

|리서치센터 투자전략팀| 2024년 2월 29일

3월 월간 전망 : 균형의 미

투자전략/시황 한지영
hedge0301@kiwoom.com

시황 김지현
jeehyun12@kiwoom.com

퀀트 최재원
cjlw5056@kiwoom.com

퀀트/ESG 이성훈
shl076@kiwoom.com

키움증권 



Summary

I. 전략: 균형의 미

- 2월 주가 회복력은 우수한 편이었지만, 연이은 신고가 행진을 했던 미국과 일본 증시와 달리 2,700pt선에서 저항을 받았던 상황. 그럼에도 지수 하단 레벨이 이전에 비해 높아진 만큼, 3월에는 2,700pt 선 돌파 가능성은 높을 것.
- 문제는 안착 후 추가적인 지수 레벨업을 할 수 있는 지 여부로, 엔비디아 실적 이벤트 종료, 2월 CPI 및 3월 FOMC를 둘러싼 불확실성 점증 등으로 주식시장은 3월 말까지 방향성 재탐색 구간에 돌입할 전망
- 연준의 상반기 정책 전환 전망, 양호한 주요국 경기 모멘텀, IT 중심의 견고한 실적 전망 등을 감안 시 지수 하방 경직성도 높기에, 매크로 불확실성 증폭 구간에서도 증시 밖으로 자금 이탈이 일어나기 보다는 증시 내 순환매 장세 예상
- 금리 변동성도 높은 구간이 출현하겠지만, 최근 저 PBR 중심의 상승장에서 소외됐던 IT, 바이오, 중소형주 중심으로 순환매 대응이 필요. 저 PBR 테마는 3월 중 주총 시즌, 4월 총선, 6월 기업 밸류업 프로그램 가이드라인 확정안 등 지속적인 재료들이 대기하고 있는 만큼, 이들 업종에 대한 비중도 중립 이상이 적절(3월 코스피 예상 레인지 2,520~2,740pt)

II-(1). 퀀트 Top Down: 밸류에이션 완화 종목에서 기회 모색

- 4Q 어닝시즌의 후반부에 다다르고 있는 가운데, 국내 기업들의 실적 전망은 재차 하향 압력이 우위를 보이며 올해 영업이익 성장률 전망은 50% 수준을 하회한 49.2%로 전망. 특히 2차전지 업종을 비롯해 반도체 업종의 눈높이 조정의 영향이 컸음.
- 한편, 이익모멘텀은 제한된 상황에서 밸류업 프로그램에 대한 관심이 집중된 영향으로 가치 스타일을 중심으로 멀티플 확대가 연출된 결과 증시의 밸류에이션 부담 고조. 또한, AI 트렌드로 관련주의 주가는 동반 상승했지만, 글로벌 기업들과 비교해 실적 개선 탄력이 제한되는 모습 등은 3월 증시의 속도 조절에 따른 로테이션 발생 가능성을 높이는 배경
- 증시 전반에 가중된 밸류에이션 부담 그리고 부진한 실적 모멘텀 환경에서 주가수익배율로 살펴본 밸류 부담이 상대적으로 완화된 건강관리, 소프트웨어, IT, 필수소비재 등의 업종에서 기회를 모색할 수 있을 것으로 판단



II-(2). 퀀트 Bottom-Up: 가치와 성장, 양쪽에서의 선별적 대응 필요

- 밸류업 테마가 지배한 2월 중순 이후 가치주 대비 성장주의 반등세가 연출. 다만, 밸류업 관련 주요 뉴스플로우가 단기 소강상태에 빠질지라도 4월 총선을 앞두고 있다는 점을 감안시, 3월에는 가치주와 성장주의 순환매 장세에 무게
- 따라서, 3월에는 가치주와 성장주 양쪽에서의 선별적 대응이 유리한 구간. 성장 측면에서는 밸류업이 부각된 이후 그간 소외되었던 종목 중심으로 자금 유입 시도가 예상되는 부분. 특히, 장기적으로 상승 추세를 이어갔지만 저 PBR 테마의 급등으로 수급이 일시적으로 이탈한 성장주는 반등을 시도할 수 있을 것으로 판단. 이에 따라, 성장주 내에서 가격모멘텀을 보유하고있지만 밸류업 프로그램 발표 이전까지 외국인&기관의 수급이 이탈했던 종목에 관심을 가져야할 필요
- 한편, 가치 측면에서는 밸류업 프로젝트의 핵심을 이해해야 할 필요. 정책의 방향성이 자율성을 강조하는 만큼 안정적인 기업 지배구조가 확립된 기업들이 주주환원 확대 유인이 있을 것. 이와 더불어, 주요 밸류업 관련 종목들이 2월 말 배당기준일로 변경한점도 저가 매수의 기회로 활용 가능. 이에 따라, 주주환원 확대 여력이 있는 종목들 한에서 관련 종목들을 압축 대응하는 것이 유리

III. 시황: 밸류업 프로그램 공백기 순환매 대응

- 밸류업 1차 세미나 이후, 정부 표창, 지수 편입 등 정책 수혜 대상이 향후 기업가치 제고가 기대되는 기업, 즉 저PBR 장세 소외주로 확대될 여지 확대. 26일 이후 외국인 순매수 상위 한화에어로스페이스, 삼성전자, 셀트리온, 한미반도체로 성격 변화 감지
- 5월 2차 세미나 이전까지는 정책 모멘텀 부재. 단기적으로 3월에는 저PBR 장세에서 소외되었던 중소형주 간 순환매 예상 (ROE 양호하나 연초 이후 수익률이 낮은 업종: 건강관리, 반도체, IT하드웨어)
- AACR 초록 발표 계절성, 지수의 방향성 부재 시 수급 이벤트 영향력 확대 (바이오) -> 미 대선 3/5 슈퍼화요일 전후 트럼프 사법리스크 대두+ 대선을 앞두고 미뤄졌던 CHIPS 보조금 지급 본격화 (반도체 장비) -> FOMC 이후 방어주로 대응, 트럼프 vs 바이든 재대결 구도 현실화 및 에너지 공약 재부각, 3월 이후 제 11차 전력수급계획 발표 기대감 유입 (에너지, 원전)



Summary

I. 전략: 균형의 미

II. 퀀트 (1) Top-down: 밸류에이션 완화 종목에서 기회 모색

(2) Bottom-up: 가치와 성장, 양쪽에서의 선별적 대응 필요

III. 시황: 밸류업 프로그램 공백기 순환매 대응

Compliance Notice

- 당사는 02월 28일 현재 보고서에 언급된 종목들 중 '우리금융지주(316140)의 발행주식'을 1% 이상 보유하고 있으며, 그 밖에 언급된 종목들의 발행주식은 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

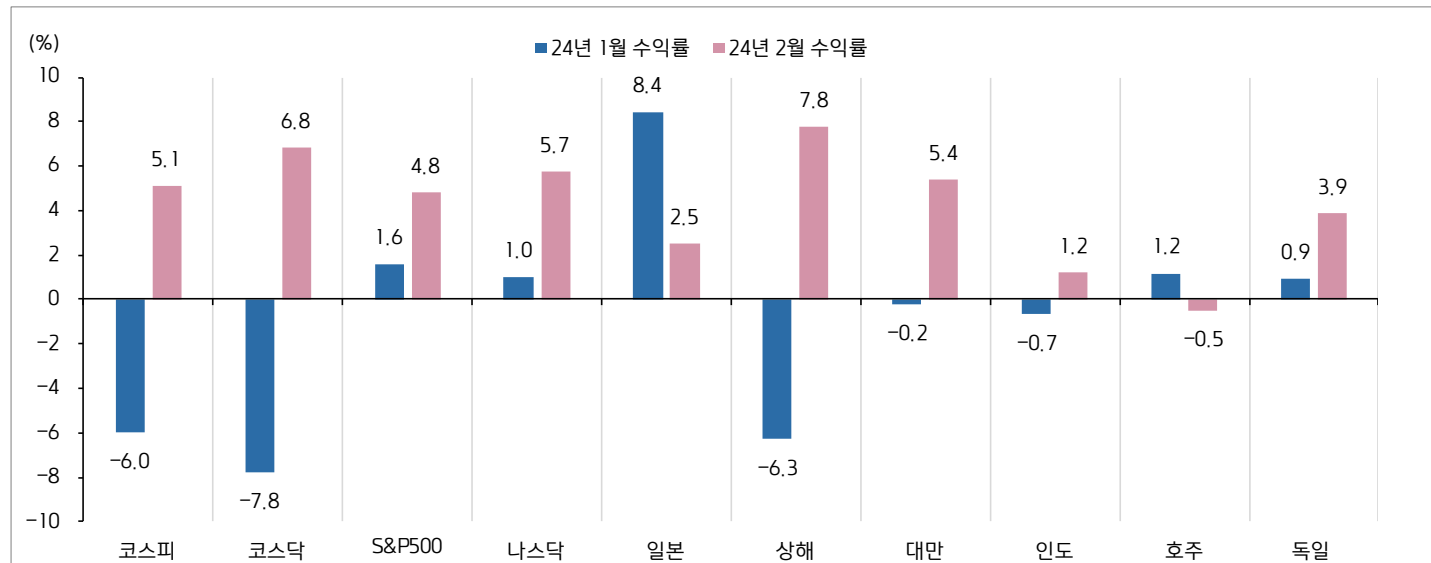


01.

빠른 주가 회복력을 보였던 2월 주요국 증시

- ▶ 1월 중 4분기 실적시즌 불안, 미국 금리 급반등, 원/달러 환율 상승 등 대내외 불안 요인으로 취약한 흐름을 보였던 주요국 증시는 2월 들어 빠른 주가 회복력을 보인 상황
- ▶ 1월 CPI, PPI 등 잇따른 인플레이션 쇼크, 단기적인 주가 과열신호 등장과 같은 부담 요인들이 2월에 증시에 수시로 주입됐으나, AI 및 정부 정책 모멘텀에 힘입어 강세를 시현한 모습

주요국 증시의 1~2월 수익률 비교

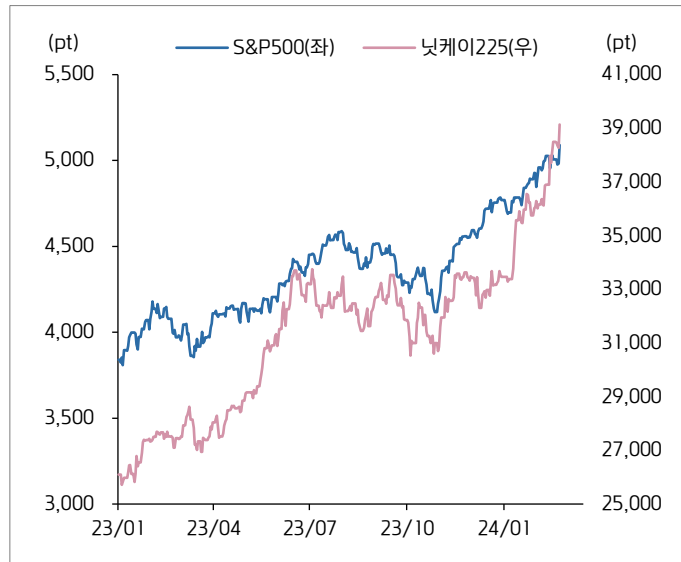


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터, 주: 2월 27일 종가 기준

02. 다만, 국내 증시는 2,700pt선에서 저항을 받고 있는 모습

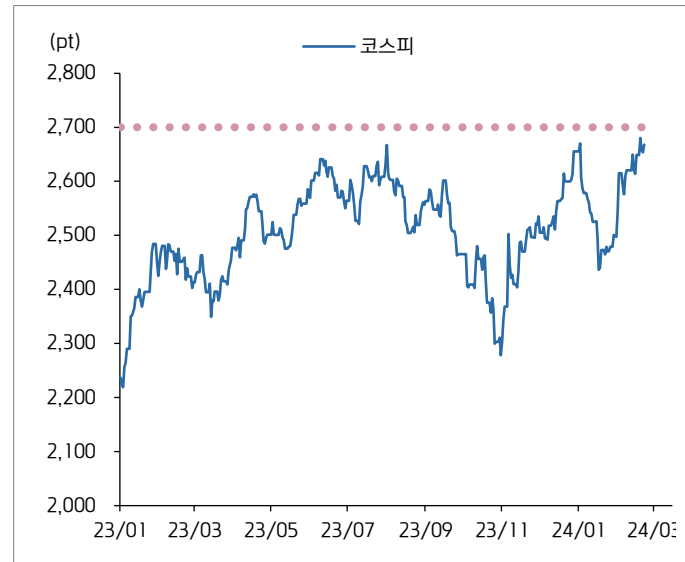
- ▶ 이처럼 전반적인 2월 증시 분위기는 중립 이상으로 조성된 가운데, S&P500과 나스닥은 상징적인 주가 레벨을 돌파했으며, 주요 외사 IB들은 잇따라 이들 증시의 목표주가를 상향하고 있는 모습
- ▶ 코스피도 2월 주가 회복력은 여타 증시에 비해 우수한 편이었지만, 연이은 신고가 행진을 했던 미국과 일본 증시와 달리 2,700pt선에서 저항을 받고 있다는 점은 국내 투자자들로 하여금 아쉬움을 남긴 부분
- ▶ 물론 지수 하단 레벨이 높아질수록 잠재적으로 도달할 수 있는 고점의 레벨도 높아지는 편이므로, 3월에는 2,700pt 선 돌파 가능성 존재. 다만, 2,700pt 안착 후 추가적인 지수 레벨업을 꾀하기에는 변수들이 잠복해 있는 상황

상징적인 레벨의 신고가를 기록한 미국과 일본



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

코스피는 2,700pt에서 저항 받는 중

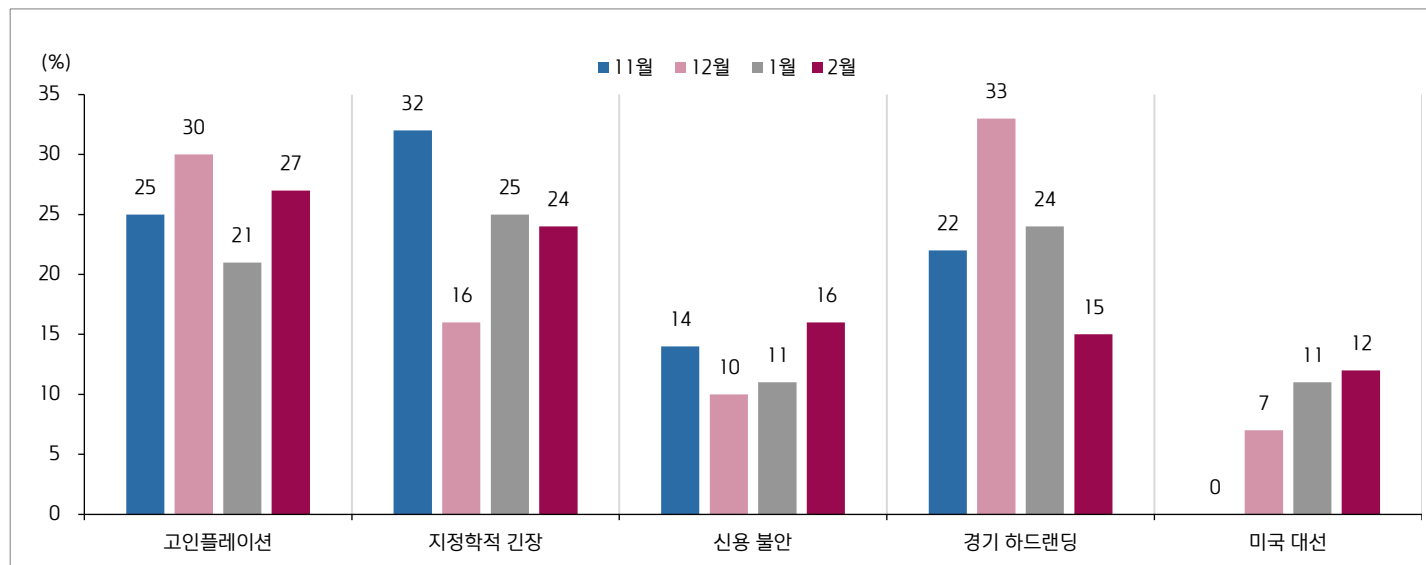


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

03. 전통적으로 매크로 영향력이 높은 3월 주식시장

- ▶ 3월은 전통적으로 시장의 변곡점이 될만한 매크로 이벤트가 많은 기간이며, 이번에도 역시 인플레이션과 연준 정책 관련 사안들이 영향력을 행사할 전망
- ▶ 지난 2월 13일에 발표된 BofA의 2월 글로벌 펀드매니저 서베이에서도 주가에 잠재적으로 큰 충격을 줄 수 있는 위험 요인(Tail risk)으로 “고 인플레이션(응답률 27%)”이 “지정학적 긴장(24%)”을 제치고 1순위로 다시 올라왔다는 점도 인플레이션(+ 연준 정책)에 대한 시장의 우려를 대변(지난 1월에는 지정학적 긴장이 25%, 고 인플레이션이 20%를 차지)
- ▶ 상황이 이렇다 보니, 최근 외신에서는 금리 인하가 아닌 금리 인상을 대비해야 한다는 의견도 등장하고 있지만, 다음에 나오는 내용들을 종합해보면 아직까지는 기우에 불과하다고 판단

시장 참여자들이 잠재적으로 우려하고 있는 불안 요인들

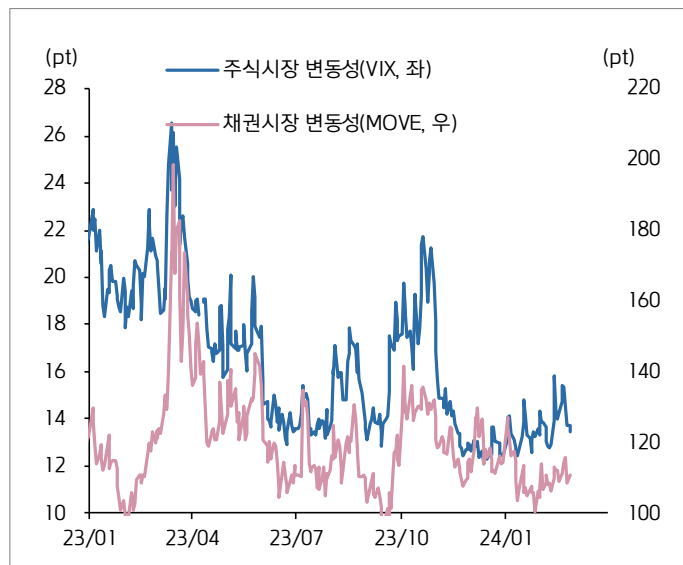


자료: BofA 2월 Survey, 키움증권 리서치센터,

04. 금융시장에서 확인할 수 있는 불균형

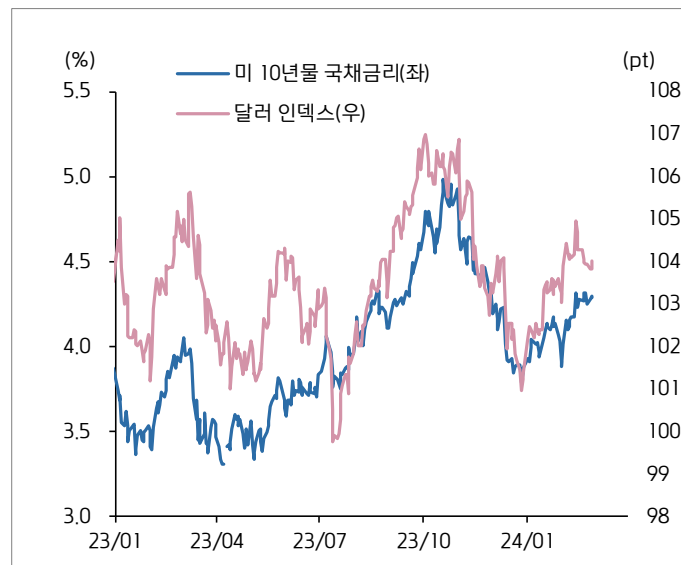
- ▶ 3월 주요 매크로 이벤트를 앞두고 주식시장도 2월 말 들어서 소강 상태에 진입한 가운데, 여타 자산시장의 움직임도 뚜렷한 방향성을 보이지 않고 있는 양상
- ▶ 달러 인덱스도 103~104pt 내외에서 정체된 상태이며 미 10년물 금리 역시 4.2~4.3% 레벨에 갇혀 있는 등 이 같은 박스권 현상이 일어난 것은 인플레이션, 연준 통화정책을 둘러싼 불확실성이 매수세력과 매도세력간의 불균형을 만들어내고 있다는 데서 기인

주식시장 변동성과 채권시장 변동성



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

미 10년물 금리와 달러 인덱스



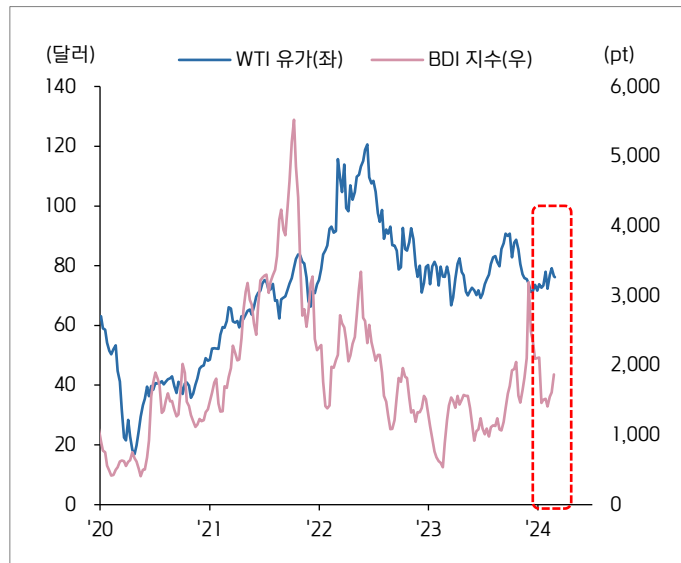
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

05.

잇따른 인플레이션 쇼크, 2월에도 노이즈를 유발할 전망

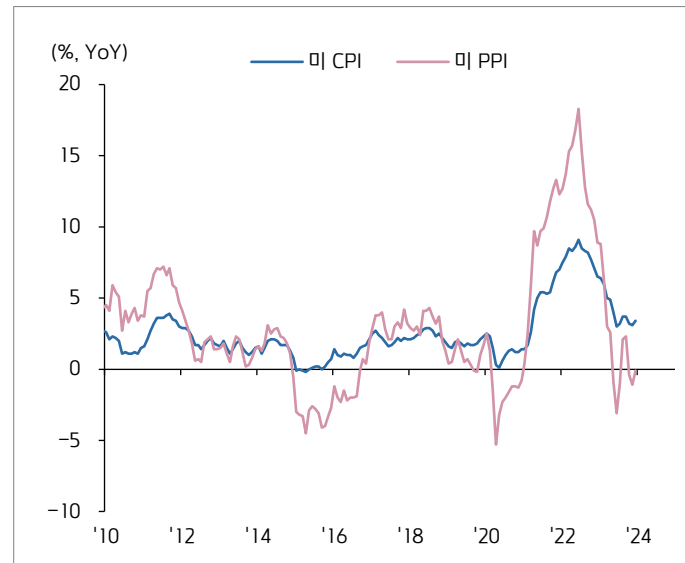
- ▶ 미국의 CPI는 1월 수치가 헤드라인(YoY 3.1% vs 컨센 2.9%)과 코어(YoY, 3.9% vs 컨센 3.7%) 모두 시장 예상치에 못 미치는 쇼크를 기록. 올해 CPI 개정에서 가중치가 34.4%에서 36.2%로 상향된 주거비의 물가가 높은 수치를 기록(YoY 12월 6.2%→ 1월 6.0%, MoM 12월 0.4% → 1월 0.7%). 1월 PPI 역시 쇼크를 기록하는 등 2024년 첫 인플레이션 지표는 2% 물가 목표를 향해 가는 과정이 순탄치 않을 것임을 시사
- ▶ 최근 에너지 인플레이션도 변동성이 높아지는 과정에서, 2월 CPI 컨센서스도 헤드라인과 코어가 각각 3.1%, 3.7%로 형성 되는 혼재된 실정. 디스 인플레이션 추세는 변함 없지만, 인플레이션 노이즈는 2월 CPI를 넘어 3월 FOMC까지 이어질 것

에너지 인플레이션, 최근 반등 추세



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

미국 소비자물가와 생산자물가



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

06. 3월 FOMC도 불확실성 높은 편

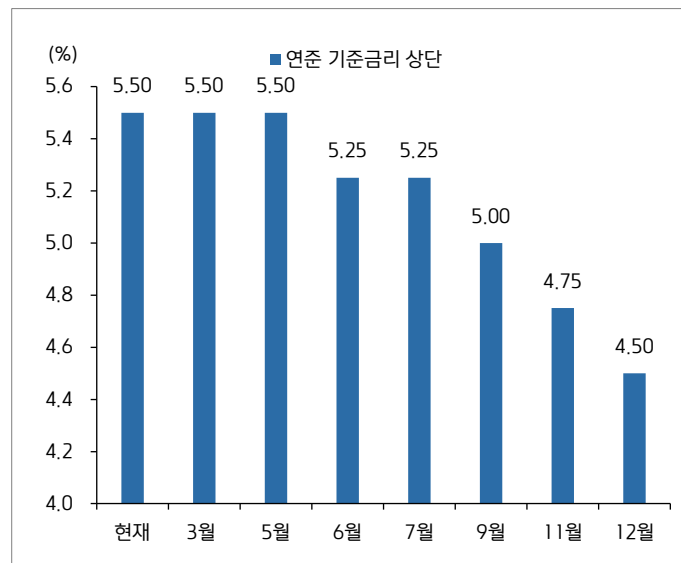
- ▶ 점도표, 경제 전망이 공개되는 3월 FOMC는 월 중 내내 경계심리가 유지될 것으로 예상. 이미 2월에도 주요 연준 인사들은 금리인상 사이클은 사실상 종료됐으나, 금리인하 시점을 놓고 신중한 접근을 취해야 한다는 신호를 시장에 계속 전달하고 있기 때문
- ▶ 물론 블룸버그 서베이나, 금리인하에 낙관 편향이 있는 CME Fed Watch에서도 연내 금리인하 횟수를 기존 6회에서 4회로 축소되긴 했으나, 인플레이션 노이즈와 맞물리면서 3월 FOMC 전후로 주가 변동성 확대 예상

주요 기관들의 연준 금리인하 시점 및 강도 예측치

회사	첫 금리인하 시점	연내 인하 강도(bp)
BOA	6월	75
바클레이즈	6월	75
BNPP	6월	100
시티	6월	125
도이체뱅크	6월	100
이브코어 ISI	6월	125
골드만삭스	5월	125
HSBC	6월	75
제프리스	6월	75
JP 모건	6월	125
모건 스탠리	6월	100
MUFG	5월	175
노무라	6월	75
옥스포드 이코노믹스	5월	75
UBS	5월	250
Wells Farge	5월	125
키움	6월	75

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

CME Fed Watch 상 금리경로

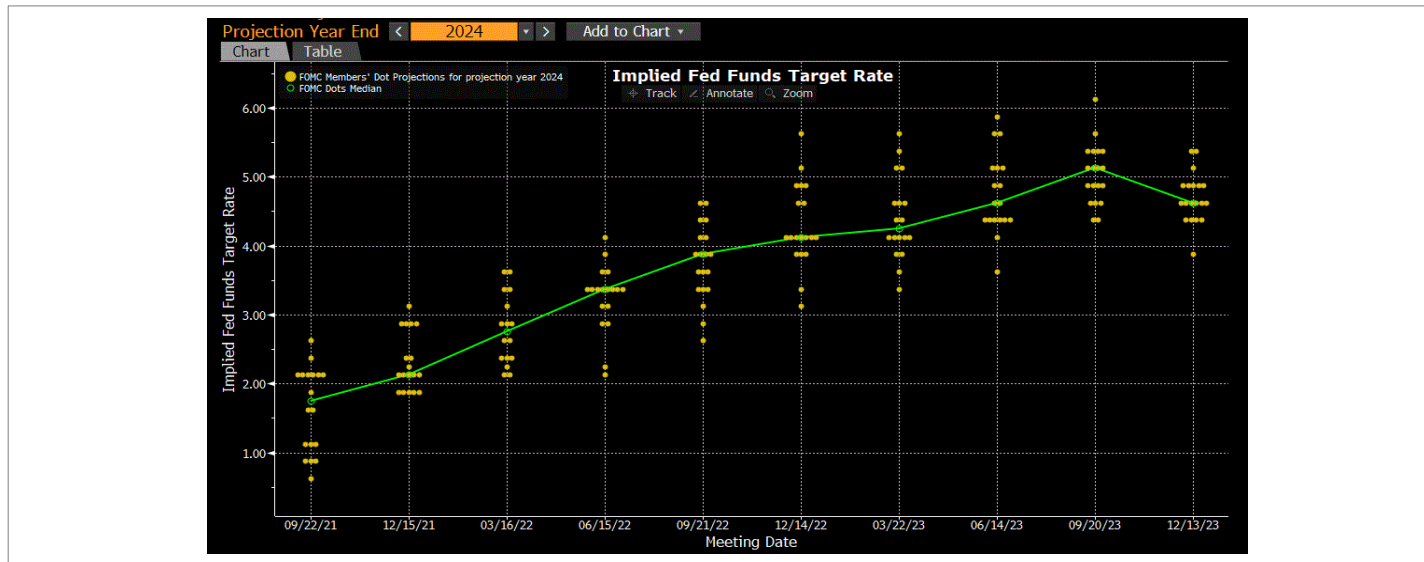


자료: CME Fed Watch, 키움증권 리서치센터.

