

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2020. 6. 24 (수)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

종목간 PER 격차의 극단화 : 구조적 성장주에 대한
투자자들의 갈망

오늘의 차트

배당주 투자를 다시 생각해봐야 하는 이유

칼럼의 재해석

안쓰면 사라지는 신기한 빛

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 하시기 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.

Strategy Idea



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

종목간 PER 격차의 극단화 : 구조적 성장주에 대한 투자자들의 갈망

- ✓ 포스트 코로나 시대에 언택트, 플랫폼, 디지털 경제 기대감 증가, 글로벌 증시 PER 확장 지속
✓ 미국 중심으로 성장주 강세 뚜렷, 한국도 종목간 PER 격차가 역사적 최대치 갱신
✓ 한국 12개월 예상 이익의 추세적 반전이 예상되는 8월 말까지 지수보다는 업종, 종목 대응 유리. 소프트웨어, 건강관리는 중장기 상승 전망, 단기 변동성은 유의, 반도체 투자매력 우수

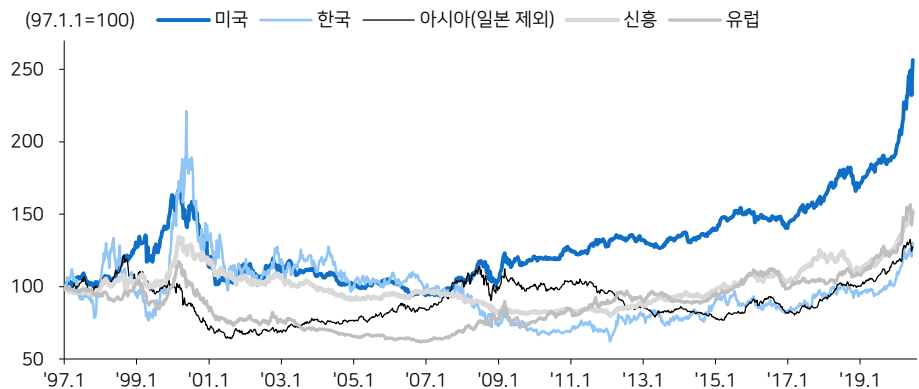
글로벌 증시 PER 확장 지속, 18개월 예상 이익으로 설명해야 하는 시장

5월 이후에도 글로벌 증시 상승세가 지속됐다. 6월 들어 주요국 증시의 일중 변동성이 커졌으나 여전히 기술적으로 상승추세 내에 있다. 당사 투자전략팀은 하반기 전망 보고서(5월18일, Take off the Bear Mask)에서 하반기에는 주가 반등이 기업 이익 전망치 반등에 선행하며 PER 확장이 큰 폭으로 진행될 것으로 전망했다.

주요국 증시가 PER 확장에 의해 반등 지속. 성장주 강세 지속

주요국 증시가 연초 전고점 전후까지 반등한 현 상황에서 증시 밸류에이션 확장이 어느 수준까지 진행됐는지, 성장주의 강세 수준이 어떠한지 점검해 볼 필요가 있다. 추가로 하반기 한국 기업 이익 예상 경로와 최근의 증시 유망 투자 스타일에 대해 분석해 보자.

그래프1 글로벌 성장주/가치주 상대지수: 성장주 강세가 역사적 최고 수준, 미국이 가장 뚜렷

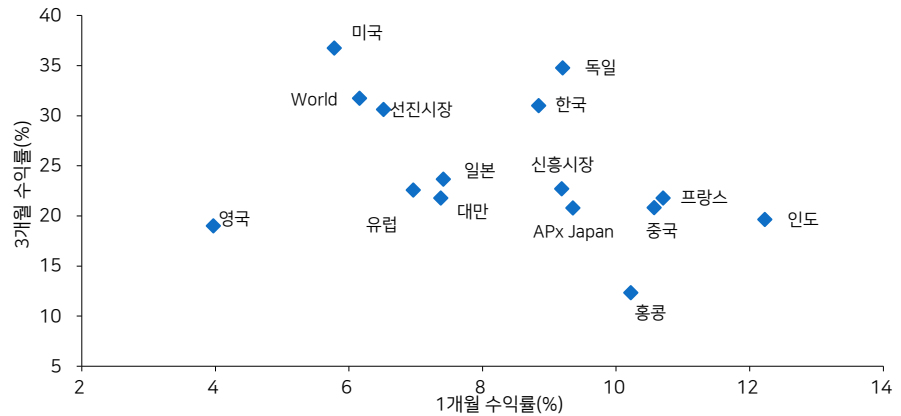


자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

최근의 증시 반등은 경기 침체의 반등 기대감을 넘어서 언택트, 플랫폼, 디지털 경제의 가속화를 반영

주요국 증시가 전부 상승 지속 중이며 한국이 1개월, 3개월 수익률 측면에서 상위권이다. 코스닥, 나스닥과 같은 기술주 중심의 주가지수는 심지어 코로나 확산 전의 연고점을 갱신했다. 이는 최근의 증시 반등이 코로나로 인한 경기 침체의 극복 기대를 넘어서 언택트, 플랫폼, 디지털 등으로 대표되는 신경제의 가속화를 반영하는 것으로 해석된다.

그림2 국가별 1개월 vs 3개월 수익률



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

표1 국가별 수익률

국가	수익률 (%)							변동성		한국과 수익률 상관계수	
	1주	1개월	3개월	6개월	연초 이후	52주 최저가 대비	52주 최고가 대비	현재	3년 평균	현재	3년 평균
World	2.3	6.5	30.6	(5.7)	(5.7)	34.8	(9.1)	26.3	10.9	84.4	62.7
선진시장	2.1	6.2	31.8	(5.7)	(5.7)	35.7	(9.4)	27.9	11.4	83.0	58.0
신홍시장	3.4	9.2	22.7	(6.0)	(6.2)	29.0	(9.1)	19.8	11.3	91.6	78.5
유럽	2.8	7.0	22.6	(12.9)	(12.3)	28.1	(15.0)	25.6	11.9	76.2	55.5
APx Japan	3.6	9.4	20.8	(5.7)	(5.7)	27.4	(9.1)	19.9	11.2	93.0	78.6
한국	5.0	8.8	31.0	(4.0)	(3.5)	40.6	(8.1)	27.3	14.8	0.0	0.0
미국	1.8	5.8	36.8	(2.3)	(2.6)	40.8	(7.4)	33.4	14.3	83.4	51.4
영국	2.8	4.0	19.0	(18.5)	(18.1)	23.7	(20.1)	27.1	12.4	76.0	42.2
독일	2.3	9.2	34.8	(10.0)	(9.5)	43.4	(12.5)	29.6	14.6	75.8	55.6
프랑스	2.5	10.7	21.8	(17.2)	(16.6)	32.0	(19.0)	30.0	13.7	72.8	57.3
일본	3.1	7.4	23.7	(8.3)	(7.7)	26.7	(9.2)	21.1	14.8	66.2	63.1
대만	2.2	7.4	21.8	(4.4)	(4.6)	30.3	(6.5)	21.0	14.3	90.1	68.8
중국	4.1	10.6	20.8	3.5	2.4	25.4	(2.4)	21.5	18.0	75.7	64.1
홍콩	3.7	10.2	12.3	(10.6)	(11.4)	19.5	(19.6)	24.5	14.8	78.6	57.4
인도	4.3	12.2	19.6	(12.8)	(12.2)	37.3	(14.3)	29.9	13.7	78.3	41.0

주: MSCI 지수 기준, 변동성은 주간 1년 수익률 기준

자료: Thomson Reuters, 메리츠증권 리서치센터

표2 국가별 Valuation

국가	PER (배)				PBR (배)				ROE (%)			배당수익률 (%)
	2019	2020	2021	12M Fwd	2019	2020	2021	12M Fwd	2019	2020	2021	2019
World	18.8	23.1	18.0	20.2	2.38	2.35	2.22	2.28	12.7	10.2	12.3	2.6
선진시장	19.4	24.4	19.0	21.4	2.54	2.52	2.38	2.45	13.1	10.3	12.5	2.6
신흥시장	15.2	16.2	12.7	14.3	1.61	1.56	1.46	1.51	10.6	9.6	11.5	3.1
유럽	15.3	21.3	16.1	18.4	1.72	1.73	1.66	1.70	11.3	8.1	10.3	3.1
APx Japan	15.9	19.9	17.1	18.3	1.54	1.49	1.44	1.46	9.7	7.5	8.4	3.8
한국	17.4	14.9	10.3	12.2	0.98	0.94	0.88	0.91	5.6	6.3	8.5	2.3
미국	21.8	27.2	21.3	23.8	3.72	3.75	3.50	3.62	17.1	13.8	16.4	2.3
영국	12.0	18.8	14.2	16.3	1.51	1.53	1.47	1.50	12.6	8.1	10.4	4.6
독일	16.2	21.8	15.0	17.6	1.48	1.49	1.42	1.46	9.1	6.8	9.5	2.9
프랑스	15.0	22.4	16.0	18.6	1.50	1.51	1.45	1.48	10.0	6.7	9.1	2.1
일본	19.8	17.9	14.3	16.8	1.29	1.20	1.14	1.19	6.5	6.7	8.0	2.4
대만	18.2	15.8	15.3	16.5	1.94	1.92	1.81	1.86	10.7	10.8	11.8	3.6
중국	15.6	15.4	12.9	14.1	1.83	1.78	1.61	1.69	11.7	11.6	12.5	2.8
홍콩	15.0	17.9	14.2	15.7	1.14	1.07	1.03	1.04	7.6	5.9	7.2	3.3
인도	21.8	23.4	17.4	21.5	2.76	2.55	2.33	2.49	12.7	10.9	13.4	1.5

