

2019년 9월 11일
주식전략

투자전략

분배, 최선의 성장전략

주식시장은 성장이 없으면 의미를 가질 수 없는 것일까? 그렇지 않다고 생각한다. 앞으로는 돈을 잘 버는 기업보다 돈을 잘 나누는 기업의 선호가 높아질 것이다.

비관론을 비판한다

한국 주식시장이 길게 보면 오르지 못할 것이라고 보는 시각들이 있다. 이런 주장들은 한국 경제가 구조적으로 저성장에서 벗어나지 못할 것이라는 점을 가장 주요한 논거로 삼고 있다.

더해지는 주주환원의 중요성

저성장에서 벗어날 수 없음이 자명해질수록 한국 주식시장에서 주주 환원의 중요성은 커져갈 것이다. 투자자들은 움직이지 않는 이익과 금리에 반응하는 대신 기업의 의사결정 과정에 주목하고 참여할 것이다.

자본시장의 역할

반대로 주식시장에서 자본을 조달하는 대가는 커질 것이다. 성숙 단계를 지난 기업들의 자본 조달은 경영에 실패한 후 생명을 연장하기 위한 것으로 밖에 볼 수 없다. 설립 또는 성장 단계에 있는 기업들은 자본을 조달할 수 있지만 성장성을 증명해야 한다.

자본배분 전략의 중요성

앞으로는 돈을 잘 버는 기업보다 돈을 잘 나누는 기업이 선호될 것이다. 스스로의 성장 단계를 정확하게 판단하고 이에 맞춰 자본을 배분하는 기업들이 높은 밸류에이션을 받을 것이다. 기업이 주주 가치를 높이는 방법은 무리한 성장을 추구하는 것이 아니다. 스스로의 성장 단계를 냉정하게 파악하고 그에 맞는 자본 배분을 결정해 ROE를 높이는 것이다.

투자분석

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

[Compliance Notice]

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

비관론을 비판한다

저성장을 타개하는 전략

한국 주식시장이 길게 보면 오르지 못할 것이라고 보는 시각들이 있다. 이런 주장들은 한국 경제가 구조적으로 저성장에서 벗어나지 못할 것이라는 점을 가장 주요한 논거로 삼고 있다.

필자도 한국 경제가 다시 고성장을 구가할 것으로는 생각하지 않는다. 그러나 주가가 오르기 위해 반드시 성장이 필요하다고도 생각하지 않는다. 성장은 주가가 오르기 위한 여러 조건들 중 하나일 뿐이다.

금융위기 이후 저성장이 고착화한지 10년이 흘렀다. KOSPI는 2011년 4월 2,200p를 상회한 이후 2018년 1월 2,600p에 근접하기도 했지만 지난주 말 종가는 2,009p였다. 2011년 4월 말 1,363p였던 S&P500지수가 지난주 말 2,980p 선에 마감된 것과는 대비된다.

두 주식시장의 격차는 성장으로 설명되지 않는다. 2010년부터 2019년까지 한국의 연평균 명목 경제성장률은 4.3%였는데, 같은 기간 미국의 성장률 4.0%보다 높았다.

따라서 미국 주식시장이 한국 주식시장을 아웃퍼폼할 수 있었던 배경을 알 수 있다면 한국 주식시장의 비관론을 잠재우고 상승을 위한 발판을 마련할 수 있을 것이다.

성장의 반대말, 주주환원

$$P = E * Payout\ ratio / (K_e - g)$$

주식시장이 오르려면 다음의 세 가지 조건들 중 하나 이상이 충족돼야 한다.

첫째, 이익이 높아야 한다. KOSPI200 기업들의 순이익은 2010년 75조원에서 2018년에는 106조원으로 50% 가량 늘었다. S&P500의 순이익은 2010년 6,940억달러에서 2018년 1조 637억달러로 역시 50% 가까이 증가했다.

