2022년 전망 시리즈

주식전략

불균형 시대의 생존전략
Growth without Growth

meritz 메리츠증권

Summary

Novel Cosmos

불균형 시대의 생존전략 Prologue

- 금융위기 이후 New Normal 시대에서 COVID – 19 이후 New Nominal (새로운 명목가치) 시대로 전환 중
- 위기 극복과정에서 구경제(Old), 신경제(New), 사회적 가치(친환경) 분야에서 저항과 충돌이 발생. 약세장의 징후인가?
- 약세장은 어떻게 만들어지나? 경기침체와 디플레이션이 핵심변수. 인플레이션은 문제 아냐
- 산업 측면에서는 '공급과잉'이 핵심. 설비투자 비중 7~8% / 기술 침투율 60~70%가 변곡점
- 혼돈의 이유는 불균형 때문. 1) 국가간의 성장 마찰, 2) 부의 불균형, 3) 세대간 불균형(가치관), 4) 투자 패러다임 변화
- 새로운 것은 없다. 팬데믹과 같은 X Event (Extreme Event)는 가속화의 트리거였을 뿐. 오히려 또 다른 전환기(New Divergence)를 통과하고 있는 것이 혼돈의 진짜 이유일 수도
- 내년은 성장률 둔화의 원년. 숫자의 함정에 빠지지 말아야. 본질에 집중한다면 기술 전환기 속 '생존게임'에 집중할 필요
- 글로벌 생존게임의 시작. 한국 시장의 레벨 업은 거친 경쟁의 결과물. Dynamic Korea! Dynamic KOSPI!

Growth without Growth I

Game #1 편먹기: 공급망

- 한국은 정말 소외되고 있나? 2019년 이후 미국 공급망(미국, 한국, 대만, 인도 등) 국가의 성과는 유사
- 한국과 미국의 공통점은 산업의 지형 변화가 뚜렷하고 공급망 또한 변화되고 있다는 것(산업 변화 = 공급망 변화)
- 산업 & 공급망의 변화는 주식시장의 변곡점으로 작용. IT버블 이후 중국시장으로의 공급망 전환 가속화, 금융위기 이후 미국 공급망 확대기가 대표적. 지금은 미국 공급망 확대가 빨라지고 있는 중
- 3번의 변곡점, 3번의 레벨 업 그리고 3년차: KOSPI는 총 3번의 큰 변곡점이 존재하며 이 시기 모두 실적과 주가의 동반 레벨 업이 진행됐고, 레벨 업 3년차에 주가 재도약이 진행. 내년은 3년차에 해당
- What's Next? 기술의 발달은 글로벌 공급망의 변화와 무관치 않음. 교역(운송)비용, 통신 비용의 변화가 공급망의 변화를 자극해 왔기 때문. 운송비용의 감소는 무역의 확대(보호무역주의의 퇴장)를 가져왔고(1st unbundling, G7의 등장), 커뮤니케이션 비용 감소(네트워크의 강화)는 인건비가 저렴한 원거리 지역에서도 생산할 수 있는 환경을 조성(2st unbundling ,GVC의 가속화/ 중국의 부상). 미래는 남은 대면 비용을 줄이는 방향
- 2022년 투자전략: 1) 미국 공급망 기업 > 중국 공급망 기업, 2) 무형자산 공급망 기업

Prologue

불균형 시대의 생존전략

feat. '생존 게임'에 참여하시겠습니까?

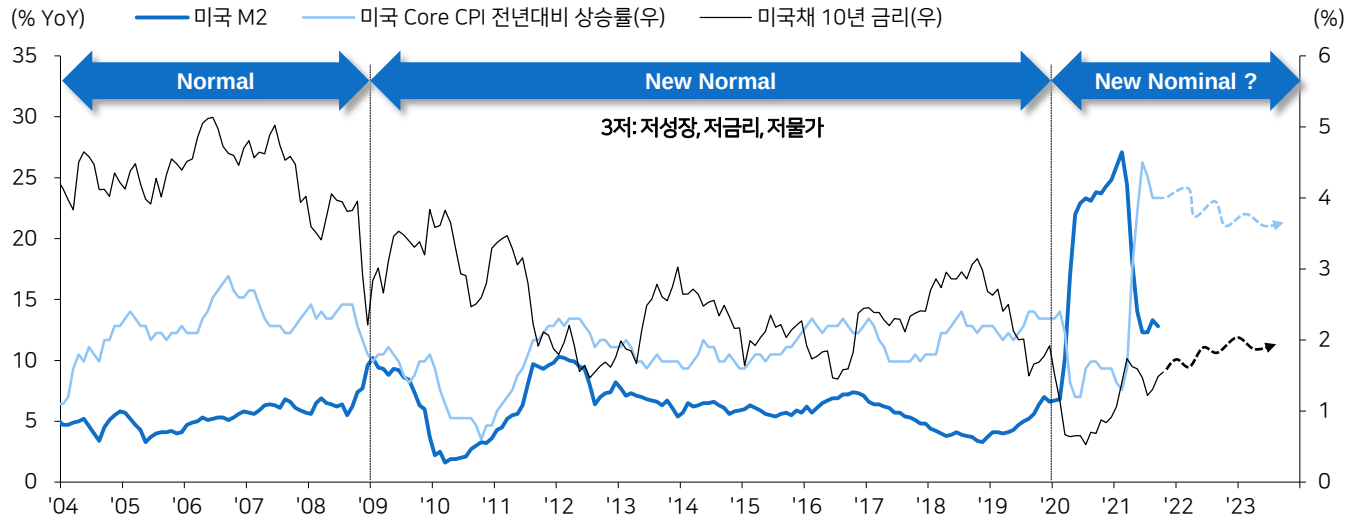
투자전략
Strategist **이진우**
02. 6454-4890
jinwoo.lee@meritz.co.kr

익숙한 것과의 괴리, 우리는 새로운 균형점으로 가고 있다

불균형 시대의 생존게임

- 2009년 금융위기 이후 저성장, 저물가, 저금리 환경은 새로운 기준(New Normal)으로 정착
- 2020년 COVID19 이후 금리 상승, 물가 급등, 유동성 통제 등으로 기존의 경제환경과 괴리가 발생
- 새로운 명목가치를 의미하는 'New Nominal'이 주목 받는 이유

금융위기 이후 'New Normal' 시대, COVID-19 이후는 New Nominal 시대로?



자료: US BLS, Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

‘Old & New’의 역습? COVID – 19 이전으로의 복귀를 제약

불균형 시대의 생존게임

- 각국의 공격적인 경기부양책은 경기충격을 최소화했지만 불균형을 유발. ‘강한 정부’의 한계점이기도
- 구경제(Old Economy) 에서는 빠른 수요회복에도 공급망에 대한 투자 위축이 공급능력의 한계를 노출
- 사회적 가치를 추구하는 ‘친환경’ 정책의 가속화는 국가간 원자재 갈등 등 에너지 비용상승을 유발
- 신경제(New Economy)에 대한 규제도 출현. 비대해진 테크(Tech) 기업 규제는 중국만의 현상은 아님

공급망 병목현상으로 ‘운송시장’의 이상징후

자료: ISM, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

원자재 갈등 & 친환경 정책은 ‘전기료’ 급등으로

주: 전기료는 도매 전력가
자료: Refinitiv, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

비대해진 Tech 기업에 대한 규제가 현실화

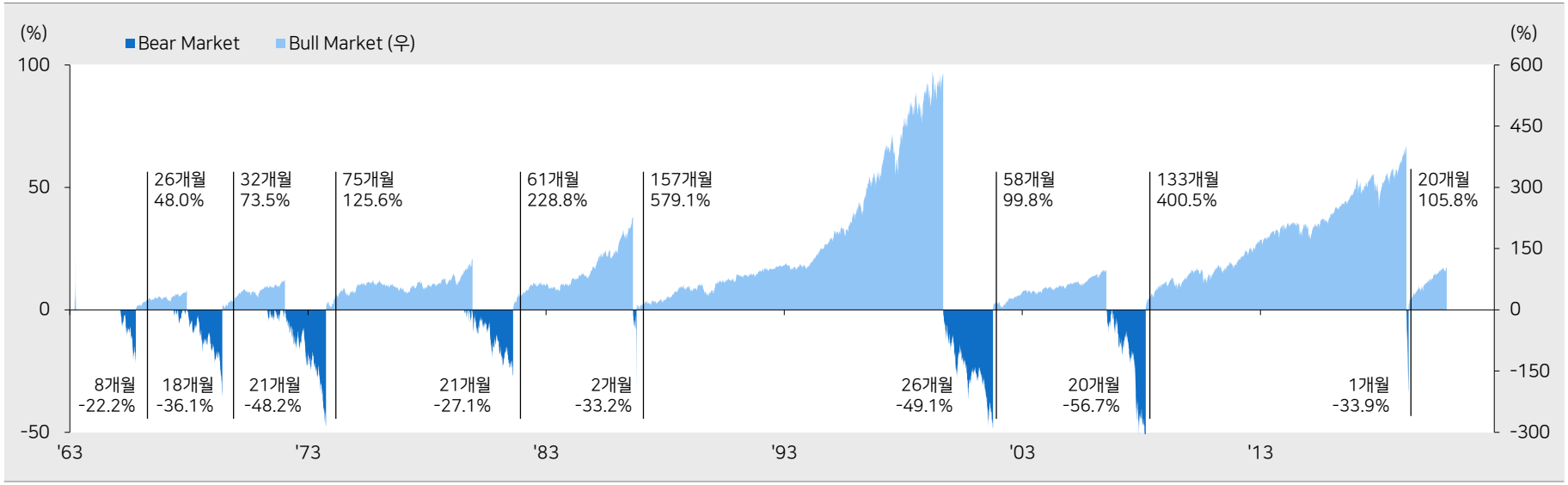
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

약세장의 징후인가?

불균형 시대의 생존게임

- 예전과 다른 경제환경은 기존 금융시장의 성장 방정식의 변화가 불가피하다는 것을 의미
- 시장은 금융위기 이후 13년간 진행된 강세장의 변화 가능성을 걱정
  → 이전보다 높은 비용과 변수가 생겨나고 있기 때문. 약세장의 징후일까?

1970년 이후 미국은 장기 강세장 이후에 큰 폭의 약세장이 수반. 지금은 COVID – 19 충격을 제외하면 153개월째 강세장이 진행 중



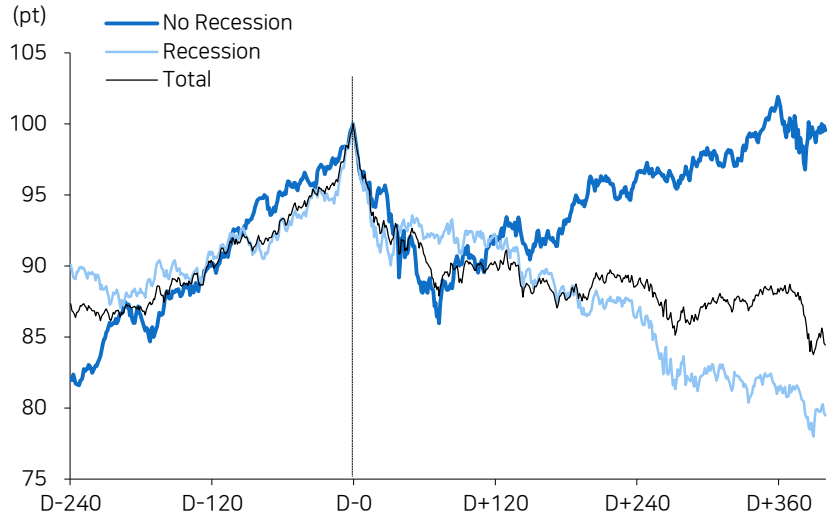
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

약세장은 어떻게 만들어지나? 1) f (Recession, Deflation)

불균형 시대의 생존게임

- 추세적 약세장은 '경기침체(Recession)'와 '디플레이션(Deflation)' 국면에서 반복적으로 발생
- 1960년 이후 미국 주가 조정의 패턴을 보면, 리세션이 아니면 순환적 조정(고점 대비 10% 이상 조정 Case)으로 마무리
- 인플레이션은 주식시장 추세 이탈 변수가 된 적이 없음. 오히려 디플레이션 국면에서 취약

고점대비 10% 이상 하락 Case (S&P500): Recession vs. No Recession



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

인플레이션發 주가(S&P500) 조정 패턴: 하이퍼 인플레 vs. 인플레 vs. 디플레

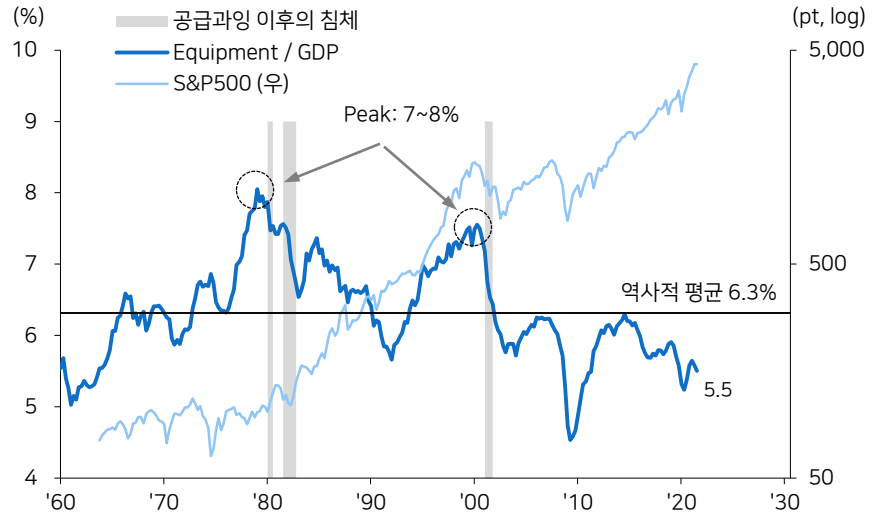
자료: Laubach & Williams, Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

약세장은 어떻게 만들어지나? 2) f (공급과잉)

불균형 시대의 생존게임

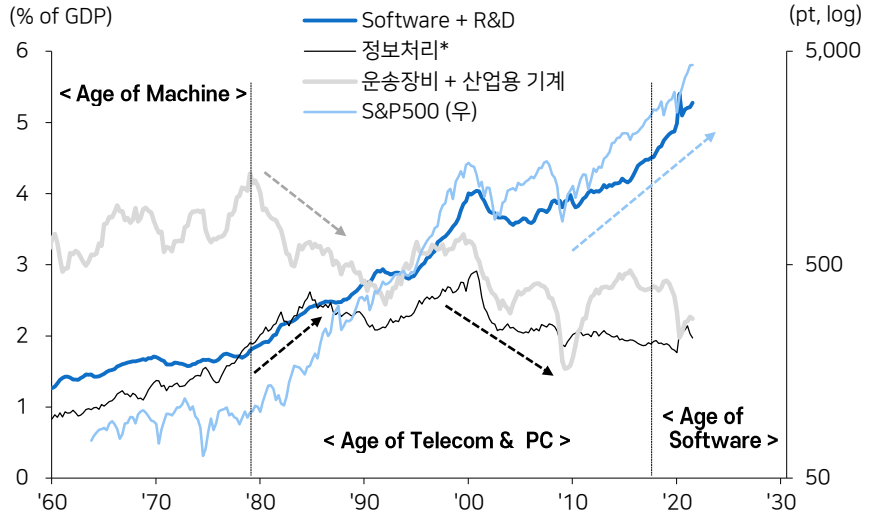
- 리세션의 본질은 산업의 '공급과잉(Overcapacity)'
- 새로운 산업에 대한 과잉투자가 초과 공급을 유발하고, 급격한 재고조정이 경기침체로 이어짐
- 1960년 이후로는 미국 GDP대비 설비투자 비중이 7~8% 에 이를 때 공급과잉 발생. 현재는 5.5% 수준
- '70~80년대 Machine의 시대, 2000년 전후 PC 시대 모두 해당 설비투자가 정점을 보이는 시기에 주가의 추세 이탈이 시작. 지금은 무형자산인 S/W와 R&D 투자가 주도. 전통적인 방식으로 설명하기 어려워

공급과잉 이후는 급격한 재고조정이 발생. 경기침체의 원인. 현재는?



자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

시대별 투자 Cycle의 변화: 주도 산업의 투자 정점 = 시장 정점



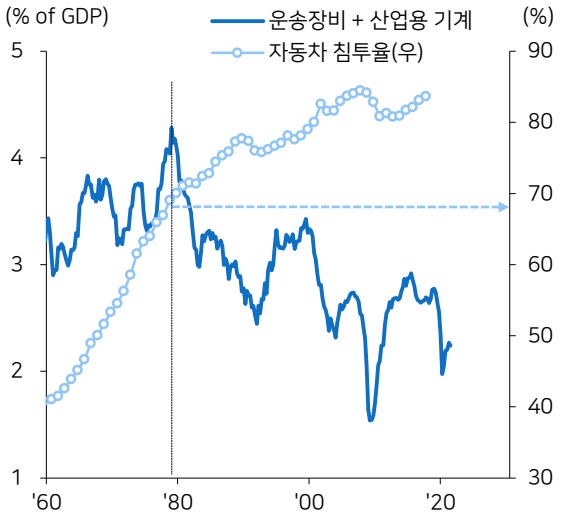
자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

공급과잉의 정점 = 침투율 60~70%

불균형 시대의 생존게임

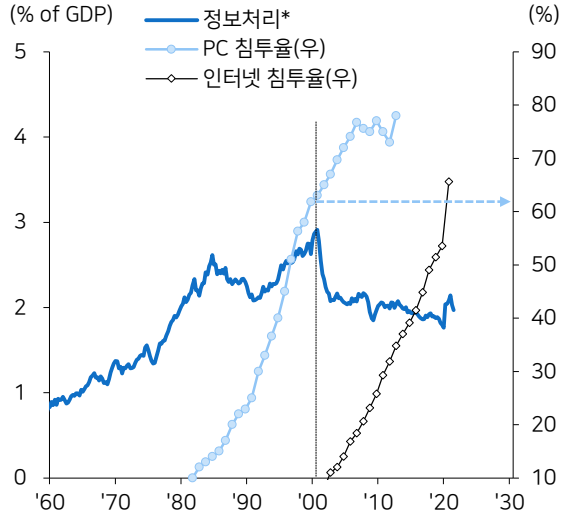
- 새로운 산업, 기술의 정점 여부 판단엔 기술'침투율'을 보는 것이 효과적.
  특히 무형자산을 기반으로한 기술의 정점을 판단하는데 있어 하나의 기준이 될 수 있을 것
- 자동차, PC 모두 침투율 60~70% 수준에서 설비투자가 정점을 형성했음을 본다면,
  지금의 전기차(EV)는 5% 수준에 불과. 산업의 공급과잉을 말하기 이른 시기

자동차 산업의 공급과잉 기준점: 침투율 70%



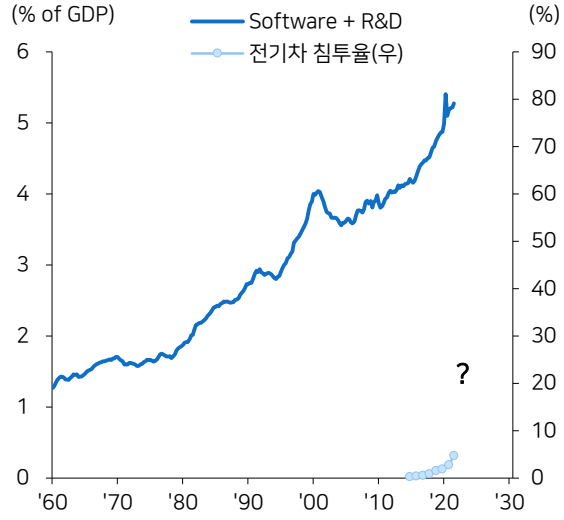
자료: Comin and Hobjin(2004) and others, US BEA,
메리츠증권 리서치센터

PC 산업의 공급과잉 기준점: 침투율 62%



자료: Comin and Hobjin(2004) and others, US BEA,
메리츠증권 리서치센터

소프트웨어 + 전기차 시장은? 전기차 침투율 5%



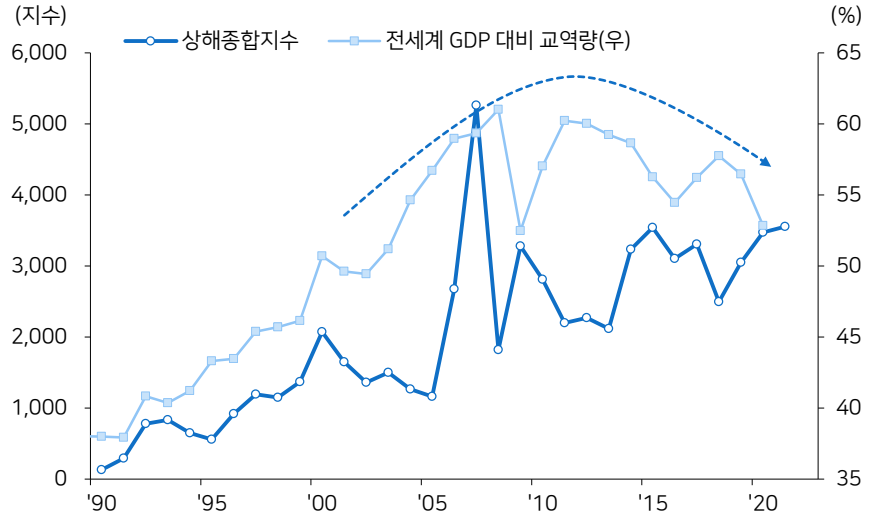
자료: Comin and Hobjin(2004) and others, US BEA,
메리츠증권 리서치센터

추세 변곡점의 징후는? 교역의 시대는 '교역량', 현재는 Data!

