

Strategy Idea

본 자료의 원본은 2023년 10월 30일 발간된
[2024년 전망 시리즈 1 - 주식전략: 노이즈 캔슬링] 임



▲ 킷

Analyst 이정연

02. 6454-4895

jungyeon.lee@meritz.co.kr

[주식전략] “노이즈 캔슬링” – (3)

- ✓ 내년 코스피 시장 주요변수는 이익과 금리. 다만, 두 변수 모두 불확실성 잔존한 상황
- ✓ 반도체, 유틸업종 제외 코스피 이익성장 20%이상. 시클리컬 업종 장기 이익 성장률 개선
- ✓ 높은 금리 레벨에서 Growth, Quality 팩터 유효. 1) 노이즈 캔슬링 Growth, 2) 채권 디펜시브 'Quality' 전략 제시

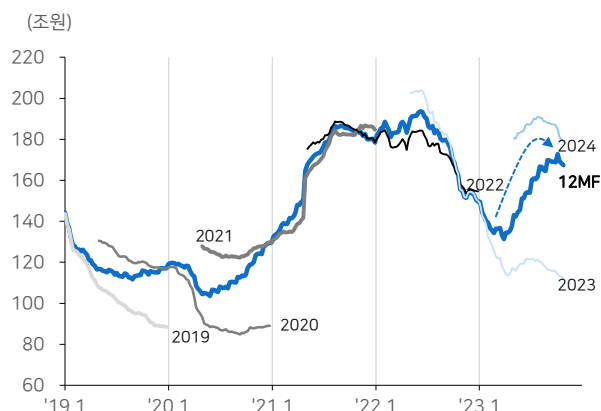
내년 코스피 시장 주요 변수는 '이익'과 '금리'

내년 코스피 시장 주요 변수는
'이익'과 '금리'

연초 2,250pt 에서 시작한 코스피는 8월 2,670pt까지 상승했으나 최근 상승분을 반납했다. 이러한 코스피 지수 변동성을 야기하는 주요 변수는 1) 이익, 2) 금리 (밸류에이션)이다. 이익의 경우 2024년 코스피 순이익 50% 이상 증가가 가능할 것인가에 대한 의구심 잔존하며 하반기 이후 2023년, 2024년 이익전망치 하향조정 진행되며 12MF 이익모멘텀 개선세 둔화되기도 했다.

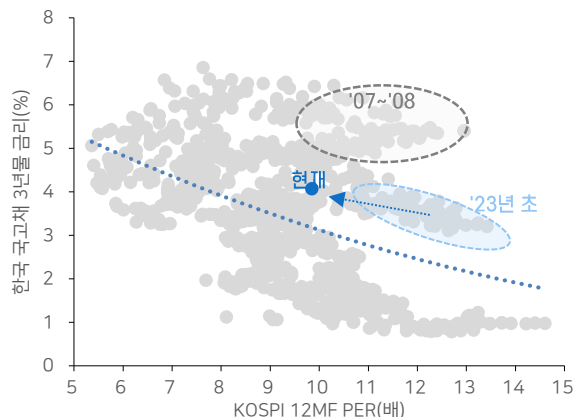
금리의 경우 고금리 환경에서 높은 밸류에이션을 받을 수 있을 것인가에 대한 부담이 있다. 연초 3%대 이상 시장금리 레벨에서 12MF PER은 11배 이상 형성되며 이상현상을 보였다. 최근에는 12MF PER이 10배 아래로 내려오며 과거 고금리 환경에서의 밸류에이션 레벨로 회귀했다. 따라서 이번 연간전망 자료에서는 시장 이익과 밸류에이션을 점검해보고 금리에 따른 스타일 전략을 제시하고자 한다.

