X-book

투자의 定石

2016. 10. 17

권트
남기윤
02 369 3432
486ngy@dongbuhappy.com

New 헤게모니에 투자하라 Ver.2

서퍼(Surfer)가 기다리던 파도가 다가온다. 이제는 즐길 시간이다.

본고는 주식시장의 경쟁구도에서 나타나는 산업과 기업의 헤게모니를 집중 분석했다. 미국에서 이전되는 헤게모니를 활용하는 것이 핵심이다. 상황은 역전됐다. 앞으로 펼쳐질 주식시장은 최근 몇 년과는 다른 패러다임의 변화가 나타날 것이다. 새로운 패러다임에 맞서기 위해 헤게모니 투자 방법론과 포트폴리오를 제시하고자 한다.

남기윤 02 369 3432
www.dongbuhappy.com

Summary

New 헤게모니에 투자하라.

경제의 글로벌화는 산업과 기업의 헤게모니 다툼으로 이어졌다. 최근 헤게모니의 큰 변화가 감지됐다. 이 때문에 앞으로 펼쳐질 주식시장은 최근 몇 년과는 다른 패러다임의 변화가 시작될 것으로 판단한다. 이것이 'New 헤게모니에 투자하라 Ver. 2'를 작성하는 이유이다. 주요 핵심 내용은 다음과 같다. 1) 지금까지 당연시 여겨졌던 것들의 문제점과 새로운 해석을 담았다. 2) 2016년 상반기 발간한 '『투자의 定石』 New 헤게모니에 투자하라'에 언급되지 않았던 산업과 기업의 헤게모니 투자 방법론을 구체적으로 소개한다. 3) 새로운 패러다임에 맞서기 위한 헤게모니 포트폴리오를 제시한다.

스마트한 시대를 사는 지금, 가장 스마트한 것은 돈이었다. 돈은 헤게모니 이동과 동행했다. 돈은 경제, 국가, 산업, 기업 할 것 없이 헤게모니를 얻는 신호가 감지되면 그곳으로 몰리기 시작했다. 반대로 헤게모니를 잃는 모습이 감지되면 돈으로부터 철저히 외면 받았다. 앞으로 이러한 현상은 더욱 심화될 것으로 전망한다. 글로벌화로 전 세계가 하나로 이어지고 있는 가운데 경제 성장률 둔화라는 해결하기 힘든 문제에 직면했기 때문이다. 이 문제가 해결되기 전까지 해당 보고서에 담긴 전략이 투자의 정석으로 자리매김하여 새로운 투자 지침서가 될 것으로 판단한다.

'New 헤게모니에 투자하라 Ver. 2'에서는 크게 세 가지 의미를 얻을 수 있을 것이다.

첫째, 헤게모니 투자 전략의 중요성과 필요성이다. 헤게모니 이전 현상은 기업 실적보다 선행하고 효과가 크기 때문이다.

둘째, 산업 헤게모니 흐름에 따라 국면을 분류한 투자 아이디어이다. 헤게모니는 자금흐름과 동행하기 때문에 시장 색을 판단하는데 도움이 될 것이다.

셋째, 기업 헤게모니 흐름에 따라 국면을 분류한 투자 아이디어이다. CEO의 전략 흐름이 어떻게 변해가는지 판단하면서 타이밍을 잡는데 유용할 것이다.

금융시장의 빠른 패러다임 변화는 새로운 투자전략이 필요함을 시사한다. 먼저 선점하고 비교 우위를 차지하는 것이 핵심이다. 새로운 투자 패러다임에 맞서기 위해서는 언러닝(unlearning)이 선행되어야 하는데 New 헤게모니 투자 전략이 답이 될 것으로 판단한다. 이에 한국형 New 헤게모니 투자전략을 제안한다.

Contents

Ⅰ. New 헤게모니에 투자하라 Ver. 2 4
세상의 패러다임이 변하고 있다 5

Ⅱ. New 헤게모니 활용 11
산업 헤게모니 11
기업 헤게모니 16
산업과 기업 헤게모니 관계 25

Ⅲ. New 헤게모니 전략 활용 26
롱-숏 전략 26
롱-숏 포트폴리오 28

V. Q&A 29
자주 듣는 질문 29

Ⅰ. New 헤게모니에 투자하라 Ver. 2

New 헤게모니 투자를 제안한다. 주식시장의 패러다임 변화는 헤게모니의 이동으로부터 시작됐다. 헤게모니를 활용한 투자전략은 주식시장에 나타나는 많은 현상을 이해하는데 도움이 된다. 현명한 투자자는 헤게모니의 변화에서 중요한 교훈을 얻을 수 있다. 영원한 승자도, 영원한 패자도 없다는 것이다. 이 구도를 수치화하면 New 헤게모니 포트폴리오를 수립할 수 있다.

헤게모니는 지역, 국가, 산업, 기업의 경계를 넘나들고 시대의 흐름과 함께 이동했다. 헤게모니를 확보하면 긍정적인 파급효과가 유발되고 헤게모니를 잃게 되면 큰 타격을 입었다. 실제 금융위기 이후 미국은 헤게모니를 보유했고 국내는 헤게모니를 잃었다. 그 결과 미국 주식시장은 강세 흐름을 보였다. 반면 국내 주식시장은 힘을 잃은 모습을 보였다.

헤게모니에 대해서 살펴보자. 'New 헤게모니에 투자하라'에서 종목의 수익률은 산업과 기업 헤게모니의 합으로 정의한다. 산업의 헤게모니는 사회적 현상과 경기 변수에 따라 국가 간 이동으로 나타난다. 주식시장을 주도했던 산업이 있다고 가정해보자. 해당 산업의 헤게모니는 일정 기간이 경과하면 힘을 조금씩 잃어간다. 이 과정에서 산업의 헤게모니는 소멸된 것이 아니다. 다른 곳으로 이동한 것이고 그곳에서는 새로운 헤게모니로 일컬어진다. 필자는 이것을 산업 헤게모니의 이동이라 표현했다. 기업 헤게모니의 경우 기업 내부의 경쟁력에 따라 움직인다. 산업과 기업의 헤게모니 관계에서는 산업이 기업보다 선행하고 영향력이 크다.

헤게모니로 인해 유발되는 효과는 해당 주체에 따라 차이가 난다. 중요한 것은 헤게모니가 이전되기 시작할 때 비교 우위에 있는 곳이 수혜를 받는다는 것이다. 해외 주요국은 헤게모니의 주인공이 되기 위해 본격적인 경쟁구도에 돌입했다. 주요국의 경쟁적인 통화완화, 재정지출 확대 및 각종 제도는 자국 내 산업을 부양해서 헤게모니를 유지 및 확보하기 위한 전략의 일환이다.

헤게모니는 전략의 성공 여부에 따라 보유 기간이 결정된다. 그래서 앞을 보고 달리느냐 또는 뒤를 견제하며 달리느냐가 매우 중요하다. 이것은 새로운 것을 성취하느냐 또는 지금의 것을 지키느냐의 결과를 유발하고 승자와 패자를 가르게 된다.

'New 헤게모니에 투자하라'는 시대의 변화와 함께 하라는 것이다. 앞으로 투자자는 변화가 어디서 촉발됐으며, 방향은 어딜 향해가고, 파급효과는 어떠한 지에 촉각을 곤두세워야 할 것이다. 예전의 고정관념을 고집하는 것은 파멸로 가는 지름길이다. 살아남고자 하는 투자자는 패러다임의 변화를 받아들일 것이고, New 헤게모니 포트폴리오의 중요성을 인지해야 할 것이다.

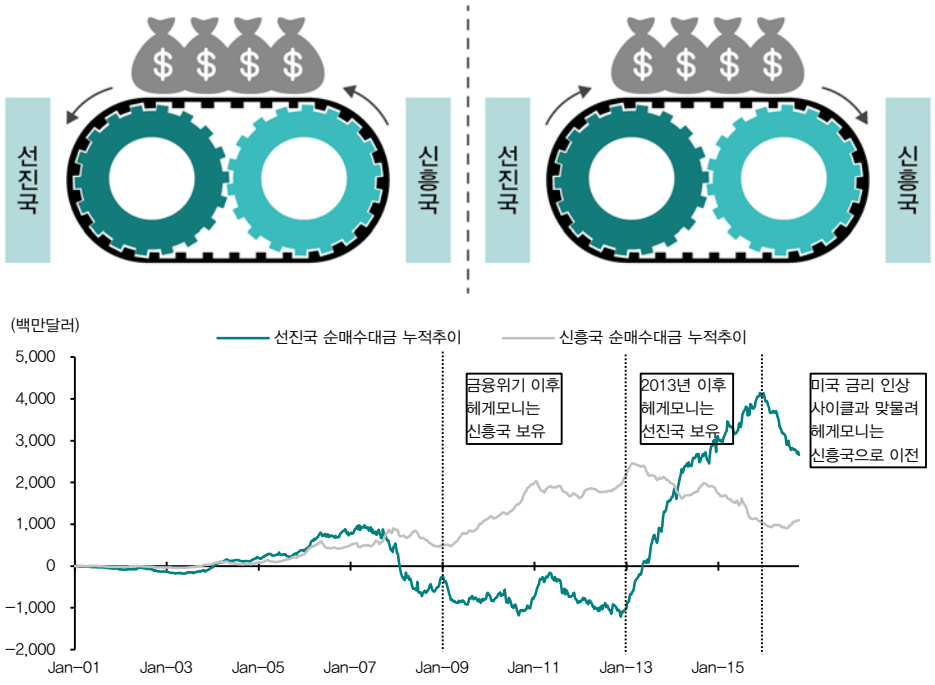
세상의 패러다임이 변하고 있다

인생의 큰 변화를 앞둔 투자자라면 누구나 투자 패러다임 변화에 대한 고민은 깊다. 지금 이 시대는 현기증이 날 만큼 모든 것이 빠르게 변화하고 있기 때문이다. 훗날 경제학자들이 이 시기를 돌아보며 매우 경이로운 시절이었다고 평가할지 모른다. 필자는 앞으로 다가올 주식시장은 최근 몇 년과는 다른 패턴의 변화가 시작될 것으로 판단한다. 따라서, 새로운 패러다임에 맞서기 위해 헤게모니 퀀트 전략을 제시하고자 한다.

헤게모니 이전 현상이 뚜렷하다

올해 주식시장은 과거와 다른 패턴의 변화가 시작됐다고 판단한다. 그 동안 헤게모니를 보유하고 있던 선진국이 힘을 잃으면서 주식형 자금흐름의 이동방향이 이전과 달라졌기 때문이다. 최근 10년 동안 주식형 자금은 큰 틀에서 두 개의 톱니바퀴가 맞물려 회전하는 구도를 보였다. 그래서 투자자의 자금이 어디에 놓이게 되더라도 체인이 이동하는 방향을 따라 한 곳으로 쌓여만 갔다. 2009년부터 2013년까지 자금은 신흥국으로 이동했지만, 이후 중국의 추락과 함께 자금흐름의 회전 방향이 바뀌어 신흥국 자금 유출, 선진국 자금 유입 현상으로 이어졌다. 그리고 올해 또 한번 큰 흐름의 변화는 시작됐다.

