

2023년 7월호
(7.25)

미국주식이야기

APPLIED MATERIALS (AMAT)

☀️ **최소 30% 수익의 기회! AMAT과
함께하는 성공 투자의 비밀**



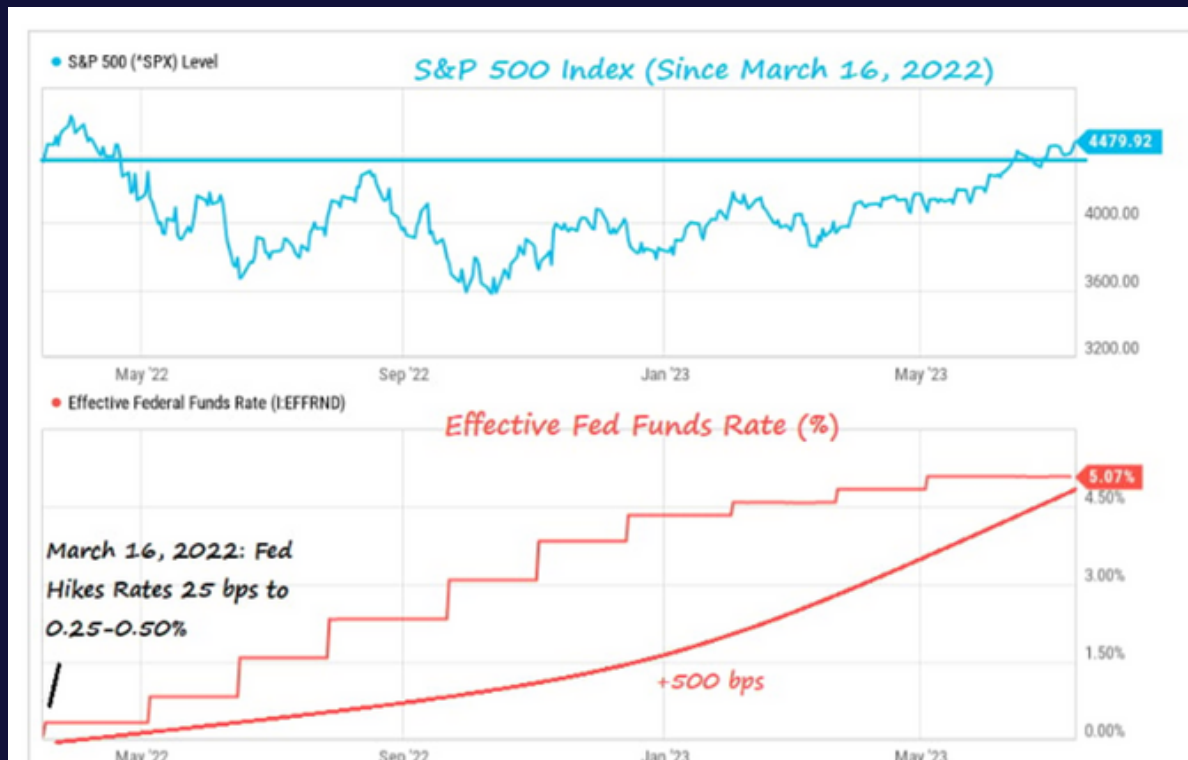
Macro Insight

인플레이션이 정점일 때, 주식시장은 (S&P500) 바닥 을 찍는다

경기 침체에 대한 우려로 주식시장을 걱정하신다면
잠시만 멈춰보세요.

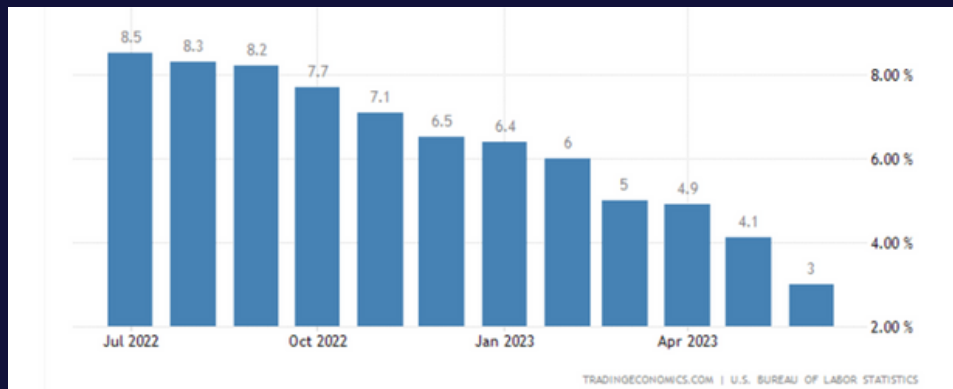
지난 10월부터 연준의 급격한 금리 인상과 주식시장의 상승세
가 동시에 이루어진 것을 보셨을 겁니다.

그렇다면 주식시장은 왜 이런 반응을 보였을까요?



Macro Insight

정답은 바로 인플레이션의 '방향'에 있습니다.



지난 달과 비교해 인플레이션이 상승하든지, 하락하든지 그 방향이 주식시장의 향방을 결정합니다.

역사적으로 물가가 정점을 찍은 뒤 내려오는 추세였다면, 주식 시장은 항상 투자자들에게 큰 수익을 가져다주었습니다

| 인플레이션 최고점 | | | S&P 500 수익률 (1-year) * ** | S&P 500 수익률 (2-year) * ** |
|-----------|------|-----|---------------------------------|---------------------------------|
| 1942 | May | 13% | 54% | 70% |
| 1947 | Mar | 20% | 11% | 14% |
| 1951 | Feb | 9% | 17% | 36% |
| 1974 | Nov | 12% | 38% | 69% |
| 1980 | Mar | 15% | 37% | 25% |
| 1990 | Nov | 6% | 22% | 41% |
| 2022 | June | 9% | 15% | - |

* 평균 증가 기준

** 인플레 최고점 뒤 1년 & 2년 후

1928년부터 봤을 때, 인플레이션이 상승하면 S&P 500은 평균 6.7%의 연간 수익률을 보이는 반면, 인플레이션이 하락하면 평균 16.5%의 연간 수익률을 기록했습니다.

