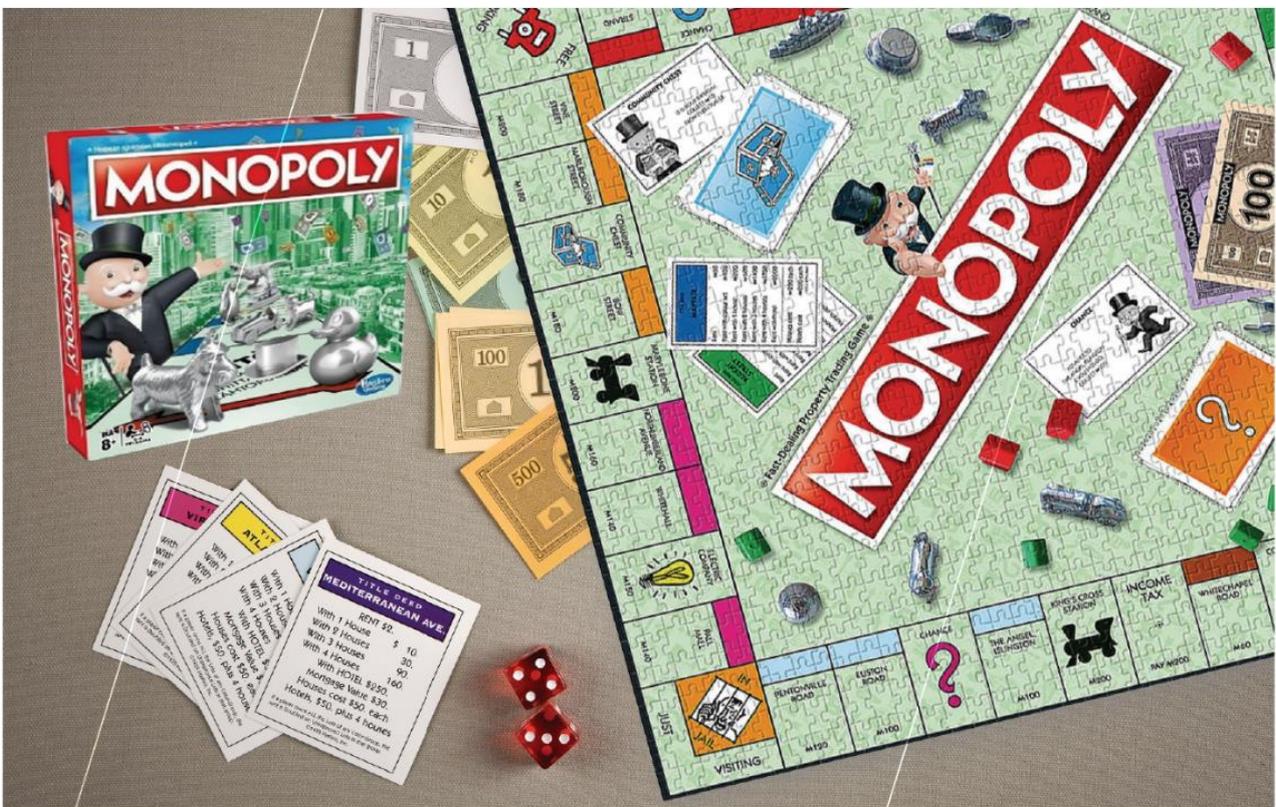


## 투자전략

# 독점기업은 어떻게 주식시장을 바꾸는가



▶ 투자전략 박승영 | park.seungyoung@hanwha.com | 3772-7679

“

밸류에이션 지표가 설명력을 잃고  
섹터, 스타일이 뒤엉켜 움직이는 배경에는  
독점기업의 등장이 있다

”

# | Contents |

---

I. 핵심요약	03
II. 달라진 스타일, 달라질 밸류에이션	04
1. 성장주, 성장을 멈추다	04
2. 20/80 법칙이 지배하는 시장	08
III. 독점기업의 공식	14
1. 독점 기업의 조건	14
2. 독점력의 유효기간	18
3. 산업은 작아도 독점은 크다	20
4. 한국에 독점기업이 등장할까	22

## I. 핵심 요약

성장주, 성장을 멈추다	COVID-19 확산 이후 글로벌 주식시장의 밸류에이션은 1999년~2000년 IT 버블에 근접했고 가치주 대비 성장주의 상대주가는 20년 전 고점을 이미 넘어섰다. 그런데 성장주의 성장성은 갈수록 약해지고 있다.
20/80의 법칙이 지배	소수 성장주들의 시총 점유율이 높아지고 있다. 반대로 시총 순위 상위 20% 기업들이 전체 이익과 자본총계에서 차지하는 비중은 낮아지고 있다. 각 섹터에서 독점 기업이 등장했기 때문에 나타나는 현상이라고 판단한다.
독점기업의 조건	독점 기업은 선도적 기술, 브랜드, 규모의 경제, 네트워크 효과 등을 바탕으로 독점력을 갖는다. 독점 기업은 한계 생산량이 한계 비용과 만나는 지점에서 생산을 결정하고 이익을 극대화한다. 1990년대 마이크로소프트, 2000년대 빅파마, 현재의 빅테크 등이 투자 증가율을 웃도는 영업현금흐름 증가율을 기록해 독점기업의 모습을 띠었다.
빅테크 독점의 유효기간	2016년 이후 빅테크는 전형적인 독점기업의 공식을 따른다. 독점은 기술에 기반을 두고 있어서 과거 인프라 기업들에 비해 수익성이 높고 빅파마들보다 독점기간이 길 것으로 예상된다. 그러나 독점력이 영원할 수는 없고 빅테크 기업들 내에서도 독점력에 대한 판단은 갈리고 있다. 아마존은 여전히 투자를 늘리고 있지만 다른 기업들은 투자가 둔화되면서 자사주 매입, 배당 등으로 주주들에게 이익을 돌려주고 있다.
새로운 독점의 법칙	독점이 빅테크만의 점유물은 아니다. 산업의 규모가 작아도 밸류체인을 해체하고 집중해 특정 분야에 집중하는 기업들이 생겨나고 있다. 반도체 장비기업 ASML, ETF 운용사 블랙록 등이 대표적이다. 이를 역설적으로 보여주는 현상이 복합기업의 디레이팅이다. 버크셔헤더웨이는 지난 2년간 전세계 주식시장에서 시가총액 비중이 가장 많이 하락한 주식이었다.
한국의 독점기업	국내 대형 성장주로 분류되는 기업들이 섹터 밸류체인의 특정 부분에 투자를 늘리고 있다. 이들이 독점력을 갖게 되고 투자자들로부터 인정받으면 국내 주식시장의 밸류에이션은 높아질 수 있을 것이다. 2000년대 중반처럼 이익의 성장성이 밸류에이션을 높이기 어려우며 섹터 비중의 변화도 한계에 도달했다. 또한 독점 기업의 증가는 주주환원으로 넘어가는 중간단계이기도 하다. 독점기업의 수가 늘어날 때 국내 주식시장의 밸류에이션이 높아질 수 있을 것이다.

## II. 달라진 스타일, 달라질 밸류에이션

### 1. 성장주, 성장을 멈추다

글로벌 성장주,  
기존 밸류에이션으로  
설명되지 않는  
레벨에 위치

COVID-19 확산 이후 글로벌 주식시장은 급격한 변화를 겪었고 지금도 겪는 중이다. PER, PBR로 측정된 글로벌 주식시장의 밸류에이션은 1999년~2000년 IT 버블 수준에 근접했고 글로벌 가치주 대비 성장주의 상대 강도는 2019년 9월에 이미 20년 전 고점을 넘어섰다.

주식시장이 싸지, 비싼지 감을 잡기 어려워졌다. 그러다 보니 지금 시장엔 주가의 모멘텀만 남아있어서 주가가 오르면 긍정적인 이유를, 내리면 부정적인 이유를 찾는 것 외에 할 수 있는 건 없다.

그나마 아직 설명력이 있는 변수는 금리다. 글로벌 금융시장의 지표물인 미 국채 10년 금리는 1% 초반까지 떨어져 있다. 금융위기 이후 이 수준으로 하락한 적은 없어서 높은 밸류에이션을 지지하는 근거로 아직까진 유효하다.

그러나 훨씬 더 과거로 돌아가면 금리로만 설명할 수 없음을 알 수 있다. 2차 세계대전 중이던 1941년 미 국채 금리는 2%를 밑돌았다. 당시 미국 주식시장의 밸류에이션은 CASE Shiller P/E 기준 13.9배였다. 지금의 38.3배 보다 훨씬 낮다. 이는 낮은 금리가 높은 밸류에이션의 유일한 이유가 아닐 수도 있음을 시사한다.

역으로 글로벌 경기가 COVID-19에서 완전히 벗어나고 금리가 상승한다해도 글로벌 주식시장의 높은 밸류에이션이 유지될 수도 있다. 필자는 그 가능성이 충분하다고 생각한다.

