



Quant 안전점검 먼저 받으세요 [요약]

1. 이익 점검 – 높아진 Level, 낮아지는 증감률

- 21년 이익은 사상 최대치, 22년에도 높아진 Level 유지될 것
- 다만 증감률은 높지 않을 것. 이익 Cycle 둔화는 내년 상반기까지 지속

2. 신규 상장 – New money의 습격, 22년에도 계속된다

- 지수 대비 높은 시총 상승률. 기존 종목에 투자한 Old money의 소외
- 22년에도 다수의 종목이 IPO를 앞두고 있다

3. 수급 – 개인 매매 둔화. 외국인 컴백은?

- 개인 매매비중 감소. 증시 전체 거래 둔화
- 외국인 컴백의 조건은 환율과 Valuation

4. Macro – 우호적인 환경은 아니다

- 수출 중심 한국 경제에서 최근의 무역수지 부진은 우려되는 부분
- 투입물가, 산출물가, 임금의 변화는 기업의 수익성에 부정적

5. 방어 Keyword / 공격 Keyword

- 확인된 금리상승 & 외국인비중 – 저 PBR & 외국인 매매 비중 높은 종목
- 성장에 대한 희소성 – 매출에 대한 관심, 부진했던 업종의 기저효과

자세한 내용은 2022 Market Perspective 쿼트전략(12/6)을 참고 바랍니다

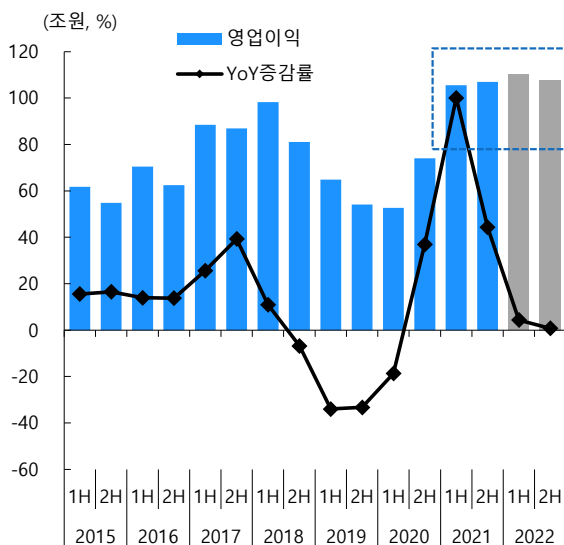
1. 이익 점검 – 높아진 Level, 낮아지는 증감률

그리고 21년 증시 전체 영업이익(유니버스 200종목 기준)은 사상 최대치 경신이 확실시되고 있다. 4분기 85%의 전망치 달성률을 가정할 경우 21년 영업이익 YoY 증감률은 +67.5%가 되며, 이는 종전 최대치였던 18년의 이익을 15% 이상 뛰어넘는 수치다.

22년 증시 이익은 21년과 비교해서 크게 높아지지는 않을 것으로 보인다. 높아진 Level을 유지하겠지만, 더 이상의 성장을 기대하기는 힘들다. 현재 예상치 기준 22년 이익증감률은 +2.5%로 전망되고 있는데, 3분기 실적시즌 이후 전망치 하향 조정이 진행중임을 고려하면 실제치가 더 낮아질 가능성도 열어둬야 할 것이다.

