

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2022. 3. 17 (목)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

실적시즌 패턴모델 1분기 프리뷰

오늘의 차트

미국 금리 인상 시작, 신흥국 채권은?

칼럼의 재해석

원자재 수급 불안정성과 친환경 에너지에 대한 유럽의 고민

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

실적시즌 패턴모델 1분기 프리뷰 : 어닝 서프라이즈(쇼크) 발생 시 대응할 종목

- ✓ 2019년 5월 제시한 '어닝 서프라이즈 모델'의 분기별 성과 리뷰 및 다음 분기 전략 제시
- ✓ 1분기 어닝 서프라이즈, 어닝 쇼크 발생시 초과수익률 클 가능성 높은 종목 선별 제시
- ✓ 1분기 한국 업종별 이익 증가율, 전망치 추이, valuation 정리

2019년 5월 13일 보고서 '실적 시즌에 주가는 어떻게 움직이는가'에서 실적 시즌 패턴 모델 제시, 분기별 모델 적용 성과 및 향후 분기에 대한 스크리닝 제공

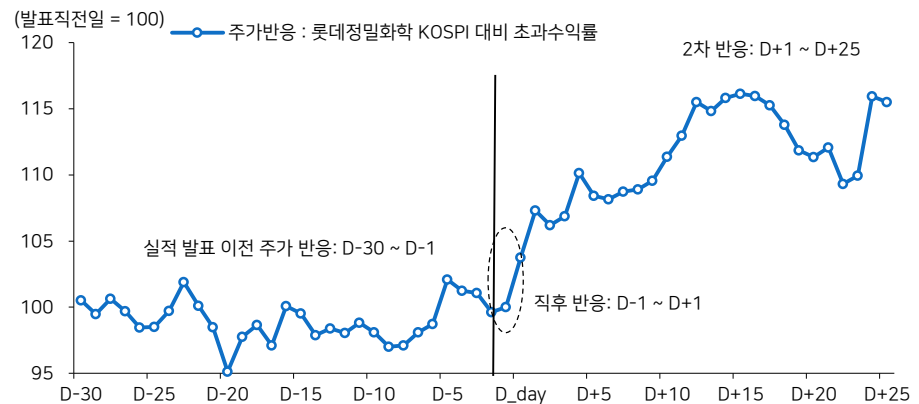
4분기 모델 성과는 2가지 모델 수익률 각각 2.1%, 7.2%

메리츠 퀀트 어닝 서프라이즈(쇼크) 패턴모델 4Q 성과 : 2.1%, 7.2%

필자는 지난 2019년 5월 13일자 보고서 '실적 시즌에 주가는 어떻게 움직이는가'를 통해 어닝 서프라이즈와 쇼크의 개념을 재정의하고 이를 활용한 투자전략을 제시한 바 있다. 필자가 새로 정의한 주가 서프라이즈, 쇼크의 개념, 그리고 시가총액과 베타에 대한 주식 분류를 통해 어닝 서프라이즈(쇼크) 효과를 좀 더 효율적으로 투자에 활용하는 내용이었다.

실적시즌 패턴모델의 지난 2021년 4분기 성과는 2개 모델 각각 2.1%, 7.2%로 우수한 성과를 나타냈다. 본 자료에서는 지난 4분기 모델 적용 세부 내용을 설명하고 다가오는 1분기 실적시즌을 대비한 예비 종목 리스트를 제시하고자 한다. 모델의 주요 개념에 대한 요약 설명을 표1에 제시했다.

그림1 실적 발표 전후 주가 : 4분기 매수 종목, 롯데정밀화학(어닝 서프 & 중형주 & 저베타)



주: KOSPI 대비 초과수익률 기준 실적 발표일 전후 30거래일 주가 흐름

자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

표1 실적 시즌 패턴 모델 주요 개념 설명

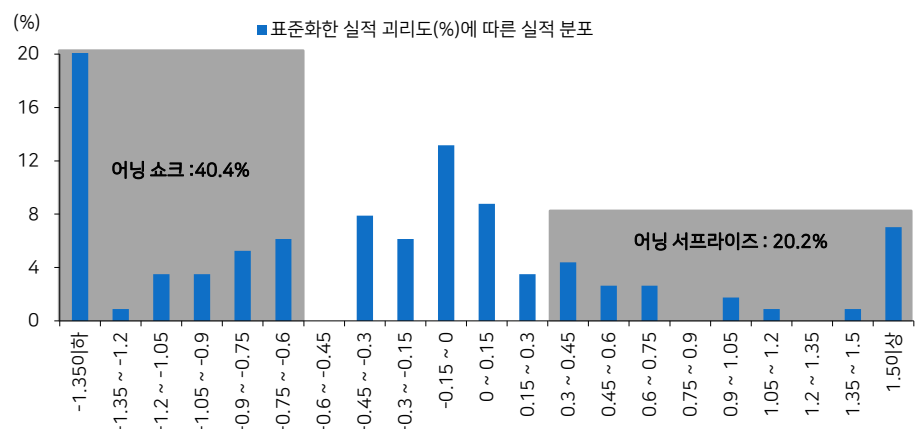
개념	설명
어닝 서프라이즈	순이익 기준으로 '(발표치 - 컨센서스)/시가총액' 이 0.3 이상인 종목
어닝 쇼크	순이익 기준으로 '(발표치 - 컨센서스)/시가총액' 이 -0.6 이하인 종목
주가 서프라이즈	실적발표 후 1차 반응 수익률이 3% 이상인 종목
주가 쇼크	실적발표 후 1차 반응 수익률이 -3% 이하인 종목
유니버스	시가총액 상위 200 종목 중 순이익 컨센서스가 존재하는 종목
대형주	시가총액 상위 100종목
중형주	시가총액 101~200위 종목
고베타	유니버스 내 52주 베타 상위 100위 이내 종목
저베타	유니버스 내 52주 베타 101~200위 종목
시가총액 기준	해당 실적시즌 분기말 시가총액, ex) 2분기 : 6월30일 시가총액 기준
실적발표 후 1차 반응	(실적발표 전일 증가 ~ 실적발표 익일 증가 수익률)의 KOSPI 대비 초과수익률
실적발표 후 2차 반응	(실적발표 익일 증가 수익률 ~ 실적발표 30거래일 후 증가 수익률)의 KOSPI 대비 초과수익률
매수 전략1	어닝 서프라이즈와 주가 서프라이즈를 모두 보이는 종목을 실적발표 익일 증가에 매수
매도 전략1	어닝 쇼크와 주가 쇼크를 모두 보이는 종목을 실적발표 익일 증가에 매도(공매도)
매수 전략2	어닝 서프라이즈 종목 중 중형주, 저베타 종목을 실적발표 익일 증가에 매수
매도 전략2	어닝 쇼크 종목 중 대형주, 고베타 종목을 실적발표 익일 증가에 매도(공매도)

자료: 메리츠증권 리서치센터

지난 4분기 어닝 서프라이즈, 쇼크
종목 비중은 20%, 40%

지난 4분기의 어닝 서프라이즈 강도별 분포를 보자. 위의 표1에 따른 필자의 정의 방식상 어닝 서프라이즈와 쇼크 종목수 비율은 20%, 40%에 해당했다. 통상적인 4분기와 마찬가지로 1회성 비용 처리, 성과급 지급 등으로 어닝 쇼크 비중이 다소 높았다. 참고로, 2021년 8월 이후로는 2022년도 이익 전망치가 7.6% 하향되며 실적 기대치는 낮아진 상황이다.

