

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2020. 8. 11 (화)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

기존 주도주의 밸류에이션 부담, 업종별 순환대로 대응 : 반도체, 증권, 통신 유리

오늘의 차트

그래도 신흥국 증시는 간다

칼럼의 재해석

일본의 수출 규제에 따른 한국의 일본 의존도 약화

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

Strategy Idea



▲ **퀀트**
 Analyst **강봉주**
 02. 6454-4903
 bj.kang@meritz.co.kr
 RA **이정연**
 02. 6454-4895
 jungyeon.lee@meritz.co.kr

기존 주도주의 밸류에이션 부담, 업종별 순환매로 대응 : 반도체, 증권, 통신 유리

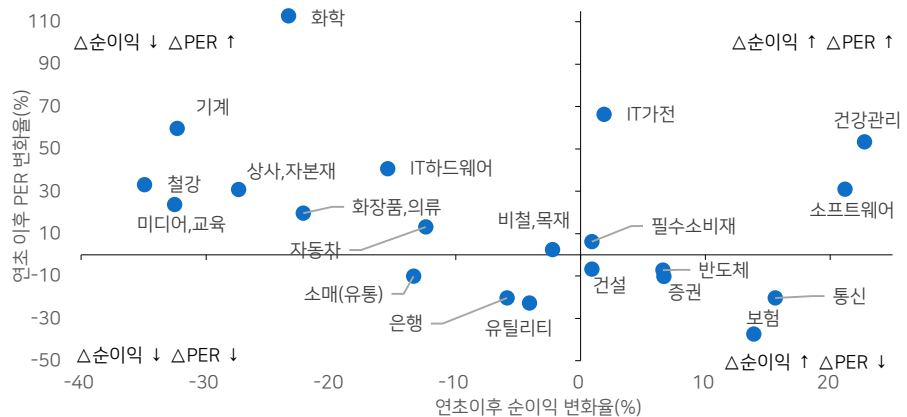
- ✓ 코스피 개인 매수 지속, 외국인 소폭 매수 전환, 이익 전망치 소폭 개선, PER은 10년 최고치
- ✓ 2분기 실적은 낮아진 기대치 대비 선방 : 영업이익 전망치 9.8% 상회, 전년 대비 13.3% 감소
- ✓ 기존 주도주 강세 대신 업종 순환매 예상 : 이익 개선 대비 덜 오른 반도체, 증권, 통신 유리

개인 매수 지속, 외국인 소폭 매수, 이익 소폭 개선에 PER은 최고치

증시 상승세가 거침없다. 최근 코스피는 코로나 이전의 1월 연고점 2,267pt를 경신하고 2,300대 후반까지 상승했다. 글로벌 초저금리 유동성, 예상보다는 양호한 1,2분기 기업 실적, 2021년 이익 회복에 대한 낙관적인 기대감, 포스트 코로나 시대의 신성장 동력(디지털 경제, 플랫폼 경제)에 대한 기대감 등이 맞물린 결과다.

한편, 필자는 지난 7월 16일 자료 '주도주 강세 패턴 체크 : 중장기 추가 상승 유력하나 단기 valuation 부담 우려' 에서 기존 주도주(소프트웨어, 건강관리 업종)에 대해 장기 상승 여력 충분하나, 단기(3개월 전후)로는 하락 위험에 대비할 것을 주장했다. 해당 주장은 현재도 유효하다. 본 자료에서는 최근 증시 주요 변수를 점검하고 업종 순환매 대응 필요성에 대해 논하고자 한다.

그림1 연초 이후 업종별 순이익 전망치 변화 vs PER 변화율 : 반도체, 증권, 통신 투자매력 높아

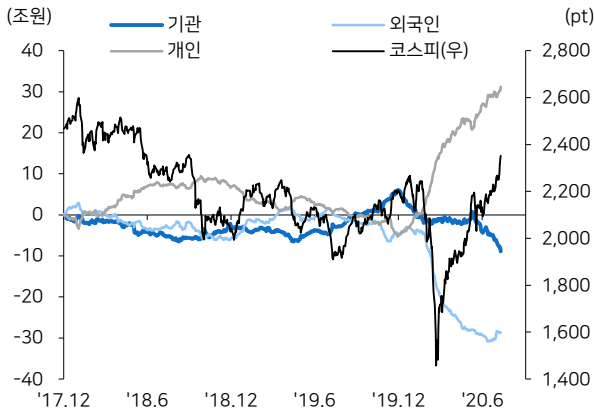


주: 12개월 예상 EPS, 12개월 예상 PER 기준
 자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

연초 이후 개인 투자자 순매수 :
코스피 36.2조, 코스닥 9.5조
구조적, 지속적 변화

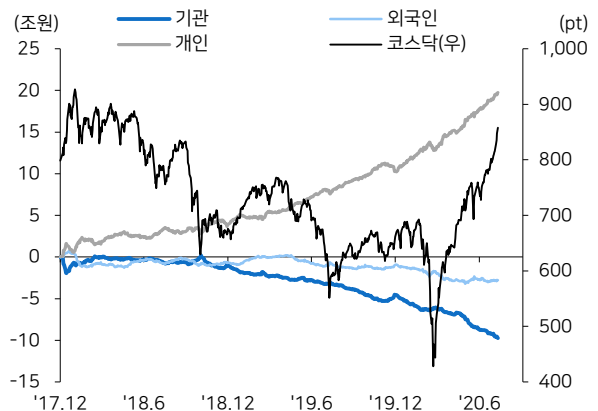
최근 코스피 상승세에는 개인 투자자의 이례적인 증시 참여를 빼놓을 수 없다. 연초 이후 국내 개인 투자자가 코스피에 대해 36.2조, 코스닥에 대해 9.5조 순매수를 기록했다. 단기간의 매수 규모로는 코스피 지수가 만들어진 1,980년 이후 역대 최대치이다. 이는 글로벌 초저금리 지속, 부동산 등 대체자산의 기대수익률 하락, 유튜브 등 뉴미디어의 주식 정보 급증 등 복합적인 요인의 결과다. 일시적인 요인이라기 보다는 한국 증시의 구조적인 수급 변화로 해석된다. 외국인은 7월 이후 소폭 매수세로 전환됐으며 연초 이후 누적으로는 23.9조 순매도를 기록했다.

그림2 코스피 vs 투자주체별 누적 순매수_2018년 이후



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림3 코스닥 vs 투자주체별 누적 순매수_2018년 이후

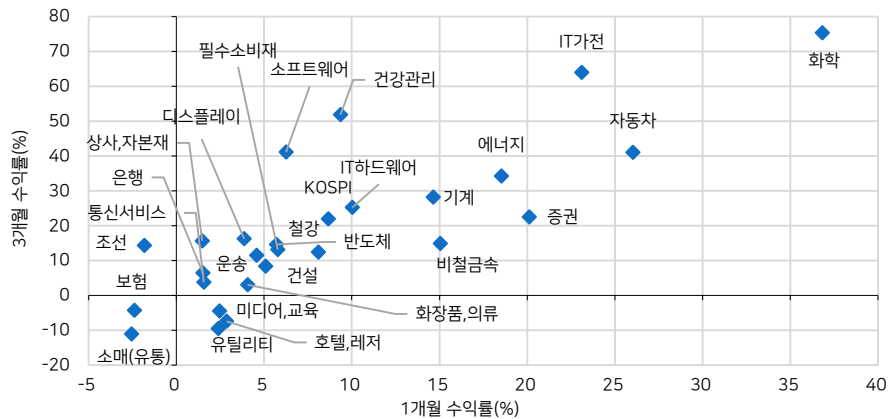


자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

기존 주도주 추가 상승보다는
저평가 이익 턴어라운드 종목에
대한 순환매 진행중

한국 업종별로는 최근 1개월 간 자동차, IT가전(2차 전지 관련), 증권, 에너지 업종의 상승이 두드러졌다. 기존 주도 업종(소프트웨어, 건강관리)의 급등 피로감, 30~70배의 높은 PER 부담, 외국인 투자자의 차익 실현 등으로 기존 주도주 추가 상승보다는 '저평가된 이익 턴어라운드 종목'에 대한 순환매가 진행됐다.

