

증시조정 점검 및 투자전략: (1)반도체 중심으로

2021/ 8/ 20

Strategist

곽병열

(2009-7148)

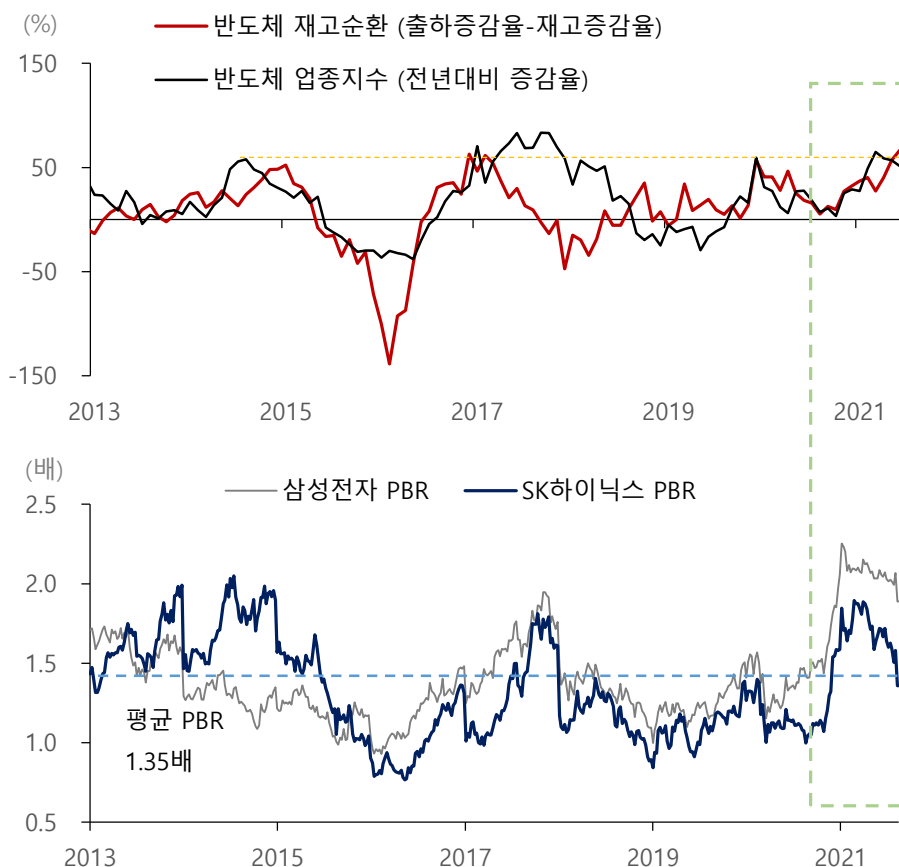
brkwak@leading.co.kr

1) 반도체 경기고점(peak out) 논란

(국내 반도체 경기 판단) 6 월말 기준 반도체 재고순환(출하증감율-재고증감율)은 66.5%p 로 여전히 상승국면 지속 중임. 다만 과거 고점수준(50%p)을 상당히 초과했다는 점에서 순환주기 상 'peak out' 국면에 진입할 가능성은 커짐

(경기고점 시 주가 반응) 반도체 업종지수(fnguide 기준)는 대체로 재고순환과 동행함. 최근 급락은 사실상 'peak out'을 선반영했는데, SK 하이닉스의 PBR 수준은 이미 2013 년 이후 장기평균선(1.35 배)을 하회하기 시작했음

<그림 1> 반도체 재고순환 Peak out? PBR 기준으로 이미 평균회귀



자료 : 통계청, Fnguide, 리딩투자증권, 주: PBR 은 trailing(기발표 실적) 기준임

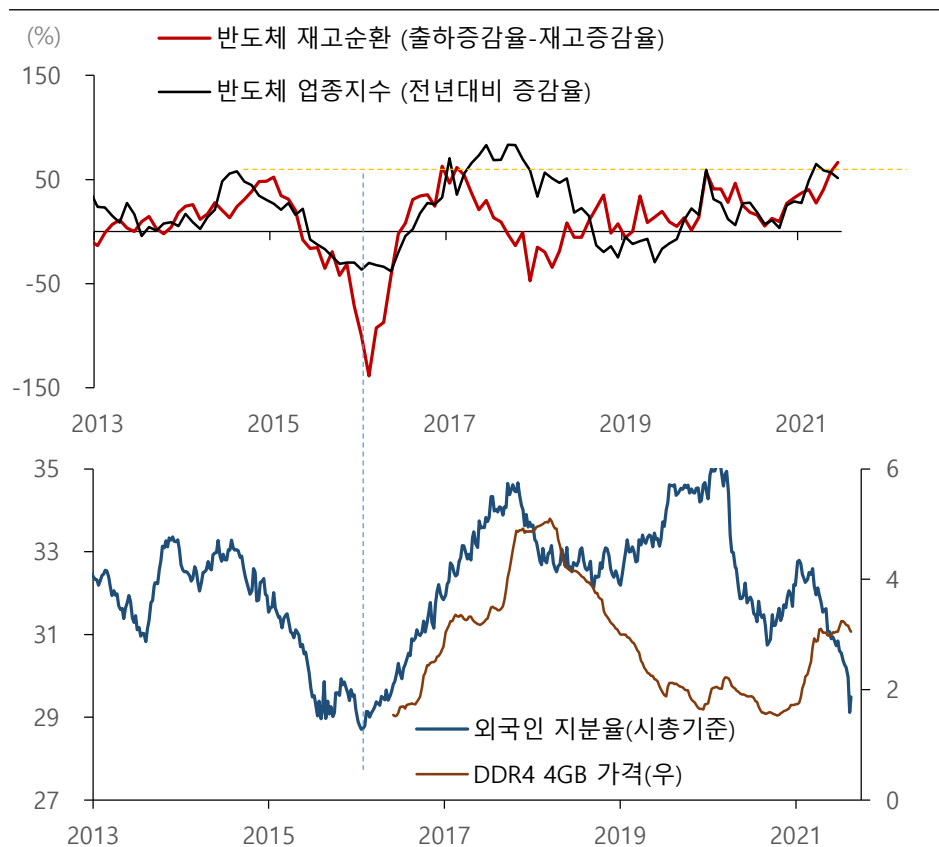
(현 상황에 대한 해석) 재고순환 상 아직 'peak out'이 확인되지 않았고, 향후 진행경로는 고점형성 이후 둔화되더라도 높은 레벨이 유지될 것이란 점에서 최근 반도체업종의 조정수준은 상당부분 악재를 선반영한 것으로 해석됨. 재고순환 경로 상 급격한 위축이 아닌 완만한 연착륙 가능성을 확인하면서 안정을 찾아갈 것인데, 선진국의 '백투스쿨~연말특수' 시즌효과로 인한 재고축적(restocking)의 강도가 중요한 핵심포인트가 될 것임. 전미소매협회(NRF)에 따르면 미국 백투스쿨 중 IT 제품 수요 전망은 전년대비 8% 증가로 양호할 것으로 기대됨

