

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2020. 9. 8 (화)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

코스피 단기 하락 위험 요인 점검

오늘의 차트

증시 모멘텀 부진, 가치주로 대응해야 할 시점

칼럼의 재해석

GM, Honda 전기차 플랫폼 동맹 결성

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

코스피 단기 하락 위험 요인 점검

- ✓ 3월 이후 코스피 상승세 지속, 과거 주요 반등 국면 대비 이례적으로 되돌림 폭은 작고, 상승 속도와 폭은 큰 상황
- ✓ 이익 개선 주요 업종 포함해 외국인 매도세 지속, 이익 개선보다 빠른 주가 반등폭 부담, 8월 이후 코스피 기술적 지표 악화
- ✓ 2021년까지 성장주 중심의 코스피 장기 상승 전망 유지하나 단기 하락 위험 유의할 필요

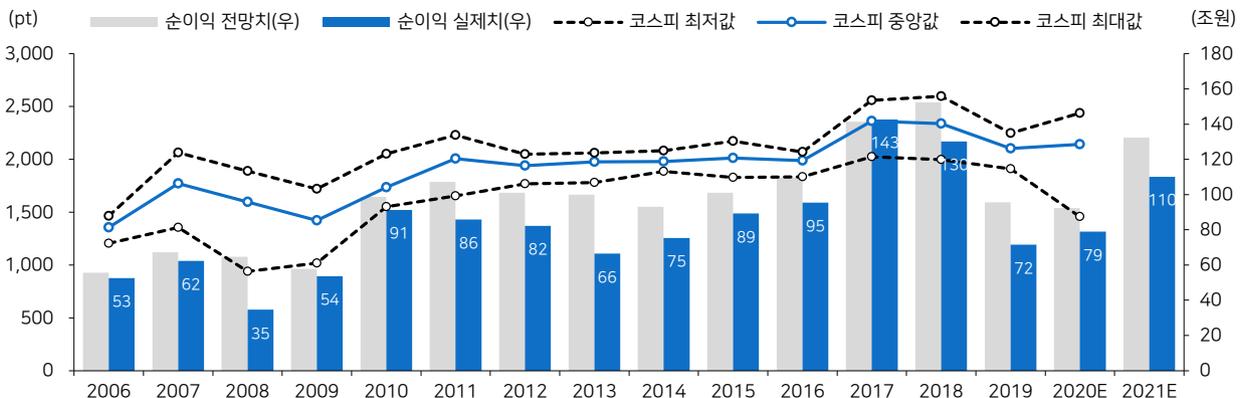
되돌림 폭 작은 이례적 상승세 지속중

지난 3월의 증시 급락 이후 최근까지 약 6개월째 상승세가 지속됐다. 코로나로 인한 경기 둔화를 방어하기 위한 미연준의 초저금리 유동성 공급, 디지털 및 플랫폼 경제 가속화에 대한 기업이익 성장 기대감이 맞물린 결과다. 낮아진 기대치보다 양호했던 2분기 기업 실적, 개인 투자자들의 증시 직접 투자 확대도 증시 상승세의 원인이다.

당사 투자전략팀은 2021년까지 성장주 중심의 장기 상승 전망 코스피 단기 하락 위험은 유의

당사 투자전략팀은 내년까지의 증시 전반적인 상승세, 성장주 중심의 강세 지속 전망을 유지하고 있다. 다만, 최근 나스닥의 장중 기준 5% 전후의 하락이라든지 한국 증시에 대한 외국인 및 기관의 매도 추세는 우려할 만 하다. 본 자료에서는 코스피 단기 하락 위험 요인에 대해 점검해 보고자 한다.

그림1 연간 코스피 범위 및 순이익 추이

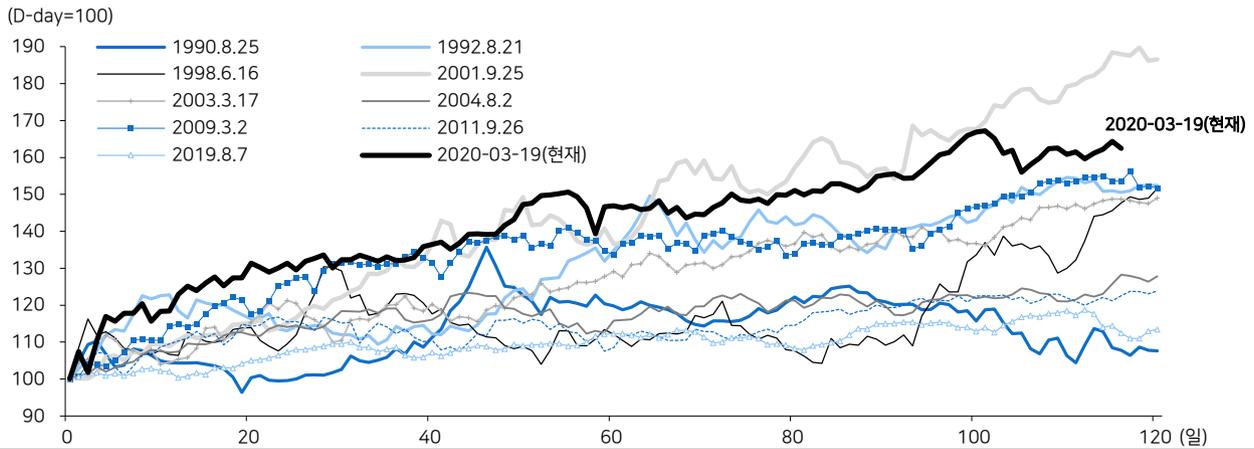


주: 순이익 전망치는 연도별 9월초 증시 컨센서스를 의미. 2020, 2021년의 순이익 실제치 부분은 당사 전망치
 자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

이번 반등은 과거 주요 반등 사례에 비해 반등 속도가 빠르고 반등폭이 큰 상황

우선 1990년 이후 30년 간의 코스피의 주요 반등 국면과 올해의 3월 이후 반등 국면을 비교해보자. 이번 반등 국면은 과거의 9개 사례에 비해 가장 빠르고 반등폭이 강한 수준이다. 초기 60일 간의 반등폭이 가장 가팔랐고 최근 120일까지 보면 2001년 9월의 반등 사례 다음으로 강한 수준이다.

그림2 과거 코스피 주요 반등 사례 vs 올해 3월 반등 : 저점 이후 경과일자별 주가 추이



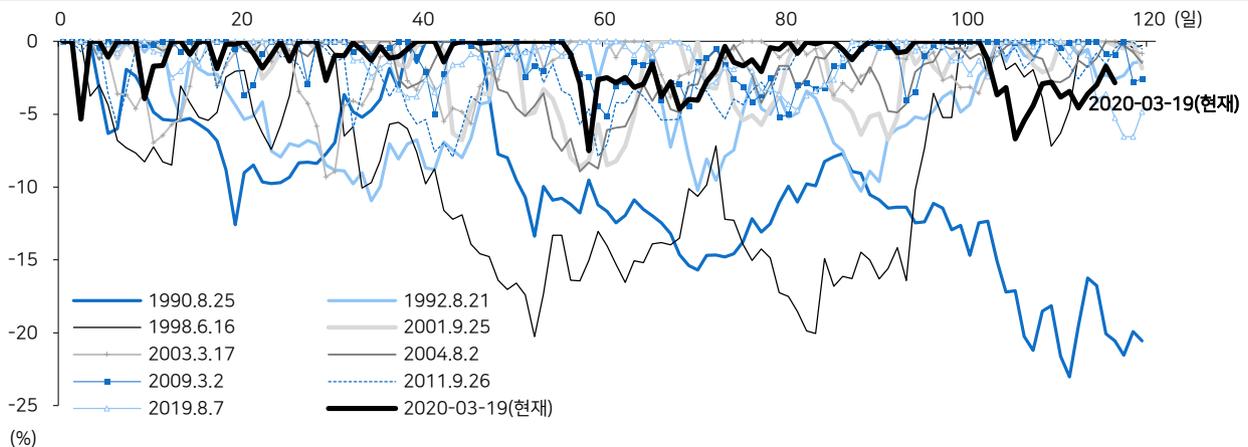
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

이번 반등은 과거 주요 반등 사례에 비해 주가 중간 조정폭은 절반 수준

다음으로 반등 과정에서의 고점 대비 수익률 최대 하락폭을 보자. 아무리 강한 반등이라도 통상적으로 10% 전후의 중간 조정을 거쳤다. 한편, 이번 반등은 5% 정도만의 하락을 기록한 점이 두드러진다. 즉, 반등폭은 가장 강한 수준이고 중간 조정폭은 가장 낮은 편이다. 그만큼 증시에 대기 매수세가 강했고 코로나 이후 국면에 대한 이익 턴어라운드 기대감이 크다는 긍정적인 해석도 가능하다.

