



The Portfolio

리서치센터 투자전략팀 | vol. 12 2016. 1. 19



Quant 양해정
02. 3779-0151
hjyang@ebestsec.co.kr



**16년 시장은
섹터 로테이션이 중요하다.**

이베스트투자증권 양해정입니다.

1월마다 불거지는 중국 리스크.

지난해도 그러했지만 지난 몇 년간 1월시장이 편했던 적은 없었던거 같습니다.

이유도 모두 동일했습니다. 중국에 대한 우려.

11년 이후 다른 통화에 비해 유독 강했던 위안화, 미국/유럽/일본가 모두 통화를 건드렸는데 위안화가 절하되는 것이 그리 큰 문제일까요.

메이저 통화들이 만들어낸 틀어진 균형에서 새로운 균형을 찾는 과정에서 나타난 변동성 정도로 보는 것은 너무 낙관적인 것일까요.

최근 글로벌 시장의 조정은 이익률 개선만으로 상승했던 밸류에이션 확장이 더 이상 어렵다는 것을 보여주는 것일 수 있습니다. 미국시장이 대표적입니다. 지난 1년 동안 계속된 이익 모멘텀 둔화가 최근 보여준 경제지표 둔화와 맞물려 주식시장에 그대로 반영되고 있다고 봅니다.

이익률 개선이 아닌 매출성장이 필요한 국면입니다. 매출성장을 만들어내기 위해서는 환율의 미묘한 균형이 필요한데 지금 시장은 균형을 찾는 과정에서 마찰적인 충돌이 나타나고 있다고 볼 수 있습니다. 달러화 움직임이 매우 중요한 변수라고 판단합니다.

우리는 균형이 달러화가 약해지면서 만들어질 수 있다고 봅니다.

달러화 약세에 기반한 매출성장, 그리고 리플레이션(reflation) 섹터로의 적절한 교체매매가 포트폴리오 전략에서 중요할 것으로 판단합니다.

디플레이션(deflation) 섹터의 정점은 1분기가 될 것입니다.

감사합니다.

리플레이션 섹터로의 전환기

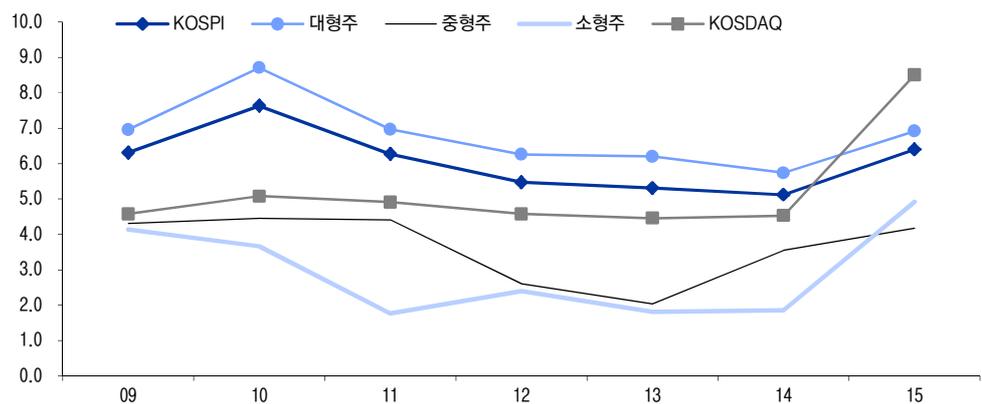
12년 이후 시장은 이익률(margin)이 중요했던 시장이다. 이익률이 시장을 이끈 만큼 마진이 양호한 기업들이 높은 수익률을 보여줬다. 일반적으로 이익률이 높은 기업은 밸류에이션이 높다. 이익률이 높다는 것은 기업의 비즈니스 모델이 경쟁력이 있다는 것이고, 시장은 이러한 사업구조의 경쟁력에 높은 밸류에이션을 부여한다. 따라서 이익률이 높은 기업/업종은 밸류에이션이 높게 나타난다.

이익률이 중심인 시장에서 높은 마진=높은 밸류에이션=성장주의 공식이 시장의 성격으로 자리잡았다. 그런데 이익률 개선에 의한 시장 상승이 점차 한계점에 다다르고 있다는 생각이다. 더딘 매출성장 구간에서 마진 개선에 따른 밸류에이션 상승이 힘들어진 것이다. 마진이든 밸류에이션이든 계속 상승만 할 수는 없기 때문이다. 이것이 미국시장 조정 그리고 글로벌 시장 조정의 기본적인 이유라고 본다.

