

# Morning Meeting Brief

## Global Strategy

[Global Market View / 24.2 월 지진부지퇴(知進不知退)] 미국 경기순환과 증시, 갈 길은 정해져 있다

- 美 35회차 경기순환 진행. 경기 확장 기간: 평균 85개월, 성과: (지수) 나스닥<다우>S&P500, (섹터) IT, 경기소비재, 금융, 헬스케어 순
- 현 경기 확장 45개월째 진행. 과거 46개월 이후~경기 확장 종료 시 성과. S&P500 기준 75.5%, IT 기준 166.5% 상승 여력
- 과거 미국 경기순환과 증시 흐름 감안 시, 향후 경기 확장 국면(~27.6월)에서 도래하는 증시 조정은 미국 위험자산을 모으는 기회로 활용

문남중, namjoong.moon@daishin.com

## Collaboration

밸류업 프로그램을 활용한 저평가주 투자 전략

- 일본 경제를 닮아가는 한국, 그 길에서 벗어나기 위한 밸류업 프로그램
- 한국 저평가의 근본적 이유 주주환원, 애플사의 사례로 저평가 해소 방향 제시
- Korea Premium 150 Index와 일본 사례로 수립한 한국 저평가주 투자전략 및 수혜 기업 제시

이경연, kyoungyeon.lee@daishin.com, 조재운, jaeun.jo@daishin.com, 김정윤, jungyeon.kim@daishin.com

## 일본 부동산

[月刊 일본 부동산] (2024.02) [Market Review] 2023년 강한 가격 상승세 보인 주택 시장 vs. 도심 오피스 임대시장에 찾아온 연말 훈풍

- 1/23일 BOJ 금융통화정책, 현행 완화적 통화정책 기조 유지 (단기금리 -0.1%, 장기금리 0%)
- 2023년 도쿄23구 신축 맨션 평균 공급가 첫 1억엔 돌파. 도쿄 수도권 기준 맨션 평균 체결가는 전년대비 7% 상승한 4,576만엔
- 2023년 12월 도쿄 도심5구 오피스 임대료 41개월 만에 상승(+0.1%, MoM). 공실률은 6.0%로 전월비 보합

나미선, misun.na@daishin.com

## 산업 및 종목 분석

[4Q23 Review] 제이에스코퍼레이션: 2024년이 더 기대되는 기업

- 4분기 달러 기준 매출 성장률 핸드백 +16%, 의류 +30%(yoy)
- 성과급 지급 시점 고려한 4분기 실질 영업이익 증가율 +36%(yoy)
- 실적 개선, 저평가 매력, 주주가치 제고 정책 등 3박자 갖춘 기업

유정현, Junghyun.yu@daishin.com

[4Q23 Review] 카카오: 4분기 실적, 2024년의 방향성

- 4Q23, 본업(광고/커머스) 실적 성장 + 비용 통제로 어닝 서프 기록
- 본업이 콘텐츠의 부진한 매출 상쇄, 특히 웹툰은 성장보다 수익화 집중 판단
- 2024년 역시 본업 성장, 비용 통제가 핵심. 실적 개선과 함께 추가 우상향 전망

이지은, Jeeun.lee@daishin.com

# Global Strategy

Global Strategist 문남중  
namjoong.moon@daishin.com

## 미국 경기순환과 증시, 갈 길은 정해져 있다

- 美 경기 확장 기간: 평균 85개월. 현(24.1월) 45개월째 경기 확장 진행
- 과거 46개월 이후~경기 확장 종료 시 성과: S&P500 기준 75.5%
- 향후 경기 확장 국면에서 도래하는 증시 조정은 미국 위험자산 모으는 기회

### 美 경기 확장 45개월째 진행. 과거 나스닥, IT, 경기소비재, 금융 주도 장세

2022년부터 미국 경제는 경기 침체가 불가피하다는 의견이 대다수였지만, 2024년 현재 발표되는 미국 경제지표는 오히려 연착륙 기대를 높이고 있다. 올해 디스인플레이션 속도가 완만해지더라도 노동시장의 수급 불균형 해소, 초과저축에 기반한 견고한 소비 지출, 금리 인하 사이클 시작에 따른 투자회복에 의거해 미국 경제는 연착륙 경로를 벗어나지 않을 것이다.

