위치했다. 규제와 외생 변수의 영향이 상대적으로 커 경영진의 중요도가 떨어진다는 의미로 받아들여진다.

[그림21] 세계 100대 CEO 업종별 비중



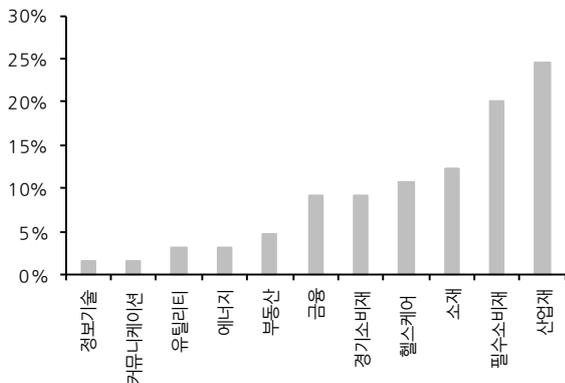
자료: Harvard Business Review, 한화투자증권 리서치센터

주주에 대한 관심은
배당 및 자사주로
확인 가능

대주주를 위해 소액 주주의 이익을 훼손하는 가장 쉬운 방법은 배당이나 자사주 매입을 하지 않고 남은 돈을 사내에 유보하는 것이다. 배당이나 자사주는 지분율에 따라 공평하게 혜택이 돌아가기 때문에 일반 주주의 총주주환원율을 [배당 + 자사주]/시가총액으로 계산한다. 유보는 성장성이 특출한 초기 기업이 아니라면 경영권을 행사하는 대주주에게 유리하다. 경영진이 장기간에 걸쳐 안정적으로 배당을 지급하고 자사주를 매입했다면 소액 주주의 이익을 고려해준다고 판단할 수 있다.

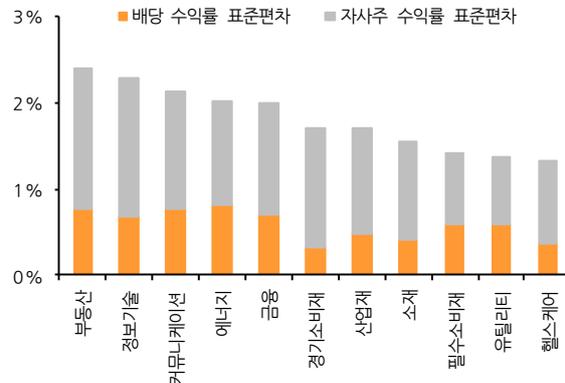
S&P500 배당귀족지수 (S&P500 Dividend Aristocrats Index)는 25년 연속으로 배당이 증가했고, 시가총액이 30억 달러 이상이며, 직전 3개월 거래 대금이 500만 달러 이상인 기업을 편입한다. 배당귀족지수의 업종별 배분을 살펴보면 산업재, 필수소비재, 소재, 헬스케어가 높은 비중을 차지한다. 지난 20년간의 배당 및 자사주 수익률의 표준편차는 헬스케어, 유틸리티, 필수소비재가 낮다. 공통적으로 배당의 변동성이 작는데, 기업이 어려워지면 배당보다는 자사주 매입을 먼저 중단하는 성향이 반영됐다.

[그림22] 배당귀족지수 내 업종별 비중



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림23] 업종별 배당 및 자사주 수익률 표준편차

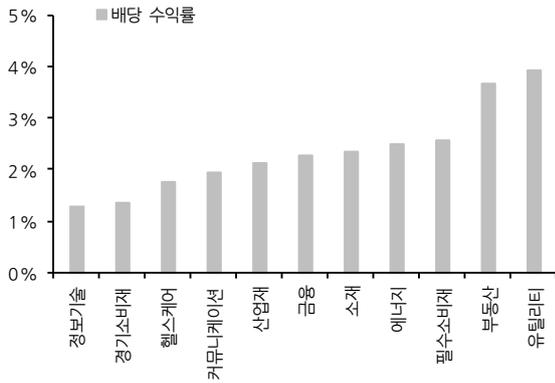


자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

주가 차이보다는 안정적인 현금 유입을 위해 투자하는 경우가 대부분인 부동산과 유틸리티의 배당 수익률이 가장 높았다. 필수소비재와 에너지가 그 뒤를 이었다. 정보기술과 경기소비재의 배당 수익률이 낮았다. 두 업종은 배당보다는 자사주를 매입해 주주에게 벌어들인 돈을 돌려줬다. 대형 정보기술이나 경기소비재 기업들이 성숙기로 진입해 투자자본수익률(ROIC)이 높은 신사업을 찾기 어려워지면서 쌓여있는 현금을 주주에게 나눠주기 시작했다.

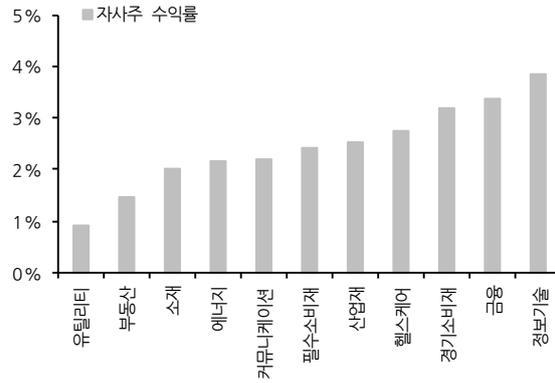
배당과 자사주를 합친 총주주환원율 기준으로 금융이 1위를 차지했다. 필수소비재는 4위, 헬스케어는 9위에 올랐다. 최하위를 차지한 커뮤니케이션의 총주주환원율도 4%가 넘었는데, 역사/문화적 전통에 따른 미국 기업의 소액 주주에 대한 배려 (2020년 10월 5일, '미국 주식을 해야하는 이유' 참조)를 확인하는 증표다.

[그림24] 업종별 배당 수익률



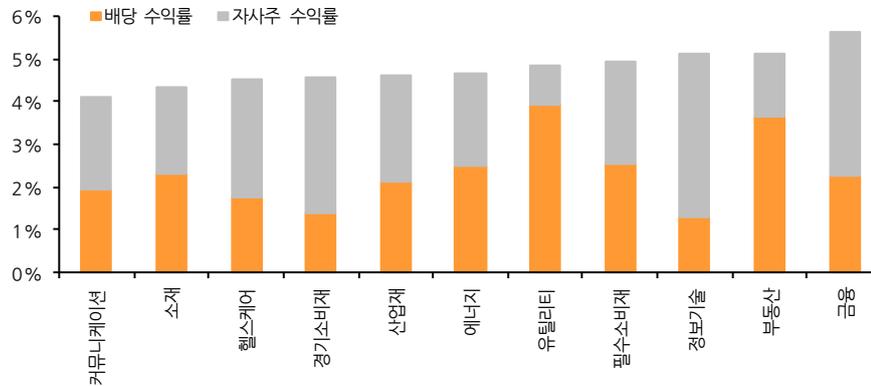
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림25] 업종별 자사주 수익률



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림26] 업종별 총주주환원율



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

II. SWAN #1 포트폴리오 특성

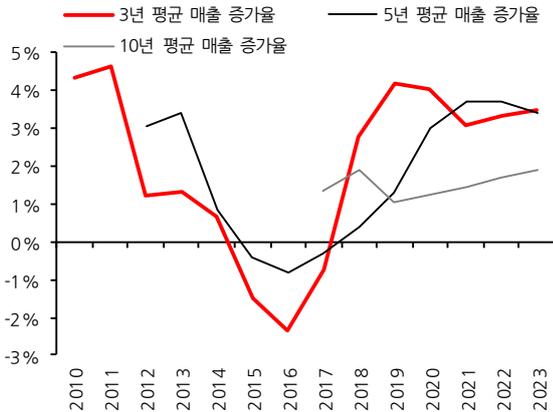
1. 성장성: 이익 및 현금 흐름

10년 기준 연평균 매출 증가율 1.5% 내외

제이피모건, 존슨앤존슨, 프록터앤갬블로 구성된 SWAN #1은 안정적인 성장성을 가지고 있다. 사두고 밤에 편하게 잘 수 있는 포트폴리오로 손색이 없다. 3년 기준 연평균 매출은 2015 - 17년에 감소했는데, 중국발 불황에 대한 우려가 반영돼 제이피모건의 외형이 매년 5% 이상 줄었던 시기다. 10년으로 시계열을 늘리면 연평균 매출 증가율은 1.5% 내외를 유지했다. 물가상승률을 감안해도 실질적으로 성장한 것이다.

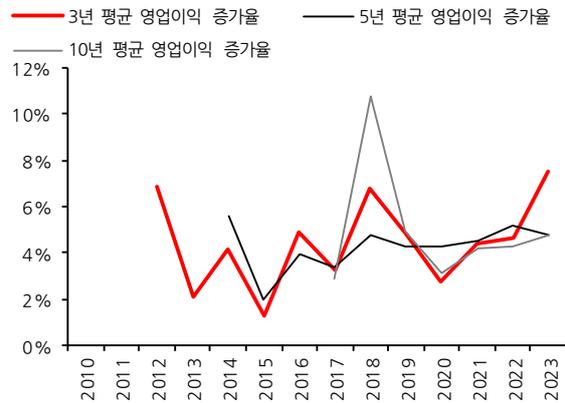
영업이익 증가율은 매출에 비해 더욱 인상적이다. 외형이 줄었던 2015 - 2017년에도 영업이익은 최소 연평균 1.3% 늘었다. 10년 주기 연평균 영업이익 성장률은 5.1%로 명목 GDP 증가율을 상회한다. IMF의 World Economic Outlook Database에 따르면 2010 - 2019년 (2020년은 코로나로 명목 GDP가 급감했기 때문에 제외) 연평균 명목 GDP 성장률은 3.1%였다.

[그림27] SWAN #1 연평균 매출 증가율



주: 각 종목 동일 비율 편입, 2007 - 2020년
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림28] SWAN #1 연평균 영업이익 증가율



주: 각 종목 동일 비율 편입, 2007 - 2020년
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

영업이익 대부분 세전이익으로 전환

영업이익을 중요시하는 한국과 다르게 미국의 대형 기업은 실적을 발표할 때 주당순이익(또는 잉여현금흐름)을 우선으로 언급한다. 오랜 기간 사업을 영위해 영업외 항목의 규모나 변동성이 크지 않고, 순이익이 현금으로 변환돼 주주에게 돌아간다고 믿기 때문으로 보인다. SWAN #1 포트폴리오의 영업이익 대비 세전이익을 고찰해 본 까닭이다. 영업이익 대비 +/-1% 차이의 세전이익을 기록할 정도로 투명하고 안정적이다. 세전이익 증가율은 영업이익 성장률과 유사하다. 10년 주기 연평균 세전이익 증가율은 4.8%로 영업이익과 마찬가지로 명목 GDP 성장률을 초과한다.

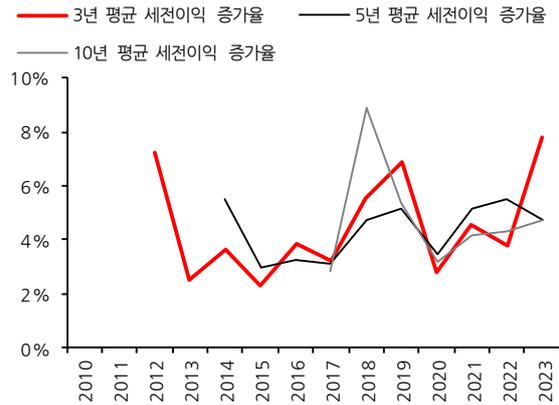
법인세율 하락으로 2017년 취임했던 트럼프 대통령의 법인세율 인하로 순이익 증가율은 영업이익 및 세전 이익 성장률을 상회했다. 10년 주기 연평균 순이익 증가율은 5.5%로 영업이익 5.1%와 세전이익 4.8%에 비해 높다.

[그림29] SWAN #1 (세전이익 - 영업이익)/영업이익



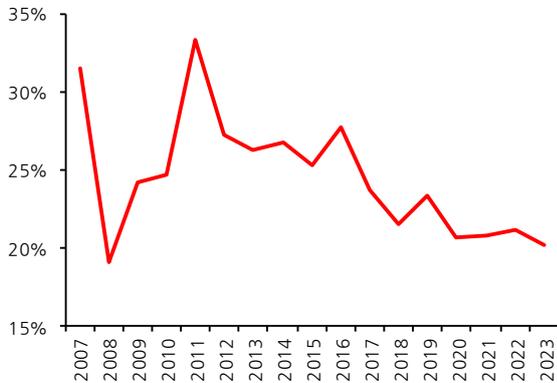
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림30] SWAN #1 세전이익 증가율



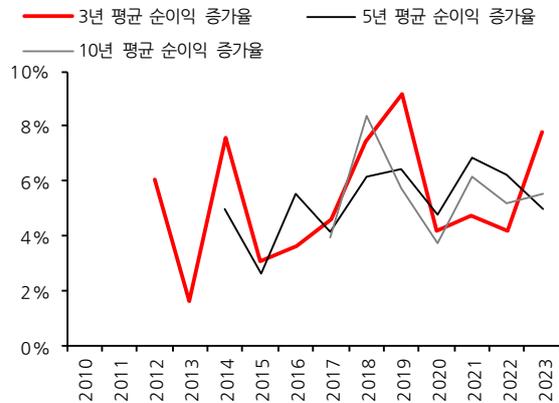
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림31] SWAN #1 법인세율



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림32] SWAN #1 순이익 증가율



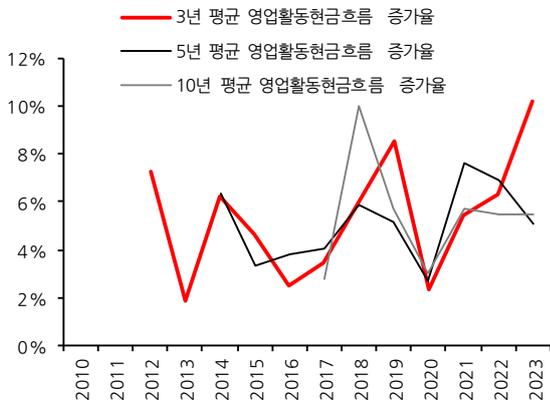
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

현금흐름은 이익과 같은 방향성 시현

영업활동현금흐름은 순이익에 비현금이익/손실과 순운전자본변동을 감안해서 구한다. 영업활동현금흐름이 지속적으로 순이익을 초과하면 이익의 질이 높다고 평가할 수 있다. 비현금손실이 크고, 매출채권은 빨리, 매입채무는 나중에 처리해도 기업의 영속성에 문제가 없다는 뜻이다. 구매자/공급자에 대한 협상력이 강하다는 근거이기도 하다.

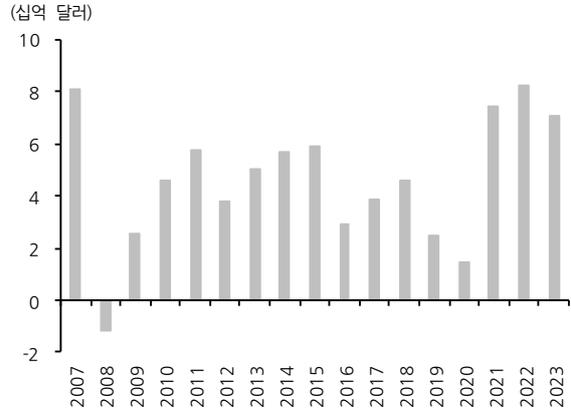
SWAN #1 포트폴리오는 금융 위기가 엄습했던 2008년에만 영업활동현금흐름이 순이익보다 작았다. 다른 해에는 영업활동현금흐름이 순이익에 비해 평균 50억 달러 많았다. 10년 주기 연평균 영업활동현금흐름 증가율은 5.5%로 순이익 성장률과 유사했고, 영업이익과 세전이익 증가율보다 컸다.

[그림33] SWAN #1 영업활동현금흐름 증가율



주: 제이피모건은 순이익이 영업활동현금이라고 가정
 자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림34] SWAN #1 영업활동현금흐름 - 순이익



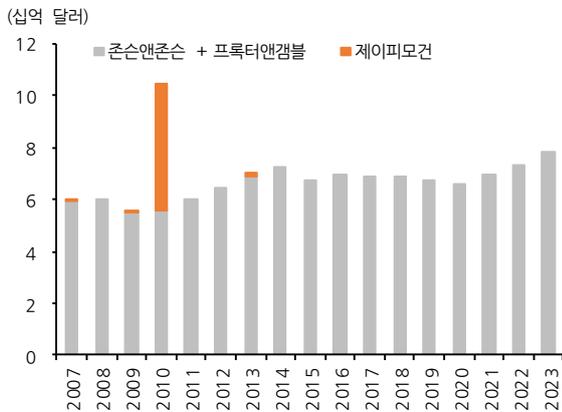
주: 제이피모건은 순이익이 영업활동현금이라고 가정
 자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

우상향하는
 잉여현금흐름

계속 기업 (Going Concern)을 위해서 설비투자는 반드시 필요하다. 생산에 필요한 공장은 시간이 지나면 낡을 수 밖에 없고, 정기적으로 보수해주지 않으면 사용할 수 없다. 잉여현금흐름을 영업으로 벌어들인 현금에서 설비투자를 빼서 계산하는 근거가 된다. SWAN #1 포트폴리오의 설비투자는 매출이 증가하는 기간에도 늘지 않고 안정적으로 유지됐다.

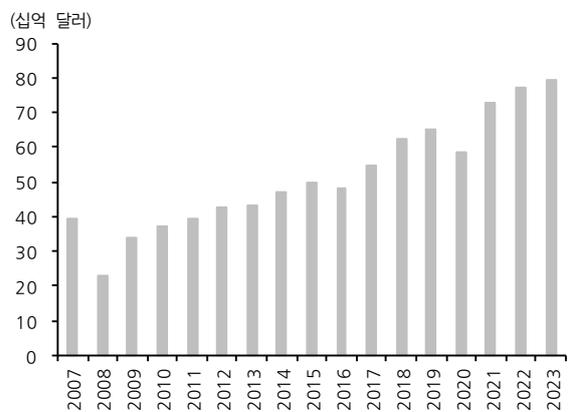
순이익이 지속적으로 늘었기 때문에 잉여현금흐름도 꾸준히 증가했다. 10년 주기 연평균 잉여활동현금흐름 증가율은 5.5%로 영업활동현금흐름 성장률과 비슷했다. 회사의 성장을 위해 버는 돈 이상으로 설비투자를 할 필요가 없었다. 설비투자가 기업의 발전에 부담을 주지 않았다.

[그림35] SWAN #1 설비투자



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림36] SWAN #1 잉여현금흐름



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

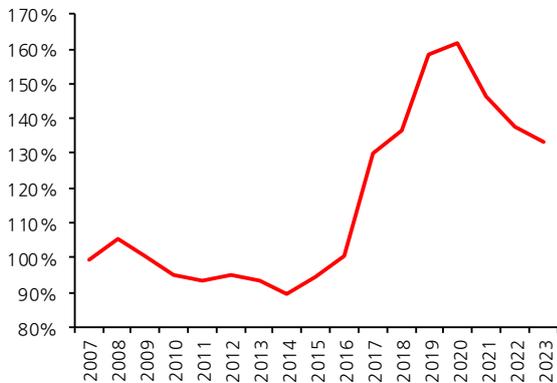
2. 안정성: 재무상태표 및 베타

부채 및 유동비율 상승
: 적극적 재무관리

부채비율이 일정 수준을 넘는 상태에서 멈추지 않고 상승하면 기업의 재무 상태에 적신 호로 받아들여진다. 자기자본수익률 (ROE)을 개선하기 위해 적극적으로 주주에게 환원해 자본이 줄어서 나타나는 양등은 더욱 그렇다. SWAN #1 포트폴리오는 2016년부터 부채비율이 올라가고 있다. 자사주 매입과 배당으로 자본 증가가 억제되고 낮은 금리를 활용해 타인 자본 조달을 늘린 것이 원인으로 보인다. 부채비율은 2014년 90%에서 2019년 158%까지 상승했다. 컨센서스에 따르면 부채비율은 2023년까지 130% 초반으로 하락한다.

