



Monthly | 2021년 1월

까마귀 전략

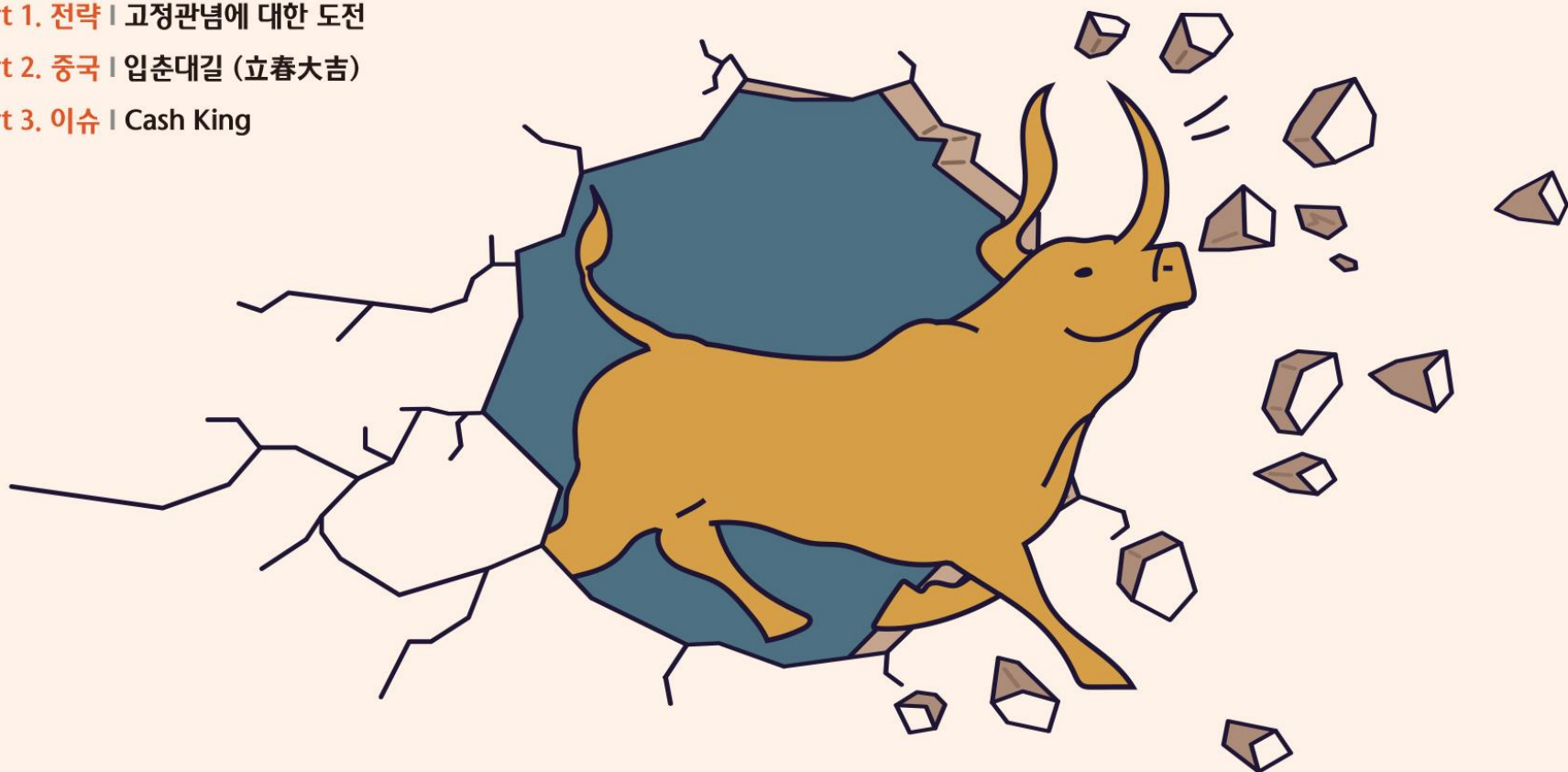
1분기 주식시장 전망과 전략



Part 1. 전략 | 고정관념에 대한 도전

Part 2. 중국 | 입춘대길 (立春大吉)

Part 3. 이슈 | Cash King



Strategist 이재만

02-3771-7547
duke7594@hanafn.com

중국/신흥국전략 김경환

02-3771-7616
khstyle11@hanafn.com

주식시장 이재선

02-3771-3624
jaesun0216@hanafn.com

RA 신다운

02-3771-7516
dawoonshin@hanafn.com

RA 변윤지

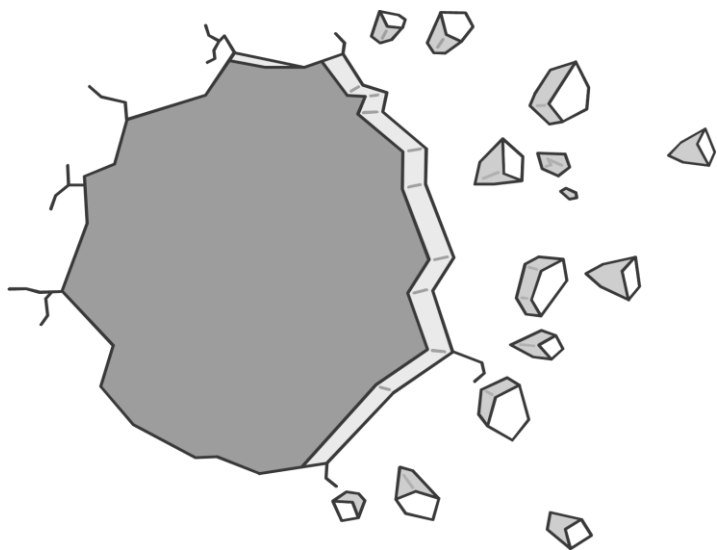
02-3771-7593
bwg7007@hanafn.com



Contents

2021년 1월 4일 | 하나금융투자 리서치센터

까마귀 전략



Part 1. 전략

고정관념에 대한 도전

4

Part 2. 중국

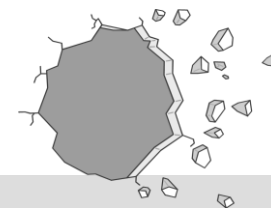
입춘대길 (立春大吉)