도표 1. 주식형 자금 유입은 한 곳으로만 집중됐다

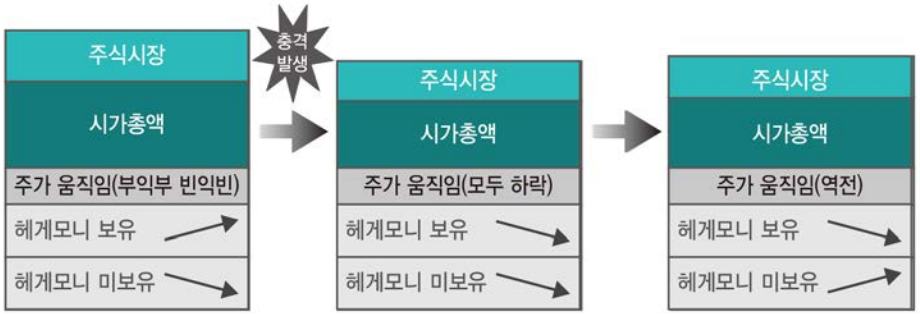


자료: EPFR, 동부 리서치

이런 현상은 시장에 충격을 주는 큰 이벤트가 경제주체의 입장 차이를 역전시키면서 발생한다. 기존에 헤게모니를 많이 보유하고 있던 곳의 집중력이 분산되고 이 때문에 다른 곳이 헤게모니를 나눠 가져간다. 이번 헤게모니 방향 전환은 미국의 금리 인상 우려와 펀더멘털 약세 현상이 충격 이벤트 역할을 했다.

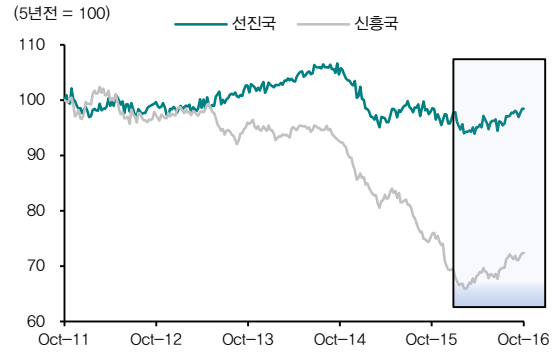
세부적으로 큰 충격이 발생하면 시장 전체 크기는 줄어든다. 이후 1~2개월의 시간이 소요되면 톱니바퀴 회전 방향은 바뀌게 된다. 그리고 해당 시점부터 헤게모니 이전 현상이 발생하기 시작한다. 헤게모니를 많이 보유하고 있던 곳에서 자금이 빠져 나가고 헤게모니가 없던 곳으로 자금이 유입된다. 헤게모니는 자금흐름과 동행한다. 투자자는 해당 시기를 기회로 활용해야 한다.

도표 2. 헤게모니 역전 현상 프로세스



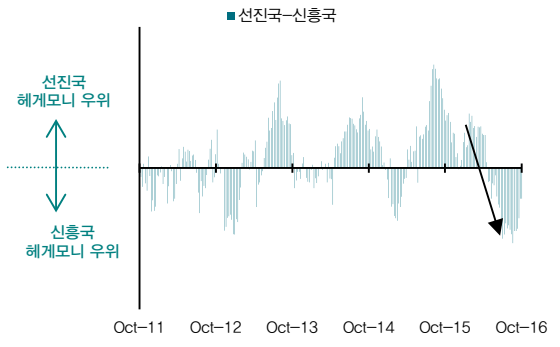
자료: 동부 리서치

도표 3. EPS 추이: 이익 개선은 신흥국이 돋보이는 상황



자료: Thomson Reuters, 동부 리서치

도표 4. 신흥국이 선진국보다 헤게모니 우위 차지



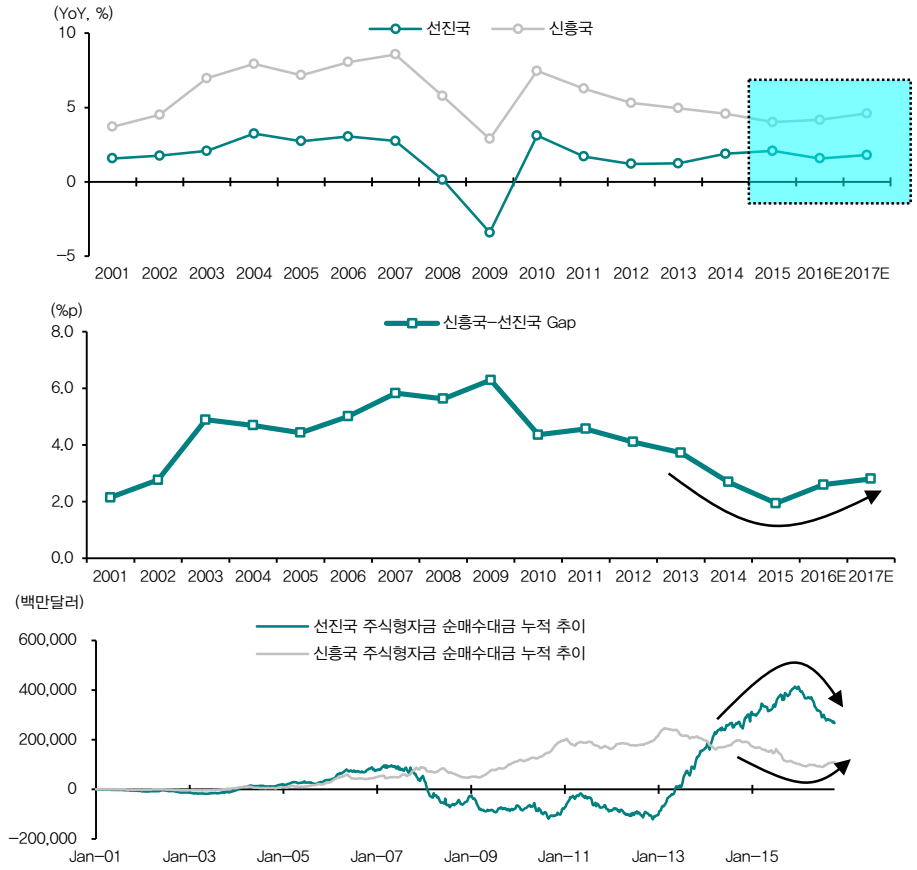
자료: Thomson Reuters, 동부 리서치

헤게모니 이동현상은 Growth 둔화 때문

현재 시작된 헤게모니 이동은 Growth에 문제가 발생하면서 가속화됐다. 이것은 경제, 국가, 산업, 기업 모두 해당된다. 성장률이 돋보였던 시기에는 Growth가 문제가 되지 않지만 성장률이 한계에 도달하면 비교 우위에 있기 위한 노력이 심화된다. 이것은 점유율 다툼으로 이어졌다.

선진국과 신흥국을 비교해보자. 두 곳의 GDP Growth의 추이가 우상향 일 때에는 펀드 자금은 어느 한 곳으로 집중되지 않았다. 하지만 GDP Growth가 둔화되면서 기존 흐름과 다른 현상이 나타나기 시작했다. 자세히 살펴보면 선진국과 신흥국의 GDP Growth Gap의 기울기 흐름이 우호적인 곳으로 자금이 이동한 것을 확인할 수 있다. 이 때문에 2009년부터 2013년까지는 신흥국이 수혜를 받았고, 이후 상황이 역전되면서 2016년 상반기까지 선진국이 시장의 주인공이 될 수 있었다. 하지만 최근 그 흐름은 과거와 달라졌다.

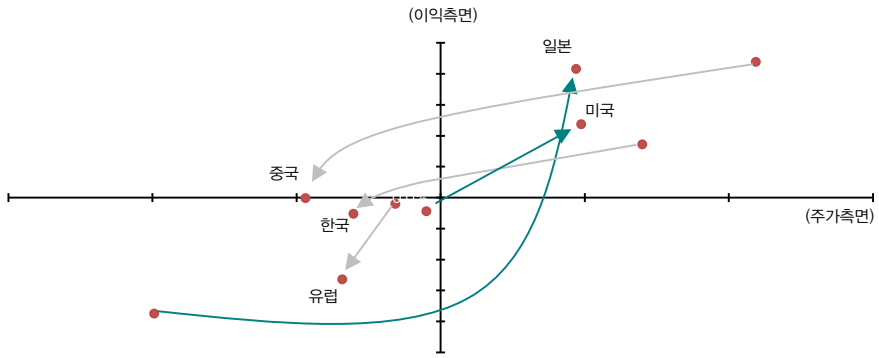
도표 5. GDP Growth Gap Flow와 주식형 자금 흐름은 일치함



자료: IMF, EPFR, 동부 리서치

이것은 일시적 현상에 그치지 않을 가능성이 매우 높다. 이유는 그 동안 헤게모니를 독식했던 미국이 흔들리고 있기 때문이다. 아래 도표는 2006년~2016년 상반기까지 국가 및 지역별 헤게모니 이동 경로를 표현한 것이다. 누군가 힘을 얻으면 또 다른 누군가는 힘을 잃었다. 그리고 강한 힘을 얻은 곳의 힘이 점점 약해질 때 새로운 영웅이 탄생했음을 알 수 있다. 또한, 일본과 유럽처럼 오랜 기간 힘을 잃으면 자구책을 내놓아 스스로 헤게모니를 얻기 위한 활동을 펼치는 것을 확인할 수 있다.

도표 6. 해외 주요국 헤게모니 이동 경로 (2006~2011, 2011~2016 상반기)



자료: Thomson Reuter, 동부 리서치
주1: 글로벌 지수 대비 각 국가별 민감도를 도출한 이후 이동경로를 도식화함
주2: 회색은 헤게모니를 잃은 경우, 청록색은 헤게모니를 취득한 경우

헤게모니 변화의 신호탄

미국은 힘을 잃어가고 있다. 헤게모니의 효과를 마음껏 누렸던 미국이 15년 12월 기준금리 인상 시점을 전후로 힘이 빠지고 있다. 즉, 금리인상 사이클을 알리는 신호탄이 터졌기 때문이다. 또한, 제조업지수는 하락하고 고통지수는 상승으로 방향을 전환했으며, GDP성장률은 점차 둔화될 것으로 전망되고 있다. 당분간 힘을 되찾는 것은 쉽지 않아 보인다.

도표 7. 금리인상 싸이클 진입

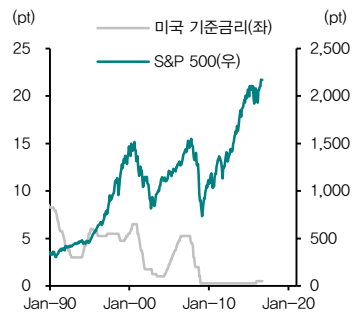


도표 8. 제조업지수 둔화

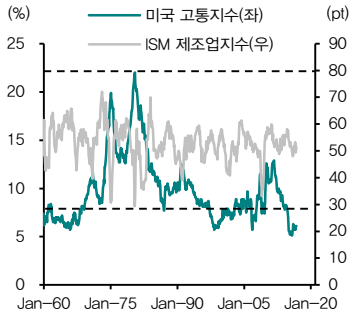


도표 9. 실질 GDP 성장률 둔화

자료: Bloomberg, 동부 리서치

유럽은 반란을 일으키고 있다. 헤게모니를 한번도 성취한 적이 없기 때문이다. 그리스 사태 및 2012년 재정위기 우려 등 악재가 가득했다. 다만, ECB는 15년 3월 양적완화를 통해 시장에 유동성을 공급했고 기준금리 인하 등을 통해 리스크를 관리하고 있다. 영국은 자국의 이익을 위해 브렉시트 투표를 단행하면서까지 헤게모니를 성취하고 싶어하는 것이다.