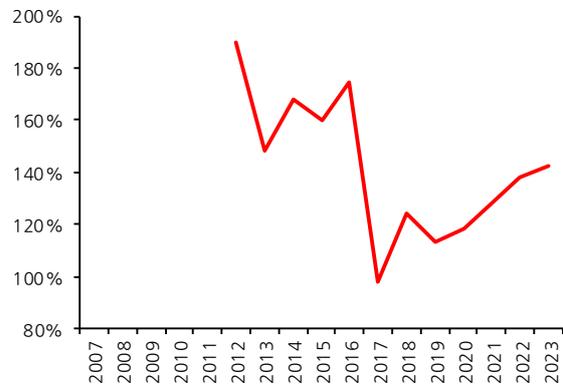
동적 재무관리는 회복하는 유동비율로 확인할 수 있다. 장기로 돈을 빌려 (채권 발행 또는 은행 차입), 현금으로 쌓아두면 유동비율은 올라간다. 금리가 떨어졌고 각 회사의 신용등급도 양호한 상황에서 이자 비용 부담은 미미하다. 존슨앤존슨과 프록터앤갬블의 신용등급은 각각 AAA, AA-이다. 존슨앤존슨은 미국 정부 신용등급 (S&P AA+, 무디스, 피치 AAA)과 유사하고, 프록터앤갬블은 삼성전자와 같다. 우리는 SWAN #1 포트폴리오의 재무상태는 건전하다고 생각한다.

[그림37] SWAN #1 부채 비율



주: 업의 특성상 부채비율이 높을 수 밖에 없는 제이피모건 제외
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림38] SWAN #1 유동 비율



주: 업의 특성상 운전자본 관리 필요성이 떨어지는 제이피모건 제외
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

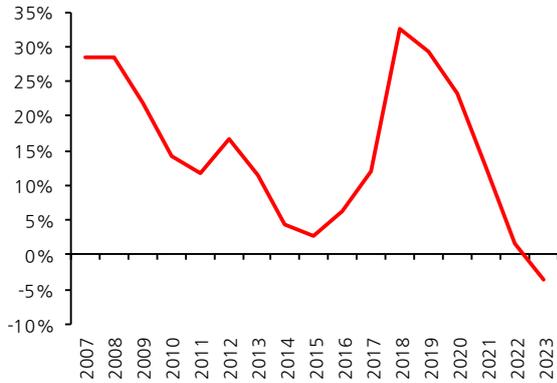
금리 하락기를 활용해 타인자본 조달을 늘리고 (장기 채권 발행: 존슨앤존슨 비유동이 자지급 부채 만기 중 50% 이상이 2030년 이후), 자기자본 활용을 줄여 (자사주 매입: 존슨앤존슨 2014년에 두 배 증가) 순차입금 비율이 상승했다. 순차입금/자본은 2015년 3%에서 2019년 30% 선으로 올랐다. 시장의 조사분석가들은 2023년에 SWAN #1 포트폴리오가 순현금으로 전환될 것으로 예상하고 있다.

올라간 순차입금 비율에도 불구하고 순차입금/EBITDA는 1배를 넘지 않는다. 일반적인 채권 발행 조건 (Covenants)에서 기한이익상실 사유로 삼는 순차입금/EBITDA가 4 배 안팎이라는 점을 감안하면, SWAN #1 포트폴리오의 이자 지급 능력은 탁월하다.

증가한 차입금에도 불구하고 이자보상배율 (Interest Coverage Ratio)은 지속적으로 상승하고 있다. 영업이익은 늘어나고 있는데, 금리가 하락해 이자 부담이 낮아졌다. 2011년 이자보상배율은 23배였는데, 2019년 36배로 확대됐다. 컨센서스는 2023년에 70배를 초과할 것으로 추정하고 있다.

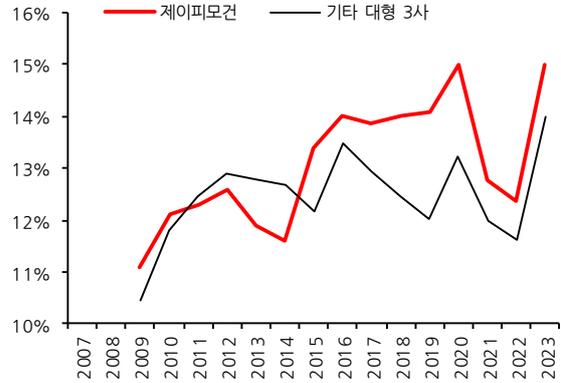
제이피모건은 예금을 받아 대출이나 투자를 하는 금융업의 특성상 非금융업의 잣대로 재무 상태의 안정성을 판단할 수 없다. 제이피모건의 보통주 자본 비율은 경쟁하는 대형 3개 은행의 수치를 2015년 이후 상회하고 있다. 연방준비제도(FED)에서 요구하는 최저요구자본비율은 4.5%인데, 2019년 보통주 자본 비율은 14%를 넘을 정도로 충분한 여력을 확보하고 있다.

[그림39] SWAN #1 순차입금/자본



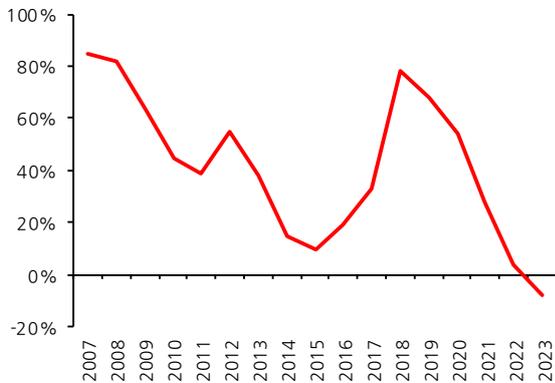
주: 업의 특성상 차입금의 의미가 미미한 제이피모건 제외
 자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림40] 미국 은행 보통주 자본 비율 비교



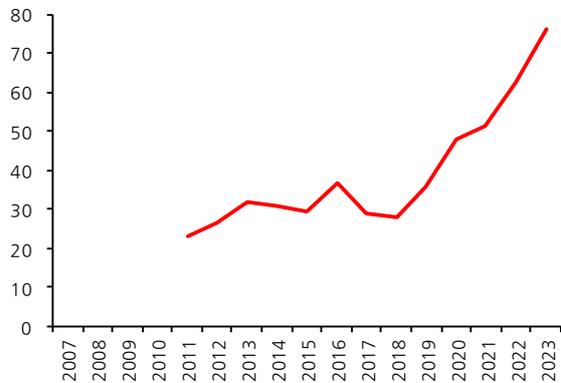
주: 기타 대형 3사는뱅크오브아메리카, 씨티, 웰스파고
 자료: FRED, Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림41] SWAN #1 순차입금/EBITDA



주: 업의 특성상 차입금의 의미가 미미한 제이피모건 제외
 자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림42] SWAN #1 이자보상배율



주: 업의 특성상 이자비용의 의미가 작은 제이피모건 제외
 자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

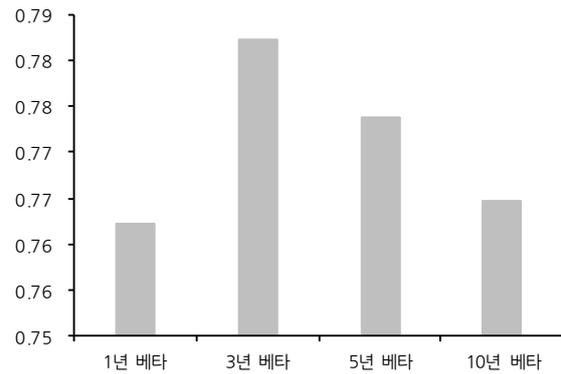
주가 흐름도 주가 흐름도 SWAN #1 포트폴리오가 안정적임을 시사한다. 2000년대 들어서 SWAN
 변동성 #1의 수익률 표준편차는 대체로 S&P 500에 비해 낮았다. 이는 베타를 통해서도 확인
 할 수 있다. 1, 3, 5, 10년 베타는 0.7 - 0.8 사이로 S&P 500에 비해 낮은 변동성을 나
 타냈다.

[그림43] SWAN #1 은 시장에 비해 변동성 낮고...



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림44] ... S&P500 대비 베타도 低



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

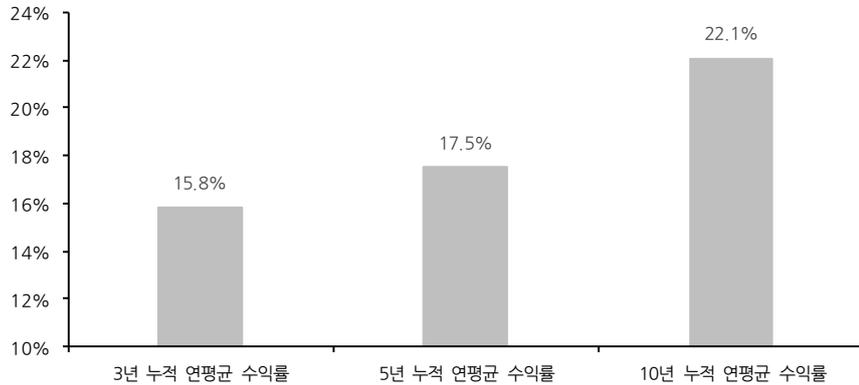
3. 장기 기대 수익률

역사적 수익률: SWAN #1 포트폴리오를 가지고 있으면 기대할 수 있는 수익률을 역사적 관점과 주식
 장기일수록 ↑ 요구수익률 + 배당을 활용해 구해왔다. 1980년 이후 분기 주가와 배당을 기준으로 총
 수익률을 산출하면 10년 수익률이 5년, 3년보다 높았다.

우월한 결과가 모두 장기 보유의 혜택은 아니다. 1979년 폴 볼커의 ‘토요일 밤의 학살’
 을 야기했던 금리 상승 흐름이 1980년으로 마무리되면서 채권 가격은 지난 40년간 계
 속 올랐다 (미국 국채 10년물 15.8% → 1.1%). 경쟁 대상이 되는 무위험이자율이 하락
 했기 때문에 같은 기간 주식 수익률도 하락할 수 밖에 없었다.

그럼에도 불구하고, 지난 3년의 누적 연평균 수익률이 15%를 넘는다는 점은 고무적이
 다. 수익률의 표준편차가 더 컸던 S&P 500 (SWAN #1 포트폴리오의 베타가 1보다 작
 았다는 의미)은 14.9%를 기록했고, 미국 국채 3년 금리가 0 - 3% 수준에 있었던 것을
 고려하면 SWAN #1의 매력이 높았다.

[그림45] SWAN #1 기대수익률: 역사적 관점

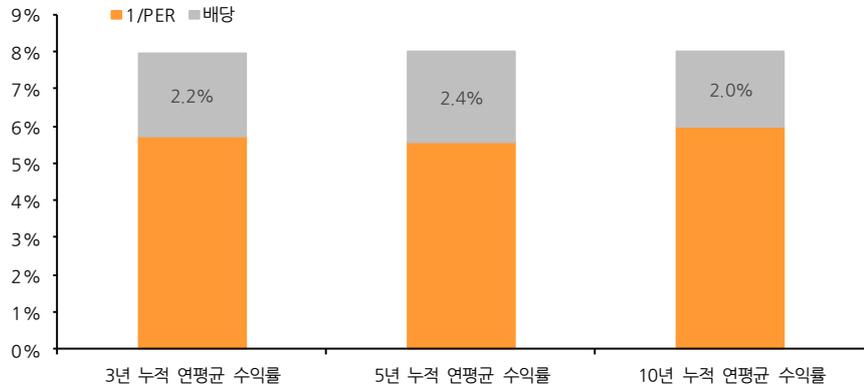


주: 각 종목 동일 비율 편입, 배당은 현금 보유 가정
 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

주식 기대수익률 : 5% 후반
 배당 수익률 : 2% 초반

PER의 역수로 정의되는 주식 요구수익률과 배당을 통해 도출한 SWAN #1의 기대수익
 률은 8% 수준이다. 6%에 소폭 미치지 못하는 주식 요구수익률 (18배 내외의 PER)과
 2%를 상회하는 배당수익률로 구성된다. S&P 500의 요구수익률이 4.4%, 배당수익률이
 1.5%로 기대수익률은 6% 선이고, 미국 국채 10년 및 30년 금리가 각각 1.5%, 2.3% 선
 인 것을 감안하면 SWAN #1 포트폴리오의 장기 수익률이 우위에 있을 가능성이 높다.

[그림46] SWAN #1 기간별 기대수익률: 1/PER + 배당 관점

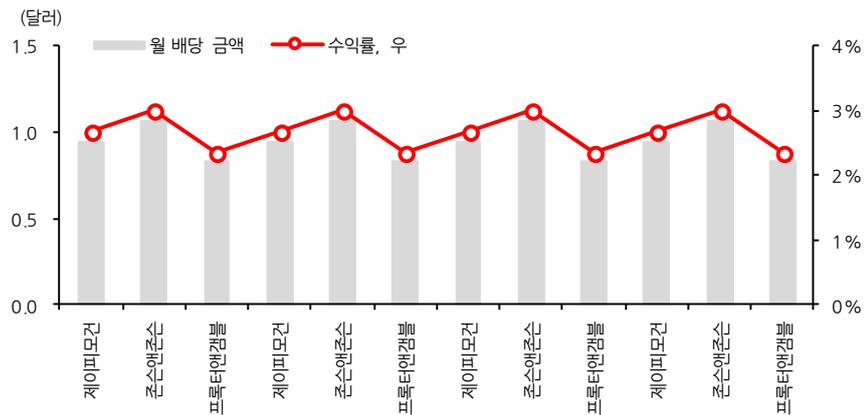


주: 각 종목 동일 비율 편입, 배당은 현금 보유 가정
 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

월 배당 수취

SWAN #1에 포함된 3종목은 모두 분기 배당을 지급한다. 제이피모건과 존슨앤존슨은 12월, 프록터앤갬블은 6월로 결산이 달라 배당금 지급 월이 다르다. 제이피모건과 존슨앤존슨은 결산기가 같음에도 불구하고 각각 1/4/7/10월 및 3/6/9/12월에 배당을 준다. 프록터앤갬블은 2/5/8/11월에 배당금이 나온다. SWAN #1 포트폴리오를 보유하고 있으면 매월 현금 흐름이 발생하게 된다. 매월 0.2 - 0.3%의 배당이 유입되기 때문에 연간 한 번만 수취하는 경우에 비해 투자 유연성이 극대화된다. 배당금을 받아 SWAN #1에 재투자해도 되고, 초기 성장주에 돈을 넣어 다각화하는 방법도 가능하다.

[그림47] 월 배당 금액 및 수익률



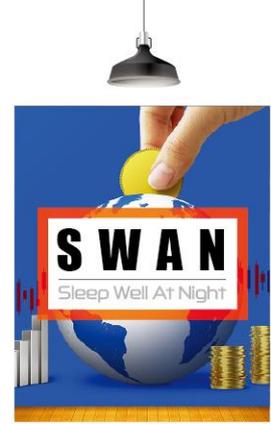
주: 각 종목 동일 비율 편입, 2021년 배당 5% 증가 가정, 배당수익률은 연율화 기준
 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



III.

기업분석

1. JPMorgan Chase & Co. (JPM)
2. Johnson & Johnson (JNJ)
3. Procter & Gamble (PG)



JPMorgan Chase & Co. (JPM)

주가 급등했으나, 긍정적 관점 유지

▶ Analyst 한상희 sanghi.han@hanwha.com 3772-7695

Not Rated

블룸버그 컨센서스 목표가: USD 148

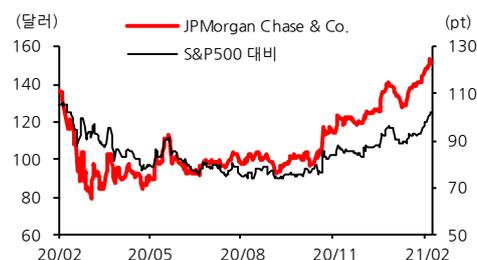
현재 주가(2/25, USD)	151.2
상승여력	-2.2%
시가총액(백만 USD)	461,327
발행주식수(천주)	3,051,506
52 주 최고가 / 최저가(USD)	154.9 / 76.91
90 일 일평균 거래대금(백만 USD)	1,761.1
거래소	NASDAQ GS
국가명	UNITED STATES
티커	JPM US EQUITY
산업	은행

추가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	14.4	23.9	50.4	19.7
상대수익률(S&P500)	15.2	17.4	35.3	-2.2

(단위: 백만 달러, 달러, %, 배)

재무정보	2019	2020	2021E	2022E
영업수익	115,627	119,543	116,001	119,452
영업이익	44,545	35,407	42,653	47,329
지배주주순이익	34,642	27,410	30,384	32,569
BPS	76.0	81.8	85.7	90.0
EPS	10.8	8.9	10.4	11.4
DPS	3.4	3.6	3.7	3.8
PER	13.7	13.9	14.6	13.3
PBR	1.8	1.6	1.8	1.7
EV/EBITDA	2.4	2.4	2.4	2.5
배당수익률	14.2	11.7	12.6	13.3
ROE	1.4	1.0	0.9	1.0

주가 추이



미국 은행은 올해 들어 에너지 다음으로 주가 흐름이 좋습니다. 금리가 오르고, 경제 정상화가 기대되며 성장주가 될 수 있는 가능성을 높이고 있습니다. 최선호주인 제이피모건은 작년 10월 26일 이후 49% 상승해 S&P500 수익률을 37%p 상회했습니다. 지금은 실적이 호전되는 초기입니다. 긍정적 관점으로 접근하기에 늦지 않다고 생각합니다.

1월 15일 발표된 4분기 실적 컨센서스 상회

제이피모건 (JPM)의 4분기 실적은 영업수익(Managed Revenue) 302억 달러, 주당순이익 3.07 달러로 시장 예상치 287억 달러/2.62 달러 대비 양호했다. 순이자수익은 전년동기대비 6% 감소했으나 컨센서스를 상회했다. non-interest income이 작년 4분기에 비해 13% 증가해 애널리스트 추정치를 넘어섰다.

대손상각비는 11억 달러를 잡았고, 총당금은 19억 달러를 환입해 순대출비용은 (-)를 기록했다. 제이미 다이먼 최고경영자는 대출비용은 매우 성실하고 세심한 장기 가정을 통해 구했다고 언급했다 (reserve calculations while done extremely diligent and careful works with multi-year hypothetical probability-adjusted scenarios). 보통주 자본 비율은 10bps 상승했다. 총 유동성도 1.3조 달러를 유지했다.