한편, 투자심리 과열에 대한 우려도 자연스럽다. 추세가 의미 있게 반전되기 전까진 추세에 올라타서 친구가 되라는 것, 추세는 달(moon)까지도 갈 수 있다는 것이 증시 격언이기는 하다. 다만, 모든 추세에는 끝이 있는 것도 사실이며, 산이 높으면 골이 높을 수 있다는 점도 유의할 만 하다.

그림3 과거 코스피 주요 반등 사례 vs 올해 3월 반등 : 반등 과정의 고점 대비 수익률 하락폭



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

외국인, 기관 매도 지속 부담

연초 이후 개인 투자자가 코스피 기준 42조 순매수를 기록하며 증시 직접 투자 열기가 확대됐다. 한편, 외국인이 27조, 국내 기관이 18조 순매도를 기록한 점은 부담 요인이다. 외국인 지분율도 꾸준히 하락했다.

그림4 코스피 vs 투자 주체별 누적 순매수



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림5 코스피 vs 외국인 지분율

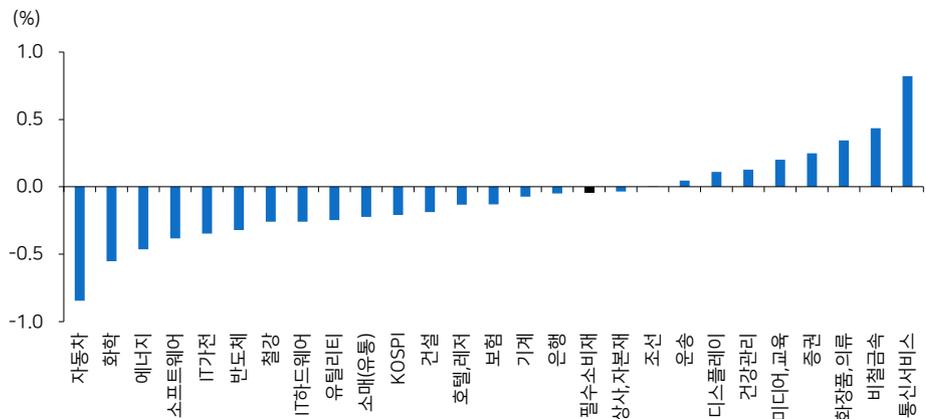


자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

이익 개선 주요 업종에 대한 외국인 매도 부담

최근 1개월 간 업종별 외국인 순매수를 보면 IT, 자동차, 화학 등 주요 이익 개선 업종에 대한 순매도가 두드러진다. 최근 2분기 기업 실적이 전반적으로 기대치보다 양호했으며, 하반기에도 전년 동기 대비 큰 폭의 이익 증가가 예상되지만 외국인 투자자의 매수 참여가 저조하다는 점은 부담이다.

그림6 업종별 외국인 순매수/시총_1개월

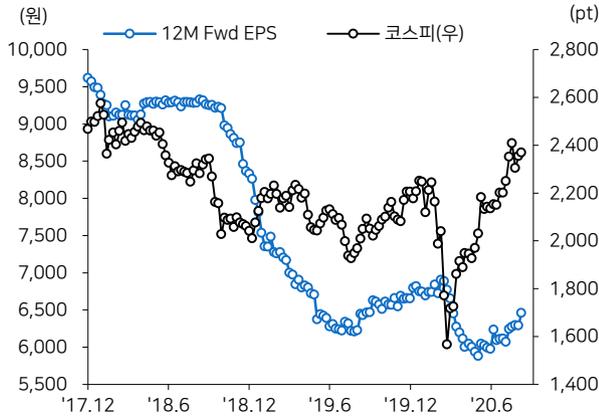


자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

이익 개선폭 반등은 긍정적, 주가 반등폭은 과거 대비 높은 수준

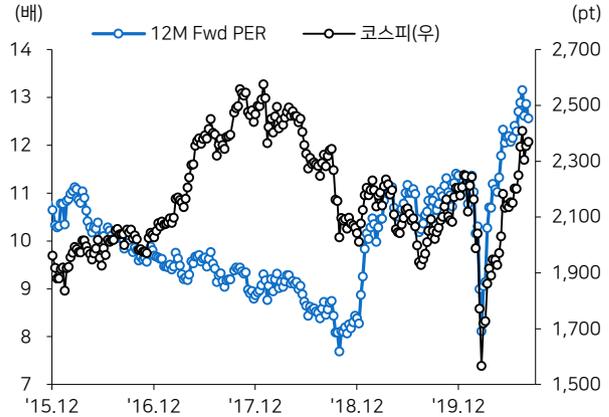
최근에 12개월 예상 EPS가 10% 정도 반등한 점이 긍정적이다. 예상보다 양호했던 2분기 실적 발표 전후로 전망치 하향이 완화되고 일부 종목들에 대해 적극적인 전망치 상향이 나타났기 때문이다. 한편, 작년 하반기에 비해 12개월 예상 EPS는 여전히 낮은 수준임에도 불구하고 주가 수준은 더 높다는 점은 부담이다.

그림7 코스피 vs 12개월 예상 EPS



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

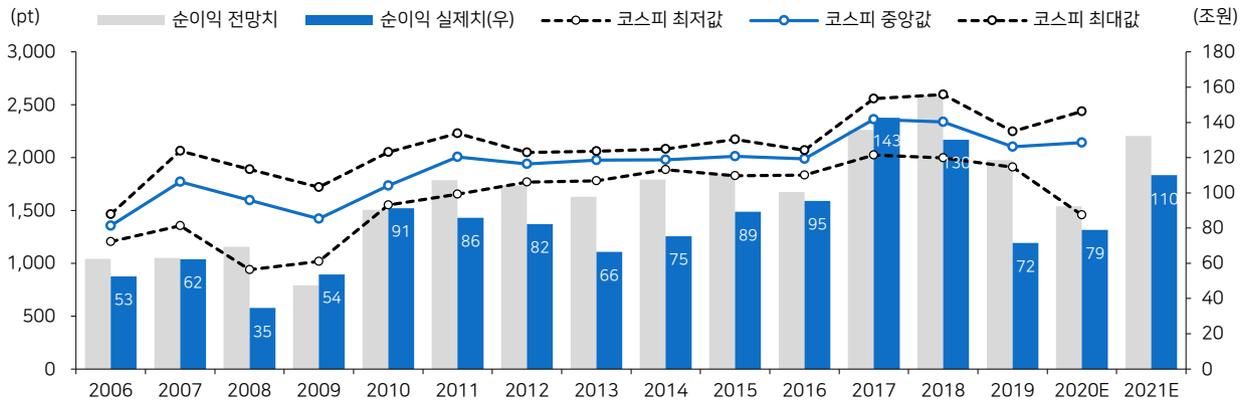
그림8 코스피 vs 12개월 예상 PER



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

초저금리 유동성 장세에서 당해 연도보다는 다음 연도의 이익 전망이 주가에 앞서서 반영되는 것은 자연스럽게는 하다. 다만, 아래 그림에서 보듯이 연도별 코스피 순이익과 코스피 범위를 비교해 보면 현재 코스피 수준이 2021년의 이익 전망을 고려해도 상당히 낙관적인 수준임을 알 수 있다.

