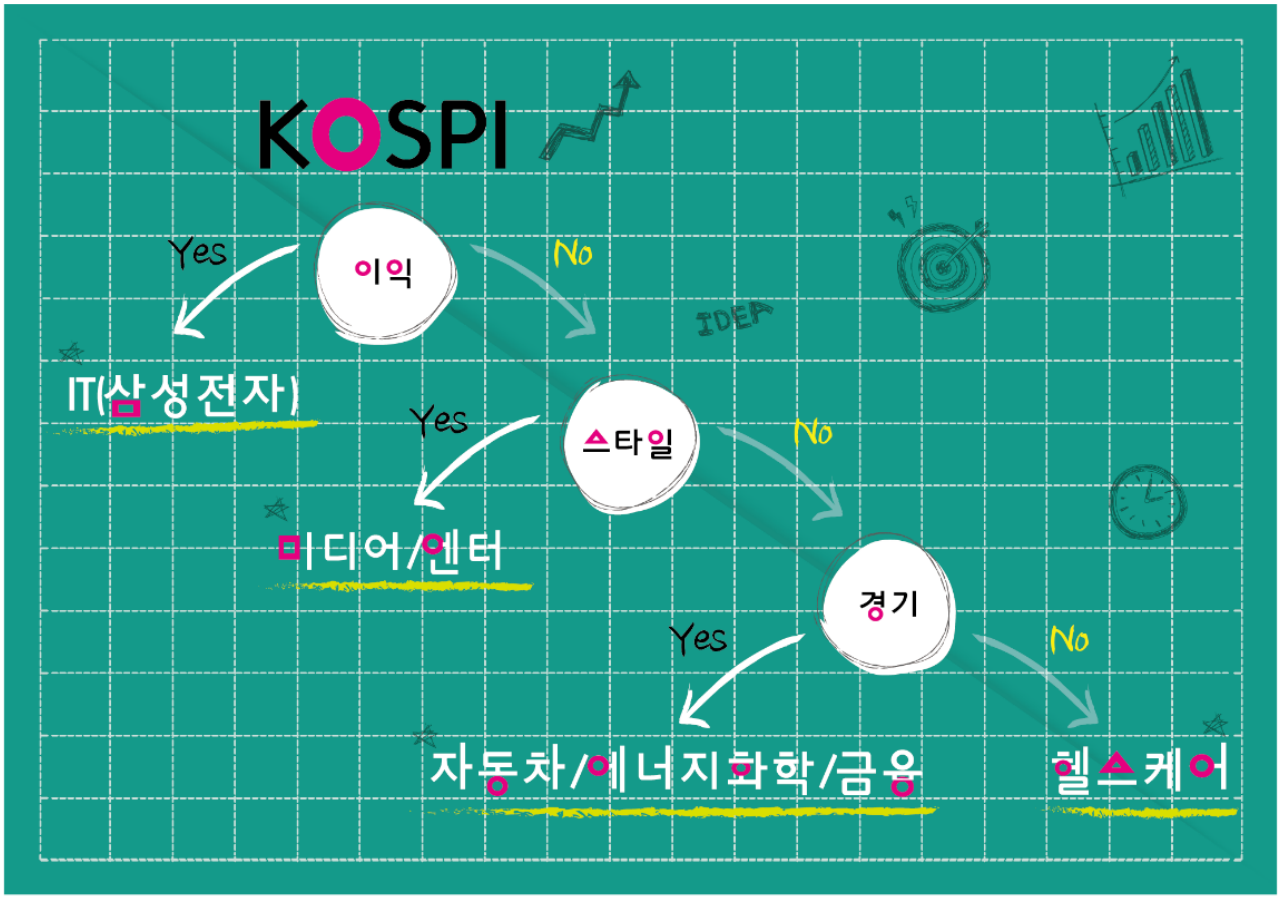
투자전략

주도주 게임



▶투자전략 박승영 | park.seungyoung@hanwha.com | 3772-7679
▶주식시황 김수연 | sooyeon.k@hanwha.com | 3772-7628

국내 주식시장에 영향을 미치는 요인은 이익, 스타일, 경기로 요약된다. 팩터별로 주식시장 내 업종들에 미치는 영향이 다르기 때문에 각 팩터가 올라오는 사이클에서 주도주도 달라진다. 2022년 하반기 주식시장의 여건은 헬스케어를 주도주로 가리킨다. 이익 모멘텀이 낮아지고 경기는 밋밋해졌는데, 과거 이런 여건에서 주도주로 헬스케어가 부상한 바 있다. 또한 글로벌 제약사들의 투자를 보더라도 헬스케어는 모멘텀을 가지고 있다.

Contents

Ⅰ. 핵심요약 ····· 03

Ⅱ. 주도주의 변수 ····· 04

KOSPI와 업종간의 거리 ····· 04

이익 ····· 08

스타일 ····· 09

경기 ····· 10

이익, 스타일, 경기가 모두 받쳐주지 않을 때 ····· 12

Ⅲ. 하반기의 주도주 ····· 13

투자의 우선순위 ····· 13

역의 상관관계 찾기 ····· 15

하반기 달라지는 주식시장 환경 ····· 17

헬스케어, 대안이 될 수 있을까 ····· 18

2022년 하반기를 기대하는 이유 ····· 21

특허 만료의 풍선효과 ····· 23

8년 전의 기시감 ····· 25

I. 핵심 요약

주도주의 변수

주식시장의 주도주는 시기마다 다르다. 실적장세에서 이익이 잘 나오는 기업이 주도주가 될 수도 있고, 유동성을 바탕으로 밸류에이션이 높은 기업이 잘 될 때도 있다. 경기가 좋아지면서 시클리컬이 올라오기도 한다.

KOSPI와 반도체, 미디어/엔터, 시클리컬, 헬스케어 등 9개의 하부업종 주가지수를 2차원으로 축소하면 어떤 업종들끼리 주가가 함께 움직이는지 볼 수 있다. 크게 4개의 그룹으로 나눌 수 있다. 이익이 중요한 반도체, 성장스타일에 영향받는 미디어/엔터, 경기가 중요한 시클리컬, 그리고 이들 업종과 상관관계가 낮은 헬스케어다.

투자의 우선순위

2022년 하반기 국내 주식시장의 여건은 상반기와 달라질 것이고 포트폴리오의 우선순위에도 변화가 필요하다고 생각한다.

이익 모멘텀이 주가에 중요한 삼성전자는 올해 3분기부터 당기순익이 전년동기대비 마이너스로 돌아서서 내년 2분기까지 역성장할 것으로 예상된다. 하반기에 삼성전자가 주식시장을 주도하기는 어려워 보인다.

경기도 달라진다. 이번 하반기는 저성장 고물가 환경이 저성장 저물가 환경으로 바뀌는 전환점이 될 것이다. 세계 경제성장률과 물가가 낮아지는 시점에 시클리컬이 주식시장을 주도하기는 어렵다.

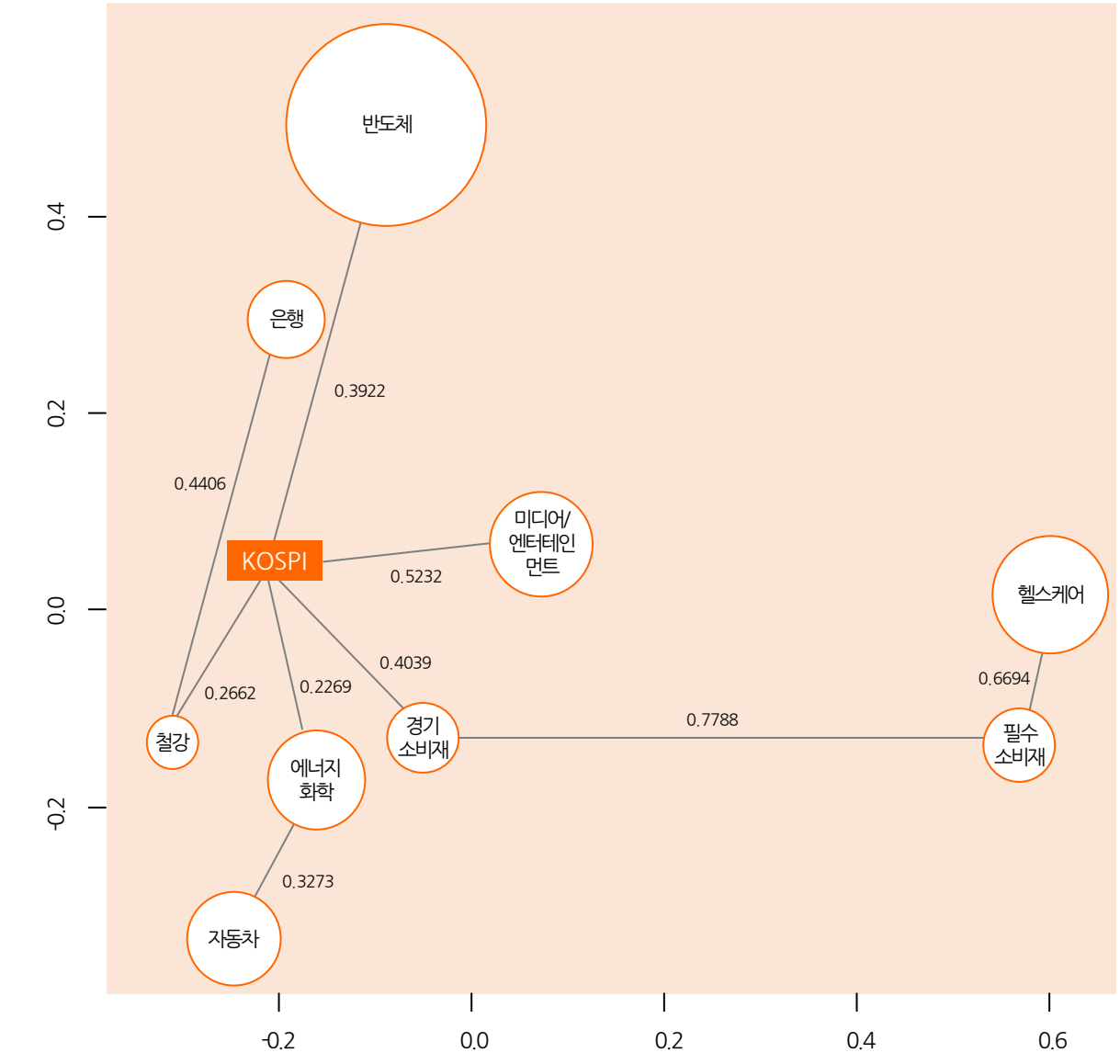
하반기 헬스케어를 주목하는 이유

좁혀진 선택지들 중에서 헬스케어에 주목한다. 다른 업종들과 주가 상관관계가 낮고 성장성을 갖췄기 때문이다. 최근 블록버스터 약품들의 특허 만료를 앞둔 글로벌 헬스케어 기업들이 M&A와 지분투자, 라이센싱 딜을 통해 투자를 늘리고 있다. 국내 기업들의 라이센싱 딜이 글로벌 제약사들의 투자 트렌드와 맞물린다면 하반기 주도주로 부상할 가능성이 충분해 보인다.