기대치 넘는 2021년 예상치 제시

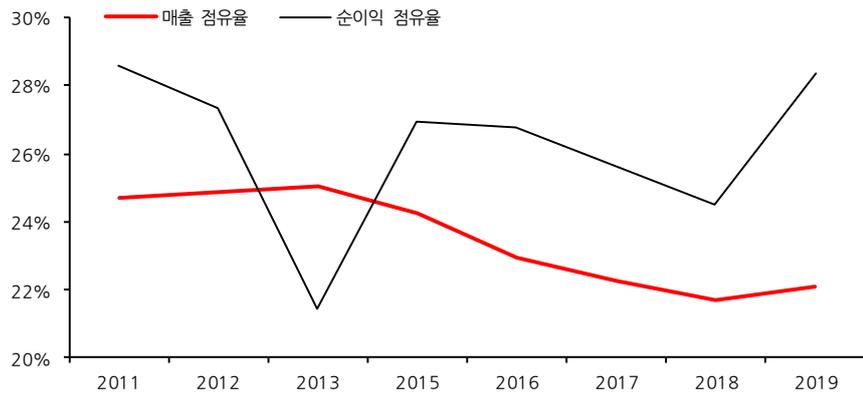
2021년 순이자수익 가이드는 555억 달러로 발표됐다. 2020년 550억 달러에 비해 소폭 증가하는데, 낮은 금리에 따른 15억 달러 손해를 대출 구성 변화와 기업 부문 개선으로 만회한다고 언급했다. 2021년 비용 예상치는 680억 달러로 2020년 655억 달러 대비 늘어난다고 예측됐다. 24억 달러 투자 증가와 매출 확대에 따라 비용 6억 달러가 더해진다는 설명이다. 우리는 가이드가 보수적이라고 판단한다. 금리 상승 추세가 예상보다 강해 순이자마진이 예상보다 빠르게 회복될 수 있다고 보기 때문이다.

Factset 매수 67%, 목표주가 148 달러

채권과 외환에 강점을 가지고 있어 non-interest income의 변동성이 작다. 자사주 매입이 허용되자마자 바로 자사주 매입을 발표할 정도로 주주 가치를 중시한다. SWAN에 처음으로 편입되는 은행이 될 만 하다.

FRED (세인트루이스 연방준비은행의 경제 데이터) 기준 미국 은행의 매출 및 순이익에서 제이피모건이 차지하는 비중은 20%를 넘는다. 매출에 비해 순이익 점유율이 높다. 제이피모건의 사업 구조가 다른 은행에 비해 건전하고 수익성이 좋다는 의미로 이해할 수 있다. 2013년에 일시적으로 수익성이 악화됐는데, 버니 메도프의 폰지 사기 관련 충당금을 11억 달러 반영했기 때문이다.

[그림48] 제이피모건 점유율

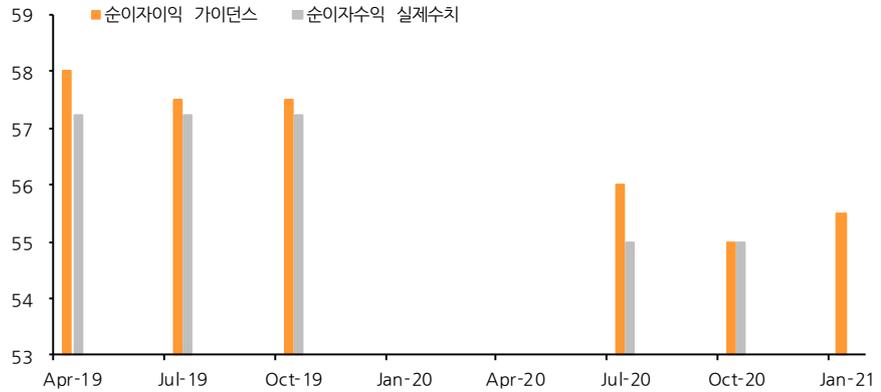


자료: Factset, FRED, 한화투자증권 리서치센터

제이피모건의 회계 투명성은 미국 대형 은행 중 가장 양호하다고 판단한다. 정기적으로 가이드언스를 주는 기업은 제이피모건 뿐이다. 코로나 이후에도 회사 목표치 제공을 중단하지 않았다. 연간 순이자수익 및 영업비용을 제시하는데, 지난 3년간 실제 순이자수익은 가이드언스 대비 +/-2% 범위에 들어갈 정도로 가시성이 높았다.

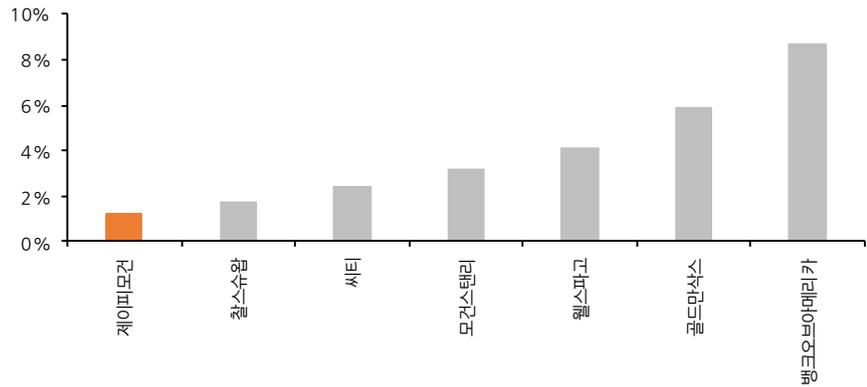
자산 대비 기타유동부채 비중도 제이피모건이 1.3%로 가장 낮다. 경쟁 은행인 씨티는 2.4%, 웰스파고는 4.1%, 뱅크오브아메리카는 8.7%를 기록했다. 자본의 활용도가 낮은 증권 중개 회사인 찰스슈왈브가 1.7%를 나타내 두 번째로 낮았다. 투자 은행 비중이 높은 모건스탠리와 골드만삭스는 각각 3.2%, 5.9%이다.

[그림49] 제이피모건 가이던스 대비 실적



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림50] 금융 내 기타유동부채 비중



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

제이미 다이먼:
2005년 이후
제이피모건 CEO

제이피모건을 이끄는 최고경영자는 제이미 다이먼이다. 제이미 다이먼은 하버드 대학에서 MBA를 마친 후 1982년 샌디 웨일 아메리칸익스프레스 사장의 비서로 금융계에 입문했다. 샌디 웨일과 헤어진 제이미 다이먼은 2000년에 뱅크원의 CEO가 됐다. 근면과 규율을 바탕으로 꼼꼼하게 실무를 챙기는 경영자로 인정 받았다. 뱅크원이 제이피모건에 합병되며 자리를 옮겼고, 2005년에 CEO로 취임했다.

제이미 다이먼은 금융 기업 경영자가 회사의 자산, 부채 그리고 사람을 꿰고 있어야 한다고 생각했다. 현장에서 직접 실천하고 성과를 내는 경영자를 그렸다. 규칙 준수도 중요시 했다. 규율 있는 조직을 위해 그는 회사 전체를 먼저 생각하라는 원칙을 확립했다.

제이미 다이먼은 리스크 관리를 세심하게 하는 것으로도 정평이 나있다. 리먼브라더스 파산이 촉발한 금융 위기 기간에 가장 믿을 수 있는 은행으로 발돋움할 수 있었던 원인이다. 실적 발표 때마다 제이미 다이먼이 직접 참석해 보수적인 관점에서 계산한 건전성 및 유동성 지표에 대해 언급해주는 것과 일맥상통하는 특징이다.

[표3] 제이피모건 CEO 제이미 다이먼: 2005년 이후 회장직 유지

출생	1956년 3월 13일
학력	터프트대학 (학사) 하버드대학 (MBA)
경력	1982년 아메리칸 익스프레스 1985년 아메리칸 익스프레스를 떠나 샌디웨일과 기업 인수 등을 통해 1998년 씨티그룹 확립 샌디웨일과의 의견 차이로 씨티그룹을 떠나, 2000년뱅크원의 CEO 취임 제이피모건이 뱅크원을 인수하면서 2005년 12월 31일에 제이피모건의 CEO로 추대 현재까지 제이피모건의 최고경영자 자리 유지
특징	씨티에서 선이 굵은 경영자 샌디웨일의 전략을 뒷받침할 수 있도록 안살림 책임 요새화된 재무상태표 중시; 실적 발표 때 건전성, 유동성 언급 근면과 규율에 대한 지향 여/수신 업무 및 신탁, 증권, 보험을 아우르는 유니버설 뱅킹의 시너지 극대화

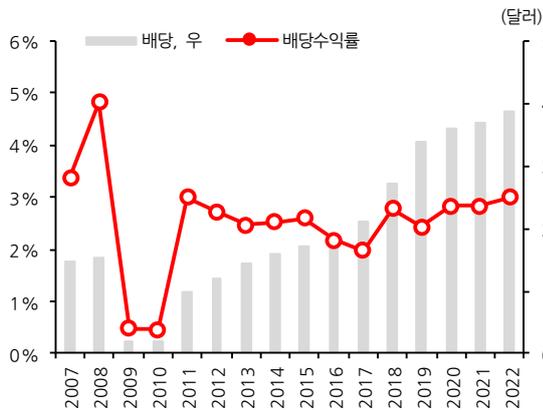
자료: 한화투자증권 리서치센터

금융 위기 중에도
배당 지급

2008 - 2009년 이후 제이피모건의 배당은 지속적으로 늘었다. 회사 자체에만 문제가 없으면 외부 상황과 무관하게 주주환원을 늘려갔다. 2011년에는 유럽 재정 위기가 닥쳤고, 2015-16년에 중국으로부터의 불황 우려가 있었음에도 배당을 줄이지 않았다. 같은 기간 자사주 매입은 오히려 증가했다. 코로나 사태를 맞이해서도 연방준비제도가 허용하는 최대 수준에서 배당을 지급했다. 2020년 말에 자사주 매입 금지가 완화되고 나서 즉각적으로 자사주를 다시 사기 시작했다.

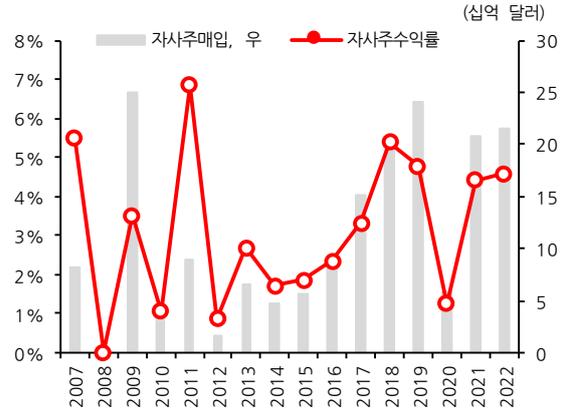
제이피모건의 배당수익률은 2% 중반이고, 자사주 수익률은 5%가 넘을 것으로 컨센서스는 예상하고 있다. 2020년 2 - 4분기에 자사주 매입이 불가능했기 때문에 2021 - 2022년 자사주 매입 규모가 커지는 쪽으로 시장은 기대하고 있다. 제이피모건은 300억 달러 (시가총액 대비 7%)의 자사주 매입 계획을 발표하기도 했다.

[그림51] 제이피모건 배당 및 배당수익률



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림52] 제이피모건 자사주 및 자사주 수익률



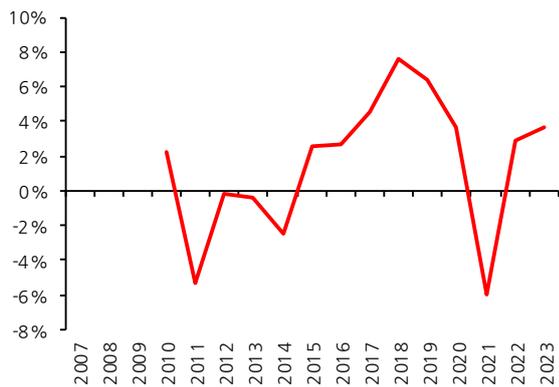
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림53] 제이피모건 총주주환원율 추이



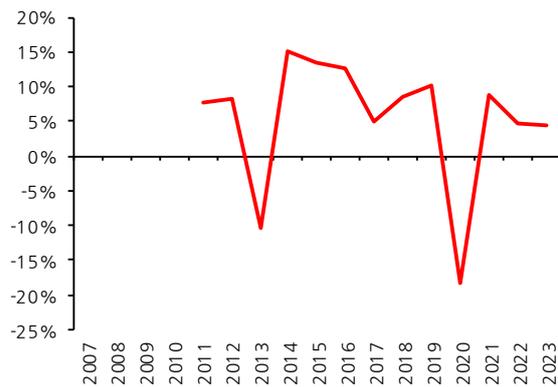
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림54] 제이피모건 매출 증가율



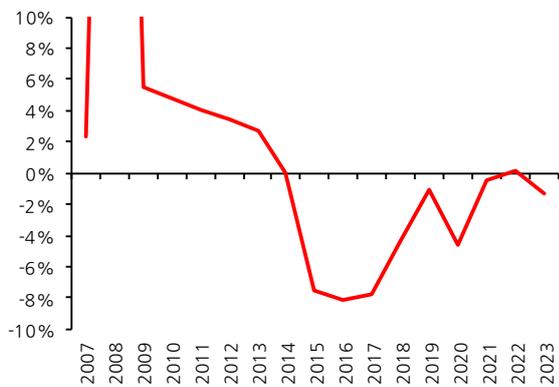
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림55] 제이피모건 영업이익 증가율



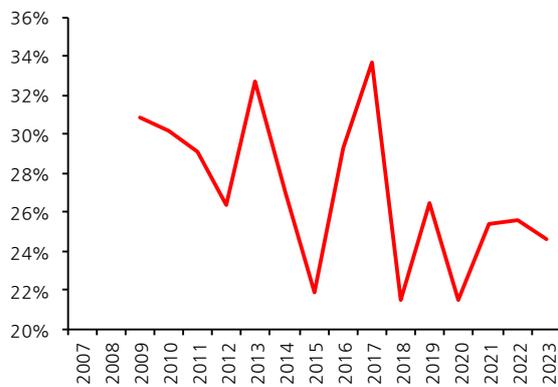
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림56] 제이피모건 (세전이익 - 영업이익)/영업이익



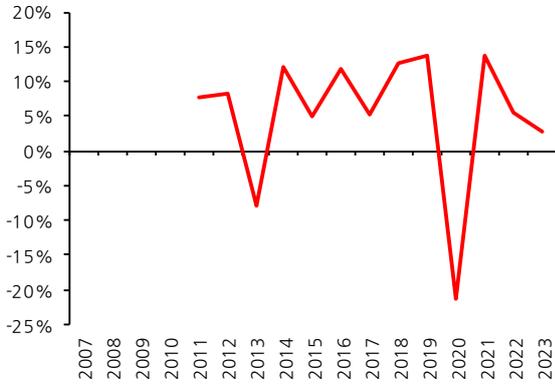
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림57] 제이피모건 법인세율



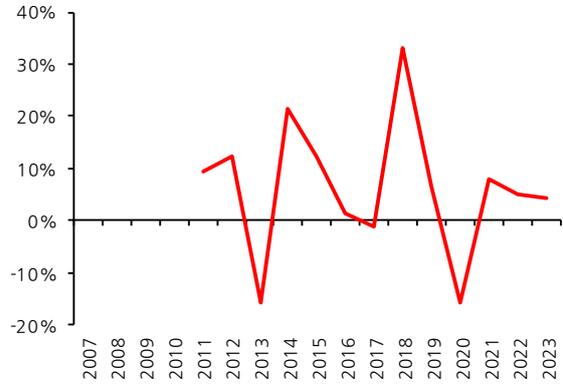
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림58] 제이피모건 세전이익 증가율



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림59] 제이피모건 순이익 증가율



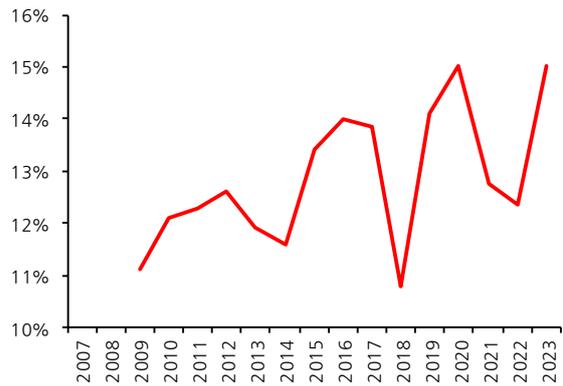
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림60] 제이피모건 예금 대비 대출 비율



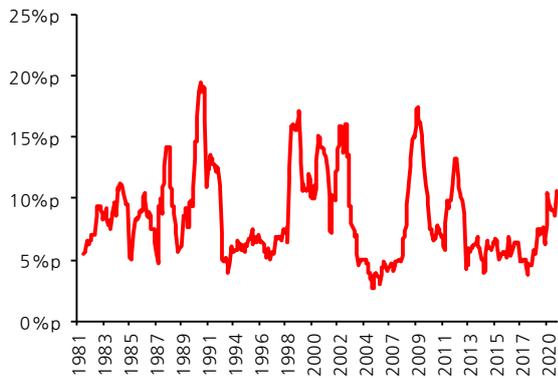
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림61] 제이피모건 보통주 자본 비율



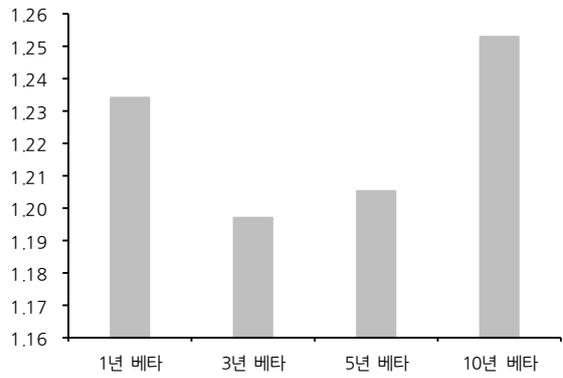
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림62] 제이피모건 추가수익률 표준편차



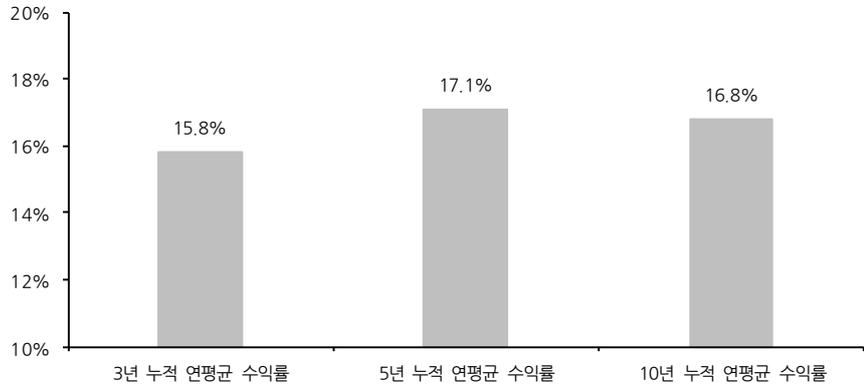
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림63] 제이피모건 베타 (주간 수익률 기준)



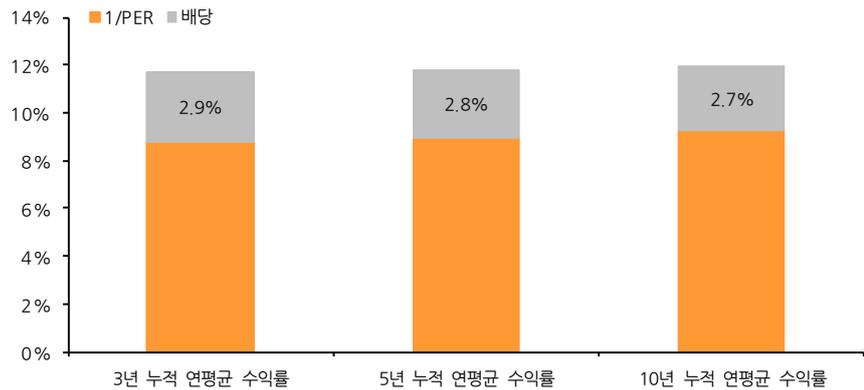
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림64] 제이피모건 기대수익률: 역사적 관점



