

Strategy Idea



▲ 주식시황
Analyst 이종빈
02. 6454-4893
jongbin.lee@meritz.co.kr

시장 색깔 변화의 단서

- ✓ 2월 업종 간 쏠림과 테마 순환매의 기저엔 2023년 회복에 대한 의구심이 내포. 2022년 '매크로 무관성'을 쫓던 양상과 비슷
- ✓ 방향성에 의구심을 가질 때인가? 중국 > 한국 > 유로존 > 미국의 상대적 경기모멘텀 방향성은 유효. Soft data들이 이를 확인해주는 중
- ✓ 상대적 경기모멘텀의 차이를 시장이 인정할 때 1) 독-미 실질금리차, 2) 환 가치부터 반전. 동지표 반전 시점에 IT(Early Cyclical)와 경기민감업종을 고려할 때

테마 순환과 업종 쏠림은 매크로로 방향성 부재의 결과

1분기 우리나라 중심의 중심엔 테마의 순환과 이차전지가 있었다. 연초 올라온 지수는 정체됐지만 각 테마, 종목별로는 여전히 뜨겁다. 종목 선택에 따라 성과 격차가 크다.

탑다운에서 찾은 쏠림 원인은
매크로 방향성 부재

이러한 시장 흐름의 원인을 탑-다운에서 찾자면 매크로 방향성의 부재를 들 수 있다. 미국 경기가 예상보다 양호해 나타난 금리 부담이 미래 경기에 대한 우려로 나타났다. 이에 시장은 '매크로와의 무관성'을 쫓았고, 작년과 같이 나홀로 성장하는 이차전지와 경기와는 무관한 S/W 기술진보에 관심이 쏠리는 양상이다.

방향성 부재 혹은 혼란의 원인은 국가별로 경기변동의 시차 때문인듯 하다. G3를 봐도 중국이 봉쇄정책과 함께 먼저 경기둔화를 맞이했고(그림 2), 유럽은 전쟁, 미국은 금리로 3~6개월의 시차를 뒀다.

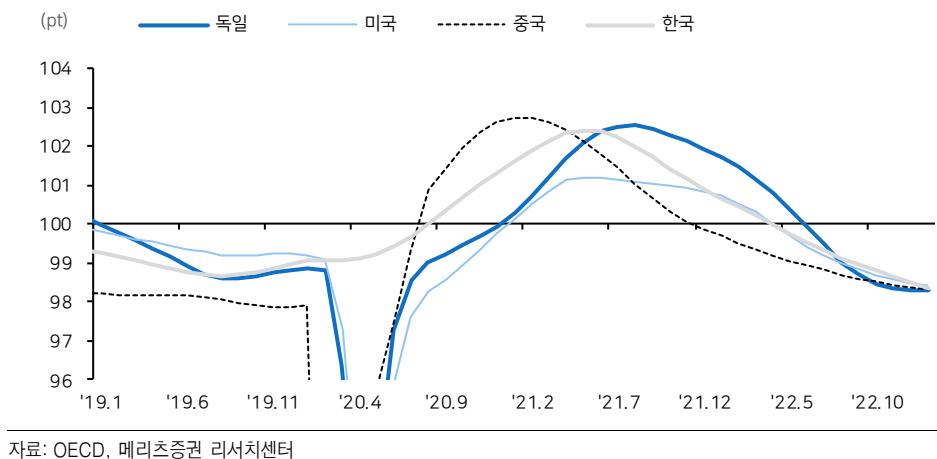
국가별 경기 하강의 시기 강도 달라
이륙의 시기 강도도 다를 것

충격의 양상도 다르다. 유럽은 전쟁으로 인한 비용충격인 반면 미국은 강도 높았던 재정정책 덕으로 버티는 중이다. 이 때문에 작년엔 같은 업종에서도 어느 공급망에 속했는지가 중요했다.

