



하나금융그룹

2022년 11월 7일 | Global Asset Research

# [화수분전략]

## 낮아진 허들과 높아진 허들

① 낮아진 허들, 외국인 유입: 외국인은 코스피를 최근 5주 연속 순매수했고(4.5조원), 거래대금 대비 공매도 비율도 같은 기간 동안 9.2%에서 5.2%까지 낮아졌다. 딱히 나아진 것도 없는 상황(경제지표 및 이익 추정치)에서 외국인 순매수와 솟커버는 최근 진행되고 있는 신흥국지수 내 포트폴리오 변화와도 연관이 있어 보인다.

2022년 7~10월까지 중국 중시에서 외국인 순매도 규모는 108억 달러였지만, 인도, 브라질, 국내 중시에서 외국인은 같은 기간 동안 순매수를 기록했다. 2022년 하반기 이후 MSCI EM(신흥국)지수 추종 ETF에서는 28억 달러 순유출 됐지만, MSCI Ex China EM지수 추종 ETF로는 0.1억 달러 순유입됐다. 신흥국 중시에서 중국과 비(非)중국으로 구분하려는 현상이 나타나고 있다.

한편 코스피의 경우 공매도 비율은 일반적으로 9월을 정점으로 12월까지 하락하는 경향이 있다. 2022년도 역시 9월 말을 정점으로 공매도 비율은 낮아지고 있다.

▶ 신흥국지수 내 포트폴리오 변화(중국 기업 비중 축소)와 계절적인 공매도 비율 축소를 기반으로 한 외국인 수급 개선 수혜주에 관심을 가질 필요가 있다. MSCI EM 지수 내 편입되어 있는 국내 기업 중 최근 외국인 보유 비율이 상대적으로 크게 줄었고, 현재 공매도 잔고비율이 상대적으로 높다면 주가 측면에서는 외국인 수급 개선 가능성성이 높은 기업으로 꼽을 수 있다. 삼성전자, NAVER, 카카오, 에코프로비엠, 카카오뱅크, 삼성전기, 엔씨소프트, LG이노텍 등이 여기에 해당한다(본문 그림 7 참고).

② 높아진 허들, 자금조달 비용 상승: 연준(Fed) 만큼의 지속적인 사이언트 스텝(75bp 인상)은 어렵겠지만, 연준이 기준금리 인상 정책을 고수한다면 여타 중앙은행들도 이를 따라갈 수 밖에 없는 상황이 당분간 지속될 것이다.

기준금리 상승으로 인해 기업의 자본조달 비용도 상승하고 있고, 추가적인 상승이 불가 피해 보인다. 코스피 기중평균자본비용(WACC, 시가총액 기중 방식을 통해 추정)은 2021년 8.8%(기준금리 1.0%)에서 22년 12.6%(연말 기준금리 예상치 3.25%)→ 23년 13.5%(3.75%)로 높아질 것으로 예상된다.

한편 코스피 ROE(ROA\*재무레버리지) 전망치는 2022년 8.7%에서 23년 7.9%로 낮아질 것으로 예상된다. 특히 금리 상승으로 인해 부채 부담이 커지기 때문에 재무레버리지(자산총액/자기자본)를 높이기도 어렵고, 이익 부진으로 인해 ROA(순이익/자산총액)도 낮아질 것으로 전망된다. 2022~23년 코스피 ROA 전망치는 각각 3.6%와 3.3%로 ROE 대비 ROA 비율은 40% 수준에 불과하다.

▶ 자본조달 비용을 상회하는 수익성을 가진 기업에 관심을 가질 필요가 있다. 기준금리의 추가적인 인상을 감안해 기업별 2022~23년 WACC 추정치보다 ROE가 높은, 특히 재무레버리지가 국내 기업 평균치인 2.5배 이하 수준을 유지하면서 ROE 대비 ROA 비율이 40%를 상회하는 기업이 여기에 해당한다. 기아, 포스코케미칼, KT&G, 엘엔에프, LG생활건강, 현대글로비스, 강원랜드, 삼성엔지니어링 등을 꼽을 수 있다(본문 그림 13 참고).

