

2020/ 2/ 3

Strategist

이동호

(2009-7062)

dhlee@leading.co.kr

경제 구조 변화와 반도체주 밸류에이션

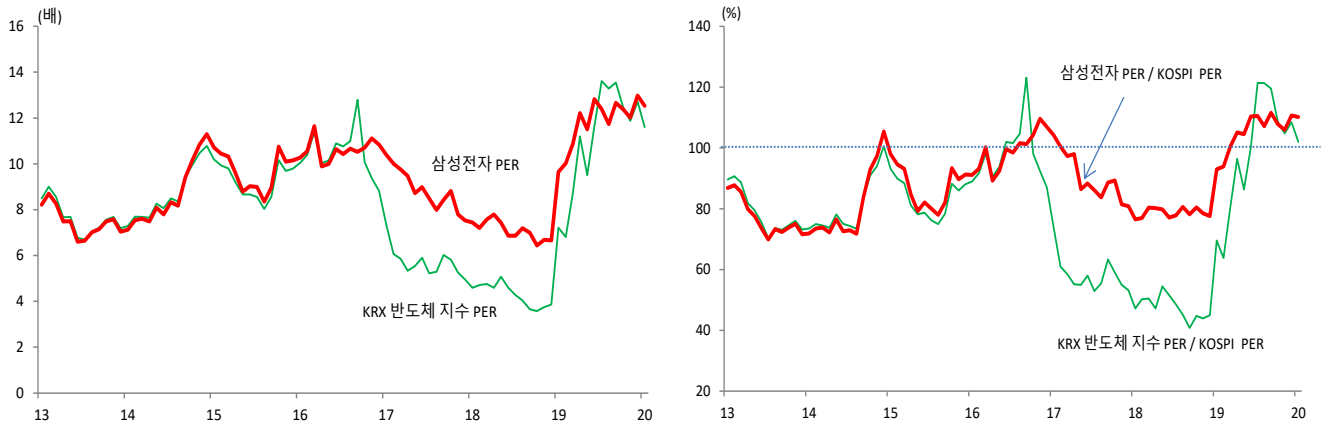
주요 매크로 지표와 주식시장 흐름에 미치는 반도체 업종의 영향력이 갈수록 커지고 있다. 물론 어제 오늘의 일은 아니다. 그리고 향후 반도체 업황 호전 기대치가 높아지고 있기 때문에 최근 반도체 업종 주가의 시장 대비 초과 성과도 우수하다. KOSPI 가 저점을 보인 작년 8 월 7 일 이후 최근까지 삼성전자, SK 하이닉스 두 종목은 동기간 KOSPI 상승률인 12.5%에 70.0%p 나 기여했다(2019.8.7~2020.1.30).

다만 최근 들어 자주 와닿는 의구심이 있다. 밸류에이션 레벨에 대한 문제이다. 삼성전자를 위시해서 KRX 반도체 지수의 PER(12m fwd EPS 기준)는 역사적 고점 수준이다. 멀티플(PER)에 대한 시장 대비 프리미엄 측면에서도 마찬가지다. 삼성전자의 경우 지난 반도체 호경기 때의 고점을 넘어섰다. 고평가 여부에 대한 의심이 있을 수 있다는 것이다. '향후 이익이 호전된다는 논리는 수궁이 가는데 예상이익에 부여하는 멀티플이 너무 높은 것은 아닌가'하는 불안 심리가 이면에 존재하고 있다는 점은 시장 참여자들 대부분 동의할 만 할 것이다.

'저금리(저성장) 경제 구조하에서 이익 흐름이 상대적으로 우월한 종목/업종의 멀티플은 시장 대비 프리미엄을 받는다' 라고 하기에는 실제 액션 플랜적 관점에서는 다소 추상적인 얘기로 들릴 수도 있다. 왜냐하면 최근 반도체주의 멀티플 레벨 업이 매우 빠르게 진행되어 Historical PER band 관점에서는 조만간 생소해질 수도 있는 영역 근처에 와 있기 때문이다. 과거와는 다른 판단 기준을 마련할지, 기존의 역사적 밴드로 판단할지에 대한 고민이 필요한 시기라는 것이다(<그림 1>).

주지하다시피 PER, PBR, PSR 등의 멀티플은 상대적 기업가치평가 방법으로서 고평가냐 저평가냐를 시장 대비, 역사적 흐름 대비 등으로 판단하는 지표이다. 본 보고서에서는 역사적 고점(절대 레벨 측면, 시장 대비 상대 강도 측면 모두에서) 근처에 있는 반도체 업종의 현재 멀티플(PER)이 고평가된 것인지 여부를 경제 구조 변화 측면에서 분석해 보았고, 향후 투자전략적 시사점은 무엇인지를 살펴 보았다.