그러나 KOSPI는 2010년 말 2,051p에서 2018년 말 2,041p로 소폭 하락한 채로 마감했다. S&P500지수는 같은 기간 1,257p에서 2,506p로 두 배 넘게 올랐다.

둘째, 금리가 낮아져야 한다. 지난 10년간 한국과 미국의 국채 금리는 모두 하락했고 하락 폭은 한국이 미국보다 컸다. 이론상 금리와 주가는 역의 상관관계를 띠지만 한국 주가는 미국보다 부진했다.

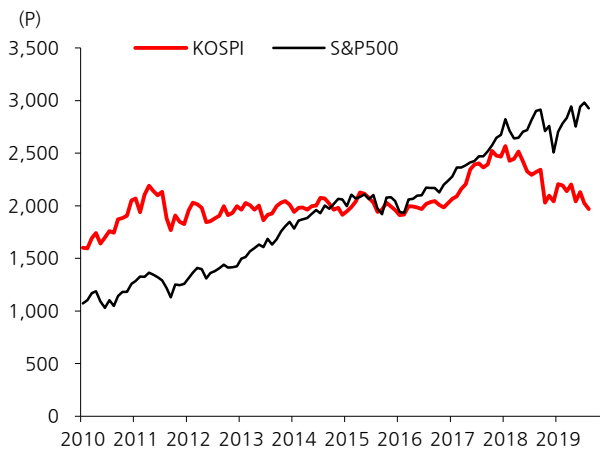
셋째, 주주에게 돌아가는 몫이 높아야 한다. 배당액과 자사주 매입액을 순이익으로 나눠 주주에게 기업이 얼마나 환원했는지를 살펴보면 S&P500은 2010년 순이익의 58%를 돌려줬고 2018년에는 105%를 돌려줘 환원율이 47%p 올랐고 KOSPI200의 주주 환원율은 14%에서 29%로 15%p 높아졌다.

필자는 한국과 미국 기업들의 주주환원 차이가 두 시장의 엇갈린 등락을 가장 잘 설명한다고 생각한다.

앞으로 한국 주식시장에서 주주 환원율의 중요성은 계속 커져갈 것이다. 저성장에서 벗어날 수 없다는 사실이 자명해질수록 투자자들은 움직이지 않는 이익과 금리에 반응하지 않을 것이다.

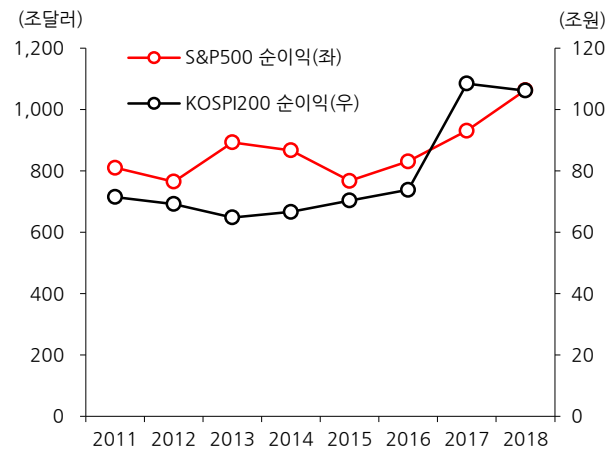
대신 기업의 의사결정에 주목하고 더 나아가서는 의사결정 과정에 참여하려는 시도가 늘어날 것이다. 지금까지 한국 주식시장에서 주주 환원에 대한 논의가 활발하지 않았는데, 그 이유는 역설적으로 투자자들이 여전히 성장에 중점을 두고 있었기 때문이다.