### Investment Idea

#### Equity



주식전략 이재만

02-3771-7547

duke7594@hanafn.com

RA 박지원

02-3771-7676

jiwon.park@hanafn.com

### Compliance Notice

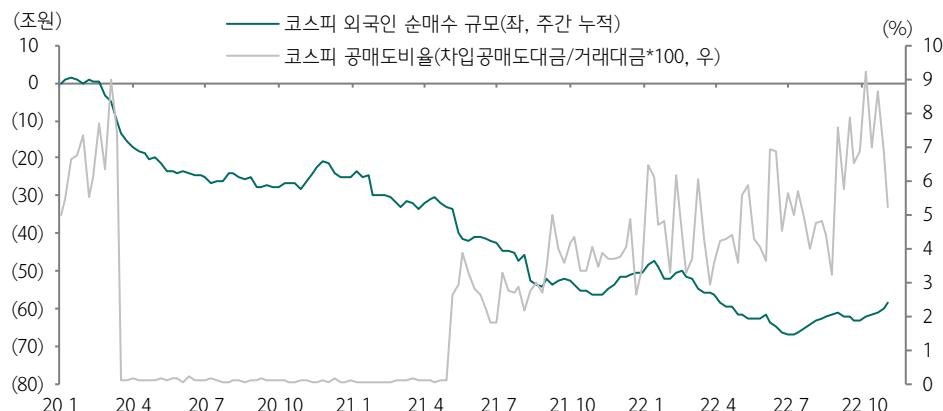
본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

## 낮아진 허들과 높아진 허들

그림 1. 상황이 딱히 나아진 것은 없지만, 국내 증시 외국인 수급은 개선

코스피 내 외국인은 최근 5주 연속 순매수(4.5조원)