불균형 시대의 생존게임

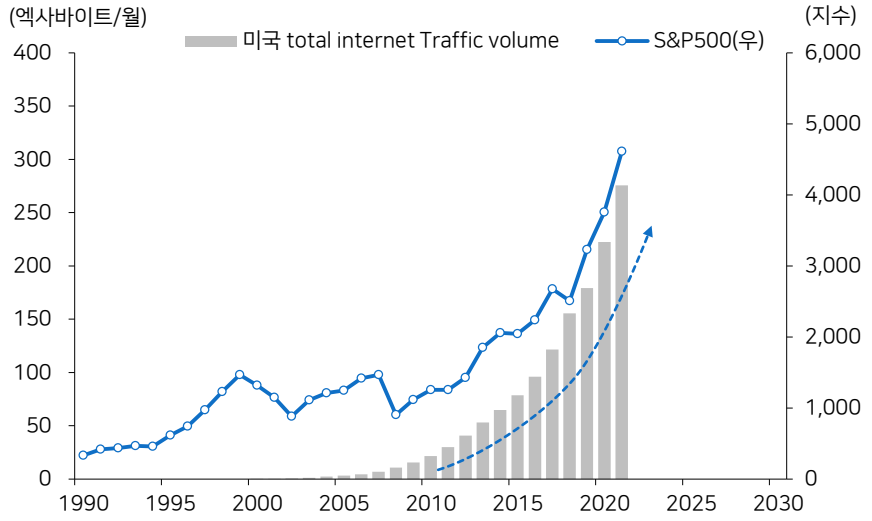
- 구 경제(무역의 시대) 시대의 Proxy가 교역량이라면 신 경제 시대 Proxy는 Data로 봐야
- 전세계 GDP 대비 교역량은 1990년 이후 꾸준히 증가하다 2008년 금융위기 이후 정체 & 감소세로 전환
  → 경기민감도가 높은 국가, 기업의 부진이 시작된 시기와 유사
- 반면 Data 경제로 전환 중인 미국은 2010년 이후 주가 상승 가속화. Data 사용량은 오히려 급증.
  디바이스와의 연결이 강화되고 Data의 사용량이 폭증하고 있기 때문
  - Data의 사용량이 정체되기 전까지는 미국의 장기 강세장은 유지될 가능성 높아

교역량이 핵심 Proxy 였다면



자료: World Bank, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

지금은 Data 사용량이 Proxy 일 듯. 아직은 추세 전환 일러



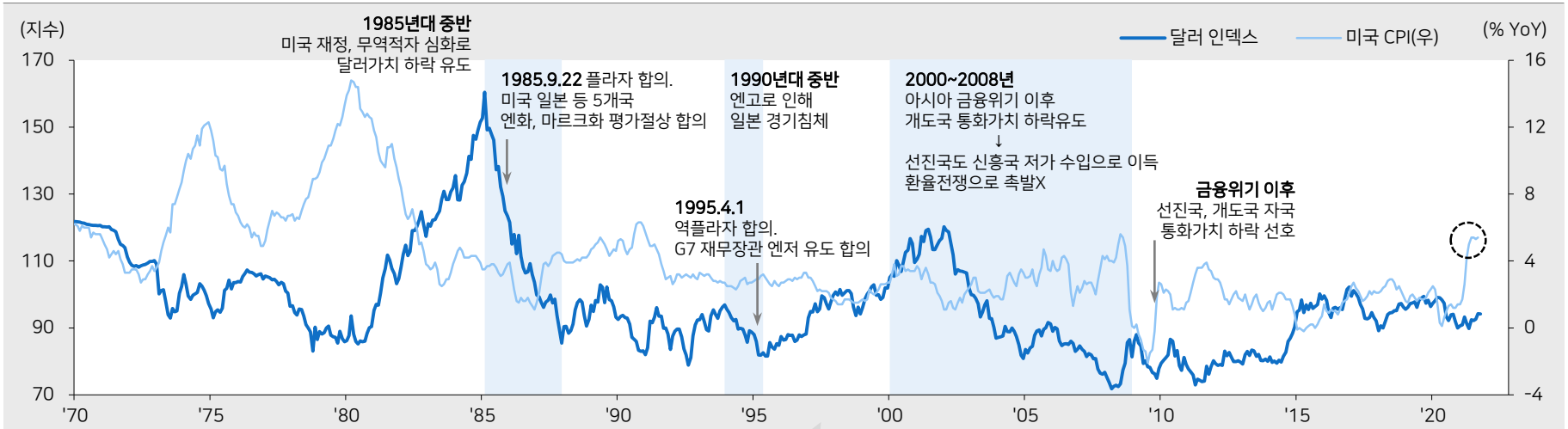
자료: IBIS World, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

혼돈의 이유: 1) 국가간 위기 이후 '성장' 경쟁(마찰)

불균형 시대의 생존게임

- 금융위기 이후 2010년 환율 마찰 발생. 주요국 모두 수출을 통한 '성장'이라는 목표가 충돌됐기 때문
  - 현재는 환율 보다는 에너지 안정 등을 목표로 한 '공급망'에서 마찰이 발생할 가능성

무역의 시대에서는 위기 이후 '환율 재조정 및 분쟁'되풀이. 현재는 환율보다 공급망에 대한 경쟁이 핵심일 것



글로벌 환율전쟁(2010년)

미국	▪ 미 하원 '환율조작국 보복법안' 통화 (9월 29일) ▪ 버냉키 FRB 의장 "돈을 풀겠다" (8월 27일) ▪ FOMC 유동성 회수 중단 (8월 10일)
IMF	▪ 칸 총재 "중국 고환율 정책이 경제회복 걸림돌" (10월 2일)
유럽연합 (EU)	"위안화 완전히 저평가돼 있어" (10월 4일)
일본	▪ 엔고 대응 시장 개입(9월 18일) ▪ 금리 0.1% → 0~0.1% (10월 5일)
프랑스	▪ 내년도 G20에서 환율 문제 의제화
중국	▪ 중국 총리 주요통화안정 촉구, 위안화 절상 거부 (10월 4일) ▪ 미국 등 압력은 WTO 위반 반박 (9월 30일) ▪ 위안화 관리변동환율제 복귀 (6월 19일)
브라질	▪ 헤알화 환율방어 위해 금융거래세 추가인상 (10월 4일)
멕시코	▪ G20정상회의가 위안화 절상압력 무대가 되서는 안돼 (9월 30일)
태국, 싱가포르, 인도네시아, 대만, 스위스	▪ 외환시장 개입

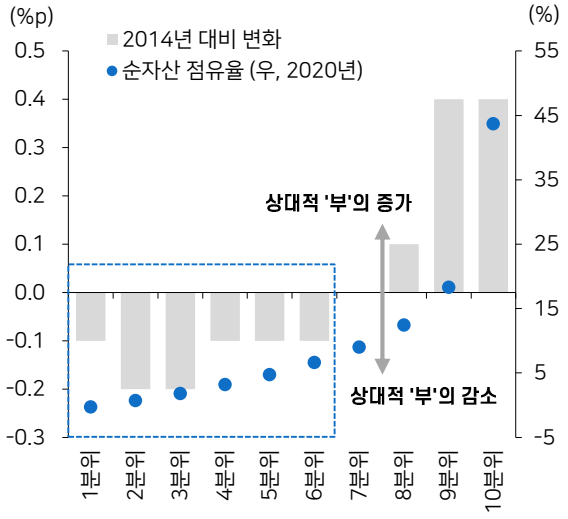
자료: 언론종합, US BLS, Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

혼돈의 이유: 2) 부의 불균형(정책 전환의 명분)

불균형 시대의 생존게임

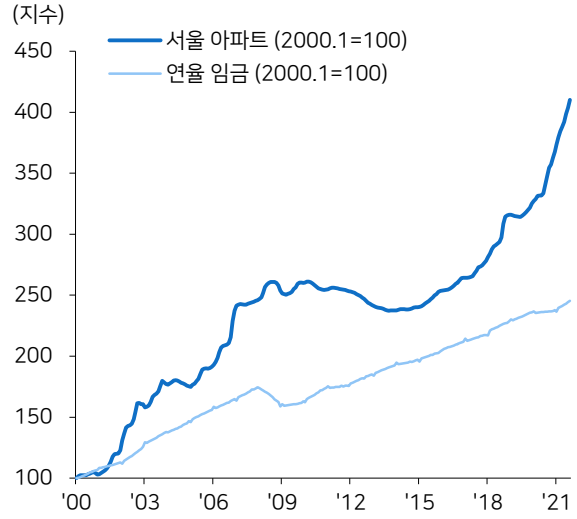
- 자산불균형의 심화는 정책 조정(전환)의 필요성을 높여. 부의 격차가 심화되고 있기 때문
- 2014년 대비 자산 보유 상위계층(9~10분위)의 자산은 상대적으로 큰 폭으로 증가한 반면 중산층 이하는 소외. 10분위 계층(전체 자산의 43.7% 보유)은 2014년말 대비 0.4%p 상승한 반면 6분위 이하 계층은 0.2%p 전후 감소
- 부동산 중심의 자산가격 급등의 결과. 임금보다 자산 가격 상승이 가속화됐고, PIR(연간 소득기준 내집 마련 소요기간)은 2014년 9년 수준에서 지금은 19년에 육박

분위별 자산 점유율 증감 : 부의 불균형 심화



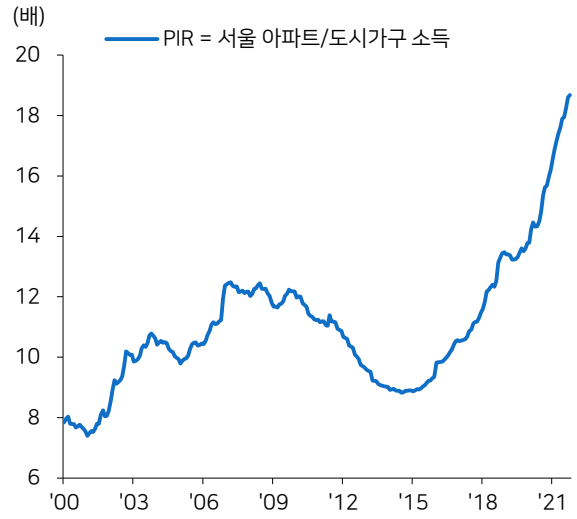
자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

소득보다 자산(아파트)가격 상승이 다시 가팔라져



자료: CEIC, KB국민은행, 메리츠증권 리서치센터

내집 마련 소요기간: '14년 9년 vs. 현재 19년



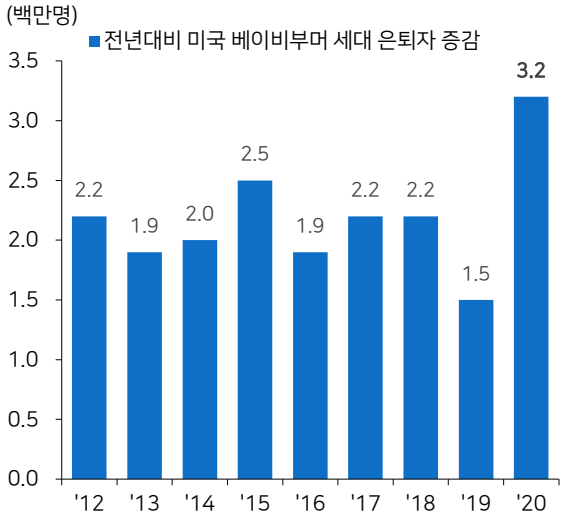
주: 서울아파트 평균 매매가격 기준
자료: CEIC, KB국민은행, 메리츠증권 리서치센터

혼돈의 이유 : 3) 세대간 불균형(가치관의 전환)

불균형 시대의 생존게임

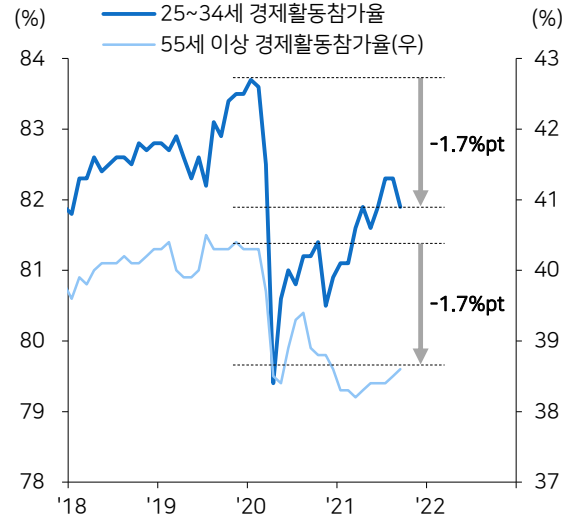
- 세대별 가치관의 변화는 또 다른 불균형. 노동시장의 취약점이 드러나고 있기 때문
- 팬데믹은 베이비부머의 은퇴를 앞당기고 있고, MZ 세대 중심으로 이직률은 높아져
- 건강에 대한 인식, 재무적 소외(근로소득의 한계) 등이 고용시장으로의 복귀를 지연시키는 원인이었을 것
- 은퇴, 이직률 상승은 새로운 사안은 아니지만 팬데믹을 계기로 가속화되었다는 것이 특징

미국 베이비부머 은퇴자, 팬데믹 이후 급증



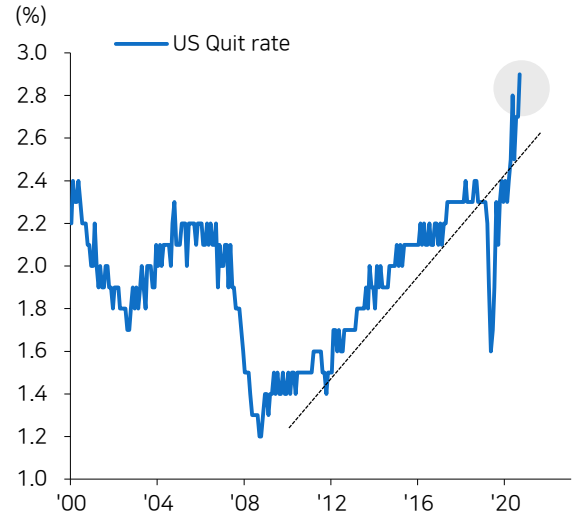
자료: PEW, 메리츠증권 리서치센터

베이비부머, MZ 세대 모두 노동시장 복귀 지연



자료: CEIC, 메리츠증권 리서치센터

팬데믹은 이직률 상승의 가속화를 유발



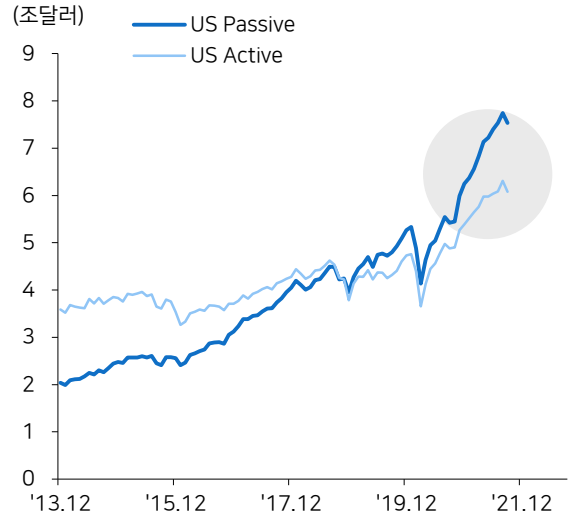
자료: St. Louis fed, 메리츠증권 리서치센터

혼돈의 이유: 4) 투자 패러다임의 변화(Active와 Passive의 혼재)

불균형 시대의 생존게임

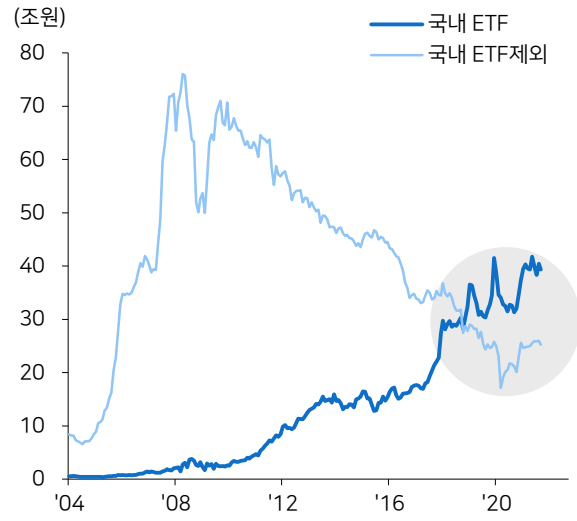
- 투자시장은 종목 Picking (Active) vs. 지수 (Passive) 와 같은 이분법적인 투자 방식에서 탈피 중
- Passive 형태이지만 Active 성격을 가진 테마형 ETF 투자방식이 확산 중
- 종목간의 차별화 심화와, 투자자들의 체감 지수가 유독 낮은 현상의 이유

US Passive vs. Active : Active보다 Passive로



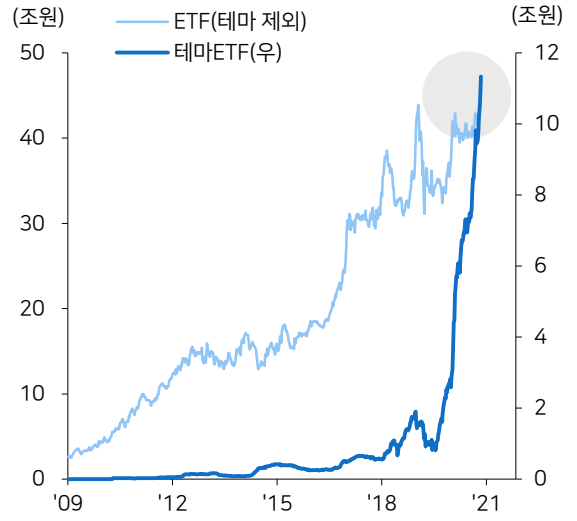
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

국내 ETF vs. Active : Active에서 Passive로



자료: 금융투자협회, fnguide, 메리츠증권 리서치센터

국내 테마 ETF vs. Index ETF : Passive 속 Active



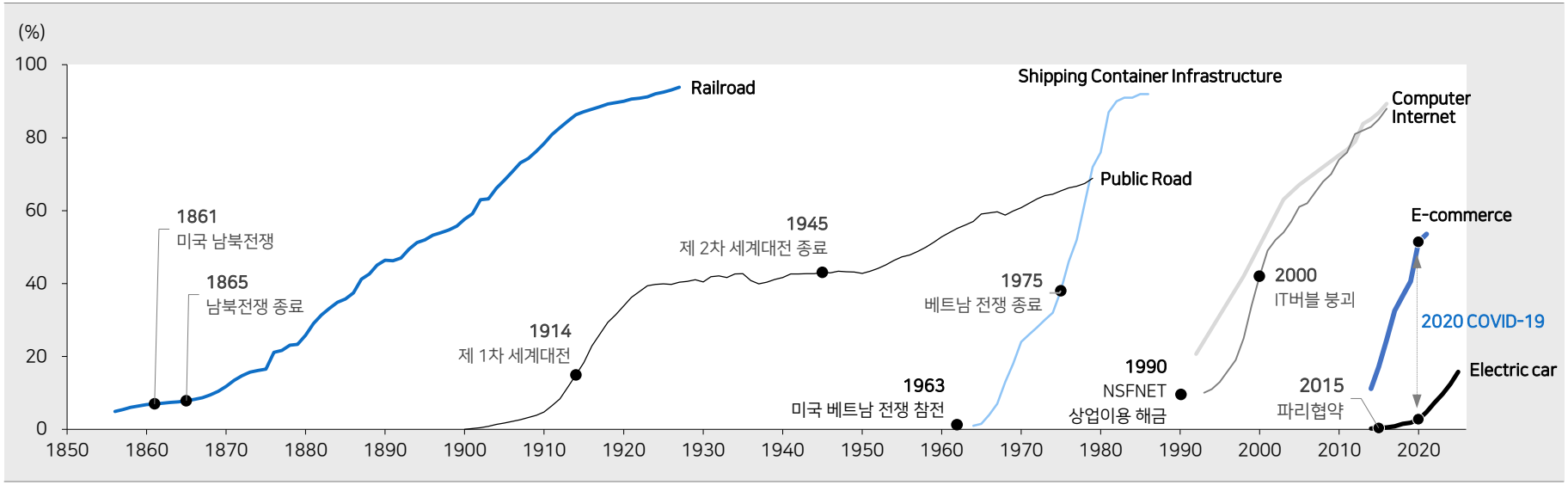
자료: 금융투자협회, fnguide, 메리츠증권 리서치센터

X - Event (Extreme Events)는 가속화의 트리거

불균형 시대의 생존게임

- 기술의 확산, 정책의 전환 속도는 X- Event(Extreme Event: 전쟁, 질병, 재해 등)를 만났을 경우 가속화
- 지금의 전환기 속 혼란도 같은 맥락. 과거 전쟁, 버블붕괴는 새로운 기술, 정책 확산을 가속화 시킴
- 위기(충격)는 성장의 욕구를 자극하고, 위기상황은 새로운 성장이 확산(침투)되기 가장 좋은 환경이기 때문