[그림1] 미국 주식시장, 2010년 이후 한국시장 아웃퍼폼



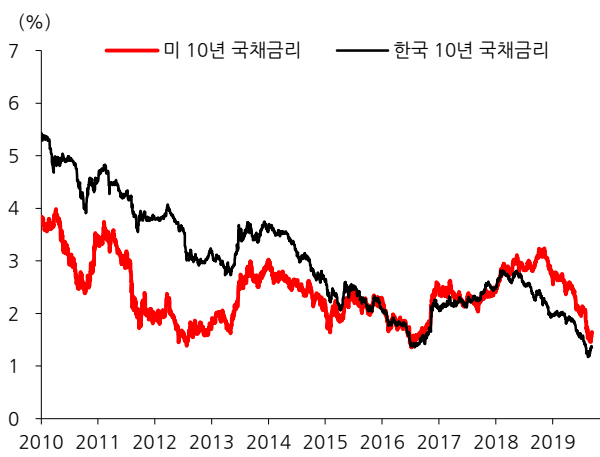
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 순이익 증가율은 비슷



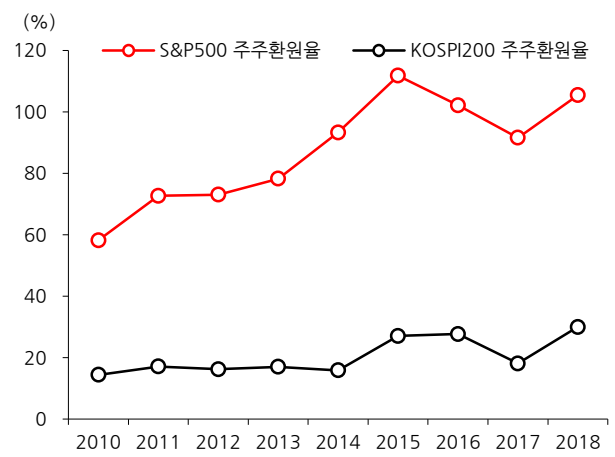
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 금리는 한국이 하락폭이 더 큼



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 주주환원율에서 큰 차이 보여



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

기업의 성장단계와 자본시장의 역할

주주환원, 점차 중요한
화두로 부상

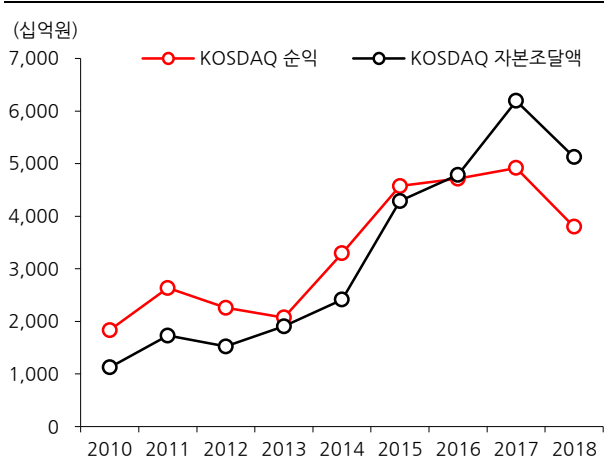
주주들에게 이익을 돌려주는 기업들이 있는가 하면 주식시장에서 자본을 조달해 가는 기업들도 있다. 유상증자를 실시하거나 전환사채, 워런트 등을 주식으로 전환해 상장하고 시장에 자사주를 처분하는 일련의 활동들을 포함한다. 이는 기존 주주들의 지분율을 희석시키기 때문에 주주들의 몫을 빼앗는 것으로 볼 수 있다.

주식시장에서 자본을 조달하는 행위를 나쁘다고만 할 수는 없다. 이는 주식시장의 중요한 존재의 이유이기도 하다. S&P500 기업들은 작년에 순이익의 8.5%에 해당하는 898억달러를 주식시장에서 조달했다. KOSPI200 기업들도 6조원 이상을 자본시장에서 가져갔다.

주식시장에서 자본을 조달하는 대가는 갈수록 커질 것이라고 생각한다. 성숙 단계를 지난 기업들의 자본 조달은 경영에 실패한 기업이 생명을 연장하기 위한 것으로 밖에 볼 수 없고 설립 또는 성장 단계에 있는 기업들이 자본을 조달하는 경우에는 성장성을 증명해야 한다.

