HYUNDAI MOTOR GROUP

2021.11.10

2022년 주식시장 Outlook :

'22년 못다 핀 꽃, 마저 피우리라!

투자전략팀장 김중원
02-3787-2290
simon@hmsec.com

현대차증권

2022년 못다 핀 꽃, 마저 피우리라!

1. 인플레, 공급망, 물류대란으로 피다 만 꽃

연초 이후 가파르게 개선되었던 KOSPI의 12개월 선행 EPS는 7월말 이후 부터 정체된 흐름. 상품가격 급등에 따른 인플레 부각, 델타 변이 확산에 따른 공급망 우려 및 물류대란이 원인으로 판단됨. 한국 경제는 원유 수입 및 제조업 비중이 모두 높아 글로벌 주요국 대비 유가 상승에 민감한 것으로 분석됨. 소비재 기업 비중이 높은 미 증시와 달리 수출 의존도가 높고 원자재를 수입하는 구조로 상품 가격과 공급망 혼란은 한국증시에 크게 부담으로 작용하기 때문. 특히 국내기업들의 비용 부담 증가로 코스피 12개월 선행 이익모멘텀이 약화되고 있는 반면 S&P500의 12개월 선행 EPS는 미국 기업들의 제품 가격 비용 전가 기대로 우상향 추세를 이어가고 있는 점이 4분기 한.미 증시의 디커플링이 심화된 이유로 판단됨

2. '22년, 못다 핀 꽃 '마저' 피우리라

2022년은 주식시장의 사계절 중 실적장세 후반부인 늦여름에 진입할 것으로 전망. 중앙은행의 금리 인상과 인플레 등 일부 요건은 역금융장세에 해당될 수 있지만 경제 성장 및 기업실적 개선 추이는 지속될 수 있을 것으로 전망되기 때문. 더불어 자산가격 상승에 따른 부의 효과 및 기업의 투자확대 등에 힘입어 실적 장세가 장기간 지속될 수 있는 점 등을 고려할 때 실적 장세는 2022년까지 지속될 수 있을 전망. 최근의 물가상승세는 원자재 가격과 운송 비용 상승 등 공급측 요인 뿐 아니라 코로나 이후 경기회복에 따른 수요측 요인에도 기인하고 있는 측면도 있음. 미국 기업을 대상으로 한 설문 조사 결과 공급망 병목현상은 2022년 점진적으로 해소될 것으로 전망. 델타 변이 이후 아시아 신흥국 백신 접종률 확대되고 있고 병목현상으로 기업들이 공급망 투자를 확대하고 있어 2022년 글로벌 공급망 우려는 점진적으로 해소될 것으로 전망. 국제유가도 2022년에는 수요 증가 대비 공급증가가 주목될 수 있다는 점에서 상반기 중 안정을 찾을 것으로 전망.

3. '22년 KOSPI 최대 3,500pt, 반도체, 바이오, 인터넷, 자동차, 2차 전지 투자 유망

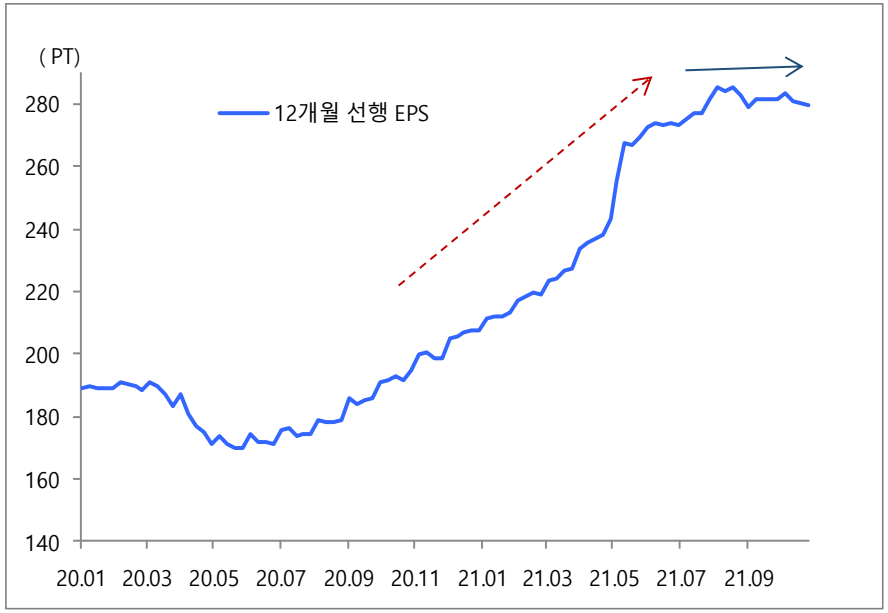
'22년 KOSPI 실적은 21년 대비 10% 이상 개선될 전망되고 있는데 22년 상반기 중 상품가격, 공급망 및 물류대란 등 우려가 안정을 찾으면 22년 코스피 실적은 21년 대비 10~20% 수준으로 개선될 수 있을 것으로 전망. 최근 5년 평균 KOSPI 12개월 선행 PER은 10.6배인데 '22년 코스피는 12개월 선행 PER 10~11배에서 등락하며 3,500pt까지 상승할 것으로 전망. '22년 투자유망 업종으로는 실적장세 국면 한국증시의 성장을 책임지는 반도체, 제약/바이오, 인터넷/게임, 자동차와 2차전지 업종이 부각될 것으로 전망.

인플레, 공급망, 물류대란으로
피다 만 꽃

‘21년 한국증시, 못다 핀 꽃

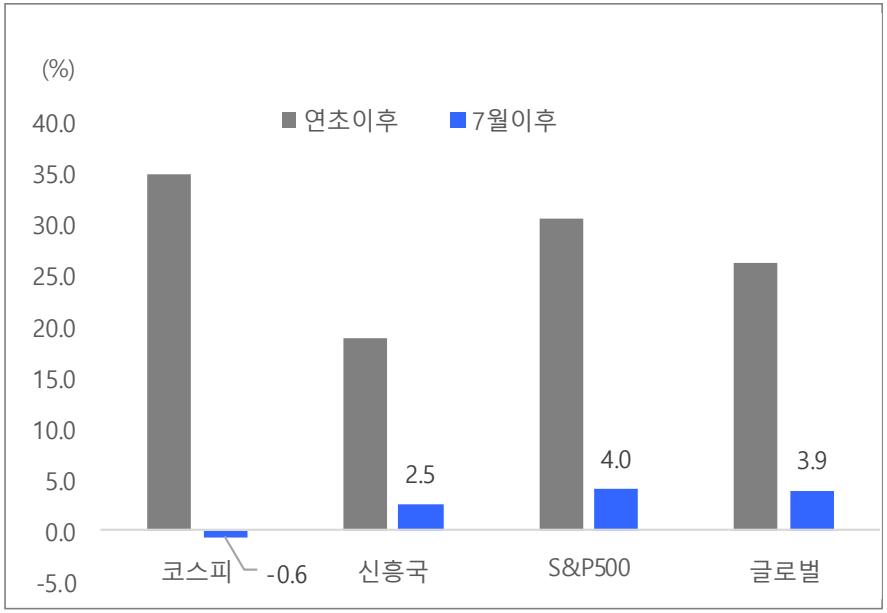
- 올 7월말 이후부터 코스피의 이익모멘텀은 정체된 상황
- 연초 이후 올 7월말까지 12개월 선행 EPS는 37.7%로 빠르게 상향 조정되던 한국의 이익 모멘텀은 7월말 이후 현재 (10.31일 기준) 오히려 -0.6% 하향 조정되며 3개월째 정체된 상황
- 연초 이후 가장 양호한 이익모멘텀을 기록했던 국내증시가 7월 이후 주요 지역과 비교하여 상대적으로 부진한 모습

7월 이후 멈춰버린 코스피의 이익 모멘텀



자료: Refinitive, 현대차증권

연초 및 7월 이후 코스피와 주요 지역 12개월 선행 EPS 변화



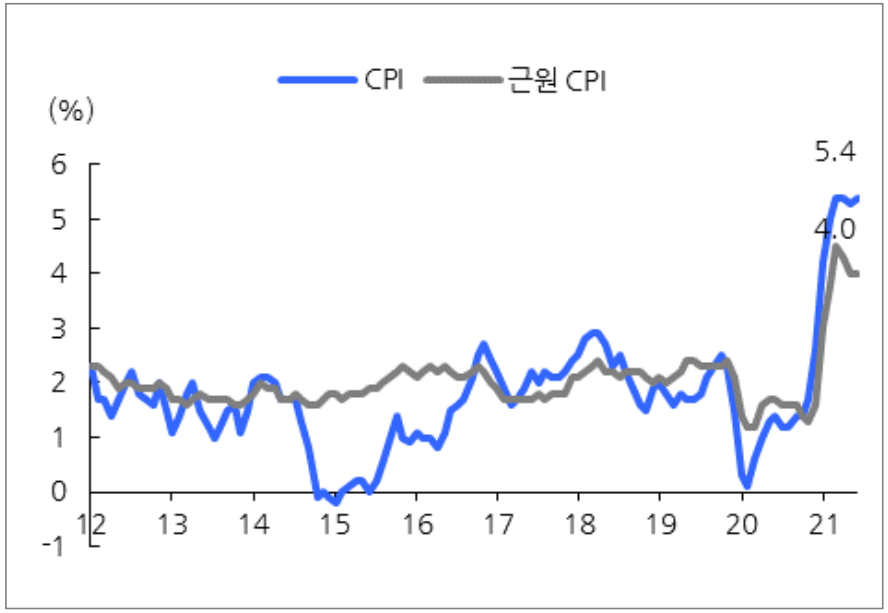
자료:Refinitive, 현대차증권

CUSTOMER CHALLENGE COLLABORATION PEOPLE GLOBALITY
현대차증권

에너지발 인플레이션 우려 부각

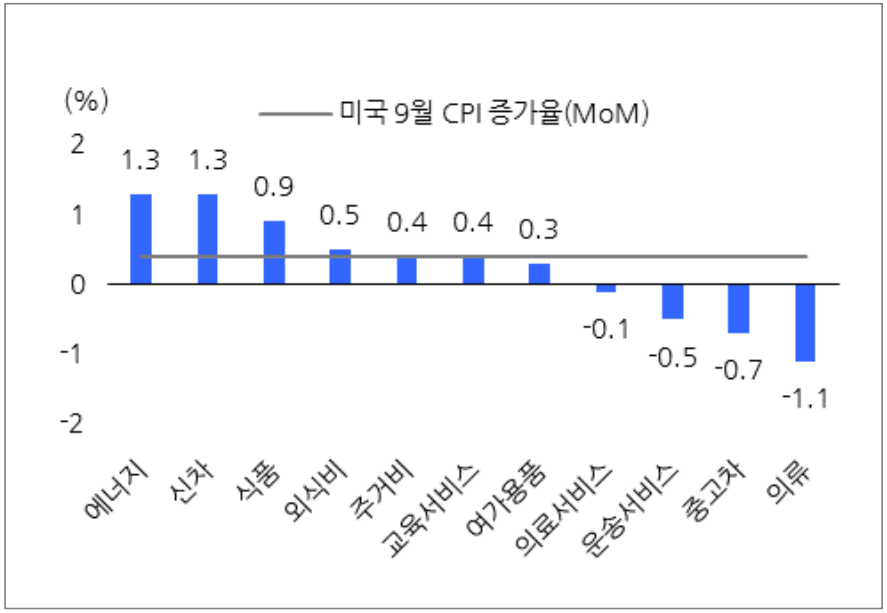
- 인플레이션 우려가 재부각되고 있는 가운데 발표된 미국의 소비자 물가 상승세가 지속되며 물가에 대한 긴장감이 높아지고 있음
- 그런데 최근 미국 소비자물가의 서프라이즈는 에너지 가격 급등에 기인한 것으로 판단됨
- 9월 CPI 주요 항목별 전월대비 증가율을 살펴보면 원자재 가격 강세로 에너지(+1.3%) 및 식품(0.9%) 분야에서의 물가 압력이 강해진 모습을 보임

미국 CPI 5개월 연속 5%대 상승률 기록



자료: Bloomberg, 현대차증권

미국 CPI 주요 항목별 전월대비 증가율



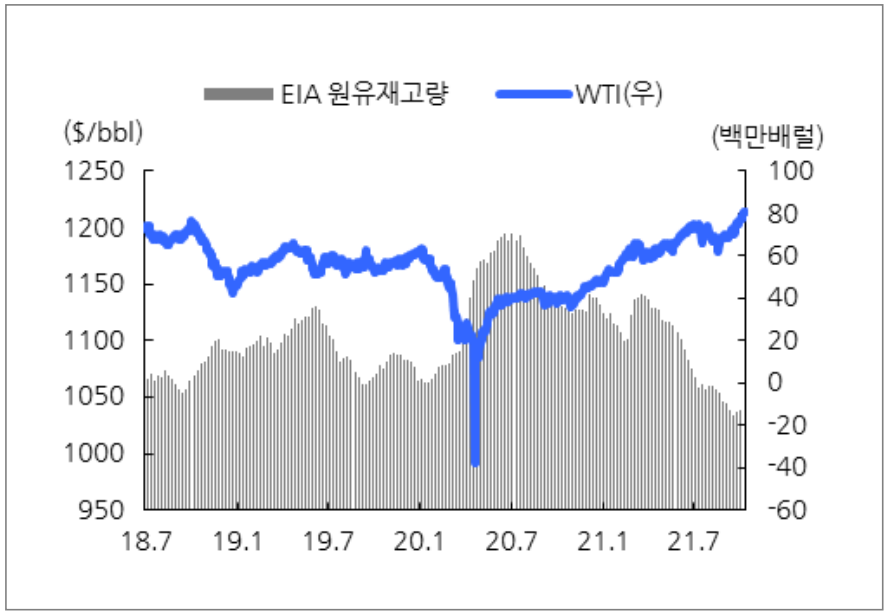
자료: Bloomberg, 현대차증권

CUSTOMER CHALLENGE COLLABORATION PEOPLE GLOBALITY
현대차증권

상품가격 상승으로 비용 부담 우려

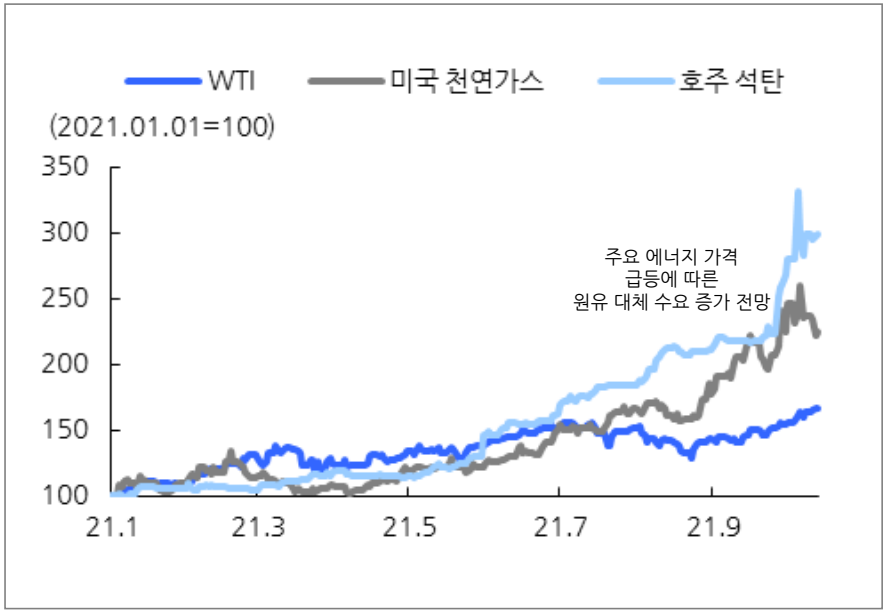
- 최근 에너지 수급 불안으로 인한 유가 상승 속 미국 WTI 가격은 배럴당 80달러를 기록하며 2014년 이후 최고치를 경신함
- 글로벌 탄소 규제 강화에 따른 전통 에너지원의 공급문제가 지속되는 가운데, 위드 코로나 가시화에 따른 이동량 증가와 동절기 한파 우려로 인한 재고 확보 수요로 유가는 4분기까지 높은 수준을 유지할 것으로 전망되고 있음
- 상품가격 상승은 원자재를 수입하여 가공무역하는 한국 경제 구조에 특히 부담으로 작용할 수 밖에 없음

미국 원유 재고 3년래 최저



자료:Bloomberg, 현대차증권

주요 에너지 가격 급등



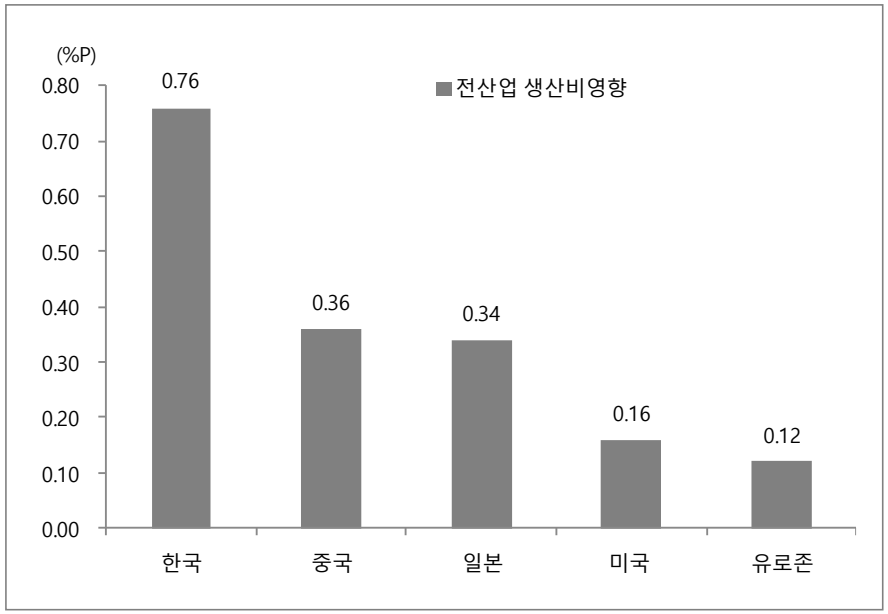
자료:미국 노동통계국, 현대차증권

CUSTOMER CHALLENGE COLLABORATION PEOPLE GLOBALITY
현대차증권

유가 상승은 한국 기업에 가장 크게 부정적으로 작용

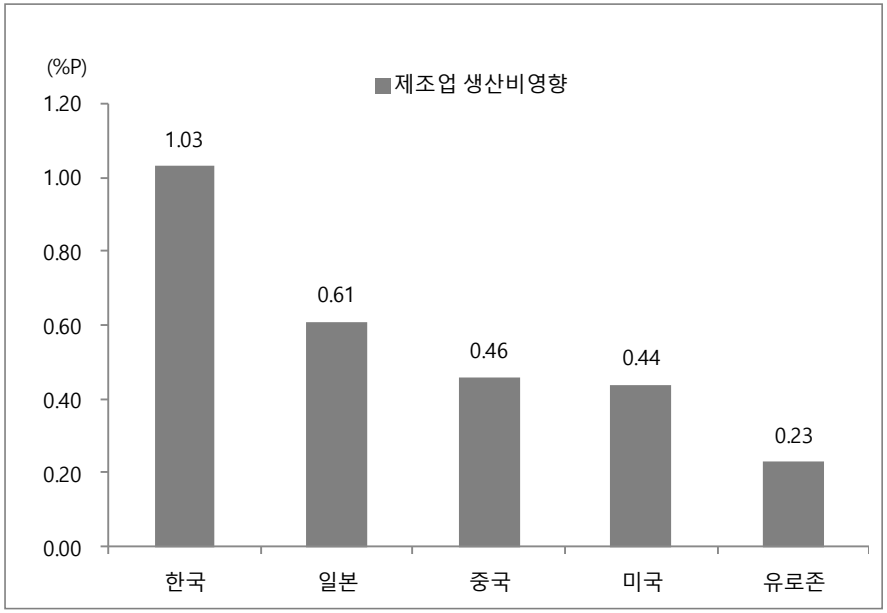
- 글로벌 주요국 중 한국경제가 원유 수입 및 제조업 비중이 모두 높아 유가 상승에 따른 비용증가 영향이 높은 것으로 분석됨
- 국제유가가 평균 10% 상승할 경우 한국 경제는 0.75%p의 생산비가 증가하는 반면, 경쟁국인 중국과(0.36%p) 일본은(0.34%p) 이보다는 미미한 수준임
- 특히, 제조업 부분은 유가가 10% 상승하면 한국의 생산비용은 1.03%p로 크게 증가하며 일본과(0.61%p) 중국(0.46%p) 순으로 높게 나타남
- 따라서, 최근 상품가격 상승은 국내 기업 실적전망에 부정적으로 작용하는 것으로 판단됨