중국의 회복, 미국의 둔화가
우리에게 (+)일까에 대한 고민

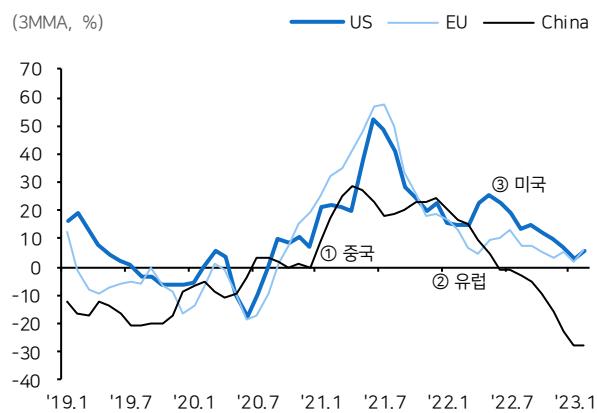
이는 상반기를 두고 세가지 고민으로 이어진다. 경기 하강의 시기와 속도가 달랐던 만큼 이륙의 시기와 강도도 달라지기 때문에 생기는 고민들이다. 1) 회복이 둔화됐던 순서 중국 > 유럽 > 미국의 순일까, 2) 다시 동조화 되어 함께 반등할까 아니면, 3) 유럽/중국의 탄력은 약하고 미국은 버티는 수준일까. 이 고민에 대한 답이 명확해질 때 시장의 방향성도 명확해질 것이다.

그림1 OECD 경기선행지수: COVID19로 인한 경기변동의 비동조화와 시차



자료: OECD, 메리츠증권 리서치센터

그림2 한국 국가별 수출: 어느 공급망에 속했었는지 중요



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림3 매크로 혼란은 '매크로 무관성'으로의 쓸림을 가속화



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

고민의 답에 따라 업종 전략도 달라져야

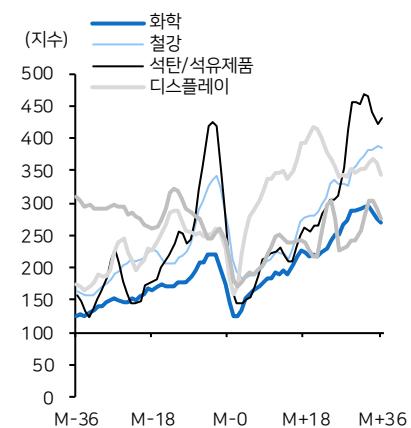
회복의 패턴에 따라
달라져야 할 전략

세 가지 시나리오에 따라 업종 전략은 달라져야 한다. 수출이 차지하는 비중이 높기 때문에 국가별 회복의 순서와 강도 차이는 업종 전략의 중요한 기준이다. 과거 수출 회복의 패턴도 동일했다.

(그림 4~6)은 우리나라 일평균 수출 증감율 저점 부근에서 각 품목별 금액지수의 추이를 나타낸 차트다. 08년 주요국의 회복이 동행 했을 땐 경기민감품목 중심으로 전반적인 회복이 나타났던 반면, 2015년과 2017년은 각각 유럽과 유럽/중국이 글로벌 경기회복 궤도에서 이탈하며 업종별 성과 차이의 원인이 되었다.

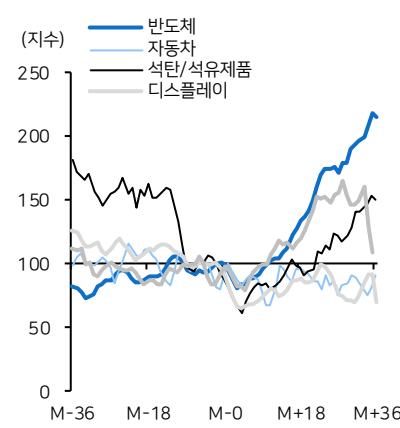
즉 품목별 수출 = 업종별 실적이라면 글로벌 전반적인 회복의 여부는 곧 업종 간 실적의 쓸림 가능성과 같다. (1)과 (2)에 무게가 실린다면 특정 업종에 대한 쓸림은 경계할 필요가, (3)에 무게가 실린다면 지금과 같이 매크로와 무관한 구조적 성장주에 관심을 높일 필요가 있다.