그림4 한국 업종별 1개월 수익률 vs 3개월 수익률

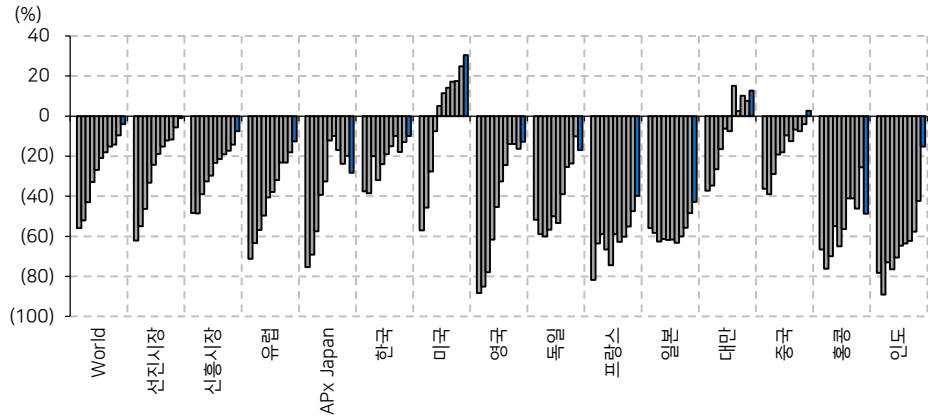


자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

7월 이후 증시 상승에는 이익
전망치 개선이 크게 작용

7월 이후 글로벌 증시 추가 상승에는 유동성 효과나 기대감만이 아니라 기업 이익
전망치의 실질적인 개선이 작용한 것으로 판단한다. 글로벌 대부분 국가들의 '이익
전망치 순상향 회사수'(상향 종목수 - 하향 종목수)가 7월 이후 크게 개선됐으며
미국, 대만은 플러스(+)로 뚜렷하게 전환됐다.

그림5 국가별 EPS 순상향 회사수 비율_최근 12주



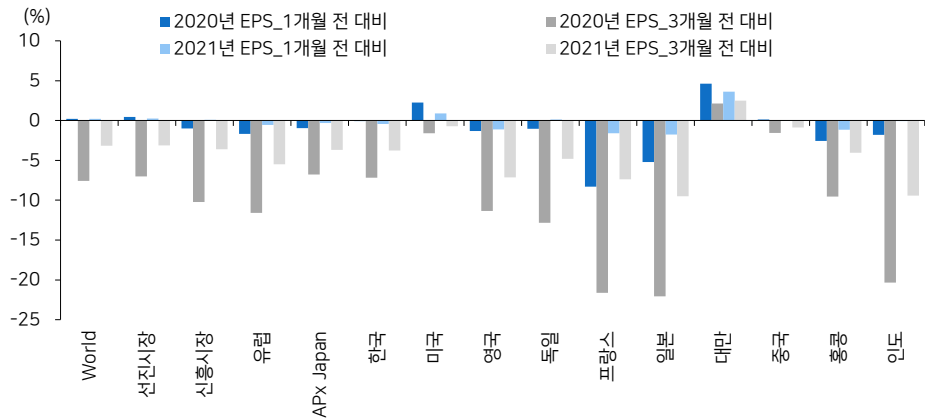
주1: MSCI 국가별 지수의 12M Fwd EPS 기준으로 (EPS 상향조정된 종목수 - EPS 하향조정된 종목수)/(EPS 추정치가 있는 전체 종목수)로 계산

주2: 파랑색 막대그래프: 최근 1주

자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

국가별 이익 전망치 합산 기준으로도 최근 1개월 간 하향조정 폭이 크게 완화됐
다. 미국, 대만은 상향조정된 점이 눈에 띄며, 유럽, 일본은 상대적으로 부진했다.

그림6 국가별 EPS 추정치 변화율

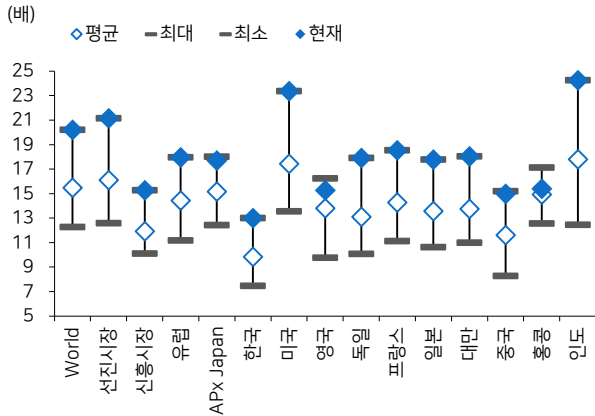


자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

글로벌 증시 대부분 PER이 최근 5년 최고치를 크게 경신
이익 전망치 하락 후 소폭 개선에
비해서는 PER 급등은 부담 요인

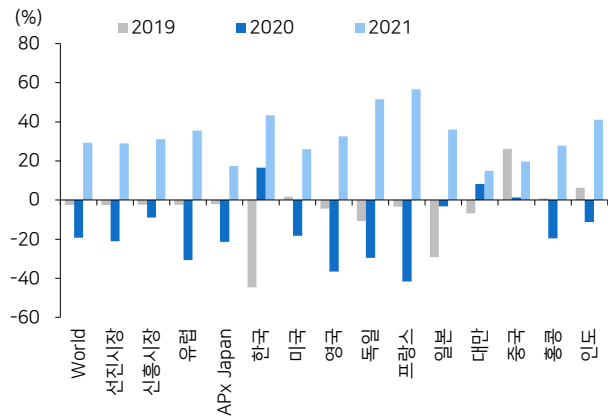
글로벌 증시 PER은 대부분 증시가 지난 5년 범위의 최고치를 크게 경신했다. 12개월 예상 PER 기준으로 한국은 13배, 미국은 23.4배이다. 2021년 PER 기준으로는 한국 11.3배, 21.5배이다. 한국 증시 최근 10년간 12개월 예상 PER 최대치는 12배 중반이며, 미국은 18배 정도였던 점, 이익 전망치가 하락 이후 소폭 개선된 정도임을 고려하면 현재의 밸류에이션은 상당히 부담스러워 보인다.

