

Strategy Idea



▲ **퀀트**
 Analyst **강봉주**
 02. 6454-4903
 bj.kang@meritz.co.kr
 RA **이정연**
 02. 6454-4895
 jungyeon.lee@meritz.co.kr

2020년 하반기 주식시장 전망 해설판(4) 코스피 시나리오, 멀티플 팽창 가능성

- ✓ 현재 한국 증시는 이익 전망치 하향에도 주가 반등이 나타나며 PER이 상승하는 '희망' 국면
- ✓ 하반기 코스피는 2021년 이익 턴어라운드 기대감, PER 상향 효과로 1,800~2,250pt 예상
- ✓ 소프트웨어 업종의 이익 전망치 상향, PER 리레이팅 진행중, 반도체 PER 상승 여력 긍정적

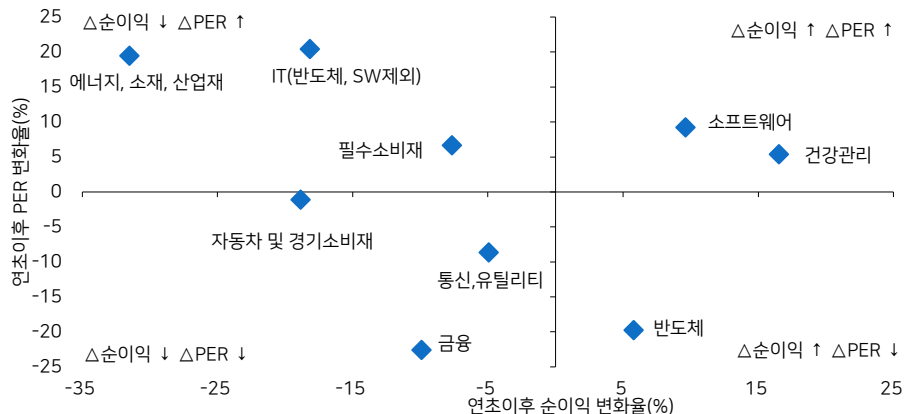
ESG 하반기 코스피 1,800~2,250pt 전망, 밸류에이션 확장 기대

당사 투자전략팀은 5월18일 하반기 전망자료 'Take off the Bear Mask' 에서 부채사이클 관점에서 하반기에 대한 비관론에 선을 긋고, COVID19 이후의 세상에 대비할 것을 역설했다. 본 자료는 해당 자료의 4번째 해설판으로 하반기 코스피 전망의 근거, 코스피 이익 시나리오 및 멀티플 팽창 가능성에 대해 설명한다.

기업 이익 전망치 하향 지속중이나 풍부한 증시 유동성으로 투자심리 개선이 이익 우려를 상쇄

최근 한국 증시는 3월의 급락 이후 2개월째 반등 랠리를 지속하고 있다. 1분기 코스피 기준 영업이익과 순이익이 전년 동기 대비 각각 28%, 37% 감소했으나 워낙 낮아진 기대치에 비해서는 선방했다는 평가로 증시 반등세가 지속됐다. 코로나 영향이 본격화된 2분기 기업실적도 전년 대비 역성장과 추가 하향조정이 불가피하다. 한편, 각국의 선제적이고 과감한 정책 대응, 풍부한 유동성 효과로 투자심리 개선이 기업이익 우려를 상쇄시키고 있다.