그림2 2021년 4분기 어닝 서프라이즈 강도별 분포 : (발표치 - 컨센서스)/(시가총액)

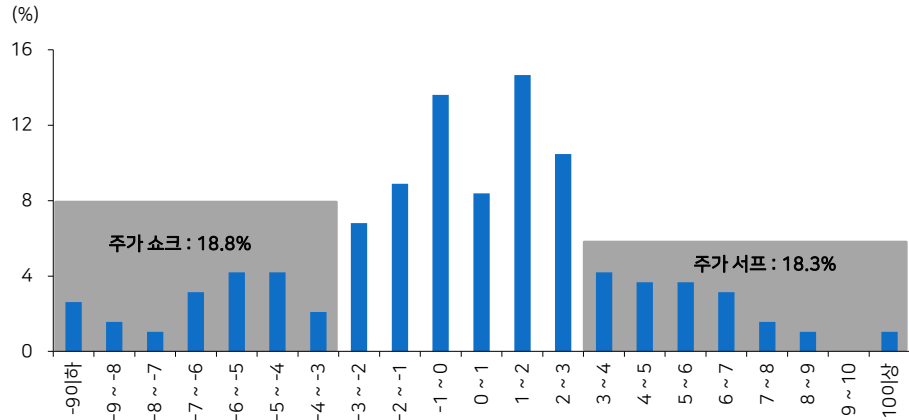


자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

지난 4분기 주가 서프라이즈, 쇼크
종목 비중은 18%, 19%

이제 지난 4분기의 주가 서프라이즈, 쇼크 분포를 보자. 필자는 실적 발표 후 1차 반응 기간 동안 KOSPI 대비 초과수익률이 3% 이상이면 주가 서프라이즈, -3% 이하를 주가 쇼크로 정의한다. 1차 반응 기간 초과수익률은 실적발표일 전일 증가부터 실적발표 익일 증가까지의 초과수익률로 정한다. 주가 서프라이즈와 쇼크 종목수는 각각 35개, 36개로 유니버스 내 비율로는 각각 18%, 19%에 해당했다.

그림3 2021년 4분기 주가 서프라이즈, 쇼크 분포 : 실적발표 후 1차 반응 초과수익률 기준



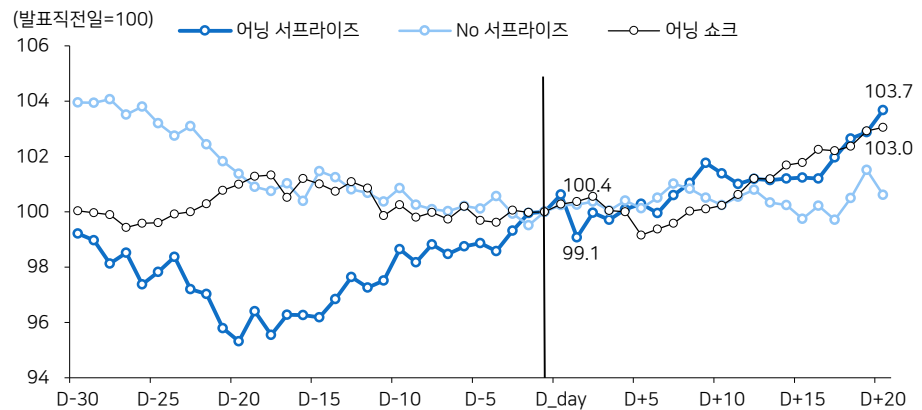
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

지난 4분기에는 어닝 서프라이즈
종목과 어닝 쇼크 종목의 2차
반응 수익률 차이가 1.9%로 높아

지난 4분기에 주식 세부 유형을 구분하지 않은 단순 어닝 서프라이즈와 어닝 쇼크의 수익률은 2차 반응 수익률 기준으로 어닝 서프라이즈 종목이 4.6%, 어닝 쇼크 종목이 2.7%로 수익률 차이가 1.9%였다. 어닝 서프라이즈 종목들이 코스피 지수 대비 우수한 성과를 기록한 폭이 컸다.

한편, 필자는 2차 반응 수익률을 보수적으로 예상하기 위해 실적 발표 익일 증가매수를 가정하는 점을 상기하자. 실투자시에는 실적 발표 당일이나 익일 장중에 더 유리한 가격으로 매수, 매도 체결 시 투자 성과는 좀 더 개선될 수 있을 것이다.

그림4 어닝 서프라이즈, 어닝 쇼크 종목들의 실적 발표 전후 주가 흐름_2021년 4분기



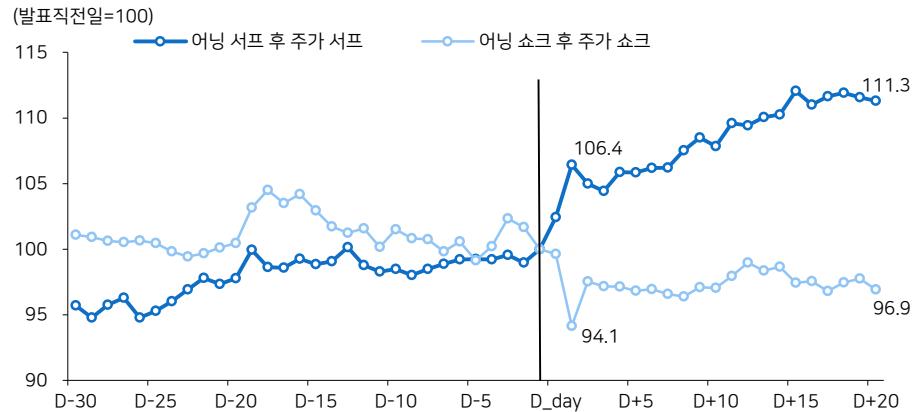
주: KOSPI대비 초과수익률 기준

자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

실적 시즌 패턴 모델 1 결과 :
매수 4.9%, 매도 2.8% 로
롱숏 가정 시 2.1%

이제 필자의 어닝 서프라이즈(쇼크) 매수, 매도 2가지 전략에 대한 4분기 성과를 체크해보자. 첫 번째 전략은 어닝 서프라이즈 종목 중 주가 서프라이즈를 보이는 종목을 매수하고, 어닝 쇼크 종목 중 주가 쇼크를 보이는 종목을 매도(공매도)하는 것이었다. 각각의 수익률은 4.9%, -2.8%로 합산 기준으로는 2.1%의 성과를 나타냈다. 어닝 서프라이즈 종목들의 주가 상승폭이 큰 점이 주요했다.

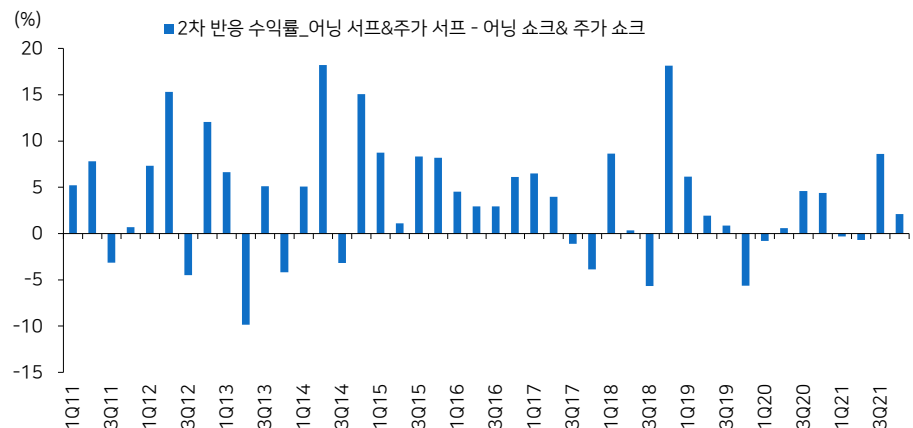
그림5 패턴1 : 어닝 서프라이즈(쇼크)와 주가 서프라이즈(쇼크)를 결합한 전략_2021년 4분기



주: KOSPI대비 초과수익률 기준

자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림6 전략1 과거 성과 : 2차 반응 수익률(어닝 서프&주가 서프 - 어닝 쇼크&주가 쇼크)



자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 2021년 4분기 리뷰 : 매매 전략 1의 종목별 결과