당사 전략팀은 COVID-19 확산 이후 발간한 보고서들에서 소비자들의 행태가 전염병이 확산되기 이전에도 바뀌고 있었고, 팬데믹은 이를 가속화했을 뿐이라고 썼다. 기업들도 소비자들의 변화를 수용하는 방향으로 조직을 바꿔 나가고 있고 빠르게 적응한 기업들은 산업의 특정 밸류체인을 독점하고 있는 것으로 보인다.

독점 기업의 등장이  
높은 밸류에이션  
설명할 가능성

독점 기업의 등장은 IT, 커뮤니케이션 같은 '성장 산업'으로 분류되는 섹터에 국한되지 않는다. 팬데믹 이후 모든 산업에서 소수 기업들의 시가총액 비중이 높아졌다. 이를 경기침체를 겪는 과정에서 중소기업들이 일시적으로 어려움을 겪는 과정이라고 보기는 어렵다. 일부 대기업들 중에서도 변화에 적응하지 못하면 시총 비중이 하락했기 때문이다.

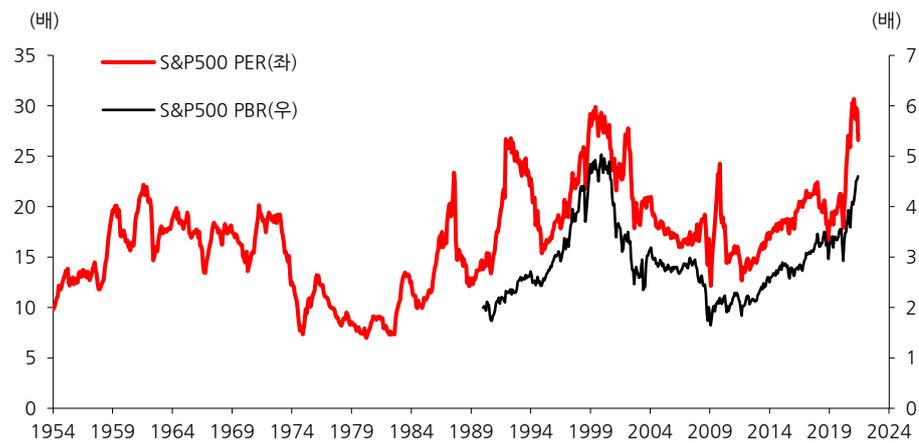
성장 섹터에 속한 시총 상위 기업들은 대체로 비중을 높였다. 글로벌 주식시장의 방향을 가늠하기 위해 지금부터 검증해야 하는 건 이들이 높은 시총을 점유하게 된 연유를 따져 보고 언제 독점력이 감소할 것인지를 측정하는 것이다.

[그림1] MSCI World 가치주대비 성장주 상대주가, 유례 없는 수준으로 상승



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] S&P500 지수 밸류에이션, 1999년 수준 상승



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 미 금리, 역사상 가장 낮은 수준



자료: NBER, 한화투자증권 리서치센터

글로벌 주식시장, 스타일-사이즈-섹터 등 기존 익숙한 조합에서 완전히 벗어나 있어

S&P500 기업들로 좁혀서 살펴보면 2020년 말 기준 S&P500지수 구성 종목들 가운데 순수 가치주는 35개, 순수 성장주는 20개가 존재하고 각각 시총액에서 24%, 45%를 점유한다. 가치주는 종목 수가 많지만 시총 비중이 작고, 성장주는 종목 수가 적어도 시총 비중이 크다. 한국을 포함 대부분 주식시장에서 관측되는 현상으로 2015년 이후 성장주가 가치주를 꾸준히 아웃퍼폼한 결과다. 단 지난 7년간의 강세가 성장 요인에서 비롯된 것인지는 확실치 않다.

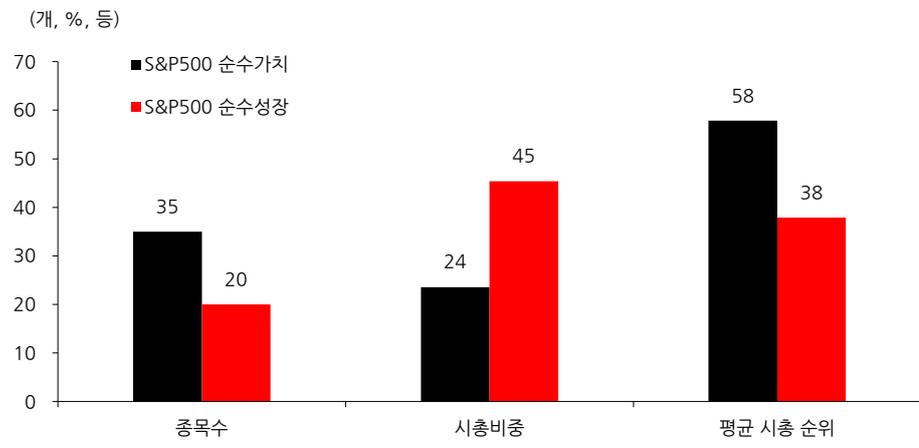
[그림5]는 S&P500 순수 가치주와 순수 성장주의 매출을 비교한 것이다. 성장주의 매출은 2015~20년 연평균 17.2% 증가했고 가치주의 매출은 2015~20년 연평균 3.9% 늘었지만 2020년에는 6.4% 감소했다. 매출 증가율은 성장을 설명하는 대표적인 요인이다. 성장주의 성장성은 지난 7년간 확실히 검증됐다.

가치주의 부진이 가치 요인의 쇠퇴에서 기인한 것도 확실해 보인다. [그림6]은 배당 지급액과 자사주 매입액을 합친 주주환원 금액을 비교한 것이다. 2020년 가치주의 주주환원 금액은 3,543억달러에서 2,506억달러로 29.2%나 급감했다. 가치주에 주주환원은 성장주에 매출 성장률과 같다.

반면 성장주의 주주환원은 2017년 624억달러에서 2018년 1,561억달러로 증가한 뒤 2019년 다시 감소했으나 2020년에는 1,596억달러로 늘었다. 작년 한 해에 국한하면 성장주가 가치주보다 더 가치주스러웠다고 할 수 있다.

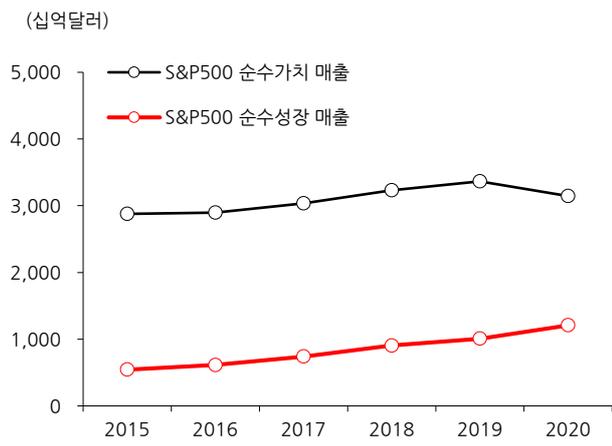
한가지 더 생각해 봐야 할 것은 평균 시총 순위다. S&P500 순수성장주의 평균 시총 순위는 38위로 가치주의 평균 순위 58위보다 20위나 높다. 순수 성장주의 사이즈가 순수 가치주보다 더 크다. 사이즈가 작은 기업들의 성장성이 높다는 통념에서 벗어난다. 이는 스타일, 사이즈, 섹터 등의 조합이 완전히 달라졌음을 의미한다.

[그림4] 성장주, 적은 종목들이 높은 시총을 점유



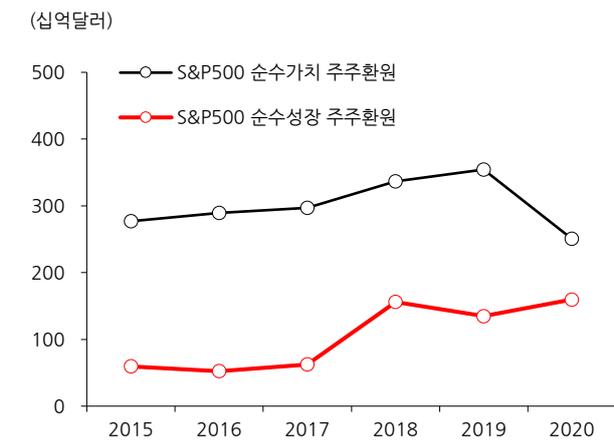
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 성장주, 매출 증가율 높고



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 주주환원도 증가



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

## 2. 20/80 의 법칙이 지배하는 시장

대형 성장주,  
성장주 같은 가치주

섹터, 스타일과 무관하게 시가총액 상위 기업들에 공통점이 있는지를 확인하기 위해 S&P500 전체 기업들과 S&P500 시총 순위 상위 20% 기업들을 비교했다. 순위 상위 20%는 S&P GICS 분류 11개 섹터에서 각 섹터의 누적 시총 상위 20%에 해당되는 기업들을 대상으로 해 특정 섹터로 치중되지 않게 제한했다.