2) 외국인 지분율은 반도체 경기의 최악수준까지 악화

(국내증시 외국인 지분율) 최근 국내증시의 외국인지분율은 29.1%(18 일 종가기준)로 2013 년 이후 최저 수준까지 하락함. 2013 년 이후 외국인지분율 최저수준은 2016 년 1 월의 28.6%인데 당시 반도체 경기는 재고순환 상 최악의 바닥권(-138%p), 메모리반도체 실물가격(DDR4 4GB)는 1 달러 후반 수준이었음

(현 상황에 대한 해석) 8 월 외국인순매도가 '삼성전자, SK 하이닉스, 삼성전자우' 3 개 종목에 집중되었다는 측면에서 신흥국 추종 인덱스자금의 후퇴 이상의 메모리반도체 주력종목에 대한 외국인투자자의 비중축소가 단행된 것으로 판단됨. 다만 과거 반도체 경기의 최악수준까지 이미 비중축소가 이뤄졌다는 측면에서 반도체 업종에 대한 추가적인 외국인 매도압력은 제한적이라고 추정됨

<그림 2> 반도체 재고순환 상 최악 수준까지 외국인 지분율 후퇴



3) 결론: Peak out 우려는 과도하게 선반영

- 8 월 이후 국내증시의 조정은 삼성전자, SK 하이닉스의 급락에서 시작되었다는 측면에서 거시경제 관점의 반도체 재고순환을 활용하여 추가적인 조정 가능성과 향후 개선가능성을 살펴보고자 했음. 물론 재고순환 상 'peak out' 우려가 점증된 점은 인정하나, 아직 구체적인 세부지표나 실적변수로 확인되지 않은 상황임
- 이에 비해 주가수준은 이미 역사적 평균수준의 PBR 까지 후퇴했고, 특히 SK 하이닉스는 2022 년말 예상 PBR 0.99 배로 청산가치를 하회하는 등 이미 peak out 우려는 과도하게 선반영된 것으로 판단함. 한국증시에 대한 외국인지분을 역시 반도체 경기 상 바닥권까지 미리 후퇴하여 추가적인 매도압력은 제한적일 것으로 예상함
- 따라서 반도체 업종의 주가흐름은 추가적인 가격조정은 완화되고, 점차적으로 저점테스트 이후 PBR 저평가 콜(valuation call)에 의한 반등 시도를 전망함. 이를 바탕으로 국내증시는 KOSPI 3000 선을 중심으로 바닥형성을 시도할 것으로 예상함. 다만 급락 이전 완전한 추세 복귀를 위해서는 단기적으로는 반도체 경기(재고순환)의 연착륙을 지지할만한 '백투스쿨 및 연말특수 중 서버 및 모바일 수요개선 확인', 중장기적으로는 기술혁신 및 전략적 제휴를 통한 비메모리 부문으로의 확장성 개선, 주주환원 정책 및 ESG 경영 개선 등을 통한 중장기 성격의 자금유입 등이 필요할 것으로 판단함
- 미국 S&P500 IT 섹터의 예상 주당순이익 흐름을 보면 반도체 업종은 2021 년 전년대비 60.1%로 IT 전체의 39.5%를 크게 초과할만한 실적장세를 유지할 것으로 기대됨

<그림 3> 미국 IT 업종의 예상 주당순이익 증감율(전년동기비)

	Q2/21	Q3/21	Q4/21	Q1/22	Q2/22	Q3/22	FY21*	FY22*
미국 IT	46.6%	26.3%	13.3%	5.2%	4.4%	13.5%	39.5%	5.5%
반도체	54.3%	33.2%	14.0%	8.4%	5.6%	12.9%	60.1%	-2.4%
소프트웨어	29.5%	10.7%	17.6%	11.3%	10.8%	17.1%	24.2%	11.9%
하드웨어	69.1%	46.7%	8.7%	-4.3%	-5.0%	9.4%	46.2%	4.3%

자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

► 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.