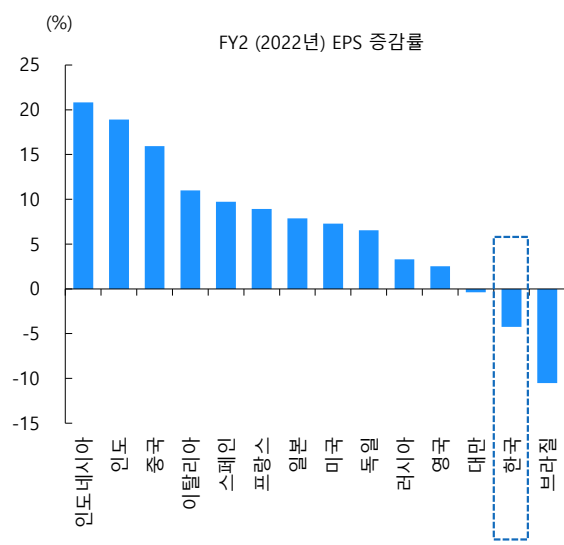
MSCI Index 기준 한국의 20년 EPS 증감률은 +17.1%로 높았고, 한국증시는 2020년 가장 높은 수익률을 기록한 국가 중 하나가 됐다. 그리고, 21년 증감률도 높았다. 높은 이익증감률은 한국증시가 21년 상반기까지 높은 수익률을 기록할 수 있는 이유였다. 그런데, 22년 증감률은 낮다. 특히 3분기 어닝시즌을 거치며 22년 전망치가 빠른 속도로 하향 조정됐고, 10월부터는 EPS 증감률이 (-)로 전환됐다. 글로벌 주요국 가운데 22년 증감률이 (-)인 국가는 많지 않다.

[차트1] 21년 이익은 사상 최대치,
22년에도 높아진 Level을 유지할 것



주: 유니버스 200종목 기준 자료: 유안타증권 리서치센터

[차트2] 22년 EPS 증감률이 마이너스인 국가는 많지 않다
그 중 하나가 한국이다



주: MSCI Index 기준 자료: Datastream, IBES, 유안타증권 리서치센터

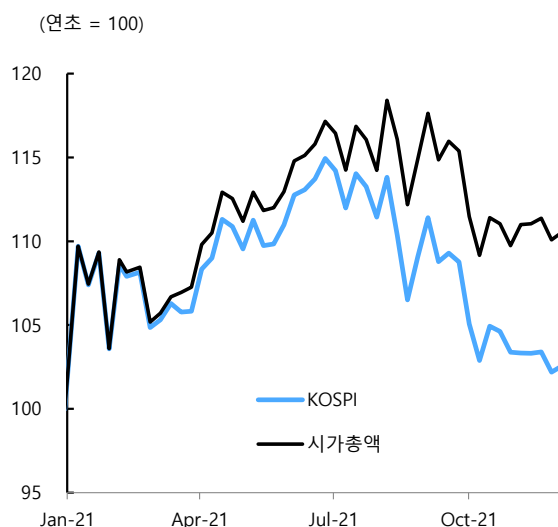
2. 신규 상장 – New money의 습격, 22년에도 계속된다

21년 KOSPI 지수는 +2.5% 상승했는데(12/2일 기준), 시가총액은 10.5% 상승했다. 대규모 IPO가 진행된 결과였다. 대규모 IPO가 진행됨에 따라 이들 종목에 대응하기 위해 기존 종목은 매도의 대상이 됐다. 기존 종목에 투자한 Old Money가 소외될 수 밖에 없는 환경이 된 것이다.

22년에는 더 큰 규모의 IPO가 기다리고 있다. LG화학에서 물적분할된 LG에너지솔루션을 비롯, 현대엔지니어링, 현대오일뱅크, SSG닷컴 등이 10조원 이상의 시총을 목표로 상장을 준비 중인데, LG에너지솔루션은 80조원 대의 IPO가 될 것으로 예상하기도 한다.

80조원을 가정할 경우 시총 2~3위권에 시총 비중 3% 이상이 될 것으로 예상되는데, 이는 역대 IPO 1, 2, 3위(카카오뱅크 33.2조, 카카오페이 25.2조, 크래프톤 22.2조)의 상장 첫날 시총을 합친 것과 비슷한 수준이다. 예상대로 LG에너지솔루션이 상장한다면, 이에 대응하기 위한 기존 종목의 매도 규모 역시 커져야 할 것이다. 기존 종목의 주주에게는 불편한 상황이 불가피하다