X Event (Extreme Event)는 새로운 기술확산의 가속화 시키는 트리거 역할: 전쟁, 버블붕괴, 펜대믹이 대표적



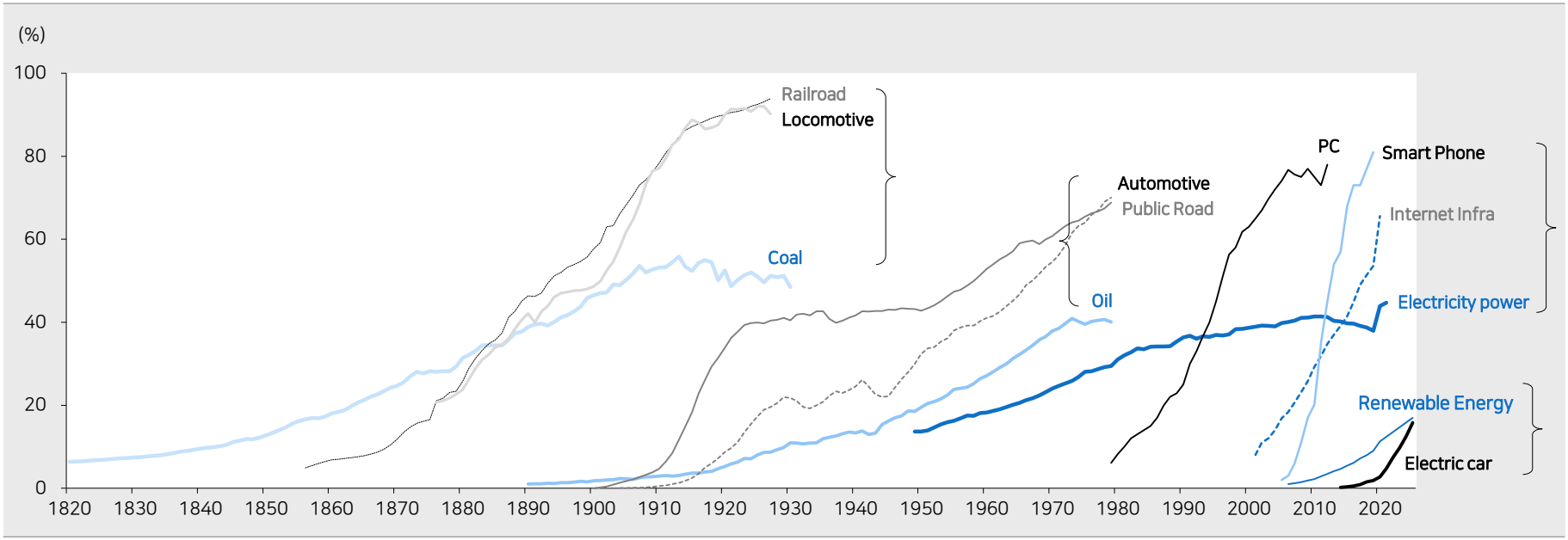
자료: Comin and Hobjin(2004), Federal Highway Administration, Energy.gov, World Internet stats, Historical statistics of the US, 메리츠증권 리서치센터

우리는 또 다른 '전환기(The New Divergence)'를 통과 중

불균형 시대의 생존게임

- 산업의 변곡점에서는 혼란이 불가피. 예전과는 다른 불균형이 발생하는 이유이기도
- 역사적으로 혁신제품(기술), 연결(네트워크) 그리고 에너지 전환은 시차를 두고 맞물려 왔어
- 운송혁명과 에너지 혁명이 동시에 진행된 것처럼 지금의 ICT 기반 '초연결' 사회는 '전력' 기반의 에너지 전환을 요구하는 중

기술, 네트워크, 에너지 전환은 '전환기'의 특징: '기차/철도/석탄', '자동차/도로/원유', 'PC 등 가전제품 / 인터넷/ 전력' 이 대표적. 현재는?



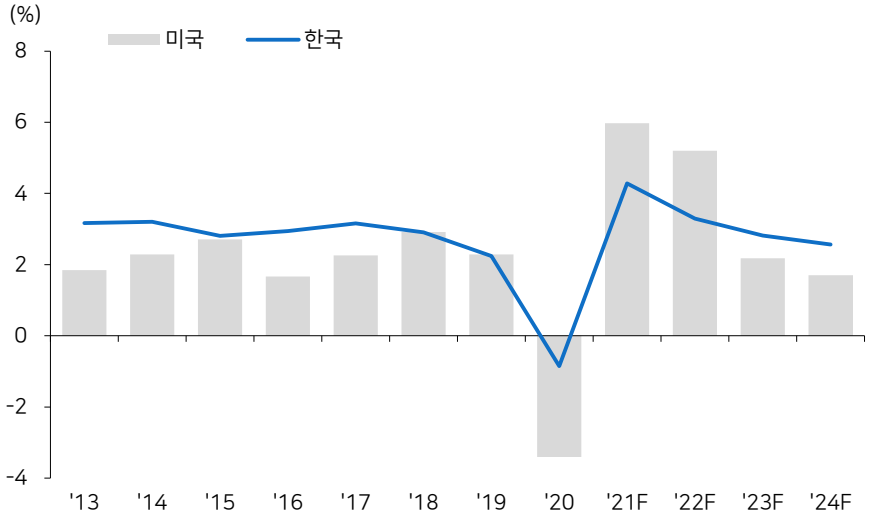
자료: Paolo Malanima(2018), Maddison Project Database, Comin and Hobjin(2004), Federal Highway Administration, Energy.gov, World Internet stats, Historical statistics of the US, 메리츠증권 리서치센터

내년은? 성장률 정체의 함정에 빠지지 말 것

불균형 시대의 생존게임

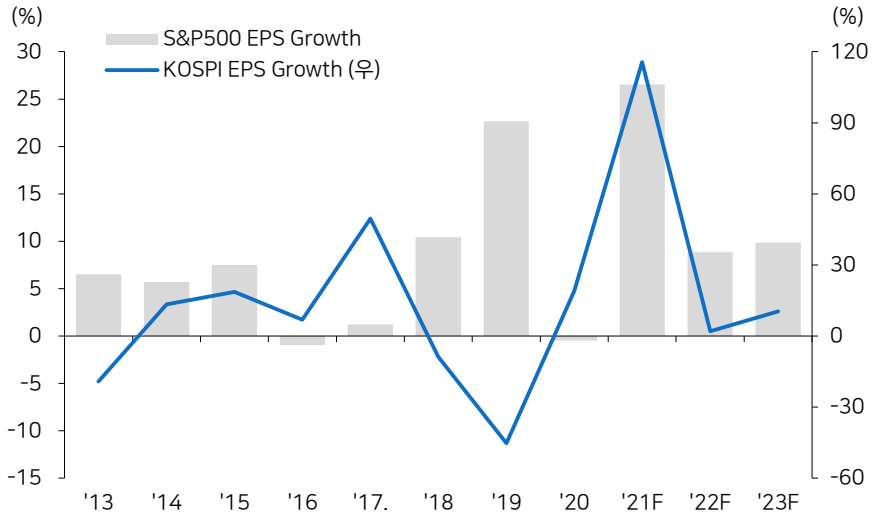
- 급격한 회복 이후 나타나는 성장률의 둔화에 대한 해석이 중요한 시점
- 내년 전세계 GDP 성장률, 기업이익 성장률 모두 성장세 둔화는 불가피
  - 특히 한국 기업이익은 내년 '제로(0) ' 성장 예상
- 자칫 정점(Peak – out)으로 해석될 수 있지만 '숫자'의 함정에 빠지지 말아야
  → GDP 성장률 궤적만 놓고 보면 미국은 향후 3년간 성장률 둔화. 주가의 장기 정체를 의미할까?

미국, 한국 GDP 성장률 경로: '21년 이후 '24년까지 성장세 둔화 불가피



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미국, 한국 기업이익 성장률 경로: 한국은 내년 '제로(0)' 성장?



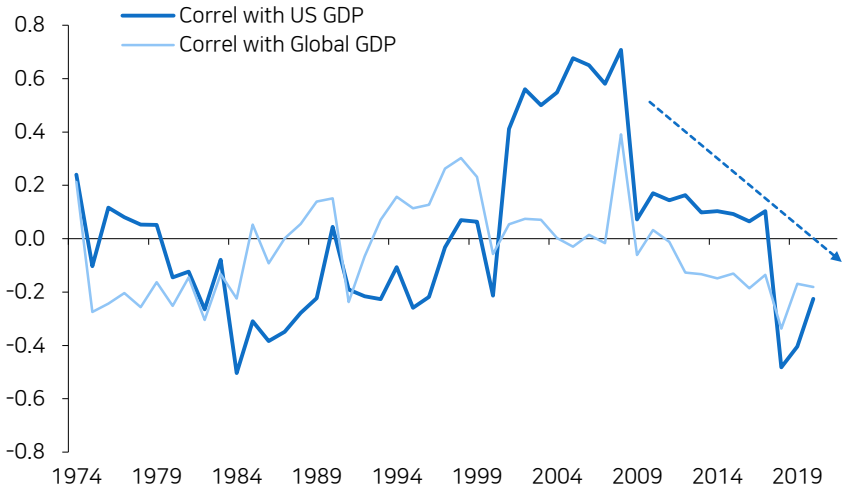
자료: Bloomberg, Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

성장률 둔화 ≠주가 정점(Peak Out)

불균형 시대의 생존게임

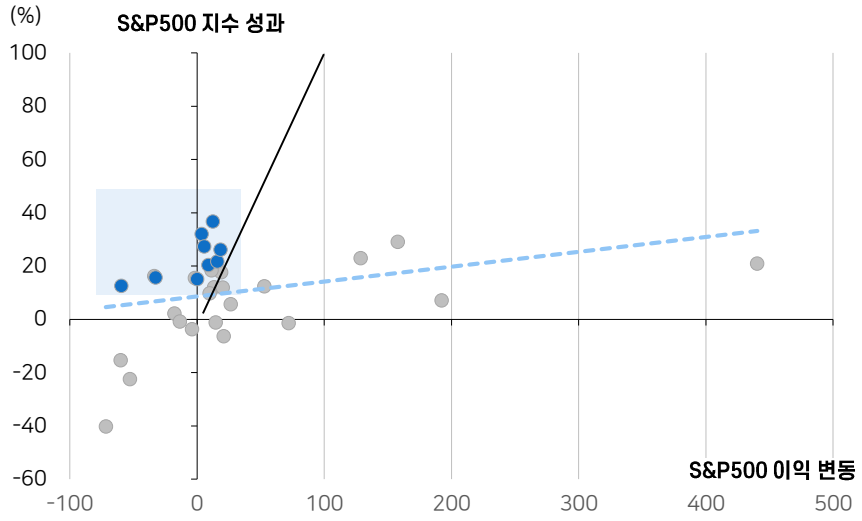
- 성장률이 핵심이라면 저성장 기조 속 장기 주가 상승을 설명할 수 없어
- 순환적(경기) 변수와 구조적(산업의 변화) 변수간의 차이가 현재 미국의 장기 강세장을 설명
- 1) 경제성장률과 주가의 연동성은 약화되고, 2) 기업이익 저성장 시기에도 주가는 상승

S&P500 성과와 경제성장률과의 상관관계 : 금융위기 이후 급격히 약화



주: 1965년 이후 10yr Rolling Correl.
자료: World Bank, 메리츠증권 리서치센터

S&P500과 기업이익 성장률: 낮은 기업이익 성장률이 주가에 부정적이지 않아



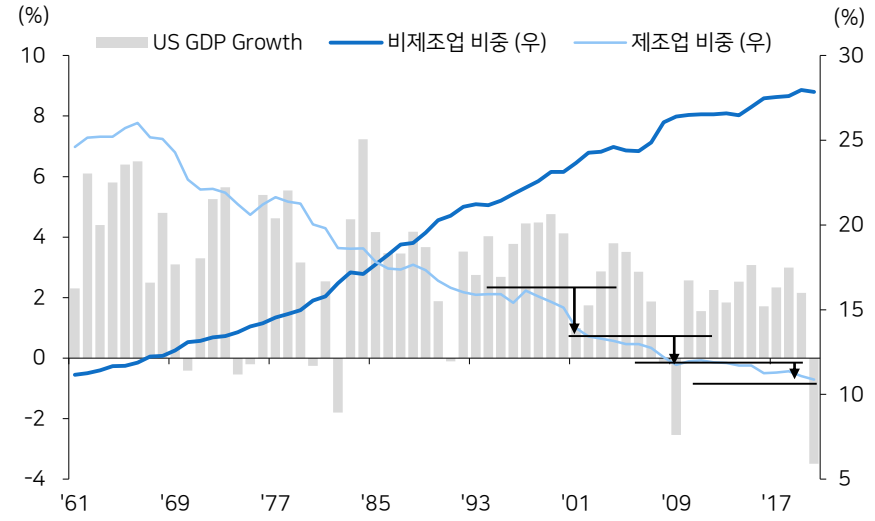
자료: World Bank, Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

경기변수의 주식시장 설명력은 더욱 약화

Growth without Growth

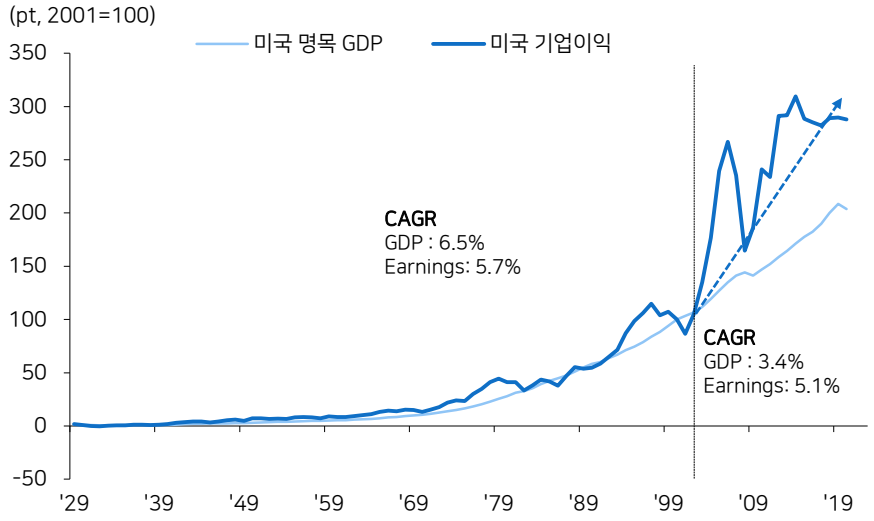
- COVID19 이후 미국 제조업의 GDP 내 비중은 더욱 줄어들 가능성 높아
  - 2020년 기준 GDP 내 제조업 비중은 10.8%, 비제조업은 27.8%
- 미국 제조업 경기로 국내 시장을 설명할 수 있을지 의문인 이유
  → 오히려 비제조업(ex. IT S/W)에서 파생된 연결고리를 찾는 것이 효과적일 것

미국 GDP 성장률과 제조업, 비제조업 비중: 비제조업이 제조업의 3배 육박



자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

경제 성장률은 둔화되는데 기업이익은 성장세 유지. 이유는?



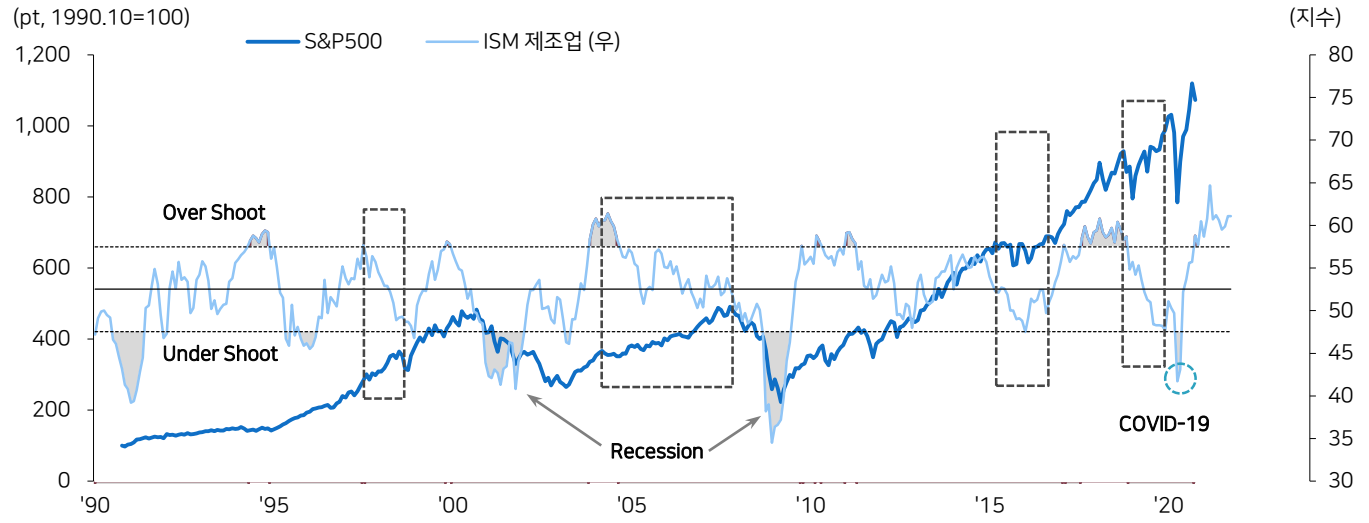
자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

제조업 지표와 엇박자가 많아지는 이유이기도

Growth without Growth

- 경기침체기가 아니라면 제조업 경기지표의 단기 방향성은 시장의 선행지표 역할을 하기 어려워
- 최근 ISM 제조업지수와 미국 주식시장과의 엇박자가 많은 이유는 주식시장의 구조변화를 반영하지 못하고 있기 때문

미국 ISM 제조업지수와 S&P500: 경기침체기를 제외하면 제조업 지표와의 엇박자가 많아지고 있는 추세



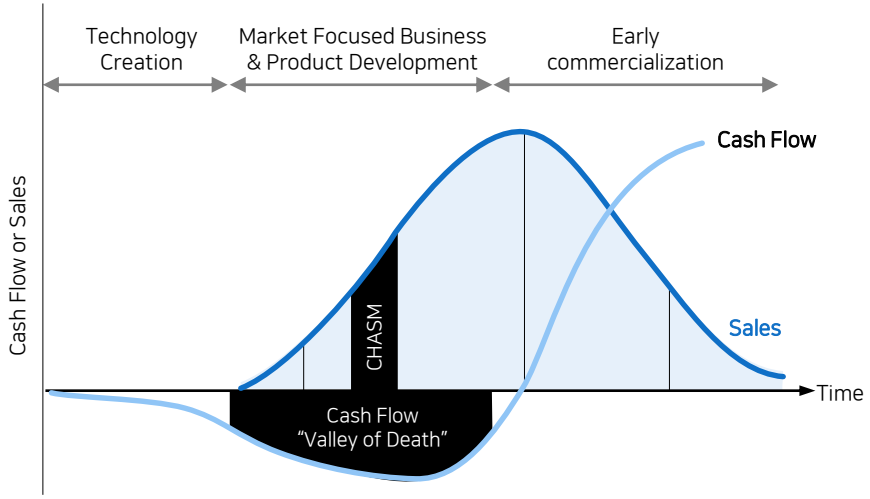
자료: ISM, Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

본질에 집중할 때: 기술 전환기 속 생존게임은 시작 중

불균형 시대의 생존게임

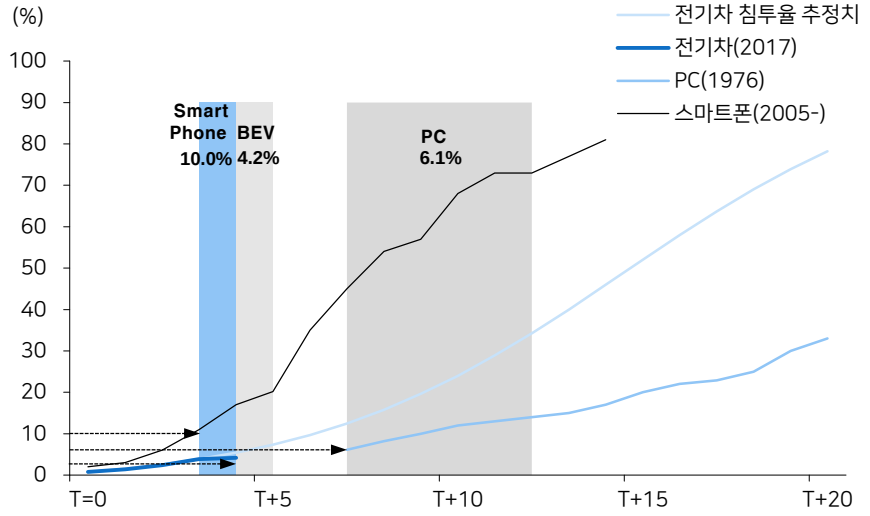
- 이미 기술 전환의 중심에 있는 '전기차(EV)' 시장은 생존게임에 진입 중
- 성장 산업은 대중화의 변곡점(Chasm)을 통과 하기 전 경쟁으로 인한 도태 현상(Shake Out)이 발생
- PC, 스마트폰의 경우 각각 침투율 6% 10% 국면에서 Shake Out이 시작됐음을 감안하면 5% 수준에 있는 전기차 시장은 그 영향권에 접어들고 있을 가능성

