

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2022. 6. 2 (목)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

2022년 하반기 전망 시리즈 (해설판)

퀀트전망_Blue Chip: 강한 자는 살아남는다

오늘의 차트

불편한 글로벌 증시, 홀로 웃는 영국

칼럼의 재해석

Airbnb, 중국 사업부 철수

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/ETF

Analyst 이정연

02. 6454-4895

jungyeon.lee@meritz.co.kr

2022년 하반기 전망 시리즈 1 (해설판)

[퀀트전망]Blue Chip:
강한 자는 살아남는다

- ✓ 연초 글로벌 증시 하락에도 견고한 펀더멘털 유지. 한국 순이익 전망치 연초이후 상향조정
- ✓ 현재 시장은 '역금융장세(실적↑, 금리↑, 주가↓)' 중반부. 우량주 선별을 통한 투자대응 필요
- ✓ 현 시점의 우량주는 '가격결정력(Pricing power)' + 풍부한 잉여현금흐름 보유 종목

2021년 코스피 순이익 급증. 2022년 이익증가율 -3%로 성장 정체 전망

2022년 순이익 185조원 전망

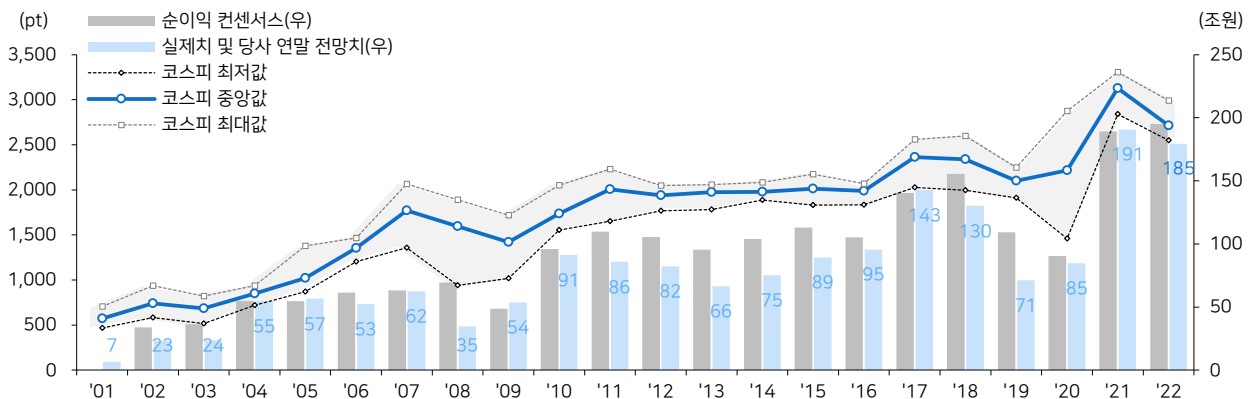
-3% yoy 이익증가율 예상

2021년 코스피 순이익은 191조원 기록하며 전년 대비 2배이상 급증했다. 2022년 코스피 순이익 전망치는 연초 이후 2.5% 이상, 5조원 이상 상향조정되며 최근 컨센서스 기준 195조까지 상향조정됐다. 경기둔화우려와 원자재가격 상승에 따른 기업마진 부담에도 불구하고 대부분 업종 이익전망치는 연초 이후 상향조정됐다.

올해 순이익 전망치는 하반기들어
6% 하향조정 예상

당사의 2022년 순이익은 과거의 '이익 정체 연도의 전망치 하향조정' 패턴을 적용하여, 현재 컨센서스에서 6% 하향된 185조로 예상한다. 2021년에 NAVER 1회성 이익 14.9조가 포함된 점을 고려하면 2022년은 5% 이하의 완만한 성장을 예상하는 셈이다.

그림1 연도별 순이익 및 코스피 범위: 2022년 코스피 순이익 185조원 예상



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

당사 투자전략팀의 2022년 KOSPI 전망은 '주가 = 해당 시점의 FY1예상 순이익의 증시 컨센서스 * FY1 PER' 로 추정한다. 5월 23일 기준 코스피는 2,693pt, 현재의 컨센서스 기준 2022년 순이익 전망치는 195조다. 일반적으로 12개월 예상 순이익과 PER을 사용하나, 현재 2023년 순이익 추정치(216조원)에 대한 신뢰가 낮기 때문에 2022년 순이익 전망치 추이로 코스피 밴드를 전망한다.

과거 순이익 최대치 갱신 이후
바로 다음연도 이익증가율은 둔화
올해도 비슷한 패턴 예상

경기둔화 우려에 따른 기업 외형성장에 대한 불확실성, 원자재가격 상승을 고려하면 올해 연중 순이익 전망치 하향 조정(6%)을 예상한다. 과거 20년간 순이익 최대치 갱신 연도 이후 바로 다음 연도에는 이익증가율이 -8%~-3%로 정체되는 양상을 보였다. 2022년 역시 2021년 순이익 190조원(2020년 85조원) 기록 이후 과거와 비슷한 패턴으로 이익이 소폭 하락할 가능성이 높다.

코스피 12MF PER 15배 -> 9.6배
하반기 완만한 금리상승 추가적인
하락 제한적

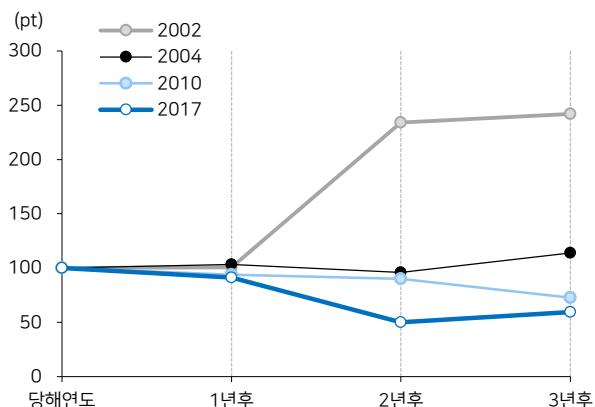
PER은 2021년에 이미 연초 15배에서 최근 9.6배까지 하향되면서, 1년 6개월 동안 5배이상 하락했다. 현재 PER 수준은 2010년 이후 평균을 약간 밑도는 수준이나, 2022년 금리의 완만한 상승을 가정하여 PER은 현재 10배 수준을 유지할 전망이다. 결론적으로 KOSPI 상단은 2,850pt(2022년 예상 순이익 205조, PER 10.5배), 적정가치 하단(보수적 전망치)은 2,450pt(185조, 10배)로 제시한다.

표1 KOSPI 전망 시나리오: KOSPI = PER x EPS

		PER_2022년 순이익 기준(배)									
		8	8.5	9	9.5	10	10.5	11	11.5	12	
2022년 순이익 전망치 (조원)	175	1,873	1,990	2,107	2,224	2,341	2,458	2,575	2,692	2,809	
	180	1,926	2,047	2,167	2,288	2,408	2,528	2,649	2,769	2,890	
	185	1,980	2,104	2,227	2,351	2,475	2,599	2,722	2,846	2,970	
	190	2,033	2,161	2,288	2,415	2,542	2,669	2,796	2,923	3,050	
	195	2,087	2,217	2,348	2,478	2,609	2,739	2,870	3,000	3,130	
	200	2,140	2,274	2,408	2,542	2,676	2,809	2,943	3,077	3,211	
	205	2,194	2,331	2,468	2,605	2,742	2,880	3,017	3,154	3,291	
	210	2,248	2,388	2,528	2,669	2,809	2,950	3,090	3,231	3,371	

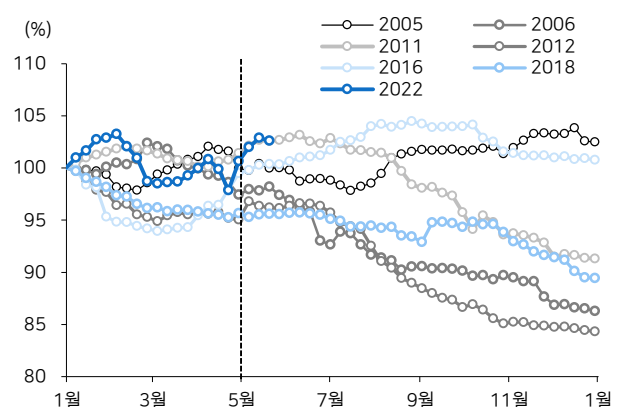
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 코스피 순이익 신고점 갱신 연도의 이익 추이



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림3 이익 정체연도 5월 이후 FY1 순이익 전망치 추이



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

올해 이익 전망치 상향조정(?)

