

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2021. 2. 4 (목)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

증시 기간조정중, 기업 이익 개선세 지속

오늘의 차트

미국 제조업: 설비투자 수반되는 확장 국면의 초입

칼럼의 재해석

제 3의 곡물 가격 강세장?

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

증시 기간조정증, 기업 이익 개선세 지속

- ✓ 한국의 이익 전망치 개선세 글로벌 대비 우수, 2021년 130조, 2022년 160조 순이익 전망
- ✓ 한국은 이익 개선폭에 비해 PER 상향폭이 글로벌 대비 낮음, 연말까지 증시 상승 여력 충분
- ✓ 2021년 성장주 강세 전망, 현재 투자 매력도 상위 업종 : 반도체, 자동차, 소프트웨어, 증권

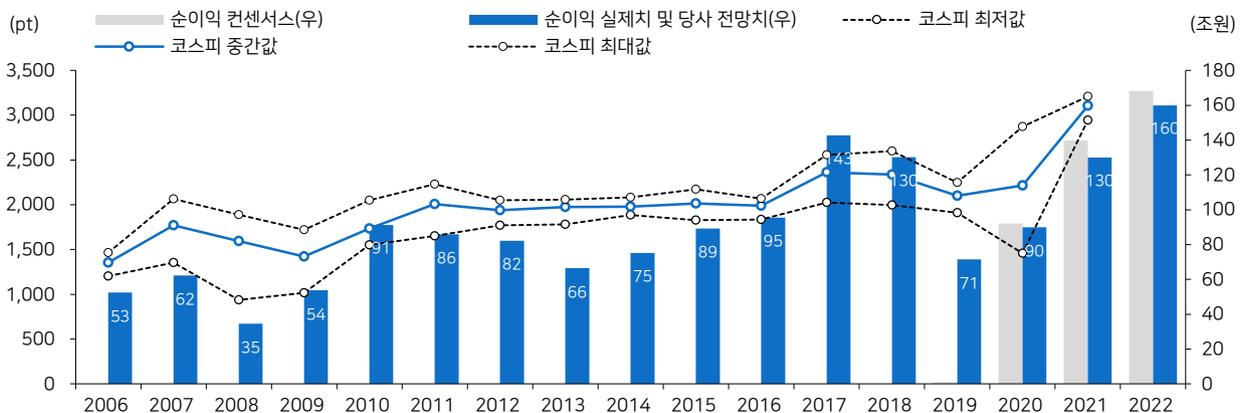
한국 기업 이익 전망치 개선세 지속중

연초 이후 증시가 코스피 장중 기준 3,266pt까지 상승한 이후 큰 폭의 등락을 거듭 중이다. 당사 투자전략팀은 2022년까지 이어질 이익개선 국면이 올해 증시의 추세적 상승을 이끌 것으로 전망했다. 현재는 증시 전반적인 이익 개선세의 강도, 증시 급등 이후의 밸류에이션 평가가 필요한 시점이다.

2020년 90조, 2021년 130조,
 2022년 160조로 이어지는
 이익 개선 국면 예상

결론적으로 한국 기업 이익 전망치는 상향조정이 지속중이며, 2021년 코스피 순이익 기준 130조, 2022년 160조의 추세적인 이익 증가 국면을 예상한다. 최근 코스피 12개월 예상 PER은 13.8배로 2017~2019년 PER 상단인 11.4배보다 높아졌으나 미국 증시 PER이 18배에서 23.2배로 증가한 점에 비하면 상향폭, 절대수치 모두 크게 낮은 수준이다. 12개월 예상 이익 전망치가 향후 매월 약 1.5~2%씩 상향되면서 PER이 낮아지는 점도 주목할 만 하다.

그림1 연도별 순이익 및 코스피 범위

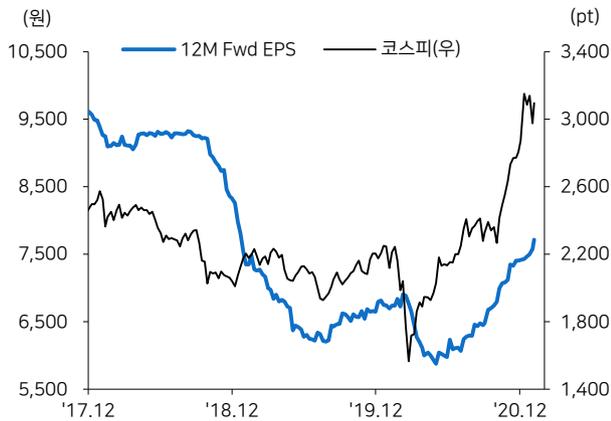


주: 2020년, 2021년, 2022년의 순이익 실제치 부분은 당사 전망치
 자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

2020년 6월 이후 12개월 예상
이익 전망치 31% 반등
PER 13.8배

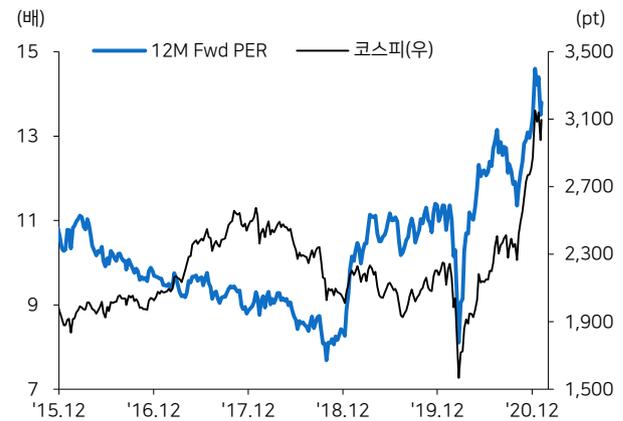
그림2에서 보듯이 한국 12개월 예상 EPS 전망치는 6월 이후 31%나 반등하며
증시 반등의 동력으로 작용하고 있다. IT, 자동차 등 증시 주도업종을 포함해 업종
전반적으로 이익 전망치 상향이 진행 중이다. 이익 전망치 반등에 비해 주가 상승
속도가 빠르다 보니 PER은 최근 13.8배까지 상승했다. PER 상승은 코로나 국면
회복을 위한 저금리 기조의 영향도 크다.

그림2 한국 12개월 예상 EPS vs 코스피



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림3 한국 12개월 예상 PER vs 코스피

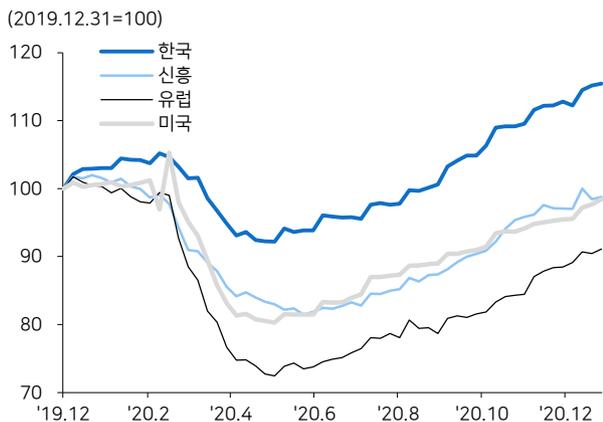


자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

한국은 글로벌 대비 이익 개선폭
가장 크고 PER 상향폭은
평균 이하

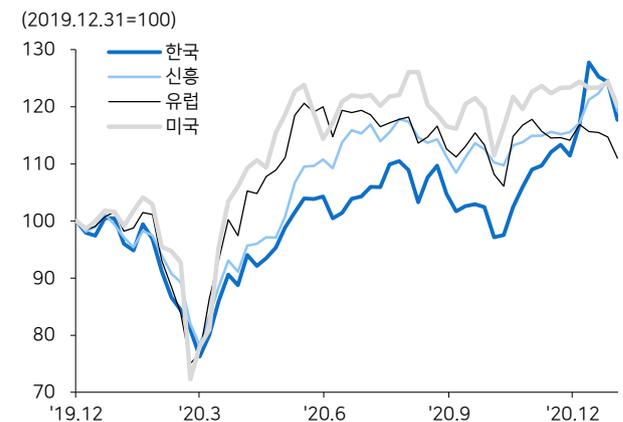
한국의 이익 개선세와 PER을 해외와 비교하면 흥미롭다. 미국, 유럽, 신흥국 평균
에 비해 한국은 2020년 2분기 코로나 국면에서 이익 전망치 하향 폭이 가장 작았
으며 이후 반등 강도는 가장 높았다. 한편, PER 상향폭은 글로벌 대비 오히려 소
폭 낮은 편이다. 한국의 펀더멘탈 투자 매력이 글로벌 대비 높은 기본 근거이다.