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림65] 제이피모건 기간별 기대수익률: 1/PER + 배당 관점



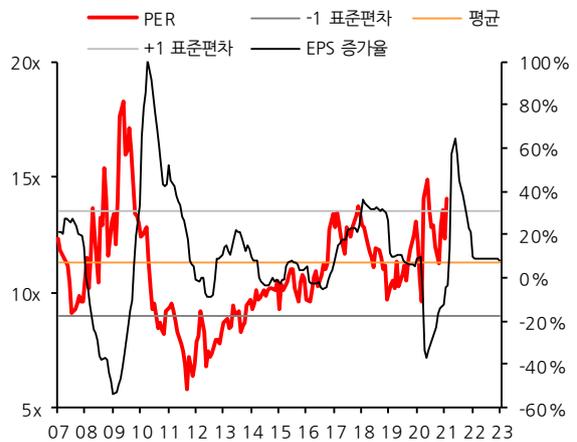
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림66] PBR 및 ROE



자료: 제이피모건, Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림67] PER 및 EPS 증가율

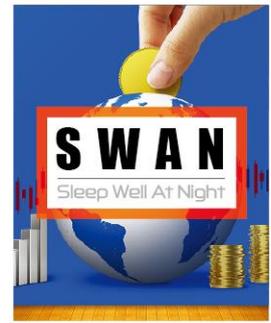


자료: 제이피모건, Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림68] 제이피모건 재무제표

(\$ in billions, except per share data)	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
BALANCE SHEET									
Assets									
Cash and due from banks	20.5	23.9	25.8	22.3	67.0	24.9	42.5	41.4	43.2
Investment securities	1,289.5	1,357.6	1,343.0	1,377.6	1,402.6	2,052.8	1,860.2	1,731.8	1,667.7
Net loans	823.7	881.0	917.1	959.1	946.6	946.6	1,001.4	1,020.3	1,032.5
Interest Receivables	46.6	52.3	67.7	73.2	72.9	90.5	90.5	90.5	90.5
Other assets	176.9	184.0	165.8	175.4	164.3	244.1	214.1	164.1	139.1
Total Assets	2,371.6	2,513.0	2,533.6	2,622.5	2,687.4	3,386.1	3,235.9	3,075.3	3,000.1
Liabilities									
Total deposits	1,279.7	1,375.2	1,444.0	1,470.7	1,562.4	2,144.3	1,943.1	1,809.0	1,742.0
Total debt	519.9	534.4	520.9	553.9	542.4	559.7	559.7	559.7	559.7
Other liabilities	324.4	349.2	313.0	341.5	321.2	402.8	449.5	421.6	415.0
Total Liabilities	2,124.0	2,258.8	2,277.9	2,366.0	2,426.0	3,106.7	2,952.3	2,790.3	2,716.6
Total Shareholders' Equity	247.6	254.2	255.7	256.5	261.3	279.4	283.5	284.9	283.5
Total Liabilities and Shareholders' Eq	2,371.6	2,513.0	2,533.6	2,622.5	2,687.4	3,386.1	3,235.9	3,075.3	3,000.1
Balance Check									
Number of shares (M)	3,664	3,561	3,425	3,276	3,084	3,048	2,927	2,783	2,619
% reduction		-2.8%	-3.8%	-4.4%	-5.9%	-1.2%	-3.9%	-4.9%	-5.9%
INCOME STATEMENT									
Interest income									
Total interest income	51.0	55.9	64.4	77.4	84.0	64.5	70.7	74.7	79.4
Total interest expense	7.5	9.8	14.3	22.4	26.8	10.0	13.4	16.2	19.0
Net Interest Income	43.5	46.1	50.1	55.1	57.2	54.6	57.3	58.6	60.4
Provision for credit losses	3.8	5.4	5.3	4.9	5.6	20.4	7.2	6.0	5.2
Non-Interest Income									
IB	6.8	6.4	7.2	7.6	7.5	9.5	8.2	8.6	9.0
PI	10.4	11.6	11.3	12.1	14.0	18.0	15.4	16.2	16.9
AM	15.5	14.6	15.4	17.1	17.2	18.5	18.8	19.7	20.5
Banking fees	8.2	8.3	7.6	7.3	8.4	8.4	8.5	9.0	9.3
Card	5.9	4.8	4.4	5.0	5.3	4.6	4.9	5.1	5.4
Others	3.2	3.9	3.5	4.9	6.0	6.7	7.1	7.5	7.8
Total non-interest income	50.0	49.6	49.5	54.0	58.4	65.7	63.0	66.1	68.8
Non-Interest Expense									
Compensation	29.8	30.0	31.0	33.1	34.2	35.0	36.1	37.1	38.2
Technology	6.2	6.8	7.7	8.8	9.8	10.3	10.9	12.0	13.0
Others	3.2	3.9	3.5	4.9	6.0	6.7	7.1	7.5	7.8
Total non-interest expense	59.0	55.8	58.4	63.4	65.5	65.9	68.8	71.9	75.0
Income Before Income Taxes									
Income tax expense	30.7	34.5	35.9	40.8	44.5	33.9	44.3	46.8	48.9
Income tax rate	6.3	9.8	11.5	8.3	8.1	6.3	10.4	11.0	11.5
Dividends on preferred stock and acc.	20.4%	28.4%	31.9%	20.3%	18.2%	18.5%	23.5%	23.5%	23.5%
Net Income Available to Common Stock	1.5	0.0	0.0	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
Earnings Per Common Share									
By implied # of shares	22.9	24.7	24.5	30.9	34.8	26.1	32.3	34.2	35.8
Actual	6.3	6.9	7.1	9.4	11.3	8.6	11.0	12.3	13.7
Actual	6.0	6.2	6.3	9.0	10.7	8.6	11.0	12.3	13.7
Total shareholder return									
Dividend	7.9	8.5	9.0	10.1	12.3	12.6	12.1	12.8	13.2
Annual DPS	1.7	1.9	2.1	2.7	3.4	3.6	3.6	4.0	4.4
Net share buyback	5.6	9.1	15.1	19.5	24.1	6.4	16.0	20.0	24.0
TSR/Net profit	53.2%	67.1%	95.3%	93.4%	100.9%	66.6%	82.2%	91.1%	99.2%
DPS/EPS	28.7%	30.4%	33.6%	30.2%	31.7%	42.1%	32.6%	32.6%	32.2%
Share buyback/Net profit	24.5%	36.7%	61.8%	63.1%	69.2%	24.5%	49.5%	58.5%	67.0%
TSR/Market cap	4.9%	5.1%	6.1%	8.9%	8.0%	4.5%	6.5%	7.7%	8.8%
DPS/stock price	2.6%	2.2%	2.0%	2.8%	2.4%	2.8%	2.6%	2.7%	2.8%
Share buyback/Market cap	2.3%	3.0%	4.1%	6.1%	5.6%	1.7%	3.9%	4.9%	5.9%
CAPITAL REQUIREMENTS									
Capital Adequacy									
Total stockholders' equity	247.6	254.2	255.7	256.5	261.3	279.4	283.5	284.9	283.5
Total capital	220.2	226.5	227.5	227.4	232.1	257.2	254.1	255.8	255.3
Total capital ratio	14.7%	15.2%	15.7%	16.0%	16.6%	17.3%	15.2%	16.3%	16.8%
Tier 1 Capital	199.0	207.5	208.6	209.1	214.4	234.8	233.3	235.0	234.5
Tier 1 capital ratio	13.3%	14.0%	14.4%	14.7%	15.3%	15.8%	13.9%	15.0%	15.5%

자료: 제이피모건, Factset, 한화투자증권 리서치센터



Johnson & Johnson (JNJ)

미국에 두 개뿐인 AAA 신용 등급 기업

▶ Analyst 한상희 sanghi.han@hanwha.com 3772-7695

Not Rated

블룸버그 컨센서스 목표가: USD 184

현재 주가(2/25, USD)	162.8
상승여력	▲12.9%
시가총액(백만 USD)	427,844
발행주식수(천주)	2,628,680
52 주 최고가 / 최저가(USD)	173.65 / 109.16
90 일 일평균 거래대금(백만 USD)	1,198.8

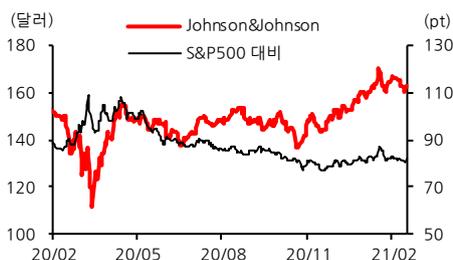
거래소	New York
국가명	UNITED STATES
티커	JNJ US EQUITY
산업	헬스케어

추가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-1.9	13.3	7.0	12.5
상대수익률(S&P500)	-1.3	7.4	-3.7	-8.1

(단위: 백만 달러, 달러, %, 배)

재무정보	2019	2020	2021E	2022E
매출액	82,059	82,584	91,564	95,935
영업이익	20,080	19,733	30,008	32,242
EBITDA	27,396	26,964	33,099	34,602
지배주주순이익	15,119	14,714	25,167	27,232
EPS	5.72	5.59	9.50	10.26
순차입금	9,394	10,081	-3,880	-16,350
PER	20.1	23.3	17.1	15.9
PBR	6.5	6.5	6.0	5.3
EV/EBITDA	14.3	15.7	13.2	12.7
배당수익률	2.5	2.5	2.6	2.8
ROE	32.7	29.4	36.6	35.7

주가 추이



존슨앤존슨은 1886년에 설립된 헬스케어 기업입니다. 58년간 배당을 늘렸고, 잉여현금흐름 사용처에서 가장 중요한 곳을 배당으로 짤 정도로 주주 친화적입니다. 마이크로소프트와 함께 유일한 AAA 등급 기업이며, 지난 135년간 CEO가 9명에 불과할 정도로 경영진도 안정적입니다. SWAN #1 포트폴리오에 포함되기에 손색 없습니다.

1월 26일 발표된 4분기 실적 컨센서스 수준

존슨앤존슨 (JNJ)의 4분기 실적은 매출 225억 달러, 주당순이익 1.86달러로 외형은 시장 예상치 217억 달러를 상회했고, 주당순이익은 컨센서스 1.82달러와 유사했다. 제약 부문의 매출이 전년동기대비 16%늘어 가장 견조했다. 의료기기는 코로나 피해에서 벗어나고 있다 (-0.7%, yoy). 피부미용/안과용품을 포함하는 소비자 부문의 매출액은 2019년 4분기에 비해 1% 증가했다. 2020년 잉여현금흐름은 200억 달러로 시가총액의 4.7%이다. 105억 달러를 배당에, 40억 달러를 자사주 매입에 사용했다. 잉여현금흐름의 약 70% 이상을 주주에게 돌려줬다.

시장 기대치 뛰어넘는 2021년 가이던스 제공

매출은 888 - 900억 달러로 하단이 애널리스트 추정치 886억 달러에 비해 높았다. 코로나로 직격탄을 맞았던 의료기기의 매출이 2분기에 정상화되는 효과가 크다고 분석됐다.

2021년 주당순이익 예상치는 9.4 - 9.6달러로 컨센서스 8.96달러에 비해 6% 많았다. 중간값 9.5달러 기준으로 2020년 대비 성장률은 18%에 이른다. 코로나로 인한 진료 활동 둔화로 의료기기 매출이 급감했던 2020년 2분기에 가이던스를 낮추었는데, 하향 이전의 9.03달러를 기준으로 해도 주당순이익 증가율은 5.3%로 양호하다. 매출 성장과 더불어 영업이익률이 2%p 개선된다고 존슨앤존슨은 예측했다.

Factset 매수 67%, 목표주가 184 달러

존슨앤존슨은 외형 증가율이 명목 GDP 성장률을 지속적으로 초과하고 있으며, 매출액의 15%를 R&D 비용으로 쓰면서도 26%의 순이익률을 내고 있다. 강력한 경제적 해자를 갖는 기업이다. 설비투자가 감가상각비에 미치지 못하고 운전자본변동도 미미해 현금 창출력도 뛰어나다.

제약 시장 점유율을 높고
기타 사업도 강건

Statista의 수치를 기준으로 존슨앤존슨의 의약품 매출은 7 - 9% 사이의 시장 점유율을 갖고 지난 13년간 움직였다. 한국의 1위 제약사가 전체 시장에서 차지하는 비율이 6% 선임을 감안하면 존슨앤존슨의 확고한 시장 지위를 알 수 있다. 참고로, 한국 의약품 시장 규모는 미국의 5%에 그칠 정도로 작다. 존슨앤존슨의 미국 제약 매출 비중은 전체의 31%로 사업 구조의 강력함이 더욱 돋보인다.

[그림69] 존슨앤존슨 점유율



주: 존슨앤존슨 제약 부문 기준

자료: Factset, Statista, 한화투자증권 리서치센터

존슨앤존슨은 매출 증가를 위한 설비투자 부담이 낮다. 다양한 제품을 판매하고 있는 점을 감안하면 효율적인 생산 능력을 보유하고 있다는 의미다. 경제적 해자를 유지하기 위해 효과적인 생산은 꼭 필요하다.

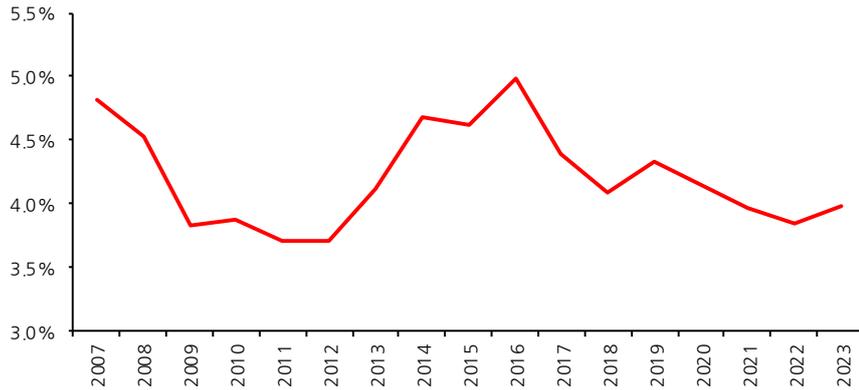
2019년 존슨앤존슨의 매출액은 821억 달러였는데, 감가상각비는 25억 달러에 그쳤다. 설비투자는 감가상각비의 140%를 소폭 넘는다. 2014년부터 2019년까지 매출액은 연평균 2% 증가했는데, 감가상각비는 25억 달러, 설비투자는 35억 달러 수준에서 더 이상 늘지 않았다. 외형 대비 설비투자 비율은 2016년 5%를 정점으로 계속 하락해 2019년에 4.3%를 기록했다. 시장 애널리스트들의 2023년 추정치는 4%이다.

[그림70] 존슨앤존슨 감가상각 대비 설비투자



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림71] 존슨앤존슨 매출액 대비 설비투자



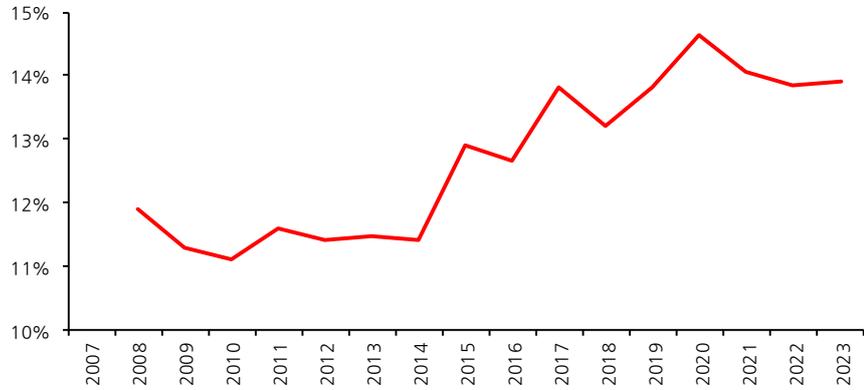
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

필립 피셔가 기업 발굴을 위해 마련한 15가지 질문 중 2개가 R&D와 관련이 있다.

- 현재 매력적인 성장 잠재력을 가진 제품 매출을 더 이상 확대하기 어려워졌을 때에도 신제품을 개발하고자 하는가?
- 기업의 연구 개발 노력은 회사 규모를 감안할 때 얼마나 생산적인가?

신약의 특허가 끝나면 복제약이 시판돼 매출액이 급감하는 헬스케어의 특성상 존슨앤존슨에게는 R&D가 중요하다. 설비투자와는 달리 경영진이 R&D 투자를 지속적으로 늘리고 있는 점은 영속 성장을 위해 바람직하다. 매출액 대비 R&D 비율은 2008년에 11.9%였으나, 2019년에는 13.8%로 상승했다. 2020년은 14.8%까지 오른 것으로 추정된다. 매출액의 15% 가까이 R&D로 지출하고 있음에도 불구하고, 존슨앤존슨의 영업이익률은 30%로 수익성이 양호하다. 주주환원을 위해 충분한 잉여현금흐름도 창출하고 있다. R&D 비용 지출은 회사 규모와 비교할 때 적절하다고 판단한다.

[그림72] 존슨앤존슨 매출액 대비 R&D

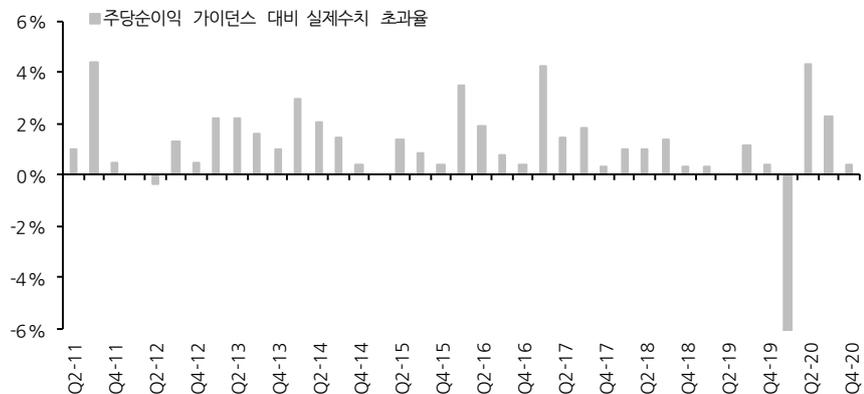


자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

존슨앤존슨은 매출액부터 이익률, 순이자비용, 세금 및 순이익까지 자세하게 가이드언스를 제공한다. 분기 실적 발표 때마다 목표치 달성 가능성 여부를 평가한 뒤 수정해서 제시하기도 한다. 일반적으로 보수적인 수치를 준 뒤 올리는 방식을 취한다. 실제 주당순이익이 연초에 예상치 대비 더 많이 초과하는 경향을 보이는 이유다. 2020년 2분기에만 급감한 의료기기 부문의 매출을 반영해 가이드언스를 낮추었다. 2021년에는 분기별 외형 증가율의 방향성도 쫓다. 기저 효과에 따른 2분기 의료기기 매출 급증을 언급했다.

