

# 퀀트전략

Buy company, Not economy



# CONTENTS

<b>[요약] Buy company, Not economy</b>	<b>3</b>
<b>I. 물가 상승률 둔화 ≠ 주가 상승</b>	<b>4</b>
<b>II. 스타일 전망</b>	<b>38</b>
<b>III. 투자 아이디어</b>	<b>48</b>
[Quant Pick #1] 피크아웃 우려가 적은 실적주	54
[Quant Pick #2] 미리 투자한 기업	57
[Quant Pick #3] 자금 사정이 여유로운 저평가 기업	62
<b>IV. Appendix</b>	<b>63</b>

# [요약] Buy company, Not economy

## 물가 상승률 둔화 ≠ 주가 상승

- 경제 성장률보다 물가 상승률이 높은 국면이 지속. 경험적으로 경제 성장률과 물가 상승률 스프레드가 주가 방향성을 결정
- 물가 상승률 둔화로 통화 긴축에 대한 부담은 낮아질 수 있지만 기업 매출에 부정적 영향이 더 크다고 판단. 판매가격(P) 상승은 제한적이고 판매량(Q)을 증가시키기 어렵기 때문→매출 컨센서스 하락 및 매출원가율 상승에 유의(이익사이클 후반부)
- 매출 개선이 제한적인 환경에서 재고 부담은 지속. 국내 기업들의 재고자산 회전율(=매출액/재고자산)은 사상 최저 수준으로 올해 4분기~내년 상반기 재고 소진 사이클에서 실적 둔화 폭이 예상보다 커질 수 있음
- 실적 개선을 동반한 지수의 추세적인 상승보다는 업종, 종목 차별화 장세에 대비하는 전략이 유리

## 스타일 전망: 상반기 중소형성장주, 하반기 대형가치주

- **중소형주 vs 대형주**: 경기 침체 위험 및 신용위험 증가로 대형주 선호 현상이 강화. 과거 90년대 중반 일본 대형주 강세와 유사
- 내년 하반기 경기 회복에 따른 실적 개선 기대감이 높아질 때 대형주가 유리. 그러나 신용위험 지표 안정화 시 가격 및 밸류에이션 매력은 높은 중소형주가 유리할 가능성. 대형주-중소형주간 로테이션은 빈번할 전망
- **성장주 vs 가치주**: 금리 상승에 따른 멀티플 축소로 성장주 부진이 지속. 유동성 환경 감안하면 성장주의 강한 반등은 제한적
- 경기 및 이익 사이클로 보면 가치주가 유리한 선택이지만 내년 하반기 회복을 기대하는 장기적 관점에서 접근할 필요
- 금리의 추가적인 상승은 제한적이고, 이미 높아진 금리 수준에서는 밸류에이션에 미치는 영향력이 둔화→가치주 추세적 강세 제한
- 내년 상반기 기업 실적 둔화 국면에서 성장주가 프리미엄을 받기 유리한 환경이 전개될 가능성 높음

## 투자 아이디어

- **1) 피크아웃 우려가 적은 실적주**: 포스코케미칼, LS ELECTRIC, 두산 / LG에너지솔루션, 엔씨소프트, GS리테일, 에스원, 농심 등
- **2) 미리 투자한 기업**: 삼성바이오로직스, 삼성SDI, 씨에스윈드, 오스템임플란트, 휴젤, 솔루스첨단소재, 클래시스, 나노신소재 등
- **3) 자금 사정이 여유로운 저평가 기업**: 기아, 삼성전기, 삼성엔지니어링, 오리온, DB하이텍, 솔브레인, 대덕전자 등

I

—

물가 상승률 둔화  $\neq$  주가 상승

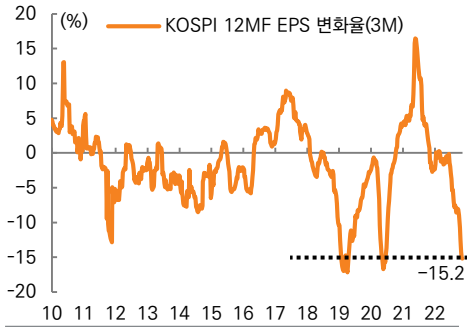


# 2022년 리뷰: 역금용장세와 역실적장세의 중간국면

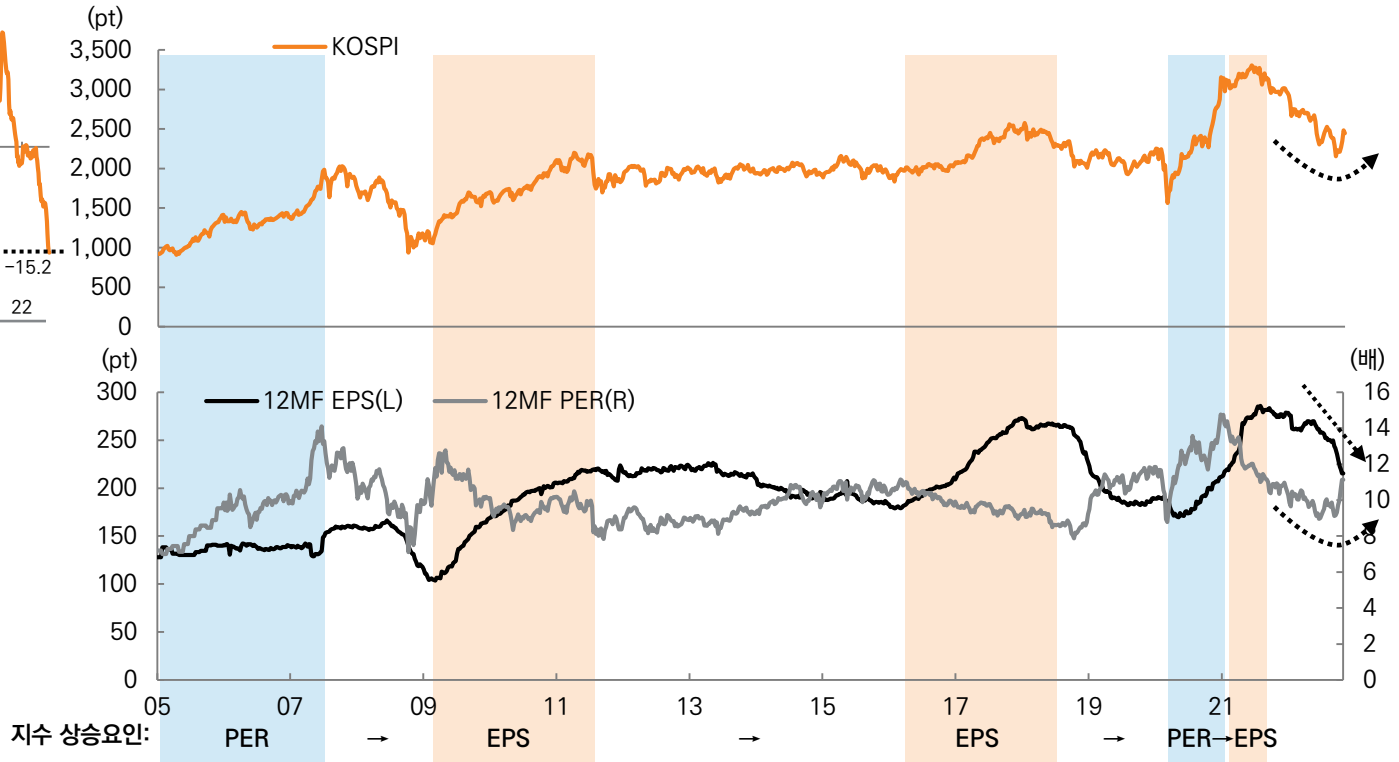
주가 상승률 =  
EPS 변화 x PER 변화

- 2022년 KOSPI, KOSDAQ은 -17.9%, -29.2% 하락(11/18 종가 기준)
- 기업 이익모멘텀 둔화 지속. KOSPI 12개월 선행 EPS 변화율은 12개월 연속 (-) 기록
- 금리 및 할인율 상승으로 밸류에이션은 9월 말까지 하락세가 지속. 실적 컨센서스의 급격한 하향 조정 및 외국인 순매수로 9월 말 이후 밸류에이션 상승. 연초: 11.0배 → 9월 말: 9.1배 → 현재: 11.1배
- 역금용장세(금리 ↑, 실적 ↗, 주가 ↓)와 역실적장세(금리 ↘, 실적 ↓, 주가 ↘)의 중간 국면이 진행

KOSPI 12MF EPS 변화율 추이



KOSPI 12개월 선행 EPS, PER 추이



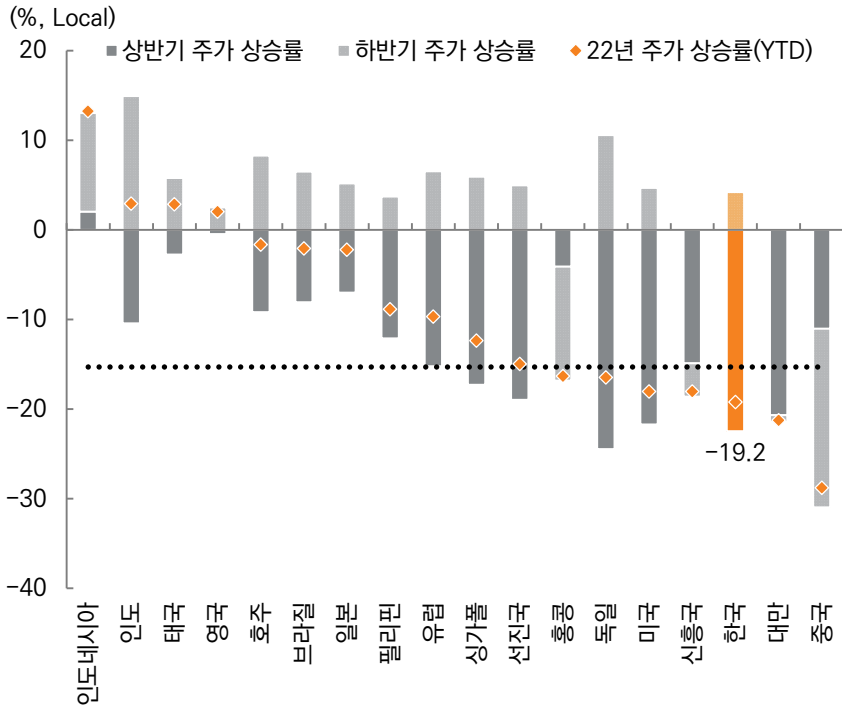
자료: Refinitiv, 미래에셋증권 리서치센터

# 2022년 리뷰: 글로벌 시장 대비 부진

## 중국, 대만, 한국 부진

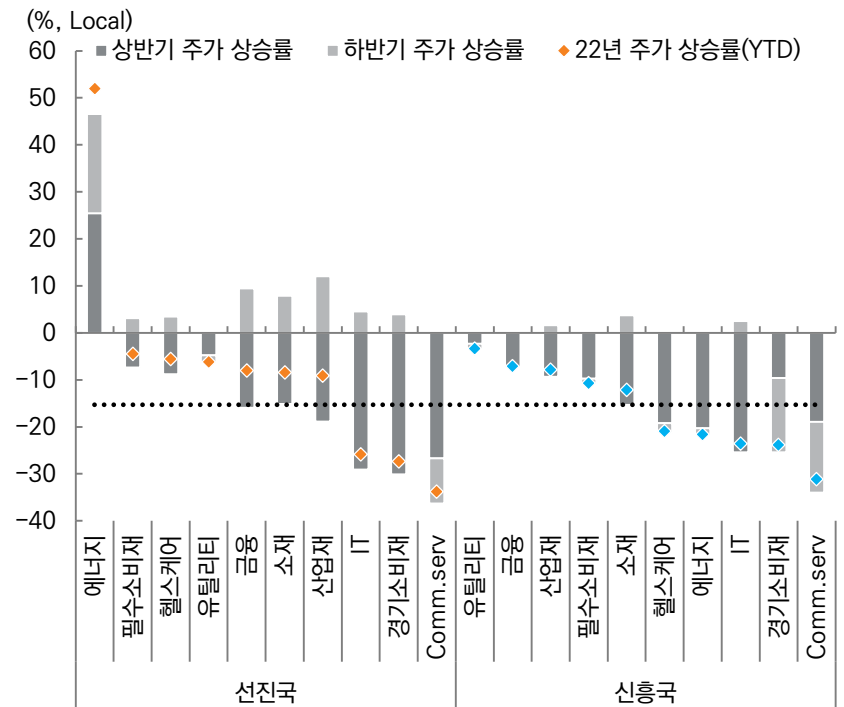
- 2022년 글로벌 증시는 부진했으나 하반기에 성과가 개선(상반기: -18.5%, 하반기: +3.9%). 이익모멘텀이 긍정적이었던 인도네시아, 인도의 주가 상승률이 긍정적
- 한국(MSCI Korea 기준)은 선진국, 신흥국 대비 모두 부진한 성과 기록
- 업종별로는 선진국 에너지 업종을 제외하고 주가 상승률은 모두 (-). 선진국, 신흥국 공통적으로 커뮤니케이션 서비스, 경기소비재, IT의 성과가 가장 부진
- 하반기에는 선진국 소재, 금융, 산업재의 성과가 개선되는 모습

선진국, 신흥국 국가별 2022년 주가 상승률



주1: 2022년 11월 18일(금) 종가 기준임  
 주2: 점선은 전세계(MSCI AC World) 2022년 주가 상승률(-15.3%)  
 자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

선진국, 신흥국 업종별 2022년 주가 상승률



주1: 2022년 11월 18일(금) 종가 기준임  
 주2: 점선은 전세계(MSCI AC World) 2022년 주가 상승률(-15.3%)  
 자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

# 2022년 리뷰: 업종별 주가 차별화

## 하반기

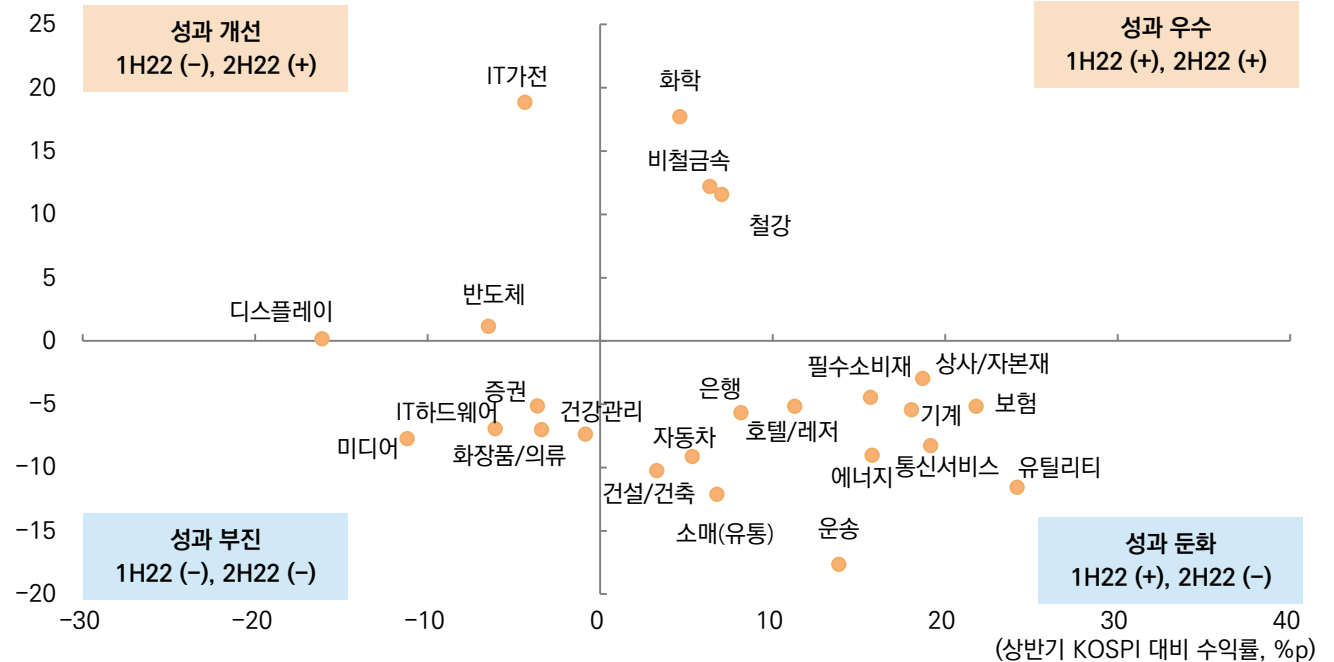
## KOSPI 아웃퍼폼 업종

: 26개 중 5개

- 화학(+1.6%, 절대수익률)을 제외하고 국내 증시는 전부 (-) 수익률 기록
- 코스피 대비로는 화학, 비철금속, 철강의 성과가 긍정적
- 상반기 코스피 대비 성과가 부진했지만 하반기 개선된 업종은 IT가전(2차전지), 반도체, 디스플레이
- 상반기 코스피 대비 성과가 양호했지만 하반기 둔화된 업종은 운송, 유통, 건설/건축, 자동차, 에너지, 유틸리티, 통신서비스 등

### 업종별 22년 상대성과(코스피 대비)

(하반기 KOSPI 대비 수익률, %p)



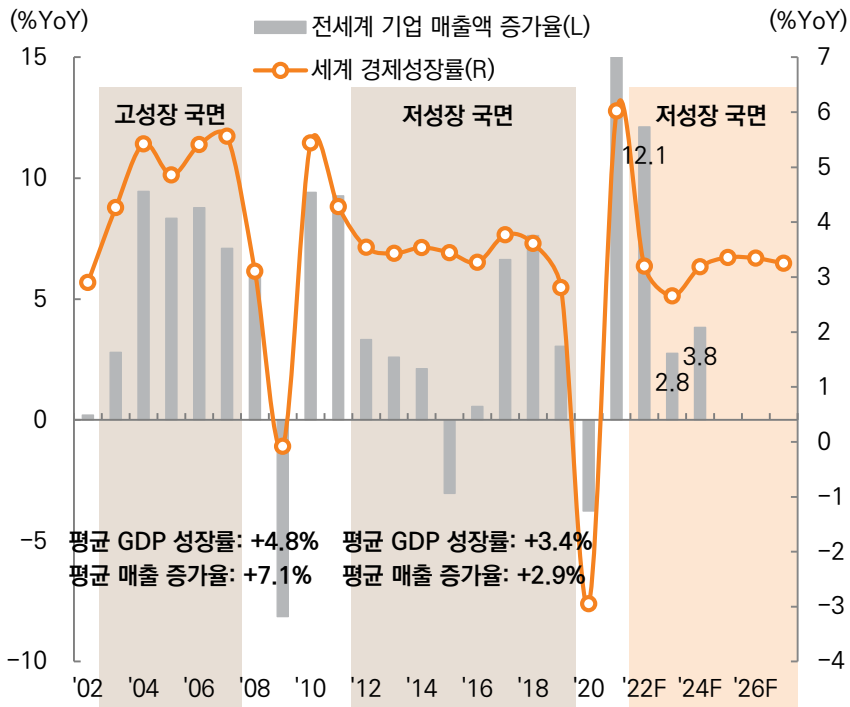
주: 2022년 11월 18일(금) 종가 기준임  
 자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

# 저성장 국면 = 매출 성장 둔화

## 저성장 국면 진입

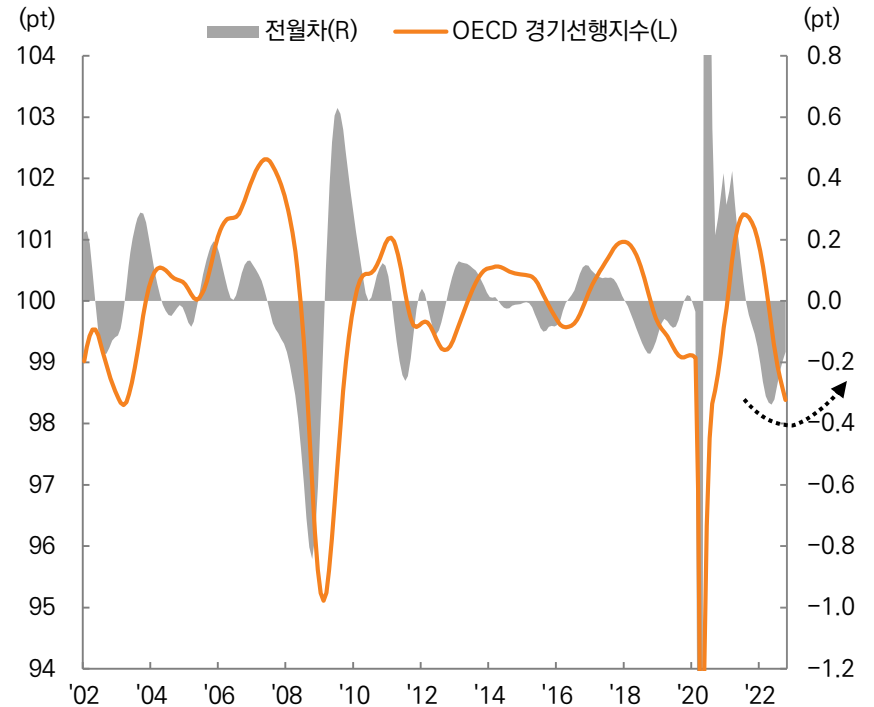
- 2022년부터 저성장 국면에 진입. 경제성장률 및 매출액 증가율이 둔화
- 세계 경제성장률 전망치도 하향 조정 지속. 22년, 23년 GDP 성장률은 21년 10월 +4.9%, +3.6%에서 22년 10월 +3.2%, +2.7%로 하향 조정(IMF 기준)
- 미국 22년, 23년 경제성장률은 각각 +1.6%, +1.0%, 중국은 +3.2%, +4.4% 전망
- OECD 경기선행지수는 21년 7월 이후 15개월 연속 하락. 과거 경험상 경기선행지수 하락세는 평균 21개월 지속. 2023년 중반 경기선행지수 바닥 확인 후 완만한 회복세 기대

전세계 매출액 증가율과 경제성장률 추이



자료: CEIC, IMF, Factset, 미래에셋증권 리서치센터

OECD 경기선행지수는 23년 중반 바닥 확인 후 완만한 회복 기대



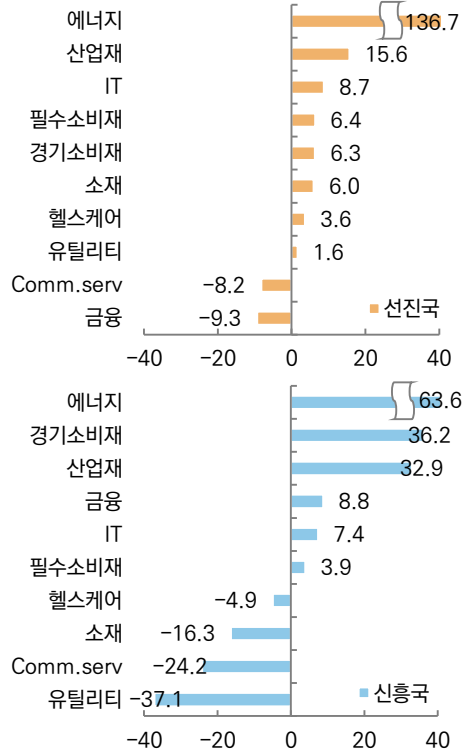
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

# 한국 실적 증가율 가장 낮은 수준 전망

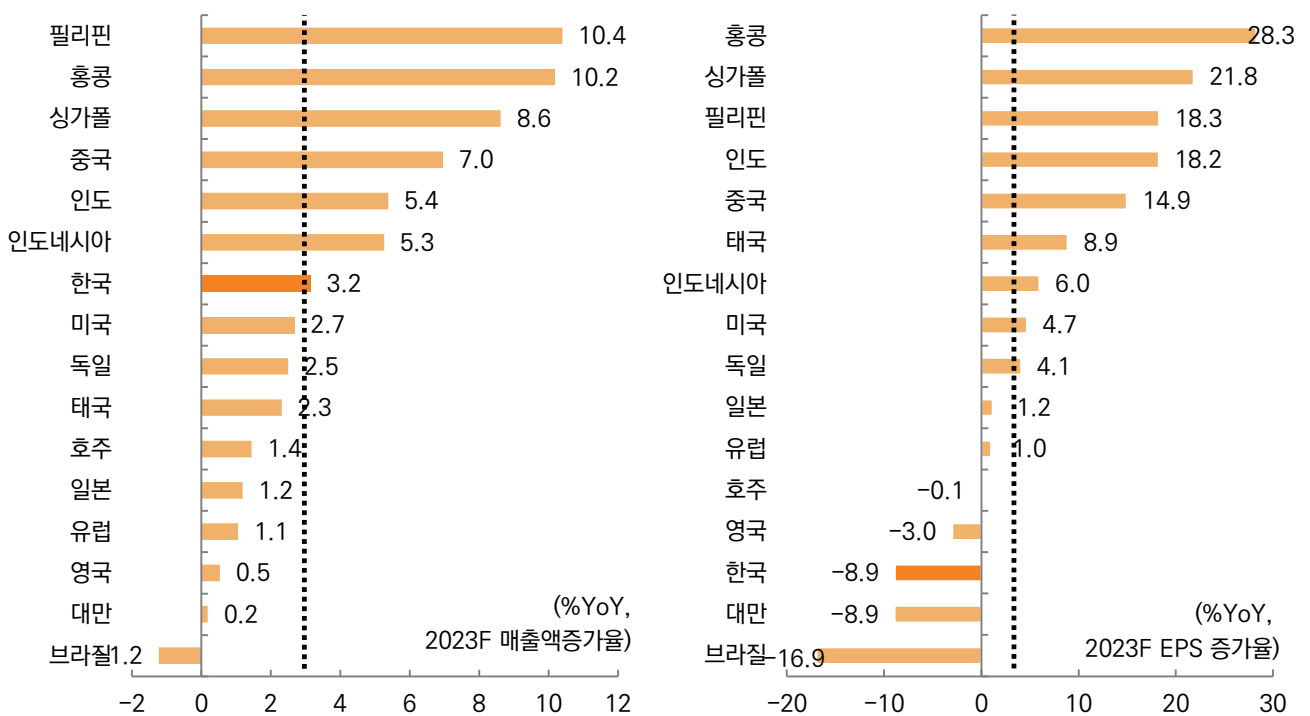
## 지역/국가, 업종별 실적 증가율 비교

- 전세계 기업들의 2023년 매출액, EPS 증가율 컨센서스는 각각 +2.9%, +3.4%
- 홍콩, 싱가포르, 필리핀, 인도, 인도네시아의 실적 증가율이 높을 것으로 기대
- 한국(MSCI Korea) 23년 매출액 증가율은 글로벌 평균 수준. 반면, EPS 증가율은 최하위권에 위치
- 업종별로 선진국은 에너지, 산업재, 신흥국은 에너지, 경기소비재, 산업재 업종의 EPS 증가율이 높을 것으로 예상

업종별 2023F EPS 증가율



지역/국가별 2023년 매출액, EPS 증가율 비교



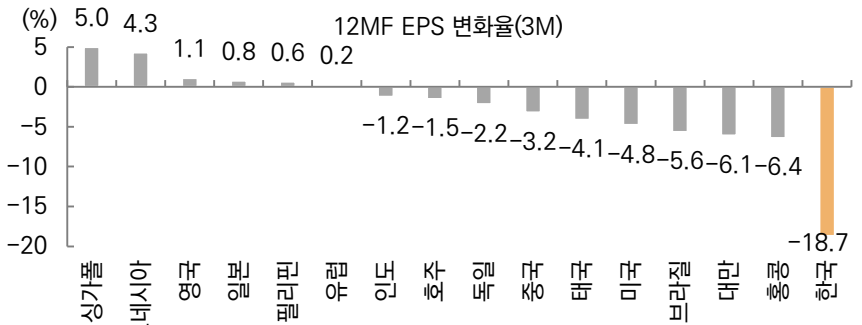
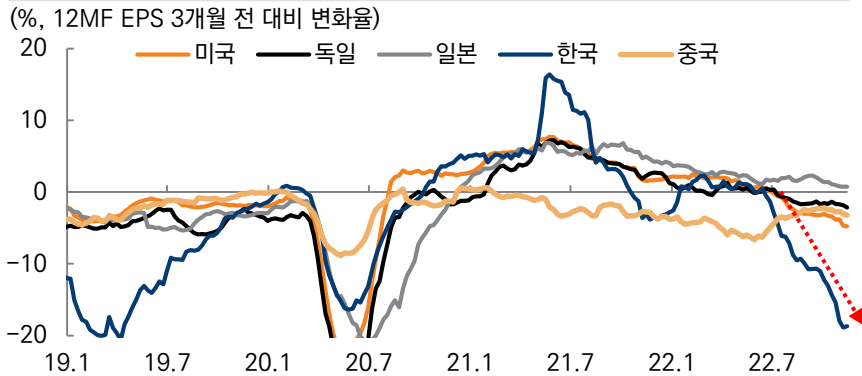
주: 점선은 전세계(MSCI AC World)의 2023년 매출액, EPS 증가율 수준, MSCI 기준  
 자료: Refinitiv, 미래에셋증권 리서치센터

# 전세계 기업들의 이익모멘텀: 한국이 가장 부진

## 한국, 홍콩, 대만, 미국 이익모멘텀 부진

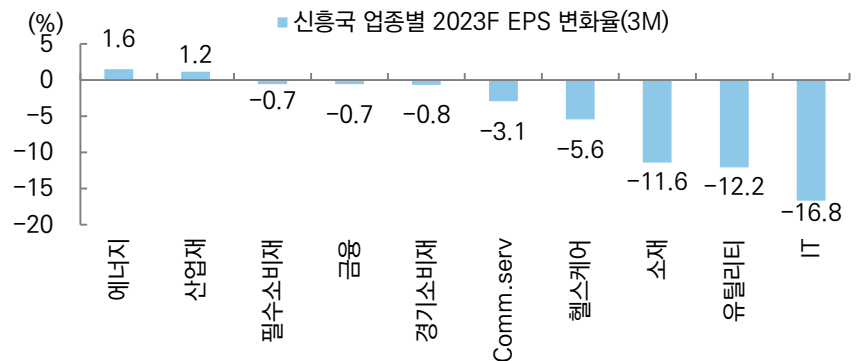
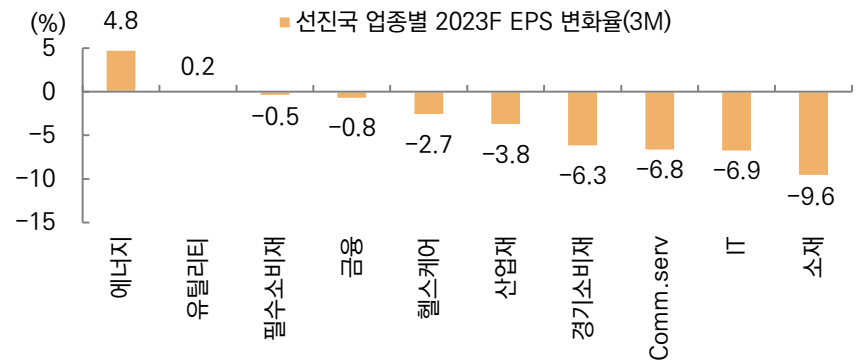
- 미국은 22년 7월 (-) 전환 후 하향 조정이 지속. 중국은 2021년 (-) 변화율 지속
- 특히, 한국은 글로벌 국가 중 실적 컨센서스 하향 조정 폭이 가장 컸음(3개월 변화율 기준 -18.7%)
- 에너지 업종을 제외하고 선진국은 유틸리티, 신흥국은 산업재 업종의 이익모멘텀이 양호

지역/국가별 12개월 선행 EPS 변화율



자료: Refinitiv, 미래에셋증권 리서치센터

업종별 2023년 EPS 변화율(3개월 전 대비)



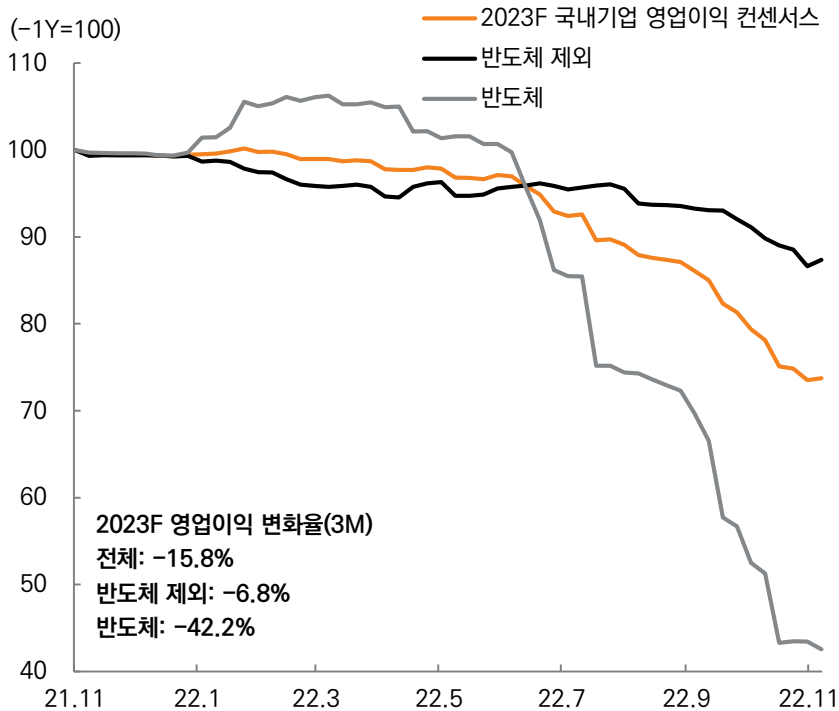
자료: Refinitiv, 미래에셋증권 리서치센터

# 한국 기업들의 이익모멘텀: 어닝 쇼크 시작

## 2023년 영업이익 컨센서스 흐름

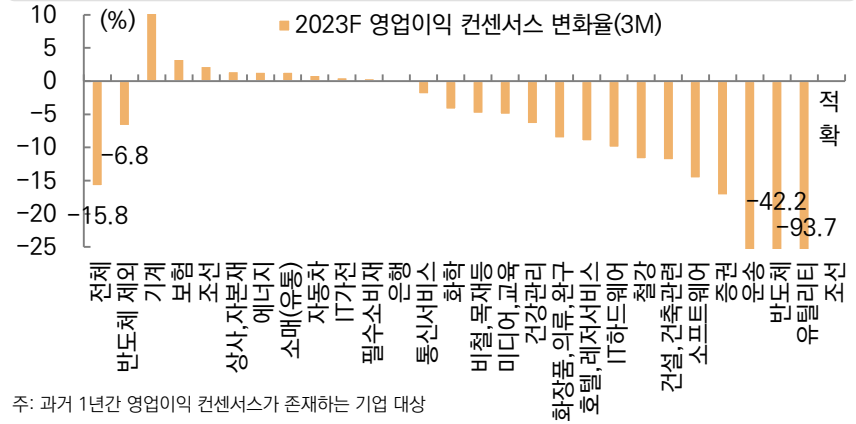
- 매출액은 물가/환율 상승효과가 컸지만 영업이익/순이익은 컨센서스 대비 부진
- 3분기 실적 시즌 이후 내년 실적에 대한 기대가 크게 낮아짐. 특히, 반도체 업종은 수요 둔화에 따른 감산 우려 지속으로 2023년 영업이익 컨센서스가 3개월간 -42.2% 하향 조정
- 국내 기업들은 1Q05~4Q06 8개 분기 연속, 3Q13~4Q14 6개 분기 연속 어닝 쇼크를 기록했던 경험
- 평균적으로 3개 분기. 3Q22~4Q22 및 내년 상반기 실적 시즌까지는 어닝쇼크가 이어질 가능성

