

---

[2020.4월] 중장기 주식시장 전망과 전략

# A.C. World(After COVID19 World)

---



하나금융투자 리서치센터 자산분석실

Strategist/선진국전략 이재만

E-mail: duke7594@hanafn.com / Tel : 02-3771-7547

## [요약] A.C. World(After COVID19 World)

- 코로나19 발생 이후 미국 경제성장률 회복 속도를 감안 시 이벤트 리스크 보다 길게 경기침체 보다 짧은 3개월 정도 시간 소요 예상(2020/3~5월). 연준의 양적 완화정책 가동 국면에서 코스피 하락 리스크는 12개월 누적 기준 -10%, 3개월 누적 기준 -7%
- 2009년 경기침체 복구 국면에서 미국 보다는 신흥국 증시로 자금이 유입됐던 경험이 있었음. 당시 미국 보다는 중국의 경기부양책 규모가 컸기 때문임. 코로나 19 극복을 위해 재정정책 기준으로 미국은 GDP 대비 12.5%(인프라 투자 통과 시 9.3% 추가). 향후 중국의 재정부양책 규모가 미국을 넘어설 수 있는가 중요
- 국내 증시, 외국인 자금 유입 트리거는 달러약세, 국제유가 상승 그리고 이익 개선. 우선 2020/3월 코스피 장중 저점인 1,440p는 순이익 58조 원을 감안한 수준, 현재 추정치 대비 -40%, 전년대비 -20%를 반영
- 이익 개선 방식에 따라 코스피 중장기 TP는 달라짐. ① 비용 절감형 이익 개선: 삼성전자 CAPEX 지연 또는 축소 진행 시나리오. 삼성전자 이익 개선은 가능하지만, Ex 삼성전자 기업들의 이익은 부진. 12개월 기준 코스피 기대수익률 +12%로 TP 2,140p(현재 코스피 1,900p 기준)
- ② 수출 회복형 이익 개선: 미국과 중국 경제성장률이 2020/3분기부터 예상대로 회복하는 시나리오. 2020/하반기부터 국내 수출 회복, 2021/2분기 수출증가율 10%를 상회할 수 있음. 12개월 코스피 기대수익률 +20%로 TP 2,300p(현재 코스피 1,900p 기준)
- A.C. World(After COVID19 World)에서 제시할 수 있는 세 가지 투자전략 컨셉: Differentiation, Deglobalization, Deleveraging의 3D
- ① Differentiation: 1990년대 후반 Tech Boom 당시 미국 Tech 내에서 MS 시총 비중은 상승했지만, 인텔과 IBM은 하락. 시간이 지날수록 주도업종 내 종목 차별화. 국내 주도업종 특징은 수출 성장을 기반으로 했다는 점을 감안해 비대면 기업들 중 수출 비중이 늘어나고 있는 매출 성장 예상 종목군으로 압축 필요 (NAVER, 스튜디오드래곤, CJ대한통운)
- 미국 증시에서도 Tech 이외의 대안을 찾는다면, 금번 코로나19 이후 의료 시스템 정비를 위한 인프라 투자 확대 가능. 미국 헬스케어 업종의 경우 밸류에이션 매력 여타 국가들에 비해 상대적으로 높기 때문에 미국 대형주 헬스케어 기업으로 구성되어 있는 ETF(XLV US)도 글로벌 투자 대안 중 하나
- ② Deglobalization: 브렉시트, 미/중 무역분쟁, 코로나19로 인해 지역별(미국과 중국 중심) 블록화 현상 심화. 중간재 수출 비중이 높은 국내에는 불리한 환경. Deglobalization 시대를 빠른 Globalization으로 극복하는 기업에 관심. 글로벌 자동차 기업들 대비 해외 생산기지가 빠르게 늘어났고, 지역별 편중도가 낮아지고 있는 현대차그룹. 2017~19년 현대차 12M FWD PER은 도요타와 BMW에 비해 높았지만, 현재 도요타 대비 75%, BMW 대비 67%에 불과
- ③ Deleveraging: 2008년 글로벌 금융위기를 기점으로 삼성전자가 노키아 시가총액 역전, 살아남은 기업은 승자가 될 수 있음. 현재 글로벌 소재, 산업재, 에너지와 같은 전통 씨클릭은 저금리 기조 유지로 소외, 성장 부진, 부채 부담으로 인해 구조조정 필요성 확대. 삼성전자의 생존 원동력으로 낮은 부채, 꾸준한 CFO 증가세, 순현금 상태 유지를 꼽을 수 있음. 국내 전통 씨클릭 기업 중 글로벌 동종 기업 대비 세 가지 기준을 모두 충족하는 기업: 롯데케미칼, 현대건설

[표 1] A.C(After COVID) World

소요 시간	2001년 9/11 테러, 2001/3분기 미국 경제성장률(QoQ) -1.3% 이후 반등 이벤트 리스크: V자 반등 2008년 글로벌 금융위기, 4분기 연속 미국 경제성장률(QoQ, YoY) 마이너스 성장: 6개월 시간 소요 2020년 코로나19, 미국 GDP성장률 QoQ 2개 분기 연속, YoY 4분기 연속 마이너스 성장: 3개월 시간 필요
하락 위험	연준 양적완화정책 국면 S&P500지수 4개 분기 누적 최저수익률 -7%(코로나19), 1개 분기 최저수익률 -12% 코스피 4개 분기 누적 최저수익률 -17%(코로나19), 코로나19 제외 시 -10%, 1개 분기 최저 수익률 -7%
유동성	글로벌 금융위기 보다 현재 재정과 통화 부양책 규모가 크고, 범위 확대 2009년 미국 GDP 대비 경기부양책 5.4%+연준 자산규모 15.2%=20.6% 2020년 미국 GDP 대비 경기부양책 12.5%+연준 자산규모 37.4%=49.9% 트럼프 대통령이 제안한 인프라 투자 중심의 또 다른 경기부양책 규모도 2조 달러(GDP 대비 9.3%) GDP 대비 신규 부양책 규모와 발표 가능 금액=12.5%(재정)+13.9%(통화)+9.3%(인프라)=26.4%(35.7%) 향후 중국의 재정부양책 규모가 미국을 넘어설 수 있는가 중요
유동성 유입 조건	국내 증시, 외국인 자금 유입 트리거는 달러약세, 국제유가 상승 그리고 이익 개선 2020/3월 코스피 장중 저점인 1,440p는 순이익 58조 원 반영. 현재 추정치 대비 -40%, 전년대비 -20% 반영
비용 절감형 개선 코스피 2,140p	코스피 내 시가총액과 순이익 비중을 감안 시 삼성전자의 역할이 중요 삼성전자 CAPEX 축소를 통해 이익 개선 가능-> 감가상각비 절감과 반도체 공급 조절을 통한 가격 반등 삼성전자 이익 개선은 가능하지만, Ex 삼성전자 기업들의 이익은 부진 12개월 기준 코스피 기대수익률 +12%로 TP 2,140p(현재 코스피 1,900p 기준)
수출 회복형 개선 코스피 2,300p	미국과 중국 경제성장률 전망치 2020/3분기부터 본격적인 회복 전망(컨센서스) 미/중 경제성장률-국내 수출증가율-코스피 수익률 회귀식 추정 가능(2008년 이후) 2017년 정도의 수출증가율 개선(17/2분기 +17%)이 2021/2분기 정도에 나타나는 시나리오 12개월 코스피 기대수익률 +20%로 TP 2,300p(현재 코스피 1,900p 기준)

[표 2] A.C(After COVID) World: 투자전략 컨셉, 3D

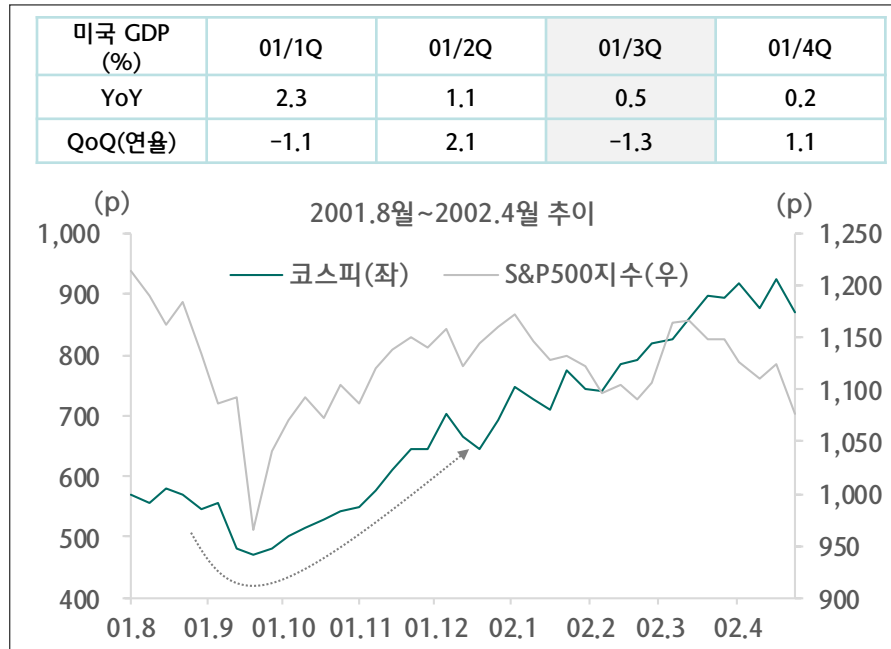
<p>Differentiation</p>	<p>1990년대 후반 Tech Boom 당시 미국 Tech 내에서 MS 시총 비중은 상승했지만, 인텔과 IBM은 하락 시간이 지날수록 주도업종 내 종목 차별화                  국내 주도업종 특징은 수출 성장을 기반으로 했다는 점을 감안                  비대면 기업들 중 수출 비중이 늘어나고 있는 매출 성장 예상 종목군으로 압축 필요(NAVER, 스튜디오드래곤, CJ대한통운)                   미국 증시에서도 Tech 이외의 대안을 찾는다면, 금번 코로나19 이후 의료 시스템 정비를 위한 인프라 투자 확대 가능                  미국 헬스케어 업종의 경우 밸류에이션 매력이 여타 국가들에 비해 상대적으로 높음                  미국 대형주 헬스케어 기업으로 구성되어 있는 ETF(XLV US)도 글로벌 투자 대안 중 하나</p>
<p>Deglobalization</p>	<p>브렉시트, 미/중 무역분쟁, 코로나19로 인해 지역별(미국과 중국 중심) 블록화 현상 심화                  중간재 수출 비중이 높은 국내에는 불리한 환경. Deglobalization 시대를 빠른 Globalization으로 극복하는 기업 관심                  글로벌 자동차 기업들 대비 해외 생산기지가 빠르게 늘어났고, 지역별 편중도가 낮아지고 있는 현대차그룹                  2017~19년 현대차 12M FWD PER은 도요타와 BMW에 비해 높았지만, 현재 도요타 대비 75%, BMW 대비 67%에 불과</p>
<p>Deleveraging</p>	<p>2008년 글로벌 금융위기를 기점으로 삼성전자가 노키아 시가총액 역전, 살아남은 기업은 승자가 될 수 있음                  현재 글로벌전통 씨클릭은 저금리 기조 유지로 소외, 성장 부진, 부채 부담으로 인해 구조조정 필요성 확대                  삼성전자의 생존 원동력으로 낮은 부채, 꾸준한 CFO 증가세, 순현금 상태 유지를 꼽을 수 있음                  국내 전통 씨클릭 기업 중 글로벌 동종 기업 대비 세 가지 기준을 모두 충족하는 기업은 롯데케미칼, 현대건설</p>

## Event Risk와 Recession

- 이벤트 리스크는 V자형 반등. 경기침체는 본격적인 지수 반등까지는 위기 발생 포함 6개월 소요
- 코로나19 이후 미국 경제성장률 회복 속도를 감안 시 이벤트 리스크 보다 길게 경기침체 보다 짧은 3개월 정도 시간 소요(3~5월)

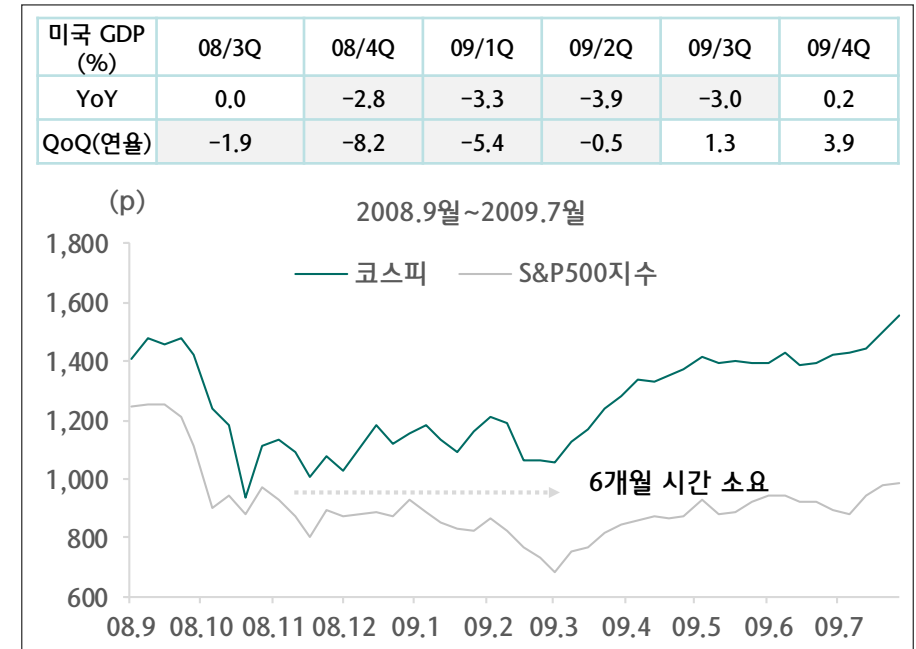
미국 GDP (%)	20/1Q	20/2Q	20/3Q	20/4Q	21/1Q	21/2Q
YoY	1.0	-6.7	-4.2	-2.7	-6.7	6.3
QoQ(연율)	-3.1	-26.0	9.0	6.4	4.8	3.9

### Even Risk, 9/11테러: V자형 반등



자료: Bloomberg, 하나금융투자

### Recession, 금융위기: 본격적인 반등까지 6개월 소요

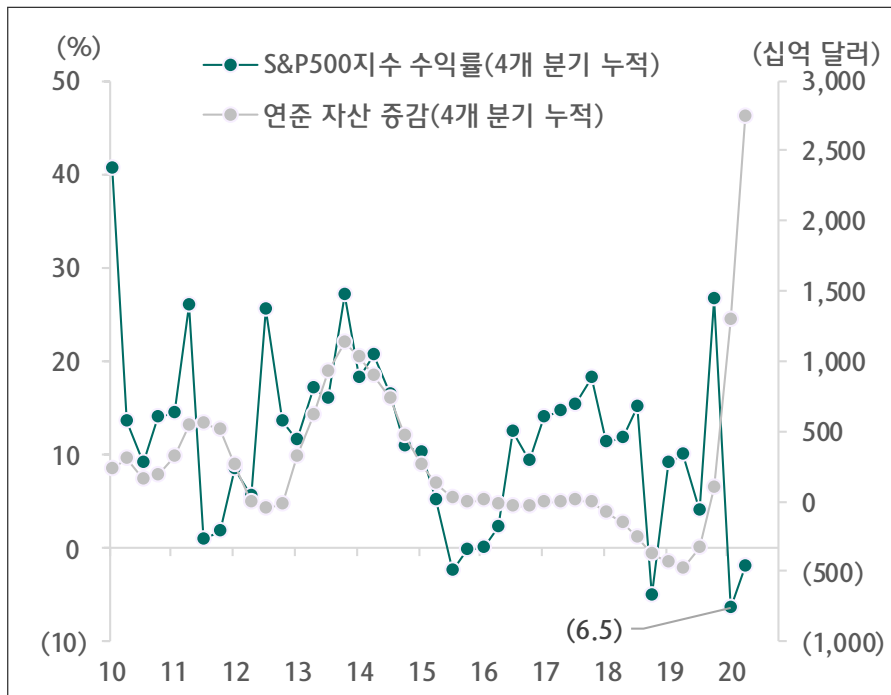


자료: Bloomberg, 하나금융투자

## 준비된 정책: 코스피 하락 리스크는 10% 내외로 제한

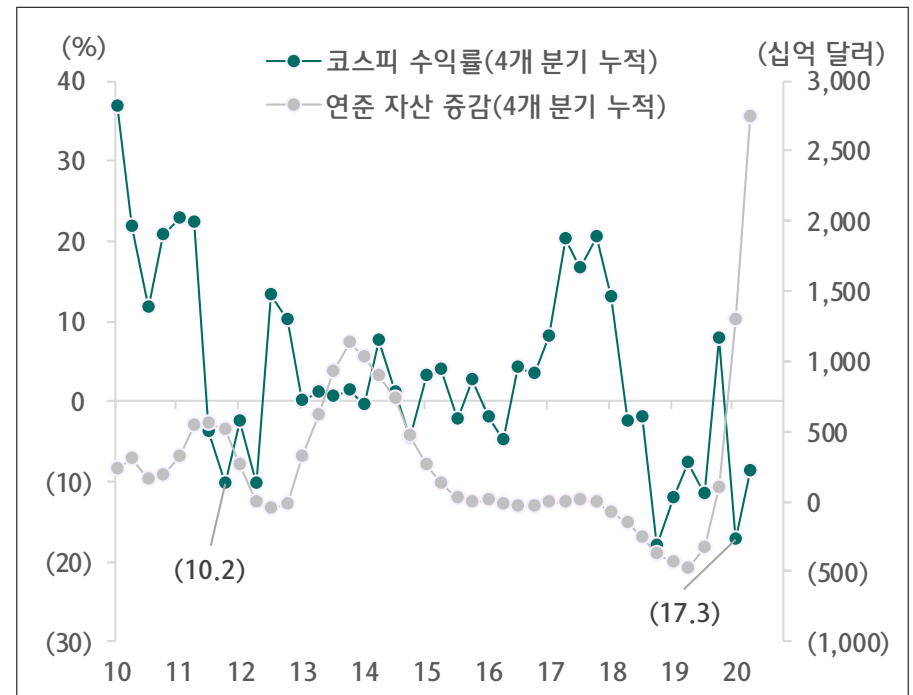
- 각국 정부와 중앙은행, 경기침체에 대응하기 위해 정책을 발표
- 연준 양적완화정책 국면: S&P500지수 4개 분기 누적 최저수익률 -7%(코로나19), 1개 분기 최저수익률 -12%
- 연준 양적완화정책 국면: 코스피 4개 분기 누적 최저수익률 -17%(코로나19), 코로나19 제외 시 -10%, 1개 분기 최저 수익률 -7%