1993년 이후 28년 동안 ROE는 상위 20%가 높았고 ROE의 변동성 역시 작았다. 전체 기업들의 ROE 평균은 12.7%였고 3.3% 표준편차로 움직였다. 상위 20% 기업들의 평균 ROE는 17.7%, 표준편차는 1.9%였다. 시총 상위 기업들의 수익성이 전반적으로 양호하고 경기도 덜 타는 것을 확인할 수 있다.

같은 기간 상위 20%의 수익 증가 속도는 지난 28년 평균 8.7%로 전체 기업 평균 9.7%보다 1%p 낮았다. 금융위기 이후 10년을 살펴봐도 7.2%와 8.1%로 차이는 비슷하게 유지됐다. 단 경기가 침체에 빠졌던 시기에 이익 감소폭은 상위 20% 기업들이 작았다.

성장률은 모두 떨어져

공통적으로 나타나는 현상도 있었다. 수익 증가율과 자본총계 증가율이 두 그룹에서 모두 하락했다. 이는 경기의 변동성이 작아졌기 때문으로 보이며 특히, 시총 상위 20% 기업들의 자본 증가율 하락세가 주목할 만하다. 2015년 4%에서 2016년 2.9%로 하락한 이후 2018년 1.9%, 2019년 1.2%, 2021년 1.8%로 3년 연속 1% 대 증가율을 이어가고 있다.

성장주가 시총 상위에 집중적으로 분포하고, 시총 상위 20% 기업들의 자본총계 증가율이 전체를 밀돈다. 이는 대형 성장주들이 버는 돈을 주주들에게 대대적으로 돌려주고 있기 때문이다.

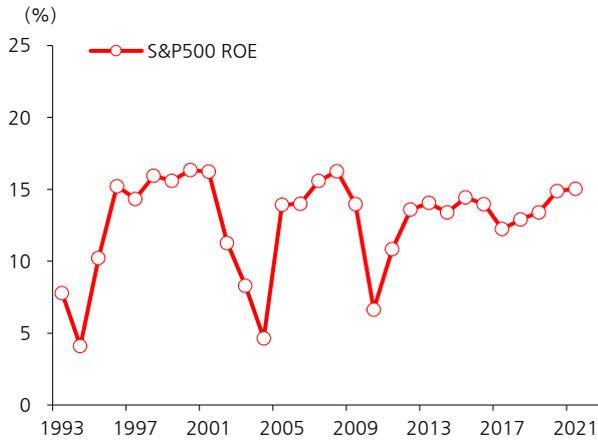
더 이상 성장주 상승의 이유를 성장성에서 찾을 수 없게 됐다. 지난 5년 간 나타난 대형 성장주 강세는 성장주의 가치주 성격이 강해졌기 때문으로 보는 것이 합리적이라는 판단이다.

점유율로 보면 더 뚜렷

이들 증가율이 아닌 점유율로 치환하면 시장의 변화는 더 선명해진다. 시총 상위 20% 기업들이 전체 순익에서 차지하는 비중은 2016년 70.5%에서 2019년 64.7%로 낮아졌다. 2020년에는 66.5%로 반등했는데, 시총 하위 기업들이 COVID-19 확산으로 순익이 감소했기 때문이다. 상위 기업들이 자본에서 차지하는 비중은 더 가파르게 떨어져 2016년 62.4%에서 2020년 55.4%를 기록했다.

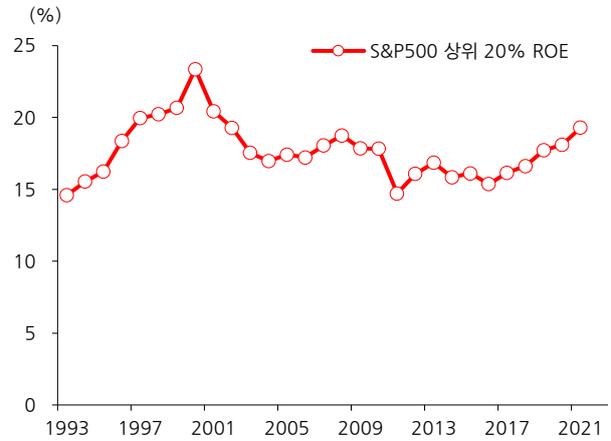
현재 글로벌 주식시장에선 자본도, 이익도 설명력이 약하다. 자본과 이익 대비 시가총액이 작다고 주가가 오르지 않는다. PER과 PBR 같은 밸류에이션 지표들이 의미를 갖기 어렵다.

[그림7] S&P500 수익성 경기를 타지만



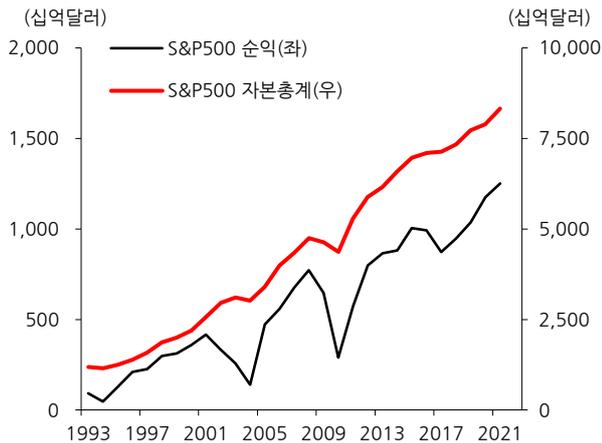
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 상위 20%의 수익성은 경기를 덜 타고 높아



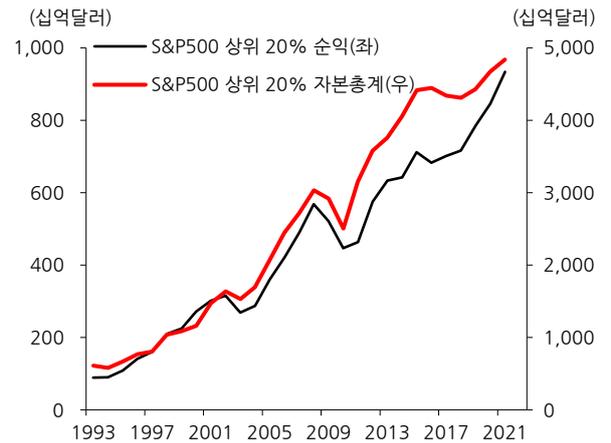
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] S&P500 기업들 자본과 순익



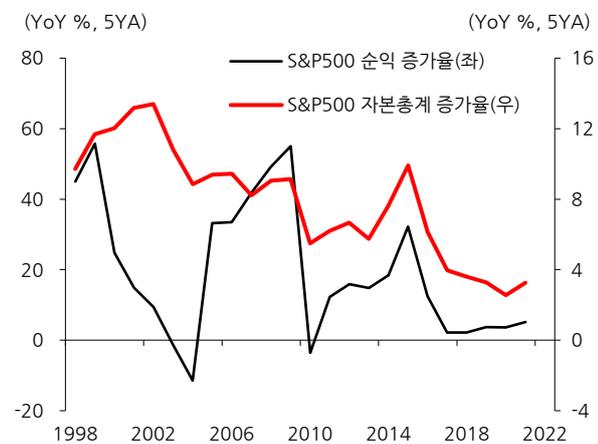
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 상위 20% 자본과 순익



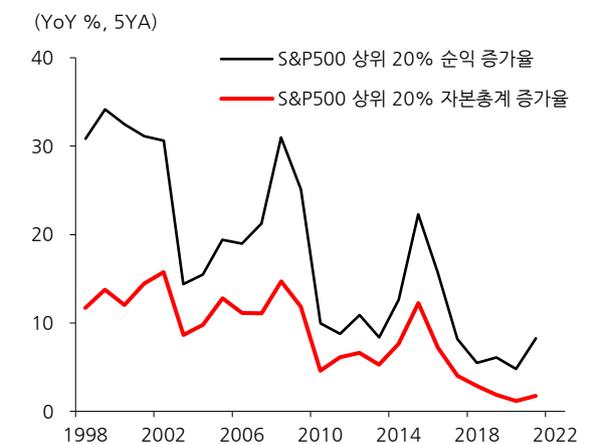
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] S&P500 기업들 순익 자본 증가율 떨어졌고



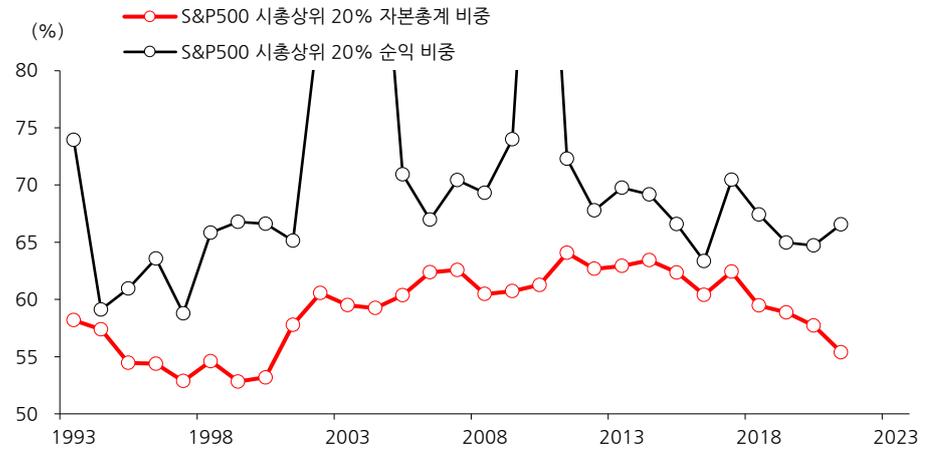
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 상위 20% 기업들은 더 낮아져



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 상위 20% 기업들의 자본과 순익 점유율 낮아져



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

비중 증가 종목수는 적고  
비중 증가 비중은 커  
소수기업들이 점유율 높여

글로벌 주식시장에서도 같은 현상이 관측된다. [그림14]는 성장주로 분류되는 IT, 커뮤니케이션, 헬스케어, 경기소비재 섹터의 시총 비중을 2011년 이후 연도별로 표시한 것이고, [그림15]는 각 섹터의 시총 순위 상위 20%에 해당되는 종목들의 시총 비중을 나타낸 것이다.

