



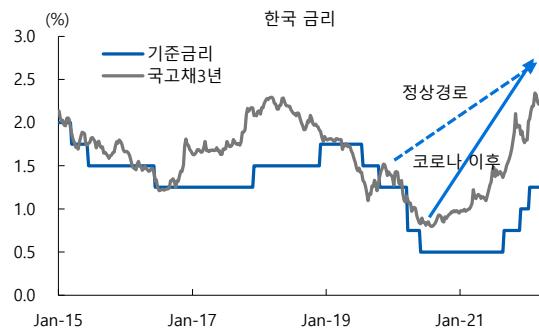
2022.4.11

## 가치주, 살 가치가 있는지 확인하자

### 1. 금리의 상승, 정상 경로가 아니다

- 국고채 3년물 금리, 연초 1.798%, 3/5일 2.214%, 4/8일 2.987%.
- 미국도 FED 기준금리와는 별개로 2년물 금리 급등. 1년전 0.15%, 현재 2.4%
- 미중 무역분쟁을 전후로 한 경기사이를 둔화, 트럼프의 연준 압박으로 19년 하반기 3차례의 금리 인하 후 코로나 상황 속에서의 금리 인하
- 코로나가 아니었다면 기준금리가 이토록 낮아지지는 않았을 것. 금리의 회복 경로도 보다 완만하게 진행 됐을 것

코로나 이후 낮아진 금리, 올 연초 이후 급등하는 모습.  
금리의 하락도, 상승도 정상 경로에서 벗어남



자료: 한국은행, 유인타증권 리서치센터

### 2. 단순히 금리의 변화만 보고 PBR로 접근해서는 안되는 이유

- 한국 증시는 역사가 짧고, 성장주/가치주 구분을 위한 필요한 시간도 충분치 않음
- 단순한 Valuation 구분만으로 가치주를 선정하고 최근의 미국증시 가치주 상대 강세를 한국 증시에 적용해서는 안됨
- 22년 한국증시의 Key는 회복을 포함한 성장의 희소성. 저 PBR주 내 차별화 주목
- 일부 리오프닝주는 누적된 적자로 인해 PBR이 크게 높아진 상황. PBR로는 접근이 불가능한 종목이지만, 성장의 관점에서는 관심을 높여야 할 것

저PBR 종목, 소매/유통 종목의 차별화에 주목. 고PBR 종목, 리오프닝 관련주와 2차전지의 높은 성장률에 주목

코드	종목	업종	12M P/E (x)	매출액(백억 원)			영업매출(백억 원)		
				2021년	2022년	증감률	2021년	2022년	증감률
A138930	BNK금융지주	은행	0.26	35,039	40,980	17.0	10,920	12,607	15.4
A015760	한국전력	전기	0.26	605,748	661,110	9.1	-58,601	-163,865	적자확대
A139130	DGB금융지주	은행	0.27	21,181	24,470	15.5	7,486	7,433	-0.7
A023530	롯데쇼핑	소매/유통	0.27	155,707	159,677	2.5	2,076	4,644	123.7
A024110	기업은행	은행	0.28	86,895	99,910	15.0	32,313	34,665	7.3
A004020	현대제철	철강	0.28	228,499	266,418	16.6	24,475	23,807	-2.7
A071840	롯데리아마트	소매/유통	0.31	38,697	39,740	2.7	1,068	1,363	27.7
A001430	세아베스틸	철강	0.33	36,511	40,517	11.0	1,611	2,274	41.2
A139480	아마존	소매/유통	0.35	249,227	293,055	17.5	3,168	5,063	59.8
A078930	GS	자주회사	0.36	202,401	230,849	14.1	26,403	33,582	27.2
A066970	영앤리프	2차전지	12.53	9,708	23,486	141.9	443	1,841	315.5
A247540	에프로보비엠	2차전지	13.51	14,856	28,718	93.3	1,151	2,187	90.1
A272450	전기에너지	항공	13.96	2,472	5,231	111.6	-1,853	-1,413	적자축소
A089590	제주항공	항공	14.69	2,731	6,677	144.5	-3,171	-1,311	적자축소
A039130	하나투어	호텔/여행	17.06	403	1,994	395.3	-1,273	-465	-63.5

주: 유니버스 200종목 기준 자료: Fnguide, 유인타증권 리서치센터

## 1. 금리의 상승, 정상 경로가 아니다

국고채 3년물 금리는 4/8일 2.987%로 올랐다. 연초의 1.798%, 3/5일의 2.214%와 비교하면 엄청난 상승 속도다. 기준금리는 21년 8월 0.5%던 기준금리는 이후 3차례 인상되어 1.25% 수준이지만, 시장금리의 상승 속도가 훨씬 빠르다.

미국도 FED 기준금리와는 별개로 2년물 금리가 급등하는 모습이다. 1년전 0.15% 수준이던 2년물 금리는 현재 2.4% 수준으로 상승했는데, 같은 기간 10년물 금리는 1.5%에서 2.4%가 됐다. 최근에는 장단기금리의 역전이 나타나며 우려를 낳기도 했다.

