

주식전략

5월, 숨 고르기

매크로 변수 점검: 낮아지지 않는 금리

증시 변동성을 확대시켰던 매크로 변수 중 유가와 환율은 안정화되는 모습이지만 금리가 여전히 불안 요인이다. 주식 시장 밸류에이션 부담이 낮아지기 위해서는 금리 하락이 절대적으로 필요하다. 할인율을 구성하는 리스크 프리미엄(=기대 수익률)이 매우 낮은 수준이기 때문이다. 그러나 단기간에 금리 하락은 제한적일 가능성이 높다. 금리 인상으로의 선회 가능성은 낮지만, 최근 연준 내부에서 매파적 기조가 강화된 점은 부담이다. 연준이 인플레이션 둔화를 확인할 시간이 필요하다.

실적 점검: 1분기 양호했지만 이익모멘텀은 정체

1분기 실적은 예상보다 양호했다. IT(반도체/하드웨어), 산업재(건설/기계/조선), 경기소비재(자동차/화장품)가 긍정적이었다. 반도체는 어닝 서프라이즈 이후 실적 컨센서스 분포가 더 넓어졌다. 보수적인 실적 컨센서스 상향 조정이 나타날 차례다.

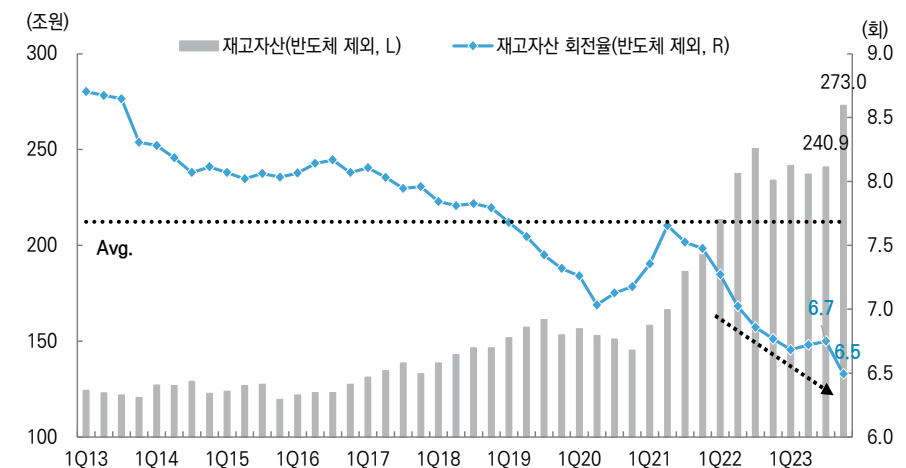
어닝 서프라이즈에도 반도체를 제외한 이익모멘텀은 정체 흐름이다. 하반기 및 내년 영업이익 컨센서스도 너무 과도하다. 재고 부담도 지속되고 있다. 지난해 4분기 말 반도체 제외 재고자산은 273조원으로 사상 최대 수준을 기록했다. 재고자산 회전율은 6.5회까지 낮아졌다. 시장 전반의 이익모멘텀 개선은 재고가 충분히 낮아진 뒤에 가능할 전망이다.

5월 선호 업종(반도체/화장품/밸류업) 및 투자 아이디어

이익모멘텀에서 우위를 보이는 반도체, 화장품 비중 확대 의견을 유지한다. 밸류업 관련 업종인 자동차, 금융도 선호 업종이다. 5월 초 밸류업 가이드라인 발표 이후 모멘텀 소멸에 대한 우려가 있겠지만 중장기적인 시각으로 접근할 필요가 있다.

투자 아이디어로는 재고자산 회전율이 상승하는 기업들에 주목한다. 시장 전체적으로 재고 부담이 지속되고 있지만, 재고를 효율적으로 관리하는 기업은 상대적으로 턴어라운드 가능성이 높다고 볼 수 있다. 1) 매출 증가에도 재고가 감소했거나, 2) 재고 증가보다 매출 증가 속도가 빠른 기업들을 관심 기업으로 선정했다.

국내 기업 재고 부담 지속



5월, 숨 고르기

매크로 변수 점검(유가, 환율, 금리)

유가와 환율 안정화에도 금리 변동성이 우려

중동 관련 지정학적 이슈와 연준의 금리 인하 기대 후퇴로 변동성이 커졌던 유가와 환율은 안정화 흐름을 되찾고 있다. 유가는 4/5 고점 대비 3% 하락했고, 변동성도 줄어들었다. 원/달러 환율은 4/16 1,400원 근처에서 1,370원 수준까지 내려왔다(그림1,2 참조).

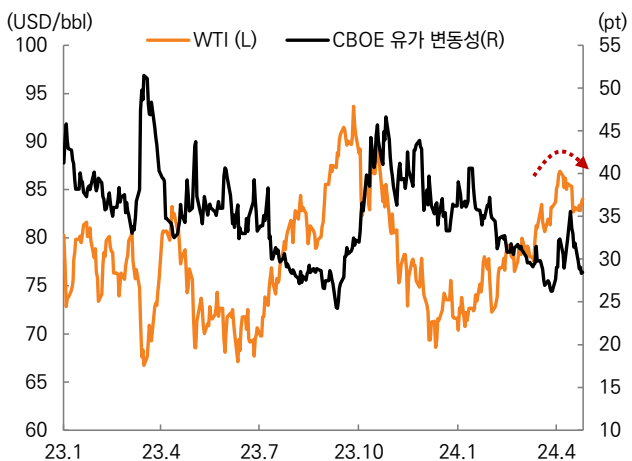
유가는 지정학적 리스크로 인한 공급 차질 가능성에도 글로벌 원유 수요 전망치 상향 조정 종료로 추가 상승 여력은 제한적이다. 원/달러 환율도 미국 경제의 상대적인 강세와 미국 통화정책 변화 가능성에 따른 일시적인 강세 흐름으로 보인다. 신흥국 금융시장이 비교적 안정적인 상황이라는 점과 국내 신용스프레드, 수출 증가율 등을 감안하면 현재의 원화약세는 과도하다는 판단이다(그림3,4 참조).

유가와 환율 안정화에도 금리 수준이 낮아지지 못하는 점이 불안 요인이다. 지난 4월 전망(Status quo: 현상 유지)에서 밝혔듯이 주식 시장 밸류에이션 부담이 낮아지기 위해서는 금리 하락이 선행되어야 한다.

그러나 단기간 금리 하락은 제한적일 가능성이 높다. 당분간은 인플레이션 둔화 흐름을 확인하는 과정이 필요하기 때문이다. 또한, 5월 FOMC에서 파월 의장이 금리 인상 가능성을 열어 둔다면 변동성이 커질 수 있다. 최근 연준 내부에서도 매파적 기조가 강화된 부분도 부담이다.

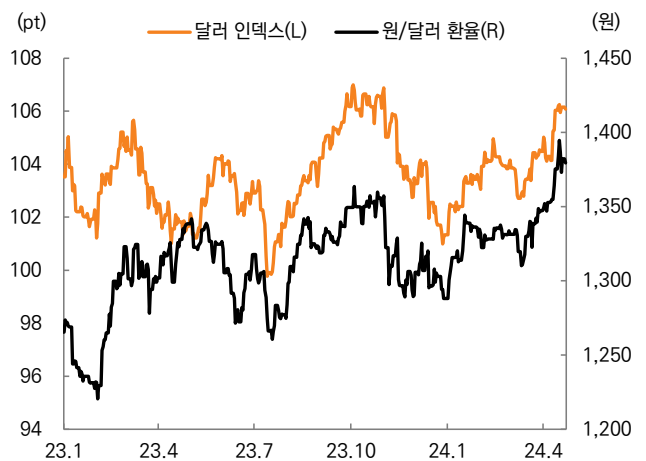
연준의 금리 인상 선회 우려가 제기되지만(역 Pivot) 실현 가능성은 낮다고 판단한다. 높은 금리 수준이 유지되면 미국 경기 부담이 점차 높아질 수 있기 때문이다. 결국 하반기로 갈수록 주거비 인플레이션 하락과 노동시장 공급 증가에 따른 임금 상승률 및 소비 둔화로 금리도 하향 안정화될 전망이다.

그림 1. WTI와 유가 변동성



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 달러 인덱스와 원/달러 환율 추이



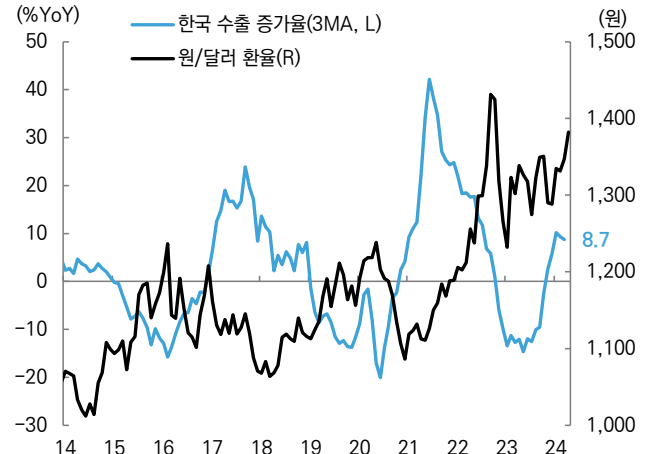
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 한국 신용 스프레드와 원/달러 환율



자료: Bloomberg, Infomax, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 한국 수출 증가율과 원/달러 환율

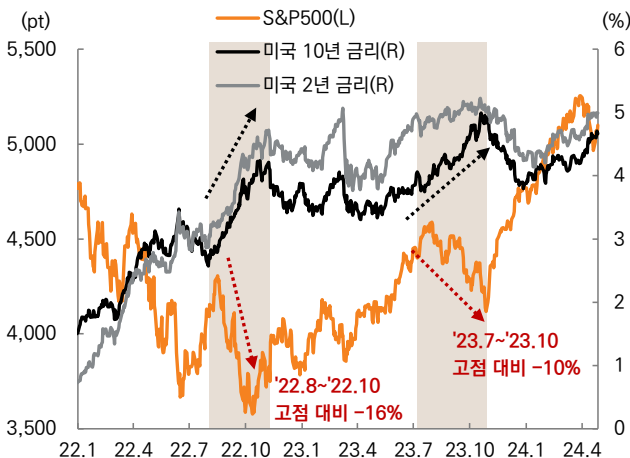


자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

2022년 이후 미국 10년 금리가 100bp 이상 상승하는 두 국면(2022.8월~10월, 2023.7월~10월)에서 S&P500 지수는 각 -16%, -10%의 가격 조정이 발생했다. 현재 지수 레벨은 지난 3월 말 고점 대비 -3% 하락한 수준이다. S&P500 일드갭(=주식 기대수익률 - 10년 미국채 금리)도 0 수준까지 하락했다. 주식과 채권 기대수익률이 동등하다는 의미다(그림 5, 6 참조).