그림1 코스피 전망치 추이_12MF 이익 상승모멘텀 둔화



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림2 금리 VS 12MF PER 점도표_과거 수준으로 회귀



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

2024년 코스피 순이익 190조원 컨센서스 형성. 불확실성은 잔존

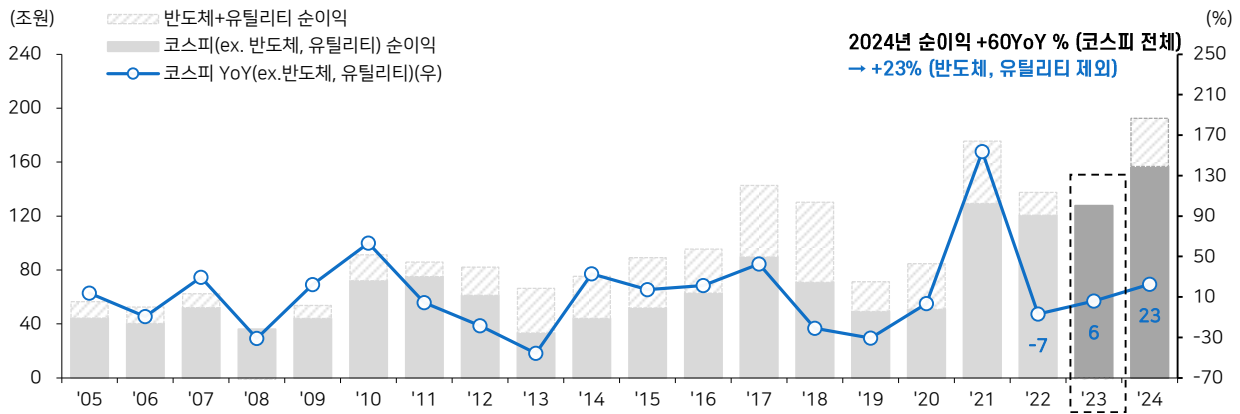
내년 60%이상 증익 예상되나
이익전망 하향조정 지속으로 불확
실성 잔존

내년 코스피 순이익은 190조원 이상으로 컨센서스가 형성되어 있다. 2023년 순이익 예상치인 120조원 대비 +60% 상승하는 수준이다. 다만, 여전히 190조원이라는 내년 이익 전망에 대한 불확실성이 지수에 반영되어 주가 상승탄력을 받지 못하고 있다. 연초 '24년 순이익 200조원 전망에서 연말 190조원으로 하향 조정되어왔기 때문이다. 조정폭은 크지 않다고 볼 수 있으나 하향 추세는 지속중이다.

반도체, 유틸리티 제외 +23%성장
시클리컬 업종 전반 이익 성장주도

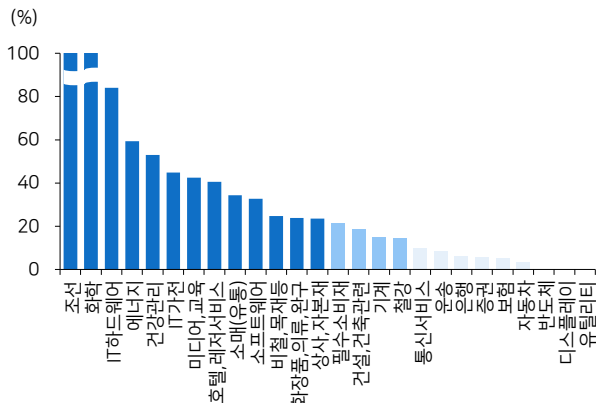
반도체, 유틸리티 업종 등 기저효과가 큰 업종을 제거하고 본 코스피 내년 이익성장은 +23%이다. 즉, 데이터 노이즈를 제거하고 본 코스피 이익성장 여력은 여전히 견고한 수준이다. 2024년 30조원 규모의 증익 중 화학(+4.9조원), IT가전(+2.7조원), 디스플레이(+2.4조원), 조선(+2.4조원), 헬스케어(+1.1조원) 업종이 이익 성장을 이끌 전망이다. 화학 업종 내 롯데케미칼, 효성화학 등 전통 화학종목의 이익 턴어라운드 기대되며 조선 업종은 슈퍼사이클 기대를 반영하며 HD한국조선해양, 한화오션, HD현대중공업, 현대미포조선 등이 이익 증가폭이 크다.

