

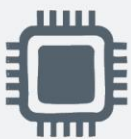
투자전략

설비투자 사이클과 패턴 분석





CAPEX & ROIC



Contents

I. Executive Summary	2
II. 거시지표와 투자 사이클	4
1. 총고정자본형성과 설비투자지수	
III. 투자 사이클 진단: CAPEX & ROIC	9
1. GFCF와 CAPEX: 장단점 비교	
2. 사이클 분석 보완 지표: ROIC	
IV. CAPEX-ROIC 패턴 분석	16
1. 업종 타이밍 포착	
2. 종목 타이밍 포착	
V. 분석 결과 및 결론	31
VI. Appendix	32

리포트 작성 목적

- 주식투자에 있어 중요한 변수는 이익, 밸류에이션 그리고 투자 사이클로 판단
- 경제지표로 투자 사이클을 볼 수 있지만 시의성 측면에서 기업지표가 더 유리
- CAPEX와 ROIC를 비교해 유망 업종을 선택할 수 있음. 분기 업데이트도 가능

I. Executive Summary

한국 투자 사이클 주체는 정부에서 민간으로 이동

한국의 투자 사이클은 격변의 시대를 거치며 구조적으로 변화했다. 2000년대 이전 정부가 주도했던 대규모 투자는 IMF 외환위기를 계기로 자취를 감췄다. 빈자리는 민간이 차지했다. 실제로 국내 투자 환경은 대외 수요와 공급 변화에 더욱 민감하게 반응했다. 국내총생산(GDP) 대비 총고정자본형성(GFCF) 비율도 구조적으로 하락하는 등 과거와 같은 투자 사이클을 기대하는 게 어려워졌다.

투자 사이클 점검은 민간 데이터를 이용

거시경제지표로 포착하기 어려워진 투자 사이클은 결국 민간 데이터를 이용하는 방향으로 수정됐다. 기업 단위 재무제표에 기반한 자본적 지출(CAPEX)은 시의성과 정확성 측면에서 거시지표를 대체하기에 충분했다. 특히 주식시장에 상장된 기업의 데이터이므로 주가와 연계성이 높았다. 투자 관점에서 더 유용한 지표로 사용될 수 있다는 의미다.

CAPEX 사이클은 경기 순환과 유사

CAPEX 사이클은 경기 순환과 동일한 패턴을 나타낸다. 회복, 확장, 둔화, 침체 국면으로 구분 가능한데 국면마다 투자전략이 달라진다. 먼저 회복기에는 제한적이지만 투자에 나서는 선도기업이 주목을 받는다. 확장기에는 기업이 경쟁적으로 투자에 나서므로 거의 모든 기업이 성장한다. 둔화기에 진입하면 과잉투자 우려가 발생해 수익성에 관심이 집중된다. 침체기에는 신규투자가 사라져 방어 전략이 유행하게 된다. 투자자들은 이러한 CAPEX 사이클을 전략에 적용할 수 있다.

CAPEX 분석을 보완하는 ROIC 지표를 이용할 필요

다만 전체시장이 아닌 업종별 투자에 나선다면 CAPEX 분석을 보완해줄 지표가 필요하다. 바로 투자자본이익률(ROIC)이다. CAPEX와 ROIC를 병행해서 업종을 보면 보다 정교한 투자 타이밍을 포착할 수 있다.

CAPEX와 ROIC 관계가 개별 업종에 영향을 미침

국내 제조업의 경우, CAPEX와 ROIC 간 선후 관계가 다양하다. 예를 들어 기계, 화학 등 장치산업은 ROIC가 개선되어야 CAPEX가 따라오는 구조다. 반대로 반도체, 자동차 등 선제 투자가 필요한 산업은 CAPEX가 ROIC에 선행해 움직인다. 결국 선행변수가 어떤 움직임을 보이는지에 따라 투자 시점이 결정된다. 이를 바탕으로 과거 사례와 결합하여 투자 사이클을 이용한다면 전략 측면에서 높은 성과를 기대할 수 있을 것이다. 한편 조선, 방산 등 투자 사이클이 아니라 개별 요인에 의해 주가가 움직이는 산업도 선행변수가 둘 중 어느 것인지 점검해 보는 게 필요하다.

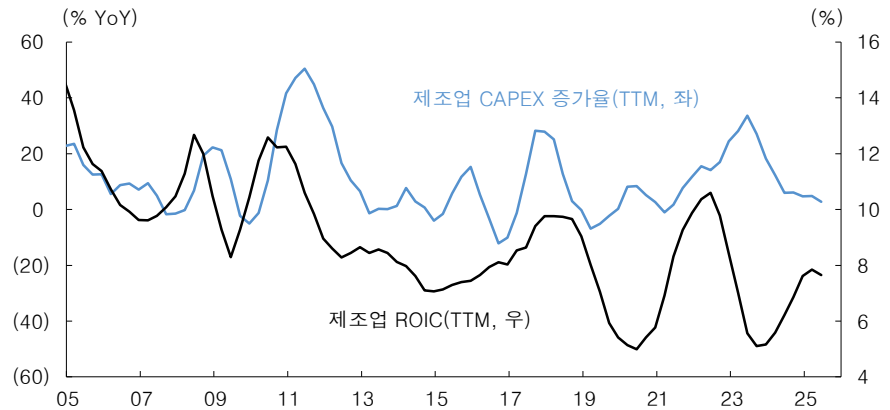
**초과 수익 확보를 위해
CAPEX와 ROIC를 주목**

이상을 요약하면 한국 증시에서 초과 수익을 올리기 위해서는 CAPEX와 ROIC 사이 관계를 정밀하게 분석할 필요가 있다. 단순히 투자 사이클이 위를 향해 움직인다고 주가도 오르는 게 아니다. 현대에는 투자 효율성 확보와 더불어 수익성 향상까지 나타나야 주가가 올라갈 수 있다.

**반도체, 조선, 유틸리티,
하드웨어는 비중 확대**

전략적인 관점에서 반도체는 투자비중 확대가 타당하다. CAPEX 선형 구조에서 투자동력이 강화되고 있는 게 긍정적이다. 조선은 대외 수주와 정책 지원을 바탕으로 수익성이 높아지고 있어 긍정적으로 볼 수 있다. 유틸리티, 하드웨어 업종도 CAPEX가 확대되고 있어 비중을 늘리는 방향으로 전략을 쓸 수 있다. 이외에도 주식시장에 참여하는 투자자들은 CAPEX와 ROIC 선형 여부와 주가 설명력을 바탕으로 포트폴리오 비중을 조절할 수 있다.

[그림 1] 코스피 제조업: CAPEX 증가율과 ROIC 비율



주: 코스피 제조업체 776개사 기준. 4개 분기 누적 데이터 이용
자료: Quantwise, 한국투자증권

<표 1> 설비투자 사이클과 투자 유망 업종

(단위: %)

업종	제조업		선행지표		업종 상관관계	주가수익률		투자 판단
	시총 비중	설명변수	현재 방향	선행 기간		% QTD	% YTD	
반도체	27.8	CAPEX	상승	동행	(+)	7.2	36.6	비중 확대
조선	7.2	ROIC	상승	1분기	(+)	26.5	103.2	비중 확대
유틸리티	1.7	CAPEX	상승	4분기	(+)	(7.0)	57.4	비중 확대
하드웨어	1.5	CAPEX	상승	동행	(+)	20.7	47.3	비중 확대

주: 9월 5일 종가 기준. 분석 기간은 2015년 3분기부터 2025년 2분기까지. 선행 기간과 상관관계는 설명변수가 주가 상승률에 선행하는 기간과 방향성을 의미
자료: Quantwise, 한국투자증권

II. 거시지표와 투자 사이클

1. 총고정자본형성과 설비투자지수

장기적으로 투자성과를 내기 위한 조건이 존재

전세계에서 가장 유명한 투자자인 워렌 버핏은 1988년 버크셔해서웨이 주주서한에 핵심 투자철학을 남긴 바 있다. “Our favorite holding period is forever(우리가 가장 좋아하는 보유 기간은 ‘영원히’다)”가 그것이다. 다만 구루가 알려준 조언을 전략에 적용하는 건 쉽지 않다. 장기적으로 투자성과를 극대화할 수 있는 시장과 제도, 지속 가능한 성장 동력, 경제적 해자를 보유한 기업이 있어야 한다. 그렇지 않다면 구루가 알려준 힌트도 무용지물이 될 수 있다.

투자 규모와 강도가 주가 변동성에 영향

만약 투자대상이 한국 주식이라면 난이도는 더욱 높아진다. 한국은 버핏의 주 무대인 미국과 다르다. 미국은 200여년간 민간을 중심으로 꾸준히 성장했다. 반면 한국은 1960년대 이후로 정부 주도의 압축 성장을 겪었다. 그 중심에는 제조업이 있었는데, 투자 규모와 강도에 따라 수익성이 시시각각 달라졌다. 이러한 배경은 한국 증시에서 시도 때도 없이 가격 변동성을 야기하는 요인으로 작용했다.

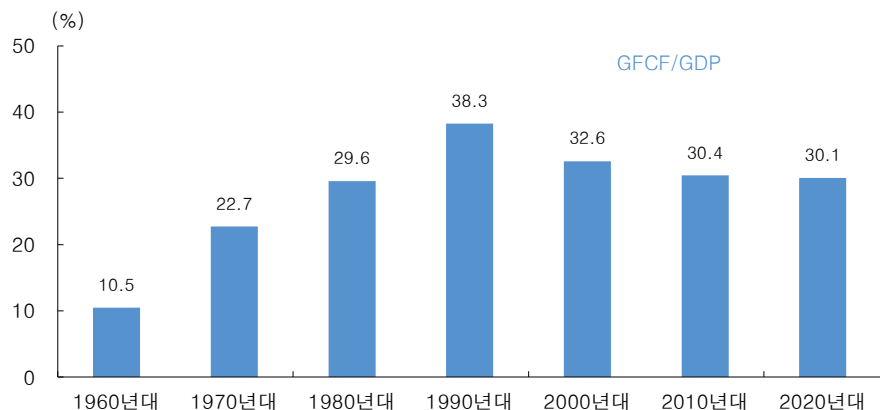
IMF 외환위기 이후로 투자 성장 동력은 약화

공교롭게도 한국은 1997년 IMF 외환위기라는 전환점을 경험하면서 투자 동력이 더욱 약해졌다. 이것은 총고정자본형성(GFCF: Gross Fixed Capital Formation)과 국내총생산(GDP: Gross Domestic Product)을 통해 알 수 있다.

과거와 같은 투자 활동을 기대하기 어려워진 상황

거시경제지표인 GFCF는 일정 기간 동안 국내 경제주체(민간, 정부)가 각종 설비 등 고정자산을 취득한 규모를 알려준다. GDP는 같은 기간에 국가 내부에서 생산된 부가가치 합을 뜻한다. 따라서 GFCF/GDP를 구하면 전체 경제 활동에서 투자 비중이 어느 정도인지 알 수 있다. 즉, 거시지표로 투자 사이클을 점검하는 것이다. 문제는 최근 들어 한국 GFCF/GDP가 추세적으로 하락하고 있다는 점이다. 사실상 과거와 같은 활발한 투자 활동을 기대하는 게 어려운 상태다.

[그림 2] 한국 시대별 투자율(GFCF/GDP): 2000년대부터 둔화세 지속



자료: CEIC, 한국투자증권

**한국의 과거 투자 활동은
경제개발 5개년 계획과 연동**

현 상황을 점검하기 위해 과거를 살펴보자. 한국의 투자역사는 1962년에 시작한 경제개발 5개년 계획과 궤를 같이 한다. 성장 정책 시초인 제1차~제3차 계획은 국가경제 재건, 산업구조 근대화가 목표였다. 빈약한 농업국이었던 한국은 정부가 주도한 대규모 투자와 외자 유치를 통해 제조업을 키웠다. 이 과정에서 국내 투자 규모는 급증했고, 국가 경제도 가파르게 성장했다.

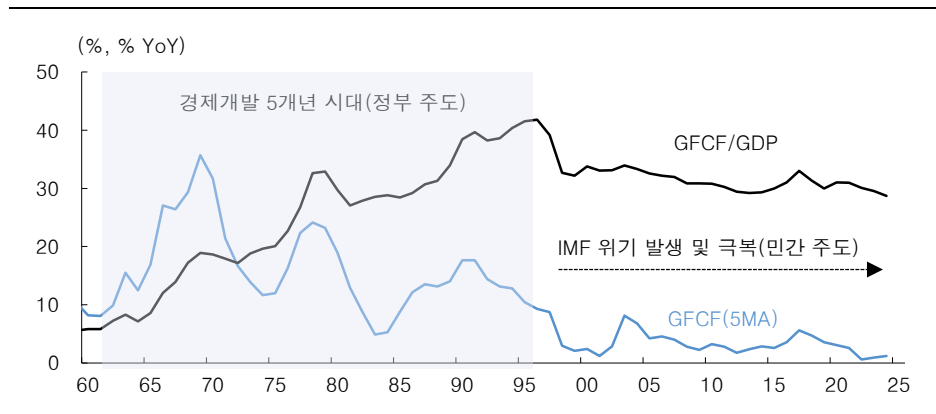
**1997년 IMF 위기는
투자 역사의 변곡점**

제4차~제5차 계획을 수행했던 1980년대는 산업구조 고도화와 더불어 물가 안정, 균형 개발 등을 내세웠다. 다만 정부가 양적 투자에 집중해 효율성 문제도 불거졌다. 제6차~제7차 계획을 추진했던 1990년대 전후에는 자유시장경제 관점에서 정부 역할이 점차 작아졌다. 1997년에는 IMF 외환위기까지 터지며 투자 활동이 급속도로 위축됐다. 이후 한국 경제는 가까스로 바닥을 통과했지만 2000년 이후 GFCF 증가율은 한 자리 수에 머물러 있다. 대규모 투자가 요원해진 것이다.

**민간 주도 투자는
외부 환경에 반응**

결국 주요 투자주체가 정부에서 민간으로 바뀐 2000년부터 투자 사이클은 외부 환경에 민감하게 반응하고 있다. 기업은 투자 효율성을 가장 중시한다. 투자 사이클도 양(Quantity)보다 질(Quality)을 높이는 쪽으로 변화할 수밖에 없다.

[그림 3] 한국 투자 사이클 변화: 총고정자본형성(GFCF)과 국내총생산(GDP)



주: 5MA는 5개년 이동평균 수치
자료: CEIC, 한국투자증권

<표 2> 한국 경제개발 5개년 계획

회차	기간	대통령	기본 목표	중점 과제
제1차	1962~1966	박정희	국가 자주경제 재건	에너지원 확대, 농업생산력 증대, 기간산업 확충, 유휴자원 활용, 수출 증대, 기술 진흥
제2차	1967~1971	박정희	산업구조 근대화와 자립경제 확립 촉진	식량 자급, 공업화 준비, 수출 7억 달러 달성, 고용 증대, 국민소득 증대, 과학 기술 진흥
제3차	1972~1976	박정희	자립적 경제구조 구축과 지역개발 균형	농어촌 소득 증대, 수출 35억불 달성, 공업 고도화, 과학기술 향상, 지역개발 추진
제4차	1977~1981	박정희(79), 최규하(80), 전두환	자력성장구조 확립과 사회 형평 증진	투자제한 자력 조달, 국제수지 균형, 산업구조 고도화, 연구개발 투자 증대, 노사 협조
제5차	1982~1986	전두환	물가 안정, 지속 성장, 균형 개발	인플레이션 관리, 투자효율 극대화, 저축 증대, 시장기능 활성화, 수출주도 전략 지속
제6차	1987~1991	전두환(88), 노태우	경제 선진화와 국민복지 증진	자유시장경제질서 확립, 산업구조조정 촉진, 지역간 균형발전, 국민생활 질적 향상
제7차	1992~1997	노태우(93), 김영삼	21C 경제사회 선진화와 민족통일 지향	산업 경쟁력 강화, 사회적 형평 제고, 국제화 및 자율화, 남북 협력과 통일기반 조성

주: 각 대통령 옆 괄호는 임기 마지막 년도 | 자료: 국가기록원, 한국투자증권

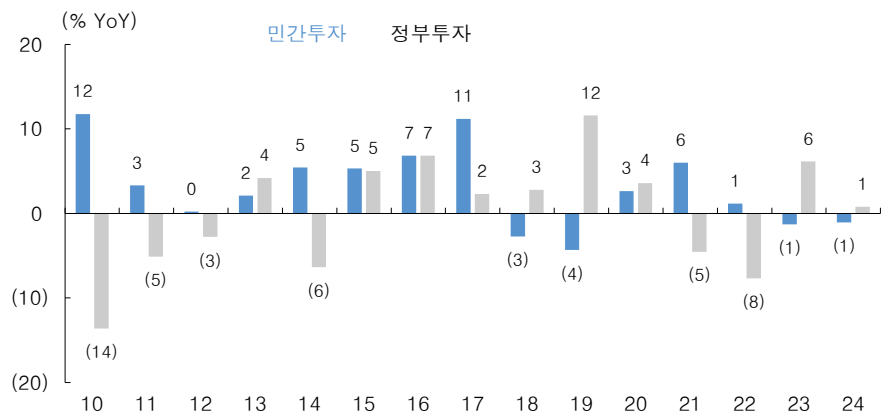
**2000년대 투자 사이클은
정부 대신 민간이 주도**

2000년대부터 투자 사이클을 결정하는 핵심 주체는 민간이다. 그러므로 GFCF를 살핀다면 정부보다 민간 부문에 집중해야 한다. 민간은 대외 환경을 고려해 투자 행위를 결정한다. 움직임도 정부보다 탄력적이다. 민간 부문 GFCF는 전년 대비 줄어들고 있다. 2022년부터 각국 금리 인상이 본격화하자 차입비용 절감을 위해 레버리지 확대를 제어하고 있다. 이처럼 투자가 감소한 탓에 코스피도 유의미한 상승세와는 거리가 멀다.

**GFCF는 유형별로
세분화가 가능**

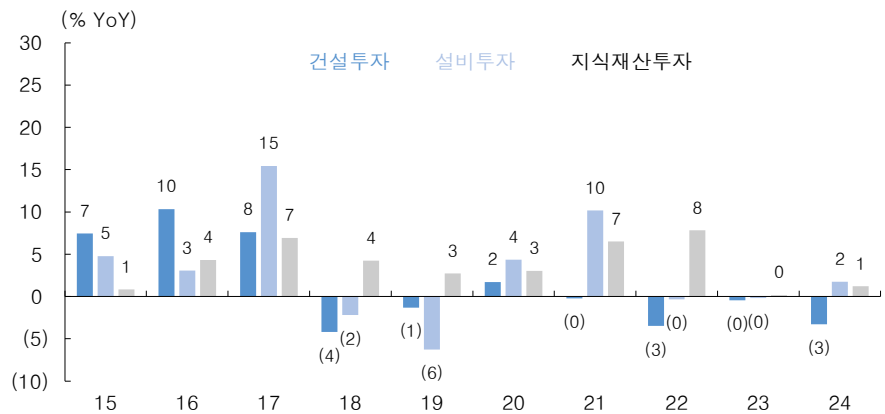
GFCF는 유형별로 세분화도 가능하다. 건설투자, 설비투자, 지식재산투자로 나눌 수 있다. 건설투자는 2017년까지 늘었으나 그 이후로 구조적 감소세가 확연하다. 정책 규제와 높은 금리가 투자 활동을 제약하고 있다. 설비투자는 제조업 중심인 한국의 투자 변동성을 잘 나타낸다. 코로나 확산에 따른 저금리 환경은 2020년, 2021년 투자에 긍정적 영향을 미쳤는데, 지금은 오히려 그 반대로 움직이고 있다. 지식재산투자는 무형자산과 관계가 있고, 아직 다른 유형 대비 비중은 낮다. 다만 디지털 경제 활동이 많아지고 있어 투자 규모도 점차 늘어날 가능성이 높다.

[그림 4] 항목별 총고정자본형성(GFCF): 민간투자 & 정부투자



자료: CEIC, 한국투자증권

[그림 5] 유형별 총고정자본형성(GFCF): 건설투자 & 설비투자 & 지식재산투자



자료: CEIC, 한국투자증권

GFCF는 1~3차 산업으로
구분해서 확인 가능

GFCF는 산업별 투자 사이클도 알려준다. 농림어업, 광업, 제조업, 서비스업 등을
점검할 수 있는데, 모든 산업에서 투자 강도는 시간이 흐를수록 약해지고 있다.

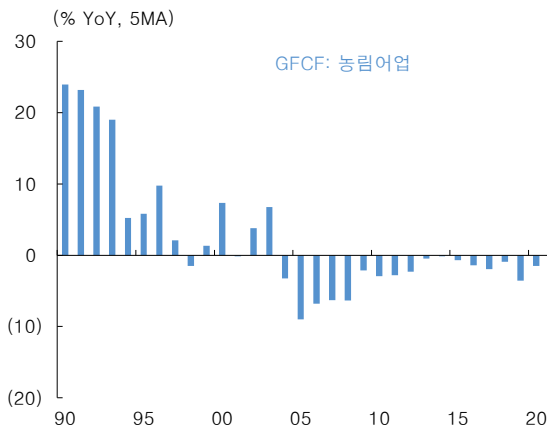
농림어업과 광업은
투자 활동이 제한적

농림어업은 1990년대 초반에 투자율이 높았다. 그러나 전체 산업에서 동 산업이
차지하는 비중이 줄었고, 도시로의 인구이동이 가속화하면서 장기적 투자 활동은
제한됐다. 광업도 마찬가지다. 수입 의존도가 높은 특성 탓에 고정자산투자 역시
대규모로 이뤄질 수 없었다.

제조업은 투자 강도 약화
서비스업도 낮은 수치 기록

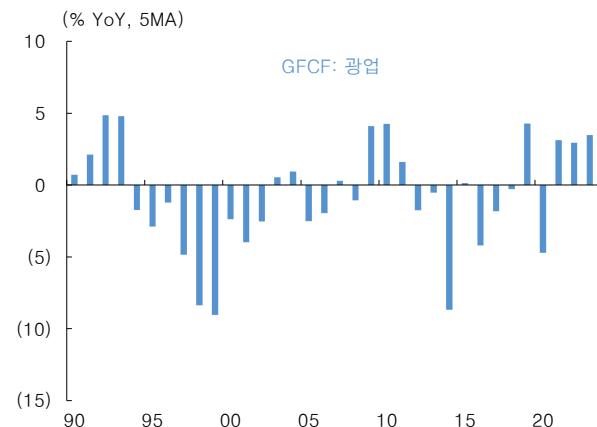
제조업 투자는 1990년대 초반에 두 자리 수 성장률을 이어갔지만 IMF 외환위기
여파로 점차 둔화세로 전환했다. 2000년대에는 반도체, 자동차, 조선 등 경제를
견인하는 장치산업을 중심으로 투자가 재개됐다. 물론 투자 강도가 전보다 약해
진 것으로 보인다. 서비스업도 과거 약 10%에 달하는 투자 증가율을 나타냈지만
2020년 이후로 1% 안팎 수치로 낮아졌다. 투자 사이클은 전반적으로 하락세다.

[그림 6] 산업별 총고정자본형성(GFCF): 농림어업



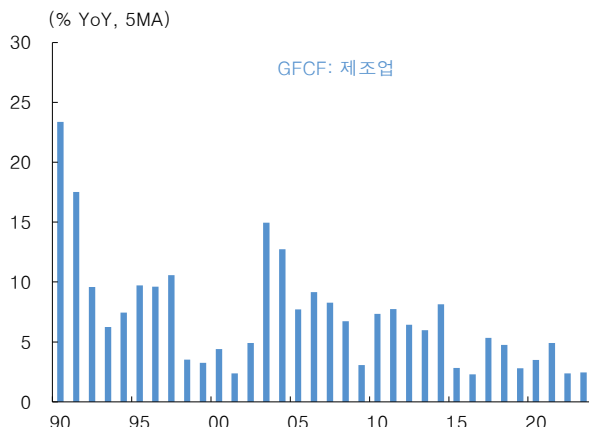
주: 5MA는 5개년 이동평균 수치
자료: 한국투자증권

[그림 7] 산업별 총고정자본형성(GFCF): 광업



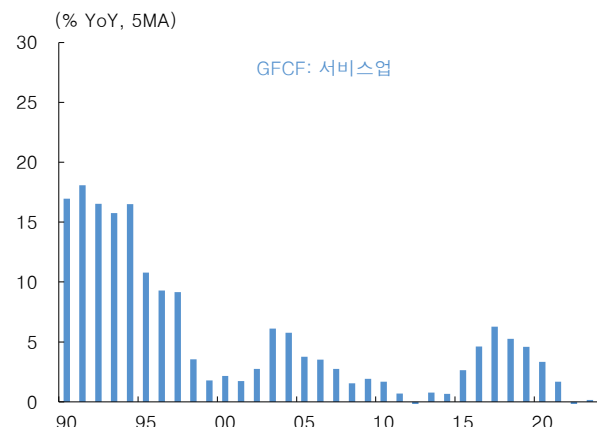
주: 5MA는 5개년 이동평균 수치
자료: 한국투자증권

[그림 8] 산업별 총고정자본형성(GFCF): 제조업



주: 5MA는 5개년 이동평균 수치
자료: 한국투자증권

[그림 9] 산업별 총고정자본형성(GFCF): 서비스업



주: 5MA는 5개년 이동평균 수치
자료: 한국투자증권

설비투자지수를 이용해
투자 사이클 점검 가능

거시경제 측면에서 산업활동동향에 포함되는 설비투자지수도 투자 사이클 점검에 용이하다. 월간 단위로 기계와 운송장비 부문을 파악할 수 있다. 설비투자지수가 오를 경우, 기업은 낙관적 미래를 기대하며 투자를 집행한다. 반대 상황은 기업이 대외환경을 보수적으로 인식하며 투자에 부정적으로 대응한다.

