

2024년
전망 시리즈 1

주식전략

노이즈 캔슬링

내년은 소음(금리, 전쟁, 정치)을 차단하고 본류에 집중해야 하는 시기로 판단합니다.

주가는 어느덧 Covid-19 이전으로 회귀하고 있습니다.

힘든 시기이지만 일부 성장 산업의 과함은 해소되고 있다는 뜻일 것입니다.

소음의 끝은 파괴적이지 않습니다. 오히려 해소의 시기도 온다는 의미입니다.

그 과정에서 무엇으로 난관을 돌파하느냐가 관건입니다. 올해는 그 해법을 고민해 보았습니다.

2024년 전망 시리즈 1 주식전략

노이즈 캔슬링



리서치센터

Chief Strategist **이경수**

02. 6454-4900

kyungsu.lee@meritz.co.kr



투자전략

Strategist **이진우**

02. 6454-4890

jinwoo.lee@meritz.co.kr



주식시황

Analyst **이수정**

02. 6454-4893

sj_lee@meritz.co.kr



퀀트

Analyst **이정연**

02. 6454-4895

jungyeon.lee@meritz.co.kr

2024년 전망 시리즈

1 주식전략

Contents

Part I	노이즈 캔슬링!	09
Part II	성장주 전성시대는 종료됐나?	31
Part III	What's your ERP?	53
Part IV	피하거나 'Quality', 살아남거나 'Growth'	125

Summary

주식전략 노이즈 캔슬링

I 노이즈 캔슬링!

- 시장의 불안심리가 증폭되는 이유는, 고금리 & 고물가 등 중첩되고 있는 고난의 끝은 파괴적일 것이라는 걱정 때문
- 결국 부채의 위기가 확산되는 지가 관건. 현재는 부채 자체 보다는 '롤오버'의 문제
- 변수는 대응의 영역.
 - 1) 금리: 레벨 보다 안정화. 인하 시그널이 필요.
 - 2) 전쟁 및 분쟁: 확전 여부가 핵심.
 - 3) 대선 리스크: 재선 시기 정책 환경은 완화적. 트럼프의 등장을 꼭 악재로 보기 어려움
- 주도주의 대안은 있는가? B2B, 게임체인저 기업. 변화는 시작됐다
- 한국은 시가총액 2등주와 5위권 찾기게임 전개 예상

II 성장주 전성시대는 종료됐나?

- 시장 어디쯤 와 있나? KOSPI -ex 2차전지 9.6배, KOSPI -ex 2차전지 & 반도체 7.9배. 역대 위기 대부분 8배가 저점
- 2012년과 같은 박스권 속 테마장 재연되나? IT 등 반도체 중심의 실적 회복시기라는 점은 공통점. 하지만 매크로 환경은 전혀 달라. 2021년은 시크리컬 중심 공급과잉이 시작되는 시기
- AI Boom은 종료됐나? 새로운 Tech Cycle에서는 '쏠림 = 고점'이 일치하지 않아. 오히려 중요한 것은 산업의 성장 단계. 현재는 B2B 사이클의 초입. 과거 하드웨어, 소프트웨어 사이클 총 소요기간은 평균 10년
- 새로운 대안에 주목: 1) 게임체인저로 등극한 비만치료제. 유행인가 트렌드인가. 2024년 헬스케어 산업의 도약 시작기. 비만치료제+ 바이오시밀러 = 의료 Cost Saving Industry
- 소외주의 반전 시나리오: 중국의 인프라 확대 조짐. 예전과는 달라진 행보. 시크리컬 내 수혜주 선별 필요

I

What's your ERP?

- 종목 장세: 높은 수준의 금리와 ERP 상승에 따른 소수 종목 쓸림 현상
- 12M Forward 증시 환경 1) 이익 전망: Nvidia의 주도, 희소한 수요 개선
12M Forward 증시 환경 2) 무위험이자율: 실질증립금리 하락 요인의 변화
12M Forward 증시 환경 3) ERP: 채권 대비 주식 상대매력도 저하, 금/비트코인 등 투자 대안 부각
- 투자전략: 반도체 = 성장주(HBM) + 가치주(Dram/Nand) vs. 2차전지 = 성장주 → 가치주
- 테마 1) B2C: 불황형 소비
테마 2) B2B: 미국 리쇼어링
테마 3) B2G: 중국 재정정책, 중동

IV

피하거나 'Quality', 살아남거나 'Growth'