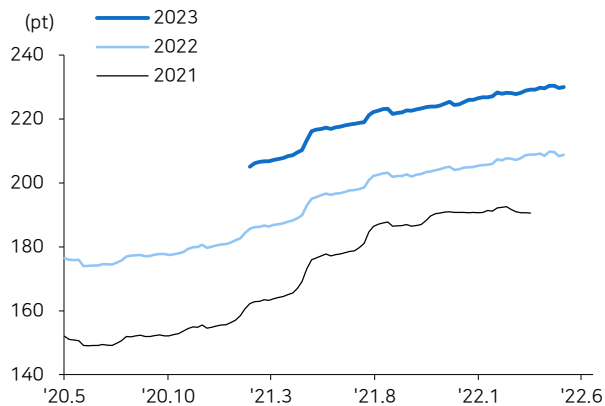
경기둔화 우려 + 원자재가격 상승
에도 코스피 순이익 전망치 2.5%
상향조정

현재 시장에서 가장 아이러니한 점은 경기둔화 우려와 증시하락에도 불구하고 이익전망치가 상향조정되고 있다는 것이다. 미국의 2022년, 2023년 순이익 전망치는 지난해부터 상향 조정이 지속되고 있으며, 한국의 2022년 순이익 전망치는 연초 이후 상향 조정으로 전환됐다. 1분기 예상을 상회한 실적 발표로 상향조정폭이 확대됐으나, 2023년 이익모멘텀은 정체된 흐름이다. 긴축 통화정책과 중국 봉쇄 우려로 향후 펀더멘털에 대한 불확실성이 잔존한 것으로 보여진다.

유틸리티 제외 업종 전반적으로
이익 상향조정

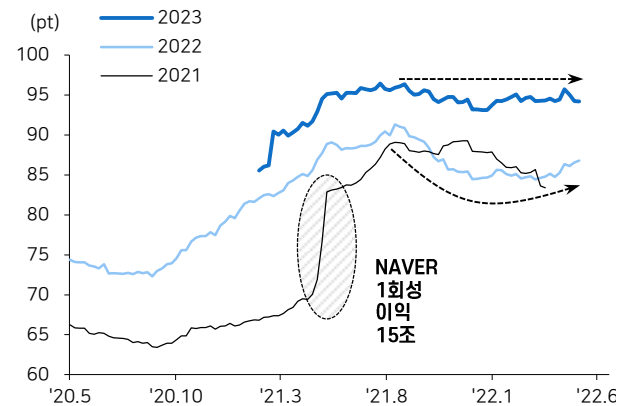
업종별로 살펴보면, 2018년 이후 코스피 전체 이익 하향의 주요 업종이었던 에너지, 소재, 산업재가 2020년 중반 이후 최근까지도 이익 전망치 상향 추세가 지속 중이다. IT는 작년 말 반도체 업황 우려, 공급망 차질에 따른 매출 감소 우려로 이익전망 하향을 주도했으나 최근 상승 전환했다. 경기방어주 내 유틸리티 업종만이 강한 하향조정세(한국전력 18조원 적자 예상)를 보이고 있다.

그림4 미국 연도별 이익 전망치 추이: 완만한 상승



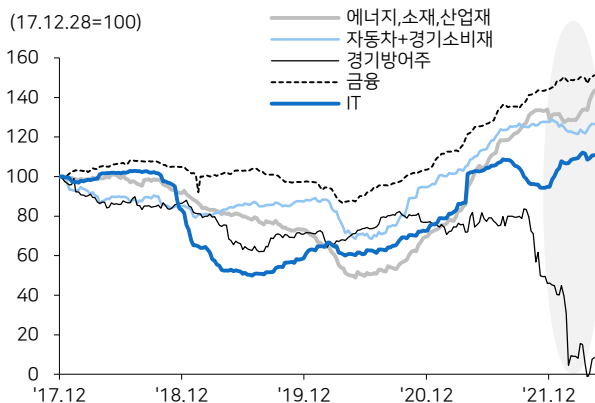
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림5 한국 연도별 이익 전망치 추이: FY2 이익모멘텀 정체



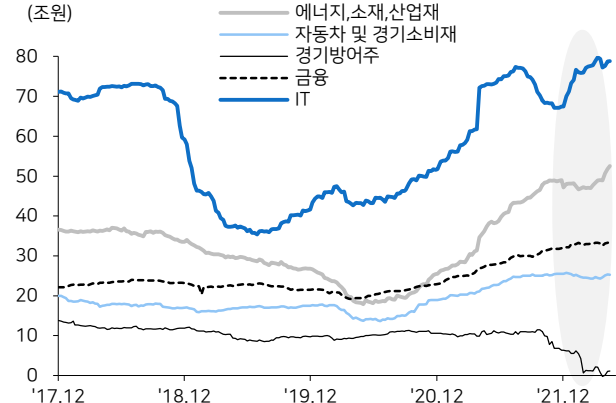
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림6 한국 업종별 이익 전망치 추이



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림7 업종별 이익 전망치 절대금액 추이



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

주식시장 4계절: '금리', '실적' 방향성에 따른 시장국면 정의

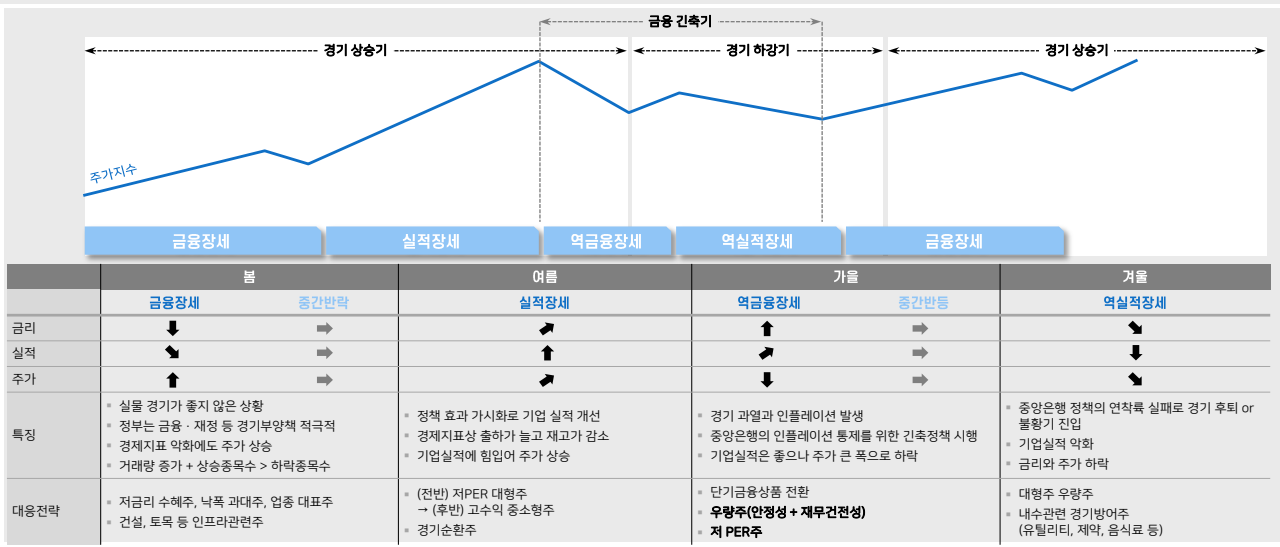
봄-금융장세
여름-실적장세
가을-역금융장세
겨울-역실적장세

실적이 견고함에도 불구하고 주가가 하락하는 지금의 시장을 이해하기 위해 가장 설명력 있는 주식시장 국면 정의는 '주식시장 4계절'이다. '금리', 실적'의 방향성으로 주식시장을 봄, 여름, 가을, 겨울로 나눈 것으로 1) 유동성으로 주가가 오르는 '금융장세(봄)', 2) 기업 실적에 따라 주가가 차별화되는 '실적장세(여름)', 3) 견고한 실적에도 정부의 긴축 정책에 주가가 하락하는 '역금융장세(가을)', 4) 실적이 꺾이며 주가가 바닥권에 이르는 '역실적장세(겨울)'로 구분한다.