Ⅱ. 주도주의 변수

KOSPI 와 업종간의 거리

[그림1] KOSPI 와 하부업종의 거리, |베타-1|에 비례



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

어떤 변수가 주도주를 만드나

주식시장의 주도주는 시기마다 다르다. 실적장세에서 이익이 잘 나오는 기업이 주도주가 될 수도 있고 유동성을 바탕으로 밸류에이션이 높은 기업이 잘 될 때도 있다. 경기가 좋아지면서 시클리컬이 올라오기도 한다.

포트폴리오를 구성할 때 도움이 되는 것은 함께 움직이는 업종들이 무엇인지 파악하고 거기에 영향을 미치는 요소의 방향성은 어떤지 알아보는 것이다. [그림1]은 KOSPI와 하부 산업 주가지수들이 어떤 관계에 있는지를 보여준다.

10차원을 2차원으로 줄이면

2010년부터 지난 6월말까지 KOSPI와 반도체, 미디어/엔터, 시클리컬, 소비재, 헬스케어 등 9개 업종의 주가지수를 2차원으로 묶었다. 10차원을 2차원으로 축소한 것이기 때문에 두 개의 축을 명확히 정의하기는 어렵다. 이 그림을 해석하는 방법은 KOSPI에 연결된 업종들의 거리가 각 산업의 주가와 KOSPI가 얼마나 가까이 움직이는지를 보여준다는 것이다.

KOSPI가 중심에 있고 나머지 산업들이 KOSPI에 연결되어 있는데, 크게 네 개의 묶음으로 나뉜다. 반도체와 미디어/엔터, 시클리컬로 묶이는 에너지화학, 자동차, 철강, 경기소비재 등, 그리고 필수소비재 및 헬스케어다.

업종별 베타로 정리

주가지수만으로 그룹화했기 때문에 이 그림은 베타와 연관지을 수 있다. KOSPI에 가까운 거리에 있는 업종일수록 베타가 1에 가깝고, KOSPI와 거리가 멀수록 베타는 1에서 멀어진다.

[그림1]에서 반도체와 필수소비재가 모두 KOSPI와 떨어져 있으면서 서로 멀리 있는 이유는 반도체는 베타가 1.3으로 1보다 큰 업종이고 필수소비재는 베타가 0.3으로 낮으며, 두 업종도 서로 다르게 움직이기 때문이다.

반면 에너지화학이나 철강, 경기소비재 등은 베타가 1과 가깝고, 그림에서도 KOSPI에 인접해있다. 시클리컬 주식들이 사이클을 타고 함께 움직임을 의미한다. 특히 자동차는 에너지화학과, 철강은 은행과 밀접하게 움직인다. 반면 반도체와 미디어/엔터는 독립적으로 움직이고, 필수소비재와 헬스케어도 다른 업종들과 상관성이 낮음을 알 수 있다.

KOSPI에 영향을 주는 지표들

[표1]은 KOSPI와 각 업종, 그리고 주식시장에 영향을 미치는 변수들의 상관관계를 나타낸다. 변수는 이익, 스타일, 경기, 금리, 물가 데이터를 이용했다.

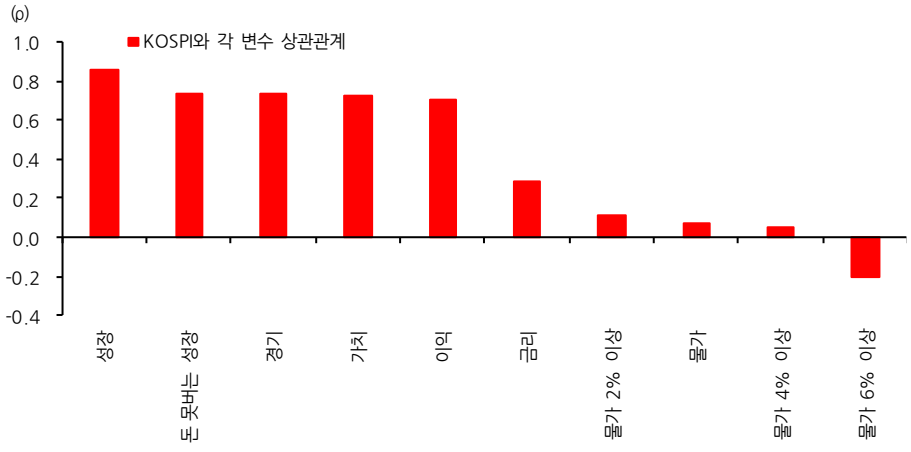
이익은 KOSPI와 각 산업의 12개월 순이익 예상치, 스타일은 MSCI 전세계 성장주와 가치주, 성장의 극단에 위치한 골드만삭스의 돈 못버는 테크지수, 경기는 OECD 경기선행지수, 금리는 미국 10년물 국채금리, 물가는 미국 CPI를 사용했다. 물가는 CPI를 이용하면서 2%, 4%, 6%를 넘는 구간에 주가와 어떤 관계가 있는지 더미 변수를 추가했다.

KOSPI는 이익과 성장에 민감하고 경기에도 영향을 받는 것으로 파악된다. 각 상관계수가 성장 0.85, 경기 0.73, 이익 0.71 순이었다. 반면 금리와는 상관관계가 0.29로 높지 않았고, 물가는 0.07로 거의 무상관이었다.

다만 물가가 6%를 넘게 되면 주가와 음의 상관관계를 보였다. 일반적인 경우에는 물가가 주식시장에 영향을 미치지 않지만, 일정 수준을 넘게 되면 주가에 부정적인 영향을 주는 것으로 보인다.

위의 변수들이 업종별 주가지수와는 어떤 관계가 있는지도 알아볼 필요가 있다. 업종별로 영향을 미치는 변수가 다르기 때문에, 각 변수가 어떻게 움직이느냐에 따라서 시장을 아웃퍼폼하는 업종도 달라진다.

[그림2] KOSPI, 성장과 경기 상관성 높고 높은 물가와 역상관



자료: Bloomberg, WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[표1] KOSPI 및 하부업종 상관관계

	KOSPI	반도체	미디어/엔터	자동차	에너지화학	철강	은행	경기소비재	필수소비재	헬스케어	이익	성장	돈 못버는 성장	가치	경기	금리	물가	물가≥2%	물가≥4%	물가≥6%
KOSPI	1.00																			
반도체	0.73	1.00																		
미디어/엔터	0.69	0.50	1.00																	
자동차	0.78	0.30	0.48	1.00																
에너지화학	0.86	0.53	0.54	0.79	1.00															
철강	0.87	0.45	0.48	0.82	0.79	1.00														
은행	0.69	0.56	0.27	0.51	0.45	0.75	1.00													
경기소비재	0.77	0.42	0.51	0.64	0.62	0.70	0.59	1.00												
필수소비재	0.36	0.01	0.34	0.21	0.30	0.25	-0.05	0.47	1.00											
헬스케어	0.26	0.18	0.37	-0.01	0.35	-0.03	-0.16	0.31	0.58	1.00										
이익	0.71	0.56	0.34	0.62	0.60	0.77	0.77	0.52	0.08	0.01	1.00									
성장	0.85	0.72	0.73	0.59	0.63	0.66	0.64	0.70	0.18	0.21	0.51	1.00								
돈 못버는 성장	0.73	0.64	0.82	0.71	0.77	0.45	0.08	0.50	0.49	0.44	0.19	0.76	1.00							
가치	0.73	0.50	0.29	0.59	0.47	0.76	0.88	0.74	0.06	-0.15	0.64	0.79	0.26	1.00						
경기	0.73	0.48	0.35	0.66	0.56	0.76	0.77	0.70	0.20	0.01	0.76	0.61	0.37	0.77	1.00					
금리	0.29	0.20	-0.08	0.13	0.22	0.36	0.63	0.44	-0.16	0.01	0.43	0.30	-0.12	0.61	0.52	1.00				
물가	0.07	0.02	-0.03	0.17	0.10	0.34	0.32	0.14	-0.34	-0.37	0.39	0.03	-0.20	0.29	0.22	0.43	1.00			
물가 ≥ 2%	0.12	0.03	0.01	0.19	0.13	0.37	0.33	0.18	-0.23	-0.27	0.44	0.09	-0.20	0.32	0.23	0.42	0.95	1.00		
물가 ≥ 4%	0.05	0.08	-0.02	0.04	0.07	0.28	0.26	0.09	-0.23	-0.29	0.38	-0.02	-0.17	0.21	0.23	0.40	0.89	0.82	1.00	
물가 ≥ 6%	-0.20	-0.10	-0.16	-0.15	-0.12	0.00	0.09	-0.16	-0.33	-0.31	0.18	-0.19	-0.33	0.03	-0.01	0.31	0.80	0.73	0.87	1.00

자료: Bloomberg, WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

이익

이익 YES → IT와 삼성전자

주식시장에 투자할 때 가장 먼저 생각해야 할 건 이익이다. KOSPI 내 시가총액 비중과 이익 비중이 가장 높은 산업이 반도체이기 때문에 반도체의 이익이 어떻게 될지, 포트폴리오에서 반도체 비중을 어떻게 할지 결정하는 것이 첫 번째 선택이 될 것이다.

