



투자전략

부채 플레이북 – Higher For Longer

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

부채가 증가한 이유

아직은 물가가 반등하고 금리는 하방 경직성을 보이는 구간이다. 반도체, 2차전지 등 성장주는 설 가능성이 높다고 판단한다.

10일 발표된 미국 7월 소비자물가는 전년비 3.2% 올라 6월의 3.0%에서 반등했다. 반등 폭은 예상보다 작았으나 미 연방준비제도이사회(Fed)가 기준금리 결정에 중요한 기준으로 활용하는 에너지와 주거비를 제외한 서비스물가는 전년비 0.2%, 전년비 4.1% 올랐다. 전년비는 6월 4.0%에서 0.1%p 높아졌다. 이는 4월 이후 반등 중인 글로벌 금리의 하방 경직성을 높이는 요인이다.

잘 떨어지지 않는 금리는 그 중요성이 점차 커질 것이다. 국내 기업들은 지난 3년 간 부채를 늘려 왔다. 국내 비금융 기업들의 이자지급 부채는 2019년 말 886조원에서 2023년 1분기 1,193조원으로 늘었다. 금리는 낮았고 코로나 확산으로 달라진 사업 환경에서 기업들은 기회가 있다고 판단했을 것이다.

이들이 분기별로 지불하는 이자는 2019년 1분기 5.7조원에서 2021년 1분기 4.9조원까지 감소한 뒤 2023년 1분기 10.0조원까지 증가했고 이자보상배율은 2021년 1분기 9.54배, 2022년 1분기 10.2배, 2023년 1분기 2.6배까지 낮아졌다. 지난 3년 간 부채를 늘리고 줄인 산업이 달랐고 산업 안에서도 기업별로 달랐다. 필자는 이 결정이 앞으로 주가에 녹아들 것으로 예상된다.

레버리지 현황을 산업별로 나타낸 것이 다음 페이지 [표1]이다. WRI26 기준으로 업종을 구분했다. 부채가 늘고 시가총액이 증가한 기업이 많으면 업종이 성장 중인 걸로 판단했다. 부채가 늘고 시가총액이 감소하면 업종이 고점을 지난 것으로, 부채가 줄고 시총이 줄면 산업이 구조조정 중인 걸로, 부채가 줄고 시총이 늘면 구조조정이 끝나가는 것으로 판단했다.

이렇게 보면 1) 2차전지와 연관돼 있는 산업들은 성장 중으로 2) 건설과 유통 등 내수 산업은 구조조정이 필요한 것으로 3) 화장품 등 일부 중국 소비주들은 구조조정이 진행 중인 것으로 4) 조선, 기계 등 산업재는 구조조정이 끝나가는 것 같다.

부채 플레이북

이를 활용하면 두 방향으로 투자 기회를 포착할 수 있다. 일감은 산업 사이클과 스타일을 맞추는 것이다. 성장 스타일은 2차전지를, 가치 스타일은 조선/기계에 투자하면 된다. 2차전지는 지난 2분기 실적이 부진했지만 조정 폭이 미미한데, 한 개 분기 부진으로 투자자들이 의견을 바꾸고 있지 않다고 해석할 수 있다. 조선/기계는 밸류에이션이 상단을 결정할 것이다. 전체적으로는 높은 금리 수준이 길어지면 레버리지가 많은 산업보다 적은 산업이 선호될 가능성이 높다.

산업 내 다수의 기업들과 다른 전략을 취하는 기업을 골라 투자하는 것도 방법이다. 건설업종을 예로 들면 대다수 건설사들은 주택시황 호황을 업고 부채를 늘렸다. GS건설의 부채는 2019년 말 3.3조원에서 2022년 말 4.9조원까지 증가했다. 반면에 현대건설의 부채는 같은 기간 2.7조원에서 1.8조원으로 감소했다. 현대건설 주가는 14% 하락했고 GS건설은 54% 내렸다. 현대건설 주가는 건설업종을 아웃퍼폼할 가능성이 크다.