07. 3월 FOMC, 금리인하에 신중한 매파 스탠스 보일 것

- ▶ 한때 3월 금리인하 가능성이 유력한 적도 있었지만, 이제는 금리 동결이 기정사실화되고 있는 실정
- ▶ 이번 회의에서 관건은 점도표, 경제전망, 파월의장의 기자회견 상 스탠스 변화 여부일 것. 지난 12월 FOMC에서 점도표 상 금리인하 횟수를 기존 2회에서 3회로 제시했기에, 3월 점도표 역시 변화가 없을 것으로 예상
- ▶ 다만, 경제 지표 상 성장률 혹은 인플레이 전망치를 상향하거나, 기자회견에서 파월 의장이 시장의 과도한 금리인하 기대감을 한 차례 더 옥죄 소지가 있는 만큼, 3월 FOMC 베이스 시나리오는 매파로 상정하는 것이 적절

지난 FOMC 별 2024년 기준금리 중간값 변화

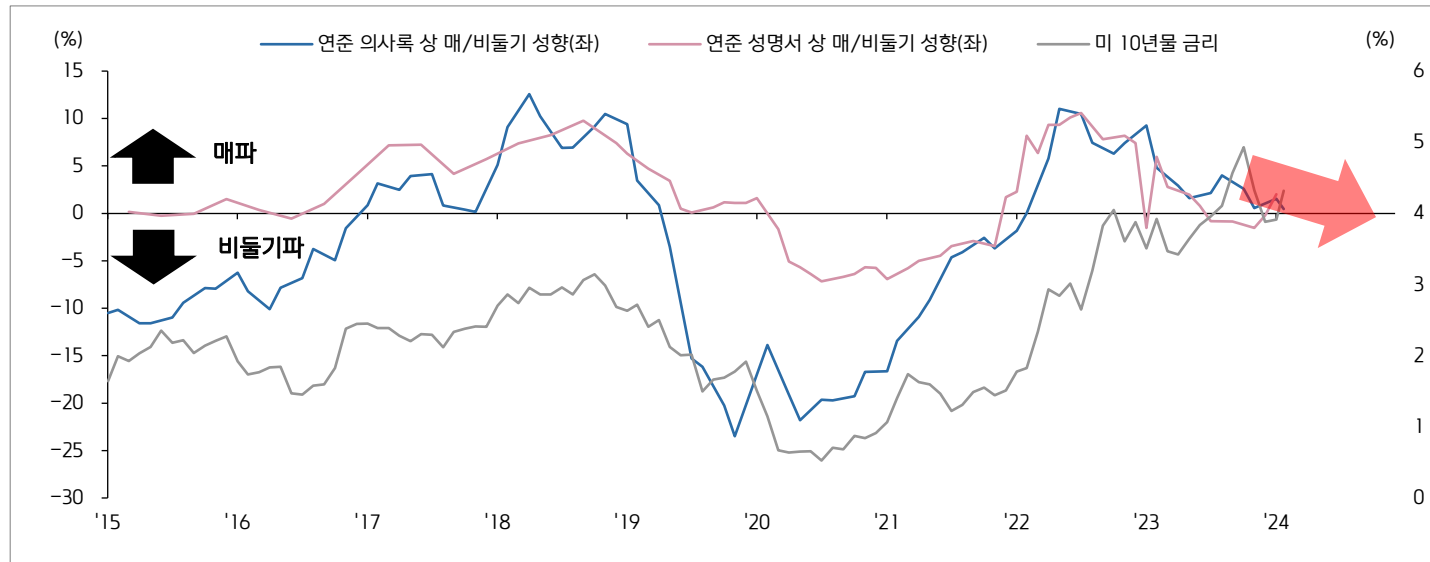


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터,

08. 연준의 성향은 시간이 지날수록 완화적, 상반기 인하 전제 훼손 되지 않을 것

- ▶ 그럼에도 주목해야 하는 것은 금리 경로를 둘러싼 연준과 시장간의 간극의 점차적으로 좁혀지고 있다는 사실
- ▶ 더 나아가 3월은 매파적이겠지만, 연준 의사록이나 성명서 상에서 드러난 연준의 성향이 점차 덜 매파적으로 변해가고 있다는 점은 작년 10월 처럼 시장금리의 폭등을 유발할 확률이 낮음을 시사
- ▶ 결국 3월 FOMC를 치르고 나더라도, “상반기 인하(6월 유력) + 연내 3~4회 인하”라는 전제가 바뀌지 않는 이상, 2분기 이후 증시 주가 모멘텀 확보는 가능할 전망

연준의 성향과 미국 금리 변화



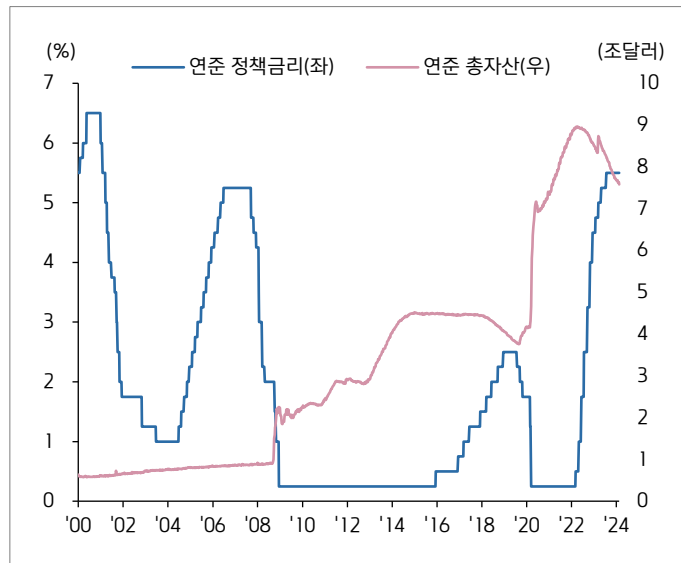
자료: Bloomberg, 카움증권 리서치센터,

09.

시점의 문제일 뿐, 유동성 주입 기대감이 지속된다면 증시에는 Good

- ▶ 미국의 M2 증가율은 12월말 기준 -2.3%(YoY)로 지난해 5월 -4.5%를 기점으로 바닥을 확인하고 반등하고 있다는 점도 향후 시장에 신규 유동성이 들어올 것이라는 기대감을 만들어내고 있는 모습

연준 정책금리와 총자산



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

중앙은행 유동성과 주식시장



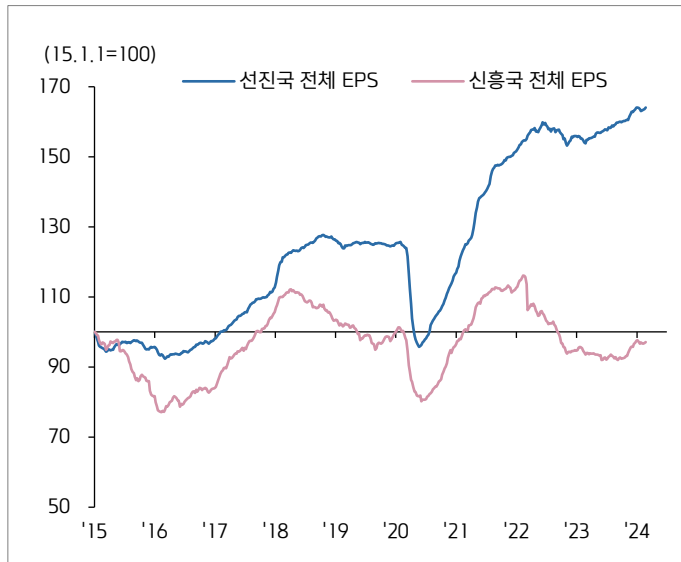
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

10.

우려보다 나쁘지 않은 경기, 실적 모멘텀도 양호할 전망

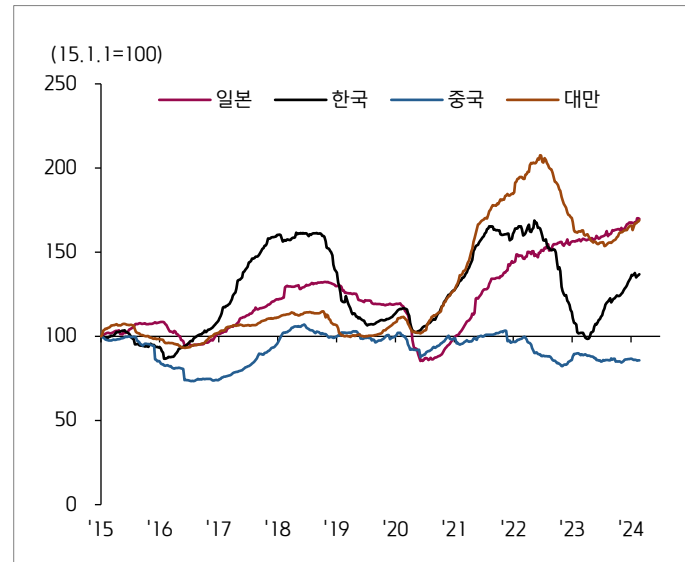
- ▶ 연준 발 불확실성이 부각되더라도, 주가의 진폭만 키울 뿐이지 지수 하단 자체는 견조할 것으로 보는 이유는 경기와 관련이 되어 있음. 경기 모멘텀 측정 시 활용하는 경기 서프라이즈 지수를 업데이트 해보면, 미국은 1월 16일 -2.4pt에서 저점을 찍은 후 현재 +40.9pt까지 급반등 했으며, 유로존은 지난 12월 18일 -46.0pt에서 저점 형성 후 현재 +34.5pt까지 올라온 상황
- ▶ 물론 “경기 모멘텀 호조 = 증시 강세”의 공식이 늘 성립하는 것은 아니긴 함. 그렇지만 고금리의 부정적인 효과로 하드랜딩 or 침체 가능성을 반영해왔던 주식시장에서는 소프트랜딩으로만 귀결되더라도, 현재 양호한 흐름을 보이고 있는 이익 모멘텀에 균열이 가지 않을 것으로 예상

선진국과 신흥국의 EPS 모멘텀 양호



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

중국을 제외한 아시아 내 주요국 EPS 모멘텀 호조

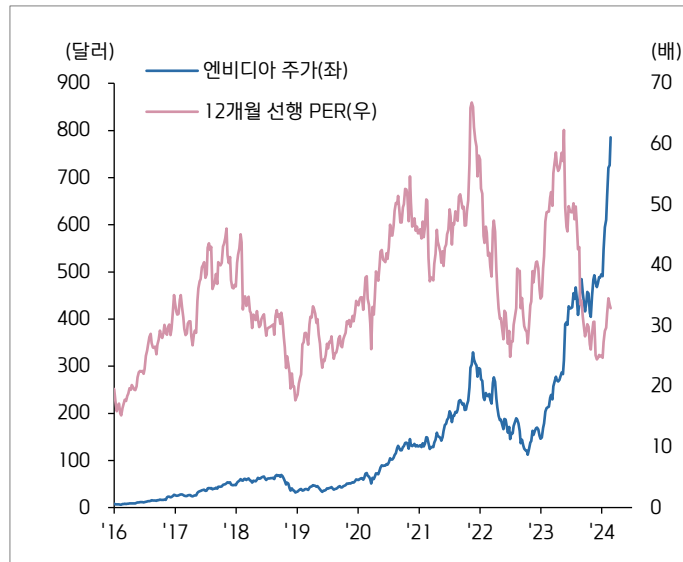


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

11. 물론 현재까지는 AI 주들만 가고 있는 분위기이지만

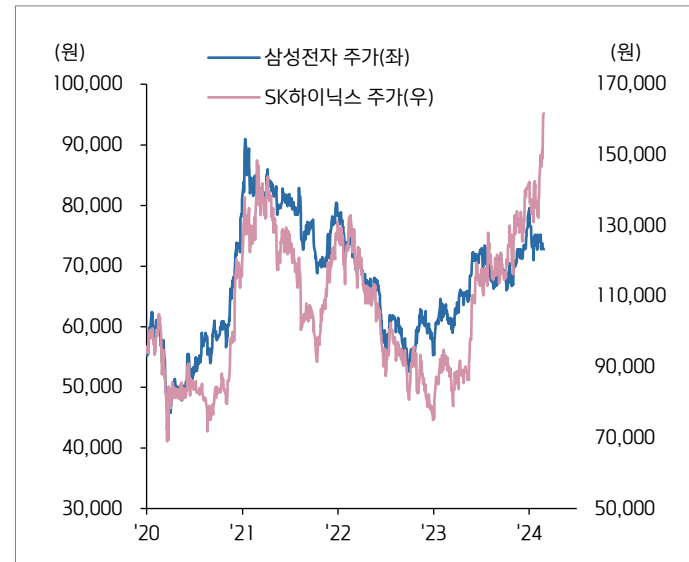
- ▶ 물론 이익 모멘텀 자체는 개선되고 있지만, Growth를 둘러싼 기대감이 과도하다는 의견은 수시로 등장 중이며, 미국 M7, 유럽 그레놀라, 일본 사무라이 7 등 AI 산업을 관통하는 주식들 위주로 주가 상승세가 높았던 것은 사실
- ▶ 전세계 대장주 역할을 하는 엔비디아가 지난주 어닝 서프라이즈를 기록하면서 시가총액이 2조달러에 육박했다는 점은 AI 산업의 성장이 단순 기대감에 그치는 것이 아니라 실제화되고 있음을 시사하고 있다는 점도 같은 맥락
- ▶ 국내에서는 SK 하이닉스 등 일부 업체를 제외하고 엔비디아 수혜주로 불리는 국내 주식들이 많은 편은 아니긴 함. 반도체 업황 사이클 회복 국면에서 과거랑 달리 삼성전자와 SK하이닉스의 주가가 탈동조화를 보이고 있다는 점도 이를 대변

엔비디아 주가와 밸류에이션



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

삼성전자와 SK하이닉스의 주가 탈 동조화

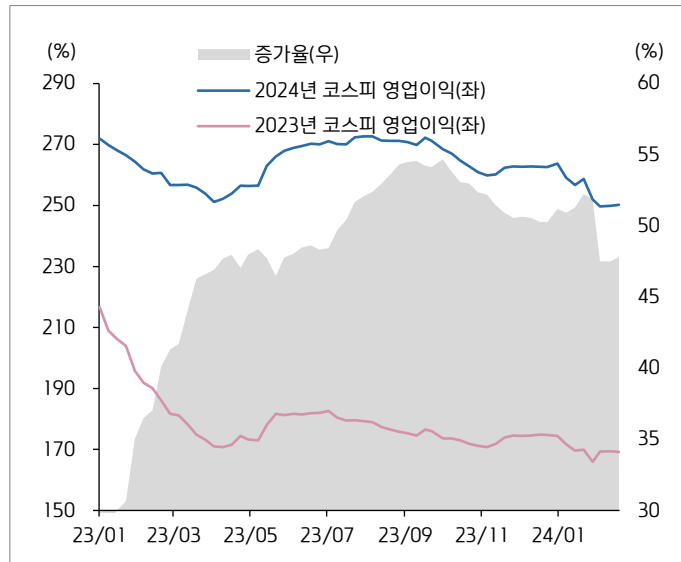


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

12. AI 수요의 확대는 전체 IT 업종에 새로운 훈풍으로 작용할 가능성

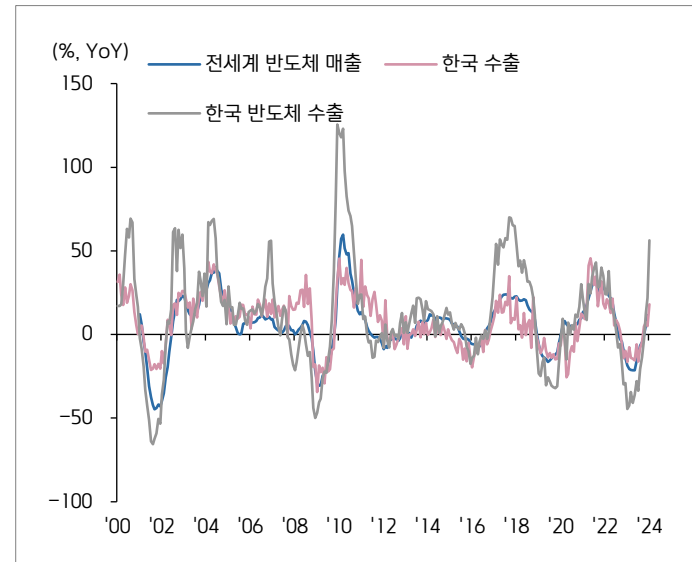
- ▶ 또 3월에는 실적 시즌이 부재한 만큼, 현재 진행형인 이익전망 하향을 둘러싼 우려는 쉽게 해소되기 어렵다는 점도 지수 상승에 발목을 붙잡는 요인이긴 함
- ▶ 하지만 연초에 비해 실적 눈높이가 낮아지고 있다는 점은 역설적으로 4월부터 시작하는 1분기 실적시즌에서 실적 모멘텀을 만들어낼 여지가 많다는 점에 주목할 필요
- ▶ 온 디바이스 AI 시장의 확대는 반도체, 스마트폰, PC 등 국내 IT 산업 전반에 새로운 수출 모멘텀을 만들어 낼 수 있다는 점도 추후 실적 불안을 상쇄시켜줄 요인이 될 것

'23년과 '24년 코스피 영업이익 및 증가율



자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터.

한국 수출 및 반도체 수출

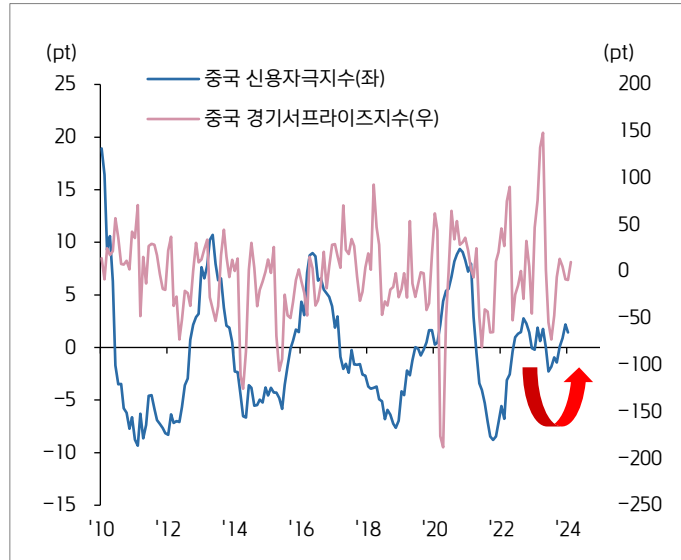


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

13. 중국 양회 기대감은 낮지만, 경기나 주가 상으로는 저점을 지난 것으로 판단

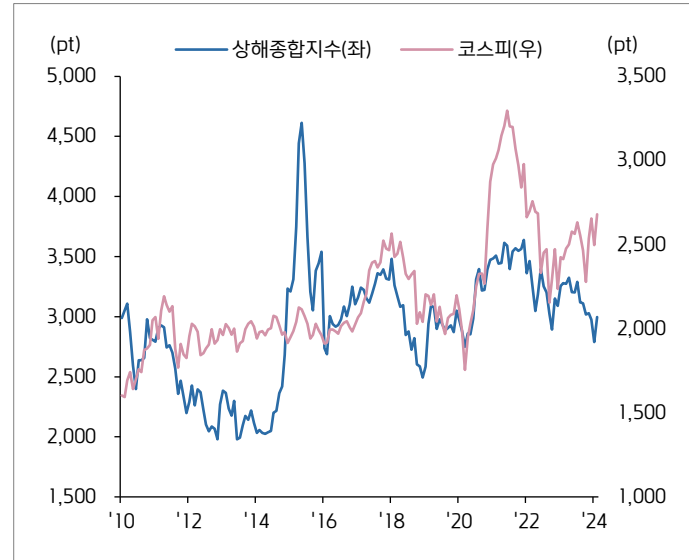
- ▶ 연초 이후 국내 증시가 미국, 일본에 비해 상대적으로 주가 상승 모멘텀이 크지 않은 것은 (이전에 비해 비중은 낮아졌지만) 중국 경기에 대한 의존도가 높은 상태이며, 최근까지도 중국 경기를 둘러싼 불안이 컸기 때문
- ▶ 하지만 경기 기대치가 낮은 중국조차도 1월 17일 -19.4p를 기점으로 현재 +10.2pt까지 모멘텀을 회복하는 중이며 2월 말에는 5년만기 LPR(대출우대금리) 25bp 인하를 결정하면서 부동산 중심의 경기 부양 의지를 시장에 전달하면서 경기나 주가 상으로 바닥을 다지고 있다는 점을 눈여겨볼 필요
- ▶ 이는 3월 국내 지수 상단이 제약되는 순환매 장세 속에서 중국 익스포저 높은 중국 소비테마, 시클릭 업종에도 트레이딩 기회가 생길 수 있음을 시사

중국 경기, 최악은 지나가고 있는 모습



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.
주: 신용자극지수란 GDP 대비 민간 신용 비중을 의미

중국 증시의 국내 증시 영향력은 아직 높은 상황



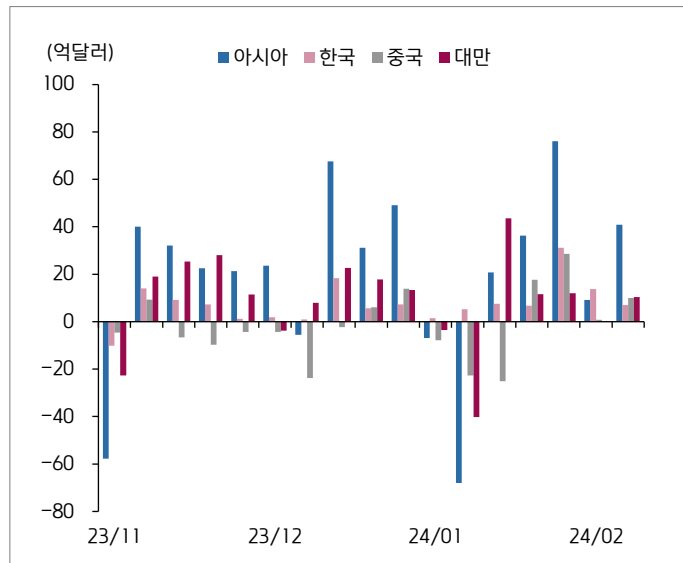
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

14.

외국인들 역시 실적, 경기 모멘텀에 베팅 중에 있는 듯

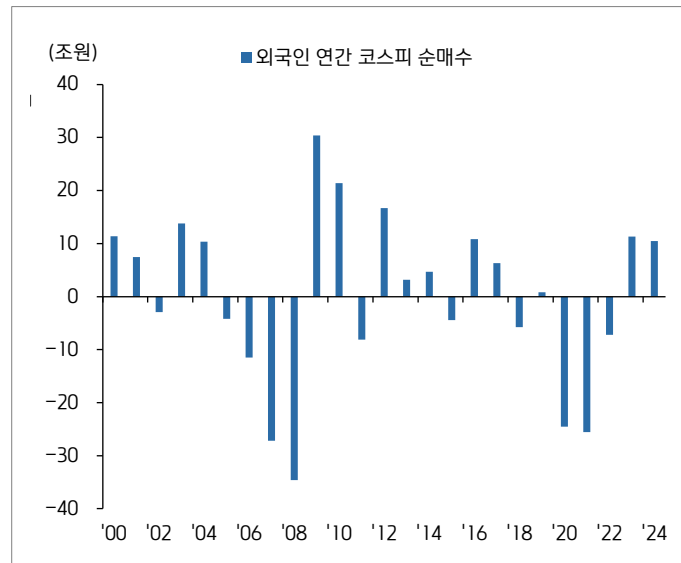
- ▶ 수급 측면에서도 봐도 굳이 지수를 나쁘게 볼 이유가 없음. 현재 EPFR의 글로벌 주식형 펀드 자금 유출입 현황을 보면, 2월 이후 3주 연속 아시아 향으로 자금 유입세가 진행. 이중 한국으로의 자금 유입 규모는 51.8억달러로 같은 기간 경쟁국가인 대만(22.4억달러), 중국(39.3억달러)에 비해 높다는 점이 고무적인 부분
- ▶ 2월 외국인의 코스피 월간 순매수 규모 역시 약 7조원대로 4개월 연속 순매수세를 이어가고 있는 등 외국인들은 저 PBR이라는 정책 모멘텀 이외에도 “전세계 경기의 양호한 흐름에 따른 반도체 등 IT 중심의 수출 모멘텀 회복 + 연준의 상반기 정책 전환 기대감”에 베팅하고 있는 모습..이 같은 전제가 훼손되지 않는 이상, 향후 저 PBR주들의 추가 조정, 혹은 AI 주들의 차익실현 물량 등이 출회 되더라도, 지수의 하방 경직성은 견고할 전망

아시아 향 글로벌 펀드 자금 유출입



자료: 국제금융센터, 키움증권 리서치센터.

외국인 연간 코스피 순매수

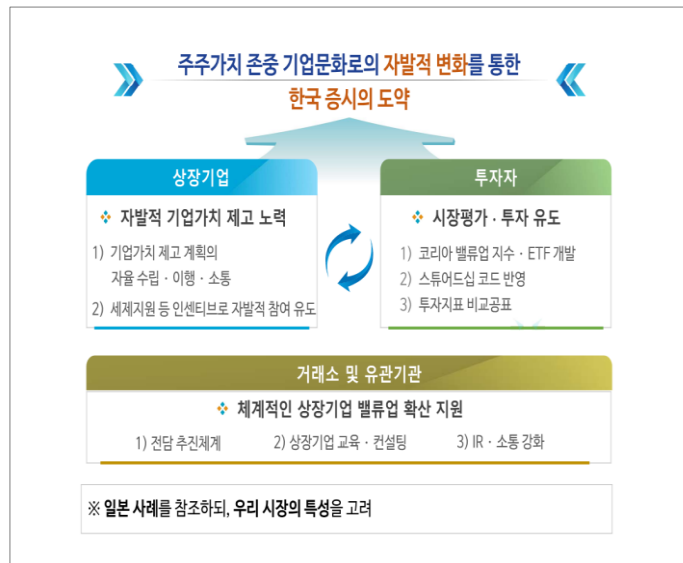


자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터.

15. 드디어 공개된 기업 밸류업 프로그램, 일단 시장 반응은 중립

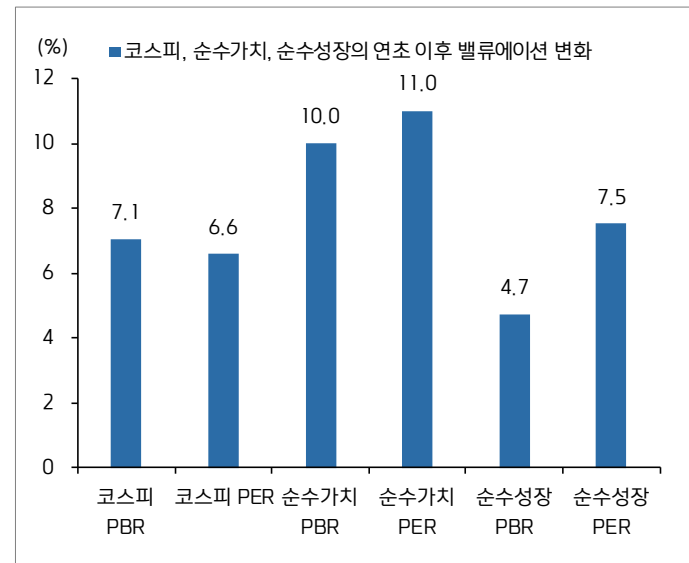
- ▶ 2월 중 증시에서 주도 테마로 부각됐던 저 PBR주들에게 실질적인 호재성 자료를 제공했던 “기업 밸류업 프로그램”이 26일 최종 발표
- ▶ 이번 프로그램에서 상장기업들의 자발적인 기업 가치 제고 노력, 투자지표 비교 공표, 밸류업 관련 ETF 개발, 체계적인 상장기업 밸류업 확산 지원 등이 담기긴 했음
- ▶ 하지만 세제혜택 등 기업들로 하여금 실행의지를 높일 만한 구체적인 지원 방안은 추후 후속대책으로 미뤄 놓았다는 점이 대부분 시장 참여자들의 아쉬움을 유발했던 것으로 판단

26일 발표된 기업 밸류업 프로그램



자료: 거래소, 키움증권 리서치센터.

