

CHOOSE THE RIGHT BUSINESS

이룸은 비즈니스 모델에 투자합니다.

1. 영원한 주식 투자의 테마 '역발상'

- ✓ 역발상 투자는 주식 투자자들이 항상 고민하는 부분입니다. 역발상 투자가 성공할 경우, 높은 수익률이 보장되기 때문입니다. 하지만, 우리는 '역발상'이라는 말을 다시 생각해볼 필요가 있습니다. 현재와 정반대되는 생각만이 역발상은 아니라고 생각합니다.
- ✓ 예를 들면, '중소형주가 큰 폭으로 하락하면 대형주가 상대적으로 주가가 좋다' 혹은 엔화가 약세면 일본자동차 업체들이 인센티브를 늘릴 것이고 이로 인해 판매가 증가할 것. 즉, 현대차, 기아차의 판매가 이로 인해 감소할 것이다' 와 같은 아이디어가 맞는 경우도 있지만, 꼭 그렇지 않을 수도 있다고 생각합니다.
- ✓ 중국인의 일본 입국이 증가가 이슈화 되면서 일본 화장품 주식들을 사고, 한국 화장품 주식들을 팔아야 한다는 논리가 2015년 초부터 있었습니다. 이 논리는 누가 들어도 당연하다고 생각될 만한 것이었습니다. 하지만, 중국 관광객들이 한국에서는 화장품이라는 제품을 많이 사갔지만, 일본에서는 화장품 말고도 더 다양한 생활용품들을 소비한다는 점을 생각한 투자자는 많지 않았습니다. 대표적인 제품이 '콘돔'입니다. 즉, 모두가 화장품을 떠올릴 때 다른 생활용품을 떠올리는 투자자도 역발상 투자자라고 생각합니다.
- ✓ 결국, 역발상 투자란 꼭 정반대로 생각하는 것만이 아니라 다양한 각도로 생각을 해야 하는 것이 아닐까라는 고민을 하게 됐습니다. 역발상 투자는 영원한 주식투자의 테마이기 때문에 매일 고민하는 부분입니다. 하지만, 투자의 시각을 넓히지 못한다면 완전한 역발상 투자라고 하기에는 무리가 있어 보입니다. 그리고 이로 인해 보다 많은 투자의 기회를 놓쳐버릴 수 있다고 생각합니다.

2. 복고열풍, 응답하라 폴더폰

변화하는 스마트폰 시장, 아날로그 감성을 더하다.

<글로벌 스마트폰 시장 성장률 추이>

	2013	2014	2015
성장률	41%	27%	13%

<글로벌 스마트폰 저가폰 (190달러 이하) 점유율 추이>

	2011	2015
점유율	20%	54%

2009년부터 급속도로 증가했던 스마트폰 시장의 성장세가 전세계적으로 둔화되고 있습니다. 아이폰이 처음 등장한 2008년 이후, 불과 1~2년 전까지만 해도 고가폰 위주로 수요가 있었습니다. 하지만 스마트폰에 탑재되는 기술이 시간의 흐름에 따라 제조업체 간에 평준화를 이루면서, 중저가폰 시장의 비중이 커지는 등 트렌드가 변화하고 있습니다.



- ✓ 지난해 3월 미국 경제전문지 포브스에서는 일본에서 폴더폰의 열풍이 다시 재현되고 있다고 보도했습니다. 이 보도에 따르면 일본에서 폴더폰 출하량은 2013년 대비 5.7%나 증가한 반면에, 동일한 기간 일본 스마트폰 출하량은 5.3% 감소했습니다. 스마트폰 매출이 감소하고, 폴더폰 매출이 증가한 역전현상은 지난 7년만에 처음 있는 일이라고 포브스에서 보도했습니다. 또한 이 같은 현상이 일본을 필두로 국내를 포함한 전 세계적으로 번지고 있다고 전했습니다.
- ✓ 국내 시장에서는 삼성과 LG에서 각각 중장년층을 겨냥한 틈새시장으로 폴더형 스마트폰을 선보였으나, 의외로 중장년층이 아닌 2030세대의 수요가 더 높은 것으로 확인됐습니다. 이는 스마트폰에 폴더폰의 아날로그적 매력과 저렴한 가격이 젊은층의 마음을 사로잡았다는 분석입니다. 실제로 LG에서 출시한 와인 스마트폰의 경우, 출시한지 40여 일째 판매대수가 10만대에 근접한 것으로 파악됐습니다. 이는 단말기 유통구조 개선법 시행 이후 스마트폰 판매 시장 규모가 약 40% 감소한 상황이라는 점에서 예상 밖의 선전이라는 업계 평가입니다.