이 차이, 결코 무시할 수 없는 수준인데요.

Macro Insight

인플레이션 파이터로 유명한 폴 볼커 형님이 활동하셨던 1970년대에는 인플레이션이 지금과는 비교할 수도 없이 높았습니다. 그 당시 첫 번째 인플레이션 피크는 1974년 11월에 나타났습니다. 당시 미국의 인플레이션은 12.2%까지 치솟았다가 하락하기 시작했습니다.

돌아보면.. 이것이 주식을 매수하라는 청신호였습니다. 그 때 S&P 500에 투자한 이들은 2년 동안 69%의 수익률을 경험했습니다. 1980년, 1990년, 그리고 2022년에도 같은 패턴이 반복되었습니다. 특히 1980년 당시에는 물가가 오랜기간 10% 이상으로 유지되었는데도 말이지요.

도대체 왜?

물론 주식시장의 전체 수익률을 결정하는 데는 여러 가지 요소가 있지만, 인플레이션이 정점에 달하면 연준은 금리 인상을 중단하거나 완화할 가능성이 높기 때문입니다.

금리 인상 사이클이 종료되면 경기가 축소되고, 이에 따라 통화완화 정책과 경기 부양책이 시작됩니다. 투자자들은 이런 변화를 미리 예상해 (선반영) 투자하기 때문에 주식시장은 실물경제가 경기 침체의 끝에 다다르기 전에 미리 반등하는 것입니다.

따라서 인플레이션이 정점에 달했는지, 그리고 시장 투자자들의 인플레이션에 대한 기대치가 하락하고 있는지를 살펴보면, 주식시장의 큰 움직임을 예측하는 데 도움이 되실 것입니다.

Applied Materials

장기투자를 고려하는 기업을 평가할 때 이렇게 질문해 보세요.

"이 회사 없이 세상이 돌아갈 수 있을까?"

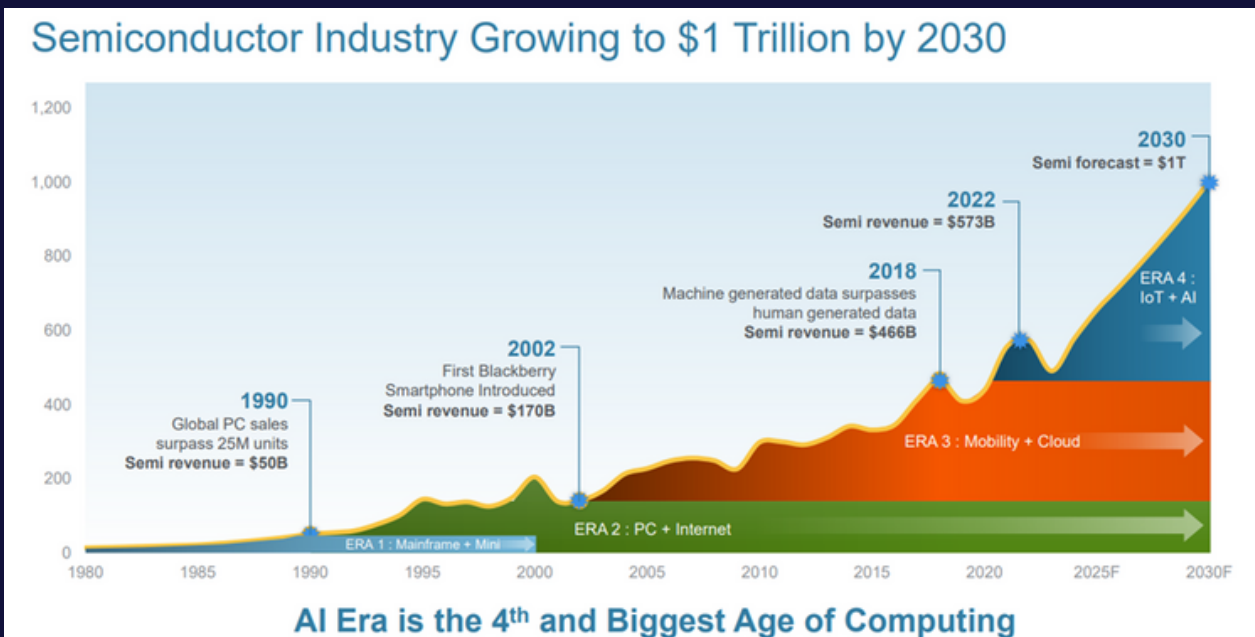
대부분의 경우 대답은 "예"입니다. 미국의 크로거가 없다면 월마트에 가면 되고, JP모건이 사라지면 웰스 파고에 가면 됩니다.

하지만 소수의 반도체 제조업체가 사라진다면...

오늘 우리가 누리는 편안한 생활은 멈출 수 밖에 없습니다.

바다를 건너 비행하는 것부터 스마트폰으로 탑승까지; 영화를 스트리밍하고 온라인에서 물건을 사는 것; 장보기에서 신용카드로 식사값 지불하기까지... 거의 모든 현대 시스템은 반도체 칩으로 작동합니다.

이런 이유로 반도체 판매량은 오직 한 방향으로만 증가했습니다.... UP!