국제유가 10% 상승에 따른 국가별 생산비 영향 비교



자료: 산업연구원, 현대차증권

국제유가 10% 상승에 따른 국가별 제조업 영향 분석



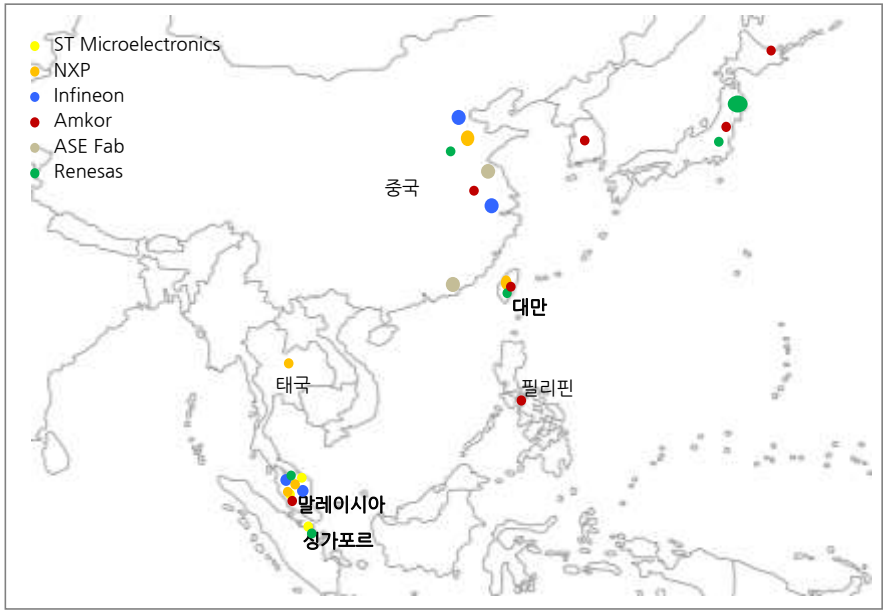
자료: 산업연구원, 현대차증권

CUSTOMER CHALLENGE COLLABORATION PEOPLE GLOBALITY
현대차증권

델타 변이 확산으로 아시아 공급망 우려

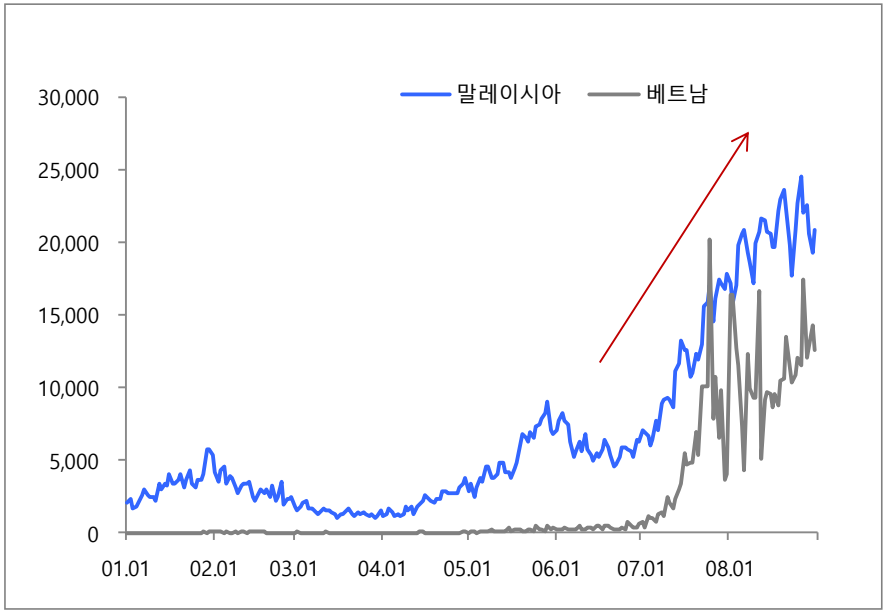
- 7월 이후 세계적으로 유행하던 델타 변이 확산으로 글로벌 제조업 공급망 병목 현상이 부각된 점도 부담으로 작용
- 차량용 반도체의 경우 대만, 태국과 말레이시아 등 주로 아시아 국가에 생산 설비가 핸드폰 등 생산 설비는 인도와 베트남 등 아시아 국가에 집중됨
- 델타 변이 이전까지 양호했던 아시아 주요 국가들의 코로나 상황이 델타 변이로 크게 악화된 점이 글로벌 공급망 우려를 확대했음

차량용 반도체 공급망 현황



자료: 언론종합, 현대차증권

말레이시아, 베트남 등 주요 글로벌 공급망 델타 변이 확산



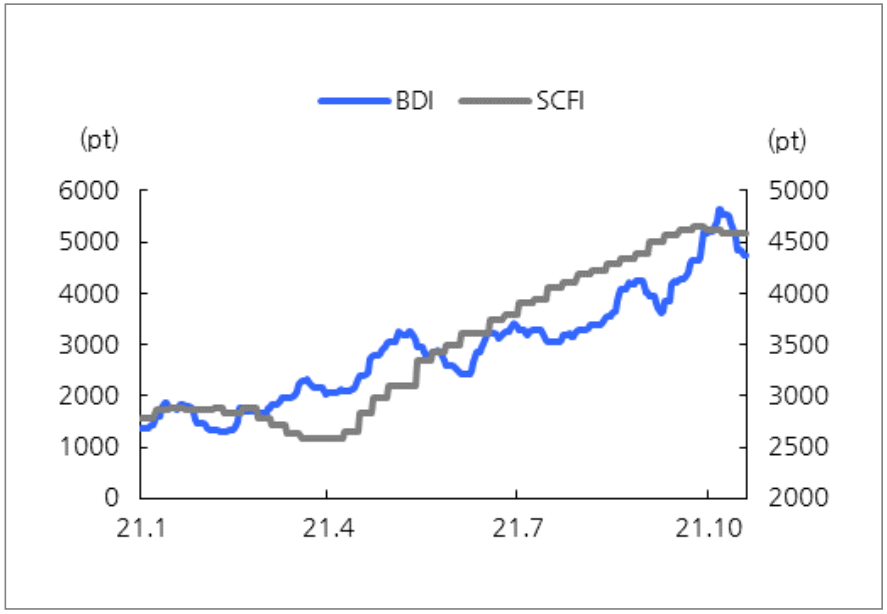
자료: Bloomberg, 현대차증권

CUSTOMER CHALLENGE COLLABORATION PEOPLE GLOBALITY
현대차증권

물류대란으로 물류비 증가

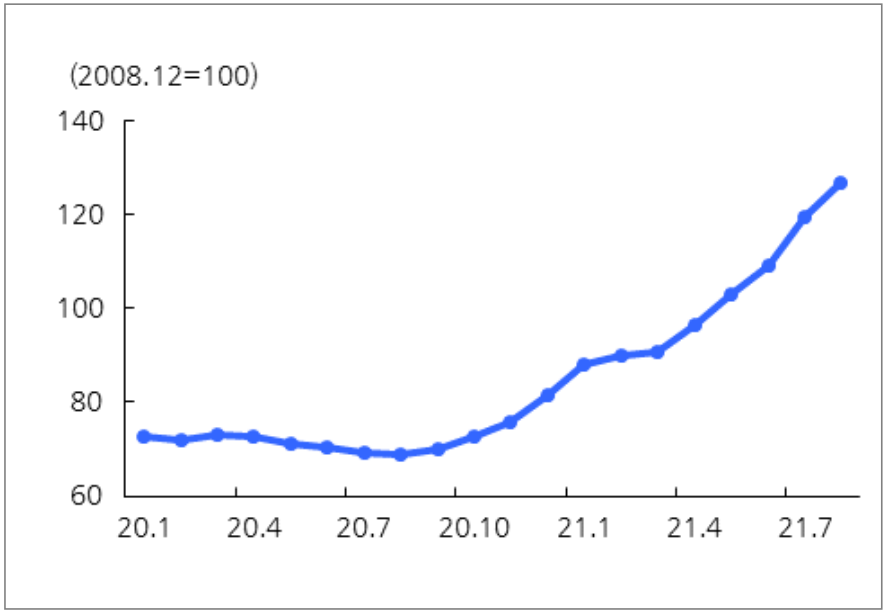
- 코로나19 사태로부터 미국 경제가 회복하며 수요가 급증한데 반해 인력 감소로 물류 분야의 병목 현상이 심화됨
- 당초 코로나에 따른 화물 물동량 둔화가 장기화될 것이라는 예상과 달리 21년 수요가 크게 증가하며 글로벌 물동량도 크게 증가하며 컨테이너 및 운임지수가 가파르게 증가하고 있음
- 더불어, 델타 변이 확산에 따른 코로나 영향으로 하역 등 물류 작업에 차질이 발생되는 점도 물류대란 및 물류비 상승을 자극

운임지수의 급등



자료: Bloomberg, 현대차증권

컨테이너 가격 지수 급등



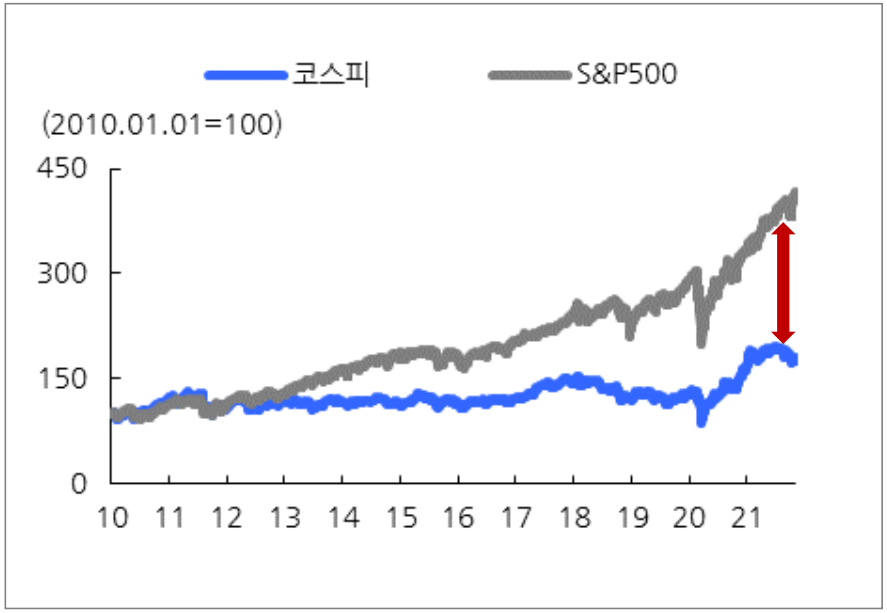
자료: Bloomberg, 현대차증권

CUSTOMER CHALLENGE COLLABORATION PEOPLE GLOBALITY
현대차증권

원자재 가격 급등 및 물류대란, 한-미 증시 디커플링으로 연결

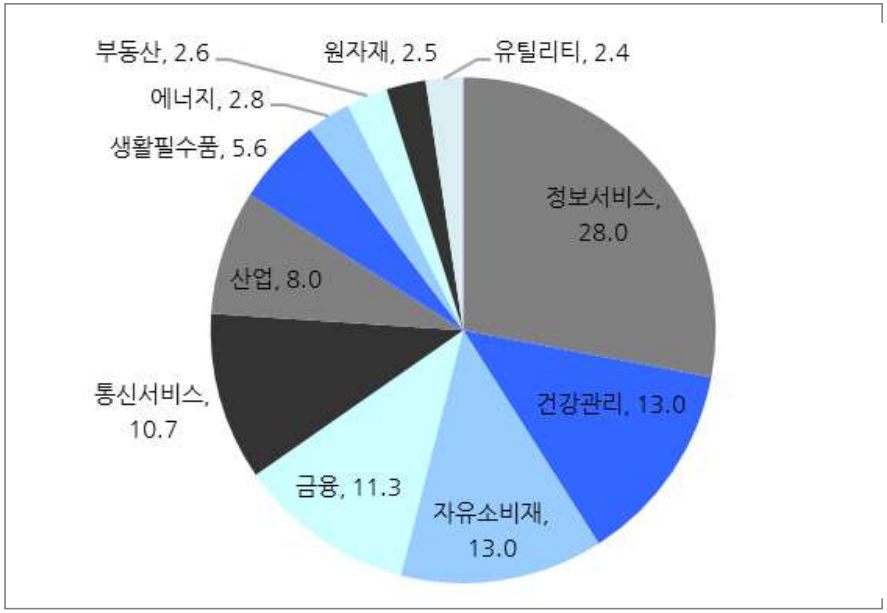
- 10월 이후 한국 증시는 원자재 가격 급등과 물류대란 등으로 부진한 모습을 보임
- 반면 미국 증시는 기업들의 긍정적 실적 발표에 힘입어 3대 지수 모두 큰 폭으로 상승하며 사상최고치를 경신
- 인플레 우려와 공급망 병목현상 관련해 한미 기업들의 수혜 및 우려가 엇갈리며 미 증시는 사상 최고치를 경신하는 반면 코스피는 지수 3,000선을 하회하는 등 2010년 이후 한국과 미국 증시간 수익률 격차는 사상 최대 수준으로 확대되었음

최근 한-미 증시 수익률 격차 확대



자료 : Bloomberg, 현대차증권

S&P 섹터별 비중

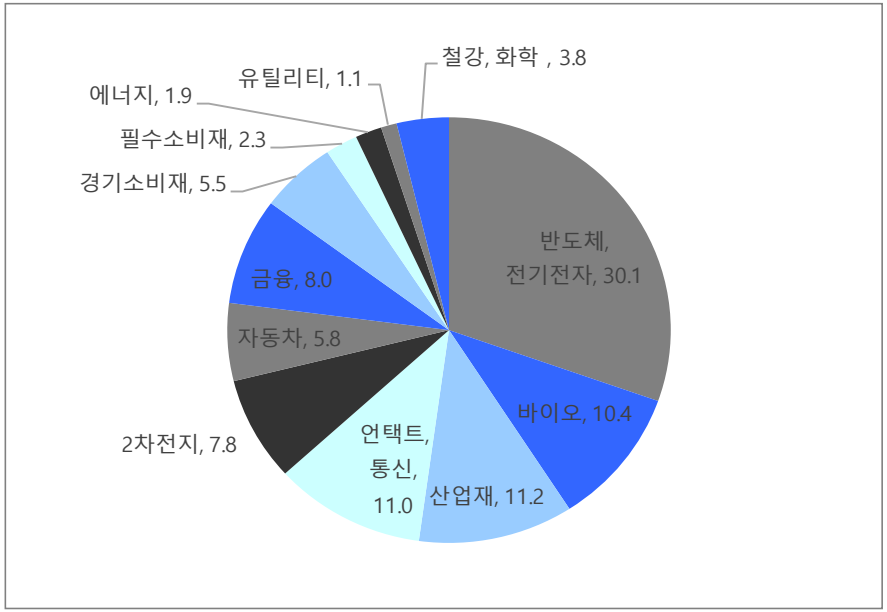


자료 : Bloomberg, 현대차증권

물류대란과 원자재 가격 급등으로 한-미 디커플링 심화

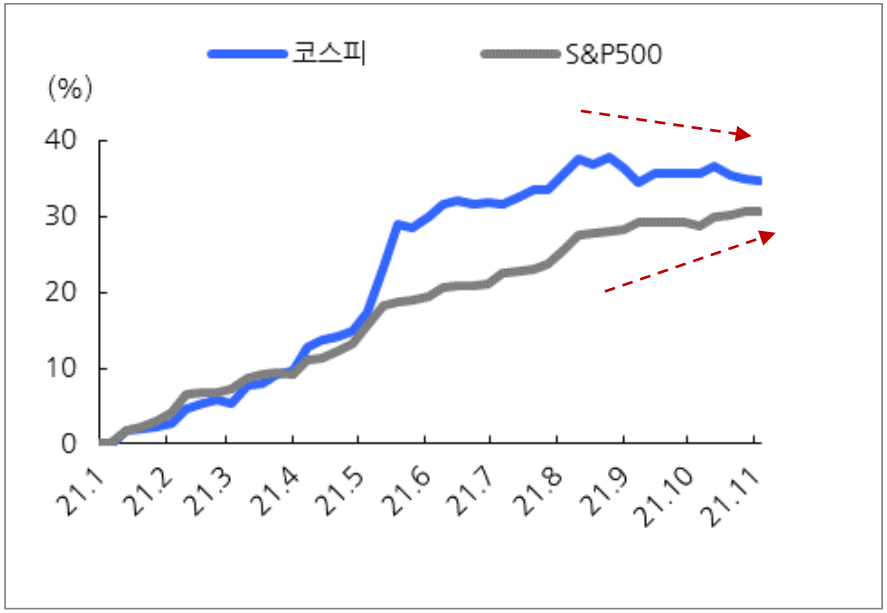
- 한국과 미국의 증시 디커플링 심화의 배경은 상품 가격 강세와 공급망 병목 현상에 따른 인플레이션 우려로 파악됨
- 소비재 기업 비중이 높은 미 증시와 달리 수출 의존도가 높고 원자재를 수입하는 구조로 상품 가격과 공급망 혼란은 한국증시에 크게 부담으로 작용하기 때문
- 특히 국내기업들의 비용 부담 증가로 코스피 12개월 선행 이익모멘텀이 약화되고 있는 반면 S&P500의 12개월 선행 EPS는 미국 기업들의 제품가격 비용 전가 기대로 우상향 추세를 이어가고 있는 점이 4분기 한.미 증시의 디커플링이 심화된 이유로 판단됨

코스피 섹터별 비중



자료 : WiseFn, 현대차증권

연초 이후 코스피와 S&P500 12개월 선행 EPS 증가율 추이 비교



자료 : Bloomberg, 현대차증권

‘22년, 못다 핀 꽃 ‘마저’ 피우리라

2022년, 실적장세 재개될 전망

- 2022년은 주식시장의 사계절 중 실적장세 후반부인 늦여름에 진입할 것으로 전망
- 중앙은행의 금리 인상과 인플레 등 일부 요건은 역금융장세에 해당될 수 있지만 경제 성장 및 기업실적 개선 추이는 지속될 수 있을 것으로 전망되기 때문임
- 더불어 자산가격 상승에 따른 부의 효과 및 기업의 투자확대 등에 힘입어 실적장세가 장기간 지속될 수 있는 점 등을 고려할 때 실적장세는 2022년까지 지속될 수 있을 전망

주식시장 4계절과 현재 금융시장

유동성장세(봄)	실적장세(여름)	역유동성장세(가을)	역실적장세(겨울)
중앙은행 부양책 주식시장 반등 시중 금리 하락	금리상승 기업이익 호조 주식시장 강세 중앙은행 정책 정상화	인플레이션 금리인상 기업이익 둔화	경기 및 고용 위축 기업이익 위축 주식시장 하락
금리 ↓ 실적 ↘ 주가 ↑	금리 ↗ 실적 ↑ 주가 ↗	금리 ↑ 실적 ↗ 주가 ↓	금리 ↘ 실적 ↓ 주가 ↘