연준 양적완화정책 가동 국면: S&P500 하락 리스크 -7%



자료: Bloomberg, 하나금융투자

연준 양적완화정책 가동 국면: 코스피 하락 리스크 -10%



자료: Bloomberg, 하나금융투자

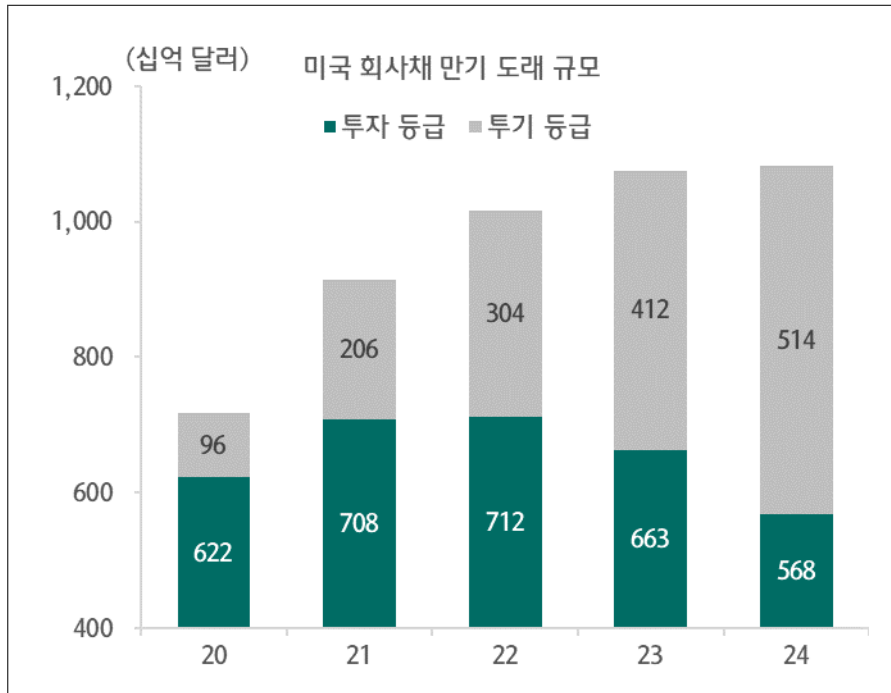
## 미국: 정책은 빠르고, 광범위하게 그리고 크게

미국 정부 경기부양책 금액(달러)		총 2.2조 달러+4/24일 4,840억 달러 추가 배정=2.7조 달러
기업구제펀드	5,000억	4,540억은 연준의 대출창구 통해 지원 250억 여객기, 40억 화물 산업, 30억 항공사 도급업체, 170억 국가 안보 유지 필수 산업 지원 (지원받은 기업의 자사주 매입 제한, 9월 말까지 직원의 최소 90% 유지, 임원진 급여 제한)
개인 현금 지급	2,500억	성인: \$1,200 (연간 총소득 \$7,500 이하), 아동: \$500 연소득 \$7,500~\$9,900는 단계적으로 지급 액수 축소
실업수당 지원	2,500억	수혜 대상 확대 실업수당 시효 기존 26주에서 39주로 확대
중소기업 지원	3,500억	
지방정부 지원	1,500억	
항공사, 화물업 지원	320억	항공사와 화물운송업체 급여 보조금, 대출과 대출 보증지원
기업 세금공제	2,210억	기업 급여세 연기 등
병원 지원, 기타 의료용품	1,160억	
재난구호, 교육	750억	재난구호 450억, 교육 부문 지원 300억
대중교통 지원	250억	여객철도 서비스 10억, 공항 100억
4/24일 추가 집행	4,840억	중소기업 지원 3,210억, 병원 등 긴급구제 750억, 경제피해재난대출 600억
연준 금융정책 정책 금액(달러)		총 2.3조 달러(국채와 MBS 무제한 매입 제외)
국채 및 MBS 매입 규모 확대	무제한	기존 7000억 달러 한도를 무제한으로 확대 상업용 MBS도 매입 대상에 추가
PPP(Paycheck protection program) 중소기업 급여보호프로그램	3,500억	직원 급여 지급을 위해 기업체에 대출 지난 3월 의회를 통과한 CARES Act(경기부양책)에 배정
MSLP(Main Street Lending Program) 메인스트리트 중소기업 대출 지원	6,000억 (재무부 자본금 750억)	직원 1만명 이하, 매출 25억 달러 이하인 업체에 대해 최대 4년 만기 대출
PMCCF(Primary Market Corporate Credit Facility) 발행시장 회사채매입 프로그램 SMCCF(Secondary Market Corporate Credit Facility) 유동시장 회사채매입 프로그램 TALF(Term Asset-Backed Securities Loan Facility) 자산담보부증권 대출 기구	기존 3,000억 → 8,500억 (재무부 자본금 850억)	매입대상 확대 PMCCF & SMCCF: 지난달 22일 기준으로 기존 'BBB-' 이상의 투자등급에서 최소 'BB-' 투기등급으로 강등된 회사채 포함 TALF: 상업용 주택저당증권(CMBS)과 대출채권담보부증권(CLO)으로 확대
지방정부 지원	5,000억 (재무부 자본금 350억)	지방정부 유동성 기구(MLF)가 지방채 매입 인구 200만명 이상의 카운티, 100만명 이상의 시(市)가 발행한 채권

## 디폴트 위험은 남아있지만, 가격은 정책 효과를 반영

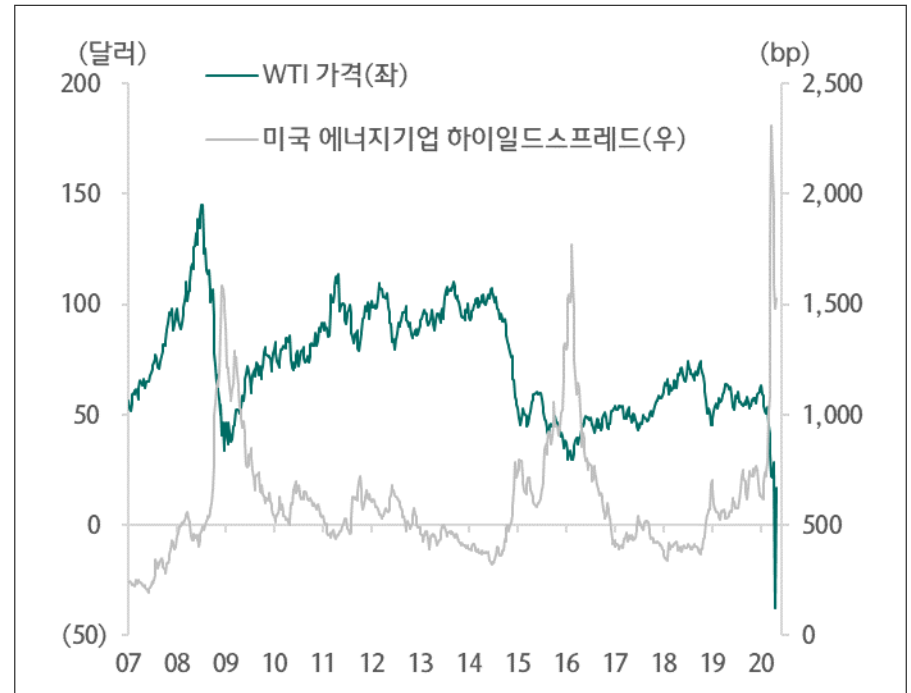
- 미국 투기등급 회사채 만기 도래 규모는 2023년부터 투자등급을 상회
- 그러나 국제 유가 사상 초유의 마이너스 기록 사태에도 불구하고, 미국 에너지 기업 하이일드 스프레드는 최근 저점(1,480bp)에서 상승하긴 했지만, 이전 고점(2,300bp)을 넘지는 않았음
- 연준의 부실자산 매입 정책 발표 효과

미국, 시간이 지날수록 투기등급 회사채 만기 도래 규모 큼



자료: Bloomberg, 하나금융투자

연준, 부실자산 매입 발표 효과

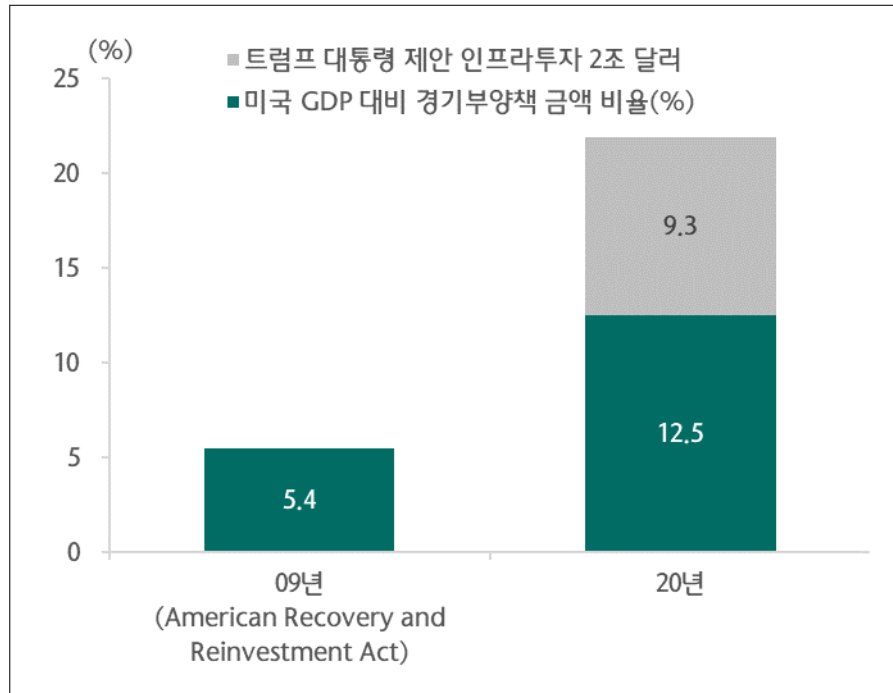


자료: Bloomberg, 하나금융투자

## 미국 부양책 규모: 금융위기 21%, 코로나19 50%에서 최대 59%

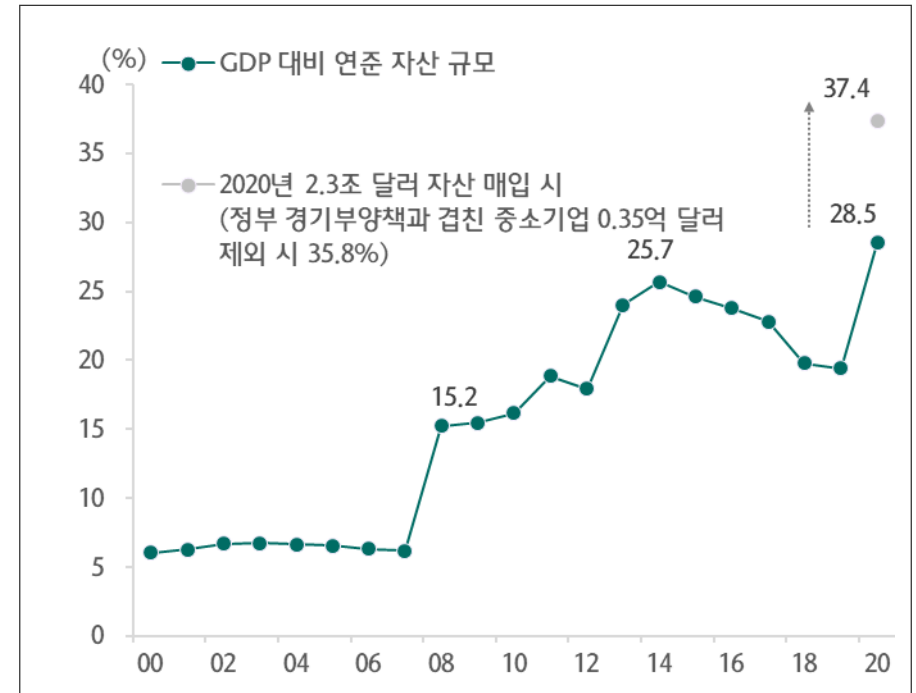
- 2009년 미국 GDP 대비 경기부양책 5.4%+연준 자산규모 15.2%=20.6%
- 2020년 미국 GDP 대비 경기부양책 12.5%+연준 자산규모 37.4%=49.9%
- 트럼프 대통령이 제안한 인프라 투자 중심의 또 다른 경기부양책 규모도 2조 달러(GDP 대비 9.3%, 기존 민주당 제안↔공화당 반대)
- GDP 대비 신규 부양책 규모와 발표 가능 금액=12.5%(재정)+13.9%(통화)+9.3%(인프라)=26.4%(35.7%)

### 미국의 막대한 재정책대정책



자료: Bloomberg, 하나금융투자

### 연준의 막대한 양적완화정책

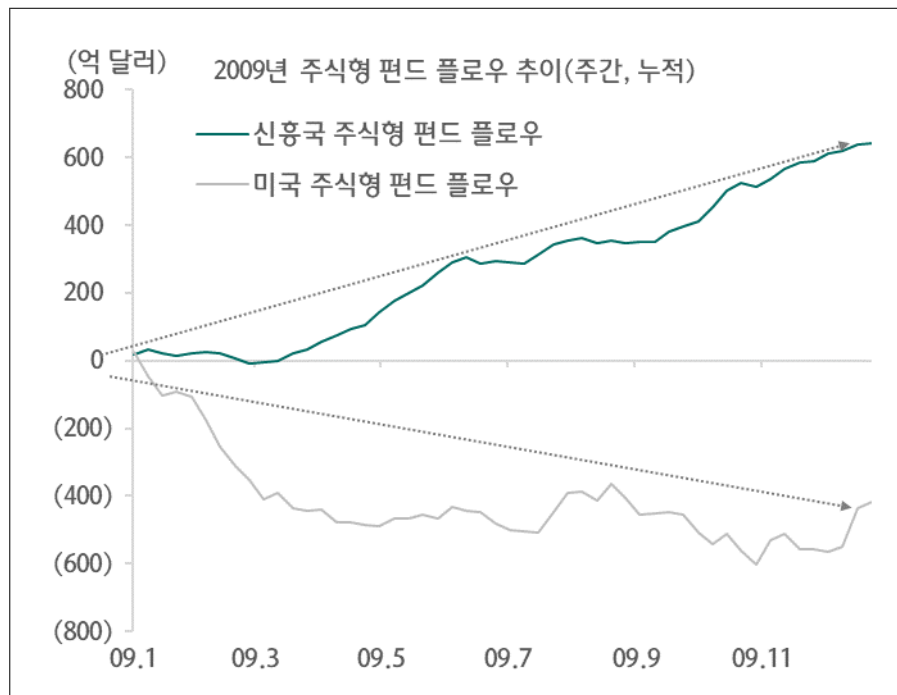


자료: Bloomberg, 하나금융투자

## 돈은 어디로 → 돈을 많이 쓰는 지역으로 간다

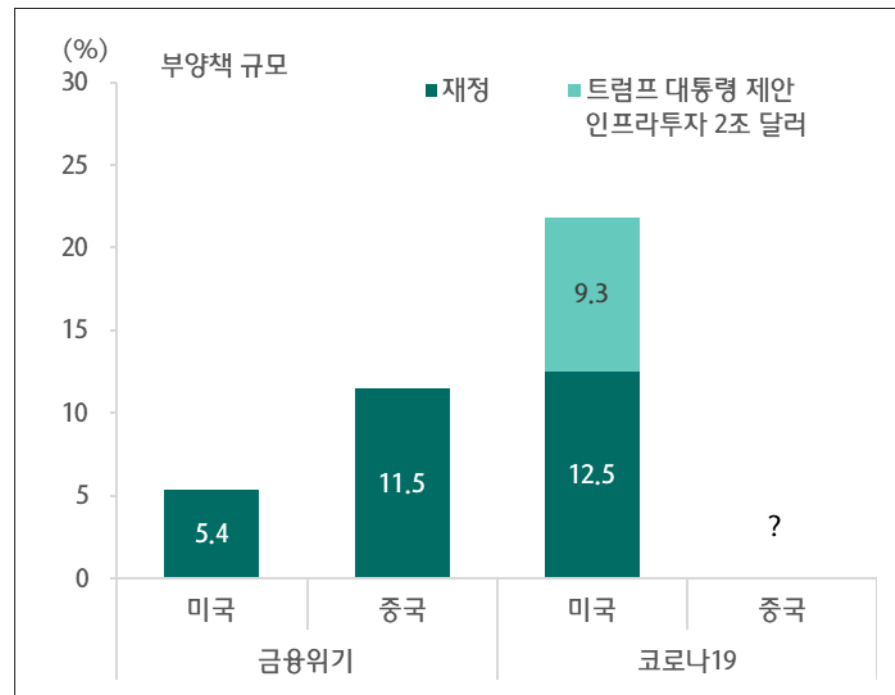
- 2009년 글로벌 금융위기 복구 국면에서 글로벌 유동성은 신흥국 증시로 유입
- 09/3~12월까지 신흥국 주식형 펀드로는 843억 달러 순유입, 같은 기간 동안 미국 주식형 펀드에서는 396억 달러 순유출 기록
- 2009년 글로벌 금융위기 복구 국면에서는 재정 투입 규모는 미국(GDP 대비 5%) 보다는 중국(12%)이 컸음
- 2020년 코로나19 복구 국면에서 중국 재정 투입 규모가 미국을 넘어설 수 있는가도 중요

2009년 글로벌 금융위기 복구 국면: 신흥국으로 자금 유입



자료: EPFR, 하나금융투자

2009년 미국 보다는 중국의 경기부양책 규모가 컸음

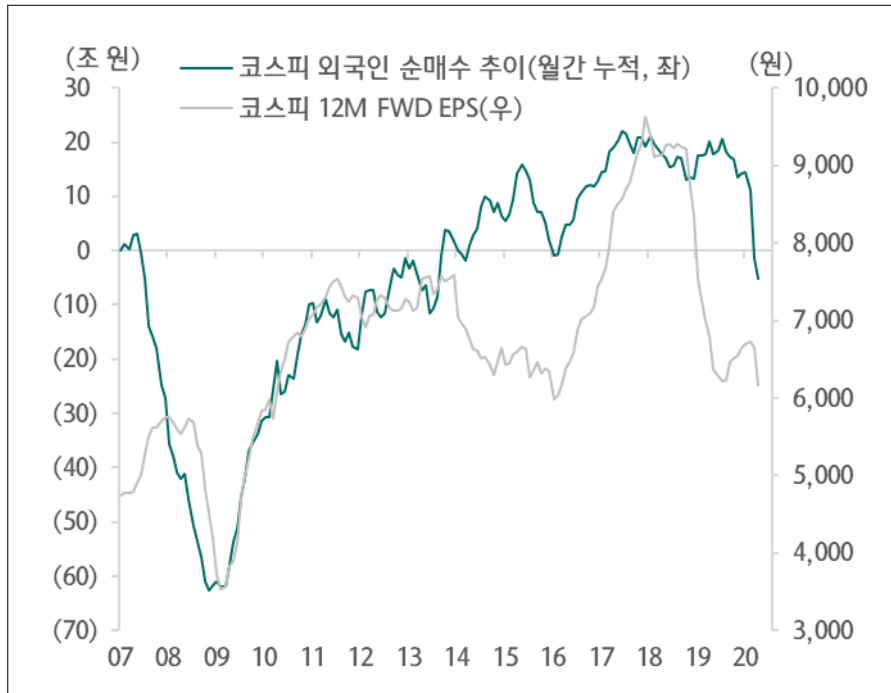


자료: Bloomberg, 하나금융투자

## 외국인은 이익을 따라 다닌다

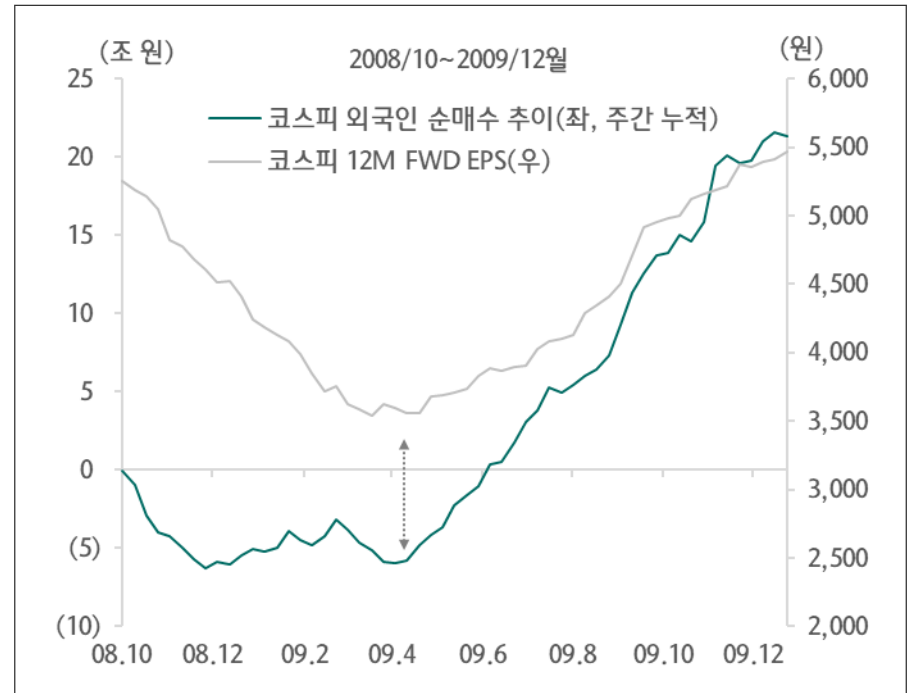
- 신흥국 증시로 자금 유입 조건: 달러대비 아시아 통화가치 강세, 국제유가 반등
- 다만 국내 증시로의 외국인 자금 유입 여부는 이익 개선 여부도 중요
- 2009/3월 이후 국내 증시 외국인 순매수 전환: 달러약세+국제유가 반등+이익 저점 탈피

