

숨고르는 주식시장.. 향후 전망과 투자전략



2021. 2. 22

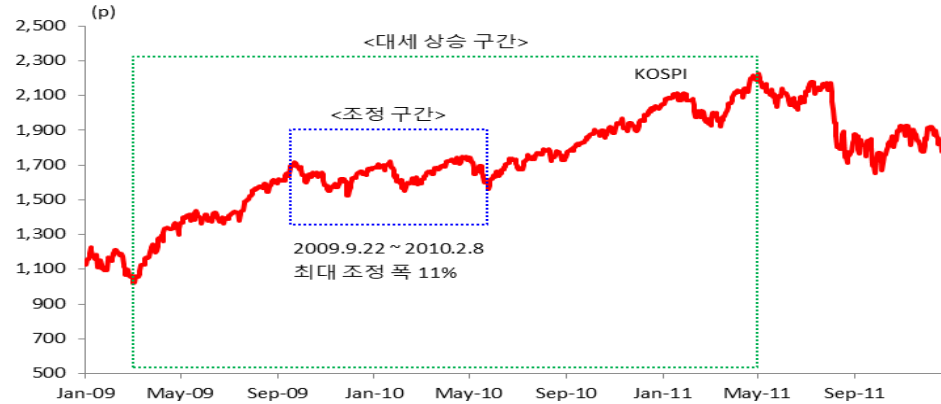
리서치팀 이 동 호

02) 2009 7062

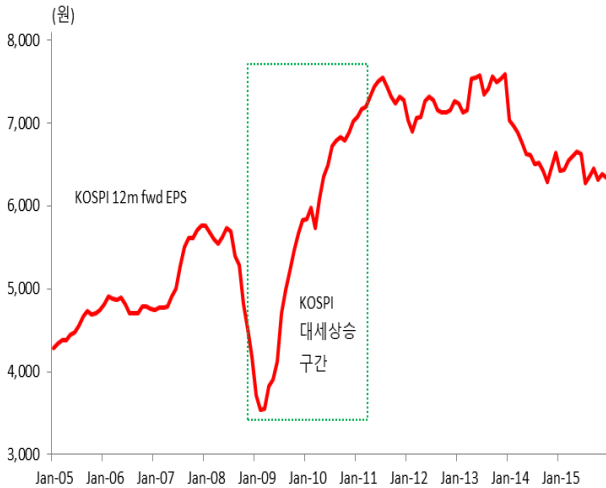
dhlee@leading.co.kr

■ 실적 장세로의 변화기에 나타나는 조정 장세의 특징(리먼 사태 이후 상승장에서의 경험 유추)

- 유동성 장세 특징 쇠퇴 : 경기 회복으로 이익 예상치는 계속 올라가지만 잉여 유동성은 축소, 밸류에이션 멀티플의 주가 기여도는 (-)



