

# 주식전략

## 4월, Status quo(현상 유지)

### 금리 하락이 필요한 국면

업종 쏠림 현상이 커지면서 주식 시장의 상승세가 둔화되고 있다. 실적 상향 조정 속도보다 주가 상승률이 높았다는 점이 부담이다. KOSPI 12개월 선행 PER은 11배를 넘어섰다(최근 3년 평균: 10.8배). PBR은 1.0배로 2022년 상반기 수준까지 높아졌다. 주식 시장 밸류에이션은 이미 미국 기준금리 인하를 반영한 수준이다.

밸류에이션 부담이 낮아지기 위해서는 금리 하락이 필요하다. 그러나 연준은 아직 금리 인하에 신중한 스탠스를 유지하고 있고, 인플레이와 고용 등 여러 지표의 확인 과정이 남아있다. 최근 에너지 가격 불안도 단기간 금리 하락을 제한하는 요인이다. 리스크 프리미엄(기대 수익률)도 낮은 수준이다. 당분간 할인율(금리+리스크 프리미엄)의 추가적인 하락은 제한적일 가능성이 높다.

### 반도체로 쏠림 지속(+화장품)

1년 중 4월은 주가와 이익 간 민감도가 가장 높은 시기다. 실적 상향 조정 기업들의 주가 상승률이 가장 긍정적이었고, 실적 서프라이즈 비율도 높았다. 1분기는 당해의 첫 실적 발표이기도 하지만 1월~3월에 발표하는 4분기 실적에서 기업이 연간 가이던스 등의 정보를 제공하기 때문에 컨센서스 변화의 의미가 높아진다.

국내 기업들의 1분기 합산 영업이익 증가율 컨센서스는 +47%YoY지만 삼성전자, SK하이닉스, 한국전력을 제외하면 -2.3%YoY로 감적이 예상된다. 최근 이익모멘텀도 반도체와 반도체를 제외한 업종의 차별화가 지속되고 있다. 1분기 영업이익 컨센서스 변화율은 각각 +12.3%, -0.6%를 기록 중이다.

반도체로 쏠림은 지속될 수밖에 없다고 판단한다. 과도한 쏠림이 부담스러울 수 있지만 대안은 많지 않다. 특히, 실적 전망치 최댓값 상향 조정이 나타나고 있는 점을 감안하면 이익모멘텀은 추가로 개선될 여지가 크다. 반도체 외에는 화장품 업종에 주목한다. 이익모멘텀이 양호하고, 밸류에이션 매력에 높은 업종이다.

### 턴어라운드보다 밸류업

하반기 턴어라운드가 예상되는 업종의 비중 확대는 이르다고 판단한다. 현재 이익모멘텀 둔화 사이클은 기업 마진이 하향 조정되는 구간이 아니라 인플레이션 정상화를 동반한 매출액 하향 조정에 기인한다. 따라서 과거 실적 둔화 사이클보다 장기화될 가능성이 높다. 실적 하향 조정이 멈추기 전까지는 턴어라운드 업종에 대한 불확실성은 높다고 판단한다.

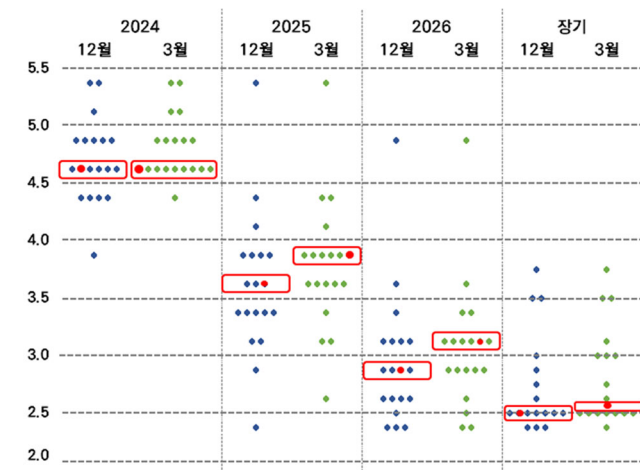
총선이라는 불확실성에도 기업 밸류업 프로그램은 중장기적인 시각으로 바라볼 필요가 있다. 주주환원율 상승 등 주주 가치 제고로 국내 증시의 디스카운트를 해소시킬 수 있을 전망이다. 5월에 발표 예정인 가이드라인에 세제 개편안 관련 내용이 포함된다면 기업들의 적극적인 참여와 함께 정책 모멘텀이 탄력을 받을 수 있을 것으로 기대한다.

# 4월, Status quo(현상 유지)

## 금리 하락이 필요한 국면

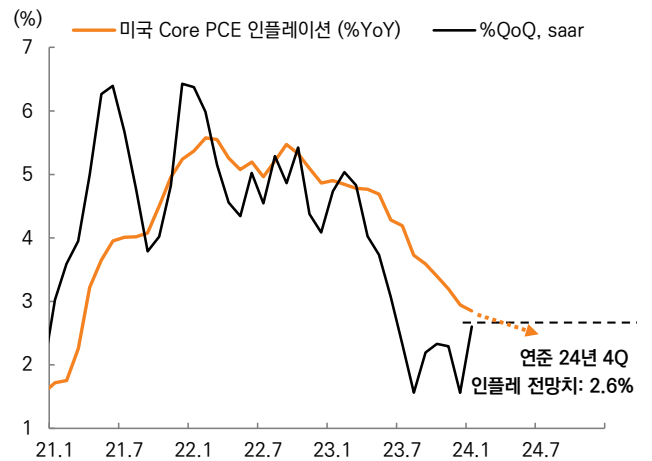
지난 3월 FOMC에서 올해 말까지 75bp 금리 인하 전망에 대한 기대가 높아졌다. 4분기 코어 PCE 인플레 전망은 2.6%로 지난 12월 대비 0.2%p 상향 조정됐고, 2025년, 2026년 점도표가 상승했다는 점이 부담스럽지만 주식 시장의 반응은 우호적이었다. 연준은 연초 인플레 둔화 속도가 기대보다는 완만했지만 목표 수준인 2%까지 돌아갈 것이라는 확신을 나타냈고(2025~2026년 인플레 둔화 전망 유지), 올해 GDP 성장률 전망치를 1.4%에서 2.1%로 상향 조정한 내용도 긍정적이었다.

그림 1. 19명 중 10명이 올해 3회 인하를 전망



자료: FRB, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 미국 Core PCE 추이



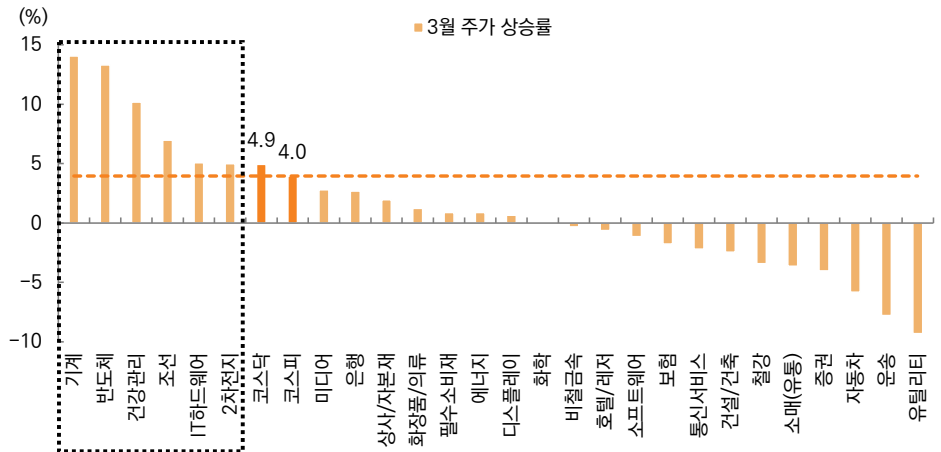
자료: FRB, 미래에셋증권 리서치센터

국내 주식 시장도 FOMC 이후 불확실성 완화로 KOSPI 3월 주가 상승률은 +4.0%를 기록했다. KOSDAQ도 +4.9% 상승했다. 이익모멘텀이 양호한 반도체, 전력기기 업종의 주가 상승률이 높았다. 헬스케어, 조선, 2차전지도 양호한 성과를 기록했다. 시장 대비 주가 상승률이 아웃퍼폼한 업종이 26개 중 6개에 불과했다.

반면, 실적 부진이 지속되고 있는 업종과 정책 불확실성으로 1~2월 성과가 양호했던 밸류업 관련 업종인 자동차, 금융, 통신, 유틸리티 업종의 성과가 부진했다(그림3 참조).

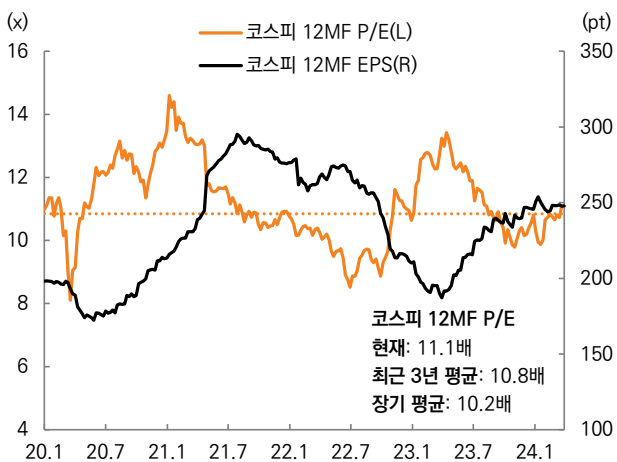
업종 쏠림 현상이 커지면서 주식 시장의 전체적인 상승세가 둔화되는 모습이다. 실적 상향 조정 속도보다 주가 상승률이 높았다는 점이 부담이다. KOSPI 12개월 선행 PER은 11배를 상회했다(최근 3년 평균: 10.8배, 2012년 이후 평균: 10.2배). 확정 기준 PBR은 1.0배로 금리 상승 우려가 극심해 PBR이 둔화됐던 2022년 상반기 수준까지 높아졌다. 밸류에이션은 이미 미국 기준 금리 인하를 반영한 수준이다(그림 4 참조).