### 국내 기업 2023년 영업이익 컨센서스 추이

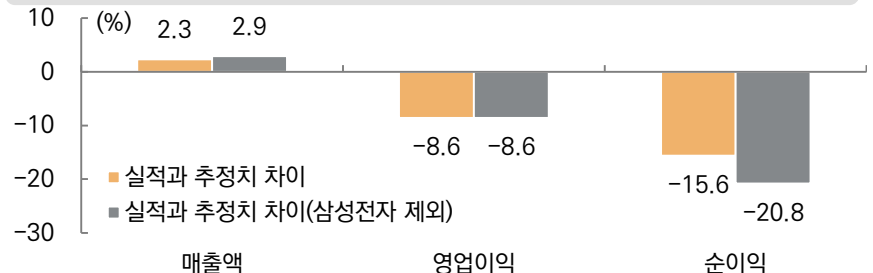


주: 과거 1년간 영업이익 컨센서스가 존재하는 기업 대상  
 자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

### 업종별 2023년 영업이익 컨센서스 변화율(3M)



### 3Q22 Review: 어닝 쇼크 시작



주: 3분기 실적을 발표하고 컨센서스가 존재하는 488사 합산 / 자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

# 2018년~2019년과 유사한 실적 컨센서스 흐름

## 2019년보다 하향 조정 속도가 빠름

- 과거 이익모멘텀이 크게 둔화되었던 2019년과 현재 2023년 이익모멘텀을 비교
- 과거 KOSPI의 2019년 영업이익 컨센서스는 2018년 6월 말부터 12월 말까지 -13.4% 하향 조정(KOSPI -12.3%). 2019년에도 컨센서스는 -34.0% 추가로 하향 조정되었으나 KOSPI는 +8.0% 상승했던 경험
- KOSPI의 2023년 영업이익 컨센서스는 2022년 6월 말부터 현재까지 이미 -22.3% 하향 조정이 진행(KOSPI +3.3%). 2019년도 보다 실적 하향 조정 속도가 빠른 상황

국내 기업 연도별 영업이익 컨센서스 변화

		'12~'16	'17	'18	'19	'21	'22F	'23F
영업이익 컨센서스 변화	이전연도 하반기(A)	-8.2	6.3	7.6	-13.4	4.5	-1.7	-22.3
	당해연도 상반기	-5.8	13.4	-3.9	-27.1	17.3	2.5	
	당해연도 하반기	-11.4	0.3	-6.5	-9.5	5.2	-12.9	
	당해연도 연간(B)	-16.4	13.7	-10.2	-34.0	23.4	-10.7	
	전체 (A~B)	-24.7	20.8	-3.3	-42.8	29.0	-12.2	
KOSPI 수익률	상반기	0.4	18.0	-5.7	4.4	14.9	-20.5	
	하반기	1.7	3.2	-12.3	3.5	-9.8	3.3	
	연간	1.9	21.8	-17.3	8.0	3.6	-17.9	

주: 2022년 연말의 경우 11월 18일(금) 종가 기준  
자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

연도별 영업이익 컨센서스 추이



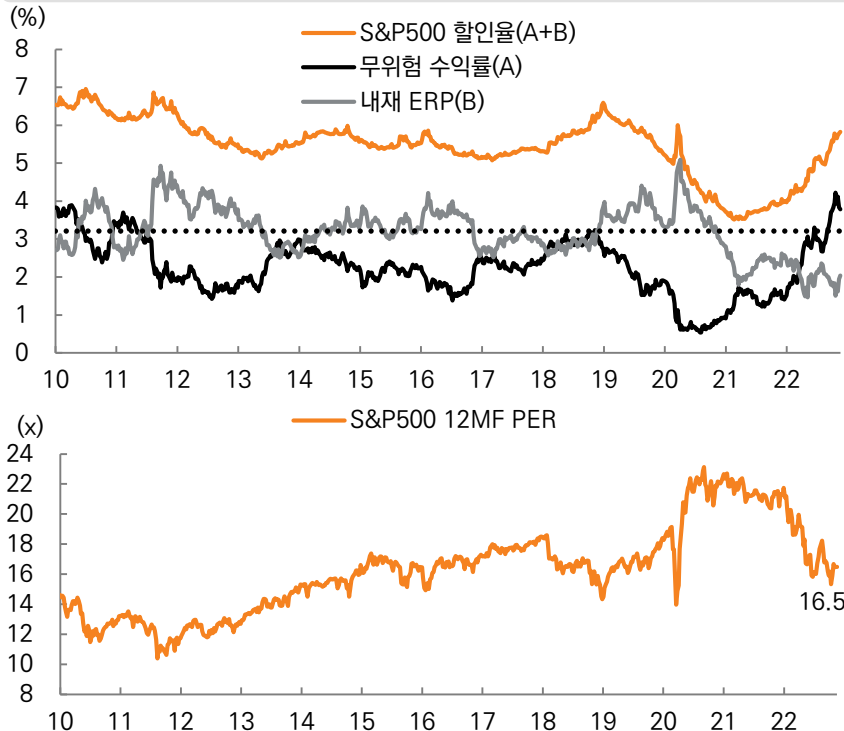
자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

# 주식 시장 밸류에이션 상승은 제한적일 전망

## 할인율이 낮아지기 어려운 환경

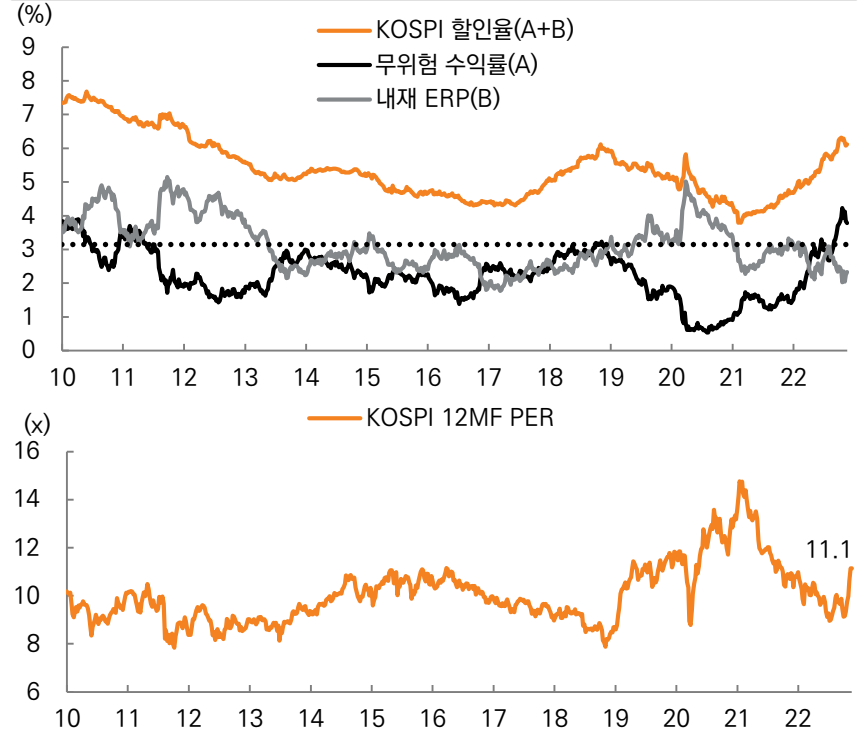
- 2021년 이후 주식시장 할인율(=무위험 수익률+내재 Equity Risk Premium)은 지속적으로 상승
- 할인율 상승은 무위험 수익률(미국채 10년) 상승 영향이 컸음. 오히려 리스크 프리미엄은 과거 평균 대비 낮은 수준을 유지하면서 일정 수준의 밸류에이션 방어가 가능
- 향후 금리가 하락하더라도 리스크 프리미엄이 낮아지기 어려운 수준 → 밸류에이션 상승은 제한적

S&P500 할인율(=무위험 수익률 + 내재ERP)과 PER



주: 3단계 배당할인 모형으로 추정된 요구수익률(COE)에서 미국채 10년 금리(=Rf)를 차감해 ERP를 계산  
자료: Refinitiv, 미래에셋증권 리서치센터

KOSPI 할인율(=무위험 수익률 + 내재ERP)과 PER



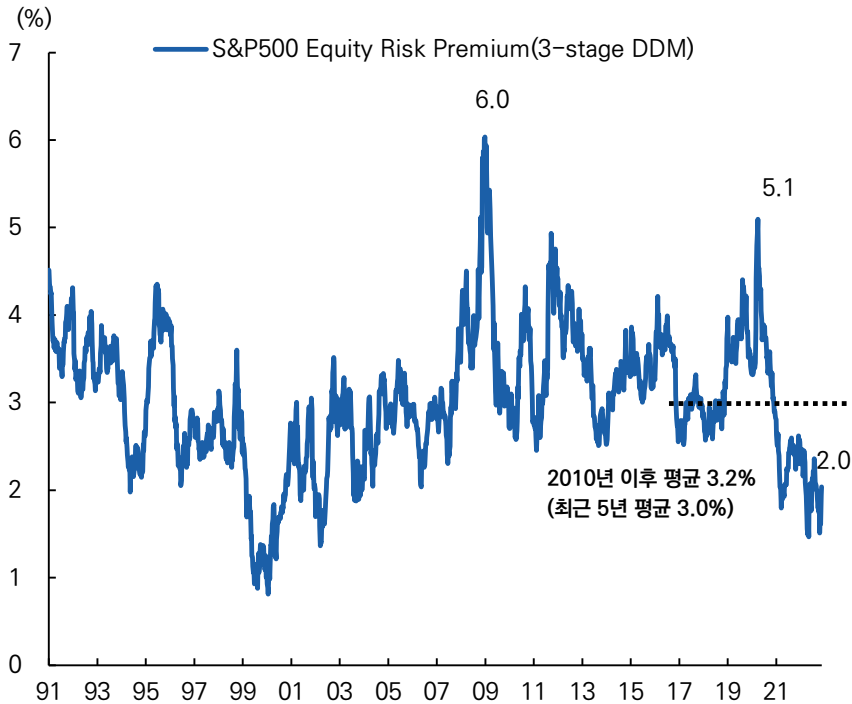
주: 3단계 배당할인 모형으로 추정된 요구수익률(COE)에서 미국채 10년 금리(=Rf)를 차감해 ERP를 계산  
자료: Refinitiv, 미래에셋증권 리서치센터

# 미국, 한국 주식시장의 Equity Risk Premium

## 과거 평균 대비 낮은 기대수익률

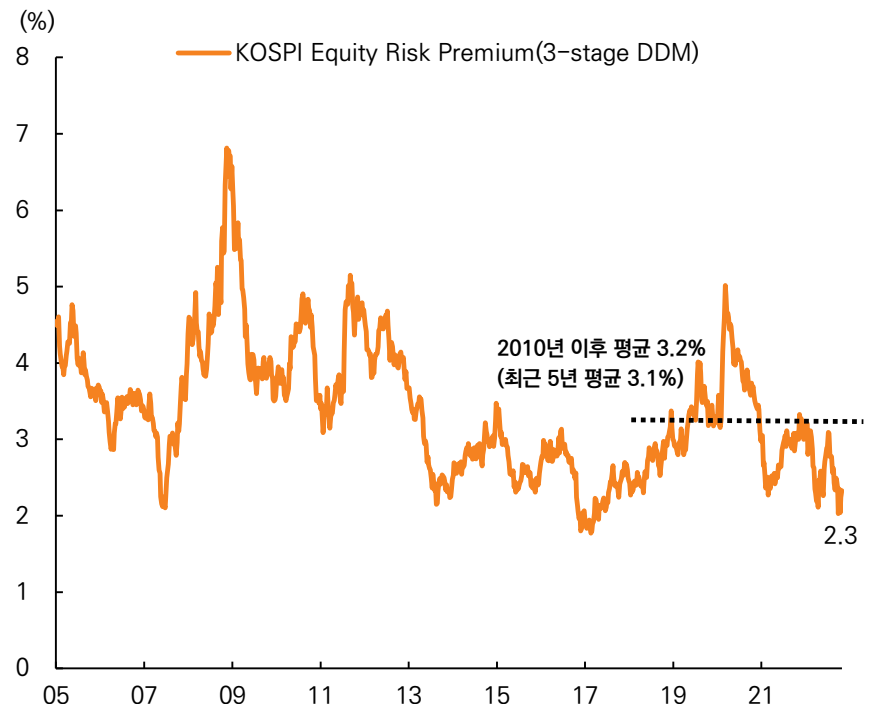
- 3단계 배당할인모형으로 계산한 S&P500, KOSPI 리스크 프리미엄은 각각 2.0%, 2.3%. 2010년 이후 평균 3.2%보다 낮은 수준 → 기대수익률이 낮은 국면
- 금융위기나 코로나19 국면과 비교해 보면, 주가 하락 + 리스크 프리미엄 상승 일 때는 밸류에이션 상승과 주가 상승이 함께 나타남

S&P500 Equity Risk Premium 추이



주: 3단계 배당할인 모형에서 추정된 요구수익률(COE)에서 미국채 10년 금리(=무위험 수익률)를 차감  
자료: Refinitiv, 미래에셋증권 리서치센터

KOSPI Equity Risk Premium 추이



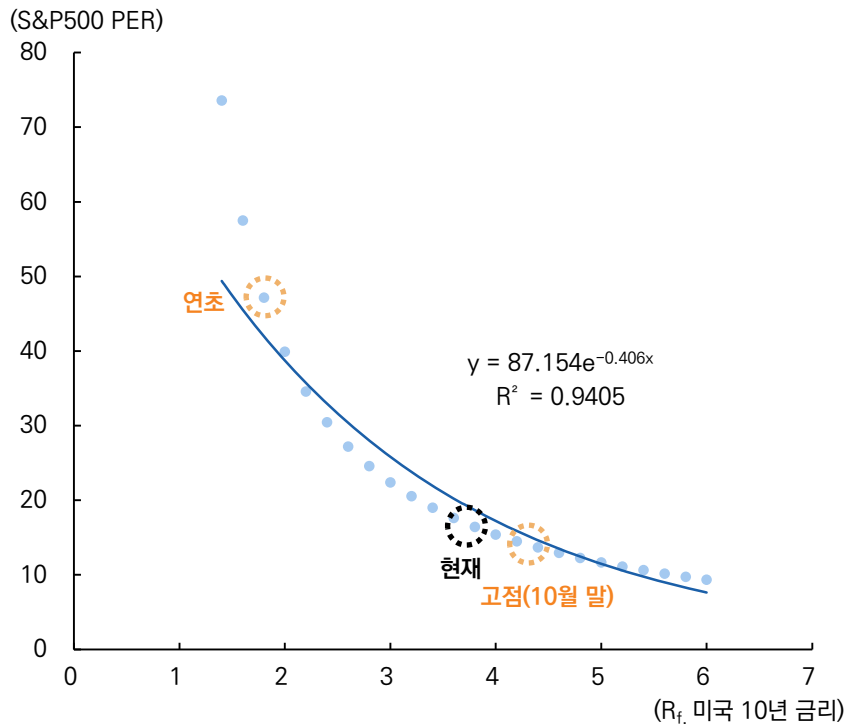
주: 3단계 배당할인 모형에서 추정된 요구수익률(COE)에서 미국채 10년 금리(=무위험 수익률)를 차감  
자료: Refinitiv, 미래에셋증권 리서치센터

# 미국 금리 4% 수준에서 밸류에이션 미치는 영향은 제한적

## 금리와 밸류에이션 민감도는 둔화

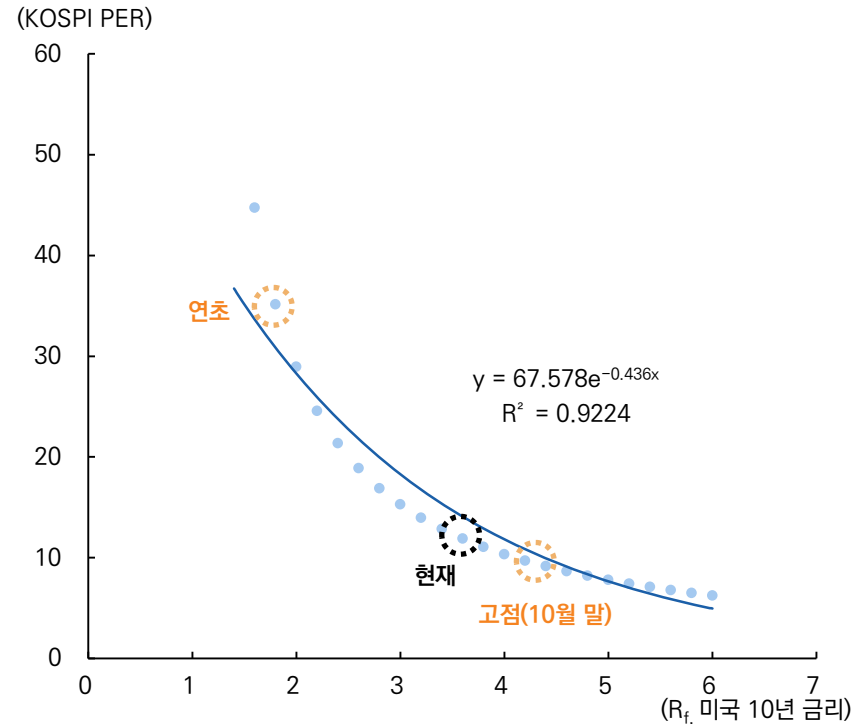
- ERP를 통해 금리와 밸류에이션 민감도를 계산. 금리 레벨이 높아질수록 금리 상승이 밸류에이션에 미치는 영향력은 낮아짐
- 금리와 밸류에이션의 관계는 고든 모형에서 알 수 있듯이 선형 함수 보다 지수 함수 형태에 가까움
- 미국 10년 금리가 연초 1.7%에서 6월 3.3%까지 상승할 때 S&P500 PER은 21배에서 16배로 30% 하락 → 민감도가 높음
- 그러나 3%에서 4.2%까지 상승하는 시기에 밸류에이션은 5% 하락(16배 수준 유지) → 민감도 둔화

미국 10년 금리(무위험 수익률)와 미국 밸류에이션 민감도



자료: Refinitiv, 미래에셋증권 리서치센터

미국 10년 금리(무위험 수익률)와 한국 밸류에이션 민감도



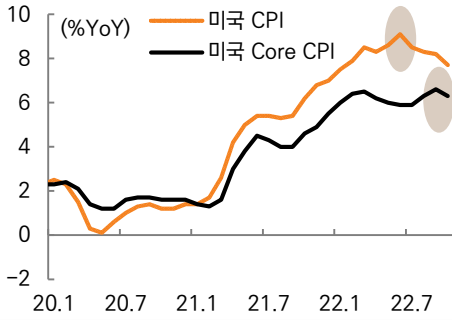
자료: Refinitiv, 미래에셋증권 리서치센터

# 경제 성장률 하락, 물가 상승 국면에서의 주가 흐름

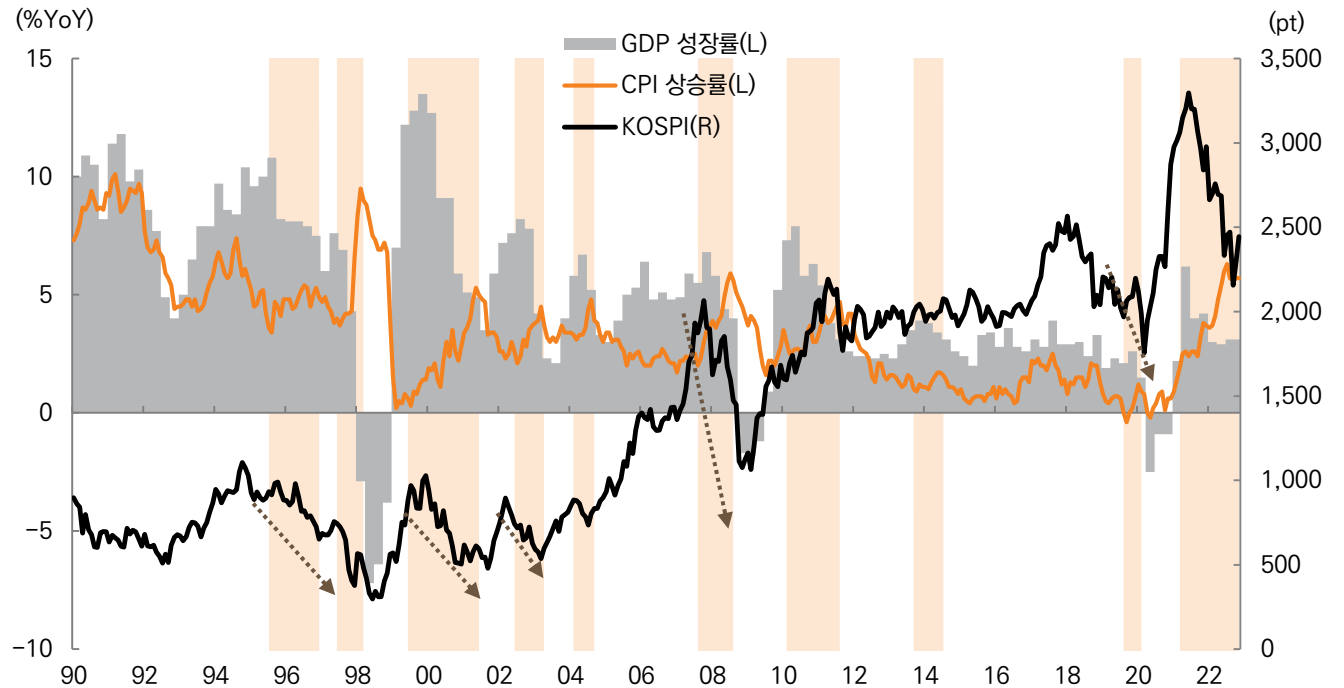
## 경제 성장률 하락 & 물가 상승 → 주가 하락

- 물가 상승에도 경제 성장률이 높다면 주가는 긍정적인 흐름(경기 확장 국면)
- 물가가 상승하고 경제 성장률이 하락하는 시기를 1) 경제 성장률이 하락하면서 물가가 상승하는 경우, 2) 경제 성장률 < 물가 상승률인 경우로 구분해 볼 수 있음
- 1) 경제 성장률이 하락하고 물가가 상승하는 경우 대체적으로 주가는 부진

물가 상승률은 둔화 진행



경제 성장률이 하락하면서 물가가 상승하는 국면에서의 KOSPI 추이



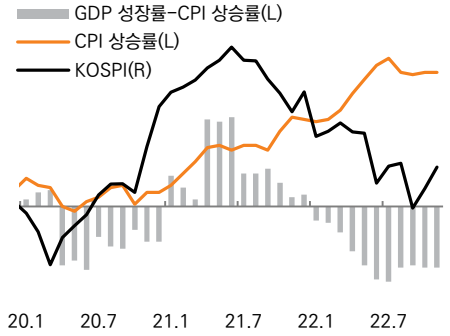
자료: Bloomberg, WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

# 경제 성장률과 물가 상승률 스프레드에 주목

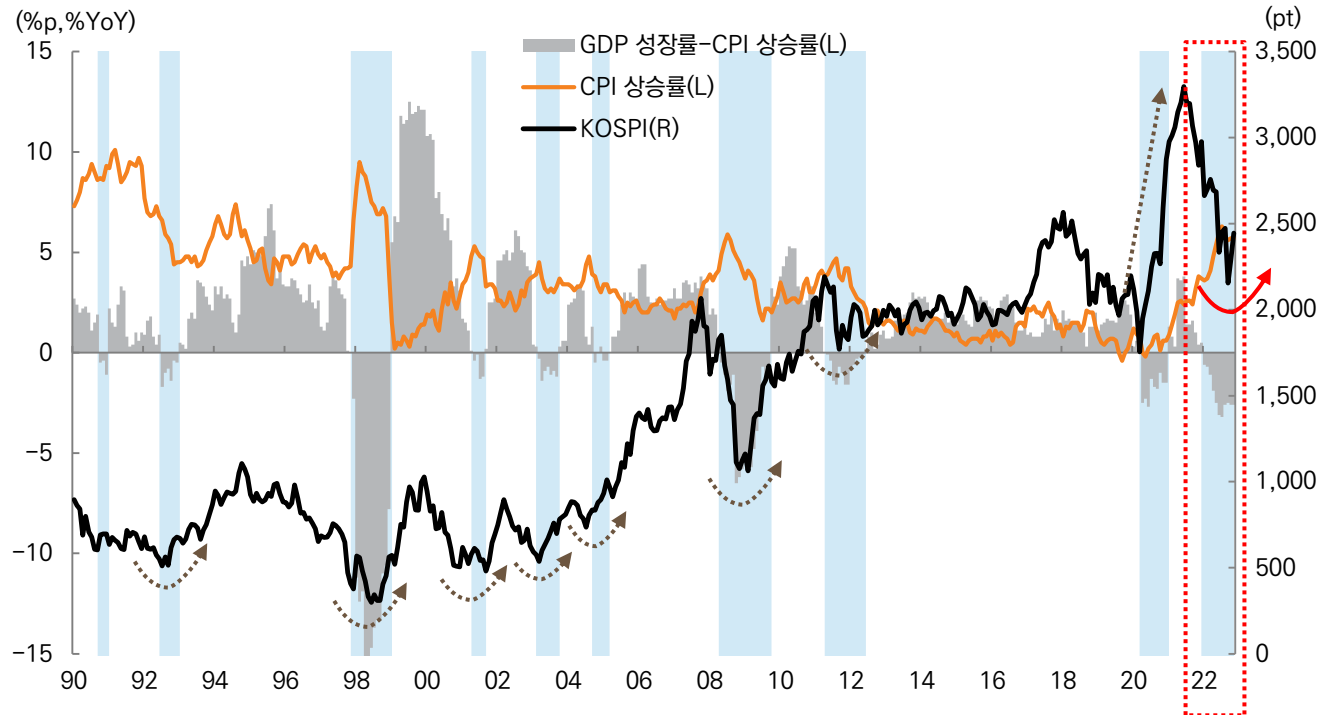
## 경제 성장률 < 물가 상승률 → 주가 바닥 확인 시기

- 한국은 올해 1월 이후 경제 성장률과 물가 상승률 역전 국면이 진행
- 경제 성장률과 물가 상승률 스프레드가 주가 방향성을 결정. 과거 경제 성장률과 물가 상승률 스프레드가 축소되는 시기에 주가가 반등
- 미국의 CPI, Core CPI는 22년 6월, 9월 정점 이후 둔화. 한국도 7월 이후 둔화 추세로 경제 성장률 하향 조정이 진행되고 있지만 경제 성장률-물가 상승률 스프레드로 보면 주가 바닥 확인은 되었다고 판단

경제 성장률, 물가 상승률 스프레드에 주목



경제 성장률 < 물가 상승률 국면에서의 KOSPI 추이



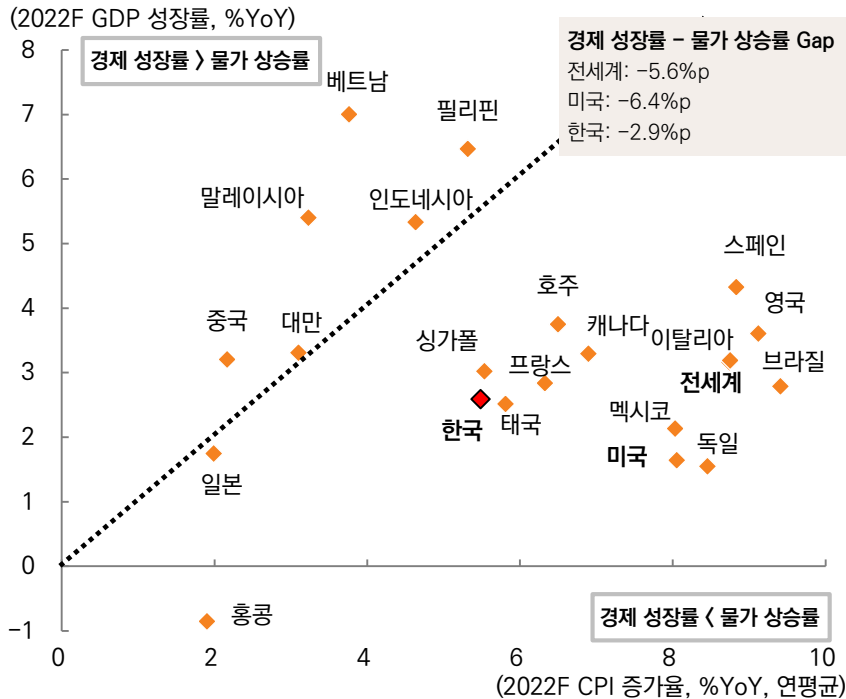
자료: Bloomberg, WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

# 국가별 경제 성장률과 물가 상승률 비교

## 2023년 경제 성장률과 물가 상승률 갭 완화

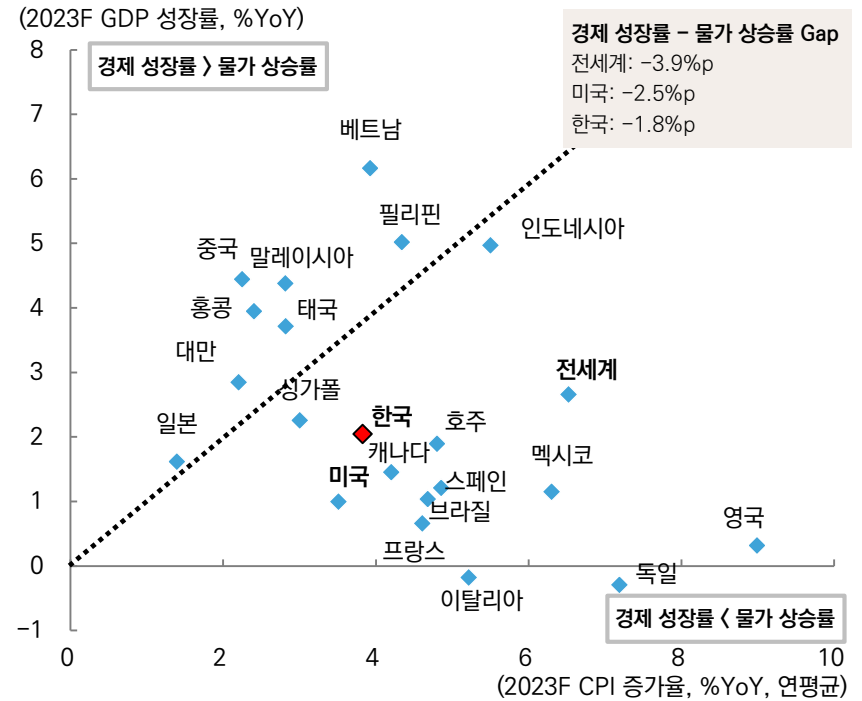
- 아시아 국가들을 제외하고 경제 성장률이 물가 상승률보다 낮은 국면은 2023년에도 지속 전망
- 그러나 경제 성장률과 물가 상승률 스프레드는 축소될 것으로 기대(전세계: -5.6%p → -3.9%p, 한국: -2.9%p → -1.8%p)
- 미국은 물가 상승률이 빠르게 둔화되면서 스프레드도 크게 축소(-6.4%p → -2.5%p)  
(경제 성장률: +1.6%YoY → +1.0%YoY, 물가 상승률: +8.1%YoY → +3.5%YoY)