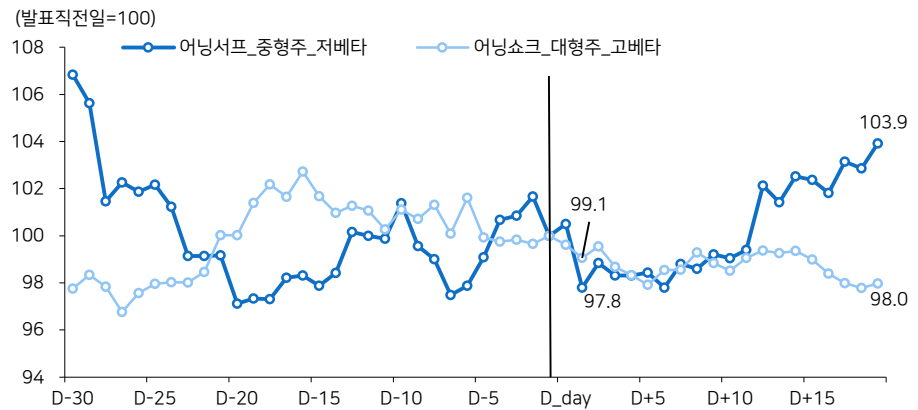
코드	종목명	시가총액 (십억)	주가 (원)	베타	순이익 컨센서스 (십억)	발표 순이익 (십억)	직후반응 (%p)	2차반응 (%p)	실적 발표일	2차반응 시작일
매수 유형 어닝 서프라이즈 후 주가 서프라이즈 기록한 종목										
A086790	하나금융지주	13,931	46,400	0.85	610.4	844.5	7.4	-6.3	2022-02-10	2022-02-14
A086280	현대글로비스	6,300	168,000	1.42	226.2	255.7	6.4	3.0	2022-01-26	2022-01-28
A010060	OCI	2,707	113,500	1.02	176.2	287.6	4.5	24.1	2022-02-08	2022-02-10
A004000	롯데정밀화학	2,015	78,100	0.67	152.3	225.9	7.3	8.2	2022-02-03	2022-02-07
매도 유형 어닝 쇼크 후 주가 쇼크 기록한 종목										
A051910	LG화학	34,168	457,000	1.06	643.1	262.7	-5.4	-19.5	2022-02-08	2022-02-10
A259960	크래프톤	13,789	281,000	0.20	166.4	6.2	-12.0	11.1	2022-02-10	2022-02-14
A066570	LG전자	20,972	122,000	1.49	556.2	38.6	-3.9	3.8	2022-01-07	2022-01-11
A329180	현대중공업	10,076	113,500	0.49	-238.4	-520.1	-3.8	18.9	2022-02-07	2022-02-09
A034220	LG디스플레이	6,637	18,550	0.94	357.8	175.6	-5.3	-4.7	2022-01-26	2022-01-28
A120110	코오롱인더	1,633	56,500	1.20	47.2	10.6	-4.7	-1.5	2022-02-25	2022-03-02

주: 시가총액과 주가는 2022년 3월 14일 기준이며, 2019년 5월 13일 보고서 'Bonjour Quant : 실적 시즌에 주가는 어떻게 움직이는가'의 방법론에 해당하는 종목
 자료: Enguide, 메리츠증권 리서치센터

실적 시즌 패턴 모델 2 결과 :
매수 6.1%, 매도 -1.1% 로
롱숏 가정 시 7.2% 기록

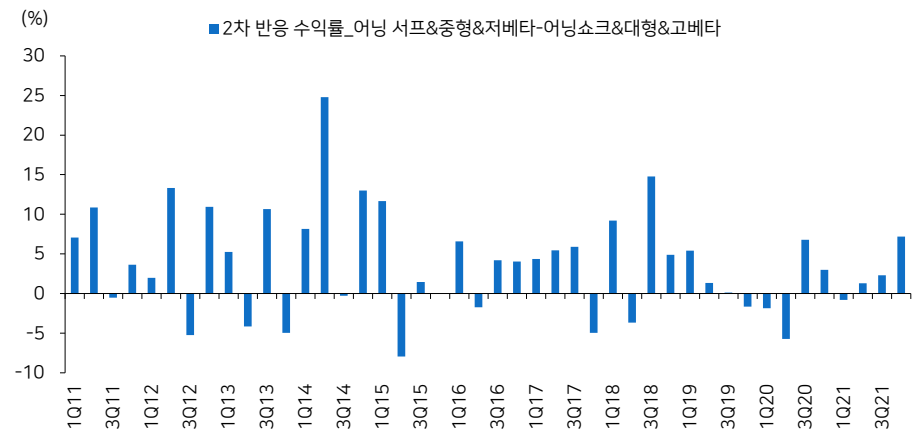
두번째 전략인 중형주, 저베타 종목이면서 어닝 서프라이즈를 기록한 종목 매수, 대형주, 고베타 종목이며 어닝 쇼크를 기록한 종목을 매도(공매도)하는 전략은 각각 6.1%, -1.1%로 롱숏 기준 7.2%의 성과를 기록했다.

그림7 패턴2 : 어닝 서프라이즈_중형주&저베타 매수, 어닝 쇼크_대형주&고베타 매도_4분기



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림8 전략2 과거 성과 : 2차 반응 수익률(어닝 서프&중형&저베타 - 어닝 쇼크&대형&고베타)



자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 2021년 4분기 리뷰 : 매매 전략 2의 종목별 결과

코드	종목명	시가총액 (십억)	주가 (원)	베타	순이익 컨센서스 (십억)	발표 순이익 (십억)	직후반응 (%p)	2차반응 (%p)	실적 발표일	2차반응 시작일
매수 유형 어닝 서프라이즈 종목 중 중형주, 저베타 종목										
A000120	CJ대한통운	3,137	137,500	0.73	42.6	56.9	-5.4	17.8	2022-02-11	2022-02-15
A078340	컴투스	1,460	113,500	0.85	13.4	27.2	-8.7	6.7	2022-02-11	2022-02-15
A004000	롯데정밀화학	2,015	78,100	0.67	152.3	225.9	7.3	8.2	2022-02-03	2022-02-07
A181710	NHN	1,369	36,500	0.43	8.4	44.3	-6.4	5.4	2022-02-09	2022-02-11
A175330	JB금융지주	1,596	8,100	0.47	77.7	94.2	2.2	-2.3	2022-02-11	2022-02-15
매도 유형 어닝 쇼크 종목 중 대형주, 고베타 종목										
A051910	LG화학	34,168	457,000	1.06	643.1	262.7	-5.4	-19.5	2022-02-08	2022-02-10
A005380	현대차	40,441	164,500	1.43	1,467.2	546.9	-0.6	-10.7	2022-01-25	2022-01-27
A028260	삼성물산	21,573	114,500	1.22	366.4	212.7	-1.7	10.9	2022-01-26	2022-01-28
A066570	LG전자	20,972	122,000	1.49	556.2	38.6	-3.9	3.8	2022-01-07	2022-01-11
A096770	SK이노베이션	18,234	195,500	1.40	487.8	68.4	-2.2	-8.3	2022-01-28	2022-02-04
A009150	삼성전기	11,610	152,000	1.33	268.3	85.5	0.5	-12.1	2022-01-26	2022-01-28
A018260	삼성에스디에스	10,756	139,000	1.20	194.5	103.4	-1.7	-0.4	2022-01-27	2022-02-03
A034220	LG디스플레이	6,637	18,550	0.94	357.8	175.6	-5.3	-4.7	2022-01-26	2022-01-28
A011170	롯데케미칼	6,889	201,000	1.01	242.2	78.2	6.5	-4.1	2022-02-08	2022-02-10
A066970	엘앤에프	5,953	171,000	1.29	19.6	-93.5	3.6	-6.4	2022-02-08	2022-02-10
A009540	한국조선해양	6,575	92,900	1.15	-70.0	-519.8	1.5	15.3	2022-02-07	2022-02-09
A004020	현대제철	5,271	39,500	1.29	558.0	331.5	-1.1	2.2	2022-01-27	2022-02-03
A011780	금호석유	4,846	151,500	1.13	386.0	310.4	-0.2	-3.0	2022-02-10	2022-02-14
A161390	한국타이어앤테크놀로지	4,106	33,150	1.21	126.5	77.3	0.7	-2.1	2022-02-04	2022-02-08
A139480	이마트	3,805	136,500	1.07	207.9	72.3	-2.8	4.4	2022-02-10	2022-02-14

주: 시가총액과 주가는 2022년 3월 14일 기준이며, 2019년 5월 13일 보고서 'Bonjour Quant : 실적 시즌에 주가는 어떻게 움직이는가'의 방법론에 해당하는 종목
 자료: Enguide, 메리츠증권 리서치센터

1Q 어닝 서프라이즈(쇼크) 발생 시 주가 변동 클 종목, 선별 대응 유리

실적 시즌 패턴 모델 2번을
사전적 스크리닝으로 활용 가능

필자가 제시하는 실적시즌 패턴모델은 발표된 실적 확인 후 실적발표일 다음날 종가에 매수(매도)하는 것을 가정한다. 그런데, 필자의 두 모델 중 시가총액과 베타를 활용하는 모델은 실적발표 전에 매매 예비 리스트를 작성 가능하다. 중형주이면서 저베타인 종목, 대형주이면서 고베타인 종목을 사전 선별하는 것이다.