그림 3. 3월 업종별 주가 상승률: KOSPI 수익률을 상회한 업종은 6개에 불과



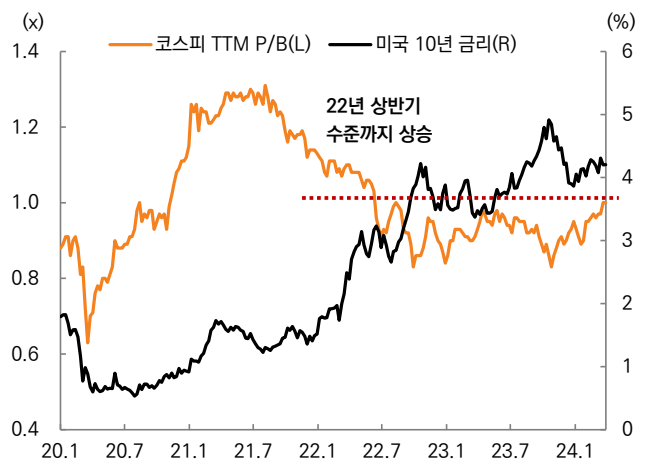
주: 2024년 3월 29일(금) 종가 기준  
 자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. KOSPI PER, EPS 추이(Forward)



자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. KOSPI PBR 추이(Trailing), 미국 10년 금리



자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

밸류에이션 부담이 낮아지기 위해서는 금리 하락이 필요하다(=할인율 ↓). 연내 금리 인하 기대감이 높아지고, 경기 모멘텀 둔화로 미국 금리는 점진적으로 하락할 가능성이 높다. 그러나 연준이 아직 금리 인하에 신중한 스탠스를 유지하고 있고, 인플레이와 고용 등 여러 확인 과정이 남아있다. 최근 에너지 가격 불안도 단기간 금리 하락을 제한시키는 요인이다.

연초 이후 주식 시장의 할인율(=무위험 수익률+리스크 프리미엄)이 낮아진 이유는 무위험 수익률(금리) 보다 리스크 프리미엄(ERP, 기대수익률)이 하락했기 때문이다. 미국 COE는 연초 8.5%에서 8.3%로 하락했다. FOMC 이후에도 미국 10년 금리 하락폭은 크지 않았지만 오히려 미국 ERP가 연초 이후 지속적으로 낮아진 영향이 컸다(4.6%→4.15%). 한국 COE도 연초 8.5% 수준에서 8.16%로 하락했다. 미국과 마찬가지로 ERP가 하락한 효과가 컸다(다음페이지 그림6,7 참조).

단기간 금리 하락은 제한적일 가능성이 높다. 그동안의 주가 상승으로 기대수익률(=리스크 프리미엄)도 크지 않다. 당분간 할인율(COE)의 추가적인 하락은 제한적일 가능성이 높다.

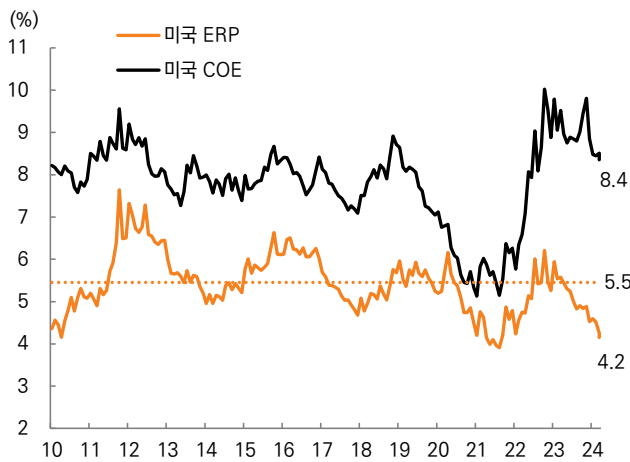
향후 KOSPI 경로는 금리의 방향성보다 속도가 중요하다. 금리가 점진적으로 하락하는 경우가 주가에 더 유리할 수 있다고 판단한다. 하반기 실적 둔화 이슈에도 할인율이 지속적으로 낮아질 수 있기 있기 때문이다. 반면, 상반기 중 금리가 빠르게 하락하는 경우에는 경기 및 기업 실적 둔화에 대한 영향이 커질 수 있어 하반기 주가 변동성을 높일 수 있다.

12개월 KOSPI 밴드 상단과 하단은 2,550pt~3,050pt로 제시한다. 금리 인하 반영에 따른 COE 하락으로 지난달 전망 대비 상단과 하단 모두 100pt 상향 조정했다(표1 참조).

KOSPI 밴드 상단은 ROE 8.2%, COE 8.0%를 가정한 3,050pt(PBR: 1.2배) 수준이다. 반도체 중심의 실적 개선으로 ROE가 예상보다 크게 낮아지지 않은 상황을 가정했다. 또한, 밸류업 정책 구체화로 주주환원율 상승과 함께 국내 증시 밸류에이션은 점진적 개선이 가능하다고 판단한다.

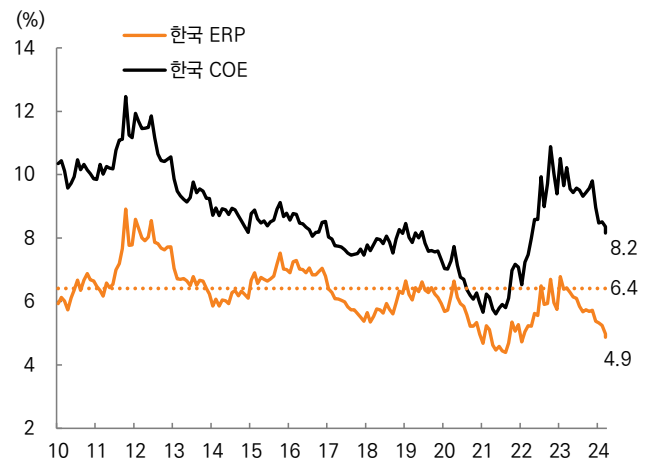
밴드 하단은 기업 실적 하향 조정 지속으로 ROE 하락과 리스크 프리미엄 평균값 회귀에 따른 COE 상승을 고려했다. ROE 7.6%, COE 8.6%를 가정한 2,550pt(PBR: 1.0배) 수준이다.

그림 6. 미국 ERP, COE 추이



자료: Aswath Damodaran, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 한국 ERP, COE 추이



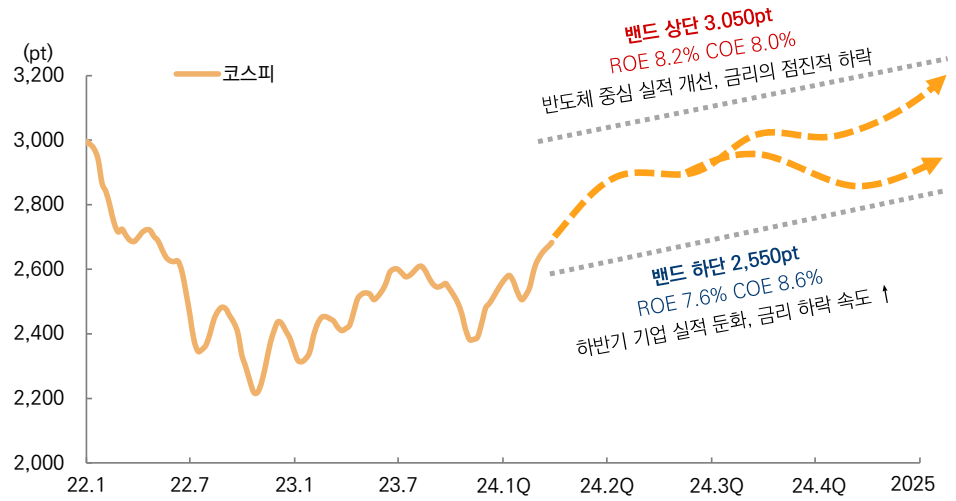
자료: Aswath Damodaran, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. KOSPI 시나리오(12개월 전망)

COE = Rf + ERP		-0.4%p	-0.2%p	8.2%	+0.2%p	+0.4%p
ROE	Value	7.8%	8.0%	8.2%	8.4%	8.6%
+0.5%p	8.2%	3,137	3,040	2,949	2,863	2,782
+0.2%p	8.0%	3,044	2,950	2,861	2,778	2,699
	7.8%	2,950	2,859	2,773	2,692	2,616
-0.2%p	7.6%	2,857	2,768	2,685	2,607	2,533
-0.5%p	7.4%	2,764	2,678	2,598	2,522	2,450

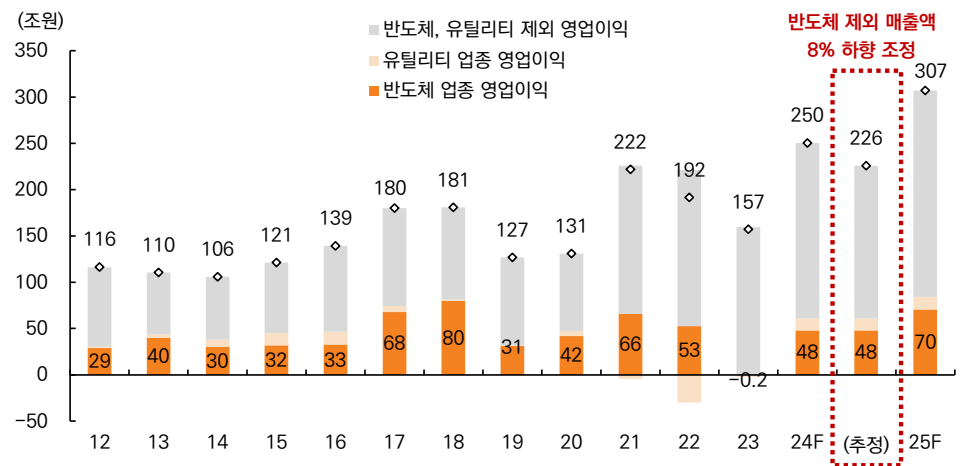
주: 12개월 선행 ROE 기준점 7.8%는 2024년, 2025년 이익전망치를 각각 10%, 5% 하향 조정한 수치임(현재 컨센서스는 8.5%)  
 자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. KOSPI 예상경로: 금리 하락 방향성보다 속도가 중요할 전망