이익률(margin) 개선이 이끌었던 시장

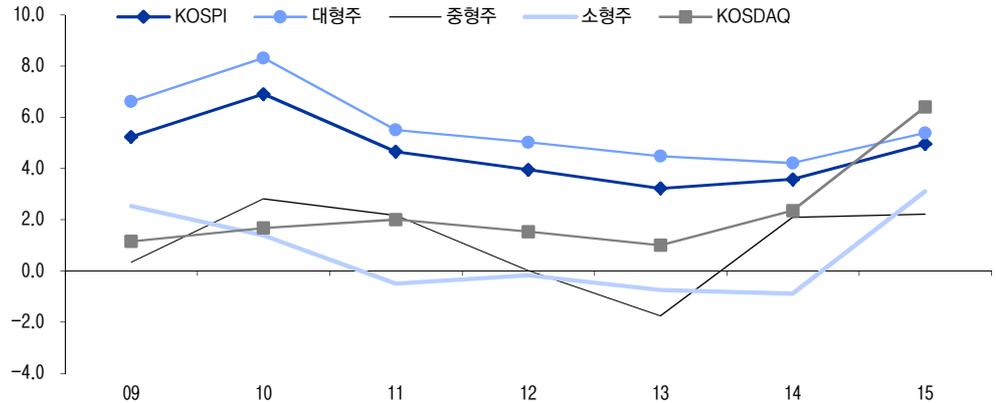
지난 11년부터 한국시장 매출 증가율은 하락기에 진입했다. 매출부진은 이익의 부진으로 이어진다. 매출부진 속에서 이익사이클이 바닥을 잡기 시작한 시점이 13년이다. 저금리와 저유가 환경에서 기업들의 비용(이자비용, 원재료 비용)은 하락했고, 매출은 부진했지만 비용하락으로 이익률이 개선되면서 기업이익은 바닥을 벗어났다.

그림1 KOSPI 영업이익률 추이



자료: Quantwise, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 한국시장 순이익률 추이



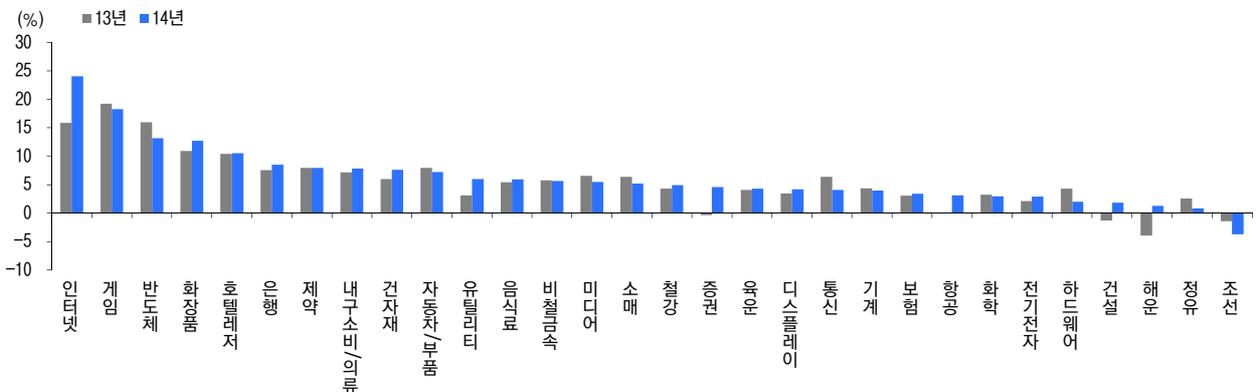
자료: Quantwise, 이베스트투자증권 리서치센터

업종에서도 이익률이 양호한 업종 중심으로 수익률이 좋았다. 연도별 수익률 상위 업종을 보더라도 이익률이 직전년도보다 개선되는 업종들의 성과가 대부분 좋은 것으로 나타난다.

15년의 경우에도 14년에 비해서 이익률이 개선되는 업종 수익률은 좋았다. 일부 부진한 업종도 있지만 이익률이 개선된 화장품, 제약, 유틸리티, 의류, 음식료, 화학 업종 등의 수익률이 좋았다.

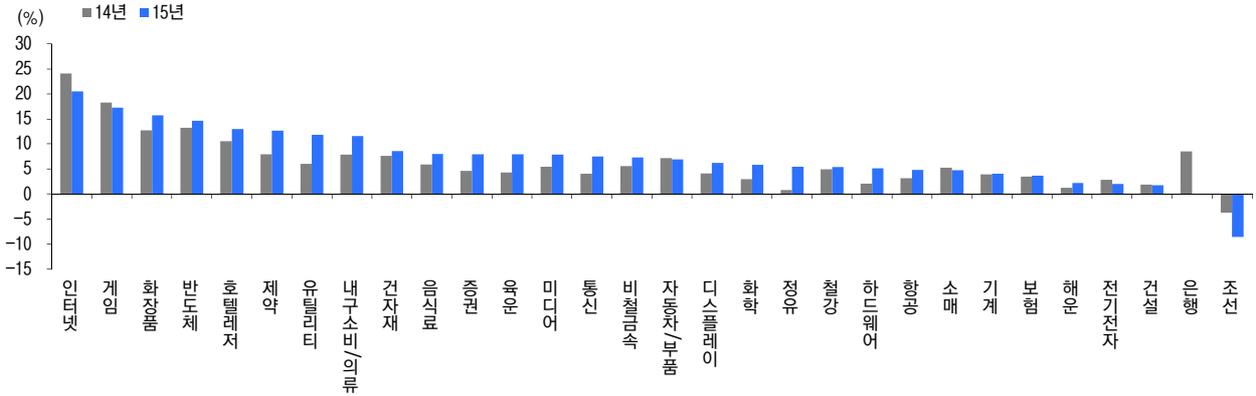
그렇다면 16년에는 어떤 업종의 이익률이 개선될까. 아직은 16년 초반 추정치이기 때문에 신뢰성이 낮지만, 16년 이익률 개선 폭이 큰 업종은 조선, 건설, 인터넷/게임, 비철 금속, 기계 등이다. 지난해 마진이 좋았던 업종들은 일단 16년 마진 개선폭은 크지 않을 것으로 예상되고 있다. 올해도 시장 전반적으로 이익률 사이클의 연장선에 있기 때문에 실적시즌에 이익률 개선이 나타나는 업종은 눈여겨 볼 필요가 있다.