그림7 국가별 최근 5년 PER 범위



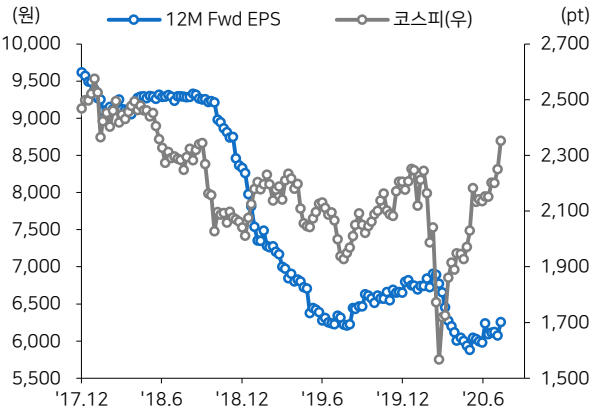
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림8 국가별 연간 EPS 증가율



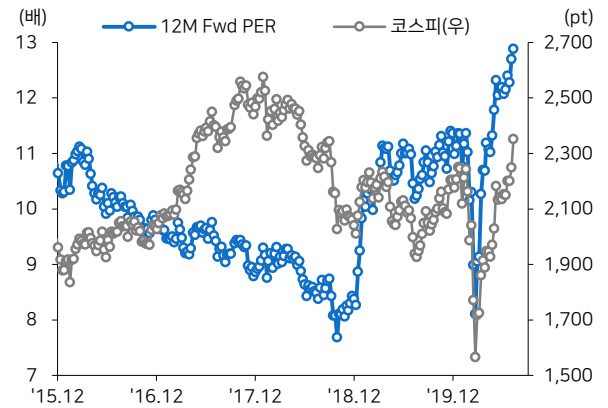
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림9 코스피 vs 12개월 예상 EPS



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림10 코스피 vs 12개월 예상 PER



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

업종	EPS 증가율 (%)					EPS 전망치 변화율 (%)				EPS 추정치 분산도	EPS 순상향 비율 (12M Fwd) (%)	
	2019	2020	2021	12M Fwd	장기성장률	2020		2021			추정치 비율	회사수 비율
						1개월	3개월	1개월	3개월			
World	(2.5)	(19.2)	29.3	6.6	11.9	0.2	(7.6)	0.2	(3.2)	3.5	4.6	(4.0)
선진시장	(2.5)	(21.0)	29.0	5.4	11.5	0.4	(7.0)	0.2	(3.1)	3.3	6.6	(1.0)
신흥시장	(2.4)	(8.9)	31.0	12.9	15.9	(1.0)	(10.2)	0.1	(3.6)	11.2	1.8	(7.6)
유럽	(2.4)	(30.7)	35.5	2.2	6.1	(1.7)	(11.6)	(0.5)	(5.5)	15.4	1.0	(12.6)
APx Japan	(2.0)	(21.3)	17.4	3.1	3.9	(0.9)	(6.8)	(0.3)	(3.7)	3.6	(6.4)	(28.2)
한국	(44.5)	16.6	43.4	33.2	30.3	(0.1)	(7.2)	(0.4)	(3.8)	8.9	2.3	(10.0)
미국	1.7	(18.2)	26.0	6.2	13.8	2.3	(1.6)	0.9	(0.7)	11.8	14.3	30.5
영국	(4.3)	(36.6)	32.6	(4.1)	3.6	(1.3)	(11.3)	(1.1)	(7.1)	21.0	(0.3)	(12.8)
독일	(10.8)	(29.5)	51.5	13.4	6.0	(1.0)	(12.8)	0.1	(4.8)	8.7	1.4	(16.9)
프랑스	(3.4)	(41.7)	56.6	3.0	4.2	(8.3)	(21.6)	(1.6)	(7.4)	19.8	(4.0)	(39.7)
일본	(29.3)	(3.2)	36.0	10.9	10.3	(5.2)	(22.1)	(1.8)	(9.5)	11.8	(2.0)	(42.8)
대만	(6.8)	8.2	14.9	12.4	12.9	4.6	2.1	3.6	2.5	2.9	10.0	12.7
중국	26.2	1.4	19.7	11.8	18.4	0.1	(1.6)	0.1	(0.9)	0.7	1.3	2.7
홍콩	0.9	(19.6)	27.9	6.4	9.3	(2.5)	(9.5)	(1.2)	(4.0)	138.4	(11.5)	(48.7)
인도	6.3	(11.3)	41.1	4.9	17.1	(1.8)	(20.3)	(0.1)	(9.4)	9.7	6.3	(15.3)

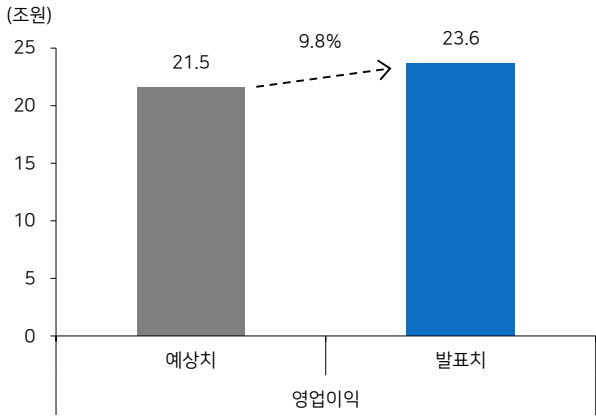
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

국가	PER (배)				PBR (배)				ROE (%)			배당수익률 (%)
	2019	2020	2021	12M Fwd	2019	2020	2021	12M Fwd	2019	2020	2021	2019
World	19.0	23.6	18.2	20.2	2.41	2.38	1.83	2.03	12.7	10.1	10.1	2.6
선진시장	19.5	24.7	19.1	21.1	2.54	2.53	2.40	2.45	13.1	10.3	12.6	2.6
신흥시장	16.3	17.9	13.7	15.3	1.75	1.68	0.68	0.91	10.8	9.4	5.0	2.8
유럽	15.0	21.7	16.0	17.9	1.69	1.71	1.64	1.67	11.3	7.9	10.3	3.1
APx Japan	15.5	19.7	16.8	17.7	1.51	1.47	1.42	1.43	9.7	7.5	8.5	3.9
한국	19.0	16.3	11.3	13.0	1.11	1.03	0.96	0.99	5.9	6.3	8.5	2.2
미국	22.2	27.1	21.5	23.4	3.79	3.80	3.56	3.65	17.1	14.0	16.6	2.2
영국	11.5	18.0	13.6	15.2	1.44	1.48	1.42	1.44	12.6	8.2	10.4	4.8
독일	16.6	23.5	15.5	17.9	1.50	1.52	1.45	1.48	9.1	6.5	9.4	2.9
프랑스	14.4	24.7	15.7	18.5	1.44	1.45	1.40	1.42	10.0	5.9	8.9	2.2
일본	19.4	20.0	14.7	17.8	1.26	1.20	1.14	1.18	6.5	6.0	7.8	2.5
대만	21.0	16.7	17.0	18.0	2.24	2.20	2.07	2.12	10.7	11.3	12.1	3.1
중국	16.8	16.6	13.8	15.0	2.01	1.91	1.72	1.80	11.9	11.5	12.5	2.6
홍콩	14.5	18.0	14.1	15.4	1.11	1.04	1.00	1.02	7.7	5.8	7.1	3.5
인도	24.5	27.6	19.5	24.2	3.07	2.81	2.56	2.72	12.6	10.2	13.1	1.4

자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

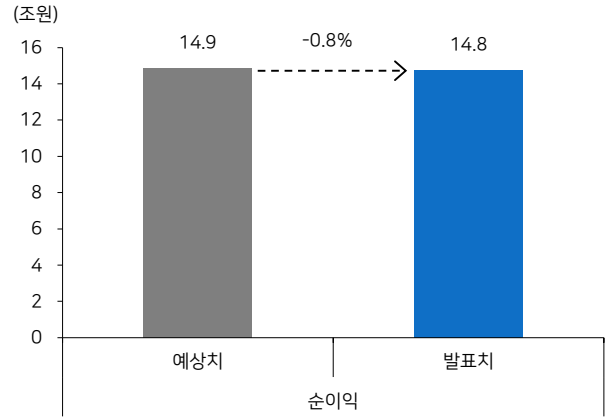
한국 2분기 실적 발표 중간 평가 : 낮아진 기대치 대비 소폭 양호

그림11 2분기 영업이익의 전망치 vs 발표치



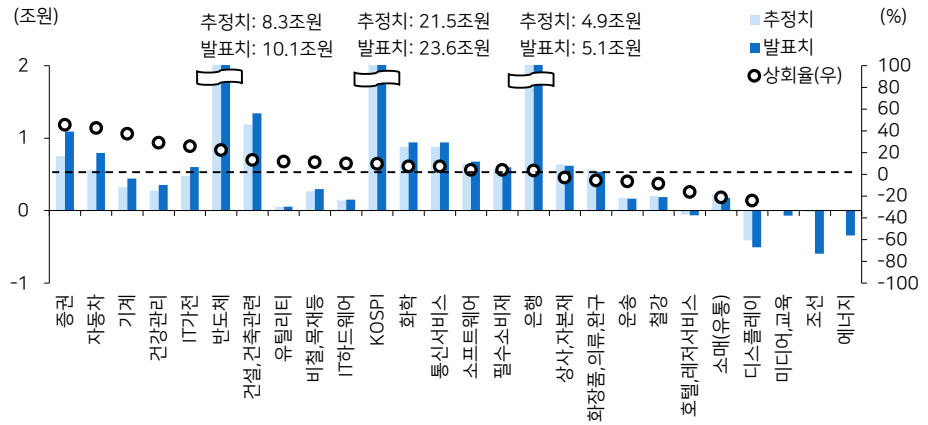
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림12 2분기 순이익의 전망치 vs 발표치