그림3 코스피(ex.반도체, 유틸리티) 순이익 및 YoY 추이



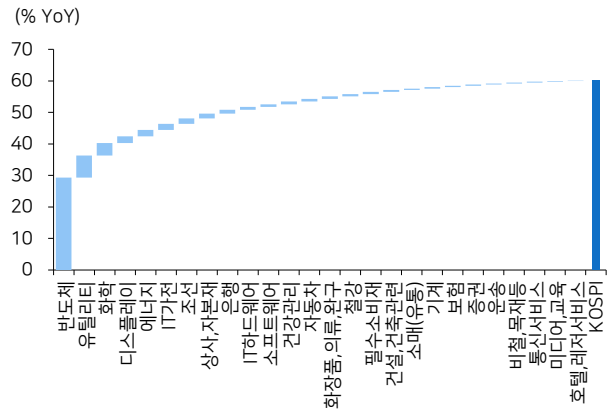
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림4 업종별 2024년 순이익 YoY



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림5 업종별 2024년 순이익 YoY 기여도



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

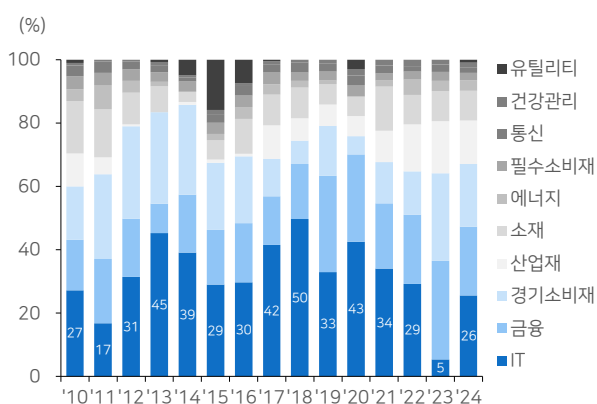
경기소비재, 산업재, 소재, 헬스케어 업종 장기 이익성장을 개선세 지속

산업재, 소재, 헬스케어 업종 장기 이익성장을 개선

경기소비재, 산업재, 소재 등 경기관련 업종의 이익이 시장 전체에서 차지하는 비중이 커지고 있다. 2024년 반도체 업황 회복에도 IT 업종의 비중은 과거대비 낮은 20%대 수준으로 전망된다. IT업종의 빈자리를 메울 업종은 경기소비재, 산업재, 소재 업종으로 이들 업종은 2010년대 중후반 대비 이익비중이 높아졌다.

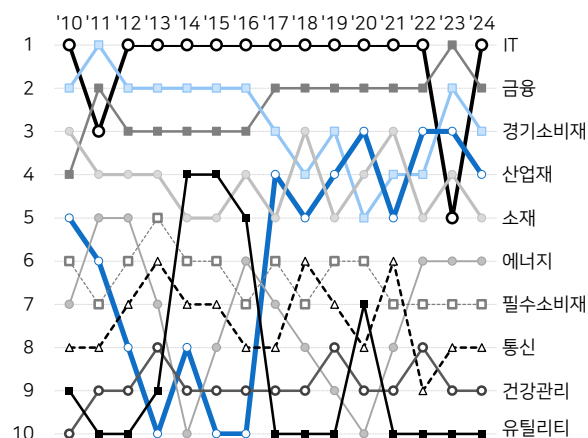
이들 업종의 이익 비중이 커진 것은 내년도의 단기적인 현상은 아니다. 장기 이익 성장(CAGR 5년) 추세로 보았을 때도 업종별 성장세 차이 나타난다. 경기소비재, 산업재, 소재 업종은 이익 성장과 동시에 성장률 레벨이 개선세를 보이고 있다. 반면, IT의 경우 이익 성장 나타나긴 하나 성장률은 과거와 비슷한 수준이다.