그림1 연초 이후 업종별 순이익 전망치 변화율 vs PER 변화율

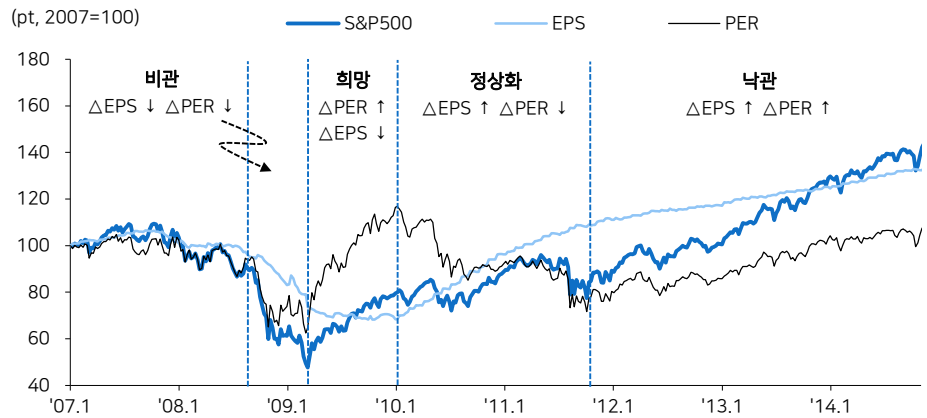


자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

EPS 와 PER 의 방향성에 따라
증시 급락 후 회복의 사이클을
비관, 희망, 정상화, 낙관의 4개
국면으로 분류

하반기 증시 경로를 예상하기 위해 2008년 금융위기 당시의 증시 하락과 반등 사이클을 4개 국면으로 나누어 보았다. '비관' 국면은 주가가 급락하는 시기로 PER 과 EPS(기업이익)가 동반 하락하게 된다. '희망' 국면은 EPS 하향 조정이 추가로 가파르게 진행되지만 증시 반등으로 PER이 상승하는 시기이다. '정상화' 국면은 EPS가 상향 반등하며 PER이 하락하는 시기이다. '낙관' 국면은 이익 상황이 지속 되고 낙관론이 확산되며 주가가 크게 상승하여 EPS, PER이 동반 상승한다.

그림2 S&P500의 금융위기 전후 주가 복원의 4단계 : 비관, 희망, 정상화, 낙관

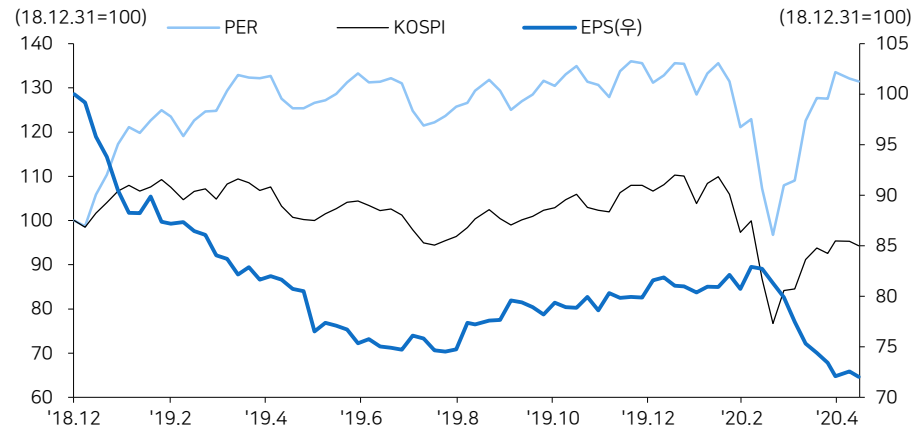


주: Trailing 기준
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

코스피는 희망 국면의 중반부에
위치

참고로, 위의 4단계 분류에서 희망 국면에서 기업 이익이 상향 반전되지 못하면 주가 사이클은 정상화 단계로 진입하지 못하고 다시 하락하는 악순환이 전개된다. 현재 한국 증시는 희망 국면의 중반부에 있다고 판단된다. 이익 전망치 하향 행이 진행되고 있고 추가하향이 불가피하지만, 주가가 빠르게 반등하며 PER이 전고점에 근접했다.

그림3 한국 증시는 희망 국면의 중반부 : 이익 전망치 하향 속 주가 반등, PER 상승



주: 12M Forward 기준
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

주가 = PER * EPS 관계로 하반기 코스피 가능 범위 추정

하반기 코스피 전망을 위해 '주가 = PER * EPS'의 관계를 이용하자. 우선, 긍정적 시나리오(Good case)상에서 PER은 2008년 금융위기 회복 국면에서 기록했던 최대치 12.1배를 가정했다. 사상 최대 수준의 글로벌 유동성 효과로 증시 밸류에이션이 추가 확장 가능하다고 보기 때문이다. 순이익 전망치는 2020년, 2021년의 이익 전망치 추가 하향 효과와 미래 이익(12개월 예상 이익)이 매월 다음 연도 이익 증가율의 12분의 1만큼 상승하는 '롤링 효과' 2가지의 영향을 받게 된다.

긍정적 시나리오 : PER 10% 상승
12개월 EPS 전망치 4.3% 상승

긍정적 시나리오 상에서 필자는 2020년과 2021년의 순이익 전망치가 현재의 증시 컨센서스 97조, 137조에서 27%, 15% 추가 하향조정되며 71조, 116조에 근접할 것으로 전망한다. 과거 유사 국면의 이익 전망치 하향폭과 수출 증가율 전망을 이용해 추정한 결과이다. 이 경우 2020년의 낮은 이익에 대한 기저효과로 2021년 이익증가율은 64%로 높아진다. 약 6개월 후에는 '12개월 예상 EPS'가 이 64%의 절반인 32% 높아지는 롤링 효과가 생기며 결과적으로 EPS 변화는 하반기에 이익 하향폭과 롤링 효과를 모두 고려시 4.3% 상승할 것으로 예상된다.