도표 10. 양적완화 실시

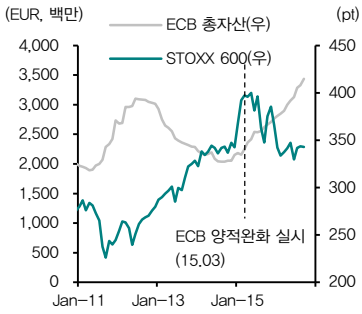


도표 11. 기준금리 인하

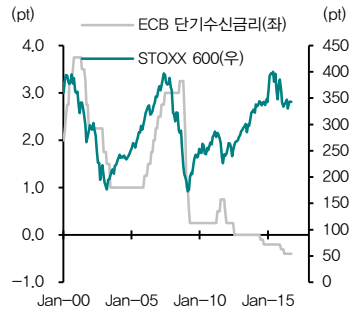
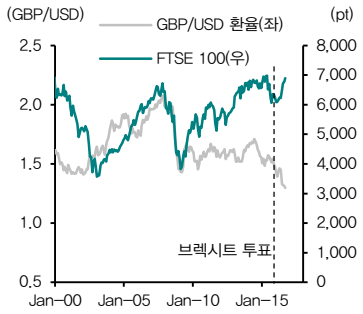


도표 12. 브렉시트 전 후



자료: Bloomberg, 동부 리서치

일본은 후유증에 시달리고 있다. 오랜 시간 저성장을 겪었고 이 때문에 헤게모니에 대한 욕심은 컸다. 아베노믹스 정책 모멘텀을 바탕으로 짧은 시간에 많은 것을 이뤘다. 다만, 그만큼 후유증도 나타나고 있다. 아베노믹스의 핵심인 엔화약세 전략은 중국이 위안화 약세에 나서며 강세흐름으로 전환됐다. 이후 미국, 유럽 등 주요국들이 더 이상의 엔화약세를 용인하지 않으면서 정책모멘텀으로 얻은 헤게모니를 빠르게 잃어갔다. 인구구조의 고령화로 노동시장의 성장동력이 점차 약해지는 가운데 통화정책 여력도 점차 한계에 도달하면서 헤게모니 쟁취는 당분간 쉽지 않아 보인다.

도표 13. 엔화강세 싸이클

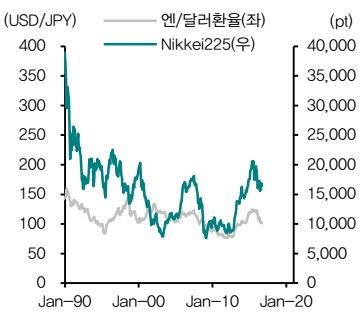
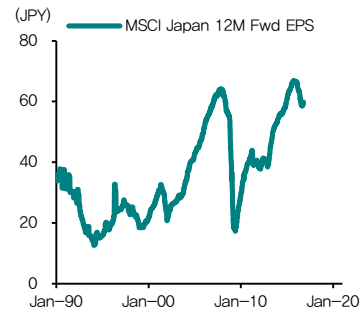


도표 14. 디플레이션 우려

도표 15. EPS 하락



자료: Bloomberg, 동부 리서치

중국은 구조적인 변화가 시작됐다. 중국은 06~11년 연평균 11%의 고속성장을 이루며 헤게모니를 독차지했다. 이후 성장률이 둔화되면서 헤게모니는 미국으로 이전됐다. 현재 중국은 헤게모니 재탈환을 위한 노력이 가시화되고 있다는 점에 주목한다. 국유기업의 구조조정은 지속되고 있으며, M&A를 통해 부족한 기술력을 향상 시키고 있다. 또한 위안화의 IMF SDR바스켓 편입으로 국제적 위상을 높였다. 통화의 국제화, 자본시장 개방 등 헤게모니를 되찾기 위한 첫 걸음은 내디뎠다고 판단한다.

도표 16. 국유기업 구조조정 지속

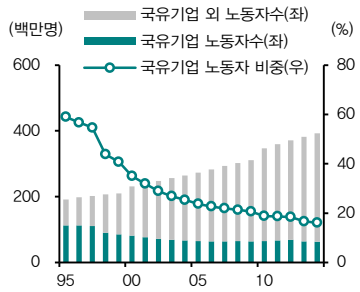


도표 17. M&A 통한 경쟁력 확보

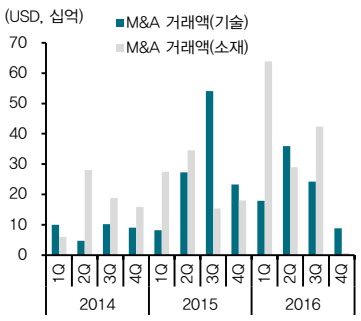
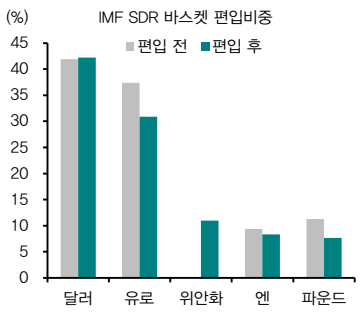


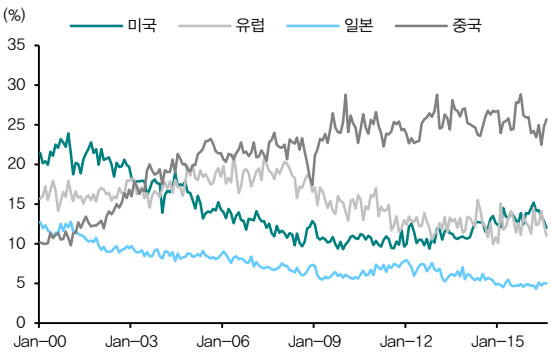
도표 18. 위안화 국제화



자료: Bloomberg, 동부 리서치

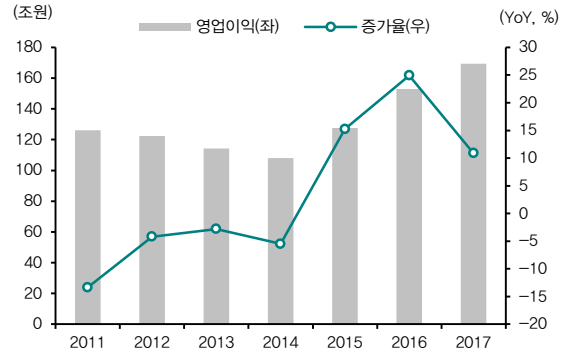
한국에게 유리한 상황이 연출되고 있다. 미국이 서서히 헤게모니를 잃어가고 있으며, 반항세력의 중심에 중국이 자리하고 있다. 미국과 중국은 색이 다르기 때문에 두 체제의 양립은 불가능하다. 패권 다툼의 승자가 누가될지 단언하기 힘들지만 헤게모니를 보유했던 곳이 흔들리는 만큼 한국에 유리한 상황이 연출되고 있는 것은 명백하다.

도표 19. 한국의 국가별 수출비중



자료: Bloomberg, 동부 리서치

도표 20. KOSPI 이익은 증가할 수 있음



자료: WISEfn, 동부 리서치

II. New 헤게모니 활용

산업과 기업의 헤게모니 특징을 각각 살펴보자.

산업 헤게모니

미국에서 유발되는 산업 헤게모니 이전 현상

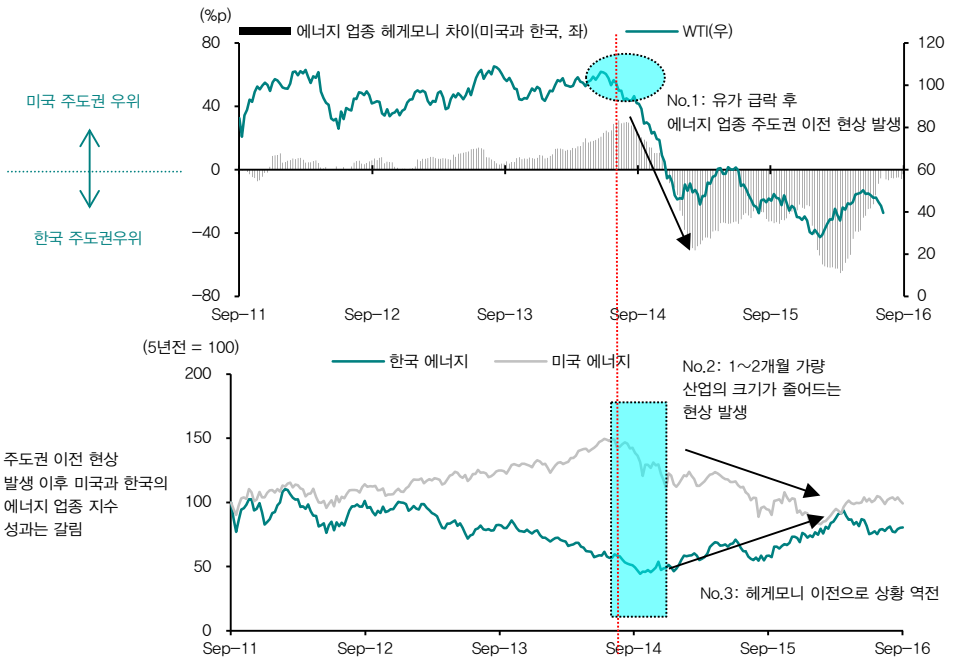
산업 헤게모니는 국가차원으로 이전한다. 그리고 기업 실적 개선 시그널보다 선행한다.

• 산업 헤게모니 공식

미국 업종 이익추정치 변화율 – 한국 업종 이익추정치 변화율

에너지 업종을 예를 들어 설명해 보겠다. 2014년 중반 유가 급락 사태가 발생했다. 이것은 큰 충격 이벤트가 되어 미국과 한국 에너지 업종 모두를 하락시키는 결과를 초래했다. 다만, 일정 시간이 소요된 이후 미국이 보유하고 있던 에너지 업종의 헤게모니는 한국으로 이전되기 시작했다.

도표 21. 에너지 업종 헤게모니 이동현상 파악하기

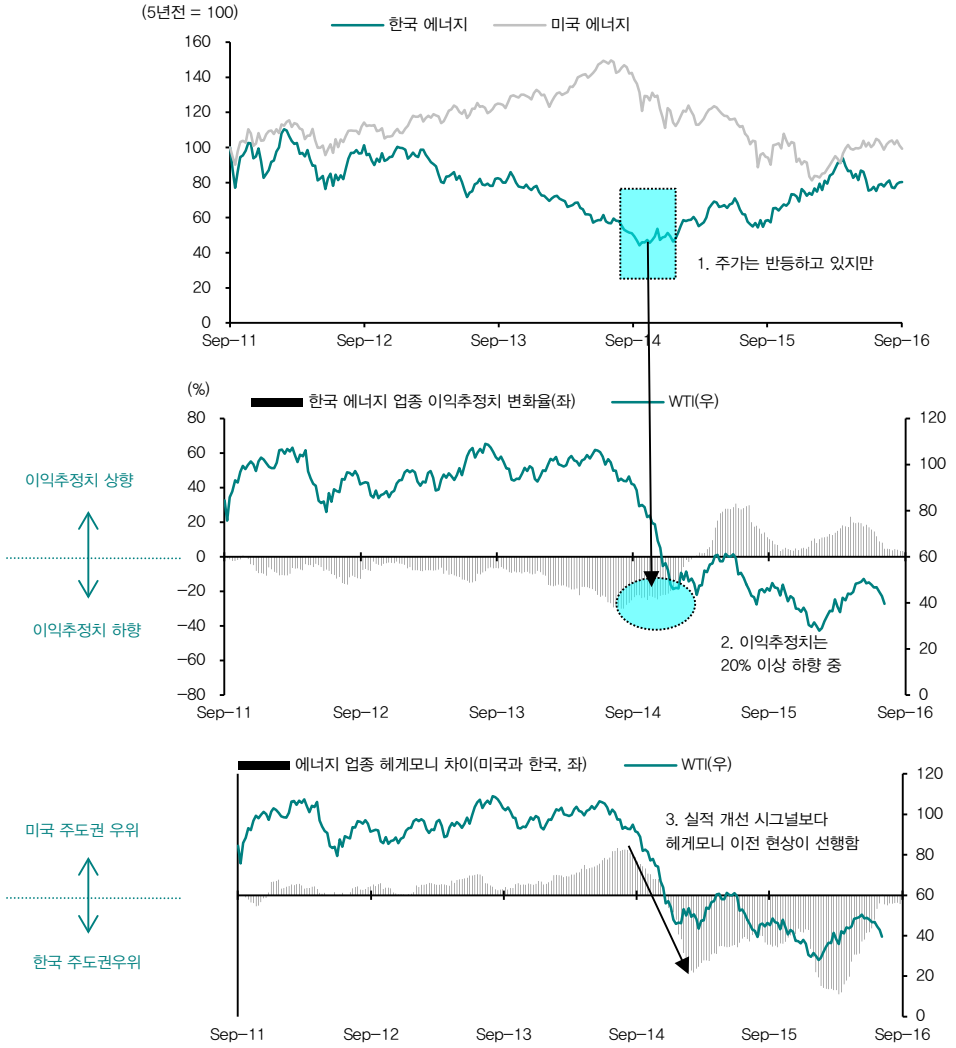


자료: Thomson Reuters, 동부 리서치

중요한 것은 이러한 현상이 기업 실적보다 선행한다는 것이다. 하나씩 살펴보자.

