3인3색

Part 2. 전략

‘진실의 문’아 열려라!

하나금융투자 리서치센터 자산분석실

Strategist 이재만

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

하나금융투자

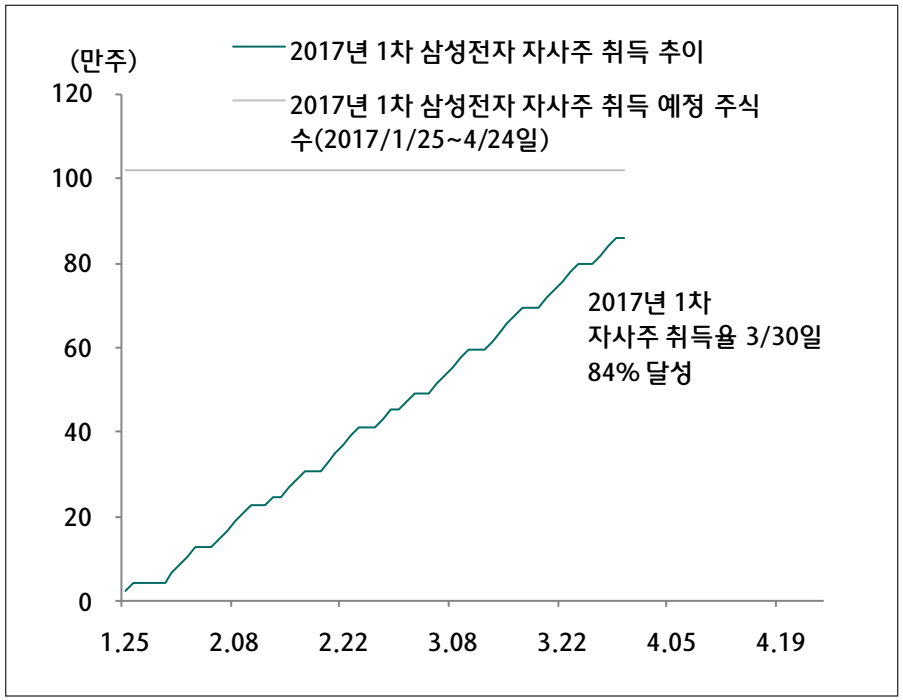
'진실의 문'아 열려라!

- 4월, 빤히 보이는 것의 반격: ① 삼성전자 자사주 매입 종료(현재 84% 진행) ② 외국인 단기 차익실현 가능성(원/달러환율을 감안한 누적수익률 28%/2012년 이후 고점 30%) ③ 선진국과 신흥국 경제지표 개선 속도 둔화 ④ 미국 재무부 환율보고서 발표로 인한 환율시장 변동성 확대 위험
- 일시적으로 성장 보다는 리스크 상승 속도가 빨라질 가능성이 있어 마찰적인 지수 조정 예상. 4월 KOSPI 예상밴드 2,090pt~2,210pt 제시. 단 마찰적인 조정이라는 점을 감안 시 중기적인 관점에서는 지수 조정을 매수 기회로 활용할 필요가 있음
- 제조업(전문유통업과 수주산업 제외) 매출과 이익의 진실, 영업이익=(판매비 P-변동비 VC)*물량 Q-고정비 FC: 매출 변화에 대한 영향력(100%)=(P-VC) 변화 영향력 11%, 물량(Q) 84%, 고정비(FC) 5%. 글로벌 물동량 개선으로 인한 매출 증가 효과가 절대적임
- 손익분기점 물량[BEP Q=FC/(P-VC)]의 진실: 국내 제조업 BEP Q는 고정비 비중 감소로 인해 이전 고점(2014년) 대비 23% 감소(삼성전자 제외 시 19% 감소). 반도체/화학/정유/철강 BEP Q 감소. 음식료/화장품/완성차 BEP Q 증가. 이전 보다 낮은 물량 증가로도 영업이익 개선 효과 큼
- 가격(P) 지표 하락 우려에 대한 반론: 글로벌 원자재 가격과 연관성이 높은 브라질(소재섹터 비중 14%/연초대비 지수 상승률 8%), 아르헨티나(13%/20%), 칠레(11%/16%) 증시 사상 최고치 근접(브라질) 또는 경신(아르헨티나와 칠레)
- 물량(Q) 지표 부진 우려에 대한 반론: 글로벌 물동량과 연관성이 높은 글로벌 해운기업 매출증가율 개선(상관계수 0.7). 국내를 제외한 10개 글로벌 해운기업의 올해 매출성장률(Yo) 평균 9%. 연초 대비 연간 매출추정치도 +2.2% 상향 조정
- ① 투자전략 아이디어: 글로벌 제조업 분기 10조원대 영업이익 기업, 애플과 삼성전자뿐→ 국내 IT섹터는 삼성전자를 제외해도 12개월 예상 영업이익 21.7조원으로 사상 최고 수준. 삼성전자를 제외한 IT섹터의 1분기 영업이익 추정치 연초 대비 39%(3.6조원→5.0조원) 상향 조정
- 최근 2년간 연초 이후 3월말까지 1분기 영업이익 추정치가 상향된 종목 중 4월에도 영업이익 추정치가 상향된 종목 비율은 52%. 해당 종목들 중 어닝서프라이즈를 기록한 종목 비율은 72%. 3월까지 1분기 영업이익 추정치 상향&PER이 상대적으로 낮은 IT기업들 관심(삼성전자 제외 시 SK하이닉스, 동부하이텍, LGD가 해당 조건을 충족)
- ② 투자전략 아이디어: 5/9일 국내 대통령 선거 확정→ 대선 후보들의 공약 공통점은 4차 산업 중심의 성장과 재벌개혁→ 국내 대기업을 중심으로 KOSPI의 잉여현금흐름은 사상 최고 수준. 2013년 대비 KOSPI FCF는 8배 정도 증가. 기업의 효율적인 자금 활용 요구 강도 높아질 것
- 국내와 비교할 수 있는 대만의 경우 높은 배당성향으로 인해 상대적으로 높은 PER 형성. 최근 대만에서 대주주 지분율이 외국인 보다 높은 지주회사를 중심으로 주주친화정책(배당 중심)이 강화되면서 PER 재평가(대만 가권지수 PER 16배/대만 지주회사 23배). 국내 지주회사 중 FCF 양호하고, 대주주 지분율이 상대적으로 높은 SK와 LS에 관심

빤히 보이는 것들(1) 삼성전자 자사주 매입 정점을 지나고 있음

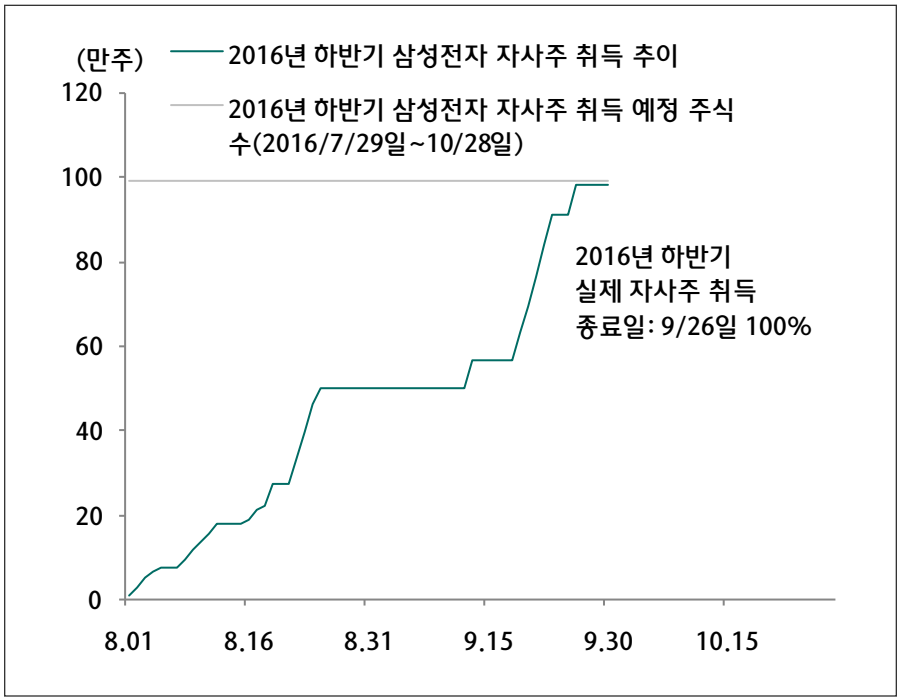
- 삼성전자는 1/25~4/24일까지 102만주의 (보통주) 자사주 매입을 결정
- 현재 진행률 84%. 자사주 일간 취득 수가 20,400주라는 점을 감안 시 8거래일 정도면 100% 달성 가능
- 2016년 하반기 자사주 매입 당시 7/29일~10/28일로 취득예상기간(당시 99만주)을 공표했지만, 실제로는 9/26일에 종료

2017년 1차 삼성전자 자사주 매입 74% 진행



자료: Quantiwise, 하나금융투자

2016년 하반기 삼성전자 자사주 매입, 2개월만에 종료

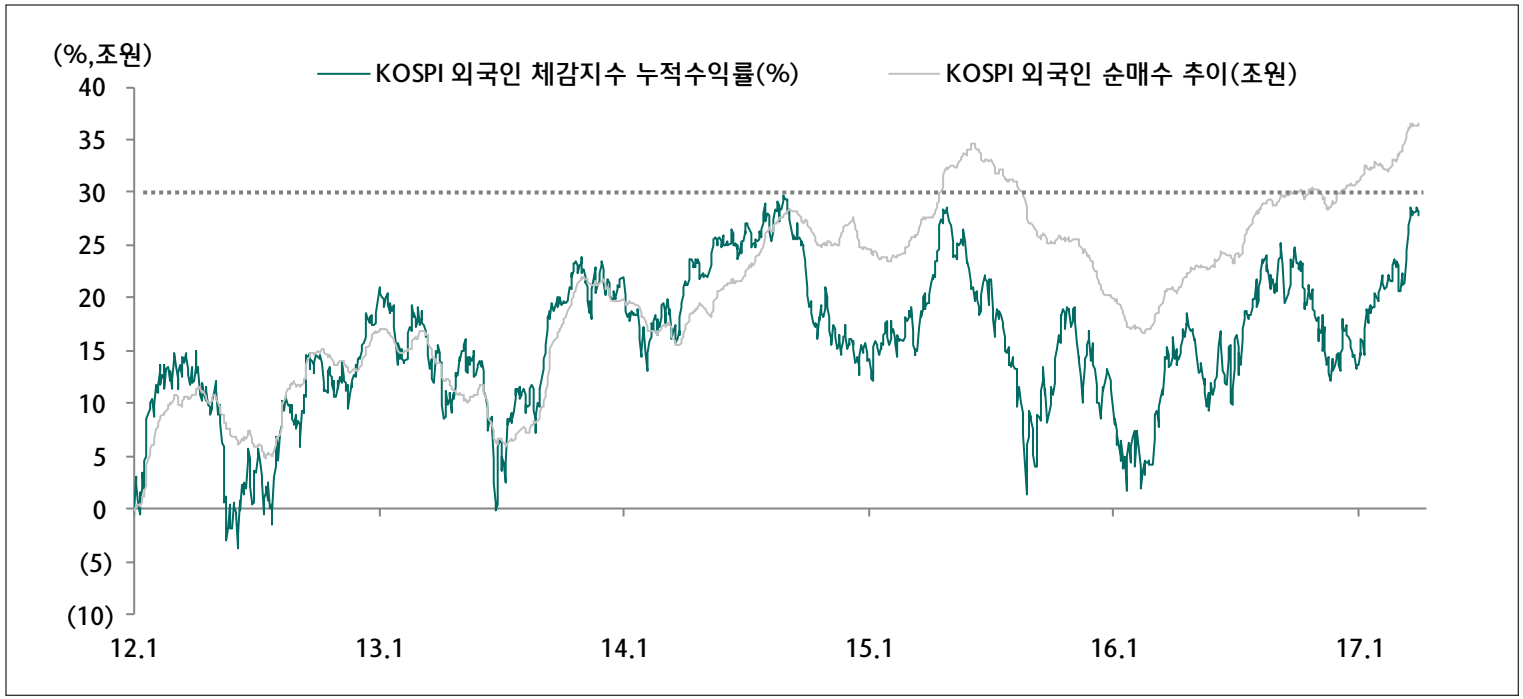


자료: Quantiwise, 하나금융투자

빤히 보이는 것들(2) 외국인, 차익실현 물량이 출회 될 가능성 높아짐

- KOSPI 외국인 체감지수(=KOSPI/원달러환율)의 누적 수익률(2012년 이후 일간)이 28% 수준
- 2012년 이후 최고 수준이 30%라는 점을 감안 시 차익실현 물량이 출회 될 수 있는 시점으로 진입

외국인, 국내 증시에서 차익실현 욕구가 높아질 수 있는 시기

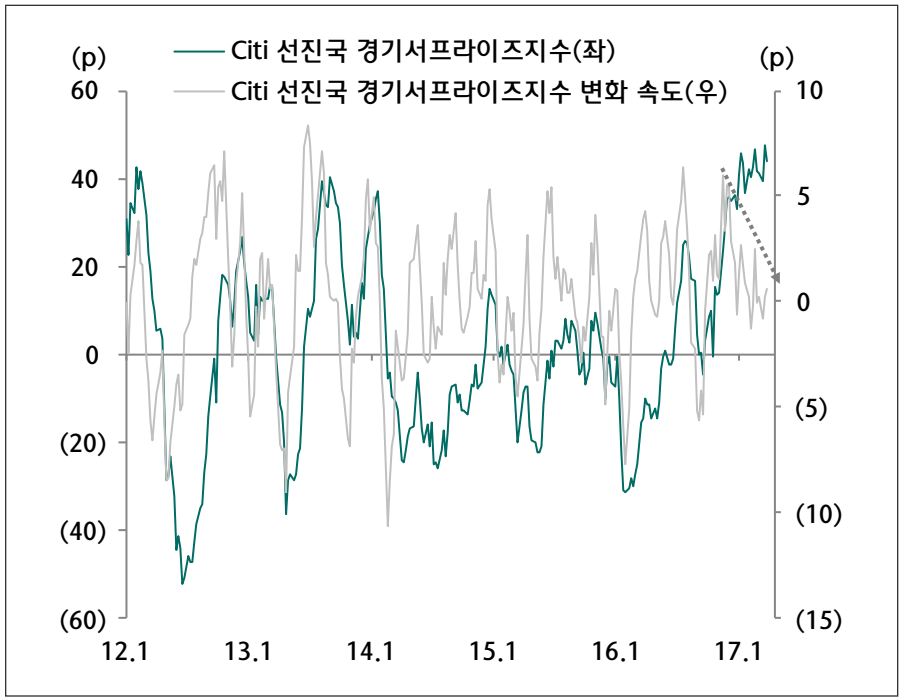


주) KOSPI 외국인 체감지수: KOSPI/원달러환율
자료: Bloomberg, Quantiwise, 하나금융투자

빤히 보이는 것들(3) 경제지표 개선 속도의 둔화

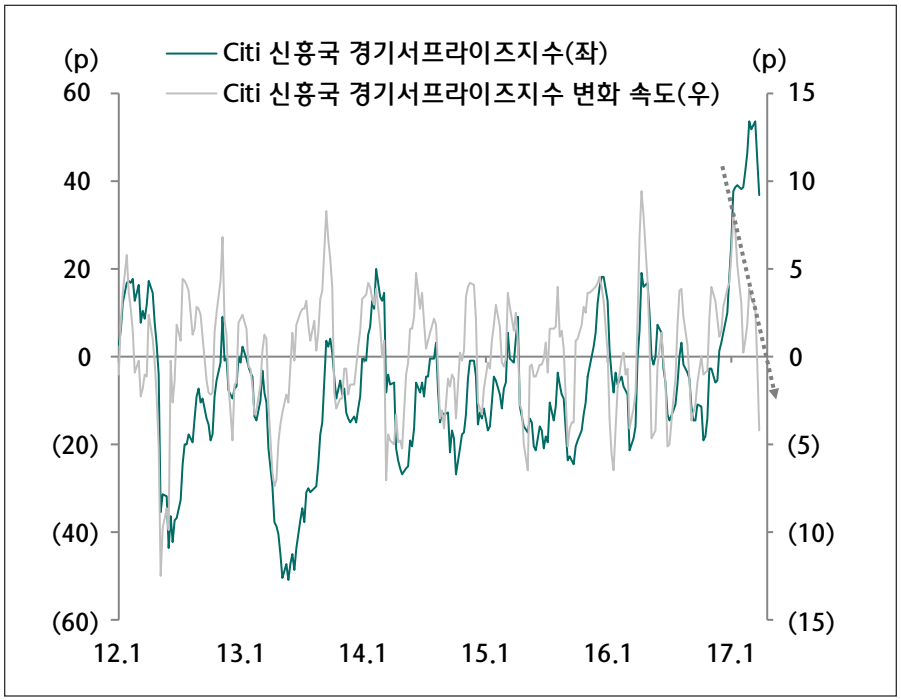
- 글로벌 경제지표의 개선 속도는 이례적으로 빠른 편
- 선진국과 신흥국 (Citi)경기서프라이즈 각각 47p와 53p로 2012년 이후 최고 수준
- 그러나 최근 두 지표의 개선 속도가 둔화되고 있다는 점이 문제