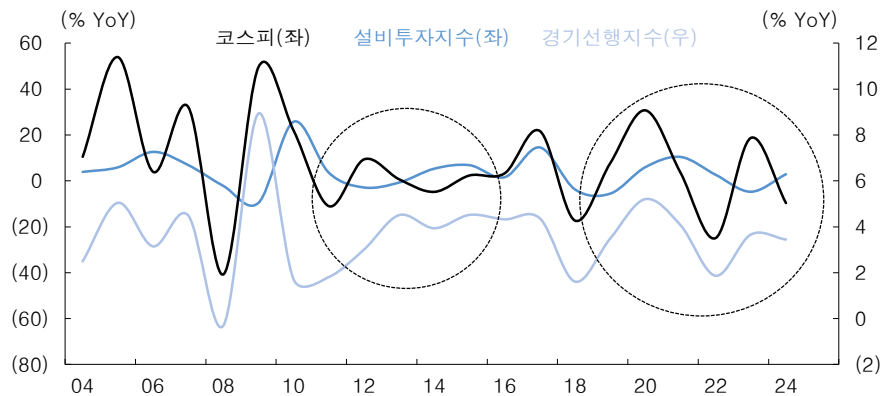
다만 설비투자지수로
변곡점 파악은 어려움

다만 이 분석은 한계점이 존재한다. 설비투자지수만으로는 증시 변곡점을 짚어낼 수 없다. 2011~2014년, 2022~2025년 사례처럼 방향성이 엇갈리는 경우가 존재한다. 설비투자지수가 다루는 항목은 코스피 상장사 모두를 설명하기에 부족함이 있다. 만약 다른 경제지표를 찾는다면 선행지수가 코스피 변곡점을 더 잘 잡는다. 그러나 선행지수는 내생성 문제가 존재해 적합한 분석 도구가 아니다.

CAPEX 변화 점검이
투자 전략 수립에 용이

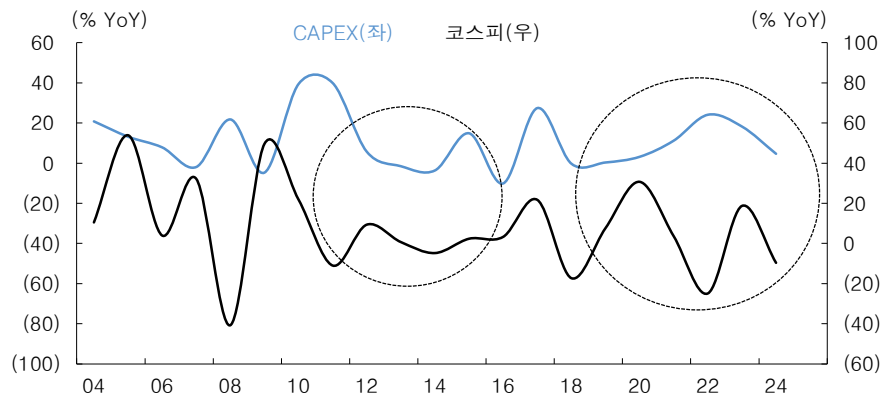
오히려 다음 장에서 다룰 자본적 지출(CAPEX: Capital Expenditure)이 분석에 유용한 도구가 될 수 있다. CAPEX는 코스피 상장사의 중장기 투자 의사를 반영한 결과다. GFCF나 설비투자지수보다 주가와 더 밀접하다. CAPEX 분석이 전략 수립에 있어 다른 변수보다 더 유리한 결과를 이끌 수 있다.

[그림 10] 한국 투자 경기 순환: 코스피 & 설비투자지수 & 경기선행지수



자료: 통계청, 한국투자증권

[그림 11] 한국 투자 경기 순환: 코스피 & CAPEX



주: CAPEX는 코스피 제조업의 연도별 유형자산 증가
자료: Quantwise, 한국투자증권

III. 투자 사이클 진단: CAPEX & ROIC

1. GFCF와 CAPEX: 장단점 비교

한국 주식시장에서는
투자 사이클도 중요

한국 주식시장은 변동성이 크다. 대외 환경에 민감한 특성으로 인해 이익, 밸류에이션에 이어 투자 사이클까지 주가를 흔드는 변수로 작용한다. 업종별 순환매도 빈번하다. 그 결과, 각 시점마다 어떻게 대응했는지에 따라 성과도 천차만별이다. 투자 사이클에 신경을 쓰게 되는 일이 생기는 것이다.

GFCF는 타이밍 포착에
어려움이 있을 수 있음

단순 사이클 파악이라면 GFCF를 참고하는 게 도움이 된다. 하지만 지표를 보는 목적이 경기 판단이 아니라 실질적인 투자 타이밍을 포착하는 것이라면 GFCF는 CAPEX에 비해 유효성이 떨어진다. GFCF는 국민계정에 있는 통계치다. 민간과 정부 활동을 모두 아우른다. 국가 총량 개념이므로 범주가 광범위하다. 협의 관점에서 산업 또는 기업 단위 투자 활동을 추적하는 것과는 맞지 않다.

GFCF는 현재 시점과
시차가 존재해 비효율적

통계 발표에 시간이 걸리는 점도 GFCF 단점이다. 동 지표는 분기와 연간 수치로 공표된다. 수치를 집계하는 시간도 길다. 게다가 각종 산업과 관련된 투자 지표는 연간 통계만 존재한다. 2023년도가 가장 최근 수치인 점도 아쉬운 부분이다. 현재 시점과 2년이란 시차가 존재한다. 실시간으로 움직이는 주가 향방을 예상하는데 GFCF를 적용하는 건 어려울 것이다.

GFCF는 일시적 요인에
의해서 급변할 수 있음

GFCF는 CAPEX와 달리 특정 요인에 따라 왜곡될 수도 있다. 만약 정부가 경기 흐름을 바꾸기 위해 대규모 일회성 프로젝트를 실시한다면 사이클과 다른 궤적이 그려질 수 있다. 주가 흐름에 영향을 미치는 민간 투자 사이클과 괴리가 발생할 확률이 높아지는 것이다. 결국 GFCF를 투자에 이용하는 것은 유의해야 한다.

CAPEX가 GFCF를
대신할 수 있는 지표

대안은 CAPEX다. 이것은 GFCF와 달리 기업 단위 투자 활동을 반영하는 미시 지표다. 국내 기업은 다양한 산업으로 분류할 수 있는데, CAPEX를 이용할 경우 개별기업 뿐만 아니라 산업별 투자 사이클까지 살펴볼 수 있다. 동종업계에 속한 기업들이 결정한 CAPEX 총합은 산업을 대표한다. 또한 CAPEX는 시차와 집계 과정이 현실적이다. 매 분기 재무제표가 발표되면 회계기준에 적합한 실제 투자 규모가 공개된다. 데이터가 보유한 시의적절성은 주가에도 유의미한 영향력을 행사한다. 분석 차원에서 참고할 유인이 많은 지표가 분명하다.

<표 3> GFCF와 CAPEX 비교

구분	총고정자본형성(GFCF)	자본적 지출(CAPEX)
정의	한 국가의 총 고정자산 투자 (민간과 정부)	유형자산 취득과 관련된 자본적 지출(기업)
분석 관점	거시 지표 (국가 전체)	미시 지표 (기업 단위)
통계 기반	국민계정 통계	기업 재무제표
포함 대상	건설, 설비, R&D, 지식재산, 정부 투자 등	공장, 기계, 설비, IT 인프라 투자 등
활용 목적	국가의 경기 사이클 분석	산업별 투자 사이클 파악
대표 지표	GFCF 증가율, GFCF/GDP 비율	유형자산 증가율, CAPEX/매출 비율

자료: 한국투자증권

CAPEX는 비유동자산 중 유형자산과 무형자산 포함

CAPEX는 기업이 미래 성장을 위해 결정하는 투자다. 재무제표에 나오는 비유동 자산 중에서 유형자산과 무형자산을 포함한다. 유형자산은 토지, 건물 및 구축물, 기계장치 등 물리적 자산을 의미한다. 무형자산은 산업재산권, 라이선스, 저작권 등으로 구분할 수 있다.

CAPEX 사이클 분석에는 유형자산을 주로 이용

본고에서는 CAPEX 사이클 분석을 위한 변수로 유형자산만을 다룬다. 한국처럼 제조업이 경제 주축인 국가에서는 유형자산으로 구성된 설비투자가 산업 전반의 투자 사이클을 설명한다. 특히 자본집약적 산업 비중이 클 때는 유형자산 중심의 CAPEX가 사이클 분석 지표로써 의미가 있다.

<표 4> 비유동자산: 유형자산과 무형자산

구분	항목	설명
유형자산 투자	토지, 건물 및 구축물, 기계장치, 건설 중인 자산, 기타자산(차량운반구, 비품 등)	기업 CAPEX 형태로 설비투자 비중이 높음
무형자산 투자	산업재산권(특허권, 실용신안권, 상표권 등), 라이선스, 저작권, 소프트웨어, 개발비	첨단기술 기업에서 무형자산 투자 비중 상향

자료: 한국투자증권

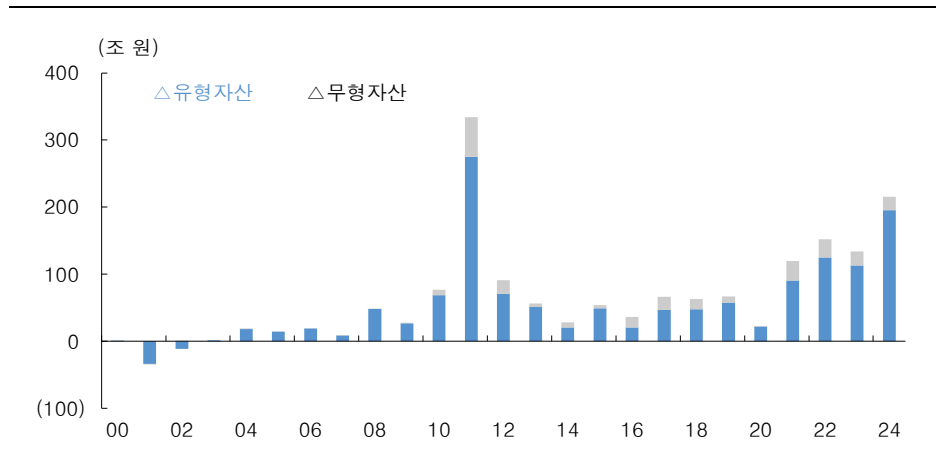
CAPEX 사이클 분석은 유형자산을 주로 이용

유형자산을 CAPEX 분석 도구로 이용하는 이유는 다음과 같다. 먼저 한국 제조업은 여전히 무형자산보다 유형자산 투자비중이 압도적이다. 국내기업은 성장을 도모하기 위해 대부분 기계, 설비 등 유형자산에 투자한다. 지적재산권과 같은 무형자산에 큰 규모로 투자하는 기업은 몇몇 소프트웨어 기업에 그친다.

회계기준 변화에 별개로 유형자산 기여도가 높음

연도별 자산 변화를 보더라도 CAPEX 증감에 기여할 주요 항목은 유형자산이다. 2011년 국제회계기준(IFRS) 도입으로 자산 인식 기준이 달라졌지만, 전체 투자를 주도하는 것은 여전히 유형자산으로 확인된다. 물론 무형자산 비중이 간헐적으로 올라가는 때가 있다. 그러나 큰 흐름은 변한 게 없다. 2020년 코로나19 확산 이후에도 투자활동 중심은 유형자산이다. 따라서 유형자산을 기준으로 투자 사이클을 살펴보는 방식이 적합한 접근이 될 수 있다.

[그림 12] 코스피 제조업: 유형자산과 무형자산



주: △는 전년 대비 변화분
자료: Quantwise, 한국투자증권

CAPEX 주기는 경기 사이클 분석과 유사

회복기와 확장기에는 투자가 빠르게 증가

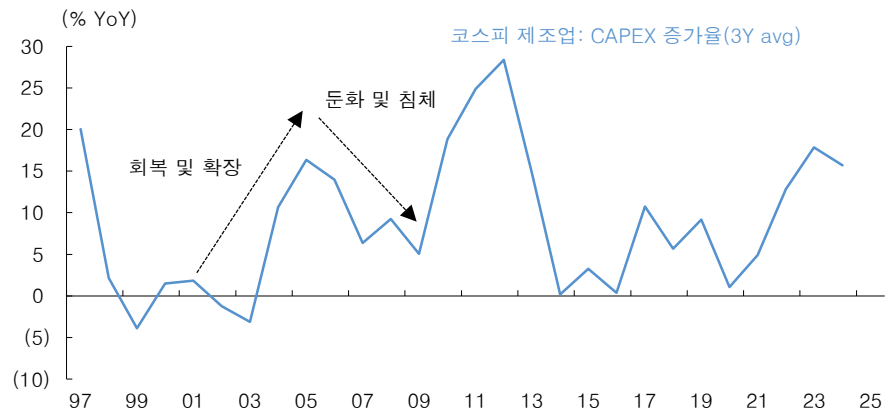
둔화기와 침체기에 투자 활동은 급감

분석에 앞서 CAPEX가 어떤 주기를 띄는지 살펴야 한다. 특별히 정의된 기준은 없기에 경기 사이클 분석론을 차용하면 다음과 같이 4단계로 구분할 수 있다.

첫째, 회복 단계다. 외부 충격으로 약해진 수요가 살아나면서 경기 회복 기대감도 살아나는 국면이다. 이때는 소수의 선도 기업이 제한적으로 투자활동을 재개한다. 규모 측면에서는 미약할 수 있지만 투자가 늘어날 수 있다는 신호를 줄 수 있다. 둘째, 확장 단계다. 수요가 빠르게 살아나고 기업 이익도 개선되면서 투자에 자신감이 붙는 국면이다. 이때부터 대다수 기업들이 경쟁적으로 설비 투자에 나서게 된다. 그 결과, 산업 전반에 투자가 늘어나며 CAPEX 증가율도 빠르게 올라간다. 미래 수요를 충족하기 위해 기업들은 적극적으로 생산능력을 확충한다.

셋째, 둔화 단계다. 늘어난 투자가 과잉 공급을 만들며 발생하는 국면이다. 이때부터 기업은 서서히 투자 규모를 줄이게 된다. 경쟁에 뒤늦게 뛰어든 후발기업은 수익성까지 악화된다. 결국 기업 투자는 전반적으로 줄어든다. 넷째, 침체 단계다. 과잉 설비와 이익 감소로 투자 활동이 빠르게 식는다. 사실상 신규 투자는 사라진다. 오히려 기업은 구조조정을 비롯해 비용 감축 방법을 찾게 된다. 결론적으로 CAPEX는 감가상각에 미치지 못할 규모로 축소된다. 투자 사이클이 바닥에 닿는 것이다. 이러한 일련의 과정을 거치며 투자 사이클 주기가 완성된다. 코스피 제조업을 대상으로 구성한 CAPEX 사이클도 유사한 패턴을 그린다.

[그림 13] 코스피 제조업: CAPEX 증가율



주: 3Y avg는 3년 평균 수치
자료: Quantwise, 한국투자증권

<표 5> CAPEX 단계 분석

단계	특징	기업 행태
회복	수요 회복 기대 발생 → 투자 증가 신호 확인	선도기업이 보수적으로 투자 재개
확장	수요 및 이익 개선 → 투자 본격화	대다수 기업이 설비 확대를 시도
둔화	과잉 투자 및 경쟁 심화 → 수익성 저하	후발 기업도 투자 활동에 가세
침체	수익성 악화 및 투자 축소 → 감가상각 이하 투자	구조 조정 또는 투자 연기

자료: 한국투자증권

<해설도우미> CAPEX 추가 분석 지표

CAPEX 증가율은 사이클 전환점을 포착할 수 있는 장점이 있지만 절대적 투자 강도와 확장 유무를 판단하는데 이용하는 건 쉽지 않다. 이를 파악하기 위해서는 비율지표를 사용해야 한다. CAPEX를 각각 매출액과 감가상각비로 나눈 비율은 강도와 확장성 판단에 용이하다.

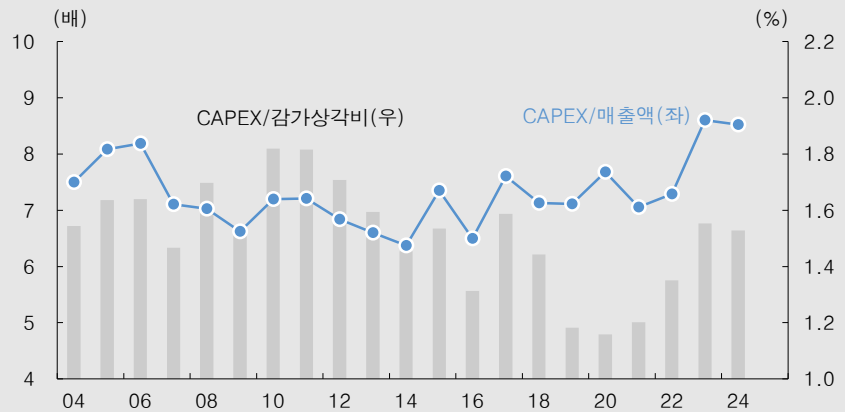
(1) CAPEX/매출액

기업이 창출한 매출액 대비 얼마나 투자를 했는지를 보여준다. 동 비율이 평균을 크게 상회한다면 과잉 투자 가능성을 점검해야 한다. 특히 매출이 고정되어 있는 상황에서 CAPEX가 급증하는 걸 경계할 필요가 있다. 코스피 제조업은 2023년 고점을 기록한 이후 하락세로 반전한 상태다.

(2) CAPEX/감가상각비

기업 투자가 확장 국면에 위치하고 있는지 판단하는데 사용한다. 동 비율이 1배보다 낮다면 신규투자는 감가상각에 못 미치는 축소 국면을 뜻한다. 반면 감가상각비 수준을 약간 초과하는 경우에는 재투자가 지속될 수 있음을 시사한다. 코스피는 2020년에 기존 자산을 유지하는 수준의 제한적 투자를 진행한 바 있다.

[그림 14] 코스피 제조업: CAPEX/매출액과 CAPEX/감가상각비



자료: Quantwise, 한국투자증권

<표 6> CAPEX 분석: 감가상각비 & 매출액

항목	목적	특징
CAPEX/매출액	투자 강도 파악	매출 증감 및 정체 여부와 같이 판단
CAPEX/감가상각비	확장 및 유지 판단	1 이하(축소), 1~1.5(회복), 2 이상(과잉)

자료: 한국투자증권

2. 사이클 분석 보완 지표: ROIC

CAPEX와 더불어
ROIC를 살펴볼 필요

CAPEX는 기업 투자와 직접적으로 연결되어 있다. 동 지표가 어떻게 변화하는지 보는 것만으로 투자 사이클을 판단할 수 있다. 다만 주식 투자 관점에서 몇 가지 보완 지표를 사용하면 효율성을 더 높일 수 있다. 단순히 설비투자가 늘어났다고 기업 가치가 곧바로 상승하는 건 아니기 때문이다. 투자 성과가 사이클과 더불어 이익에도 영향을 받는다면 이익 관련 지표를 살펴보는 게 타당하다. 이와 관련해 투하자본이익률(ROIC: Return on Invested Capital)을 추가로 적용한다.

ROIC는 이익 창출을 위한
효율적 자본 사용 여부

ROIC는 기업이 이익을 창출하기 위해 투입한 자본을 얼마나 효율적으로 사용했는지를 나타낸다. ROIC 상승은 높은 자본 효율을 바탕으로 이익이 개선되고 있음을 의미한다. 반대 경우는 투하자본 대비 수익성 약화를 시사한다. 투자 사이클 상 이익 확보가 가능한 투자가 진행되고 있는지를 ROIC를 통해 확인할 수 있다. 이것은 투자 전략을 수립하는데 중요한 요소로 작용할 수 있다.

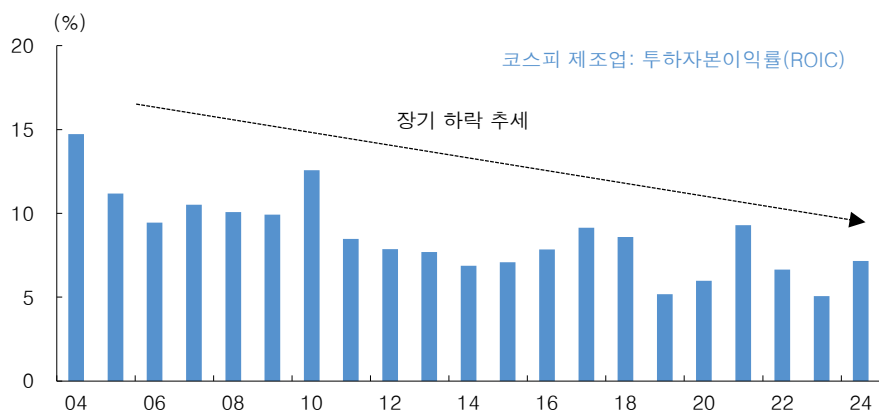
한국 제조업은 ROIC가
장기적 하락 추세 기록

현재 한국 제조업의 ROIC는 장기 하락 추세에 있다. 2004년 15% 수준인 ROIC는 2024년 7% 내외로 낮아졌다. 단기 등락이 보이긴 했으나 추세 측면에서 자본 효율성이 떨어지고 있다는 사실은 변함이 없다. 전체적으로 경쟁 심화, 과잉 투자, 비용 상승 등이 맞물려 나타난 결과로 유추할 수 있다.

중기적으로 ROIC 사이클
변화 유무를 점검할 필요

다만 초장기 투자가 아니라면 해당 지표에서 기회를 포착할 수 있다. 중기 관점에서 ROIC 사이클 움직임을 볼 필요가 있는 것이다. 한국 ROIC는 경기 흐름과 투자 사이클과 마찬가지로 회복과 확장, 둔화와 침체 궤적을 그리고 있다. 따라서 ROIC가 상승하는 국면에서는 효율성 제고를 바탕으로 투자 성과를 낼 수 있다. 서두에 언급한 CAPEX와 결합할 경우, 전략적 이점을 얻을 수 있다.

[그림 15] 코스피 제조업: 연도별 ROIC 변화



주: 코스피 제조업 776개사 대상
자료: Quantwise, 한국투자증권

CAPEX와 ROIC 방향이
동일할 때는 투자에 유리

코스피 제조업 사례를 보자. 연간 단위로 보면 CAPEX와 ROIC는 대개 같은 방향을 나타낸다. 2003~2005년, 2016~2018년처럼 CAPEX 증가율과 ROIC가 동반 상승하는 국면이 주식투자에 가장 유리하다. 당시는 기업이 투자를 늘릴 뿐만 아니라 자본 효율성도 같이 높아지므로 주식투자 성과가 극대화될 수 있다. 물론 2007~2008년, 2013~2015년처럼 두 지표의 방향성이 아래를 향할 때는 시장에 접근하더라도 유의미한 수익률을 기록하는 게 어려울 수 있다.

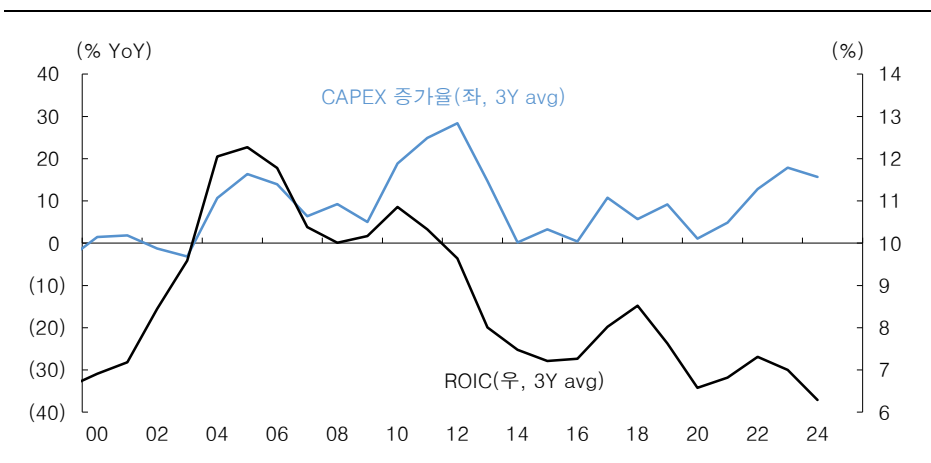
CAPEX와 ROIC 방향이
다를 때는 경계심 필요

CAPEX와 ROIC가 다른 방향일 때는 좀 더 유의해서 시장을 봐야 한다. 일례로 2010~2012년, 2023~2024년 경우에는 자본 활용이 떨어지는 비효율적 경영환경인데, 늘어난 CAPEX를 신속하게 조정하지 못하면서 과잉투자와 같은 악순환이 나타난 바 있다. 주식투자에 있어 특별한 성과가 나오지 않았던 국면이기도 하다.