Applied Materials

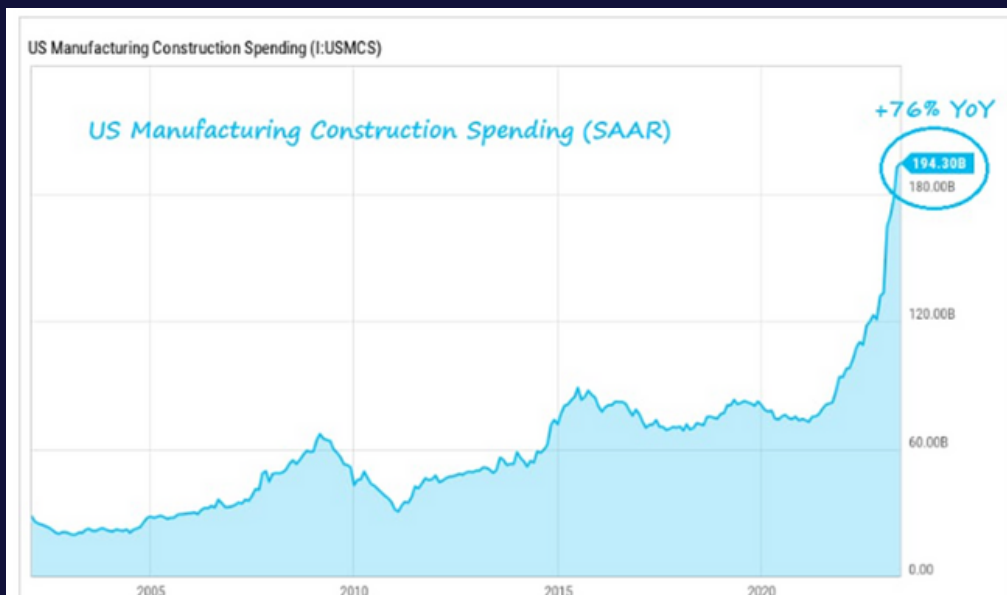
업계에 따르면, 연간 글로벌 반도체 판매는 급증하여 2030년 말까지 무려 1조 달러에 달할 것으로 예상됩니다. 이는 2022년 대비 70% 증가한 것입니다. 또한 반도체 성능이 발달할 수록 판매량이 더욱 빠르게 증가하는 것을 확인하실 수 있습니다.

더불어,

지난해 8월에는 조 바이든 대통령이 CHIPS Act에 서명했습니다. 미 반도체법이라고도 불리는 이 법은, 미국의 가장 중요한 산업 중 하나인 반도체에 50억 달러 이상을 투자한다는 내용입니다. 미 반도체 법의 핵심은 중국과 가까운 대만과 한국에서 생산되는 반도체 벨류체인이 서방국가들에게 큰 위협이 될 수 있다는 것입니다. 점점 강력해지는 중국을 견제할 필요가 있으며, 최첨단 반도체칩도 포기할 수 없기 때문에 여러 나라들이 전례 없이 자국 내 반도체 공장 건설에 나서고 있습니다.

결과는?

전 세계가 경기 침체가 언제 올지 논쟁하는 가운데 미국에서 건설 중인 신규 공장이 사상 최고치를 기록했습니다. 지난 1년 동안 무려 76%나 증가했습니다.



Applied Materials

이는 미국이 대만에 대한 과도한 의존도를 줄이기 위해 새로운 반도체 공장을 건설하고 있기 때문입니다. 반도체 산업 협회인 SEMI 또한 2024년까지 새로운 글로벌 팹 건설에 대한 투자가 약 500억 달러에 달할 것이라는 놀라운 예측을 내놓았습니다.

이런 반도체 공장의 증가는 자연스럽게 반도체 제조 장비의 수요 증가를 의미합니다.

반도체 제조 과정은 매우 복잡하고 기술집약적이기 때문에 미세 공정에 필요한 장비는 오직 극소수의 회사만이 이를 만들고 있습니다. 다시 말해, 공급자는 한정되어 있다는 것입니다.

어떤 기업의 이익이 확실히 증가할지를 확인하는 방법은 다음과 같습니다:

1. 제품에 대한 구조적 수요 증가 (AI, 미국 반도체 법 etc)
2. 제한된 공급/플레이어 수 (1-5)
3. 높은 진입 장벽 (기술 노하우, 규모의 경제, 미중 분쟁)

주식투자에서 성장하는 분야를 찾는 것은 비교적 간단하지만 여기에 제한된 공급자와 높은 진입 장벽이 더해진다면 해당 분야의 성장의 과실을 소수의 기업들이 독점해서 가져가기 때문에 **이런 기업들의 실적은 꾸준히 그리고 예측 가능하게 우상향하는 것입니다.**

이게 주가랑 무슨 상관인가요?

중장기적으로 주가는 기업의 이익에 의해서 결정되고 단기적으로는 밸류에이션 멀티플에 영향을 많이 받습니다.

기업의 우상향하는 실적은 주가 상승으로 이어지고.. 이런 기업을 저평가 되었을 때 (i.e., 밸류에이션 멀티플이 낮은 경우) 매수한다면 투자 수익을 더욱 극대화시킬 수 있습니다.

Applied Materials

그렇다면, 이런 반도체 시장의 변화를 어떻게 수익화하실 수 있는지 알려드리도록 하겠습니다.

지금의 반도체 소부장 기업들은 마치 금 캐기에 뛰어든 모든 사람들에게 삽을 파는 것과 같은 전략을 취하고 있습니다.

(Pick & Shovel Strategy)

최근 AI 투자가 활발해짐에 따라 엔비디아가 이에 특화된 GPU를 판매하는 것처럼 말이지요.. (저희가 이전에 추천드렸던 엔비디아 주식이 벌써 50% 이상 상승했습니다!)