국가별 2022년 경제 성장률과 물가 상승률



자료: CEIC, IMF, 미래에셋증권 리서치센터

국가별 2023년 경제 성장률과 물가 상승률



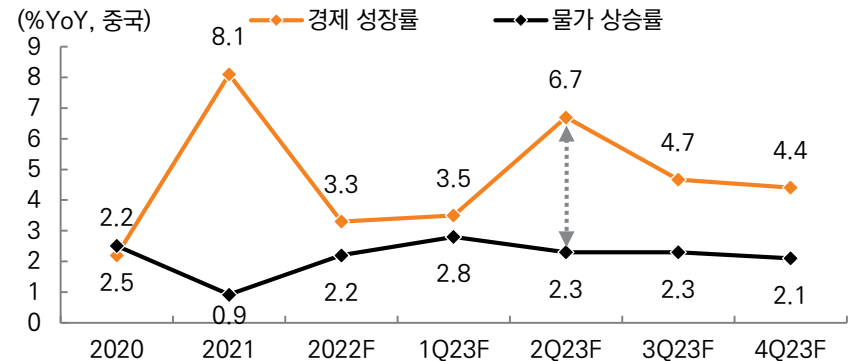
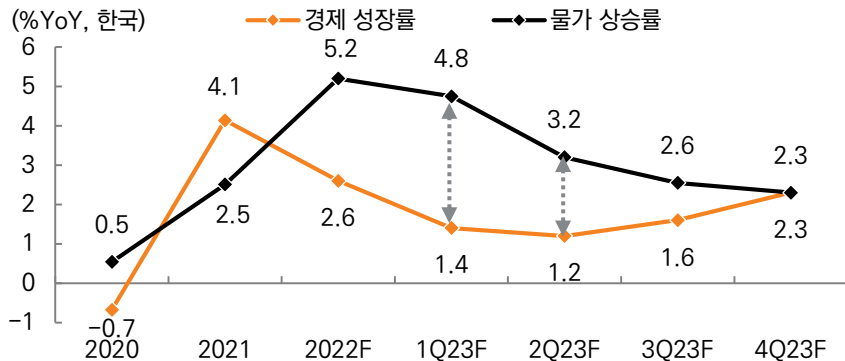
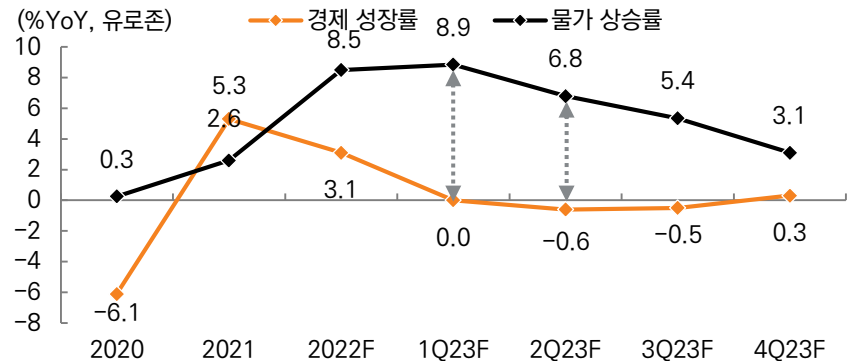
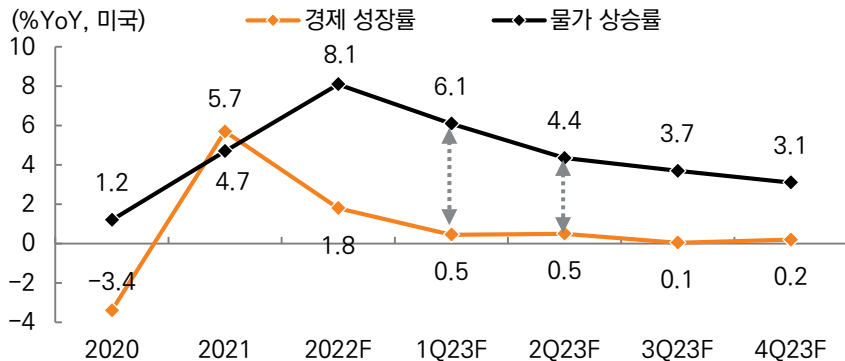
자료: CEIC, IMF, 미래에셋증권 리서치센터

# 주요국 경제 성장률과 물가 상승률 비교

## 2023년 2분기부터 스프레드 축소 기대

- 미국과 유로존은 23년 낮은 경제 성장률에도 물가 부담이 빠르게 완화되면서 경제 성장률과 물가 상승률 차이는 23년 2분기부터 축소될 것으로 기대
- 한국도 2022년 +2.6%p, 2023년 1분기 +3.4%p에서 2분기 +2.0%p로 축소될 것으로 기대. 하반기로 갈수록 경제 성장률 회복 및 물가 부담 완화로 스프레드 축소가 이어질 전망
- 중국은 2022년, 2023년 1분기까지 경제 성장률 둔화로 물가 부담이 존재했지만 2분기부터 경제 성장률이 회복되면서 +2%p 수준의 스프레드를 유지

### 주요국 연도별/분기별 경제 성장률과 물가 상승률 컨센서스



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

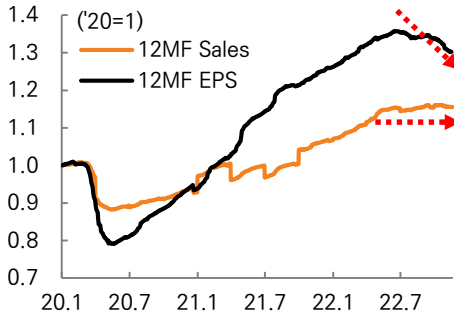
# 물가 상승률 피크아웃이 기업 실적에 미치는 영향

## 매출 컨센서스

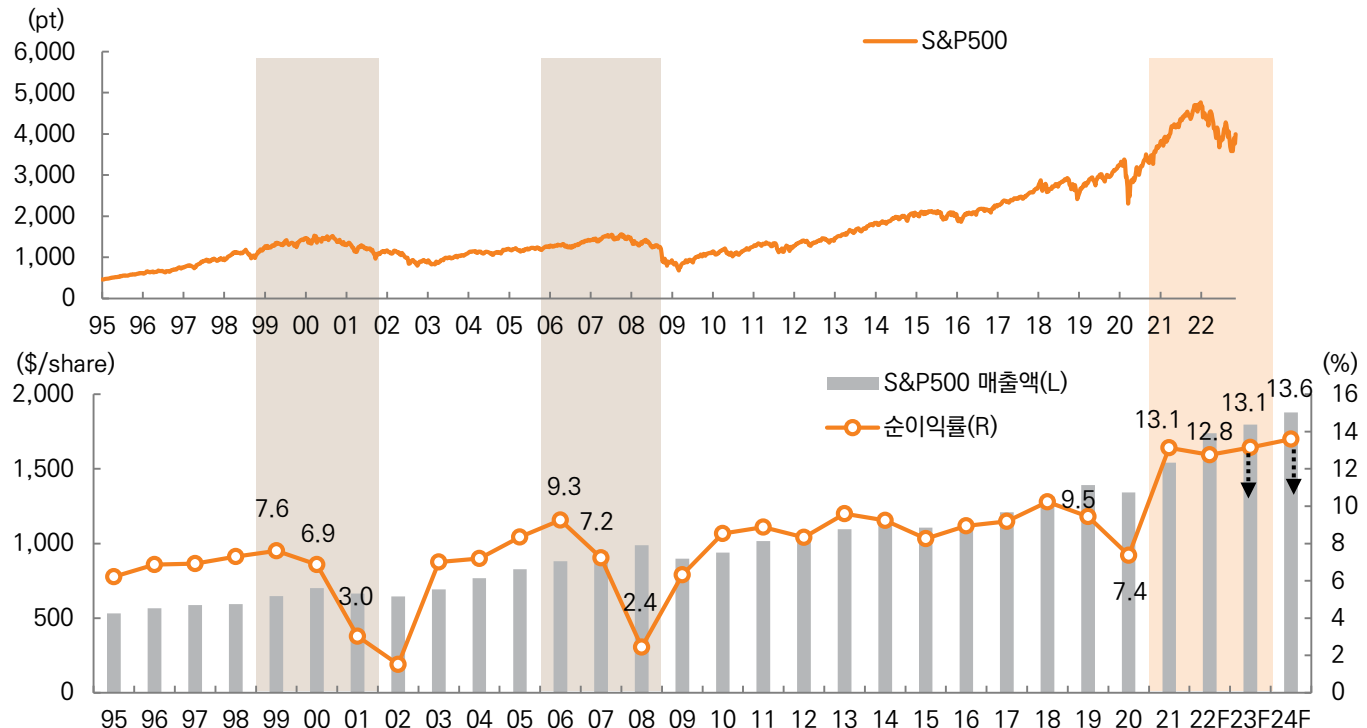
## 하향 조정 가능성 ↑

- 일반적으로 이익 사이클 후반부에는 기업들의 매출 감소보다 마진 하락에 유의해야 하지만 경기 침체 및 물가 상승률 둔화시에는 매출 감소에 유의(Q ↓, P ↓)
- 최근 미국 기업들의 매출액, EPS 컨센서스 흐름에서도 확인할 수 있음. 매출 컨센서스는 견조, EPS 컨센서스는 하향 조정 진행 중
- 물가 상승률 둔화시 기업 매출 개선이 지속될 가능성은 낮음

S&P500 12MF 매출액, EPS 전망치 추이



미국 기업들의 연도별 매출액, 순이익률 추이



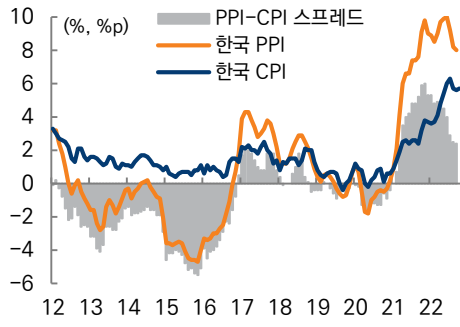
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

# 물가 상승률 피크아웃이 기업 실적에 미치는 영향

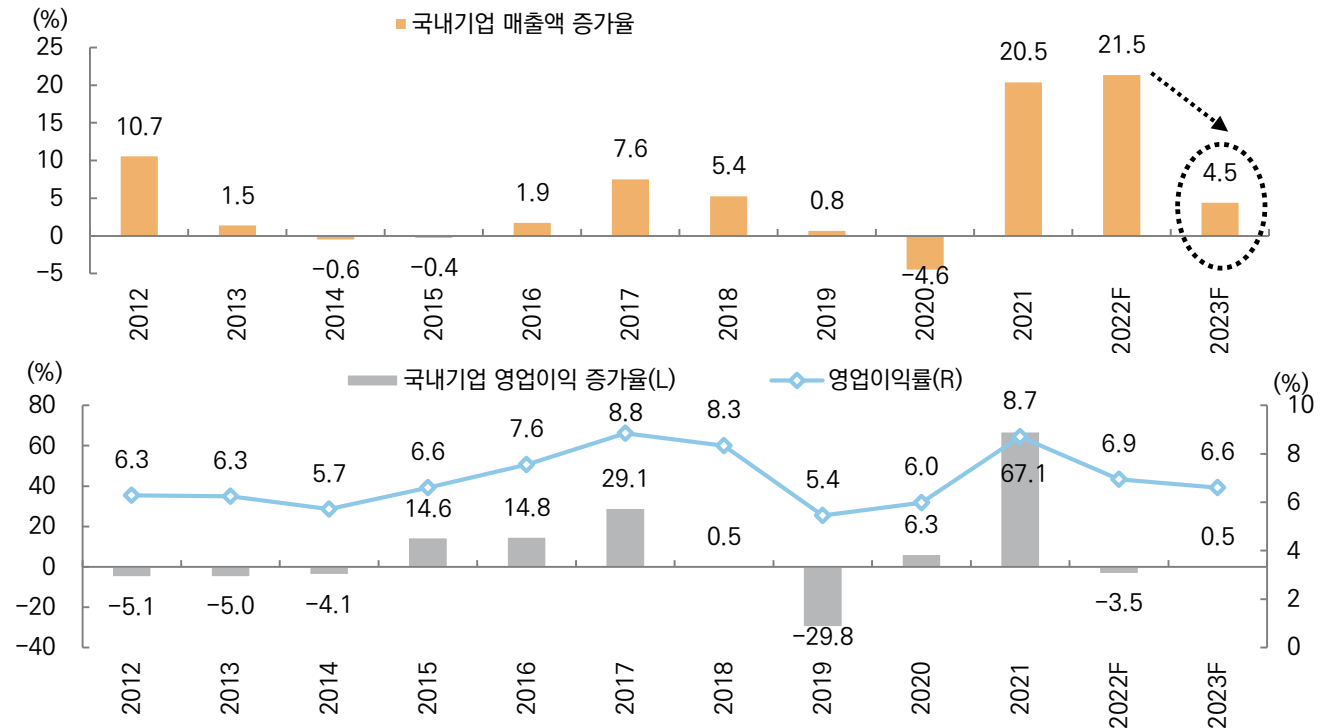
## 물가 상승 둔화는 기업 매출에 부정적 요인

- 물가 상승률이 정점을 통과하게 되면 통화 긴축에 대한 부담은 낮아질 수 있어 증시センチ먼트에 긍정적일 수 있지만 기업 실적엔 부정적 영향이 더 크다고 판단
- 21년, 22년 매출액(Q\*P)은 물가 상승에 따른 판매가격(P) 상승효과로 크게 증가할 수 있었음
- 물가 상승률 둔화 이후에는 판매가격(P) 상승은 제한적이고, 판매량(Q)을 증가시키기 어려울 전망
- 2023년 매출액 증가율 컨센서스는 +4.5%에서 하향 조정 가능성 존재
- PPI-CPI 스프레드도 축소됐지만 여전히 (+) 수준으로 기업들의 비용 부담은 지속(매출 원가율 상승)

한국 PPI-CPI 스프레드



국내 기업 연도별 실적 추이



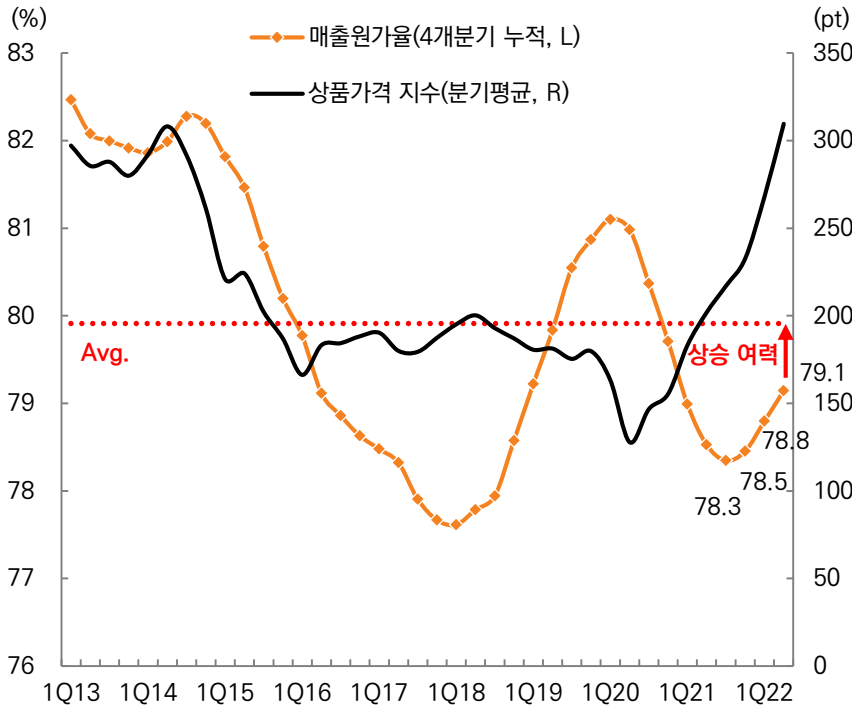
자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

# 매출원가율 상승에 따른 수익성 하락은 진행 중

## 매출원가 증가율 > 매출액 증가율

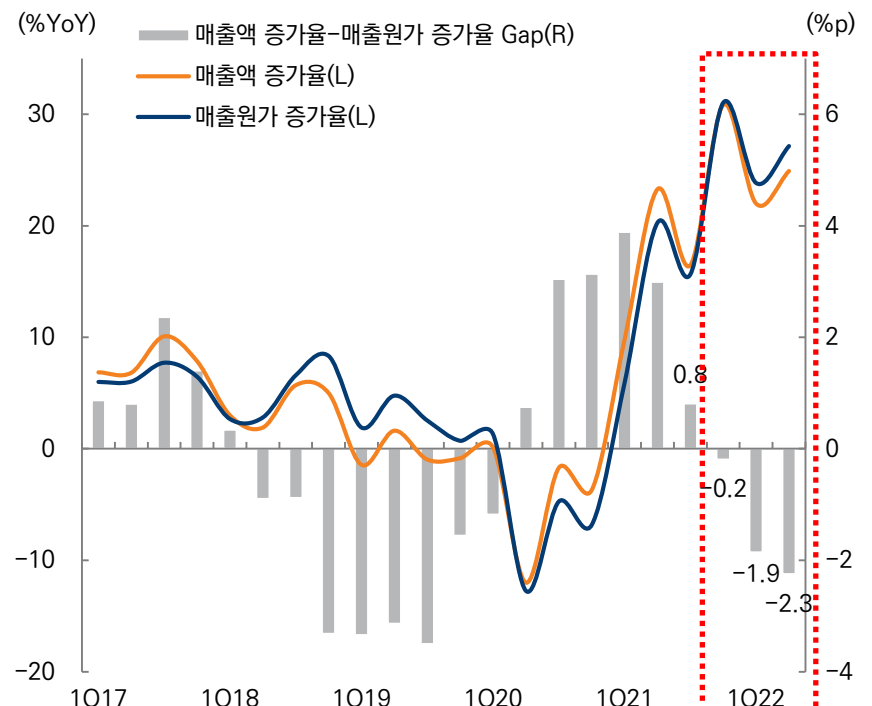
- 매출원가 부담이 늘어나더라도 매출액이 더 크게 증가하면(=비용 부담을 판매 가격에 전가하는 경우) 마진이 개선. 반대의 경우에는 마진이 크게 하락할 수 있음
- 기업들의 매출원가율 상승에 따른 수익성 하락은 올해 1분기부터 진행. 3분기 국내 기업 매출원가율은 79.5%로 2분기 대비 +1.2%p 상승. 매출액 증가율과 매출원가 증가율 차이는 -7.9%p 기록
- 과거 평균 수준인 79.9%, 2019~2020년 81%까지 상승 가정하면 현재 영업이익률 컨센서스에서 0.5%p~1.5%p 하향 조정이 필요 → 수익성 부담 지속

국내기업 매출원가율과 원자재 가격 추이



주1: 1Q12~2Q22 분기별 데이터가 존재하는 제조업 대상(소프트웨어 업종 제외)  
 주2: 상품가격 지수는 CRY Index를 사용  
 자료: WISEfn, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

국내기업 매출액 및 매출원가 증가율



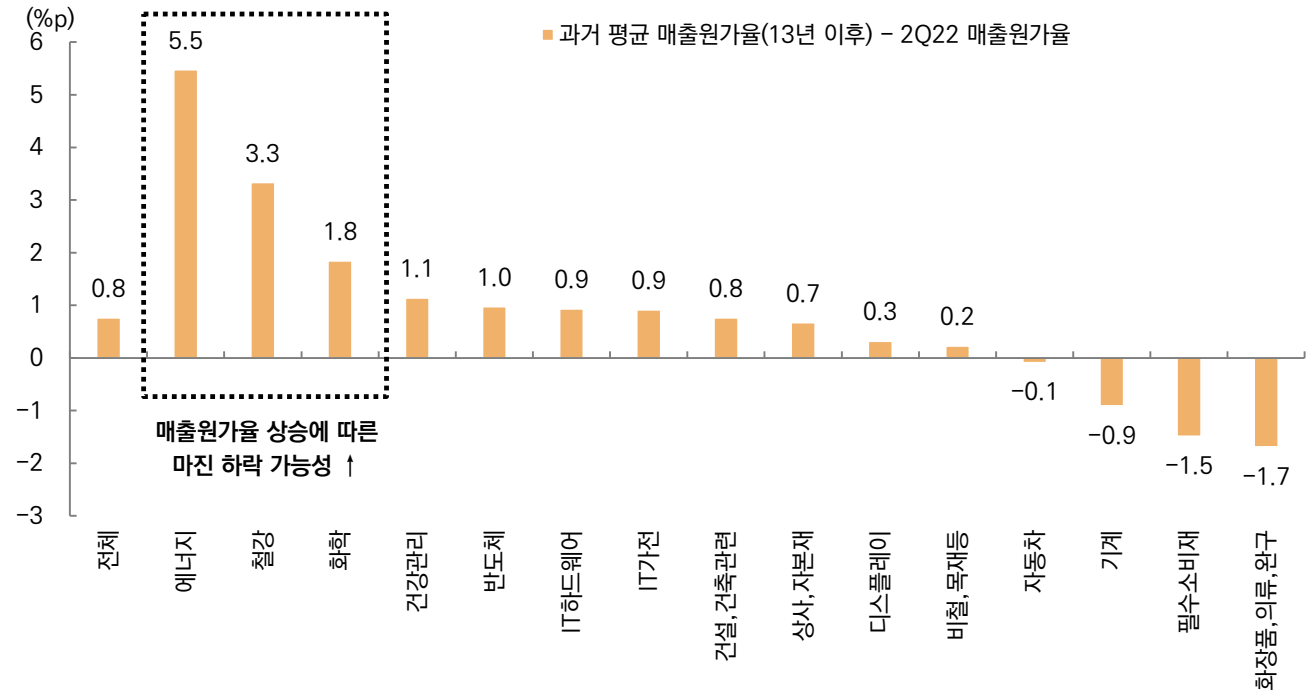
주: 1Q12~2Q22 분기별 데이터가 존재하는 제조업 대상(매출원가 증가율은 소프트웨어 업종 제외)  
 자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

# 과거 평균 매출원가율과 현재 매출원가율 차이가 큰 업종은 유의

## 업종별 매출원가율 상승 여력

- 업종별로 2013~2022년 매출원가율 평균값과 최근 분기 매출원가율을 비교. 과거 평균값과 최근 분기 매출원가율의 차이가 크다면 향후 영업이익률 하락 폭이 클 수 있어 유의해야 할 필요
- 에너지(85.1%, 2분기 기준), 철강(85.4%) 업종은 과거 평균 매출원가율과 현재 매출 원가율의 차이가 +5.5%p, +3.3%p로 향후 매출 원가율 상승 여력이 높다고 판단
- 반면, 화장품/의류, 필수소비재, 기계 업종은 매출원가율이 과거 평균 대비 높은 수준을 기록해 마진 컨센서스 하향 조정에 대한 부담이 적음

업종별 매출원가율 상승 여력(2022년 2분기 기준)



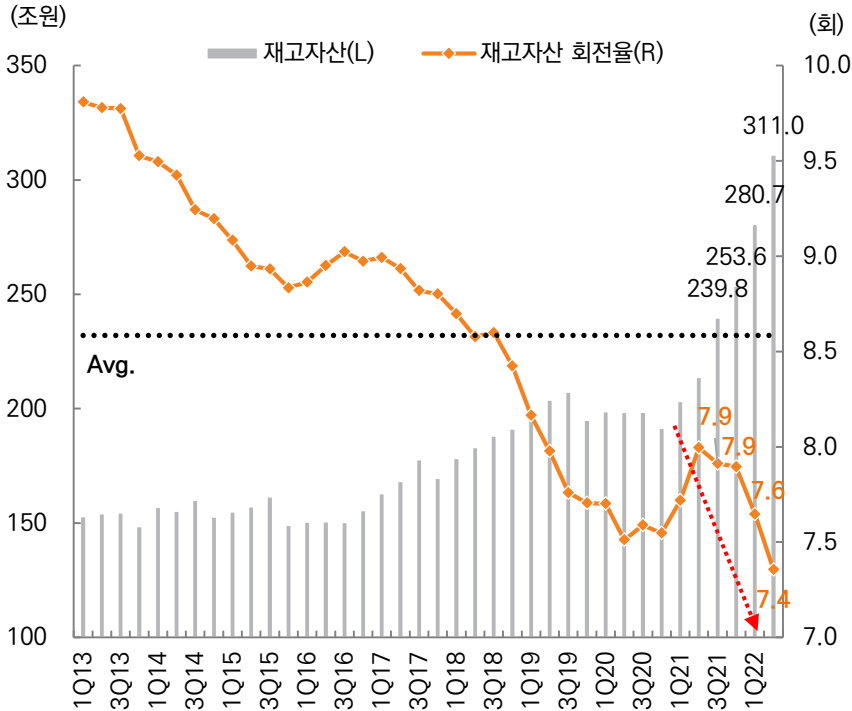
주: 1Q12~2Q22 분기별 데이터가 존재하는 제조업 대상(소프트웨어 업종 제외)  
 자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

# 재고자산 회전율 사상 최저 수준

## 늘어난 재고는 매출 둔화 시 수익성 ↓

- 기업들은 경기에 대한 불확실성이 높아지면 재고를 줄임(de-stocking): 2020년
- 경기가 회복될 때에는 재고를 늘리게 되는데(re-stocking) 이 과정에서 생산이 증가하고 실적이 개선: 2017년~2018년, 2021년
- 현재 국내 기업들의 재고 수준을 고려하면 추가적인 재고 확충을 통한 실적 개선은 어렵다고 판단
- 또한, 늘어난 재고는 매출 둔화 국면에서 기업들의 수익성을 훼손. 2018년 하반기~2020년 상반기, 2014년~2015년 상반기

국내기업 재고자산, 재고자산 회전율 추이

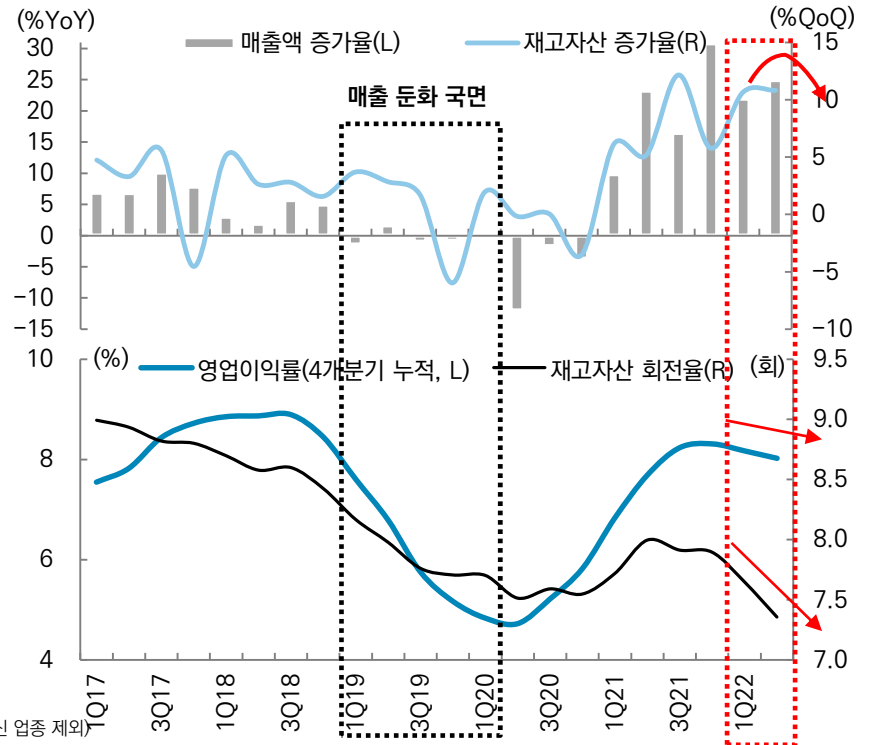


주1: 1Q12~2Q22 분기별 데이터가 존재하는 제조업 대상(재고자산 데이터는 건설, 조선, 운송, 미디어, 호텔/레저, SW, 통신 업종 제외)

주2: 분기별 재고자산 회전율은 매출액(4개분기 누적)/평균 재고자산으로 계산

자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

매출 둔화 국면에서 재고자산 증가가 기업 수익성을 훼손

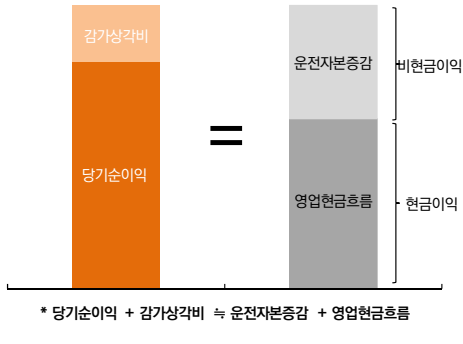


# 재고자산(운전자본) 증가로 이익 퀄리티가 크게 둔화

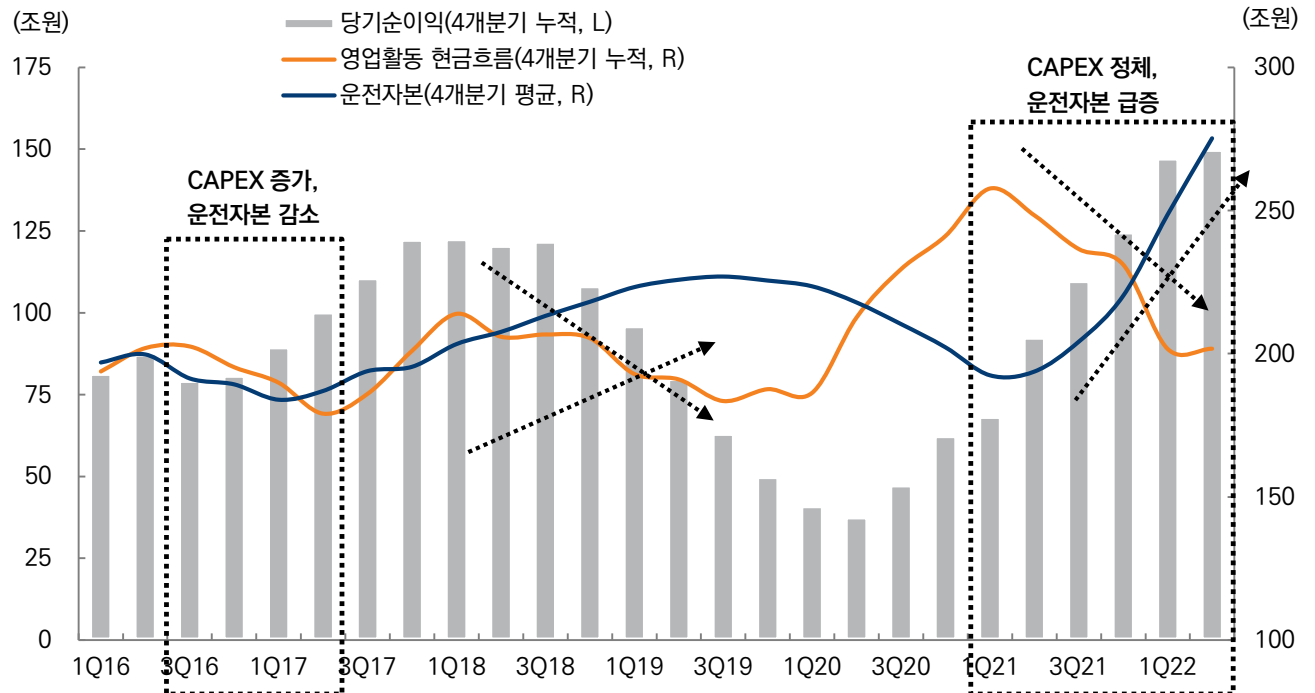
## 비현금성 이익이 증가

- 국내 기업들의 재고자산 증가로 현금성 이익인 영업활동 현금흐름이 둔화
- 비현금성 이익(=발생주의 회계원칙으로 실제 현금유입과 시기가 불일치되는 이익)이라고 볼 수 있는 운전자본(재고자산+매출채권-매입채무) 급증으로 자금 사정이 악화되고 이익의 퀄리티가 둔화
- 운전자본(4개분기 평균)은 1Q22: 249조원에서 2Q22: 275조원으로 약 27조원 증가
- 또한, CAPEX 증가에 의한 현금흐름 둔화는 일시적일 수 있지만 현재는 기업들의 투자가 크게 증가하지 않았음에도 현금흐름이 둔화된 국면임

현금이익과 비현금이익 구분



국내 기업 순이익 증가에도 영업활동 현금흐름은 둔화 → 비현금성 이익이 증가



주: 운전자본(Working Capital)은 기업이 영업활동을 수행하는 과정에서 소요되는 금액으로 유동자산(재고자산, 매출채권 등)에서 유동부채(매입채무 등)를 차감해 계산  
 자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

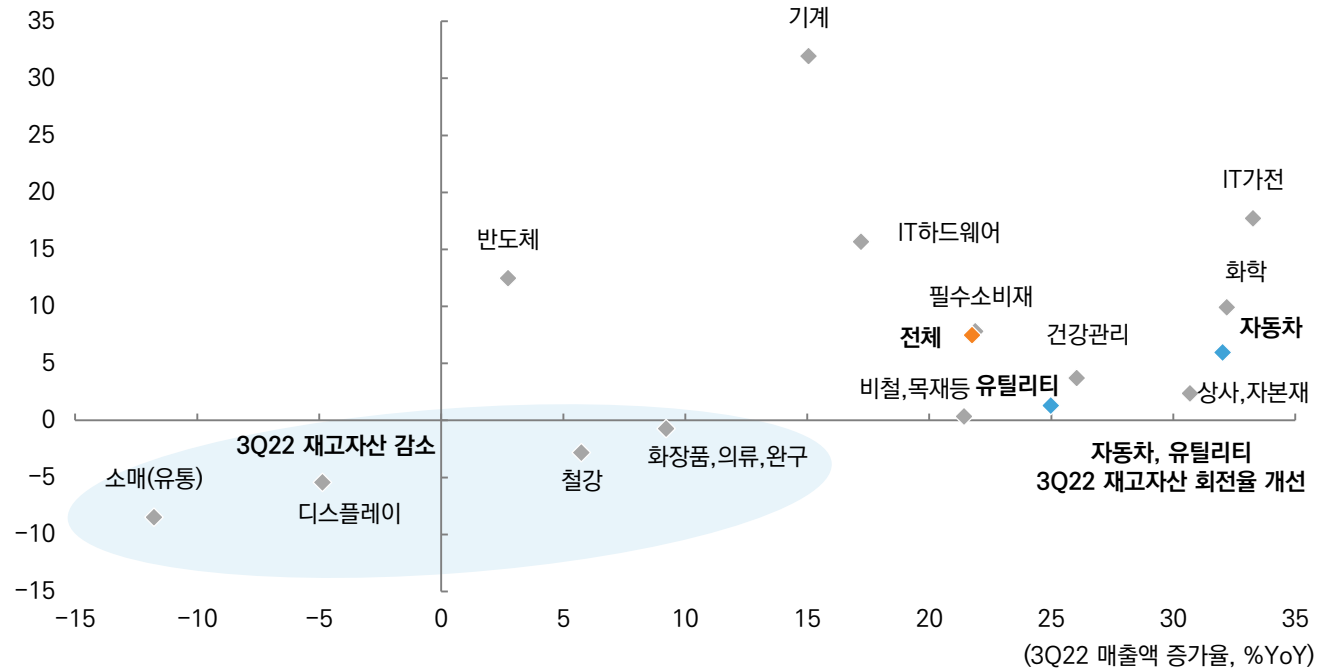
# 3Q22 업종별 매출액, 재고자산 증가율

## 3Q22 재고 부담 ↑

- 국내 기업 3분기 재고자산은 2분기 대비 +7.9% 증가, 재고자산 회전율은 6.7회로 2분기 대비 0.3회 감소했음(3분기 재고자산 데이터가 존재하는 496사 기준)
- 재고가 감소한 업종은 디스플레이, 철강, 소매(유통), 화장품/의류 업종
- 자동차, 유틸리티 업종은 3분기 재고자산 회전율이 2분기 대비 소폭 개선된 것으로 파악
- 재고자산 회전율이 하락한 업종은 반도체, 기계, 디스플레이, 상사/자본재, 화학, IT하드웨어 등