그림3 13년, 14년 업종별 영업이익률



자료: Quantwise, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 14년, 15년 업종별 영업이익률

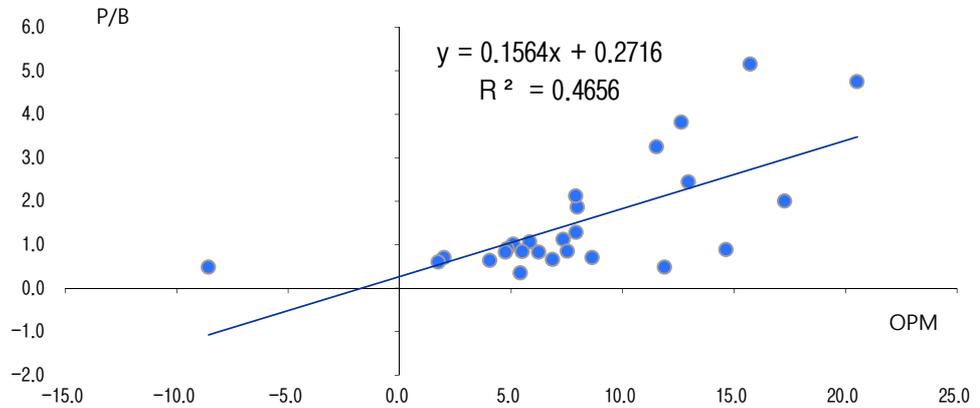


자료: Quantwise, 이베스트투자증권 리서치센터

이익률과 밸류에이션의 관계

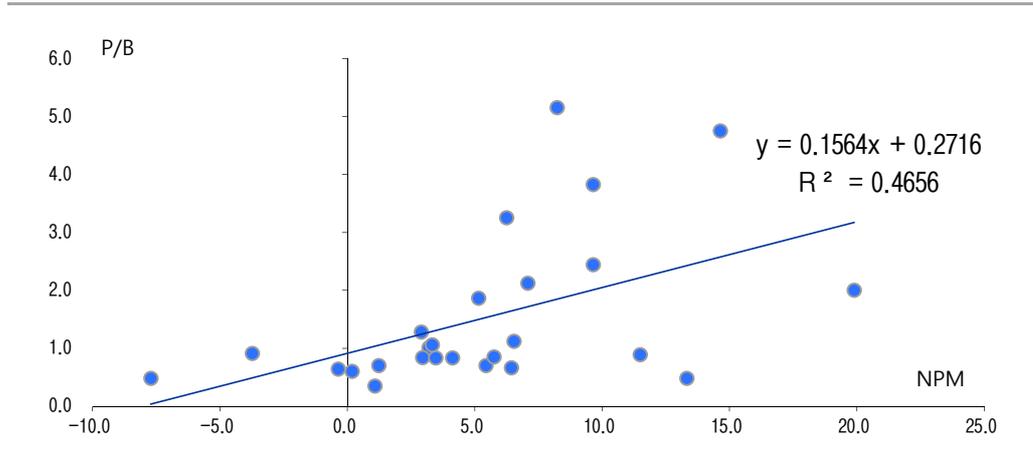
이익률과 밸류에이션은 상관관계가 높게 나타난다. 이것이 높은 마진의 기업, 주로 성장 기업/업종들이 높은 밸류에이션을 받았던 이유다. 성장주는 상승할 때 마진 상승은 더 되기 때문에 이익상승 속도보다 주가 상승속도가 빠르고 밸류에이션이 가파르게 상승한다. 반면에 하락할 때는 마진이 바로 감소하지 않기 때문에 이익하락 속도보다 주가 하락속도가 빠르고 밸류에이션이 가파르게 하락한다.

