



아직 확인할 것이 남았다 [요약]

1. 실적에 대한 기대치는 더 낮춰야

- 전망치를 하회한 3분기, 어닝쇼크가 빈번한 4분기
- 22년 전망치는 이미 하향 조정 진행 중
- 내년 3분기까지 이어질 이익사이클의 하락

2. 매크로가 말해주는 불편한 진실

- $Y = C + I + G + NX$, 한국 GDP 성장에 가장 중요한 NX(Net Export)
- 기저효과가 소멸되며 수출액 증감률의 고점이 확인된 상황
- 같은 속도로 높아진 수입, 무역수지는 최근 크게 악화
- GDP가 성장하지 않는 국가, 충분히 높아져 있는 한국 증시 시총
- 투입물가의 상승과 임금의 상승은 기업 수익성에 부정적 요인

3. 글로벌 주요국과 비교한 한국증시의 매력도

- 한국증시, 22년 EPS 증감률 마이너스 예상
- 이익사이클의 둔화와 22년 이익모멘텀의 약화는 한국증시 상대 약세 요인
- 한국증시 Valuation은 Double-counting과 신규 상장에 의해 왜곡
- Valuation 수치 자체로는 부담이 없는 수준이나, 왜곡된 부분에 대한 보정이 필요

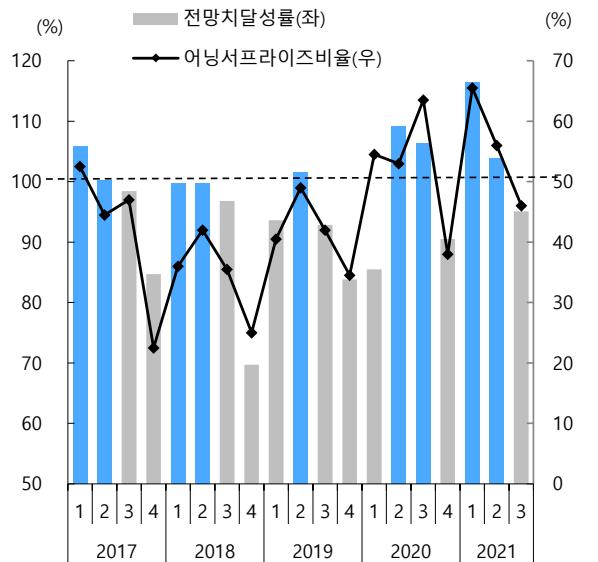
1. Quant Idea(1) – 실적에 대한 기대치는 더 낮춰야

3분기 실적은 전망치를 하회했다. 95.1%의 달성을률, 45.5%의 어닝서프라이즈 비율 모두 올 들어 가장 낮은 수치였고, 작년 2~3분기와 비교해도 낮은 수치였다. 유니버스 200종목 기준 3분기 영업이익은 60.7조원으로 분기 기준 사상 최대치를 경신했지만, 전망치(63.8조원)는 더 높은 곳에 있었다. 사상 최대 실적에도 증시 반응이 미온적인 이유였다.

문제는 지금이 4분기라는 점이다. 지난 10년간, 4분기 실적은 단 한번도 전망치를 상회한 적이 없다. 20년 4분기 기록된 90%의 전망치 달성을률이 지난 10년간 가장 좋았던 어닝시즌이었다. 20년과 달리 지금은 3분기 실적이 전망치를 하회한 가운데, 4분기 전망치와 22년 전망치가 동반 하향 조정되는 모습이다. 실적에 대한 기대치, 그 동안 너무 높았던 것은 아닌지 냉정한 판단이 필요한 시점이다.

21년 1분기를 고점으로 시작된 이익 Cycle 하락 국면은 내년 3분기까지 이어질 것으로 보인다. 4분기 85%의 달성을률(최근 5년 평균 달성을률 82.5%)을 가정할 경우 4분기 증감률은 +41.0%로 3분기보다 낮아지게 되며 내년 3분기에는 마이너스 증감률이 예상되고 있는 상황이다.