코로나 발발 이후 '봄'시작
현재는 '가을'로 역금융장세

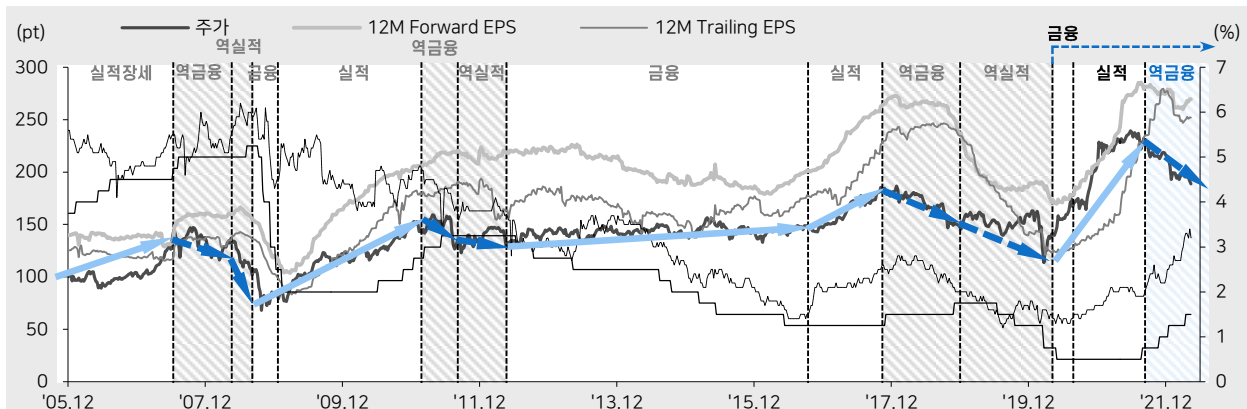
특히, 코로나 이후 4계절이 뚜렷하게 나타나고 있다. 1) 코로나 발발 당시 저점 반등 이후 금융장세(봄), 2) 예상보다 빠른 경기회복세에 2020년 하반기 ~ 2021년 9월까지 실적장세 진행(여름), 3) 선제적인 금리 인상으로 10월 이후 역금융장세(가을) 진입. 현재는 역금융장세 중후반 부근에 근접한 것으로 판단하며, 긴축통화 정책의 연착륙 여부에 따라 역실적장세(겨울)의 가능성이 점쳐지는 상황이다.

그림8 우라가미 구니오의 주식시장 4계절



자료: 浦上 邦雄《相場サイクルの見分け方》, 메리츠증권 리서치센터

그림9 한국 주식시장 4계절 흐름



자료: Fnguide, Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

역금융장세 투자 대응전략: 우량주(안정적인 실적, 재무건전성)

역금융장세 투자대응 전략:

1) 저PER, 2) 우량주

역금융장세의 투자 대응전략은 1)저PER, 2)우량주 매수 전략이 있다. 다만, 저PER 종목은 올해 시장에서는 유의미한 성과를 기대하기 힘들다. 코스피 12M Fwd PER이 지난해 고점 15배에서 현재 9.6배까지 1년 넘게 하락함에 따라 업종 전반적으로 과거 PER 저점 수준에 근접해있기 때문이다. 이에 따라 저평가 수준에 따른 종목별 상대 매력도 차이는 뚜렷하지 않다.

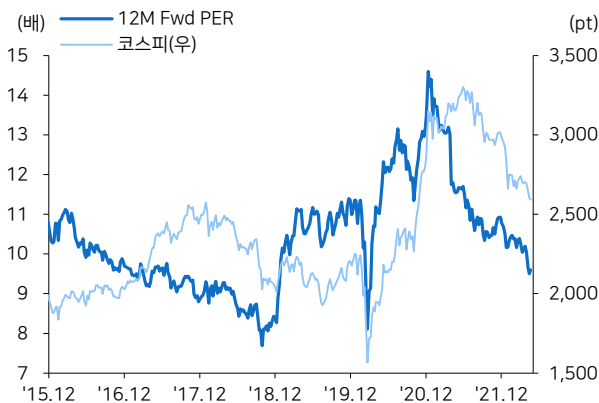
우량주 특징

1) 안정적인 실적

2) 재무건전성

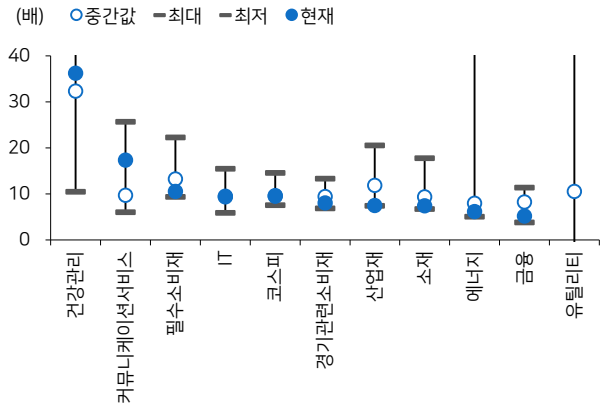
그렇다면 두번째 전략으로 우량주에 주목해볼 필요가 있다. 우량주란 안정적인 실적과 재무건전성이 좋은 종목을 의미한다. 이들 종목은 증시 상승 국면에서 적정 가격 또는 적정가격 이상의 수준에 머물러 있기 때문에 매수기회를 찾기 힘들다. 다만, 역금융장세에서 상대적으로 주가가 방어되는 특징을 보이며, 오히려 저가매수 타이밍으로 포지션을 가져갈 수 있다. 특히, 올해 시장의 가장 큰 악재는 기업의 비용 증가로 매출총이익률(GPM)이 하락 전환하기 시작했다. 따라서 가격결정력 확보로 안정적인 실적을 유지할 수 있는 기업이 우량주로 볼 수 있다.

그림10 12M Fwd PER vs KOSPI



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

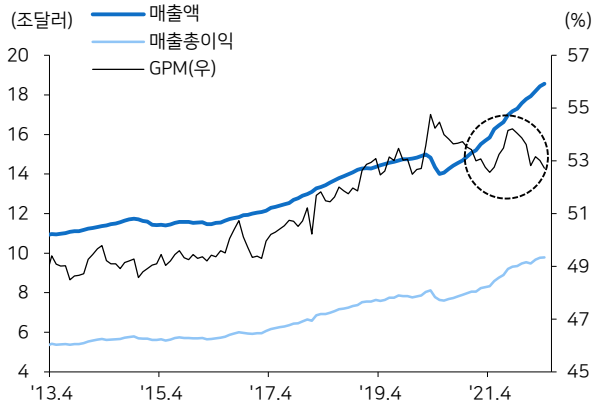
그림11 업종별 PER 밴드_일부 업종 제외 PER 저점 수준



주: 2010년 이후 최고, 최저, 중간값

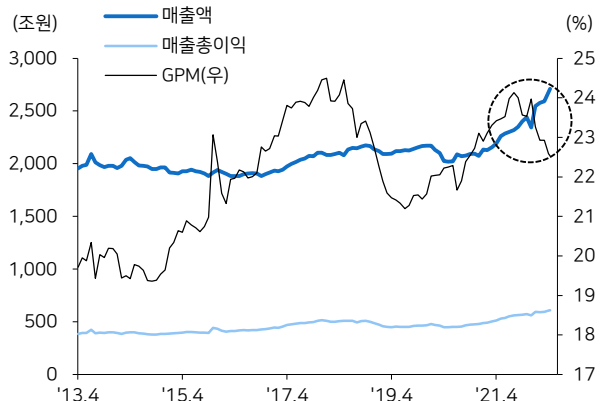
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림12 미국 GPM 추이