거래대금 대비 공매도 비율도 같은 기간 동안 9.2%에서 5.2%까지 하락

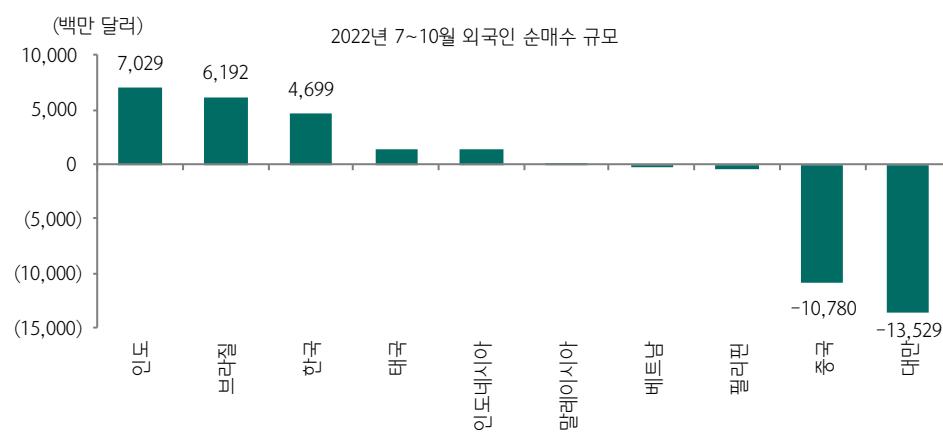


자료: Quantwise, 하나증권

그림 2. 2022년 하반기 이후 외국인 중국 주식시장 순매도. 인도, 브라질, 국내 등 다른 신흥국 순매수

외국인 순매수와 솟커버는 최근 진행되고 있는 신흥국지수 포트폴리오 변화와도 연관이 있음

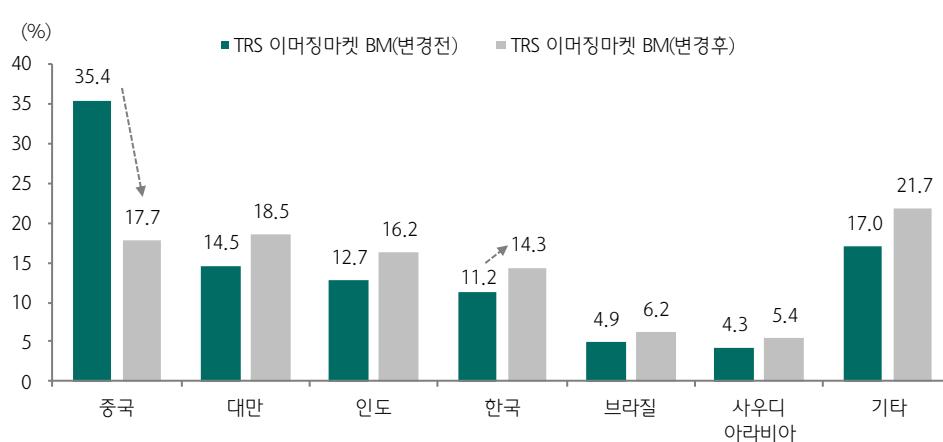
2022년 7~10월까지 중국 증시에서 외국인 순매도 규모는 108억 달러였지만, 인도, 브라질, 국내 증시에서 외국인은 같은 기간 동안 순매수



자료: Bloomberg, 하나증권

그림 3. 최근 미국 텍사스 교직원 퇴직연금은 신흥국 증시 내에서 중국 비중 축소를 발표

최근 미국 텍사스 교직원 퇴직연금(TRS)은 신흥국 증시 내 중국 비중을 축소하고 대만, 인도, 한국 등과 같은 비(非) 중국 비중 확대를 발표

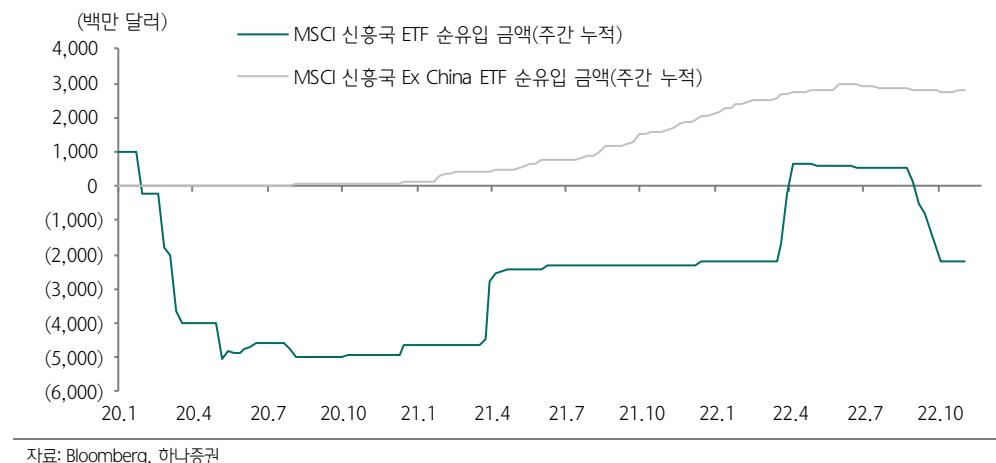


자료: TRS(Teacher Retirement System of Texas), 하나증권

2022년 하반기 이후 MSCI EM(신흥국)지수 추종 ETF에서는 28억 달러 순유출

반면 MSCI EM Ex China지수 추종 ETF로는 0.1억 달러 순유입 기록. 신홍국 증시에서 중국과 비(非)중국으로 구분하려는 현상이 나타나고 있음

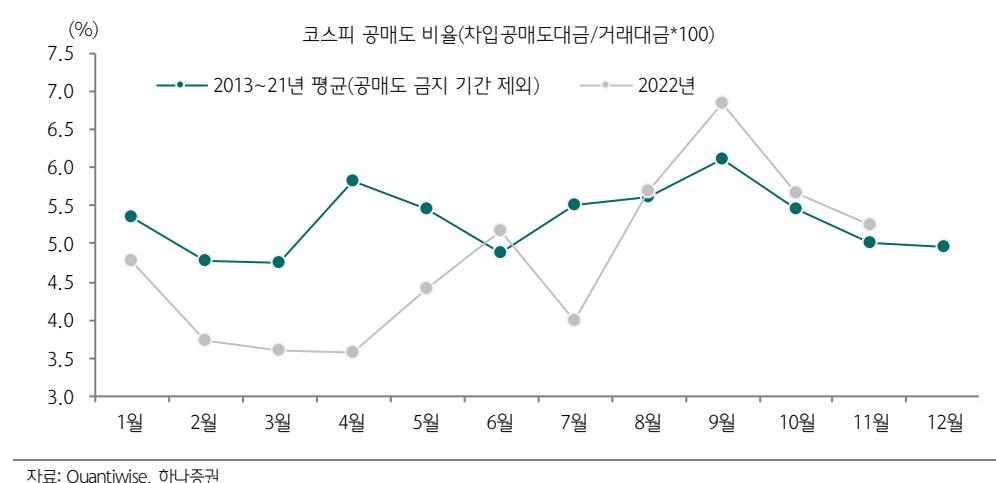
그림 4. 신홍국 증시에서 중국과 비(非)중국으로 구분하려는 현상이 나타나고 있음