CAPEX와 ROIC 병행은
투자 비중 결정에 긍정적

따라서 CAPEX와 함께 ROIC를 분석 도구로 병행하면 실질적 투자 사이클 전략으로 활용할 수 있다. 경기 사이클이 상승과 하락으로 구분되듯 ROIC 방향성을 비교해 투자대상별로 비중을 조정할 수 있다. 이는 여러 대상에 적용할 수 있다. 범위를 넓히면 전체 시장, 좁히면 산업과 개별 종목 결정에 도움이 될 것이다.

[그림 16] 코스피 제조업: CAPEX 증가율과 ROIC



주: 3Y avg는 3년 평균 수치
자료: Quantwise, 한국투자증권

<표 7> ROIC 분석 및 전략

단계	ROIC 추세	투자 전략
회복	ROIC 소폭 개선	선도 산업에 초기 진입
확장	ROIC 상승세 유지	실적 개선 산업에 집중
둔화	ROIC 고점 통과	이익 고점 통과를 경계
침체	ROIC 하락세 지속	보수적 방어전략으로 전환

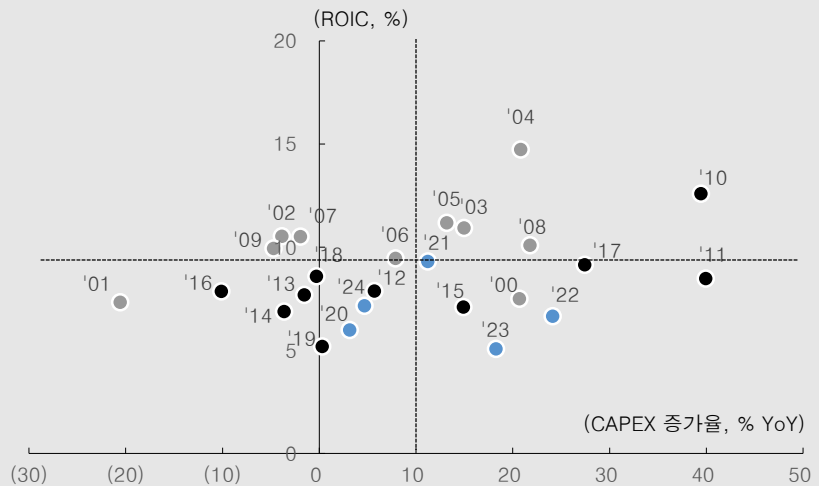
자료: 한국투자증권

<해설 도우미> CAPEX & ROIC 4사분면 분석

예를 들어 전체시장을 본다면 CAPEX와 ROIC를 4사분면으로 나누어 살펴볼 수 있다. 코스피 제조업이 기준이면 CAPEX와 ROIC 위치는 샘플 평균을 기준으로 좌우상하로 구분할 수 있다.

투자 관점에서 가장 유리한 국면은 4사분면 중 우상단이다. 원점에서 멀어질수록 투자 확대와 자본 효율성 증대 효과를 누릴 수 있다. 반면 좌하단은 투자와 효율성이 악화되는 국면이므로 경계할 필요가 있다. 일례로 2024년 코스피 제조업은 투자는 늘었지만 효율성은 악화됐던 2023년(우하단)보다 불리했다. 위치가 좌하단으로 옮겨진 것으로 확인된다. 아직 2025년이 끝난 건 아니나 전체시장 흐름이 2024년과 크게 다르지 않다는 걸 감안하면 기대치를 높이는 것도 쉽지 않다.

[그림 17] 코스피 제조업: 연도별 CAPEX 증가율과 ROIC



주: 1. 회색은 2000년대, 흑색은 2010년대, 청색은 2020년대
 2. 가로 축과 세로 축 점선은 2000~2024년 평균 수치
 자료: Quantwise, 한국투자증권

IV. CAPEX-ROIC 패턴 분석

1. 업종 타이밍 포착

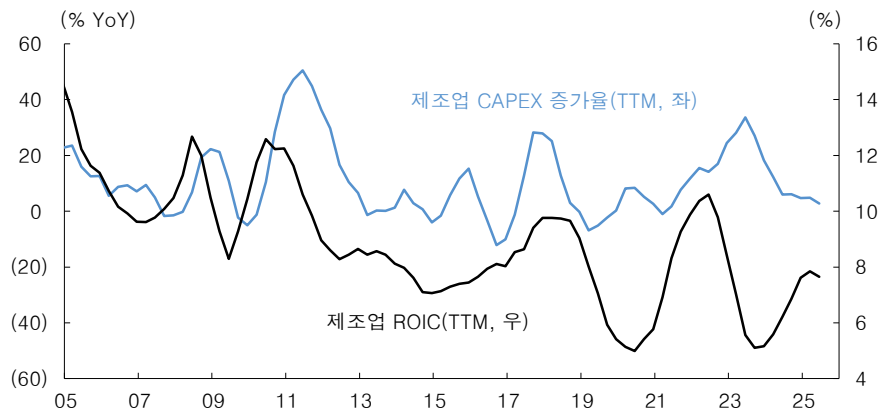
CAPEX와 ROIC 분석은
연간보다 분기 데이터 이용

본 장에서는 CAPEX와 ROIC를 이용해 투자 타이밍 분석을 시도한다. 정확도를 높이려면 데이터 주기를 변경해야 한다. 연간 데이터가 아닌 최근 12개월(TTM: Trailing Twelve Months), 즉 분기마다 갱신이 가능한 4개 분기 누적치로 사용할 경우, CAPEX와 ROIC 간 관계를 보다 면밀하게 파악할 수 있다. 정확성 향상은 투자 타이밍 포착에 유리하다.

한국 제조업의 경우
ROIC가 CAPEX를 선행

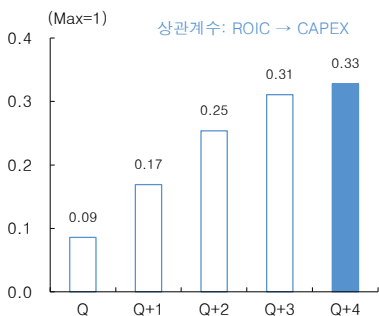
코스피 제조업을 TTM 기준 CAPEX 증가율과 ROIC 비율로 분석하면 특이점을 볼 수 있다. 통상 CAPEX가 늘면 ROIC가 뒤따른다고 알려져 있다. 다만 한국은 그렇지 않다. ROIC가 높아져야 CAPEX가 따라 움직인다. 산업을 선도하는 기업(First Mover)이 많지 않기 때문이다. 한국에서는 시장을 이끌면서 대규모 투자를 집행하는 기업이 거의 없다. 수익이 발생한 이후, 생산력을 확충하는 기업이 많다. 그 결과 한국 제조업 투자 사이클은 CAPEX가 ROIC를 뒤따르는 사례가 흔하다.

[그림 18] 코스피 제조업: CAPEX 증가율과 ROIC 비율



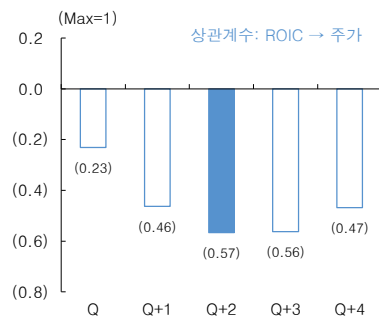
주: 코스피 제조업체 776개사 기준. 4개 분기 누적 데이터 이용
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 19] 변수 상관관계: ROIC 선행



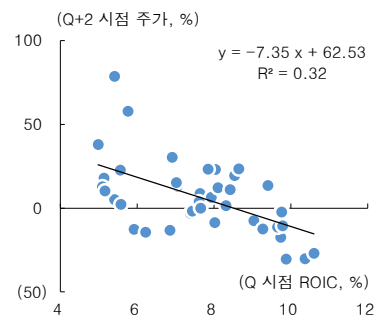
주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 20] 주가 상관관계: ROIC 선행



주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 21] ROIC: 주가에 2분기 선행



주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

**CAPEX가 ROIC에
선행하는 산업은 7개**

CAPEX가 ROIC보다 선행하는 업종은 26개 제조업 중 7개에 해당한다. 시가총액 순으로 반도체, 자동차, 음식료 등이다. CAPEX와 ROIC 관계와 별개로 주가에 미치는 설명변수는 상이하다. 반도체는 CAPEX가 ROIC보다 영향력이 좀 더 크다. 한국 반도체 산업이 글로벌 선도기업으로서 자리매김하고 있기 때문이다. CAPEX 확장 자체가 공급 증가와 매출 확대, 그리고 주가 상승으로 연결될 수 있다는 뜻이다. 음식료는 ROIC 영향력이 더 크다. 투하자본에 비례하여 수익성이 확보되어야 주가도 따라 움직인다는 선례가 적용된다. 한편, 특정 업종은 두 가지 설명 변수로도 방향성을 해석하기 어렵다. 자동차와 유통 등이 대표적이다.

<표 8> CAPEX 선행 & ROIC 후행 업종

(단위: %)

업종	제조업		선행지표		업종 상관관계	주가수익률		투자 판단
	시총 비중	설명변수	현재 방향	선행 기간		% QTD	% YTD	
반도체	27.8	CAPEX	상승	동행	(+)	7.2	36.6	비중 확대
음식료	2.6	ROIC	상승	1분기	(+)	1.0	21.9	비중 유지
통신	1.4	CAPEX	하락	동행	(-)	(3.4)	14.2	비중 유지
호텔레저	0.5	해당없음	해당없음	해당없음	해당없음	6.6	47.7	비중 유지
자동차	6.6	해당없음	해당없음	해당없음	해당없음	8.7	11.2	비중 축소
유통	0.6	해당없음	해당없음	해당없음	해당없음	(6.4)	16.0	비중 축소
상사	0.5	ROIC	하락	4분기	(+)	(3.2)	19.6	비중 축소

주: 9월 5일 종가 기준. 분석 기간은 2015년 3분기부터 2025년 2분기까지. 선행 기간과 상관관계는 설명변수가 주가 상승률에 선행하는 기간과 방향성을 의미
자료: Quantwise, 한국투자증권

**CAPEX가 ROIC에
후행하는 산업은 12개**

CAPEX가 ROIC에 후행하는 산업도 있다. 와이즈에프엔이 제공하는 제조업 기준에 따르면 건강관리, 기계, 가전 등 12개 업종은 CAPEX가 ROIC를 따라간다. 특히, 주가에 영향을 미치는 변수는 업종마다 각각 다르다. 일반적으로 CAPEX 변화를 통해 방향성을 볼 수 있는데, 방향성과 상관성은 다양하다. 예를 들어 유틸리티 업종은 CAPEX가 주가에 4분기 선행하는데 현재 방향은 위를 향하고 있다. 업종 상관계수는 (+)를 나타내므로 주가 역시 상승세를 유지할 수 있다.

<표 9> CAPEX 후행 & ROIC 선행 업종

(단위: %)

업종	제조업		선행지표		업종 상관관계	주가수익률		투자 판단
	시총 비중	설명변수	현재 방향	선행 기간		% QTD	% YTD	
유틸리티	1.7	CAPEX	상승	4분기	(+)	(7.0)	57.4	비중 확대
건강관리	7.3	ROIC	상승	4분기	(-)	6.2	2.9	비중 유지
기계	6.1	ROIC	하락	동행	(+)	(0.8)	112.7	비중 유지
지주	4.1	CAPEX	상승	동행	(-)	(4.1)	59.8	비중 유지
화학	3.0	CAPEX	하락	동행	(-)	9.3	9.2	비중 유지
철강	1.6	CAPEX	하락	3분기	(+)	4.0	12.8	비중 유지
화장품	1.4	CAPEX	하락	3분기	(+)	(4.6)	56.9	비중 유지
미디어교육	0.8	CAPEX	상승	1분기	(-)	(4.8)	36.3	비중 유지
가전	5.3	ROIC	하락	동행	(+)	13.7	(3.1)	비중 축소
에너지	3.0	해당없음	해당없음	해당없음	해당없음	0.2	34.7	비중 축소
의류	0.8	해당없음	해당없음	해당없음	해당없음	(5.0)	14.2	비중 축소
디스플레이	0.3	CAPEX	상승	3분기	(-)	22.8	22.6	비중 축소

주: 9월 5일 종가 기준. 분석 기간은 2015년 3분기부터 2025년 2분기까지. 선행 기간과 상관관계는 설명변수가 주가 상승률에 선행하는 기간과 방향성을 의미
자료: Quantwise, 한국투자증권

CAPEX-ROIC 관계가
약한 업종은 7개

마지막은 CAPEX와 ROIC 사이에서 명확한 관계성을 찾지 못한 업종이다. 26개 제조업 중 7개가 해당된다. 이들은 투자 규모에 맞춰 ROIC가 개선되는 업종이 아니다. 산업 구조 상 단순 투자보다 대외 수주, 정부 규제, 정책 보조금, 브랜드 및 트렌드 변화 등 외부 요인이 더 큰 영향력을 행사한다. 업종별로 조선, 방산은 대외 주문, 건설은 정책 및 규제, 하드웨어와 소프트웨어는 기술 발전과 유행에 따라 주가가 움직인다. 해당 업종에서는 더욱 CAPEX이하 함께 ROIC 움직임을 통해 주가 향방을 가늠해 보는 게 전략적으로 더 유리하다.

<표 10> CAPEX와 ROIC 관계가 약한 업종

(단위: %)

업종	제조업		선행지표		업종 상관관계	주가수익률		투자 판단
	시총 비중	설명변수	현재 방향	선행 기간		% QTD	% YTD	
조선	7.2	ROIC	상승	1분기	(+)	26.5	103.2	비중 확대
하드웨어	1.5	CAPEX	상승	동행	(+)	20.7	47.3	비중 확대
소프트웨어	5.7	ROIC	상승	동행	(+)	(10.1)	27.8	비중 유지
방산	3.7	CAPEX	하락	4분기	(+)	8.0	138.0	비중 유지
운송	3.2	CAPEX	상승	4분기	(+)	5.6	29.1	비중 유지
건설	1.7	ROIC	하락	동행	(+)	0.4	45.6	비중 축소
비철	1.3	CAPEX	하락	2분기	(+)	3.4	(3.8)	비중 축소

주: 9월 5일 종가 기준. 분석 기간은 2015년 3분기부터 2025년 2분기까지. 선행 기간과 상관관계는 설명변수가 주가 상승률에 선행하는 기간과 방향성을 의미
자료: Quantwise, 한국투자증권

1) CAPEX 선형, ROIC 후행

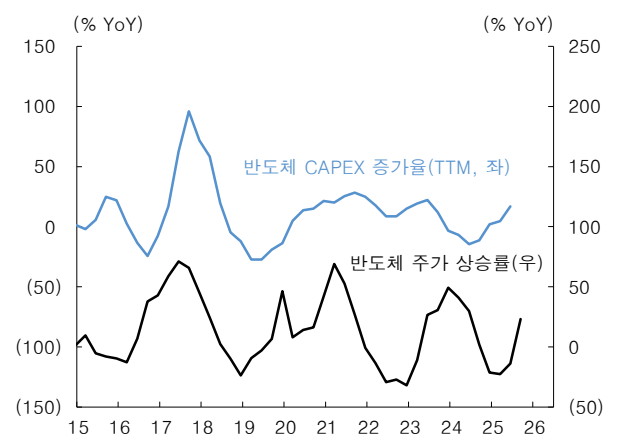
CAPEX가 ROIC를 선도하는 업종은 반도체

CAPEX가 ROIC를 선형하는 대표 업종은 반도체다. 전세계 반도체 기술을 선도하는 삼성전자가 선제적인 투자에 큰 역할을 하고 있다. 글로벌 경기가 회복되는 과정에서 2010년 갤럭시S 출시를 기점으로 반도체와 스마트폰에 투자를 늘린 게 CAPEX 사이클에도 영향을 미쳤다. 한편 회계적인 이슈도 존재하는데 2011년에 도입된 IFRS가 CAPEX 증가율을 높이는데 기여했다.

기술력 우위 확보를 위해 CAPEX를 늘린 경험 보유

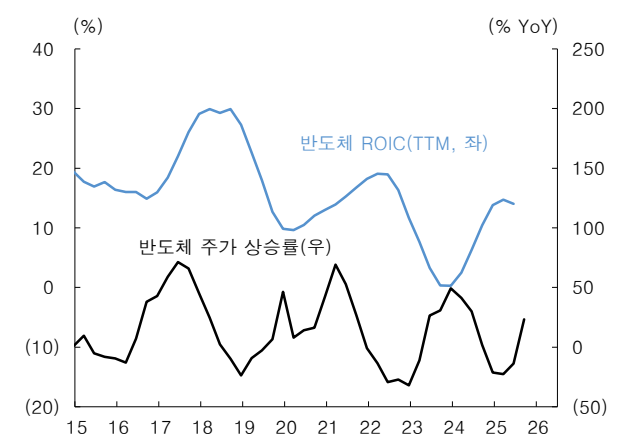
2016년 이후로는 반도체 슈퍼 사이클이 시작됐다. 국내업계는 CAPEX를 빠르게 늘리기 시작했다. 모바일 수요가 강력해 데이터센터 투자도 증가했다. ROIC 측면에서 수익성은 확인되지 않았지만 기술력 우위는 결국 시장 점유율 확대로 연결될 것이라 긍정적인 전망이 주가 상승을 견인했다. 한편, 반도체 CAPEX 사이클은 2024년 후반부터 다시 반등하고 있다. AI(인공지능), 고성능 컴퓨터(HPC) 등 수요처가 늘어난 게 CAPEX 증가를 견인하고 있다. 선제적 투자가 기술력과 시장 장악에 유리하다는 게 반도체 업계 교훈이므로 향후에도 CAPEX 증가율은 상승할 수 있다. 반도체는 제조업 중 CAPEX에 따라 주가가 움직이는 대표적인 업종이다. 향후에도 반도체는 비중을 늘릴 필요가 있다.

[그림 22] 반도체: CAPEX 증가율과 주가 상승률



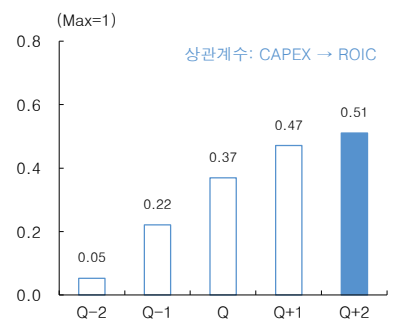
주: 코스피 반도체 기업 13개사 기준. TTM은 12개월(4분기) 누적 합계
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 23] 반도체: ROIC와 주가 상승률



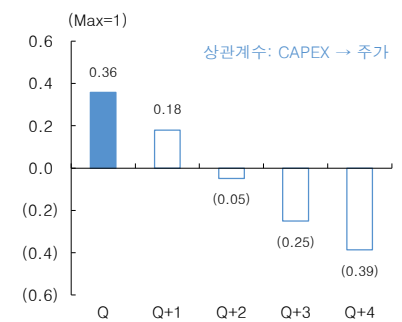
주: 코스피 반도체 기업 13개사 기준. TTM은 12개월(4분기) 누적 합계
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 24] 변수 관계: CAPEX 선형



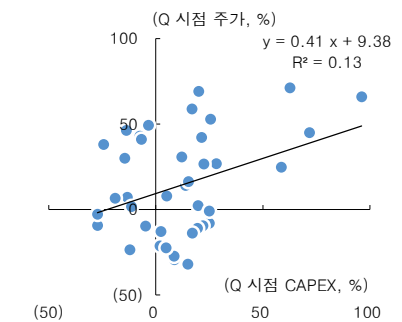
주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 25] 주가 관계: CAPEX 동행



주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 26] CAPEX: 주가와 정방향



주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

음식료는 다른 업종보다 ROIC와 주가 관계 명확

CAPEX가 ROIC에 선행하는 업종 중에서 음식료는 다소 특이하다. 앞에 언급한 반도체와 다른 특징이 있다. ROIC와 주가 관계가 더 강하다는 점이다. 음식료는 수익성 개선이 나와야 주가가 오른다. 한편, CAPEX와 ROIC 사이 관계가 역의 방향성을 보이는 점은 주의할 필요가 있다.

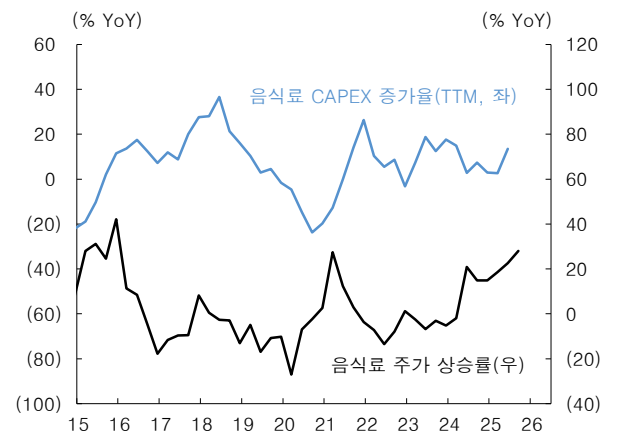
음식료 주가는 수익성에 밀접하게 반응하는 경향

2015년 이후로 현재까지 주가 흐름을 보면 이익에 절대적인 영향을 받은 것으로 보인다. 매크로 환경이 초저금리와 유동성 확장을 나타냈지만, 결국 주가 상승을 견인한 것은 수익성으로 확인된다. 다른 업종보다 수익성이 주가에 미치는 영향력이 더 큰 것으로 판단할 수 있다.

CAPEX와 ROIC 상관성을 고려하여 비중 중립 유지

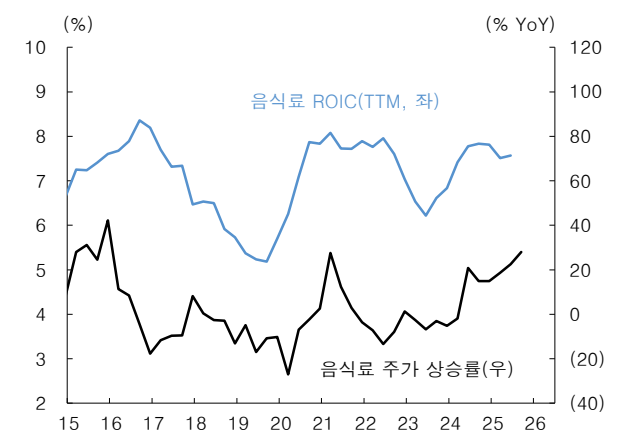
음식료는 CAPEX가 ROIC를 2분기 선행하는 관계가 확인되지만 주가에 직접적인 영향을 미치는 건 CAPEX와 역방향인 ROIC로 나타난다. 두 변수 간 상관성은 향후 ROIC 흐름을 예상하는데 도움이 된다. CAPEX 증가가 ROIC 하락으로 연결될 가능성과 그에 뒤따르는 주가 움직임을 염두에 두어야 한다. 현재 상황에서서는 비중 중립 관점이 유효하다.