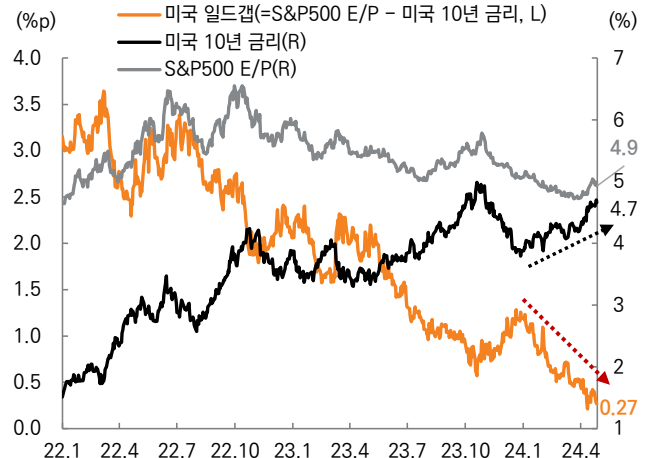
연초 이후 미국 주식 시장의 할인율(=금리+리스크 프리미엄)은 연초 8.5%에서 8.8%로 상승했다. 리스크 프리미엄은 4.6%에서 4.2%로 낮아졌지만 미국 금리는 3.9% 수준에서 4.7%로 크게 상승했기 때문이다. 리스크 프리미엄은 과거 평균 5.4%를 크게 하회하고 있어 더 이상 낮아지기 어렵다. 현재 수준에서 금리가 추가적으로 상승한다면 할인율이 높아져 주식 시장 밸류에이션 부담이 커질 수밖에 없는 국면이다(그림 7 참조).

그림 5. 미국 장단기 금리와 S&P500



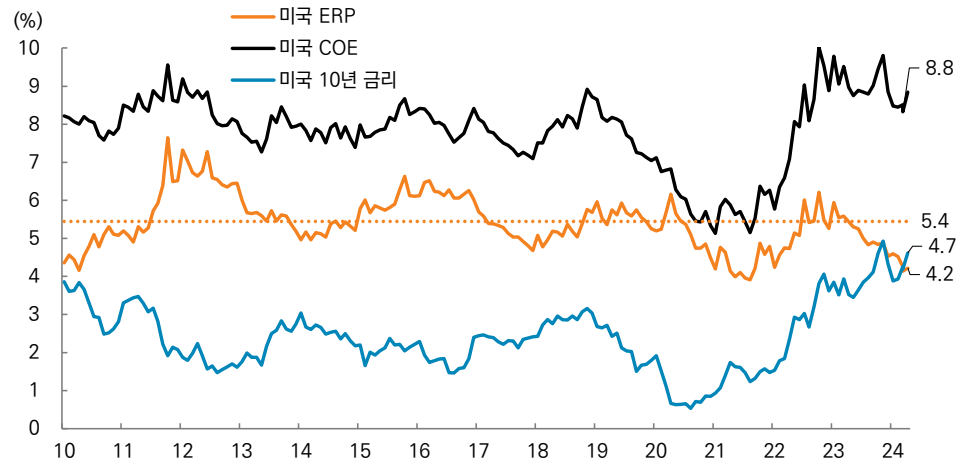
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 미국 주식 시장의 기대수익률: 금리 하락이 필요



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 미국 ERP, COE 추이



자료: Aswath Damodaran, 미래에셋증권 리서치센터

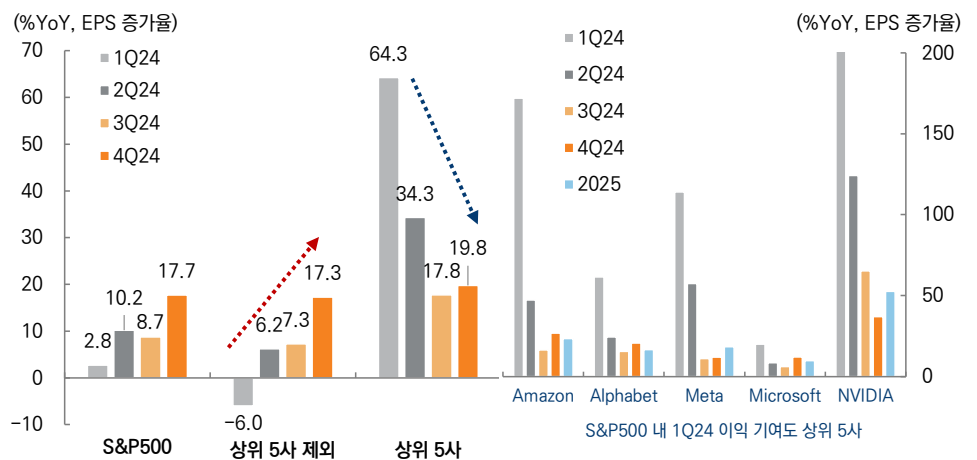
1분기 어닝서프라이즈에도 이익모멘텀은 정체

미국은 확산, 한국은 반도체 중심 지속

글로벌 기업들의 1분기 실적 발표가 진행 중이다. S&P500 기업들은 빅테크를 제외하면 부진할 전망이다. 아마존, 알파벳, 메타, 마이크로소프트, 엔비디아의 1Q24 EPS 증가율은 +64.3%YoY 수준이지만 그 외 기업들은 -6.0%YoY로 감익이 예상된다.

1분기 이후 미국 실적 트렌드는 빅테크에서 확산 조짐이 있어 보인다. 빅테크 5개 기업들의 실적 증가는 지속되겠지만 증가율은 1Q24를 정점으로 점차 둔화될 전망이다. 반면, 그 외 기업들의 EPS 증가율 컨센서스는 2Q24 +6.2%YoY, 3Q24 +7.3%YoY, 4Q24 +17.3%YoY로 턴어라운드가 기대되고 있다(그림8 참조).

그림 8. 미국 실적 트렌드: 빅테크에서 확산 조짐

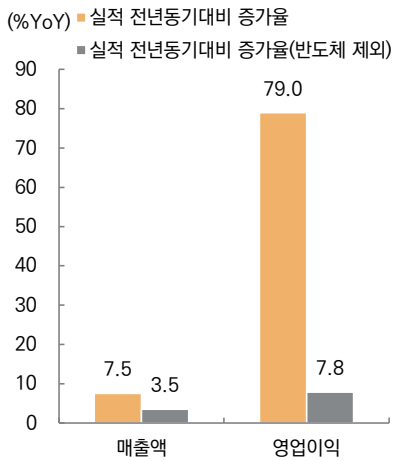


자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

국내 기업들의 1분기 실적 발표가 약 44%(시가총액 기준, 4/26) 진행됐다. 예상했던 대로 반도체가 턱어라운드를 주도했다. 실적 발표를 마친 기업들의 1Q24 합산 매출액과 영업이익은 각각 +7.5%YoY, +79%YoY 증가했다(반도체 제외시 각 +3.5%YoY, +7.8%YoY)

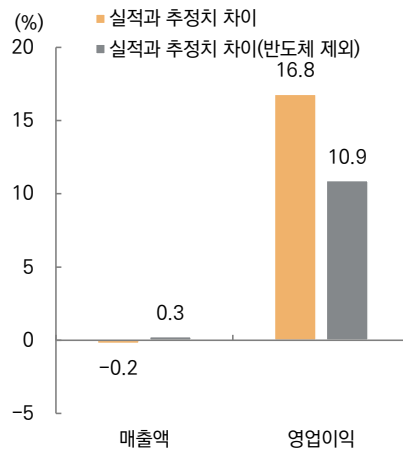
1분기 매출액은 컨센서스에 부합했지만 영업이익은 컨센서스를 +16.8% 상회했다. 반도체 업종을 제외하더라도 +10.9%의 어닝 서프라이즈를 달성했다. IT(반도체/하드웨어), 산업재(기계/조선 등), 경기소비재(자동차/화장품)의 실적이 긍정적이었다(그림9~11 참조).