그림9 연도별 순이익 vs 코스피 범위



주: 순이익 전망치는 연도별 9월초 증시 컨센서스를 의미. 2020, 2021년의 순이익 실제치 부분은 당사 전망치
 자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

기술적 지표 악화 : Market Breadth 하락 다이버전스

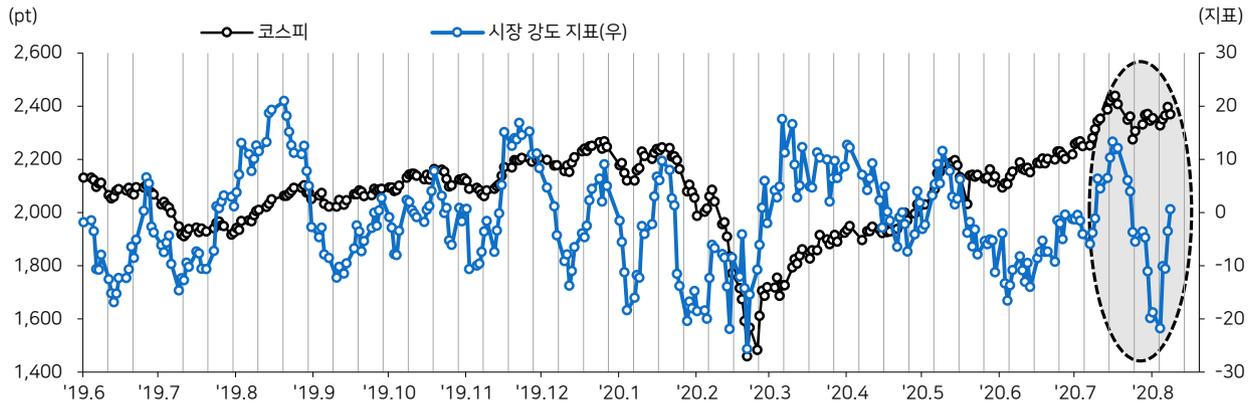
8월 이후 종목 전반적인 기술적 상승 강도(market breadth)가 약화되며 상승 추세 약화 부담

주가 지수와 그 이면의 기술적 지표의 괴리는 추세 반전의 경고등이다. 물론 절대적 기준이라기 보다는 확률적 기준이다. 필자가 신뢰하는 기술적 지표 중에서 매집 분산 지표와, 일중 강도 지표를 주요 130개 종목에 대한 평균치로 코스피와 함께 표시했다. 8월 이후 코스피가 2,300~2,400pt 에서 횡보하는 동안 해당 지표들이 크게 하락한 점이 확인된다. 개별 종목들이 광범위 하게 주가 강세를 기록하지 못하고 일부 종목들에 의해 주가 지수가 유지되고 있다는 점에서 부정적이다.

코스피 중장기 상승 전망 유지, 단기 하락 위험 요인에는 유의할 필요

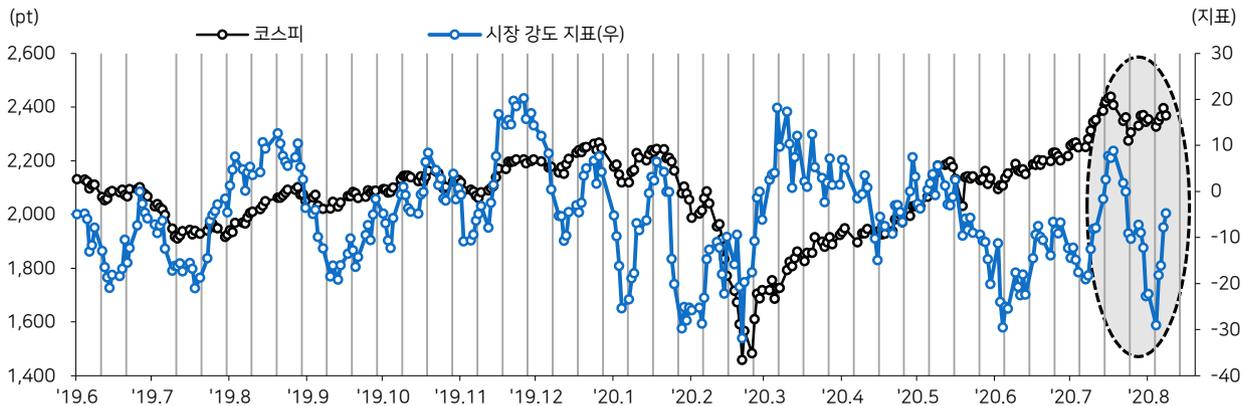
본문 내용을 정리하자면, '과거 대비 되돌림 절반 수준의 빠르고 강한 반등, 외국인 매도세 지속, 이익 개선폭보다 크게 앞선 주가 반등폭, 8월 이후 기술적 지표 악화' 를 설명했다. 결론적으로 2021년까지 코스피 중장기 상승 전망에도 불구하고, 단기로는 소폭 하락(10% 내외) 위험 요인에 유의하자는 판단이다

그림10 기술적 지표 하락 다이버전스1 : 코스피 전고점 근처에서 기술적 지표 악화



주: 주요 130종목에 대해 '(증가 - 저가)/(고가 - 저가)의 10일 거래량 가중 평균' 의 합
 자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림11 기술적 지표 하락 다이버전스2 : 코스피 전고점 근처에서 기술적 지표 악화



주: 주요 130종목에 대해 '(증가 - 저가)/(고가 - 저가)의 10일 거래량 가중 평균' 의 합
 자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

글로벌 및 한국 업종별 펀더멘탈 모니터

국가	수익률 (%)						52주 최저가 대비	52주 최고가 대비
	1주	1개월	3개월	6개월	연초 이후			
World	(2.0)	2.3	7.3	5.8	1.0		44.5	(3.4)
선진시장	(2.0)	2.5	6.9	5.6	0.8		45.0	(3.6)
신흥시장	(2.0)	0.3	10.5	7.4	2.3		40.7	(2.2)
유럽	(1.7)	(0.6)	(1.8)	(6.5)	(13.0)		27.0	(15.7)
APx Japan	(2.1)	0.3	9.6	6.7	2.3		38.1	(2.2)
한국	(0.6)	2.1	7.3	10.0	5.3		53.3	(4.2)
미국	(2.4)	3.6	10.9	10.6	7.4		55.3	(4.5)
영국	(2.6)	(4.1)	(9.1)	(16.1)	(24.3)		14.3	(25.6)
독일	(1.7)	1.7	1.4	2.6	(6.2)		48.6	(9.4)
프랑스	(0.8)	1.7	(0.9)	(9.0)	(15.9)		33.1	(18.4)
일본	0.7	3.9	1.2	7.3	(5.2)		30.2	(6.8)
대만	(1.1)	(1.8)	15.0	13.1	7.9		47.3	(3.4)
중국	(2.5)	1.1	16.6	17.4	16.0		42.1	(3.0)
홍콩	(2.2)	3.4	6.4	(1.3)	(7.9)		24.3	(12.5)
인도	(2.7)	1.2	13.3	2.9	(3.3)		51.2	(5.6)