42

Part 3. 이슈

Cash King

42

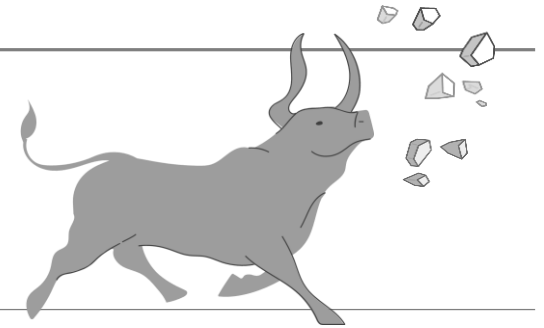


Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

까마귀 전략

Part 3. 1분기 중시 이슈 전망



Cash King



하나금융투자 리서치센터 자산분석실

주식시황 이재선

E-mail: jaesun0216@hanafn.com / Tel : 02-3771-3624

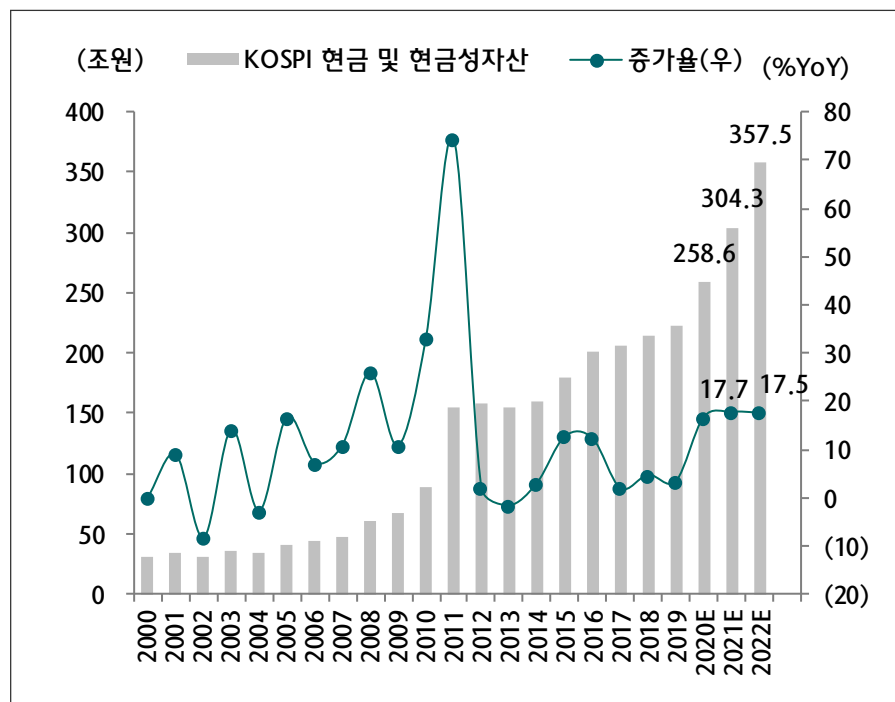
[요약] Cash King

- 코로나19 장기화에 국내 대기업들은 현금 확보에 주력. 2020년 3분기 기준 100대 기업들의 현금성 자산은 약 113조원으로 5년래 최대치
- 현금 부자 기업들의 장점은 크게 두가지로 분류: 1) 차세대 먹거리를 확보할 수 있는 발판이 마련됨. 미국 빅테크 기업들은 코로나19 이후 쌓은 현금을 발판 삼아 M&A 인수를 확대 중. 글로벌 기업들 CEO 응답자 중 56%가 '향후 1년 내 M&A에 적극 나설 계획'이며, 38%가 코로나19 M&A 전략으로 '인수대상 기업의 가치 하락을 노린다'고 응답
- 이는 국내도 마찬가지. 차기 성장동력 확보를 위한 국내 기업들의 M&A 거래 건수는 1998년 IMF 위기, 2001년 닷컴 버블, 2008년 금융위기 당시 증가
- 2) 현금 증가와 동시에 이익 증가가 이뤄진다면 주주환원정책 또한 강화될 가능성이 높음. 잉여현금흐름 개선 > 배당성향 증가의 선순환 구조는 외국인 Buy call에 긍정적인 영향 미칠 수 있는 요인. 낮은 주주환원율은 그간 국내 기업들, 나아가 KOSPI 디스카운트의 주 원인
- 2021년 KOSPI 상장사 순이익은 전년동기대비 +45.8% 상승한 160조원으로 추정 & 2021년 KOSPI 전체 배당액 규모는 전년동기대비 +6.4% 상승한 31.5조원으로 2018년 이후 최대 수준 기록 전망
- 현금흐름 개선은 주가에 반영. 특히 이익과 영업활동현금흐름이 동시에 개선된 기업군 주가는 역사적으로 아웃퍼폼. 최근 4개년은 그 추이가 더욱 명확해지는 흐름
- 전략: 현금흐름 사이클을 통한 기업 찾기, 현금흐름 지표 8가지 유형 중 안정기와 성장기 기업에 주목
- Case 1. KOSPI 200 기준 안정기 기업 중 영업활동현금흐름/매출액 & 2021년 1분기 순이익 개선 관찰되는 기업 15개 분류:
삼성전자/SK하이닉스/셀트리온/삼성물산/LG생활건강/아모레퍼시픽/한온시스템/고려아연/KT/LG이노텍/CJ대한통운/쌍용양회/두산밥캣/만도/삼성엔지니어링
- Case 2. KOSPI 200 기준 성장기 기업 중 영업활동현금흐름/매출액 & 2021년 1분기 매출액 개선 관찰되는 기업 15개 분류:
현대차/삼성SDI/카카오/기아차/현대모비스/넷마블/LG디스플레이/포스코케미칼/녹십자/HMM/한미약품/두산퓨얼셀/씨에스윈드/한화/코스맥스

현금이 쌓인다

- 21년 KOSPI 상장사 기업들의 현금 및 현금성 자산, 전년동기대비 +17.7% 증가
- 20년 3분기 기준, 국내 100대 기업들의 현금성 자산은 약 113조원으로 5년래 최대치 기록
- 이는 기업들이 코로나19 장기화에 따른 불확실성에 현금성 자산을 확보하는 심리가 확대된 점에 기인

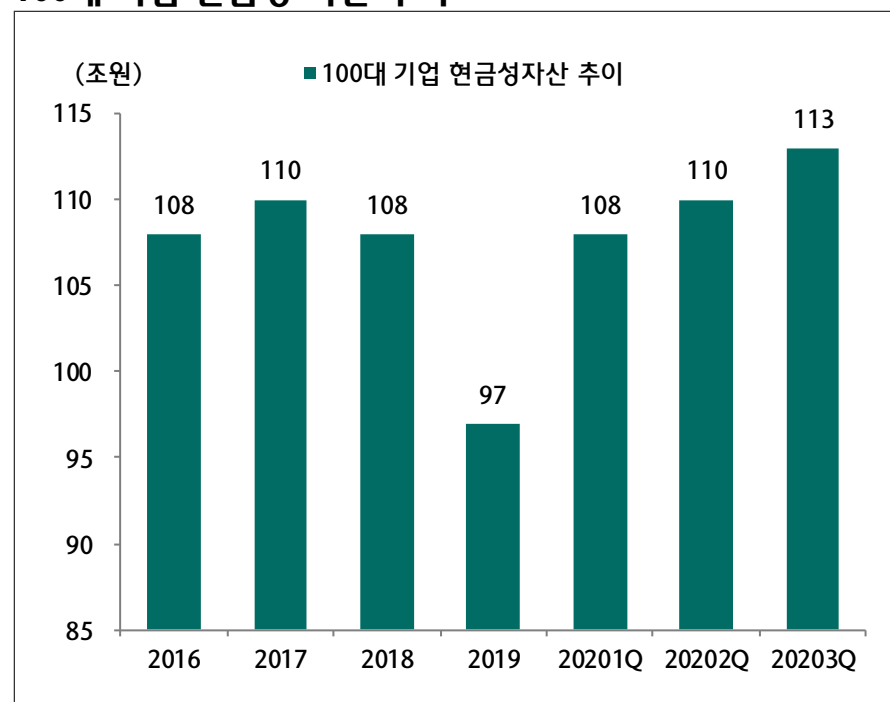
KOSPI 현금 및 현금성 자산 추이



주: 컨센서스 기준

자료: Quantwise, 하나금융투자

100대 기업 현금성 자산 추이



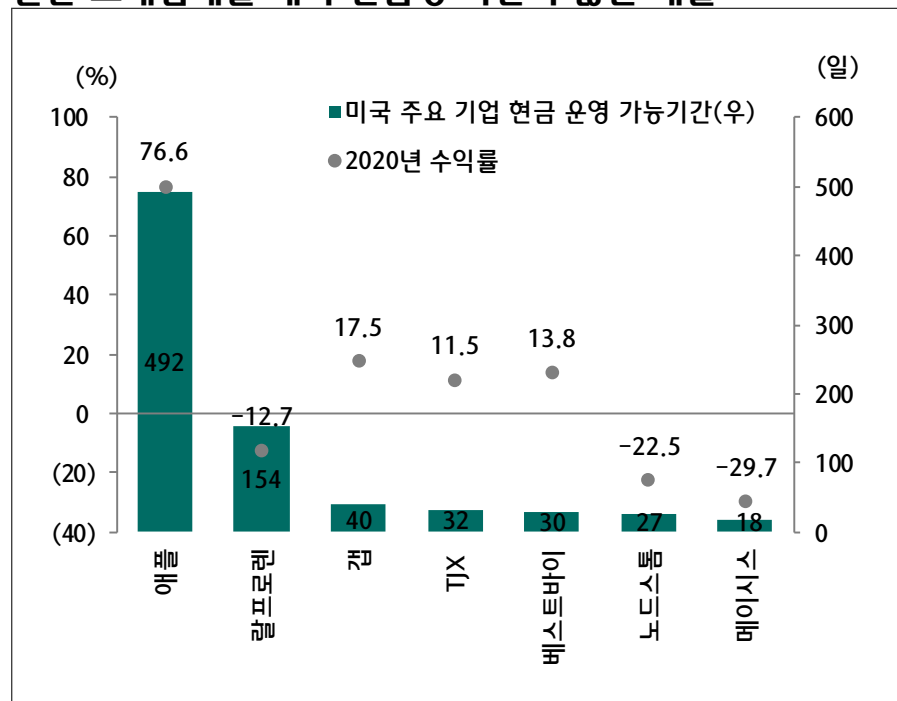
주: 현금성 자산은 각 사 분기말 기준

자료: 한경연, KIS-Value, 하나금융투자

현금이 많은 기업의 장점: 해외 빅테크들을 보면, 1) M&A 투자

- 현금을 확보한 기업은 불확실성에서 살아남을 수 있음. 대표적으로 약 300조원의 현금을 보유하고 있는 애플은 아이폰이나 맥북을 한 대도 팔지 않아도 492일을 버틸 수 있는 것으로 분석
- 또한 현금 부자 기업들은 차세대 먹거리를 확보할 수 있는 발판이 마련됨. 미국 빅테크 기업들은 코로나19 이후 쌓은 현금을 발판 삼아 M&A 인수를 확대 중. 가장 적극적인 행보를 보이고 있는 애플은 AI기업 '빌링스', VR 콘텐츠 업체 '넥스트VR' 등 스타트업 기업들을 잇따라 인수