[그림 27] 음식료: CAEPX 증가율과 주가 상승률



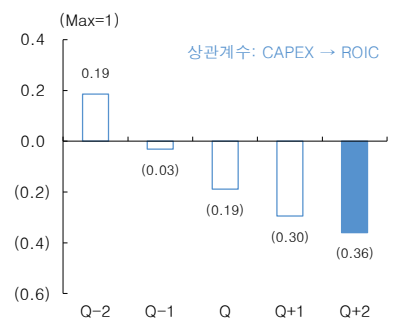
주: 코스피 음식료 기업 54개사 기준. TTM은 12개월(4분기) 누적 합계
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 28] 음식료: ROIC와 주가 상승률



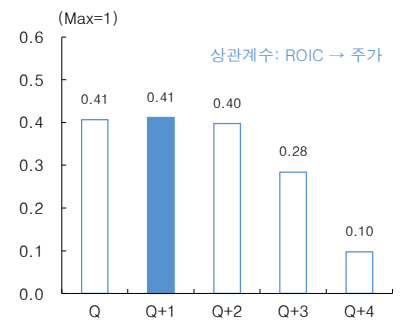
주: 코스피 음식료 기업 54개사 기준. TTM은 12개월(4분기) 누적 합계
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 29] 변수 관계: CAPEX 선행



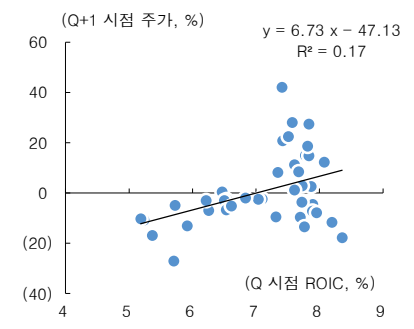
주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 30] 주가 관계: ROIC 선행



주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 31] ROIC: 주가와 정방향



주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

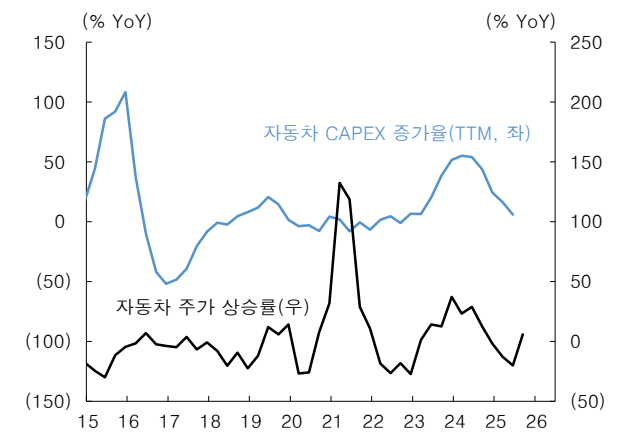
자동차는 CAPEX가 ROIC를 선행하는 산업

자동차도 CAPEX가 ROIC를 선행하는 업종으로 확인된다. 다만 두 변수 간 시차 상관에도 불구하고 주가에 미치는 영향력은 통계적으로 유의하지 않은 것으로 확인된다. 특정 기간에는 CAPEX와 ROIC 움직임이 주가에 영향을 미치는 것으로 보인다. 그러나 자동차 업종에 내포된 불확실성, 예를 들면 환율 변동, 파업 이슈, 정책 변화 등도 주가에 상당 부분 영향력을 행사할 수 있다.

전기차 등 친환경차 투자 불확실성이 부담

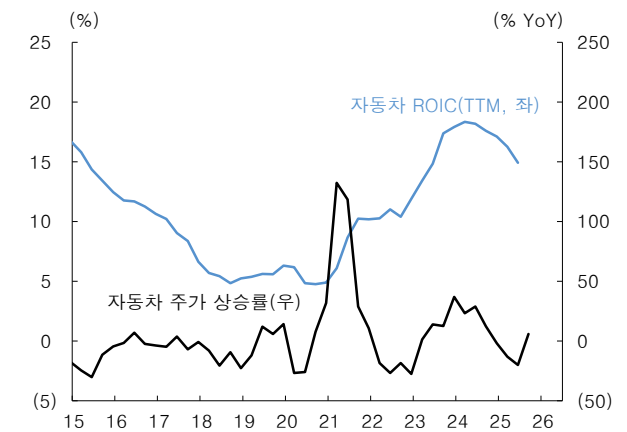
2019년을 보자. 당시 ROIC는 지속적으로 하락했다. CAPEX도 뚜렷한 증가세는 없었다. 물론 이후에는 고가 차종 판매 호조와 믹스 개선으로 수익성이 살아나며 주가도 상승했다. 다만 연속성을 나타내지는 못했다. 한편 최근에는 전기차 등 친환경차 투자 불확실성으로 인해 CAPEX와 ROIC 모두 하락하고 있다. 두 지표를 따라 주가 움직임이 불안해질 수 있다. 다만 해당 업종의 가장 큰 악재인 관세 불확실성이 해소되어 주가는 올랐다. 그러나 수익성은 고점을 통과했다. 투자 차원에서 보수적 접근을 요구하는 게 타당하다.

[그림 32] 자동차: CAEPX 증가율과 주가 상승률



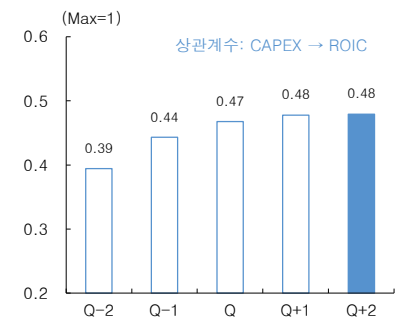
주: 코스피 자동차 기업 77개사 기준. TTM은 12개월(4분기) 누적 합계
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 33] 자동차: ROIC와 주가 상승률



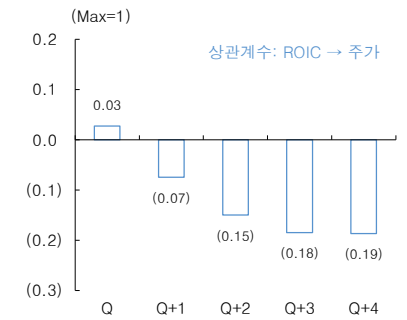
주: 코스피 자동차 기업 77개사 기준. TTM은 12개월(4분기) 누적 합계
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 34] 변수 관계: CAPEX 선행



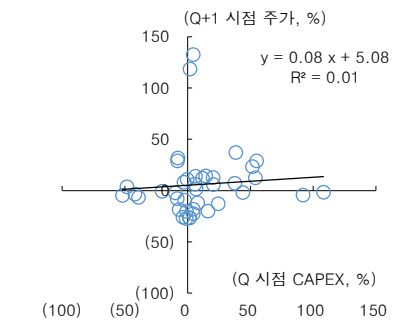
주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 35] 주가 관계: ROIC 불명확



주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 36] CAPEX: 주가와 관계 없음



주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

2) CAPEX 후행, ROIC 선행

유틸리티는 CAPEX가 ROIC를 선행하기 어려움

유틸리티는 CAPEX가 ROIC를 선행하기 힘든 구조다. 오히려 ROIC가 오르면 CAPEX가 뒤따라 움직이는데 서로 반대 방향을 나타낸다. 그럴 수밖에 없는 게 수익성을 확보한 뒤 지출을 하게 되면 각종 인프라와 관련된 CAPEX가 늘어나기 때문이다. 유틸리티는 대표적인 장치 산업이다.

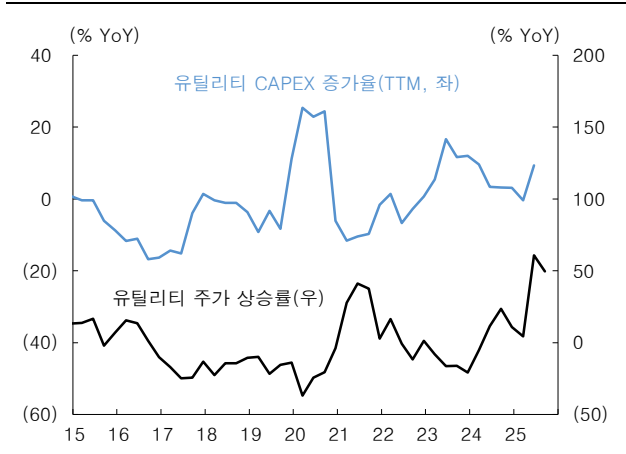
수익성이 높아지면 투자가 이뤄지는 관계

유틸리티 주가는 2023년 이후 서서히 회복되고 있다. 에너지 비용 가격 하락으로 수익성이 개선된 영향이 컸다. 더불어 높은 수익성은 투자로 이어질 수 있는데 2022년 이후로 에너지 정책이 변화한 점이 CAPEX 증가에 영향을 미친 것으로 풀이된다. 통계적 관점에서 CAPEX 진행 후 4분기 뒤 주가 상승이 나타난다.

CAPEX 증가율이 상승해 주식 비중도 확대 유지

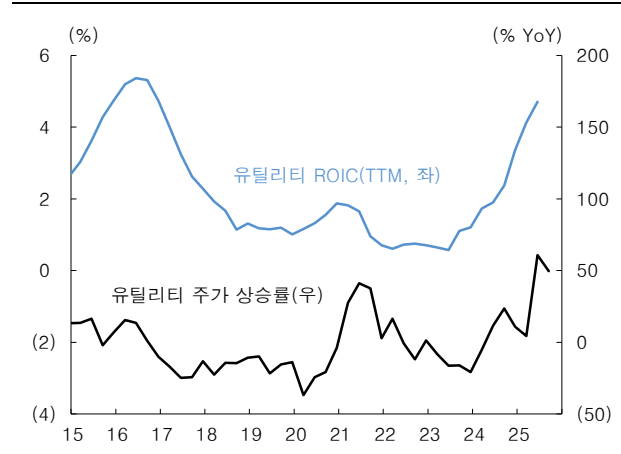
최근 유틸리티 업종은 원전과 전력기기 산업이 고밸류를 받는 과정에서 주가가 빠르게 상승했다. 추후 에너지 정책 변경으로 수익성이 약화될 수 있으나 기존에 진행한 CAPEX로 인해 주가 모멘텀이 약화되지는 않을 것으로 판단한다. 투자 관점에서 비중을 확대해도 무리가 없다는 판단이다.

[그림 37] 유틸리티: CAPEX 증가율과 주가 상승률



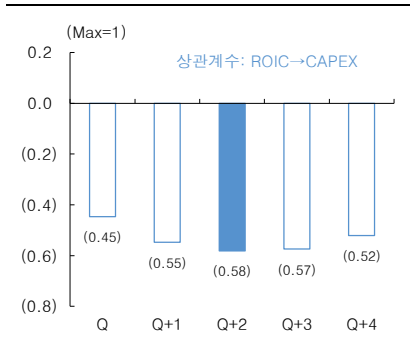
주: 코스피 유틸리티 기업 16개사 기준. TTM은 12개월(4분기) 누적 합계
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 38] 유틸리티: ROIC와 주가 상승률



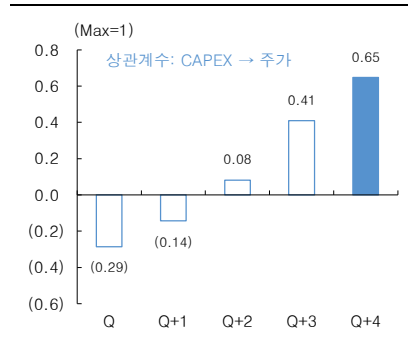
주: 코스피 유틸리티 기업 16개사 기준. TTM은 12개월(4분기) 누적 합계
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 39] 변수 관계: ROIC 선행



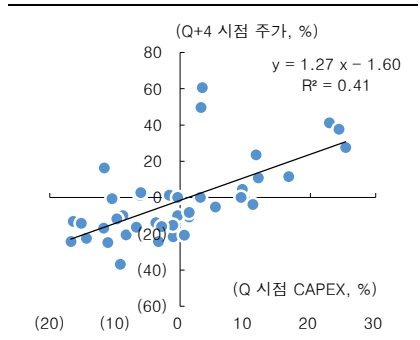
주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 40] 주가 관계: CAPEX 선행



주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 41] CAPEX: 주가와 정방향



주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

건강관리도 ROIC가 CAPEX를 선행하는 특성

건강관리 업종은 ROIC가 CAPEX를 선행한다. 수익성을 확보해야 연구개발, 임상실험 등 CAPEX를 진행할 수 있다. 다만 투자가 진행될 때, 유의미한 투자수익을 확보할 수 있는 건 아니다. 즉, 투자 발생이 사업 성공과 주가 상승으로 연결되지 않으므로 CAPEX는 주가와 통계적 연관성이 없는 것으로 나타난다.

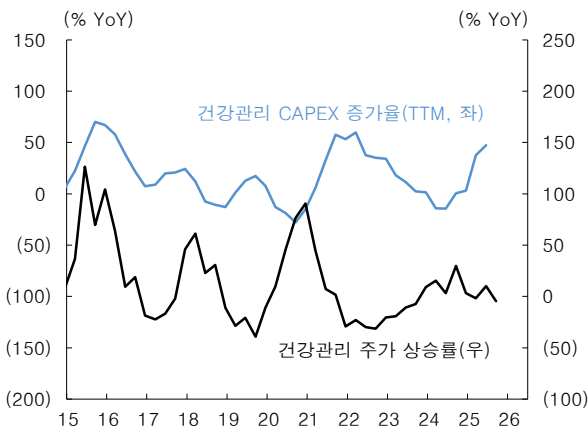
2024년 하반기부터 건강관리 CAPEX 증가

한편 건강관리는 2020년 코로나 팬데믹 이후 급등세를 나타낸 바 있지만 수익을 투자로 연결할 가능성이 높아지면서 강세가 멈춘 적이 있다. 가파른 상승 뒤에는 언제나 그렇듯이 조정이 발생했다. 그 결과 2024년에는 대부분 성과가 저조했다. 최근에도 ROIC와 CAPEX가 늘어나 향후 주가 흐름을 미리 점검할 필요가 있다.

투자 타이밍과 관련해 ROIC 회복세를 주목

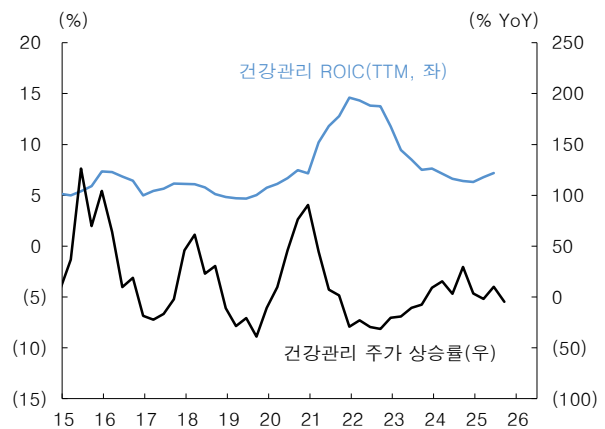
건강관리는 업종 특유의 선제적 투자 경향을 염두에 뒤야 한다. 투자자 입장에서 경계할 점은 CAPEX가 주가에 항상 우호적이지 않다는 사실이다. 그간의 경험은 ROIC 증가 유무가 주가 방향에 더 중요했다. 최근 ROIC는 느린 속도지만 상승하고 있어 건강관리 투자는 기존 포지션을 중립적으로 지켜봐야 한다.

[그림 42] 건강관리: CAEPX 증가율과 주가 상승률



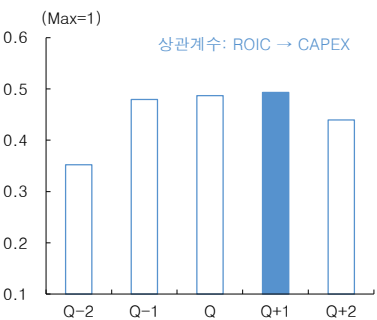
주: 코스피 건강관리 기업 61개사 기준. TTM은 12개월(4분기) 누적 합계
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 43] 건강관리: ROIC와 주가 상승률



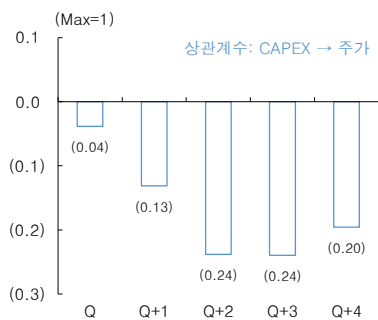
주: 코스피 건강관리 기업 61개사 기준. TTM은 12개월(4분기) 누적 합계
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 44] 변수 관계: ROIC 선행



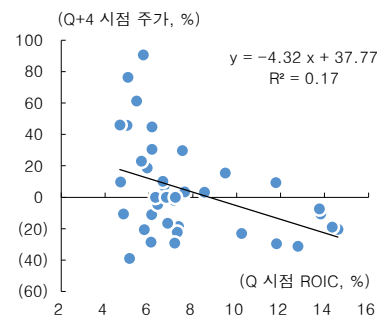
주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 45] 주가 관계: CAPEX 불명확



주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 46] ROIC: 주가와 역방향



주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

**2차전지 산업에서는
ROIC가 CAPEX를 선행**

2차전지 산업이 포함된 가전 업종은 ROIC가 CAPEX에 약간 선행하는 것으로 보인다. 가전은 2015년 이후로 CAPEX 등락이 반복된다. ROIC도 같은 방향으로 움직이면서 CAPEX를 주도했다. 이처럼 수익이 나오면 투자가 발생하는 구조가 해당 업종에서도 확인된다.

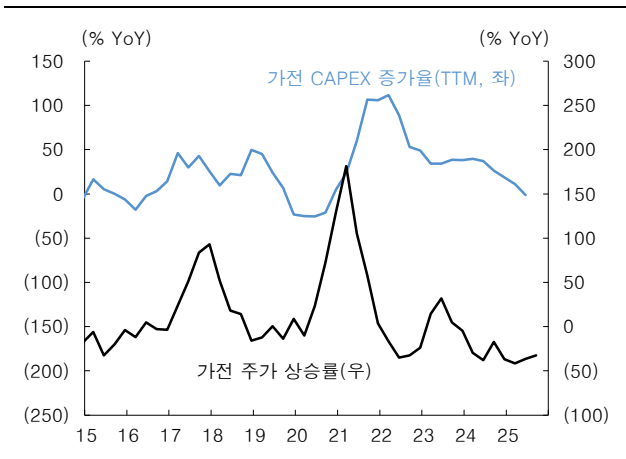
**2차전지는 팬데믹 이후
대규모 투자가 진행**

가전 산업은 이미 성숙기에 진입한 탓에 뚜렷한 성장세를 보이기 어렵다. 따라서 투자 대부분은 2차전지와 관련이 있다. 2차전지는 국내외 전기차 산업 성장을 기대하며 대규모 투자를 단행했다. 특히 2020년 팬데믹 이후로 각국이 친환경 정책 강화에 힘쓰면서 수요가 늘어났다. 이것은 CAPEX 증가에 우호적으로 작용했다.

**고금리 환경 지속으로
투자와 수요 회복 요원**

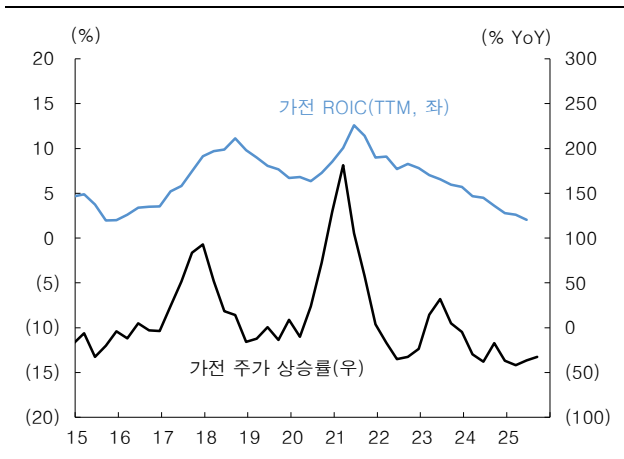
그러나 2021년 하반기부터 지금까지 CAPEX와 ROIC는 하락세를 보이고 있다. 경계할 필요가 있다. 2차전지 업종은 고금리 환경에서 대표적인 고비용, 저효율 산업으로 인식되어 왔다. 즉, 수요 회복 전까지 대규모 투자가 진행되지 않을 수 있음을 의미한다. 동 산업 주가는 수익 악화로 밸류에이션 부담도 높아지고 있어 투자전략 상 비중 축소가 유리하다는 판단이다.

[그림 47] 가전(2차전지): CAEPX 증가율과 주가 상승률



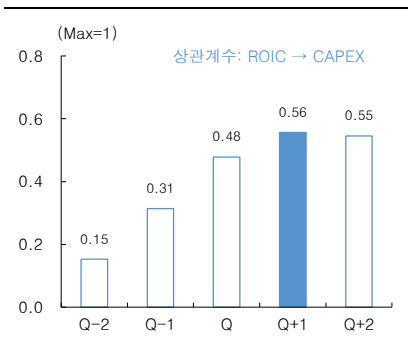
주: 코스피 가전(2차전지) 기업 14개사 기준. TTM은 12개월(4분기) 누적 합계
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 48] 가전(2차전지): ROIC와 주가 상승률



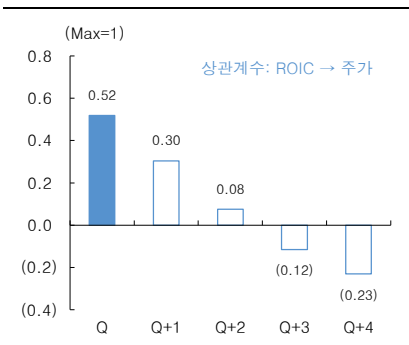
주: 코스피 가전(2차전지) 기업 14개사 기준. TTM은 12개월(4분기) 누적 합계
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 49] 변수 관계: ROIC 선행



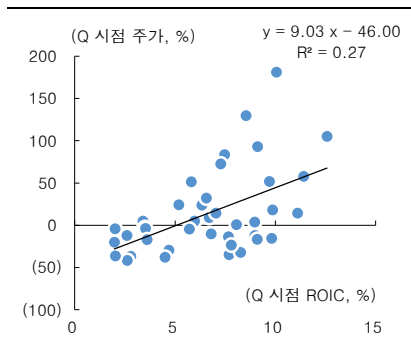
주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 50] 주가 관계: ROIC 동행



주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 51] ROIC: 주가와 정방향



주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

3) CAPEX와 ROIC 간 관계성 약화

조선, 방산, 건설 등은
CAPEX와 ROIC 관계 미약

한국 제조업 중에는 CAPEX와 ROIC 간 선후행 관계가 미약한 산업이 존재한다. 조선, 방산, 건설 등이 대표적이다. 해당 업종은 수주가 훨씬 중요하다. 또한 정부 정책 기조가 어떻게 변하는 지 확인해야 한다. 다른 산업과 달리 CAPEX는 유지, 보수 측면 성향이 강하다. CAPEX와 ROIC 사이 관계성이 약할 수밖에 없다.

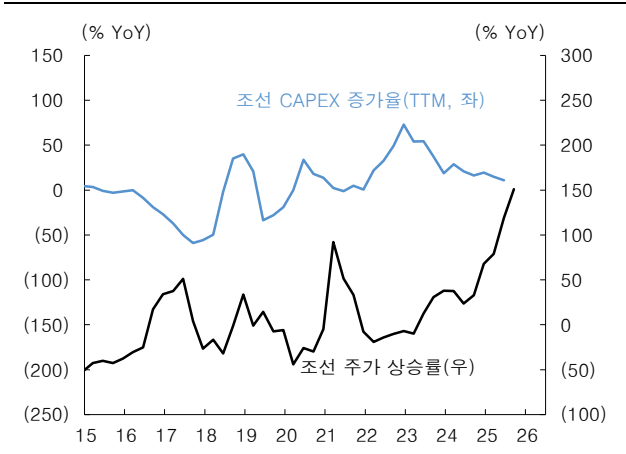
조선은 CAPEX보다
수주가 더 중요한 산업

조선은 대표적인 수주 산업이다. 2008년 글로벌 금융위기와 2011년 남유럽 재정 위기를 겪으면서 조선업에 불리한 환경이 조성됐다. 중국 조선업 성장에 따른 경쟁 격화로 수익성도 악화됐다. 2020년대 탈탄소 규제 강화가 친환경 선박 도입을 자극할 것이라 기대가 있었지만 ROIC는 여전히 유의미한 반등을 보이지 못했다.

2024년부터 조선은
업황 개선세가 확인

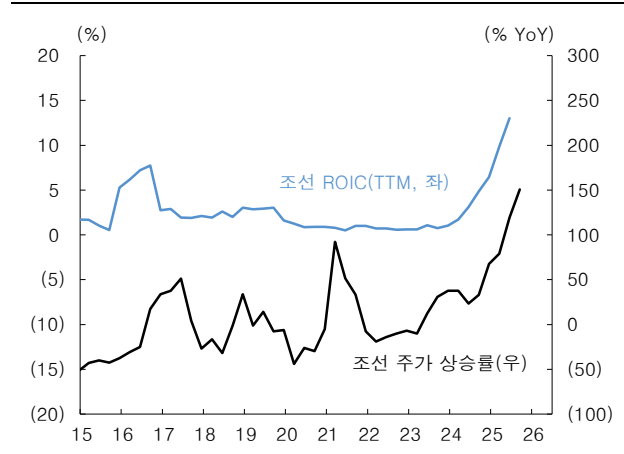
다만 2024년부터 한국 조선 업황은 사정이 나아지고 있다. 신조선가 반등 효과로 수익성은 개선됐고, 다양한 선종 중심으로 수주도 이어지고 있어 ROIC 상승세도 나타나고 있다. CAPEX가 현상 유지를 위한 조건이고, 실제 주가는 수익을 따라 움직인다면 현재 조선업은 비중 확대가 필요한 산업임이 틀림없다.