### 업종별 3분기 매출액 증가율과 재고자산 증가율

(3Q22 재고자산 증가율, %QoQ)



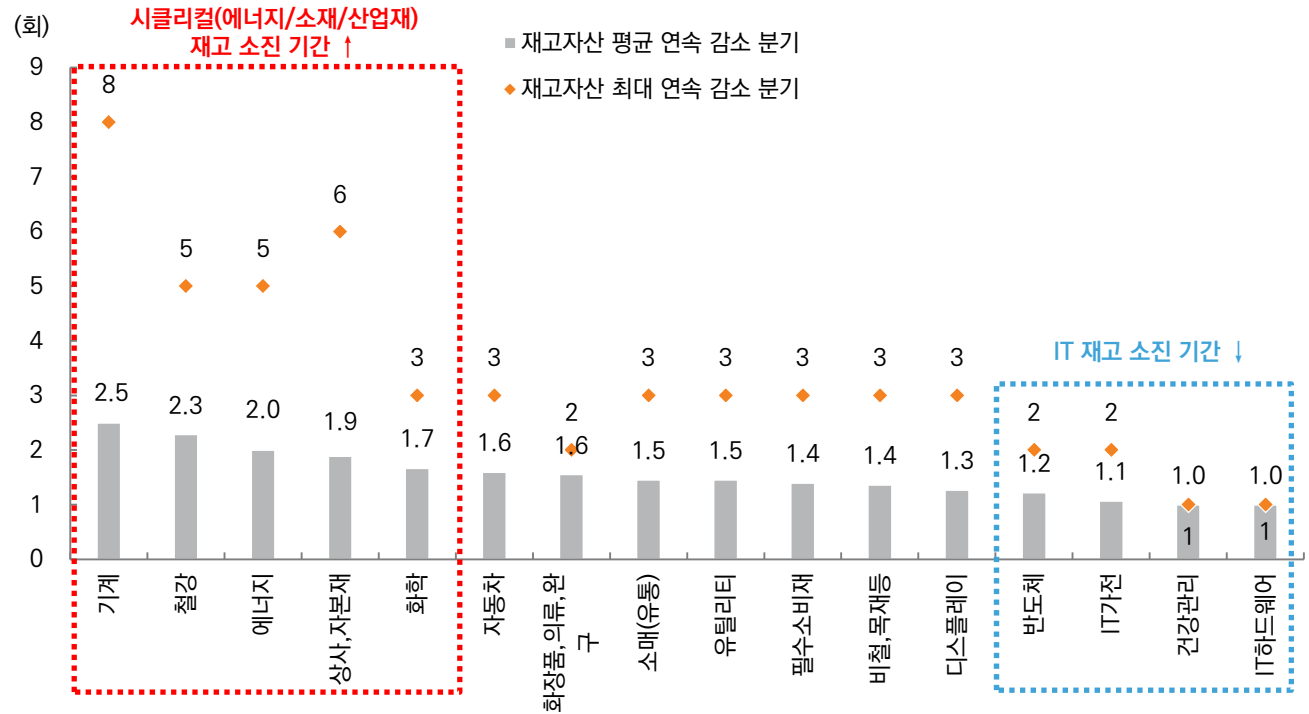
주: 3Q21~3Q22 분기별 데이터가 존재하는 제조업 대상(건설, 조선, 운송, 미디어, 호텔/레저, 소프트웨어, 통신 업종 제외)  
 자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

# 업종별 재고 소진 기간 비교

시클리컬 재고 소진 기간 ↑  
IT 재고 소진 기간 ↓

- 업종별로 과거 재고자산을 소진하는 기간은 상이
- 에너지, 소재(철강, 화학), 산업재(기계, 상사/자본재) 등 시클리컬 업종의 재고 소진 기간이 김
- 반면, IT(하드웨어, 2차전지, 반도체) 업종의 재고 감소 기간은 최대 1~2개 분기에 그침
- 재고 소진 사이클을 감안하면 IT가 시클리컬보다 먼저 턴어라운드 가능

2012년 이후 업종별 재고자산 소진 기간(평균, 최대)



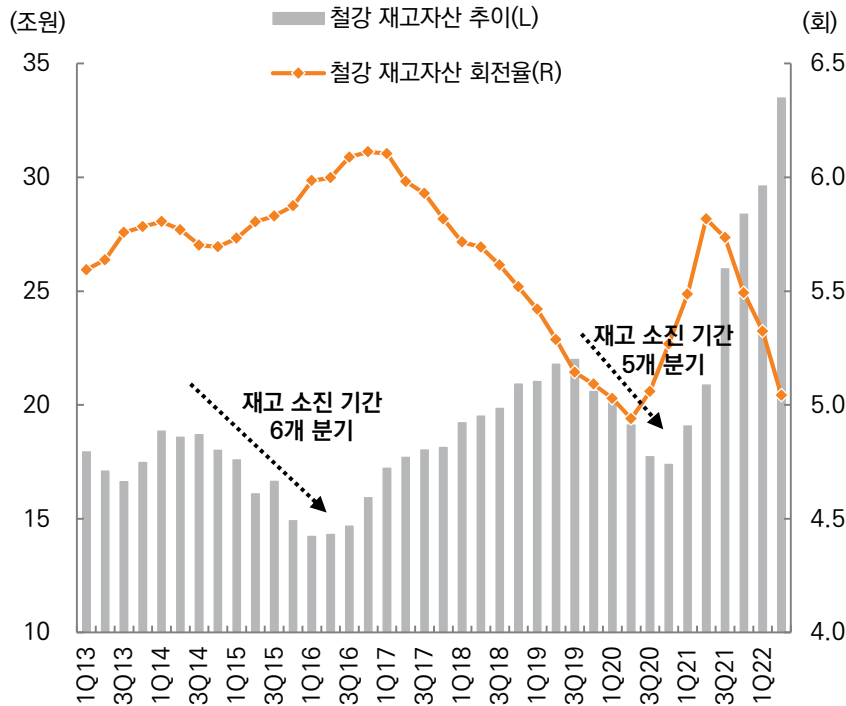
주: 1Q12~2Q22 분기별 데이터가 존재하는 제조업 대상(건설, 조선, 운송, 미디어, 호텔/레저, 소프트웨어, 통신 업종 제외)  
자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

# 철강, 반도체 업종 재고자산 추이

## 실적 바닥 확인은 반도체가 먼저

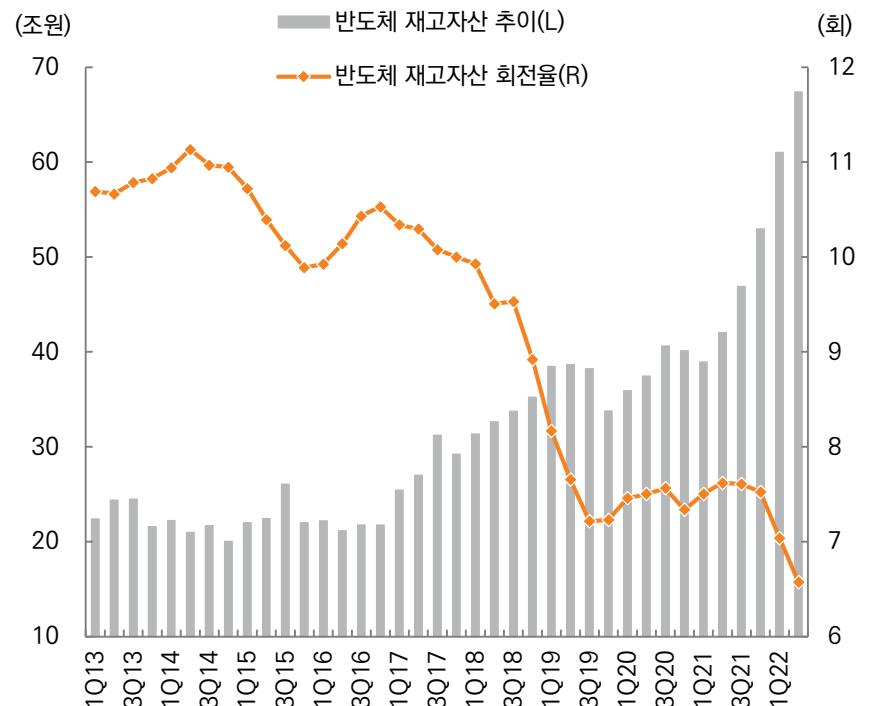
- 철강은 업황이 둔화될 때 재고 소진 기간이 긴 업종임. 과거 4Q14~1Q16 6개 분기 연속, 4Q19~4Q20 5개 분기 연속 재고가 감소. 다만, 업황이 개선될 때에는 재고가 늘어나면서 실적이 증가하는 기간도 길(2Q16~3Q19 14개 분기 연속 증가)
- 반도체 업종은 재고 자산 소진 속도가 빠름. 평균 1.2분기, 최대 2개 분기 재고가 감소. 내년 상반기에는 실적 바닥 가능성이 높음

철강 업종 재고자산, 재고자산 회전율 추이



주: 1Q12~2Q22 분기별 데이터가 존재하는 제조업 대상  
자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

반도체 업종 재고자산, 재고자산 회전율 추이



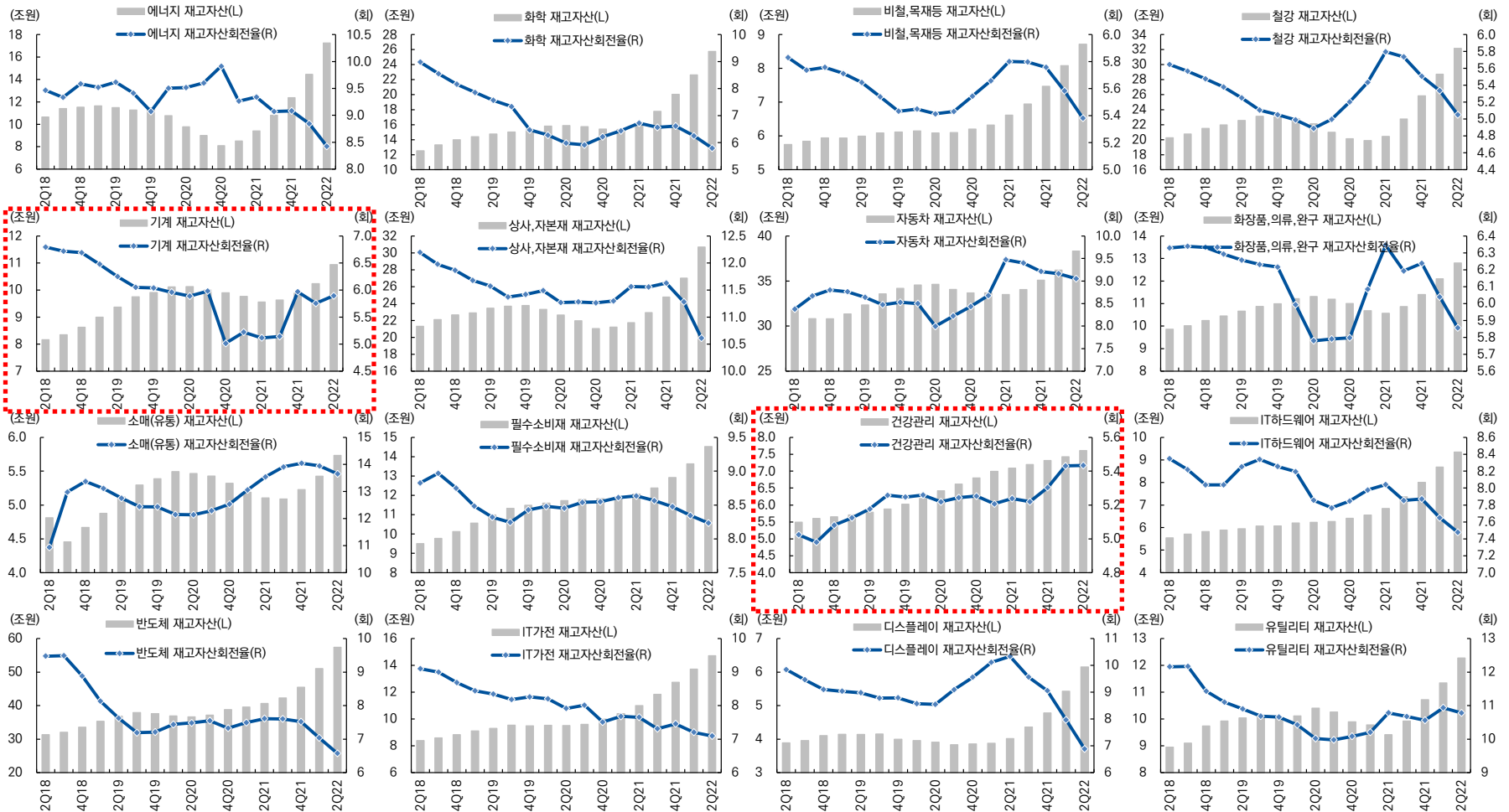
주: 1Q12~2Q22 분기별 데이터가 존재하는 제조업 대상  
자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

# 업종별 재고자산 및 재고자산 회전율 추이

## 업종별 재고자산 회전율

- 기계, 건강관리 업종을 제외하면 대부분의 업종들의 재고자산 회전율이 하락 추세

### 업종별 재고자산 및 재고자산 회전율 추이



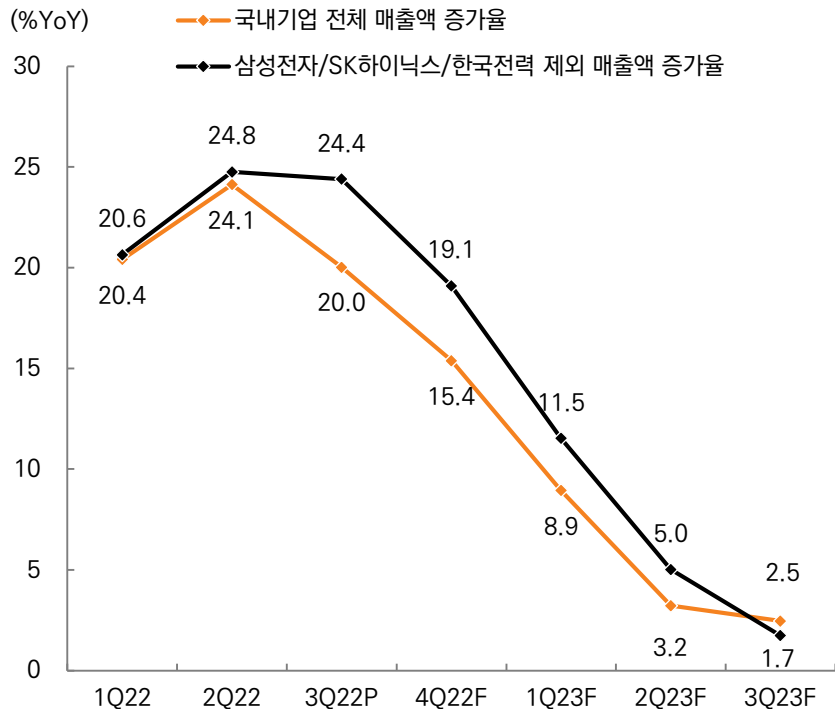
자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

# 재고 조정은 2023년 상반기까지 진행될 수 있음

## 2023년 2분기가 경기, 실적 기대감 바닥

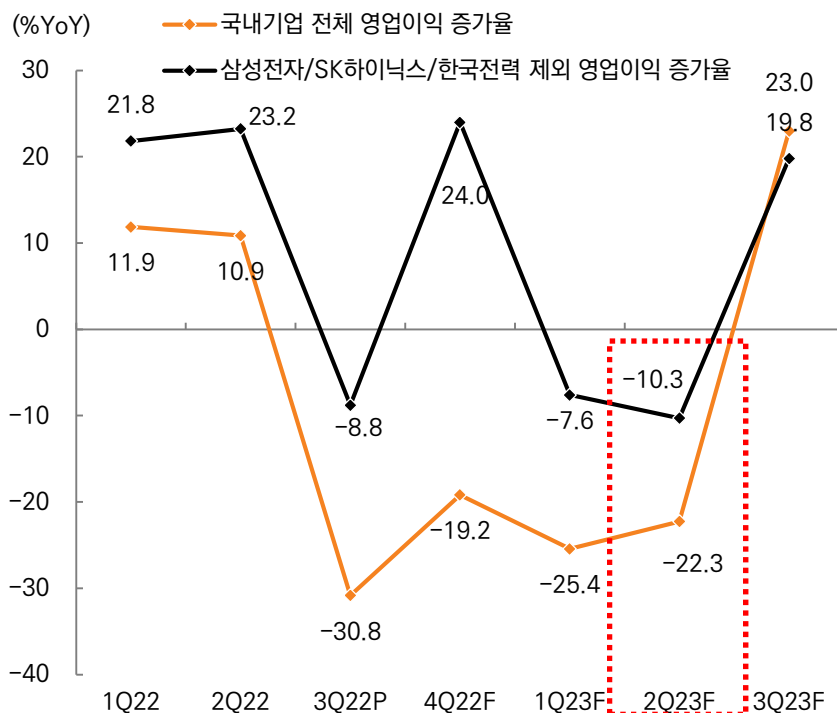
- 2022년 4분기, 2023년 1분기와 2분기 실적에서는 기업들의 재고 조정이 나타날 가능성이 높음
- 현재 분기별 영업이익 증가율 컨센서스로 보면 1분기와 2분기에도 20% 중반 수준의 감익이 예상
- 재고 조정으로 예상보다 낮은 실적 증가율 기록할 전망. 경기 저점이 내년 2분기로 전망되는 것과 일치
- 다만, 2023년 분기별 매출액 증가율은 둔화 추세로 재고 조정이 끝나더라도 실적 턴어라운드 강도는 낮을 수 있음

국내기업 분기별 매출액 증가율



주: 분기별 컨센서스가 존재하는 기업 대상(금융 제외)  
 자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

국내기업 분기별 영업이익 증가율



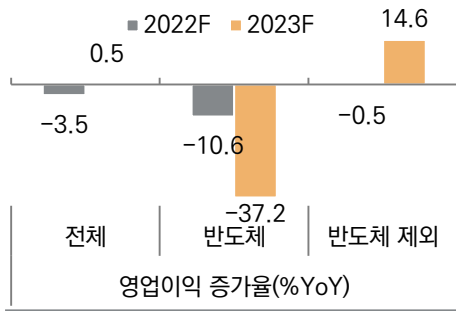
주: 분기별 컨센서스가 존재하는 기업 대상  
 자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

# 국내 기업 연간 실적 전망

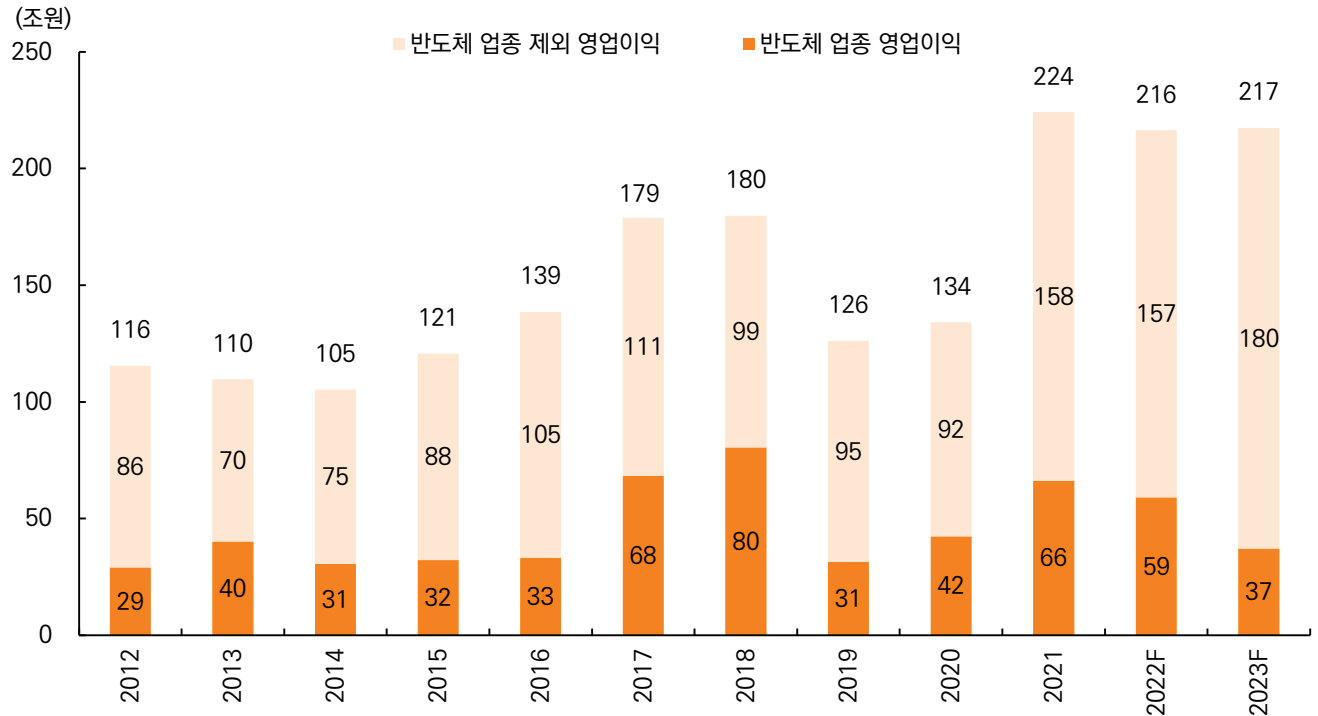
**22년, 23년 영업이익  
증가율 컨센서스  
: -3.5%, +0.5%**

- 2022년, 2023년 영업이익 증가율 컨센서스는 각각 -3.5%, +0.5%
- 반도체 업종 영업이익: 21년 66.2조원→22년 59.2조원(-10.6%YoY)→23년 37.2조원(-37.2%YoY)  
반도체 제외: 21년 158.0조원→22년 157.2조원(+1.1YoY)→23년 180.2조원(+14.6%YoY)
- 유틸리티 업종 영업이익: 21년 -4.4조원→22년 -29.5조원으로 적자폭 확대. 23년 적자폭 축소될 전망(23년 -12.0조원)
- 반도체와 유틸리티를 제외한 2022년 영업이익은 +15.0%YoY 증가할 전망

2022년, 2023년 영업이익 증가율



국내기업 연도별 영업이익 추이



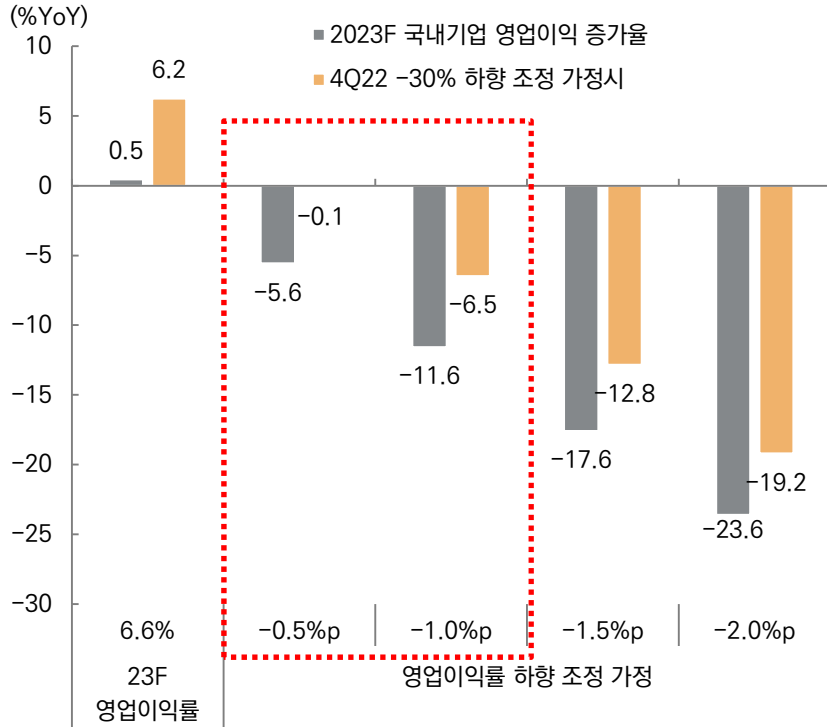
자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

# 2023년 실적 추가 하향 조정 불가피

## 2023년 실적 증가율 재계산

- 앞서 논의한 매출원가율 상승, 재고 조정에 따른 실적 추가 하향 조정은 불가피할 전망
- 4분기 실적 하향 조정을 고려해도 23년 영업이익은 여전히 감익 가능성이 높음. 2023년 영업이익률 컨센서스 6.6%에서 -0.5%p~-1.0%p 하향 조정을 가정하면 영업이익 증가율은 -5.6% ~ -11.6% 수준까지 하락(4Q22 어닝 쇼크 감안 시 -0.1% ~ -6.5%)
- PER과 EPS 컨센서스를 사용하여 KOSPI Band를 계산. 향후 이익이 -5%~-10% 하향 조정됨을 고려하면 2023년 KOSPI는 2,050pt~2,600pt. 추세적 상승보단 박스권 흐름 전개될 가능성 높음

영업이익률 하향 조정 가정에 따른 2023년 영업이익 증가율 시나리오



주: 영업이익률 -0.5%p 하락시 2023년 영업이익은 13.0조원 하향 조정  
 자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

PER, EPS를 활용한 2023년 KOSPI 예상 Band

		PER(x)							
		8.5	9.0	9.5	10.0	10.5	11.0	11.5	
EPS(pt)	-15%	204.8	1,741	1,844	1,946	2,048	2,151	2,253	2,356
	-10%	216.9	1,844	1,952	2,061	2,169	2,277	2,386	2,494
	-5%	228.9	1,946	2,061	2,175	2,289	2,404	2,518	2,633
		241.0	2,048	2,169	2,289	2,410	2,530	2,651	2,771
	+3%	248.2	2,110	2,234	2,358	2,482	2,606	2,731	2,855
	+5%	253.0	2,151	2,277	2,404	2,530	2,657	2,784	2,910
	+10%	265.1	2,253	2,386	2,518	2,651	2,784	2,916	3,049

주: EPS 기준은 23년, 24년 EPS 컨센서스 평균을 사용. PER은 13~14, 18~19 평균값 및 표준편차 활용  
 자료: Refinitiv, WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

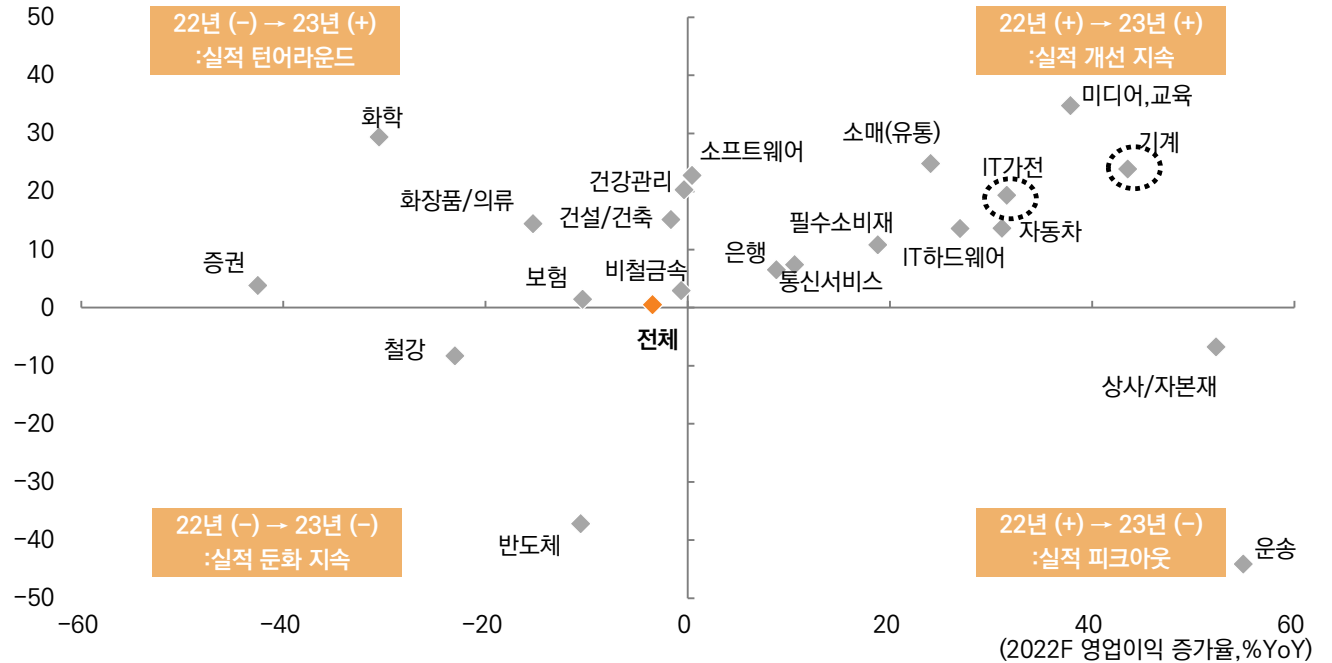
# 업종별 2023년 영업이익 증가율

미디어, 기계, 유통,  
2차전지, 자동차, 화학  
이익증가율이 높음

- 실적 증가 지속 업종: 미디어, 기계, 소매(유통), IT가전(2차전지), 자동차, IT하드웨어, 필수소비재 등
- 실적 피크아웃 업종: 운송, 상사/자본재
- 실적 턴어라운드 업종: 화학, 화장품/의류, 건강관리, 건설/건축, 증권, 보험, 비철금속
- 실적 둔화 업종: 반도체, 철강

## 업종별 2022년, 2023년 영업이익 증가율

(2023F 영업이익 증가율, %YoY)



주: 2023년 영업이익 변화율(1M, 3M)이 긍정적인 업종은 점선으로 표시  
자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

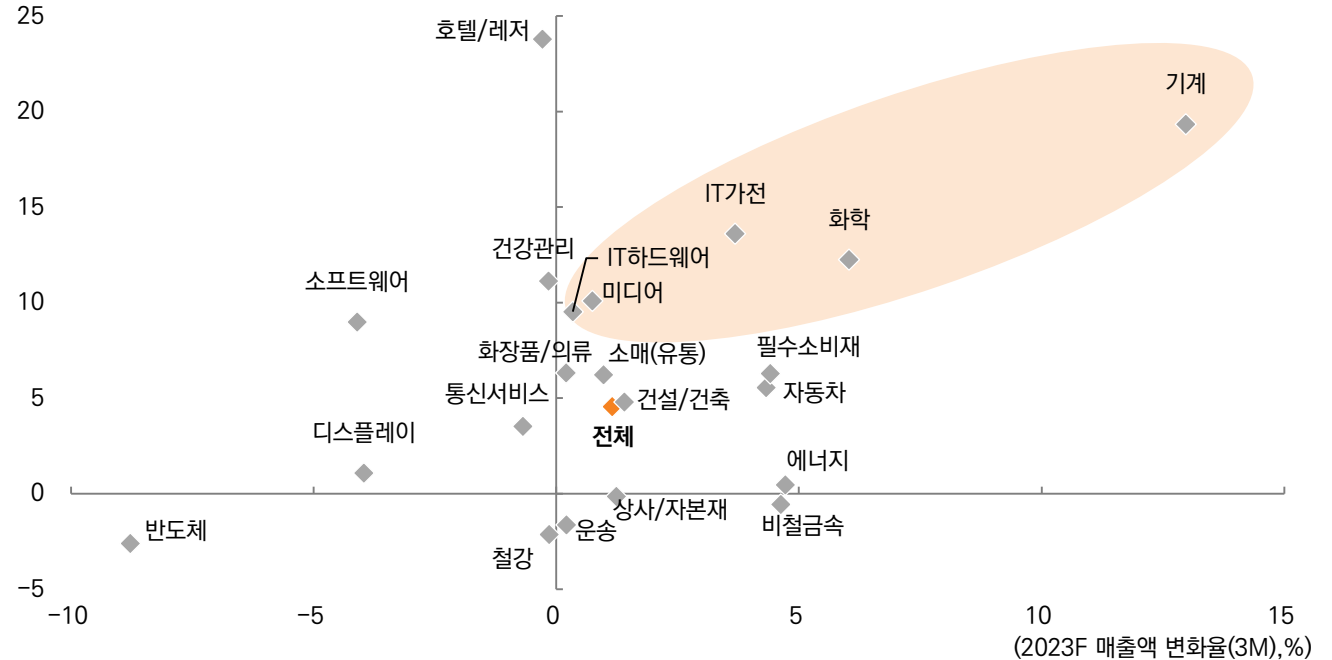
# 2023년은 매출 성장이 희소해지는 시기

매출 증가율로 보면  
기계, 2차전지, 화학  
업종이 긍정적

- 물가 상승, 환율 상승으로 21년~22년 기업들의 매출액은 크게 증가할 수 있었음. 이 시기엔 기업의 수익성이 주가 차별화 요인
- 2023년에는 매출 증가율이 높은 업종들이 유리할 전망. 국내 기업 매출액 증가율은 23년 +4.5%로 크게 낮아질 것으로 예상되고, 컨센서스 하향 가능성도 높음
- 2023년 매출액 증가율이 높고, 매출 컨센서스가 상향 조정되는 업종은 기계, 2차전지(IT가전), 화학, 미디어, IT하드웨어 등

## 업종별 2023년 매출액 증가율과 컨센서스 변화율

(2023F 매출액 증가율, %YoY)