과거 미국 경기 순환의 특징을 살펴, 앞으로 도래할 미국 경기 순환과 증시 흐름을 고찰해 보자. NBER(전미경제연구소)에 의거한 미국 경기 확장은 2020년 5월 이후 2024년 1월 현재 45개월째 이어지고 있다. 1854년 이후 평균적인 미국 경기 확장 기간인 85개월(7년 1개월)을 팬데믹 이후 35번째 경기 확장 국면에 적용해 보면, 대략적으로 2027년 6월까지 미국 경기는 확장 국면에 놓이게 된다.

1980년 이후 미국의 경기순환은 총 5회 발생했으며, 평균적으로 S&P500, 나스닥, 다우지수는 각각 115.1%, 144.7%, 118.8% 상승했다. 나스닥 지수의 상승률이 두드러졌으며, 코스피지수도 120.8% 상승해 S&P500과 다우지수를 아웃퍼폼하는 특징을 나타냈다. 1990년 이후 총 3번의 미국 경기 확장 국면에서 S&P500 섹터 수익률은 IT(237.1%), 경기소비재(169.6%), 금융(163.4%), 헬스케어(144.6%), 산업재(141.9%), 에너지(111.9%) 섹터가 S&P500 전체 수익률(115.1%)을 아웃퍼폼했다. IT를 주축으로 경기소비재, 금융 섹터가 뒤에서 밀며, 성장주 주도 장세를 연출했다.

### 향후 美 경기 확장 국면(~27.6월)에서 IT, 헬스케어, 금융, 산업재, 경기소비재 부각. 경기 확장 국면에서 증시 조정은 미국 위험자산을 모으는 기회로 활용

현재 45개월째 진행중인 경기 확장 이후의 미국 증시와 섹터별 수익률을 예상하기 위해, 과거 경기 확장 국면 중 46개월 이후부터 경기 확장이 끝나는 시점까지의 미국 증시 수익률과 섹터별 수익률을 살펴보자.

1980년 이후 총 4번의 경기 확장 구간에서 S&P500, 나스닥, 다우지수 수익률은 각각 75.5%, 86.2%, 77.9% 였다. 앞으로 S&P500지수 기준, 미국 경기 확장 국면이 끝날때까지 향후 8,505p까지 상승할 여력이 존재한다. 섹터별로는 IT, 헬스케어, 금융, 산업재, 경기소비재가 S&P500 전체 수익률을 아웃퍼폼할 가능성이 크며, IT 섹터 기준 향후 미국 경기 확장 국면이 끝날때까지 166.5% 상승 여력이 남아 있다.

연초 이후 미국 증시가 가파른 랠리를 연출하면서 경계심이 고조되고, 1월 CPI 결과 를연준의 금리 인하 시점 후퇴로 인식하며 [주가 하락+금리 상승+달러 강세] 조합이 재부각되고 있다. 이를 두고 설왕설래는 있을 수 있지만, 과거 미국 경기순환과 증시 흐름을 감안하면 미국 증시의 갈 길은 정해져 있다. 2월 하반기 증시 조정이 찾아온다면, 건전한 조정으로 미국 위험자산을 모으는 기회로 삼아야 할 것이다.