자료: Thomson Reuters, 메리츠증권 리서치센터

표3 국가별 Earnings

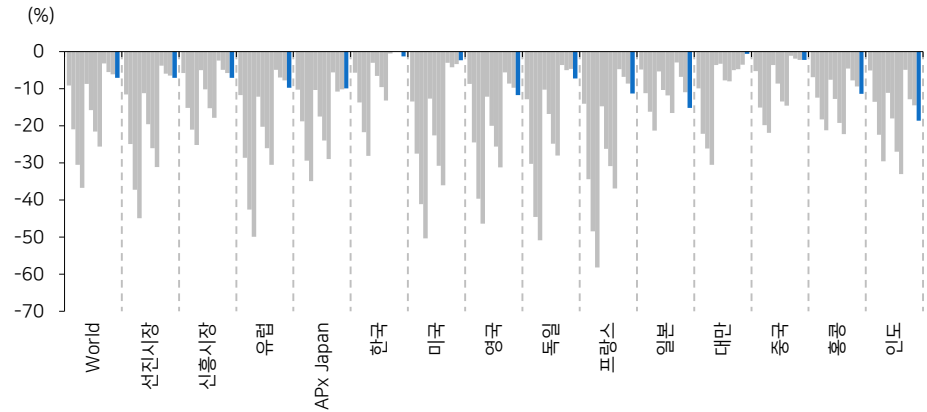
업종	EPS 증가율 (%)					EPS 전망치 변화율 (%)				EPS 추정치 분산도	EPS 순상향 비율 (12M Fwd) (%)	
	2019	2020	2021	12M Fwd	장기성장률	2020		2021			추정치 비율	회사수 비율
						1개월	3개월	1개월	3개월			
World	(2.4)	(18.5)	28.3	2.9	10.4	(3.2)	(25.7)	(1.4)	(14.8)	4.0	(7.0)	(33.0)
선진시장	(2.4)	(20.6)	28.4	1.7	10.0	(2.9)	(26.9)	(1.4)	(15.4)	3.8	(7.1)	(33.2)
신흥시장	(2.6)	(6.5)	27.7	9.6	13.4	(4.4)	(19.5)	(1.6)	(11.1)	11.8	(7.0)	(32.6)
유럽	(2.3)	(28.4)	32.5	(2.7)	6.2	(4.8)	(32.4)	(2.6)	(18.1)	16.4	(9.7)	(49.8)
APx Japan	(2.0)	(20.2)	16.3	(0.3)	4.0	(2.1)	(20.8)	(1.1)	(14.0)	3.8	(9.9)	(39.4)
한국	(44.5)	17.2	43.9	31.6	8.5	(1.8)	(20.9)	(0.9)	(11.1)	9.3	(1.3)	(32.0)
미국	1.7	(20.1)	27.7	1.9	11.6	(0.7)	(25.0)	(0.4)	(15.0)	13.8	(2.3)	(7.6)
영국	(4.2)	(36.1)	33.0	(9.4)	3.7	(6.9)	(36.1)	(4.0)	(21.0)	24.9	(11.7)	(61.6)
독일	(10.4)	(25.6)	45.3	7.0	6.9	(3.3)	(34.6)	(1.9)	(16.5)	9.0	(7.2)	(56.7)
프랑스	(3.7)	(33.0)	40.4	(3.0)	4.9	(4.8)	(38.4)	(2.5)	(21.5)	21.3	(11.3)	(66.7)
일본	(29.2)	10.4	25.2	15.0	11.4	(9.1)	(23.4)	(3.8)	(11.8)	14.6	(15.2)	(61.4)
대만	(6.4)	3.1	16.0	9.8	11.2	(1.8)	(10.0)	(0.9)	(7.2)	2.7	(0.6)	(16.5)
중국	25.1	1.1	19.9	10.2	17.8	(0.7)	(9.1)	(0.1)	(6.0)	0.7	(2.2)	(19.2)
홍콩	0.8	(16.7)	26.3	4.0	6.1	(3.3)	(16.5)	(1.3)	(6.3)	132.1	(11.4)	(55.0)
인도	8.4	(6.6)	33.9	3.1	16.4	(8.4)	(26.8)	(4.5)	(16.2)	11.6	(18.6)	(76.5)

자료: Thomson Reuters, 메리츠증권 리서치센터

이익 전망치 하향 속도 둔화

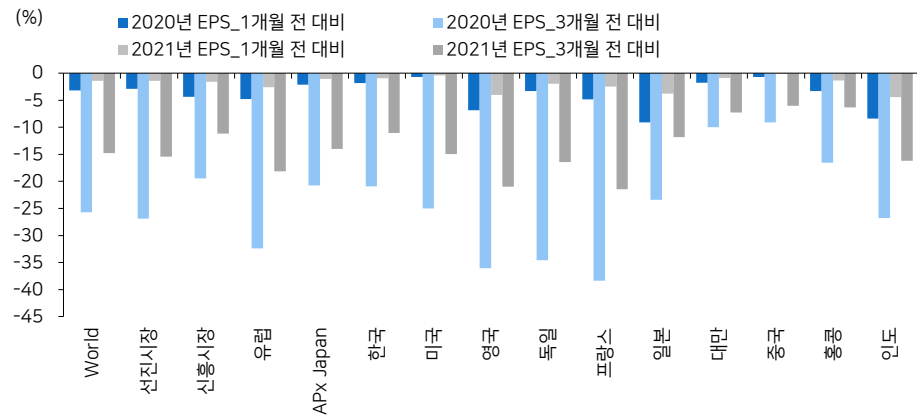
최근 주요국 증시의 이익 전망치 하향 속도도 크게 둔화됐다. 추가 하향 가능성이 여전하다는 점이 부정적이지만 경제 활동 재개 기대감이 꾸준히 개선되고 있다.

그림3 국가별 EPS 순상향 추정치 비율_최근 12주



주: 파랑색 막대: 최근 1주
 자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림4 국가별 EPS 추정치 변화율



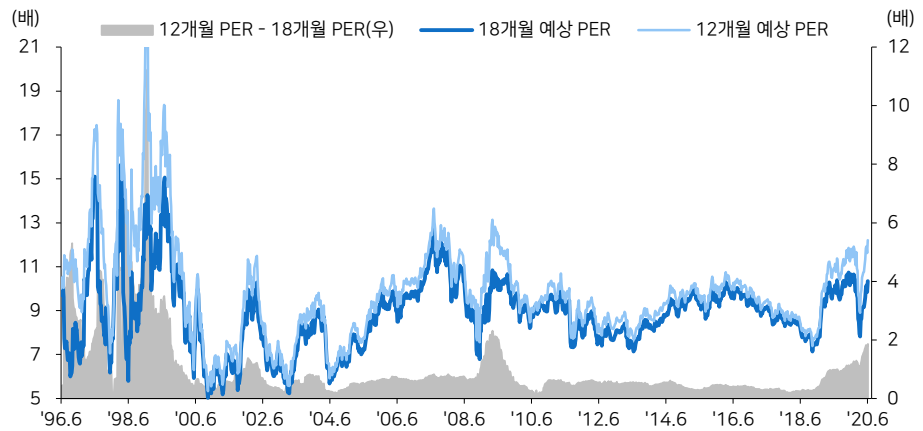
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

최근의 코스피 밸류에이션은 12개월 예상 이익 기준의 PER 기준으로 2008년 금융위기 당시의 최고치에 근접했다. 코스피 12개월 예상 PER은 현재 12.2배이며 6월 초에 12.6배를 기록했고 금융 위기 당시의 최대치는 13배이다. 이익 전망치가 아직 하향 추세라는 점을 감안하면 주가지수 상승 여력이 크게 낮아졌다.

한국, 미국 모두 12개월 예상 PER이 금융위기 최대치 이상 기록
18개월 예상 이익을 반영하는 낙관적 투자 심리가 작용
단기 주가 변동성 상승 전망

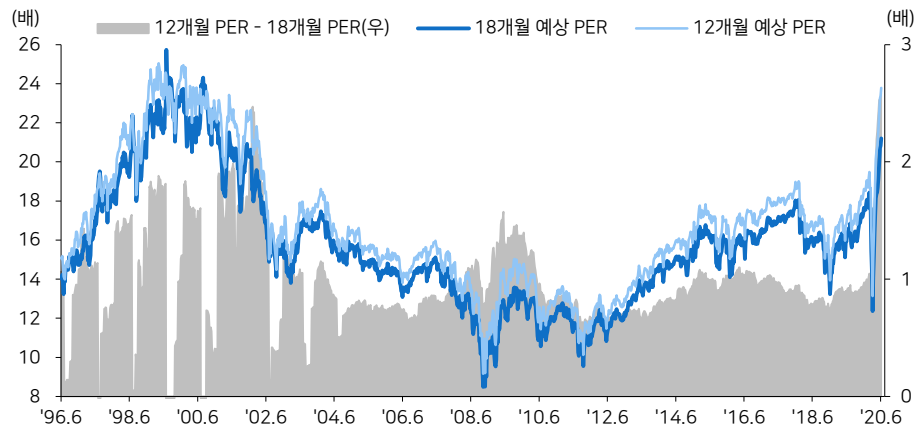
미국은 12개월 예상 PER이 23.8배로 금융위기 당시 최대치 18배를 넘어서 90년대 후반의 닷컴 버블 시기의 24배에 근접했다. 한국, 미국 모두 PER의 분모를 '18개월 예상 이익'으로 확장시키면 밸류에이션 부담은 다소 줄어든다. 12개월 예상 PER과 18개월 예상 PER의 차이가 금융 위기 이후 최대치(미국은 닷컴 버블 수준)라는 점이 이례적이다. 그만큼 현재 주가가 풍부한 유동성과 2021년 하반기까지의 높은 기대 이익을 반영하고 있다는 의미이다. 결론적으로, 주가는 단기적으로 상승, 하락 양방향의 높은 변동성을 보일 가능성이 커졌다.