그림6 업종별 연간 순이익 비중



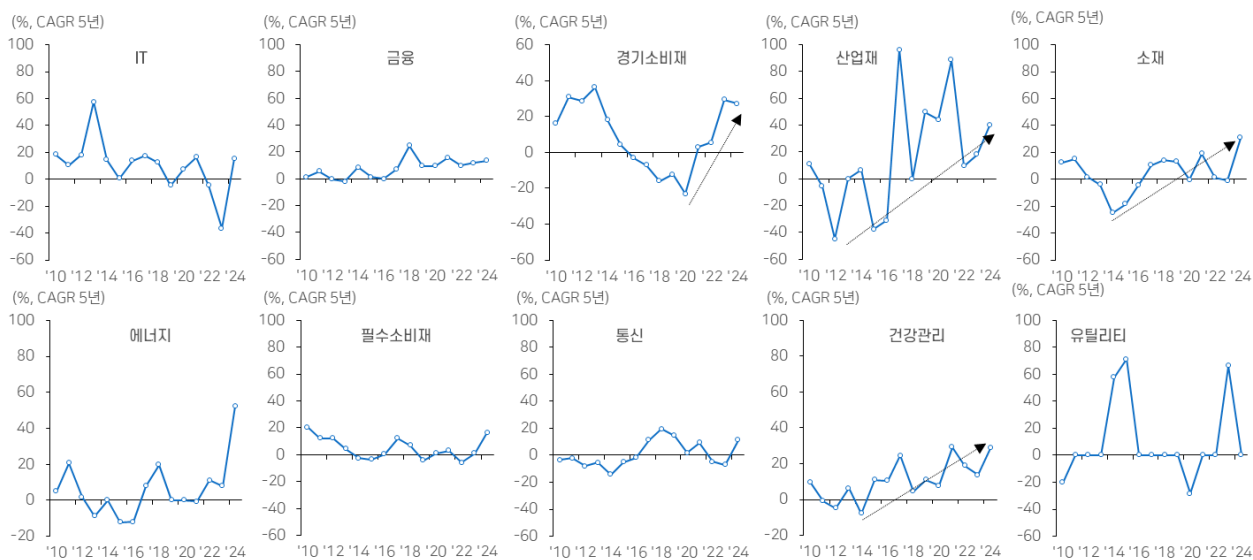
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림7 업종별 이익 순위 추이



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림8 업종별 이익 성장률 추이(CAGR 5년 기준)



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

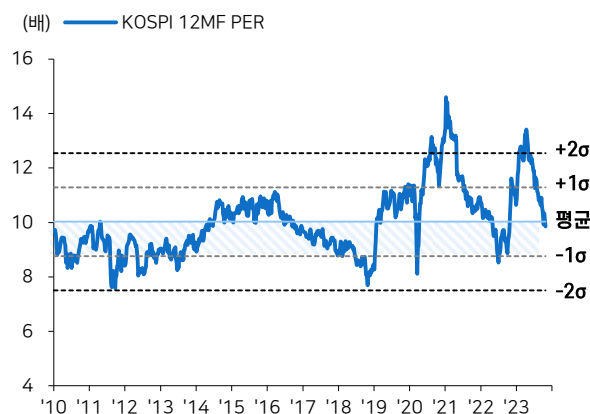
금리 급격한 하락 아닐 경우, PER 상승 가능성 낮음

금리 4% 이상 레벨,
12MF PER 10배 이상 상승여력↓

내년 밸류에이션 전망을 살펴보자. 현재 코스피 12MF PER은 10배를 밑도는 수준이다. 연중 반도체 업황회복 기대감과 하반기 주가 조정으로 과거 평균 수준까지 PER이 회귀했다. PBR의 경우도 -1표준편차 수준인 0.8배 수준이다. 코스피 5% 수준의 낮은 ROE에 PBR이 하락했다. PBR 0.7배 수준에서 지수 지지선 형성될 가능성 있으나, 낮은 수준의 밸류에이션이 지속될 가능성도 배제할 수 없다.

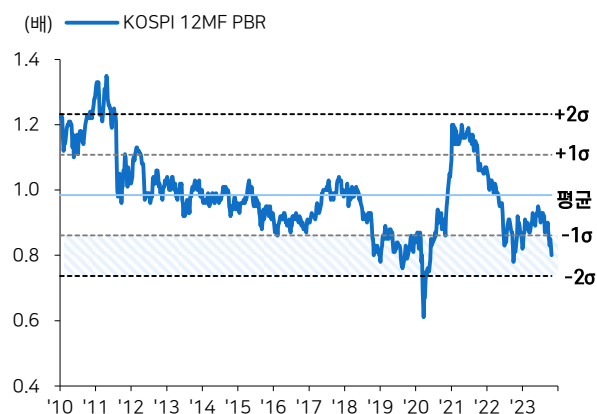
금리와 증시 밸류에이션의 명확한 음의 상관관계는 보이지 않으나 대체로 금리 상승 시기 PER은 하락한다. 연초에는 과거 패턴과 달리 한국채 3% 이상 금리 수준에서도 PER 13배까지 오르며 시장 이상현상을 보여왔다. 다만, 최근 금리가 채반 등하며 멀티플이 조정됐다. 과거에도 금융위기 직전을 제외하면 한국채 금리 3% 이상 시장국면에서 12MF PER이 10배 중순을 넘은 전례가 없다. 즉, 내년 고금리 환경 지속된다면 추가적인 멀티플 상승 여력은 낮다고 본다.

