

2024년 3월

국내외 주식시장 전망

2024. 2

Executive Summary

01 미국 주식시장 전망

- 2024년 들어 이익 성장세가 주가 수익률 상승으로 이어짐
- 대형 성장주의 실적이 예상보다 양호했고, 기준금리 인하 기대감이 이어지고 있는 점이 지수 하단을 지지
- 다만 연준 통화정책 불확실성이 확대될수록 밸류에이션 변동성도 커질 것
- 2024년에는 밸류에이션 확장보다는 3년 평균치 수준(19.6배)에서의 등락 전망 유지

02 국면 분석(기준금리 인하)

- 과거 완만한 기준금리 인하 국면에서는 인하 전까지 DM 주식시장이 우위: 퀄리티/모멘텀 섹터 성과가 우수
- 인하 이후에는 DM과 한국 주식시장이 부각: 섹터별로는 헬스케어, 통신서비스, 필수소비재가 아웃퍼폼
- 당사는 기준금리 인하를 6월로 예상하고 있으며, 완만한 기준금리 인하(25bp씩 인하)를 전망하고 있음
- 이에 기준금리 인하전까지 미국 성장주에 대한 긍정적 시각 유지

03 중국 주식시장 전망

- 지방정부의 경제성장률 목표치 하향조정세를 고려하면 양회 결과 실망 매물 출회 가능성도 염두해둘 필요
- 양회 결과가 기대치를 상회할 시 투자의견을 조정할 필요(경제성장률 목표치 5%상회, 재정수지 비율: -3.6%)
- 4월부터 발표될 경제 지표들이 예상보다 부진하면, 경기 부양책에 대한 기대감이 확대될 전망
- 부양책의 규모와 세무사항이 정해지는 4월 말 정치국회에 대한 기대감에 주식시장의 리바운드 예상

04 국내 주식시장 전망

- 1) FY24 이익 회복과 FY25 이익 성장세 지속 여부, 2) 한국 정책 신뢰도 및 연속성, 3) 연준 통화정책 불확실성 등 확인해야 할 요인들이 다수 존재
- 3월 FOMC 및 4월 총선까지 대내외 불확실성이 지속될 것: 국내 주식시장에 대한 위험관리가 필요
- 연간 목표 코스피 밴드인 2,350 ~ 2,800p 유지

03

주식시장 전망(해외, 국내)

글로벌 주식시장 리뷰

[글로벌 주식시장 성과] 신흥국 주식시장이 선진국을 아웃퍼폼

글로벌 주식시장에서는 한국, 중국, 대만 주식시장의 강세로 신흥국이 선진국을 아웃퍼폼

2월 주요국 주식시장 성과 및 현황

		MTD와 상관관계		-0.12	-0.19	0.91	0.30	0.23	0.51	0.01	-0.27	0.54	-0.51	-0.09	-0.08	-0.04	-0.19	-0.11	-0.31		
분류		종가	수익률		성과 분해 (12MF EPS)		성과 분해 (12MF PER)		EPS		ERR	SPS		순마진율	PER		PBR		ROE	DY	
		2024-02-22	MTD	YTD	MTD	YTD	MTD	YTD	변화율	증가율	4WMA	변화율	증가율	12MF	12MF	표준화	12MT	표준화	12MF	12MF	
지역	전세계(2)	760	4.0	4.6	-0.2	-0.6	4.1	5.1	-1.1	9.7	-4.7	-0.3	4.5	10.7	17.6	0.7	2.9	1.1	15.5	2.1	
	선진국(3)	3,330	3.9	5.1	-0.1	-0.6	3.9	5.5	-1.1	8.6	-3.7	-0.1	3.9	11.6	18.5	0.7	3.2	1.3	16.1	2.0	
	유로존(5)	244	2.6	3.0	-0.4	-2.4	3.0	5.3	-2.3	3.9	-9.3	-0.4	2.7	9.2	13.1	-0.2	1.8	0.4	12.7	3.5	
	이머징(1)	1,029	5.5	0.6	-0.1	-0.3	5.4	0.8	-1.2	16.3	-5.9	-1.3	6.9	7.3	12.0	-0.2	1.6	-0.4	12.4	3.1	
	아세안(4)	630	3.3	-0.5	0.4	-0.7	2.8	0.2	-1.1	6.4	-3.6	-0.6	4.1	13.2	13.3	-1.0	1.5	-1.1	10.9	4.2	
국가 (DM)	미국(SNP500)(6)	5,087	5.0	6.7	1.4	1.8	3.5	4.6	-0.4	10.6	-1.7	0.0	4.8	12.8	20.7	0.9	4.4	0.9	19.9	1.5	
	미국(나스닥)(4)	16,042	5.8	6.9	2.5	4.0	3.1	2.6	2.0	22.9	-1.9	0.4	8.4	12.8	27.9	0.2	5.9	0.1	20.4	0.8	
	유로존(7)	4,855	4.5	7.4	0.4	0.1	3.9	7.0	-2.3	2.9	-8.5	-0.8	2.8	9.6	13.3	0.0	2.0	0.7	14.3	3.5	
	영국(17)	7,684	0.7	-0.6	0.8	-0.1	-0.1	-0.6	-3.2	3.9	-5.7	-0.3	2.2	10.7	10.8	-0.3	1.7	0.1	14.6	4.4	
	호주(19)	7,611	-0.9	0.3	0.5	2.0	-1.4	-1.8	-0.4	2.6	-5.1	0.4	3.3	12.5	16.1	0.3	2.2	0.1	12.7	4.0	
	캐나다(16)	21,318	1.4	1.7	0.1	0.1	1.3	1.6	-5.2	7.4	-8.7	-2.4	3.5	12.2	14.2	0.3	1.8	-0.6	11.8	3.7	
	프랑스(10)	7,912	3.3	4.9	-0.4	-1.0	3.7	5.7	-3.4	3.5	-12.7	-0.4	3.5	9.7	13.1	0.0	1.9	0.7	13.5	3.4	
	독일(12)	17,370	2.8	3.7	0.0	-0.2	2.8	3.8	-3.1	1.9	-16.6	-1.1	2.1	6.6	11.8	-0.2	1.5	-0.3	12.2	3.5	
	스위스(18)	11,386	0.5	2.2	-1.4	-0.4	1.9	2.6	-5.2	10.0	-15.3	-1.5	3.9	14.8	16.9	0.1	3.5	1.6	19.1	3.5	
	일본(9)	2,661	4.3	12.4	1.1	2.1	3.1	9.6	2.0	9.0	1.2	0.5	2.6	6.6	15.3	0.7	1.5	2.1	9.0	2.3	
	싱가폴(14)	3,223	2.2	-0.5	-0.1	0.4	2.3	-0.9	-0.7	2.8	-3.7	-0.5	3.5	16.5	10.5	-1.0	1.0	-1.0	9.4	5.7	
	네덜란드(8)	1,165	4.4	8.8	2.1	2.0	2.2	6.4	-0.2	2.5	-9.2	-2.0	2.8	9.9	15.4	-0.1	2.2	0.0	13.9	2.6	
	홍콩(1)	16,743	8.1	-1.8	-1.4	-3.7	9.2	1.9	-2.5	8.1	-11.1	-2.5	5.8	8.9	7.8	-1.3	1.0	-1.0	11.5	4.7	
	국가 (EM)	중국(2)	3,133	7.2	0.4	-1.3	-1.7	8.2	2.1	-2.4	14.3	-4.4	-1.3	8.9	7.4	10.1	-0.8	1.2	-1.0	11.0	3.6
		한국(3)	2,664	6.7	0.3	-1.0	-0.5	7.5	0.9	-3.4	45.1	-15.5	-3.7	6.6	5.9	10.9	-0.3	1.0	-0.4	8.6	2.2
대만(5)		18,853	5.4	5.1	0.9	2.0	4.4	3.0	-0.4	19.7	-2.5	0.8	11.0	8.8	17.1	1.1	2.4	0.6	13.1	3.2	
인도(13)		22,217	2.3	2.2	0.2	0.1	2.1	2.1	0.7	14.0	0.5	-0.7	7.9	12.5	21.0	0.4	3.8	2.2	16.1	1.6	
태국(11)		1,402	2.8	-0.9	-0.2	0.3	2.9	-1.3	-3.1	10.1	-7.5	-0.7	3.8	6.8	14.2	-1.1	1.4	-1.5	9.2	3.6	
인니(15)		7,340	1.8	0.9	1.9	1.5	-0.1	-0.6	-1.8	7.6	-2.4	-0.6	5.7	14.8	14.2	-0.8	2.1	-0.2	13.9	4.0	

주: 2월 22일 기준, 권역별 주식시장은 MSCI 기준, 국가별 주식시장 성과는 대표지수 기준
 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

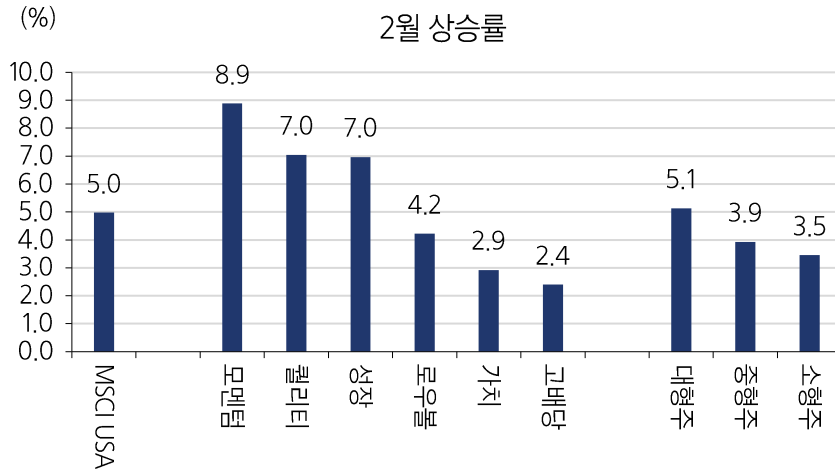
미국 주식시장

[미국 섹터별 수익률] 대형 성장주가 견인했던 미국 주식시장

모멘텀 국면이 지속되는 가운데 대형 성장주 강세 기록

- 2월 미국 주식시장은 대형 성장주들이 전반적으로 강세를 이어감
- 엔비디아 실적발표 이후 AI투자 모멘텀이 강화되며, 반도체, 미디어&엔터 등이 수익률 상위 업종으로 기록
- 또한 미국 경제지표가 양호하게 발표되자 경기민감업종인 소매, 항공/운송 등도 강세

스타일별 수익률(MSCI USA 기준)



주: 2월 22일 기준

자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

S&P500 섹터별 수익률

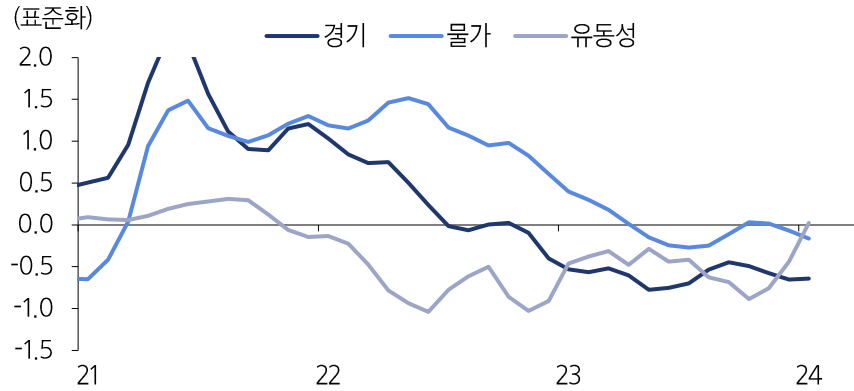
	MTD 수익률	YTD 수익률	3개월 수익률	1개월 수익률
S&P500	5.0	6.7	11.6	4.9
에너지	3.0	2.5	2.2	6.8
소재	4.8	0.7	7.0	4.5
산업재	5.8	4.8	12.9	5.4
자본재	5.3	3.8	13.1	5.2
상업/전문 서비스	4.8	6.3	10.6	4.8
항공/운송	8.1	7.1	14.3	6.4
경기소비재	7.2	3.4	10.1	5.5
자동차&부품	4.4	-17.3	-10.7	-3.4
소비자 가전&내구재	4.0	-1.5	8.8	1.0
소비자 서비스	4.1	4.1	10.1	4.2
소매	9.7	11.4	17.5	9.4
필수소비재	2.3	3.7	6.8	4.1
대형마트	5.6	9.0	19.0	6.6
음식료&담배	0.4	-0.9	0.0	1.0
가전제품	2.0	6.6	6.5	7.0
헬스케어	4.7	7.7	12.9	5.0
장비&서비스	3.9	5.6	9.0	4.7
제약바이오	5.4	9.3	15.9	5.2
금융	3.5	6.5	13.9	5.2
은행	2.0	3.7	18.3	4.6
다각화금융	3.9	6.6	13.8	5.7
보험	4.2	10.5	8.7	4.7
IT	5.7	9.9	13.8	4.3
소프트웨어	1.8	7.3	9.1	2.1
하드웨어&장비	0.3	-3.0	-1.2	-3.8
반도체	16.6	27.5	38.6	15.3
통신서비스	6.8	11.9	13.8	7.3
유무선 통신	-3.5	3.6	7.1	0.8
미디어&엔터	8.0	12.9	14.6	8.1
유틸리티	-0.3	-3.3	-1.4	1.0
부동산	1.3	-3.5	7.1	-0.6

미국 주식시장

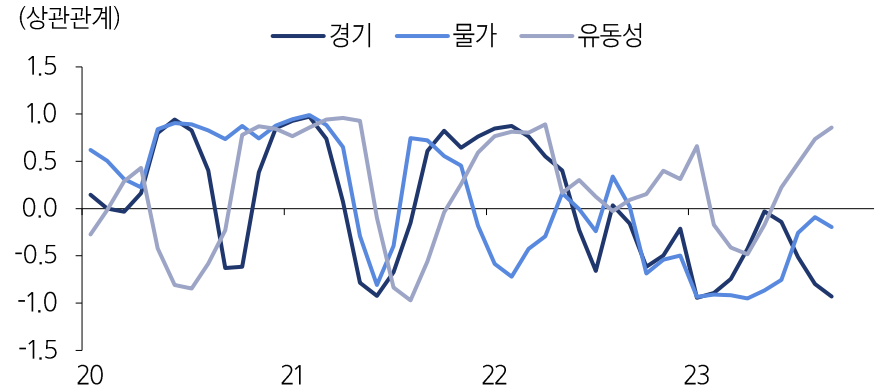
[요인별 주식시장에 미치는 영향력] 유동성의 영향력 확대

유동성은 지속 확대되는 가운데 유동성 지표에 따라 주식시장의 방향성이 정해지고 있어

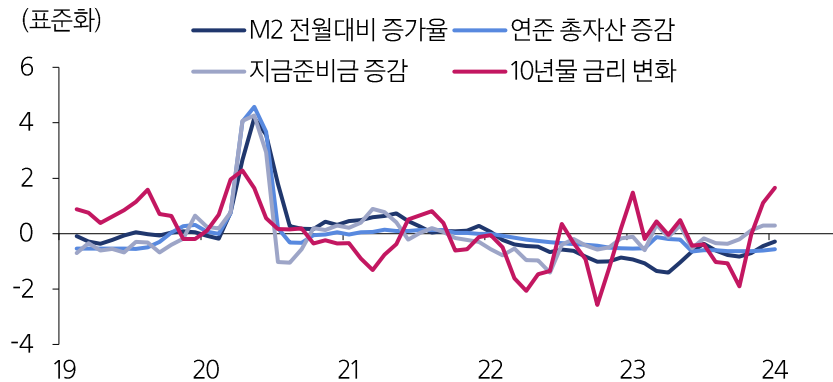
미국의 유동성, 물가, 경기 표준화



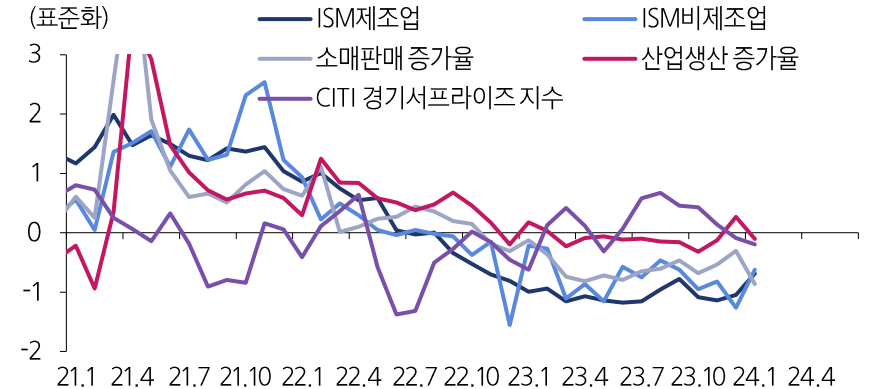
요인별 주식시장과의 상관관계



주요 유동성 지표



주요 경기 지표

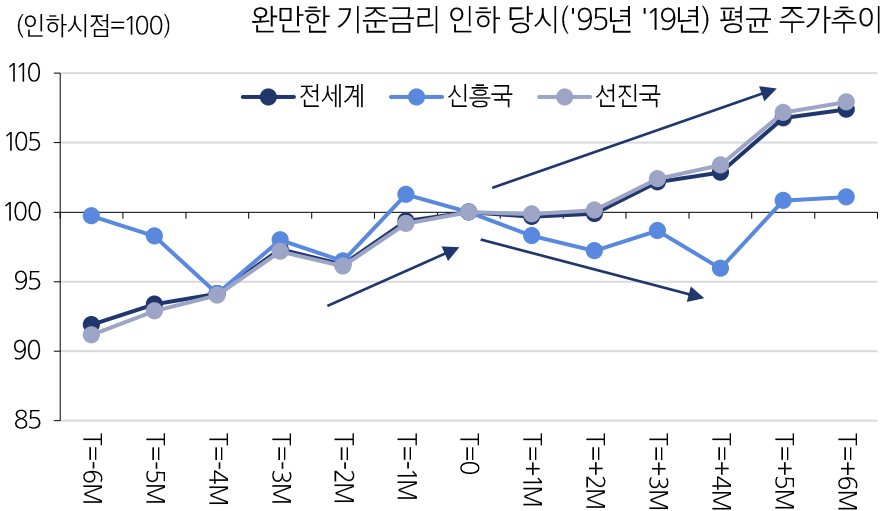


자료: Bloomberg, Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

금리인하 속도에 초점이 맞춰질 주식시장: 과거 금리 인하 속도에 따라 주식시장의 흐름이 달랐음

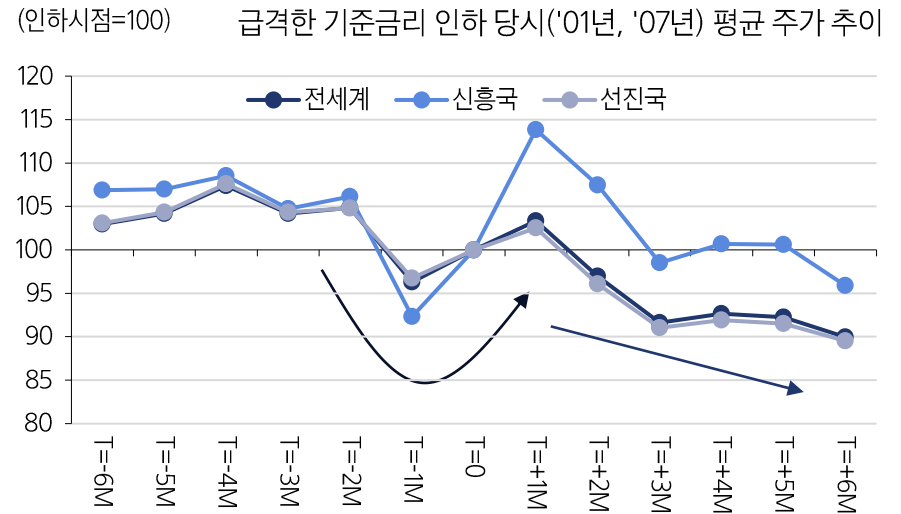
- 1990년 이후 4차례의 금리인하 국면은 ①완만한 금리인하(1995년과 2019년)와 ②급격한 금리인하(2001년과 2007년)로 나눌 수 있음
- 완만한 기준금리 인하 국면: 금리인하 이전 DM과 EM 주식시장은 추세상승세. 인하 후 DM은 지속 우상향했으나 EM은 조정장세가 나타남
- 급격한 기준금리 인하 국면: 2003년 3월 닷컴버블 붕괴와 2007년 부동산 거품 붕괴 등 자산시장이 경제 침체로 이어졌다는 점에 주목. 이에 금리 인하 이전 하락하던 주식시장은 인하 직후 단기 반등했으나, 추세적 하락세를 지속했음

완만한 기준금리 인하 국면의 평균 주가 추이



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

급격한 기준금리 인하 국면의 평균 주가 추이



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터



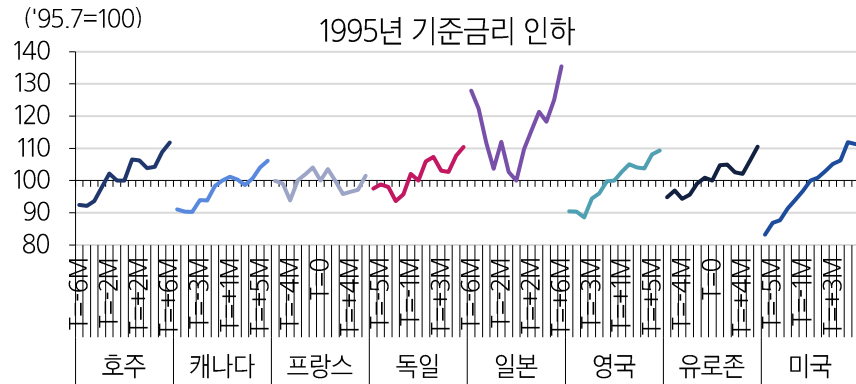
- 과거 기준금리 인하 전까지 DM 주식시장이 우위. 섹터별로는 퀄리티/모멘텀 성격이 강한 IT의 성과가 우수
- 인하 이후에는 DM과 한국 주식시장이 부각: 섹터별로는 헬스케어, 통신서비스, 필수소비재가 아웃퍼폼
- 당사는 기준금리 인하를 6월로 예상하고 있으며, 완만한 기준금리 인하(25bp씩 인하)를 전망하고 있음
- 이에 기준금리 인하전까지 미국 성장주에 대한 긍정적 시각 유지

