

Strategy Idea



▲ 주시사항

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. 동 지표 반전 시점에 IT(Early Cyclical)와 경기민감업종을 고려할 때

테마 순환과 업종 쏠림은 매크로 방향성 부재의 결과

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

탭다운에서 찾은 쏠림 원인은
매크로 방향성 부재

이러한 시장 흐름의 원인을 탭-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.

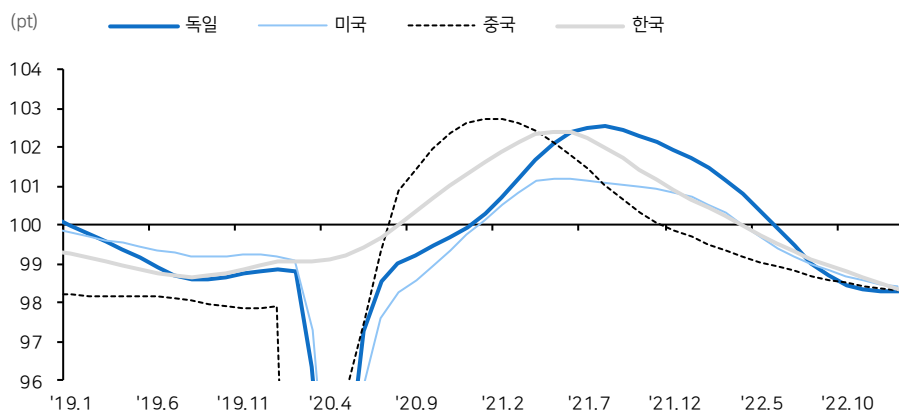
국가별 경기 하강의 시기 강도 달라
이륙의 시기 강도도 다를 것

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

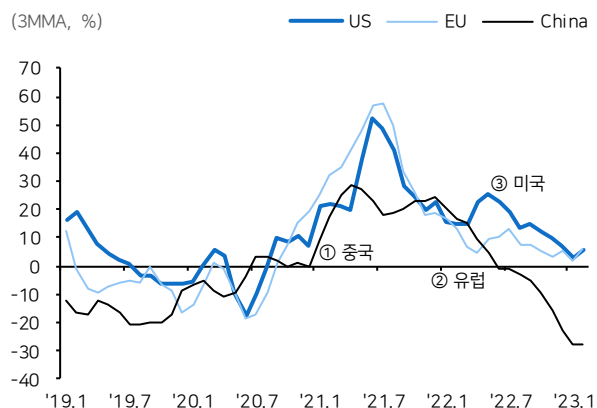
이는 상반기를 두고 세가지 고민으로 이어진다. 경기 하강의 시기와 속도가 달랐던 만큼 이륙의 시기와 강도도 달라지기 때문에 생기는 고민들이다. 1) 회복이 둔화됐던 순서 중국 > 유럽 > 미국의 순일까, 2) 다시 동조화 되어 함께 반등할까 아니면, 3) 유럽/중국의 탄력은 약하고 미국은 버티는 수준일까. 이 고민에 대한 답이 명확해질 때 시장의 방향성도 명확해질 것이다.

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 쏠림을 가속화



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

고민의 답에 따라 업종 전략도 달라져야

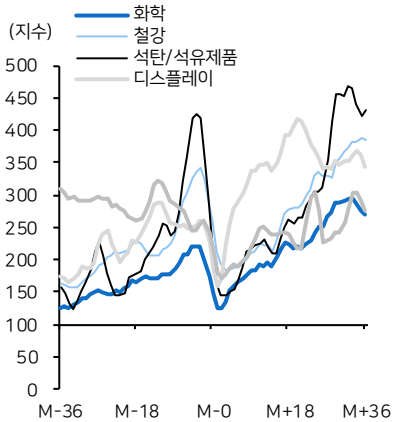
회복의 패턴에 따라
달라져야 할 전략

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 때 경기민감품목 중심으로 전반적인 회복이 나타났던 반면, 2015년과 2017년은 각각 유럽과 유럽/중국이 글로벌 경기회복 궤도에서 이탈하며 업종별 성과 차이의 원인이 되었다.