그림9 코스피 12MF PER



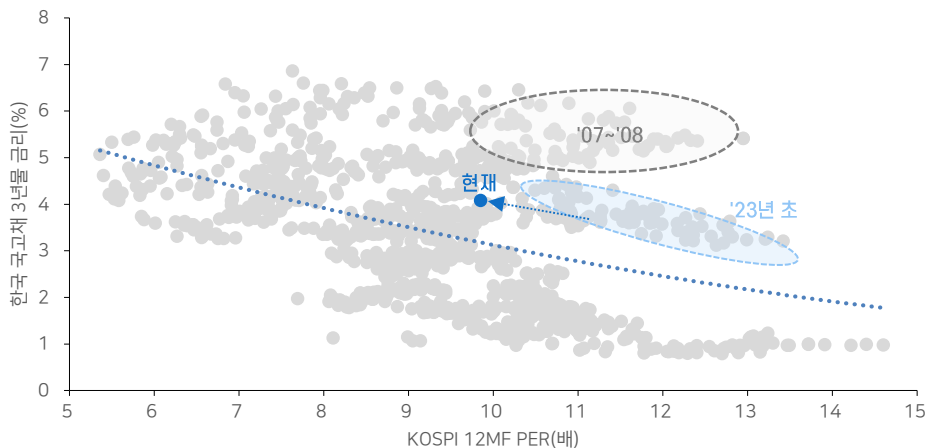
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림10 코스피 12MF PBR



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림11 금리 VS 12MF PER 점도표_과거 수준으로 회귀



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

스타일 전략

과거 연중 금리 100bp상승 5차례

올해 미국채 10년물 금리는 100bp 이상 상승하며 4% 이상이다. 2000년대 이후 미국채 금리 연중 100bp 이상 상승한 해는 총 5차례(2009, 2013, 2016, 2018, 2022)다. 이러한 채권 금리 상방 변동성 확대 국면에서는 매크로 변수, 특히 금리에 의한 증시 설명력 강해진다. 따라서 금리 급등을 경험한 해의 다음연도에 어떤 투자지표가 설명력이 강했는지 분석해 보았다.

금리 상승 이후 Growth, Quality 지표 성과 우수

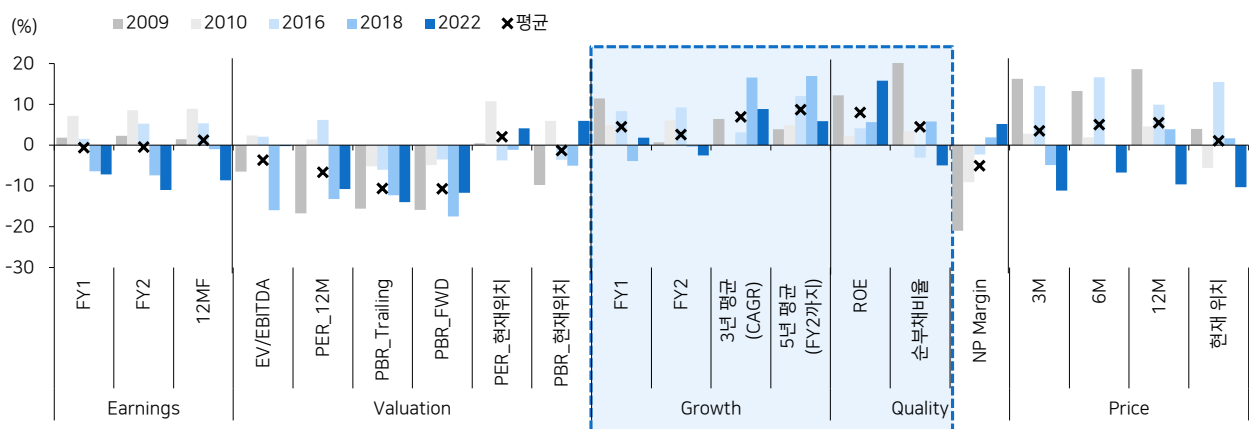
팩터 수익률(설명력)은 유니버스 내의 팩터별 상위 20% 종목 Long, 하위 20% 종목 Short 포트폴리오 수익률로 계산한다. 해당 국면에서 효과적인 종목 선정 지표가 무엇인지 판단하는 지표이다. 과거 금리 급등 다음연도에 설명력이 강했던 지표는 'Growth'와 'Quality'이다. 주식 기대수익률이 채권대비 상대매력이 부족한 상황에서 이익 성장이 보이거나 ROE, 순부채비율 등 안정성 지표가 우수한 종목의 성과가 개선됐다고 볼 수 있다. 특히, Quality 지표 내에서 ROE 상위 종목의 경우 금리급등 5차례 모든 국면에서 설명력을 가졌다.