현재

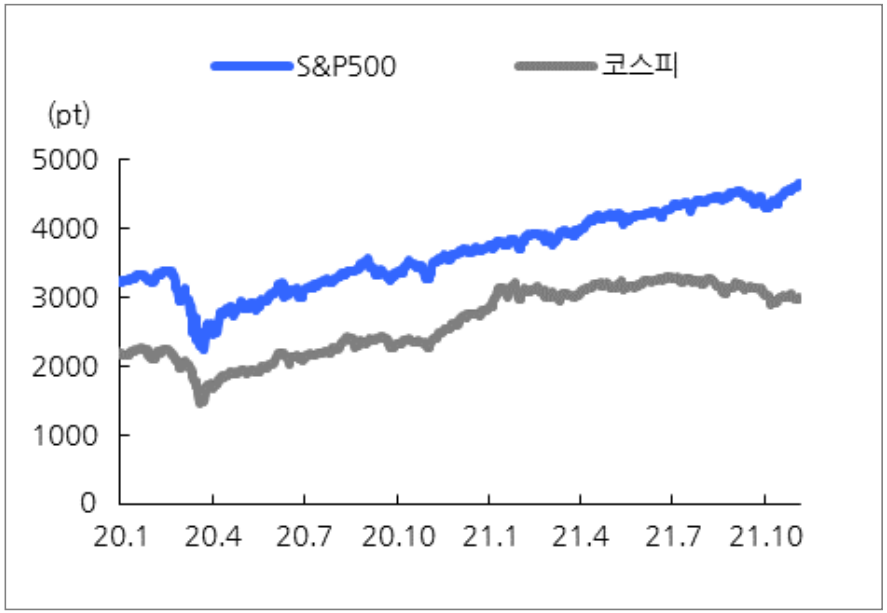
자료: 현대차증권

CUSTOMER CHALLENGE COLLABORATION PEOPLE GLOBALITY
현대차증권

수요가 견인하는 인플레이션

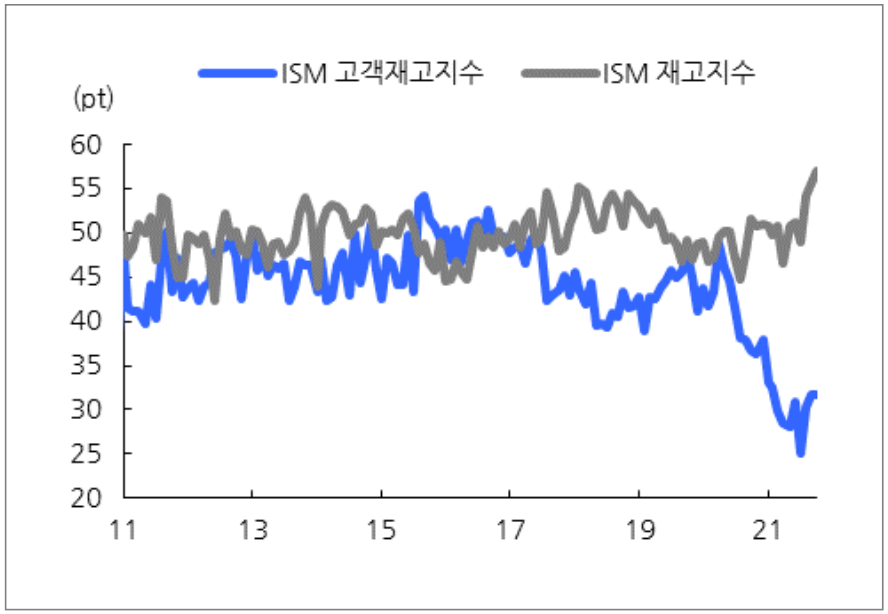
- 최근의 물가상승세는 원자재 가격과 운송 비용 상승 등 공급측 요인 뿐 아니라 코로나 이후 경기회복에 따른 수요측 요인에도 기인하고 있는 측면도 있음
- 코로나 이후 주요국의 저금리 및 유동성 확대로 전세계적 주택가격의 상승을 촉발했으며 더불어 저금리 효과로 전세계 주식시장과 상품시장 등이 큰 폭으로 상승하며 소비자의 소비 여력을 높임
- 한편 미국의 고객재고지수는 사상 최저 수준으로 이는 향후 신규 주문의 개선을 시사함

코로나 이후 우상향하는 증시



자료: Bloomberg, 현대차증권

ISM 고객재고지수 사상 최저 수준



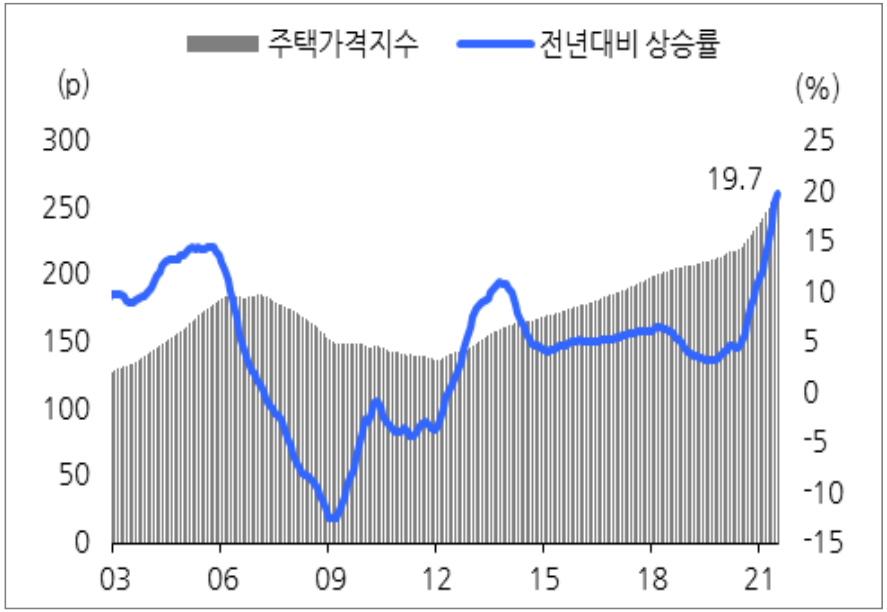
자료: Bloomberg, 현대차증권

CUSTOMER CHALLENGE COLLABORATION PEOPLE GLOBALITY
현대차증권

부의 효과에 기초한 견조한 수요

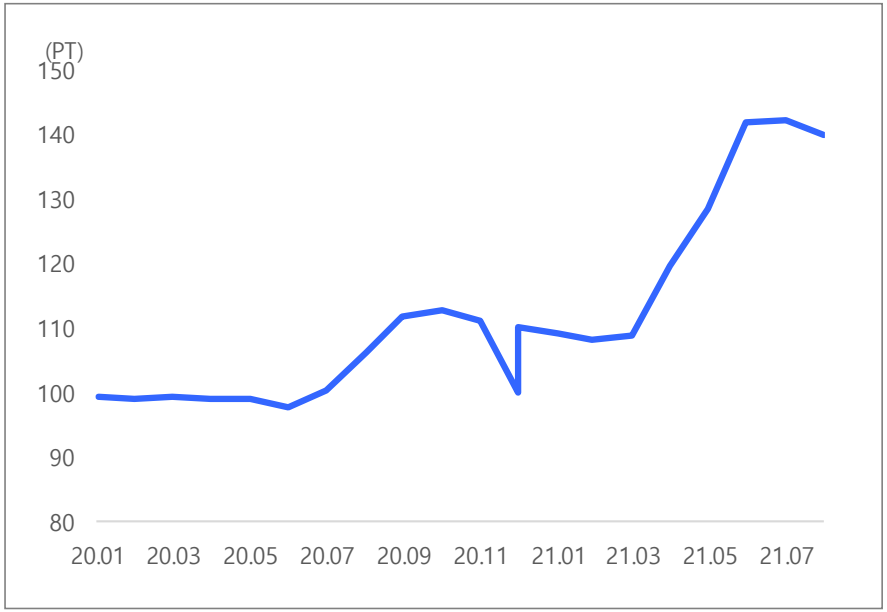
- 코로나 이후 주요국의 저금리 및 유동성 확대로 전세계적 주택가격의 상승을 촉발했고 더불어 저금리 효과로 전세계 주식시장과 상품시장 등 큰 폭으로 상승했는데 이는 개인 소비에 있어 부의 효과로 작용하고 있다 판단됨
- 실제 차량용 반도체 부족과 공급망 병목현상으로 글로벌 완성차 생산이 지연되는 가운데 미국 중고차 가격이 급등하고 있는 점을 보면 그만큼 자동차 수요는 견조하다는 점을 확인할 수 있음

미국 주택가격 지수 및 전년대비 상승률



자료: Bloomberg, 현대차증권

미국 중고차 가격 지수 추이

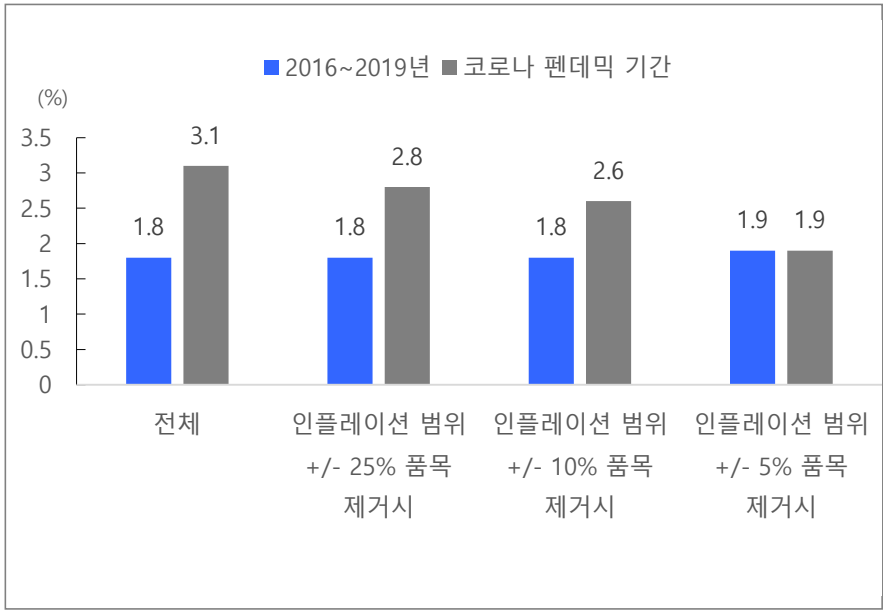


자료 : Bloomberg, 현대차증권, 주: 20/01/01일 100 기준 미국 중고차 가격 지수 추이

인플레이션 장기화는 일부 급등 품목에서 기인

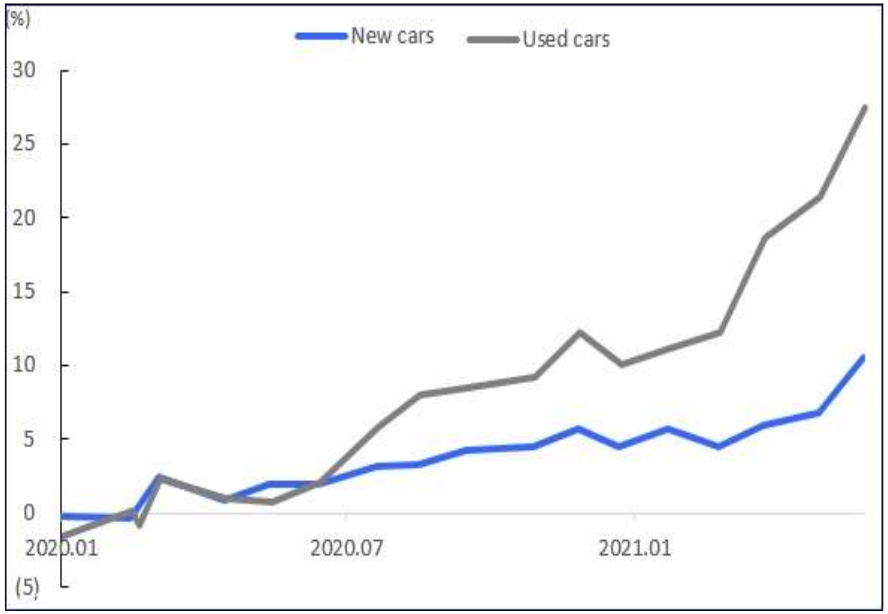
- 인플레이션이 장기적 문제로 고착화되며 경제 부담으로 작용하고 있으나, 품목별 인플레이션 분포를 살펴보면 특정 품목에서 기인한 인플레이션임을 확인할 수 있음
- 코로나 이후 25% 이상 물가가 급등한 품목이 코로나 이전('16~'19)에 비해 급등하였음. 중고차의 경우 위드(With) 코로나로 인한 일상 복귀 기대감으로 높아진 수요에 비해, 공급이 현저히 부족해 가격 상승으로 이어졌기 때문
- 그러나 향후 공장가동 정상화 등으로 공급이 원활이 이루어질 시 가격 상승폭이 완화될 여지가 높다 판단됨

가격 급등 품목 영향 제거 후 인플레이션 비교



자료 : Dallas Fed, 현대차증권

2020년을 기점으로 중고차 가격 상승 중



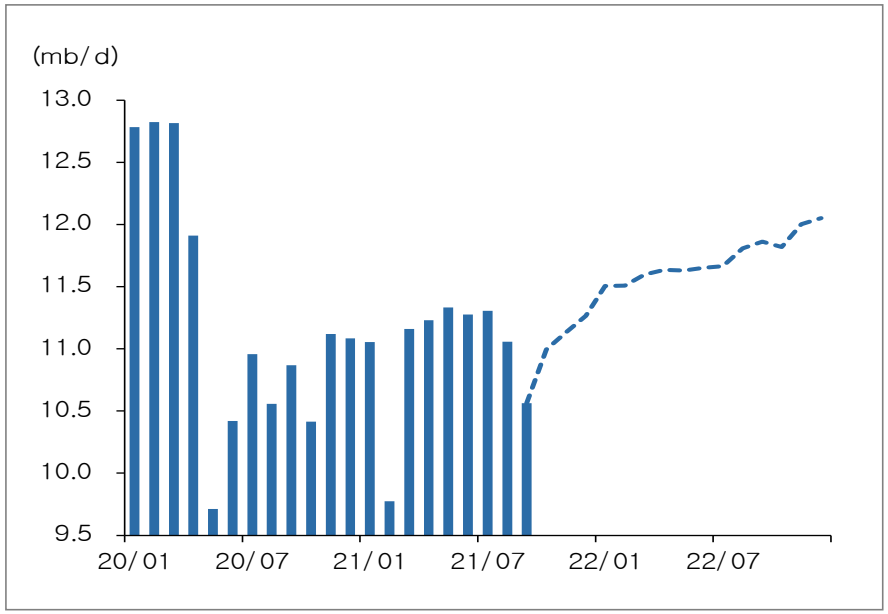
자료 : Eumunds, 현대차증권

CUSTOMER CHALLENGE COLLABORATION PEOPLE GLOBALITY
현대차증권

22년 국제유가는 수요 대비 공급 증가로 안정될 전망

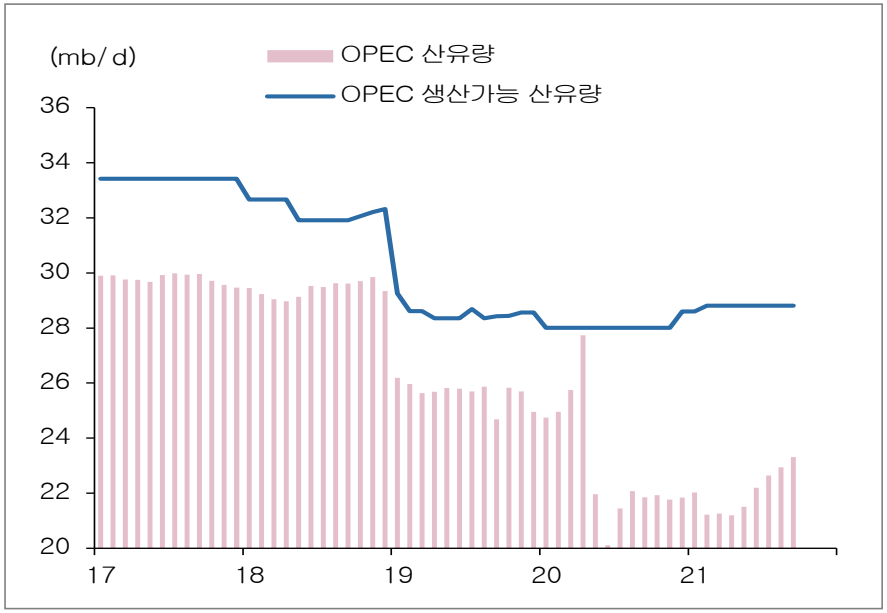
- 22년에도 원유 수요는 증가하나 상승폭은 21년 대비 약화될 것으로 전망되는 반면 22년 원유 공급 상황은 크게 개선될 수 있을 전망
- 미 에너지정보청(EIA)도 10월 단기에너지보고서(STEO)를 통해 베이커휴즈 시추공 수가 꾸준히 증가한 점을 감안 4분기를 기점으로 미국 산유량 회복세 이어질 것으로 전망
- 2021년 걸프 3국의 재정균형 유가수준은 65~80달러 사이로 현 유가 수준은 이를 상회하고 있으며 '20년 부터 이어진 대규모 감산 등으로 22년에는 OPEC 생산 여력이 많이 남아있는 것으로 판단됨
- 따라서, 22년 국제유가는 수요 대비 공급증가로 WTI 기준 배럴당 $70~$90 수준에서 안정될 것으로 전망

EIA 미 산유량 추이 및 전망



자료: Bloomberg, EIA, 현대차증권
주: 9월 이후는 EIA 전망치

OPEC 산유국 원유생산 여력



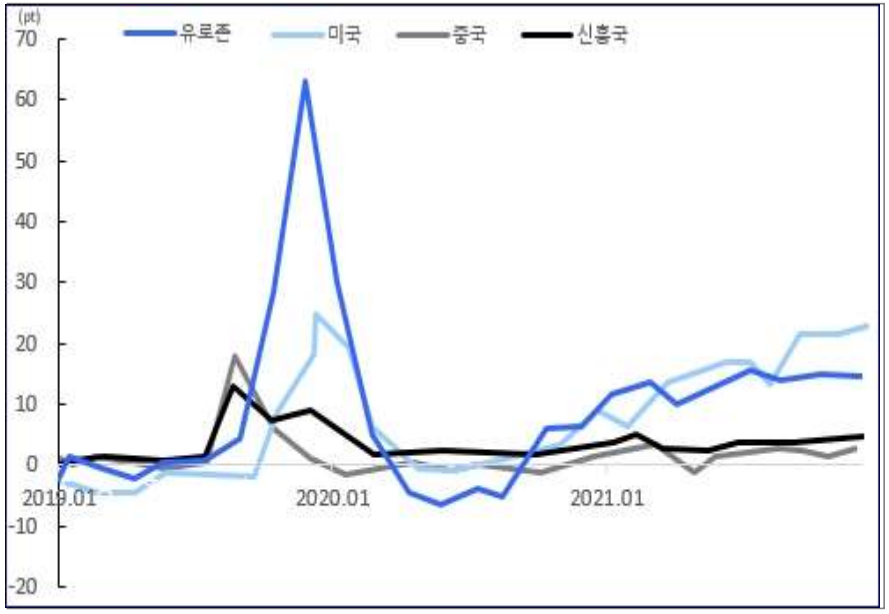
자료:Bloomberg, 현대차증권

CUSTOMER CHALLENGE COLLABORATION PEOPLE GLOBALITY
현대차증권

2022년 글로벌 공급망 병목현상 점진적 해소 전망

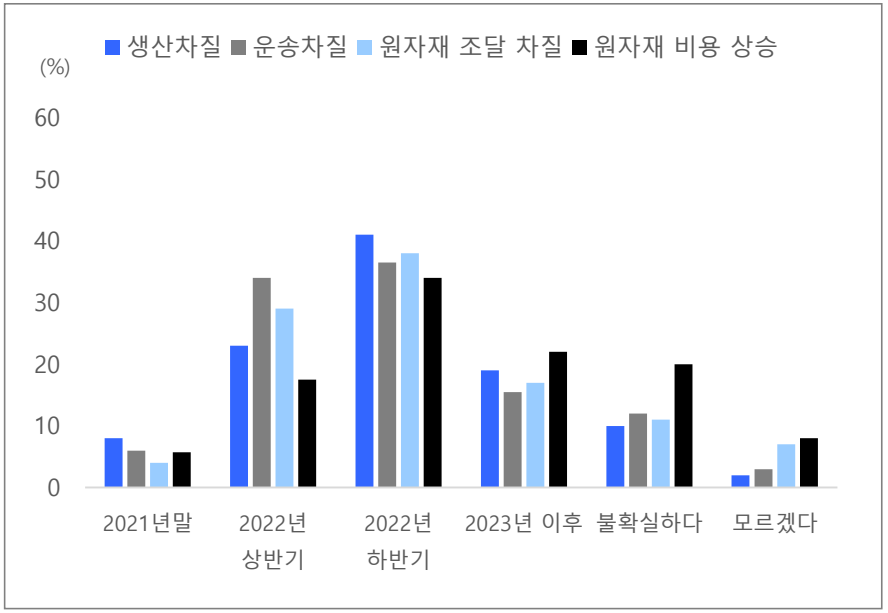
- 코로나 직후 전세계적인 공장가동 차질에 따라 발생한 공급망 병목현상이 올해 델타변이 확산으로 인해 다시 문제로 대두되었음
- 또한 원유가격상승, 물류대란으로 이어지며 현재까지 장기화되고 있음
- 미국 기업을 대상으로 한 설문 조사 결과 공급망 병목현상은 2022년 점진적으로 해소될 것으로 전망
- 델타 변이 이후 아시아 신흥국 백신 접종률 확대되고 있고 병목현상으로 기업들이 공급망 투자를 확대하고 있어 2022년 글로벌 공급망 우려는 점진적으로 해소될 것으로 전망

