

퀀트전략

제로금리 시대, 밸류에이션 다시 보기

유명간 myounggan.yoo@miraeasset.com



Contents

[요약] 제로금리 시대, 밸류에이션 다시 보기	3
I. 기업이익 둔화 사이클 시작	6
II. 밸류에이션 상승의 이유: 저금리	9
III. 금리 수준에 따른 PER 계산(feat. ERP)	17
IV. 성장주 강세 지속 전망	34
V. Earnings & Valuation Table	43

[요약] 제로금리 시대, 밸류에이션 다시 보기

I. 기업 실적 둔화 사이클은 이제 시작

- 코로나19, 유가 급락으로 기업 실적 둔화 불가피: 전세계 기업 매출액, EPS 증가율 각각 -6.5%, -20.8%
- 2021년 실적 턴어라운드 예상되지만 경기 회복 속도와 이익 모멘텀 고려하면 낙관하기는 어려움
- 올해 전세계 경제성장률은 -3.0%(IMF)로 2009년(-0.1%)보다 낮은 수준 기록할 전망

II. 밸류에이션 상승의 이유: 저금리

- 이익 성장이 크지 않은 시기에 밸류에이션 상승은 금리 하락(=할인율 하락)으로 설명할 수 있음
- S&P500 12MF PER 20배 상회(2010년 이후 평균 15.1배, +2.6표준편차), 미국채 10년 금리는 0.6% 중반 수준까지 하락
- 2019년 이후 S&P500 지수 상승은(+18.9%) 이익 증가(-18.3%p)보다 밸류에이션 상승(+40%p) 요인이 컸음

III. 금리 수준에 따른 PER(feat. ERP)

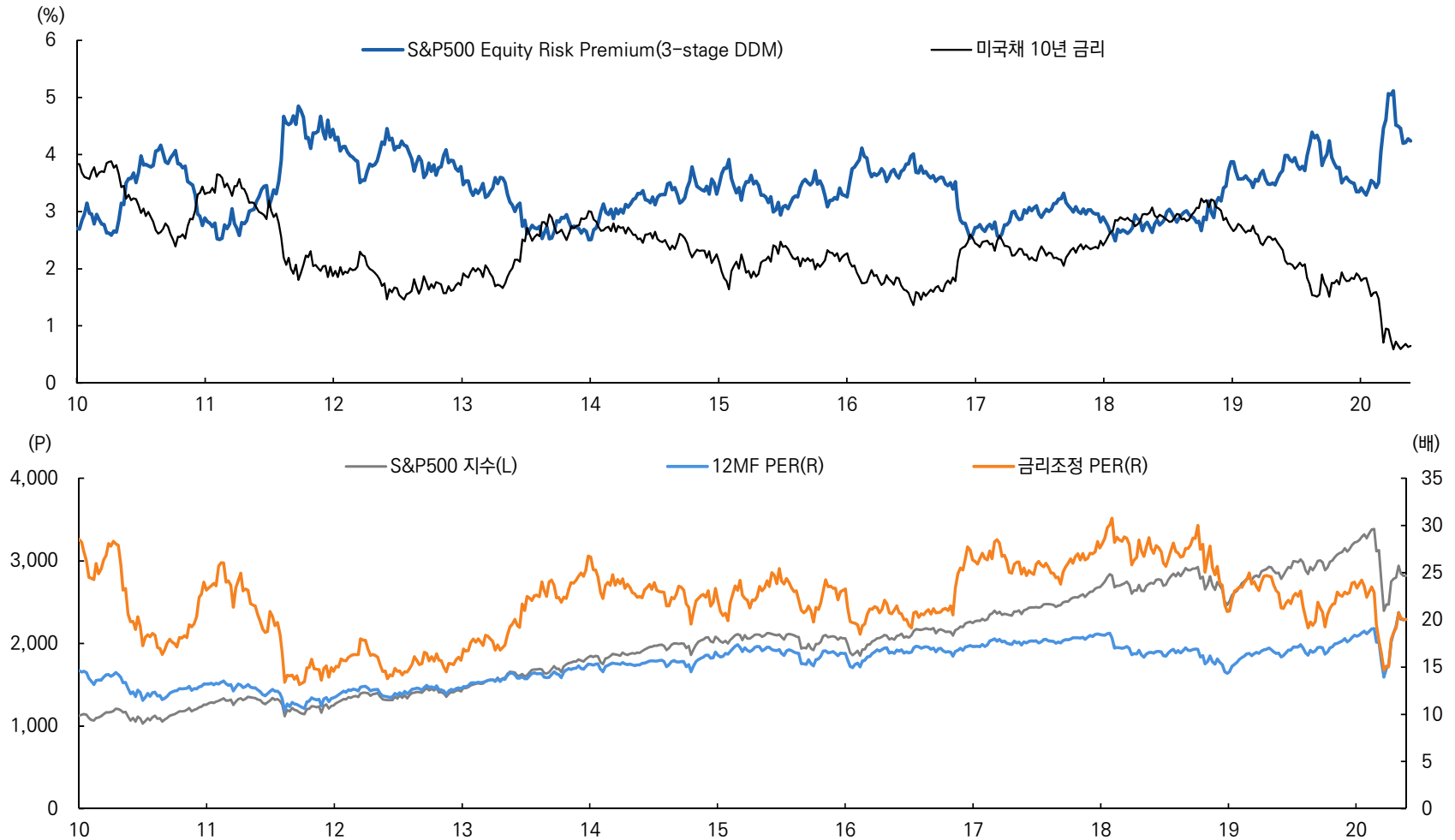
- PER 지표로 주식 고평가/저평가를 판단할 때, 금리 수준을 고려해 비교하는 것이 합리적
- 금리 변화에 따른 밸류에이션 왜곡을 보완할 수 있는 지표: ① Yield Gap, ② CAPE, ③ Equity Risk Premium
- 3단계 배당할인 모형으로 추정된 미국 ERP는 4.2% 수준으로 2010년 이후 평균값 3.4%보다 높은 수준
- ERP를 통해 금리와 밸류에이션 관계를 판단: 금리가 0에 가까워 질수록 PER은 가파르게 상승 → 높은 밸류에이션 정당화

IV. 성장주 강세 전망

- 글로벌 성장주 강세는 2010년 이후 지속: 2020년 상반기 미국 성장주와 가치주 수익률 차이는 +24%p까지 확대
- 금리 하락시 가치주보다 성장주의 적정가치 상승폭이 크기 때문(금리가 0에 가까워 질수록 성장주 적정가치가 민감하게 변화)
- 한국 주도주는 반도체에서 소프트웨어, 바이오로 교체: NDKSC(네이버, 엔씨소프트, 카카오, 삼성바이오로직스, 셀트리온) 합산 시가총액 비중 11.5%까지 상승. 미국 시장 내 FAANG+M 시가총액 비중 2016년 10%에서 현재 24%까지 상승
- 저금리, 저성장 환경에서 성장주 강세는 지속될 전망

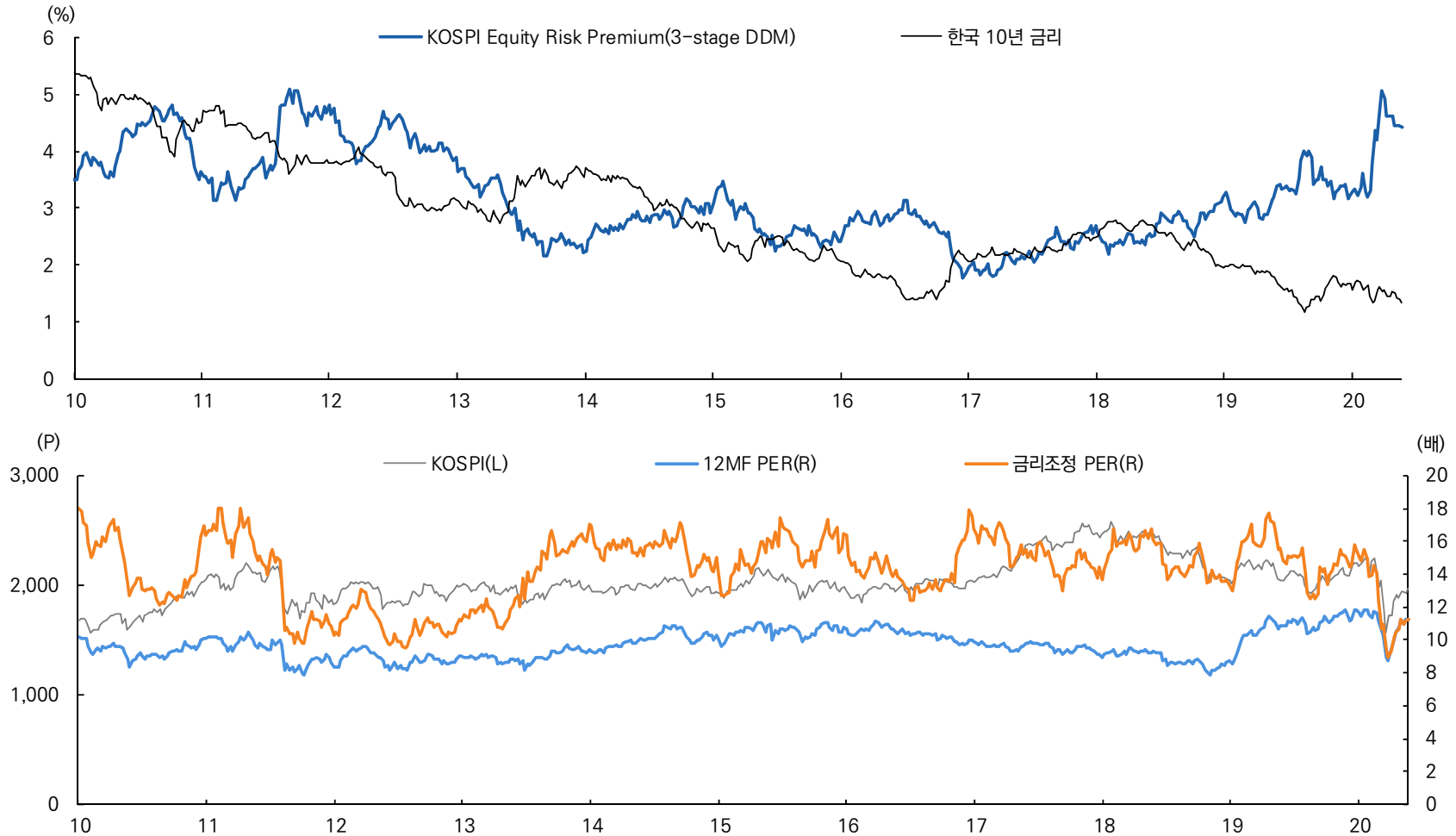
[Key Chart] 제로금리 시대, 밸류에이션 다시 보기

[미국] ERP, 금리, PER, 금리 조정 PER



[Key Chart] 제로금리 시대, 밸류에이션 다시 보기

[한국] ERP, 금리, PER, 금리 조정 PER

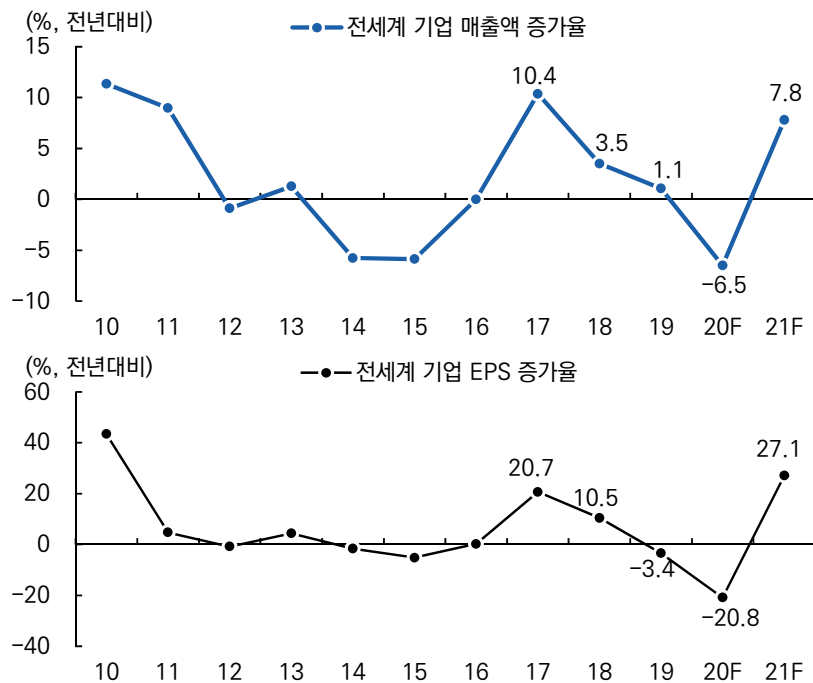


I. 기업 실적 둔화 사이클은 이제 시작

코로나19, 유가급락이 가져온 기업 실적 둔화

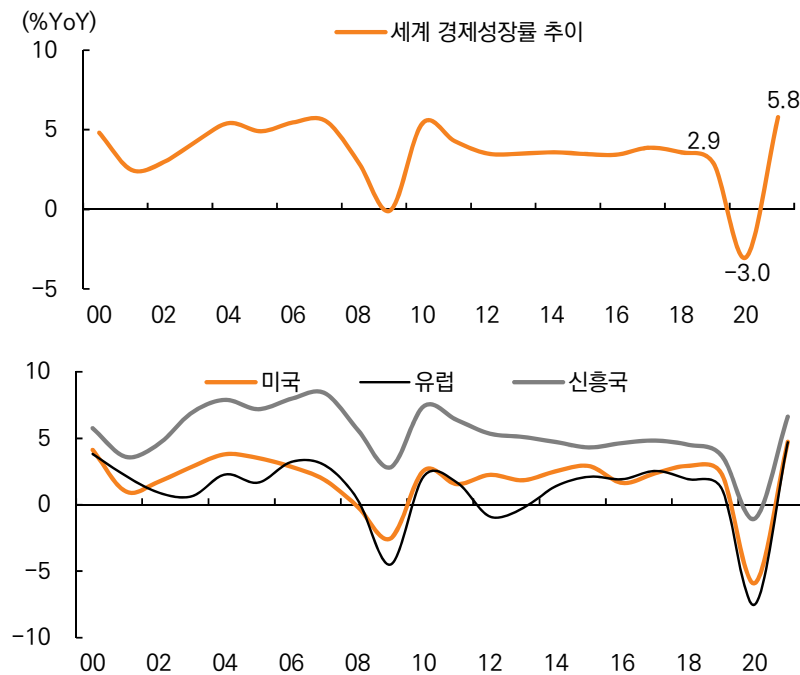
- 코로나19, 유가 급락으로 올해 기업 이익 둔화는 불가피
- 전세계 기업 20년 매출액, EPS 증가율 컨센서스는 각각 -6.5%, -20.8%(MSCI 기준)
- 21년 턴어라운드 예상되지만 경기 회복 속도와 기업 이익 모멘텀 고려하면 낙관하긴 어려움
- 올해 세계 경제성장률은 -3.0%로 09년(-0.1%)보다 낮은 수준. 지난해 10월 전망 대비 -6.4%p 하향 조정. 미국: -5.9%(-8.0%p), 유로존:-7.5%(-8.5%p), 신흥국: -1.1%(-5.7%p)