[챠트1] 3분기 전망치 달성을률을 들어 가장 낮은 수치
사상 최대실적에도 불구하고 증시 반응은 미온적



주: 유니버스 200종목 기준, 분기말 전망치(E1) 대비 달성을률로 계산

[챠트2] 1분기를 고점으로 하락 중인 이익증감률
이익사이클 하락은 내년 3분기까지 이어질 것



자료: Dataguide, 유안타증권

2. Quant Idea(2) – 매크로가 말해주는 불편한 진실

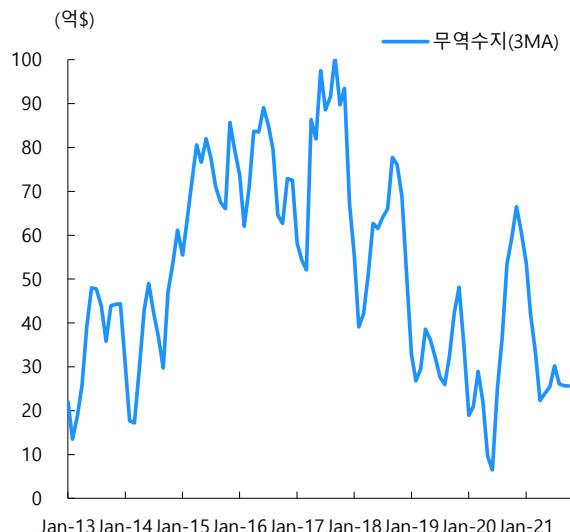
' $Y = C + I + G + NX$ '는 경제학 입문에 나오는 수식이다. 수출 중심으로 성장해 온 한국 경제에서는 NX(Net Export)가 GDP 성장에 있어 가장 중요한 요소다. 21년 5월을 고점으로 수출액증감률이 하락하고 있는 가운데, 최근 3개월(8~10월) 무역수지는 지는 10년래 가장 낮은 수준에 있다.

21년 한국 GDP 성장률은 +4.0%, 22년 성장률은 +3.0%로 예상된다. 21년 +5.5%, 22년 +3.9%로 예상되는 미국보다 낮다. GDP 성장률만 놓고 보면 최근 한국과 미국의 디커플링은 당연해 보인다. 그리고, 이미 한국 증시의 시총은 명목 GDP 대비 130% 수준으로 상승해 있다. 더 이상 증시 시총의 규모가 상승할 여지가 있는지 생각해 볼 필요가 있다.

기업의 이익에 참고할만한 Macro 지표도 있다. 최근 언급되는 빈도가 크게 늘어난 인플레이션과 관련된 내용인데, 기업의 입장에서 민감할 수 있는 물가지표는 투입물가와 산출물가, 그리고 임금의 상승이다. 투입물가의 상승분을 산출물가로 전가하지 못한다면, 기업의 수익성은 악화된다는 점에서 두 지표의 흐름에 주목할 필요가 있다. 여기에, 최근 다시 상승하고 있는 임금 또한 기업에게는 부담요인이 될 것이다.