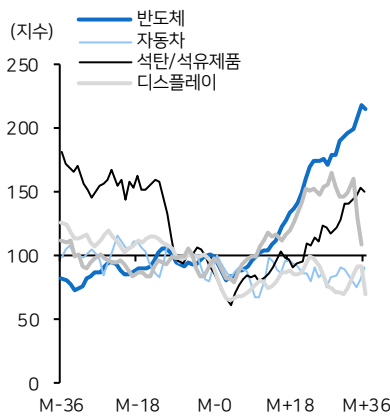
즉 품목별 수출= 업종별 실적이라면 글로벌 전반적인 회복의 여부는 곧 업종 간 실적의 쏠림 가능성과 같다. (1)과 (2)에 무게가 실린다면 특정 업종에 대한 쏠림은 경계할 필요가, (3)에 무게가 실린다면 지금과 같이 매크로와 무관한 구조적 성장주에 관심을 높일 필요가 있다.

그림4 2009: 품목별 수출 반등



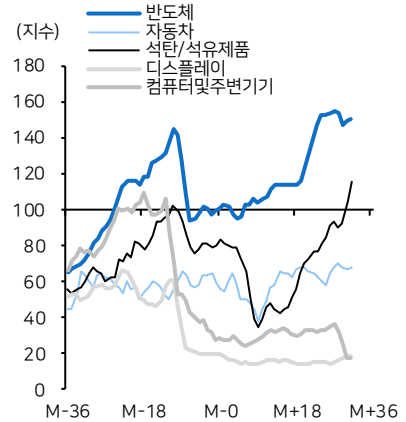
주: M-0는 수출증감을 저점
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 2015: 품목별 수출 반등



주: M-0는 수출증감을 저점
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 2017: 품목별 수출 반등



주: M-0는 수출증감을 저점
자료: 메리츠증권 리서치센터

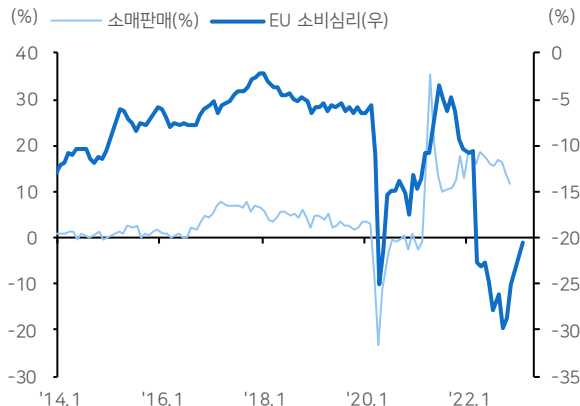
실물지표가 바닥 부근 임은 명확해

모두가 회복의 방향성을
가리키고 있다는 것은 명확

세 시나리오에선 수출 보란 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 전력이 간의 연동 관계를 끊어내겠다 한 것도 중기적인 물가 관리에 긍정적이다.

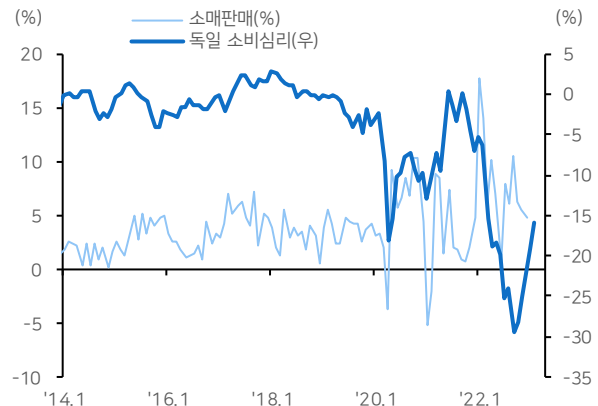
중국도 중앙정부의 재정지원이 강렬하지는 않겠으나 지방 정부 특수채의 조기 발행과 집행, 미완공 주택 건설이 빠르게 추진되며 투자 수요를 견인할 가능성이 높다(전략공감 2.0, 2023년 중국 전인대: 자력갱생 - 최철화 연구위원). 여전히 컨센서스와 당사 이코노미스트의 추정치를 가정해도 연내 중국 > 유럽 > 미국의 경기모멘텀은 유효하다. 대부분의 국가에서 실물지표가 바닥을 형성 할 것 임은 지금으로선 명확하다.