2021년 국가별 공급난 발생 현황



자료 : IMF, 현대차증권
주 : 2019.01=100

공급망 병목현상 해소시점 서베이 결과



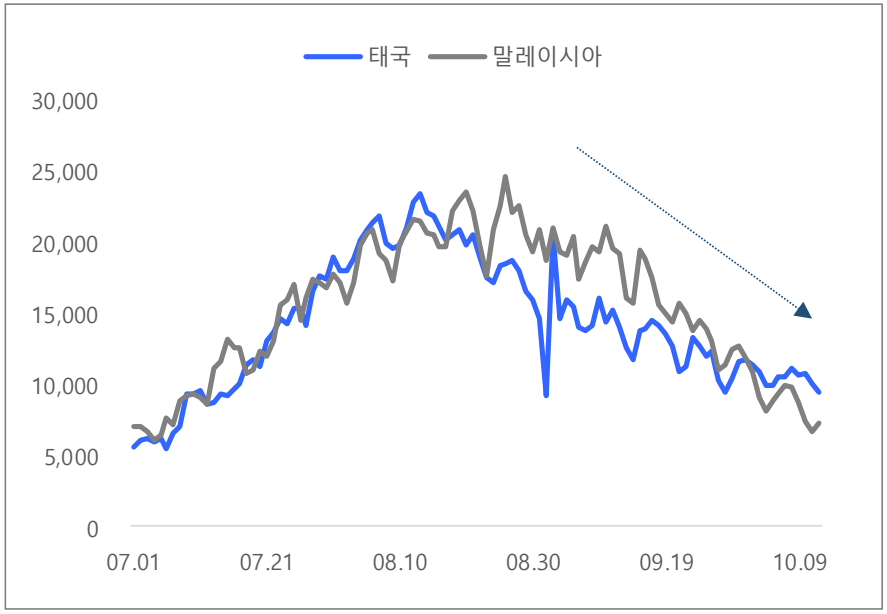
자료 : 미국 CEO 협회, 현대차증권

CUSTOMER CHALLENGE COLLABORATION PEOPLE GLOBALITY
현대차증권

글로벌 공급망 병목 우려 완화 기대

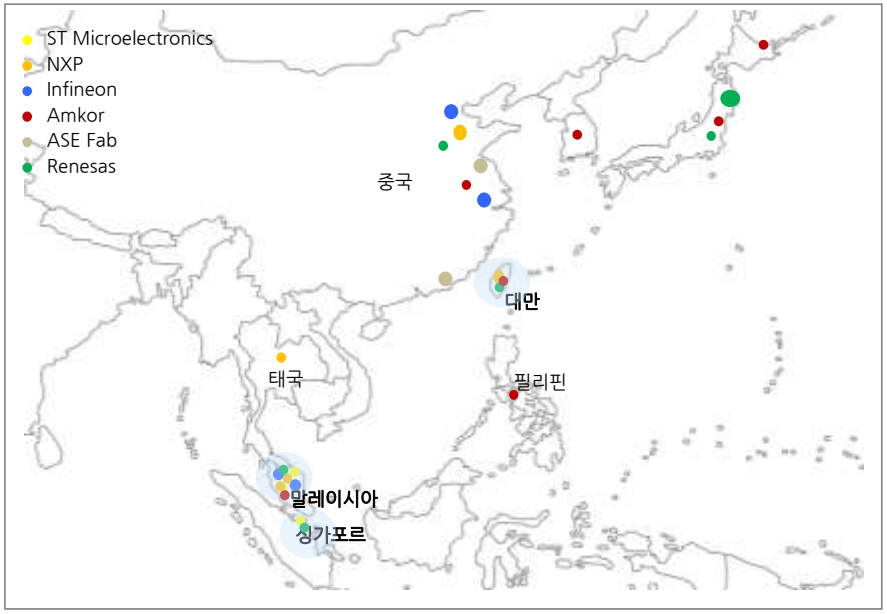
- 7월 이후 세계적으로 유행하던 델타 변이 확산이 둔화되고 있는데 이와 함께 제조업 공급망 병목 현상 또한 완화될 것으로 기대되고 있음
- 차량용 반도체의 경우 대만, 태국과 말레이시아 등 주로 아시아 국가에 생산 설비가 존재하는데 최근 아시아 주요국의 델타 변이 확산이 완화되며 차량용 반도체 생산 상황 또한 개선되고 있음
- 현재 주요국의 '위드 코로나'로 전환이 확산되고 있고 백신과 함께 코로나 경구용 치료제 또한 보급되면 코로나에 따른 생산 차질 이슈 또한 완화될 수 있을 것으로 예상됨

태국과 말레이시아 코로나 확진자 추이



자료: Bloomberg, 현대차증권

차량용 반도체 공급망 현황



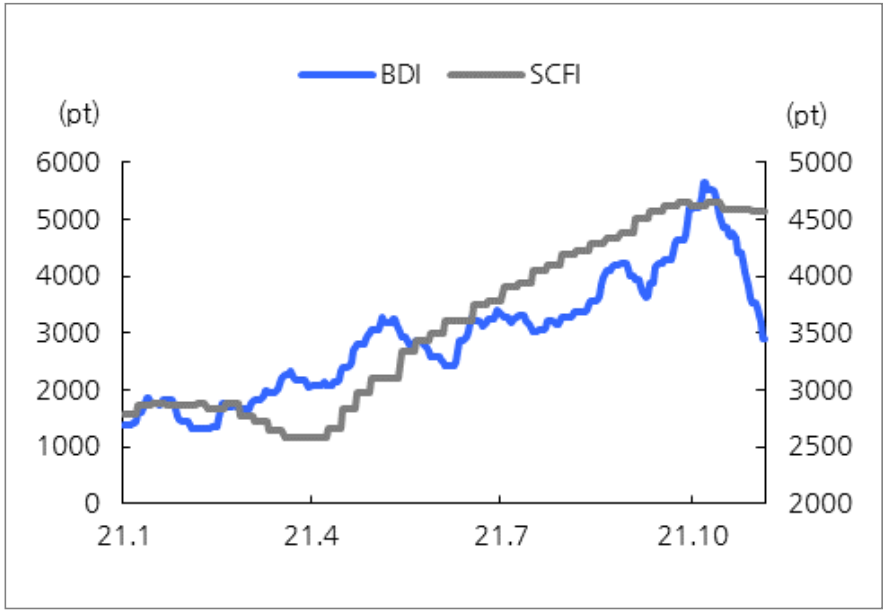
자료: 언론종합, 현대차증권

CUSTOMER CHALLENGE COLLABORATION PEOPLE GLOBALITY
현대차증권

물류 부담 요인도 점진적 해소될 전망

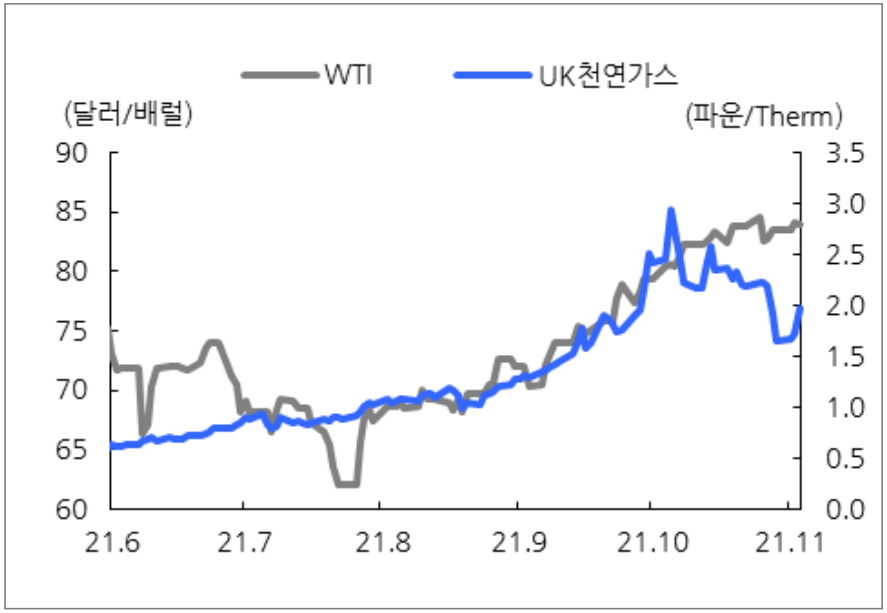
- 최근 아시아 주요국의 델타 변이가 완화되며 공급망 병목 현상으로 급등하던 물류비용 상승세가 완화되고 있음
- 기업들의 비용부담을 가중시켰던 원자재 가격 역시 중국 정부의 원자재 시장 통제, 러시아의 천연가스 공급 확대, OPEC+의 추가 증산 기대로 하향 안정화 추세를 보임
- 바이든 행정부의 물류대란에 해소에 대한 정책지원과 원자재 시장 안정화를 위한 각국의 공조는 물류비용과 원자재 가격의 추가 상승을 제한할 것으로 예상
- 이런 추세를 감안할 때 공급망 차질과 원자재 가격 급등에 큰 영향을 받은 한국 경제의 부진은 점차 해소될 전망

10월 기점으로 물류비용과 정점 통과



자료 : Bloomberg, 현대차증권

급등하던 원자재 가격 역시 하향안정화



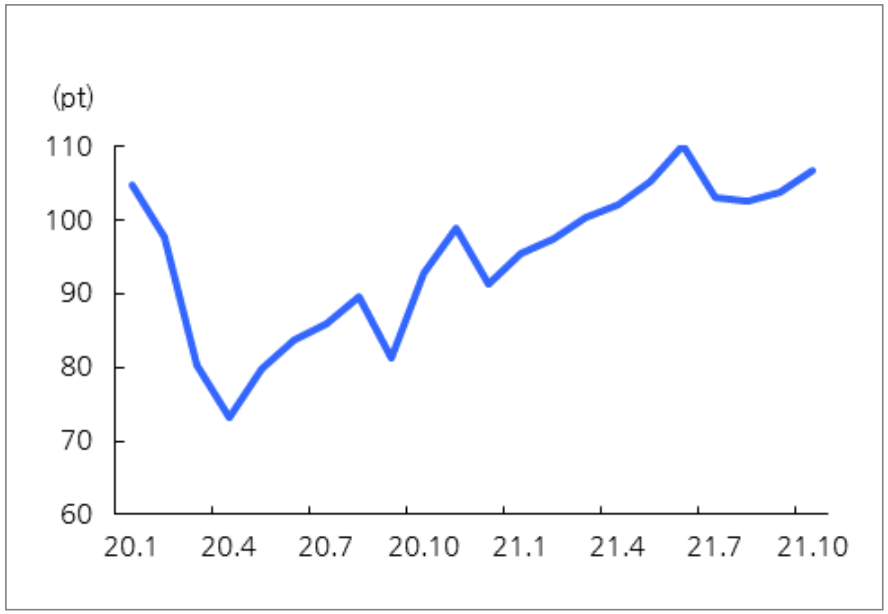
주 : Infomax, 현대차증권

CUSTOMER CHALLENGE COLLABORATION PEOPLE GLOBALITY
현대차증권

국내 - 위드코로나로 소비심리 개선

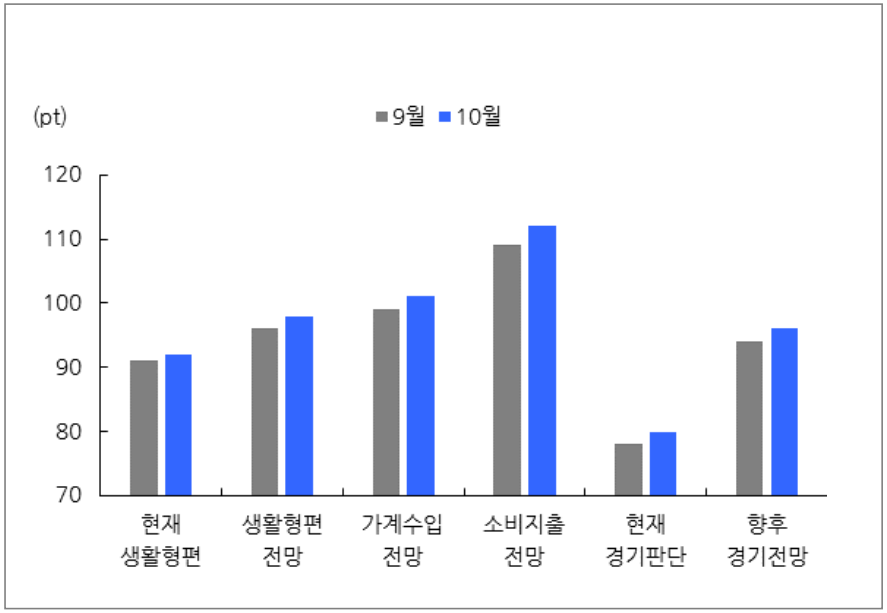
- 국내 백신 접종 완료율이 70% 이상을 상회하며 방역 체계가 단계적 일상 회복으로 접어들자 소비심리의 회복이 본격적으로 이루어지고 있음
- 10월 한국 소비심리지수는 일상 회복 기대감이 커지며 지난달 대비 +3.0pt 상승한 106.8pt를 기록, 2달 연속 상승함
- 이를 통해 인플레이션에 대한 우려에도 불구하고 소비자들의 지출 의지는 오히려 개선됐다는 사실을 확인 가능함
- 특히 소비자심리지수를 구성하는 생활형편과 전망, 가계수입 전망, 소비지출 전망, 경기판단 및 경기 전망 등 6개 지수 모두 상승세를 기록한 점이 두드러짐

국내 소비자심리지수 두달 연속 상승



자료:Bloomberg, 현대차증권

소비자심리지수 구성 6개 항목 모두 전월대비 상승



자료:미국 노동통계국, 현대차증권

코로나 이후 성장주로 변신한 한국증시

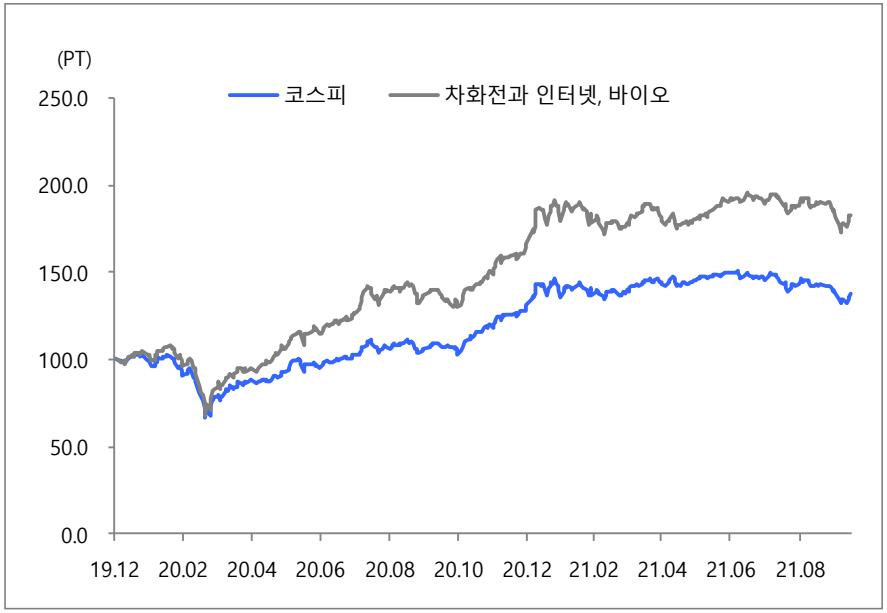
코로나로 한국증시는 성장주로 변모

- 코로나 이전 5년 동안 한국증시는 고령화와 저성장 우려로 12M FWD PBR이 0.8배에서 1.0배 사이에 등락하는 박스피 흐름을 기록
- 코로나로 강제적 디지털 환경 전환으로 미래가 빨라졌고 그 결과 반도체, 2차전지와 전기차 등 국내 기업의 수혜가 높은 업종이 부각되며 코로나 이후 한국증시는 성장주로 변모할 수 있었음

코로나 이전 5년 코스피는 박스피 흐름

자료: Bloomberg, 현대차증권

코로나 이후 차.화.전과 인터넷, 바이오 업종 주가 추이

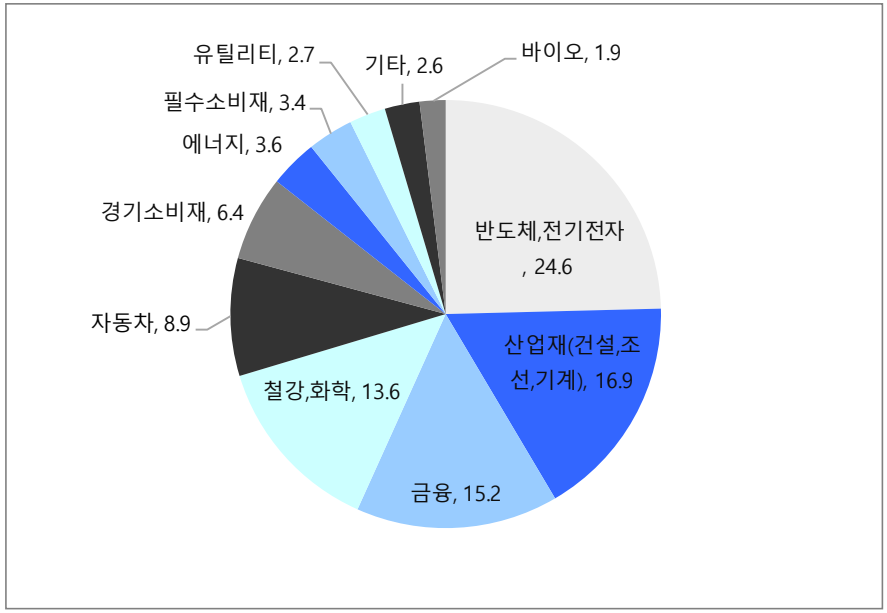


자료:WiseFn, 현대차증권

한국 주식시장 산업 지형도 변화

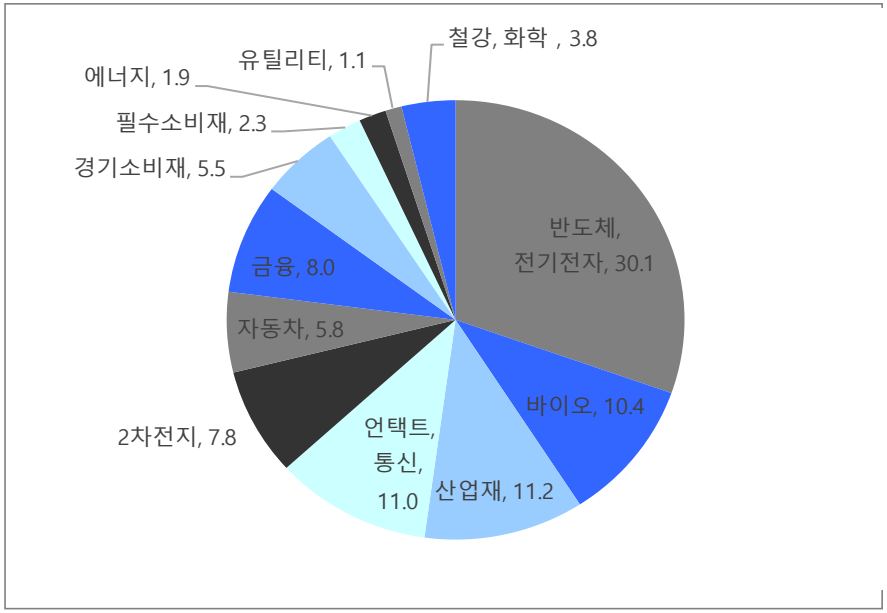
- 한국 주식시장 산업 지형도 변화 : 2010년은 반도체, 산업재, 금융, 철강과 화학, 자동차 업종 중심
- 2021년 현재 주식시장 산업 지형도는 : IT, BBIG (2차전지는 화학 업종에서 분화), 자동차 업종 중심으로 변화
- 그 결과 한국증시는 현재 시가총액 상위 5개 업종 (반도체, 바이오, 인터넷/게임, 자동차와 2차 전지) 중심으로 성장했음