한편 코스피의 경우 공매도 비율은 일 반적으로 9월을 정점으로 12월까지 하락하는 경향

2022년도 역시 9월 말을 정점으로 공매도 비율은 낮아지고 있음

그림 5. 국내 증시 공매도는 계절적인 특징이 있음: 9월 정점 형성 이후 12월까지 하락



코스피 외국인 보유비율은 2021년 고점 36.9% → 2022년 연초 33.8% → 2022년 11월 현재 31.0%까지 하락

코스피 차입공매도잔고비율(차입공매도잔고수량/상장주식수\*100)은 0.50%로 2022년 평균치인 0.49% 보다 다소 높은 수준

그림 6. 신홍국지수 내 포트폴리오 변화(중국 기업 비중 축소)와 계절적인 공매도 비율 축소를 기반으로 한 외국인 수급 개선 수혜주에 관심을 가질 필요가 있음

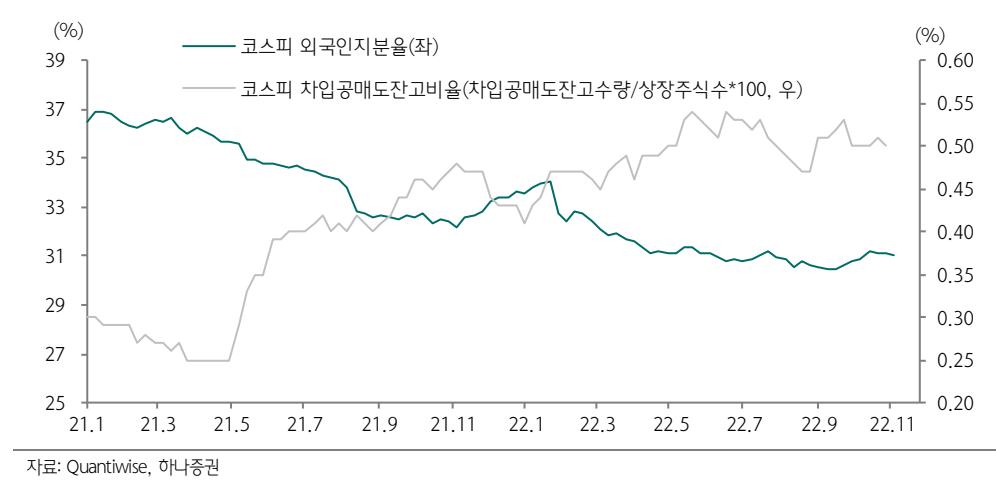


그림 7. ① 낮아진 허들, 외국인 유입: MSCI EM 지수 내 편입되어 있는 국내 기업 중 최근 외국인 보유 비율이 상대적으로 크게 줄었고, 현재 규모도 잔고비율이 상대적으로 높다면 주가 측면에서는 외국인 수급 개선 가능성이 높은 기업으로 꼽을 수 있음