성장 산업 패턴: 변곡점(Chasm) 전후 기업 도태 현상(Shakeout) 발생



자료: Rogers, Klepper & Miller (1995), 메리츠증권 리서치센터

PC, 스마트폰 침투율과 Shakeout 시기: 전기차는 현재 진행형



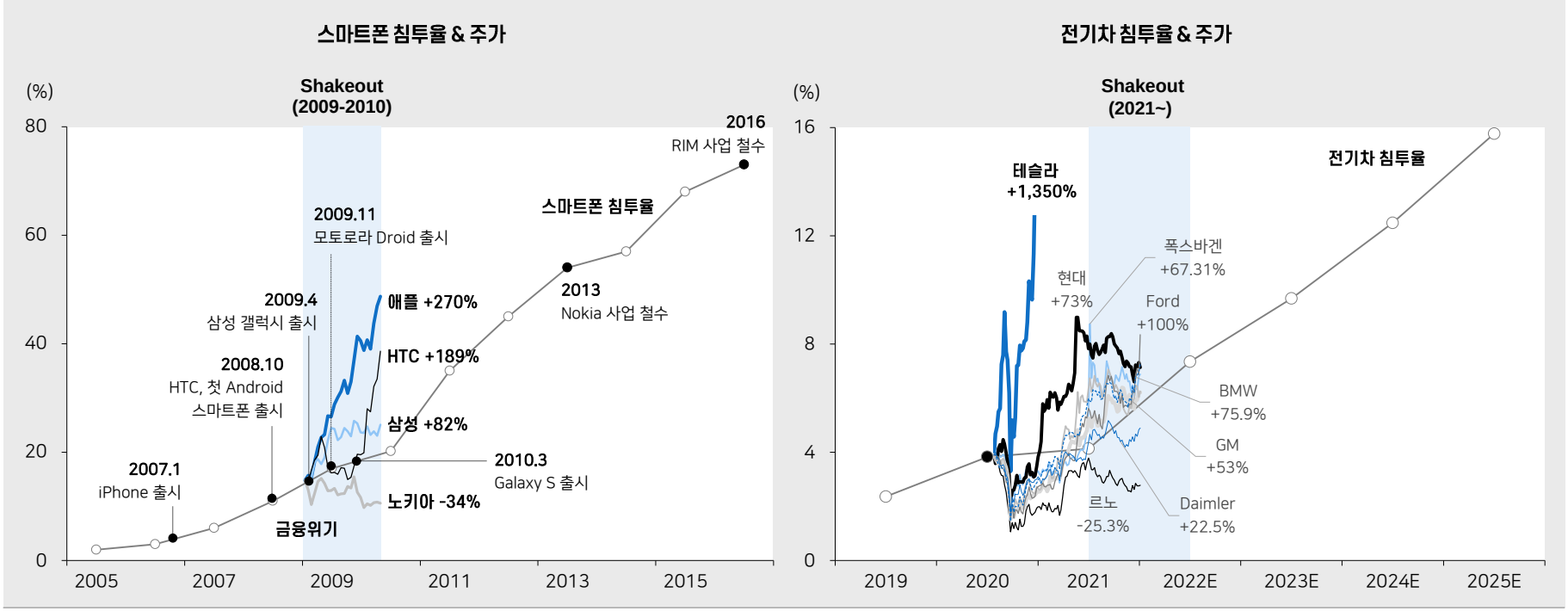
주: 전기차 침투율 추정치는 Bass model 활용. 관련 내용은 2021 전망 시리즈1 [승, 承] 참고
자료: Energy gov, Comin and Hobjin(2004), 메리츠증권 리서치센터

생존게임 본격화. 한국은 살아남을까?

불균형 시대의 생존게임

- 기술 시장의 격변은 스마트폰 시장의 생존게임을 연상케 해. 금융위기 이후 애플과 삼성의 양강 체제로 전환
- 현재 EV 시장도 격변 중. 이들 기업의 주가는 작년 동반 급등세와는 다른 행보. 주가 차별화가 심화. 이미 생존게임이 본격화되고 있음을 시사

스마트폰은 노키아의 몰락 속 애플과 삼성으로 재편. 전기차는 테슬라 독주. 후발주자는 경쟁 중



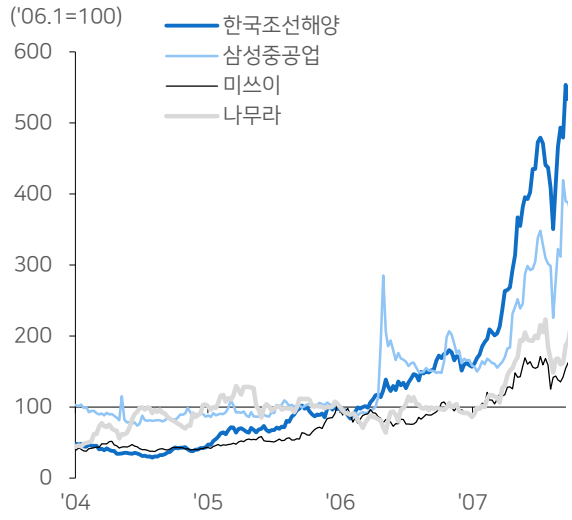
주: 대표기업 주가의 경우, Shakeout 기간 중의 주가 변화만을 표현.
자료: IDC, Comin Hobjin(2004) and others, CRSP, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Dynamic Korea! 거칠게 성장해 왔다

불균형 시대의 생존게임

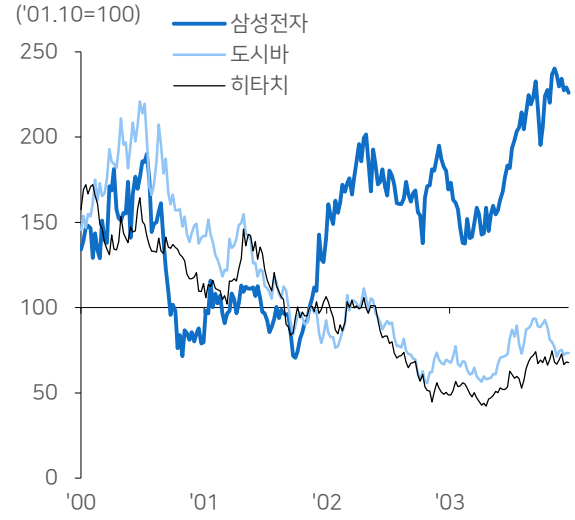
- 한국의 대표 산업은 경쟁(생존게임)의 역사. 기술 표준의 리더는 아니었지만 Second Leader의 역할을 꾸준히 해왔기 때문
- 조선업과 반도체는 생존경쟁 이후 승자로 자리매김. 지금의 2차전지 산업의 선전 역시 유사한 결과물

조선: '06년 이후 일본 경쟁업체 대비 차별적 선전



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

반도체: 치킨게임의 연속 그리고 기득권



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

2차전지: 과점화된 시장의 성과를 누리는 중

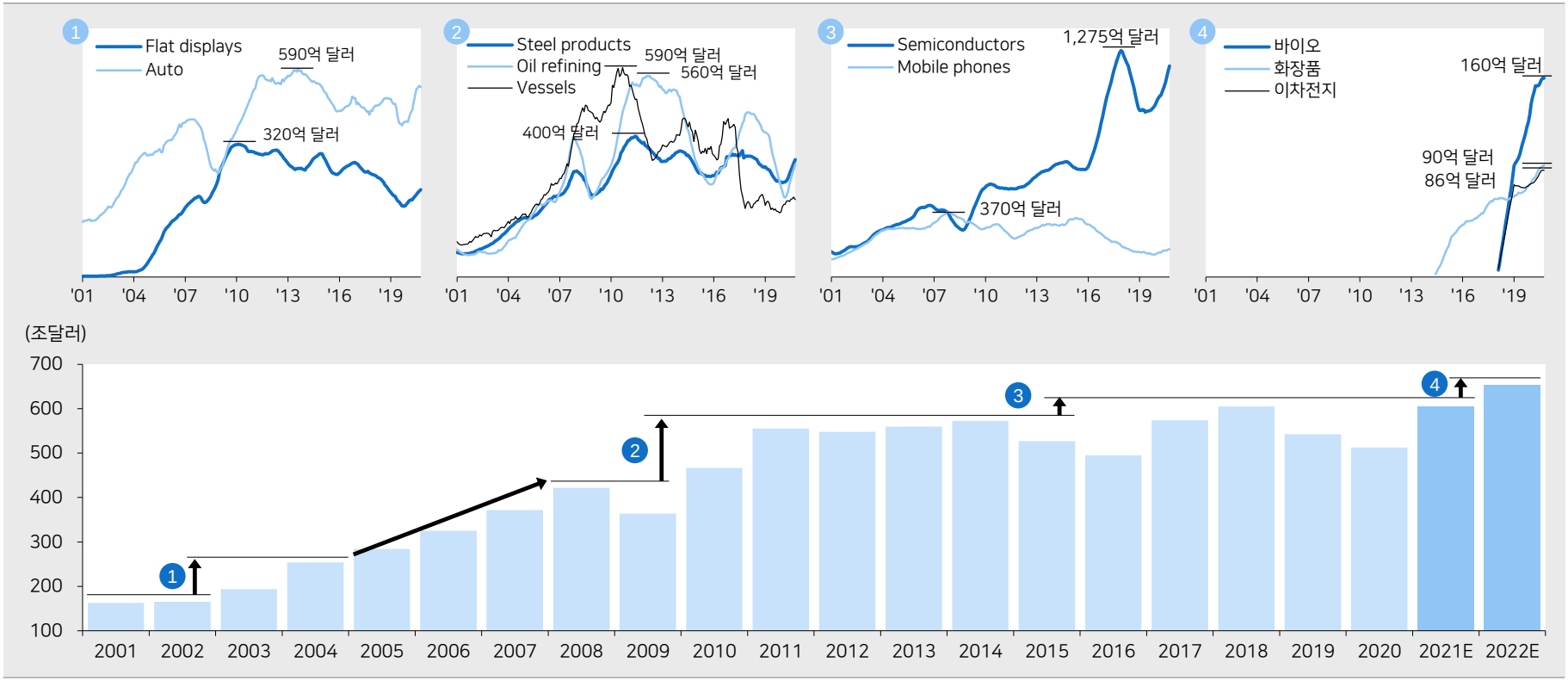
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Dynamic KOSPI! 레벨 업의 역사는 그 결과물

불균형 시대의 생존게임

▪ 한국 수출의 레벨 업은 특정한 산업이 아닌 시대별 '승자'가 만든 결과물. KOSPI의 레벨 업의 이유이기도

한국 수출 20년 역사: 수출의 레벨 업은 항상 새로운 산업의 성장이 발생하며 진행 중. 디스플레이(2004) → 조선 (2007) → 반도체 (2018) → 2차전지 (2022) ?



자료: 산업통상자원부, Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

Part I

Growth without Growth

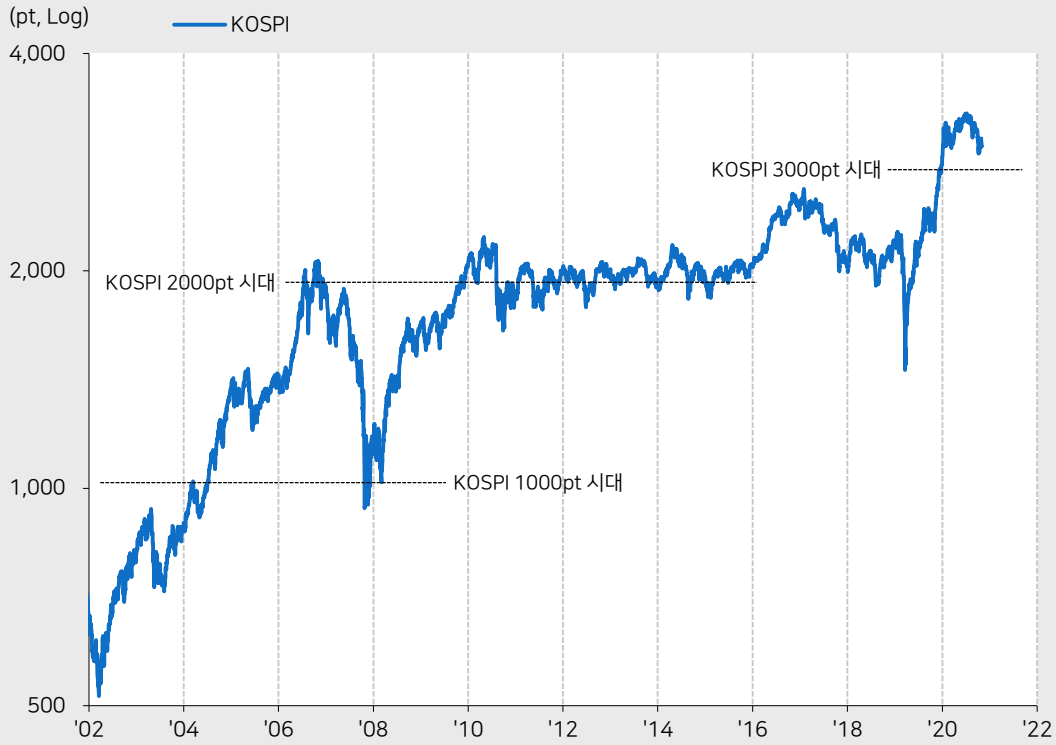
feat. #1 편먹기 게임: 공급망

내년에도 인플레이션, 쇼티지가 '핵심'일까?

Growth without Growth

- 시장의 이슈는 매년 달라짐
  - 올해의 고민인 인플레이션, 쇼티지는 변수 리스트에서 제외하는 것이 확률 높은 선택일 것

2003년 이후 연도별 KOSPI 키워드와 주도주: 같은 이슈가 수년간 반복된 적이 없었다. 올해의 인플레이션, 쇼티지 이슈가 내년에도 반복될까?



연도	키워드	주도주	KOSPI (%)
2003	China Play	해운 / 소재	29.2
2004	약달러	정유주	10.5
2005	펀드대중화(저축에서 투자로)	금융주	54.0
2006	외국인 대량 매도	철강주	4.0
2007	2000pt 시대	조선주/태양광	32.3
2008	서브프라임		-40.7
2009	유동성	자동차	49.7
2010	차화정 (Shortage)	화학, 정유	21.9
2011	유럽재정위기 + 미국 신용등급강등		-10.9
2012	QE3(무제한 양적완화)		9.4
2013	뱅카드+ 버냉키쇼크		0.7
2014	유동성 축소 (통화정책 불확실성)		-4.8
2015	합리적 소비(소비재)	화장품	2.4
2016	바이오산업 License Out Trend	바이오	3.3
2017	반도체 슈퍼 사이클	반도체	21.8
2018	트럼프 + 미 · 중 무역분쟁	대북관련주(?)	-17.3
2019	반도체 공급과잉		7.7
2020	COVID - 19	플랫폼	30.8
2021	숏티지, 인플레	2차전지, 컨텐츠	4.9
2022	?		

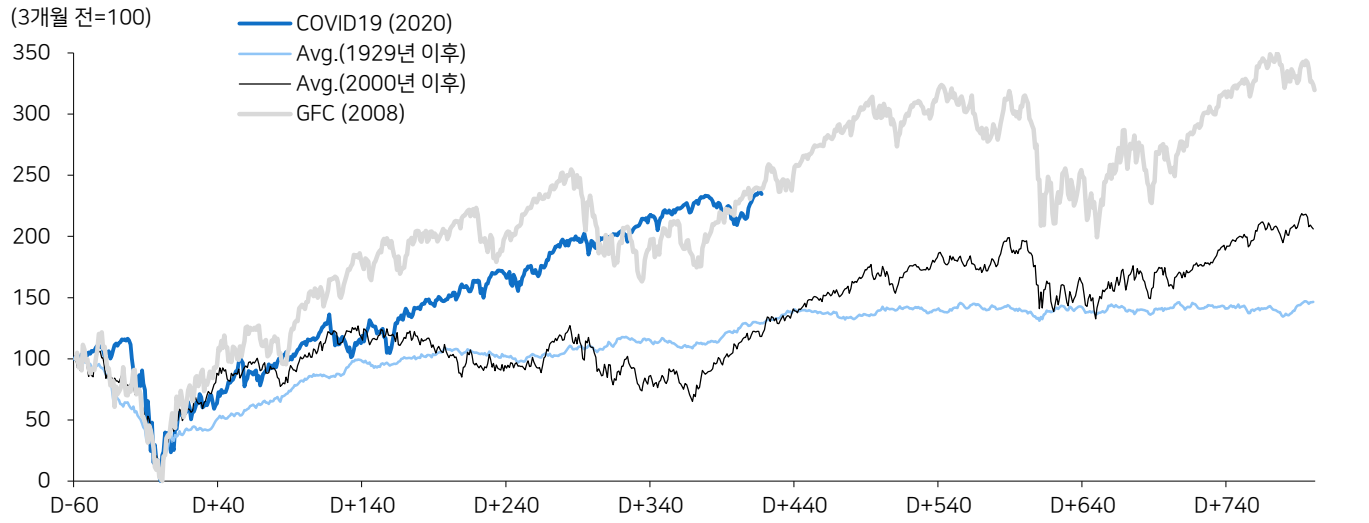
자료: Fnguide, 언론종합, 메리츠증권 리서치센터

진짜 악재라면 미국은 왜 강세장이 지속되고 있나

Growth without Growth

- 금리 급등, 인플레이션, 쇼티지, 테이퍼링, 부채한도 등 다양한 변수가 등장했지만 결국 미국시장은 강세장 지속. 무엇을 의미하는가?
- 이들 변수 모두 추세 변수가 아니라는 것. 현재의 미국 주가 복원(상승) 속도는 역사적 평균 수준을 상회 중
- 주가 상승 속도만 놓고 보면 금융위기 이후 회복경로와 유사. 현재의 주가상승이 유독 가파르다고 하기 어려운 이유임

고점대비 20% 급락 이후 S&P500 복원률 추이 : 현재는 평균보다 빠르고 금융위기 이후 회복 동선과 유사



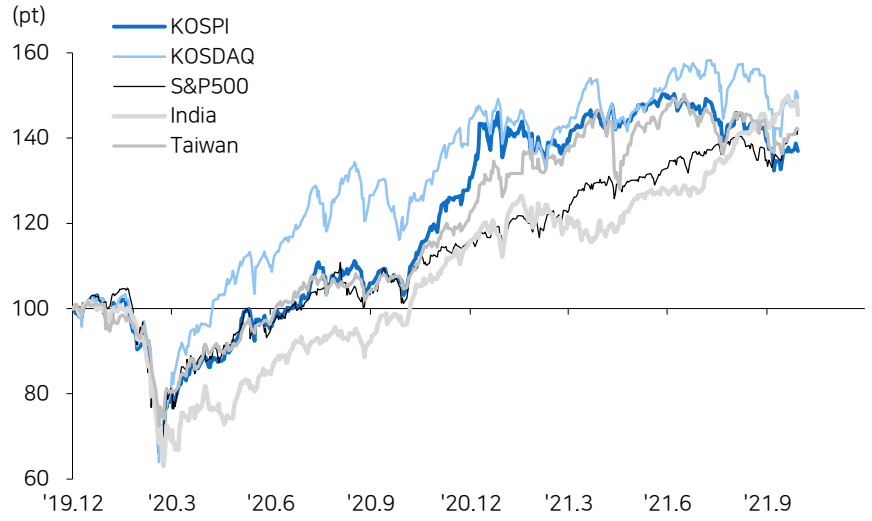
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

우리는 소외되었을까?