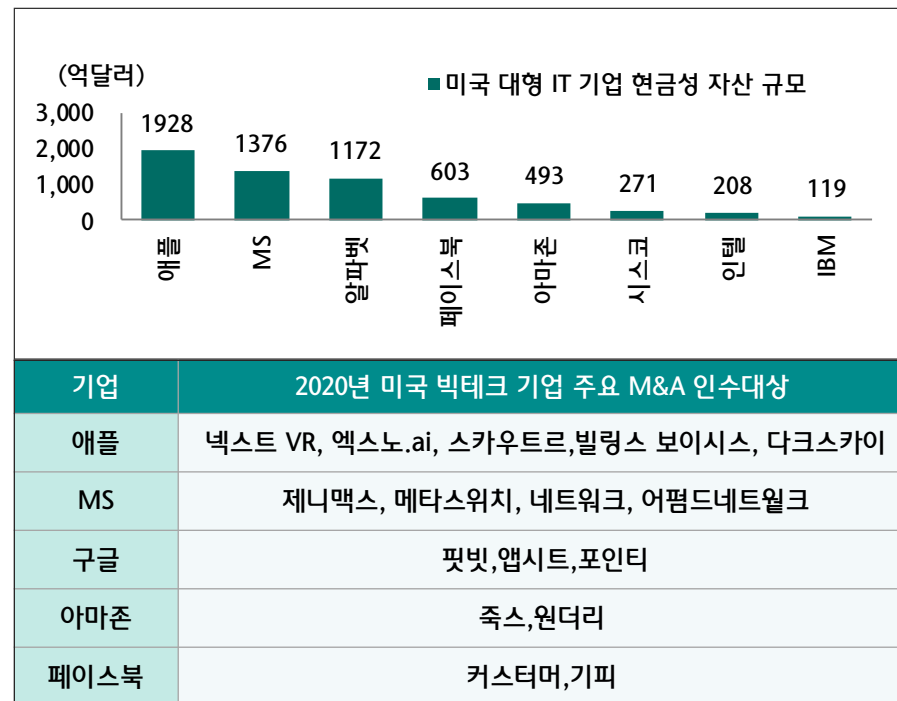
일반 소매업체들 대비 현금성 자산이 많은 애플



주: 2019년말 보유 기준

자료: Calcbenon, WSJ, 하나금융투자

현금을 발판삼아 미국 빅테크 기업들 M&A 인수 규모 확대



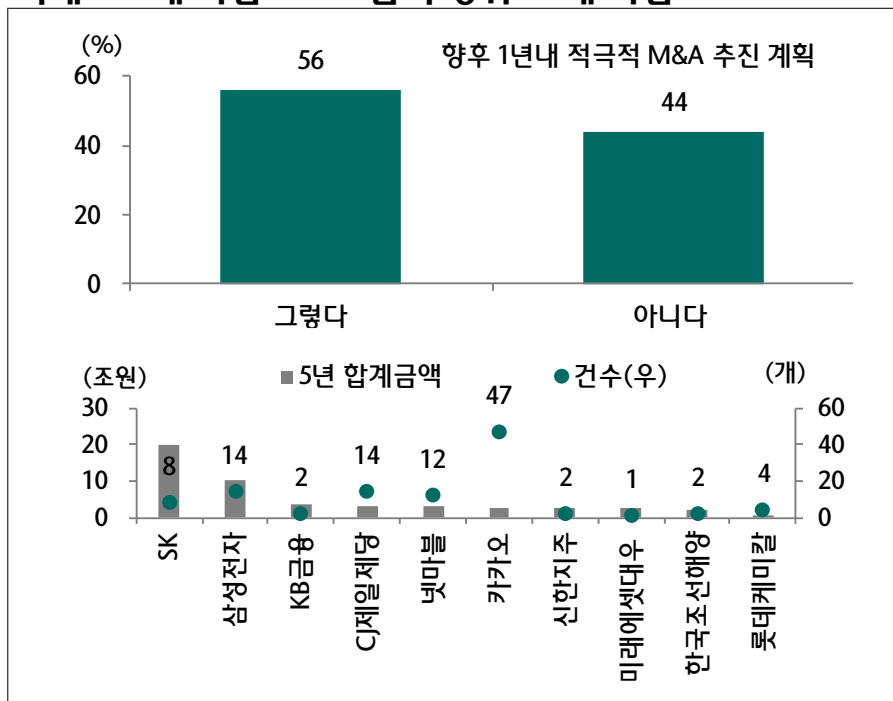
주: 인수 추진중인 기업 포함

자료: Bloomberg,Quantwise, 하나금융투자

M&A, 위기 국면에서 더욱 활발하게 진행되는 경향

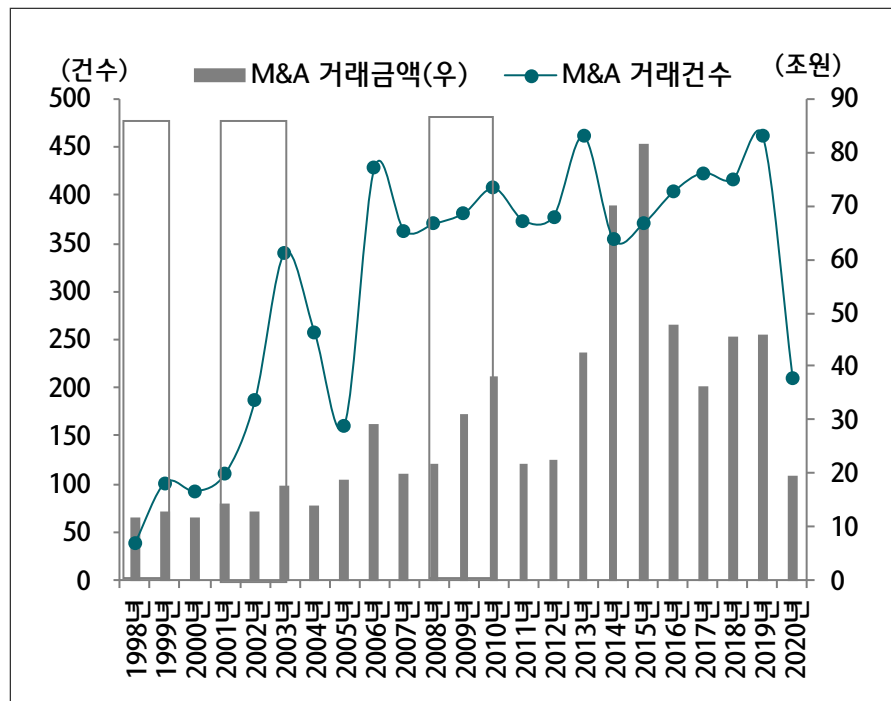
- 글로벌 기업들 CEO 응답자 중 56%가 '향후 1년 내 M&A에 적극 나설 계획'이며, 38%가 코로나19 M&A 전략으로 '인수대상 기업의 가치하락을 노린다'고 응답
- 이는 국내도 마찬가지. 차기 성장동력 확보를 위한 국내 기업들의 M&A 거래 건수는 98년 IMF 위기, 01년 닷컴 버블, 08년 금융위기 당시 증가. 공정거래위원회에 따르면 올해 상반기 완료된 M&A 심사는 건수 기준 상반기 사상 최대치 기록

글로벌 기업들의 M&A 대한 긍정적인 의사 & 국내 500대 기업 M&A 금액 상위 10개 기업



주: 연도별 인수 금액 기준
자료: CEO 스코어, EY 한영, 하나금융투자

위기 국면 이후 국내 M&A 거래 건수 증가되는 경향

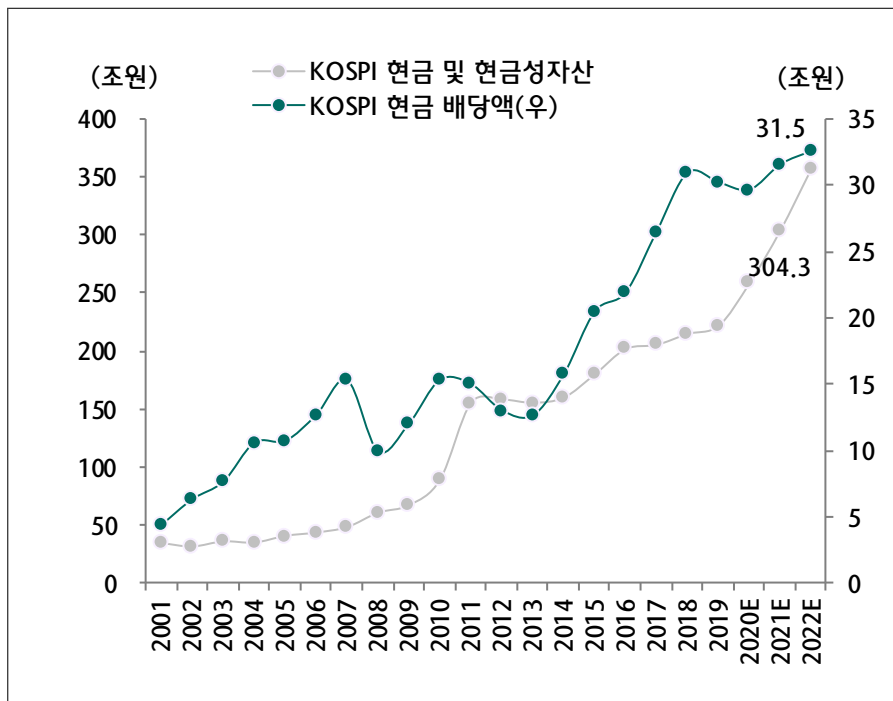


주: 2020년은 상반기 기준
자료: Bloomberg, 하나금융투자

현금이 많은 기업의 장점: 2) 주주환원정책 강화

- 현금 증가와 동시에 이익 증가가 이뤄진다면 주주환원정책 또한 강화될 가능성이 높음
- 2021년 KOSPI 상장사 순이익은 전년동기대비 +45.8% 상승한 160조원으로 추정
- 2021년 KOSPI 전체 배당액 규모는 전년동기대비 +6.4% 상승한 31.5조원으로 2018년 이후 최대 수준 기록 전망