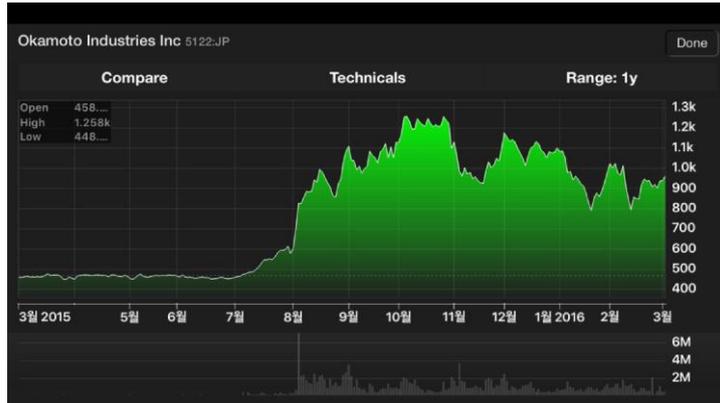
3. 요우커들의 소비, 일본 콘돔시장의 재발견

65세 이상 인구 비중이 23%로 초고령사회인 일본에서 콘돔은 사양산업이다.



[그림1] 오카모토 '제로제로쓰리' 콘돔, 사가미 '사가미 오리지날 0.02' 콘돔

- ✓ 일본의 경우 '초식남'이라는 말이 유행할 정도로 남성들이 점점 더 연애에 소극적으로 바뀌어 지난 10년간 콘돔 판매량은 매년 5%씩 감소해왔습니다. 여러 조사에서도 일본은 가장 섹스를 안 하는 나라로 꼽혀왔다. 그런데 지금은 '제로제로쓰리' 짝퉁이 생겨날 정도로 콘돔이 히트를 치고 있습니다.
- ✓ 일본 관광청 통계에 따르면, 2015년 중국인 관광객 수는 500만명을 돌파했습니다. 이들은 일본산 밥통, 번기에서 기저귀까지 다양한 소비재를 구입하는데 열을 올리고 있습니다.



[그림2] 오카모토의 최근 1년간 주가 차트

- ✓ 특히, 오카모토는 콘돔 수요의 증가로 2015년 7~9월 사이 주가가 120% 폭등했습니다. 시가총액도 22년 만에 최대 규모인 10억 달러(약 1조2300억원)로 뛰어 올랐습니다. "근래에 'Made in Japan(일본산)'이라는 마크가 찍힌 물건 중 이처럼 해외에서 히트 친 제품은 없을 것입니다.
- ✓ 중국인들은 자국산 콘돔에 불신이 커 이전에도 외국산을 선호했는데, 2015년 들어 엔저로 일본을 많이 방문하게 되면서 일제 콘돔에 눈독을 들였습니다. 요시유키 오카모토 사장은 "최근 중국 인터넷에 일본 방문 시 살만한 선물 리스트에 우리 콘돔이 대부분 1위로 올라가면서 매출이 급증했다."면서 "전혀 예상하지 못한 일이 생겨났다."고 말했다. 콘돔은 다른 선물에 비해 가격이 싸 다수에게 선물하기도 좋기에 더 선호되는 것으로 알려졌습니다.