2월 밸류에이션 상승을 주도한 것은 가치업종



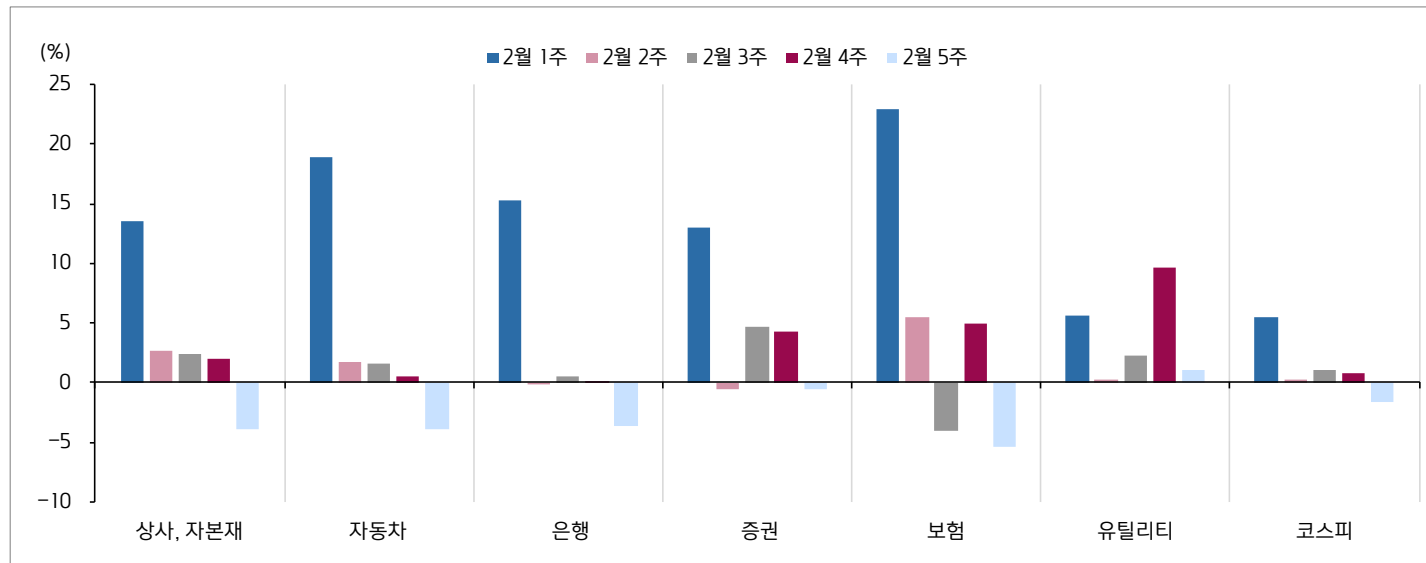
자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터. 주: 12개월 선행 밸류에이션

16.

2가지 의문, 1) 지수 방향성, 2) 저 PBR 업종의 주가 원복귀 여부

- ▶ 중간중간 장중 주가 복원력을 보이긴 했으나, 2월 초와 같은 확신에 찬 주가 움직임을 보이고 않고 있는 가운데, 이제 시장은 다 음과 같은 두 가지 의문점을 가질 것
- ▶ 첫째, 지난 1월 말 이후 증시 반등을 견인했던 업종 대부분이 저 PBR 업종이었으며, 전일 이들 주가의 약세가 향후 전반적인 증 시 방향에 걸쳐서 약세 흐름을 이어 나갈 것인가에 대한 의문
- ▶ 둘째, 모처럼 무거운 저 PBR 주식들에 모멘텀이 생겼지만 이번 밸류업 프로그램 발표 이후 주가 모멘텀 자체가 소멸되면서 이 전 수준의 주가 레벨로 돌아 갈 것인가에 대한 의문

2월 저 PBR 업종의 주간 수익률 변화



자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터, 주: 2월 27일 종가 기준

17. 국내 증시는 대외 수요의존도에 따라 방향성 변화

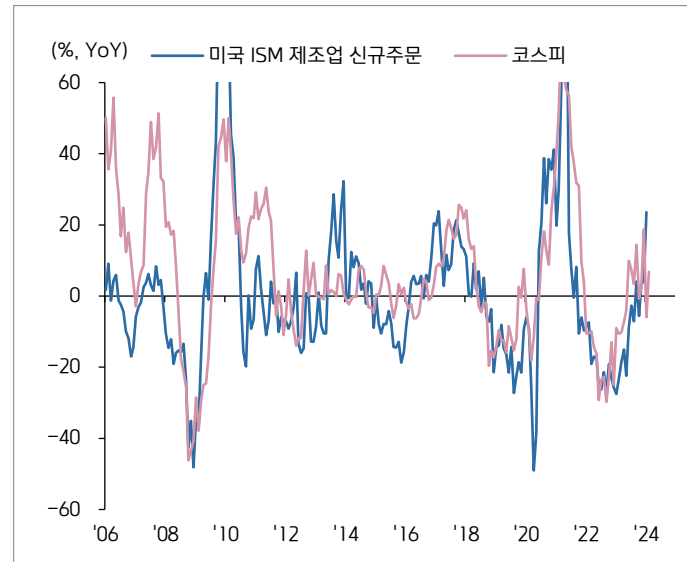
- ▶ 한국 증시는 대외 수요 의존도가 높은 수출 업종들의 비중이 높기 때문에, 미국, 중국, 유럽 등 주요국의 경기, 연준 등 선진국 중앙은행 통화정책 변화 등 매크로 환경에 종속
- ▶ 앞서 언급했듯이, 현시점 이들 국가의 경기 모멘텀은 개선되고 있는 중이며, 1월 미국 인플레이션 쇼크를 겪긴 했지만 연준의 상반기 금리인하 전제는 변하지 않기 때문에, 이번 기업 밸류업 프로그램에 대한 실망감의 여진이 나타나더라도 지수 전반에 걸쳐 미치는 영향력은 제한적

만성적인 PBR 1배 이하 현상



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

미국 수요 변화에 영향을 받는 국내 증시

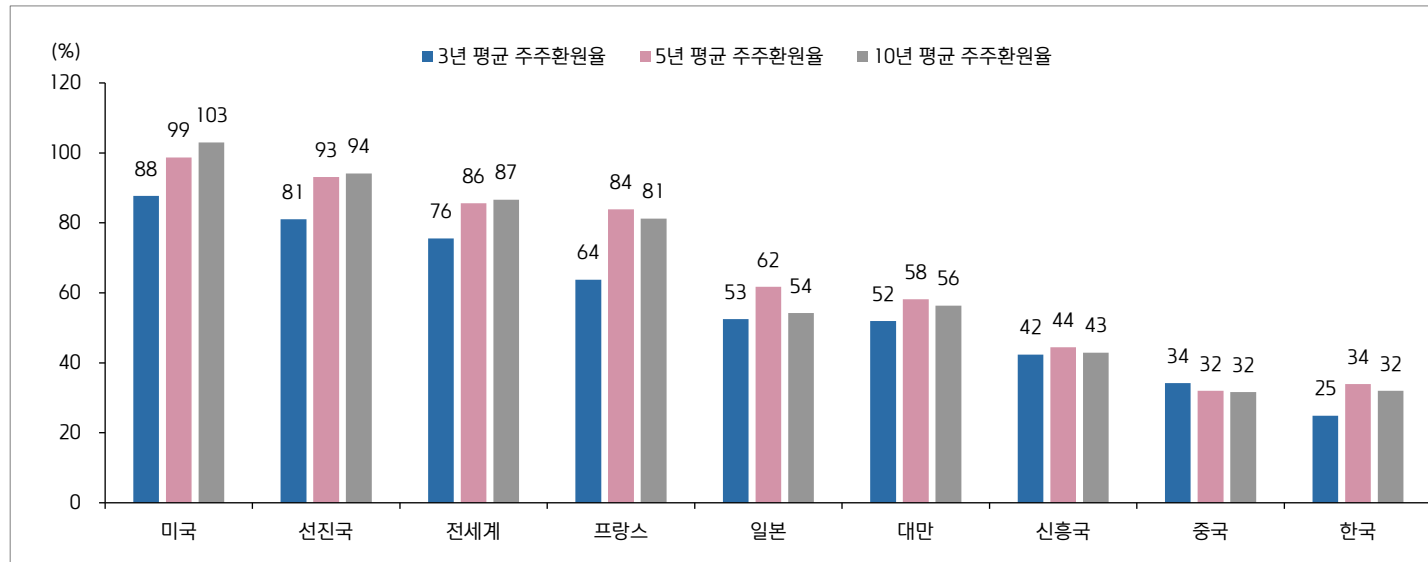


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

18. 주주환원 테마는 지속성이 아직 훼손되지 않았다

- ▶ 이번 “기업 밸류업 프로그램”에 대한 일부 투자자들의 실망감도 이해할 만 하지만, 그렇다고 해서 저 PBR 업종이 주도 테마로서 그 지위를 상실한 것으로 보기엔 시기 상조
- ▶ 여타 증시 대비 낮은 주주 환원율 및 낮은 밸류에이션 등과 같은 코리아 디스카운트 해소를 위한 정부의 정책 드라이빙 의지가 높기 때문. 작년만 해도 정부는 공매도 금지, 금투세 유예, ISA 비과세 확대 등 개인투자자를 위한 증시 활성화를 자본시장 정책의 기조로 설정해왔으며, 올해는 “기업 밸류업 프로그램” 도입을 통해 구조적인 저 PBR 문제를 해소하는데 주력 중에 있음

주요국들의 역사적 평균 주주환원율(이익에서 자사주와 배당이 차지하는 비중)

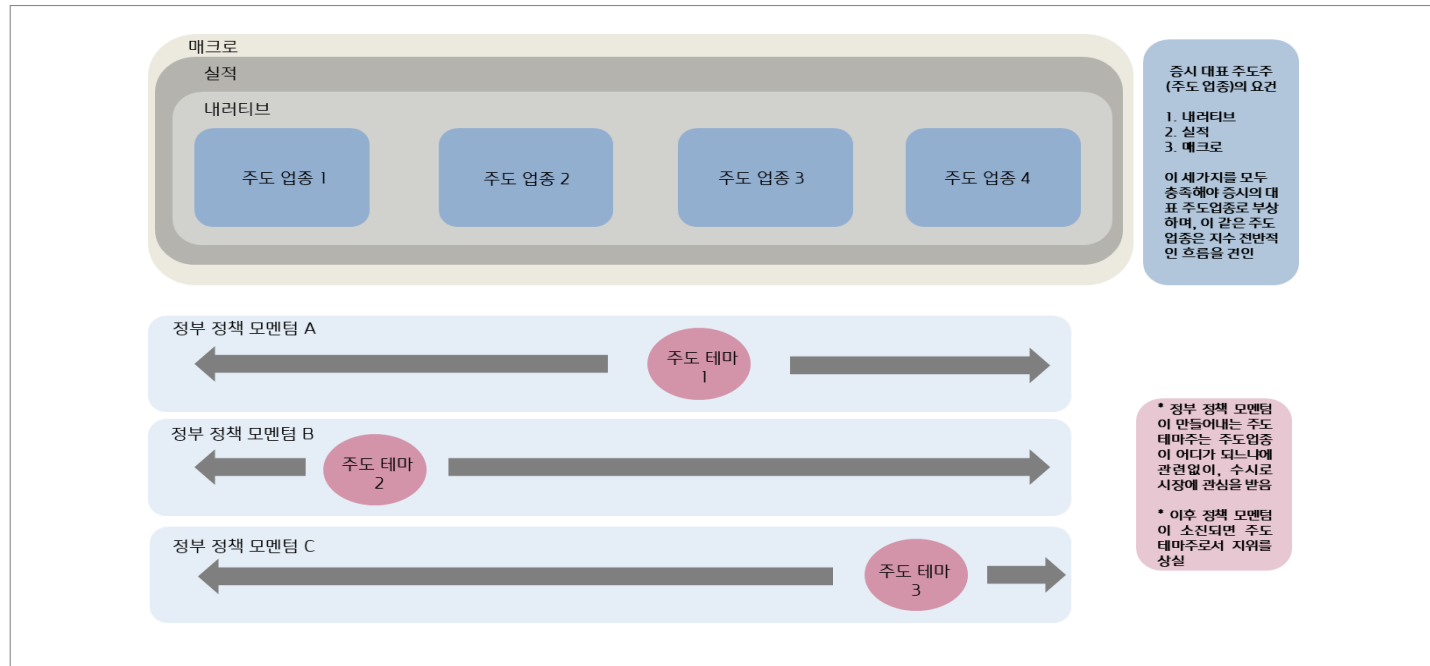


자료: Bloomberg, 카움증권 리서치센터,

19. 주도 업종과 주도 테마의 특성

- ▶ 주식시장에서 주도 업종과 주도 테마는 숲과 나무로 비유할 수 있음
- ▶ 매크로, 실적, 내러티브 이 3가지가 조화를 이루어야 반도체, 이차전지, 바이오 등 주도 업종이라는 큰 숲이 탄생
- ▶ 반면, 로봇, 우주, 국방, 저 PBR 등 주도 테마라는 나무의 경우, 그 숲이 어디에 있던 간에 존재할 수 있으며, 이들 주도 테마의 대부분은 정부 정책 모멘텀의 지속성이 관건

주도 업종과 주도 테마의 특성

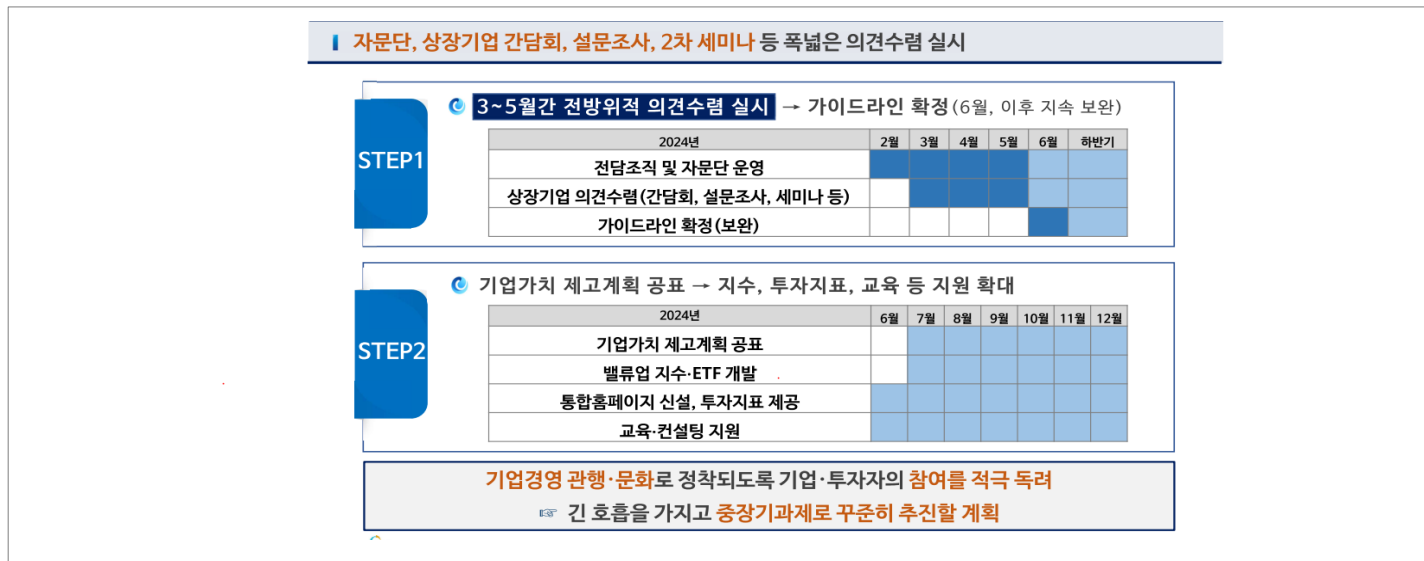


자료: 키움증권 리서치센터,

20. 아직 정책 모멘텀이 소진되기엔 시간이 많이 남았다

- ▶ 기재부 측에서 법인세 감면, 자사주 소각비용 손금 인정 등 구체적인 인센티브 안을 올 여름 세제 개편안 전에 발표할 가능성이 거론되고 있다는 점이나, 5월 중 2차 세미나 → 6월 가이드라인 확정 → 9월 ETF 지수 개발 등으로 이어지는 타임라인을 설정해 놓았다는 점에 주목할 필요
- ▶ 즉, 저 PBR 혹은 주주환원 테마는 3월 중 주총 시즌, 4월 총선, 6월 기업 밸류업 프로그램 가이드라인 확정안 등 지속적인 재료가 대기하고 있다는 점을 눈 여겨 봐야 함

기업 밸류업 프로그램 향후 타임라인



자료: 거래소, 키움증권 리서치센터,

21. 단기적으로는 레버리지성 수급 변동성 대비

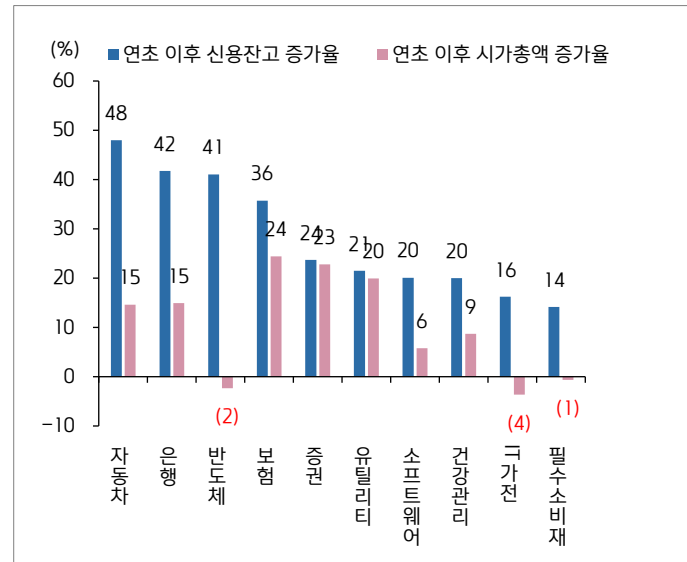
- ▶ 적어도 상반기 내에서는 시장에 중간중간 주도 테마로서 재차 부각이 될 수 있는 만큼, 이들 업종에 대한 중립 이하의 비중 축소는 자제하는 것이 적절
- ▶ 이처럼 주도 테마로서 저 PBR 테마는 유효하지만, 단기적으로는 추가 Sell-on 물량, 연초 이후 신용잔고 증가(연초 이후 신용잔고 증가율: 자동차 +48%, 은행 +42%, 보험 +36% 등)에 대한 부담 등으로 일시적인 수급 이탈 현상에는 대비

국내 증시의 신용잔고는 유의미한 변화는 없지만



자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터. 주: 2월 23일 기준

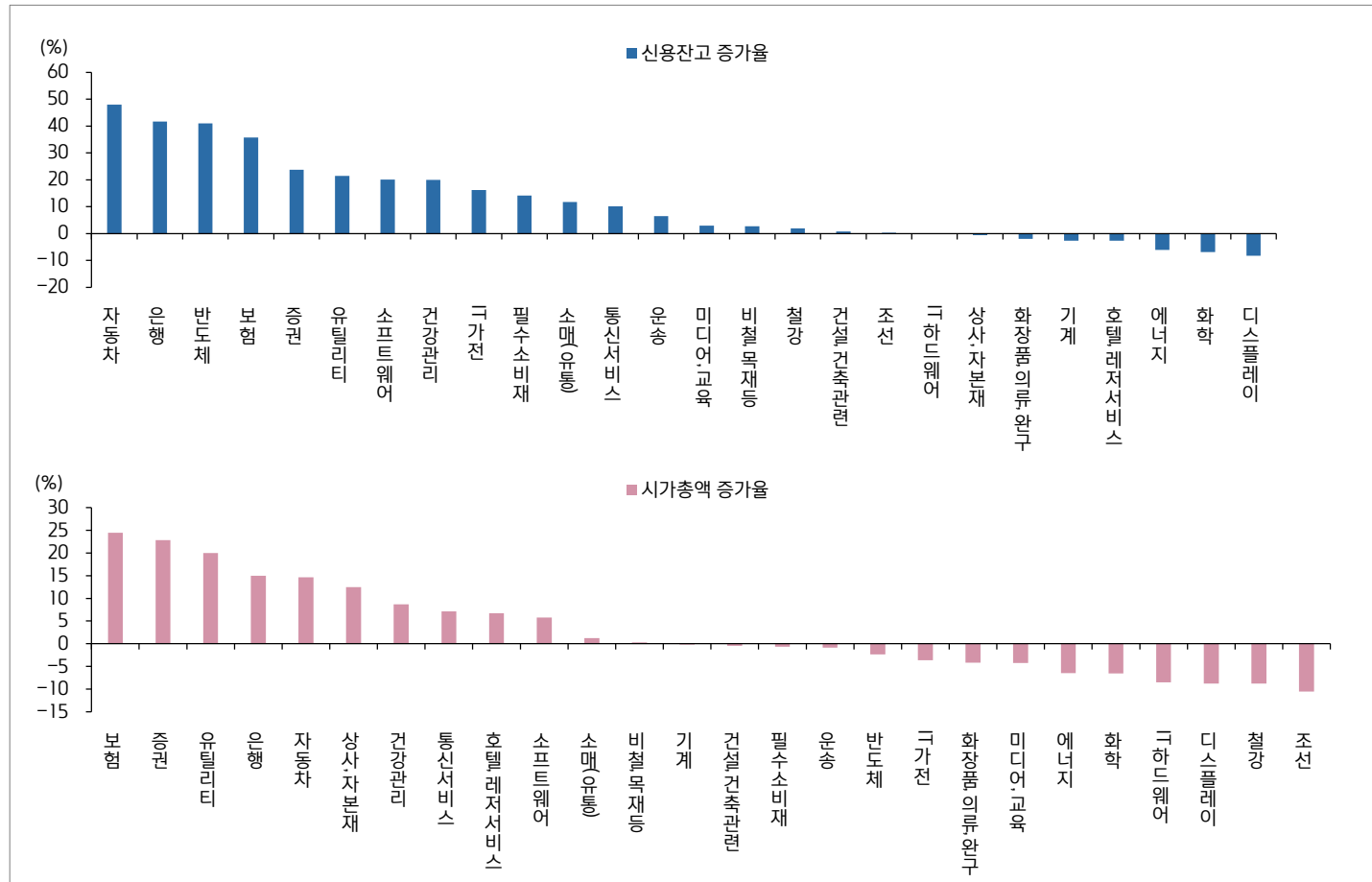
업종별로 보면 저 PBR 업종으로 레버리지 쏠림



자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터. 주: 2월 23일 기준

22. (참고) 연초 이후 코스피 26개 업종별 신용잔고 및 시총 변화

연초 이후 코스피 26개 업종의 신용잔고(위쪽) 및 시가총액(아래쪽) 증가율 (~2월 23일)

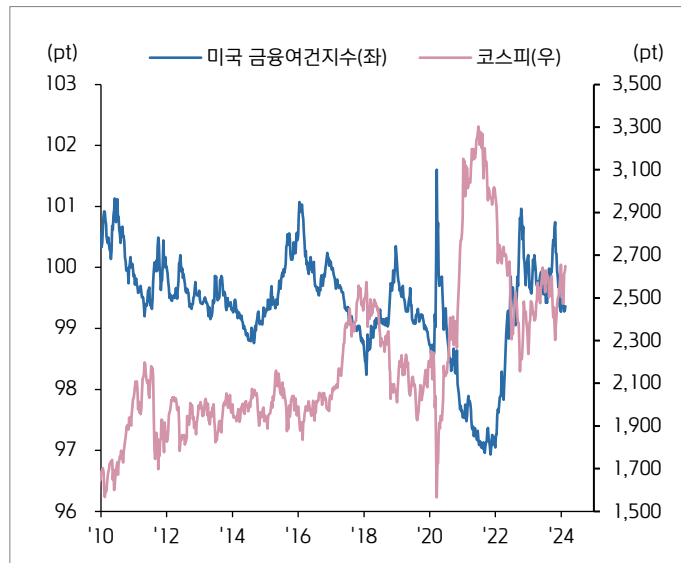


자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터,

23. (결론) 매크로 불확실성 높으나, 순환매 전략으로 대응 가능

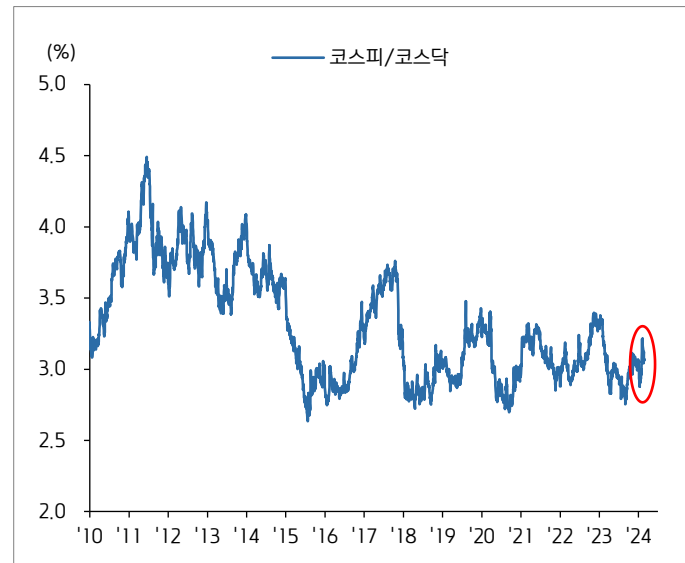
- ▶ 엔비디아 실적 이벤트 종료, 2월 CPI 및 3월 FOMC를 둘러싼 불확실성 점증 등으로 주식시장은 3월 말까지 방향성 재탐색 구간에 돌입할 전망
- ▶ 다만, 연준의 상반기 정책 전환 전망, 양호한 주요국 경기 모멘텀, IT 중심의 견고한 실적 전망 등을 감안 시 지수 하방 경직성도 높은 만큼, 증시 밖으로 자금 이탈이 일어나기 보다는 증시 내에서 순환매 장세 전개될 것으로 예상
- ▶ 금리 변동성이 높은 구간이긴 하지만, 1~2월 저 PBR 중심의 상승장에서 소외됐던 AI 제외 IT주, 성장주, 중소형주 중심의 비중 확대를 추천(3월 코스피 예상 레인지 2,520~2,740pt)

미국 금융여건지수와 코스피



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

코스피와 코스닥의 상대강도

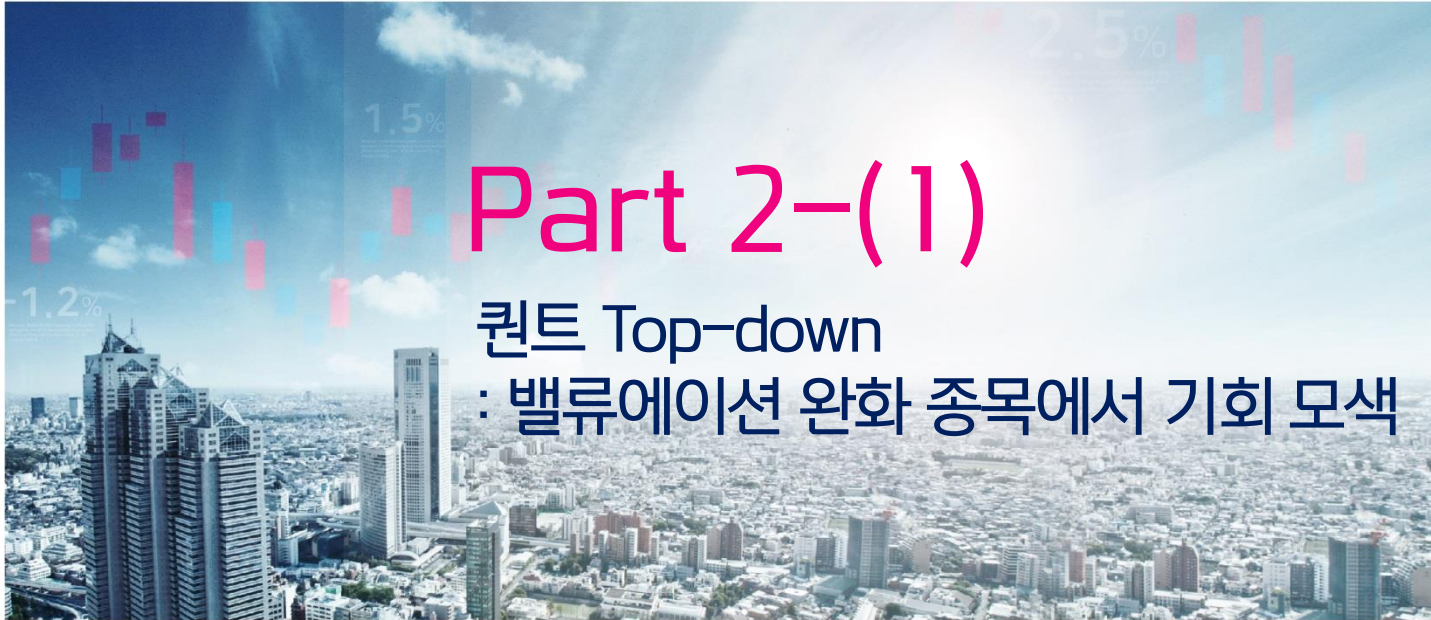


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

Part 2-(1)

퀀트 Top-down

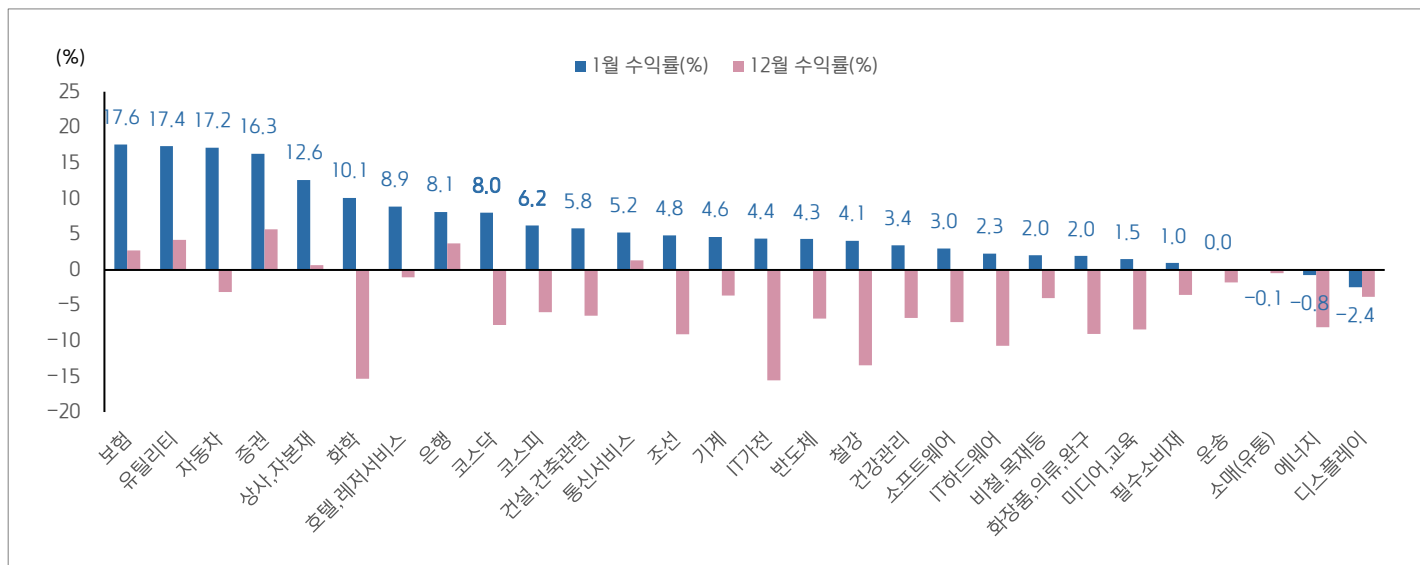
: 밸류에이션 완화 종목에서 기회 모색



01. 2월 업종별 리뷰

- ▶ 1월에 이어 2월 초중반까지도 저PBR 관련주의 강세가 연출. 이후 정책 모멘텀이 소강 상태에 접어들자 월 후반에 들어 그간 급속한 상승에 따른 차익실현 매물 출회되며 성장 스타일로의 로테이션 연출
- ▶ 월 후반 로테이션 발생에도 업종별 월간 주가수익률은 밸류업 프로그램 기대가 집중된 영향으로 보험, 유틸리티, 자동차, 증권, 상사자본재(지주사) 등의 상승폭이 가장 컸음