외국인, 국내 기업 이익 증가 국면에서 순매수



자료: Quantiwise, 하나금융투자

2009년, 국내 기업 이익 저점을 확인한 이후 외국인 순매수

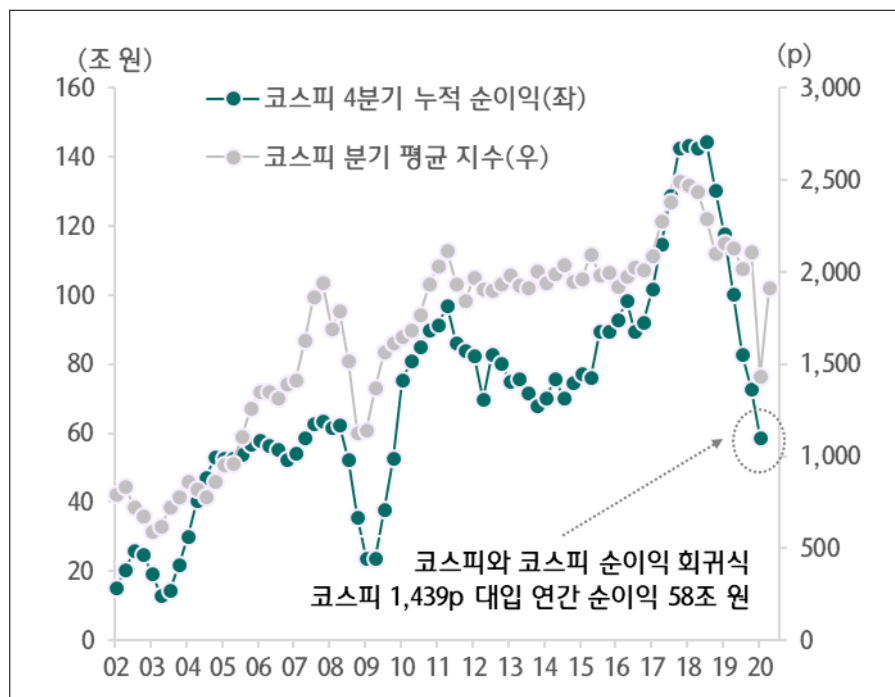


자료: Quantiwise, 하나금융투자

## 코스피 1,440p=순이익 58조 원

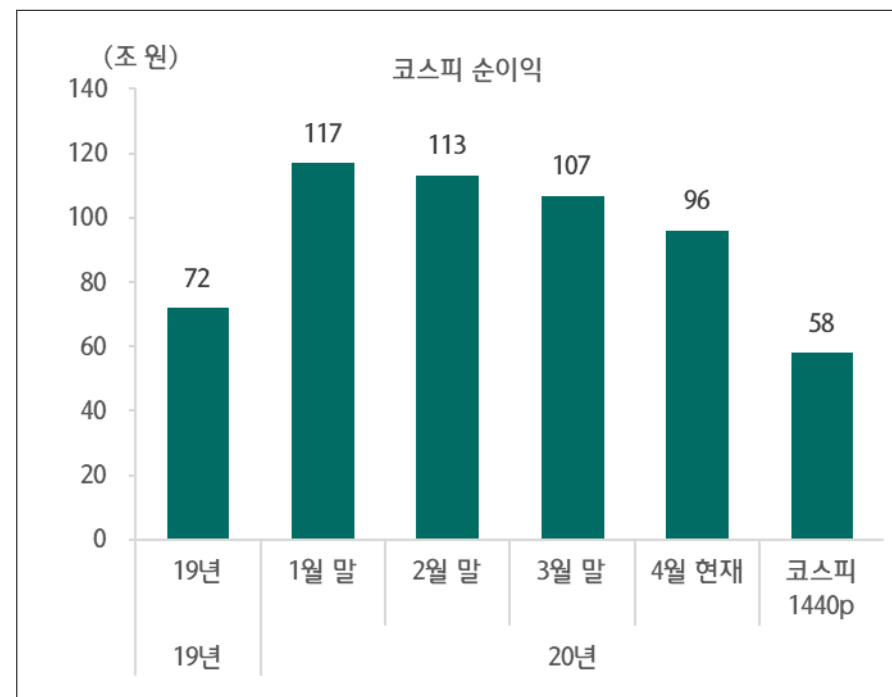
- 2020년 코스피 3월 최저점 1,439p. 코스피와 코스피 순이익 회귀식(상관계수 0.88)으로 저점 지수 반영 연간 순이익은 58조 원
- 2020년 현재 코스피 순이익 추정치인 96조 원보다 40% 낮고, 2019년(72조 원) 대비 -20% 감소한 금액

코스피 1,440p가 반영한 순이익은 58조 원



자료: Quantiwise, 하나금융투자

58조 원=추정치 대비 40% 낮고, 2019년 대비 20% 감익

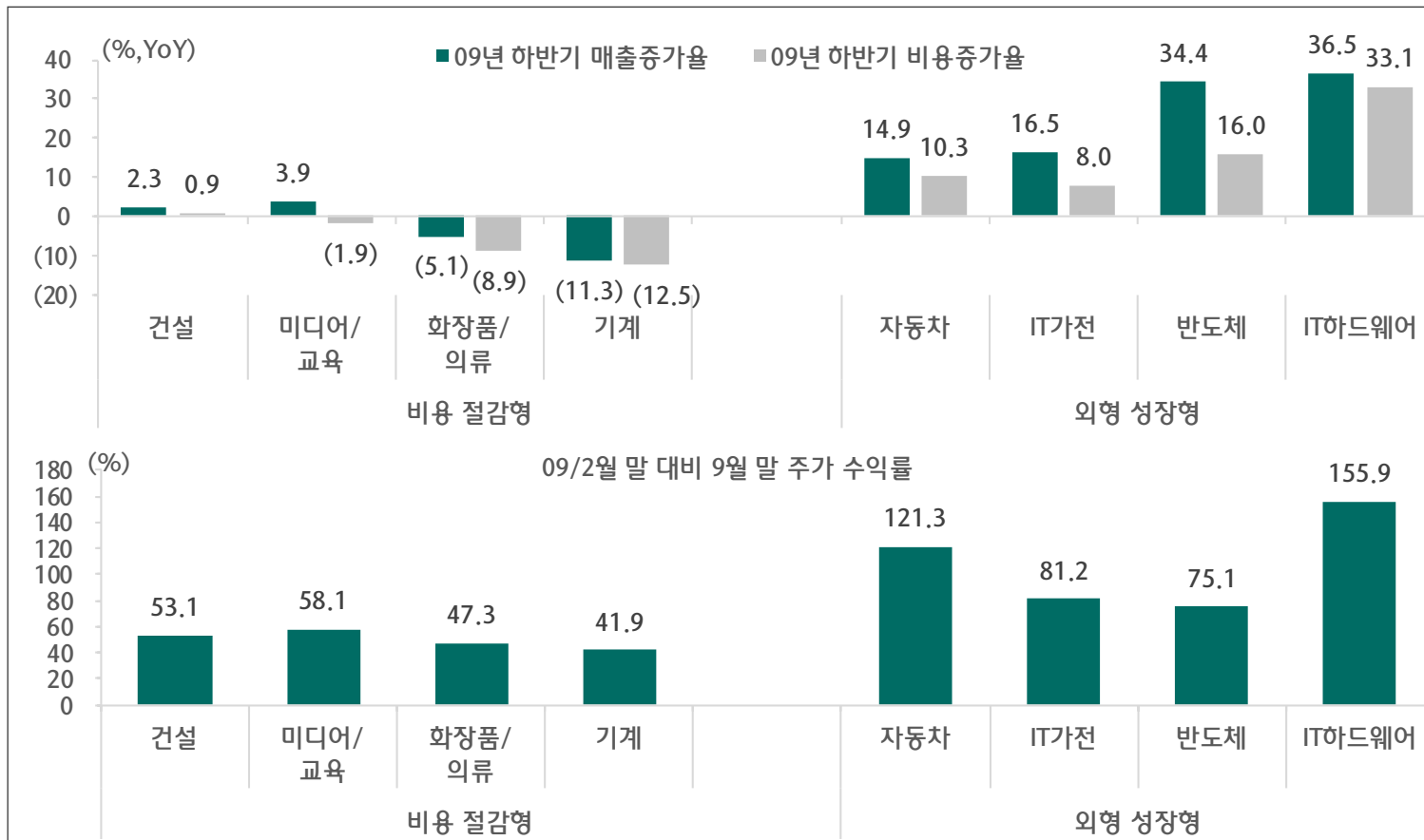


자료: Quantiwise, 하나금융투자

## 이익 개선 방법: 비용 절감형과 외형 성장형

- 이익 개선이 주가에 미치는 영향: 비용 절감형 보다는 외형 성장형 이익 개선이 주가 상승에는 보다 긍정적

2009년 이익 개선 국면 비교: 비용 절감형 보다는 외형 성장형 이익 개선 업종 주가 상승률 높았음

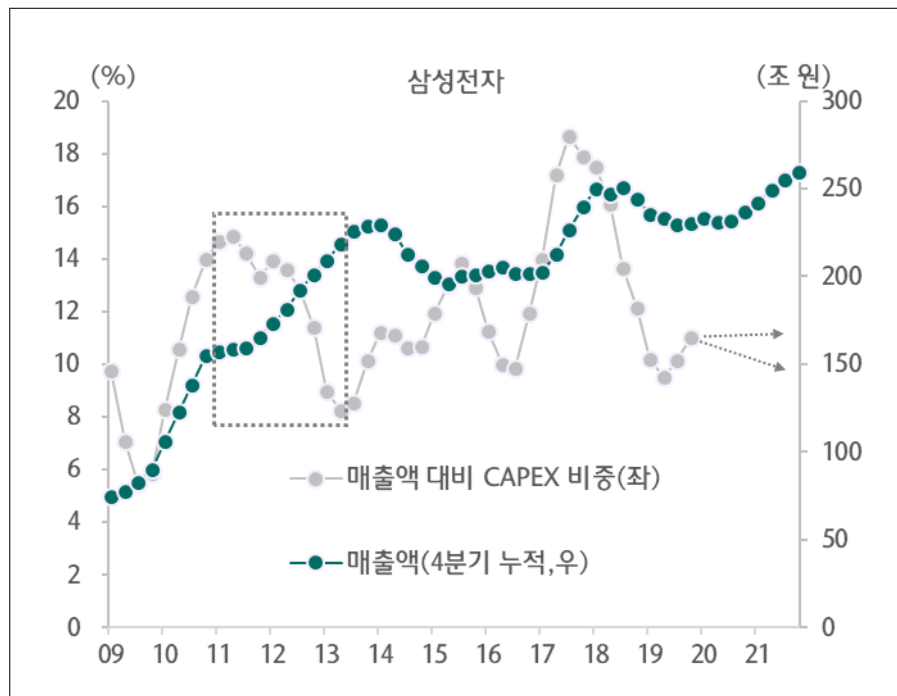


자료: Quantiwise, 하나금융투자

## 비용 절감형: 삼성전자 CAPEX 지연 또는 축소

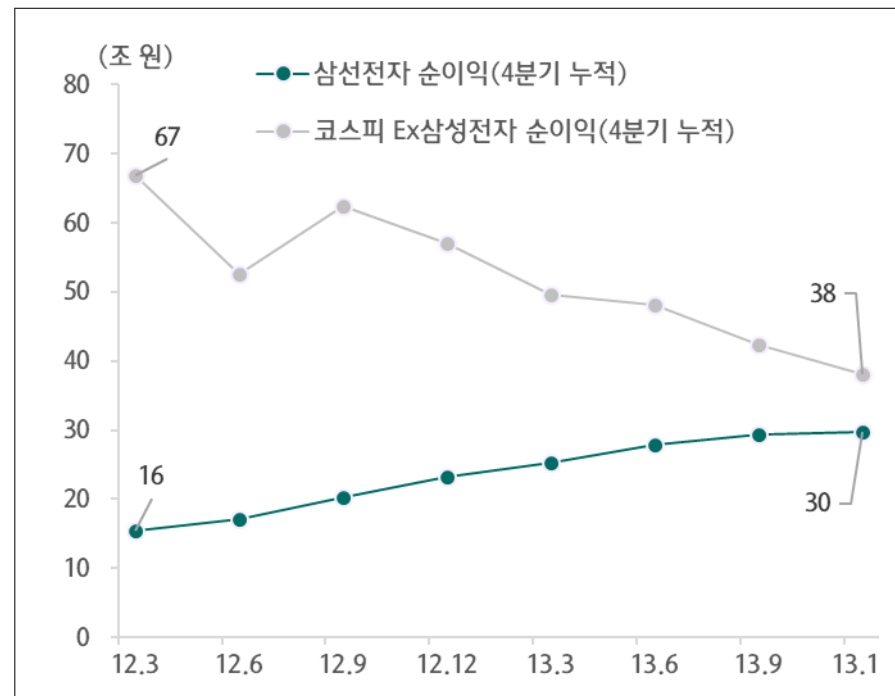
- 삼성전자의 CAPEX 지연 또는 축소 시나리오
- 2012/1분기~2013/2분까지 삼성전자 매출액 대비 CAPEX 비중 축소
- 삼성전자의 경우 감가상각비 절감과 공급 조절을 통한 반도체 가격 상승으로 삼성전자 이익은 개선, 삼성전자 제외 상장기업 이익은 축소 진행 가능성 염두

2012~13년 삼성전자 투자 축소



자료: Quantiwise, 하나금융투자

2012~13년 삼성전자 순이익 증가, Ex삼성전자 순이익 감소

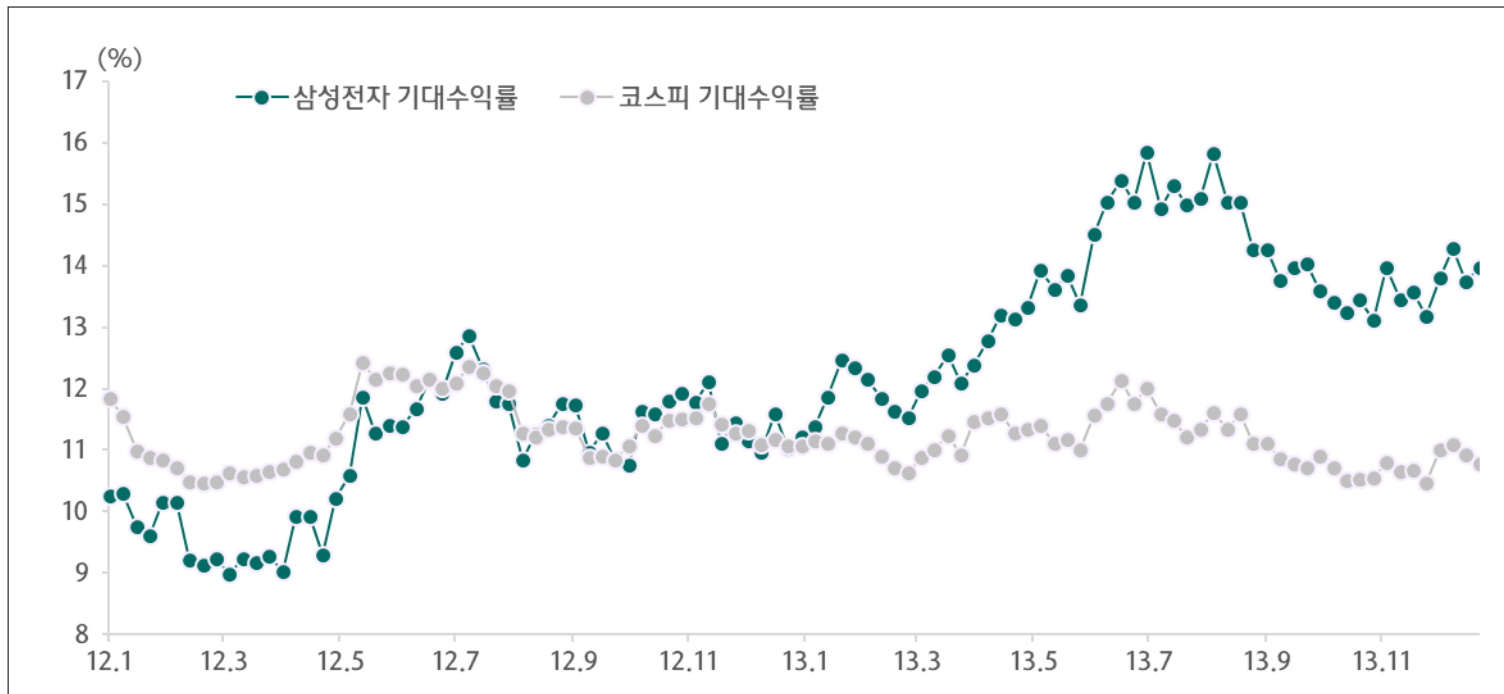


자료: Quantiwise, 하나금융투자

## 비용 절감형 이익 개선 시나리오: 코스피 Target Price 2,140p

- 2012~13년 코스피 최대 기대수익률(1/12M FWD PER)은 12.4%(12M FWD PER=8.0배)
- 비용 절감형 이익 개선 시나리오 적용 시 코스피 TP=2,140p(현재 코스피 1,900p 기준)
- 현재 코스피 12M FWD PER=10.8배

비용 절감형 코스피 이익 개선 시 코스피 기대수익률 12%, TP=2,140p

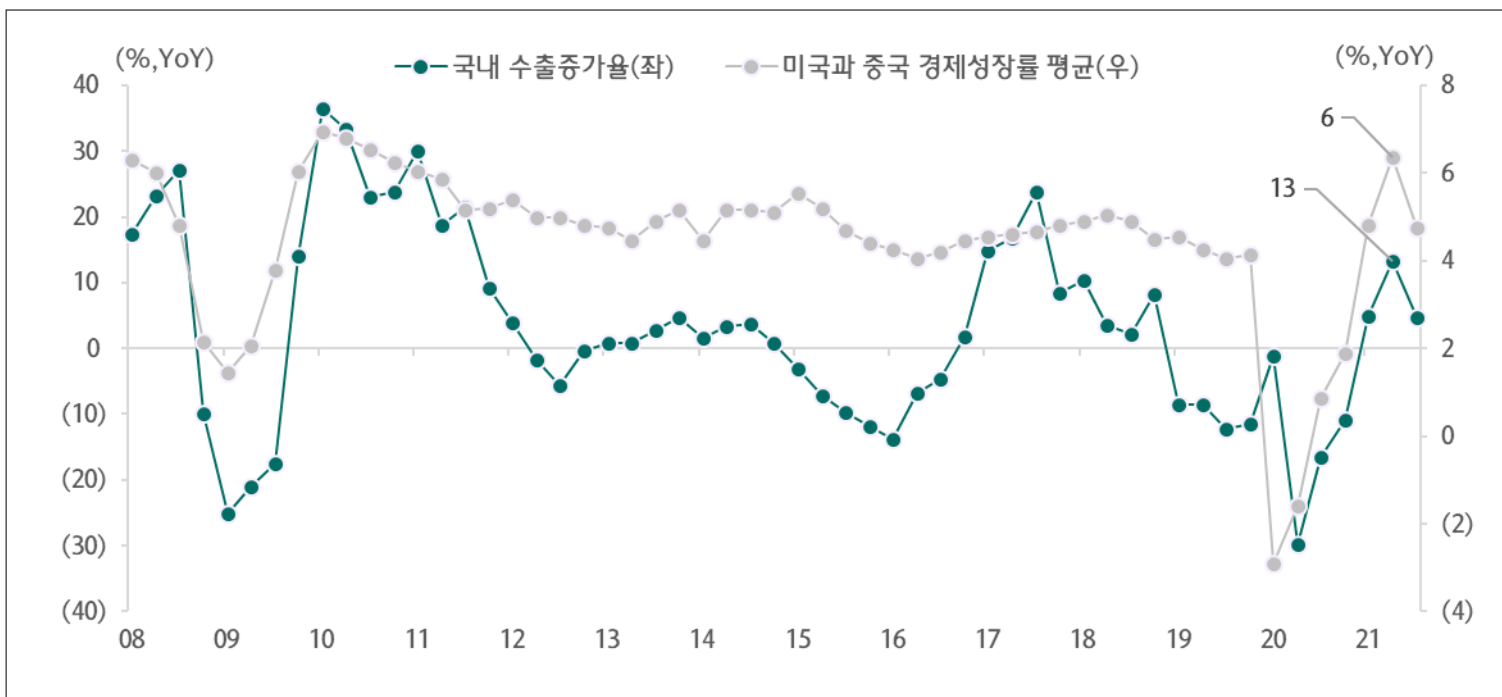


주) 기대수익률: 12M FWD PER 역수  
 자료: Quantiwise, 하나금융투자

## 외형 성장형: 국내 수출 회복

- 미국과 중국 경제성장을 예상대로 2020년 하반기부터 본격적인 회복 시나리오 가정
- G2경제성장률과 국내 수출증가율 회귀식을 통해 2021/3분기까지 수출증가율 추정
- 2020/3분기부터 국내 수출증가율 개선 시작 → 2021/2분기 수출증가율(YoY) 13%까지 반등 가능 추정

