



낙수 효과를 기대해볼 수 있는 국면

1. 증시 상승 + P/E 하락. '실적 장세'로의 돌입

- 증시는 상승하는데 P/E는 하락. 1분기 실적시즌 이후 이익의 정상화 과정 거치는 중
- MSCI Korea 12M Fwd Growth +4.0%로 22년 8월 이후 10개월만에 (+) 전환. 이익의 추가 상승 기대도 유효
- 1) 이익과 관련된 지표의 회복세가 유지될 것이라는 점과, 2) 과거 두 번의 '실적 장세'가 최소 1년 이상 유지됐다는 점에서, 현재 증시도 당분간 우상향 추세를 지속할 것으로 예상

'증시 상승 + P/E 하락' 현상을 확인할 수 있는 과거 두 번의 국면



자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

2. 단기적으로 중소형주에 대한 관심이 필요한 시기

- 향후 증시는 큰 틀에서 이익의 반등 속도에 따른 완만한 상승세를 보일 것으로 예상
- 그 과정에서, 대형주의 상승세 유지되는 가운데 중소형주로의 확산도 기대해볼 수 있는 상황
- 영업이익 컨센서스가 10% 이상 상향조정된 종목 중 52주 평균 수정주가 대비 낮은 주가를 기록하고 있는 11개 종목 스크리닝(유니버스 200종목 기준)

실적 상승 기대가 동반되는 중소형주에 대한 관심 가질 필요

코드	종목	업종	영업이익 전망치(억 원 %)			주가 과평율
			6/10일	1M전	변화율	
A011200	HMM	해운	7,067	1,100	542.4	-11.0
A011780	금호석유	화학	4,420	4,001	10.5	-4.7
A010620	현대미포조선	조선	646	526	22.9	-5.1
A006280	녹십자	제약/바이오	791	663	19.4	-12.7
A001230	동국제강	철강	5,010	4,541	10.3	-10.2
A222800	실텍	전자/부품	95	52	82.7	-3.3
A089590	제주항공	항공	1,079	680	58.7	-6.3
A039130	하나투어	호텔/레저	245	200	22.3	-5.0
A078340	컴투스	인터넷/게임	608	420	44.8	-8.9
A272450	진에어	항공	979	670	46.0	-0.7
A000370	한화손해보험	손해보험	1,240	990	25.3	-4.1

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

1. 증시 상승 + P/E 하락. '실적 장세'로의 돌입

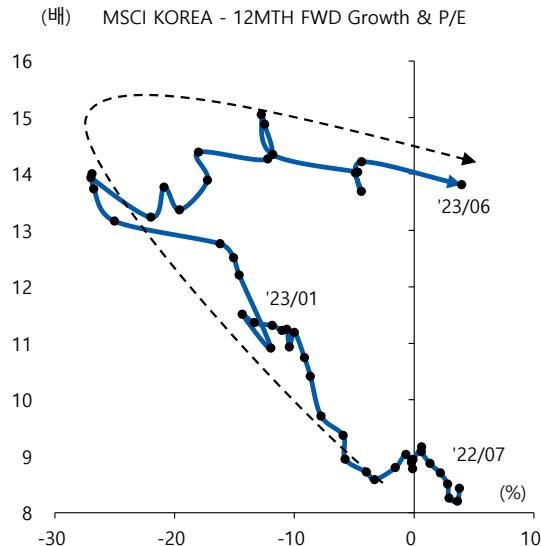
증시가 상승하는데 Fwd P/E가 떨어지고 있다. 3월부터 일어난 현상이다. 1분기 실적 시즌 이후 영업이익 전망치는 전분기에서 고른 상향조정이 발생했고, 이것이 증시의 P/E를 낮추는 효과로 이어졌다. 전형적인 '실적 장세'의 흐름이다.

