

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2023. 1. 3 (화)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

2023년 이익 신뢰도 저하 국면: 高 수익성, 이익 상향 종목 유리

오늘의 차트

미국 vs 중국 각국 정책에 따른 수익률 차별화

칼럼의 재해석

미국 농가 소득 2022년 정점 예상

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

RA 최병욱

02. 6454-4876

byungwook.choi@meritz.co.kr

2023년 이익 신뢰도 저하 국면: 高 수익성, 이익 상향 종목 유리

- ✓ 고강도 통화긴축 영향 가시화로 글로벌 전반 이익 하향조정 진행중
- ✓ 2, 3월 예정된 4분기 실적 발표는 계절적 요인으로 부진할 가능성 → 이익 하향조정 지속
- ✓ 높아진 금리레벨에 ROE 높은 종목 투자성과 개선 + 이익 상향조정 종목 외국인 수급 쏠림

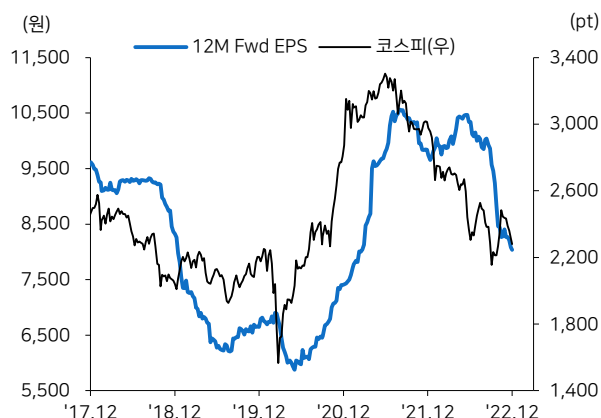
2023년 경기침체 우려 속 부정적
이익전망 반영

2022년 글로벌 증시는 20% 가까이 하락하며 부진한 성과를 기록했다. 연준의 긴축 통화정책 전환과 더불어 지정학적 리스크에 따른 공급망 우려, 원자재 가격 상승이 증시 하방 요인으로 작용했기 때문이다. 2023년이 시작된 현 시점에는 연준의 고강도 통화긴축 영향이 가시화되면서 경기침체에 대한 우려가 확산되고 있다. 이에 따라 증시 불확실성은 여전히 잔존한 상황이다.

올해 한국 순이익은 6개월 사이
50조원 가량 하향 조정

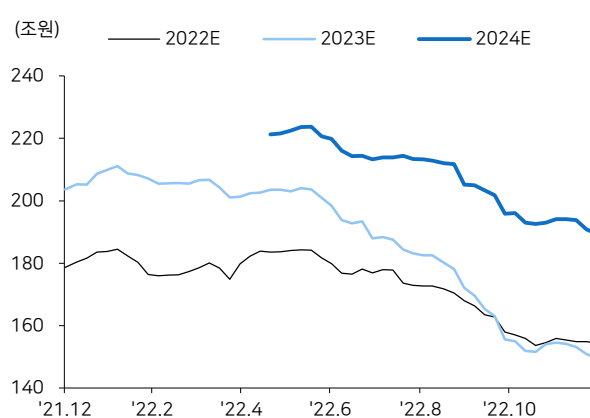
국내 증시 하방요인으로 작용하고 있는 기업이익은 지난해 하반기 이후 하향조정되기 시작했다. 올해 순이익의 경우 6개월 간 200조원에서 150조원으로 50조원 하향 조정됐다. 따라서 올해 증시는 어느 때보다 이익이 중요하므로 현재 업종별 이익 현황을 살펴보고 이에 따른 수급 변화, 최근 증시를 설명하는 투자지표 등을 점검하는 자료를 작성해 보았다.

그림1 코스피 지수 VS 12MF EPS



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림2 연도별 순이익 전망치 변화 추이



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

일부 업종 제외, 전반적으로 이익 하향조정

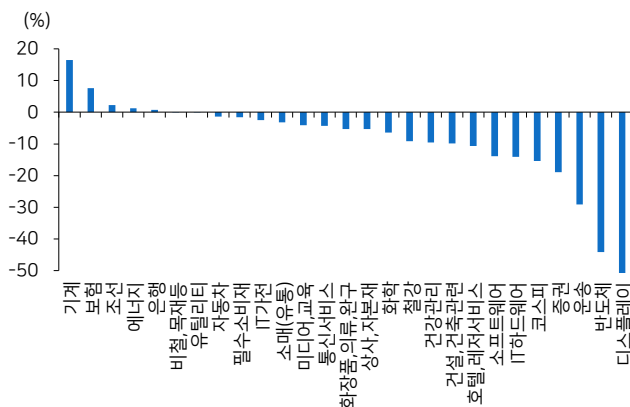
금융(보험, 은행), 에너지, 산업재(기계, 조선) 업종 제외 전반적으로 하향조정

최근 3개월 간 올해 코스피 순이익은 15.4% 하향 조정됐다. 일부 업종을 제외하면 대부분의 업종에서 하향조정이 진행된 것이다. 이익 상향조정이 진행된 일부 업종은 금융(보험, 은행), 에너지, 산업재(기계, 조선)이다. 이들 업종은 금리, 에너지 가격 상승이 이익 개선 요인으로 작용할 수 있었다. 반면, 반도체, IT하드웨어, 소프트웨어, 디스플레이 등 IT 업종은 3개월 간 10% 넘게 하향조정되어 감익 사이클을 주도하고 있다.