그림7 EU 전반 소매판매 & 소비심리



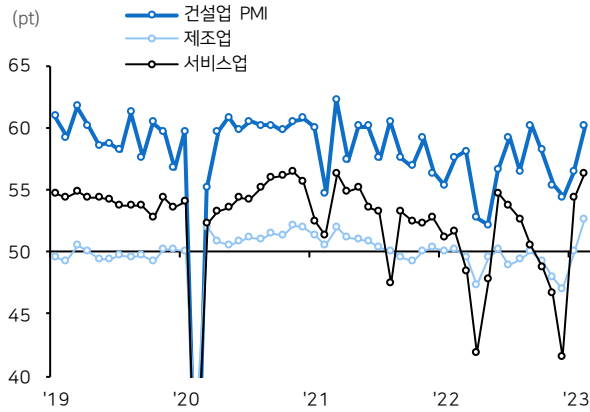
자료: Eurostat, 메리츠증권 리서치센터

그림8 독일 소매판매 & 소비심리



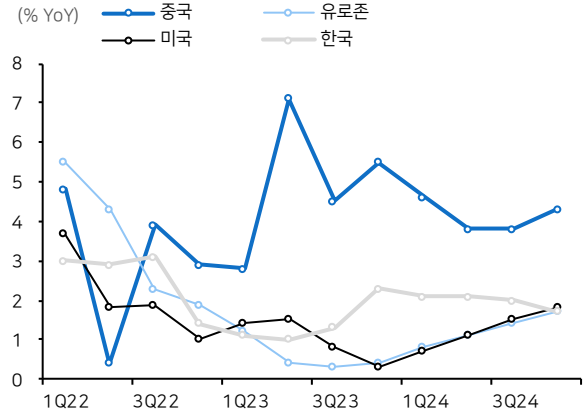
자료: Eurostat, 메리츠증권 리서치센터

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

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

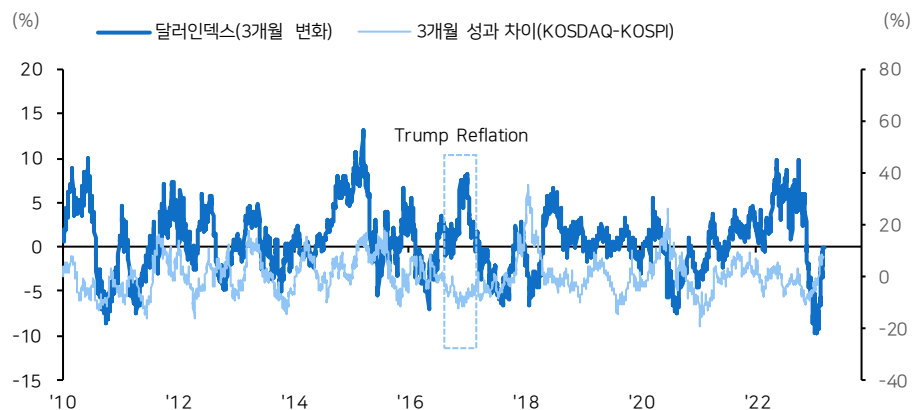
비단 현재만 이러한 방향성이 기대되는 것도 아니다. 2010년 이후 동 지표들은 코스닥/코스피 상대강도와 방향성을 공유해왔다. 달러 강세 시기에 경기민감업종 비중이 높은 코스피는 코스닥 대비해 대체로 언더퍼폼 했다. 이는 미국 외 지역의 동반 회복 여부가 업종 반등 패턴을 결정했던 (그림 4~6)과 같은 맥락이다. 예외였던 시기는 미국이 Cyclical Boom을 주도했던 Trump reflation 시기 정도다.