선진국 경기개선 속도 둔화 가능성을 시사하고 있음



주) 변화 속도: 4주간 변화 폭의 평균
자료: Bloomberg, 하나금융투자

신흥국 경기개선 속도 둔화 가능성을 시사하고 있음

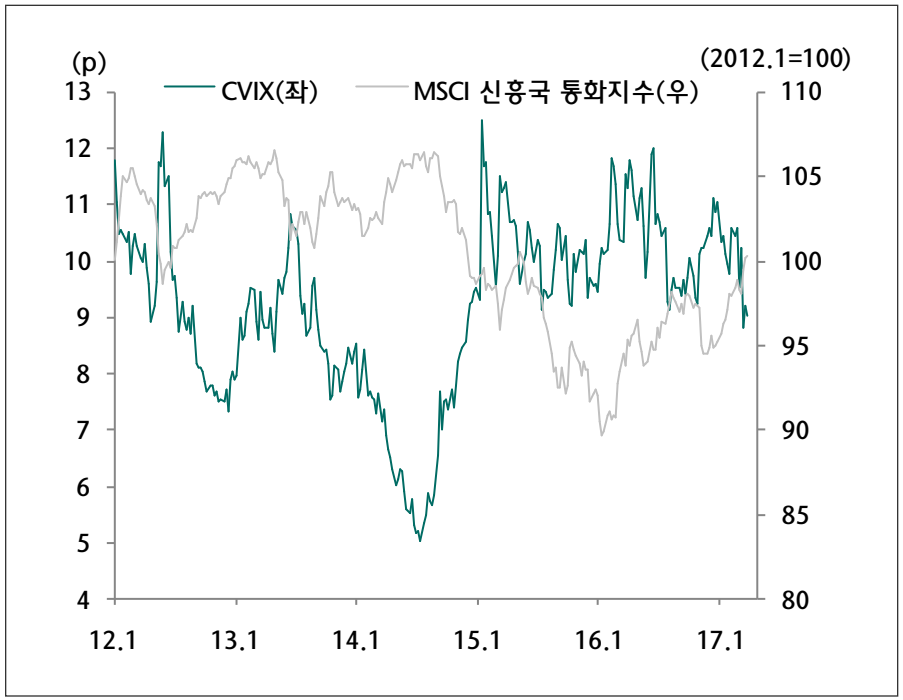


주) 변화 속도: 4주간 변화 폭의 평균
자료: Bloomberg, 하나금융투자

빤히 보이는 것들(4) 미국 환율보고서의 압박

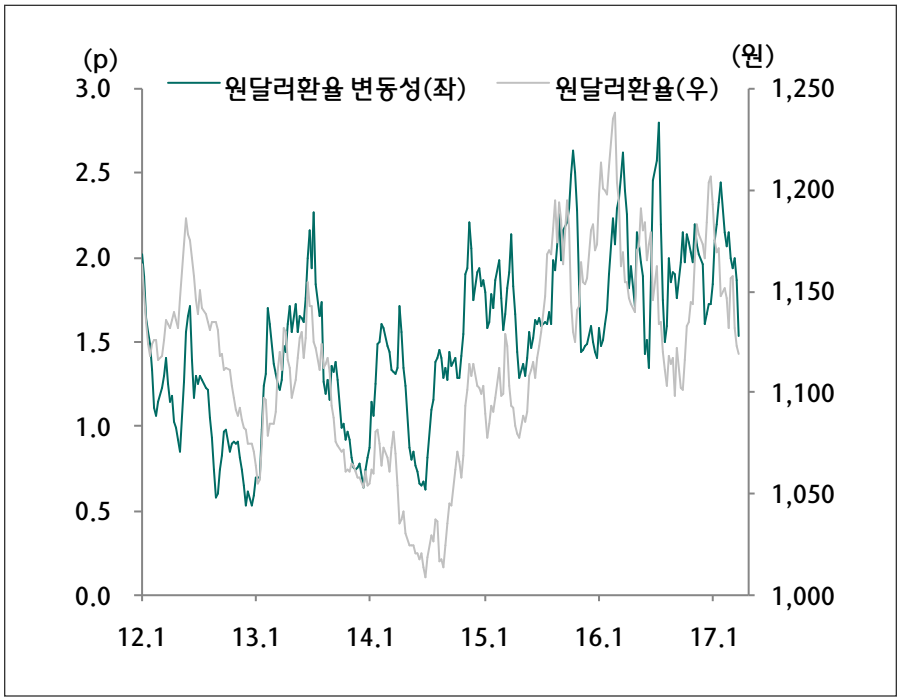
- 4월 중순~말 발표될 미국 재무부의 환율보고서는 최근 하락 전환된 글로벌 환율시장 변동성 상승에 영향을 줄 가능성 있음
- 외국인 투자심리 악화, 국내 증시 업종 내 빠른 순환매 발생 가능성

4월 환율보고서 발표로 글로벌 환율시장 변동성 재상승



자료: Bloomberg, 하나금융투자

4월 환율보고서 발표로 국내 환율시장 변동성 재상승

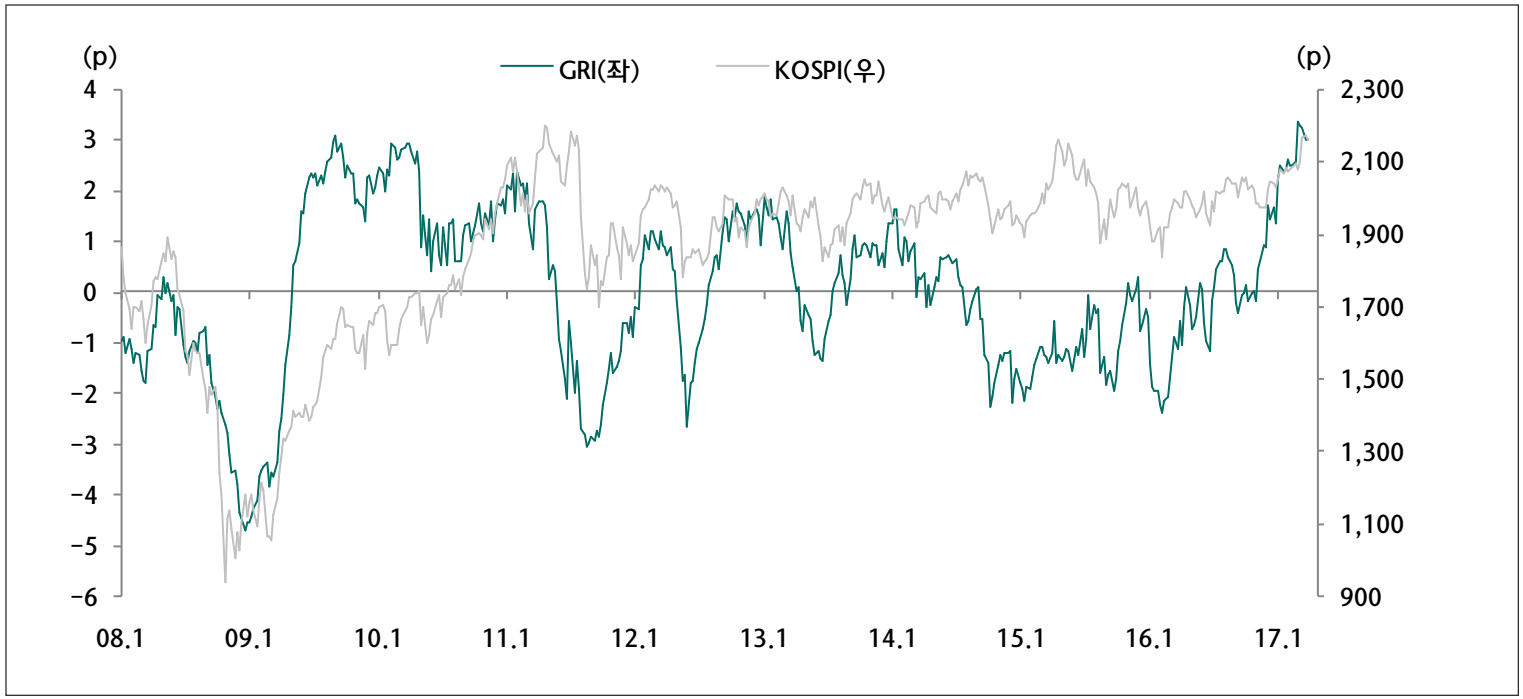


주) 원/달러환율 변동성: (주간 고점-주간 저점)/종가*100, 4주 이동평균
자료: Bloomberg, 하나금융투자

빤히 보이는 것들에 의한 마찰적인 조정

- 일시적으로 성장 보다는 리스크 상승 속도가 빨라질 가능성이 있어 마찰적인 조정 국면 진입 예상
- 4월 KOSPI 예상밴드: 2,090pt~2,210pt

Growth-Risk Index의 하락 전환 가능성 염두



주) GRI, Growth Risk Index=Citi 글로벌 경기서프라이즈지수-글로벌 매크로 위험지수(표준화 후 차감)
자료: Bloomberg, Quantiwise, 하나금융투자

'진실의 문'은 실적 입니다! 실적이 나빴던 2012년~14년

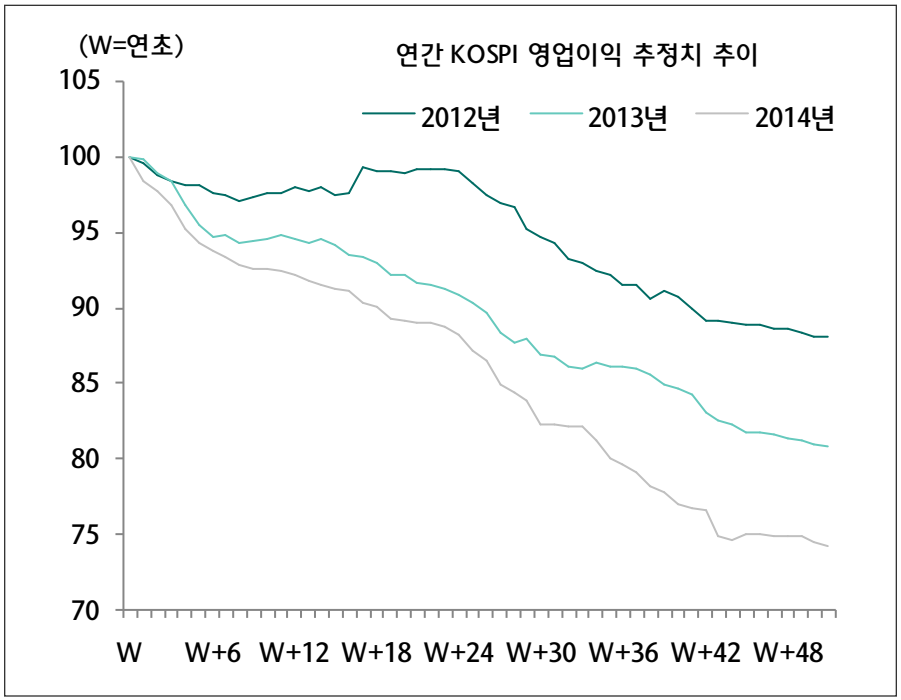
- 실적이 부진했던 2012년~14년 연간 영업이익 추정치를 보면
- 연초부터 꾸준히 이익추정치가 하향 조정

실적이 부진했던 2012년~14년

년도	KOSPI 영업이익 (조원)	KOSPI 영업이익 증가율 (YoY, %)
2012년	120.7	-4.2
2013년	114.3	-5.4
2014년	113.1	-1.0

자료: Quantiwise, 하나금융투자

영업이익 추정치는 연초부터 하향 조정



자료: Quantiwise, 하나금융투자

'진실의 문'은 실적 입니다! 실적이 좋았던 2010년~11년, 2015년~16년

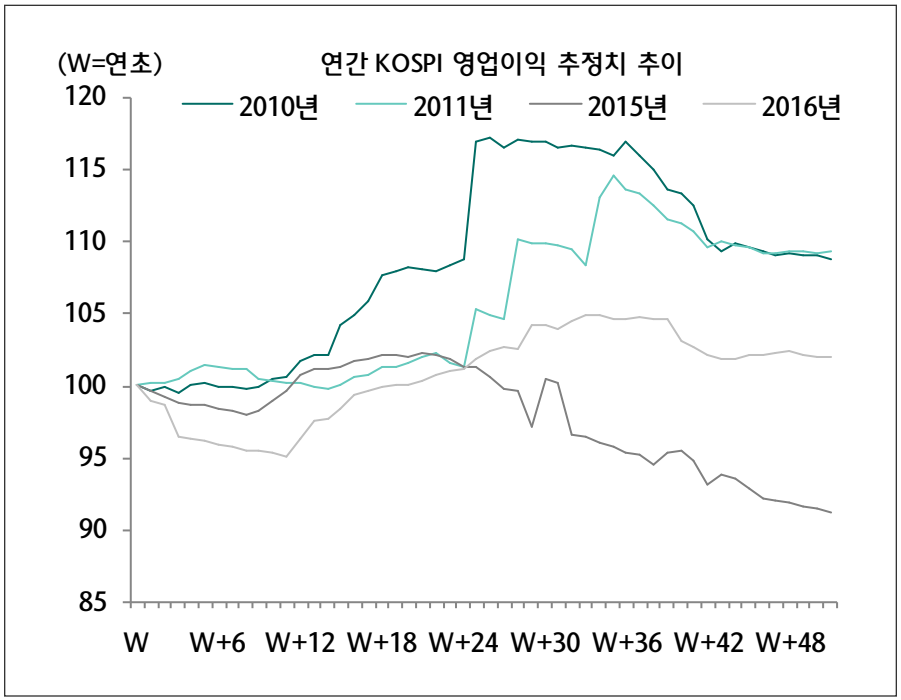
- 실적이 좋았던 2010년~11년과 2015년~16년 연간 영업이익 추정치를 보면
- 연간 영업이익 추정치 꾸준히 상향 조정, 단 2015년의 경우 7월 이후(2분기 실적 발표 이후) 하향 조정

실적이 좋았던 2010년~11년, 2015년~16년

년도	KOSPI 영업이익 (조원)	KOSPI 영업이익 증가율 (YoY, %)
2010년	101.8	+57.1
2011년	126.1	+23.9
2015년	127.5	+12.8
2016년	158.8	+24.5

자료: Quantiwise, 하나금융투자

영업이익 추정치는 연초부터 상향 조정

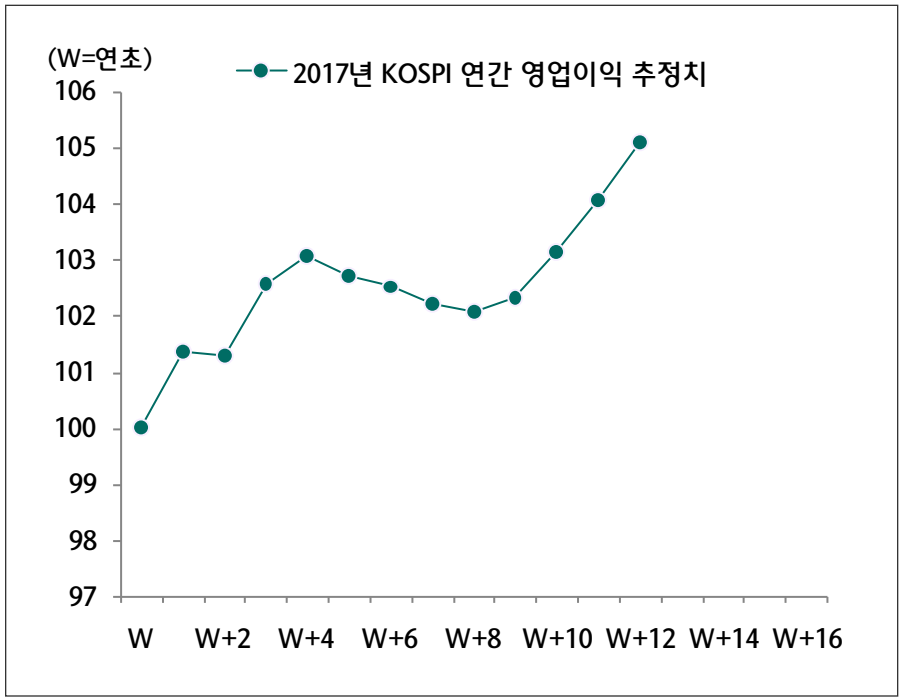


자료: Quantiwise, 하나금융투자

2017년, 실적이 좋았던 때와 유사

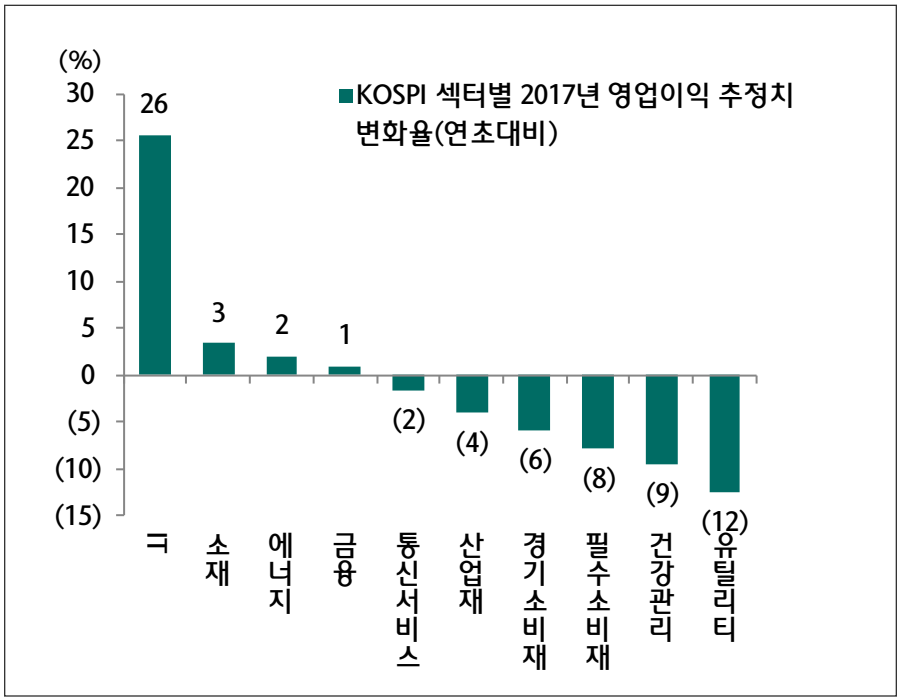
- 2017년 영업이익 추정치는 182.1조원(YoY +14.7%)으로 연초 대비 +5.1% 상향 조정
- 연초 이후 꾸준히 상향 조정되고 있다는 점은 이전 실적이 좋았던 시기와 유사