올해 순이익 전년대비 10% 이상 역성장 기록할 가능성

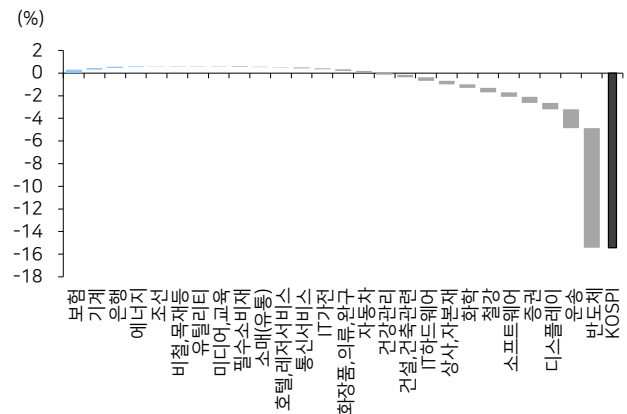
이익비중이 큰 반도체 업종의 하향조정으로 시장 전반의 이익 감소가 이어지고 있다. 올해 순이익은 전년대비 2.6% 감소할 것으로 컨센서스가 형성되어 있으나, 지금의 흐름대로라면 전년대비 10% 이상 감소할 수 있다. 업종별로 살펴보면 리오프닝 관련 호텔/레저/화장품, 2차전지, 산업재(조선/기계), 유틸리티 업종이 전년대비 10% 이상 증익이 기대되는 업종이다. 한편, 반도체, 운송 업종의 전년대비 이익 감소가 시장 전반의 역성장에 기여하고 있다.

그림3 2023년 순이익 전망치 변화율_최근 3개월



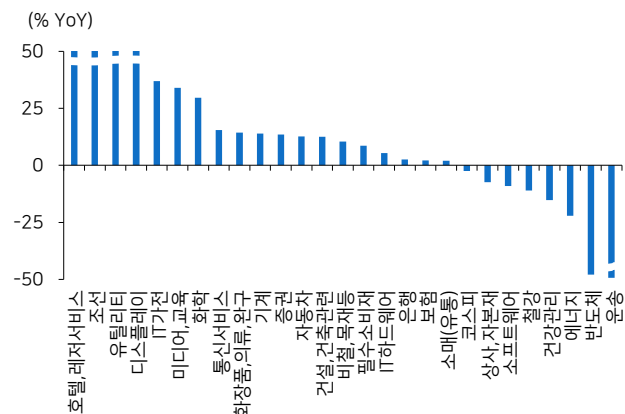
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림4 2023년 순이익 전망치 변화율 기여도_최근 3개월



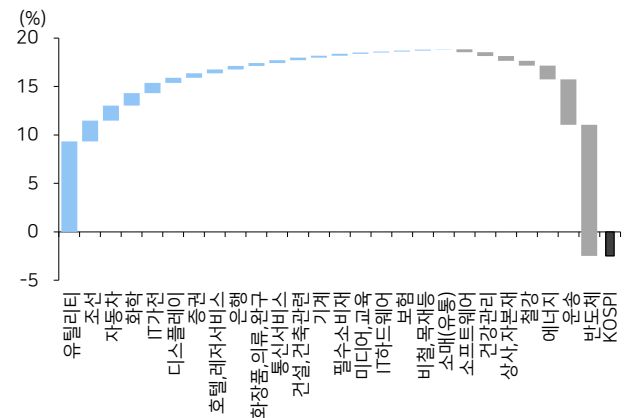
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림5 2023년 순이익 증가율



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림6 2023년 순이익 증가율 기여도



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

4분기 실적 계절적 부진 → 2, 3월 2023년 이익전망 하향조정 지속

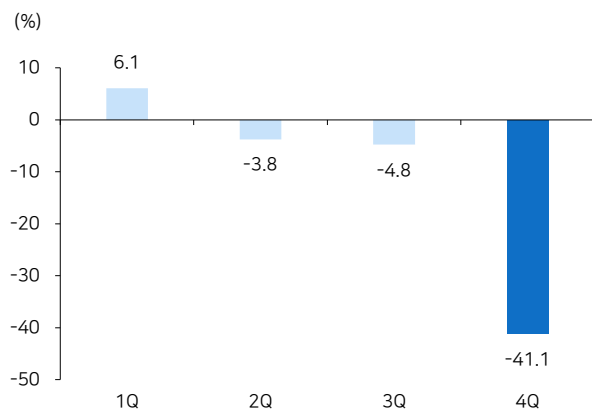
4분기 실적, 일회성 비용 처리로
전망치 대비 -40% 괴리율 기록

당분간 시장 전반의 이익 턴어라운드 가능성은 기대해 볼 수 없는 상황이다. 미국 정책금리는 올 상반기에도 올라갈 것으로 점쳐지는 가운데, 경기침체 우려 여파로 소비 부진이 뒤따를 수 있기 때문이다. 물론 중국의 리오프닝이 호재성 재료로 작용할 것이나, 일부 업종에 국한되기 때문에 시장 전반의 이익을 끌어올리기에는 부족하다.