그림4 2009: 품목별 수출 반등



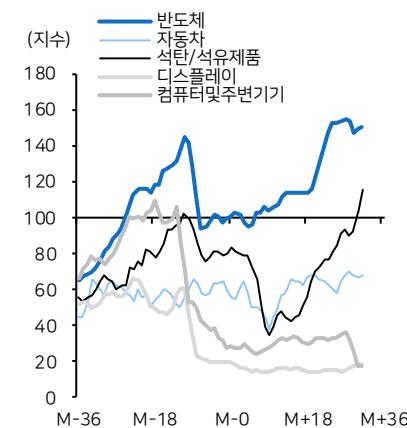
주: M-0는 수출증감률 저점
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 2015: 품목별 수출 반등



주: M-0는 수출증감률 저점
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 2017: 품목별 수출 반등



주: M-0는 수출증감률 저점
자료: 메리츠증권 리서치센터

실물지표가 바닥 부근 임은 명확해

모두가 회복의 방향성을
가리키고 있다는 것은 명확

세 시나리오에선 쏠림 보단 분산의 가능성이 높다고 본다. EU는 비용 인플레이션 개선 첫 단계인 소비심리가 반등하고 있다. 소매판매 데이터는 발표가 늦어지는 만큼(2개월 후행) 명시적이진 않으나, 심리지표가 반등하는 만큼 Hard data의 반전도 기대된다. 별개로 지난 주 독일 정부가 EU 위원회에 보낸 서한에서 기업 이익 보전을 위해 가스 가격과 전력가 간의 연동 관계를 끊어내겠다 한 것도 중기적인 물가 관리에 긍정적이다.

중국도 중앙정부의 재정지원이 강렬하지는 않겠으나 지방 정부 특수채의 조기 발행과 집행, 미완공 주택 건설이 빠르게 추진되며 투자 수요를 견인할 가능성이 높다(전략공감 2.0, 2023년 중국 전인대: 자력갱생 – 쇠탈화 연구위원). 여전히 컨센서스와 당사 이코노미스트의 추정치를 가정해도 연내 중국 > 유럽 > 미국의 경기모멘텀은 유효하다. 대부분의 국가에서 실물지표가 바닥을 형성 할 것 임은 지금으로선 명확하다.

그림7 EU 전반 소매판매 & 소비심리



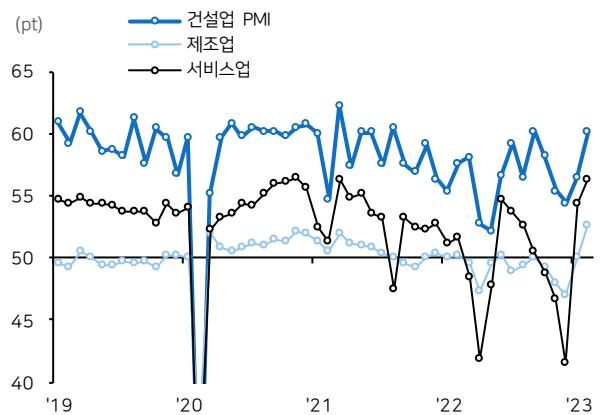
자료: Eurostat, 메리츠증권 리서치센터

그림8 독일 소매판매 & 소비심리



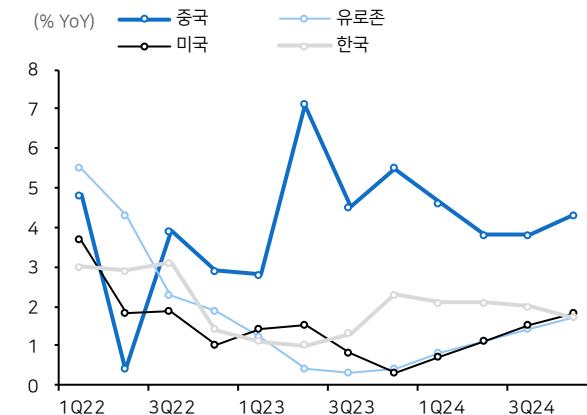
자료: Eurostat, 메리츠증권 리서치센터

그림9 중국 PMI: 건설업 > 서비스업 > 제조업



자료: 중국 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림10 중국 경기의 모멘텀이 우수, 한국 > 유로존 > 미국 순



자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

모멘텀의 대리지표는 선진국 금리차와 달러화 가치

시장이 방향성을 인정할 때
달러와 실질금리 차는 반전

다면 실물지표 반전을 눈으로 확인하면 늦다. 지표 간 시차로 대리지표를 활용할 필요성이 크다. 독-미 실질금리차나 달러 인덱스 등이 대표적인 예다. 실질금리차가 각국 경기 편디멘탈의 차이를 대변하고, 달러화 가치가 경기역행적임을 고려할 때 양국 금리차나 달러가 재차 반전하는 건 곧 시장이 Non-US로의 방향성을 인정하기 시작했다는 것과 같다.