그림5 한국 12개월 예상 PER, 18개월 예상 PER



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림6 미국 12개월 예상 PER, 18개월 예상 PER



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

성장주의 가치주 대비 강세, 역사적 최대치 갱신중

포스트 코로나 시대에 언택트, 플랫폼, 디지털 경제 가속화
성장주 강세 촉진

포스트 코로나 시대에 언택트, 플랫폼, 디지털 경제가 가속화될 것으로 전망한다. 증시도 이를 반영하여 관련 종목들의 주가 차별화, PER 상승이 가속화되고 있다. 이는 통상적인 성장주, 가치주의 분류로 파악 가능하다. 한국 증시의 경우 10년 단위로 90년대에는 성장주, 2000년대에는 가치주, 2010년 이후로는 성장주가 강세를 나타냈다.

미국의 성장주 강세 가장 뚜렷
한국 포함한 기타 국가도 성장주 추가 강세 가능성

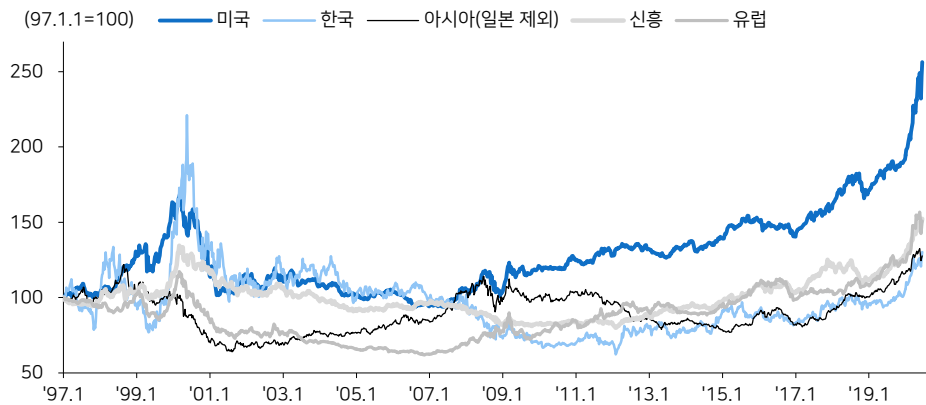
상당 기간 저금리 기조가 지속될 가능성이 높은 점과, 저성장(뉴노멀)의 고착화 기조를 고려하면 성장주의 가치주 대비 강세 현상이 지속될 가능성이 크다. 최근의 가치주 대비 성장주 강세는 한국 만이 아니라 글로벌 증시 전부에서 관찰된다. 특히, 신경계를 주도하는 미국의 경우 성장주의 가치주 대비 강세폭이 가장 크다. 미국의 경우를 고려하면 한국 등 기타 국가에서도 성장주 강세가 더 진행될 가능성이 커 보인다.

그림7 한국 성장주 vs 가치주



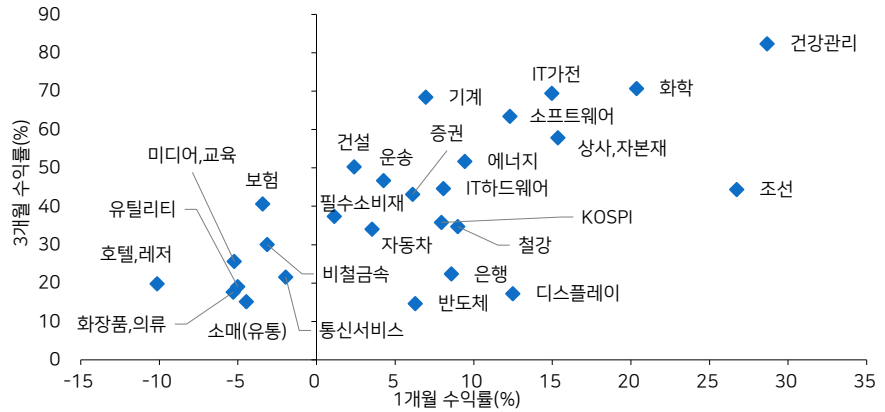
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림8 글로벌 성장주/가치주 상대지수



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림9 한국 업종별 1개월 수익률 vs 3개월 수익률



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

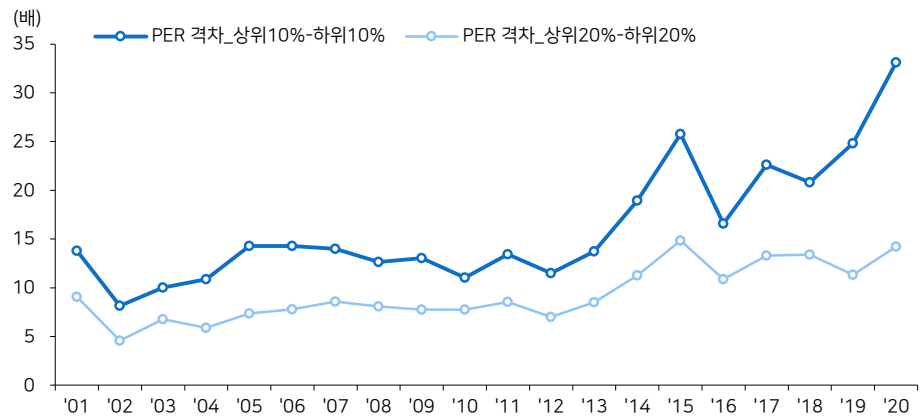
한국 증시의 종목 간 PER 격차가 과거 최대치의 2배 이상까지 크게 확대

최근 투자자들의 성장주에 대한 몰림은 종목간 PER 차별화로 나타나고 있다. 코스피200 종목 내에서 PER 상위 20%와 하위 20% 종목의 PER 격차는 15배 정도로 과거 최대치 수준이다. 한편, PER 상위 10%와 하위 10%의 격차를 보면 33 배로 과거 20년 최대치를 크게 상회하고 있다.

- 종목간 PER 격차 확대의 시사점
- 1) 저성장, 저금리 시대에서 성장주의 자연스러운 re-rating
 - 2) 과도한 기대치는 약간의 부정적 이슈에도 큰 폭의 주가 하락 유발할 가능성

이는 양면적으로 해석 가능하다. 우선, 투자자들이 그만큼 소프트웨어, 건강관리 등 구조적 장기 성장이 기대되는 종목에 대해 밸류에이션 프리미엄을 크게 반영한다는 긍정적인 해석이 가능하다. 과거보다 저성장, 저금리가 고착화 되어가는 향후 환경을 고려하면 추가적인 성장주의 PER 상승도 기대할 수 있다. 반면에, 신기술, 신사업이 의례 그러하듯이 성장 과정에서 기대치가 훼손되는 이슈(부진한 분기 실적, 기술 혁신 실패, 규제 등)가 부각될 경우 고평가 논란에 이어 큰 폭의 주가 하락이 나타날 수 있는 위험도 존재한다.

그림10 종목간 PER 격차가 극단적으로 확대



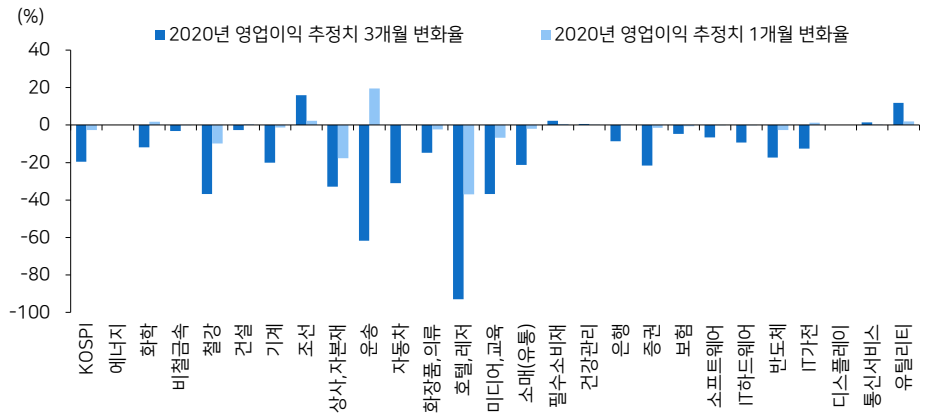
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

최근 1개월간 이익 전망치 하향 속도 완만해지며 일부 업종은 2021년 이익 전망치가 상향 조정 되는 등 긍정적 변화

최근 업종별 이익 전망치 변화를 보면 최근 1개월 간 감익 속도가 둔화됐다. 화학, 건설, 조건, 운송, IT가전, 유틸리티 등의 업종은 2020년 영업이익 전망치가 최근 1개월 간 소폭 상향조정 되기도 했다. 한편, 철강, 호텔, 미디어 등 일부 업종은 여전히 이익 전망치 하향이 가파르게 진행중이다.