통상적으로 이익전망치는 상반기
내 2, 3월 하향조정 가파른 모습

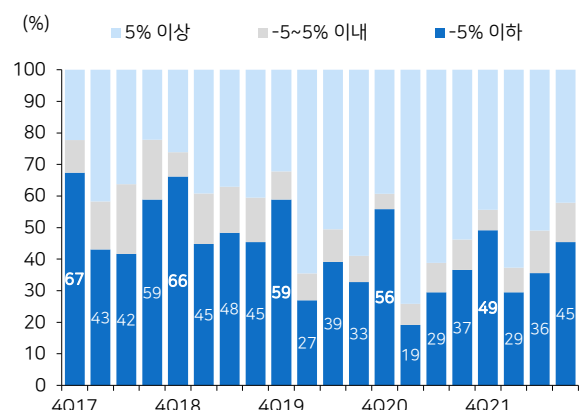
매년 상반기 초에는 계절적으로 이익이 하향조정되는 부분도 부담스러운 상황이다. 전년도 4분기 실적이 발표되는 2, 3월에는 통상적으로 당해년도에 대한 이익 하향조정이 진행된다. 4분기 일회성 비용에 따른 어닝 쇼크가 빈번하게 나타나기 때문이다. 과거에도 평균적으로 4분기 순이익은 예상치 대비 40% 이상 부진한 결과를 발표했다. 절반 이상의 종목이 어닝 쇼크(-5% 이상 괴리율 기준)를 기록하며 당해년도에 대한 이익 하향조정도 함께 진행되는 패턴이 매년 반복된다.

그림7 분기별 이익 전망치 vs 발표치 괴리율_최근 10년



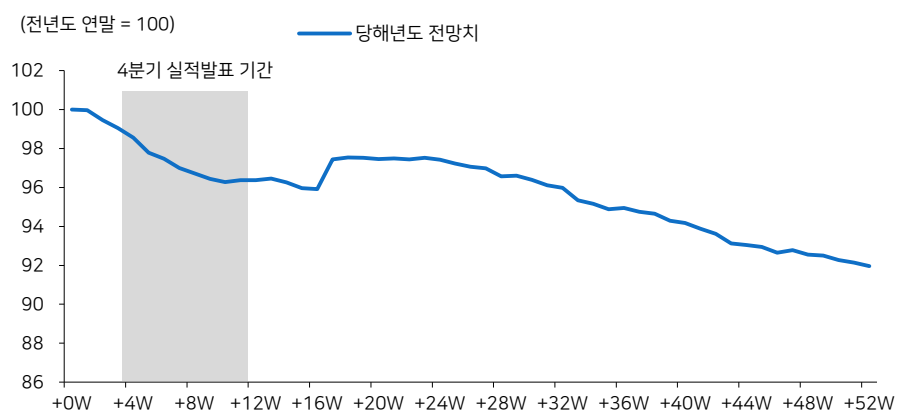
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림8 분기별 어닝 서프라이즈, 쇼크 종목 비율 분포



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림9 당해년도 전망치 변화 추이_과거 상반기 중 4분기 실적발표 기간 하향조정 진행



주: 최근 10년 평균값 기준

자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

2022년 하반기 들어 외국인 순유입, 업종별 이익전망에 따라 차별화

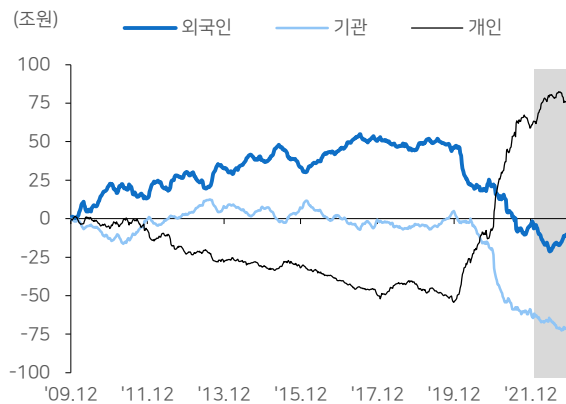
2022년 뚜렷한 수급주체 부재
2021년 대비 외국인 순매도 완화

지난해 증시가 하락세를 보인 가운데 뚜렷한 수급 주체가 부재했다. 코스피 기준 투자주체별 연간 순매수 금액은 외국인 -7.2조원, 개인 +16.7조원, 기관 -11.4조원을 기록했다. 2021년 외국인 순매도 금액이 25.5조원인 것과 비교하면 매도세가 축소된 것을 볼 수 있다.

이익전망 상하향 조정 여부에 따른 업종별 외국인 수급 차별화

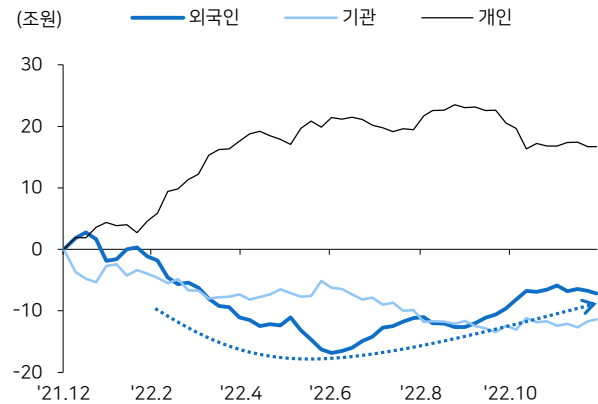
하반기 들어 외국인 수급이 소폭 순매수세로 돌아선 것 역시 수급측면에서 특징적인 부분이다. 지난해 연초부터 상반기까지 외국인은 16.5조원 순매도 했으나 이후 연말까지 9.3조원 순매수 했다. 최근 외국인 순매수세는 주로 이익전망치 상하향 조정과 연관된 흐름이다. 호텔, 레저, 유틸리티, 기계, 보험, 비철금속 등 최근 이익전망이 상향조정된 업종 중심으로 순매수세가 나타났다.