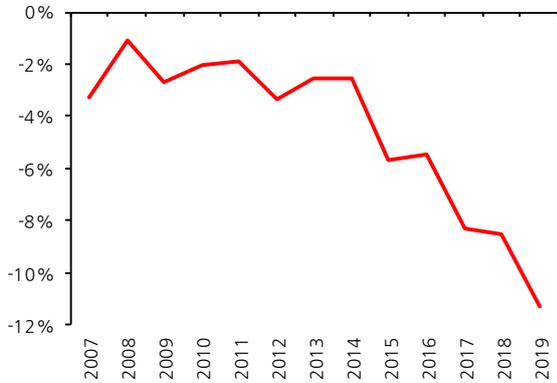
기타순유동부채 비중이 증가하고 있다. 라이선스인 (License-In)이 늘어나면서 상대 회사에 잠재적으로 지급해야 할 부채가 기타유동부채로 잡힌 것이 많아 이해할 만 하다. 영업외항목 중 기타이익 비중은 절대값 기준으로 2 - 5% 수준에서 움직이고 있어 안정적인 편이다. 세전이익이 영업이익에 비해 크다는 점까지 감안하면 회계 투명도는 우수해 보인다.

[그림73] 존슨앤존슨은 코로나 영향이 극심했던 2020년 2분기 외에는 가이드언스 충족



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림74] 존슨앤존슨 재무상태표 내 기타순유동자산 비중



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

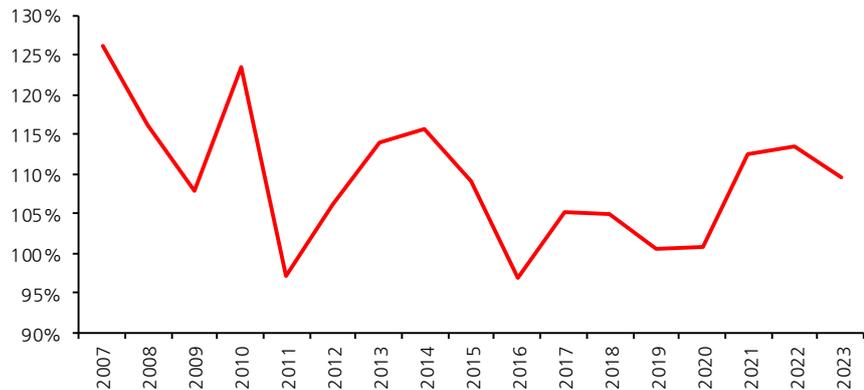
[그림75] 존슨앤존슨 영업의 항목 내 기타이익 비중



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

존슨앤존슨은 순이익이 대부분 영업활동현금흐름으로 전환된다. 순운전자본 관리가 뛰어나고, 비현금성 수익이 적어 이익의 질이 뛰어나다. 2007년 이후 영업현금흐름/순이익 비율의 평균은 109%이며 정상적인 해에는 95 - 110% 사이를 유지해왔다. 연간 변동은 운전자본이 야기했는데, 운전자본의 변화는 +/-20억 달러에서 형성된다. 연간 900억 달러에 육박하는 매출을 감안하면 자연스럽고 미미한 움직임이다.

[그림76] 존슨앤존슨 영업활동현금흐름/순이익 비율



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

존슨앤존슨은 최고 경영진의 안정성이 우수하다. 1886년 창립 이후 CEO는 9명에 불과하다. 상장된 해인 1944년을 기준으로 하면 7명이다. CEO의 평균 재임 기간이 10 - 15년에 이른다. 종업원들이 회사의 방향성을 따르면 본인과 조직이 발전한다는 신뢰를 갖을 만 하다. 2012년부터 CEO로 재직하고 있는 알렉스 고스키는 미국 육사를 졸업하고 와튼에서 MBA를 받았다. 안센 (존슨앤존슨 1961년 인수)에서 경력을 시작해 노바티스로 옮긴 뒤, 2008년에 의료기기 담당으로 존슨앤존슨에 복귀했다.

[그림77] 알렉스 코스키는 1886년 이후 9번째 CEO: 평균 재임 기간 15년



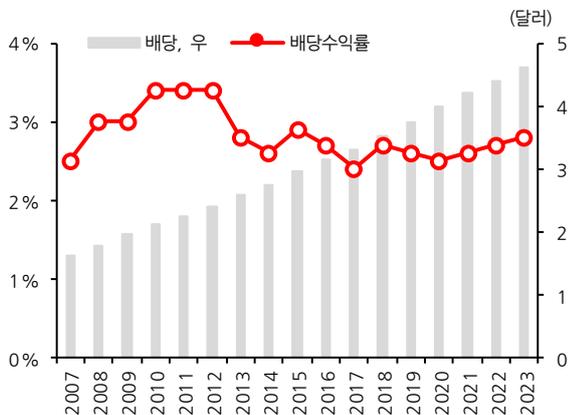
자료: 존슨앤존슨, 한화투자증권 리서치센터

존슨앤존슨은 경제 상황과 무관하게 지속적으로 배당금을 인상해왔고, 분기마다 배당을 지급한다. 2008 - 2009년 금융 위기 기간에도 배당이 늘었고, 2020년에도 배당이 증가했다. 배당을 유지하는 정도가 아니라 확대한다는 점이 주주환원에 대한 존슨앤존슨의 확립된 전통을 보여준다.

2020년 주당 배당은 3.98달러로 지난 10년간 연평균 6.5% 늘었다. 당해 연도 2분기부터 다음해 1분기까지 같은 액수를 지급한다. 예를 들어, 2019년 2분기부터 2020년 1분기까지 주당 배당금이 0.95달러였고, 2020년 2분기에 1.01달러로 인상돼 2021년 1분기까지 유지됐다. 현재 배당 수익률은 2.5% 수준이다.

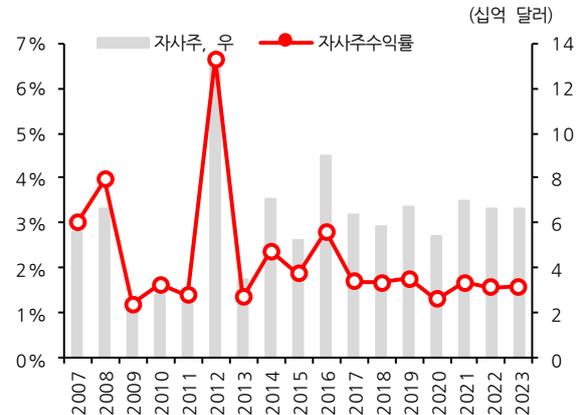
자사주는 배당만큼 안정적이지는 않으나, 매년 매입해왔다. 2009 - 2010년 금융 위기 직후와 2020년 코로나 기간에 자사주 규모가 감소했다. 2009 - 2010년 축소했던 자사주 매입을 2011년에 크게 늘렸던 것을 고려하면 2021년에는 다시 증가할 가능성이 높다. 컨센서스에 따르면 2021년 자사주 매입은 30% 커진다.

[그림78] 존슨앤존슨 배당 및 배당수익률



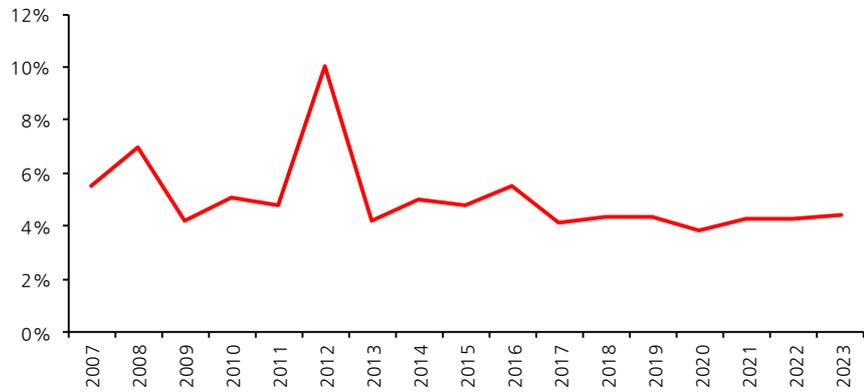
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림79] 존슨앤존슨 자사주 및 자사주 수익률



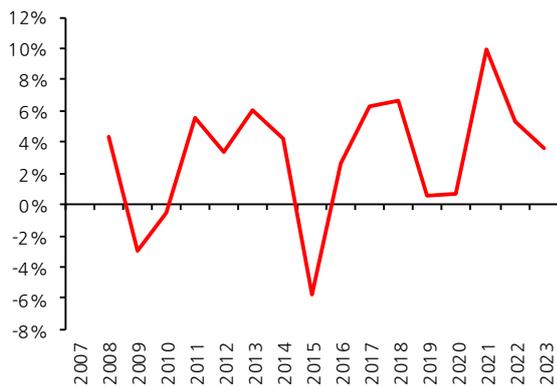
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림80] 존슨앤존슨 총주주환원율 추이



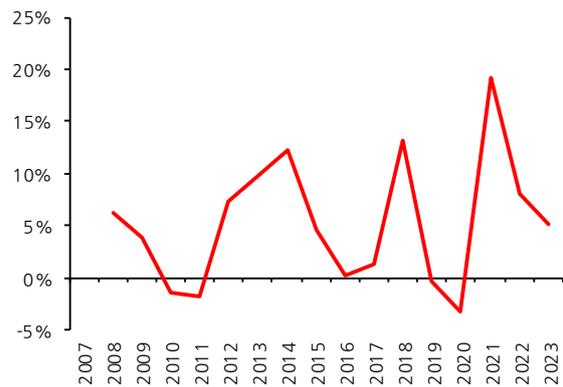
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림81] 존슨앤존슨 매출 증가율



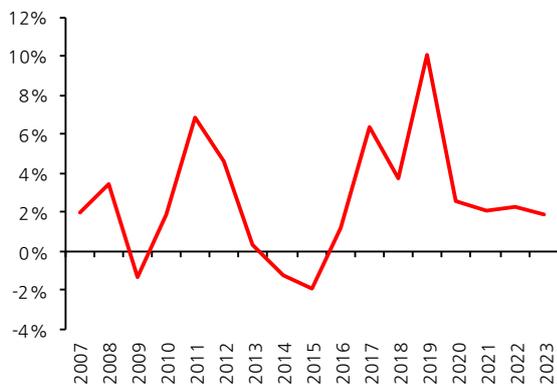
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림82] 존슨앤존슨 영업이익 증가율



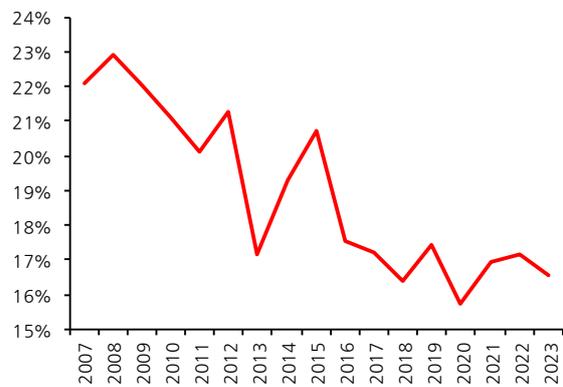
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림83] 존슨앤존슨 (세전이익 - 영업이익)/영업이익



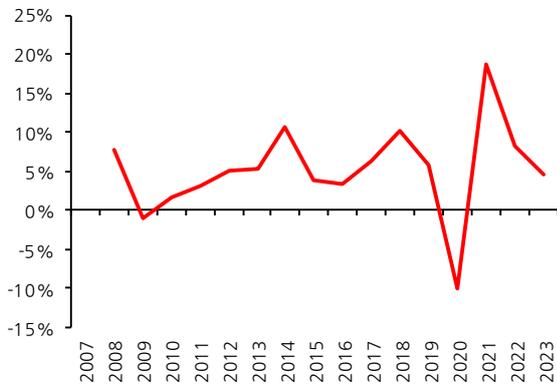
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림84] 존슨앤존슨 법인세율



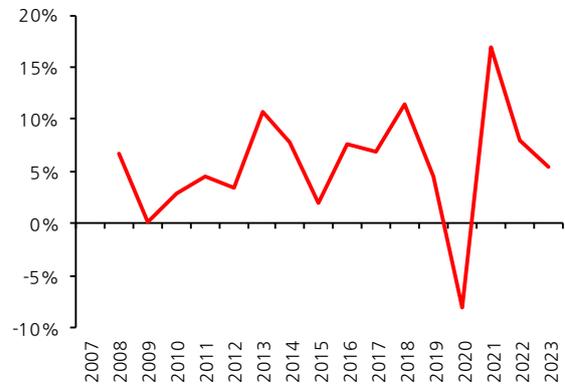
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림85] 존슨앤존슨 세전이익 증가율



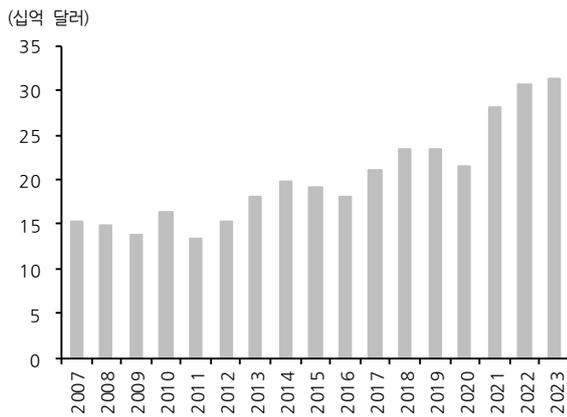
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림86] 존슨앤존슨 순이익 증가율



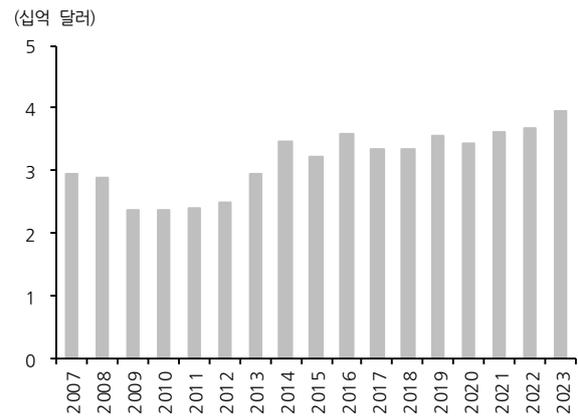
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림87] 존슨앤존슨 영업활동현금흐름



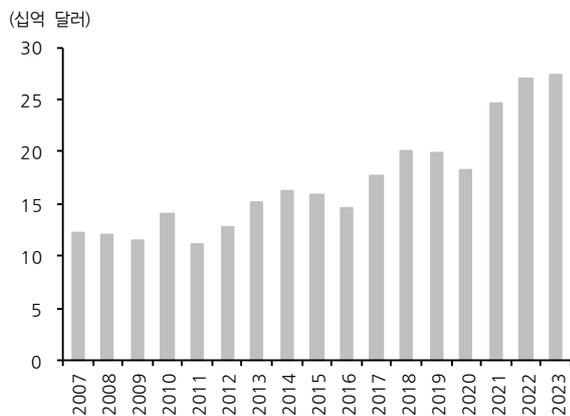
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림88] 존슨앤존슨 설비투자



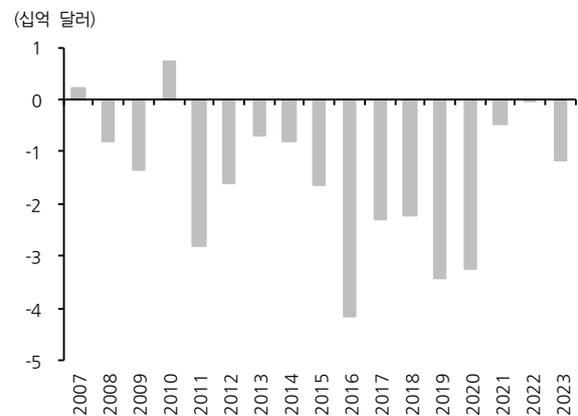
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림89] 존슨앤존슨 잉여현금흐름



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림90] 존슨앤존슨 영업활동현금흐름 - 순이익



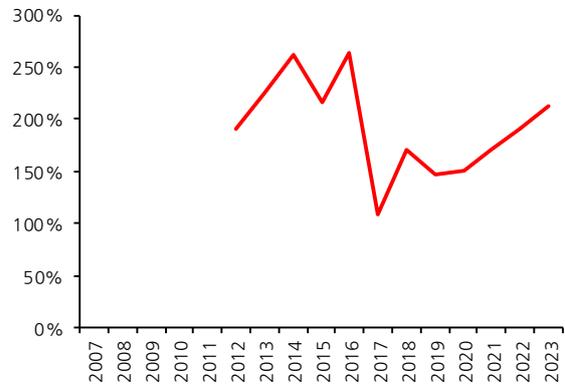
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림91] 존슨앤존슨 부채 비율



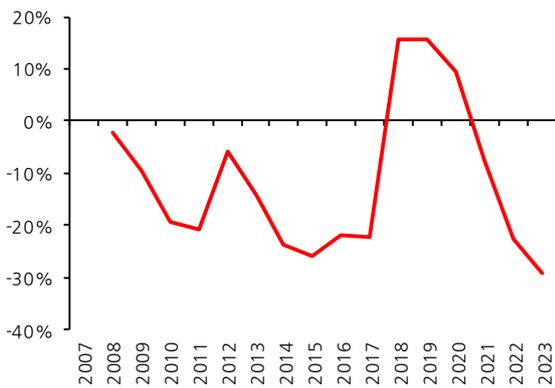
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림92] 존슨앤존슨 유동 비율



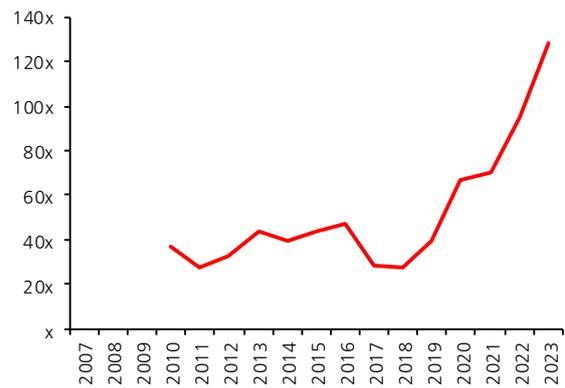
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림93] 존슨앤존슨 순차입금/자본



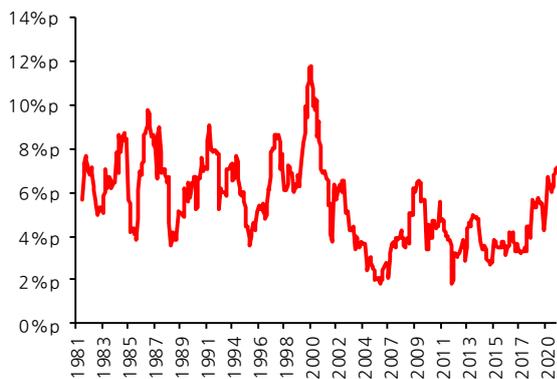
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림94] 존슨앤존슨 이자보상배율



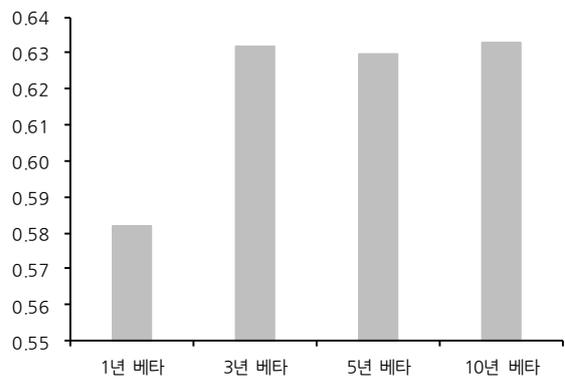
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림95] 존슨앤존슨 주가수익률 표준편차



