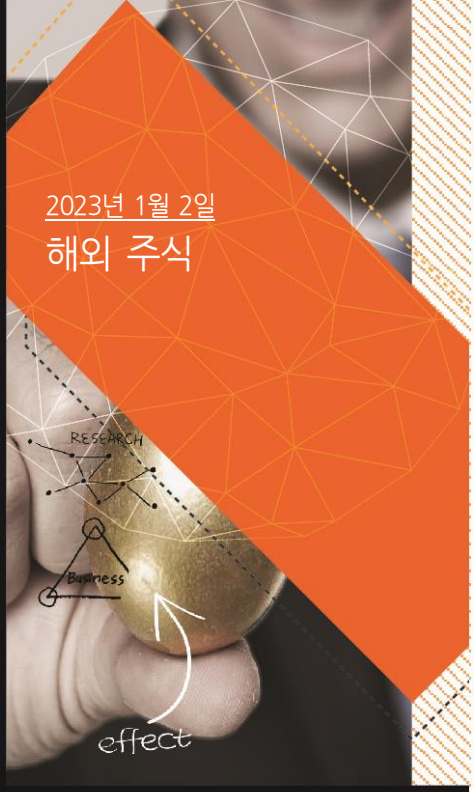


2023년 1월 2일
해외 주식

▶해외주식 한상희, CFA
sanghi.han@hanwha.com
3772-7695

한화투자증권

미국 주식

재고 금액 축소에 따른 매출원가 상승에 주의

미국 기업의 재고 증가에 대한 두려움이 크지만, 그 동안 늘었던 재고가 기업들의 수익성에 도움이 됐다는 점은 간과해서는 안됩니다. 예상보다 잘 버틴 실적의 이면에는 재고의 확대와 악화된 현금 흐름이 있습니다. 소매 및 패션 업체의 재고는 정점을 지나고 있어 긍정적으로 해석되지만, 기말 재고 증가율이 둔화되면 매출총이익률에는 부정적 영향을 준다는 점을 인식해야 합니다. 미국 기업들의 2022년 4분기 실적이 1월 13일부터 발표되는데, 이익 수정 비율을 올리고 있는 시장의 기대가 과하다는 생각입니다. 추정치가 먼저 떨어진 나스닥이 다우존스보다 낮고 (평균회귀), 생산성 향상을 위한 해고가 실업을 늘려 상반기에 S&P 500이 전저점까지 내려갈 수 있다는 (상저하고) 올해 전망을 유지합니다.

매출원가는 당기제조비용(상품매입액)과 재고 변화의 함수

제품(상품)의 매출원가는 기초재고에 당기제조비용(상품매입액)을 더한 뒤 기말재고를 빼서 구한다 (그림 1). 보통은 기말재고와 기초재고의 차이가 크지 않기 때문에 당기제조비용이 매출원가를 결정하기 마련이다. 최근처럼 재고가 급증하는 기간에는 다르다. 늘어난 재고가 현금흐름에 악영향을 줄 지언정, 매출총이익률에는 긍정적인 효과를 주게 된다.