미국 주식시장

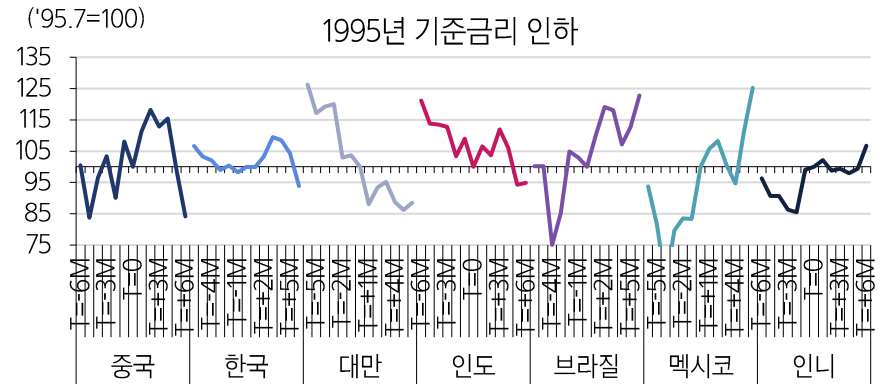
완만한 기준금리 인하 당시 국가별 주식시장 퍼포먼스

완만한 기준금리 인하 당행 시, 주식시장은 긍정적: 다만 경기/이익 펀더멘털이 견고한 국가에 집중할 필요

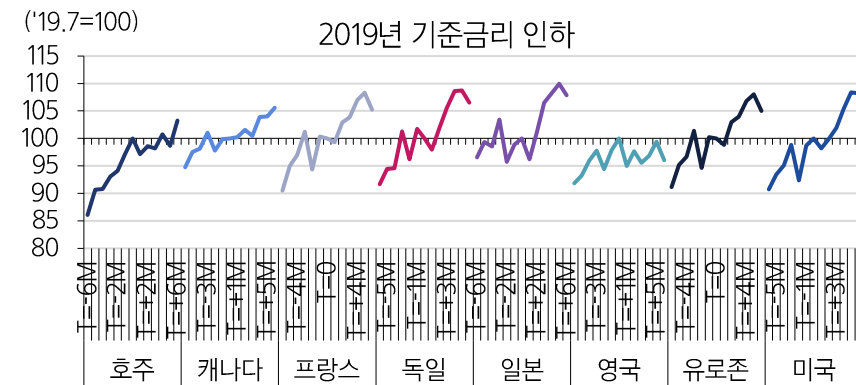
1995년 기준금리 인하 당시 선진국 주식시장 퍼포먼스



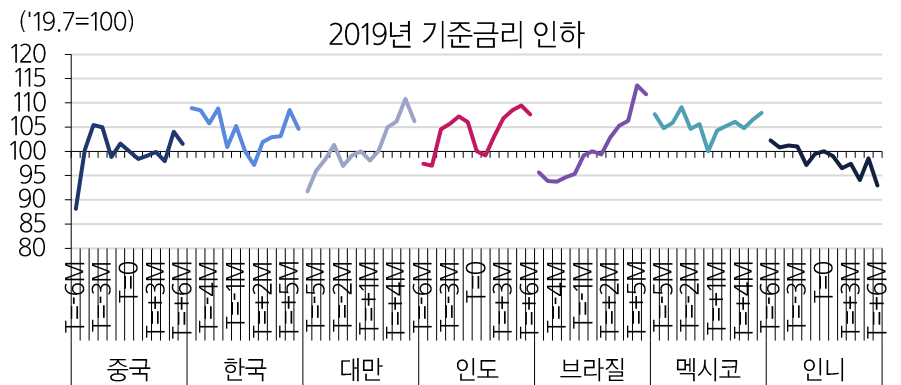
1995년 기준금리 인하 당시 선진국 주식시장 퍼포먼스



2019년 기준금리 인하 당시 선진국 주식시장 퍼포먼스



2019년 기준금리 인하 당시 신흥국 주식시장 퍼포먼스



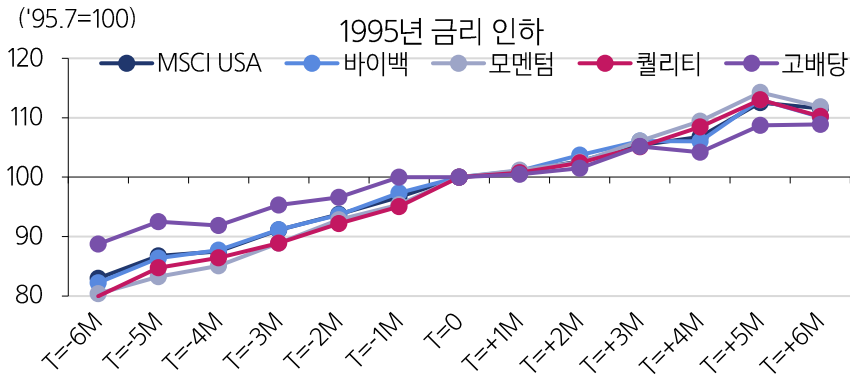
자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

미국 주식시장

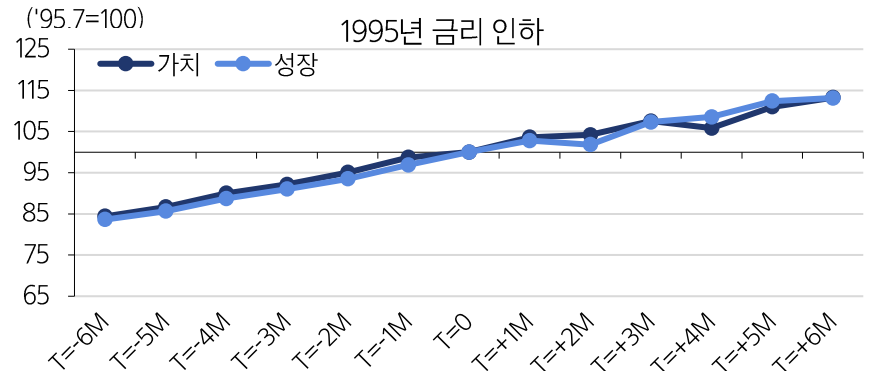
완만한 기준금리 인하 ① : 1995년 주식시장 퍼포먼스

제조업 경기 반등 및 기술산업 혁명이 진행되던 1995년 당시, 보험성 금리인하는 미국 증시 급등으로 이어져

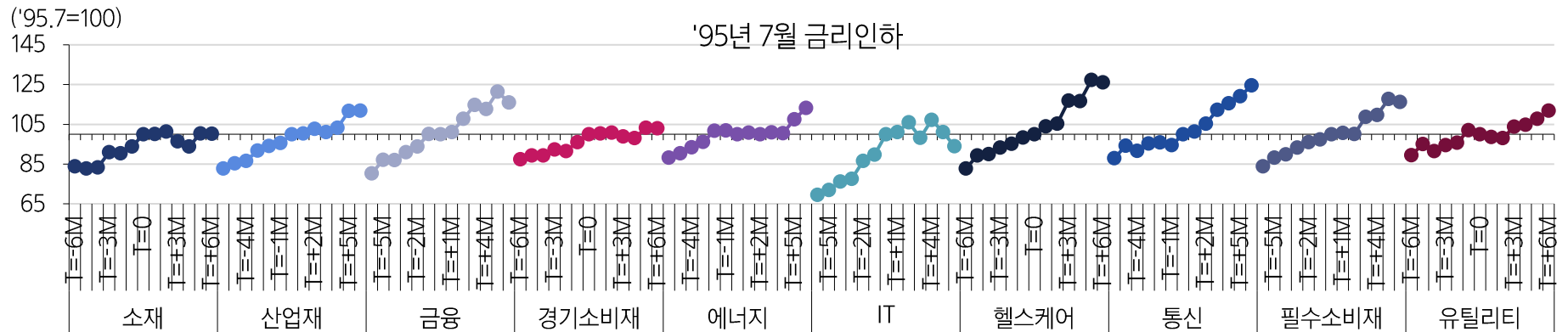
1995년 미국 스타일별 주가 추이



1995년 미국 가치주와 성장주의 주가 추이



1995년 미국 섹터별 주가 추이



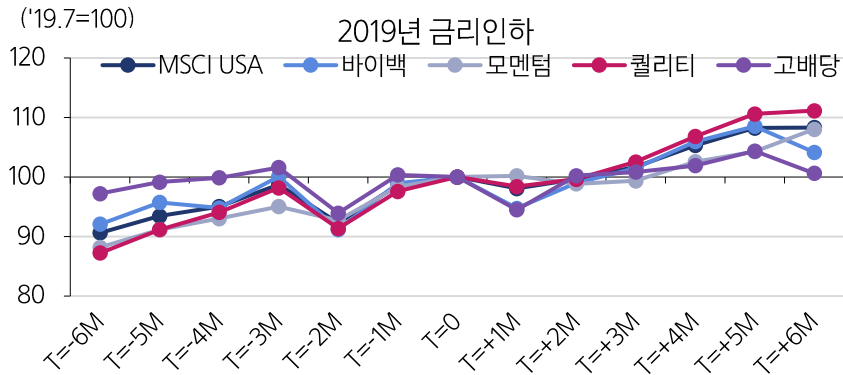
자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

미국 주식시장

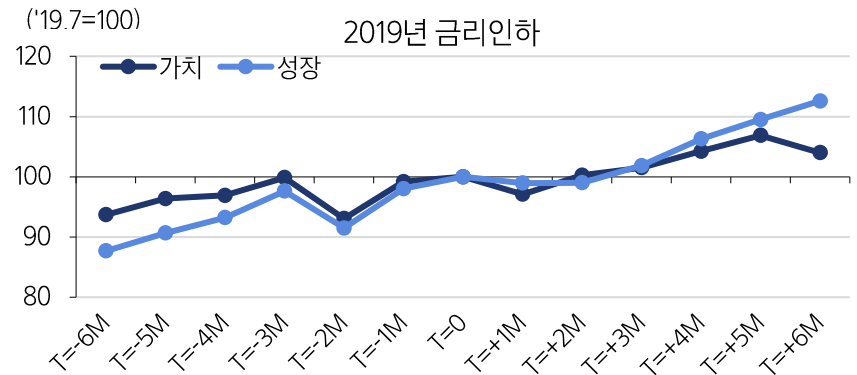
완만한 기준금리 인하 ② : 2019년 주식시장 퍼포먼스

2019년 미중 무역전쟁에 따른 경기 둔화를 우려, 선제적 금리인하 단행: 성장, 퀄리티 성격의 섹터가 우위

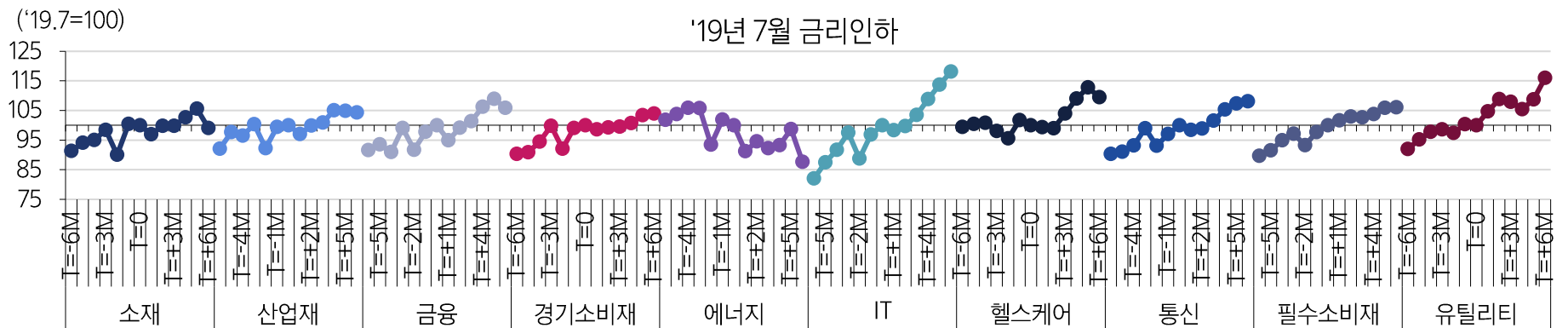
2019년 미국 스타일별 주가 추이



2019년 미국 가치주와 성장주의 주가 추이



2019년 미국 섹터별 주가 추이



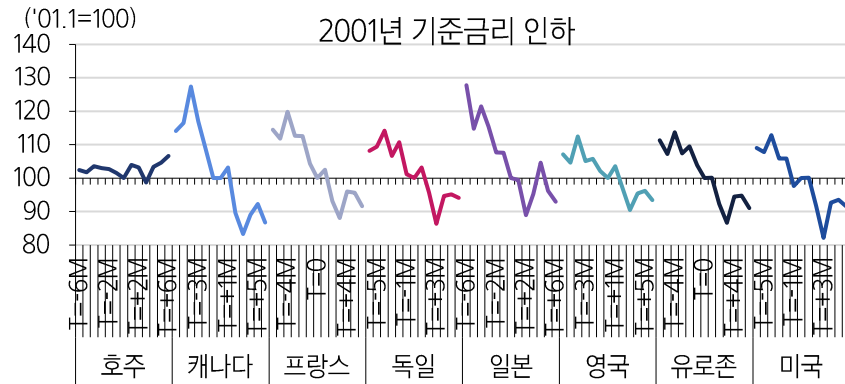
자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

미국 주식시장

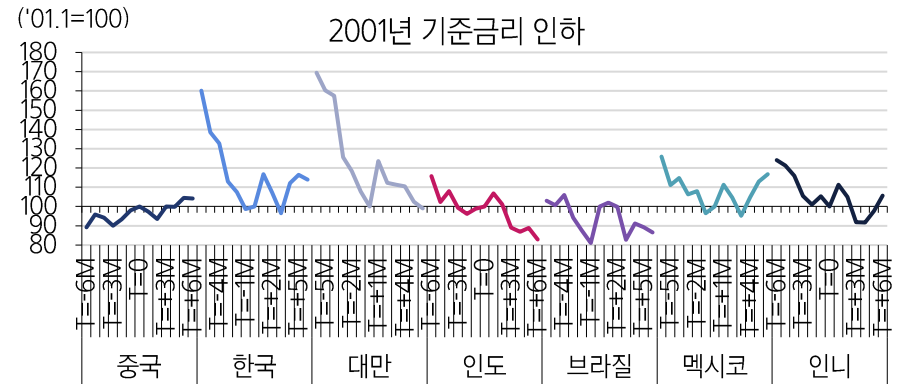
급격한 기준금리 인하 당시 국가별 주식시장 퍼포먼스

금리 인하가 자산시장 붕괴와 동반: 글로벌 주식시장은 인하 전 하락, 인하 직후 단기 반등 후 하락 추세 유지

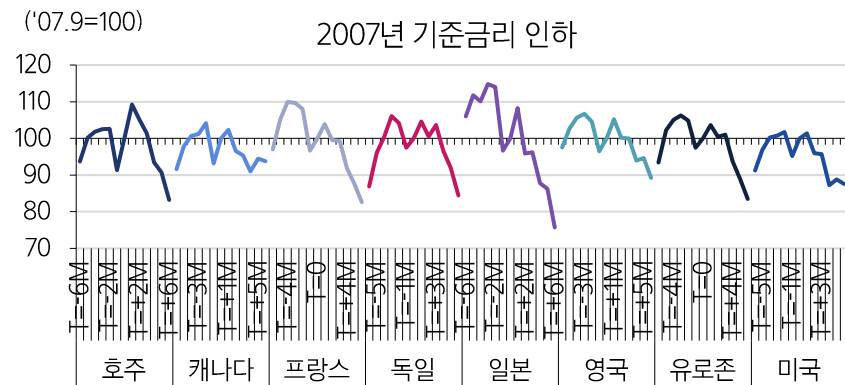
2001년 기준금리 인하 당시 선진국 주식시장 퍼포먼스



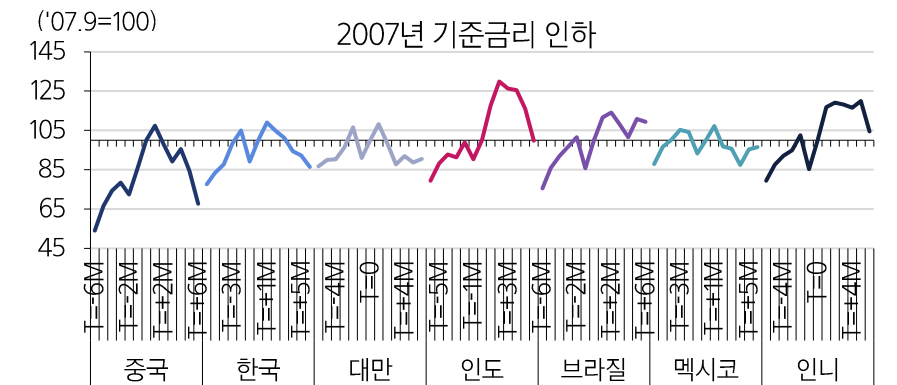
2001년 기준금리 인하 당시 선진국 주식시장 퍼포먼스



2007년 기준금리 인하 당시 선진국 주식시장 퍼포먼스



2007년 기준금리 인하 당시 선진국 주식시장 퍼포먼스



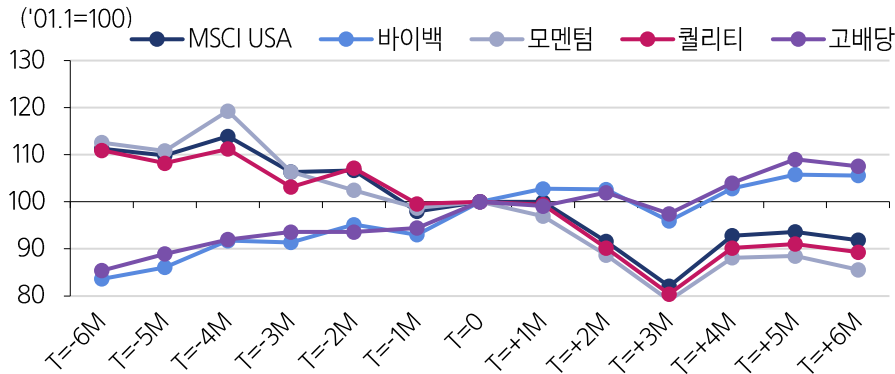
자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

미국 주식시장

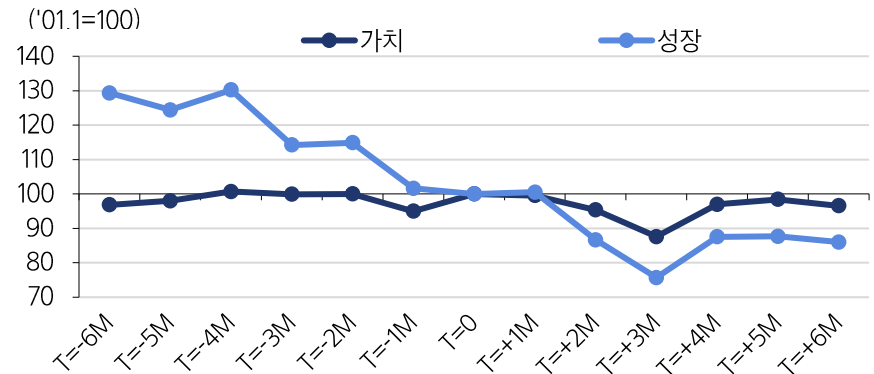
급격한 기준금리 인하 ① : 2001년 주식시장 퍼포먼스

닷컴 버블 붕괴와 9/11사태에 따른 실업률 증가, 기업투자 위축, 소비심리 위축으로 경기 부양목적의 인하 단행

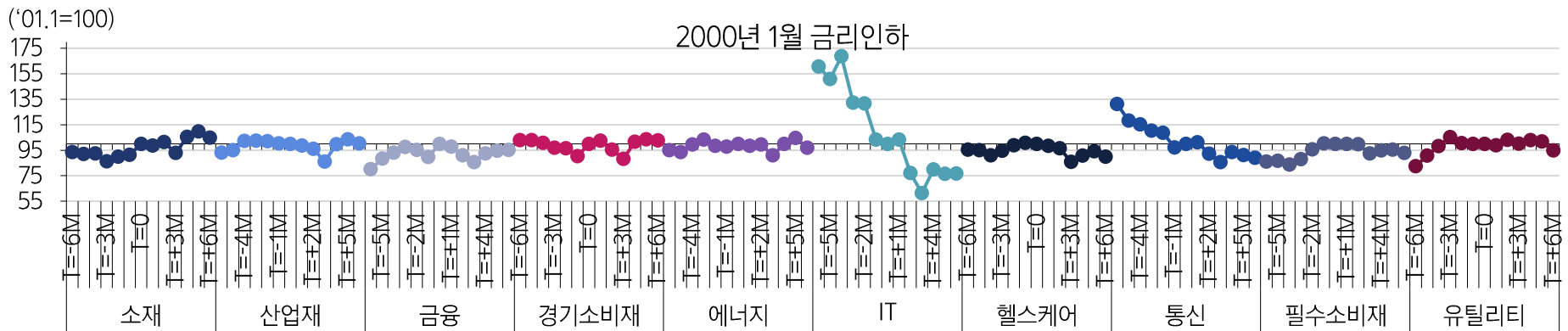
2001년 미국 스타일별 주가 추이



2001년 미국 가치주와 성장주의 주가 추이



2001년 미국 섹터별 주가 추이



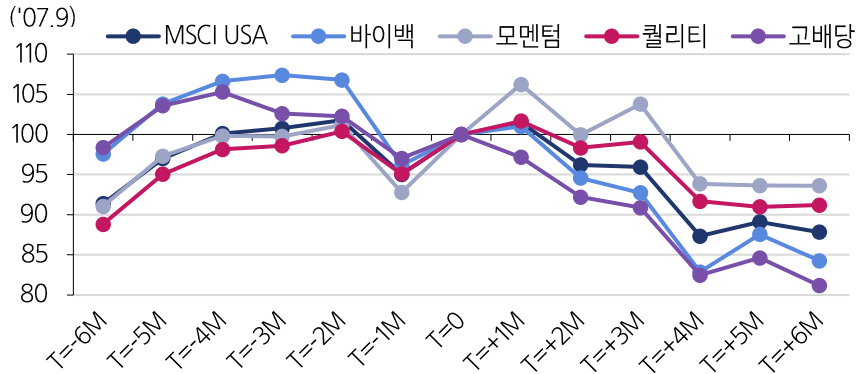
자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