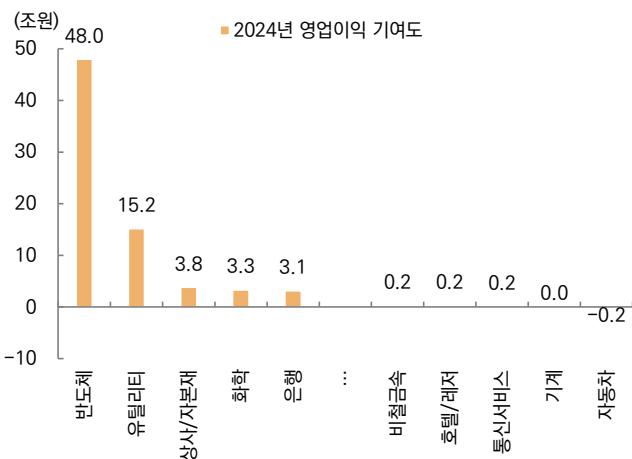
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 국내 기업 연도별 영업이익



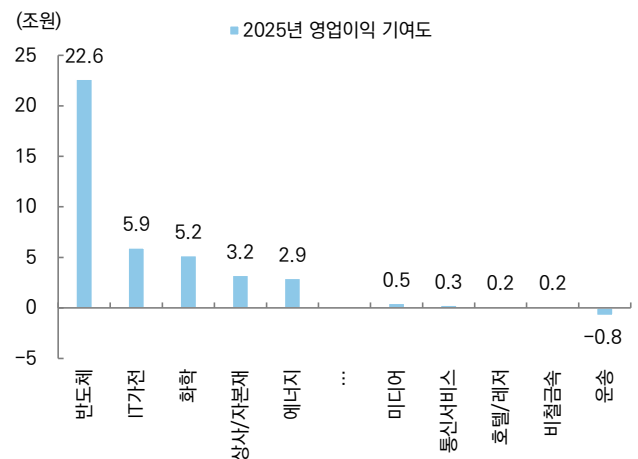
자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 2024년 업종별 영업이익 기여도(상/하위 5개 업종)



자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 2025년 업종별 영업이익 기여도(상/하위 5개 업종)



자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

### 4월에 반드시 챙겨야 할 실적 모멘텀

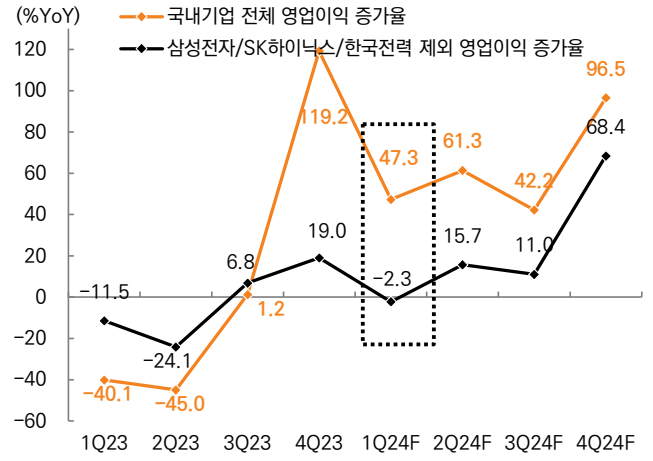
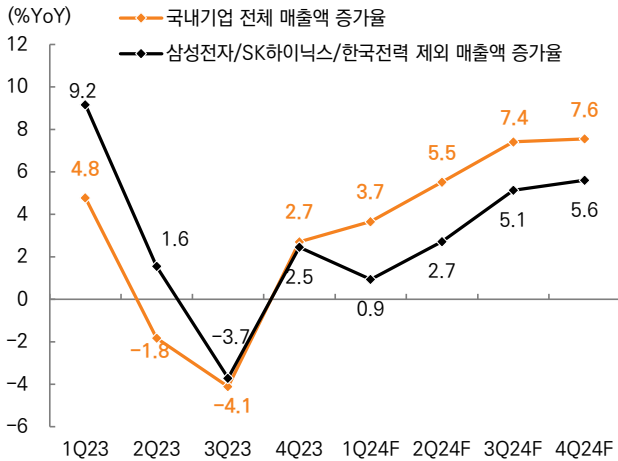
#### 반도체로 쏠림 지속(+확장품)

삼성전자를 시작으로 국내 기업들의 1분기 실적 시즌이 개막한다. 지난해 1분기와는 다르게 큰 폭의 실적 성장이 기대된다. 1분기 합산 매출액(금융 제외)과 영업이익 컨센서스는 각각 637조원(+3.7%YoY), 53조원(+47.3%YoY) 수준이다(그림12,13 참조).

그러나 반도체와 유틸리티 업종을 제외한 기업들의 분위기는 좋지 않다. 반도체와 유틸리티 업종의 영업이익 기여도는 전체 +16.9조원 중 +19.0조원을 차지한다. 삼성전자, SK하이닉스, 한국전력을 제외한 1분기 영업이익은 -2.3%YoY 감익이 예상된다. 특히, 2차전자, 금융, 화학, 에너지, 철강, 건설 업종의 실적 부진이 예상되고 있다(그림14 참조).

그림 12. 국내 기업 분기별 매출액 증가율

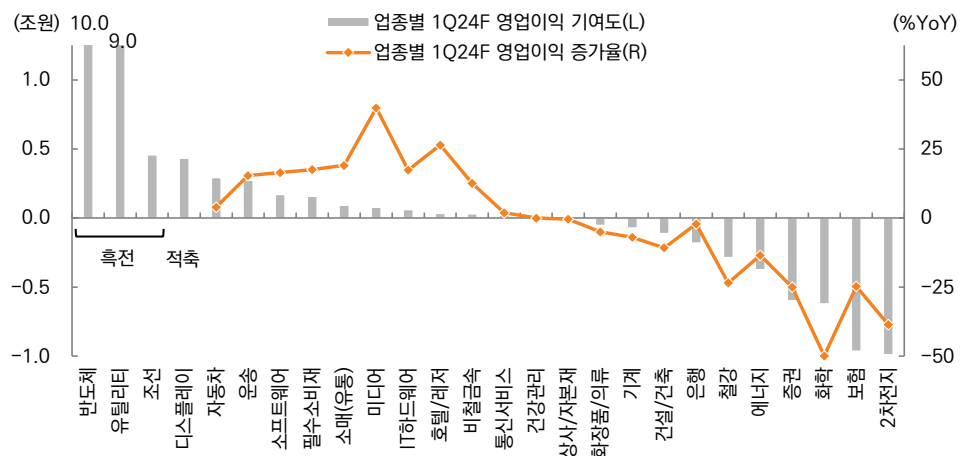
그림 13. 국내 기업 분기별 영업이익 증가율



주: 커버리지 3개 이상, 컨센서스가 존재하는 266개 기업 합산. 금융 업종은 제외  
 자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

주: 커버리지 3개 이상, 컨센서스가 존재하는 288개 기업 합산  
 자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 1Q24 업종별 영업이익의 증가율 및 기여도



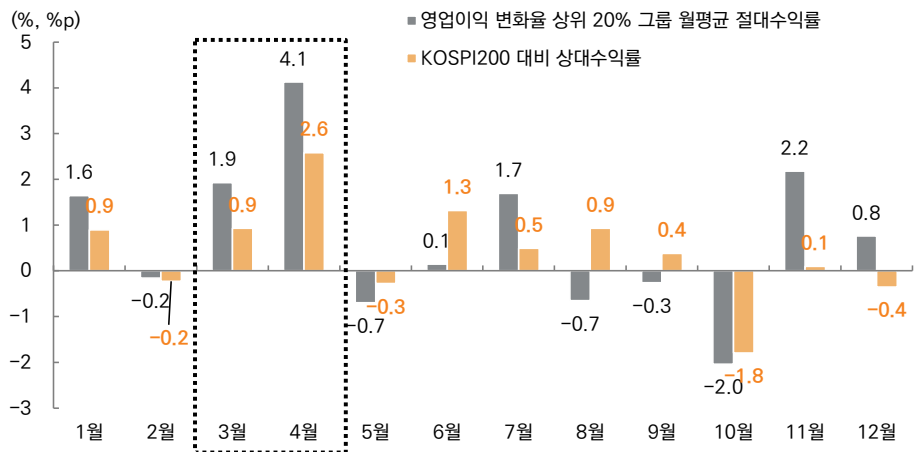
자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

1년 중 4월은 주가와 이익과의 민감도가 가장 높은 시기다. 1분기는 당해의 첫 실적 발표이기도 하지만 1월~3월 발표하는 4분기 실적에서는 기업이 연간 실적 가이드런스 등의 정보를 제공하기 때문에 컨센서스 변화의 의미가 높아진다.

실적 상향 조정 기업들의 주가 상승률도 4월이 가장 높았다. KOSPI200 기업 중 영업이익 변화율 상위 20%의 월별 주가 상승률을 보면, 4월이 +4.1%로 가장 높았다. KOSPI200 대비로는 +2.6%p 상회했다(그림15 참조).

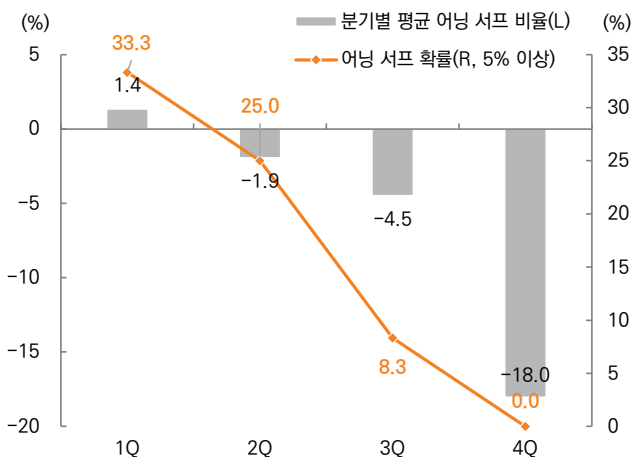
과거 국내 기업들의 1분기 실적은 2분기~4분기와 다르게 대체적으로 양호했다. 분기별로 어닝 서프라이즈 비율을 보면, 1분기는 +1.4%를 기록해 대체로 애널리스트 컨센서스를 충족시켰다. 또한, 어닝 서프라이즈(컨센서스 대비 +5% 이상 상회)를 달성한 기업 비중은 평균 36% 수준이었는데, 실적 발표 전 컨센서스가 상향 조정되는 기업들로 한정할 경우 기업 비중은 +55%로 높아진다. 1분기는 다른 분기에 비해 실적 컨센서스에 대한 신뢰가 높다고 볼 수 있다(그림16,17 참조).