주: MSCI 지수 기준
 자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

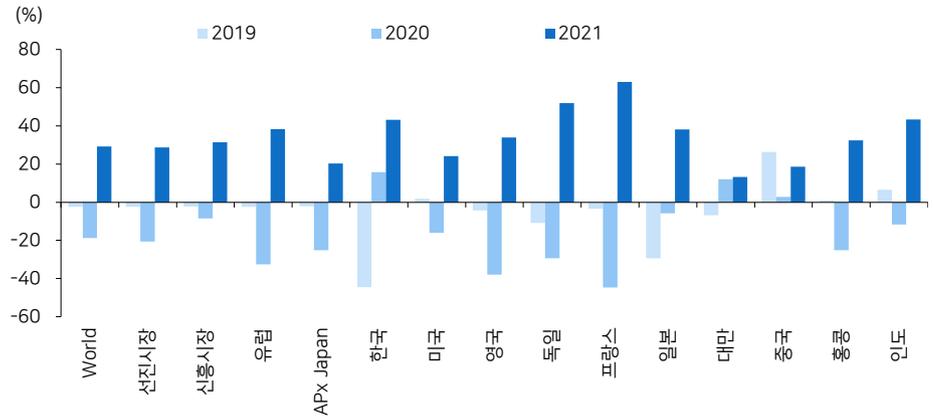
국가	PER (배)				PBR (배)				ROE (%)			배당수익률 (%)
	2019	2020	2021	12M Fwd	2019	2020	2021	12M Fwd	2019	2020	2021	2019
World	19.2	23.6	18.3	19.8	2.43	2.40	2.26	2.31	12.7	10.1	12.4	2.5
선진시장	19.7	24.8	19.2	20.8	2.57	2.55	2.42	2.46	13.1	10.3	12.6	2.4
신흥시장	16.3	17.8	13.6	14.8	1.74	1.68	1.55	1.59	10.7	9.4	11.4	2.8
유럽	14.6	21.7	15.7	17.3	1.65	1.67	1.60	1.62	11.3	7.7	10.2	3.0
APx Japan	15.6	20.8	17.3	18.1	1.51	1.49	1.44	1.45	9.7	7.2	8.3	3.6
한국	18.9	16.4	11.4	12.7	1.06	1.03	0.96	0.98	5.6	6.3	8.4	2.1
미국	22.6	26.9	21.7	23.0	3.86	3.83	3.59	3.66	17.1	14.2	16.6	2.1
영국	10.9	17.6	13.1	14.4	1.37	1.42	1.36	1.38	12.6	8.0	10.3	4.6
독일	16.1	22.9	15.0	16.8	1.46	1.47	1.39	1.42	9.0	6.4	9.3	2.8
프랑스	14.4	25.9	15.9	18.2	1.44	1.46	1.40	1.42	10.0	5.6	8.8	2.1
일본	20.0	21.2	15.4	18.2	1.29	1.25	1.19	1.22	6.5	5.9	7.7	2.4
대만	20.5	17.3	16.3	16.9	2.18	2.14	2.01	2.06	10.7	11.6	12.4	3.1
중국	17.2	16.7	14.1	15.0	2.08	1.93	1.75	1.81	12.1	11.6	12.4	2.5
홍콩	15.3	20.5	15.5	16.7	1.17	1.11	1.07	1.08	7.7	5.4	6.9	3.2
인도	24.0	27.1	18.9	23.0	2.98	2.74	2.49	2.63	12.5	10.1	13.2	1.4

자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

업종	EPS 증가율 (%)					2020 EPS 전망치 변화율 (%)		2021 EPS 전망치 변화율 (%)		EPS 추정치 분산도	EPS 순상향 추정치 비율 (%)	EPS 순상향 회사수 비율 (%)
	2019	2020	2021	12M Fwd	장기성장률	1개월	3개월	1개월	3개월			
World	(2.4)	(18.8)	29.2	10.9	13.6	0.6	(1.7)	0.4	(0.2)	3.4	0.7	(0.2)
선진시장	(2.5)	(20.5)	28.8	9.8	13.2	0.7	(1.1)	0.4	(0.1)	3.1	0.4	0.6
신흥시장	(2.2)	(8.5)	31.4	16.8	17.9	0.0	(4.5)	0.5	(0.6)	11.2	1.2	(1.2)
유럽	(2.4)	(32.5)	38.3	8.6	6.0	(2.5)	(7.6)	(0.5)	(2.5)	14.6	(0.3)	(16.0)
APx Japan	(2.0)	(25.1)	20.3	6.4	4.9	(5.9)	(7.8)	(2.3)	(2.3)	3.6	(3.7)	(44.3)
한국	(44.5)	15.7	43.2	34.9	33.7	(0.8)	(2.5)	(0.9)	(2.4)	9.5	0.8	4.0
미국	1.7	(16.0)	24.2	9.9	16.1	2.7	5.4	1.1	2.2	11.1	1.8	30.2
영국	(4.3)	(37.9)	33.9	1.8	3.7	(2.3)	(6.5)	(1.4)	(4.4)	20.2	(0.3)	(30.2)
독일	(10.8)	(29.4)	51.9	21.0	5.9	0.2	(4.8)	0.2	(1.4)	8.4	(0.1)	5.1
프랑스	(3.4)	(44.6)	63.0	12.5	3.6	(7.2)	(19.8)	(1.0)	(4.6)	18.3	(1.1)	(42.3)
일본	(29.3)	(5.8)	38.2	13.6	11.3	(2.7)	(19.2)	(1.2)	(7.6)	11.4	(1.2)	(23.4)
대만	(6.8)	12.1	13.1	12.9	13.2	3.6	8.3	2.1	6.0	2.9	1.8	38.0
중국	26.3	2.8	18.5	13.2	22.2	1.4	1.1	0.3	0.1	0.7	1.8	1.6
홍콩	0.9	(25.2)	32.3	9.9	9.2	(6.4)	(10.0)	(3.3)	(5.1)	124.8	(4.5)	(69.2)
인도	6.4	(11.6)	43.3	9.7	13.3	(0.9)	(11.8)	0.6	(3.5)	9.2	1.4	(4.7)

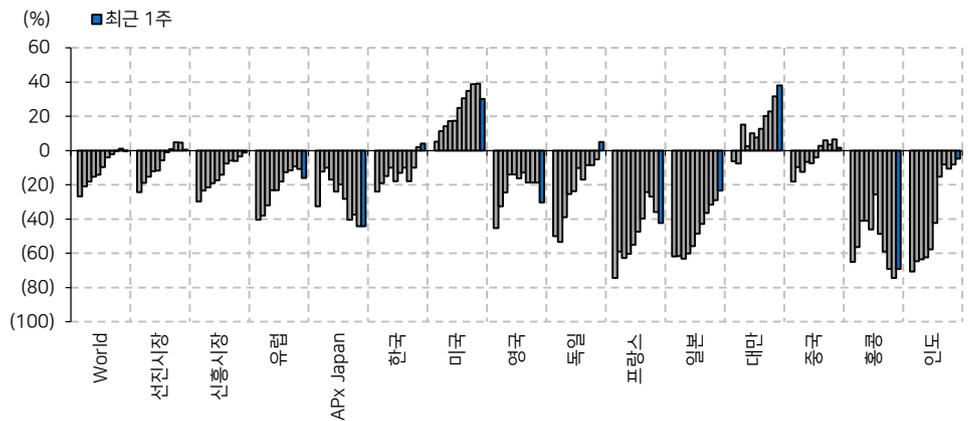
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림12 국가별 연간 EPS 증가율