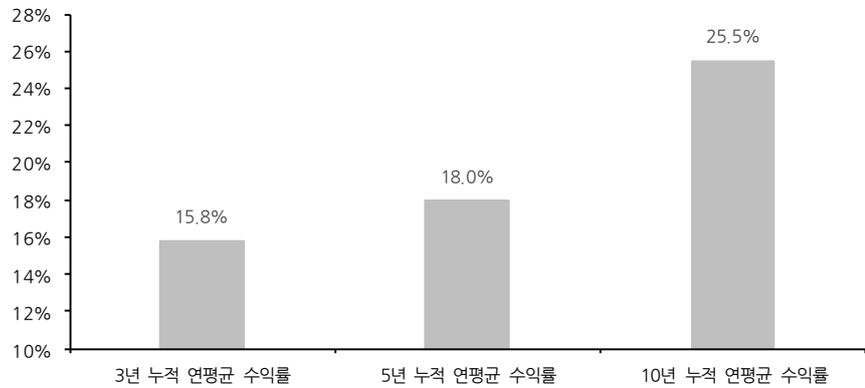
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림96] 존슨앤존슨 베타 (주간 수익률 기준)



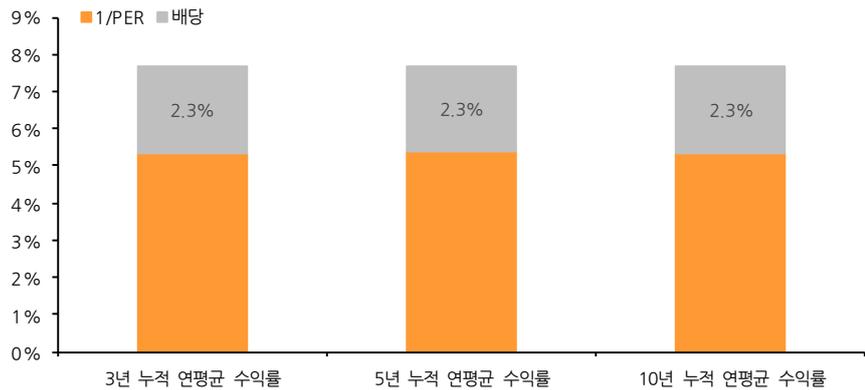
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림97] 존슨앤존슨 기대수익률: 역사적 관점



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림98] 존슨앤존슨 기간별 기대수익률: 1/PER + 배당 관점



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림99] PBR 및 ROE



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림100] PER 및 EPS 증가율

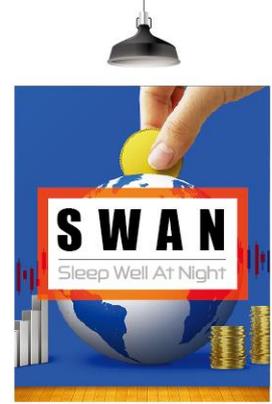


자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림101] 존슨앤존슨 재무제표

(\$ in billions, except per share data, Non GAAP)	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
BALANCE SHEET									
Assets									
Cash and cash equivalent	13.73	18.97	17.82	18.11	17.31	18.97	19.30	21.68	25.53
Marketable securities	24.64	22.94	0.47	1.58	1.98	11.82	11.82	11.82	11.82
Short term receivables	10.73	11.70	13.49	14.10	14.48	14.58	15.71	16.18	16.55
Inventories	8.05	8.14	8.77	8.60	9.02	9.60	9.98	10.28	10.52
Other current assets	3.06	3.28	2.54	3.64	2.48	2.61	2.61	2.61	2.61
Total current assets	60.21	65.03	43.09	46.03	45.27	57.58	59.42	62.57	67.03
Net PPE	15.91	15.91	17.01	17.04	18.62	17.86	18.40	18.96	19.52
Investments	1.49	1.21	0.75	0.51	1.15	0.07	0.58	0.58	0.58
Intangibles	47.39	49.68	85.13	78.06	81.28	81.31	81.95	82.60	83.25
Deferred tax assets	5.47	6.15	7.11	7.64	7.82	7.82	7.82	7.82	7.82
Other non current assets	2.94	3.23	4.21	3.67	3.59	6.05	6.05	6.05	6.05
Total non current assets	73.20	76.18	114.21	106.92	112.46	113.11	114.80	116.00	117.21
Total Assets	133.41	141.21	157.30	152.95	157.73	170.69	174.22	178.57	184.25
Liabilities									
St debt and current portion of LT debt	7.00	4.68	3.91	2.80	1.47	5.08	5.08	5.08	5.08
Accounts payable	6.67	6.92	7.31	7.54	8.54	7.04	8.44	8.69	8.89
Income tax payable	0.75	0.97	1.85	0.82	2.27	1.67	1.67	1.67	1.67
Other current payables	13.33	13.72	17.47	20.07	23.68	25.06	25.06	25.06	25.06
Total current liabilities	27.75	26.29	30.54	31.23	35.96	38.85	40.25	40.50	40.70
LT debt	12.86	22.44	30.68	27.68	27.21	32.68	25.68	19.68	13.68
Provision for risks and charges	8.85	9.62	10.07	9.95	10.66	10.18	10.18	10.18	10.18
Deferred tax liabilities	2.56	2.91	8.37	7.51	5.96	5.62	5.62	5.62	5.62
Other non current liabilities	10.24	9.53	17.48	16.83	18.47	18.89	19.26	19.36	19.70
Total non current liabilities	34.51	44.50	66.60	61.97	62.30	60.74	54.84	49.18	41.88
Total liabilities	62.26	70.79	97.14	93.20	98.26	106.22	100.99	95.35	89.88
Equity									
Common stock (Par)	3.12	3.12	3.12	3.12	3.12	3.12	3.12	3.12	3.12
Retained earnings	103.88	110.55	101.79	106.22	110.66	114.83	127.96	142.32	157.83
Others including treasury	-35.85	-43.25	-44.75	-49.59	-54.31	-53.48	-57.85	-62.22	-66.59
Total equity	71.15	70.42	60.16	59.75	59.47	64.47	73.23	83.23	94.36
Total Liabilities and Shareholders' Equity	133.41	141.21	157.30	152.95	157.73	170.69	174.22	178.57	184.25
Balance Check	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Implied BPS	25.8	26.0	22.4	22.4	22.6	24.5	28.1	32.3	36.9
Number of shares (M)	2,755	2,707	2,683	2,662	2,633	2,632	2,606	2,580	2,554
% reduction	-1.8%	-0.9%	-0.9%	-0.8%	-1.1%	0.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%
INCOME STATEMENT									
Revenue	70.07	71.89	76.45	81.58	82.06	82.58	89.47	92.15	94.27
growth yoy		2.6%	6.3%	6.7%	0.6%	0.6%	8.3%	3.0%	2.3%
Guidance									
Lower Band	70.00	71.50	75.90	81.00	83.70	82.00	88.80		
Upper Band	71.00	72.20	76.20	81.40	84.20	82.80	90.00		
US	35.69	37.81	39.86	41.88	42.10	43.13	46.81	48.36	49.60
International	34.39	34.08	36.59	39.70	39.96	39.45	42.66	44.67	44.67
Pharmaceutical	31.43	33.46	36.26	40.73	42.20	45.57	48.22	49.66	50.65
Medical Device	25.14	25.12	26.59	26.99	25.96	22.96	26.64	27.44	28.26
Consumer	13.51	13.31	13.60	13.85	13.90	14.05	14.62	15.05	15.35
Cost of good sold	21.46	21.64	24.72	23.64	22.93	24.21	25.62	26.07	26.35
% to sales	30.6%	30.1%	32.3%	29.0%	27.9%	29.3%	28.6%	28.3%	27.9%
Gross profit	48.62	50.25	51.73	57.94	59.13	58.37	63.85	66.08	67.93
growth yoy		3.4%	2.9%	12.0%	2.0%	-1.3%	9.4%	3.5%	2.8%
SG&A	21.26	18.67	18.41	21.42	22.15	21.17	23.54	23.93	24.16
% to sales	30.3%	26.0%	24.1%	26.3%	27.0%	25.6%	26.3%	26.0%	25.6%
R&D	9.05	9.10	10.55	10.78	11.33	12.20	12.79	12.95	13.02
% to sales	12.9%	12.7%	13.8%	13.2%	13.8%	14.8%	14.3%	14.1%	13.8%
Operating profit	18.32	22.48	22.76	25.75	25.64	25.01	27.52	29.20	30.75
growth yoy		22.7%	1.2%	11.1%	-0.4%	-2.5%	10.1%	6.1%	5.3%
% to sales	26.1%	31.3%	29.8%	31.6%	31.2%	30.3%	30.8%	31.7%	32.6%
Net interest expense	0.42	0.48	0.80	0.93	0.04	0.54	0.33	0.09	-0.19
% to net debt	6.9%	5.9%	4.8%	7.5%	0.3%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%
Net debt	6.13	8.15	16.77	12.37	11.37	18.79	11.46	3.08	-6.77
Other non operating expenses	4.11	0.76	2.25	1.88	2.62	1.29	1.42	1.51	1.59
% to operating profit	22.4%	3.4%	9.9%	7.3%	10.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%
Earnings before tax	22.00	22.76	24.21	26.70	28.23	25.76	28.62	30.62	32.53
growth yoy		3.4%	6.4%	10.3%	5.7%	-8.7%	11.1%	7.0%	6.2%
% to sales	31.4%	31.7%	31.7%	32.7%	34.4%	31.2%	32.0%	33.2%	34.5%
tax expense	4.56	4.00	4.17	4.38	4.92	4.33	4.81	5.14	5.46
% to net profit	20.7%	17.8%	17.7%	16.4%	17.4%	16.9%	16.8%	16.8%	16.8%
Net profit	17.45	18.76	20.04	22.32	23.31	21.43	23.81	25.48	27.07
growth yoy		7.6%	6.8%	11.4%	4.5%	-8.1%	11.1%	7.0%	6.2%
% to sales	24.9%	26.1%	27.4%	28.4%	28.4%	26.0%	26.6%	27.6%	28.7%
Earnings per share									
By implied # of shares	6.33	6.93	7.47	8.38	8.85	8.14	9.14	9.88	10.60
Actual	6.20	6.73	7.30	8.18	8.68	8.03	8.97	9.71	10.43
Guidance									
Lower Band	6.12	6.68	7.25	8.13	8.62	7.95	9.40		
Upper Band	6.20	6.73	7.30	8.18	8.67	8.05	9.60		
CASHFLOW STATEMENT									
Cashflow from operations	19.28	18.77	21.06	22.20	23.42	20.80	25.57	27.05	28.97
Net profit	17.45	18.76	20.04	22.32	23.31	21.43	23.81	25.48	27.07
Depreciation and amortization	1.90	3.75	5.64	6.93	7.01	7.14	7.36	7.58	7.80
Change in WC	-0.89	-0.66	2.67	2.12	3.49	-2.18	-0.11	-0.52	-0.41
Others	-1.18	-3.09	-7.30	-9.17	-10.40	-5.49	-5.49	-5.49	-5.49
Cashflow from investment	-7.74	-4.76	-14.87	-3.17	-6.19	-14.27	-4.63	-4.63	-4.63
Increase in net PPE	-3.46	-3.23	-3.28	-3.67	-3.50	-3.28	-3.48	-3.48	-3.48
Net investments including marketable securities	-4.17	-1.41	-11.36	-0.97	-3.08	-10.90	-1.06	-1.06	-1.06
Others	-0.10	-0.12	-0.23	-0.46	0.38	-0.08	-0.08	-0.08	-0.08
Cashflow from financing	-11.14	-8.55	-7.67	-18.51	-18.02	-3.60	-20.61	-20.04	-20.49
Repayment of interest bearing debt	1.38	7.88	6.75	-3.95	-2.88	9.08	-7.00	-6.00	-6.00
Dividend payment	-8.17	-8.62	-8.94	-9.49	-9.92	-10.36	-10.79	-11.22	-11.67
Net purchase of treasury stock	-5.29	-8.98	-6.36	-5.87	-6.75	-3.87	-4.37	-4.37	-4.37
Others	0.95	1.17	0.87	0.80	1.53	1.55	1.55	1.55	1.55
Cash and cash equivalent, BOP	14.52	13.73	18.97	17.82	18.11	17.31	18.97	19.30	21.68
Cash and cash equivalent, EOP	13.73	18.97	17.82	18.11	17.31	18.97	19.30	21.68	25.53
Effect of FX	-1.20	-0.22	0.34	-0.23	-0.01	-1.38	0.00	0.00	0.00
Free Cash flow including cash outflow of investment	12.43	12.43	17.78	20.61	17.24	16.56	21.02	22.51	24.43
Total shareholder return									
Dividend announced	8.04	8.51	8.86	9.36	9.81	10.25	10.68	11.11	11.56
Annual DPS	2.95	3.15	3.32	3.54	3.75	3.94	4.14	4.35	4.57
Implied # of shares	2,725.9	2,701.3	2,669.4	2,643.0	2,616.3	2,600.5	2,580.7	2,554.9	2,529.4
Check	98.9%	99.8%	99.5%	99.3%	99.4%	98.8%	99.0%	99.0%	99.0%
Net share buyback	5.3	9.0	6.4	5.9	6.7	3.9	4.4	4.4	4.4
TSR/Net profit	77.3%	84.7%	77.2%	69.6%	72.1%	67.1%	64.8%	62.0%	60.6%
DPS/DPS	47.6%	46.8%	45.5%	43.3%	43.2%	49.1%	46.1%	44.8%	43.8%
Share buyback/Net profit	30.3%	47.9%	31.7%	26.3%	28.9%	18.0%	18.3%	17.1%	16.1%
TSR/Market cap	4.7%	5.6%	4.1%	4.5%	4.3%	3.4%	3.5%	3.6%	3.7%
DPS/stock price	2.9%	2.7%	2.4%	2.7%	2.6%	2.5%	2.5%	2.6%	2.7%
Share buyback/Market cap	1.9%	2.9%	1.7%	1.7%	1.8%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%

자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터



Procter & Gamble (PG)

브랜드 마케팅의 선구자이자 사관학교

▶ Analyst 한상희 sanghi.han@hanwha.com 3772-7695

Not Rated

블룸버그 컨센서스 목표가: USD 150

현재 주가(2/25, USD)	126.6
상승여력	▲18.3%
시가총액(백만 USD)	311,700
발행주식수(천주)	2,462,476
52 주 최고가 / 최저가(USD)	146.92 / 94.34
90 일 일평균 거래대금(백만 USD)	956.9

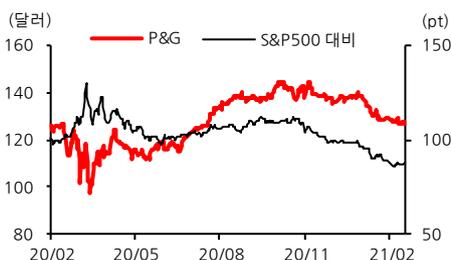
주주 구성	New York
삼성전자 (외 10 인)	UNITED STATES
국민연금공단 (외 1 인)	PG US EQUITY
삼성에스디에스우리사주 (외 1 인)	필수소비재

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-4.3	-8.7	-9.0	4.2
상대수익률(S&P500)	-3.6	-13.5	-18.1	-14.8

(단위: 백만 달러, 달러, %, 배)

재무정보	2019	2020	2021E	2022E
매출액	67,684	70,950	75,402	78,077
영업이익	5,487	15,706	18,399	19,195
EBITDA	8,311	19,066	21,303	22,377
지배주주순이익	3,897	13,027	14,817	15,567
EPS	1.45	5.13	5.69	6.06
순차입금	19,805	19,430	20,284	20,716
PER	25.7	23.4	22.2	20.9
PBR	5.9	6.5	7.0	6.8
EV/EBITDA	35.6	16.6	15.6	14.8
배당수익률	2.5	2.5	2.6	2.7
ROE	22.7	28.7	35.3	34.6

주가 추이



프록터앤갬블은 1837 년에 설립된 생활용품 기업입니다. 64 년간 배당을 지속적으로 늘려왔고, 코로나 위기가 닥친 2020 년에도 자사주를 매입할 정도로 주주를 배려합니다. 1890 년 법인화 이후 CEO 가 12 명으로 평균 재임 기간이 11 년에 이릅니다. 어디선가 한 번쯤 봤을 법한 산하 브랜드가 즐비합니다 (질레트, 오랄비, 페브리즈 등). 필수소비재 중 SWAN 의 첫 타자가 될 만합니다.

1월 20일 발표된 2021년 회계연도 2분기 실적 예상치 상회

프록터앤갬블(PG)의 2분기 실적은 매출 198억 달러, 주당순이익 1.64 달러로 컨센서스 193억 달러/1.51 달러를 모두 이겼다. 뷰티 (피부, 헤어 등), 그루밍 (면도기, 날 및 소형 가전 등), 헬스케어 (구강 용품), 패브릭&홈(의류 등), 베이비, 페민&패밀리 (기저귀 등)의 전 영역 매출액이 시장 기대치를 초과했다. 27.2%의 영업이익률이 시장 추정치 25.2%에 비해 높아 주당순이익이 외형에 비해 더 좋았다. 2021년 회계연도 상반기 잉여현금흐름은 90억 달러, 지난 4분기 합산은 160억 달러로 시가총액의 5.1%이다.

상향 조정된 2021년 회계연도 가이드런스

2020년 하반기 (2021년 회계연도 상반기)의 실적이 코로나로 인한 경기 충격에서 예상보다 빠르게 벗어나면서 2021년 회계연도 매출 성장률을 전분기 3 - 4%에서 5 - 6%로 올렸다. 주당순이익 증가율 전망치는 5 - 8%에서 8 - 10%로 상향됐다. 잉여현금흐름전환율은 전분기에 90%에서 95%로 올려 잡은 후, 이번에 95 - 100%로 다시 바꿨다.

이익이 늘고, 현금전환비율도 상승했기 때문에 더 많은 현금이 창출될 수 밖에 없다. 프록터앤갬블은 자사주 매입을 기존 70 - 90억 달러에서 100억 달러로 확대해서 증가한 현금을 주주에게 돌려주기로 했다. 배당 80억 달러까지 고려하면 잉여현금의 전부를 주주에게 주는 셈이며, 총주주환원율이 5%를 넘는다.

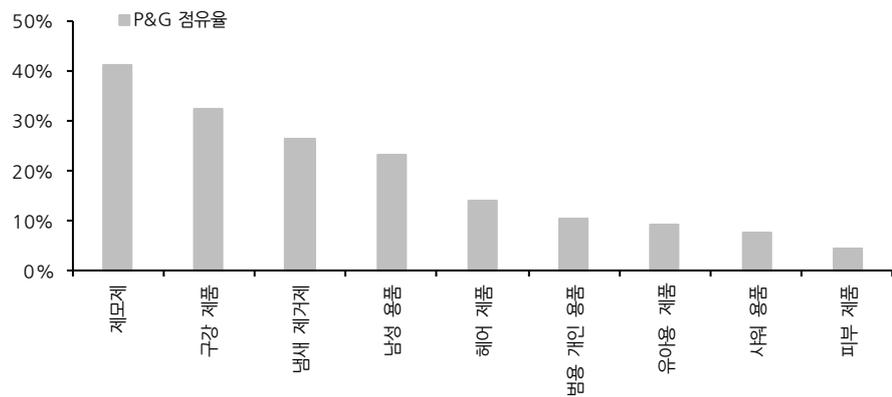
Factset 매수 54%, 목표주가 150 달러

브랜드를 노출해 제품 선택을 자연스럽게 유도하는 방식으로 경제적 해자를 구축하는 기업이다. 세 종목 중 매수 비율이 가장 낮으나, 컨센서스에 따른 현재 주가 대비 상승 여력이 제일 크다.