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 이들 시기에서 팩터 별 성과를 도출했을 땐 이익 부문이 성과가 가장 좋았다(그림 10).

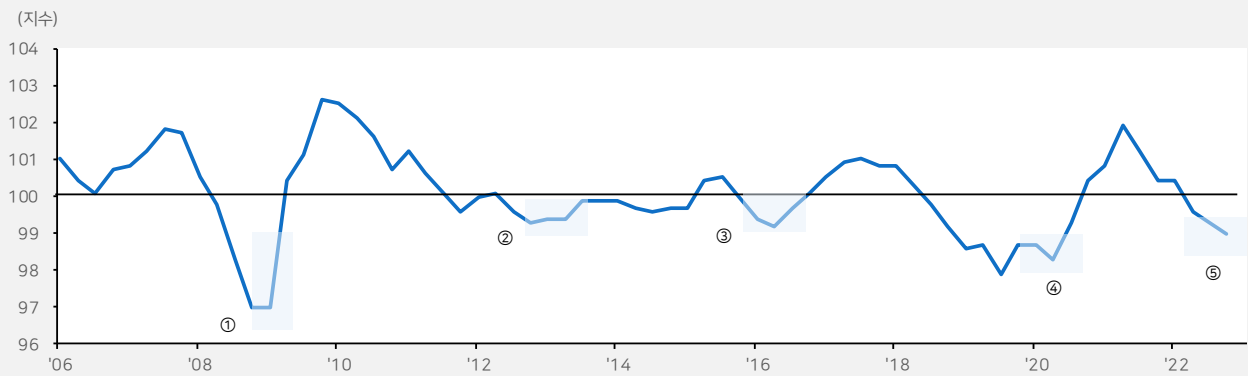
(그림 14)에서 보듯 12M Fwd. EPS 조정(1개월) 팩터가 평균 3%p의 초과수익률을 보였고 FY2 EPS 조정(1개월) 팩터도 2.7%p로 우수했다. 바닥의 해보다 그 다음 해를 주목한다는 것이다. 성장 추세를 이어나가는 것만큼 턴어라운드 기대되는 업종에 대한 관심도 필요하다는 의미이기도 하다.

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

지금도 마찬가지다. (표 5)는 국내 상장 종목 중 시총 1조원 이상에 밸류에이션지표가 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.

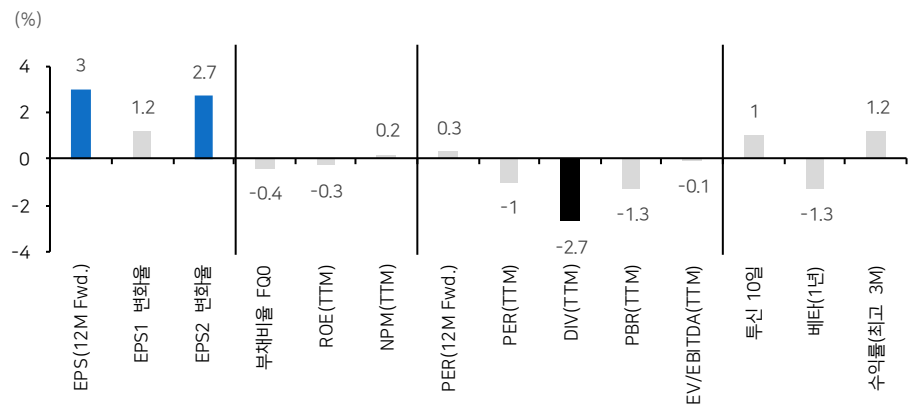
즉 대리지표가 반전할 때는 턴어라운드 기대감이 높아질 Early Cyclical과 경기민감업종에 대한 관심이 유효하다 볼 수 있다.