2017년은 실적이 좋았던 시기처럼 연초 이후 추정치 상향



자료: Quantiwise, 하나금융투자

IT를 중심으로 영업이익 추정치 빠르게 상향 조정



자료: Quantiwise, 하나금융투자

Operating Profit=(P-VC)*Q-FC

- 제조업(전문유통업과 수주산업 제외)의 영업이익 구조를 단순화 시키면
- 영업이익=(판매가격-변동비)*판매량-고정비

(P-VC)*Q-FC =영업이익

제조업 매출 구성 변수

*P-VC= 제품 단위당 공헌이익
매출총이익률(매출총이익/매출액)

*FC=판매비와 관리비
판매수수료, 감가상각비, 인건비 등

* P: Price, 판매가격
* VC: Variable Cost, 변동비
* Q: Quantity, 수량
* FC: Fixed Cost, 고정비

물량 효과 판단 가능(1), 반도체

- 기업별 손익계산서를 통해 매출액, 매출총이익률, 고정비 파악이 가능. 매출변화에 물량(Q)이 주는 효과를 가늠할 수 있음
- 물량(Q)효과=매출액의 전년대비 변화율의 변화폭(%p)-매출총이익률 전년대비 변화폭(%p)-매출액 대비 고정비 비중 전년대비 변화폭(%p)
- 삼성전자와 SK하이닉스와 같은 반도체기업, 가격 보다는 물량(Q)이 매출에 미치는 영향이 큼

반도체기업 매출은 가격(p)보다는 물량(Q)에 영향을 크게 받음

반도체	매출액 변화폭 (매출증가율 전년대비 변화폭%p) ①		P-VC (매출총이익률 전년대비 변화 폭 %p) ②		Q 추정 (①-②-③)		FC (매출액 대비 고정비 비중 전년대비 변화폭 %p) ③	
	삼성전자	SK하이닉스	삼성전자	SK하이닉스	삼성전자	SK하이닉스	삼성전자	SK하이닉스
2012년	15.2	10.9	5.0	-0.4	10.2	6.0	0.0	5.4
2013년	-8.2	41.6	2.8	21.6	-12.1	24.6	1.1	-4.5
2014년	-23.6	-18.5	-2.0	7.3	-23.5	-27.2	2.0	1.4
2015년	7.1	-11.1	0.7	-0.7	6.8	-11.2	-0.4	0.8
2016년	3.3	-18.3	2.0	-6.8	0.7	-14.0	0.6	2.5

자료: Quantiwise, 하나금융투자

물량 효과 판단 가능(2), IT 장비와 가전

IT 장비와 가전기업 매출은 가격(p)보다는 물량(Q)에 영향을 크게 받음

IT 장비	매출액 변화폭 (매출증가율 전년대비 변화폭%p) ①		P-VC (매출총이익률 전년대비 변화 폭 %p) ②		Q 추정 (①-②-③)		FC (매출액 대비 고정비 비중 전년대비 변화폭 %p) ③	
	삼성전기	LG이노텍	삼성전기	LG이노텍	삼성전기	LG이노텍	삼성전기	LG이노텍
2012년	24.4	5.8	2.9	1.9	21.3	4.4	0.2	-0.5
2013년	-26.8	0.1	-0.5	0.5	-27.6	-0.3	1.3	-0.2
2014년	-30.5	-12.7	-1.8	2.2	-31.5	-14.6	2.8	-0.4
2015년	27.4	-9.2	4.3	-0.8	22.6	-8.9	0.4	0.5
2016년	-3.6	-1.2	-4.2	-1.3	0.4	-0.5	0.3	0.6

IT 가전	매출액 변화폭 (매출증가율 전년대비 변화폭%p) ①		P-VC (매출총이익률 전년대비 변화 폭 %p) ②		Q 추정 (①-②-③)		FC (매출액 대비 고정비 비중 전년대비 변화폭 %p) ③	
	LG전자	삼성SDI	LG전자	삼성SDI	LG전자	삼성SDI	LG전자	삼성SDI
2012년	4.3	-0.2	0.9	3.2	4.1	-5.4	-0.6	2.0
2013년	1.4	-46.6	-0.1	2.2	1.7	-54.7	-0.1	5.8
2014년	1.0	100.3	0.1	-1.0	1.8	103.9	-0.8	-2.6
2015년	-8.3	-69.2	-0.5	0.0	-8.3	-75.8	0.5	6.7
2016년	2.3	14.5	2.0	-2.5	-1.5	7.1	1.7	9.9

자료: Quantiwise, 하나금융투자

물량 효과 판단 가능(3), 화학과 철강

화학과 철강기업 매출은 가격(p)보다는 물량(Q)에 영향을 크게 받음

화학	매출액 변화폭 (매출증가율 전년대비 변화폭%p) ①		P-VC (매출총이익률 전년대비 변화 폭 %p) ②		Q 추정 (①-②-③)		FC (매출액 대비 고정비 비중 전년대비 변화폭 %p) ③	
	LG화학	롯데케미칼	LG화학	롯데케미칼	LG화학	롯데케미칼	LG화학	롯데케미칼
2012년	-13.9	-117.1	-3.8	-7.1	-10.5	-110.0	0.4	0.0
2013년	-3.1	2.1	0.1	0.6	-3.9	1.6	0.8	-0.1
2014년	-1.9	-13.0	-1.0	-0.2	-1.7	-13.3	0.7	0.4
2015년	-8.1	-11.6	4.8	12.3	-14.5	-24.7	1.6	0.9
2016년	12.7	34.1	1.5	7.1	10.3	25.4	0.9	1.6

철강	매출액 변화폭 (매출증가율 전년대비 변화폭%p) ①		P-VC (매출총이익률 전년대비 변화 폭 %p) ②		Q 추정 (①-②-③)		FC (매출액 대비 고정비 비중 전년대비 변화폭 %p) ③	
	POSCO	현대제철	POSCO	현대제철	POSCO	현대제철	POSCO	현대제철
2012년	-119.3	-52.0	-1.5	-2.1	-118.5	-50.3	0.7	0.3
2013년	5.0	-6.7	-0.6	0.1	5.4	-7.4	0.3	0.5
2014년	8.0	33.0	0.1	3.9	7.9	28.5	0.0	0.6
2015년	-15.8	-27.6	0.0	1.2	-16.7	-29.9	0.8	1.0
2016년	1.8	7.2	1.4	-0.3	0.3	7.5	0.2	0.1

자료: Quantiwise, 하나금융투자

물량 효과 판단 가능(4), 정유와 비철

정유와 비철금속기업 매출은 가격(p)보다는 물량(Q)에 영향을 크게 받음

정유	매출액 변화폭 (매출증가율 전년대비 변화폭%p) ①		P-VC (매출총이익률 전년대비 변화 폭 %p) ②		Q 추정 (①-②-③)		FC (매출액 대비 고정비 비중 전년대비 변화폭 %p) ③	
	SK이노베이션	S-Oil	SK이노베이션	S-Oil	SK이노베이션	S-Oil	SK이노베이션	S-Oil
2012년	-48.6	-46.7	-2.2	-3.2	-46.3	-43.4	-0.1	-0.1
2013년	-17.2	-19.1	0.1	-0.8	-17.5	-18.6	0.3	0.3
2014년	9.7	1.9	-2.5	-2.0	12.3	3.8	-0.1	0.2
2015년	-26.3	-29.0	6.1	7.1	-34.2	-37.7	1.8	1.6
2016년	8.3	28.6	3.9	6.0	4.5	22.0	-0.1	0.6

비철	매출액 변화폭 (매출증가율 전년대비 변화폭%p) ①		P-VC (매출총이익률 전년대비 변화 폭 %p) ②		Q 추정 (①-②-③)		FC (매출액 대비 고정비 비중 전년대비 변화폭 %p) ③	
	고려아연	영풍	고려아연	영풍	고려아연	영풍	고려아연	영풍
2012년	-78.6	60.4	-3.4	2.8	-75.3	57.9	0.1	-0.3
2013년	-11.3	-112.3	-1.1	-3.6	-10.5	-109.0	0.3	0.2
2014년	14.9	-21.5	1.4	-4.5	13.4	-18.4	0.1	1.4
2015년	-5.9	8.1	0.9	0.7	-7.5	7.5	0.7	-0.1
2016년	25.9	8.0	-1.5	-0.3	28.0	8.6	-0.5	-0.3

자료: Quantiwise, 하나금융투자

물량 효과 판단 가능(5), 완성차와 자동차부품

완성차와 자동차부품기업 매출은 가격(p)보다는 물량(Q)에 영향을 크게 받음

완성차	매출액 변화폭 (매출증가율 전년대비 변화폭%p) ①		P-VC (매출총이익률 전년대비 변화 폭 %p) ②		Q 추정 (①-②-③)		FC (매출액 대비 고정비 비중 전년대비 변화폭 %p) ③	
	현대차	기아차	현대차	기아차	현대차	기아차	현대차	기아차
2012년	-103.0	-76.3	-1.2	-0.6	-100.9	-75.7	-0.9	0.0
2013년	-5.2	-8.6	-0.8	-1.5	-4.1	-6.5	-0.3	-0.7
2014년	-1.1	-1.8	-0.8	-1.4	-0.5	-0.3	0.2	-0.1
2015년	0.8	6.2	-1.6	0.1	2.4	5.3	0.0	0.8
2016년	-1.2	1.3	-1.0	-0.1	-0.6	1.5	0.4	-0.1

자동차 부품	매출액 변화폭 (매출증가율 전년대비 변화폭%p) ①		P-VC (매출총이익률 전년대비 변화 폭 %p) ②		Q 추정 (①-②-③)		FC (매출액 대비 고정비 비중 전년대비 변화폭 %p) ③	
	한국타이어	현대모비스	한국타이어	현대모비스	한국타이어	현대모비스	한국타이어	현대모비스
2012년		-74.9		-0.6		-74.3		0.0
2013년		-6.0		-0.7		-5.5		0.2
2014년	-210.6	-8.4	2.6	0.5	-214.8	-9.0	1.7	0.1
2015년	1.7	-0.2	0.5	-0.3	-1.0	-0.4	2.2	0.5
2016년	6.8	3.7	2.4	-0.5	4.8	4.0	-0.4	0.1

자료: Quantiwise, 하나금융투자

물량 효과 판단 가능(6), 음식료와 화장품

음식료와 화장품기업 매출은 가격(p)보다는 물량(Q)에 영향을 크게 받음

음식료	매출액 변화폭 (매출증가율 전년대비 변화폭%p) ①		P-VC (매출총이익률 전년대비 변화 폭 %p) ②		Q 추정 (①-②-③)		FC (매출액 대비 고정비 비중 전년대비 변화폭 %p) ③	
	CJ제일제당	오리온	CJ제일제당	오리온	CJ제일제당	오리온	CJ제일제당	오리온
2012년	-13.9	-158.5	-4.9	-0.7	-4.9	-157.2	-4.1	-0.6
2013년	-41.3	-18.9	-2.9	0.3	-38.5	-20.1	0.1	1.0
2014년	-1.9	-16.4	1.7	3.8	-3.6	-23.2	0.0	2.9
2015년	2.6	19.8	1.4	-0.4	0.5	21.8	0.6	-1.6
2016년	2.2	-8.1	0.2	1.4	1.7	-9.9	0.3	0.3

화장품	매출액 변화폭 (매출증가율 전년대비 변화폭%p) ①		P-VC (매출총이익률 전년대비 변화 폭 %p) ②		Q 추정 (①-②-③)		FC (매출액 대비 고정비 비중 전년대비 변화폭 %p) ③	
	아모레퍼시픽	LG생활건강	아모레퍼시픽	LG생활건강	아모레퍼시픽	LG생활건강	아모레퍼시픽	LG생활건강
2012년	-12.6	-9.5	0.6	1.4	-15.5	-11.6	2.4	0.7
2013년	-2.7	-1.7	0.3	1.9	-4.3	-5.4	1.2	1.8
2014년	16.1	-2.9	2.9	2.0	13.0	-7.5	0.2	2.6
2015년	-1.9	5.8	2.0	3.2	-4.3	1.4	0.3	1.2
2016년	-4.6	0.4	-0.7	1.8	-4.4	-1.6	0.5	0.2

자료: Quantiwise, 하나금융투자

국내 제조업의 실적, 가격(P)이 아니라 물량(Q)이 중요하다!

매출 변화에 대한 영향	P-VC 비중(%)	Q 비중(%)	FC 비중(%)
삼성전자	17.8	76.4	5.9
SK하이닉스	27.4	61.8	10.8
삼성전기	11.2	84.8	4.1
LG이노텍	18	76.3	5.8
LG전자	14.6	70	15.5
삼성SDI	3.2	87.3	9.5
LG화학	19.8	72.3	7.9
롯데케미칼	13.2	85.3	1.5
POSCO	2.4	96.4	1.3
현대제철	5.7	92.4	1.9
SK이노베이션	11.2	87	1.8
S-Oil	13	85.1	1.9
고려아연	5.8	93.1	1.1
영풍	5.5	93.4	1.1
현대차	4.7	93.7	1.6
기아차	3.9	94.3	1.8
한국타이어	2.1	96.3	1.6
현대모비스	2.6	96.4	1
CJ제일제당	17.2	74.9	7.9
오리온	2.7	94.7	2.6
아모레퍼시픽	12.3	78.8	8.8
LG생활건강	23.2	62.1	14.7
KT&G	12.3	74.7	12.9

- 2012년~16년까지의 (P-VC), Q, FC의 변화 폭의 절대값을 평균
- 세 변수의 평균 값 합을 100으로 산정해 세 변수의 비중을 구함

- 국내 제조업(23개 기업) 평균 영향력 측정

→ P-VC: 10.8%

→ Q: 83.8%

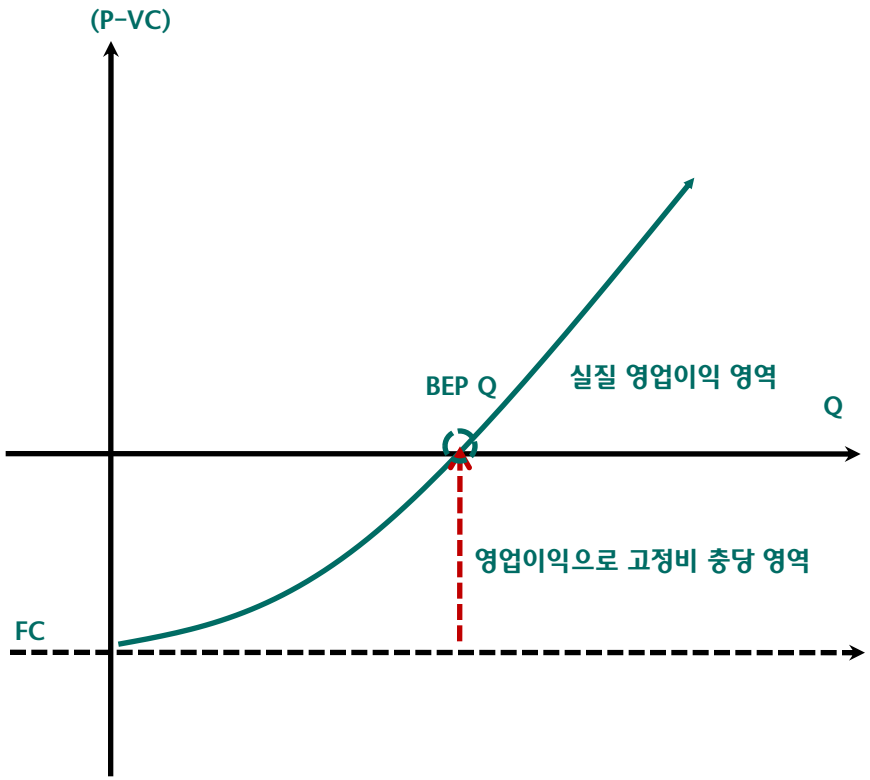
→ FC: 5.3%

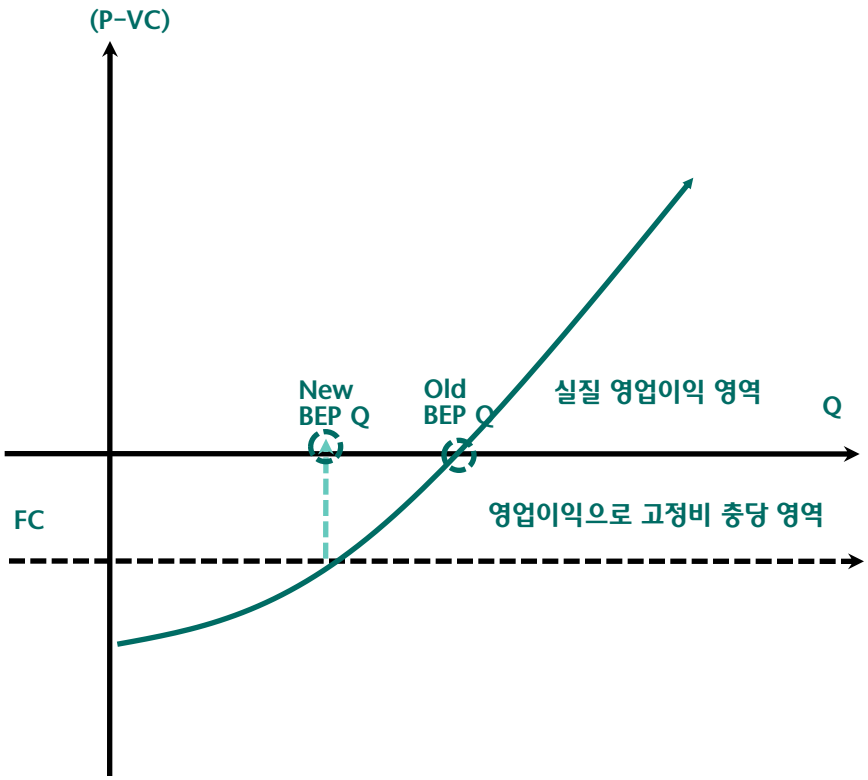
[참고] 업종별 [P-VC], [Q], [FC]를 정리해 보면

매출 변화에 대한 영향	P-VC 비중(%)	Q 비중(%)	FC 비중(%)
제조업	10.9	83.4	5.7
반도체	*22.6	69.1	8.4
IT 장비	*14.6	80.6	5.0
IT 가전	8.9	78.7	*12.5
화학	*16.5	78.8	4.7
철강	4.1	*94.4	1.6
정유	*12.1	86.1	1.9
비철금속	5.7	*93.3	1.1
완성차	4.3	*94.0	1.7
자동차부품	2.4	*96.4	1.3
음식료	10.0	84.8	5.3
화장품	*17.8	70.5	*11.8
담배	12.3	74.7	*12.9