미국 주식시장

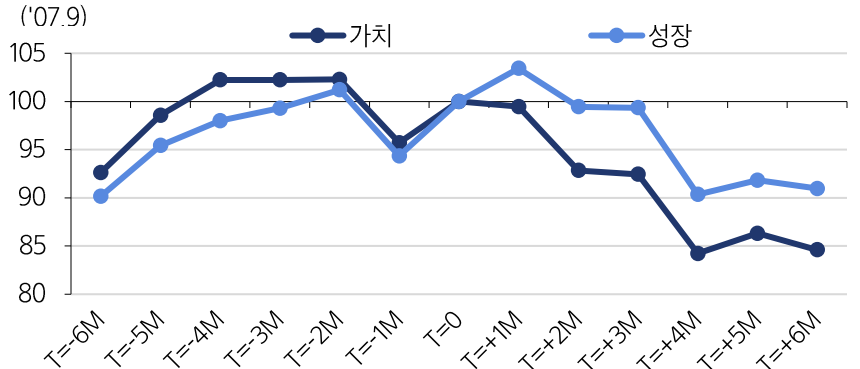
완만한 기준금리 인하 ② : 2007년 주식시장 퍼포먼스

주택시장 침체 및 신용위기 등에 따른 경기 침체를 방어하기 위한 기준금리 인하 단행

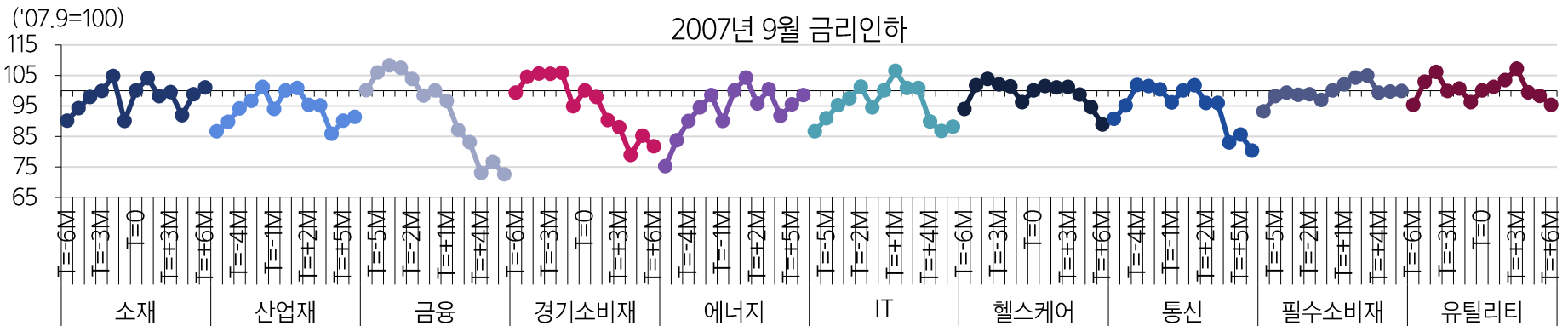
2007년 미국 스타일별 주가 추이



2007년 미국 가치주와 성장주의 주가 추이



2007년 미국 섹터별 주가 추이



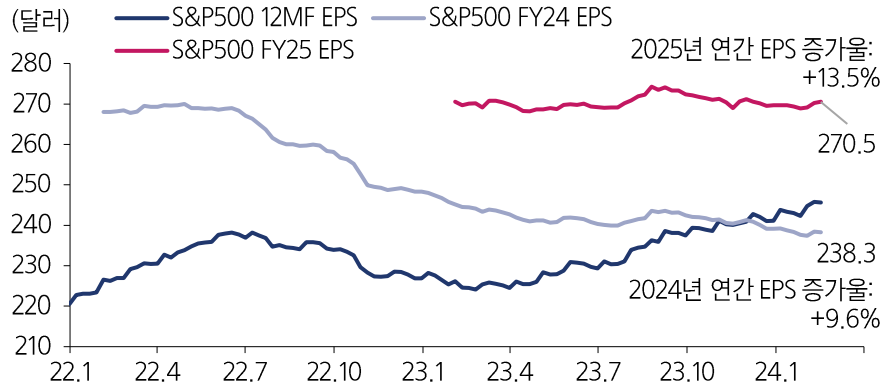
자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

미국 주식시장

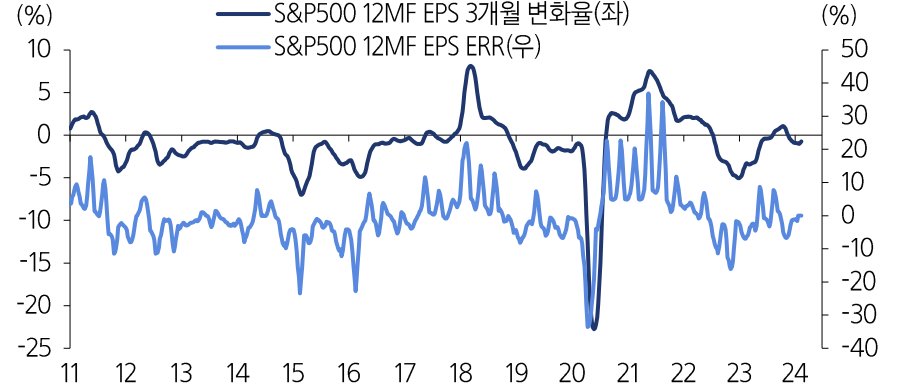
[이익] 연간 이익 성장에 대한 기대감 유효

성장주의 이익 주도력은 지속될 전망: 이익하향 조정은 지속되나 성장 궤도 유지는 주가지수의 하단 지지 요인

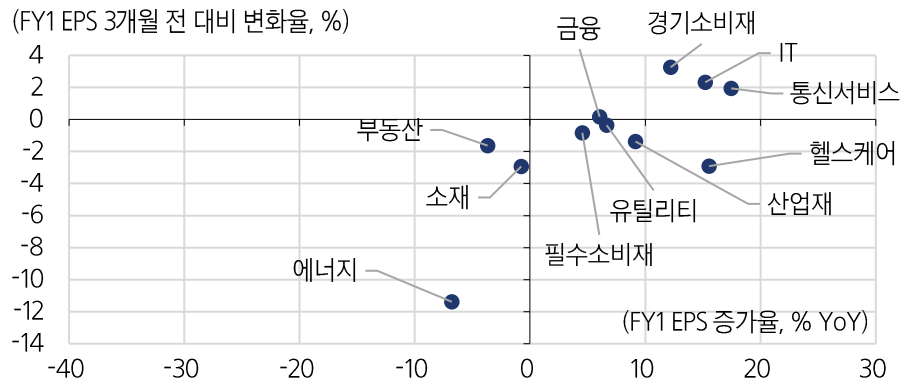
연도별 EPS 전망치 추이: 견고한 미국 기업이익 성장세



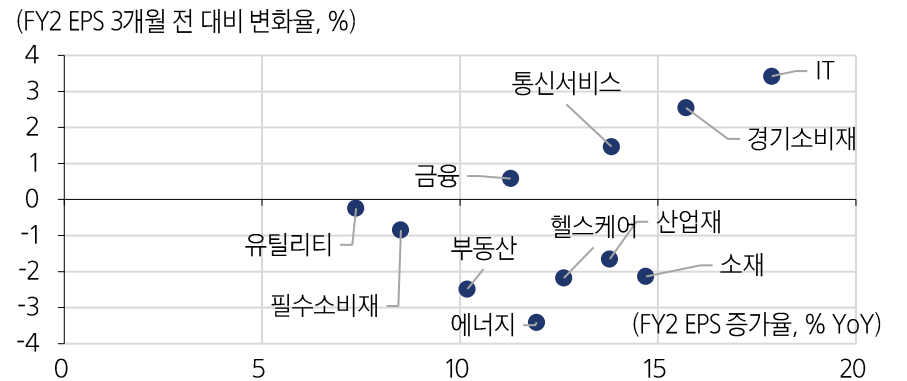
이익 수정 비율



업종별 이익 증가율 및 변화율(FY1)



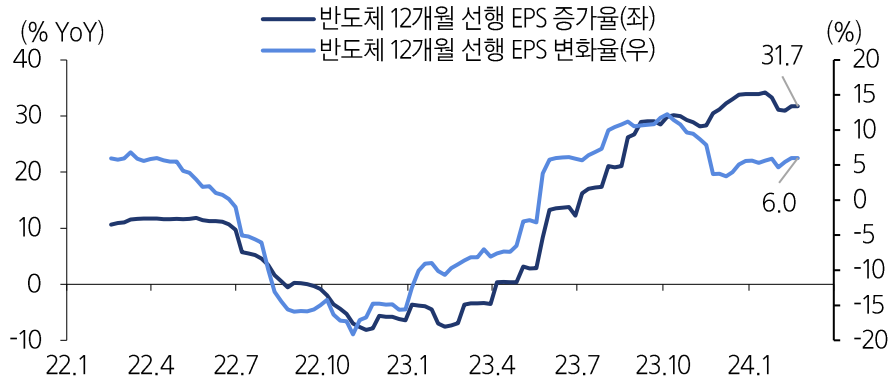
업종별 이익 증가율 및 변화율(FY2)



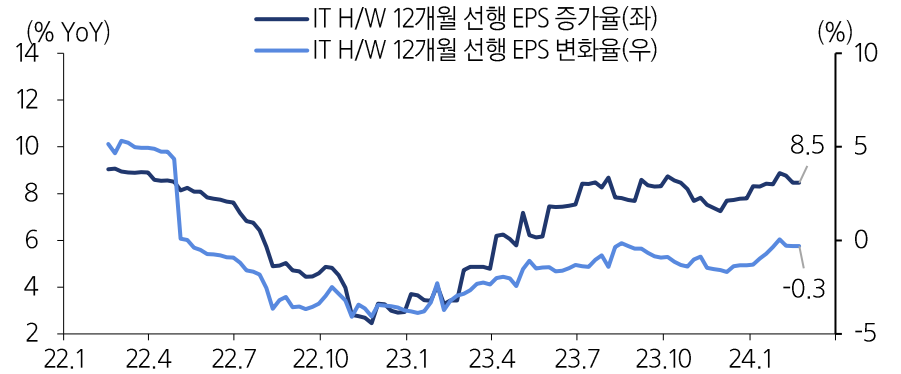
주: 1월 26일 기준, 자료: Bloomberg, Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

AI산업의 성장 스토리가 지속됨에 따라 IT 및 미디어&엔터 섹터 모두 견고한 실적을 유지할 전망

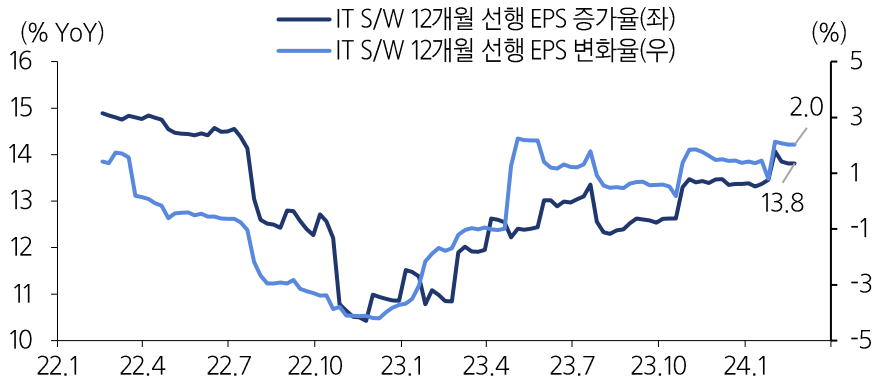
반도체 이익 증가율과 변화율 추이



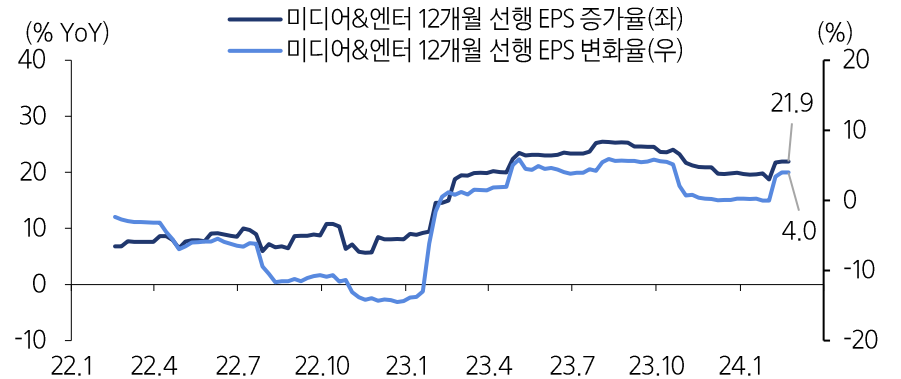
IT H/W 이익 증가율과 변화율 추이



IT S/W 이익 증가율과 변화율 추이



미디어&엔터 이익 증가율과 변화율 추이



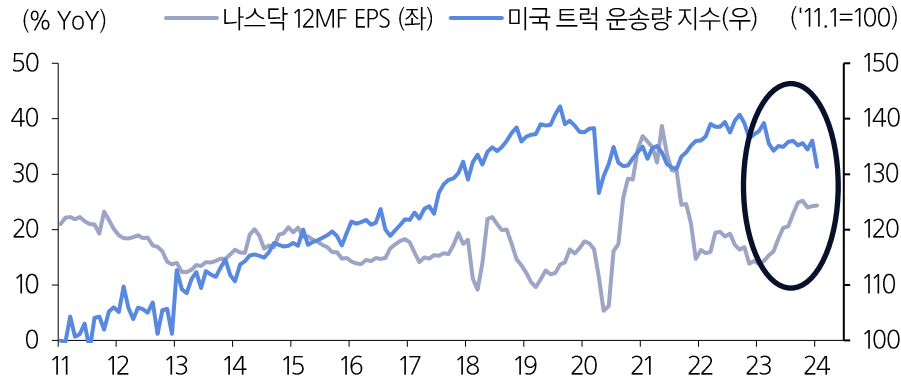
주: 1월 26일 기준, 자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

미국 주식시장

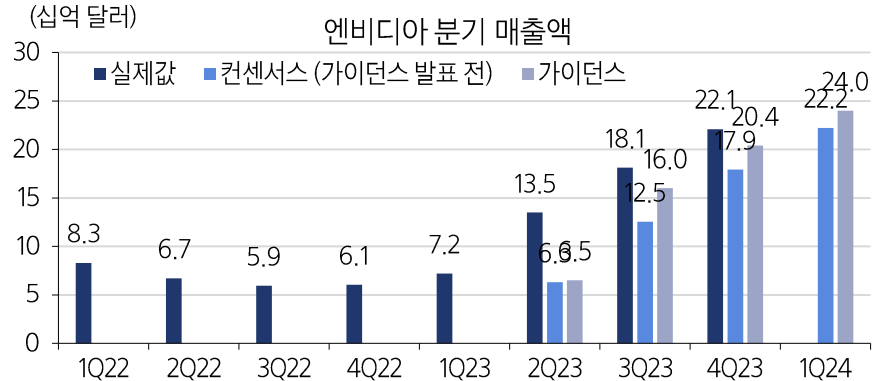
경기보다는 성장주의 이익 성장에 포커스

최근 쓸림현상은 테크혁신에 따른 이익구조 변화: M7의 이익상향 조정으로 밸류 부담 소폭 완화

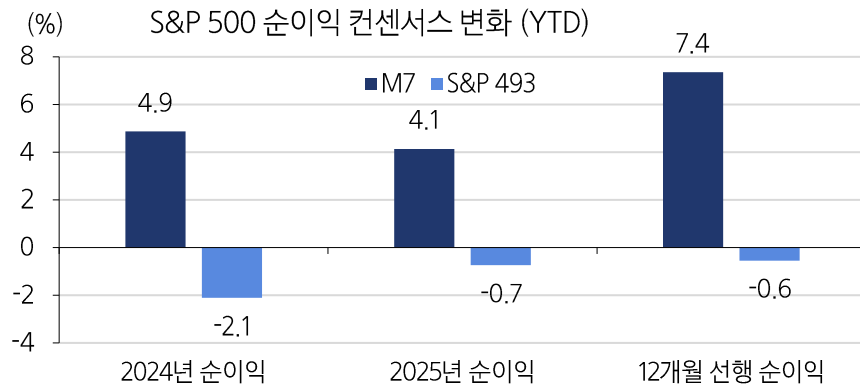
쓸림 강화: 매크로 보다는 테크혁신에 따른 이익구조 변화에 기인



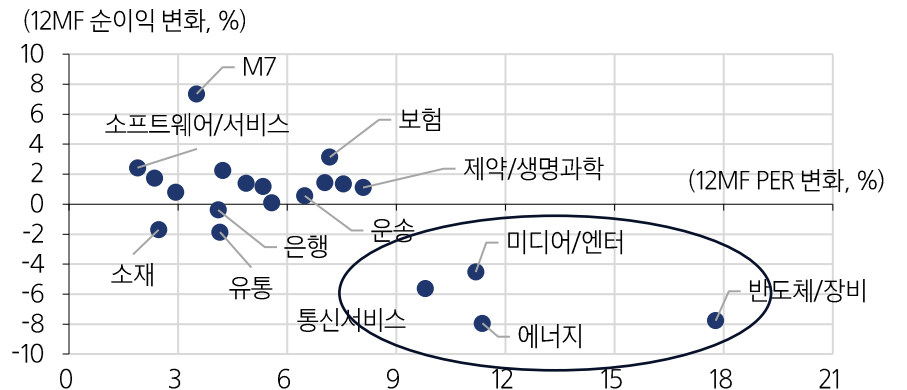
엔비디아 분기 매출액: 가이던스 상향조정으로 AI 모멘텀 강화



M7 VS EX-M7 이익전망치 변화



M7의 멀티플 부담 ↓, 여타 성장 섹터의 밸류에이션 부담은 ↑

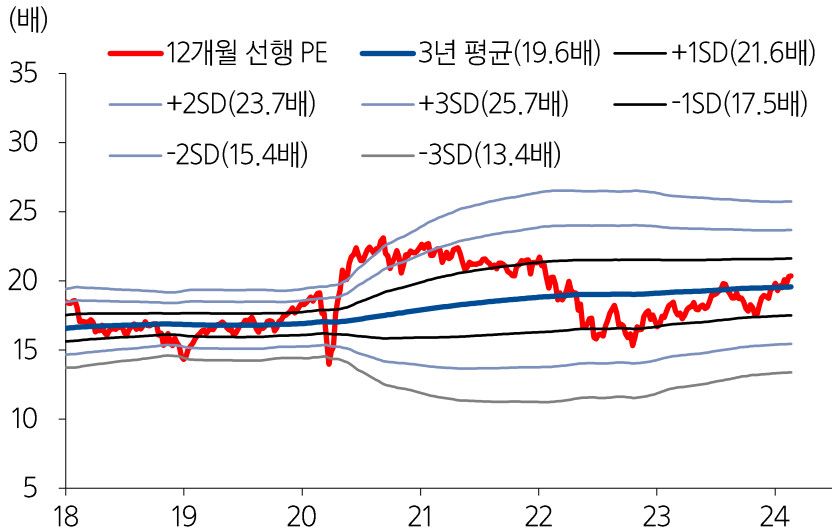


주: 1월 26일 기준, 자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

밸류에이션 확장보다는 과거 평균치 수준(19.6배)에서의 등락 전망은 유지

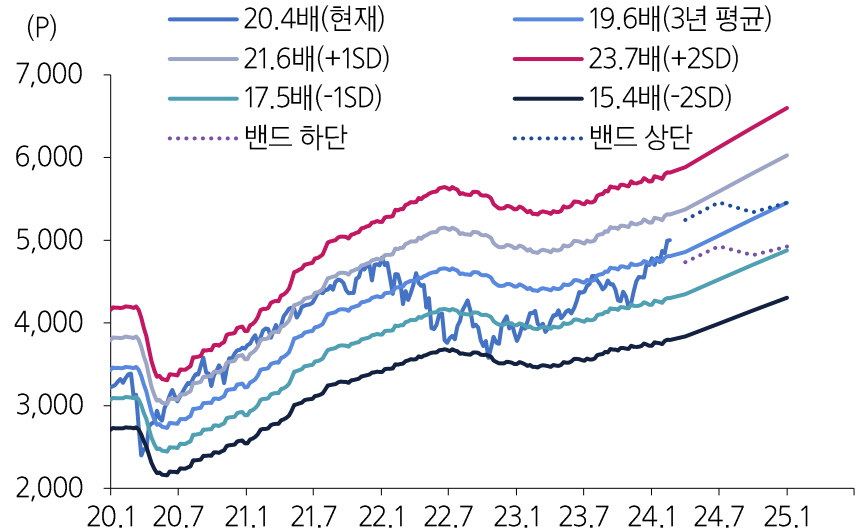
- 2023년 11월~12월 밸류에이션 상승이 주식시장의 상승을 견인했다면, 2024년 들어 이익 성장세가 주가 수익률 상승으로 이어짐
- 대형 기업의 실적이 예상보다 양호했고, 2024년 연중 기준금리 인하 기대감 이어지고 있는 점이 지수 하단을 지지할 것
- 다만 연준 통화정책 불확실성이 확대될수록 밸류에이션 변동성도 커질 것
- 2024년에는 밸류에이션 확장보다는 3년 평균치 수준(19.6배)에서의 등락 전망은 유지: 3개월 중립의견 유지