그림4 국가별 EPS추이_2020년 이후



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림5 국가별 PER추이_2020년 이후

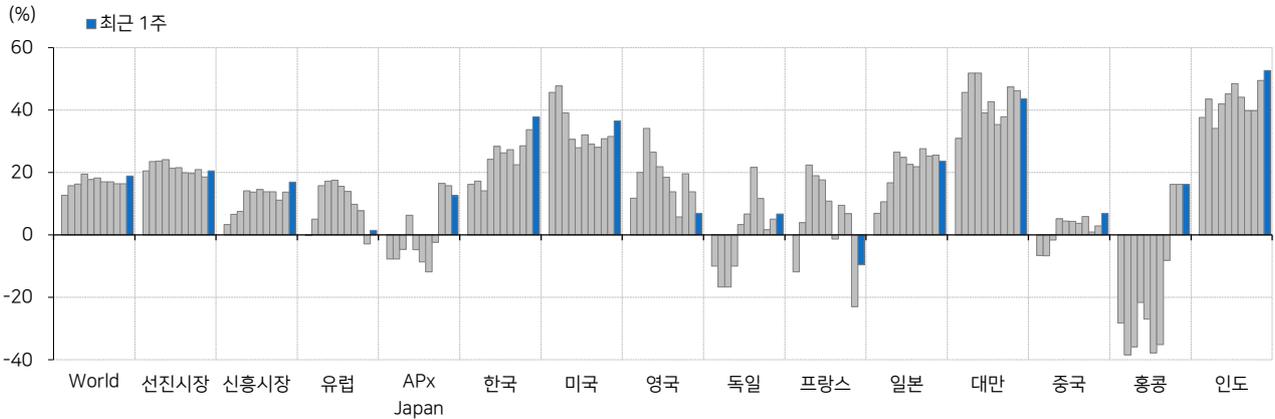


자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

한국, 미국, 대만, 인도 기업 이익 전망치 상향 지속

최근 EPS 순상향 회사수 비율상으로도 한국은 미국, 대만, 인도와 더불어 글로벌 주요국 대비 개선세가 강하다. 한국은 IT, 2차 전지, 자동차를 중심으로 다양한 업종의 성장성이 돋보이며 코로나 이후 회복 국면, 신성장 산업 지형 분포에서도 우수하게 평가할 만 하다.

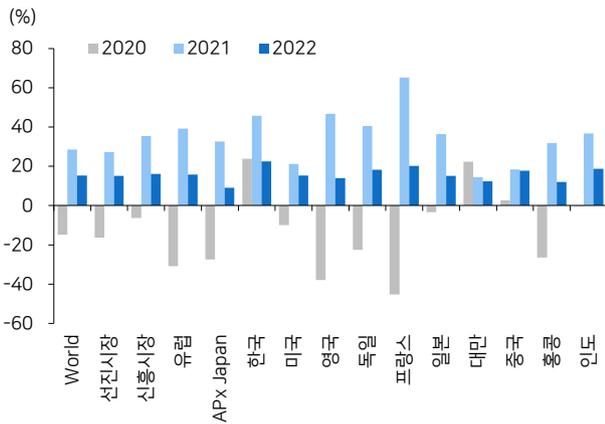
그림6 국가별 EPS 순상향 회사수 비율_최근 12주



주: 12M Fwd EPS 기준으로 (EPS 상향조정된 종목수 - EPS 하향조정된 종목수)/(EPS 추정치가 있는 전체 종목수)
 자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

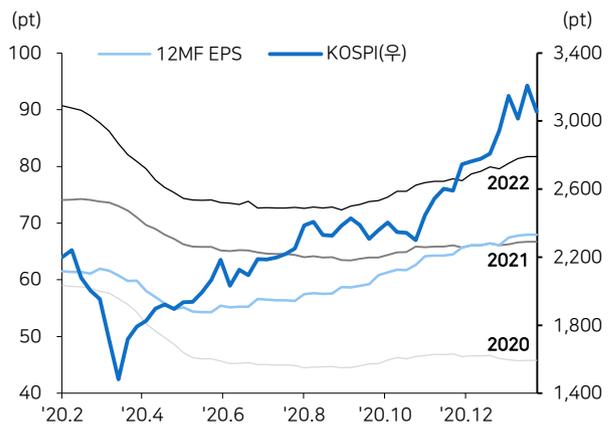
한국은 2019년 40%대의 큰 폭의 이익 감소 이후 2020, 2021, 2022년까지 이어지는 높은 이익 증가율이 돋보인다. 특히, 2021년 올해 46%의 높은 이익 증가 이후 2022년에도 22%의 추가 성장이 예상된다. 최근의 주가 하락이 추세적인 가격 조정이라기 보다 이익 대비 앞서간 주가의 기간 조정으로 보는 핵심 이유이다.

그림7 국가별 연간 EPS 증가율



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림8 KOSPI vs 연도별 EPS

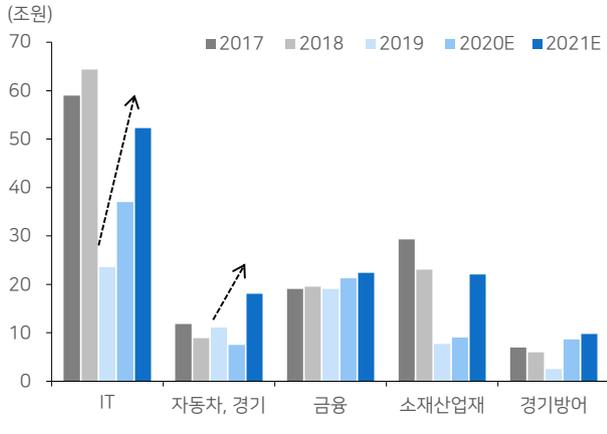


자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

IT, 자동차, 에너지, 소재, 산업재
이익 증가율, 이익 전망치 상향
우수

한국 업종별로는 IT, 자동차 및 경기소비재가 전반적으로 2021년 높은 이익증가율이 예상되며, 금융, 경기방어 업종은 상대적으로 더딘 회복을 예상한다. 경기소비재에 속한 업종 중에서 화장품, 호텔 업종은 향후 코로나 백신 효과가 가시화될 경우 큰 폭의 이익 회복이 전망되는 점이 주목된다.

그림9 업종별 순이익 추이



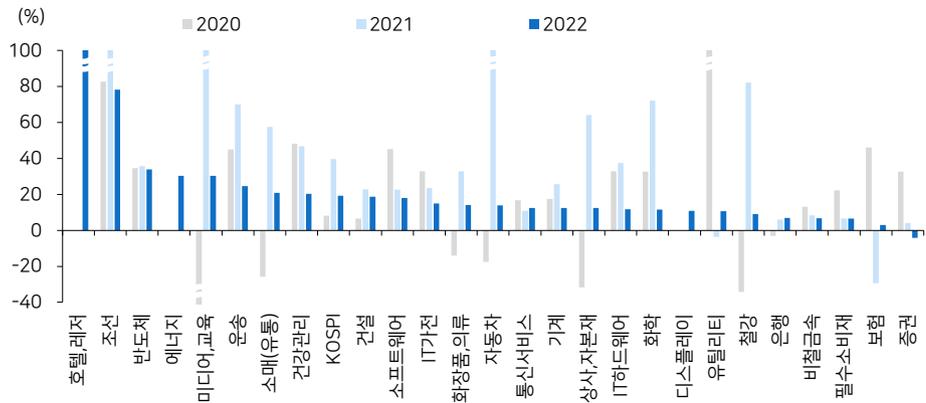
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림10 업종별 이익전망치 추이_2018년 이후



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림11 업종별 영업이익 증가율



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

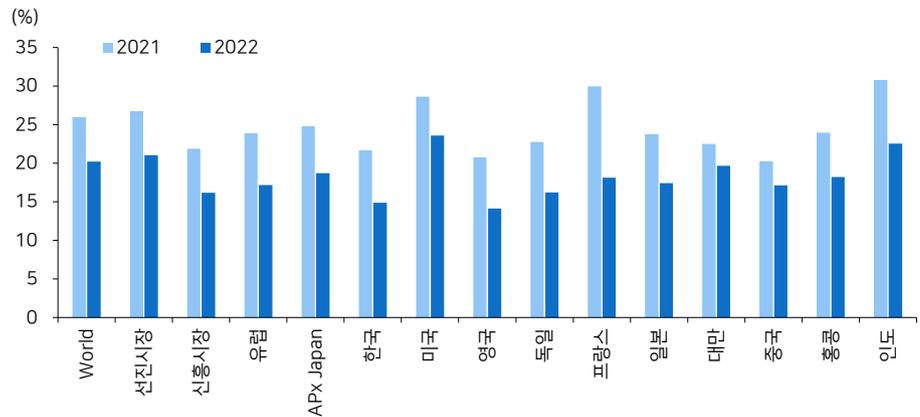
글로벌 대비 한국 저평가 매력, 이익 개선에 따른 상승 여력 충분

앞서 설명한대로 저금리 환경, 코로나 이후 이익 성장에 대한 기대감으로 글로벌 증시 대부분의 PER이 2019년 대비 크게 상승했다. 한편, 최근의 주도 업종, 성장 산업들은 각종 무형자산(디지털 인프라, 고객 네트워크 효과와 가격 결정력 등)을 기반으로 가치를 인정받고 있으므로 전통적인 PER 지표로 고평가 여부를 논하기에 부적절하다는 지적이 많다.