어닝 서프라이즈에 예민한 종목,
어닝 쇼크에 예민한 종목 리스트
제시, 어닝 서프라이즈(쇼크)에
대한 사전 투자도 가능

이는 실적발표 전에 어닝 서프라이즈나 쇼크를 사전적으로 예상하는 액티브 매니저들에게도 유용한 종목 스크리닝이 될 수 있다. 아래의 종목 리스트들은 실제로 어닝 서프라이즈나 쇼크가 발생했을 경우 다른 종목들에 비해 초과수익의 폭이 클 것으로 전망되기 때문이다.

표4 매수 후보 : 1분기에 어닝 서프라이즈 기록 시 Outperform 폭이 클 종목, 중형주 & 저베타 종목

코드	종목	시총 (십억)	주가	베타	1Q순익 전망치 (십억)	당사 전망치 (십억)	코드	종목	시총 (십억)	주가	베타	1Q순익 전망치 (십억)	당사 전망치 (십억)
A271560	오리온	3,206	81,100	0.8	76	n/a	A069960	현대백화점	1,804	77,100	0.9	53	67
A000120	CJ대한통운	3,137	137,500	0.9	31	52	A067160	아프리카TV	1,794	156,100	0.9	21	n/a
A008770	호텔신라	3,120	79,500	0.8	12	7	A336370	솔루스첨단소재	1,780	58,200	0.8	0	n/a
A282330	BGF리테일	2,956	171,000	0.5	24	23	A004800	효성	1,764	83,700	0.8	92	n/a
A007070	GS리테일	2,927	27,950	0.9	50	n/a	A004370	농심	1,734	285,000	0.6	34	n/a
A012450	한화에어로스페이스	2,769	54,700	1.0	31	n/a	A079550	LIG넥스원	1,674	76,100	1.0	18	n/a
A058470	리노공업	2,757	180,900	0.6	27	n/a	A175330	JB금융지주	1,596	8,100	0.5	146	n/a
A253450	스튜디오드래곤	2,728	90,900	0.8	16	14	A222800	심텍	1,562	49,050	0.9	47	n/a
A010060	OCI	2,707	113,500	0.9	157	169	A007310	오뚜기	1,553	423,000	0.6	42	n/a
A035760	CJ ENM	2,695	122,900	0.8	53	n/a	A139130	DGB금융지주	1,534	9,070	0.5	157	n/a
A375500	DL이앤씨	2,633	136,000	1.0	134	n/a	A299900	위지웍스튜디오	1,530	35,800	0.9	1	n/a
A000080	하이트진로	2,605	37,150	0.9	30	n/a	A034230	파라다이스	1,523	16,750	0.7	-28	-23
A012750	에스원	2,599	68,400	0.5	43	n/a	A017800	현대엘리베이	1,502	36,800	1.0	15	n/a
A001450	현대해상	2,593	29,000	0.6	127	n/a	A005300	롯데칠성	1,471	158,500	0.8	22	n/a
A030000	제일기획	2,542	22,100	0.8	39	39	A089860	롯데렌탈	1,449	39,550	1.0	29	n/a
A088350	한화생명	2,532	2,915	0.9	170	n/a	A056190	에스에프에이	1,391	38,750	0.7	30	n/a
A004170	신세계	2,525	256,500	0.9	81	45	A010120	LS ELECTRIC	1,380	46,000	1.0	25	n/a
A138930	BNK금융지주	2,480	7,610	0.7	250	n/a	A181710	NHN	1,369	36,500	0.9	22	26
A004000	롯데정밀화학	2,015	78,100	0.8	89	n/a	A064760	티씨케이	1,351	115,700	0.9	22	n/a
A051600	한전KPS	1,962	43,600	0.8	49	n/a	A042670	현대두산인프라코어	1,350	6,840	0.9	68	n/a
A108320	LX세미콘	1,953	120,100	0.9	76	n/a	A214150	클래시스	1,338	20,650	0.8	13	n/a
A111770	영원무역	1,943	43,850	0.9	53	60							

주: 시가총액과 주가는 2022년 3월 14일 기준이며, 종목 선정 기준은 전적으로 계량 분석 결과에 의한 것으로 당사 기업 분석 애널리스트의 의견과 다를 수 있음

음영 표시된 종목은 1분기 순이익에 대한 당사 애널리스트 추정치가 증시 컨센서스보다 5% 이상 높은 종목들로 어닝 서프라이즈 가능성 높은 종목임

자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

표5 매도 후보 : 1분기에 어닝 쇼크 기록 시 Underperform 폭이 클 종목, 대형주 & 고베타 종목

코드	종목	시총 (십억)	주가	베타	1Q순익 전망치 (십억)	당사 전망치 (십억)	코드	종목	시총 (십억)	주가	베타	1Q순익 전망치 (십억)	당사 전망치 (십억)
A000660	SK하이닉스	84,448	116,000	1.4	2,387	1,976	A009830	한화솔루션	6,743	35,250	1.1	93	85
A035420	NAVER	53,972	329,000	1.2	382	387	A034220	LG디스플레이	6,637	18,550	1.1	170	161
A035720	카카오	46,174	103,500	1.3	177	200	A009540	한국조선해양	6,575	92,900	1.2	-34	n/a
A006400	삼성SDI	33,763	491,000	1.2	272	n/a	A018880	한온시스템	6,139	11,500	1.2	52	n/a
A051910	LG화학	32,261	457,000	1.2	546	442	A066970	엘앤에프	5,953	171,000	1.3	23	n/a
A000270	기아	27,889	68,800	1.0	1,125	926	A293490	카카오게임즈	5,702	73,200	1.2	36	n/a
A005490	POSCO	25,023	287,000	1.1	1,150	1,377	A000720	현대건설	5,507	49,450	1.2	106	145
A028260	삼성물산	21,399	114,500	1.2	328	507	A028050	삼성엔지니어링	5,459	27,850	1.0	100	n/a
A066570	LG전자	19,965	122,000	1.4	906	n/a	A004020	현대제철	5,271	39,500	1.2	410	540
A096770	SK이노베이션	18,077	195,500	1.3	358	244	A006800	미래에셋증권	5,052	8,210	1.2	243	n/a
A377300	카카오페이	17,975	136,000	1.3	0	n/a	A011780	금호석유	4,590	151,500	1.2	347	n/a
A011200	HMM	16,872	34,500	1.2	2,467	n/a	A071050	한국금융지주	4,241	76,100	1.3	297	n/a
A352820	하이브	11,786	285,000	1.2	35	n/a	A006360	GS건설	4,125	48,200	1.2	115	152
A009150	삼성전기	11,353	152,000	1.4	291	n/a	A161390	한국타이어앤테크놀로지	4,106	33,150	1.2	100	128
A018260	삼성에스디에스	10,756	139,000	1.1	156	n/a	A028670	팬오션	4,052	7,580	1.1	106	n/a
A003490	대한항공	9,982	28,700	1.1	272	321	A241560	두산밥캣	3,930	39,200	1.3	100	n/a
A011070	LG이노텍	8,035	339,500	1.1	217	n/a	A139480	이마트	3,805	136,500	1.1	253	n/a
A361610	SK아이이테크놀로지	7,736	108,500	1.2	3	n/a	A047810	한국항공우주	3,763	38,600	1.1	19	n/a
A003670	포스코케미칼	7,661	98,900	1.0	29	n/a	A002790	아모레G	3,558	43,150	1.1	64	76
A247540	에코프로비엠	7,389	322,400	1.1	30	n/a	A010620	현대미포조선	3,331	83,400	1.2	10	n/a
A011170	롯데케미칼	6,889	201,000	1.1	135	n/a							