다양한 브랜드
높은 점유율

프록터앤갬블은 회사의 브랜드를 고양하는 방법보다는 개별 분야를 홍보해서 시장 지위를 지키는 전략을 쓴다. 브랜드 마케팅의 교과서로 인정받는다. 장기간 축적된 우월한 브랜드는 제품별 미국 점유율에서 나타난다. 제모제 (Nair), 구강 제품 (오랄비), 냄새 제거제 (페브리즈), 남성용품 (질레트) 등은 시장의 20% 이상을 차지한다. 헤어 제품 (헤드앤숄더), 유아용 제품 (팜퍼스) 등의 이름도 한 번쯤 들어봤을 법하다.

[그림102] 프록터앤갬블 주요 품목 점유율

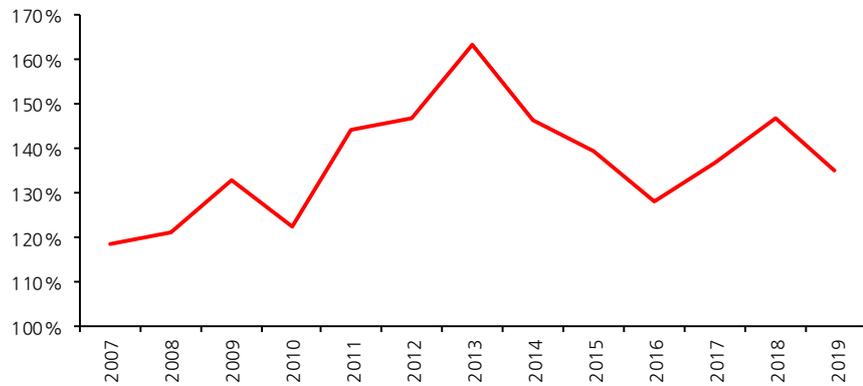


주: 미국 시장 기준
자료: Factset, Euromonitor, 한화투자증권 리서치센터

프록터앤갬블의 설비투자 부담은 크지 않다. 여러 분야의 제품을 생산하고, 브랜드도 다양하다는 점을 고려하면 생산 능력이 효율적이라는 근거다. 2020년 회계연도 (2020년 6월 말) 프록터앤갬블의 매출액은 710억 달러였는데, 감가상각비는 27억 달러, 설비투자는 31억 달러에 불과했다. 2007년 회계연도 (2007년 6월 말) 감가상각비 25억 달러, 설비투자 30억 달러 수준에서 거의 늘지 않았다.

매출액 대비 설비투자 비율은 2018년 회계연도 (2018년 6월 말 기준) 5.6%를 정점으로 하락해 2020년 회계연도에 4.3%를 기록했다. 주식 시장 조사분석가들의 예상치는 2021년 회계연도 (2021년 6월 말) 4.3%, 2022년 회계연도 (2022년 6월 말) 4.5%, 2023년 회계연도 (2023년 6월 말) 4.7%이다.

[그림103] 프로cter앤갬블 감가상각 대비 설비투자



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

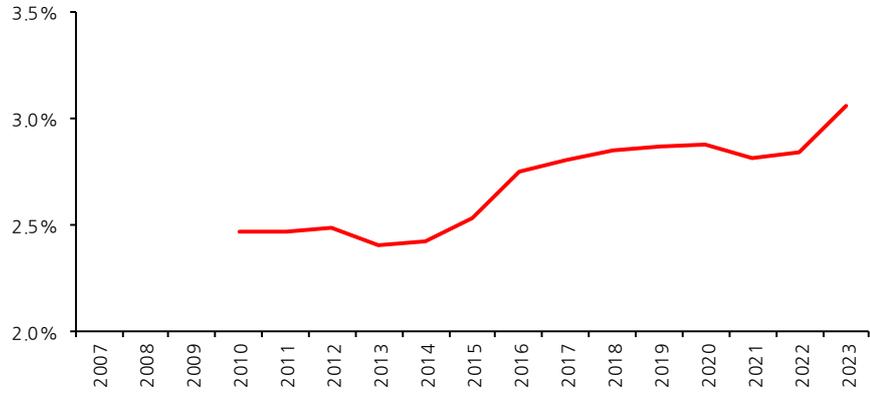
[그림104] 프로cter앤갬블 매출액 대비 설비투자



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

프로cter앤갬블의 R&D 부담은 설비투자에 비해서도 낮다. 20억 달러 내외의 R&D 비용을 지난 10년간 유지하고 있다. 2010년 회계연도 (2010년 6월 말) 매출액 대비 R&D 비율은 2.5%였으나, 2020년 회계연도에는 2.9%로 올랐다. R&D 비용이 증가하지 않았음에도 R&D/매출액이 상승한 이유는 프로cter앤갬블이 2016년에 43개의 뷰티 브랜드 (커버걸, 맥스팩터 [화장품], 웰라 [헤어 제품] 등)를 코티에게 125억 달러에 매각해 매출이 감소했기 때문이다.

[그림105] 프록터앤갬블 매출액 대비 R&D

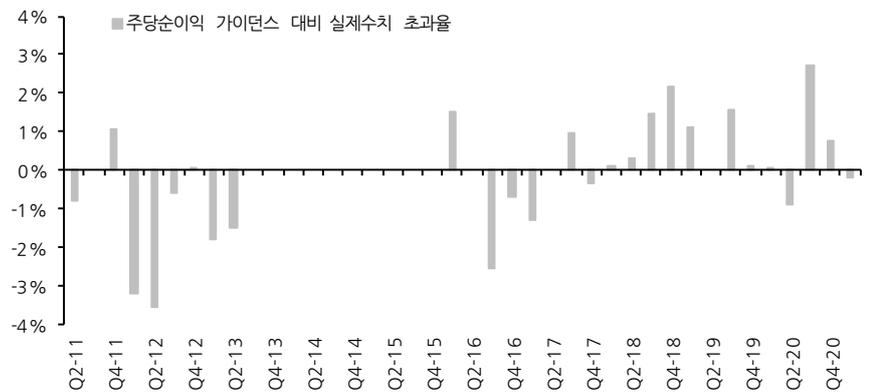


자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

프록터앤갬블은 매출액, 주당순이익, 잉여현금흐름전환율, 설비투자, 배당 및 자사주 매입에 대한 가이드언스를 발표한다. 분기 실적이 나올 때마다 목표치를 달성할 수 있을지를 평가해 수정 제시하는 경우도 많다. 2021년 회계연도 2분기 실적 (2020년 4분기)에서 매출, EPS, 잉여현금흐름전환율, 자사주 매입 규모를 상향 조정했다. 지난 5년간 순이익 전망치는 매 분기 올라가거나 유지됐을 정도로 가이드언스는 보수적이었다.

기타순유동부채 비중이 2016년에 급등한 이유는 위에서 언급한 뷰티 브랜드 매각으로 인해 매출이 감소했기 때문이다. 기타순유동부채는 지난 10년 간 60 - 70억 달러를 유지하고 있을 정도로 안정적이다. 영업외항목 중 기타이익 비중은 2016년 회계연도 (2016년 6월 말)를 제외하면 절대값 기준으로 1 - 5% 선에서 움직이고 있다. 2016년에 프록터앤갬블은 질레트 사업 부문의 경쟁 격화에 따른 영업권 가치 하락을 80억 달러 반영했다. 기타이익 비율이 크게 올랐던 이유다. 세전이익과 영업이익이 유사하다는 것까지 감안하면 회계는 투명하다고 판단된다.

[그림106] 프록터앤갬블 가이드언스 대비 실적



주: 상위 10개 기업 기준

자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림107] 프록터앤갬블 재무상태표 內 기타순유동자산 비중



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

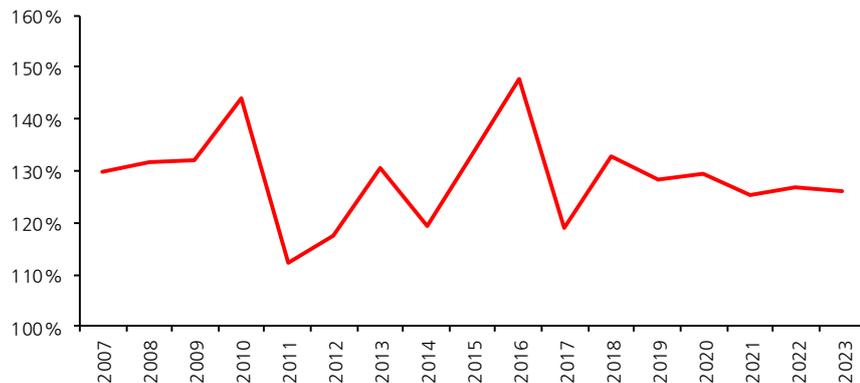
[그림108] 프록터앤갬블 영업외이익 內 기타항목 비중



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

프록터앤갬블은 순이익에 비해 영업활동현금흐름이 크다. 감가상각비가 비현금성비용으로 잡혀 현금으로 가산되는 반면, 비현금성수익이 미미해 이익에서 차감되는 부분이 작다. 순운전자본변동도 주로 양의 수치를 나타낼 정도로 양호하게 관리되고 있다. 2007년 이후 영업현금흐름/순이익 비율의 평균은 129%이며 110 - 150% 사이에서 유지돼 왔다. 운전자본의 변화는 -20 ~ +40억 달러에서 움직였다.

[그림109] 프록터앤갬블 영업활동현금흐름/순이익 비율



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

프록터앤갬블 경영진의 변화는 적다. 1837년 회사가 설립된 이후 CEO는 13명이다. 법 인화가 된 1890년 이후에는 12명으로, 평균 재임 기간은 11년이다. 직원들은 경영 방침의 변화가 크지 않다는 믿음을 갖고 업무에 임할 수 있다. 2015년부터 CEO로 재직하고 있는 데이빗 테일러는 프록터앤갬블에서 경력을 시작했다. 듀크대학교에서 전기공학 학을 전공했고, CEO가 되기 전에는 화장품, 면도 및 헬스케어 (Beauty, Grooming and Healthcare) 부문의 대표 역할을 수행했다.

[표4] 프록터앤갬블 CEO 현황

CEO	비고
1837-1890	William Procter & James Gamble: 창업주
1890-1907	William A. Procter 법인화
1907-1930	William Cooper Procter 1930 - 1934 이사회 의장
1930-1948	Richard Deupree 첫 비상장업주 가문 CEO
1948-1957	Neil McElroy 국방부 장관 지명으로 CEO 사임, 1959 - 1971 이사회 의장
1957-1974	Howard Morgens
1974-1981	Edward Harness
1981-1990	John G. Smale
1990-1995	Edwin Artzt
1995-2000	Durk Jager
2000-2009	Alan Lafley 2005년 질레트 인수 등 확장, 2009년 금융 위기로 사퇴
2009-2013	Bob McDonald 주가 하락으로 주주들의 사퇴 압박 심화
2013-2015	Alan Lafley 두 번의 CEO 역할
2015-	David S. Taylor

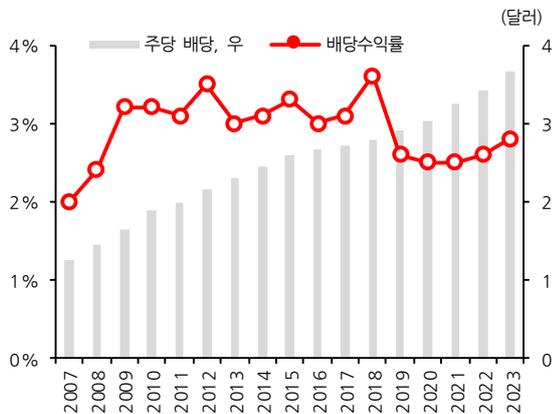
자료: 한화투자증권 리서치센터

프록터앤갬블은 경기 불황에 빠져도 외생 변수와 관계 없이 배당금을 꾸준히 올려서 지급했다. 2008 - 2009년 금융 위기를 맞이해서도 배당을 늘렸고, 코로나 사태가 있었던 2020년에도 배당이 증가했다. 배당금을 유지하는 데 그치지 않고, 확대하고 있다는 사실은 이익의 주주환원을 중요시 여기는 프록터앤갬블 경영진의 태도를 나타낸다.

2020년 회계연도 주당 배당은 3.03 달러로 지난 10년간 연평균 4.8% 늘었다. 분기별로 당해 회계연도 4분기부터 다음해 3분기까지 같은 배당금을 지급하는 경향이 있다. 2019년 회계연도 4분기부터 2020년 2분기까지 주당 배당금이 0.7459 달러였고, 2020년 3분기에 0.7907 달러로 인상됐다. 현재 배당 수익률은 2.5% 수준이다.

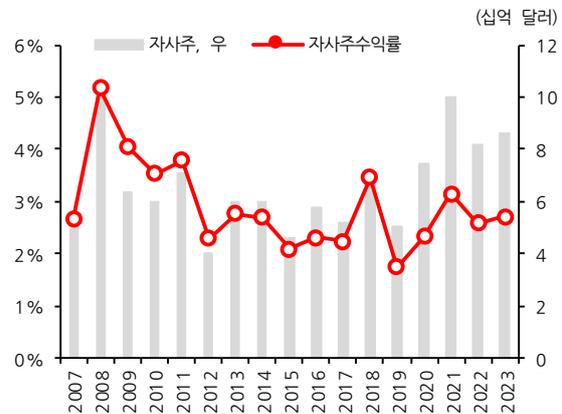
자사주 매입 규모는 배당만큼 안정적이지는 않지만, 2012년 이후에는 2% 이상의 자사주 수익률을 지키고 있다. 2021년 회계연도의 자사주 가이던스는 100억 달러로 시가총액의 3% 선이다. 배당을 포함한 총주주환원율은 5%가 넘는다.

[그림110] 프록터앤갬블 배당 및 배당수익률



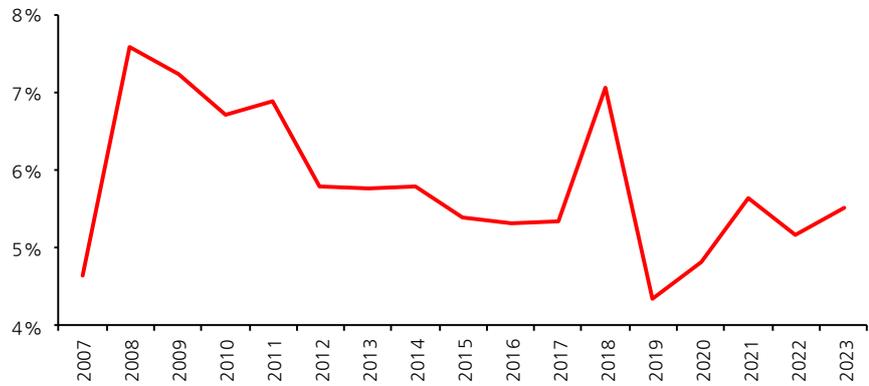
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림111] 프록터앤갬블 자사주 및 자사주 수익률



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림112] 프록터앤갬블 총주주환원율 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림113] 프록터앤갬블 매출 증가율



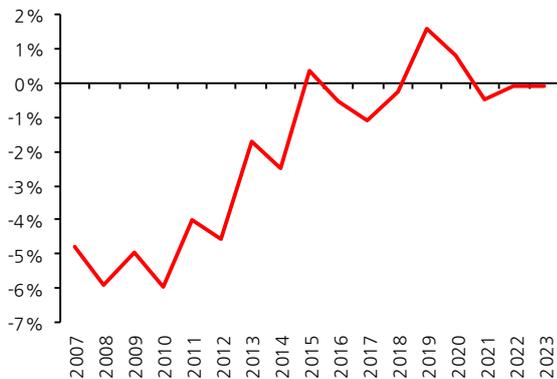
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림114] 프록터앤갬블 영업이익 증가율



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림115] 프록터앤갬블 세전이익 - 영업이익



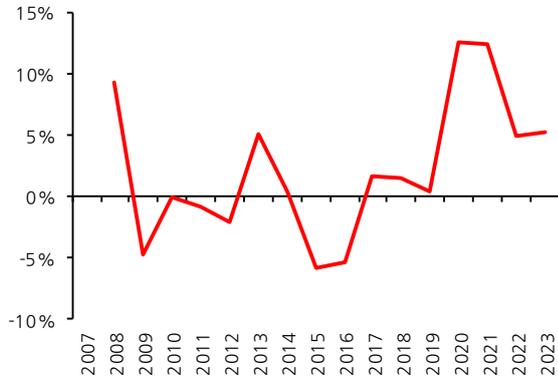
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림116] 프록터앤갬블 법인세율



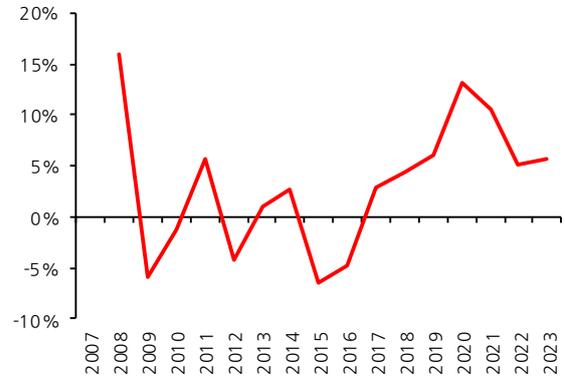
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림117] 프록터앤갬블 세전이익 증가율



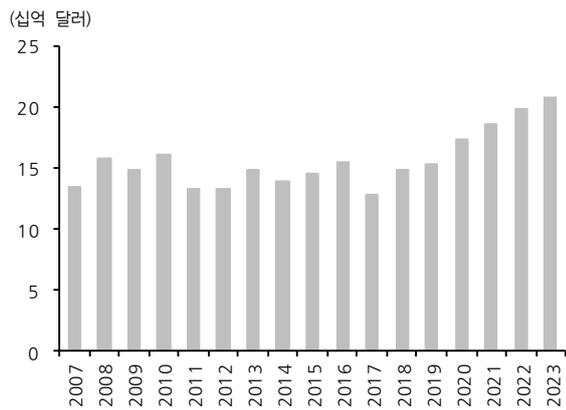
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림118] 프록터앤갬블 순이익 증가율



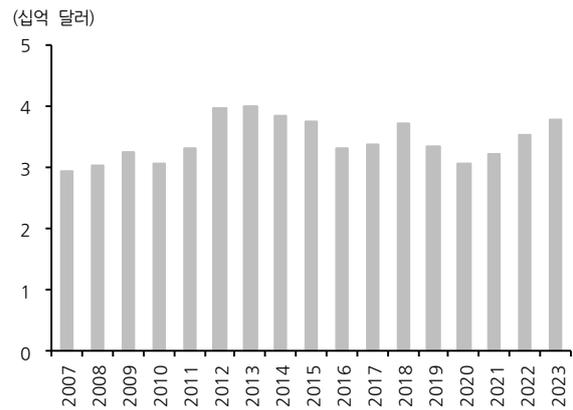
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림119] 프록터앤갬블 영업활동현금흐름