한국 12개월 예상 PER : 13.8배
 현재의 이익 전망치 유지 가정시
 13배, 14배 PER에 해당하는
 연말 코스피 3,450pt, 3,710pt
 PER 11~12배 : 2,920~3,180pt

참고로 한국은 PER의 상향 정도 측면에서도 글로벌 주요국보다 그 폭이 낮았다. 또한, 2021년에 이어 2022년에도 추가로 22%의 이익 증가가 예상된다. 이에 따라 올해 '12개월 예상 이익'이 매월 1.8%(=22%/12개월)씩 상승하는 효과가 나타나게 된다. 현재의 이익 전망치가 연말까지 유지된다고 가정할 때 연말까지의 PER 배수에 따른 코스피 수치를 그림13에 표시했다.

그림12 국가별 PER 밸류에이션



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림13 2021년 연말까지의 PER 시나리오별 코스피 추정치 : 현재 이익 전망치 기준



주: 코스피 2월 2일 증가 3,096.8pt 기준
 자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

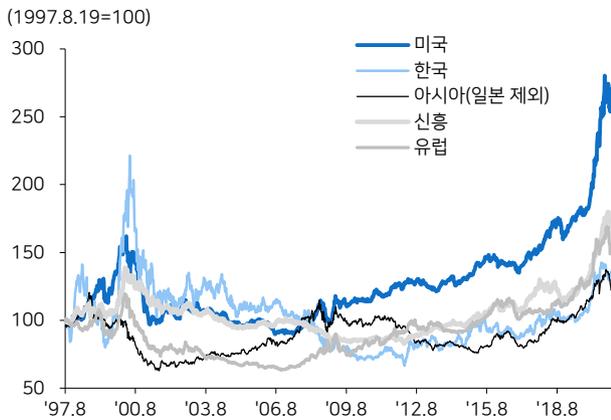
투자매력 상위 업종 : 자동차, 반도체, 소프트웨어, 증권

성장주/가치주 스타일 측면에서는 2010년 이후 가치주 대비 성장주 강세가 장기 간 지속되고 있다. 성장주로 분류된 IT 업종의 지속적인 혁신과 이에 따른 시장지배력 강화가 주가 상승을 이끌었다. 한편, 전통 경기민감업종이 다수 포진한 가치주(소재, 산업재, 금융 업종 등)는 상대적으로 느린 혁신과 중국의 성장률 둔화 등으로 성장주 성과를 밀돌았다.

2021년 성장주 강세 전망

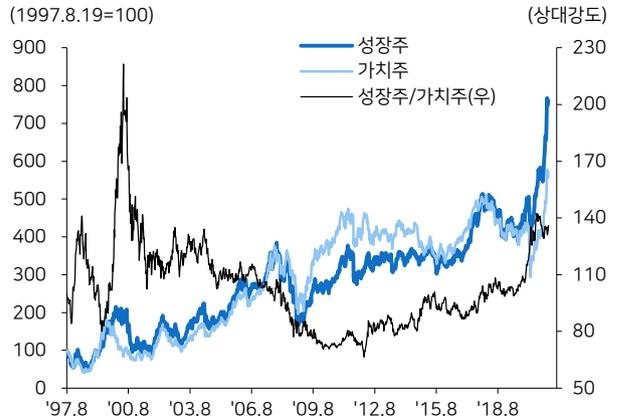
2020년은 기업들의 '디지털 전환' 역량이 부각되고, 저금리의 영향으로 성장주 강세가 극대화되며 PER 상위, 하위 격차가 크게 벌어졌다. 한국의 PER 상위 10%, 하위 10% 종목의 PER 격차는 2020년 8월에 35배까지 확대된 후 28배까지 축소 후 소폭 반등 중이다. 올해에는 PER 격차가 다시 확대되는 성장주의 강세를 예상된다. 이미 전반적으로 상승한 주가를 정당화시킬 만한 분기 실적, 2022년의 추가 이익 성장 전망치가 주가 차별화를 이끌 것으로 예상되기 때문이다.

그림14 글로벌 성장주 vs 가치주 상대지수



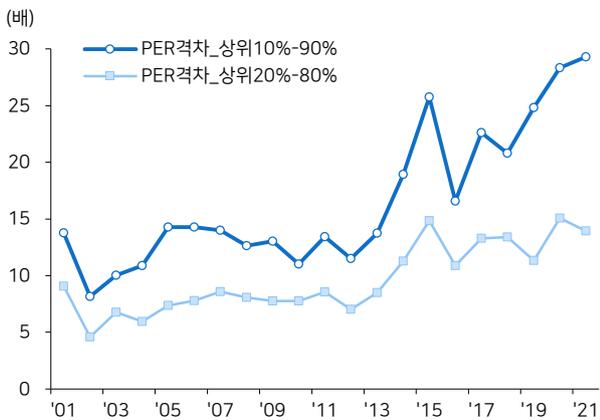
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림15 한국 성장주 vs 가치주



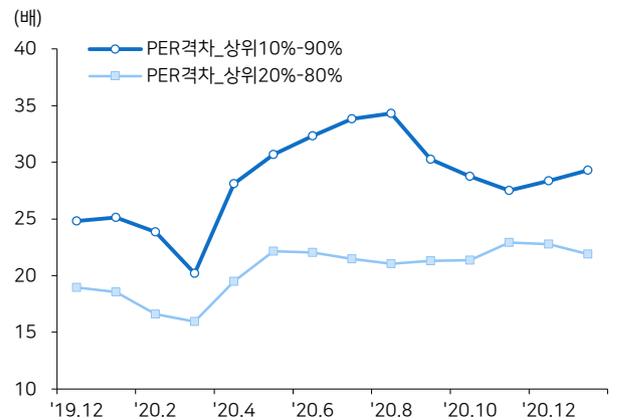
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림16 성장주 가치주 PER 격차



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

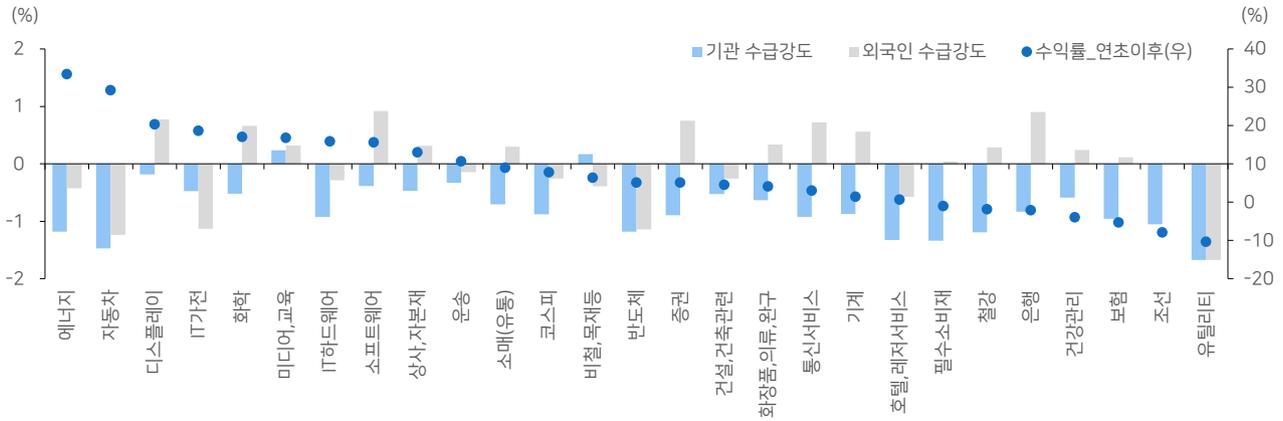
그림17 성장주 가치주 PER 격차



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

연초 이후 업종별로는 에너지, 자동차, 화학, IT 업종의 수익률이 우수했다. 에너지, 자동차의 주가 상승을 개인 순매수가 견인한 점이 흥미롭다. 작년 하반기 상승률이 낮았던 소프트웨어 업종이 수익률 상위를 기록한 점도 주목할 만 하다. 산업재, 금융, 필수소비재 업종은 부진한 수익률을 나타냈다.