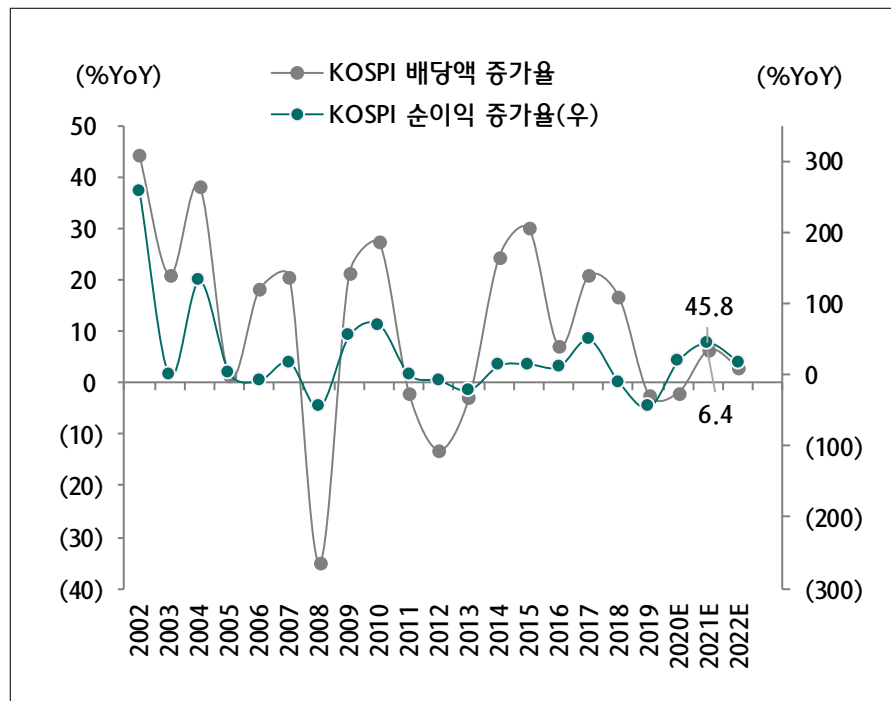
기업들의 현금 자산 증가와 함께 증가하는 배당액



주: 컨센서스 기준

자료: Quantwise, 하나금융투자

이익 개선 시 배당액 증가율 상승



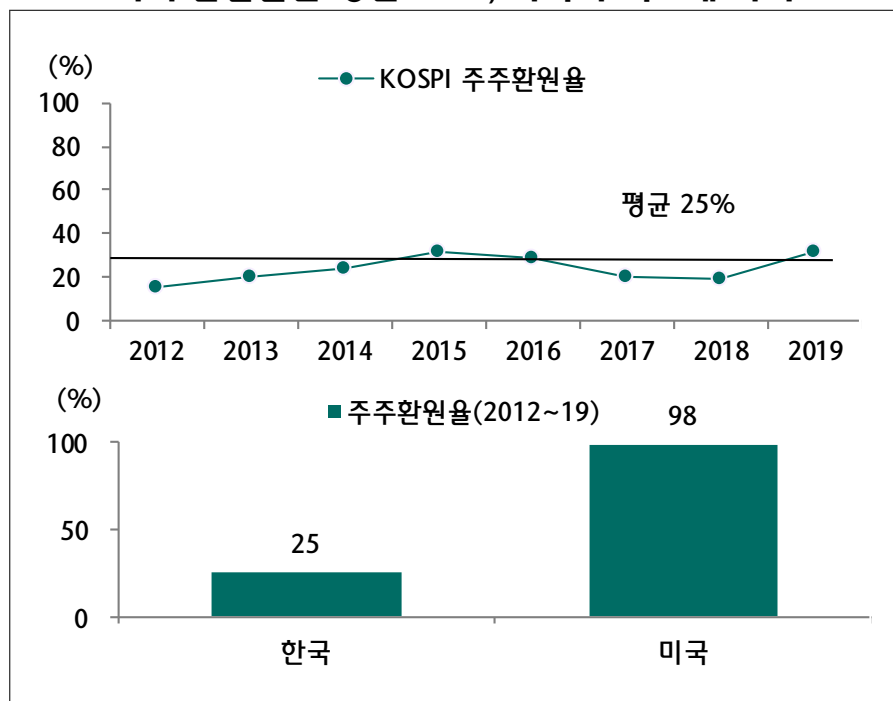
주: 컨센서스 기준

자료: Quantwise, 하나금융투자

낮은 주주환원율은 그간 KOSPI의 디스카운트 요인으로 작용

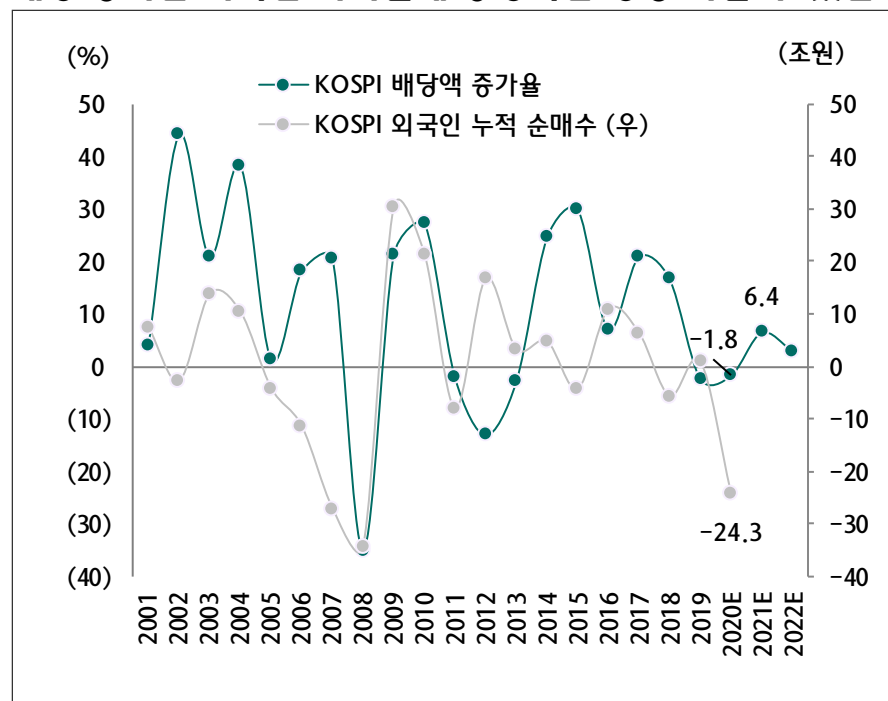
- 궁극적으로 한국 증시의 중장기적인 알파를 추구할 수 있는 부분은 주주환원
- 한국은 주주환원율(순이익에서 배당과 자사주 매입이 차지하는 비중)이 낮음. 2012~19년 기준 평균 98%를 기록하는 미국(S&P500) 대비 25% 수준. 배당 증가는 외국인 바이콜에 긍정적인 영향 미칠 수 있는 요인

KOSPI 주주환원율은 평균 25%, 미국과 약 4배 차이



주: 주주환원율=(배당액+자사주매입)/순이익
 자료:S&P500, KRX, 하나금융투자

배당 증가는 외국인 바이콜에 긍정적인 영향 미칠 수 있는 요인

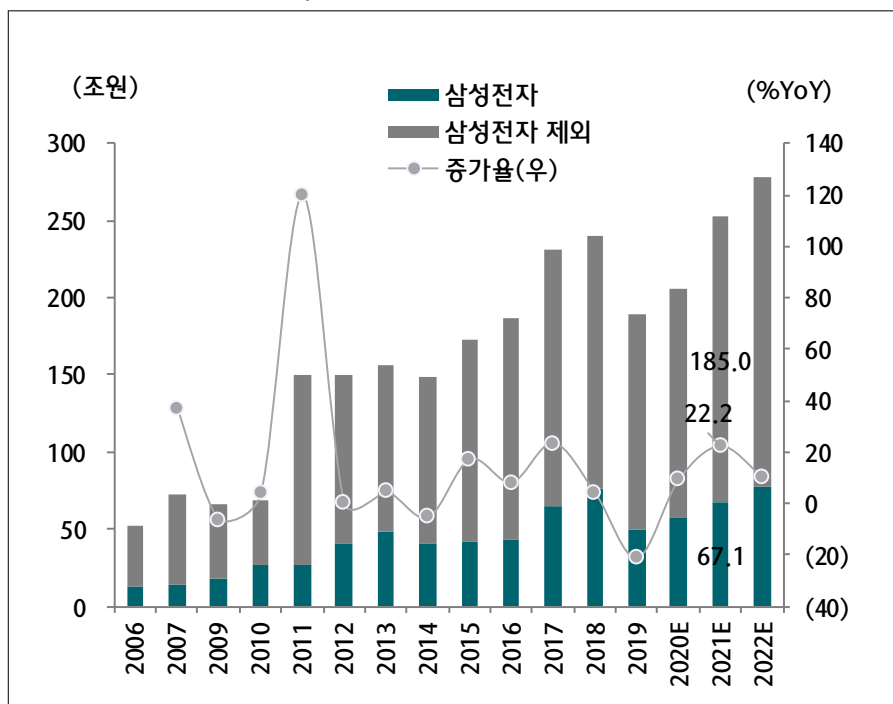


주: 컨센서스 기준
 자료: Quantwise, 하나금융투자

동시에 현금흐름을 보자

- 잉여현금흐름(FCF)은 영업현금흐름에서 자본적 지출을 차감한 순수한 현금력
- 앞서 언급한 배당금 또는 인수&합병, 자사주 매입 용도로 사용되 기업의 실제 자금사정이 양호한지 알 수 있어
- 2021년 KOSPI FCF, 전년동기대비 +22.2% 증가 전망 & 상위 시총기업들의 FCF, 2020년 대비 증가 예상