BEP Q=FC/(P-VC)

- 손익분기점 물량(Q)=고정비/공헌이익
- 공헌이익(P-VC)가 상승하거나 고정비가 하락하면 손익분기점 Q는 감소
- 이전 보다 적은 물량으로도 실제로 발생하는 영업이익은 커짐. 같은 물량일 경우 영업이익 증가효과는 이전 보다 큼

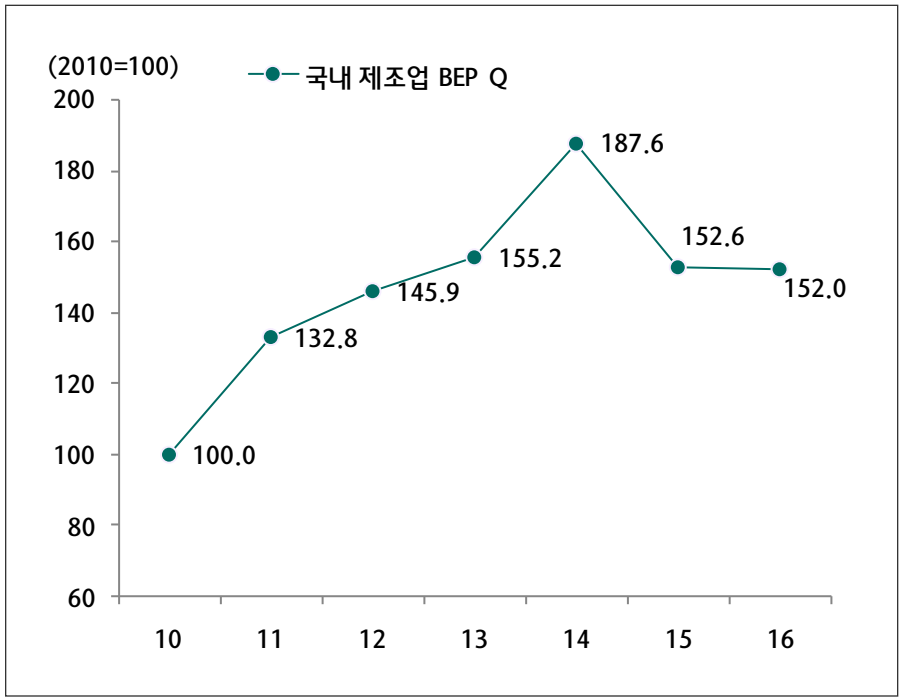




국내 제조업의 BEP Q는 감소

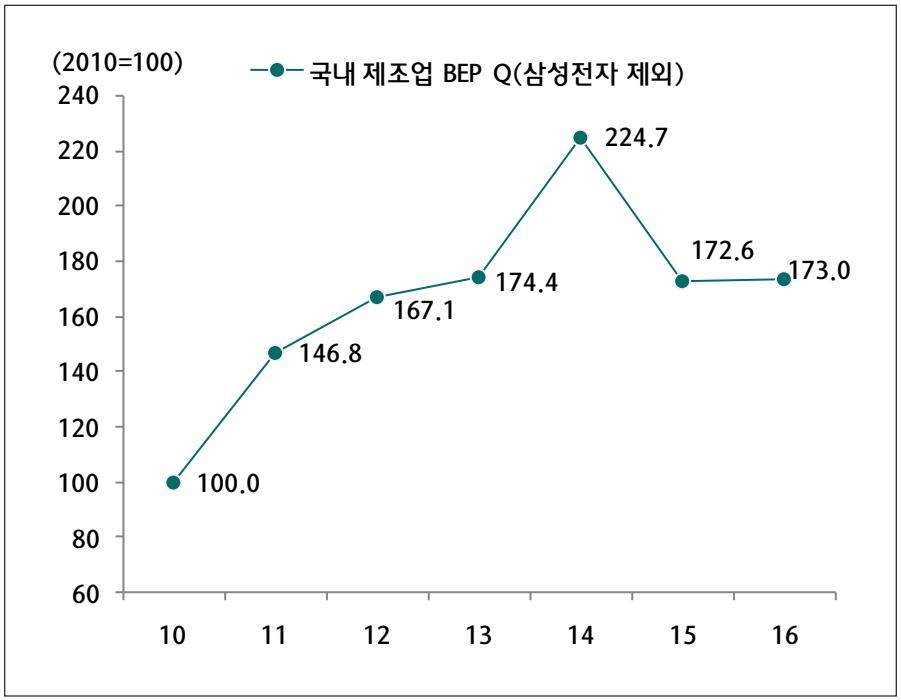
- 국내 23개 제조업 기업의 BEP Q는 2014년을 정점으로 감소
- 2014년 대비 2016년 BEP Q 수준은 23%(삼성전자 제외 시 19%) 감소
- 이전 보다 적은 물량(Q)으로도 영업이익 증가 가능

국내 제조업의 BEP Q는 감소(삼성전자 포함)



주) 23개 기업의 BEP Q를 단순평균
자료: Quantiwise, 하나금융투자

국내 제조업의 BEP Q는 감소(삼성전자 제외)

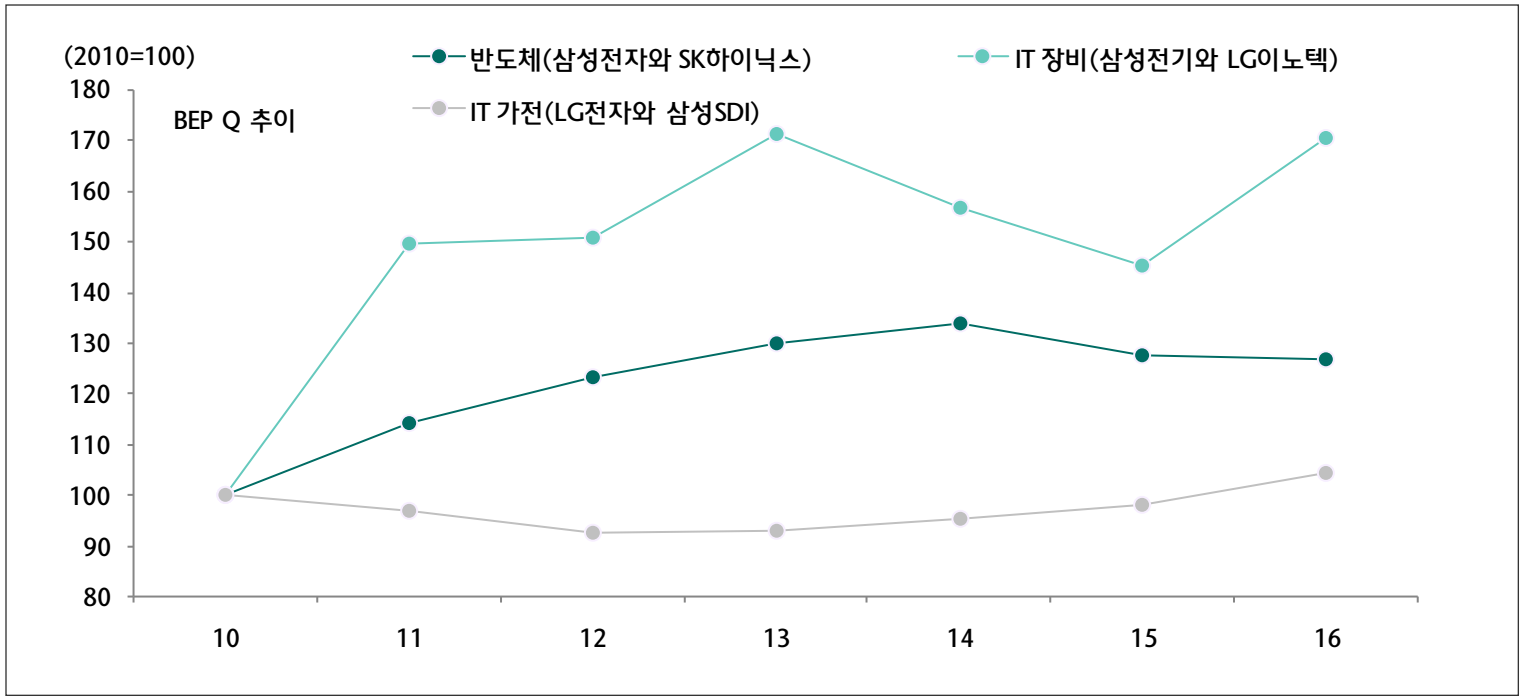


주) 22개 기업의 BEP Q를 단순평균
자료: Quantiwise, 하나금융투자

IT섹터 BEP Q: 반도체 down, IT 장비와 가전 up

- 반도체 BEP Q는 2년 연속 하락
- 반면 IT 장비와 가전은 상승

IT섹터 BEP Q 추이: 반도체 감소, IT 장비와 가전은 증가

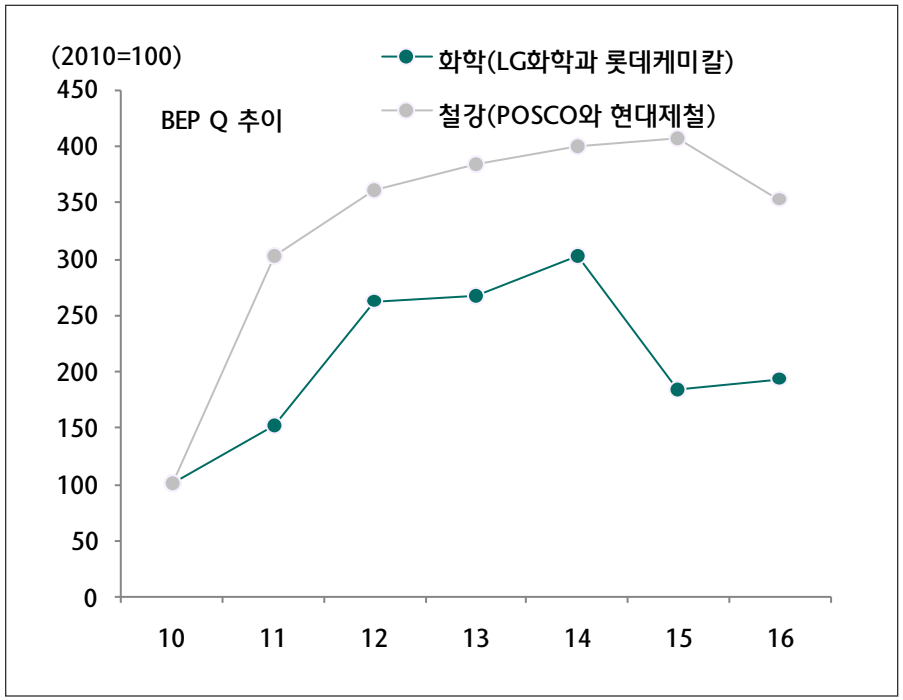


자료: Quantiwise, 하나금융투자

소재 섹터 BEP Q: 화학, 철강, 정유 down

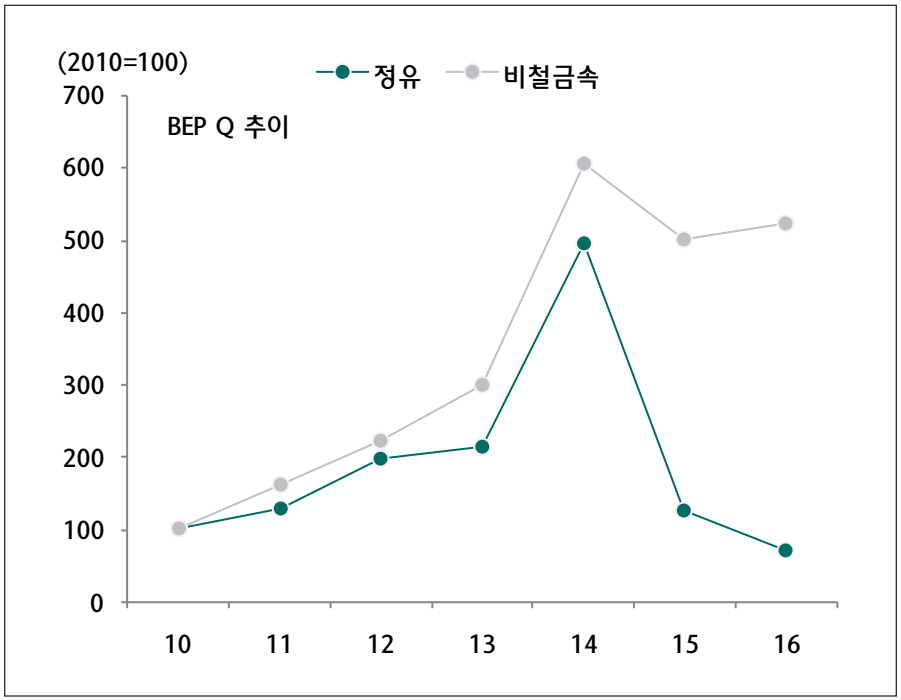
- 화학과 철강업종의 BEP Q는 최근 2년간 감소
- 정유업종의 BEP Q도 크게 감소. 단 비철금속의 경우 BEP Q가 여전히 높은 편

화학과 철강업종 BEP Q는 감소



자료: Quantiwise, 하나금융투자

정유업종의 BEP Q도 감소

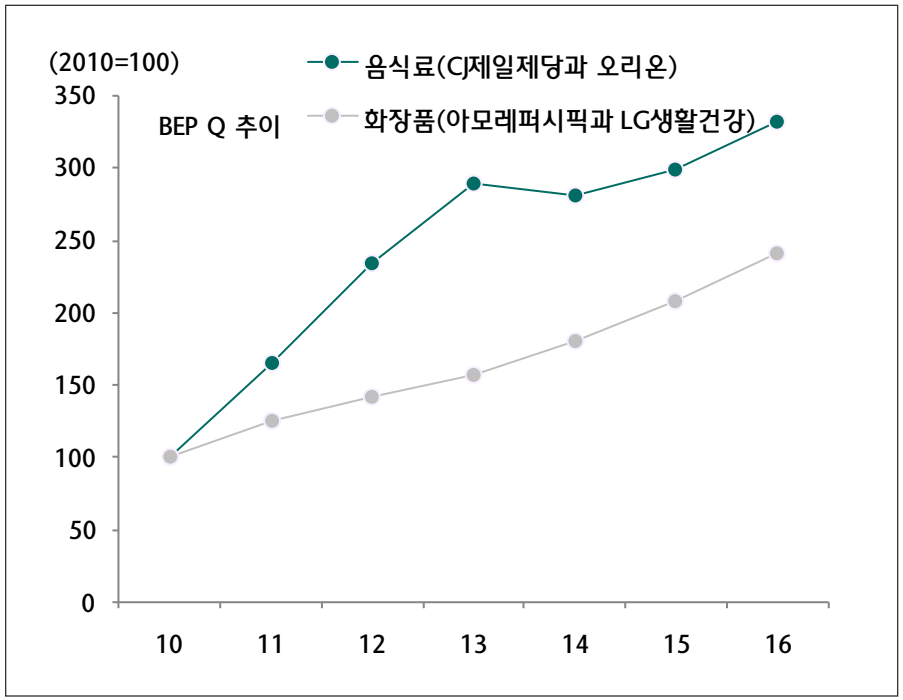


자료: Quantiwise, 하나금융투자

B2C 제조업의 경우 BEP Q는 up

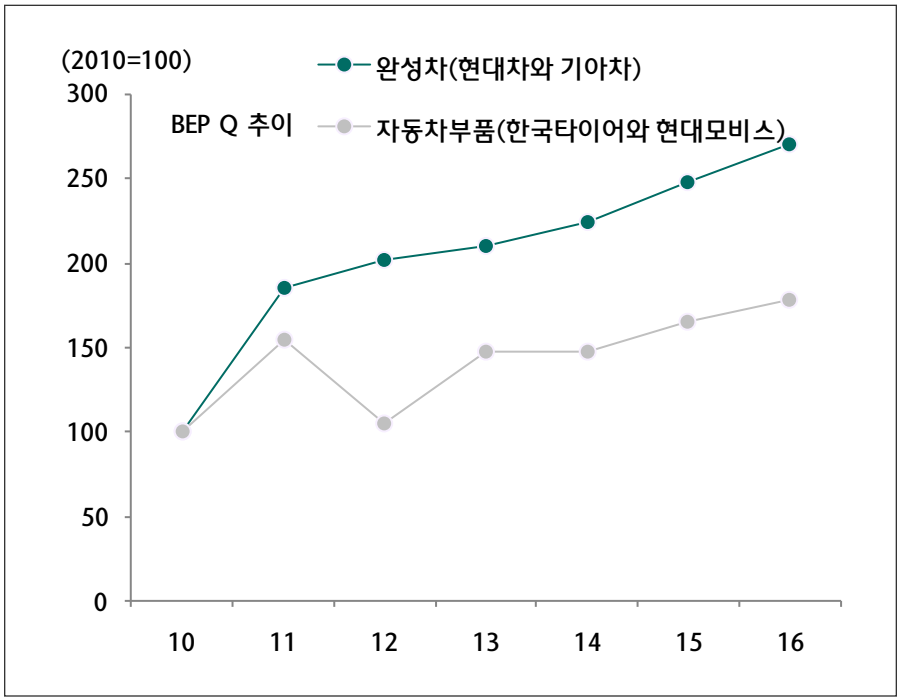
- 음식료와 화장품 업종의 경우 BEP Q가 최고 수준을 경신
- 완성차의 BEP Q도 꾸준히 상승하는 모습을 보이고 있음