전세계 기업 매출액, EPS 증가율



자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

세계 경제성장률(실질 GDP 증가율) 추이



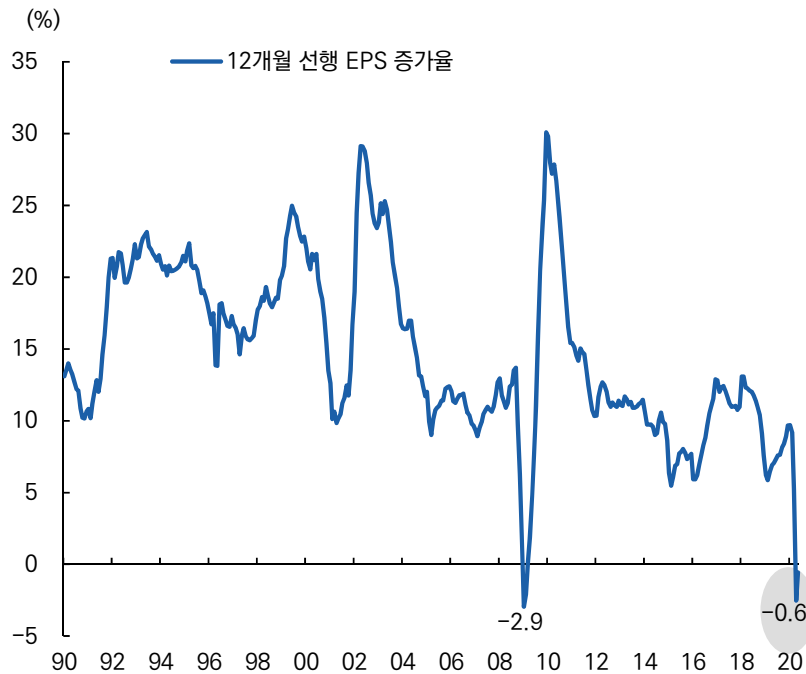
자료: IMF, 미래에셋대우 리서치센터

I. 이익 모멘텀, 최악은 지나가는 중

12개월 선행 EPS 증가율 -2.5% → -0.6%

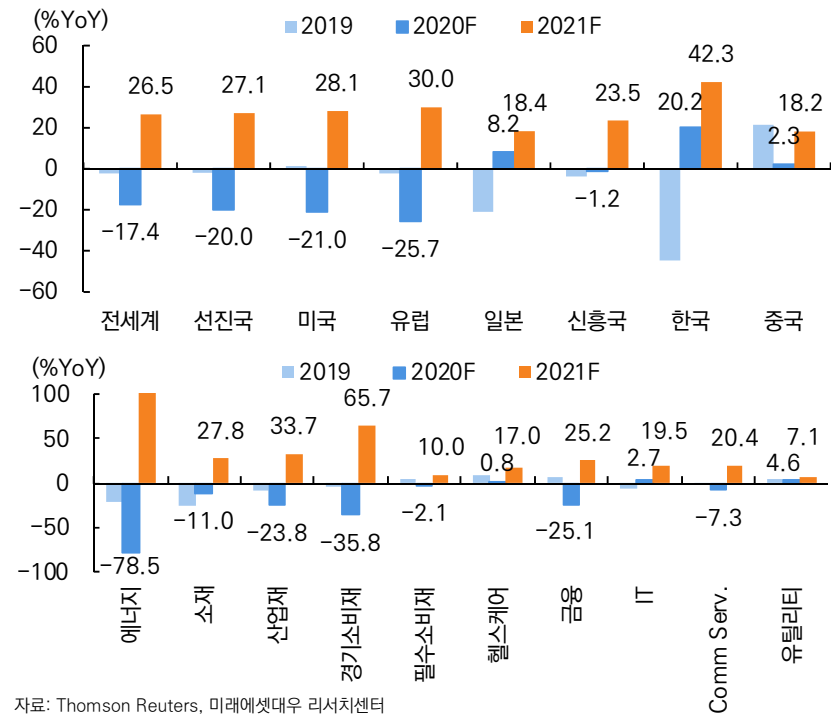
- 기업 실적 증가에 대한 기대도 역사적으로 가장 낮은 수준
- 전세계 기업 12개월 선행 EPS 증가율은 -2.5%에서 -0.6%로 소폭 회복(금융위기 당시 -2.9%)
- 올해 3월 말 이후 하향 조정 속도가 -21% 하향 조정. 실적 둔화 우려를 컨센서스에 빠르게 반영 시켰다는 의미
- 업종별로 보면, 헬스케어, IT, 커뮤니케이션서비스, 유틸리티 업종의 이익 증가율이 긍정적

전세계 기업 12개월 선행 EPS 증가율



자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

국가별, 업종별 EPS 증가율



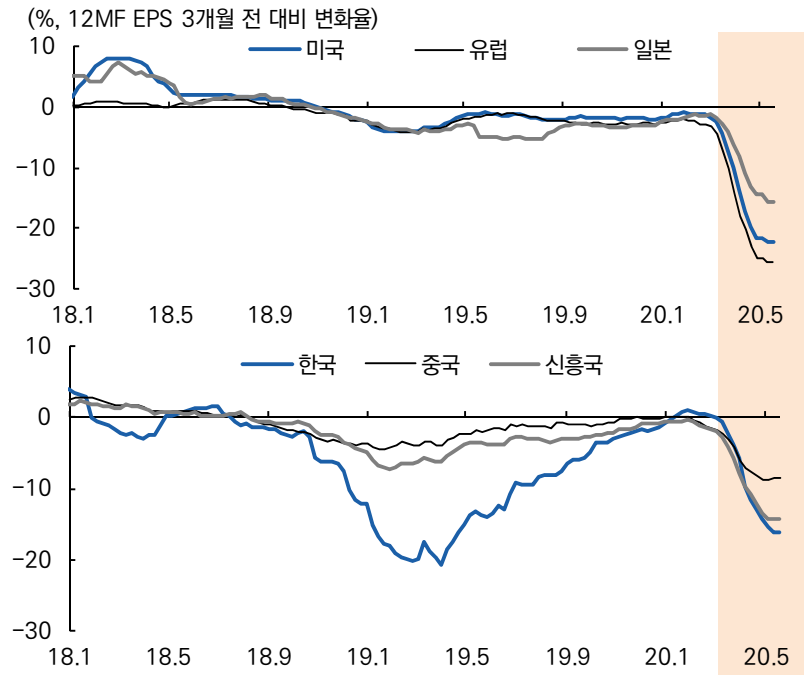
자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

I. 신흥국의 이익모멘텀이 상대적으로 양호

커뮤니케이션 서비스, 헬스케어, IT 업종의 이익모멘텀 양호

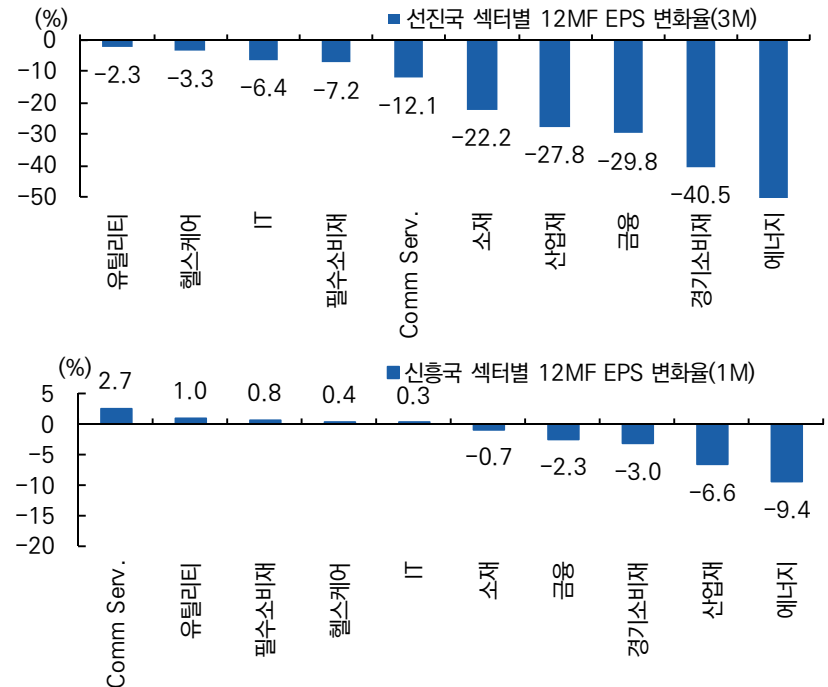
- 선진국 대비 신흥국의 이익 모멘텀이 상대적으로 양호: 12개월 선행 EPS 변화율(3개월) 각각 -22.4%, -14.3%
- 특히, 다른 국가 대비 상대적으로 실적이 견조했던 미국의 이익 하향 조정 폭이 컸음(-22.1%)
- 업종별로 보면, 선진국 내 유틸리티, 헬스케어 업종의 이익모멘텀이 상대적으로 양호
- 신흥국에선 커뮤니케이션 서비스, 유틸리티, IT, 헬스케어 업종의 이익모멘텀이 긍정적

지역/국가별 12개월 선행 EPS 변화율



자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

업종별 12개월 선행 EPS 변화율



자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

II. 밸류에이션 상승은 어디까지?

선진국, 신흥국 밸류에이션 갭 확대

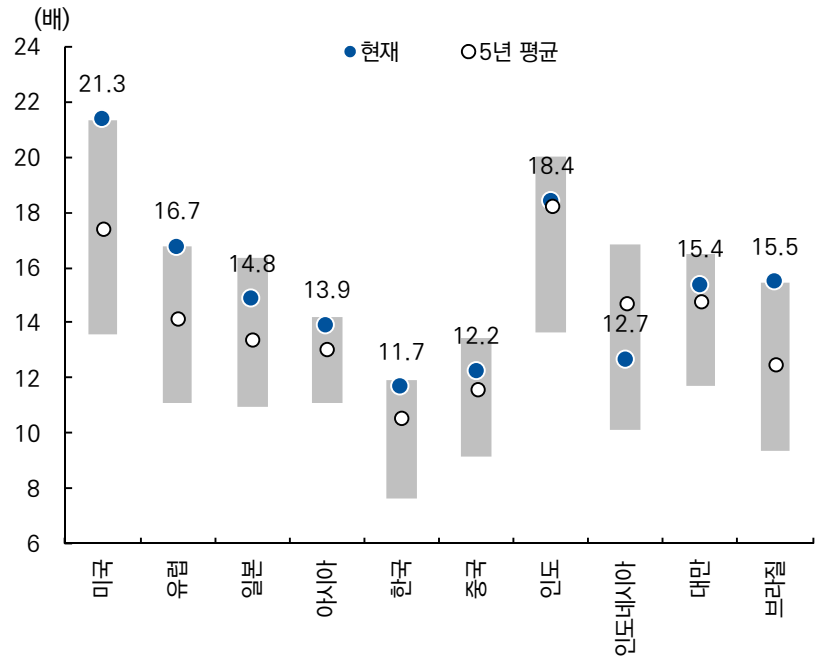
- MSCI 기준 선진국 12개월 선행 PER은 18.3배로 과거 5년 평균 15.9배를 상회
- 기존 최고치는 17배 수준(15년 4월, 18년 1월, 20년 2월)
- 상대적으로 신흥국의 PER 부담이 낮음(12.5배, 과거 5년 평균 11.8배)
- 신흥국의 선진국 대비 밸류에이션 할인율은 31.7%로 과거 최고 수준까지 확대
- 향후 경기, 기업 실적 둔화가 예상된다는 점에서 밸류에이션 수준에 대한 논의가 필요

선진국, 신흥국 12개월 선행 PER 추이



자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

국가별 12개월 선행 PER



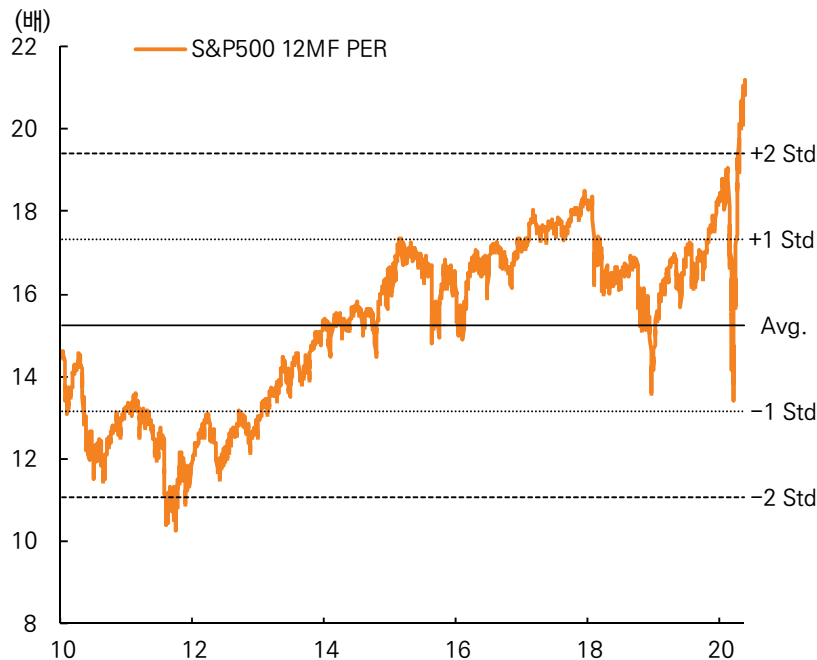
자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

II. 미국 밸류에이션 상승 지속

실적 둔화 우려에도 밸류에이션 상승 지속

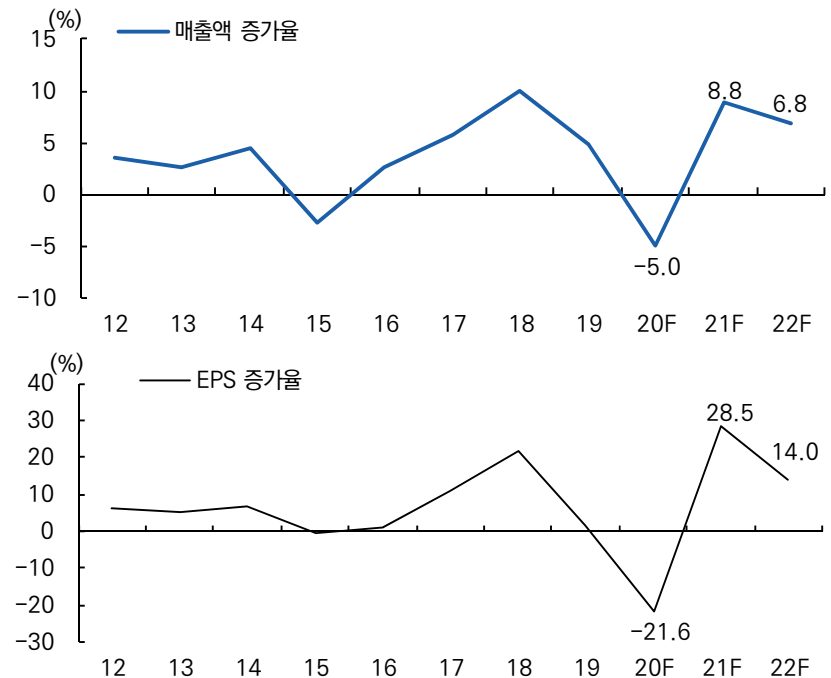
- 미국 기업 실적 둔화 우려에도 주가가 빠르게 반등하면서 밸류에이션 부담이 확대
- 미국 S&P500 지수 12개월 선행 PER은 21배(5월 22일 기준)
- 2010년 이후 평균 PER인 15.1배를 크게 상회. 현재 밸류에이션은 +2.8표준편차 수준
- 올해 매출액 증가율과 순이익 증가율은 각각 -5.0%, -21.6%로 예상. 21년 각각 +8.8%, +28.5%로 턴어라운드가 예상
- 현재 높은 밸류에이션을 충족시키기 위해선 높은 이익 증가율 달성 여부가 중요

미국 12개월 선행 PER 추이



자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

미국 기업들의 매출액 증가율과 순이익 증가율



자료: Thomson Reuters, Factset, 미래에셋대우 리서치센터

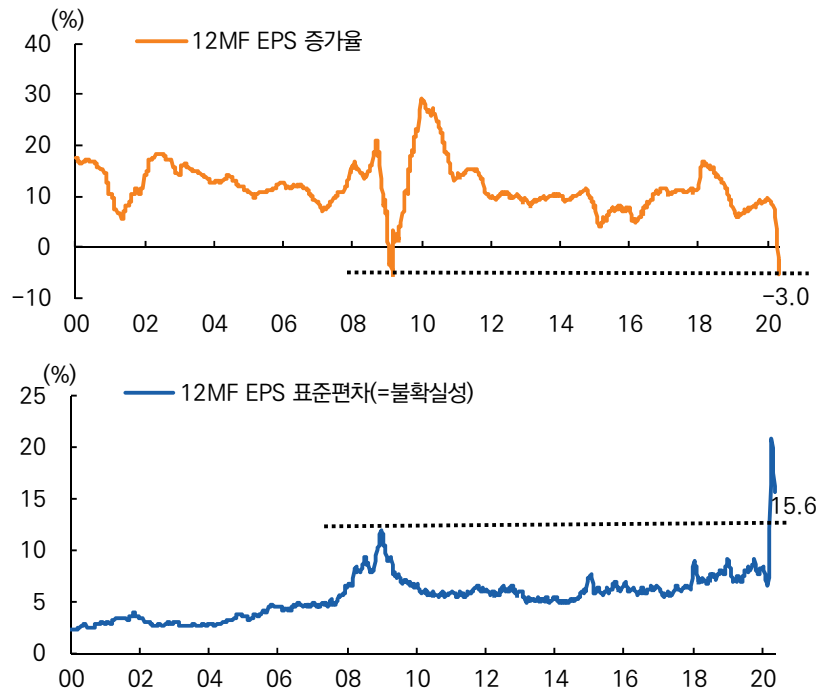
II. 미국 이익 불확실성은 여전히 높은 상황

미국 기업

이익 하향 조정 지속

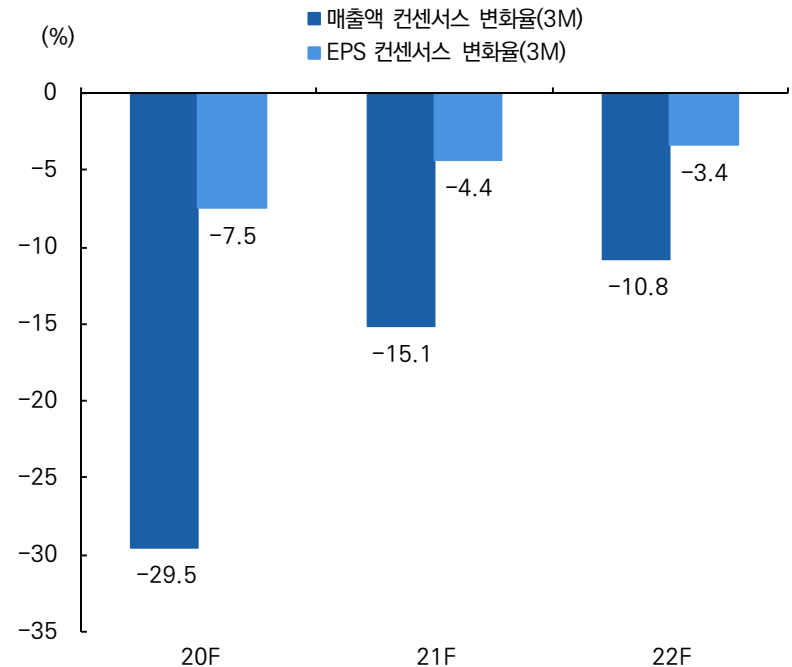
- 기업 실적 증가에 대한 기대도 역사적으로 가장 낮은 수준
- 미국 기업들의 12개월 선행 EPS 증가율은 올해 초 9~10% 수준에서 -5.5%를 기록 후 -3.0%로 소폭 회복: 실적 둔화 우려를 컨센서스에 빠르게 반영
- 다만 아직까지 이익 추정의 불확실성을 판단하는 12개월 EPS 표준편차는 15.6%(4월 둘째주 20.8%)로 금융위기 당시 11.5%를 넘어섬
- 20년 실적 뿐만 아니라 21년, 22년 실적 하향 조정도 심화되는 모습