그림12 단기간 금리 급등 연도_미국채 10년물 기준



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림13 금리급등 이후 년도 팩터별 설명력(L-S 수익률)



주1: S&P500 구성종목 내 각 지표별(연말기준) 상위 20% 종목, 하위 20% 종목에 대한 1년 수익률 기준으로 계산

주2: '현재위치'의 경우 (현재 - 과거 최저점)/(과거 최고점 - 과거 최저점)으로 계산. 즉 개별 종목별 지표의 과거 변동성을 고려한 고평가/저평가 상태를 계산한 것

자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

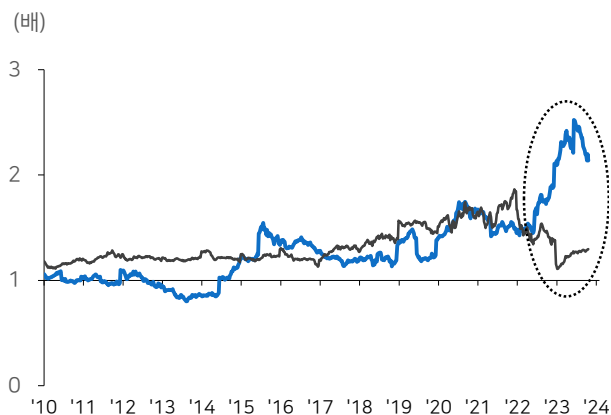
스타일 전략1: 노이즈 캔슬링 '성장주'

노이즈 캔슬링 성장주

: 이익성장 + 밸류, 가격 부담 ↓

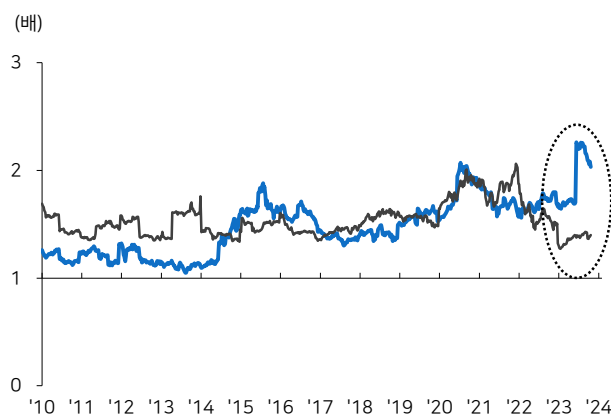
내년 큰 폭의 이익성장으로 성장주가 매력적일 수 있으나, 고금리 환경에서 가치주의 강세도 점쳐지는 상황이다. 다만, 올해들어 한국의 성장주는 미국과 달리 가치주 대비 상대성과 부진하다. 문제는 한국의 성장주가 과거와 비교해 보았을 때, 가치주 대비 높은 밸류에이션을 받고 있는 점이다. 과거 한국 성장주PER은 가치주 대비 1.2배 높았으나, 올해 2배이상 까지 높게 형성되어 있다. 성장주 PCR 역시 과거 가치주PCR 대비 1.4배 높았으나 현재 성장주 PCR은 가치주 대비 2배 높다. 따라서 내년 시장의 높은 이익성장률을 주도하는 종목 중 밸류에이션, 가격측면에서 저평가 상태 종목 선별해 보았다. 1) 영업이익 증가율 50% 이상, 2) PER or PBR 과거 평균 대비 낮은 수준, 3) 52주 최저가 대비 현재주가 30% 이내

그림14 성장/가치 PER 차이(배수)



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림15 성장/가치 PCR 차이(배수)