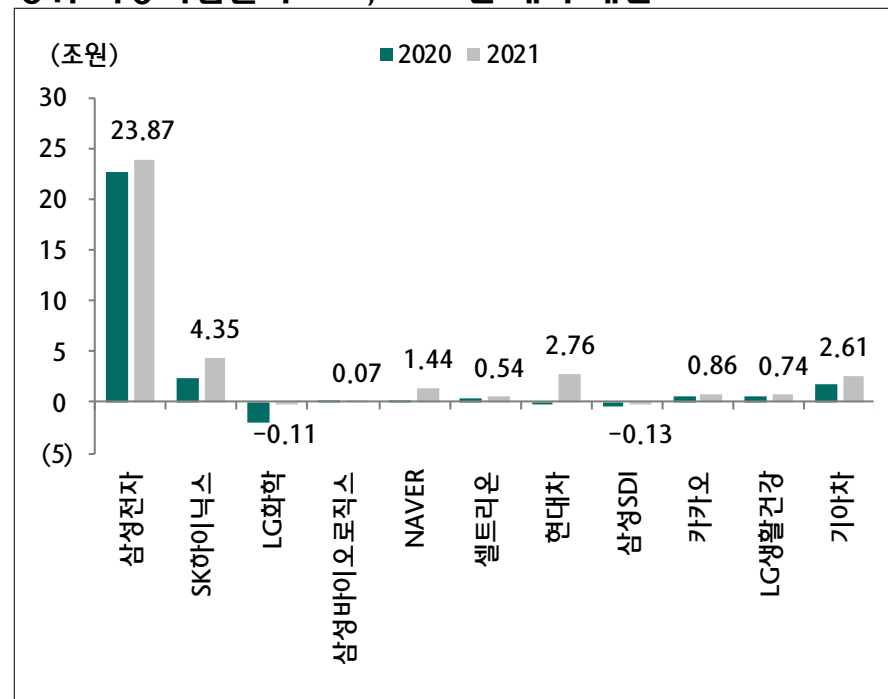
2021년 KOSPI FCF, 전년동기대비 +22.2% 증가 전망



주: 컨센서스 기준

자료: Quantwise, 하나금융투자

상위 시총기업들의 FCF, 2020년 대비 개선



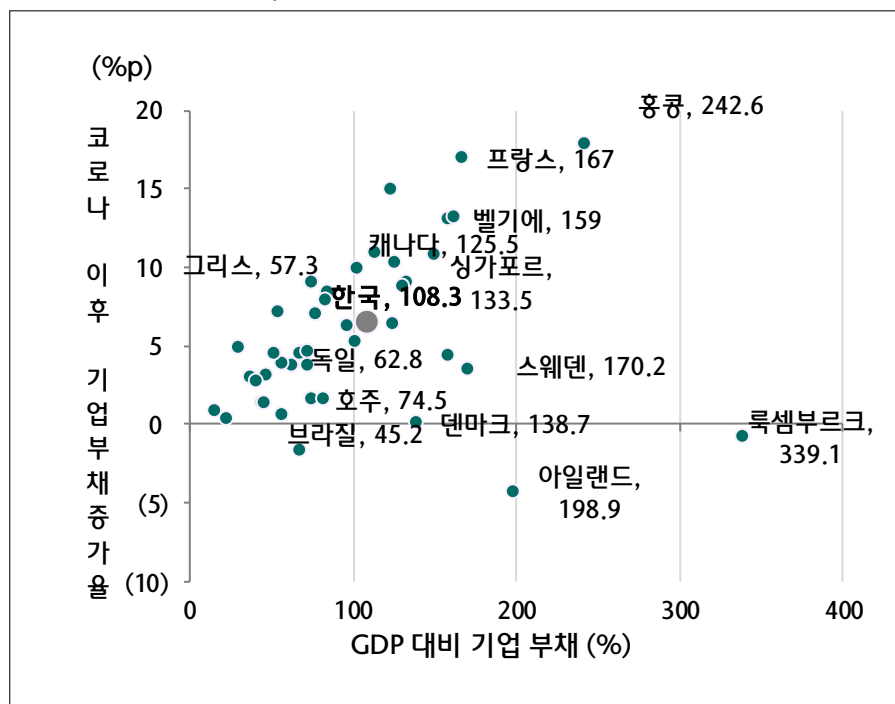
주: 컨센서스 기준

자료: Quantwise, 하나금융투자

현 구간에서 현금 흐름 경영이 중요한 이유

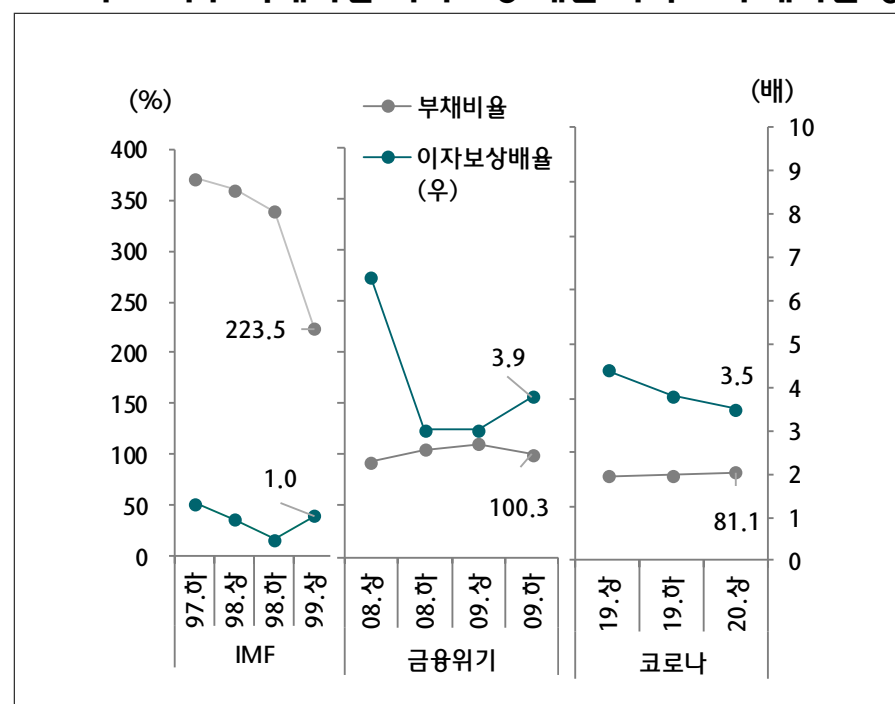
- 코로나 19 사태 장기화에 따른 생존이 중요한 상황. 경기 회복 속도가 더디다면, 매출 감소 > 영업 현금 흐름 악화에 따른 현금 소진 위험을 대비 할 시기. 전세계 기업 부채는 코로나19 이후 대부분 국가에서 증가
- 한국의 경우 GDP 대비 기업부채는 108.3% 수준. 기업 부채 Risk가 과거 위기(IMF, 리먼사태) 국면 수준까지 근접하지는 않았지만, 코로나19 이후 기업 이자보상 배율 하락 & 부채비율 증가

전세계 기업 부채, 코로나19 이후 대부분 국가에서 증가



자료: 한국은행, 하나금융투자

코로나19 이후 국내기업 이자보상 배율 하락 & 부채비율 증가



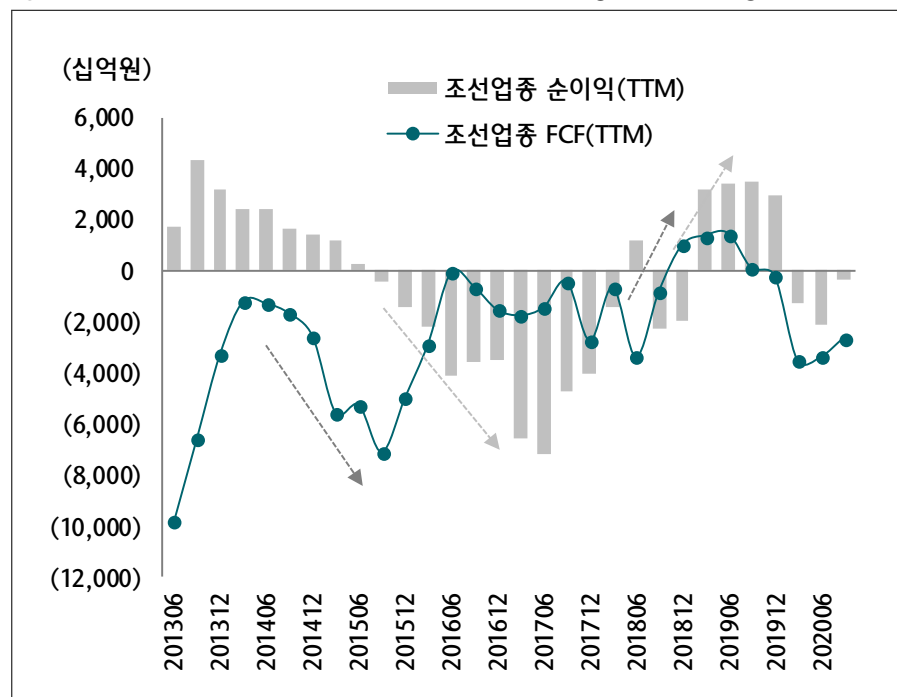
주: 이자보상 배율= 영업이익/이자비용, 부채 비율= 부채총계/자본총계*100

자료: 한국은행, 하나금융투자

현금흐름이 중요한 이유, 산업 Case : 조선업종

- 13~15년의 조선업종의 경우 2014년 대우조선해양의 분식회계, 수주량 감소 발생
- 해당 구간 현금흐름이 먼저 둔화되기 시작 > 그 이후 이익 감소가 발생
- 주가는 매출액 대비 영업활동현금 흐름 둔화/개선을 선반영

