



기저, 그저 숫자상의 변화만은 아니다

1. 환율의 기저, 그리고 수출의 기저

- 원/달러 환율 1,200원 돌파, 원/엔환율의 상승 속도는 더욱 빠르게 나타남
- 높아진 환율의 Level은 국내 수출에 긍정적
- 교역조건의 개선은 이미 지표상으로도 나타나고 있는 상황
- 18년 10월을 고점으로 국내 수출액은 감소. 수출액 증감률의 저점 임박

2. 이익의 기저, 증감률의 턴어라운드

- 2분기 OP증감률은 -35.1%로 1분기(-32.4%) 보다 낮게 나타남
- 다만, 2분기 실적이 전망치를 상회하며 전망치에 대한 신뢰도는 회복
- 3분기 증감률 전망치는 -32.8%. 현재, 분기 이익증감률의 저점 통과 중
- 12M FWD EPS증감률은 지난 2월을 저점으로 마이너스권에서 상승 전환
- 최근 12M FWD EPS증감률 (+) 전환

3. 수급의 기저, 실적과 수급의 괴리

- 외국인은 연초 이후 매수, 매도를 반복. 추세적인 이탈이 나타나지는 않음
- 1,200원 이상으로 높아진 환율은 외국인 수급환경을 개선시킬 것
- 증시 하락으로 높아진 Valuation메리트 또한 외국인 수급에 긍정적
- 8월에는 연기금을 중심으로 강한 기관 매수세 유입 중
- 어닝서프라이즈에도 불구하고, 외국인, 기관 수급이 유입되지 않은 종목 스크린



주식시장 투자전략

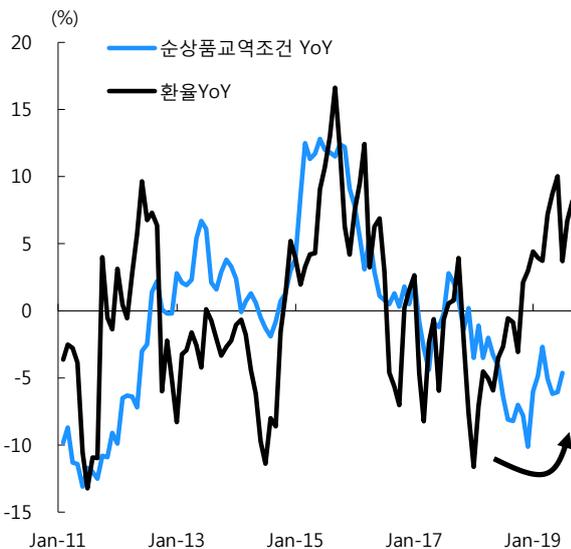
1. 환율의 기저, 그리고 수출의 기저

연초만 하더라도 1,120원~1,140원 수준이던 원/달러 환율은 최근 1,200원을 돌파했다. 원/달러 환율보다 원/엔 환율의 상승속도는 더욱 가파르다. 1,020원에서 시작한 원/엔 환율은 최근 1,130원을 상회하고 있다. 연초 이후 이어진 원화의 약세는 지난 수년간 고평가됐던 실질실효환율의 정상화 과정으로 받아들일 수 있다. 환율의 상승 속도가 빨랐기 때문에 환율 상승의 과정은 증시에 부정적으로 작용했지만, 환율이 높아진 이후의 변화에 주목할 필요가 있다.

당연한 얘기겠지만, 높아진 환율의 Level은 국내 수출에 긍정적이다. 미-중 무역분쟁에 이어 일본과의 마찰로 수출에 대한 우려가 여전하나, 교역조건의 개선은 이미 지표로도 확인되고 있다. 당분간 환율의 YoY 증감률이 높은 수준을 유지할 것으로 전망됨에 따라 교역조건의 개선세 역시 유지될 것으로 보인다.

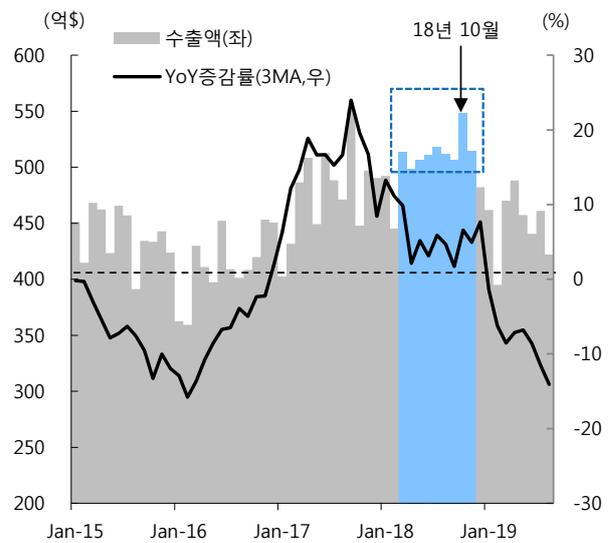
좀처럼 회복되지 못하고 있는 수출액 증감률은 10월 이후의 기저효과에 주목한다. 18년 10월의 수출액은 549억\$로 17년 9월의 551억\$에 이어 두 번째로 높았고, 11월을 마지막으로 수출액은 500억\$ 미만으로 감소했다. 달리 말하면 수출액 증감률의 저점이 머지않았다는 뜻이기도 하다.