S&P500 밸류에이션 추이



자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

S&P500 PER 밴드



자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

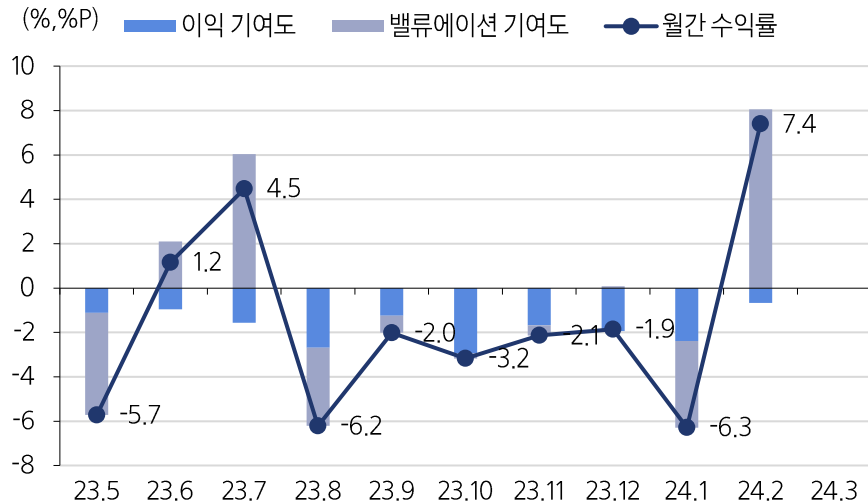
미국 섹터별 매력도

	Valuation		Momentum		Growth		Macro	종합 순위	종합 순위 (지난달)	수익률 (MTD)	코멘트
	Earning Yield	Dividend Yield	이익 모멘텀	가격 모멘텀	이익 성장률	매출 성장률					
에너지	1	1	10	9	10	10	10	10	10	2.0	정량평가 기준, 최선호 섹터로 통신, IT, 필수소비재를 제시 최근 실적발표 이후, 이익 성장이 확인된 섹터들의 주가 수익률도 좋을 것으로 기대. 이에 Growth 평가 점수가 높았던 성장주에 대한 긍정적인 시각 유지
산업재	8	8	8	5	5	5	7	7	7	4.4	
경기소비재	10	9	1	6	4	4	2	5	3	5.2	
금융	9	5	4	4	6	7	9	8	8	2.2	
필수소비재	4	2	6	7	8	8	1	3	3	0.5	
헬스케어	3	6	7	3	3	3	5	4	5	3.6	
통신서비스	5	10	2	1	2	2	3	1	1	5.0	
유틸리티	2	3	5	10	7	6	6	6	6	-0.7	
테크놀로지	7	7	3	2	1	1	4	2	2	3.4	
소재	6	4	9	8	9	9	8	9	9	3.5	

2월 중국 주식시장은 정부의 증시부양책과 내수시장 활성화 기대감에 강세

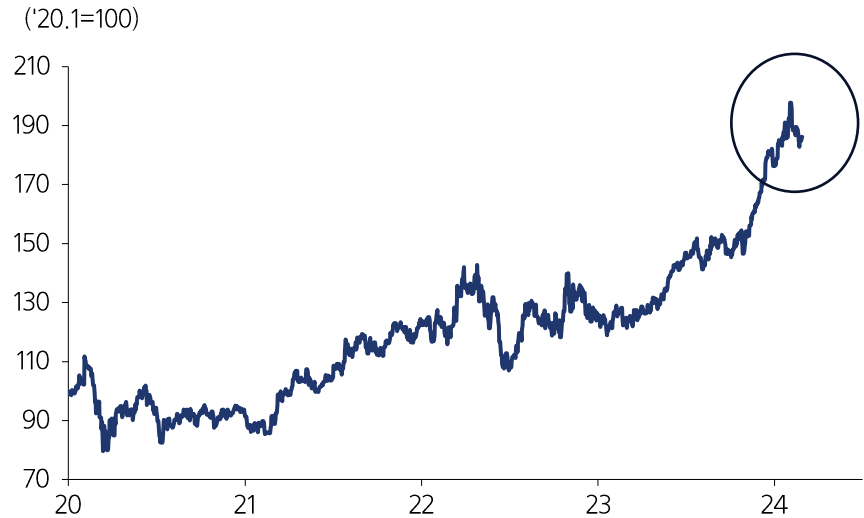
- 2월 중국 주식시장은 이익 기여도 하락에도 불구하고 밸류에이션 확장세가 나타나며 +7.4% 상승
- 증안펀드 출범, 국유기업 KPI 평가 내 주가 포함, 증권감독관리위원회 주식 교체 등 증시 부양책이 제시되면서 투자심리 개선
- 또한 춘절시즌의 소비 확대에 따른 내수시장 활성화 기대감도 주식시장에 긍정적으로 작용
- 중국 주식시장의 강세로 미국 주식시장과의 디커플링은 완화

CSI300 월간 성과 및 요인 분해



자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

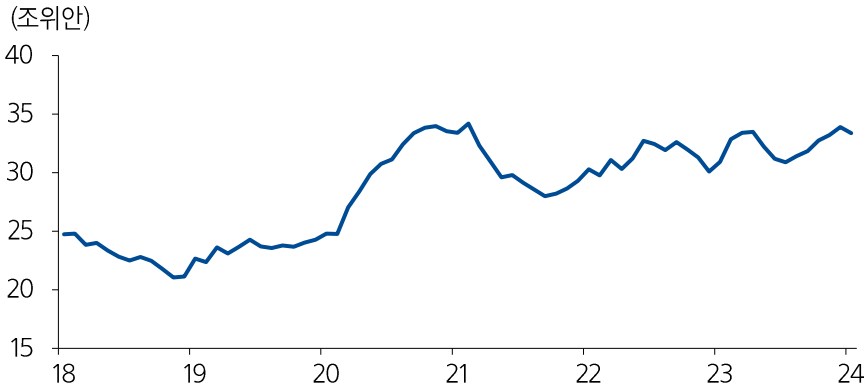
S&P500 VS CSI300 상대지수: 미국과의 디커플링 완화



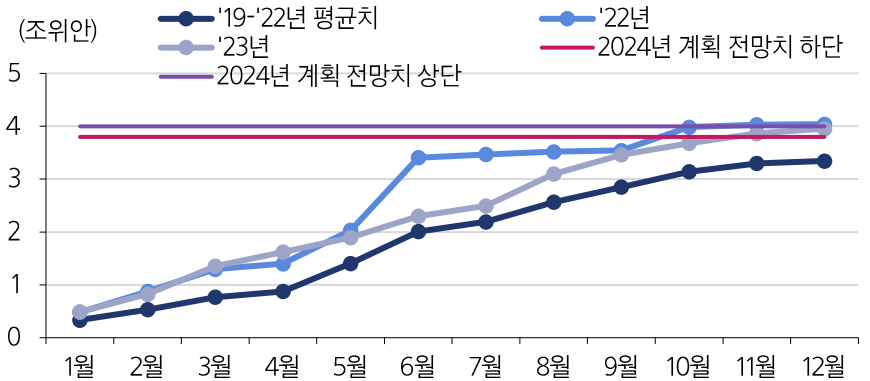
자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

중국 정부와 인민은행은 경기부양을 목적으로 유동성을 지속 공급 중

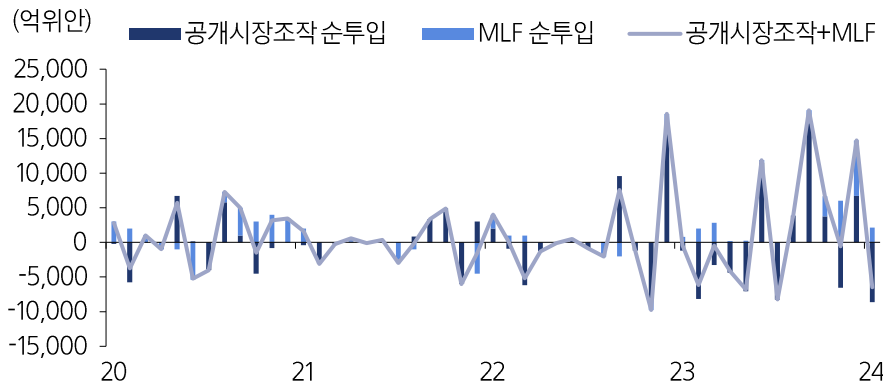
중국 총사회용자 전년대비 증감



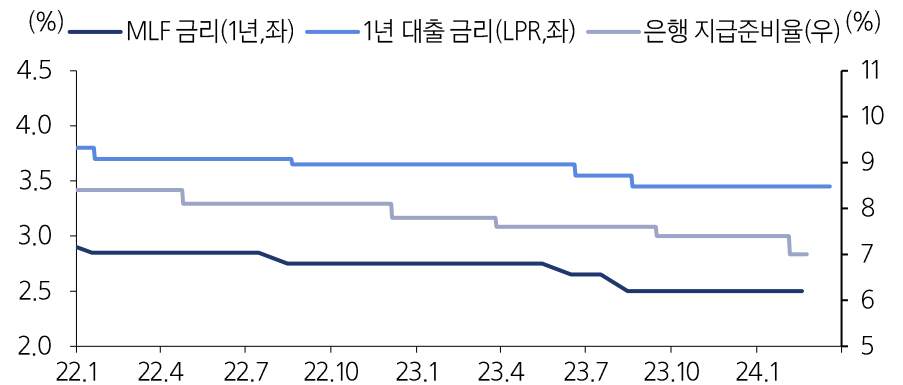
지방정부 특수목적채권 신규 발행: '24년 계획치는 과거 평균치 상회



MLF+공개시장 조작 월간 순투입 규모: 유동성 공급 확대



1년만기 MLF 금리 및 LPR 추이

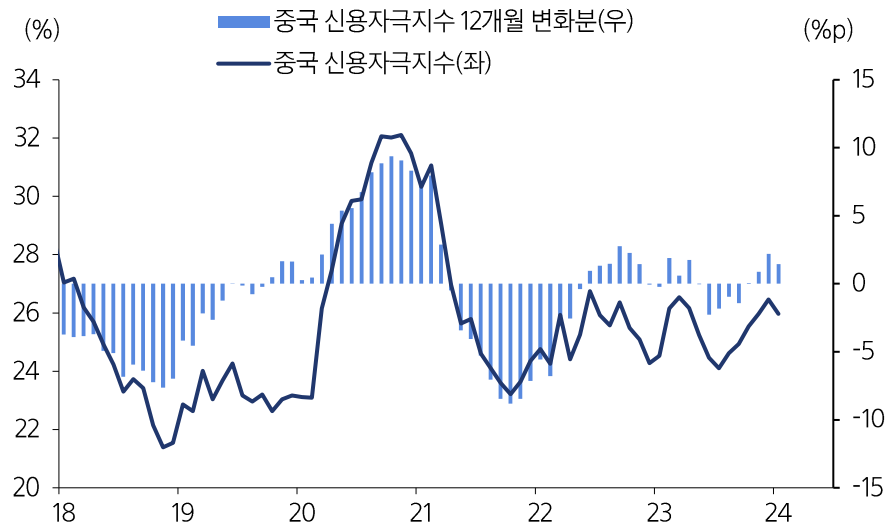


자료: Bloomberg, CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

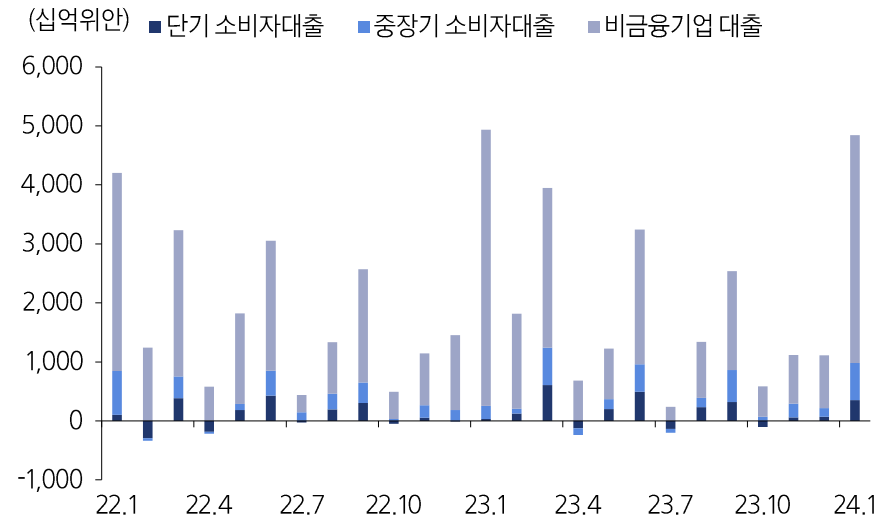
신용자극지수 변화폭은 (+)권 유지: 기업과 가계 레버리지 확대는 지수의 하단을 지지하는 요인

- 정부와 인민은행의 유동성 공급 정책으로 신용자극지수 변화분은 (+)권을 유지
- 이에 단기 및 중장기 소비자대출과 비금융기업대출은 확대
- 기업과 가계의 레버리지 확대 기초가 나타나고 있다는 점은 주식시장에 하단을 지지하는 요인

신용자극지수는 (+)권으로 반등: 시장에 유동성 순공급 시사



가계와 기업 레버리지 증가 추세



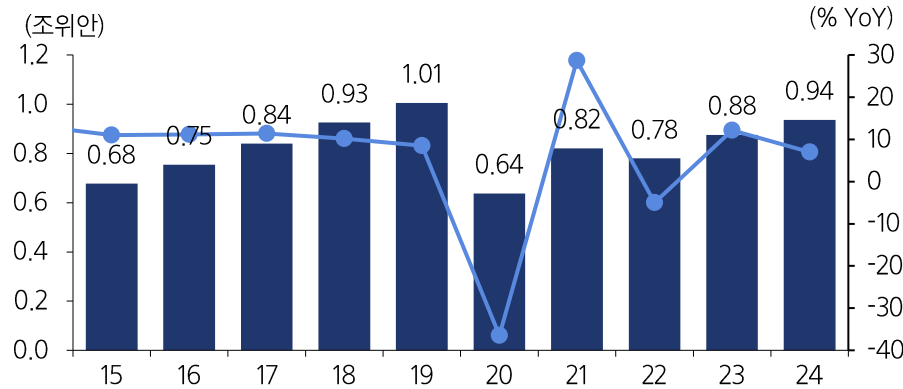
주: 신용은 위안화 은행대출, 외화표기 은행대출, 위탁대출, 신탁대출, 비할인 은행인수 어음, 회사채 순자금조달, 비금융기업의 국내 주식 자금조달, 국채발행 등 신용자극지수의 구성요인들
 자료: Bloomberg, Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

중국 주식시장

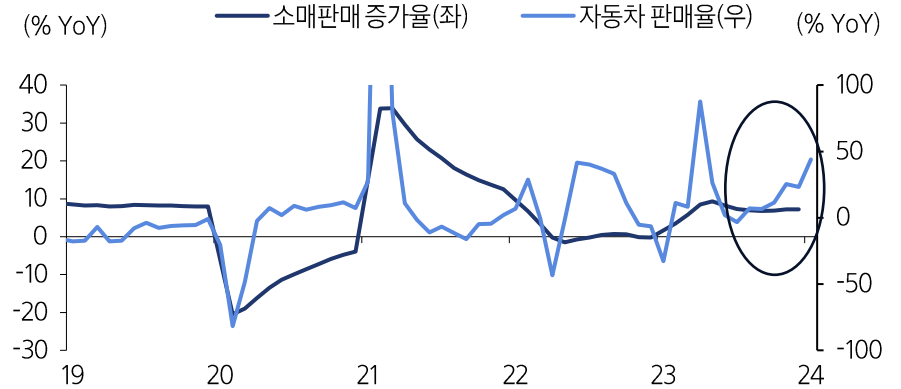
[내수시장] 춘절시즌 소비 증가 = 내수시장 활성화의 마중물?

가계 레버리지가 확대되고 있는 가운데 24년 춘절 소비는 코로나19사태 이전 수준의 93%까지 회복

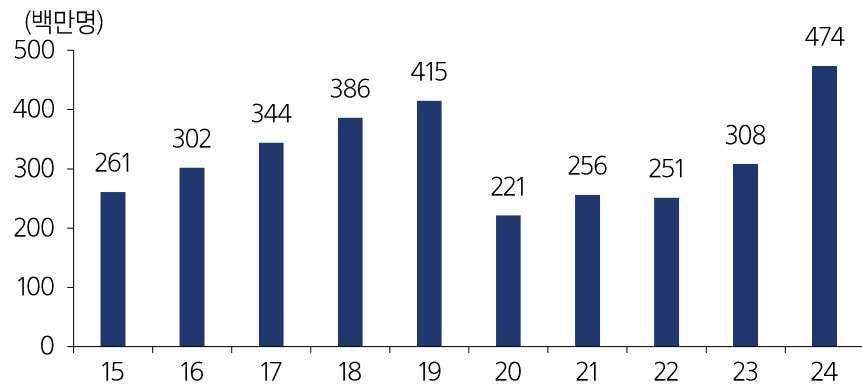
2024년 춘절 소비는 코로나19사태 이전의 93% 수준



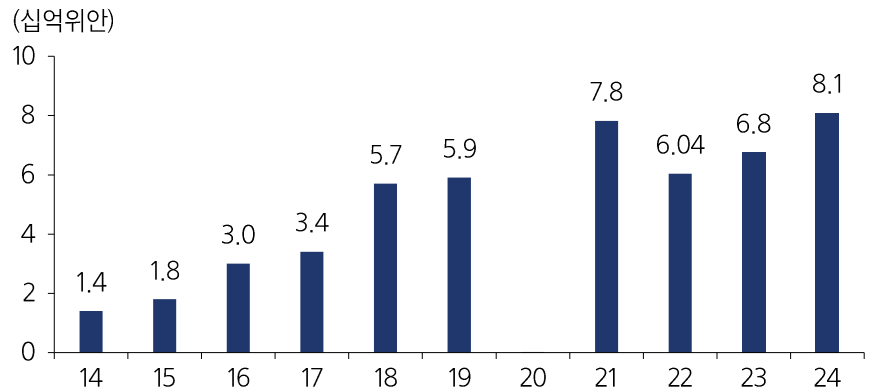
자동차 판매 증가율의 추세적 상승으로 내수시장 활성화 기대감 확대



춘절기간 국내 여행 수요 추이



춘절기간 Box office , 사상최고치 기록

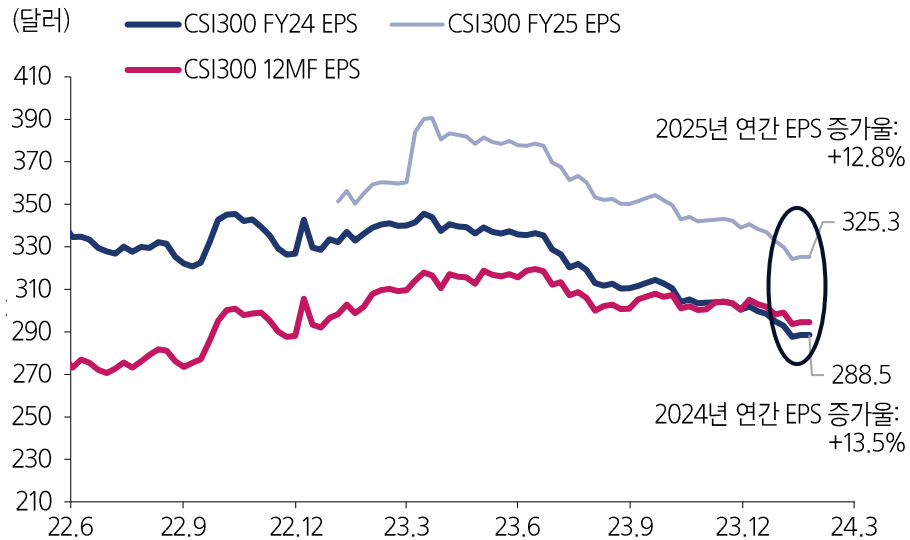


자료: CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

중국 연간 EPS 성장률은 두자리 수를 유지하고 있으며, EPS 하향 조정 강도는 약화

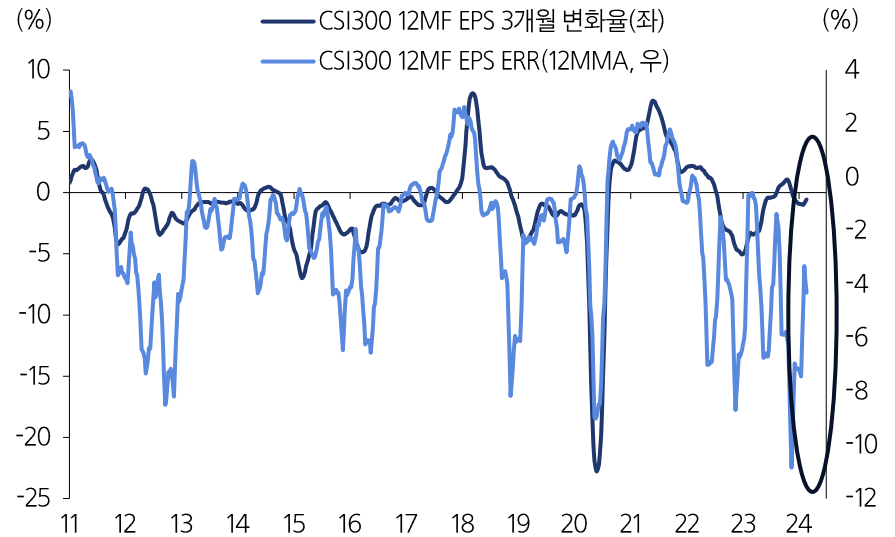
- 중국의 중장기 저성장 국면 진입 우려감에 기업 이익은 지속 하향 조정 중이지만, 2024년 준절 이후 EPS 조정 강도는 약화
- 이익수정비율은 최근 반등 기조: 다만 최근 나타나는 반등세가 일시적일지 추세적인지는 확인이 필요
- 중국 기업 이익의 상향 조정 부재 시 외국인 자금 이탈은 지속될 가능성이 높음

