



지수의 Valuation이 더 높아질 수 있을까?

1. 영업이익으로 계산한 국내증시 PER

- 영업이익으로 계산된 유니버스 200종목 12M FWD PER은 8.5배
- 17년 이후 예상 PER은 6~8배, 실제 PER은 8~10배
- 20년 1분기부터 실제 PER이 예상PER보다 낮아짐
- 20년 2분기 이후 어닝서프라이즈가 지속된 결과

2. 증시 시총 상위 종목이 변한 것은 현상이다

- 현재 국내증시 Valuation 수치는 과거에 비해 높아짐
- 전망치를 향후 4개분기동안 모두 충족해야 지금의 Valuation 설명 가능
- 시총 상위 종목의 변화는 현상, 미래 Valuation에 대한 근거는 아님

3. 이젠 Valuation 부담을 논할 시점

- 이익증가율, 경제정상화에 대한 기대는 Valuation을 정당화 해 온 요인
- 기대가 사라지기 시작하는 시점에서의 생각은 달라져야 할 것
- 이익증가율, 수출, 소비자심리지수 모두 고점 영역에 위치
- 이미 경제 정상화도 상당부분 진행중
- 주도주의 주도력 약화, 소외주의 반등은 지난 1년 2개월과 달라진 모습

1. 영업이익으로 계산한 국내증시 PER

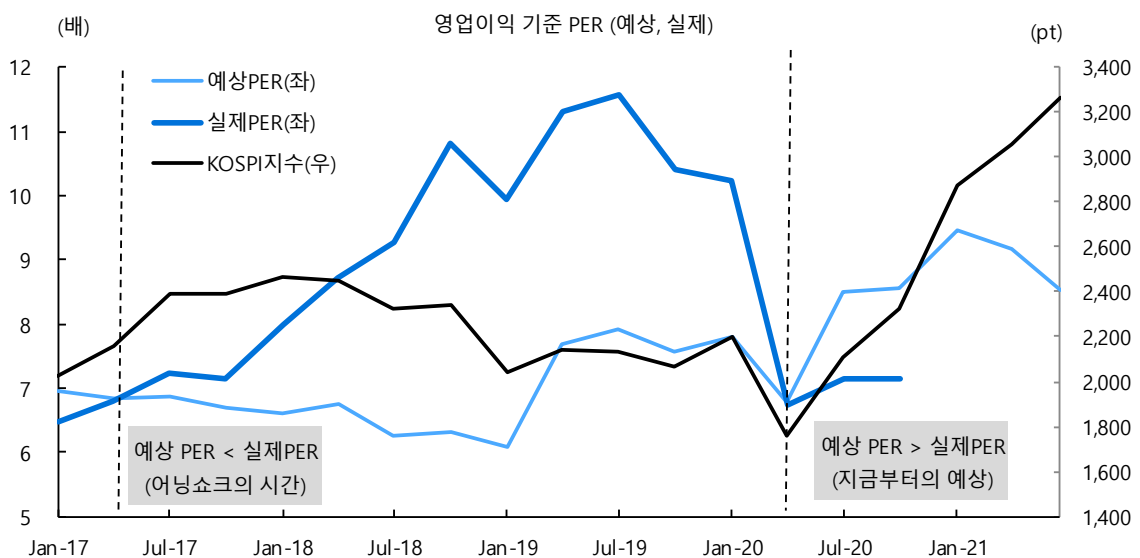
순이익은 영업이익에 비해 변동성이 높다. 대규모 충당금이 반영되거나 환입되는 경우도 있고, 합병이나 분할에 의한 일회성 비용(혹은 이익)이 발생하기도 하며, 그 외 지분매각이나 자산매각에 따른 차익이 일시적으로 반영되는 경우도 있다. 따라서 PER의 계산에 영업이익을 활용하기도 한다. 영업이익은 순이익에 비해 적자를 기록하는 빈도가 낮은 점도 영업이익 PER의 활용도를 높이는 요인이다.

현재, 유니버스 200종목 기준 12M FWD 영업이익 전망치는 230조원, 시가총액은 1,950조원 수준으로 영업이익으로 계산된 PER은 8.5배 내외다. FWD PER은 현재의 시총과 이익 전망치로 만들어진다. 실제실적이 전망치보다 낮을 경우, 실제 Valuation은 예상치보다 높아지게 되는 것이다.