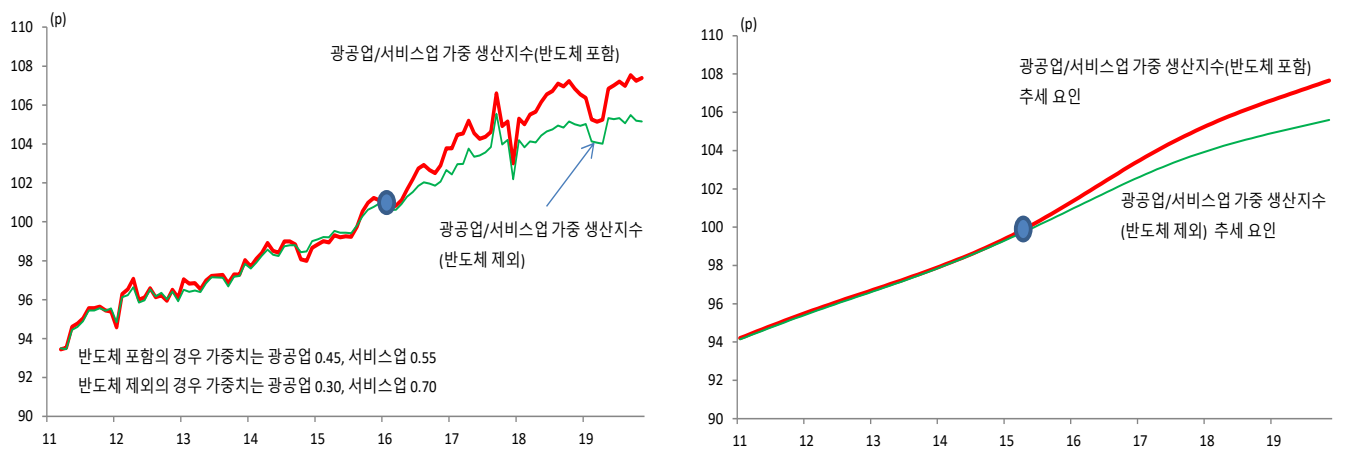
<그림 1> 반도체 주식 PER(12m fwd EPS 기준)의 역사적 흐름, KOSPI 대비 프리미엄 추이



자료 : Dataguide

전술한 '경제구조 변화'는 전체 경제 흐름과 관련된 지표에 반도체 업종을 포함해서 볼 경우와 빼고 볼 경우간의 차이가 갈수록 커지고 있다는 점에 기반을 둔다. 전체 경제 흐름을 광공업 생산지수와 서비스업 생산지수의 가중 지수(KOSPI 와의 매칭을 위해 '공공행정'이 포함된 '전산업생산지수'를 활용하지는 않았음)라 보고, 여기서 반도체 업종을 제외한 지수를 추출하여 두 지수를 비교해 보았다(<그림 2>). 계절 요인 및 불규칙 요인을 제거한 지수의 흐름은 그 기울기가 2016 년초부터 각각 달라진다. 반도체를 포함한 광공업/서비스업 가중 생산지수의 기울기가 상대적으로 더 가팔라지고 있다는 것이다. 그리고 순환(싸이클)적 요인을 고려하지 않는 추세 요인만을 별도로 추출하여 비교해 보면 2015 년 하반기부터 그 격차가 계속 확대되고 있다. 금년 반도체 업황이 전체 경기 회복 속도를 앞지를 가능성이 높음을 감안하면 <그림 2>에서의 격차는 향후에도 더 확대될 확률이 높다는 판단이다.