미국 에너지 업종 지수는 2014년까지 우상향 추세였다. 이것은 이익추정치가 상향되고 있었다는 것을 대변하는 결과이다. 이와 달리 한국 에너지 업종 지수는 2011년부터 2014년까지 우하향 추세였는데 이익이 꾸준히 하향됐기 때문이다. 하지만 유가 급락 사태 이후 미국이 보유한 헤게모니가 한국으로 이전되기 시작하면서 두 업종 지수의 방향은 급격히 바뀌기 시작했다. 즉, 가격 움직임과 헤게모니 이전 현상은 동행한다는 것이다. 그리고 산업 헤게모니가 이전된 이후 일정 시간이 소요되면서 실적 개선 시그널이 포착됐다.

도표 22. 헤게모니 이전 현상은 기업 실적 개선 시그널보다 선행



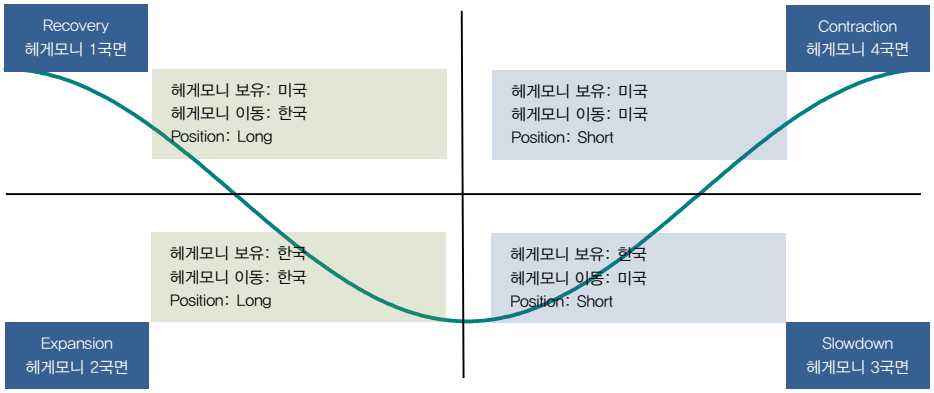
자료: Thomson Reuters, 동부 리서치

산업 헤게모니 국면 분류

산업 헤게모니는 4개 국면으로 나눌 수 있다. 사이클 흐름은 아래 도표와 같다.

특이한 것은 왼쪽 상단이 1국면이라는 것이다. 국면은 시계 반대방향으로 회전하며 1 -> 2 -> 3 -> 4 순으로 이동한다.

도표 23. 산업 사이클 설명



지료: 동부 리서치

산업 헤게모니 4국면 정의 및 특징은 다음과 같다.

- ✓ 1국면: 현재 헤게모니를 보유하고 있는 곳은 미국이다. 다만, 미국과 한국의 헤게모니 격차가 감소하면서 한국으로 헤게모니가 이동하고 있다. 포지션은 Long이다.
- ✓ 2국면: 현재 헤게모니를 보유하고 있는 곳은 한국이다. 그리고 그 크기는 점차 커지고 있다. 포지션은 Long이다.
- ✓ 3국면: 현재 헤게모니를 보유하고 있는 곳은 한국이다. 다만, 한국에서 미국으로 헤게모니가 이동하고 있다. 포지션은 Short이다.
- ✓ 4국면: 현재 헤게모니를 보유하고 있는 곳은 미국이다. 그리고 그 크기는 점차 커지고 있다. 포지션은 Short이다.

산업 헤게모니 테스트

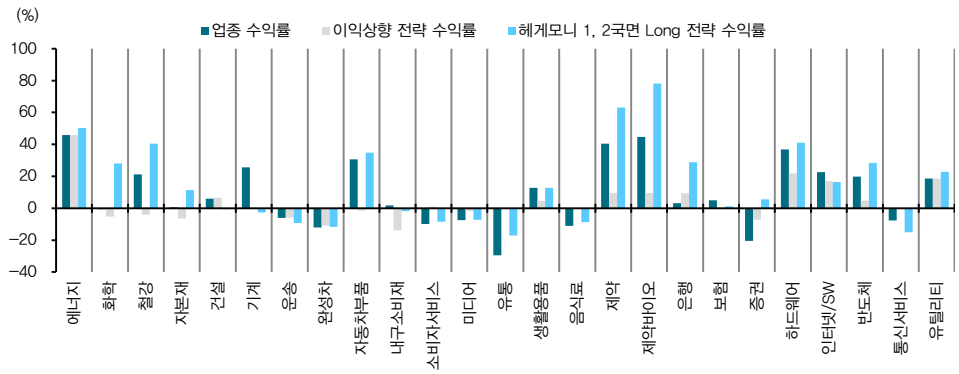
국면별 포지션에 따른 수익률을 테스트 했다.

• Test 방법

업종별 헤게모니 국면 분류 후 수익률 점검
이익추정치 상향, Long Only 전략과 헤게모니 전략 수익률 비교

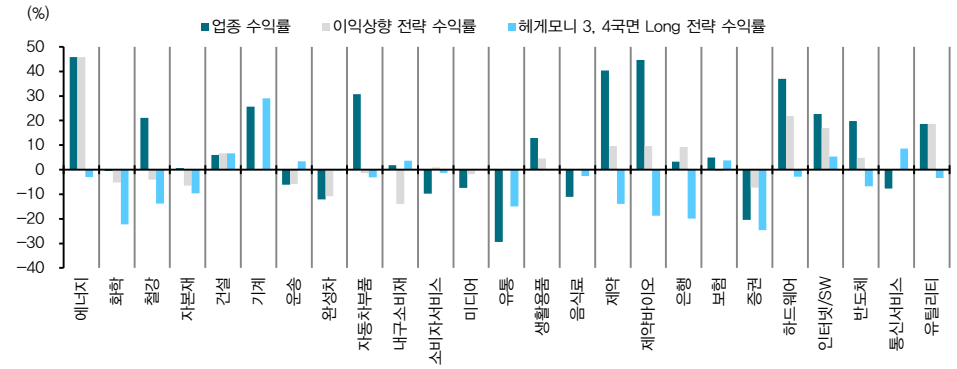
테스트 기간: 최근 1년

도표 24. 헤게모니 1, 2 국면 수익률 탁월함



지료: Thomson Reuters, 동부 리서치

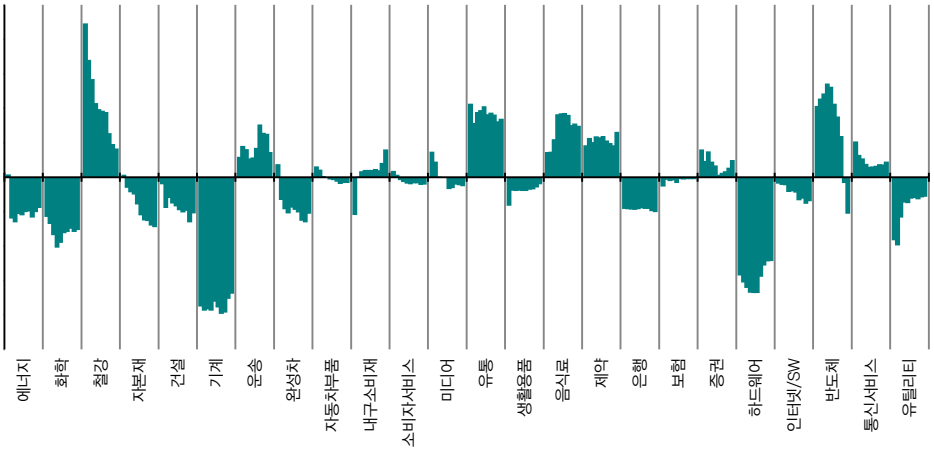
도표 25. 헤게모니 3, 4 국면 수익률 저조



지료: Thomson Reuters, 동부 리서치

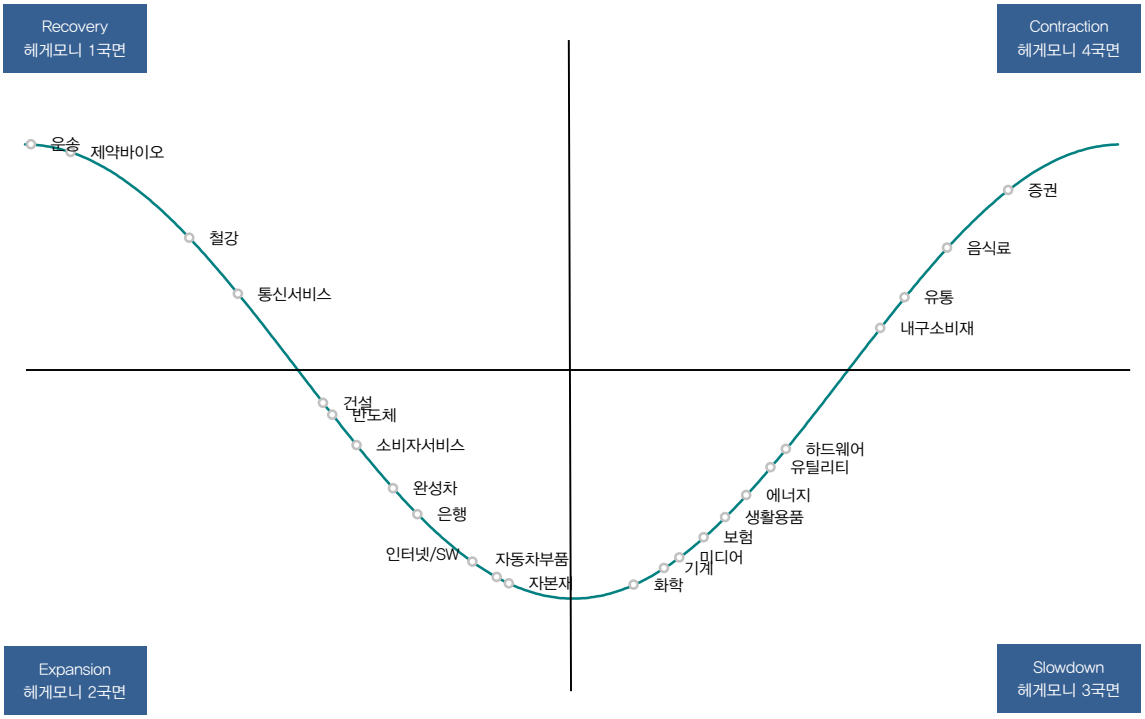
현재 국내 산업의 헤게모니 및 국면은 다음과 같다.