17년 1분기 이후 국내증시의 실제 PER은 예상 PER보다 높았다. 가장 괴리가 컸던 것은 18년 3분기였는데, 당시 전망치 기준 FWD PER은 6.3배로 계산됐지만, 실제로는 10.8배였다. 반대로 20년 1분기부터 실제 PER은 예상 PER보다 낮은 상태다. 코로나19로 인한 지수 저점이 기록된 시기와의도 겹친다. 20년 2분기 이후 전망치의 신뢰도는 높아지고 있다.

[차트1] 어닝서프라이즈와 전망치 상향조정이 반영되며 작년 3월부터 예상 PER 과 실제 PER 역전

현재 예상 PER은 과거와 실제 PER과 비교해도 낮지 않은 수준. 현재 전망치를 만족하더라도 낮지 않은 PER이라는 뜻



주: 유니버스 200종목 기준 자료: Dataguide, 유안타증권 리서치센터

2. 증시 시총 상위 종목이 바뀐 것은 결과다

국내증시의 Valuation은 결코 낮지 않다. 현재 기록중인 영업이익 FWD PER 8.5배는 연 초 보다는 낮아진 수치지만, 그 외 구간과 비교하면 크게 높은 수치다. 지난 1분기 실적 발표를 전후로 전망치가 상향 조정됐기 때문인데, 문제는 그 전망치에 대한 신뢰도다. 지금 전망치를 향후 4개분기동안 모두 충족해야 지금의 Valuation을 설명할 수 있다.

일각에서는 국내증시 시총 상위 종목의 구성이 달라졌다는 점을 근거로 높은 Valuation을 설명하려고 하기도 한다. 하지만, 이는 현상에 대한 설명이 될 수는 있으나, FWD 이익으로 계산되는 Valuation을 정당화 하기에는 다소 부족하다. 현상을 원인으로 간주해서 그것을 다시 미래에 대한 근거로 삼아서는 안된다.

한 예로, 2016년 하반기 당시 시총 순위 2위였던 SK하이닉스의 12M FWD PER은 15배 수준이었는데, 실제 PER은 4배 이하로 계산된 바 있다. 16년 하반기만해도 SK하이닉스는 상대적으로 고밸류 종목으로 여겨졌지만, 17년에는 대표적인 저밸류 종목이 됐다. 같은 종목이라도 그 종목이 적용받는 Valuation은 실적과 주가에 따라 바뀌는데, 고밸류, 혹은 저밸류를 판단하는 시점에 대해서도 명확한 기준이 없다.

[차트2] 시총 순위는 달라졌다. 하지만, 이것은 현상일 뿐, 앞으로 국내증시의 Valuation이 더 높아져야 하는 이유는 아니다. 고밸류, 저밸류에 대한 판단도 실적, 주가에 따라 바뀌는데, 판단하는 시점에 대한 기준도 모호하다.

순위	16년말	17년 말	18년 6월	18년 말	19년 6월	19년 말	20년 6월	20년 말	21년 6월
1	삼성전자	삼성전자	삼성전자	삼성전자	삼성전자	삼성전자	삼성전자	삼성전자	삼성전자
2	SK하이닉스	SK하이닉스	SK하이닉스	SK하이닉스	SK하이닉스	SK하이닉스	SK하이닉스	SK하이닉스	SK하이닉스
3	현대차	현대차	셀트리온	셀트리온	현대차	NAVER	삼성Biologics	LG화학	NAVER
4	한국전력	POSCO	POSCO	LG화학	셀트리온	삼성Biologics	NAVER	삼성Biologics	LG화학
5	NAVER	LG화학	현대차	현대차	LG화학	현대차	셀트리온	셀트리온	카카오
6	현대모비스	NAVER	삼성Biologics	삼성Biologics	신한지주	현대모비스	LG화학	NAVER	현대차
7	삼성물산	현대모비스	LG화학	SK텔레콤	현대모비스	셀트리온	삼성SDI	현대차	삼성Biologics
8	삼성생명	KB금융	NAVER	POSCO	POSCO	LG화학	카카오	삼성SDI	삼성SDI
9	POSCO	셀트리온	삼성물산	한국전력	SK텔레콤	신한지주	현대차	카카오	셀트리온
10	신한지주	삼성생명	KB금융	NAVER	삼성Biologics	POSCO	삼성물산	LG생활건강	기아
11	아모레퍼시픽	한국전력	LG생활건강	삼성물산	LG생활건강	KB금융	LG생활건강	기아	POSCO
12	SK텔레콤	삼성물산	한국전력	KB금융	KB금융	삼성물산	SK	삼성물산	현대모비스
13	KB금융	삼성Biologics	현대모비스	신한지주	NAVER	LG생활건강	현대모비스	셀트리온HC	LG전자
14	LG화학	신한지주	신한지주	SK	삼성물산	SK텔레콤	엔씨소프트	현대모비스	삼성물산
15	SK	SK텔레콤	삼성생명	현대모비스	기아	SK	SK텔레콤	POSCO	LG생활건강