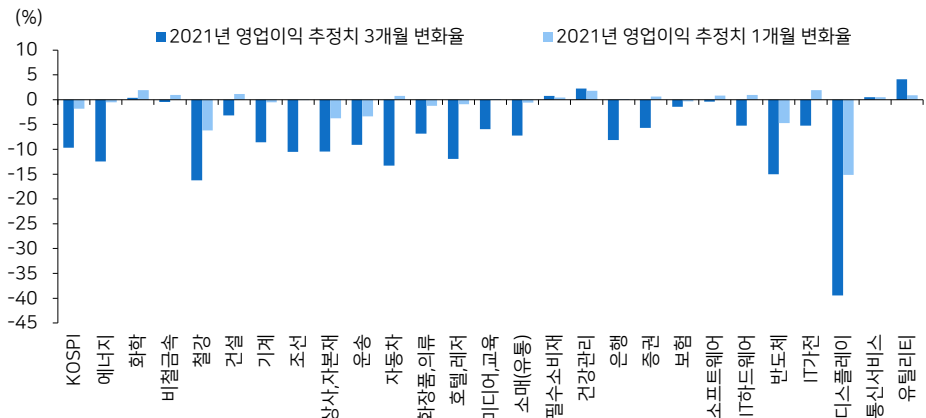
2021년 전망치는 상황이 더 나은 편이다. 화학, 비철금속, 철강, 자동차, 필수소비재, 건강관리, 소프트웨어, IT하드웨어, IT가전, 통신, 유틸리티 업종의 2021년 영업 이익 전망치가 상향 조정됐다.

그림11 업종별 2020년 영업이익 추정치 변화율



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림12 업종별 2021년 영업이익 추정치 변화율

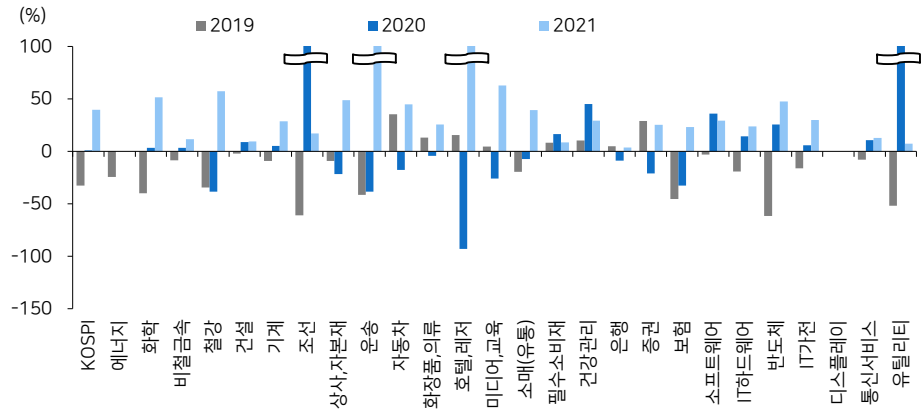


자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

2021년까지 안정적인 이익 성장이 기대되는 업종은 필수소비재, 건강 관리, 소프트웨어

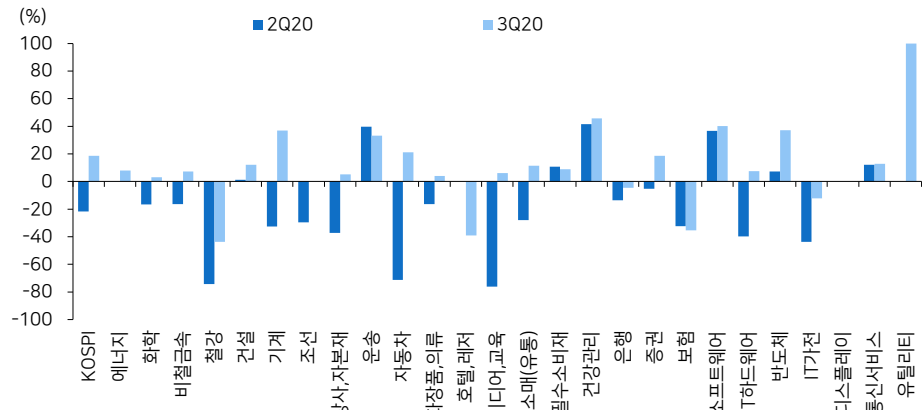
업종별로 2018년 이후로 2021년까지의 이익 증가율을 보면 대부분 업종이 작년에 큰 폭의 역성장 이후 올해 보다는 내년이나 되어 이익 턴어라운드 가능할 전망이다. 기저효과 없이 3년간 비교적 안정적이고 높은 이익 증가율이 기대되는 업종은 필수소비재, 건강관리, 소프트웨어 업종 정도이다. 해당 업종들의 최근 반등 폭이 컸다는 점에서 다시 한 번 투자자들의 관심이 지속적인 이익 성장에 있다는 점을 알 수 있다.

그림13 업종별 연간 영업이익 증가율



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림14 업종별 분기 영업이익 증가율



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

표4 업종별 Valuation

업종	PER (배)				PBR (배)			EV/EBITDA (배)			ROE (%)			배당수익률 Trailing (%)
	2019	2020	2021	12M Fwd	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	
KOSPI	19.2	14.6	10.4	12.1	0.87	0.86	0.81	7.3	6.5	5.2	4.5	5.9	7.8	2.1
에너지	30.3	적자	10.5	54.3	0.64	0.69	0.67	9.4	22.6	6.7	2.1	(4.0)	6.4	2.7
화학	44.1	22.0	15.1	17.9	1.09	1.16	1.09	9.8	9.2	7.3	2.5	5.3	7.2	1.1
비철금속	13.4	10.7	9.6	10.1	0.69	0.82	0.78	5.7	4.7	4.1	5.1	7.6	8.2	2.9
철강	12.7	17.3	8.7	11.6	0.32	0.31	0.30	4.8	5.1	4.2	2.5	1.8	3.5	4.0
건설	9.1	6.7	6.0	6.4	0.67	0.63	0.58	5.2	4.1	3.5	7.4	9.4	9.6	2.3
기계	적자	15.9	9.8	12.2	0.71	0.70	0.66	9.0	6.7	5.6	(0.8)	4.4	6.7	1.7
조선	적자	39.3	24.5	30.2	0.66	0.64	0.63	66.6	11.0	10.1	(3.6)	1.6	2.6	0.1
상사, 자본재	18.0	14.5	12.4	13.4	0.89	0.86	0.82	6.4	6.3	5.3	5.0	5.9	6.6	2.1
운송	적자	적자	15.3	481.8	1.02	1.00	0.95	9.8	8.8	6.3	(7.3)	(6.1)	6.2	0.9
자동차	8.9	9.5	6.4	7.6	0.43	0.41	0.39	5.9	6.5	5.1	4.8	4.3	6.1	3.0
화장품, 의류	22.5	18.1	14.2	15.9	1.71	1.91	1.71	8.4	7.6	6.2	7.6	10.6	12.1	1.1
호텔, 레저	19.1	적자	13.1	26.8	1.56	1.64	1.53	8.1	15.3	5.9	8.2	(0.3)	11.7	2.4
미디어, 교육	적자	30.3	12.4	17.6	0.90	0.93	0.89	8.6	5.9	4.6	(3.3)	3.1	7.2	3.0
소매(유통)	47.7	13.0	9.3	10.9	0.46	0.45	0.44	7.1	6.5	5.8	1.0	3.5	4.7	2.2
필수소비재	24.8	12.4	12.4	12.4	0.98	1.09	1.02	8.0	6.8	6.2	4.0	8.8	8.2	2.3
건강관리	129.2	78.1	61.4	68.0	5.65	6.71	6.10	50.7	46.8	38.3	4.4	8.6	9.9	0.2
은행	4.0	4.5	4.3	4.4	0.33	0.31	0.30	n/a	n/a	n/a	8.2	7.0	7.0	6.3
증권	5.1	6.9	5.6	6.2	0.49	0.49	0.46	n/a	n/a	n/a	9.6	7.1	8.2	4.3
보험	9.2	8.3	7.6	7.9	0.34	0.35	0.33	n/a	n/a	n/a	3.7	4.2	4.3	4.2
소프트웨어	60.3	34.9	28.4	31.3	3.94	3.78	3.38	21.1	18.7	15.1	6.5	10.8	11.9	0.4
IT하드웨어	23.0	18.6	14.4	16.2	1.33	1.82	1.63	6.6	6.6	5.6	5.8	9.8	11.3	0.8
반도체	15.8	12.6	8.6	10.3	1.23	1.16	1.06	4.8	4.1	3.1	7.8	9.2	12.3	2.4
IT가전	92.1	20.8	15.6	17.8	1.44	1.35	1.25	10.2	7.2	6.1	1.6	6.5	8.0	0.5
디스플레이	적자	적자	26.4	적자	0.40	0.40	0.39	31.6	3.9	2.7	(24.8)	(6.9)	1.5	0.0
통신서비스	14.9	10.6	8.2	9.2	0.65	0.63	0.60	3.7	3.8	3.6	4.4	6.0	7.4	4.1
유틸리티	적자	9.8	8.0	8.8	0.24	0.22	0.22	8.8	6.0	5.8	(2.1)	2.3	2.7	1.1

자료: Wisefn, 메리츠증권 리서치센터

표5 업종별 Earnings_이익전망치 변화(분기)