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

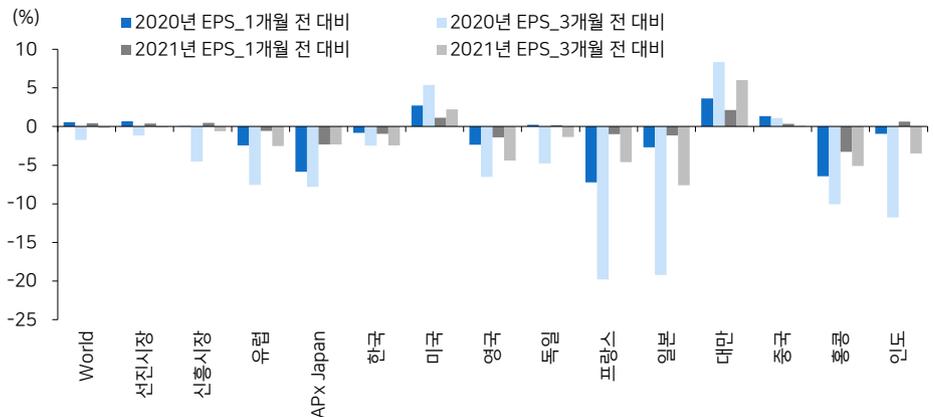
그림13 국가별 EPS 순상향 회사수 비율_최근 12주



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

자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림14 국가별 EPS 추정치 변화율



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

업종	PER (배)				PBR (배)			EV/EBITDA (배)			ROE (%)			배당수익률(%) Trailing
	2019	2020	2021	12M Fwd	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	
KOSPI	21.6	16.7	11.6	12.6	0.98	0.96	0.90	8.0	7.1	5.7	4.5	5.8	7.8	1.8
에너지	32.0	적자	12.8	27.6	0.68	0.73	0.70	9.7	42.4	7.7	2.1	(6.5)	5.5	2.6
화학	62.9	27.2	19.5	21.0	1.56	1.68	1.57	12.9	11.7	9.1	2.5	6.2	8.1	0.8
비철금속	14.7	11.0	9.9	10.2	0.79	0.88	0.83	6.1	5.2	4.7	5.4	8.0	8.4	2.6
철강	12.9	20.5	9.1	10.6	0.33	0.32	0.31	4.8	5.4	4.3	2.6	1.6	3.4	3.9
건설	9.8	7.1	6.3	6.4	0.72	0.71	0.65	5.5	4.2	3.6	7.3	10.0	10.4	2.2
기계	적자	19.6	12.5	13.7	1.01	0.93	0.87	10.7	7.8	6.5	(0.9)	4.8	7.0	1.2
조선	적자	적자	28.6	45.1	0.61	0.59	0.58	63.1	15.6	10.6	(3.6)	(0.9)	2.0	0.1
상사,자본재	16.6	14.6	11.1	11.8	0.82	0.80	0.75	6.1	6.5	5.1	5.0	5.5	6.8	2.3
운송	적자	적자	17.8	37.8	1.13	1.01	0.97	10.1	8.5	6.8	(7.3)	(3.3)	5.5	1.8
자동차	12.4	14.4	8.6	9.5	0.60	0.59	0.56	7.2	7.9	6.1	4.9	4.1	6.5	2.1
화장품,의류	24.9	22.4	16.6	17.7	1.89	2.14	1.93	9.1	9.0	7.4	7.6	9.6	11.6	1.0
호텔,레저	18.9	적자	23.4	63.4	1.55	1.78	1.74	8.0	적자	8.9	8.2	(11.6)	7.4	2.4
미디어,교육	적자	적자	16.5	23.8	1.00	1.14	1.09	9.2	8.6	5.7	(3.3)	(1.6)	6.6	2.7
소매(유통)	46.1	17.2	10.1	11.2	0.44	0.45	0.44	7.0	6.7	5.8	1.0	2.6	4.4	2.3
필수소비재	25.2	11.6	11.6	11.6	0.99	1.08	1.01	8.1	6.3	5.9	3.9	9.3	8.7	2.2
건강관리	170.6	90.6	69.2	73.5	6.93	7.96	7.26	64.0	52.5	42.1	4.1	8.8	10.5	0.1
은행	4.3	4.4	4.2	4.3	0.35	0.32	0.30	n/a	n/a	n/a	8.2	7.2	7.1	5.9
증권	6.2	6.6	6.5	6.5	0.58	0.61	0.57	n/a	n/a	n/a	9.4	9.3	8.8	3.6
보험	10.2	8.4	7.9	8.0	0.38	0.37	0.36	n/a	n/a	n/a	3.7	4.4	4.5	3.8
소프트웨어	74.1	42.8	31.9	34.0	4.84	4.60	4.10	26.8	23.8	18.1	6.5	10.8	12.9	0.3
IT하드웨어	24.5	20.3	14.7	15.8	1.42	1.86	1.67	7.0	6.8	5.5	5.8	9.2	11.4	0.7
반도체	16.6	13.6	9.7	10.4	1.29	1.21	1.11	5.0	4.3	3.4	7.8	8.9	11.5	2.3
IT가전	110.8	23.1	17.6	18.7	1.73	1.61	1.48	11.9	8.0	6.7	1.6	7.0	8.4	0.4
디스플레이	적자	적자	45.3	적자	0.50	0.51	0.50	34.1	4.4	2.8	(24.8)	(7.5)	1.1	0.0
통신서비스	16.0	11.0	8.6	9.1	0.70	0.67	0.64	3.9	3.5	3.2	4.4	6.1	7.4	3.8
유틸리티	적자	8.7	7.4	7.7	0.25	0.23	0.22	8.8	6.0	6.0	(2.1)	2.7	3.0	1.1

자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

업종	영업이익 전망치 변화율 (%)				영업이익 전망치 변화율 (%)				순이익 전망치 변화율 (%)				순이익 전망치 변화율 (%)			
	2020		2021		3Q2020		4Q2020		2020		2021		3Q2020		4Q2020	
	1개월	3개월	1개월	3개월	1개월	3개월	1개월	3개월	1개월	3개월	1개월	3개월	1개월	3개월	1개월	3개월
KOSPI	0.7	(0.9)	0.4	(1.3)	(1.3)	(4.0)	(1.8)	(7.4)	(0.4)	(3.2)	0.3	(1.6)	(2.4)	(3.0)	(2.6)	(9.8)
에너지	적지	적지	(6.6)	(12.0)	(16.2)	(20.2)	(19.2)	(32.3)	적지	적지	(7.8)	(17.3)	(14.8)	(29.4)	(13.8)	(29.4)
화학	2.7	13.1	5.6	14.5	5.2	13.1	3.7	13.5	6.3	17.4	4.5	13.2	9.1	14.2	1.8	14.2
비철금속	1.4	3.2	0.4	3.2	0.0	5.7	1.2	12.7	2.3	7.3	1.1	7.2	1.8	4.6	1.4	4.6
철강	1.4	(16.8)	0.2	(9.2)	(2.1)	(30.2)	(0.8)	(19.1)	1.8	(25.1)	1.2	(8.1)	(8.8)	(22.7)	(3.3)	(22.7)
건설	(0.1)	(2.4)	1.3	0.6	(1.3)	(6.0)	(0.7)	(0.2)	(0.4)	(4.1)	1.3	0.4	(4.0)	0.3	(4.0)	
기계	2.7	2.1	1.7	2.6	2.3	(8.0)	1.8	(2.7)	3.5	5.8	3.5	6.0	(4.2)	(13.1)	6.6	(13.1)
조선	3.3	(62.6)	(1.8)	(10.1)	(10.5)	(34.6)	(8.1)	(11.7)	적지	적전	0.2	(20.8)	(59.1)	(80.5)	0.8	(80.5)
상사,자본재	0.8	(10.2)	4.1	2.0	(2.5)	(3.6)	(2.7)	(6.9)	(11.0)	(11.6)	0.4	4.1	(12.8)	(15.9)	(8.8)	(15.9)
운송	22.5	35.0	(12.4)	(25.8)	(17.7)	(29.7)	(10.1)	(20.8)	적지	적지	(16.4)	(32.7)	적전	적전	적전	적전
자동차	1.3	4.7	2.9	10.2	3.6	7.8	4.8	11.0	0.2	(3.3)	2.3	6.7	3.0	5.3	5.7	5.3
화장품,의류	(4.1)	(16.0)	(1.6)	(10.1)	(4.5)	(23.9)	(5.2)	(18.6)	(2.7)	(13.9)	(0.2)	(7.6)	(3.8)	(23.6)	(5.0)	(23.6)
호텔,레저	적지	적전	(13.7)	(42.0)	적지	적전	적전	적전	적지	적전	(19.3)	(45.8)	적지	적전	적전	적전
미디어,교육	(52.6)	(63.0)	(11.4)	(12.9)	(67.0)	(74.8)	(32.9)	(40.9)	적전	적전	(15.5)	(17.1)	적전	적전	(85.0)	적전
소매(유통)	(14.8)	(22.3)	(4.8)	(9.2)	(14.6)	(20.8)	(7.2)	(13.4)	(22.1)	(28.1)	(7.0)	(11.3)	(14.0)	(25.7)	(6.1)	(25.7)
필수소비재	5.5	7.6	5.0	6.2	4.7	5.0	3.6	3.8	2.9	7.6	3.5	7.1	1.1	(0.1)	4.8	(0.1)
건강관리	2.1	8.3	(0.2)	4.7	1.9	4.6	0.6	1.8	2.6	7.7	0.4	5.3	2.6	(0.6)	3.9	(0.6)
은행	0.4	3.3	0.3	4.3	(0.1)	1.8	0.3	2.4	0.1	2.8	0.4	3.8	0.3	1.4	2.2	1.4
증권	15.7	32.7	3.3	6.7	6.1	24.2	1.8	8.3	11.4	27.5	1.4	4.6	7.2	23.3	2.8	23.3
보험	14.0	23.4	6.3	12.1	0.6	10.7	(18.7)	(15.4)	7.2	14.0	5.9	9.7	1.2	3.3	(2.5)	3.3
소프트웨어	(1.0)	(0.8)	1.7	5.9	(2.9)	(4.0)	0.1	1.4	(0.5)	(4.7)	2.0	5.5	(0.8)	43.0	0.8	43.0
IT하드웨어	(0.2)	2.5	2.0	6.5	(1.4)	(14.4)	1.3	16.1	(0.4)	(0.2)	1.2	4.1	(1.3)	(11.1)	2.6	(11.1)
반도체	(0.9)	(1.4)	(1.4)	(7.5)	(0.9)	(6.8)	(2.7)	(15.4)	(1.0)	(3.7)	(1.5)	(8.1)	(1.4)	(1.9)	(3.8)	(1.9)
IT가전	0.5	8.8	0.8	8.0	1.3	3.0	1.0	5.9	1.9	11.9	0.5	7.6	4.0	26.3	6.4	26.3
디스플레이	적지	적지	0.3	(3.3)	적지	적지	(16.6)	(54.8)	적지	적지	4.7	(36.3)	적지	적지	적지	적지
통신서비스	3.4	4.5	1.4	2.6	3.1	4.3	6.0	4.8	2.7	3.4	1.7	2.7	(1.3)	(1.1)	(11.2)	(1.1)
유틸리티	8.9	12.9	5.7	2.1	0.4	7.8	4.0	10.3	13.8	19.2	17.6	9.7	(3.2)	10.8	10.6	10.8