자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

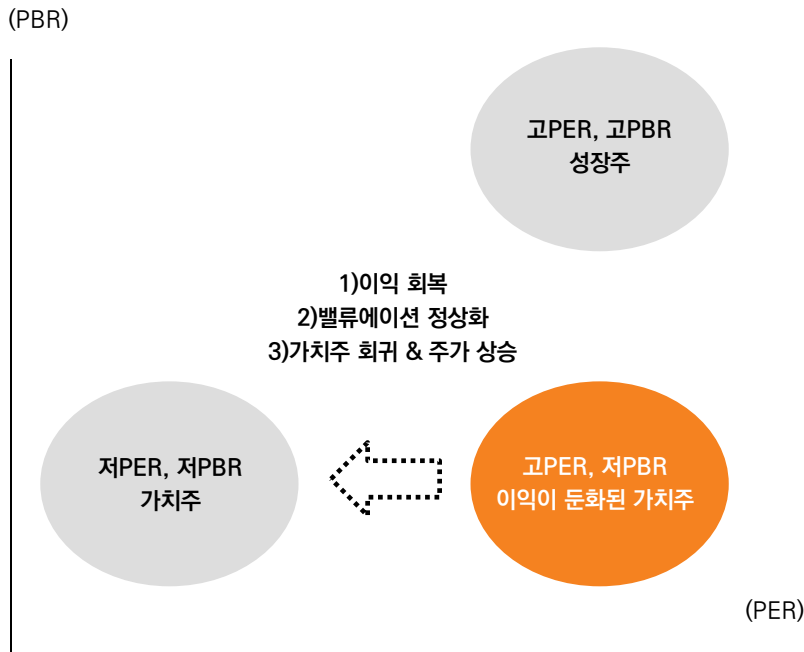
# 실적 둔화 경기민감업종, 고PER에 사서 저PER에 파는 전략이 유리

## 밸류에이션 정상화

### →경기민감주 주가 상승

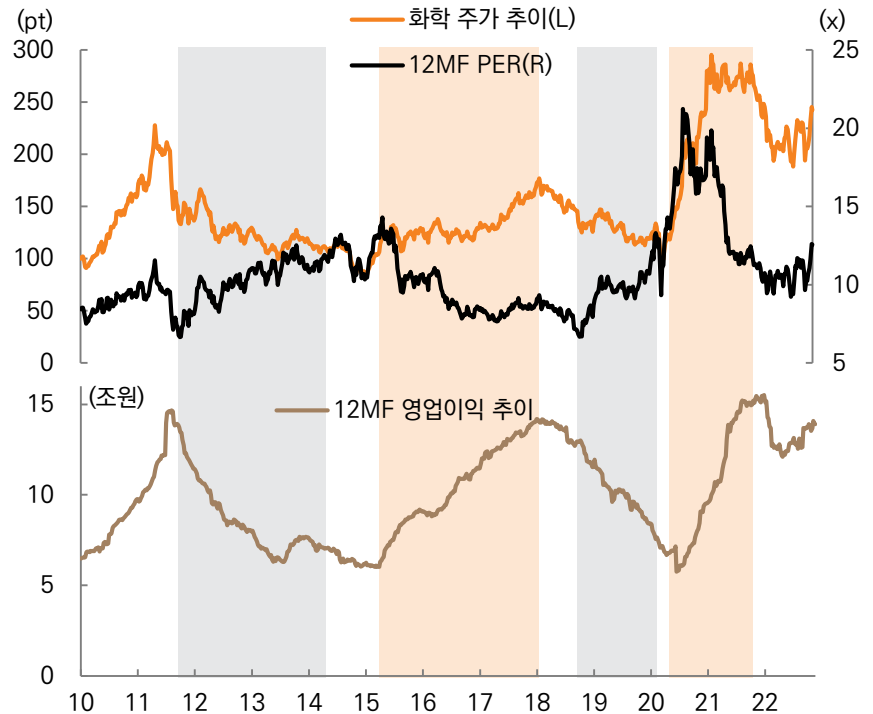
- 경기민감 업종은 이익 둔화로 PER이 높아지는 시기가 투자 적기
- 실적 회복과 함께 밸류에이션이 낮아지면서 주가가 상승하는 것이 일반적(2015~2017년 화학 업종 예)
- 반도체 업종을 제외한 경기민감 업종의 밸류에이션은 낮은 상황(Page 37 참조)
- 경기민감주에 대한 투자 적기는 실적 기대감이 한 번 더 낮아질 수 있는 내년 상반기 실적 발표 이후가 될 것으로 판단

#### 경기민감주 이익회복 → 밸류에이션 정상화 → 주가 상승



자료: 미래에셋증권 리서치센터

#### 경기민감업종 이익 회복(밸류에이션 정상화)시 주가 상승



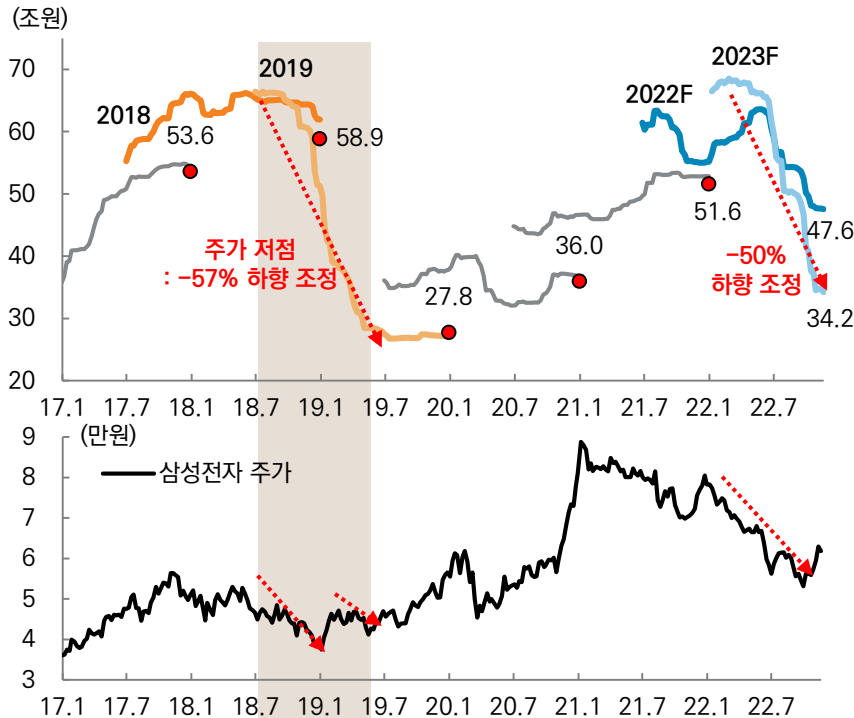
자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

# 반도체, 실적 컨센서스는 충분히 낮아짐

## 삼성전자, SK하이닉스 과거 사례

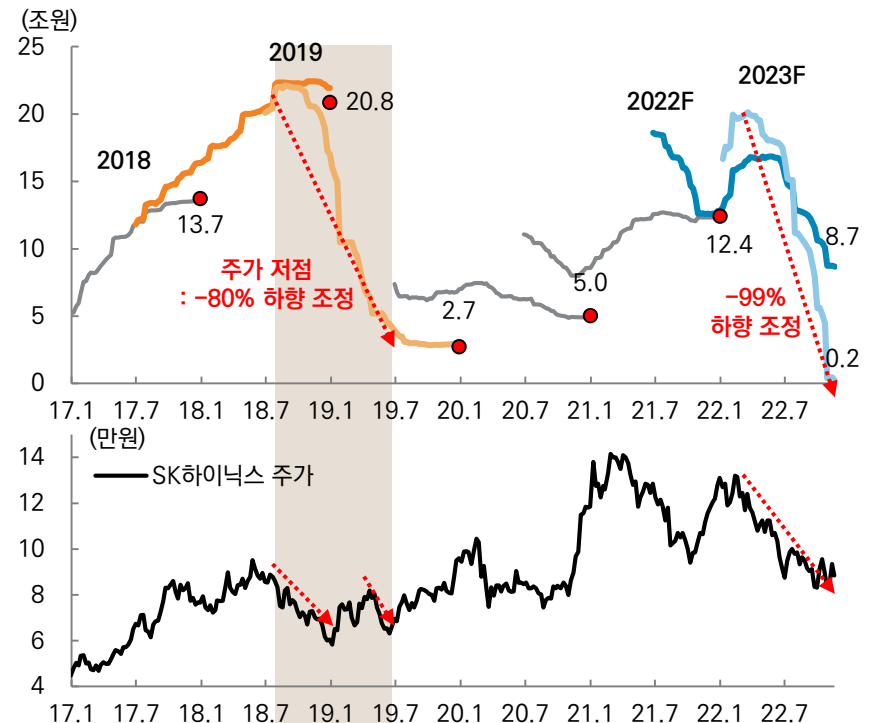
- 18~19년 삼성전자, SK하이닉스의 주가 저점은 19년 1월과 5~6월. 2019년 영업이익 컨센서스는 주가 저점 기준으로 삼성전자: -25%, -57%, SK하이닉스: -27%, -80% 하향 조정
- 삼성전자, SK하이닉스의 2023년 영업이익 컨센서스는 각각 34조원, 2,200억원으로 22년 2월 고점 대비 -50%, -99% 하향 조정된 수준
- 국내 애널리스트 중 가장 보수적으로 추정하고 있는 컨센서스가 26.6조원, -3.0조원 수준인 점을 감안했을 때 큰 폭의 실적 둔화는 이미 주가에 반영되어 있을 가능성이 높다고 판단

삼성전자 2018/2019, 2022/2023 영업이익 컨센서스 추이



자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

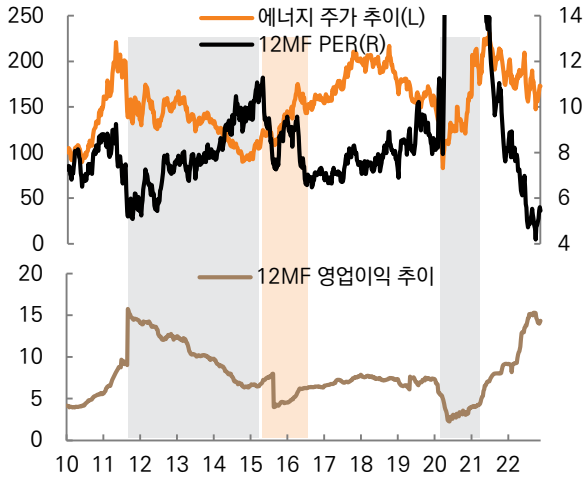
SK하이닉스 2018/2019, 2022/2023 영업이익 컨센서스 추이



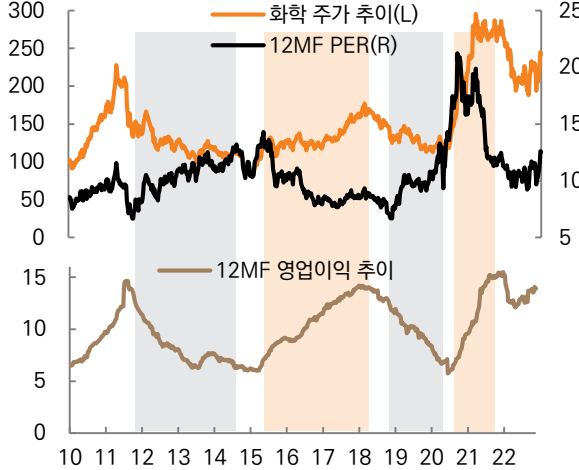
자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

# Tech+시클리컬 중에선 반도체가 투자매력이 높음

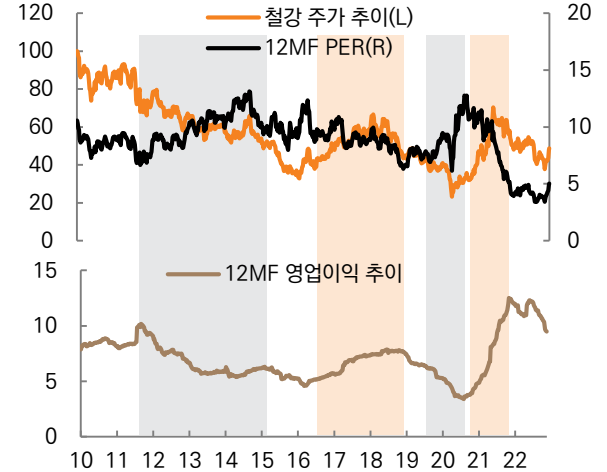
## 에너지 업종



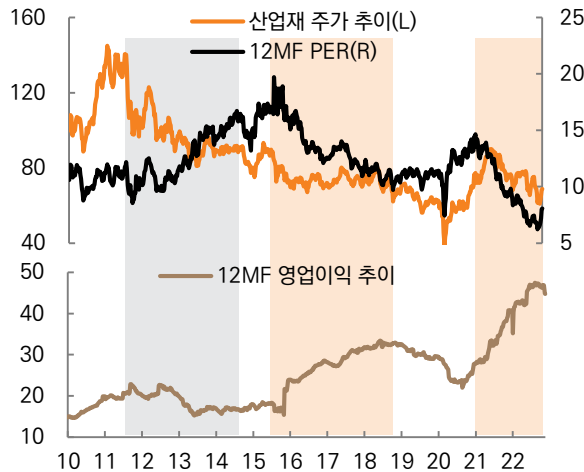
## 화학 업종



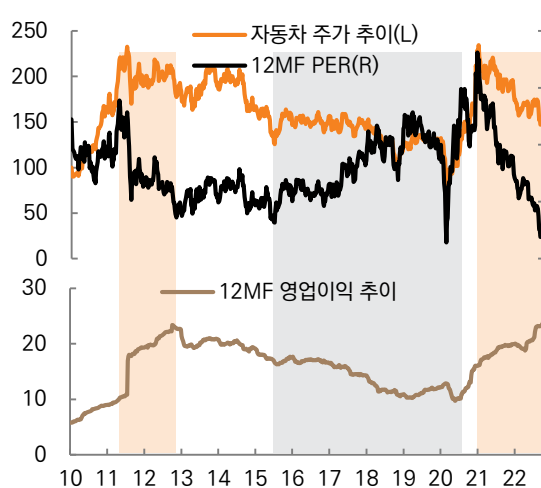
## 철강 업종



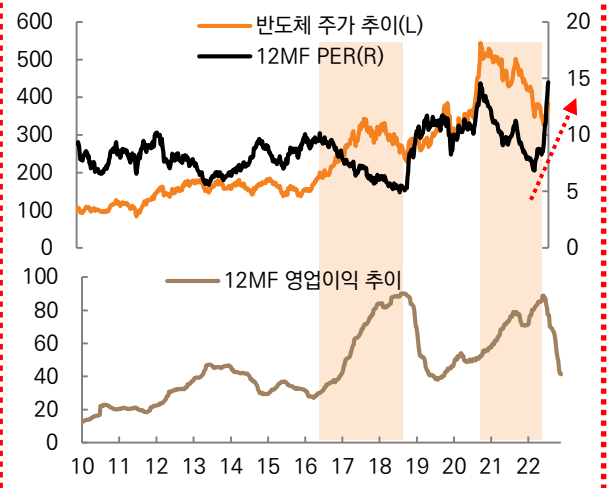
## 산업재 업종



## 자동차 업종(고PER에 사는 전략 유효X)



## 반도체 업종



주: 주가 추이는 기준일('10.1)=100으로 지수화. PER(배), 영업이익(조원) 기준  
 자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

## II

### —

스타일 전망: 상반기 중소형성장주, 하반기 대형가치주

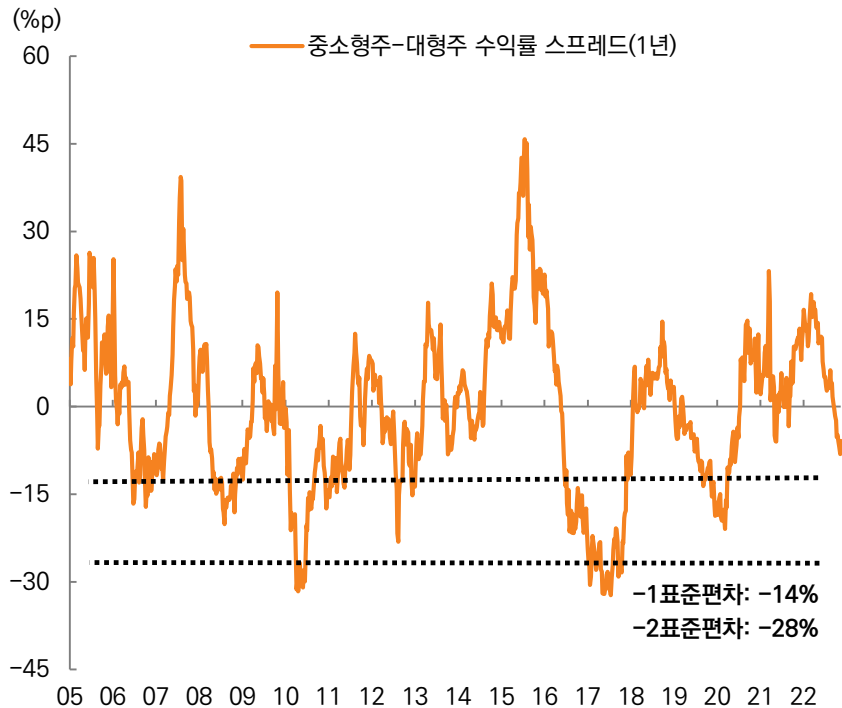


# 스타일 전망: 대형주 vs 중소형주

## 대형주 강세 현상

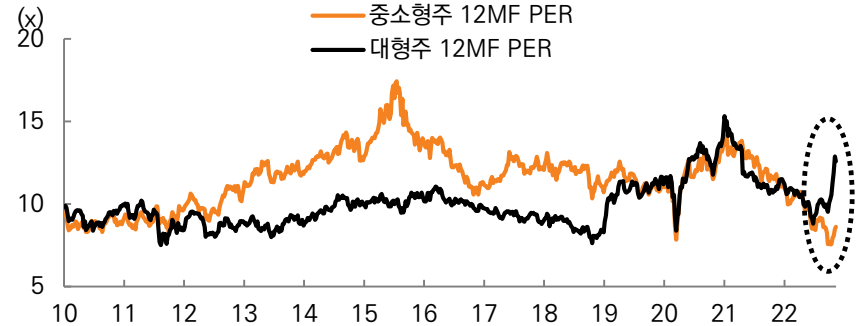
- 대형주 강세 현상이 지속. 올해 하반기 대형주, 중소형주 성과는 각각 +4.8%, +0.2%
- 중소형주, 대형주 12개월 수익률 차이는 -6%p. 10년, 17년을 제외하면 -10%p~-15%p가 저점
- 중소형주 12개월 선행 PER은 8~9배로 대형주 12~13배 대비 약 30% 할인되어 거래 중
- 정상적인 경기 상황에서는 중소형주 밸류에이션에 프리미엄이 붙지만 경기 침체 위험이 높아지는 환경에서는 대형주 밸류에이션이 프리미엄. 과거 90년대 일본 대형주와 중소형주 주가 흐름 사례

중소형주-대형주 수익률 스프레드

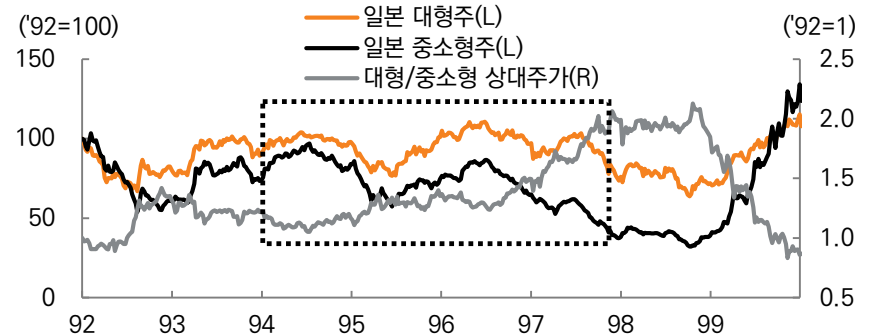


주: WMI500 대형주, 중소형주 기준  
자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

중소형주, 대형주 밸류에이션 비교



93년~97년 일본 대형주는 중소형주를 장기간 아웃퍼폼



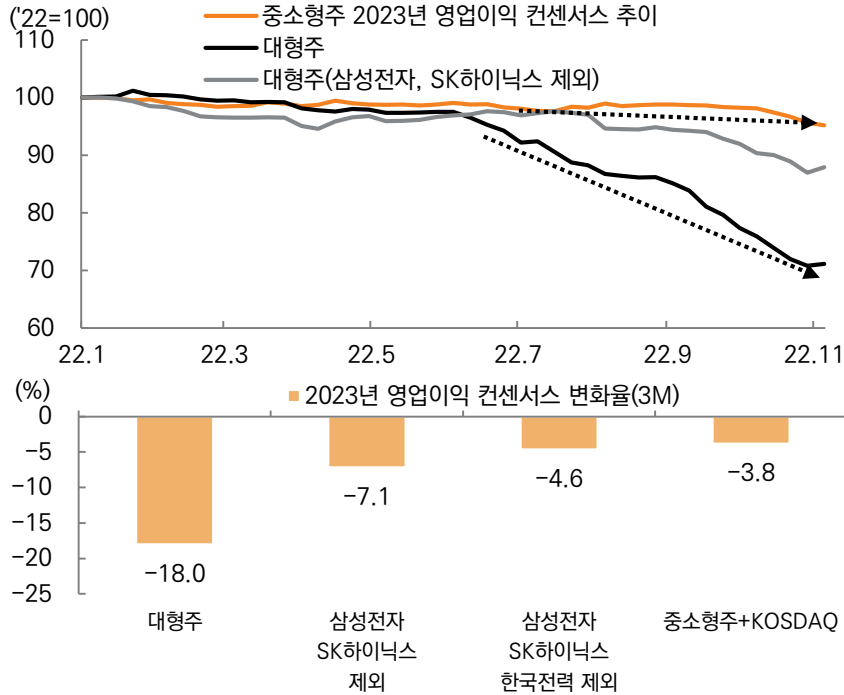
자료: WISEfn, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

# 스타일 전망: 대형주 vs 중소형주

## 대형주, 중소형주 실적 비교

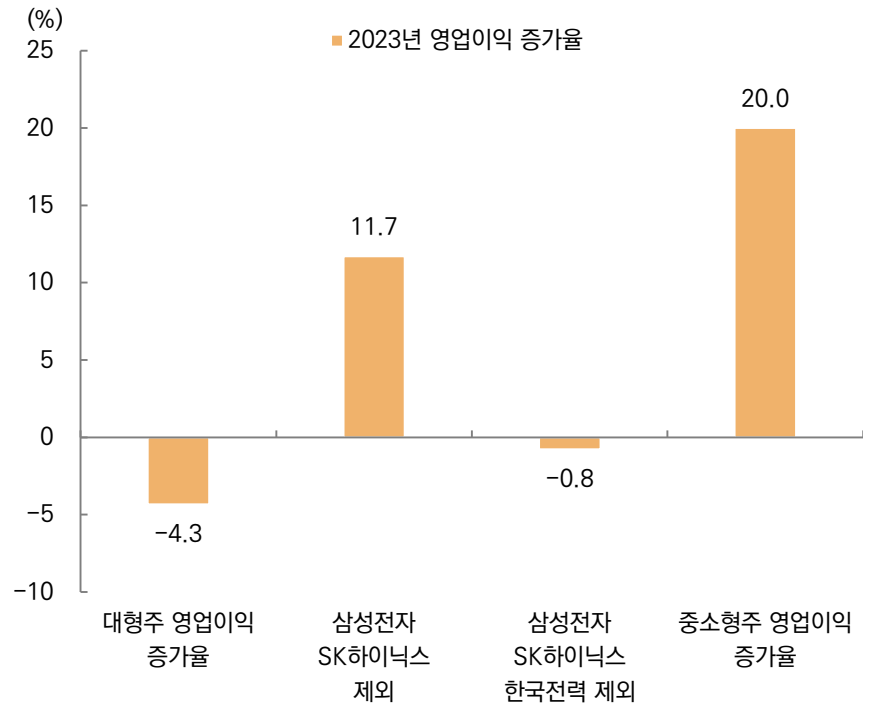
- 중소형주와 대형주의 밸류에이션 차이 확대는 반도체 실적 하향 조정 때문
- 대형주의 2023년 영업이익 컨센서스는 3개월간 -18% 하향 조정. 반면, 중소형주+KOSDAQ 실적 하향 조정 폭은 -3.8% 수준
- 향후 실적 하향 조정에 따른 밸류에이션 상승을 감안하면 실질적인 중소형주의 가격 매력은 높지 않음
- 경기 회복에 따른 실적 턴어라운드 가시화 시 실적 증가에 대한 기대치가 낮은 대형주가 유리할 수 있음(하반기)

중소형주 실적 하향 조정 불가피



자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

대형주, 중소형주 영업이익 증가율 비교



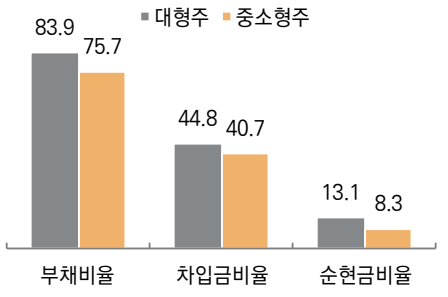
자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

# 스타일 전망: 대형주 vs 중소형주

## 중소형주 로테이션 가능성

- 신용위험이 증가하는 국면에서는 상대적으로 재무구조가 안정적인 대형주 성과가 긍정적
- 한국 신용 스프레드(국고채 3년-회사채 AA-, 3년)은 글로벌 금융위기 이후 가장 높은 수준을 기록 중이지만 향후 신용 스프레드 안정화 시 중소형주의 로테이션 가능할 전망
- 또한, 대형주와 중소형주의 부채비율이나 차입금비율 등을 비교해 봤을 때 대형주의 재무구조가 상대적으로 안정적이라고 판단하기 어려움
- 가격, 밸류에이션, 신용지표들의 방향성에 따라 대형주-중소형주 로테이션은 지속될 전망

대형주, 중소형주 재무안정성 비교



주: 2Q22 재무제표 기준

신용위험 증가는 중소형주 약세 요인



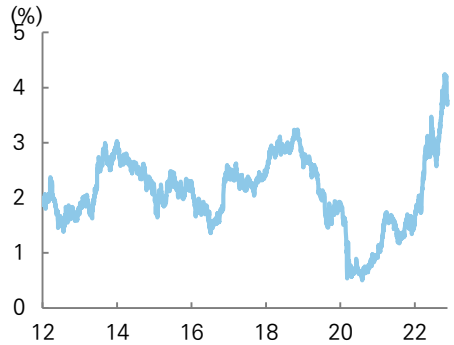
자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

# 스타일 전망: 성장 vs 가치

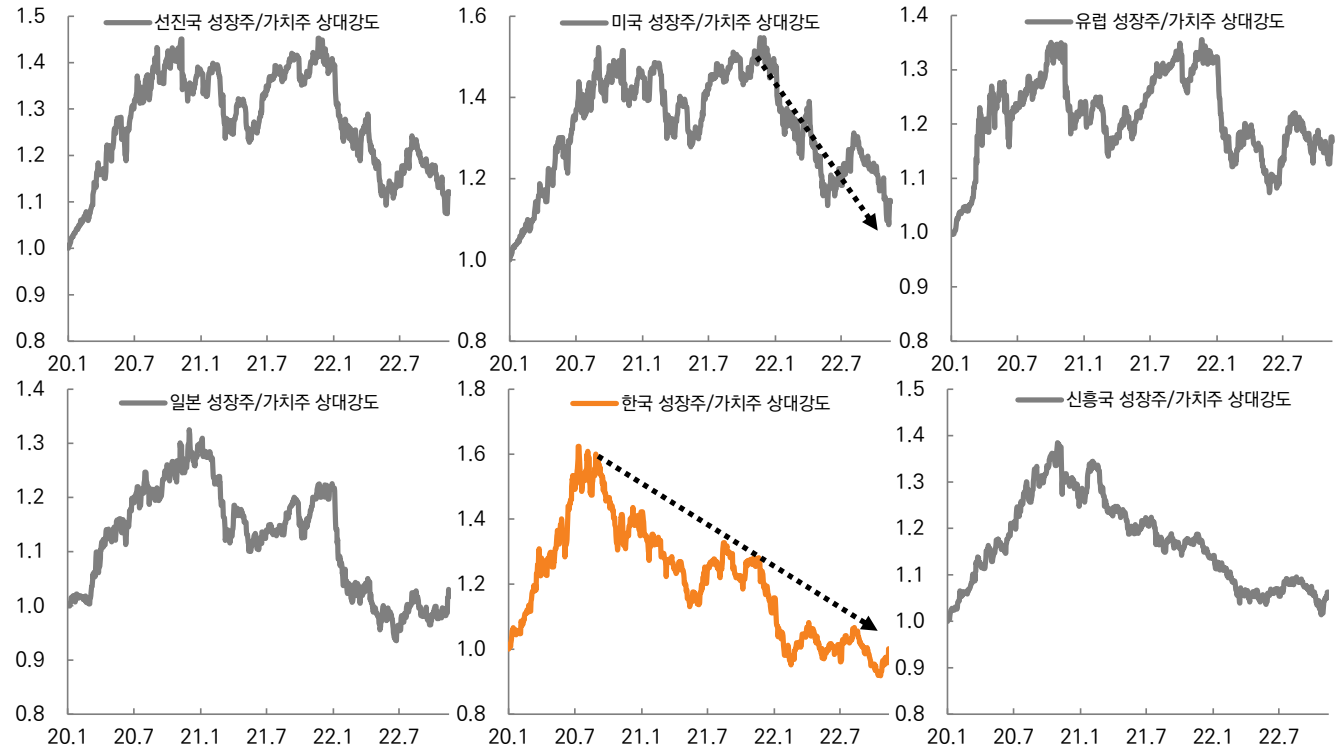
## 성장주 부진 지속

- 성장주 주가 부진은 글로벌 공통 현상. 인플레이션 및 미연준 통화정책에 따른 멀티플 축소가 원인
- 2022년 선진국, 신흥국 성장주 수익률은 가치주 수익률을 각각 각각 -18%, -5% 하회
- 한국 성장주/가치주 상대강도 하락 추세는 2020년 10월 이후 약 2년간 지속 중

미국 10년 금리 추이



성장/가치 상대강도 추이



주: 2020년 1월=1.0으로 지수화

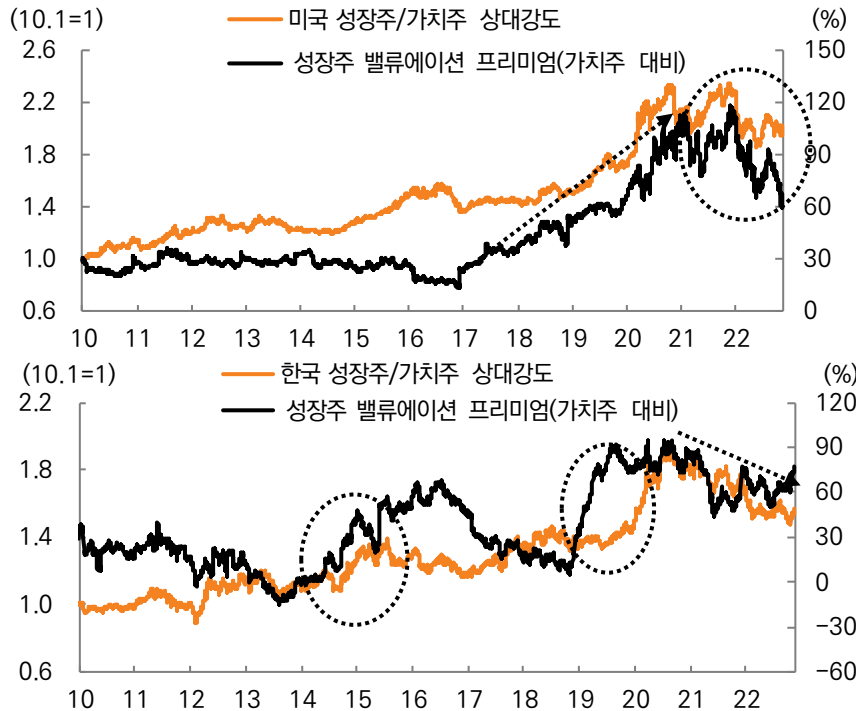
자료: MSCI, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

# 스타일 전망: 성장 vs 가치

## 장기적으로(연간) 가치주가 나은 선택이지만

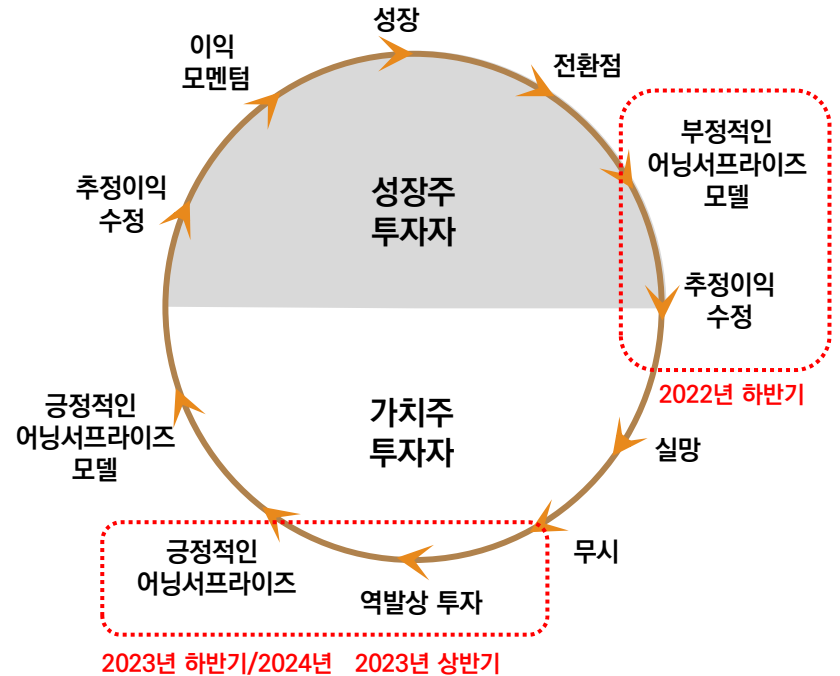
- 성장주 강세 조건은 멀티플 확대. 증시 유동성 환경 감안 시 당분간 밸류에이션 확장은 어려울 전망
- 거시경제 환경 및 이익 사이클로 보면 가치주가 안전한 선택. 다만 내년 상반기 경기 및 기업 실적 둔화에서 하반기 회복을 기대하는 장기적 관점에서 접근할 필요
- 현재 시점에서 실적에 대한 기대가 충분히 낮아진(=고PER+저PBR) 가치주가 장기적으로 유리한 선택(Page 37 참조)