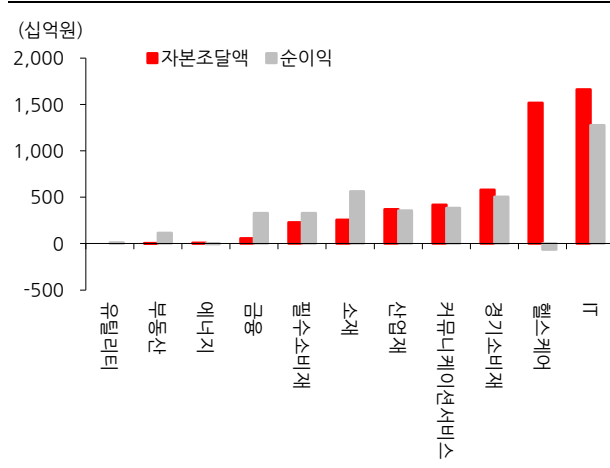
한국의 KOSDAQ 시장은 설립과 성장 단계에 있는 기업들이 상장돼 있는 시장이다. KOSDAQ 기업들은 2010년 이후 순이익만큼 자본을 조달해 갔고 2016년부터는 조달한 돈이 순익 합계보다 많아졌다. 업종별로는 헬스케어 섹터가 2016~18년 640억원 적자를 기록했음에도 1.5조원을 주식시장에서 끌어다 썼다.

[그림5] KOSDAQ 기업들 순익보다 더 많이 자본조달



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 헬스케어, IT 업종 자본조달 많아



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

잘 버는 것 < 잘 나누는 것

기업의 자본배분 전략의 중요성

기업들이 자본을 어떻게 나누는지에 투자자들의 관심이 많아질 것이다. 매크로 상황이 좋아지면 기업이이익이 늘고, 주가가 오르는 직선적이고 일차원적인 방식으로 시장은 움직이지 않을 것이다.

앞으로는 잘 버는 기업보다 잘 나누는 기업이 선호될 것이라고 생각한다. 스스로의 성장 단계를 정확하게 판단하고 이에 맞춰 자본을 배분하는 기업들이 높은 밸류에이션을 받을 것이다.

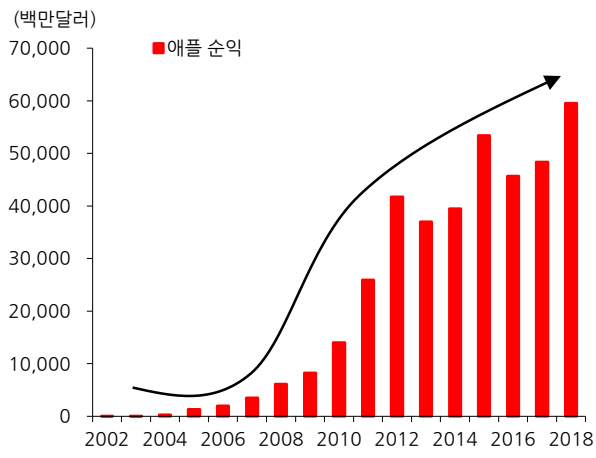
미국의 Apple은 지난 10년 간 자본을 가장 잘 배분한 기업의 사례가 될 수 있다. Apple은 2005년부터 2012년까지 순이익이 해마다 거의 두 배씩 늘었다. 2012년 이전까지 Apple은 배당을 하지 않았고 부채도 없었다.

2013년 Apple의 당기순이익은 감소세로 반전했다. 그때부터 Apple은 배당을 25억달러에서 105억달러로 늘렸고 부채를 쓰기 시작했다. Apple의 순이익과 배당은 증가세가 둔화됐지만 투자자본에서 부채의 비중을 50%까지 늘린 결과 Apple의 ROE는 2013년 이후에도 지속적으로 상승할 수 있었다.