그림18 연초 이후 업종별 수급강도 vs 수익률

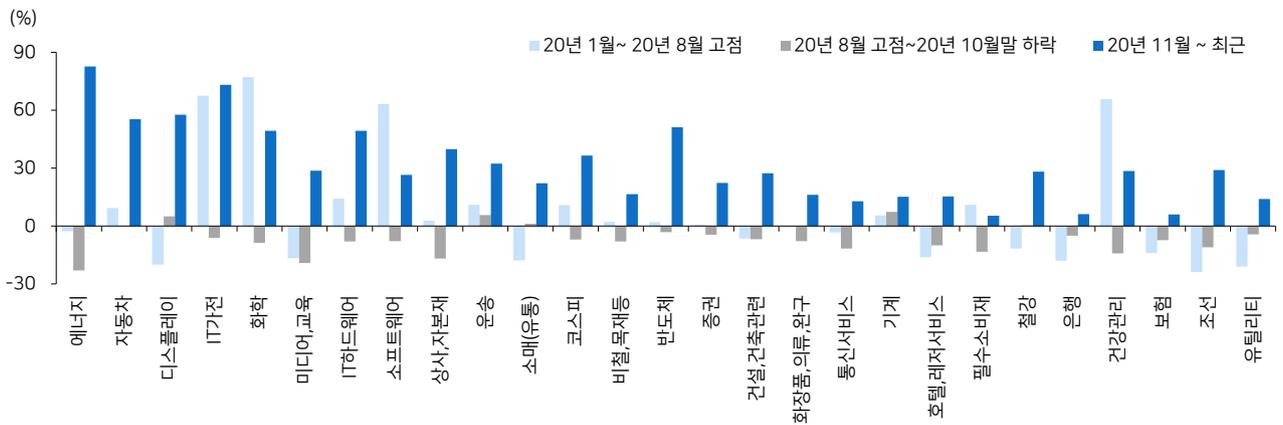


주: 수급강도는 '연초 이후 누적순매수 / 연초 시가총액'으로 계산
 자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

2020년 11월 이후 주가 상승 업종 다변화

작년 1차 주가 반등 시기(2020년 연초 이후 8월 증시 고점까지)의 수익률 상위 업종은 화학, 건강관리, IT가전이었고 2차 하락 국면에서도 하락폭이 적었다. 11월 이후에는 2021년의 증시 전반적인 이익 회복 전망이 반영되며 주가 상승 업종이 다변화됐다. 이익과 시가총액 비중이 큰 반도체, 자동차 업종의 주가가 크게 상승했으며, 에너지, 산업재 등 기존 부진 업종의 주가 반등도 함께 나타났다.

그림19 2020년 1차 주가 반등, 2차 소폭 하락, 11월 이후 2차 반등 국면의 업종별 수익률

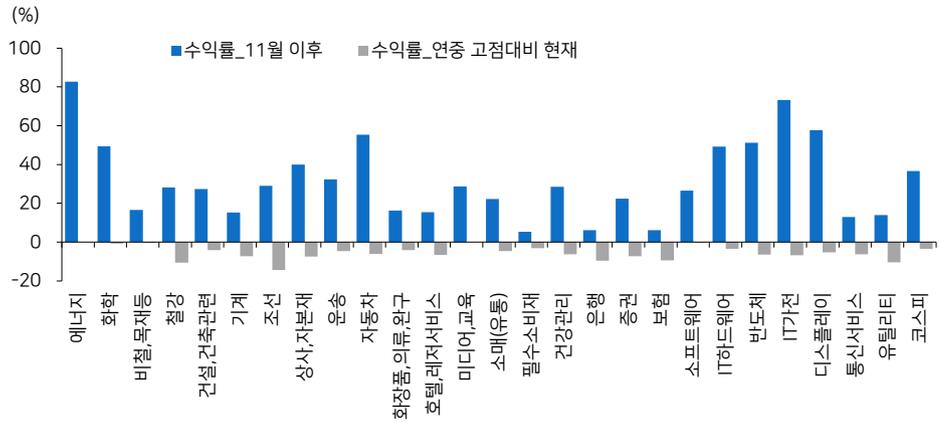


자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

연초 이후 증시 변동 국면에서 성장 업종 하락폭 적어

최근 1월의 주가 하락 국면에서는 에너지, 화학, IT하드웨어 등의 하락폭이 작았고, 금융, 철강, 조선의 하락폭이 상대적으로 컸다. 이익 증가율이 높은 성장주들이 최근의 변동성 국면에서도 성과가 양호했던 점은 주목할 만 하다.

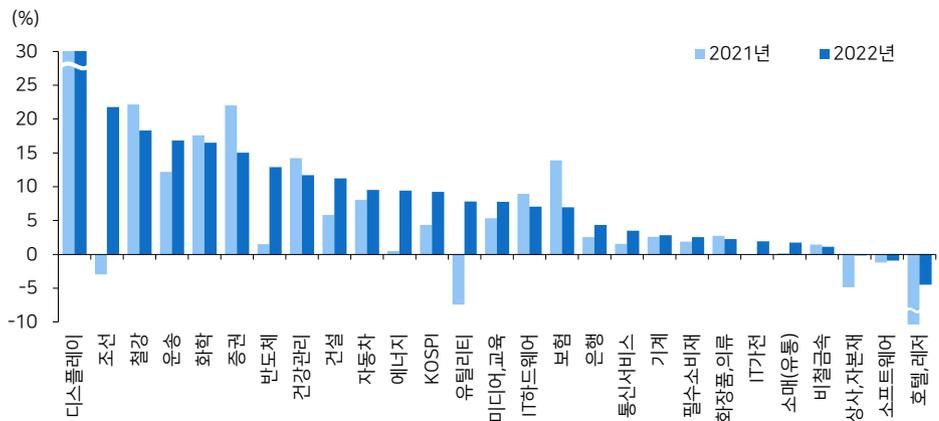
그림20 2020년 11월이후 업종별 수익률, 2021년 고점 대비 수익률



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

업종 전반적으로 2021, 2022년에 대한 이익 전망치 향상이 진행중인 점이 긍정적이다. 디스플레이, 철강, 운송, 화학, 반도체, 자동차의 전망치 상향폭이 크다. 금융 업종 중에서 증권 업종의 이익 전망치 상향도 주목할 만 하다.

그림21 업종별 영업이익의 전망치 변화율_3개월 전 대비



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

투자매력도 상위 업종 : 자동차, 반도체, 소프트웨어, 증권

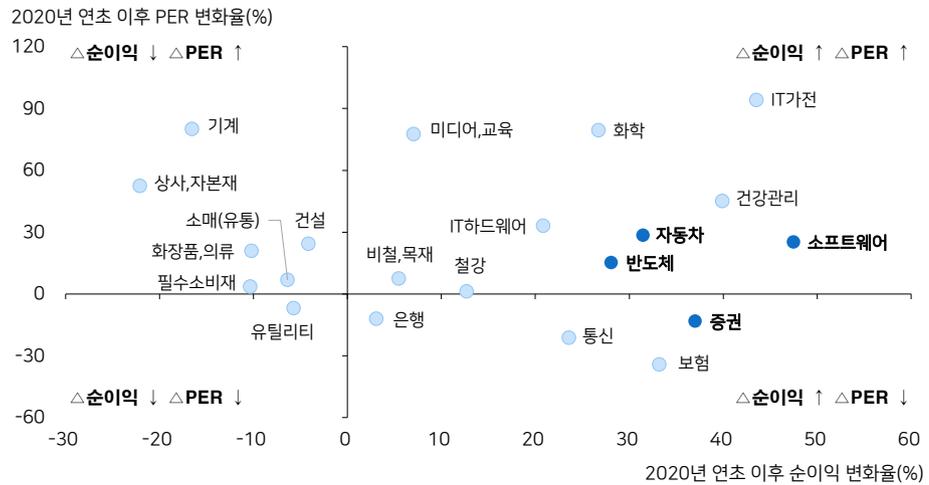
현 시점의 업종별 투자매력도는 2020년 연초와 비교한 이익 전망치 및 PER의 변화율에 주목해 보자. 작년 이후 주가 하락 및 반등을 거치면서, 2022년까지 나타날 낙관적인 이익 전망치가 주가에 반영된 정도를 평가하기 위함이다. 기본적으로 그림22의 오른쪽 상단에 위치한 업종들은 이익 전망치와 PER 상향이 동반되고 있는 주도 업종이라 할 만 하다. 이 중에서 이익 전망치 상향폭에 비해 PER 변화율이 상대적으로 작은 반도체, 자동차, 소프트웨어가 유리하다고 평가한다.

오른쪽 하단에 있는 업종들은 이익 전망치 개선에도 불구하고 PER이 하향된 업종들이다. 금융, 통신 등 이익 증가율이 낮고 규제 산업으로 분류되는 업종이다. 한편, 이 중에서 증권업종은 상대적으로 이익 전망치 변화율이 높고, 개인투자자 자증가로 인한 추가 수익 개선 가능성 측면에서 유리하다고 판단한다.

국내 증시 단기 기간 조정 가능성
2022년까지의 이익 개선 국면에
의한 증시 상승 여력 충분

작년 11월 이후 증시 상승폭이 워낙 컸기 때문에, 글로벌 대비 우수한 이익 개선에도 불구하고 국내 증시는 추가 상승보다는 기간 조정 가능성이 커 보인다. 한편, 2022년까지 지속될 이익증가 사이클의 특성상 연말까지 증시 상승 여력은 높아질 전망이다. 글로벌 대비 우호적인 밸류에이션 환경도 긍정적이다. 저금리, 성장주 강세 국면에서 본문의 투자 매력도 상위 업종 중심의 대응이 유리해 보인다.