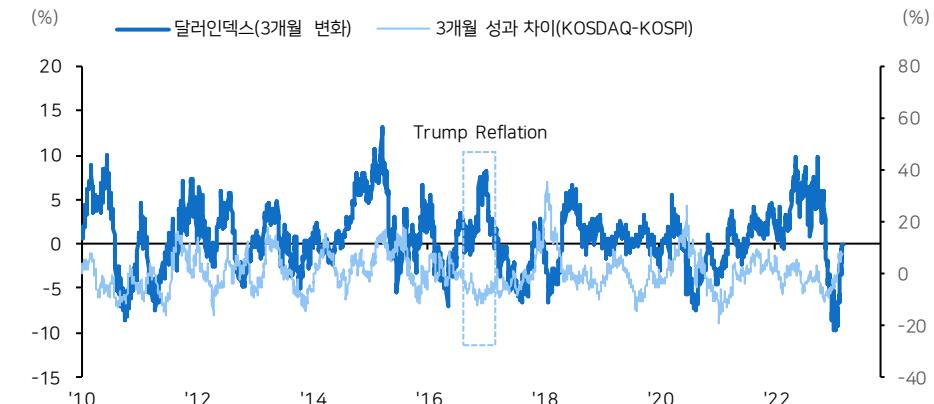
비단 현재만 이러한 방향성이 기대되는 것도 아니다. 2010년 이후 동 지표들은 코스닥/코스피 상대강도와 방향성을 공유해왔다. 달러 강세 시기에 경기민감업종 비중이 높은 코스피는 코스닥 대비해 대체로 언더파フォ 했다. 이는 미국 외 지역의 동반 회복 여부가 업종 반동 패턴을 결정했던 (그림 4~6)과 같은 맥락이다. 예외였던 시기는 미국이 Cyclical Boom을 주도했던 Trump reflation 시기 정도다.

그림11 독-미 실질금리차와 코스닥 vs. 코스피 상대강도



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림12 달러인덱스와 코스닥 vs. 코스피 상대성과



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

지표의 반전에서 가장 성과가 좋은 팩터 및 업종은?

이 때 가장 유리할 업종은
Early cyclical과 경기민감업종

따라서 대리지표가 반전하기 시작할 땐 업종 전략의 재검토가 필요하다. 그리고 지표 저점 부근에선 Early Cyclical과 경기민감업종이 유리하다.

통계청 한국 경기선행지수를 4국면으로 나눈 뒤 바닥에서 반등하는 시기 4차례에 선. 그리고 이를 시기에서 팩터 별 성과를 도출했을 땐 이익 부문이 성과가 가장 좋았다(그림 10).

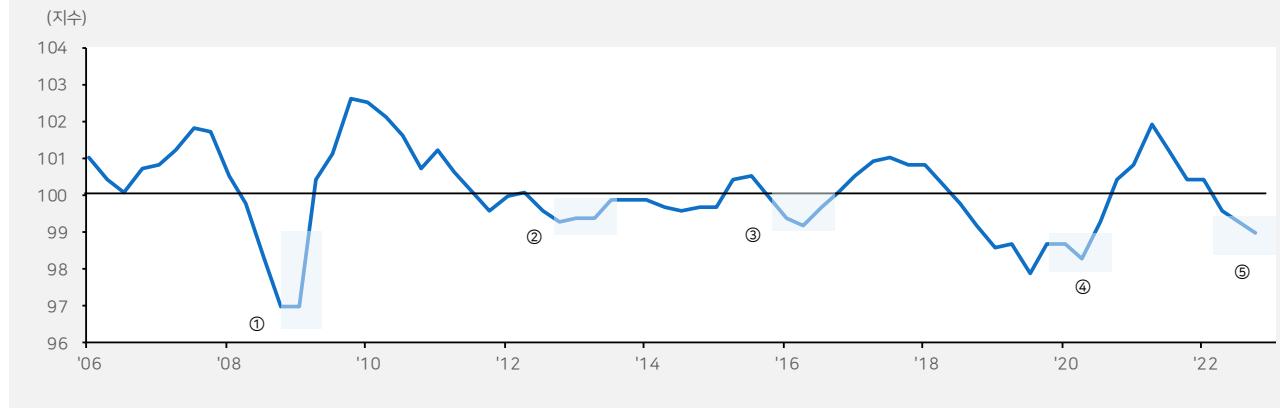
(그림 14)에서 보듯 12M Fwd. EPS 조정(1개월) 팩터가 평균 3%p의 초과수익률을 보였고 FY2 EPS 조정(1개월) 팩터도 2.7%p로 우수했다. 바닥의 해보다 그 다음 해를 주목한다는 것이다. 성장 추세를 이어나가는 것만큼 텐어라운드가 기대되는 업종에 대한 관심도 필요하다는 의미이기도 하다.