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림13 한국 GPM 추이



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

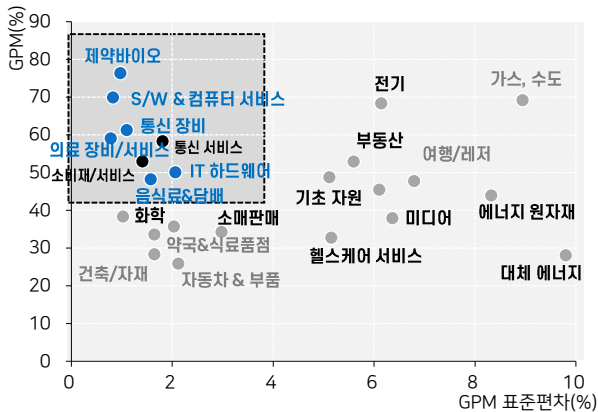
가격결정력 보유 업종 찾기

현재 시장 상황에서 안정적인 실적
보유한 우량주: 가격결정력이 핵심

당사는 매출총이익률(GPM) 지표로 잠재적인 가격결정력 확보 업종/종목 선별하였다. 1)GPM↑: 전체 매출액 대비 매출원가가 차지하는 비중이 낮은 종목, 2)GPM 변동성(표준편차)↓: 안정적인 마진 유지, 3)GPM 상향조정: 올해 원자재 가격 상승에도 매출총이익률이 개선되거나 하락폭 크지 않은 종목, 4)매출액 상향조정: 외형성장 지속

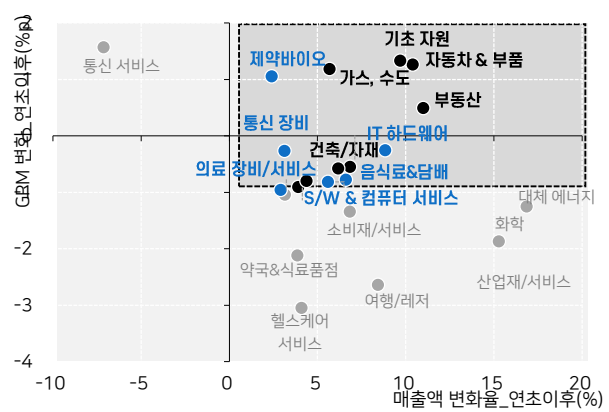
미국 세부업종 내 4가지 요건 충족 업종은 '제약바이오', '음식료&담배', '의료장비/서비스', 'S/W & 컴퓨터서비스', 'IT하드웨어', '통신장비'이다. 특히, 이들 업종 중 경기방어주 업종은 올해 들어 S&P500 대비 상대적으로 주가 상승이 나타나는 중이다. 제약바이오, 음식료 종목은 지수 대비 각각 30%p, 10%p 이상 아웃퍼폼했다.

그림14 12M Fwd GPM VS 표준편차



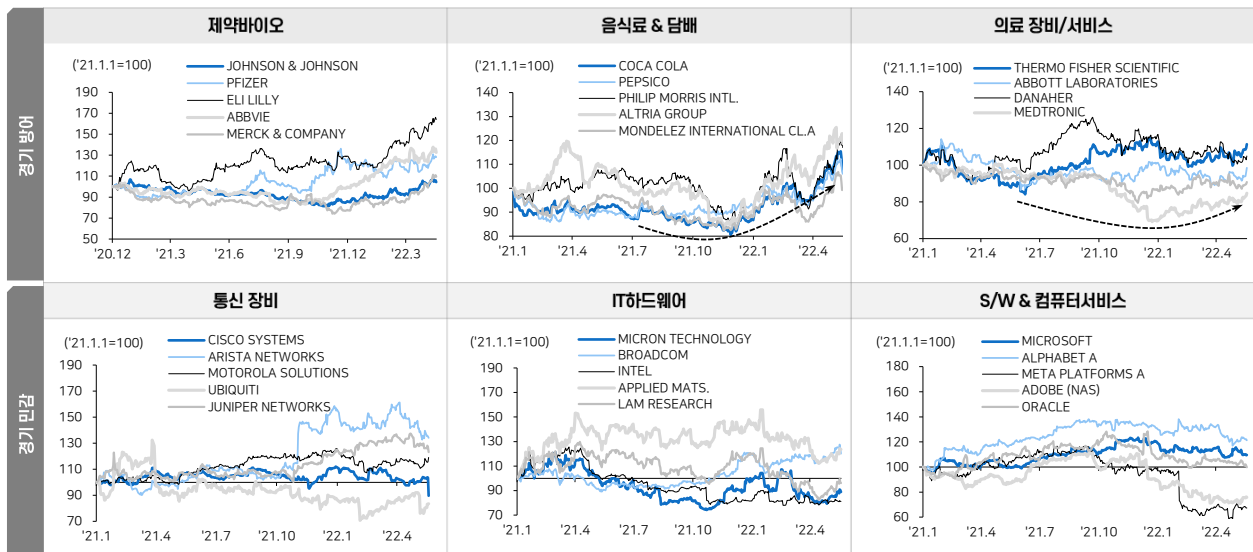
주: GPM 표준편차는 최근 10년 12개월 선행 GPM 추이를 기준으로 계산
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림15 연초이후 GPM변화 vs 매출액 변화율



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림16 가격결정력 보유 업종 내 주요종목 성과



주: S&P500 대비 상대성과, Datastream 업종 분류 기준
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

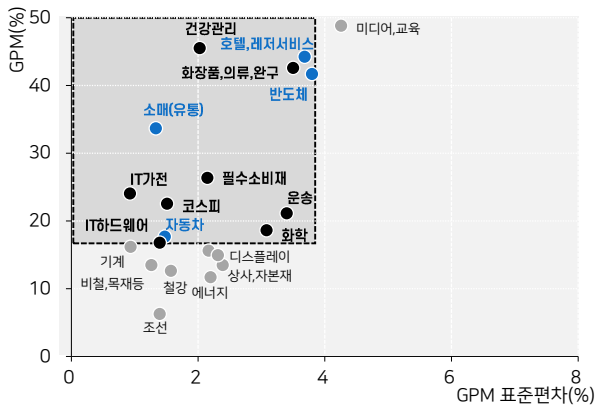
하반기 유망업종: 반도체, 자동차(완성차), 유통(백화점), 호텔/레저

반도체, 완성차, 백화점, 호텔/레저
업종: 매출원가가 차지하는 비중
낮고, 마진이 안정적으로 유지되
며, 최근 GPM, 매출액 상향조정

한국의 경우, 앞서 매출총이익률 지표로 본 가격결정력 보유 업종은 반도체, 자동
차, 소매(유통), 호텔/레저서비스로 정리해 볼 수 있다. 이들 업종은 연초 이후 외
형성장 기대감과 동시에 GPM이 개선됐으며, 시장전반 대비 GPM이 높고(매출원
가가 차지하는 비중이 낮음), 과거 GPM 변동성이 낮다(기업마진 유지).

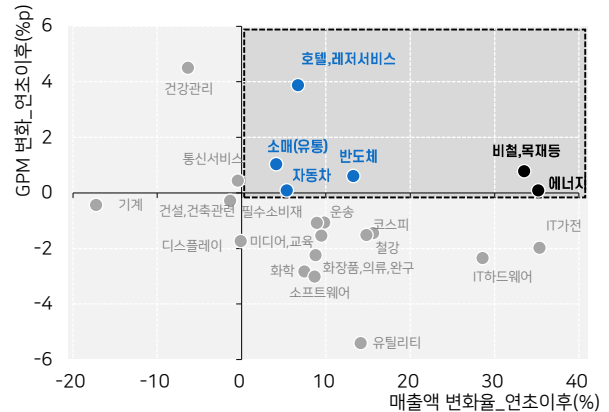
세부업종 기준으로 보면, 자동차 내 '완성차'(부품제외), 소매/유통 내 '백화점'(면
세점, 편의점 등 제외)이 가격결정력 보유업종이다. 자동차 부품 업종은 최근
GPM이 하락했으며, 소매/유통 업종 기타유통은 GPM 변동성이 커 마진 유지 측
면에서 불확실성 존재한다. 이에 따라 하반기 투자 유망 업종은 '반도체', '자동차
(완성차)', '소매/유통(백화점)', '호텔/레저서비스'로 제시한다.