CSI300 연간 이익 증가율



자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

이익수정비율(ERR) 및 변화율

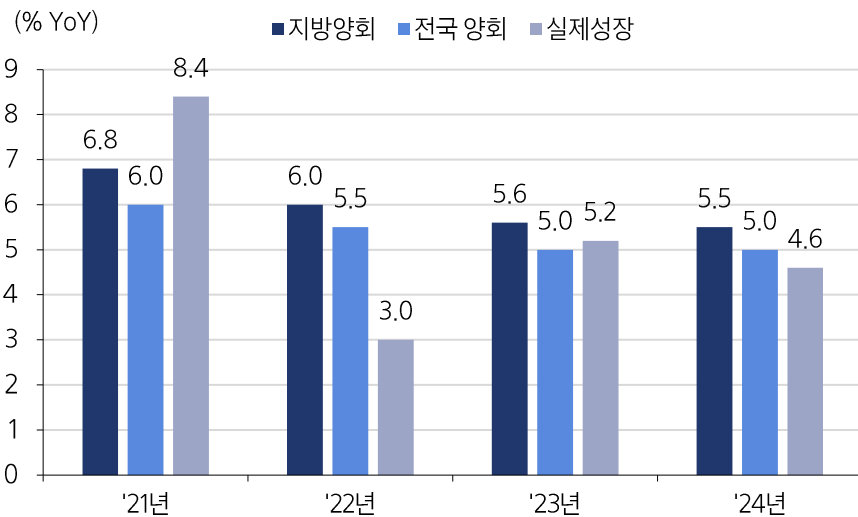


자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

중부의 경기 부양의지가 나타나고 있는 가운데 이번 양회에서의 경제 목표치 및 부양 정책 발표에 주목

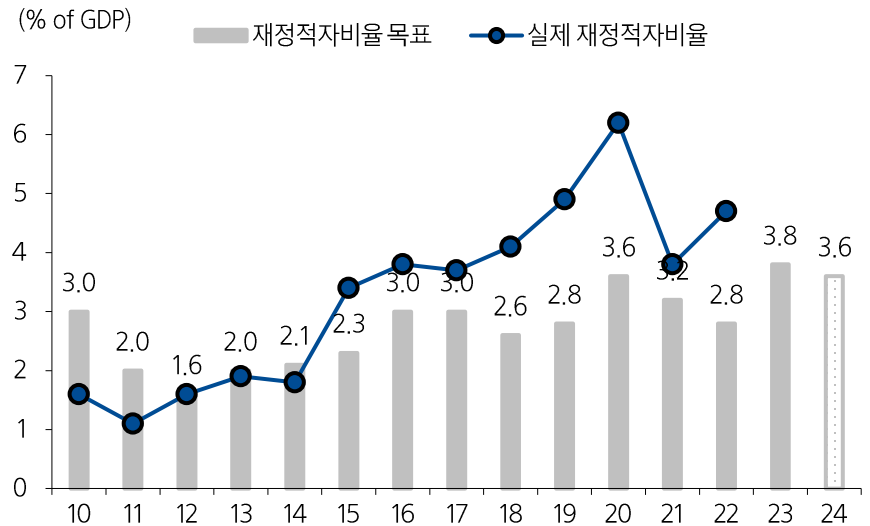
- 중국의 디플레 및 경제 저성장 국면 진입 우려감이 확대되고 있는 가운데 중국 정부는 2024년 경제 성장 목표치를 5.0%로 설정
- 시장 전망치는 4.6%로 괴리가 있음: 3월 양회에 발표될 경제 성장 목표치와 이를 도달하기 위한 정책 발표에 이목이 쏠릴 전망
- 이에 재정정책 강도를 간접적으로 나타내는 GDP 대비 재정적자 비율이 어떻게 발표될지도 중요해진 시점

과거 양회 성장률 목표치 및 실제 성장



주: 2024년 GDP 성장률은 Bloomberg 컨센서스 기준
 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

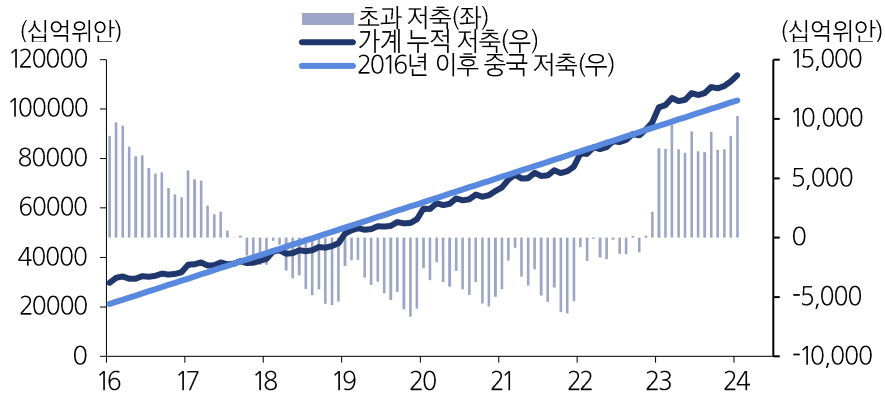
2023년 GDP 대비 재정적자 비율은 3.0%에서 3.8%로 상향 조정



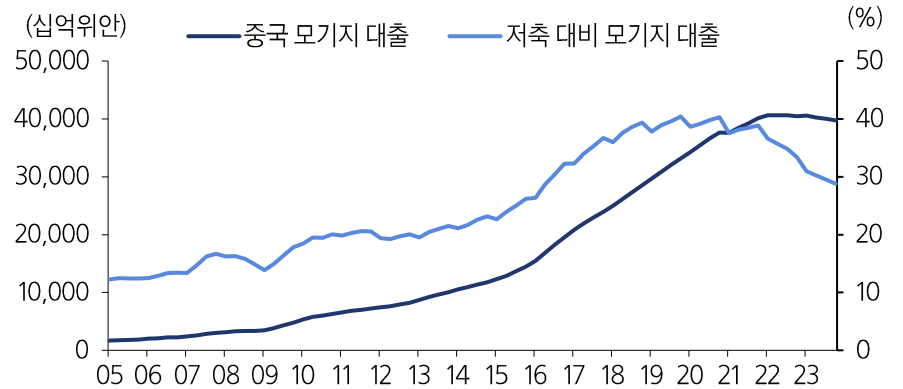
자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

중국인의 저축성향이 강해져 과거와 다르게 부동산 활성화 정책 효과가 미미 → 향후 정책 효과 확인 필요

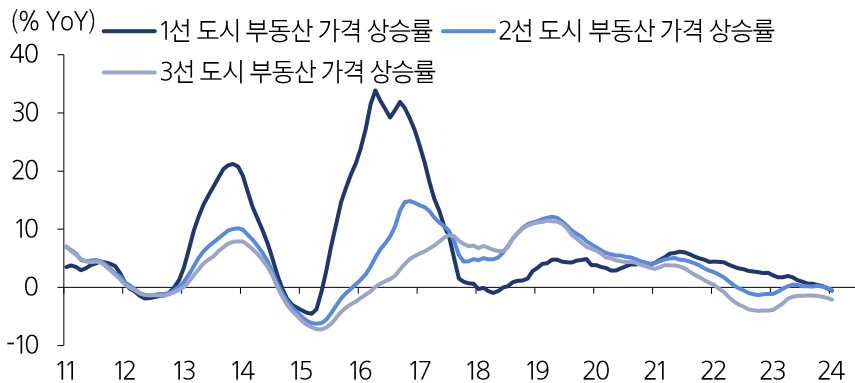
저축 성향이 강해진 중국 소비자



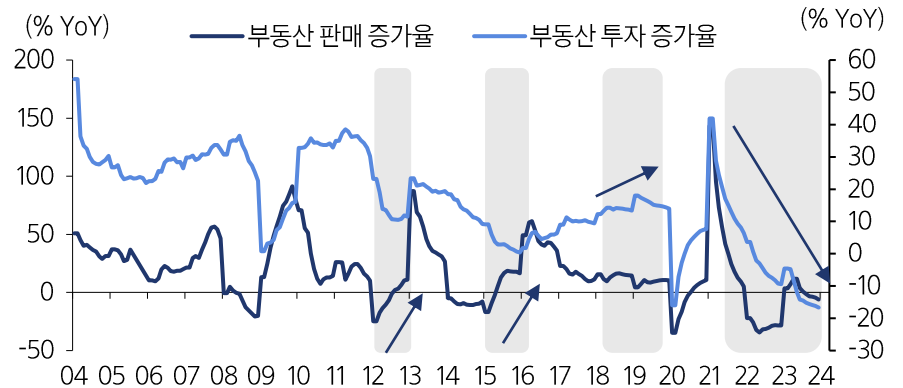
저축 대비 모기지 대출 규모 축소: 부동산시장 침체 지속 예상



부동산 가격은 하락세 지속



기준율 및 부동산 관련 금리 하락에도 부동산 센터는 약해



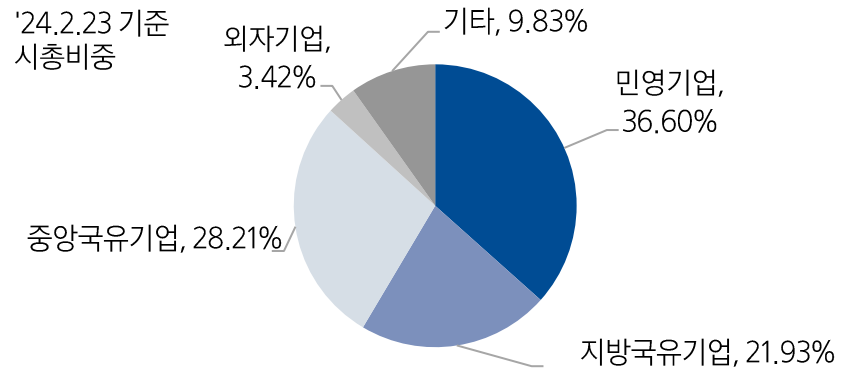
자료: CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

주: 음영국면은 기준율/중장기 대출금리 하락 국면, 자료: CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

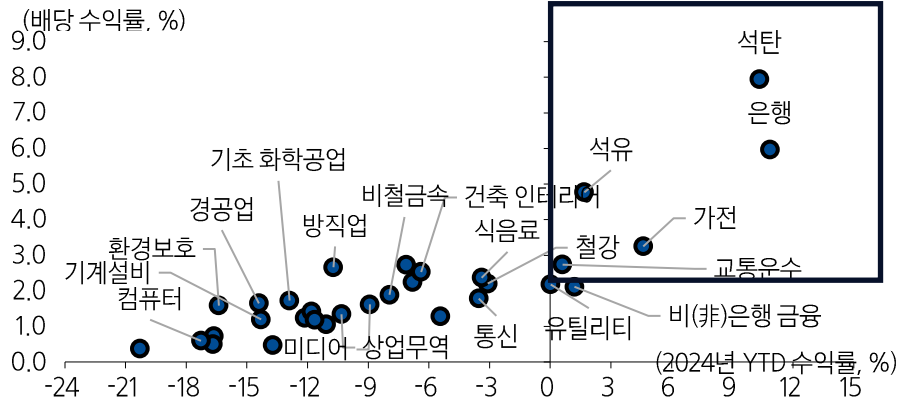
증시부양책의 연속성과 신뢰도 확인 필요

- 최근 중국 주식시장은 석탄, 은행, 석유 등은 국영기업 비중이 높거나 주주친화정책(배당)이 강했던 섹터
- 특히 국영기업 KPI 중 시가총액 관리가 추가될 수 있다는 점은 국영기업의 주식시장내 영향력 확대를 시사
- '정부주도'장세였던 2015년과 비슷한 흐름이 나오기 위해서는 증시 부양책의 연속성과 신뢰도가 확인되어야 할 것

국영기업 비중은 전체 시가총액의 50.1%

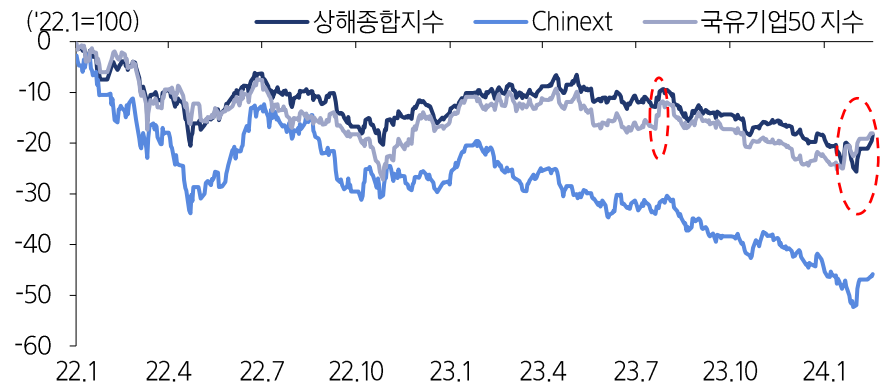


연초대비 수익률과 배당성향 추이



자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

국영기업 밸류업 관련 정책 발표 시 주가 상승

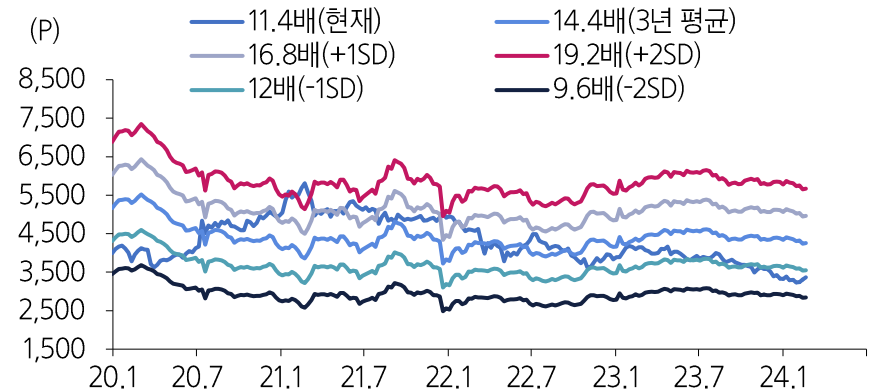


자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

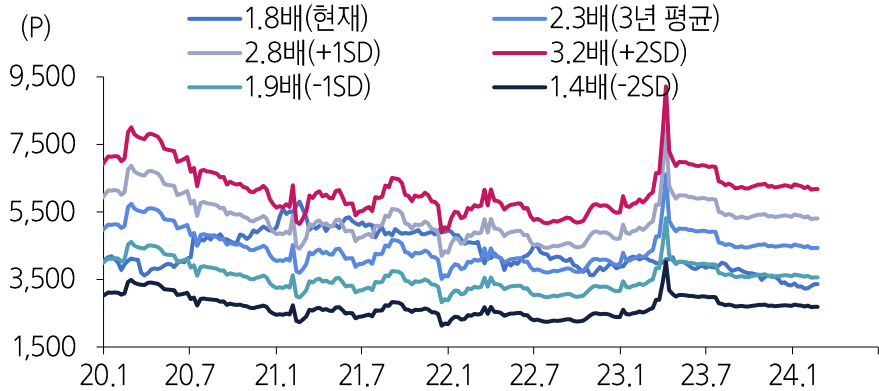
중국 주식시장은 양회 및 정치국회의를 앞두고 변동성이 확대될 전망

- 지방정부의 경제성장률 목표치 하향조정세를 고려하면 양회 결과 실망 매물 출회 가능성도 염두해둘 필요
- 양회 결과가 기대치를 상회할 시 투자의견을 조정할 필요 (경제성장률 목표치 5%상회, 재정수지 비율: -3.6%)
- 4월부터 발표될 경제 지표들이 예상보다 부진하면, 경기 부양책에 대한 기대감이 확대될 전망
- 부양책의 규모와 세무사항이 정해지는 4월 말 정치국회에 대한 기대감에 주식시장의 리바운드 예상

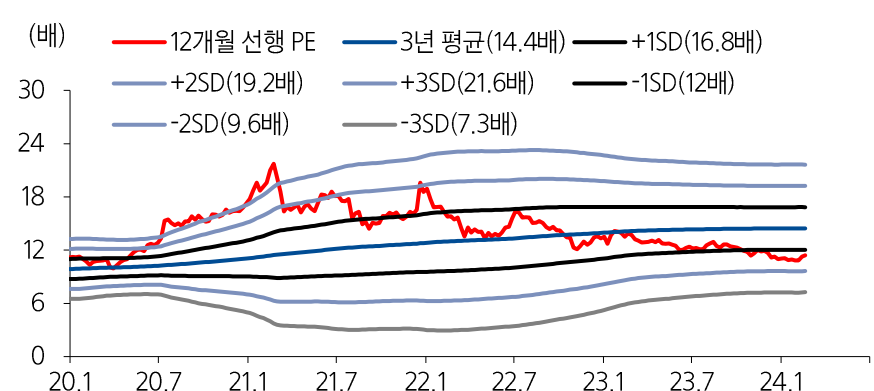
12MF PER 밴드



12MF PBR 밴드



12MF PER 표준편차 추이



자료: Bloomberg, Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

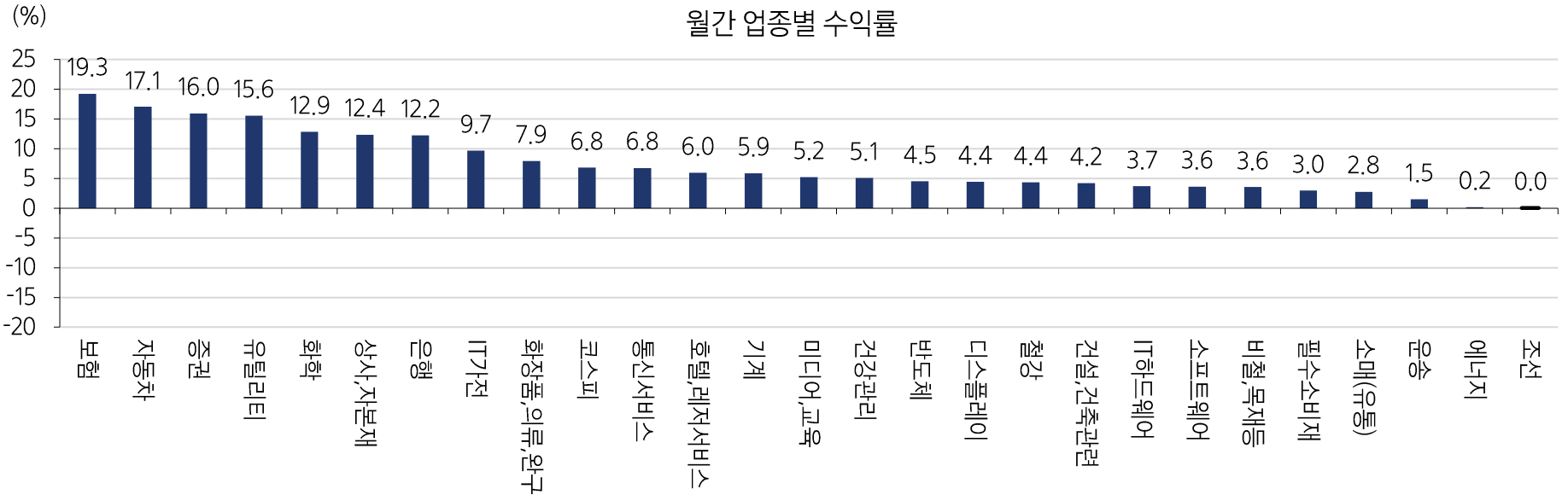
02

주식시장 전망(해외, 국내)

한국 주식시장은 저PBR+ROE개선 섹터 중심의 강세

- 2월 KOSPI는 기업 밸류업 프로그램 기대감에 금융, 자동차, 상사, 자본재(지주) 등 저PBR + ROE 개선 섹터를 중심으로 강세 기록
- 섹터간 밸류에이션 키밋춤이 단기 가격 모멘텀 강화 요인으로 작용

2월 KOSPI 섹터별 수익률



주: 2월 26일 기준, W126기준

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

국내 주식시장 전망

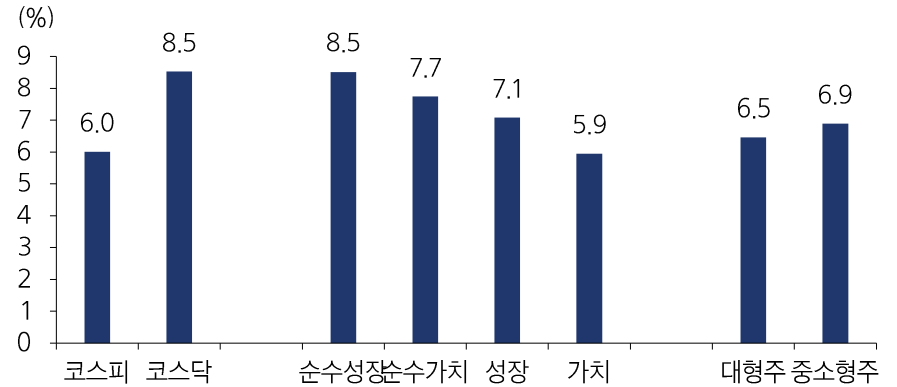
기업 밸류업 프로그램 시행 기대감에 외국인은 7.9조원 순매수

중소형 성장주가 지수를 아웃퍼폼: 외국인과 기관이 각각 7.9조원, 1.8조원 순매수하며 지수 상승을 견인

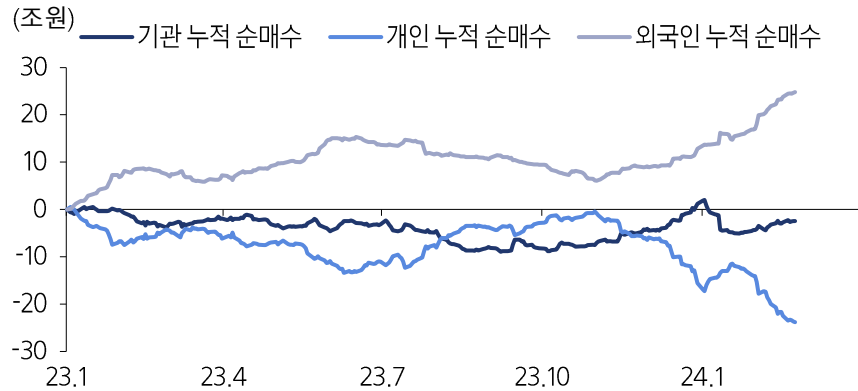
스타일 및 사이즈 상대주가지수 추이



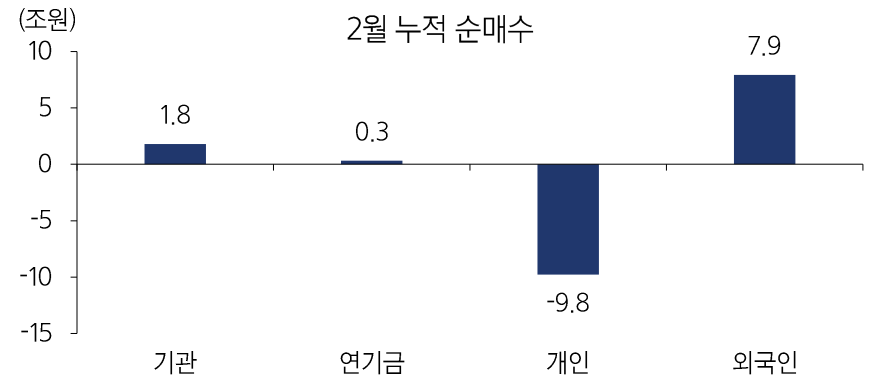
스타일 및 사이즈별 수익률



2023년 11월 이후 외국인 추세적 순매수세가 나타남



외국인과 기관의 쌍끌이 매수세에 상승



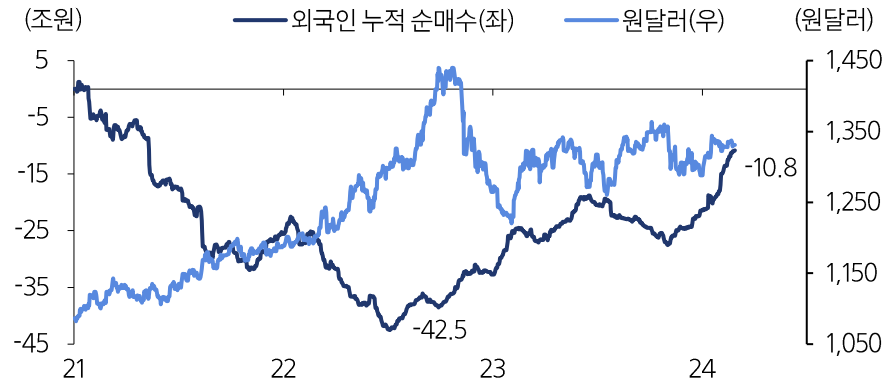
주: 2월 26일 기준, 자료: FnGuide, 삼성자산운용 투자리서치센터