성장주 강세 조건은 밸류에이션 상승



자료: Bloomberg, WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

가치주 강세 조건은 실적 회복



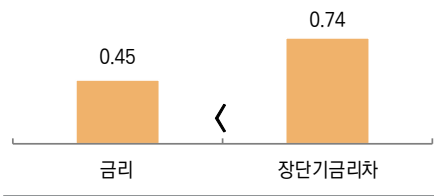
자료: Style Investing, Richard Bernstein, 미래에셋증권 리서치센터

# 스타일 전망: 성장 vs 가치

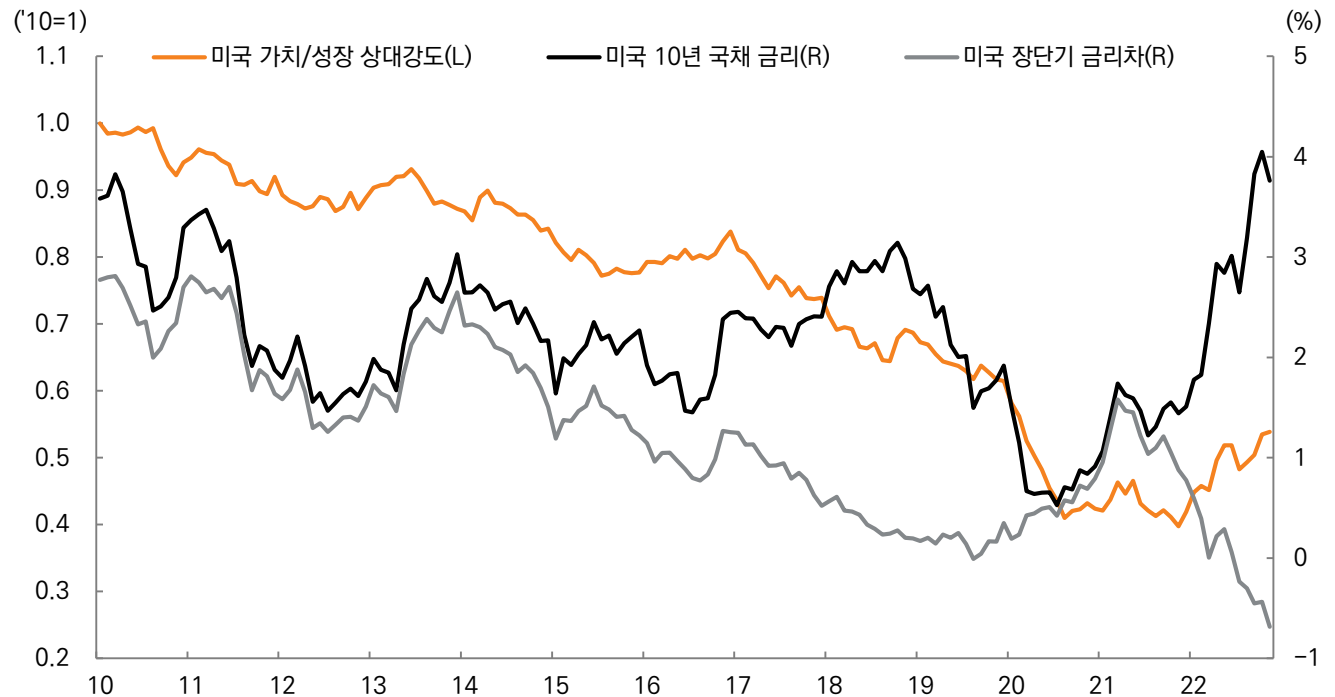
## 금리와 스타일

- 일반적으로 금리가 상승하면 주식의 적정가치를 산정할 때 할인율이 상승하므로 밸류에이션이 비싼 성장주의 가치 하락이 상대적으로 큼 → 올해 성장주 부진의 원인
- 앞으로는 절대적인 금리 수준보다 변화에 주목할 필요. 1) 경기 상황 감안하면 금리의 추가적인 상승은 제한적이고, 2) 이미 높아진 금리 레벨에서는 밸류에이션에 미치는 영향력이 낮기 때문(민감도 둔화)
- 가치주의 강세가 지속될 가능성도 낮음. 장단기 금리차 역전 현상으로 경기 침체 위험이 높아졌기 때문. 미국 가치주/성장주 상대주가는 금리보다 장단기 금리차의 방향성이 중요

미국 가치주 상대주가와 금리 상관관계



미국 가치/성장 상대강도와 미국 10년 금리 및 장단기 금리차



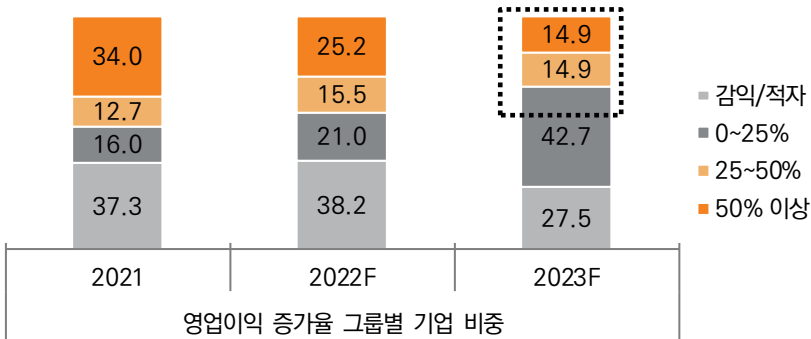
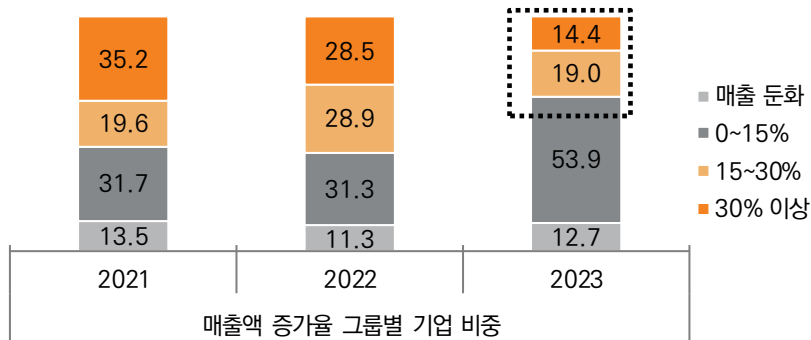
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

# 스타일 전망: 성장 vs 가치

## 성장에 대한 희소성 ↑

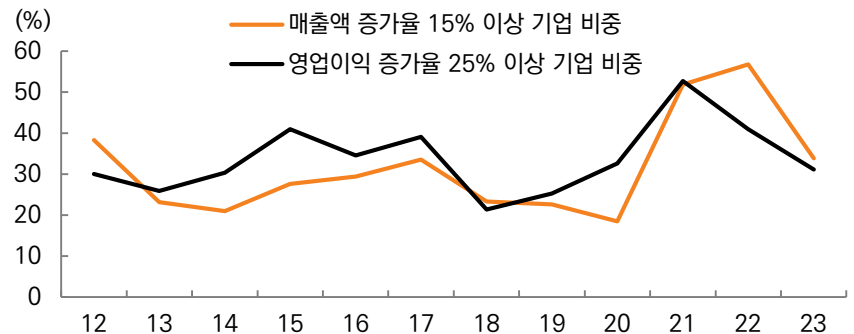
- 매출액 증가율 15% 이상 기업 비중은 올해 57%에서 내년에는 34%로 크게 낮아질 전망. 영업이익 증가율 25% 이상 기업 비중도 지난해 47%에서 30% 수준으로 하락할 전망
- 내년 상반기까지는 실적 하향 조정 및 어닝 쇼크가 지속될 가능성이 높아 성장성이 높은 기업 비중은 하락할 가능성이 높음
- 매출액 증가율 15% 이상 기업 비중이 높은 업종은 2차전지, 호텔/레저, 조선/기계, 소프트웨어, 미디어, IT하드웨어, 헬스케어

### 성장이 희소해지는 시기

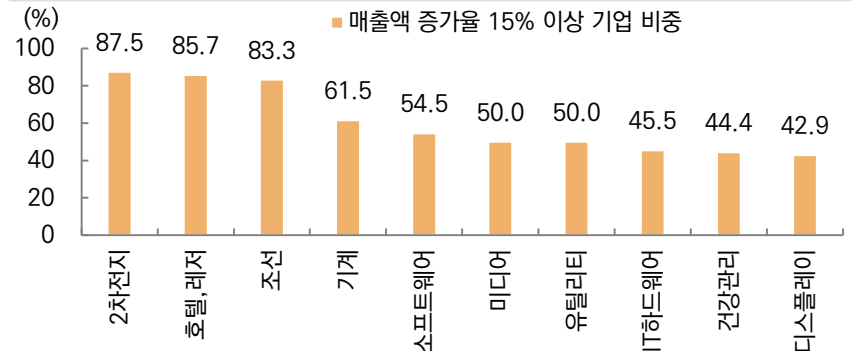


주: 영업이익 증가율 50% 이상은 흑자전환 기업 포함임  
 자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

### 연도별 매출액, 영업이익 증가율 상위 기업 비중



### 업종별 매출액 증가율 15% 이상 기업 비중



자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

# 스타일 전망: 성장 vs 가치

## 금리 변화에 따른 성장주 내 로테이션

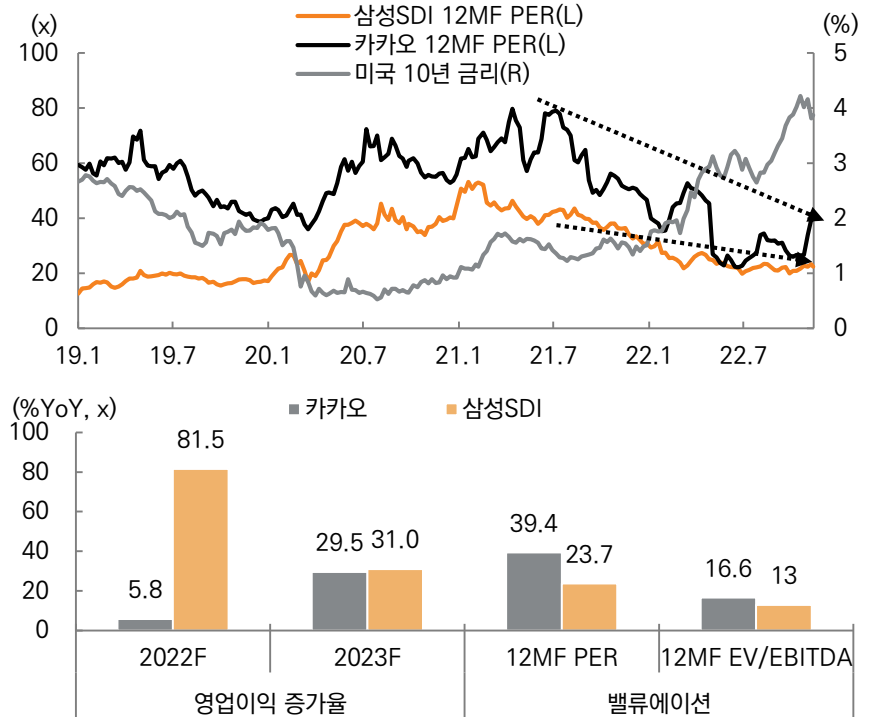
- 성장주 내에서 실적에 따라 밸류에이션의 차이가 존재→금리 상승에 따른 주가 민감도가 다름
- 삼성SDI와 카카오는 2차전지와 인터넷 업종을 대표하는 성장주이지만 미국 금리에 따라 상대 주가의 차이가 존재(실적에 대한 분석은 제외). 미국 10년 금리가 상승했었던 2020년 하반기, 2021년 3월 이후부터 삼성SDI의 상대 주가가 긍정적
- 금리 변화에 따라 가치주-성장주 로테이션이 아닌 성장주 내 로테이션 전략이 유효

삼성SDI와 카카오 상대주가



자료: WISEfn, Bloomberg 미래에셋증권 리서치센터

삼성SDI와 카카오 밸류에이션



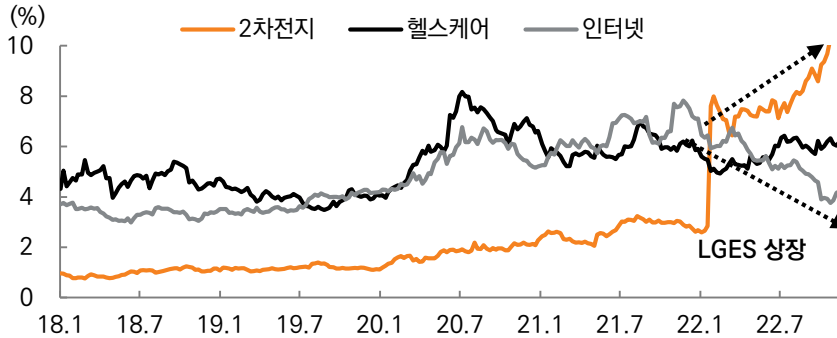
자료: WISEfn, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

# 스타일 전망: 성장 vs 가치

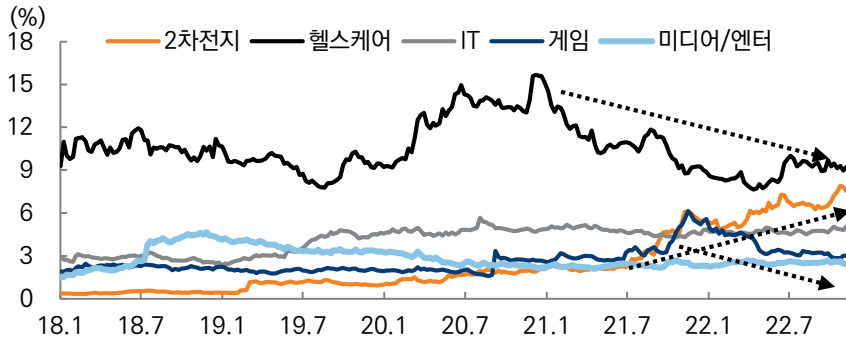
## 성장주 내 차별화는 이익 비중

- 올해 성장주 주가 차별화 요인은 실적. 금리 상승으로 인터넷, 게임 등 실적 가시성이 낮은 성장 테마보단 투자회수기에 진입한 2차전지, 헬스케어(바이오시밀러) 주가가 긍정적
- 2차전지 테마의 영업이익 비중은 2020년 이후 지속적으로 상승해 2023년에는 헬스케어 업종의 영업이익 비중을 역전할 것으로 예상

KOSPI 내 2차전지, 바이오, 인터넷 시가총액 비중

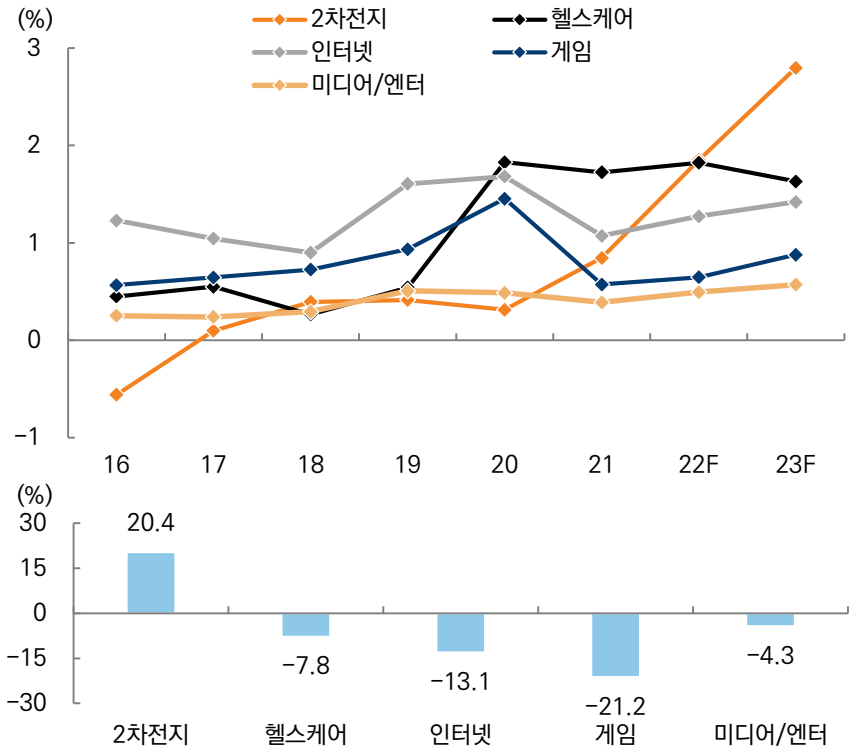


KOSDAQ 내 2차전지, 바이오, IT, 게임, 미디어/엔터 시가총액 비중



자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

성장 업종 영업이익 비중(KOSPI+KOSDAQ 합산)



자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

# Ⅲ — 투자 아이디어

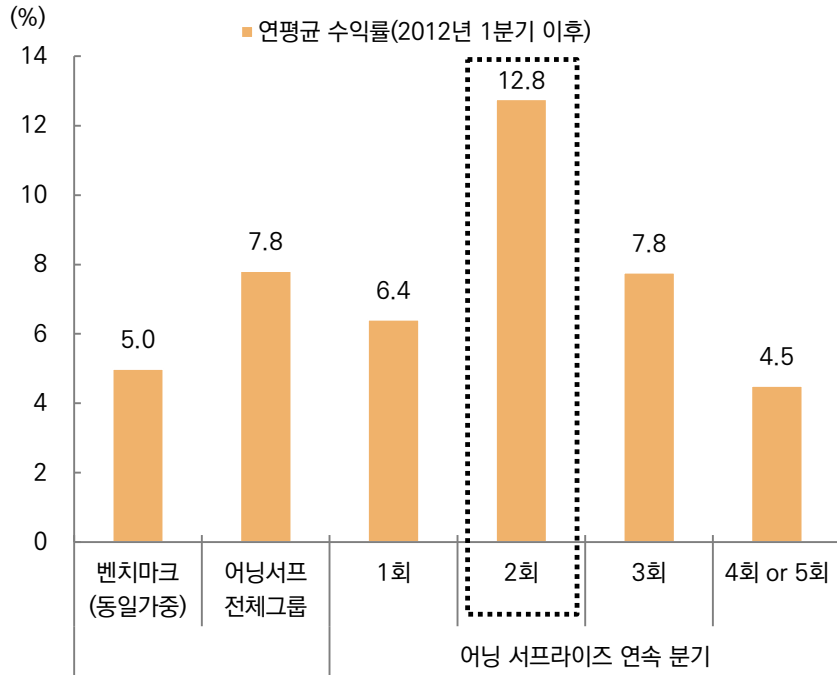


# [Quant Pick #1] 피크아웃 우려가 적은 실적주

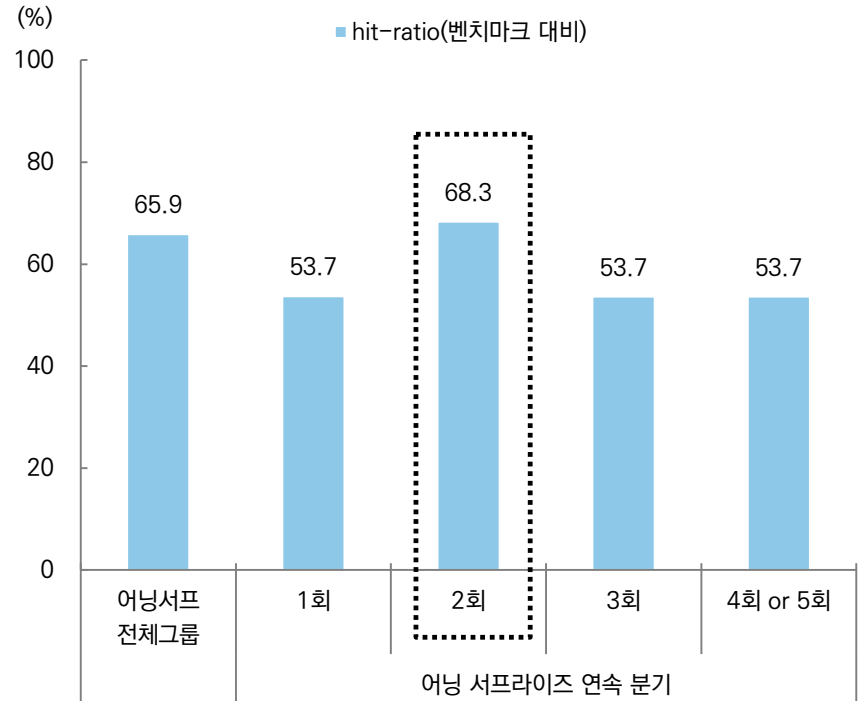
## 피크아웃을 피하는 방법

- 내년 실적 둔화는 불가피할 것으로 판단. 실적 모멘텀이 긍정적인 기업에 대한 프리미엄은 지속될 전망
- 이익모멘텀이 좋은 기업을 선택할 때는 '실적 피크아웃'에 유의: 1) 증가율 둔화, 2) 지속된 어닝 서프라이즈로 향후 실적에 대한 기대치가 이미 높아져 있는 정도
- 연속적으로 어닝 서프라이즈를 기록한 기업들 중에서는 2회 연속 어닝 서프라이즈를 기록한 그룹의 성과가 가장 긍정적. 반면, 연속 3회 및 4회 이상 기록한 그룹은 주가 상승이 제한적

어닝 서프라이즈 그룹별 연평균 주가 상승률



어닝 서프라이즈 그룹별 주가 상승 확률



주1: 분기 실적 데이터를 확인할 수 있는 5월말, 8월말, 11월말, 2월말 리밸런싱(동일 가중)

주2: 어닝 서프라이즈 기준은 영업이익 실적치와 컨센서스 괴리율 +5% 이상 / 주3: 금융(은행, 증권, 보험) 업종은 순이익 데이터를 활용

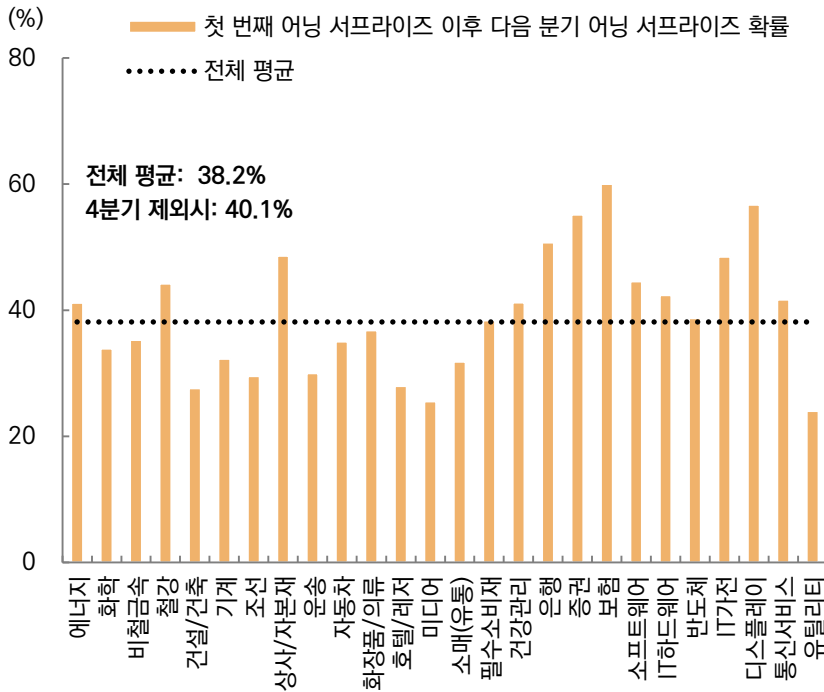
자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

# [Quant Pick #1] 피크아웃 우려가 적은 실적주

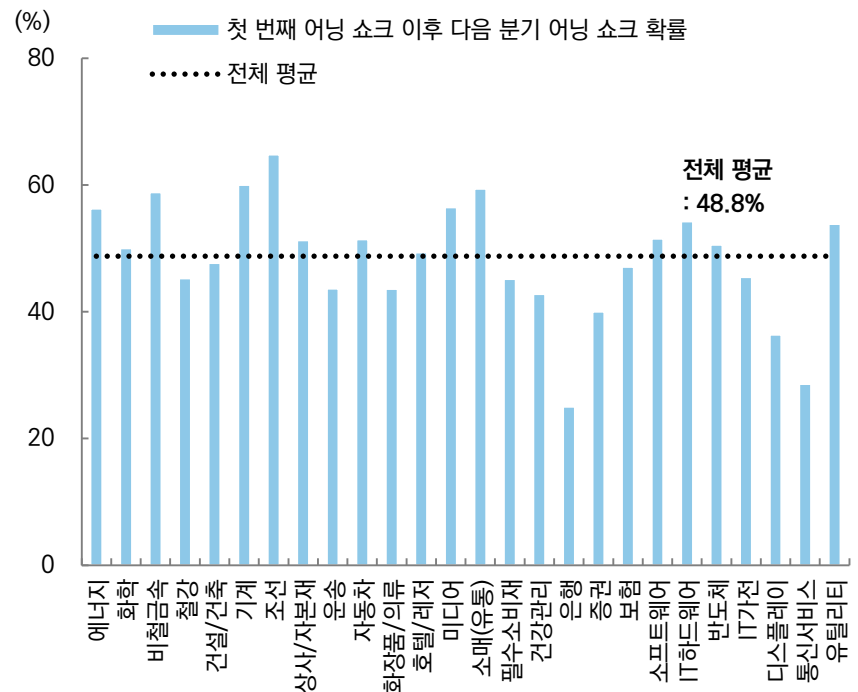
## 연속 어닝 서프라이즈 확률 50% 미만

- 첫 번째 어닝 서프라이즈를 기록한 그룹은 부진한 성과 기록(연평균 수익률 +6.4%)
- 다음 분기 어닝 서프라이즈 유무에 따라 주가 변동성 ↑. 또한 업황 개선이 아닌 일회성 어닝 서프라이즈의 영향도 고려
- 과거 국내 기업들은 어닝 서프라이즈보다 어닝 쇼크가 연속될 확률이 높았음. 첫 번째 어닝 서프라이즈 이후 다음 분기에도 어닝 서프라이즈가 발생할 확률은 38.2% 수준. 첫 번째 어닝 쇼크 이후 다음 분기에도 어닝 쇼크가 발생할 확률은 48.8% 기록

업종별 연속 어닝 서프라이즈 확률(1회→2회)



업종별 연속 어닝 쇼크 확률(1회→2회)



주1: 분기 실적 데이터를 확인할 수 있는 5월말, 8월말, 11월말, 2월말 리밸런싱(동일 가중)

주2: 어닝 서프라이즈 기준은 영업이익의 실적치와 컨센서스 괴리율 +5% 이상 / 주3: 금융(은행, 증권, 보험) 업종은 순이익 데이터를 활용

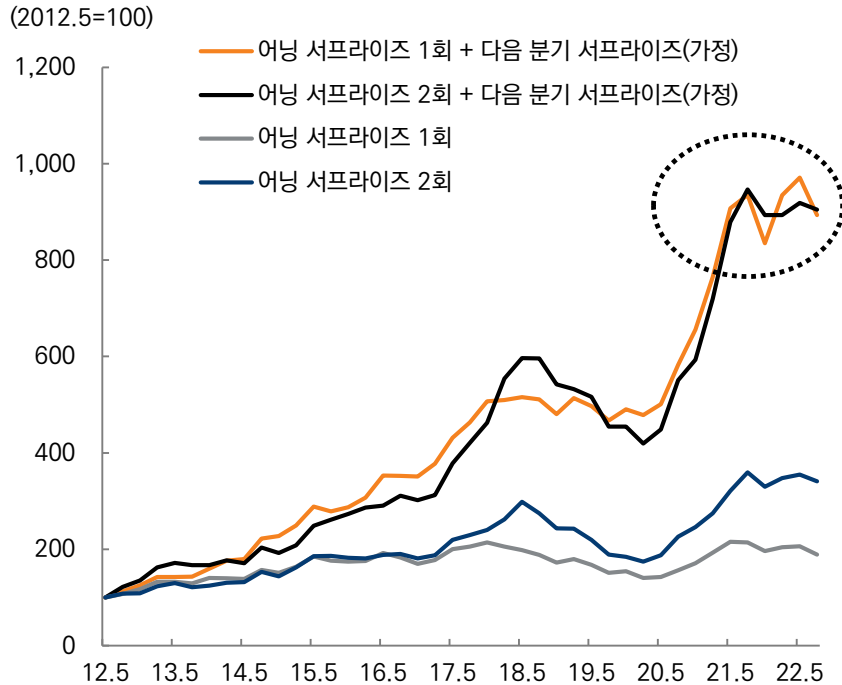
자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

# [Quant Pick #1] 피크아웃 우려가 적은 실적주

## 다음 분기 어닝 서프라이즈 가정시 주가 차별화

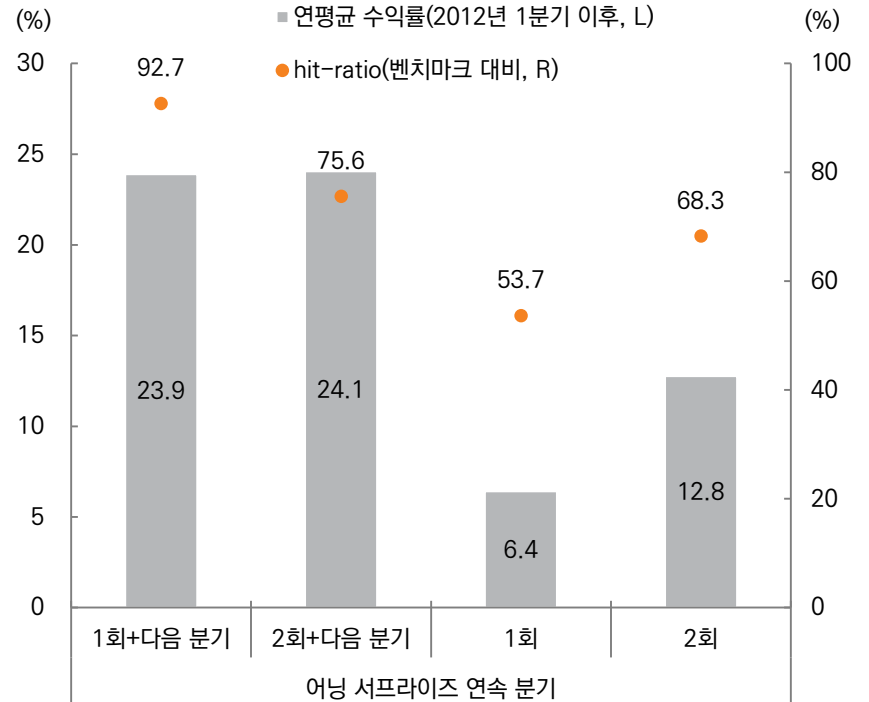
- 첫 번째 어닝 서프라이즈를 기록한 기업들 중 다음 분기 어닝 서프라이즈를 기록한 기업은 주가 차별화
- 다음 분기 어닝 서프라이즈 여부를 알고 있다고 가정, 첫 번째 어닝 서프라이즈를 기록한 기업들의 연평균 수익률은 +6.4% → +23.9%(BM 대비 상승 확률 93%)
- 첫 번째 서프라이즈를 기록한 기업 중에서는 향후 실적 개선 가능성(정성적 판단 포함)을 고려한 선별적인 접근이 필요

### 어닝 서프라이즈 그룹별 주가 추이



주1: 분기 실적 데이터를 확인할 수 있는 5월말, 8월말, 11월말, 2월말에 다음 분기(FQ1) 어닝 서프라이즈 유무를 파악할 수 있다고 가정해 리밸런싱(동일 가중)  
 주2: 어닝 서프라이즈 기준은 영업이익의 실적치와 컨센서스 괴리율 +5% 이상 / 주3: 금융(은행, 증권, 보험) 업종은 순이익 데이터를 활용  
 자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

