



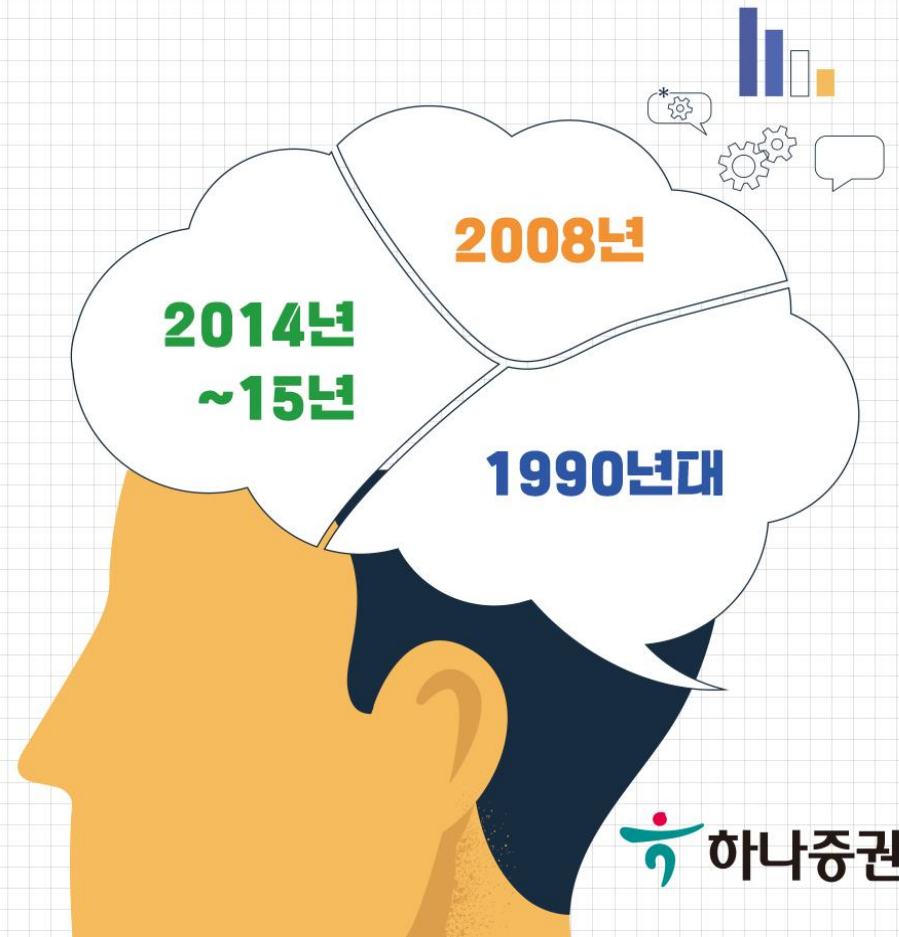
Monthly | 2023년 3월

까마귀 전략

3월 주식시장 전망과 전략



전략 | 멀티버스(Multiverse)



Strategist 이재만

02-3771-7547
duke7594@hanafn.com

RA 박지원

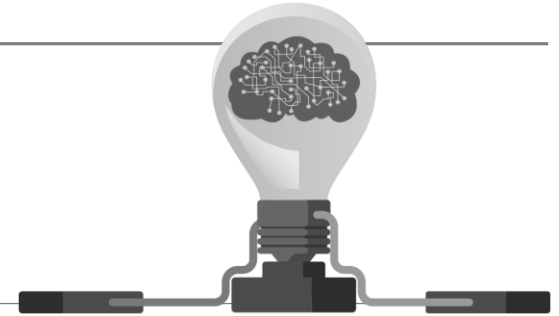
02-3771-7676
jiwon.park@hanafn.com



까마귀 전략

3월 주식시장 전망과 전략

멀티버스(Multiverse)



하나증권 리서치센터 글로벌투자분석팀

Strategist/선진국전략 이재만

E-mail: duke7594@hanafn.com / Tel : 02-3771-7547



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.

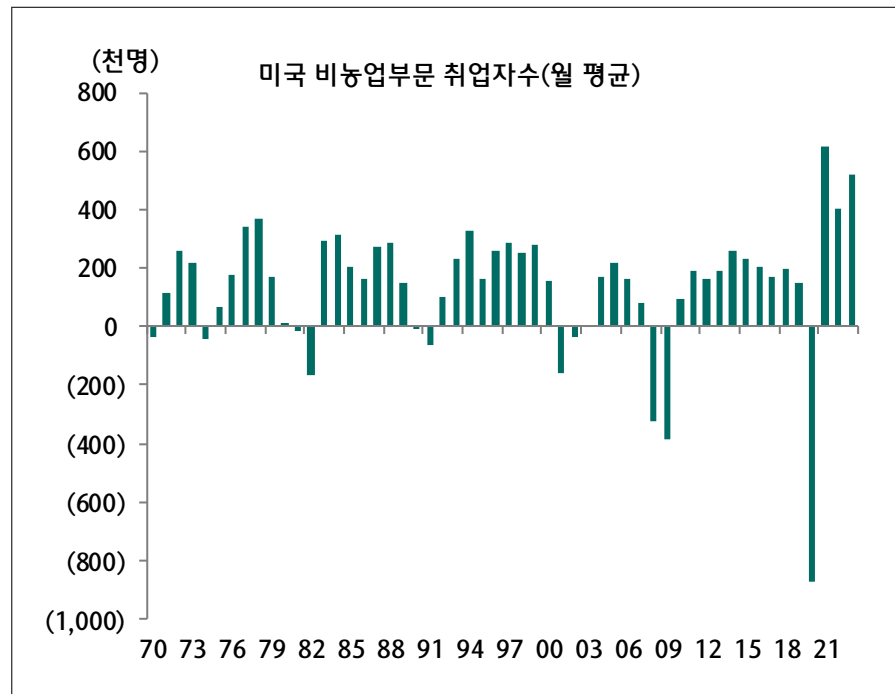
[요약] 멀티버스(Multiverse)

- 2023년 지금의 주식시장에는 다양한 시대의 모습이 공존하고 있다.
- ① 2023년 미국 고용은 1990년대 Tech Boom 시대와 같은 호황을 누리고 있고, 소매판매 금액은 사상 최고치를 경신하고 있다. 미국 가계 저축이 빠르게 줄어들고 있어 고용시장으로의 복귀가 지속될 가능성이 높다. 특이하게 저소득층의 향후 지출 증가율이 높고, 고가와 저가 브랜드는 호황이지만 중(中)가 브랜드는 불황을 경험하고 있다.
- ② 2023년 SK하이닉스 영업이익률은 2008년 글로벌 금융위기에 버금가는 수준을 기록할 것으로 예상된다. 반도체 가격 하락이 지속되고 있어 하반기 이익사이클 개선 기대도 약화되고 있다. 다만 CAPEX 감산 가능성은 높다. 과거 CAPEX가 감소했던 4개 년도의 SK하이닉스의 연 평균 주가 수익률은 +42%(2023년 현재 +21%)였다.
- ③ 2023년 상반기까지 연준의 기준금리 인상이 지속될 수 있는 확률이 높아지고 있다. 2014~15년 연준은 긴축 스탠스를 유지했고, 당시 유동성에 의지하기 힘들었던 국내 증시는 중국 '신(新) 소비'가 주도주 형성에 가장 크게 기여했다. 2023년에도 중국 리오프닝에 대한 기대감은 유지되고 있다. 다만 2014~15년 원유와 구리 가격은 동반 급락했지만, 지금은 그 양상이 다른 상황이다.
- 글로벌 경기의 호황과 불황 판단은 모호하고, 그렇다고 금융위기 당시만큼의 시스템 위기 가정도 어렵다. 현재는 2014~15년처럼 연준의 긴축 스탠스가 유지 되고 있고, 기업의 이익증가율은 마이너스를 벗어나지 못하고 있다. 2014~15년 코스피 월간 수익률 밴드는 $\pm 4\%$ 수준이었고, 지금도 그때(2014~15년)와 비슷한 흐름을 보일 것으로 판단된다.
- 2014~15년 미국 증시는 상반기에는 매출 증가율 상위 20% 기업들, 하반기에는 영업이익률 개선 폭 상위 20% 기업들의 주가수익률이 가장 높았다. 2023년 현재 또한 매출 증가율 상위 20% 기업들의 주가수익률이 가장 높다. 2023년 매출 증가율과 영업이익률 개선 폭 공통 상위 20% 기업들의 비중 확대 전략이 유효하다(기업 List 본문 29p).
- 2014~15년 국내 증시는 삼성전자의 순이익은 감소했지만, 삼성전자를 제외한 코스피 순이익은 증가했다. 2023년에도 비슷한 이익 구조가 형성될 것으로 판단된다. 과거 3~4월의 경우 순이익 추정치 상향 조정 업종의 주가수익률이 상대적으로 높았다는 점과 국내는 매출보다는 영업이익률 개선 폭이 주가수익률에 결정에 가장 중요한 이익 변수라는 점을 참고할 필요가 있다.
- 매출 증가 시 영업이익률 개선 폭이 크고, 코스피 내 삼성전자를 제외한 순이익에서 이익 비중이 상승하는 종목 비중 확대가 필요하다(기업 List 본문 36p).

(1) 2023년에 1990년대가 있다

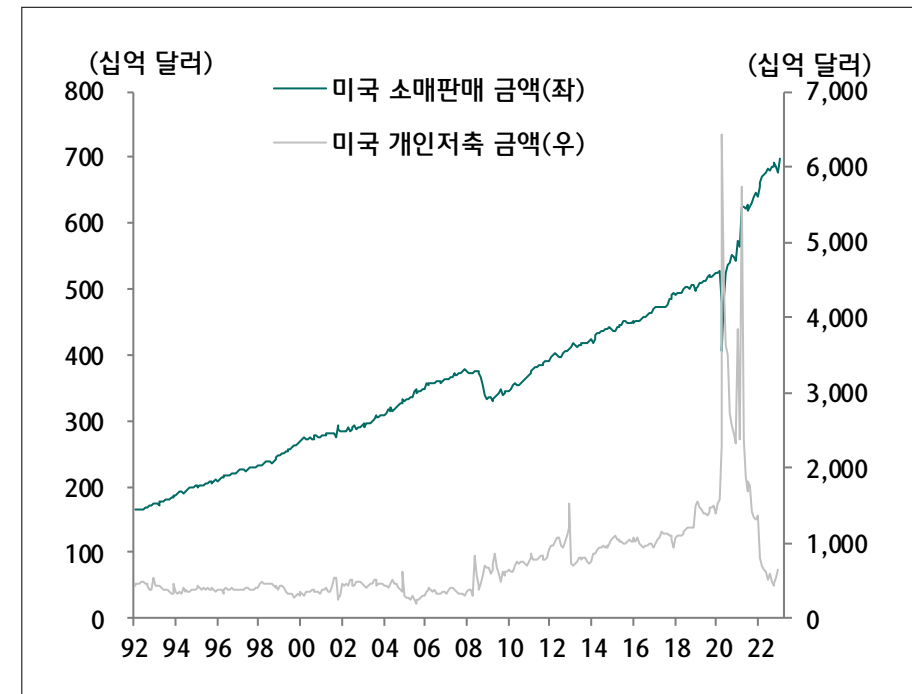
- 미국 고용시장은 전례를 찾아보기 어려운 호황. 1월 실업률 3.4%, 1월 비농업부문 취업자수 52만명 기록
- 1993~1999년 Tech 부흥기 시대, 비농업부문 취업자수 월 평균 20~30만명을 유지하며 장기 호황을 경험
- 미국 소매판매 금액은 사상 최고치 경신 지속, 저축 금액도 줄어들고 있어 고용시장으로의 복귀 현상은 당분간 지속 가능

미국 고용시장은 1990년 Tech Boom 시절 이후 가장 호황



자료: Bloomberg, 하나증권

미국 가게 저축은 감소, 소매판매 금액은 사상 최고치 경신

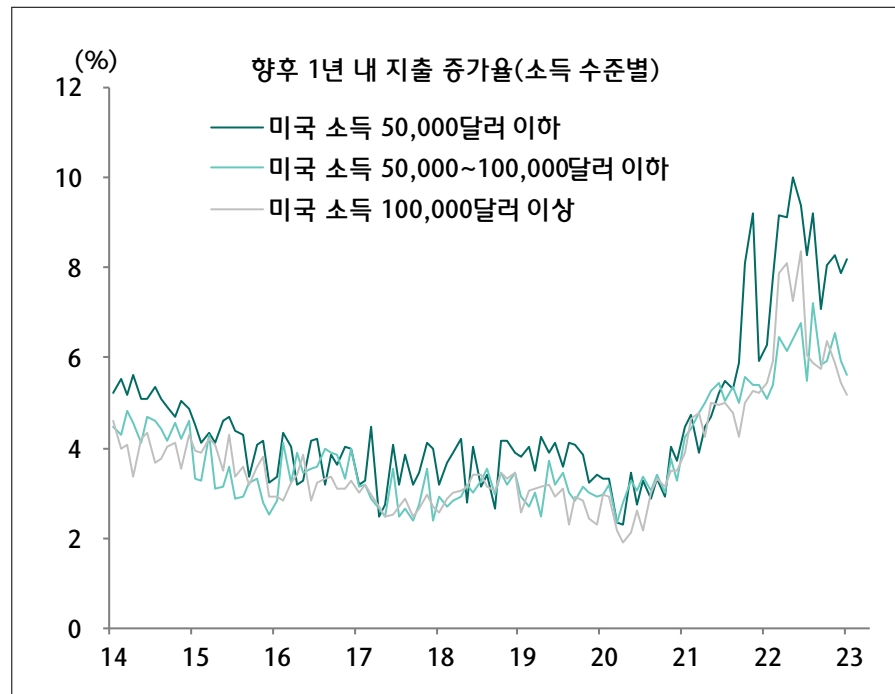


자료: Bloomberg, 하나증권

2023년 미국 소비의 변화: 중산층 이상 소비 약화

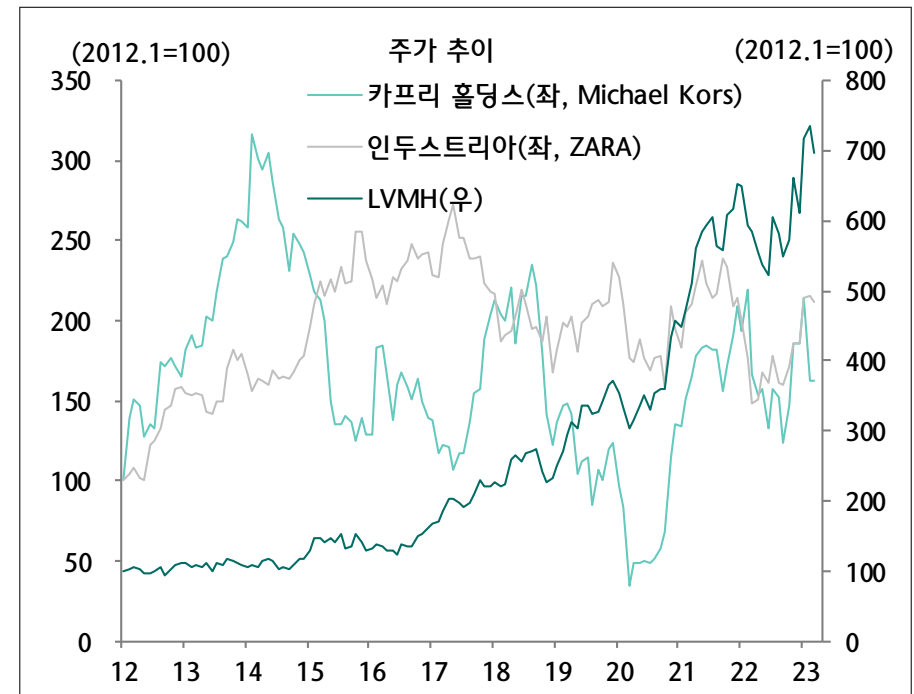
- 미국 저소득 계층(연간 소득 50,000달러 이하)의 향후 1년 내 지출 증가율은 8%로 50,000~100,000달러 소득 계층(6%)이나 100,000달러 이상 소득 계층(5%) 대비 높은 편
- 최고가 브랜드인 LVMH 주가 사상 최고치 경신(연초 이후 +14%), 저가 브랜드인 인두스트리아(ZARA) 또한 연초 이후 +14% 상승. 반면 증가 브랜드인 카프리카(Michael Kors)는 연초 이후 -12% 하락