[차트3] 연초대비 KOSPI 지수는 비슷한 수준,
시가총액은 10% 이상 상승



자료: 유안타증권 리서치센터

[차트4] 2022년, LG 에너지솔루션은
국내 IPO 역사를 새롭게 쓸 것

종목	상장 시기	진행 상황	희망 시가총액
LG 에너지솔루션	22년 1월	예비심사 통과	75~80조원
현대엔지니어링	22년 2월 (공모)	예비심사 청구	10조원
현대오일뱅크	22년 상반기	12월 심사 청구 예정	10조원
마켓컬리	22년 상반기	주관사 선정 완료	5조원
SK 실더스	22년 상반기	주관사 선정 완료	4조원
CJ 올리브영	22년 상반기	주관사 선정 완료	4조원
SSG닷컴	22년 하반기	주관사 선정 완료	10조원

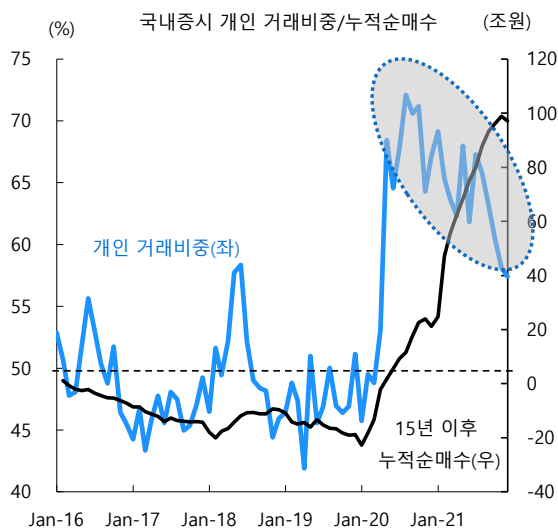
주: 언론보도 종합

3. 수급 - 개인 매매 둔화. 외국인 컴백은?

코로나 이후 국내증시에서 수급의 주체로 활약한 것은 개인이었다. 20년 4월 이후 개인 투자자의 거래비중은 60%를 상회했고, 7~9월 구간에서는 70%를 상회하기도 했다. 개인은 활발한 매매를 통해 증시에 활력을 불어넣었고, 그 결과 거래대금의 급증과 증시 상승이 이뤄질 수 있었다. 흐름이 달라진 것은 올해 10월부터다. 일평균 거래대금이 11조원대로 하락한 가운데 개인 거래비중은 60% 아래로 하락했고, 11월에는 월간 단위 개인 순매도가 기록됐다. 10~11월 KOSPI 시총대비 거래대금(0.54%)은 작년 2월 이후 최저치였다.

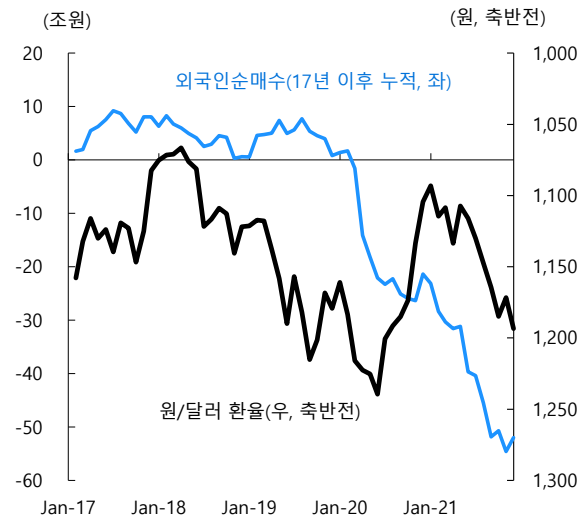
개인의 수급영향력이 낮아지며 수급 공백을 야기한 가운데, 주목되는 수급 주체는 외국인이다. 11월 2.6조원의 순매수를 기록해 달라진 모습을 보이고 있지만, 현재의 환율 환경이 외국인에게 우호적이지 않다. 외국인에게 우호적인 환율 환경이 조성되려면 환율의 하락이 추세로 확인되어야 하는데, 당사는 환율의 고점을 내년 1~2분기로 예상하고 있기 때문에 변곡점을 논하기에는 아직 이르다는 판단이다. 한국증시의 Valuation이 수치로는 저평가 영역에 있으나, 한국증시 특유의 Double-counting 이슈와 신규 상장이 야기하는 왜곡을 고려할 필요가 있다. EPS 증감률 열위에 있는 한국 증시의 Valuation이 부각될 수 있는 환경은 아니다.