국내 주식시장 전망

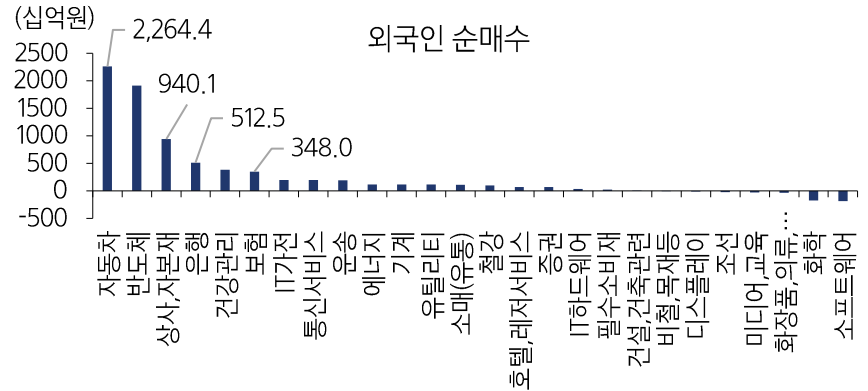
[수급] 외국인 자금 영향력 확대 예상

외국인은 바스켓이 아닌 밸류업 수혜 섹터를 순매수: 밸류업 관련 1차 세미나 이후 일부 차익 실현 매물 출회

원화 약세 기조는 외국인 자금 유입에 유리한 환경



2월 외국인 기업 밸류업 수혜 섹터를 순매수

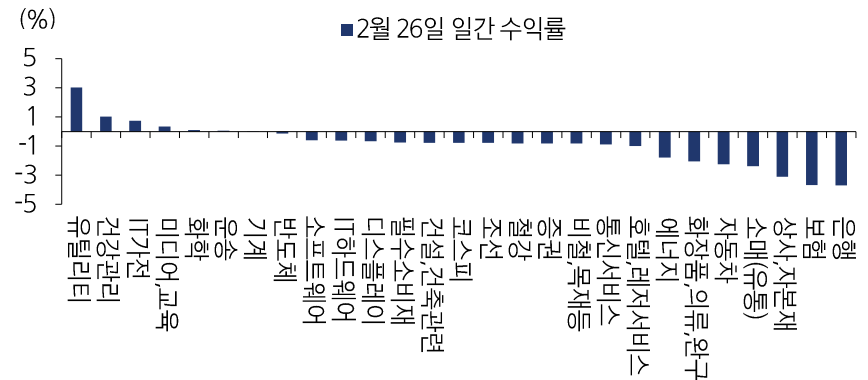


2월 외국인 순매수 상위 종목: 저PBR 종목을 중심으로 순매수

순위	종목	순매수(십억원)	수익률(%)
1	현대차	1,605	22.8
2	SK하이닉스	1,040	20.1
3	삼성물산	506	10.4
4	기아	367	11.4
5	SK스퀘어	211	29.7
6	하나금융지주	183	15.9
7	KB금융	168	10.4
8	삼성생명	166	33.0
9	KT	141	9.3
10	삼성바이오로직스	140	-3.6

자료: Fnguide, 인포맥스, 삼성자산운용 투자리서치센터

밸류업 관련 1차 세미나 당일 수익률: 일부 차익 실현 매물 출회

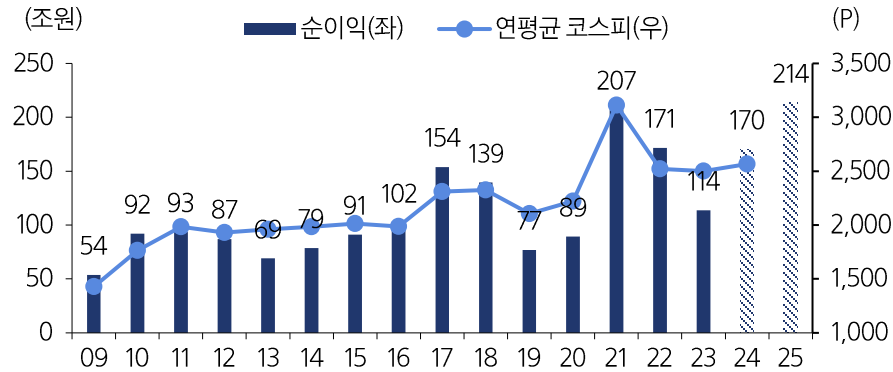


국내 주식시장 전망

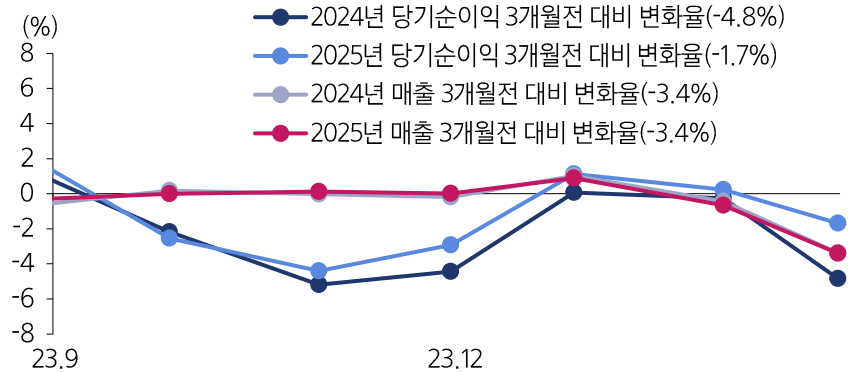
[이익] 4Q23 실적 발표 마무리 국면에서 이익 눈높이가 맞춰지는 중

한국 기업이익은 하향 중으로 이익 눈높이 조정이 나타나. 다만, 견조한 회복 궤도가 유지된다는 점은 긍정적

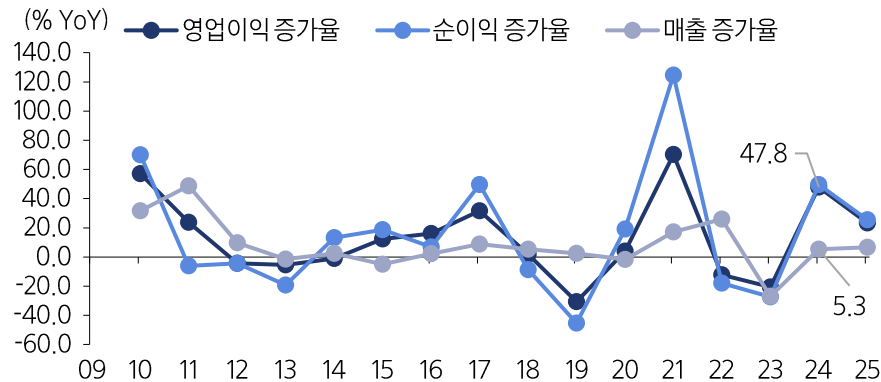
견조한 연간 EPS 성장률은 코스피 지수 하단을 지지하는 요인



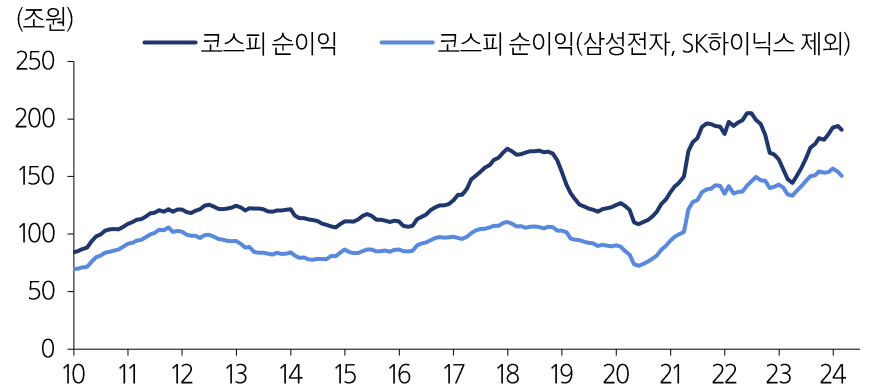
2024년 순이익과 매출의 이익 눈높이 맞춤 과정 진행 중



2024년 순이익 및 매출액 전년대비 증가율은 각각 52.2%, 7.4%



반도체 업종의 순이익 개선이 주식시장 이익 성장을 견인

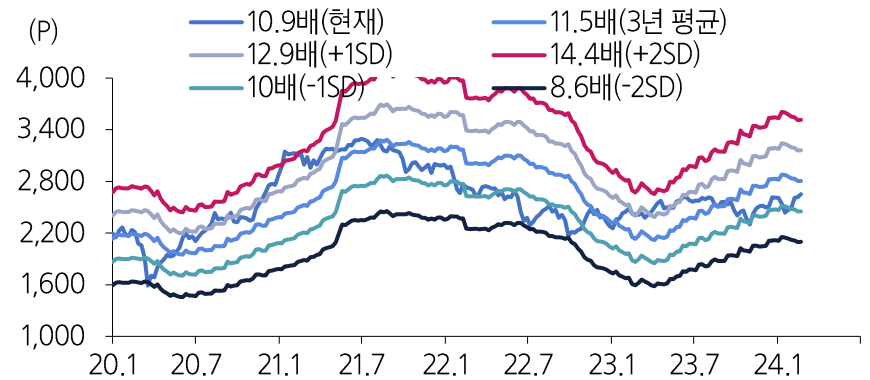


자료: Bloomberg, Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

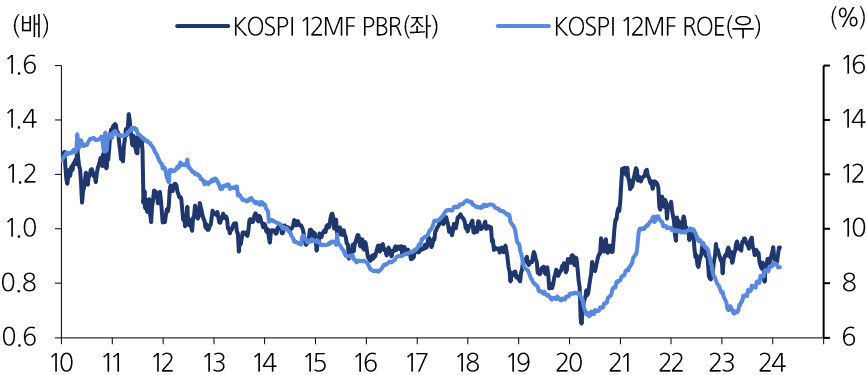
단기 주가 하락으로 밸류에이션 매력은 존재: 다만 실적 불확실성 해소가 필요한 시점

- 1) FY24 이익 회복과 FY25 이익 성장세 지속 여부, 2) 한국 정책 신뢰도 및 연속성, 3) 연준 통화정책 불확실성 등 확인해야 할 요인들이 다수 존재
- 3월 FOMC 및 4월 총선까지 대내외 불확실성이 지속될 것으로 보여 국내 주식시장에 대한 위험관리가 필요. 밸류에이션 확장세와 이익 회복이 가시화가 기대되는 2분기에 주가 상승도 클 것으로 전망. 3분기와 4분기에는 PER기여도 하락세가 지수에 하방압력을 가할 것
- 연간 목표 코스피 밴드인 2,350 ~ 2,800p 유지

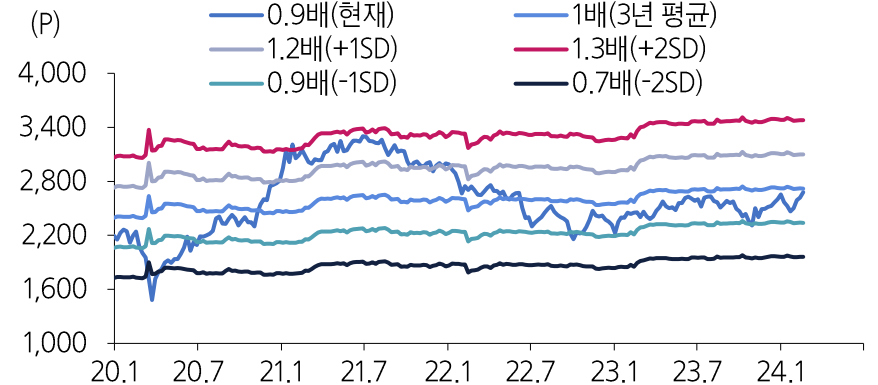
12MF PER은 3개월 평균은 -1 표준편차 수준을 하회



12MF ROE은 빠른 회복세를 지속하고 있어



장부가 대비 시총은 적정 수준(12MT PBR 1배 = 2,735pt)



주: 1월 26일 기준, 자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

02-1

기업 밸류업 프로그램 도입과 코리아 디스카운트

국민 자산 형성 지원 정책 발표 (1.17일)

* 일본 정책 벤치마킹

주요 항목	주요 내용
투자자 세제 지원 강화	<ul style="list-style-type: none"> • 25년 도입예정 금융투자 소득세 폐지 • ISA 납입한도 및 비과세 한도 상향 (기존대비 3배 확대) <ul style="list-style-type: none"> * 납입한도 연 4천만원, 총 2억원으로 두배 상향, 비과세 한도 2백만원에서 5백만원으로 • 국내투자형 ISA 신설 <ul style="list-style-type: none"> * 국내투자형ISA : 국내주식, 국내주식형펀드(기존ISA 중복가입 불가, 1인 1계좌 원칙), 금융소득종합과세 대상의 경우 비과세 없이 분리과세 혜택 부여. 비과세한도 상향 검토
투자자 친화적인 자본시장	<ul style="list-style-type: none"> • 상법개정 통한 소액주주 권익보호(이사 책임 강화, 주총 내실화) • 기업 밸류업 프로그램 도입 (2월중 발표 예정) <ul style="list-style-type: none"> * 상장사의 주요 투자지표 (PBR, ROE 등)를 시가총액, 업종별로 비교 공시 상장사 기업가치 제고계획 기재 권고, 공시 우수법인 가산점 부여, 주주가치 높은 기업으로 구성된 신규지수 개발 및 ETF 도입 • 배당 절차 개선안(배당금 확정 후 투자가능) 분기,반기로 확대 • 대체거래소 출범 • 비상장주식 시장 제도화 통한 거래 편의 제고
자본시장 질서 확립	<ul style="list-style-type: none"> • 공매도 금지기간 중 공매도 전산시스템 구축 • 대차대주간 기울어진 운동장 해소 • 대주주 편법적 사익추구 차단 <ul style="list-style-type: none"> * 자사주 : 인적분할 통한 불합리한 경영권 확보 방지, 자사주 보유 및 처분 공시 강화

*일본 사례 벤치마킹 (13~23년)

- ① 금융완화 기반 투자환경 정비
 - * BOJ, GPIF 공공 역할 확대(13~15년)
- ② 거래소 정비, 지배구조관련 제도 도입
 - * 거래소 통합, 스튜어드십코드 도입(16~21년)
- ③ 기업 밸류업 실행 + 외국인 순매수
 - * 기업가치 증진 기준 도입(23.1월)

*한국 기업 밸류업 프로그램 고려사항

- ① ROE의 활용도 강화 (지수&상품)
- ② 기업의 변화 (주주환원율 vs 재투자)
- ③ 수급의 마중물 (연기금 BM 도입 등)

코리아 디스카운트의 원인

* 수익성, 주주환원, 투자주체

정확한 원인 진단에서 출발

• 코리아 디스카운트 원인은 1)저조한 수익성/성장성, 2)주주환원 등 * '코리아디스카운트 원인분석'인용 (자본시장연구원)
경제발전 정도, 성장전망이 유사한 국가대비 한국의 PBR은 0.87배 낮은 수준

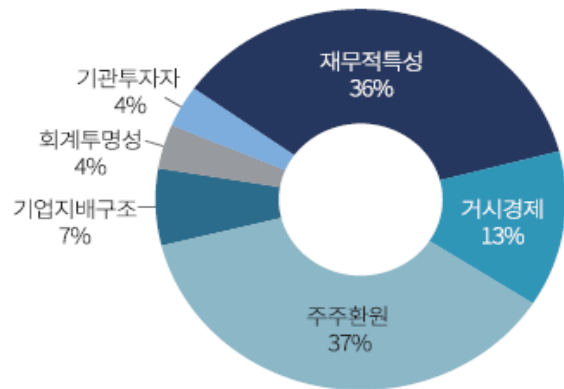
1) 약 60%인 0.53배는 재무비율, 수익률 변동성 등 재무적 특성에 의한 것으로 분석(낮은 수익성, 이익변동성, 산업특성, 자금조달 여건 등)

2) 나머지 40%는 기업지배구조 개선과 주주 환원 수준이 높을 수록 저평가가 해소되는 것으로 분석

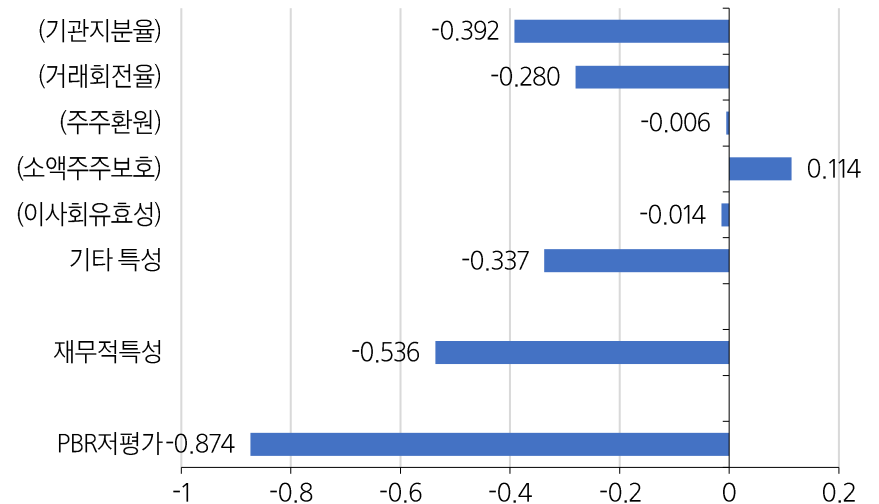
* 기업지배구조 : 이사회 유효성, 소액주주보호, 주주환원 : 현금배당, 자사주매입

PBR 영향요인의 상대적 설명력

<그림 IV-11> 주가-장부가 비율 영향요인의 상대적 설명력



한국 PBR 저평가 요인 분석(자본시장연구원)



자료: 자본시장연구원 '코리아 디스카운트 원인분석', 김준석/강소현, 2023.5월 인용

자료: 자본시장연구원 '코리아 디스카운트 원인분석', 김준석/강소현, 2023.5월 인용

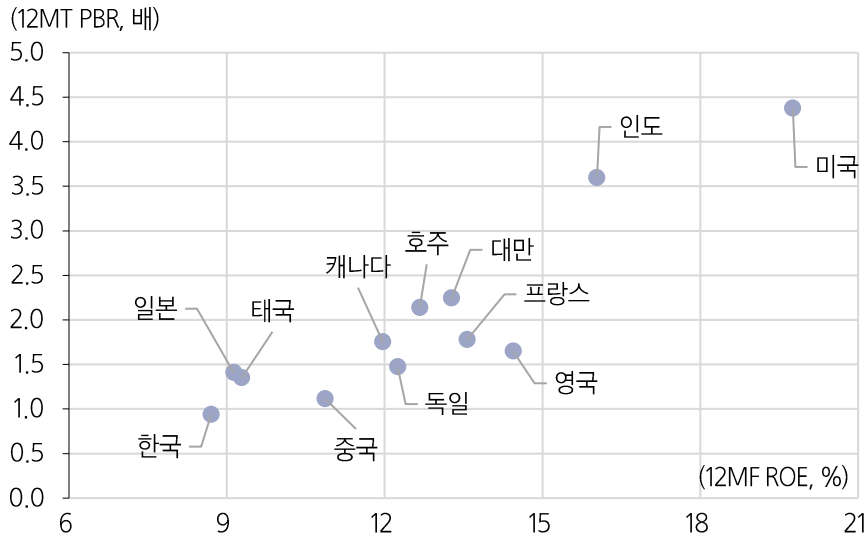
글로벌 피어 대비 낮은 수익성

* PBR와 ROE 기준 가장 낮은 수준

한국은 자본집약적 장치산업 비중이 크다는 점에서 PBR 및 ROE가 글로벌 피어 대비 가장 낮은 수준

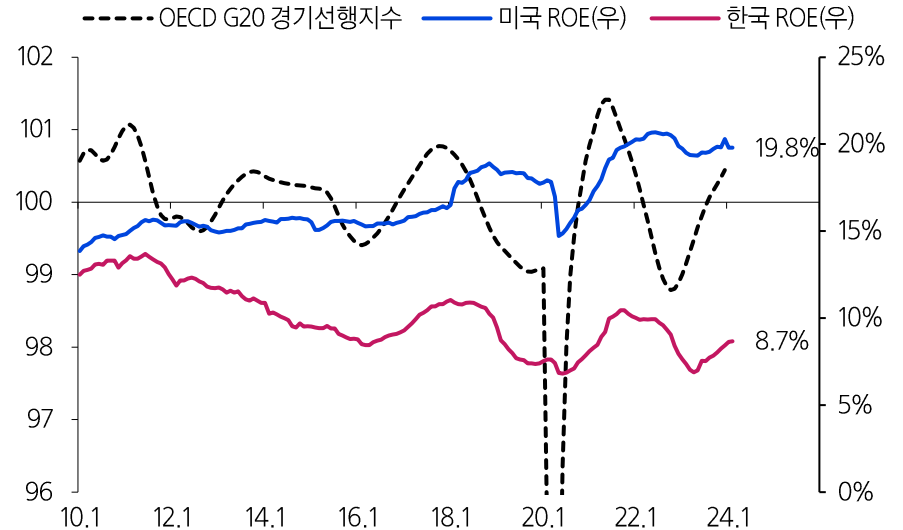
- PBR은 ROE와 PER의 함수로, ROE와 PBR은 양의 상관관계를 나타냄: PBR 상향은 ROE 확대가 나타나야 가능하다는 것이 일반적
- 글로벌 피어 대비 한국 주식시장은 ROE와 PBR이 가장 낮은 수준: 한국의 저PBR 업종인 자본집약적 장치산업 비중이 크기 때문
- 한국 산업의 특성상 한국 ROE는 글로벌 경기 흐름에 동행하며 변동성이 큰 편
- 반면 Capex 비중이 낮고 서비스/플랫폼 중심인 미국 ROE는 우상향 흐름 지속 (높은 수익성과 주주환원을 영향)