업종별 월간 수익률

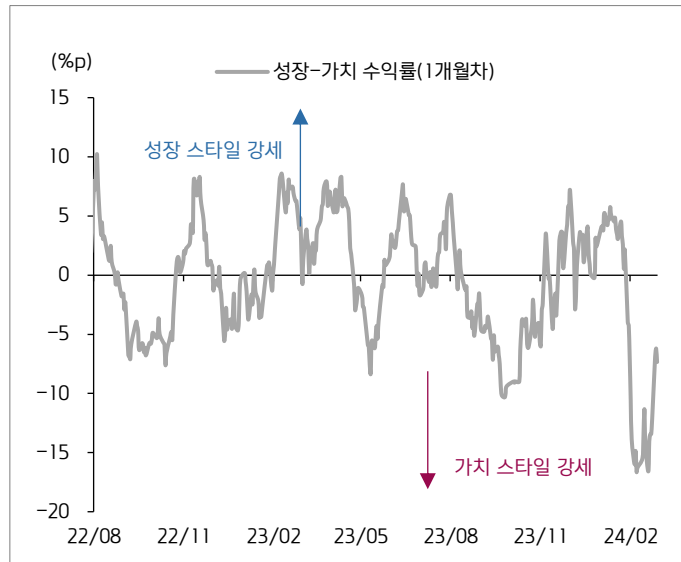


자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

02. Style: 저밸류 리레이팅 이후 성장 스타일 중심으로 반등

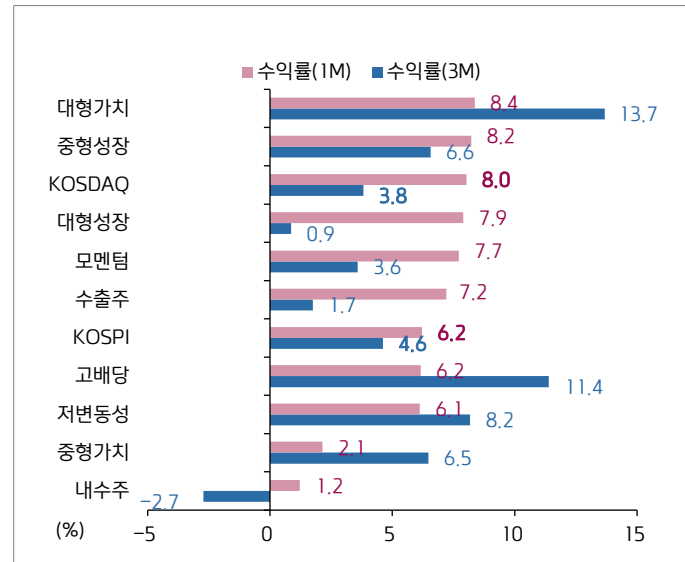
- ▶ 월 후반 예정된 금융당국의 밸류업 프로그램 세부안 공개 이후 재료 소멸에 따른 차익실현 매물 출회. 그간 소외되었던 중소형 스타일을 중심으로 탄력적인 반등 연출
 - 밸류업 그리고 배당기일 변경 등의 영향으로 대형가치(+8.4%) 스타일의 상승률이 가장 높았음
 - 한편, 스타일 로테이션이 연출된 결과 중형성장(+8.2%), 대형성장(+7.9%) 스타일 또한 그 다음으로 높은 상승률 기록

성장/가치 스타일 1개월 수익률 차이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

주요 스타일별 수익률 현황



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터
주) 스타일 분류는 MKF500 기준

03. 세부 업종별 1Q24 실적 전망 (YoY)

▶ '24년 1분기 영업이익 기준 전년 동기 대비 성장률 상/하위 업종은

Top 5: 건강관리(+32.1%), 운송(+21.5%), 소매(유통)(+20.4%), 필수소비재(+18.2%), 소프트웨어(+11.4%)

Bottom 5: 화학(-51.2%), IT가전(-31.1%), 증권(-24.1%), 철강(+20.6%), 보험(-15.7%)

업종별 분기 영업이익 성장률(YoY) 전망

	2023E	3Q23	4Q23E	1Q24E	2024E
K200	-14.6	1.4	153.6	50.2	50.5
KSQ150	-27.3	-33.2	-9.0	16.9	66.6
에너지	-37.8	5.6	390.5	-12.9	9.4
화학	-34.0	-27.1	89.7	-51.2	36.2
비철,목재등	-21.2	5.6	71.6	5.1	15.0
철강	-19.4	10.0	흑전	-20.6	-0.2
건설,건축관련	-9.5	-1.4	2.7	-9.5	11.9
기계	42.1	13.3	27.0	-12.7	-3.9
조선	흑전	흑전	흑전	흑전	391.7
상사,자본재	-6.8	9.0	188.5	11.2	14.4
운송	-65.1	-68.1	-53.0	21.5	10.8
자동차	57.6	139.1	12.5	3.1	-3.3
화장품,의류,완구	-9.5	-3.4	-3.7	-6.1	17.8
호텔,레저서비스	흑전	58.1	흑전	-	50.6

	2023E	3Q23	4Q23E	1Q24E	2024E
미디어,교육	13.3	8.0	37.2	-10.5	7.3
소매(유통)	6.6	-9.8	41.7	20.4	24.5
필수소비재	-4.5	4.4	17.0	18.2	15.0
건강관리	14.7	-25.1	52.1	32.1	24.6
은행	2.1	-2.1	-8.4	-2.8	6.2
증권	27.0	32.8	16.6	-24.1	9.4
보험	71.9	58.4	44.7	-15.7	9.5
소프트웨어	-10.7	-0.9	14.3	11.4	23.7
IT하드웨어	-40.7	-50.4	115.3	-6.5	18.7
반도체	적전	-99.0	112.8	흑전	흑전
IT가전	24.1	11.5	109.5	-31.1	7.6
디스플레이	적지▼	적지▲	흑전	적지▲	적지▲
통신서비스	1.9	-10.8	18.8	1.9	3.0
유틸리티	적지▲	흑전	흑전	흑전	흑전

자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

04. 세부 업종별 1Q24 실적 전망 (QoQ)

▶ '24년 1분기 영업이익 기준 전 분기 대비 성장률 상/하위 업종은

Top 5: 증권(+147%), 유틸리티(+121.3%), 은행(+106.3%), 보험(+75.7%), 반도체(+67.1%)

Bottom 5: IT하드웨어(-55.7%), 미디어교육(-43.7%), 건강관리(-27.7%), 건설건축(-14.6%), 화학(-13.9%)

업종별 분기 영업이익 성장률(QoQ) 전망

(QoQ, %)	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E
K200	38.9	-18.0	30.5	8.9	19.8
KSQ150	-11.8	-6.8	4.9	47.5	40.6
에너지	262.7	-53.5	23.0	12.9	9.5
화학	33.2	-39.9	-13.9	107.6	56.3
비철,목재등	-8.9	30.3	-8.1	0.5	1.3
철강	-19.8	-40.8	1.6	43.3	15.6
건설,건축관련	37.5	6.3	-14.6	22.0	0.8
기계	-32.6	-1.9	2.2	18.7	-9.6
조선	흑전	66.5	-7.0	39.0	32.3
상사,자본재	60.2	-25.8	23.5	0.9	7.9
운송	-2.2	-12.7	56.4	-4.8	-13.5
자동차	-9.9	-1.3	-4.7	10.7	-7.1
화장품,의류,완구	-5.0	-12.8	19.1	14.3	8.4
호텔,레저서비스	39.9	-47.6	-	-	-

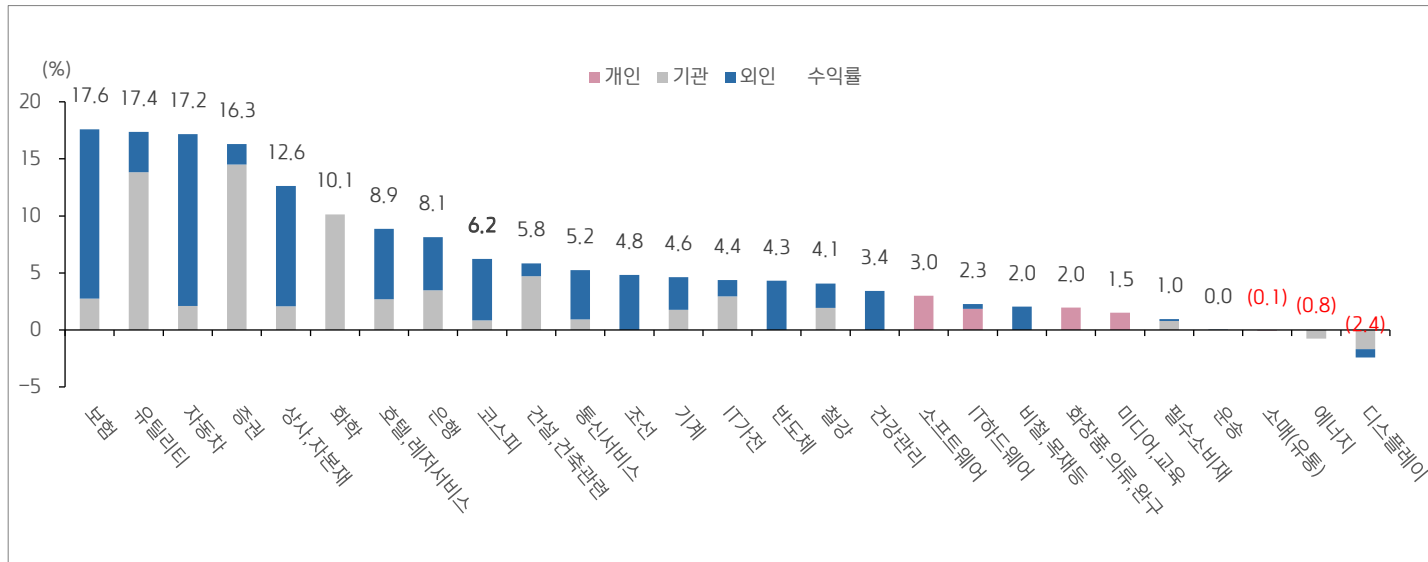
(QoQ, %)	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E
미디어,교육	0.0	1.3	-43.7	91.4	-1.0
소매(유통)	42.4	-2.2	-9.8	-9.4	58.8
필수소비재	33.3	-35.9	28.1	1.1	30.4
건강관리	43.7	-28.3	-27.7	25.2	7.8
은행	1.7	-48.9	106.3	0.1	0.6
증권	0.8	-58.9	147.6	-8.2	12.6
보험	1.7	-35.0	75.7	-6.2	-3.7
소프트웨어	9.6	-1.2	15.5	-0.3	10.9
IT하드웨어	178.8	66.4	-55.8	-16.1	140.3
반도체	흑전	2603.1	67.1	50.9	55.8
IT가전	30.7	-16.4	-1.8	10.0	43.6
디스플레이	적지▲	흑전	적전	적지▲	흑전
통신서비스	-19.1	-23.4	53.7	1.6	-8.5
유틸리티	흑전	-32.4	121.3	-45.7	129.8

자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

05. 외국인과 기관 투자자의 쌍끌이 매수 (코스피)

- ▶ 코스피에서는 외국인 그리고 기관 투자자의 순매수가 동반되며 우호적인 수급 흐름 연출. 특히 외국인이 밸류업 프로그램으로 멀티플 리레이팅이 예상되는 대형가치 섹터를 중심으로 매수
 - 기관 투자자는 유틸리티, 증권, 화학 등의 업종을 집중적으로 매수
 - 외국인은 보험, 자동차, 상사자본재(지주), 호텔레저, 은행 등을 중심으로 매수

코스피 업종별 2월 수익률과 상승(하락) 시 순매수(순매도) 투자주체 비중



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

주) 추가 수익률이 상승한 경우 순매수 우위를 보인 수급 주체별 비중, 추가 수익률이 하락한 경우 순매도 우위를 보인 수급 주체별 비중

06. (참고) 코스피, 투자주체별 월간 수급 현황

- ▶ 2월 코스피 기준, 외국인(+7조 6,788억원)과 기관(1조 1,826억원)은 순매수. 개인(-8조 7,321원) 순매도.

코스피 업종별 개인/기관/외국인 2월 순매수 대금

(십억 원)	개인	기관	외국인	(십억 원)	개인	기관	외국인
반도체	- 1,110.5	- 1,008.8	2,065.3	조선	- 1.0	- 13.6	16.5
자동차	- 2,928.2	323.9	2,333.4	건설,건축관련	- 208.1	154.3	36.7
IT가전	- 258.8	165.9	81.2	소매(유통)	- 76.4	- 26.9	108.0
기계	- 196.9	81.0	132.6	비철,목재등	- 5.6	- 3.4	5.8
보험	- 437.4	68.0	366.6	운송	- 219.3	73.8	219.8
필수소비재	- 20.9	13.6	2.7	건강관리	- 290.7	- 25.3	323.8
미디어,교육	98.2	- 64.0	- 26.7	화학	- 414.0	644.0	- 226.5
화장품,의류,완구	258.0	- 25.5	- 39.7	호텔,레저서비스	- 98.4	29.8	68.6
상사,자본재	- 1,303.2	224.5	1,141.9	통신서비스	- 255.2	42.7	201.5
유틸리티	- 468.2	388.9	99.8	은행	- 771.0	386.4	519.7
디스플레이	31.4	- 22.5	- 9.8	에너지	32.0	- 196.3	164.4
증권	- 318.7	309.6	38.3	소프트웨어	286.7	- 209.5	- 129.4
IT하드웨어	193.6	- 236.8	42.2	철강	- 216.5	111.4	123.6

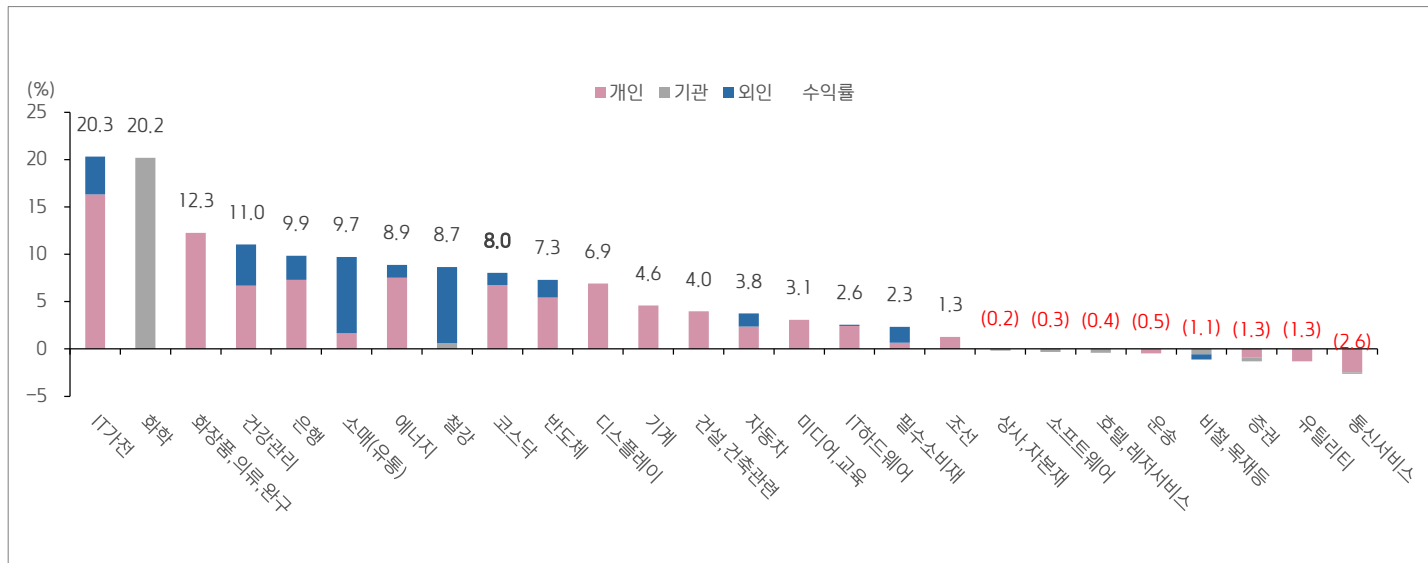
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

주) 표는 2/28일 기준

07. 개인 그리고 외국인 투자자의 매수 우위 (코스닥)

- ▶ 코스닥 시장에서는 개인 투자자 그리고 외국인이 순매수를 기록. 월 중반 이후 중소형 성장주에 대한 저가 매수세가 유입되며 반등 탄력이 높았음
 - 외국인은 소매, 철강 등의 업종에 대한 매수 비중이 높았음
 - 개인 투자자는 IT가전, 화장품의류완구, 건강관리 업종에 대해 매수세 집중

코스닥 업종별 2월 수익률과 상승(하락) 시 순매수(순매도) 투자주체 비중



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

주) 추가 수익률이 상승한 경우 순매수 우위를 보인 수급 주체별 비중, 추가 수익률이 하락한 경우 순매도 우위를 보인 수급 주체별 비중

08. (참고) 코스닥, 투자주체별 월간 수급 현황

- ▶ 2월 코스닥 기준, 개인(+1조 6,429억원), 외국인(+3,142억원) 순매수. 반면, 기관(-1조 4,266억원) 순매도

코스닥 업종별 개인/기관/외국인 2월 순매수 대금

(십억 원)	개인	기관	외국인	(십억 원)	개인	기관	외국인
반도체	416.7	- 422.3	143.2	조선	11.6	- 10.8	0.8
자동차	10.0	- 12.5	5.8	건설,건축관련	64.7	- 23.3	19.8
IT가전	179.3	- 111.8	44.0	소매(유통)	2.1	- 8.5	10.3
기계	79.3	- 50.9	22.9	비철,목재등	5.0	- 3.1	3.1
보험	0.2	- 0.5	0.3	운송	- 1.5	1.0	0.9
필수소비재	6.2	- 6.9	15.2	건강관리	245.9	- 328.2	158.7
미디어,교육	100.3	- 39.1	55.7	화학	- 31.8	33.1	6.5
화장품,의류,완구	71.9	- 27.0	20.9	호텔,레저서비스	17.7	- 23.0	2.9
상사,자본재	3.2	- 10.1	8.1	통신서비스	- 0.7	0.0	0.8
유틸리티	- 0.5	0.0	0.6	은행	14.4	- 19.9	5.0
디스플레이	21.1	- 22.3	2.4	에너지	29.4	- 10.4	5.3
증권	- 2.0	0.8	2.0	소프트웨어	230.5	- 163.3	9.1
IT하드웨어	228.1	- 184.5	10.7	철강	- 8.2	0.6	8.2

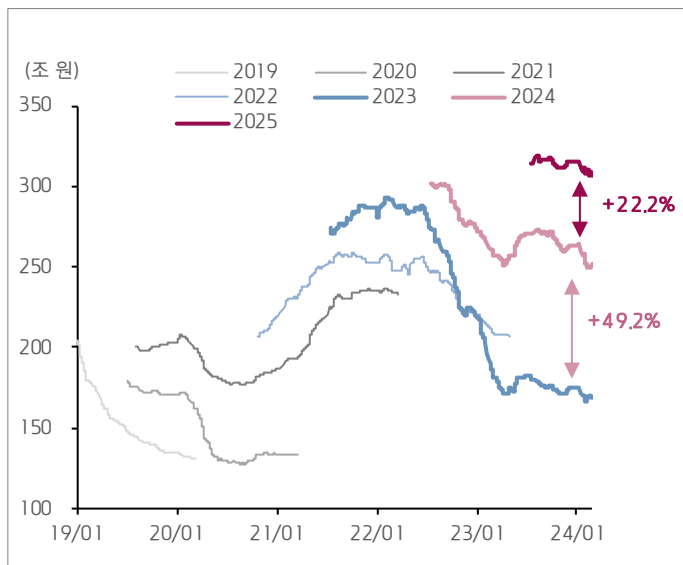
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

주) 표는 2/28일 기준

09. 이익 전망 하향 조정 지속

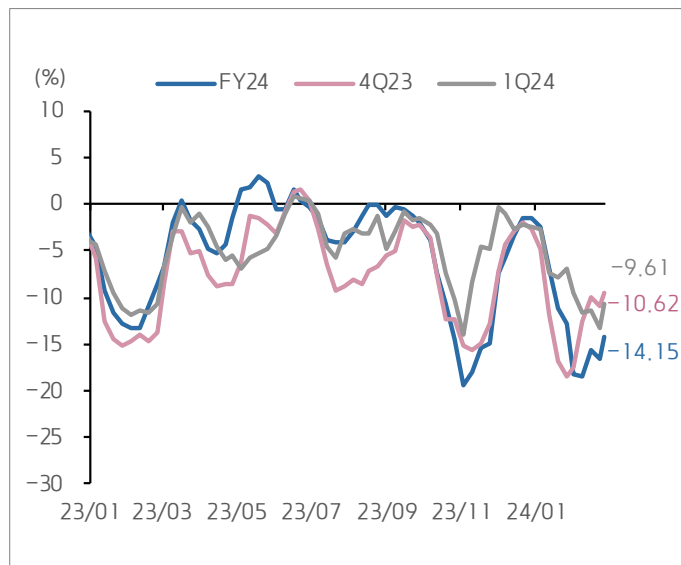
- ▶ 실적 시즌 후반부인 현재 이익전망 하향 모멘텀은 다시금 하향 조정 의견이 앞서는 모습
- ▶코스피의 '24년 영업이익 성장률 전망은 월초까지도 50% 초반대의 성장률이 전망됐지만, 현재는 하향 조정된 영향으로 49.2% 성장 전망
- ▶ 실적 시즌의 후반부에 접어들며 큰 폭의 전망 변화는 제한될 것으로 전망되나, 여전히 하향 조정 의견이 앞서는 점은 기업들의 펀더멘털 측면에서 경계 요인

코스피, 연도별 영업이익 전망치 추이



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

코스피, 4Q23, 1Q24, FY24 이익조정비율(1M)

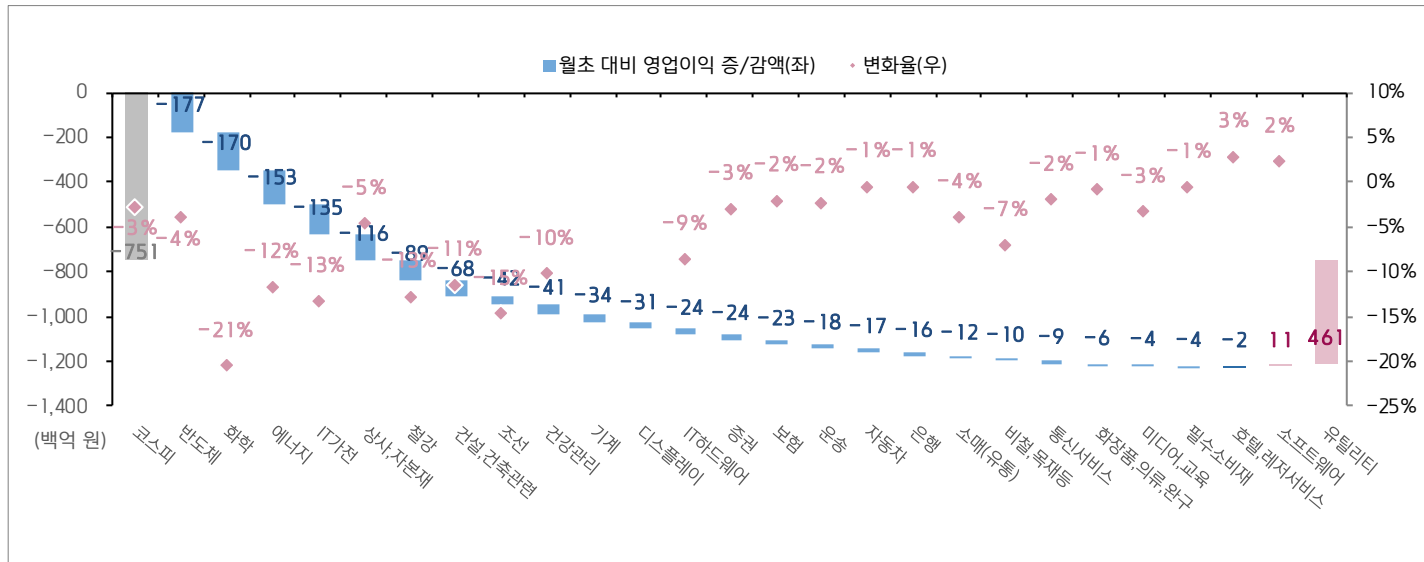


자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

10. 2월 초 이후 현재까지 업종별 OP 변화

- ▶ 코스피 '24년 영업이익 전망은 2월초에 비해 약 7.5 조원 하향 조정. 2차전지 관련 업종인 화학, IT가전을 비롯해 올해 증시의 가장 큰 이익 증분을 이끌어내는 반도체 업종의 눈높이 조정
 - 반도체(-1.8조원), 화학(-1.7조원), 에너지(-1.5조원), IT가전(-1.4조원), 상사자본재(-1.2조원)의 하향폭이 컸음
 - 비용 인상 기대감이 있는 유틸리티(+4.6조원) 그리고 소프트웨어(+0.1조원) 업종만이 같은 기간 실적 전망 상향

코스피 업종별, 2월 초 대비 FY24 영업이익 전망치 변화



자료: FnGuide 컨센서스 키움증권 리서치센터

11. 업종별 '24년 실적 성장을 전망 변화 추이

- ▶ 실적 성장률이 연초 대비 둔화될 것으로 전망되는 경우가 과반 이상
- ▶연초 대비 성장률 전망이 유의미하게 개선된 업종은 유틸리티,반도체, 은행, 운송 정도만이 해당

연초 이후 업종별 FY24 영업이익 성장률 전망 추이

(YoY, %)	연초	1월말	현재	추이
코스피 200	52.26	53.83	50.54	
에너지	17.39	22.32	9.42	
화학	81.47	70.27	36.16	
철강	11.05	8.81	-0.15	
건설,건축관련	17.53	15.49	11.93	
기계	1.5	0.83	-3.92	
조선	510.1	486.8	391.7	
상사,자본재	21.91	20.79	14.36	
자동차	-0.58	-2.95	-3.27	
화장품,의류,완구	24.15	21.09	17.84	
호텔,레저서비스	52.5	55.9	50.57	
미디어,교육	12.19	11.35	7.32	
IT가전	35.51	23.81	7.56	
디스플레이	흑전	적지▲	적지▲	

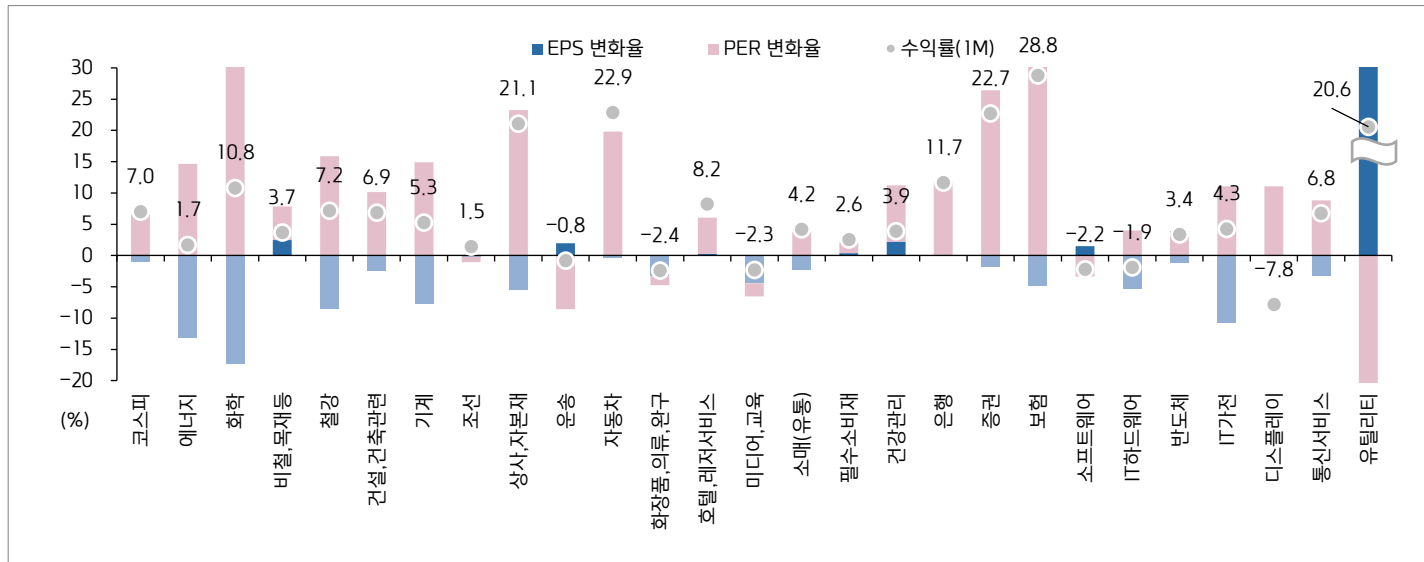
(YoY, %)	연초	1월말	현재	추이
소매(유통)	29.95	30.08	24.5	
필수소비재	14.89	15.58	14.95	
건강관리	25.16	25.06	24.57	
IT하드웨어	38.77	30.56	18.72	
통신서비스	5.98	5.12	2.95	
보험	6.74	8.17	4.61	
증권	8.99	12.79	11.31	
비철,목재등	16.59	13.96	14.97	
운송	-7.9	7.06	10.83	
은행	4.73	6.45	6.83	
소프트웨어	22.64	20.95	23.67	
반도체	흑전	흑전	흑전	
유틸리티	흑전	흑전	흑전	