성장 섹터의 비중은 꾸준히 증가해 2011년 35%에서 2021년 54%로 19%p 상승했다. 상위 20% 종목들의 비중은 2011년에서 2012년 49%에서 58%로 9%p 급등한 뒤 7년 간 58% 수준에 머무르다 2020년 70%로 12%p 급등했다.

2019년과 2021년을 비교하면 교집합을 찾을 수 있다. 2019년 대비 2021년에 비중이 감소한 종목의 수는 전 섹터에 걸쳐 비중이 증가한 종목의 수보다 많았다. 이는 IT를 제외한 경기소비재, 헬스케어, 커뮤니케이션 등 성장 섹터에서도 나타났다. IT도 비중이 증가한 종목이 53개였고 비중이 감소한 종목이 51개로 단 두 종목 많았을 뿐이다.

하지만 성장 섹터에서 비중이 증가한 종목의 증가폭 합계는 비중이 감소한 종목의 감소폭 합계를 크게 웃돌았다. IT의 경우 +5.6%와 -1.5%로 순증가폭은 4.1%p였고 경기소비재, 커뮤니케이션의 순증가폭은 각각 0.8%p, 0.1%p였다. 나머지 8개 섹터는 순증폭이 마이너스를 기록했다.

순증폭이 마이너스를 기록한 섹터들에서도 시총 상위 종목들의 비중 확대는 관측됐다. [그림19]는 작년 시총 상위 20% 종목의 비중 상승이 모든 섹터에 걸쳐 나타났음을 보여준다.

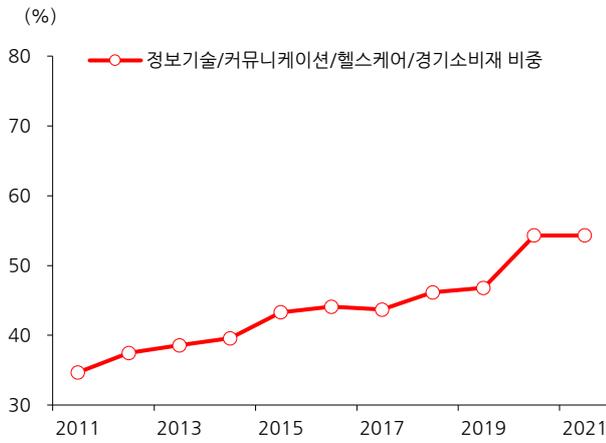
비중 증가 종목수는 적고  
비중 증가 비중은 커  
소수기업들이 점유율 높여

이런 상황을 설명할 수 있는 논리는 셋 중 하나다. 첫째는 COVID-19 확산을 전후로 글로벌 경기가 V자로 급등락하면서 주가가 이익에 비해 먼저 상승했을 수 있다. 그러나 시총 증가가 이익이 급감한 기업에선 미미했기 때문에 고PER이어도 밸류에이션이 낮은 착시라고 보기 어렵다. 주요국 주가지수는 사상 최고 수준이다.

둘째는 버블이다. 돈을 못 버는 기업들의 시총이 증가하면서 나타나는 현상이다. 1999년과 2000년 시총 순위 상위 20% 기업들은 시총을 76.4% 점유했는데, 이들이 순익에서 차지하는 비중은 66.6%였다. 차이는 10%p였다. 2021년에는 시총순위 상위 20%의 시총 점유율이 70.3%, 순익 점유율이 66.5%로 4%p 밖에 차이가 나지 않는다. 똑같이 비싸지만 20년 전에는 돈을 못 버는 기업들의 밸류에이션이 올라갔고 지금은 돈을 버는 기업들의 밸류에이션이 올라갔다. 비싼 건 맞지만 20년 전처럼 근거가 빈약하진 않다고 판단한다.

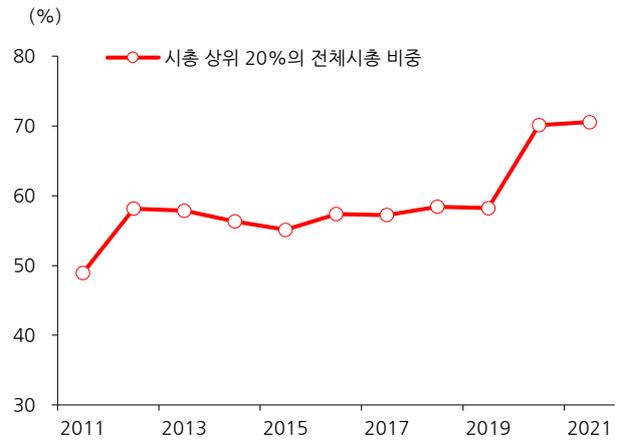
셋째는 독점이다. 기업이 투자를 훨씬 웃도는 이익을 낼 수 있을 것으로 기대되면 주식 시장은 이런 기업들에 더 높은 밸류에이션을 부여한다. 필자는 독점기업의 출현이 지금 글로벌 주식시장의 밸류에이션 상승을 이끈다고 판단한다.

[그림14] 글로벌 성장 섹터 비중, 완만하게 상승



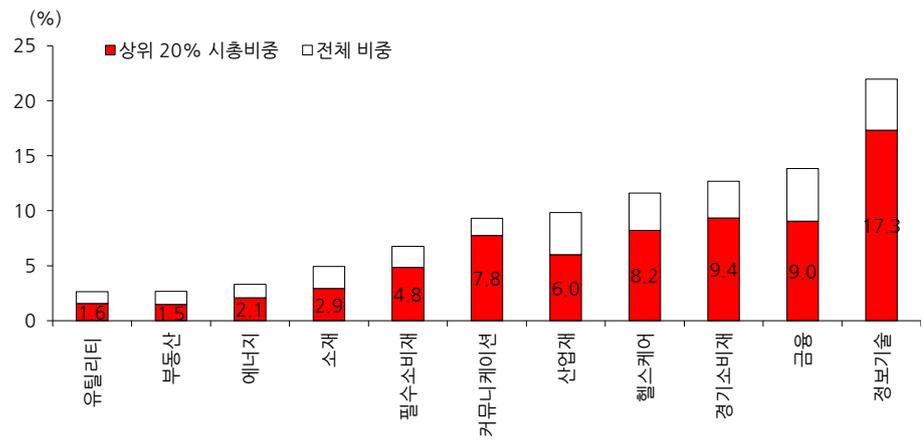
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림15] 글로벌 상위 20% 비중, 2019년 이후 급등



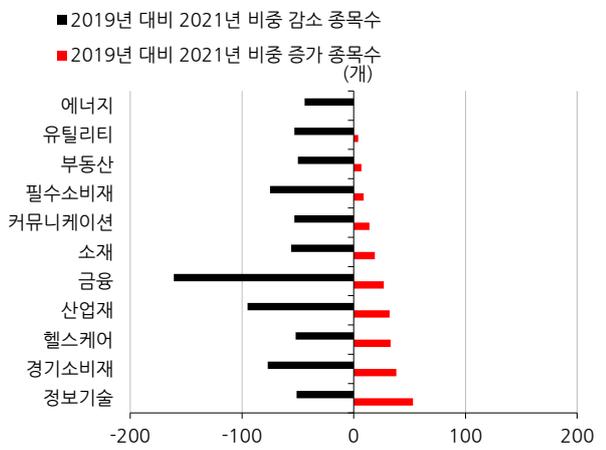
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림16] 전 업종에서 상위 20%가 차지하는 비중 높아져



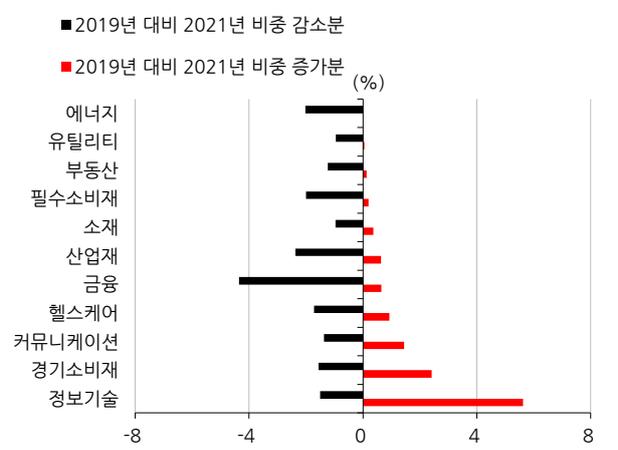
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림17] 2019년 대비 비중이 증가한 종목은 적지만



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림18] 비중 증가분은 커



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림19] 전 섹터에 걸쳐 시총 상위 20% 기업들의 비중 확대



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

### III. 독점기업의 공식

#### 1. 독점 기업의 조건

독점, 혁신의 작업물

과거에 독점 기업이라는 단어는 부정적인 의미로 쓰였지만 지금은 혁신의 결과물로 인식된다. 독점의 밑바탕을 이루는 건 선도적 기술, 브랜드, 규모의 경제, 네트워크 효과 등이다. 이런 우위들은 다음과 같은 특징들로 발현된다.