잉여현금흐름 둔화/개선은 이익 감소/증가에 선행



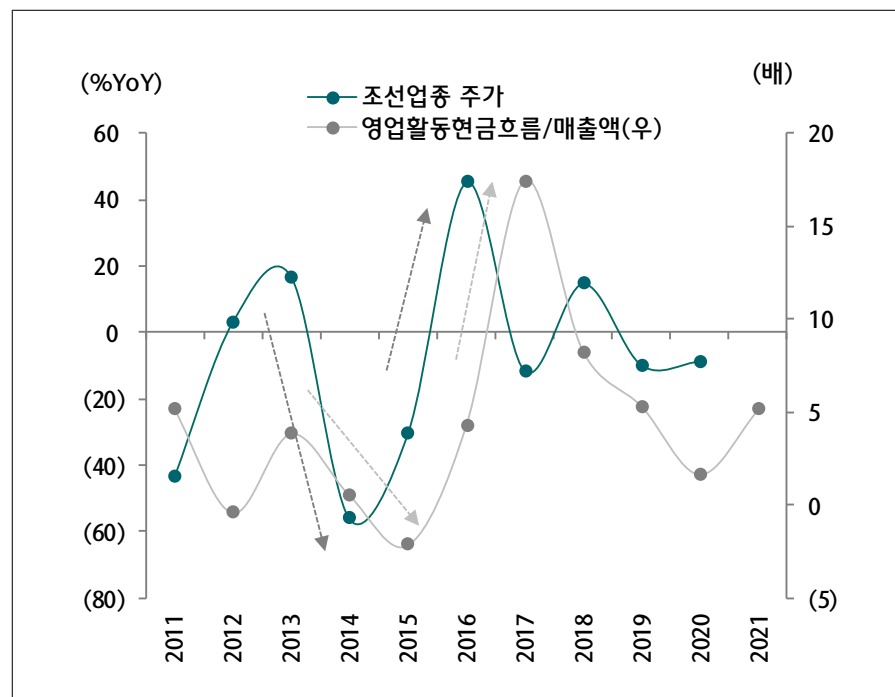
주: 1) 한국조선해양, 삼성중공업, 대우조선해양, 현대미포조선 기준

2) 순이익과 FCF은 4분기 누적(TTM)

자료: Quantwise, 하나금융투자

Strategist/선진국전략 이재만 | 중국/신흥국전략 김경환 | 주식시황 이재선

주가는 매출액 대비 영업활동현금 흐름 둔화/개선을 선반영



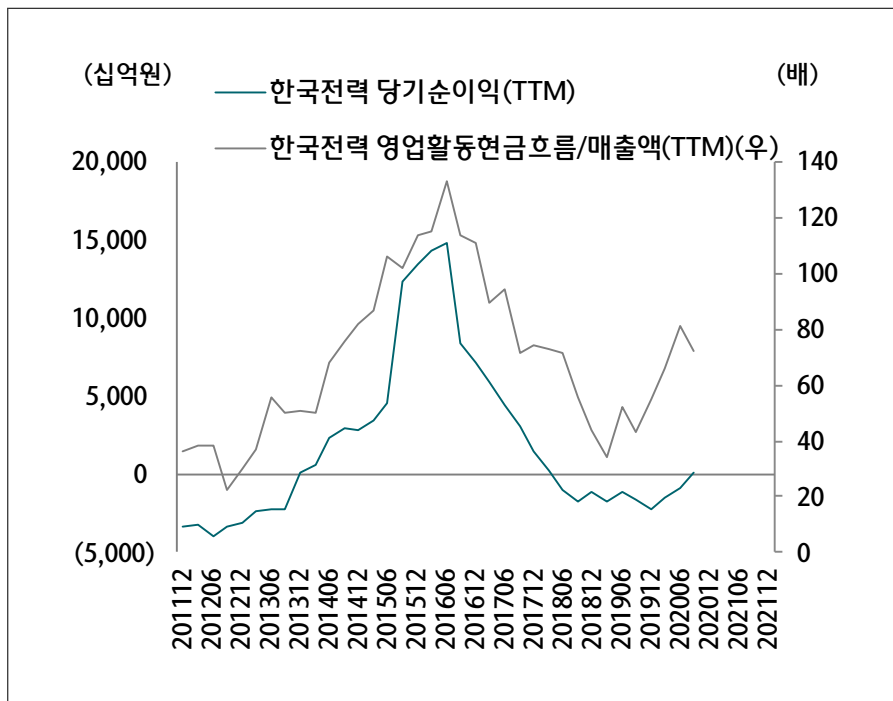
주: 한국조선해양, 삼성중공업, 대우조선해양, 현대미포조선 기준

자료: Quantwise, 하나금융투자

현금흐름이 중요한 이유, 기업 Case : 한국전력

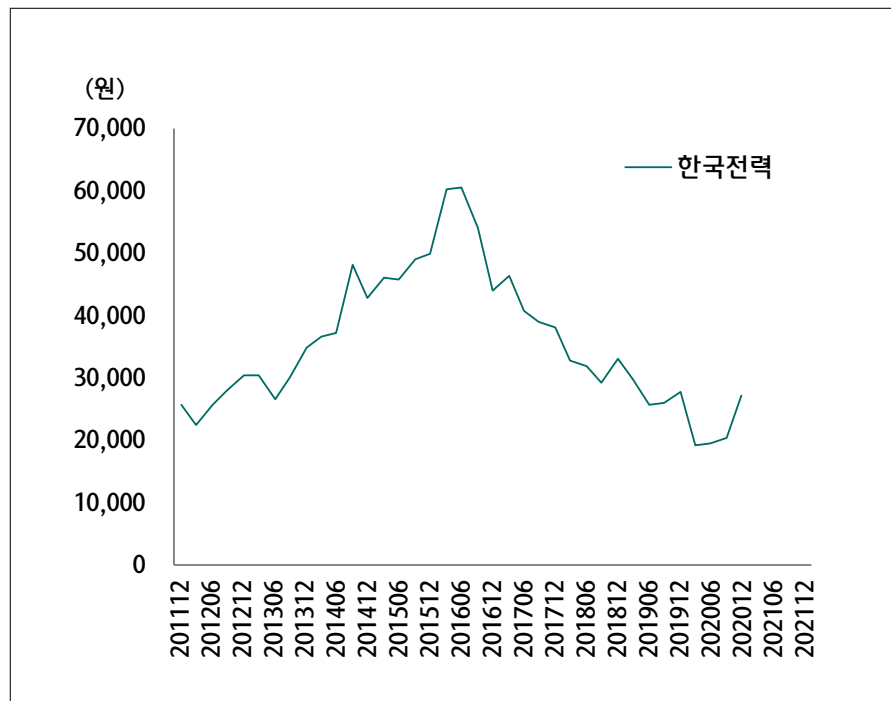
- 한국전력은 당기순이익 흑자전환 & 현금흐름 개선에 따른 주주환원 상승에 대한 기대감에 2014년 이후 우상향 흐름 시현
- 실제로 한국전력의 2015년 예상 배당금은 주당 1,340원이었지만 3,100원의 배당을 공시하며 서프라이즈 배당을 공시
- 그러나 이후 원전 가동률 하락에 따른 현금흐름 둔화 & 영업이익 적자전환으로 주가는 2020년 중반까지 하락

한국전력의 당기순이익과 영업활동현금흐름 비율 추이



주: 순이익과 영업활동현금흐름은 4분기 누적
 자료: Quantwise, 하나금융투자

한국전력의 주가 추이

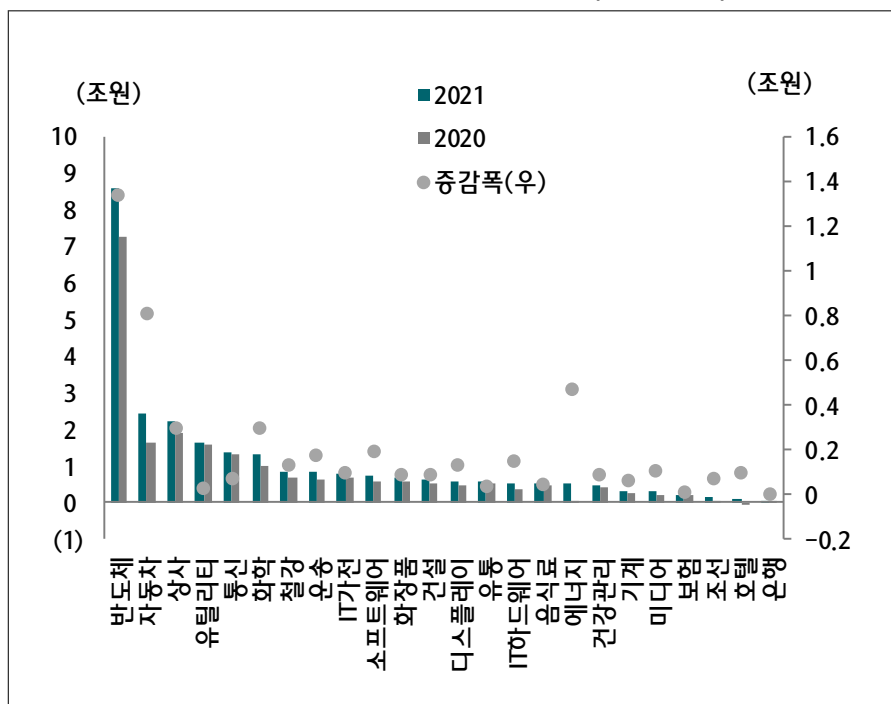


주: 순이익과 FCF는 4분기 누적
 자료: Quantwise, 하나금융투자

모든 업종에서 잉여현금흐름 개선

- 2020년 대비 FCF 개선폭이 가장 두드러지는 업종은 호텔(-3.5배 > 9.2배)과 에너지(0.5배 > 5.2배)
- 절대적으로 FCF 증감이 가장 두드러지는 업종은 반도체(7.3 > 8.6조원), 자동차(1.6 > 2.4조원), 상사(1.9 > 2.2조원) 순
- 매출액 대비 FCF 비율이 높은 업종은 반도체(25.9 > 27.8배), 통신(23.8 > 24.1배), 유틸리티(17.6 > 17.8배) 순