**그림 15. 1년 중 4월은 주가와 이익의 민감도가 가장 높은 시기**



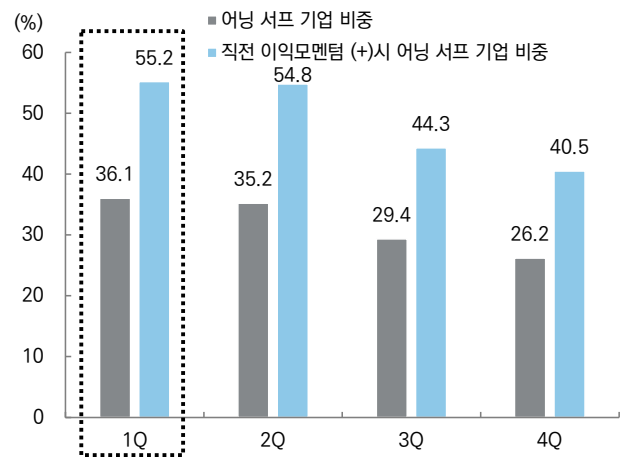
주: KOSPI200 구성종목 내 FY1 영업이익 변화율(1M) 상위 20% 그룹으로 구성, 동일가중 월간 리밸런싱(2011년 1월 ~ 2024년 3월)  
 자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

**그림 16. 분기별 평균 어닝 서프라이즈 비율**



주: 2012년 이후 평균. 서프라이즈 확률은 어닝 서프 분기수/전체 분기수로 계산  
 자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

**그림 17. 분기별 어닝 서프라이즈 기업 비중**



주1: 이익모멘텀은 분기 실적 시즌 시작 직전 1개월간 FQ1 영업이익 변화율로 계산  
 주2: 영업이익의 컨센서스 +5% 상회한 경우를 어닝 서프라이즈로 정의  
 자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

최근 이익모멘텀(컨센서스 변화)은 반도체와 반도체를 제외한 업종의 차별화가 본격적으로 진행 중이다. 국내 기업들의 1Q24 합산 영업이익 컨센서스는 1개월 전 대비 +1.0% 상향 조정됐다. 반도체 업종은 +12.3% 상향 조정됐고, 반도체를 제외한 업종은 오히려 -0.6% 하향 조정됐다. 상사/자본재, 조선, 유틸리티, 철강, 은행, 의료, 에너지 업종의 이익모멘텀이 부진한 모습이다(그림18~20 참조).

그림 18. 국내 기업 영업이익 컨센서스 변화율(1개월 전 대비)

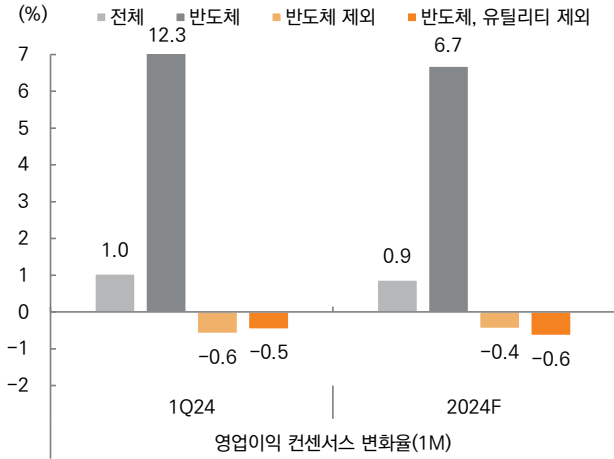
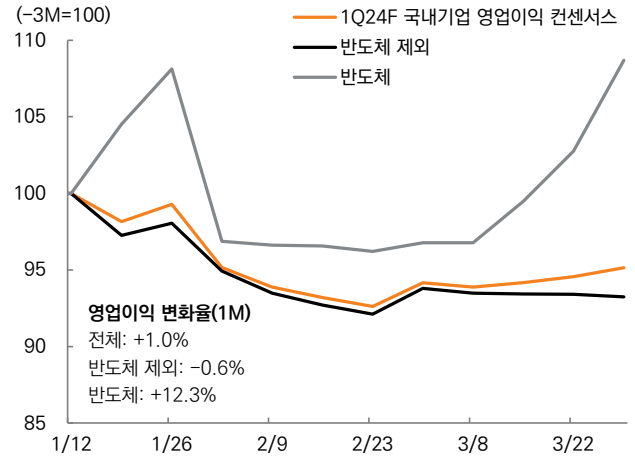


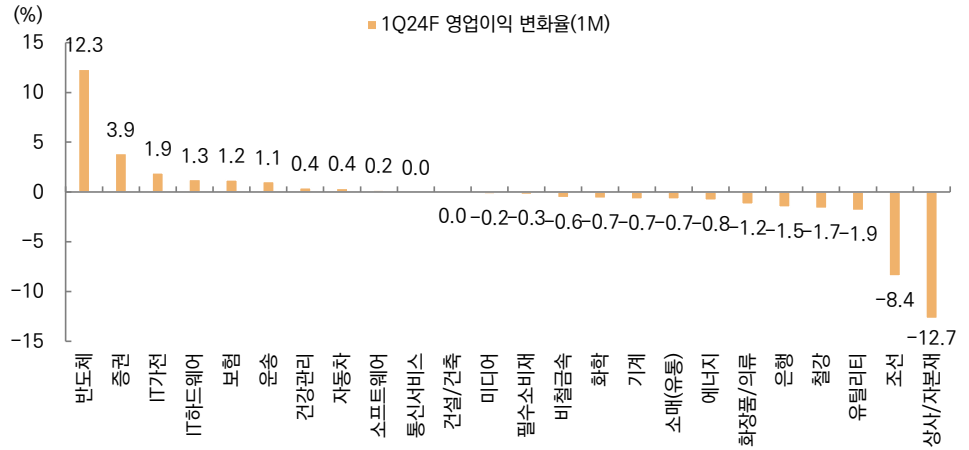
그림 19. 국내 기업 영업이익 컨센서스 추이



주: 커버리지 3개 이상, 컨센서스가 전부 존재하는 235개 기업 합산  
 자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

그림 20. 1Q24 업종별 영업이익 변화율(1M)



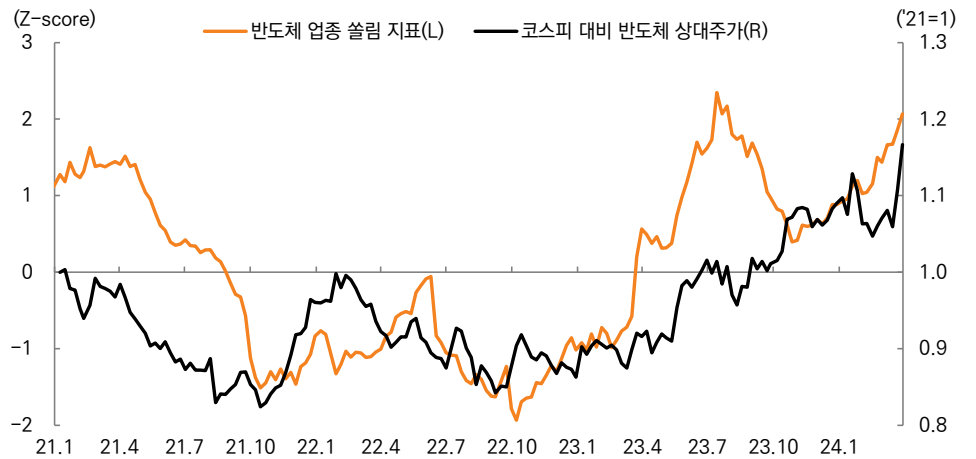
주: 금융 업종은 순이익 변화율(1M)을 사용  
 자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

적어도 1분기 실적 시즌 동안 반도체의 쓸림은 지속될 전망이다. 현재 반도체 업종의 쓸림 지표만 보더라도 올해 초 1.3 수준에서 2.1까지 상승해 쓸림에 대한 부담이 높아진 상황이다(그림21 참조).

그러나 여러 번 강조한 대로 반도체 업종의 비중을 축소할 시기는 아니다. 또한, 반도체 수출 증가세나 이익 전망치 상향 조정 속도를 감안하면 앞으로도 실적은 추가적으로 개선될 여지가 크다. 이익 기여도 대비 시가총액 비중의 증가 폭이나 ROE 개선 사이클을 감안하더라도 타 업종 대비 상대적 우위는 지속될 전망이다(2/28 주식전략: 3월, 펀더멘탈로 돌아갈 시간 보고서 참고).

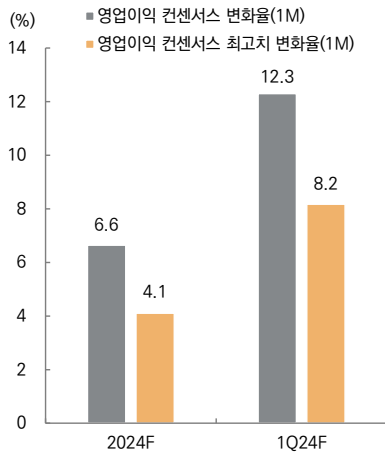
또한, 반도체 업종의 실적 컨센서스 최댓값 상향 조정이 지속된다는 점도 매우 긍정적이다. 이후 보수적인 실적 컨센서스에서 상향 조정이 나타나는 과정에서 이익모멘텀(+)를 유지할 가능성이 높다.