그림5 영업이익률과 P/B



자료: Quantwise, 이베스트투자증권 리서치센터

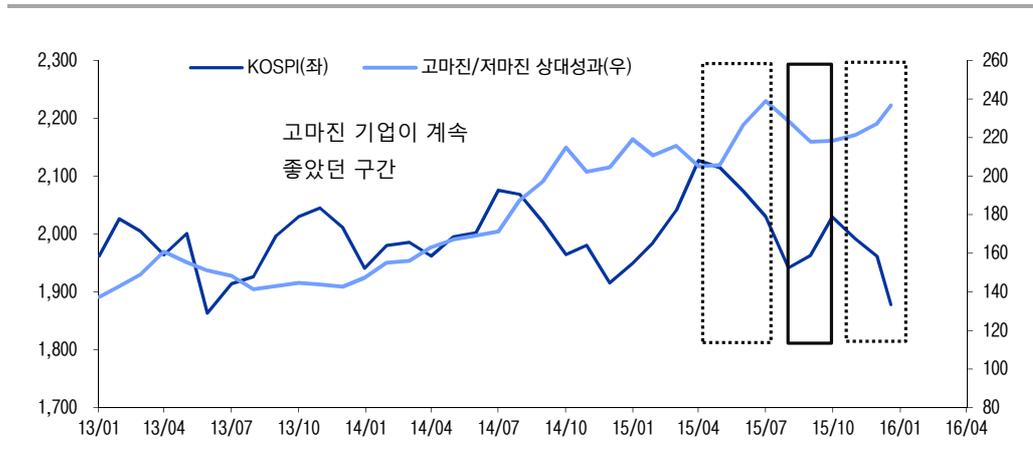
그림6 순이익률과 P/B



자료: Quantwise, 이베스트투자증권 리서치센터

이익률 상위 종목군과 하위 종목군 비교해 보면 지난해 상반기까지 이익률 상위 기업들이 지속적으로 양호한 모습을 보였다. 이익률이 이끌었던 시장이었기 때문에 나타난 현상이라고 볼 수 있다. 이익률 상위 종목군의 밸류에이션이 많이 높아진 지난해 상반기 이후에는 상위 종목군과 하위 종목군간에 로테이션이 나타나고 있다.

그림7 이익률 상위 종목군과 하위 종목군 성과비교



자료: Quantwise, 이베스트투자증권 리서치센터

미국시장이 대표적으로 이익률 상승이 주도한 시장이다

지난 11년 이후 글로벌 시장을 주도한 미국시장 성장동력의 하나는 이익률(margin)이었다. 매출성장이 부진한 가운데 낮은 이자비용과 낮은 유가 환경에서 기업들은 높은 이익률을 유지했다. 이것이 글로벌 성장이 더딘과정에서도 미국시장이 좋았던 이유라 할 수 있다. 이익률 개선이 시장을 이끌다 보니 미국시장에서도 마진이 양호한 업종이나 기업들의 성과가 좋을 수 밖에 없었다. 시장에서는 이러한 기업과 업종은 성장유형(growth style)으로 분류된다.

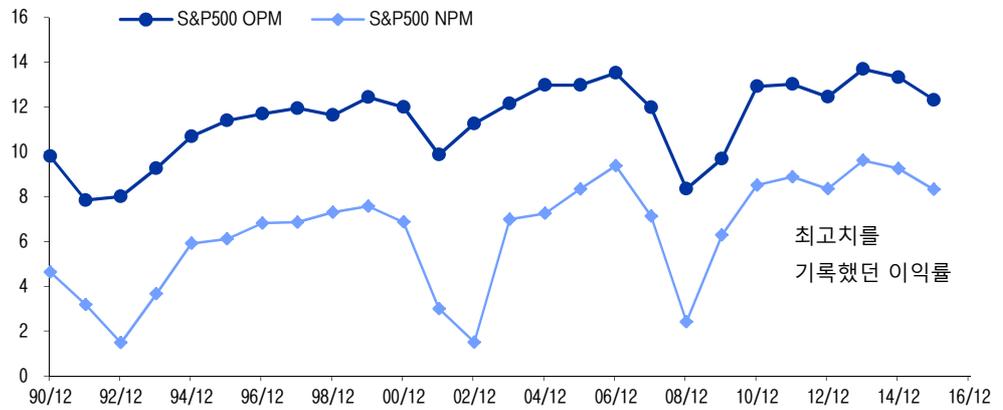
최근 미국시장 조정은 밸류에이션이 높아진 상태에서 높은 이익률이 지속될 수 있을까에 대한 우려가 작용하고 있다고 판단한다. S&P500 기업들의 영업이익(reported

earnings)를 보더라도 15년은 전년보다 계속 부진했다. 4분기 이익도 부진할 가능성을 시장은 우려하고 있다고 볼 수 있다.

이익률이 최고치를 기록하는 등 이익률 개선으로 상승했던 밸류에이션이 15년에 계속 모멘텀이 꺾이는 모습이 나타나고 추가적인 이익률 개선의 여지가 약해지면서 점차 부담으로 작용하고 있다. 유럽, 신흥국 등 글로벌 시장대비 상대적으로 양호했던 비용절감 요인도 금리가 상승하고, 브렌트 보다 낮았던 WTI유가도 스프레드가 축소/역전 되면서 사라지고 있다.