Growth without Growth

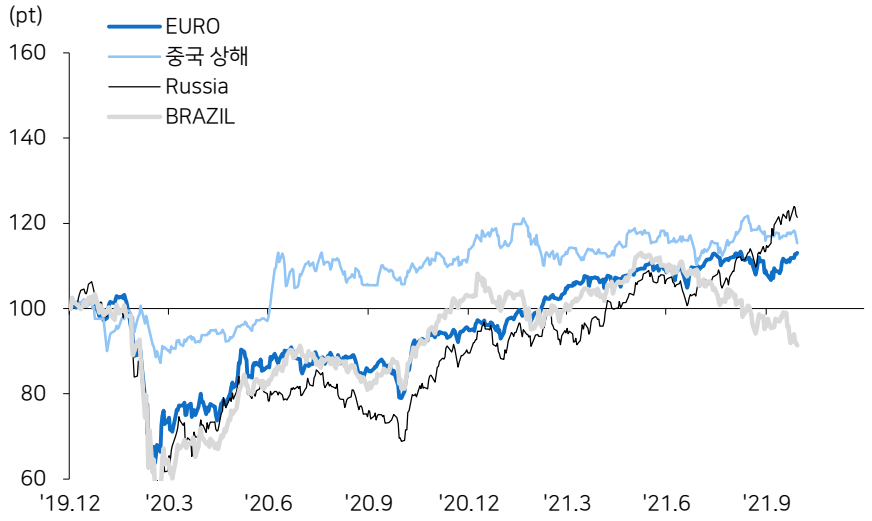
- 올해 한국은 주요국 대비 부진. 하지만 작년 이후로 보면 미국과 유사한 성과
- 특이점은 한국, 미국, 대만, 인도 모두 2년 누적성과는 유사하다는 것. 이들의 공통점은 미국 공급망 국가임
- 반면 올해 중국은 가장 성과가 부진. 하지만 유럽, 러시아, 브라질과 2년 누적성과는 유사
  → 이들은 중국 공급망 국가라는 공통분모가 존재
- 글로벌 주식시장을 보는 또 다른 관점은 신경제군(미국 공급망) 국가와 구경제군(중국 공급망) 국가로 성과가 나뉘고 있다는 것. 로테이션이 일단락 됐다면 지금은 수렴 이후의 모습을 상상할 때

신경제(미국 공급망) 국가 : 2년 누적 수익률 40% 전후로 수렴



주: 2019.12.31 = 100 기준
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

구경제(중국 공급망) 국가: 2년 누적 수익률 20% 전후로 수렴



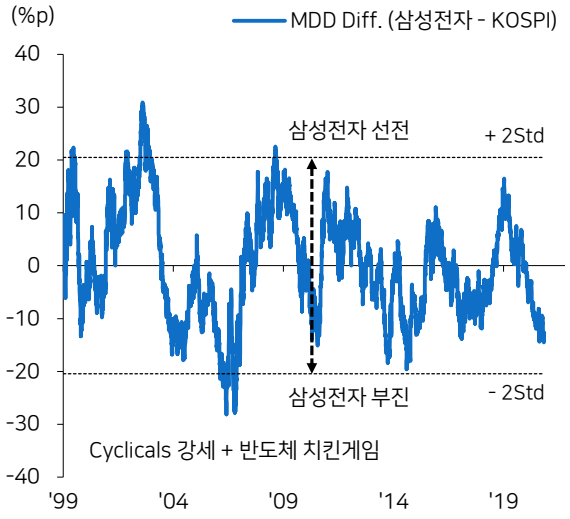
주: 2019.12.31 = 100 기준
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

한국은 내부의 '지형변화'가 가속화

Growth without Growth

- 한국은 시장 내부의 변화가 가장 큰 특징. 반도체 기업 부진에도 플랫폼, 2차전지, CMO, 엔터 기업들이 선전
- KOSPI가 반도체 대표기업의 부진에도 3,000선 전후를 유지할 수 있었던 이유는 이들 대표기업의 선전 덕분. 삼성전자의 시가총액 비중에 육박
- 코스닥은 기존 '제약·바이오' 중심의 시장이 아닌 2차전지, 엔터 기업 중심으로 시가총액 상위 기업이 재편 중

삼성전자 부진 강도는 '99년 이후 역대 3번째 수준



주: MDD(Maximum Draw Down)은 고점대비 최대 낙폭
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

KOSPI 내 시가총액 비중 추이: 신경제 기업의 선전

주: 플랫폼(NAVER, 카카오, 카카오뱅크, 카카오페이), 2차전지(LG화학, 삼성SDI), CMO(삼성바이오로직스), 엔터(크래프톤, 하이브)
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

코스닥 시가총액 상위 주요 종목 성과

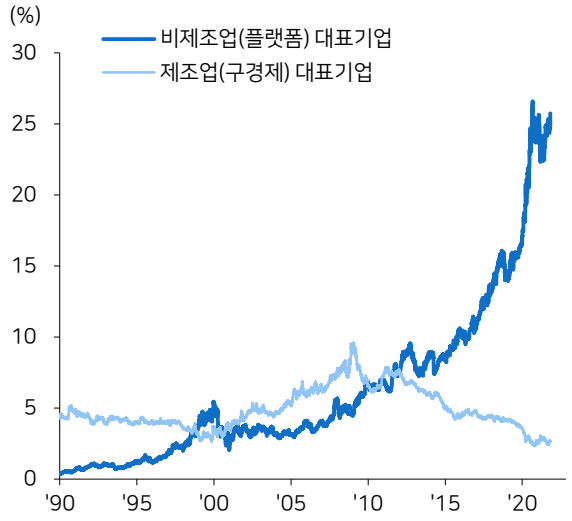
주: 2021.5.30 = 100 기준
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

산업의 변화 = 공급망의 변화

Growth without Growth

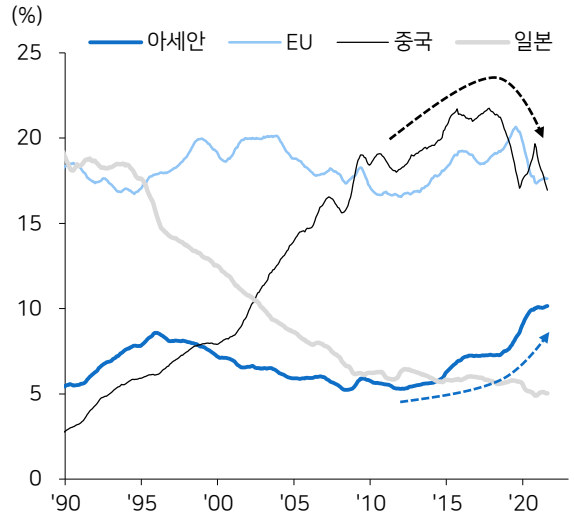
- 주식시장에서는 신경제 기업에 대한 쏠림이 걱정일 수 있지만 주목할 점은 산업구조(공급망)의 변화가 빨라지고 있다는 것
- 2010년 이후 미국의 국가별 수입 비중변화는 '탈중국 속 아세안 비중 확대'로 요약할 수 있음. 신경제 산업 성장에 더해 아세안 공급망 확충 의지로 풀이(아세안 수입 비중 2010년말 5.6%, 2021년 현재 10.2%)
- 아세안 공급망과 더불어 한국, 대만으로부터의 수입비중도 확대 중

S&P500 내 시가총액 비중 변화: 구경제 vs.신경제



주: 비제조업 대표기업은 애플, 마이크로소프트, 아마존, 테슬라, 알파벳, 엔비디아. 제조업 대표기업은 엑손모빌, 쉐브론, 허니웰, 캐터필라, 코노코필립스, 록히드마틴, GM
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미국 국가별 수입 비중: 탈중국 속 아세안 비중 확대



주: 12개월 Rolling avg.
자료: 메리츠증권 리서치센터

미국 국가별 수입 비중: 한국, 대만도 증가세로 전환

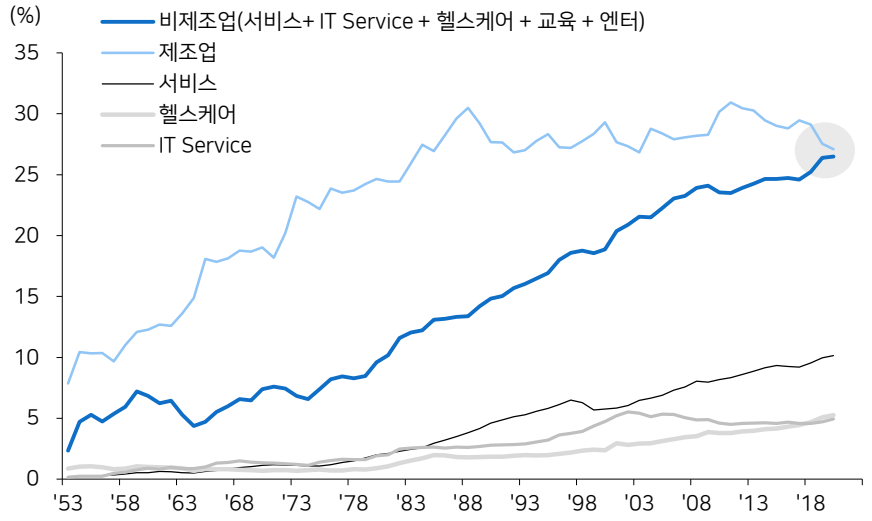
주: 12개월 Rolling avg.
자료: 메리츠증권 리서치센터

한국도 체질 변화 중

Growth without Growth

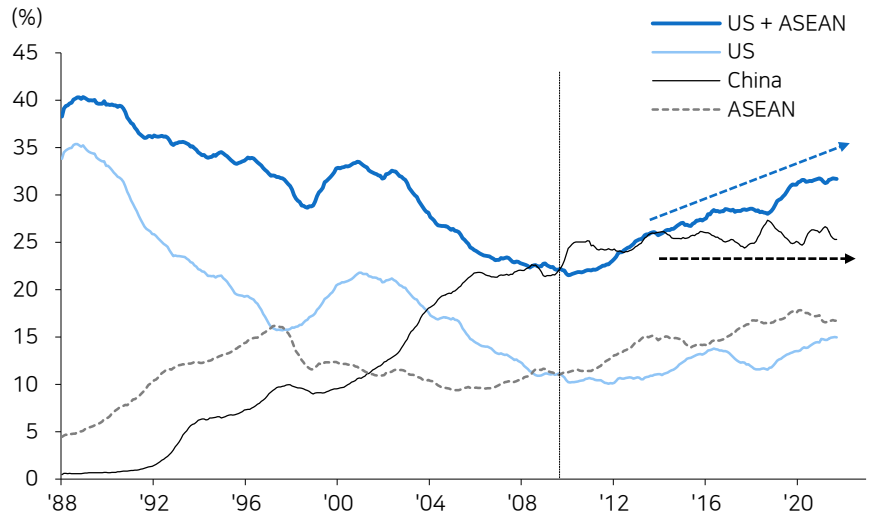
- 한국 GDP 내 제조업(27.1%)과 비제조업(26.5%) 비중도 역전 임박(2020년 기준)
- 그 과정에서 중국 수출비중은 정체되고 미국 + 아세안 수출 비중이 확대되고 있는 것이 특징
- 산업구조의 변화와 미국의 공급망 변화가 함께 맞물린 결과

한국 GDP 내 제조업과 비제조업 비중 추이: 비제조업의 제조업 비중 역전 임박



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

한국 국가별 수출 비중: 2010년 이후 중국향은 정체, 미국 + 아세안 비중 확대



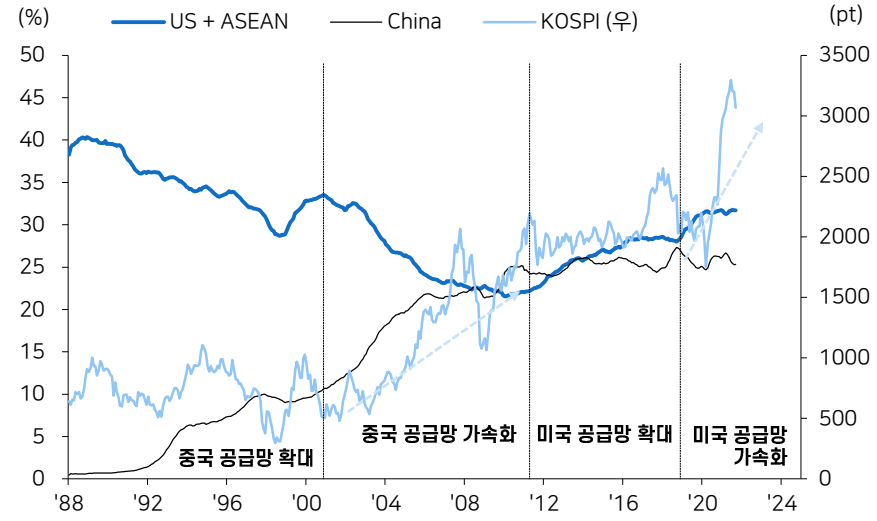
자료: 산업통상자원부, 한국무역협회, 메리츠증권 리서치센터

산업 & 공급망의 변화 = 주식시장의 변곡점

Growth without Growth

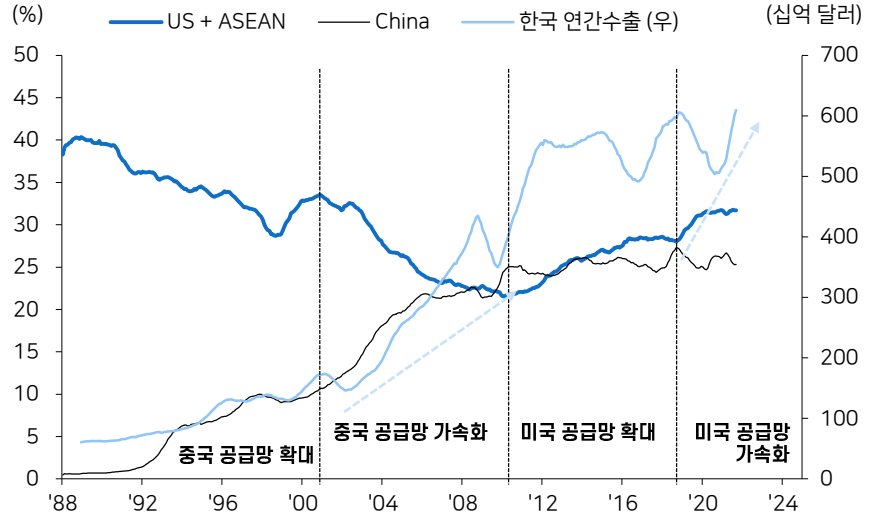
- 산업 & 공급망의 변화는 수출(기업실적) 및 주식시장의 레벨 업으로 이어져왔음
- 2000년대 미국에서 중국으로의 공급망 변화 가속화 시기와, 2010년 이후 중국에서 미국 중심으로의 공급망 변화는 주식시장의 변곡점으로 작용
- 1980~2000년대가 중국 공급망 확대기라면 2000년대는 가속화기
  - 국내 주식시장의 수출 팽창과 더불어 KOSPI의 레벨 업이 진행(코스피 1,000pt 시대)
  - 2010년 이후 국내 수출의 레벨 업은 미국 공급망 확대의 결과 주식시장도 한 단계 레벨 업 (코스피 2,000pt 시대)

KOSPI 와 미국(+아세안) 및 중국 수출 비중 변화: 공급망 변화 → 시장 레벨 업



자료: 산업통상자원부, 한국무역협회, 메리츠증권 리서치센터

한국 수출과 미국(+아세안) 및 중국 비중 변화: 공급망 변화 → 수출 레벨 업



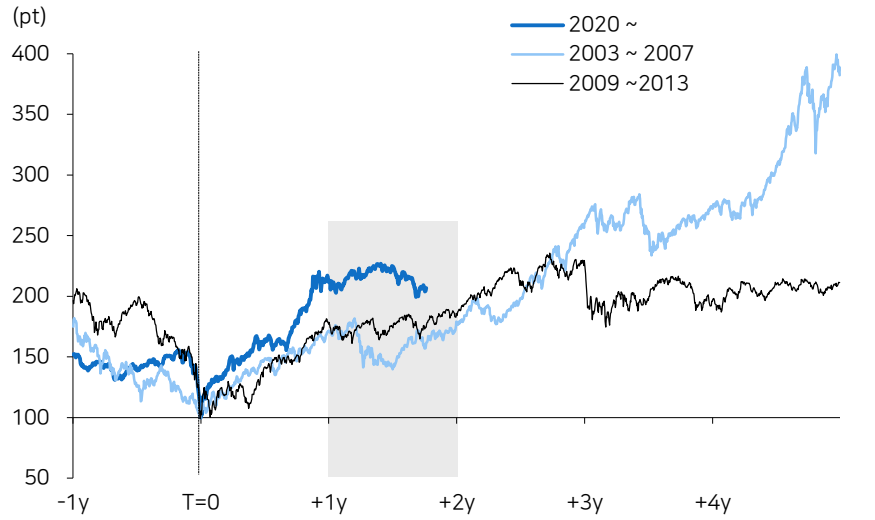
자료: 산업통상자원부, 한국무역협회, 메리츠증권 리서치센터

3번의 변곡점, 3번의 레벨업 그리고 3년 차

Growth without Growth

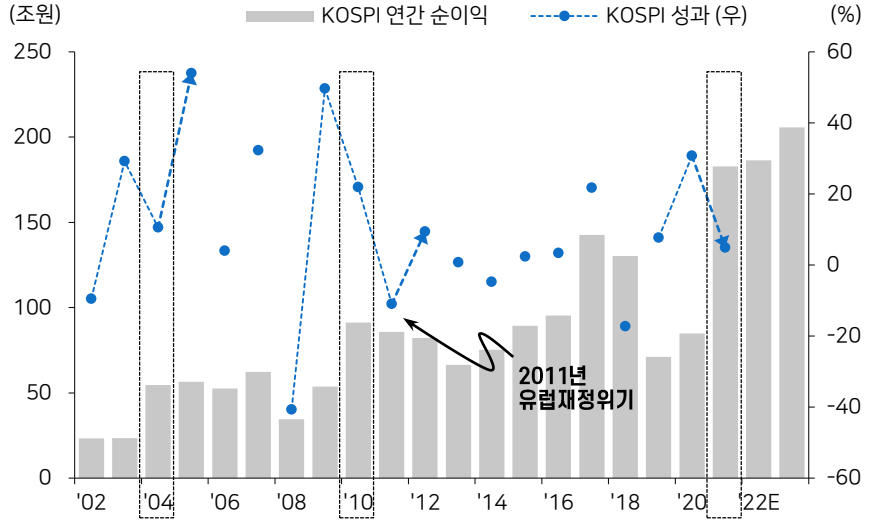
- KOSPI는 3번의 변곡점이 존재. 2003년(카드사태 직후), 2009년(금융위기 직후), 2020년(COVID-19)임
- 2003년과 2009년은 혹독한 구조조정 이후의 시기였다면 2020년은 전례 없는 질병에 따른 충격 발생시기 동 시기 이후 시장은 레벨업이 시작되었다는 공통점이 있음
- 흥미로운 점은 레벨 업의 패턴임. 주가 레벨 업 1년 차는 V자 반등, 2년 차 횡보, 3년 차 재도약 수순. 이는 실적 레벨업에 대한 선반영(1년 차), 의구심(2년 차), 확신(3년 차)으로도 해석됨
- 지금은 주가 레벨업 2년 차가 진행 중으로 실적 레벨 업 확인 시 주가 재도약 가능성

KOSPI 레벨 업 패턴 : 1년 차 V자 반등, 2년 차 횡보, 3년 차 재도약



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

KOSPI & 기업실적 레벨 업: 실적 레벨 업 재확인(3년 차) 시 주가 상승



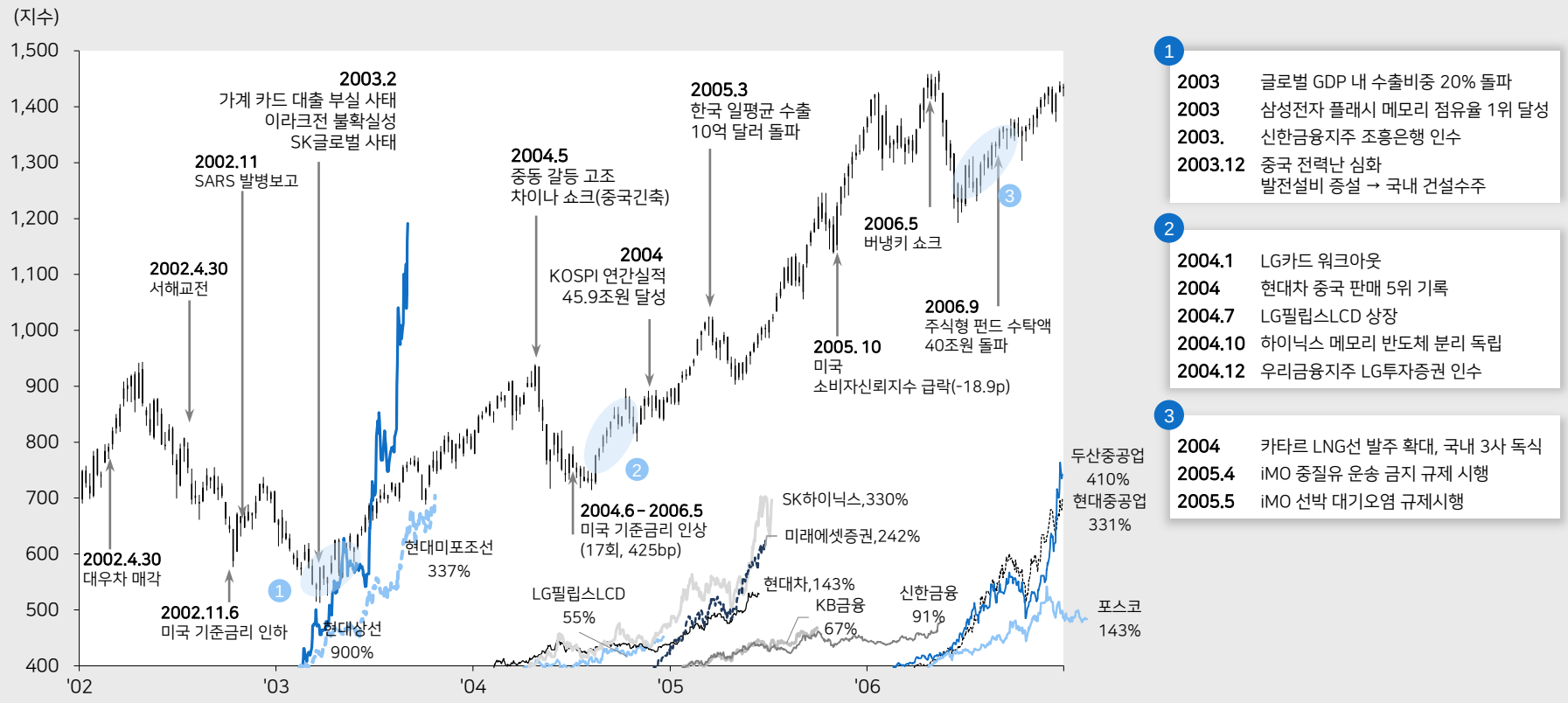
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그 시절 어떤 일이? KOSPI 레벨업 1차 시기(2003~2007)

Growth without Growth

▪ 중국 공급망 기업(운송, 조선 등)의 탄생 그리고 펀드 대중화. KOSPI 연간 순이익 50조원대 안착

KOSPI 레벨 업의 역사와 주도주: 2003년 카드사태 충격 이후 레벨업 시작 (KOSPI 1,000pt 시대 개막)