업종	매출액 전망치 변화율 (%)				영업이익 전망치 변화율 (%)				순이익 전망치 변화율 (%)			
	2Q20		3Q20		2Q20		3Q20		2Q20		3Q20	
	1개월	3개월	1개월	3개월	1개월	3개월	1개월	3개월	1개월	3개월	1개월	3개월
KOSPI	(1.0)	(13.7)	(0.7)	(8.6)	(1.1)	(28.4)	(0.9)	(13.6)	(0.4)	(25.4)	0.6	(15.0)
에너지	1.9	(31.8)	2.6	(25.9)	(68.3)	(99.9)	(1.5)	(10.0)	적자지속	적자전환	(2.0)	적자전환
화학	(0.8)	(15.1)	0.1	(11.2)	2.6	(16.8)	1.9	(5.8)	3.6	(20.5)	1.6	(20.5)
비철금속	(1.8)	(7.8)	0.3	(3.7)	(4.4)	(13.4)	1.6	(3.2)	(3.3)	(15.9)	(0.2)	(15.9)
철강	(4.6)	(14.8)	(3.0)	(9.9)	(27.7)	(66.1)	(16.8)	(44.9)	4.2	(80.4)	(1.5)	(80.4)
건설	(0.0)	(3.0)	(0.2)	(2.0)	(0.1)	(6.5)	0.1	(2.8)	(0.8)	(7.8)	(0.1)	(7.8)
기계	(0.9)	(8.5)	(1.6)	(2.2)	(3.6)	(23.7)	(3.8)	(7.7)	(2.0)	(13.5)	(2.9)	(13.5)
조선	0.7	2.9	0.0	(0.2)	8.4	11.6	(1.2)	(9.1)	107.6	49.7	(37.5)	49.7
상사, 자본재	(1.8)	(13.6)	(3.3)	(12.7)	(13.5)	(38.2)	(2.6)	(14.3)	3.5	47.4	(2.8)	47.4
운송	(2.2)	(23.9)	(0.8)	(13.0)	흑자전환	(63.7)	17.8	(24.0)	적자지속	적자지속	13.1	적자지속
자동차	(1.8)	(20.8)	(0.6)	(6.6)	(5.0)	(73.2)	1.7	(24.8)	(11.0)	(69.8)	1.0	(69.8)
화장품, 의류	(0.9)	(12.2)	(1.0)	(6.0)	(3.1)	(26.1)	(2.8)	(12.3)	(1.5)	(25.7)	(1.1)	(25.7)
호텔, 레저	(1.8)	(42.2)	(2.3)	(19.9)	적자지속	적자전환	(7.7)	(48.7)	적자지속	적자전환	(18.7)	적자전환
미디어, 교육	(3.8)	(21.9)	(1.7)	(9.0)	(49.3)	(84.5)	(5.2)	(13.9)	적자지속	적자전환	(5.3)	적자전환
소매(유통)	(0.3)	(3.2)	(0.2)	(0.7)	(4.9)	(34.3)	(1.2)	(9.4)	(7.4)	0.5	(0.5)	0.5
필수소비재	0.2	0.2	(0.1)	(0.5)	2.0	5.0	(0.1)	(0.4)	3.3	6.6	(0.4)	6.6
건강관리	(0.1)	(3.5)	(0.0)	(1.0)	1.1	(7.4)	0.4	(3.3)	2.4	(6.0)	0.8	(6.0)
은행	n/a	n/a	n/a	n/a	0.1	(8.2)	(0.2)	(6.6)	0.0	(9.8)	(0.2)	(9.8)
증권	n/a	n/a	n/a	n/a	6.2	(4.2)	2.3	0.4	8.2	(0.8)	2.0	(0.8)
보험	n/a	n/a	n/a	n/a	2.3	(8.3)	3.0	(3.3)	1.3	5.6	1.9	5.6
소프트웨어	0.1	(7.7)	(0.0)	(2.6)	0.2	(10.1)	0.7	(3.2)	1.0	(3.1)	2.7	(3.1)
IT하드웨어	(1.1)	(15.6)	(1.5)	(7.7)	4.5	(43.2)	(0.7)	(17.0)	(2.9)	(48.7)	(3.2)	(48.7)
반도체	(1.2)	(13.0)	(0.3)	(9.3)	(2.3)	(20.5)	(2.0)	(19.9)	0.3	(19.6)	2.8	(19.6)
IT가전	0.2	(17.0)	(0.3)	(7.8)	2.0	(50.5)	(1.2)	(18.5)	18.4	(75.6)	(0.5)	(75.6)
디스플레이	0.1	(7.0)	0.1	(6.8)	적자지속	적자지속	적자지속	적자전환	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속
통신서비스	0.0	(2.0)	0.1	(1.1)	0.2	1.6	1.0	(1.3)	2.4	8.7	2.0	8.7
유틸리티	(0.7)	(5.1)	(1.0)	(5.9)	(30.8)	(67.7)	1.3	13.2	적자지속	적자지속	1.0	적자지속

자료: Wisefn, 메리츠증권 리서치센터

한국 12개월 예상 이익 전망치 반등은 8월 말 전망, 7~8월은 주가지수보다 업종 및 종목 선별 대응 유리

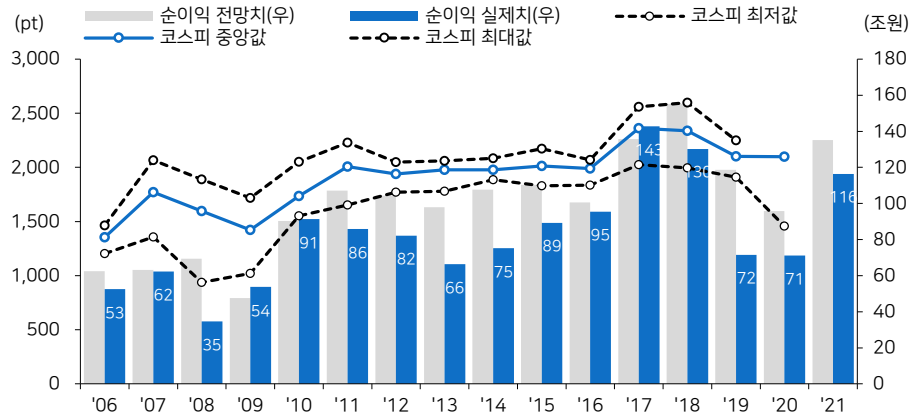
2019년은 코스피 순이익 71조
2020년, 2021년에 순이익 71조, 116조 전망

증시 큰 추세를 전망하기 위해 연도별 코스피 순이익을 점검하자. 2020년과 2021년의 순이익 컨센서스는 현재 96조, 135조로 형성되어 있다. 필자는 3월의 증시 급락 후 급반등 과정에서 기업 분석 애널리스트들이 하반기 이익 전망치 하향을 충분히 진행하지 않았다고 본다. 지난 달 하반기 전망 자료에서 추정한 바와 같이 당사 투자전략팀은 2020, 2021년 순이익을 각각 71조, 116조로 전망한다.

12개월 이익 전망치의 추세적인 상승 전환은 8월 말 전후로 예상

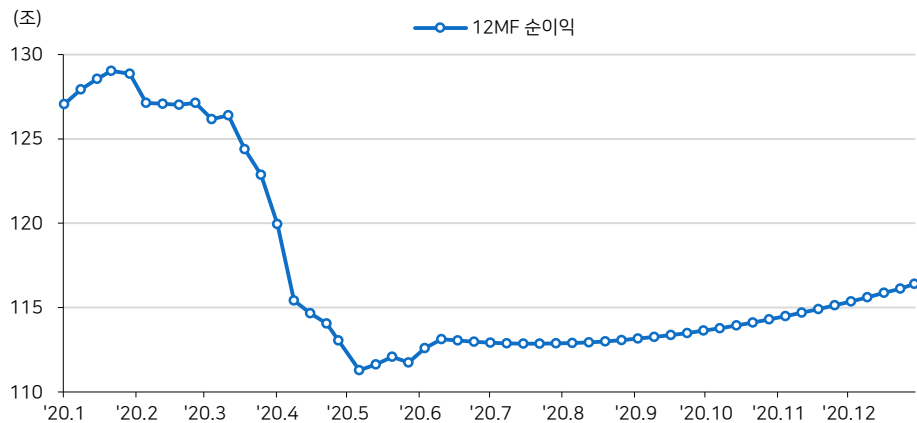
결국, 최근에 글로벌 전반적인 PER 상향, 성장주 강세가 진행되고 있지만 주가 지수 전반의 추가 상승이 나타나려면 이익 전망치의 추세적 상향 반전이 나타나야 한다. 12개월 예상 순이익 전망치는 2020년, 2021년의 이익 전망치 추가 하향 효과와, 미래 이익(12개월 예상 이익)이 매월 다음 연도 이익 증가율의 12분의 1만큼 상승하는 '롤링 효과' 2가지의 영향을 받게 된다. 이를 종합적으로 고려하면 8월 하순 정도에 이익 전망치 상향 국면이 시작될 전망이다.