미국 12개월 EPS 증가율과 표준편차(=불확실성) 추이



자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

미국 기업들의 매출액, 순이익 컨센서스 변화율



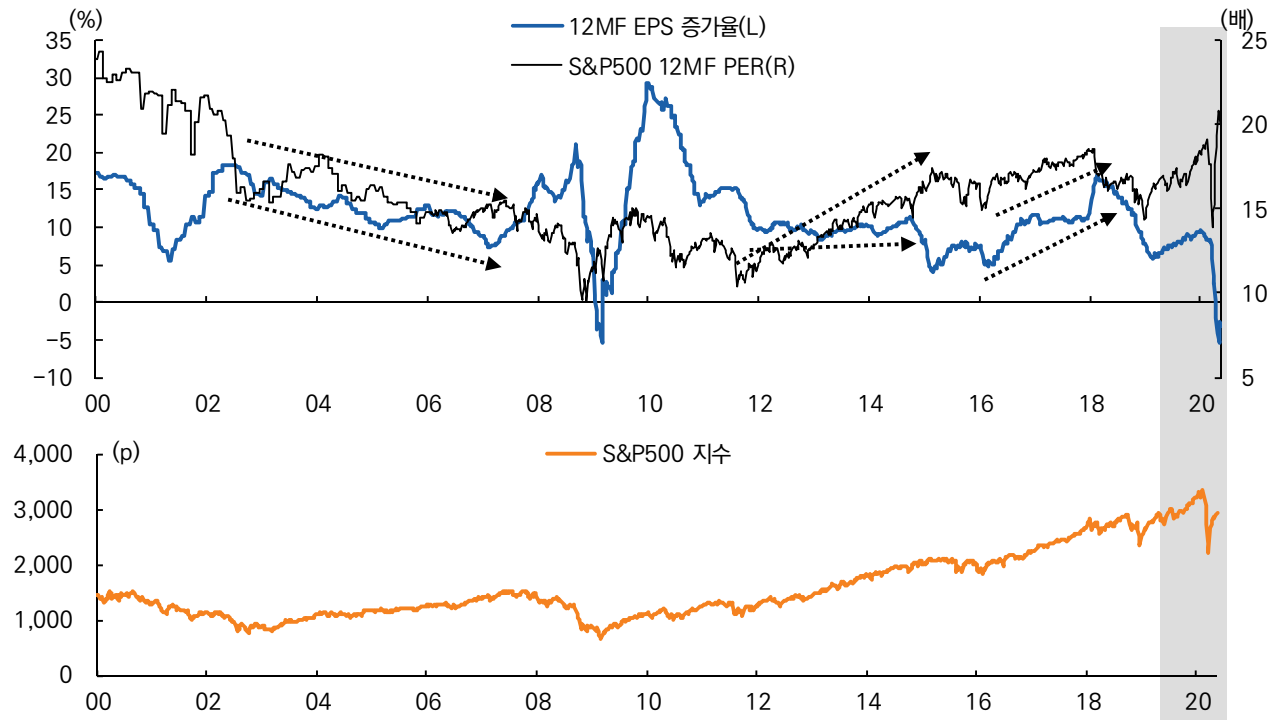
자료: Thomson Reuters, Factset, 미래에셋대우 리서치센터

II. 이익 둔화에도 높은 밸류에이션을 유지

이익 감소에도 밸류에이션, 주가는 상승

- 과거 03년 이후 미국 기업들의 이익증가율은 10% 후반 수준에서 2007년에는 8~9% 수준까지 하락
- 12개월 선행 PER은 등락을 반복했지만 추세적으로 하락했음. 그러나 밸류에이션 하락 폭보다 EPS 개선 폭이 커 적어 주가는 상승했던 국면
- 금융위기 이후 이익 증가율이 유지되거나 개선될 때 밸류에이션이 상승(12년~14년, 16년~18년)
- 그러나 최근 큰 폭의 이익 증가율 하락에도 주가가 빠르게 반등하면서 밸류에이션이 상승

S&P500 12MF EPS 증가율과 PER



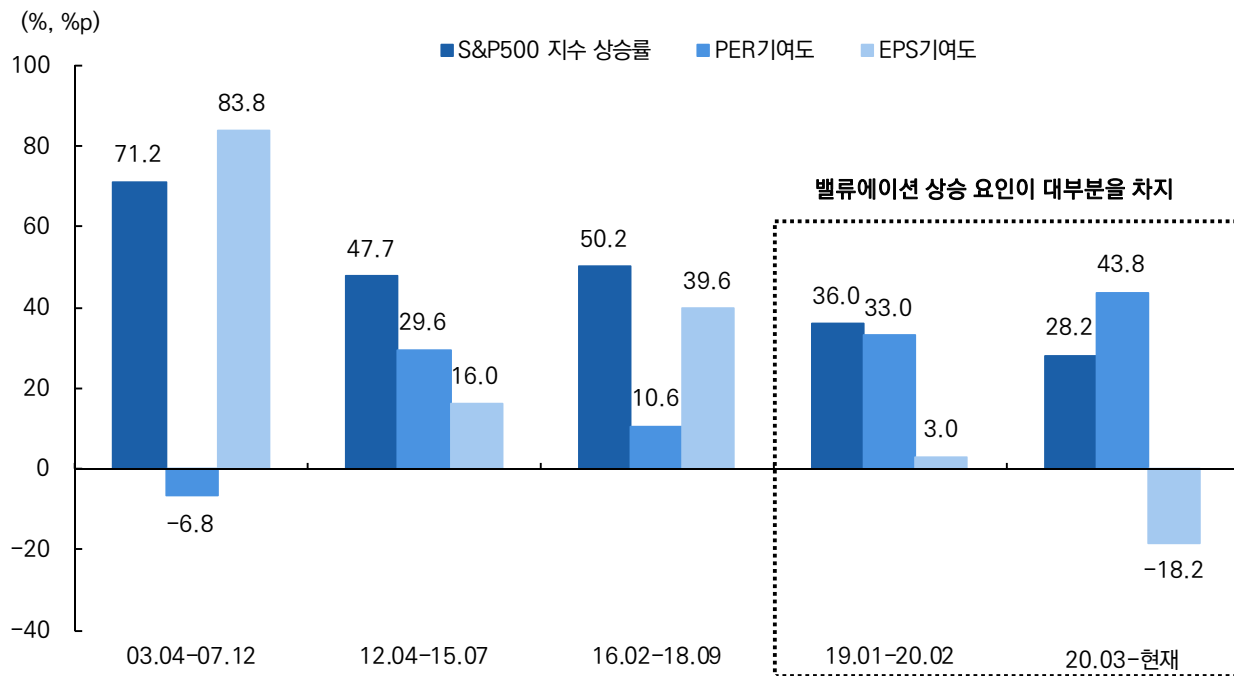
자료: WISEfn, 미래에셋대우 리서치센터

II. 주가 상승을 EPS와 PER로 분해해보면

주가상승 =
PER 변화 x EPS 변화

- 주가 상승은 기업 이익과 밸류에이션 변화로 분해할 수 있음(주가상승 = PER 변화 x EPS 변화)
- 과거 1990년대 주가 상승은 밸류에이션 상승과 이익 증가가 함께 기여(50:50)
- 2003년~2007년: 기업 이익 증가 요인이 대부분(-6.8%p vs. 83%p)
- 2012년~현재 : 밸류에이션 +55%p, 기업이익 +30%p를 기여
- 특히, 2019년 이후엔 이익은 감소했지만 밸류에이션 확대로 주가가 상승(+40%p vs. -18%p)

S&P500 지수 상승률을 PER과 EPS 기여도로 구분해 보면



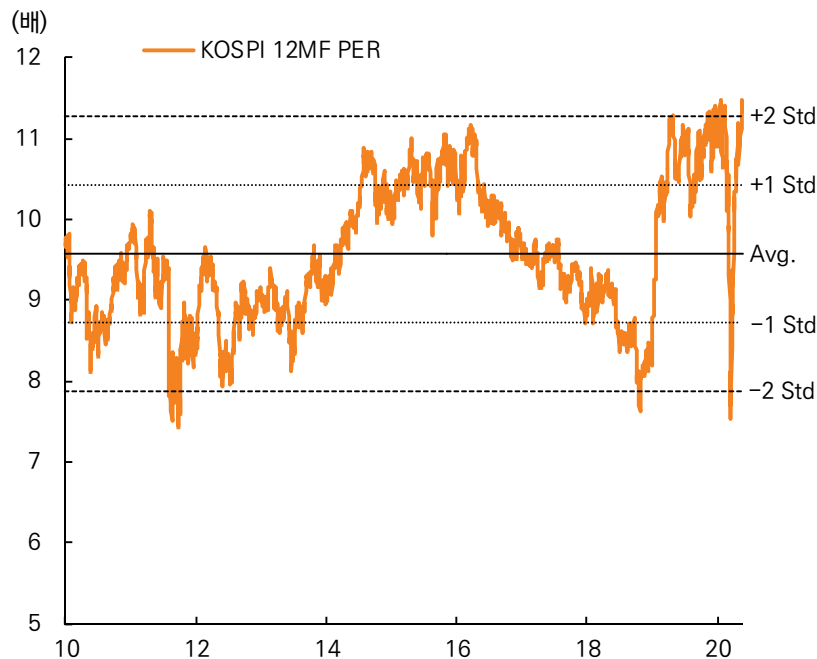
자료: WISEfn, 미래에셋대우 리서치센터

II. 한국 이익증가율 하락, 밸류에이션 상승

KOSPI PER 11배 상회

- KOSPI 12개월 선행 PER 11.3배로 2010년 이후 최고 수준에 근접
- 2010년 이후 평균 PER은 9.6배. 현재는 +2.1표준편차 수준
- 12개월 선행 EPS 증가율은 올해 51.5%에서 37.5%로 둔화
- EPS 표준편차(불확실성)는 33.6%로 상승(미국 15.6%)
- 불확실성이 높은 기업 실적 감안하면 현재 KOSPI 밸류에이션은 부담스러운 수준이라고 판단할 수 있음

한국 12개월 선행 PER 추이



자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

한국 12개월 EPS 증가율과 표준편차(=불확실성) 추이



자료: Thomson Reuters, Factset, 미래에셋대우 리서치센터

II. 높은 밸류에이션을 정당화 시킬 수 있는 이유: 저금리

성장이 크지 않은 시기

→ 할인율에 민감한 PER

- PER은 이익 증가율이나 이익모멘텀 변화와 상관성이 높음
- 이론적으로 이익 성장 모멘텀이 크지 않는데 밸류에이션 상승 이유는 금리 하락으로 설명할 수 있음

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Payout Ratio}}{(r-g)} \quad (\text{by Gordon Model})$$

- 특히, 이익 성장이 크지 않은 시기에 밸류에이션은 할인율 r에 민감: 12년 이후 역 상관관계가 뚜렷
- 최근 주가 반등도 금리 하락세 지속(=유동성 확대)에 따른 효과로 해석이 가능
- 다만, 금리 하락이 낮은 성장에 대한 우려로 인식될 땐 밸류에이션 상승은 제한적일 수 있음

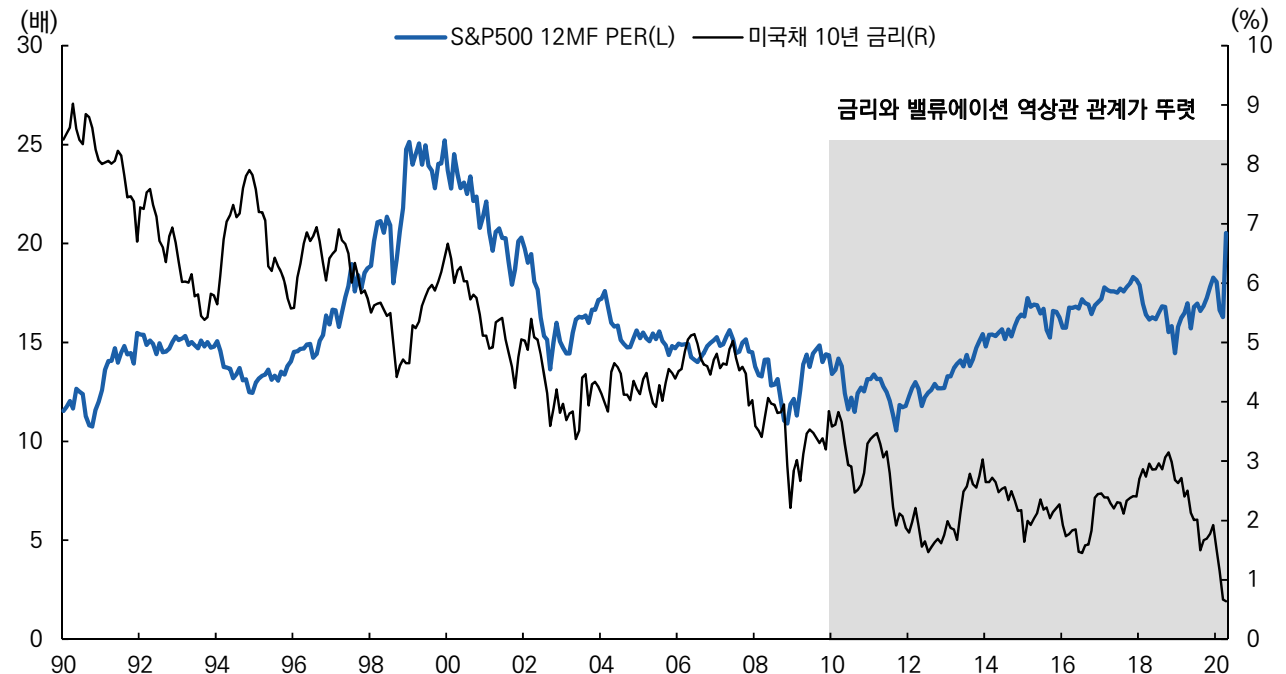
Gordon Model에서

$$P = \frac{D_1}{r-g} = \frac{E_1 \times \text{Payout Ratio}}{(r-g)}$$

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Payout Ratio}}{(r-g)}$$

P: 주가, E: 이익, g: 성장률, r: 할인율

S&P500 12개월 선행 PER과 10년 국채 금리 추이



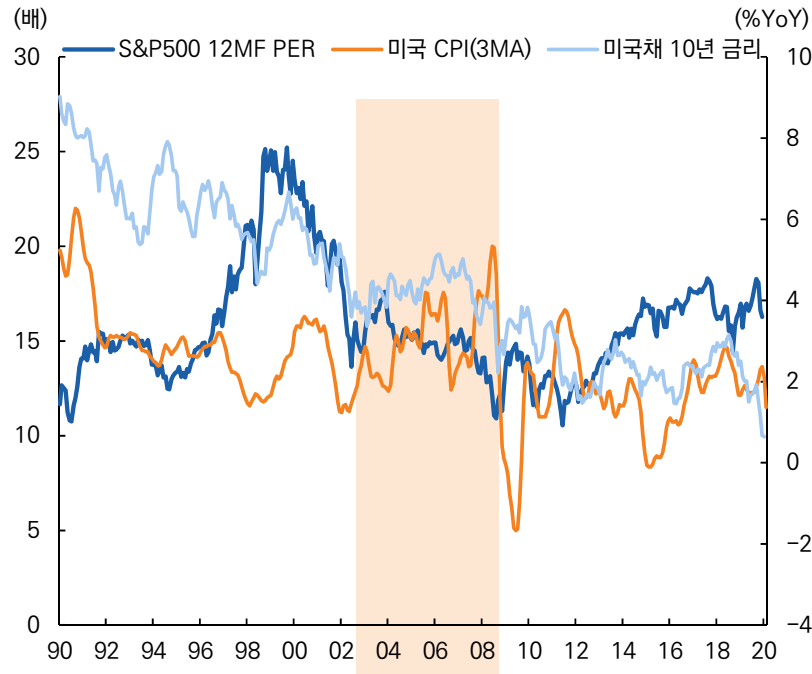
자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