그림 9. 1Q24 실적 증가율(발표 기업)



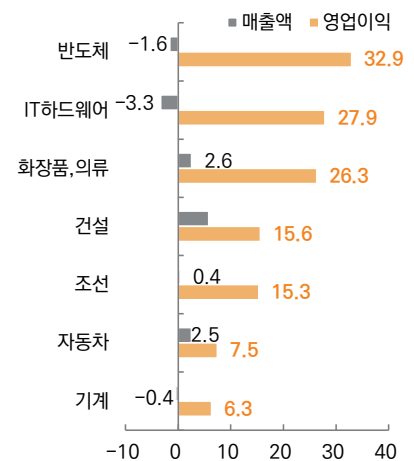
자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 컨센서스 대비 실적치



자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 업종별 컨센서스 대비 실적치

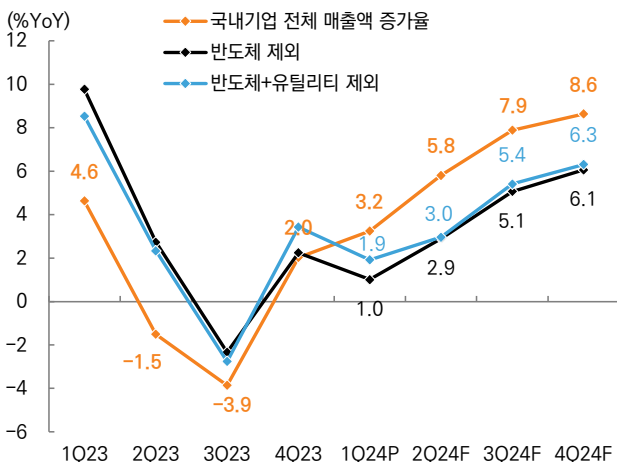


자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

미국의 빅테크들과는 달리 한국은 1분기 실적 시즌 이후에도 반도체 업종의 우위가 지속될 전망이다. 반도체 업종의 매출액 증가율은 1Q24 +20%YoY에서 2Q24는 +29%YoY로 높아질 전망이다. 하반기에도 상반기 대비 20% 후반 수준의 매출액 증가율이 기대된다. 반면, 반도체를 제외한 업종의 하반기 매출액 증가율은 5% 수준에 그칠 전망이다.

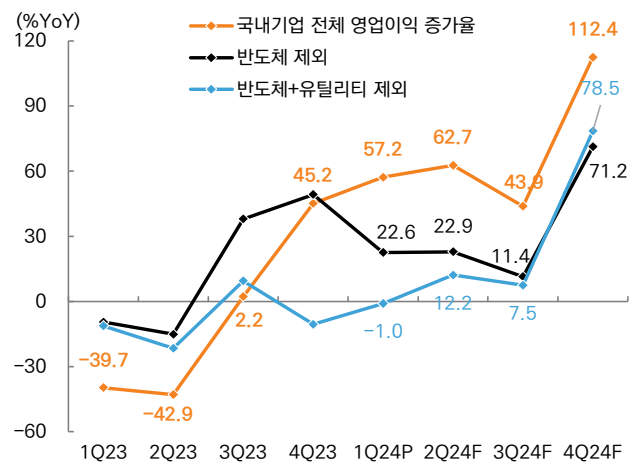
영업이익 증가율도 반도체와 유틸리티 업종을 제외하면 1Q24 -1.0%YoY를 저점으로 높아질 전망이지만 2Q24 +12.2%YoY, 3Q24 +7.5%YoY로 반도체 업종 대비 증가율이나 모멘텀 관점에서 매력도가 떨어진다(그림12,13 참조).

그림 12. 국내 기업 분기별 매출액 증가율



자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 국내 기업 분기별 영업이익 증가율



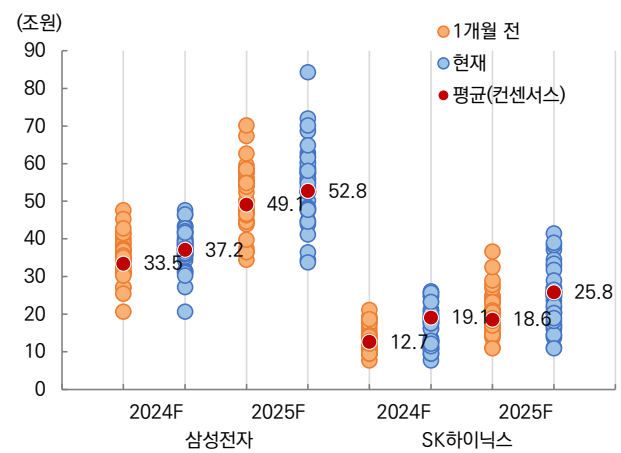
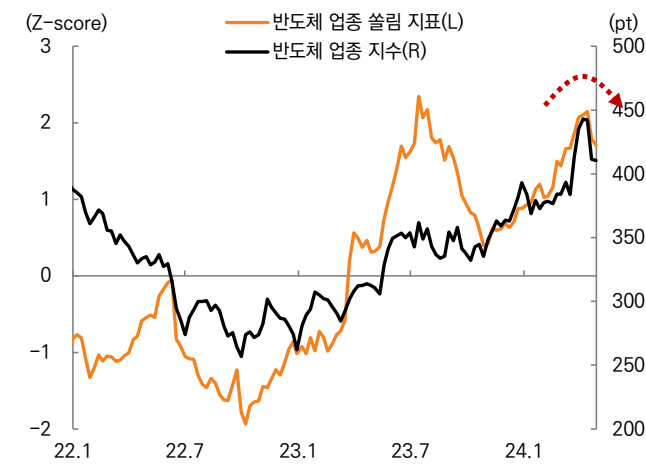
자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

4월 증시 변동성 확대로 연초 이후 쓸림이 컸던 반도체의 주가 조정이 있었지만, 이익증가율 및 이익모멘텀(=실적 컨센서스 변화)은 여전히 긍정적인 상황이다. 반도체 업종의 쓸림 지표는 지난 4월 12일 2.2까지 상승한 이후 현재는 1.7 수준까지 하락했다. 쓸림도 어느 정도 완화된 모습이다(그림14 참조).

삼성전자와 SK하이닉스의 어닝 서프라이즈 이후 실적 상향 조정은 물론 애널리스트 컨센서스의 분포도 더 넓어졌다. 추가적으로 실적이 높아질 여력이 크다고 해석할 수 있다. 현재까지 실적 상향은 낙관적인 전망치 변화를 통해 진행됐는데, 이후 보수적인 실적 전망치의 추가 상향 조정으로 이익모멘텀은 (+)를 유지할 가능성이 높다(그림15 참조).

그림 14. 반도체 업종 쓸림 지표와 주가 추이

그림 15. 삼성전자, SK하이닉스 컨센서스 분포



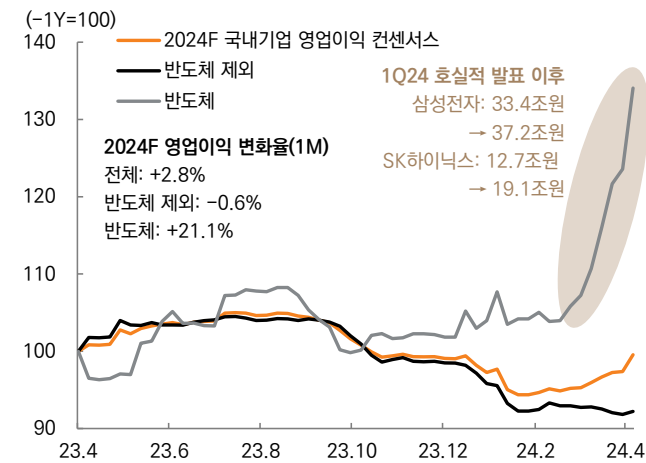
주: 쓸림 지표는 업종내 종목간 수익률 표준편차/상관계수, 베타에이션, 이익조정비율, 신용잔고비율로 계산
자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

자료: Refinitiv, 미래에셋증권 리서치센터

국내 기업들의 1분기 실적은 예상보다 양호했지만 반도체를 제외한 기업들의 향후 실적 컨센서스 변화는 부진하다. 국내 기업들의 2024년 영업이익 컨센서스는 1개월간 +2.8% 상향 조정됐는데, 반도체 업종을 제외하면 -0.6%에 그쳤다(그림16 참조).

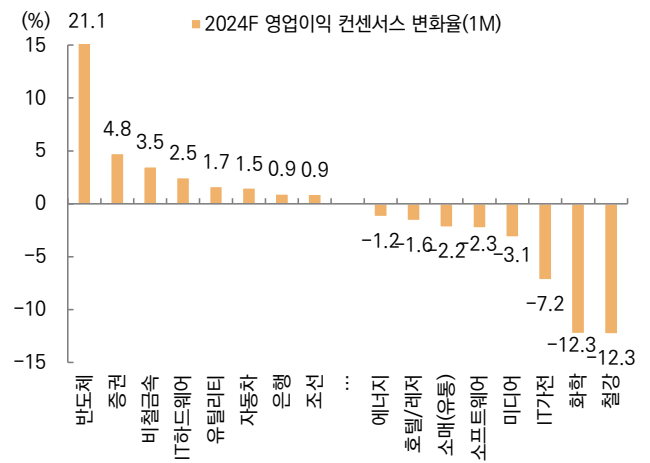
철강, 화학, IT가전(2차전지), 미디어, 소프트웨어, 유통, 호텔/레저, 에너지 업종의 2024년 영업이익 컨센서스 하향 조정 폭이 크다. 하반기 턴어라운드가 기대되고 있지만 실적 하향 조정이 지속될 가능성이 높은 업종들이다. 시장 전반의 이익모멘텀의 개선까지는 시간이 필요할 전망이다(그림17 참조).