1

2003	글로벌 GDP 내 수출비중 20% 돌파
2003	삼성전자 플래시 메모리 점유율 1위 달성
2003.	신한금융지주 조흥은행 인수
2003.12	중국 전력난 심화 발전설비 증설 → 국내 건설수주

2

2004.1	LG카드 워크아웃
2004	현대차 중국 판매 5위 기록
2004.7	LG필립스LCD 상장
2004.10	하이닉스 메모리 반도체 분리 독립
2004.12	우리금융지주 LG투자증권 인수

3

2004	카타르 LNG선 발주 확대, 국내 3사 독식
2005.4	IMO 중질유 운송 금지 규제 시행
2005.5	IMO 선박 대기오염 규제시행

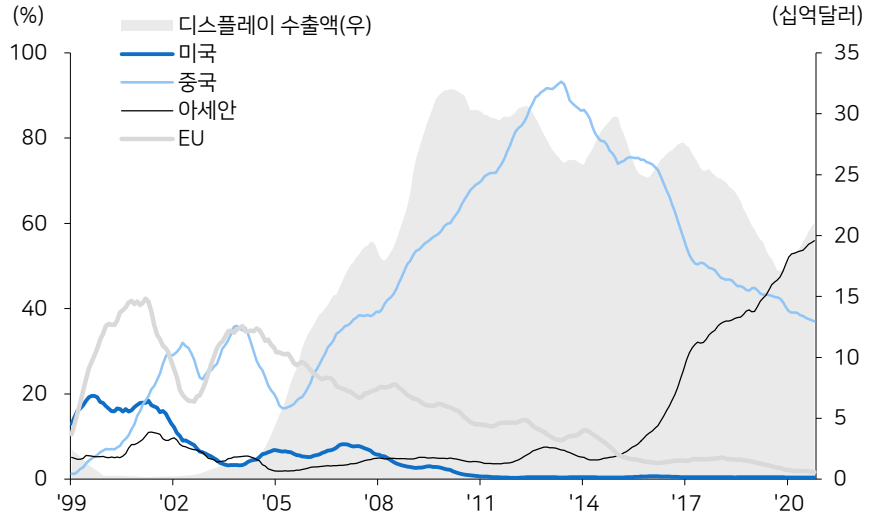
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

주도주 (2003~2007) : 디스플레이 부터 조선까지

Growth without Growth

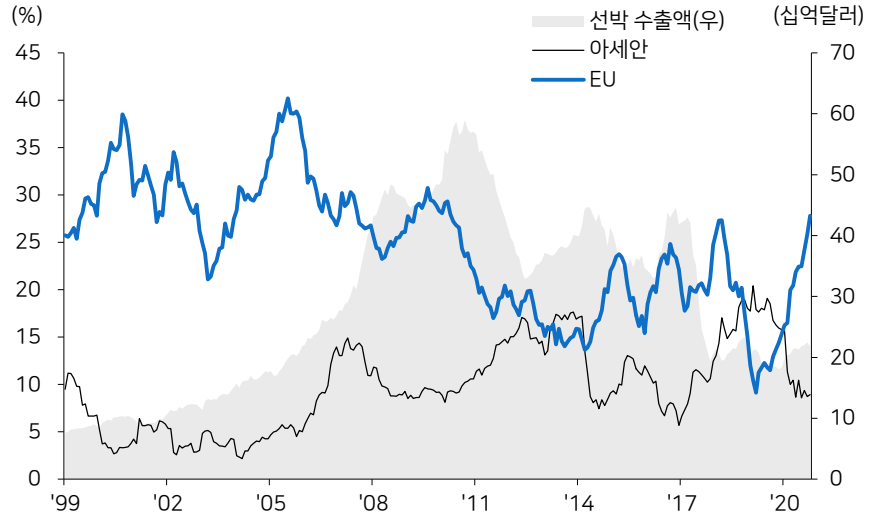
- 2004년 LG필립스LCD(현 LG디스플레이)를 시작으로 새로운 산업에 대한 기대감 투영
- 2005년 이후 금융주(ex. 미래에셋증권)를 비롯, 반도체, 자동차 등 전방 산업 볼륨 성장이 주가 레벨 업 주도
- 운송(해운, 조선)은 2003년 해운주(ex. 현대상선) 급등 이후,
  2006년 이후 조선주(배경: 조선업 슈퍼 사이클)로 주가 급등세 확산

디스플레이 지역별 수출 비중 변화: 2005년 이후 중국 수출 비중 급증



자료: 한국무역협회, 메리츠증권 리서치센터

조선(선박)업 지역별 수출 비중 변화: 2006년 이후 수출 가속화



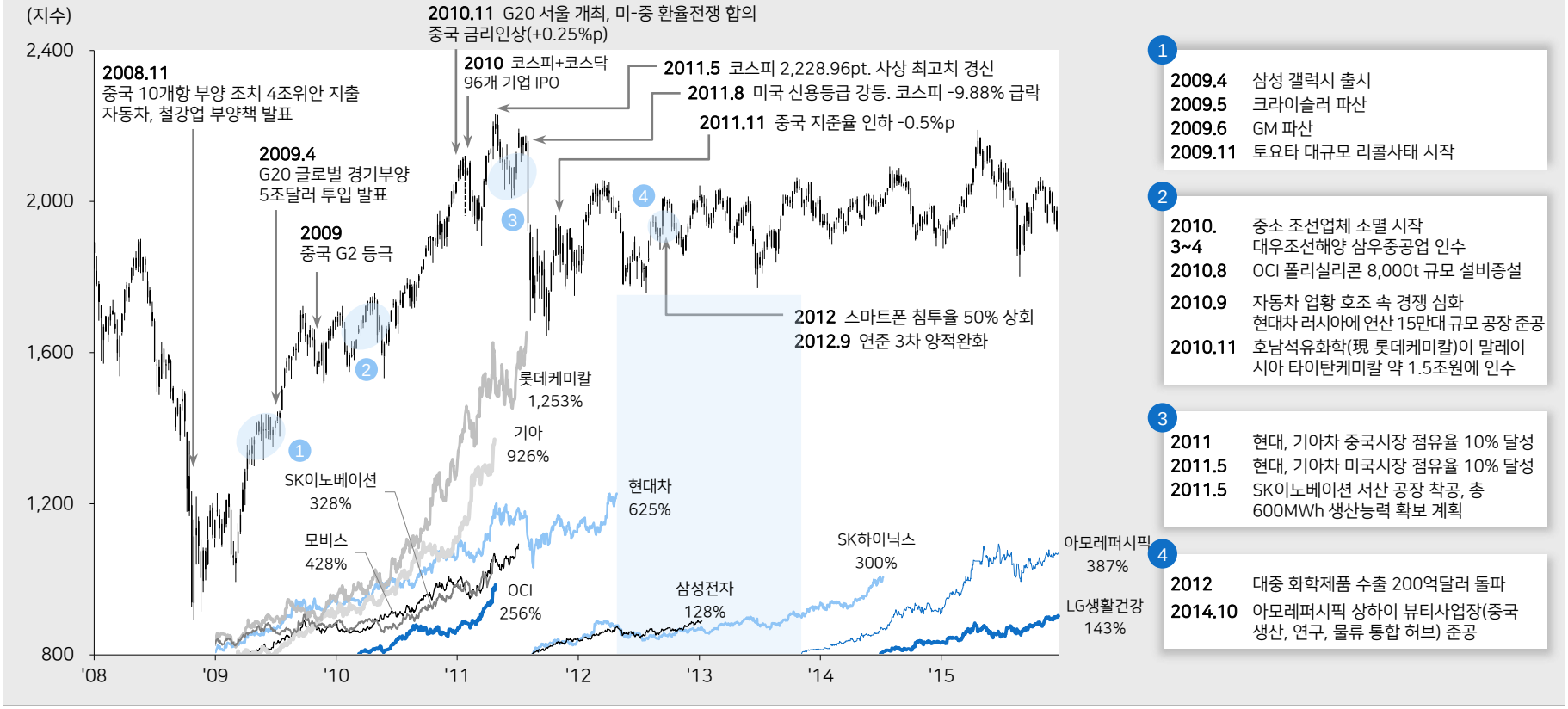
자료: 한국무역협회, 메리츠증권 리서치센터

그 시절 어떤 일이? KOSPI 레벨업 2차 시기(2008~2015) – (1)

Growth without Growth

▪ 금융위기 이후 중국 경기부양책, 동일본대지진 반사이익. KOSPI 연간 순이익 80조원대로 레벨 업

KOSPI 레벨 업의 역사와 주도주: 금융위기 이후 레벨업 시작 (KOSPI 2,000pt 시대 개막)



1

2009.4	삼성 갤럭시 출시
2009.5	크라이슬러 파산
2009.6	GM 파산
2009.11	토요타 대규모 리콜사태 시작

2

2010. 3~4	중소 조선업체 소멸 시작 대우조선해양 삼우중공업 인수
2010.8	OCI 폴리실리콘 8,000t 규모 설비증설
2010.9	자동차 업황 호조 속 경쟁 심화 현대차 러시아에 연산 15만대 규모 공장 준공
2010.11	호남석유화학(現 롯데케미칼)이 말레이시아 타이탄케미칼 약 1.5조원에 인수

3

2011	현대, 기아차 중국시장 점유율 10% 달성
2011.5	현대, 기아차 미국시장 점유율 10% 달성
2011.5	SK이노베이션 서산 공장 착공, 총 600MWh 생산능력 확보 계획

4

2012	대중 화학제품 수출 200억달러 돌파
2014.10	아모레퍼시픽 상하이 뷰티사업장(중국 생산, 연구, 물류 통합 허브) 준공

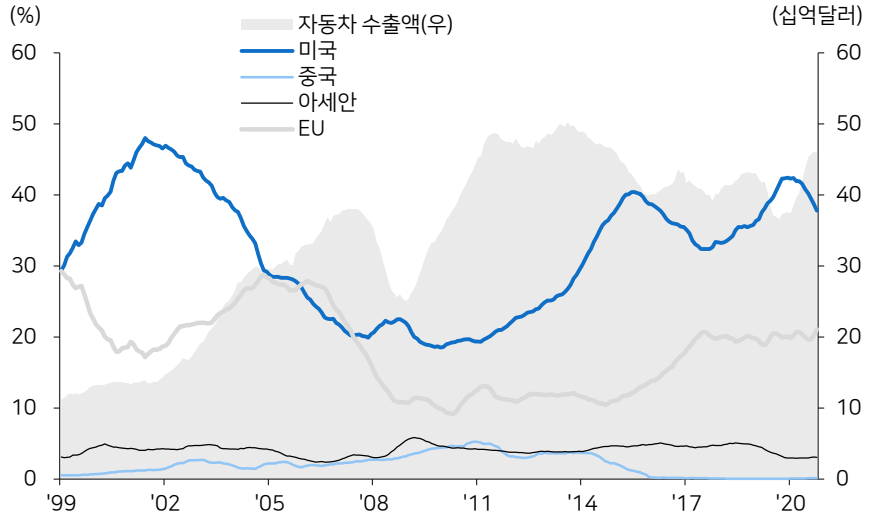
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

주도주 (2008~2015) : '차·화·정'부터 '소비재'까지

Growth without Growth

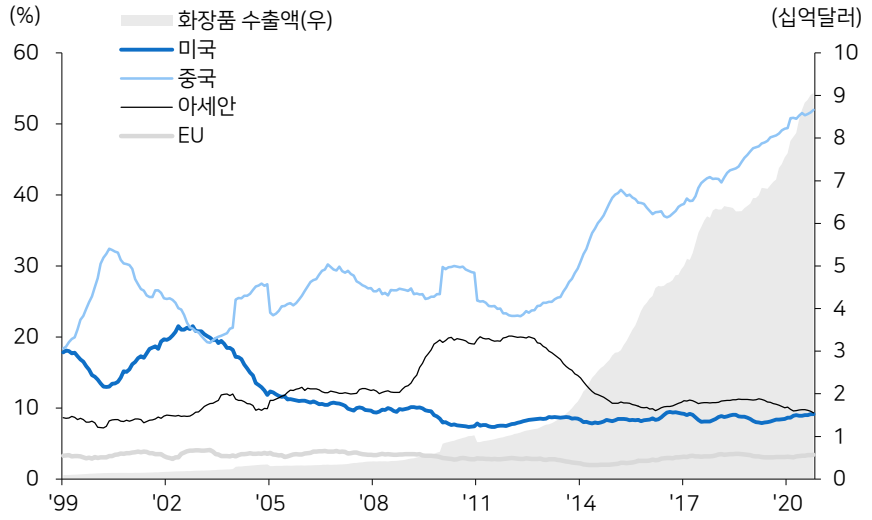
- 금융위기는 국내 기업에게 시장 점유율 확대의 계기로 작용
  - 특히 자동차는 동일본대지진 반사이익, 도요타 대규모 리콜사태가 미국 시장 점유율 상승으로 연결
- 차(자동차)·화(화학) ·정(정유)은 금융위기 이후부터 2011년까지 시장 레벨업을 주도
- 2014~2015년은 화장품 전성시대. 중국향 매출 급증으로 새로운 주도주로 탄생

자동차 지역별 수출 비중 변화: 금융위기 이후 미국 수출 비중 급증



자료: 한국무역협회, 메리츠증권 리서치센터

화장품 지역별 수출 비중 변화: 2014년 이후 중국 수출 비중 급증



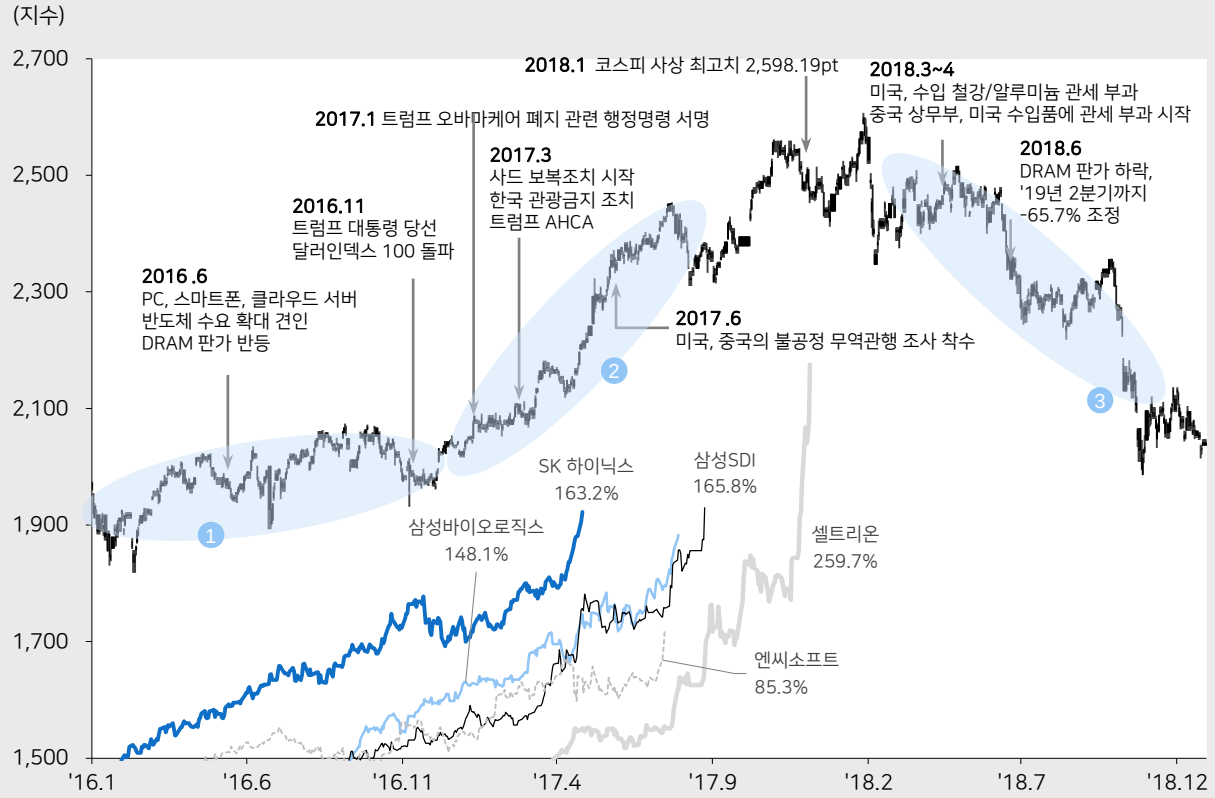
자료: 한국무역협회, 메리츠증권 리서치센터

그 시절 어떤 일이? KOSPI 레벨업 3차 시기(2016~2018) – (2)

Growth without Growth

▪ 반도체 수퍼사이클 vs. 미·중 무역분쟁. KOSPI 사상 첫 연간 실적 140조원대 돌파

KOSPI 레벨 업의 역사와 주도주: 반도체 중심의 레벨 업 시작 (KOSPI 사상 최고치 기록 2,598pt)



1

2016.1	도시바 낸드플래시 메모리 반도체 제외 매각 결정
2016.4	애플, 아이폰6 출시
2016	아마존, AWS 매출액 100억달러 돌파
2016.12	TSMC 3나노 공장 건설계획 발표
2016.12	SK하이닉스, 낸드플래시 청주 공장 신설 계획 발표

2

2017.1	마이크로소프트. 시총 5,000억달러 돌파
2017.2	삼성SDI, 미국 캘리포니아 전력 공급망 구출 프로젝트에 240MWh의 ESS 배터리 공급
2017.4	갤럭시 S7 판매량 5,200만대 돌파
2017.6	엔씨소프트 리니지M 출시
2017.8	셀트리온 분기 최대 실적 기록
2017.10	머크, 삼성바이오로직스 MOU 체결
2017.12	삼성바이오로직스 가동률 98.9% 달성

3

2018.2	셀트리온, 다국적 제약사 테바와 CMO
2018.6	삼성전자 2분기 이익 점유율 50% 하회
2018.10	삼성바이오로직스 3공장 생산 돌입. 생산 설비 기준 세계 1위 기업 달성

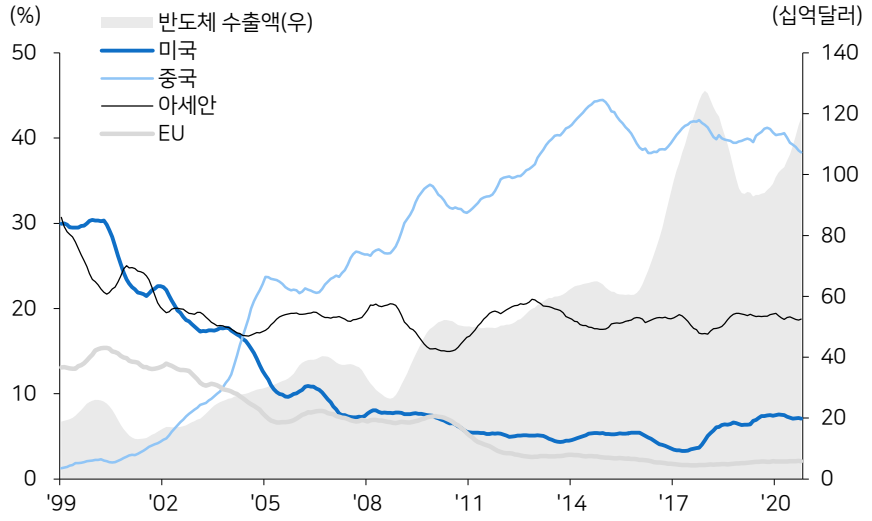
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

주도주 (2016~2018) : 반도체의 독주

Growth without Growth

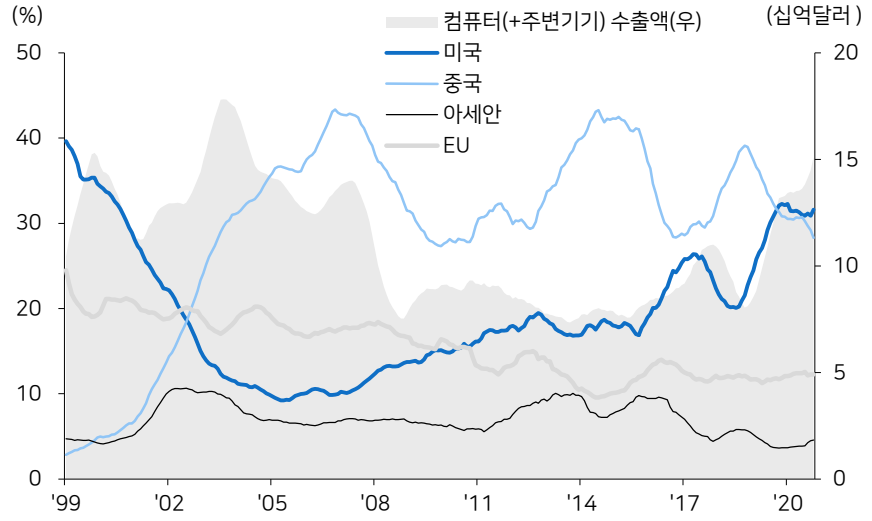
- 2016년 이후 반도체 수출액 급증(+가격 급등)이 KOSPI 실적 레벨 업을 주도
  → 2017년 KOSPI 연간 순이익은 140조원대로 급증
- 반도체 수출 공급망은 중국 비중이 높아졌으나 이는 중간재로서 중국 내 미국 Tech 기업으로 수출된 결과
- Tech 기업 수요 급증으로 컴퓨터(+주변기기) 수출도 급증(ex.SSD)
  → 2018년 이후 반도체 가격 하락이 가속화되며 반도체는 주도주에서 이탈