그림15 연도별 순이익 및 코스피 범위



주: 순이익 전망치는 증시 컨센서스를 의미. 2020, 2021년의 순이익 발표치 부분은 당사 전망치
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림16 12개월 예상 이익 전망치의 하반기 예상 경로



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

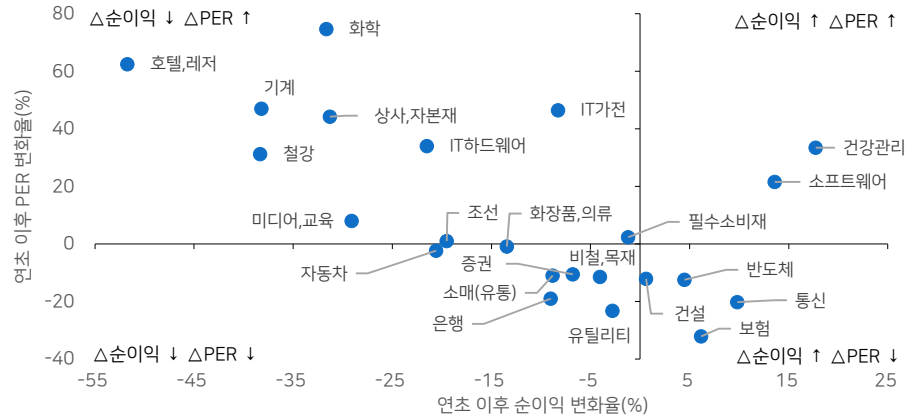
이익 전망치의 추세적 방향이 나타나는 8월 말까지는 지수보다는 업종, 종목에 대한 선별 대응 유리

하반기 최선호 업종 : 반도체
 중장기 추가 상승 가능하며 주가 변동성 높은 업종 : 소프트웨어, 건강관리

결국, 이익 전망치의 추세적 방향 반전이 예상되는 8월 말 전까지는 주가 지수 전반에 대한 상승 여력은 크지 않을 전망이다. 당사 하반기 전망의 코스피 상단은 2,250pt로 현재 수준에 비해 추가 상승 여력이 5% 정도로 작다. 따라서, 7~8월에는 증시 전반적인 유동성 확대 효과, PER 팽창 추세, 성장주 강세 패턴을 활용해 지수보다는 업종 및 종목에 대해 선별적 대응하기를 제안한다.

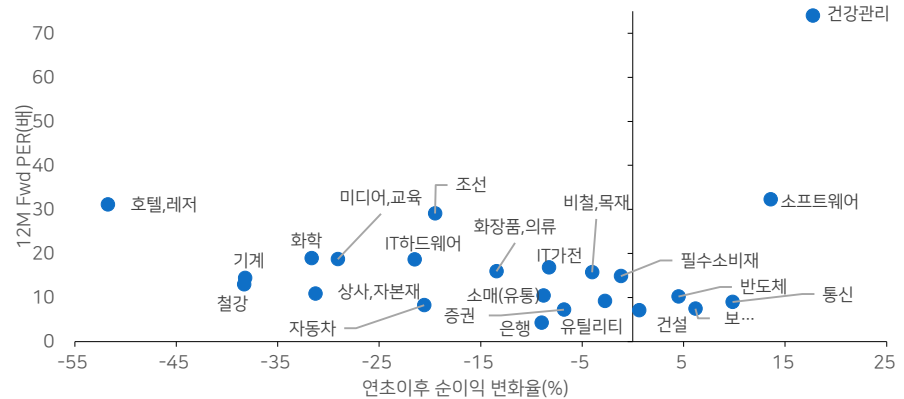
연초 이후 업종별로 이익 전망치와 PER의 변화를 함께 표시해보자. 이익 전망치가 상향된 소프트웨어, 건강관리, 반도체, 필수소비재, 보험, 통신 업종의 투자 매력도가 높다. 이 중 소프트웨어, 건강관리 업종은 가장 대표적인 성장주이자 대장주이다. 증시 풀림이 심화될수록 이 두 업종의 추가 상승이 가능하겠으나 7~8월에는 단기 변동성이 커질 위험도 있다. 우측 하단의 업종 중에서 반도체는 하반기 중에 이익 전망치 방향이 나타나며 주가 상승 여력이 크다고 예상된다.

그림17 연초 이후 업종별 순이익 전망치 변화율 vs PER 변화율



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림18 연초 이후 업종별 순이익 전망치 변화율 vs PER



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

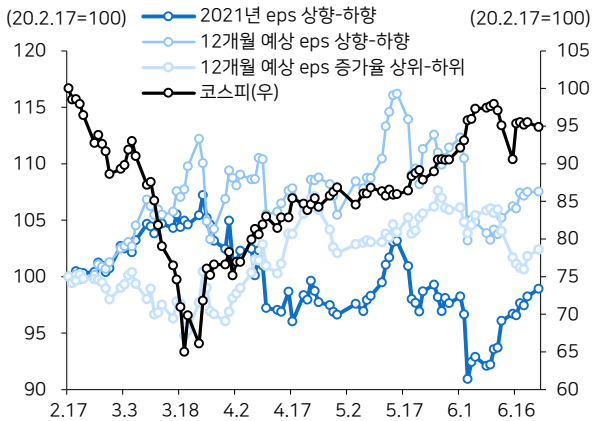
투자 지표별 상위20%, 하위20% 포트폴리오의 성과 차이를 통해 투자 유망 지표, 투자 유망 스타일을 판별

마지막으로 종목 선별의 유망 지표를 체크해보자. 하단에 시가총액상위 200종목에 대해 각 투자 지표별로 상위 20% 종목 포트폴리오와 하위 20% 포트폴리오의 성과 차이(팩터 수익률)를 나타냈다. 우선, 이익 전망치 상향/하향 지표의 투자 성과는 2~3월의 증시 초반 하락 국면에서 성과가 우수했으나 이후 횡보했다. 다만, 최근에 2021년 이익 전망치 상향 팩터 성과 개선이 눈에 띈다. 이익 증가율 팩터는 기저 효과로 인한 증가율 상위 종목이 포함되며 성과가 횡보했다.

2021년 이익 전망치 변화 지표 유리, 고PER, PBR이 저 PER, PBR 보다 유리, 외국인 수급 추종 및 추가 추세 추종 유리

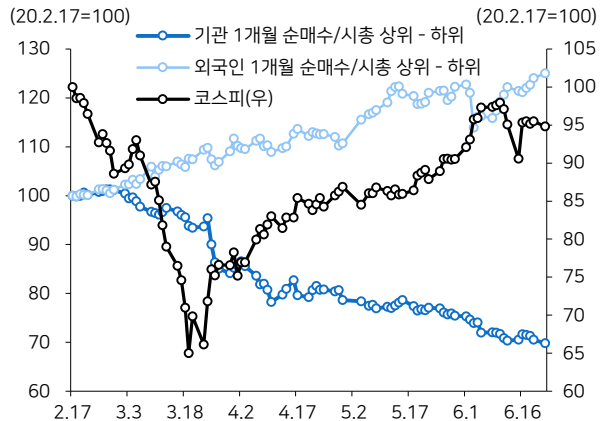
외국인 수급 추종 전략과 기관 수급 추종 전략은 명암이 크게 엇갈렸다. 배당수익률을 포함해 PER, PBR 등 밸류에이션 지표의 성과도 크게 부진했다. 감익 국면에서 단순히 PER, PBR이 낮은 것만으로는 투자자들의 선택을 받지 못한 것이다. 3개월 수익률 팩터는 2,3월 증시 급락시 성과가 우수했으나 3월 말 반등 초기에 낙폭과대주들의 기술적 반등으로 성과가 부진했다. 최근에는 다시 성과가 개선되며 낙폭과대주 보다는 추가 추세추종 전략이 유리한 상황임을 나타낸다.

그림19 2021년 eps 전망치, 이익 증가율 중요



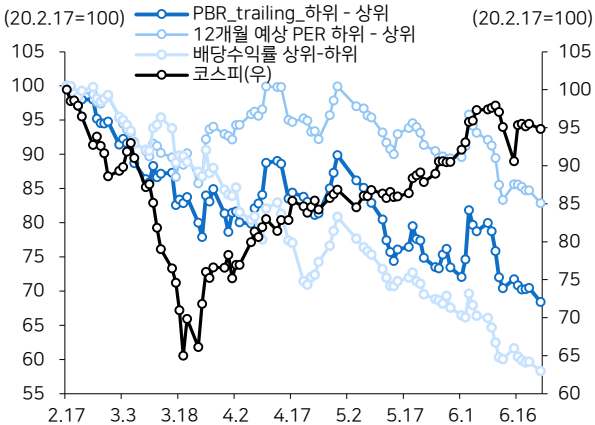
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림20 외국인 수급 추종 전략 유리, 기관 추종 전략 불리



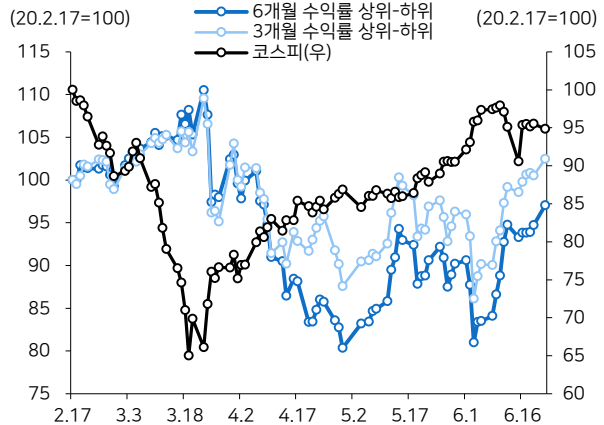
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림21 밸류에이션 지표, 배당 수익률 지표 투자 성과 부진