도표 26. 업종별 헤게모니 현황



자료: Thomson Reuters, 동부 리서치

도표 27. 업종별 헤게모니 국면



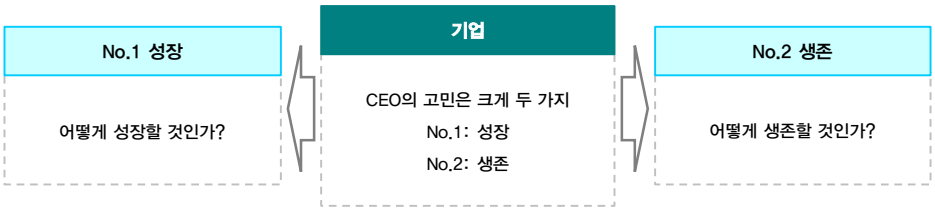
자료: 동부 리서치

기업 헤게모니

기업의 헤게모니는 큰 틀에서 1) 매출액 증가 여부에 따라 성장과 생존으로 구분되고 2) 각각 4개 국면으로 이뤄지며, 3) 실적 증감에 따라 국면을 이동한다.

기업 헤게모니는 CEO가 펼치는 전략에서부터 결정된다. 그래서 그들의 입장을 이해하는 것이 매우 중요하다. 기업을 운영하는 CEO는 크게 두 가지 고민을 한다. 첫째, 성장이다. 어떻게 성장할 것인가? 새로운 성장 동력을 얻기 위한 고민이다. 둘째, 생존이다. 어떻게 생존할 것인가? 오랜 침체기를 견뎌내기 위한 고민이다. 둘은 비슷해 보이지만 만들어 내는 결과는 다르기 때문에 구분해서 살펴봐야 한다.

도표 28. CEO의 고민 2가지



자료: 동부 리서치

CEO의 첫 번째 고민: 성장

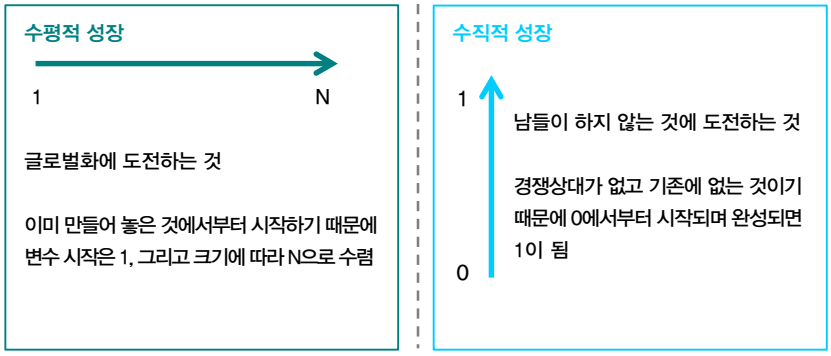
CEO의 성장 고민을 투자자와 같이 해보자.

CEO가 고민하는 성장은 1) 수평적 성장과 2) 수직적 성장으로 나눌 수 있다.

수평적 성장의 경우 글로벌화가 될 수 있다. 이러한 시도는 누군가 성공한 것을 바탕으로 그 크기를 확대해 가는 것이다. 그래서 수평적 성장의 시작점은 1이되고 크기에 따라 N으로 수렴한다. 바로 실적을 개선시키기 위한 전략이며, 기존에 잘된 것을 벤치마크하여 최선의 결과를 창출하는 것이다. 투자자는 수평적 성장의 활동 결과를 QoQ가 증가한 것으로 유추할 수 있다.

수직적 성장의 경우 수평적 성장보다 더 깊은 고민에서부터 결과를 얻는다. 이는 0에서 시작되어 1로 수렴한다. 0은 아무도 시도하지 않은 것을 뜻하고 1은 결과를 얻은 것을 의미한다. 수직적 성장의 활동 결과는 투자자에게 영업레버리지 효과로 나타난다.

도표 29. CEO가 꿈꾸는 성장: 수평적 성장 Vs. 수직적 성장

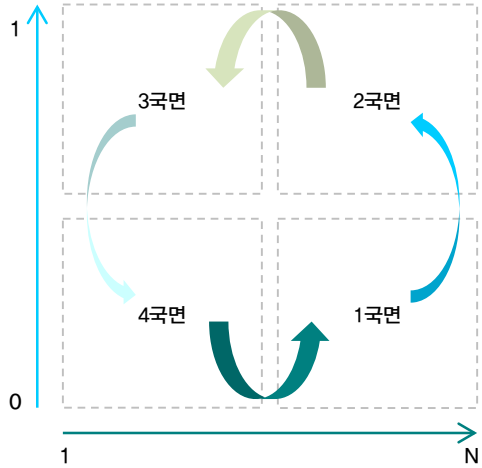


자료: Zero to one의 성장 구도, 동부 리서치

퀀트 관점에서 성장의 흐름을 살펴보니 대부분 기업의 성장은 수평적 성장 이후 수직적 성장으로 이어졌다. 수평적 성장(QoQ)의 경우 성공한 사례가 있기 때문에 자금력이 된다면 충분히 시도할 수 있지만, 수직적 성장(YoY)의 경우 새로운 것을 창조해야 하기 때문에 쉽게 이루기 어렵다는 단점이 있다. 그래서 CEO가 시도하는 성장은 대부분 QoQ에서 시작되고 YoY로 이어지는 구조가 된다.

이것은 기업의 성장 사이클인데 4개 국면으로 나눌 수 있다. 1) 수평적 성장을 이룬 1국면, 2) 수직적 성장을 이룬 2국면, 3) 경쟁자가 등장하여 힘을 잃어가는 3국면, 4) 힘을 잃어가며 역성장하는 4국면이다. 그림으로 도식화하면 다음과 같다.

도표 30. 성장흐름 4국면: 수평적 성장과 수직적 성장 프로세스



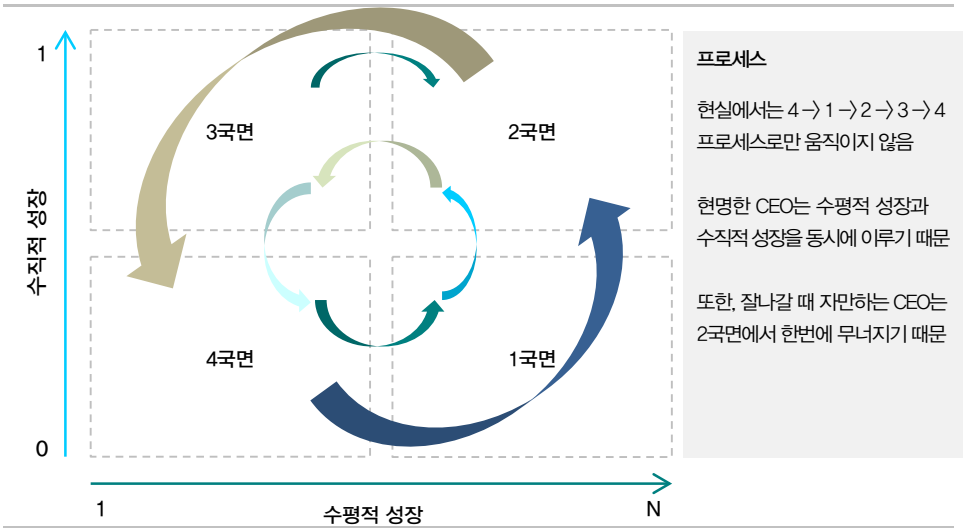
설명

시작은 아무것도 하지 않은 4국면
글로벌화에 도전하면 1국면으로 이동
1국면에서 새로운 것을 성취하면 2국면으로 이동
2국면에서 다른 경쟁사 진출 때문에 이익률이 하락하면 3국면으로 이동
3국면에서 경쟁사에 밀리는 모습이 뚜렷해지면 4국면으로 이동

자료: 동부 리서치

재미있는 것은 기업의 국면이 정해진 순서대로 진행되지 않는 경우이다. 투자자는 해당 case를 살펴봐야 하는데 CEO가 수평적 성장과 수직적 성장을 동시에 이루는 경우가 있다. 이 때문에 기업은 4국면에서 2국면으로 바로 진입하게 된다. 또한 CEO의 잘못된 판단으로 2국면에서 4국면으로 바로 추락하기도 한다. 3국면으로 밀려난 기업은 재차 새로운 성장 동력을 확보해서 2국면으로 복귀하기도 한다. 정리하면 성장 국면의 최종 구도는 다음과 같다.

도표 31. 성장 국면의 최종 프로세스



자료: 동부 리서치

기업 헤게모니 성장 4국면 정의 및 특징은 다음과 같다.

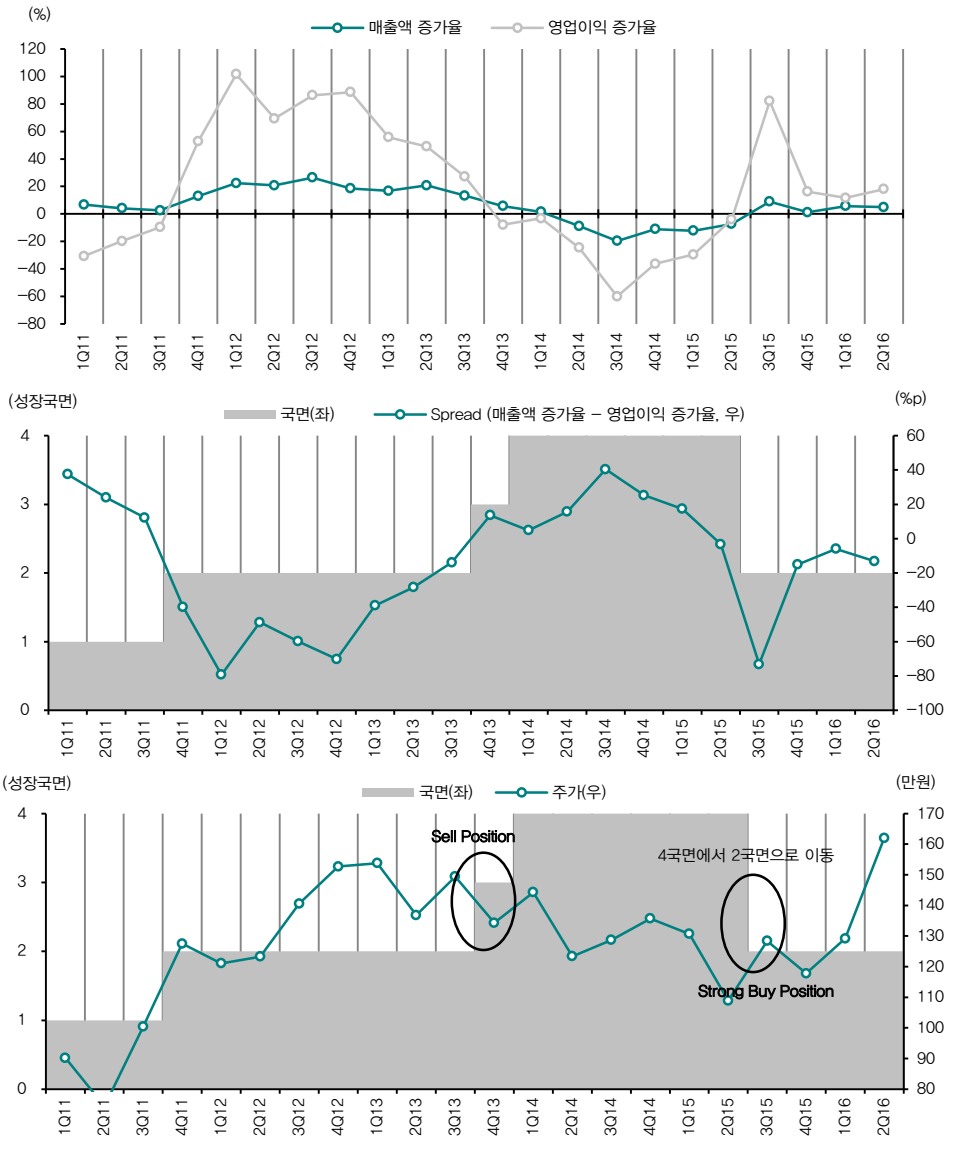
- ✓ 1국면: 수평적 성장으로 전분기 대비 매출액 증가율이 돋보인다. 다만, 영업이익 증가는 뚜렷하지 않다. 매출액 증가와 함께 헤게모니를 일정 부분 확보한 단계이다. 포지션은 Long이다.
- ✓ 2국면: 수평적 성장과 수직적 성장이 동시에 나타나고 있는 단계이다. 매출액과 영업이익이 증가와 함께 영업레버리지 효과가 뚜렷하다. 헤게모니를 확보한 시기이다. 포지션은 Long이다.
- ✓ 3국면: 수직적 성장은 유지되고 있지만 수평적 성장이 감소하고 있다. 즉, 점유율이 하락하면서 이익이 감소하는 단계이다. 헤게모니를 조금씩 잃어가고 있다. 포지션은 Short이다.
- ✓ 4국면: 수평적 성장, 수직적 성장에 대한 시도는 실패로 나타나고 있다. 매출액과 이익 감소가 뚜렷하다. 헤게모니를 잃었다. 포지션은 Short이다.