한국 주식시장, ROE와 PBR은 글로벌 피어 대비 가장 낮은 수준



자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

글로벌 경기에 동행하는 한국 ROE 특성(경기사이클, 장치산업 특성)



자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

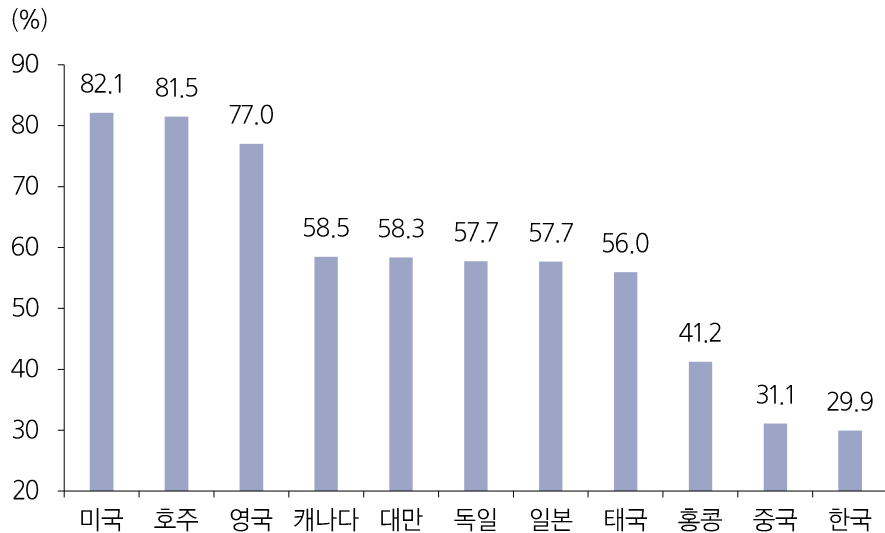
글로벌 피어 대비 약한 주주친화정책

* 낮은 주주환원율, 배당성향

주주환원지표가 피어 중 가장 미흡해, 변화는 불가피

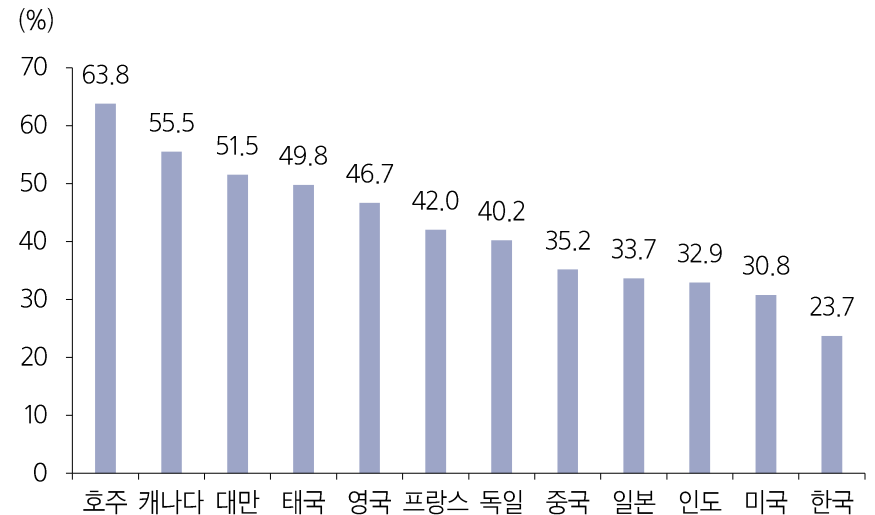
- 국내 주주환원율은 글로벌 주식시장에서 가장 낮아('23년, 30%)
- 한국의 산업 구조를 고려하더라도 비슷하게 경기순환산업 비중이 높은 독일, 일본 등의 절반 수준
- 배당성향도 주요 국가대비 꼴찌에 머물러, 한국 주식시장의 대대적인 주주친화 정책 변화는 필수

최근 5년 평균 글로벌 주식시장 주주환원율



주: 주주환원율 = (자사주매입+배당)/순이익
 자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

글로벌 주식시장 배당성향



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

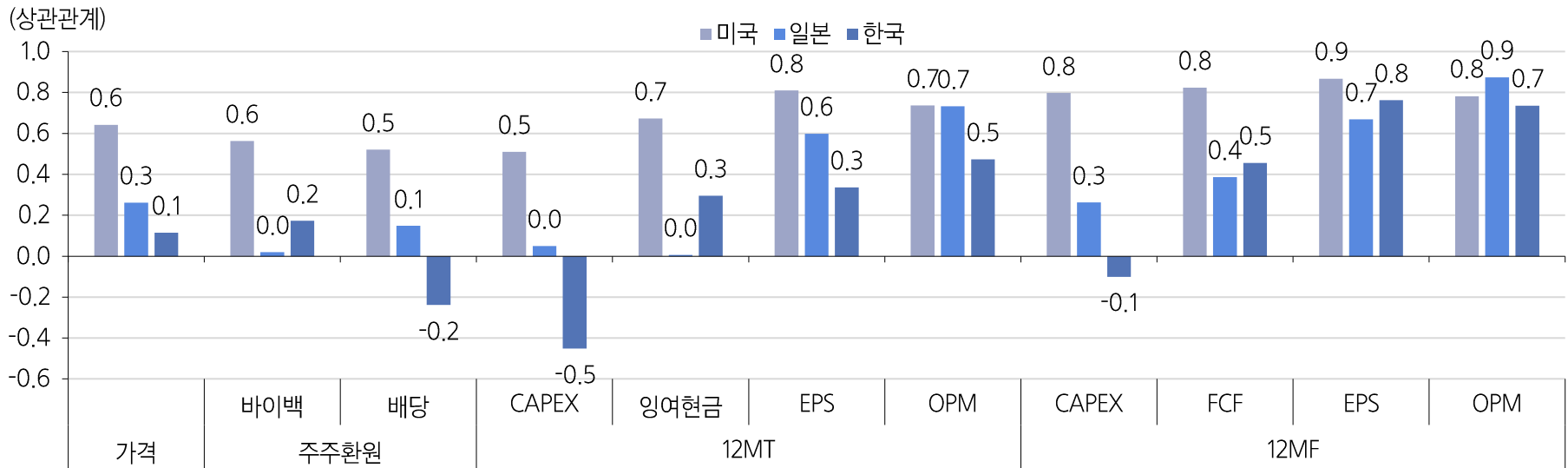
한국 주식시장 특성 상 ROE 개선의 메리트 부재

* ROE와 변수별 상관관계

KOSPI ROE와 지수의 상관관계가 낮다는 점은 ROE 개선의 메리트가 부재했음을 의미: 이익 개선 여부가 중요

- ROE(자기자본이익률)는 자본의 효율성을 보여주는 대표적 지표로 당기순이익을 자기 자본으로 나누어 산출
- 미국 주식시장에서의 ROE 개선 방법 : 1)이익증가, 2)자사주매입소각, 3)배당지급 등
- 반면, 한국 기업의 ROE는 주주환원 보다 마진 및 이익과 유사한 궤적을 이루고 있어
- 결국 한국은 그동안 수출/제조업 중심의 산업 구조상 주주환원보다 재투자를 통한 이익창출 경로로 ROE 개선을 추구해 왔음
- 미국처럼 공격적 주주환원은 어렵겠지만 밸류업 프로그램으로 주주환원을 높아질 경우 ROE의 변동성을 줄일 수 있을 것으로 판단

12MF ROE와 변수별 상관관계: 한국의 주가지수와 ROE의 상관관계는 낮은 반면 미국 주식시장은 높아



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

기업 밸류업 프로그램의 성공 요건

* 공시의무, 지수개발, 기관수급

- 일본 사례를 벤치마킹하면 한국 기업 밸류업 프로그램의 성공은 기업/상품/수급의 선순환에 달려있음.
특히 초기에는 지수개발과 공적기관 중심의 BM도입 등 법제화 없이 가능한 부문으로 신속히 추진하는 것이 필요
- 또한 1회성이 아닌 제도화, ROE개선을 기준으로 삼는 목표의 단순 명확화가 필요해 보임
- (공시) 상장사 주요 투자지표 비교 공시, 기업가치 제고 계획 기재 및 설명 의무, 패널티/인센티브 부여
- (상품) 저PBR 지수 개발 및 ETF 도입 - 주요 지표 (저PBR, ROE, 주주환원율, 현금흐름, 일본 JPX프라임150 참조)
- (수급) 공적연금 활용도 제고 관건(거래소 지수개발 → 공적연금 BM 도입)

* 2014년 일본의 사례 : 14.1월 JPX Nikkei 400 지수 출시 → 신지수 연동 ETF 출시 → 14.4월 GPIF 국내주식 패시브BM으로 → 14.11월 BOJ BM 추가

일본의 사례 (2014년, GPIF BM 변경: Nikkei 400 지수 도입)

2012	TOPIX
	RUSSELL/NOMURA (small cap / large cap / total market / composite)
↓↓	
2014	TOPIX
	JPX-Nikkei Index 400
	MSCI Japan (standard / small)
	Nomura RAFI reference index
	RUSSELL/NOMURA (prime / small cap / large cap)
	S&P GIVI(global intrinsic value index) Japan

JPX Nikkei 400 지수 연동 ETF 현황 (총 4조엔 규모)

ETF Ticker	운용사	출시일	AUM(십억엔)	Fees
1591 JP	노무라	14.1.28	1,510.92	0.10%
1593 JP	미쯔비시 UFJ	14.2.6	762.47	0.25%
1599 JP	다이와	14.3.27	419.06	0.18%
1592 JP	스미토모	14.1.28	387.59	0.10%
1364 JP	BlackRock	14.12.2	356.36	0.05%
1474 JP	미즈호	15.9.7	257.77	0.17%
2526 JP	Norinchukin Bank	19.2.6	52.35	0.12%

자료: 국민연금 Pension Issue & Trends Analysis, 삼성자산운용 투자리서치센터

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

1차 기업 밸류업 지원방안 세미나(2월 26일) ①

세미나 핵심 포인트는 1)자발적, 2)하반기 BM 개발: 저PBR의 단기 조정 가능성 염두

- 목표설정 및 개선 계획에서 기업의 자발적 노력을 요구한다는 점에서 정책 추진 강도는 예상보다 약했음
- 3분기 발표되는 BM 세부 사항과 추종하는 공적자금의 여부에 따라 기업의 밸류업 노력 강도가 정해질 전망
- 스튜어드십 코드 시행 및 기관의 BM 도입 가능성 언급: 연기금의 적극적인 의결권 행사를 통한 밸류업 프로그램 참여 가능성 존재
- 한편 대부분의 주요 향후 계획이 하반기라는 점에 주목: 준비된 기업부터 공시(하반기~), 지수(3Q)·ETF 개발(4Q), 백서발간·표창(매년 5월) 등
- 이에 4월 총선이후 정책 연속성에 대한 불확실성도 확대될 수 있어 저PBR의 단기 조정 가능성을 염두해둘 필요

상장 기업의 공시가 강제가 아닌 자율적이라는 점에 주목

02. 상장기업의 자발적 공표 지원

공시 교육, 컨설팅 및 번역지원 등 상장기업 밸류업 지원

공시 교육

- 공시담당 임직원 교육에
밸류업 교육프로그램 신설

컨설팅·번역지원

- 중소기업 상장기업 대상
- 1:1 맞춤형 컨설팅
- 영문번역 지원

03. IR 지원 및 소통 강화

공동 IR 및 간담회·홍보 실시

공동 IR

- 희망기업 대상 공동 IR
▪ 밸류업 우수기업 등 참여

간담회

- CEO·CFO 대상 간담회
▪ 업종별·규모별 개최

온라인·해외홍보

- 밸류업 홍보 콘텐츠
▪ 글로벌기관투자자 홍보

자료: 한국거래소, 삼성자산운용 투자리서치센터

향후 계획: 지수 발표 및 ETF 개발은 하반기에 예정

3~5월간 전방위적 의견수렴 실시 → 가이드라인 확정(6월, 이후 지속 보완)

STEP1

2024년	2월	3월	4월	5월	6월	하반기
전담조직 및 자문단 운영						
상장기업 의견수렴(간담회, 설문조사, 세미나 등)						
가이드라인 확정(보완)						

기업가치 제고계획 공표 → 지수, 투자지표, 교육 등 지원 확대

STEP2

2024년	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월
기업가치 제고계획 공표							
밸류업 지수·ETF 개발							
통합홈페이지 신설, 투자지표 제공							
교육·컨설팅 지원							

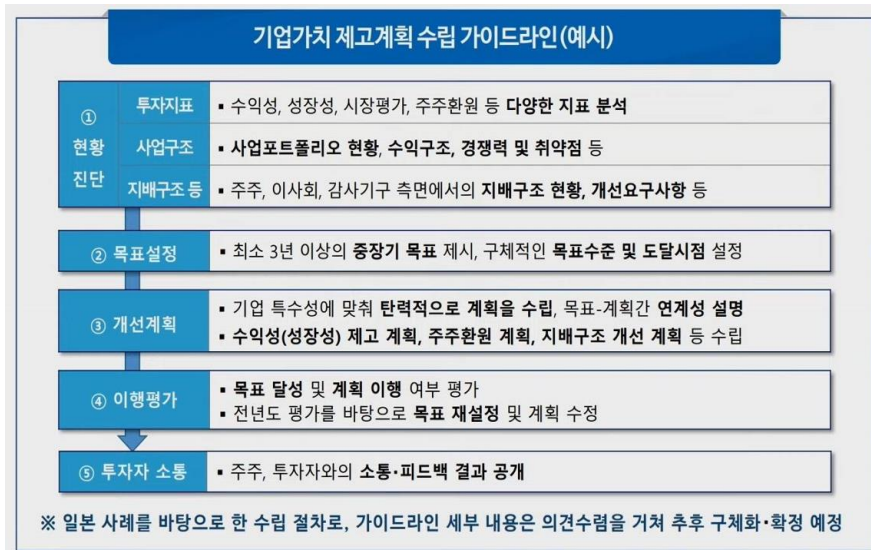
자료: 한국거래소, 삼성자산운용 투자리서치센터

1차 기업 밸류업 지원방안 세미나(2월 26일) ②

5월에 예정된 2차 세미나 이후 정책 신뢰도 및 연속성이 확인되면 외국인 수급 개선을 기대할 수 있음

- 일본 사례에서 3번의 반등이 나왔다는 점에 주목: ① BM 설정 기준 발표이후, ② 다수의 밸류업 관련 펀드 설정 국면, ③ BM 추종 ETF 상장 국면
- 한국은 첫번째 반등 국면인 BM 설정이 3분기에 나타날 수 있음: 기업가치 제고계획 초안이 수립되는 2차 세미나(5월)를 주목할 필요
- 일본의 경우 정책에 대한 신뢰도가 강화되자 일본 주식시장으로의 외국인 자금 유입 → 일본 주식시장의 밸류에이션 확장으로 이어져
- 한국 주식시장도 하반기 이후 정책 의지, 기업의 참여, 수급 연계 등 긍정적 여건이 조성되면 본격적인 레벨업될 가능성을 염두

5월 중 2차 세미나 등을 통해 최정 가이드라인 확정 추진 예정



자료: 한국거래소, 삼성자산운용 투자리서치센터

일본 주식시장의 외국인 누적 순매수세와 밸류에이션 확장



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

02-2

**투자 아이디어:
한국 기업의 ROE 개선의 길**

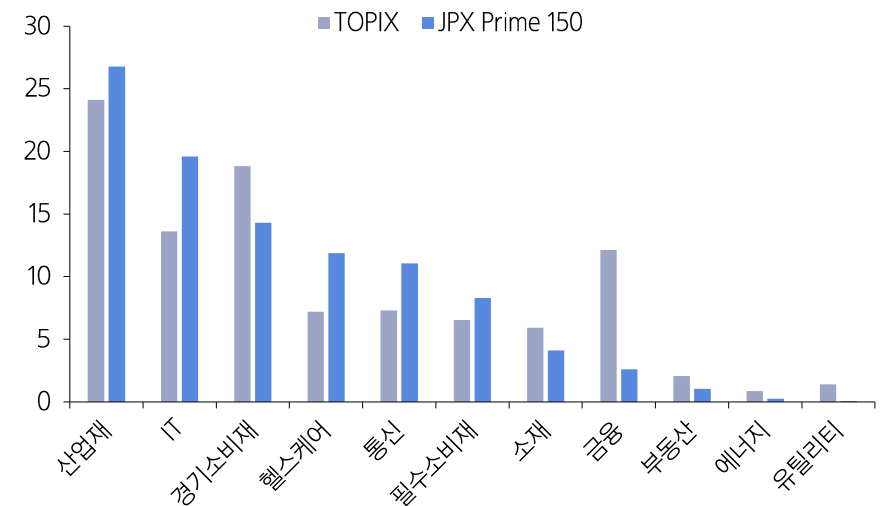
JPX프라임 150의 역할

* 일본 기업의 자발적 가치 상향조정 노력 기대

일본은 JPX 프라임150 지수를 구축하여 수익성이 높으며 밸류에이션 프리미엄을 받고 있는 기업에 투자하도록 유도

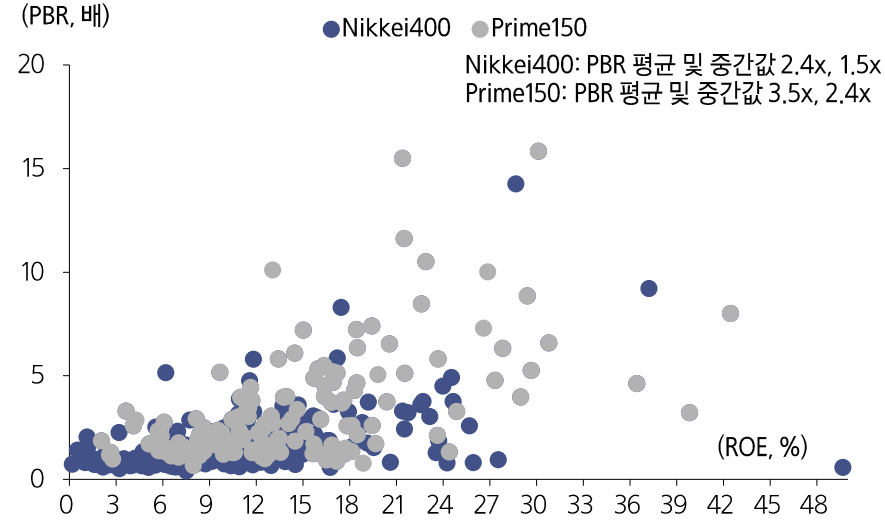
- 2022년 4월 일본 거래소 재편 : 프라임(1841개) + 스탠다드(1477개) + 그로스(459개) *기존 1부, 2부, 마더스, 자스닥
- JPX 프라임 150지수는 자본스프레드(ROE-COE)와 PBR을 이용하여 개발된 지수: 성장주를 중심으로 구성
- 日 공적기금이 BM으로 채택한 NIKKEI400 대비 JPX프라임150가 성장성과 밸류에이션 측면에서 우위에 있어 기관의 자금 유입 예상
- 新NISA이 도입된 가운데 JPX 프라임150은 성장주를 중심으로 구성되어 있어 관련 ETF를 이용한 개인 자금 유입도 기대
- 기관과 개인의 자금이 유입되면 일본 기업들은 JPX 프라임150에 편입되기 위해 자발적으로 기업가치를 높이기 위해 노력할 전망

TOPIX와 JPX 프라임150 구성차이



주: 유동시가총액 가중
 자료: Bloomberg, Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

JPX 프라임150의 높은 편입기준 → 기업의 자발적 가치 상향 노력



자료: Bloomberg, Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

K-프라임150지수 개발

* K-프라임150 도입 시 기관이 수급 마중물 역할을 할 것

한국기관의 K-프라임150지수(가칭) BM 도입은 주식시장의 수급 환경을 개선시킬 것

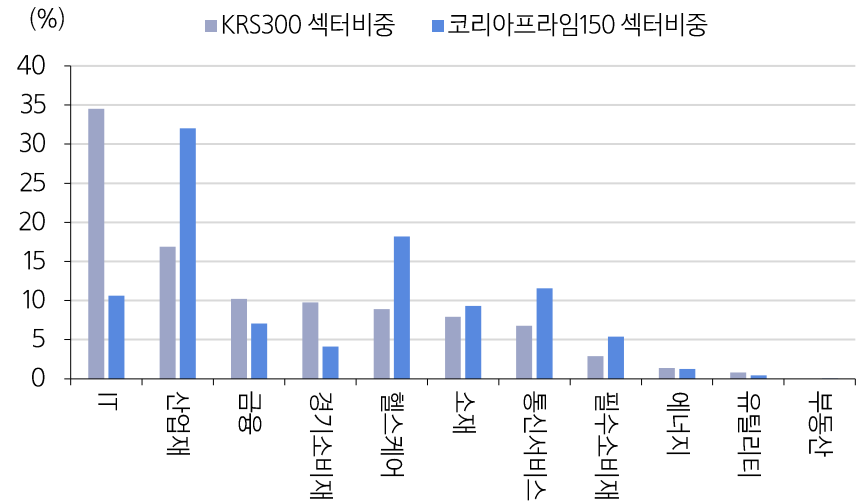
- JPX프라임150의 종목선정 기준을 벤치마크하면 한국 상장기업 중 코스닥 기업은 편입 가능성 낮음(베타가 높아 자기자본비용이 높음)
- 삼성전자도 K-프라임150 기업에서 제외되는 가운데 주요 편입 종목으로는 엘지에너지솔루션, 삼성바이오로직스, 셀트리온, 네이버 등
- 섹터별 구성은 KRX300 대비 IT, 금융, 경기소비재 비중이 줄어들며 산업재, 헬스케어, 통신서비스 등의 비중은 확대될 것으로 예상
- K-프라임150지수가 보편화되기 위해서는 기관 수급 유입이 필수라는 점에서 기관의 新BM도입 여부가 중요
- 기관의 자금 유입은 개인에 이어 외국인 자금 유입을 유도하는 수급 마중물 역할을 할 것이기 때문