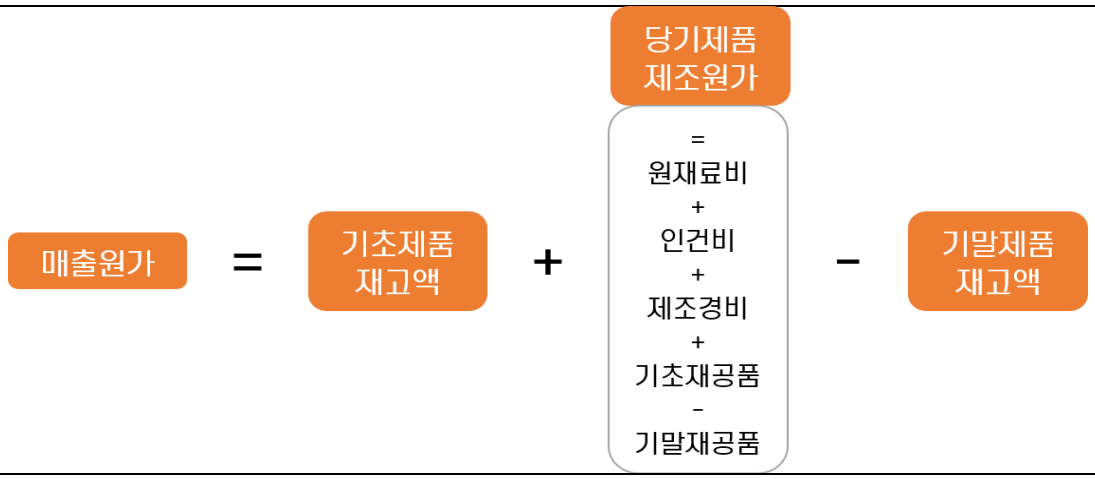
역실적 장세를 가속화하는 이익률 하락

역사적인 수치가 이론적인 결론을 뒷받침한다. 1999년 이후 재고 증가율과 매출총이익률은 동행했다. 재고가 늘어나는 기간에 S&P 500의 매출총이익률은 개선됐다. 미국 기업의 재고/매출 비율이 정점에서 떨어지고 있는 상황에서 수익성이 예상보다 악화될 수 있는 가능성에 주목해야 한다. 2022년 1분기에 33.5%로 정점을 찍은 S&P 500의 매출총이익률은 2022년 3분기에 33.2%로 내려왔는데, 2022년 4분기에는 33% 미만까지 빠질 가능성이 높다 (그림 2). 코로나 이후 재고 확대율이 2020년 하반기에 가장 낮았는데, 당시 매출 대비 잉여현금흐름 비율은 13%에 가까웠다. 재고 성장률이 가장 높았던 2022년 상반기 잉여현금흐름/매출은 12% 미만으로 떨어졌다.

여전히 긍정적인 다우존스 실적 추정치

나스닥과 다우존스의 추정치와 이익수정비율을 보면, 성장주가 아닌 경기 민감/방어 가치주의 하향 조정 여력이 크다. 나스닥의 2023년 EPS는 고점에서 20%나 떨어진 반면, 다우존스는 6%에 불과하다 (그림 3, 4). 기업분석가들은 분기 실적이 나올 때는 이익을 낮추지만, 중간에는 희망을 갖고 올리는 경향이 있다. 이번 4분기 발표를 앞두고도 이익수정비율이 개선되고 있다는 점이 오히려 부담이다 (그림 5, 6). 1월 12일 물가 발표 전까지 단기 매매에 나설 생각이라면 컨센서스가 버티고 있는 업종보다는 이미 하락한 쪽에 관심을 갖는 편이 낫다.