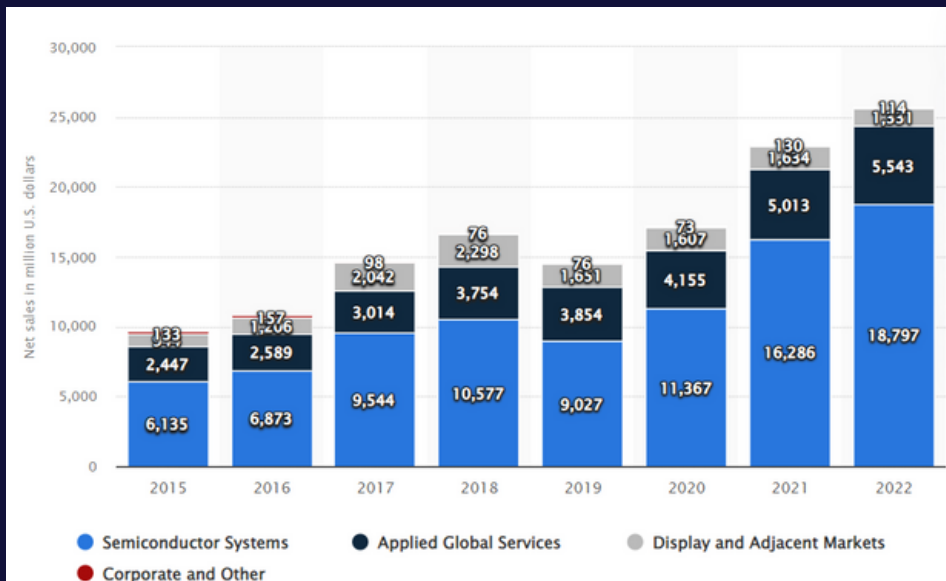


그리고 미세공정에 필요한 반도체 장비의 가격은 이미 높은 수준을 보이고 있습니다. 서방 국가들이 반도체와 국가의 안보를 연결시켜 생각하며 보조금을 지원하고 있기 때문에, 미세공정에 필요한 반도체 장비의 가격은 '계속해서' 상승세를 이어갈 것으로 보입니다.

이런 상황에서 가장 큰 수혜를 볼 기업 중 하나는 바로 글로벌 반도체 장비 대장주인 Applied Materials (AMAT)입니다.

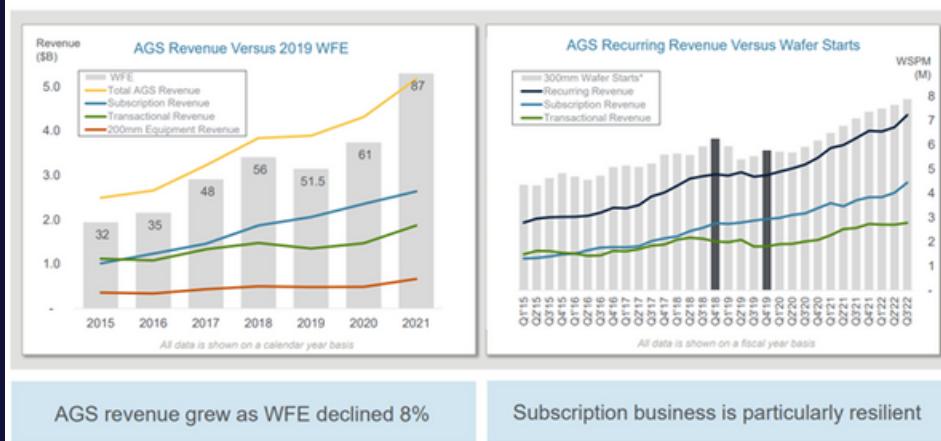
AMAT의 BM

AMAT의 BM을 살펴보면, AMAT는 지난 4분기에 약 270억 달러의 매출을 기록, 글로벌 반도체 소부장 기업 중 선두 자리를 유지하고 있습니다. 전체 매출 중에서, 반도체 장비 판매는 약 76%, 서비스(AGS) 부문은 약 22%를 차지하며, 나머지는 기타 장비에 해당됩니다.



지난 4분기 동안 AMAT는 56억 달러의 서비스 수익을 창출했는데, 이 중 85%는 반복적인 매출로 구성되어 있습니다. 서비스 사업은 장기 계약 기반으로 운영되며, 높은 갱신률(90%+)을 보이고 있습니다. 이런 구조 덕분에 AMAT는 경기 사이클의 영향을 상대적으로 덜 받고, 안정적인 수익 성장을 지속하고 있습니다.