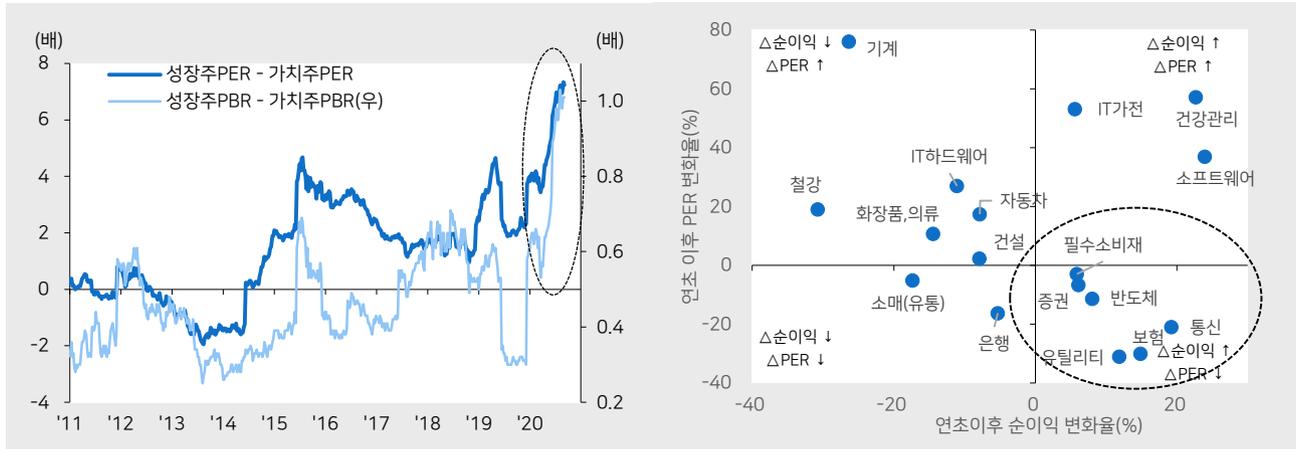
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

업종	영업익 증가율 (%)			영업이익률 (%)			순익 증가율 (%)			순이익률 (%)		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
KOSPI	(32.7)	1.2	38.9	5.4	5.8	7.8	(46.6)	24.0	44.3	2.7	3.7	5.3
에너지	(24.3)	적전	흑전	3.7	(1.5)	4.6	(75.1)	적전	흑전	0.6	(2.7)	2.0
화학	(39.7)	14.1	53.3	4.9	5.8	7.7	(77.2)	204.9	39.6	1.3	4.2	5.1
비철금속	(8.5)	6.8	9.9	8.3	8.8	9.1	7.7	10.6	11.6	5.8	6.4	6.7
철강	(33.8)	(44.0)	65.4	4.7	2.9	4.7	3.3	(45.1)	125.2	1.9	1.2	2.6
건설	(0.4)	9.4	11.4	6.7	7.0	7.2	(12.9)	11.5	12.9	4.2	4.5	4.7
기계	(10.0)	10.2	25.8	4.7	5.3	6.3	(78.3)	431.7	56.8	0.4	2.1	3.1
조선	(61.1)	351.1	181.9	0.2	0.9	2.5	적지	적지	흑전	(3.3)	(0.6)	1.3
상사, 자본재	(11.1)	(23.4)	62.7	3.9	3.3	5.0	(60.4)	17.0	31.8	1.6	2.1	2.6
운송	(38.6)	(21.6)	100.6	2.5	2.3	4.1	적전	적지	흑전	(1.3)	(1.9)	1.7
자동차	35.7	(16.2)	54.5	4.2	3.7	5.1	48.6	(22.2)	68.7	3.5	2.8	4.3
화장품, 의류	14.0	(17.2)	32.3	8.9	7.9	9.4	16.1	(6.5)	35.0	4.9	4.9	5.9
호텔, 레저	15.7	적전	흑전	9.4	(11.7)	6.8	14.0	적전	흑전	5.8	(10.3)	4.6
미디어, 교육	6.0	(72.2)	284.0	5.8	1.9	6.3	적전	적지	흑전	(0.8)	(0.9)	3.3
소매(유통)	(19.7)	(27.1)	62.1	3.0	2.2	3.4	(67.4)	196.4	70.8	0.5	1.4	2.2
필수소비재	8.3	24.7	7.2	5.9	6.9	7.0	(46.9)	129.0	0.3	2.2	4.7	4.5
건강관리	22.0	45.6	34.4	8.6	11.3	13.6	33.2	47.6	30.8	7.0	9.4	10.9
은행	5.0	(5.2)	3.4	n/a	n/a	n/a	4.5	(5.6)	3.8	n/a	n/a	n/a
증권	32.3	2.2	1.9	n/a	n/a	n/a	43.3	(8.7)	1.9	n/a	n/a	n/a
보험	(43.8)	(19.7)	11.2	n/a	n/a	n/a	(41.6)	34.6	5.4	n/a	n/a	n/a
소프트웨어	2.4	28.6	34.7	10.9	12.7	15.2	(14.6)	69.5	34.3	6.2	9.5	11.3
IT하드웨어	(19.6)	15.9	32.5	6.3	6.7	8.0	(30.1)	53.8	37.4	3.2	4.5	5.5
반도체	(61.5)	25.2	40.0	11.8	14.4	18.0	(60.2)	22.0	40.6	9.1	10.8	13.6
IT가전	(16.3)	14.7	28.2	4.0	4.7	5.5	(78.9)	375.3	31.2	0.6	2.8	3.4
디스플레이	적전	적지	흑전	(5.5)	(3.3)	1.7	적지	적지	흑전	(11.5)	(3.4)	0.5
통신서비스	(8.0)	15.5	10.6	5.4	6.1	6.5	(54.7)	42.1	27.9	3.6	5.0	6.1
유틸리티	(51.9)	707.1	(0.7)	0.7	6.0	5.8	적지	흑전	16.8	(2.0)	2.3	2.6

자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트 이정연 연구원

증시 모멘텀 부진, 가치주로 대응해야 할 시점



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

미국, 한국 성장주 중심으로 증시 하락변동성 확대

글로벌 증시는 미국을 중심으로 부진한 성과를 보이고 있다. 특히 기존 주도주였던 기술주들의 하락 변동성이 커졌다. 이에 따라 기술주 중심으로 구성되어 있는 성장주는 시장대비 큰 폭의 하락을 기록했다. 마찬가지로 한국 역시 8월 중순 이후 증시 상승모멘텀이 부진하다. 성장주 주요 업종인 소프트웨어는 최근 한 달간 4% 하락하며 증시 주도주로서의 역할을 하지 못하고 있다.