반도체 지역별 수출 비중 변화: 금융위기 이후 미국 수출 비중 급증



자료: 한국무역협회, 메리츠증권 리서치센터

컴퓨터(+주변기기) 지역별 수출 비중 변화: 금융위기 이후 미국 수출 비중 급증



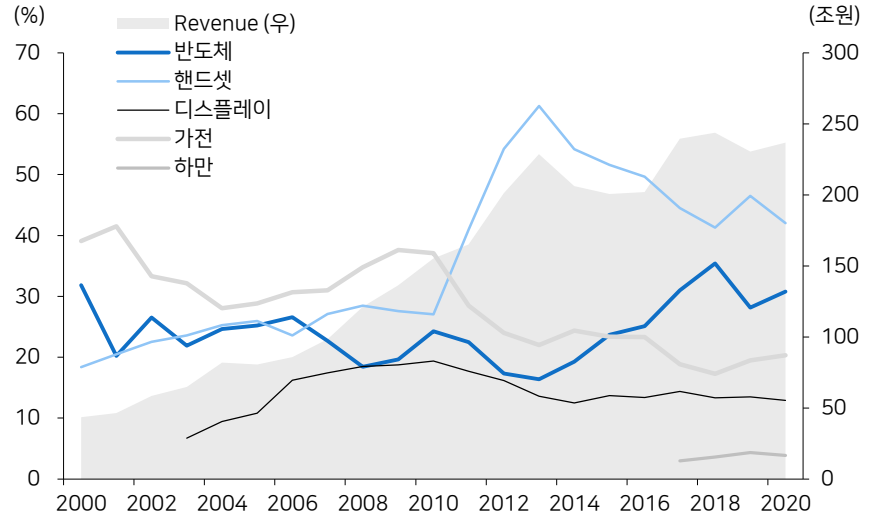
자료: 한국무역협회, 메리츠증권 리서치센터

대표 기업의 동력 변화 시기이기도

Growth without Growth

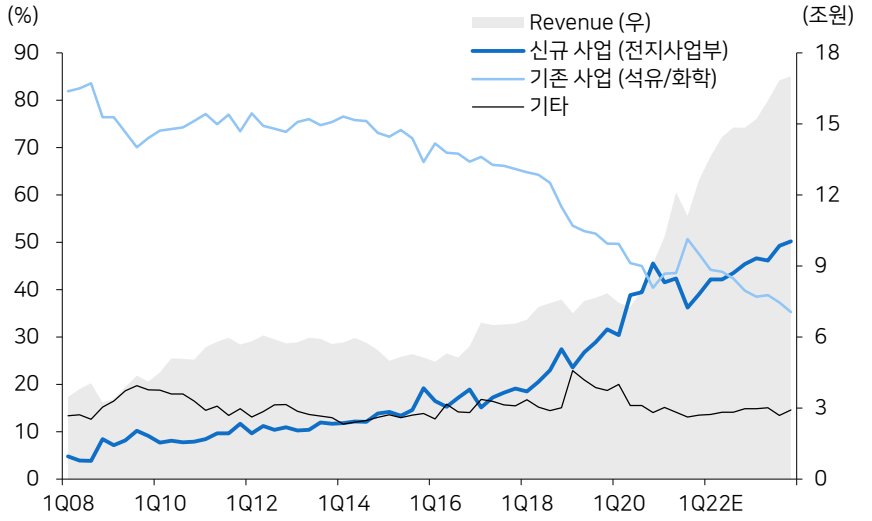
- 2016년~2018년은 국내 대표 기업의 동력이 변화되는 과도기
- 삼성전자는 2010년초반 핸드셋 중심에서 반도체 중심으로 무게 중심이 이동되기 시작했고,
  → LG화학의 경우 전통적인 석유/화학 산업 중심에서 2차전지로 변화를 모색

삼성전자 매출 비중 변화: '10년초 핸드셋 중심 → 반도체로의 무게중심 전환



자료: 삼성전자, 메리츠증권 리서치센터

LG화학 매출 비중 변화: 석유/화학 중심에서 2차전지로



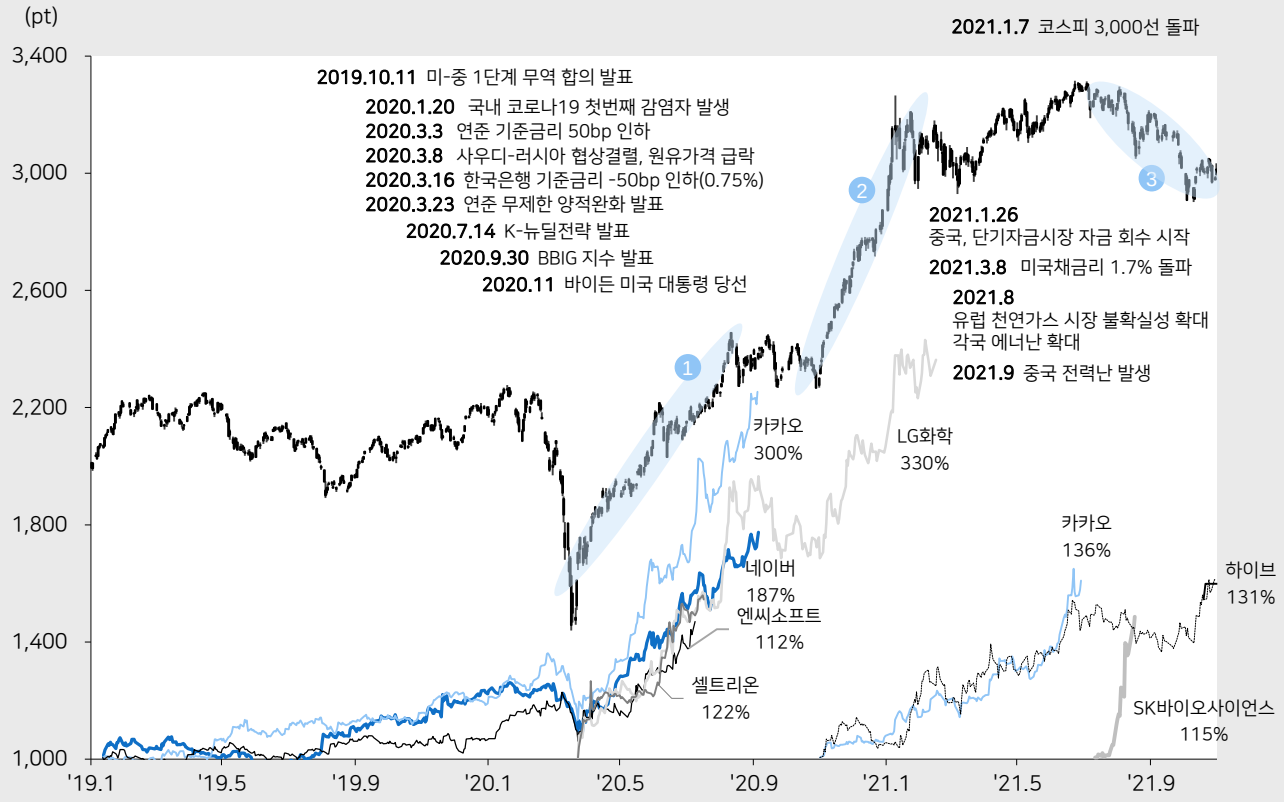
자료: LG화학, 메리츠증권 리서치센터

그 시절 어떤 일이? KOSPI 레벨업 4차 시기(2019~현재)

Growth without Growth

▪ COVID19 충격. 플랫폼 기업, 전기차 등 신성장 산업 기대감 투영. KOSPI 연간 순이익 170조원대로 급증

KOSPI 레벨 업의 역사와 주도주: COVID -19 충격 이후 레벨업 시작 (KOSPI 3000pt 시대 개막)



1

2020.3	연준 무제한 양적완화 발표
2020.5	각국 그린뉴딜 정책기대 확산
2020.8	BTS 빌보드 1위, 하이브 상장(10월)
2020.11	화이자 코로나19 백신 임상3상 결과 발표

2

2021.1	Bluewave, 친환경 전환 기대 확산
2021.2	글로벌 항만 병목, 해운 운임 급등
2021.3	로블록스 상장, 메타버스 기대 확산
2021.4	SK하이닉스 DRAM 투자 검토 발표
2021.8	SK 바이오사이언스 코로나19 백신 임상 돌입
2021.8	카카오뱅크 상장

3

2021.8	유럽/브라질 에너지난
2021.8	DRAM 판가 인하 가능성 대두
2021.10	중국 전력난, WTI 유가 80불 상회

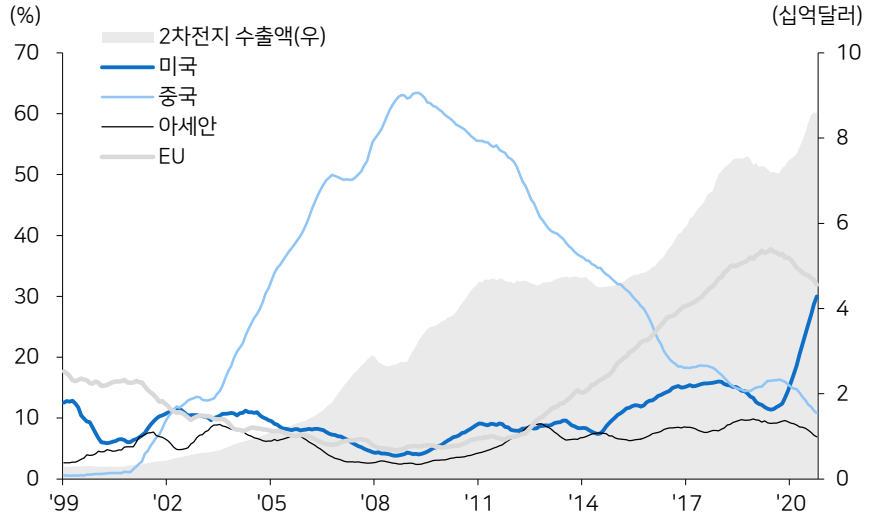
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

주도주 (2019~현재) : 플랫폼, 2차전지 등 신성장 산업의 성장

Growth without Growth

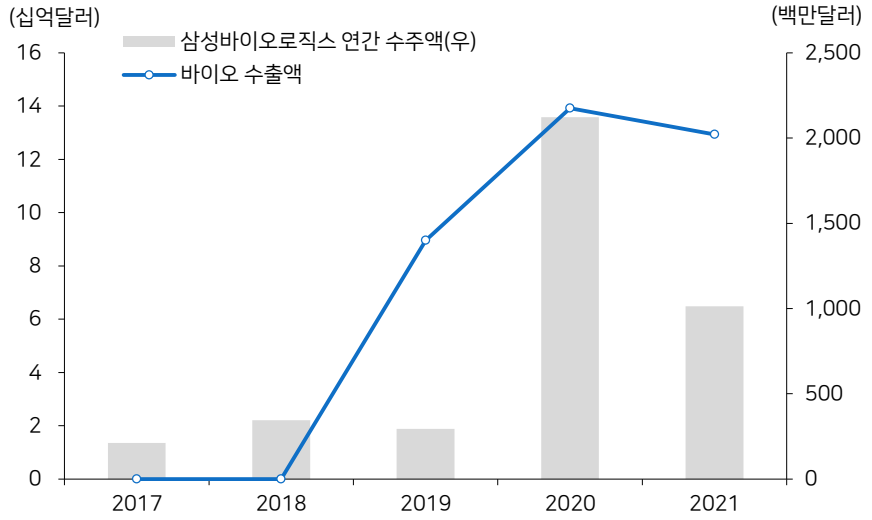
- 수출 및 공급망의 관점에서 가장 눈에 띄는 변화는 '2차전지'산업의 성장임
- 주요품목 중 가장 가파른 수출 레벨 업 진행 중이며, 미국 중심 공급망으로 급격히 전환되고 있기 때문
  - 바이오 산업, 특히 CMO는 2020년 부터 수출 성장이 가시화

2차전지 지역별 수출 비중 변화: COVID19 이후 미국향 매출 급증



자료: 한국무역협회, 메리츠증권 리서치센터

바이오 산업(ex. CMO)도 2020년부터 수출 성장이 시작



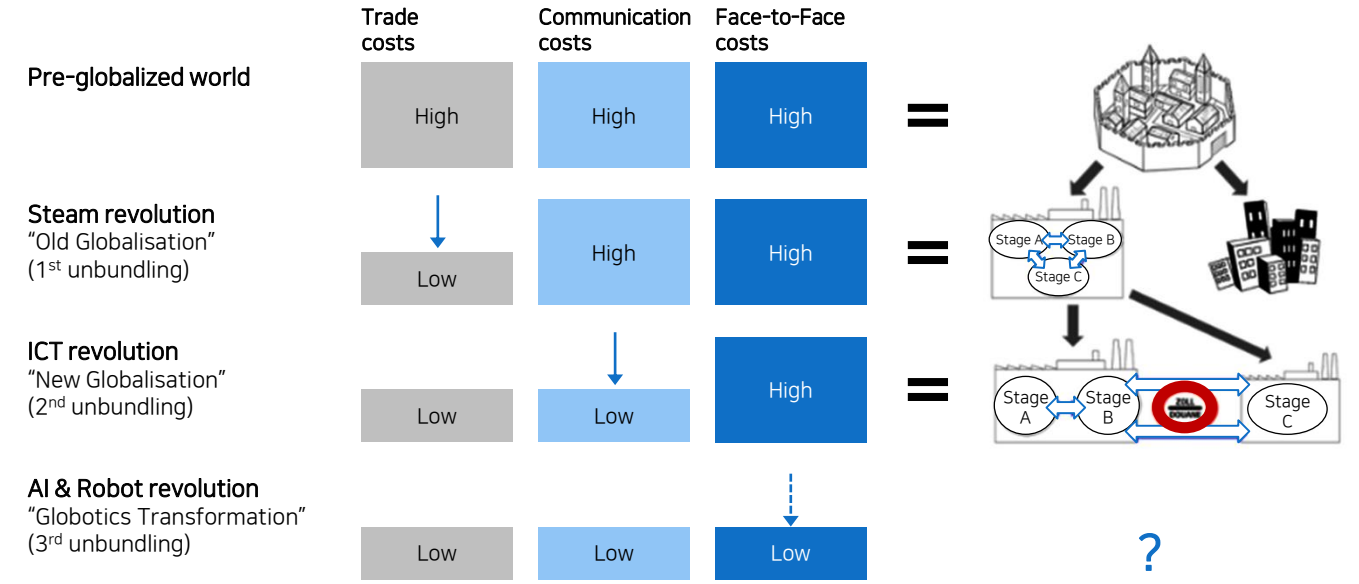
주: 2021년은 3분기 실적발표 기준
자료: 삼성바이오로직스, 메리츠증권 리서치센터

What's Next? 기술의 전환에 따른 공급망 변화를 야기

Growth without Growth

- 경제학자 Richard Baldwin은 기술의 발달이 글로벌 공급망의 변화와 무관치 않음을 주장
- 3CC (Three Cascading Constraints)의 항목 중 교역(운송)비용, 통신 비용의 변화가 공급망의 변화를 자극
- 1) 운송혁명으로 인한 운송비용의 감소는 무역의 확대(보호부역주의 퇴장)를 가져왔고(1st unbundling),
  2) 커뮤니케이션 비용 감소(네트워크 강화)는 인건비가 저렴한 원거리 지역 생산 환경을 조성 (2st unbundling ,GVC 가속화)
  3) 미래는 대면 비용을 줄이는 방향으로 전개될 것이라 예측(AI & Robot revolution)

3CC (Three Cascading Constraints)로 본 기술혁명과 공급망의 변화



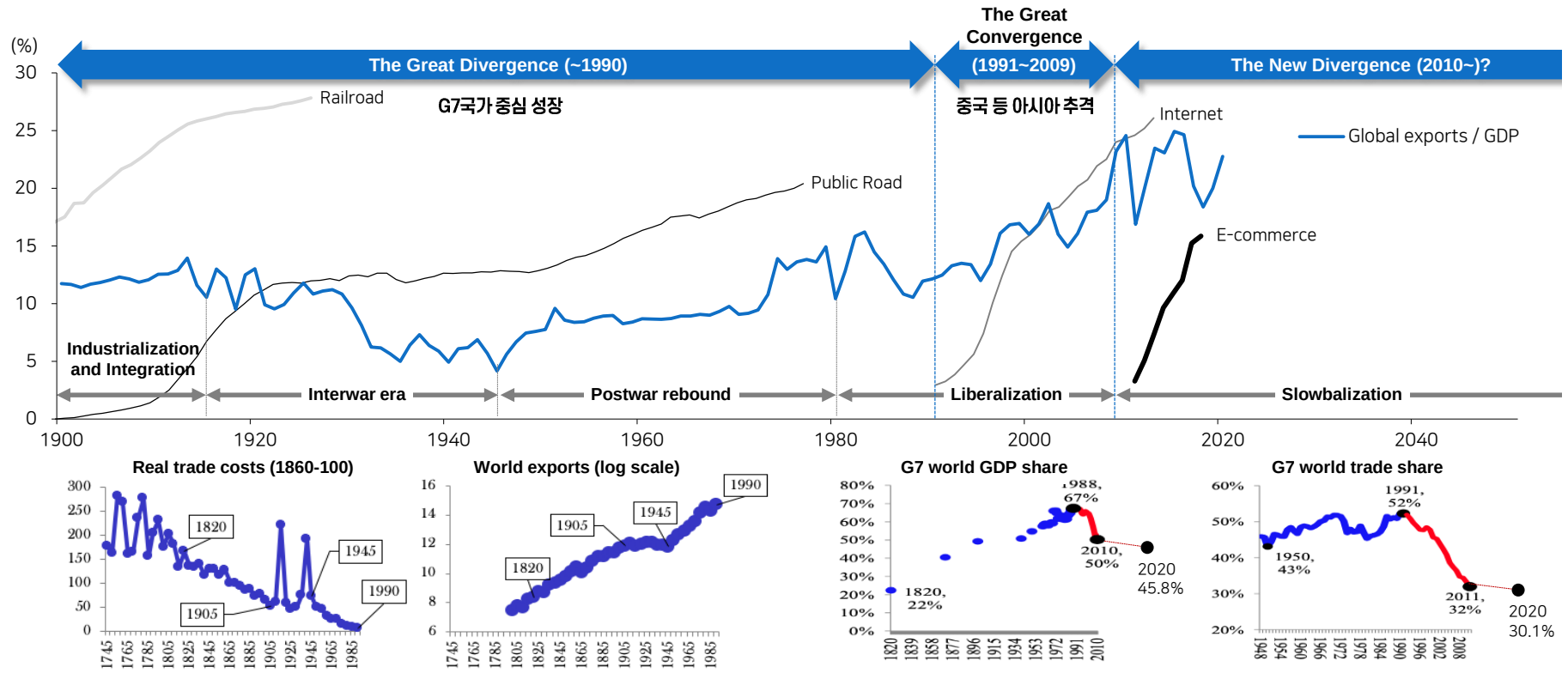
자료: Richard Baldwin(2016), 메리츠증권 리서치센터

공급망 변천사: Great Divergence (G7) → Great Convergence (중국) → ?

Growth without Growth

- 운송혁명은 G7국가 중심의 무역의 확산을 유발(대발산의 시대: G7국가 중심 부의 축적)
- 반대로 ICT혁명은 아시아 중심의 GVC 공급망 경쟁을 야기(대수렴의 시대: 중국 등 아시아 부의 축적)

전세계 GDP 대비 수출 비중과 주요 기술 침투율: 기술은 새로운 공급망의 변화를 야기. 1990년 이전에는 G7이 무역의 중심, 1990~2009년은 중국, 이후는?



