

## 미국 사례로 미리 보는 고유가에 따른 감익 사이클

2022/ 3/ 10

Strategist

곽병열

(2009-7148)

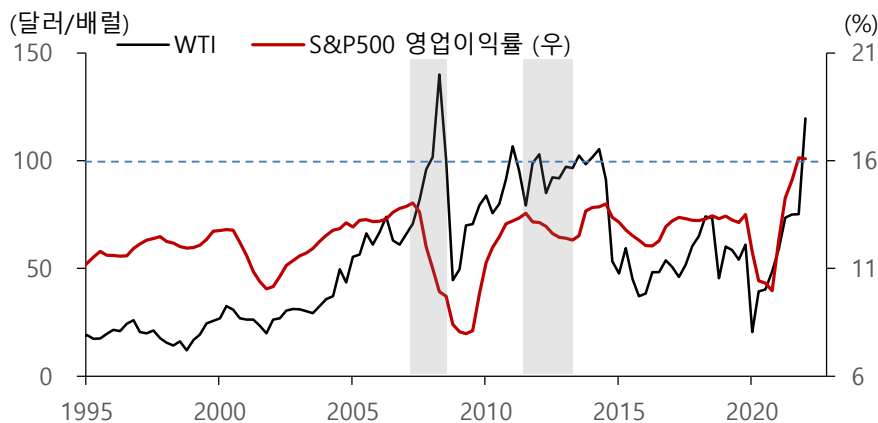
brkwak@leading.co.kr

### I. WTI 100 달러 이상에서는 글로벌 감익 사이클 본격화

- 미국 · EU 의 대(對) 러시아 SWIFT 제재, 러시아 산 원유 수입 금지 논의 등으로 국제유가는 2008 년 7 월 이후 최고 수준(브렌트유 기준)까지 고공 행진이 진행 중임. 국제유가를 비롯하여 러시아-우크라이나 산 주요 원자재 가격이 폭등하면서 주요 제조기업들은 원가부담 상승에 따른 이익둔화 우려가 커진 상황임. 원자재 가격상승 부담에 대한 글로벌 사례를 통해 우리나라 기업에 미칠 파급 효과를 점검하고자 함

- S&P500 기업군의 분기실적 기준 영업이익률은 WTI 100 달러를 상회했던 2008 년과 2012 년 사례에서 하락사이클이 본격화되는 경향성을 확인함. 2008 년 전후의 경우 영업이익률은 13.6%(2017 년 4 분기말)에서 9.7%(2018 년 3 분기말)로 악화되었고, 2012 년 전후는 13.5%(2011 년 3 분기말)에서 12.3%(2013 년 2 분기말)로 하락세를 나타냄. 국제유가의 상승 폭과 상승 기간에 반비례 하여 영업이익률의 둔화세가 동반되었다는 측면에서 원가부담에 따른 마진 악화는 당시 글로벌 주요 기업에는 공통된 위험요인이었을 것으로 추정함