주: KOSPI + KOSDAQ 전 종목 기준

자료: Dataguide, 유안타증권 리서치센터

3. 이젠 Valuation 부담을 논할 시점

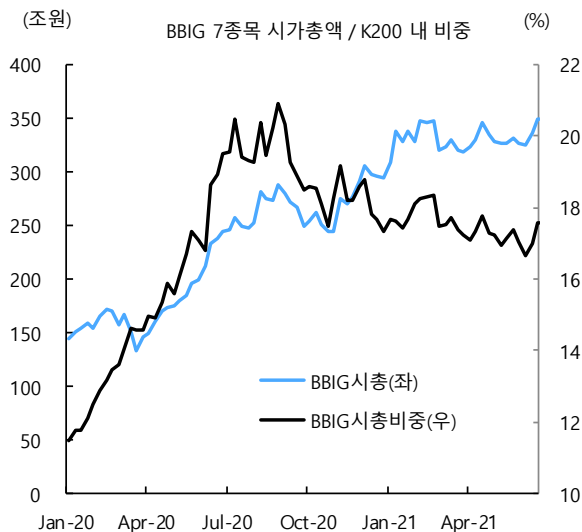
여전히 한국증시의 Valuation이 높다고는 할 수 없다. 글로벌 증시의 Valuation이 전반적으로 다 높아졌기 때문이다. 하지만 Valuation 지표의 절대 수치가 높아진 것 역시 사실이다. 그 동안 높은 이익증가율과 경제정상화에 대한 기대가 Valuation을 정당화 해왔다면, 기대감이 사라지기 시작하는 지금부터는 생각을 다르게 할 필요가 있다.

이익증가율은 21년 1분기(+121%)가 고점이다. 물론, 2~4분기에도 50% 내외의 증가율이 기록될 것으로 예상되지만, 세 자리수 증감률은 아닐 것이다. 이익사이클은 고점을 통과했다. 수출액 증감률 또한 5~6월을 고점으로 고점이 확인될 것으로 보이며, 소비자심리지수도 고점 영역에 있다. 백신 접종률의 상승과 리오프닝이라는 단어의 등장은 이미 경제 정상화가 상당부분 진행됐음을 시사한다.

증시의 흐름도 달라졌다. 주도주를 중심으로 Valuation을 무시하는 상승을 기록한 지난 1년 2개월과는 다른 모습이다. 5~6월에도 증시는 상승중이지만, 주도주라 불릴만한 종목이 보이지 않는다. 그 동안 상대적으로 소외됐던 종목이 최근 상대적으로 높은 수익률을 기록 중인데, 이 역시 소외주가 철저히 소외됐던 지난 1년 2개월과는 다른 모습이다.

[차트3] 작년 한 해 주도주로 활약했던 BBIG.