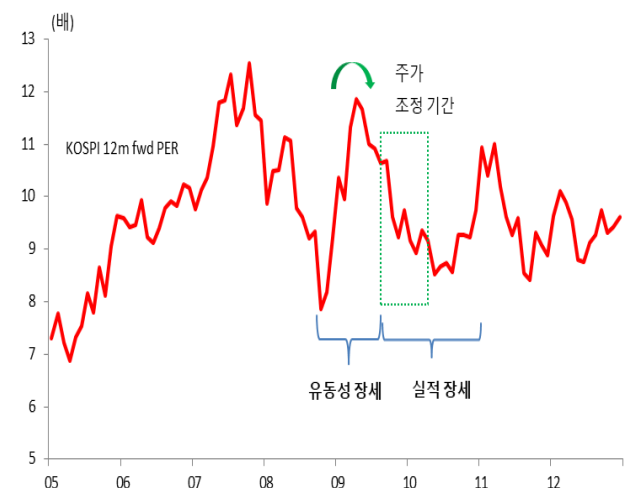
<기업이익 예상치는 계속 상향조정 되지만>



<잉여 유동성은 먼저 피크 아웃 하고>



<멀티플도 주가 상승에 기여 못함>

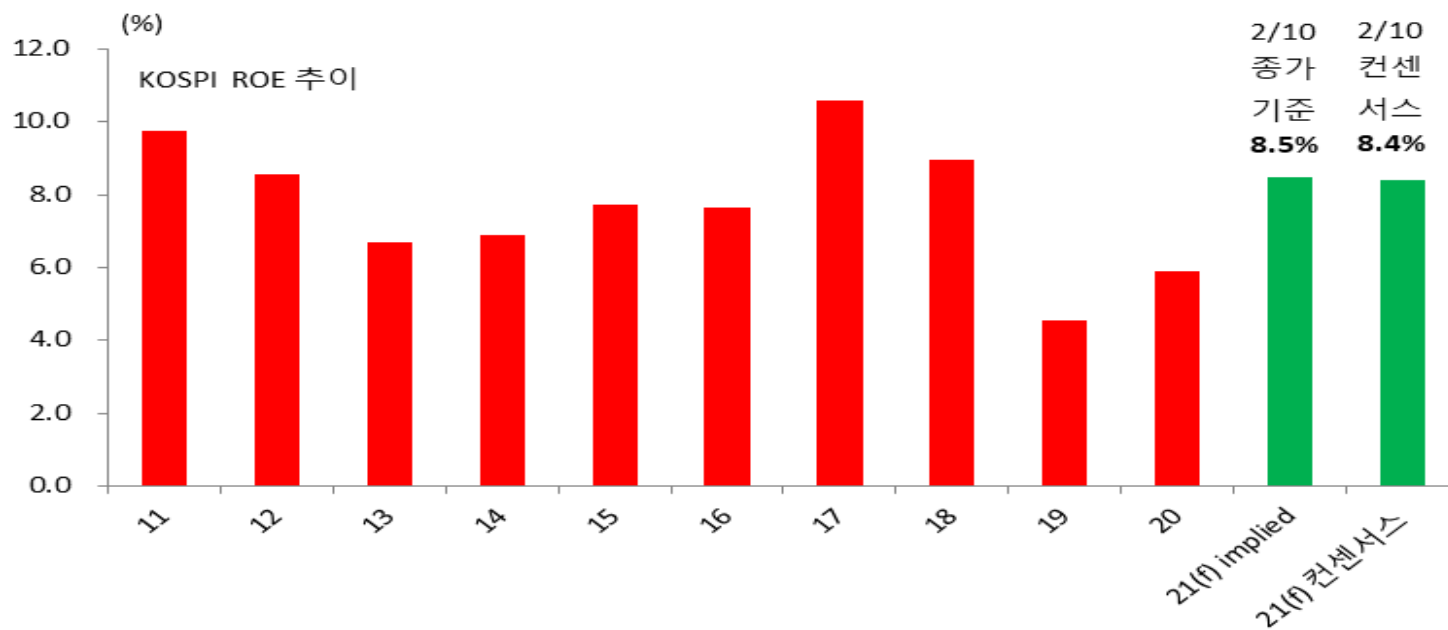


자료 : Dataguide, 리딩투자증권

■ 다소 앞서 간 주가 → 그러나 아직 경기 회복 전반부 → 향후 기업실적 예상치 상향조정 과정상의 시간 벌기가 필요

- 고든 모형을 응용한 $PBR = (RoE - g) / (CoE - g)$ 에서 현 주가에 내재(implied)된 2021년 ROE 추정치는 8.5% > 시장 컨센서스는 8.4%
→ 주가(KOSPI)가 다소 앞서 가고 있다는 의미
- 향후 경기 지표 회복세 지속 예상 → 기업이익 예상치 상향 조정 지속 예상 → 일정 기간 경과 후 주가(KOSPI)는 지금보다 더 높아질
기업이익 예상치를 프라이싱하면서 다시 상승세 전환 예상

<최근 주가에 내재된 기업실적 호전에 대한 선반영도가 시장 컨센서스보다 소폭 높은 상황
: 주가가 다소 앞서 가 있는 상황(2/10 KOSPI 증가 3,101p 기준)>