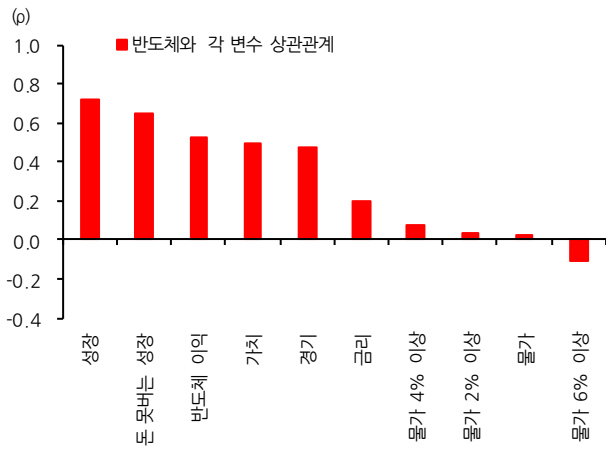
반도체는 KOSPI 내 이익 비중이 2010년 이후 평균 36%에 달한다. 그만큼 반도체가 KOSPI의 이익을 결정하는 비중이 높고, 그 중에서도 삼성전자가 12~30%를 채운다.

삼성전자를 포함한 반도체가 돈을 잘 벌 것이라는 기대는 포트폴리오에서 삼성전자를 먼저 채우는 것으로 시작한다. 과거 삼성전자부터 오르는 지수장에서도 삼성전자에 대한 이익 예상치가 가파르게 오르는 것을 확인할 수 있었다.

[그림4]는 삼성전자의 KOSPI 대비 상대주가와 12개월 이익 예상치를 나타낸다. 2012년, 2017년, 2020년 삼성전자가 시장을 아웃퍼폼하는 시기는 모두 삼성전자의 이익이 레벨업하는 구간이었다.

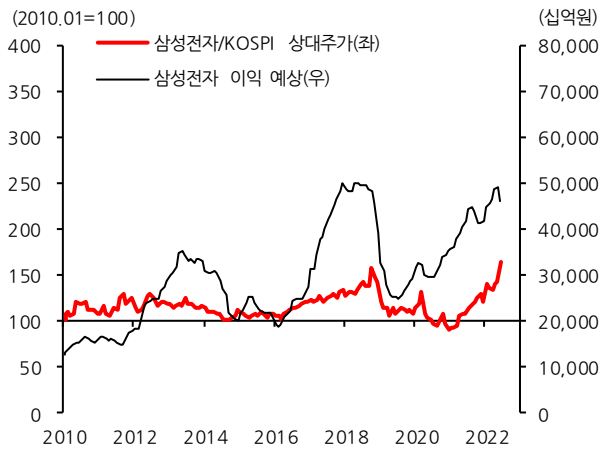
반도체는 성장주에도 속하고 가치주에도 속하지만, 이제 가치주보다는 성장주에 더 가까워 보인다. 반도체업종의 성장주 상관관계는 0.72로, 가치주와의 상관관계 0.50보다 높기 때문이다. 한편 경기와의 상관계수는 0.48, 금리와의 상관계수는 0.20로 나타났다.

[그림3] 반도체 - 성장 이익 경기에 민감



자료: Bloomberg, WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 삼성전자 상대주가, 이익에 따라 움직여



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

스타일

성장 YES → 미디어/엔터

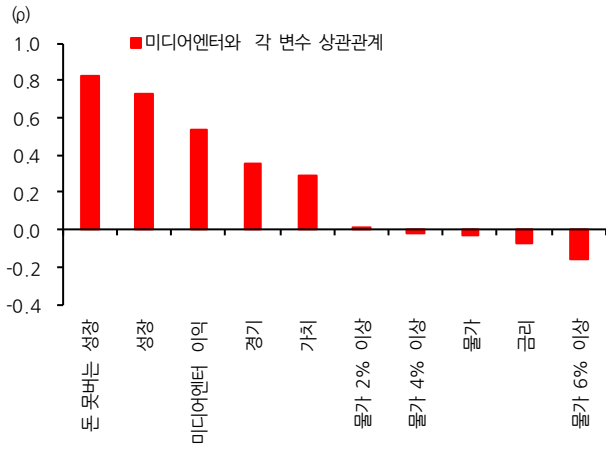
이익이 뒷받침되는 실적장이 아니라면 두번째로 생각해볼 건 스타일이다. 미디어, 엔터, 인터넷, 게임 등의 업종들은 높은 밸류에이션 멀티플을 바탕으로 성장스타일이 잘되는 구간에서 시장을 아웃퍼폼 해왔다.

특히 우리나라 성장주는 글로벌 시장에서 성장의 극단에 있는 돈 못버는 성장주와의 상관성이 더 높다. 일반 성장주와의 상관계수도 0.73으로 높지만, 적자 테크 기업들로 구성된 돈 못버는 성장주와의 상관계수는 0.82에 달한다.

[그림6]은 미디어엔터의 코스피대비 상대주가와 골드만삭스의 적자테크지수다. 국내 미디어/엔터 업종이 코로나 시기에 시장 아웃퍼폼 강도를 높이고 올해 들어 부진한 것이 돈 못버는 성장주의 궤적과 맞닿아 있다. 국내 미디어/엔터 업종이 돈을 벌고 있다는 점이 적자테크지수보다 변동성을 낮춰준다.

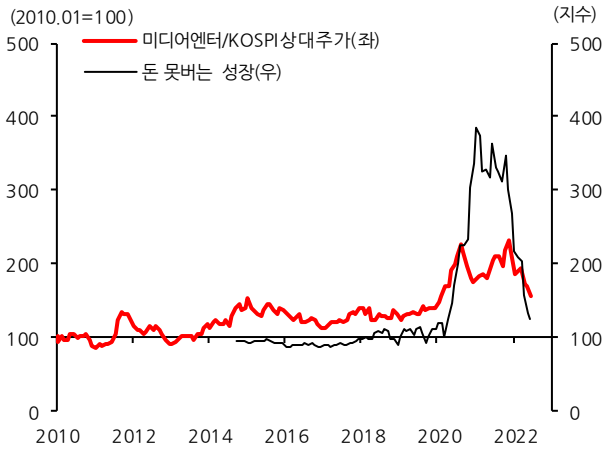
금리와 역상관을 보이는 업종은 9개 업종 중 미디어/엔터와 필수소비재 2개 업종에 불과했다. 미디어/엔터는 금리가 상승 시기에 멀티플 할인을 가장 크게 받기 때문이라 생각한다.

[그림5] 미디어/엔터 - 성장 극단에 민감



자료: Bloomberg, WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 미디어/엔터 주가, 돈 못버는 성장지수와 동일한 궤적



자료: Bloomberg, WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

경기

경기 YES → 시클리컬

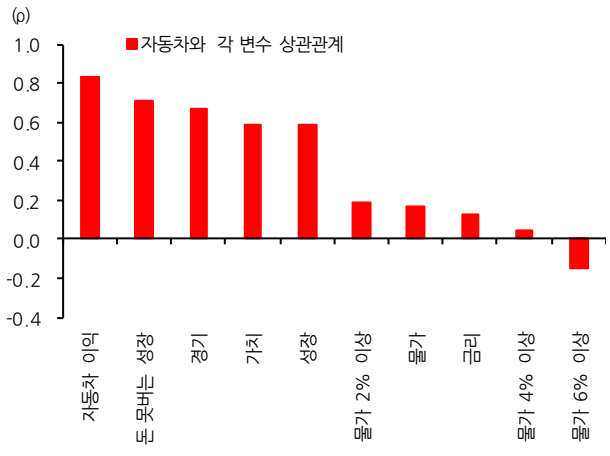
이익과 스타일 다음으로 생각해 볼 소재는 경기다. 성장의 반대편에 있는 가치와도 연결된다. 자동차와 에너지화학, 철강, 은행 등 시클리컬 주식들은 수익률이 동조화된 경향이 강하다. 여기서 자동차는 이익과 경기, 에너지화학은 성장과 경기, 철강과 은행은 가치스타일에 좀더 민감한 것으로 관측된다.

자동차는 이익과 경기에 대해 상관성이 높았다. 특히 2010년대 초반에는 이익이 가파르게 늘어나며 실적주로 부상한 바 있다. 그러나 지금은 2011, 2012년 이후 처음으로 올해 20조원의 순이익이 예상되고 있음에도 자동차가 주도주로서의 역할이 약해졌다. 전체 이익에서 차지하는 비중이 낮아지면서 이익보다는 경기와 더 민감하게 움직이게 된 것으로 보인다.

에너지화학은 경기와의 연관성이 점점 더 높아지고 있으면서 최근 돈 못버는 성장주와의 상관도가 높아졌다. 해당 업종에 들어간 LG화학, SK이노베이션, SK아이이테크놀로지 등의 기업들이 배터리나 양극재 사업을 하면서 성장 모멘텀을 함께 가져오고 있기 때문이다.

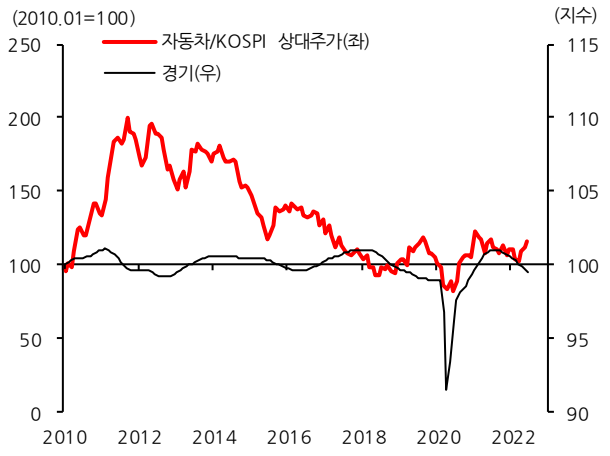
철강과 은행 업종은 지난 10년동안 KOSPI 내 시총 비중이 크게 낮아졌다. 2009년 8.1%였던 철강 시총 비중은 현재 2.2%로 줄었고 은행도 같은 기간 10.8%에서 4.5%로 감소했다. 가치 스타일이 가장 잘 맞는 철강은 시장을 아웃퍼폼하는 구간이 짧고 은행도 금리가 오르는 구간이 길지 않다.