자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터
 주) 금융 업종의 경우 순이익 성장률 전망

12. 2월 증시는 실적 변화보다는 멀티플 개선이 주도한 상승

- ▶ 업종별 실적 전망은 하향 조정에 무게가 실렸지만, 연초 이후 증시는 AI 산업의 성장 그리고 국내 밸류업 프로그램 기대감을 둘러싸고 증시의 밸류에이션 변화가 증시 변화를 주도
- ▶ 코스피 그리고 업종 대다수가 실적 전망의 개선을 찾아보기 드문 가운데, 밸류업 기대감에 힘입어 멀티플 리레이팅이 큰 폭으로 이루어졌음
 - 실적 개선이 주가 상승을 탄력적으로 견인한 것은 유틸리티 업종이 유일

코스피 업종별 최근 1개월 주가 수익률 동인 분해



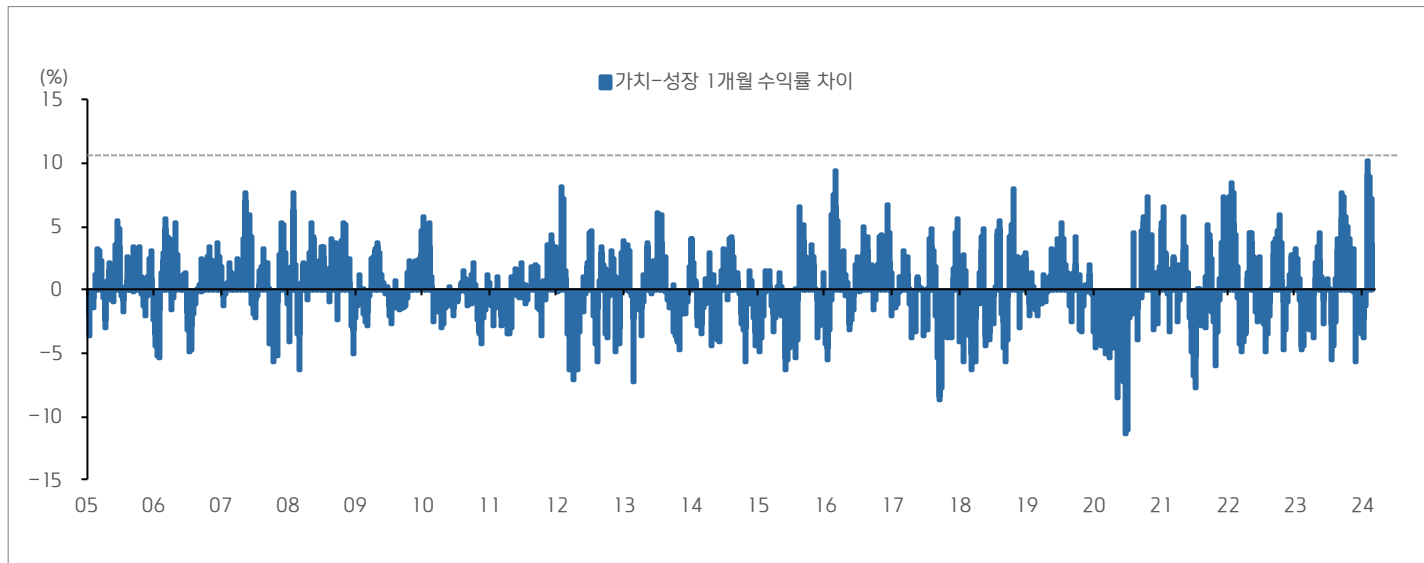
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터
 주) 최근 1개월은 20 거래일 기준

13.

연초 가치 스타일의 상대 우위는 '05년 이후 가장 큰 폭

- ▶ 2월 첫 주, 가치 스타일과 성장 스타일의 1개월 주가 수익률 차이는 10.3%p를 기록하며 2005년 이후 가장 큰 폭을 기록했다
 - 이후 단기 가격 급등에 대한 차익매물 출회가 이루어지며 가치-성장 스타일의 1개월 수익률 차는
첫째 주: 10.33% → 둘째 주: 8.98% → 셋째 주: 7.26% → 넷째 주: 4.26%(2/28 기준)로 점차 축소
- ▶ 성장 스타일의 경우 '20년 7월 첫 주에 가치 스타일을 11.4% 아웃퍼폼한 것이 동기간 가장 큰 폭

한국 가치 / 성장 스타일 최근 1개월 수익률 차이

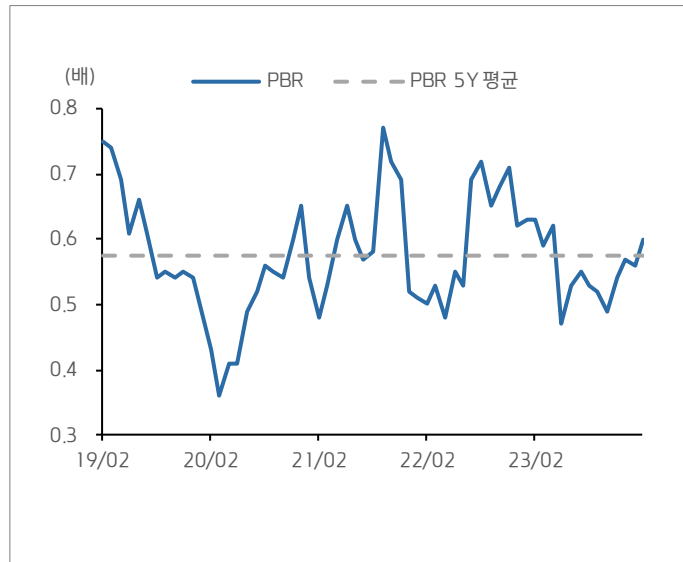


자료: FnGuide 컨센서스 키움증권 리서치센터

14. 저밸류 모멘텀의 지속보다는 단기 속도 조절에 무게

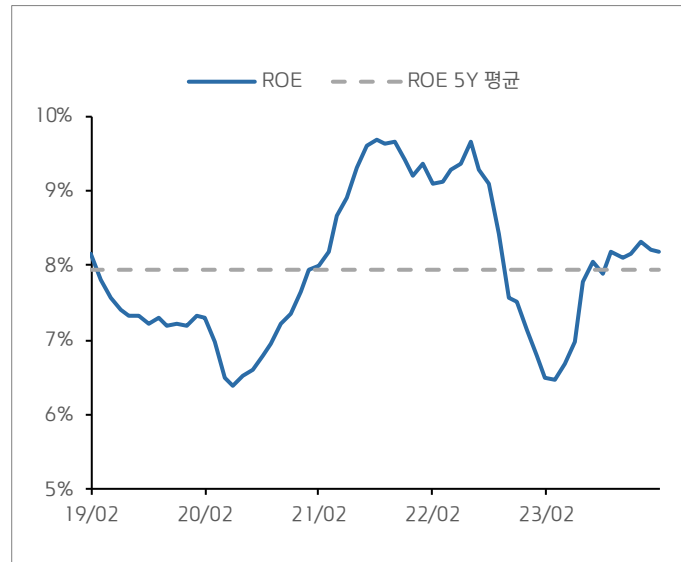
- ▶ 기업 밸류업 프로그램의 대표적 수혜 스타일인 가치 스타일은 이미 최근 5년 평균 PBR을 상회
- ▶ 또한, 주주환원 여력을 가늠할 수 있는 수익성은 연초 이후 소폭 둔화되는 모습 포착
 - 상대적으로 성장 스타일은 PBR의 절대값은 높으나, 과거 5년 평균 하회 & ROE 또한 상대적으로 양호
- ▶ 상반기 추가적인 세부 정책에 대한 기대감이 상존함에 따라 수시로 관련 테마에 대한 관심이 부각될 수 있지만, 단기적으로 정책 재료가 소멸된 점을 감안 펀더멘털 및 밸류에이션 위치 점검할 필요

MKF500 가치주, 최근 5년 PBR(Fwd. 12M) 추이



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

MKF500 가치주, 최근 5년 ROE(Fwd. 12M) 추이

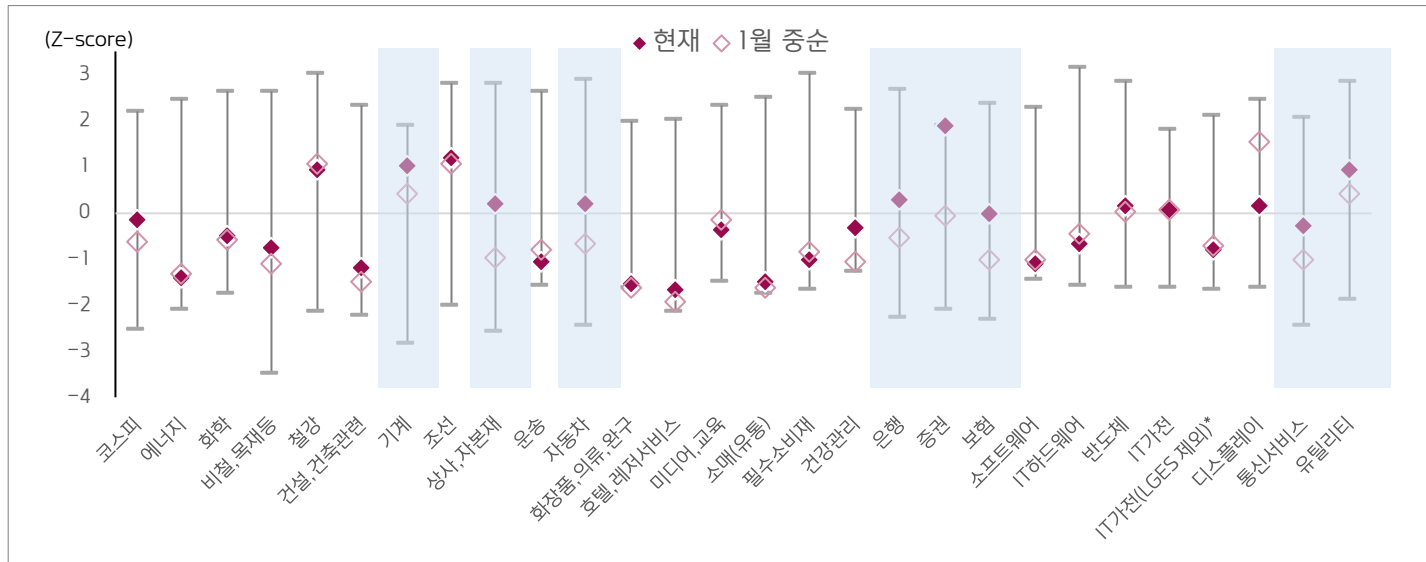


자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

15. P/B 기준, 증시 밸류에이션은 평균 수준 근접

- ▶ 저밸류 종목군 중심의 약진으로 현재 코스피 PBR(Fwd. 12M)는 0.92배로 최근 5년 평균(0.93배)에 근접
- ▶ 특히 기업 밸류업 프로그램의 수혜 업종으로 부각된 금융, 자동차, 상사자본재(지주사), 유틸리티 등은 프로그램 발표 전인 1월 중순과 비교해 큰 폭으로 상승
 - 업종별 PBR(Fwd. 12M)은 현재 기계(1.1배), 상사자본재(0.77배), 자동차(0.6배), 은행(0.41배), 증권(0.72배), 보험(0.46배), 통신서비스(0.66배), 유틸리티(0.4배)

코스피 업종별 최근 5년 기준 PBR(Fwd. 12M) 위치 변화

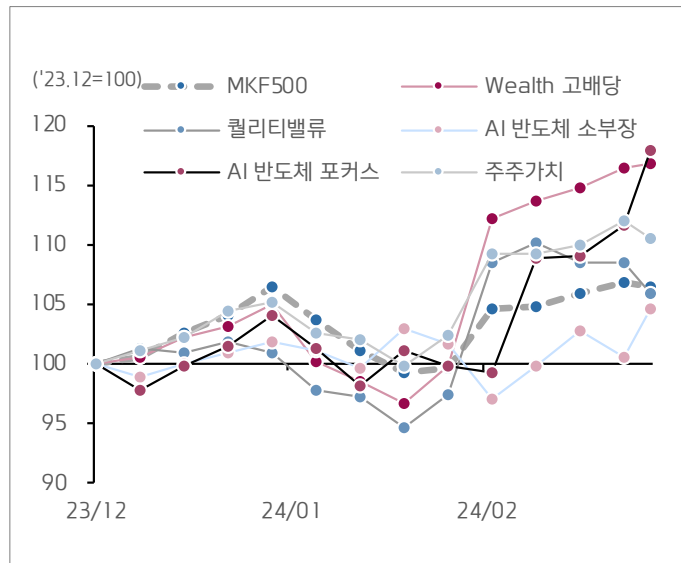


자료: FnGuide 컨센서스 키움증권 리서치센터

16. 또 다른 주도 테마 'AI'

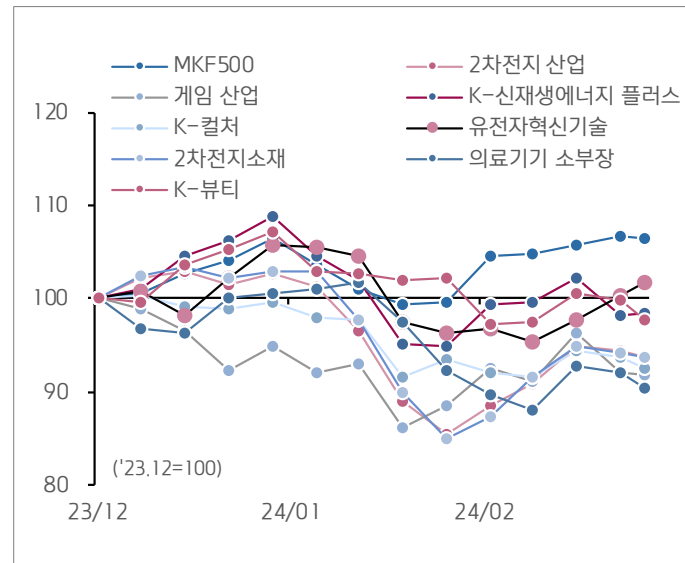
- ▶ 저밸류 기업들에 대한 관심 외에도 글로벌 AI 트렌드 성장에 힘입어 국내 증시 역시 AI 산업과 밀접한 반도체 관련주의 강세가 두드러졌음
- ▶ 다만, 해당 두 테마를 제외한다면 여타 성장 테마들은 증시 BM과 비교해 부진한 성과를 보이며 시장의 관심이 제한된 모습

MKF500 대비 성과 우위 테마



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

MKF500 대비 성과 열위 테마

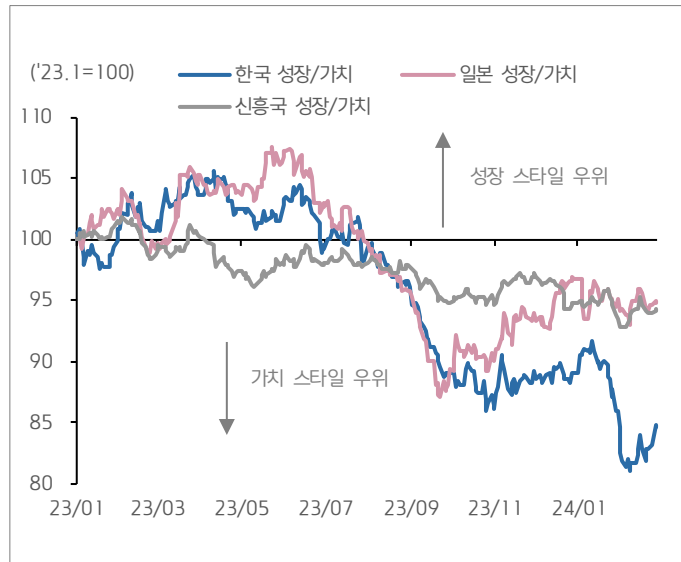


자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

17. 성장 스타일 강세: 한미 스타일 동조화

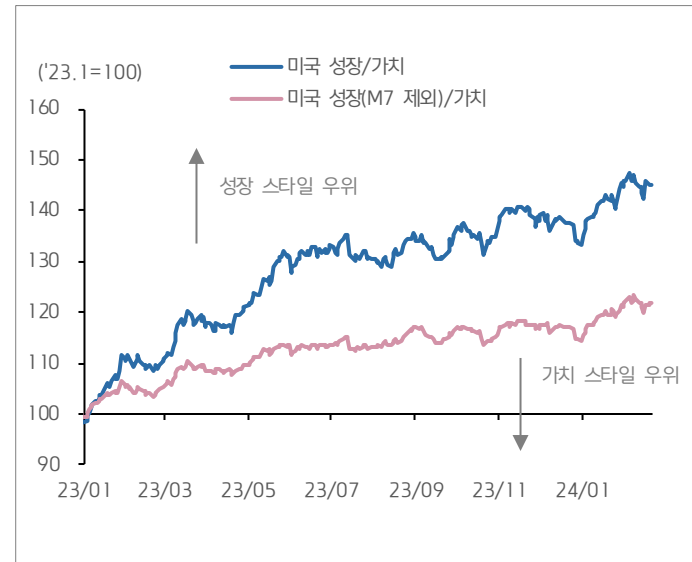
- ▶ 1월말 이후 한국을 비롯한 신흥국 증시는 가치 스타일의 우위가 연출. 이후 스타일 로테이션이 이루어지면서 한국 증시는 성장 스타일의 반등이 이루어짐
- ▶ AI 산업 개화에 대한 기대감으로 미국 증시의 빅테크 기업들의 주가가 지속 우상향하고 있는 가운데, 국내 증시에서도 반도체를 중심으로 한 AI 관련주가 성장 스타일 강세 주도

한/일/신흥국 성장/가치 스타일 상대 주가 지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 성장/가치 스타일 상대 주가 지수

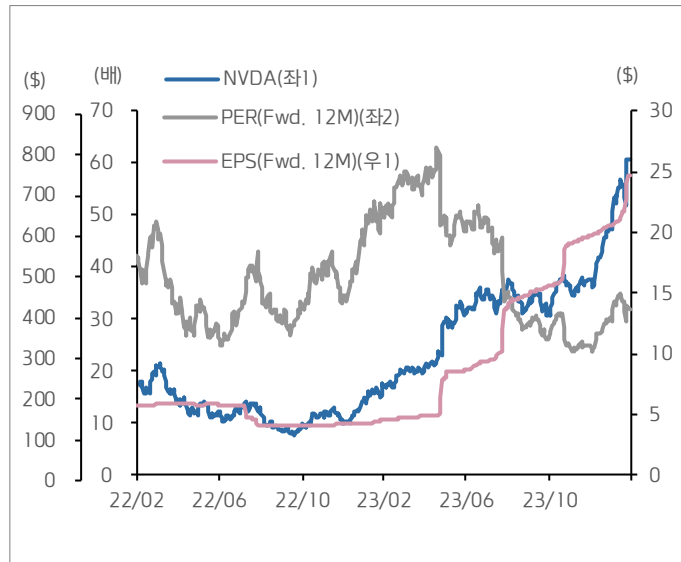


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

18. 미 AI섹터, 견조한 실적 성장 전망으로 밸류 부담 제한

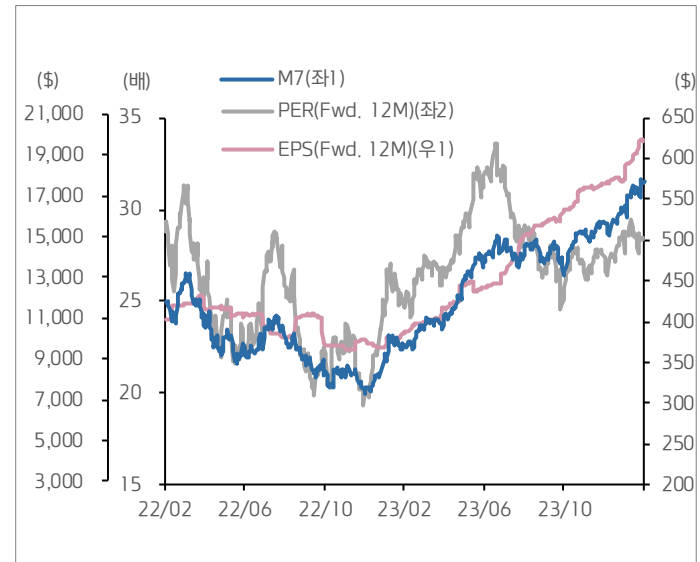
- ▶ 세계적인 AI 산업 트렌드를 이끌고 있는 미국의 빅테크 기업들은 높은 주가 상승세를 지속하고 있음. 작년 연초부터 이어진 우상향 추세로 인해 밸류에이션에 대한 우려가 제기되기도 하지만, 주가 상승 속도를 상회하는 이익 전망의 상승이 동반.
- ▶ AI 트렌드를 주도하는 엔비디아를 비롯한 M7 기업들의 PER(Fwd. 12M)는 작년 중순의 절반 수준에 불과

엔비디아 주가, EPS, PER 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

Magnificent 7 주가, EPS, PER 추이

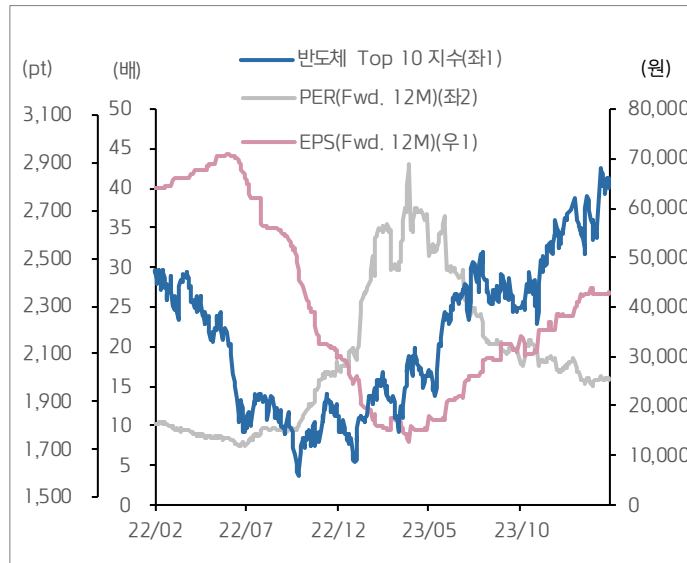


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

19. 한국 AI 섹터 관련주는 밸류 부담 가중

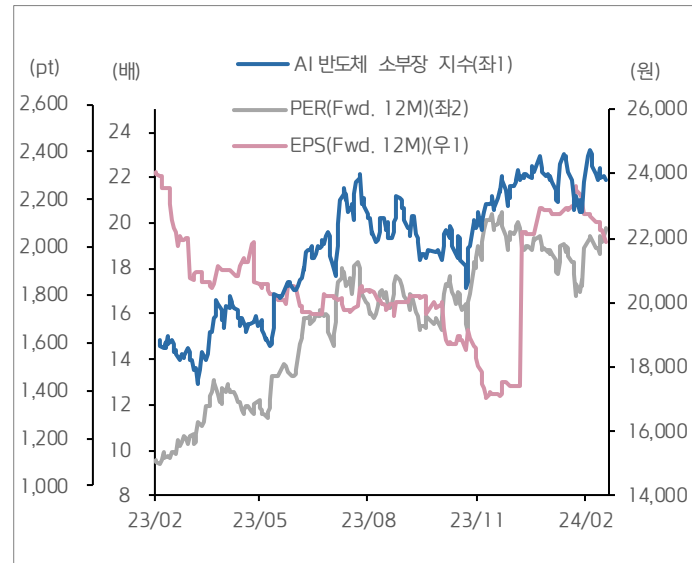
- ▶ 앞서 살펴본 미 증시와 유사하게 한국의 반도체 기업들은 작년 하반기 이후 실적 전망 개선에 힘입어 밸류에이션 부담이 지속 완화
 - 다만, 최근 들어 추가적인 개선 모멘텀 제한
- ▶ 한편, AI 반도체 소부장 관련 기업들의 경우 실적 개선 탄력 대비 주가의 상승 속도가 더 빠르게 연출되며 밸류에이션 부담은 점차 가중되는 모습

반도체 TOP10 지수, EPS, PER 추이



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

AI반도체 소부장 지수, EPS, PER 추이



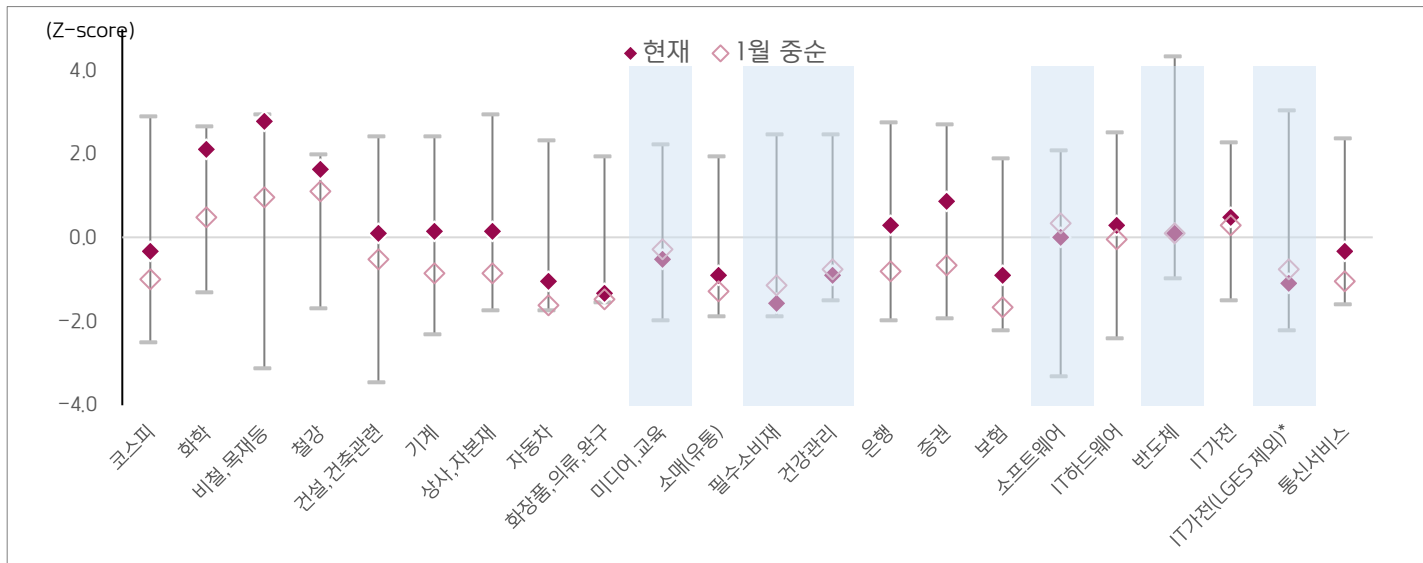
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

20.