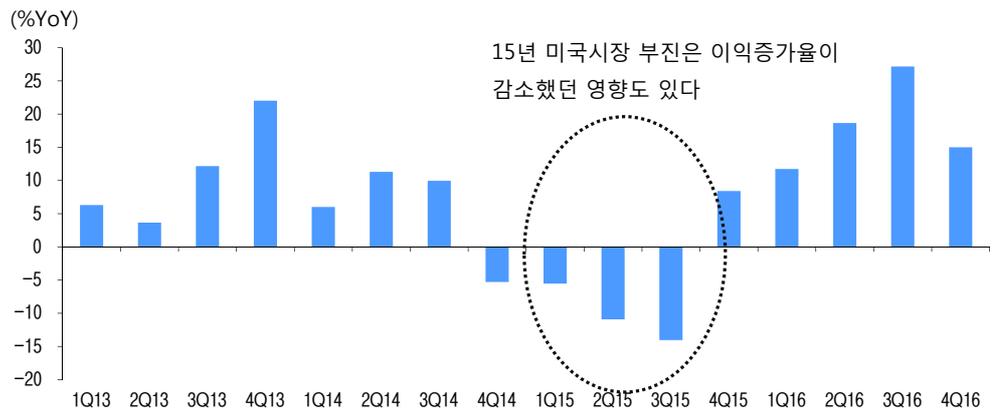
미국시장도 기업이익에 기반한 추가적인 상승을 위해서는 2000년대 중반처럼 글로벌 시장이 좋아지면서 미국기업들의 매출증가가 동반되어야 한다고 본다. 기본적으로 매출 증가는 달러화가 강해지면 나타나기 어렵다.

그림8 S&P500 기업들 연간 이익률 추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 S&P 영업이익 증가율(전년동기대비)



자료: S&P, 이베스트투자증권 리서치센터

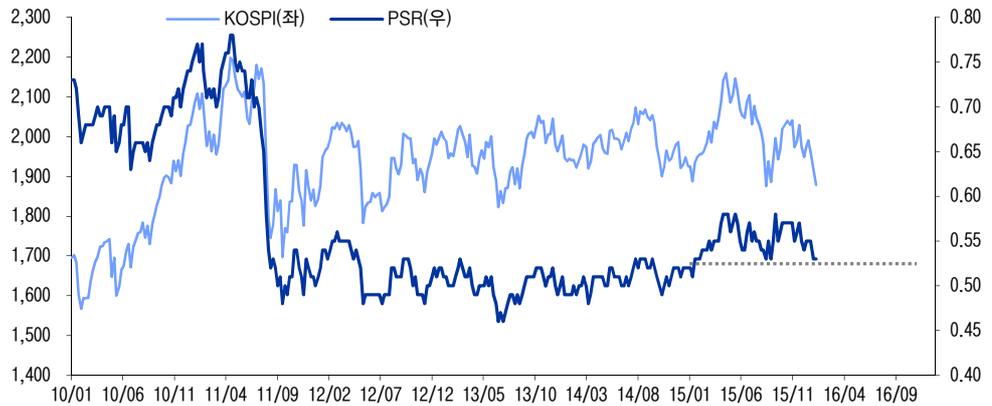
매출성장이 이끄는 시장으로

높은 이익률은 해당 기업 혹은 사업이 경쟁력이 있다는 것이고, 그 경쟁력에 시장은 높은 밸류에이션을 부여한다. 그렇지만 이익률이라는 것도 계속 상승할 수만은 없다. 밸류에이션도 마찬가지다. 성장의 효과가 필요하다.

이익률의 추가적인 상승이 어렵다고 보면 이익 사이클 개선은 더 이상 힘들 수 있다. 결국 매출성장이 동반되어야 한다. 따라서 이제부터의 시장은 매출성장이 나올 수 있는 환경이 만들어지는가가 시장을 바라보는 중요한 지표가 될 것이다. 낮은 비용이 유지되는 환경에서 매출성장이 나온다면 기업이익은 레버리지 효과로 더욱 좋아질 수 있다.

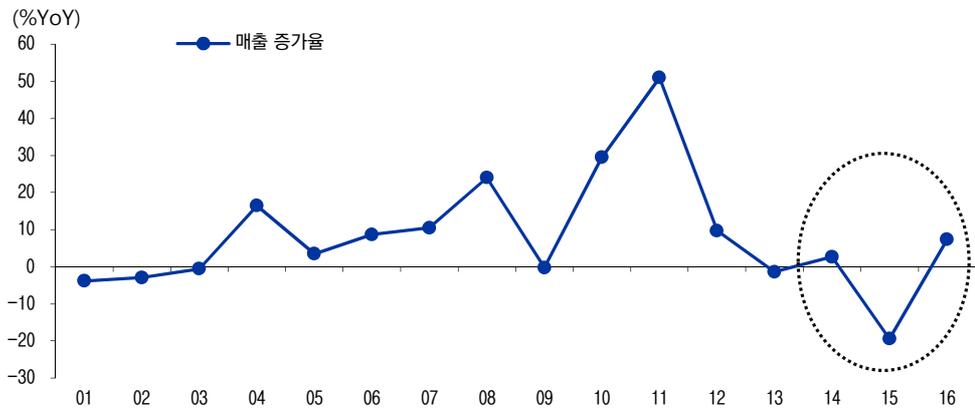
경기회복의 초기국면에서 매출과 관련된 PSR 지표가 투자지표로서 유용성을 갖는 것이 이러한 이유다.