그림10 투자주체별 누적 순매수금액_2010년 이후



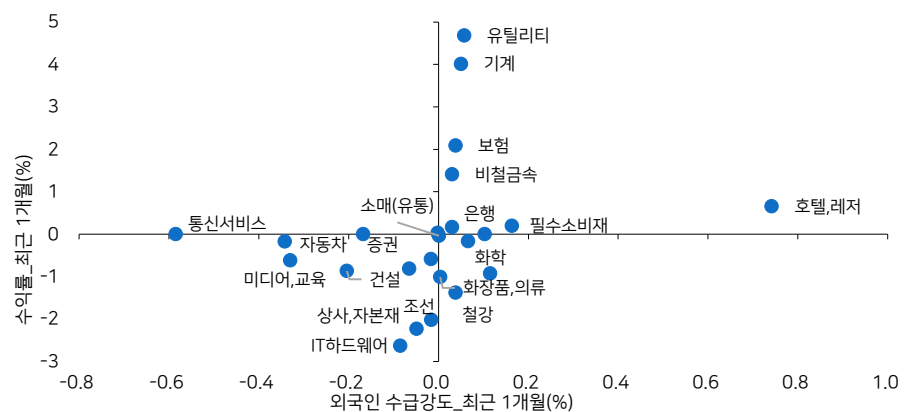
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림11 투자주체별 누적 순매수금액_2022년 이후



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림12 이익전망치 변화율 vs 외국인 수급강도_이익전망 변화에 따라 외국인 수급 유출입



주: 수급강도는 '순매수 금액/시가총액'으로 계산

자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

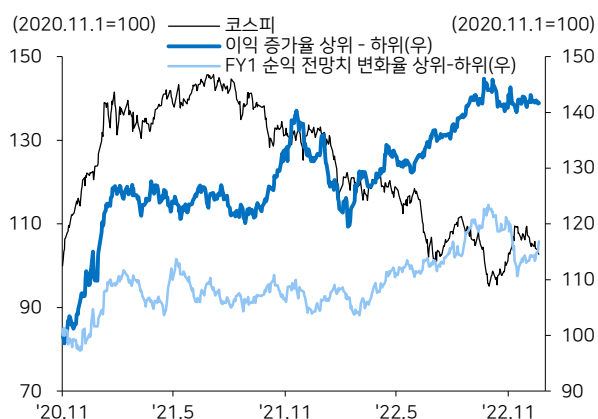
투자 지표별 성과 추이: 수익성 지표 투자성과 개선

기업 실적 하락, 금리 레벨 상승에
'수익성'지표를 통한 안정적 투자
집중

스타일상 최근 두드러진 변화는 10월 이후 ROE와 같은 수익성관련 지표의 성과가 개선되고 있는 점이다. 보수적 투자지표로서 하락장에서 성과가 우수한 경향이 있는 지표이나 지난해 상반기에는 성과가 부진했다. 다만, 하반기 들어 예금금리가 3%대 이상으로 높아지며 주식 투자자들이 기업에 투자를 해서 얻는 수익성에 주목하는 모습이다.

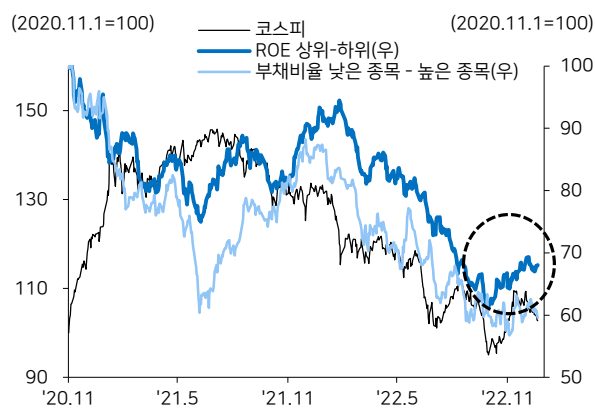
매크로 변수에 주식시장이 움직임에 따라 나머지 투자지표는 뚜렷한 성과를 보이고 있지 않다. 이익 하향조정이 시작된 시점부터 성장성 지표의 성과 개선은 둔화됐으며, 밸류에이션 지표 역시 유동성 수축 국면에서 심리 개선이 뒤따르지 않아 설명력을 갖고 있지 못하다. 따라서 올해 상반기 초 시장 대응은 이익 개선을 기대하기 힘든 상황임에 따라 수익성 측면에서 유리하며(ROE 10% 이상), 이익 전망치 상향조정으로 외국인 수급을 기대해 볼 수 있는 종목에 주목할 필요가 있다.

그림13 투자 지표 성과: 이익 전망치 변화율, 이익 증가율



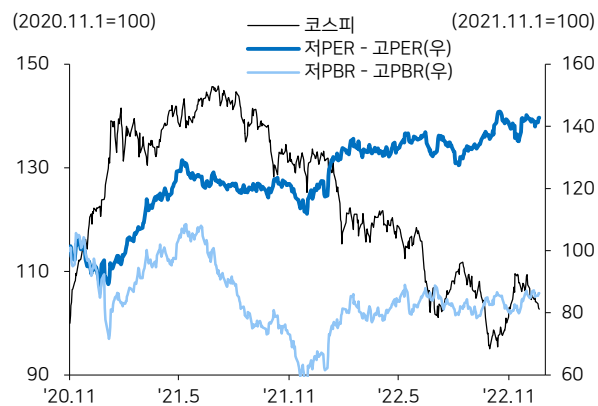
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림14 투자 지표 성과: 부채비율, ROE