[그림 52] 조선: CAPEX 증가율과 주가 상승률



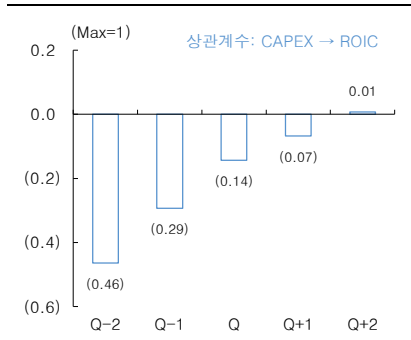
주: 코스피 조선 기업 13개사 기준. TTM은 12개월(4분기) 누적 합계
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 53] 조선: ROIC와 주가 상승률



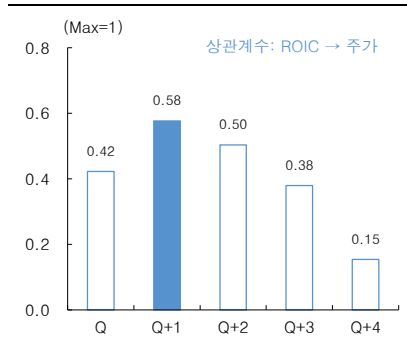
주: 코스피 조선 기업 13개사 기준. TTM은 12개월(4분기) 누적 합계
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 54] 변수 관계: CAPEX 불명확



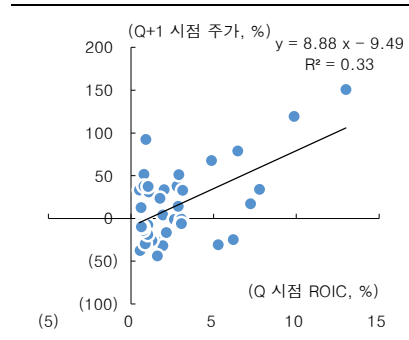
주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 55] 주가 관계: ROIC 선행



주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 56] ROIC: 주가와 정방향



주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

방산도 CAPEX와 ROIC 간 상호 연계성은 약한 흐름

방산도 CAPEX와 ROIC 간 직접적인 연계성이 약하다. 동 업종은 CAPEX에 따른 수익 개선이 아니라 국내외 정부 발주와 정책 지원에 따라 수익성이 결정되는 산업이기 때문이다. CAPEX가 생산량 개선을 위한 투자가 아니라 R&D와 유지 보수 관점에서 이뤄지는 점을 상기할 필요가 있다.

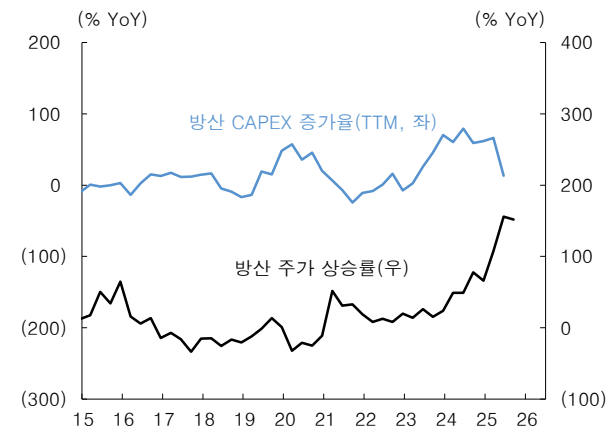
최근 10년 CAPEX와 달리 수익성은 지속적으로 개선

최근 10년간 CAPEX와 ROIC 흐름은 상반된 흐름이다. 2014년 러시아의 크림반도 점령, 2022년 러시아-우크라이나 전쟁 개시로 방산에 관심이 높아졌지만 투자 활동이 급증했다고 보기 어렵다. 다만 동유럽에 이어 중동에서도 분쟁이 발생한 영향에 국산 무기 발주는 늘고 수익성은 높아진 것으로 확인할 수 있다.

국내외 국방예산 확충 시 ROIC 상승세는 이어질 것

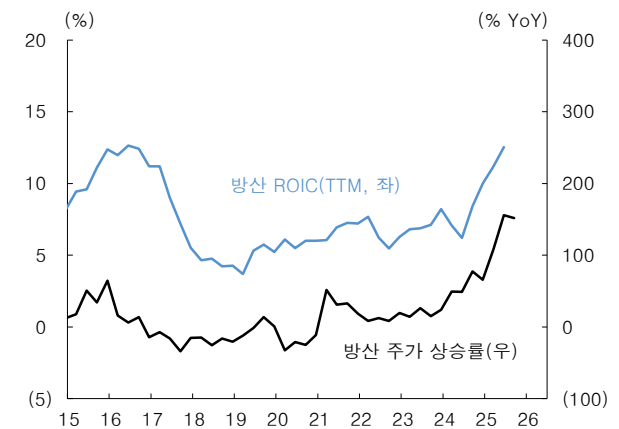
CAPEX와 ROIC가 별개로 움직이는 현상은 앞으로도 지속될 공산이 크다. 특히 수익성 개선은 계속해서 나타날 수 있다고 본다. 지정학 리스크가 해소되지 못한 가운데 국내외 국방예산 확충과 신규 수주 등을 감안하면 ROIC 상승은 이어질 전망이다. 주가는 CAPEX보다 ROIC에 연동되어 움직인다는 걸 주목해야 한다.

[그림 57] 방산: CAPEX 증가율과 주가 상승률



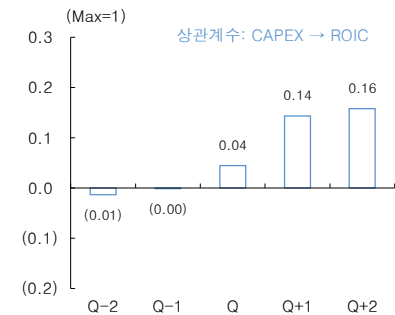
주: 코스피 방산 기업 16개사 기준. TTM은 12개월(4분기) 누적 합계
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 58] 방산: ROIC와 주가 상승률



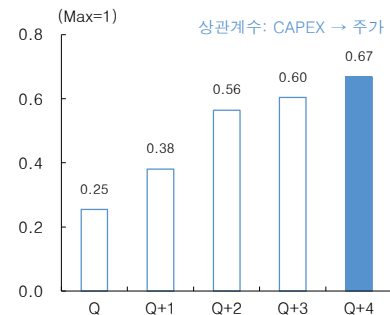
주: 코스피 방산 기업 16개사 기준. TTM은 12개월(4분기) 누적 합계
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 59] 변수 관계: CAPEX 불명확



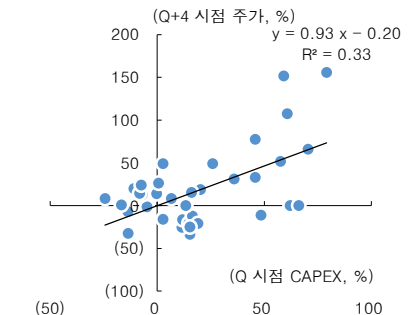
주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 60] 주가 관계: CAPEX 선행



주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 61] CAPEX: 주가와 정방향



주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

건설은 CAPEX, ROIC보다 정부 정책에 따라 움직임

건설은 전형적으로 정부 정책에 따라 등락이 결정되는 산업이다. CAPEX도 이익 동향에 따라 움직이는 게 아니라 건설 프로젝트 향방에 의해 결정된다. CAPEX 사이클을 보면 뚜렷한 주기가 발견되지 않는다. ROIC에서 유의미한 궤적을 찾아 보기도 힘들다. 부동산 정책 규제와 원자재 가격 변동에 따라 등락을 반복한다.

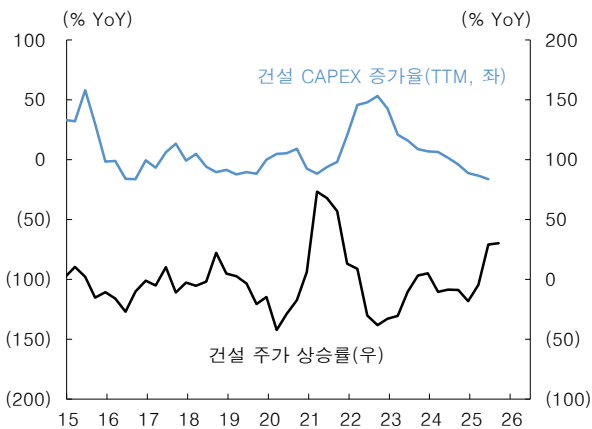
CAPEX 충격이 주가에 미치는 영향력도 제한적

그 결과 건설업 주가는 여타 업종과 다르게 CAPEX와 ROIC 영향력이 제한된다. 2010년 전후 사회간접자본(SOC) 투자 활성화, 2014년 금리 인하 국면에서 업황 개선 등 우호적인 환경도 존재했지만 주가는 매번 다른 궤적으로 움직였다. 특히 2022년 레고랜드 사태에 따른 CAPEX 충격도 긴 시간 영향을 미친 건 아니었다.

국내 건설 정책 변화가 주가에 영향을 미칠 것

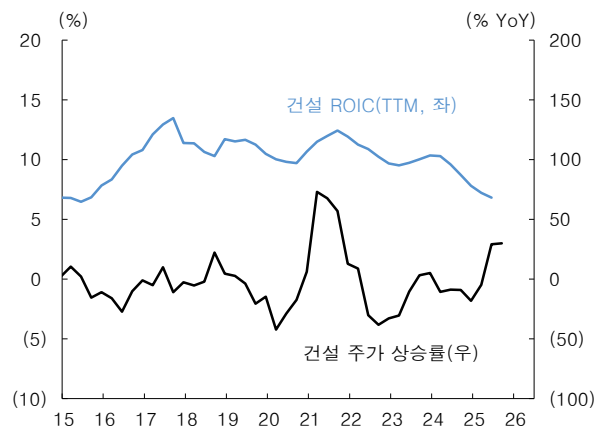
결국 건설업은 CAPEX와 ROIC 사이클과 무관하게 정부 정책 변화나 프로젝트 성사 여부 등 개별 요인에 영향을 받는 것으로 해석할 수 있다. ROIC가 하락 중이고, 이익 가시성도 높지 않으며 국내 건설 정책의 규제 강도가 강화되고 있는 점을 감안하면 건설 투자 비중은 중립 이상으로 높이는 어려울 전망이다.

[그림 62] 건설: CAPEX 증가율과 주가 상승률



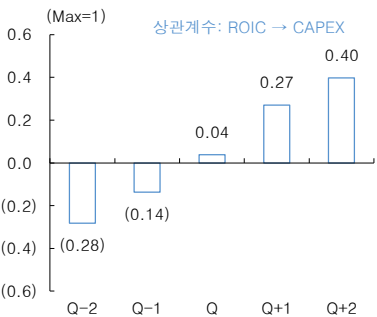
주: 코스피 건설 기업 68개사 기준. TTM은 12개월(4분기) 누적 합계
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 63] 건설: ROIC와 주가 상승률



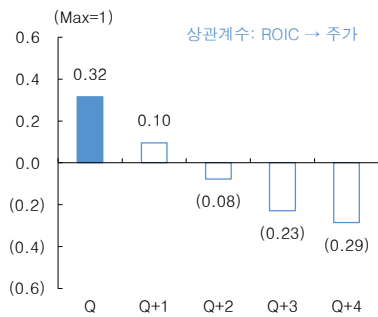
주: 코스피 건설 기업 68개사 기준. TTM은 12개월(4분기) 누적 합계
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 64] 변수 관계: ROIC 불명확



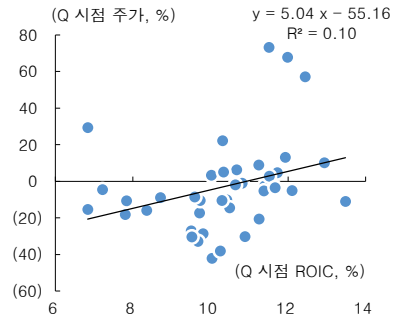
주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 65] 주가 관계: ROIC 동행



주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 66] ROIC: 주가와 정방향



주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

2. 종목 타이밍 포착

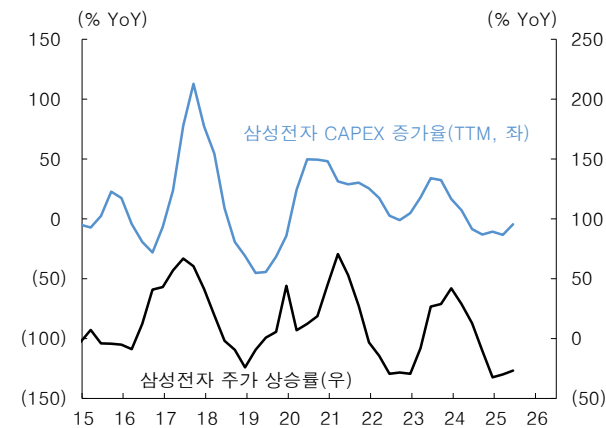
삼성전자는 선도기업 CAPEX 방향에 주가 반응

CAPEX와 ROIC를 이용한 투자 접근법은 제조업 개별종목에서도 적용 가능하다. 코스피 시가총액 1위 삼성전자를 예로 들어보자. 삼성전자는 반도체를 비롯하여 IT 기술을 선도하는 기업이다. 따라서 CAPEX 방향에 따라 주가 흐름이 결정된다. 최근 동사의 CAPEX 증가율은 전년 동기 대비 -4.5%를 기록하고 있다. 그러나 향후 투자가 늘어날 수 있는 점을 감안하면 투자율은 위를 향해 움직일 수 있다.

올해 하반기 CAPEX 투자 회복 사이클로 인식될 것

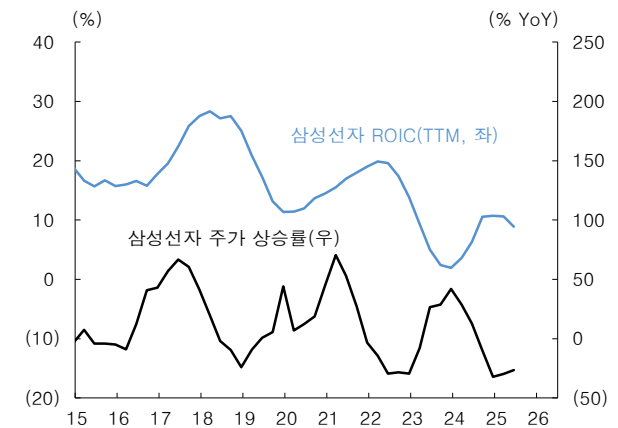
이유는 간단하다. 올해 상반기 중 삼성전자의 유형자산 취득액은 약 25조 원이다. 우리는 올해 누적액으로 약 53조 원의 CAPEX를 기대한다. 만약 하반기 중 예상 잔액 절반인 14조 원이 투자에 쓰인다면 CAPEX 증가율은 (+)로 바로 반등한다. CAPEX 사이클이 회복되는 단계에서 주가 상승도 나타날 수 있다. 미국의 규제 리스크가 잔존하지만 대미 IT 투자가 지속된다는 점에서 주가를 올릴 동력이 유지된다고 본다. 삼성전자는 사이클 관점에서 비중 확대가 필요하다.

[그림 67] 삼성전자: CAPEX 증가율과 주가 상승률



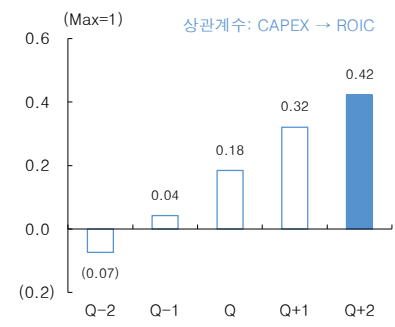
주: TTM은 12개월(4분기) 누적 합계
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 68] 삼성전자: ROIC와 주가 상승률



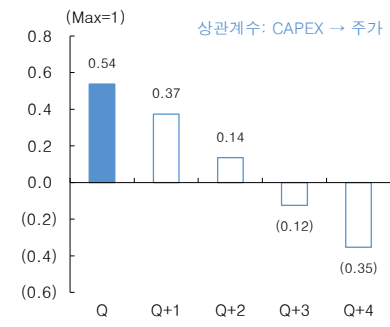
주: TTM은 12개월(4분기) 누적 합계
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 69] 변수 관계: CAPEX 선행



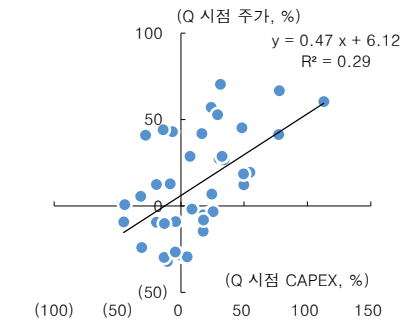
주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 70] 주가 관계: CAPEX 동행



주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 71] CAPEX: 주가와 정방향



주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

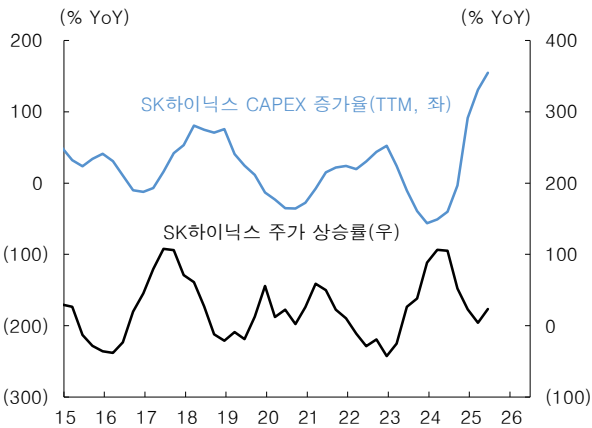
SK하이닉스는 삼성전자와 다른 시각으로 바라볼 필요

동종업계인 SK하이닉스는 약간 다른 시각으로 볼 필요가 있다. AI 기술 발전과 HBM 상용화로 동사는 순수 반도체 선도기업으로 부상했다. 즉, CAPEX에 따라 주가가 움직일 수 있다는 의미다. 주의할 사항은 CAPEX가 늘어나면 메모리 가격이 하락할 수 있고, 그 과정에서 주가는 고점을 통과한 후 반락할 수 있다.

3분기 투자금액에 따라 CAPEX 사이클 변화 가능

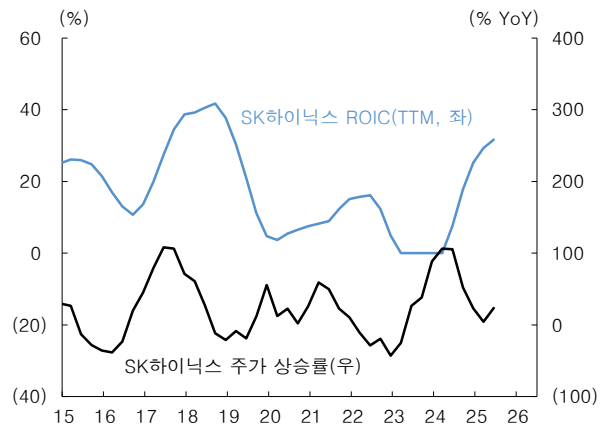
우리는 SK하이닉스의 올해 유형자산투자를 약 20조 원으로 본다. 그런데 상반기 투자로 이미 10.5조 원을 지출했다. 당사 가정대로면 앞으로 9.5조원이 남았는데 3분기에 예상금액 전체를 투자로 잡지 않는다면 CAPEX 증가율은 꺾이게 될 수 있다. 높은 확률로 CAPEX 사이클이 반락하는 것인데, 이것은 SK하이닉스 주가 변동성을 키우는 요인이 된다. 공급 불확실성 완화를 고려한다면 비중 확대를 진행해도 무방한 환경이다.

[그림 72] SK하이닉스: CAEPX 증가율과 주가 상승률



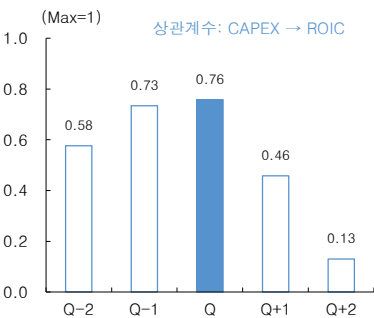
주: TTM은 12개월(4분기) 누적 합계
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 73] SK하이닉스: ROIC와 주가 상승률



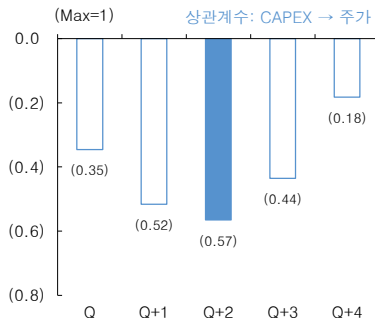
주: TTM은 12개월(4분기) 누적 합계
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 74] 변수 관계: CAPEX 동행



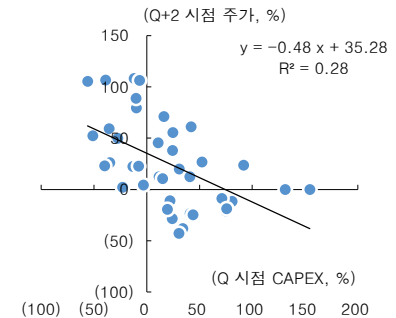
주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 75] 주가 관계: CAPEX 선행



주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 76] CAPEX: 주가와 역방향



주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

**매출액과 감가상각비로
CAPEX를 살펴볼 수 있음**

한편 앞에서는 CAPEX를 매출액과 감가상각비로 나눠 비율을 살펴보는 방법도 소개한 바 있다. 종목 관점에선 해당 접근도 유의미한 신호를 줄 수 있다.

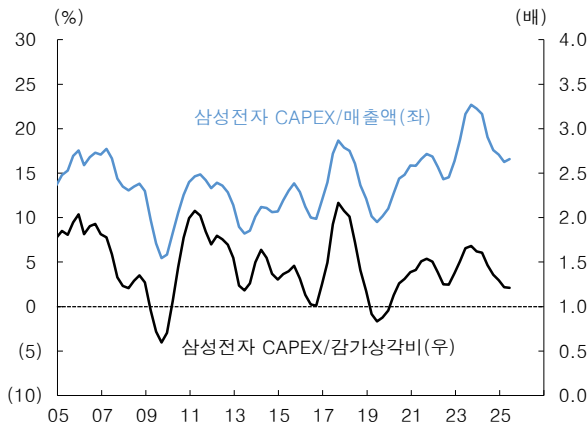
**CAPEX/매출 비율로 보면
SK하이닉스가 삼성전자보다
투자 강도가 더 강한 상황**

우선 삼성전자는 매출액의 20% 내외에서 CAPEX가 결정되는 흐름이다. 전반적으로 우상향 추세를 유지하고 있고, 비율 측면에서도 과잉 투자가 진행되었다고 보기 어렵다. 반면 SK하이닉스는 매출액 대비 CAPEX가 변동하는 폭이 삼성전자보다 크다. 2019년 4분기에는 매출 대비 50%까지 CAPEX가 늘어난 바 있다. 현재도 투자 규모를 늘리고 있는 상황이다. AI를 중심으로 전방산업이 양호하면 큰 성과를 누릴 수 있으나 현재는 성장 우려가 발생해 모멘텀이 약화되고 있다.

**CAPEX/감가상각비 상으로
삼성전자는 안정적인 투자
SK하이닉스는 공격적인
투자를 지향하고 있음**

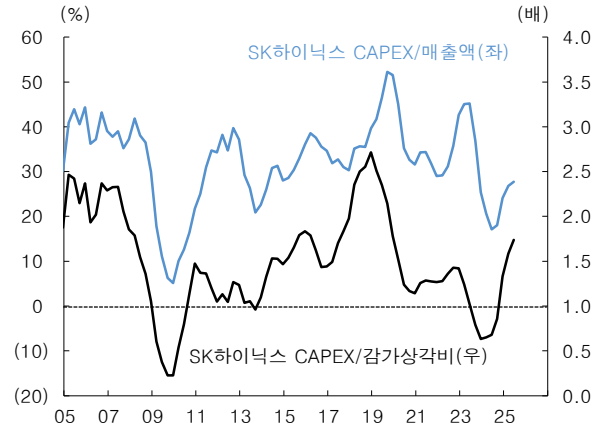
다음 지표인 감가상각비 대비 CAPEX는 투자 확장 여부를 보여준다. 삼성전자는 동 비율이 약 1.0~1.5배로 완만한 투자를 지향하는 것으로 예상할 수 있다. 반면 SK하이닉스는 2024년 1분기 0.6배에서 2025년 2분기 1.7배로 확장적 투자 기조를 나타내고 있다. 성장 확신이 강할 때 나타나는 패턴이다. 만약 AI 기술 발전이 그대로 진행된다면 동사가 더 큰 성과를 낼 수 있다. 다만 지금은 초기 성장 국면을 지난 시점이기 때문에 공격적인 투자보다 효율성을 추구하는 투자 스타일이 좀 더 안전할 수 있다.