음식료와 화장품업종 BEP Q는 증가



자료: Quantiwise, 하나금융투자

완성차의 BEP Q도 증가



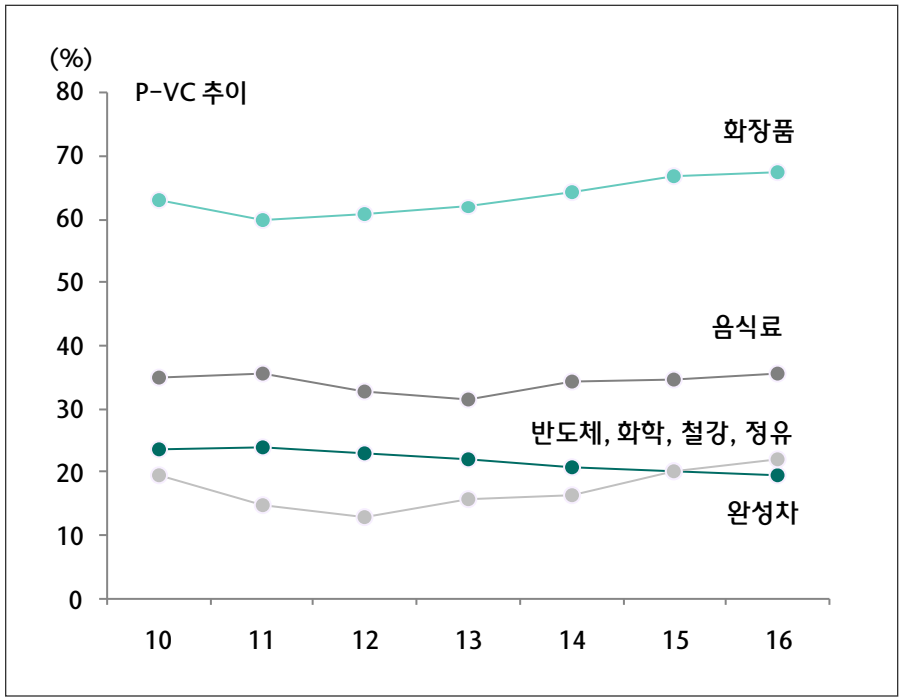
자료: Quantiwise, 하나금융투자

BEP Q down과 up의 차이점

- BEP Q가 감소한 반도체, 화학, 철강, 정유 업종의 경우 물량 증가 효과가 큼(영업레버리지 효과)
- 반면 BEP Q가 증가한 음식료, 화장품, 완성차의 경우 물량 증가 효과가 상대적으로 적음

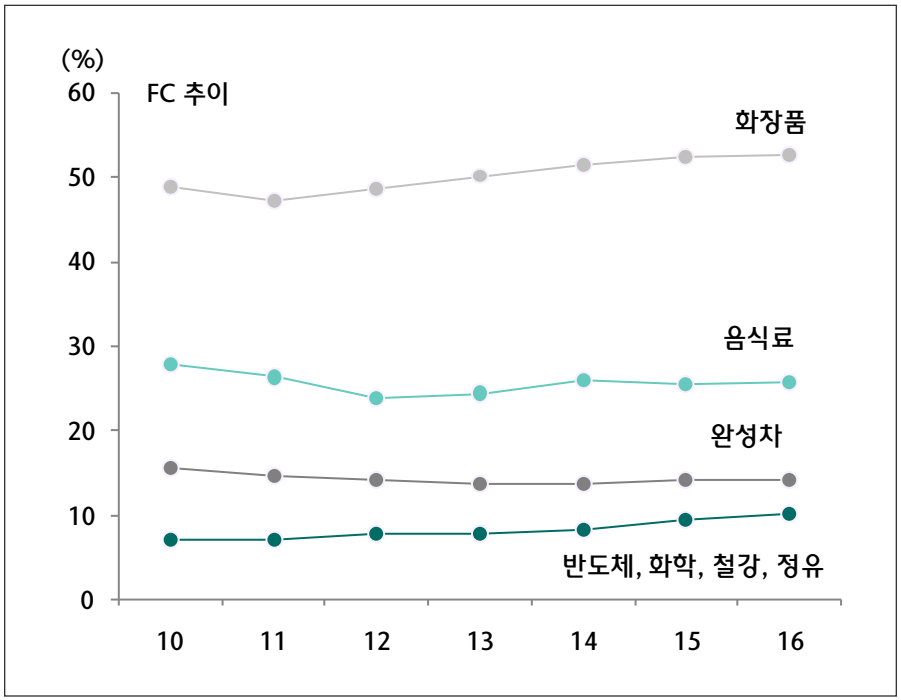
→ 해당업종의 경우 (P-VC, 공헌이익)의 상승, FC(고정비)의 하락 필요

완성차, P-VC의 상승 필요



주) P-VC=매출총이익률
자료: Quantiwise, 하나금융투자

화장품, 고정비 감소 필요

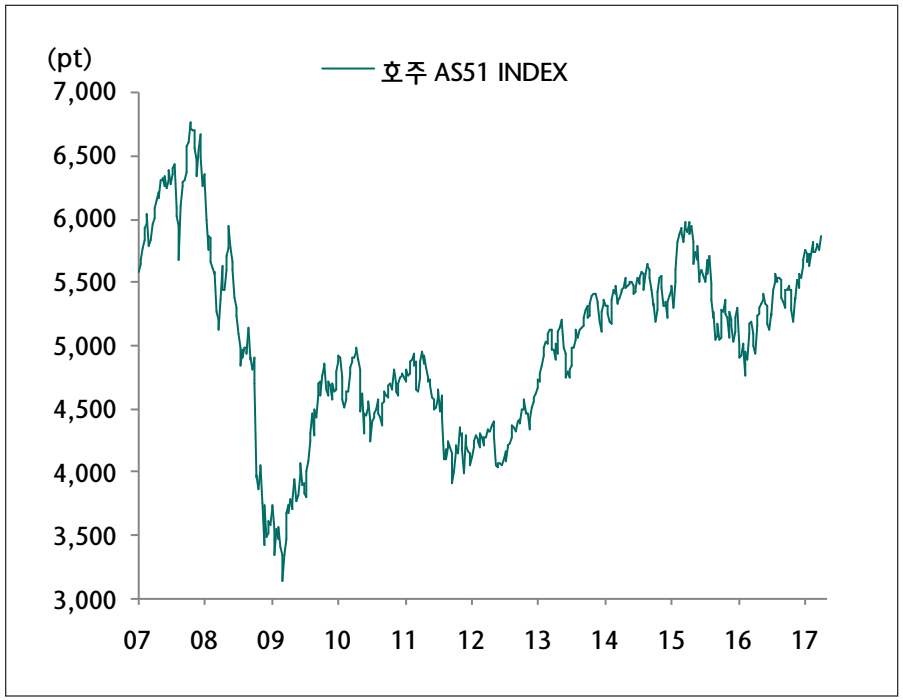


주) 매출액 대비 고정비 비중
자료: Quantiwise, 하나금융투자

가격(P)은 정말로 하락할까? 남미의 생각은 다릅니다!

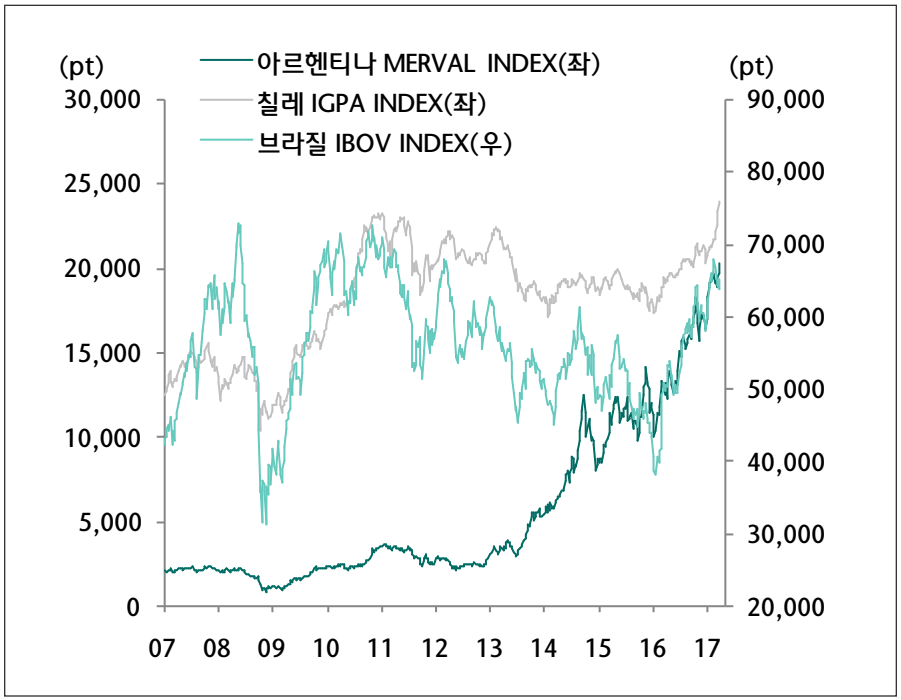
- 글로벌 원자재 가격과 연동성이 높은 국가. 호주 증시(AS51/소재섹터 비중 15%) 올해 +4% 상승
- 그러나 브라질(IBOV/14%) 올해 +8% 상승하며 사상 최고 수준 육박
- 아르헨티나(MERAL/13%)와 칠레(IGPA/11%) 각각 +20%와 +16% 상승하며 사상 최고치 경신

글로벌 원자재 가격과 연동성이 높은 호주 증시 4% 상승



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그러나 아르헨티나와 칠레 증시는 사상 최고치 경신

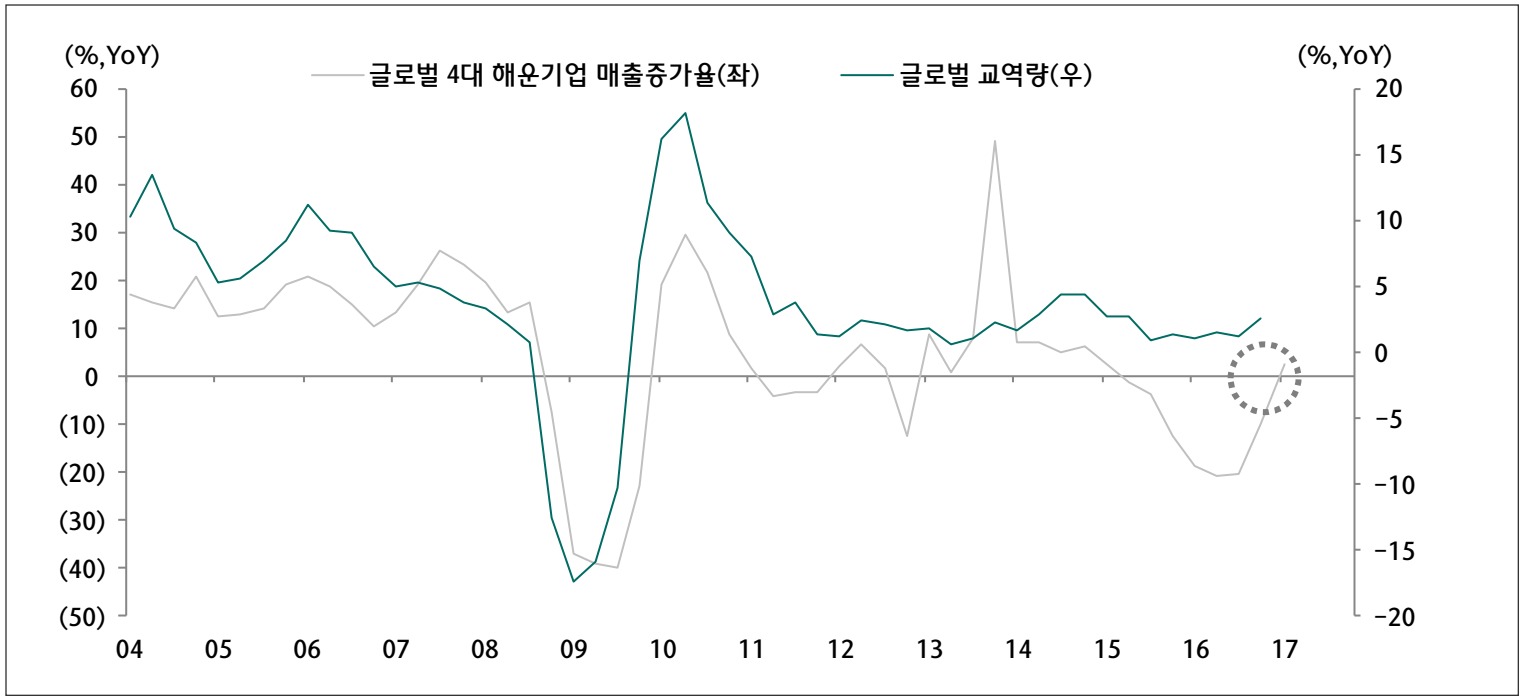


자료: Bloomberg, 하나금융투자

물량(Q)은 정말로 안 늘어날까? (1) 글로벌 해운업의 생각은 다릅니다!

- 글로벌 교역량(YoY)과 연관성이 높은 지표 중 하나가 글로벌 해운기업들의 매출증가율(YoY): 2004년 이후 상관계수 0.7
- 글로벌 4대 해운사(AP묄러-머스크, 미쓰이 OSK라인스, 엔와이케이라인, 가와사키기선)의 매출은 2016년 2분기를 저점으로 회복
- 2017년 1분기 글로벌 4대 해운사 매출증가율(YoY) +2.7%로 2015년 1분기 이후 처음으로 플러스권 진입

글로벌 4대 해운기업 매출증가율 2015년 1분기 이후 처음으로 플러스 반전 기대



자료: Bloomberg, 하나금융투자

물량(Q)은 정말로 안 늘어날까? (2) 글로벌 해운기업 올해 매출 9% 성장

- 글로벌 10개 해운기업의 올해 매출성장률(Yo) 평균치는 9%
- 연초 대비 연간 매출추정치도 +2.2% 상향 조정
- 국내 팬오션(연간 매출전망치 +25%/연초 대비 연간 매출추정치 +1.2% 상향)과 대한해운(+61%/28.2%)도 글로벌 기업들과 유사

글로벌 주요 해운기업 올해 9%정도의 매출 성장 예상

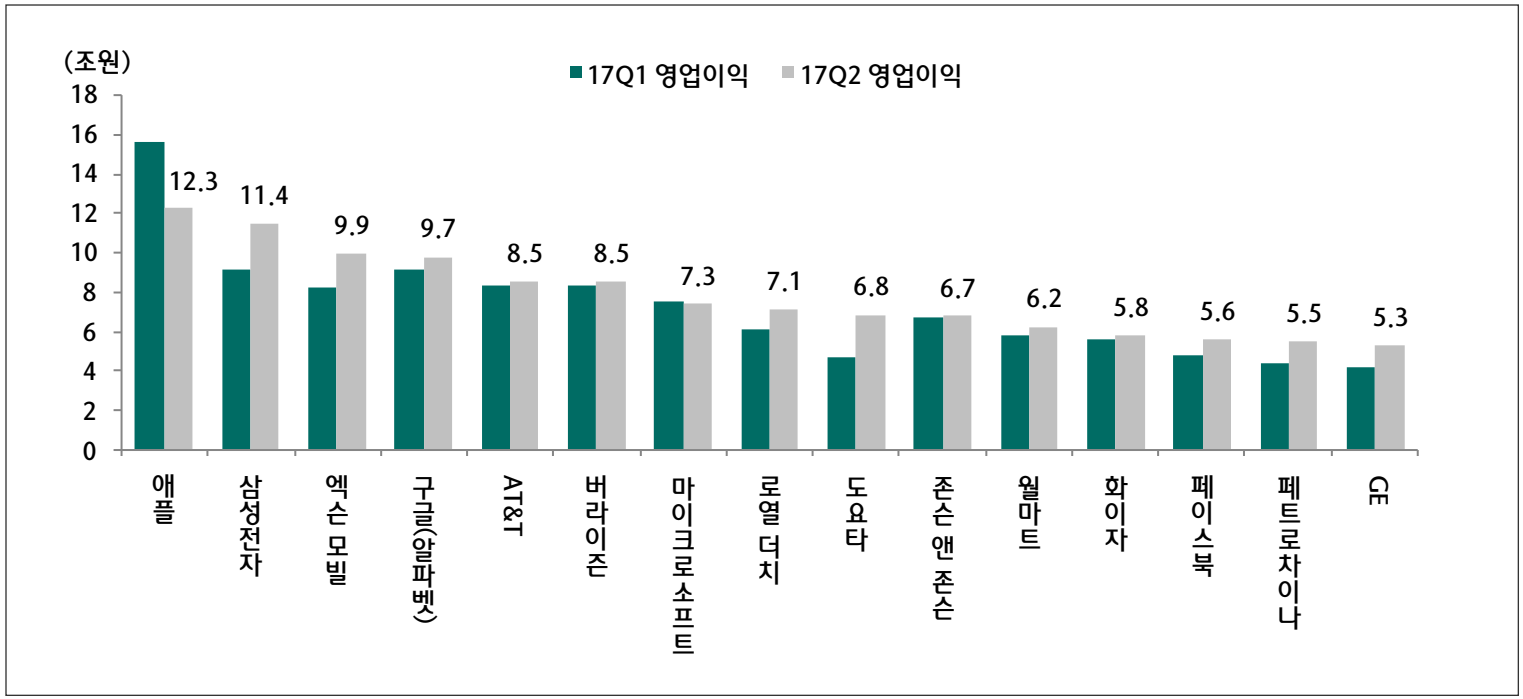
해운 기업	AP묄러-머스크	미쓰이 OSK 라인스	엔와이 케이라인	가와사키 기선	하파크로이트 홀딩	중국 cosco	오리엔트 오버시즈 인터	넵튠 오리엔트 라인스	중국 해운 컨테이너	에버그린 마린 코프 타이완	팬오션	대한해운
2017년 매출 증가율 (%)	+5.0	+6.0	+5.0	+6.0	+21.0	+1.0	+14.0	+7.0	+19.0	+10.0	+25.0	+61.0
연초대비 매출추정치 변화 (%)	-0.6	+2.1	+0.1	+3.0	+9.3	-0.1	+4.6	+0.0	+0.8	+2.5	+1.2	+28.2
매출 비중(%)	컨테이너 96%	벌크 54%	벌크 59%	컨테이너 52%	컨테이너 100%	컨테이너 83%	컨테이너 100%	컨테이너 100%	컨테이너 100%	컨테이너 100%	벌크 83%	벌크 70%