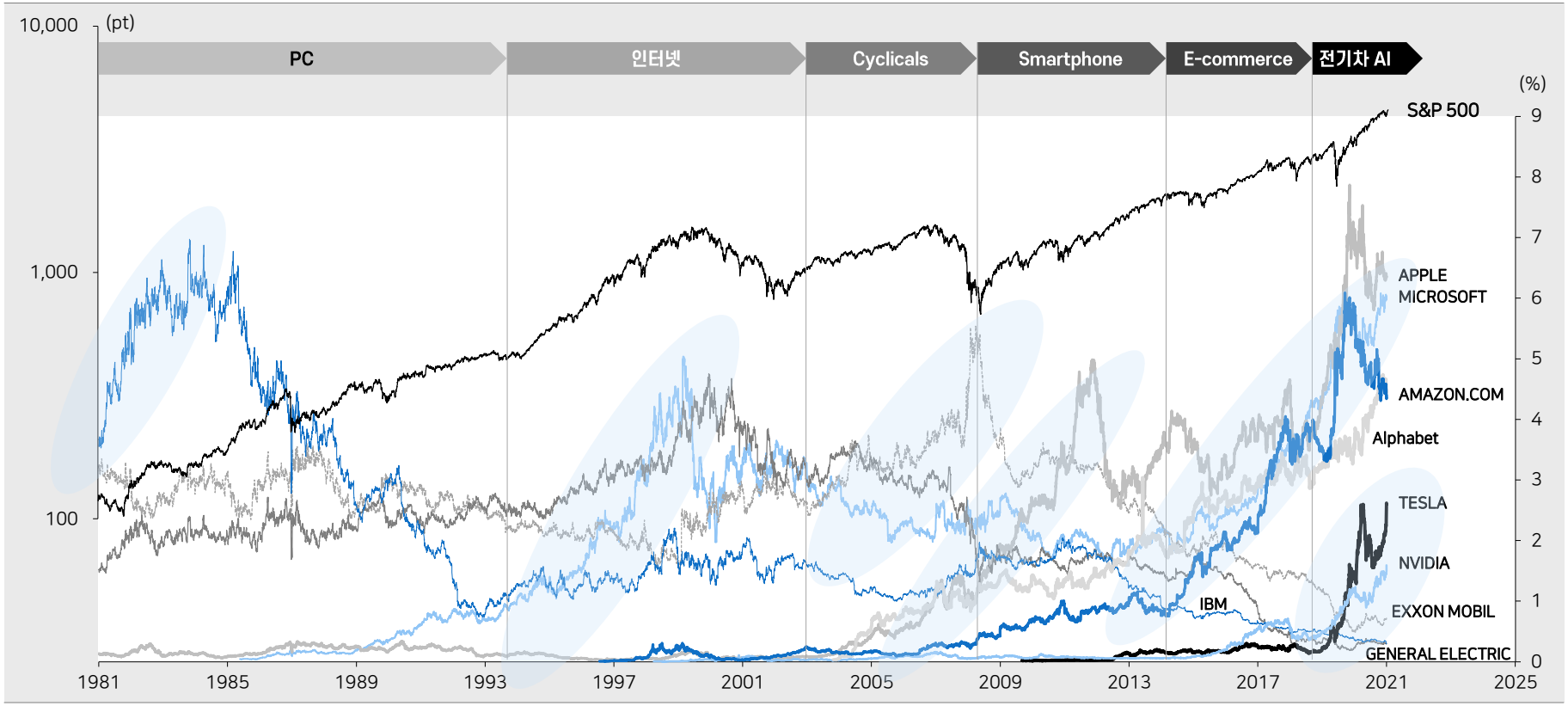
자료: Our World In Data, World Bank, IMF, Richard Baldwin(2016), 메리츠증권 리서치센터

다양한 Big Tech의 등장은 공급망 변화가 그 만큼 빠를 것임을 시사

Growth without Growth

- 미국의 시가총액 상위 종목도 지형변화 중
  - 애플, 마이크로소프트 독주에서 이제는 Tesla, NVIDIA 등 신흥 강호도 상위권으로 진입

미국 S&P500과 역대 미국 시가총액 상위 종목의 비중 변화: 시가총액 1등 기업은 매번 달라지지만 지금과 같이 다양한 분야의 Big Tech가 동시 성장하는 것은 이례적



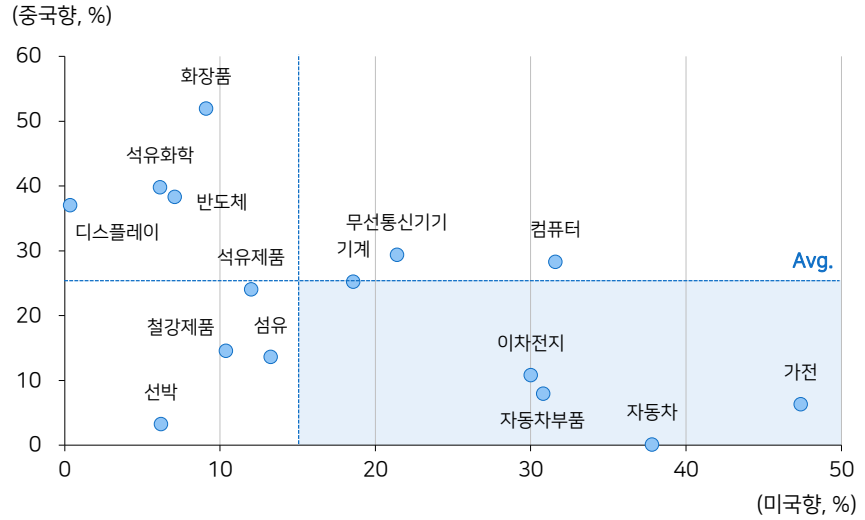
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

투자전략 #1: 미국 공급망 > 중국 공급망(1)

Growth without Growth

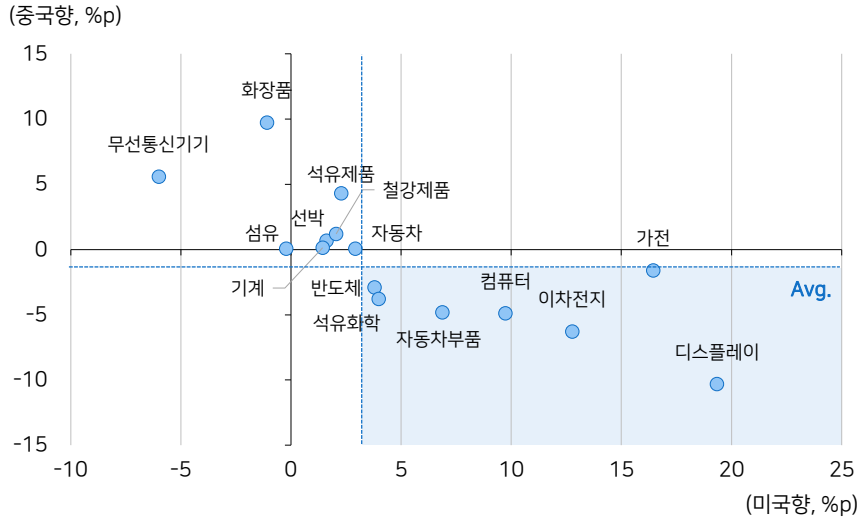
- 중기적으로 수출성장이 정체되어 있는 중국 공급망보다 성장이 재개되고 있는 미국 공급망을 선호
- 주요 품목별 수출 비중을 보면 미국 공급망 비중이 큰 품목은 가전, 자동차 & 부품, 2차전지 순
- 반면 중국 공급망 비중 의존도가 높은 품목은 화장품이 대표적
- 최근 2년간 전체 수출에서 중국 비중이 낮아지고 미국 비중이 높아진 품목은 디스플레이, 2차전지, 자동차부품, 반도체

주요 수출 품목의 미국 수출 비중 vs. 중국 수출 비중



자료: 한국무역협회, 메리츠증권 리서치센터

주요 수출 품목의 미국 및 중국 수출 비중 변화(최근 2년)



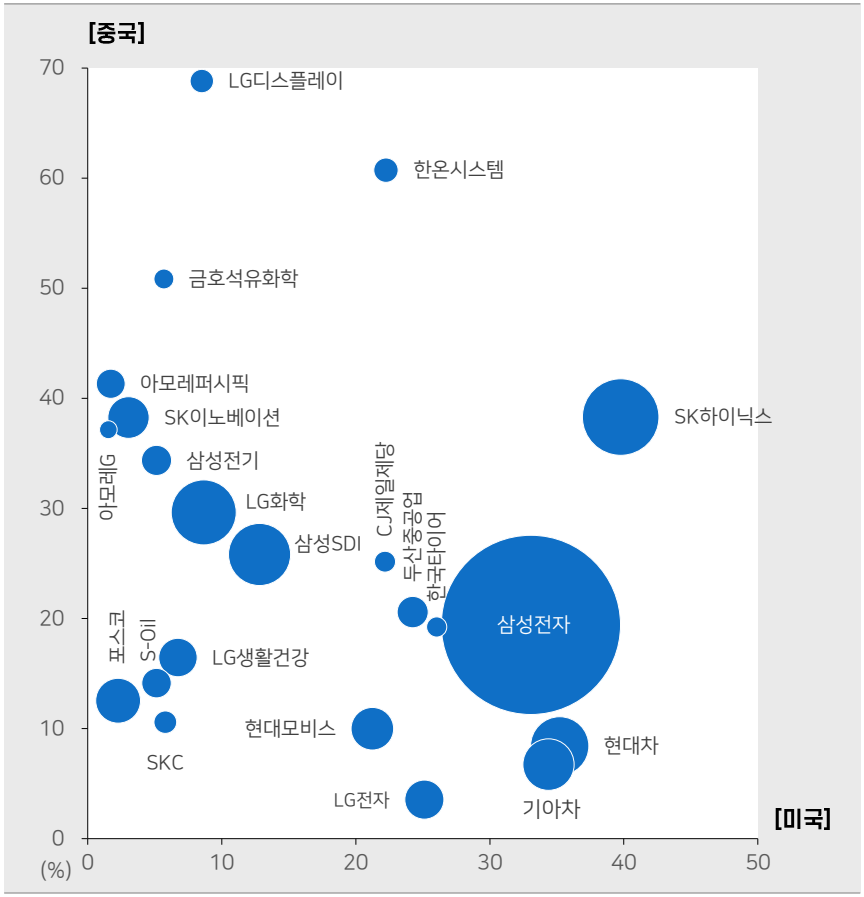
자료: 한국무역협회, 메리츠증권 리서치센터

투자전략 #1: 미국 공급망 > 중국 공급망(2)

Growth without Growth

- 주요 종목별 공급망 의존도를 국가별 수출액 비중을 통해 보면, 반도체 & 자동차 대표기업은 미국 공급망 의존도가 높은 기업
- 반면 화장품의 경우 매출의 40% 가까이가 중국에서 발생. 중국 의존도가 가장 높은 산업
- IT부품, 석유화학, 2차 기업 내에서도 공급망 의존도 편차 존재
- 특이종목은 두산중공업으로 '원전' 매출(ex. 소형모듈원전 등)과 관련해 미국 Exposure 의 가시성이 중요

주요 기업의 미국, 중국 수출 비중 Matrix



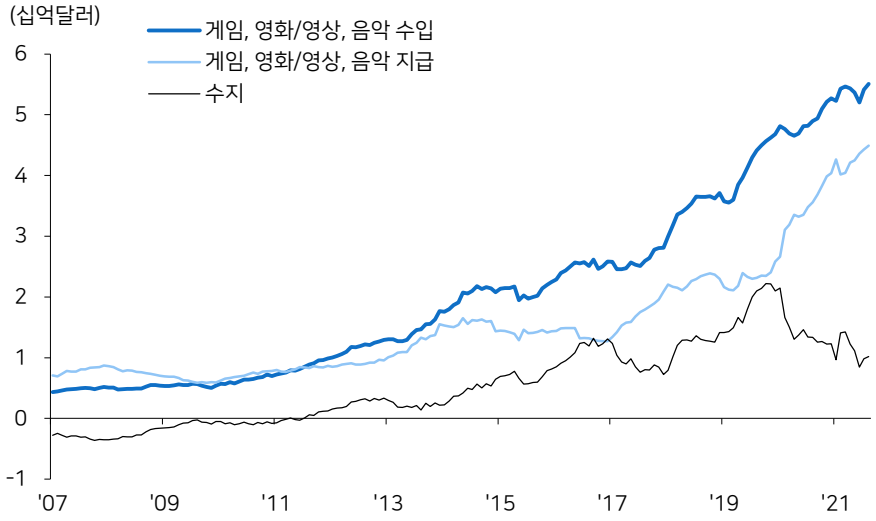
자료: 금융감독원 전자공시 시스템, 메리츠증권 리서치센터

투자전략 #2 : 무형자산 공급망

Growth without Growth

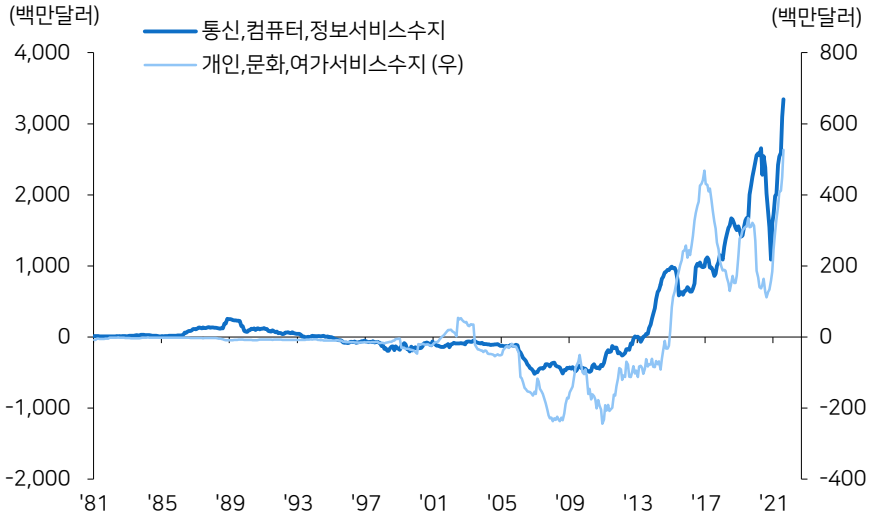
- 유형자산 중심의 공급망은 미국을 선호. 무형 자산 공급망은 산업 자체로 접근할 필요
- 관건은 해당 산업의 가시성 여부이나 2013년 이후 외형성장이 가팔라지고 있다는 것이 특징
- 스트리밍 서비스 등은 통신수단 및 디바이스의 발달로 인한 외형성장일 가능성 높아

엔터 등 무형산업의 수출, 수입 : 2013년 이후 외형성장 속 손익 개선 조짐



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

무형 서비스산업 수지: 2013년 이후 흑자 전환 이후 흑자확대 중



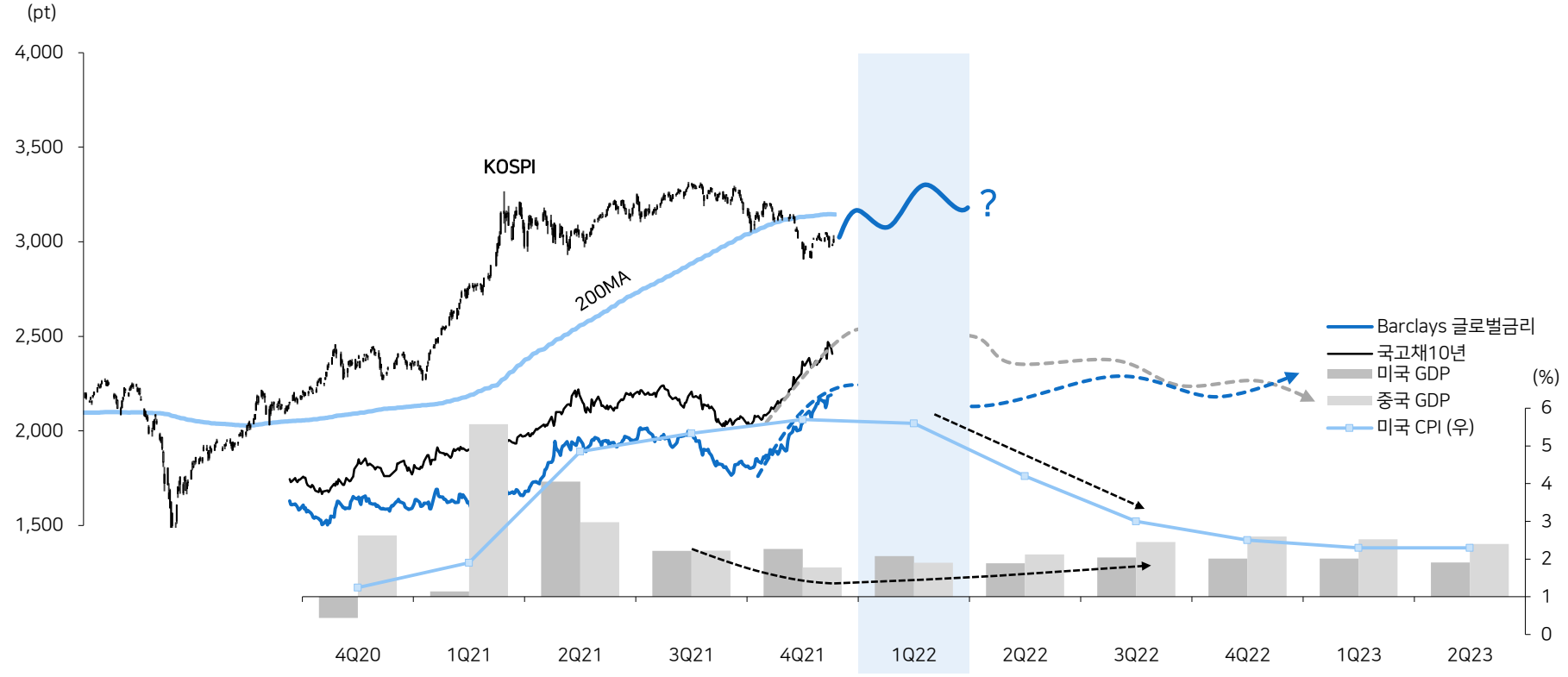
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

2022년 KOSPI 동선 : 변곡점은 1Q22

Growth without Growth

▪ 2022년 투자전략은 미국 공급망 중심의 투자. 시기는 매크로 지표의 변곡점인 1Q22로 판단

2020년 KOSPI 예상 경로와 주요 Macro 지표: 1Q21은 물가 지표의 정점이자 금리 안정화의 시작점으로 판단. 중국 경기도 4Q21 바닥 확인



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

2022년 메리츠 Top-pick (1)

섹터별 Top-picks

반도체	자동차	인터넷/게임	유틸리티	화학	은행	지주
SK하이닉스 삼성전자	기아 현대위아	카카오 크래프톤	씨에스윈드 두산퓨얼셀	LG화학 SKC	KB금융	삼성물산

운송	유통	정유	통신	화장품	섬유의복	건설
CJ대한통운	BGF리테일	SK이노베이션	LG유플러스	코스맥스	F&F	GS건설 삼성엔지니어링

기계	조선	음식료	엔터/레저
현대일렉트릭 성광벤드	현대중공업 현대미포조선	하이트진로 CJ프레시웨이	스튜디오드래곤 골프존

전략, ETF Top-picks

미국 공급망	SK하이닉스 기아 현대일렉트릭 SKC 씨에스윈드
무형자산 공급망	크래프톤 스튜디오드래곤
테마 ETF & 해외기업	**에너지 전환**: EDF(원자력발전), URNM(우라늄) **순환경제**: WWOW(순환경제), EVX(폐기물), PHO(물 순환) **생산 최적화**: Advantest(반도체 장비), Keyence(공정 자동화) **리오프닝 대응**: Realty Income(리츠), Airbnb(여행)

2022년 메리츠 Top-pick (2)

섹터별 Top-picks

반도체	SK하이닉스	2Q22로 예상되는 메모리 업황 회복기에서 1) 사업집중도가 높은 퓨어플레이어로, 2) 시장 점유율 회복세로 전환되며, 3) 인텔 NAND 사업부 합병 시너지가 예상됨	정유	SK이노베이션	SK ON(배터리부문)은 신규 수주 모멘텀과 주주 친화적 정책으로 지주사 할인율 축소가 기대. 탄소 사업 대비 그린 사업 비중 확대하며 경쟁사 대비 멀티플 차별화 필요
인터넷/게임	카카오	빅테크 규제리스크 둔화, 광고/커머스/웹툰/모빌리티/엔터테인먼트 등의 비즈니스 성장성 견조. 2022년 카카오 엔터테인먼트, 일본 픽코마 등의 자회사 IPO 모멘텀은 지속	은행	KB금융	금리 모멘텀 Peak-out, 대통령 선거, 코로나19 금융지원 종료 등 외부 불확실성 높아진 만큼
화학	LG화학	LG에너지솔루션 상장에 맞춘 주가 재평가 기대	유틸리티	씨에스윈드	2022년 증설 효과 본격화. 2차 인프라 패키지 통해 북미 풍력 시장 성장
지주	삼성물산	높은 가격 매력도(NAV 할인율 60% 상회) 보유로 모멘텀(ex. 상장 지분가치 상승, 신 사업 투자)	통신	LG유플러스	올해 연간 영업이익 1조원을 넘어서면서 기존 배당 성향(당기순이익 30%) 상향 가능성 존재, 내년 DPS가 700원까지 상향될 경우 배당수익률은 4.9%에 달할 전망
조선	현대중공업	21년 조선/엔진부문 수주호조, 연료변화 흐름을 주도하는 생산능력기준 조선/엔진 1위 기업	화장품	코스맥스	- 펀더멘털: 중국 색조 성장 여력↑ → 코스맥스 중국 법인 구조적 수혜 기대 - 모멘텀: 중국 법인 상장 따른 지분가치 증대 가능, 1Q23E 이센 테크놀로지 가동 예정
건설	GS건설	경선 이후 부동산 정책 구체화, 공급정책 기대감 재확대 , 2020년 이후 증가한 분양물량에 따라 실적 기대감 상승	자동차	기아	반도체 수급 개선으로 판매실적 회복이 주가 회복의 신호가 될 전망. '22년 FPER 6.4배로 저평가
섬유의복	F&F	- 실적: 중화권향 출점 기반 구조적 성장 - 재무: 수익성 지표, 재무 건전성 국내 최고 - 투자: 2H22E 테일러메이드 상장 구체화, 2H23E 신규 브랜드 유치 기대	기계	현대일렉트릭	국내 한전계열사 투자정상화, 북미 전력인프라 투자의 수혜, 중동시장 회복의 3박자 유력
운송	CJ대한통운	Global Supply Chain 정체현상은 2022년까지 지속, SCM전문업체의 중요성 상승	유통	BGF리테일	상품 포트폴리오 강화. 식품에서의 경쟁력 보유, 경쟁사 대비 낮은 PB 매출 비중. 1H20 이후 가동 개시한 센트럴키친에 기반한 식품PB 제품 제조 역량 강화
엔터, 레저	스튜디오드래곤	국내 드라마 슬롯 증가 + 해외 수요 증가로 탑라인 및 이익 2022-2023 퀀텀점프 구간	음식료	하이트진로	위드코로나, M/S 상승 모멘텀 재부각

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.