MSCI Korea 기준으로 12개월 선행 영업이익 증감률은 +4.0%를 기록하며 22년 8월 이후 10개월만에 (+)로 전환했다. 현재의 상향조정 추세와 매크로 지표의 회복 가능성 을 감안하면, 추가 상승에 대한 기대도 여전히 유효하다.

증시가 상승하면서 동시에 P/E가 하락했던 국면은 과거에도 존재했다. 09년 이후의 증시와, 16년 이후 증시의 모습이 그랬다. '09~'10년에는 금융위기 이후 증시 전반의 이익의 정상화 과정이 있었고, 16~17년에는 반도체 업종의 상승 속 다양한 업종의 실적 개선이 확인되는 시기였다.

1) 이익과 관련된 지표의 회복세가 유지될 것이라는 점과, 2) 과거 두 번의 '실적 장세' 가 최소 1년 이상 유지됐다는 점에서, 증시 역시도 당분간 우상향 추세를 지속할 것으로 예상한다.

[차트1] 22년 8월 이후 10개월만에 12M Fwd Growth가 (+)로 전환



[차트2] '증시 상승 + P/E 하락' 현상을 확인할 수 있는 과거 두번의 국면



자료: Datastream, 유안티증권 리서치센터

자료: Quantwise, 유안티증권 리서치센터

2. 과거 사례에서 얻을 수 있는 아이디어

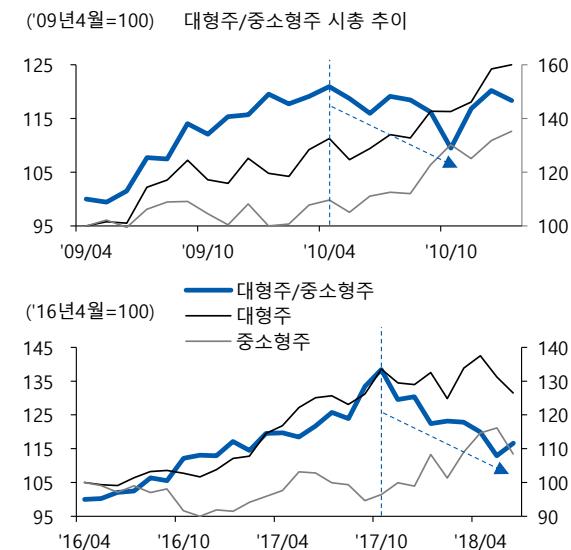
과거 '실적 장세'와 그 이후 국면에서 공통적으로 나타나는 현상은 소위 '낙수 효과'였다. 앞서 언급했던 09년 이후의 증시와 16년 이후 기간에서 모두 증시는 대형주에서 중소형주로 상승세가 확산되는 경향을 보였다.

09년의 경우에는 Fwd P/E가 다시 반등했음에도 증시는 상승세를 이어간 반면, 16년의 경우에는 증시가 조정국면으로 들어서며 다른 모습을 보였다. 하지만, '실적 장세'가 진행되는 구간에서만큼은 공통적으로 낙수 효과를 확인할 수 있었다. 현재 증시도 대형주에서 중소형주로의 낙수 효과를 기대할 수 있다는 판단이다.

중소형주 확산 시점에서도 유사성을 보인다. 시가총액 비중에서 실마리를 찾을 수 있다. 과거 국면에서, 실적 장세의 시작점 대비 대형주 시가총액 비중이 1.2~1.3%p 증가한 상황에서 중소형주로의 본격적인 확산이 시작되고 있음이 확인된다.

현재에도 비슷한 양상을 보이고 있다. 대형주는 P/E가 하락하기 시작했던 3월 이후에도 상승세를 유지하고 있으며, 6월 대형주의 시가총액 비중은 3월 대비 +0.7%p 증가했다. 중소형주로의 확산을 조금씩 기대해볼 수 있는 시점이다.