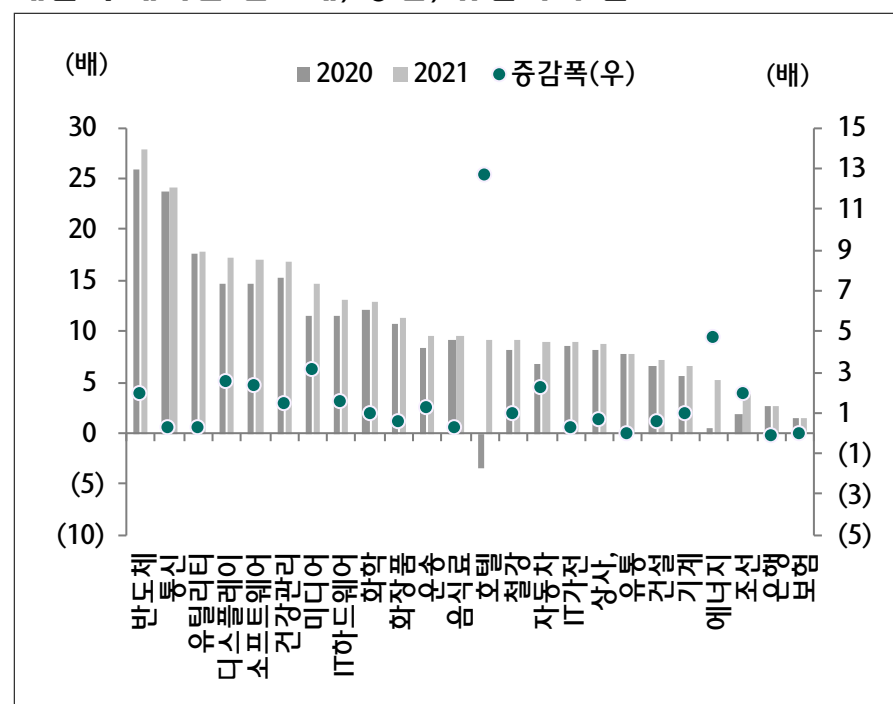
절대적으로 증감폭이 큰 업종은 반도체, 자동차, 상사 순



주: 컨센서스 기준

자료: Quantwise, 하나금융투자

매출액 대비는 반도체, 통신, 유틸리티 순



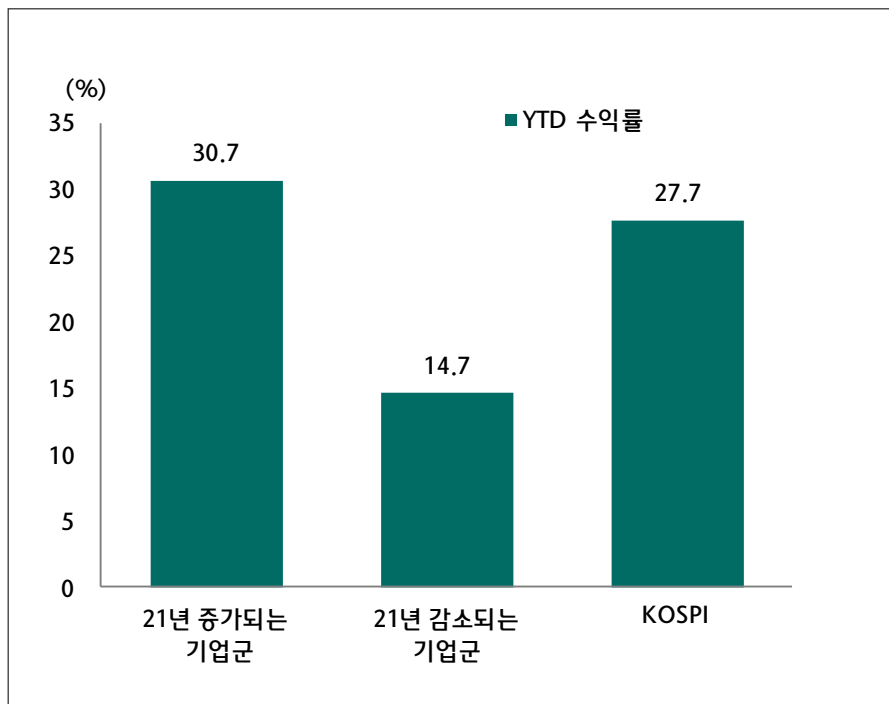
주: 컨센서스 기준

자료: Quantwise, 하나금융투자

이익과 영업활동현금흐름이 동시에 개선 기업군 수익률 양호

- '영업활동현금흐름'은 기업이 영업활동을 통해서 벌어들인 현금이 얼마인지를 나타내는 항목
- 2021년 순이익과 영업활동현금흐름 개선이 예상되는 기업군의 수익률은 작년 한해 그렇지 못한 기업군과 KOSPI 대비 아웃퍼폼

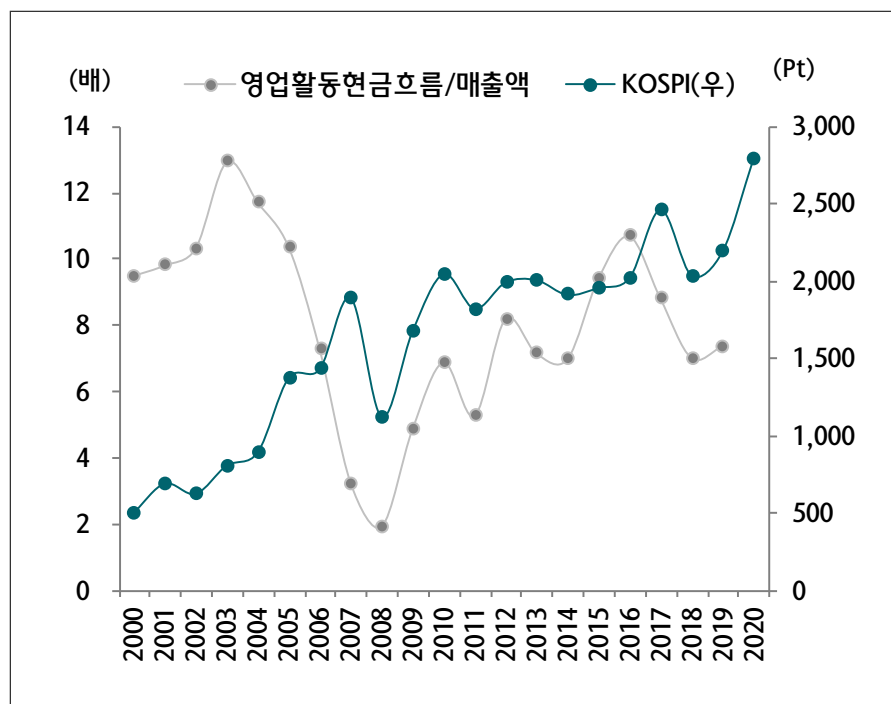
20년, 순이익과 영업이익/매출액 증가 기업군 수익률 양호



주: 컨센서스 기준

자료: Quantwise, 하나금융투자

영업활동현금흐름/매출액과 동일한 궤적을 시현하는 KOSPI

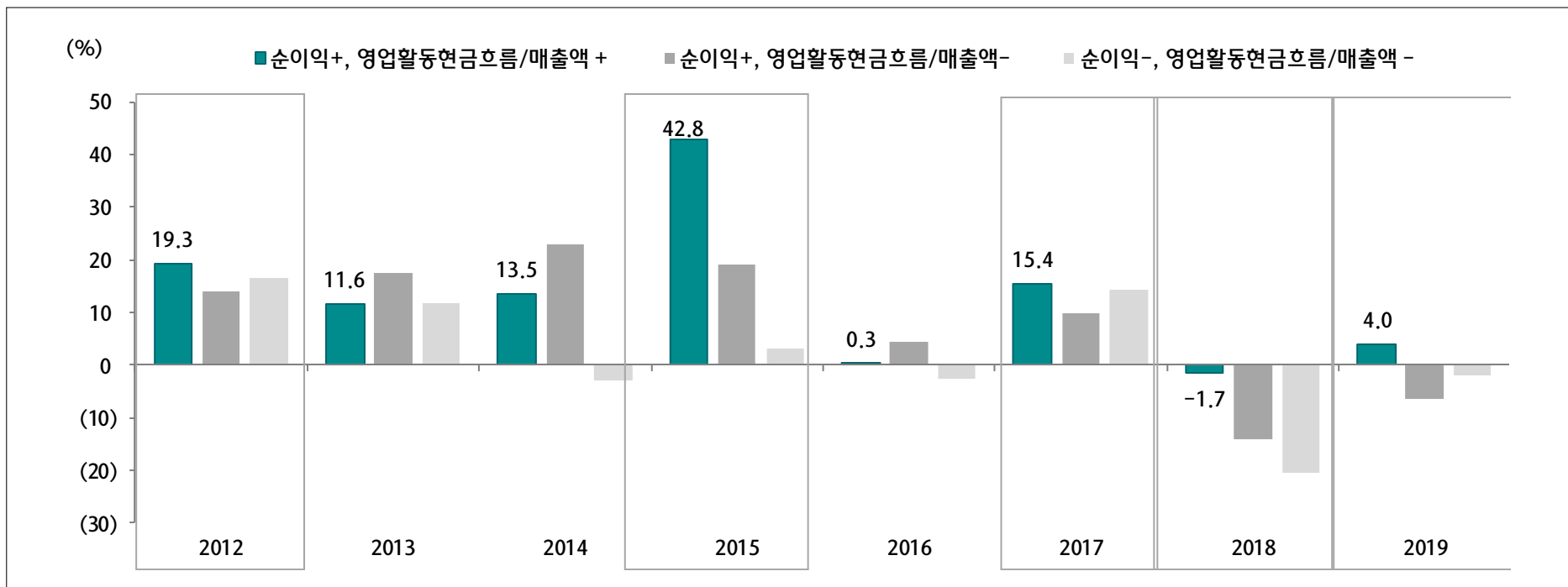


자료: Quantwise, 하나금융투자

특히 최근 3개년은 현금 확보 & 이익 개선 기업이 상대적으로 높은 평가

- KOSPI 200 상장사 기준 순이익과 영업활동현금흐름/매출액 비율이 동시에 개선 흐름을 보인 기업군 주가는 2012년 이후 8번 중 5번 그렇지 못한 기업군 대비 아웃퍼폼
- 특히 최근 3개년은 글로벌 경제 불확실성에 따른 현금 확보 & 이익 개선 기업이 상대적으로 높은 평가를 받으며 연속적으로 아웃퍼폼