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

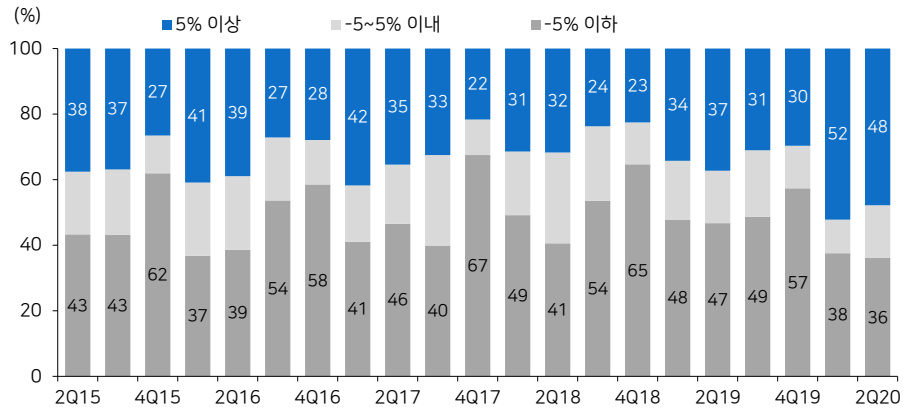
그림13 업종별 2분기 영업이익의 추정치 vs 발표치, 상회율



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

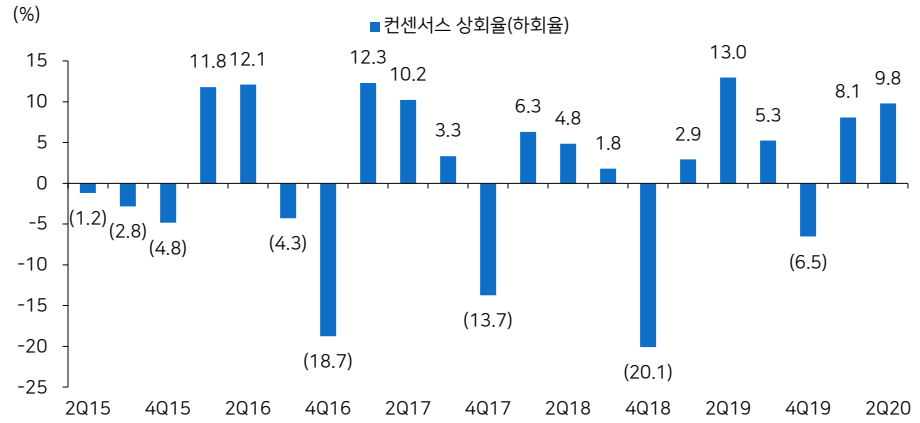
1,2분기 모두 낮아진 기대치 대비 이익 서프라이즈 종목수 비율이 과거 평균 상회

그림14 분기별 영업이익의 서프라이즈(쇼크) 종목수 분포 : 추정치 대비 발표치 5% 상회회 기준



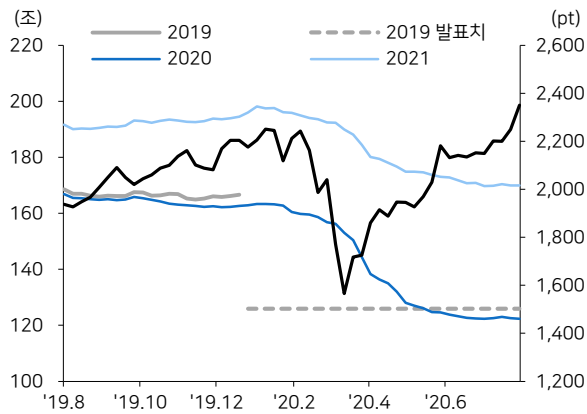
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림15 분기별 영업이익 전망치 대비 발표치 상(하)회율 추이



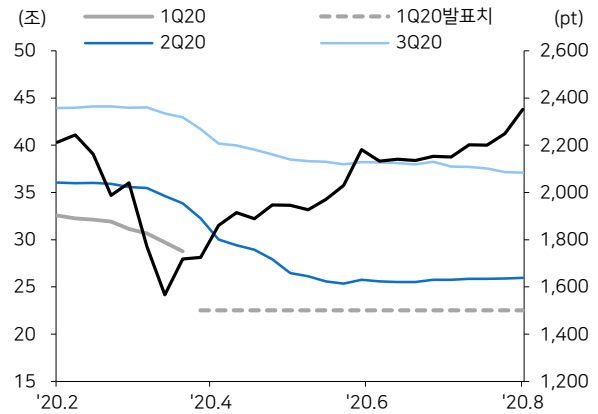
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림16 연간 이익 전망치 변화 : 추정치 존재 종목 기준



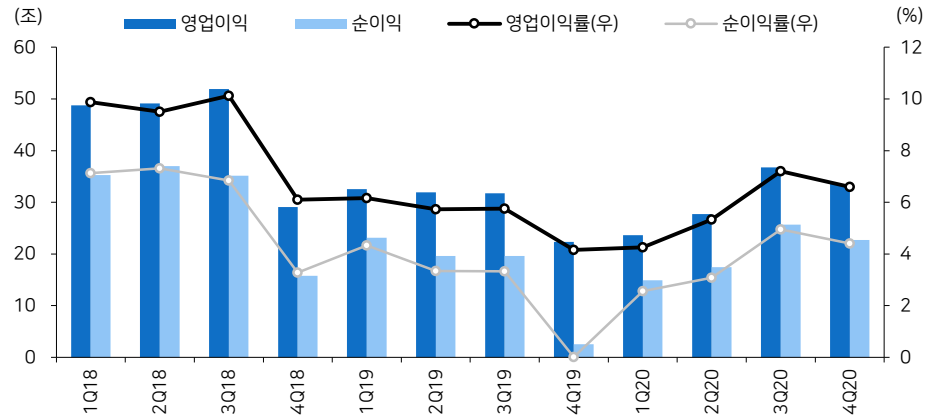
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림17 분기별 이익 전망치 변화 : 추정치 존재 종목 기준



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림18 분기별 영업이익, 순이익, 영업이익률, 순이익률 : 상반기는 역성장, 3분기 이후 성장 전망