- 내년 코스피 시장 주요 변수는 1) 이익, 2) 금리
 - 2024년 50% 이상 이익성장 가능성에 대한 의구심 잔존 + 고금리 환경에서 높은 밸류에이션 받을 수 있는지 부담
- 이익: 반도체, 유틸리티 업종의 기저효과를 제외해도 20% 이상 이익성장 예상. 경기소비재, 산업재 업종의 시장 내 이익 비중 견고하게 유지 + 시클리컬 업종 장기 이익 성장을 개선세 지속
- 밸류에이션: 12MF PER은 10배 밑돌며 과거 평균을 미치지 못하는 상황. 과거 금융위기 직전을 제외하면 국고채 3년물 금리 3% 이상 수준에서 PER 10배 중반 이상 기록한 경험X. 즉, 멀티플 상승여력 약한 상황
- 2024년 투자매력 업종: 반도체, 화학, 조선, 헬스케어, 기계
 - 밸류에이션 상승여력이 부족한 국면에서 시장을 이끌 변수는 '이익'. 다만, 내년 단순 이익성장률이 아닌 기저효과 제거 + 최근 이익모멘텀 분위기를 고려한 업종 선별
- 스타일 전략1: 노이즈 캠슬링 'Growth' → 내년 이익 성장 주도 + 밸류에이션, 가격 측면에서의 저가 매력 종목
 - 올해들어 성장주의 가치주 대비 밸류에이션 프리미엄 높게 형성. 따라서 내년 이익 성장을 추종하되 고평가 부담 제거
- 스타일 전략2: 채권 디펜시브 'Quality' → ROE + 주주환원 개선 종목
 - 2000년대 이후 금리 급등 이후 증시 국면에서 Quality 내 ROE 팩터 수익률(설명력) 개선. 높은 수준의 금리로 주식 대신 채권이 매력적인 투자 대안으로 부상한 만큼 ROE 8% 이상 + 배당수익률 기대(배당정책 개선)종목 선정

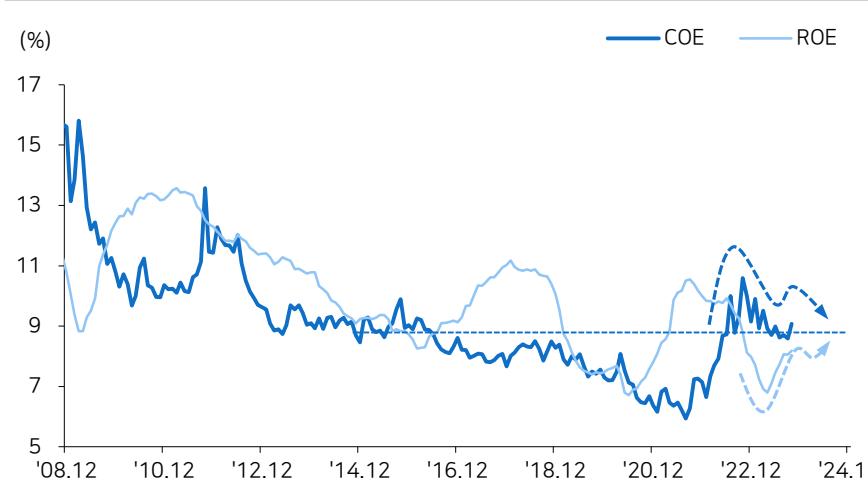
2024년 KOSPI 전망: 2,200pt ~ 2,700pt

2024년 전망 시리즈 1
주식전략

코스피 지수 전망

- KOSPI 적정가치 **상단기준선 2,700pt**
 - 연초 10% 수준에서 9%까지 하락한 COE가 금리 안정화로 8.6% 수준으로의 정상화 예상
 - COE 8% 중반은 '22년말 미국채 10년물이 3%대 중반으로 안정화되었던 국면의 수준
- KOSPI 적정가치 **하단기준선 2,200pt** 지지선 예상
 - 매크로 불확실성 고려시 연중 이익하향 조정세 지속될 경우 12MF ROE 8.0% 예상
 - 고금리 환경 지속 + 주식 상대매력 저하에 따른 요구수익률 상승으로 COE 9.4% 예상
- KOSPI 이익 정체시 1,850pt
 - 내년 이익 성장이 없다고 가정할 경우, 연말 12MF ROE 6.5% 형성 → 지수 1,850pt