[차트3] 대형주의 상승 유지 속 중소형주로의 확산이 발생
했던 과거 실적 장세의 경향



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

[차트4] 대형주 시가총액 비중이 1.2~1.3%p 증가할 때
중소형주로의 확산이 시작



자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

3. 단기적으로 중소형주에 대한 관심이 필요한 시기

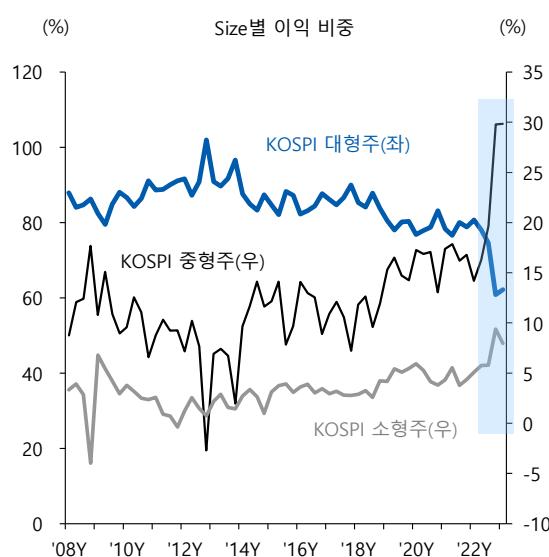
앞서 말했듯, 향후 증시는 큰 틀에서 이익의 반등 속도에 따른 완만한 상승세를 이어가고, Size 기준으로는 대형주의 완만한 상승 속 중소형주로의 확산이 발생하는, 소위 키맞추기 형태로 전개될 가능성이 높다고 판단한다.

중소형주의 매력도가 높아졌다고 생각하는 또 다른 이유는 증시 내 이익 비중에서 확인할 수 있다. 22년 4분기 이후 중소형주의 이익 비중이 크게 높아졌다. '낮아진 시가총액 비중 + 높아진 이익 비중'의 수혜를 누릴 수 있는 시점이라는 판단이다.

당연하게도, 이러한 컨셉의 수혜를 가장 먼저 받을 수 있는 종목은 현재 영업이익 전망치가 상향조정되고 있으면서, 현재 주가는 상대적으로 낮은 수준에 위치해 있는 종목일 것이다.

유니버스 200종목 기준, 2~4분기 영업이익 컨센서스가 1개월 전 대비 10% 이상 상향조정된 종목 중에서 52주 평균 수정주가 대비 낮은 주가를 기록하고 있는 종목은 11개가 스크리닝된다. HMM을 제외하면 대부분 시가총액 100위 밖(유니버스 200종목 기준)의 중소형주가 다수 포함돼 있다.

[차트5] 중소형주의 이익 비중이 높아진 상황도 중소형주의 단기 매력도를 높이는 요인



자료: Quantwise, 유안티증권 리서치센터

[차트6] 실적 상승 기대가 동반되는 중소형주에 대한 관심 가질 필요

코드	종목	업종	영업이익 전망치(억원, %)			주가 과리율
			6/10일	1M전	변화율	
A011200	HMM	해운	7,067	1,100	542.4	-11.0
A011780	금호석유	화학	4,420	4,001	10.5	-4.7
A010620	현대미포조선	조선	646	526	22.9	-5.1
A006280	녹십자	제약/바이오	791	663	19.4	-12.7
A001230	동국제강	철강	5,010	4,541	10.3	-10.2
A222800	신텍	전자/부품	95	52	82.7	-3.3
A089590	제주항공	항공	1,079	680	58.7	-6.3
A039130	하나투어	호텔/레저	245	200	22.3	-5.0
A078340	컴투스	인터넷/게임	608	420	44.8	-8.9
A272450	진에어	항공	979	670	46.0	-0.7
A000370	한화손해보험	손해보험	1,240	990	25.3	-4.1

자료: 유안티증권 리서치센터 주: 유니버스 200종목 2~4Q 영업이익 기준. 시총 기준 정렬