가치주와 성장주 간 밸류에이션 격차 단기간 가파르게 벌어지며, 성장주 지수 레벨 부담

최근의 하락변동성이 단기 조정일지 추세 전환일지 예측하기는 어려운 상황이다. 다만, 시장 대응에 있어 가치주의 매력에 부각되었다는 점은 확인 가능하다. 밸류에이션 측면에서 연초 이후 성장주로의 과도한 쏠림 현상이 나타났기 때문이다. 가치주와 성장주 간의 PER, PBR 차이는 최근 10년 내 최고 수준까지 벌어졌다. 초저금리에 따른 풍부한 유동성 효과와 성장주의 무형자산을 고려하면 성장주의 가격이 높지 않다는 반론도 가능하나, 연초 이후 단기간 가파르게 밸류에이션 격차가 벌어짐에 따라 현재의 성장주 지수 레벨은 부담스러운 수준이다.

가치주 내 펀더멘탈 개선 기대감이 있는 업종의 상승여력 충분

가치주 내 펀더멘탈 개선 기대감이 있는 업종들도 그 동안 성장주 대비 소외를 받았다는 점 또한 가치주 상승 여력을 뒷받침해준다. 가치주 내 주요 업종인 금융, 필수소비재, 통신은 연초 이후 12개월 예상 순이익이 긍정적으로 변화했음에도 불구하고 주가 상승폭이 크지 않아 12개월 예상 PER은 감소했다. 소프트웨어, 건강관리, IT가전(삼성SDS) 등 성장주 업종만이 펀더멘탈 개선 기대가 주가에 반영되어 이익 개선폭 대비 큰 폭의 주가 상승을 기록해왔다.

하락변동성 확대된 국면에서 가치주 매력 부각

최근 미국 주요지수의 하락에도 금융, 유틸리티 등 가치주 성격이 강한 업종의 수익률은 선방하고 있다. 국내 증시에 대한 외국인 수급 역시 기존 성장주에 대해서 강한 매도세를 보이고 있다. 따라서 펀더멘탈과 밸류에이션, 수급측면에서 보았을 때, 상대적으로 성장주 대비 주가 상승 여력이 남아있는 가치주로 시장 대응을 해야 할 시점이다.

칼럼의 재해석 이다빈 연구원

GM · Honda 전기차 플랫폼 동맹 결성 (Forbes)

지난 9월 3일 GM과 Honda가 북미 자동차 Partnership을 구축하고 전략적 제휴를 체결하면서 그 배경과 실익에 대한 관심이 커지고 있다. 양사는 제휴의 범위는 내연기관차 및 전기차 플랫폼 공동 개발까지 포괄적인 범위에서 이뤄질 예정이며, '21년 초부터 GM의 Ultium 배터리를 탑재한 차세대 BEV 플랫폼을 기반으로 양사의 전기차 플랫폼 개발을 시작한다고 밝혔다.

GM과 Honda의 제휴는 지난 '19년 7월 VW와 Ford의 전기차 플랫폼 협업을 떠올리게 한다. 당시 양사는 Ford가 VW의 MEB 플랫폼을 기반으로 전기차를 생산해 '24년부터 유럽에서 판매를 시작한다는 계획을 밝혔다. 양사의 협력 이유는 전기차, 자율주행차 등 미래 자동차 산업 트렌드에 맞춰 대규모의 투자비용 집행이 필요한 상황에서, 협업을 통해 비용을 감축하고자 하는데 있었다.

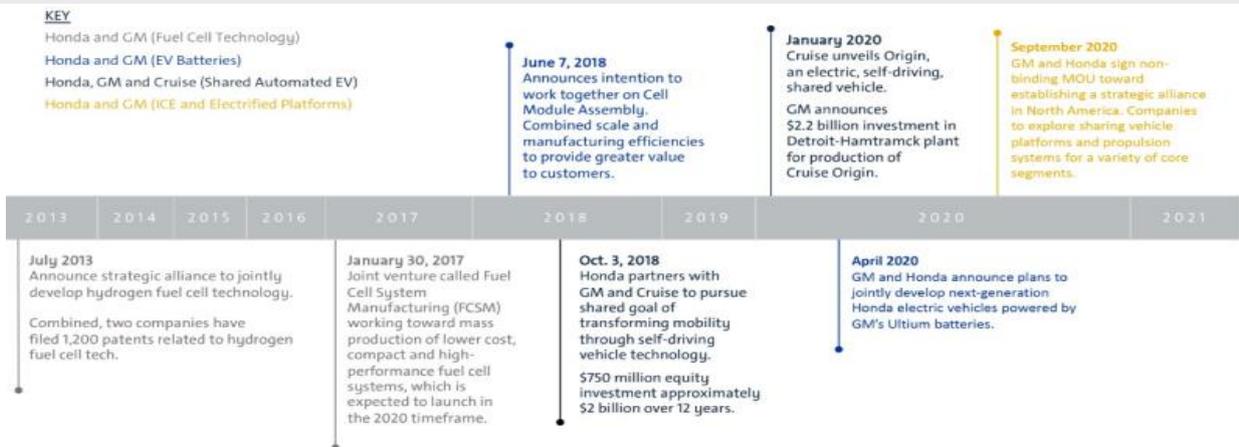
앞서 언급한 두 협력의 사례는 전기차 플랫폼에서 선도 위치를 점하고 있는 OEM(VW, GM)을 중심으로 전기차 개발에 뒤쳐져 있던 OEM(Ford, Honda)이 연합을 맺었다는 공통점이 있다. 이와 같은 변화는 COVID19로 인해 자동차 영업환경이 어려워지면서 더욱 가팔라질 예정이다. 모든 완성차 업체들이 공통적으로 어려운 시기를 겪고 있지만, COVID19 영향이 극대화 되기 전인 1Q20 부터 적자 전환을 겪은 업체들이 전기차 전용 플랫폼 개발에 뒤쳐진 후발 주자들이라는 점에 주목할 필요가 있다. 이들은 상품경쟁력 약화로 경기가 어려워진 때 실적 훼손을 가장 먼저 경험했으며, 이는 영업실적 훼손에 의한 투자재원의 감소를 겪고 있음을 의미한다. 홀로 전기차 플랫폼 개발을 할 수 없는 업체들이 증가하면서, 플랫폼 개발에 성공한 완성차를 중심으로 한 협업은 확대될 전망이다.

GM · Honda 북미 자동차 Partnership 구축

GM·Ford, '21년부터 차세대 전기차 플랫폼 공동 개발 시작

지난 9월 3일 GM과 Honda가 북미 자동차 Partnership을 구축하고 전략적 제휴를 체결하면서 그 배경과 실익에 대한 관심이 커지고 있다. 양사 제휴의 범위는 내연기관차 및 전기차 플랫폼과 같은 핵심 부품의 공동 개발, 부품구매, 연구개발, 커넥티드 서비스 등 포괄적으로 이뤄질 예정이며, 차세대 전기차 플랫폼의 공동개발은 '21년 초에 시작한다고 밝혔다. 이번 발표는 지난 4월 Ultium 배터리 (644km 이상 장거리 주행이 가능)를 탑재한 GM의 차세대 BEV 플랫폼을 바탕으로 혼다의 All-New 전기차 두 모델을 공동 개발하기로 양사가 합의한 데 따른 것이다. GM과 Honda는 지금까지 수소차, 자율주행차 등 미래 자동차 산업 기술 개발을 위한 제휴를 이어왔지만, 이번 제휴를 계기로 내연기관과 전기차까지 협력 범위를 넓힐 전망이다.