지표의 바닥 부근에서 이익이 탄력적으로 조정되는 업종은 IT와 철강, 화학 등 경기민감업종이었다. (표 1~4)는 4차례 중 이익 팩터 스크리닝을 한 결과인데 동업종들의 이익 조정 탄력이 좋았다.

지금도 마찬가지다. (표 5)는 국내 상장 종목 중 시총 1조원 이상에 벨류에이션지표가 5년 중앙값 대비 저평가 된 종목 중 FY2 순이익의 1개월 조정 순으로 정렬한 표다. 상사/자본재 뿐 아니라 기계, 화학, IT 하드웨어, 증권 등 여러 업종들이 분산되어 있다.

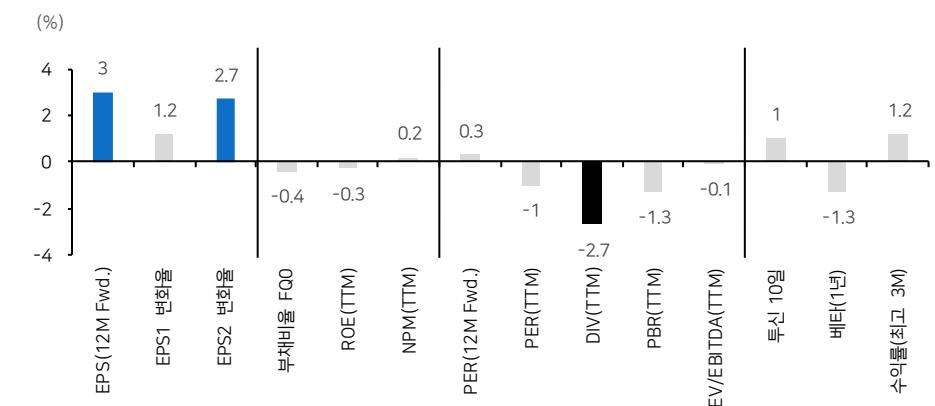
즉 대리지표가 반전할 때는 텐어라운드 기대감이 높아질 Early Cyclical과 경기민감업종에 대한 관심이 유효하다 볼 수 있다.

그림13 2010년대 이후 한국 경기는 4번의 바닥을 경험하고 반등



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림14 ① ~ ④ 국면 팩터별 평균 성과: 이익 성장이 가장 중요했음