자료: Bloomberg, 하나금융투자

분기 영업이익 10조원, 글로벌 제조업 중 딱 2개 그 중 하나는 삼성전자

- 삼성전자의 1분기와 2분기 영업이익 추정치는 9.1조원과 11.4조원
- 글로벌 제조업(금융업 제외) 중 분기 10조원대의 영업이익을 기록할 수 있는 기업은 애플(15.6조원/12.3조원)과 삼성전자 뿐

분기 영업이익 10조원 기업: 애플과 삼성전자

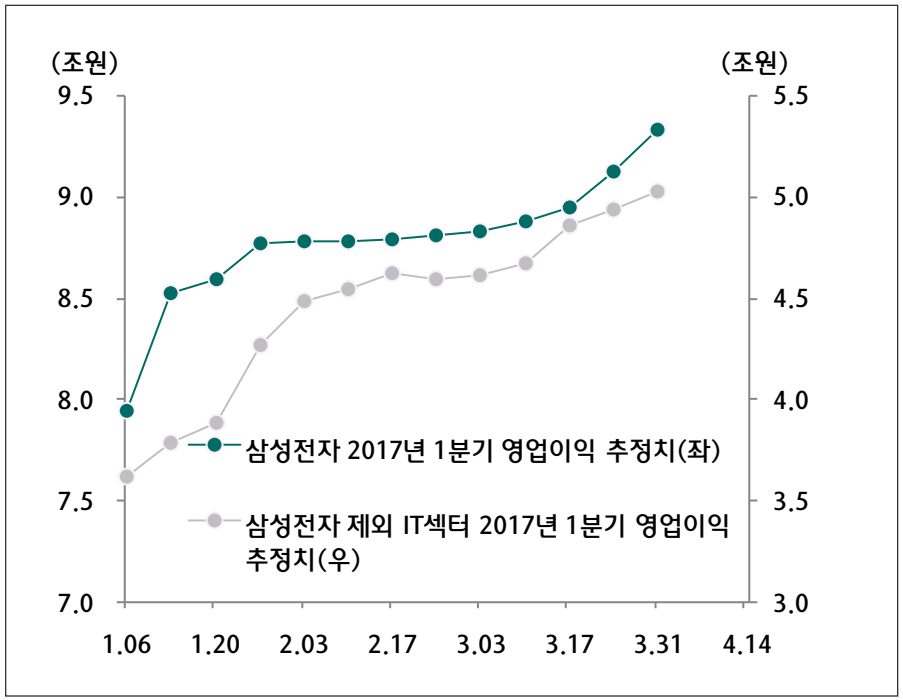


자료: Bloomberg, 하나금융투자

삼성전자를 빼도 IT섹터의 영업이익 추정치는 상향 조정

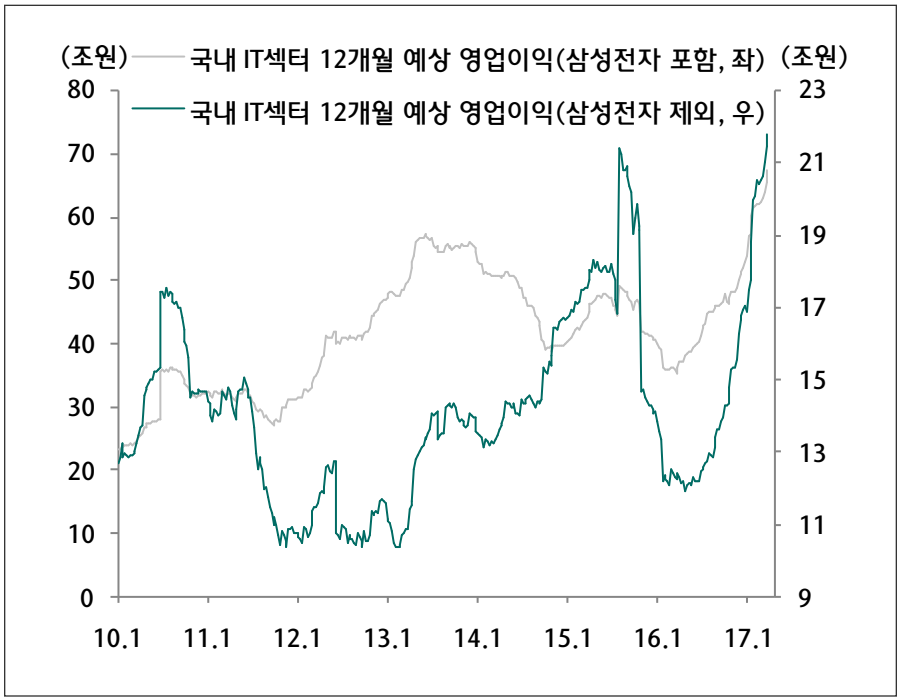
- 삼성전자 1분기 영업이익 추정치 연초 대비 +17.5% 상향 조정(7.9조원→9.3조원). 삼성전자를 제외한 IT섹터의 1분기 영업이익 추정치 연초 대비 +38.8%(3.6조원→5.0조원) 상향 조정
- 삼성전자를 포함한 국내 IT섹터 12개월 예상 영업이익 67.2조원으로 사상 최고 수준. 삼성전자를 제외한 국내 IT섹터 12개월 예상 영업이익도 21.7조원으로 사상 최고 수준

삼성전자를 제외한 IT섹터의 영업이익 추정치 상향 조정



자료: Quantiwise, 하나금융투자

삼성전자를 포함해도 제외해도 IT섹터 영업이익 사상 최고

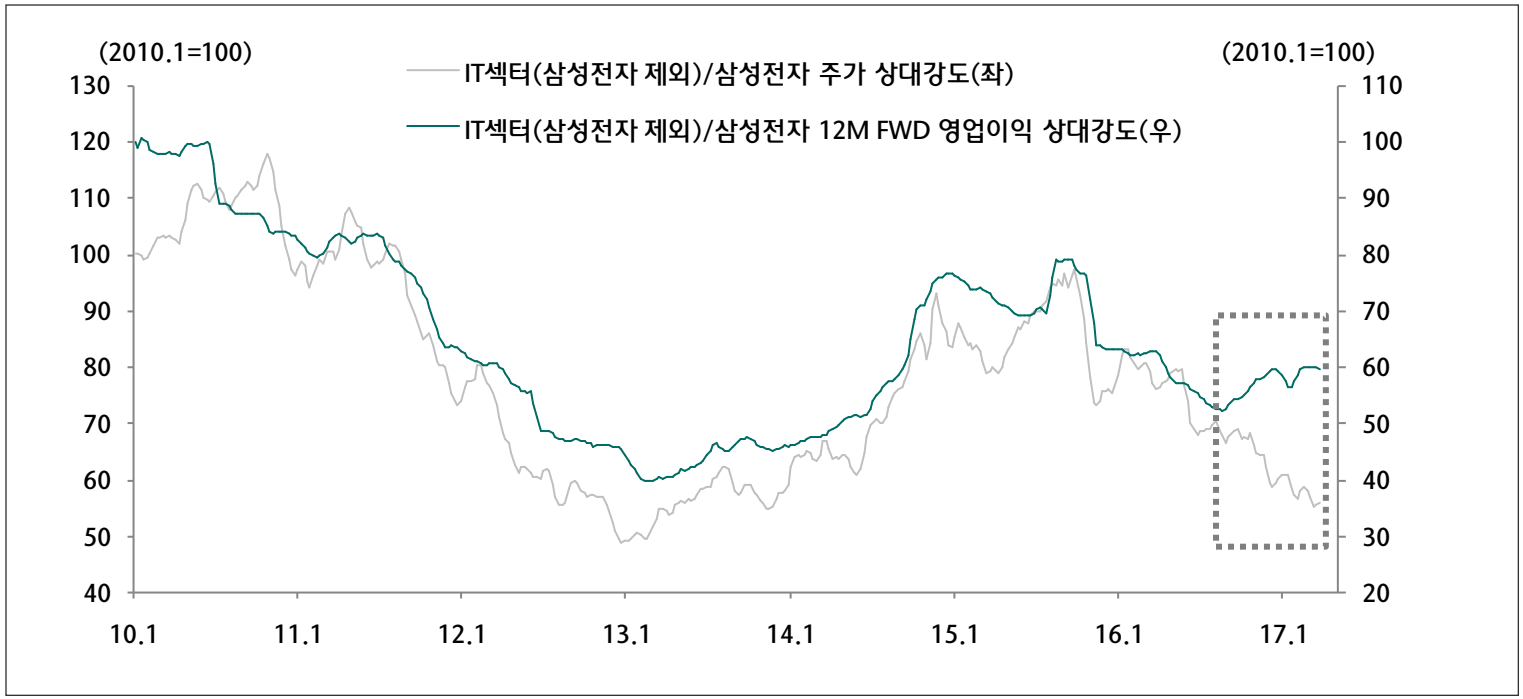


자료: Quantiwise, 하나금융투자

삼성전자 대비 약했던 IT섹터, 수익률 격차 회복이 가능할 것

- 삼성전자 대비 非삼성전자 IT섹터의 주가 상대강도는 2014년 이후 최저 수준
- 이익 상대강도는 2016년 1분기 수준까지 회복

비삼성전자 IT섹터의 이익 상대강도는 회복. 그러나 주가는 이를 반영하지 못함

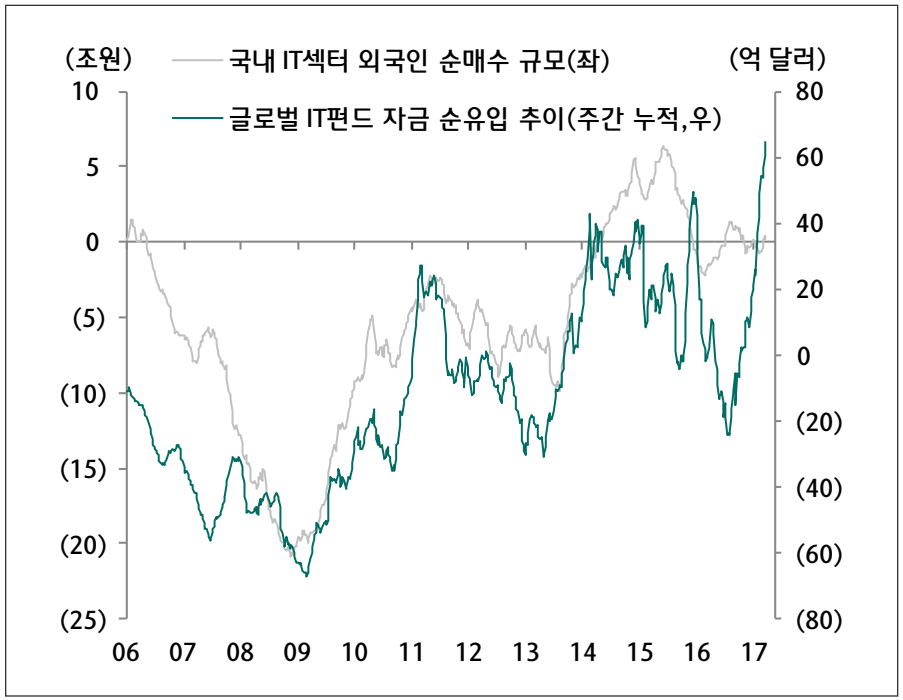


자료: Quantiwise, 하나금융투자

글로벌 IT섹터 펀드로 돈은 몰리고 있음

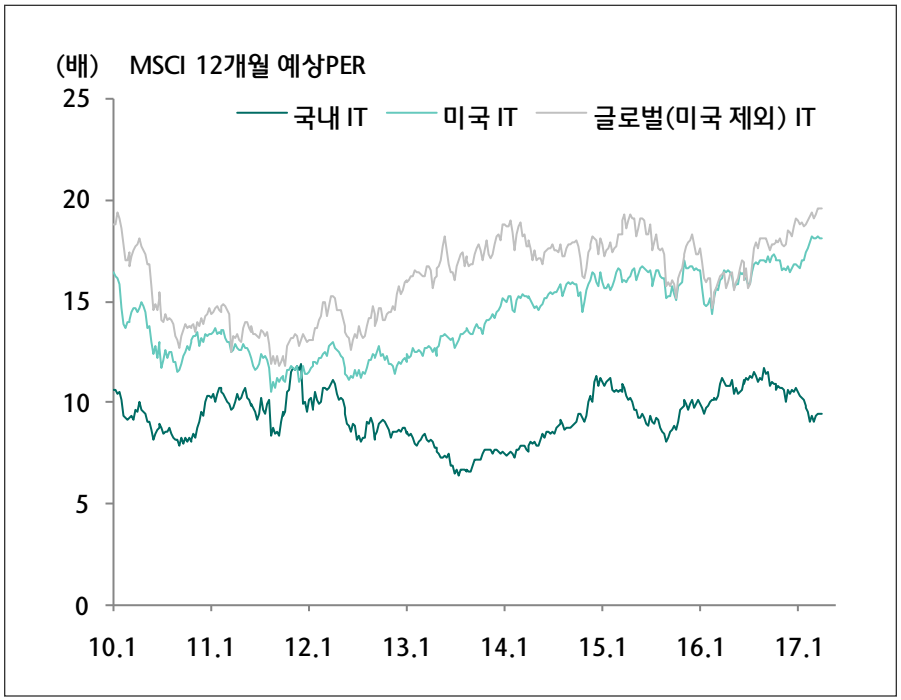
- 연초 이후 글로벌 IT섹터 펀드로는 45억 달러(5조원) 유입
- 국내 증시로의 외국인 순매수 금액은 5.5조원, IT섹터 순매수 금액은 530억원으로 1%에 불과
- MSCI 국내 IT섹터 12개월 예상PER 9.5배로 미국(18.1배)과 미국 제외 글로벌(19.6배) 대비 52%와 48% 수준

IT섹터 유동성 디커플링 현상도 완화 될 것



자료: EPFR, Quantiwise, 하나금융투자

경기와 물가 개선 국면: 저PER에 대한 관심 확대, 국내 IT

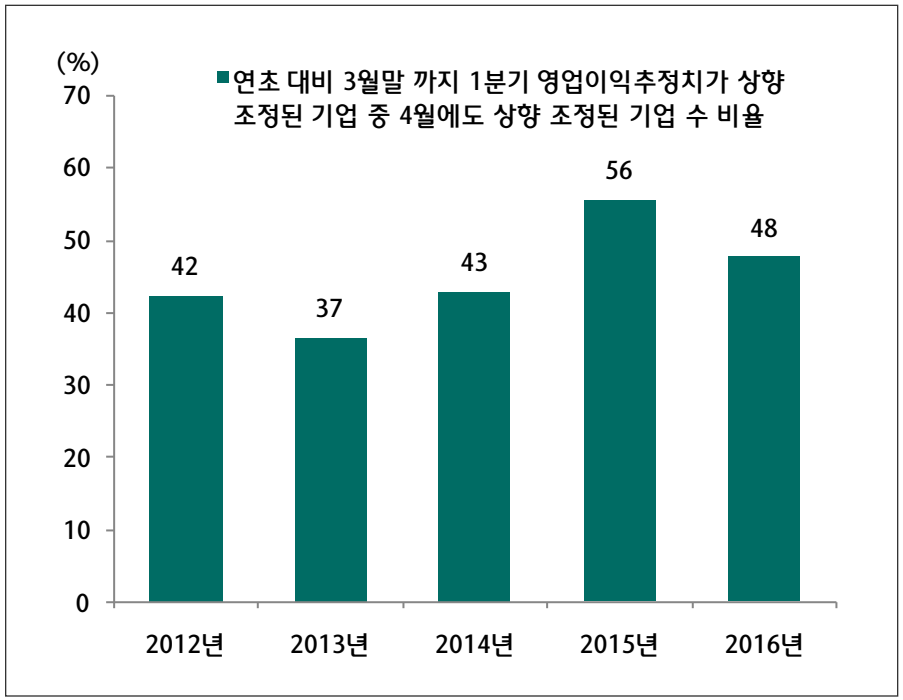


자료: Quantiwise, 하나금융투자

투자전략 아이디어(1-1): 50%와 70%를 노리면 된다!