기업	외국인 보유 비율 변화(%P)		차입 규모 대비 잔고비율(차입 규모 대비 잔고수량/상장주식수*100, %)		
	2021년 이후 고점 대비 현재	2022년 연초 대비 현재	2022년 저점	2022년 평균	2022년 11월 현재
삼성전자	-6.41	-2.24	0.03	0.12	0.15
NAVER	-7.74	-6.40	0.22	0.43	0.50
카카오	-7.60	-3.73	0.28	0.69	0.64
에코프로비엠	-8.20	-6.30	0.64	2.91	4.07
카카오뱅크	-4.42	-4.31	1.32	2.28	3.10
삼성전기	-8.53	-3.36	0.46	1.12	1.09
엔씨소프트	-9.26	-1.46	0.21	0.58	0.73
LG이노텍	-9.97	-3.14	0.21	1.71	2.86
오리온	-6.74	-1.39	0.11	0.24	0.31
NH투자증권	-5.94	-4.49	0.10	0.21	0.29
이마트	-7.33	-5.18	0.08	0.28	0.33
CJ대한통운	-4.97	-3.08	0.15	0.29	0.86

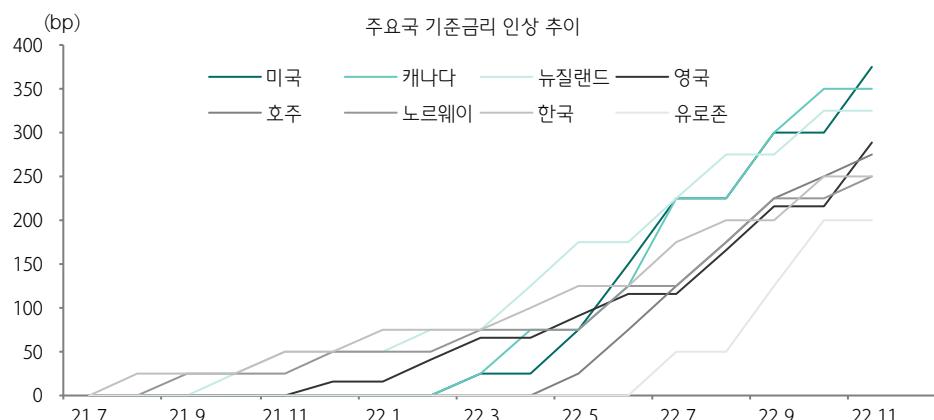
자료: Quantiwise, 하나증권

그림 8. 연준(Fed) 만큼의 지속적인 사이언트 스텝(75bp 인상)은 어렵겠지만, 연준이 기준금리 인상 정책을 고수한다면 여타 중앙은행들도 이를 따라갈 수 밖에 없는 상황이 당분간 지속될 것

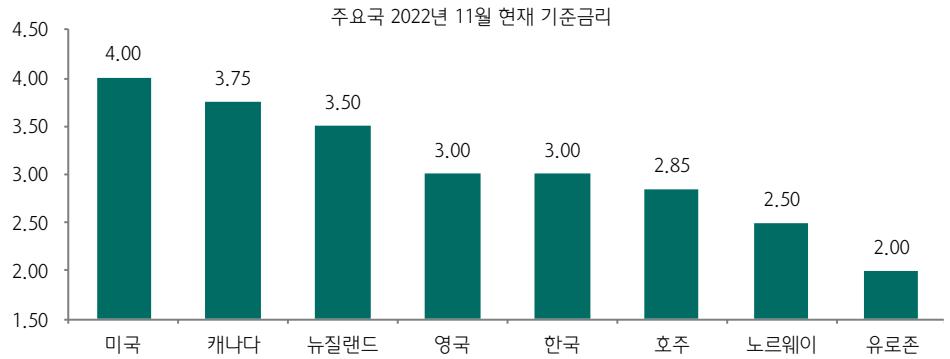
#### 연준(Fed) 기준금리 현재까지

375bp(기준금리 4.0%) 인상

캐나다 350bp(3.75%), 뉴질랜드  
325bp(3.5%), 영국 290bp(3.0%),  
호주 275bp(2.85%) 인상



국내는 기준금리 인상을 빨리 시작  
(2021년 8월)했지만, 현재 250bp(기  
준금리 3.0%) 인상했다는 점을 감안  
시 추가적인 인상 가능성 높음