[차트1] 환율의 상승은 고평가됐던 실질실효환율의 정상화. 교역조건 개선되며 수출에는 긍정적으로 작용



자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터

[차트2] 18년 10월 이후 수출액 감소. 수출액 증감률은 10월 이후 저점을 확인하게 될 것



자료: 관세청, 유안타증권 리서치센터



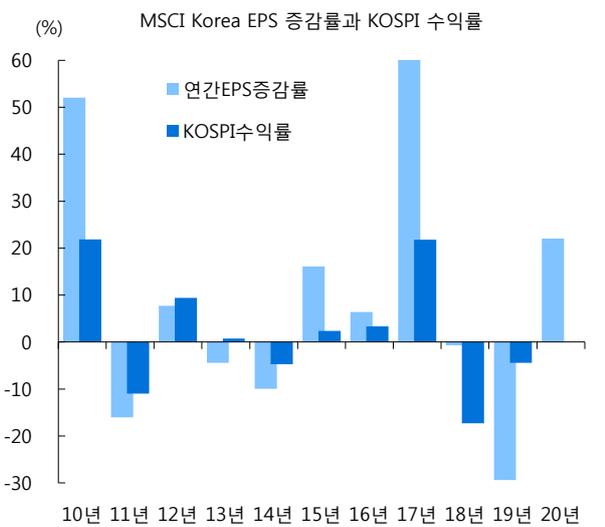
주식시장 투자전략

2. 이익의 기저, 증감률의 턴어라운드

유니버스 200종목 기준 19년 2분기 영업이익증감률은 -35.1%로 1분기(-32.4%) 보다 낮은 증감률이 기록되며 2개분기 연속 -30%대를 기록했다. 그리고 3분기 증감률은 현재 -32%대로 예상되고 있다. 2분기 실적이 전망치를 소폭 상회하며 전망치에 대한 신뢰도가 높아졌음을 고려, 3분기 실적이 현재의 전망치를 크게 벗어나지 않는다고 가정하면, 우리는 현재 증감률의 저점을 통과하는 중이라는 판단이 가능하다. 참고로, 이익증감률의 상승전환은 17년 3분기 이후 2년만에 처음 나타날 변화다.

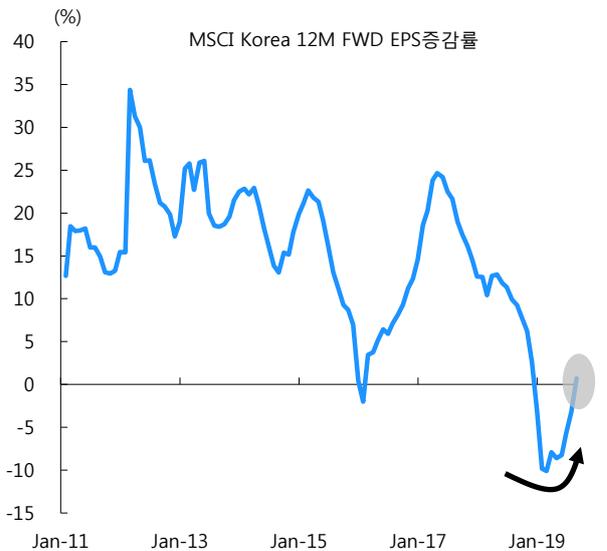
MSCI Korea index 기준 19년 증감률은 -29.4%, 20년 증감률은 +22.0%로 예상되고 있다. 이익증감률이 높아지는 구간에서 증시 수익률이 좋았음을 참고한다면, 향후 증시의 방향성을 긍정적으로 예상해 볼 수 있을 것이다. 한편, 20년 EPS증감률이 19년 증감률에 비해 높은 만큼, 이들의 가중평균으로 계산되는 12M FWD EPS증감률은 향후 기제적인 상승 과정이 지속될 것으로 보인다. 12M FWD EPS증감률이 최근 (+) 전환했다는 점 또한 눈여겨 봐야할 변화다.