그림10 PSR 지표로 본 KOSPI



자료: Quantwise, 이베스트투자증권 리서치센터

그림11 올해는 매출 증가율이 턱어라운드 할 것인가?



자료: Quantwise, 이베스트투자증권 리서치센터

한국시장은 15년 기준 매출 증가율이 다시 감소했다. 달러화 강세 기조속에서 유로화, 엔화, 위안화 등 원화와 경쟁하는 주변 통화가 원화보다 약한 흐름을 보이면서 국내 기업들의 매출에 불리한 영향을 주었다.

16년 시장의 키는 달러화일 수 밖에 없다. 미국 외 시장이 회복되고, 달러화가 약해지면서 신흥시장도 서서히 부진을 벗어나는 환경이 만들어져야 한다. 달러화 약세와 함께 주요 메이저 통화가 균형을 유지하는 것이 필요하다. 최근 글로벌 시장의 조정은 위안화가 새로운 균형을 찾는 과정에서 나타난 변동성이라고 판단한다. 펀더멘탈 지표가 확인되면서 균형을 이탈한 환율도 안정을 찾을 수 있을 것이다.

달러화 약세는 글로벌 경기개선과 함께 진행된다

펀더멘탈 지표로서 주요 지역의 PMI 지표를 보자. 유럽을 제외하면 주요지역의 PMI 지표는 최근 부진하다. 중국의 경우도 지난해 여름이후 상승하다가 최근 다시 부진한 모습을 보여주고 있다. 위안화 조정이 당연할 수도 있는 상황이다. 최근 PMI모습이 부진하지만 중국을 제외하면 모든 지역이 50 이상을 유지하고 있다. 글로벌 경기가 아주 부진한가에 대해서는 논하기 이르다고 판단한다.

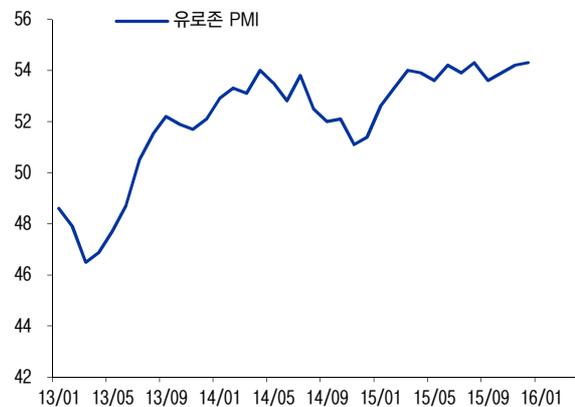
달러화 약세가 진행되면 신흥시장에 대한 우려도 약해진다. 그러면 신흥시장 PMI 지표들도 개선될 수 있다.

그림12 글로벌 PMI: 50 이상



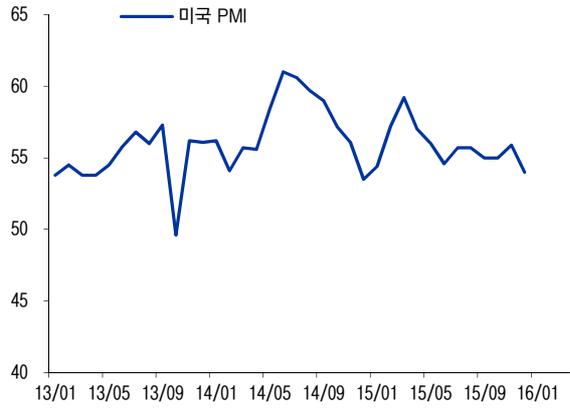
자료: Markit, Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림13 유로존 PMI: 50 이상



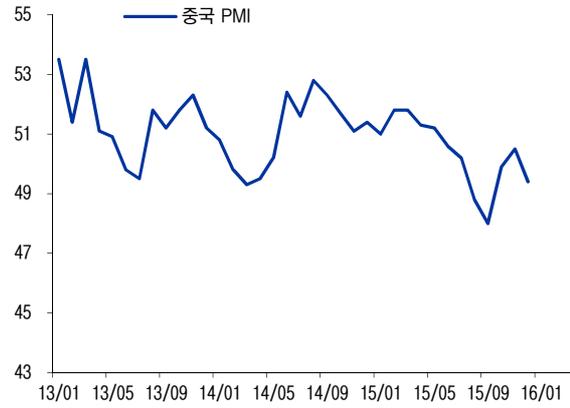
자료: Markit, Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림14 미국 PMI: 50 이상