그림 16. 국내 기업 2024년 영업이익 컨센서스 추이



주: 최근 1년간 컨센서스가 전부 존재하는 기업 합산
자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

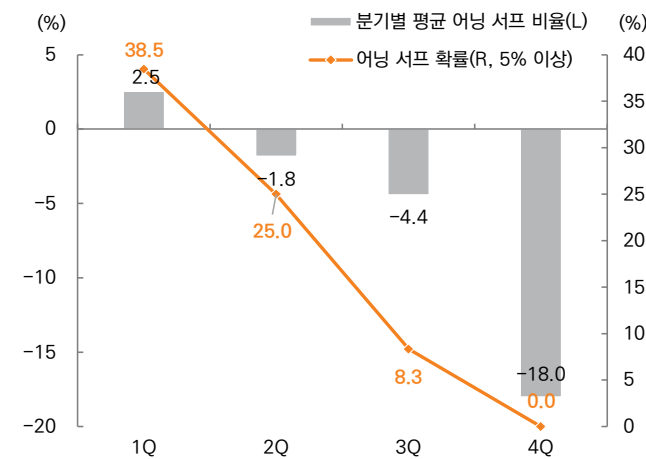
그림 17. 2024년 업종별 영업이익 변화율(1M)



주: 커버리지 3개 이상, 컨센서스가 존재하는 288개 기업 합산
자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

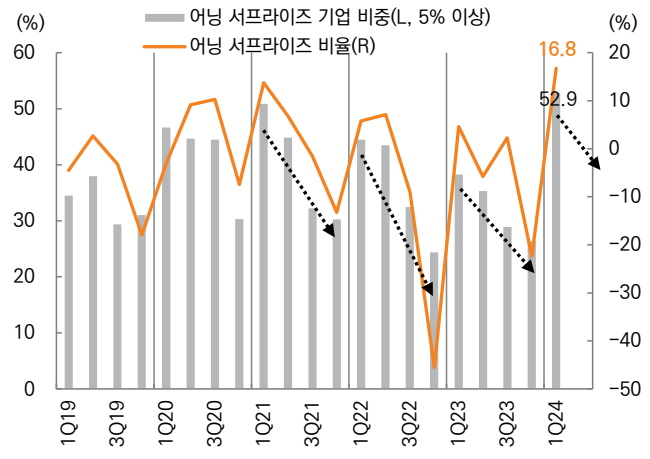
또한, 하반기로 갈수록 국내 기업들의 실적은 기대치를 하회할 가능성이 높다. 과거 국내 기업들의 1분기 실적은 대체로 양호했지만 2분기~4분기는 부진했다. 2분기~4분기 평균 어닝 서프라이즈 비율은 각각 -1.8%, -4.4%, -18.0%로 애널리스트 컨센서스를 충족시키지 못했다. 어닝 서프라이즈 확률도 3분기는 8.3%, 4분기는 0.0%다. 분기별 어닝 서프라이즈 기업 비중도 1분기에서 4분기로 갈수록 점차 낮아지는 계절성을 보였다(그림18,19 참조).

그림 18. 분기별 평균 어닝 서프라이즈 비율: 하반기로 갈수록 문제



주: 2012년 이후 평균. 서프라이즈 확률은 어닝 서프 분기수/전체 분기수로 계산
자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

그림 19. 분기별 어닝 서프라이즈 기업 비중: 최근 5년



자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

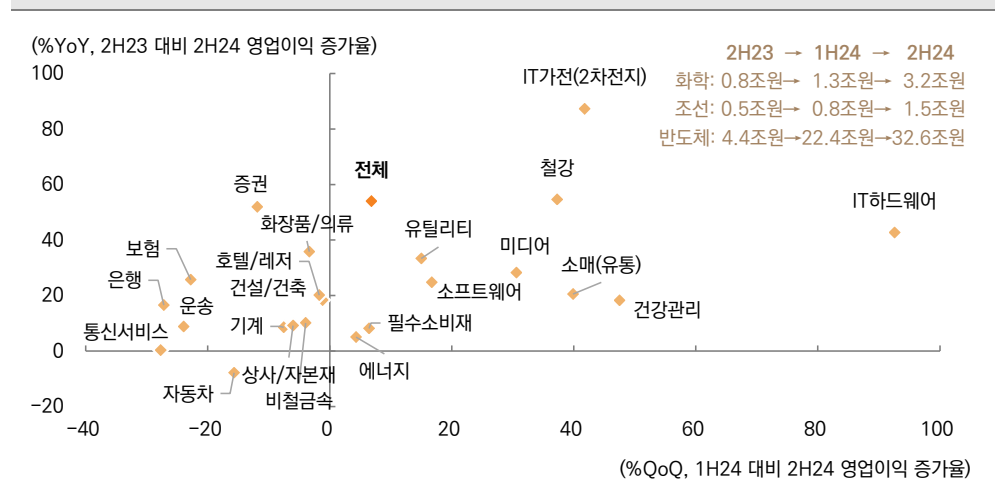
재고자산으로 판단해 본 턴어라운드 가능성

턴어라운드 업종에 대한 비중 확대는 시기상조

국내 기업들의 상반기 대비 하반기 실적 증가는 제한적일 전망이다. 4분기 영업이익 컨센서스를 20% 하향 조정한 하반기 영업이익 증가율은 +54%YoY(82조원→127조원), +6.8%QoQ(118조원→127조원)다. 반도체와 유틸리티를 제외하면 +19.9%YoY(73조원→87조원), -3.3%QoQ(90조원→87조원) 수준이 예상된다.

업종별로 보면, 화학, IT하드웨어, 조선, 2차전지, 철강, 미디어, 소프트웨어, 유틸리티 업종의 하반기 영업이익 증가율(YoY, QoQ)이 높다. 그러나 지난 4월 자료에서 밝힌 대로 실적 턴어라운드 업종에 대한 비중 확대는 아직 이르다. 국내 기업들의 이익모멘텀 둔화가 장기화될 가능성이 높기 때문이다. 1분기 실적이 양호했다라도 하반기로 갈수록 실적 불확실성은 커질 수 있다.

그림 20. 업종별 하반기 영업이익 증가율(4분기 컨센서스 20% 하향 조정)

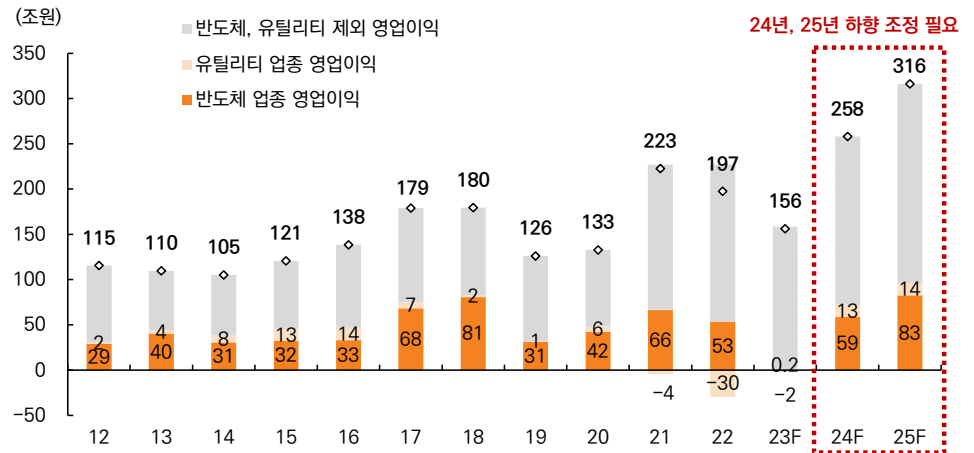


주: 4Q24 전망치 -20% 하향 조정 가정
 자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

올해와 내년 기업 실적 전망에 대한 기대가 너무 높다. 2024년 대비 2025년 영업이익 증익폭 +34조원(반도체 업종 제외)은 달성 가능해보이지만 절대적인 수치가 과도하다. 특히, 2025년 영업이익 컨센서스 316조원은 직전 최고치인 2021년 영업이익 대비 약 90조원이 높다.

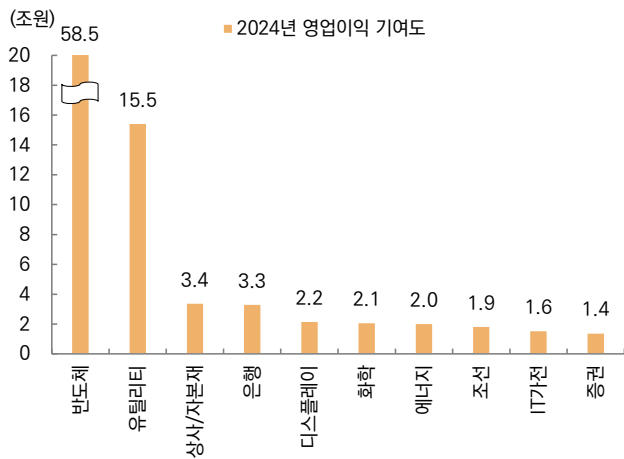
IT가전(2차전지), 화학, 에너지, 상사/자본재, 조선, 헬스케어, 소프트웨어의 2025년 이익 증가 기여도가 크다. 반도체 영업이익 컨센서스는 83조원으로 2018년 수준이지만 반도체를 제외한 기업들의 영업이익 컨센서스 233조원은 2021년 전체 영업이익 223조원을 넘어선 수치로 하향 조정이 필요하다고 판단한다(그림21~23 참조).

그림 21. 국내 기업 연도별 영업이익



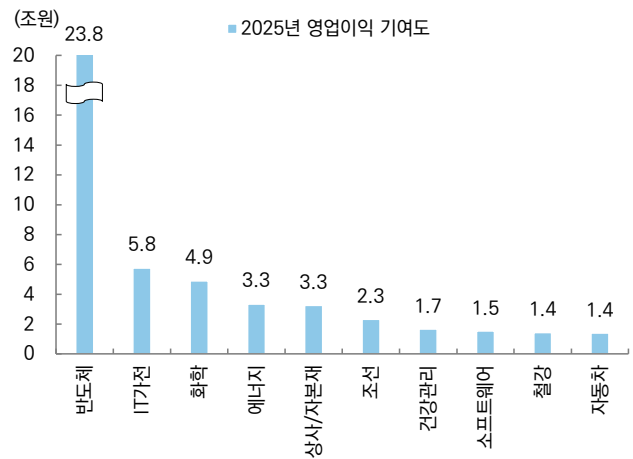
자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

그림 22. 2024년 업종별 영업이익 기여도(상위 10개 업종)



자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

그림 23. 2025년 업종별 영업이익 기여도(상위 10개 업종)



자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

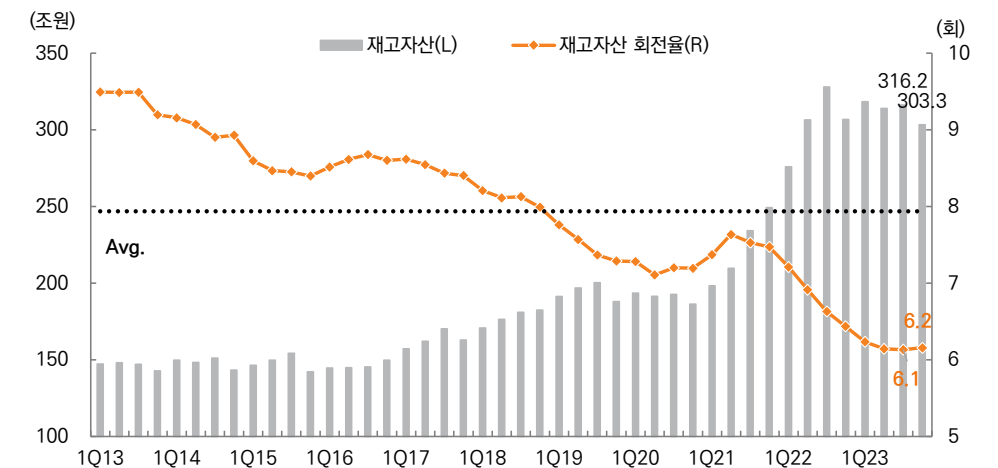
실적 턴어라운드 가능성이 낮은 이유 → 재고 부담 ↑

반도체를 제외한 기업들의 실적 턴어라운드 가능성을 낮게 보는 이유는 재고 부담 때문이다. 실적 개선을 기대하기에는 재고 수준이 높다.