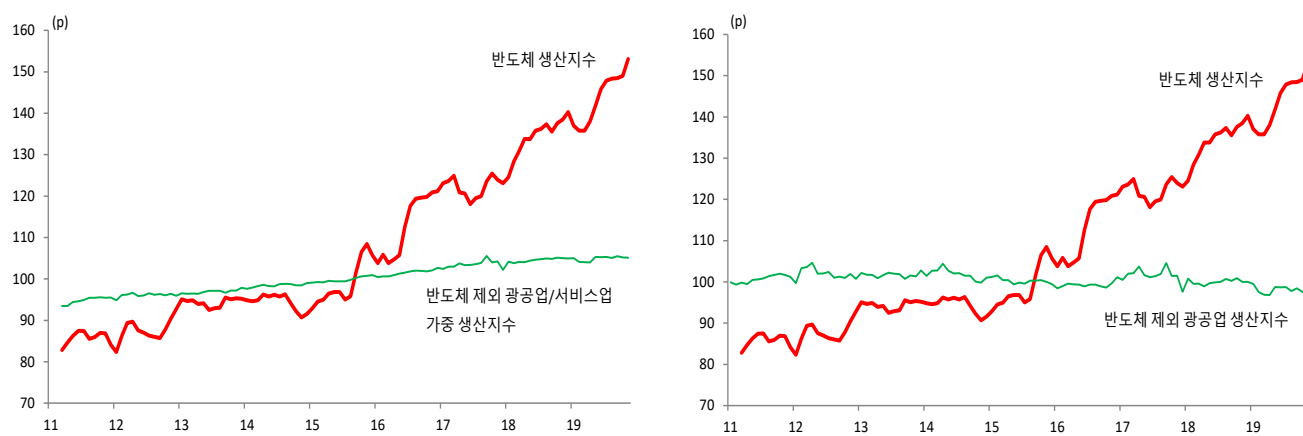
<그림 2> 전체 경기 흐름과 반도체 제외 경기 흐름간의 간의 갭이 더 확대되는 양상



주 : 추세 요인은 Hodrick Prescott filter 를 통해 추출
자료 : Bloomberg, Dataguide, 리딩투자증권

‘반도체 생산지수’와 ‘반도체를 제외한 광공업/서비스업 가중 생산지수’를 비교해 보면 그 차이가 더욱 뚜렷하다(<그림 3>). 2015 년 하반기 이후 벌어지고 있는 격차의 폭이 갈수록 확대되고 있다. 더 나아가 ‘반도체 생산지수’와 ‘반도체 및 서비스업을 제외한 생산지수’를 비교하면 아예 방향성조차 달리 나타나고 있다. 반도체와 서비스업을 제외할 경우에는 생산지수가 우하향하는 양상을 보이고 있다. 반도체를 제외한 제조업 부문이 비교 대상 지수들 중에서 가장 부진하다는 것이다.

<그림 3> 2015 년 이후 압도적인 상대 강도를 보이고 있는 반도체 생산지수

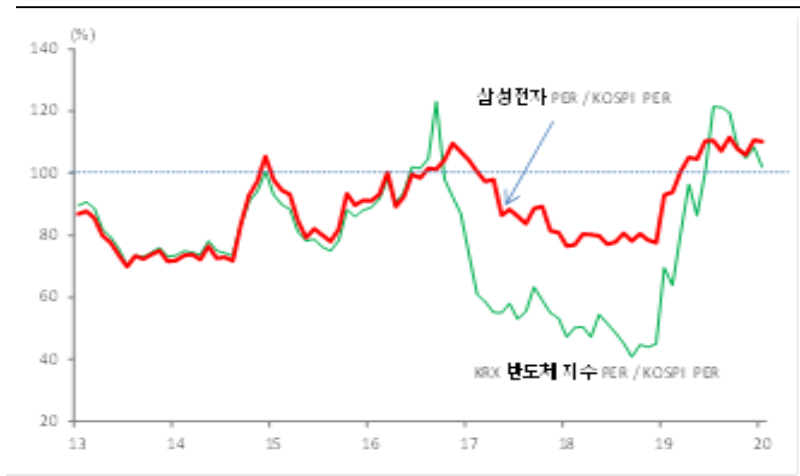


자료 : Bloomberg, Dataguide, 리딩투자증권

이렇듯 반도체 업종의 반도체 아닌 업종 대비 상대적 성장성이 갈수록 커지고 있다는 점은 향후 반도체 업황 호전이 기대되는 최근 주식시장에서 반도체 업종에 부여하는 멀티플 프리미엄이 확대되고 있고, 앞으로도 그러할 가능성이 높다는 점과 같은 맥락일 것이라고 본다. 물론 앞서 언급된 지표들은 물량지표들이다. 반도체 가격의 등락을 감안하지는 않고 있다. 그러나 최소한 반도체 업황 호전기(가격도 호전)에는 시장 대비 멀티플의 상대 강도가 빠르게 확대될 수 있음을 짐작해 볼 필요가 있다.