미국: 저소득층 소비는 낙관적이지만, 중산층 이상은 부정적



자료: New York Fed, 하나증권

고가와 저가 브랜드 주가는 상승, 증가 브랜드 주가는 하락

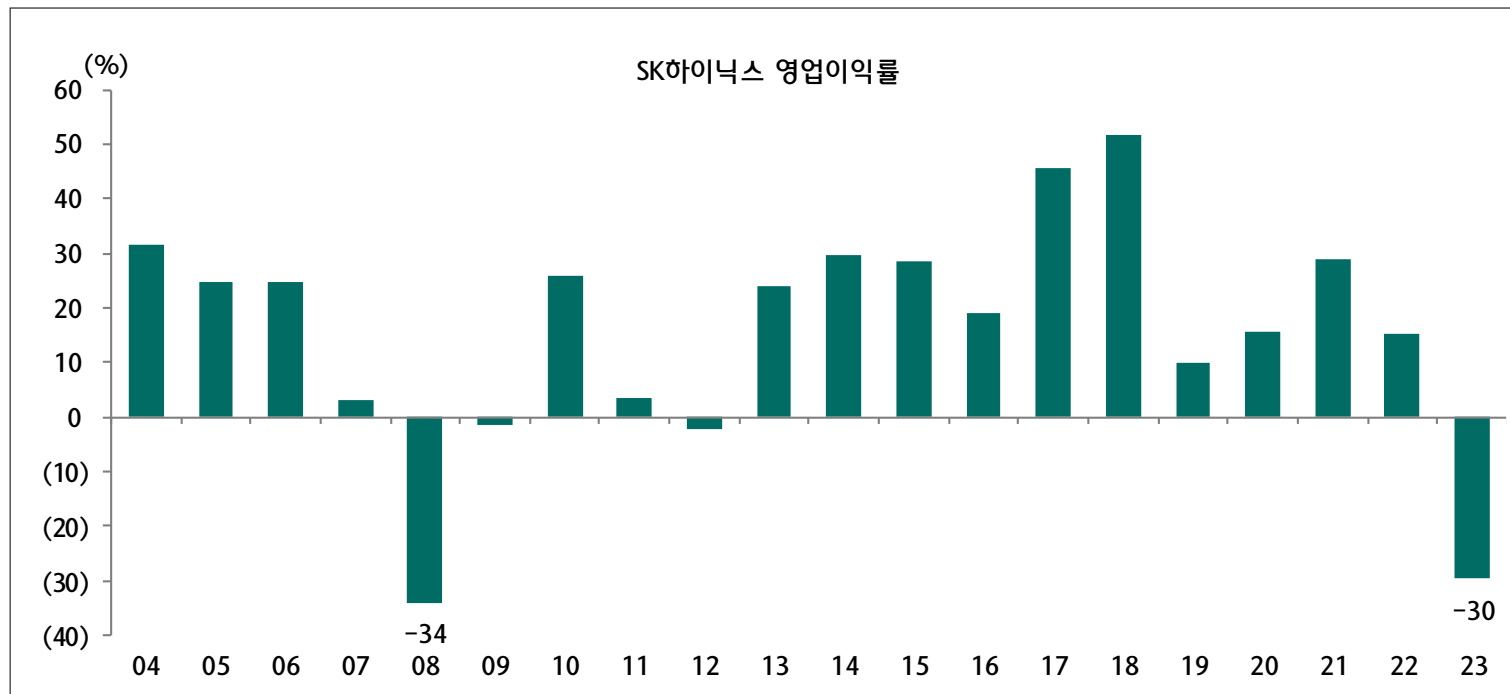


자료: Bloomberg, 하나증권

(2) 2023년에 2008년도가 있다

- 2023년 SK하이닉스 영업이익과 순이익 전망치는 각각 -7.5조원과 -6.6조원 적자 예상
- 2023년 SK하이닉스 영업이익률 전망치(-30%)는 2008년 -34%에 버금가는 수준

2023년 SK하이닉스 영업이익률 -30% 예상. 2008년 영업이익률과 비슷한 수준

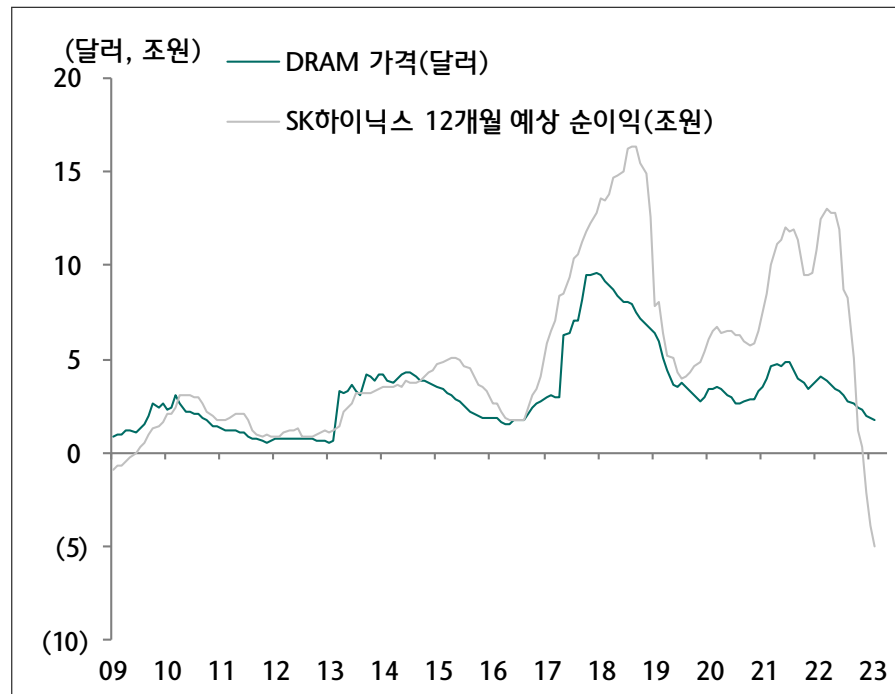


자료: Quantiwise, 하나증권

2023년 반도체: 불안감과 기대감 공존

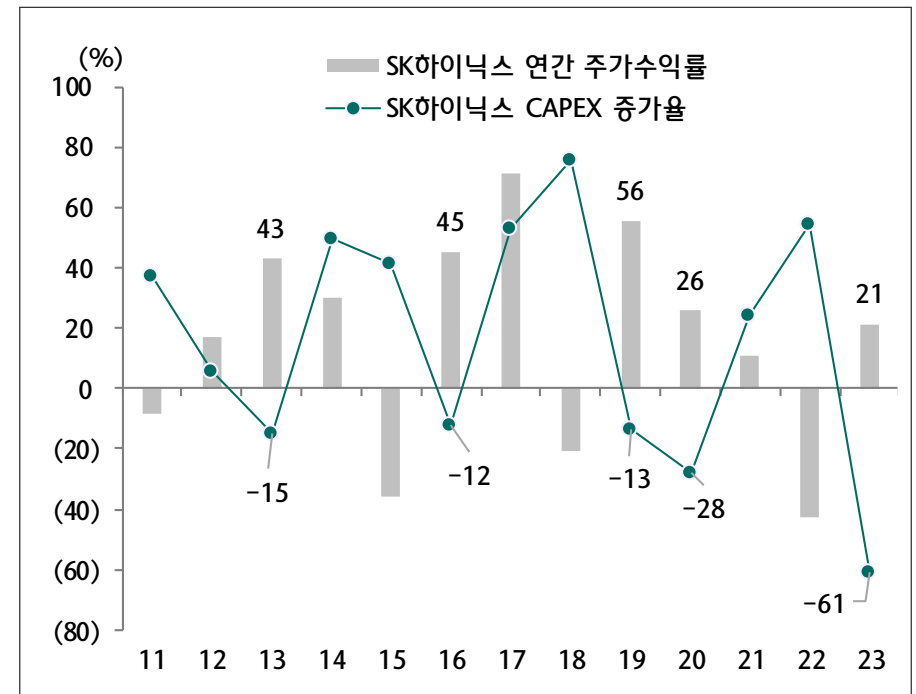
- 불안감: 반도체 가격이 여전히 하락하고 있어 하반기에 기대하고 있는 이익사이클 개선에 대한 신뢰가 높지 않음
- 기대감: SK하이닉스 CAPEX는 전년대비 -61% 감소 전망. 과거 전년대비 CAPEX 감소 시 SK하이닉스 연평균 주가수익률은 42%

반도체 가격 하락 지속, SK하이닉스 이익사이클 개선 의심



자료: Bloomberg, Quantiwise, 하나증권

SK하이닉스 CAPEX 감소 년도 모두 높은 주가수익률 기록



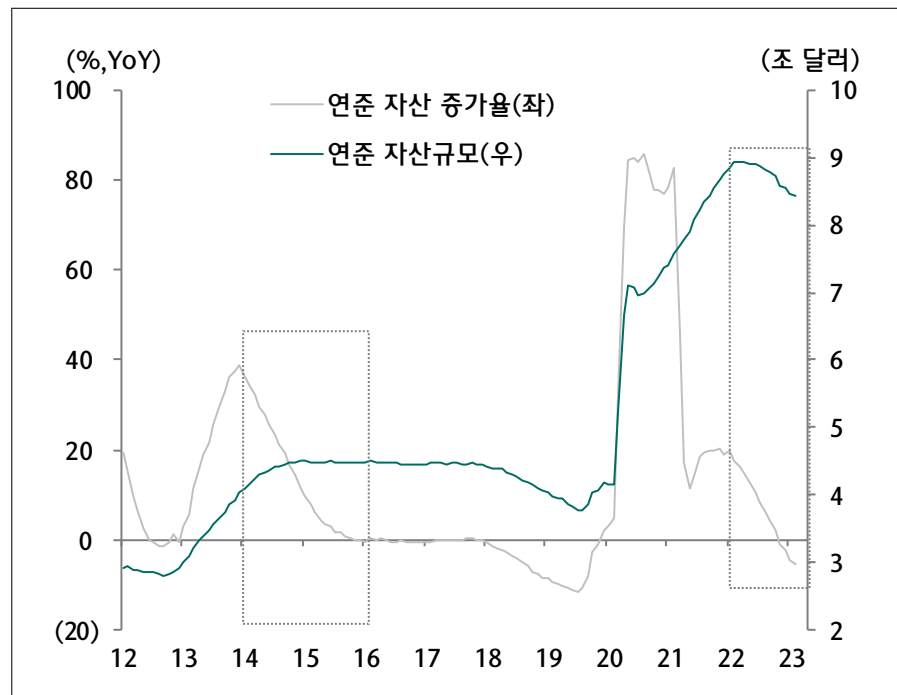
주) 2023년 주가 YTD, CAPEX는 전망치(2022년 19.3조원→23년 7.6조원)

자료: Quantiwise, 하나증권

(3) 2023년에 2014~15년도 있다

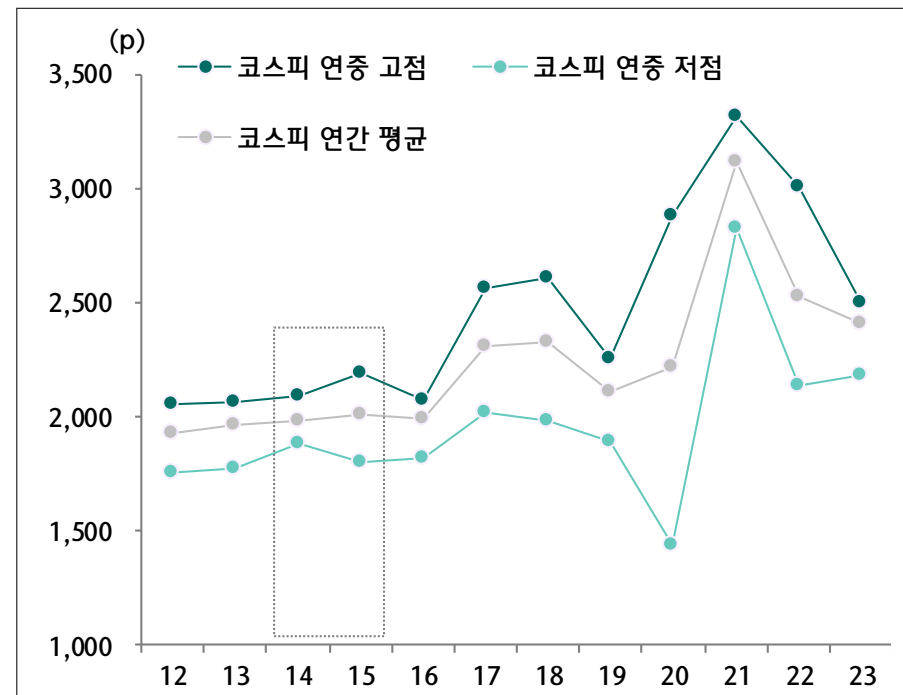
- 2013년 5월 말, 당시 연준 의장인 버냉키의 테이퍼링 언급 이후 통화긴축정책에 대한 경계심리가 2014~15년 주식시장을 지배
- 당시 코스피는 하단 1,800p~ 상단 2,190p의 박스권 형성

2014~15년 연준 통화긴축정책에 대한 경계심리가 시장 지배



자료: Bloomberg, 하나증권

2014~15년 코스피, 1,800~2,190p 박스권 형성

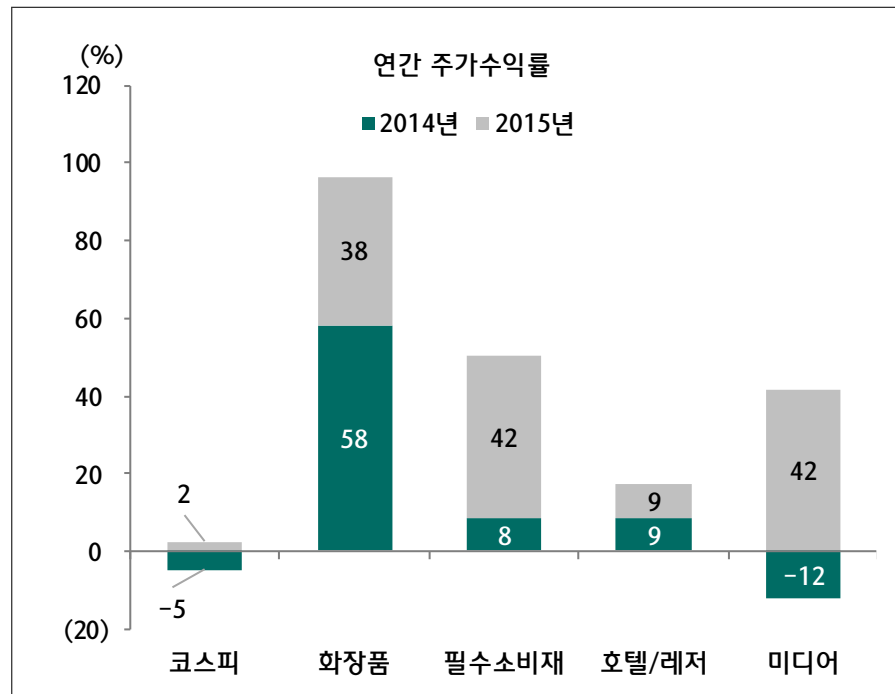


자료: Quantiwise, 하나증권

2023년 중국 경기: 2014~15년처럼 기대가 있다는 점도 유사

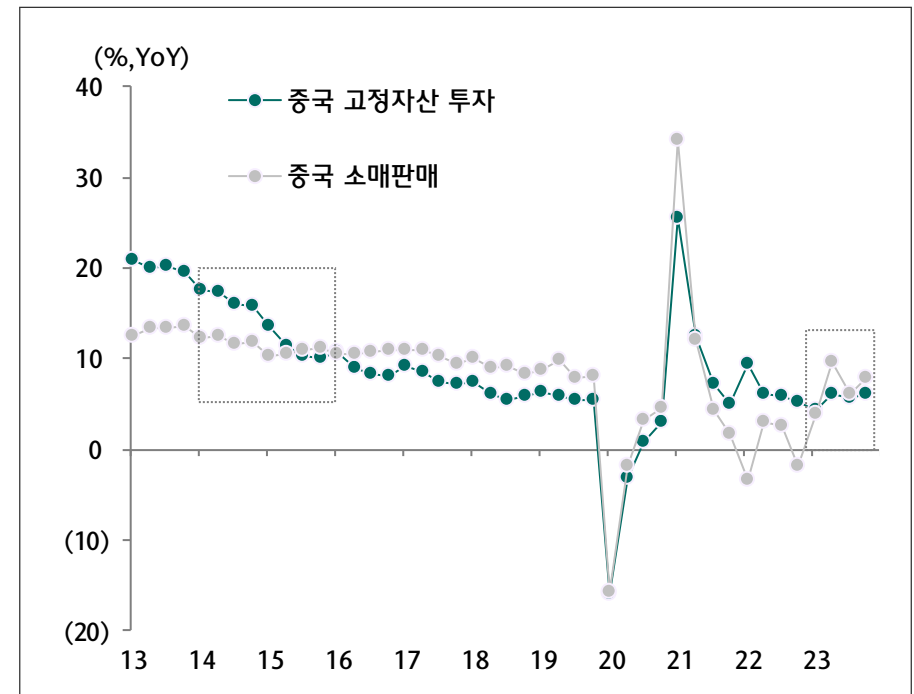
- 2014~15년 당시 중국 고정자산투자 증가율은 빠르게 하락했지만, 소매판매 증가율이 10%대 이상 수준을 꾸준히 유지하면서 중국 소비 관련주(당시 2년간 화장품 주가수익률 +96%, 필수소비재 +50%, 호텔/레저 +17%) 부각
- 2023년 고정자산투자 증가에 대한 기대는 높지 않지만, 소매판매는 2분기까지 YoY 증가율 10%까지 높아질 수 있을 것으로 기대