- ① 기업이 공급하는 제품과 서비스가 필수소비재의 성격이 있다.
- ② 제품과 서비스를 저장할 수 없다.
- ③ 우호적인 생산 지역을 점유한다.
- ④ 고정비가 변동비보다 높다.
- ⑤ 네트워크 효과가 작동한다.

2000년 이전의 독점기업은 에너지를 비롯해 전력, 유틸리티, 공항, 철도, 도로, 통신 같은 생활과 생산의 인프라 기업들이었다. 이들의 독점력은 규제에서 나온다. 한번 투자에 많은 자원이 투입되기 때문에 규제 당국이 일정한 수준의 이익을 보장해준다.

한편으로는 규제 당국이 이익을 줄이는 쪽으로 의사결정을 할 수도 있고 처음 정해진 이상으로 이익이 늘어나기는 어렵다. 인프라 산업의 우위는 높은 고정비, 규모의 경제, 필수소비재적 성격으로 특징된다.

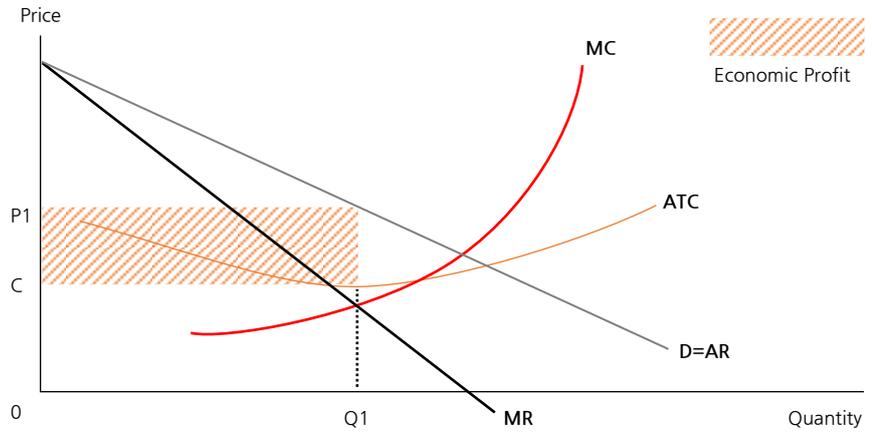
독점기업,  
한계생산=한계비용  
지점에서 생산 결정

독점 기업은 한계 생산량이 한계 비용과 만나는 지점에서 생산을 결정한다. 이론적으로 독점 기업은 시장의 유일한 공급자이므로 생산을 늘릴수록 이익의 증가분은 감소하고 한계 비용은 규모의 경제가 극대화되는 지점에서 가장 낮아지기 때문이다.

1991년 이후 10년 간격으로 S&P500 기업들의 시총 순위 상위 20% 기업들이 각 섹터에서 차지하는 점유율을 구해 봤다. 1991년 에너지, 2001년 산업재와 헬스케어, 2011년 필수소비재, 2021년 경기소비재와 IT, 커뮤니케이션 업종이 70%를 넘겼거나 육박했다.

이렇게 소수 기업들이 주식시장에서 높은 점유율을 차지한 연유는 각기 달랐다. 1991년의 에너지와 2011년의 필수소비재는 각각 지정학적 위험에 따른 국제유가 상승, 중국의 소비 증가에 따른 수요 증가 때문이었다. 이때 높은 시총 점유율은 산업의 시황에서 비롯된 것이지 독점 기업이어서는 아니었다.

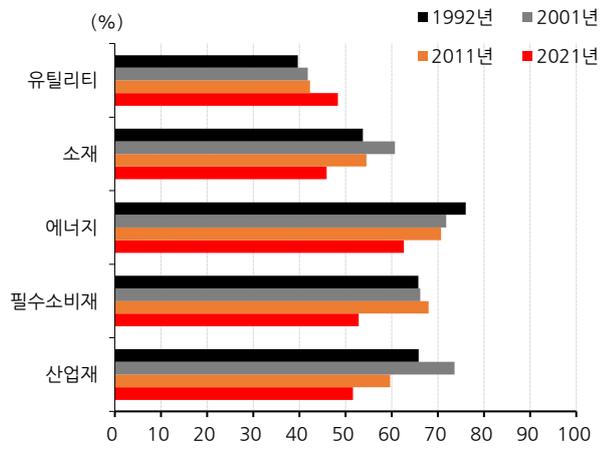
[그림20] 독점기업, 한계생산 = 한계비용 지점에서 생산 결정



자료: 한화투자증권 리서치센터

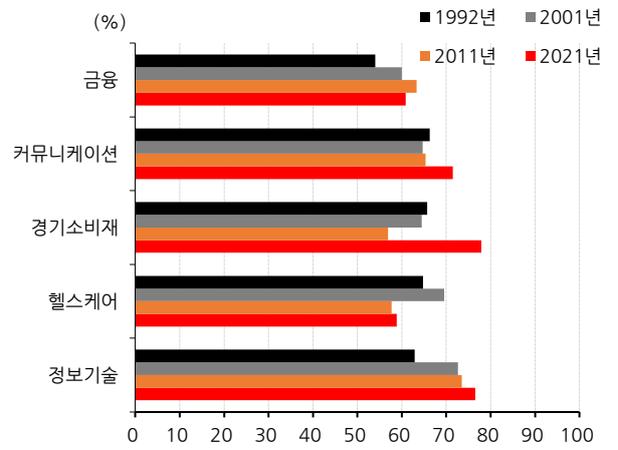
2021년의 빅테크, 독점의 전형	2001년 헬스케어와 2021년의 빅테크는 자연 독점의 모습을 띤다. 20년 전 블록버스터 신약들이 등장하며 대형 제약사들의 이익이 크게 늘어났다. 독점의 근원은 특허였고, 특허의 소멸이 가까워져 오면서 헬스케어 섹터의 빅파마 중심 구도는 다시 약해졌다.
	2016년 이후 빅테크 기업들의 시총 비중이 커졌다. 20년 전 빅파마를 비교 대상으로 볼 수 있다는 생각이다. 게다가 빅테크 기업들의 독점력은 20년 전 빅파마보다 크다고 판단한다.
	첫째, 인터넷 기업들이 제공하는 디지털 서비스는 블록버스터 신약에 비해 필수소비재로서 성격이 더 강하다.
	둘째, 네트워크 효과가 존재한다. 시장을 선점한 빅테크 기업들은 비용을 들이지 않아도 더 많은 고객들을 확보할 수 있다.
	셋째, 빅테크들의 디지털 서비스는 변동비가 제로에 가깝다. 영업레버리지가 무한대까지 높아질 수 있다.
	이런 효과들을 집약해서 보여주는 것이 투자의 증분 대비 이익의 증분이다. 독점 효과가 작동하는 구간에서는 투자의 증분보다 이익의 증분이 더 크다. 마이크로소프트가 PC 운영 체제를 독점하던 1990년대 초반에 그 효과를 확인할 수 있었다.
1990년대 MS 2000년대 화이자의 사례	마이크로소프트의 투자현금흐름과 R&D를 합한 투자금액은 1988~99년의 11년 동안 연 평균 36% 증가했다. 같은 기간 영업현금흐름은 연 평균 60% 늘어 투자 증분보다 이익 증분이 더 높았다. 주가는 이 기간 95배나 상승했다.
	그러다 1999~2016년 17년 간 투자금액은 평균 11.8%, 영업현금흐름은 11.2% 증가로 둔화됐고 주가는 2.0% 하락했다. 2016년부터 작년까지 마이크로소프트의 투자와 영업 현금흐름은 연 평균 14.2%, 15.4%로 반등했고 주가는 다시 297% 올랐다.
	화이자의 특허는 2010년대 초반 집중적으로 만료됐다. 특허가 신약 출시 후 대략 10년 유효함을 감안하면 2000년대 화이자는 독점기업의 지위를 누렸다고 볼 수 있다. 실제로 1998~2009년 12년 동안 화이자의 투자는 13% 영업현금흐름은 30% 각각 증가했고 주가는 1998년 5.4달러에서 2005년 43달러까지 올랐다.