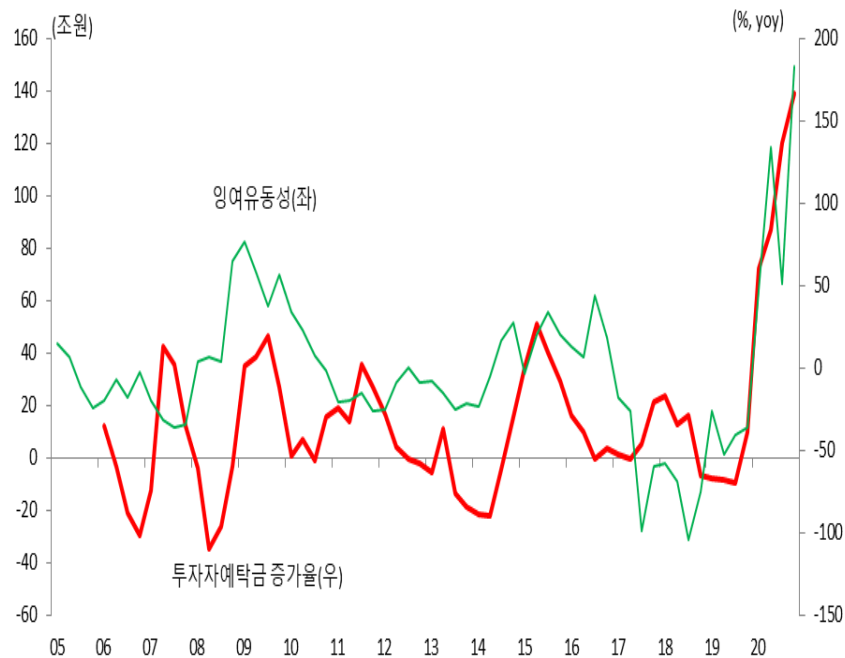


자료 : FnGuide, 리딩투자증권

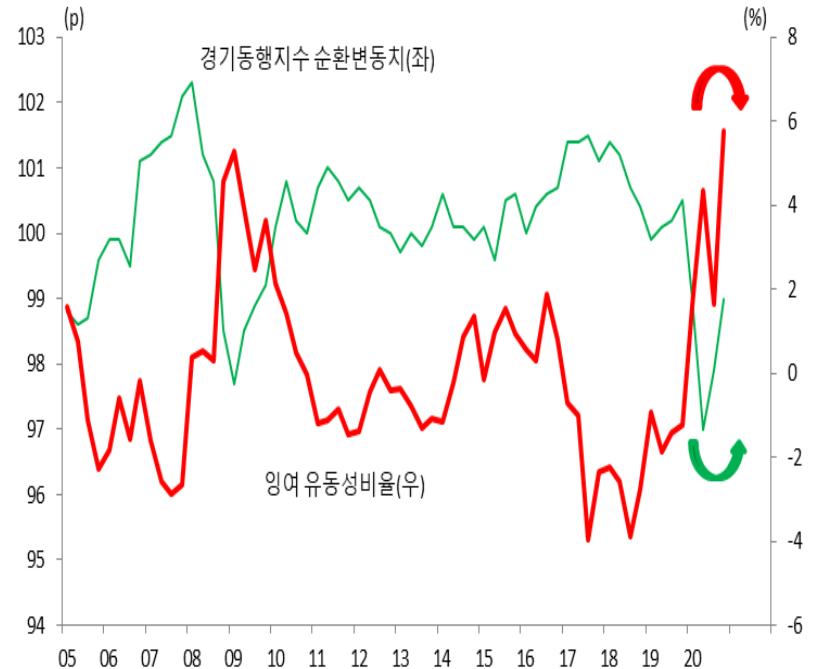
■ 그 동안의 유동성 폭발에 기댄 주가 상승 효과는 쇠퇴

- 증시 주변 자금은 잉여 유동성과 높은 상관관계
- 잉여 유동성은 경기 회복과 함께 피크 아웃 : 경기 회복세 지속 → 통화량 증가율 둔화 경향 & 경기 회복 관련 화폐수요 증가
→ 잉여 유동성 서서히 감소(금년 1/4분기 피크 아웃 추정) → 증시 주변 자금 서서히 감소

<증시 주변 자금은 잉여 유동성에서 비롯>



<경기회복으로 축소될 잉여 유동성>



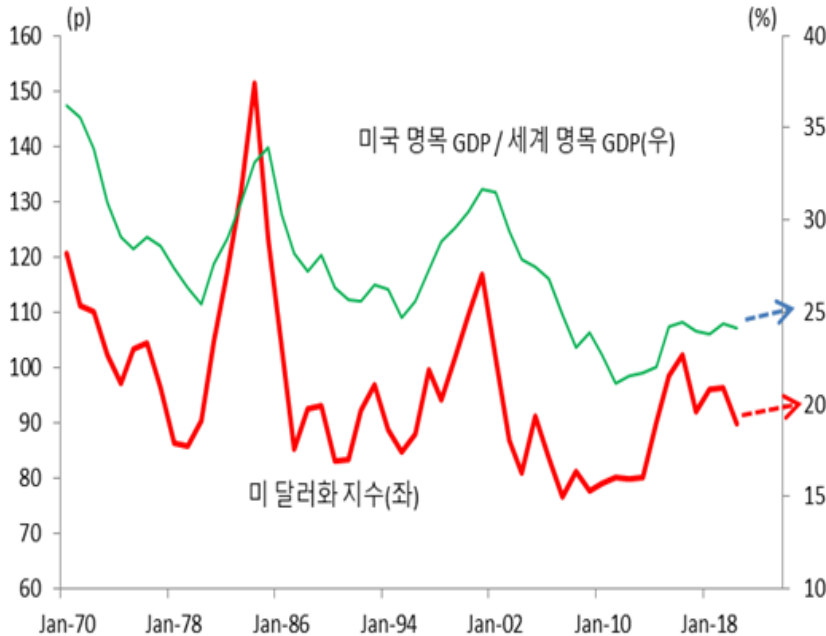
주 : 잉여유동성 추정 방법은 필자의 '유동성 효과는 언제까지 가능한가?', 2021.1.13 참조
자료 : Dataguide, 리딩투자증권

자료 : Dataguide, 리딩투자증권

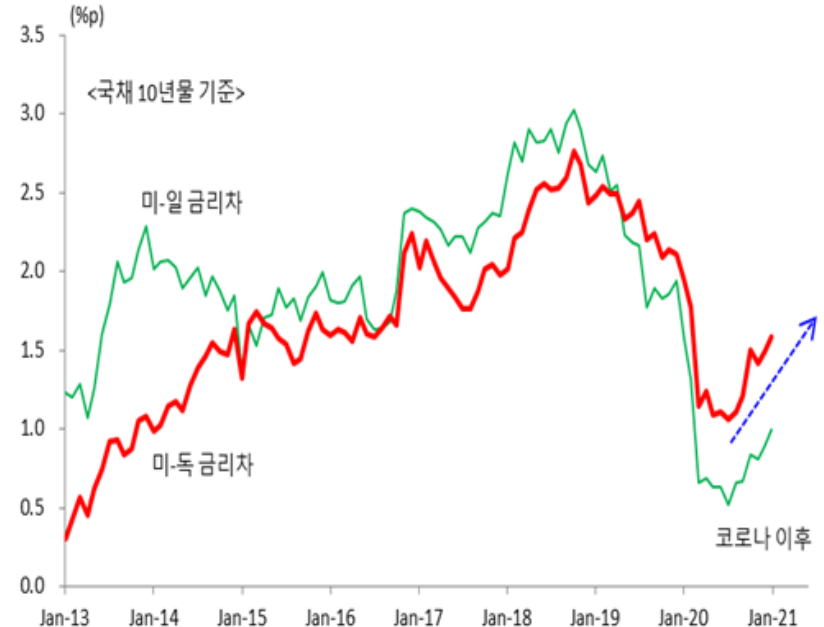
■ 달러화 약세 지속될 가능성 낮아 향후 외국인 주식투자자금의 큰 폭 유입 가능성은 낮아