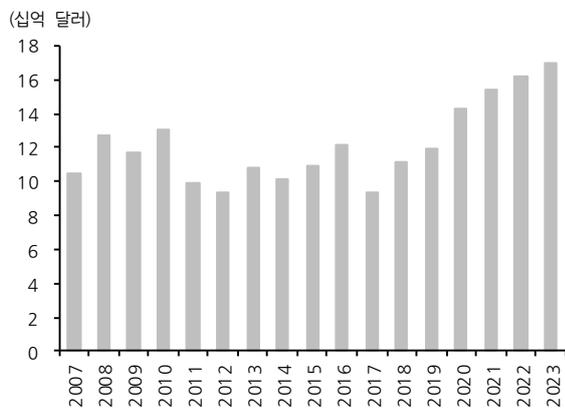
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림120] 프록터앤갬블 설비투자



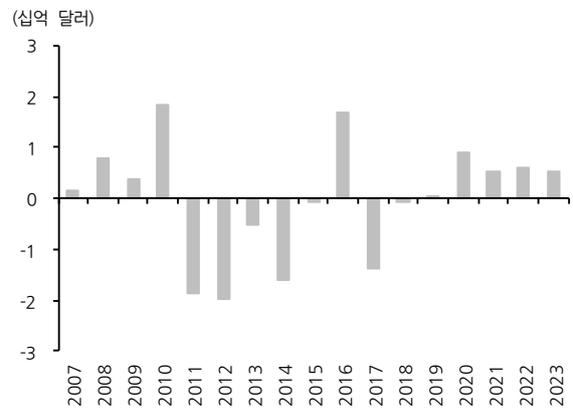
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림121] 프록터앤갬블 잉여현금흐름



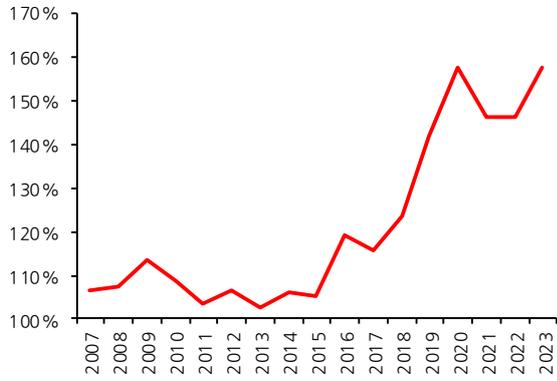
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림122] 프록터앤갬블 영업활동현금흐름/순이익



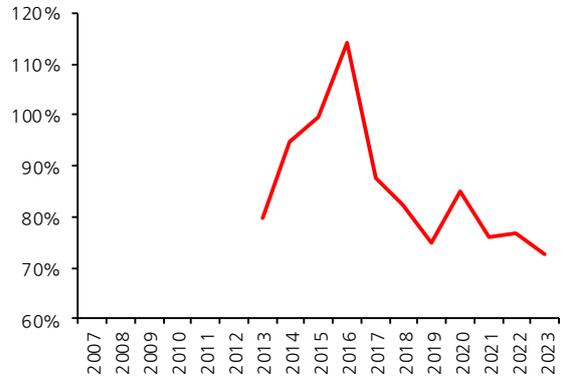
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림123] 프록터앤갬블 부채 비율



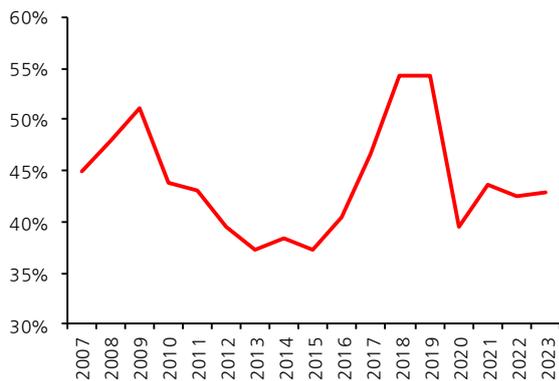
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림124] 프록터앤갬블 유동 비율



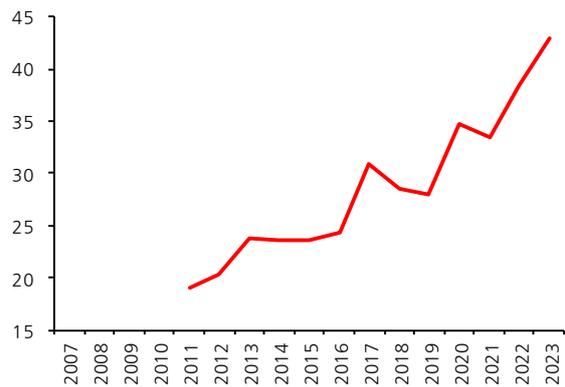
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림125] 프록터앤갬블 순차입금/자본



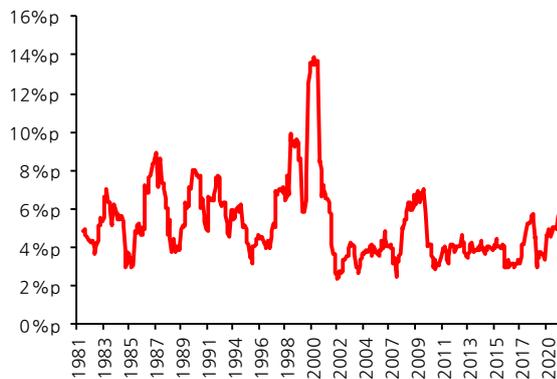
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림126] 프록터앤갬블 이자보상배율



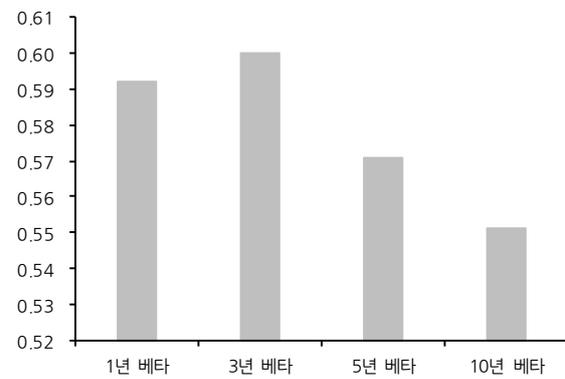
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림127] 프록터앤갬블 주가수익률 표준편차



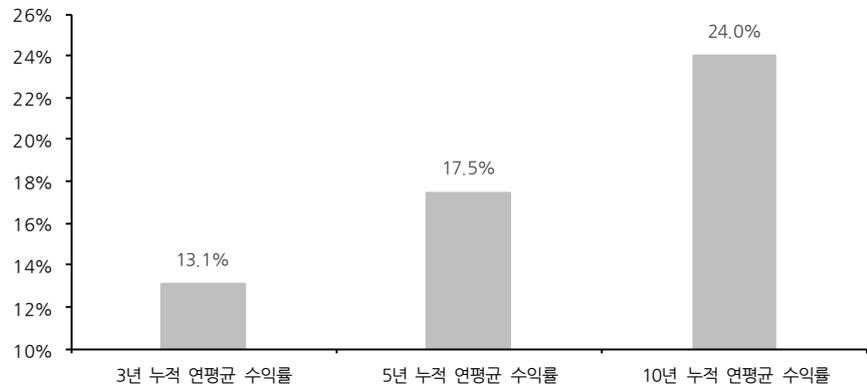
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림128] 프록터앤갬블 베타 (주간 수익률 기준)



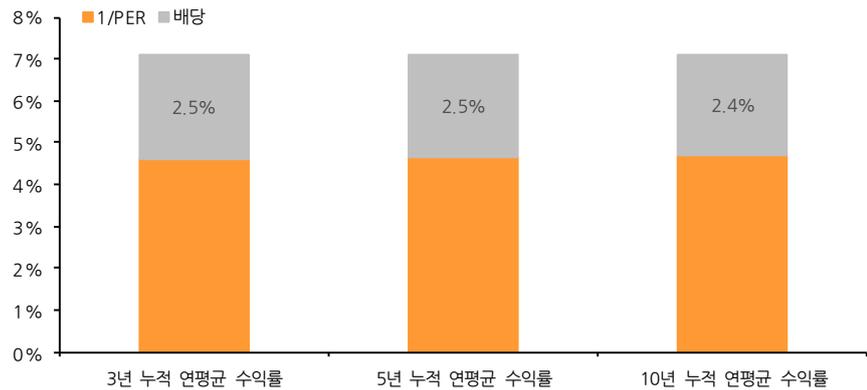
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림129] 프록터앤갬블 기대수익률: 역사적 관점



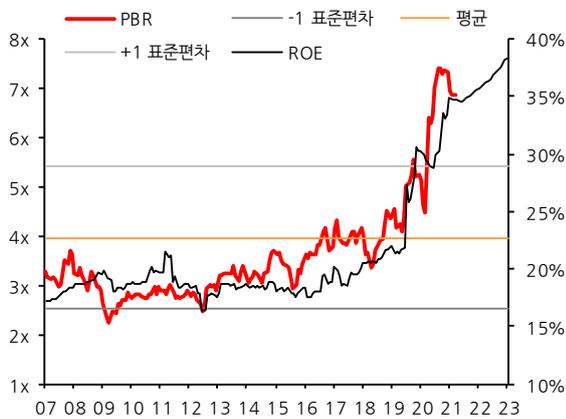
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림130] 프록터앤갬블 기간별 기대수익률: 1/PER + 배당 관점



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림131] PBR 및 ROE



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림132] PER 및 EPS 증가율



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림133] 프록터앤갬블 재무제표

(\$ in billions, except per share data, Non GAAP)	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
BALANCE SHEET									
Assets									
Cash and cash equivalent	6.85	7.10	5.57	2.57	4.24	16.18	14.67	11.82	7.55
Marketable securities	4.77	6.25	9.57	9.28	6.05	0.00	0.00	0.00	0.00
Short term receivables	6.28	6.07	6.51	6.39	4.86	4.37	4.91	5.07	5.21
Inventories	4.45	4.72	4.62	4.74	5.02	5.50	5.41	5.58	5.73
Other current assets	6.29	9.65	0.22	0.34	2.31	1.94	1.94	1.94	1.94
Total current assets	29.65	33.78	26.49	23.32	22.47	27.99	26.93	24.41	20.42
Net PPE	20.27	19.39	19.89	20.60	21.27	21.54	21.86	22.14	22.39
Investments	0.03	0.03	0.13	0.14	0.17	0.07	0.13	0.13	0.13
Intangibles	74.15	68.88	68.89	69.08	64.49	63.69	62.91	62.13	61.37
Other non current assets	5.41	5.06	5.00	5.17	6.69	7.41	8.91	10.91	12.91
Total non current assets	99.85	93.35	93.91	94.89	92.62	92.71	93.81	95.31	96.79
Total Assets	129.50	127.14	120.41	118.31	115.10	120.70	120.73	119.72	117.22
Liabilities									
St debt and current portion of LT debt	12.02	11.65	13.55	10.42	9.70	11.42	11.42	11.42	11.42
Accounts payable	8.26	9.33	9.63	10.36	11.26	12.07	12.39	12.80	13.13
Income tax payable	0.85	0.40	0.45	0.27	0.34	0.69	0.69	0.69	0.69
Other current payables	8.67	9.40	6.58	7.20	8.71	8.79	8.79	8.79	8.79
Total current liabilities	29.79	30.77	30.21	28.24	30.01	32.98	33.30	33.70	34.04
LT debt	18.33	18.95	18.04	20.86	20.40	24.19	21.19	18.19	15.19
Provision for risks and charges	8.01	9.52	7.38	9.50	9.54	9.31	9.31	9.31	9.31
Deferred tax liabilities	9.53	9.11	8.13	6.16	6.90	6.78	6.78	6.78	6.78
Other non current liabilities	0.78	0.80	0.87	0.67	0.68	0.57	0.32	0.41	0.55
Total non current liabilities	36.66	38.38	34.42	37.19	37.51	40.85	37.60	34.68	31.83
Total liabilities	66.45	69.15	64.63	65.43	67.52	73.82	70.90	68.38	65.86
Equity									
Common stock (Par)	4.01	4.01	4.01	4.01	4.01	4.01	4.01	4.01	4.01
Retained earnings	84.81	87.95	96.12	98.64	94.92	100.24	106.56	113.11	119.86
Others including treasury	-25.77	-33.98	-44.36	-45.77	-51.35	-57.37	-60.73	-65.78	-72.51
Total equity	63.05	57.98	55.78	52.88	47.58	46.88	49.83	51.34	51.36
Total Liabilities and Shareholders' Equity	129.50	127.14	120.41	118.31	115.10	120.70	120.73	119.72	117.22
Balance Check	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Implied BPS	23.2	21.7	21.8	21.2	19.0	18.9	20.3	21.2	21.7
Number of shares (M)	2,715	2,668	2,553	2,498	2,502	2,480	2,455	2,418	2,370
% reduction		-1.7%	-4.3%	-2.2%	0.2%	-0.9%	-1.0%	-1.5%	-2.0%
INCOME STATEMENT									
Revenue	76.28	65.30	65.06	66.83	67.68	70.95	73.66	76.05	78.04
growth yoy		-14.4%	-0.4%	2.7%	1.3%	4.8%	3.8%	3.2%	2.6%
Guidance									
Lower Band	78.08		66.61	67.01	66.83	69.72	73.08		
Upper Band	78.91		67.26	67.01	67.50	70.39	73.79		
US	26.80	27.00	27.30	27.30	28.60	31.30		48.36	49.60
International	49.48	38.30	37.76	39.53	39.08	39.65		43.80	44.67
Cost of good sold	38.34	32.29	32.04	33.54	34.34	34.73	36.10	37.29	38.25
% to sales	50.3%	49.6%	49.2%	50.2%	50.7%	49.0%	49.0%	49.0%	49.0%
Gross profit	37.94	33.01	33.02	33.29	33.34	36.22	37.55	38.76	39.79
growth yoy		-13.0%	0.0%	0.8%	0.2%	8.6%	3.7%	3.2%	2.7%
SG&A	23.23	18.97	18.67	18.84	19.11	20.08	20.80	21.47	22.04
% to sales	30.5%	29.0%	28.7%	28.2%	28.2%	28.3%	28.2%	28.2%	28.2%
Operating profit	14.71	14.05	14.35	14.45	14.24	16.14	16.75	17.28	17.76
growth yoy		-4.5%	2.2%	0.7%	-1.5%	13.4%	3.8%	3.2%	2.7%
% to sales	19.3%	21.5%	22.1%	21.6%	21.0%	22.8%	22.7%	22.7%	22.8%
Net interest expense	0.63	0.58	0.47	0.51	0.51	0.47	0.43	0.43	0.46
% to net debt	2.7%	2.5%	1.8%	1.8%	2.0%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
Net debt	23.50	23.50	26.02	28.72	25.85	19.43	17.94	17.79	19.06
Other non operating expenses	0.68	0.51	0.31	0.47	0.74	0.59	0.60	0.60	0.60
% to operating profit	4.6%	3.6%	2.2%	3.2%	5.2%	3.7%	3.6%	3.5%	3.4%
Earnings before tax	14.76	13.97	14.20	14.41	14.47	16.27	16.93	17.46	17.90
growth yoy		-5.3%	1.6%	1.5%	0.4%	12.5%	4.0%	3.2%	2.5%
% to sales	19.4%	21.4%	21.8%	21.6%	21.4%	22.9%	23.0%	23.0%	22.9%
tax expense	3.81	3.53	3.47	3.47	2.59	2.83	2.94	3.04	3.11
% to net profit	25.8%	25.3%	24.4%	22.3%	17.9%	17.4%	17.4%	17.4%	17.4%
Net profit	10.96	10.44	10.73	11.20	11.88	13.44	13.98	14.42	14.79
growth yoy		-4.7%	2.8%	4.4%	6.0%	13.2%	4.0%	3.2%	2.5%
% to sales	14.4%	16.0%	16.5%	16.8%	17.5%	18.9%	19.0%	19.0%	18.9%
Earnings per share									
By implied # of shares	4.04	3.91	4.20	4.49	4.75	5.42	5.70	5.96	6.24
Actual	4.02	3.67	3.92	4.22	4.52	5.12	5.47	5.71	5.98
Guidance									
Lower Band	3.70		3.76	4.16	4.35	4.88	5.43		
Upper Band	3.90		3.84	4.23	4.56	5.02	5.63		
CASHFLOW STATEMENT									
Cashflow from operations	14.61	15.44	12.75	14.87	15.24	17.40	15.78	16.46	16.85
Net profit	10.96	10.44	10.73	11.20	11.88	13.44	13.98	14.42	14.79
Depreciation and amortization	3.13	2.97	2.80	2.83	2.82	3.01	3.06	3.10	3.13
Change in WC	0.83	1.07	0.11	0.56	1.30	2.08	-0.13	0.07	0.06
Others	-0.31	0.95	-0.88	0.27	-0.76	-1.13	-1.13	-1.13	-1.13
Cashflow from investment	-2.89	-4.58	-6.69	-8.51	-3.49	-3.05	-3.11	-3.11	-3.11
Increase in net PPE	-3.74	-3.31	-3.38	-3.72	-3.35	-3.07	-3.38	-3.38	-3.38
Net investments including marketable securities	0.85	-1.27	-2.83	0.21	-0.14	6.12	0.07	0.07	0.07
Others	0.00	0.00	-0.48	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Cashflow from financing	-13.02	-9.21	-8.57	-14.38	-9.99	-8.37	-13.98	-16.00	-17.80
Repayment of interest bearing debt	-3.95	1.29	1.40	-1.24	-0.82	4.85	-3.00	-3.00	-3.00
Dividend payment	-7.29	-7.44	-7.24	-7.31	-7.50	-7.79	-7.62	-7.95	-8.07
Net purchase of treasury stock	-1.78	-3.06	-2.73	-5.83	-1.68	-5.43	-3.36	-5.05	-6.73
Others	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Cash and cash equivalent, BOP	8.56	6.85	7.10	5.57	2.57	4.24	16.18	14.67	11.82
Cash and cash equivalent, EOP	6.85	7.10	5.57	2.57	4.24	16.18	14.67	11.82	7.55
Effect of FX	-0.41	-1.39	0.97	0.02	-0.09	-0.14	0.00	0.00	0.00
Free Cash flow including cash outflow of investment	10.87	12.12	9.37	11.15	11.90	14.33	12.40	13.08	13.47
Total shareholder return									
Dividend announced	7.19	7.40	7.29	7.29	7.45	7.72	7.66	7.87	8.04
Annual DPS	2.59	2.66	2.70	2.79	2.90	3.02	3.14	3.28	3.41
Implied # of shares	2,775.5	2,781.5	2,698.5	2,613.4	2,569.3	2,550.0	2,436.5	2,402.9	2,357.8
Check	-102.2%	104.2%	105.7%	104.6%	102.7%	103.0%	99.2%	99.4%	99.5%
Net share buyback	1.8	3.1	2.7	5.8	1.7	5.4	3.4	5.0	6.7
TSR/Net profit	80.7%	101.8%	94.3%	118.1%	78.3%	99.4%	81.5%	92.4%	102.5%
DPS/EPS	64.4%	72.5%	68.9%	66.1%	64.2%	59.0%	57.5%	57.4%	57.0%
Share buyback/Net profit	16.2%	29.3%	25.4%	52.0%	14.1%	40.4%	24.2%	35.0%	45.5%
TSR/Market cap	4.1%	4.9%	6.2%	6.6%	8.3%	6.4%	3.8%	4.9%	4.4%
DPS/Stock price	3.3%	3.1%	3.1%	3.6%	2.6%	2.5%	2.3%	2.4%	2.4%
Share buyback/Market cap	0.8%	1.4%	1.2%	3.0%	0.6%	1.8%	1.0%	1.5%	2.0%

자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

(공표일: 2021년 2월 26일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 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 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (한상희)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

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 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 벨류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2020년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.8%	0.0%	100.0%