그림17 12M Fwd GPM vs GPM 표준편차



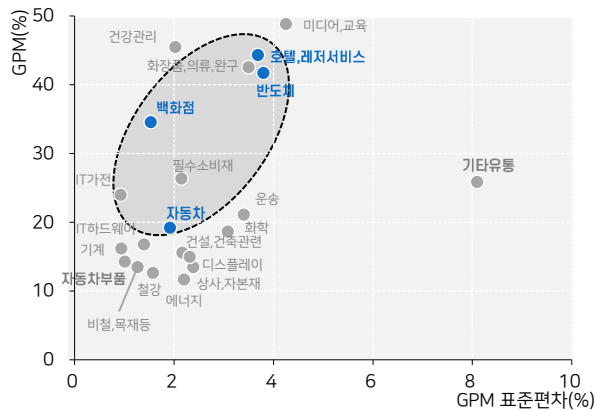
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림18 연초이후 GPM 변화 vs 매출액 변화율



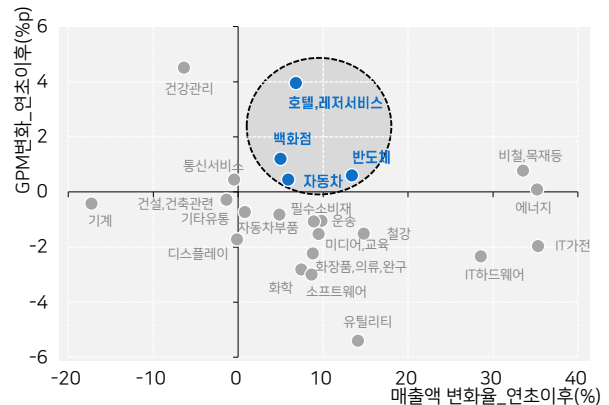
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림19 12M Fwd GPM vs GPM 표준편차



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림20 연초이후 GPM 변화 vs 매출액 변화율



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

스타일 투자: Quality 지표 내 '잉여현금흐름'

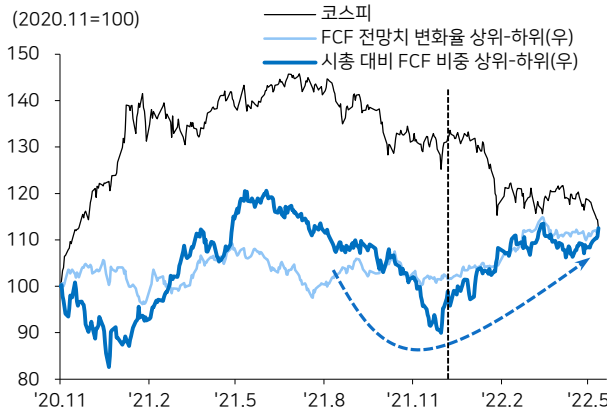
스타일 투자 지표 성과 분석(팩터 분석)은 특정 지표(채무, 주가, 수급 등)의 주가 영향력 및 증시 스타일을 평가하는 방식이다. 가령 ROE 수익률은 'ROE 상위 20% 종목 매수(롱), 하위 20% 종목 매도(숏)' 포트폴리오의 수익률로 계산한다.

연초 이후 유동성 축소우려 환경에서 잉여현금흐름 우수 종목 투자성과 개선

증시 하락국면에서 주가 방어가 되는 투자지표는 'Quality'이다. 다만, 전통적인 퀄리티 지표인 'ROE', '부채비율'의 경우 올해 성과가 부진하다. 올해의 하락장에서 '잉여현금흐름' 지표 투자성도가 크게 개선된 것이 특징이다. 유동성 축소 우려에 안정적인 현금흐름 확보를 보이는 종목에 대한 선호가 반영되는 모습이다.

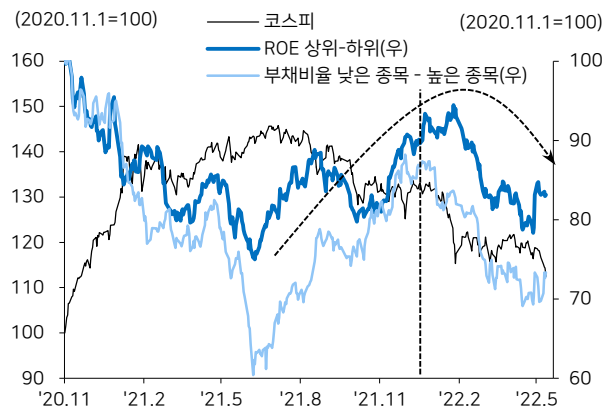
밸류에이션, 이익모멘텀 지표 수익률은 중립 수준이다. 앞서 언급한 바와 같이 현재 종목 전반적으로 과거 저점 수준의 밸류에이션 수준에 근접했으며, 현재 경기 둔화 우려로 이익전망치에 대한 신뢰가 낮기 때문이다. 따라서 하반기 역금융장세에서 우량주 측면, 잉여현금흐름 지표에 기반한 종목선별이 필요하다.

그림21 투자지표 성과: FCF 전망치 변화율, FCF/시총 비중



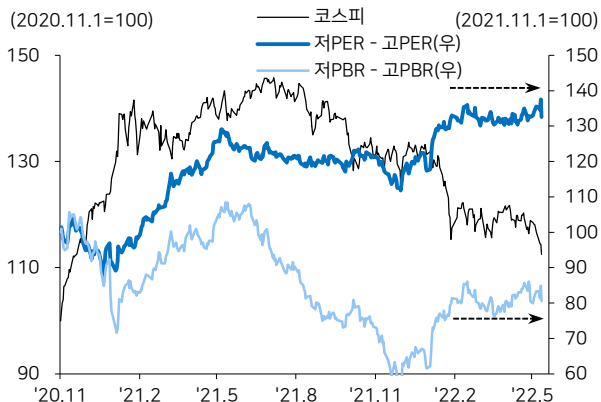
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림22 투자지표 성과: ROE, 부채비율



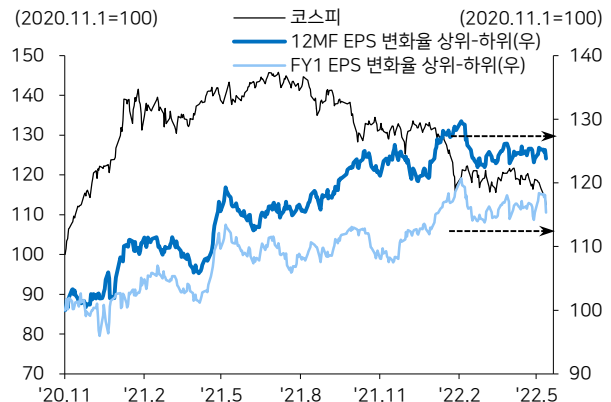
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림23 투자지표 성과: PER, PBR



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림24 투자지표 성과: 이익 전망치 변화율



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

하반기 유망주1: Pricing Power(가격 결정력)

2022 년 개별 종목 차원 투자 유망주로 총 2 가지 유형을 제시한다. 첫 번째 유형은 가격 결정력 보유 종목이다. 이들 종목은 인플레이션 우려에도 가격결정력 보유로 안정적인 실적 개선이 기대되는 종목이다. 구체적인 종목 선별 조건은 아래와 같다.