실적 감안 동 기간 밸류 부담 완화 업종에서의 기회 모색

- ▶ 밸류업 프로그램의 심리적 기준선인 PBR 1배까지는 상승 여력이 남아있지만, 상승 속도 그리고 정책 모멘텀의 소강을 감안 단기적 로테이션 발생 가능성이 높을 것으로 판단
- ▶ 주가 상승 그리고 실적 전망 하향 동반으로 PER 역시 1월 중순과 비교해 업종 전반적으로 상승
- ▶ 증시 전반의 밸류 부담이 한층 높아진 상황에서 상대적으로 PER (Fwd. 12M)가 낮아진 건강관리, 소프트웨어, IT, 필수소비재 등의 업종에서 수익 기회를 모색할 수 있을 것으로 판단

코스피 업종별 최근 5년 기준 PER(Fwd. 12M) 위치 변화



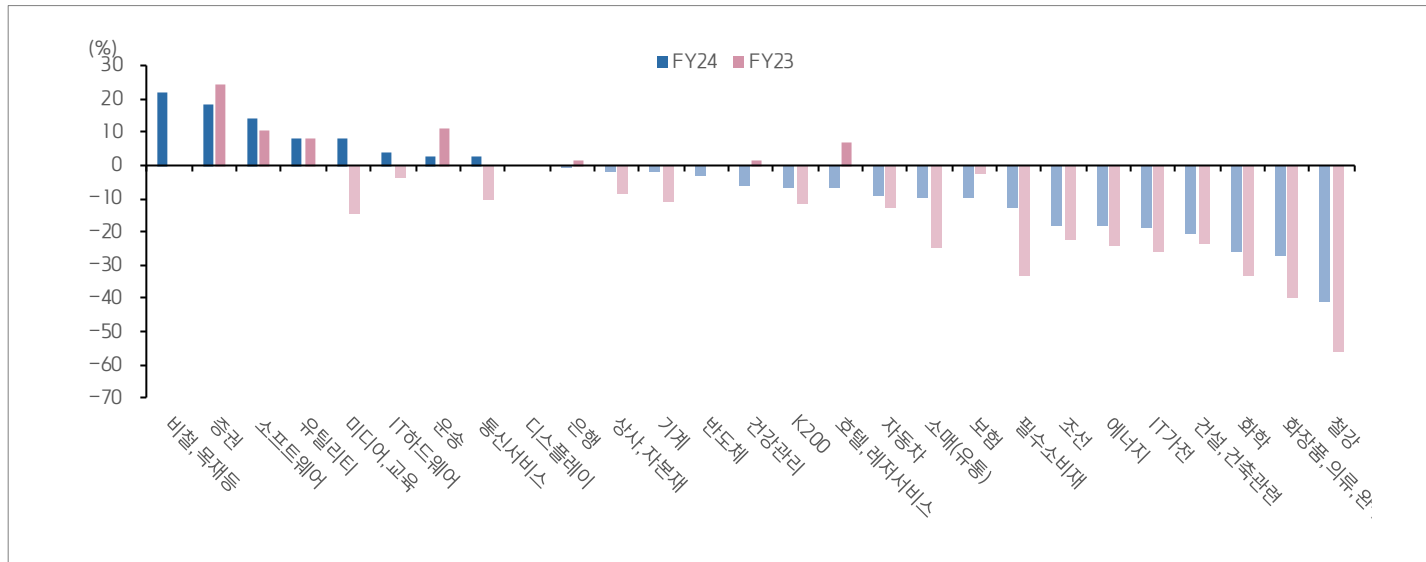
자료: FnGuide 컨센서스 키움증권 리서치센터

주) 실적 적자 기록으로 과거 5년 등락폭이 큰 에너지, 조선, 운송, 디스플레이, 유틸리티 업종은 제외

21. (참고) 업종별 FY23, FY24 최근 1개월 이익모멘텀

- ▶ 최근 1개월 동안 '24년 이익 전망의 상향 의견이 더 높은 업종에는
 - 비철목재(21.7%), 증권(18.5%), 소프트웨어(14.0%), 유틸리티(8.3%), 미디어교육(8.0%), IT하드웨어(3.9%) 등이 해당
- ▶ 반면, 하향 의견이 더 높은 업종으로는
 - 철강(-41.0%), 화장품의류완구(-27.6%), 화학(-26.0%), 건설건축(-20.6%), IT가전(-18.8%), 에너지(-18.6%) 등의 하향 압력이 높은 모습

코스피 업종별, 최근 1개월 이익조정 비율



자료: FnGuide 컨센서스 키움증권 리서치센터

Part 2-(2)

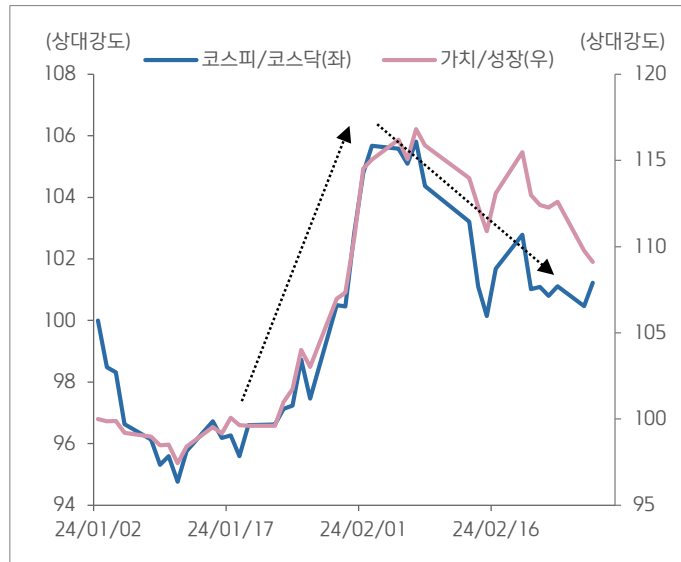
퀀트 Bottom-Up

: 가치와 성장, 양쪽에서의 선별적
대응 필요

01. 가치 일변도 강세 현상은 마무리되어가는 추세

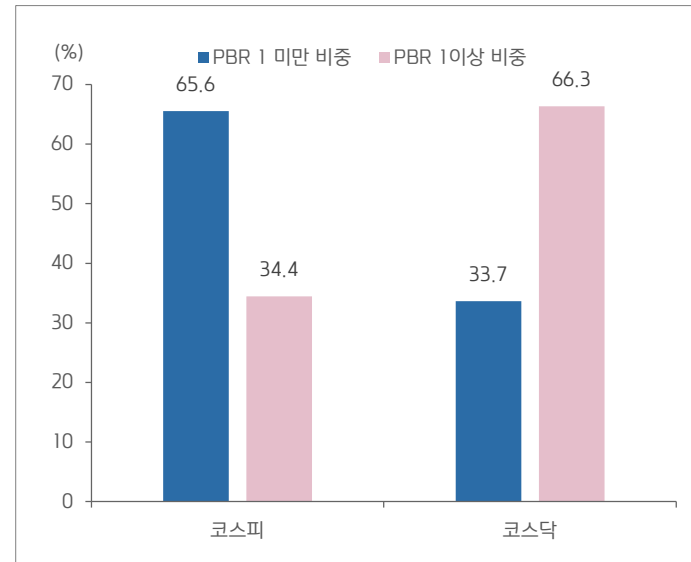
- ▶ 연초 이후 코스피 대비 코스닥 상대강도는 가치 대비 성장 상대강도와 동행하는 경향성을 보이는 모습
 - 코스피의 경우 구성 종목 내 가치주 비중이 높고, 코스닥은 성장주 비중이 높기 때문
- ▶ 1/18일 민생토론회에서 처음 '기업 밸류업 프로젝트' 언급된 이후 저 PBR 테마 부각되며 가치주 중심의 강세 연출
 - 그러나, 2월 중순부터 관련 재료 점진적으로 소멸됨에 따라 성장주 상대 강세가 나타남. 특히, 밸류업 관련 뉴스플로우가 단기 소강 상태로 빠진다면 3월까지도 그간 소외되었던 코스닥(중소형) 성장주 내에서 반등 시도가 나타날 가능성

코스피와 코스닥, 가치와 성장 상대강도 추이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터
 주) 가치 = WMI500 순수가치, 성장 = WMI 순수성장

코스피와 코스닥 PBR 1배 미만과 이상 기업 비중



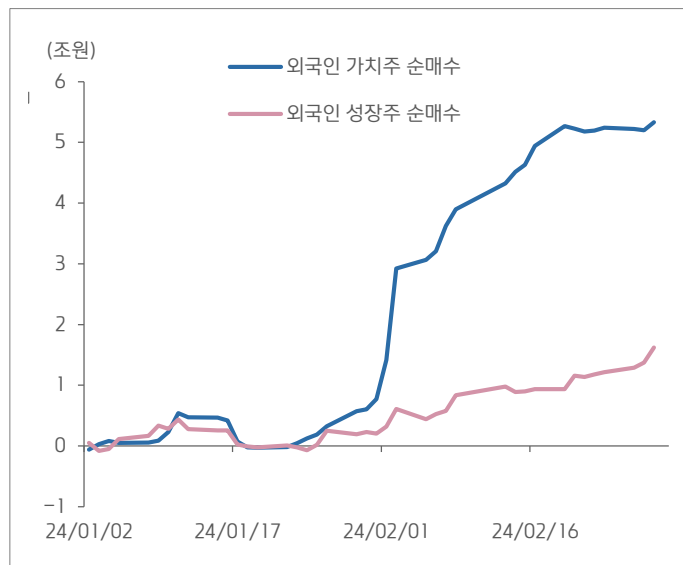
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

02.

외국인은 가치와 성장 모두 매수, 기관은 성장주를 팔고 가치주를 매수

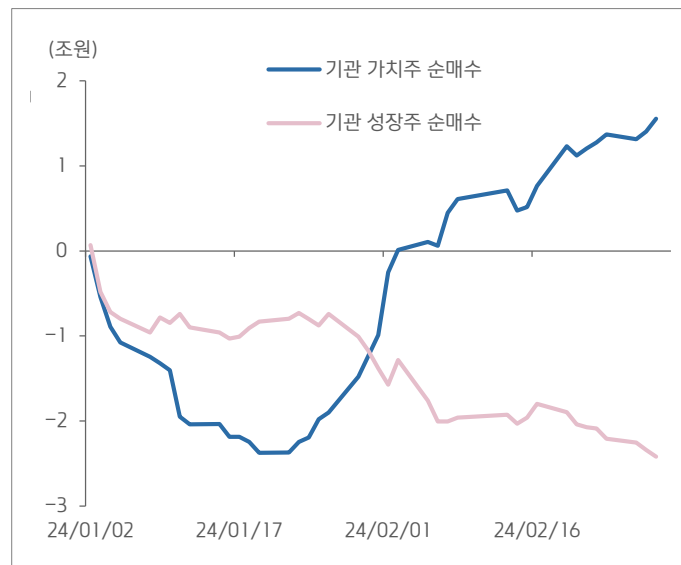
- ▶ 가치주와 성장주로 구분해서 국내 증시의 주요 수급 주체별 특징을 살펴보면,
 - 외국인은 밸류업 테마가 부각된 1월 말 이후, 성장주 대비 가치주 중심으로 순매수(1/18~2/23 - 가치 : +5.1조, 성장 : +1.1조)
 - 다만, 2/23일 세부 밸류업 방안이 공개된 이후 성장 우위의 순매수세 흐름(2/23일 이후 - 가치 : +0.13조, 성장 : +0.44조)
- ▶ 한편, 기관은 1월 말 이후 성장주는 지속적으로 순매도하는 반면 가치주는 꾸준히 매수하는 흐름세
 - 1/18일 이후, 가치주는 3.7조 순매수하고 성장주는 1.4조 순매도하며 극명하게 대조되는 양상

연초 이후 외국인 가치/성장 순매수 추이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터
주) 가치 = WMI500 순수가치, 성장 = WMI 순수성장

연초 이후 기관 가치/성장 순매수 추이

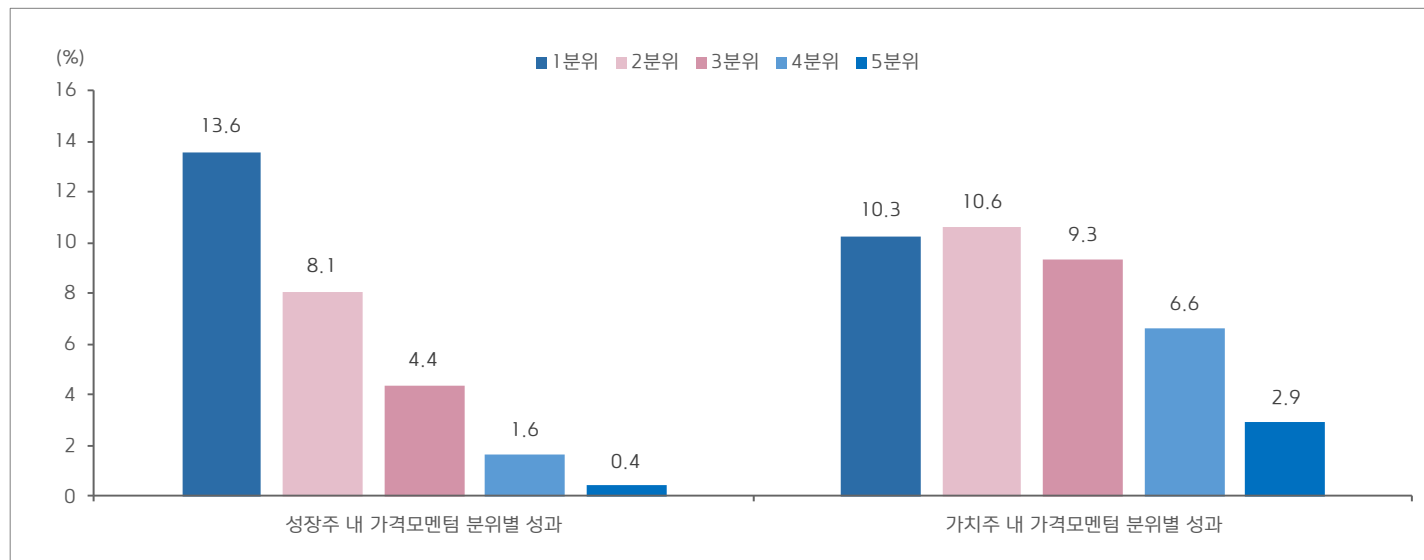


자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터
주) 가치 = WMI500 순수가치, 성장 = WMI 순수성장

03. 성장주 내에서 알파를 얻기 위해서는 가격 모멘텀을 고려해볼 필요

- ▶ 저PBR 테마 급등으로 인해, 불가피하게 성장주에서 가치주로 이탈한 수급이 일정부분 성장으로 재차 유입될 것으로 예상
- ▶ 현 시점에서 성장 스타일 내에서 초과수익을 얻을 수 있는 원천은 '가격모멘텀'의 존재 여부
 - 성장주 내에서는 가격 모멘텀의 추세가 유지되는지의 여부가 이후 성과를 결정하는 경향성이 있음. 실제로, 밸류업이 부각되었던 1/17일 이후 가치주 강세 장세에도 불구하고 가격모멘텀을 보유한 성장주는 선방하는 모습
- ▶ 반면, 가치주 내에서 가격모멘텀 팩터는 성장주 대비 상대적으로 덜 작동되는 모습이 관찰됨

성장주와 가치주 내 가격모멘텀 5분위별 성과 비교



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터,

주1) 성장주 유니버스 = WMI500 순수성장, 가치주 유니버스 = WMI500 순수가치, 수익률은 밸류업프로그램 부각된 1/17~현재까지 수익률

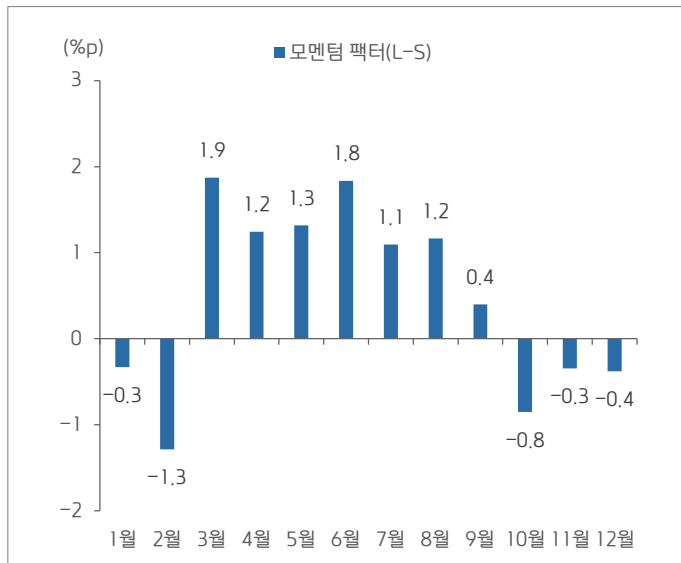
주2) 가격모멘텀은 최근 1개월을 제외한 12개월 수익률 사용

04.

가격 모멘텀 팩터는 3월부터 강세를 보이는 계절성 존재

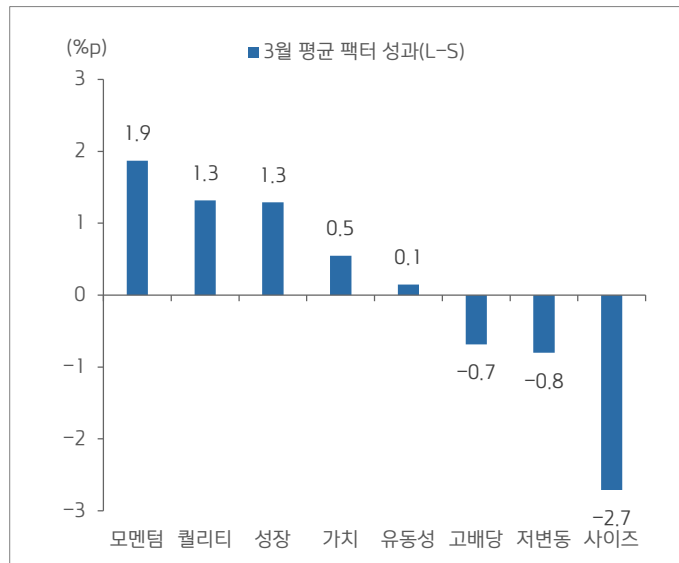
- ▶ 2010년 이후, 월별 평균 모멘텀 팩터(L-S)의 성과는 3월에 약 +1.9%p로 전체 월 중 가장 높은 성과를 보이는 경향
 - 이러한 현상이 나타나는 여러 이유가 있겠지만, 연말 대주주 양도세 등 한국 고유의 수급적 교란이 이듬해 초까지 영향을 미친다는 점과 3월부터 1Q 실적시즌 영향권에 들면서 주도주 테마가 부각된다는 점 등의 요인들에 기인한다고 판단
- ▶ 또한, 주요 스타일 팩터별로 살펴봐도 3월에 유독 여타 스타일 대비 가격모멘텀 팩터의 성과가 가장 높다는 점이 확인 가능
 - 모멘텀 외에 퀄리티, 성장 등의 팩터도 3월에 추가 설명력이 상대적으로 높은 편

모멘텀 팩터(L-S)의 월별 평균 성과



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주) 유니버스는 코스피 기준

3월 기준, 주요 스타일 팩터별 성과 비교

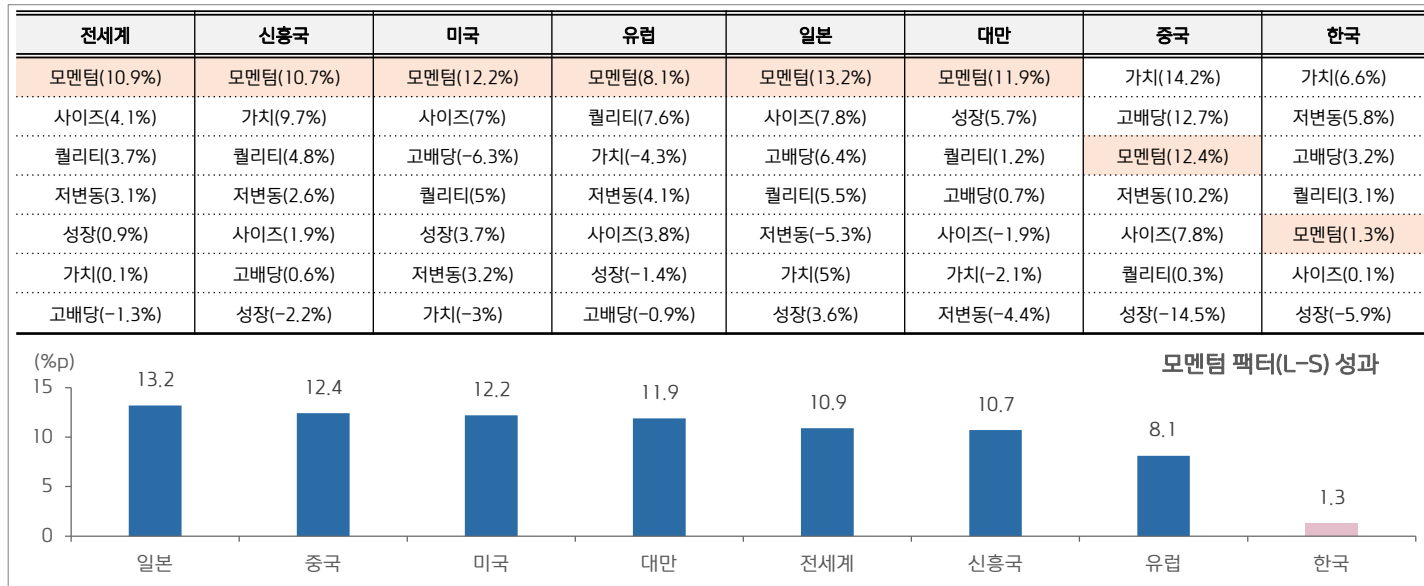


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주) 유니버스는 코스피 기준

05. 글로벌 주요 증시에서도 주도주 중심의 상승세가 지속중

- ▶ 글로벌 주식시장 기준, 연초 이후 주요 스타일 중 가격 모멘텀 팩터가 가장 높은 수익률 기록중
 - 특히, AI를 비롯한 IT와 비만치료제를 포함한 바이오 등의 테마가 글로벌 주식시장에서 주도주 역할을 하는 모습
- ▶ 반면, 한국의 경우 1월 말 밸류업 프로젝트가 부각됨에 따라 가치, 저변동, 고배당 팩터 중심의 강세 시현
 - 일시적으로는 이탈할 순 있어도 결국에는 주요국 증시와 동조화되는 한국 증시 특성상, 스타일 측면에서도 3월에는 그간 소외되었던 성장 및 모멘텀 중심의 반등이 나타날 가능성이 높다고 판단

연초 이후 글로벌 주요 주식시장의 스타일별 성과(L-S) 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터,

주1) 팩터 유니버스는 미국 : S&P500, 유럽 : STOXX600, 일본 : 닛케이225, 대만 : 대만가권, 중국 : CSI300, 한국 : 코스피

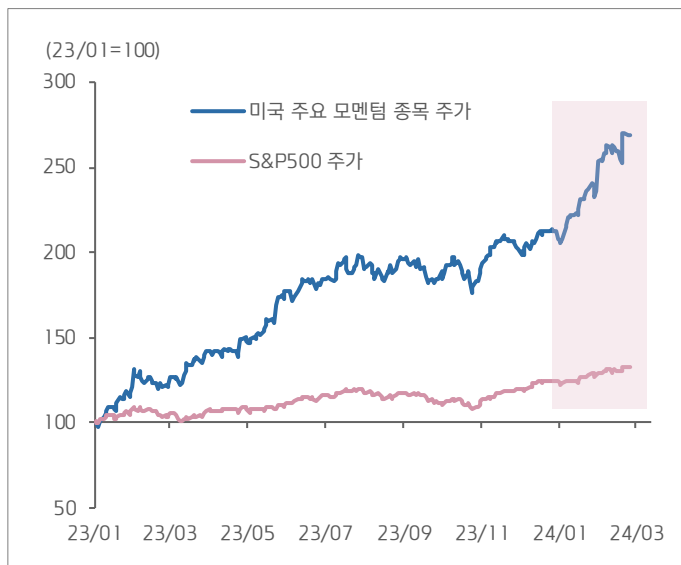
주2) 연초 이후 수익률

06.

미국과 일본에서 두드러지게 나타나는 주도주 중심의 상승세

- ▶ 특히, 연초 이후 미국과 일본에서 가격모멘텀을 형성한 종목들 중심으로 상승세가 두드러지게 나타나고 있는 모습
 - 블룸버그 가격모멘텀(최근 1개월 제외한 12M) 팩터의 1분위 종목들 내에서, 미국과 일본의 주요 모멘텀 종목들이 연초 이후 벤치마크 대비 가파르게 상승하는 상황
- ▶ 성장주 중심의 미국과 가치주 중심의 일본에서 모두 주도주 중심으로 두드러진 상승세를 보이고 있음. 이는 국내 증시에서도 모멘텀을 보유한 종목들의 반등 가능성을 높이는 배경

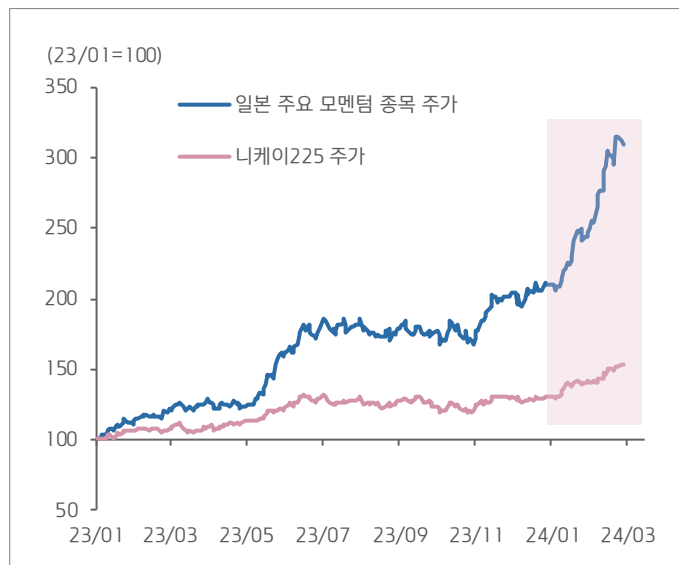
미국 주요 모멘텀 종목과 S&P500 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주) 미국 주요 종목은 애플, 마이크로소프트, 알파벳, 아마존, 엔비디아, 메타

일본 주요 모멘텀 종목과 니케이225 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주) 일본 주요종목은 미쓰비시상사, 도요타자동차, 도요일렉트론, 스크린홀딩스, 어드반테스트

07. 3월부터 밸류업 종목은 중장기 시각을 가지고 선별 대응해야할 필요

- ▶ 밸류업 가이드라인을 보면, 3~5월은 의견 수렴 기간에 해당하고 본격적인 기업가치제고 계획 공표는 6월 이후라고 언급. 즉, 3월에도 수시로 뉴스로 부각될 가능성은 있으나 밸류업 관련 종목들이 동시다발적으로 급등할 가능성은 적다고 판단

한국형 '기업 밸류업 프로그램' 주요 내용

분류	주요 내용	관련 일정
기업가치 제고 계획 수립, 이행, 소통	<ul style="list-style-type: none"> * 코스피, 코스닥 상장기업 전체를 대상으로 기업가치 제고 계획을 스스로 수립, 이행 * 가이드라인은 권고로서 자율적 사항이며, 인센티브 제공 등을 통해 상장사의 자발적, 적극적 참여 유도 * 개별 기업별로 기업 상황에 적합한 지표(자본비용, 자본수익성, 시장평가 등)를 다면적으로 활용 * 이사회가 최고 결정기관으로서 역할을 수행할 수 있도록 가이드라인에 명시 * 연 1회 상장기업 홈페이지 및 거래소를 통해 자율 공시, 영문공시 적극 권고 	<p>[5월 2차 세미나 → 6월 가이드라인 확정 → 준비된 기업부터 참여]</p> <p>기업가치 제고계획 가이드라인 제정, 공시 규정 시행세칙 개정('24. 上) 기업지배구조보 고서 가이드라인 개정('24. 上)</p>
세제지원 등 인센티브 제공	<ul style="list-style-type: none"> * 장상적 내용을 종합평가하여 매년 5월 '기업밸류업 표창', 표창 대상 기업은 세정 지원, 코리아 밸류업 지수 편입 우대 * 5종의 세정 지원은 모범납세자 선정 우대, R&D 세액공제 사전심사 우대, 법인세 공제, 감면 컨설팅 우대, 부가, 법인세 경정청구 우대, 가업승계 컨설팅 * 적극 참여 기업에 대해 거래사 공시 우수 법인 선정하며, 해당 기업은 상장수수료 면제, 불성실 공시 법인 지정유예 등의 혜택 제공 * 매년 5월 밸류업 지원방안 참여, 이행 현황을 종합 점검하고, 실제 투자지표 개선으로 이어졌는지 분석하는 백서 발간 	<p>세제지원안 마련('24년 中), 평가 우대('24년 말), 거래소 홈페이지 개편('24. 上), 표창 신설('25. 5월), 백서발간('25. 5월~)</p>
코리아 밸류업 지수, ETF 개발	<ul style="list-style-type: none"> * 지속적 수익 창출 및 주주환원을 통한 기업가치 성장이 예상되는 상장기업으로 구성된 지수 개발 (코리아 밸류업 지수) * 주요 투자지표(PBR, PER, 배당성향, 배당수익률, 현금흐름 등)를 종합고려해 종목 구성 * 수익성, 시장평가 양호 기업을 중심으로 하되, 거래량, 비계량 항목에 대한 종합평가를 통해 기업가치 제고가 기대되는 기업도 편입 * ETF, 펀드 등 금융상품 출시에 활용될 수 있으며, 연기금 등 기관투자자도 벤치마크 지표로 참고 및 활용 기대 	<p>거래소 지수 개발(~'24. 9월), ETF 출시-상장(~'24. 12월)</p>
스튜어드십코드 반영	<ul style="list-style-type: none"> * 연기금 등 기관투자자가 기업가치 제고 노력을 투자판단에 활용하도록 스튜어드십 코드에 반영 * 거래소 홈페이지에 분기별로 PBR, PER, ROE를(5월초, 6, 9, 12월 말) 공표하고 연간 배당성향, 배당수익률(5월초)는 연 1회 공표 * 시장별(코스피, 코스닥), 업종별(GICS 23개 분류)로 주요 투자지표별 순위 및 개별 상장사별 현황 및 최근 5년간 투자지표 제공 	<p>스튜어드십 코드 가이드라인 개정('24. 上)</p>
주요 투자지표 비교 공표	<ul style="list-style-type: none"> * 기업밸류업 지원방안을 중장기 과제로 추진하기 위해서 거래소 내 전담부서 신설, 밸류업 자문단 구성, 관련 정보 조화를 위한 통합홈페이지 구축 	<p>거래소 시스템 개발('24. 上, 6월부터 개시)</p>
전담 추진체계 마련	<ul style="list-style-type: none"> * 기업밸류업 지원방안을 중장기 과제로 추진하기 위해서 거래소 내 전담부서 신설, 밸류업 자문단 구성, 관련 정보 조화를 위한 통합홈페이지 구축 	<p>전담부서 구성('24. 2월), 자문단 구성('24. 3월), 홈페이지 구축('24. 6월)</p>
상장기업의 자발적 공시 지원	<ul style="list-style-type: none"> * 공시교육 및 1:1 컨설팅 및 영문 번역 지원을 통해 상장사의 밸류업 지원 	<p>공시교육 및 컨설팅 시행('24. 6월~), 영문번역 서비스 제공('24. 6월~)</p>
참여 유도를 위한 IR 지원 및 소통 강화	<ul style="list-style-type: none"> * 회망기업 중심으로 기업밸류업 공동 IR 개최, 밸류업 지원방안, 우수기업을 홍보하는 온라인 콘텐츠 마련 및 해외라운드 테이블 개최, 상장기업 간담회 지속 개최 등 	<p>온라인-해외 홍보('24. 3Q~), 공동 IR 개최('24. 4Q~), 상장사 간담회('24. 上~)</p>

자료: 금융위, 키움증권 리서치센터

08.