II. 밸류에이션은 경기와 기업이익에도 큰 영향

물가상승률과 PER은 역상관관계

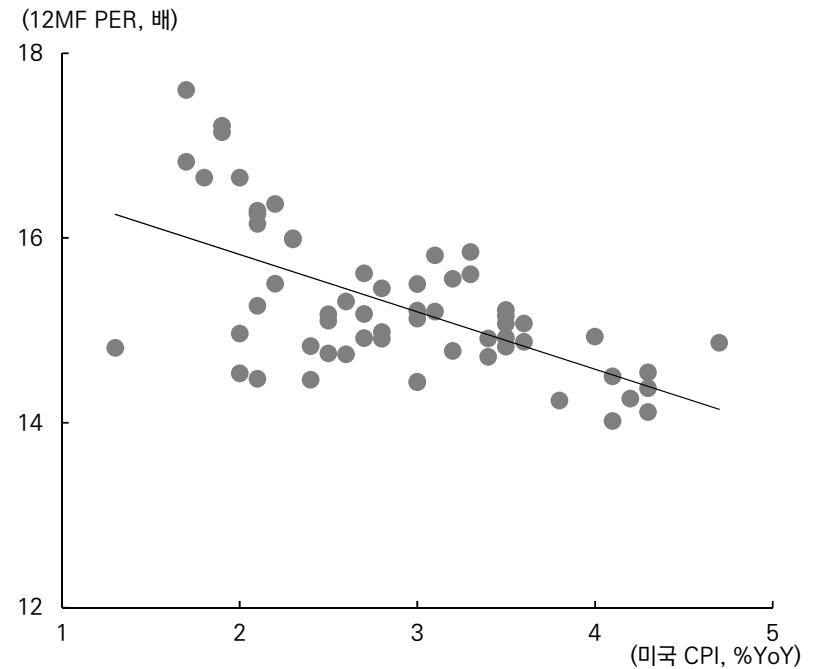
- 과거 2000년 중반 미국채 10년 금리는 4~5% 수준으로 하락(2000년 이전은 6~8% 수준)
- 그러나 S&P500 지수의 밸류에이션 수준은 2000년 이전 대비 하락
- 당시 경기 확장 국면에서 물가 상승률이 높았고, 기업들의 실적이 크게 개선됐기 때문임
- $P/E = \text{payout ratio} / (r - g)$ 에서 r 하락 보다 E와 g 증가가 더 크게 반영)
- 과거 밸류에이션과 현재 밸류에이션을 비교 할 때에는 이익 전망, 경기사이클 및 금리 수준 을 함께 고려하는 것이 합리적

S&P500 PER과 물가상승률 및 금리



자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

2003~2007년 물가상승률과 PER : 역상관관계



자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

III. 금리 변화에 따른 밸류에이션 왜곡을 보완하는 지표

성장이 크지 않은 시기
→ 할인율에 민감한 PER

- 과거 PER과 현재 PER을 비교할 때에는 금리 수준을 고려해야 합리적
- 현재 금리수준을 고려해 주가 고평가/저평가 여부를 판단하는 방법을 세가지로 생각해 볼 수 있음
- ① 일드갭(Yield Gap): 주식기대수익률(E/P)과 채권금리와의 차이로 현재 주가 수준을 판단
- ② CAPE(Cyclical Adjusted P/E): 인플레이션을 조정한 주가와 EPS로 현재 주가 수준을 판단
- ③ ERP(Equity Risk Premium): 3단계 배당할인 모형을 통해 ERP를 추정 후 적정 PER를 계산

금리 변화에 따른 밸류에이션 왜곡을 보완할 수 있는 방법

$$PER = \frac{\text{Price}}{\text{EPS}}$$

- 현재주가와 미래 실적(혹은 과거)을 활용해 계산
- 금리 변화에 따른 밸류에이션 변화를 고려하지 않음
- 과거 수준과 단순 비교시 왜곡된 결과 도출 가능

금리 변화에 따른 주가 고평가/저평가를 판단할 수 있는 지표

	① Yield Gap	② CAPE	③ ERP(사전적)
계산	주식 기대수익률(E/P) - 채권 금리	$\frac{\text{Price} \times \Delta CPI}{\text{Avg}(\text{EPS} \times \Delta CPI)}$	$\text{Price} = \frac{\text{DPS}}{(\text{ERP} + R_f) - g}$
장점	주식 기대수익률에서 채권금리를 차감해 직관적인 분석이 가능 금리 변화를 반영할 수 있음	인플레이션을 조정한 가격, 실적을 활용했기 때문에 과거 밸류에이션 과 현재 밸류에이션 비교가 가능	시장에 내재된 ERP를 계산해 과거 대비 현재 밸류에이션 수준을 판단. 변수별 민감도 분석 가능
단점	금리의 장기간 하락 추세로 설명력이 떨어짐. 고든모형에서 배당성장 100%, 장기성장률 0% 가정 필요	과거 실적 데이터를 기반의 밸류에이션 지표로 미래 기업 실적과 배당성장 변화가 반영되어 있지 않음	변수(배당성향, 장기성장률 등)별 가치에 따라 ERP 추정값이 달라짐

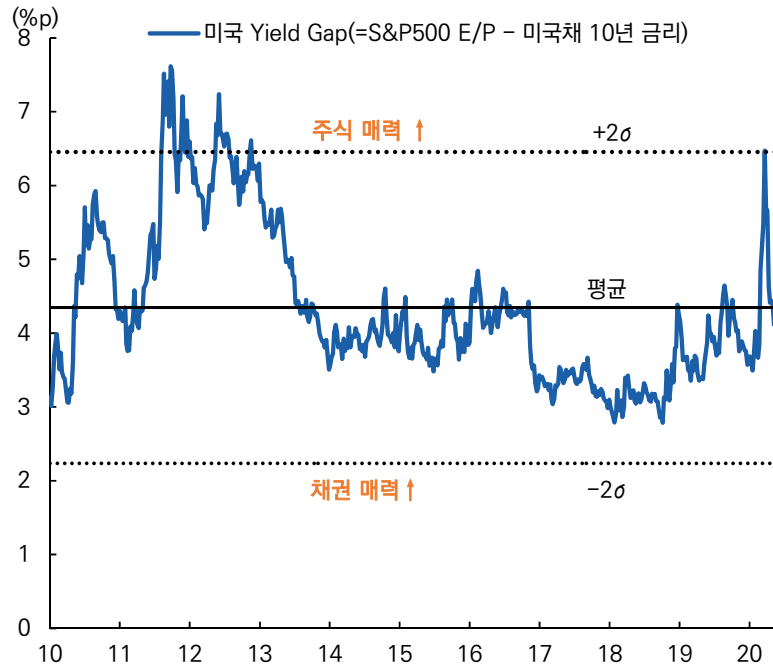
자료: WISEfn, 미래에셋대우 리서치센터

III. ① 일드갭으로 판단해 본 밸류에이션

Yield Gap
=E/P-금리

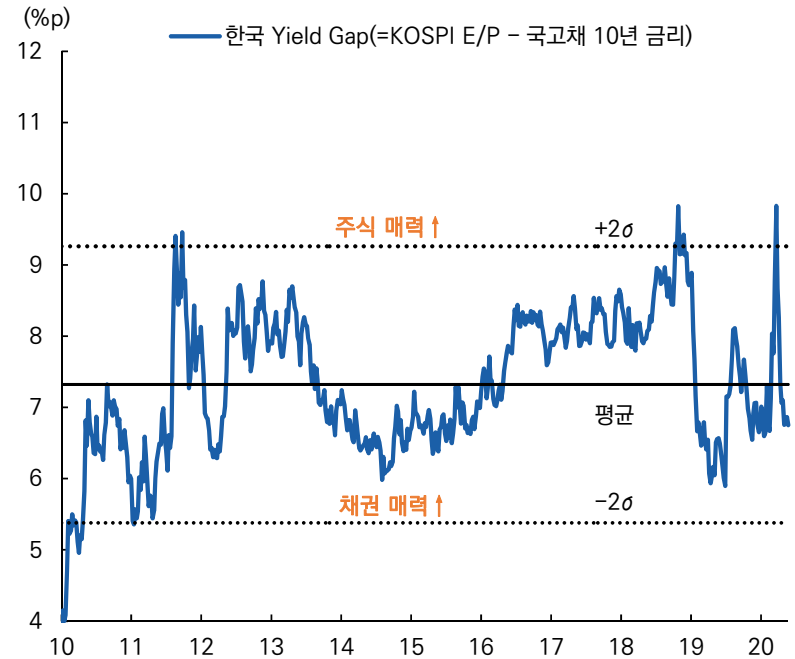
- 일드갭은 채권 대비 주식의 가격 매력도를 판단하는 지표로 주식 기대수익률(E/P)과 채권 금리의 차이로 계산
- 일드갭이 높다는 건 주식의 기대수익률이 채권보다 상대적으로 높다는 것을 의미(→주식이 더 매력적)
- 미국 일드갭은 올해 3월 중순 6% 중반까지 상승했다가 현재 4.1%로 과거 평균 수준에 위치
- 금리 하락 지속으로 채권 대비 주식의 상대적인 매력은 여전히 존재
- 한국 일드갭도 현재 6.8% 수준으로 가격적으로 부담스러운 수준은 아님

미국 주식시장 일드갭



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

한국 주식시장 일드갭



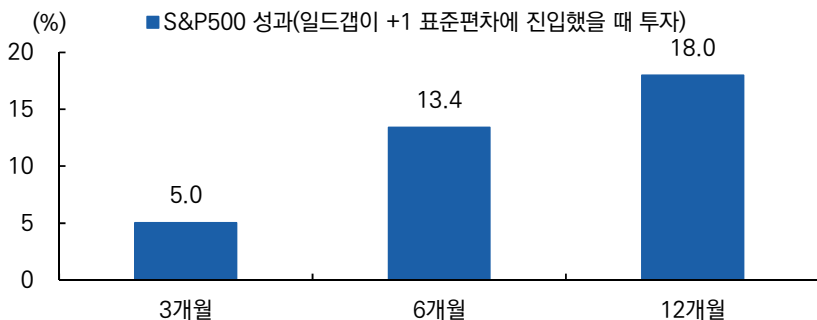
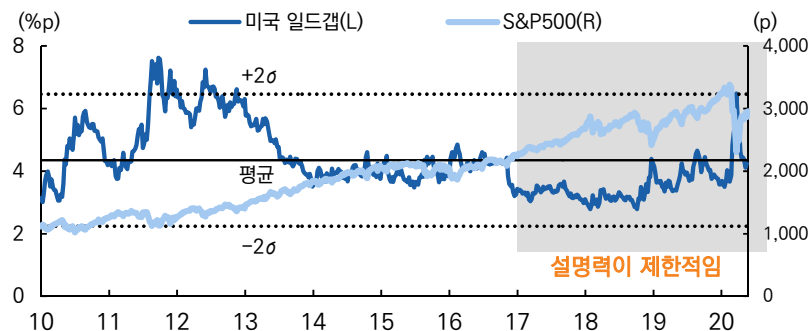
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

III. 금리 하락 지속으로 일드갭 설명력이 제한적

일드갭의 가정은
 배당성향 100%
 장기성장률 0%

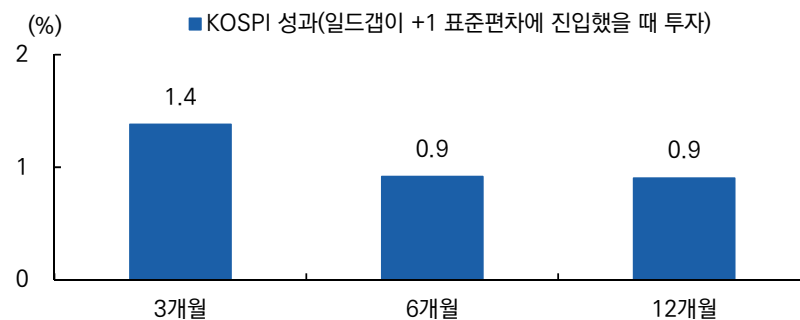
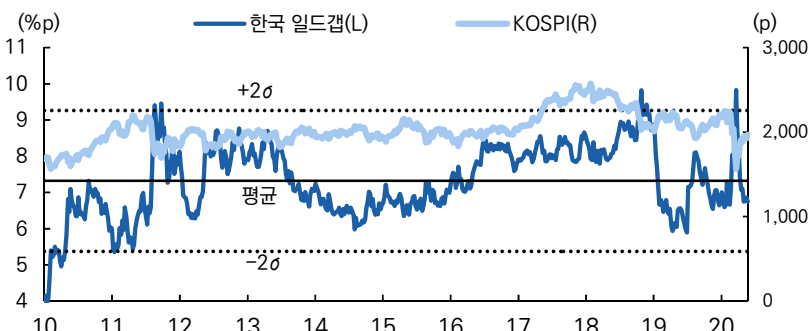
- 미국 일드갭이 +1표준편차에 진입했을 때 주식을 투자한다고 가정하면, 평균적으로 긍정적인 성과를 기록했지만 2017년 이후에는 설명력이 떨어짐(일드갭이 하락해도 주식 성과가 긍정적)
- 한국은 일드갭이 +1표준편차에 진입했을 때 KOSPI 성과는 6개월, 12개월 모두 1% 미만
- 고든의 배당성장할인 모형에서, $E/P(\text{주식 기대수익률}) * \text{payout ratio} + g - \text{ERP} = R_f$
- 일드갭을 통한 비교는 배당성향 100%, 장기성장률(g) 0%라는 가정이 필요
- 2017년 이후 일드갭은 낮아졌지만(채권 매력 ↑) S&P500 지수는 지속적으로 상승: 설명력이 낮아짐

미국 일드갭 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

한국 일드갭 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

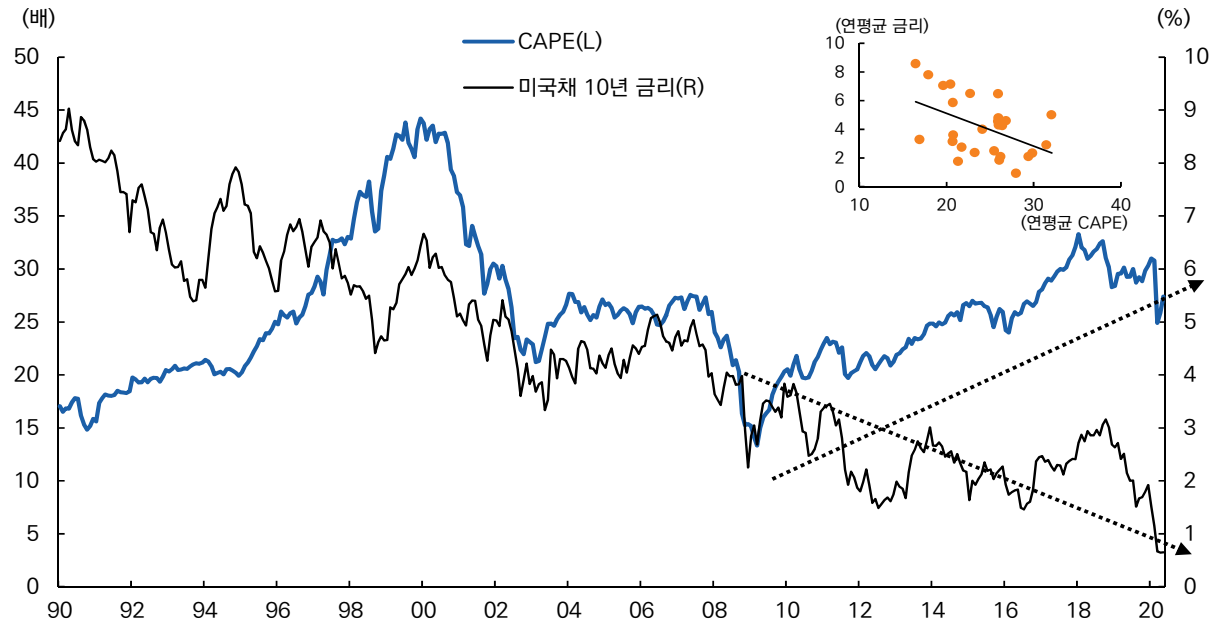
III. ② CAPE(Cyclical Adjusted P/E)