G2 경제성장률 컨센서스 반영: 2021/2분기 수출증가율(YoY) 13%까지 반등 가능 추정

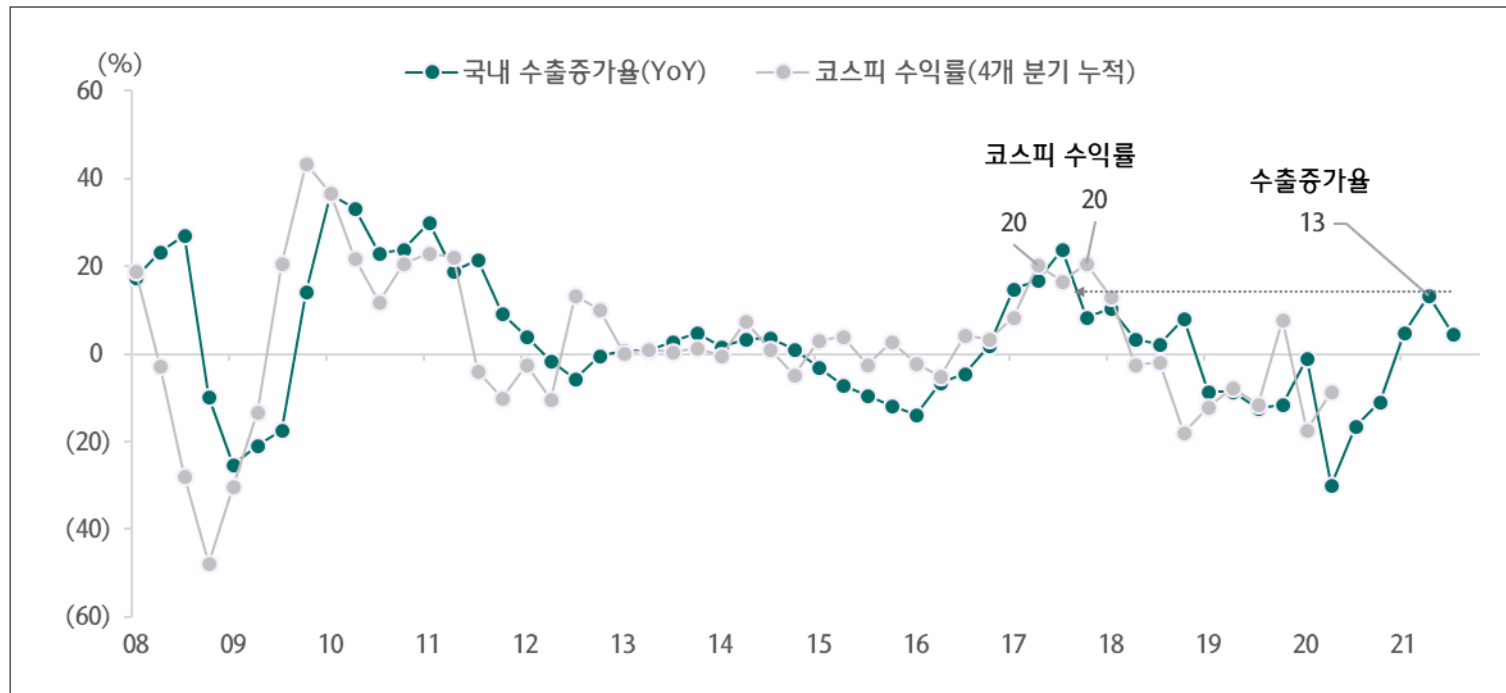


자료: Bloomberg, 하나금융투자

## 외형 성장형 이익 개선 시나리오: 코스피 Target Price 2,290p

- 국내 수출증가율과 코스피 4분기 누적수익률은 유사
- 수출증가율이 10%를 상회했던 2017년 하반기 경험을 적용 시 코스피 기대수익률 20%
- 수출 개선형 이익 개선 시나리오 적용 시 코스피 TP=2,290p(현재 코스피 1,900p 기준)

### 외형 성장형 코스피 이익 개선 시 코스피 기대수익률 20%, TP=2,300p

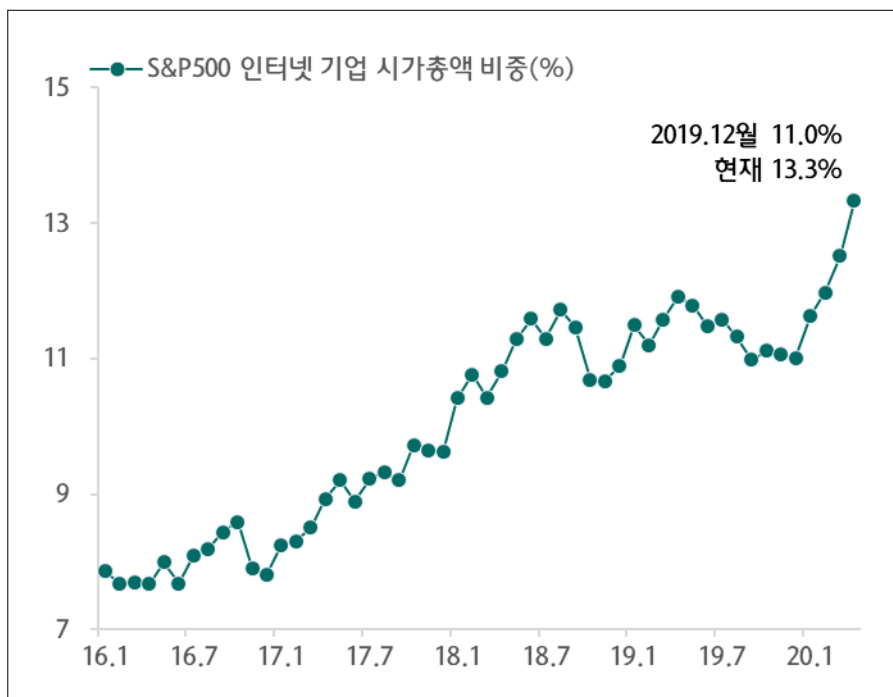


자료: Bloomberg, Quantiwise, 하나금융투자

## 지금, 비대면 산업의 전성시대(1) 미국

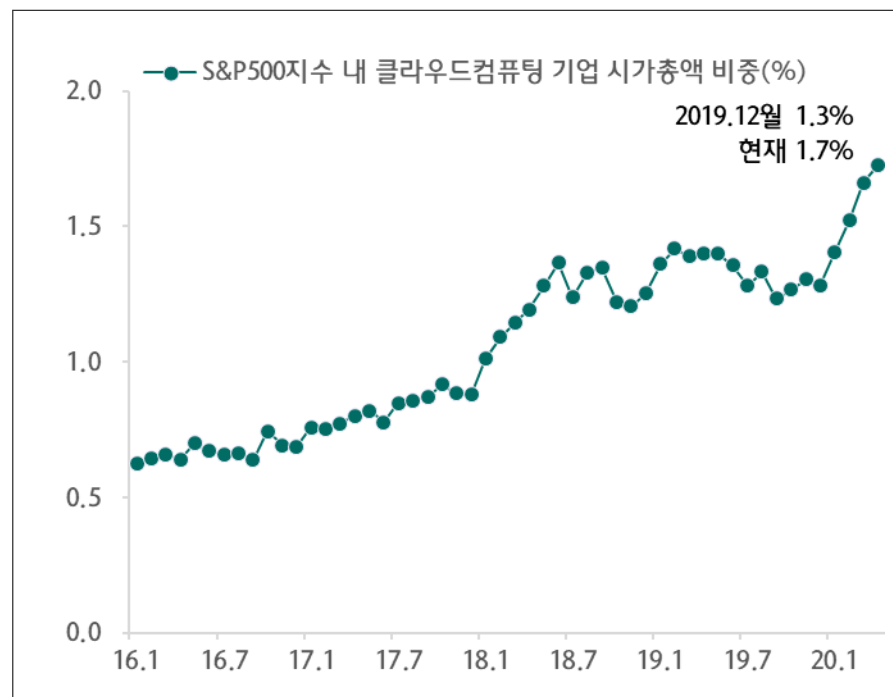
- 코로나19 이후 Tech와 On Line 기반의 비대면 산업들이 글로벌 성장 산업의 축을 형성하며 미국 증시 내 시가총액 비중 증가
- 인터넷/이커머스: 아마존닷컴, 알파벳, 페이스북, 넷플릭스, 세일즈포스닷컴, 페이스북홀딩스, 시스코시스템즈, 이베이
- 클라우드컴퓨팅: 넷플릭스, 로그미인, 디지털리얼리티트러스트, 페일로시티홀딩, 아카미아 테크, 페이콤소프트웨어, 세일즈포스닷컴, 리얼페이지

미국 인터넷 시가총액 비중, 최고치 경신 중



자료: Bloomberg, 하나금융투자

미국 클라우드컴퓨팅 시가총액 비중, 사상 최고치 경신 중

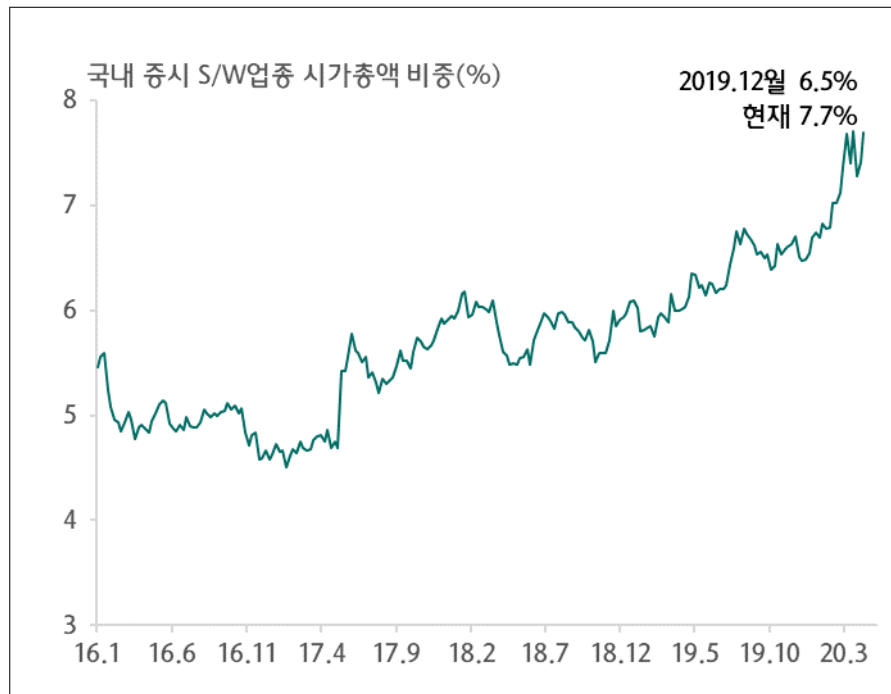


자료: Bloomberg, 하나금융투자

## 지금, 비대면 산업의 전성시대(2) 국내

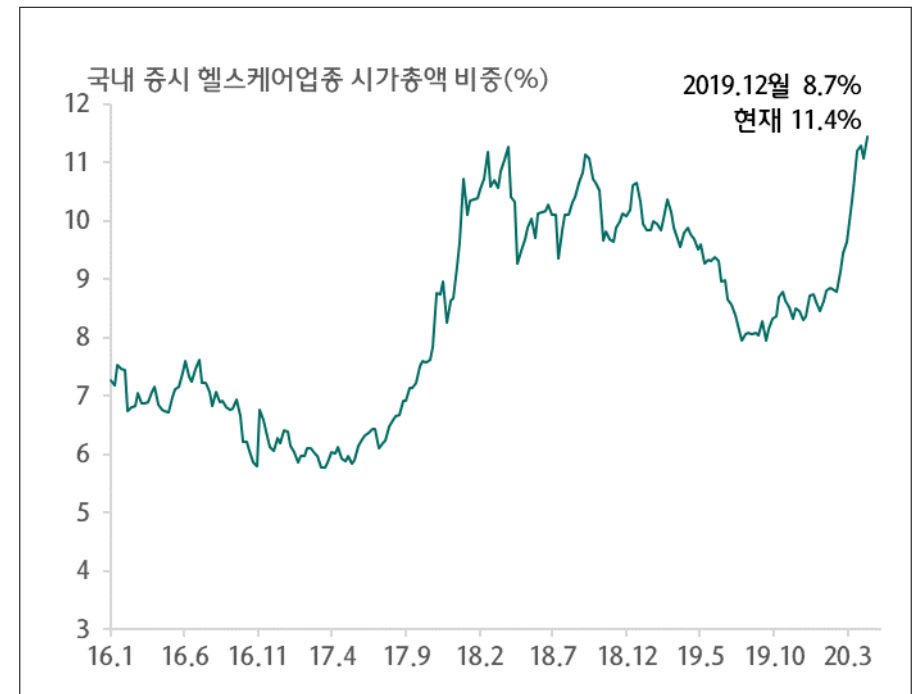
- 국내 증시에서도 S/W 시가총액 비중 증가하며 사상 최고치 기록 중
- 코로나19 이후 헬스케어 시가총액 비중도 빠른 증가세를 보이며 사상 최고치 경신 중

국내, S/W업종 시가총액 비중 사상 최고치



자료: Quantiwise, 하나금융투자

국내, 헬스케어업종 시가총액 비중 사상 최고치

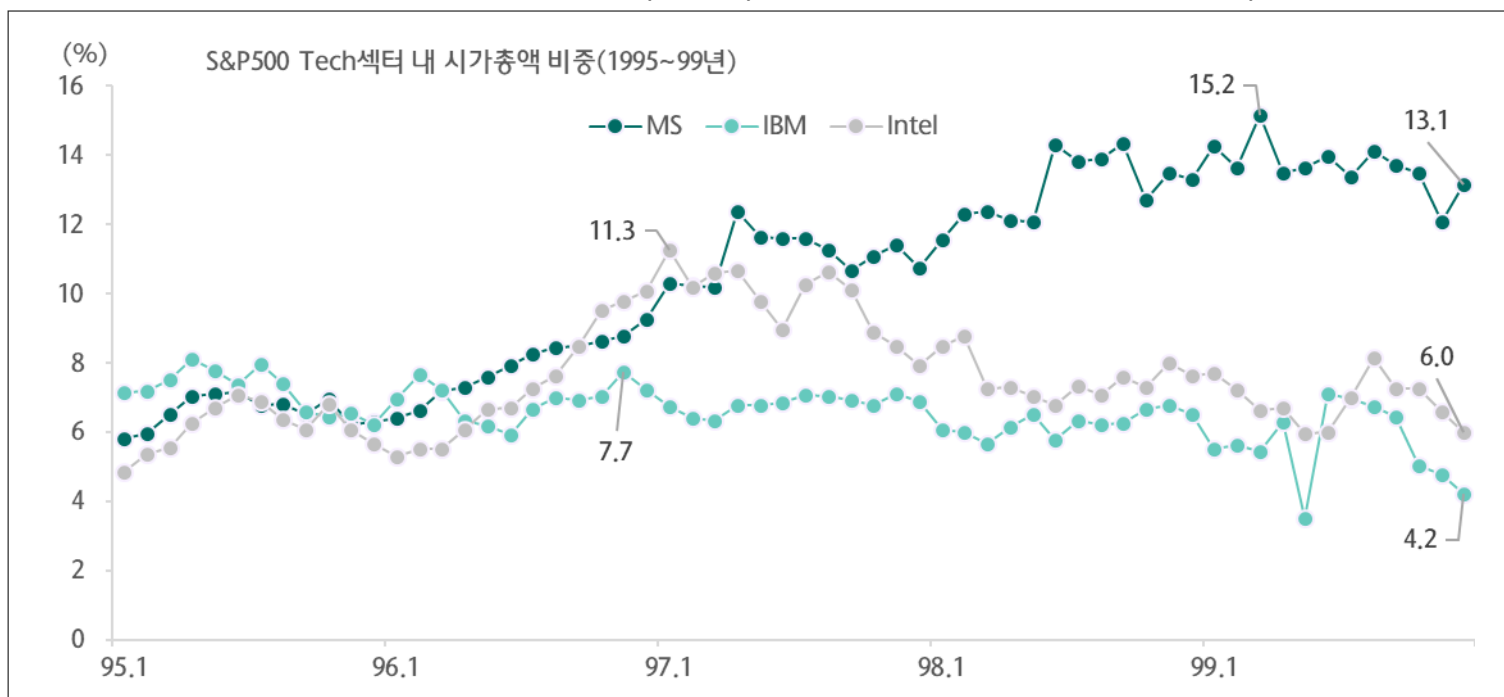


자료: Quantiwise, 하나금융투자

## Differentiation: 그러나 좋은 것도 선별해야 한다

- 1995~99년 미국 Tech Boom: S&P500지수 내 Tech 시가총액 비중은 18%(95/12월)에서 37%(99/12월)까지 상승
- 당시 주도주였던 MS(99년 시가총액 1위), Intel(5위), IBM(9위)의 Tech 내 시가총액 비중은 1995~96년까지는 같이 상승했지만, 97년 이후 MS 상승, Intel과 IBM은 오히려 하락
- Tech Boom 후반으로 가면서 세 기업의 시가총액 비중 격차는 커졌음