## 밸류업 프로그램을 활용한 저평가주 투자 전략

- 일본 경제를 닮아가는 한국, 그 길에서 벗어나기 위한 밸류업
- 한국 저평가의 핵심 주주환원
- 밸류업 프로그램 핵심지수와 저평가주 투자전략 및 수혜 종목 제시

### 일본 경제를 닮아가는 한국, 그 길에서 벗어나기 위한 밸류업

과거 경제대국이었던 일본이 활력을 잃어가는 경로에서 보인 사회·경제적 문제는 한국과 매우 유사하다. 임금과 가계소득이 정체되고, 소비가 둔화되는 가운데 저출산·고령화로 활력까지 잃어버린 시간이 지속되었다.

잃어버린 10년이 30년에 이르자 일본 정부는 긴급 대책으로 새로운 자본주의 정책을 발표했다. 그리고 후속조치로 상장시장 재편과 기업 거버넌스 개혁을 단행했다. 그리고 한국 또한 밸류업 프로그램을 발표했다. 이후 코스피가 상승하면서 마치 밸류업 프로그램이 증시 활성화 정책처럼 평가되기도 한다.

그러나 일본의 긴급 대책이 증시 활성화에 초점을 둔 것이 아니라 구조적 사회경제 문제를 해결하기 위한 정책이라는 점을 기억할 필요가 있다. 이러한 측면에서 기업 거버넌스 개선, 주주환원 확대를 통해 가계의 자산 축적이 현실화 된다면 이후에도 지속가능한 투자(Sustainable investment) 전략이 될 것으로 판단한다.

### 한국 저평가의 근본적 이유, 주주환원

주주환원 측면에서 한국 증시는 선진국에 비해 부진한 모습을 보여주며 코리아 디스카운트의 원인으로 작용하고 있다. 미국 애플사의 사례를 통해 한국 증시가 밸류에이션 정상화를 위해 나아가야 할 방향을 1) 주주환원, 2) 자본감소, 3) 주식소각으로 제시한다.

일본은 기업의 주주환원정책 확대 유인으로 핵심지수(JPX Prime 150 Index)를 활용했는데 핵심지수로의 포함은 기업 가치 창출 능력과 주주환원 의지에 대한 증거이기 때문이다. 한국도 핵심지수를 만들 예정이며 일본 사례를 벤치마크 할 것으로 전망한다. 따라서 KOSPI종목에 일본의 핵심지수 방법론을 차용한 Korea Premium 150 Index와 구성 종목을 제시한다.

### 일본 사례로 수립한 한국 저평가주 투자전략

'22-'23년 일본 증시 내 저평가주들이 수익률 상위권을 달성할 수 있었던 원인에는 일본판 밸류업 프로그램이 있었다. 한국의 기업 밸류업 프로그램이 작동하면 일본과 유사하거나 그 이상의 효과를 볼 수 있다고 판단한다.

일본 사례를 분석하여 기업 밸류업 프로그램을 통한 한국 저평가주 투자전략 두 가지를 제시한다. 첫째는 주주가치제고 전략으로 기업가치 상승을 위해 적극적 주주가치제고 정책을 펼칠 것으로 예상되는 20개 기업을 선정했다.

둘째는 Name and Shame 전략으로 밸류업 프로그램의 핵심지수에 들기 위해 적극적 기업가치제고 노력이 예상되는 기업을 6가지 기준으로 선별했다.

# 일본 부동산

나미션 misun.na@daishin.com

## [Market Review]

### 2023년 강한 가격 상승세 보인 주택 시장 vs. 도심 오피스 임대시장에 찾아온 연말 훈풍

#### [경제]:

- 일본경제연구센터(JCER), 11월 일본 실질 GDP, 전월비 -1.4% 감소 (연율 558조 5,694억엔)
- GDP 감소는 전월 서비스 수출 대폭 증가에 따른 역가져. 민간 소비는 소폭 증가
- 민간 기업설비투자(-0.7%, MoM), 민간 최종소비지출(+0.2%, MoM)
- 정부 소비지출(+0.2%, MoM), 수출(-9.1%, MoM), 수입(-3.2%, MoM)