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

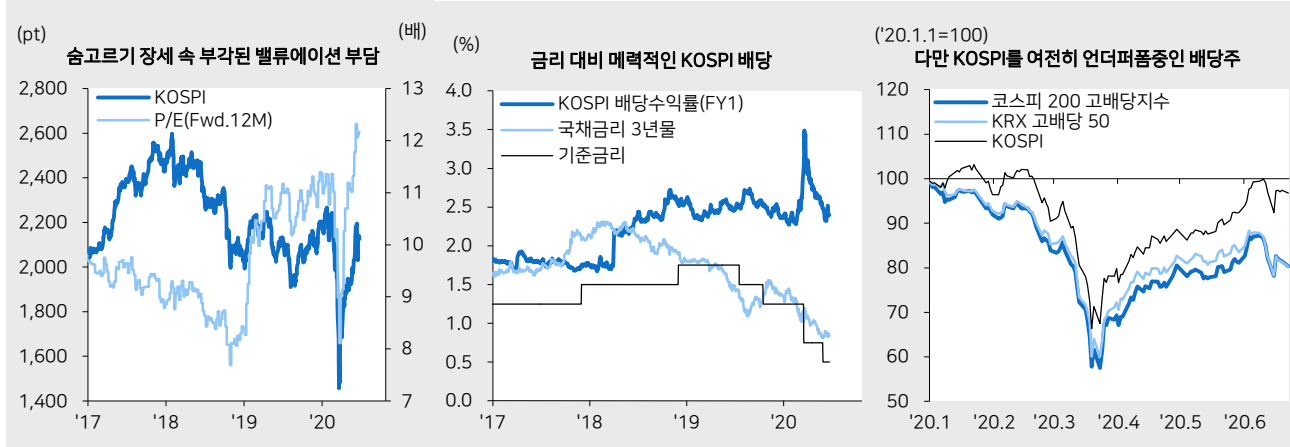
그림22 낙폭과대주 기술적 반등 일단락, 추가 추세추종 유리



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트 김태형 연구원

배당주 투자를 다시 생각해봐야 하는 이유



자료: FnGuide, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

박스권에 갇혀 있는 KOSPI, 이로 인해 주목 받고 있는 배당주

KOSPI는 코로나19로 인한 경기 충격 우려를 딛고 반등에 성공했다. 그러나, 6월 이후부터는 코로나19 재확산 우려와 높아진 밸류에이션 레벨(12개월 선행 PER 12.1배) 부담으로 현재 KOSPI는 2,100pt선을 횡보하며 박스권을 형성하고 있다. 숨고르기 장세가 나타나고 있는 만큼 투자자들의 관심은 향후 조정이 나타난다고 해도 안정적으로 수익을 낼 수 있는 배당주로 향하게 될 것이다.

한국은행의 완화적인 정책 기조와 시장 금리 대비 높은 레벨에 장기적으로 부각되는 KOSPI 배당주

지난 5월 금융통화위원회에서 한국은행은 기준금리를 0.75%에서 0.5%로 내렸다. 이에 연동하여 국채 금리는 하락세를 보이고 있다. 3년물 기준 0.85%로 역대 최저치(0.82%)를 소폭 상회 중이다. 한편, KOSPI의 배당수익률은 2.4%(FY1 기준)로 시장 금리와 국채 수익률 대비 높은 수준이다. 아직 경기회복이 완전히 나타나지 않은 가운데 한국은행은 당분간 완화적 정책기조를 유지할 것으로 예상된다. 이러한 점을 고려한다면, KOSPI 배당주의 장기적 투자 매력은 유효해 보인다.

다만, 단기적인 관점에서는 매력이 부재한 상황. 그 두 가지 이유
1) 성장주 대비 부진한 주가흐름, 부진한 이익 모멘텀

다만, 단기적인 관점에서 배당주의 매력은 부재한 상황이다. 배당주의 성과가 대체로 부진하기 때문이다. KOSPI가 연초 대비 3% 하락했던 가운데, 배당주는 20% 하락하며 상대적으로 더딘 회복세를 보였다. 코로나19로 IT를 비롯한 성장주로의 쏠림 현상에 가치주 성격의 배당주는 외면 받았었다. 경기민감주의 성격이 강한 배당주는 성장주 대비 이익모멘텀이 부진한 상황이다. 주가의 흐름이 부진한 상황에서 불확실한 실적 전망은 배당주의 단기적 투자 매력을 떨어뜨린다.

2) 기업들의 배당 축소/철회 기조

상장기업들은 영업이익 부진으로 배당 규모를 축소하고 있다. 올해 1분기 KOSPI 상장기업 중 9곳 중 4곳이 전년 대비 감소된 배당을 지급한 가운데 3곳은 배당을 지급하지 않았다. 한편, 현대모비스, 두산 등 일부 기업들은 6월 중간 배당계획이 없다고 밝혔다. 코로나19가 증시에 미치는 영향이 여전한 상황에서 높아지는 향후 배당에 대한 의구심은 배당주의 매력을 낮추는 요인으로 작용한다. 배당주에 대한 투자를 다시 한번 고려해봐야 할 시점이다.

칼럼의 재해석 오형근 연구원

안쓰면 사라지는 신기한 빛 (WSJ)

코로나19의 영향으로 전세계 하늘길이 막히면서 유동성 확보가 현시점 항공업계의 가장 큰 화두로 떠올랐다. 이 가운데 유나이티드 항공은 자신들의 마일리지 프로그램을 담보로 50억달러 규모의 추가적인 현금을 확보하며 업계의 주목을 받고 있다

로열티 프로그램 수익의 대부분은 카드사들과의 협업에서 나온다. 항공사 마일리지와 연계된 신용카드 출시를 통해 항공사들은 카드 사에게 마일리지를 판매하고, 소비자들이 마일리지를 적립할 때마다 수익을 인식하는 구조를 갖고 있다. 현재 로열티 프로그램은 항공사들에게 확고한 현금창출원으로 자리 잡았으며, 전체 수익에서 차지하는 비중 또한 해마다 증가하고 있다.

과거 2008-2009년 금융위기 당시 유나이티드항공의 FY09 전체 매출은 전년 대비 19% 감소했으나, 당사의 로열티 프로그램을 담당하는 MileagePlus Holding(MPH)의 매출은 전년 대비 2%에 감소하는데 그쳤다. 이러한 현상은 올해 더욱 두드러질 것으로 예상되는데, 아이러니하게도 이는 항공 여객수요 감소에 기인한다. 코로나19의 영향으로 마일리지 항공권의 기존 예약 취소 규모가 신규 예약 규모를 초과하면서 1.65억달러의 환입효과가 발생했기 때문이다.

현재 유나이티드항공은 자신들의 로열티 프로그램의 성장세와 뛰어난 현금 창출능력 등을 감안해 그 가치를 약 200억달러 이상으로 추정하고 있으며 이번 담보대출을 통해 시장도 그 가치를 일정부분 동의하고 있음을 알 수 있다.

유동성 확보에 사활을 건 항공사들

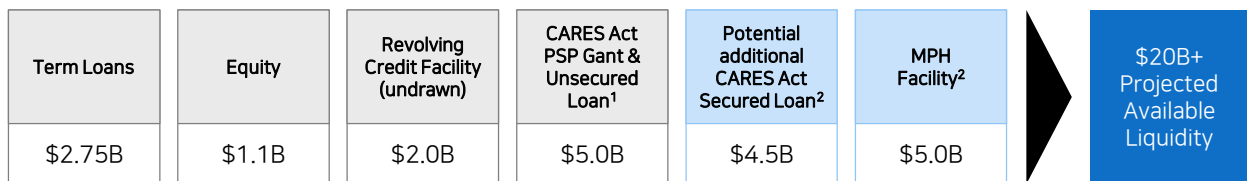
코로나19의 영향으로 큰 어려움에 직면한 항공산업

지난 4월, 미국 정부는 어려움을 겪고 있는 항공사들에게 '20.9.30일까지 이들이 인위적인 해고·급여 삭감하지 않는다는 조건으로 250억달러에 달하는 금융지원을 실시했다. 하지만 당초 예상보다 코로나19의 영향이 장기화되면서 항공수요가 회복하지 못하자 미국 최대 항공사들은 고용유지 기간이 만료되는 '20.10.1일을 기해 구조조정 계획을 발표하는 등 유동성 확보에 총력을 다하는 모습이다.

유동성 확보가 시급한 항공산업에 유나이티드항공이 보여준 한줄기의 빛

이 가운데 유나이티드항공은 자신들의 로열티 프로그램을 담보로 활용한 50억달러 규모의 대출을 통해 추가적인 현금을 확보하며 업계의 주목을 받고 있다. 동사는 이번에 확보한 로열티 프로그램 담보대출과 추가적인 정부 지원금을 포함해 3Q20까지 약 170억달러, 총 200억달러 이상의 유동성 확보 계획을 발표하며 어려움을 겪고 있는 항공사들에게 새로운 가능성을 보여주고 있다.

그림1 유나이티드항공의 유동성 확보 계획



자료: 유나이티드항공, 메리츠증권 리서치센터

표1 유나이티드항공 주요 수익성 지표 및 전망

(% YoY)	'20.4	'20.5	'20.6E	'20.7E
Available seat miles	-88	-88	-85	-75
Domestic	-84	-85	-85	-70
International	-93	-92	-90	-80
Passenger Load Factor (%)	16	35	50	55
Domestic	13	39	60	
International	20	25	40	
Ticketed Passenger Revenue	-98	-95	-90	-82~-88
Gross Booking	-87	-82	-73	

자료: 유나이티드항공, 메리츠증권 리서치센터

항공사 로열티 프로그램의 가치

항공수요는 여전히 저조

유나이티드항공의 6월 기준 국내외 통합 ASM(Available seat miles)은 전년 동기 대비 85% 감소했으며, 7월에도 전년 동기 대비 75% 감소할 것으로 전망되고 있다.