한편 금년 중 반도체 업종에서 신규 투자도 기대되는데 소재 산업의 높은 가동률을 감안할 경우 반도체 생산지수의 성장 속도는 더 강화될 가능성이 높고, 이에 따라 전체 경제 흐름 대비 상대적 성장성은 더 커질 전망이다. <그림 4>에서 보는 바와 같이 KRX 반도체 지수 PER 멀티플의 시장 대비 상대 강도는 역사적 고점 레벨이긴 하지만 현재는 그 고점 아래에 있다. 전술한 시장 대비 상대적 성장성 우위를 감안할 경우 업사이드 포텐셜이 더 있다고 보아도 된다는 판단이다. 삼성전자의 경우 이번 사이클에서 역사적 고점을 넘어서긴 했지만 그 폭은 제한적이다. 고평가를 논하기에는 여유가 있어 보이는 환경이라고 본다.

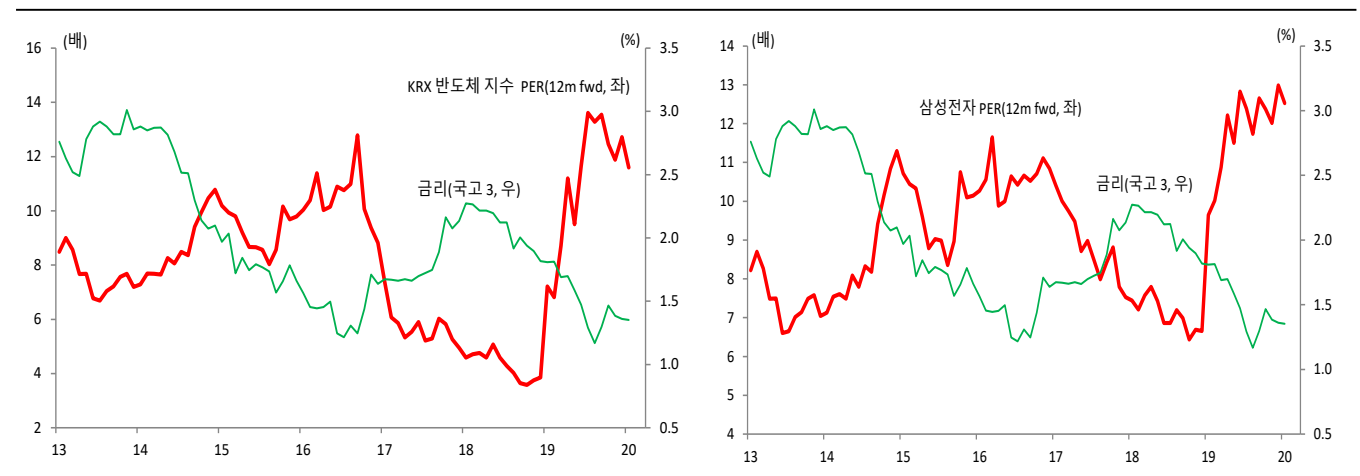
<그림 4> 반도체 업종 멀티플의 시장 대비 상대강도 추이



자료 : Dataguide

PER 은 성장성에도 영향을 받지만 금리에도 영향을 받는다. 금리가 하락(상승)하면 미래 예상 이익에 대한 할인율이 낮아(높아)지기 때문에 미래 이익의 현재가치가 높아(낮아)져 PER 은 오른다는(내린다는) 논리이다. 경험적으로도 PER 과 금리는 반비례하는 흐름을 보인다(<그림 5>).

<그림 5> 금리 흐름과 반비례하는 반도체 업종 PER



자료 : Dataguide

주지하다시피 한국의 금리 흐름은 중간 중간의 등락은 있었지만 추세적으로는 하향세였다. 최근 신종 코로나 바이러스 사태로 인해 안전자산 선호심리가 강해져 있지만 동 문제가 해소되면 금년 중 예상되는 순환적 경기 회복의 영향으로 금리의 우하향 방향성이 지속될 것 같지는 않다. 그렇지만 상승 추세로의 전환도 힘든 환경이라는 판단이다. 이에 대해서는 필자의 지난 자료('기준금리 동결.. 실탄 비축하는 한 해', 2020.1.20)를 참조하시기 바란다. 신종 코로나 바이러스 사태 해소 이후 박스권 등락의 금리 흐름을 예상하는데 금년 평균 금리는 작년 평균보다 낮을 것으로 전망한다.

반도체 밸류에이션 멀티플과 금리 흐름간의 관계를 논할 때 한가지 특이한 점은 반도체 업종과 비반도체 업종간의 성장성 갭이 벌어지기 시작한 2015 년 하반기 이후부터 반도체 업종 멀티플(PER)이 금리에

반응하는 강도가 그 이전보다 더 커졌다는 점이다. <표 1>에서와 같이 2013년부터 2015년 6월까지의 기간 동안 KRX 반도체 업종 PER와 삼성전자 PER의 금리(국고 3년물) 탄력성은 각각 -0.58, -0.72인데 2015년 7월부터 최근(2020.1)까지의 금리 탄력성은 각각 -1.95, -0.90이다. 2015년 하반기부터의 금리 탄력성이 더 커진 것이다(절대값 기준). 전술한 반도체 업종의 상대적 성장성 강화에 기인한 현상으로 판단한다.