삼성전자를 기업 헤게모니 성장 국면에 대입하여 살펴보자.

1, 2, 국면은 Long Position이며, 3, 4국면은 Short Position이다.

삼성전자의 Strong Buy Position은 3Q15실적에서 나타나는 것을 확인할 있다.

도표 32. 삼성전자 성장국면 예시

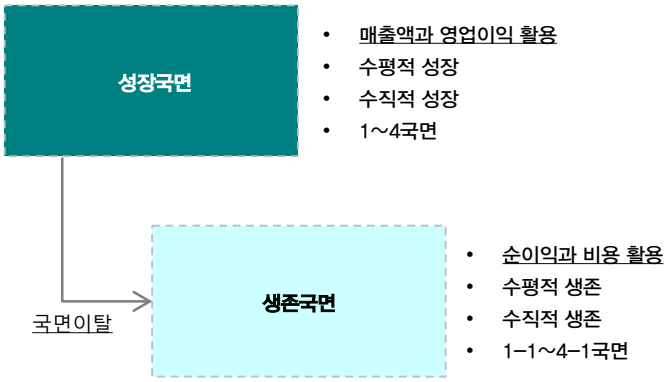


자료: WISEfn, 동부 리서치

CEO의 두 번째 고민: 생존 전략

CEO의 생존 고민을 투자자와 같이 해보자. CEO가 생존 전략을 고민할 때에는 성장 국면에 진입하기 힘들다고 판단하기 때문이다. 즉, 성장 국면 사이클을 이동하는 과정에서 이동 가능한 경로를 벗어나면, 해당 종목은 성장 국면에서 생존 국면으로 자연스럽게 이동하게 된다. 야구로 비유하면 메이저 리그에서 실력 발휘를 못하면 마이너 리그로 강등되는 것과 동일하다.

도표 33. 성장 국면 이탈 -> 생존 국면 진입



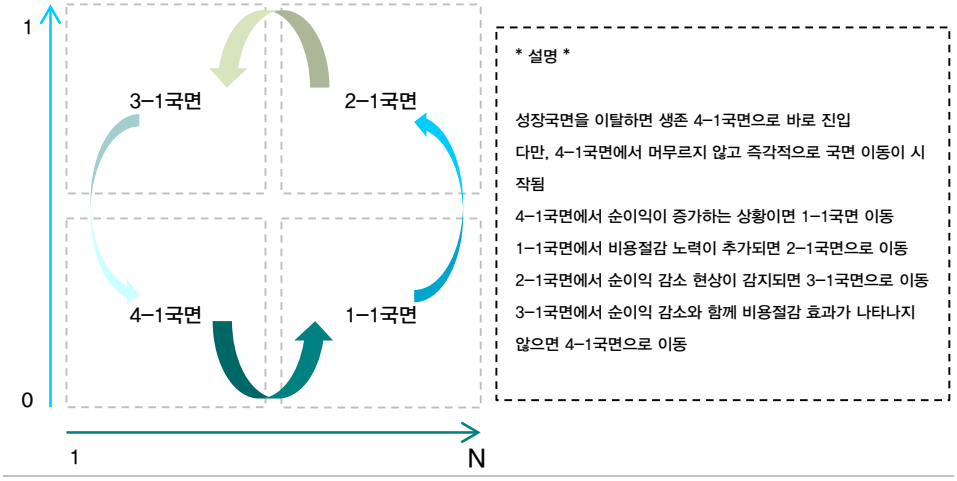
자료: 동부 리서치

CEO가 생존 전략을 펼치게 되면 매출액 증감 및 영업이익 개선보다 순이익을 끌어 올리기 위한 노력에 집중한다. 국내의 씨클리컬(Cyclical) 업종을 떠올리면 쉽게 이해할 수 있을 것이다. CEO는 순이익으로 연결되지 않는 사업을 과감히 포기하고 영업 외 활동을 통해서라도 순이익 개선에 노력을 집중한다. 그리고 순이익이 개선되면 구조조정 등을 통해 비용절감에 나서 이익을 지키고 수직적 생존을 시도한다.

생존 전략 역시 4개 국면으로 나눌 수 있다. 생존 국면은 성장 국면 사이클과 구분하기 위해 1-1, 2-1, 3-1, 4-1국면으로 분류했다.

시작은 성장 국면이고 성장 국면 사이클을 이탈하면 생존 국면으로 진입하게 된다. 순이익이 개선되면 1-1국면으로 이동한다. 이후 순이익이 증가하면서 비용절감 효과가 더해지면 2-1국면으로 이동한다. 그리고 순이익이 감소하면 3-1국면으로 이동하며, 순이익이 감소하고 비용이 증가하면 4-1국면으로 이동한다. 이런 순환 구조는 성장 국면에서와 마찬가지로 한 단계를 생략하고 바로 다음 국면으로 진입할 수 있다. 또한 생존 국면에서 CEO의 새로운 전략 성공 여부에 따라 언제든 성장국면에 재차 진입할 수 있다.

도표 34. 생존 국면 도식화



자료: 동부 리서치

기업 헤게모니 생존 4국면 정의 및 특징은 다음과 같다.

- ✓ 1-1국면: 수평적 생존으로 매출액 개선 효과는 없으며, 전분기 대비 순이익 증가율이 돋보인다. 생존 전략의 첫 단추는 잘 끼워진 것이다. 포지션은 Long이다.
- ✓ 2-1국면: 수평적, 수직적 생존의 노력에 대한 결과가 동시에 나타나고 있는 단계이다. 순이익 증가율이 돋보이며, 비용 절감을 시도하고 있다. 포지션은 Long이다.
- ✓ 3-1국면: 비용은 줄이고 있지만 순이익이 감소하고 있다. 또 다른 경쟁자에게 헤게모니를 조금씩 잃어가고 있다. 포지션은 Short이다.
- ✓ 4-1국면: 수평적 생존, 수직적 생존에 대한 시도는 실패로 나타나고 있다. 순이익은 감소하고 있으며 비용은 증가하고 있다. 헤게모니를 잃었다. 포지션은 Short이다.

기업 헤게모니 테스트

국면별 포지션에 따른 수익률을 테스트 했다.

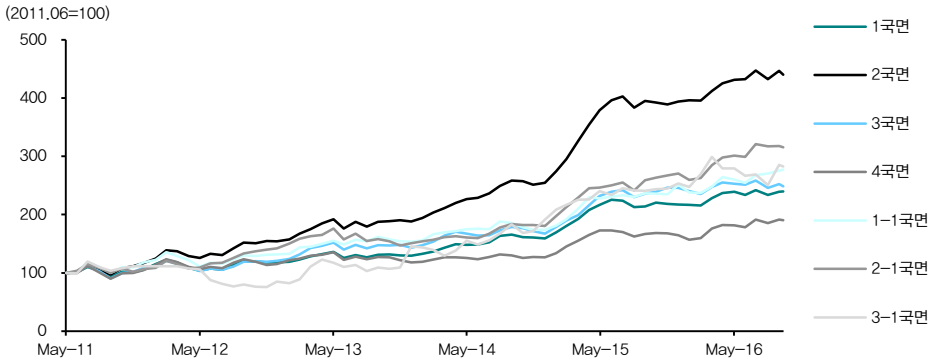
• Test 방법

종목별 기업 헤게모니 국면 분류 후 수익률 점검

테스트 기간: 2011년 이후

시가총액 상위 1000개 종목 대상

도표 35. 국면별 누적 수익률



자료: WISEfn, 동부 리서치

도표 36. 국면별 수익률 점검

(단위: 개, %)

구분	국면	분기별 평균 종목수	월 평균 수익률	누적수익률
성장전략	1국면	142.0	1.44	140
	2국면	242.8	2.41	340
	3국면	71.6	1.52	149
	4국면	241.4	1.11	90
생존전략	1-1국면	31.5	1.69	177
	2-1국면	57.0	1.89	215
	3-1국면	3.4	1.92	182

자료: WISEfn, 동부 리서치

국내: 성장 전략과 생존 전략 현황 파악하기

국내 상장된 기업 중 시가총액 상위 1000개 기업의 현황을 살펴보면 다음과 같다.

2Q16 기준으로 성장전략을 펼치고 있는 기업은 744개이다. 생존전략을 펼치고 있는 기업은 155개이다. 성장국면 사이클에서 3국면과 4국면을 제외하여 성장전략이 성공적으로 진행되고 있는 기업의 수는 434개(1국면+2국면)이다.