2023년 4분기 말 기준 국내 기업 전체 재고자산은 303조원으로 3분기 말 대비 16조, 2021년 2분기 고점 대비 26조원 감소했다. 재고자산 회전율(=매출액/재고자산) 지표는 6.2회로 3분기말 대비 소폭 회복됐다.

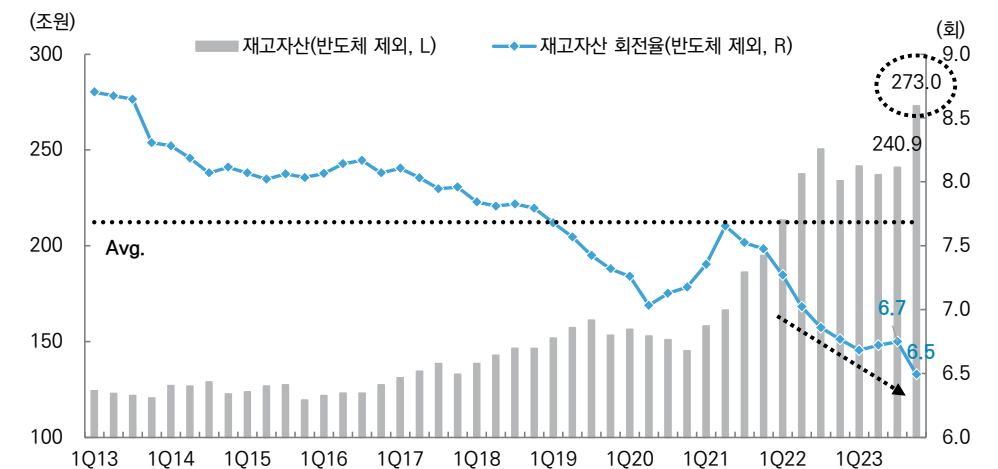
그러나 반도체 업종을 제외해서 보면 재고자산은 273조원으로 사상 최대 수준을 기록했고, 2023년 3분기 말 대비로도 34조원 증가했다. 재고자산 회전율 지표도 6.5회로 2021년 2분기를 고점으로 지속적으로 하락 추세다. 기업 재고 부담이 더욱 커진 상황이다. 시장 전반적인 이익모멘텀 개선은 기업들의 재고 수준이 충분히 낮아진 뒤에 가능할 전망이다.

그림 24. 국내 기업 재고자산 및 재고자산 회전율 추이



주: 제조업 내 건설, 조선, 운송, 상사/자본재, 미디어, 호텔/레저, 소프트웨어, 통신서비스, 유틸리티 업종 제외
자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

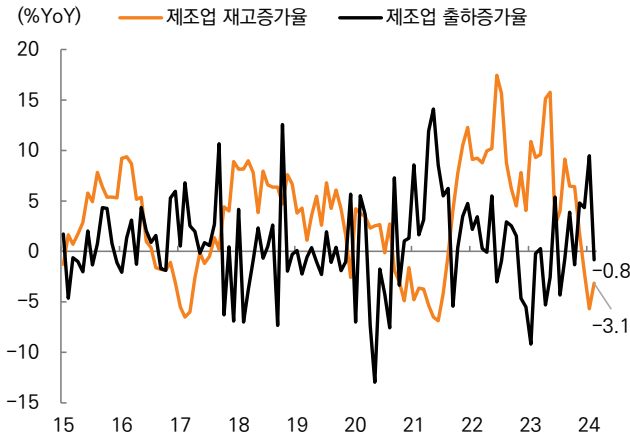
그림 25. 국내 기업 재고자산 및 재고자산 회전율 추이(반도체 업종 제외)



자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

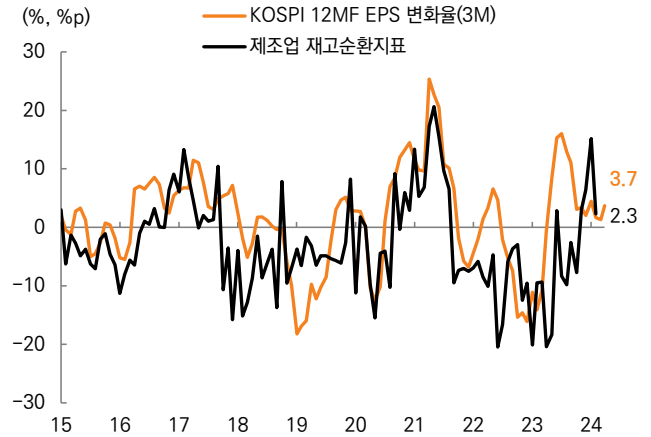
경기선행지표 중 하나인 국내 제조업 재고순환지표(=출하증가율-재고증가율)는 기업 이익 모멘텀과 유사한 흐름을 나타낸다. 지난해 4월 이후로는 개선 추세를 유지하고 있지만 2월 제조업 재고순환지표는 +2.3%p(출하증가율: -0.8%YoY, 재고증가율: -3.1%YoY)로 개선 폭이 둔화됐다. 재고 감소가 제한적인 상황에서 출하가 감소했기 때문이다. 현재 추세라면 재고 순환지표는 하락할 가능성이 높다(그림26,27 참조).

그림 26. 한국 출하, 재고증가율 추이



자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

그림 27. 한국 재고순환지표와 이익모멘텀



자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

기업의 매출이 크게 성장하면 재고 증가는 실적에 긍정적인 영향을 줄 수 있지만 반대로 매출 증가가 둔화되면 실적에 부정적이다. 수요가 감소하는 환경에서 줄이지 못한 재고는 기업의 비용 부담을 높여 수익성을 훼손하기 때문이다. 올해와 내년 매출 증가율이 크지 않기 때문에 재고 부담으로 기업 실적은 예상보다 부진할 전망이다.

과거 2018년~2019년 매출액이 둔화됐던 시기에도 재고자산은 기업 실적에 부정적인 영향을 미쳤다. 이 기간 동안 재고자산 회전율은 7.8회에서 7.3회로 하락했고, 영업이익률은 5.3%에서 3.9%로 둔화됐다(그림28,29 참조).

그림 28. 국내 기업 매출액, 재고자산 증가율(반도체 제외)

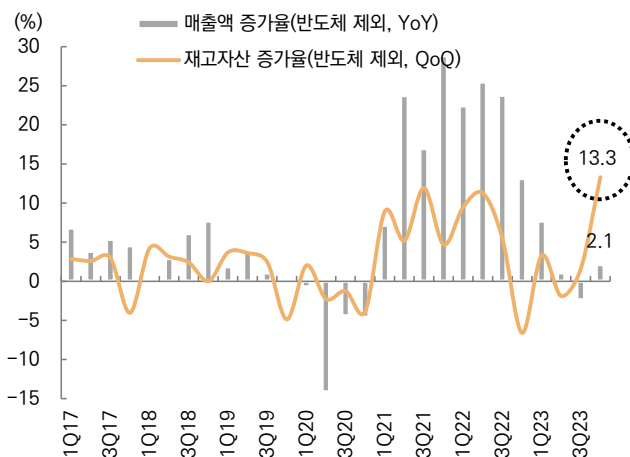
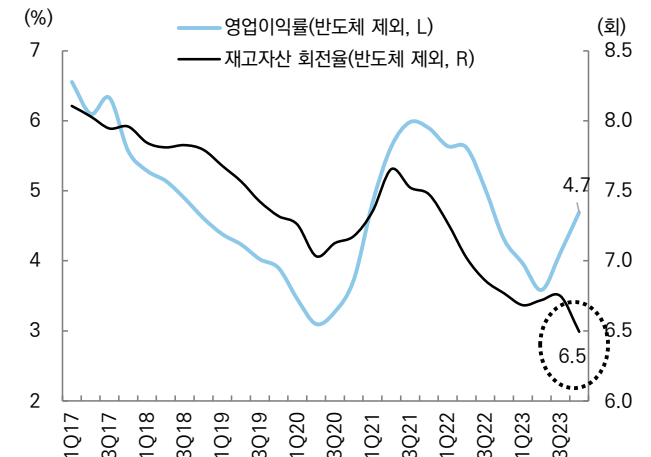
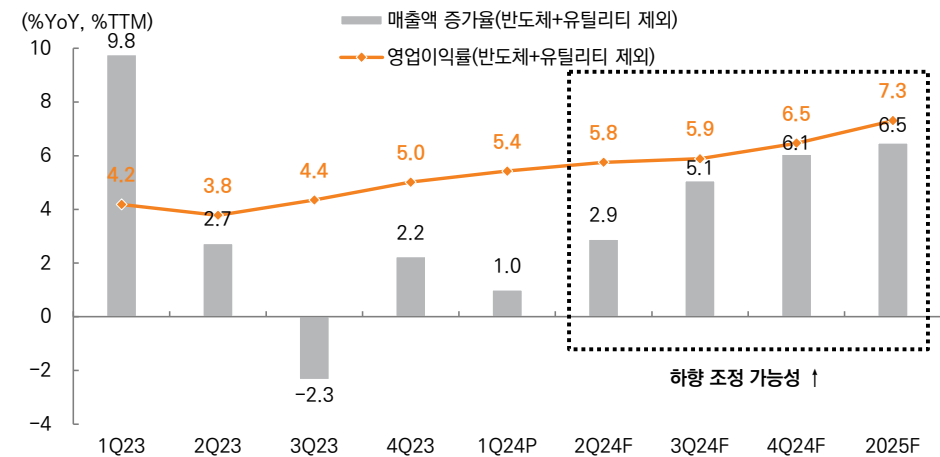