한편에서는 Apple이 성장을 포기했다는 비판도 제기되지만 성장을 고집하는 것보다는 낫다는 생각이다. 투자자들은 필요하면 다른 성장 기업의 주식을 사면 되기 때문이다.

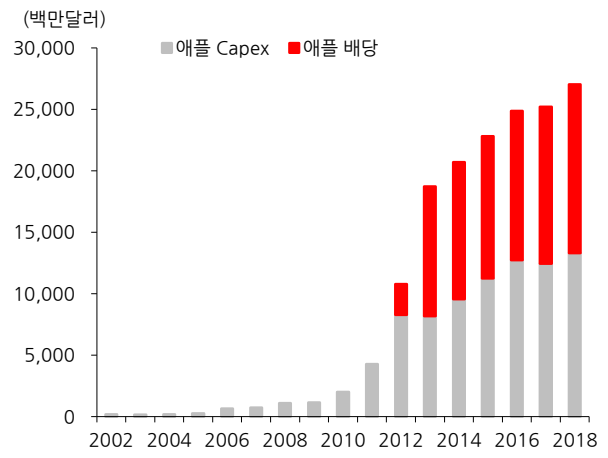
기업이 주주 가치를 높이는 방법은 무리한 성장을 추구하는 것이 아니다. 스스로의 성장 단계를 냉정하게 파악하고 그에 맞는 자본 배분을 결정해 ROE를 높이는 것이다. 한국 경제가 저성장에 진입했음을 부인할 수 없다면 실적의 증가보다 자본 배분의 의사 결정에 더 많은 관심을 가져야 한다.

[그림7] 애플 순익 증가율 떨어지자



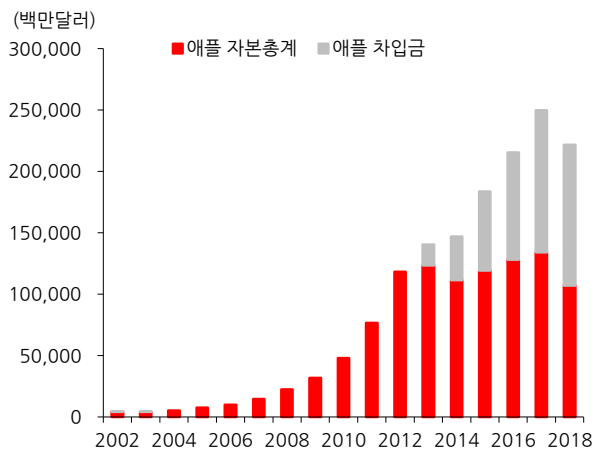
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] Capex 늘리지 않고 배당 확대



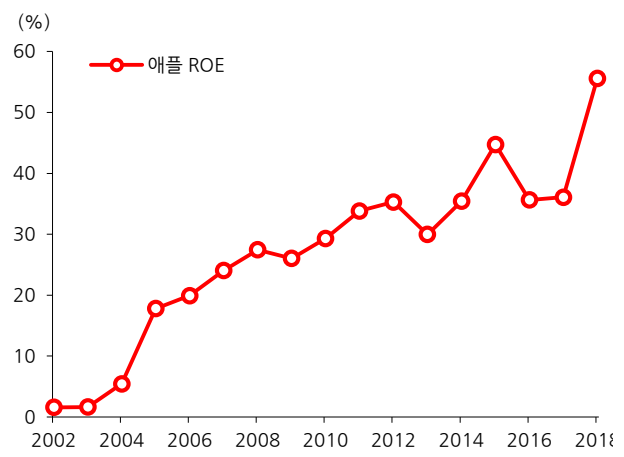
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 투자자본 구성도 차입을 늘리는 방향으로 변경



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] ROE 는 지속적으로 높아졌음



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터