인플레이션을 고려한 PER 지표

- 일반적으로 사용되는 12개월 선행 PER은 향후 1~2년의 실적 추정치를 사용하기 때문에 변동성이 크다는 단점을 가지고 있음
- Robert J Shiller 교수의 CAPE는 인플레이션을 고려한 과거 10년 평균 EPS(실질 EPS)를 사용해 계산하기 때문에 경기 사이클에 따른 기업 실적 변동을 완화 시킬 수 있는 지표임
- 인플레이션을 감안한 실질 EPS로 계산하기 때문에 금리 수준이 다르더라도 과거 추이와 비교가 가능
- CAPE는 12개월 선행 PER보다 금리와의 역상관관계가 뚜렷한 것이 특징(IT 버블 시기 제외)
- 현재 S&P500 CAPE는 27.4배로 2018년 상반기 32배 수준보다 낮음

CAPE는 인플레이션을 고려한 지표이기 때문에 과거 추이로 현재 주가 수준을 비교해도 무리가 없음. 그러나 미래의 기업 실적 성장이 반영되어 있지 않다는 것이 단점

미국 CAPE와 금리 추이



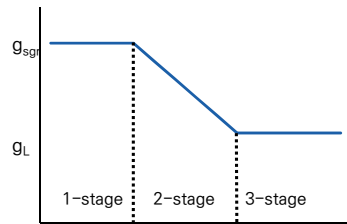
자료: Robert J. Shiller, 미래에셋대우 리서치센터

III. ③ ERP(Equity Risk Premium) 활용

ERP를 활용한 적정 PER

- ERP는 시장참여자들이 주식에 대해 요구하는 초과수익률의 개념(사전적, 사후적 방법으로 측정)
- 사후적 방법: 과거 주식시장수익률과 무위험수익률을 활용해 리스크프리미엄을 계산
- 사전적 방법: 현재 주가가 적정 수준이라는 가정하에 현재 시장에 내재되어 있는 요구수익률을 계산 후 무위험수익률을 차감해 계산(본자료에서는 3단계 배당할인모형으로 추정)
- ERP는 일드갭 모형보다 다양한 변수(장기성장률, 배당성향 등)가 반영되어 있어 입체적인 분석이 가능
- ERP가 낮아진다는 의미는 주식에 대한 체계적 위험이 감소한다는 의미 → 주가 상승으로 연결

3-Stage Dividend Discount Model



3단계 배당할인 모형으로 추정한 ERP

$$P = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r)^t} = \sum_{t=1}^{10} \frac{D_t}{(1+r)^t} + \sum_{t=11}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r)^t}$$

1-STAGE 계산 $= \frac{E_1 \times \text{Payout ratio}}{(1+r)^1} + \frac{E_2 \times \text{Payout ratio}}{(1+r)^2} + \sum_{t=3}^5 \frac{E_2 \times (1+g_{sgr})^{t-2} * \text{Payout ratio}}{(1+r)^t}$

2-STAGE 계산 $+ \sum_{t=6}^{10} \frac{E_2 \times (1+g_{sgr})^3 \prod_{s=6}^t (1+g_s) \times \text{Payout ratio}}{(1+r)^t}$

3-STAGE 계산 $+ \frac{E_2 \times (1+g_{sgr})^3 \prod_{t=6}^{10} (1+g_t) \times \text{Payout ratio}}{(1+r)^{10}} \times \frac{(1+g_L)}{(r-g_L)}$

- (1-STAGE) E_1 : 12MF EPS, E_2 : FY2, FY3의 가중 평균, $E_3 \sim E_5$: 지속가능성장률로 증가
- (2-STAGE) $E_6 \sim E_{10}$: 장기성장률로 선형으로 수렴한다고 가정. (3-STAGE) $E_{11} \sim$: 장기성장률로 성장
- 지속가능성장률(g_{sgr}) = $ROE \times (1 - \text{Payout Ratio})$, ROE, Payout Ratio는 FY1~FY3 평균값
- 장기성장률(g_L) = 10년 채권 수익률의 12개월 평균
- 할인율(r) = $ERP + r_f$

자료: 미래에셋대우 리서치센터

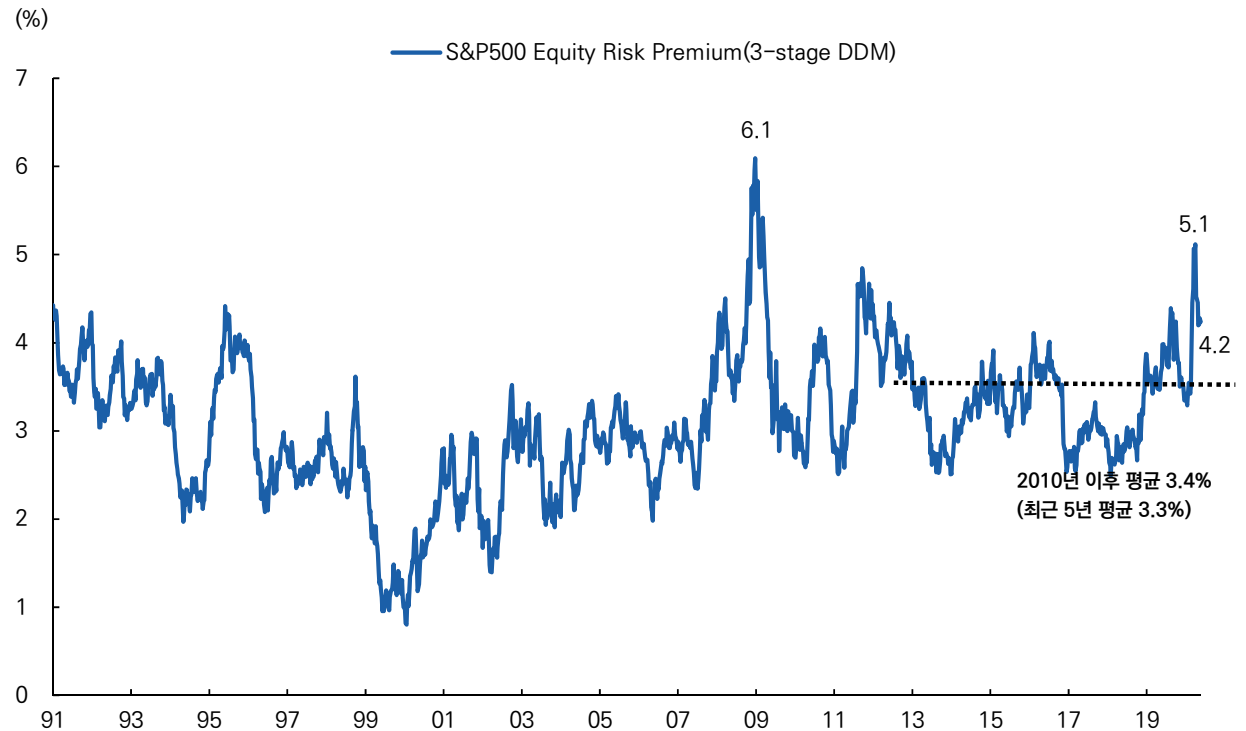
III. 미국 주식시장의 Equity Risk Premium

미국 시장 ERP는 4.2%
2010년 이후 평균 3.4%

- 3단계 배당할인모형으로 계산한 S&P500 ERP(리스크프리미엄)은 4.2% 수준
- 코로나19, 유가급락 이슈로 ERP는 올해 초 3.3%에서 5.1%까지 빠르게 상승했다가 하락 추세(과거 글로벌 금융위기 당시 ERP는 6.1%까지 상승)
- 최근 2010년 이후 ERP 평균은 3.4%(5년간 평균은 3.3%)을 감안하면 ERP 하락시 주가 상승 가능성 높음

3단계 배당할인모형에서 추정된
요구수익률(COE)에서 미국채
10년 금리(=무위험 수익률)을
차감해 ERP를 계산

S&P500 Equity Risk Premium 추이



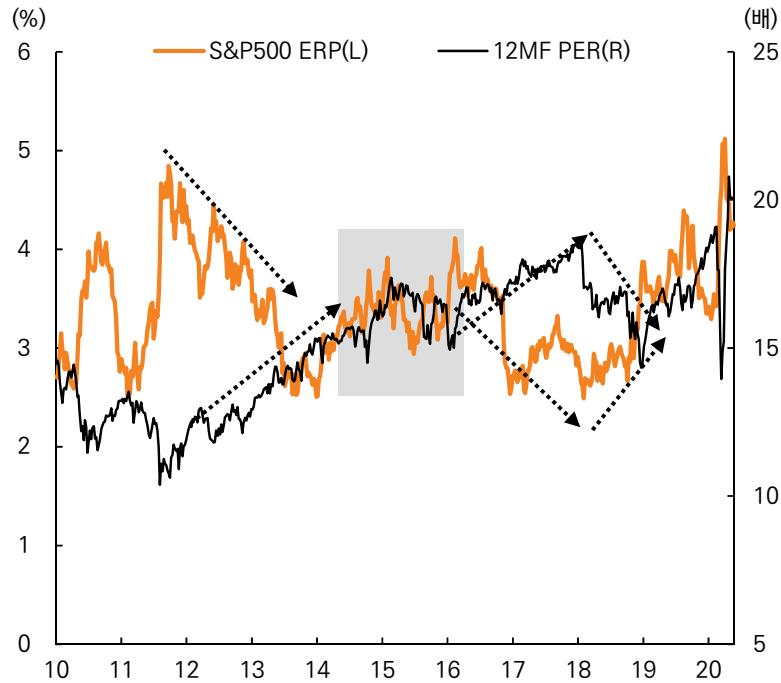
자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

III. ERP와 밸류에이션의 관계

ERP가 하락, 낮은 수준을 유지→멀티플 확장

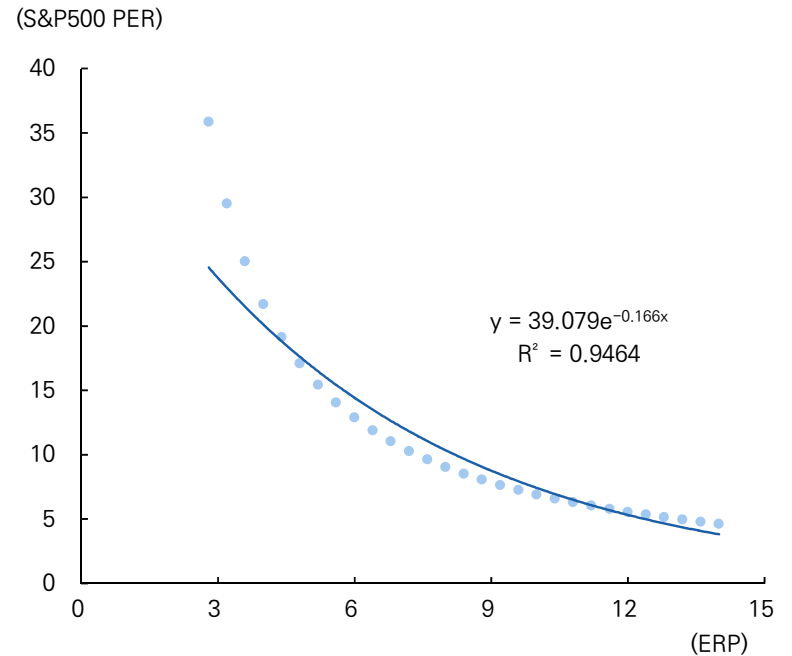
- ERP(리스크프리미엄)와 밸류에이션은 역의 상관관계: ERP가 하락하면 PER 상승. ERP가 낮은 수준으로 유지될 때에도 PER 상승
- 11년 하반기~14년 초, 16년 하반기~18년 10월은 ERP가 하락하면서 밸류에이션이 상승했던 시기
- 반면, 2014년 하반기~2016년 상반기 ERP는 평균(3.4%)보다 높은 3.5%~4%를 기록했는데, S&P500 지수의 PER도 정체되는 모습
- 올해 3월 말 ERP가 5.1%에서 4.1%까지 하락 할 때 PER은 15.1배에서 20.1배로 상승

S&P500 ERP와 12개월 선행 PER 추이



자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

ERP 변화에 따른 밸류에이션



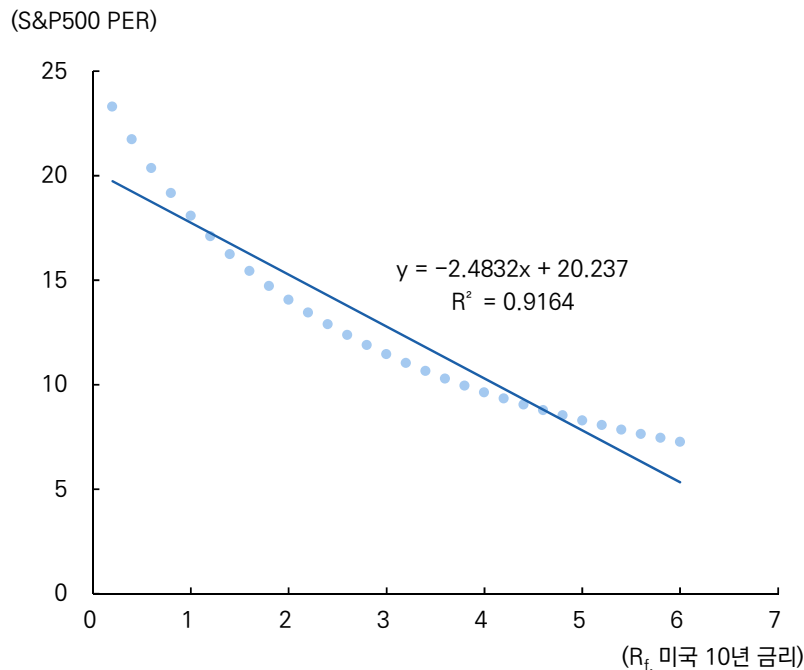
자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

III. ERP로 풀어본 금리와 밸류에이션의 관계

금리가 0으로 갈수록 가파르게 상승하는 PER

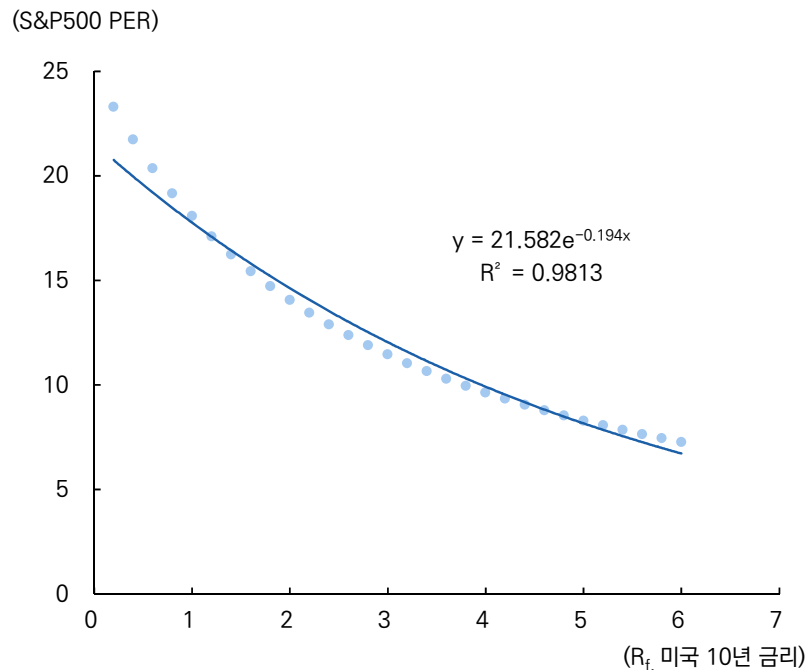
- ERP(리스크프리미엄)를 고정 시키면, 금리와 밸류에이션 민감도를 구할 수 있음
- 금리와 밸류에이션의 관계는 고든 모형에서 알 수 있듯이 선형 함수 보다 지수 함수 형태에 가까움
- 결국 금리가 0에 가까워 질수록 밸류에이션 상승은 더 가파르게 나타나는 것을 확인 가능
- 현재 미국 10년 금리 0.65%에서 0.4%까지 하락한다면 적정 PER은 21.7배로 상승(+8.3%)
- 제로 금리 상황에서 S&P500 PER은 25.1배까지 상승 가능(다른 변수들이 변하지 않는다고 가정하면 주가는 +25.0% 상승 가능)

미국 10년 금리(무위험 수익률)과 주가 민감도(선형)



자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

미국 10년 금리(무위험 수익률)과 주가 민감도(지수)