#### [통화정책과 유동성]:

- 1/23일 BOJ 금융통화정책, 현행 완화적 통화정책 기조 유지 (단기금리 -0.1%, 장기금리 0%). BOJ 우에다 총재는 2%라는 인플레이션(물가상승) 목표에 대한 달성 가능성이 점차 커지고 있다고 발언
- 12월 M3 평균 잔고 전월대비 +0.1%, 전년대비 +1.7% 증가. 통화량 증가폭은 둔화세

#### [부동산 업황]:

- 2023년 부동산기업 도산건수 및 부채규모, 장기금리와 물가상승 영향으로 각각 전년대비 +25%, +63% 증가

#### [토지 시장]:

- 2023년 수도권 토지 거래량, 전년대비 -3%, 평균 거래가 전년대비 +3.2%

#### [주택 시장]:

- 2023년 신규 주택착공호수 82만호(전년대비 -4.6%), 3년 만에 착공 감소
- 2023년 수도권 신축 맨션 공급량, 전년대비 -9% 감소한 26,890호. 평균 공급가는 8,101만엔으로 전년대비 +28.8% 상승 (도쿄23구: 11,483만엔, 전년대비 +39.4%)
- 2023 수도권 기존 맨션 거래량, 전년대비 +1.5% 증가한 36,230건. 평균 거래가는 4,576만엔으로 전년대비 +7% 상승 (도쿄 23구: 4,983만엔, 전년대비 +4.5%)

#### [오피스 시장]:

- 23년 4분기 도쿄 도심5구 오피스 거래량 및 거래규모 모두 대폭 감소 (거래건수 19건 전년대비 -66%, 거래규모 약 603억엔 전년대비 -91%)
- 12월 도쿄 도심5구 오피스 평균 공실률 6.0%(전월비 보합). 평당 임대료는 전월비 +0.1% 상승한 19,748엔. 도심 평균 임대료는 약 3년반 만에 상승. 단 전년대비 기준으로는 -1.6%

제이에스  
코퍼레이션  
(194370)

유정현 junghyun.yu@daishin.com  
정한솔 hansol.jung@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

30,000

상향

현재주가

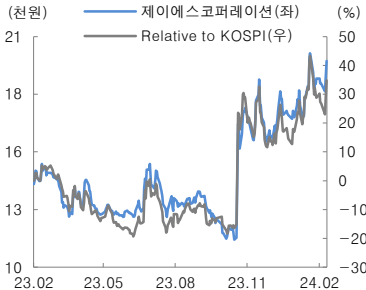
(24.02.15)

19,830

섬유·의복업종

KOSPI	26138
시가총액	264십억원
시가총액비중	0.01%
자본금(보통주)	2십억원
52주 최고/최저	20,200원 / 11,310원
120일 평균거래대금	17억원
외국인지분율	1.25%
주요주주	홍재성 외 5 인 60.69% 에셋플러스자산운용 5.00%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	15.2	19.7	51.7	39.3
상대수익률	11.4	13.9	49.2	29.4



2024년이 더 기대되는 기업

- 4분기 달러 기준 매출 성장률 핸드백 +16%, 의류 +30%(yoy)
- 성과급 지급 시점 고려한 4분기 실질 영업이익 증가율 +36%(yoy)
- 실적 개선, 저평가 매력, 주주가치 제고 정책 등 3박자 갖춘 기업

투자의견 BUY를 유지하며 목표주가를 30,000원으로 7% 상향

투자의견 BUY를 유지하며 목표주가를 30,000원(전환 가능 주식수 희석 EPS기준 P/E 6배)로 7% 상향. 목표주가 상향은 2024년 실적 상향 조정에 기인

동사의 valuation은 지난 해 하반기 이후 지속적인 주가 상승에도 불구하고 2024년 기준 P/E가 4배 수준(희석 EPS 기준)에 불과한 저평가 상태. 이는 주가 상승 속도 보다 실적이 더 빠르게 상향 조정되고 있기 때문