그림1 GM·Honda 협력의 역사



자료: GM, 메리츠증권 리서치센터

VW-Ford 제휴를 떠올리게 하는 GM-Ford 동맹

'19년 7월, VW-Ford
전기차 플랫폼 공유 협력

GM과 Honda의 동맹 결성은 지난 '19년 7월 VW와 Ford의 전기차 플랫폼 제휴를 떠올리게 한다. 당시 양사는 Ford가 VW의 MEB 플랫폼을 기반으로 전기차를 생산해 '24년부터 유럽에서 판매를 시작한다는 계획을 밝혔다. 이전까지 서로 다른 완성차 브랜드가 같은 부품을 공유하는 사례는 없었기 때문에 업계에서는 파격적인 수준의 협력이라는 의견이 많았다. 이후 VW는 Ford의 자율주행기술 자회사 Argo AI에 31억 달러(약 3조 6000억원)규모의 대규모 투자를 하겠다고 밝혔다. 이 협력으로 인해 Ford는 VW의 전기차 플랫폼을 이용해 완성도가 높은 전기차를 생산함으로써, '20년 이후 강화되는 유럽의 환경 규제를 충족시키는 모델을 출시할 수 있게 되었다. VW도 자율주행 기술의 진전과 더불어 전기차 플랫폼의 대량생산을 앞당겨 규모의 경제 효과를 누릴 수 있다는 점에서 서로에게 이익이 되는 제휴라는 평을 받은 바 있다. 이후 양사는 '20년 6월 협력 관계를 전기차, 자율주행차를 넘어 상용차분야까지 확대했다.

협업의 목적은 비용 절감

GM과 Honda의 제휴 이유도 이와 크게 다르지 않다. 내연기관에서 전기차로의 전환이 가속화되고 있는 시점에서, 양사의 투자 비용을 절감하고자 하는 것이다. 실제 쿠라이시 세이지 혼다 부사장은 GM과의 연합으로 북미 시장에서 비용을 줄이고 그렇게 확보한 재원을 미래 모빌리티 기술 개발에 투입하겠다고 밝혔다. 마크 로이스 GM 사장도 이번 제휴는 두 회사가 미래 모빌리티 투자를 가속화하는 데 재정적인 여력을 제공해줄 것이라고 밝히며 양사 협업의 목적이 비용절감에 있다는 점을 강조한 바 있다. 이번 협력으로 GM 측에서는 배터리와 플랫폼 개발 비용을 절감할 수 있고, Honda는 전기차 트렌드에서 뒤쳐져 있다는 평가에서 벗어나 빠르게 장거리 전기차를 선보일 수 있을 것으로 보인다.

그림2 VW-Ford 글로벌 협업체계 구축



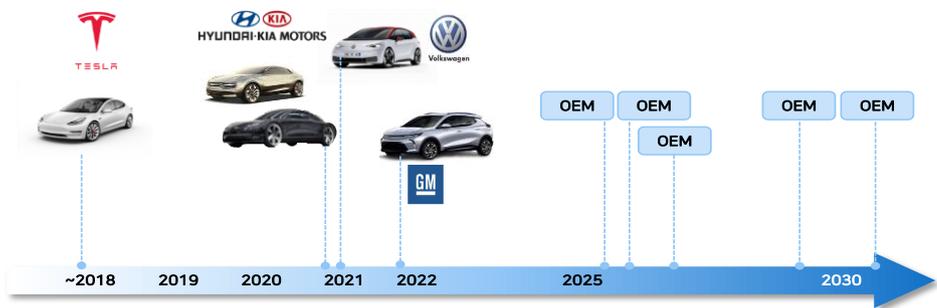
자료: VW, 메리츠증권 리서치센터

전기차 플랫폼 개발에 성공한 완성차 중심의 협업 전망

선도 위치를 점한 OEM(현대차, VW, GM Group) 중심의 협업 전망

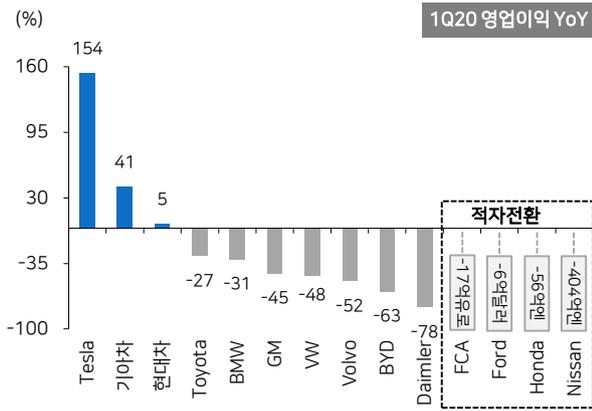
앞서 언급한 두 협력의 사례는 전기차 플랫폼에서 선도 위치를 점하고 있는 OEM(VW, GM)을 중심으로 전기차 개발에 뒤처져 있던 OEM(Ford, Honda)이 연합을 맺었다는 공통점이 있다. 이와 같은 변화는 COVID19로 인해 자동차 영업 환경이 어려워지면서 더욱 가팔라질 예정이다. 실제로 COVID19영향이 시작된 지난 1Q20에는 FCA, Ford, Honda, Nissan 등의 OEM이 YoY 적자전환을 경험했다. 이어 2Q20에는 대부분의 OEM들이 적자를 기록하는 모습을 보였다. 모든 완성차 업체들이 공통적으로 어려운 시기를 겪고 있지만, COVID19 영향이 극대화되기 전인 1Q20 부터 적자 전환을 겪은 업체들이 전기차 전용 플랫폼 개발에 뒤처진 후발 주자들이라는 점에 주목할 필요가 있다. 이들은 상품경쟁력 약화로 경기가 어려워진 때 판매 실적 훼손을 가장 먼저 경험 했으며, 이는 영업실적 훼손에 의한 투자 가능재원의 감소를 겪고 있음을 의미한다. 홀로 전기차 플랫폼 개발을 할 수 없는 업체들이 증가하면서, '22년 이전 플랫폼 개발에 성공한 완성차(현대차Group, VW Group, GM Group)를 중심으로 한 협업은 확대될 전망이다.

그림3 전기차 전용 플랫폼으로의 전환 준비 중인 OEM, 전체 브랜드 중 일부



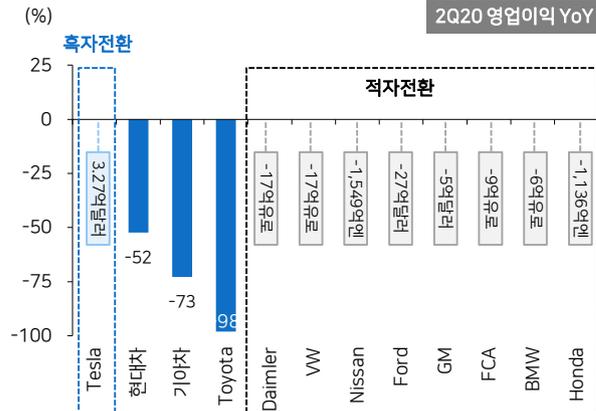
자료: Bosch, 메리츠증권 리서치센터

그림4 1Q20, Ford, Honda 등 경쟁력 열위의 OEM 적자전환



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림5 2Q20, 대부분 OEM 적자전환하며 투자 제원 확보 필요성 커짐



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

원문: GM, Honda Target Savings By Collaborating On EVs, Gas-Engine Models - Forbes