2014~15년, 중국 소비 관련주가 주도주로 부각됐던 시기



자료: Quantiwise, 하나증권

2023년, 2014~15년처럼 중국 소비 성장에 대한 기대

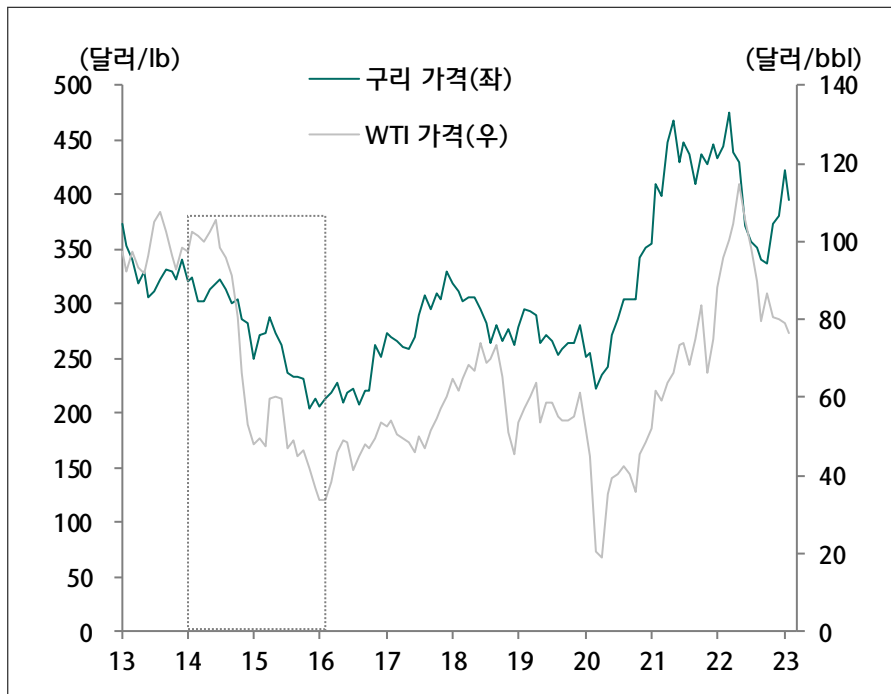


자료: Bloomberg, 하나증권

2014~15년과 2023년의 차이점: 상품가격

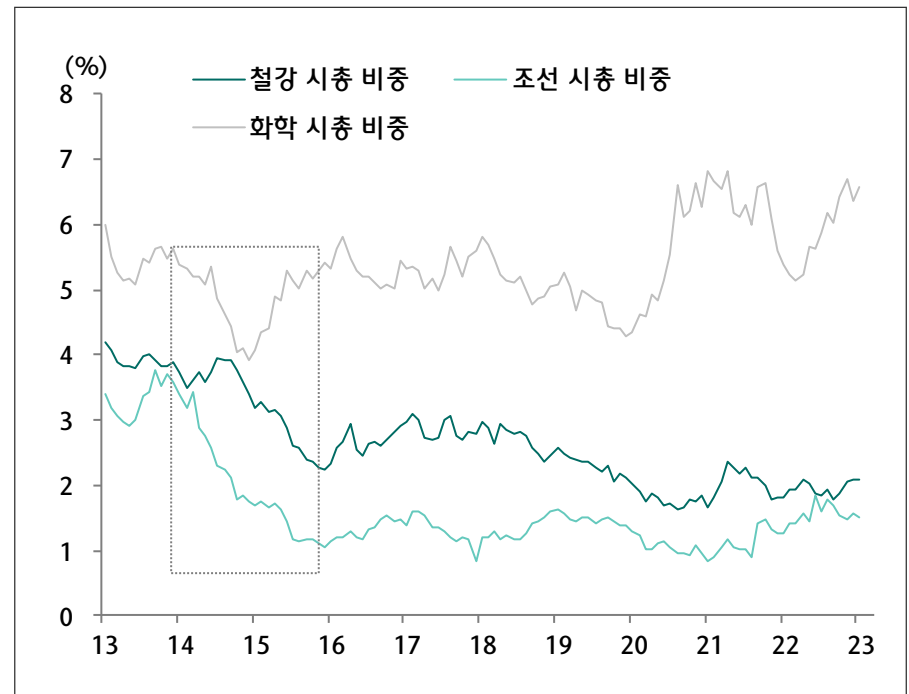
- 2014~15년 구리와 원유 가격 하락 → 글로벌 경기 부진 우려
- 2014~15년 국내 철강, 조선, 화학 업종이 상대적으로 고전: 철강 시총 비중 4%→2%, 조선 4%→1%, 화학 6%→4%까지 하락
- 그러나 2023년 원유 가격은 2022년 정점 형성 이후 하락하고 있지만, 글로벌 경기를 나타내는 구리 가격은 상승세

2014~15년 국제 상품 가격 하락. 그러나 2023년 상승세



자료: Bloomberg, 하나증권

2014~15년 국제 상품가격 하락으로 철강, 조선, 화학 고전

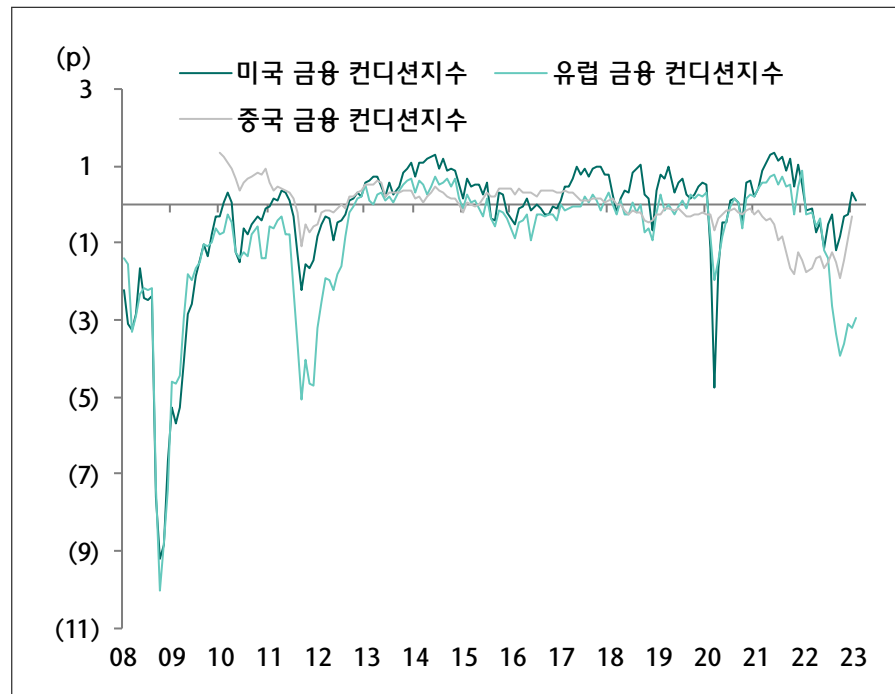


자료: Quantiwise, 하나증권

2014~15년 코스피 박스권 당시 월간 수익률 -4%~+4%

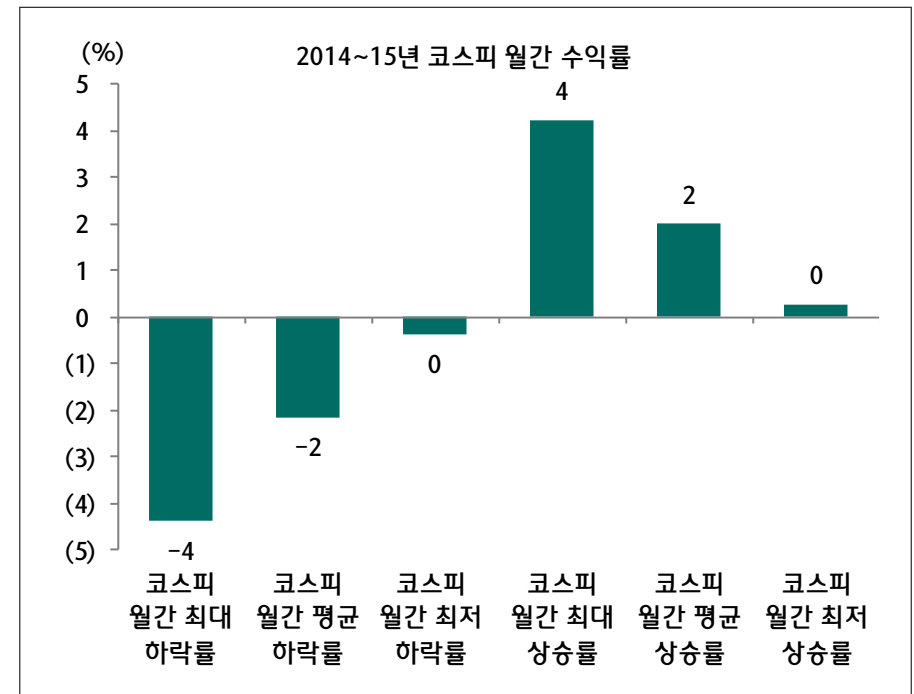
- 금융시장 환경에는 차이가 있지만 미묘한 상황: 미국 금융 컨디션지수는 2월 하락 전환했지만 플러스(양호) 국면 유지. 중국과 유럽은 2022년 10월 저점으로 최근까지 꾸준히 반등
- 글로벌 경기 호황과 불황 판단 모호, 금융위기 당시만큼의 시스템 위기 가정도 어려움. 단 연준 긴축 스탠스 유지 국면이 지속되고 있다는 점을 감안 시 2014~15년 상황과 유사할 수 있음: 2014~15년 코스피 월간 수익률 밴드는 $\pm 4\%$

글로벌 금융 컨디션: Not bad, not good



자료: Bloomberg, 하나증권

2014~15년 코스피 월간 수익률 밴드: $\pm 4\%$

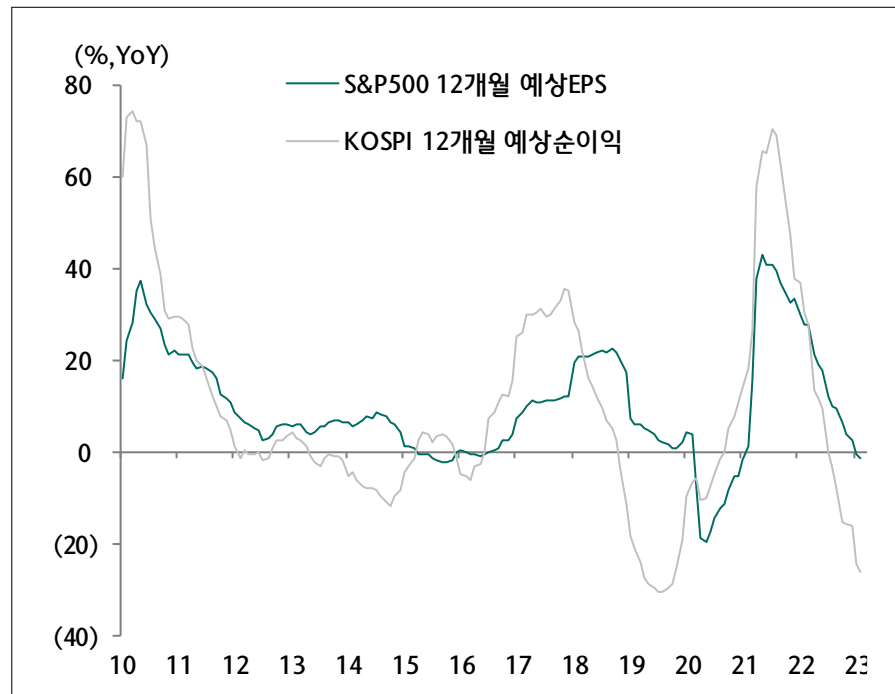


자료: Quantiwise, 하나증권

그렇다고 고점이 높아지길 기대하기도 어려운 상황

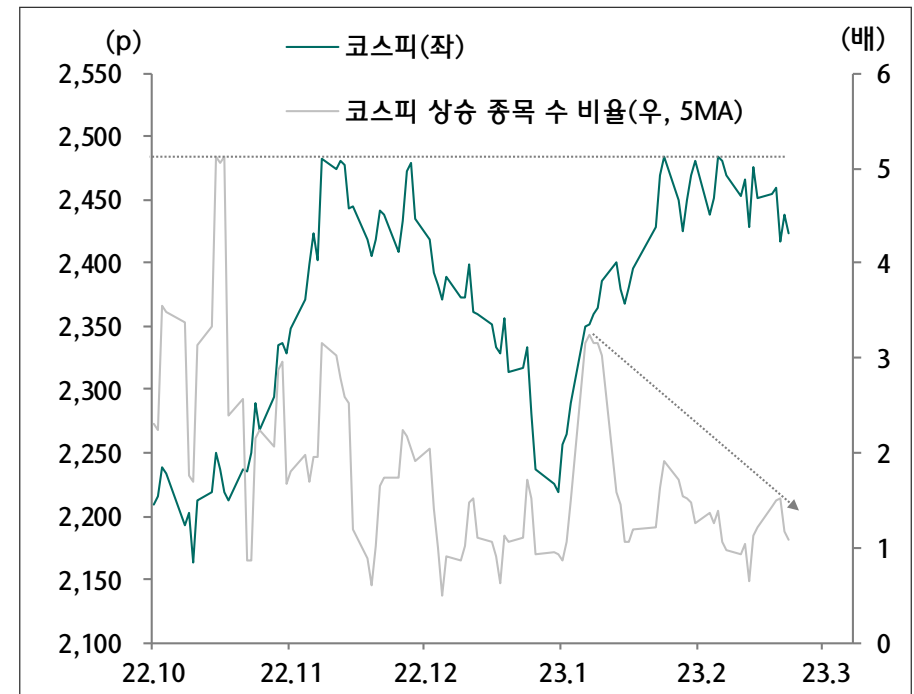
- S&P500지수와 코스피 이익증가율(YoY)은 마이너스에서 벗어나지 못하고 있는 상황
- 코스피는 2,500p 돌파 시도(2023년 이후 4번)가 있긴 했지만, 2,500p 부근 접근 시 (하락 대비)상승 종목 수 비율이 낮아짐
- 당분간 2,500p는 두터운 매물벽, 강한 저항선의 역할을 할 가능성이 높음