주: 시가총액과 주가는 2022년 3월 14일 기준이며, 종목 선정 기준은 전적으로 계량 분석 결과에 의한 것으로 당사 기업 분석 애널리스트의 의견과 다를 수 있음
음영 표시된 종목은 1분기 순이익에 대한 당사 애널리스트 추정치가 증시 컨센서스보다 5% 이상 낮은 종목들로 어닝 쇼크 가능성 높은 종목임

자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

한국 업종별 펀더멘탈 모니터

표6 업종별 Valuation

업종	PER (배)				PBR (배)			EV/EBITDA (배)			ROE (%)			배당수익률 Trailing (%)
	2020	2021	2022	12M Fwd	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	
KOSPI	23.2	10.1	10.5	10.1	1.18	1.10	1.01	8.8	6.1	5.3	5.1	10.9	9.6	2.0
에너지	적자	8.6	7.6	7.6	0.96	0.91	0.83	188.3	6.5	6.0	(8.4)	10.5	10.9	1.3
화학	28.9	7.0	9.8	9.4	1.38	1.17	1.08	10.7	5.1	5.7	4.8	16.7	11.0	1.5
비철금속	18.6	9.6	11.0	10.8	1.10	1.18	1.17	8.1	5.7	6.0	5.9	12.3	10.6	1.9
철강	37.0	3.6	4.6	4.6	0.53	0.46	0.42	7.1	2.6	2.7	1.4	12.6	9.1	2.0
건설	11.0	8.9	8.3	8.0	1.00	0.94	0.90	7.0	5.0	4.6	9.1	10.6	10.8	1.7
기계	적자	18.0	17.0	16.5	1.45	1.38	1.30	16.9	8.5	7.8	(1.3)	7.7	7.6	0.5
조선	적자	적자	적자	104.1	1.08	1.12	1.15	적자	적자	24.7	(9.5)	(14.3)	(0.2)	0.1
상사, 자본재	23.1	9.1	10.0	9.7	0.84	0.77	0.74	6.8	4.7	4.4	3.6	8.5	7.4	2.2
운송	적자	9.2	5.0	5.1	2.16	1.45	1.12	12.5	4.9	3.5	(2.8)	15.7	22.3	0.9
자동차	25.4	7.0	6.2	6.0	0.66	0.61	0.56	9.7	5.9	5.2	2.6	8.7	9.0	1.7
화장품, 의류	21.2	12.0	11.6	11.3	1.47	1.72	1.57	7.5	6.2	5.7	6.9	14.4	13.5	1.1
호텔, 레저	적자	적자	39.9	30.2	2.30	2.72	2.62	적자	77.5	14.7	(16.2)	(6.3)	6.6	0.1
미디어, 교육	적자	54.8	25.8	24.7	2.83	2.99	2.71	55.6	14.0	9.7	(11.7)	5.5	10.5	0.9
소매(유통)	4638	5.2	10.6	10.2	0.57	0.52	0.49	8.2	6.2	5.6	0.0	10.0	4.6	1.8
필수소비재	12.6	11.3	10.6	10.4	0.93	0.98	0.93	5.8	5.8	5.6	7.4	8.7	8.7	2.5
건강관리	58.3	38.1	35.8	36.2	5.07	5.61	4.92	31.4	24.8	24.1	8.7	14.7	13.7	0.2
은행	8.0	5.6	5.2	5.1	0.58	0.51	0.47	n/a	n/a	n/a	7.2	9.1	9.1	2.8
증권	5.8	3.8	4.8	4.7	0.67	0.62	0.55	n/a	n/a	n/a	11.6	16.4	11.6	3.7
보험	9.8	6.3	7.0	6.8	0.41	0.44	0.42	n/a	n/a	n/a	4.2	7.0	6.0	3.2
소프트웨어	50.0	8.3	31.3	29.9	4.88	2.98	2.67	22.3	22.7	18.3	9.8	36.0	8.5	0.3
IT하드웨어	33.1	12.8	10.3	10.0	2.05	1.87	1.61	9.2	6.2	4.9	6.2	14.6	15.6	0.5
반도체	16.4	10.1	8.7	8.4	1.58	1.42	1.26	5.7	4.2	3.6	9.6	14.1	14.5	3.7
IT가전	68.4	40.4	27.3	25.7	3.94	3.52	2.61	22.9	13.7	11.0	5.8	8.7	9.6	0.2
디스플레이	적자	4.7	7.5	6.9	0.63	0.51	0.48	4.5	2.1	2.3	(1.4)	10.9	6.4	0.0
통신서비스	10.6	7.1	9.2	8.9	0.62	0.62	0.64	3.7	3.3	3.1	5.8	8.7	7.0	4.4
유틸리티	12.4	적자	적자	적자	0.35	0.34	0.35	6.4	12.9	122.7	2.8	(5.3)	(15.9)	3.3

주: 2022년 3월 14일 기준

자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

표7 업종별 Earnings_이익전망치 변화(분기)

업종	매출액 전망치 변화율 (%)				영업이익 전망치 변화율 (%)				순이익 전망치 변화율 (%)			
	1Q22		2022		1Q22		2022		1Q22		2022	
	1개월	3개월	1개월	3개월	1개월	3개월	1개월	3개월	1개월	3개월	1개월	3개월
KOSPI	0.3	2.2	0.9	3.9	(4.5)	(14.5)	(2.8)	(2.6)	(0.7)	(15.7)	(2.7)	(3.3)
에너지	1.2	6.8	3.1	11.1	6.7	(20.8)	3.4	1.5	8.5	(28.7)	3.5	(2.0)
화학	(0.5)	(6.4)	0.2	(0.5)	(5.3)	(41.6)	(5.3)	(20.6)	(10.5)	(40.7)	(4.9)	(20.5)
비철금속	(0.1)	7.1	(0.3)	7.3	4.0	4.0	(0.3)	(0.4)	1.4	1.9	(0.1)	(0.7)
철강	0.1	0.9	0.7	4.3	(1.3)	(23.1)	(1.8)	(8.6)	0.2	(26.9)	(1.2)	(9.4)
건설	0.5	(1.2)	(0.4)	(1.0)	(3.3)	(7.4)	(1.4)	(5.2)	(4.4)	(10.1)	(2.1)	(4.6)
기계	0.7	(0.6)	1.1	2.8	(4.0)	(14.0)	(1.6)	(2.3)	(3.1)	(3.9)	0.6	0.4
조선	1.1	4.5	(0.1)	3.2	적자지속	적자전환	(4.1)	(35.7)	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속
상사,자본재	(1.0)	3.5	(0.4)	2.7	(1.2)	(3.9)	(1.5)	(0.7)	(0.4)	(0.5)	(0.2)	(11.3)
운송	0.4	4.6	2.4	5.0	0.2	24.3	5.8	24.7	2.5	(5.3)	8.6	28.8
자동차	(0.1)	0.4	0.6	3.4	(2.5)	(8.0)	(0.6)	(3.9)	(2.2)	(10.5)	(0.6)	(3.9)
화장품,의류	0.3	(1.3)	0.6	(0.5)	(0.5)	(5.8)	(0.0)	(3.7)	0.1	(5.7)	(0.7)	(3.7)
호텔,레저	(1.3)	(1.9)	(0.9)	(3.8)	(2.6)	(33.7)	(12.9)	(32.3)	(11.9)	(41.0)	(13.6)	(36.8)
미디어,교육	(0.1)	(2.6)	1.5	3.3	(9.2)	(20.2)	(3.5)	(9.2)	(2.2)	(20.6)	0.3	(8.7)
소매(유통)	0.0	0.7	0.4	1.5	(1.2)	(11.1)	(1.5)	(7.7)	(17.4)	18.5	(1.9)	(7.6)
필수소비재	0.1	(0.7)	2.6	4.5	(0.2)	(2.0)	1.6	1.7	(0.2)	(3.1)	(1.0)	(4.4)
건강관리	0.3	17.8	0.7	2.0	0.1	24.0	(2.4)	1.5	0.0	0.0	0.1	1.5
은행	n/a	n/a	n/a	n/a	0.3	2.0	0.3	3.5	0.5	1.8	0.1	3.2
증권	n/a	n/a	n/a	n/a	3.1	2.8	0.8	1.6	0.3	(0.6)	0.3	1.9
보험	n/a	n/a	n/a	n/a	(9.4)	(13.7)	(5.3)	0.7	(0.7)	(4.1)	(5.5)	(4.3)
소프트웨어	(0.5)	(2.3)	(0.6)	(0.9)	(5.5)	(19.9)	(8.2)	(19.4)	(7.1)	(17.7)	(8.1)	(17.7)
IT하드웨어	0.3	9.1	1.3	6.0	(0.5)	6.4	0.8	3.5	(1.5)	3.9	0.7	2.4
반도체	0.4	5.0	0.7	6.0	0.4	4.0	2.1	11.9	0.7	3.0	1.9	11.5
IT가전	0.9	8.0	0.3	3.7	0.2	(7.1)	(0.7)	(7.3)	0.1	(12.4)	(0.9)	(9.1)
디스플레이	(0.4)	(0.8)	0.3	1.4	(3.7)	(32.9)	(0.8)	(9.1)	0.0	(2.3)	(1.1)	(11.6)
통신서비스	(0.3)	(1.0)	(0.4)	(1.9)	0.5	(5.0)	(0.8)	(5.1)	1.2	(7.4)	0.5	(1.2)
유틸리티	1.8	5.6	4.6	9.7	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속