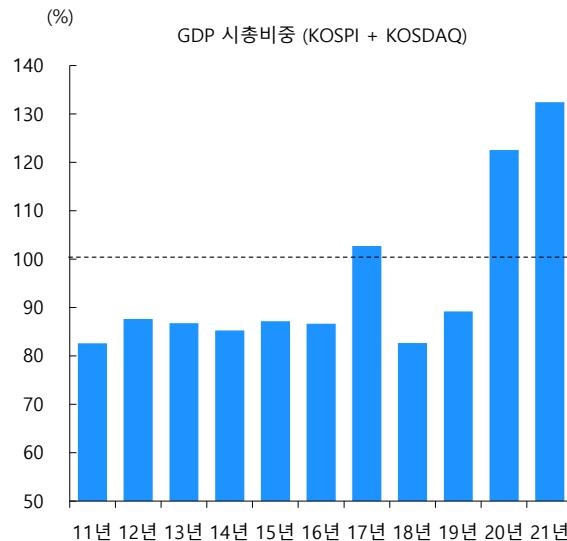
[챠트3] 최근 눈에 띠는 것은 무역지수의 부진

수출액증감률이 고점을 확인한 가운데 NX의 하락



[챠트4] 1분기를 고점으로 하락 중인 이익증감률

이익사이클 하락은 내년 3분기까지 이어질 것



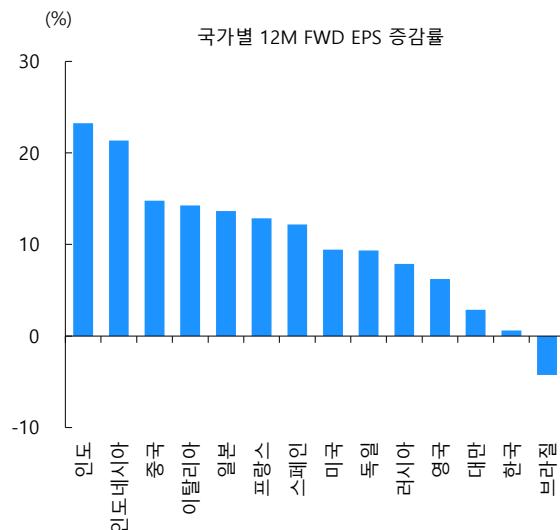
3. Quant Idea(3) – 글로벌 주요국과 비교한 한국증시의 매력도

MSCI Index 기준 한국증시의 2020년 EPS 증감률은 +17.1%, 21년 증감률은 +115.8%였다. 12M FWD EPS 증감률은 21년 4월 +46.5%를 기록하기도 했다. 하지만, 22년 증감률은 글로벌 주요국 가운데 가장 낮은 수준이다.

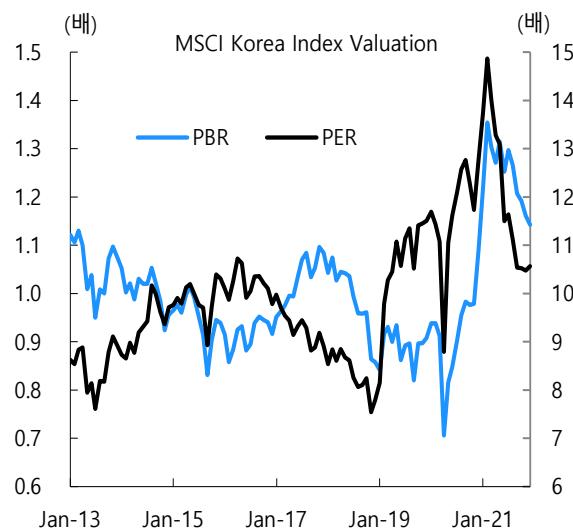
한국증시는 20년 가장 높은 수익률을 기록한 증시였다. 20년 +30.8% 상승한 한국증시는 연중 고점인 21년 6월 기준 +15.0% 추가 상승했다. 하지만, 한국 증시는 더 이상 상승하지 못했다. 6월말 3,300pt였던 KOSPI 지수는 5개월 연속 하락, 현재 3,000pt를 하회하고 있다. S&P 지수가 7%대 상승률을 기록한 것과 비교하면 그 차별화가 더욱 뚜렷하다.

현재 MSCI 기준 한국증시 12M FWD PBR은 1.14배로, 글로벌 주요국과의 ROE-PBR 회귀분석으로 계산된 한국 증시의 적정 PBR(1.63배)보다 30% 가량 할인된 상태다. 하지만, 이를 그대로 받아들일 수는 없다. 1) Double-counting 과 2) 신규 상장 이슈가 수치의 왜곡을 만들어내고 있다. 이익 사이클의 둔화가 진행중이라는 점, 22년 이익모멘텀이 크지 않다는 점 등은 한국증시 상대 약세를 설명한다. 매크로 지표에서도 기업의 수익성 둔화가 예상되고 있다는 점도 염두에 둘 필요가 있다.