그림22 업종별 PER 변화율 vs 순이익 변화율_2020년 연초 이후



주: 12M Fwd 기준
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

글로벌 및 한국 업종별 펀더멘탈 모니터

표1 국가별 수익률

국가	수익률 (%)						52주 최저가 대비	52주 최고가 대비
	1주	1개월	3개월	6개월	연초 이후			
World	(0.4)	2.8	17.2	18.6	2.8	65.1	(0.9)	
선진시장	(0.4)	2.0	16.5	17.6	2.0	63.9	(0.8)	
신흥시장	(0.4)	7.6	21.5	24.7	7.6	72.6	(2.0)	
유럽	(0.6)	1.4	15.9	13.1	1.4	41.7	(6.0)	
APx Japan	(0.5)	7.8	20.8	25.0	7.9	69.3	(2.1)	
한국	(1.5)	7.6	38.4	41.4	7.6	110.1	(3.9)	
미국	(0.4)	2.1	16.9	18.7	2.1	76.0	(0.7)	
영국	(2.3)	0.8	15.3	9.8	0.8	27.8	(15.1)	
독일	0.0	1.7	18.4	12.8	1.7	61.2	(1.7)	
프랑스	0.9	0.5	18.4	16.6	0.5	49.5	(8.3)	
일본	(0.3)	2.4	16.2	24.2	2.4	49.9	(1.5)	
대만	1.3	11.6	32.4	31.1	11.6	96.0	(3.3)	
중국	(0.7)	11.7	15.7	26.3	11.7	72.2	(2.9)	
홍콩	(0.9)	4.5	20.9	22.2	4.5	44.0	(3.4)	
인도	1.6	3.2	22.5	27.1	3.6	89.2	(1.2)	

자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

표2 국가별 Valuation

국가	PER (배)				PBR (배)				ROE (%)			배당수익률 (%)
	2020	2021	2022	12M Fwd	2020	2021	2022	12M Fwd	2020	2021	2022	2019
World	25.9	20.2	17.5	20.0	2.74	2.59	2.42	2.58	10.6	12.8	13.8	2.2
선진시장	26.8	21.0	18.3	20.8	2.88	2.74	2.57	2.72	10.8	13.0	14.0	2.2
신흥시장	21.5	15.9	13.7	15.7	2.06	1.90	1.73	1.89	9.6	12.0	12.7	2.2
유럽	23.8	17.1	14.8	16.9	1.89	1.81	1.72	1.81	8.0	10.6	11.7	2.7
APx Japan	24.7	18.6	17.0	18.3	1.75	1.68	1.62	1.67	7.1	9.1	9.5	2.9
한국	21.3	14.6	12.0	14.4	1.41	1.31	1.22	1.31	6.6	9.0	10.2	1.5
미국	28.7	23.6	20.5	23.2	4.30	4.05	3.73	4.01	15.0	17.1	18.2	1.9
영국	20.3	13.8	12.1	13.7	1.68	1.61	1.52	1.60	8.3	11.6	12.6	3.8
독일	22.9	16.3	13.8	16.0	1.64	1.56	1.47	1.55	7.2	9.5	10.7	2.6
프랑스	30.1	18.2	15.2	17.9	1.66	1.62	1.55	1.61	5.5	8.9	10.2	1.9
일본	23.7	17.4	15.1	18.1	1.45	1.38	1.30	1.39	6.1	7.9	8.6	2.0
대만	21.9	19.2	17.1	19.0	2.77	2.59	2.43	2.60	12.6	13.5	14.3	2.4
중국	20.4	17.2	14.6	17.1	2.41	2.18	1.96	2.17	11.8	12.7	13.4	2.0
홍콩	23.5	17.8	15.9	17.7	1.30	1.25	1.21	1.25	5.5	7.0	7.6	2.6
인도	30.8	22.5	19.0	23.6	3.44	3.12	2.82	3.17	11.2	13.8	14.8	1.2

자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

표3 국가별 Earnings

업종	EPS 증가율 (%)					2021 EPS		2022 EPS		EPS 추정치 분산도	EPS 순상향		EPS 순상향 회사수 비율 (%)
	2020	2021	2022	12M Fwd	장기성장률	전망치 변화율 (%)	전망치 변화율 (%)	추정치 변화율 (%)	추정치 변화율 (%)		추정치 비율 (%)	회사수 비율 (%)	
						1개월	3개월	1개월	3개월		12M Fwd	12M Fwd	
World	(14.9)	28.6	15.2	26.4	18.0	1.5	3.8	0.9	3.0	3.4	2.4	18.8	
선진시장	(16.4)	27.2	15.1	25.2	17.5	1.6	3.7	0.9	2.8	3.1	2.7	20.5	
신흥시장	(6.3)	35.4	16.0	32.4	21.9	1.2	4.2	1.0	3.9	11.7	2.1	16.9	
유럽	(30.9)	39.1	15.8	36.0	6.7	1.3	2.8	0.7	1.8	13.8	0.7	1.4	
APx Japan	(27.4)	32.7	9.1	24.3	8.4	2.1	5.2	1.0	3.4	3.9	0.1	12.6	
한국	23.8	45.7	22.4	43.0	37.1	1.5	4.8	3.2	9.9	10.3	2.8	37.8	
미국	(9.9)	21.3	15.3	20.5	21.8	1.8	4.2	1.0	3.2	11.8	4.6	36.5	
영국	(38.0)	46.8	14.0	41.3	5.6	3.4	7.5	1.4	4.2	19.1	(0.8)	6.9	
독일	(22.5)	40.4	18.3	37.6	6.9	0.8	(0.3)	0.6	(0.6)	8.5	1.1	6.7	
프랑스	(45.3)	65.1	20.2	59.6	4.2	1.0	1.6	0.7	1.2	14.0	(1.3)	(9.6)	
일본	(3.4)	36.5	15.1	31.1	13.5	0.9	2.8	0.7	2.8	9.2	2.2	23.6	
대만	22.3	14.4	12.3	14.3	19.7	3.0	7.0	3.2	6.9	3.2	5.0	43.6	
중국	2.7	18.3	17.8	18.3	22.1	(0.4)	0.5	(0.5)	0.7	0.7	1.0	6.9	
홍콩	(26.4)	31.8	12.0	28.2	11.4	0.7	(0.7)	0.2	(0.0)	141.2	0.4	16.2	
인도	(0.3)	36.7	18.6	30.5	20.1	1.8	5.6	1.9	4.0	8.8	6.3	52.7	

자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

업종	PER (배)				PBR (배)			EV/EBITDA (배)			ROE (%)			배당수익률(%)
	2020	2021	2022	12M Fwd	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	Trailing
KOSPI	21.4	14.3	11.9	13.8	1.27	1.19	1.19	8.9	7.1	6.1	5.9	8.3	10.0	1.4
에너지	적자	27.8	18.8	25.7	1.21	1.18	1.18	329.2	11.5	9.7	(8.4)	4.3	6.3	1.6
화학	31.6	19.2	17.2	18.8	2.25	2.04	2.04	13.8	9.9	8.9	7.1	10.6	11.9	0.6
비철금속	12.8	11.5	10.6	11.3	1.02	0.97	0.97	6.0	5.4	4.6	7.9	8.5	9.1	2.2
철강	20.8	9.5	8.5	9.3	0.45	0.44	0.44	6.0	4.5	4.1	2.2	4.6	5.2	2.9
건설	10.6	8.2	6.8	7.9	0.96	0.88	0.88	6.3	4.6	3.8	9.1	10.7	12.9	1.9
기계	22.7	14.3	12.3	13.9	1.07	1.00	1.00	8.3	6.9	6.0	4.7	7.0	8.1	1.0
조선	적자	51.3	21.3	41.5	0.72	0.71	0.71	19.7	12.4	9.1	(1.7)	1.4	3.3	0.1
상사, 자본재	20.8	15.6	13.6	15.2	1.01	0.96	0.96	7.4	5.9	5.6	4.9	6.2	7.0	1.7
운송	78.9	15.1	12.4	14.6	1.46	1.32	1.32	8.6	7.0	6.1	1.8	8.7	10.6	1.2
자동차	25.5	10.7	9.2	10.3	0.93	0.86	0.86	11.3	7.1	6.3	3.7	8.0	9.4	1.4
화장품, 의류	26.6	19.3	16.8	18.8	2.64	2.37	2.37	10.7	8.5	7.5	9.9	12.3	14.1	0.9
호텔, 레저	적자	63.0	16.7	43.1	2.08	2.17	2.17	적자	16.3	7.8	(13.3)	3.4	13.0	2.1
미디어, 교육	적자	30.0	21.1	28.0	2.69	2.54	2.54	17.5	9.6	8.8	(1.6)	8.5	12.1	1.2
소매(유통)	22.7	13.3	10.6	12.8	0.57	0.55	0.55	7.6	6.5	6.0	2.5	4.1	5.2	1.8
필수소비재	12.9	11.5	10.6	11.3	1.07	1.01	1.01	6.5	6.0	5.6	8.3	8.8	9.6	2.4
건강관리	99.1	70.1	57.7	70.3	7.83	7.08	7.08	47.5	48.9	41.2	7.9	10.1	12.3	0.1
은행	4.7	4.4	4.2	4.4	0.35	0.32	0.32	n/a	n/a	n/a	7.5	7.3	7.7	5.3
증권	6.1	5.8	6.1	5.8	0.70	0.64	0.64	n/a	n/a	n/a	11.6	11.0	10.6	3.0
보험	8.5	7.7	7.6	7.7	0.38	0.36	0.36	n/a	n/a	n/a	4.5	4.7	4.7	3.4
소프트웨어	46.5	31.6	27.4	30.8	4.96	4.36	4.36	25.8	20.4	17.0	10.7	13.8	15.9	0.3
IT하드웨어	26.7	16.8	15.2	16.7	2.58	2.28	2.28	9.0	7.0	6.2	9.7	13.6	15.0	0.5
반도체	19.4	14.3	10.7	13.5	1.86	1.72	1.72	7.0	5.7	4.4	9.6	12.1	16.1	1.5
IT가전	31.0	23.9	21.0	23.4	2.74	2.49	2.49	12.1	10.4	9.1	8.8	10.4	11.9	0.2
디스플레이	적자	10.7	8.9	10.4	0.76	0.69	0.69	4.7	2.5	2.3	(4.6)	6.4	7.7	0.0
통신서비스	11.7	9.4	7.9	9.1	0.69	0.66	0.66	4.0	3.7	3.5	5.9	7.0	8.3	3.7
유틸리티	10.6	10.5	8.9	10.2	0.26	0.26	0.26	6.2	6.3	6.1	2.5	2.5	2.9	1.0