표8 업종별 Earnings_이익 증가율

업종	매출액 증가율 (%)			영업이익 증가율 (%)			순이익 증가율 (%)		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
KOSPI	(3.8)	18.9	11.6	5.2	66.7	9.6	18.2	116.5	(1.3)
에너지	(27.5)	45.1	26.3	적자전환	흑자전환	20.1	적자전환	흑자전환	48.7
화학	(2.6)	39.1	10.4	16.0	180.6	(14.7)	56.1	337.7	(27.4)
비철금속	9.7	30.1	8.7	19.3	32.9	4.9	0.6	53.2	5.2
철강	(10.4)	32.5	7.5	(34.8)	348.1	(16.4)	(43.2)	756.9	(19.5)
건설	3.7	7.0	8.5	5.9	11.2	22.1	40.1	(0.2)	30.1
기계	(1.9)	(1.0)	11.3	(22.7)	39.9	18.8	적자지속	흑자전환	17.1
조선	2.1	(5.8)	16.5	적자전환	적자지속	흑자전환	적자지속	적자지속	적자지속
상사,자본재	(10.1)	18.2	5.5	(43.6)	149.8	13.6	(23.5)	137.2	(2.9)
운송	(15.3)	32.6	12.9	58.9	486.9	19.1	적자지속	흑자전환	69.9
자동차	(1.9)	14.4	12.1	(21.3)	99.6	20.9	(38.9)	167.6	22.1
화장품,의류	(6.9)	17.3	6.4	(16.9)	60.5	3.6	(10.3)	61.7	10.3
호텔,레저	(46.5)	17.5	33.9	적자전환	적자지속	흑자전환	적자전환	적자지속	흑자전환
미디어,교육	(20.2)	28.8	20.0	(74.7)	220.2	111.5	적자전환	흑자전환	146.0
소매(유통)	0.5	10.5	11.1	(23.2)	28.2	43.9	(92.8)	10,880.6	(36.4)
필수소비재	5.8	6.9	8.1	24.3	(0.3)	12.3	88.9	10.6	11.9
건강관리	29.9	27.1	9.3	122.1	95.9	3.0	205.5	75.1	0.4
은행	n/a	n/a	n/a	0.5	35.2	7.6	(0.1)	36.8	7.5
증권	n/a	n/a	n/a	35.4	45.0	(15.7)	22.8	57.3	(20.3)
보험	n/a	n/a	n/a	35.8	45.6	(15.8)	34.5	53.4	(11.0)
소프트웨어	16.0	22.5	18.2	30.4	(10.7)	38.7	63.1	504.4	(72.9)
IT하드웨어	10.5	32.5	13.0	21.9	63.4	27.9	15.0	99.9	32.6
반도체	4.5	20.2	14.5	34.7	56.4	18.2	31.4	58.6	16.5
IT가전	3.5	18.2	10.4	33.2	25.4	29.5	441.3	(12.3)	102.3
디스플레이	4.1	23.2	(1.4)	적자지속	흑자전환	(31.0)	적자지속	흑자전환	(23.0)
통신서비스	(1.9)	3.9	3.8	12.4	21.7	5.8	35.3	70.3	(32.7)
유틸리티	(6.0)	13.1	16.0	873.0	적자전환	적자지속	흑자전환	적자전환	적자지속

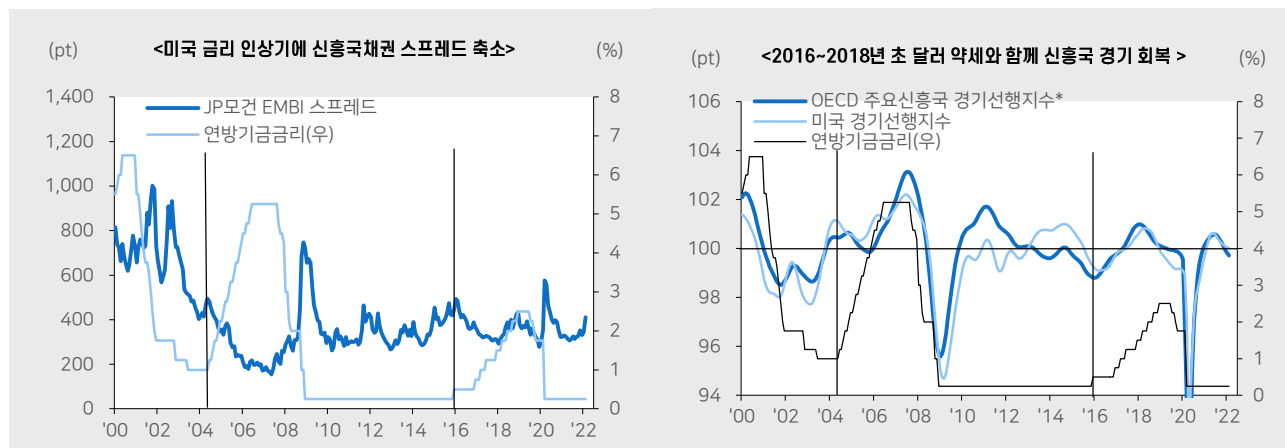
주: 2022년 3월 14일 기준

자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

임제혁 연구원

미국 금리 인상 시작, 신흥국 채권은?



주: OECD 주요 신흥국은 브라질, 중국, 인도, 인도네시아, 러시아, 남아공으로 구성
 자료: OECD, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

3월 FOMC를 시작으로 미 연준의 본격적인 금리 인상 사이클이 시작되었다. 이에 따라 인플레이션과 함께 경기 부진 가능성이 커지고 있는 신흥국 채권시장의 약세 심화에 대한 우려가 확대되고 있다

과거 금리 인상기, 신흥국 채권 스프레드는 오히려 축소

과거 연준의 금리 인상 사이클을 살펴보면 예상과 다르게 금리 인상 전에는 신흥국채권의 스프레드가 벌어지는 흐름을 보였으나, 실제 금리 인상이 단행되고 난 이후에는 높아진 가격 메리트를 활용하며 스프레드가 기조적으로 하락하는 흐름을 보였다. 미국의 금리 인상 국면에서 신흥국 자본의 유출 우려가 커진다는 우려와 상반된 흐름을 보인 것인데, 이는 신흥국을 포함한 non-us 경기의 개선과 이들의 통화정책 정상화 동참 그리고 달러 약세가 주요하게 작용했다.

과거와 달리 신흥국 경기 부진 우려 심화, 강달러 유지 가능성

이는 현재 상황과는 상이한 부분이 많다. 단기적으로는 우크라이나-러시아 분쟁으로 인해 안전자산 선호 심리가 강해지고, 연준의 금리 정상화로 인해 달러 약세가 제한될 가능성이 높다. 이에 더해 에너지 및 식료품 가격 급등으로 인해 신흥국들의 경기회복 둔화가 지속되고 있다. 신흥국은 소비자물가에서 해당 품목의 차지하는 비중이 선진국에 비해 높다. 과거 2016년 이후 신흥국 경기가 확장국면을 지속했던 부분에는 당시 안정적이었던 유가와 식료품 가격도 기여한 바가 크다.