**그림 21. 반도체 업종의 쓸림 지표와 주가 추이**

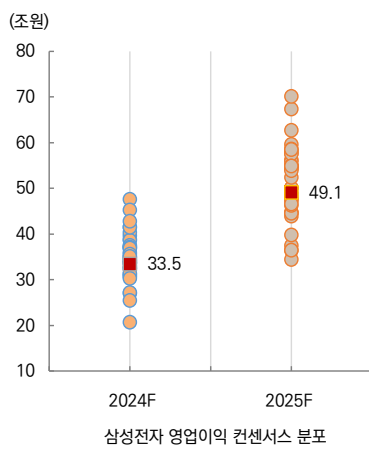


주: 쓸림 지표는 업종내 종목간 수익률 표준편차/상관계수, 밸류에이션, 이익조정비용, 신용잔고비율로 계산  
 자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

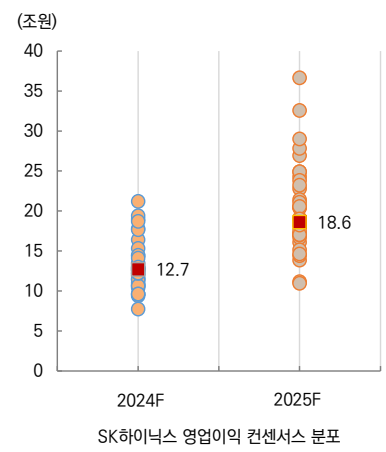
**그림 22. 반도체 업종 이익모멘텀      그림 23. 삼성전자 컨센서스 분포      그림 24. SK하이닉스 컨센서스 분포**



자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터



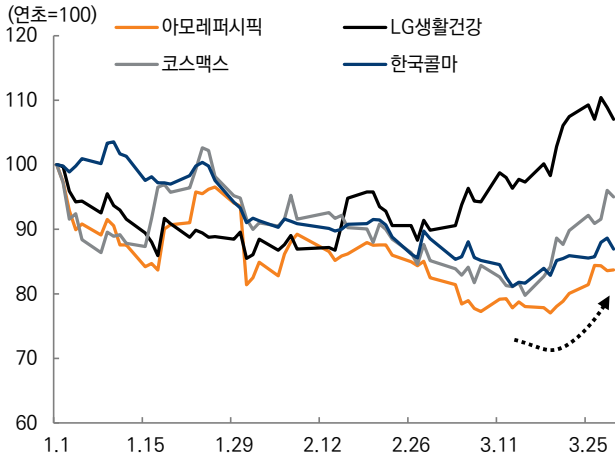
자료: Refinitiv, 미래에셋증권 리서치센터



자료: Refinitiv, 미래에셋증권 리서치센터

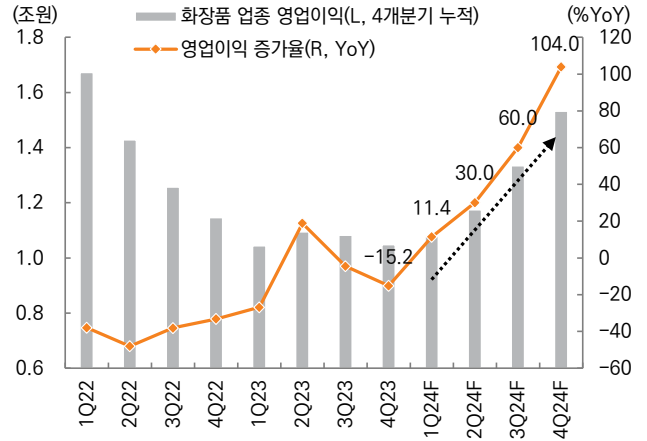
반도체 외에도 화장품에 대해 긍정적인 시각을 유지한다. 최근 주가 흐름도 양호하다. 화장품 업종의 1) 올해 분기별 실적은 우상향할 전망이다(그림26). 또한, 2) 지난해 하반기와는 다르게 대형주의 이익모멘텀 회복이 나타나고 있고(그림27), 3) 12개월 선행 PER이 16배로 과거 평균 대비 밸류에이션이 낮다는 점을(그림28) 긍정적으로 볼 수 있다.

그림 25. 주요 화장품 기업 주가 추이



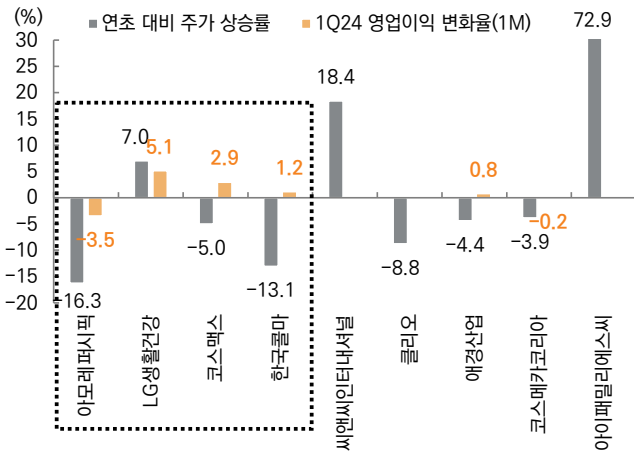
자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

그림 26. 화장품 업종 분기별 영업이익



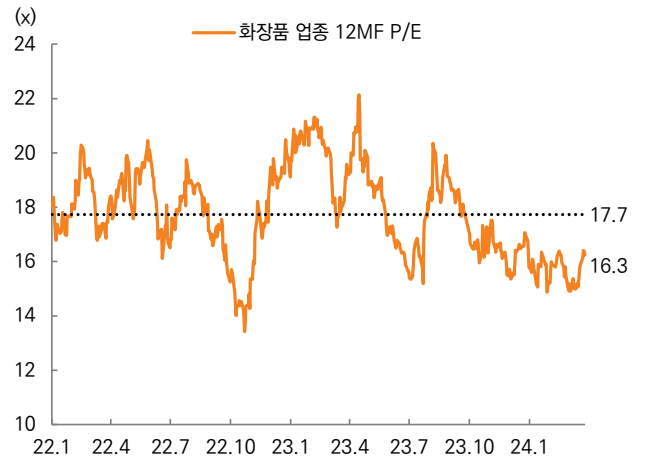
자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

그림 27. 화장품 내 대형주의 이익모멘텀이 긍정적



자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

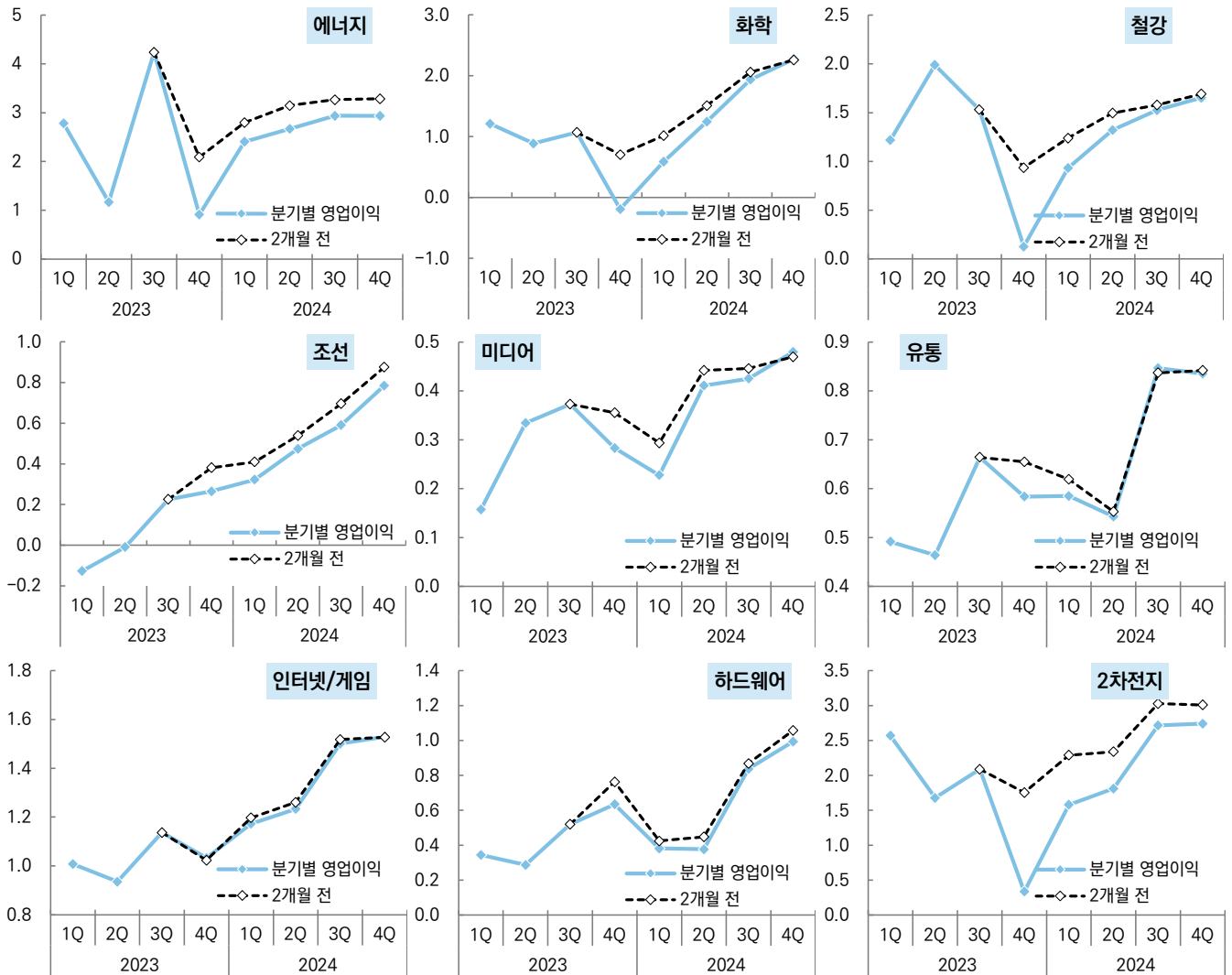
그림 28. 화장품 업종 12개월 선행 PER



자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터



그림 31. 주요 업종들의 실적 트렌드는 상저하고. 그러나 기대치는 점차 낮아질 전망



자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

반도체의 대안은 실적 턴어라운드 업종이 아닌 밸류업 프로그램 관련 업종이다. 4월 총선이 라는 불확실성이 있지만 밸류업 프로그램은 중장기적인 시각으로 바라볼 필요가 있다. 주주 환원을 상승 등 주주가치 개선으로 국내 증시의 디스카운트를 해소시킬 수 있다고 판단한다.