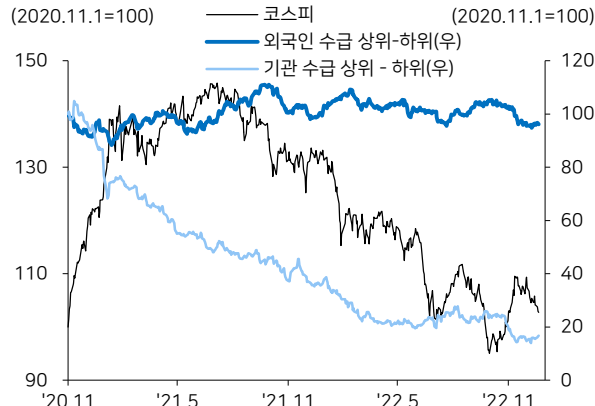
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림15 투자 지표 성과: PER, PBR



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림16 투자 지표 성과: 기관 수급 추종, 외국인 수급 추종



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

스크리닝: 수익성 + 이익모멘텀 개선 종목

표1 2023년 ROE 10% 이상(수익성) + 영업이익, 순이익 상향조정(이익모멘텀)

코드	종목명	업종	시총 (조원)	주가 (원)	'23년 이익변화율_1개월 (%)		순이익 증가율 (%)		PER (배)	PBR (배)	ROE (%)
					영업이익	순이익	2022E	2023E			
A003670	포스코케미칼	화학	13.9	180,000	2.3	1.6	66.4	80.7	36.2	4.59	13.6
A316140	우리금융지주	은행	8.4	11,550	0.4	0.4	18.1	4.0	2.6	0.27	10.9
A086280	현대글로비스	운송	6.1	163,500	0.9	0.7	51.3	11.2	4.7	0.76	17.5
A000060	메리츠화재	보험	5.5	49,700	7.6	8.0	34.7	2.3	6.4	3.22	76.2
A047810	한국항공우주	상사,자본재	5.0	50,900	2.3	6.4	194.7	48.1	20.5	3.08	16.1
A021240	코웨이	화장품,의류,완구	4.1	55,900	0.9	2.5	7.8	10.0	7.5	1.50	22.3
A128940	한미약품	건강관리	3.7	298,000	2.1	2.6	37.5	17.0	34.6	3.66	11.3
A282330	BGF리테일	소매(유통)	3.6	210,500	0.9	0.8	33.2	17.3	15.8	3.22	22.1
A241560	두산밥캣	기계	3.5	34,600	2.1	3.7	38.6	19.3	5.4	0.66	12.8
A008770	호텔신라	호텔,레저서비스	3.3	83,100	3.7	7.2	78.4	169.0	25.6	4.30	19.3
A030000	제일기획	미디어,교육	2.7	23,050	0.1	0.1	38.1	11.6	10.4	1.70	19.5
A001450	현대해상	보험	2.6	29,450	1.2	1.3	24.7	1.0	4.8	0.50	12.6
A012750	에스원	상사,자본재	2.3	59,300	0.3	0.1	17.8	5.6	14.0	1.27	10.4
A006260	LS	기계	2.2	69,700	6.8	10.3	51.9	4.5	4.7	0.43	11.3
A005300	롯데칠성	필수소비재	1.6	176,000	0.4	0.5	-0.8	20.2	10.9	1.12	10.7
A267260	현대일렉트릭	기계	1.5	42,500	6.9	5.7	흑전	8.3	11.2	1.70	16.4
A298020	효성티앤씨	화장품,의류,완구	1.5	350,000	0.4	2.2	-90.1	141.6	8.6	1.02	12.4
A089590	제주항공	운송	1.1	14,900	3.8	13.3	적지	흑전	10.5	5.59	53.9
A248070	솔루엠	IT하드웨어	0.9	17,400	2.5	2.3	321.3	33.1	11.7	2.18	21.2
A272450	진에어	운송	0.9	16,450	4.8	20.3	적지	흑전	10.8	5.46	68.2
A005420	코스모화학	화학	0.7	20,550	37.6	35.1	137.0	56.4	17.1	3.28	19.8
A013890	지누스	건설,건축관련	0.7	35,000	1.5	1.4	0.8	38.7	8.9	0.98	12.0
A003670	포스코케미칼	화학	13.9	180,000	2.3	1.6	66.4	80.7	36.2	4.59	13.6

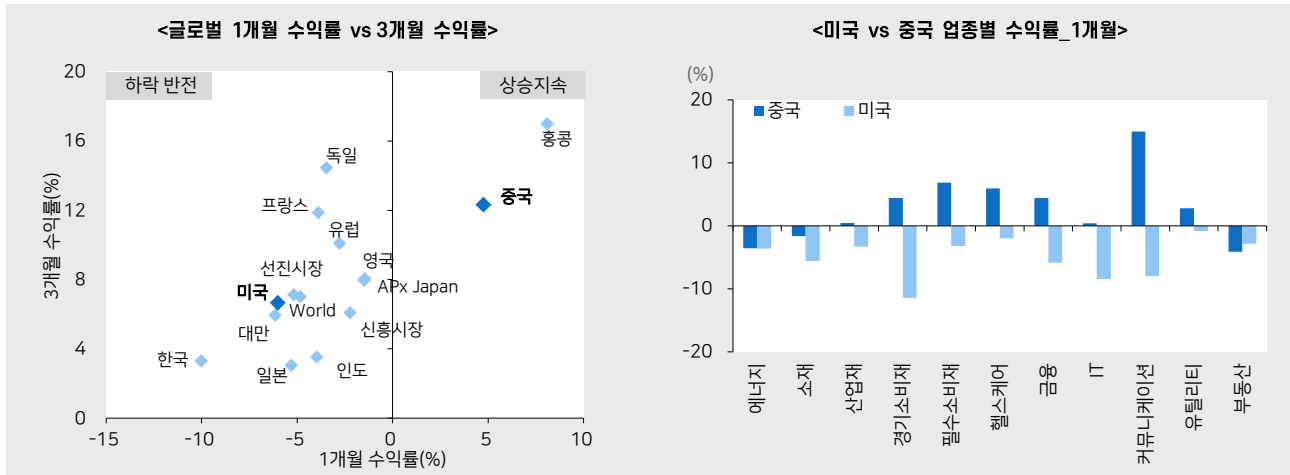
주: 종목 선정은 계량분석 방법론에 의한 것으로 당사 기업 분석 애널리스트의 의견과 다를 수 있음, 2022년 12월 30일 기준