표1 PER 및 EPS 변화 시나리오_Good Case

		현재	하반기 하향(%)	하반기
PER (배)		11.0		12.1
PER 변화율 (%)				10.0
순이익 전망치 (조원)	2020년	97.1	-26.8	71.1
	2021년	136.9	-15.0	116.4
이익증가율 (%)	2021년	41.0		63.7
12M Fwd EPS 하향폭(롤링효과 고려X)_A				-20.9
12M Fwd EPS의 롤링효과_월별				5.3
12M Fwd EPS의 롤링효과_하반기누적_B				31.9
EPS 변화율(A*B)(%)				4.3

주: 롤링효과는 12개월 예상 EPS 계산방식상 1개월마다 다음 연도의 1개월이 새로 들어오고, 당해 연도의 1개월이 제외됨으로써 12개월 예상 EPS가 변화됨을 의미. 예를 들어, 다음 연도의 EPS 증가율이 24%라면 12개월 예상 EPS는 매1개월마다 24%/12개월=2% 상승하게 됨

자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 PER 및 EPS 변화 시나리오_Bad Case

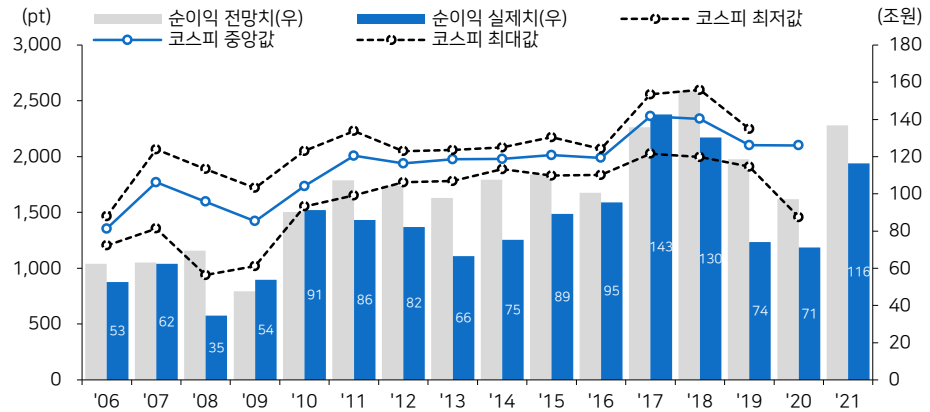
		현재	하반기 하향(%)	하반기
PER (배)		11.0		11.0
PER 변화율 (%)				0.0
순이익 전망치 (조원)	2020년	97.1	-25.0	72.8
	2021년	136.9	-22.0	106.8
이익증가율 (%)	2021년	41.0		46.6
12M Fwd EPS 하향폭(롤링효과 고려X)_A				-23.5
12M Fwd EPS의 롤링효과_월별				3.9
12M Fwd EPS의 롤링효과_하반기누적_B				23.3
EPS 변화율(A*B)(%)				-5.7

자료: 메리츠증권 리서치센터

보수적 시나리오 : PER 정체
12개월 예상 EPS 5.7% 하락

보수적 시나리오(Bad case)로는 2021년 순이익 전망치가 10조 추가 하향되는 경우를 상정한다. 이 경우 2021년 이익 턴어라운드 기대감이 낮아져 PER 추가 상향 효과가 나타나지 않고 EPS 변화 효과도 최종적으로 -5.7%로 추산된다. 결론적으로, 긍정적 시나리오 상의 하반기 코스피 최대치는 2,223pt, 보수적 시나리오 상의 하반기 코스피 최저치는 1,829pt로 예상된다. 과거 연도별 기업이익과 코스피 범위를 이용해 평가한 하반기의 코스피 중간값 예상치는 2,100pt이다.

그림4 연도별 순이익 및 코스피 범위



자료: 메리츠증권 리서치센터

하반기 코스피 전망
1,800pt ~ 2,250pt

결론적으로, 하반기 코스피 상단 시나리오로는 투자자들의 2021년 이익 턴어라운드 기대감으로 10%의 PER 상향과 12개월 예상 EPS의 5% 상승효과를 고려하면 코스피 2,223pt를 전망한다. 하단 시나리오로는 2021년 턴어라운드 기대감이 낮아지며 최대 PER이 현재의 11배에서 정체되고 EPS 5% 감소효과가 반영된 코스피 1,829pt를 전망한다.