그림 29. 국내 기업 영업이익률과 재고자산 회전율(반도체 제외)



주: 제조업 내 건설, 조선, 운송, 상사/자본재, 미디어, 호텔/레저, 소프트웨어, 반도체, 통신서비스, 유틸리티 업종 제외
자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

그림 30. 2024년, 2025년 매출액 증가율 둔화, 영업이익률도 하락 전망



자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

최근 2개분기 동안 재고자산이 감소해 회전율이 개선됐고, 올해 및 내년 매출 성장이 예상되는 업종은 화학, IT하드웨어, 디스플레이 업종이다. 매출 컨센서스가 더 이상 낮아지지 않는다면 턴어라운드 가능성이 높은 업종이라고 볼 수 있다.

표 1. 업종별 재고자산 및 매출액 증가율 전망치

(회, %YoY)

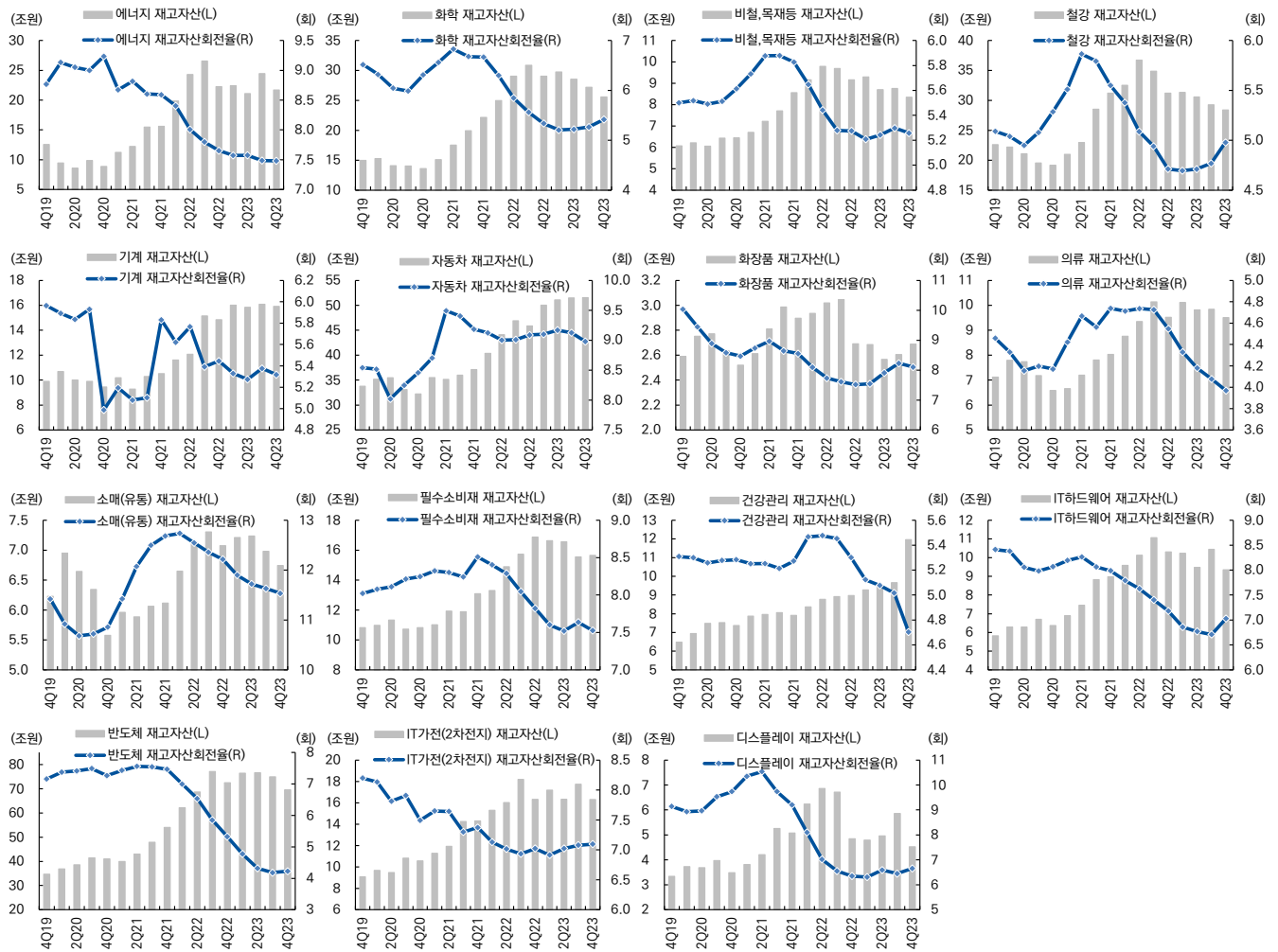
업종명	최근 2개분기 증가율(QoQ)		최근 2개분기 개선 폭(QoQ)		매출액 증가율 전망치(YoY)		
	매출액(TTM, A)	재고자산(Avg, B)	재고자산 회전율(A/B)	회전율 개선 폭 3Q23 4Q23	2023	2024F	2025F
에너지		↓↓		-0.09 -0.01	-4.0	3.3	5.0
화학		↓↓	↑	0.05 0.15	-0.2	3.7	18.0
비철,목재등		↓↓		0.05 -0.04	-10.8	6.6	5.0
철강	↑	↓↓	↑	0.06 0.21	-8.4	-0.4	4.3
기계	↑↑			0.10 -0.06	20.5	3.8	8.3
자동차	↑↑			-0.04 -0.15	13.6	3.8	4.3
화장품				0.32 -0.13	-4.0	12.1	9.6
의류				-0.10 -0.11	-10.6	4.6	6.0
소매(유통)		↓↓		-0.09 -0.10	-3.7	5.8	5.0
필수소비재		↓↓		0.12 -0.11	2.6	6.1	5.2
건강관리	↑↑			-0.06 -0.31	-4.5	14.5	12.9
IT하드웨어	↑	↓↓	↑	-0.06 0.32	0.4	10.2	9.4
반도체		↓↓		-0.14 0.04	-16.0	26.2	13.8
IT가전(2차전지)	↑↑			0.05 0.02	9.8	-0.1	18.2
디스플레이	↑	↓↓	↑	-0.15 0.21	-17.1	21.9	4.7

주1: 화살표는 상승/하락 연속 분기 수

주2: 음영은 4Q23 재고자산 회전율이 상승하고 2024년 매출액 증가율이 (+)인 업종

자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

그림 31. 업종별 재고자산 및 재고자산 회전을 추이



주: 재고자산은 해당 분기 값, 재고자산 회전율은 4개분기 누적 매출액/4개분기 평균 재고자산으로 계산

자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

턴어라운드 준비된 기업 찾기

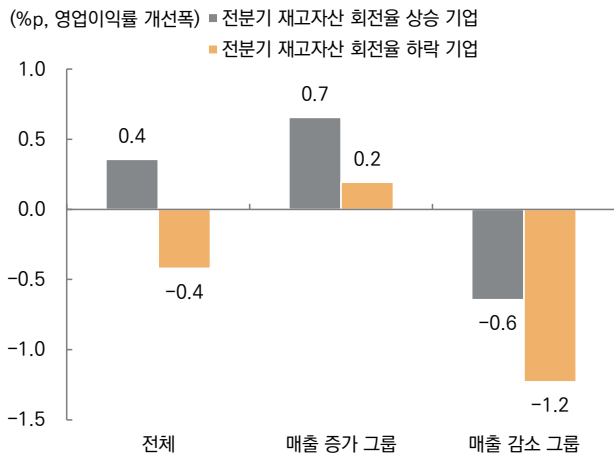
재고를 미리 줄여둔 기업 → 수익성 회복 → 주가 상승

시장 전체적(반도체 제외)으로 재고가 부담이지만 기업별로는 차별화가 나타날 수 있다. 당장 매출이 둔화 국면에 있더라도 재고 부담이 적은 기업은 업황이 개선되면 상대적으로 수익성과 주가 회복이 탄력적일 수 있다. 재고 부담이 적은 기업은 재고자산 회전율이 상승하는 기업을 의미한다.

〈그림 32〉를 보면, 재고자산 회전율이 상승한 기업은 하락한 기업보다 다음 분기 영업이익률 개선 폭이 평균 +0.8%p 높았다. 매출 증가, 둔화 그룹 모두 수익성 개선에서 차이가 났다.