[그림21] 상위 20% 점유율, 1990년대 에너지, 2000년대 산업재



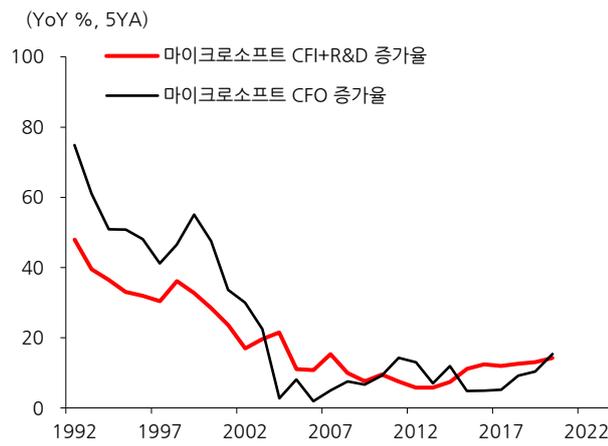
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림22] 2000년대 헬스케어, 2010년대 필수소비재 독점 기업 등장



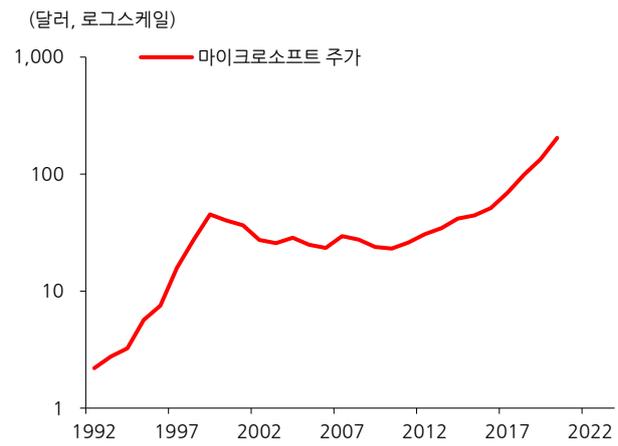
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림23] MS, 1990년대 독점적 지위 누렸고



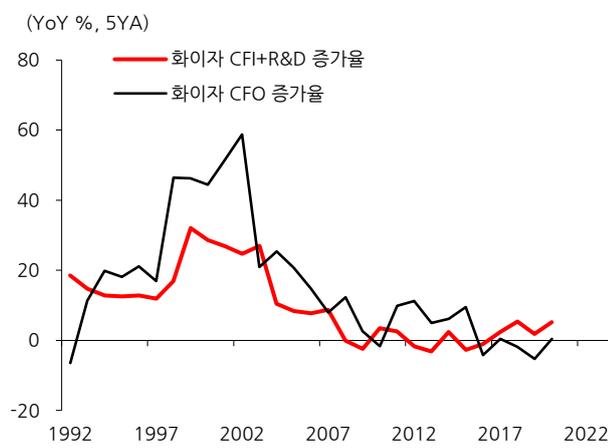
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림24] 주가 96 배 상승



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림25] 화이자, 2000년대 초 독점적 지위 누렸고



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림26] 주가 7.6 배 상승



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

## 2. 독점력의 유효기간

기술에 기반한 독점력,  
수익성 높고  
유효기간 길어

2016년 이후 글로벌 주식시장의 상승을 주도하고 있는 빅테크를 살펴보면 애플, 페이스북, 알파벳, 마이크로소프트, 아마존 등은 각각 프리미엄 스마트폰과 운영체제, SNS, 온라인 광고, 온라인 상거래 등의 시장을 독점하고 있다.

빅테크의 독점은 기술에 기반을 두고 있기 때문에 과거 인프라 기업들처럼 규제에 의해 성립된 독점에 비해 수익성이 높고 2000년대 빅파마들이 특허에 의해 보호받았던 것보다 독점의 지속 기간이 길 것으로 추측한다. 뿐만 아니라 인터넷의 연결은 사람과 사람, 사람과 사물, 사물과 사물로 계속 늘어나고 있어서 네트워크 효과도 커지고 있다. 미국을 중심으로 나타나고 있는 주식시장의 높은 밸류에이션은 상당 기간 이어질 것으로 보는 것이 합리적이다.

그러나 기업들의 독점력이 영원할 수는 없다. 투자의 한계 수익률이 체감하는 지점은 필연적으로 찾아오게 돼 있고 그때부터 밸류에이션은 하락할 것이다. 마이크로소프트와 화이자의 밸류에이션 역시 투자 증가율이 영업현금흐름 증가율을 하회하기 시작하는 지점부터 떨어지기 시작했음을 상기할 만하다.

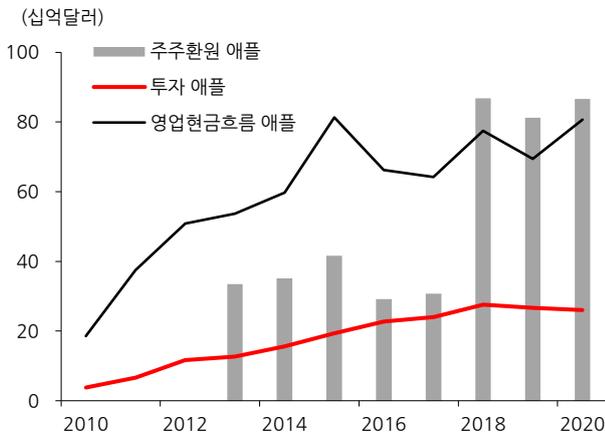
독점력, 영원할 순 없다

빅테크 기업들의 독점력이 영원하지 않을 것이라는 근거는 빅테크 기업들 안에서도 찾을 수 있다. 스스로 판단하는 독점력이 기업별로 다르고 자본의 활용도 다르다.

아직도 투자에 적극적인 아마존은 투자와 영업현금흐름의 증가 속도가 비슷하다. 마이크로소프트와 페이스북은 아마존만큼은 아니지만 여전히 투자가 늘고 잉여 현금은 주주환원에 쓰고 있다. 작년 페이스북은 62.9억달러 자사주를 매입했고 마이크로소프트는 자사주매입에 196억달러, 배당으로 151억달러를 썼다. 애플과 알파벳은 투자를 더 이상 늘리지 않고 있다. 잉여현금흐름은 주주들에게 거의 대부분을 혹은 그 이상을 돌려준다.

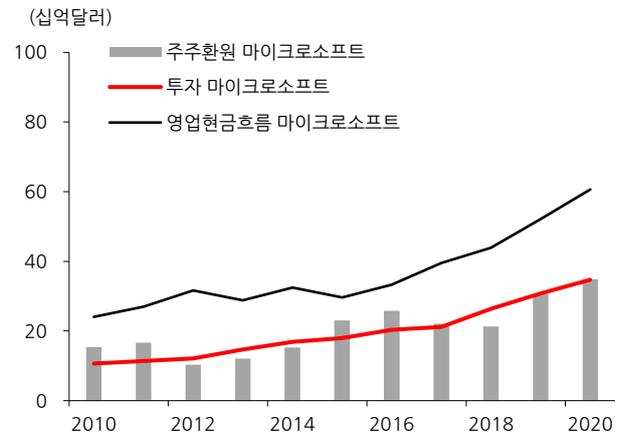
성장주의 대표격인 빅테크 기업들 안에서도 아마존은 순수 성장주로, 애플과 알파벳은 가치주로 분류할 수 있다. 글로벌 성장주가 가치주를 크게 아웃퍼폼하고 있는 가장 큰 이유는 성장주의 성장성이 아니다. 성장주가 가치주 고유의 영역으로 여겨지던 요인들에서 가치주보다 우위를 나타내고 있기 때문이다.