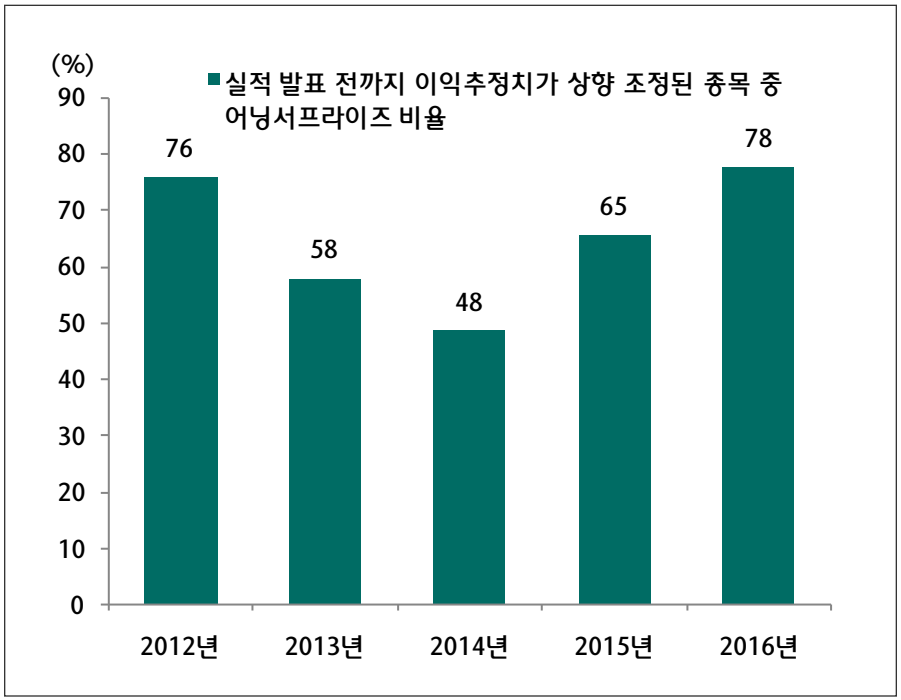
- 최근 2년간 연초 이후 3월말까지 1분기 영업이익 추정치가 상향된 종목 중 4월에도 영업이익 추정치가 상향된 종목 비율은 52%
- 해당 종목들 중 어닝서프라이즈를 기록한 종목 비율은 72%

3월까지 이익추정치가 상향 조정된 종목 중 절반은 4월도 상향



자료: Quantiwise, 하나금융투자

4월까지 상향 조정된 종목 중 7할 정도는 어닝서프라이즈

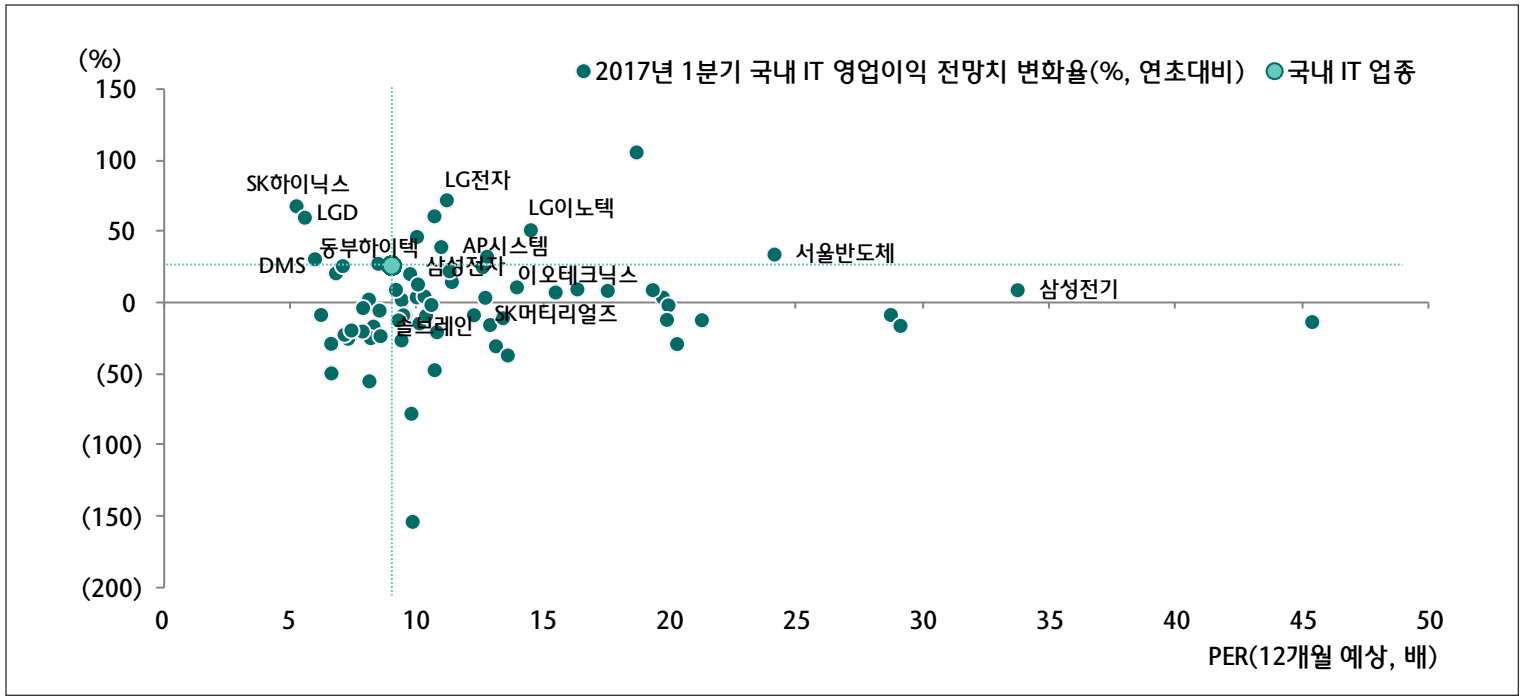


자료: Quantiwise, 하나금융투자

투자전략 아이디어(1-2): 50%와 70%를 노리면 된다!

- 3월까지 1분기 영업이익 추정치 상향&PER이 상대적으로 낮은 IT기업들 관심
- 삼성전자 제외 시 SK하이닉스, 동부하이텍, LGD가 해당 조건을 충족

삼성전자를 제외한 IT기업도 관심을 가질 필요가 있음

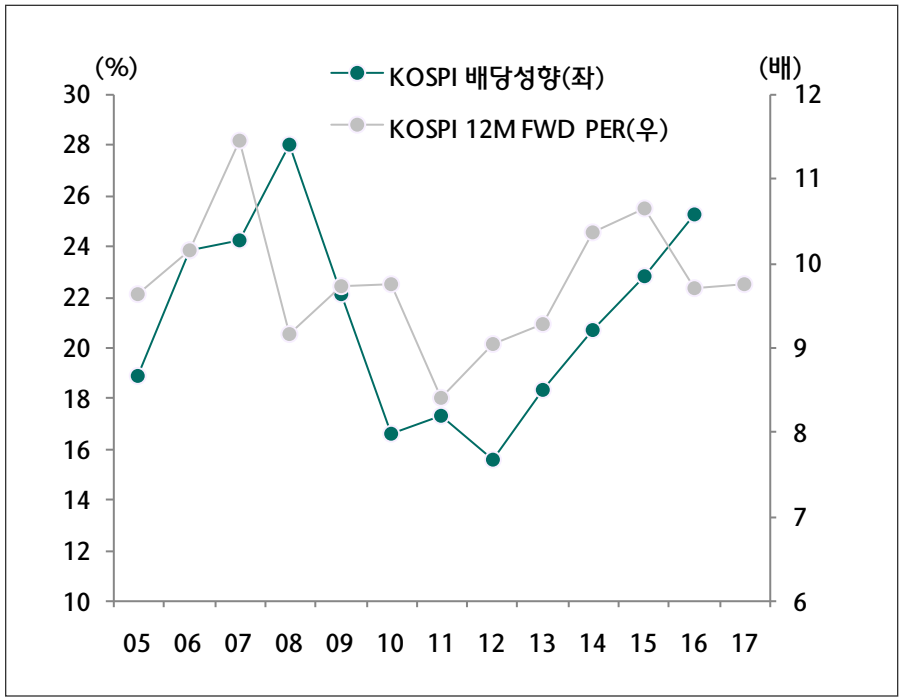


자료: Quantiwise, 하나금융투자

국내 기업, 재평가 가능

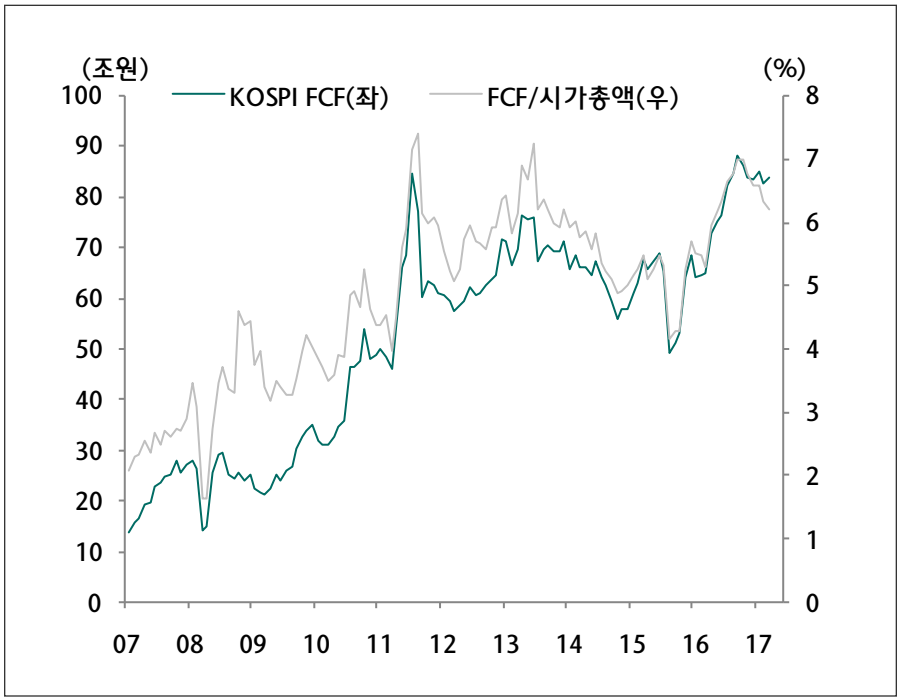
- 2016년 KOSPI 배당성향은 25% 수준까지 높아졌을 것으로 추정(2015년 22.8%)
- 2006~07년 수준의 배당성향(23%)으로 당시 KOSPI PER 10.2배~11.4배(현재 9.7배 수준)
- 사상 최고 수준을 기록하고 있는 잉여현금(FCF)이 주주친화정책 추진의 재원이 될 것(FCF 84조원/시가총액 대비 6.2%)

높아지고 있는 배당성향, PER 재평가 필요



자료: Quantiwise, 하나금융투자

사상 최고 수준을 기록하고 있는 FCF

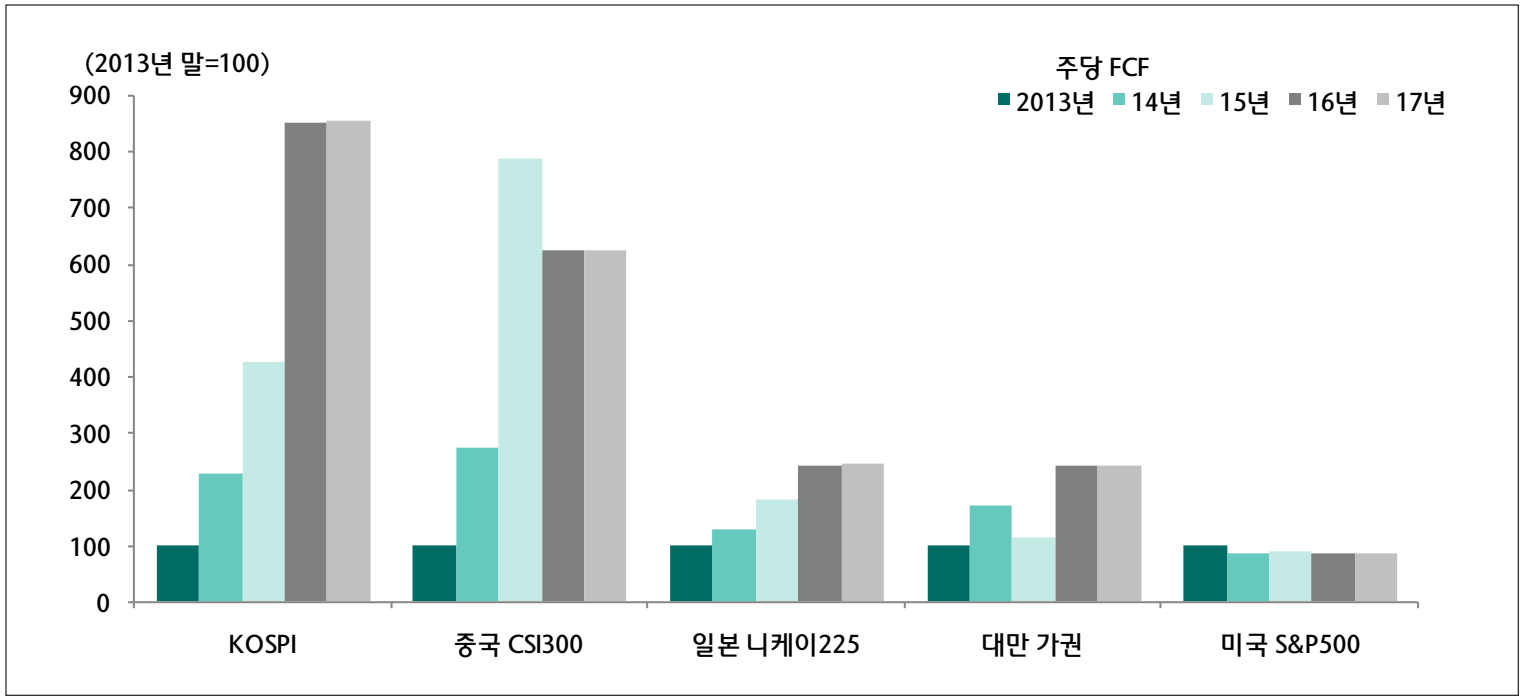


자료: Quantiwise, 하나금융투자

특히 국내 기업은 돈을 많이 쌓아 두고 있음

- 주요 지수별 잉여현금흐름(주당)을 보면, KOSPI가 가장 빠르게 증가한 것으로 나타나고 있음
- KOSPI는 2003년 말 대비 8.5배 증가

국내 기업의 잉여현금(FCF) 증가 속도 가장 빠른 편



자료: Bloomberg, 하나금융투자

대선 유력 후보들의 외교정책: 사드배치는 불가피, 남북관계 입장 차이

후보	외교 방침
문재인 (더민주) 북한과의 관계 개선 강조 한미동맹 강조 중국과의 협조적 관계 필요 인식	[북한] - 제재/압박 < 대화, 트럼프 행정부와의 접점이 될 것 - 북한 핵 폐기는 단계적 해법을 통해 종국적 폐기가 필요 [미국] - 자주국방력 강화위한 전시작전 통제권 조기환수 - 한국의 주도 하에 한미동맹 공고히 할것 [중국] - 동북아 지역 협력/공존 추진, 사드 도입은 다음 정부에서 결정/재검토 필요 - 최우선 과제는 사드배치 문제로 중국과의 관계 훼손 막아야
안희정 (더민주) 자주국방 강조 단 사드배치 불가피, 대미 성향 강함	[미국] - 한미동맹 강화와 미래 발전 추구할 필요 - 전작권 전환 등 자주국방태세 갖춰야 할 것 [중국] - 한중/한미 관계 동시발전 목표. 중국 적대하지 않을 것, 사드배치 찬성 - 한국 국방/안보는 한미 연합작전 동맹체제에 기초함. 주둔 미국에게 부지제공 등 협조는 의무조항 - 사드 관련 갈등은 한국과 미국이 풀어야 할 중요한 과제
이재명 (더민주) 사드배치 철회 요구	[미국] - 한미관계는 사실상 종속 관계, 사드 철회 주장 - 경제/안보 상 명백하게 피해만 입는 조치
안철수 (국민의당) 북한과의 관계 개선 선결 조건	[미국] - 안보 문제는 미국과의 동맹을 통해 해결할 것 [사드] - 중국 협조로 북핵 문제 해결 시 사드 철회 요청할 것 - 사드는 북핵 때문에 중국을 설득할 필요
홍준표 (자유한국당) 사드 배치는 필요/단 중국과 협상 필요 남북 관계 개선 의지 없음 한반도 비핵화 폐기로 안보 강국	[미국] - 한미 동맹은 국가 안보의 핵심 [북한] - 미국과 핵무기 재배치 협상(한반도 비핵화 폐기) - 북한에 맞서기 위한 해병 특전사령부 창설, 안보대통령 [중국] - 중국과의 조율이 첫 번째 과제 - 중국의 경제보복 지속 시 동남아 투자 주력
유승민 (바른정당) 남북 관계 개선 의지 없음 중국과의 대립 관계 불가피	[북한] - 제재/압박 강조 [미국] - 한미동맹 강화, 사드배치 찬성 - 사드배치에 대한 한국의 방침을 공고히 할 필요 - 중국의 경제보복 피해가 있다 해서 사드 문제를 중국 요구대로 해결할 수는 없음

대선 유력 후보들의 성장정책 공통점: 4차 산업을 중심으로 발전 강조

대선 유력 후보	미래 성장전략
문재인 (더민주)	- 4차 산업혁명위원회 신설 - 중소벤처기업부 신설, 창업 지원, 규제 완화 - 사물인터넷망 1등 국가 - 스마트 도시를 만드는 21세기형 뉴딜정책 제안 - 자율주행차, 신재생에너지 선도국가로의 발전 약속 - 신재생 에너지 시대 실현, 혁신도시
안희정 (더민주)	- 미래형 산업 내 대기업 불공정 거래 차단 - 징벌적 배상, 디스커버리 제도 도입 - 기초학문, 소프트웨어 등 토대 분야 집중 투자 - 디지털 및 인성, 창의력 교육 집중
이재명 (더민주)	- 저임금 노동자 위한 기본소득 등 복지정책 확충 - 창의적인 공교육 - 국가과학기술위원회 부활 - 선도투자금융공사: 선도투자자금 5년간 50~100조원 조성 - 제조업 르네상스 정책
안철수 (국민의당)	- 교육 개혁: 4차 산업혁명 시대 대비 초/중/고 교육을 전면 개편하는 창의교육 강조 - 국가교육개혁위원회 신설 및 창의교육 위한 교육체계 장기적 전면 개편 - 고용친화적인 첨단산업 육성으로 산업구조 개편 - 연구개발 사업, 부처 통합 등
홍준표 (자유한국당)	- 차세대 신성장 동력 마련 - 4차 산업 발전위한 20조 펀드 조성 - 항공/나노테크/항노화 사업 등 신성장 동력 발전, 새만금 방조제를 4차 산업혁명 전진 기지로 발전
유승민 (바른정당)	- 스마트 일자리 프로젝트(고급 소프트웨어 인력 양성) 역량 집중 - 정부의 산업정책의 축을 대기업→중소기업/벤처기업으로 이전 - 중소 창업을 통한 성장 및 일자리 감소 대비 - 창업 재도전 위한 금융규제 철폐 및 정부지원