**[차트3] 이익증감률과 KOSPI 지수 수익률은 비슷한 흐름
이는 향후 증시 방향성에 대한 기대요인**



주: MSCI Index 기준, 자료: Datastream, IBES, 유안타증권 리서치센터

**[차트4] 12M FWD EPS 증감률은 최근 (+) 전환
20년 EPS 증감률이 높은만큼 향후 추가 상승 기대**



주: MSCI Index 기준, 자료: Datastream, IBES, 유안타증권 리서치센터



주식시장 투자전략

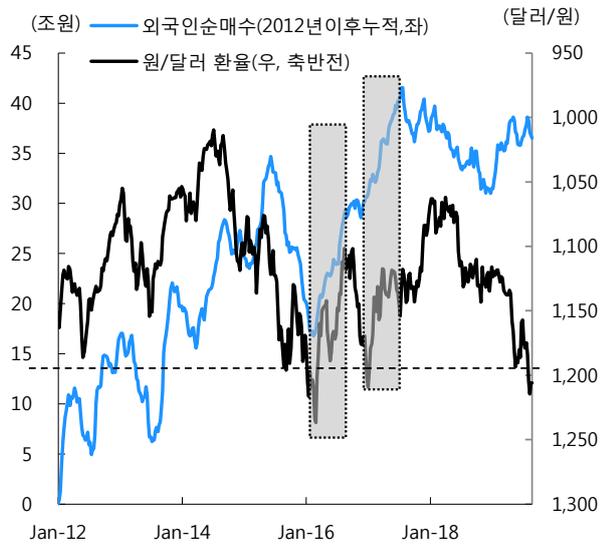
3. 수급의 기저, 실적과 수급의 괴리

외국인은 연초~4월까지 6.9조원의 순매수를 기록(KOSPI기준)했고, 5월 -2.5조원 순매도 이후 6~7월 2.7조원을 순매수 했다. 8월 들어 -2.1조원의 순매도를 기록중이나 환율의 상승 속에서도 외국인의 이탈이 추세적으로 나타나지 않았음은 다행스럽다.

2011년 이후 원/달러 환율이 1,200원을 돌파한 것은 16년 초 위안화 절하, 16년 말 미국 금리 인상에 이어 이번이 3번째다. 그리고, 환율이 1,200원을 상회하는 구간에서 외국인은 매수로 대응해 왔다. 역사적 저점 수준으로 낮아진 한국증시의 Valuation, 그리고 외국인 입장에서 봤을 때 높아진 환율 메리트는 외국인 수급에 긍정적인 요인이다.

아래 [차트6]에 스크린된 종목은 1분기, 2분기 연속된 어닝서프라이즈에도 불구하고 7월 이후 외국인, 기관 수급이 유입되지 않은 종목군이다. 대부분 최근 주가가 부진한 종목들이기도 하다. 일회성 요인에 의한 어닝서프라이즈 왜곡이 있었던 종목도 있고, 실적과는 무관한 개별 이슈에 의해 부진했던 종목도 보인다. 다만, 확실한 것은 이들이 나쁘지 않았던 실적에도 불구하고, 환율 상승에 의한 외국인 수급환경의 개선, 연기금을 중심으로 한 기관 수급 유입의 수혜를 받지 못했다는 점이다.

[차트5] 원/달러 환율 1,200원 이상에서 외국인 순매수 유입 높아진 환율 Level에서의 수급 개선 기대



주: KOSPI 기준 자료: Dataguide, 유안타증권 리서치센터

[차트6] 1~2분기 연속된 어닝서프라이즈에도 불구하고, 외국인, 기관 수급이 뒷받침되지 않은 종목 스크린

코드	종목	7월이후비중변화		전망치달성률	
		외국인	기관	1분기	2분기
A128940	한미약품	0.3	-2.8	117.9	134.3
A012510	더존비즈온	-0.7	-1.8	106.1	108.6
A071050	한국금융지주	-0.1	-1.7	184.1	162.5
A005300	롯데칠성	-0.3	-1.1	109.8	109.4
A294870	HDC현대산업개발	0.4	-1.7	115.6	109.9
A091700	파트론	1.1	-2.2	128.1	112.7
A028050	삼성엔지니어링	0.3	-1.3	191.5	140.1
A004000	롯데정밀화학	-0.3	-0.5	110.8	110.3
A000210	대림산업	0.4	-1.1	135.2	140.3
A181710	NHN	-0.6	0.1	108.3	112.5
A120110	코오롱인더	0.1	-0.7	112.1	106.0
A241560	두산밥캣	0.0	-0.6	108.8	111.7
A005180	빙그레	-0.1	-0.3	159.0	101.5

주: 분기말 전망치 대비 실제치로 계산, 유니버스 200 종목 기준
자료: Dataguide, 유안타증권 리서치센터