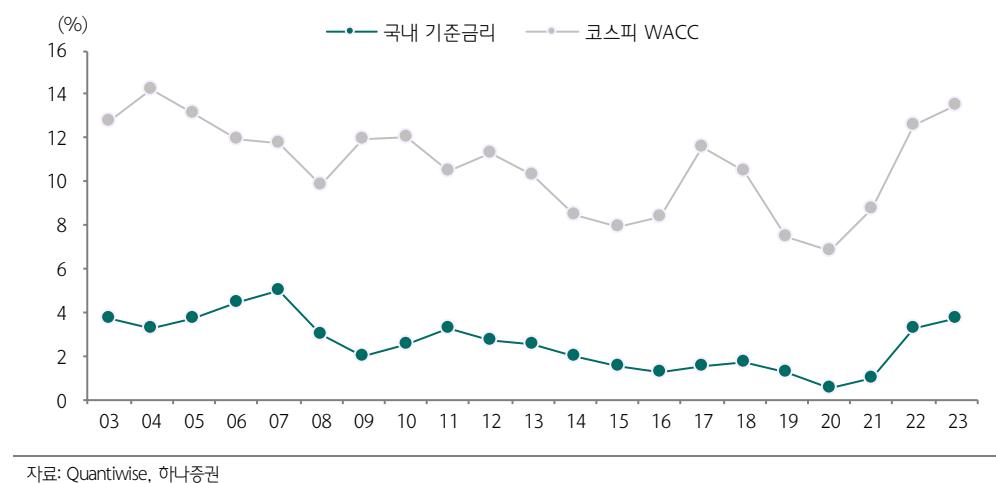


자료: Bloomberg, 하나증권

코스피 가중평균자본비용(WACC, 시가총액 가중 방식을 통해 추정)은 2021년 8.8%(기준금리 1.0%)

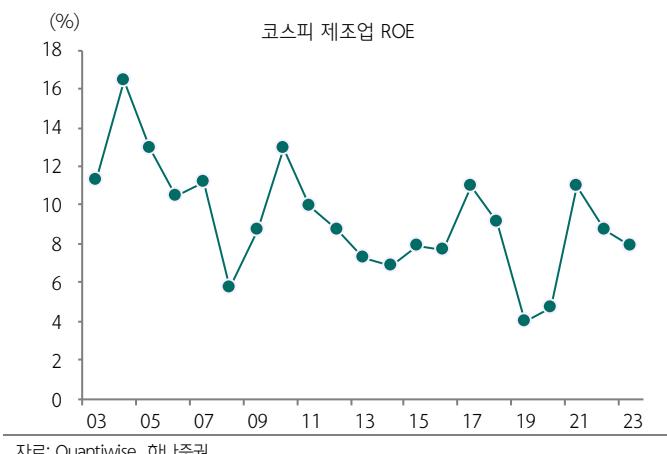
2022년 12.6%(연말 기준금리 예상치 3.25%)→ 23년 13.5%(3.75%)로 높아질 것으로 예상