<그림 1> WTI 100 달러 이상은 미국 기업에도 영업이익률 훼손을 가져왔다

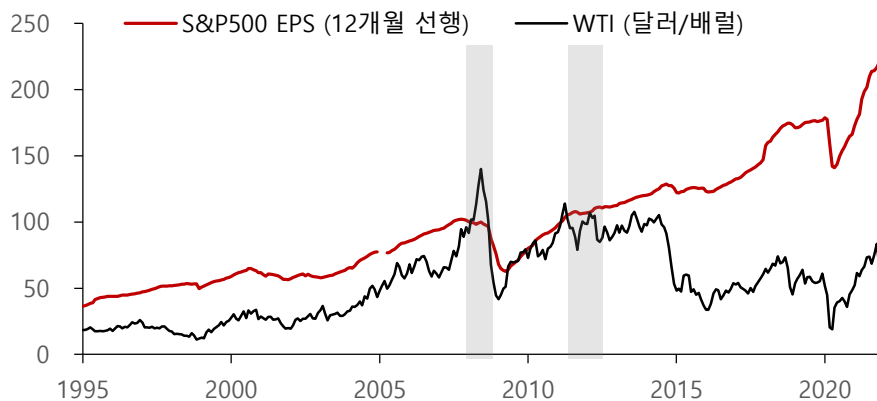


자료: Bloomberg, 리딩투자증권

- 주목할 부분은 분기실적의 영업이익률은 실제 실적 발표치를 합산한 값으로서, 애널리스트의 추정치와는 괴리가 있다는 점임. WTI 100 달러 이상이었던 동 국면에서 국내외 애널리스트의 이익 추정치(12 개월 선행)는 초기 미세조정만 하거나 후행적으로 하향조정되는 경향성을 볼 수 있음(그림 2, 3 참조). 급격한 국제유가 상승을 이익모델에 적시성 있게 반영하기 힘든 실무적인 난해함으로 전문가들의 컨센서스 변동성도 커지는 시기임

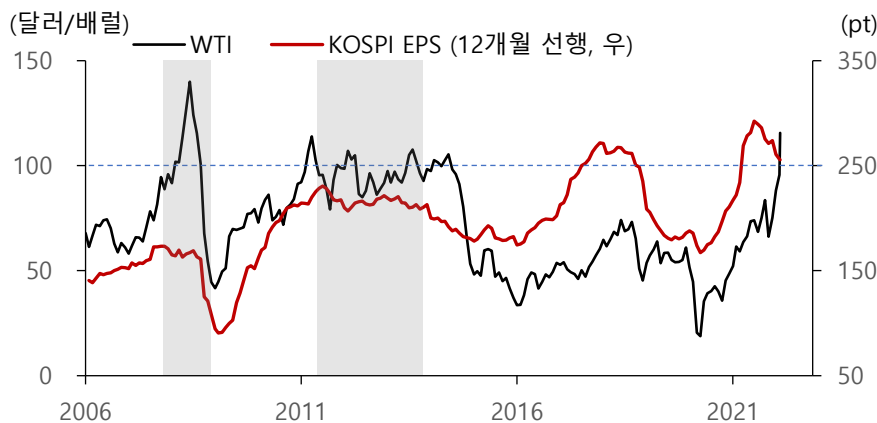
- 따라서 원가부담 급증에 따른 이익추정의 하향조정 가능성은 감안하여 보수적인 관점에서 기업이익 컨센서스를 바라볼 필요가 있음. 현재 미국 기업이익 전망(S&P500 EPS)은 영업이익률 하향 가능성을 충분히 반영하지 않는 낙관적인 편향성이 우려되며, 미국 기업이익 전망의 후행적인 하향조정 시 국내 전망치 역시 연쇄적인 하향조정 가능성은 상존함

<그림 2> WTI 100 달러 이상은 미국 기업이익 전망은 하향조정 혹은 정체기



자료: Bloomberg, 리딩투자증권

<그림 3> WTI 100 달러 이상은 국내 기업이익 전망은 후행적인 하향조정



자료: Bloomberg, 리딩투자증권

## II. WTI 100 달러 이상에도 영업이익률 견고했던 업종은?

- WTI 100 달러 이상 기간 동안 S&P500 업종별 영업이익률 영향(영업이익률차, %p)을 살펴본 결과, <IT, 필수소비재, 헬스케어, 산업재> 등이 양호한 수준을 나타냈음. 특히 <필수소비재>의 경우 두 번의 사례에서 공통적으로 영업이익률 개선을 나타내면서 원가부담을 판매가격으로 전가시킬 수 있는 가격협상력(bargain power)을 잘 보여줬거나, 일부 가격상승에도 필수소비재에 대한 수요 민감도는 여타 업종대비 덜한 것으로 해석할 수 있음. IT, 헬스케어의 경우 직접적인 원가부담은 덜하고 핵심 기업의 브랜드 충성도가 높아서 가격지배력이 높았던 것으로 추정함