신흥국 채권, 인플레이션 완화 국면에서 투자기회 검토할 필요

올해 초 인플레이션에 선제적으로 대응하며 금리를 선제적으로 올렸던 신흥국 국가들의 물가 상승세가 점차 둔화되기 시작하며 펀더멘탈에 대한 기대도 확대되는 추이였으나, 러시아-우크라이나 분쟁의 완화 전까지 경기 둔화와 인플레이션이라는 이중고로 인해 신흥국 채권의 금리 상승세는 지속될 가능성이 높아 보인다. 다만 향후 인플레이션이 완화되는 국면에서 높아진 가격 메리트를 바탕으로 중장기적 시점에서의 투자 기회를 검토할 필요는 있어 보인다.

칼럼의 재해석

이진우 연구위원

원자재 수급 불안정성과 친환경 에너지에 대한 유럽의 고민 (Financial Times)

작년 하반기부터 1) 기후 변화 등에 따른 전력난, 2) 팬데믹 이후 전력 수요 증가로 유럽의 그린 트랜지션이 난항을 겪고 있다. 더불어 최근 3) 우크라이나 - 러시아 지정학적 불확실성은 니켈, 아연 가격 상승으로 이어지며 친환경 전환 과정에서 수반되는 비용 부담을 가중시켰다. 이에 일각에서는 이번 지정학적 불확실성이 유럽의 석탄 의존도를 높이고, 그린 트랜지션에 차질이 생길 가능성을 우려하고 있다.

그러나, 아직까지 1) 러시아산 원자재 수입 관련 제재가 제한적이고, 2) LNG 수입량이 빠른 증가세를 보이고 있으며, 3) 유럽 내 그린 트랜지션에 대한 정책이 가속화되고 있다는 점에 주목할 필요가 있다. 이는 일부 국가들이 러시아로부터의 수입 제재와 관련해 불편함을 토로하는 것은 사실이지만, 유럽 내 선진국을 중심으로 러시아에 대한 의존도를 낮추겠다는 의지가 확인된다.

러시아산 원자재 의존도를 낮추는 과정에서 신재생에너지가 에너지 충격을 흡수해줄 수 있는지 여부에 대해 예단하기 이르다. 하지만 2021년과 달리 에너지 안보적 관점에서 친환경 정책 가속화에 대한 필요성이 긴급한 사안으로 인식된 가운데 친환경 설비투자가 가속화되고 있다는 점은 여전히 현 상황이 그린 트랜지션 가속화의 촉매제로 작용할 가능성을 시사한다.

유럽의 그린 트랜지션, 현 상황

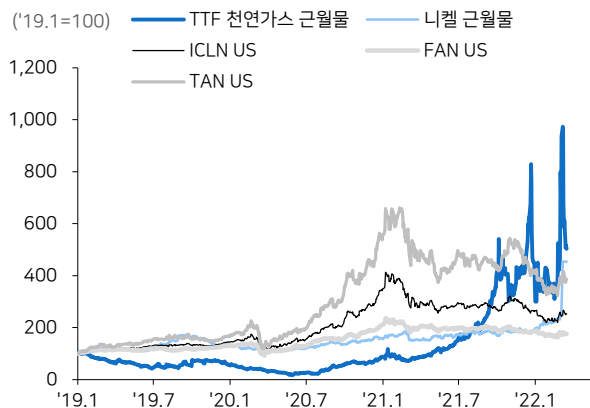
21년 큰 기대를 받았던 그린 트랜지션의 난항

1) 기후 변화 등에 따른 전력난, 2) 팬데믹 이후 전력 수요 증가 등에 작년 하반기 이후 유럽의 신재생 에너지 전환이 난항을 겪고 있다. 더불어 3) 우크라이나 - 러시아 지정학적 불확실성은 에너지 안보 차원에서 그린 트랜지션의 중요성을 상기시켜주는 계기가 되었지만, 이와 동시에 친환경 전환 과정에서 수반되는 비용 부담을 가중시켰다.

전쟁 장기화 우려 발생
일각에서는 친환경 전환 속도를
저해시킬 가능성을 제기

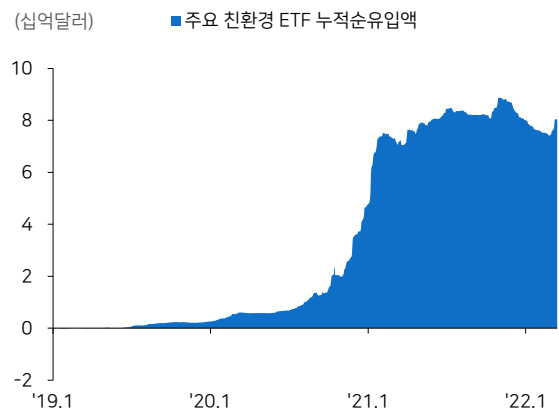
최근 전쟁이 장기화될 가능성에 대한 우려가 시작되면서 일각에서는 이번 지정학적 불확실성이 유럽의 석탄 의존도를 다시금 높이고, 친환경 전환 속도를 저해시킬 가능성을 우려하고 있다. '21년 중반에 비해 그린 에너지에 대한 시장의 반응이 크지 않은 그린 트랜지션이 가속화될지 정체될지에 대한 고민에서 비롯된 것으로 보인다.

그림1 친환경 관련 ETF 및 주요 원자재 가격



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 친환경 ETF 자금 누적 순유입액 추이



주: ICLN US, FAN US, TAN US의 '19년 1월 이후 합산 순유입액
자료: 메리츠증권 리서치센터

정체된다면: 석탄 소비량은 증가?

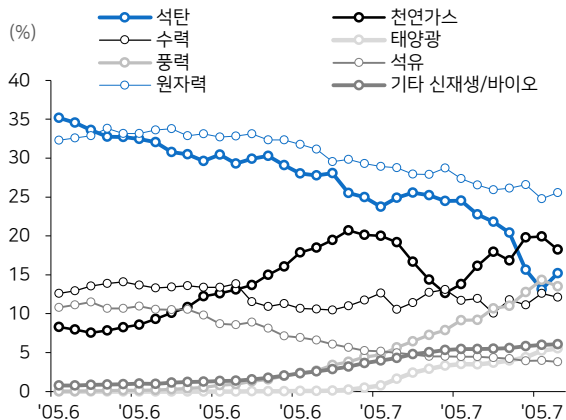
옥스포드 대학의 디터 헬름 교수는 에너지 전환이 이미 어려움을 겪고 있고, 여전히 세계 에너지의 80%는 화석 연료에서 나온다고 언급했다. 더불어 단기적으로 1) 미국이 석유와 가스의 생산량을 늘리고, 2) 북해 지역에서 추가적인 투자가 진행될 것이며, 3) 유럽 지역의 석탄 소비량이 증가할 것으로 전망했다.

그린 트랜지션 정체 가능성

- 1) 지정학 리스크에 따른 에너지 수급 불안정성
- 2) 친환경 전환 비용 증가(원자재)

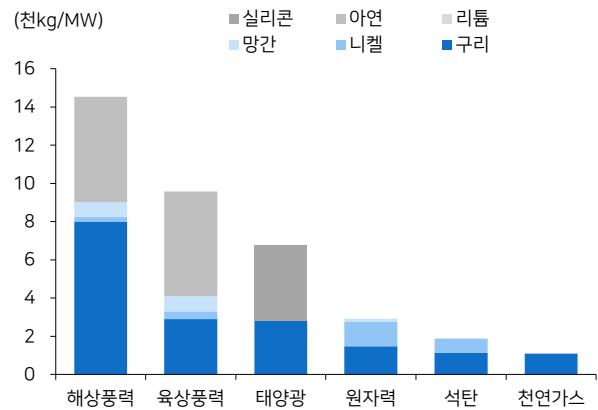
'21년 그린 트랜지션에 대한 정책 기대는 본격화됐지만, 전력 수급차질이 빚어지며 EU의 석탄 발전비중은 전년대비 15.4% 증가하는 역설적인 상황이 연출됐다(원자력 제외 신재생 에너지 -4.6%, 원자력 +3.1%). 그린 트랜지션이 정체기로 진입할 것이라는 의견도 중장기적인 친환경에너지로의 전환 과정에는 동의하나, 러시아발 지정학 리스크에 따른 에너지 수급 불안정성과 높아진 친환경 전환 비용이 그 과정을 늦출 것이라고 주장한다.