1990년 후반 Tech Boom을 주도했던 MS, Intel, IBM: 초기에는 같이 성장했지만, 후기에는 차별화

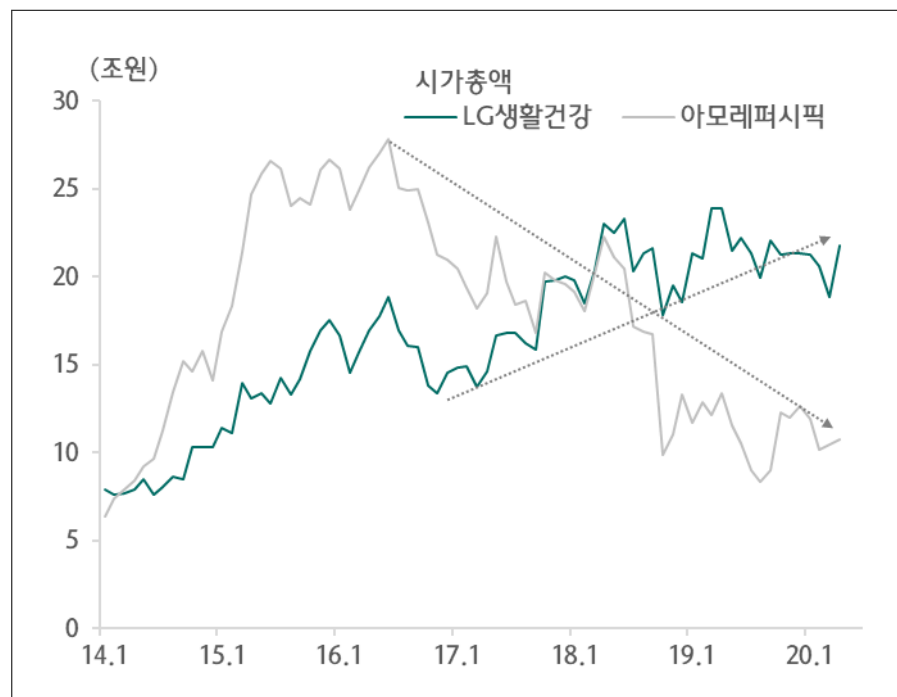


자료: Bloomberg, 하나금융투자

## 국내, LG생건과 아모레퍼시픽, 셀트리온과 한미약품

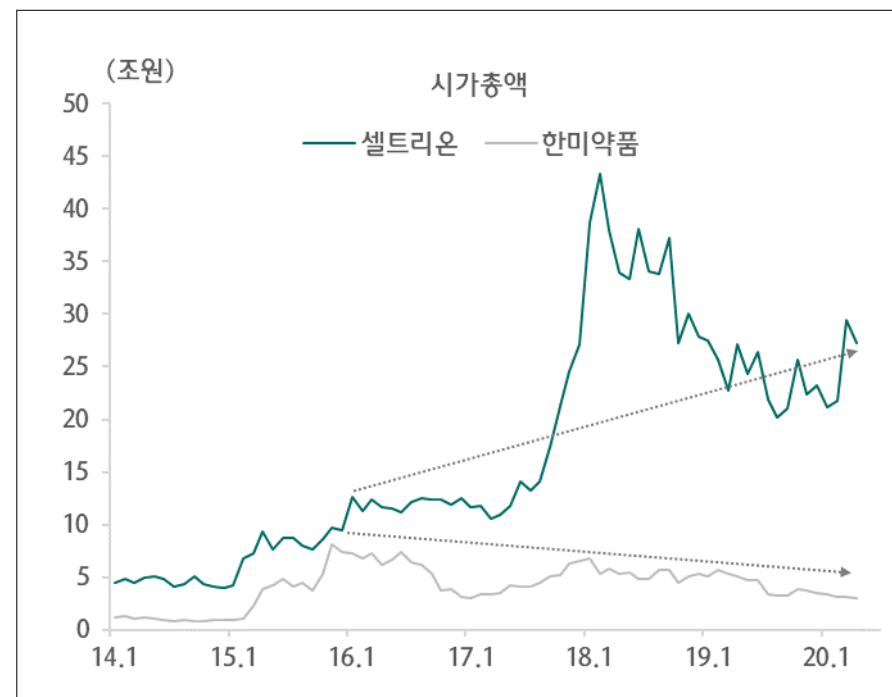
- 2014/1월 LG생건과 아모레퍼시픽 시가총액은 7.9조원과 6.4조원  
→ 2016/6월 LG생건 시가총액 19조원, 아모레퍼시픽 28조원으로 동반 성장, 현재 22조원과 11조원으로 차별화
- 2014/1월 셀트리온과 한미약품 시가총액은 4.5조원과 1.2조원  
→ 2016/1월 셀트리온 시가총액 13조원, 한미약품 8조원(15/11월)으로 동반 성장, 현재 27조원과 3조원으로 차별화

### 명암이 엇갈린 LG생건과 아모레퍼시픽



자료: Quantiverse, 하나금융투자

### 명암이 엇갈린 셀트리온과 한미약품



자료: Quantiverse, 하나금융투자

## 국내 주도주, 결국 수출이 중요한 변수

연도/ 수출 비중(%)	선박	철강	주도주	자동차 및 부품	주도주	의약품 및 의료기기	화장품	주도주	반도체	주도주		
2007년	7.5	6.2	씨클리컬	13.4	자동차	0.37	0.09		10.5			
2008년	10.2	7.1		11.6		0.40	0.09		7.8			
2009년	12.4	6.3		10.2		0.49	0.12		8.5			
2010년	10.5	6.2		11.7		0.42	0.17		10.9			
2011년	10.2	6.9		12.4		0.39	0.15		9.0			
2012년	7.3	6.7		13.2		0.46	0.18		9.2			
2013년	6.6	5.8		13.5		0.47	0.22		10.2			
2014년	7.0	6.2		13.3		0.52	0.33		10.9			
2015년	7.6	5.7		13.7		0.67	0.56		헬스케어 화장품		11.9	
2016년	6.9	5.8		13.3		0.80	0.85				12.6	Tech
2017년	7.4	6.0		11.3		0.79	0.86				17.1	
2018년	3.5	5.6		10.6		0.85	1.04				20.9	
2019년	3.7	5.7				12.1			1.03		1.21	

자료: KITA, 하나금융투자

## Differentiation①: 해외 매출 비중이 증가하는 비대면 기업들에 관심

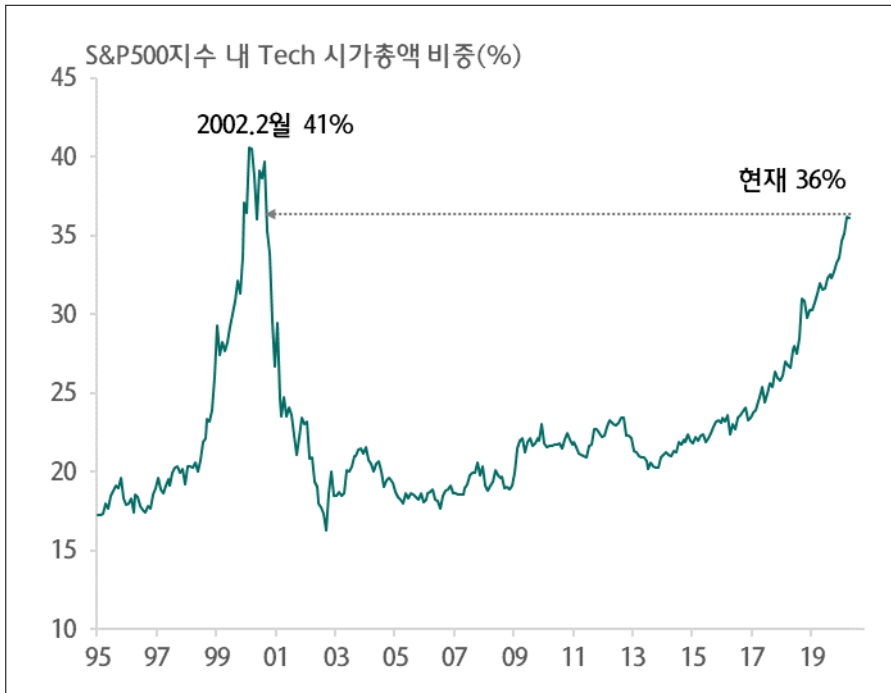
업종명	종목명	매출증가율(% YoY)						해외 매출비중(%)				
		2015년	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년(E)	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년
미디어	스튜디오드래곤	-	-	85.7	32.4	23.5	18.4	-	21.6	23.4	29.1	34.3
	제일기획	5.3	15.2	4.4	3.0	-1.6	4.3	70.2	66.1	66.2	63.5	64.3
	JYP Ent.	4.3	45.7	38.8	22.1	24.5	0.6	42.3	41.3	35.9	41.4	48.9
	에스엠	12.3	8.6	4.4	67.6	7.4	1.7	48.1	55.0	34.3	39.5	36.3
	제이콘텐츠리	-17.2	9.6	25.4	21.6	8.4	5.2	-	6.1	6.4	8.7	-
	와이지엔터	23.5	66.7	8.7	-23.1	-1.7	12.9	51.0	57.5	47.8	-	27.9
	CJ CGV	14.8	20.0	19.7	3.2	9.8	-11.0	20.5	31.9	42.3	41.6	42.9
유통	신세계	2.9	15.0	31.3	33.9	23.3	-0.6	-	-	-	-	-
	GS리테일	26.4	18.0	11.7	5.1	3.6	3.1	0.0	0.0	0.1	0.2	0.2
	롯데쇼핑	3.7	-17.2	-25.7	-0.6	-1.1	-2.3	9.6	11.3	11.7	9.0	9.3
소프트웨어	NAVER	18.0	23.6	16.3	19.4	18.0	12.5	33.3	35.6	29.2	33.4	35.0
	카카오	86.9	57.1	34.7	22.5	27.0	22.6	-	-	-	-	-
	엔씨소프트	-0.1	17.3	78.8	-2.5	-0.8	58.5	26.4	27.2	13.2	9.7	10.9
	삼성에스디에스	-0.6	4.2	13.7	7.9	6.8	4.1	47.5	52.8	52.8	52.1	54.1
	넷마블	196.1	39.8	61.6	-16.6	7.8	13.6	29.7	50.5	54.4	69.8	66.7
	더존비즈온	15.7	12.1	15.7	11.0	15.7	16.1	5.5	1.5	0.8	0.1	0.5
필수소비재	오리온	8.3	0.2	-11.9	79.5	5.0	7.3	-	-	-	63.8	64.5
	C제일제당	10.4	12.7	13.1	13.3	19.7	8.3	29.6	32.2	35.7	38.9	48.7
	하이트진로	1.9	-0.9	0.0	-0.2	7.9	9.9	11.2	11.8	10.1	9.9	9.2
	오뚜기	5.7	6.8	5.7	5.7	5.0	2.9	10.0	9.1	8.9	8.8	8.9
	농심	6.9	1.6	-0.4	1.3	4.8	6.2	6.5	6.2	5.8	5.8	1.6
운송	CJ대한통운	10.9	20.3	16.9	29.7	13.0	6.0	-	-	-	-	36.5

자료: Bloomberg, Quantiwise, 하나금융투자

## 미국 증시, 대안을 찾을 수 있는 시기

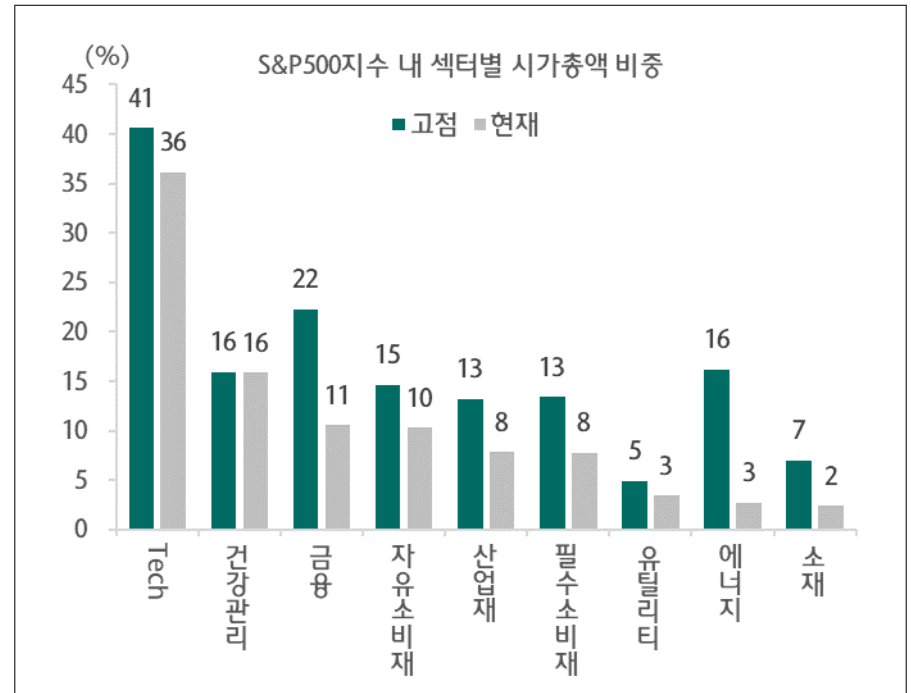
- 현재 S&P500지수 내 Tech(IT와 커뮤니케이션 서비스) 시가총액 비중은 36%로 Tech Boom 당시 고점인 41%에 근접
- Tech의 장기 주도주 역할에는 변함이 없겠지만, 2014년 이후 미국 증시를 이끄는 주도주였기 때문에 대안 섹터에 대한 고민도 필요

현재 미국 증시 Tech섹터 시가총액 비중 36%



자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

미국 증시, Tech 대안이 필요할 수 있는 시기



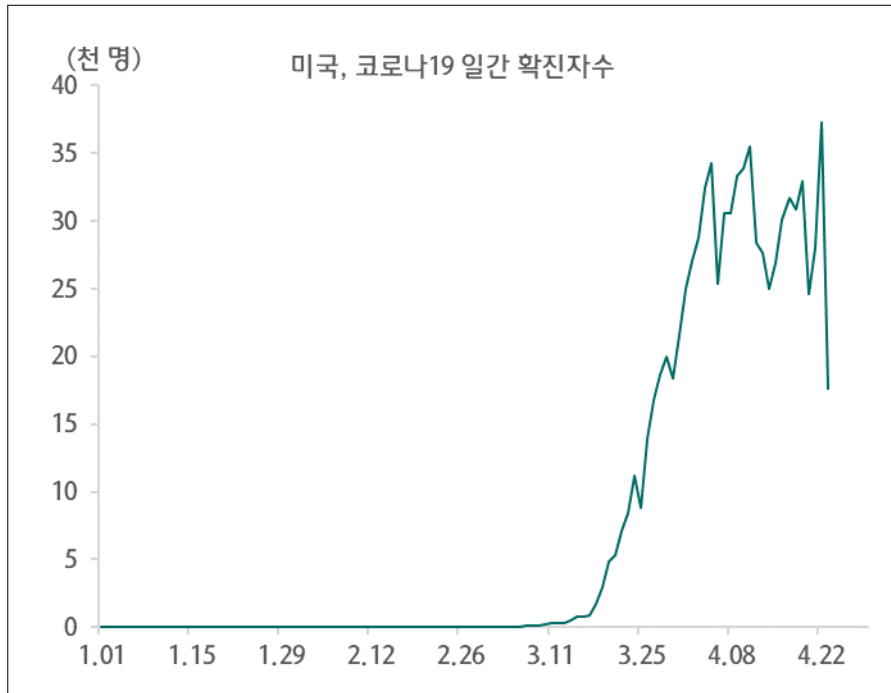
주) 고점: 1995년 이후

자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

## 코로나19로 자존심을 구긴 미국

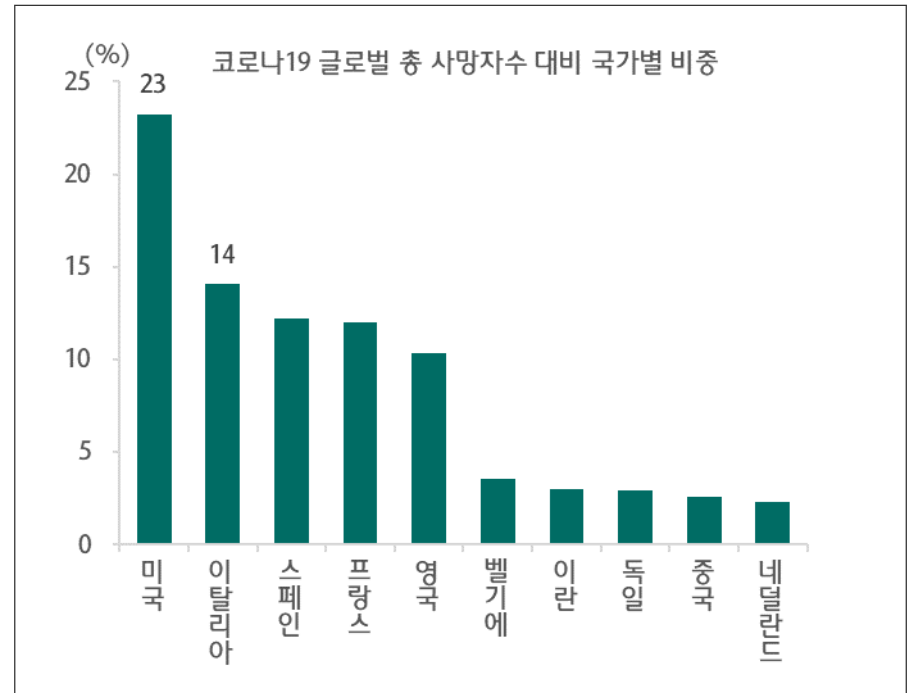
- 미국 코로나19 일간 확진자수가 3.3만 명에서 최근 1.8만 명 수준으로 감소
- 그러나 코로나19로 인한 글로벌 총 사망자수 18.2만 명 중 미국 비중은 23%(4.2만 명)으로 가장 높음

미국, 코로나19 일간 확진자수는 감소



자료: WHO, 하나금융투자

미국, 코로나19로 인한 피해가 가장 컸던 국가

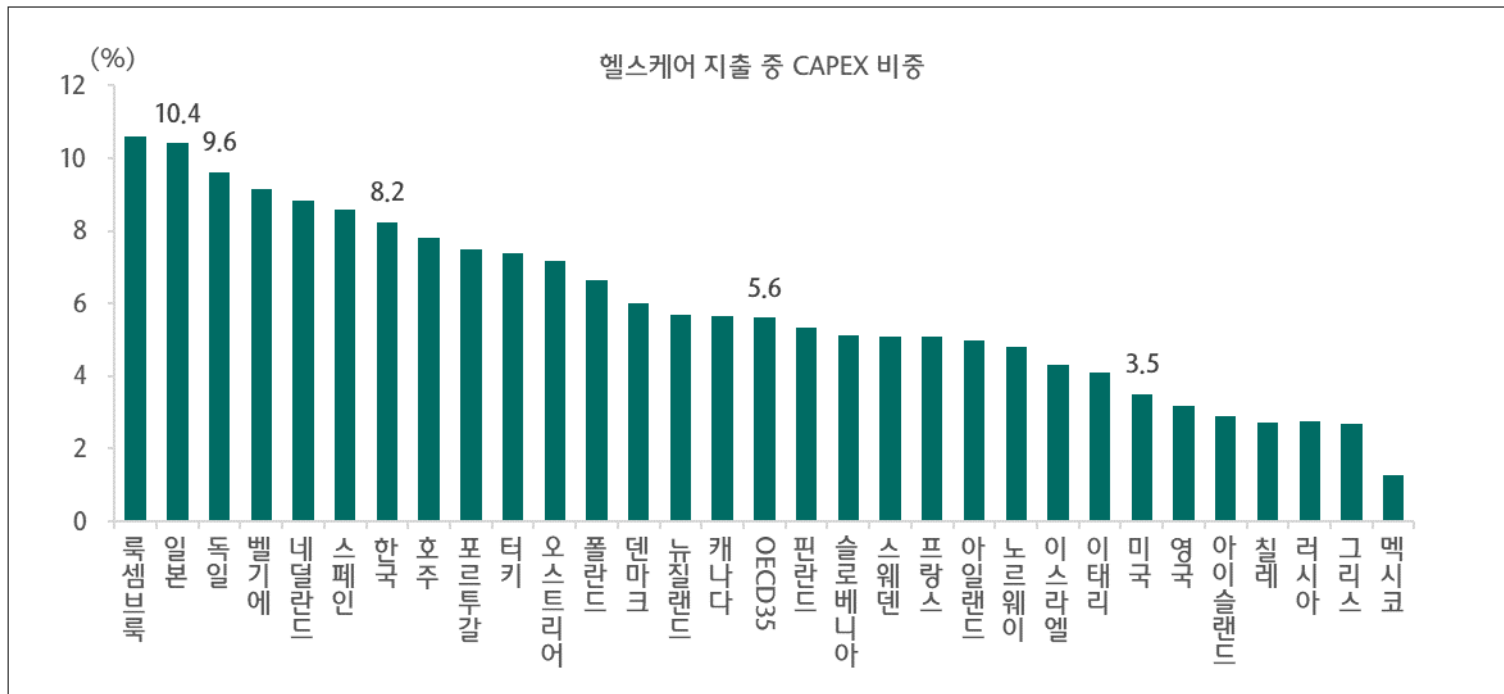


자료: WHO, 하나금융투자

## 미국, 의료 인프라의 취약성

- 미국, 헬스케어 관련 총 지출 중 CAPEX 비중은 3.2%에 불과
- OECD 평균 5.6%, 독일 9.6%, 한국 8.2% 등에 비해 크게 낮은 수준
- 코로나19 이후 미국 의료 관련 인프라 투자 확대 가능성 고려