5월 발표 예정인 가이드라인에 세제 개편안과 관련한 내용들이 포함된다면 기업들의 적극적인 참여와 함께 정책 모멘텀이 탄력을 받을 수 있다. 하반기에는 관련 인덱스와 ETF 출시도 예정되어 있다(표2 참조).

표 2. 밸류업 프로그램 세부사항(24.2.26 발표)

추진방향(대상)	개요	세부내용	조치사항
자발적 기업가치 제고  (상장기업)	기업가치 제고 계획 수립/이행/소통	1. 기업 자율적으로 기업가치 현황 진단. 기업가치 제고 계획 수립/공시/이행 2. 공시 방법 - 이사회 중심 계획 수립/이행 - 연 1회 상장기업 홈페이지 공표 및 거래소 자율공시	- 4월 2차 세미나 → 5월초 가이드라인 확정* → 준비된 기업부터 참여(자율공시) - 공시규정 시행세칙 개정('24.上) - 기업지배구조보고서 가이드라인 개정('24.上)
	세제지원 등 인센티브 제공	1. 세제지원 · 우수기업 표창 · IR 등 인센티브 적극 부여 - 세제지원: 기업가치 제고, 주주환원 유도 목적 세제지원 방안 마련 - 밸류업 표창: 매년 5월 표창. 선정시 5중 세제지원/지수 편입 우대 혜택 제공 - 평가우대: KRX 공시 우수 법인 / 코스닥 대상 기업 선정시 가점 부여 2. 공시현황 안내 + 백서 발간 - 공시현황: 밸류업 계획 공시 현황 / 영문 공시 여부 거래소 홈페이지에 안내 - 백서발간: 매년 5월 밸류업 지원방안 참여/이행현황 점검, 분석	- 세제지원안 마련('24년中), 평가우대('24년말) - 주주환원 증기액 일부 법인세 부담 완화 - 배당확대 기업 주주 배당소득세 부담 경감* - 거래소 홈페이지 개편('24.上) - 표창 신설('25.5월) - 백서발간('25.5월~)
시장평가 및 투자 유도  (투자자)	코리아 밸류업 지수 /ETF 개발	1. '코리아 밸류업 지수' 개발 - PBR, PER, ROE, 배당성향, 배당수익률, 현금흐름 등 고려 - 기업가치 우수기업 중심(수익성/시장평가 양호 기업) 2. 지수 연계 ETF/펀드 출시	- 거래소 지수 개발(~'24.9월) - ETF 출시·상장(~'24.12월)
	스튜어드십 코드 반영	기업 밸류업 노력을 기관투자자가 투자판단에 활용하도록 스튜어드십 코드에 반영	- 스튜어드십 코드 가이드라인 개정 ('24.3.14 발표, 원칙3 개정)
	주요 투자지표 비교공표	거래소 홈페이지에 주요 투자지표 비교 제공 - 시장별, 업종별(GICS) 구분 - 주요 투자지표별 순위, 현행/최근 5년 투자지표 제공 - 분기별 발표: PBR, PER, ROE(5월초, 6·9·12월말) - 연간 발표: 배당성향, 배당수익률(5월초)	- 거래소 시스템 개발('24.上, 6월부터 개시)
밸류업 지원체계 구축  (거래소 및 유관기관)	전담 추진체계 마련	1. 거래소 전담부서 신설 - 밸류업 계획 모니터링/정기 평가·분석, 자문단 지원, 인센티브·지원*사업 운영 (*조기 정착을 위한 시장 대표기업 대상 초기 집중 지원) 2. 밸류업 자문단 구성 - 상장기업, 학계/연구기관, 투자자, 유관기업 등 구성 - 가이드라인 보완·업데이트, 정기 평가보고서 검수, 시장반응 수렴 3. 통합 홈페이지 신설 - KIND에 탭 신설 - 밸류업 계획/투자지표/우수사례 아카이브 + 기업별 공개여부/우수법인 공표	- 기업 밸류업 지원 TF 신설('24.3.13) - 자문단 발족('24.3.7) - 홈페이지 구축('24.6월)
	상장기업의 자발적 공표 지원	1. 공시 교육 지원: 공시 담당 임직원 교육에 밸류업 교육프로그램 신설 2. 컨설팅/번역지원(중소규모 상장기업 대상) - 1:1 맞춤형 컨설팅 - 영문번역 지원	- 공시교육 및 컨설팅 시행('24.6월~) - 영문번역 서비스 제공('24.6월~)
	IR 지원 및 소통 강화	1. 공동IR 지원: 희망기업 중심 공동 IR 개최(밸류업 우수기업 등 참여) 2. 온라인/해외홍보: 밸류업 홍보 온라인 콘텐츠 제작, 해외 라운드테이블 개최 3. 간담회 개최: 상장기업 CEO, CFO 대상, 업종별/규모별로 개최	- 온라인·해외 홍보('24.3Q~) - 공동 IR 개최('24.4Q~) - 상장사 간담회('24.上~)

주1: 코스피/코스닥 전체 기업 대상

주2: 2/26 기준 6월 가이드라인 확정 목표였으나, 3/19 자본시장 선진화 간담회에서 5월초 확정으로 일정 변경 발표

주3: 3/19 자본시장 선진화 간담회에서 세제상 인센티브 방안 발표

자료: 금융위원회, 한국거래소, 기획재정부, 미래에셋증권 리서치센터

지난 2월 발표된 기업 밸류업 지원방안 자료 내 코리아 밸류업 지수에 사용될 것으로 예상되는 지표(ROE, 배당성향, 배당수익률, 현금흐름, PER, PBR)를 활용해 밸류업 관련 기업을 스크리닝 했다.

시가총액 1조원 이상인 기업 중 ROE 8% 이상, 잉여현금흐름 (+)인 기업을 선정한 뒤에, 3년 평균 배당성향, 3년 평균 배당수익률, 12MF PER, 12MF PBR 기준으로 스코어링했다. 스코어 상위 30개 기업은 <표3>와 같다.

표 3. 밸류업 프로그램 관련 기업 리스트(시가총액 순)

(조원, %, 억원, 배)

종목코드	종목명	시장	업종명	시가총액	주가 상승률		ROE		잉여현금흐름		배당수익률 3년 평균	배당성향 3년 평균	12MF PER	12MF PBR
					1M	YTD	3년 평균	24F	24F	시총 대비				
A005380	현대차	KS	자동차	49.3	-7.0	14.5	10.0	12.1	88,216	17.9	4.2	25.4	5.3	0.6
A000270	기아	KS	자동차	44.3	-11.5	10.2	16.6	17.8	82,818	18.7	5.1	25.4	5.0	0.8
A105560	KB금융	KS	은행	28.0	9.5	28.5	9.3	8.6			5.7	25.8	5.5	0.4
A055550	신한지주	KS	은행	23.6	5.6	14.6	8.9	8.5			5.5	24.8	5.0	0.4
A086790	하나금융지주	KS	은행	16.9	1.9	33.0	10.0	9.1			7.7	27.2	4.5	0.4
A000810	삼성화재	KS	보험	14.5	2.7	16.4	10.1	12.0			6.3	42.9	7.8	0.8
A033780	KT&G	KS	필수소비재	12.2	0.5	7.6	10.5	10.1	4,746	3.9	5.8	60.5	12.8	1.1
A017670	SK텔레콤	KS	통신서비스	11.3	-0.4	4.8	10.4	9.7	19,368	17.2	6.2	59.7	9.8	0.9
A316140	우리금융지주	KS	은행	10.8	-3.9	10.2	10.1	9.1			8.2	27.1	3.5	0.3
A024110	기업은행	KS	은행	10.8	-3.6	13.8	9.3	8.8			8.6	25.9	3.7	0.3
A010950	S-Oil	KS	에너지	8.8	2.8	12.8	19.9	13.8	1,198	1.4	4.5	27.8	6.9	0.9
A005830	DB손해보험	KS	보험	6.7	-4.2	13.1	17.2	17.4			6.6	25.4	4.2	0.6
A078930	GS	KS	에너지	4.5	0.4	18.0	14.8	9.7	14,705	32.8	5.6	14.1	3.3	0.3
A071050	한국금융지주	KS	증권	3.7	-6.2	8.7	15.1	9.6			5.4	20.6	4.8	0.4
A016360	삼성증권	KS	증권	3.6	-3.5	4.2	11.3	9.0			6.5	36.6	5.7	0.5
A039490	키움증권	KS	증권	3.2	-3.2	22.3	15.4	13.6			3.3	13.4	4.9	0.6
A001450	현대해상	KS	보험	2.7	-3.2	-1.6	12.8	14.7			6.6	25.9	2.6	0.3
A175330	JB금융지주	KS	은행	2.6	0.3	15.9	13.0	12.3			8.4	26.0	4.0	0.5
A081660	휠라홀딩스	KS	화장품,의류	2.3	-0.9	-1.7	12.7	10.9	2,561	11.1	3.5	51.1	10.1	1.1
A012750	에스원	KS	상사,자본재	2.3	3.4	0.2	10.5	10.5	1,846	8.1	4.0	56.6	12.9	1.2
A030000	제일기획	KS	미디어,교육	2.2	1.5	-1.3	15.7	15.9	2,138	9.9	5.1	60.2	10.0	1.4
A010060	OCI홀딩스	KS	화학	1.8	-1.4	-12.7	22.6	10.7	2,417	13.3	2.7	7.7	4.2	0.4
A111770	영원무역	KS	화장품,의류	1.8	-8.1	-11.3	19.5	12.6	4,753	26.5	2.8	11.9	4.1	0.5
A051600	한전KPS	KS	유틸리티	1.6	-4.2	4.7	10.3	11.8	1,215	7.6	4.5	57.7	10.2	1.2
A298020	효성티앤씨	KS	화장품,의류	1.4	11.9	-11.1	28.2	11.3	1,069	7.6	5.1	58.1	8.6	1.0
A108320	LX세미콘	KS	디스플레이	1.3	5.6	-8.5	27.2	15.6	1,607	12.4	3.9	30.0	7.3	1.1
A009970	영원무역홀딩스	KS	화장품,의류	1.2	-4.7	11.4	18.5	13.3	3,750	31.6	4.8	10.3	3.6	0.4
A267270	HD현대건설기계	KS	기계	1.1	7.6	12.0	8.7	9.9	1,081	9.5	2.4	19.3	6.6	0.6
A001120	LX인터내셔널	KS	상사,자본재	1.0	-1.6	-8.2	17.7	9.5	1,715	16.4	7.2	27.1	4.5	0.4
A089860	롯데렌탈	KS	운송	1.0	1.7	-1.1	9.6	10.1	651	6.5	3.3	33.1	6.5	0.7

주: 2024년 3월 29일(금) 종가 기준  
 자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

### 4월의 또다른 알파, 패시브 이벤트

실적 플레이와는 별개로 4월에는 1) KOSPI 이전상장, 2) MSCI 5월 분기리뷰 관련 패시브 이벤트에 관심을 가질 필요가 있다. 긍정적인 연기금, 외국인 수급이 기대되기 때문이다.