[그림7] 자동차 - 이익, 경기에 민감



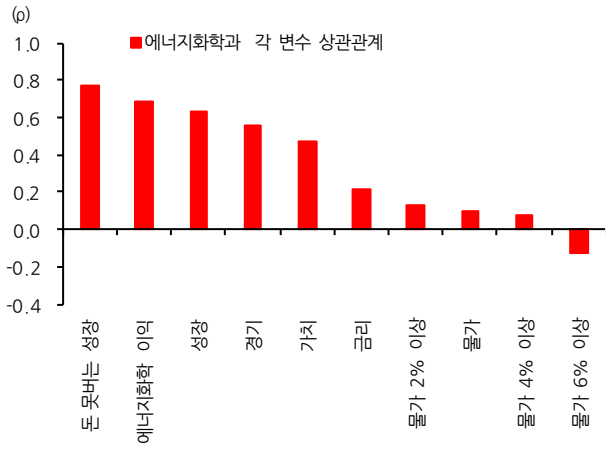
자료: Bloomberg, WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 자동차, 2010 년대 초반은 이익, 지금은 경기



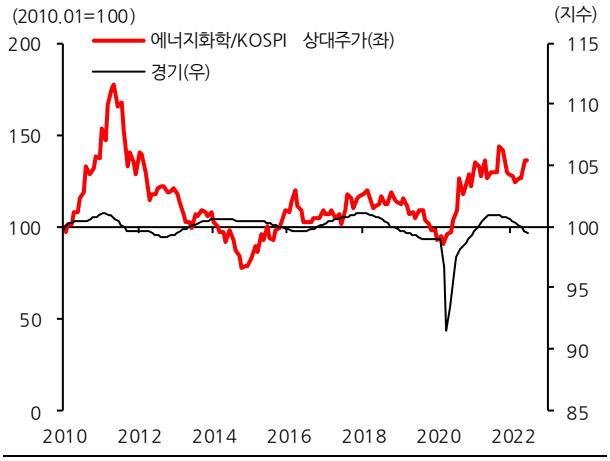
자료: Bloomberg, WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 에너지화학 - 성장, 이익, 경기에 민감



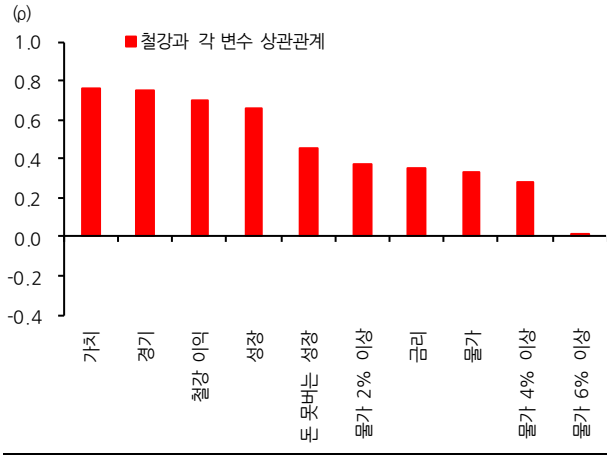
자료: Bloomberg, WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 에너지화학, 2016 년 이후 경기에 더 밀접



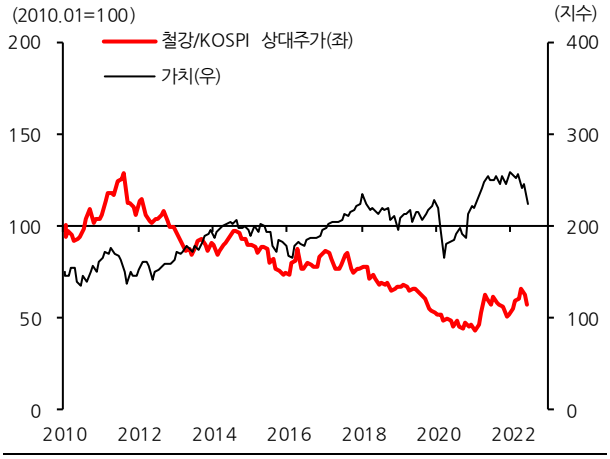
자료: Bloomberg, WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 철강 - 가치와 경기에 밀접



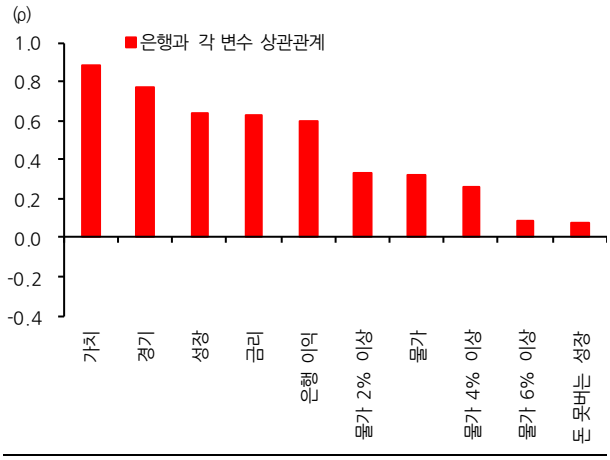
자료: Bloomberg, WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 철강이 시장 아웃퍼폼 하는 구간 짧아



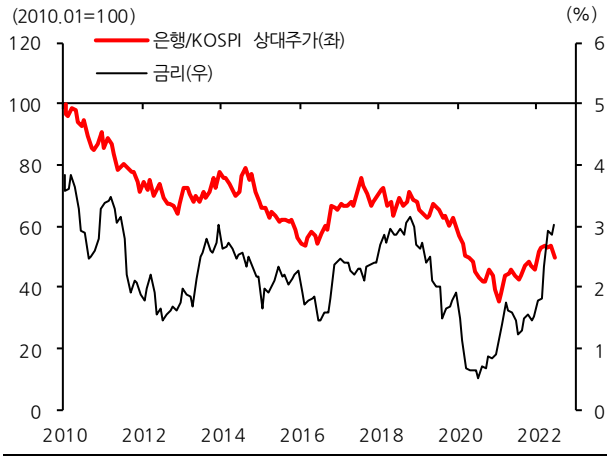
자료: Bloomberg, WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 은행 - 가치와 금리에 밀접



자료: Bloomberg, WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 은행, 금리가 오르는 구간에서 시장 아웃퍼폼



자료: Bloomberg, WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

이익, 스타일, 경기가 모두 받쳐주지 않을 때

이익, 스타일, 경기 NO → 헬스케어

시장에서 이익도 스타일도 경기도 작동하지 않을 때가 있다. 이럴 때 주목할 만한 주식이 헬스케어와 종목이라고 생각한다. 헬스케어는 앞서 언급한 변수들과의 상관관계가 가장 낮고 음의 상관관계를 가진 변수가 절반에 달하는 업종이다. 10개의 변수 중에서 상관성이 가장 높은 변수가 이익 예상치인데, 상관계수가 0.57에 불과하다.

헬스케어가 KOSPI를 아웃퍼폼한 기간은 2015년과 2020년 2번이다. 2018년은 셀트리온의 KOSPI 이전상장과 KOSPI200 특례편입으로 인한 수급 이슈로 제외했다.

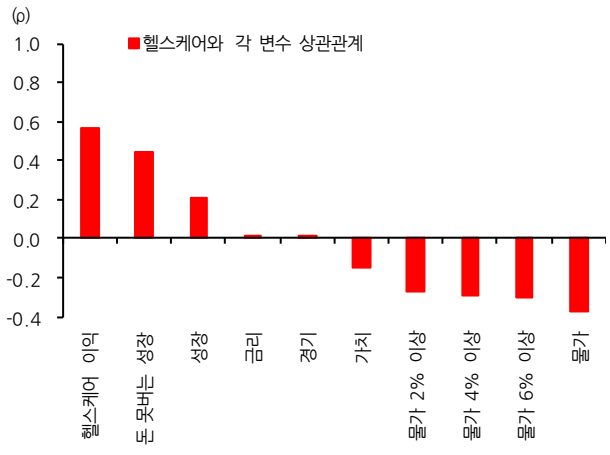
2015년은 KOSPI의 이익이 정체되며 박스권에 머무르고 있었고 경기도 좋지 못했다. 2014년부터 유가가 하락하면서 물가도 낮은 수준에 머물렀고 Fed는 금리를 올리지 못했다. 2020년도 환경은 비슷했다. 팬데믹 때문에 이익 예상치가 하향되기 시작했고 경기는 침체에 들어섰다.

성장이 부진할 때 오히려 성장주에 기회가 있다.

이익, 스타일, 경기 모두 부진할 때 헬스케어가 상승할 수 있었던 이유는 업종의 확장성 때문이라 생각한다. 2015년은 국내 바이오 기업들이 해외로 라이센스를 이전하면서 국내에서도 헬스케어가 성장할 수 있다는 기대가 생겼고 2020년은 코로나와 맞물려 진단, 치료제, 백신이 모멘텀이 됐다. 그 결과 2014년 1% 미만이었던 헬스케어 시총 비중은 현재 10%까지 높아졌다.

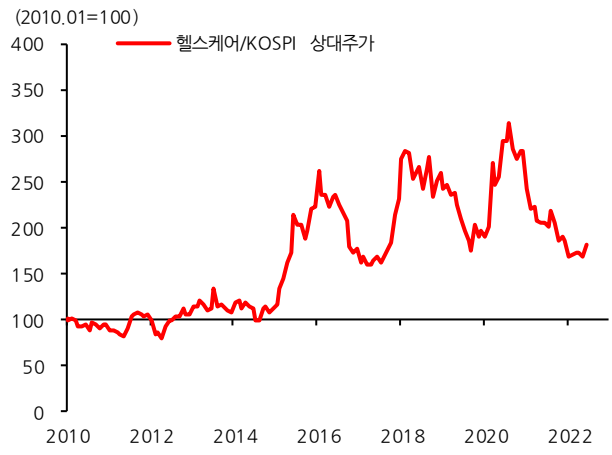
다시 헬스케어가 아웃퍼폼할 수 있는 여건이 조성되고 있다고 생각한다. KOSPI 이익 전망치가 하향되기 시작했고 경기는 둔화를 가리킨다. 최근 특허 만료를 앞둔 글로벌 파마들의 바이오텍 M&A가 발표되고 있다. 빅파마들의 파이프라인 확보에 국내 기업들이 편입될 수 있다면 이번 하반기에는 헬스케어의 비중을 높여야 한다는 생각이다.