- 글로벌 경제 대비 미국 경제의 상대적 회복력 강할 것 → 금리차, 주식 수익률차 등 감안시 금년 중 일방적 달러화 약세 힘들 것
- 인플레이션 고려시 일방적 달러화 약세는 미국에 이롭지 않을 정책 변수로 여겨질 것. 또한 미국으로의 투자 자금(설비투자, 그린투자 등) 유치 욕심을 고려시 미 정책 당국은 달러화 약세가 지속되게 하지는 않을 가능성 커

<금년 중 일방적인 달러화 약세 지속 가능성 낮을 전망>



자료 : Bloomberg, Dataguide, 리딩투자증권

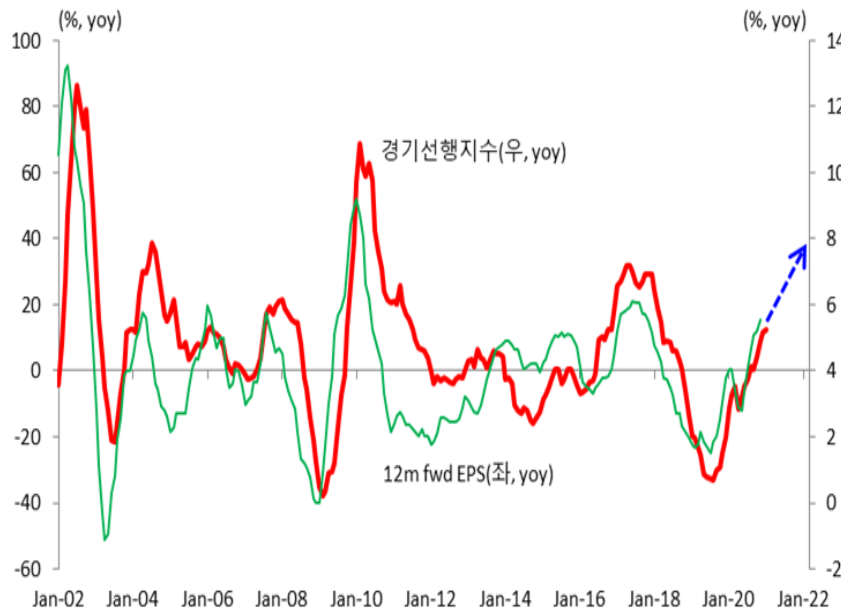


자료 : Dataguide, 리딩투자증권

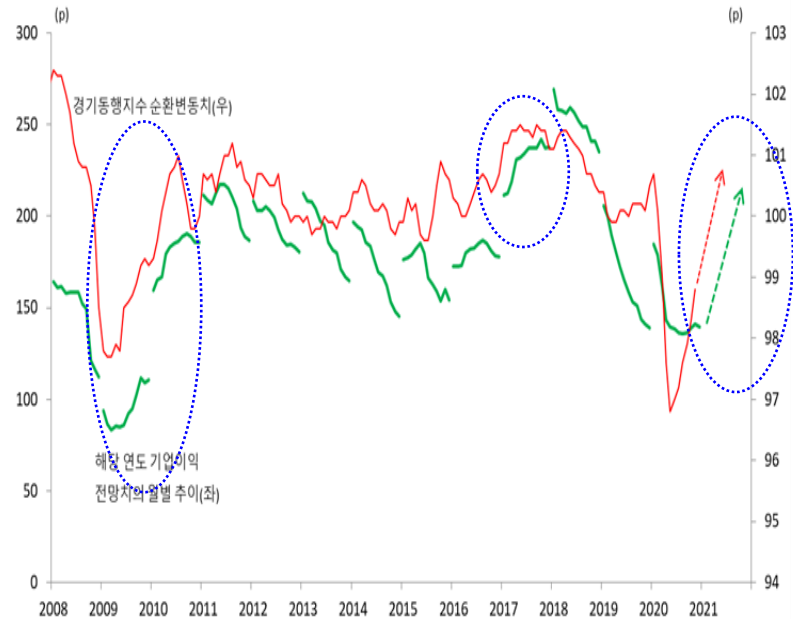
■ 아직 경기 회복 전반부.. 향후 기업이익 예상치 상향 조정 계속될 전망

- 기업이익 예상치는 경기지표에 연동.. 향후 경기지표 추가 상승으로 기업이익 예상치 상향 조정 이어질 전망
- 경기 회복기에는 연초 기업이익 예상치가 시간이 갈수록 상향 조정되는 경향 뚜렷
- 실적 선반영에 있어 다소 앞서간 KOSPI는 일정 기간 조정 이후 KOSPI 내재 예상 기업이익보다 컨센서스 예상치가 충분히 더 커지면서 다시 상승세 전환 예상