자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

최병욱 연구원

미국 vs 중국 각국 정책에 따른 수익률 차별화



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

미국 수익률 부진
중국 수익률 양호

2022년 12월, 예상보다 매파적이었던 FOMC 소화 및 올해와 내년도 경기 불황 우려에 MSCI 글로벌 지수는 하락했다. 하지만 글로벌 지수에서 가장 큰 시총 비중을 가진 두 국가는 서로 다른 성과를 보였다. 미국은 6.0% 하락한 반면, 중국은 4.8% 상승하며 좋은 수익률을 기록했다. 두 국가의 12월 수익률을 업종, 종목별로 살펴보고자 한다.

미국 경기소비재, 커뮤니케이션,
IT 업종 하락

미국은 전업종이 하락했다. 그 중 경기소비재, 커뮤니케이션, IT 금리에 가장 민감한 세 업종이 가장 낮은 수익률을 기록했다. 특히 테슬라는 금리 인상 우려에 더해 머스크 CEO의 트위터 인수 건 등 이유로 12월 한 달 36.7% 하락하며 경기소비재 업종 하락의 주요 원인이 됐다. 이 외 구글(-12.6%), 애플(-12.2%) 등 대형 기술주 또한 10% 이상씩 하락하며 전반적인 지수 하락을 이끌었다.

중국 커뮤니케이션, 필수소비재
상승

한 편 중국은 에너지, 소재, 부동산을 제외한 업종이 상승했다. 커뮤니케이션이 15.0% 상승해 증시 상승을 견인했고 필수소비재(6.9%)가 이를 뒷받침했다. 커뮤니케이션에서는 텐센트(16.3%), 바이두(9.9%) 등 플랫폼 종목들이 규제 완화로 좋은 수익률을 보였다. 필수소비재는 리오프닝 기대감에 마오타이(8.0%), 우량에이빈(15.2%) 등 주류 종목이 주로 상승했다. 다만 코로나 확산 우려가 커진 12월 중순 이후는 주류 종목 상승세가 주춤한 모습이다.

정책이 주가 동인
불확실성 높아 신중한 접근 필요

미국은 FOMC 이후에 하락이 주로 진행됐다는 점을 고려해봤을 때 아직까지 금리 정책 결정이 증시를 움직인 주요 원인이며, 중국 또한 규제완화 및 리오프닝 등 정책이 주가에 큰 영향을 미쳤다. 두 국가 모두 정책이 주가의 주요 동인으로 보인다. 하지만 현재 금리 및 경기 불확실성, 코로나 바이러스 확산 등 변수가 많은 상황으로, 정책 방향성을 확인하기 전까지 신중한 접근이 필요하다고 판단한다.

칼럼의 재해석

이성우 연구원

미국 농가 소득 2022년 정점 예상 (THE WALL STREET JOURNAL)

2022년 곡물 가격의 급격한 상승은 미국 팜벨트 농부들에게 큰 부를 가져다 주었다. 주요 곡물인 옥수수, 소맥, 대두 가격은 각각 연초 대비 최대 +37.5%, +84.9%, +31.6% 상승했는데, 러시아-우크라이나 전쟁과 이상기후 지속에 따른 작황 악화가 주요 원인으로 작용했다. 미국 농무부(USDA)에 따르면 2022년 미국 순농가소득은 1,605억 달러로 예상된다. 이는 2021년 대비 +13.8% 증가한 수준으로 실질 순농가소득 기준으로 1973년 이후로 최고 수준일 것으로 전망된다.

농가들의 높은 소득 수준은 종자, 비료, 장비 등을 판매하는 농업 회사들의 실적에 기여했다. 농약 및 종자 회사인 Corteva는 지난 4분기 실적 발표 때, 보유 중인 재고가 낮으며, 농작물 생산량이 평년을 하회하고 있기 때문에 자사 제품의 양호한 수요 전망을 제시했다. 또한 세계 최대 트랙터 및 농작물 수확기 판매업체인 존디어 역시 4분기 실적 발표에서 매출액과 영업이익의 고성장을 달성했다.