자료: Markit, Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

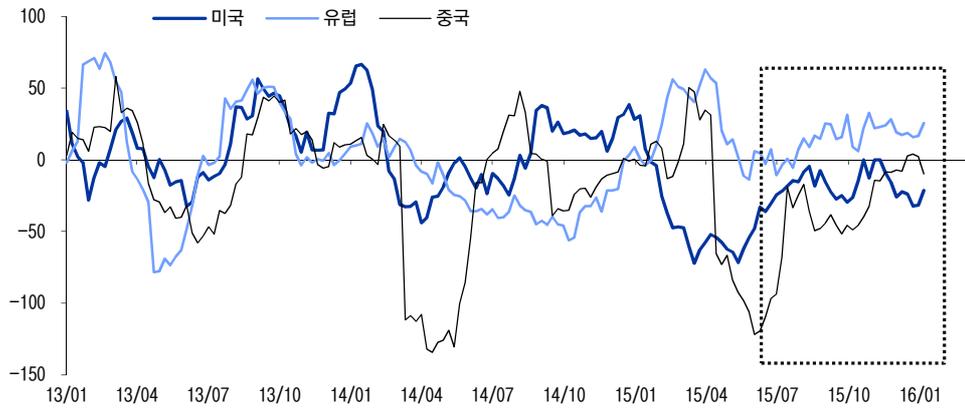
그림15 중국 PMI: 50 미만



자료: Markit, Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

경기서프라이즈 지수(economic surprise index)를 보면 최근 주춤하고 있지만 지난해 여름이후로 추세는 상승이다. 최근 자산시장 변동성은 경기에 대한 너무 과장된 우려가 환율에 반영되면서 균형을 이탈한 것으로 판단한다.

그림16 지난해 여름이후 개선되고 있는 경제지표

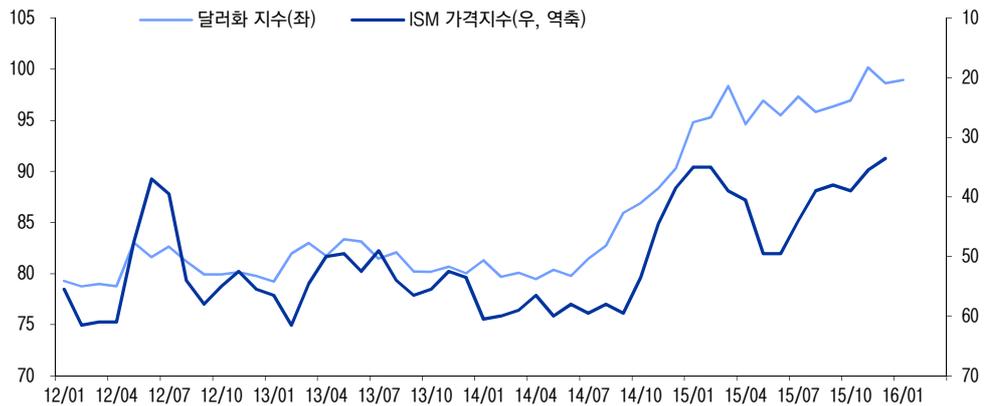


자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

Deflation 섹터에서 Reflation 섹터로의 전환

섹터 전략에서도 달러화 움직임이 중요하다. ISM 가격지수 부진은 원유 등 상품가격 부진과 함께 달러화 강세도 영향을 주고 있다. 달러화 움직임과 더불어 ISM 지수내에서 가격지수의 움직임도 눈여겨 봐야 한다. 해당 지수의 반등이 나오면서 섹터 로테이션은 점차 리플레이션(reflation) 섹터로 전환될 것으로 판단한다.

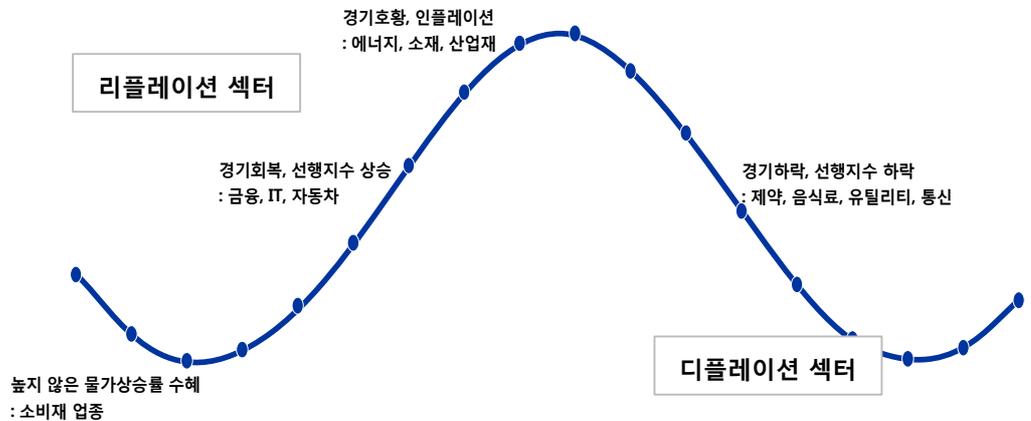
그림17 달러화 강세로 부진한 ISM 가격지수



주: ISM 가격지수(price paid index)는 인플레이션을 판단하는 지표

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림18 사이클에 따른 섹터 로테이션



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

투자유망주

유가 하락으로 이익률은 투자유망주 선정에서 중요한 지표다. 올해 시장에서도 이익률이 개선(영업이익률이 향후 증가할 것으로 예상)되는 종목군은 여전히 유망한 포트폴리오다. 매출이 턴어라운드 할 것으로 예상되는 종목군도 유망한 포트폴리오가 될 것이다. 낮은 비용하에서 매출이 턴어라운드 하게 되면서 기업이이익이 증가할 것이기 때문이다.