[그림 77] 삼성전자 CAPEX: 매출액 & 감가상각비



주: TTM은 12개월(4분기) 누적 합계
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 78] SK하이닉스 CAPEX: 매출액 & 감가상각비



주: TTM은 12개월(4분기) 누적 합계
자료: Quantwise, 한국투자증권

V. 분석 결과 및 결론

분석 내용 정리

지금까지 분석한 내용을 정리하면 다음과 같다.

한국 업종별 순환매는 투자 사이클에 기인

한국 주식시장은 대외 환경에 민감하게 반응한다. 기업이익과 밸류에이션 이외에 투자 사이클도 주가 변동에 큰 영향을 미칠 수 있다. 국내 증시에서 업종별 순환매가 나타나는 이유도 결국 투자 사이클에 기인한다. 다만 이 과정에서 경제지표 뿐만 아니라 기업 재무제표로 구성된 사이클도 주목할 필요가 있다.

CAPEX 사이클은 특정한 패턴 유지

대표적인 게 자본적 지출(CAPEX)이다. CAPEX 사이클은 특정한 패턴을 보인다. 회복기에는 선도기업이 출현하고, 확장기에는 설비투자가 빠르게 증가한다. 이와 반대로 둔화기에는 과잉투자 우려로 수익성에 집중하는 현상이 나타난다. 침체기에는 투자 가능성이 낮아지면서 시장 주류로 방어 전략이 부각된다.

CAPEX 분석 보완을 위해 ROIC를 결합해서 볼 필요

한편 CAPEX만으로는 패턴 분석이 쉽지 않을 수 있다. 이를 위한 보완지표로써 투자자본이익률(ROIC)을 주목한다. 실제로 주식시장에서 업종별 CAPEX 사이클은 각양각색이고, 주가에 미치는 영향력도 각각 다르다. 이런 상황에서 ROIC 변화를 점검하고 적용하면 투자 타이밍의 정교성을 높일 수 있다.

CAPEX와 ROIC 패턴으로 투자 수익 극대화도 가능

만약 CAPEX와 ROIC가 동일한 방향으로 움직인다면 투자 성과는 극대화될 수 있다. 물론 반대 경우도 발생 가능성이 있다. 하지만 이럴 경우는 매우 희박하다. 대부분 두 지표가 서로 엇갈리거나 시차를 보이게 된다. 그럼에도 불구하고 해당 패턴을 이해하고 시장에 적용할 수 있다면 기대수익률은 더욱 높아질 수 있다.

투자 사이클 접근은 업종과 종목에도 가능

결론적으로 한국 증시에서 투자 성과를 극대화하려면 다양한 접근법을 시도해야 한다. 본고에서는 CAPEX와 ROIC를 이용한 투자 사이클을 제안한다. CAPEX와 ROIC 패턴을 비교 분석하는 것만으로도 업종별로 정교한 전략을 수립할 수 있다는 판단이다. 또한 이런 방법은 업종 이외에 개별 종목까지 진행할 수 있다는 점에서 투자전략을 수립하는 핵심 도구가 될 수 있다. 사이클과 패턴을 분석하는 게 중요하다는 생각이다.

VI. Appendix

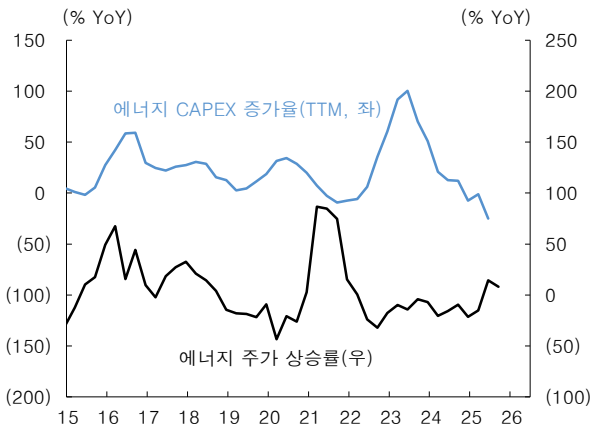
CAPEX와 ROIC 패턴으로
투자 타이밍 포착이 가능

앞에서 다루지 못한 업종의 CAPEX 증가율, ROIC 비율, 그리고 주가 설명력이 높은 선행변수와 시차는 다음과 같다. 업종별로 투자 사이클이 다양하므로 패턴 분석에 있어 선후관계를 파악할 필요가 있다.

에너지는 투자 시점을
판단하기 어려운 업종

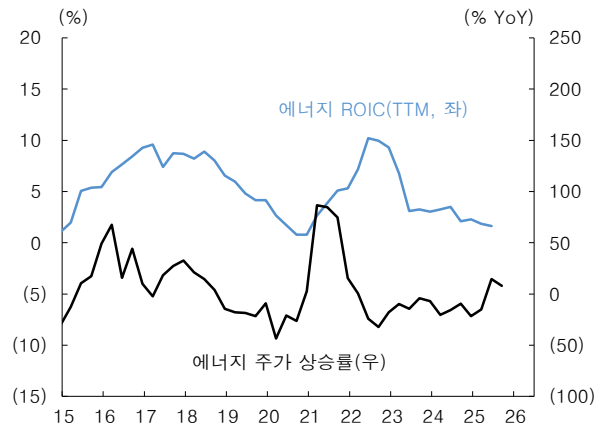
에너지 업종은 ROIC가 CAPEX를 2분기 선행하는 경향이 있다. 그러나 주가 영향력을 점검하면 두 변수가 주가에 미치는 관계는 통계적으로 유의하지 않다. 즉, 에너지 업종은 투자 사이클을 통해 매매 시점을 포착할 수 없다. 일반적으로 동업종은 원유, 가스 등 에너지 가격에 민감하게 반응하는 특성이 있다.

[그림 79] 에너지: CAPEX 증가율과 주가 상승률



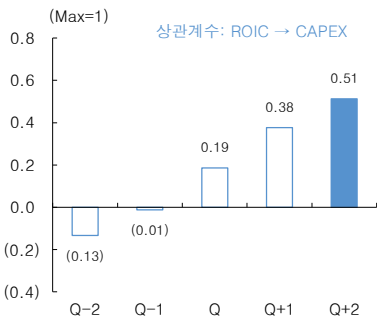
주: 코스피 에너지 관련 기업 18개사 기준. TTM은 12개월(4분기) 누적 합계
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 80] 에너지: ROIC와 주가 상승률



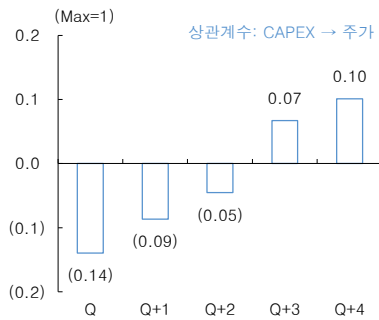
주: 코스피 에너지 관련 기업 18개사 기준. TTM은 12개월(4분기) 누적 합계
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 81] 변수 관계: ROIC 선행



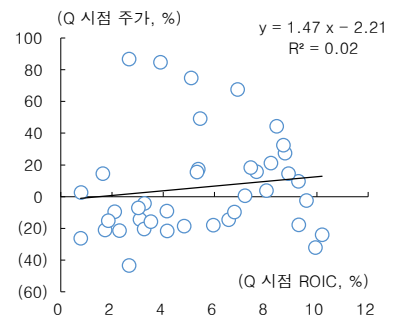
주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 82] 주가 관계: CAPEX 불명확



주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 83] CAPEX: 주가와 관계 없음

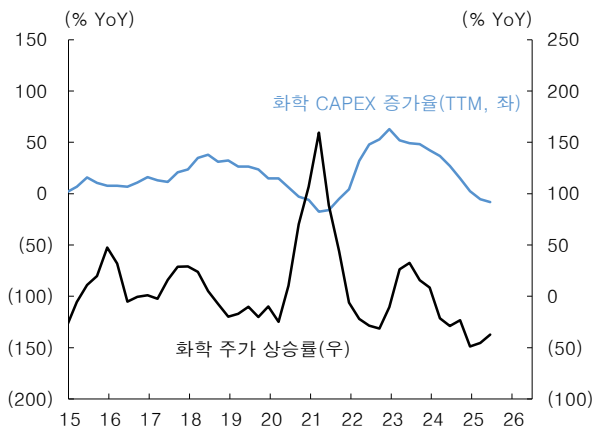


주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

**화학 주가는 CAPEX와
역의 관계성을 나타냄**

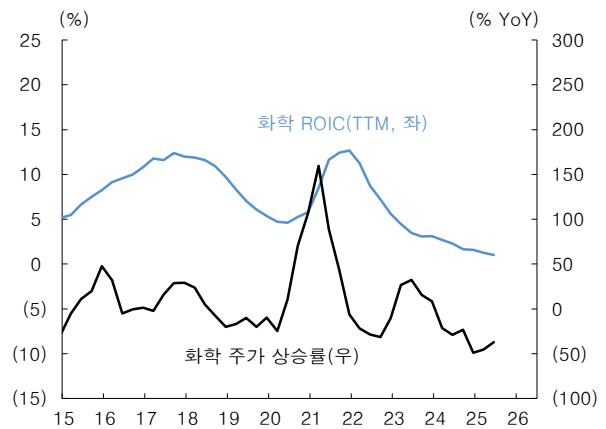
화학 업종은 ROIC가 CAPEX를 2분기 선행하는 경향이 있다. 수익성 확보 이후 설비투자가 확대되는 후행 반응이 전개된다. 다만 기업이 증설에 나서는 시점이 업종 사이클 중후반일 공산이 크다. 지난 10년 통계치를 보면 주가와 CAPEX는 동행하지만 역의 방향성을 나타낸다. ROIC로 예상한 CAPEX는 하락 추세를 보이나 이럴 때일수록 화학 업체 주가는 더 이상 빠지지 않을 가능성이 높다.

[그림 84] 화학: CAPEX 증가율과 주가 상승률



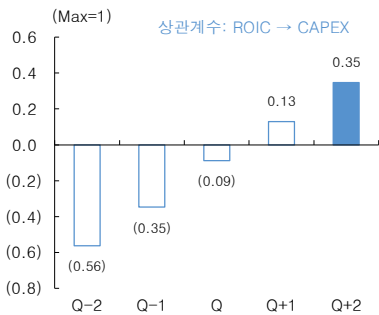
주: 코스피 화학 기업 67개사 기준. TTM은 12개월(4분기) 누적 합계
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 85] 화학: ROIC와 주가 상승률



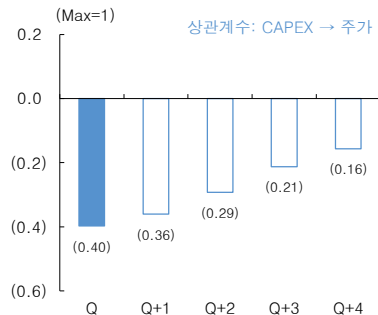
주: 코스피 화학 기업 67개사 기준. TTM은 12개월(4분기) 누적 합계
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 86] 변수 관계: ROIC 선행



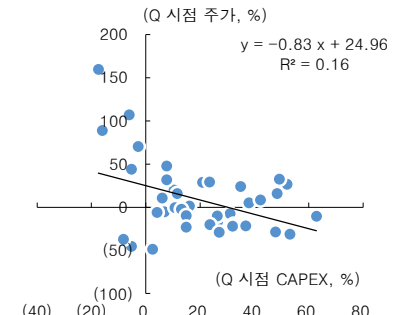
주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 87] 주가 관계: CAPEX 동행



주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 88] CAPEX: 주가와 역방향

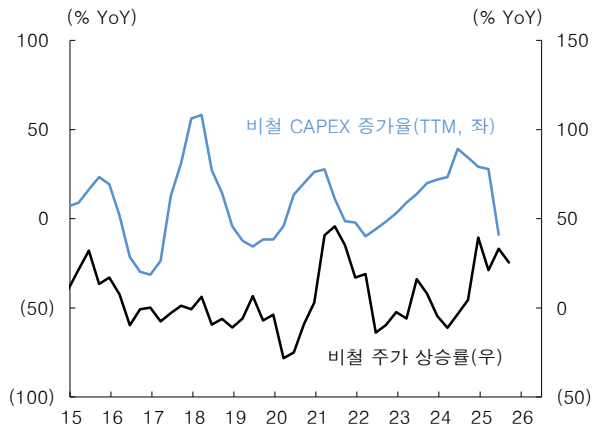


주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

비철 주가는 CAPEX에 민감하게 반응하는 경향

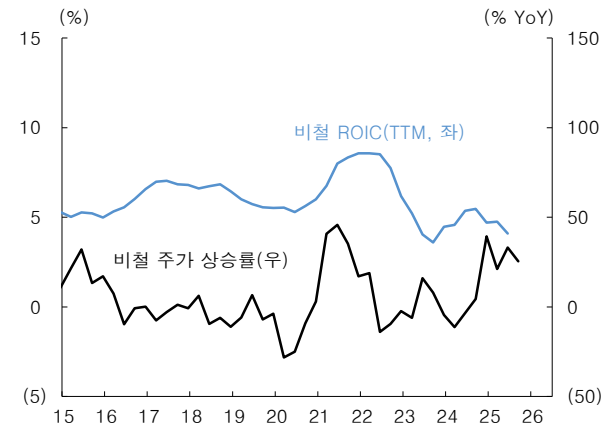
비철 업종은 CAPEX와 ROIC 선후행 관계가 모호하다. 통계적 유의성은 보이지 않는다. 주가는 CAPEX에 더 밀접하게 움직이는 편이다. CAPEX는 주가에 비해 2분기 선행성을 보유하고 있다. 업종 특성 상 채굴, 제련 등 대규모 투자가 진행 되어도 실제 성공 여부를 확인하기 전까지 시간이 필요하기 때문이다. 또한 대외 경기 방향도 주가에 영향을 미칠 수 있다.

[그림 89] 비철: CAEPX 증가율과 주가 상승률



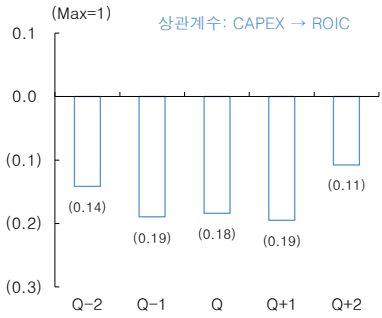
주: 코스피 비철 기업 49개사 기준. TTM은 12개월(4분기) 누적 합계
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 90] 비철: ROIC와 주가 상승률



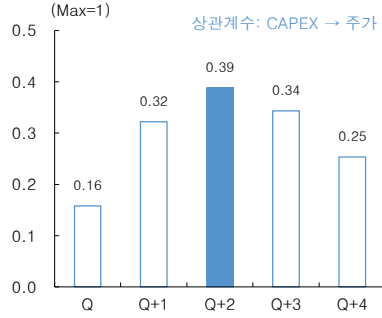
주: 코스피 비철 기업 49개사 기준. TTM은 12개월(4분기) 누적 합계
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 91] 변수 관계: CAPEX 불명확



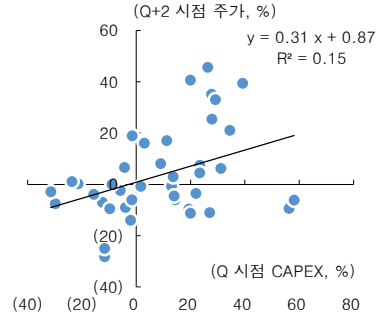
주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 92] 주가 관계: CAPEX 선행



주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 93] CAPEX: 주가와 정방향

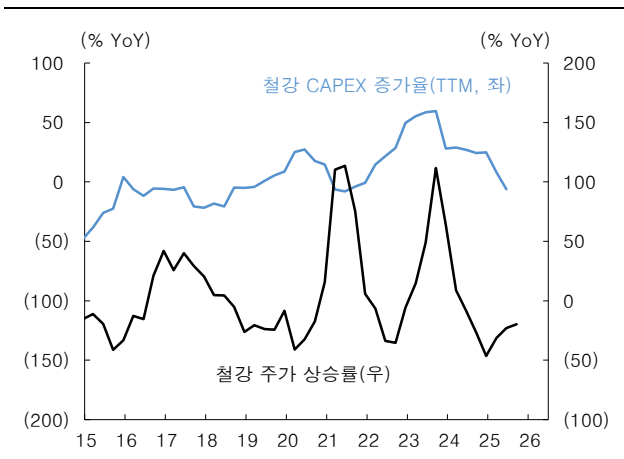


주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

**철강은 CAPEX보다
ROIC가 먼저 움직임**

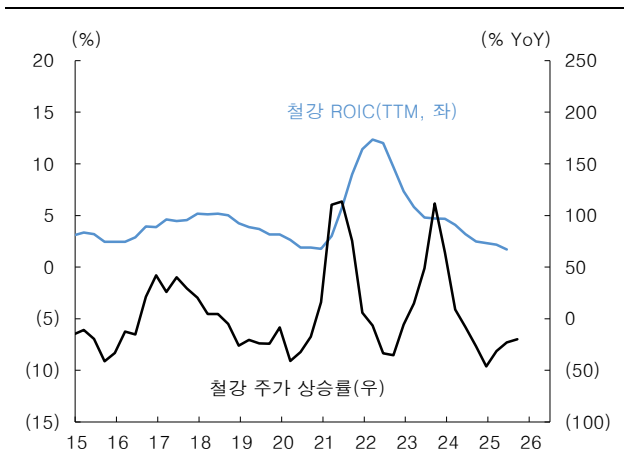
철강 업종은 ROIC가 CAPEX를 2분기 선행한다. 글로벌 경기 회복과 같이 대외 환경이 살아나야 대규모 투자가 진행되므로 ROIC가 먼저 움직이는 게 당연하다. 한편, 두 변수 중 주가에 미치는 영향력은 CAPEX가 더 크다. 현 시점 ROIC로 2분기 후 CAPEX를 추정할 수 있지만 CAPEX 변수가 이미 주가에 3분기 선행하므로 가공 없이 변수를 전략에 그대로 이용할 수 있다. 결론적으로 투자비중을 유지하는 관점을 택한다.

[그림 94] 철강: CAPEX 증가율과 주가 상승률



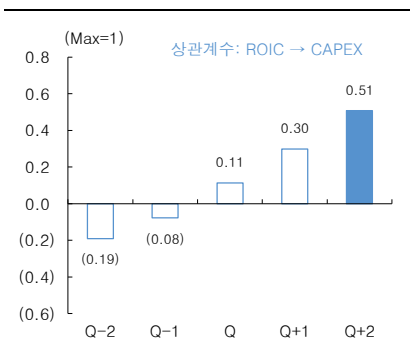
주: 코스피 철강 기업 37개사 기준. TTM은 12개월(4분기) 누적 합계
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 95] 철강: ROIC와 주가 상승률



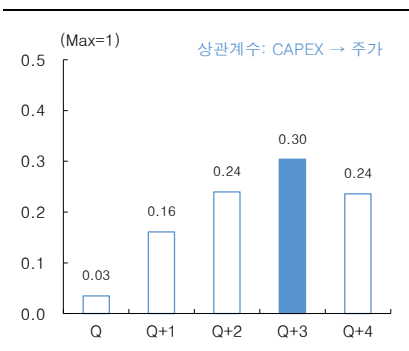
주: 코스피 철강 기업 37개사 기준. TTM은 12개월(4분기) 누적 합계
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 96] 변수 관계: ROIC 선행



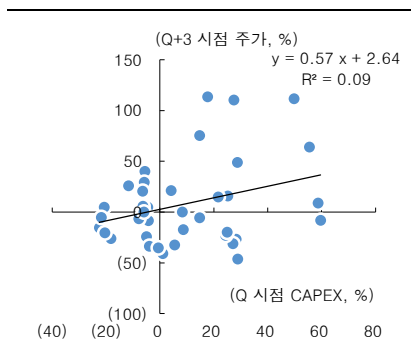
주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 97] 주가 관계: CAPEX 선행



주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 98] CAPEX: 주가와 정방향

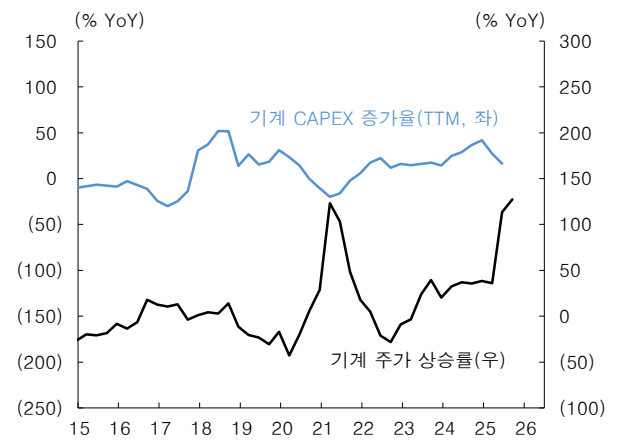


주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

기계 업종은 ROIC가 CAPEX보다 2분기 선행

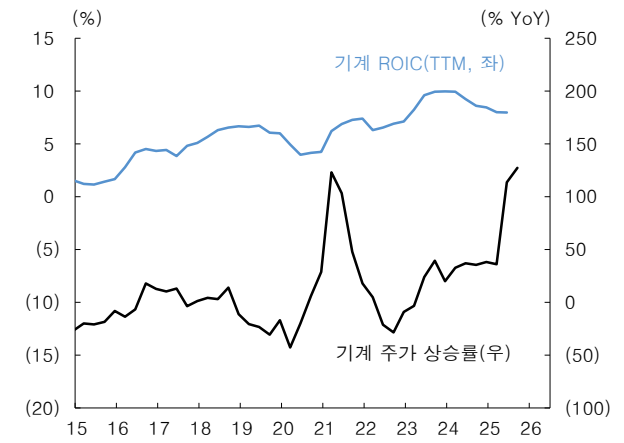
기계는 ROIC가 CAPEX를 2분기 선행한다. 화학, 철강과 마찬가지로 전방산업 업황과 밀접하게 연결되어 있다. 자체적으로 CAPEX를 늘리기보다 수익성 확보 및 ROIC 개선 등이 나와야 후행적으로 투자가 증가한다. 주가에 영향을 미치는 변수는 ROIC로 확인된다. ROIC는 주가 흐름과 일반적으로 동행한다. 최근에는 기울기가 둔화되고 있어 기계 업종의 추가 상승도 제한적일 가능성이 높다. 투자 비중 유지를 추천한다.

[그림 99] 기계: CAPEX 증가율과 주가 상승률



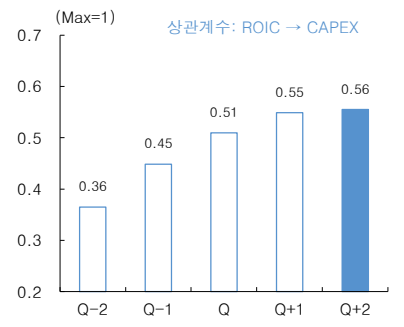
주: 코스피 기계 기업 38개사 기준. TTM은 12개월(4분기) 누적 합계
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 100] 기계: ROIC와 주가 상승률



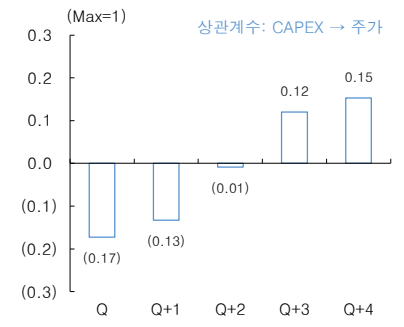
주: 코스피 기계 기업 38개사 기준. TTM은 12개월(4분기) 누적 합계
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 101] 변수 관계: ROIC 선행



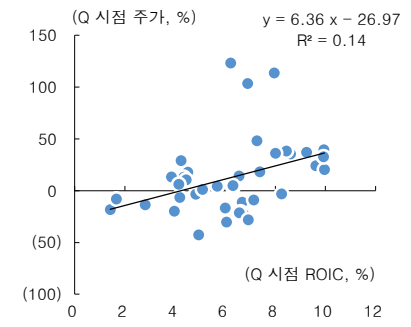
주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 102] 주가 관계: CAPEX 불명확



주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 103] ROIC: 주가와 정방향

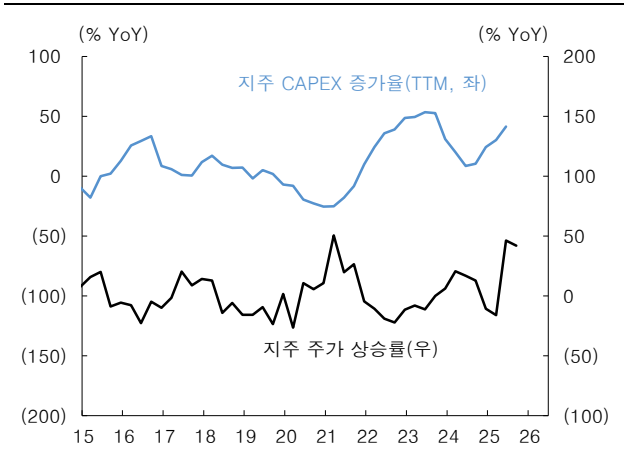


주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

**지주 업종은 ROIC보다
CAPEX에 영향을 더 받음**

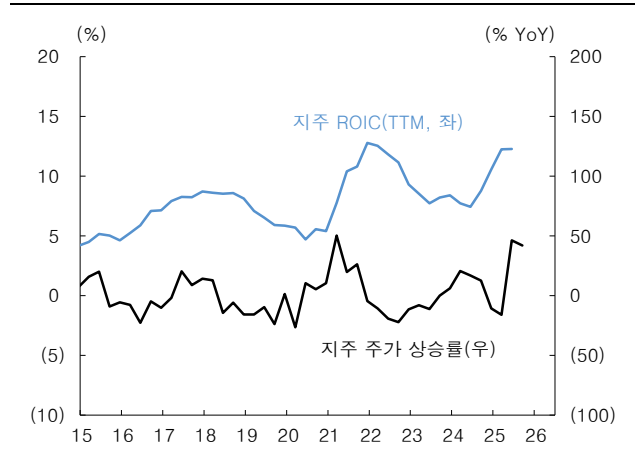
지주 업종은 ROIC가 CAPEX에 2분기 선행한다. 지주는 자체 영업을 하지 않고
자회사 사업활동에 따라 수익성이 결정된다. 재무제표에 자회사 실적을 가져오는
경향이 있으므로 ROIC가 늘면 CAPEX도 따라 움직인다. 다만 주가는 CAPEX
에 민감하게 반응한다. 배당 등 주주환원 강도가 주가를 결정하는데 CAPEX가
늘어나는 것은 배당 가능성을 악화하는 것이므로 주가에는 불리하게 작용할 수
있다. 최근 CAPEX가 늘어나는 구조라 투자 비중은 중립 수준으로 유지한다.