2010년말 기준 국내증시 내 섹터별 비중 비교



자료: WiseFn, 현대차증권

2021년 현재 기준 국내증시 내 섹터별 비중 비교



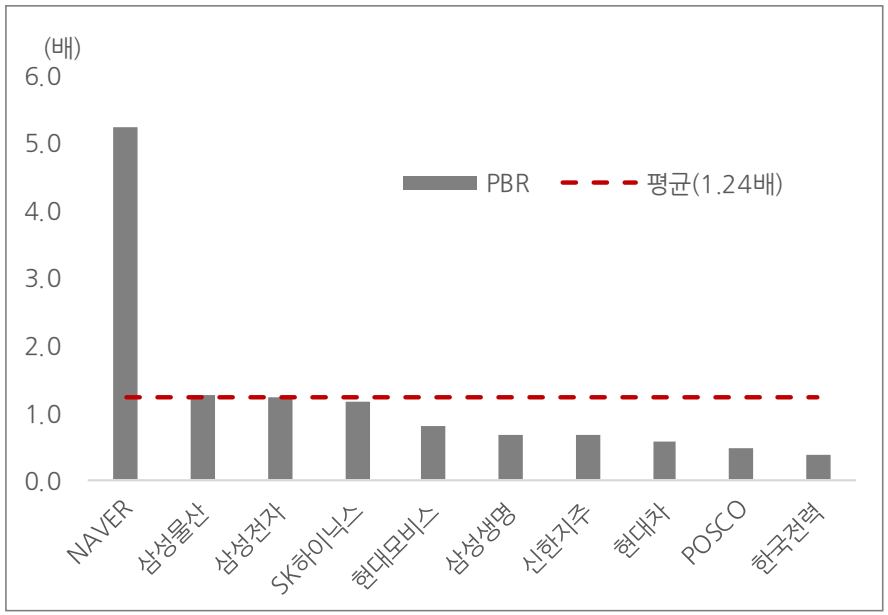
자료: WiseFn, 현대차증권
주: 2021/10/19일 기준 섹터 비중 비교

CUSTOMER CHALLENGE COLLABORATION PEOPLE GLOBALITY
현대차증권

시가총액 상위 10개 기업 변화

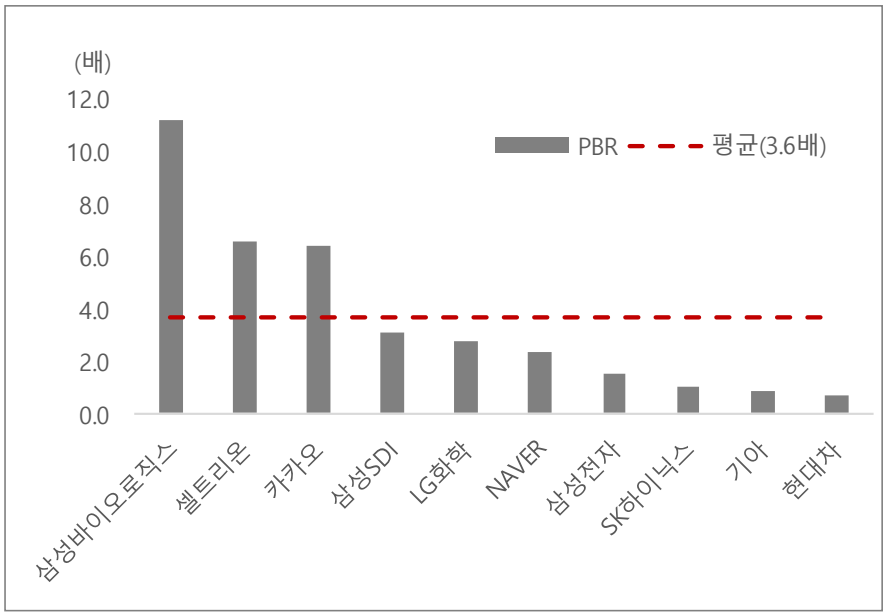
- 코로나에 따른 강제적 디지털 환경 전환으로 언택트 수혜 부각되며 국내 상장기업 시가총액 또한 지각변동이 발생
- 5년전만 해도 코스피 시가총액 상위 10개 기업에는 금융지주, 생보사와 유틸리티 등 향후 성장 기대가 낮은 저PBR 가치주가 다수 존재했음
- 하지만, 현재 시가총액 상위 10개 기업에는 2차전지, 제약/바이오와 인터넷 등 주로 성장주로 구성되었음
- 시가총액 상위 10개 기업 모두 상위 5개 업종으로 구성되었고 또한, 한국 주식시장의 대표성이 높다 할 수 있음

2016년말 기준 시가총액 상위10개 종목과 PBR



자료: WiseFn, 현대차증권

2021년 현재 기준 시가총액 상위 10개 종목과 PBR



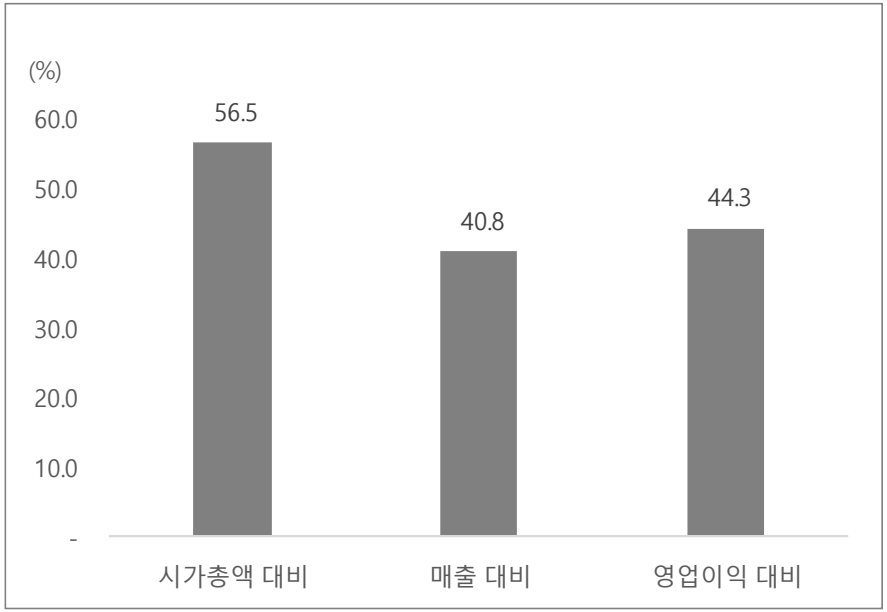
자료: WiseFn, 현대차증권

상위 업종으로 중심으로 보는
시장 진단 및 전망

시총상위 5개 업종 : 반도체, 자동차, 2차전지, 인터넷, 제약/바이오

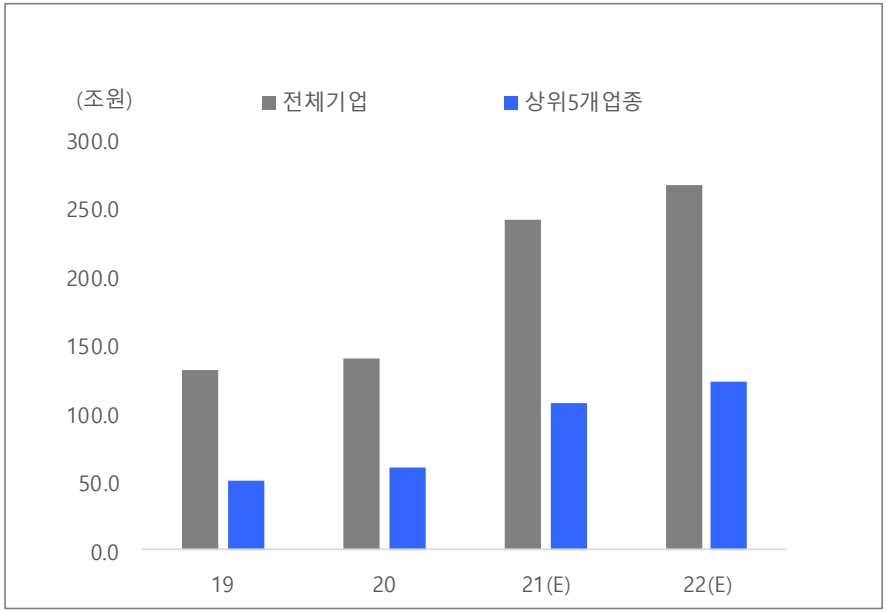
- 반도체, 제약/바이오, 인터넷/게임, 자동차와 2차전지는 시가총액 상위 5개 업종으로 한국 주식시장의 성장을 담당하는 핵심
- 상위 5개 업종이 전체 시가총액에서 차지하는 비중은 56.5% 이며 2021년 기준 '전체기업' 대비 매출과 영업이익 또한 각각 40.8%와 44.3%를 차지하고 있음
- 향후 상위 5개 업종의 이익 훼손 가능성이 높지 않고 높은 성장을 지속한다면 펀더멘탈 측면에서 한국증시의 추가적 조정 가능성은 높지 않다 판단되는 부분

시총상위 5개 업종과 전체 시장 대비 비교



자료: WiseFn, 현대차증권

전체기업 및 상위5개 업종 영업이익 및 증가율 추이



자료 : WiseFn, 현대차증권

CUSTOMER CHALLENGE COLLABORATION PEOPLE GLOBALITY
현대차증권

상장사 및 주요 업종 매출과 영업이익 전망

- 최근 기준 2021년 KOSPI 영업이익은 전년대비 64.3% 증가한 234.5조원으로 추정되며 2022년 영업이익은 '21년 대비 10.2% 증가한 258.5조원으로 추정됨
- '22년 시총 상위 5개 업종의 영업이익은 시장 영업이익 증가율(10.5%) 보다 높은 14.9%로 성장할 것으로 예상되고 있음

시장 및 상위 업종 매출 추이 및 전망

매출(조원)	2019년	2020년	2021년 (E)	2022년 (E)	21년 증가율 (%, YoY)	22년 증가율 (%, YoY)
전체기업 (금융제외)	1,692.4	1,626.4	1,902.6	2,045.7	17.0	7.5
반도체	274.2	278.4	335.9	371.6	20.7	10.6
바이오	19.6	25.3	30.7	32.8	21.3	7.0
인터넷/게임	12.4	16.0	19.8	25.5	23.6	28.9
자동차	240.1	238.6	273.4	292.6	14.6	7.0
2차전지	95.1	85.3	117.1	137.0	37.2	17.0

자료 : WiseFn, 현대차증권

시장 및 상위 업종 영업이익 추이 및 전망

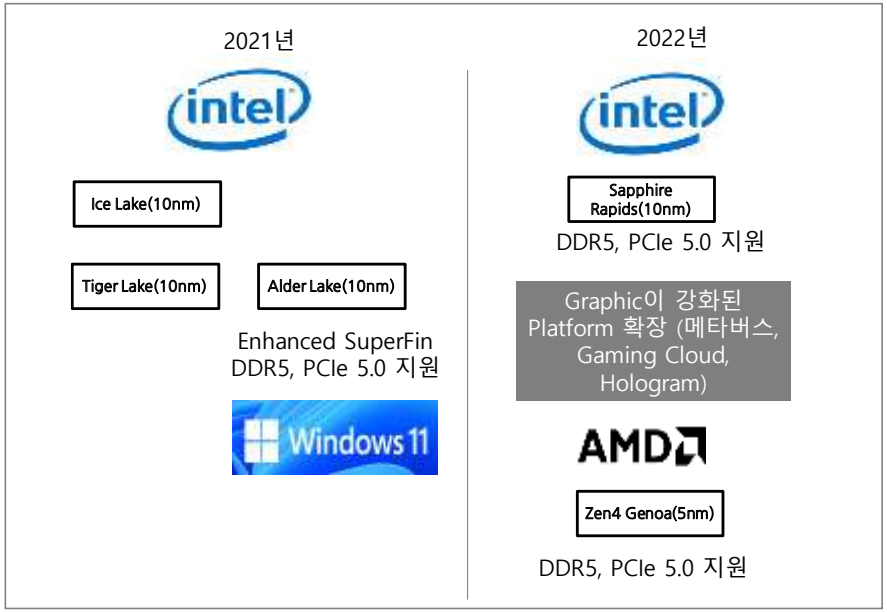
영업이익 (조원)	2019년	2020년	2021년 (E)	2022년 (E)	21년 증가율 (%)	22년 증가율 (%)
전체기업	132.2	140.3	241.7	267.0	72.3	10.5
반도체	274.2	278.4	335.9	371.6	58.4	16.6
바이오	1.9	4.2	6.2	6.0	48.7	-2.7
인터넷/게임	2.4	3.5	3.8	5.9	7.1	55.0
자동차	240.1	238.6	273.4	292.6	110.7	13.6
2차전지	3.0	0.7	10.7	10.9	1,515.7	1.8

자료 : WiseFn, 현대차증권

시총 1. 반도체: 업황 둔화 우려에도 동력 주목

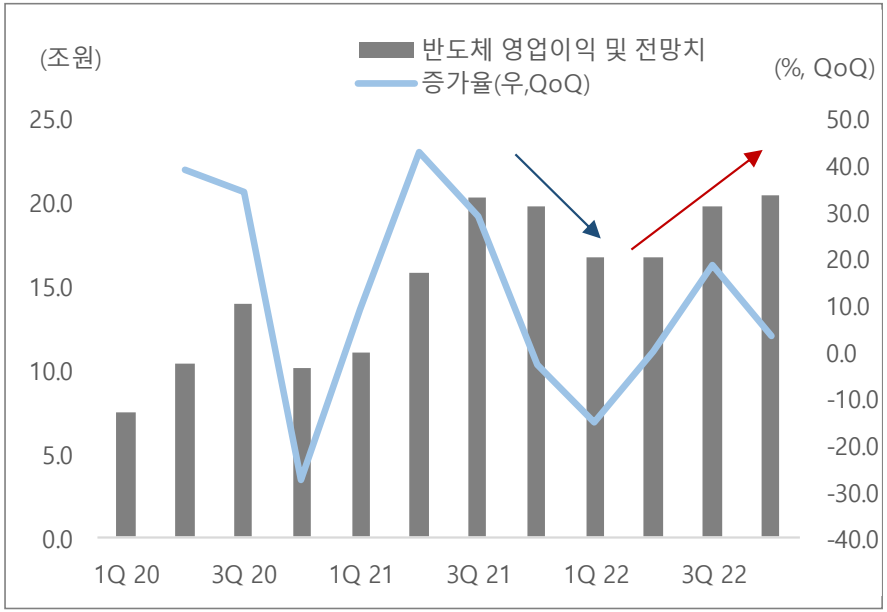
- 2022년 상반기는 메모리 가격 하락으로 반도체 업황 둔화 우려가 존재하지만 22년 하반기 업황은 개선될 것으로 전망됨
- 근거로는 22년 하반기 인텔의 차세대 CPU 엘더레이크를 비롯한 제품에 DDR5의 적용이 확대되는 동시에 Metaverse, Gaming Cloud 등이 신규 수요가 모멘텀으로 작용하면서 하반기 반도체 업황이 개선될 것으로 전망
- 그 결과 '22년 반도체 업종의 영업이익 추이 및 전망치를 분석하면 '21년 대비 오히려 21.8% 증가할 것으로 전망되는 이유

Intel 신규 CPU와 OS 변화



자료: 현대차증권

한국 반도체 업종 영업이익 추이 및 전망치

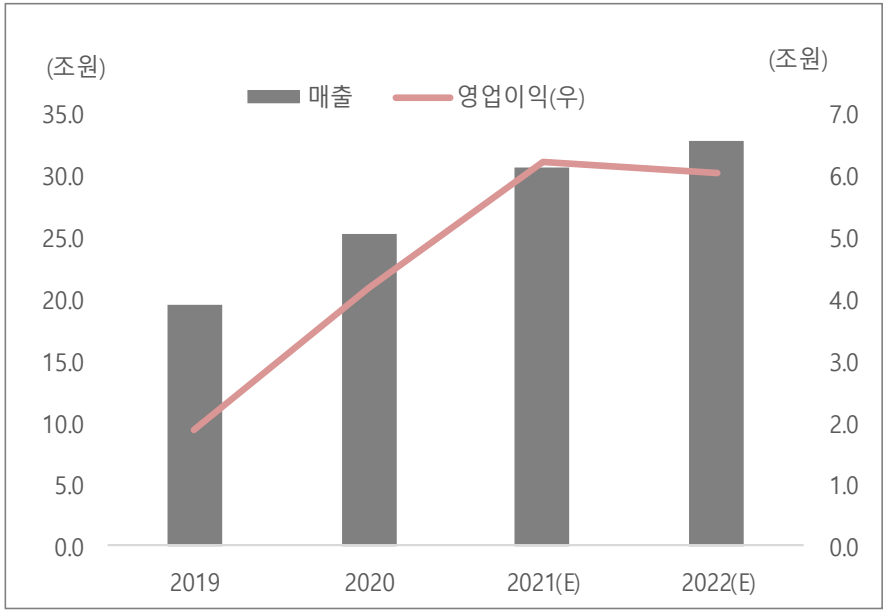


자료 : WiseFn, 현대차증권, 주: 2Q21까지 실제치 3Q21부터 영업이익 컨센서스

시총 2. 바이오, 22년에도 코로나 관련 지속 성장

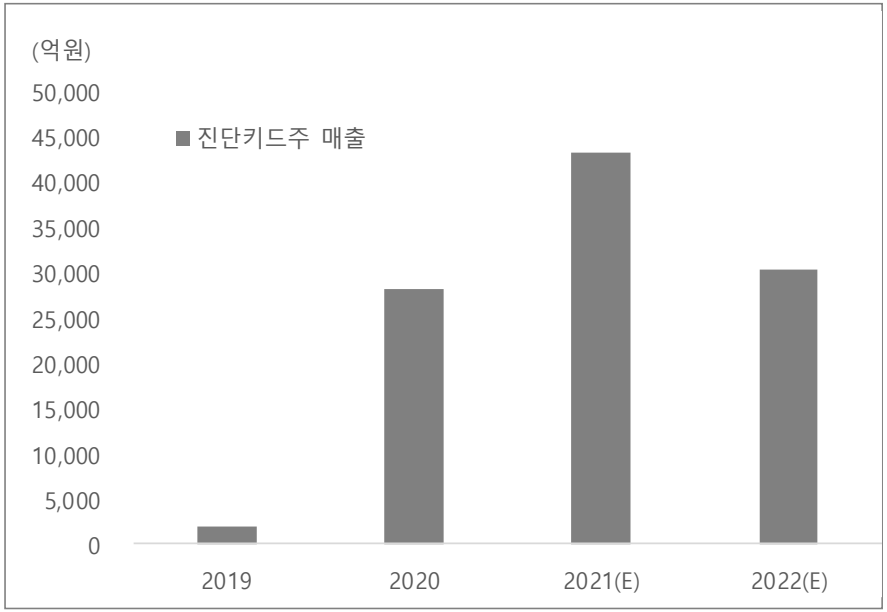
- 제약/바이오 업종의 22년 영업이익은 위드 코로나 전환에도 불구 백신, 치료제 및 진단키트 등 관련 매출 성장은 지속될 전망
- 무엇보다, 위드코로나는 코로나종식이 아니며 따라서, 각 국가의 백신 불평등을 야기하지 못하도록 백신과 진단사업은 지속되어야 할 것으로 판단되기 때문

제약/바이오 매출과 영업이익 추이 및 전망



자료: WiseFn, 현대차증권

국내 진단키트 기업 매출 추이 및 전망



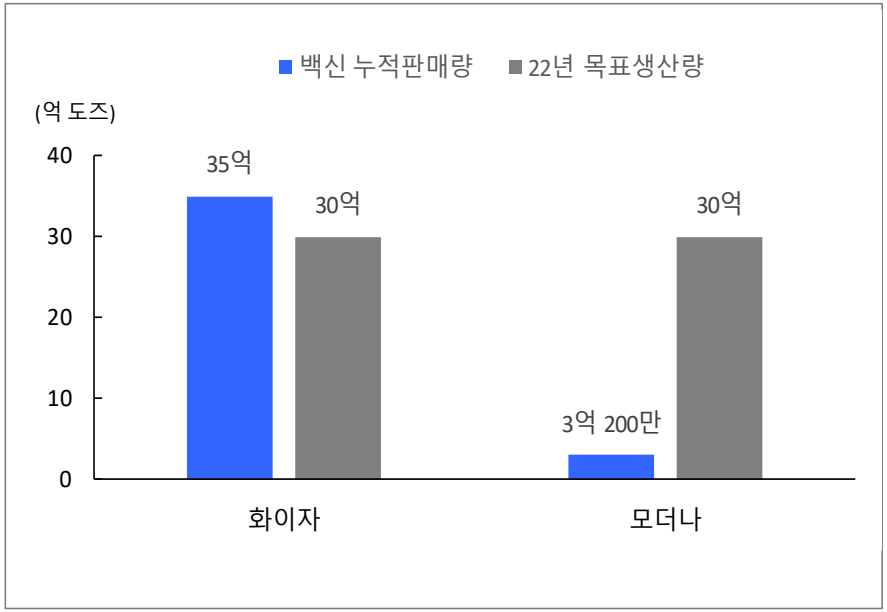
자료: WiseFn, 현대차증권, 주:진단키트 주, 씨젠과 SD바이오센서 매출 추이 및 전망치