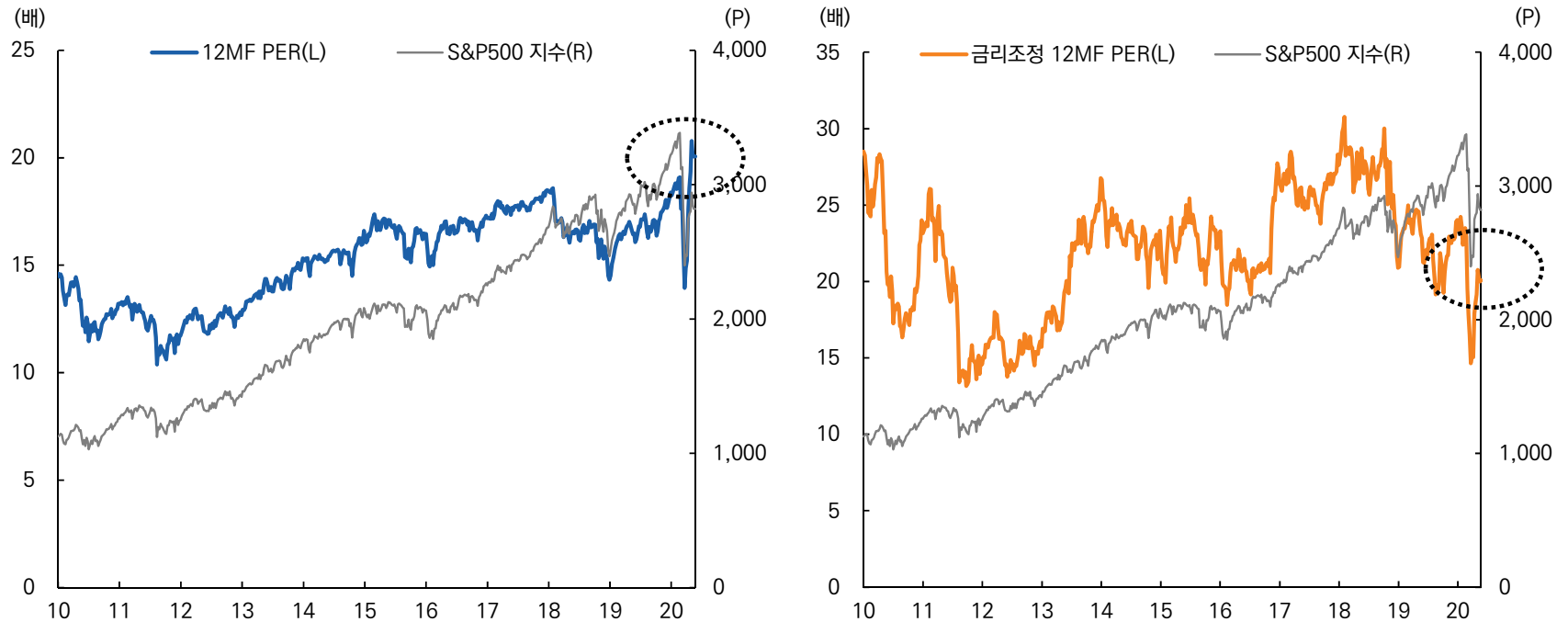
자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

III. 금리 수준을 고려한 PER

미국 주식시장 비싼가? 안비싼가?

- S&P500 PER은 2010년 이후 상승 추세: 현재 20배를 상회하면서 밸류에이션 부담이 높아진 상황
- 그러나 시장 금리가 추세적으로 하락으로 PER이 높아진 부분은 감안해 비교할 필요가 있음
- 앞서 추정한 ERP를 고정시키고, 금리 수준을 조정한 PER를 계산할 수 있음(다른 변수들은 변하지 않는다는 가정 필요)
- 금리조정 S&P500 12개월 선행 PER의 2010년 이후 평균 값은 21.9배(최근 5년 평균 23.8배)로 현재 PER인 20.1배가 밸류에이션 부담이 높다고 판단하기 어려움

S&P500 12개월 선행 PER(왼쪽)과 금리조정 12개월 선행 PER(오른쪽) 비교

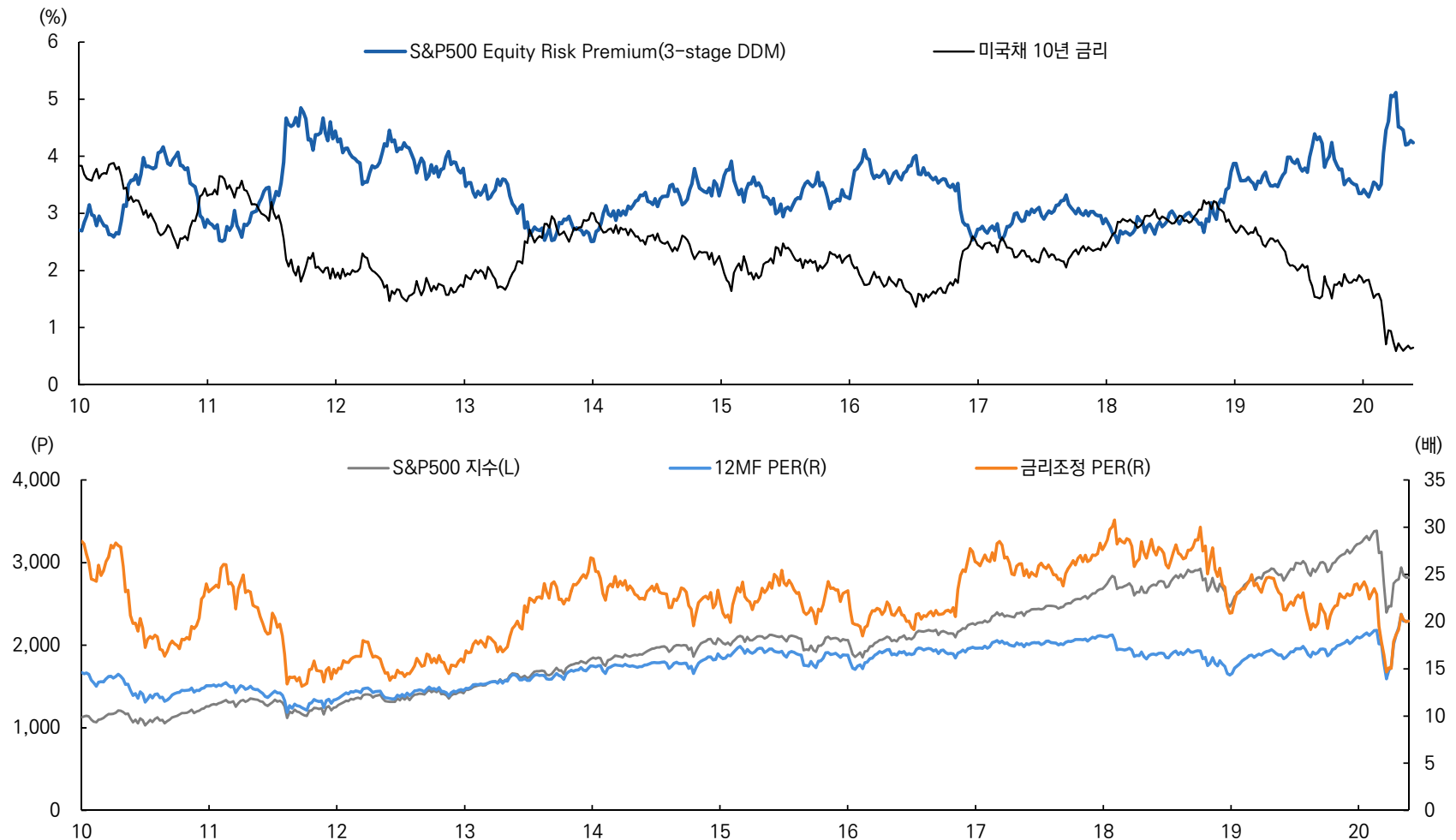


주: 금리조정 PER = 과거 PER*(과거 ERP+과거 R_F)/(현재 ERP+현재 R_F)

자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

III. 미국 ERP, 금리, 주가, 밸류에이션 차트

S&P500 지수, ERP, 금리 추이



자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

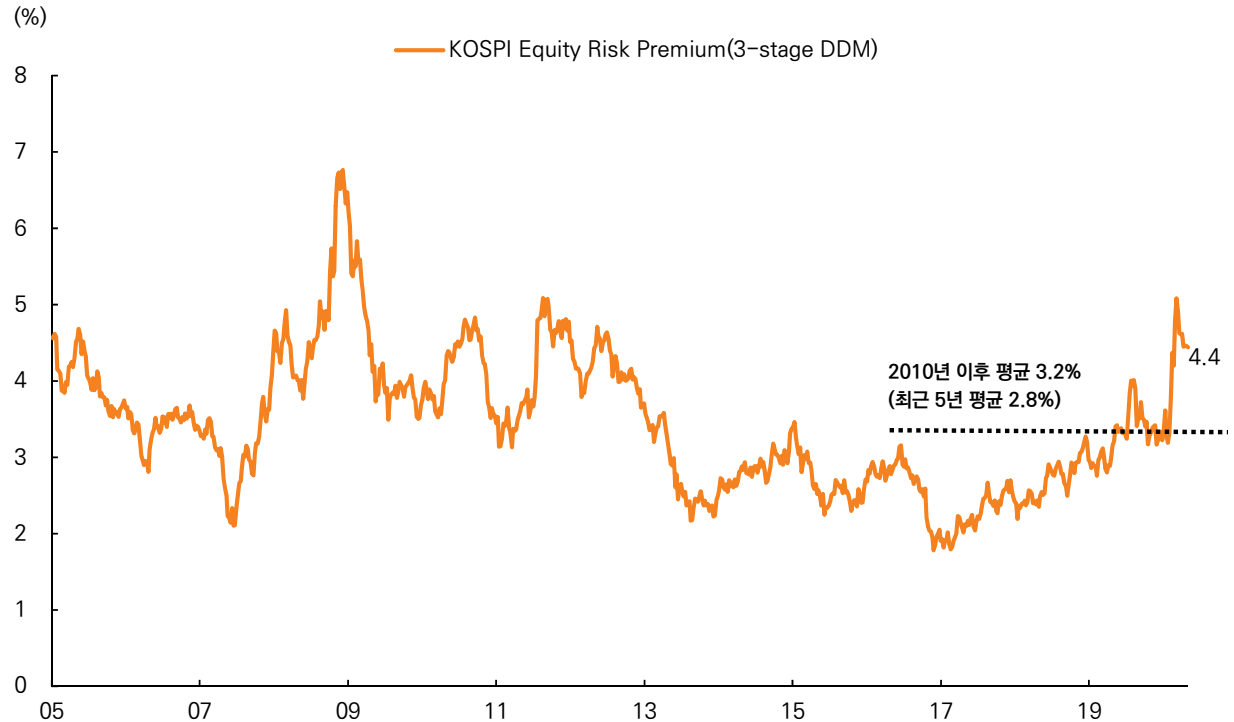
III. 한국: 주식시장의 ERP는?

한국 ERP는 4.4%
2010년 이후 평균 3.2%

- 3단계 배당할인모형으로 계산한 KOSPI ERP(리스크프리미엄)은 현재 4.4% 수준
- 올해 3월 5.1%상승했다가 최근 하락 추세(과거 글로벌 금융위기 당시 ERP는 7%까지 상승). 5.1%는 2011년 미국 신용등급 강등 시기와 비슷한 수준임
- 과거 평균 ERP(2010년 이후 3.2%, 최근 5년 2.8%)로 보면 가격적인 부담은 낮다고 판단

3단계 배당할인모형으로 내재 ERP를 계산하는 과정에 미국과 한국의 Country Risk(환율 변동성, 주가 변동성) 차이가 반영되어 있지 않는 단점 존재
ERP의 절대적인 수준보다는 추세(상승/하락)에 주목할 것

KOSPI Equity Risk Premium 추이



자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

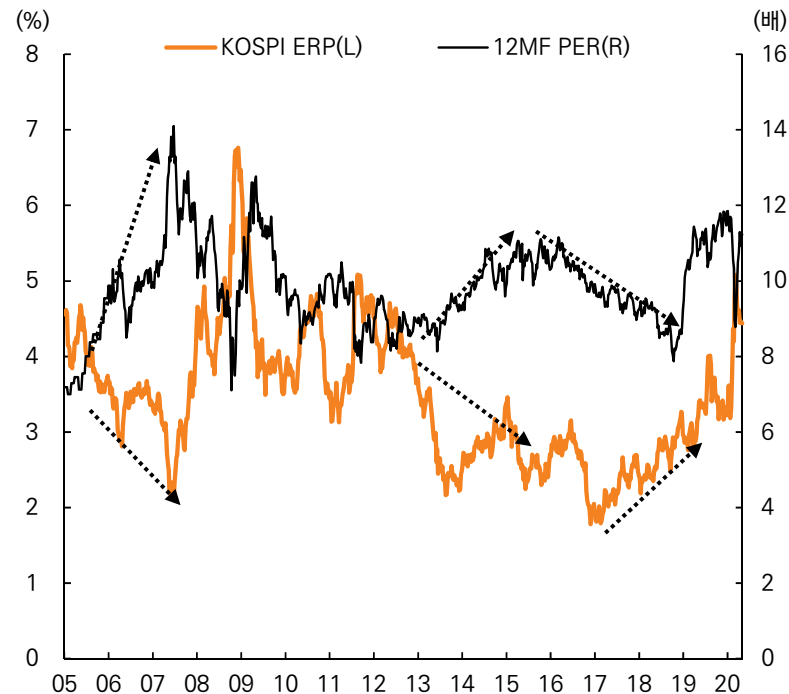
III. 한국: ERP와 밸류에이션 관계

한국 ERP ↓

밸류에이션 ↑

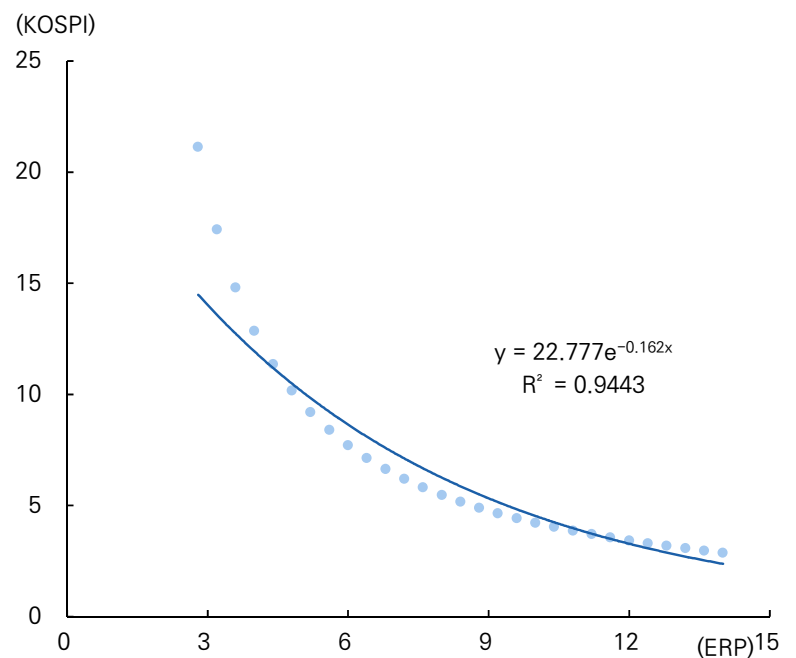
- ERP와 밸류에이션이 높은 역의 상관관계를 보이는 미국보다는 한국의 경우 상관성이 다소 떨어짐
- 05년~07년 ERP가 4% 후반에서 2% 초반까지 하락하면서 PER 상승이 나타남
- 12년~15년 ERP 2.5%~3.5% 수준을 유지하면서 PER도 8배 초반에서 11배까지 상승
- 그러나 2016년 하반기 이후 ERP가 추세적으로 상승했는데, PER도 지속적으로 8배 초반까지 하락(당시 실적 증가율이 높았던 이유도 있음)
- 올해 3월 말 ERP가 5.1%에서 4.4%까지 하락. PER은 8.8배에서 11.2배로 상승