S&P500지수와 코스피 이익증가율 (-)마이너스



자료: Bloomberg, Quantiwise, 하나증권

코스피 2,500p 두터운 매물벽 형성. 저항선 역할

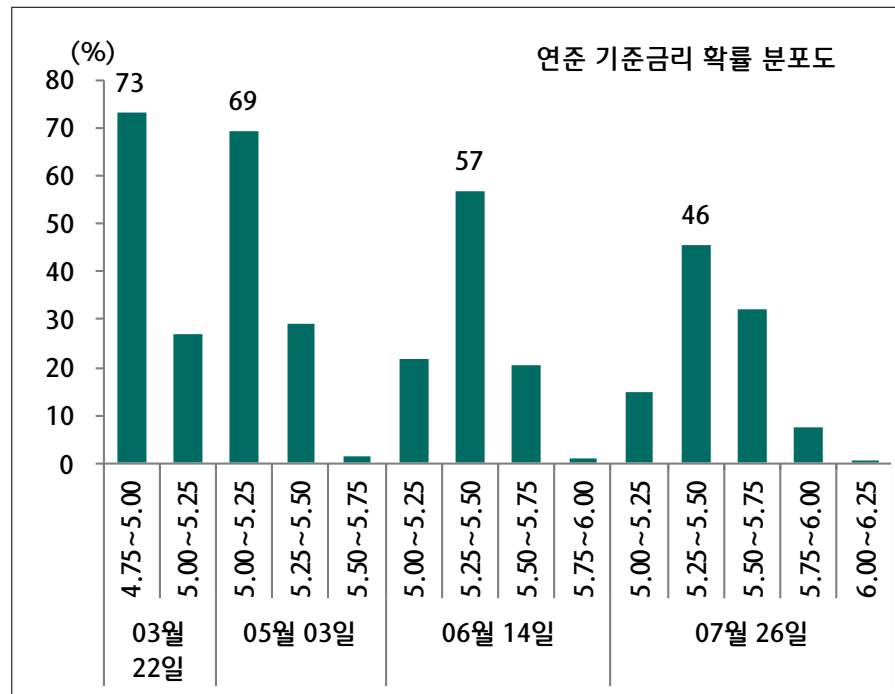


자료: Quantiwise, 하나증권

2023년 상반기까지는 긴축 스트레스 테스트 지속

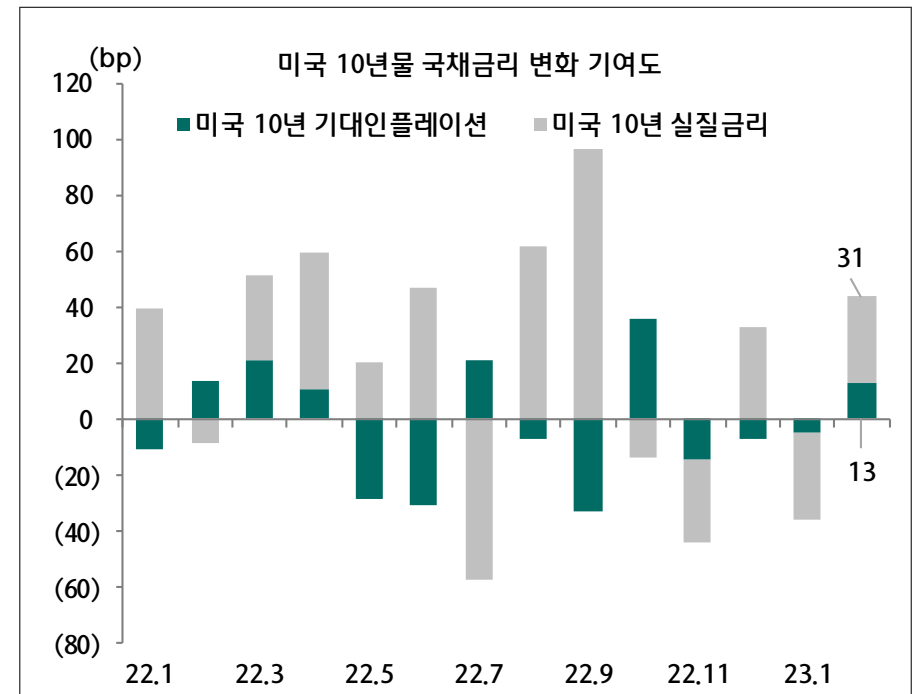
- 연준 기준금리 인상 마무리 시점은 기존 3월에서 현재 6월로 지연(최종 기준금리 5.50%)
- 2월 미국 10년물 국채금리 상승은 기대인플레이션 보다는 실질금리 영향이 더 크다고 볼 수 있음
- 물가보다는 경기가 좋아서 금리가 상승(= 연준 기준금리 인상 마무리 지연 이유)하는 측면이 강하기 때문에 금리 상승을 무조건 주가(특히 성장주) 할인을 상승으로만 보기는 어려움

연준 기준금리 인상은 6월까지 지속 예상



자료: CME FedWatch, 하나증권

미국 기대인플레이션과 실질금리 기여도 변화

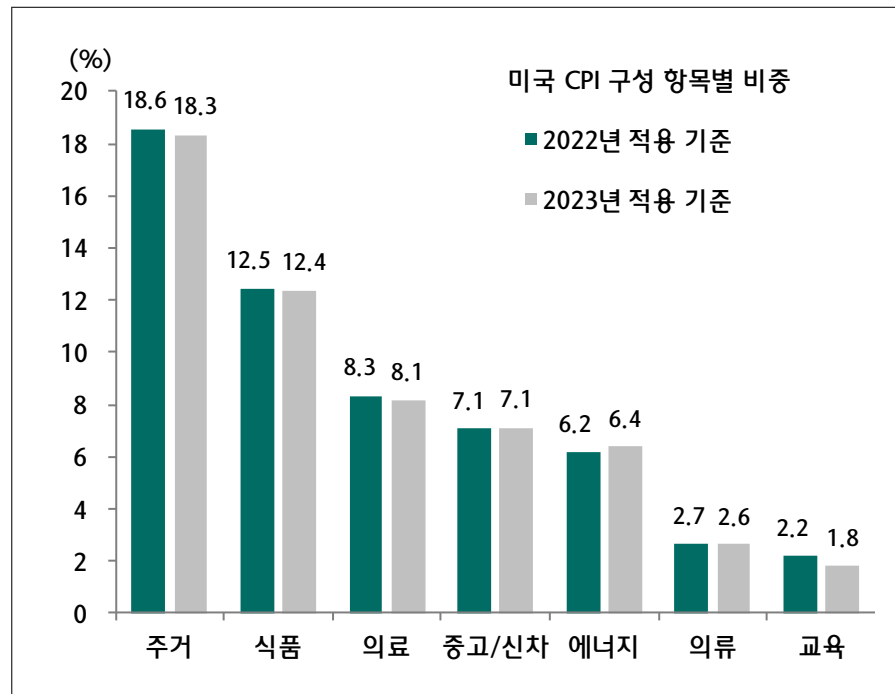


자료: Bloomberg, 하나증권

미국 주거 관련 물가 상승이 지속되기 어렵다고 판단하는 이유

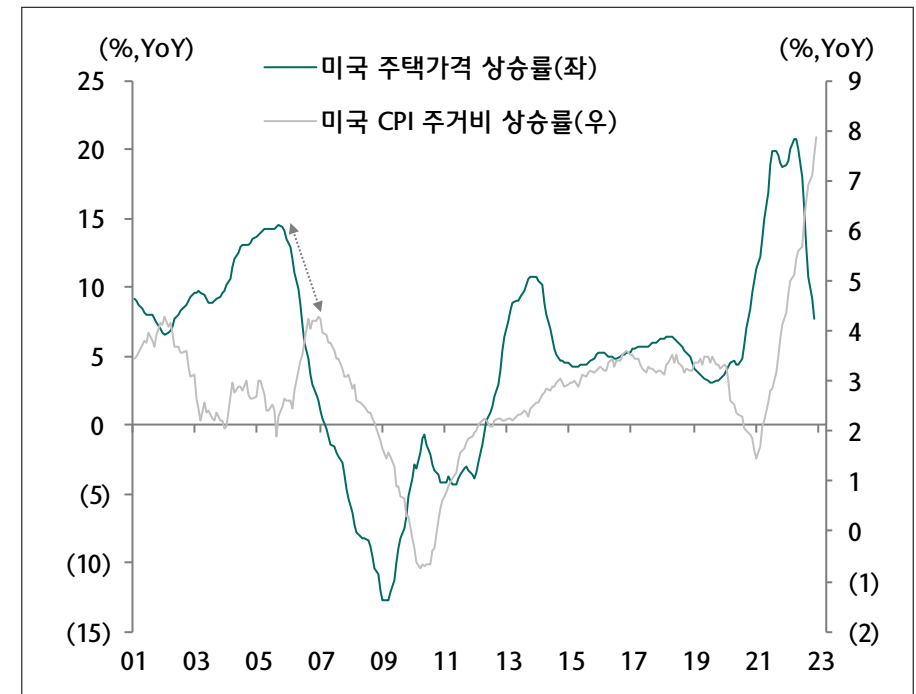
- 미국 CPI 구성 변수 가중치 변화: 에너지/자동차 비중은 이전 대비 증가. 다만 여전히 주거비 비중은 높은 편
- 미국 주택가격 변화율(YoY)은 2022년 3~4월(21%)를 정점으로 7개월 연속 하락
- 2005년 9월 주택가격 변화율 정점 형성 이후 하락 전환 → 미국 CPI 주거비 상승률(YoY)은 2006년 9월 정점 형성 이후 하락 전환
- 1년의 시차를 감안 시 CPI 주거비 상승률은 2023년 3~4월 정점 형성 이후 하락 반전 예상

미국 CPI 변수 가중치 변화: 여전히 주거비 비중은 높음



자료: BLS(노동통계국), 하나증권

미국 CPI 주거비는 후행적으로 하락 전환 예상

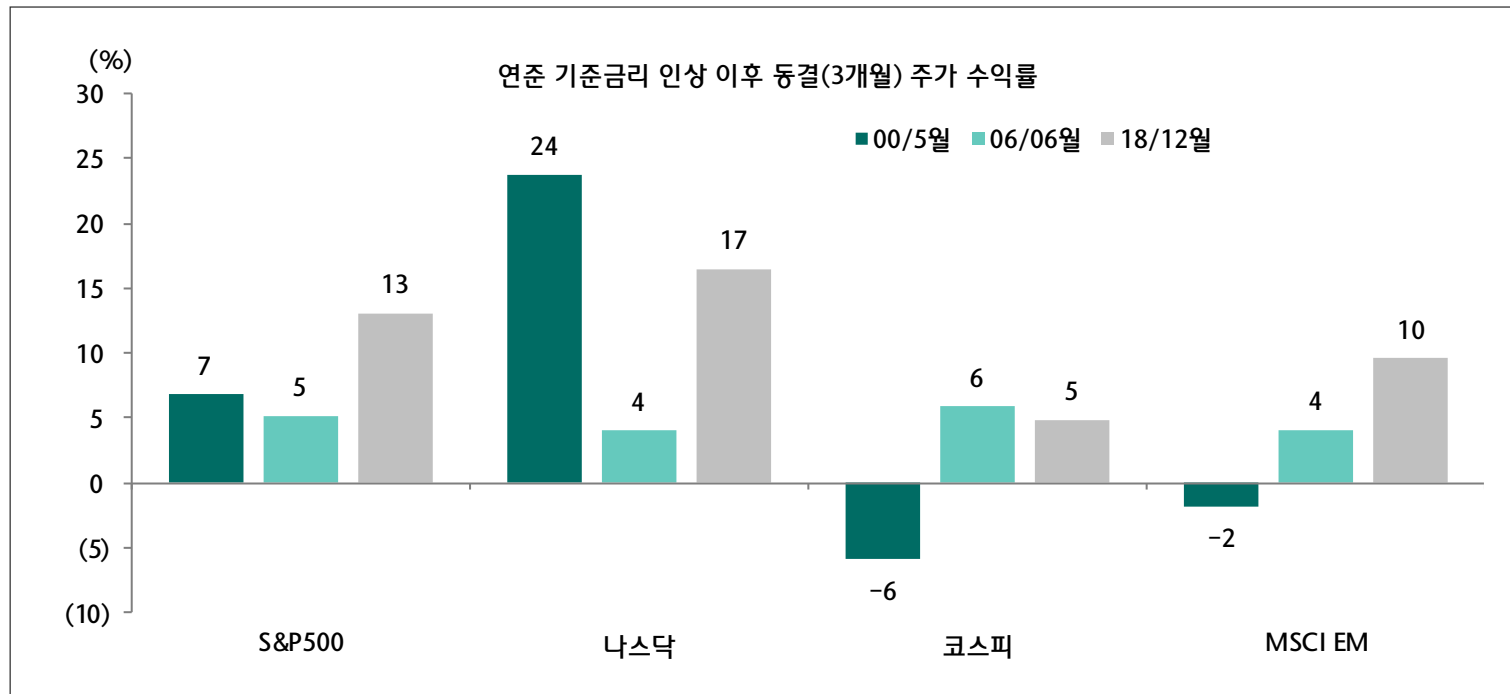


자료: Bloomberg, 하나증권

연준 기준금리 동결 확인 후 지수는 안정적으로 상승하는 경향이 있음

- 연준 세번의 기준금리 인상 이후 동결 국면(2000년 5월, 2006년 6월, 2018년 12월), 기준금리 동결 이후 3개월 동안 미국과 국내 증시는 안정적으로 상승: 선제적인 예측보다는 연준 기준금리 인상 이후 동결 정책 변화 확인 필요
- 단 연준 기준금리 인상 이후 동결 국면에서 코스피, MSCI EM 보다는 S&P500, 나스닥지수 수익률이 상대적으로 높았음

연준 기준금리 동결 확인 후 지수는 안정적으로 상승하는 경향이 있음



자료: Bloomberg, 하나증권

연준 기준금리 인하, 주식시장 가격 조정으로 비용을 치름

- 미국 장단기금리차 역전 평균 14개월 후 경기침체 발생: 2022년 7월 장단기금리차 역전 → 2023년 9월 경기침체(?)
- 경기침체 시 연준 기준금리 인하로 실질적인 정책 피봇(pivot) 가능
- 그러나 연준 기준금리 인하 초기 주식시장 평균 -20% 이상의 가격 조정 발생

연준 기준금리 인하 초기 주식시장 평균 -20% 이상의 가격 조정 발생

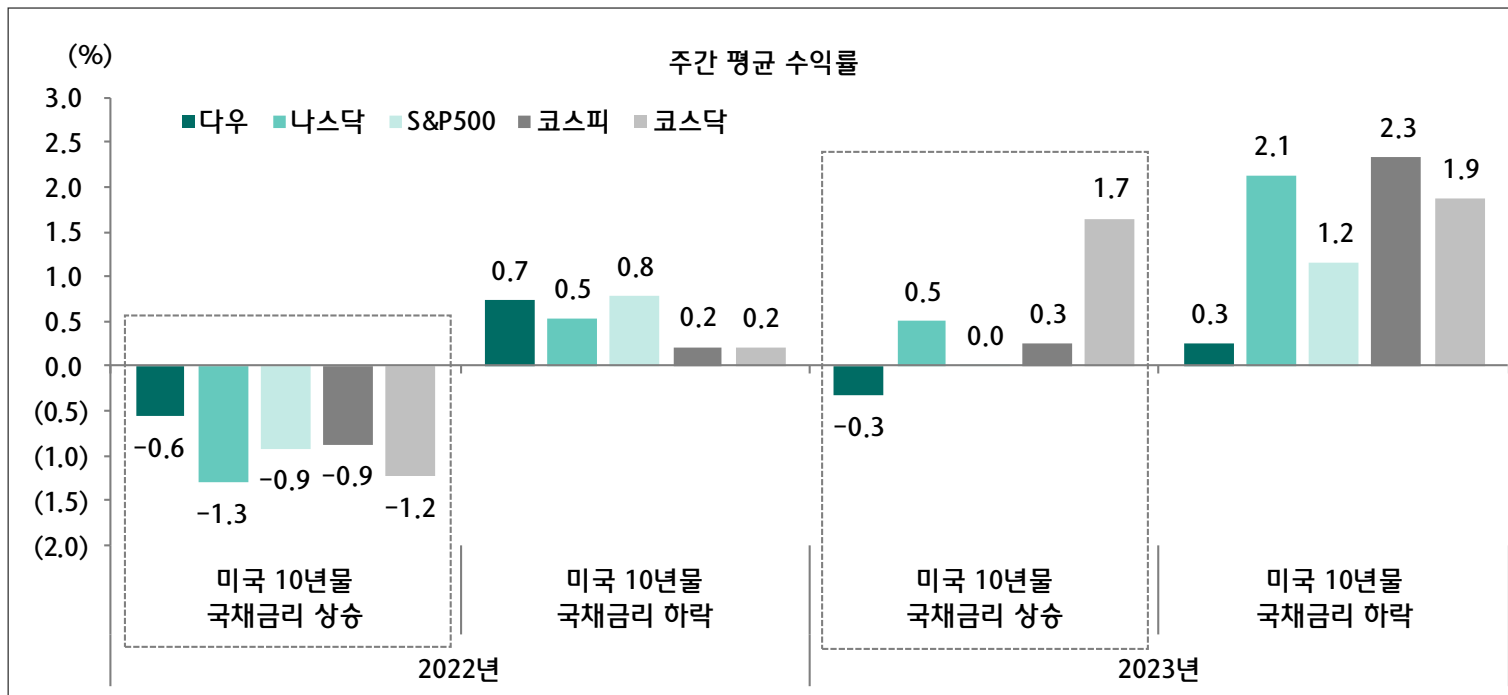
연준 기준금리 인하 초기	S&P500지수(%)	NASDAQ(%)	KOSPI(%)	MSCI EM(%)
2001.01~01.03월	-15.1	-33.6	-15.3	-17.4
2007.10~08.03월	-14.6	-20.3	-21.3	-18.6
2008.09~09.02월	-42.7	-41.8	-27.9	-47.8
2020.01~20.03월	-20.0	-15.9	-20.2	-23.9
평균	-23.1	-27.9	-21.2	-26.9