이익률(OPM) 개선

올해도 여전히 이익률은 개선될 것이다. 저비용 환경이 계속 이어지고 있기 때문이다. 화학, 정유 업종 등에서 이익률 개선이 눈에 띈다. 물론 이익률이라는 것이 무한히 개선될 수는 없기 때문에 이미 높은 밸류에이션을 받는 종목군은 추가적인 상승 모멘텀은 약할 수 있다. 이러한 종목군은 이익률이 둔화되는 국면에서는 점차 비중을 줄일 필요가 있다.

표1 이익률 개선 종목군

종목코드	종목명	시가총액(억원)	OPM(14년)	OPM(15년)	OPM(16년)
A015760	한국전력	327,402	10.07	17.63	17.81
A090430	아모레퍼시픽	223,311	14.55	16.7	17.63
A051910	LG화학	206,766	5.81	9.24	9.78
A051900	LG생활건강	152,902	10.93	12.82	13.53
A096770	SK이노베이션	122,517	-0.35	3.87	4.23
A003550	LG	119,927	10.58	12.59	13.09
A002790	아모레G	113,303	13.99	16.15	17.02
A068270	셀트리온	111,532	42.77	44.16	47.75
A010950	S-Oil	89,053	-1.01	5.5	6.8
A010130	고려아연	83,028	13.82	15	15.63
A001040	CJ	78,661	5.13	6.32	6.45
A086280	현대글로벌비스	73,125	4.63	4.69	4.83
A128940	한미약품	72,639	4.53	10.95	17.46
A021240	코웨이	72,343	16.87	18.92	19.1
A009540	현대중공업	64,372	-6.18	-2.33	1.07
A001800	오리온	63,825	11.33	12.87	14.01
A004020	현대제철	60,584	8.9	9.4	9.48
A009240	한샘	59,423	8.33	8.58	9.34
A097950	CJ제일제당	53,883	4.96	6.34	6.6
A005830	동부화재	49,631	3.66	5.86	6.1
A000120	CJ대한통운	46,993	3.66	4.11	4.73
A007070	GS리테일	45,507	2.89	3.89	3.99
A007310	오뚜기	44,032	6.5	7.52	8.13
A009830	한화케미칼	40,728	1.75	4.58	6.02
A012750	에스원	39,329	10.03	10.31	10.85
A004800	효성	38,629	4.93	7.98	8.1
A000100	유한양행	34,015	7.31	8.24	8.43
A130960	CJ E&M	33,387	-1.03	4.77	6.16
A004990	롯데제과	32,237	5.16	5.8	6.11
A012630	현대산업	30,832	5.03	7.31	8.32
A001450	현대해상	29,144	2.35	3.54	4.04
A005300	롯데칠성	28,740	4.52	6.52	7.17
A004370	농심	28,163	3.6	5.37	5.4
A079160	CJ CGV	26,663	5.01	6.11	6.81
A006280	녹십자	26,295	9.94	10.1	10.2

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

매출 턴어라운드

매출 증가율이 계속 부진한 종목 중에서 16년 1분기, 2분기에 증가율이 개선되는 종목군을 선정하였다. 매출성장이 나오면 현재의 저비용 환경에서 기업이익 턴어라운드도 빠르게 진행될 것으로 예상한다.

표2 매출 턴어라운드 예상 종목군

종목코드	종목명	시가총액(억원)	매출 증가율(YoY, 1Q16)	매출 증가율(YoY, 2Q16)
A012330	현대모비스	238,492	2.1	12.5
A051910	LG화학	206,766	4.8	7.4
A010130	고려아연	83,028	17.3	17.8
A006120	SK케미칼	18,932	9.8	7.9
A120110	코오롱인더	15,348	2.8	3.4
A006260	LS	11,962	1.6	2.4
A052690	한전기술	10,663	9.6	12.7
A035760	CJ오쇼핑	10,610	5.4	8.0
A073240	금호타이어	10,364	13.6	17.3
A037560	CJ헬로비전	9,255	5.3	4.1
A006040	동원산업	8,694	4.4	4.6
A005180	빙그레	6,886	3.7	3.3
A112040	위메이드	5,326	14.9	51.2
A063080	게임빌	4,513	18.3	18.7
A008060	대덕전자	3,679	0.2	16.7
A042700	한미반도체	3,319	9.4	20.3
A138490	코오롱플라스틱	1,969	2.1	1.4
A004650	창해에탄올	1,964	17.4	15.1
A114630	우노앤컴퍼니	705	37.0	14.1
A062860	티엘아이	684	1.5	3.5

자료: Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터

Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 양해정).
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 - 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
 - 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
 - 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.