그림 9. 기준금리 상승으로 인해 기업의 자본조달 비용도 상승하고 있고, 추가적인 상승이 불가피해 보임



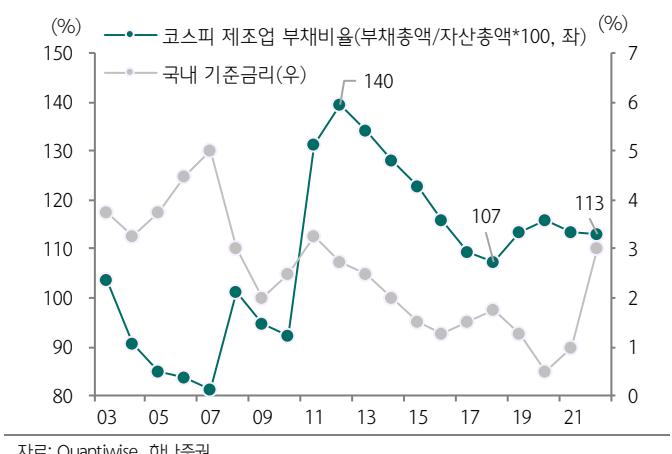
자료: Quantwise, 하나증권

그림 10. 코스피 ROE는 하락 예상: 2022년 8.7%→ 23년 7.9%



자료: Quantwise, 하나증권

그림 11. 금리 상승으로 인해 기업 부채 부담이 커질 수 있는 상황

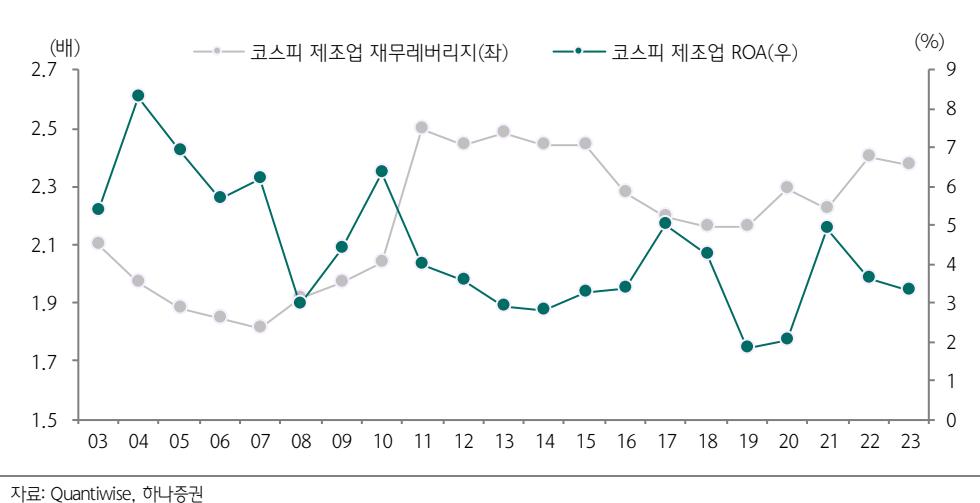


자료: Quantwise, 하나증권

그림 12. ROE 하락 이유: 재무레버리지를 높이기도 어렵고, ROA도 하락하기 때문임

금리 상승으로 인해 부채 부담이 커지기 때문에 재무레버리지(자산총액/자기자본)를 높이기도 어렵고: 코스피 재무레버리지는 2022년~23년 큰 변화 없이 2.4배 정도 수준을 유지할 것으로 전망

이익 부진으로 인해 ROA(순이익/자산총액)도 낮아질 것으로 예상: 2022년 3.6%에서 2023년 3.3%로 하락. ROE 대비 ROA는 40% 수준에 불과



자료: Quantwise, 하나증권

그림 13. ② 높아진 허들, 자금조달 비용 상승: 자본조달 비용을 상회하는 수익성을 가진 기업에 관심. 기준금리의 추가적인 인상을 감안해 기업별 2022~23년 WACC 추정치보다 ROE가 높은, 특히 재무레버리지가 국내 기업 평균치인 2.5배 이하 수준을 유지하면서 ROE 대비 ROA 비율이 40%를 상회하는 기업

기업명	WACC(%)		ROE(%)		재무레버리지(ROE/ROA)		ROA(%)	
	2022E (기준금리 3.25%)	2023E (3.75%)	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
기아	11.5	12.4	14.3	15.2	1.9	1.8	7.5	8.3
포스코케미칼	10.1	10.4	8.4	13.3	1.7	2.0	4.8	6.6
KT&G	6.5	6.9	11.7	10.9	1.3	1.3	9.2	8.6
엘앤에프	10.0	10.6	32.2	29.3	2.5	2.5	12.9	11.6
LG생활건강	7.5	7.4	8.2	10.0	1.3	1.3	6.1	7.4
현대글로비스	8.4	8.7	18.6	17.6	2.1	2.0	9.0	9.0
강원랜드	9.1	9.5	5.6	10.0	1.2	1.2	4.7	8.5
삼성엔지니어링	14.3	16.1	22.6	17.9	2.8	2.5	8.0	7.1
금호석유	8.9	9.1	19.6	13.2	1.5	1.4	12.9	9.3
펄어비스	5.6	5.8	6.0	18.6	1.8	1.7	3.3	10.7
리노공업	9.4	9.8	25.8	24.6	1.1	1.1	23.2	22.4
한솔케미칼	7.3	7.4	21.9	21.4	1.6	1.5	14.0	14.5
영인무역	6.2	6.2	20.0	15.6	1.4	1.4	14.1	11.6

자료: Quantitative, 하나증권