자료: Bloomberg, 하나증권

2022년과 2023년 주식시장의 차이: 금리 민감도 약화

- 2022년에는 미국 10년물 국채금리 상승과 하락에 따라 미국과 국내 증시 주간 평균 수익률이 (-)마이너스와 (+)플러스를 기록
- 반면 2023년에는 금리 상승 시에도 주간 평균 수익률이 (+)플러스를 기록하고 있음

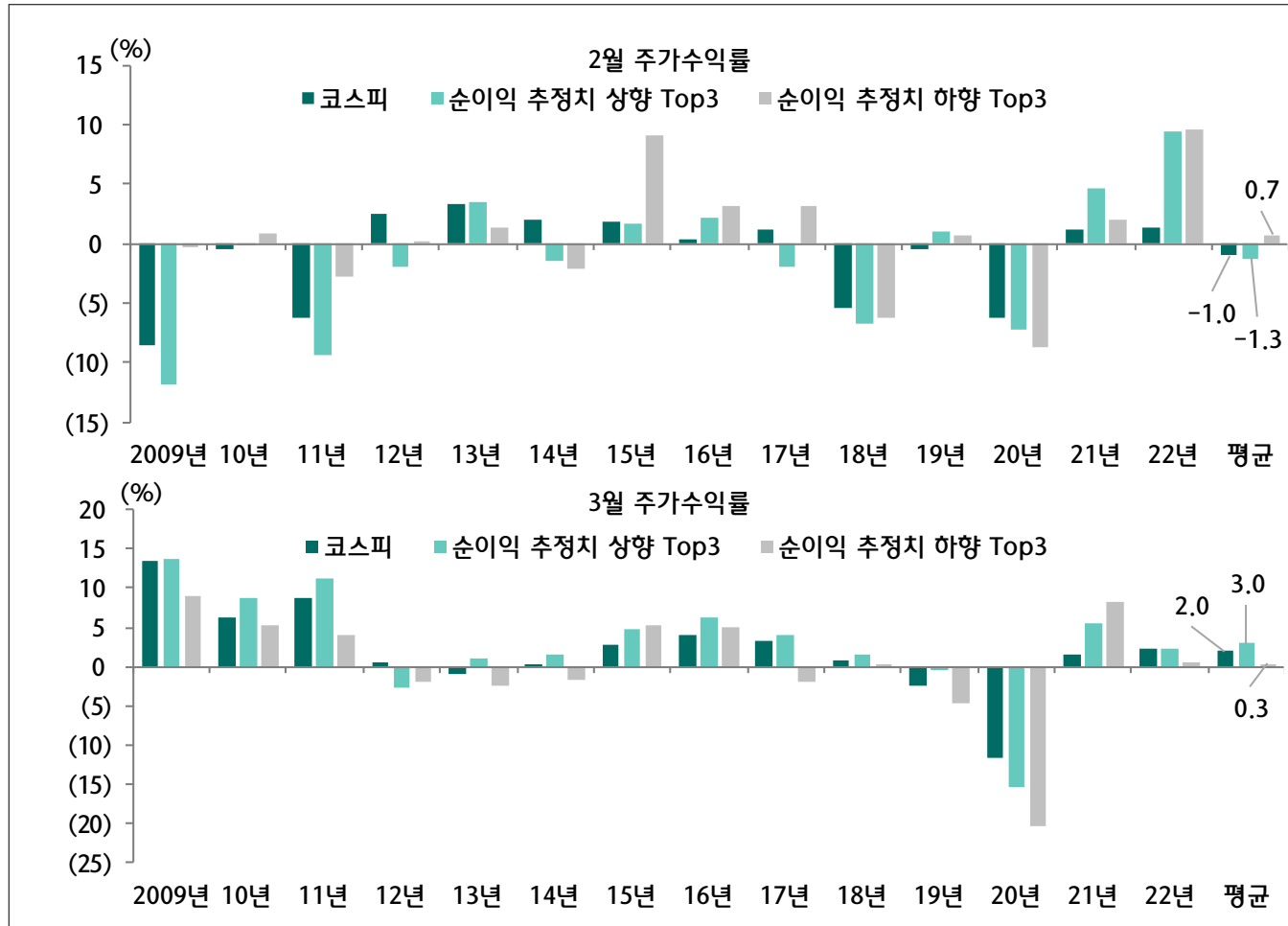
2022년과는 달리 2023년에는 시중금리 변화에 대해 증시 민감도 다소 약화



자료: Bloomberg, 하나증권

2월과 3월의 차이: 3월 효과는 이익이 원천

3월 주식시장은 이익추정치 상향 조정 업종이 주도주



주) 2월 순이익 추정치: 1월 초 대비 1월 말 변화. 3월 순이익 추정치: 2월 초 대비 2월 말 변화

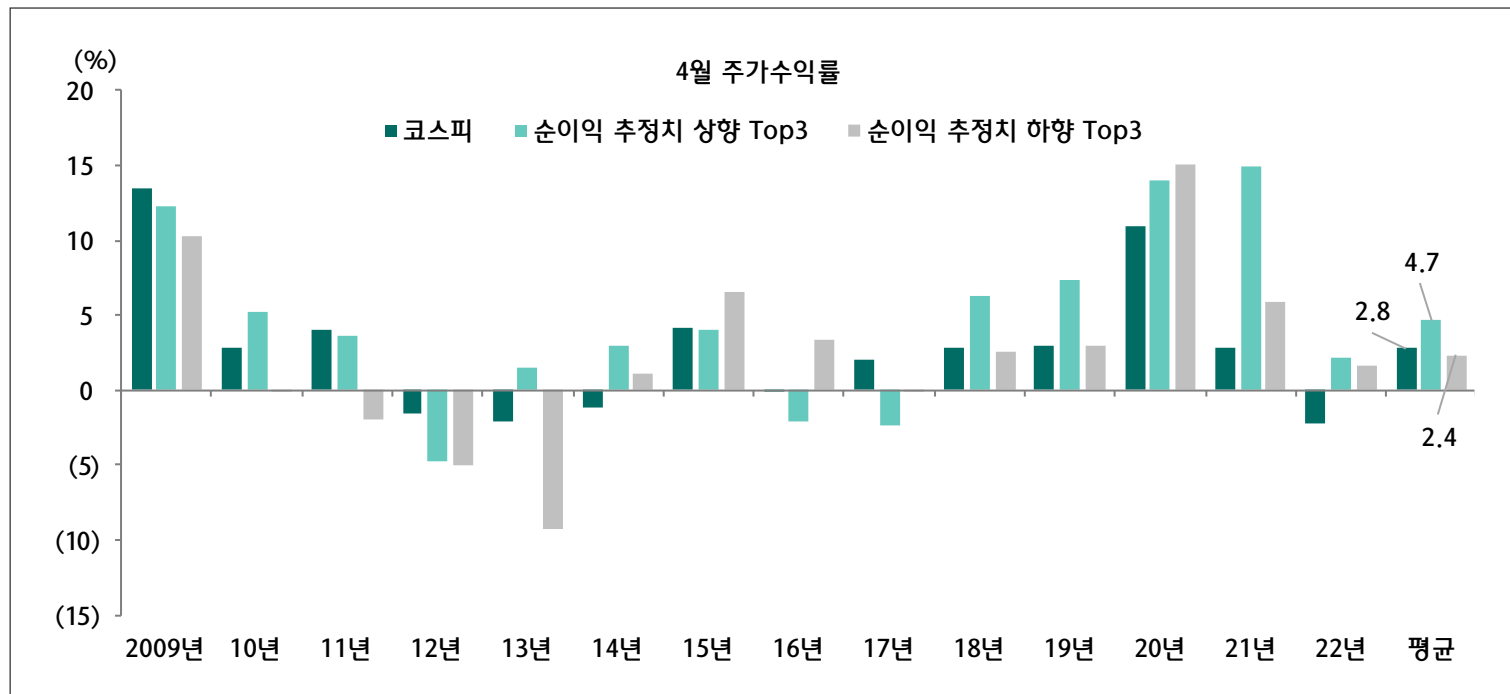
자료: Quantiwise, 하나증권

- 국내 증시에서 2009년 이후 2월만을 비교해 보면, 순이익 추정치와 주가수익률 간의 연관성은 높지 않음
- 반면 3월을 비교해 보면, 순이익 추정치 상향 조정 폭이 큰 업종 (Top3 업종 3월 평균 주가수익률 +3.0%)이 코스피(+2.0%)와 순이익 추정치 하향 조정 폭 Top3 업종(+0.3%) 대비 확연히 높은 월간 주가수익률을 기록
- 이익추정치 상향 조정 Top3 업종이 코스피와 이익추정치 하향 조정 폭 Top3 업종 대비 아웃퍼폼할 확률도 각각 86%와 79%로 높음

이익추정치 추종 전략은 4월까지 유효

- 이익추정치 추종 전략은 4월까지도 유효
- 순이익 추정치 상향 조정 Top3 업종의 4월 평균 주가수익률은 +5%로 코스피(+3%)와 순이익 추정치 하향 조정 Top3 업종(+2%) 대비 3월에 이어 높은 수준을 유지

이익추정치 상향 조정 효과는 3월 뿐만 아니라 4월 주식시장에도 영향



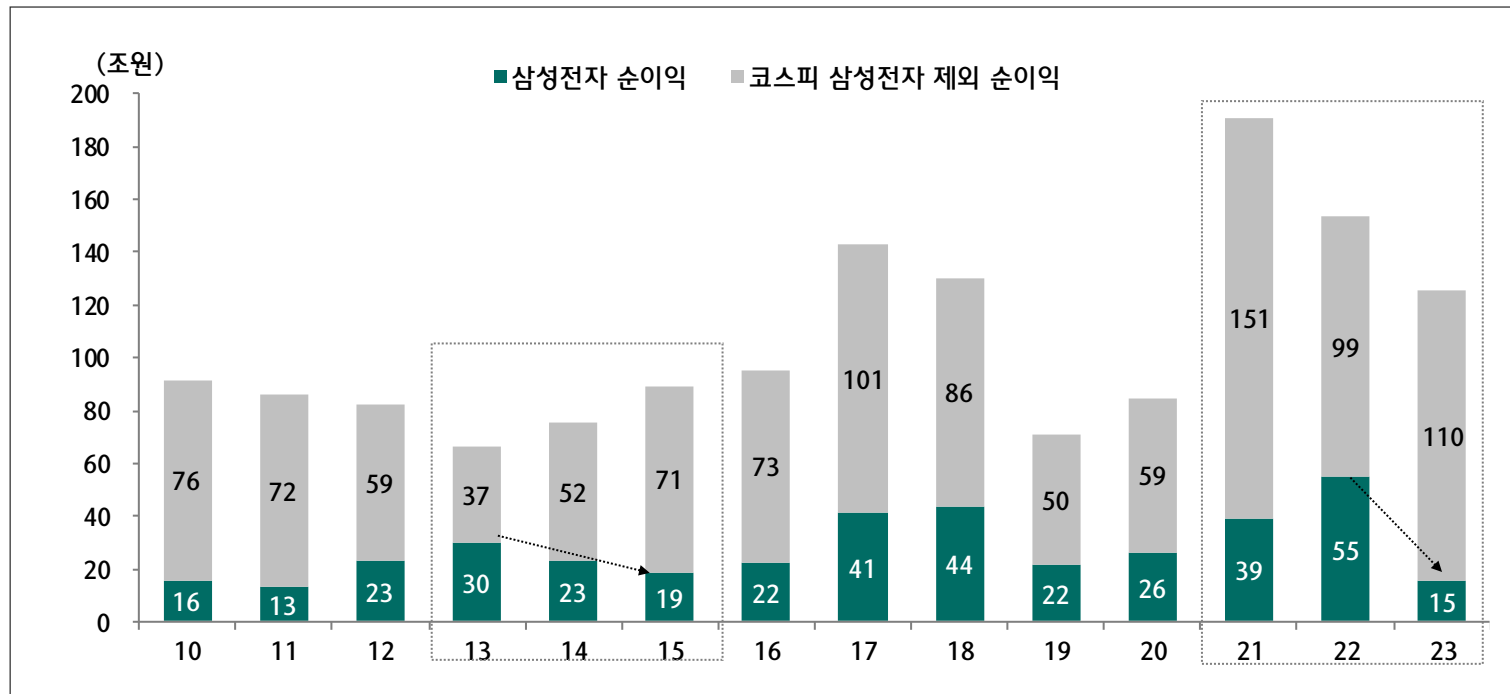
주) 4월 순이익 추정치: 3월 초 대비 3월 말 변화

자료: Quantiwise, 하나증권

2014~15년과 지금이 비슷한 이유: 이익 형성 구조

- 삼성전자 순이익 2013년 30조원에서 2014년 23조원(-23%), 2015년 19조원(-19%)으로 2년 연속 감소
- 반면 삼성전자 제외 코스피 순이익은 2013년 37조원 → 2014년 52조원 → 2015년 71조원으로 증가
- 2023년 코스피 순이익 125조원으로 전년대비 -18% 감소 예상
- 다만 삼성전자(-72%)를 제외한 코스피 순이익은 2022년 99조원에서 110조원으로 증가 전망

2014~15년 삼성전자 순이익은 감소, 반면 삼성전자 제외 코스피 순이익은 증가: 2023년도 비슷

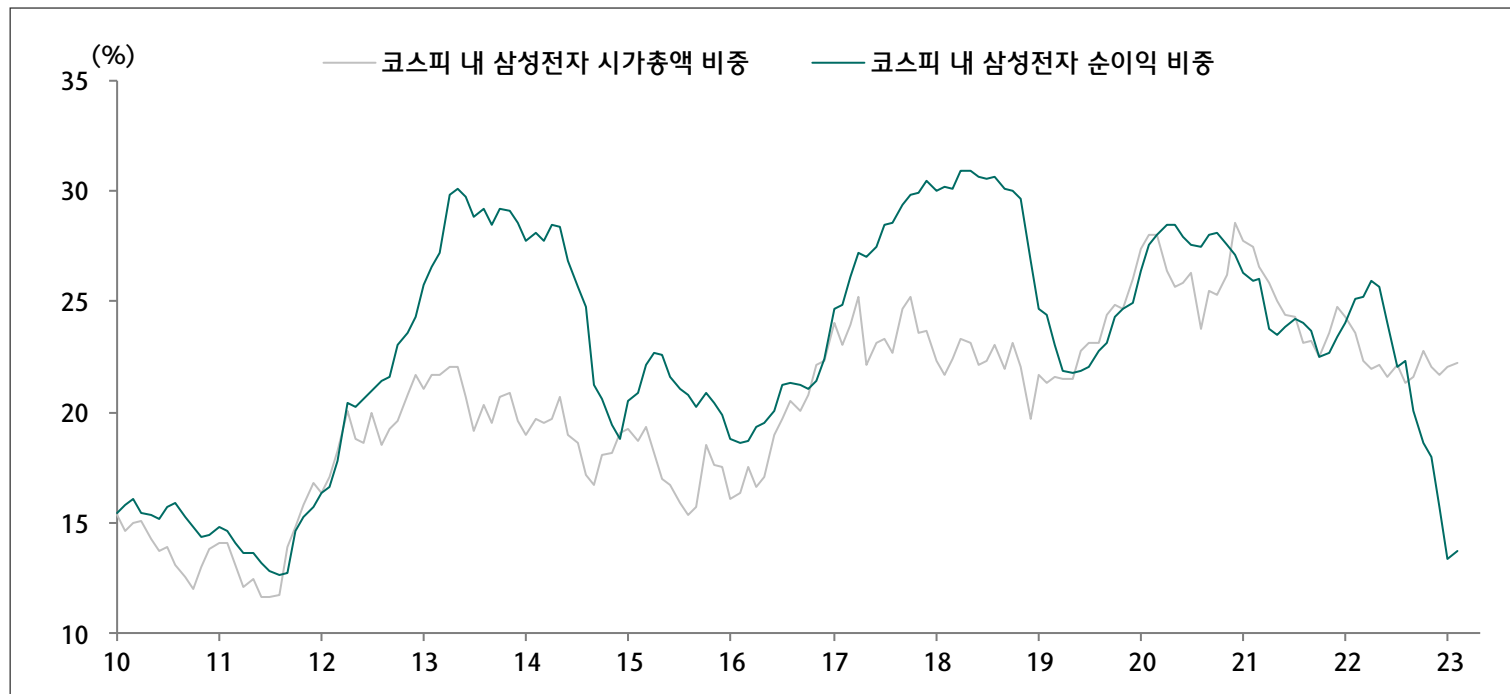


자료: Quantiwise, 하나증권

2014~15년 삼성전자 상단 제한

- 2014~15년 코스피 내 삼성전자 순이익 비중이 하락하면서 시가총액 비중은 15~20% 수준 유지: 당시 삼성전자 제외 코스피 순이익은 오히려 증가하면서 다른 기업들로 관심이 이동했던 시기
- 2023년 현재 삼성전자 순이익 비중 12%로 급감(2022년 36%), 현재 시가총액 비중은 22%. 최근 저점 21%~고점 24% 내에서 트레이딩 관점으로 접근