CUSTOMER CHALLENGE COLLABORATION PEOPLE GLOBALITY
현대차증권

바이오, 22년부터 코로나 외 의료 시장도 성장

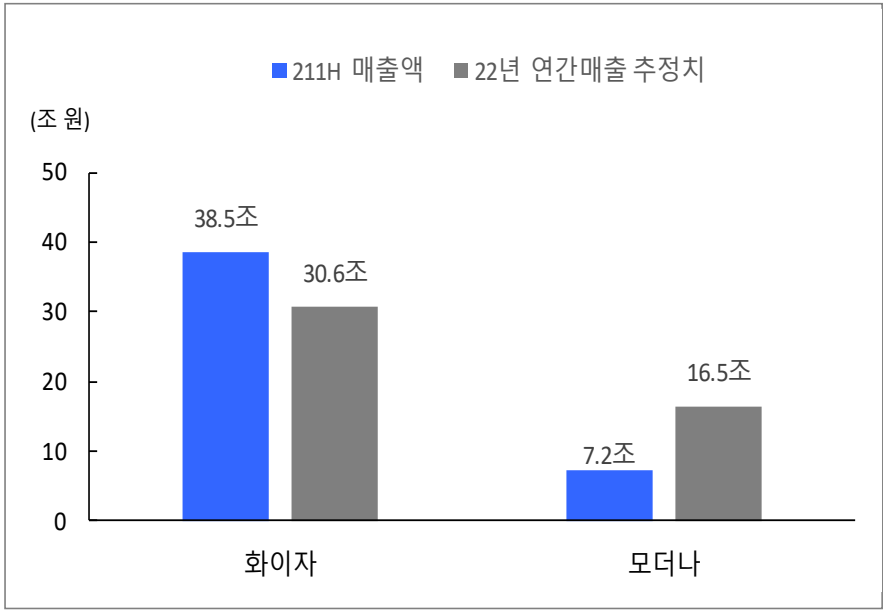
- 22년에는 코로나 관련 매출 지속과 함께, 항암제, 당뇨, 퇴행성 뇌 질환과 같은 코로나와 관련 없는 분야도 주목될 전망
- 그동안 항암제, 당뇨, 퇴행성 뇌 질환 등 국내 제약/바이오텍 기업의 성과가 이어졌음에도 시장에서 큰 관심을 받지 못했음
- 위드코로나 전환으로 병원 방문이 증가하며 전통 제약사들의 실적 개선과 함께 기존 바이오텍들이 부각될 수 있을 전망
- 코로나가 진행된 지난 2년 동안 진척된 연구결과들이 수면위로 올라 바이오 섹터 전체에 긍정적 모멘텀으로 이어질 것으로 전망
- 따라서, 22년은 코로나19와 관련 없던 제약/바이오 기업들의 수혜가 이어질 것으로 전망되는 이유

화이자, 모더나 백신 누적판매 및 전망



자료: 각사, 현대차증권

화이자, 모더나 백신 매출 추이 및 전망



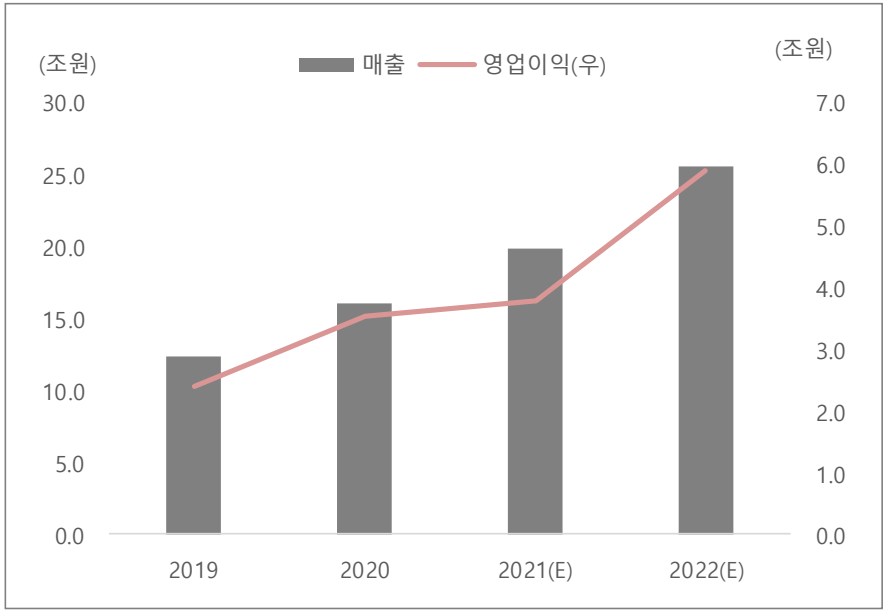
자료: 각사, 현대차증권

CUSTOMER CHALLENGE COLLABORATION PEOPLE GLOBALITY
현대차증권

시총 3. 인터넷/게임 등: 정부 규제 리스크는 일부 기업에 한정

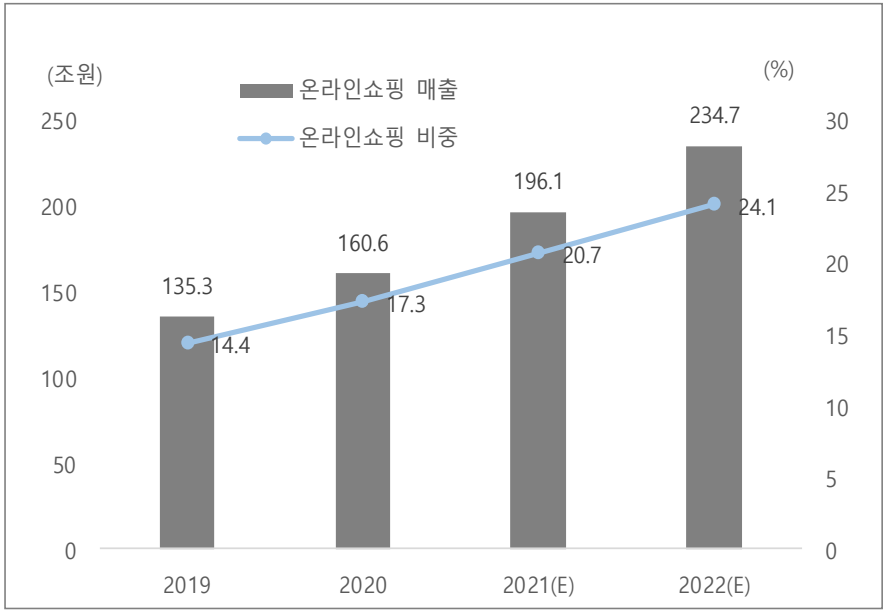
- 인터넷 및 게임 업종의 21년과 22년 매출은 각각 전년대비 19.8%와 25.5%의 고성장을 지속할 전망
- 온라인쇼핑과 핀테크 등 주력 성장드라이버가 여전히 보급률 20~30%대로 가속 성장 구간에 있기 때문에 당분간 인터넷/게임 업종의 고성장은 지속될 수 밖에 없을 전망

인터넷 업종 매출과 영업이익 추이 및 전망



자료: 현대차증권

온라인 쇼핑 매출과 비중 추이



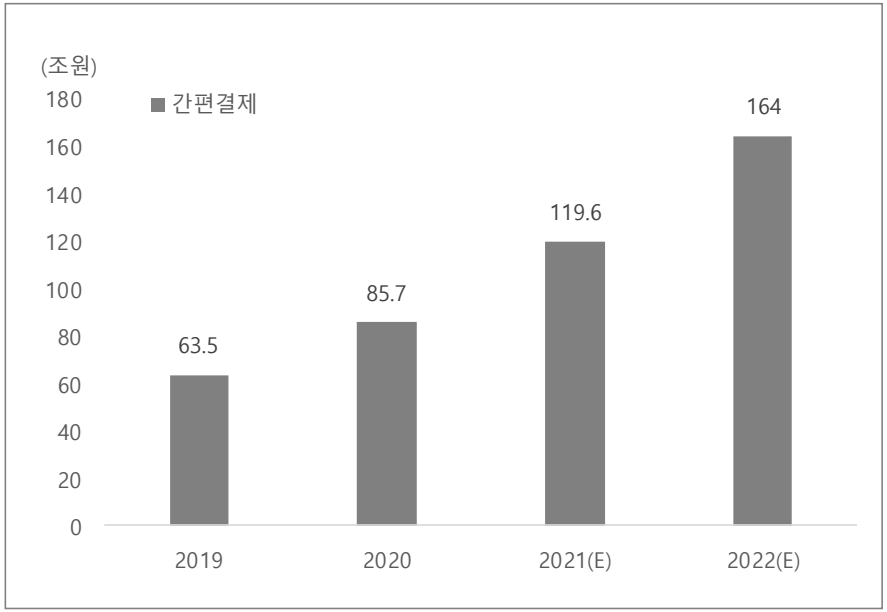
자료: 통계청, 현대차증권

CUSTOMER CHALLENGE COLLABORATION PEOPLE GLOBALITY
현대차증권

인터넷/게임 등: 주력 성장드라이버는 여전히 성장 기대 높아

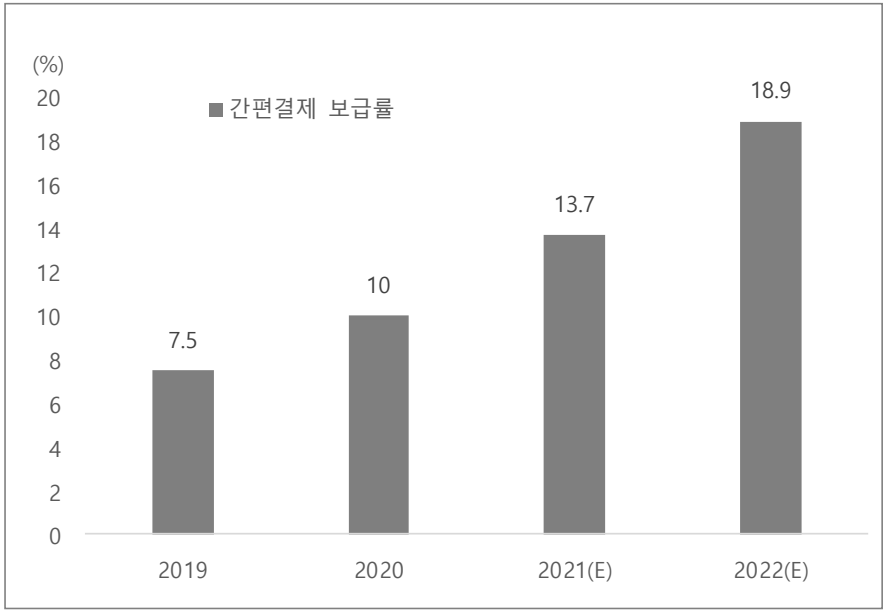
- 시장 우려가 높은 인터넷 업종의 정부 규제 불확실성은 내년 상반기까지 이어질 전망이지만, 기업별로 그 여파는 다르게 나타날 것으로 전망됨에 따라 전체 섹터에 미치는 영향은 제한적일 전망
- 따라서, 정부 리스크에 따라 업종 전반 보다 일부 종목들의 실적 불확실성은 작용하는 반면 성장 섹터의 양호한 이익 성장을 고려할 때 규제 리스크에 따른 인터넷 섹터의 이익 훼손 가능성은 높지 않다 판단되는 부분

간편 결제 추이 및 전망



자료: 한국은행, 금융감독원, 현대차증권

간편 결제 보급률 추이 및 전망



자료: 한국은행, 금융감독원, 현대차증권, 주: 신용결제 총액 대비 간편결제 비중

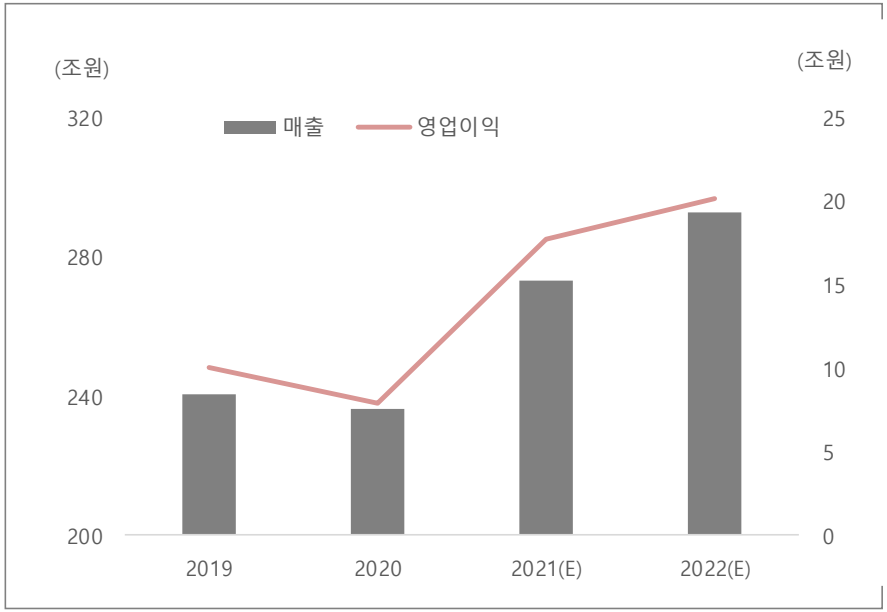
시총 4. 자동차 업종, 견조한 수요

- '22년 자동차 Volume은 전년대비 약 5.7% 성장하여 약 8,500만대 전망되며 매출은 가격 상승에 힘입어 7.1% 성장할 전망
- 견조한 수요로 공급 차질 해소가 지연되며 공급자 우위의 시장 구조 지속

1) 차량용 반도체 공급 차질은 태국과 말레이시아 등 주요 생산지의 코로나 상황이 개선되며 점진적으로 완화되나 모습을 달리하여 지속될 수 있음

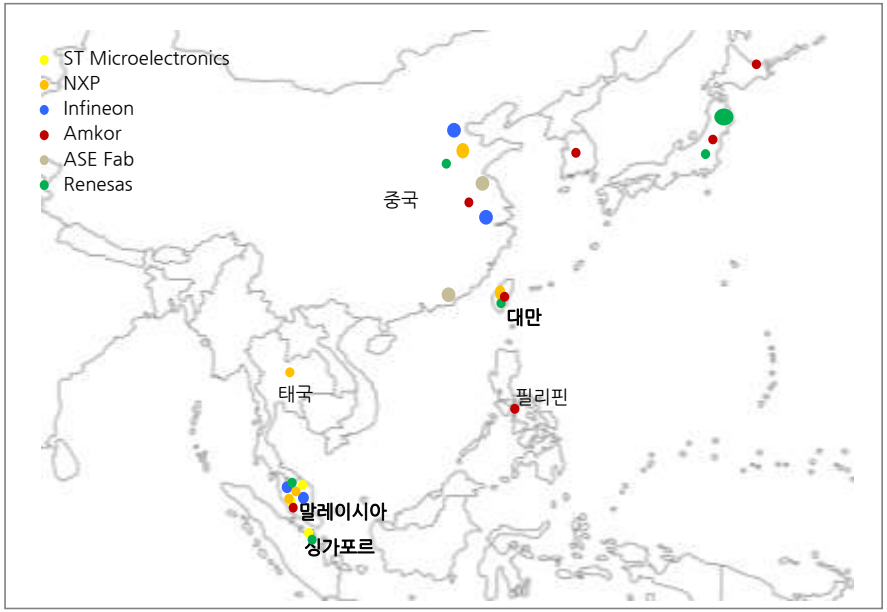
- '21년: COVID-19, 지진, 정전 등으로 인한 반도체 생산 중단에 따른 공급량 하회(수요 회복 + 공급 차질)
- '22년: 완성차와 부품사들의 재고 축적 및 생산 확대 추진. 공급 증가에 비해 수요 증가가 더 가파를 것으로 전망(공급 회복 + 초과 수요)

자동차 업종 매출과 영업이익 추이 및 전망



자료: 현대차증권

차량용 반도체 공급망 현황



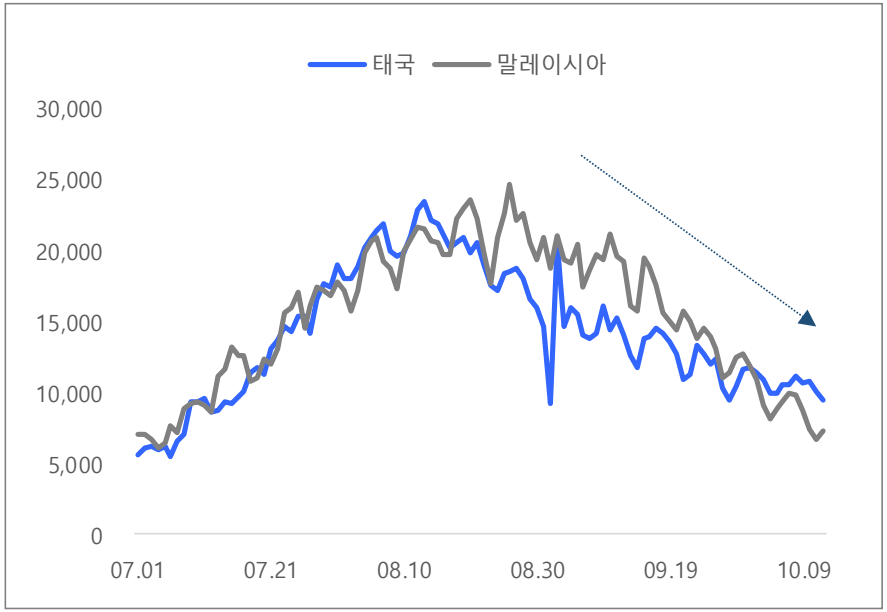
자료: 언론종합, 현대차증권

CUSTOMER CHALLENGE COLLABORATION PEOPLE GLOBALITY
현대차증권

22년 자동차 실적: 견조한 수요로 가격 상승 수혜

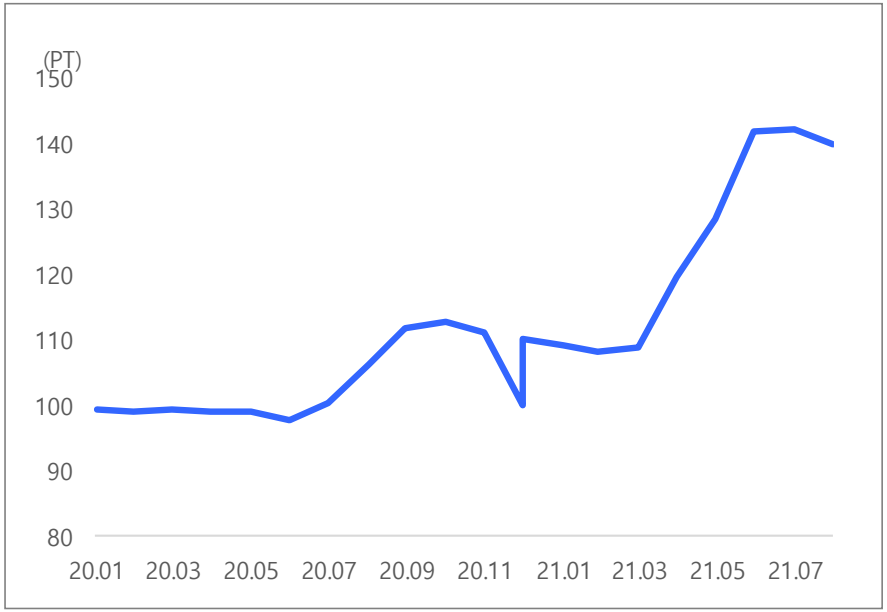
- 자동차 반도체 이슈로 생산 지연이 지속되자 미국 중고차 가격은 크게 상승해 견조한 자동차 수요를 반증하고 있음
  1) 그 결과, 북미 인센티브는 2010년대 초반(차화정) 수준으로 $2,500 하회하는 등 비용 절감 기대
  2) '19년 자동차 Volume은 (COVID-19 이전, 연 9,000만대) 2023년에 회복될 전망
- 22년 하반기 공급 차질 완화 국면 속 비용 상승 전가(P)와 친환경차를 포함한 신차 사이클 전개(Q)가 가능한 국내완성차의 M/S와 수익성은 상승할 것으로 전망됨