### 어닝 서프라이즈 그룹별 성과 분석

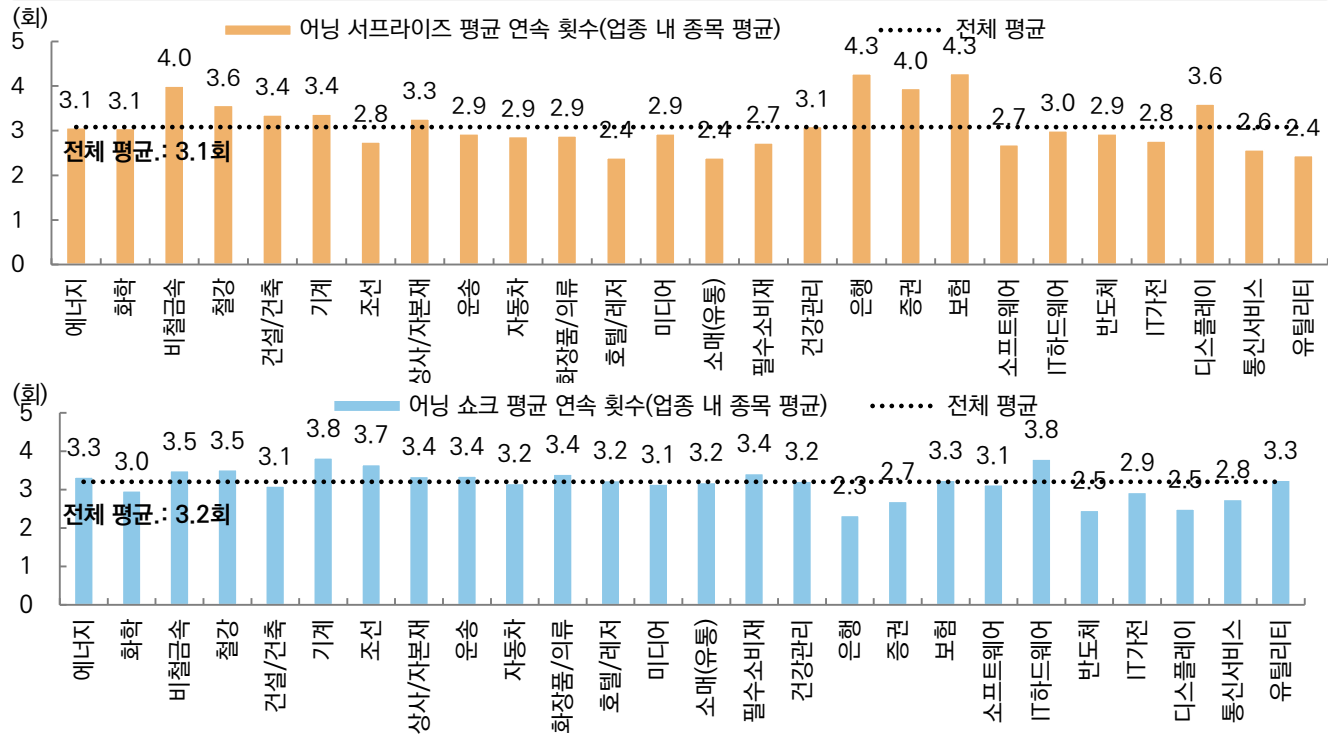


# [Quant Pick #1] 피크아웃 우려가 적은 실적주

## 국내 기업 평균 3개 분기 연속 어닝 서프라이즈 기록

- 과거 국내 기업들의 어닝 서프라이즈 연속 횟수는 평균 3개 분기(4분기는 분석에서 제외)
- 앞선 분석에서 2회 어닝 서프라이즈의 주가 상승률이 가장 높고, 3회 이후부터 주가 상승률이 둔화되는 이유
- 4분기 실적을 포함하면 평균 어닝 쇼크 횟수는 3.2회. 대략적으로 한번 어닝 쇼크가 발생하면 3개 분기 연속 발생한다는 것을 의미

국내 기업 어닝 서프라이즈/쇼크 평균 연속 횟수(업종 내 종목 평균)



주1: 2012년 1분기~2022년 2분기 영업이익의 실적치와 컨센서스 데이터를 활용(금융 업종은 순이익)

주2: 어닝 서프라이즈/쇼크 기준은 실적치와 컨센서스 괴리율 +/-5% 이상 / 주3: 어닝 서프라이즈는 4분기 실적 제외하고 계산

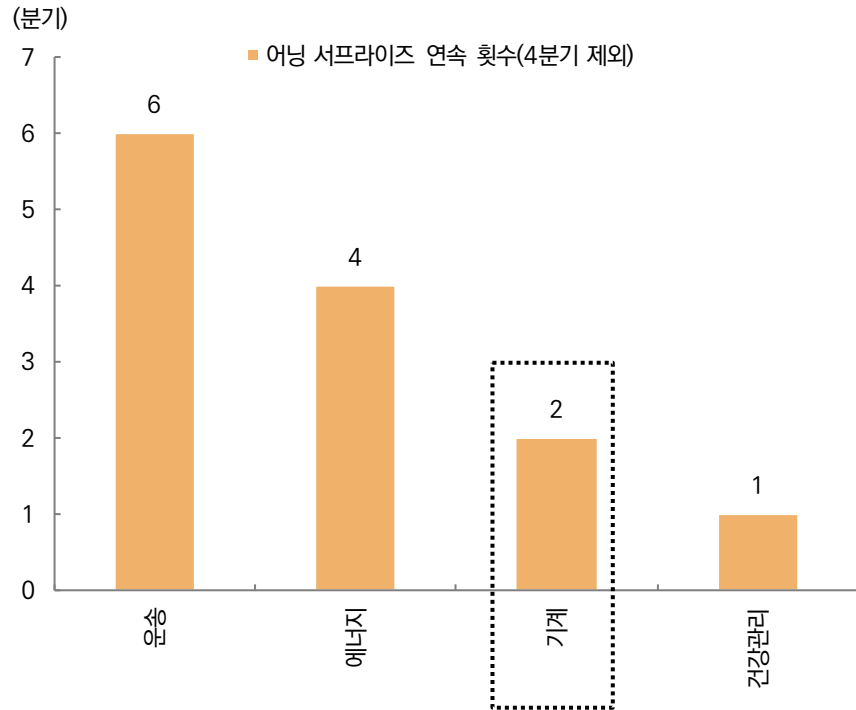
자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

# [Quant Pick #1] 피크아웃 우려가 적은 실적주

## 기계, 헬스케어 선호

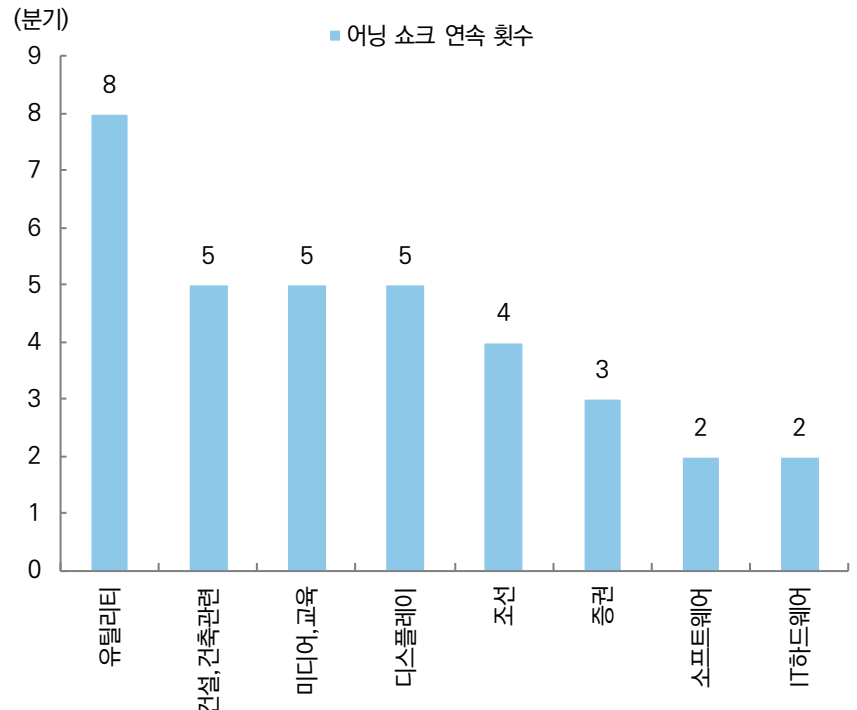
- 2022년 3분기 실적 기준 기계 업종은 2번 연속 어닝 서프라이즈를 달성
- 과거 기계 업종은 어닝 서프라이즈 평균 연속 횟수가 3.4분기로 시장 평균 3.2분기보다 높음
- 헬스케어 업종은 첫 번째 어닝 서프라이즈 달성으로 연속 어닝 서프라이즈 달성 유무에 주목할 필요

업종별 어닝 서프라이즈 연속 횟수(3Q22 기준, 4Q21 제외)



주: 어닝서프라이즈, 쇼크 기준은 +/- 5% 기준임  
 자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

업종별 어닝 쇼크 연속 횟수(3Q22 기준)



주: 어닝서프라이즈, 쇼크 기준은 +/- 5% 기준임  
 자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

# [Quant Pick #1] 피크아웃 우려가 적은 실적주

Top Pick

- 1) 시가총액 5,000억원 이상, 애널리스트 추정치 3개 이상
- 2) 3Q22 기준 2개 분기 연속 어닝 서프라이즈(표1), 첫 번째 어닝 서프라이즈(표2)
- 3) 2023년 영업이익 증가율(+), 영업이익 변화율(+)

## 2개 분기 연속 어닝 서프라이즈(10% 상회 기준) + 컨센서스 상향 조정 기업 리스트

종목코드	종목명	시장	업종명	시가총액 (조원)	주가 상승률(%)		영업이익 증가율(%YoY)			2023F 이익모멘텀(%)	어닝 서프라이즈/쇼크 연속 횟수								
					3M	YTD	4Q22F	2022F	2023F		어닝 서프	3Q22	2Q22	1Q22	4Q21	3Q21	2Q21	1Q21	4Q20
A003670	포스코케미칼	KS	화학	17.4	38.7	55.6	272.0	95.7	88.4	35.0	2	0	0		X	X		0	X
A010120	LS ELECTRIC	KS	기계	1.7	-3.8	-0.2	25.7	37.0	6.4	3.4	2	0	0		X	X	0	X	X
A000150	두산	KS	상사, 자본재	1.5	8.8	-22.3	94.5	19.1	13.6	5.0	2	0	0		X	X	X		X
A137400	피엔티	KQ	IT가전	1.1	-10.3	10.6	45.9	32.4	46.4	6.7	2	0	0						
A322000	현대에너지솔루션	KS	에너지	0.7	20.4	200.5	479.5	910.7	18.1	31.3	2	0	0				X		X
A348210	넥스틴	KQ	반도체	0.5	-4.8	-8.6	167.7	181.2	40.5	8.2	2	0	0		X		0		

## 첫 번째 어닝 서프라이즈(10% 상회 기준) + 컨센서스 상향 조정 기업 리스트

종목코드	종목명	시장	업종명	시가총액 (조원)	주가 상승률(%)		영업이익 증가율(%YoY)			2023F 이익모멘텀(%)	어닝 서프라이즈/쇼크 연속 횟수								
					3M	YTD	4Q22F	2022F	2023F		어닝 서프	3Q22	2Q22	1Q22	4Q21	3Q21	2Q21	1Q21	4Q20
A373220	LG에너지솔루션	KS	IT가전	139.9	32.3		617.0	96.9	66.8	8.5	1	0	X	0	X				
A006400	삼성SDI	KS	IT가전	48.2	12.3	7.0	135.8	81.5	31.0	11.0	1	0		0	X		0		X
A036570	엔씨소프트	KS	소프트웨어	9.9	17.9	-29.9	-14.1	60.2	3.0	9.8	1	0	X	0	X	X	X	X	
A007070	GS리테일	KS	소매(유통)	3.0	11.5	-6.1	102.8	1.1	46.4	8.9	1	0	X	X	X		X		X
A012750	에스원	KS	상사, 자본재	2.4	5.8	-13.0	269.3	15.5	5.0	1.3	1	0	X		X				
A004370	농심	KS	필수소비재	2.0	8.6	1.1	8.0	-8.4	46.5	8.0	1	0	X			0	X	X	0
A267260	현대일렉트릭	KS	기계	1.5	36.4	108.0	흑전 1,107.6		46.5	5.2	1	0		X	X	X		X	X
A403870	HPSP	KQ	반도체	1.3	3.3		86.1		30.8	1.9	1	0							
A140860	파크시스템스	KQ	IT하드웨어	0.7	9.3	-30.5	35.4	77.9	45.2	22.9	1	0	X	X		X	X	X	X
A298040	효성중공업	KS	기계	0.7	5.3	26.1	71.9	32.0	20.0	2.1	1	0		X		X		X	X
A005440	현대그린푸드	KS	화장품, 의류, 원구	0.7	-11.0	-18.9	흑전	32.9	14.6	1.2	1	0			X	X		X	X
A017960	한국카본	KS	조선	0.5	-17.6	13.0	206.7	-22.0	144.4	34.5	1	0	X		X	X	0	0	

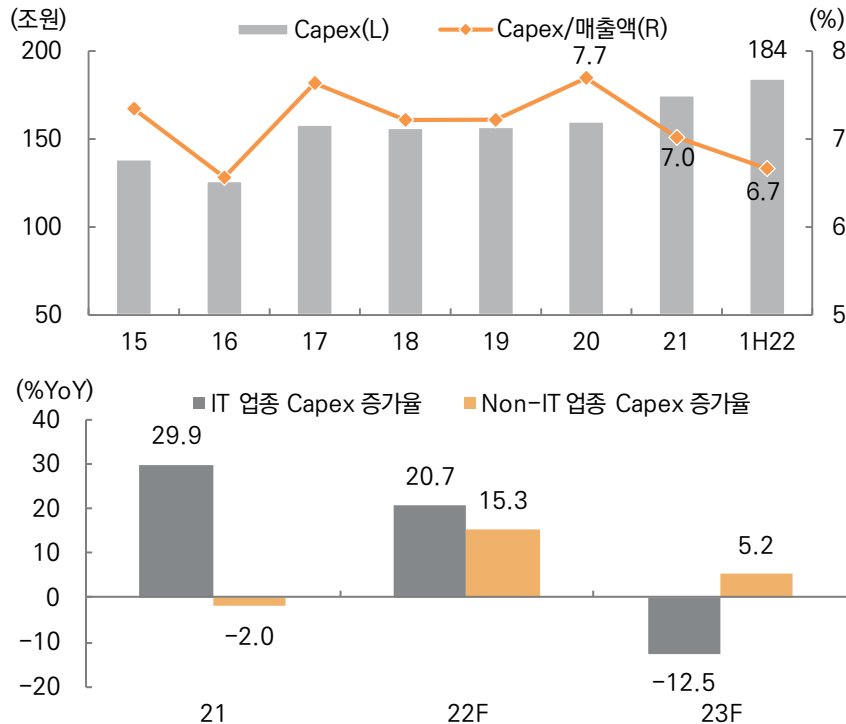
주1: 2022년 11월 18일(금) 증가 기준임 / 주2: 이익모멘텀은 2023년 영업이익 변화율(1M)을 사용  
 자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

# [Quant Pick #2] 미리 투자한 기업

## Capex 비율이 높은 기업

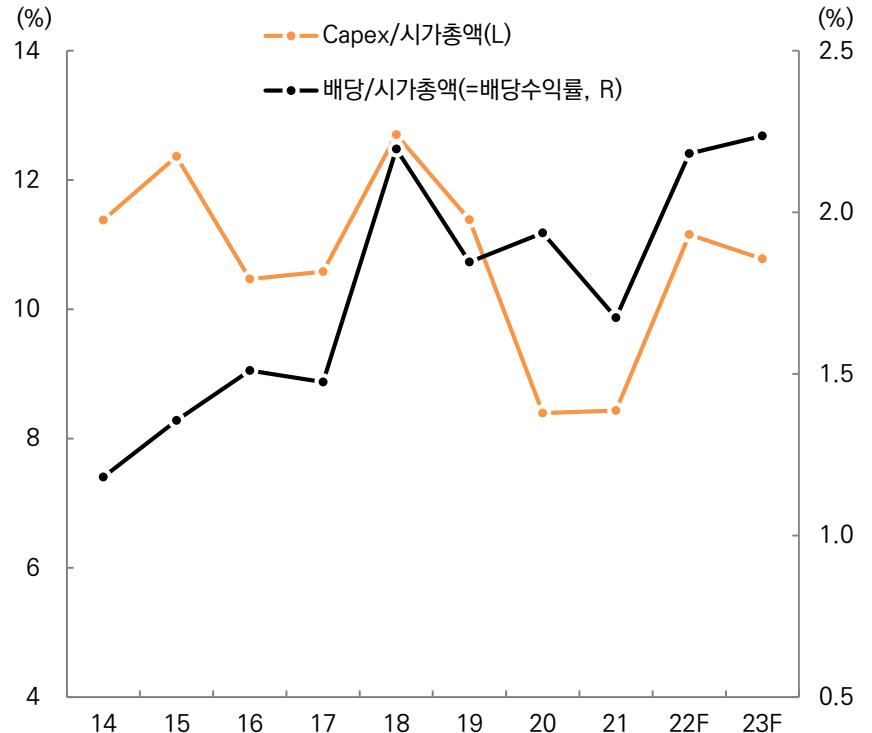
- 경기 불확실성 확대로 기업들의 Capex 증가율은 둔화될 것으로 예상
- 내년 투자를 늘리기 쉽지 않은 국면에서 자금조달에 어려움을 겪는 기업들도 많아질 것으로 판단
- 자금조달이 어려워지면 상대적으로 미리 투자를 끝낸 기업들이 유리. 또한, 경기가 둔화될 때 신규 투자가 증가했다는 것은 그만큼 경쟁력을 확보한 기업이라고 볼 수 있음

기업들의 Capex 감소 추세



자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

국내 기업 시가총액 대비 Capex, 배당 추이



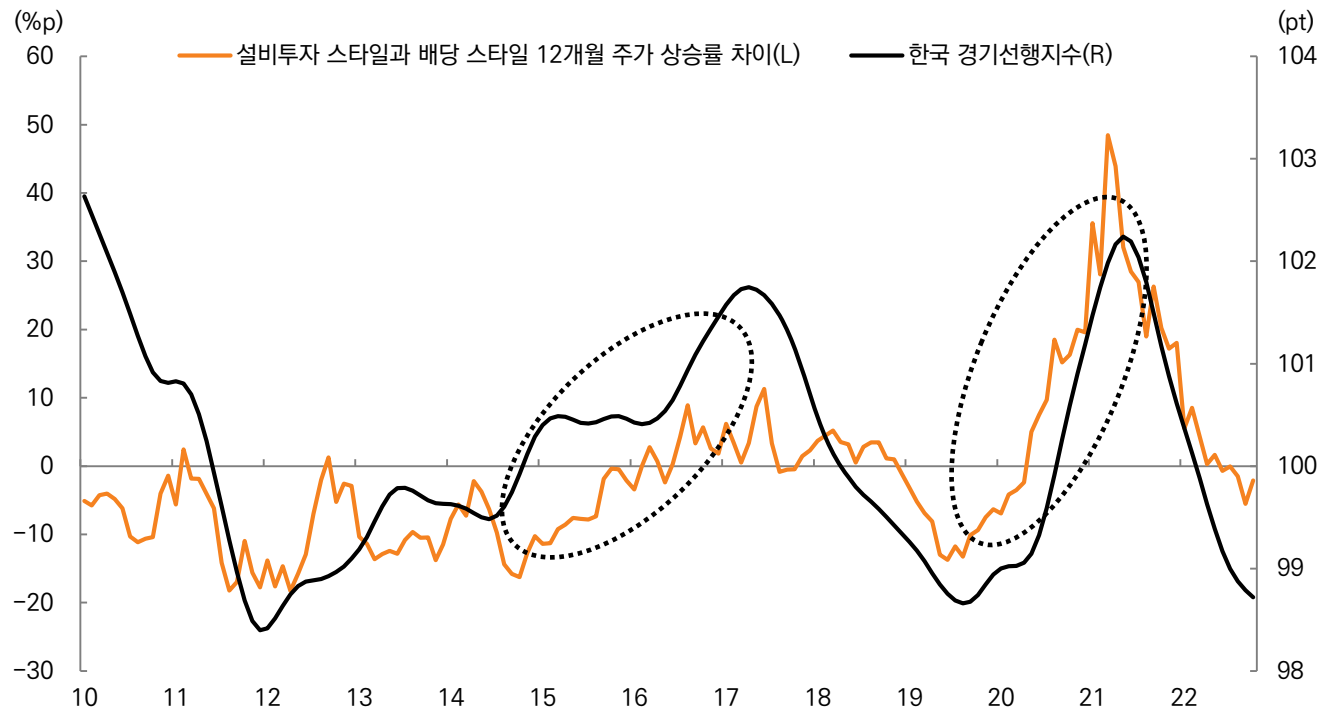
자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

# [Quant Pick #2] 미리 투자한 기업

## 설비투자 스타일과 경기선행지수

- 설비투자를 확대한 기업들의 주가 반응은 경기선행지수와 높은 상관성을 보임
- 2021년 5월 경기선행지수 고점 이후 하락세 지속되면서 설비투자 스타일과 배당 스타일의 12개월 주가 상승률 스프레드도 하락(+48%p → 현재: -2%p로 둔화)
- 올해 설비투자, 배당 스타일 주가 상승률은 각각 -8.0%, -4.3%
- 향후 경기 회복 국면이 가시화된다면 될 것으로 기대한다면 상대적으로 투자 비중이 높은 기업이 유리

### 설비투자 vs 배당 스타일 상대성과



주: 시가총액 대비 Capex, 현금배당 비율이 높은 상위 40개 제조업 종목으로 구성  
 자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

- 1) 시가총액 5,000억원 이상, 애널리스트 추정치 3개 이상
- 2) 2023년 매출액 증가율 +10%YoY 이상
- 3) 1H22 기준 Capex 증가, Capex/매출액 비율 상승
- 4) 1H22 기준 재고자산 회전율 개선(과잉투자에 의한 감안)

## 매출액 대비 Capex 비율이 높고, 매출 성장이 기대되는 기업 리스트

종목코드	종목명	시장	업종명	시가총액 (조원)	추가 상승률(%)		Capex/매출액(%)			재고자산 회전율(회, TTM)			매출액 증가율(%YoY)		매출액 변화율(%, 2023F)	
					3M	YTD	2020	2021	1H22	2020	2021	1H22	2022F	2023F	1M	3M
A207940	삼성바이오로직스	KS	건강관리	62.8	0.8	-1.2	12.0	25.9	<b>33.0</b>	1.8	1.5	<b>1.6</b>	70.2	<b>23.1</b>	1.9	18.4
A006400	삼성SDI	KS	IT가전	48.2	12.3	7.0	15.3	16.6	<b>17.1</b>	6.2	5.4	<b>5.8</b>	48.5	<b>25.9</b>	1.6	5.8
A112610	씨에스윈드	KS	에너지	3.2	15.9	14.5	11.4	7.7	<b>8.3</b>	4.7	3.4	<b>3.6</b>	22.2	<b>35.6</b>	-1.3	-0.7
A048260	오스템임플란트	KQ	건강관리	1.7	6.9	-20.2	9.1	6.0	<b>7.5</b>	6.1	5.6	<b>6.2</b>	28.7	<b>17.0</b>	1.2	-0.1
A145020	휴젤	KQ	건강관리	1.5	-5.1	-21.5	8.0	9.7	<b>12.6</b>	9.1	9.0	<b>9.0</b>	12.7	<b>16.5</b>	-3.6	-2.6
A336370	솔루스첨단소재	KS	IT하드웨어	1.4	-13.2	-54.1	59.3	60.9	<b>72.6</b>	4.3	2.7	<b>3.2</b>	26.3	<b>44.8</b>	-15.3	-17.3
A214150	클래시스	KQ	건강관리	1.2	29.3	2.1	1.0	32.4	<b>34.1</b>	7.7	6.1	<b>6.7</b>	38.4	<b>23.3</b>	-1.1	-2.7
A121600	나노신소재	KQ	화학	1.0	-1.9	30.4	26.4	7.1	<b>10.9</b>	1.6	1.9	<b>2.2</b>	58.9	<b>90.3</b>	-7.4	13.5
A145720	덴티움	KS	건강관리	0.9	-11.8	21.9	3.7	9.7	<b>10.1</b>	4.1	3.8	<b>4.2</b>	26.1	<b>20.6</b>	-0.9	-0.3
A241590	화승엔터프라이즈	KS	화장품, 의류, 완구	0.6	-25.7	-39.2	7.5	8.3	<b>10.4</b>	4.9	3.8	<b>4.4</b>	48.1	<b>18.5</b>	6.9	6.9
A299030	하나기술	KQ	IT하드웨어	0.5	13.2	24.8	2.7	1.5	<b>37.4</b>	12.9	4.7	<b>5.3</b>	33.4	<b>120.4</b>	2.2	6.2

주: 2022년 11월 18일(금) 종가 기준임  
 자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

# [Quant Pick #3] 자금 사정이 여유로운 저평가 기업

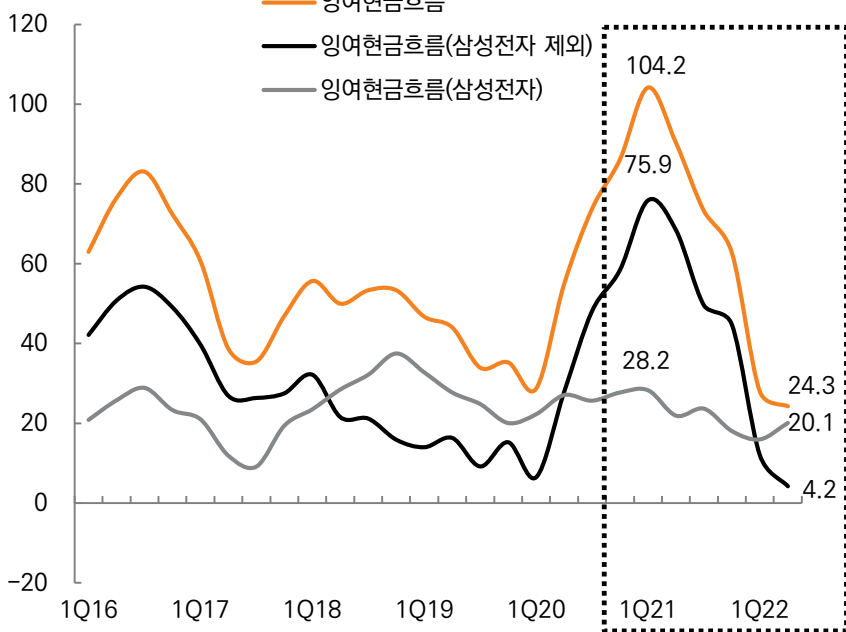
잉여현금흐름 ↓

재무활동 현금흐름 ↑

- 잉여현금흐름은 향후 투자나 주주 환원으로 사용되는 기업의 여유자금
- 기업들의 실적 개선에도 잉여현금흐름이 급감(1Q21: 104조원 → 2Q22: 24조원, 4개분기 누적). 실적 둔화 사이클이었던 2020년 1분기 수준까지 감소. 영업활동 현금흐름 둔화 영향이 큼
- 기업들은 영업활동을 통한 현금 창출분이 부족하게 되면 외부로부터 자금을 조달하게 되는데 이때 재무활동 현금흐름은 유입(+)이 발생. 차입금을 상환하거나 자사주 취득 시에는 유출(-)이 발생
- 삼성전자를 제외한 국내 기업들의 재무활동 현금흐름은 2Q21: -21.1조원 → 2Q22: +83.4조원 (2Q22 삼성전자의 재무활동 현금흐름은 -11조원)

## 한국 기업들의 잉여현금흐름

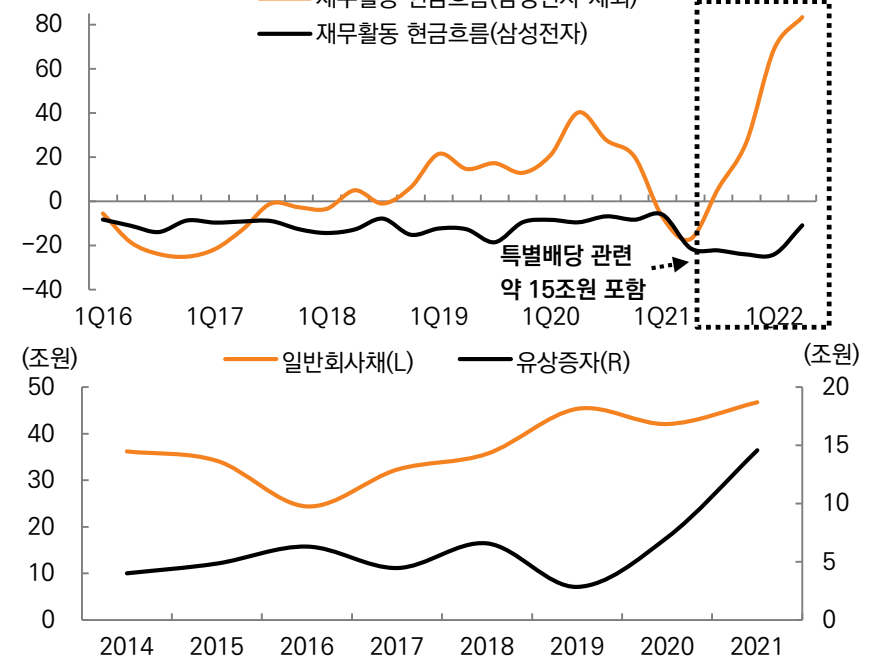
(조원, 4개분기 누적)



주: 해당 분석에서 NAVER는 제외(2021년 1분기 회계적 평가이익(14.9조원)이 존재)  
 자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

## 재무활동 현금흐름 악화=자금조달 규모 증가

(조원, 4개분기 누적)



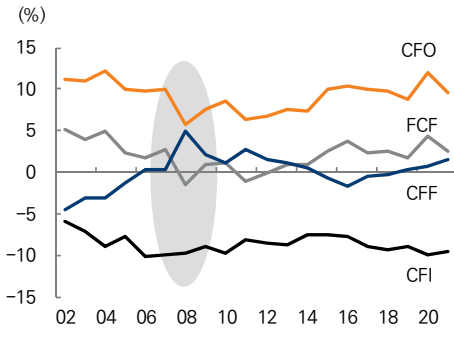
자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

# [Quant Pick #3] 자금 사정이 여유로운 저평가 기업

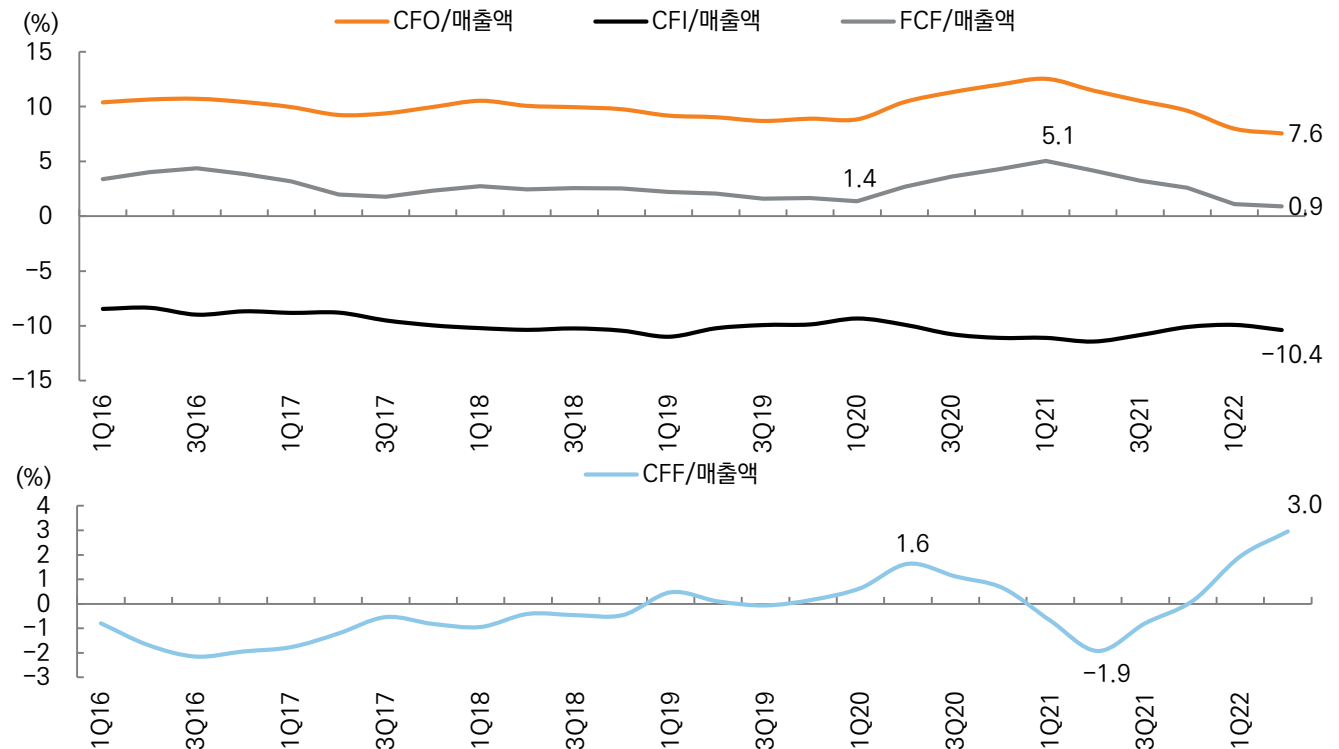
## 시장 전체적인 자금 사정 점검

- 매출액 대비 영업활동 현금흐름과 잉여현금흐름은 각각 7.6%, 0.9%
- 투자활동이 정체되면서 자금 사정의 압박 요인은 약화되었지만 외부로부터의 자금 조달 금액이 증가
- 매출 증가에도 불구하고 매출액 대비 재무활동 현금흐름 비중은 3.0%로 상승
- 과거 2007년~2009년 기업들의 자금 흐름은 영업활동 현금흐름 (-), 잉여현금흐름 (-), 재무활동 현금흐름 (+). 2008년 매출액 대비 재무활동 현금흐름은 약 5% 수준까지 상승

국내 기업 자금흐름도(2002년 이후)



국내 기업들의 자금 흐름도(4개분기 누적 기준)



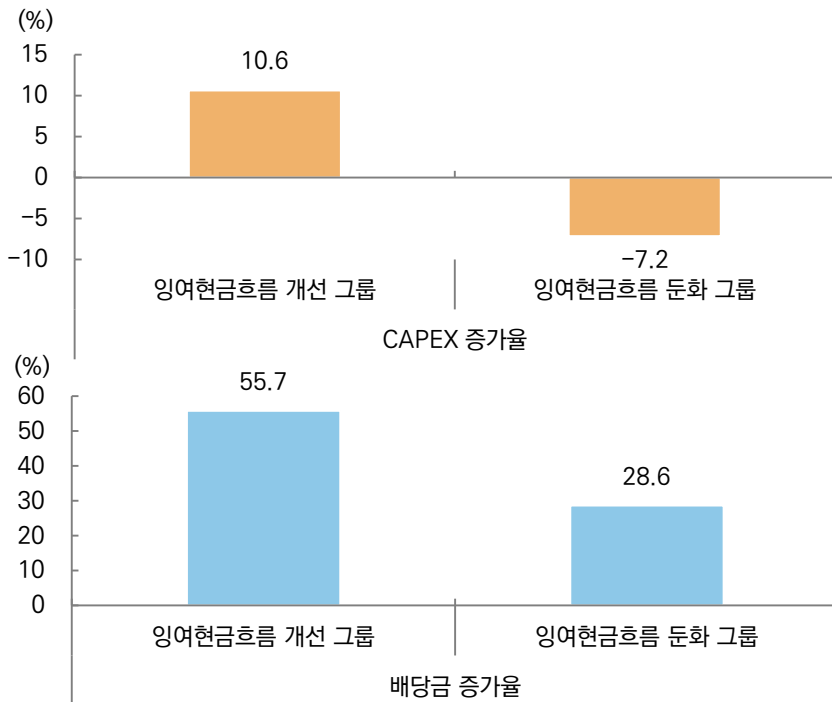
자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