AGS Performance During 2019 WFE Correction

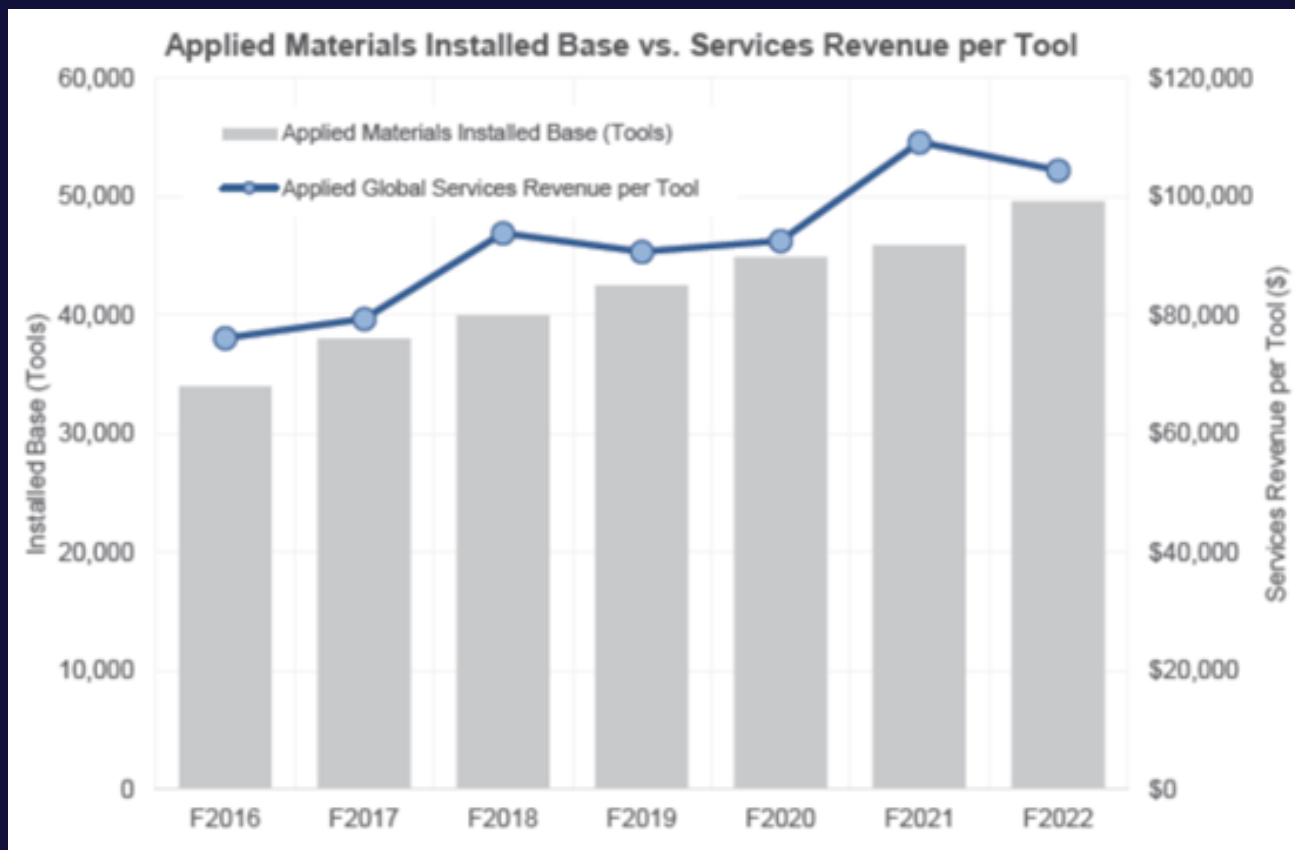


AMAT의 BM

저희는 안정적으로 반복 매출을 창출하는 기업을 특히 선호합니다. 월가도 마찬가지인데요.

왜냐하면, 반복 매출이 발생하는 사업 모델을 가진 기업들은 매번 새로운 비즈니스를 따내기 위해 시간과 돈을 쓸 필요가 없습니다. 따라서 높은 수익 마진도 함께 얻을 수 있습니다. 그렇기 때문에 이런 사업 모델 자체가 리스크가 적고 미래 이익 예측도 상대적으로 쉽다고 평가되기 때문입니다.

더불어 AMAT의 장비 판매 역량도 뛰어납니다. 전 세계 최첨단 반도체 제조 공장 대부분에 설치된 45,000개 이상의 장비와 함께 현장 서비스 엔지니어마저 보유하고 있는 AMAT의 이런 규모와 기술적 노하우는 새로운 경쟁업체들이 따라하기 매우 어려운 장점입니다.



경제적 해자

반도체 성능이 발전하면서 반도체 제조의 복잡성은 점점 증가하고 있습니다.

더욱 다양한 공정 단계와 새로운 제조 기술의 채택이 필요합니다. 그 결과, TSMC, 삼성, 인텔 같은 주요 반도체 파운드리 기업들은 AMAT과 같은 미세 공정 장비 생산 업체들과 깊은 협업을 추진하게 되었습니다. 이런 흐름은 AMAT에게 매우 유리한 선순환 구조를 만들어 주었습니다.

그 구조는 다음과 같습니다:

소수의 선택받은 장비 기업들은 파운드리 업체들과의 긴밀한 협력을 통해 차세대 반도체 장비 개발과 판매에 힘을 쏟고 있습니다. 그 결과로 생긴 대규모 매출을 통해 R&D 투자를 크게 확장하며 지속적으로 후발 경쟁 업체들과의 기술적 초격차를 넓혀가고 있습니다.

이러한 기술적 초격차는 결국 AMAT과 같은 소수의 장비 업체들만이 파운드리 업체들과의 다음 세대 기술에 필요한 장비 연구 및 협업의 기회를 얻게 합니다.