2024년 1분기에도 핸드백 및 의류 부문 수주 증가 이어질 것으로 전망. 특히 고마진 사업인 핸드백 부문의 매출이 40% 이상 대폭 증가할 것으로 보여 손익 전망 매우 긍정적. 동사는 배당을 통한 주주가치 제고에도 적극적인 기업. 2022년 배당은 주당 850원(중간 배당 350원 + 기말 배당 500원)을 실시했는데 2023년 이익 증가로 배당 증액 가능성도 높다고 판단. 실적 호전과 저렴한 valuation, 그리고 주주가치 제고 정책 3박자로 양호한 주가 흐름 지속 전망

4Q23 Review: 수주 회복과 생산성 개선으로 호실적 기록

4분기 매출액과 영업이익은 각각 2,194억원(+20%, yoy), 231억원(+25%, yoy)기록. 전년도 4분기 낮은 기저에 고객사 re-stocking 효과로 양호한 매출 성장 예상. 달러 기준으로 핸드백 +16%, 의류 +30%(yoy) 성장

전년동기대비 환율 하락(yoy -2.7%)의 불리한 여건에도 불구하고 매출 회복과 기초적인 생산 효율 개선 효과로 4분기 영업이익률도 yoy +40bps 개선된 10.5% 기록. 특히 핸드백 OPM이 18%를 기록하며 분기 사상 최고치 기록(의류 OPM 6.5%). 4분기 영업이익에는 2023년 성과급 지급(약 20억원 추정)으로 이 효과를 제거한 4분기 실질 영업이익률은 11.4%(yoy +130bps), 영업이익 실질 증가율은 36%에 달함. 수주 회복, 효율 개선 맞물리며 수익성 개선 정착

(단위: 십억원 %)

구분	4Q22	3Q23	4Q23					1Q24		
			직전추정	집중치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	182	268	215	219	20.5	-18.3	215	202	20.9	-7.7
영업이익	18	32	23	23	25.3	-28.6	23	18	105.4	-20.9
순이익	5	27	19	23	338.9	-16.0	19	15	163.6	-35.6

자료: 제이에스코퍼레이션 FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	987	975	863	971	1,021
영업이익	61	81	84	97	102
세전순이익	60	84	84	98	104
총당순이익	48	65	67	78	83
지배자분순이익	48	65	67	78	83
EPS	3,619	4,844	4,995	5,856	6,214
PER	5.9	2.8	3.5	2.9	2.8
BPS	15,129	19,149	25,186	32,103	39,384
PBR	1.4	0.7	0.8	0.6	0.5
ROE	27.4	28.3	22.5	20.4	17.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배자분 기준으로 산출. 자료: 제이에스코퍼레이션 대신증권 Research Center

카카오  
(035720)

이지은

jeeun.lee@daihin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

71,000

유지

현재주가

(24.02.15)

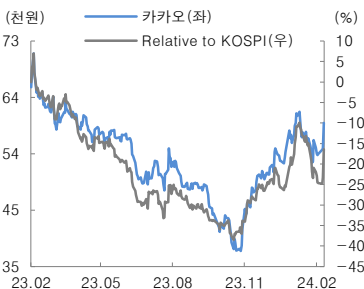
59,200

인터넷업종

ESG평가 등급 S A+ A B+ B C D

KOSPI	26138
시가총액	26,344십억원
시가총액비중	1.37%
자본금(보통주)	44십억원
52주 최고/최저	64,200원 / 37,600원
120일 평균거래대금	854억원
외국인지분율	26.92%
주요주주	감범수 외 92 인 24.14% MAXIMO PTE 6.29%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.1	22.6	16.8	-6.9
상대수익률	-6.4	16.6	14.8	-13.5



## 4분기 실적, 2024년의 방향성

- 4Q23. 본업(광고/커머스) 실적 성장 + 비용 통제로 어닝 서프 기록
- 본업이 콘텐츠의 부진한 매출 상쇄. 특히 웹툰은 성장보다 수익화 집중 판단
- 2024년 역시 본업 성장, 비용 통제가 핵심. 실적 개선과 함께 주가 우상향 전망