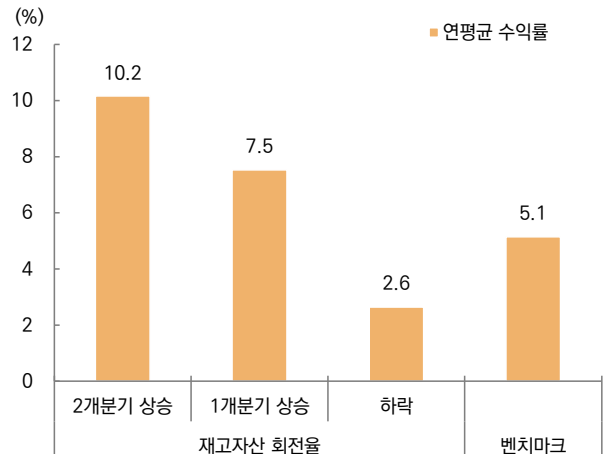
재고자산 회전율이 상승한 기업들의 주가도 긍정적이었다. 재고자산 회전율이 전분기 대비 상승한 기업들은 연평균 +7.5%의 주가 상승률을 기록해 벤치마크를 +2.4% 상회했다. 재고자산 회전율이 하락한 기업들 대비 +4.9%p 상회했다. 또한, 2개분기 연속 재고자산 회전율이 개선된 기업은 연평균 +10.2%의 높은 주가 상승률을 기록했다(그림33참조).

그림 32. 재고자산 회전율 상승 그룹의 영업이익률 개선 가능성 ↑



주: 분석 기간은 1Q19~4Q23
자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

그림 33. 재고자산 회전율 상승 그룹의 주가가 긍정적

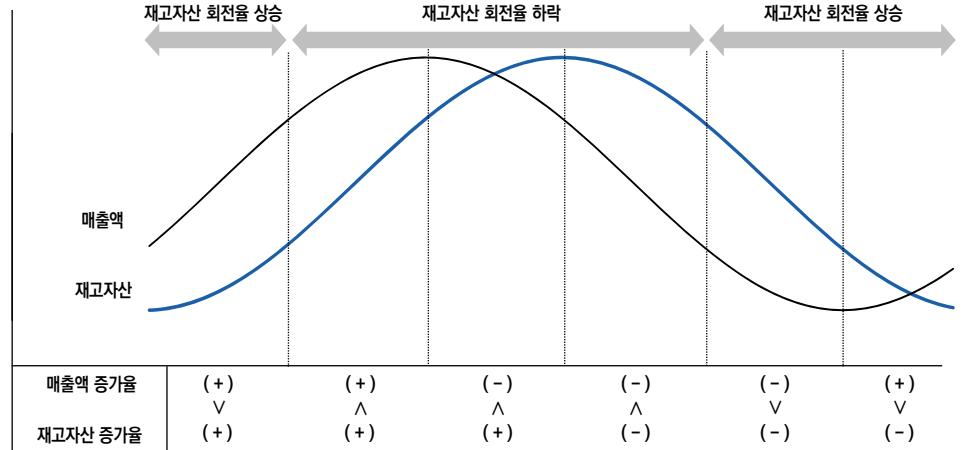


주: 1Q12~4Q23의 재고자산 데이터를 바탕으로 '12.5~'24.4의 주가 상승률을 계산
자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

재고와 매출 변화로 구분한 6가지 유형

매출과 재고자산 변화에 따라 6가지 유형으로 구분할 수 있다. 일반적으로 기업의 재고는 매출보다 늦게 변하기 때문에 시차가 존재하게 되는데, 이러한 이유로 재고자산 회전율이 상승하고 하락하게 된다(그림34, 표2 참조).

그림 34. 재고 변화에 따른 기업 사이클



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 재고 변화로 구분한 6가지 기업 유형

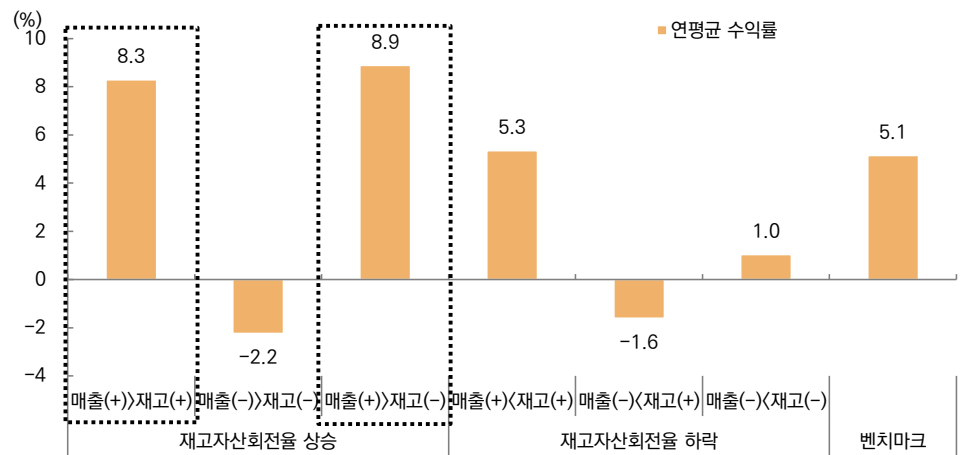
재고자산 회전율	매출액, 재고자산 증가율	설명
상승	(+) > (+)	매출 증가로 재고를 쌓아가는 국면(re-stocking). 재고는 실적에 긍정적 영향
하락	(+) < (+)	매출액 증가율이 둔화되기 시작해 재고 부담이 높아지는 국면
하락	(-) < (+)	매출이 감소하기 시작하고 재고가 누적되면서 실적이 크게 둔화
하락	(-) < (-)	재고 조정(de-stocking)이 진행되고 있지만 매출 감소 폭이 큰 국면
상승	(-) > (-)	매출 감소 폭이 둔화되고 재고 조정으로 재고자산회전율이 다시 상승하는 국면
상승	(+) > (-)	매출 회복, 재고자산은 감소 지속. 수익성과 주가 회복이 탄력적인 국면

자료: 미래에셋증권 리서치센터

위에 설명한 6가지 유형별로 포트폴리오를 구성해 주가 상승률을 분석했다. 재고자산 회전율이 상승한 기업 중에서는 매출액이 증가한 기업들의 주가가 긍정적이었다. 특히, 매출액이 증가하고 재고가 감소한 그룹은 연평균 +8.9%로 가장 높은 주가 상승률을 기록했다.

반면, 매출보다 재고자산이 더 빠르게 증가해 재고자산 회전율이 하락한 기업들의 연평균 주가 상승률은 5.3%로 벤치마크와 유사한 수준을 기록했다(그림35,36 참조).

그림 35. 재고변화에 따른 기업 유형별 연평균 주가 상승률 비교

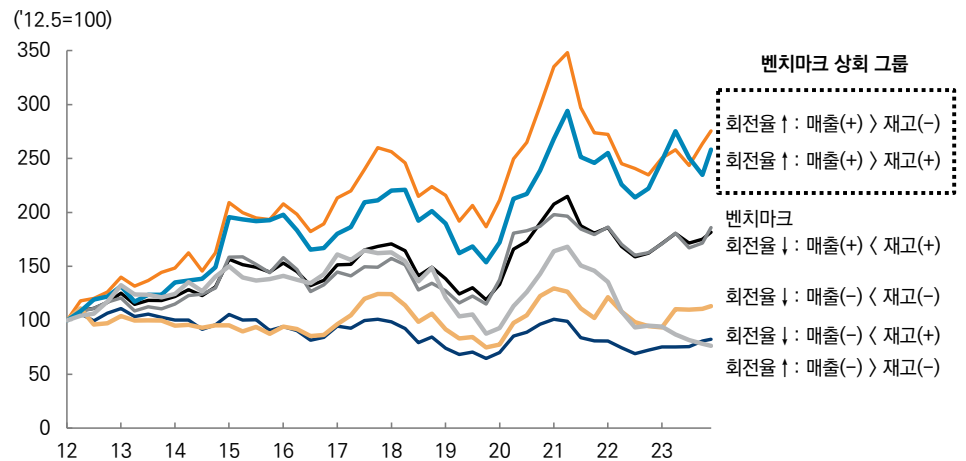


주1: 1Q12~4Q23의 재고자산 데이터를 바탕으로 '12.5~'24.4의 주가 상승률을 계산

주2: 분기데이터를 확인한 뒤에 투자하는 방식. 동일가중 포트폴리오로 구성

자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

그림 36. 재고변화에 따른 기업 유형별 주가 추이



주1: 1Q12~4Q23의 재고자산 데이터를 바탕으로 '12.5~'24.4의 주가 상승률을 계산

주2: 분기데이터를 확인한 뒤에 투자하는 방식. 동일가중 포트폴리오로 구성

자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

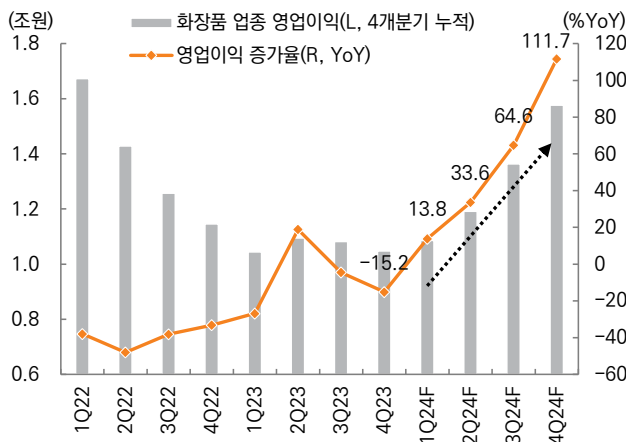
결론: 5월 선호 업종 및 투자 아이디어

선호 업종: 반도체, 화장품, 밸류업(자동차, 금융)

이익증가율 및 이익모멘텀에서 우위를 보이고 있는 반도체와 화장품의 비중 확대 전망을 유지한다. 최근 반도체 주가 조정을 기회로 삼을 필요가 있다.