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

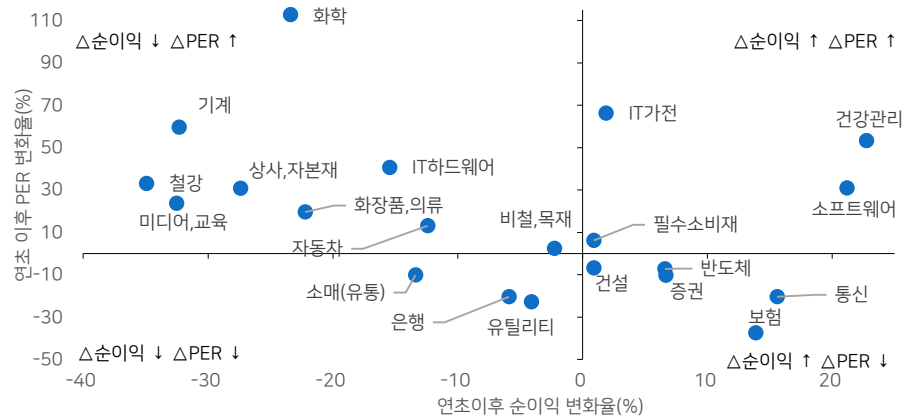
업종별 투자매력도 체크 : 반도체, 증권, 통신으로 순환매 전망

앞서 설명했듯이 최근의 글로벌 증시 상승은 초저금리 유동성, 2021년 이익 턴어라운드 기대감, 포스트 코로나 성장주의 장기 성장 전망에 기인한다. 여기에 한국은 개인투자자의 대규모 증시 유입이 더해진 양상이다. 한편, 소폭의 이익 전망치 개선치고는 주가지수와 밸류에이션 상승폭이 너무 크다는 점은 부담 요인이다.

반도체, 증권, 통신은 이익 개선에 비해 PER 상승폭 낮아 순환매 국면에 유리할 전망

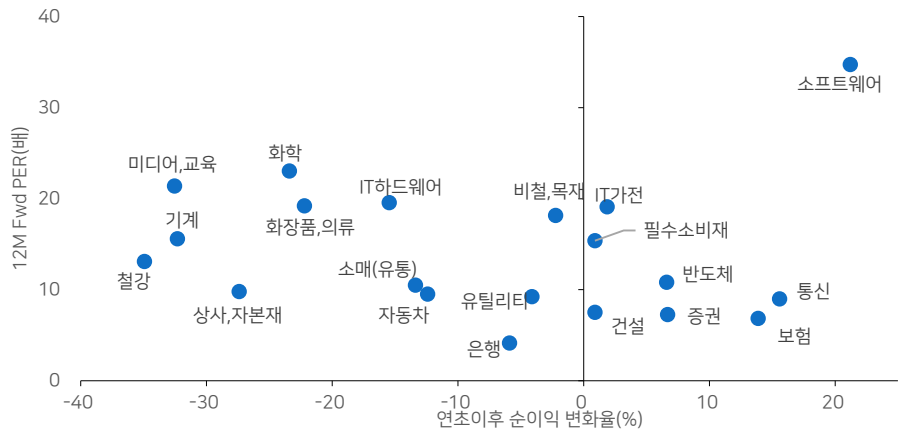
이에 따라 기존 주도주(소프트웨어, 건강관리)의 추가 상승보다는 최근 이익 전망치 개선 종목 중에서 주가가 덜 오른 종목 및 업종으로 순환매가 나타날 것으로 예상된다. 대상 업종을 찾기 위해 아래 차트를 체크하자. 우하단에 위치한 반도체, 증권, 통신은 이익 개선세에 비해 주가 상승폭이 크지 않다는 점에서 순환매에 가장 유리할 것으로 판단한다. 왼쪽에 위치한 기계, 철강, 미디어 업종은 상대적으로 투자 매력도가 낮은 업종에 속한다.

그림19 연초 이후 업종별 순익 전망치 변화 vs PER 변화율



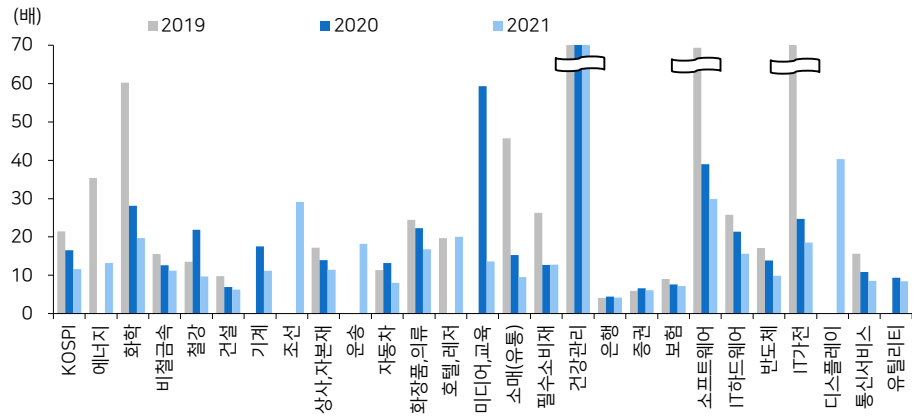
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림20 연초 이후 업종별 순익 전망치 변화 vs PER



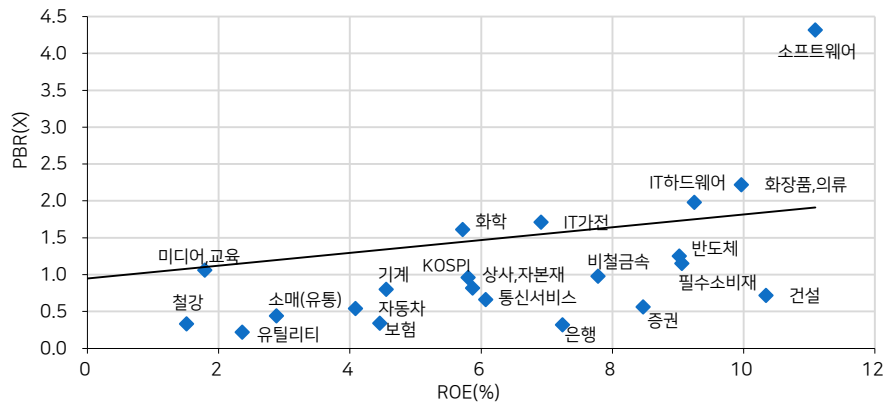
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림21 업종별 PER



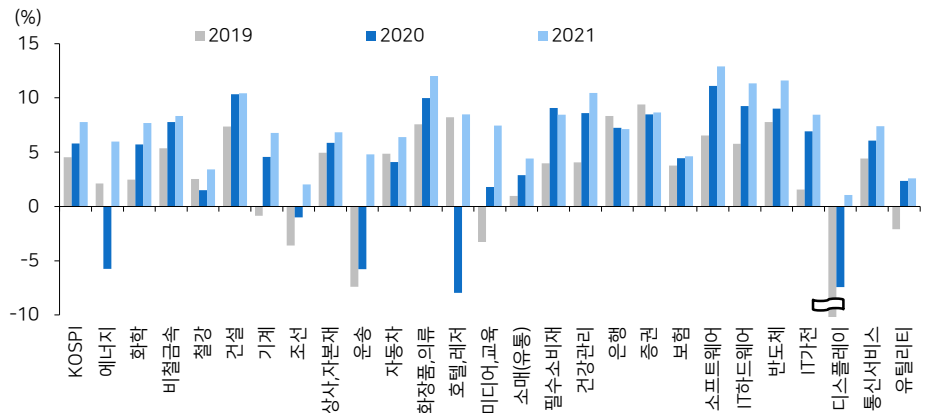
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림22 2020년 업종별 ROE vs PBR