KOSPI ERP와 12개월 선행 PER 추이



자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

ERP 변화에 따른 밸류에이션 민감도



자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

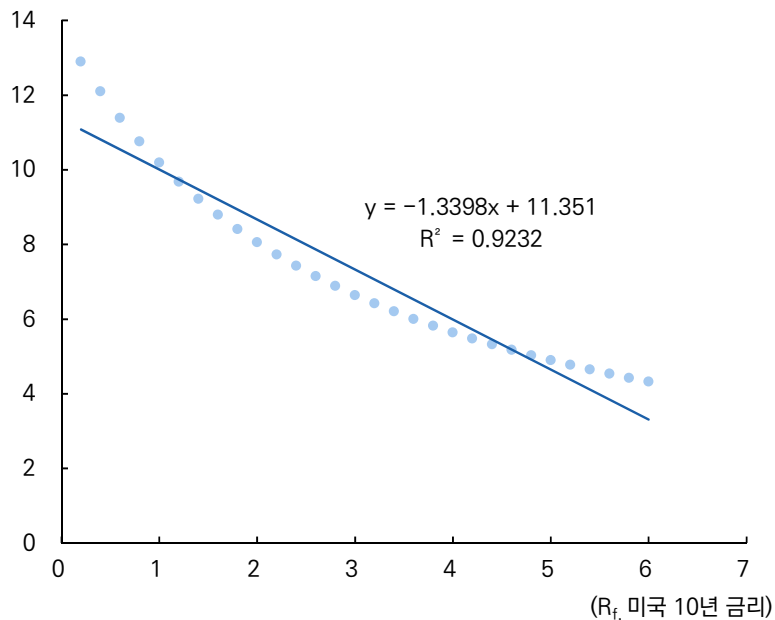
III. 한국: 금리와 밸류에이션의 관계

제로금리 영역에서 PER은 13.8배

- 한국 ERP(리스크프리미엄)를 고정 시킨 후, 금리와 밸류에이션 민감도 분석을 진행
- 미국과 마찬가지로 금리가 0에 가까워 질수록 밸류에이션 상승은 더 가파르게 나타남
- 미국 10년 금리 0.65%에서 0.4%까지 하락한다면 KOSPI 적정 PER은 12.1배로 상승(현재 . 현재 PER 11.2배, +7.7%)
- 제로 금리에서 PER은 13.8배(다른 변수들이 변하지 않는다고 가정하면 주가는 +23.0% 상승 가능)

한국 KOSPI ERP와 PER 민감도

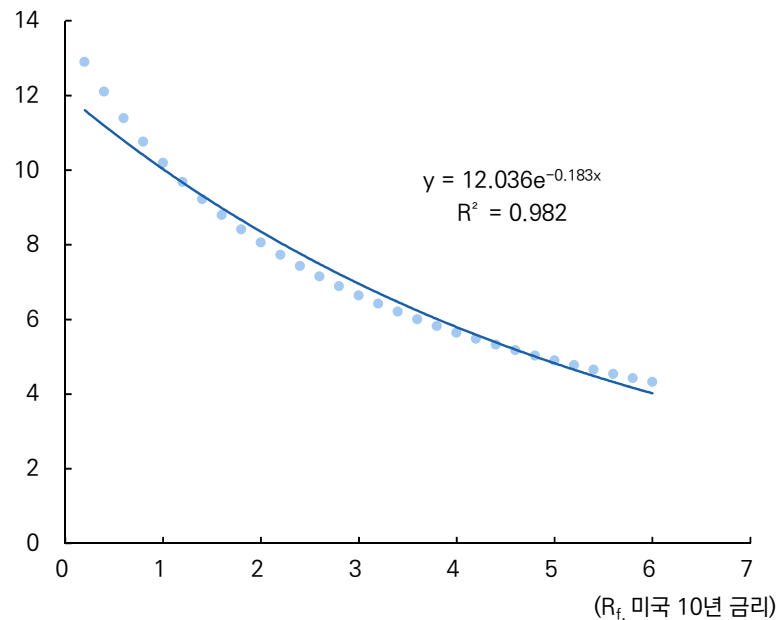
(KOSPI PER)



자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

미국 10년 금리(무위험 수익률)과 주가 민감도

(KOSPI PER)



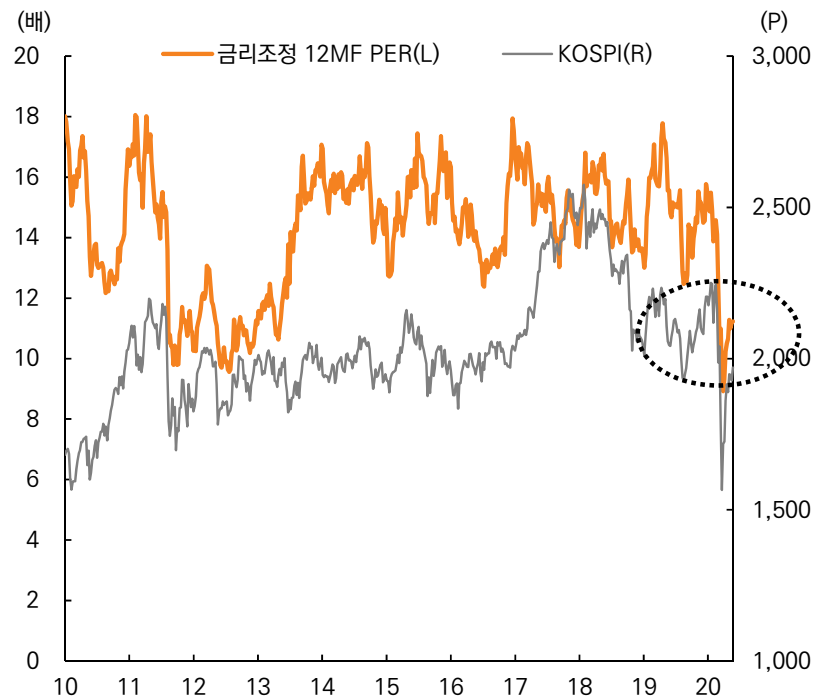
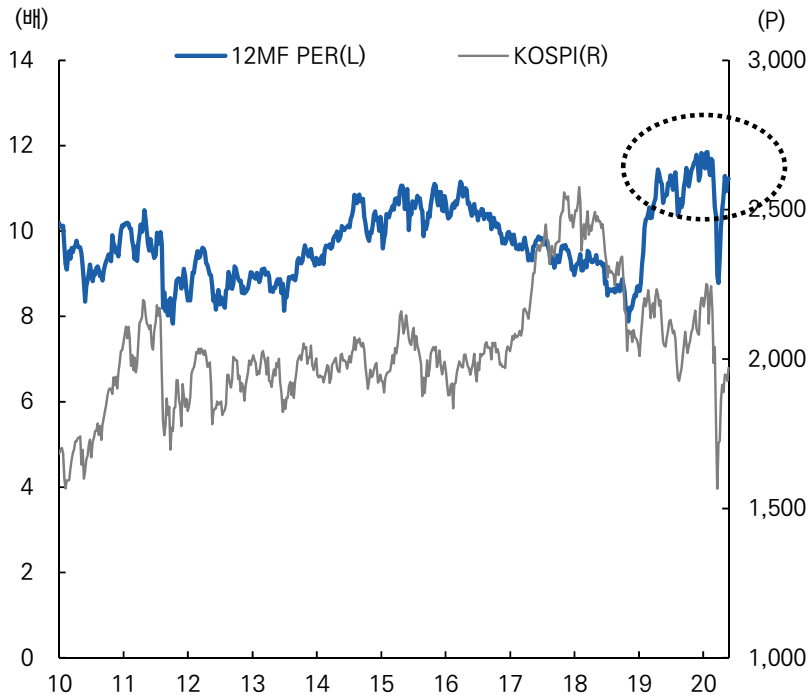
자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

III. 한국: 금리 수준을 고려한 PER

금리조정 PER로 본 KOSPI 밸류에이션

- KOSPI 12개월 선행 PER은 11배 수준으로 기업 실적 둔화에도 주가가 상승하면서 최근 밸류에이션이 부담이 높아짐(2010년 이후 평균 9.7배)
- 그러나 금리조정 12개월 선행 PER(2010년 이후 평균 14.2배)로 판단하면 현재 11배 밸류에이션은 비싸다고 볼 수 없음
- 밸류에이션에 영향을 미치는 다른 변수들(배당성향, ROE, 실적) 등이 변하지 않는다는 가정이 필요

KOSPI 12개월 선행 PER(왼쪽)과 금리 조정 12개월 선행 PER(오른쪽) 비교

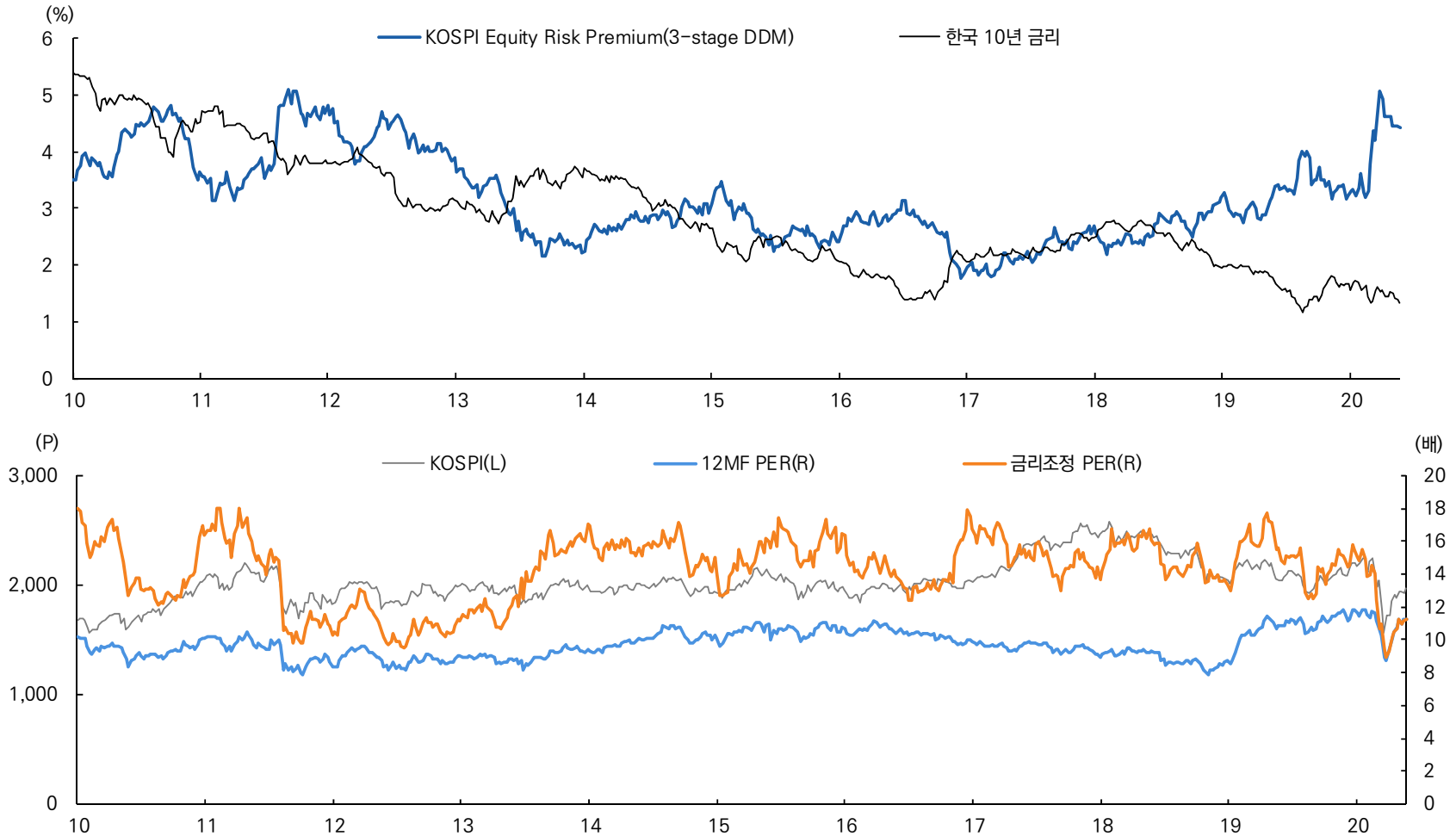


주: 금리조정 PER = 과거 PER*(과거 ERP+과거 R_f)/(현재 ERP+현재 R_f)

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

III. 한국 ERP, 금리, 주가, 밸류에이션 차트

KOSPI 지수, ERP, 금리 추이



자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

III. 주가, 밸류에이션 민감도(미국)

3단계 배당할인모형 기반의 P, PER 민감도(미국)

					현재값				
ROE(%)	8.0	10.0	12.0	14.0	15.8	18.0	20.0	22.0	24.0
주가, PE 변화율(%)	(17.8)	(13.6)	(9.1)	(4.4)	0.0	5.6	11.0	16.6	22.4
S&P500	2428.1	2554.7	2687.1	2825.7	2955.5	3122.0	3280.2	3445.6	3618.2
12MF PER	16.5	17.3	18.2	19.2	20.1	21.2	22.3	23.4	24.6
배당성장률(%)	34.0	36.0	38.0	40.0	40.3	42.0	44.0	46.0	48.0
주가, PE 변화율(%)	(12.1)	(8.2)	(4.3)	(0.6)	0.0	3.0	6.5	9.8	13.1
S&P500	2597.0	2713.8	2827.1	2936.9	2955.5	3043.2	3146.2	3245.9	3342.4
12MF PER	17.6	18.4	19.2	19.9	20.1	20.7	21.4	22.0	22.7
장기성장률(%)	0.8	1.0	1.2	1.4	1.5	1.6	1.8	2.0	2.2
주가, PE 변화율(%)	(15.5)	(11.9)	(7.9)	(3.4)	0.0	1.6	7.3	13.8	21.2
S&P500	2495.9	2603.2	2722.0	2854.5	2955.7	3003.1	3170.9	3362.0	3581.4
12MF PER	16.9	17.7	18.5	19.4	20.1	20.4	21.5	22.8	24.3
무위험수익률(%)	0.3	0.4	0.5	0.6	0.65	0.7	0.8	0.9	1.0
주가, PE 변화율(%)	12.1	8.3	4.8	1.5	0.0	(1.6)	(4.5)	(7.3)	(9.9)
S&P500	3313.0	3202.1	3098.1	3000.4	2955.5	2908.5	2821.9	2740.1	2662.7
12MF PER	22.5	21.7	21.0	20.4	20.1	19.7	19.2	18.6	18.1
Risk Premium(%)	2.5	3.0	3.5	4.0	4.2	4.5	5.0	6.0	7.0
주가, PE 변화율(%)	113.0	61.4	29.6	8.1	0.0	(7.5)	(19.3)	(35.8)	(47.0)
S&P500	6294.5	4770.3	3830.8	3194.0	2955.5	2734.1	2386.5	1896.3	1567.5
12MF PER	42.7	32.4	26.0	21.7	20.1	18.6	16.2	12.9	10.6
할인율(%)	2.0	3.0	4.0	4.5	4.9	5.0	6.0	7.0	8.0
주가, PE 변화율(%)	654.8	135.1	37.7	13.7	0.0	(3.3)	(25.9)	(40.2)	(50.0)
S&P500	22308.8	6946.9	4069.4	3360.2	2955.5	2856.5	2188.8	1766.8	1476.3
12MF PER	151.5	47.2	27.6	22.8	20.1	19.4	14.9	12.0	10.0
24MF EPS 가정(%)	110.0	130.0	150.0	170.0	170.9	180.0	200.0	220.0	240.0
주가, PE 변화율(%)	(35.0)	(23.5)	(12.0)	(0.5)	0.0	5.2	16.7	28.2	39.6
S&P500	1922.3	2261.5	2600.8	2940.0	2955.5	3109.6	3448.8	3788.0	4127.2
12MF PER	13.1	15.4	17.7	20.0	20.1	21.1	23.4	25.7	28.0

자료: 미래에셋대우 리서치센터

III. 주가, 밸류에이션 민감도(한국)

3단계 배당할인모형 기반의 P, PER 민감도(한국)