다만, 주주환원 관련 세제 혜택 공식화될 경우 추가 랠리 가능

- ▶ 2월 26일 발표한 밸류업 프로그램 세부 내용에서 셀을 자극한 내용은 ‘주주환원 관련 세제 혜택 방안’의 부재
 - 언론에 따르면 자사주 소각 및 배당증가액 대상 법인세 감면, 고배당 기업 투자자에 대한 배당소득세 감면, 금융소득 종합과세 대상자 배당소득 분리과세 등의 관련 세법 개정안을 추진하고 있다고 언급
- ▶ 과거 ‘14년 당시에에도 최경환 새 경제팀은 기업 사내유보금에 대한 과세 및 배당소득세 세제 지원 방안을 발표
 - 6월 이후 발표 전까지 정책 기대감에 고배당주는 상승하였고, 이후 세제혜택 방안이 공식화된 이후에도 BM 대비 추가적으로 상승

‘14년 정책 발표 이후 고배당지수와 코스피 추이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

‘14년 7월 발표한 가계소득 증대세제 3대 패키지

가계소득 증대세제 3대 패키지	
근로소득 증대세제	평균 임금상승률이 최근 3년간 평균 상승률보다 높은 기업에 대해 초과분의 10%(대기업은 5%) 세액 공제
기업소득 환류세제	2~3년 내 당기이익에서 투자, 임금, 배당으로 사용한 부분을 뺀 일정 규모의 나머지 미활용 부분에 대해 추가 과세
배당소득 증대세제	소액주주를 중심으로 배당소득세에 대한 세제 지원을 강화해 배당 확대 유도

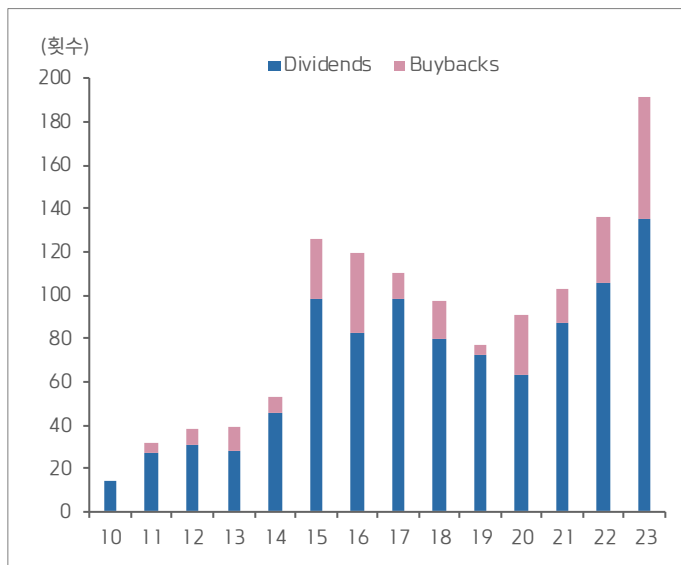
자료: 기획재정부, 키움증권 리서치센터

09.

주총시즌을 앞두고 행동주의를 중심으로 주주환원 확대 압력은 높아질 것

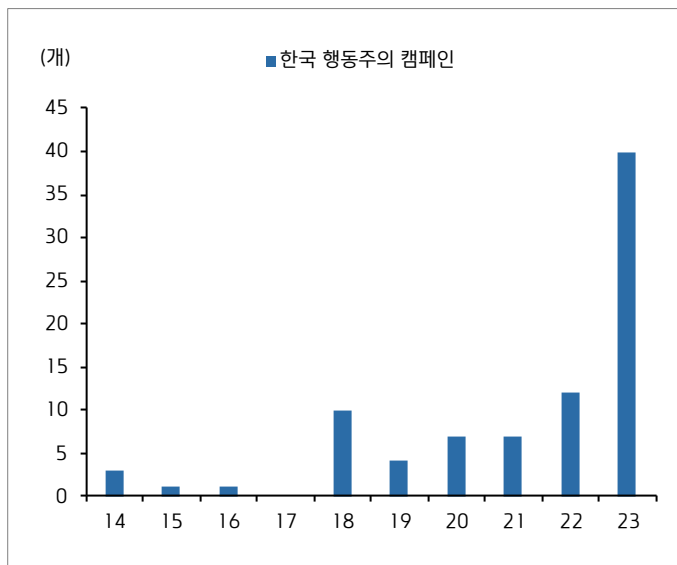
- ▶ 3월에는 주총시즌만큼 '주주환원' 측면에서 확대 여력이 있는 밸류업 종목은 매기가 이어질 가능성이 있다고 판단
 - 2010년 이후 주총 시즌이 있는 1분기 어닝콜에서의 배당 또는 자사주매입 등과 같은 주주환원 언급 횟수는 증가 추세
- ▶ 이와 더불어 '23년 국내 증시에서 행동주의 캠페인이 40 건을 기록할 만큼 행동주의 펀드의 활성화가 나타나는 모습
 - 주주총회 시즌을 앞두고 행동주의 펀드의 주주환원 확대 압력 그리고 4월 총선을 앞두고 당국에서 밸류업 관련 새로운 정책 뉴스가 출현할 수 있다는 점을 감안할 때, 주주환원 관련 종목은 모멘텀이 이어질 수 있음

'10년 이후 1분기 어닝콜에서 주주환원 언급 횟수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

'14년 이후 한국 행동주의 캠페인 추이



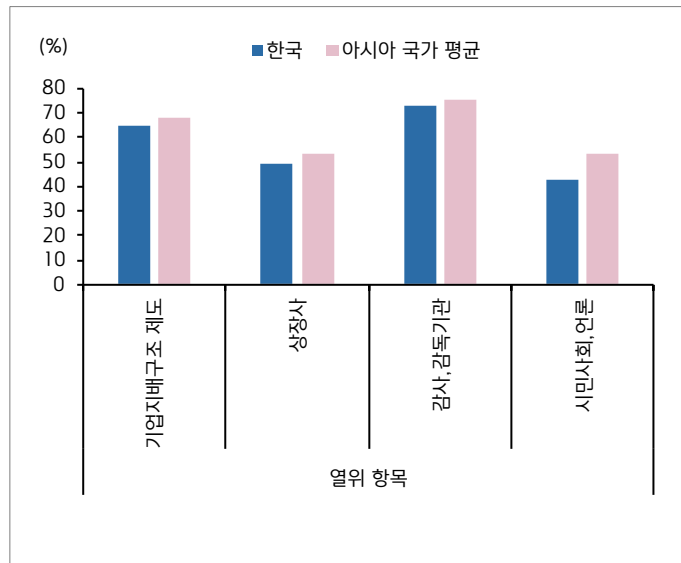
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

10.

밸류업 프로그램의 핵심은 기업 거버넌스 개선과 주주환원 증대

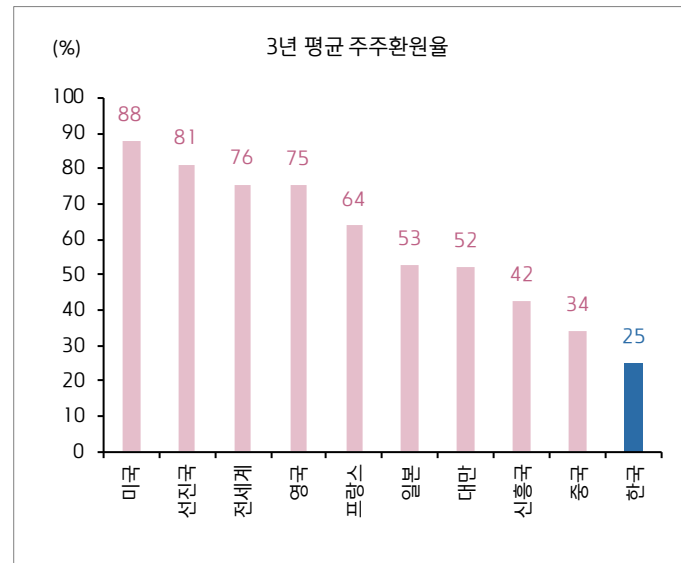
- ▶ 한편, 밸류업 프로그램은 금융당국의 국내 고유의 고질적인 코리아 디스카운트를 해소하려는 것이 핵심
 - 코리아 디스카운트는 여러 이유가 있지만, 지배주주와 일반주주의 이해관계 불일치를 야기하는 한국의 취약한 기업지배구조가 기업의 주주환원 유인을 위축시키는 것
- ▶ 다만, 금번 밸류업 프로그램의 핵심은 강제성이 아닌 기업의 '자발적 참여'에 인센티브를 부여하는 방식
 - 자율성을 강조하는 정책 방향 하에서는 안정적인 기업지배구조(G) 체제가 확립된 기업들의 주주환원 유인이 높을 것으로 판단

아시아국가 평균 대비 저조한 한국의 기업지배구조



자료: ACGA, 키움증권 리서치센터

주요국 및 주요권역별 3년 평균 주주환원율

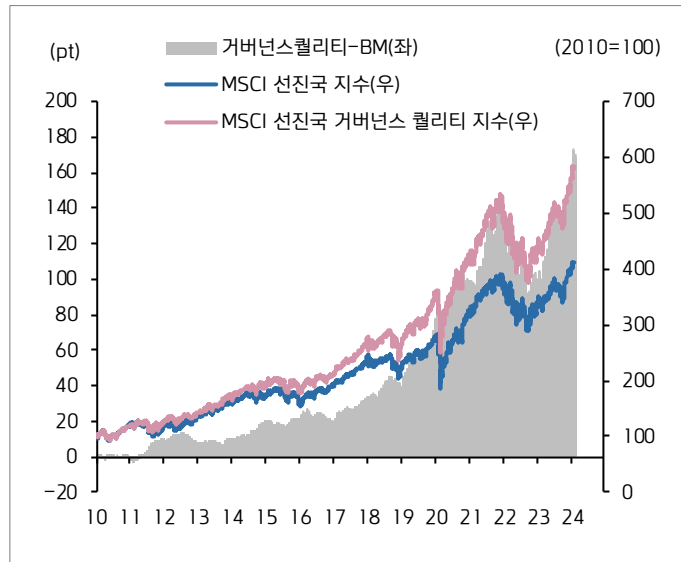


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

11. 'G'(기업 거버넌스)로 초과수익 기여가 가능한 국면

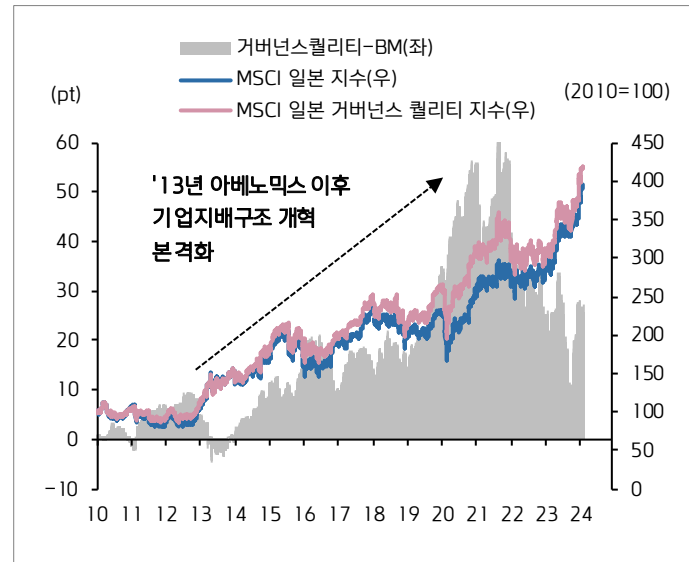
- ▶ 개별 기업의 기업 거버넌스 점수와 퀄리티 지표를 결합한 거버넌스 퀄리티 지수를 살펴보면,
 - 상대적으로 기업지배구조가 우수한 선진국의 경우 '10년 이후 벤치마크 대비 꾸준히 초과수익이 창출되는 상황
- ▶ 한편, 일본의 경우 '22년 들어 BM 대비 부진한 모습을 보여왔지만 최근 들어 반등하는 양상
 - 특히, 일본이 본격적으로 기업지배구조 개혁을 시작한 '13년 이후 'G'의 초과수익이 가파르게 상승한 점은 최근 일본을 벤치마크 삼아 밸류업 프로그램과 기업지배구조 개선 관련 정책을 추진 중인 한국에 시사점을 제공

‘10년 이후 MSCI 선진국 거버넌스퀄리티 지수 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

‘10년 이후 MSCI 일본 거버넌스퀄리티 지수 추이

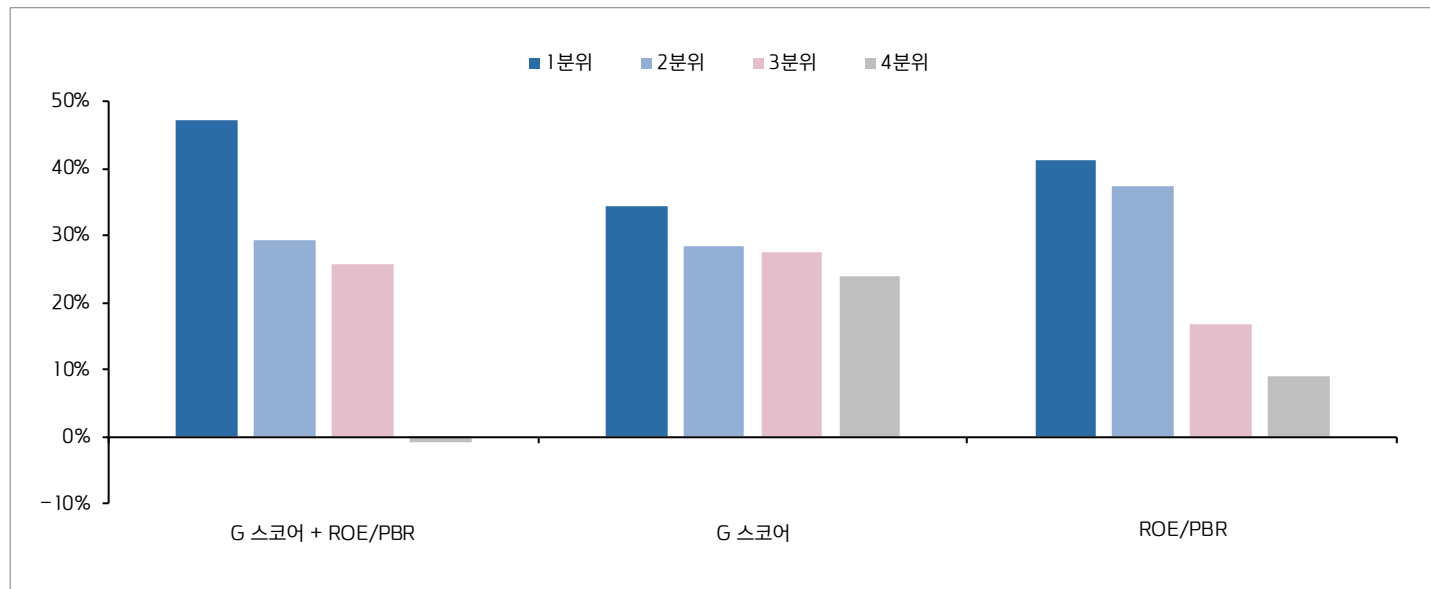


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

12. 일본 사례를 살펴봐도, 'G'+ '퀄리티'의 결합은 초과 수익을 창출

- ▶ 앞서 살펴보았듯이, 기업거버넌스와 퀄리티 지표의 결합은 현재와 같은 기업거버넌스 및 주주환원 여력에 대한 민감도가 높아진 국내 증시에서 초과수익의 기회를 제공할 것으로 판단
- ▶ 1년전 일본 사례를 살펴봐도, G 스코어와 ROE/PBR 팩터의 결합은 성과의 개선으로 이어짐
 - 1분위 집단의 수익률 : 47.3%, 4분위 집단의 수익률 : -0.7%
 - 안정적인 'G'를 바탕으로 주주환원 확대 여력이 높은 기업의 성과가 높다는 점이 일본 사례에서 실증적으로 확인 가능

일본 증시 내 G 스코어 및 ROE/PBR 팩터의 분위별 최근 1년 수익률 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터,
주) 유니버스는 니케이400 내 블룸버그 G(기업거버넌스) 스코어가 있는 기업

13. 주요 종목들이 배당락을 소화한다는 점도 저가매수 기회로 활용 가능

- ▶ 세부 정책 발표 이후 차익실현 매물이 출회된 가운데, 금융주 등 주요 밸류업 테마 종목들이 2월 말로 배당기준일을 변경한 점도 3월 증시 대응 측면에서 저가매수 기회로 활용가능하다고 판단

2월 ~ 3월 배당기준일 변경 종목 리스트

종목코드	회사명	배당기준일	배당결정일	종목코드	회사명	배당기준일	배당결정일
A055550	신한지주	2024-02-23		A030210	다올투자증권	2024-03-22	2024-03-15
A086790	하나금융지주	2024-02-28	2024-03-22	A012330	현대모비스	2024-03-25	2024-03-20
A138930	BNK금융지주	2024-02-29		A012510	더존비즈온	2024-03-26	
A097950	CJ제일제당	2024-02-29		A000720	현대건설	2024-03-26	2024-03-21
A139130	DGB금융지주	2024-02-29		A029780	삼성카드	2024-03-27	2024-03-20
A007340	DN오โต모티브	2024-02-29	2024-03-22	A000810	삼성화재해상보험	2024-03-27	2024-03-20
A175330	JB금융지주	2024-02-29		A123890	한국자산신탁	2024-03-27	2024-03-21
A105560	KB금융	2024-02-29		A010420	한솔피엔에스	2024-03-28	2024-03-20
A005490	POSCO홀딩스	2024-02-29	2024-03-21	A060980	HL홀딩스	2024-03-29	
A282690	동아타이어	2024-02-29		A030610	교보증권	2024-03-29	2024-03-26
A316140	우리금융지주	2024-02-29	2024-03-22	A241560	두산밥캣	2024-03-29	
A035720	카카오	2024-02-29		A006800	미래에셋증권	2024-03-29	2024-03-26
A002380	케이씨씨	2024-02-29	2024-03-28	A006220	제주는은행	2024-03-29	2024-03-21
A344820	케이씨씨클라스	2024-02-29	2024-03-29	A022100	포스코DX	2024-03-29	
A005380	현대자동차	2024-02-29		A058430	포스코스틸리온	2024-03-29	2024-03-25
A002900	TYM	2024-03-01		A003670	포스코퓨처엠	2024-03-29	
A084870	티비에이치글로벌	2024-03-01	2024-03-29	A009180	한솔로지스틱스	2024-03-29	2024-03-20
A004310	현대약품	2024-03-06	2024-02-29	A088350	한화생명	2024-03-29	2024-03-21
A042700	한미반도체	2024-03-07	2024-03-22	A000370	한화손해보험	2024-03-29	2024-03-21
A000270	기아	2024-03-20		A004020	현대제철	2024-03-29	
A006840	AK홀딩스	2024-03-21	2024-03-29	A001500	현대차증권	2024-03-29	2024-03-21
A014680	한솔케미칼	2024-03-21	2024-03-20	A001450	현대해상	2024-03-29	

14. (결론) 가격 모멘텀 보유한 성장주 리스트

- ▶ 1) WMI500 순수성장 종목 중 가격모멘텀(최근 1개월 제외한 12개월 수익률)을 보유하고(상위 20%),
- 2) 밸류업 테마가 부각되었던 1/18 ~ 2/23일 까지 외국인&기관이 순매도하였고, 벤치마크 수익률을 하회한 종목들 선정
- 3) 컨센서스가 있는 종목들 중 EPS YoY 증가율(FY24)이 음(-)인 종목들은 제외

가격 모멘텀 보유한 중소형 성장주 스크리닝

코드	종목명	산업 (W126 분류)	시가총액 (십억원)	12개월 가격 모멘텀 (최근 1개월 제외) (%)	밸류업기간 수익률 (1/18~2/23) (%)	EPS YoY (FY24, %)	P/E (Fwd, 12M, 배)
A214150	클래스	건강관리	2057	68.5	-6.9	31.5	20.6
A328130	루닛	건강관리	1777	214.8	-3.9	-	-
A095340	ISC	반도체	1482	124.8	-5.3	222.6	22.1
A192820	코스맥스	화장품, 의류, 완구	1213	59.1	-8.4	63.8	10.7
A067310	하나마이크론	반도체	1158	158.9	-0.2	399.5	10.1
A214450	파마리서치	건강관리	949	52.1	-16.8	15.5	9.7
A166090	하나머티리얼즈	반도체	909	38.3	-5.6	61.9	15.0
A101490	에스앤에스텍	반도체	816	50.7	-2.9	31.0	26.1
A336570	원텍	건강관리	749	40.4	4.3	35.1	13.8
A310210	보로노이	건강관리	737	76.7	-2.9	-	-
A131970	두산테스나	반도체	707	39.1	-8.8	17.4	11.7
A025320	시노펙스	IT하드웨어	697	232.7	3.4	21.4	26.7
A058610	에스피지	IT가전	654	60.0	-12.2	-	-
A060280	큐렉소	소매(유통)	619	94.5	-10.1	-	-
A183300	코미코	반도체	614	41.9	-3.6	65.9	12.5
A058970	엠로	소프트웨어	598	237.5	-17.3	-	-
A179900	유티아이	IT하드웨어	582	71.1	-11.5	-	-
A099190	아이센스	건강관리	581	67.7	-18.4	25.7	34.0
A030520	한글과컴퓨터	소프트웨어	572	111.6	-3.3	13.3	12.7
A087010	팜트론	건강관리	508	278.3	-3.6	-	-
A228760	지노믹트리	건강관리	485	63.6	7.6	-	-
A335890	비올	건강관리	456	58.3	-8.8	26.8	15.2
A093320	케이아이엔엑스	소프트웨어	453	66.2	-10.7	25.1	-
A206640	바디텍메드	건강관리	383	50.4	-4.6	16.8	11.5
A117730	티로보틱스	디스플레이	366	131.3	-8.3	-	-

자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

15. (결론) 'G'를 접목한 주주환원 확대 여력이 높은 종목 리스트

- ▶ 1) MSCI 거버넌스 점수가 MSCI Korea IMI 유니버스 내 상위 25%에 해당하고, 2) '24년 전망치 기준, 개별 종목 ROE가 업종 ROE를 상회하는 기업들 중, 3) ROE/PBR 지표가 상위 30위 안에 해당하는 종목을 선정

- 해당 리스트 중 배당기준일이 2월 말인 종목은 하나금융지주, KB금융, 우리금융지주, JB금융지주

'G'를 접목한 주주환원 확대 여력 높은 종목 스크리닝

종목코드	종목명	업종명	시가총액 (십억원)	거버넌스 점수 (점)	ROE(지배) (FY24, %)	업종 ROE (FY24, %)	P/B (FY24, 배)	ROE/PBR	P/E (FY24, 배)	배당기준일
A086790	하나금융지주	은행	16255	7.4	9.2	8.8	0.38	24.2	6.4	2024-02-28
A105560	KB금융	은행	25139	7.3	8.8	8.8	0.39	22.7	5.4	2024-02-29
A316140	우리금융지주	은행	10918	7.1	9.2	8.8	0.32	28.8	7.9	2024-02-29
A175330	JB금융지주	은행	2600	7.1	12.3	8.8	0.47	26.1	6.9	2024-02-29
A001450	현대해상	보험	2812	5.4	14.8	8.3	0.35	42.3	8.2	2024-03-29
A000370	한화손해보험	보험	552	4.9	8.8	8.3	0.2	44.2	5.7	2024-03-29
A138040	메리츠금융지주	증권	17124	5.4	23.3	11.4	1.57	14.8	3.3	-
A000810	삼성화재	보험	13786	6.9	12.0	8.3	0.74	16.2	5.9	-
A003490	대한항공	운송	8359	4.9	11.1	9.1	0.79	14.0	3.2	-
A005830	DB손해보험	보험	6783	5.3	17.3	8.3	0.58	29.9	6.0	-
A267250	HD현대	에너지	5593	5.1	9.4	7.4	0.61	15.4	5.9	-
A028050	삼성엔지니어링	건설, 건축관련	5096	6.1	16.1	7.3	1.27	12.7	0.6	-
A011780	금호석유	화학	4208	4.5	6.3	4.8	0.63	10.0	3.3	-
A021240	코웨이	화장품, 의류, 완구	4066	5.5	18.5	11.3	1.27	14.6	2.5	-
A271560	오리온	필수소비재	3705	4.6	13.5	9.6	1.15	11.8	1.3	-
A007070	GS리테일	소매(유통)	2351	6.2	6.2	4.1	0.54	11.4	3.1	-
A282330	BGF리테일	소매(유통)	2314	4.9	18.5	4.1	1.87	9.9	3.2	-
A000990	DB하이텍	반도체	2096	5.8	10.6	8.7	0.98	10.8	2.8	-
A010060	OCI홀딩스	화학	1870	6.3	10.1	4.8	0.45	22.4	3.2	-
A073240	금호타이어	자동차	1827	6.3	13.1	12.5	1.24	10.5	0.0	-
A004170	신세계	소매(유통)	1743	4.8	7.3	4.1	0.36	20.2	2.3	-
A042670	HD현대인프라코어	기계	1633	4.7	13.8	10.2	0.77	17.9	3.0	-
A375500	DL이앤씨	건설, 건축관련	1387	5.2	7.6	7.3	0.35	21.8	2.5	-
A003690	코리안리	보험	1325	6.3	8.6	8.3	0.35	24.7	7.5	-
A004000	롯데정밀화학	화학	1229	6.1	7.0	4.8	0.48	14.6	5.2	-
A267270	HD현대건설기계	기계	1087	5.0	10.0	10.2	0.55	18.3	3.4	-
A001120	LX인터내셔널	상사, 자본재	1064	5.9	9.7	7.3	0.39	24.9	6.0	-
A089860	롯데렌탈	운송	1000	6.0	10.0	9.1	0.67	14.9	4.1	-
A195870	해성디에스	반도체	789	4.8	16.9	8.7	1.32	12.8	1.8	-
A192650	드림텍	IT하드웨어	742	4.9	16.8	10.5	1.5	11.2	2.3	-

자료: FnGuide 컨센서스, MSCI, 키움증권 리서치센터

Part 3

시황: 밸류업 프로그램 공백기 순환매 대응



01. 밸류업 프로그램 이후 셀은 물량 출회

- ▶ 26일 개최된 기업 밸류업 프로그램 1차 세미나, 일본의 정책 방향성을 유사하게 따르고 있다고 판단
 - 우수상장사 선정 및 인센티브 부여, 우수상장사 선정 시 재무지표 활용 및 업종별 비교 공시, 코리아 밸류업 지수 구성 등
- ▶ 시장 기대와 괴리 존재, 보험, 금융, 유통, 증권, 운수장비 업종에서 셀은 물량이 출회
 - 1) 기업들의 자발적 참여와 자율성에 방점을 두는 등 거래소가 요구하는 공시의 강제성이 미흡
 - 2) 자사주 소각시 비용 인정 및 배당소득세 감면 등 세제혜택, 자사주 상법개정 관련 세부 내용이 부재
 - 3) 공시 가이드라인, 스튜어드십 코드 가이드라인, 주요 투자지표 비교 공표 등 핵심 내용들은 '24년 상반기 중 발표 예고

기업 밸류업 프로그램 발표 이전 논의 내용 (1차 세미나에서 제외된 내용 빨간색으로 표시)

<p>우수 상장사 선정 및 인센티브 부여</p>	<p>인센티브 방안</p> <ul style="list-style-type: none"> • 국무총리, 금융위원장 표창 - 세무조사 1~3년 유예, 금전 혜택 • 해외 합동 기업 IR - 해외 자산운용사 등 기관투자자와의 IR 프로그램 마련 • 세제 혜택 <ul style="list-style-type: none"> - 자사주, 배당 법인세 혜택: 자사주 소각 시 비용 인정, 배당 증가분 세액공제 - 개인투자자 배당 혜택: 고배당 기업 투자자에 배당소득세 저율 분리과세 - 대주주, 일반주주 배당소득세 혜택: 배당소득세 감면 및 면제
	<p>선정 기준</p> <ul style="list-style-type: none"> • PBR, ROE, ROIC 등 정량화된 재무 지표 • 선(先) 배당액 확정, 후(後) 배당 기준일 지정 제도 등 주주환원 정책 포함
<p>기업가치 제고 계획을 매년 별도의 보고서로 공표</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 한국거래소와 협의해 상장사 업종별 PBR 비교 공시 - PBR이 낮은 기업을 대상으로 공시를 의무화 - 미이행 기업에 대해 공개서한 발송 • 공기업 경영평가에 '상장 공기업의 주주가치 제고' 항목 도입 - 배당 수준의 적정성, 소액주주 보호, ESG 모범 규준 준수 노력 등 - 한국전력, 한전기술, 한전KPS, 한국가스공사, 지역난방공사, 강원랜드, GKL 등 대상
<p>소액주주의 이익을 높일 수 있는 상법 개정 방향성 제시</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 자사주 제도 개선과 의무공개매수 제도 도입 - 일정 규모 이상 자사주를 보유한 기업의 공시 의무화, 자사주를 처분할 때 처분 목적 등 공시 - 일반 주주의 이익을 보호하기 위해, 상장사 주식을 25% 이상 매입해 최대주주가 되는 경우, 잔여 주주를 대상으로 총 지분의 50%와 1주 이상을 공개 매수