태국과 말레이시아 신규 코로나 확진자 추이



자료: Bloomberg, 현대차증권

21년 신차 생산지연으로 미국 중고차 가격 급등

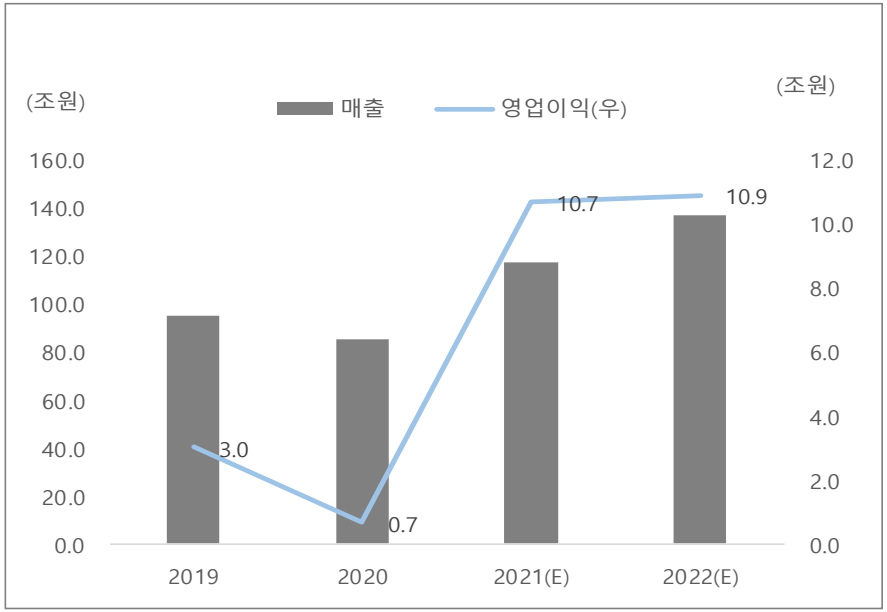


자료: Bloomberg, 현대차증권, 주: 20/01월 지수 100 기준 미 중고차 가격 지수

시총5. 2차 전지: 친환경차 중심의 매출증가 지속 전망

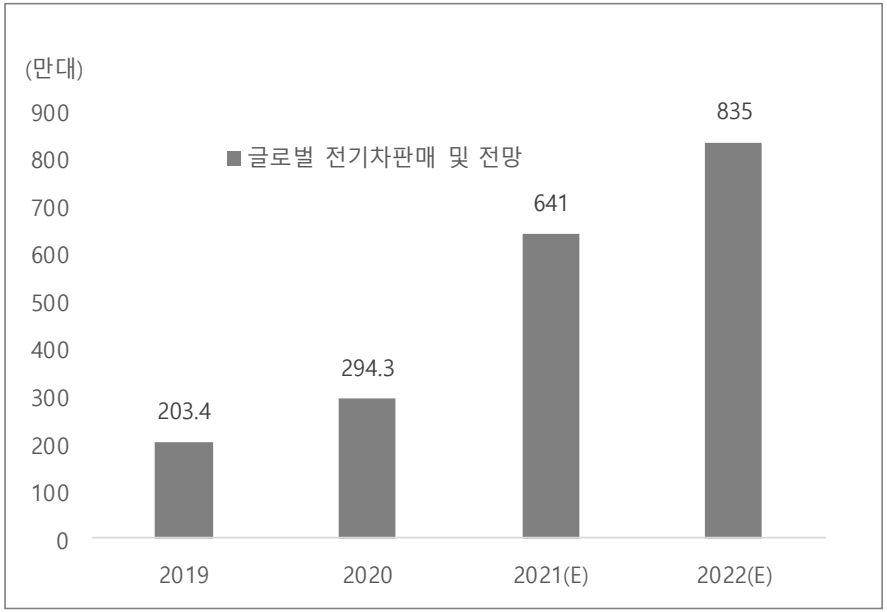
- 2차전지 섹터의 '21년과 '22년 매출은 각각 37.2%와 17.0%로 큰 폭으로 성장할 것으로 전망
- 21년 글로벌 전기차 판매는 전년 대비 117.8% 증가한 641만대로 전망되며 22년에도 30% 증가한 835만대로 전망
- 최근 완성차 업체들이 전기차를 포함한 친환경차 생산을 우선시하고 있어 당분간 2차 전지 업종의 매출 증가 추이 지속 전망
- 리콜 관련 우려도 LG에너지솔루션과 GM의 합의로 일단락된 점 또한 긍정적이며 현 상황에서 추가 충당금 발생 가능성은 낮다 판단되어 LG에너지솔루션의 이익 성장 모멘텀은 강화될 것
- 또한, SK이노베이션 배터리 흑자전환 및 삼성SDI GEN5 배터리 양산에 따른 수익성 개선도 기대되며 소재 업체들 역시 고성장이 지속될 것으로 전망되기 때문에, 배터리 사업의 이익 고성장 기대되는 점도 긍정적

2차전지 업종 매출과 영업이익 추이 및 전망



자료: Wisefn, 현대차증권

글로벌 전기차 판매 추이 및 전망



자료: 한국자동차산업협회, 전망치 출처-EVsales)

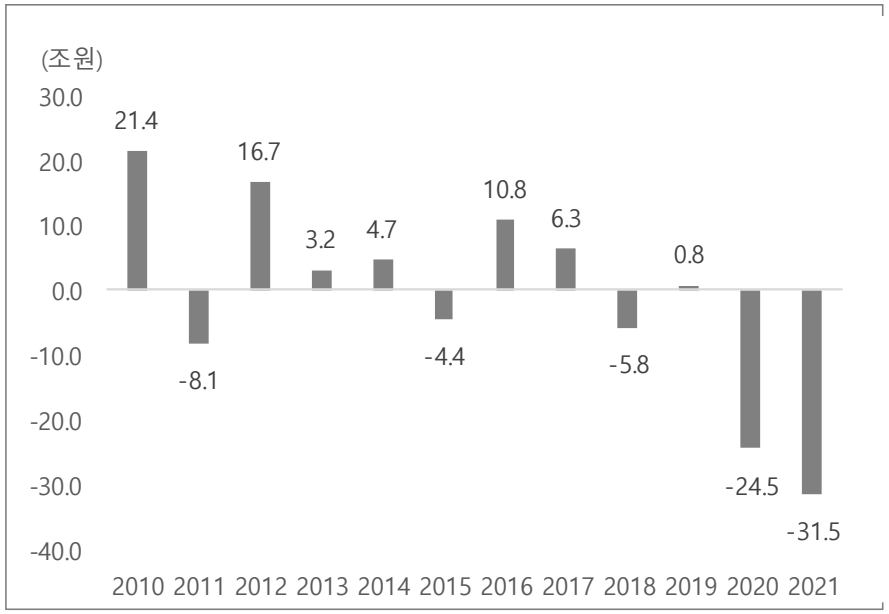
CUSTOMER CHALLENGE COLLABORATION PEOPLE GLOBALITY
현대차증권

‘22년, 외국인은 돌아올까?

외국인 왜 계속 파나?

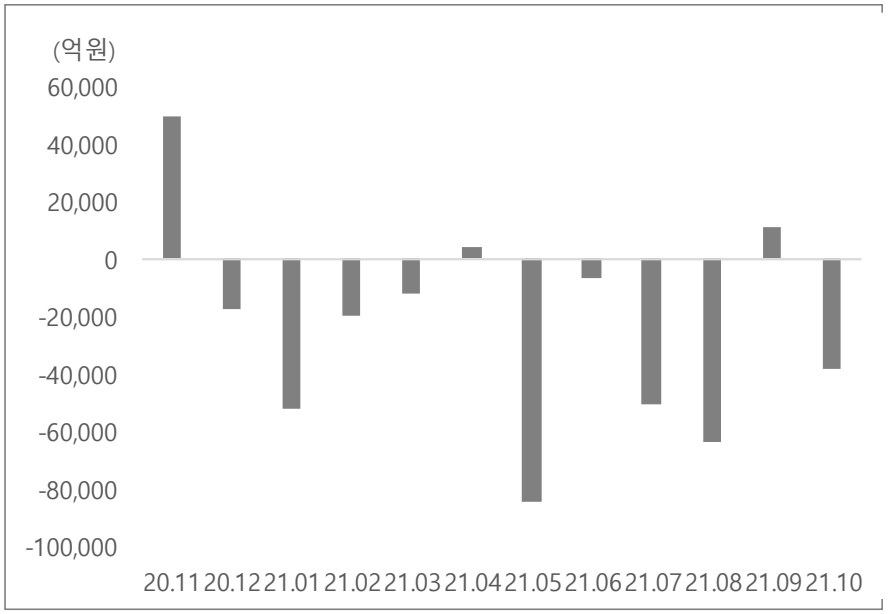
- 2020년 외국인 투자자는 국내 유가증권 누적으로 24.5조원을 순매도, 이후 2021년에는 10월말까지 누적으로 31.5조원을 순매도했음
- 코로나 이후 2년여 동안 외국인 투자자는 국내유가증권 시장에서 무려 누적으로 56조원을 순매도한 것임
- 2021년 월별 누적 외국인 순매수 동향을 분석해도 지난 4월과 9월을 제외하고 모두 순매도를 기록
- 코로나 이후 외국인의 과도한 순매도 이유 및 2022년에도 외국인의 매도가 지속될지 여부가 주목되는 이유

'10년 이후 외국인 유가증권 시장 연 누적 순매수 추이



자료: WiseFn, 현대차증권

최근 1년 월별 외국인 누적 순매수 추이



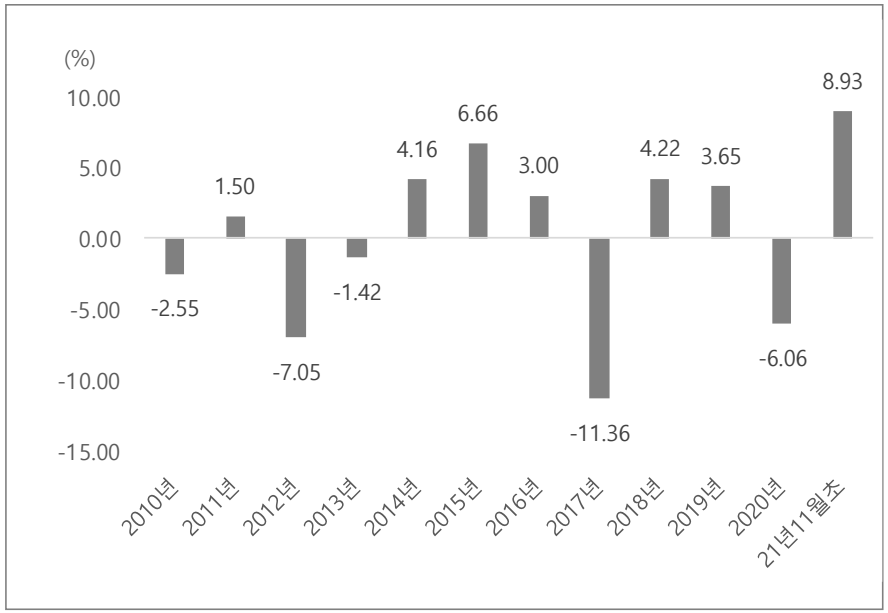
자료: WiseFn, 현대차증권

CUSTOMER CHALLENGE COLLABORATION PEOPLE GLOBALITY
현대차증권

원화 약세가 외국인 매도를 자극?

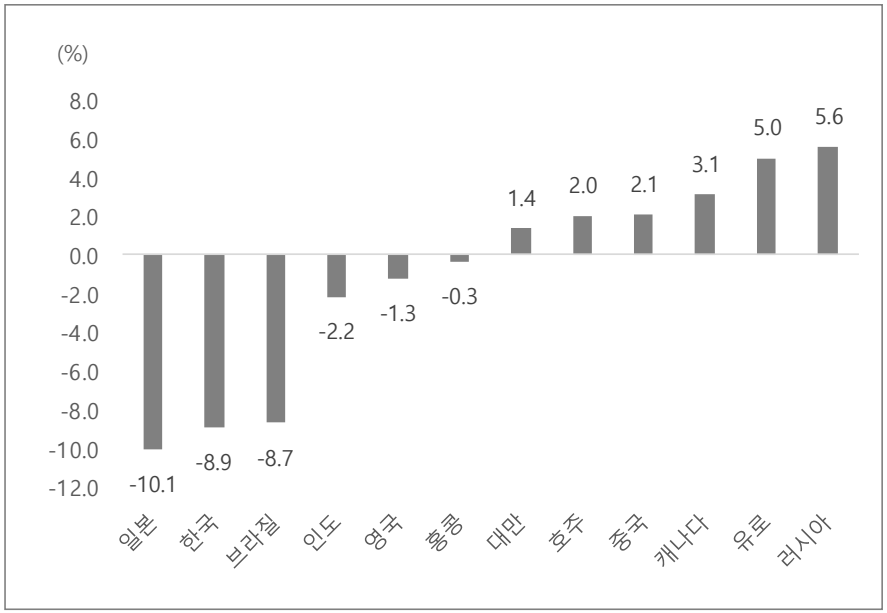
- 더불어 올해 원/달러 환율은 역사적으로 과도하게 약세를 보이는 점도 국내 금융시장의 특징
- 11월초 기준으로 올해 원/달러 환율은 8.9% 상승했는데 달러 대비 원화는 2010년 이후 연간 기준 올해 가장 큰 약세를 기록하고 있음
- 올해 원화는 주요국 통화와 비교해도 올해 상대적으로 약세가 과도한 것으로 나타남
- 이처럼 올해 유독 두드러진 원화 약세가 외국인 투자자 대규모 순매도 이유 중 하나로 해석되는 부분임

2010년 이후 연말 원/달러 환율 연초대비 변동률



자료: WiseFn, 현대차증권

2021년 주요국 대비 과도한 원화 약세



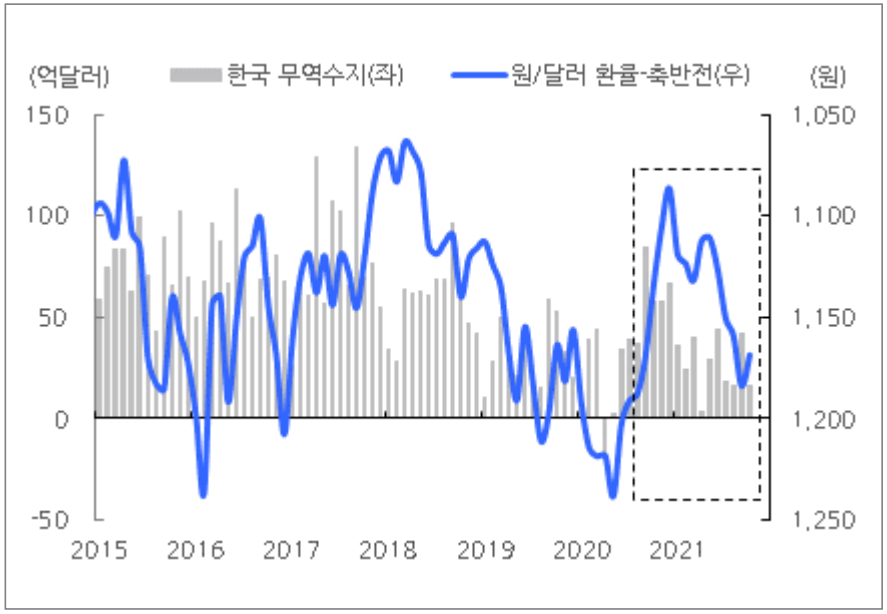
자료: WiseFn, 현대차증권

CUSTOMER CHALLENGE COLLABORATION PEOPLE GLOBALITY
현대차증권

21년 원화의 과도한 약세 이유는?

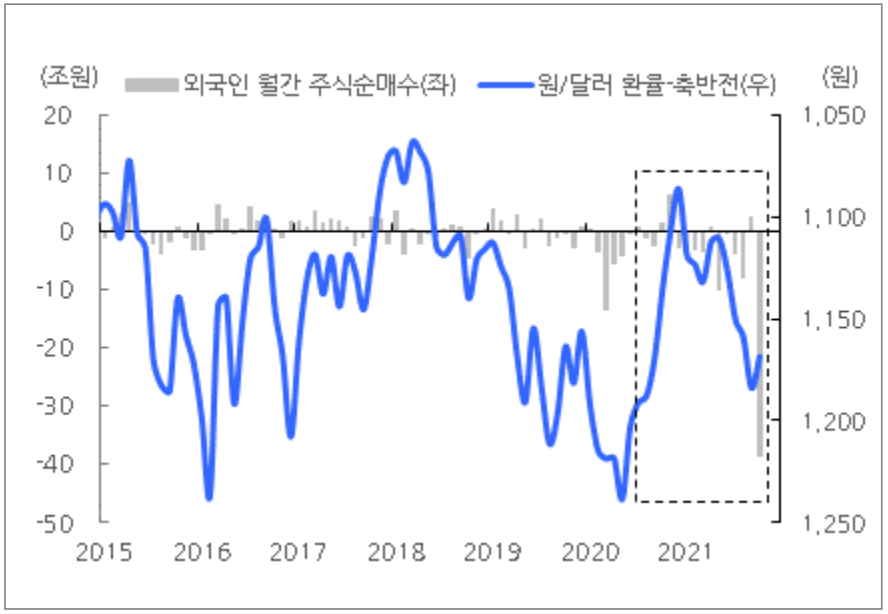
- 올해 원/달러 환율 상승은 달러화 강세와 함께 무역수지 흑자규모 축소 및 외국인 국내주식 순매도 등이 영향
- 무역수지 흑자규모 축소는 국내 설비투자 확대 및 원자재 가격 상승 등에 따른 원자재 수입금액 증가 등에 기인
- 외국인 국내주식 순투자는 작년 연말을 기점으로 순매도 기조로 전화한 가운데 순매도 양상이 지속된 영향 또한 큰 것으로 판단됨

한국 무역수지 vs. 원/달러 환율-축반전 추이



자료: 산업통상자원부, 현대차증권

외국인 국내주식 순매수 vs. 원/달러 환율-축반전



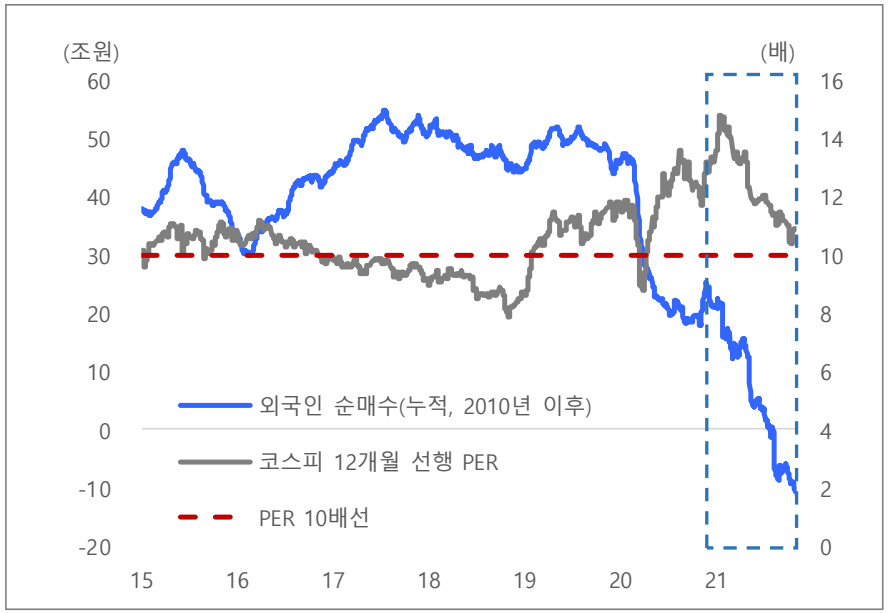
자료: 금융감독원, 현대차증권

CUSTOMER CHALLENGE COLLABORATION PEOPLE GLOBALITY
현대차증권

2022년, 외국인은 돌아올 수 있을까?