그림3 '21년 석탄 발전비중은 오히려 증가



자료: OWID, 메리츠증권 리서치센터

그림4 친환경 에너지의 높은 원자재 의존도



자료: IEA, 메리츠증권 리서치센터

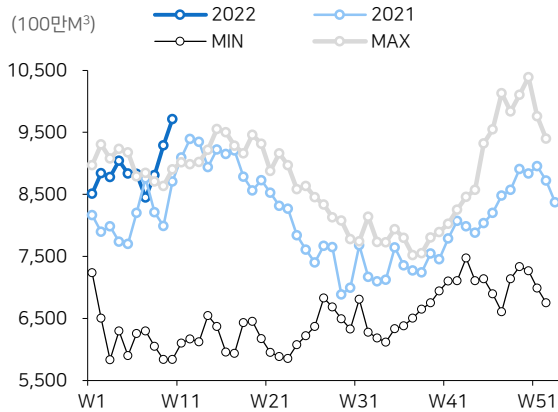
유럽의 정책방향성: 제한적 제재 & 전환 가속화

지금 유럽은

- 1) 러시아 천연가스 중단 연기
- 2) LNG 수입량 증가
- 3) 에너지 전환 정책 가속화

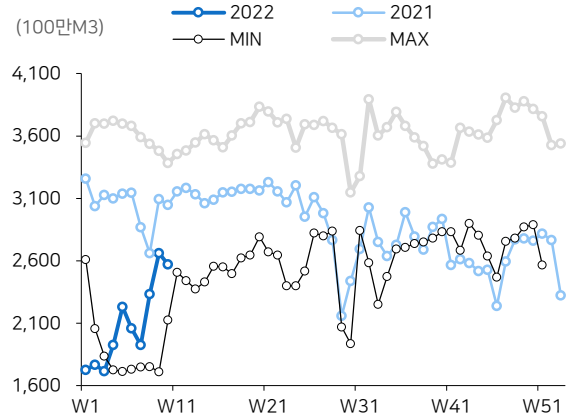
전술한 바와 같이 일각에서는 원자재 수급 불확실성이 친환경 전환에 중기적인 차질로 이어질 가능성을 우려하지만, 유럽의 그린 트랜지션 관련 정책 가속화에 대한 필요성이 증대됐다는 점도 고려해야 한다. 현재 유럽은 1) 러시아에 대한 천연가스 수출 중단 시점을 미루고 있고, 2) LNG 수입량을 빠르게 늘리고 있으며, 3) 그린 트랜지션에 대한 정책을 가속화하고 있다. 러시아에 대한 원자재 의존도가 높은 일부 국가들이 불편함을 호소하는 것은 사실이지만, 대 러시아 의존도를 낮추는 시점을 앞당기겠다는 의지는 정책을 통해 확인된다(표1).

그림5 EU 천연가스 수입량 추이



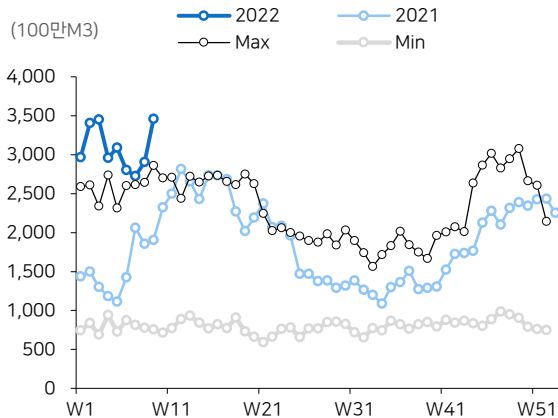
주: 최소, 최대 수입량은 2015~2020년 중 수치
자료: Entsog, Bruegel, 메리츠증권 리서치센터

그림6 EU 러시아산 천연가스 수입량 추이



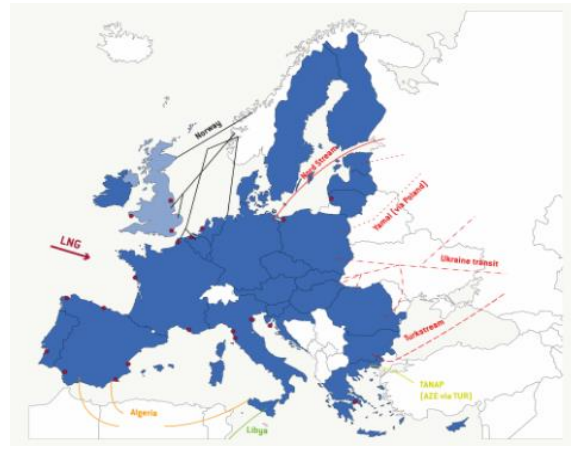
주: 최소, 최대 수입량은 2015~2020년 중 수치
자료: Entsog, Bruegel, 메리츠증권 리서치센터

그림7 EU LNG 수입량 추이



주: 최소, 최대 수입량은 2015~2020년 중 수치
자료: Entsog, Bruegel, 메리츠증권 리서치센터

그림8 유럽 국가 천연가스 수입 경로



자료: Bruegel, 메리츠증권 리서치센터

표9 지정학 불확실성 확대 이후 유럽 지역의 그린 트랜지션 정책은 가속화되는 양상

유럽	EU, 원전을 친환경 에너지로 분류(Taxonomy)
	EU, 러시아산 철강 완제품 수입 규제 및 에너지 관련 신규투자 금지(천연가스 및 니켈, 팔라듐 등 일부 산업금속 수입 허용)
	EC, 올해 안에 러시아산 가스 수입을 2/3 수준으로 줄일 것을 목표
영국	동부 서퍽주 사이즈웰B 원전 수명 20년 연장(2055년까지 운영) 방안 검토
	재생에너지와 핵에너지를 혼합해 국내 수요 충족이 가능한 새로운 에너지 전략을 발표할 계획
	친환경에너지 전환 관련 300억유로 규모 추가 지원 계획
독일	2030년까지 40GW 규모의 발전용량을 목표로 대규모 입찰 진행중
	2030년까지 독일 전력 비중의 80%, 2035년까지 100%를 태양광, 풍력 등 재생에너지 발전으로 충당할 계획 천명(EEG)
	지붕에 설치하는 태양광 패널에 대한 보조금 삭감 보류 및 연간 5GW 수준인 태양광 발전 설치량을 20GW로 증가 계획
프랑스	육상풍력 2GW → 2027년 10GW / 해상풍력 3GW → 2030년 30GW 증가 계획 발표
	2개의 250MW 규모 수상 해상풍력 발전단지 계획을 위한 경쟁 입찰 시작
이탈리아	2월 18일 기승인된 140MW 외 중, 남부지역에 추가 418MW 규모 총력 발전 단지 건설 승인

자료: 언론종합, 메리츠증권 리서치센터

에너지 안보 위협은 친환경 투자를 가속화시킬 것

아직까지는 러시아산 천연가스 수입이 중단되지 않았고, LNG 수입이 빠르게 늘어나고 있으며, 2021년과 달리 에너지 안보의 관점에서 친환경 정책 가속화에 대한 필요성이 긴급한 사안으로 인식되며 친환경 설비투자가 가속화되고 있다. 이는 향후 유럽의 친환경 투자는 가속화될 것으로 판단되는 이유이다. 다만, 1) 러시아에 대한 천연가스 수입 제재 시점과 2) 러시아의 원자재 의존도를 낮추는 과정에서 신재생에너지가 빠르게 에너지 공백을 메울 수 있을 지 여부는 상황을 급변시킬 수 있는 요소이기에 관련 사안을 주의깊게 지켜볼 필요가 있다.

원문: *Will the Ukraine war derail the green energy transition? (Financial Times)*