미국, 의료 CAPEX 비중이 절대적으로 낮은 편

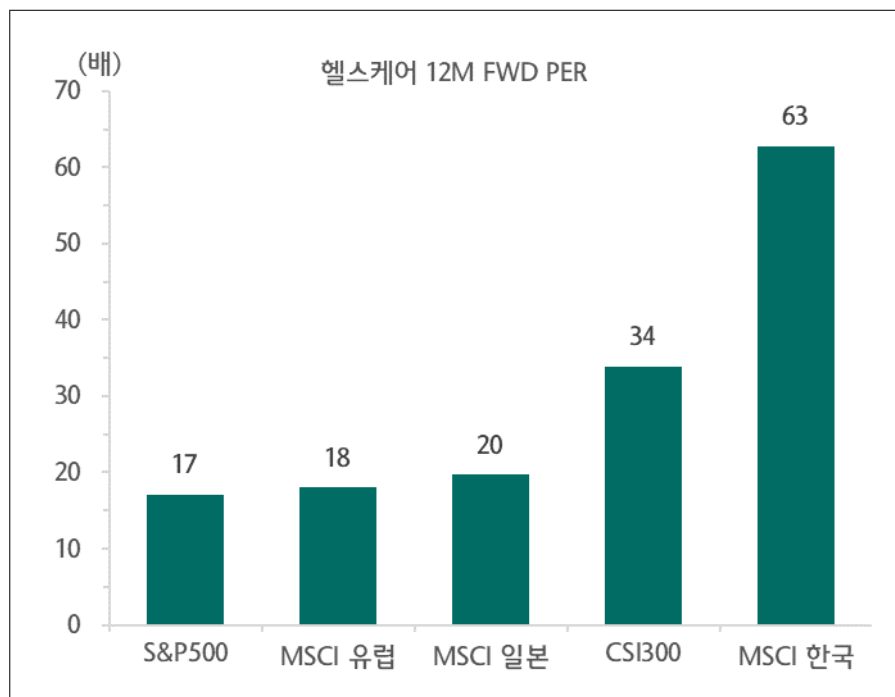


주) 의료 CAPEX: 병원 인프라, 진단 장비, 앰블런스, 의료 소프트웨어 등  
 자료: OECD, 하나금융투자

## Differentiation②: 투자 매력이 높은 미국 헬스케어

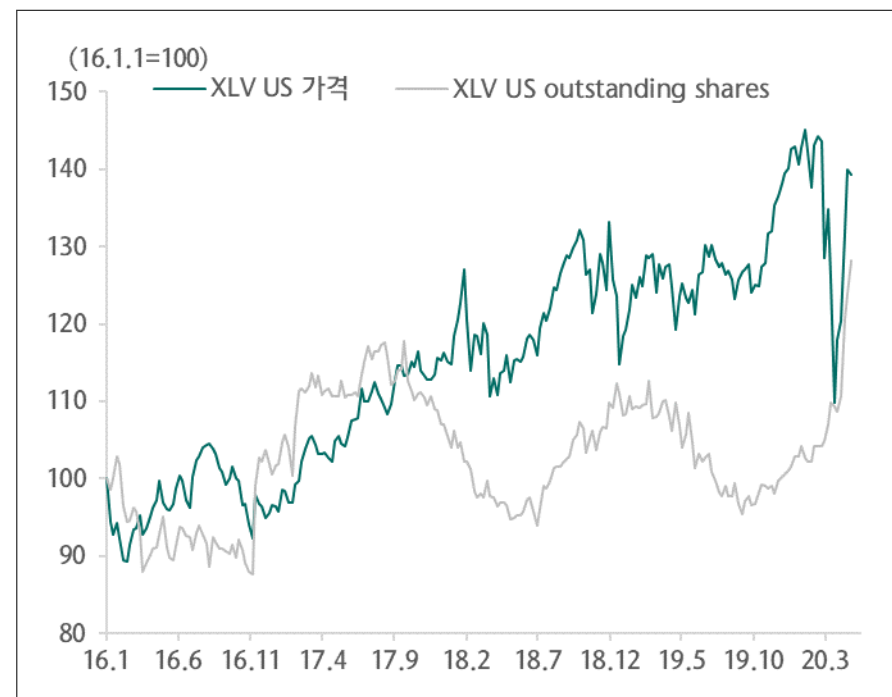
- 코로나19 이후 미국은 의료 인프라투자과 개인 의료비 지출 확대 가능성 높음
- S&P500 헬스케어의 12M FWD PER 17.1배로 여타 국가들 대비 상대적으로 낮은 수준
- 미국 대형주 헬스케어 기업으로 구성되어 있는 헬스케어 셀렉트 섹터 SPDR ETF(XLV US)도 글로벌 투자 대안 중 하나

미국, 헬스케어 섹터 상대 밸류에이션 매력이 높은 편



자료: Bloomberg, 하나금융투자

미국, 대형주 헬스케어 기업으로 구성된 ETF도 투자 대안

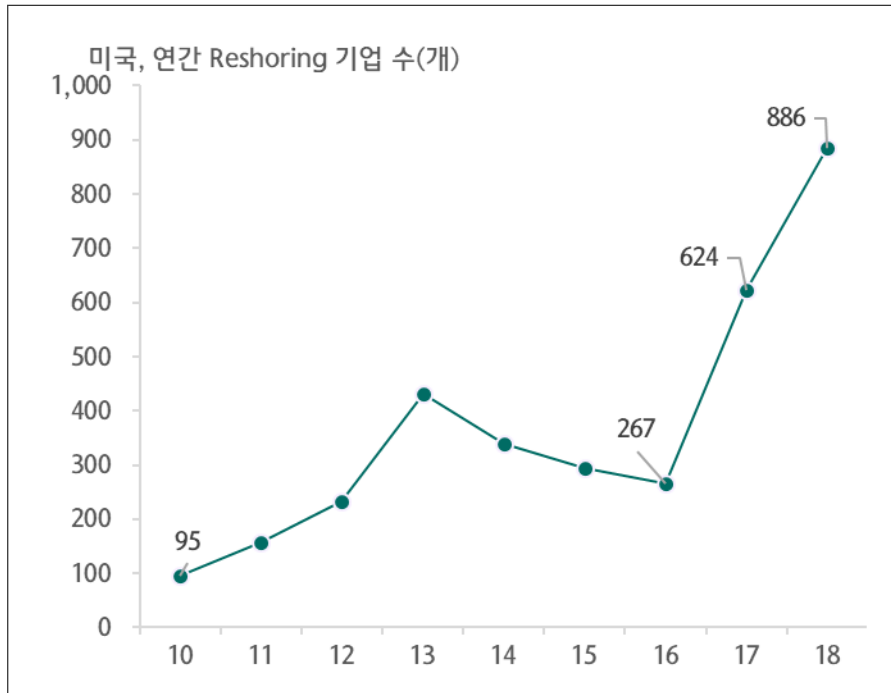


자료: Bloomberg, 하나금융투자

## 짧아지고 있는 글로벌 밸류체인

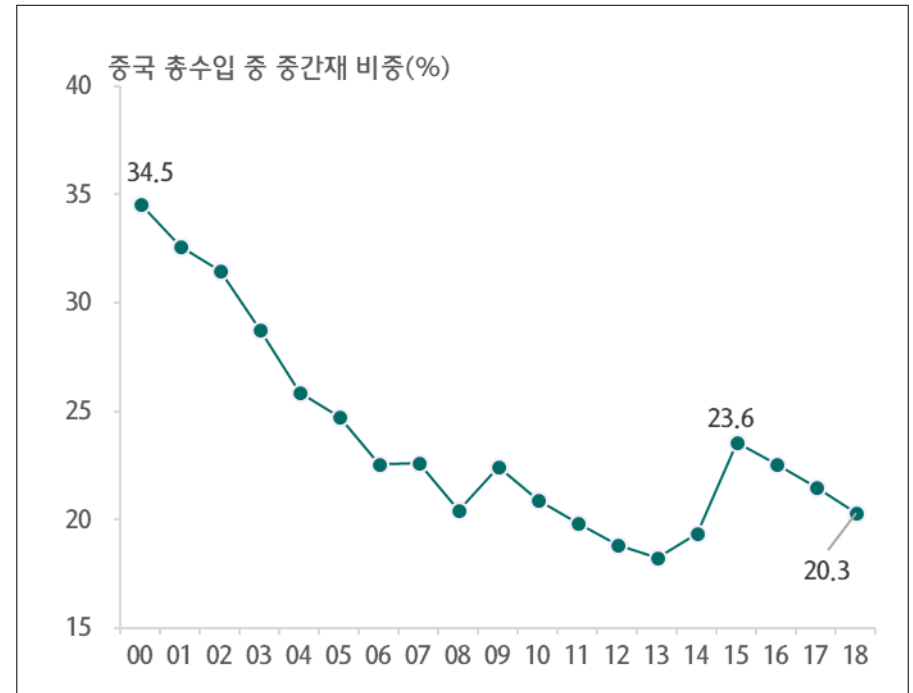
- 트럼프 대통령 취임 이후 리쇼어링(Reshoring) 정책 강화: 미국 리쇼어링 기업수는 2016년 267개에서 2018년 886개로 급증
- 중국 중간재 수입 비중 감소: 전체 수입에서 중간재가 차지하는 비중은 2000년 35%에서 2018년 20%로 감소

### 미국의 강력한 리쇼어링 정책



자료: Reshoring Initiative, 하나금융투자

### 중국 중간재 수입 비중 감소

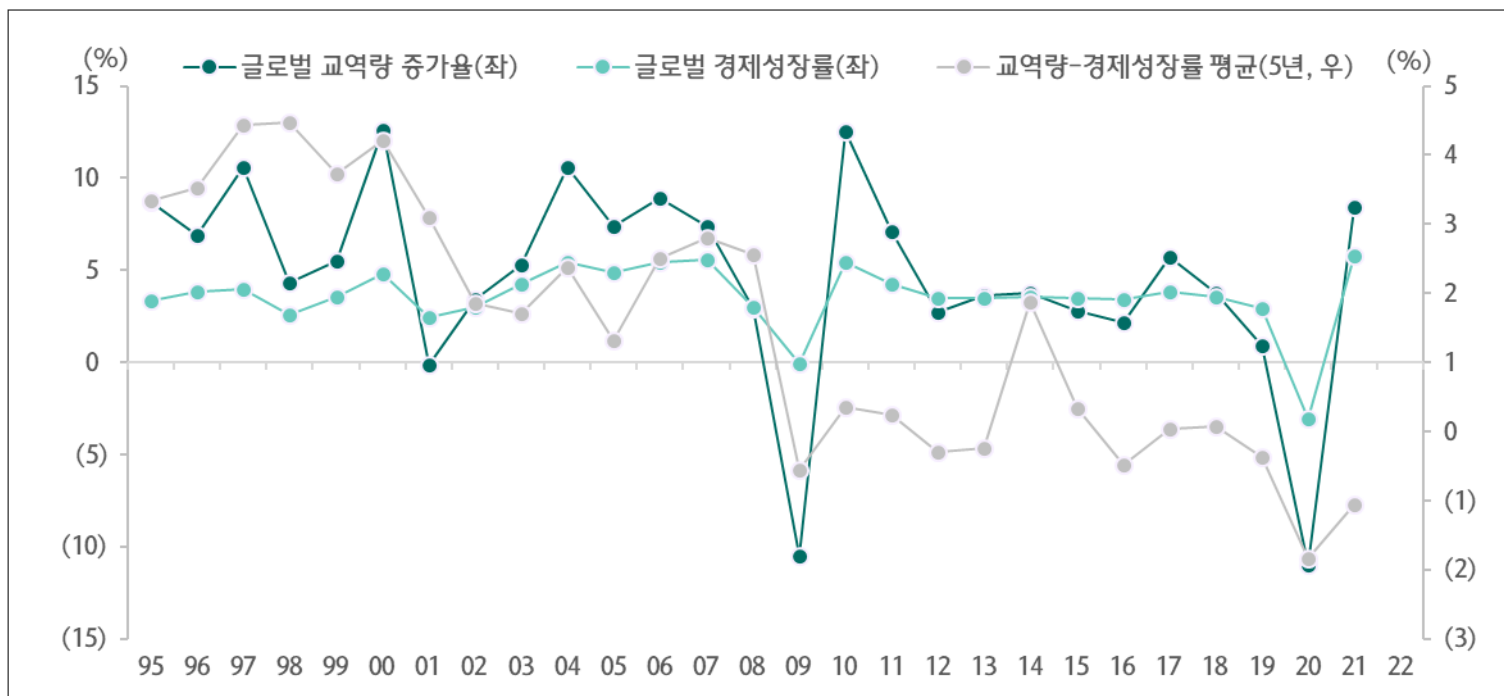


자료: World Bank, 하나금융투자

## 글로벌 교역의 성장 기여도는 추세적으로 낮아지고 있음

- 글로벌 금융위기 이전까지 글로벌 GDP성장률 대비 글로벌 교역량 증가율 탄력도 높았음
- 그러나 글로벌 금융위기 이후 글로벌 교역량 탄력도는 빠르게 낮아지고 있음
- 선진국 재정위기(2011년)→ 브렉시트(16년)→ 미/중 무역분쟁(18~19년)→ 코로나19(20년)으로 인해 자국 우선과 보호주의 득세