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

표1 노이즈 캔슬링 '성장주': 2024년 이익성장 주도주 + 밸류에이션, 가격 저가 상태

종목코드	종목명	업종	시총	주가	52주 괴리율		영업이익		증가율	PER_2018년 이후				PBR_2018년 이후 (배)			
					최저가	(%)	2023	2024		5%	95%	현재	레벨	5%	95%	현재	레벨
			(조원)	(원)	(원)		(십억원)		(%)	(배)	(배)	(배)		(배)	(배)	(배)	
A005930	삼성전자	반도체	401.8	67,300	55,300	21.7	6,963	32,993	373.8	22.8	6.8	18.8	74.8	1.9	1.1	1.3	21.6
A051910	LG화학	화학	31	438,500	426,000	2.9	2,934	5,414	84.5	35.4	13.3	11	-10.4	3.2	1.3	1.0	-14.9
A096770	SK이노베이션	에너지	12.5	124,300	124,300	0	1,916	3,603	88.1	78.8	-36.8	7.3	38.1	1.5	0.6	0.6	-3.4
A329180	HD현대중공업	조선	9.8	110,000	93,800	17.3	201	800	299.2	282	-46.9	19.1	20	2.2	1.5	1.7	26.1
A011170	롯데케미칼	화학	5.8	136,600	127,800	6.9	-56	742	흑전	15.2	5.2	15.8	106	0.9	0.4	0.4	-0.3
A036570	엔씨소프트	SW	5.1	230,500	212,500	8.5	161	307	90.9	20.5	13.3	18.6	73	4.7	1.7	1.4	-8.3
A361610	SKIET	IT가전	4.3	60,700	51,900	17	17	152	782.9	102	41.4	37.4	-6.5	8	1.8	1.8	1.2
A251270	넷마블	SW	3.3	38,000	37,200	2.2	-67	91	흑전	170	20.4	128	71.9	2.6	0.7	0.6	-6.5
A010620	현대미포조선	조선	2.9	72,200	63,700	13.3	-81	172	흑전	54.7	13.5	24.1	25.6	1.6	0.5	1.3	73.2
A011790	SKC	화학	2.8	73,000	68,500	6.6	-67	248	흑전	46.1	8.3	46.1	100	2.8	0.8	1.6	39.2
A064350	현대로템	기계	2.6	23,750	23,750	0	184	318	72.5	106	12.9	11.4	-1.6	2.1	1.1	1.4	27.2
A081660	힐라홀딩스	의류	2.1	35,000	32,550	7.5	333	526	58.1	17.2	6.6	8.3	16	3.3	0.9	1	1.7
A139480	이마트	유통	2	72,300	68,600	5.4	135	311	131.4	15.3	5.7	12.4	69.8	0.8	0.2	0.2	-1.5
A112610	씨에스윈드	에너지	2	47,100	47,100	0	153	266	73.9	35.3	9.2	11.2	7.6	4.4	1.2	1.8	16.4
A020150	LEM	HW	1.8	38,000	36,650	3.7	44	121	173.4	45.5	23.2	28.5	23.7	6.2	1.7	1.2	-10.4

주: 2023년 10월 27일 기준 // 자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

스타일 전략2: 채권 디펜시브 'Quality'

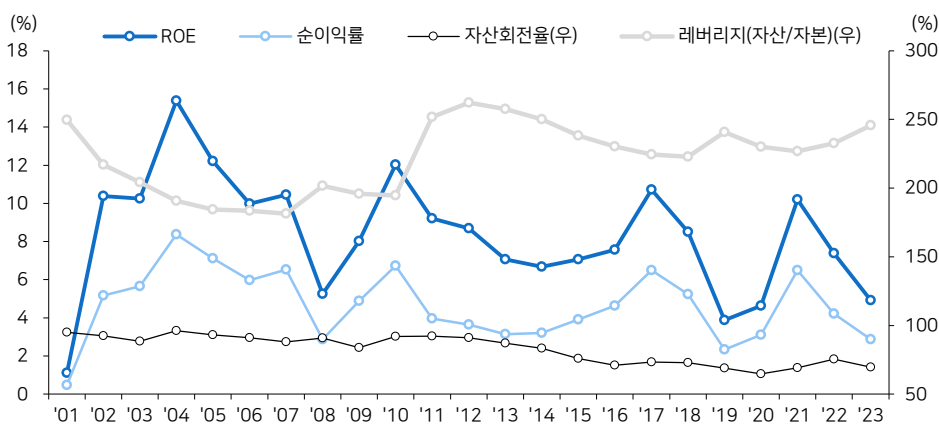
채권 디펜시브 'Quality'