자료: 언론보도, 키움증권

02. 밸류업 프로그램 이후 셀온 물량 출회

기업 밸류업 프로그램 운영방안 1차 세미나 내용

대상	항목	내용
기업 - 자발적 참여 유도	기업가치 제고	<ul style="list-style-type: none"> 대상 <ul style="list-style-type: none"> - 코스피·코스닥 상장기업 전체, 상장기업 ①스스로가 ②중·장기적 관점에서 기업가치 제고를 위해 ③각 기업에 적합한 계획을 수립하여 공시·이행 공시방법 <ul style="list-style-type: none"> - 연 1회 상장기업 홈페이지 및 거래소를 통해 자율 공시, 연 1회가 기본, 2년차부터는 전년도 계획·이행 평가 포함 - 공시 대상은 '24년 자산 5천억원 이상 코스피 상장사 → '26년 코스피 상장사 전체로 확대
	인센티브 제공	<ul style="list-style-type: none"> 세제지원 ('24년 중 마련) 우수기업 표창 <ul style="list-style-type: none"> - 매년 5월 기업 밸류업 표창 - 5종 세제지원 (모범납세자 선정 우대, R&D 세액공제 사전심사 우대, 법인세 공제·감면 컨설팅 우대, 부가·법인세 경정청구 우대, 가업승계 컨설팅), 코리아 밸류업 지수 편입 우대, 거래소 공동IR 개최시 우선 참여 기회 혜택 제공 코스닥 대상 비상기업 선정시 가점, 상장수수료 면제, 불성실 공시법인 지정유예 등 혜택 투자자에게 공개 <ul style="list-style-type: none"> - 기업가치 제고 계획 공시 현황 및 영문 공시 여부를 거래소 홈페이지에 공시 - 매년 5월 백서 발간, 이행 현황을 종합 점검하고 실제 투자지표 개선으로 이어졌는지 분석
투자자 - 시장 평가 및 투자 유도	코리아 밸류업 지수 및 ETF 개발	<ul style="list-style-type: none"> 대상 : 기업가치 우수 기업(수익성·시장평가 양호), 기업가치 제고가 기대되는 기업(우수기업표창 등) 기준 : PBR, PER, ROE, 배당성향, 배당수익률, 현금흐름 등 주요 투자지표를 종합 고려 활용 <ul style="list-style-type: none"> - ETF·펀드 등 금융상품 출시 - 연기금 등 기관투자자도 벤치마크 지표로 참고·활용
	스튜어드십 코드 반영	<ul style="list-style-type: none"> 연기금 등 기관투자자가 기업가치 제고 노력을 투자판단에 활용하도록 유도 ('24년 상반기 중 가이드라인 제정)
	투자지표 비교 공표	<ul style="list-style-type: none"> 대상 : 코스피·코스닥 상장기업 전체 공표내용 <ul style="list-style-type: none"> - 공시자료를 토대로 한 현행 PBR·PER·ROE를 분기별(5월초, 6·9·12월말) 공표, 연간 배당성향·배당수익률(5월초)은 연 1회 공표 - 시장별, 업종별 주요 투자지표별 순위 및 개별 상장기업별 현행 최근 5년간 투자지표 제고
거래소 및 유관기관 - 지원 방안	전담 추진체계	<ul style="list-style-type: none"> 부서 <ul style="list-style-type: none"> - 거래소 내 전담부서 신설 - IR 담당자, 애널리스트, 국내외 IB 및 운용사, 상장협, 코스닥협회 등으로 구성된 자문단 구성 - 가이드라인 보완·업데이트, 우수사례 검토, 시장반응 수렴 홈페이지 <ul style="list-style-type: none"> - 거래소 전자공시시스템(KIND)에 탭 신설 - 연도별 기업가치 제고계획, 투자지표, 우수사례 집적 등 아카이브 기능과 기업별 공개여부, 우수법인 공표 등
	상장기업 교육, 컨설팅	<ul style="list-style-type: none"> 공시교육 : 전체 상장기업 대상 공시 의무교육 프로그램 외 밸류업 관련 내용을 신설 컨설팅·번역 지원 : 중·소규모 상장기업 대상 1:1 맞춤형 컨설팅 및 영문번역 지원
	IR 지원 강화	<ul style="list-style-type: none"> 공동 IR 지원 : 기업밸류업 공동 IR 개최, 기업 밸류업 표창 수상 기업, 자문단 선정기업 등 참여

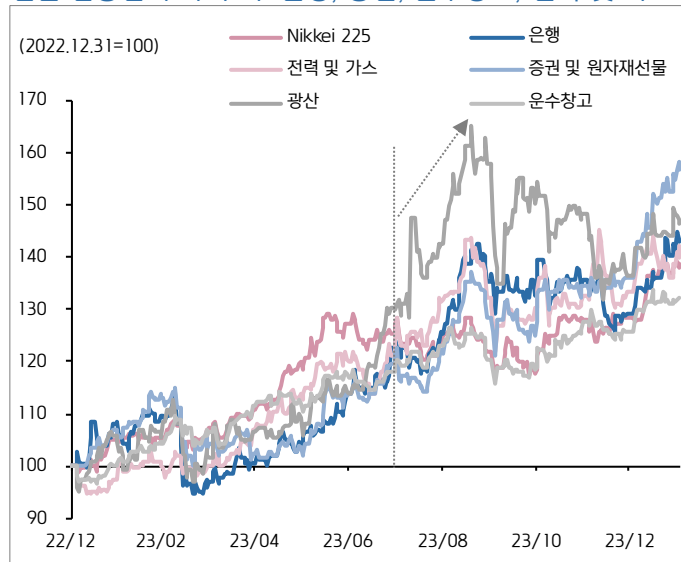
자료: 금융위원회, 한국거래소, 키움증권

03.

정책 수혜 대상, 저PBR 장세 소외주로 확대될 여지 존재

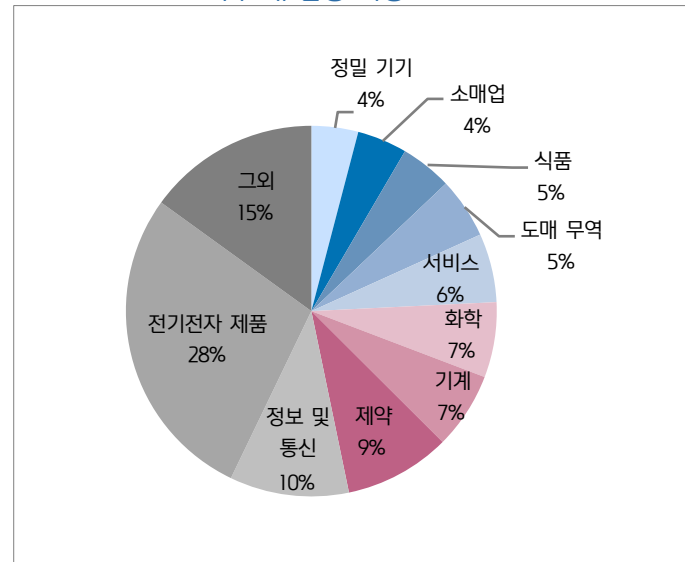
- ▶ 중점적으로 봐야할 부분은 1) 총선 이후 자사주 관련 상법 개정 논의 재점화, 2) 정부 표창, 코리아 밸류업 지수 편입 등 수혜 대상이 현재 우량기업에서 개선이 기대되는 기업들로 확대, 3) 스튜어드십코드 가이드 라인 공개 이후 연기금의 벤치마크 사용
- ▶ 특히 향후 기업가치 제고가 기대되는 기업들 역시 정부 표창, 지수 편입 대상이 될 수 있다는 점에서 일본 정책과 차별화
 - 코리아 밸류업 지수 구성 시 기업가치 우수 기업(수익성·시장평가 양호), 기업가치 제고가 기대되는 기업(기업 밸류업 표창) 명시, 기업밸류업 표창 대상은 계량, 비계량 항목에 대한 종합평가, 대상은 코스피 및 코스닥까지 확대
 - JPX Prime 150 지수는 고밸류 기업이 대다수, 은행, 증권, 운수창고 등 시총 상위 섹터가 제외되어 대표성 논란 존재
 - 우량 기업들로만 지수를 구성할 경우 저밸류 기업들의 개선의지가 약화될 수 있다는 우려 존재

일본 업종별 주가 추이: 은행, 증권, 운수창고, 전력 및 가스



출처: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

JPX Prime 150 지수 내 업종 비중



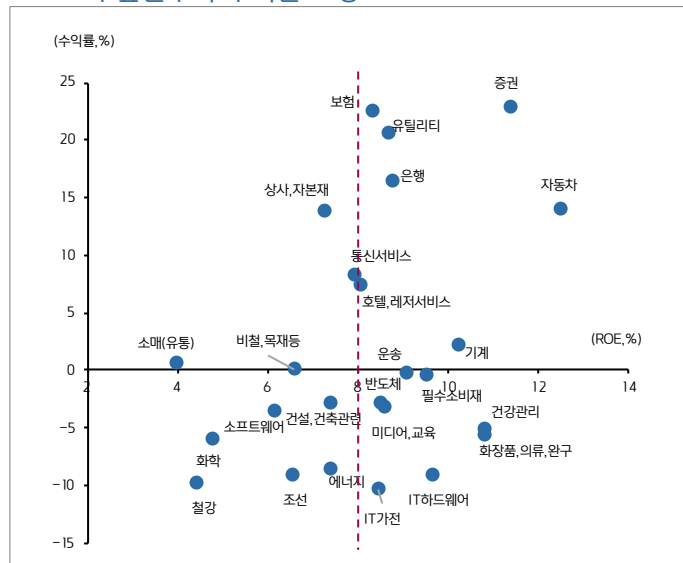
출처: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

04.

5월까지 정책 구체화 대기, 건강관리, 반도체, IT하드웨어에 관심

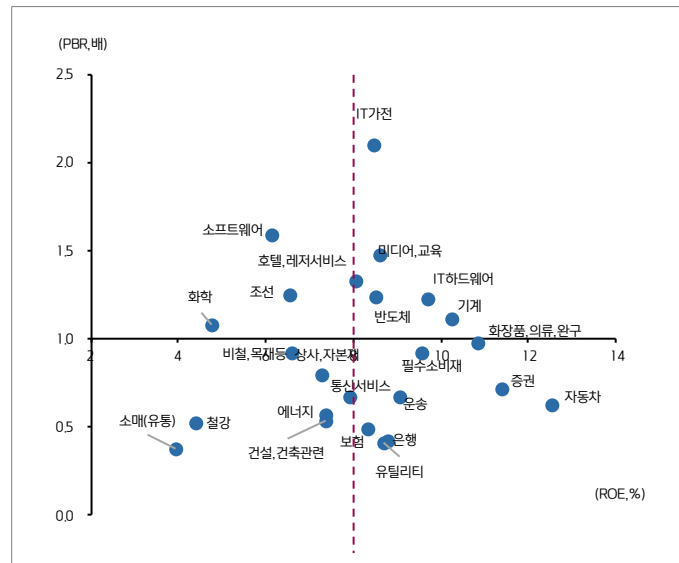
- ▶ 5월 2차 세미나 이전까지는 정책 모멘텀 부재. 단기적으로 3월에는 저PBR 장세에서 소외되었던 중소형주 간 순환매 예상
- ▶ 배당성향, 미래현금흐름이 우상향하여 주주환원 여력이 존재하고 밸류업 수혜가 기대되는 중소형주로 차별화 진행
 - ROE 양호하나 연초 이후 수익률이 낮은 업종: 건강관리, 반도체, IT하드웨어
- ▶ 저PBR 테마 내에서는 외국인이 집중매수하는 대형주의 하단은 지지될 수 있다는 판단, 상반기 중 공개될 가이드라인 참여 및 이행 정도에 따라 추가 상승 여력이 존재
 - 여전히 ROE 대비 밸류에이션이 낮은 업종: 자동차, 증권, 은행, 유틸리티

한국 업종별 ROE - 주가수익률(YTD)
: ROE가 높을수록 수익률도 양호



출처: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터
참고: 디스플레이(ROE -8.3%, 수익률 -3.4%) 제외

한국 업종별 ROE - PBR
: 자동차, 증권, 은행 등은 여전히 ROE 대비 저밸류

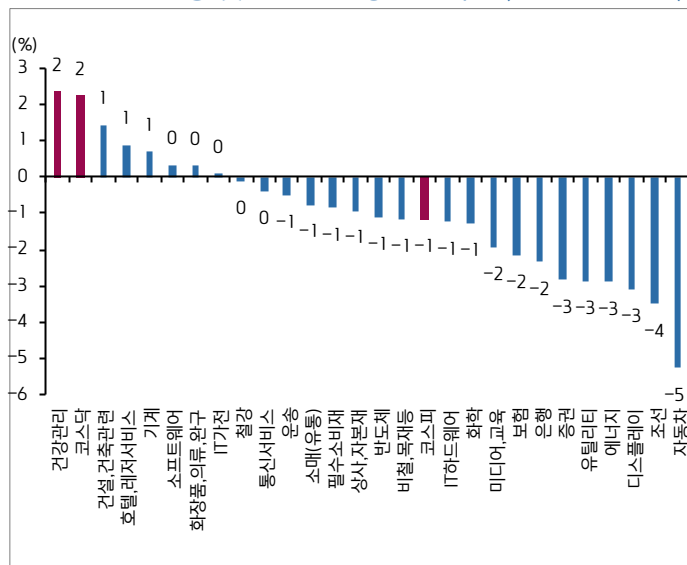


출처: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터
참고: 건강관리(ROE 10.8%, PBR 4.3배) 제외

05. 3월 순환매 흐름 예상: 월초 계절성 - 바이오

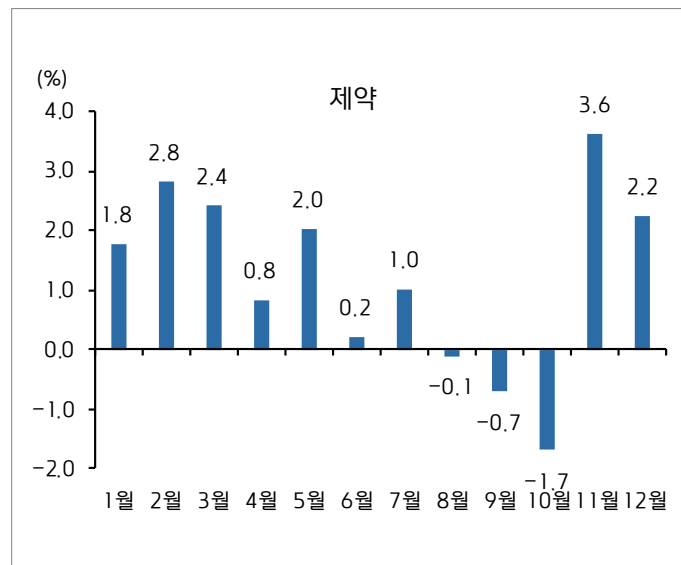
- ▶ 과거 5년 3월 평균 수익률은 코스피 대비 코스닥이 아웃퍼폼, 코스피 건강관리 2.4%, 코스닥 제약 5.6%로 상위
 - 4분기 실적 발표 이후 추정치 조정 공백, FOMC 및 중국 양회 등 매크로 이벤트가 많아 지수 상단이 제한되며 개별주 장세
 - 지수의 방향성 부재 시 IPO, 지수 편입 등 수급 이벤트 영향력 확대
- ▶ 시계열 늘려서 2000년 이후 코스닥 제약 업종 평균 월별 수익률은 3월 2.4%로 3위
 - 12~1월 JP모건 헬스케어, 3~4월 AACR(암학회), 11월 SITC(항암면역학회) 등 학회 개최 전후로 변동성 확대되는 계절성
 - 3월 5일 AACR 초록 발표, HLB(YTD +52%) 3월 중 간암치료제 FDA 최종 승인 대기 및 코스피 이전 상장 추진 등 수급

이슈 대기, 3월 초 수급 변동성 확대 예상
코스피 26개 업종 및 지수 3월 평균 수익률 (2018~2023년)



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터.

코스닥 제약 업종 평균 월별 수익률 (2000~2023년)



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터.

06.

3월 순환매 흐름 예상: 미 대선 ‘슈퍼 화요일’ 전후 – 반도체

- ▶ 트럼프는 1월 아이오와, 뉴햄프셔, 2월 네바다, 버진아일랜드, 사우스캐롤라이나 경선에서 5연승
 - 니키헤일리, 사우스캐롤라이나 주지사 출신임에도 득표율 39.5%(트럼프 59.8%)에 그치며 초반 지지기반 확보 실패
 - 3월 5일 ‘슈퍼 화요일’ 경선 이후 대의원수 874명(공화당 전체 대의원의 36%) 결정
- ▶ 트럼프, 슈퍼 화요일 이전 사실상 공화당 후보 확정임에도, 3월 중에는 사법 리스크, 자금난 리스크 부각
 - 트럼프는 현재 4차례 형사 기소, 유죄 판결을 받을 경우 공화당 내에서도 후보 지명을 철회해야 한다는 여론 커질 수 있음
 - 2월 23일, 뉴욕 맨해튼지방법원은 트럼프의 사기 대출 혐의를 인정해 총 4억5400만달러(약 6050억원) 벌금형 선고

미국 대선 및 트럼프 재판 일정

날짜		대선 일정	트럼프 재판
1월 15일	공화당 경선 시작	아이오와 코커스 (공화당 대의원수 40명)	E.진 캐럴 명예훼손 사건 (민사, 뉴욕)
1월 23일	공화당 경선	뉴햄프셔 프라이머리 (공화당 대의원 22명)	
2월 3일	민주당 경선 시작	사우스캐롤라이나 프라이머리	
2월 24일	공화당 경선	사우스캐롤라이나 프라이머리 (공화당 대의원 50명)	
2월 27일	민주당, 공화당 경선	미시간 프라이머리	연방의회 난입사태 선동 재판 (형사, 워싱턴)
3월 4일			
3월 5일	슈퍼화요일	캘리포니아(공화당 대의원 169명), 텍사스(공화당 대의원 161명) 프라이머리를 포함한 16개주 경선.	
3월 12일	공화당 경선	조지아·하와이·미시시피·워싱턴	
3월 19일	공화당 경선	애리조나·플로리다·일리노이·캔자스·오하이오	성추문 입막음 사건 공판 시작 (형사, 뉴욕)
3월 23일	공화당 경선	루이지애나	
3월 25일			
4월 2일	공화당 경선	뉴욕, 위스콘신 프라이머리	
4월 23일	공화당 경선	펜실베이니아 프라이머리	백악관 기밀 유출 사건 공판 시작 (형사, 플로리다)
5월 20일			
7월 15~18일	공화당 전당대회	대통령 후보 선출 (위스콘신주 밀워키)	
8월 19~22일	민주당 전당대회	대통령 후보 선출 (일리노이주 시카고)	
11월 5일	대통령 선거		

자료: 언론보도 정리, 키움증권 리서치센터.

07. 3월 순환매 흐름 예상: 미 대선 '슈퍼 화요일' 이후 - 반도체

- ▶ 11월 대선 경합주, 미시간, 노스캐롤라이나, 조지아, 애리조나, 위스콘신, 펜실베이니아, 네바다주 7개 주
 - 러스트벨트(미시간, 위스콘신), 선벨트(노스캐롤라이나, 조지아, 애리조나) 포함 중도층에 해당
 - 미시간, 위스콘신, 펜실베이니아는 2016년 대선 트럼프, 2020년 대선 바이든 지지
- ▶ 바이든 정부는 최근 대선을 앞두고 미뤄졌던 CHIPS 보조금 지급을 본격화, 경합주에 공장 위치한 인텔, TSMC가 우선 지원 대상에 포함될 가능성 확대

CHIPS 보조금 지급 현황

기업	내용	공장 위치
마이크로칩 테크놀로지	(1월 25일) 1억 6,200억 달러 지원금 지급 9,000만달러는 콜로라도 스프링스 반도체 시설 현대화에, 7,200만달러는 오리건 그래섬 제조시설 확장에 각각 사용	콜로라도, 오리건
글로벌 파운드리스	(2월 21일) 파운드리 점유율 3위인 글로벌파운드리스에 15억 달러 (약 2조 40억 원) 규모 보조금 지원 예비 협약 체결 뉴욕에 9,000개의 건설 일자리와 1,500개의 제조업 일자리 창출 예측	뉴욕
인텔	100억 달러(약 13조 3,800억 원) 이상의 보조금 지원 방안 논의 중 (2월 22일) '인텔 파운드리 서비스 2024' 포럼 인텔 CEO 미국의 반도체 제조 비중을 20%에서 50%까지 확대 언급 2024년 연말까지 1.8나노 공정 양산 발표 MS는 인텔과 50억 달러 규모의 자체 개발 AI 칩 판매 계약 체결 발표	오하이오, 애리조나
TSMC	400억 달러 규모 2개 공장 증설 중, 우선 지원대상 예상	애리조나

출처: 언론보도, 키움증권 리서치센터.

IRA 이후 국내기업 진출 현황

기업	위치	주	투자액(십억달러)	고용 창출(명)
삼성전자	Taylor	텍사스	17	2,000
SK온-Ford	Glendale	켄터키	5.8	5,000
	Stanton	테네시	5.6	6,000
LG화학	Clarksville	테네시	3.2	850
LG에너지솔루션-GM	Lansing	미시간	2.6	1,700
	Holland	미시간	1.7	1,200
LG에너지솔루션	Queen Creek	애리조나	5.6	-
삼성SDI-GM	New Carlisle	인디애나	3	1,700
삼성SDI-Stellantis	Kokomo	인디애나	2.5	1,400
한국타이어	Clarksville	테네시	1.6	1,200
현대차-SK	Bartow County	조지아	5	3,500
현대차	Montgomery	알라바마	0.3	200
현대모비스	Bryan County	조지아	0.926	1,500
기아	West Point	조지아	0.2	200
한화큐셀	Dalton and Catersville	조지아	2.5	2,500
OCI	Beaumont	텍사스	1	80
씨에스윈드	Peublo	콜로라도	0.25	850

출처: Invest.Gov, 미 백악관, 키움증권 리서치센터

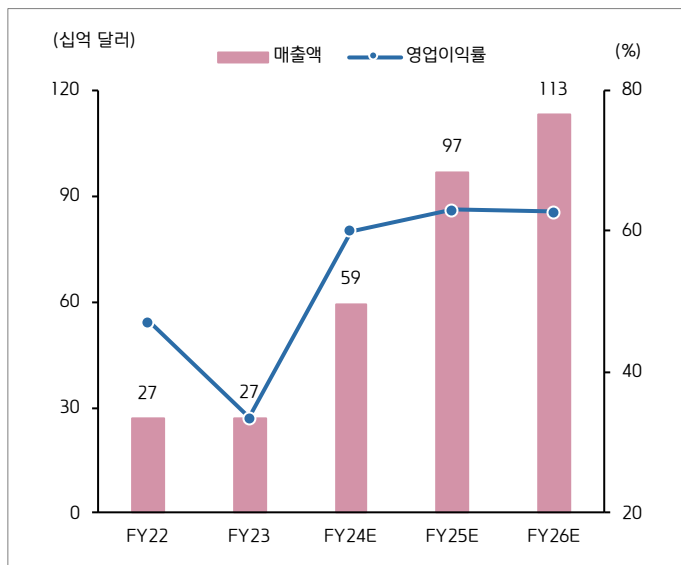
주: 2020년 대선 기준 민주당 지역구 파란색, 공화당 지역구 빨간색, 경합주 검은색 표시

3월 월간 전망: 균형의 미

08.

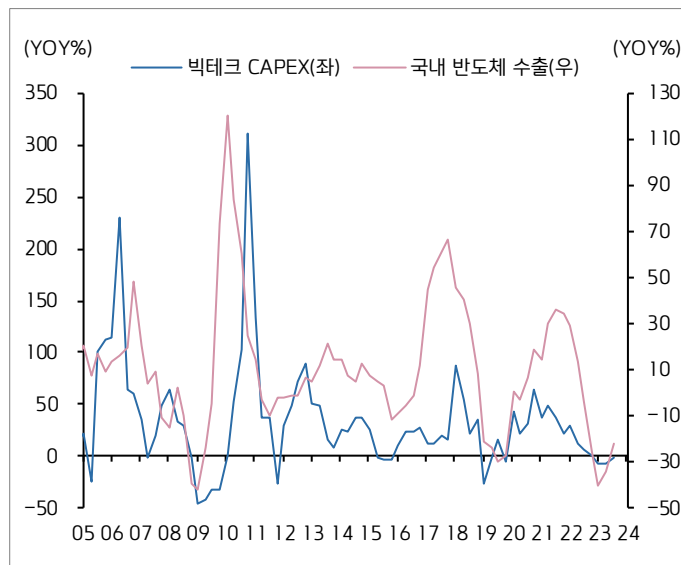
3월 순환매 흐름 예상: 미 대선 '슈퍼 화요일' 전후 - 반도체

- ▶ 미국 내 반도체 동맹 강화 및 경쟁 심화는 삼성전자, SK하이닉스에 불리할 수 있으나, AI시장은 초기 단계라는 시각 우세
 - 기존 경쟁업체 AMD 외 오픈 AI, MS 등 엔비디아의 의존도를 낮추기 위한 공격적 투자를 단행하고 있지만, 엔비디아 실적 가이던스 상향 이후 AI 시장은 초기단계이며 정점에 이르지 않았다는 시각이 우세
 - 엔비디아 4분기 매출 221억달러(YOY 265%, 컨센서스 204억달러), EPS 5.15달러(컨센 4.6달러), 1분기 가이던스 240억달러(컨센 219억달러), 영업이익률 77% 달성 제시
 - 2024년 매출액 590억 달러(YOY 120%), 2025년 960억 달러(YOY 63%), 2026년 1120억달러(YOY 17%) 전망
- ▶ 미국발 반도체 관련 모멘텀 지속, 수급 환경 감안 시 저PBR장세에서 소외된 국내 중소형 레거시 공정 장비 업체 수혜 환경
엔비디아 연간 매출액 및 컨센서스



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

미국 빅테크 CAPEX와 국내 반도체 수출 증감률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

주: 알파벳, 아마존, 애플, 마이크로소프트 CAPEX 합산

09. 3월 순환매 흐름 예상: FOMC 이후 경기방어주 – 에너지, 원전

- ▶ 사법리스크 부각 이후 트럼프 vs 바이든 재대결 구도 현실화 가능성 확대, 에너지 관련 공약이 쟁점
 - 트럼프, 'Agenda 47'에서 에너지 가격 인하를 통해 물가를 내리고 궁극적으로 미국을 제조업 강국으로 만들겠다고 공약 ('America Must Have the #1 Lowest Cost Energy and Electricity on Earth')
 - 오픈AI CEO 샘 알트먼, 1월 다보스포럼에서 AI 성공의 핵심 조건으로 핵융합 및 친환경 에너지를 통한 혁신적인 에너지 단가 인하 제시, 핵융합 발전 스타트업 헬리온에너지에 3억 7,500만 달러 투자
- ▶ 국내, 3월 이후 2024~2038년 11차 전력수급기본계획 공개 기대. 반도체, 2차전지 등 첨단산업 단지의 신규 수요 반영 및 신규 원전 최소 4기 추가 전망

용인 반도체 클러스터 10GW 전력 공급 계획

개요	용인 반도체 클러스터 가동을 위해선 2030년 말까지 0.4GW의 전력이 필요 • 2042년, 5개 생산라인 가동에 7GW 이상 • 2050년, 산업단지 조성 및 기업 투자에 10GW 이상 신규 원전 7기에 해당하는 발전량, 현재 수도권 전력 수요(40GW)의 1/4
1단계	• 반도체 단지 내 LNG와 수소를 섞어 쓰는 수소 혼소 발전소 6기(3GW) 건설 • LNG 발전소는 건설 기간이 2~3년으로 짧고 반도체 단지에서 사용할 열을 함께 공급
2단계	• 강원도 석탄화력발전, 경북 원자력발전 생산 전력 활용 • 강원-경북 ~ 수도권을 잇는 고전압 직류송전선로(HVDC) 계통설비 확충 • 경북 울진 신한울 1호기 가동 중, 2호기도 시험가동을 거쳐 내년 상반기 상업운전 계획 신한울 3·4호기 2030년대 중반 목표로 건설 재개 • 삼척, 영덕 등 신규 원전 추진 가능성
3단계	• 호남 재생에너지, 원전 ~ 수도권 잇는 서해안 해저 송전선로 구축 • 해남 등 호남 지역 태양광 발전, 신안 8.2GW 규모의 해상풍력 발전단지 활용

자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치센터.

제 10차 전력수급기본계획 발전원별 비중 (%)

	원자력	석탄	LNG	신재생	수소, 암모니아	기타
2018년	23.4	41.9	26.8	6.2	-	1.7
2030년	32.4	19.7	22.9	21.6	2.1	1.3
2036년	34.6	14.4	9.3	30.6	7.1	4

자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치센터.
 참고: 신재생은 태양광·풍력 출력제어 후 발전량 비중
 (출력제어 전 '30년 22.1%, '36년 33.0%)

3월 월간 전망: 균형의 미