### 투자의견 매수, 목표주가 71,000원 유지

목표주가는 SOTP 방식으로 산출. 카카오의 본사 사업가치는 11.4조원으로 산출. 주요 자회사(게임즈, 벅크, 페이 등) 지분가치는 현재 시장가를 반영하여 총 자회사 지분가치 20.3조원으로 산출. 참고) SOTP로 산출한 기업가치는 2024년 EPS 대비 PER 60배 수준

### 4Q, 본업 성장 + 비용 통제. 2024년의 방향성

4Q23 매출액 2조 1,711억원(YoY 22.4%, QoQ 0.5%), 영업이익 1,892억원(YoY 109%, QoQ 42%) 기록. 컨센서스 매출 부합, 영업이익은 컨센서스 28% 상회. 광고/커머스의 성수기 효과 및 인건비 등 비용 통제가 어닝 서프 요인

4분기 본업 특비즈 매출은 5,815억원(YoY 14%) 기록. 광고, 커머스 매출은 성수기 영향으로 각각 3,050억원(YoY 8%), 2,770억원(YoY 16%)으로 기록. 반면, 페이지, 미디어 매출 YoY 역성장 기록하면서 콘텐츠 매출이 예상대비 부진했는데 본업(광고/커머스)의 매출 성장이 이를 상쇄. 전반적으로 카카오의 매출 성장은 본업을 포함한 플랫폼 사업이, 웹툰, 미디어를 포함한 엔터테인먼트는 향후 트래픽/매출 성장 도모보다는 마케팅비 효율화 방향으로 실적 기여할 것으로 판단. 인건비 4,771억원(QoQ 2%) 기록. 그동안 매출 연동비에 반영되던 SM의 지급 수수료가 인건비 반영으로 변경된 것을 감안하면 인건비 역시 타이트한 비용 통제 기조 유지 중인 것으로 판단

4분기 실적(본업 실적 성장 + 비용 통제)이 2024년 실적의 방향으로 판단. 광고 업황 회복은 기존 예상대비 더디나 개선 방향 유효. 특히 1H23 낮은 기저효과와 함께 커머스 거래액 상승에 따른 광고 증가 선순환 효과 기대. 2024년 광고 매출 YoY 11% 성장 예상(vs. 2023E 6%). 이외 자회사 구조조정 및 비용통제 기조 유지. 2024년 OPM 7.9% 추정(vs. 2023년 OPM 6.3%). 실적 개선과 함께 주가 우상향 전망

(단위: 십억원 %)

구분	4Q22	3Q23	4Q23				1Q24			
			작전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,774	2,154	2,244	2,171	22.4	0.5	2,215	2,128	22.3	-2.0
영업이익	100	133	162	189	109	42.4	152	141	97.6	-25.7
순이익	-124	-664	13	613	흑전	흑전	83	-108	작전	작전

자료: 카카오, FnGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	6,137	7,107	8,106	9,138	9,851
영업이익	595	580	504	723	866
세전순이익	2,294	1,304	-1,398	653	793
총당기순이익	1,646	1,063	-1,515	489	595
지배지분순이익	1,392	1,353	-667	465	565
EPS	3,132	3,037	-1,500	1,047	1,272
PER	35.9	17.5	NA	56.5	46.5
BPS	22,465	22,442	20,933	21,946	23,160
PBR	5.0	2.4	2.8	2.7	2.6
ROE	17.1	13.5	-6.9	4.9	5.6

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 카카오, 대신증권 Research Center

▶ Compliance Notice

- ✓ 본 자료에 수록된 내용은 당 Research Center가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- ✓ 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 위 애널리스트는 재산적 이해관계가 없습니다.
- ✓ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하였습니다.
- ✓ 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.