: ROE 상위 + 주주환원(배당)

정책 개선

한국 증시의 2023년 ROE는 4.9%까지 하락하며 PBR 0.80배로 하락했다. ROE가 2008년 금융위기 수준까지 하락한 점은 레버리지 비율 상승에도 순이익률, 자산회전율이 구조적으로 하락한 것이 원인이다. 결국, 자본의 효율적 활용을 위해 적극적인 배당정책 또는 M&A, 신사업 투자 등의 재무정책이 요구되는 상황이다. 다만, 글로벌 경제 우려 속 이익 성장은 불확실하다. 또한 높은 수준의 금리로 주식 대신 채권이 매력적인 투자대안으로 부상했다. 이에 따라 Quality 종목 내 ROE 상위, 주주환원(배당) 정책 개선 종목을 선별할 필요가 있다. 1) ROE 8% 이상(코스피 상장종목 중간값 이상), 2) 최근 3년 DPS, 배당성향, 영업이익 증가, 3) 배당수익률 2% 이상

그림16 ROE 듀폰 분해: ROE 하락은 순이익률, 자산회전율 하락에 기인



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

표2 채권 디펜시브 'Quality': 고ROE + 배당수익률 기대

종목코드	종목명	업종	시총	주가	ROE	DPS			배당성향			영업이익			배당수익률
			(조원)	(원)	2023 (%)	2021 (원)	2022 (원)	2023 (원)	2021 (%)	2022 (%)	2023 (%)	2022 (조원)	2023 (조원)	증가율 (%)	2023 (%)
A105560	KB금융	은행	21.2	52,500	10.1	2,940	2,950	3,357	26	26.2	26.9	7.1	7.2	1.5	6.4
A028260	삼성물산	상사,자본재	19.2	103,600	8.1	4,200	2,300	2,675	42.4	18.4	21.8	2.9	3.1	5.9	2.6
A055550	신한지주	은행	18	35,000	9.1	1,960	2,065	2,175	26	23.5	24.4	6.4	6.7	4.9	6.2
A086790	하나금융지주	은행	12	41,200	9.8	3,100	3,350	3,514	25.6	27.5	28	5.2	5.3	2.9	8.5
A033780	KT&G	필수소비재	11.6	86,500	9.6	4,800	5,000	5,180	58.9	57.2	79.4	1.1	1.2	8.2	6
A017670	SK텔레콤	통신서비스	10.8	49,500	9.4	2,660	3,320	3,399	29.8	79.3	68.7	1.7	1.8	5.3	6.9
A018260	삼성SDS	소프트웨어	10.5	136,000	8.6	2,400	3,200	3,233	30.4	22.5	34	0.8	0.9	12	2.4
A316140	우리금융지주	은행	9.2	12,050	9.6	900	1,130	1,059	25.3	26.2	27.1	4	4.3	7	8.8
A024110	기업은행	은행	9.2	11,520	9.3	780	960	1,014	25.8	27.6	29	3.7	3.9	6.8	8.8
A086280	현대글로벌비스	운송	6.4	171,300	15.6	3,800	5,700	6,213	18.2	18	20.3	1.6	1.7	3.7	3.6
A032640	LG유플러스	통신서비스	4.4	10,100	8.5	550	650	681	33.4	42.1	42.1	1.1	1.1	4.4	6.7
A018880	한온시스템	자동차	3.8	7,140	11.6	360	360	369	62.3	940	73.2	0.4	0.5	27	5.2
A383220	F&F	화장품,의류	3.3	87,000	44.2	1,100	1,600	1,774	18.6	13.8	14.2	0.6	0.7	16.8	2
A021240	코웨이	화장품,의류	3.1	42,050	19.4	1,250	1,300	1,350	19.5	20.6	20.4	0.7	0.8	4.8	3.2
A035250	강원랜드	호텔,레저	3.1	14,480	8.7	0	350	857	0	61.4	60	0.3	0.3	12.5	5.9

주: 2023년 10월 27일 기준 // 자료: Fnguide, 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.