표3 KOSPI 하반기 시나리오: KOSPI = PER*EPS

(pt)	PER 변화율(%)										
	-10	-7.5	-5	-2.5	0	2.5	5	7.5	10	12.5	15
-10	1,559	1,603	1,646	1,689	1,732	1,776	1,819	1,862	1,906	1,949	1,992
-5	1,646	1,692	1,737	1,783	1,829	1,874	1,920	1,966	2,012	2,057	2,103
0	1,732	1,781	1,829	1,877	1,925	1,973	2,021	2,069	2,117	2,166	2,214
5	1,819	1,870	1,920	1,971	2,021	2,072	2,122	2,173	2,223	2,274	2,324
10	1,906	1,959	2,012	2,065	2,117	2,170	2,223	2,276	2,329	2,382	2,435
15	1,992	2,048	2,103	2,158	2,214	2,269	2,324	2,380	2,435	2,490	2,546
20	2,079	2,137	2,194	2,252	2,310	2,368	2,425	2,483	2,541	2,599	2,656

주: 5월 13일 코스피 1924.95pt 기준

자료: 메리츠증권 리서치센터

업종별 펀더멘탈 체크, 멀티플 팽창의 징후들

소프트웨어, 건강관리 업종은 이익 전망치 상향, PER 이 상향되는 구조적 선순환

연초 이후 업종별로 12개월 예상 순이익과 PER 변화율의 차이는 뚜렷하게 나타난다. 소프트웨어 및 건강관리 업종은 이익전망치 변화와 함께 PER 상승이 진행됐다. NAVER, 카카오, 엔씨소프트로 대표되는 소프트웨어 업종은 구조적인 이익 증가의 사이클이 코로나 국면의 온라인 소비 증가, 언택트 소비 증가 트렌드와 맞물려 더욱 강화됐다. 이에 따라 이익 성장의 가속화와 멀티플 리레이팅이 진행되며 상반기 최고의 주도주로 등극했다.

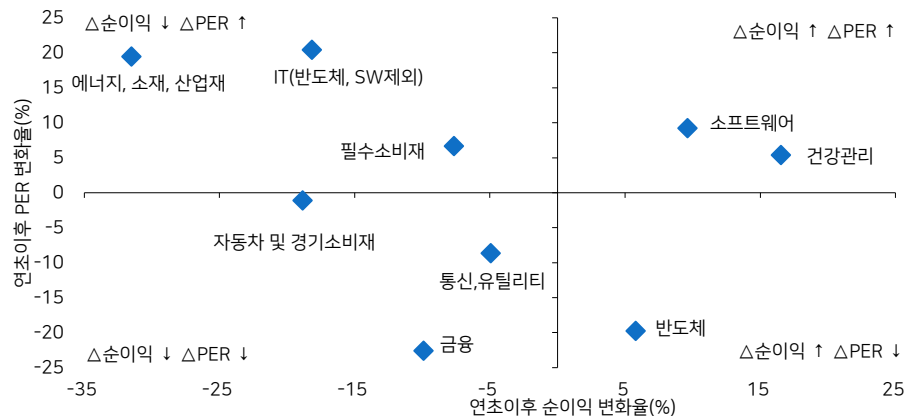
반도체는 2020년의 이익 개선이 연초 주가에 선반영된 탓으로 최근 주가 반등폭 낮은 상황 향후 주가 상승 여력 기대

건강관리 업종은 치료제, 백신 개발 기대감으로 주가가 상승했다. 과거 대비 낮은 주가에 성장 기대감이 어우러지며 코로나 이전의 주가를 상회하고 있다. 반도체 업종은 연초에 비해서는 12개월 예상 이익 전망치가 상향됐으나 최근 주가 반등폭이 크지 않아 PER이 연초에 비해 하락했다. 반도체 등 IT 업종은 2020년의 이익 개선 기대감을 이미 작년 여름부터 주가 상승으로 선반영한 탓에 최근 주가 하락 후 반등폭이 다른 업종보다 낮았다.

에너지, 소재, 산업재는 큰 폭의 이익 전망치 하향으로 낮은 투자매력

다만, 반도체 업종은 하반기로 갈수록 2021년 이익 개선 기대감이 재부각될 경우 PER 상승 여력이 충분한 점은 긍정적으로 평가할 만하다. 자동차 및 경기 소비재, 통신, 유틸리티, 금융 업종은 이익 전망치 하향과 큰 폭의 주가 하락이 나타나며 PER이 연초보다 하락했다. 다만, 일부 경기소비재 업종은 경기 개선 기대감이 부각될 경우 주가 반등 여력이 클 것으로 평가된다. 시클리컬 업종으로 불리는 에너지, 소재, 산업재는 이익 전망치 하향폭이 가장 컸으며 이에 비해 주가 하락폭이 적어서 PER이 크게 증가했다. 투자매력도가 가장 낮은 업종으로 평가할 만하다.