도표 37. 성장국면 분기별 기업 수

(단위: 개)

업종	1국면				2국면				3국면				4국면			
	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16
에너지	0	0	0	1	3	2	4	2	0	2	1	0	3	3	2	5
화학	6	8	1	2	13	9	18	19	1	2	0	2	15	18	17	10
비철금속	0	0	2	4	8	8	8	5	1	0	0	0	7	11	8	4
철강	1	1	1	1	4	0	1	3	0	2	0	0	4	6	9	7
건설	8	4	3	12	30	30	24	19	5	11	6	8	10	8	13	10
기계	1	8	5	6	10	6	8	7	3	2	4	2	20	18	15	21
조선	0	2	0	1	4	4	3	5	0	1	2	0	6	5	3	3
상사,자본재	4	7	4	6	10	8	10	7	2	2	2	1	5	4	4	6
운송	6	6	9	6	5	3	2	4	2	2	2	2	4	6	7	5
자동차	8	13	7	7	15	22	18	24	10	5	8	4	13	7	12	16
화장품,의류	4	9	11	12	28	26	23	23	10	7	10	6	13	13	8	14
호텔,레저	0	4	3	3	3	3	3	5	2	2	2	0	5	1	2	2
미디어,교육	9	11	8	8	10	9	16	9	2	8	2	8	6	4	7	8
소매(유통)	6	7	9	10	7	5	3	5	2	6	5	2	4	4	4	4
필수소비재	9	10	13	8	17	15	14	17	6	8	3	5	7	10	15	13
건강관리	15	23	17	26	50	52	58	44	17	14	13	22	23	15	20	15
은행	7	4	7	3	5	2	8	10	2	1	1	2	3	9	5	5
증권	2	1	12	5	6	4	1	1	10	1	3	3	2	9	4	9
보험	4	1	5	3	6	4	3	5	4	3	2	1	0	2	3	2
소프트웨어	11	18	12	9	10	9	17	25	4	4	2	0	17	10	11	11
IT하드웨어	12	6	5	10	23	17	20	12	6	5	3	11	12	27	26	18
반도체	3	1	2	1	24	16	18	15	3	3	2	5	7	16	14	18
IT가전	1	1	1	1	3	2	1	3	1	0	1	0	4	4	6	3
디스플레이	3	1	3	6	15	6	7	10	3	4	2	0	5	11	10	6
통신서비스	0	2	0	0	3	4	5	2	0	0	0	2	2	0	1	1
유틸리티	1	0	0	1	2	2	1	1	0	1	0	0	10	9	3	8
합	121	148	140	152	314	268	294	282	96	96	76	86	207	230	229	224

자료: WISEfn, 동부 리서치

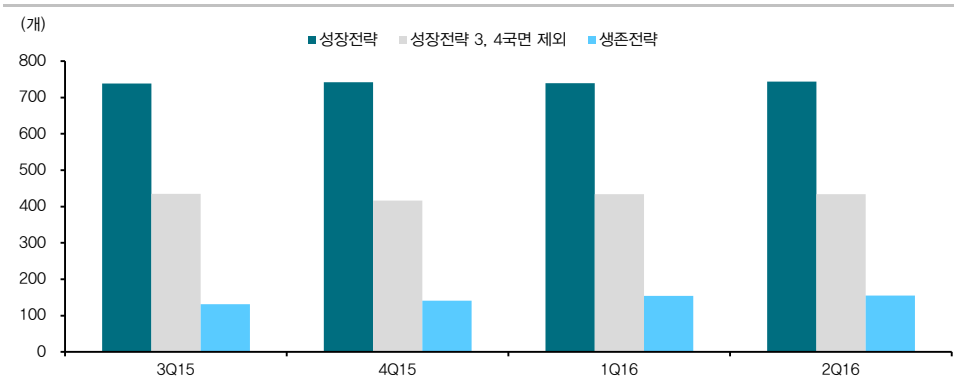
도표 38. 생존국면 분기별 기업 수

(단위: 개)

업종	1-1국면				2-1국면				3-1국면				4-1국면			
	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16
에너지	2	1	2	2	0	3	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0
화학	5	7	7	3	8	8	6	13	0	0	0	1	3	3	4	4
비철금속	1	0	2	4	2	1	3	5	0	0	0	1	3	1	0	1
철강	1	2	2	3	3	3	3	2	0	0	0	0	1	1	1	1
건설	1	3	5	4	3	1	7	4	1	0	0	0	3	5	4	4
기계	2	2	2	0	4	4	9	5	0	0	1	0	2	4	0	3
조선	1	0	1	3	1	1	2	0	0	0	0	0	0	0	1	0
상사,자본재	0	0	1	2	3	2	3	1	0	0	0	1	1	1	1	0
운송	0	0	0	1	0	3	1	2	0	0	0	0	4	1	1	2
자동차	3	3	4	0	2	2	4	4	0	0	0	0	2	1	0	0
화장품,의류	3	0	1	1	6	7	5	2	0	0	0	2	0	2	2	1
호텔,레저	0	0	0	0	1	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0
미디어,교육	1	0	1	0	4	2	3	2	1	0	0	0	1	1	0	1
소매(유통)	1	1	0	0	2	0	2	2	0	0	0	1	1	0	0	0
필수소비재	1	3	1	2	5	3	2	4	0	0	0	0	3	0	1	0
건강관리	1	1	3	3	2	4	3	4	0	0	0	0	1	0	0	0
은행	2	1	3	0	2	2	1	2	0	0	0	0	1	4	0	3
증권	0	3	0	1	0	2	1	0	0	0	0	0	0	1	0	1
보험	0	2	1	2	0	1	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1
소프트웨어	2	1	2	2	3	3	4	3	0	3	0	1	2	1	4	1
IT하드웨어	3	1	4	3	4	4	3	9	0	0	1	1	2	2	3	1
반도체	2	0	2	1	1	2	1	3	0	0	0	0	3	5	2	0
IT가전	1	2	2	4	0	2	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0
디스플레이	0	1	2	3	1	2	3	3	0	0	0	0	0	1	1	0
통신서비스	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
유틸리티	2	2	5	1	2	2	4	3	0	0	0	0	0	1	3	3
합	35	36	53	45	60	65	71	75	2	3	2	8	34	37	28	27

자료: WISEfn, 동부 리서치

도표 39. 전략별 기업 수



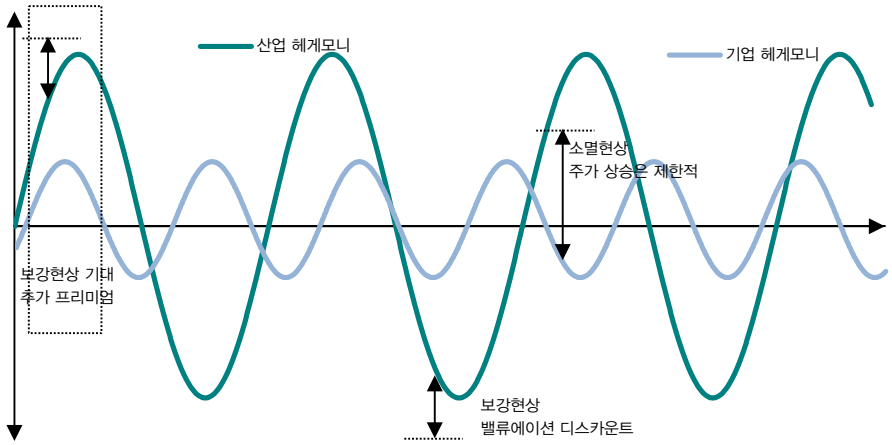
자료: WISEfn, 동부 리서치

산업과 기업 헤게모니 관계

산업 헤게모니 + 기업 헤게모니 = 수익률

전략을 구사하기 위해서는 산업과 기업 헤게모니를 모두 고려해야 한다. 주식의 수익률은 산업과 기업 헤게모니의 합으로 이루어지기 때문이다.

도표 40. 산업과 기업의 헤게모니 파동 흐름



자료: 동부 리서치

New 헤게모니 투자 전략은 4국면으로 정의할 수 있다.

각 국면의 특징은 다음과 같다.

- ✓ 1국면은 산업의 헤게모니가 회복되고 있으나 기업의 헤게모니는 감지되지 않는다.
- ✓ 2국면은 산업의 헤게모니가 본격화된 가운데 기업의 헤게모니도 상승하는 단계이다.
- ✓ 3국면은 산업의 헤게모니가 둔화되고 있으나 기업의 헤게모니는 유지되고 있다.
- ✓ 4국면은 산업의 헤게모니가 상실되었고 기업의 헤게모니도 서서히 하락한다.

두 헤게모니는 서로 밀접한 관계에 있는데 산업의 헤게모니가 기업보다 선행하고 영향력이 크기 때문에 위와 같이 정의할 수 있는 것이다.

Ⅲ. New 헤게모니 전략 활용

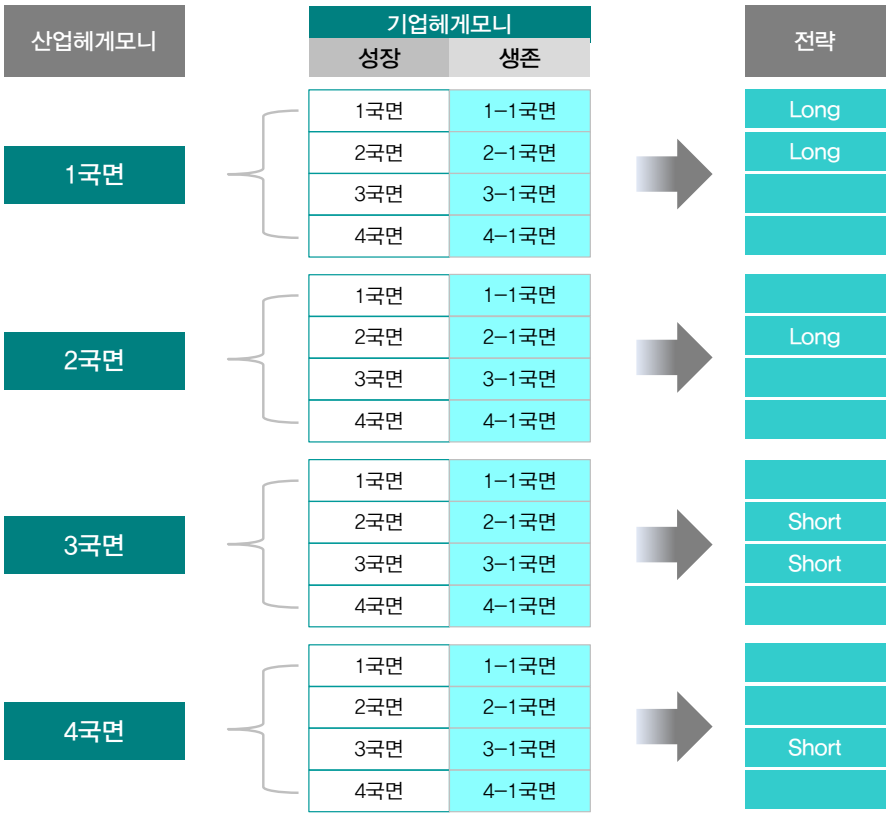
롱-숏 전략

산업과 기업 헤게모니 국면을 활용한 전략을 제시한다.

Long Position: 산업 1국면에서는 기업 1, 2국면을 Long Position, 산업 2국면에서는 기업 2국면을 Long Position으로 제안한다. 산업 1국면의 경우 2국면으로 진입하면 기업 실적이 가시화될 수 있으며, 산업 2국면은 기업 헤게모니가 확실히 나타나는 것을 추천한다.

Short Position: 산업 3국면에서는 기업 2, 3국면을 Short Position, 산업 4국면에서는 기업 3국면을 Short Position으로 제안한다. 산업 3국면의 경우 현재 좋은 실적은 점차 나빠질 가능성이 높고, 산업 4국면의 경우 이익 감소 현상이 뚜렷해지는 사이클로 접어들 수 있기 때문이다.