K-프라임150 주요 기업

기업명	섹터	시총(조원)
엘지에너지솔루션	산업재	90.3
삼성바이오로직스	헬스케어	58.8
셀트리온	헬스케어	39.0
네이버	통신서비스	33.2
LG화학	소재	32.7
삼성SDI	IT	26.3
카카오	통신서비스	23.9
포스코퓨처엠	산업재	20.8
메리츠금융지주	금융	14.2
카카오뱅크	금융	13.5

주: 유동시가총액 가중
 자료: Fnguide, 삼성자산운용 투자리서치센터

KRX300과 K-프라임150 구성차이



자료: Bloomberg, Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

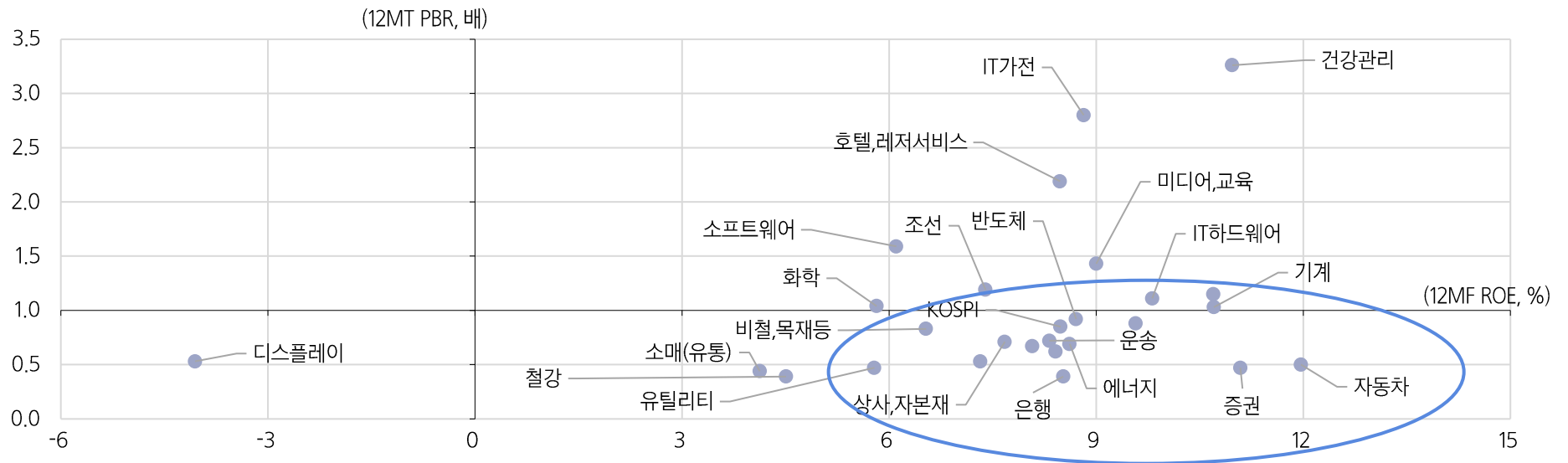
기업의 자발적 노력이 필요

* 韓 기업이 자발적으로 기업가치를 높이는 환경 조성

기업 밸류업 프로그램은 PBR과 ROE가 낮은 기업들이 자발적으로 기업가치를 높이는 환경을 조성

- 일본 사례에서는 ROE가 주요 지표로 사용되었다는 점에서 한국 투자자들도 PBR과 ROE 모두 투자 판단 지표로 사용해야
- 특히 기관의 新BM 도입이 한국 주식시장의 수급 개선으로 이어질 가능성이 높다는 점에 주목
- 이는 일본과 비슷하게 기업들이 자발적으로 기업가치를 높이는 환경을 조성할 것
- 현재 PBR이 낮고 ROE 개선이 기대되는 섹터에 대한 관심 필요: 금융, 에너지, 자동차, 기계, IT하드웨어, 지주, 반도체 등

섹터별 ROE VS PBR: 기관 또는 연기금 패시브 투자에 활용하는 방안 고려 가능



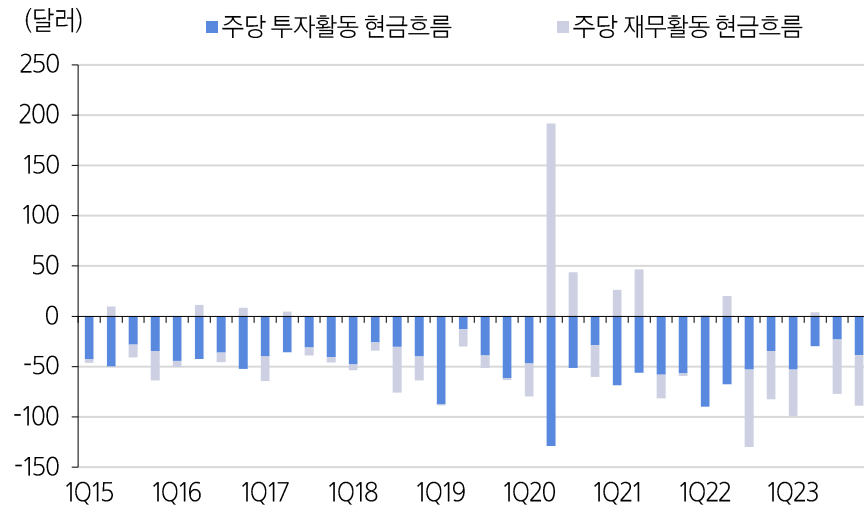
자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

선진국과 한국의 현금 사용처가 변화할 것 * 현금흐름 변화 = ROE 확대 + 주주가치 강화

미국의 ROE 개선 요인은 재무활동 현금흐름에서 확인 가능: 韓 기업은 재무활동 현금흐름의 추가 유입이 제한해야

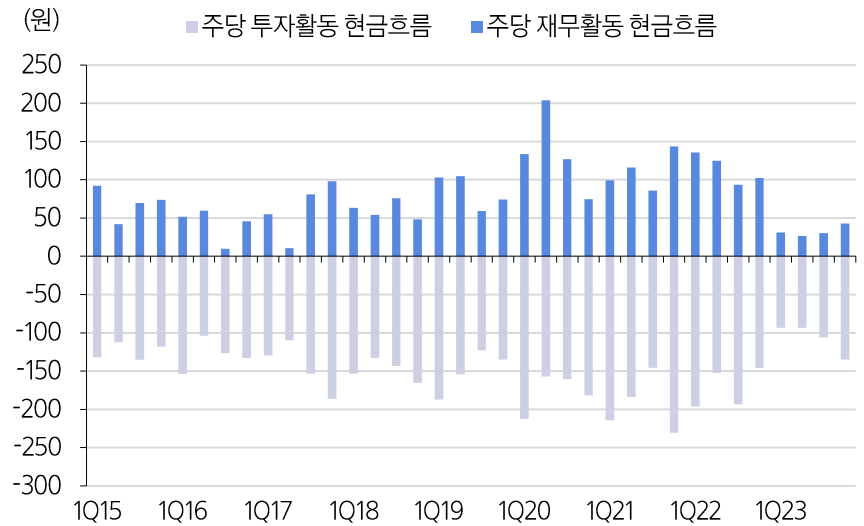
- 현금흐름에서도 한국과 미국은 차별화 흐름이 나타나고 있어
- 미국은 ROE를 높이기 위해 투자활동 및 재무활동 현금흐름(차입금/채권 상환, 유상감자, 자사주 취득 등)에서 지출을 지속하고 있음
- 한국은 글로벌 경기에 민감하기 때문에 투자활동 현금흐름은 유출
- 다만 설비산업 비중이 높은 한국 기업들은 재투자 관련 자금 조달을 위해 증자 및 신주발행이 단행되어 재무활동 현금흐름은 (+) 유지
- 한국 기업의 주주환원을 및 기업가치를 높여지기 위해서는 재무활동 현금흐름의 추가 유입이 제한되어야 함

미국 상장기업들의 현금흐름 사용처



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

한국 상장기업들의 현금흐름 사용처



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

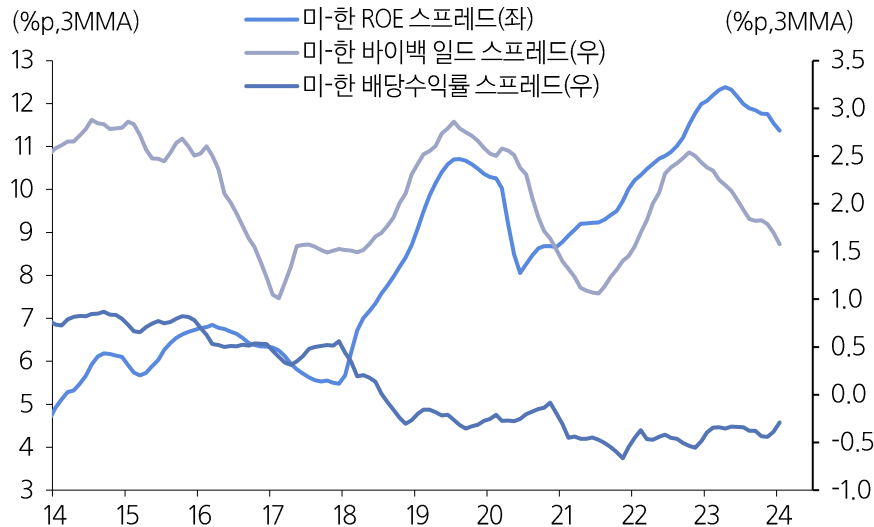
잉여현금흐름과 기업가치

* 잉여현금흐름의 중요성과 기업가치 할증/할인 여부

재무활동 현금흐름이 제한되면 기업들은 영업활동을 통한 현금흐름을 마련해야: 현금창출 능력이 중요해질 것

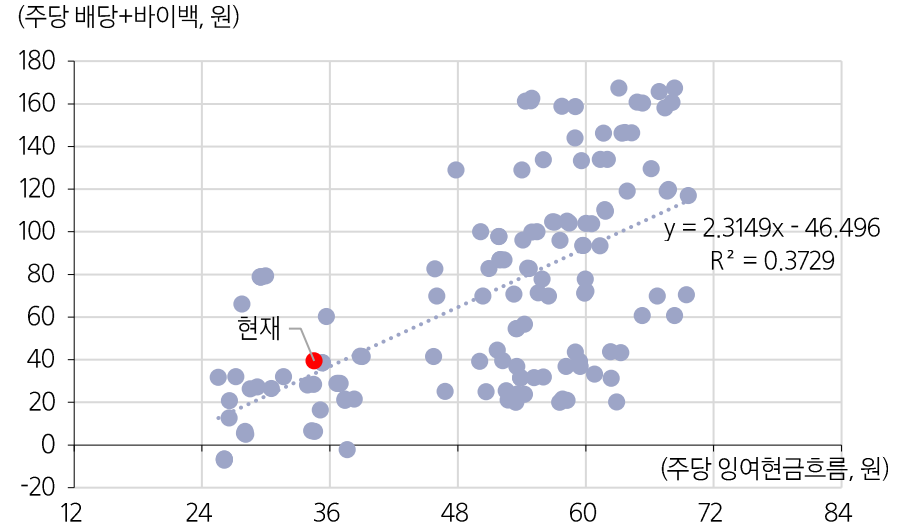
- 기업 밸류업 프로그램 도입으로 재무활동 현금흐름이 제한되면, 한국과 미국과의 주주환원의 괴리는 축소될 것
- 한편, 재무활동 현금흐름의 제한으로 기업들은 영업활동을 통한 현금흐름 강화에 힘써야 함 → 기업 수익성 개선 노력 기대
- 현금 보유 및 창출력이 높은 기업은 재무 활동 비용 절감, 주주가치 강화 활동 전개, CAPEX 재투자가 가능
- 이로 인해 잉여현금흐름이 기업가치 및 할증/할인 여부가 정해질 전망

재무활동 현금흐름이 제한되어야 ROE 개선이 나타날 전망



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

잉여현금과 주주환원정책이 (+) 상관관계: 잉여현금흐름이 기업가치 및 할증/할인 여부가 정해질 전망



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

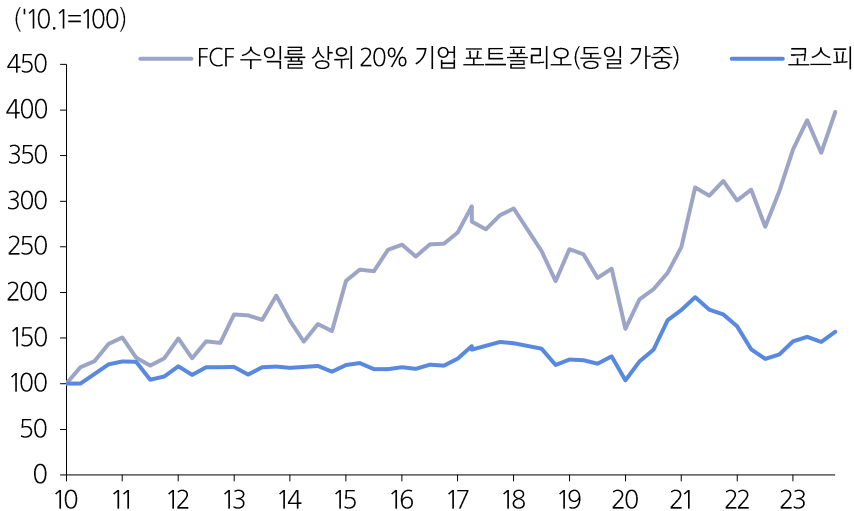
주주친화정책과 ROE 관계

* 현금 창출 능력이 우수한 섹터에 집중

현금흐름 개선은 ROE 및 주주가치 강화로 이어진다는 점에서 현금 창출 능력이 높은 섹터에 관심

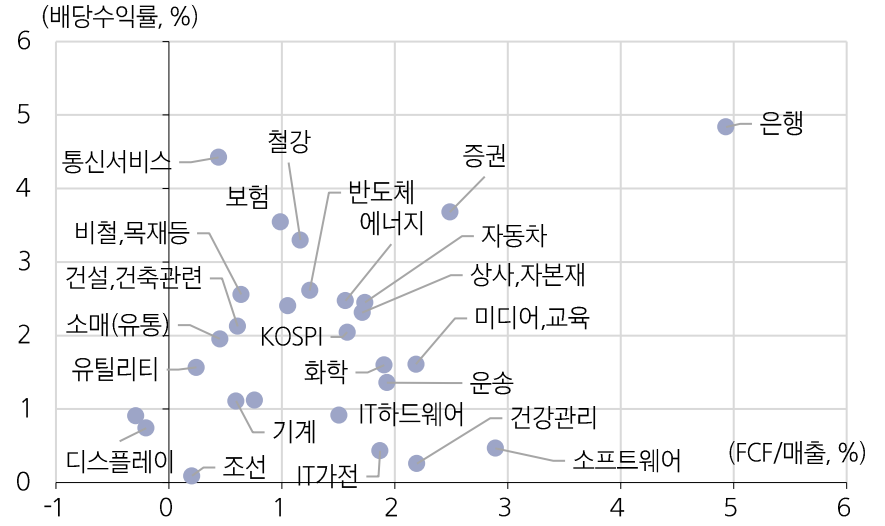
- 기업들의 자발적 현금흐름 개선은 수익성 개선 및 주주가치 강화로 이어질 가능성이 높다는 점에 주목
- 과거 현금흐름이 좋은 기업들의 주가 수익률이 높았다는 점도 주목할 사항
- 현금창출능력이 높으며 주주가치 상위 섹터로는 금융, 에너지, 자동차, 지주사 등이 있음

FCF 일드 상위 20% 기업 포트폴리오는 코스피를 아웃퍼폼



주: 코스피 코스닥 상장 기업 중 12M Trail 매출성장률+영업이익률 20% 상위,
 자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

섹터별 현금창출능력과 배당수익률



자료: Fnguide, 삼성자산운용 투자리서치센터

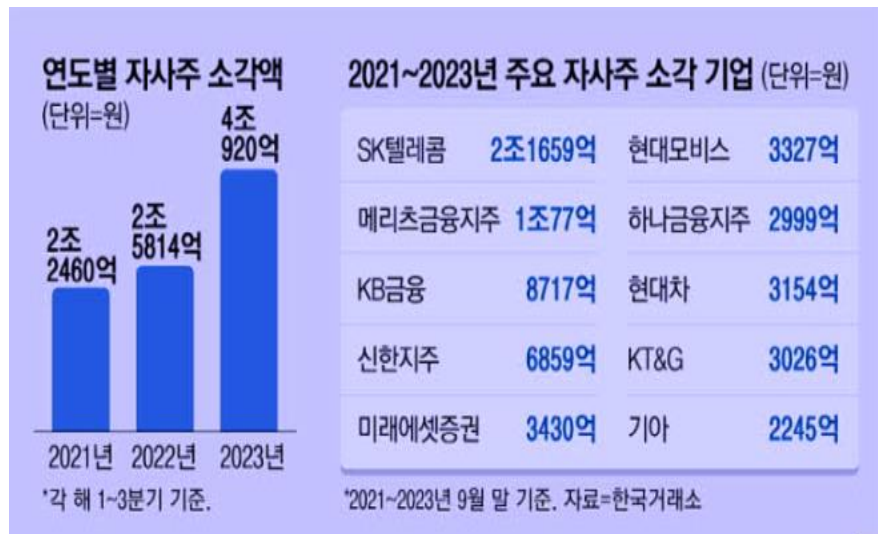
정책신뢰도와 외국인 수급

* 바스켓으로 담은 외국인 특성상 대형주가 유리

한국의 기업 밸류업 프로그램이 지속성을 가지게 된다면 외국인 자금 유입을 기대할 수 있음

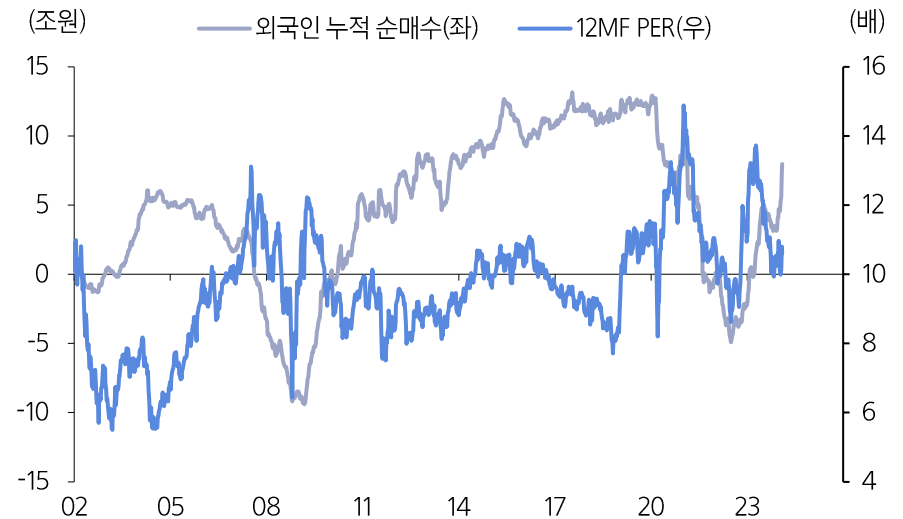
- 日 주식시장에서는 기시다내각 출범 이후 정책 신뢰도가 강화되어 외국인 자금이 유입 → 일본 주식시장의 밸류에이션 확장으로 이어져
- 코로나19사태를 제외하면 한국 주식시장에서도 외국인 투자자들은 밸류에이션 방향성을 정하는 투자주체
- 한국의 기업 밸류업 프로그램이 지속성을 가지게 된다면 기업 주주가치 및 정책 신뢰도가 강화될 것: 외국인 자금 유입을 기대할 수 있음
- 외국인은 바스켓으로 한국 주식시장을 매수한다는 특성을 고려하면 대형주가 유리할 전망

기업 주주환원 정책 + 정부 정책 신뢰도 강화 → 외국인 자금 유입



자료: 언론보도, 삼성자산운용 투자리서치센터

외국인 자금 유입은 밸류에이션 확장으로 이어져



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

투자전략 정리

저PBR+ROE 개선 섹터

- 기업 밸류업 프로그램 도입으로 기업들의 자발적 수익성(ROE) 및 밸류에이션(PBR) 상향조정 노력 기대
- 기관의 신BM 도입도 수급 환경을 개선
- 금융, 에너지, 자동차, 기계, IT하드웨어, 지주 등

현금창출능력과 잉여현금이 풍부한 섹터

- 재무활동 현금흐름이 제한되면 현금창출 능력이 중요해질 것
- 현금창출능력 및 현금보유 기업의 수익성 개선 및 주주가치 강화로 이어질 가능성이 높기 때문
- 금융, 에너지, 자동차, 지주사 등

대형 성장주

- 정책의 지속성 및 신뢰도가 확인되면 외국인 자금 유입도 기대할 수 있는 요인
- 新BM이 성장주를 중심으로 구성되어 있다는 점도 주목할 요인
- 외국인은 바스켓으로 한국 주식시장을 매수한다는 점에서 대형주가 유리

Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 투자전략 및 투자프로세스는 현재의 시장상황을 감안하여 참고용으로만 제시된 것이므로, 시장상황의 변동이나 당사 내부기준의 변경 또는 기타 사정에 의하여 별도의 고지 절차 없이 변경될 수 있습니다.
- 당사는 관련법령에 허용된 범위내에서 투자전략 및 투자프로세스를 결정하므로, 본 자료에 기재된 사항 중 관련법령 및 계약서의 내용과 상이한 것은 효력이 없습니다.
- 본 자료는 참고 자료로 신뢰할 수 있다고 판단되는 각종 자료와 통계자료를 이용하여 작성된 것이나 본 자료의 내용이 향후 결과에 대한 보증이 될 수 없으며, 본 자료를 본래의 용도 이외의 목적으로 사용했을 때 삼성자산운용은 이에 대해 법적 책임을 지지 않습니다.
- 본 자료를 삼성자산운용 이외의 자로부터 입수하였을 경우, 자료 무단 제공 및 이용에 대한 책임은 전적으로 해당 제공자 및 이용자에게 있습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 지적재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.