[그림15] 헬스케어 - 전반적으로 변수들에 대한 민감도 낮아



자료: Bloomberg, WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림16] 헬스케어 비중, 2014 년 1%에서 2022 년 10%



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

Ⅲ. 하반기의 주도주

투자의 우선순위

시총 비중과 변동성으로 투자의 우선순위 선정

앞서 살펴봤듯 국내 주식시장은 이익, 스타일, 경기의 변수로 설명할 수 있다. 그리고 각 변수들이 각각 업종에 얼마나 중요하고, 어떻게 적용되는지도 살펴봤다. 그러면 투자자들의 의사결정은 어떤 업종부터 이뤄져야 하는 것일까.

[표2~5]는 국내 주식시장 내 업종별 시가총액 비중, 베타, 베타를 감안한 시총 비중 그리고 그 순위를 표시한 것이다. 투자의 우선순위는 포트폴리오에 영향을 미치는 순위로 정해져야 할 것이다.

이에 따르면 반도체 대형주에 대한 의사 결정이 가장 먼저 이뤄져야 한다. 반도체를 제외한 IT 대형주가 차순위고 인터넷, 산업재, 소재, 헬스케어, 자동차 대형주 순으로 중요성이 크다.

각 업종의 중형주와 소형주는 순위가 낮지만 코스닥 헬스케어와 코스닥 IT의 순위가 각각 9위와 10위로 높다는 사실은 특기할 만 하다. 종목 장세가 도래하면 이들 두 업종은 시총 비중이 크고 변동성이 높으므로 주의를 기울여야 한다.

[표2] 국내 업종별 시가총액 비중 (단위: %)

	대형주	중형주	소형주	코스닥
필수소비재	1.15	0.81	0.27	0.38
전기통신서비스	1.21	0.00	0.01	0.03
미디어와엔터테인먼트	4.85	0.36	0.07	1.76
유틸리티	0.91	0.24	0.12	0.01
에너지	1.61	0.15	0.09	0.12
소재	4.76	1.42	0.95	0.69
산업재	6.64	2.84	0.92	1.39
금융	5.98	1.20	0.31	0.32
경기관련소비재	1.90	1.54	0.53	1.05
자동차와부품	4.86	0.60	0.31	0.34
헬스케어	5.30	0.80	0.36	4.26
반도체 S/W 제외 IT	8.20	0.41	0.17	3.59
반도체와반도체장비	20.49	0.11	0.09	1.62
소프트웨어와서비스	1.02	0.11	0.04	0.78

자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 국내 업종별 베타 (단위: 계수)

	대형주	중형주	소형주	코스닥
필수소비재	0.29	0.62	0.90	0.83
전기통신서비스	0.35		1.17	0.59
미디어와엔터테인먼트	1.37	1.18	1.32	1.08
유틸리티	0.89	0.58	0.87	1.23
에너지	0.92	1.31	0.90	0.96
소재	1.23	1.12	1.18	0.98
산업재	0.99	1.11	1.19	0.87
금융	0.87	0.90	0.81	0.40
경기관련소비재	0.90	1.12	1.18	0.97
자동차와부품	0.83	1.28	1.16	1.02
헬스케어	0.94	1.22	0.95	0.94
반도체 S/W 제외 IT	1.30	1.25	1.27	0.98
반도체와반도체장비	1.31	1.29	1.52	1.05
소프트웨어와서비스	1.32	0.95	1.29	1.07

자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 국내 업종별 베타 감안 시총비중 (단위: %)

	대형주	중형주	소형주	코스닥
필수소비재	0.33	0.50	0.24	0.32
전기통신서비스	0.43	0.00	0.01	0.02
미디어와엔터테인먼트	6.62	0.42	0.10	1.89
유틸리티	0.81	0.14	0.10	0.01
에너지	1.49	0.19	0.08	0.12
소재	5.84	1.60	1.12	0.67
산업재	6.59	3.16	1.09	1.21
금융	5.22	1.08	0.25	0.13
경기관련소비재	1.71	1.72	0.62	1.02
자동차와부품	4.03	0.77	0.36	0.34
헬스케어	5.00	0.98	0.34	4.00
반도체 S/W 제외 IT	10.64	0.51	0.21	3.51
반도체와반도체장비	26.82	0.14	0.14	1.70
소프트웨어와서비스	1.35	0.11	0.05	0.83

자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[표5] 국내 업종별 베타감안 시총비중 순위

	대형주	중형주	소형주	코스닥
필수소비재	37	31	40	38
전기통신서비스	32	56	54	53
미디어와엔터테인먼트	3	33	50	12
유틸리티	26	43	49	55
에너지	17	42	51	47
소재	5	16	20	28
산업재	4	11	21	19
금융	6	22	39	46
경기관련소비재	14	13	29	23
자동차와부품	8	27	34	35
헬스케어	7	24	36	9
반도체 S/W 제외 IT	2	30	41	10
반도체와반도체장비	1	44	45	15
소프트웨어와서비스	18	48	52	25

자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

역의 상관관계 찾기

삼성전자 ↔ 경기민감주
헬스케어 ↔ 자동차

국내 주식시장을 가장 잘 설명하는 팩터는 이익이다. 국내 주식시장의 이익 레벨은 세 단계를 거치며 증가했다. ① 외환위기를 지나며 2003년까지 적자 기업들이 퇴출됐다. ② 2000년대 중후반부터 2011년까지 신흥국 성장을 업고 소재, 산업재, 자동차와 같은 경기민감 업종의 이익이 늘었다. ③ 2010년대 들어 글로벌 저성장 국면에서 삼성전자를 위시한 반도체가 이익 증가를 주도했다.

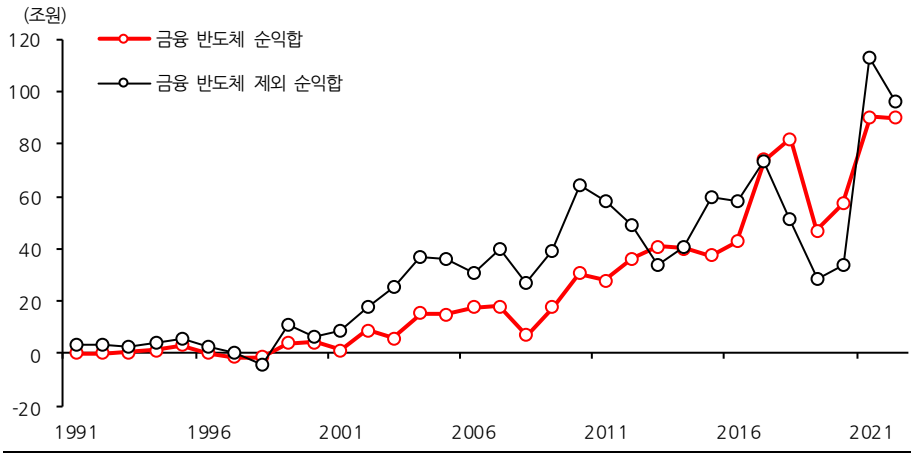
시간에 걸쳐 경기민감 업종의 이익 기여도는 감소했다. 2021년 경기민감 업종의 이익은 급증했지만 주가는 하반기부터 하락했다. 수량(Q) 증가가 없는 상태에서 가격(P) 상승 효과로만 이익이 늘었다는 판단이 작용했다. 2010년 이후 반도체와 금융을 제외한 업종의 연도별 이익을 살펴보면 저점이 높아지지 않는 걸 볼 수 있는데, 가격은 결국 사이클을 그린다는 경험칙 때문이다. 올해와 내년을 지나면서 전세계적인 인플레이션이 잡히더라도 국내 경기민감 업종의 이익이 2013년이나 2019년보다 증가한다면 이들의 주가는 오를 수 있을 것이다.

삼성전자의 상대 주가와 경기민감 업종의 상대 주가가 반대로 움직이는 이유도 이익의 증가가 구조적인 요인에 의한 것인지, 순환적인 요인에 의한 것인지에 따라 투자자들의 선호가 달라지기 때문이다. 2010년 이후 삼성전자는 경기민감 업종을 장기간 아웃퍼폼하고 있는데, 저성장 저물가라는 거시경제의 기본 여건이 변화하지 않는 이상 이런 추세는 유효할 가능성이 높다.

삼성전자를 포함한 IT 업종의 시가총액 비중은 28%에 달하고 베타를 감안한 비중은 37%로 더 높아진다. 삼성전자가 IT 업종 전반에 미치는 영향력은 지대하기에 삼성전자와 경기민감 업종 전체가 역의 상관관계에 있다고 봐도 지나침이 없을 것이다.

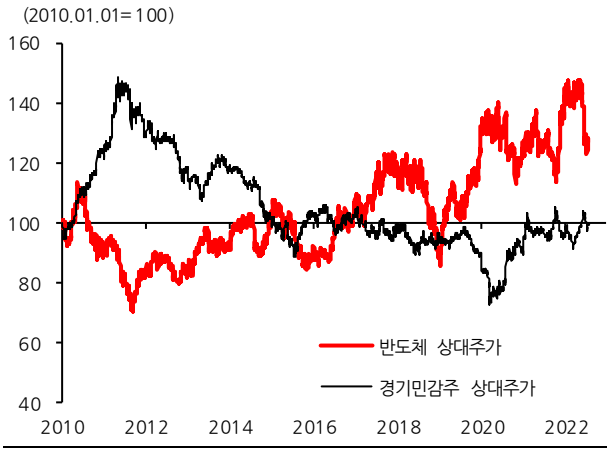
헬스케어는 주요 업종들 가운데 가장 움직임이 튄다. 헬스케어 업종의 베타는 1이 안된다. 시총 비중은 9%나 되지만 이중 4%가 코스닥 종목들이다. 이는 주식시장에 이익 모멘텀도 작동하지 않고, 경기도 밋밋해 물가의 방향도 모호한 시황에서 갑자기 주도주로 부상할 가능성을 시사한다. 헬스케어 업종은 자동차 업종과 반대로 움직인다. 대형주 안에서 둘의 시총 비중이 비슷하고, 자동차는 경기에 민감하지만 헬스케어는 그렇지 않은 특성 때문일 것이다.