KOSPI COE, ROE



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

KOSPI ROE & COE 민감도 Matrix

		12MF ROE(%)							
		6.5	7.0	7.5	8.0	8.2	8.5	9.0	9.5
COE(%)	8.2	2,003	2,158	2,312	2,497	2,527	2,620	2,820	2,928
	8.4	1,956	2,106	2,257	2,437	2,467	2,558	2,753	2,858
	8.6	1,910	2,057	2,204	2,381	2,410	2,498	2,689	2,792
	8.8	1,867	2,010	2,154	2,326	2,355	2,441	2,628	2,729
	9.0	1,825	1,966	2,106	2,275	2,303	2,387	2,570	2,668
	9.2	1,786	1,923	2,060	2,225	2,253	2,335	2,514	2,610
	9.4	1,748	1,882	2,017	2,178	2,205	2,285	2,460	2,554
	9.6	1,711	1,843	1,975	2,133	2,159	2,238	2,409	2,501

주: 10월 27일 코스피 2,302.8pt 기준

자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

2024년 KOSPI 전망: 2,200pt ~ 2,700pt

2024년 전망 시리즈 1
주식전략

코스피 지수 전망

- 2023년 10월 말 기준 KOSPI 2,302.81pt, 12개월 예상 PER은 9.9배
- KOSPI 적정가치 상단기준선 2,700pt
 - EPS: 2024년 50% 이상, 2025년 20% 초반의 추가 이익 성장 반영하여 12MF EPS 14% 상향 반영
 - PER: 금리 안정화에 따라 PER은 현재 대비 2.5% 상향(10.2배) 반영하면 KOSPI 2,650~2,700pt
- KOSPI 적정가치 하단기준선 2,200pt
 - EPS: 2024년 이익 하향 조정 지속으로 이익 성장 20%에 그치며 12MF EPS 변화율 -5%
 - PER: -1표준편차 수준인 9.3배로 현재 대비 5% 적용하여 KOSPI 2,200pt
- 내년 이익성장 정체될 경우 12MF EPS 20% 하향조정되어 1,850pt

KOSPI 연간 시나리오: KOSPI = PER * EPS

		PER 변화율 (%)									
		(pt)	-10	-7.5	-5	-2.5	0	2.5	5	7.5	10
EPS 변화율 (%)	-20	1,658	1,704	1,759	1,796	1,842	1,888	1,934	1,980	2,026	
	-15	1,865	1,917	1,979	2,021	2,073	2,124	2,176	2,228	2,280	
	-10	1,969	2,024	2,089	2,133	2,188	2,242	2,297	2,352	2,406	
	-2	2,041	2,098	2,166	2,212	2,268	2,325	2,382	2,438	2,495	
	0	2,073	2,130	2,199	2,245	2,303	2,360	2,418	2,476	2,533	
	2	2,114	2,173	2,243	2,290	2,349	2,408	2,466	2,525	2,584	
	5	2,176	2,237	2,309	2,358	2,418	2,478	2,539	2,599	2,660	
	10	2,280	2,343	2,419	2,470	2,533	2,596	2,660	2,723	2,786	
	15	2,383	2,450	2,529	2,582	2,648	2,714	2,781	2,847	2,913	
	20	2,487	2,556	2,639	2,694	2,763	2,832	2,902	2,971	3,040	

주: 10월 27일 코스피 2,302.81pt기준

자료: 메리츠증권 리서치센터

2024년 코스피 전망 근거: PER 및 이익 전망치 변화

2024년 전망 시리즈 1
주식전략

코스피 지수 전망

- 주가 = PER * EPS 관계에 의해 2024년 Δ 주가 = Δ PER * Δ EPS(Δ : 변화율)
- 2024년은 통상적인 수준의 이익 하향조정(-13%) 예상. 당사 2024년 이익 전망 시나리오로 계산한 12개월 예상 EPS 변화율은 현재 대비 13.8% 상향 가능
- 금리 안정화에 따른 PER 과거 평균수준(10.2배) 예상
- 보수적 시나리오로는 최근의 이익하향 조정세가 내년 중 지속(매월 -2% 하향조정)되며 2024년, 2025년 이익 컨센서스 각각 -24%, -22% 예상 + PER은 과거 -1표준편차 수준인 9.3배 예상

PER 및 EPS 변화 시나리오

Good Case

		현재	메리츠전망
PER(배)		9.9	10.2
PER변화율(%)			1.5
순이익 전망치(조원)	2023년	121	110
	2024년	193	170
	2025년	226	205
12개월 예상 순이익		180	205
EPS변화율(%)			13.8

Bad Case

		현재	메리츠전망
PER(배)		9.9	9.3
PER변화율(%)			-5.6
순이익 전망치(조원)	2023년	121	110
	2024년	193	146
	2025년	226	176
12개월 예상 순이익		180	176
EPS변화율(%)			-2.0