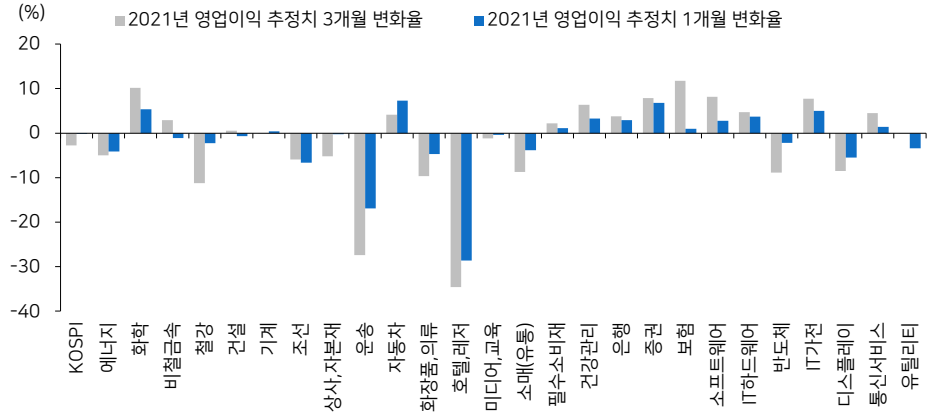
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림23 업종별 ROE



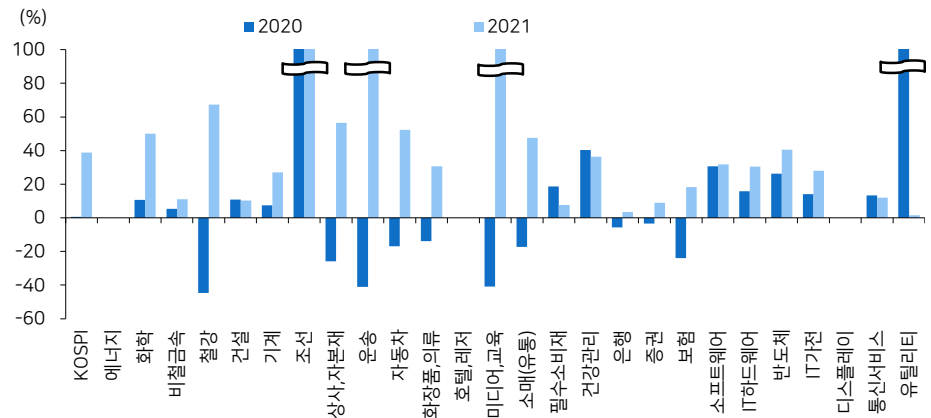
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림24 영업이익 추정치 변화율_2021년



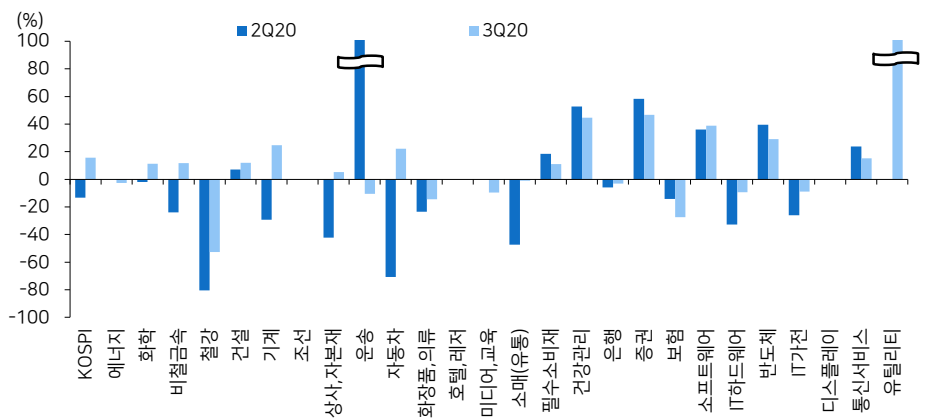
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림25 연간 영업이익의 증가율_전년동기 대비



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

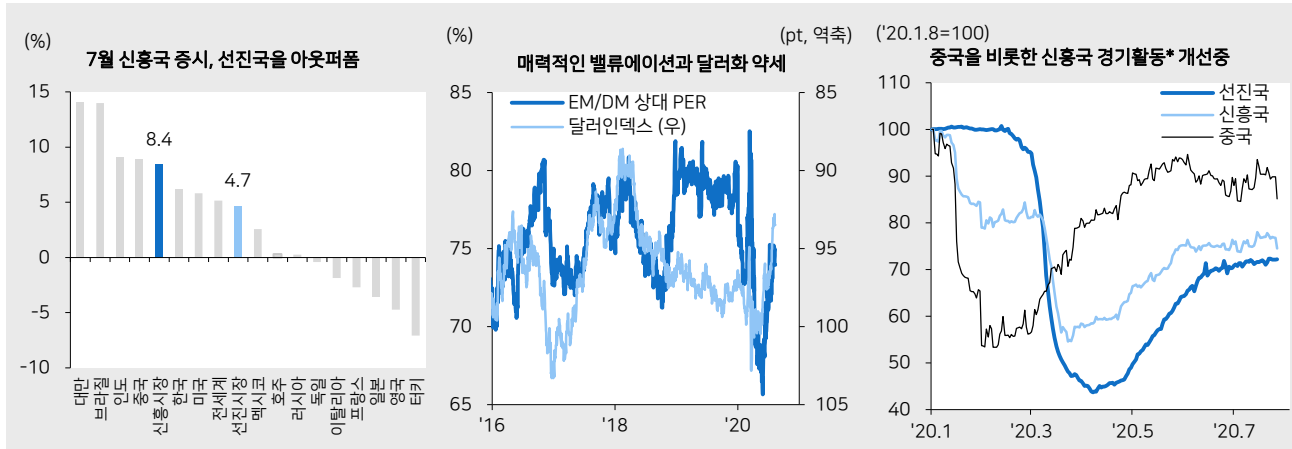
그림26 분기 영업이익의 증가율_전년동기 대비



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트 김태형 연구원

그래도 신흥국 증시는 간다



*주: 신용카드 사용, 여행/위치 정보 이용 등 Bloomberg가 집계한 data
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

선진국을 아웃퍼폼하는 신흥국

7월 신흥국 증시는 선진국을 아웃퍼폼했다. MSCI 지수 기준 선진국이 4.7% 오를 때 신흥국은 8.4% 올랐다. 국가별로는 대만과 중국이 각각 14.1%, 8.9% 오르면서 상승을 주도했다. 시장은 코로나19가 터지기 전보다 신흥국 증시를 선호하는 것으로 판단된다. 그렇다면 당분간 이러한 신흥국 증시 선호 현상이 지속될까?

신흥국 증시 강세가 지속될 이유
 1) 밸류에이션 매력/달러화 약세

신흥국 증시 선호 현상은 지속 가능하다고 판단된다. 첫 번째는, 선진국 대비 매력적인 밸류에이션 레벨과 달러화 약세다. 현재 신흥국 증시(MSCI 기준)의 12개월 선행 PER은 선진국 대비 73.9%다. 최근 나타나고 있는 신흥국 증시의 상대적인 강세에도 10년 평균(78.5%)을 하회 중이다. 따라서 밸류에이션 매력은 유효하다. 달러화는 50일 이동평균선을 하회하며 약세를 보이고 있다. 7월 FOMC에서 확인되었듯 경제가 회복이 될 때까지 연준은 당분간 완화적 통화정책 기조를 유지하겠다고 했다. 이는 달러화 약세를 연장시켜 신흥국 증시의 매력을 유지시킬 것이다.

2) 선진국 대비 개선세가 뚜렷한 신흥국 경제활동

두 번째는, 선진국 대비 개선되고 있는 신흥국 경제활동이다. 코로나19가 신흥국 국가들에 큰 타격을 입혔으나, 회복 속도를 보면 상대적으로 더 빠르게 개선되고 있다. Bloomberg에 따르면, 발원지인 중국은 코로나19가 터지기 이전 수준의 경제활동을 회복하기 까지 15%를 남겨둔 가운데 선진국은 아직 28%를 남겨두고 있다. 여기에 MSCI 신흥국 지수 내 비중이 높은 한국, 브라질 등의 경제 활동 빈도가 선진국 대비 개선되고 있다. 전세계적으로 코로나19 확산이 여전한 가운데 단기적인 관점에서는 더욱 활발한 경제 활동이 관찰되고 있는 신흥국이 유리하다.