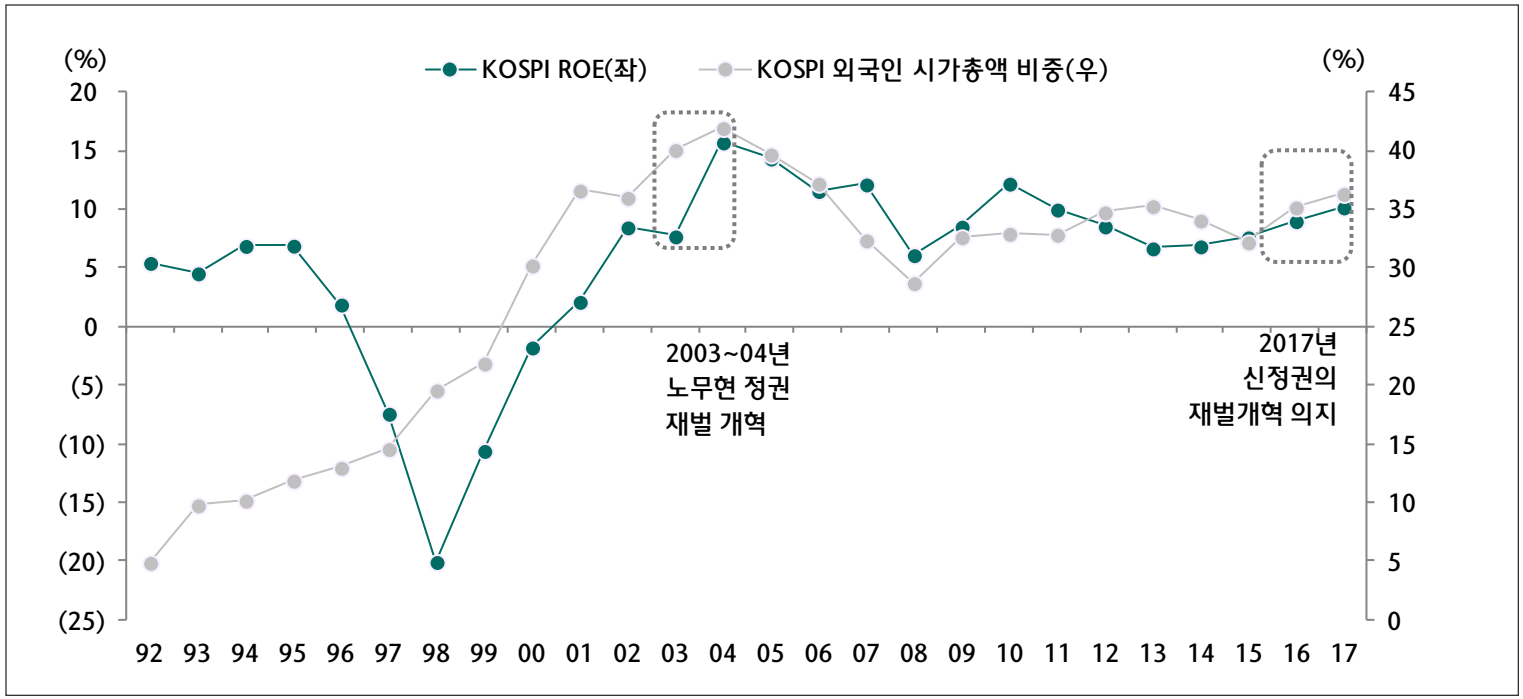
대선 유력 후보들의 경제정책 공통점: 재벌개혁

대선 유력 후보	경제정책 키워드	정책 초점
문재인 (더민주)	- 일자리 대통령 - 재벌경제 타파 - 중소기업 회생 - 청년실업 해소 - 비정규직 해소	- 기업 대상 규제 강화 :4대 재벌개혁 집중(삼성, 현대차, SK, LG 등), 금산분리/출자총액제한제 부활 등 - 공공부문 일자리 81만개 확보, 노동시간 단축 통한 신규 일자리 50만개 창출, 공정임금제 - 노동자 추천 이사제 - 상시 고용의 정규직 고용 의무 강화 - 부동산 보유세 인상, 공공임대주택 100만호 공급
안희정 (더민주)	-재벌경제 타파	- 노동시장 유연화 전략 - 기업 신규투자 촉진, 사업구조 개편으로 일자리 질 강화 - 재벌순환출자 해소, 금산분리 강화, 지주회사 규제 강화, 법인세 실효세율 인상
이재명 (더민주)	-정부 재정정책 확대 -재벌경제 타파	- 뉴딜 성장정책: 거대 기득권 재벌체제 해체 - 대기업 법인세 30% 인상 - 리코법(조직범죄 재산 몰수법)도입 - 기본소득제 통해 유효수요 창출 - 근로환경 정상화로 일자리 최대 269만개 확보 - 국토보유세 신설
안철수 (국민의당)	- 재벌경제 타파	- 재벌개혁(재벌 지배구조 통제 강화, 법인세 실효세율 인상, 일감몰아주기 제재) - 4차 산업혁명이 일자리 창출의 기반
홍준표 (자유한국당)	- 서민경제론 - 재벌개혁+親기업 (지배구조/갑질 근절 +대기업 동원 일자리 해결)	- 서민경제 중심 일자리 확충에 무게 - 기업살리기/기업 국내투자 여건 마련해 청년실업 해소(한국판 리쇼어링) - 공공부문 구조조정(공무원 감축 등), 기업 투자 확대로 민간 일자리 확보 - 강성 귀족노조 문제 해결, 고용 세습 철폐
유승민 (바른정당)	- 재벌경제 타파 - 혁신성장 - 청년창업 지원	- 재벌규제: 출자총액제한 강화, 기업 오너 횡령·배임 처벌) - 법인세 최고세율 인상 - 기업의 비정규직 노동자 사용 규모 제한 - 저출산 문제(육아휴직 3년, 육아휴직 급여인상 등) - 소형주택/임대주택 확대 - 고시촌을 실리콘밸리로 탈바꿈

재벌개혁: 대기업의 자금 효율성이 높아질 수 있을 것

- 2003년 노무현 정권 당시 재벌개혁, 경영투명성제고, 상호출자 및 지급보증 금지, 부당세습 근절. SK글로벌 분식회계(1.5조원) 적발
- 2004년 KOSPI ROE는 16%를 기록하며 사상 최고치 기록, 외국인 보유비중도 42%(현재 36%)로 가장 높았던 시기
- 2016년과 2017년 KOSPI ROE는 각각 9.0%와 10.2%로 높아질 것으로 예상

2003년 노무현 정권의 재벌개혁 성과: ROE와 외국인 비중 사상 최고치 기록

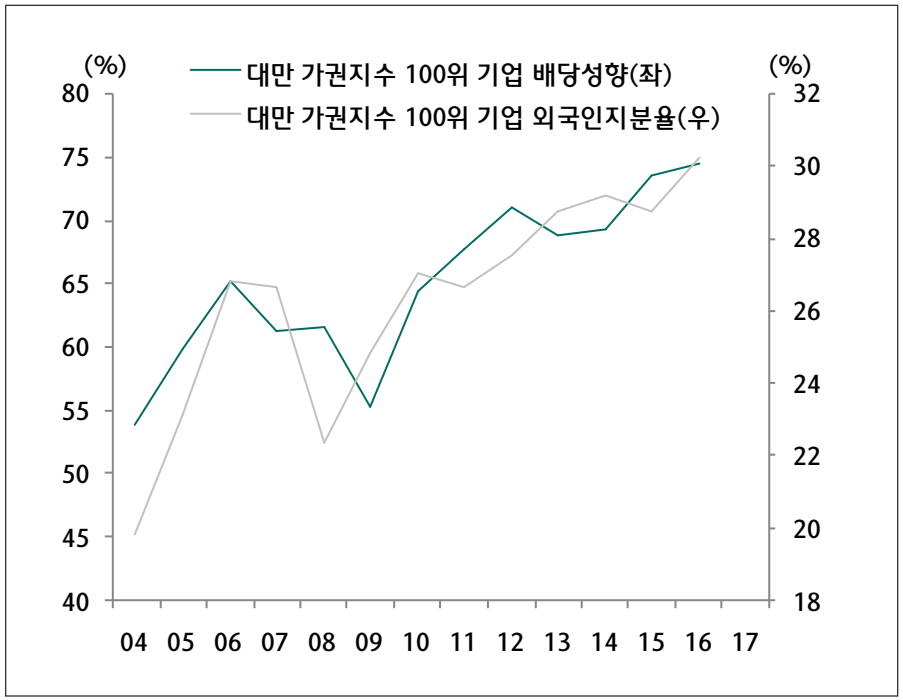


자료: 금융감독원, Quantiwise, 하나금융투자

대만의 경우 외국인 지분율이 높아지면서 주주친화정책 강해짐

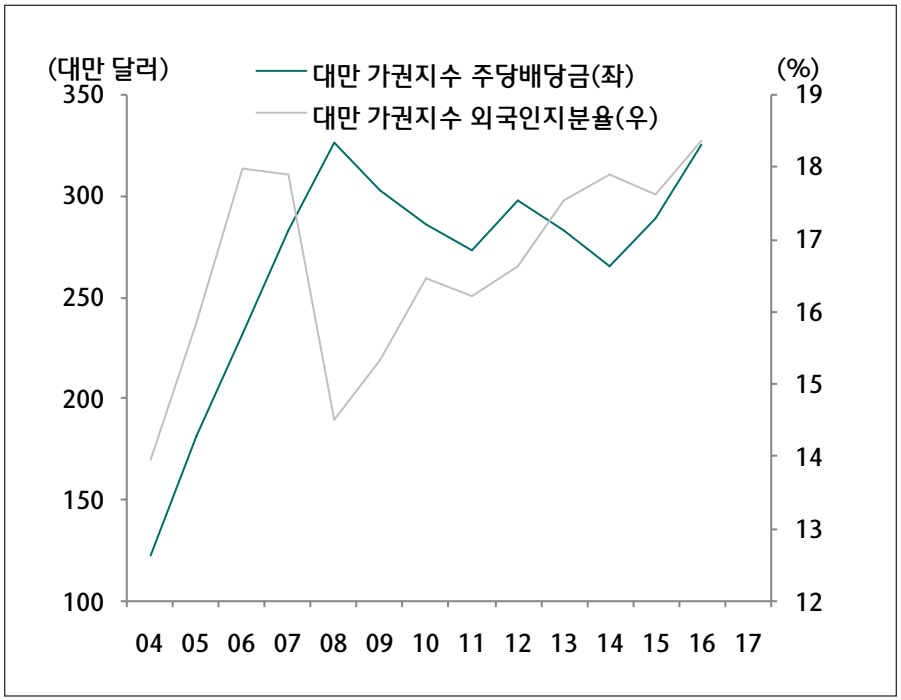
- 외국인 지분율이 높아질수록 배당성향도 높아지고, 실제 배당금도 늘어남
- 대만 기업의 배당성향은 60%, 국내는 24%: 배당성향의 차이가 PER 수준을 결정
- MSCI 대만 12개월 예상PER은 국내 대비 1.5배 정도 높은 편(2004년 이후 평균치)

대만 대형주 외국인 지분율이 늘어나면서 배당성향 높아짐



자료: 대만증권거래소, 하나금융투자

대만 기업 외국인 지분율이 높아지면서 배당금도 증가

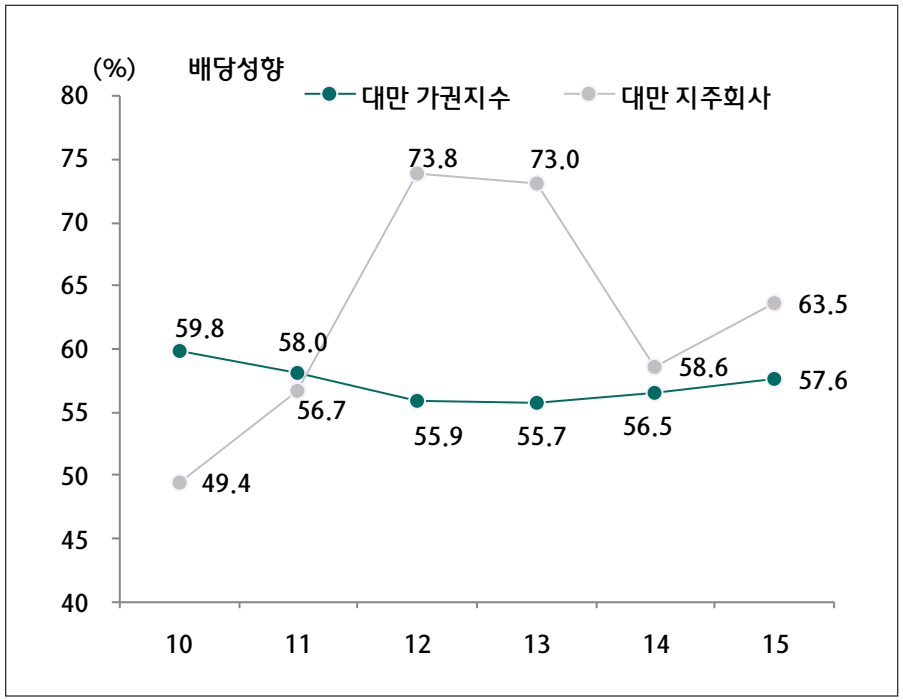


자료: 대만증권거래소, Bloomberg, 하나금융투자

대만 지주회사의 PER 리레이팅

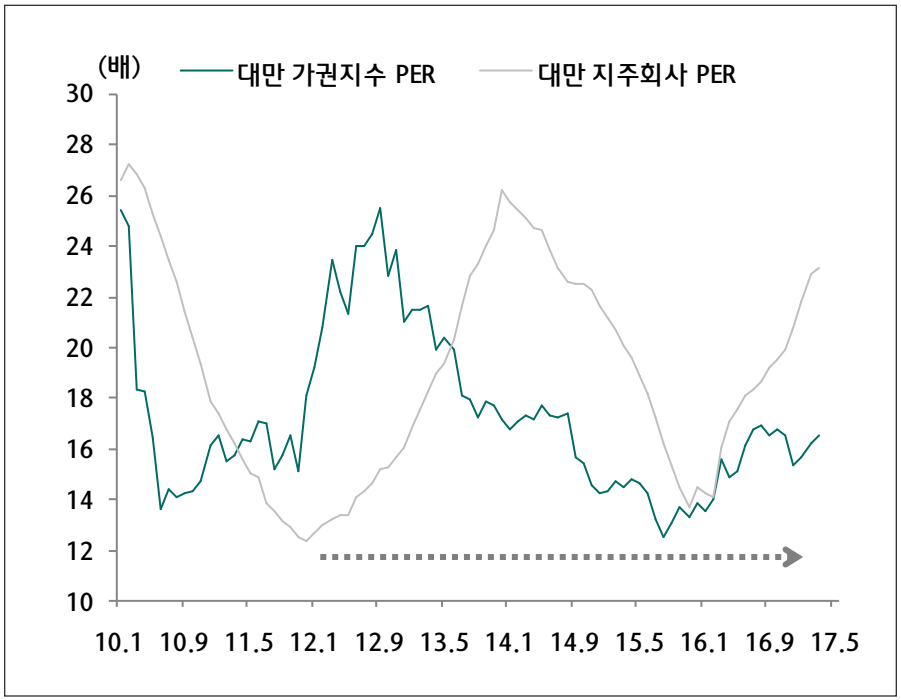
- 대만 지주회사의 배당성향은 2012년부터 본격적으로 높아지기 시작
- 2015년 지주회사 배당성향 64%/가권지수 58%
- 2013년 이후 대만 지주회사들의 PER 재평가. 현재 대만 지주회사 평균 PER 23배, 가권지수 16배

대만 지주회사, 배당성향 2012년부터 높아지기 시작함



자료: Bloomberg, 하나금융투자

대만 지주회사의 PER도 비슷한 시기부터 리레이팅 시작



자료: Bloomberg, 하나금융투자

대만 지주회사, 최대주주 지분율이 높아도 배당성향 높음

- 대만 지주회사 중 일부 기업은 외국인 지분율이 낮았음에도 불구하고 배당수익률이 높았던 기업의 공통점

→ 파이스턴뉴센츄리, 양신글로벌: 최대주주(개인/단일법인)의 지분율이 높았다는 점이 특징적

구분	
대만 가권지수 외국인 보유율(%)	18.4
대만 가권지수 시가총액 100위 기업 외국인 보유율(%)	30.2
대만 지주회사/가권지수 평균 배당성향(%)	64/58

티커	회사명	외국인 지분율(%)	배당성향(%)	최대주주	최대주주 지분율(%)
1402 TT Equity	FAR EASTERN NEW CENTURY CORP	17.6	66.6	Aisa cement(대만 기업)	23.8
3702 TT Equity	WPG HOLDINGS LTD	36.8	73.3	FUBON FINANCIAL/CATHAY LIFE INSURANCE (대만 기업)	12.2
3706 TT Equity	MITAC HOLDINGS CORP	23.1	70.2	UPC TECHNOLOGY CORP(대만기업)	8.3
3705 TT Equity	YUNGSHIN GLOBAL HOLDING CORP	11.7	74.6	LING CHIN LEE(외 6명)	19.1
3703 TT Equity	CONTINENTAL HOLDINGS CORP	23.0	71.9	WEI TA DEVELOPMENT CO LTD(비상장)	19.5
2636 TT Equity	T3EX GLOBAL HOLDINGS CORP	11.3	70.2	LI-CHEN LIN(외 11명)	8.4

자료: Bloomberg, 하나금융투자

투자전략 아이디어(2): SK와 LS와 같은 지주회사에 관심을

종목	시가총액 (십억원)	잉여현금흐름 (십억원)	FCF/ 시가총액 (%)	외국인 지분율(%)	최대주주 지분율(%)		배당성향(%)			P/E배 (12개월 예상)	P/B배 (12개월 예상)
					보통주	보통주+ 우선주	2014년	2015년	2016년		
SK	17,210	4,175	24.3	24.5	30.9	30.9	69.1	3.6	27.3	12.3	0.94
LG	12,244	604	4.9	29.2	48.1	48.1	20.8	24.2	21.3	10.0	0.82
GS	5,557	(71)	-1.3	18.6	46.6	46.6	-32.8	28.9	18.8	6.2	0.72
CJ	5,239	717	13.7	19.1	43.2	43.2	12.9	18.7	17.3	16.5	1.21
한화	3,070	4,955	161.4	23.8	36.1	36.1	-9.6	-12.2	11.6	6.3	0.61
두산	2,269	421	18.5	7.6	44.1	79.9	126.6	-23.3	51.1	11.6	0.66
LS	2,067	576	27.8	22.6	33.4	33.4	77.1	-35.2	20.6	9.3	0.67

주) 잉여현금흐름은 4분기 누적 기준
자료: Quantiwise, 하나금융투자