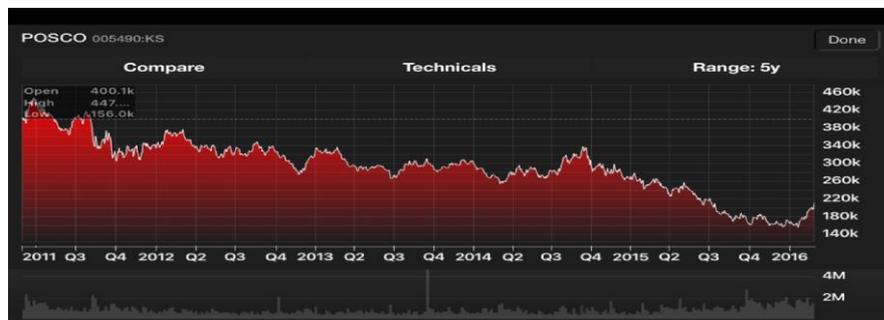
[그림3] 선풍적인 인기를 끌고 있는 미세먼지 눈 세척제 '아이봉'

- ✓ 한국에 여행 온 요우커들은 카지노와 아모레퍼시픽, LG생활건강 등 업체가 만든 화장품에 주목했습니다. 엔저로 인해 일본으로 중국인 관광객이 증가할 때, 기존의 사고방식을 갖고 있는 대다수 투자자들은 반사적으로 시세이도 등의 화장품을 요우커들이 살 것이라 생각하게 됩니다. 하지만, 일상생활에서 찾을 수 있는 투자아이디어는 콘돔이었습니다.

4. '가장 먼저 투자하기' - 역발상 투자

POSCO(005490)

- ✓ '다른 사람들 보다 이 종목에 먼저 투자했다라면 큰 수익을 얻었을 텐데...' 우상향 차트를 보면 누구나 이런 생각을 하곤 합니다. 하지만 보통의 경우 어떻게 하면 남들보다 먼저 투자할 수 있는지는 생각하지 않습니다. 다만 정보가 없을 뿐이라고 치부할 뿐이죠. 이번 달은 '가장 먼저 투자하는 방법'에 대해 논해볼까 합니다.
- ✓ 남들 보다 먼저 투자할 수 있는 방법은 어떤 것들이 있을까요? 주가에는 늘 오르내림이 있고, 상승 전에는 늘 하락이 있습니다. 결국 '가장 먼저' 투자하는 방법은 '가장 내렸을 때' 투자하는 것이며 이 때는 모두가 이 기업에 대해 좋지 않게 생각해 주식을 '팔고 있을 때' 입니다. 결국 모두가 팔고 있는 주식을 사는 것, 바로 '역발상 투자'가 좋은 답안이 될 수 있습니다.
- ✓ 최근 개봉한 영화 '빅 쇼트'에서 이런 역발상 투자의 예를 잘 보여주고 있습니다. 월가의 모든 사람들이 모기지 MBS에 열광하고 맹신할 때, 이를 의심하는 사람들이 등장합니다. 결국 그들은 월가의 사람들이 같은 실수를 저지르고 있다는 것을 깨닫고 반대의 포지션을 취함으로써 큰 수익을 내죠. 역발상 투자로 유명했던 드레먼밸류매니지먼트 회장 David Dreman도 그의 저서에서 '사람들은 예측할 수 있는 방향으로 체계적인 실수를 저지른다'고 말합니다. 대중은 상승하는 종목에는 계속 열광하면서 하락하는 종목에 대해 끊임없이 평가절하 하는 속성이 있기 때문입니다.
- ✓ 그렇다면, 대체 역발상 투자의 시점은 언제인가? 역발상 투자의 대가로 통하는 John Templeton은 '비관론이 극에 달했을 때가 최고의 매수 시점'이라고 표현합니다. 비관론이 극에 달한 시점에 대해서는 저마다 이견이 있을 수 있겠지만, 필자는 이렇게 표현하고 싶습니다. '정말 싸도 너무 싼 시점'이라고. POSCO를 통해 예를 들어 보겠습니다.