글로벌 성장에서 교역 기여도가 글로벌 금융위기 이후 추세적으로 낮아지고 있음

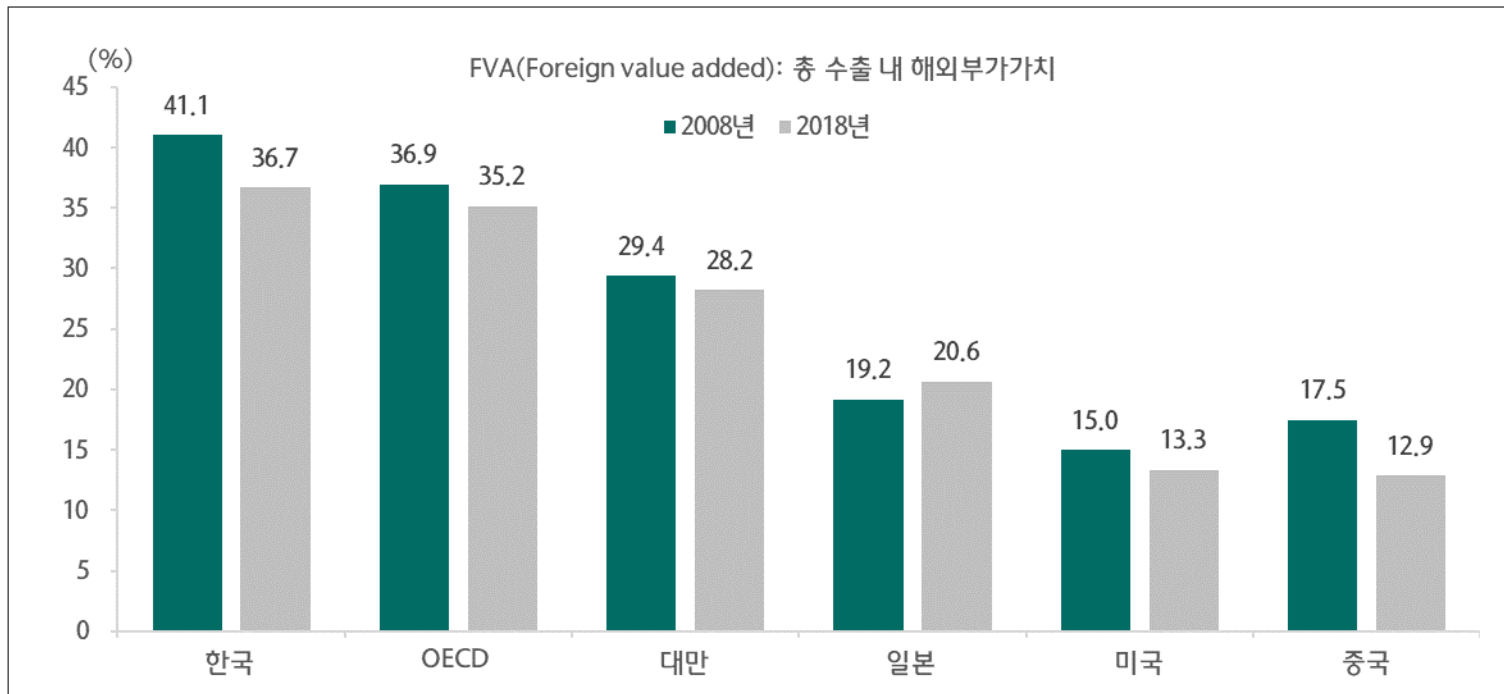


주) 2021년 전망치까지 포함  
 자료: IMF, 하나금융투자

## Deglobalization 시대, 한국은 더 힘들다

- 국내는 글로벌 밸류체인에 대한 의존도가 높음
- 총 수출 내 해외 부가가치 비중은 국내의 경우 37% 수준으로 일본, 미국, 중국 보다 높음

### 국내, 글로벌 밸류체인에 대한 의존도가 높음

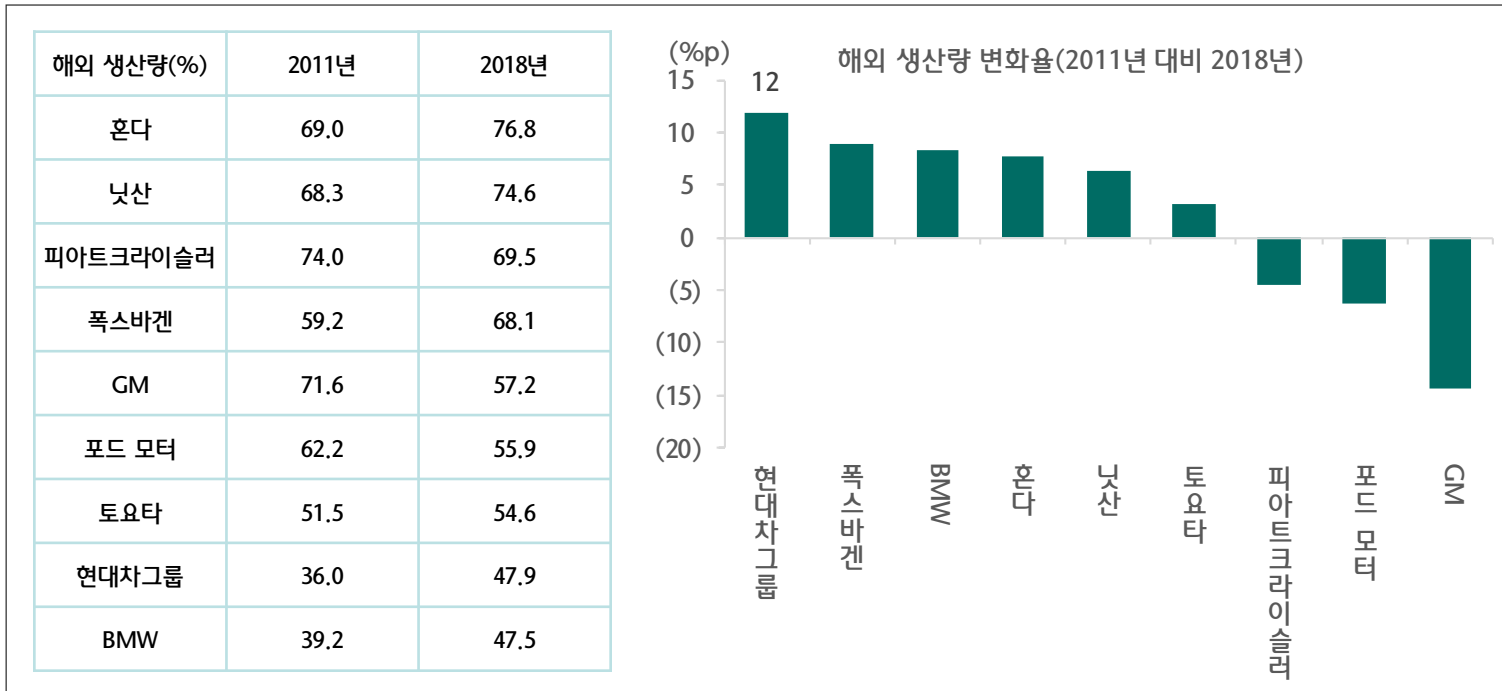


자료: OECD, 하나금융투자

## Deglobalization 시대에 해외 생산 비중을 확대한 현대차 그룹

- 글로벌 자동차 기업들의 경우 생산기지를 해외에 보유
- 현대차그룹의 경우 해외 생산량 비중이 글로벌 자동차 기업들 대비 가장 빠르게 증가

### 현대차그룹, 해외 생산 비중 글로벌 자동차 기업들 대비 가장 빠르게 이전

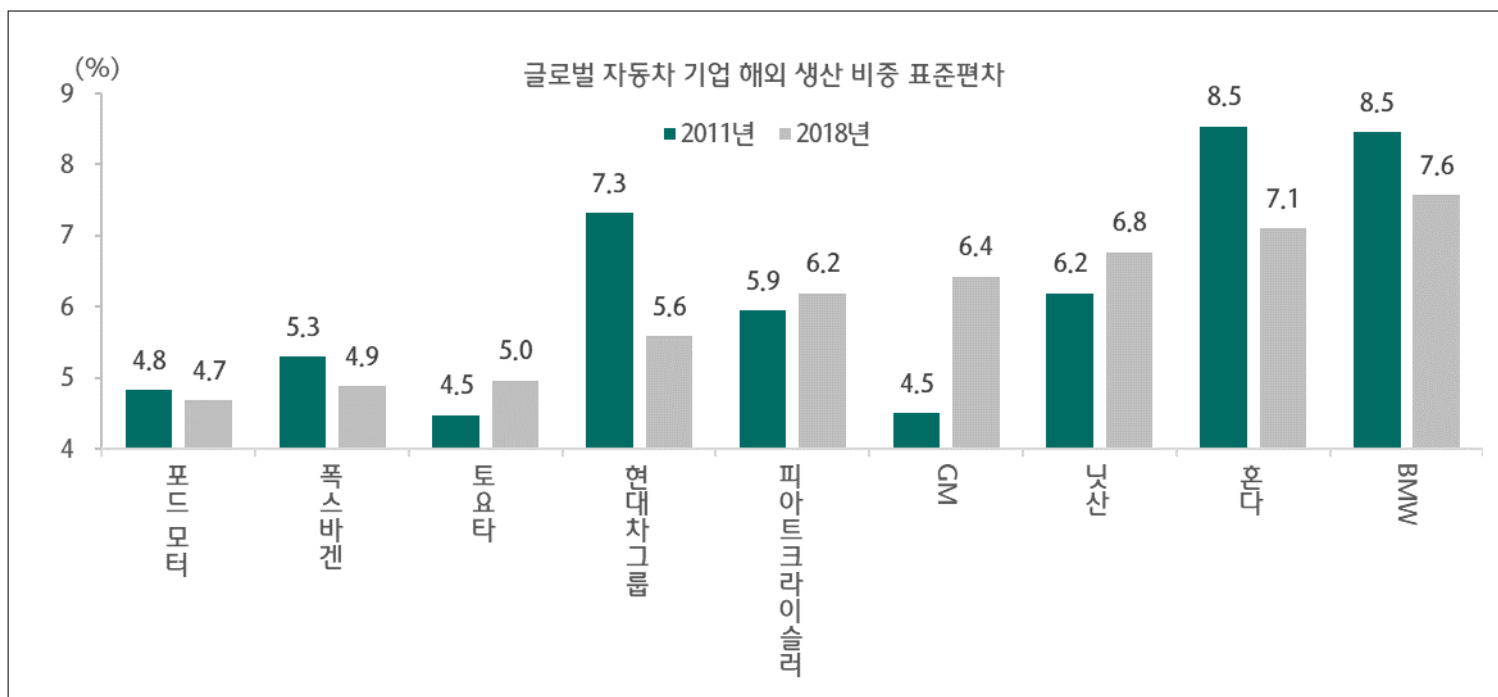


자료: WardsAuto, 하나금융투자

## 해외 생산 다변화 여부도 중요

- 해외 생산 지역의 다변화 여부가 중요
- 총 해외 생산량 대비 국가별 생산량 비중의 표준편차를 통해 이를 판단. 표준편차의 절대값이 낮거나 하락 여부가 판단 기준
- 현대차 그룹의 해외 국가별 생산량 비중의 표준편차가 상대적으로 빠르게 낮아지고 있다는 점이 특징적

해외 생산 다변화 정도 파악 중요: 해외 국가별 생산량 비중의 표준편차가 크게 낮아짐

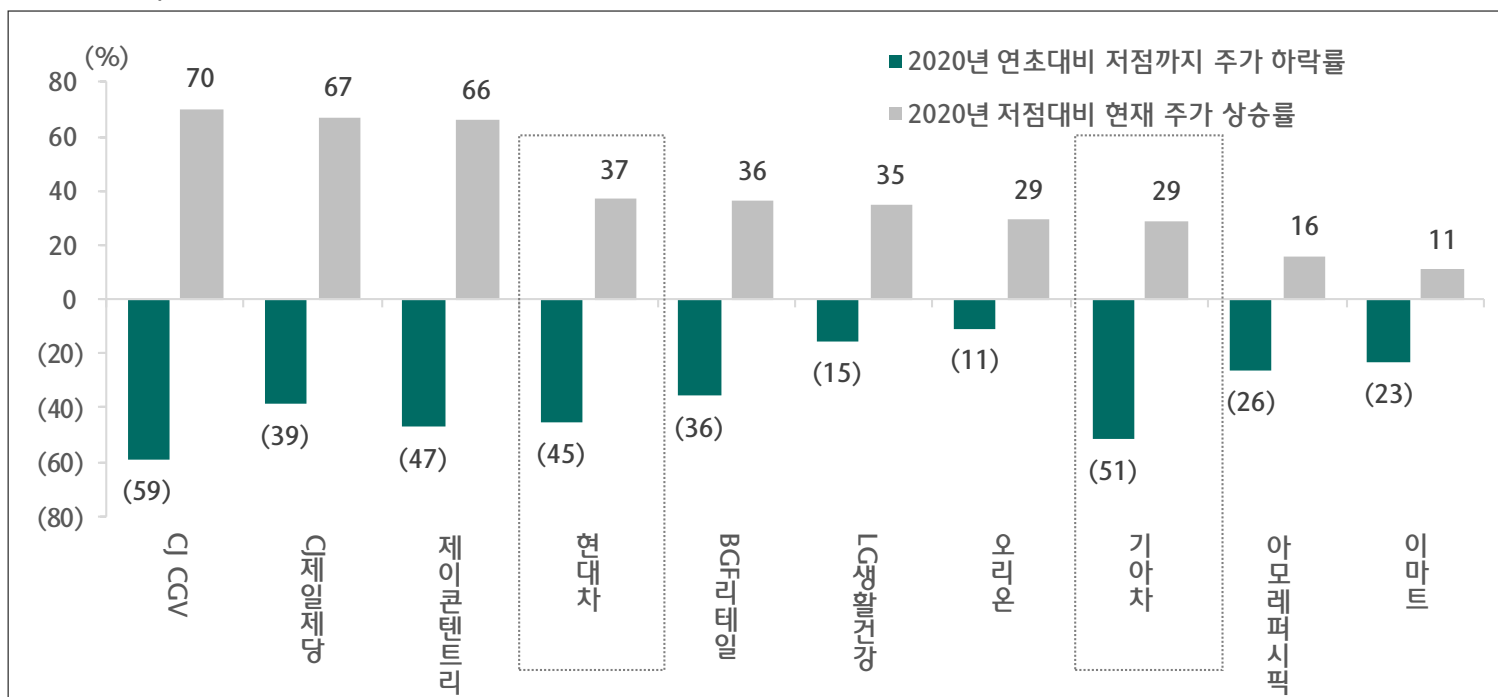


자료: WardsAuto, 하나금융투자

## 경기소비재 중 자동차 주가는 가장 느리게 회복 중

- 자동차의 경우 코로나19로 인한 해외 공장의 가동 중단(shut down) 문제와 가장 비싼 내구소비재 제품이기 때문에 가장 늦게 회복 될 것이라는 우려를 반영하며 경기소비재 섹터 중 주가 회복률이 가장 낮음
- 2020년 현대차 주가 연초 대비 저점까지 하락률 -45%, 저점 대비 현재 주가 상승률 +37%

국내 증시, 경기소비재 섹터 중 자동차 업종의 주가 회복률이 가장 낮음

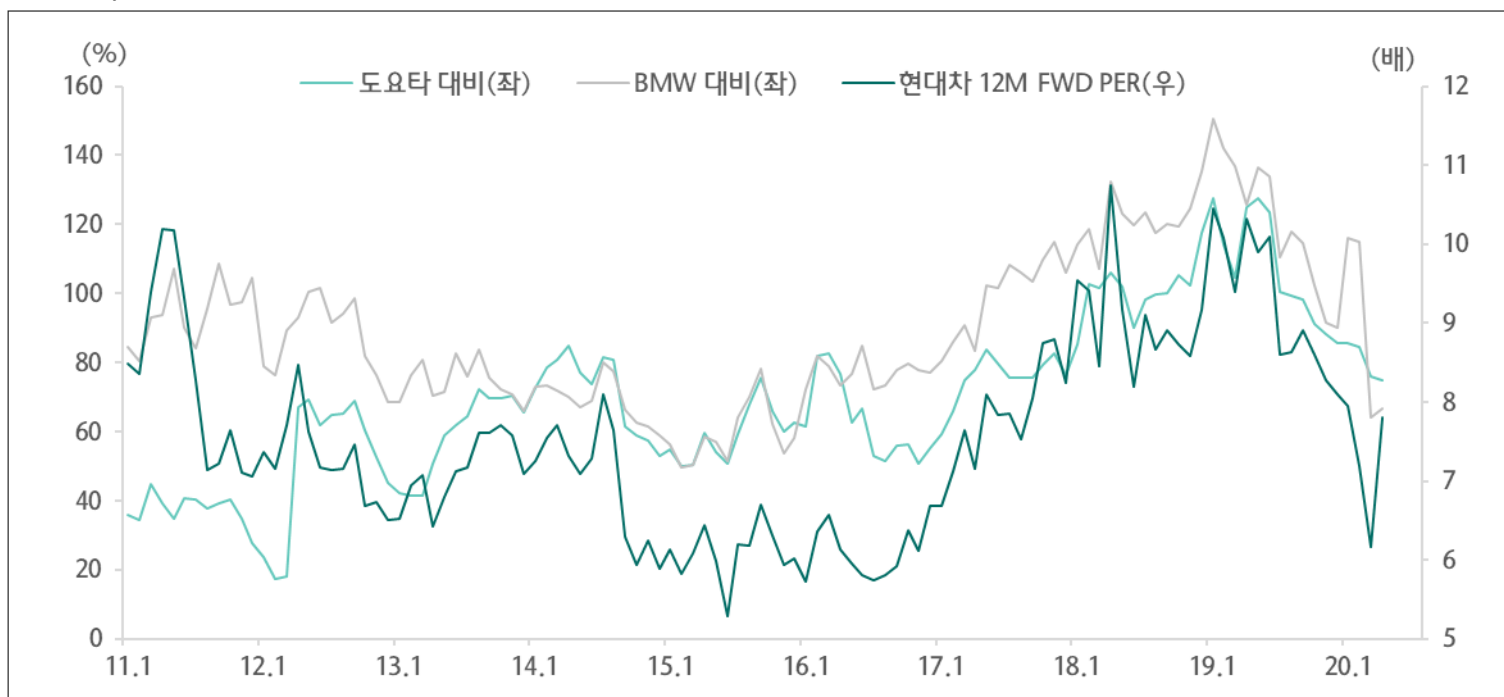


주) 현재: 2020/4/24일 기준  
 자료: Quantiwise, 하나금융투자

## Deglobalization: Globalization으로 극복하는 현대차그룹

- 코로나19의 글로벌 확진자수가 정점을 통과하고 있어 향후 해외 공장 재가동도 가능해질 수 있음
- 중국 차량 구매 시 추가 보조금 지급, 미국 연비 규제 완화 등과 같은 자동차 구매 독려 정책들이 마련되고 있다는 점도 긍정적
- 2017~19년까지 현대차 12M FWD PER은 도요타와 BMW에 비해 높았지만, 현재는 도요타 대비 75%, BMW 대비 67%에 불과

현대차, 글로벌 자동차 기업 대비 밸류에이션 부담이 크게 낮아져 있음

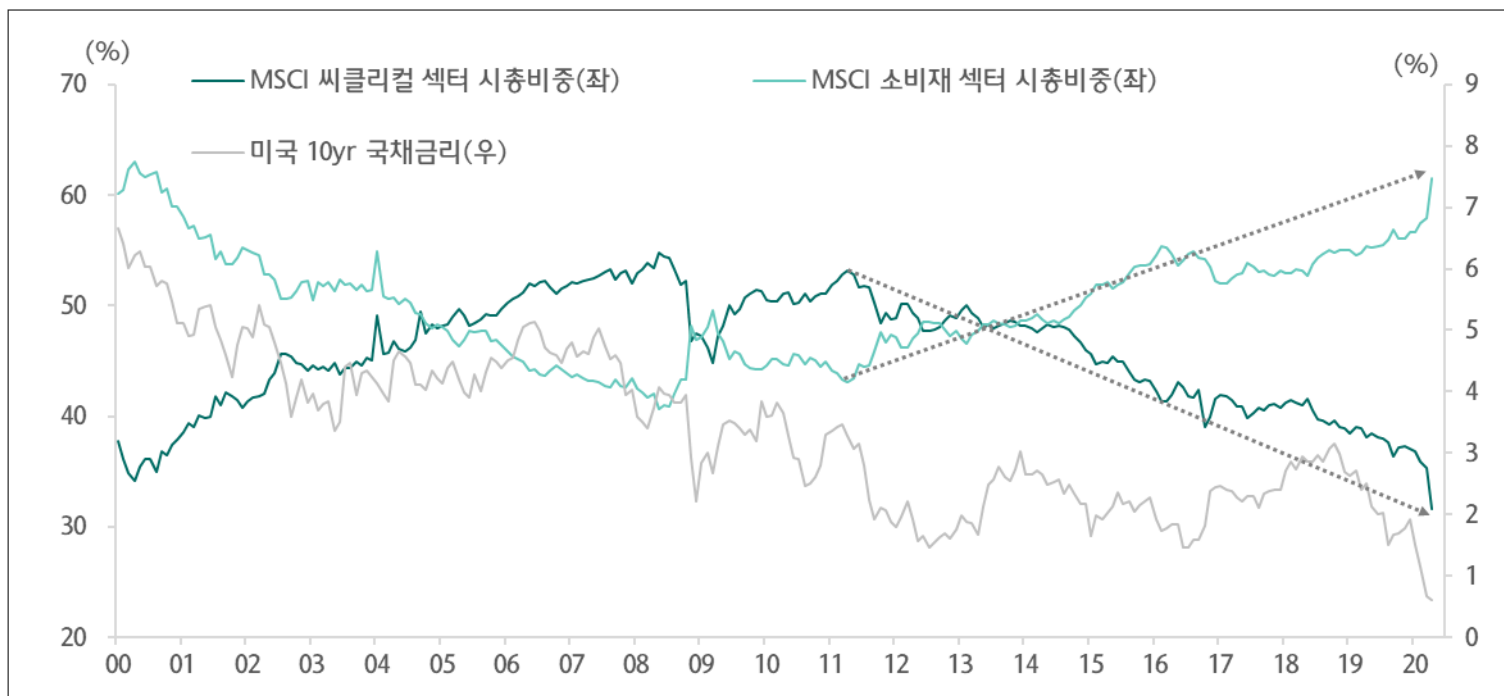


자료: Bloomberg, Quantiwise, 하나금융투자

## 초저금리로 인해 소외되고 있는 산업: 전통 시클리컬

- MSCI 전세계 소비재 관련 섹터의 시가총액 비중은 62%로 역대 최고 수준
- 반면 전통 시클리컬 섹터의 시가총액 비중은 31%로 역대 최저 수준
- 각국 중앙은행의 막대한 양적완화정책으로 인해 초저금리 기조 유지. 전통 시클리컬 산업이 부각되기 어려운 상황

초저금리 기조 유지: 글로벌 증시 소비재 관련 섹터 부각, 전통 시클리컬 소외

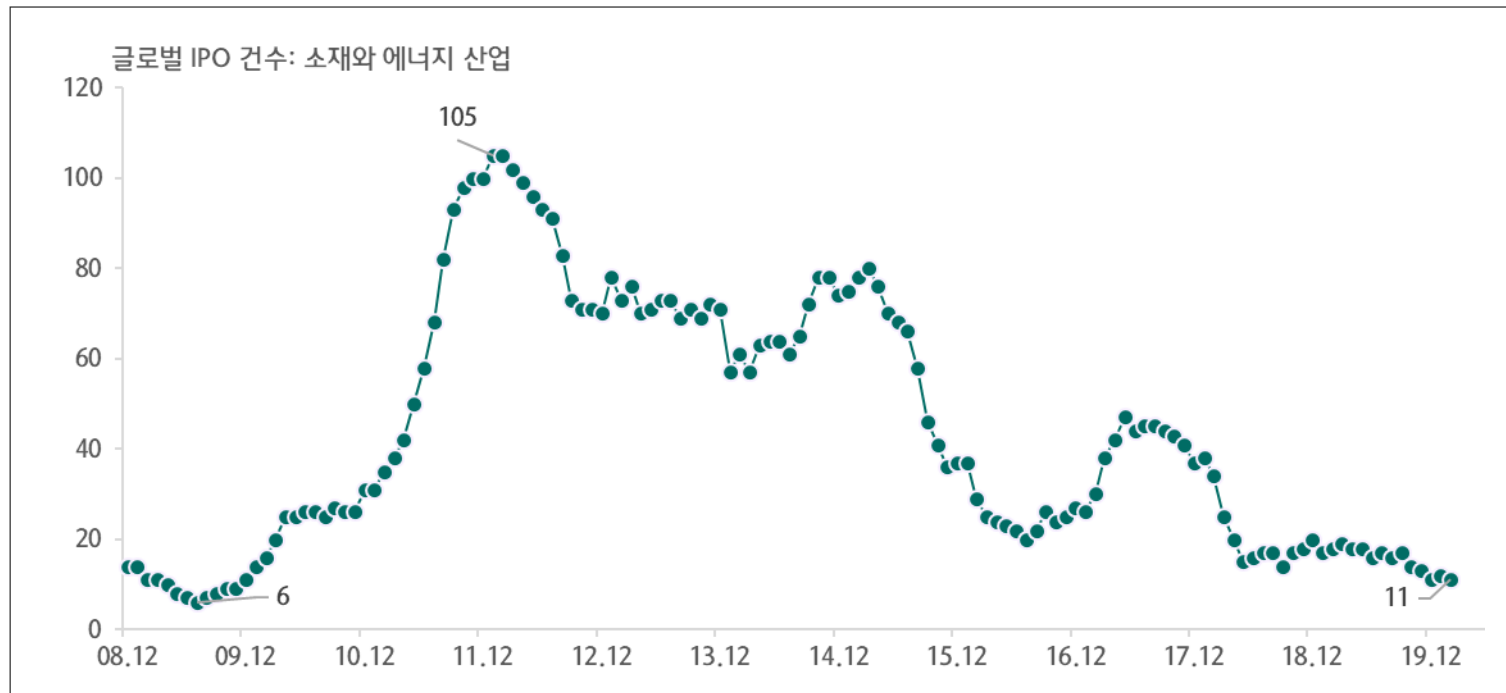


주) 소비 관련: Tech, 헬스케어, 경기와 필수소비재. 전통 시클리컬: 에너지, 소재, 산업재, 금융  
 자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