도표 41. 롱-숏 전략 도식도



자료: 동부 리서치

도표 42. 업종 및 업종 대표 기업 국면

산업	국면	기업명	국면	기업명	국면	기업명	국면	기업명	국면	기업명	국면
에너지	3	SK이노베이션	1-1	S-Oil	1-1	GS	4				
화학	3	LG화학	2	롯데케미칼	2	효성	2-1	한화케미칼	2	OCI	1-1
철강금속	1	POSCO	4	고려아연	1	현대제철	1				
자본재	2	삼성물산	1	SK	1	LG	2	한국항공우주	2	CJ	1
건설	2	현대건설	1-1	현대산업	2-1	대림산업	2	대우건설	1	GS건설	3
기계	3	현대중공업	1-1	삼성중공업	1	두산중공업	2-1	LS	2-1	두산인프라코어	2-1
운송	1	현대글로비스	2	CJ대한통운	2	대한항공	4-1	현대상선	4	한진칼	1
완성차	2	현대차	1	기아차	2						
자동차부품	2	현대모비스	3	한국타이어	2	한온시스템	2	현대위아	4	만도	1
내구소비재	4	LG전자	1-1	코웨이	4	한샘	1				
소비자서비스	2	강원랜드	2	파라다이스	2						
미디어	3	CJ E&M	1	제일기획	1	로엔	2	CJ CGV	3		
유통	4	롯데쇼핑	4	현대백화점	1	호텔신라	1	신세계	1		
생활용품	3	아모레퍼시픽	1	LG생활건강	2	아모레G	2	한국콜마	2	코스맥스	3
음식료	4	오리온	4	CJ제일제당	1	오뚜기	2	롯데제과	4		
제약바이오	1	한미사이언스	4	한미약품	6	유한양행	3	셀트리온	1		
은행	2	신한지주	4-1	KB금융	2-1	하나금융지주	4	우리은행	2	기업은행	4-1
보험	2	삼성생명	2	삼성화재	4	한화생명	4	동부화재	1	현대해상	2
증권	4	NH투자증권	1	삼성증권	3	미래에셋증권	1	미래에셋대우	4	한국금융지주	1
하드웨어	3	삼성전자	2	LG디스플레이	4	삼성SDI	4	삼성전기	4	LG이노텍	4
인터넷/SW	2	NAVER	2	삼성에스디에스	1	엔씨소프트	2	카카오	2		
반도체	2	SK하이닉스	4	원익IPS		솔브레인	3	이오테크닉스	4		
통신서비스	1	SK텔레콤	4	KT	2	LG유플러스	3				
유틸리티	3	한국전력	1-1	한국가스공사	4	한전KPS	1				

자료: 동부 리서치

롱-숏 포트폴리오

산업과 기업에 대해 계량 분석한 New 헤게모니 포트폴리오는 다음과 같다.

도표 43. 롱-숏 포트폴리오

포지션	산업	국면	기업명	국면	기업명	국면	기업명	국면	기업명	국면
Long	철강금속	1	고려아연	1	현대제철	1				
	운송		현대글로비스	2	CJ대한통운	2	한진칼	1		
	제약바이오		셀트리온	1						
	통신서비스		KT	2						
	자본재	2	LG	2	한국항공우주	2				
	건설		현대산업	2-1	대림산업	2				
	완성차		기아차	2						
	자동차부품		한국타이어	2	한온시스템	2				
	소비자서비스		강원랜드	2	파라다이스	2				
	은행		KB금융	2-1	우리은행	2				
	보험		삼성생명	2	현대해상	2				
	인터넷/SW		NAVER	2	엔씨소프트	2	카카오	2		
Short	화학	3	LG화학	2	롯데케미칼	2	효성	2-1	한화케미칼	2
	기계		두산중공업	2-1	LS	2-1	두산인프라코어	2-1		
	미디어		로엔	2						
	생활용품		LG생활건강	2	아모레G	2	한국콜마	2		
	하드웨어		삼성전자	2						
	증권	4	삼성증권	3						

자료: 동부 리서치

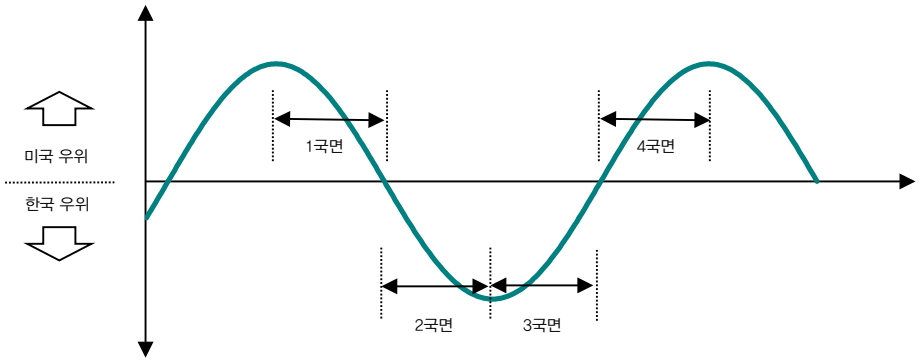
V. Q&A

자주 듣는 질문

Q: 산업 헤게모니 국면 표현이 잘못된 거 같아요

A: 미국에서부터 유발되는 헤게모니가 한국으로 이전되는 것을 확인하기 위해 한국 중심이 아니라 미국 중심으로 생각하기 위해서 반대로 표현한 것입니다. 즉, 위에서 아래 방향으로 흘려 내려간다면 한국에 좋은 것으로 판단하면 됩니다. 그리고 국면 흐름의 델타 값이 아래로 커질수록 선호하고 델타 값이 아래 방향이지만 작다면 선호하지 않습니다.

도표 44. 산업 파동 설명



자료: 동부 리서치

Q: 산업 헤게모니가 이익추정치 상향과 같은 의미 아닌가요

A: 이익추정치를 활용하지만 의미는 전혀 다릅니다. 퀀트들이 많이 활용하는 이익추정치 상향 Factor는 주가를 상승시키는 모멘텀으로 작용하는 것이 일반적입니다. 하지만 헤게모니가 이전하는 상황에서는 해석을 달리해야 합니다. 8월 미국 철강 업종의 이익추정치는 매주 10% 이상 상향됐지만 주가는 급락했습니다. 미국과 한국 철강 업종의 산업 헤게모니를 확인하면 그 이유를 찾을 수 있습니다.

Q: 왜 미국과 한국을 비교하나요? 페어트레이딩인가요?

A: 최근 몇 년 동안 헤게모니가 집중된 곳이 미국입니다. 미국의 힘이 분산되어야만 한국으로 헤게모니가 이전될 수 있습니다. 다만, 미국보다 우위에 있는 업종만 헤게모니 혜택을 받을 수 있습니다. 페어트레이딩과 같은 개념은 아니지만 비슷한 의미로 해석할 수도 있습니다. 예를 들어 보겠습니다. 대한민국에 A라는 아주 큰 자금을 운용하는 자산운용사가 있고 B라는 신생 자산운용사가 있습니다. 만약 A라는 자산운용사의 수익률이 저조해져서 쏠렸던 자금이 분산되면 어떻게 될까요? 특히 해당 시점에 B라는 운용사가 A보다 운용을 잘하고 있다면 아마도 A자금의 일부는 B로 이동할 수 있습니다. 두 운용사는 페어 관계는 아니지만 비슷한 의미로 해석할 수 있을 것입니다.

Q: 좋은 산업을 산다. 즉 실적 좋은 산업의 비중을 높이는 것과 다른 의미인가요?

A: 전혀 다른 의미 입니다. 실적은 주가에 후행 합니다. 주가와 동행하는 것은 수급이죠. 수급은 헤게모니와 동행합니다. 헤게모니 이전 현상으로부터 수급이 이동하기 때문입니다. 그리고 일정 시간이 소요되면 실적 개선으로 이어집니다.

Q: 산업의 파동이 우호적일 때 좋은 기업을 사는 게 맞는 듯한데 실적이 안 좋은 기업도 포트폴리오에 편입이 되는 것이 이상합니다.

A: 포트폴리오에 편입된 종목들은 단일 색을 띄어서는 안됩니다. 스포츠 경기를 할 때 이기기 위해서는 모두 공격수가 되어서는 안 되는 것과 같습니다. 누군가는 공격을 하고 누군가는 방어를 해야 합니다. 그리고 두 조합이 잘 어우러졌을 때 좋은 결과로 이어집니다.

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자자 등에게 지난 6개월간 E-mail을 통해 사전 제공된 바 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

동부증권

본 사

본사 영업부	02) 369-3200	서울특별시 영등포구 국제금융로8길 32 (동부증권빌딩 1~2층)

서울지역

강남금융센터	02) 3474-9000	서울특별시 서초구 강남대로 341 (삼원빌딩 3층)
도곡금융센터	02) 568-3700	서울특별시 강남구 언주로30길 39 (삼성SEI타워 5층)
동부금융센터	02) 3011-5000	서울특별시 강남구 테헤란로 432 (동부금융센터빌딩 3층)
청담금융센터	02) 514-1414	서울특별시 강남구 영동대로 646 (동흥빌딩 2층)
목동	02) 2636-6000	서울특별시 양천구 목동서로 159-1 (CBS기독교방송 1층)
서초	02) 597-9100	서울특별시 서초구 서초중앙로 125 (로이어즈타워 3층)
압구정금융센터	02) 3445-8800	서울특별시 강남구 논현로 176길 14 (증권빌딩 2층)
을지로금융센터	02) 753-9000	서울특별시 중구 남대문로 103 (동부빌딩 3층)
잠실	02) 419-6200	서울특별시 송파구 올림픽로 35 다길 45 (루터회관 1층)

경기지역

분당	031) 718-7000	경기도 성남시 분당구 성남대로 32 (보명프라자 4층)
인천	032) 518-3434	인천광역시 부평구 길주로 633 (메디캐슬빌딩 2층)
평촌	031) 382-6200	경기도 안양시 동안구 시민대로 194 (흥국생명빌딩 4층)
진접	031) 572-4020	경기도 남양주시 진접읍 장현천로 20 3층
화성향남	031) 366-0900	경기도 화성시 향남읍 삼천병마로 216 3층

대전 · 충청지역

대전	042) 522-6600	대전광역시 서구 도산로 51 (도마라이프클리닉센터 3층)
둔산	042) 489-9500	대전광역시 서구 둔산서로 59 (고운손병원빌딩 2층)
천안	041) 569-7000	충청남도 천안시 서북구 동서대로 129 (에이엠타워 2층)
청주	043) 253-9400	충청북도 청주시 흥덕구 2순환로 1229 (고속터미널 2층)

부산 · 경상지역

남포	051) 242-6000	부산광역시 중구 구덕로 90 (남포메디칼센터 2층)
부산	051) 515-6200	부산광역시 동래구 충렬대로 353 (BNK부산은행 건물 2층)
센텀	051) 741-7200	부산광역시 해운대구 센텀동로 9 (대우트럼프스퀘어 2층)
양산	055) 388-0900	경상남도 양산시 양산역1길 24 (영동프라자 1층)
창원	055) 600-5500	경상남도 창원시 의창구 두대동 333 시티세븐 (트레이드센터 3층)
대구	053) 476-4000	대구광역시 수성구 무학로 99 (호연빌딩 2층)
범어	053) 745-4900	대구광역시 수성구 달구벌대로 2348 (수협빌딩 2층)
포항	054) 275-3100	경상북도 포항시 북구 중흥로 301 (신아빌딩 1층)

광주 · 전라지역

광주	062) 225-6900	광주광역시 남구 봉선로 164 (비아로마삼환빌딩 4층)
첨단	062) 975-1000	광주광역시 북구 첨단연신로 97 (솔로몬타워 203호)
전주	063) 229-2211	전라북도 전주시 완산구 백제대로 140 (효자메디컬센터 2층)

강원지역

강릉	033) 641-7800	강원도 강릉시 강릉대로 270 (구) 고속버스터미널 건너편
원주	033) 765-9400	강원도 원주시 서원대로 406 (리더스타워 3층)

본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.