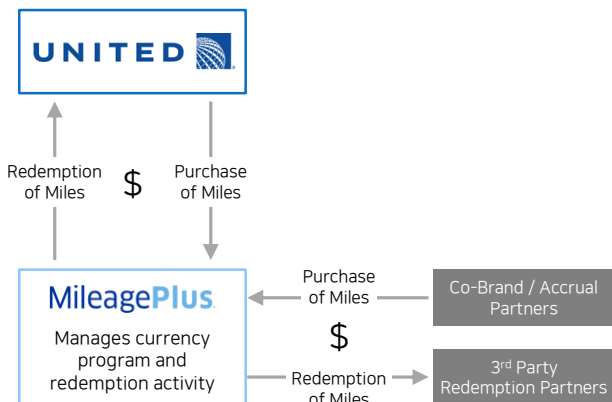
로열티 프로그램의 가치에 대해 주목해볼 필요

산업 전반의 회복 속도가 더딘 가운데 유나이티드항공에게 거액의 대출금을 제공하는 골드만삭스, 바클레이즈, 모건스탠리는 항공사 로열티 프로그램의 어떠한 가치를 담보물로서 인정해 준 것인지에 대해 알아볼 필요가 있다.

항공사 로열티 프로그램 수익의 대부분은 카드사로부터

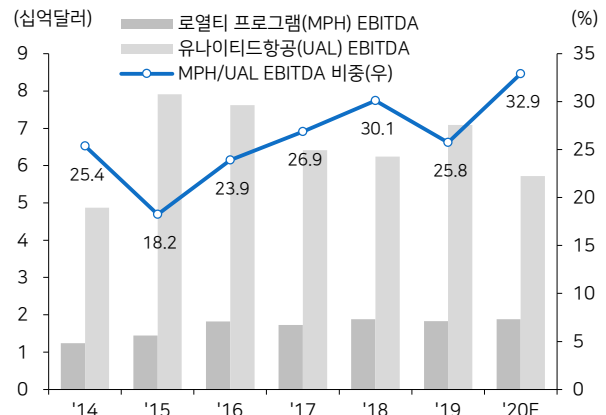
항공사들의 로열티 프로그램의 수익구조는 비교적 간단하다. 이들 수익의 대부분은 카드사들과의 협업에서 나온다. 항공사 마일리지와 연계된 신용카드 출시를 통해 항공사들은 카드사에게 마일리지를 판매하고, 소비자들이 마일리지를 적립할 때마다 수익을 인식하는 구조를 갖고 있다. 이러한 방식을 통해 현재 로열티 프로그램은 항공사들에게 확실한 현금창출원으로 자리 잡았으며, 전체 수익에서 차지하는 비중 또한 해마다 증가하고 있다.

그림2 유나이티드항공의 로열티 프로그램 수익 구조



자료: 유나이티드항공, 메리츠증권 리서치센터

그림3 유나이티드항공 EBITDA / 로열티 프로그램 비중 추이



자료: 유나이티드항공, 메리츠증권 리서치센터

항공 수요 침체 ≠ 항공사 로열티 프로그램 부진

과거 금융위기 당시 MPH의 매출 전년과 유사한 수준으로 방어

로열티 프로그램의 진가는 위기의 순간에 더욱 빛을 발한다. 과거 2008-2009년 금융위기 당시 유나이티드항공의 FY09 전체 매출은 전년 대비 19% 감소했으나, 당사의 로열티 프로그램을 담당하는 MileagePlus Holding(MPH)의 매출은 전년 대비 2% 줄어드는데 그쳤다.

마일리지 판매의 71%는 제 3자(카드사), 29%만이 모회사(UAL)로부터 발생

이러한 현상은 올해 더욱 두드러질 것으로 예상되는데, 아이러니하게도 이는 항공 여객수요 감소에 기인한다. 전술했듯이 로열티 프로그램 수익의 대부분은 제휴 신용카드로부터 발생한다. FY19 기준 MPH의 마일리지 판매의 약 71%가 모회사(유나이티드항공)가 아닌 제 3자(카드사 등)로부터 나왔다. 올해 코로나19의 영향으로 항공 여객수요가 급감해 모회사로부터 발생하는 매출은 크게 줄었지만 주요 수익원인 카드사 등의 매출 감소폭은 비교적 적다.

마일리지 항공권 예약 취소로 인해 1.65억달러 환입효과 발생

4~5월 합산 기준, MPH의 FY20 전체 매출은 4.55억달러로 전년 동기 대비 약 -50%를 기록했다. 이는 같은 기간 모회사의 항공 여객관련 매출이 약 95~98%가 감소한 것에 비추어 볼 때 비교적 양호한 수치다. 여기에 코로나19의 영향으로 마일리지를 사용해 항공권을 구매했던 승객 대부분도 여정을 취소하면서 마일리지 보상부분에서 1.65억달러의 환입효과가 발생했다. 결과적으로 MPH는 코로나의 영향이 절정이었던 기간 동안 5.90억달러의 현금 흐름을 기록했고 이는 코로나의 영향이 전무했던 전년 동기 대비 78.8%나 증가한 수치이다.

유나이티드항공, MPH의 가치 200억달러 이상으로 추정

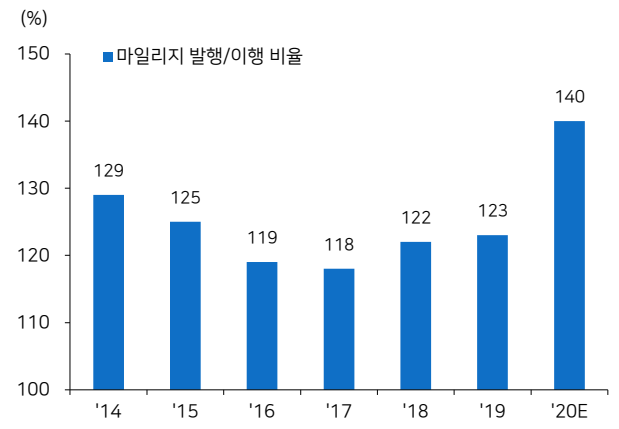
현재 유나이티드항공은 자신들의 로열티 프로그램의 성장세(FY17~FY19 active member CAGR 9%)와 뛰어난 현금 창출능력(FY19 기준 53억달러) 등을 감안해 그 가치를 약 200억달러 이상으로 추정하고 있으며, 이번 담보대출을 통해 시장도 그 가치를 일정부분 동의하고 있음을 알 수 있다.

표2 코로나19가 MPH의 현금흐름에 미친 영향 분석

(백만달러)	2019년 4~5월 합산	2020년 4~5월 합산	증감 (%)
Cash collections	870	455	-47.7
Actual Miles redeemed	515	-165	
Operating expenses	20	10	-50.0
Net cash flow	330	590	78.8

자료: 유나이티드항공, 메리츠증권 리서치센터

그림4 MPH의 마일리지 발행/이행 비중 추이



자료: 유나이티드항공, 메리츠증권 리서치센터

마찬가지로 어려움을 겪고 있는 국내 항공산업

주요 사업부 매각을 통해 유동성 확보에 나선 국내 항공사

국내 항공산업도 마찬가지로 유동성 확보에 사활을 걸고 있다. 대한항공의 경우도 정부의 지원금과 더불어 마일리지, 기내식, 항공기정비 등 주요 사업부 매각을 검토하며 추가적인 현금 확보에 나서는 모습이다.

로열티 프로그램은 높은 가치를 인정받고 있음

현재 대한항공은 로열티 프로그램의 매출을 별도로 공개하지 않고 있어 정확한 가치 평가는 어렵지만, 이번 매각 대상의 언급된 사업들 중 가장 높은 가치를 받을 것으로 시장은 예상하고 있다.

유나이티드항공의 사례가 국내 항공사들에게 미칠 영향에 주목

대한항공의 마일리지 사업부 매각은 단기간에 유동성 위기를 극복하기 위한 좋은 대안이 될 수 있다. 하지만 그 꾸준한 현금창출능력 검증이 이미 끝난 로열티 프로그램을 매각할 시 장기적인 회사의 경쟁력 손실이 매우 클 가능성도 배제할 수 없다. 이처럼 매각에 대한 긍정적, 부정적 측면이 혼재된 상황 속에서 유나이티드항공의 선례가 대한항공의 결정에 어떠한 영향을 미칠지 귀추가 주목된다.

표3 MileagePlus Holding 주요 재무현황

(백만달러)	2017	2018	2019	1Q19	1Q20
Total Miles Issued (% YoY)	2.9	7.7	6.2	9.1	-8.8
United	1.4	11	9.3	9.9	-19.3
third Parties	3.8	5.6	4.2	8.7	-2.2
Cash Flow Statement					
Cash flow from sales					
from United	1,241	1,368	1,527	341	280
from Third Parties	2,383	3,704	3,803	976	1,067
Total cash flow from sales	3,624	5,072	5,330	1,317	1,347
Cash flow provided by operations, net	839	2,231	2,330	506	944
Income Statement					
Revenue, net of redemptions	1,874	2,002	1,938	466	517
Operating expense(excluding D&A)	150	122	110	29	26
EBITDA	1,724	1,880	1,828	437	491
Depreciation and amortization	8	7	6	2	2
Interest income (expense) and other non-op	71	208	211	44	59
Income tax expense	1,416	456	455	107	122
Net Income	371	1,625	1,578	372	426

자료: 유나이티드항공, 메리츠증권 리서치센터

원문: United to put up frequent-flier program for \$5 billion loan, WSJ