3) 미-중 무역합의 기대

또 하나는 미-중 무역합의 기대다. 양국은 8월 15일 예정대로 고위급 무역 회담을 개최한다고 밝혔었다. 경기 회복이 완전히 나타나지 않은 가운데 양국은 합의 의지를 분명히 하고 있다. 또한, 트럼프 대통령이 대선을 앞둔 만큼 초강수를 둘 가능성이 낮다. 그 동안의 갈등의 핵심이었던 무역을 둘러싼 양국간의 합의 기대는 신흥국 투자 심리를 더욱 유지시켜줄 것으로 예상된다.

칼럼의 재해석

이상현 수석연구원

일본의 수출 규제에 따른 한국의 일본 의존도 약화 (Pulse)

2019년 7월 일본은 한국의 주요 수출 품목인 반도체 및 디스플레이 생산에 중요한 3가지 품목의 한국 수출을 제한하였다. 일본은 나중에 수출을 우선적으로 통제하는 신뢰할 수 있는 무역 파트너 목록에서 한국을 제외시켰고, 이로 인해 한국은 일본의 화이트리스트에서 제외시켰다. 일본의 행동은 1910년부터 1945년까지 일제 강점기 시절 강제 노동에 대해 일본 기업들에게 한국인 희생자들에게 배상을 명령한 서울 법원 판결에 대한 보복으로 볼 수 있다.

'19년 한국의 일본 수입은 총 476억 달러로 한국 총 수입의 9.5%를 차지했다. KCCI는 1965년 데이터 집계 이래 처음으로 수치가 한 자릿수로 떨어졌다고 말했다. KCCI는 보고서에서 "한국 기업들은 일본 부품과 소재를 자체 대체품으로 대체하고 무역 포트폴리오를 다변화함으로써 일본의 무역 제한의 타격을 피할 수 있었다"고 말했다. 대신 수출규제는 다른 산업이 일본에 대한 의존도를 낮추도록 유도하는 효과가 있다고 덧붙였다. 한국무역투자진흥원의 조사에 따르면 한국 기업의 약 84%가 수출규제로 인한 피해가 없다고 답했다. 일본과 거래를 하는 302개 한국 기업 중 91%가 이러한 제한이 기업 경쟁력에 큰 영향을 미치지 않는다고 답했다. 결론적으로 일본의 수출 규제에 의해 한국 기업들이 기술 자급자족을 달성하고 공급원을 다변화하면서 가속화되었다.

일본제철의 자산압류 명령 불복에 따른 한일 갈등 고조

양국 간 배상 문제로 인한 갈등 고조

이달 4일, 일본 전범기업인 일본제철이 한국 법원의 한국 내 자산압류 명령에 불복해 항고함으로써 한일간 갈등이 재점화되는 양상이다. 일본제철은 '18년 10월 한국 대법원으로부터 일제강점기 강제징용 피해자 4명에게 1억원씩 배상금을 지급하란 판결을 받았으나 그 이행을 계속 거부해왔고 피해자 측은 일본제철의 한국 내 자산에 대한 압류 및 매각명령을 법원에 신청하였다. 한국 법원은 자산압류 명령은 공시송달 절차를 거쳐 이달 4일부터 효력을 갖게 된 상황이지만 일본제철은 명령에 불복하고 있다. 한국 법원의 판결에 일본이 반발하고 추가 보복을 예고하며 한일 갈등은 다시 고조되었다.

여러가지 보복 조치가 거론되는 상황이지만 정면충돌은 양국에게 부담되는 상황

일본 정부 대변인인 스사 요시히데 일본 관방장관은 이 사태에 대해 "모든 대응책을 검토하고 있다"며 관세 인상과 송금 중단, 비자 발급 제한, 일본 내 한국 자산 압류, 주한 일본 대사 일시 소환 등이 보복 수단으로 거론되고 있다고 밝혔다. 하지만 '19년 수출규제 때처럼 일본도 피해를 받을 수 있어 일본 입장에서도 보복 조치를 취하기는 조심스러운 상황이다.

표1 한일 갈등 및 수출규제 관련 일지

일자	내용
2018년 10월 30일	대법원, 일본제철에 강제징용 피해자 배상 명령
2018년 12월 25일	일본 외무상, "강제징용 배상 판결로 자국 기업에 불이익 갈 경우 대항하겠다" 입장 표명
2019년 01월 02일	강제징용 피해자들, 일본제철 한국 내 자산 강제 집행 신청
2019년 06월 20일	일본, 한국이 한일 기업의 자발적 출연금으로 강제징용 위자료를 지급하자고 제안했으나 거절
2019년 06월 27일	서울고법, 강제징용 피해자들의 일본제철 상대 손해배상청구 소송 항소심에서 1심과 같은 배상 판결
2019년 07월 01일	일본, 반도체 소재 등 3개 품목 한국 수출규제 발표
2019년 08월 07일	일본, '백색국가서 한국 제외' 시행령 공포
2020년 06월 01일	대구지법, 일본제철이 소유한 주식회사 주식에 대해 압류명령 결정 공시송달
2020년 08월 04일	공시송달 효력 발생, 일본제철의 국내 자산 강제 매각 가능

자료: 언론보도, 메리츠증권 리서치센터

수출규제는 오히려 소부장 업체에게 기회

일본의 반도체 핵심 3개 품목
수출규제

이러한 상황에 대해 투자자들은 많은 우려가 있다. '19년 일본 수출규제 사례를 통해 향후 있을 보복조치에 대한 주식시장의 영향을 논의해보고자 한다. 과거 '19년 7월 일본이 전면적으로 수출 규제 발표했다. 항목별로 보면 일본은 불화수소, 포토레지스트, 불화 폴리이미드 등 반도체 핵심소재 3종의 수출을 규제했다. 3개 품목은 반도체 핵심소재이면서 일본 의존도가 90%나 됐다. 3개 품목을 '포괄수출허가'에서 '진별허가' 대상으로 전환하면서 일본은 한국의 반도체 구조적 취약성을 겨냥하였다.

수출규제 후 3개 품목 국산화,
공급처 다변화에 성공

하지만 일본의 수출 규제는 오히려 변하지 않던 국내 기업의 변화를 이끌었다. 정부는 20년만에 소부장 특별법을 전면개정하고 특별회계를 신설했으며, 경쟁력 강화를 위한 75개 대책 과제를 발표하였다. 또한 한국 기업들은 일본에 의존했던 소재의 공급처 다변화와 국산화에 빠르게 뛰어들었다. 불화수소는 SK머티리얼즈에서 국산화에 성공하여 양산을 시작하였고 3년 안에 국산화율을 70%까지 끌어올릴 계획이다. 포토레지스트는 일본의존도가 92%로 공급업체가 편향되어 있었는데 현재 벨기에, 독일 등으로 공급처를 늘렸고, 동진세미캠과 SK머티리얼즈에서도 증설을 확정하였다. 불화 폴리이미드는 코오롱인더스트리가 생산 설비를 갖추고 '19년부터 양산에 들어갔다.