자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

업종	영업이익 전망치 변화율 (%)						순이익 전망치 변화율 (%)					
	2021		2022		1Q20		2021		2022		1Q20	
	1개월	3개월	1개월	3개월	1개월	3개월	1개월	3개월	1개월	3개월	1개월	3개월
KOSPI	2.1	4.4	3.7	9.2	3.6	5.7	2.9	5.8	4.1	10.6	0.2	(0.5)
에너지	(2.2)	0.5	6.3	9.5	n/a	n/a	1.5	(1.9)	12.2	13.3	n/a	n/a
화학	5.5	17.6	5.2	16.5	1.3	20.9	5.4	21.0	4.7	19.8	4.0	50.2
비철금속	2.8	1.5	0.9	1.1	10.3	18.9	1.6	0.5	(0.5)	(0.2)	8.5	14.5
철강	11.1	22.2	9.2	18.3	18.9	30.7	11.5	24.4	10.2	21.2	41.1	30.5
건설	3.4	5.8	5.7	11.2	1.7	5.7	3.2	5.1	5.2	9.6	0.1	(0.7)
기계	1.3	2.6	2.5	2.9	(1.2)	(0.3)	(1.2)	0.2	2.1	2.5	(2.0)	4.2
조선	(6.9)	(3.0)	(2.6)	21.8	(1.9)	(2.8)	(13.9)	3.7	(4.6)	48.9	(13.1)	(2.2)
상사, 자본재	(4.8)	(4.8)	(1.8)	(0.2)	n/a	n/a	0.0	2.6	3.1	7.1	n/a	n/a
운송	5.4	12.2	5.7	16.8	(5.0)	(4.0)	4.9	39.5	8.0	36.8	(8.5)	22.0
자동차	4.7	8.1	5.8	9.5	8.5	13.4	4.7	8.3	6.2	10.4	14.2	18.3
화장품, 의류	2.5	2.8	1.7	2.3	(1.4)	(2.7)	2.5	3.1	1.6	2.1	1.1	(1.9)
호텔, 레저	(38.0)	(45.6)	0.9	(4.5)	적자지속	적자지속	(36.5)	(44.5)	(1.9)	(7.1)	적자지속	적자지속
미디어, 교육	(0.0)	5.4	1.0	7.8	n/a	n/a	(0.8)	4.0	(0.3)	4.6	n/a	n/a
소매(유통)	(2.1)	0.2	(0.5)	1.7	(9.1)	(10.0)	(1.3)	(0.2)	1.4	1.8	(15.5)	(25.4)
필수소비재	0.8	1.9	0.5	2.6	(1.7)	(0.6)	2.2	5.1	1.2	2.0	2.8	(1.3)
건강관리	3.4	14.2	4.4	11.7	9.3	9.3	0.7	7.5	5.6	12.0	(0.1)	(0.1)
은행	1.4	2.6	2.0	4.3	(0.5)	0.3	3.0	4.5	3.8	6.1	0.2	(0.4)
증권	12.0	22.0	6.6	15.0	16.7	12.8	12.9	21.5	7.5	15.1	14.3	8.5
보험	9.3	13.9	3.2	7.0	24.9	22.4	6.7	9.4	1.4	3.9	3.4	(2.8)
소프트웨어	(0.4)	(1.2)	(0.8)	(0.9)	(3.9)	(10.2)	2.5	2.2	2.3	3.0	(42.9)	(44.2)
IT하드웨어	8.0	9.0	7.2	7.1	20.3	25.0	8.1	9.1	7.5	7.0	16.9	17.2
반도체	0.8	1.5	4.2	12.9	1.5	2.2	0.7	1.8	2.7	12.3	0.7	(3.9)
IT가전	(1.3)	(0.0)	0.6	2.0	(5.7)	(2.6)	4.5	10.6	4.7	8.0	(9.9)	(7.8)
디스플레이	114.7	153.2	70.3	85.9	2,209.2	흑자전환	178.2	258.9	75.9	97.9	흑자전환	흑자전환
통신서비스	0.0	1.6	0.4	3.5	(0.9)	(1.7)	(0.5)	(1.0)	2.2	4.7	5.7	3.9
유틸리티	(5.6)	(7.4)	4.7	7.8	(2.0)	1.7	(9.0)	(18.2)	8.7	8.3	3.2	2.5

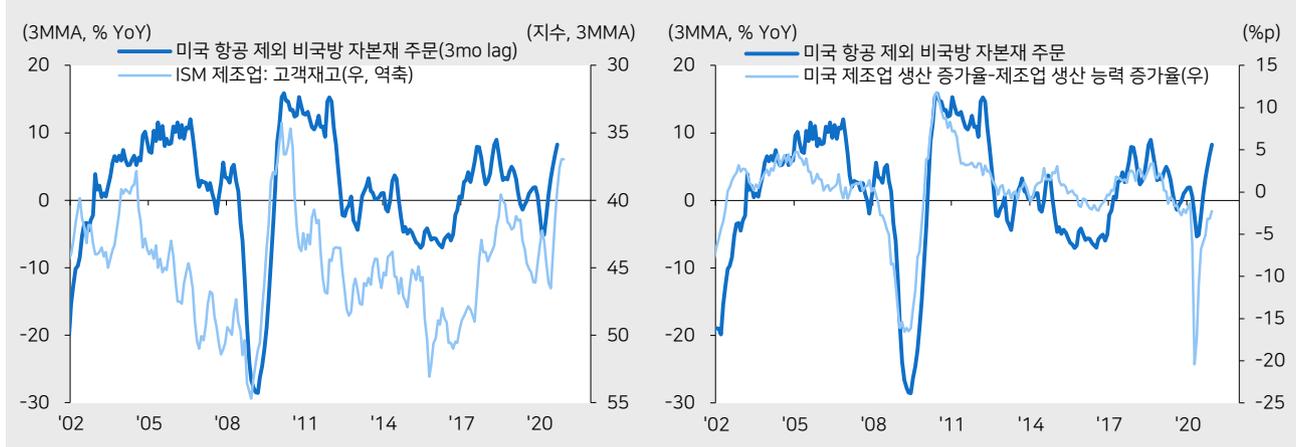
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

업종	영업익 증가율 (%)			영업이익률 (%)			순익 증가율 (%)			순이익률 (%)		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
KOSPI	(4.0)	9.9	7.6	8.1	39.7	19.2	28.6	52.5	20.2	3.7	5.7	6.6
에너지	(27.1)	17.3	8.6	적자전환	흑자전환	30.4	적자전환	흑자전환	48.1	(3.6)	1.6	2.2
화학	(5.2)	21.6	10.6	32.6	72.2	11.6	218.0	85.6	11.7	4.4	6.7	6.8
비철금속	2.2	6.6	2.6	13.1	8.4	6.7	10.7	12.0	7.8	6.3	6.6	6.9
철강	(10.4)	8.9	2.4	(34.3)	82.2	9.0	(28.3)	138.6	11.3	1.6	3.4	3.7
건설	4.3	8.7	9.1	6.5	22.8	18.7	(8.5)	74.6	20.8	2.8	4.5	4.9
기계	(2.0)	6.6	5.5	17.5	25.7	12.5	468.8	65.2	16.5	2.0	3.1	3.4
조선	(4.3)	1.2	10.3	82.8	445.9	78.2	적자지속	흑자전환	141.2	(1.2)	1.0	2.1
상사, 자본재	(9.0)	4.5	4.7	(31.7)	64.1	12.4	(1.0)	31.6	14.7	1.8	2.3	2.5
운송	(10.3)	10.2	10.9	45.0	70.0	24.6	흑자전환	726.0	23.8	0.4	3.1	3.4
자동차	(1.9)	13.6	6.3	(17.6)	102.9	14.0	(34.3)	151.9	15.6	2.3	5.2	5.7
화장품, 의류	(7.2)	10.7	8.5	(14.1)	32.9	14.1	(5.6)	37.1	14.8	5.1	6.4	6.7
호텔, 레저	(46.7)	32.0	32.1	적자전환	흑자전환	264.9	적자전환	흑자전환	276.8	(15.4)	2.4	6.8
미디어, 교육	(17.6)	23.2	11.2	(63.3)	242.6	30.3	적자지속	흑자전환	42.4	(0.8)	4.5	5.7
소매(유통)	0.7	6.7	5.7	(25.8)	57.6	20.9	170.2	70.7	26.0	1.3	2.1	2.6
필수소비재	4.9	5.7	4.2	22.2	6.5	6.6	96.4	11.2	8.6	5.5	5.8	6.0
건강관리	12.2	13.8	9.8	48.2	46.8	20.3	51.9	34.1	27.4	9.4	11.1	12.8
은행	n/a	n/a	n/a	(3.0)	6.0	6.9	(1.2)	6.1	6.1	n/a	n/a	n/a
증권	n/a	n/a	n/a	32.7	4.1	(4.2)	21.8	3.7	(4.1)	n/a	n/a	n/a
보험	n/a	n/a	n/a	46.1	(29.4)	2.9	42.6	7.1	1.8	n/a	n/a	n/a
소프트웨어	10.7	12.5	11.4	45.2	22.7	18.1	75.4	41.9	15.2	9.8	12.3	12.7
IT하드웨어	13.4	14.6	9.0	32.9	37.6	11.8	36.8	64.2	12.6	4.5	6.5	6.7
반도체	4.5	11.3	12.1	34.6	35.7	33.9	31.4	35.9	33.3	11.5	14.0	16.7
IT가전	3.2	10.7	8.2	32.9	23.6	15.0	503.2	30.6	13.8	3.5	4.1	4.3
디스플레이	3.9	14.5	2.7	적자지속	흑자전환	10.9	적자지속	흑자전환	20.0	(0.4)	2.8	3.2
통신서비스	2.7	3.9	4.0	16.7	10.9	12.5	24.9	38.1	18.2	4.3	5.8	6.6
유틸리티	(5.9)	0.0	3.2	774.3	(3.6)	10.6	흑자전환	0.4	18.1	2.2	2.3	2.6