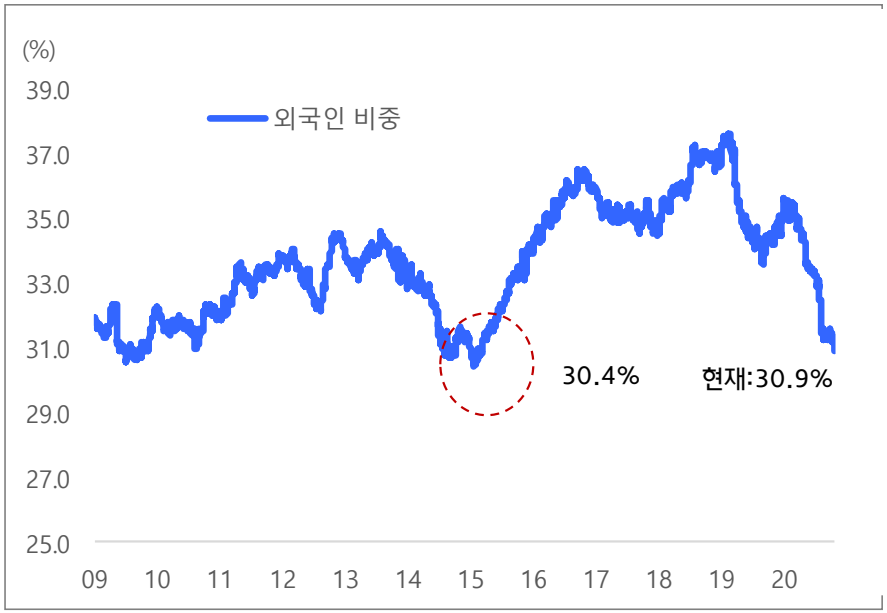
- 코로나 이후 코스피 밸류에이션 수준이 높아진 점도 국내증시에서 외국인이 매도하는 이유로 해석되고 있음
- 코스피 밸류에이션과 외국인 순매수 추이를 분석하면 과거 외국인 투자자는 코스피 12개월 선행 PER이 10배 아래에서는 주로 순매수하고 반면 10배 이상에서는 순매도를 기록
- 코로나 이후 한국의 성장주 기업들의 약진으로 밸류에이션 수준이 높아지며 외국인 매도를 자극한 것으로 판단되는 부분
- 국내 기업의 실적개선으로 코스피의 밸류에이션 부담이 완화되고 있고 외국인 시가총액 비중 또한 '10년 최저 이후 수준까지 하락한 점 등이 2022년 외국인 매수에 우호적으로 작용할 전망
- 결론적으로 국내증시 밸류에이션 부담 완화 및 원/달러 환율이 안정으로 22년 외국인 매도는 완화될 것으로 기대됨

코스피 밸류에이션과 외국인 순매수 추이



자료: WiseFn, 현대차증권

2010년 이후 국내유가증권 시장 내 외국인 시총 비중 추이



자료: WiseFn, 현대차증권

2022년 KOSPI,
실적장세 속 3,500pt까지 상승

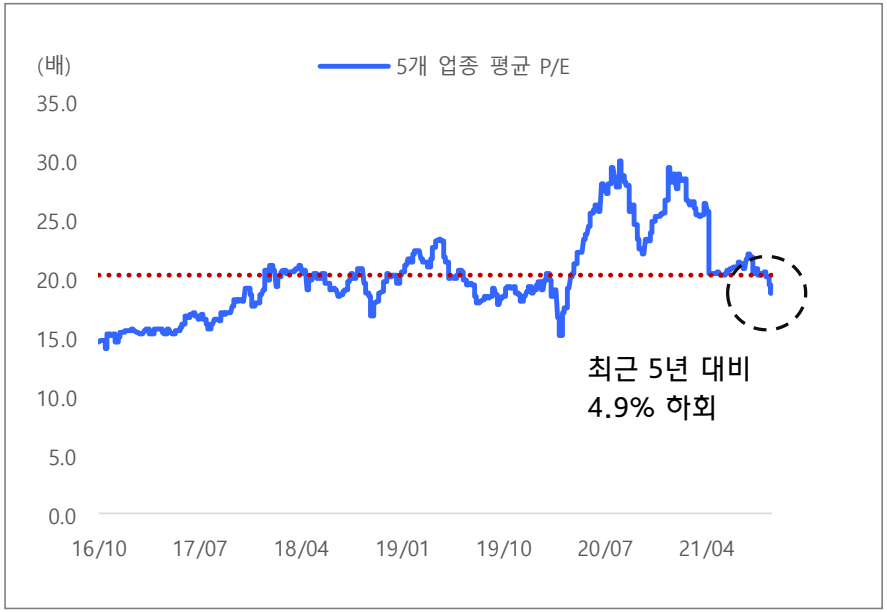
코스피 3,000선 이하는 과매도로 판단됨

- 대내외 악재로 10월 이후 코스피가 지수 3,000포인트를 하회하고 있음
- KOSPI 3,000pt를 12M FWD PER로 산출하면 10.5배이며 이는 최근 5년 평균 PER을(10.6배) 1.8% 하회하는 수준
- 더욱이 시가총액 상위 5개 업종의 12개월 순이익 합산 기준으로 PER 추이를 분석하면 지수 3,000선은 최근 5년 평균 대비 4.9%를 하회하는 것으로 나타나 밸류에이션 매력 부각
- 따라서, 상위 5개 업종의 이익모멘텀을 고려할 때 코스피 3,000포인트 이하는 과매도 구간으로 판단되는 이유

KOSPI 12M FWD PER 추이

자료: Refinive, 현대차증권

상위 5개 업종 12M FWD PER 추이

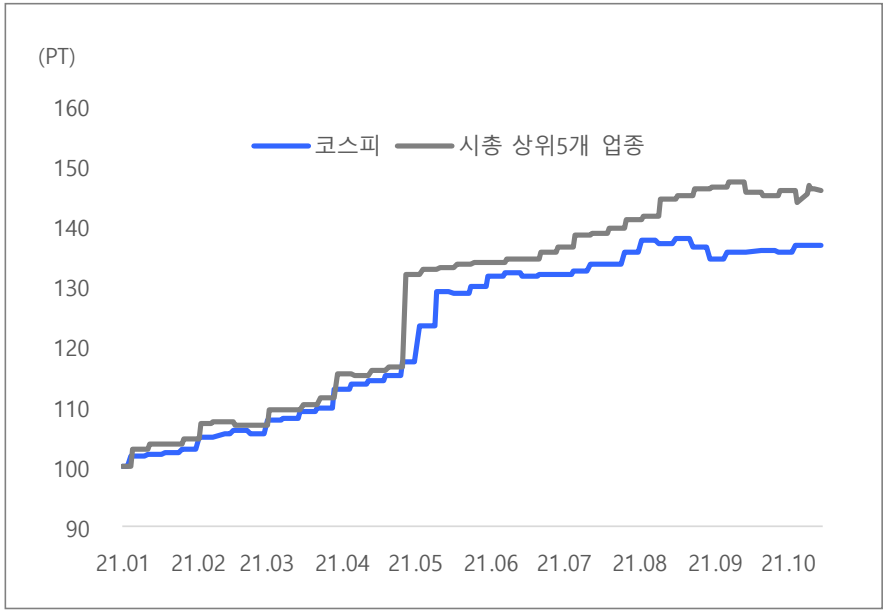


자료 : WiseFn, 현대차증권, 주: 시가총액 상위 5개 업종 (반도체, 건강관리, 소프트웨어, 자동차, 2차전지 업종의 시가총액 대비 12개월 순이익 추이

상위 5개 업종의 이익 모멘텀은 코스피를 상회

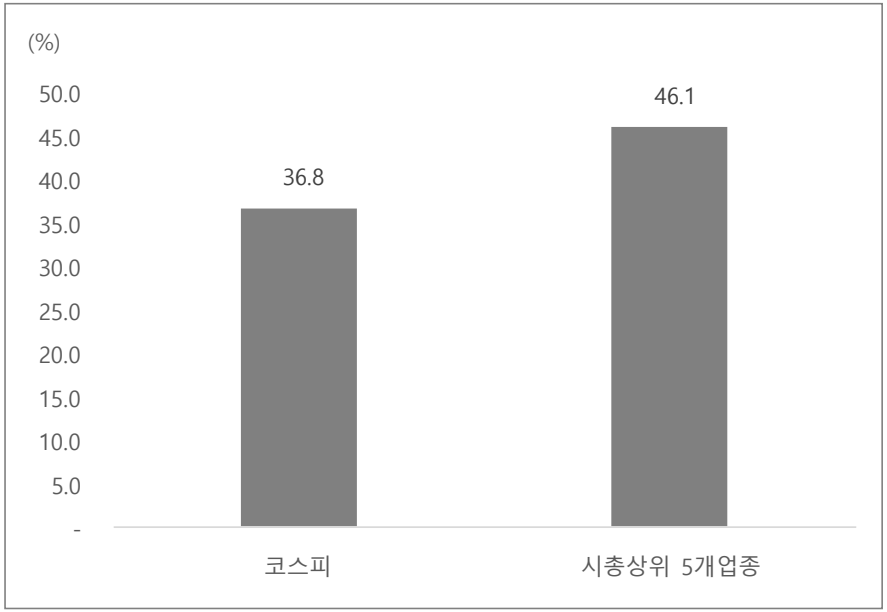
- 시총상위 5개 업종의 이익모멘텀은 코스피를 상회하고 있어 시총 상위 업종의 밸류에이션 매력이 중요한 이유
- 연초 이후 코스피와 상위 5개 업종의 12M FWD EPS 추이를 분석하면 1분기와 2분기 실적 시즌을 관통하면서 상향조정을 지속했음
- 연초 대비 코스피와 시총상위 5개 업종의 12M FWD EPS는 각각 36.8%와 46.1%로 증가해 상위 5개 업종의 12M FWD EPS가 코스피 대비 9.3%p 높게 상향 조정되었음
- 상위 5개 업종의 높은 이익모멘텀과 코스피 3,000 포인트 이하에서 밸류에이션 매력을 고려할 때 코스피 3,000포인트 이하가 과매도 구간으로 판단되는 이유

KOSPI와 5개 업종 합산 EPS 전망치 추이



자료: WiseFn, 현대차증권

연초 대비 12M FWD EPS 변화율



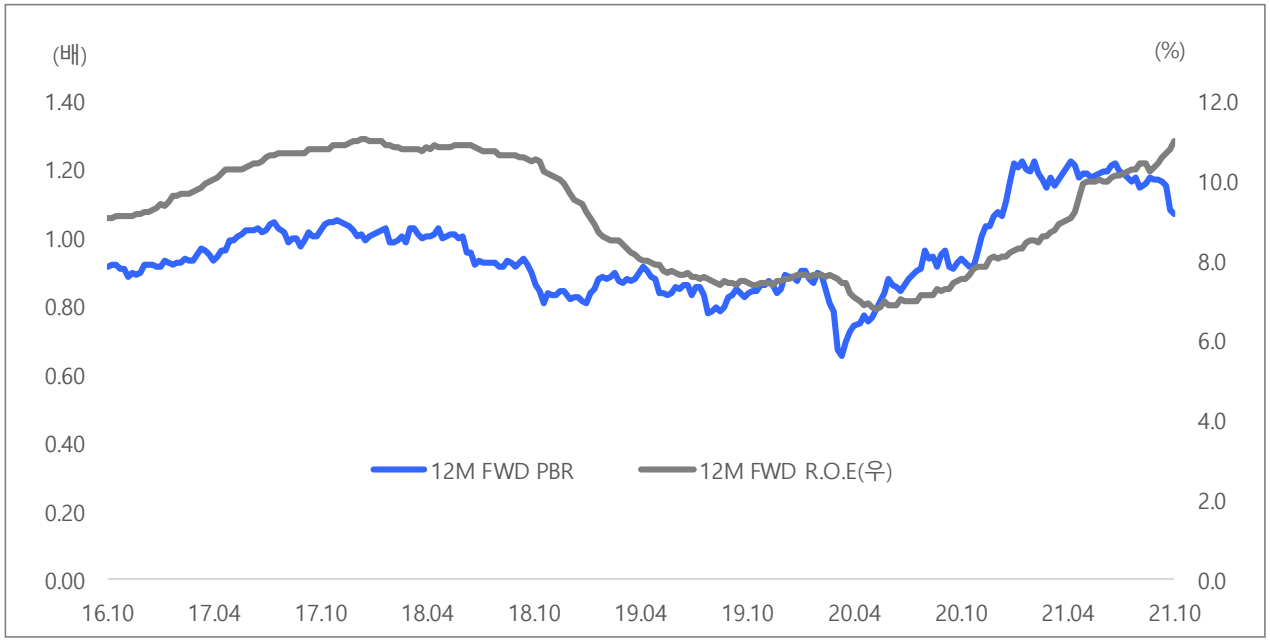
자료 : WiseFn, 현대차증권, 주:연초 대비 변화율 비교

CUSTOMER CHALLENGE COLLABORATION PEOPLE GLOBALITY
현대차증권

R.O.E와 PBR로 보는 적정 KOSPI

- 최근 5년 KOSPI의 12M FWD PBR은 평균 0.95배를 기록했고 동기간 12M FWD R.O.E는 평균 9.1%를 기록
- 따라서, 최근 5년 KOSPI 12M FWD PBR과 R.O.E로 산출한 한국 주식시장의 할인율은 9.5%로 추정됨
- 역사적 할인율을 현재 KOSPI 12M FWD R.O.E 전망에 (11%) 적용할 경우 적정 PBR은 1.15배이며 산출되며 KOSPI 지수에 적용하면 3,300pt에 해당
- 따라서, R.O.E와 PBR로 분석해도 코스피 3,000포인트 이하는 과매도로 판단됨

최근 5년 KOSPI 12M FWD PBR과 R.O.E 추이



자료: Refinitive, 현대차증권

CUSTOMER CHALLENGE COLLABORATION PEOPLE GLOBALITY
현대차증권

2022년 KOSPI 적정가치 분석

- 2021년 KOSPI 12개월 선행 EPS는 연초 이후 3분까지 37.7%로 가파르게 개선된 이후 현재까지 정체된 상황
- '22년 KOSPI 영업이익과 순이익은 '21년 대비 각각 10.5%와 2.5% 개선될 전망되고 있는데 22년 상반기 중 상품가격, 공급망 및 물류대란 등 우려가 안정을 찾으면 KOSPI의 12개월 선행 EPS도 22년 중 10~20% 상향조정될 수 있을 것으로 전망
- 따라서, '22년도에 KOSPI 12개월 선행 EPS가 현재대비 10~15% 높은 수준인 300~320pt로 추정
- 최근 5년 평균 KOSPI 12개월 선행 PER은 10.6배로 '22년 코스피 PER은 10~11배에서 등락할 것으로 전망
- '22년 12개월 선행 EPS 추정치에(300~320pt) 12개월 선행 PER 10~11배를 적용한 시나리오 전망에 따르면 '22년 KOSPI는 최대 3,520pt까지 상승할 것으로 전망함

EPS과 PER 시나리오에 따른 2022년 KOSPI 적정가치 추정

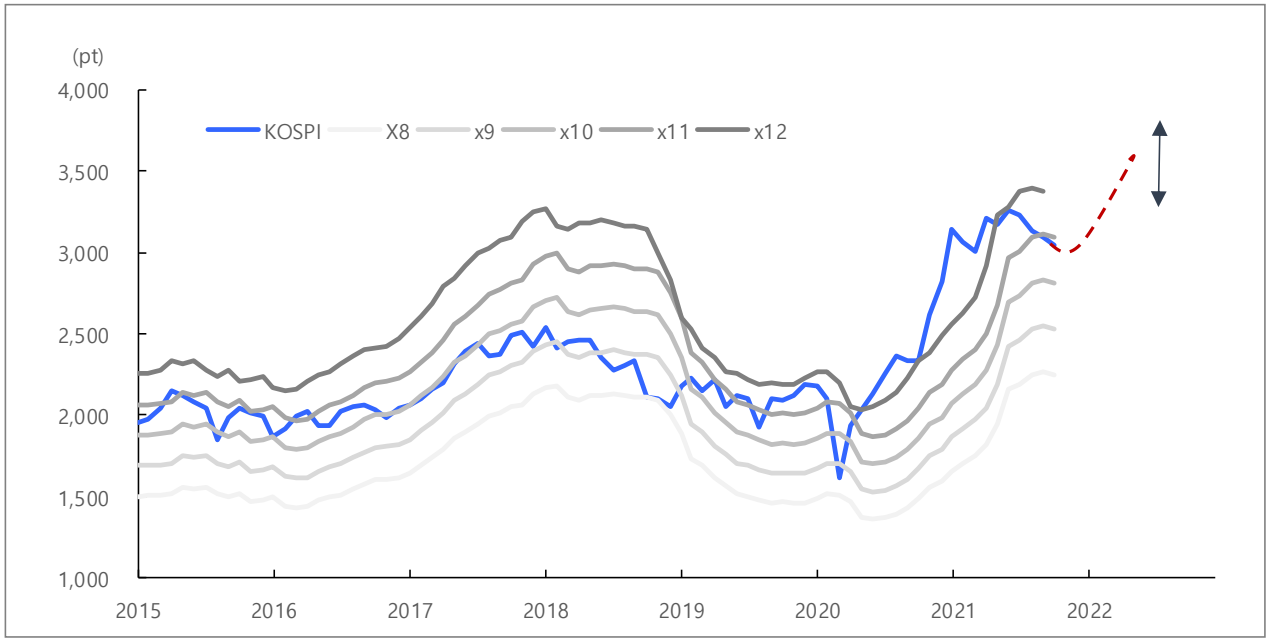
EPS/PER	9.5배	10배	10.5배	11배	11.5배
280pt (현재)	2,660	2,800	2,940	3,080	3,220
300pt	2,850	3,000	3,150	3,300	3,450
320pt	3,040	3,200	3,360	3,520	3,680
340pt	3,230	3,400	3,570	3,740	3,910

자료: Refinitive, 현대차증권

2022년 KOSPI는 3,500pt까지 상승할 수 있을 전망

- ‘21년 3분기 이후 정체된 KOSPI의 실적 전망이 ‘22년에 다시 개선되며 코스피는 실적장세로 재진입할 수 있을 전망
- 22년 KOSPI는 12개월 선행 PER 10~11배 사이에서 등락하며 최대 3,500pt까지 상승할 것으로 전망하며 투자유망 업종으로는 실적장세 국면 한국증시의 성장을 책임지는 반도체, 제약/바이오, 인터넷/게임, 자동차와 2차 전지 업종이 부각될 것으로 전망

KOSPI는 ‘22년 3,500pt까지 상승할 것으로 전망



자료: Refinitive, 현대차증권

CUSTOMER CHALLENGE COLLABORATION PEOPLE GLOBALITY
현대차증권

2022년 주요 이벤트

- 2022년 3월 한국 20대 대통령선거 및 현 대통령 임기는 5월 종료되며 새 정부의 경제정책 목표 등에 주목
- 특히, 22년은 한국 대선(3월) 및 지방선거(6월), 프랑스 대선과 (4월) 미국 중간선거(11월) 정치 선거 이벤트가 많다는 점이 특징적
- 미국 FOMC는 1,3,5,6,7,9,11,12월 총 8차례 예정되어있음. '21년 11월 FOMC에서 테이퍼링이 결정되었으며 향후 FOMC에서는 금리인상에 대한 논의를 이어갈 것

[표 1] 2022년 국내외 주요 경제일정

1Q	2Q	3Q	4Q
1월 1/25~26 : 미국 1월 FOMC **2월** 2/4~20 : 베이징올림픽 파월 연준의장 연임 여부 **3월** 3/4~20 : 베이징 동계패럴림픽 3/9 : 한국 20대 대통령선거 3/15~16 : 미국 3월 FOMC	**4월** - **5월** 5/3~4 : 미국 5월 FOMC 5/9 : 대통령 임기 만기일 **6월** 6/1 : 전국동시지방선거 6/14~15 : 미국 6월 FOMC	**7월** 7/26~27: 미국 7월 FOMC **8월** 잭슨홀 미팅 **9월** 9/20~21: 미국 9월 FOMC	**10월** - **11월** 11/1~2 : 미국 11월 FOMC 11/8: 미국 중간선거 **12월** 12/13~14 : 미국 12월 FOMC

자료: 현대차증권

CUSTOMER CHALLENGE COLLABORATION PEOPLE GLOBALITY
현대차증권

Compliance Note

▶ Compliance Note

- 본 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 김중원의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

감사합니다