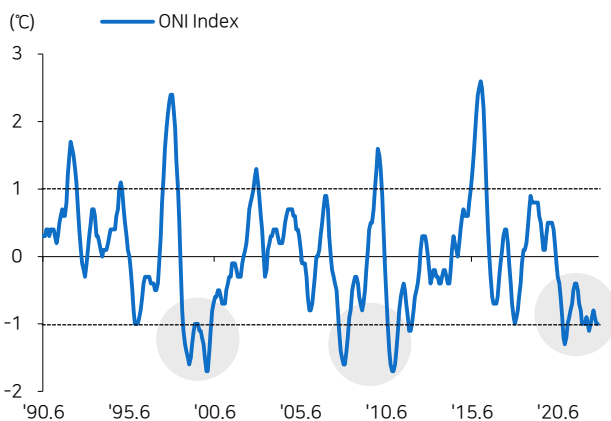
다만, 곡물 가격이 하락하고 비료 가격이 상승하는 시장 환경 속에서 농가들의 소득은 2022년 정점을 기록했을 것으로 판단한다. 이에 따라 식품산업의 경우, 후방산업인 농가 대비 전방산업인 식품업체들의 상대적 매력도가 부각될 것으로 판단한다. 식품업체들의 경우 지난 2년간 판매 가격 인상을 적극적으로 진행한 상황 속에서 곡물가 하락으로 원가 부담이 줄어들며 마진 스프레드가 개선될 것으로 판단한다.

미국 농가 소득 2022년 정점 예상

2022년 미국 순농가소득
1,605억 달러 예상 +13.8% y-y

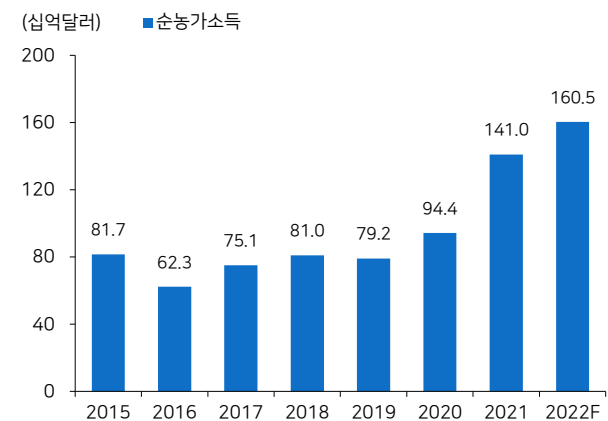
2022년 곡물 가격의 급격한 상승은 미국 팜벨트 농부들에게 큰 부를 가져다 주었다. 주요 곡물인 옥수수, 소맥, 대두 가격은 각각 연초 대비 최대 +37.5%, +84.9%, +31.6% 상승했는데, 러시아-우크라이나 전쟁과 이상기후 지속에 따른 작황 악화가 주요 원인으로 작용했다. 미국 농무부(USDA)에 따르면, 2022년 미국 순농가소득은 1,605억 달러로 예상된다. 이는 2021년 대비 +13.8% 증가한 수준으로, 인플레이션 수준을 고려한 실질 순농가소득 기준으로 1973년 이후로 최고 수준이다.

그림1 90년대 이후로 세번째 겪는 장기간의 라니냐 상황



자료: NOAA, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2022년 순농가소득 1,605억 달러 예상



자료: USDA, 메리츠증권 리서치센터

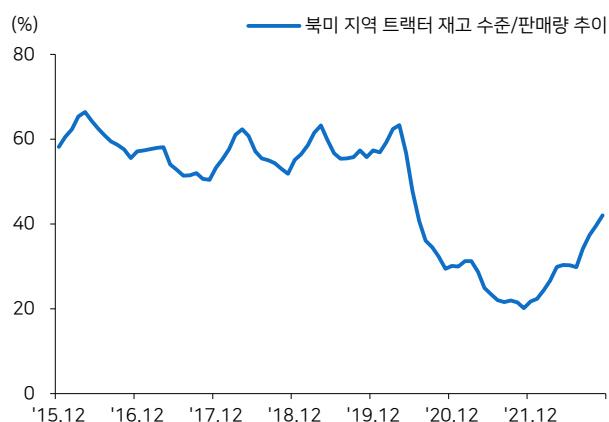
농가들의 양호한 경제 환경 속 농기계 업체들도 2년간 호황

농가들의 높은 소득 수준은 종자, 비료, 장비 등을 판매하는 농업 회사들의 실적에 기여했다. 농약 및 종자 회사인 Corteva는 지난 4분기 실적 발표 때, 보유 중인 재고가 낮으며, 농작물 생산량이 평년을 하회하고 있기 때문에 자사 제품의 양호한 수요 전망을 제시했다. 또한 세계 최대 트랙터 및 농작물 수확기 판매업체인 John Deere도 4분기 매출액과 영업이익의 고성장을 달성했는데, 트랙터에서 대한 강한 수요와 한정된 공급으로 우호적인 시장 경쟁 환경이 조성됐기 때문이다.

미국 농업 생산성 개선의 핵심 요소는 기술진보

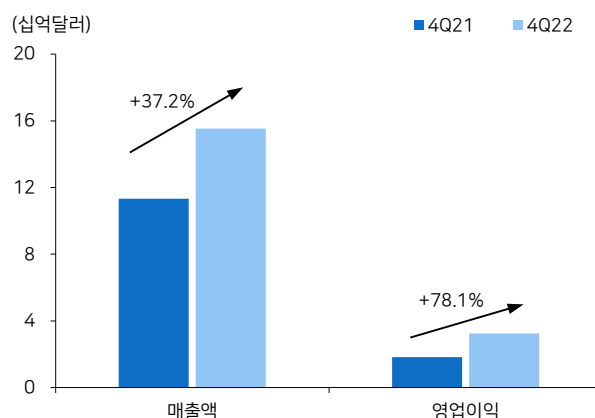
농업 회사들의 양호한 실적 성장은 미국 농산물 총생산 증가로 연결될 것으로 예상된다. 미국 농업의 경우, 1900년 초반 이후 농업 종사자 수의 지속 감소 및 소규모 농장의 통폐합으로 대형화가 집중적으로 진행되어 왔다. 적은 인력 수준과 대형화된 농장에서 기술진보는 총생산성 개선의 핵심적인 요인으로 작용했다.