<현재는 경기회복 전반부 → 향후 경기지표의 추가 상승 → 기업이익 예상치의 추가 상승 예상>



자료 : Dataguide, 리딩투자증권

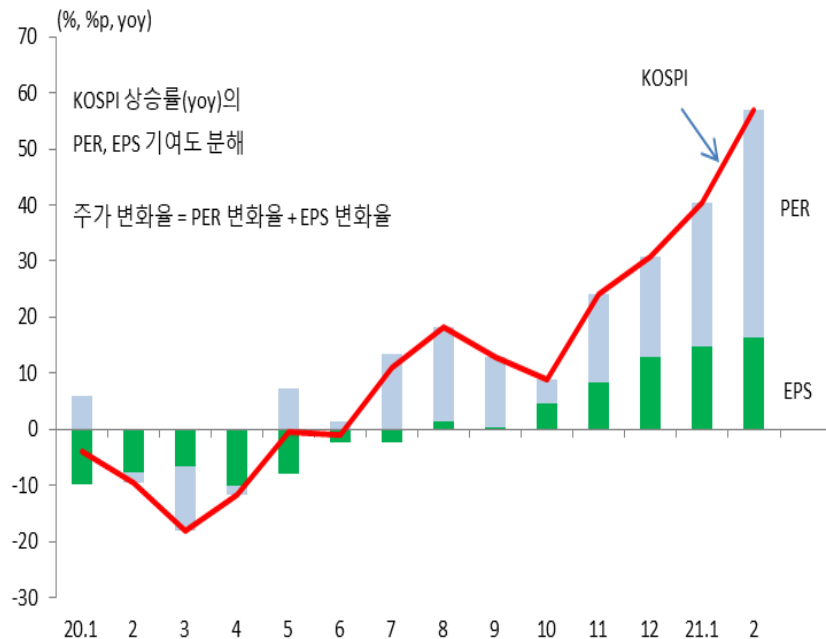


자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

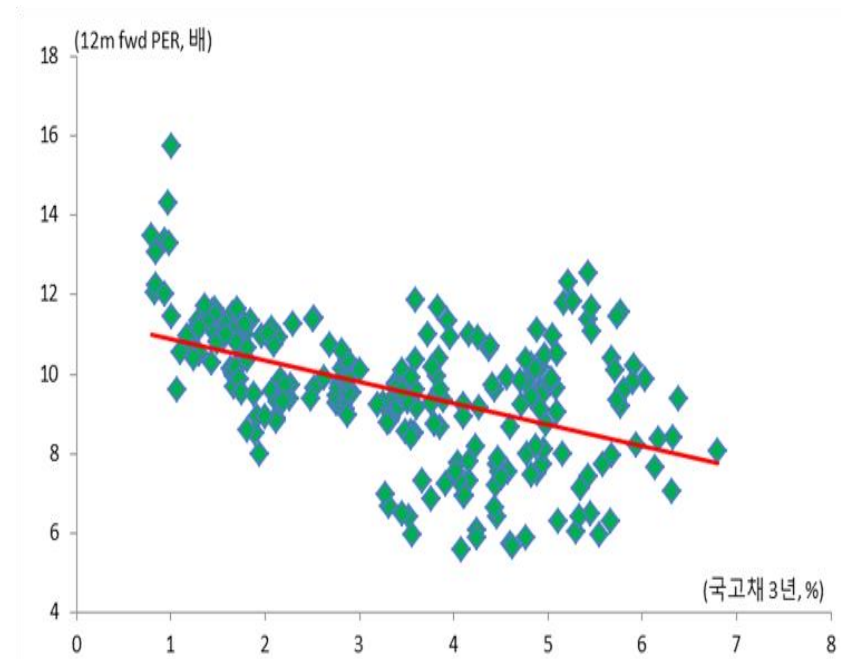
■ 실적 장세에서는 금리 상승폭이 주요 변수

- 실적 장세에서의 주가 상승률이 유동성 장세 때보다는 낮은 경향을 보이는 이유는 금리 상승에 따른 밸류에이션 멀티플 하락 때문
- '주가 변화율 = EPS 변화율 + PER 변화율'에서 향후 EPS 상승폭이 더 커질 것이지만 금리와 역관계인 PER의 변화율은 주가에 (-) 기여