한편 멀티플의 금리 탄력성 크기가 금리 상승기와 하락기에 있어서 비대칭적인 성향을 보일 것인지도 중요한 포인트이다. 작년부터의 반도체 업종 멀티플 급상승 원인을 판단해 볼 수 있는 근거들중 하나가 될 수도 있기 때문이다. 일단 금리 국면을 2014.1~2016.7의 하락 국면(국면 I), 2016.8~2017.12의 상승 국면(국면 II), 2018.1~최근까지의 하락 국면(국면 III) 등 세 국면으로 나누어 각 국면에서의 금리 탄력성을 추정해 보았다(<표 2>).

3개 국면중 II 국면이 시작된 2016.8 이후 기간에서 금리 상승과 하락 두 국면이 있었는데 동 기간은 반도체 업종과 비반도체 업종간의 성장성 갭이 벌어지는 구간에 해당한다. 추정 결과 금리 상승 국면에서는 KRX 반도체 지수와 삼성전자가 각각 -1.58, -0.61의 금리 탄력성을 보였고, 이후 금리 하락 국면에서는 각각 -2.19, -1.13을 기록하였다. 금리 하락 국면에서의 탄력성이 훨씬 컸다. 금리 하락 국면이라 함은 전체 경제 활력이 떨어지는 기간인데 그 기간에 반도체 업종의 상대적 성장성이 더 돋보인다 보니 멀티플의 반응 강도는 전체 경제 활력이 좋아지는 금리 상승기 때보다 더 커질 수 있다는 것이다.

특히 반도체와 비반도체간 성장성 갭이 벌어지기 직전, 직후 기간인 2014.1~2016.7 금리 하락기때의 탄력성(각각 -0.35, -0.39)보다 성장성 갭이 크게 벌어진 2018.1~최근의 금리 하락기에서의 탄력성(각각 -2.19, -1.13)이 훨씬 더 커졌다는 점도 중요한 시사점을 준다. 금리 하락으로 인해 멀티플에 부여하는 (+) 점수는 성장성 갭이 커진 상황에서 더 크다는 것이다. 그런 상황이라면 최근의 반도체 업종 멀티플 급상승은 충분한 이유가 있는 것으로 판단해 볼 수 있다.

<표 1> 반도체 업종 멀티플의 금리(국고 3) 탄력성 : 반도체, 비반도체 업종간 성장성 갭 확대 전후 시기

구 분	2013.1~2015.6 (성장성 갭 확대전)	2015.7~2020.1 (성장성 갭 확대 후)
KRX 반도체 업종 지수	-0.58	-1.95
삼성전자	-0.72	-0.90

자료 : 리딩투자증권

<표 2> 반도체 업종 멀티플의 금리 탄력성 : 금리 국면에 따른 탄력성 값의 비대칭적 성향

구 분	2014.1~2016.7 (금리 하락 국면)	2016.8~2017.12 (금리 상승 국면)	2018.1~2020.1 (금리 하락 국면)
KRX 반도체 업종 지수	-0.35	-1.58	-2.19
삼성전자	-0.39	-0.61	-1.13

자료 : 리딩투자증권

지금까지 언급한 내용들을 종합해 볼 때 현재 반도체 업종의 멀티플(PER 기준)은 고평가 상황이 아닐 확률이 높다는 판단이다. 금년 상반기 이후 회복될 것으로 예상되는 반도체 업황을 고려시 기존의 반도체/비반도체 업종간 성장성 갭은 더 확대될 확률이 높기 때문이다. 시장 대비 멀티플 프리미엄을 더 받을 수 있는 환경이라 판단된다. 금리가 하락세를 지속할 확률은 낮아 보이지만 최소한 금년 중 상승 추세로 반전할 가능성은 낮고, 금년 평균 레벨이 작년 평균보다는 낮을 확률이 높다는 점으로 볼 때 금리 흐름도 멀티플에 부정적이지 않다는 판단이다. 신종 코로나 바이러스 사태로 인해 주식시장이 조정 국면을 보이고 있는 이 시기에 반도체 업종 고평가 여부에 대한 판단을 다시 해 보고, 최근의 주가 조정 상황에서 비중 확대하는 전략을 추천한다.

▶ Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- 본 자료는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.
- 본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.