[그림27] 애플



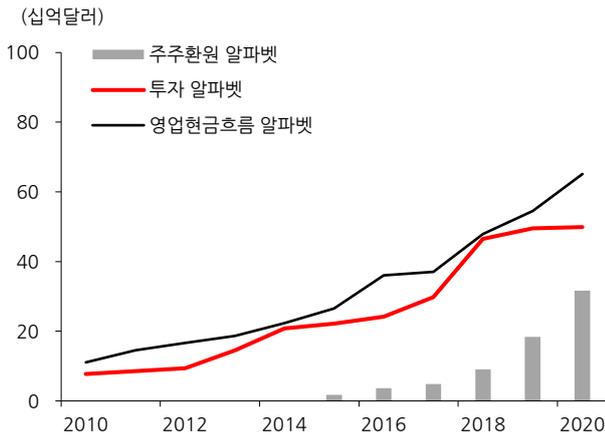
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림28] 마이크로소프트



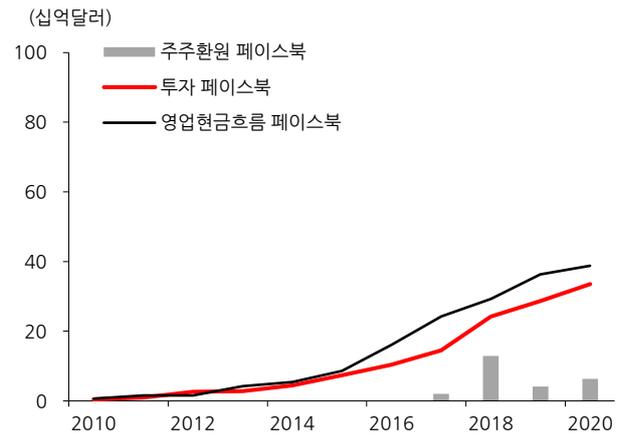
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림29] 알파벳



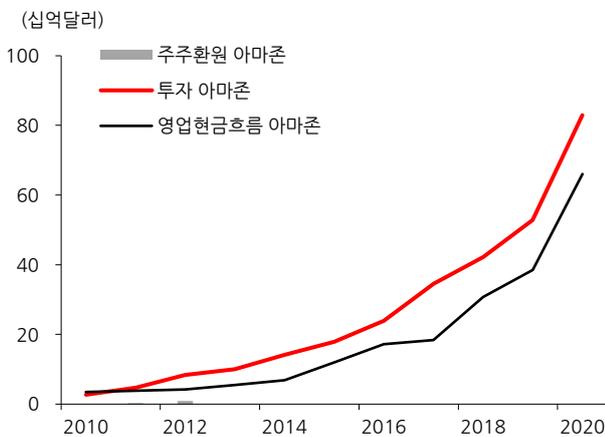
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림30] 페이스북



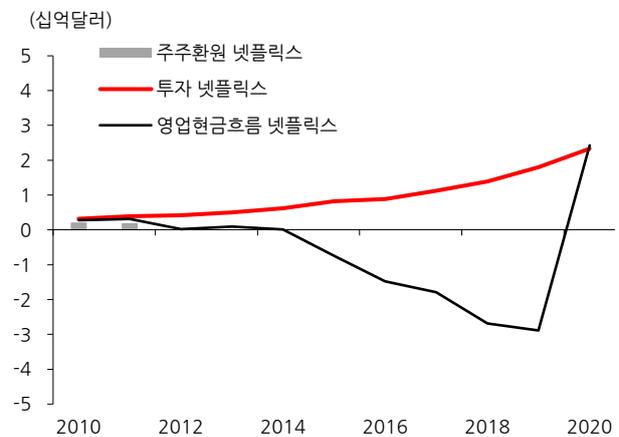
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림31] 아마존



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림32] 넷플릭스



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

### 3. 산업은 작아도 독점은 크다

독점의 트렌드,  
밸류체인을 해체하고 독점

독점 기업이라는 이유로 높은 밸류에이션을 부여받는 건 빅테크 뿐 만이 아니다. 산업의 규모가 크지 않아도 특정 밸류체인을 점유하는 기업들이 선호되는 현상은 점점 두드러진다.

반도체장비 산업에서 노광 장비를 독점하고 있는 ASML이 대표적이다. 이 회사의 주가는 2016년 이후 763% 상승해 같은 기간 반도체장비 업종의 상승률 567%를 웃돌았다. 반도체에서 GPU를 독점하고 있는 엔비디아도 위 기간 2,360% 올라 반도체 업종지수 상승률 418%를 크게 아웃퍼폼했다.

ETF 시장을 독과점하고 있는 블랙록은 금융 소비자의 투자 활동을 분리, 집중해 성장을 만들어낸 경우다. 블랙록은 투자 활동에서 가입과 해지의 불편을 없애고 장기 성과가 우수한 주가지수에 투자할 수 있게 했다. 블랙록은 2019년 이후 금융 섹터에서 시총 비중이 가장 많이 늘어난 주식이다.

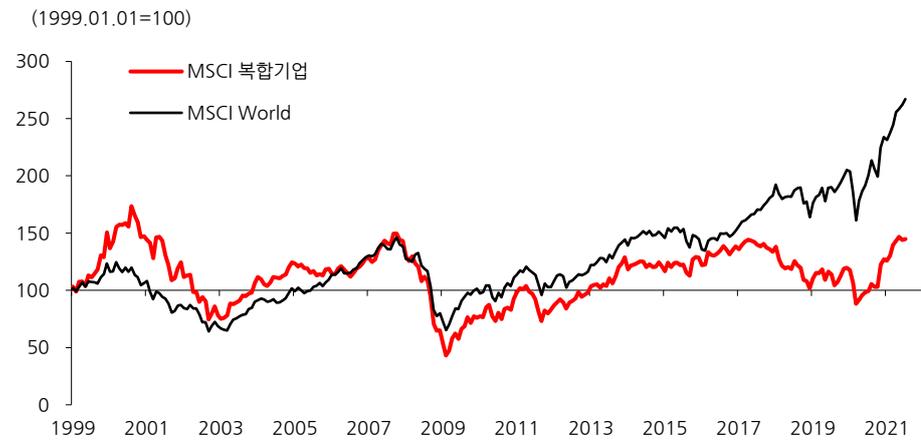
이렇게 밸류체인에서 병목현상을 해결할 기술을 보유하고 있거나 밸류체인을 해체해 특정 분야를 전문화하는데 성공한 기업은 주식 시장에서 독점적으로 높은 밸류에이션을 받고 있다.

반대 사례를 통해서도 독점 기업에 대한 선호를 확인할 수 있는데, 복합기업의 디레이팅이다. 철도, 발전, 보험, 유통 등의 사업을 거느리고 있는 버크셔헤더웨이는 지난 2년 동안 MSCI AC World지수에서 단일 주식으로는 시총 비중 감소폭이 가장 컸다.

복합 기업이 선호되지 않는 이유로 크게 두 가지가 꼽힌다. 여러 사업을 거느리고 있어 변화에 빨리 대응하기 어렵다는 점 그리고 연관 산업으로만 사업을 넓히기 때문에 성장 산업으로 확장하는데 한계가 있다는 점이다.

MSCI World 복합기업지수는 2016년 이후 12.4% 오르는데 그쳐 MSCI World지수의 상승률 84.5%에 크게 못 미쳤다. 버크셔헤더웨이의 PBR은 1.25배에서 1.39배로 상승했다. 같은 기간 MSCI World 지수의 PBR이 1.89배에서 2.99배로 높아진 것과 대비된다.