<향후 금리 상승에 따른 PER 하락 효과를 EPS 상승 효과가 상쇄하고 남아야 한다>



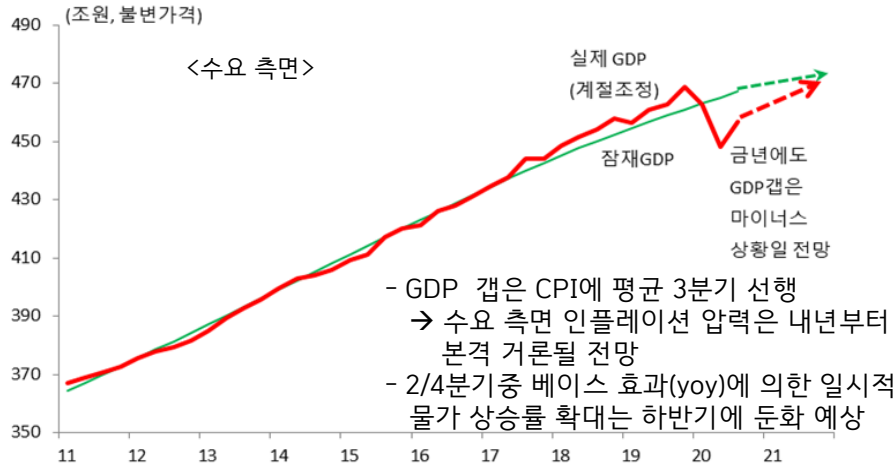
자료 : Dataguide, 리딩투자증권



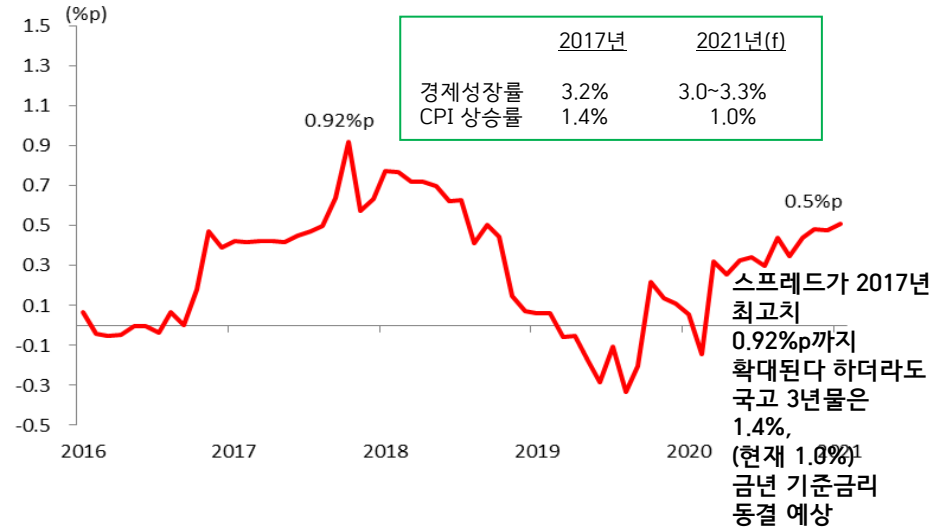
자료 : Dataguide, 리딩투자증권

■ 경제 펀더멘탈, 정책적 스탠스 두 측면 모두에서 금년 금리 많이 못 오를 전망(국고 3년물 기준 2021년 max 1.4% 예상)

<급격히 확대되지는 않을 인플레이션 압력>



<기준 금리 대비 스프레드(국고 3년) 측면>



<정책적 스탠스 측면>

- (민간 부문 부실 문제)
리먼 사태 이후 때와 달리 구조조정 없이 부실까지 다 안고 온 경제 회복 정책 → 금리 큰 폭 상승시 부작용 클 것
- (정부 부채 비율 관리 문제)
- 적자 국채 흡수하는 한은의 역할 더 강화
- 명목 경제 성장률보다 명목 금리가 낮아야 정부 부채 비율이 관리된다(금리 상단 관리 필요)