2014~15년 삼성전자 순이익 비중 하락, 시가총액 비중 박스권 형성, 2023년에도 유사한 흐름 전망

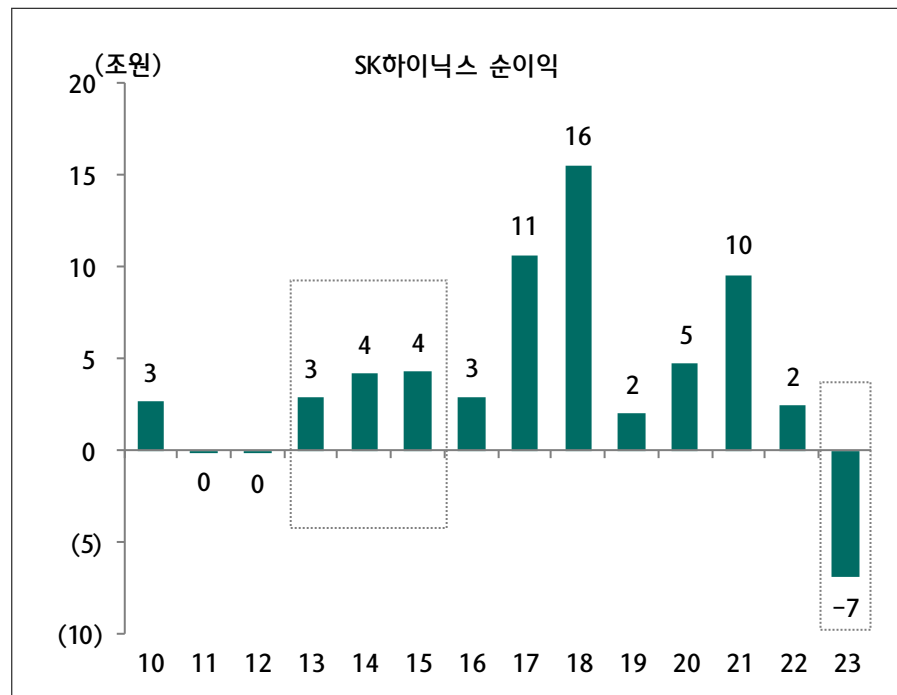


자료: Quantiwise, 하나증권

2014~15년 SK하이닉스의 이유 있는 강세

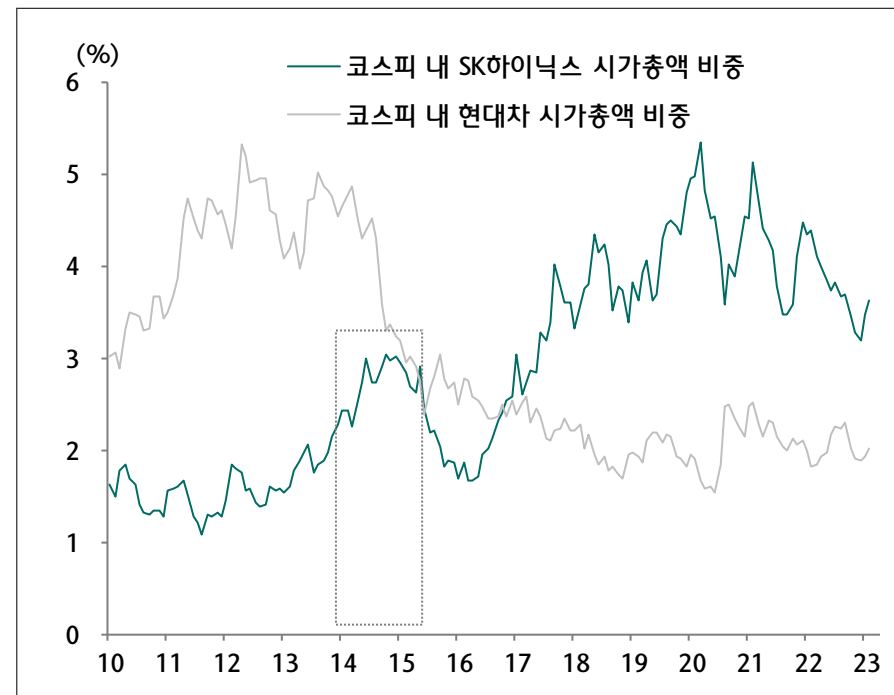
- 2014년~15년 SK하이닉스가 차별적으로 크게 부각됐던 시기: 당시 SK하이닉스의 순이익은 반도체 가격 상승을 기반으로 2년 연속 증가하며 4조원대 안착
- 2015년 시가총액이 37조원(2014년 1월 26조원), 시총 비중은 3%까지 상승하며 당시 시총 2위였던 현대차를 일시적으로 넘어섬
- 그러나 2023년 SK하이닉스 순이익은 6~7조원의 적자를 기록할 것으로 예상

2014~15년 차별적으로 SK하이닉스의 순이익은 증가



자료: Quantiwise, 하나증권

2015년 SK하이닉스 당시 시가총액 2위였던 현대차를 위협

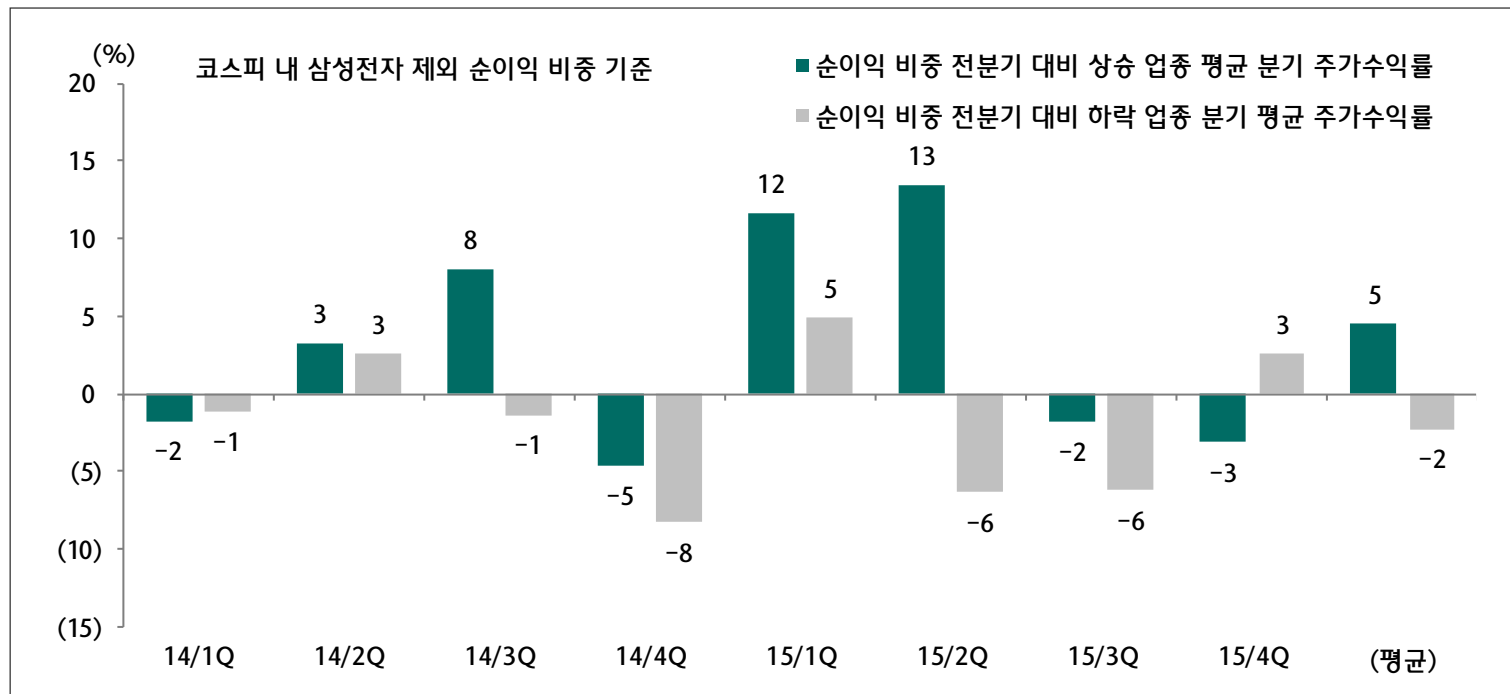


자료: Quantiwise, 하나증권

2014~15년: 순이익 비중 상승 업종이 증시를 주도

- 2014~15년 코스피 내 삼성전자 제외 순이익 기준으로 순이익 비중이 전분기 대비 상승했던 업종의 분기 평균 주가수익률은 +5%
- 반면 순이익 비중이 전분기 대비 하락했던 업종의 경우 -2%
- 삼성전자 주가 상단이 막히면, 업종이나 종목을 선택할 때 이익이 보다 중요해질 수 있음을 짐작

2014~15년, 삼성전자 제외 기준 순이익 비중 상승 업종 아웃퍼폼 확률과 주가수익률이 높았음

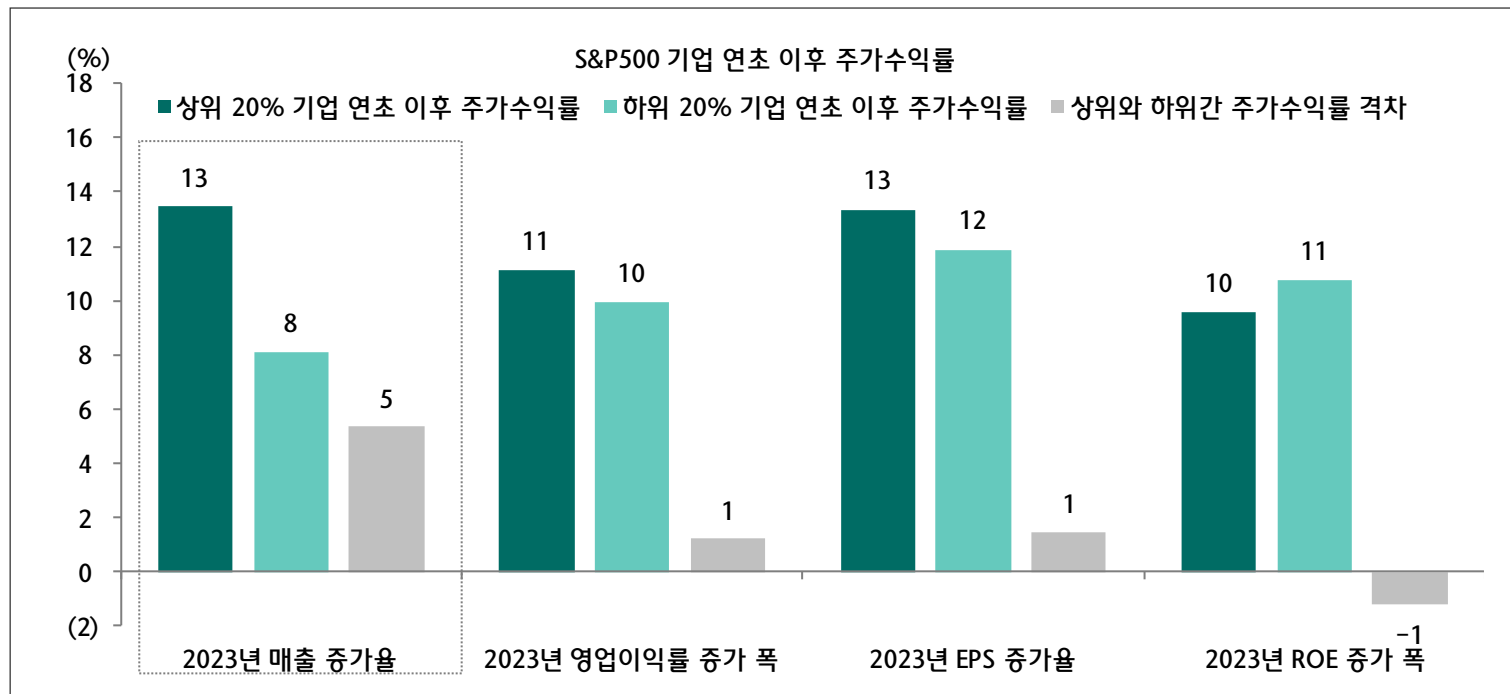


자료: Quantiwise, 하나증권

2023년 주가 차별화 이익 변수: 매출 성장

- S&P500지수 내 기업 구분: 2023년 전망치 기준 매출 증가율, 영업이익률 전년대비 증가 폭, EPS 증가율, ROE 전년대비 증가 폭
- 2023년 매출 증가율 기준 추정치 상위 20%와 하위 20%간의 주가수익률 격차가 영업이익률, EPS, ROE 기준 대비 상대적으로 큼
- 이는 현재 증시에서는 외형 성장 여부가 가장 중요하다는 의미

매출 증가 여부가 주가수익률에 가장 크게 영향을 주고 있음

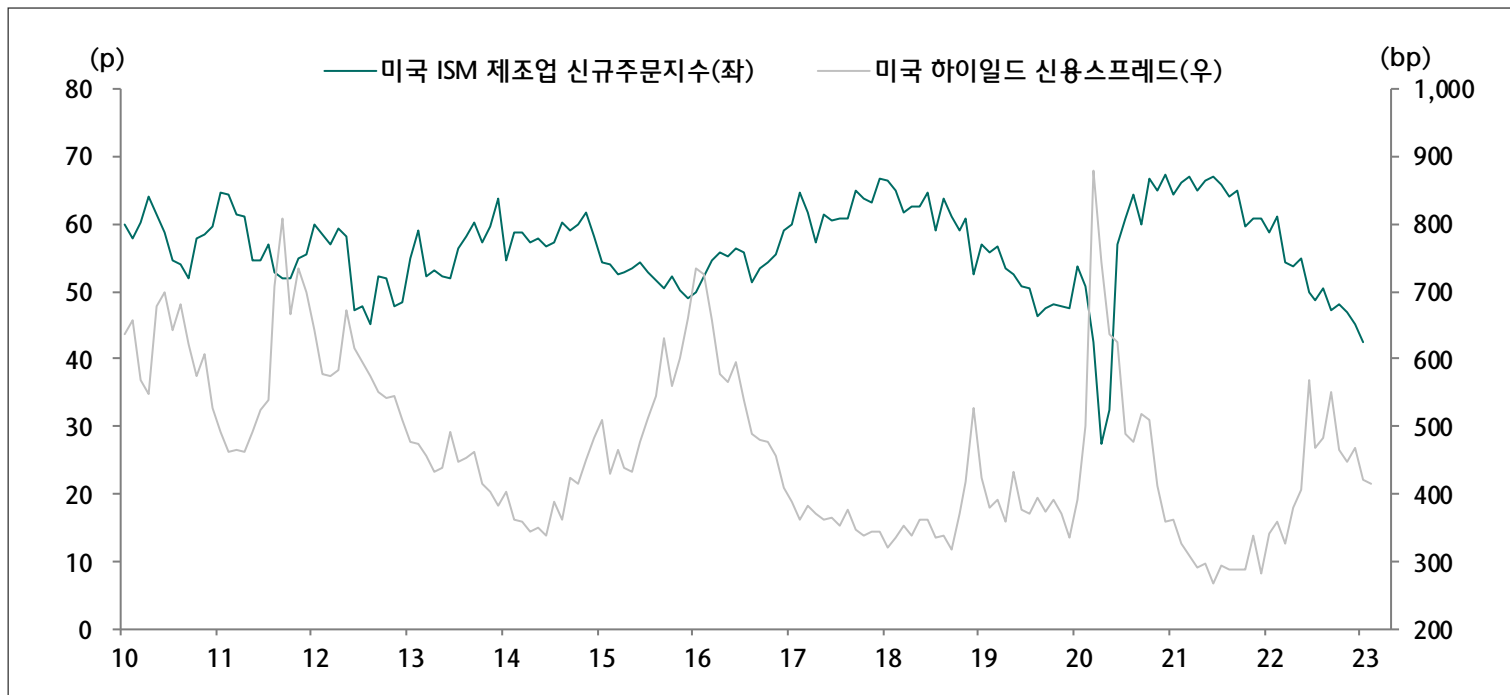


자료: S&P Capital IQ, 하나증권

2023년 매출 성장에 프리미엄을 주는 이유

- 미국 하이일드 신용스프레드는 570bp에서 현재 400bp 초반대로 하락 → 주가 할인율 하락으로 해석 가능
- 그러나 ISM 제조업 신규주문지수는 42.5p로 5개월 연속 하락하며 침체 국면 지속