[차트5] 10월 이후 개인 투자자의 거래 둔화,
개인 거래비중 60% 아래로 하락



자료: Dataguide, 유안타증권 리서치센터

[차트6] 외국인에게 우호적인 환율 환경이 아니다
원/달러 환율의 의미 있는 고점 확인이 필요



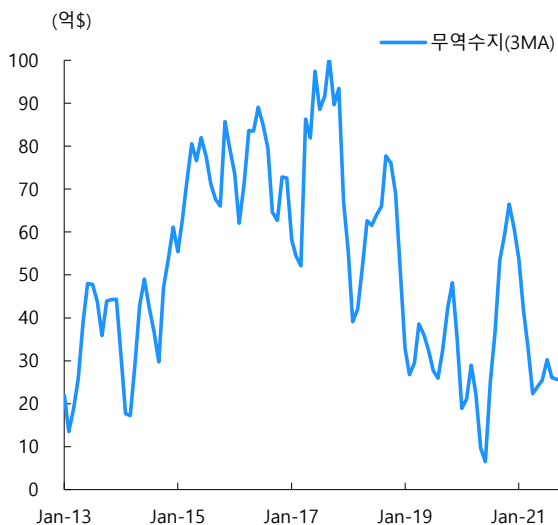
주: KOSPI 기준, 자료: 유안타증권 리서치센터

4. Macro – 우호적인 환경은 아니다

‘ $Y = C + I + G + NX$ ’ 수출 중심의 한국 경제에서 NX(Net Export)는 GDP 성장에 있어 가장 중요한 요소다. 20년 부진했던 수출은 하반기부터 빠르게 회복됐고, 21년에는 기저 효과가 반영되며 높은 증감률을 기록했다. 11월에는 수출액이 사상 최초로 600억 달러를 돌파하는 등 수출은 호조를 보이고 있지만, 증감률은 지난 5월 이후 고점이 확인된 모습이다. 수입이 같은 속도로 높아지고 있는 것도 NX에 유리하지 않다. 최근 무역 수지는 10년래 가장 낮은 수준으로 감소했다. 수출액 증감률의 둔화가 불가피한 현재의 상황과 원자재 가격 상승을 고려하면 무역수지의 빠른 개선을 기대하기는 어렵다.

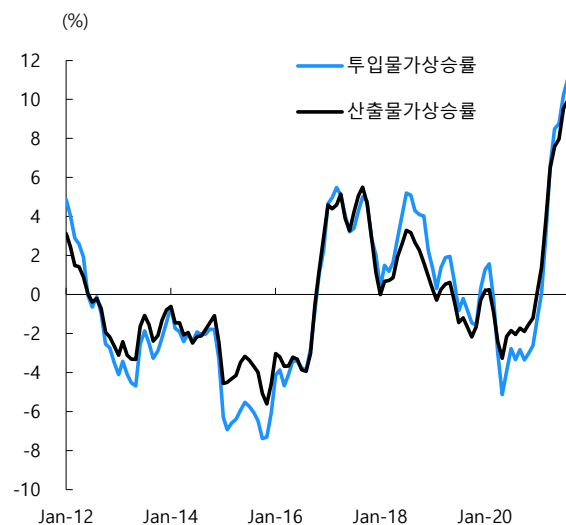
최근 수출과 함께 수입이 급증한 원인 중 하나는 인플레이션이다. 수출물가, 수입물가가 모두 상승하며 물량과 별개로 액수가 늘어나고 있다. 한편, 인플레이션과 관련된 지표 중에는 기업의 수익성과 관련된 지표도 있다. 투입물가와 산출물가가 그것이다. 투입물가의 상승분을 산출물가로 전가하지 못한다면 기업의 수익성은 악화되기 때문에, 두 지표의 흐름은 눈여겨 볼 필요가 있다. 기업 측면에서 부담으로 작용할 수 있는 임금이 21년 들어 빠른 속도로 상승 중이라는 점도 기업 수익성 측면에서는 부담이다.