오히려 일본 수출규제의 타격이
자국업체를 향함

한국의 기업과 정부의 노력으로 인해 타격을 받은 것은 아이러니하게도 일본 업체들이었다. 불화수소 1위 업체인 스텔라케미파의 '20년 1분기 매출과 영업이익은 전 분기 대비 각각 12%, 32% 감소하였다. 이에 대해 스텔라케미파는 "한국에 대한 수출규제 등으로 반도체 액정에서 쓰이는 불화수소 판매가 급감했다"고 발표했다. 현재는 되려 일본 기업들이 한국 대기업에 대한 납품 물량을 원상 복귀시켜 달라고 요청 중인 상태지만 국내 반도체업계 관계자는 이를 고려하지 않고 있다고 한다.

오히려 일본 수출규제의 타격이
자국업체를 향함

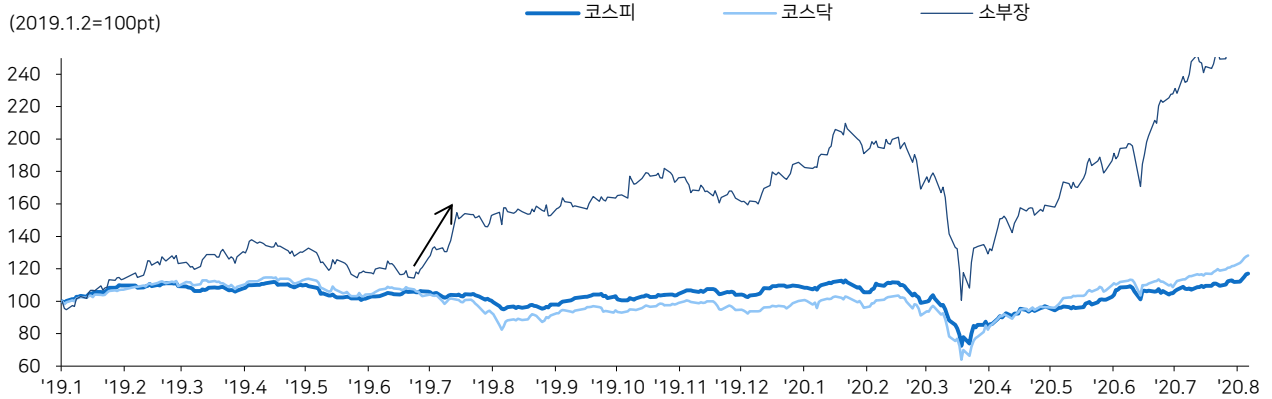
이러한 결과를 미리 반영한듯 소부장 업체들의 주가는 수출규제를 발표했던 '19년 7월부터 반도체 소부장 관련 주가는 시장 대비 큰 폭으로 상회하였다. 그 이후 현재까지도 국산화의 수혜주로서 시장 대비 아웃퍼폼하고 있다.

표2 수출규제 3개 품목 국산화, 공급처 다변화 현황

품목	규제 전	현재
불화수소	- 일본 의존도 44% - 불산액은 일본 스텔라케미파, 모리타 화학공업 등으로부터 수입 - 에칭가스는 일본 쇼와덴코로부터 수입	- 솔브레인, 렘테크놀로지 공장 증설 통해 불산액 대량 생산 성공 - SK머티리얼즈 에칭가스 국산화 최초 성공 - 불산액은 중국 회사, 에칭가스는 미국 회사 등으로 공급처 확대
포토레지스트	- 일본 의존도 92% - 일본 JSR, 신세츠헤미칼로부터 EUV 포토레지스트 수입	- 동진세미캠 불화아르곤 포토레지스트 공장 증설 - 벨기에 기업으로부터 EUV용 포토레지스트 확보
불화 폴리이미드	- 일본 의존도 94% - 스미모토 화학 등 일본 기업으로부터 거의 전량 수입	- 19년부터 코오롱인더스트리 양산 시작 - SKC, 생산설비 갖추고 테스트 진행 중

자료: 산업통상자원부, 메리츠증권 리서치센터

그림1 반도체 소부장 기업 Universe



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터
 소부장 업체: 솔브레인홀딩스, SK머티리얼즈, SKC, 동진세미켐, 이오테크닉스

소부장 2.0 전략을 통한 더욱 굳건해질 국내 서플라이 체인

추가 수출규제가 국내 서플라이 체인에 끼칠 영향은 제한적

아직 일본의 추가 보복에 대한 구체적인 내용이 나오지 않아 리스크는 존재하지만 '20년 7월 정부가 내놓은 소부장 2.0 전략을 통해 보았을 때 충분히 대응가능할 것으로 보인다. 소부장 2.0 전략을 통해 핵심 품목 리스트를 6대 주력사업 중심의 100개의 품목에서 로봇, 환경에너지 등 신산업 확대를 통한 338개 이상으로 늘렸다. 정부는 일본 수출규제나 코로나와 같은 불확실한 상황에 대비하여 흔들림 없는 공급망을 구축하는 것이 목적으로 산업 밸류체인에 필수적인 기술분야에 잠재 역량을 갖춘 으뜸기업 100개를 육성 및 지원할 계획이다.

기업, 연구소, 정부 간의 연대와 협력 통한 서플라이 체인 강화

더 구체적으로 살펴보면 소부장 2.0 전략을 실현하기 위해 다양한 기업과 연구소, 유관 기관들이 자발적으로 참여가 필요하다. 이에 따라 SK하이닉스는 솔브레인 등 4개 협력사, 융합혁신지원단, 반도체산업협회 및 산업통상자원부 간 '용인 반도체 클러스터 연대와 협력 협약'을 체결하였다. 또한 글로벌 반도체 제조기업인 램 리서치와 텍스 등 국내 6개 협력 소부장 기업 간에도 협력 협약이 체결되었다. 동 협약은 외국인 투자기업이 적극적으로 국내 협력기업 간 연대와 협력을 통해 국내 공급망으로 연계하는 사례로, 국내 서플라이 체인을 더욱 강화할 것으로 기대된다.

표3 소부장 경쟁력 강화대책과 2.0 전략 비교

구분	소부장 경쟁력 강화대책('19.8.5)	소부장 2.0 전략
전략	- 일본 수출규제 긴급대응 대책	- 미래 선점 + GVC 재편대응형 중장기 전략
대상	- 특정국가 + 현재 밸류체인 - 100개 품목	- 글로벌 차원 + 미래 밸류체인 - 338+α개 품목"
방식	- 개별투자유치 중심	- 글로벌 수요기업 구매력+대표 클러스터 활용
내용	- 기업간 1:1 협력 - 국내 + 수요-공급기업 협력	- 민간 주도 다대다 연대와 협력 - 글로벌 + 해외 기업/연구소 협력까지 확장
기타	- 대체처 발굴 등 다변화 지원 - 경쟁력 위원회 + 수급대응센터	- GVC 재편대응 특별위원회'설치 - 수급대응센터 338+α개 모니터링 기능 확대

자료: 산업통상자원부, 메리츠증권 리서치센터

변동성 확대 요인은 존재하나 국산화 수혜주에 관심을 가져볼 때

다가올 이벤트에 따른 양국
간의 입장 차이 재부각 가능성
존재

위에서 언급했듯이 일본의 추가 보복이 국내 증시의 끼치는 영향은 제한적일 수 있으나 8월14일 '위안부의 날', 8월 15일 광복절 기념사, 8월 24일 GSOMIA 연장 여부 결정 시한 등이 다가오고 있어 양국 간의 입장 차이가 재부각될 가능성이 있다. 또한 아베의 지지율이 낮아지고 있기 때문에 한국과의 갈등을 이용해 지지율 반등을 노릴 수 있다는 점에도 주목해야 한다. 이에 따른 주식시장의 변동성 확대를 주의해야 한다. 하지만 민간과 정부의 주도하에 굳건해진 국내 서플라이 체인으로 국산화 수혜주는 계속 관심을 가지고 지켜볼 때이다.

원문: *Korea's economic reliance on Japan weakens following Tokyo's export curbs (Pulse)*