그림5 연초 이후 업종별 순이익의 전망치 변화율 vs PER 변화율



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

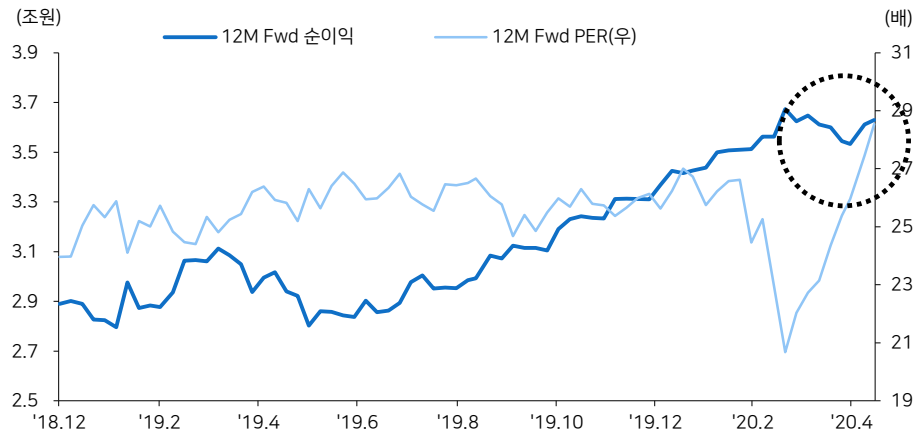
주도주 7형제 추가 강세 지속
 전망 : 삼성전자, SK하이닉스, NAVER, 카카오, 엔씨소프트, 삼성전자, 삼성SDI

하단에 소프트웨어 업종의 EPS 전망치와 PER 시계열을 표시했다. 필자는 2월부터 '주도주 7형제' 라는 이름으로 삼성전자, SK하이닉스, NAVER, 카카오, 엔씨소프트, 삼성전기, 삼성SDI의 7종목이 뚜렷한 이익 성장세와 주가 모멘텀, 외국인의 지속적인 매수세에 힘입어 주도주 역할을 지속할 것으로 전망했었다. 이 중 NAVER, 카카오, 엔씨소프트는 추가 이익 개선, PER 리레이팅이 지속되며 하반기 코스피 전체적인 멀티플 상승을 이끌 것으로 전망한다.

IT 업종의 구조적인 이익 성장성이 PER 상승으로 나타날 전망

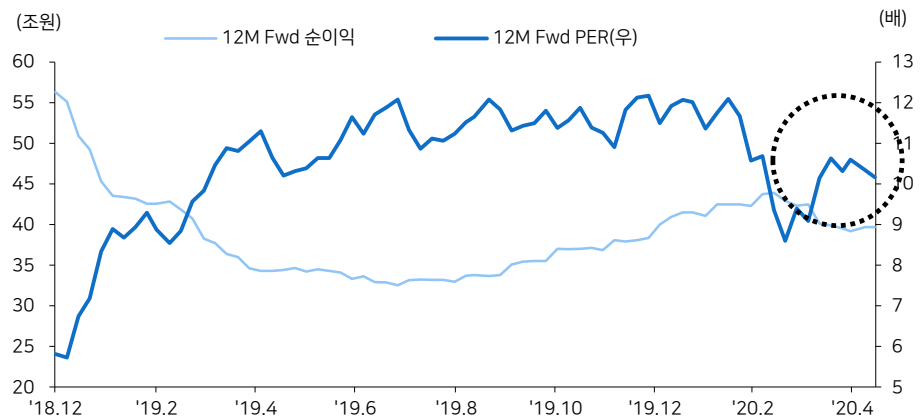
추가로 소프트웨어를 제외한 나머지 IT 업종은 하반기로 갈수록 2021년 이익 턴어라운드 기대감에 재부각되며 PER 상승이 나타날 것으로 기대한다. 결국 전례 없는 증시 유동성과 구조적인 IT 업종의 성장성이 PER 상승으로 나타나며 하반기 코스피 상승의 동력이 될 것으로 전망한다.

그림6 소프트웨어 업종 12M Fwd 순이익 및 12M Fwd PER



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림7 IT(소프트웨어 제외) 12M Fwd 순이익 및 12M Fwd PER



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

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 하시기를 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.