자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트 황수욱 연구원

미국 제조업: 설비투자 수반되는 확장 국면의 초입



자료: U.S. Census Bureau, Federal Reserve, ISM, 메리츠증권 리서치센터

**설비투자 확대될 수 있는
상황인지에 대한 판단이 중요**

우리는 수요 우위의 글로벌 제조업 회복 사이클이 설비투자 확대를 유발할 수 있는 환경이 도래하면서 한국 수출 실적 개선에 밑바탕이 될 수 있다고 주장하고 있다. 그렇다면 실제로 현재 상황이 수요가 밀어 올리고 설비투자가 확대될 수 있는 제조업 환경인지에 대한 판단이 중요할 것이다.

**1월 ISM 고객재고지수 전월대비
4.8pt 하락한 점에 주목**

ISM 제조업 지수의 구성항목에서 그 힌트를 얻을 수 있다. 고객재고라는 항목이 있는데, 이는 제조업체 발주고객의 재고 현황을 나타내는 것으로 수치가 하락할수록 고객 기업들의 재고가 줄어든다는 것을 의미한다. 1월 ISM 제조업 고객재고지수는 33.1로 글로벌 금융위기 이후 가장 낮은 수준까지 내려 왔다.

**공급 부족, 초과수요에 대해
재고소진으로 대응**

이러한 고객재고 감소의 원인으로 1) 락다운에 따른 공급체인과 운송차질 영향을 지목할 수 있겠다. 그러나 더욱 근본적인 원인은 2) 초과수요에 전방 기업들이 재고소진으로 대응하는 것일 수 있다. 이는 “다수 업종에서 기업들이 가용한 설비와 노동력을 최대한 가동하고 있다” 는 1월 ISM보도자료 내용에도 부합한다.

**12월 생산설비 capacity 감소세
지속, 향후 설비투자 증가
나타날 수 있는 여력**

이러한 환경에서 기업은 생산을 증대시키기 위한 목적으로 유지보수와 생산능력 증설에 나서게 된다. 즉 기계류 설비투자가 수반된다는 것이다. 미국 12월 핵심 자본재 주문이 전년대비 8.3% 증가한 것도 수요를 따라가지 못하는 공급부족에 기인한다. 또한 생산 증가율과 생산능력 증가율 간의 차이(설비투자 조정압력)도 감소폭이 빠르게 줄어들고 있고(12월 -2.3%p), 생산 확대에 따라 수 개월 내에 (+) 전환 가능성이 높다는 점도 이에 동행하는 설비투자 확대 가능성을 보여준다.

이상의 흐름은 미국 제조업이 타이트해진 생산능력 대비 빠른 수요회복이 나타나면서 향후 설비투자가 본격적으로 확대되는 확장 국면의 초입으로 이행 중임을 재확인시켜 주고 있다.

칼럼의 재해석 최윤희 연구원

제 3의 곡물 가격 강세장? (Financial Times)

국제 곡물 가격이 급등 중이다. 특히 시카고 상품 거래소의 옥수수(+43.5% YoY), 대두(+57.0% YoY) 선물 가격 상승세가 두드러진다(1/29일 종가 기준). 최근 3년간 주요 곡물의 소비 대비 재고 비율이 큰 폭으로 하락한 점(옥수수 -6.5%p, 대두 -6.5%p)이 이를 방증한다. 일각에서 제 3의 곡물 가격 강세장을 우려하는 이유다.

소비 대비 재고 비율의 하락은 크게 세 가지 요인에 기인한다. 1) 1H20 라니냐 강도의 심화(‘20.5월 0°C → ‘20.8월 -0.6°C → ‘20.11월 -1.3°C). 라니냐 현상은 일반적으로 동남아 지역에 홍수를, 북남미 지역에 가뭄을 발생시킨다. 문제는 가뭄이 지속되고 있는 지역이 미국 주요 곡창지대인 중서부 대평원 지역과 겹친다는 점이다. 미국 해양 대기청에 따르면 해당 현상이 지속될 확률은 1Q21 95%, 2Q21 55%에 달한다. 2) 수요 측면에서 중국 양돈 업황의 가파른 회복세도 무시할 수 없다. 양돈 산업이 ASF 발생 이전 수준으로 빠르게 회복하고 있기 때문이다. 사료와 사료첨가제의 가격 강세가 이를 증명한다. 3) 미국 농업 인력난도 한 몫 했다. 미국과 유럽은 농업 인력의 대부분을 외국인 계절근로자에 의존한다(미국의 경우 76%). 농업의 특성상 적절한 ‘시기’에 적절한 ‘파종(3~5월)’과 ‘수확(6~8월)’이 이루어져야 하는데, ‘20.3월 코로나 확산에 따른 인력 이동 제한으로 충분한 재고 확보가 어려웠던 탓이다.

위 세 가지 곡물가 강세 요인은 ‘21년에도 유효할 가능성이 높다. 그만큼 국내 소재/가공식품 업체의 원가 부담은 불가피한 상황이다. 식품 업계의 곡물의 원가 투입 시기는 매입 시기 대비 약 3~6개월 정도의 lagging 효과가 있다. 단기간 판가 인상 없이 마진 방어 노력은 존재하나, 현 추세가 구조적인 추세임에 무게가 더 쏠리는 만큼, 2H21 이후 가격 인상을 검토할 가능성이 높다.

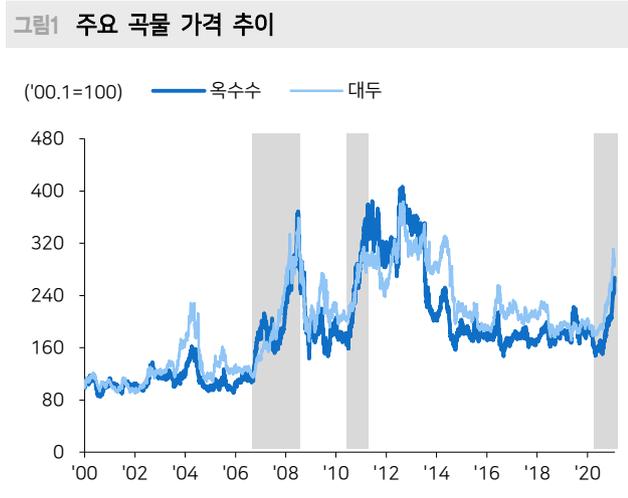
제 3의 곡물 가격 강세장?

CBOT 주요 곡물 가격 급등
: 옥수수(+43.5% YoY), 대두(+57.0% YoY)

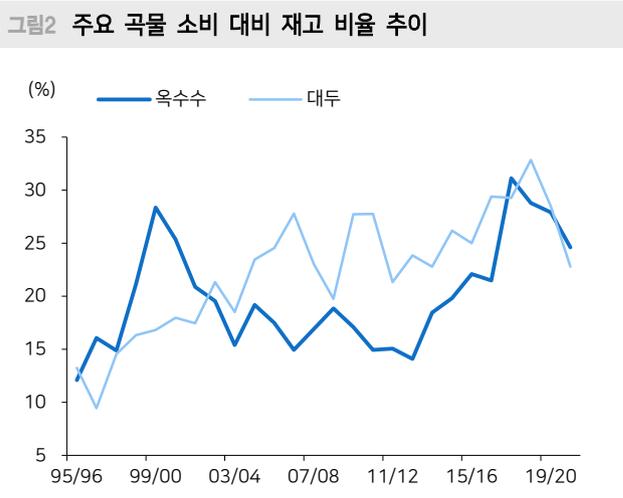
국제 곡물 가격이 급등 중이다. 특히 시카고 상품 거래소의 옥수수(+43.5% YoY), 대두(+57.0% YoY) 선물 가격 상승세가 두드러진다(1/29일 종가 기준). 최근 3년간 주요 곡물의 소비 대비 재고 비율이 큰 폭으로 하락한 점(옥수수 -6.5%p, 대두 -6.5%p)이 이를 방증한다. 일각에서 제 3의 곡물 가격 강세장을 우려하는 이유다.