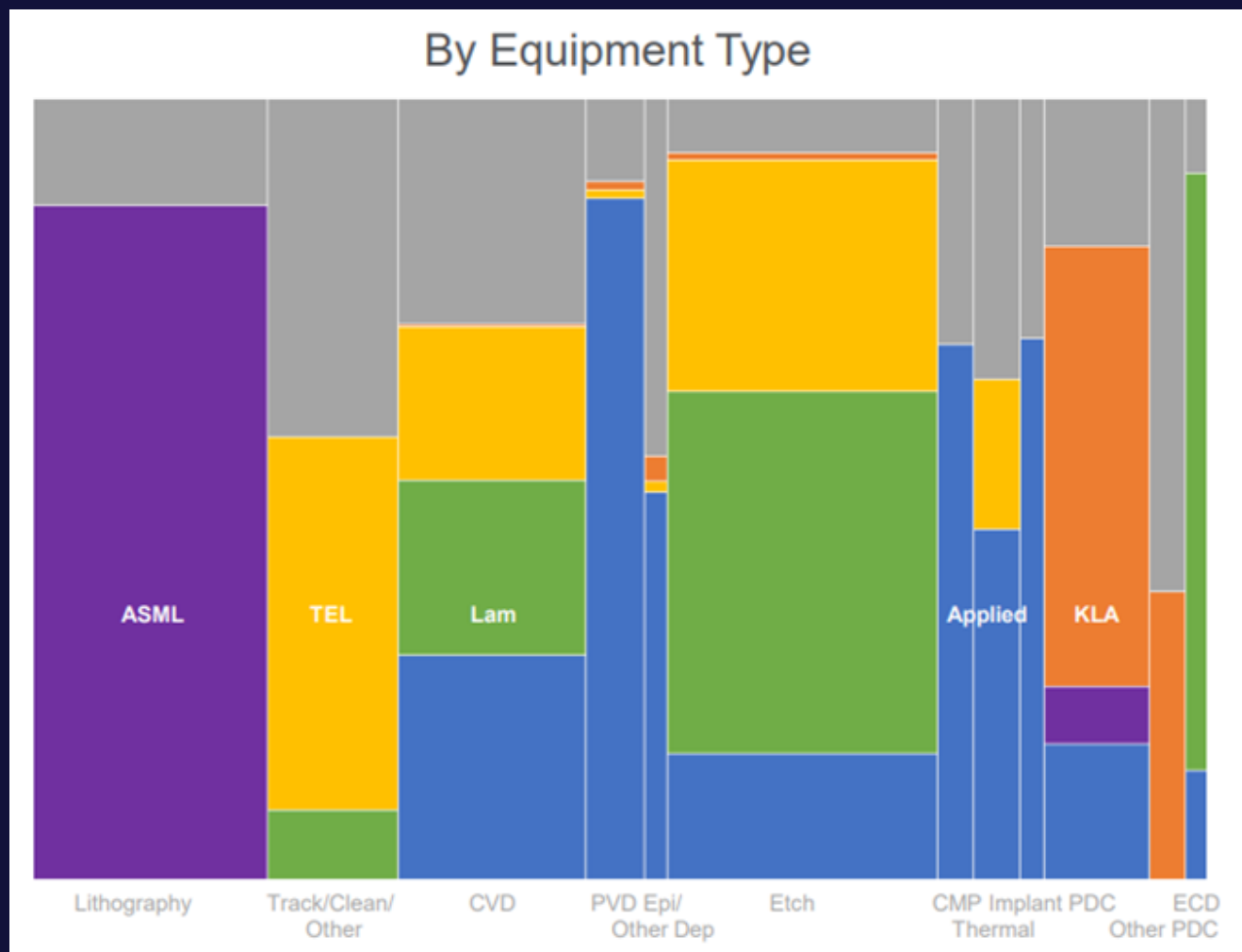
최근 1년 동안, AMAT는 29억 달러 이상을 R&D에 투자하며 최첨단 기술 개발에 주력하였습니다. 특히 FinFET과 3D NAND와 같은 차세대 기술에 필요한 장비 개발을 적극적으로 추진하고 있습니다.

대규모 R&D 투자와 협력 파트너십을 갖추지 못한 후발 업체들은 최첨단 미세공정 장비의 연구와 생산에서의 이러한 기술적 초격차를 따라잡기 매우 어려운 상황입니다.

경제적 해자

이러한 기술적 우위 그리고 미국 기업(혹은 친미 기업)의 지위를 활용한 몇몇 반도체 장비 업체들은 계속해서 시장 지배력을 강화해 나가고 있습니다.

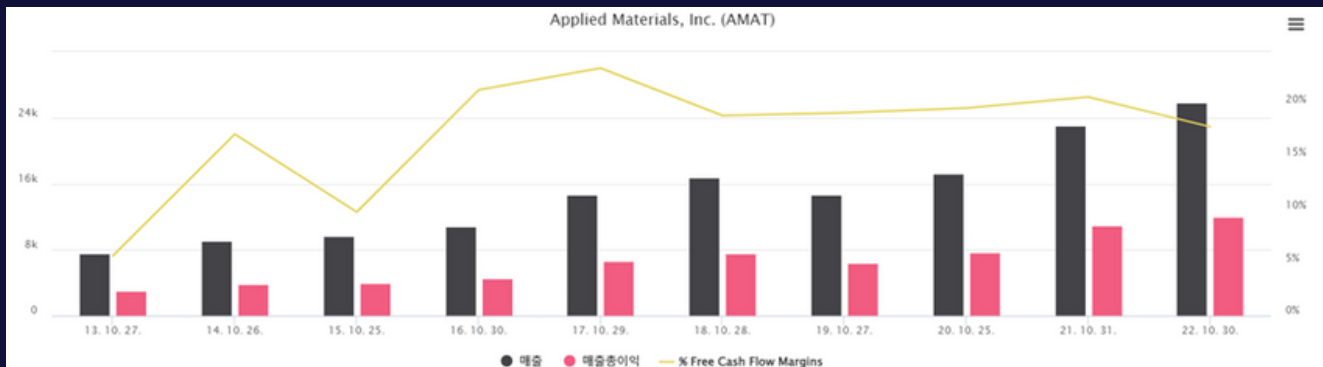
반도체 장비시장 점유율 (AMAT = 파랑색)



Financial Analysis

AMAT의 경제적 해자는 높은 이익 마진과 함께 엄청난 잉여 현금흐름(FCF) 창출로 이어집니다.

지난 4분기 동안 동사는 59억 달러의 FCF를 기록하였습니다. 이는 AMAT가 매출 \$1당 \$0.22를 운영 비용과 자본적 지출 후에 남긴다는 것을 나타냅니다. 이 수치는 S&P 500 평균 FCF 마진의 두 배에 가까운 수준입니다.