주: EPS 변화율 조정기간은 1개월

자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

표1 1Q09, EPS(12M Fwd.) 상하위 종목 스크리닝

EPS(Fwd.12M) 변화율(1개월, 조정, 지배)				상위				하위			
코드	종목	(%)	Z-score	코드	종목	(%)	Z-score	코드	종목	(%)	Z-score
A034220	LGE스플레이	216.1	8.6	A009440	KC그린홀딩스	-3.4	-0.3				
A006120	SK디스커버리	153.4	6.1	A005300	롯데칠성	-3.6	-0.3				
A010520	현대하이스코	63.7	2.5	A000150	두산	-3.7	-0.3				
A000070	삼양홀딩스	27.5	1.0	A004710	한솔테크닉스	-4.2	-0.3				
A011200	HMM	25.0	0.9	A000210	DL	-4.2	-0.3				
A066570	LG전자	19.9	0.7	A003450	케이비증권	-4.3	-0.3				
A005930	삼성전자	18.9	0.6	A028050	삼성엔지니어링	-5.4	-0.3				
A006400	삼성SDI	17.4	0.6	A006360	GS건설	-5.8	-0.4				
A004130	대덕GDS	16.5	0.5	A008060	대덕	-5.8	-0.4				
A003690	코리안리	14.5	0.5	A011790	SKC	-6.3	-0.4				
A012450	한화에어로스페이스	13.9	0.4	A004980	성신양회	-6.4	-0.4				
A042700	한미반도체	13.0	0.4	A036460	한국가스공사	-6.9	-0.4				
A008000	도레이케미칼	12.3	0.4	A012750	에스원	-7.3	-0.4				
A011170	롯데케미칼	11.6	0.3	A004990	롯데지주	-8.4	-0.5				
A001040	CJ	11.3	0.3	A073240	금호타이어	-9.9	-0.5				

자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

표2 2Q13, EPS(12M Fwd.) 상하위 종목 스크리닝

EPS(Fwd.12M) 변화율(1개월, 조정, 지배)				상위				하위			
코드	종목	(%)	Z-score	코드	종목	(%)	Z-score	코드	종목	(%)	Z-score
A001740	SK네트웍스	72.5	8.0	A069620	대웅제약	-3.0	-0.4				
A049770	동원F&B	24.8	2.7	A068870	LG생명과학	-3.1	-0.4				
A006360	GS건설	15.3	1.7	A000080	하이트진로	-3.5	-0.4				
A000660	SK하이닉스	12.7	1.4	A016360	삼성증권	-3.6	-0.4				
A108670	LX하우시스	11.7	1.3	A020760	일진디스플	-3.9	-0.5				
A004710	한솔테크닉스	10.2	1.1	A052690	한전기술	-4.1	-0.5				
A060980	HL홀딩스	8.5	0.9	A000810	삼성화재	-4.4	-0.5				
A010620	현대미포조선	7.8	0.8	A010950	S-Oil	-4.7	-0.5				
A104700	한국철강	7.6	0.8	A069260	TKG휴켐스	-4.8	-0.6				
A064960	SNT모티브	7.6	0.8	A005180	빙그레	-5.0	-0.6				
A036460	한국가스공사	7.5	0.8	A011170	롯데케미칼	-5.0	-0.6				
A093050	LF	6.7	0.7	A003550	LG	-5.3	-0.6				
A012750	에스원	6.4	0.7	A004000	롯데정밀화학	-5.5	-0.6				
A033920	무학	6.1	0.6	A097950	CJ제일제당	-5.5	-0.6				
A105630	한세실업	5.9	0.6	A053000	우리금융지주	-6.0	-0.7				

자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

표3 2Q16, EPS(12M Fwd.) 상하위 종목 스크리닝

EPS(Fwd.12M) 변화율(1개월, 조정, 지배)				하위			
상위				하위			
코드	종목	(%)	Z-score	코드	종목	(%)	Z-score
A028260	삼성물산	683.6	12.4	A104700	한국철강	-2.2	-0.1
A034020	두산에너빌리티	120.2	2.1	A004170	신세계	-2.3	-0.1
A006400	삼성SDI	25.7	0.4	A060980	HL홀딩스	-2.4	-0.1
A064350	현대로템	22.9	0.3	A006260	LS	-2.5	-0.1
A042670	현대두산인프라코어	21.8	0.3	A017800	현대엘리베이	-2.7	-0.2
A042660	대우조선해양	19.9	0.3	A011170	롯데케미칼	-2.7	-0.2
A000150	두산	14.8	0.2	A078930	GS	-2.7	-0.2
A028050	삼성엔지니어링	9.6	0.1	A108670	LX하우시스	-2.7	-0.2
A069260	TKG휴켐스	8.8	0.1	A023530	롯데쇼핑	-2.8	-0.2
A004800	효성	8.6	0.1	A011790	SKC	-2.8	-0.2
A066570	LG전자	7.9	0.0	A001040	CJ	-3.0	-0.2
A012630	HDC	6.8	0.0	A047050	포스코인터내셔널	-3.0	-0.2
A034120	SBS	6.4	0.0	A000660	SK하이닉스	-3.4	-0.2
A003850	보령	6.0	0.0	A000240	한국암컴파니	-3.4	-0.2
A011070	LG이노텍	6.0	0.0	A000990	DB하이텍	-3.5	-0.2