## 전통 시클릭얼 산업: 신규 경쟁자 진입도 거의 없는 상황

- 에너지와 소재기업들의 글로벌 IPO건수가 급감하고 있음
- 전통 시클릭얼 산업의 경우 막대한 초기 투자 비용과 장기 성장성 약화 등으로 인해 신규 진입자가 거의 없는 상황

### 전통 시클릭얼 산업 IPO건수 급감

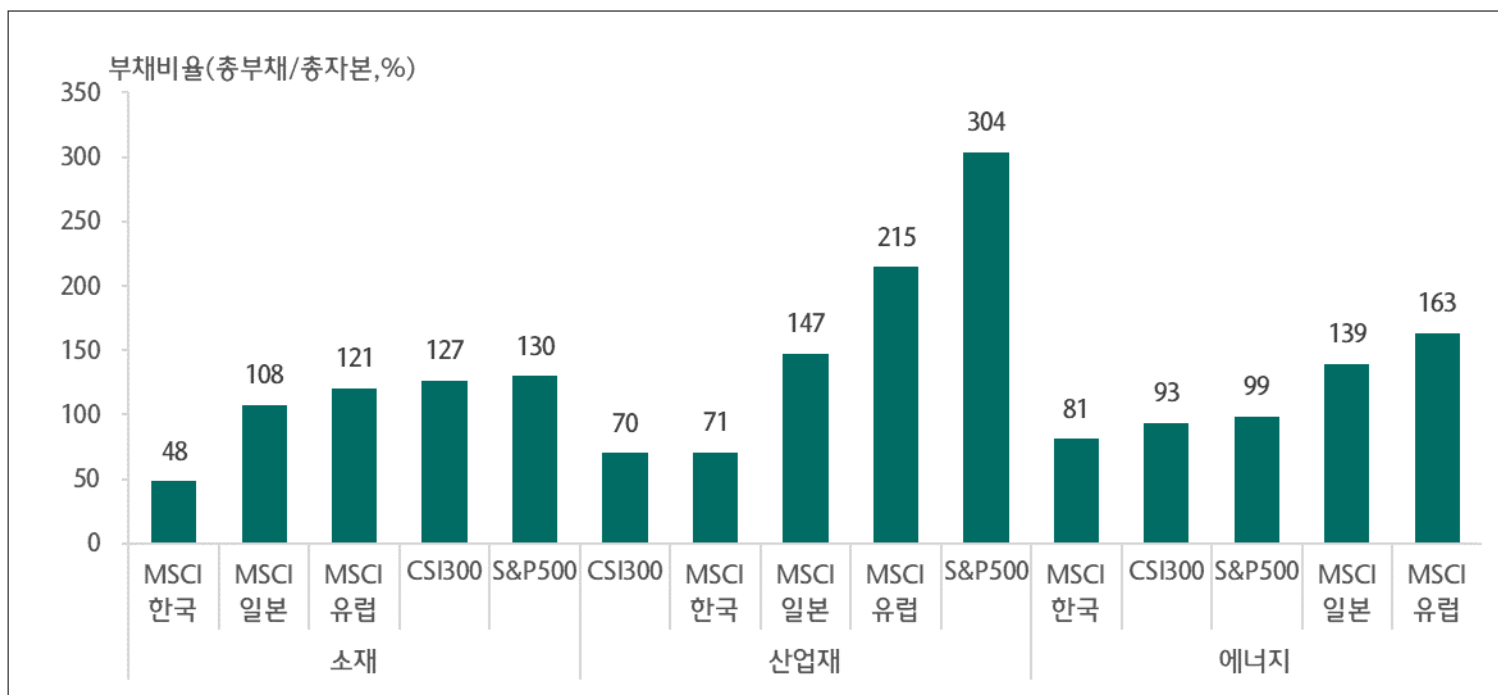


자료: Bloomberg, 하나금융투자

## Deleveraging: 전통 시클리컬, 동거동락(同居同樂)이 어렵다

- 글로벌 산업재, 소재, 에너지 섹터의 경우 부채비율이 대부분 100%를 상회
- 부채비율이 높다고 무조건 나쁘다고 볼 수는 없지만, 구조적 저성장이라는 점을 감안 시 부채 감소가 필요한 산업
- MSCI 국내 소재, 산업재, 에너지 섹터의 부채비율은 글로벌 대비 매우 낮은 수준

글로벌 전통 시클리컬 산업은 부채비율이 높아 디레버리징이 불가피

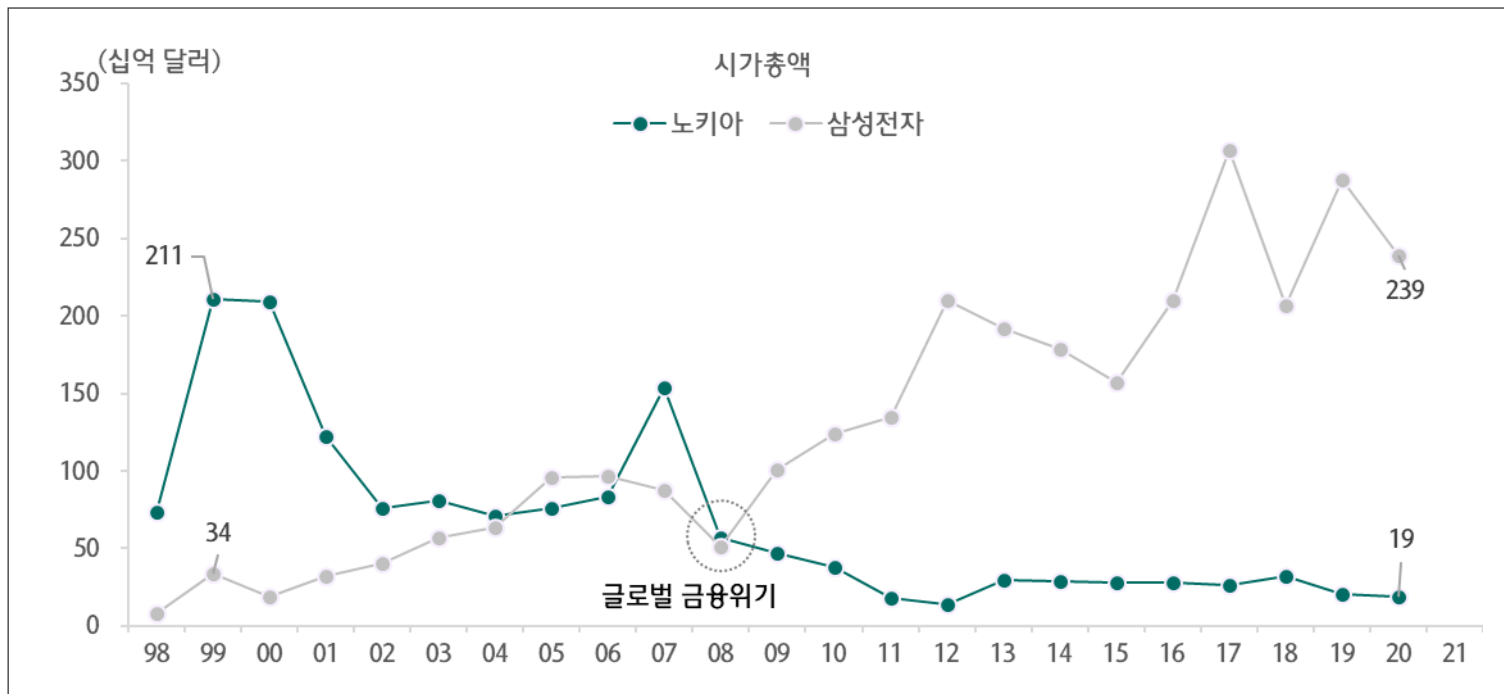


자료: Bloomberg, 하나금융투자

## 삼성전자와 노키아: 살아남으면 승자가 된다

- 1999년 미국 증시 내 시가총액 6위였던 노키아
- 당시 노키아 시가총액은 2,100억 달러로 삼성전자의 6배 수준
- 그러나 2008년 글로벌 금융위기 이후 삼성전자가 노키아 시가총액을 역전

2008년 글로벌 금융위기를 기점, 살아남은 삼성전자가 결국 승자



자료: Bloomberg, 하나금융투자

## 삼성전자의 생존 원동력: 부채비율, CFO, 순현금

- 2007~09년 삼성전자: 낮은 부채비율 유지, 영업활동으로 인한 현금흐름(CFO) 수준 꾸준히 유지, 순현금 축적
- 2007~09년 노키아: 부채비율 증가, CFO와 순현금 급감

삼성전자 생존 원동력: 낮은 부채와 꾸준한 CFO 증가 그리고 순현금 상태 유지

구분		2007년	2008년	2009년
부채비율(%)	노키아	116.9	139.7	142.3
	삼성전자	66.8	67.3	53.6
CFO(십억 달러)	노키아	10.8	4.7	4.5
	삼성전자	15.9	12.4	14.6
순현금(십억 달러)	노키아	15.3	4.0	5.3
	삼성전자	8.3	5.2	10.6

자료: Bloomberg, 하나금융투자

## 글로벌 화학 기업과 비교 Table: 롯데케미칼

구분	종목명	국가명	시가총액 (억원)	부채비율(%)			영업활동으로 인한 현금흐름(억원)			순현금(억원)		
				2017년	2018년	2019년	2017년	2018년	2019년	2017년	2018년	2019년
국내	롯데케미칼	국내	72,835	34.3	35.3	25.8	31,524	15,034	14,089	6,467	-843	1,706
	포스코케미칼	국내	31,592	4.3	2.7	48.0	555	846	628	1,552	1,136	-2,671
	한화솔루션	국내	22,607	71.4	94.6	114.0	9,854	10,258	11,027	-32,743	-44,885	-50,700
	금호석유	국내	21,571	92.5	62.1	44.0	4,210	4,847	5,577	-15,591	-12,576	-9,614
	SKC	국내	18,636	88.8	86.0	97.6	2,093	2,316	405	-12,386	-12,969	-16,055
PEER	아사히카세이	일본	116,001	34.5	23.1	30.3	17,942	25,044	21,300	-25,863	-14,524	-23,726
	도레이	일본	88,414	65.1	69.8	80.4	18,472	12,946	17,702	-57,570	-67,438	-82,970
	바리토 퍼시픽	인도네시아	87,225	45.3	98.2	92.0	3,862	6,094	5,524	-339	-20,639	-20,691
	버거 페인츠 인디아	인도네시아	81,562	21.4	19.2	21.0	656	695	866	101	8	-60
	안부 내셔널 페트로케미칼	사우디	79,370	6.8	0.0	1.0	9,831	11,291	7,932	5,435	9,249	9,293
	시노펙 상하이석 유화공	중국	66,896	2.1	1.6	7.7	13,008	13,123	9,534	11,316	20,469	17,813
	폭스 페트롤 루브	독일	62,033	0.1	0.3	1.7	3,089	3,468	4,292	2,053	2,436	2,503
	웨스트레이크 케 미칼	미국	64,138	71.5	43.9	60.8	17,277	15,507	15,166	-24,613	-21,324	-36,555
	인도라마 벤처	태국	56,112	80.5	90.1	106.4	8,190	9,199	12,782	-29,089	-45,140	-52,981
	PTT 글로벌 케미칼	태국	62,775	34.9	31.9	36.5	20,797	18,234	11,450	-14,013	-14,930	-31,645
	형이 석유화학	중국	59,438	76.5	138.8	-	3,485	1,731	-	-14,285	-36,618	-
	블루스타 아디세오	중국	57,357	0.6	0.2	0.2	4,216	2,786	4,232	12,401	8,494	8,731
	룽망 바이리렌 집 단	중국	59,539	37.6	45.9	57.8	3,741	3,093	3,045	-3,428	-5,898	-11,732
	오리카	오스트리아	53,232	66.1	72.9	67.2	4,063	5,119	6,056	-12,930	-13,236	-13,113

주) 순현금=(단기금융자산+현금및현금성자산)-(사채+장기차입금+장기금융부채+단기사채+단기차입금+유동성장기부채+단기금융부채)

자료: Bloomberg, Quantwise, 하나금융투자

## 글로벌 건설 기업과 비교 Table: 현대건설

구분	종목명	국가명	시가총액 (억원)	부채비율(%)			영업활동으로 인한 현금흐름(억원)			순현금(억원)		
				2017년	2018년	2019년	2017년	2018년	2019년	2017년	2018년	2019년
국내	현대건설	국내	36,747	26.9	29.0	30.6	5,144	2,495	4,789	11,988	16,742	16,379
	대림산업	국내	28,327	55.4	44.0	40.3	4,376	11,045	9,522	-10,893	-1,392	901
	삼성엔지니어링	국내	21,364	143.8	53.9	14.3	-1,340	4,462	7,841	-6,068	-1,368	5,919
	GS건설	국내	19,304	120.5	58.0	79.6	-2,055	10,329	7,593	-14,640	-2,689	-12,762
	한샘	국내	16,497	29.7	11.1	46.9	662	637	794	339	1,770	-473
PEER	뱅시	프랑스	564,572	116.8	122.3	140.6	54,652	66,784	92,476	-185,341	-204,082	-308,666
	중국 건축집단	중국	373,776	111.5	97.5	-	-100,504	-12,654	0	-195,054	-184,432	-305,124
	에파주	프랑스	91,582	294.7	255.5	255.5	17,030	20,772	29,016	-135,374	-135,757	-148,380
	상하이 건공 집단	중국	51,218	150.6	146.9	191.4	6,125	116	2,321	12,994	3,370	-1,886
	페아브	스웨덴	25,255	36.2	61.8	74.3	3,761	-317	64	-4,107	-7,068	-10,792
	AF 그루펜	노르웨이	19,815	5.8	4.7	39.5	1,871	1,151	1,998	1,274	717	-817
	NCC	스웨덴	17,850	47.0	78.7	143.4	2,860	-476	2,729	1,094	-1,032	-2,121
	도큐 건설	일본	6,573	7.5	2.6	2.1	-2,500	1,626	2,983	1,767	2,678	4,850

주) 순현금=(단기금융자산+현금및현금성자산)-(사채+장기차입금+장기금융부채+단기사채+단기차입금+유동성장기부채+단기금융부채)

자료: Bloomberg, Quantwise, 하나금융투자

## 글로벌 철강 기업과 비교 Table

구분	종목명	국가명	시가총액(억 원)	부채비율(%)			영업활동으로 인한 현금흐름(억원)			순현금(억원)		
				2017년	2018년	2019년	2017년	2018년	2019년	2017년	2018년	2019년
국내	POSCO	국내	150,833	44.6	43.4	44.2	56,073	58,697	60,047	-115,622	-96,293	-89,961
	현대제철	국내	25,221	67.8	66.3	70.9	17,198	15,753	6,264	-106,239	-103,665	-111,461
	KG동부제철	국내	14,101	1172.8	27061.7	120.2	1,112	-735	-2,227	-16,007	-16,262	-9,849
	동국제강	국내	3,793	120.8	132.2	137.8	902	2,294	2,135	-24,533	-22,826	-22,548
	세아베스틸	국내	3,084	44.0	57.6	52.1	2,219	880	3,234	-9,025	-10,702	-8,822
PEER	포테스큐 메탈스 그룹	오스트리아	277,364	45.9	40.8	37.3	48,013	14,791	49,487	-30,116	-34,647	-24,074
	바오산 강철	중국	187,109	62.3	44.0	-	52,710	75,386	0	-124,767	-98,174	-
	중신 타이푸 특강 집단	중국	145,310	13.1	70.8	70.2	573	4,201	12,259	1,068	-10,756	-20,249
	뉴코	미국	140,700	41.8	42.1	42.3	11,932	26,347	32,749	-29,843	-32,206	-31,486
	차이나 스틸	대만	123,692	78.1	67.0	75.8	17,495	22,977	14,543	-85,320	-73,049	-85,931
	노볼리페츠크 스틸	러시아	123,637	34.3	34.2	43.3	21,008	29,792	30,343	-7,429	-9,064	-19,669
	아르셀로미탈	룩셈부르크	121,774	31.6	28.3	35.4	51,592	46,179	70,139	-110,513	-114,814	-109,410
	세베르스탈	러시아	119,384	61.6	53.1	80.6	22,263	25,026	26,834	-11,207	-14,476	-19,819
	일본제철	일본	89,017	63.9	61.2	65.7	51,425	48,661	45,435	-201,975	-200,002	-225,282
	네이멍구 바오터우 철강	중국	88,196	93.5	100.7	-	9,462	9,234	0	-67,795	-77,314	-
	쿰바 아이언 오어	남아프리카 공화국	72,557	0.0	0.0	1.1	14,463	12,719	22,108	11,952	9,036	10,183
	마그니토고르스크 아이언 & 스틸	러시아	72,245	9.9	10.7	15.8	15,467	20,954	20,271	245	2,361	2,830
	릴라이언스 스틸 & 알루미늄	미국	68,435	40.5	47.1	34.3	4,511	7,314	15,171	-18,647	-23,111	-18,667
	스틸 다이내믹스	미국	61,796	72.0	61.1	69.1	8,362	15,578	16,276	-14,444	-14,695	-13,469
	JSW 스틸	인도	59,860	193.4	143.1	138.0	7,603	15,503	17,490	-71,649	-62,387	-67,735

주) 순현금=(단기금융자산+현금및현금성자산)-(사채+장기차입금+장기금융부채+단기사채+단기차입금+유동성장기부채+단기금융부채)

자료: Bloomberg, Quantwise, 하나금융투자

## 글로벌 조선 기업과 비교 Table

구분	종목명	국가명	시가총액 (억원)	부채비율(%)			영업활동으로 인한 현금흐름(억원)			순현금(억원)		
				2017년	2018년	2019년	2017년	2018년	2019년	2017년	2018년	2019년
국내	한국조선해양	한국	54,071	40.0	27.8	39.3	5,723	1,055	-14,641	-16,956	4,229	-16,392
	삼성중공업	한국	26,271	73.2	43.2	73.7	5,401	1,655	-6,812	-30,639	-14,906	-29,505
	대우조선해양	한국	18,975	124.1	83.5	78.9	-10,199	7,251	25,421	-34,347	-27,790	-5,343
	현대미포조선	한국	11,583	19.8	12.2	9.8	-6,793	5,185	-724	1,230	3,556	1,849
	한진중공업	한국	5,438	427.1	427.1	457.4	3,855	4,202	4,974	-22,940	-13,981	-8,509
PEER	중국선박중공	중국	169,311	57.3	54.3	-	-1,751	535	-	36,377	32,947	-
	중국선박공업	중국	141,587	133.7	40.2	37.9	12,102	3,433	381	-6,672	10,207	10,354
	양쯔강 십빌딩 홀딩스	중국	33,267	18.4	13.7	15.7	2,769	2,481	8,009	17,477	23,589	27,370
	CSSC 해상 해양 엔지니어링 그룹	중국	26,329	154.4	110.0	113.8	-2,070	-3,263	5,727	-12,120	-11,739	-11,629
	미쓰이 E&S 홀딩스	일본	5,278	75.0	74.2	79.7	-833	-356	6,647	-15,640	-17,097	-12,576
	CSBC Corp Taiwan	대만	3,825	136.5	123.9	208.8	-224	-243	181	-3,032	-2,648	-3,615
	나무라 조선소	일본	1,349	20.6	28.8	29.4	-334	-1,427	-1,568	7,832	5,544	4,535
	한국조선해양	한국	54,071	40.0	27.8	39.3	5,723	1,055	-14,641	-16,956	4,229	-16,392

주) 순현금=(단기금융자산+현금및현금성자산)-(사채+장기차입금+장기금융부채+단기사채+단기차입금+유동성장기부채+단기금융부채)

자료: Bloomberg, Quantwise, 하나금융투자