[그림 104] 지주: CAEPX 증가율과 주가 상승률



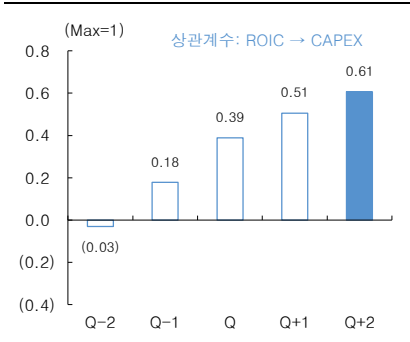
주: 코스피 지주 기업 14개사 기준. TTM은 12개월(4분기) 누적 합계
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 105] 지주: ROIC와 주가 상승률



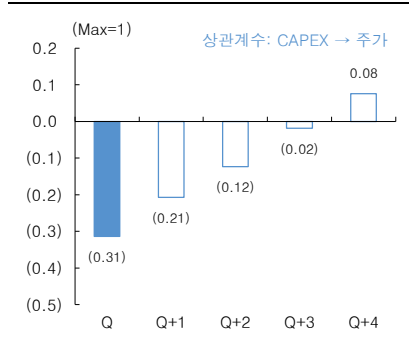
주: 코스피 지주 기업 14개사 기준. TTM은 12개월(4분기) 누적 합계
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 106] 변수 관계: ROIC 선행



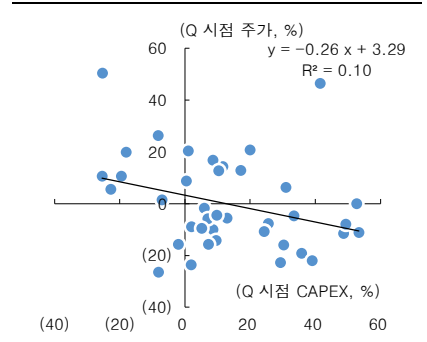
주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 107] 주가 관계: CAPEX 동행



주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 108] CAPEX: 주가와 역방향

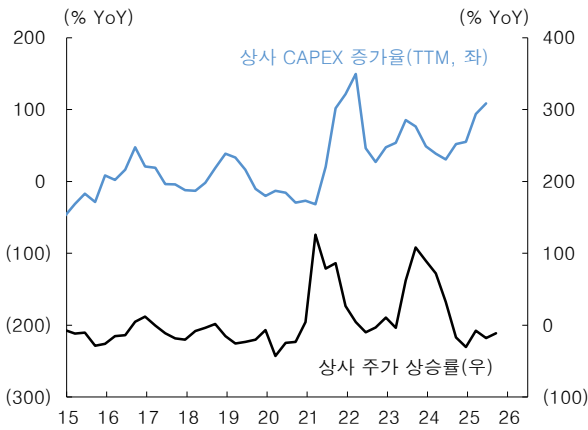


주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

상사 업종은 CAPEX가 ROIC보다 먼저 움직임

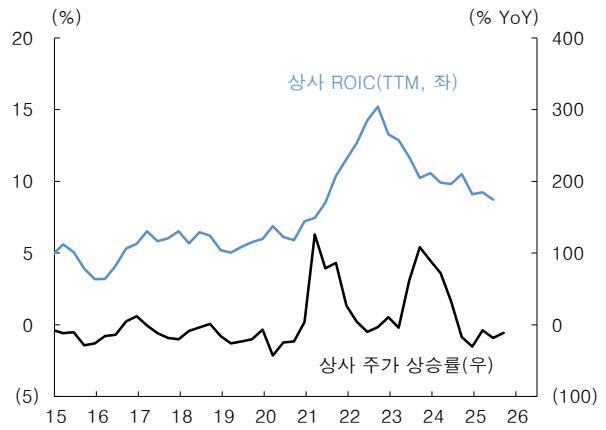
상사 업종은 CAPEX가 ROIC에 2분기 선행한다. 해외자원 개발 등 투자 활동이 발생하면 시차를 두고 수익성이 개선되는 결과가 나올 수 있다. 한편, 주가에 영향을 행사하는 변수로 ROIC가 확인된다. ROIC와 주가 간 시차 상관성이 4분기로 확인되어 추가 예측도 가능하다. 현재 ROIC 하락 추세가 뚜렷해 주가 상승 가능성도 낮다는 판단이다. 비중 축소 관점이 요구될 수 있다.

[그림 109] 상사: CAEPX 증가율과 주가 상승률



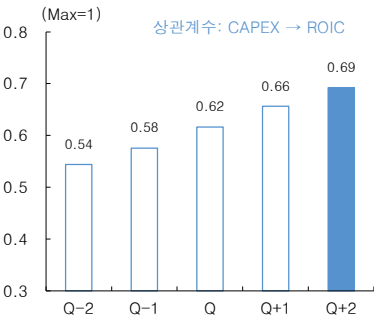
주: 코스피 상사 기업 5개사 기준. TTM은 12개월(4분기) 누적 합계
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 110] 상사: ROIC와 주가 상승률



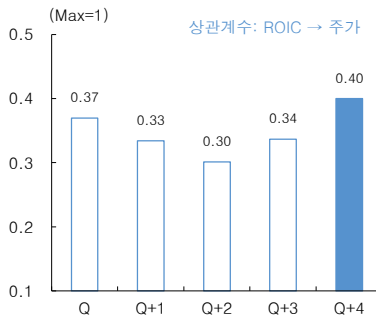
주: 코스피 상사 기업 5개사 기준. TTM은 12개월(4분기) 누적 합계
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 111] 변수 관계: CAPEX 선행



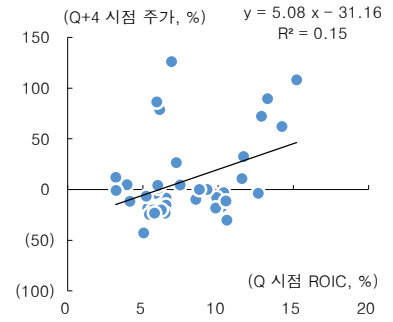
주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 112] 주가 관계: ROIC 선행



주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 113] ROIC: 주가와 정방향

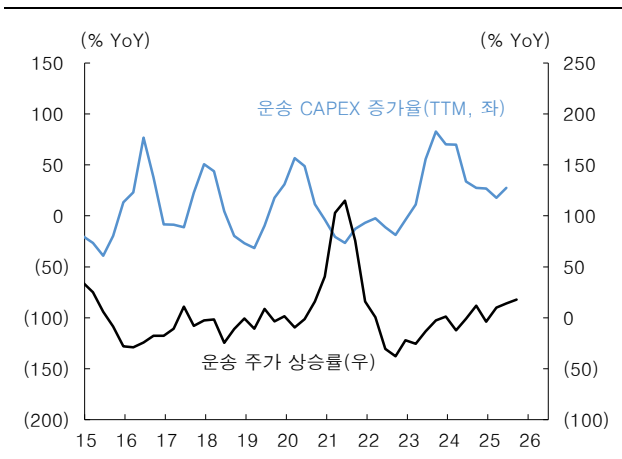


주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

운송은 ROIC와 CAPEX 간 상관관계를 찾기 어려움

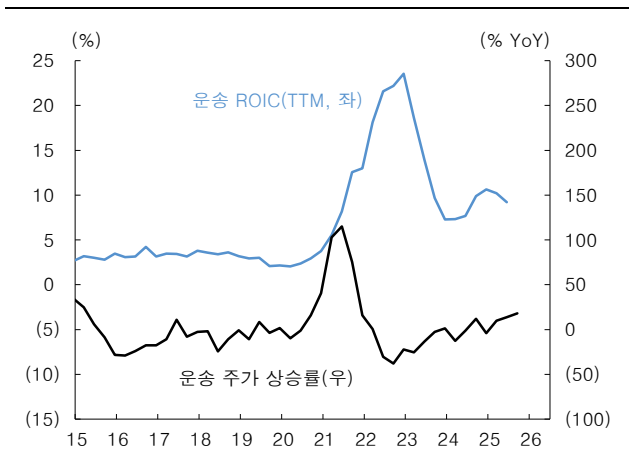
운송 업종은 ROIC와 CAPEX 관계를 유추하기 어렵다. 업종 특성을 고려할 때 수익과 투자 사이에 패턴이 형성되지 않는다. 해당 업종은 투자보다 글로벌 경기, 물동량, 운송비용 등에 더 큰 영향을 받는다. 수익성을 결정하는 건 투자가 아닌 외부 변수다. 그림에도 불구하고 주가는 CAPEX에 4분기 선행하는 것으로 확인된다. 미래 투자 가능성이 주가에 영향을 미칠 수 있으나 영향력은 제한적이므로 투자 비중은 중립을 유지한다.

[그림 114] 운송: CAEPX 증가율과 주가 상승률



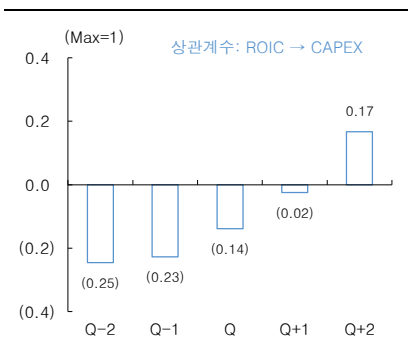
주: 코스피 운송 기업 32개사 기준. TTM은 12개월(4분기) 누적 합계
자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 115] 운송: ROIC와 주가 상승률



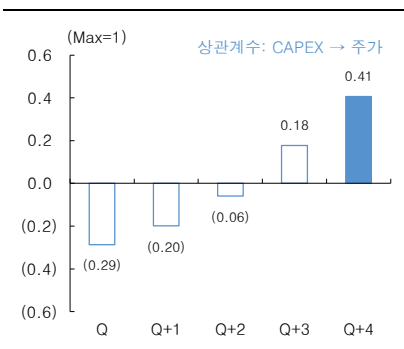
주: 코스피 운송 기업 32개사 기준. TTM은 12개월(4분기) 누적 합계
자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 116] 변수 관계: ROIC 불명확



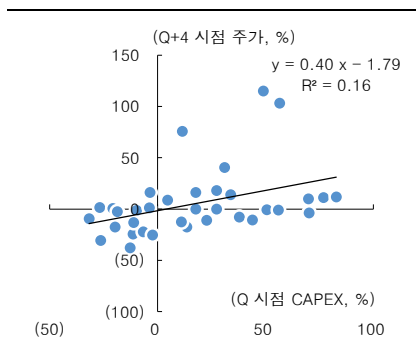
주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 117] 주가 관계: CAPEX 선행



주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 118] CAPEX: 주가와 정방향

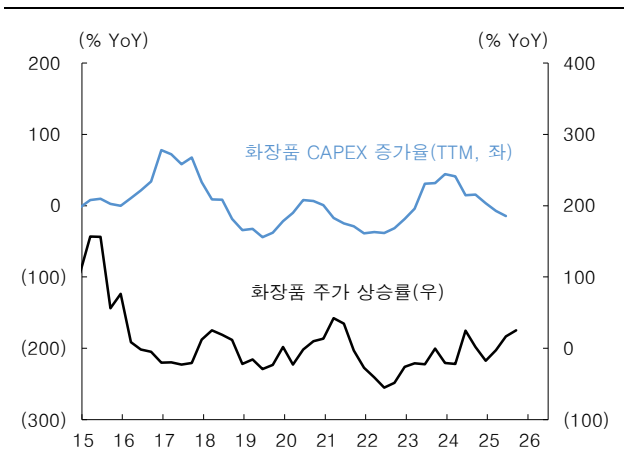


주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantiwise, 한국투자증권

**화장품은 ROIC 비율이
CAPEX에 선행하는 특성**

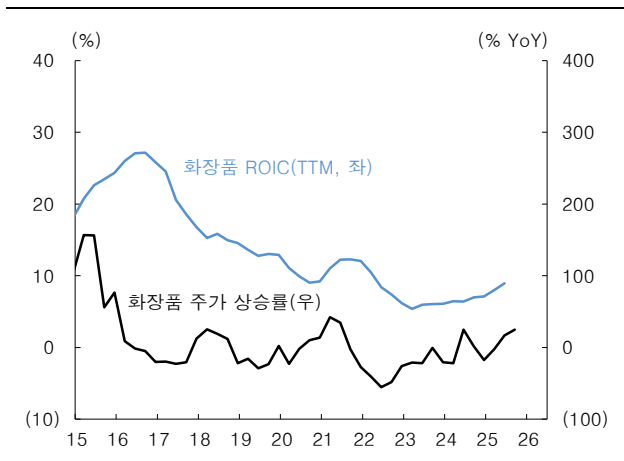
화장품은 ROIC가 CAPEX에 2분기 선행하는 특성을 보인다. 특히 ROIC가 하락하는 국면에서도 CAPEX는 일부 유지된다. 주가는 CAPEX에 3분기 후행하는 흐름이다. 기업이 수익을 확보하면 투자로 이어지고, 그렇지 않더라도 투자는 계속된다. 동 업종은 신규 투자와 시장 장악, 브랜드 파워 확보가 중요하므로 전략적인 투자가 이어진다. 주가는 그에 뒤따르는 모습이 있는데, ROIC 회복과 투자 반등 가능성을 염두에 두고 비중을 유지할 필요가 있다.

[그림 119] 화장품: CAEPX 증가율과 주가 상승률



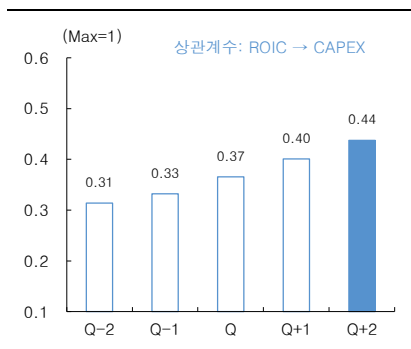
주: 코스피 화장품 기업 16개사 기준. TTM은 12개월(4분기) 누적 합계
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 120] 화장품: ROIC와 주가 상승률



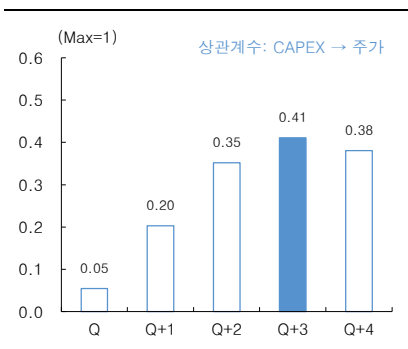
주: 코스피 화장품 기업 16개사 기준. TTM은 12개월(4분기) 누적 합계
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 121] 변수 관계: ROIC 선행



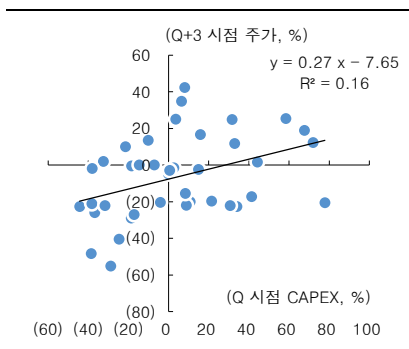
주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 122] 주가 관계: CAPEX 선행



주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 123] CAPEX: 주가와 정방향

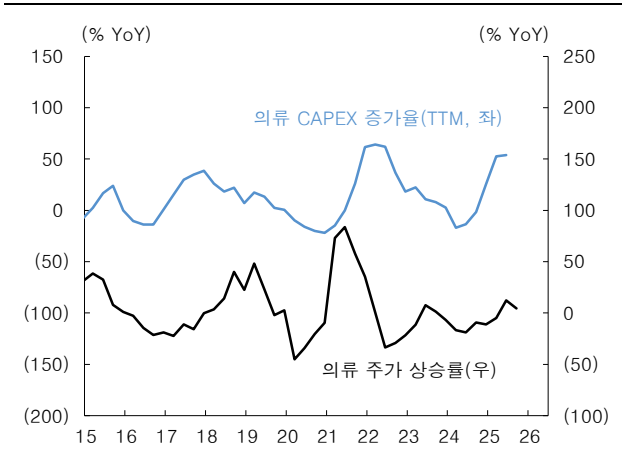


주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

의류는 ROIC와 CAPEX가 주가에 미치는 영향이 제한

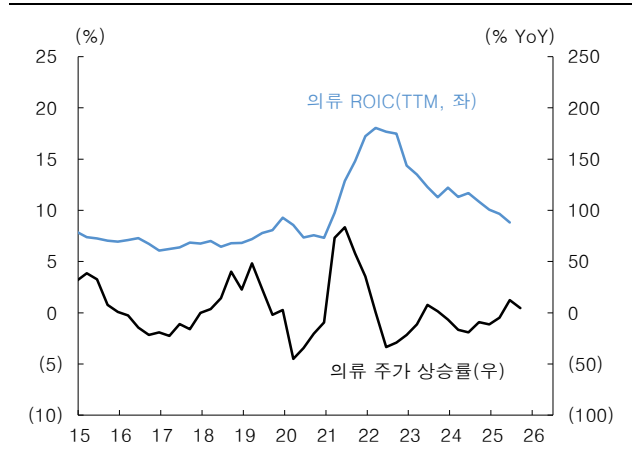
의류 업종은 ROIC와 CAPEX가 동행하는 흐름이다. 수익성이 개선되면 투자로 바로 연결된다. 업종 특성 상 유통망 확대를 위한 투자는 필수적이다. 결국 수익성이라는 필요조건이 요구된다. 한편 두 변수가 주가에 미치는 영향력은 통계적으로 찾아보기 힘들다. 의류는 업종이 전체로 움직이지 않고 소비 트렌드, 브랜드 유행 여부에 따라 주가 반응이 나타나기 때문이다. 사이클로 투자 판단이 어려운 의류는 비중 축소 관점을 유지한다.

[그림 124] 의류: CAEPX 증가율과 주가 상승률



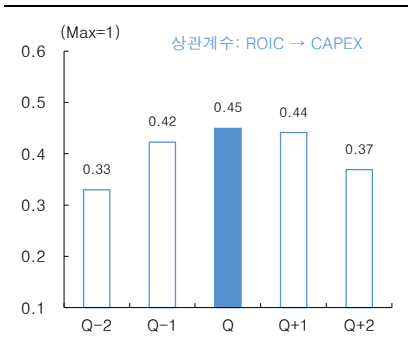
주: 코스피 의류 기업 47개사 기준. TTM은 12개월(4분기) 누적 합계
자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 125] 의류: ROIC와 주가 상승률



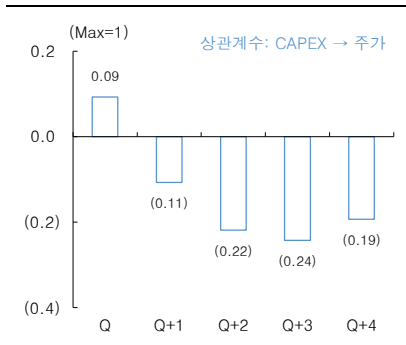
주: 코스피 의류 기업 47개사 기준. TTM은 12개월(4분기) 누적 합계
자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 126] 변수 관계: ROIC 동행



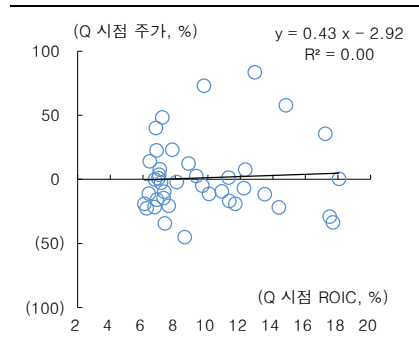
주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 127] 주가 관계: CAPEX 불명확



주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 128] ROIC: 주가와 관계 없음

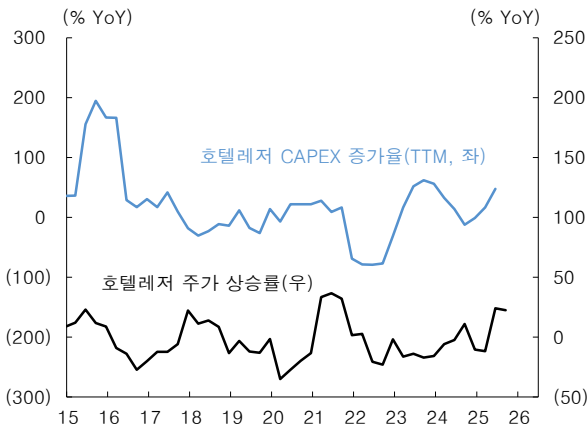


주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantiwise, 한국투자증권

호텔레저는 ROIC가 CAPEX에 2분기 선행

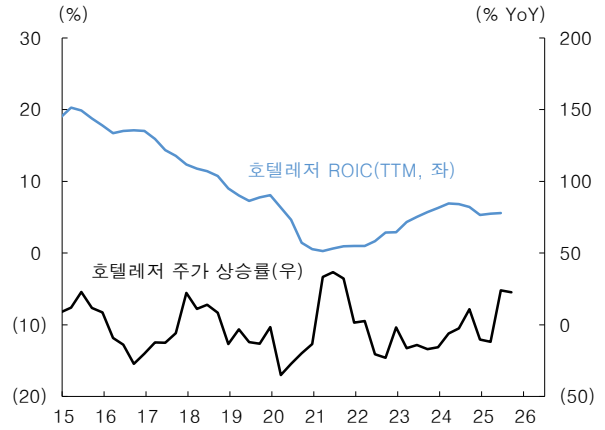
호텔레저는 ROIC가 CAPEX에 2분기 선행하는 특성을 보인다. 다만 두 변수 간 시차 상관과 별개로 주가에 미치는 영향력은 유의하지 않다. 경기에 민감한 업종이지만 관광 수요, 환율 변화, 여행 정책 등에 주가는 더 크게 움직인다. 투자 사이클 상으로는 투자 시점을 포착하기 어렵다. 최근 여행 업황이 개선될 가능성이 있어 비중 유지를 추천한다.