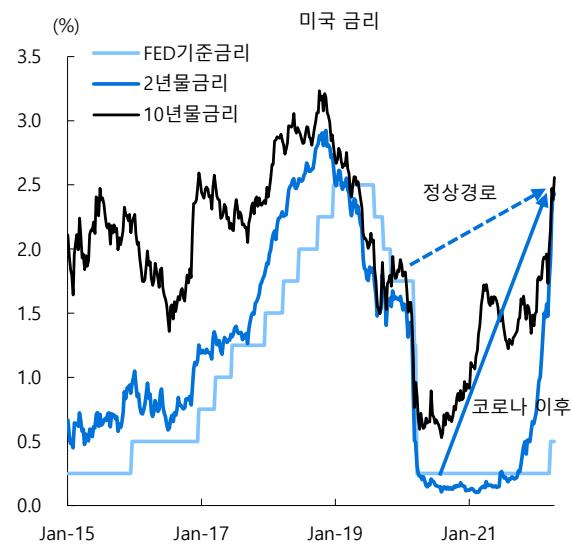
그런데, 최근의 금리 상승은 정상경로가 아니다. 미국은 코로나 확산이 본격화된 20년 3월, 기준금리를 크게 낮췄고 전대미문의 엄청난 완화정책을 시행했다. 참고로 당시 미국은 미중무역분쟁을 전후로 경기사이클이 둔화됐고, 트럼프 대통령이 끊임없이 연준을 압박함에 따라 2019년 하반기, 이미 3차례의 금리인하를 단행한 상태였다.

당시 금리 인하를 주장했던 트럼프는 재선에 실패했다. 코로나 특수 상황이 없었다면, 기준금리가 더 이상 인하 되지는 않았을 것이다. 그리고 그랬다면, 지금과 같은 급등 보다는 완만한 상승 경로를 통해 현재의 위치로 돌아왔을 것이다.

[차트1] 한국 금리는 코로나 이후 낮아졌고,  
을 연초 이후 급등하는 모습



[차트2] 미국은 19년 하반기 3차례의 금리 인하를 단행  
20년 초 코로나 확산으로 기준금리 추가 인하



자료: 한국은행, 유인티증권 리서치센터

자료: Bloomberg, 유인티증권 리서치센터

## 2. 단순히 금리의 변화만 보고 PBR로 접근해서는 안되는 이유

한국 경제는 00년대 중반까지도 높은 성장을 보였다. 증시에서 성장주/가치주를 구분하기에 필요한 시간도 충분하지 않았고, 단순히 현재의 Valuation이 짠 주식을 가치주로, 비싼 주식은 성장주로 구분하는 경향이 있다. 그렇기 때문에, 최근의 미국증시 가치주 상대 강세를 한국 증시에 적용하는 것은 위험하다. 1) 최근 금리의 상승이 비정상적인 금리 인하에 대한 반작용의 성격이라는 점, 2) 한국증시는 성장주/가치주의 구분이 명확하지 않다는 점이 그 이유다

유연한 의사결정을 통해 회사의 잉여자산을 활용, 새로운 가치를 창출하는 A회사와 단순히 잉여현금을 쌓아놓은 B회사에 대해 같은 평가를 내려서는 안된다. 물론 B와 같은 회사의 현재가치가 그 자체로 각광받는 국면도 있지만, 지금은 그렇지 않다.

2022년 Key는 성장이다. 22년 증시 전체 이익 성장이 정체된 가운데 성장의 희소성이 높아질 것으로 보인다. 22년의 성장은 회복을 포함하는 개념이며, 20년~21년 부진했던 리오프닝주의 회복 역시 관심의 대상이 되어야 할 것이다. 이들 가운데 일부는 누적된 적자로 인해 자본잠식에 진입했던 종목도 있다. PBR만을 놓고 본다면 절대 접근할 수 없었겠지만, 성장(회복)의 관점에서는 관심을 높여야 하는 종목이다.

### [차트3] 저PBR 종목, 저PBR 만으로는 낮은 매력도. 소매/유통 종목의 차별화에 주목

고PBR 종목, 리오프닝 관련주와 2차전지. 높은 매출 증감률과 이익성장(혹은 회복)이 눈에 띤다

코드	종목	업종	12M PBR (배)	매출액(억원, %)			영업이익(억원, %)		
				2021년	2022년	증감률	2021년	2022년	증감률
A138930	BNK금융지주	은행	0.26	35,039	40,980	17.0	10,920	12,607	15.4
A015760	한국전력	전기	0.26	605,748	661,110	9.1	-58,601	-163,865	적자확대
A139130	DGB금융지주	은행	0.27	21,181	24,470	15.5	7,486	7,433	-0.7
A023530	롯데쇼핑	소매/유통	0.27	155,736	159,677	2.5	2,076	4,644	123.7
A024110	기업은행	은행	0.28	86,895	99,910	15.0	32,313	34,665	7.3
A004020	현대제철	철강	0.28	228,499	266,418	16.6	24,475	23,807	-2.7
A071840	롯데하이마트	소매/유통	0.31	38,697	39,740	2.7	1,068	1,363	27.7
A001430	세아베스틸	철강	0.33	36,511	40,517	11.0	1,611	2,274	41.2
A139480	이마트	소매/유통	0.35	249,327	293,055	17.5	3,168	5,062	59.8
A078930	GS	지주회사	0.36	202,401	230,849	14.1	26,403	33,582	27.2
A066970	엘앤에프	2차전지	12.53	9,708	23,486	141.9	443	1,841	315.5
A247540	에코프로비엠	2차전지	13.51	14,856	28,718	93.3	1,151	2,187	90.1
A272450	진에어	항공	13.96	2,472	5,231	111.6	-1,853	-1,413	적자축소
A089590	제주항공	항공	14.69	2,731	6,677	144.5	-3,171	-1,311	적자축소
A039130	하나투어	호텔/레저	17.06	403	1,994	395.3	-1,273	-465	-63.5

주: 유니버스 200종목 기준, 저 PBR 종목 가운데 생명보험 제외

자료: FnGuide, 유안티증권 리서치센터