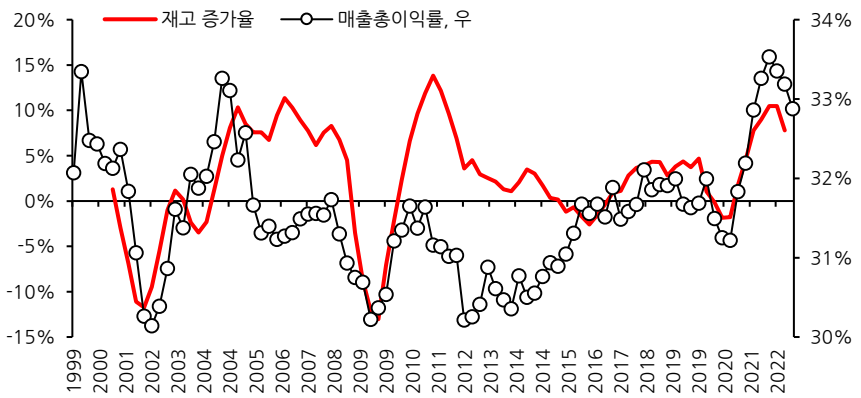
[그림1] 제품 매출원가 구성



자료: 한화투자증권 리서치센터

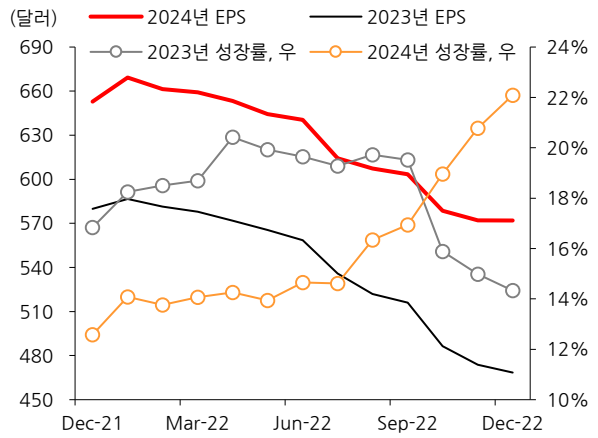
… 소매판매와 심리지수의 괴리도 완연한 상황

[그림2] 재고 증가율과 매출총이익률



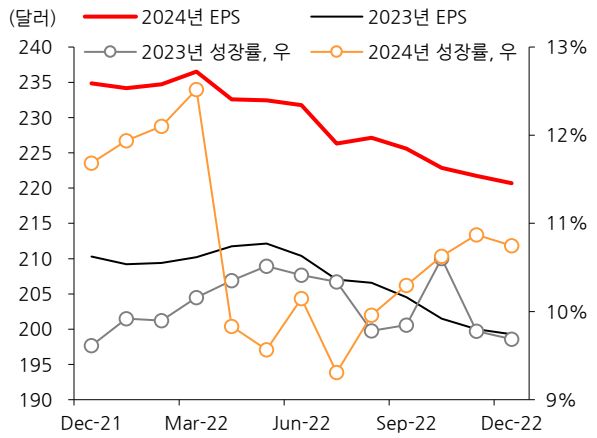
자료: Factset, FRED, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 나스닥 실적 추정치



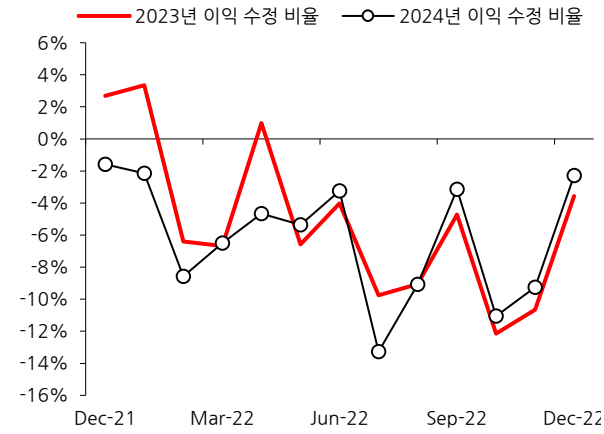
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 다우존스 실적 추정치



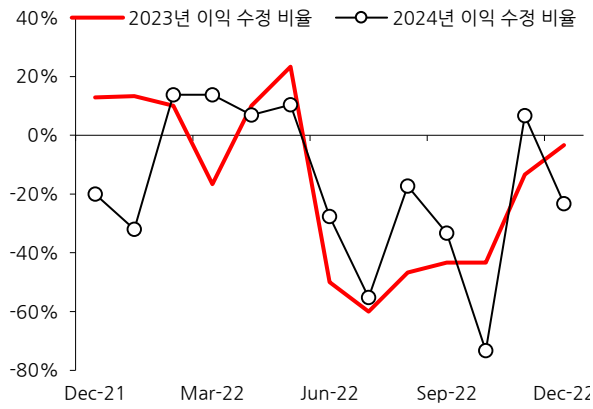
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 나스닥 이익 수정 비율



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 다우존스 이익 수정 비율



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice] (공표일: 2023 년 1 월 2 일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (한상희)
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중] (기준일: 2022 년 12 월 31 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.8%	0.0%	100.0%