[그림 1] POSCO의 주가 차트('11말 ~ '16년 초)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
매출액	368,550	478,873	689,387	636,042	618,646	650,984	581,923
영업이익	38,682	55,441	54,677	36,531	29,961	32,135	24,100
영업이익률	10.5%	11.6%	7.9%	5.7%	4.8%	4.9%	4.1%
지배주주순이익	32,184	41,056	36,481	24,621	13,764	6,261	-962

[표 1] POSCO의 최근 7개년도 요약 손익 계산서(출처 : 전자공시)

글로벌 철강기업 중에서도 손꼽히는 기술력과 생산능력으로 많은 이익을 내던 POSCO는 중국의 대규모 자본투자 이후 중국의 물량공세를 막지 못하고 결국 순이익 적자를 내는 상황에 이르게 됩니다. 글로벌 수요의 50%를 담당하고 있는 중국 시장은 성장을 멈춘 지 오래이고, 과도한 증설로 중국 전체의 공장 가동률은 70%를 밑돌고 있습니다. 즉 물건 팔 사람은 많은데 살 사람은 없는 형국이다 보니 제품 가격이 끊임없이 내려온 상황입니다. [그림 2]를 보시면 열연 가격은 '11년 초 4,900위안에서 '15년 말 2,000위안까지 하락했습니다. 제품 가격이 반토막도 안되는데 이익이 얼마나 날 수 있을 지 의심스러운 상황입니다. 실제로 POSCO는 '15년 순이익 적자가 났고, 중국 내 생산능력 2위인 바오산 강철마저도 '15년 4분기는 영업적자를 기록했습니다.



[그림 2] 중국 열연 유통 가격 추이(단위 : 위안, 출처 : Bloomberg, 하나금융투자)

그런데 POSCO의 Valuation 지표를 보면, 1월 말 기준으로 PBR 지표가 0.4 미만까지 내려온 것을 확인할 수 있습니다. 당시의 시가총액은 약 15.7조로, 예상되는 15년 말 지배주주지분 41조에 비교하면 터무니 없이 싼 수준입니다. 쉽게 말해 청산하면 41조가 나오는 회사를 약 16조에 거래하고 있는 것입니다. 이것은 결국 POSCO에 대한 투자자들의 기대가 매우 비관적이며, 향후 심한 적자가 지속돼 41조의 자본이 계속 잠식당할 것을 우려하고 있음을 뜻합니다.

하지만 최근의 뉴스들은 절망의 끝을 암시하는 듯 합니다. 중국 정부는 드디어 공적 자금을 투입하면서까지 약 1.5억 톤의 잉여 생산설비를 정리하려고 나섰습니다. 해당 기업들은 이미 2012년 이후로 만성 적자여서 굳이 정리하지 않아도 곧 파산할 것처럼 보이며, 실제로 작년 4분기부터 파산하는 기업이 나오고 있습니다. 현재 중국의 생산능력은 대략 11.5억 톤 정도이고 실질 생산은 8억 톤이 조금 넘는 정도로, 향후 자연적이든, 정부에 의해서든 1.5억 톤 이상의 생산공장이 문을 닫게 되면 가동률은 80%대로 올라올 수 있습니다. 결국, 철강 업황은 지금보다는 나아진 상황으로 가게 될 가능성이 높습니다.

지금 POSCO의 주가가 바닥인지, 이 이상의 하락이 있을지 없을지는 아무도 모릅니다.

다만 지금은 충분히 역발상의 투자아이디어를 가질 수 있는 상황임을 여러 측면에서 생각해 볼 수

있습니다. 다양한 아이디어를 갖고 해당 기업을 꾸준히 관찰하면서 스스로에게 피드백을 주고 다시 역발상으로 생각해보는 습관을 갖는다면, 반드시 좋은 투자 기회가 올 것입니다. 지금부터는 남들과 다르게 새로운 관점에서 생각하는 힘을 길러 봅시다.

이룸투자자문 드림

본 서신(자료) 및 서신(자료)에 기재된 정보(이하 "본 자료")는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며, 특정 증권, 투자 상품 혹은 서비스의 매매와 관련한 권고를 제공하기 위한 것은 아닙니다. 본 자료는 고객들만을 위해 만들어진 자료이며, 어떠한 경우에도 증권 매도의 청약이나 매수 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 본 자료는 당사의 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.