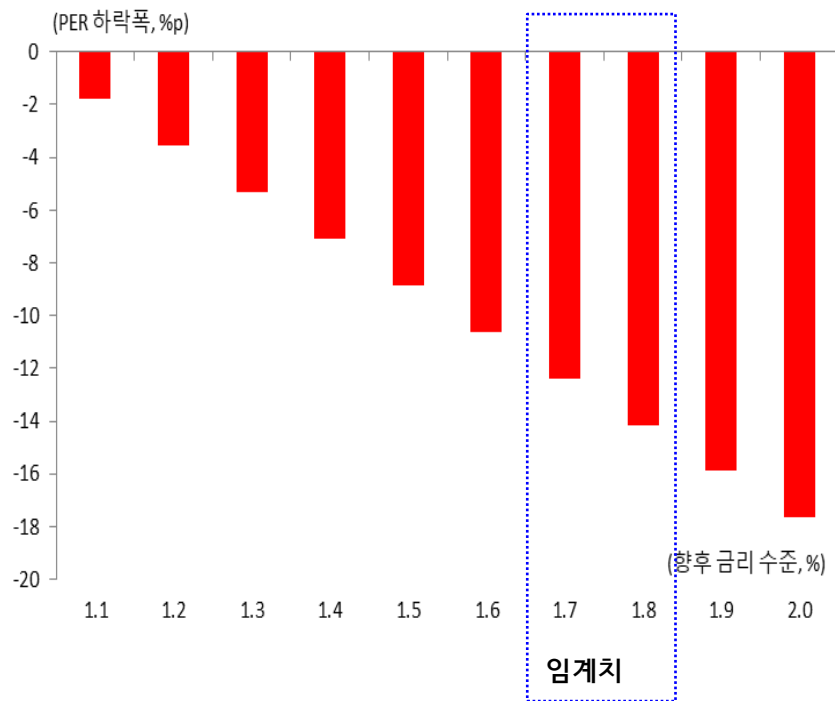


자료 : 한국은행, Dataguide, 리딩투자증권

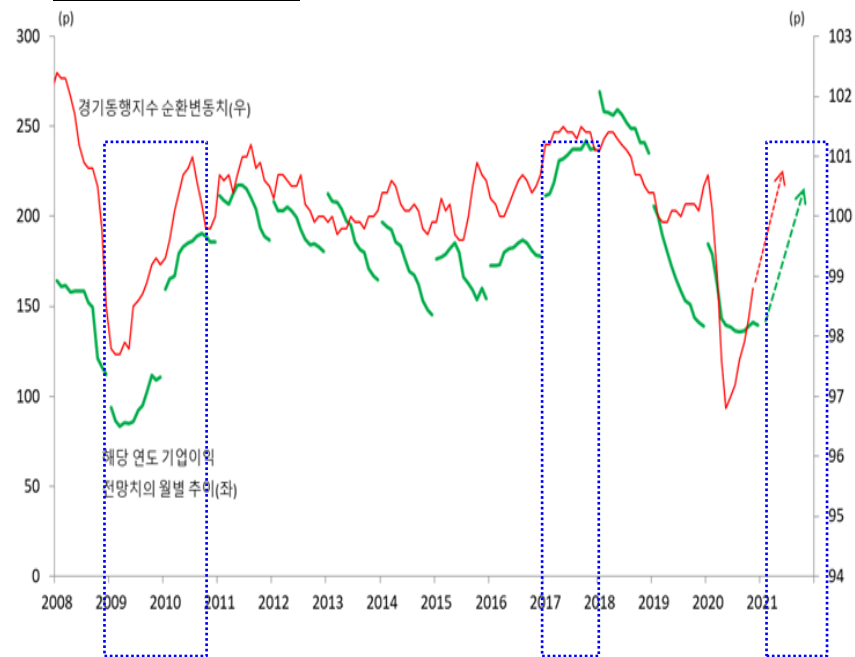
■ 금리 상승 임계치는 국고채 3년물 기준 1.7~1.8% 수준으로 추정.. 그러나 실제로 그 레벨까지 금리가 상승하지는 못할 전망

- 금리 상승에 따른 PER 하락폭과 향후 기업이익 예상치 상향 조정폭이 절대값에서 동일하면 주식시장에는 중립 → 금리 상승 임계치
- 향후 금리 max 상단치(국고 3년 기준) 1.4% 예상 < 임계치 1.7~1.8% → 주식시장 추가 상승 잠재력 보유

<금리 수준별 KOSPI PER 하락폭 시뮬레이션>



<경기 회복 국면에서 연초 대비 연말까지의 기업이익 예상치 상향 조정폭 비교를 통한 향후 기업이익 예상치 상향 조정폭 추정>



평균 17.1% (A)
: 先 구조조정이
있어서 강력했던
경기회복

12.4% (B)
: 주로 반도체
업황 호전에
기뻐던 경기회복

A보다 낮고,
B보다 높을 전망
(A, B 중간 수준)
14~15% 추정

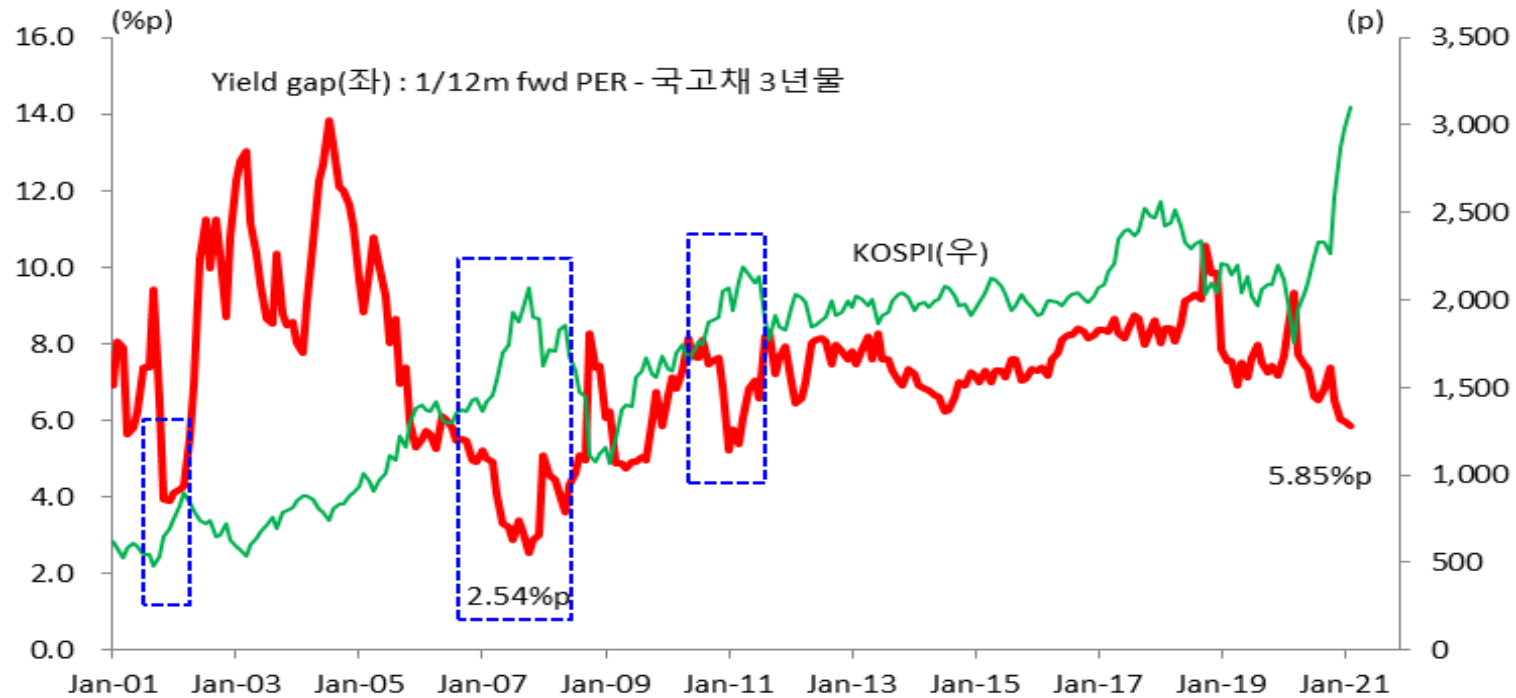
주 : 방법론은 필자의 '주식시장이 감내할 수 있는 금리 상승 범위는?', 2021.1.27 참조
자료 : Dataguide, 리딩투자증권