중장기적 추세라면 식료품 업체들의 원재료 부담 가중 → 식료품 가격 인상 → 물가 상승 가능

최근 곡물가 상승이 중장기적인 추세라면 식료품 가격 인상에 따른 물가 상승은 불가피하다. 이미 두 차례의 강세 사이클(제 1 상승기: ‘06~‘09년, 제 2 상승기: ‘10~‘12년)을 경험한 바, 소재/가공식품/사료 업체의 원재료 부담이 예고된 것과 다름없기 때문이다. 다만 일시적 급등일 시, 전반적인 식료품 물가 상승으로 이어질 가능성은 낮다.



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터



자료: USDA, 메리츠증권 리서치센터

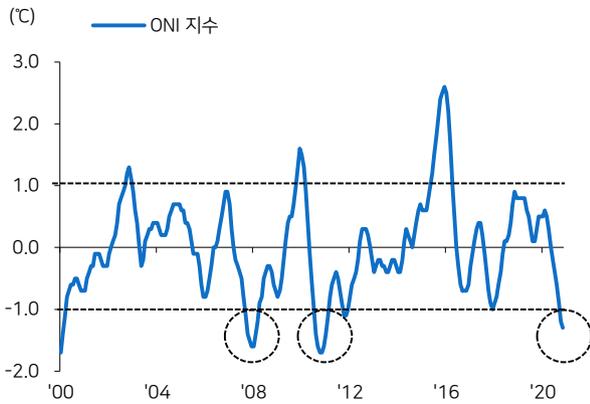
곡물가 급등 ≙ 소비 대비 재고 비율의 하락

재고/소비 비율 하락 이유 3가지

- 1) 라니냐 강도 심화
- 2) 중국 양돈 산업의 회복
- 3) 미국 농업 인력 부족

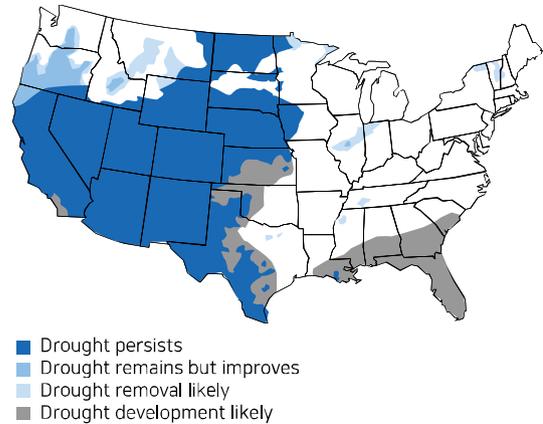
소비 대비 재고 비율의 하락은 크게 세 가지 요인에 기인한다. 1) 1H20 라니냐 강도의 심화다('20.5월 0℃ → '20.8월 -0.6℃ → '20.11월 -1.3℃). 라니냐 현상은 일반적으로 동남아 지역에 홍수를, 북남미 지역에 가뭄을 발생시킨다. 문제는 가뭄이 지속되고 있는 지역이 미국 주요 곡창지대인 중서부 대평원 지역과 겹친다는 점이다. 미국 해양 대기청에 따르면 해당 현상이 지속될 확률은 1Q21 95%, 2Q21 55%에 달한다. 특히 옥수수, 대두 수출 시장 내 북미 지역 비중이 각각 39%, 45%에 달하는 점은 재고 감소 우려에 무게를 더한다. 2) 수요 측면에서 중국 양돈 업황의 가파른 회복세도 무시할 수 없다. 양돈 산업이 ASF 발생 이전 수준으로 빠르게 회복하고 있기 때문이다. 사료와 사료첨가제의 가격 강세가 이를 방증한다. 3) 미국 농업 인력난도 한 몫 했다. 미국과 유럽은 농업 인력의 대부분을 외국인 계절근로자에 의지한다(미국의 경우 76%). 농업의 특성상 적절한 '시기'에 적절한 '과중(3~5월)'과 '수확(6~8월)'이 이루어져야 하는데, '20.3월 코로나 확산에 따른 인력 이동 제한으로 충분한 재고 확보가 어려웠던 탓이다

그림3 라니냐 강도 심화



자료: NOAA, 메리츠증권 리서치센터

그림4 1H21 미국 지역별 가뭄 전망치



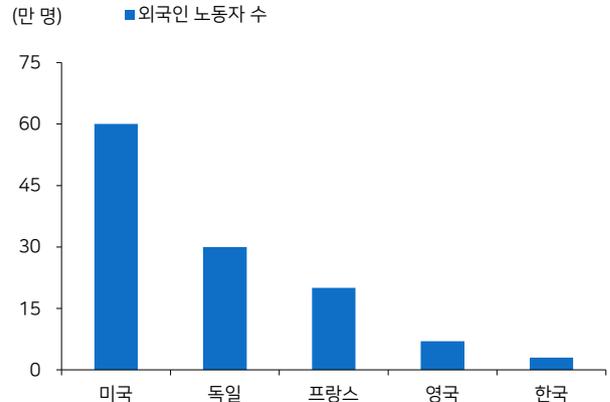
자료: USDA, 메리츠증권 리서치센터

그림5 중국 모든 사육 두수와 라이신 가격 추이



자료: 중국사료협회, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 국가별 외국인 노동자 수



자료: AFBF, KREI, 언론종합, 메리츠증권 리서치센터

'21년 원가 부담 → 판가 인상?

위 세 가지 곡물가 강세 요인은 '21년에도 유효할 가능성 ↑

위 세 가지 곡물가 강세 요인은 '21년에도 유효할 가능성이 높다. 1) '21년 상반기까지 라니냐 현상은 지속된다는 점, 2) '21년 중국 정부의 목표 중 하나가 ASF 이전 수준의 돼지사육두수 회복이라는 점, 3) 코로나19 확산세가 지속되는 한 인력 이동 제한 리스크는 항상 상존할 수 밖에 없다는 점에 기인한다.

단기간 원가 변동성은 감내 가능, 다만 현 추세 지속 시 가격 인상 검토 가능성 ↑

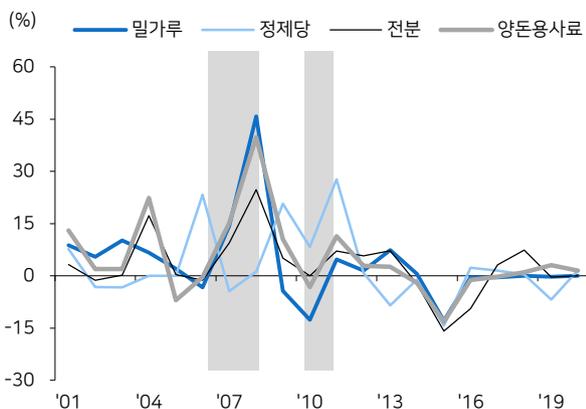
국내 소재/가공식품 업체의 원가 부담은 불가피한 상황이다. 원/달러 환율 하락이 곡물 가격 상승을 방어하기엔 제한적이기 때문이다. 곡물의 투입 시기는 매입 시기 대비 약 3~6개월 정도의 lagging 효과가 있다. 소재/사료 업체의 경우 업계 경쟁 심화로 단기간 물량 할인 및 리베이트 축소를 통해 마진 방어가 가능하다. 가공식품 업체 또한 장기간 원재료 매입 계약을 추구하여 원가 변동성이 작을 수 있다. 다만 현 추세가 구조적인 추세임에 무게가 더 쏠리는 만큼, 식품 업계 전반으로 2H21 이후 가격 인상을 검토할 가능성이 높다.

그림7 원/달러 환율 추이



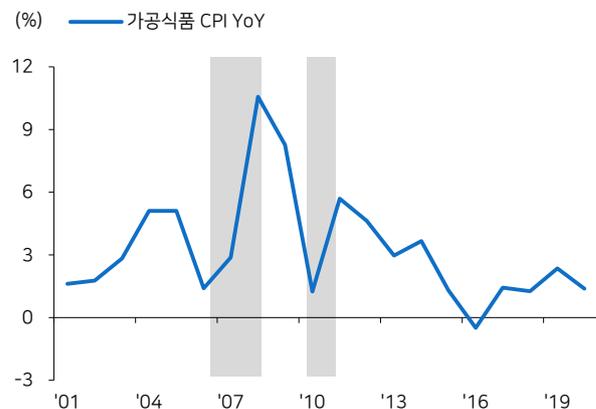
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림8 소재/사료 제품 PPI YoY 증가율 추이



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림9 가공식품 CPI YoY 증가율 추이 주요



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

원문: Food price rally sparks warnings of pressure on developing countries, Financial Times