[그림17] 반도체와 금융이 증익 견인



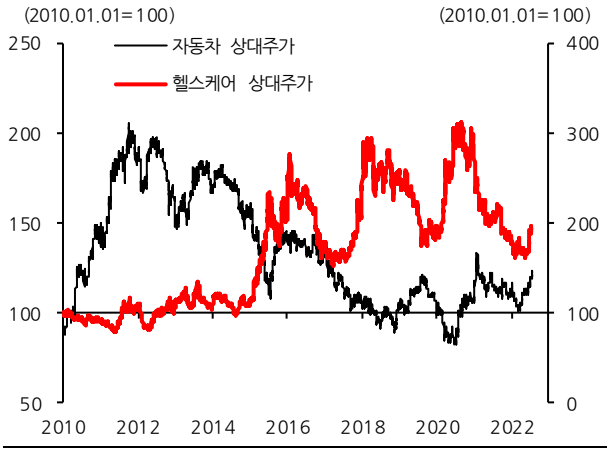
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림18] 반도체 주가, 경기민감주 주가와 역상관



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림19] 헬스케어 주가, 자동차와 역상관



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

하반기 달라지는 주식시장 환경

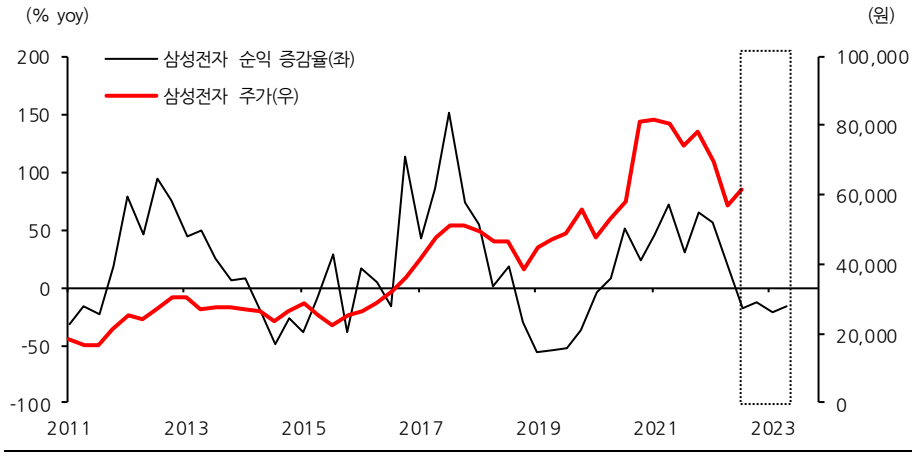
2022년 성장 둔화
2023년 인플레 둔화

하반기 주식시장의 주변 여건은 상반기와 달라질 것이다. 삼성전자의 당기순익은 올해 3분기부터 전년동기대비 마이너스로 돌아서서 내년 2분기까진 역성장할 것으로 예상된다. 삼성전자의 주가는 이익 모멘텀과 동행해 왔기에 올 하반기에도 삼성전자가 주식시장을 주도하기는 어려워 보인다.

매크로 여건도 달라질 전망이다. IMF에 따르면 2022년 세계 경제의 성장률은 2021년의 5.8%에서 3.5%로 둔화될 전망이다. 2023년엔 3.1%로 더 낮아질 것으로 예상된다. 인플레이션은 작년 4.7%에서 올해 7.4%로 상승하지만, 내년엔 4.9%로 떨어질 것으로 관측됐다. 2022년 하반기는 저성장 고물가 환경이 저성장 저물가 환경으로 바뀌는 전환점이 될 것이다.

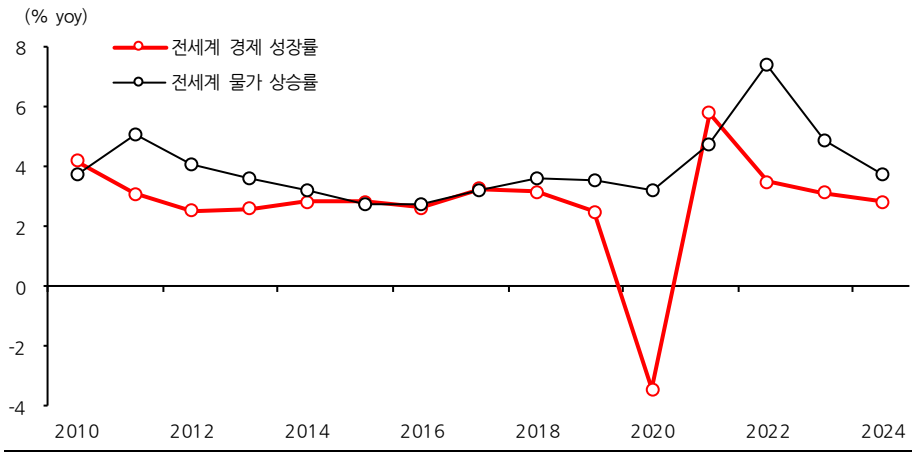
이런 환경은 주식시장 참가자들의 선택지를 좁힌다. 지금부터 투자자들은 경기와 무관하게 성장하는 종목을 골라내야 한다.

[그림20] 삼성전자 컨센서스, 내년 2 분기까지 감익 예상



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림21] 전세계 성장 피크아웃 후 인플레 피크아웃 예상



자료: IMF, 한화투자증권 리서치센터

헬스케어, 대안이 될 수 있을까

성장 스타일 안에서 헬스케어는 IT와 맞보기

[그림22]는 헬스케어가 대안으로 부상할 가능성을 시사한다. 1996년부터 글로벌 소재, 에너지, IT, 헬스케어 네 개 업종의 상대주가를 살펴보면 소재, 에너지 업종은 IT, 헬스케어 업종과 지난 25년 간 반대로 움직여 왔다. 소재와 에너지 업종은 유형자산을 기반으로 돈을 버는 가치주 성격이 짙고 IT와 헬스케어는 무형자산에 기반해 돈을 버는 성장주 성격이 짙기 때문이다.

IT와 헬스케어 업종은 같은 성장 스타일 안에서도 상대 강도가 엇갈렸다. 2012년부터 2015년까진 헬스케어가 IT를 아웃퍼폼했지만 2016년부터 2021년까진 IT가 헬스케어를 아웃퍼폼했다. 올해 들어선 다시 바뀌어서 IT가 상대적으로 약했고 헬스케어는 양호한 흐름을 보여주고 있다.

성장주로 분류되려면 top-line 성장에 대한 기대가 유효해야 한다. 지난 2010~15년 헬스케어의 성장성이 IT보다 돋보였던 이유도 헬스케어 산업에서 투자가 증가했기 때문이다.

지금은 글로벌 주식시장에서 절대적으로 비중이 커진 애플, 마이크로소프트, 알파벳, 아마존, 메타, 넷플릭스, 테슬라, 엔비디아 등 빅테크의 R&D 총액은 2016년 이전까진 존슨앤존슨, 화이자, 로슈, 애브비, 노바티스, 바이엘, 머크, GSK, BMS, 사노피 등 빅파마의 R&D 총액보다 적었다.

빅테크가 빅파마를 제치고 성장주의 대표로 부상한 2017년 빅테크의 R&D 총액은 774억달러로, 빅파마의 R&D 총액 775억달러에 근접했고 2018년엔 966억달러로 늘어 빅파마의 842억달러를 웃돌았다.

헬스케어 M&A 모멘텀 부각

M&A와 지분투자는 외부의 성장성을 돈으로 사오는 것으로 볼 수 있다. 글로벌 M&A와 지분투자에서 헬스케어가 차지하는 비중은 2013년 7.6%에서 2014년 16.5%, 2015년 10.5%, 2016년 16.1%로 높아졌다. 2017년 18.5%까지 상승해 피크를 기록한 이후부턴 줄곧 떨어졌다. 2020년 6.7%, 2021년 9.7%를 기록했다.

2022년 들어 모든 산업의 M&A가 위축됐지만 헬스케어의 M&A는 2021년의 페이스를 유지하고 있다. 올 들어 8월 초까지 글로벌 M&A는 5,812억달러로 작년 전체의 35%에 불과하지만 헬스케어의 M&A는 890억달러로 작년의 55% 수준이다.

2022년 누적 전체 M&A에서 헬스케어가 차지하는 비중은 15.3%를 기록 중인데, 2017년 18.5%보다 낮고 2014년 16.5%, 2016년 16.1%와 비슷한 수준이지만 아직 완료되지 않은 제안 상태인 M&A를 기준으로 하면 18.6%로 높아진다. 하반기 들어 헬스케어 M&A가 급격히 늘어났기 때문이다.

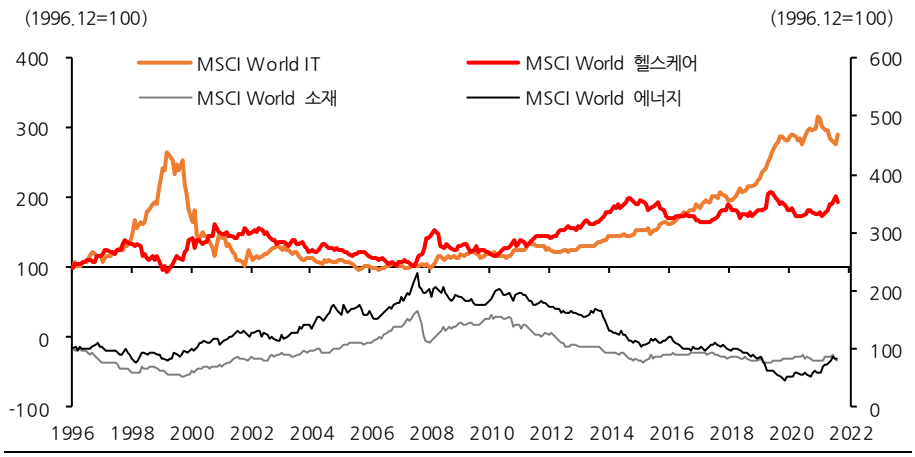
라이센싱 딜도 증가

다른 회사들로부터 연구 중인 프로젝트를 사오는 라이센싱 딜도 양호하다. 글로벌 라이센싱 딜은 2012년 216억달러에서 2015년 987억달러로 4.5배 증가했다. 이 기간 국내 주식시장에서도 바이오테크 주식들이 주목 받았는데, R&D나 M&A에 비해 국내 기업들이 밸류체인에 편입될 수 있는 경로로 라이센싱 딜이 작동할 수 있을 것으로 인식됐기 때문이다.