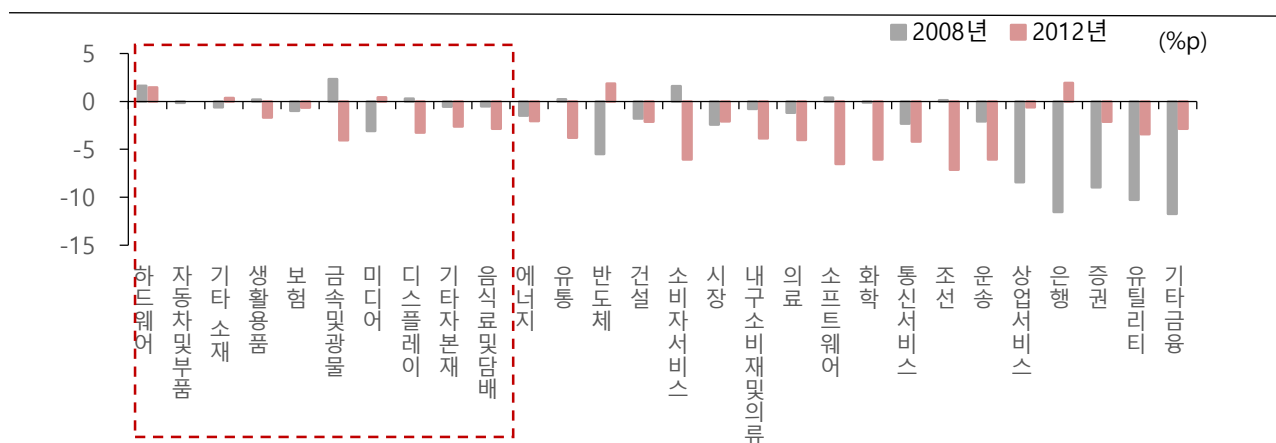
- 국내 세부업종별로는 하드웨어, 자동차및부품, 기타소재, 생활용품, 보험, 금속및광물, 미디어, 디스플레이, 음식료및담배 등은 고유가에도 불구하고 영업이익률 훼손은 상대적으로 양호했음

<그림 4> 동 기간 S&P500 업종별 영업이익률 영향

| 업종    | 2008년  | 2012년 | 평균    |
|-------|--------|-------|-------|
| IT    | 1.96   | -1.01 | 0.48  |
| 필수소비재 | 0.40   | 0.28  | 0.34  |
| 헬스케어  | 0.08   | -0.21 | -0.06 |
| 산업재   | -1.01  | -0.24 | -0.62 |
| 에너지   | -0.03  | -1.98 | -1.00 |
| 유틸리티  | -0.77  | -1.45 | -1.11 |
| 통신    | 0.63   | -3.91 | -1.64 |
| 경기소비재 | -1.87  | -2.61 | -2.24 |
| 소재    | -0.30  | -4.88 | -2.59 |
| 금융    | -21.27 | 2.23  | -9.52 |

자료: Bloomberg, 리딩투자증권      단위: 영업이익률차(%p)

<그림 5> 동 기간 국내 세부업종별 영업이익률 영향



### III. 결 론

- ▷ WTI 100 달러 이상에서는 글로벌 주요기업의 영업이익률 하락사이클이 본격화됨
- ▷ 경험상 애널리스트 이익추정치는 마진 악화를 후행적으로 반영하는 경향이 뚜렷함
- ▷ 고유가에도 견고한 마진 유지(미국): IT, 필수소비재, 헬스케어, 산업재
- ▷ 고유가에도 견고한 마진 유지(한국): 하드웨어, 자동차및부품, 생활용품, 미디어, 음식료및담배

#### ▶ Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- 본 자료는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.
- 본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.