#### 1) 코스피 이전상장 이벤트: 에코프로비엠

코스피 이전상장은 (1)이전상장 의결, (2)주주총회 승인, (3)유가증권 시장본부 상장 예비심사 서류 접수, (4)이전상장 승인, (5)코스닥 시장 상장폐지 및 코스피 이전상장으로 구분할 수 있다.

과거 이전상장 사례들을 보면(시가총액 5조원 이상만 분석), 주가 상승과 연기금 순매수는 (2), (3)~(4), (5) 구간에 집중됐다. 오히려 이전상장이 끝난 이후에는 이벤트 소멸로 주가는 부진했고, 이후 주가는 기업의 펀더멘탈을 반영했다. 가장 최근 이전상장을 마친 포스코DX, 엘앤에프도 거래소에 이전상장 예비심사를 청구한 시점부터 승인일까지의 주가와 연기금 수급이 긍정적인 것을 확인할 수 있다.

좀 더 시계열을 확장해 보면, 시가총액이 큰 기업의 이전상장 이후에는 KOSPI200 편입 효과를 기대할 수 있지만 실제 유입 규모는 크지 않다(15거래일 동안 평균 시가총액이 50 위 이내면 특례 편입). KOSDAQ150에서 편출되는 수급 효과도 존재한다.

현재 코스피 이전상장 관련 기업은 에코프로비엠, HLB, 파라다이스다. 시가총액 규모와 이전상장 요건인 연 매출, 영업이익 기준을 충족하는 기업은 에코프로비엠이다. 지난 3월 26일 주총에서 코스피 이전상장 안건을 승인했다. 아직 유가증권 시장본부에 이전상장 예비심사 서류를 접수하지 않았지만 대략적으로 6월~7월 이전상장이 예상된다.

에코프로비엠은 현재 시가총액 기준 코스피 내 예상 비중은 1.4% 수준이다. 연기금의 주 벤치마크로 사용되는 코스피 추종 자금 규모를 감안하면 이전상장 이벤트에 따른 긍정적인 수급이 예상된다.

표 4. KOSPI 이전상장 종목의 추가수익률(시가총액 5조원 이상)

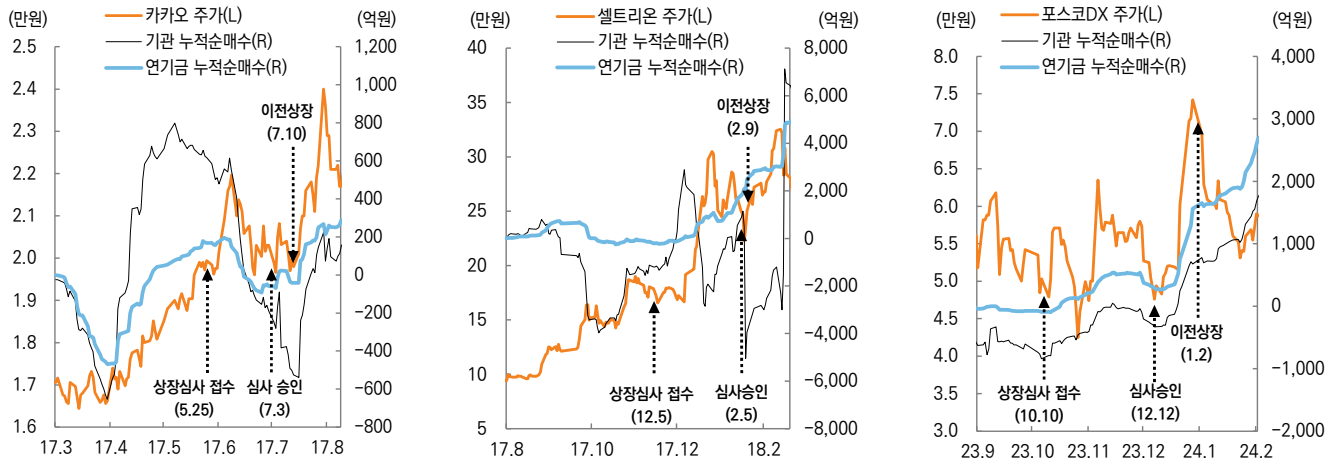
종목코드	종목명	시가총액* (조원)	주요일자			주가 상승률(%)		
			이사회 결의	상장심사 접수	코스피 이전상장	이사회 결의 ~상장심사 접수	상장심사 접수 ~이전상장	이전상장 ~3개월 후
A035720	카카오	6.9	2017-05-02	2017-05-25	2017-07-10	14.9*	3.4	52.9
A068270	셀트리온	35.3	2017-08-21	2017-12-05	2018-02-09	85.7	43.1	-6.8
A022100	포스코DX	10.6	2023-08-23	2023-10-10	2024-01-02	27.7	45.3	-29.7
A066970	엘앤에프	5.3	2023-09-08	2023-10-26	2024-01-29	-31.0	6.6	20.0

주1: 시가총액은 이전상장일 기준임

주2: 카카오는 패스트트랙 적용으로 상장심사 접수 이후 주주총회 승인(17.6.14). 따라서 추가수익률(A)은 이사회 결의~주주총회 승인 기간으로 계산

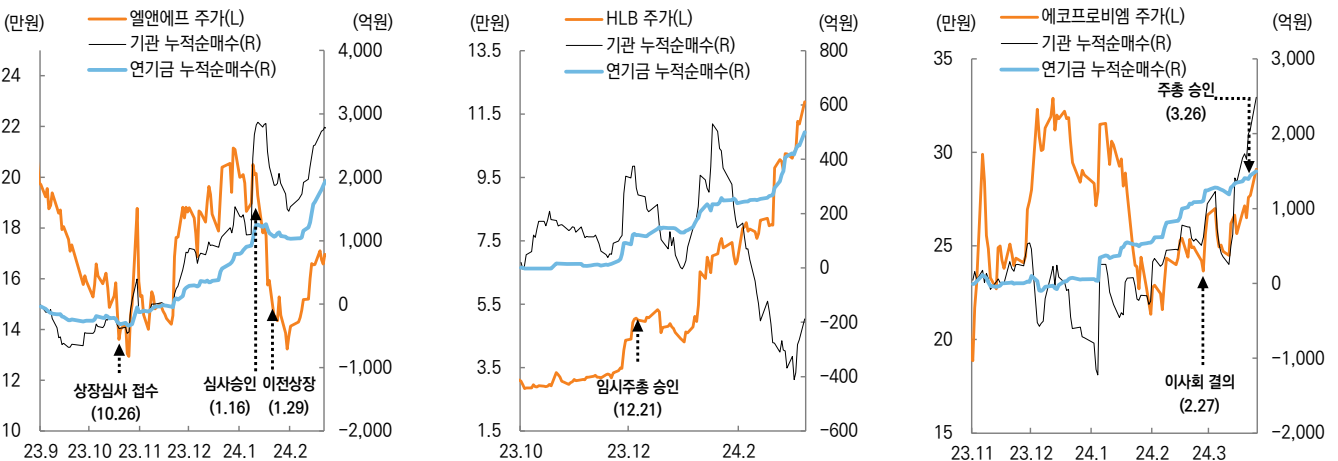
자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

그림 32. 카카오, 셀트리온, 포스코DX 주가와 기관/연기금 누적 순매수 추이



자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

그림 33. 엘앤에프, HLB, 에코프로비엠 주가와 기관/연기금 누적 순매수 추이



자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

5월 MSCI 분기리뷰 이벤트: 알테오젠, HD현대일렉트릭

한국이 포함되어 있는 MSCI EM 지수를 추종하는 자금 규모는 액티브와 패시브를 포함해 약 2조 달러 규모로 추산된다. 과거 사례에도 볼 수 있듯이 MSCI에 편입이 예상되는 종목들은 외국인 수급과 주가가 양호했다(액티브, 패시브 펀드 매수 시점은 상이함).

이번 5월 MSCI 분기리뷰 발표일은 5월 15일(한국시간 기준), 실제 편입일은 5월 31일이지만 최근 들어 이벤트를 활용한 전략의 시점이 앞당겨졌다. 오히려 발표일이 아닌 시가총액 평가 기간 전까지 주가 흐름이 긍정적이었다. 5월 분기리뷰 평가는 4월 17일~4월 30일 까지 랜덤한 시가총액으로 결정된다.