글로벌 헬스케어의 라이센싱 딜은 2016년, 2017년 주춤했으나 2018년부터 다시 증가하기 시작했고 2021년까지 계속 늘었다. 그럼에도 국내 바이오테크 주식들이 주목받지 못한 이유는 이전의 라이센싱 딜이 반환되면서 딜에 대한 기대감이 반감됐고 자체적으로 진행한 임상의 결과가 좋지 못했기 때문일 것이다. 게다가 2019년부터 2021년까지는 성장 스타일의 다른 한축인 IT와 커뮤니케이션 업종의 주가가 전 업종에서 가장 강했던 것도 헬스케어가 소외된 원인으로 볼 수 있다.

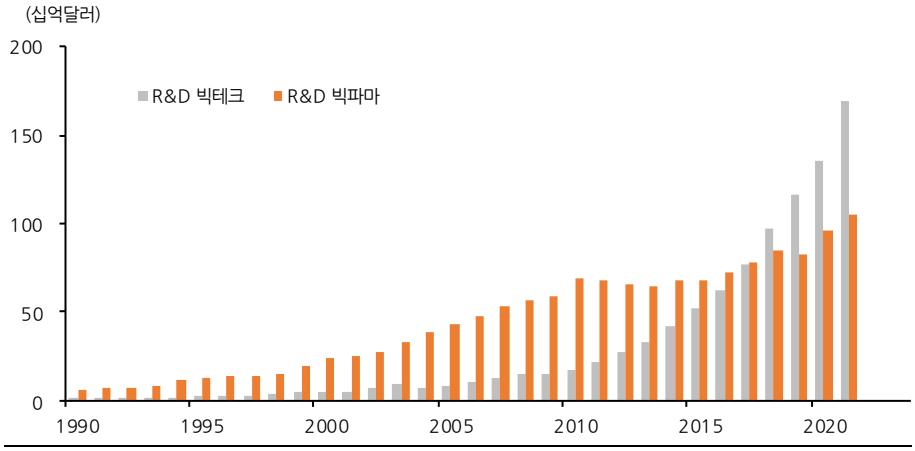
하지만 2021년 화이자의 매출을 419억달러에서 812억달러로 늘려준 mRNA 기술 기반의 백신은 화이자가 바이오앤텍으로부터 2018년 8월 16일에 계약금 1.20억달러, 총 4.25억달러에 라이선스를 들여온 것이다. 근래 증가 중인 기술 라이센싱도 향후 매출을 늘릴 기술이 있을 수 있다. 국내 바이오테크 기업들 중에도 지난 1~2년새 라이센싱 딜이 있었던 기업들이 있다. 시장이 주목하지 않았을 뿐이다.

[그림22] 헬스케어 업종, 성장주 내에서 IT 업종과 보완관계



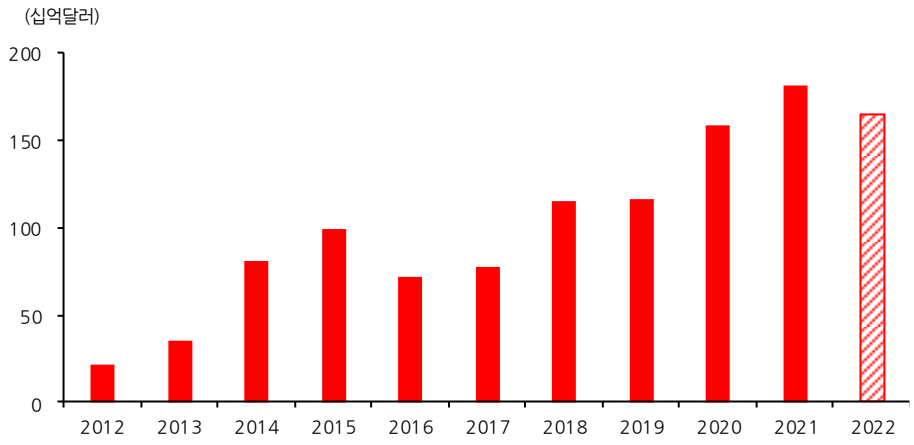
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림23] 글로벌 빅파마 R&D 증가 추세



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림24] 글로벌 제약 라이센싱딜 규모



주: 2022년 수치는 7월까지의 수치를 연율화
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

2022 년 하반기를 기대하는 이유

글로벌 헬스케어 투자 사이클과 국내 바이오테크

2022년 하반기 헬스케어를 주목해야 하는 이유는 위에서 언급한 투자가 양호한 수준을 유지하고 있기 때문이다. 2022년의 M&A 딜은 완료된 건이 802억달러에 불과하고 제안 단계인 딜이 4,513억달러인데, 제안 상태인 딜 중 헬스케어 업종이 890억달러로 18.9%를 차지한다. 이는 2017년의 18.5%보다 0.4%p 높다.

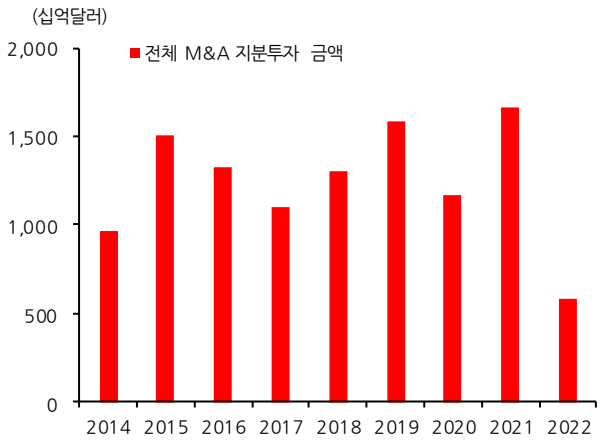
올해 들어 7월말까지 라이센싱 딜 금액은 851.8억달러로 작년 같은 기간의 938.2억달러보다 9.2% 적다. 하지만 2020년 같은 기간 라이센싱 딜이 865억달러였고 2019년 1~7월엔 689억달러였기 때문에 양호한 수준으로 볼 수 있다는 생각이다.

라이센싱 딜이 다시 증가하기 시작한 2020년과 2021년 성장을 이끈 분야는 암과 중추신경이다. 암 분야의 딜은 2019년 345억달러에서 2020년 655억달러, 2021년 618억달러로 늘었고, 중추신경 분야의 딜은 2019년 38억달러에서 2020년 230억달러, 2021년 215억달러로 증가했다.

자가면역, 심혈관, 감염, 안구 분야의 딜이 많았고 기타 분야에서도 딜이 꾸준했는데, 약물 전달 기술과 관련한 라이센싱이 증가하고 있다.

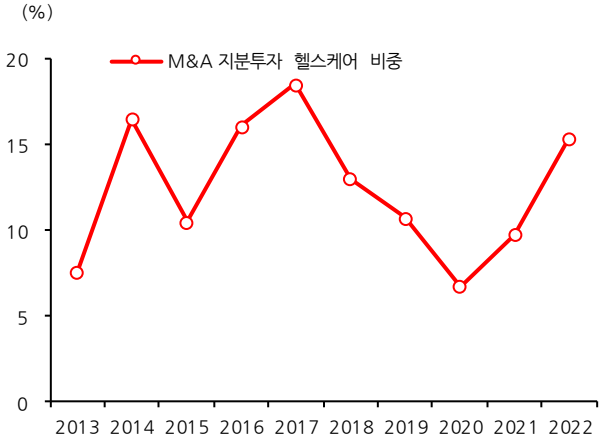
특히, 국내 바이오테크 기업들은 라이센스 수출을 주요 전략으로 삼고 있어서 개별 파이프라인의 성공 확률을 추정할 순 없지만 사전확률이 높은 분야는 위에서 언급한 분야일 가능성이 높다.

[그림25] 글로벌 M&A 와 지분투자 2021 년 고점



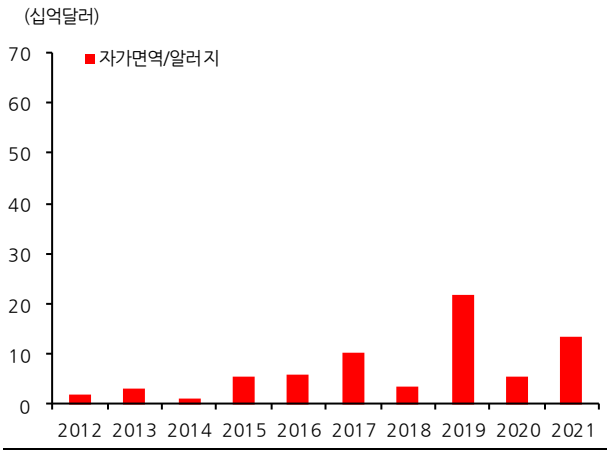
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림26] 2022 년 딜 중 헬스케어 비중 15%



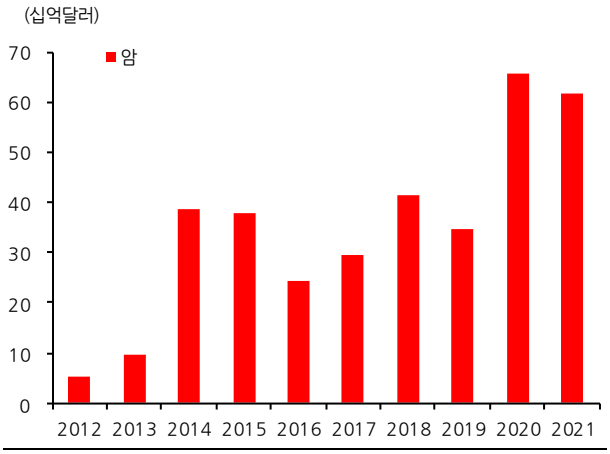
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림27] 자가면역 분야 라이센싱 딜 현황



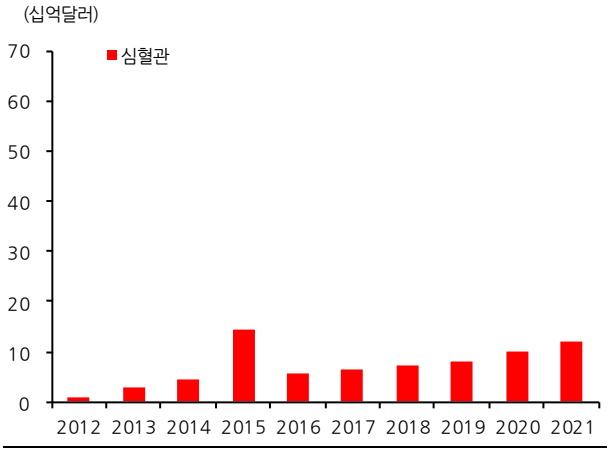
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림28] 암 분야 라이센싱 딜 타분야 대비 압도적