자료 : Dataguide, 리딩투자증권

Yield gap(주식 기대 수익률(1/예상 PER) - 무위험수익률)상으로 여유가 충분

- 무위험수익률 효용가치 미미할 가운데 주식 기대 수익률(1/예상 PER = 예상 기업이익/현 시가총액) 높은 경기회복 시기
- 특히 기업이익 예상치가 더 상향될 수 있는 경기회복 전반부 상황 & 향후 무위험수익률의 상승 폭은 크지 않을 전망
→ 향후 주가(시가총액)가 이를 프라이싱할 여유가 충분

<Yield gap 상의 충분한 여유>



주 : 2021.2.10 종가 기준
자료 : Dataguide, 리딩투자증권

■ 향후 중소형 기업이익 증가세일 가운데 대형주 대비 상대 밸류에이션은 현재 역사적 최저 수준

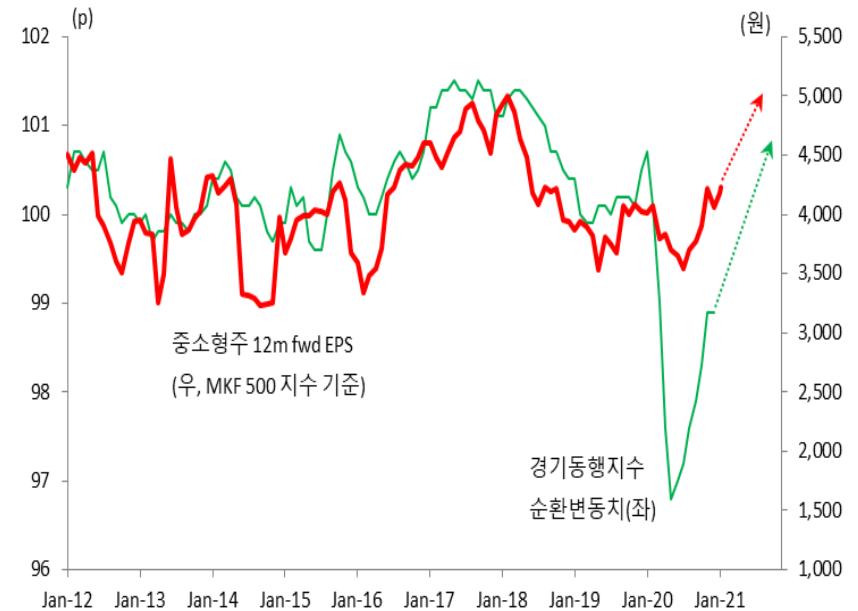
- 현재 중소형주의 대형주 대비 상대 밸류에이션은 10년래 최저 수준
- 경기 회복 국면에서는 '저평가' 논리가 더 뚜렷해지는 경향.. 향후 도래할 실적 장세에서는 중소형주의 상대적 선전 예상

<역사적 최저 수준으로 하락한 중소형주 상대 밸류에이션>



자료 : Dataguide, 리딩투자증권

<경기 회복으로 중소형 기업이익도 증가한다>



자료 : Dataguide, 리딩투자증권

■ 2 트랙 전략 : 중장기 성장성 + 저평가 씨클릭

- 2 트랙으로 접근하는 이유 : 1) 금년부터 설비(주글러) 순환 회복 시작(중장기 성장성), 2) 경기 회복 국면에서는 저평가 논리 더 부각
- 중장기 성장성 : 이번 설비 순환 회복을 주도할 성장 업종에 계속 주목할 필요(반도체, 친환경, 네트워크 장비, 인터넷/SW/SI 등), 글로벌 위상이 강화되고 있는 엔터/미디어 콘텐츠 업종의 성장성도 우수
- 저평가 씨클릭 : 중국 소비 관련, 저평가 경기 관련 소비재

<주요 유망 업종>

구 분		주요 내용
중장기 성장성	반도체 친환경 네트워크 장비 인터넷/ SW/SI 엔터/미디어 콘텐츠	ICT 산업 성장의 핵심 : 메모리 수요 회복세 + 비메모리 부문의 성장 전략 강화 이번 글로벌 설비 싸이클 상승의 대표 주도 업종 코로나 사태 이후 주요 산업내 디지털 전환 가속화(혈관) 코로나 사태 이후 주요 산업내 디지털 전환 가속화(뇌) K-엔터 콘텐츠의 글로벌 위상 강화
저평가 씨클릭	중국 소비 관련 저평가 경기 관련 소비재	금년은 중국 14차 경제개발 5개년 계획 시작 년도, 소비 부양 정책 강화 코로나 사태 진정, 경기 및 소비 심리 회복, 주식시장 내 저평가 논리 부각

자료 : 리딩투자증권

▶ Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- 본 자료는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.
- 본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.