- 1) 매출총이익률 19% 이상: 전체 매출액 대비 매출원가가 차지하는 비중 낮음
- 2) 매출총이익률 변동성 8% 미만: 안정적인 마진 확보 지속
- 3) 매출총이익률 상향조정: 원자재가격 상승에도 최근 매출총이익률 개선
- 4) 매출액 상향조정: 외형성장

표2 Pricing power_인플레에 따른 감익 우려에도 가격결정력으로 인한 안정적인 실적 개선 기대

코드	종목명	업종	시총 (조원)	주가 (원)	GPM 변화 (%p)	매출액 변화율(%)	GPM (%)	GPM 표준편차(%)	EPS 증가율(%)		PER(배)		PBR(배)		ROE(%)	
					연초이후	연초이후	'22.5	최근 5년	'22	'23	'22	'23	'22	'23	'22	'23
A005930	삼성전자	반도체	405.9	68,000	0.3	12.0	41.4	3.4	22.6	4.2	9.6	9.1	1.4	1.2	15.2	14.1
A000660	SK하이닉스	반도체	81.9	112,500	1.9	30.2	43.2	7.7	29.8	7.6	6.6	6.0	1.1	0.9	18.4	16.9
A005380	현대차	자동차	39.8	186,500	0.4	5.9	19.2	2.0	35.9	7.5	7.7	7.0	0.6	0.5	8.6	8.6
A000270	기아	자동차	34.0	83,900	0.5	7.6	19.1	2.0	15.2	9.0	6.2	5.6	0.9	0.7	14.8	14.3
A097950	CJ제일제당	필수소비재	6.0	398,000	0.4	7.6	22.6	1.0	20.6	9.2	9.0	8.0	1.0	0.8	11.4	11.1
A383220	F&F	화장품,의류	5.3	138,000	0.1	8.2	73.1	1.2	18.6	23.4	13.2	10.2	6.3	4.2	58.9	48.6
A241560	두산밥캣	기계	3.9	38,600	0.4	13.4	20.2	1.1	15.5	10.9	8.4	7.4	0.8	0.7	9.9	10.2
A008770	호텔신라	호텔,레저	2.9	74,000	8.5	10.6	51.2	4.1	136	132	47.2	20.9	4.5	3.6	10.6	20.1
A278280	천보	IT가전	2.8	283,300	0.3	14.1	20.8	3.8	27.9	50.1	50.0	33.7	7.6	6.0	17.3	20.1
A058470	리노공업	반도체	2.6	169,400	0.4	12.4	46.4	6.3	12.9	16.2	22.1	18.8	5.3	4.4	25.8	25.4
A000080	하이트진로	필수소비재	2.5	35,550	1.0	4.0	43.9	6.9	69.9	12.7	21.5	18.7	2.2	2.0	10.8	11.5
A004170	신세계	소매(유통)	2.4	248,000	5.5	13.5	58.4	5.3	13.8	13.5	7.2	6.2	0.6	0.6	8.9	9.3
A001040	CJ	상사,자본재	2.4	82,800	0.8	5.8	28.4	1.7	38.4	13.2	7.8	6.7	0.5	0.5	7.3	7.9
A253450	스튜디오드래곤	미디어,교육	2.3	76,300	0.8	9.9	19.3	3.0	64.8	17.7	36.3	29.8	3.1	2.7	9.0	9.6
A111770	영원무역	화장품,의류	2.1	47,250	1.7	13.6	30.3	1.3	19.9	0.7	6.3	5.7	0.9	0.7	15.2	13.6
A108320	LX세미콘	디스플레이	2.1	130,000	0.5	24.8	33.0	4.4	28.1	8.0	5.6	5.2	2.0	1.5	40.2	33.0
A069620	대웅제약	건강관리	1.9	163,500	1.1	12.1	46.9	5.0	116.	22.2	36.4	28.8	3.1	2.7	9.0	10.2
A069960	현대백화점	소매(유통)	1.8	76,300	2.9	14.2	66.8	7.7	21.6	20.3	7.9	6.4	0.4	0.3	5.1	5.8
A005300	롯데칠성	필수소비재	1.7	182,500	0.3	8.1	42.3	1.6	2.4	12.9	13.0	11.5	1.2	1.1	9.6	10.1
A222800	심텍	IT하드웨어	1.6	50,400	6.5	18.4	27.7	4.2	109.	19.1	6.7	5.6	2.6	1.8	48.5	38.4

주: 종목 선정은 계량분석 방법론에 의한 것으로 당사 기업 분석 애널리스트의 의견과 다를 수 있음, 2022년 5월 20일 기준

자료: Enguide, 메리츠증권 리서치센터

하반기 유망주2: Deep value

두 번째 하반기 투자 유망주는 풍부한 현금흐름으로 유동성축소 우려 국면에서 상대적 매력 보유에도 과거 고점대비 저평가된 종목 선별

1) 2022년, 2023년 순이익 전망치 상향조정: 이익모멘텀 보유

2) 52주 최고가 대비 20%이상 하락+ PER 5년 범위 중간 이하: 저가매수 기회

3) FCF/시총 5% 이상 + FCF 상향조정(안정적인 현금흐름 확보)

표3 Deep value_안정적인 실적과 현금흐름 확보한 우량주의 저가 매수 기회

코드	종목명	업종	시총 (조원)	주가 (원)	순이익전망치 변화율(%)		52주고점 대비(%)	12개월 예상 PER _최근 5년(배)			FCF		PER(배)		PBR(배)		ROE(%)		
					'22	'23		2022 5.20	현재	최고	최저	변화율 (%)	J/시총 (%)	'22	'23	'22	'23	'22	'23
A005380	현대차	자동차	39.8	209,000	6.8	4.4	-25.1	7.5	13.2	4.8	51.3	10.6	7.7	7.2	0.6	0.6	8.6	8.6	
A028260	삼성물산	상사,자본재	21.8	119,000	13.8	8.8	-20.2	12.4	44.5	12.3	4.6	6.8	12.6	12.3	0.6	0.6	5.7	5.6	
A018260	삼성에스디에스	소프트웨어	11.3	156,500	7.6	5.1	-24.5	13.9	32.4	13.7	34.3	8.6	14.3	13.4	1.5	1.3	10.5	10.4	
A000720	현대건설	건설,건축	4.6	44,450	8.5	4.4	-31.8	8.8	13.8	4.2	38.6	15.2	9.2	8.2	0.6	0.6	6.7	7.1	
A241560	두산밥캣	기계	3.9	40,750	6.3	4.7	-35.0	8.3	15.4	4.9	2.8	10.4	8.7	7.8	0.8	0.8	9.9	10.2	
A271560	오리온	필수소비재	3.8	103,500	1.9	1.5	-26.2	12.3	25.9	10.9	4.5	7.5	12.9	11.5	1.5	1.3	12.5	12.4	
A006360	GS건설	건설,건축	3.3	39,600	4.2	1.7	-23.3	5.5	9.2	2.7	28.4	25.3	5.8	5.2	0.6	0.6	11.6	11.6	
A023530	롯데쇼핑	소매(유통)	2.7	87,200	30.6	6.3	-23.3	12.7	39.2	7.7	9.9	21.1	15.0	10.4	0.3	0.3	1.8	2.6	
A047040	대우건설	건설,건축	2.5	5,770	7.2	1.8	-35.8	4.3	7.1	3.2	37.3	19.0	4.5	4.2	0.7	0.6	16.3	14.8	
A004170	신세계	소매(유통)	2.4	254,000	4.9	2.3	-24.3	6.5	16.7	4.5	15.3	18.7	6.8	6.1	0.6	0.6	9.1	9.4	
A108320	LX세미콘	디스플레이	2.1	167,300	10.0	6.5	-23.0	5.4	16.7	5.0	21.9	15.6	5.6	5.2	1.9	1.5	40.2	33.0	
A086520	에코프로	화학	2.1	117,500	84.6	75.6	-44.6	9.2	32.1	6.5	153.5	7.3	10.5	7.8	1.6	1.3	16.3	18.5	
A081660	힐라홀딩스	화장품,의류	1.8	35,850	1.2	0.5	-49.2	6.6	20.6	4.6	3.2	18.0	6.8	6.3	1.0	0.9	15.8	15.1	
A041510	에스엠	미디어,교육	1.7	74,200	12.8	2.0	-20.2	23.6	41.5	13.9	25.8	7.3	24.9	22.0	2.5	2.3	10.7	11.0	
A025900	동화기업	건설,건축	1.7	98,800	0.3	3.0	-28.4	19.1	38.5	7.1	21.1	6.6	21.0	17.0	2.2	1.9	12.2	13.1	
A064760	티씨케이	반도체	1.6	148,500	3.1	8.2	-36.6	14.9	32.2	6.7	15.5	5.0	16.5	13.2	3.8	3.0	25.3	25.4	
A031430	신세계인터	화장품,의류	1.2	29,100	11.3	8.2	-28.0	11.5	26.6	9.2	26.1	7.3	11.9	11.0	1.5	1.4	13.5	13.1	