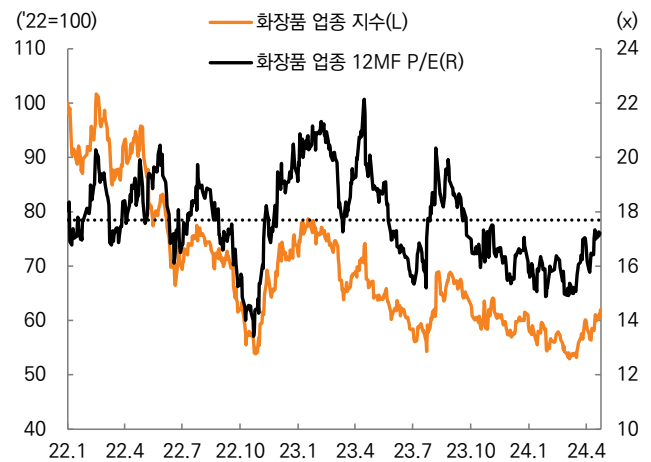
밸류업 관련 업종인 자동차, 금융도 선호 업종이다. 5월초 가이드라인 발표 이후 모멘텀 소멸에 대한 우려가 있겠지만 중장기적인 시각에서 접근할 필요가 있다. 주주환원을 상승 등 주주가치 제고로 국내 증시의 디스카운트를 해소시킬 수 있을 것으로 기대한다.

그림 37. 화장품 업종 분기별 영업이익



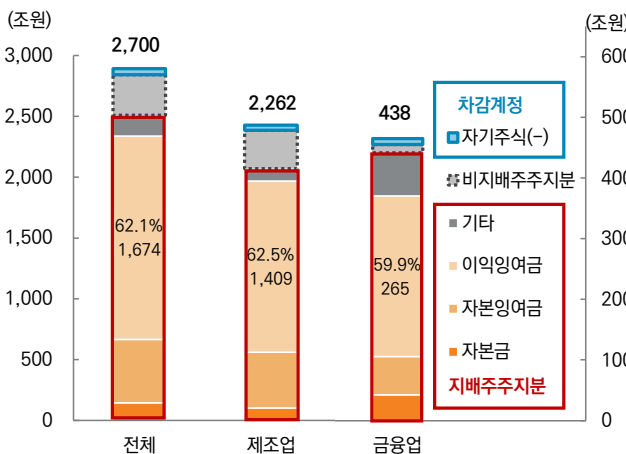
자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

그림 38. 화장품 업종 지수와 12개월 선행 PER 추이



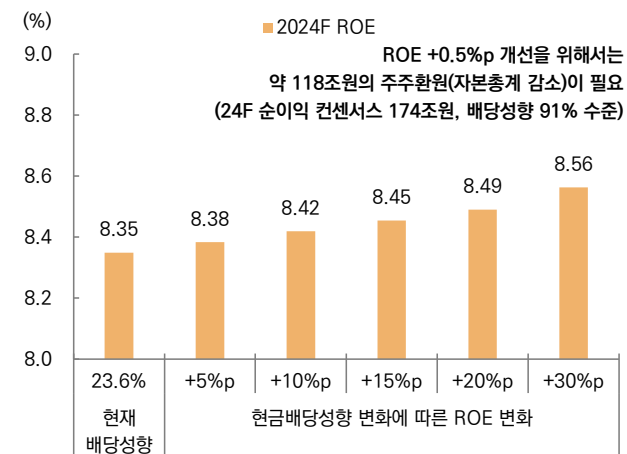
자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

그림 39. 주주환원만으로 ROE 개선은 어렵지만



주: 4Q23 재무제표 기준, 전체 기업 합산
자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

그림 40. 세제혜택이 주어진다면 가능할 것으로 기대



주: 2024F 컨센서스가 존재하는 304사 합산. ROE는 기말 자본총계 기준
자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

투자 아이디어: 턴어라운드가 준비된 기업(feat. 재고자산 회전을)

2023년 4분기말 재무제표 기준 시가총액 3,000억원 이상 기업 중 1) 매출액 증가, 2) 재고자산 회전을 개선, 3) 2024년 매출액 증가율 (+)인 기업을 선정했다.

〈표 3〉은 매출액 증가, 재고자산 감소 기업이고, 〈표 4〉는 매출액 증가, 재고자산 증가 기업이다. 음영은 현재 2024년 매출액 컨센서스 변화율이 긍정적인 기업이다.

표 3. 재고자산 감소 + 매출액 증가 + 회전을 상승(음영은 매출액 컨센서스 상향 조정) (조원, %, 회)

종목코드	종목명	시장	업종명	시가총액	주가 상승률		재고자산 회전을		4Q23(YoY, QoQ)		2024F 매출액 컨센서스	
					1M	3M	3Q23	4Q23	매출증가율	재고증가율	증가율 변화율(1M)	
A000660	SK하이닉스	KS	반도체	129.4	0.7	30.7	1.8	2.1	47.4	-9.8	97.5	9.8
A051910	LG화학	KS	화학	26.4	-16.8	-10.3	4.8	5.1	1.3	-11.6	2.6	-2.0
A011070	LG이노텍	KS	IT하드웨어	5.1	11.4	6.8	10.7	11.9	15.4	-25.7	4.7	2.5
A214150	클래시스	KQ	건강관리	2.4	-0.1	13.3	7.7	8.4	16.2	-10.1	25.3	0.2
A020150	롯데에너지머티리얼즈	KS	IT하드웨어	2.1	-8.7	40.2	2.1	2.2	34.1	-9.2	23.3	3.1
A278470	에이피알	KS	화장품,의류	1.9	-5.7	0.0	10.1	10.3	18.7	-1.7	42.7	-2.8
A073240	금호타이어	KS	자동차	1.9	7.3	14.8	5.2	5.5	11.8	-1.2	10.2	-0.1
A007310	오뚜기	KS	필수소비재	1.7	4.6	5.2	6.0	6.3	0.6	-1.6	4.7	0.3
A078600	대주전자재료	KQ	IT하드웨어	1.4	-6.3	25.4	7.1	7.7	29.4	-8.5	43.3	-1.4
A004490	세방전지	KS	자동차	1.4	26.9	81.2	6.4	7.2	24.5	-11.1	12.9	0.0
A031980	피에스케이홀딩스	KQ	반도체	1.1	2.0	67.6	4.8	5.1	26.0	-2.3	52.9	0.0
A101490	에스앤에스텍	KQ	반도체	0.9	-6.3	-5.5	7.0	7.3	25.3	-5.7	23.4	-0.5
A006650	대한유화	KS	화학	0.8	-6.3	-12.9	10.1	11.6	84.7	-5.4	12.0	1.3
A014830	유니드	KS	화학	0.6	23.5	24.3	5.0	6.5	35.0	-2.6	0.4	0.9
A272290	이녹스첨단소재	KQ	디스플레이	0.6	1.7	6.7	5.7	6.6	1.7	-15.3	22.1	0.4
A237880	클리오	KQ	화장품,의류	0.6	10.8	9.3	14.4	14.5	23.9	-13.0	19.9	0.7
A018250	애경산업	KS	화장품,의류	0.5	24.2	17.3	8.1	8.2	5.2	-6.9	10.3	1.4
A060720	KH바텍	KQ	IT하드웨어	0.3	-4.5	5.7	16.9	18.2	32.1	-7.6	16.1	-10.0
A036620	감성코퍼레이션	KQ	화장품,의류	0.3	-1.5	21.9	3.7	4.0	36.2	-25.5	40.0	-7.4

주: 2024년 4월 26일(금) 종가 기준
자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 재고자산 증가 + 매출액 증가 + 회전을 상승(음영은 매출액 컨센서스 상향 조정) (조원, %, 회)

종목코드	종목명	시장	업종명	시가총액	주가 상승률		재고자산 회전을		4Q23(YoY, QoQ)		2024F 매출액 컨센서스	
					1M	3M	3Q23	4Q23	매출증가율	재고증가율	증가율 변화율(1M)	
A067310	하나마이크론	KQ	반도체	1.5	10.2	-0.5	5.9	6.1	11.4	7.2	41.9	-4.8
A336370	솔루스첨단소재	KS	IT하드웨어	1.3	38.6	38.1	2.2	2.4	57.6	6.8	39.3	0.3
A084370	유진테크	KQ	반도체	1.2	36.2	24.3	2.5	2.7	23.1	0.7	13.2	1.2
A352480	씨앤씨인터내셔널	KQ	화장품,의류	0.8	6.4	13.1	8.7	9.0	64.2	1.0	35.9	6.2
A018290	브이티	KQ	화장품,의류	0.8	29.3	29.6	11.9	12.1	23.1	16.6	42.8	0.0
A287410	제이시스메디칼	KQ	건강관리	0.7	18.6	8.4	6.5	6.7	24.7	5.8	23.5	-1.5
A049770	동원F&B	KS	필수소비재	0.7	13.7	16.0	8.4	8.7	2.4	7.7	5.7	0.8
A005180	빙그레	KS	필수소비재	0.7	25.9	34.2	10.2	10.4	8.1	8.9	7.0	0.2
A057050	현대홈쇼핑	KS	소매(유통)	0.7	6.9	30.9	7.4	7.5	27.9	21.3	6.2	-0.8
A033240	자화전자	KS	IT하드웨어	0.5	1.2	-19.6	9.9	10.5	155.8	23.1	71.9	3.1
A017810	풀무원	KS	필수소비재	0.5	15.1	17.8	18.4	18.8	4.7	9.1	5.0	0.0
A114840	아이패밀리에스씨	KQ	화장품,의류	0.5	33.8	55.2	7.2	7.4	108.1	4.3	36.0	14.3
A206640	바디텍메드	KQ	건강관리	0.4	10.7	-8.3	4.2	4.4	21.0	3.9	13.6	2.2
A051370	인터플렉스	KQ	IT하드웨어	0.3	9.5	-23.0	15.1	15.9	12.0	36.1	22.3	0.9
A251970	펄텍코리아	KQ	비철,목재등	0.3	19.1	3.8	17.4	18.2	28.4	4.0	12.4	0.0

주: 2024년 4월 26일(금) 종가 기준
자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.