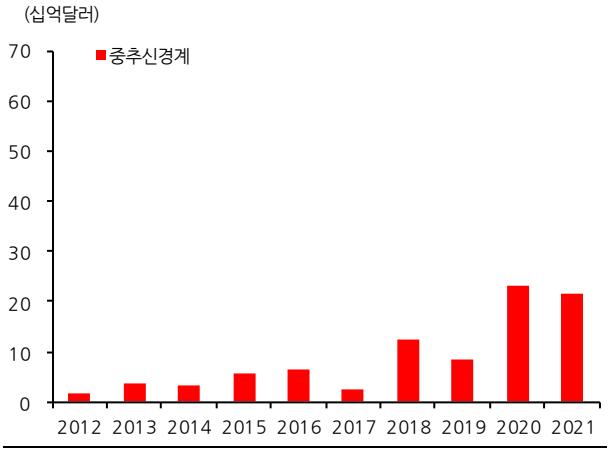
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림29] 심혈관 분야 라이센싱 딜 꾸준한 증가세



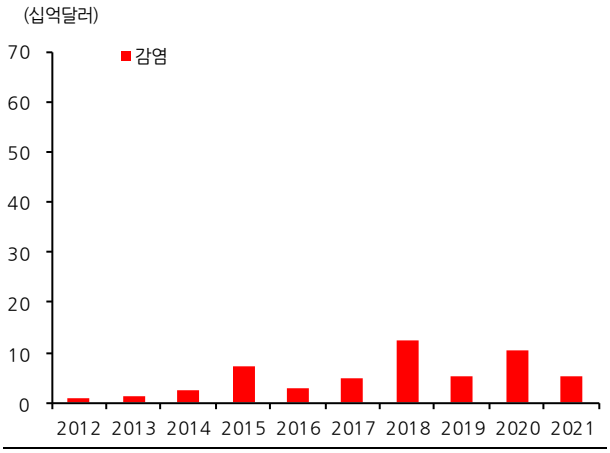
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림30] 중추신경계 분야 라이센싱 딜 2020 년 증가



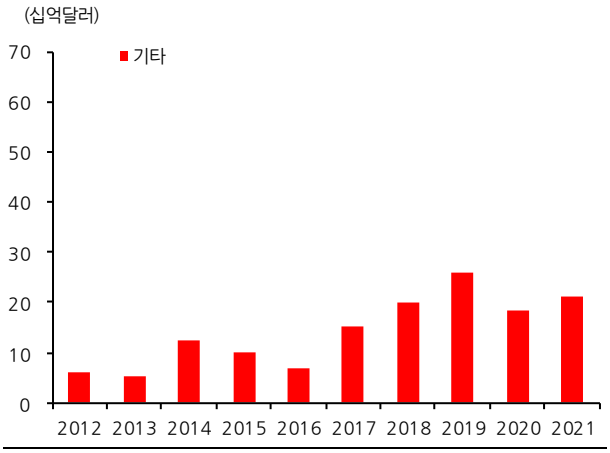
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림31] 감염 분야 라이센싱 딜 현황



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림32] 기타 분야 라이센싱 딜 현황



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

특허 만료의 풍선효과

블록버스터 신약 특허만료의 풍선효과

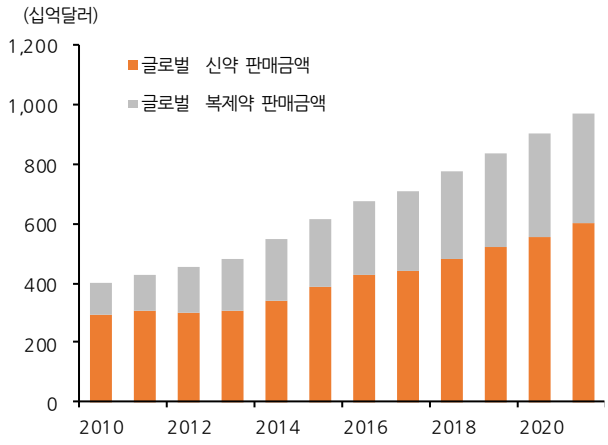
글로벌 헬스케어 기업들이 파이프라인을 확보하고 기업을 인수하는 배경은 2023년부터 2027년까지 블록버스터 약품들의 특허가 만료되기 때문으로 추측된다.

FierceBiotech에 따르면 2023년 애브비의 Humira를 시작으로 2025년 BMS의 Revlimid와 리제네론과 바이엘의 Eylea, 존슨앤존슨의 Stelara, 암젠의 Prolia 등의 특허가 만료된다. 15개 주요 약품의 2021년 기준 매출은 1,190억달러로 전체 글로벌 신약 매출의 20%에 해당한다. 특허가 예상 시점에서 정확히 종료되지는 않겠지만 빅파마들이 새 약을 준비해야 하는 시기가 가까워져 오고 있음은 분명하다.

특허 만료 시점이 다가올수록 바이오시밀러 기업들이 주목받을 것이다. 2021년 기준 글로벌 복제약 판매금액은 3,683억달러로 신약 판매의 61%에 달한다. 2013년 이후 복제약의 판매 증가율은 연 평균 9.5%로 신약의 증가율 8.9%를 웃돈다. 15개 신약의 특허가 만료되면 복제약의 성장률은 더욱 높아지게 된다.

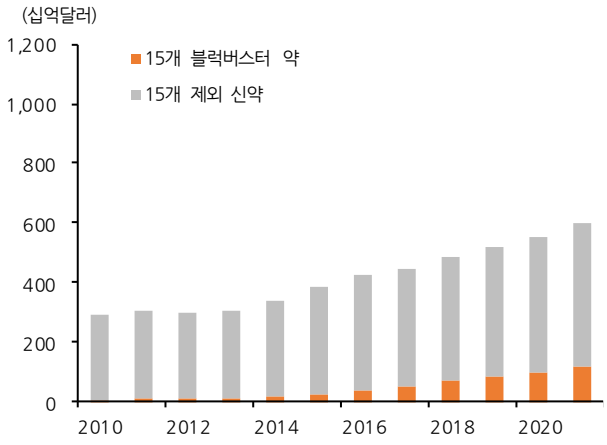
이런 흐름은 국내 주식시장에 긍정적이다. 국내 헬스케어 대형주는 바이오시밀러 비중이, 헬스케어 코스닥은 바이오테크 비중이 높다. 글로벌 대형 제약사들의 회수기가 마무리되고 다시 투자기가 시작되면 복제약 시장에 대한 성장 기대가 더 커지고 라이센싱딜 가능성도 높아질 것이다.

[그림33] 전세계 복제약 판매 비중 증가



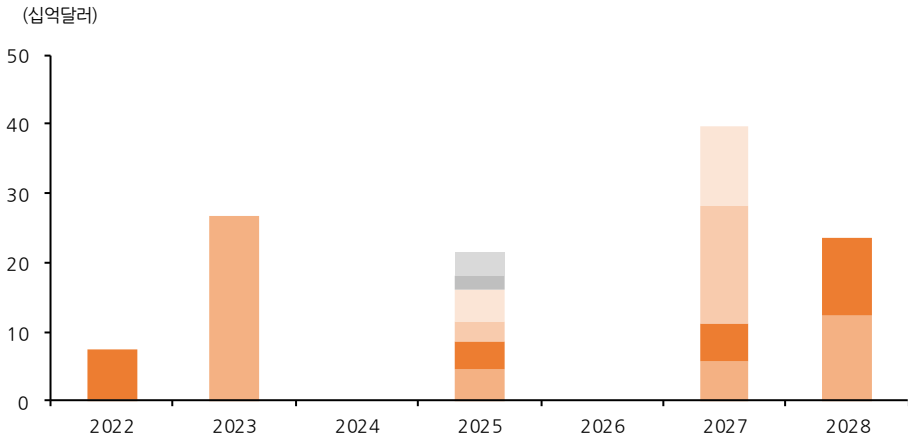
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림34] 블록버스터 약품 판매 비중 증가



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림35] 2022~28 년 블록버스터 신약 특허 만료 예정



주: 블록버스터 약품은 humira, keytruda, revlimid, eliquis, eylea, stelara, opdivo, dolutegravir, ibrance, Januvia, trulicity, prolia, cosentyx, entyvio, victoza의 2021년 매출액 기준

자료: Fierce Boitech, 한화투자증권 리서치센터

8년 전의 기시감

새로운 주도주

2014~15년 국내 주식시장의 주도주는 화장품과 헬스케어였다. 전세계 경제의 성장률이 하락했고 삼성전자의 이익은 2014년 2분기부터 2015년 2분기까지 역성장했던 시기였다. 주식시장은 새로운 주도주가 필요했고 중국의 소비, 헬스케어의 투자가 새로운 성장성으로 주목받았다.

2012년부터 2015년까지 글로벌 의약품의 라이센싱 딜은 216억달러에서 987억달러로 커졌다. 한미약품 등 국내 바이오테크 기업들이 이 흐름에 편입될 것이라는 기대가 확산됐다.

2022년 하반기부터 2023년까지 국내 주식시장의 주변 환경은 그때와 유사한 측면이 많다고 생각한다. 2021년까지 글로벌 주식시장을 주도했던 IT 업종의 성장 모멘텀이 둔화될 수 있다는 우려가 있고 삼성전자의 이익도 2023년 상반기까지는 역성장할 것으로 예상되고 있다. 마침 헬스케어 업종에서 라이센싱 딜과 M&A가 증가하고 있는데, 2023년부터 시작되는 특허 만료를 대비하는 것처럼 보인다.

헬스케어는 상황 논리에 의해서도, 자체 모멘텀에 의해서도 선호될 수 있는 위치에 있다. 지금 필요한 건 글로벌 트렌드에 국내 기업들이 합류할 수 있을 것이라는 증거 뿐이다. MSCI를 기준으로 올해 국내 헬스케어 업종은 6.3% 내려 글로벌 헬스케어 업종의 상승률 -9.2%를 웃돌았다. 헬스케어는 하반기 주도주가 될 준비를 마쳤다고 생각한다.

[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, redisseminated 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 services 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 [Licensee].