주1: 파란색 음영표시 종목은 고점 대비 25% 이상 하락 + 펀더멘털 개선세 큰 종목

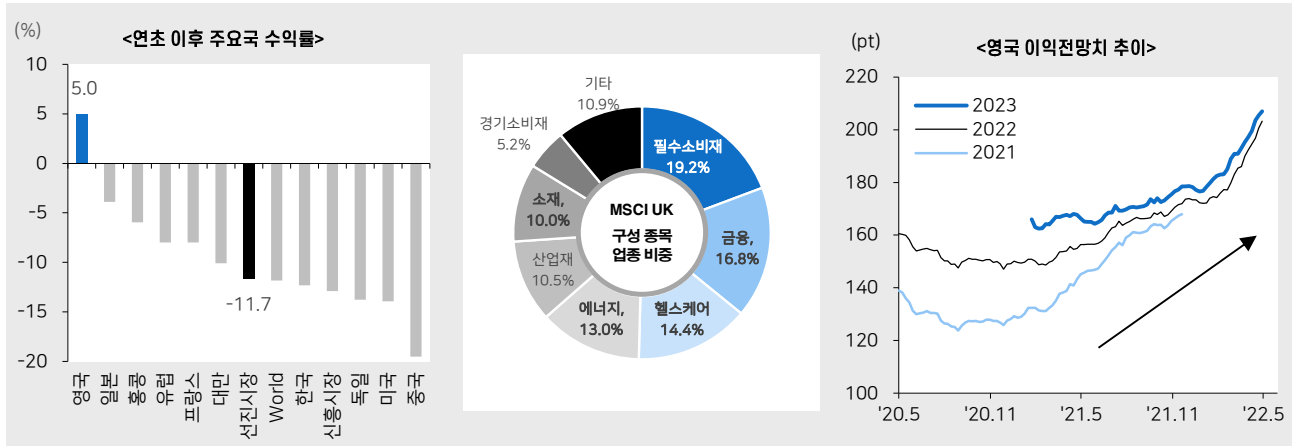
주2 :종목 선정은 계량분석 방법론에 의한 것으로 당사 기업 분석 애널리스트의 의견과 다를 수 있음, 2022년 5월 20일 기준

자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

최병욱 연구원

불편한 글로벌 증시, 홀로 웃는 영국



주1: 주요국 수익률은 MSCI Index, 5월 30일 기준

주2: 업종 비중에서 기타업종은 커뮤니케이션 서비스, 유틸리티, 부동산, IT

자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

연초 이후 글로벌 증시 부진
영국 성과 양호: 5.0%

연초 이후 인플레이션, 경기 침체 우려 등 매크로 환경 악화로 글로벌 증시는 MSCI ACWI Index가 11.8% 하락하며 부진했다. 국가별로 살펴보면 MSCI 기준 미국은 -13.9%, 중국은 -19.5%, 한국은 -10.3%로 낮은 수익률을 기록했다. 하지만 영국은 5.0% 수익률을 기록하며 긍정적인 성과를 보였다. 전반적인 글로벌 증시가 부진한 가운데 영국 증시의 성과에 대해서 살펴보자.

영국 성과의 이유
경기방어적 업종구성
원자재 상승 수혜

영국 증시가 좋은 성과를 보인 이유는 업종구성 측면에서 두 가지 이유를 들 수 있다. 첫 번째는 경기방어주(필수소비재, 금융) 및 증시와 상관관계가 낮은 헬스케어(50% 이상을 차지해 하락국면에서 안정적인 성과를 보였다. 두 번째는 에너지, 소재가 13.0%, 10.0% 비중으로, Royal Shell(석유), Glencore(광산) 등 유가 및 원자재 가격 상승의 수혜를 받은 종목 비중이 높아 증시 성과에 기여했다.

기업이익 측면에서도 성장
이익모멘텀

기업이익 또한 긍정적이다. 2021년 전년 대비 90.6%의 이익증가율을 보인데 이어 2022년에도 16.1% 성장이 기대된다. 에너지를 제외하고도 소재(13.7%), 산업재(15.8%), 경기소비재(24.1%) 등 금융을 제외한 전업종이 전년 대비 성장할 것으로 예상된다. 이익전망치는 최근 1개월 전, 3개월 전 대비 각각 3.6%, 12.2% 큰 폭으로 상향조정됐다. 다소 정체된 글로벌 이익 전망치 상향 대비 영국의 가파른 상향세가 부각되는 상황이다.

영국 ETF에 자금 순유입,
투자심리 양호

MSCI UK Index를 기초지수로 하는 EWU ETF에 연초 이후 9.6억 달러 자금이 순유입되면서 영국에 대한 투자심리는 양호하다. 원자재 가격 정점 우려와 같은 불안요인은 있지만 1) 유가 상승 및 인플레이션 변동성에 대응가능하다는 점, 2) 이익 성장이 기대된다는 점, 3) 이익모멘텀 존재 세 가지 이유로 영국증시는 글로벌 자산 배분 관점, 고려할 만한 대안이 될 것으로 판단한다.

칼럼의 재해석

이호진 수석연구원

Airbnb, 중국 사업부 철수 (Financial Times)

중국의 코로나 봉쇄령 영향으로 타격을 입은 Airbnb가 중국 사업을 철수하기로 결정을 내렸다. 공동설립자이자 중국 법인 대표 Nathan Blecharczyk은 Airbnb China 위챗 계정을 통해 'pandemic challenges'로 인하여 2022년 7월 말까지 중국에 등록되어있는 숙소 및 예약은 모두 중단될 것임을 전달했다.

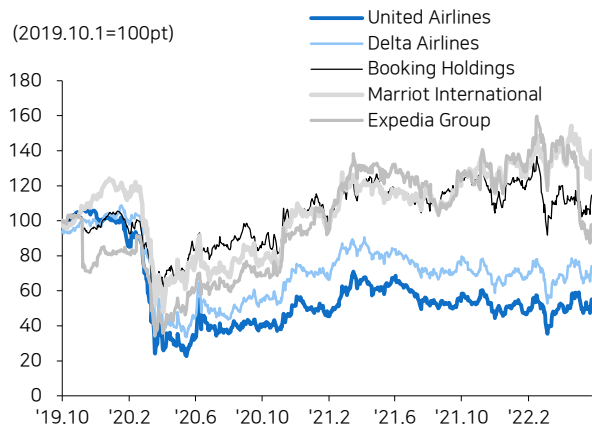
2016년 중국에 진출한 Airbnb는 2017년 'Aibiyang'으로 리브랜딩하고 Blecharczyk도 한 달에 한번 중국을 방문하는 등 중국 사업을 확장하기 위해 노력해왔다. 그러나 Tujia나 Meituan과 같은 중국 업체들의 가파른 성장과 높은 비용은 부담으로 작용했고, 이러한 구조는 코로나 발생 이후 더욱 악화되었다.

북경에 위치한 Airbnb China 오피스는 계속 유지될 것이며 앞으로는 아웃바운드 여행 사업에 집중할 예정이다. Meituan과 Tujia는 Airbnb에 등록되어 있는 호스트들이 자사 플랫폼으로 이동할 수 있도록 돕기 위한 팀을 구성했다고 발표했다.

백신 접종 이루어지면서 회복한 여행주

코로나 발생 직후 급락했던 여행주 주가는 북미/유럽 국가를 위주로 먼저 백신접종이 이루어지면서 선행적으로 회복했다. Airbnb는 2020년 5월 약 25%의 인원을 감축하며 그해 12월 상장을 단행했는데, 최근 매크로 이슈에 따른 기술주 중심의 부진을 제외하면 북미/유럽 여행주와 비슷한 주가 패턴을 보여왔다.