주: PER, EPS 모두 12개월 예상 기준
자료:Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

2024년 메리츠 Top-pick (1)

2024년 전망 시리즈 1
주식전략

섹터별 Top-picks

반도체	음식료	유통	화장품/의류	은행	증권/보험
(상반기) SK하이닉스 (하반기) 삼성전자	KT&G	BGF리테일	코스맥스	KB금융	DB손해보험
자동차	이차전지/석유화학	인터넷/게임	미디어/엔터	통신	조선/기계
현대모비스	LG에너지솔루션 롯데케미칼	펄어비스	하이브	KT	삼성중공업
전기전자/IT부품장비	철강	방산	유빌리티	건설	운송
퓨린티어	LS	한화에어로스페이스	두산에너빌리티	현대건설	현대글로비스



전략, Top-picks

B2B (AI, 헬스케어)	SK하이닉스 / 삼성전자 삼성바이오로직스	Quality (+시클리컬)	KB금융 / DB손해보험 롯데케미칼/ 삼성중공업	B2G + 불황형 소비	현대건설 코스맥스, BGF리테일
--------------------------	---------------------------	---------------------------	-------------------------------	----------------------------------	----------------------

자료: 메리츠증권 리서치센터

2024년 메리츠 Top-pick (2)

2024년 전망 시리즈 1
주식전략

섹터별 Top-picks

반도체 SK하이닉스	공급 제한 기반 메모리 업황 회복 시나리오 유효. 스페셜티 메모리 위주 High Beta SK하이닉스의 주가 차별화 예상	자동차 현대모비스	완성차 업체들의 이익 하락 방향성이 뚜렷한 지금, 업종 내 포트폴리오 수익성 방어주로 역할할 것	전기전자 퓨린티어	고객사(Tesla)의 생산Capa 확대에 따른 고성장 기조 유지 전망. 영업레버리지 효과로 연간 기준 20% 이상의 고수익성 예상
음식료 KT&G	담배 세금 인상 가능성 확대 대형 모멘텀, 원가 부담 개선에 따른 기저효과	이차전지 LG에너지솔루션	EV 수요 우려에도 불구하고, 이익 편더멘털 유효. 미국 BEV용 배터리 시장 지배력을 강화하며 양/질의 성장 시현 중	철강 LS	해저케이블 수주 확대 지속, 북미 증설로 인한 LS전선 기업가치 재평가
유통 BGF리테일	담배 세금 인상에 따른 편의점 채널 수혜 예상	인터넷/게임 펄어비스	7년만의 신작 <붉은 사막> 출시	방산 한화에어로스페이스	글로벌 안보 리스크 부각 지속되며 재래식 무기 수요 가속화 국면
화장품/의류 코스맥스	올리브영 인디 브랜드 추가, 국내 거래선 수출 확대, 글로벌 브랜드 아시아 물량 확장	미디어/엔터 하이브	2024년에는 위버스 멤버십 서비스 출시 예정. 24년 상반기 데뷔하는 글로벌 걸그룹에 대한 투자자들의 기대감이 고조될 전망	유릴리티 두산에너빌리티	총선 앞두고 원전 이벤트 풍부. 12월 전기본, 3월 체코 우협 선정 기대. 폴란드, 체코 외에 터키, 영국, 네덜란드 파이프라인 구체화
은행 KB금융	타행대비 높은 NIM 방어력, 다변화된 이익구조(3Q 당기순이익 누적 기준 비은행 37.4%) 등 고려 시 안정적 실적 개선세 지속 전망	통신 KT	주주친화적 배당정책 유지 전망. 연결 자회사 합산 영업이익 비중이 40%로 높은 편. 비통신 사업 성과에 따른 차별화 가능	건설 현대건설	2023년 해외 수주 목표 초과 달성. 연말 원전 수주 및 2024년 1분기 사우디 파이프라인 추가 기대
증권/보험 DB손해보험	보장성 보험상품 특성 기반 높은 수익성을 지니고 있음. 불확실성 대비 및 배당 증익 안정성을 담보할 자본여력도 충분	조선/기계 삼성중공업	2025년까지 수주 흐름 지속. 중국 조선소의 단납기 탱커 영업 슬롯 소진으로 인한 국내 조선소의 탱커 수주 가능성 상승	운송 현대글로비스	2023년 4분기부터 고운암의 자동차운반선 시황이 반영되며, 해운사업부 수익성 개선 제고

자료: 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

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 추천 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.