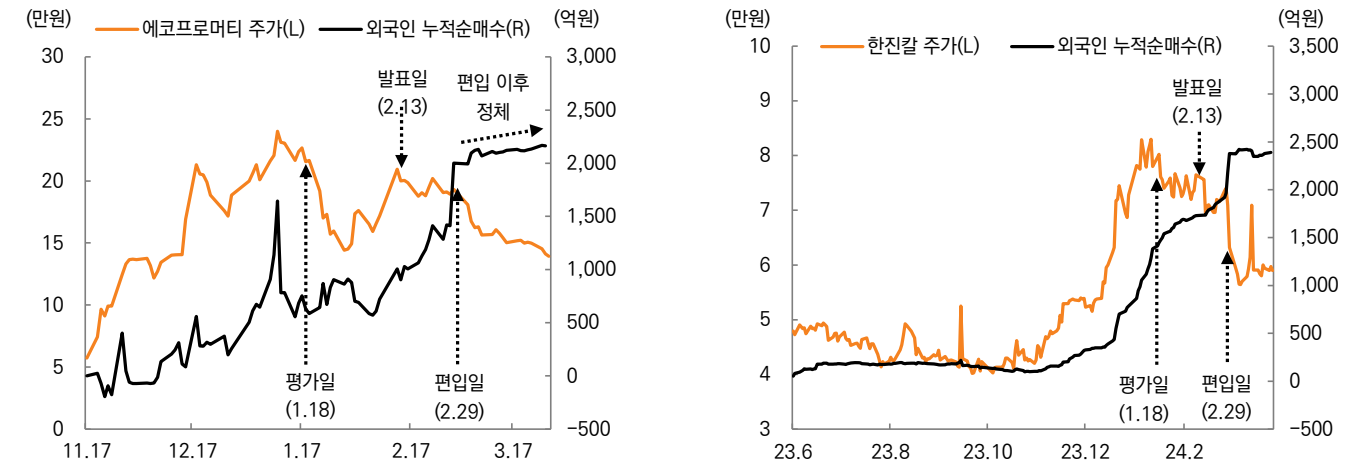
현재 주가 수준에서는 알테오젠, HD현대일렉트릭의 편입 가능성이 높다. 이외에도 주가가 추가적으로 상승한다면 두산로보틱스도 편입 후보다. 지수 편입 기대와 함께 단기간 주가가 빠르게 상승한 종목들에 부담이 있더라도 시가총액 평가 기간인 4월 중후반까지 유효한 전략이라고 판단한다.

표 5. MSCI 정기변경 이벤트 관련 종목의 주가 상승률(2023년 이후)

발표월	종목코드	종목명	시가총액* (조원)	주가 상승률(%)					
				3개월 전~평가*	1개월 전~평가	평가~발표	발표~편입	편입~1개월 후	편입~3개월 후
2023년 2월	A377300	카카오페이	8.4	92.7	15.9	-14.1	3.1	-13.7	-8.3
2023년 5월	A005070	코스모신소재	5.5	226.3	94.0	-12.4	11.1	4.5	-13.3
	A012450	한화에어로스페이스	5.4	37.5	16.0	-6.6	3.0	20.1	8.6
	A030200	KT	8.2	-10.0	4.2	2.9	-0.8	-5.5	4.8
	A047050	포스코인터내셔널	5.3	32.6	46.0	-10.7	11.3	32.4	166.4
2023년 8월	A086520	에코프로	33.5	83.0	44.8	1.7	10.6	-34.4	-47.7
	A042660	한화오션	8.3	74.8	36.4	-0.2	-17.3	-14.1	-24.4
	A042700	한미반도체	5.8	149.2	69.1	-3.4	25.0	-11.2	-3.3
	A035900	JYP Ent.	4.0	48.2	-7.4	2.9	-13.5	-0.7	-18.3
2023년 11월	A022100	포스코DX	8.7	119.8	-3.1	2.3	0.9	9.8	-7.2
	A001570	금양	7.4	23.2	-5.2	-14.4	28.0	-18.9	-7.4
	A017670	SK텔레콤	11.4	9.2	2.3	2.4	1.8	-5.5	0.0
2024년 2월	A450080	에코프로머티	13.3		27.5	-2.8	-7.8		
	A180640	한진칼	4.2	70.1	26.0	0.0	-16.4		

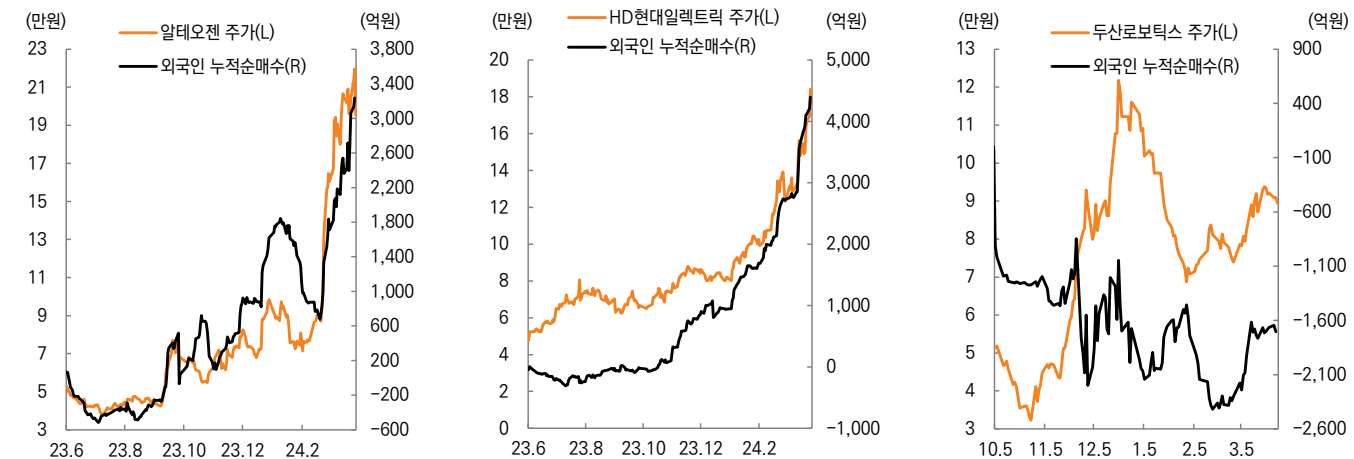
주1: 시가총액은 MSCI 편입일 기준 / 주2: 평가일은 발표일 이전 달의 마지막 10거래일 중 하루 선정  
 자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

그림 34. 2월 분기리뷰 편입 종목인 에코프로머티, 한진칼 주가와 외국인 누적 순매수 추이



주: 에코프로머티 상장 당일(23/11/17)의 외국인 순매도(약 1,300억원)는 제외하여 계산  
 자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

그림 35. 알테오젠, HD현대일렉트릭, 두산로보틱스 주가와 외국인 누적 순매수 추이



자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

### 4월 전략: Status quo(현상 유지)

기존 주도 업종에 주가 쓸림이 있다보니 단기간 내 추가 상승에 대한 부담이 있을 수밖에 없다. 그러나 대안이 없다. 주도 업종의 주가 상승을 훼손할 만한 변수가 제한적이다. 1분기 실적 시즌을 앞두고 이익모멘텀에서 우위를 보이는 반도체, 화장품 업종의 강세 전망을 유지한다. 또한, 4월에는 KOSPI 이전상장, 5월 MSCI 분기리뷰 이벤트도 주목할 필요가 있다.

1Q24 실적 시즌을 대비해 이익모멘텀이 긍정적인 기업을 선정했다. 시가총액 5,000억원 이상 기업 중에서 1) 1Q24, 2024년 영업이익 컨센서스 상향 조정(1M), 2) 1Q24, 2024년 영업이익 증가율 10% 이상인 기업은 <표 6>과 같다.

표 6. 이익모멘텀이 긍정적인 기업(음영은 24년 영업이익 컨센서스 최댓값 상향 조정 기업)

(조원, %, %YoY, 배)

종목코드	종목명	시장	업종명	시가총액	주가 상승률		1Q24 이익변화율		2024F 이익변화율		영업이익 증가율		2024F PER	
					1M	YTD	평균	최댓값	평균	최댓값	1Q24	2024F	평균	최댓값*
A005930	삼성전자	KS	반도체	482.4	10.4	2.9	7.4	-0.3	4.1	3.2	685.7	407.9	18.7	10.5
A000660	SK하이닉스	KS	반도체	129.7	12.8	25.9	32.3	39.2	14.6	7.2	흑전	흑전	15.8	12.8
A042700	한미반도체	KS	반도체	13.0	48.7	117.2	3.6	0.0	4.7	30.0	1,173.1	349.0	93.4	63.3
A267260	HD현대일렉트릭	KS	기계	6.4	45.1	117.4	1.4	0.0	4.5	0.0	75.6	37.4	20.7	18.3
A272210	한화시스템	KS	상사,자본재	3.3	-0.5	-0.9	5.0	12.4	4.2	0.0	166.3	38.7	29.6	21.4
A145020	휴젤	KQ	건강관리	2.3	3.9	29.3	9.6	15.8	2.2	0.0	53.9	18.3	23.0	22.1
A145720	덴타움	KS	건강관리	1.5	7.0	2.9	7.9	0.0	5.8	6.6	38.0	13.8	12.7	10.3
A067160	아프리카TV	KQ	소프트웨어	1.4	-5.2	43.8	4.3	-3.7	1.8	0.0	33.1	23.4	15.7	13.5
A034230	파라다이스	KQ	호텔,레저	1.3	13.3	7.4	7.8	2.5	2.8	0.0	94.9	17.0	18.1	13.8
A000210	DL	KS	화학	1.1	8.6	2.0	14.6	29.9	9.6	12.4	32.7	180.3	7.9	6.5
A213420	덕산네오룩스	KQ	디스플레이	0.9	0.5	-14.6	29.2	18.8	8.1	5.0	13,109	61.3	19.2	17.2
A319660	피에스케이	KQ	반도체	0.8	24.8	36.1	24.1	46.4	4.0	10.0	21.2	29.3	13.4	12.4
A204270	제이앤티씨	KQ	IT하드웨어	0.8	3.6	9.0	11.3	9.8	6.6	6.3	922.2	235.7	10.1	9.0
A352480	씨앤씨인터내셔널	KQ	화장품,의류	0.7	8.8	18.6	4.1	0.0	2.0	3.9	91.1	50.2	17.2	15.6
A057050	현대홈쇼핑	KS	소매(유통)	0.6	12.6	21.3	7.5	21.1	1.3	0.0	13.4	32.6	6.8	6.4
A272290	이녹스첨단소재	KQ	디스플레이	0.6	-2.2	-8.3	14.1	8.0	2.7	0.0	159.1	71.2	10.2	9.0
A039440	에스티아이	KQ	반도체	0.6	6.1	24.4	12.5	31.0	2.6	5.1	36.9	138.5	11.6	10.8

주1: 2024년 3월 29일(금) 종가 기준

주2: 이익변화율은 영업이익 변화율(1M)을 사용. PER 최댓값은 실적 컨센서스 최댓값을 사용해 계산한 값임

자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

**Compliance Notice**

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.