그림3 북미 지역 재고 수준은 평년 대비 하회 중



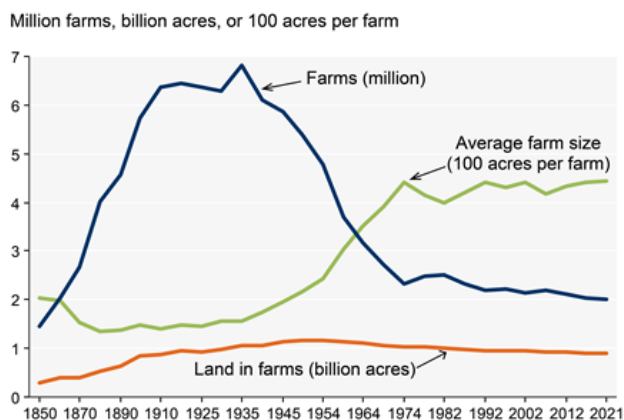
자료: Bloomberg, AEM, 메리츠증권 리서치센터

그림4 존디어 4Q22 매출액 +37.2%, 영업이익 +78.1% y-y



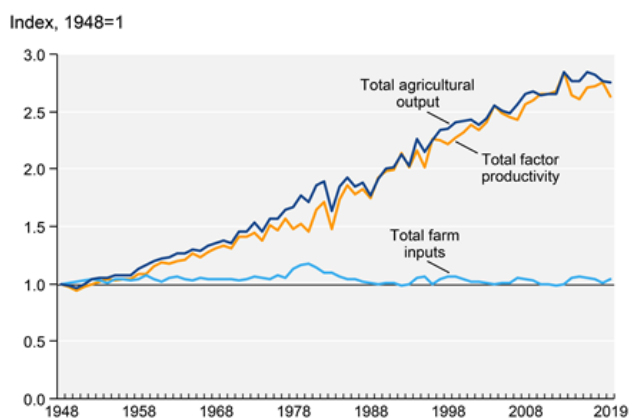
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 미국 농가 대형화는 1900년 이후로 지속적으로 진행



자료: USDA, 메리츠증권 리서치센터

그림6 이에 따라 총생산성 개선은 기술 진보 효과가 주요

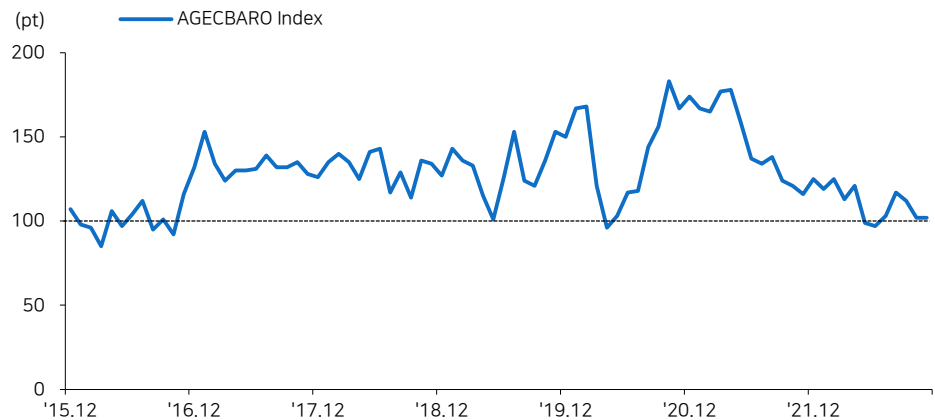


자료: USDA, 메리츠증권 리서치센터

고금리 환경 속 농가들의 センチメント 악화 지속 중

다만, 고금리 환경 속 경기 침체 우려가 확대됨에 따라 곡물 가격이 하락하고 있는 반면, 비료, 살충제 가격은 전년비 5~59% 증가할 것으로 예상된다. 이에 따라 농업 경제 현황을 보여주는 AG Economy Barometer의 경우(200점 만점으로, 100점이 평가 기준점으로 작용), 2020년 10월 183pt를 고점으로 2022년 11월 102pt까지 내려온 상황이다.

그림7 AG Economy Barometer, 2022년 11월 기준 102pt 까지 하락



자료: AG Economy Barometer, 메리츠증권 리서치센터

2022년 농가 소득 정점 예상, 이는 장비 발주 수요 위축 요인으로 작용할 것

결론적으로 곡물 가격 하락 및 비료 가격 상승으로 농가들의 소득은 22년 정점을 기록 한 이후 23년에는 하향 추세가 나타날 것으로 판단된다. 이에 따라 23년 식품 산업의 경우, 후방산업인 농가 대비 전방산업인 식품업체들의 상대적 매력도가 부각될 것으로 판단한다. 식품업체들의 경우 지난 2년간 판매 가격 인상을 적극적으로 진행해 둔 상황인데, 최근 진행되고 있는 곡물 가격 하락에 원가 부담이 하락하며 마진 스프레드가 개선될 것으로 판단한다.

원문: *High Commodity Prices Feed a Boom in the U.S Farm Belt (THE WALL STREET JOURNAL)*