[그림33] 글로벌 복합기업, 2016년 이후 글로벌 주식시장 언더퍼폼

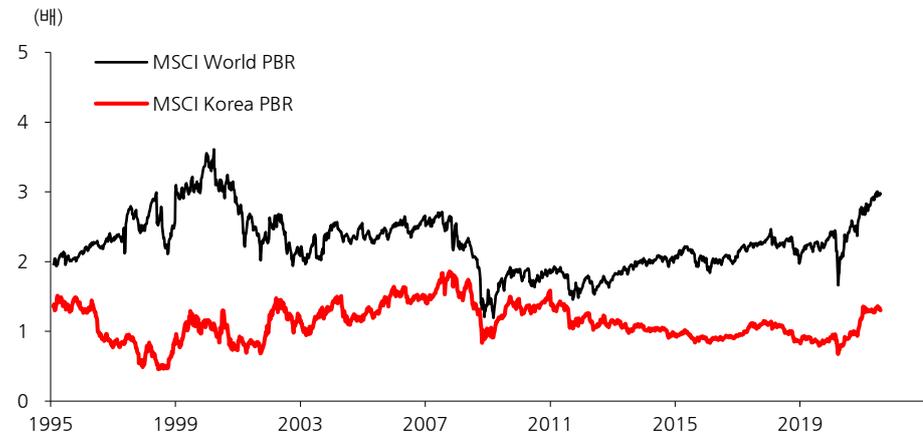


자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

## 4. 한국에 독점기업이 등장할까

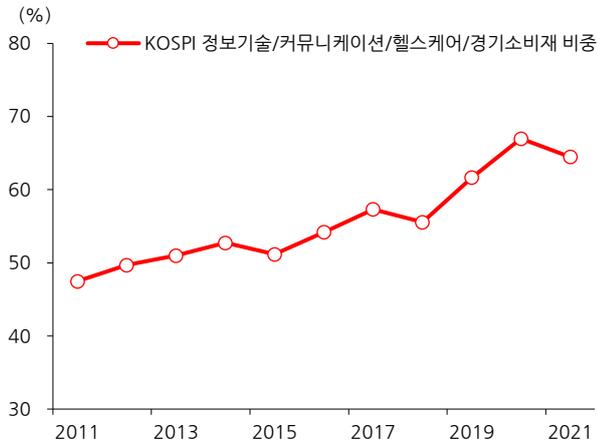
국내 글로벌 시총 순위 20% 기업 증가	<p>한국 주식시장의 밸류에이션도 올라갈 수 있을까. MSCI 기준 한국 주식시장의 PBR은 올 초 이후 1.3배를 넘지 못하고 있는데, 글로벌 주식시장의 PBR이 2.7배에서 3.0배로 10% 할증된 것과 대비된다.</p> <p>질문을 바꿔보면 국내 주식시장은 정보기술, 헬스케어, 커뮤니케이션 섹터의 비중이 미국, 나스닥 만큼이나 높다. 그럼에도 더 이상 밸류에이션이 높아지지 않는 이유는 뭘까.</p> <p>우선 성장 섹터의 비중이 작년에 67%를 기록해 같은 글로벌의 54%보다 13%p나 높다. 그리고 시총 순위 상위 기업들의 시총 점유율이 더 높아지기도 어렵다. 상위 20%의 비중은 2011년에 이미 90%에 육박했고 이후 가장 낮았던 2015년에도 84%나 됐다. 2019년 이후 글로벌 주식시장에서 나타난 집중 현상은 10년 전에도 있었다.</p> <p>오히려 글로벌 주식시장에서 각 섹터의 시총 순위 20%에 들어가는 기업들이 얼마나 많아졌는지를 따져보는 게 의미 있어 보인다.</p> <p>글로벌 시총 순위 상위 20%에 들어가는 국내 기업의 수는 2011년 다섯 개였지만 2012~19년에는 삼성전자를 제외하고 애플사피 하다가 2020년 네 개로 늘었고, 2021년에는 여섯 개로 두개가 추가됐다.</p> <p>2011년에는 삼성전자와 POSCO, KT, SK텔레콤, 한국전력이었는데 2021년에는 삼성전자와 SK하이닉스, 현대차, LG화학, 네이버, 카카오로 바뀌었다. 시총순위 20%에는 들지 못했지만 삼성바이오로직스와 LG생활건강은 시총 순위 상위 20%에서 멀지 않다.</p>
투자자 주주환원의 과도기	<p>이들은 국내 주식시장에서 대형 성장주로 분류되며 반도체, 배터리, 헬스케어 CMO 등 특정 밸류체인에 투자를 늘리고 있다. 국내에서도 특정 밸류체인을 독점하는 기업들이 높은 밸류에이션을 받는 현상이 재현된다면 국내 주식시장 전반의 밸류에이션이 높아질 수 있을 것이다.</p> <p>국내 주식시장이 높은 밸류에이션을 받지 못하는 이유에 대해 필자를 포함한 대다수는 주주환원이 미흡하기 때문으로 보고 있었다. 2000년대 중반처럼 성장을 업고 오르는 건 어불성설이다.</p> <p>필자는 이 보고서를 쓰면서 주주들에게 돌려주기 전에 반드시 넘어야 할 중간 단계가 있음을 알게 됐다. 산업에서 독점력을 확보하는 것이다. 그래야 투자든 주주환원이든 자본의 활용이 명확해질 수 있다. 특정 산업, 밸류체인을 독점하는 기업의 수가 늘어나는 것이 국내 주식시장의 밸류에이션이 높아질 수 있는 현실적인 방안이라고 생각한다.</p> <p>그리고 그 시기는 앞서 살펴본 글로벌의 사례처럼 투자가 증가하는 속도가 가속되면서 영업현금흐름의 증가 속도도 빨라지거나 영업현금흐름 증가 속도가 투자 속도를 넘어서는 지점일 것이다.</p>

[그림34] 한국 주식시장 PBR, 1.3 배 수준에서 상승 정체



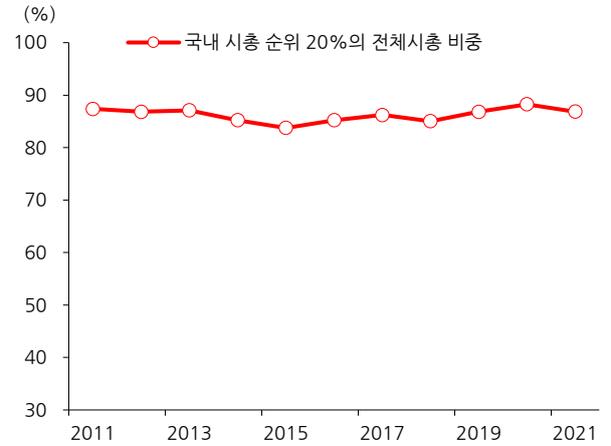
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림35] 국내 성장 섹터 비중 꾸준히 상승



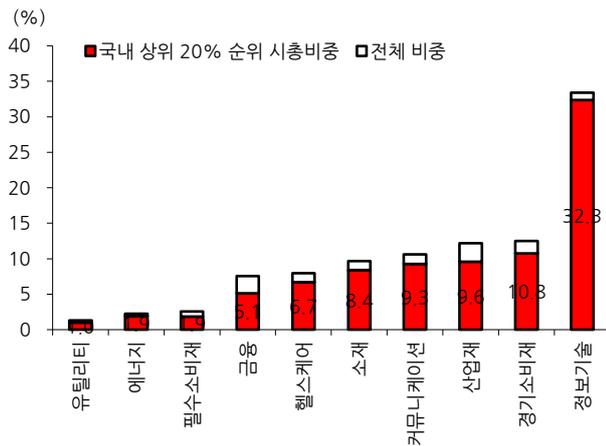
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림36] 국내 상위 20% 비중 항상 높았음



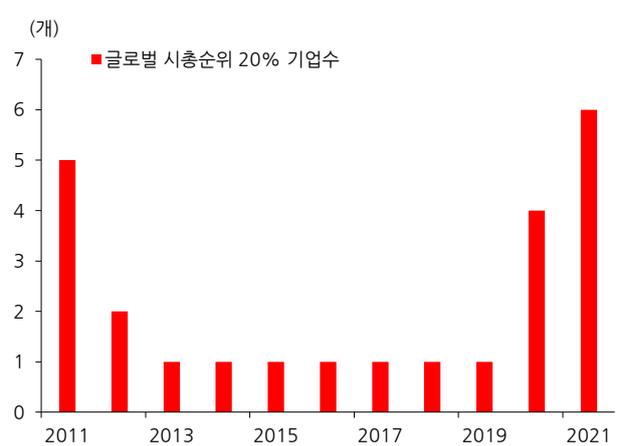
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림37] 전 업종에서 상위 20%가 차지하는 비중 높아져



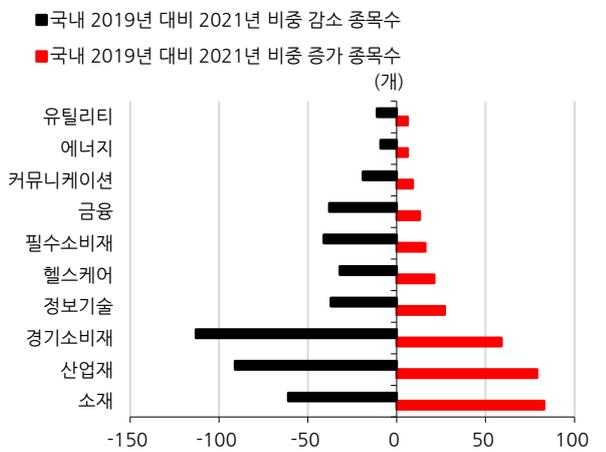
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림38] 글로벌 시총순위 상위 20% 기업수 증가



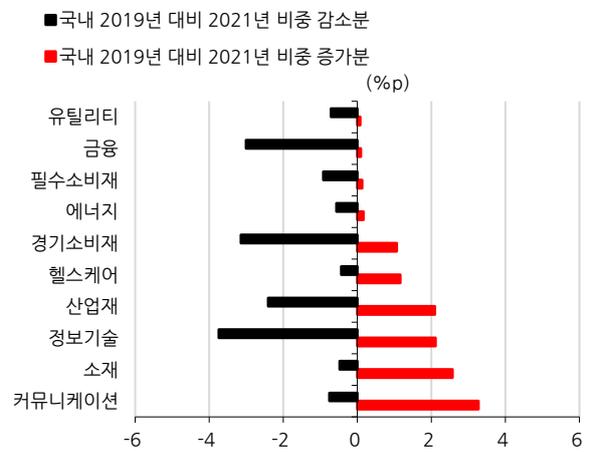
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림39] 2019년대비 비중이 증가한 종목 다소 적지만



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림40] 커뮤니케이션 소재는 비중 증분 커



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

---

**[ 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 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

---

**◎ MSCI**

The MSCI sourced information is the exclusive property of MSCI Inc. (MSCI). Without prior written permission of MSCI, this information and any other MSCI intellectual property may not be reproduced, disseminated or used to create any financial products, including any indices. This information is provided on an "as is" basis. The user assumes the entire risk of any use made of this information. MSCI, its affiliates and any third party involved in, or related to, computing or compiling the information hereby expressly disclaim all warranties of originality, accuracy, completeness, merchantability or fitness for a particular purpose with respect to any of this information. Without limiting any of the foregoing, in no event shall MSCI, any of its affiliates or any third party involved in, or related to, computing or compiling the information have any liability for any damages of any kind. MSCI and the MSCI indexes are service marks of MSCI and its affiliates.

---

**◎ GICS**

The Global Industry Classification Standard (GICS) was developed by and is the exclusive property of MSCI Inc. and Standard & Poor's. GICS is a service mark of MSCI and S&P and has been licensed for use by Hanwha Investment & Securities.

---