[차트7] 수출액 증감률 둔화 속 원자재 가격의 상승,
무역수지의 빠른 개선은 어려울 것



자료: 관세청, 유안타증권 리서치센터

[차트8] 투입물가 상승분을 산출물가로 전가하지 못한다면
기업의 수익성은 악화



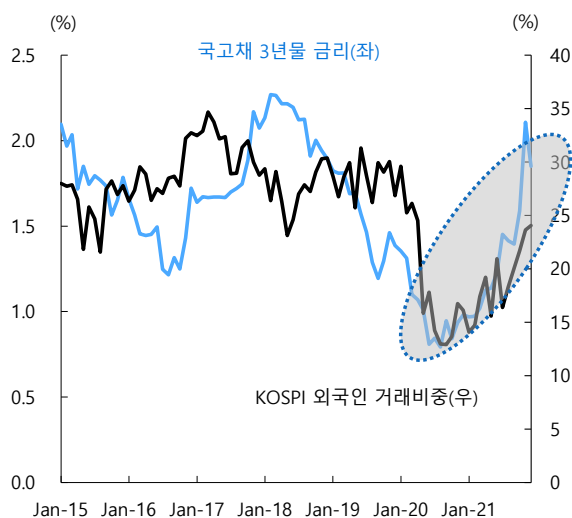
자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터

5. 방어 Key word : 금리, 외국인 / 공격 Key word : 성장의 희소성

한국 증시를 둘러싼 환경이 녹록지는 않다. Fundamental, Macro, 수급 모두 불편한 상황이 당분간 지속될 것으로 보인다. 상반기는 방어가 우선시되어야 하는 시기가 될 것이다. 이미 확인된 지표인 금리의 흐름을 고려한다면, 저 PBR주의 Valuation 메리트가 부각될 수 있는 시점이라 판단되며, 최근 나타난 개인 거래 비중의 감소와 수급 패러다임의 변화를 고려한다면 외국인 거래비중이 높은 종목도 관심의 대상이 될 것이다. 1) 외국인 거래비중이 높은, 2) 최근 3년 평균 PBR 대비 현재 PBR이 낮은, 3) 21년 부진한 수익률로 가격 부담이 낮은 종목은 방어에 유리한 종목일 것이다.

한편 Fundamental, Macro, 수급의 실마리가 풀리는 시점에서는 공격에 나서야 할 것이다. 22년에는 증시 전체 이익증감률이 둔화되기 때문에 성장에 대한 희소성이 높아지며, 성장을 판단하는 기준도 달라질 것이다. 변수가 많은 이익보다 매출에 대한 관심이 높아질 수 있는 환경이라는 판단이다. 반도체 업종(삼성전자+SK하이닉스)과 비교했을 때, 이익증감률과 매출액 증감률이 모두 높은 업종으로는 정유, 건설, 항공, 소매/유통, 호텔/레저, 화장품, 인터넷/게임, 미디어/엔터 등이 꼽힌다. 상반기 증으로 업황의 회복(혹은 추가적인 성장)이 확인된다면, 하반기 공격적인 투자의 대상으로 삼아볼 수 있을 것이다.