자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

표4 3Q19, EPS(12M Fwd.) 상하위 종목 스크리닝

EPS(Fwd.12M) 변화율(1개월, 조정, 지배)				하위			
상위				하위			
코드	종목	(%)	Z-score	코드	종목	(%)	Z-score
A010780	아이에스동서	85.2	5.2	A105630	한세실업	-0.9	-0.2
A003490	대한항공	77.6	4.7	A086790	하나금융지주	-1.0	-0.3
A000150	두산	72.4	4.4	A018880	한온시스템	-1.2	-0.3
A010140	삼성중공업	66.6	4.0	A004020	현대제철	-1.2	-0.3
A015760	한국전력	34.4	2.0	A008770	호텔신라	-1.2	-0.3
A000080	하이트진로	32.0	1.8	A011170	롯데케미칼	-1.4	-0.3
A028260	삼성물산	19.6	1.1	A009420	한울바이오파마	-1.5	-0.3
A011210	현대위아	19.2	1.0	A005180	빙그레	-1.5	-0.3
A005300	롯데칠성	16.2	0.8	A006360	GS건설	-1.5	-0.3
A006280	녹십자	14.7	0.7	A005940	NH투자증권	-1.6	-0.3
A012330	현대모비스	14.2	0.7	A005610	SPC삼립	-1.6	-0.3
A064960	SNT모티브	13.6	0.7	A316140	우리금융지주	-1.9	-0.3
A001740	SK네트웍스	12.8	0.6	A081660	휠라홀딩스	-1.9	-0.3
A012630	HDC	12.2	0.6	A047810	한국항공우주	-2.6	-0.4
A034220	LG디스플레이	11.5	0.5	A000880	한화	-2.7	-0.4

자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

표5 시총 1조원 이상 + 밸류에이션 5년 중앙값 미만 종목 중 순이익 조정(1M) 높은 순

코드	종목명	업종	시총	주가	PER	중앙값 대비	PBR	중앙값 대비	EPS	순이익조정 (1M)
									12M Fwd.	2024
A000150	두산	상사,자본재	1.7	105,400	7.1	-4.0	0.7	0.0	76.1	410.6
A034730	SK	상사,자본재	13.7	184,400	4.3	-4.9	0.4	-0.3	12.7	11.0
A377300	카카오페이	소프트웨어	8.4	63,000	236.4	-211.5	4.9	-0.1	147.3	543.3
A010120	LS ELECTRIC	기계	1.5	51,300	9.4	-1.8	1.0	0.0	19.7	34.1
A000210	DL	화학	1.2	57,000	2.1	-2.2	0.3	-0.2	-3.4	134.6
A009540	한국조선해양	조선	5.7	80,500	9.5	-18.8	0.6	-0.1	119.5	-9.0
A139480	이마트	소매(유통)	3.2	115,700	9.4	-1.6	0.3	-0.1	26.5	119.8
A039490	키움증권	증권	2.6	100,100	5.0	-1.1	0.6	-0.2	12.8	17.6
A020150	일진머티리얼즈	IT하드웨어	3.3	70,600	27.1	-3.2	2.1	-1.0	41.3	n/a
A128940	한미약품	건강관리	3.3	263,000	28.4	-35.9	3.7	-0.8	18.0	16.6
A030200	KT	통신서비스	8.0	30,500	5.8	-2.5	0.5	0.0	6.1	17.4
A336260	두산퓨얼셀	IT가전	2.3	35,100	85.4	-2.6	5.6	-0.2	62.7	287.7
A081660	휠라홀딩스	화장품,의류,완구	2.4	39,650	8.8	-1.0	1.2	-0.3	11.7	31.2
A004000	롯데정밀화학	화학	1.5	59,300	5.1	-0.9	0.7	-0.1	3.3	64.2
A161390	한국타이어앤테크놀로지	자동차	4.7	37,850	6.8	-1.0	0.5	0.0	7.6	-18.5

자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

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 간접 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.