저희가 FCF에 집중하는 이유는, 회계상 이익이 때로는 회계 기법의 영향을 받을 수 있지만, 현금은 상대적으로 투명하며 주주들에게 실질적인 환원이 가능하기 때문입니다.

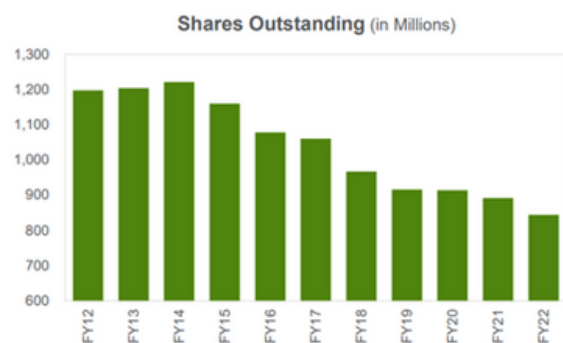
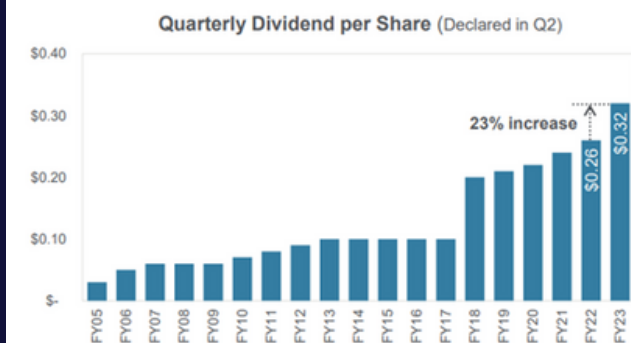
Strong History of Shareholder Returns

Over past 10 fiscal years (through FY22)

- » Grew dividend per share at 11% CAGR
- » Reduced shares outstanding by nearly 30%

March 2023, Board of Directors approved

- » 23% dividend per share increase
- » \$10B supplemental share repurchase authorization (\$13.9B remaining at end of Q2)



Financial Analysis

주주 환원 정책 측면에서 보면, 동사의 배당은 지난 17년 동안 연평균 11% 성장했습니다.

이러한 성장은 2008년 글로벌 금융 위기와 코로나19 팬데믹에도 크게 영향을 받지 않았습니다. 또한 2014년부터 AMAT은 꾸준히 자사주 매입을 진행해왔으며, 최근에는 100억 달러의 추가 자사주 매입을 승인하였습니다.

이런 결정은 앞으로 동사의 EPS와 DPS 성장을 뒷받침하고, 주주의 수익과 주가 상승을 가속화하는 데 기여할 것으로 예상됩니다.

밸류에이션

기업의 밸류에이션을 평가할 때, 특히 안정적으로 수익을 창출해온 기업의 경우, EV/EBITDA 멀티플이 중요한 지표로 사용됩니다. EV/EBITDA 멀티플은 기업의 자본 구조, 세율 등 외부 요인을 제외하고, 순수한 영업 실적만을 바탕으로 평가하기 때문에 다양한 기업들 간의 밸류에이션 비교에 유리합니다.

글로벌 반도체 장비 업계에서는 AMAT가 현재 가장 저평가된 멀티플로 거래되고 있습니다. 만약 AMAT의 멀티플이 Lam Research의 수준까지 상승한다면, 주가는 16% 정도 상승할 수 있습니다. 더불어, AMAT의 중장기적 실적 성장 전망은 연평균 ~15%정도입니다.

| EV/EBITDA (NTM) | |
|-----------------|--------------|
| ASML | 27.4x |
| Lam Research | 20.9x |
| Tokyo Electron | 19.2x |
| KLA | 19.0x |
| Peer Average | 21.6x |
| AMAT | 17.9x |

결론적으로, 빠르게 성장하는 반도체 산업에서 이렇게 저평가된 기업에 투자하시면, 시장(S&P500)보다 적은 리스크로 최소 30% 이상의 높은 수익을 기대하실 수 있습니다.

포트폴리오 업데이트

우선, 저희가 추천드린 종목들 중 무려 **11** 종목이 이번 7월에 52주 신고가를 기록했습니다.

| 미주이 추천 종목 | 52주 신고가 list |
|-----------|--------------|
| BKNG | LRCX |
| Samsung | CCJ |
| CRM | Ansys |
| NVIDIA | META |
| NVR | ASML |
| CBOE | |

또한 지난번에 추천드린 웰스파고가 이번 분기에 좋은 실적을 발표하면서, 현재까지 해당 포함 대략 110%의 수익률을 기록했습니다.

현재 주가는 저희가 예상했던 호재들을 모두 반영하고 있으므로, 이 포지션을 매도하셔서 수익 실현하시길 추천드립니다. 이 포지션은 투자 기간 동안 연 평균 30%의 수익률을 기록했습니다.

포트폴리오 업데이트

META: 투자 교훈 + UPDATE

Meta는 21년 4월에 저희가 추천드린 종목인데요..
특히 2022년에 많은 어려움을 겪은 종목이었습니다.



2022년 Meta의 주가는 50% 이상 하락했습니다. 당시 많은 투자자들은 Meta가 경쟁에서 밀려 후퇴하는 기업이라고 생각했습니다.

그러나 저희는 기존의 투자 논리가 여전히 유효하다고 판단했으며, 밸류에이션은 더욱 매력적이라고 생각했습니다. 따라서 Meta 주가가 하락하는 동안 계속해서 매수를 진행했고, 8개월 후 주가는 약 250% 상승했습니다.

물론 주가의 반등 시점을 예측하는 것은 저희에게도 불가능했습니다. 그리고 저희의 예측 능력이 다른 투자자들보다 탁월하다고도 생각하지 않습니다. 그러나 주식 투자의 핵심은 미래를 예측하는 능력이 아니라, 기업에 대한 깊은 분석과 그에 대한 확신, 그리고 저평가된 밸류에이션을 기반으로 한 결정입니다.