[차트9] 금리 상승, 외국인 거래비중의 상승은
이미 확인된 변화



자료: Dataguide, 유안타증권 리서치센터

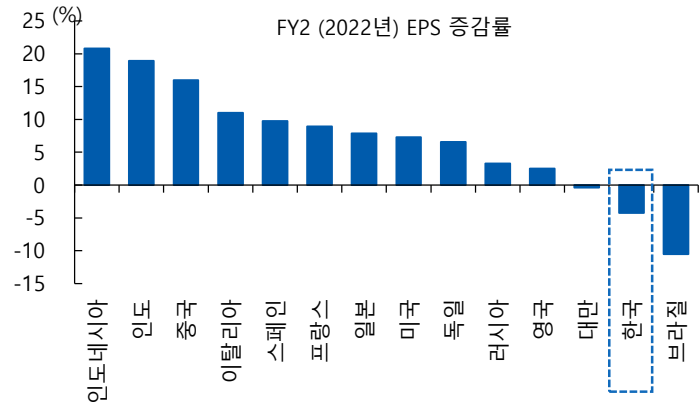
[차트10] 반도체/장비 업종에 비해 이익증감률,
업종 매출 증감률이 모두 높은 업종

업종	영업이익증감률		매출액증감률		업종 내 주요 종목
	21년	22년	21년	22년	
정유	흑전	12.4	44.9	19.9	S-Oil
건설	42.0	17.3	15.4	10.7	HDC 현대산업개발 아이에스동서
항공	흑전	32.4	11.7	35.2	제주항공 진에어
소매/유통	38.6	49.0	9.5	10.4	이마트 현대백화점
호텔/레저	적지	흑전	13.5	47.0	호텔신라 하나투어
화장품	32.0	24.1	7.2	9.9	아모레퍼시픽 콜마비엔에이치
인터넷/게임	-3.8	61.2	22.4	28.4	엔씨소프트 플레이비스
미디어/엔터	108.4	69.9	18.6	25.9	하이브 JYP Ent
반도체/장비	58.7	5.1	19.4	8.4	삼성전자 SK 하이닉스

주: 유니버스 200종목 기준 자료: Dataguide, 유안타증권 리서치센터

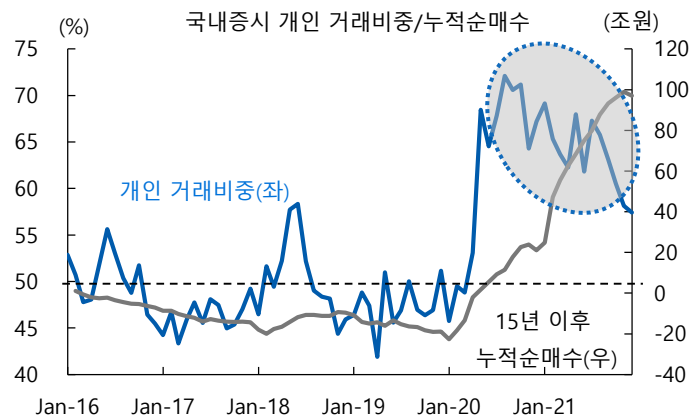
Key Chart

22년 EPS증감률이 마이너스인 국가는 많지 않다. 그 중 하나가 한국이다.



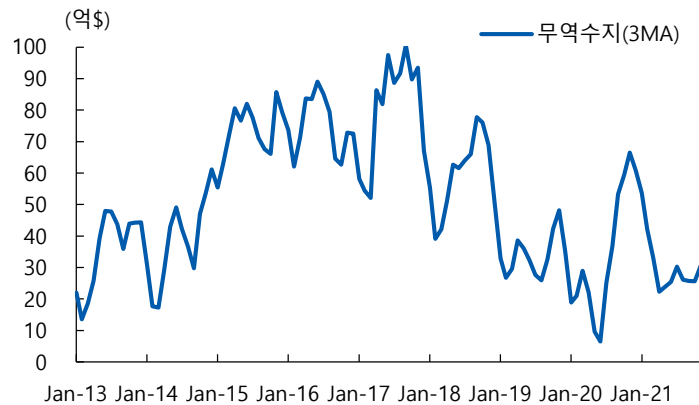
자료: 유안타증권 리서치센터

10월 이후 개인투자자의 거래 둔화, 개인 거래비중 60% 아래로 하락



자료: 유안타증권 리서치센터

수출액 증감률 둔화 속 원자재 가격의 상승, 무역수지의 빠른 개선은 어려울 것.



자료: 유안타증권 리서치센터