그림1 Covid-19 발생 이후 여행주 주가 추이



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2020년 12월 상장 이후 Airbnb 주가 추이

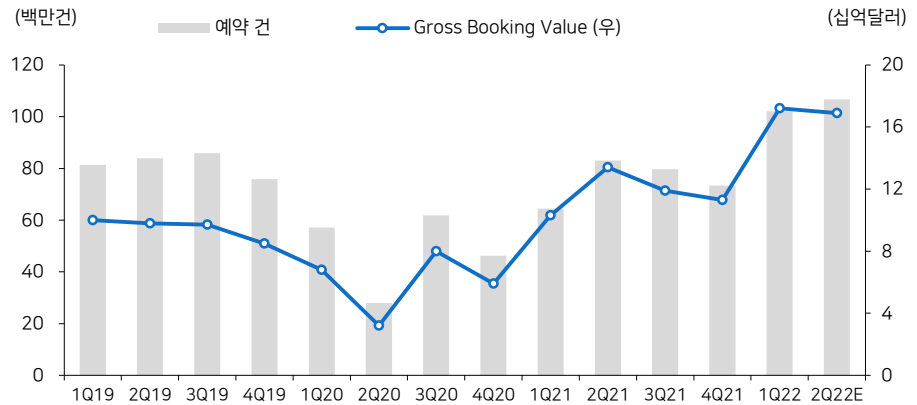


자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

2020년을 저점으로 회복하는
에어비앤비

코로나 이후 감소했던 에어비앤비의 예약 건수와 Gross Booking Value는 2020년 2분기를 저점으로 점점 회복했다. 2021년에는 코로나 이전인 2019년 수준을 거의 회복했으며, 완전한 리오프닝에 다가왔다고 말할 수 있는 올해 1분기의 예약 건수와 Gross Booking Value는 각각 1.02억건과 172억 달러로 역대 최대치를 기록했다. 2분기 또한 비슷한 수치를 보일 것으로 예상된다.

그림3 Airbnb 분기별 예약 건수 및 Gross Booking Value



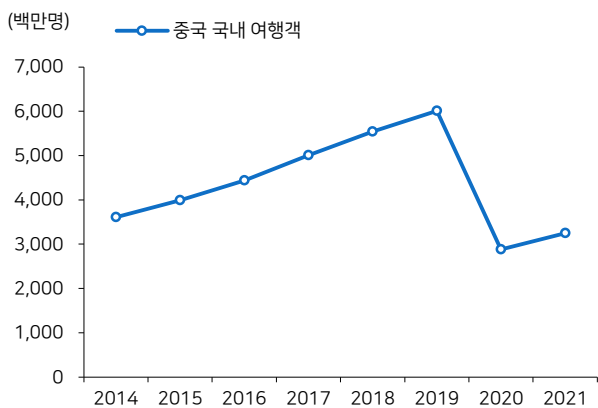
자료: Airbnb, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

제로 코로나 정책으로 타격 입은 중국 여행 시장

중국 여행 수요 회복까지는 아직 시간이 필요

반면 중국 시장은 다른 양상을 보여왔다. 지난해부터 국경 봉쇄 및 이동 제한을 완화해온 다른 국가들과는 달리 중국은 제로 코로나 정책을 고수하며 엄격한 제한을 유지해왔다. 중국으로 들어오는 외국인 여행객 수는 거의 0에 가까웠으며, 지역 간 이동 제한에 따라 국내 여행 수요 또한 감소했고 이는 Airbnb China에 큰 타격을 주었다. 최근 감염 상황이 안정세를 찾은 지역에 대해 사무실 복귀, 대중교통 운행 재개 등 방역조치를 완화하고 있으나 아직 여행 수요 회복까지는 시간이 필요해 보인다.

그림4 중국 국내 여행객 수



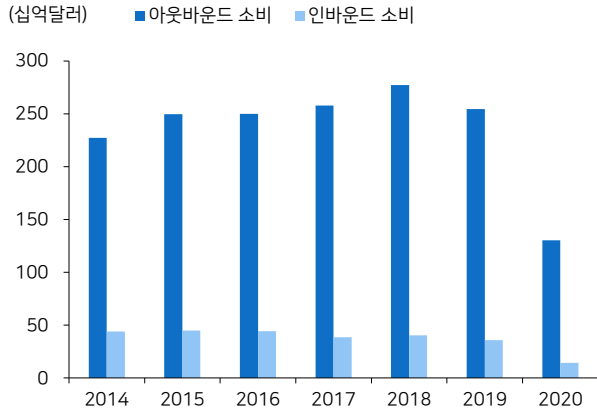
자료: National Bureau of Statistics of China, 메리츠증권 리서치센터

표1 중국 코로나 봉쇄 정책

구분	내용
이동 금지	택시, 버스, 지하철 등 대중교통 운행 중단
집 밖 출입금지	이틀 또는 사흘에 한 번 생필품 조달 외출만 가능
기업 재택근무	전기, 수도 등 도시운영 필수 업종 외 전원 재택근무
등교 금지	학생들 전원 온라인 수업 전환
전수 검사	봉쇄 지역 주민 전체 핵산 검사

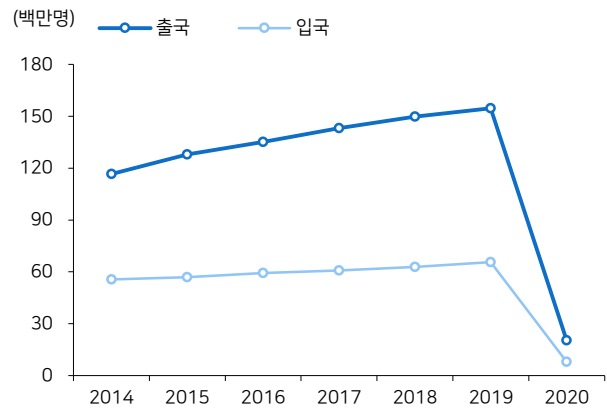
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 중국 인바운드, 아웃바운드 여행 소비



자료: UN World Tourism Organization, 메리츠증권 리서치센터

그림6 중국 국내여행객 수



자료: UN World Tourism Organization, 메리츠증권 리서치센터

중국 시장 내 경쟁 심화되는 여행 산업

2020년 기준 에어비앤비에 등록되어 있는 중국 내 숙소는 15만개에 불과한 반면, 시장 내 가장 높은 점유율을 차지하는 Tujia는 약 120만개를 보유하고 있다. 중국에서 가장 많은 사람들이 이용하는 음식 배달앱 Meituan은 기존 유저를 기반으로 한 럭셔리 호텔 위주의 숙소 예약 서비스를 런칭해 빠르게 성장하고 있으며, 여행사 Ctrip 또한 home rental 서비스로 사업을 확장해 나가고 있다.

에어비앤비는 여타 글로벌 기업과 마찬가지로 중국 당국의 규제를 받아왔다. 중국이 자사 이용자의 개인정보에 접근할 수 있도록 허용하는 법을 그대로 따라야 했으며 이는 민감하게 받아들여질 수 밖에 없었다. 실제로 2021년 Annual Report를 통해 에어비앤비는 중국에서의 사업 환경에 대해 '중국에서 사업을 운영하는데 있어 상당한 비용이 계속 발생할 것이며 정책적 요소 등으로 인해 중국 시장에서 주목할 만한 수익성이나 시장 침투를 이루지 못할 가능성이 있다'고 언급한 바 있다. 여러 외적인 요소를 고려했을 때 에어비앤비는 중국 사업을 철수하는 것이 적절한 선택이라고 판단했을 것이다. 이로써 에어비앤비는 우버, 이베이, LinkedIn에 이어 중국에서 철수한 또 다른 인터넷 기업이 되었으며 앞으로도 글로벌 플랫폼 기업이 중국 시장에서 살아남기는 쉽지 않아 보인다.

원문: Airbnb gives up on China as zero-Covid policy crushes tourism-Financial Times