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 |
| A034220 | LG디스플레이 | 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 |
| 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 | 일진디스플레이 | -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 | TKG휴켄스 | -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) | | | | | | | |
|-------------------------------|-----------|-------|---------|---------|----------|------|---------|
| 상위 | | | | 하위 | | | |
| 코드 | 종목 | (%) | Z-score | 코드 | 종목 | (%) | Z-score |
| A028260 | 삼성물산 | 683.6 | 12.4 | A104700 | 한국철강 | -2.2 | -0.1 |
| A034020 | 두산에너지빌리티 | 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 | TKG휴켄스 | 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 | 한국엔컴퍼니 | -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) | | | | | | | |
|-------------------------------|---------|------|---------|---------|---------|------|---------|
| 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 | 한올바이오파마 | -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 | 힐라홀딩스 | -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. | | TTM | | 2024 | 12M Fwd. | 2024 |
| A000150 | 두산 | 상사,자본재 | 1.7 | 105,400 | 7.1 | -4.0 | 0.7 | 0.0 | 76.1 | 410.6 | 66.8 |
| A034730 | SK | 상사,자본재 | 13.7 | 184,400 | 4.3 | -4.9 | 0.4 | -0.3 | 12.7 | 11.0 | 59.1 |
| A377300 | 카카오페이 | 소프트웨어 | 8.4 | 63,000 | 236.4 | -211.5 | 4.9 | -0.1 | 147.3 | 543.3 | 57.4 |
| A010120 | LS ELECTRIC | 기계 | 1.5 | 51,300 | 9.4 | -1.8 | 1.0 | 0.0 | 19.7 | 34.1 | 13.9 |
| A000210 | DL | 화학 | 1.2 | 57,000 | 2.1 | -2.2 | 0.3 | -0.2 | -3.4 | 134.6 | 11.4 |
| A009540 | 한국조선해양 | 조선 | 5.7 | 80,500 | 9.5 | -18.8 | 0.6 | -0.1 | 119.5 | -9.0 | 5.1 |
| A139480 | 이마트 | 소매(유통) | 3.2 | 115,700 | 9.4 | -1.6 | 0.3 | -0.1 | 26.5 | 119.8 | 3.9 |
| A039490 | 키움증권 | 증권 | 2.6 | 100,100 | 5.0 | -1.1 | 0.6 | -0.2 | 12.8 | 17.6 | 3.6 |
| A020150 | 일진머티리얼즈 | IT하드웨어 | 3.3 | 70,600 | 27.1 | -3.2 | 2.1 | -1.0 | 41.3 | n/a | 2.7 |
| A128940 | 한미약품 | 건강관리 | 3.3 | 263,000 | 28.4 | -35.9 | 3.7 | -0.8 | 18.0 | 16.6 | 2.6 |
| A030200 | KT | 통신서비스 | 8.0 | 30,500 | 5.8 | -2.5 | 0.5 | 0.0 | 6.1 | 17.4 | 2.3 |
| A336260 | 두산퓨얼셀 | IT가전 | 2.3 | 35,100 | 85.4 | -2.6 | 5.6 | -0.2 | 62.7 | 287.7 | 2.2 |
| A081660 | 휠라홀딩스 | 화장품,의류,완구 | 2.4 | 39,650 | 8.8 | -1.0 | 1.2 | -0.3 | 11.7 | 31.2 | 1.9 |
| A004000 | 롯데정밀화학 | 화학 | 1.5 | 59,300 | 5.1 | -0.9 | 0.7 | -0.1 | 3.3 | 64.2 | 1.8 |
| A161390 | 한국타이어앤테크놀로지 | 자동차 | 4.7 | 37,850 | 6.8 | -1.0 | 0.5 | 0.0 | 7.6 | -18.5 | 1.6 |

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 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.