순이익과 영업활동현금흐름/매출액 비율이 전년동기 대비 개선 흐름을 보인 기업군 주가는 최근 3개년 연속 아웃퍼폼



주: KOSPI 200 상장사 기준

자료: Quantwise, 하나금융투자

전략: 현금흐름 사이클을 통한 기업 찾기

- 현금흐름은 영업활동, 투자활동, 재무활동으로 구분되며, 사이클은 총 8가지로 분류
- 현금흐름 지표 8가지 유형 중 성장기(영업활동에서 창출한 현금과 차입금 또는 주주의 출자금으로 회사 확장에 필요한 투자를 하고 있는 회사)와 안정기(영업활동에서 창출한 현금으로 비유동 자산 구입 & 부채상환과 배당금을 지급하는 회사) 기업에 주목

현금흐름 지표 8가지 유형 중 성장기와 안정기 기업에 주목

부호		영업활동		투자활동		재무활동	
(+) 증감		팔수록 현금이 남는 경우		자산을 처분한 경우		돈을 빌린 경우	
(-) 감소		팔수록 현금이 부족한 경우		공격적으로 투자한 경우		빚을 갚은 경우	

#	구간	영업활동	투자활동	재무활동	내용
1		+	+	+	▶ 영업활동에 의해 현금이 유입되고 있으나, 설비투자가 이뤄지지않고 고정자산을 매각하고 있는 상태
2		+	+	-	▶ 영업활동에서 창출한 현금과 자산매각 대금으로 부채를 상환하거나 소유주에게 배당금을 지급하고 있는 회사
3	성장기	+	-	+	▶ 영업활동에서 창출한 현금과 차입금 또는 주주의 출자금으로 회사확장에 필요한 투자를 하고 있는 회사
4	안정기	+	-	-	▶ 영업활동에서 창출한 현금으로 비유동 자산 구입 & 부채상환과 배당금을 지급하는 회사
5		-	+	+	▶ 영업활동에서 현금을 창출하지 못하는 문제를 비유동자산 매각 & 차입 & 주주 추가 출자에 의해 해결하고 있는 회사
6		-	+	-	▶ 영업활동에서 부족현금과 비유동 자산구입에 필요한 현금을 장기 차입금과 신규출자액으로 보충하는 회사
7		-	-	+	▶ 영업활동에서 부족현금과 비유동 자산구입에 필요한 현금을 비유동자산의 매각을 통해 해결하고 있는 회사
8		-	-	-	▶ 영업활동에서 부족현금과 채권자에 대한 채무 상환액 또는 주주에게 지급할 배당을 현금 비축액으로 해결하는 회사

자료: Quantwise, 하나금융투자

안정기: 영업활동현금 흐름 & 순이익 개선 관찰되는 기업

- KOSPI 200 기준 안정기 기업 중 영업활동현금/매출액 & 21년 1분기 순이익 개선 관찰되는 기업 15개 분류:
- 삼성전자/SK하이닉스/셀트리온/삼성물산/LG생활건강/아모레퍼시픽/한온시스템/고려아연/KT/LG이노텍/CJ대한통운/쌍용양회/두산밥캣/만도/삼성엔지니어링

안정기 구간 기업 중 영업활동현금/매출액 & 2021년 1분기 순이익 개선 관찰 기업

#	코드	종목명	시총 (조원)	현금성자산(조원)		영업 현금흐름	투자 현금흐름	재무 현금흐름	영업현금흐름 /매출액(배)		당기순이익(조원)		배당 성향(%)	배당 수익률(%)	2020년 수익률 (%)
				2020	2021E				2021E(조원)			2020E			
1	A005930	삼성전자	483.6	56.0	64.6	64.1	-44.8	-11.3	24.2	24.6	6.2	26.4	26.8	2.0	45.2
2	A000660	SK하이닉스	86.3	4.2	6.3	15.8	-12.7	-0.3	41.5	43.6	0.7	11.1	14.7	1.1	25.9
3	A068270	셀트리온	48.5	0.9	1.3	0.7	-0.2	0.0	26.8	30.2	0.2	45.6	0.1	0.0	98.3
4	A028260	삼성물산	25.8	3.0	3.4	1.4	-0.6	-0.5	3.5	4.6	0.4	10.5	33.1	1.7	27.2
5	A051900	LG생활건강	25.3	0.8	1.2	1.1	-0.5	-0.2	12.3	12.8	0.3	13.8	19.6	0.7	28.5
6	A090430	아모레퍼시픽	12.0	0.7	1.0	0.6	-0.3	-0.1	11.8	12.0	0.1	63.5	22.9	0.5	3.0
7	A018880	한온시스템	8.7	0.9	1.1	0.9	-0.6	-0.1	6.4	11.8	0.1	109.2	46.8	2.0	45.7
8	A010130	고려아연	7.6	1.0	1.1	0.9	-0.5	-0.2	9.5	11.4	0.2	32.7	40.8	3.7	-5.5
9	A030200	KT	6.3	3.0	3.6	4.7	-3.8	-0.6	18.4	19.0	0.3	11.1	33.8	5.0	-11.1
10	A011070	LG이노텍	4.3	0.8	1.2	1.3	-0.7	-0.2	9.9	12.6	0.1	3.7	1.6	0.2	30.4
11	A000120	CJ대한통운	3.8	0.6	0.7	0.7	-0.4	-0.0	5.4	5.8	0.0	181.7	0.1	0.0	6.8
12	A003410	쌍용양회	3.4	0.2	0.3	0.4	-0.1	-0.2	23.8	24.6	0.0	47.8	133.2	6.8	17.8
13	A241560	두산밥캣	3.0	0.4	0.5	0.4	-0.2	-0.2	6.5	9.4	0.1	78.9	45.6	4.1	-13.7
14	A204320	만도	2.8	0.4	0.6	0.5	-0.3	-0.0	5.6	7.8	0.0	385.1	15.3	1.1	67.0
15	A028050	삼성엔지니어링	2.6	0.8	1.0	0.3	-0.1	-0.0	3.0	4.2	0.1	4.1	3.0	0.4	-31.0

주: 컨센서스 기준

자료: Quantwise, 하나금융투자

성장기: 영업활동현금 흐름 & 매출액 개선 관찰되는 기업

- Case 2. KOSPI 200 기준 성장기 기업 중 영업활동현금/매출액 & 2021년 1분기 매출액 개선 관찰되는 기업 15개 분류:
- 현대차/삼성SDI/카카오/기아차/현대모비스/넷마블/LG디스플레이/포스코케미칼/녹십자/HMM/한미약품/두산퓨얼셀/씨에스원드/한화/코스맥스

성장기 구간 기업 중 영업현금/매출액 & 2021년 1분기 매출액 개선 관찰 기업

#	코드	종목명	시가총액 (조원)	현금성자산(조원)		영업 현금흐름	투자 현금흐름	재무 현금흐름	영업현금흐름 /매출액(배)		매출액(조원)		2020년 수익률 (%)
				2020	2021E				2021E(조원)			2020E	
1	A005380	현대차	41.0	20.4	23.3	9.1	-6.9	0.6	4.7	7.9	27.6	8.9	59.3
2	A006400	삼성SDI	43.2	1.4	1.7	1.7	-1.8	0.4	10.7	12.1	3.1	30.8	166.1
3	A035720	카카오	34.4	2.4	3.0	1.2	-0.5	0.1	21.4	21.7	1.2	40.8	153.7
4	A000270	기아차	25.3	8.3	10.5	5.3	-3.0	0.1	6.9	7.9	15.7	7.6	40.9
5	A012330	현대모비스	24.3	5.9	6.9	2.7	-1.3	0.1	5.9	6.2	9.9	17.8	-0.2
6	A251270	넷마블	11.3	1.2	1.6	0.4	-0.2	0.1	14.0	14.8	0.7	33.6	42.3
7	A034220	LG디스플레이	6.6	4.3	5.8	5.4	-3.4	0.1	15.6	20.8	5.9	24.3	14.2
8	A003670	포스코케미칼	6.3	0.4	0.5	0.1	-0.5	0.6	4.2	5.3	0.5	20.0	111.2
9	A006280	녹십자	4.7	0.2	0.4	0.1	-0.0	0.0	2.8	7.2	0.3	11.4	206.4
10	A011200	HMM	4.6	0.8	1.6	1.5	-0.9	0.1	16.1	21.6	1.7	31.4	293.0
11	A128940	한미약품	4.3	0.1	0.1	0.1	-0.1	0.0	5.2	8.1	0.3	5.5	23.6
12	A336260	두산퓨얼셀	3.5	0.3	0.3	0.1	-0.1	0.0	7.0	13.0	0.1	586.1	510.7
13	A112610	씨에스원드	3.1	0.1	0.1	0.1	-0.1	0.0	4.5	7.9	0.2	25.2	365.8
14	A000880	한화	2.1	3.7	4.3	4.7	-2.8	1.1	3.4	8.7	14.6	0.8	13.2
15	A192820	코스맥스	1.0	0.1	0.1	0.1	-0.1	0.0	5.1	6.1	0.4	12.7	24.5

주: 컨센서스 기준

자료: Quantwise, 하나금융투자