시총은 상승중이나, 시총 비중은 낮아진 모습



주: 유니버스 200종목 기준 자료: Dataguide, 유안타증권 리서치센터

[차트4] 5~6월 수익률 상위 종목 중에는

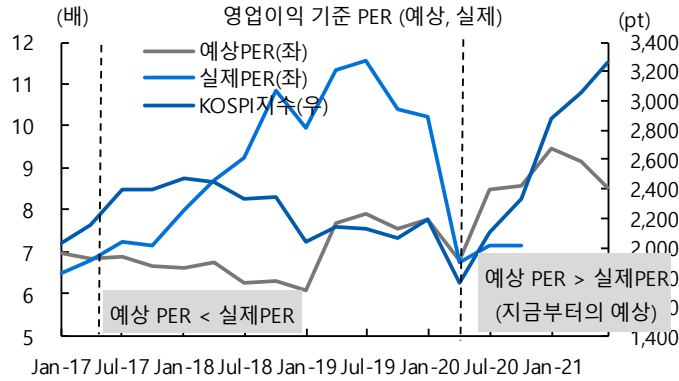
상대적으로 부진했던 종목이 다수 발견된다

코드	종목	시가총액 (억원)	수익률(%)	
			연초~4월말	4/30 이후
A001440	대한전선	27,536	-16.4	180.8
A102460	이연제약	8,396	-8.1	129.8
A007390	네이처셀	13,181	-4.9	120.5
A034120	SBS	9,272	17.2	84.1
A041510	에스엠	12,852	1.5	81.5
A073240	금호타이어	21,027	6.7	81.2
A034020	두산중공업	106,677	3.3	81.0
A011000	진원생명과학	13,534	-19.3	72.1
A299660	셀리드	11,479	81.6	60.1
A005850	에스엘	17,281	39.4	58.3
A000150	두산	14,954	20.6	43.2
A042670	두산인프라코어	35,720	36.4	43.1
A025980	아난티	9,716	-1.2	43.0

주: 시가총액 7,000억원 이상 자료: Dataguide, 유안타증권 리서치센터

Key Chart

현재 예상 PER은 과거와 실제 PER 과 비교해도 낮지 않음



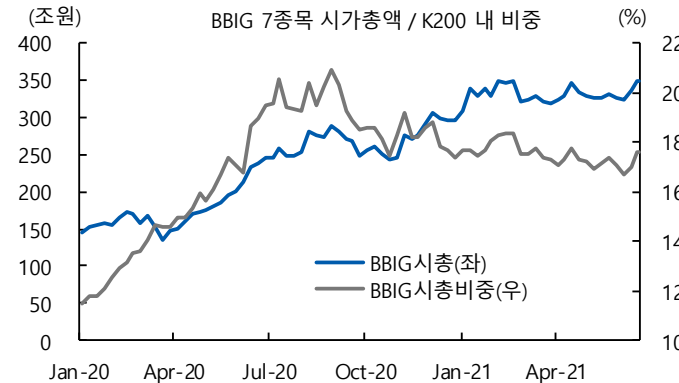
주: 유니버스 200종목 기준 자료: 유안타증권 리서치센터

시총순위의 변화는 이것은 현상일 뿐, 앞으로 Valuation 이 더 높아져야 하는 이유가 아님

순위	16년 말	17년 말	18년 6월	18년 말	19년 6월	19년 말	20년 6월	20년 말	21년 6월
1	삼성전자	삼성전자	삼성전자	삼성전자	삼성전자	삼성전자	삼성전자	삼성전자	삼성전자
2	SK하이닉스	SK하이닉스	SK하이닉스	SK하이닉스	SK하이닉스	SK하이닉스	SK하이닉스	SK하이닉스	SK하이닉스
3	현대차	현대차	셀트리온	셀트리온	현대차	NAVER	삼성Biologics	LG화학	NAVER
4	한국전력	POSCO	POSCO	LG화학	셀트리온	삼성Biologics	NAVER	삼성Biologics	LG화학
5	NAVER	LG화학	현대차	현대차	LG화학	현대차	셀트리온	셀트리온	카카오
6	현대모비스	NAVER	삼성Biologics	삼성Biologics	신한지주	현대모비스	LG화학	NAVER	현대차
7	삼성물산	현대모비스	LG화학	SK텔레콤	현대모비스	셀트리온	삼성SDI	현대차	삼성Biologics
8	삼성생명	KB금융	NAVER	POSCO	POSCO	LG화학	카카오	삼성SDI	삼성SDI
9	POSCO	셀트리온	삼성물산	한국전력	SK텔레콤	신한지주	현대차	카카오	셀트리온
10	신한지주	삼성생명	KB금융	NAVER	삼성Biologics	POSCO	삼성물산	LG생활건강	기아
11	아모레퍼시픽	한국전력	LG생활건강	삼성물산	LG생활건강	KB금융	LG생활건강	기아	POSCO
12	SK텔레콤	삼성물산	한국전력	KB금융	KB금융	삼성물산	SK	삼성물산	현대모비스
13	KB금융	삼성Biologics	현대모비스	신한지주	NAVER	LG생활건강	현대모비스	셀트리온HC	LG전자
14	LG화학	신한지주	신한지주	SK	삼성물산	SK텔레콤	엔씨소프트	현대모비스	삼성물산
15	SK	SK텔레콤	삼성생명	현대모비스	기아	SK	SK텔레콤	POSCO	LG생활건강

자료: 유안타증권 리서치센터

작년 한 해 주도주로 활약한 BBIG, 시총 상승중이나 시총 비중은 낮아진 모습



자료: 유안타증권 리서치센터