2022년 Meta와의 경험은 저희에게 이러한 투자 원칙의 중요성을 다시 한번 깨닫게 해주었습니다.

포트폴리오 업데이트

저희가 이렇게 할 수 있었던 이유는 2016년부터 Meta에 투자 하면서 그 동안의 분기별 실적 발표, 연례 보고서, 투자자 데이, 개발자 컨퍼런스, 언론 보도 등을 주의 깊게 살펴봤기 때문입니다. 이를 통해 기업이 성장하는 과정을 주주로서 가까이에서 관찰할 수 있었습니다. 이러한 경험 덕분에 메타가 직면했던 여러 문제들 (ATT, TikTok, 비용 문제 등)에 대해 시장과는 다른 시각을 가질 수 있었습니다.

돌아보면, TikTok을 제외한 다른 어떤 소셜 미디어 앱도 Meta의 1등 자리를 위협하지 못 했습니다. TikTok은 사용자를 모으는 데 성공했지만, Meta처럼 정교한 타겟 광고를 제공하지 못했고, 무엇보다 TikTok 영상이 인스타그램의 릴스에서 쉽게 모방될 수 있었습니다. 또한, 미국의 일부 주에서 TikTok 사용을 금지하게 되면서 콘텐츠 제작자와 광고주들이 채널을 다양화하는 데 노력하기 시작한 것도 Meta에게는 호재였습니다.

동시에 메타의 사용자 수는 지속적으로 증가하였고, WhatsApp은 수익화를 시작하는 모습을 보여주었습니다. 그리고 비용과 신규 투자를 재조정하면서 수익 마진 또한 빠르게 회복되었고, ATT 규제에도 불구하고 광고의 효율성 향상에 성공하였습니다.

최근에는 메타의 네트워크 효과가 'Threads' 앱이 단 5일만에 1억 명의 사용자를 확보한 것으로 다시 한 번 입증되었습니다. 많은 이들이 Threads와 Twitter를 비교하려 하지만, 냉정히 보면 메타에게 Threads는 성공 여부에 상관없이 그저 하나의 프로젝트일 뿐입니다. 반면, Twitter에게는 Threads의 성공 여부가 그들의 생존과 밀접하게 연관되어 있습니다.

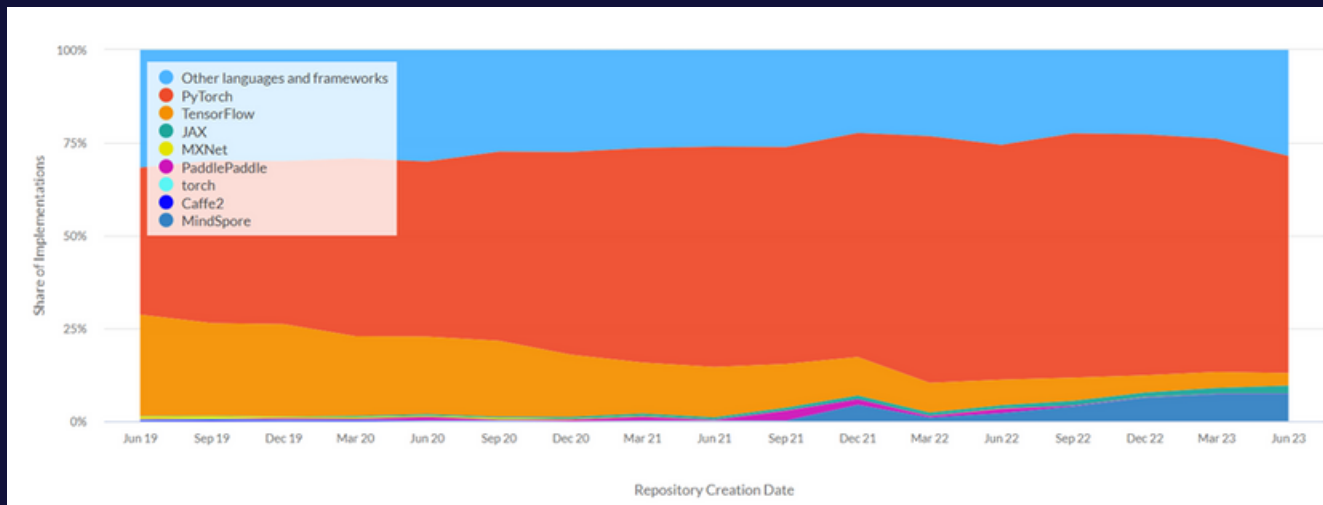
이를 통해 소셜 미디어 시장에서 네트워크 효과의 중요성을 다시 한번 확인할 수 있었습니다.

포트폴리오 업데이트

현재 메타의 주가는 이러한 네트워크 효과와 소셜 미디어 앱의 잠재력을 반영하고 있음을 알 수 있습니다. 하지만 저커버그의 끊임없는 혁신은 여기서 멈추지 않았습니다.

메타는 AI 분야에 대규모 투자를 진행해 왔고, 그 결과 Meta의 오픈 소스 소프트웨어인 Pytorch가 개발자들 사이에서 인기를 얻어 **업계 표준**으로 자리잡았습니다.

이는 Pytorch가 AI 생태계에서 중요한 역할을 하고 있으며, Nvidia의 CUDA와도 견줄만한 위치에 있다는 것을 의미합니다. 그리고 이런 소프트웨어 부분에서는 AMD보다도 앞선 상황입니다.



따라서 저희는 현재 메타의 주가가 이런 AI 사업 부문의 가치를 아직 제대로 반영하고 있지 않다고 생각합니다.