미국, 주가 할인율은 하락했지만 외형성장에 대한 기대가 높아지기 어려운 환경

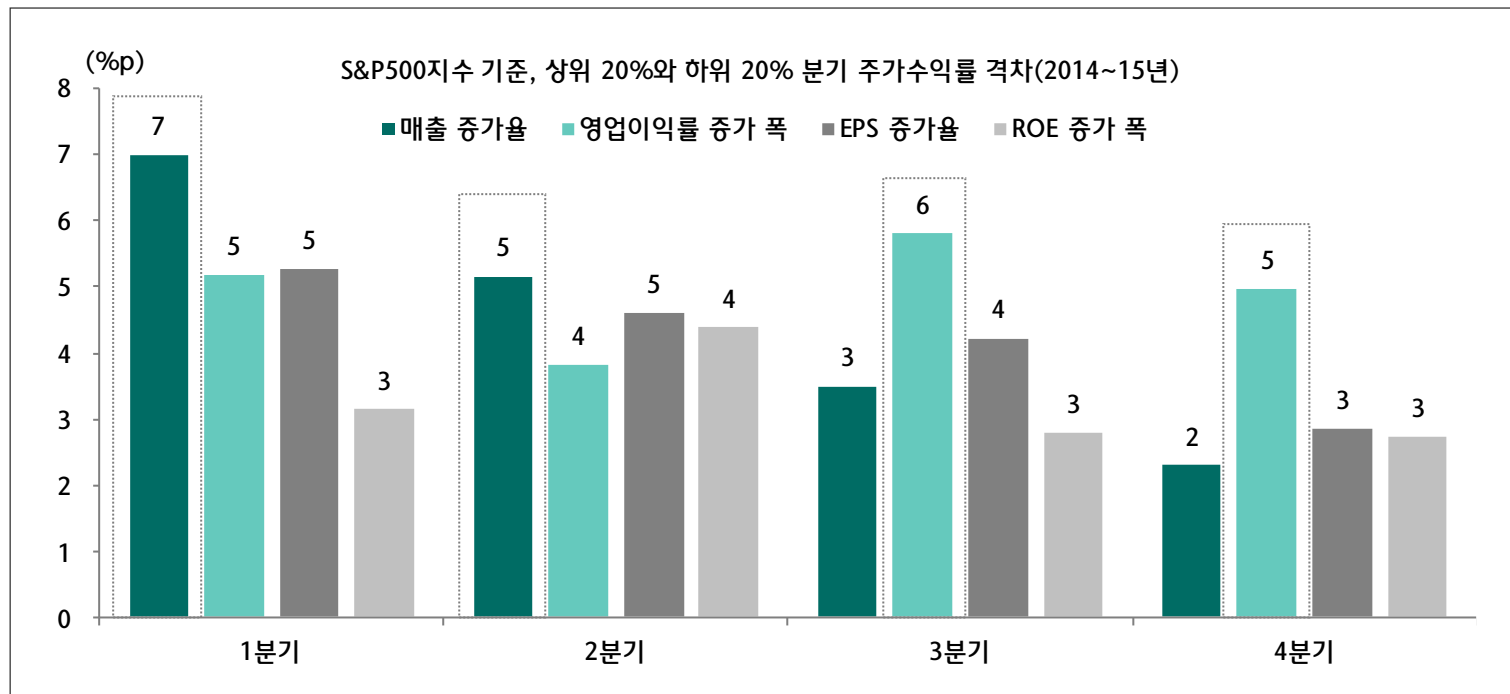


자료: Bloomberg, 하나증권

2014~15년 미국: 상반기 매출 → 하반기 영업이익률로 관심 이전

- 연준 긴축통화정책 실행 시기였던 2014~15년을 비교해 보면
- 이익 변수 기준 상위 20%와 하위 20% 기업간의 1~2분기 주가수익률은 매출 증가율로 차별화
- 한편 3~4분기는 영업이익률 증가 폭으로 주가 차별화 현상이 나타남

2014~15년 상반기는 매출 증가율로, 하반기는 영업이익률 개선 폭으로 주가 차별화

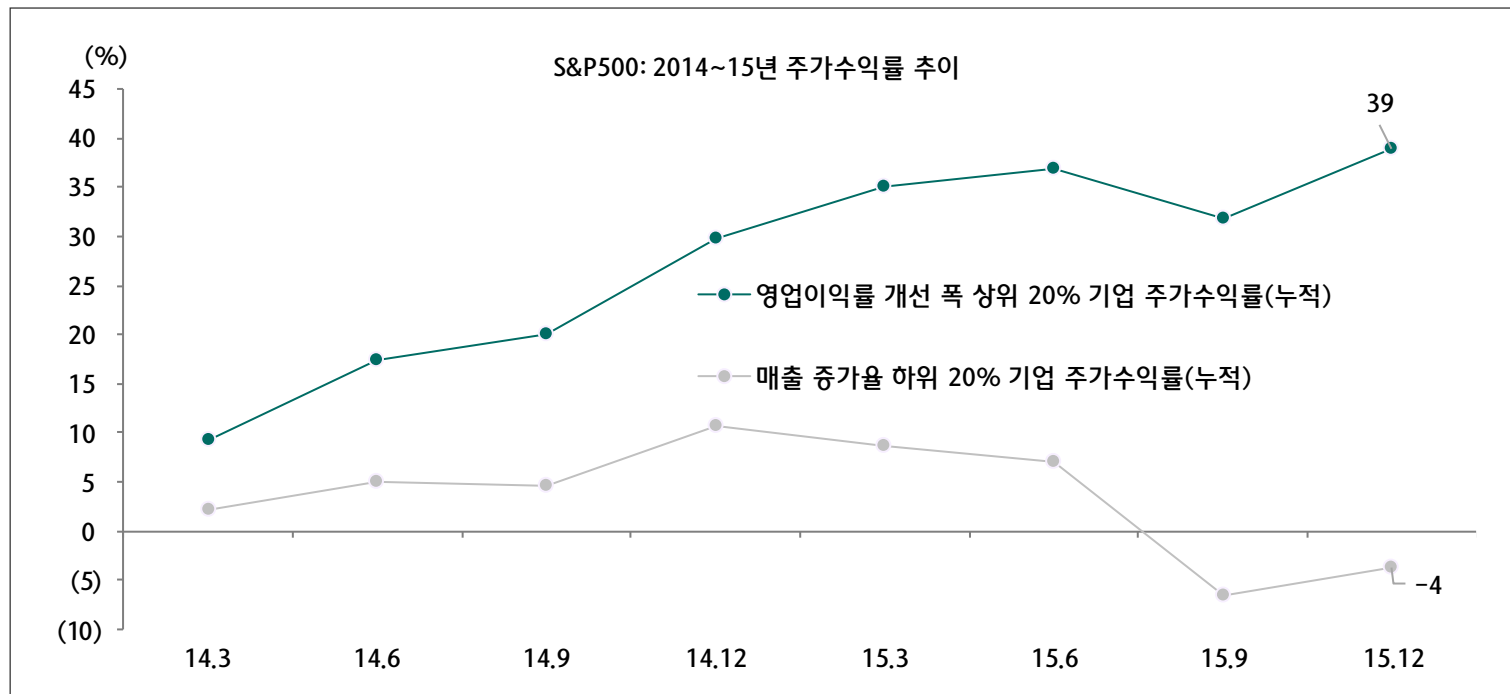


자료: S&P Capital IQ, 하나증권

2014~15년 미국: 영업이익률 상위 Long ↔ 매출증가율 하위 Short 전략

- 2014~15년 S&P500지수 전체 국면을 보면, 영업이익률 개선 폭 상위 20% 매수(Long)
- 매출 증가율 하위 20% 매도(Short) 성과가 유효했던 시기

2014~15년 미국 증시: 영업이익률 개선 폭 상위 20% 매수 ↔ 매출 증가율 하위 20% 매도



자료: S&P Capital IQ, 하나증권

2023년 미국: 매출 증가율과 영업이익률 개선 폭 상위 20%에 속한 기업

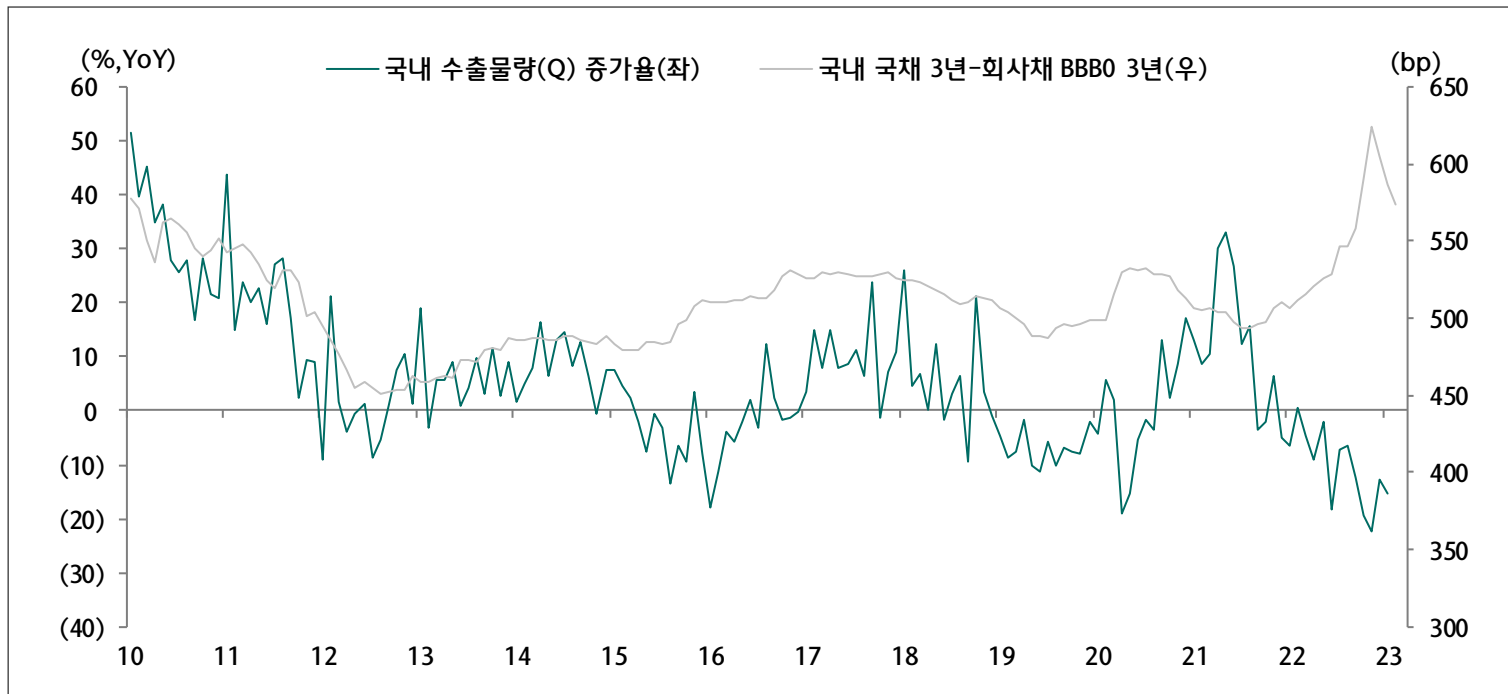
업종	종목	매출증가율 (2023년, %)	영업이익률(%)			주가수익률 (YTD, %)	52주 고점 대비 현재 추가(%)
			2022년	2023년.E	증가폭(%p)		
S&P500		3.6	20.1	20.9	0.9	3.4	86
소프트웨어/서비스	서비스나우	22.3	10.9	32.3	21.4	9.6	71
	세리디언 HCM 홀딩	19.6	8.9	24.5	15.7	13.7	92
	시놉시스	15.9	24.4	36.5	12.0	13.5	93
	PTC	13.2	29.5	40.4	10.9	5.8	91
	페이콤 소프트웨어	23.6	30.8	41.3	10.5	-5.4	73
	케이던스 디자인 시스템	13.3	34.1	44.4	10.3	20.6	95
	젠 디지털	22.6	46.8	53.1	6.3	-5.9	67
	IBM	42.1	20.4	24.8	4.5	-7.3	85
소비자서비스	노르웨이안 크루즈 라인	76.0	-13.0	22.6	35.7	34.0	70
	카니발	72.1	-13.7	20.0	33.8	31.4	49
	라스베이거스 샌즈	110.5	6.2	37.3	31.2	16.8	93
	로얄 캐리비안 크루지스	45.9	7.3	28.6	21.3	42.0	80
	원 리조츠	47.6	10.9	25.8	14.9	28.0	94
운송	아메리칸 에어라인스 그룹	16.3	8.4	12.7	4.4	22.3	73
	사우스웨스트 에어라인스	26.0	9.3	13.5	4.2	-0.3	67
	델타 에어라인스	34.6	11.2	15.2	4.0	13.7	81
자본재	유나이티드 렌탈스	20.4	31.1	48.0	16.9	26.7	96
	보잉	18.9	2.5	6.8	4.3	4.0	90
미디어/엔터	액티비전 블리자드	25.7	24.8	38.4	13.5	0.4	94
	테이크-투 인터랙티브	24.4	15.7	20.4	4.7	5.0	66
IT 하드웨어/장비	아리스타 네트워크	25.7	36.3	41.8	5.5	11.7	93

자료: S&P Capital IQ, 하나증권

2023년 국내도 매출 성장에는 프리미엄이 붙을 수 있음

- 국내 신용스프레드는 2022년 11월 620bp를 정점으로 현재 570bp까지 하락 → 주가 할인율 하락으로 해석 가능
- 그러나 국내 수출물량(Q) 증가율(YoY)은 11개월 연속 (-)마이너스를 기록