[그림 129] 호텔레저: CAEPX 증가율과 주가 상승률



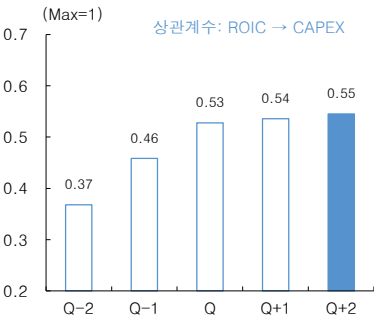
주: 코스피 호텔레저 기업 10개사 기준. TTM은 12개월(4분기) 누적 합계
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 130] 호텔레저: ROIC와 주가 상승률



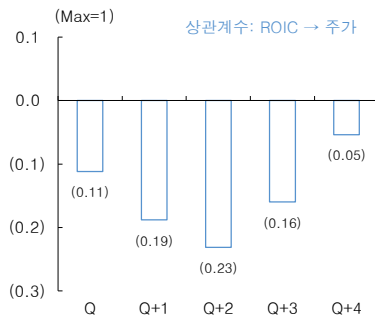
주: 코스피 호텔레저 기업 10개사 기준. TTM은 12개월(4분기) 누적 합계
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 131] 변수 관계: ROIC 선행



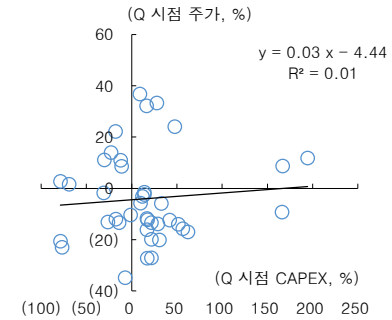
주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 132] 주가 관계: ROIC 불명확



주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 133] CAPEX: 주가와 관계 없음

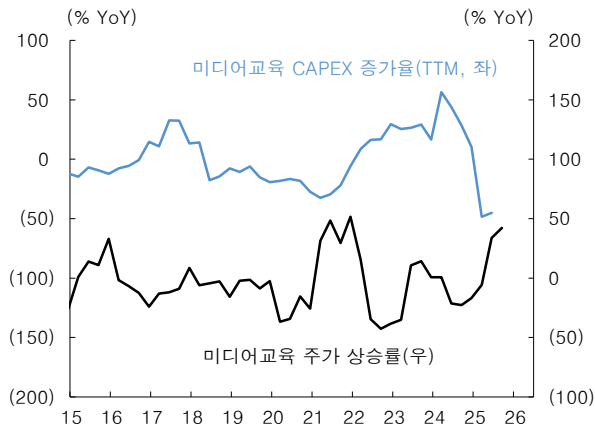


주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

미디어교육은 ROIC가 CAPEX에 선행하는 특징

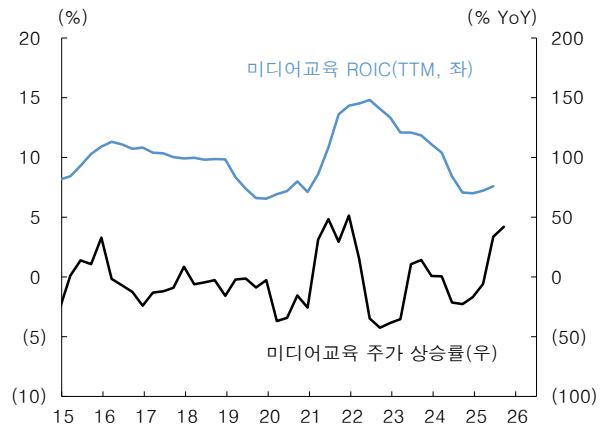
미디어교육 업종은 ROIC가 CAPEX에 2분기 선행한다. 수익성이 확보되면 해당 업종에 속한 기업은 각종 장비 및 콘텐츠 제작 등 투자에 나서는 경향을 보인다. 그럼에도 불구하고 CAPEX는 주가에 부(-)의 방향성을 띤다. CAPEX가 주가를 반드시 부양하는 요건으로 작용하지 않기 때문이다. CAPEX는 추후 반등할 수 있으나 ROIC 상승세가 이어지고 있어 비중 유지를 제시한다.

[그림 134] 미디어교육: CAPEX 증가율과 주가 상승률



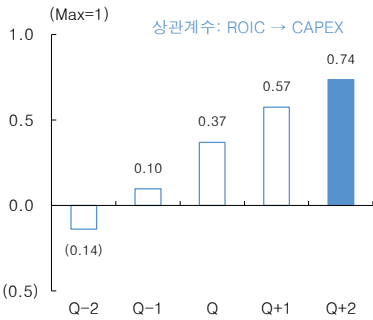
주: 코스피 미디어교육 기업 17개사 기준. TTM은 12개월(4분기) 누적 합계
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 135] 미디어교육: ROIC와 주가 상승률



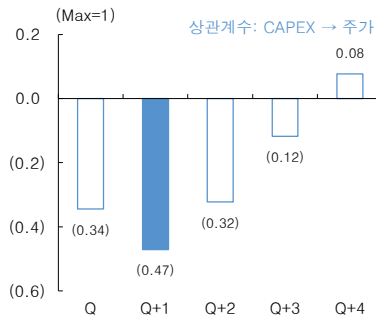
주: 코스피 미디어교육 기업 17개사 기준. TTM은 12개월(4분기) 누적 합계
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 136] 변수 관계: ROIC 선행



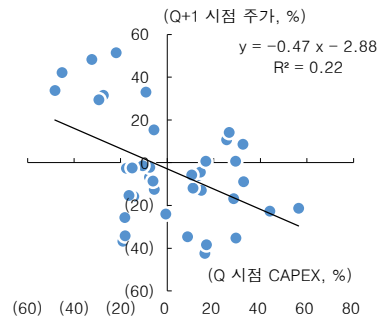
주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 137] 주가 관계: CAPEX 선행



주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 138] CAPEX: 주가와 역방향

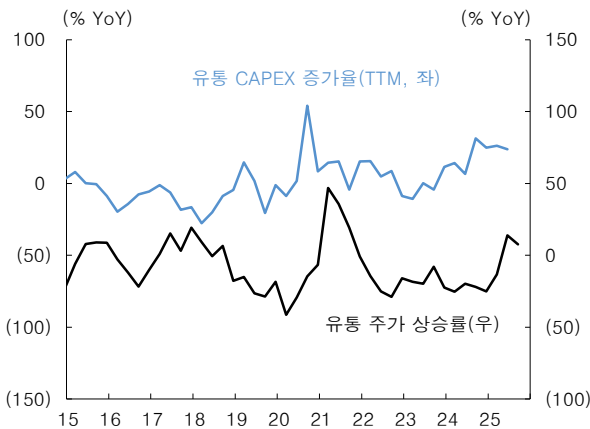


주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

**유통은 CAPEX와 ROIC의
주가 영향력이 제한적**

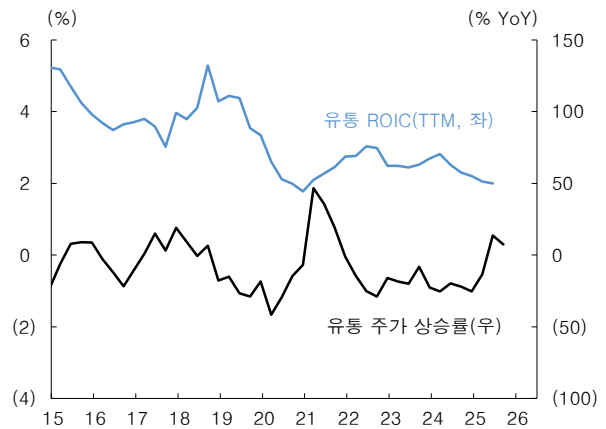
유통은 CAPEX가 ROIC를 1분기 선행한다. 다만 두 변수의 방향성은 반대로 움직인다. 한편 주가에는 두 변수 모두 통계적 유의성을 나타내지 못한다. 투자 사이클 이상으로 국내 정책에 주가가 영향을 받기 때문이다. 소비 경기, 경쟁 강화, 온오프라인 전환 등을 고려하면 유통 주식은 변동성이 클 가능성이 높다. 사이클 상으로 투자시점을 판단하기 어려운 유통은 비중 축소 관점을 유지한다.

[그림 139] 유통: CAEPX 증가율과 주가 상승률



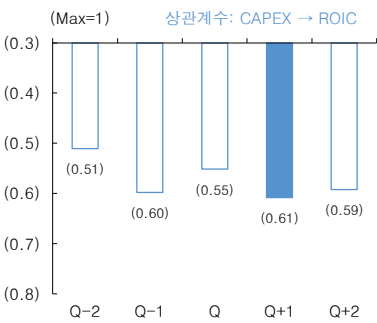
주: 코스피 유통 기업 17개사 기준. TTM은 12개월(4분기) 누적 합계
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 140] 유통: ROIC와 주가 상승률



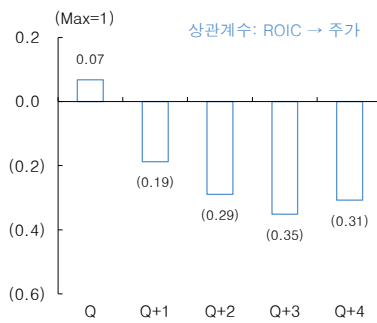
주: 코스피 유통 기업 17개사 기준. TTM은 12개월(4분기) 누적 합계
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 141] 변수 관계: CAPEX 선행



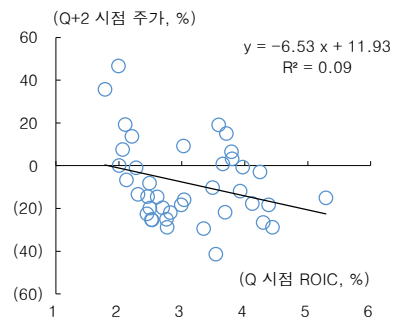
주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 142] 주가 관계: ROIC 불명확



주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 143] ROIC: 주가와 관계 없음

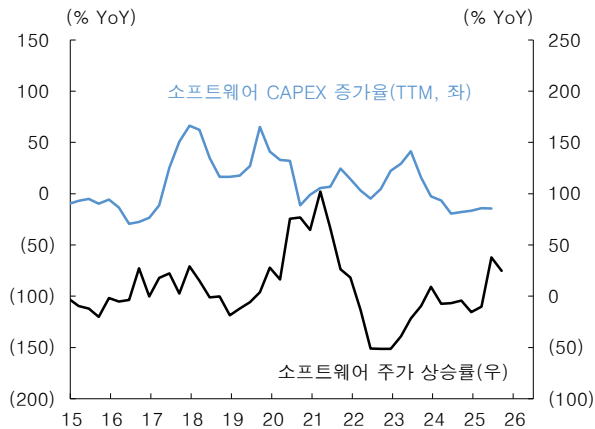


주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

소프트웨어는 CAPEX와 ROIC 상관관계가 불명확

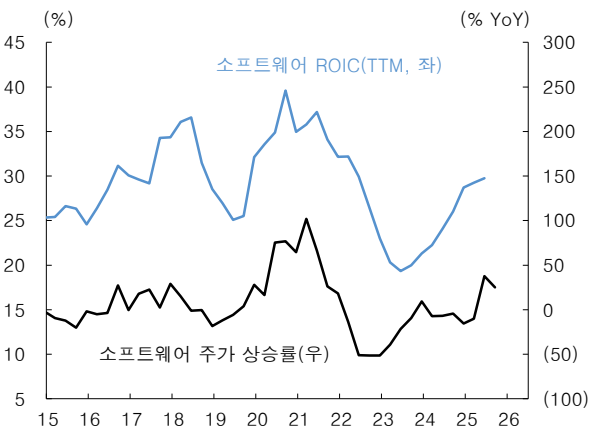
소프트웨어 업종은 CAPEX와 ROIC 간 상관관계가 명확하지 않다. 통계적 유의성을 갖추지 못했으므로 사이클 선행 유무를 판단하기 어렵다. 반면 주가는 수익성을 나타내는 ROIC와 동행한다. 동 업종에서 유형자산인 CAPEX 변화는 찾기 어렵다. 오히려 무형자산 등이 영향을 미칠 가능성이 높다. 해당 변수는 ROIC와 연관될 수 있다. ROIC 상승세가 유지되므로 투자 비중을 유지한다.

[그림 144] 소프트웨어: CAPEX 증가율과 주가 상승률



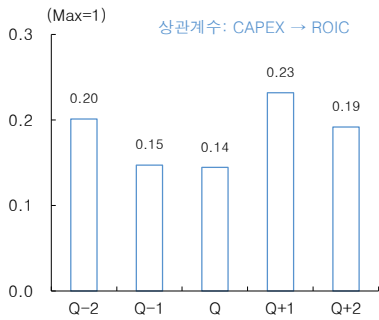
주: 코스피 소프트웨어 기업 24개사 기준. TTM은 12개월(4분기) 누적 합계
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 145] 소프트웨어: ROIC와 주가 상승률



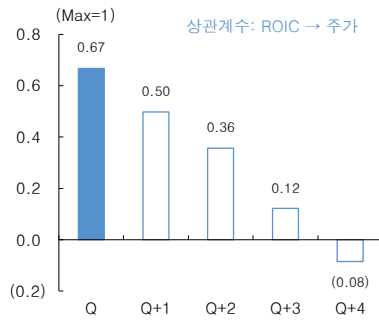
주: 코스피 소프트웨어 기업 24개사 기준. TTM은 12개월(4분기) 누적 합계
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 146] 변수 관계: CAPEX 불명확



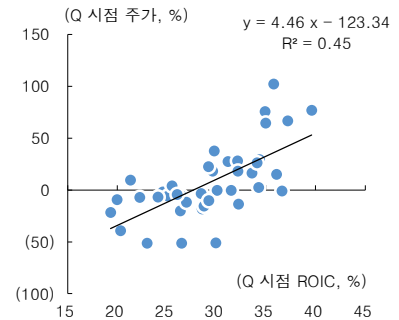
주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 147] 주가 관계: ROIC 동행



주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 148] ROIC: 주가와 정방향

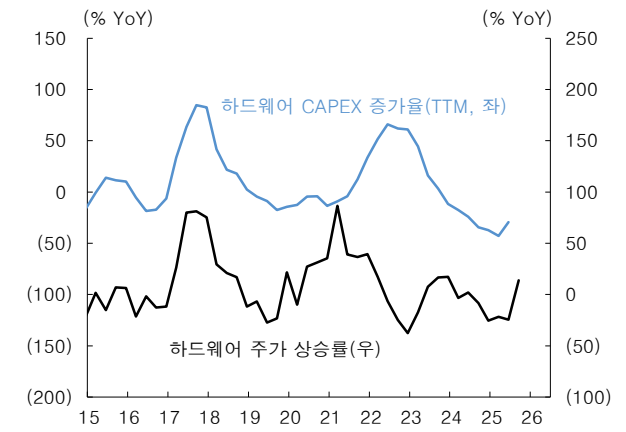


주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

**하드웨어 업종은 CAPEX
변화를 지켜볼 필요**

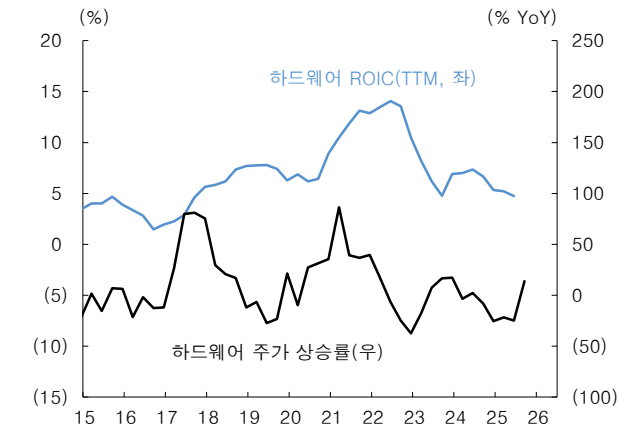
하드웨어 업종은 CAPEX와 ROIC 상관관계가 명확하지 않다. 다만 주가는 다른 IT 업종과 마찬가지로 CAPEX에 동행하는 흐름을 나타낸다. 기술력 확보를 위해 설비투자가 필요한 업종 특징이 뚜렷하게 확인된다. 최근 IT 기술 발달로 부품과 장비 수요가 유지되고 있어 투자 비중을 늘릴 필요가 있다.

[그림 149] 하드웨어: CAEPX 증가율과 주가 상승률



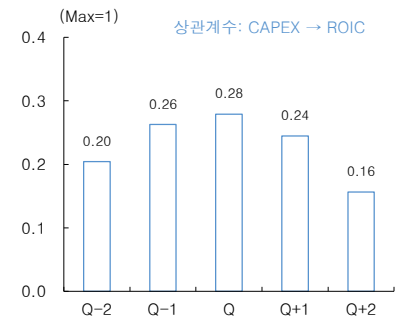
주: 코스피 하드웨어 기업 29개사 기준. TTM은 12개월(4분기) 누적 합계
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 150] 하드웨어: ROIC와 주가 상승률



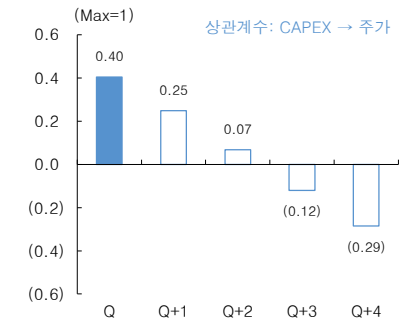
주: 코스피 하드웨어 기업 29개사 기준. TTM은 12개월(4분기) 누적 합계
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 151] 변수 관계: CAPEX 불명확



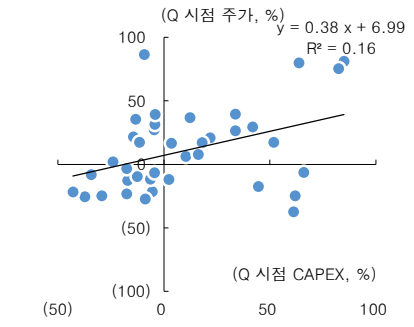
주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 152] 주가 관계: CAPEX 동행



주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 153] CAPEX: 주가와 정방향

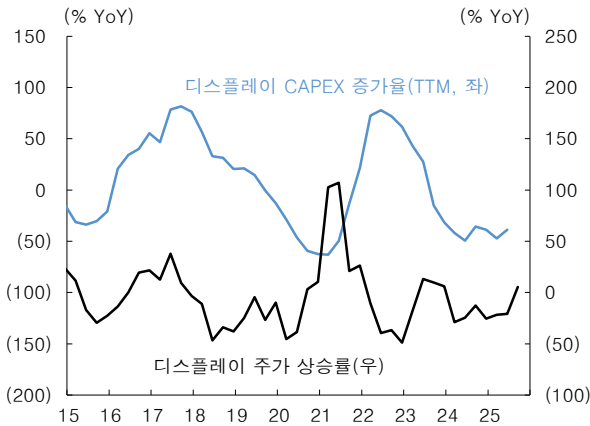


주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

디스플레이는 ROIC가 CAPEX에 2분기 선행

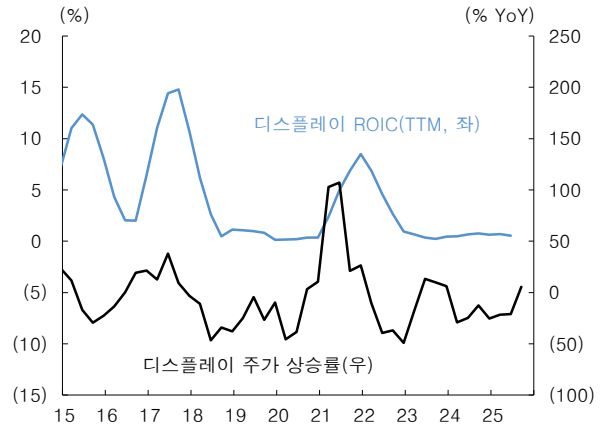
디스플레이는 ROIC가 CAPEX에 2분기 선행한다. 수익성이 개선되면 증설에 나서는 경향을 보여준다. 다만 CAPEX 증가는 과잉 공급을 발생시킬 가능성이 높아 주식시장에서는 주가와 역의 방향을 나타낸다. 최근 CAPEX가 다시 반등하는 조짐을 보이고 있어 주식 측면에서 경계가 필요하다. 비중 축소 관점을 유지한다.

[그림 154] 디스플레이: CAPEX 증가율과 주가 상승률



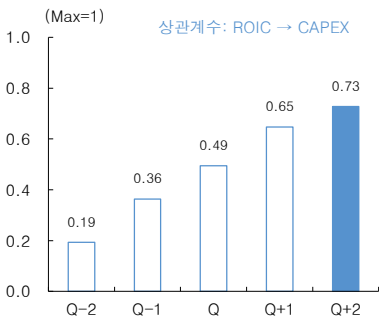
주: 코스피 디스플레이 기업 5개사 기준. TTM은 12개월(4분기) 누적 합계
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 155] 디스플레이: ROIC와 주가 상승률



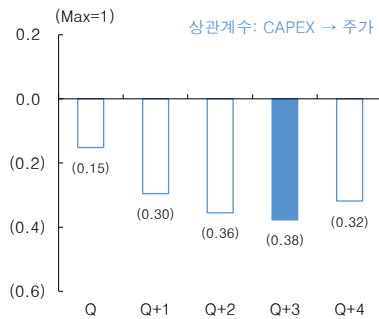
주: 코스피 디스플레이 기업 5개사 기준. TTM은 12개월(4분기) 누적 합계
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 156] 변수 관계: ROIC 선행



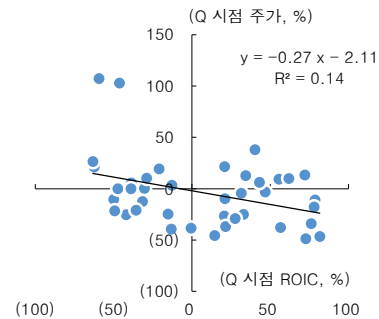
주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 157] 주가 관계: CAPEX 선행



주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 158] ROIC: 주가와 역방향

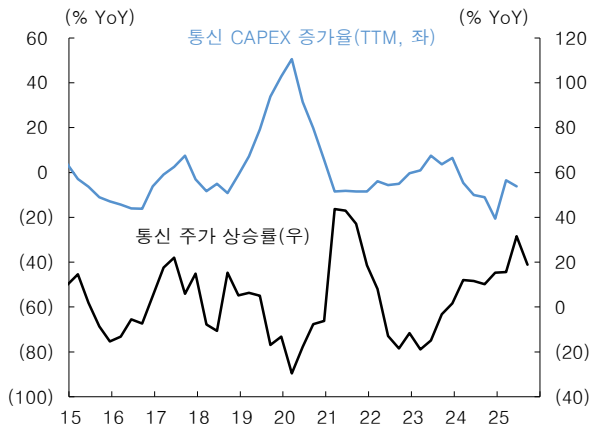


주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

통신은 CAPEX가 ROIC에
2분기 선행하는 특징 있음

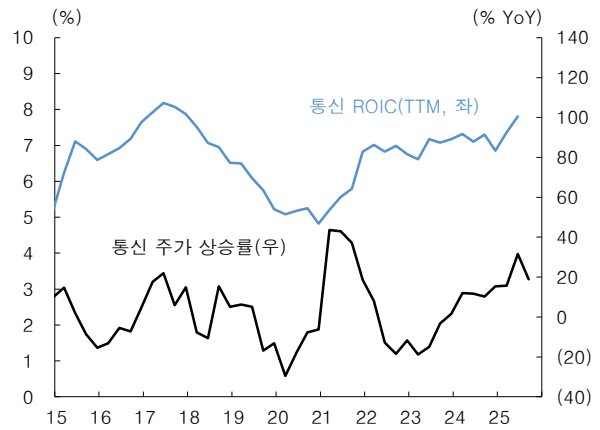
통신은 CAPEX가 ROIC에 2분기 선행한다. 다만 방향성은 상이하다. 해당 업종에서 통신망 등 대규모 투자가 진행되면 CAPEX는 늘지만 수익성은 희석되면서 ROIC는 하락한다. 한편, ROIC도 주가와 뚜렷한 관계를 나타내지 못한다. 이와 달리 CAPEX는 주가와 역의 관계가 확실하다. 현재 각종 투자 부재로 CAPEX가 늘어나지 않은 점은 주가에 유리하다. 방어적 측면만 보면 추가 상승도 가능하다.

[그림 159] 통신: CAEPX 증가율과 주가 상승률



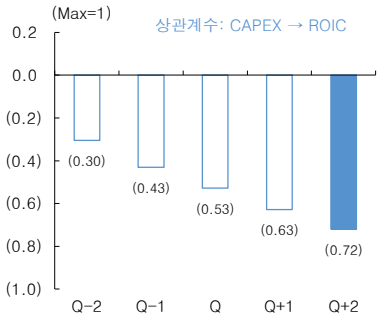
주: 코스피 통신 기업 4개사 기준. TTM은 12개월(4분기) 누적 합계
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 160] 통신: ROIC와 주가 상승률



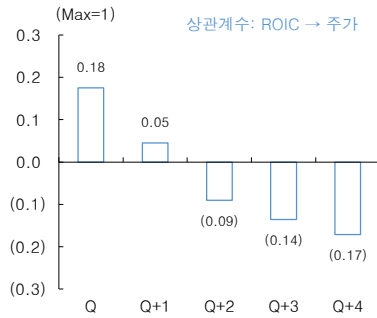
주: 코스피 통신 기업 4개사 기준. TTM은 12개월(4분기) 누적 합계
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 161] 변수 관계: CAPEX 선행



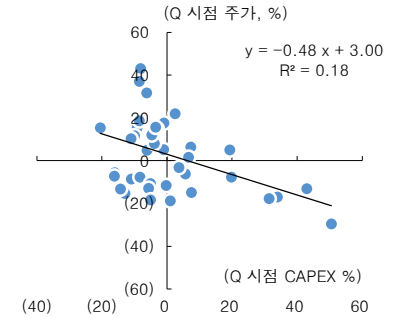
주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 162] 주가 관계: ROIC 불명확



주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 163] CAPEX: 주가와 역방향



주: 2015년 3분기~2025년 2분기. 음영은 유의성 표시
자료: Quantwise, 한국투자증권

- 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.
- 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.