[챠트5] 한국증시의 12M FWD EPS증감률,
글로벌 주요국 가운데 가장 낮은 수준

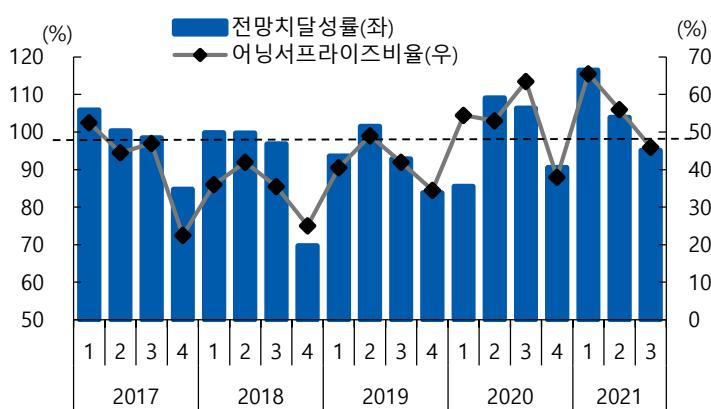


[챠트6] 1분기를 고점으로 하락 중인 이익증감률
이익사이클 하락은 내년 3분기까지 이어질 것



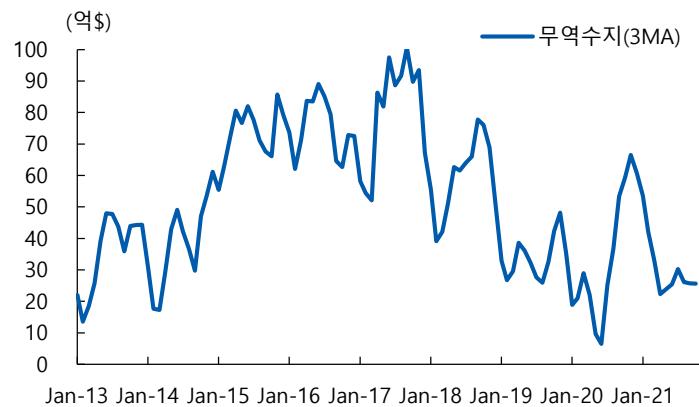
Key Chart

3분기 전망치 달성을 올 들어 가장 낮은 수치. 사상 최대실적에도 불구하고, 증시 반응 미온적



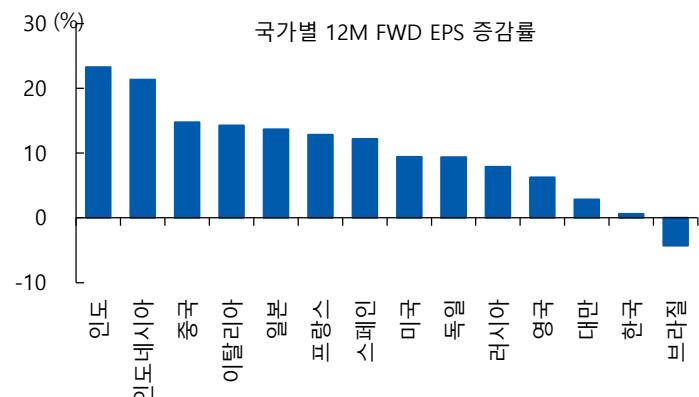
자료: 유안타증권 리서치센터

수출 호조에도 불구하고, 무역수지의 부진은 한국 경제에 부정적.



자료: 유안타증권 리서치센터

한국증시 12M FWD EPS증감률, 글로벌 주요국 가운데 가장 낮은 수준.



자료: 유안타증권 리서치센터