국내, 주가 할인율은 하락했지만 외형성장에 대한 기대가 높아지기 어려운 환경

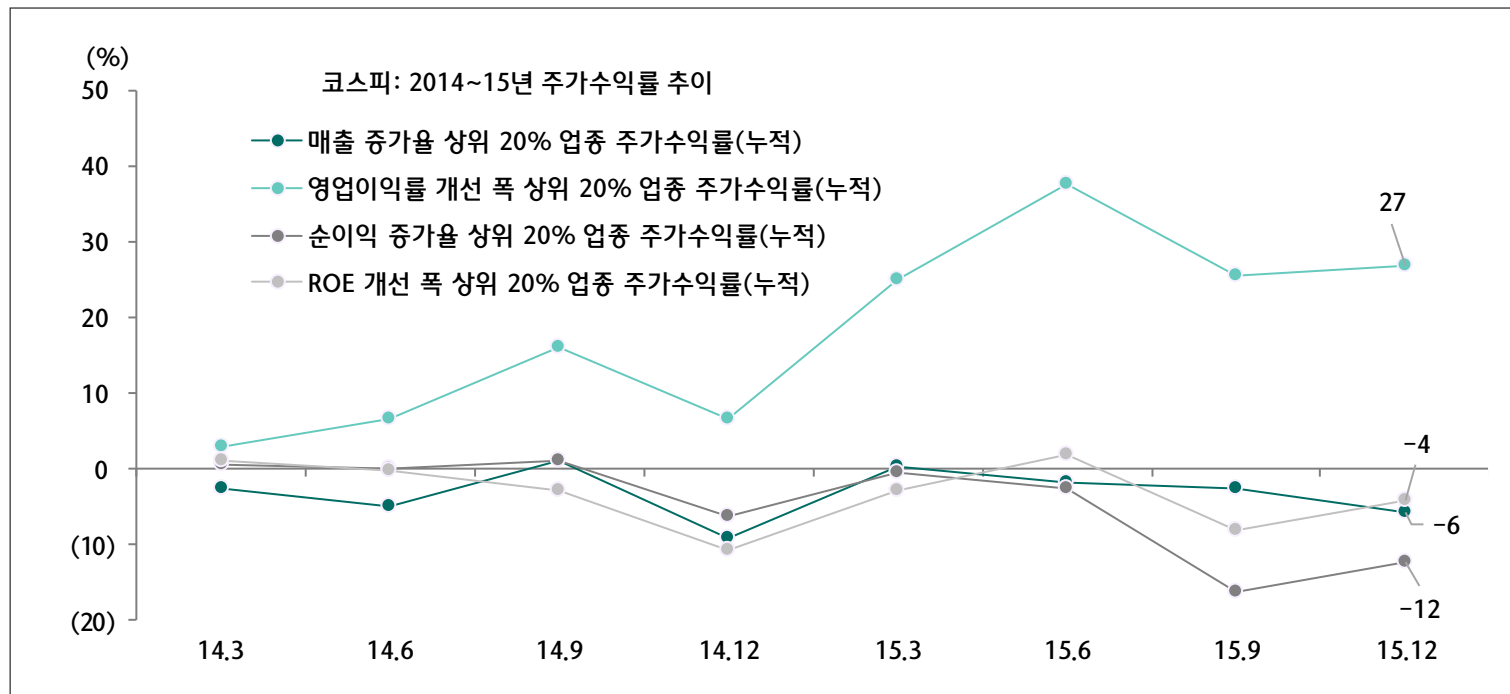


자료: Bloomberg, 하나증권

2014~15년 국내는 영업이익률 개선 폭이 가장 중요한 변수

- 연준 긴축통화정책 실행 시기였던 2014~15년을 비교해 보면
- 국내 증시에서는 영업이익률 개선 폭 상위 20% 업종의 주가수익률(누적: +27%)이 가장 높았음
- 매출(-6%)과 순이익(-12%) 증가율 그리고 ROE(-4%) 상위 20% 업종의 주가수익률은 상대적으로 부진

2014~15년 국내는 영업이익률 개선 폭이 주가 차별화에 가장 중요한 영향을 줌



자료: Quantiwise, 하나증권

국내 기업, 매출 성장이 마진 개선을 의미 하지 않음

연도	S&P500지수			KOSPI		
	매출증가율 (%)	영업이익률 개선폭(%p)	주가수익률 (%)	매출증가율 (%)	영업이익률 개선폭(%p)	주가수익률 (%)
2008년	6.8	-3.4	-38.5	24.0	-2.2	-40.7
09년	-14.3	-3.3	23.5	-0.3	0.2	49.7
10년	6.3	2.3	12.8	31.6	1.2	21.9
11년	10.0	0.4	0.0	48.7	-1.3	-11.0
12년	5.6	-0.9	13.4	9.7	-0.8	9.4
13년	4.0	0.2	29.6	-1.4	-0.2	0.7
14년	2.6	1.3	11.4	2.4	-0.2	-4.8
15년	-1.7	-1.4	-0.7	-5.1	0.9	2.4
16년	0.1	0.2	9.5	2.3	0.8	3.3
17년	5.8	1.4	19.4	8.8	1.4	21.8
18년	9.6	-0.1	-6.2	5.3	-0.3	-17.3
19년	4.3	0.6	28.9	2.4	-2.6	7.7
20년	-2.4	-2.3	16.3	-1.7	0.3	30.8
21년	11.6	3.4	26.9	17.3	2.6	3.6
22년	15.2	-0.8	-19.4	19.2	-2.3	-24.9
23년. 전망	3.6	0.9	6.2	-18.4	-0.5	9.8
평가	매출 증가 년도	0.4	매출과 마진 연관성 높음	매출 증가 년도	-0.3	매출과 마진 연관성 낮음
	매출 감소 년도	-2.4		매출 감소 년도	0.3	
					매출 증가 & 마진 하락	KOSPI 연 평균 수익률

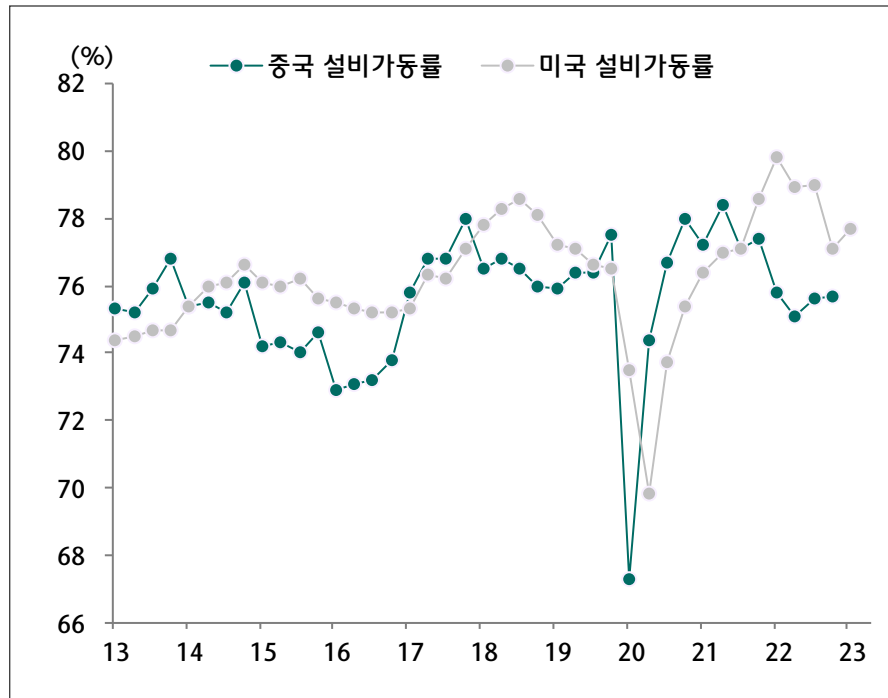
자료: Bloomberg, Quantwise, 하나증권

- S&P500지수는 매출 증가 시 영업이익률도 전년대비 상승
- 그러나 코스피는 매출 증가 시 영업이익률이 오히려 전년대비 하락한 경우가 많은 편
- 미국 기업은 브랜드 밸류가 높고, 글로벌 밸류 체인 상단을 형성
- 반면 국내 기업은 브랜드 밸류보다는 중간재/대량 납품 구조로 형성
- 국내 기업들의 경우 주로 글로벌 밸류 체인 중/하단을 구성하고 있기 때문에 매출 성장이 마진 개선으로 이어지지 못하는 경우가 많음

국내 매출 개선 트리거(Trigger): 글로벌 제조업 지표 반등

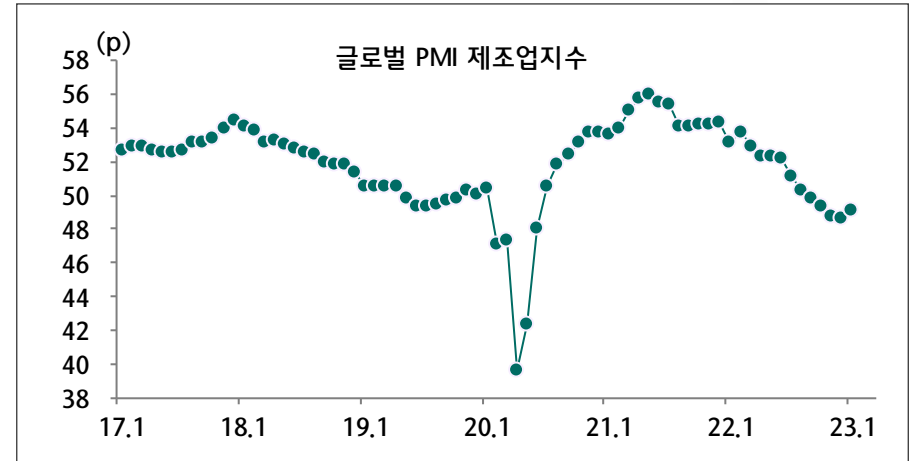
- 중국 설비가동률 2022년 2분기 저점으로 반등 지속. 미국은 2022년 12월 저점으로 반등
- 글로벌 PMI 제조업지수, 침체 국면이긴 하지만 반등
- 국내 매출 추정치 변화율은 글로벌 PMI 제조업지수에 민감

미국과 중국 가동률 동반 반등

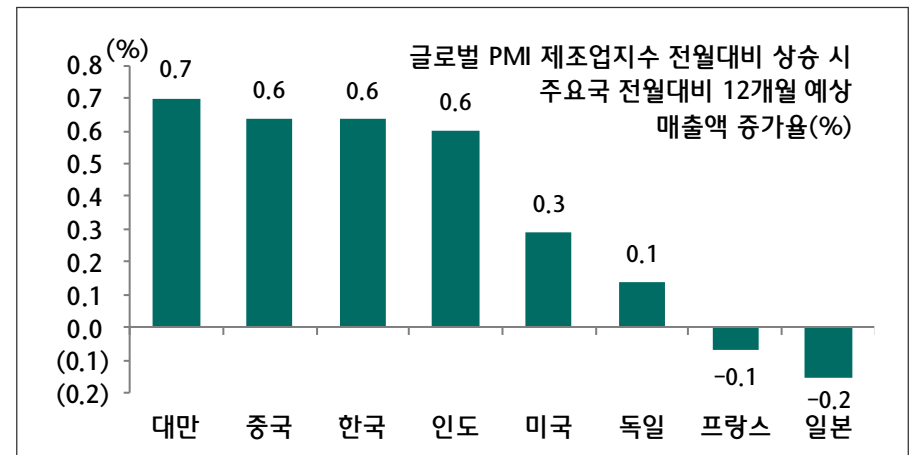


자료 : Bloomberg, 하나증권

글로벌 PMI 제조업지수, 침체 국면이긴 하지만 반등



국내 매출, 글로벌 PMI 제조업지수 변화에 민감한 편



자료 : Bloomberg, 하나증권

[선별 조건 1] 매출 증가 시 영업이익률 개선 폭이 큰 업종

- 글로벌 PMI제조업지수 전월 대비 상승 시 전월대비 매출 추정치 상향 조정 폭이 큰 업종
- 동시에 영업이익률 추정치도 전월 대비 동반 상향 조정되는 업종에 관심
- 국내 26개 업종 중 IT하드웨어, 반도체, IT가전, 자동차, 에너지, 화학, 디스플레이, 유틸리티, 운송, 소프트웨어, 철강, 건설, 미디어

글로벌 PMI제조업지수 상승 시 매출과 영업이익률 추정치 동반 상향 조정 업종

업종	글로벌 PMI제조업지수 전월대비 상승 시	
	전월대비 매출액 추정치 변화율(%)	전월대비 영업이익률 추정치 개선폭(%p)
IT하드웨어	1.42	0.04
반도체	1.24	0.36
IT가전	1.16	0.10
자동차	0.59	0.02
에너지	0.55	0.02
화학	0.55	0.06
디스플레이	0.40	0.14
유틸리티	0.38	0.05
운송	0.27	0.04
소프트웨어	0.25	0.02
철강	0.21	0.01
건설	0.21	0.00
미디어,교육	0.17	0.01

주) 2008년 이후 월간 기준
자료: Quantiwise, 하나증권

[선별 조건 2] 2023년 삼성전자를 제외한 순이익 기준, 비중 상승 업종

구분	업종	삼성전자 제외 순이익 비중(%)			
		2022년 1분기	2022년 2분기	2023년 1분기.E	2023년 2분기.E
2023년 순이익 비중 상승 업종	자동차	7.9	14.3	17.8	19.3
	상사, 자본재	8.9	5.7	9.5	10.1
	운송	9.5	10.0	6.2	8.8
	화학	5.3	4.4	4.4	5.2
	철강	6.6	6.4	3.6	5.1
	IT가전	4.3	1.4	4.1	4.5
	소프트웨어	4.8	1.6	2.9	3.2
	건설	2.1	3.0	2.5	2.7
	화장품, 의류	2.8	2.3	2.2	2.6
	필수소비재	2.7	2.8	2.3	2.4
	건강관리	1.9	2.4	1.7	1.8
	IT하드웨어	1.8	1.8	0.9	1.0
	비철, 목재	1.1	1.7	0.6	0.8
	조선	적자	적자	0.0	0.7
	미디어, 교육	0.1	0.4	0.3	0.5
2023년 순이익 비중 하락 업종	호텔, 레저	적자	적자	0.3	0.4
	은행	14.0	13.0	22.7	20.1
	에너지	6.4	9.0	3.8	3.2
	통신서비스	1.8	1.6	3.3	3.2
	기계	1.1	0.9	1.7	1.6
	증권	4.3	3.0	4.3	1.6
	소매(유통)	2.5	0.6	1.2	0.9
	반도체 ex-삼성전자	6.1	8.3	적자	적자
	디스플레이	0.0	적자	적자	적자
	유틸리티	적자	적자	적자	적자
	보험	3.9	5.5	3.6	-

- 2014~15년 삼성전자를 제외한 순이익에서 비중이 상승하는 업종이 상대적으로 높은 주가수익률을 기록했다는 경험을 적용
- 삼성전자를 제외한 순이익 기준으로 비중이 상승하는 업종과 매칭 전략 필요
- [선별 조건 1] 글로벌 PMI제조업 지수 상승 시 매출과 영업이익을 추정치 동반 상향 조정에도 해당하는 업종: 자동차, 운송, 화학, 철강, IT가전, 소프트웨어, 건설, IT하드웨어, 미디어

[멀티버스 포트폴리오 구성]

- 자동차, 운송, 화학, 철강, IT가전, 소프트웨어, 건설, IT하드웨어, 미디어 업종 내
- 매출 증가 시 영업이익률 개선 폭이 크고, 코스피 내 삼성전자를 제외한 순이익에서 이익 비중이 상승하는 종목 비중 확대
- LG화학, 삼성SDI, 기아, POSCO홀딩스, 카카오, 현대모비스, HMM, 엔씨소프트, 롯데케미칼, 한국조선해양, 현대오트이버, JYP Ent. 한솔케미칼, KCC, 한국카본, DL건설

업종	종목	매출 상승 시 영업이익률 변화 폭 중간값(QoQ, %p)	매출증가율 (2023, %)	영업이익률 (2023, %)	삼성전자 제외 순이익비중(%)			
					2022.03	2022.06	2023.03	2023.06
화학	LG화학	0.6	21.7	5.5	1.46	1.40	1.38	1.94
IT가전	삼성SDI	1.4	19.1	9.2	0.76	0.83	1.27	1.73
자동차	기아	0.1	5.6	8.8	2.19	4.01	5.74	6.14
철강	POSCO홀딩스	0.1	1.1	6.0	3.64	3.38	1.94	3.17
소프트웨어	카카오	0.3	15.5	8.8	2.77	0.14	0.42	0.51
자동차	현대모비스	0.5	10.8	4.5	1.10	1.64	2.46	2.80
운송	HMM	4.4	-48.8	21.8	6.65	6.25	2.24	6.16
소프트웨어	엔씨소프트	5.8	0.8	20.4	0.36	0.25	0.21	0.34
화학	롯데케미칼	0.5	0.1	1.0	0.22	0.09	적자	0.22
조선	한국조선해양	0.1	29.3	4.1	적자	적자	0.13	0.30
소프트웨어	현대오트이버	0.2	10.7	5.3	0.04	0.05	0.08	0.11
미디어,교육	JYP Ent.	2.2	24.0	29.4	0.04	0.03	0.06	0.06
화학	한솔케미칼	1.4	10.7	22.6	0.09	0.10	0.14	0.15
건설	KCC	1.2	2.1	6.7	0.01	0.36	0.18	0.23
조선	한국카본	2.2	42.1	11.3	0.01	0.02	0.05	0.05
건설	DL건설	1.0	14.9	4.4	0.01	0.04	0.04	0.07

주) 매출 상승 시 영업이익률 변화 폭 중간값(QoQ, %p)은 2008년 이후 기준

자료: Quantiwise, 하나증권