항공사들 중 대한항공은 화물 호조에 힘입어 지난 3년 동안 6조원 가까이 부채를 줄였다. 여행에 의존하는 다른 저가항공사들 4개사의 부채는 1.7조원에서 2.0조원으로 증가했다. 2019년 말 이후 대한항공 주가는 34% 올랐고 저가항공사 4개의 주가 평균은 25% 내렸다.

향후 글로벌 경기 사이클의 진폭은 작아질 가능성이 높다. 탐라인의 변동이 줄면 기업의 자본구조가 이익에 미치는 영향력이 점차 커질 것이다. 금리가 완연한 하락세로 방향을 바꾸기 전까진 부채를 줄여놓은 산업과 기업에 선별적으로 투자하는 전략을 권고한다.

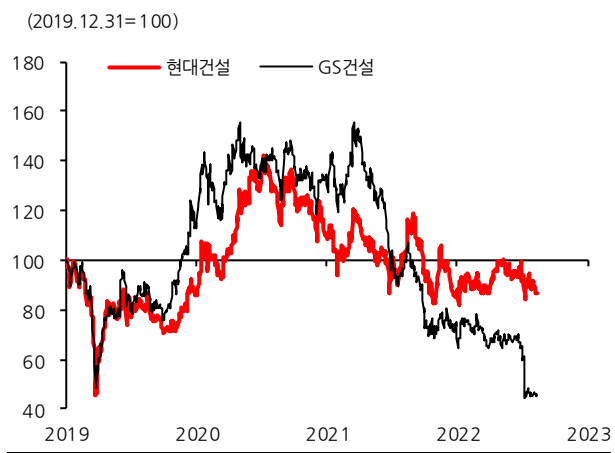
[표1] 산업별 부채증감과 시총

(단위: 개, 십억원)

업황판단	성장중 부채 증가 시총 증가	구조조정 필요 부채 증가 시총 감소	구조조정 완료 부채 감소 시총 증가	구조조정 중 부채 감소 시총 감소	영업이익	
					2019년	2023년
비철/목재	3	0	0	0	922	1,042
IT 가전	7	0	1	0	2,991	6,833
자동차	8	3	0	0	9,668	31,862
상사/자본재	5	1	1	0	1,482	3,260
철강	2	0	1	0	4,235	6,546
미디어/교육	4	3	1	0	658	1,008
반도체	11	0	8	2	31,272	1,435
헬스케어	14	10	3	0	1,126	3,243
에너지	3	2	0	1	4,753	10,282
화학	9	4	6	0	3,474	6,547
통신서비스	1	1	0	1	2,954	4,635
화장품/의류/원구	3	3	2	4	4,022	3,865
필수소비재	3	5	2	2	3,684	4,720
유틸리티	1	3	0	0	296	(4,565)
소프트웨어	5	4	3	3	3,671	3,617
디스플레이	1	2	1	0	(1,243)	(2,262)
IT 하드웨어	8	6	3	1	1,702	2,443
건설/건축	3	7	0	3	3,724	3,851
호텔/레저	2	3	1	3	696	1,123
소매(유통)	0	7	0	1	2,200	2,752
조선	0	0	3	1	59	840
운송	2	1	2	1	834	6,195
기계	3	0	3	1	2,767	4,944

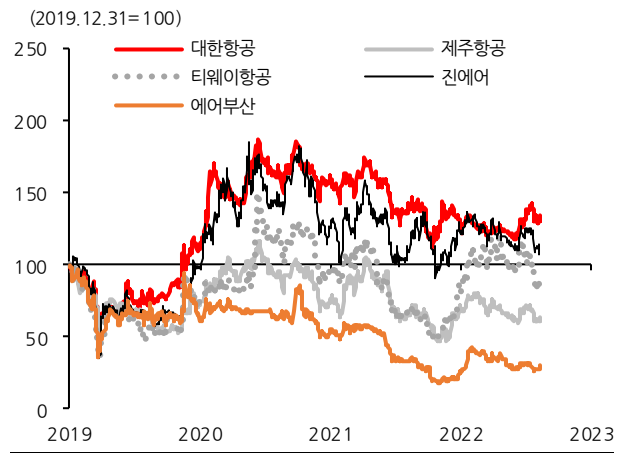
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 현대건설, GS 건설 아웃퍼폼



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 대한항공, 저가항공사 아웃퍼폼



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.