# [Quant Pick #3] 자금 사정이 여유로운 저평가 기업

## 잉여현금흐름을 확인

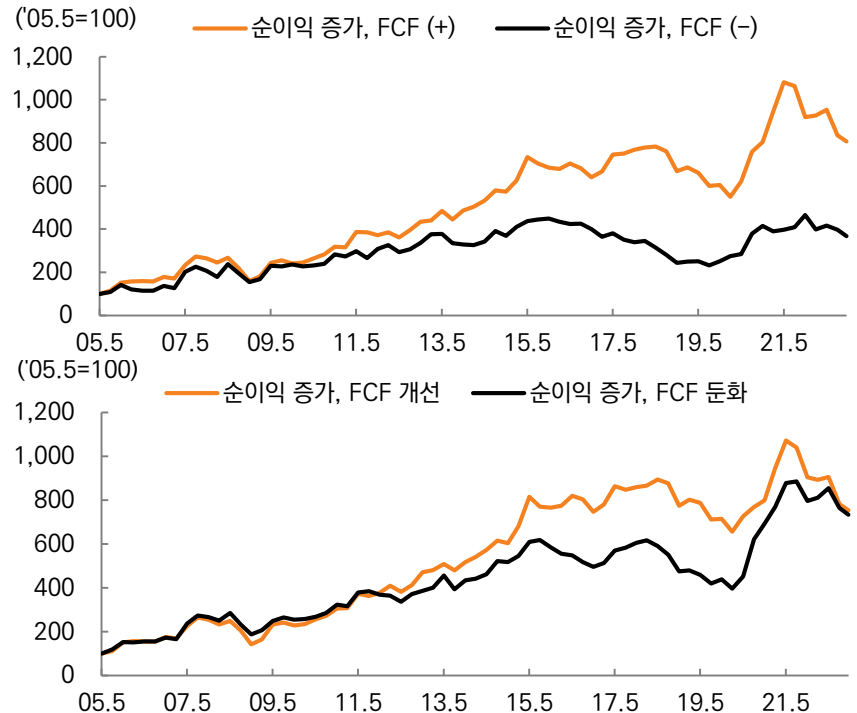
- 내년에는 기업들의 실적 둔화뿐만 아니라 현금흐름 악화에 대한 문제가 대두될 가능성. 상대적으로 자금 사정이 여유로운 기업들의 프리미엄이 가능할 것으로 전망
- 잉여현금흐름이 개선되는 기업들은 향후 투자를 늘리거나 주주환원 확대에 용이. 혹은 차입금 등을 상환해 재무구조를 개선시킬 수 있음: Capex 증가율이나 배당금 증가율에서 차이
- 자금조달을 통한 투자 확대로 잉여현금흐름이 일시적으로 둔화될 수 있기 때문(22년 하반기 전망 참조)
- 성숙기 유형에 속하는 기업들 중에서 잉여현금흐름 (+)/(-)는 장기적인 주가 차별화 요인

잉여현금흐름 개선/둔화 그룹의 Capex 증가율과 배당금 증가율 비교



자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

실적 개선 기업이라도 잉여현금흐름 (+)/(-) 및 개선 여부가 중요



주: 현금흐름으로 성숙기, 성장기 기업들로 구분 할 수 있는데, 성장기 기업의 경우 FCF (+)/(-) 여부가 주가에 미치는 영향이 적음으로 성숙기 기업으로 시뮬레이션(2022년 하반기 전망 참조)

자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

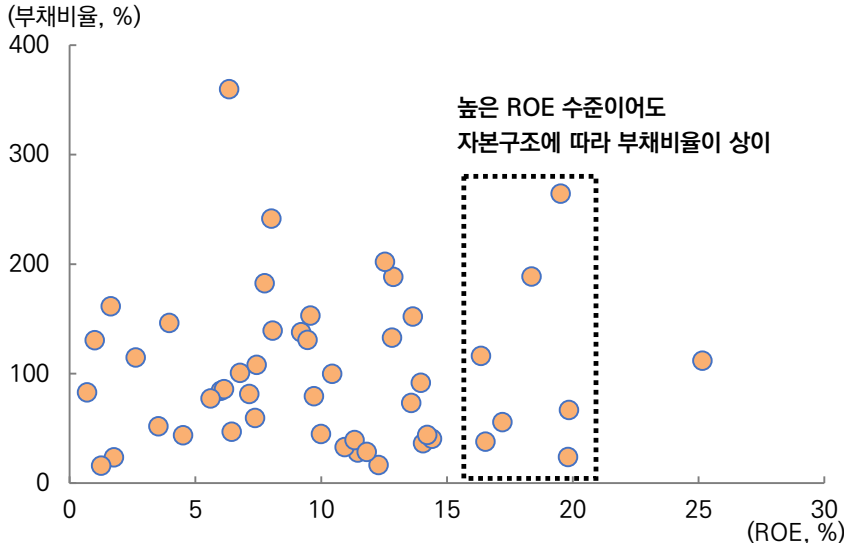
# [Quant Pick #3] 자금 사정이 여유로운 저평가 기업

## 저평가 기준

: EV/EBITDA ↓

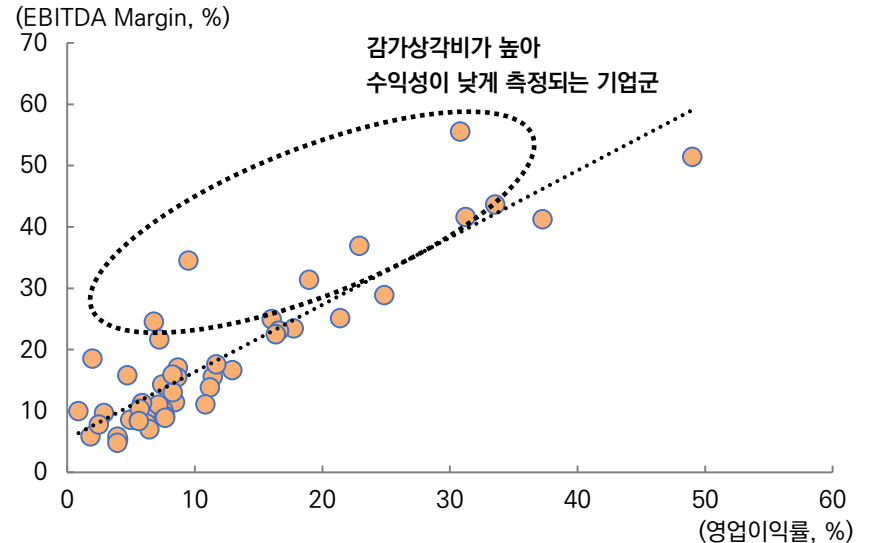
- 저평가 기업들을 선정하기 위한 밸류에이션 지표로 “EV/EBITDA”를 활용.
- 재무 건전성과 현금흐름이 중요해지는 현재 시장 상황을 고려하면 EV/EBITDA 지표가 밸류에이션 척도로 가치가 높아질 것으로 판단
- EV(=시가총액+순부채)는 재무 건정성을 내포하고 있기 때문에 기업가치를 평가하는데 적절
- 기업의 수익성이 자본구조에 의해 좌우되는 영향을 제거할 수 있음
- EBITDA는 현금흐름을 수반하지 않는 평가손익을 배제(이자, 법인세, 감가상각비)하기 때문에 영업이익/순이익 보다 현금 창출 능력을 평가하는데 적절
- 상대적으로 자금 사정이 여유로워 투자를 확대 시킬 수 있는 기업들은 감가상각비가 많아 영업이익으로 과소계상 되는 경우를 배제할 수 있음

### 부채비율과 ROE



자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

### EBITDA 마진과 영업이익률



자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

# [Quant Pick #3] 자금 사정이 여유로운 저평가 기업

Top Pick

- 1) 시가총액 5,000억원 이상, 애널리스트 추정치 3개 이상
- 2) 2Q22 기준 잉여현금흐름 (+) 및 전분기 대비 개선
- 3) 2Q22 기준 순현금
- 4) 2023년 EV/EBITDA 6배 이하 및 ROE 10% 이상

## 현금흐름 개선 및 EV/EBITDA 기준 저평가 기업 리스트

종목코드	종목명	시장	업종명	시가총액 (조원)	주가 상승률(%)		잉여현금흐름(억원)		순현금(억원) 2Q22	EV/EBITDA(x)		EBITDA Margin(%)		ROE(%)	
					3M	YTD	1Q22	2Q22		2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F
A000270	기아	KS	자동차	26.8	-14.0	-19.7	49,165	<b>59,815</b>	103,594	1.8	<b>1.6</b>	10.6	11.0	14.3	<b>15.2</b>
A009150	삼성전기	KS	IT하드웨어	10.3	0.4	-29.9	6,833	<b>7,343</b>	1,455	4.5	<b>4.5</b>	23.5	23.3	14.0	<b>11.6</b>
A028050	삼성엔지니어링	KS	건설,건축관련	5.0	14.1	11.6	-809	<b>5,429</b>	13,532	5.3	<b>5.1</b>	7.2	7.3	23.2	<b>18.2</b>
A271560	오리온	KS	필수소비재	4.4	1.4	6.8	3,572	<b>3,842</b>	6,480	6.2	<b>5.7</b>	22.0	22.2	13.3	<b>12.9</b>
A000990	DB하이텍	KS	반도체	2.1	5.6	-33.8	3,014	<b>3,912</b>	4,932	1.7	<b>2.4</b>	54.6	47.4	44.6	<b>22.0</b>
A357780	솔브레인	KQ	반도체	1.7	-4.2	-23.2	177	<b>513</b>	1,626	5.6	<b>5.3</b>	24.1	23.9	24.3	<b>20.2</b>
A353200	대덕전자	KS	IT하드웨어	1.2	-13.6	-0.4	1,215	<b>1,749</b>	1,268	3.1	<b>2.7</b>	26.1	27.0	26.6	<b>23.2</b>
A090460	비에이치	KQ	IT하드웨어	0.9	-5.7	18.1	358	<b>890</b>	93	4.8	<b>4.3</b>	11.9	11.7	30.6	<b>23.7</b>
A192080	더블유게임즈	KS	소프트웨어	0.9	16.4	-16.8	1,921	<b>1,963</b>	4,356	2.3	<b>2.0</b>	31.9	32.8	3.4	<b>12.8</b>
A095660	네오위즈	KQ	소프트웨어	0.8	22.7	5.5	252	<b>300</b>	2,214	13.6	<b>5.5</b>	15.2	25.9	10.0	<b>15.3</b>
A215000	골프존	KQ	소프트웨어	0.7	-21.4	-37.1	1,315	<b>1,336</b>	1,061	2.8	<b>2.6</b>	33.3	32.8	36.3	<b>30.8</b>
A084370	유진테크	KQ	반도체	0.6	-12.0	-50.2	237	<b>530</b>	1,558	5.4	<b>5.0</b>	24.1	25.0	15.8	<b>15.3</b>
A272290	이녹스첨단소재	KQ	디스플레이	0.6	-14.4	-36.6	523	<b>686</b>	692	4.0	<b>3.8</b>	25.1	25.1	28.4	<b>20.9</b>

주: 2022년 11월 18일(금) 종가 기준임  
 자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

# IV

---

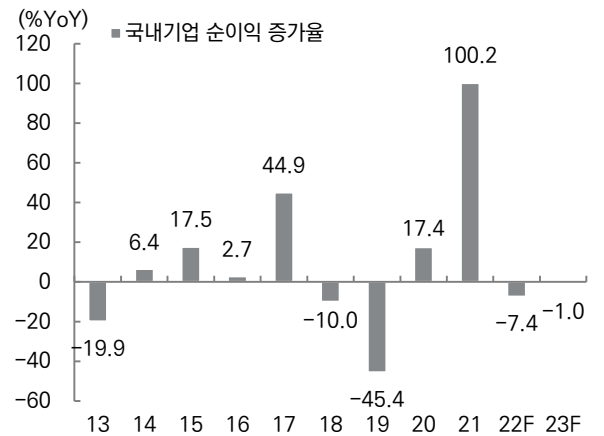
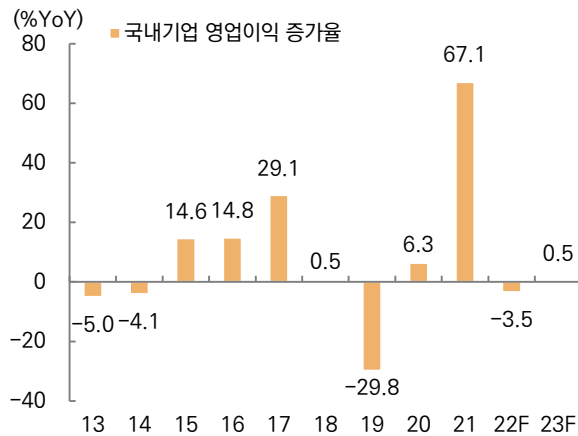
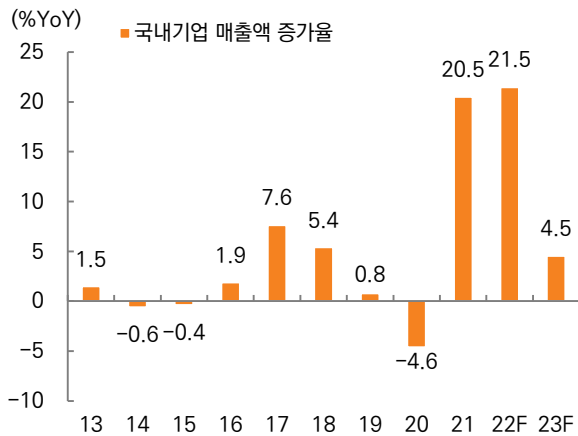
## Appendix



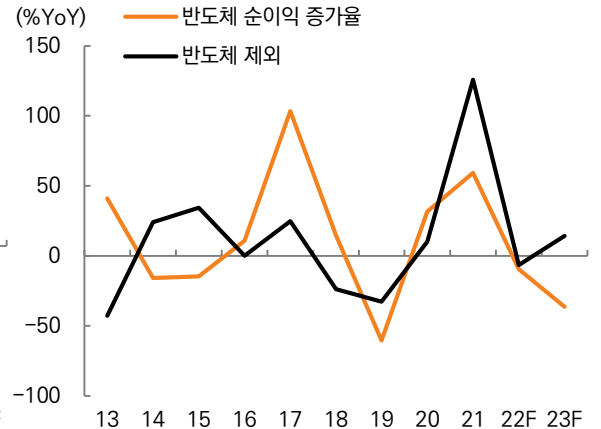
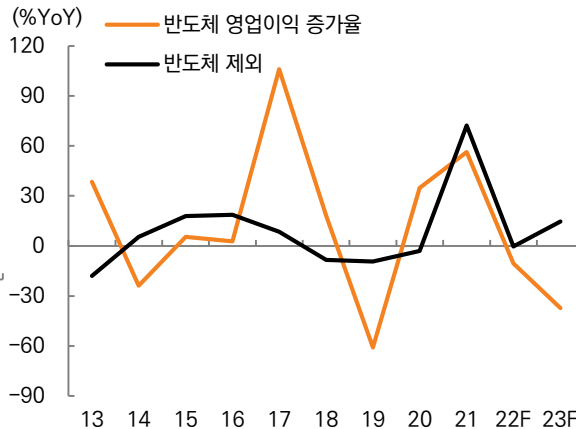
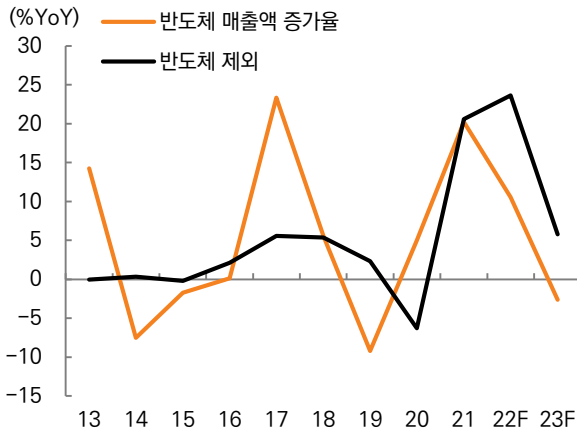
# [한국] Earnings Trend: 연도별

## 국내기업 연도별 실적 증가율

국내기업 실적 증가율(연간)



반도체 vs 반도체 제외 업종 실적 증가율(연간)

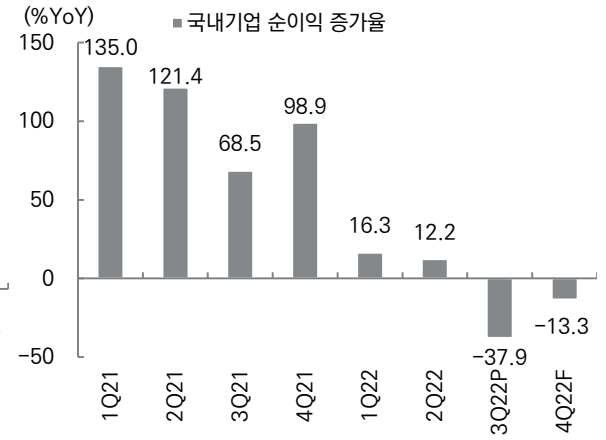
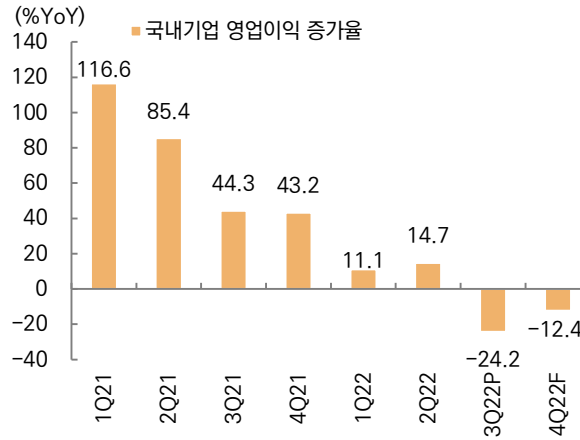
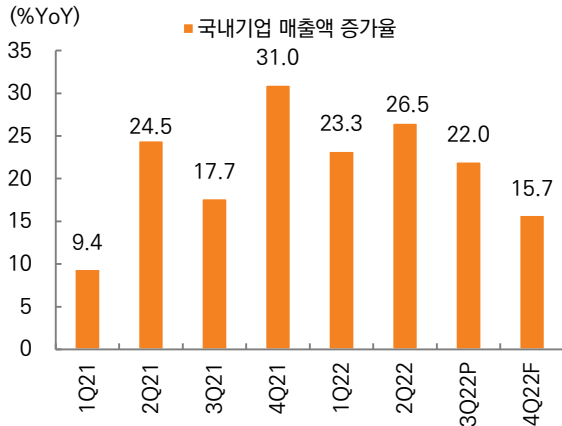


자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

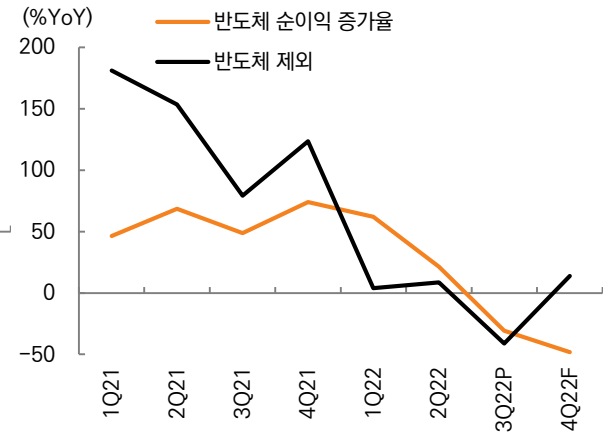
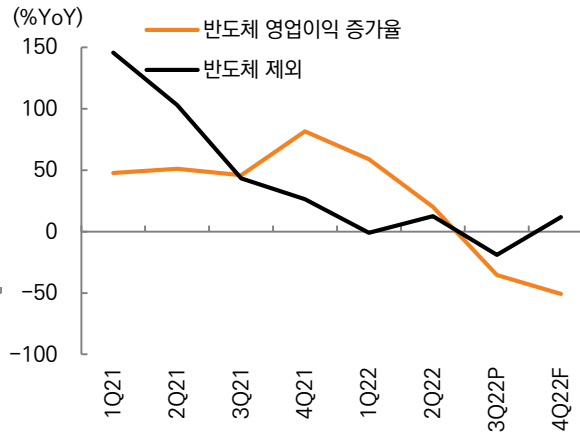
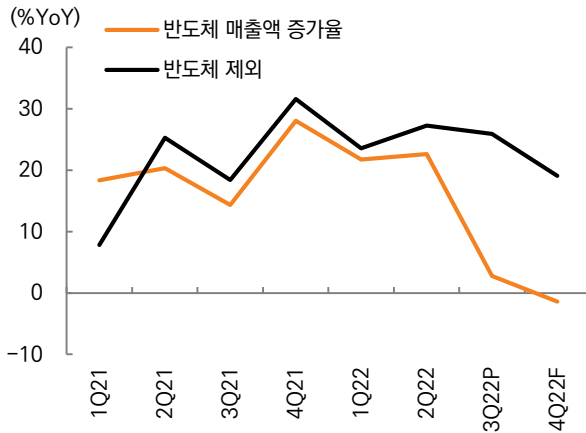
# [한국] Earnings Trend: 분기별

## 국내기업 분기별 실적 증가율

국내기업 실적 증가율(분기별)



반도체 vs 반도체 제외 업종 실적 증가율(분기별)



자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

# [한국] Earning & Valuation Table

## 한국 이익 & 밸류에이션 테이블

구분	시가총액 비중	주가 상승률			2022F 증가율			2023F 증가율			영업이익 변화율(1M)		ROE			PER	PBR	배당수익률
		1M	3M	6M	매출액	영업이익	순이익	매출액	영업이익	순이익	4Q22F	2023F	2021	2022F	2023F	12MF	12MF	22F
		(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
전체	100.0	7.3	-5.2	-10.5	21.5	-3.5	-7.4	4.5	0.5	-1.0	-10.2	-5.9	9.9	8.6	8.0	10.6	0.9	2.3
KOSPI	84.6	8.7	-2.5	-6.9	21.3	-4.1	-7.9	4.1	-0.8	-2.3	-10.2	-6.0	9.8	8.5	7.8	10.4	0.8	2.5
KOSPI(ex. 반도체)	62.9	9.3	-3.0	-4.9	23.5	-1.3	-7.1	5.3	13.6	13.2	-8.9	-2.8	8.6	7.7	8.1	9.2	0.7	2.5
KOSDAQ	15.4	5.0	-11.4	-16.0	27.1	18.5	4.0	20.4	33.9	29.6	-9.0	-3.1	13.3	12.2	13.7	14.3	1.9	0.7
대형주	70.3	7.7	-3.4	-8.3	22.6	-6.7	-9.1	3.6	-4.3	-6.7	-11.3	-6.9	10.0	8.6	7.5	11.2	0.9	2.5
중소형주	29.6	6.7	-9.3	-15.3	17.9	12.4	1.5	7.7	20.1	26.7	-6.4	-2.4	9.2	8.9	10.2	8.7	0.9	1.8
에너지	2.0	8.2	-8.5	-9.8	72.3	150.5	213.3	0.5	-30.6	-25.9	16.6	4.1	7.3	18.9	12.5	5.3	0.7	3.8
화학	6.1	9.3	3.7	15.6	24.6	-30.5	-41.5	12.3	29.4	28.8	-4.7	1.7	15.7	7.8	9.2	13.2	1.2	1.3
비철, 목재등	1.2	6.1	1.0	-1.7	16.0	-0.6	-13.7	-0.6	3.0	6.3	-14.2	-3.0	11.3	9.2	9.2	12.6	1.2	3.3
철강	1.8	13.0	6.5	-6.3	15.5	-23.0	-21.6	-2.1	-8.3	-11.3	-33.4	-8.5	12.2	8.9	7.4	5.0	0.4	4.7
건설, 건축관련	2.0	7.6	-9.7	-18.7	16.5	-1.7	31.4	4.8	15.1	8.1	-12.7	-7.7	7.6	9.1	9.0	7.1	0.6	1.7
기계	2.2	16.7	-8.0	-4.7	19.1	43.5	11.9	19.3	23.8	20.1	7.4	5.5	9.1	9.2	10.0	9.4	0.9	1.1
조선	1.4	2.7	-13.8	-9.9	10.6	적지	적지	27.1	흑전	흑전	-38.9	-2.9	-22.5	-8.3	6.2	17.1	0.9	0.1
상사, 자본재	3.9	6.5	-4.5	-1.6	23.2	52.3	16.6	-0.1	-6.7	-6.4	1.8	-0.1	8.7	9.3	8.1	8.2	0.7	3.1
운송	2.0	6.5	-13.2	-25.5	29.9	54.9	89.6	-1.6	-44.1	-49.4	-8.1	-17.1	21.5	29.1	13.0	4.4	0.6	2.5
자동차	5.5	1.2	-8.5	-10.8	21.5	31.1	32.4	5.5	13.7	12.5	-1.8	-2.3	8.0	9.7	9.9	5.0	0.5	3.4
화장품, 의류, 완구	2.9	11.1	-7.4	-14.3	6.7	-15.3	-15.7	6.3	14.5	19.2	-7.4	-2.8	13.0	10.1	11.0	9.8	1.1	1.8
호텔, 레저서비스	0.7	1.5	-3.8	-11.5	34.2	흑전	흑전	23.8	200.0	698.2	-12.5	-9.5	-6.0	1.2	8.5	22.1	1.7	1.1
미디어, 교육	1.5	5.9	-13.7	-21.8	25.0	37.8	0.5	10.1	34.8	72.3	-13.6	-4.6	6.3	6.1	9.8	14.3	1.4	2.0
소매(유통)	1.0	3.0	-8.0	-15.4	12.2	24.0	-27.8	6.2	24.8	-8.2	-4.3	-2.5	7.5	5.2	4.6	8.6	0.4	2.6
필수소비재	2.6	4.1	-2.3	-5.6	18.3	18.8	19.2	6.3	10.8	6.2	-0.6	-1.2	8.7	9.6	9.5	9.8	0.9	3.2
건강관리	10.0	4.2	-12.2	-5.9	12.1	-0.4	1.8	11.1	20.3	20.4	-1.5	-4.1	11.3	9.9	10.8	36.9	4.0	0.3
은행	4.4	7.3	-1.9	-17.0		8.8	12.0		6.5	2.1	-3.9	0.8	9.3	10.0	9.5	3.4	0.3	7.4
증권	1.3	7.7	-5.3	-13.5		-42.5	-46.0		3.8	3.3	-5.4	-8.7	16.6	8.6	8.3	4.9	0.4	4.3
보험	1.9	0.6	-3.0	-5.4		-10.4	6.1		1.4	-0.4	23.2	0.5	7.1	11.5	10.5	5.9	0.6	4.8
소프트웨어	6.4	12.0	-18.7	-24.4	17.3	0.4	-20.6	9.0	22.7	0.2	-15.5	-8.8	10.0	7.4	7.0	21.3	1.5	0.6
IT하드웨어	2.9	6.8	-9.5	-19.2	21.0	26.9	33.2	9.5	13.6	11.9	-10.1	-8.2	13.1	14.7	14.2	8.9	1.3	1.1
반도체	21.8	6.7	-1.2	-12.4	10.5	-10.6	-9.4	-2.6	-37.2	-36.2	-14.8	-18.7	13.8	11.3	6.9	14.8	1.1	2.3
IT가전	11.1	14.8	6.2	7.9	25.4	31.5	91.1	13.6	19.4	20.4	-7.6	1.2	6.8	11.0	11.7	16.7	2.0	0.3
디스플레이	0.9	5.7	-5.6	-16.0	-8.8	적전	적전	1.1	흑전	적지	적확	-71.7	10.8	-7.7	-1.4	-32.6	0.6	3.0
통신서비스	1.2	2.6	-3.3	-9.6	2.6	10.6	-38.0	3.5	7.4	15.4	-2.3	-0.1	13.1	7.8	8.7	8.1	0.7	6.1
유틸리티	1.3	11.9	-7.7	-8.2	33.2	적지	적지	17.4	적지	적지	적확	적축	-5.3	-44.7	-25.1	-1.6	0.4	1.3

자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

# [Global] Earning & Valuation Table

## 글로벌 이익 & 밸류에이션 테이블

(% , 배)

지역/국가	주가 상승률			EPS 증가율				12MF EPS 변화율			PER		PBR		ROE			배당수익률		
	1M	3M	6M	FY0	FY1	FY2	12MF	1M	3M	6M	12MF	3yAvg	12MF	3yAvg	FY0	FY1	FY2	FY0	FY1	FY2
전세계	6.4	-5.6	0.0	54.8	9.8	3.4	4.2	-2.5	-3.3	-4.9	14.3	17.4	2.2	2.4	15.4	16.3	15.6	2.2	2.4	2.5
선진국	6.6	-5.7	0.8	55.0	10.1	3.5	4.4	-2.6	-3.1	-4.5	14.9	18.3	2.4	2.6	15.9	16.9	16.2	2.1	2.3	2.4
북미	6.4	-7.5	0.9	53.7	7.0	4.6	5.0	-3.4	-4.6	-7.2	16.4	20.0	3.2	3.6	19.5	20.3	19.4	1.6	1.8	1.9
유럽	8.3	-0.3	0.3	66.0	18.1	1.0	2.2	-0.3	0.2	1.8	11.6	15.0	1.6	1.8	12.9	14.9	14.1	3.3	3.6	3.8
EAFE	7.0	-0.8	0.6	57.8	16.4	1.4	3.2	-0.9	0.1	1.1	12.0	15.1	1.5	1.6	11.6	13.0	12.4	3.3	3.5	3.6
미국	6.4	-7.8	1.0	52.4	6.2	4.7	5.0	-3.5	-4.8	-7.6	16.8	20.4	3.3	3.7	20.1	20.8	19.9	1.6	1.7	1.8
독일	12.9	4.2	0.6	65.5	5.7	4.1	4.3	-1.3	-2.2	-4.3	10.2	13.8	1.2	1.5	11.2	12.1	11.9	3.7	3.9	4.0
영국	6.4	-2.0	-0.9	92.6	23.7	-3.0	-1.4	0.1	1.1	3.9	9.4	12.4	1.5	1.6	14.3	17.3	15.6	3.9	4.2	4.5
싱가폴	9.8	-0.5	0.5	48.6	80.9	21.8	27.0	-27.4	5.0	8.7	13.1	14.4	1.2	1.2	4.4	8.1	9.4	3.6	4.1	4.7
홍콩	7.3	-7.8	-10.6	14.2	-8.9	28.3	25.1	-2.0	-6.4	-9.6	12.0	15.4	0.9	1.1	6.9	6.1	7.5	3.9	4.0	4.3
일본	3.9	-1.6	3.8	42.5	13.1	1.2	4.6	-0.1	0.8	2.1	12.5	15.0	1.2	1.3	9.4	9.8	9.3	2.4	2.6	2.7
호주	5.8	0.9	-0.4	21.5	0.1	-0.1	-2.1	-0.5	-1.5	-4.6	13.6	16.7	2.0	2.0	15.4	14.7	14.2	5.1	4.9	4.9
신흥국	5.3	-5.2	-5.8	53.4	8.0	2.9	3.0	-2.2	-5.0	-7.3	10.8	13.0	1.4	1.6	13.0	13.3	12.6	3.0	3.6	3.6
신흥 아시아	6.7	-5.6	-6.5	39.6	3.8	5.3	5.1	-2.8	-6.3	-10.5	11.4	13.8	1.3	1.6	12.1	11.9	11.5	2.7	2.8	2.9
신흥 유럽	12.6	7.9	8.0	129.7	38.9	-13.8	-10.6	1.5	7.3	17.7	6.4	7.3	1.0	0.9	15.7	19.1	14.7	3.2	4.8	5.5
라틴아메리카	-0.8	-1.1	-0.4	190.2	22.8	-12.7	-10.3	-0.9	-3.9	2.5	8.1	10.9	1.5	1.7	17.8	23.1	18.7	5.2	9.2	7.6
중국	5.9	-9.5	-11.4	9.2	7.8	14.9	14.4	-1.5	-3.2	-6.2	9.1	13.0	1.0	1.6	10.7	10.9	11.3	2.6	2.8	3.0
인도	3.5	-0.3	10.3	36.6	10.5	18.2	16.0	-0.8	-1.2	-5.0	22.0	21.3	3.2	3.0	14.6	14.1	14.9	1.2	1.3	1.5
인도네시아	3.9	3.5	6.7	42.6	35.6	6.0	7.9	1.9	4.3	8.0	13.9	15.0	2.3	2.2	14.0	17.3	16.8	2.3	3.2	3.8
한국	7.7	-3.0	-8.2	111.5	-11.8	-8.9	-9.1	-7.8	-18.7	-27.5	10.7	11.1	0.9	1.0	11.1	9.5	8.2	2.3	2.4	2.5
대만	12.9	-5.7	-10.8	66.6	7.0	-8.9	-7.7	-2.9	-6.1	-8.3	10.6	15.1	1.7	2.2	18.2	18.8	16.0	4.8	4.9	4.6
태국	3.1	0.1	2.5	59.4	18.9	8.9	9.9	-1.9	-4.1	-3.1	17.4	17.6	1.9	1.8	9.6	10.4	10.6	2.4	2.6	2.9
브라질	-6.3	-4.2	-2.1	195.6	20.0	-16.9	-14.3	-1.5	-5.6	0.4	7.0	10.0	1.5	1.7	22.6	26.8	20.4	6.4	11.1	8.1

자료: Refinitiv, 미래에셋증권 리서치센터

# Compliance

---

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.