					현재값				
ROE가정(%)	4.0	5.0	6.0	7.0	7.4	8.0	9.0	10.0	11.0
주가, PE 변화율(%)	(9.9)	(7.1)	(4.2)	(1.2)	0.0	1.9	5.0	8.3	11.6
KOSPI	1774.7	1830.4	1887.6	1946.5	1970.1	2007.1	2069.3	2133.2	2198.9
12MF PER	10.1	10.4	10.8	11.1	11.2	11.4	11.8	12.2	12.5
배당성장률(%)	21.0	23.0	25.0	27.0	27.6	28.0	30.0	32.0	34.0
주가, PE 변화율(%)	(22.4)	(15.6)	(8.8)	(2.1)	0.0	1.2	7.7	14.2	20.6
수정주가	1528.3	1663.4	1796.8	1928.4	1970.1	1993.6	2122.7	2250.0	2375.7
12MF PER	8.7	9.5	10.2	11.0	11.2	11.4	12.1	12.8	13.5
장기성장률(%)	0.8	1.0	1.2	1.4	1.5	1.6	1.8	2.0	2.2
주가, PE 변화율(%)	(14.4)	(11.0)	(7.3)	(3.2)	0.0	1.5	6.7	12.5	19.2
수정주가	1685.8	1752.6	1826.3	1908.0	1970.1	1999.1	2101.2	2216.6	2348.0
12MF PER	9.6	10.0	10.4	10.9	11.2	11.4	12.0	12.6	13.4
무위험수익률(%)	0.3	0.4	0.5	0.6	0.65	0.7	0.8	0.9	1.0
주가, PE 변화율(%)	11.2	7.7	4.5	1.4	0.0	(1.5)	(4.2)	(6.8)	(9.3)
수정주가	2190.2	2122.3	2058.3	1998.0	1970.1	1941.0	1887.2	1836.1	1787.7
12MF PER	12.5	12.1	11.7	11.4	11.2	11.1	10.8	10.5	10.2
Risk Premium(%)	2.5	3.0	3.5	4.0	4.4	4.5	5.0	6.0	7.0
주가, PE 변화율(%)	123.8	70.1	37.0	14.5	0.0	(1.7)	(14.0)	(31.3)	(43.0)
수정주가	4409.6	3350.9	2698.2	2255.7	1970.1	1935.9	1694.1	1352.8	1123.6
12MF PER	25.1	19.1	15.4	12.9	11.2	11.0	9.7	7.7	6.4
할인율(%)	2.0	3.0	4.0	5.0	5.1	6.0	7.0	8.0	9.0
주가, PE 변화율(%)	688.5	146.8	45.4	2.6	0.0	(21.0)	(35.9)	(46.2)	(53.7)
KOSPI	15534.6	4862.7	2864.0	2021.0	1970.1	1556.5	1262.6	1059.9	911.9
12MF PER	88.5	27.7	16.3	11.5	11.2	8.9	7.2	6.0	5.2
24MF EPS(%)	150.0	170.0	190.0	210.0	214.3	220.0	240.0	260.0	280.0
주가, PE 변화율(%)	(29.3)	(20.2)	(11.1)	(2.0)	0.0	2.6	11.7	20.8	29.9
KOSPI	1392.6	1572.1	1751.7	1931.2	1970.1	2021.0	2200.5	2380.0	2559.6
12MF PER	7.9	9.0	10.0	11.0	11.2	11.5	12.5	13.6	14.6

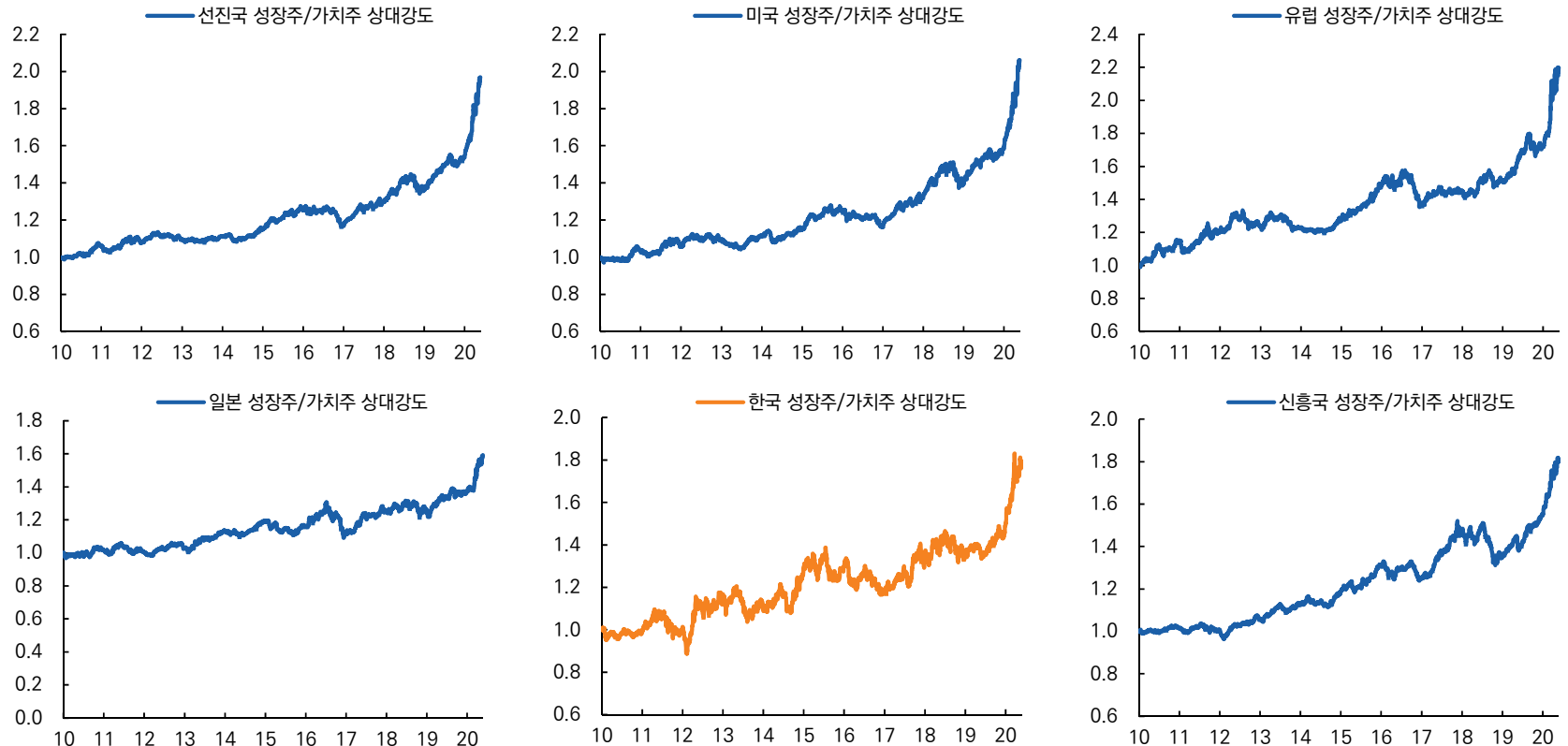
자료: 미래에셋대우 리서치센터

IV. 글로벌 성장주 강세 지속

제로금리 → 성장주 강세

- 글로벌 성장주 강세는 2010년 이후 지속되어 왔음
- 2020년 선진국, 신흥국의 성장주 성과는 가치주 대비 각각 +22%p, +12%p 상회
- 특히, 미국 성장주와 가치주의 성과차이는 +24%로 2010년 이후 수익률 격차가 최대 수준임 (2017년, 2015년 각각 +15%p, +8%p)

2010년 이후 지역/국가별 성장주/가치주 상대강도 추이



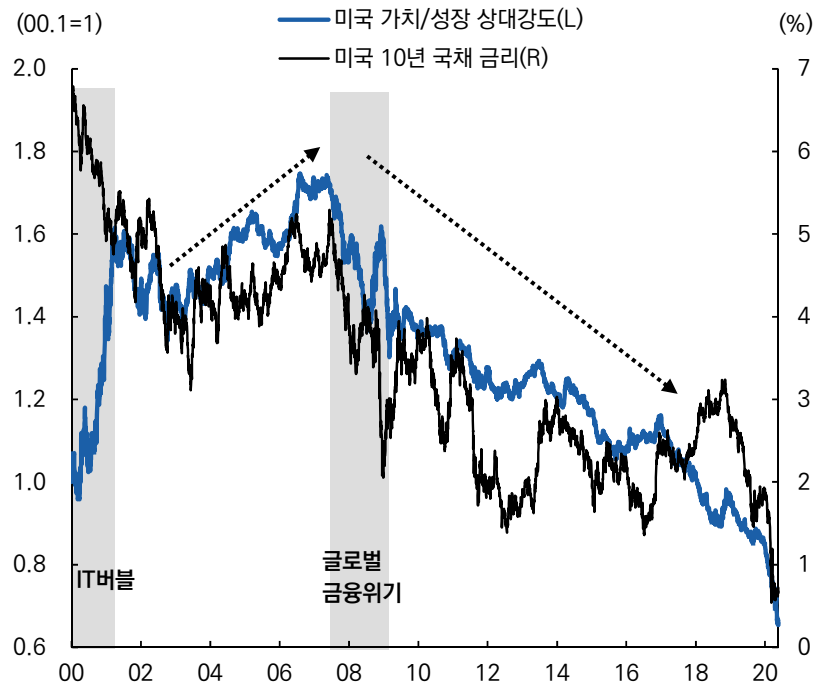
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

IV. 제로 금리 → 성장주 장세 지속 요인

금리가 하락시 성장주 가치 상승이 큼

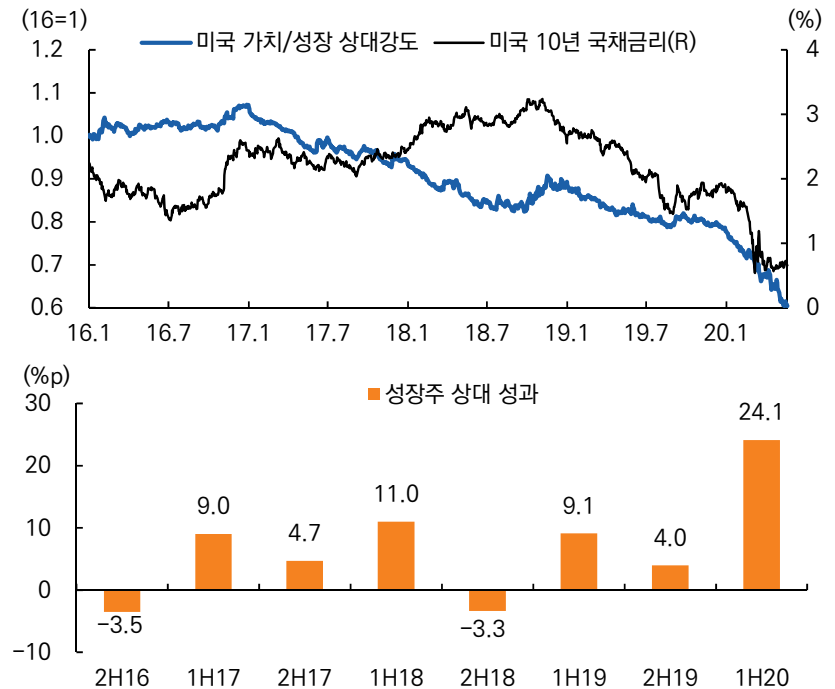
- 미국 성장주 강세는 금리 하락으로 설명할 수 있음: 장기적으로 가치/성장 상대강도는 금리와 동행
- 금리는 기업의 적정가치 산정시 할인율에 영향을 주기 때문(금리와 밸류에이션의 역상관 관계)
- 금리가 하락 가치주보다 성장주의 적정 가치 상승폭이 큼
- 16년 하반기~18년 하반기 금리 상승에도 성장주 강세는 기업 이익이 정체로 성장에 대한 프리미엄이 높아졌기 때문임
- 저성장/저금리 환경에서 성장주 강세는 지속될 전망

미국 가치/성장 상대주가와 금리 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

미국 가치주, 성장주 상대 성과



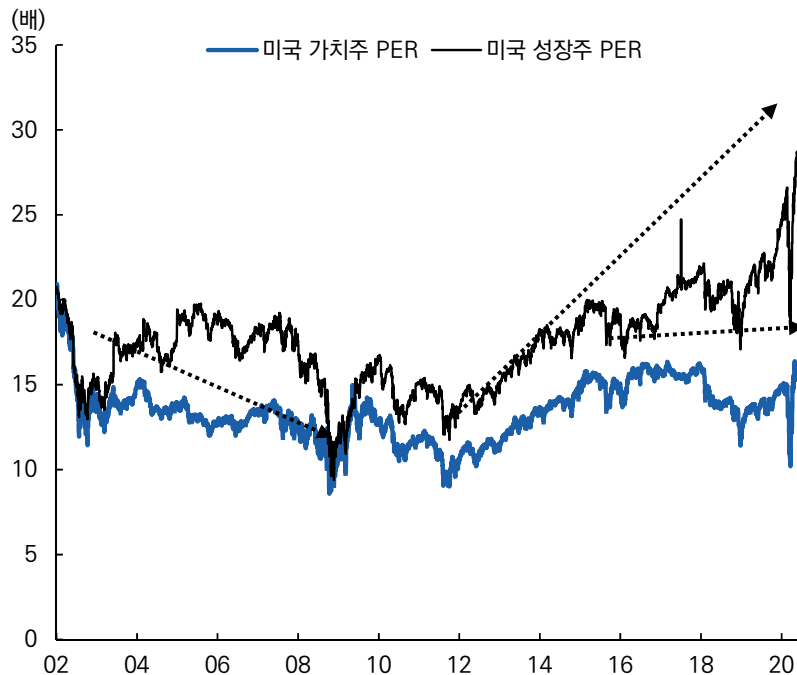
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

IV. 밸류에이션 상승을 두려워 할 필요 없다

성장주 주가상승은 밸류에이션 상승과 함께 나타남

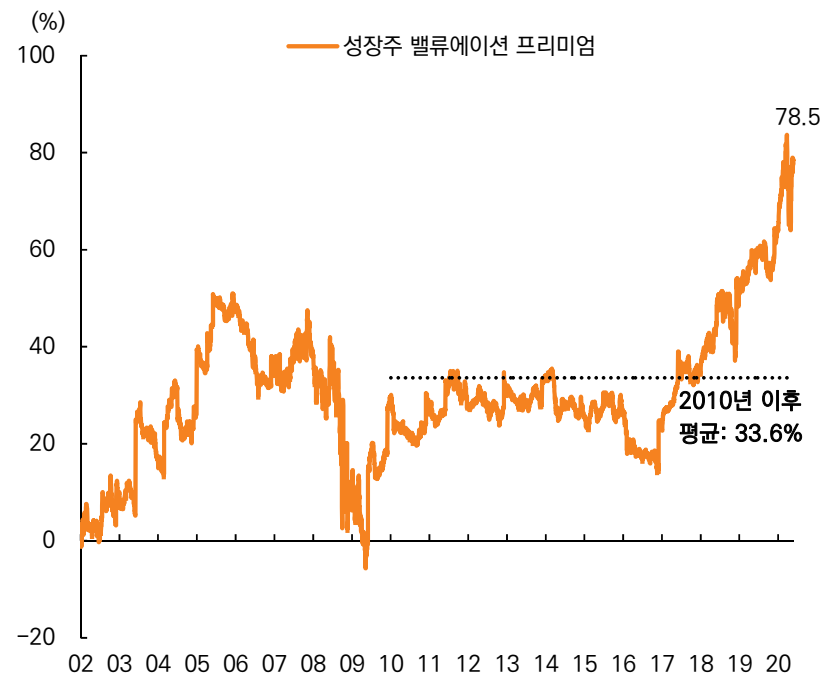
- 성장주는 시장 밸류에이션 상승국면에서 주가가 긍정적→성장주는 주가 상승속도가 이익 상승속도보다 빠르기 때문(기대감이 주가에 선반영)
- 미국 성장주와 가치주 PER은 각각 29배, 16배 수준성장 둔화로 이익에 민감한 가치주의 밸류에이션은 2016년 이후 정체. 할인율에 민감한 성장주는 금리 하락의 수혜를 받음
- 성장주와 가치주의 밸류에이션 갭 확대 추세 지속: 2017년 30% 수준에서 79% 수준까지 확대

미국 가치주와 성장주 PER 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

상대적으로 보면 장기 평균 밸류에이션 프리미엄을 상회



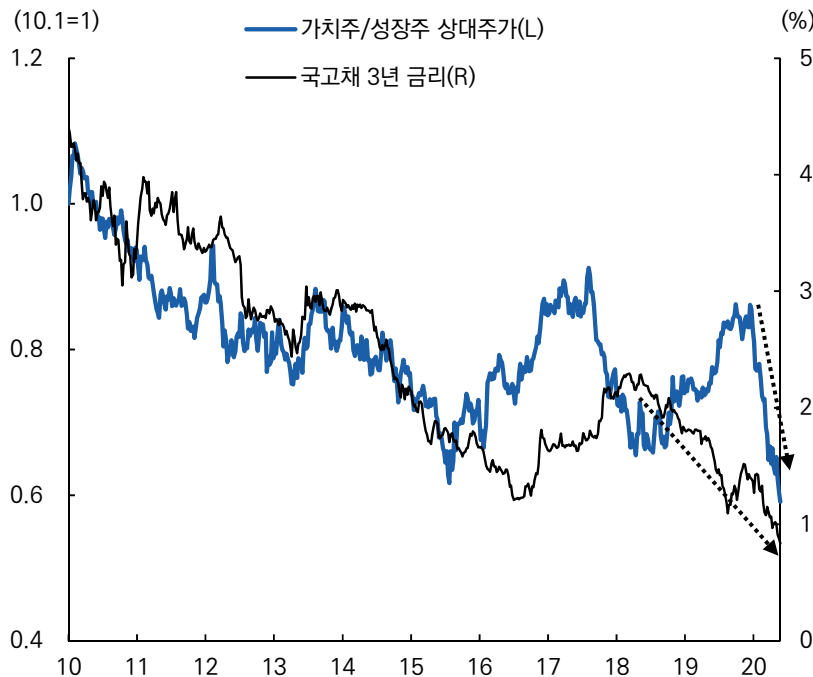
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

IV. 한국도 성장주 강세 지속 전망

국고채 3년 금리 0% 대 진입

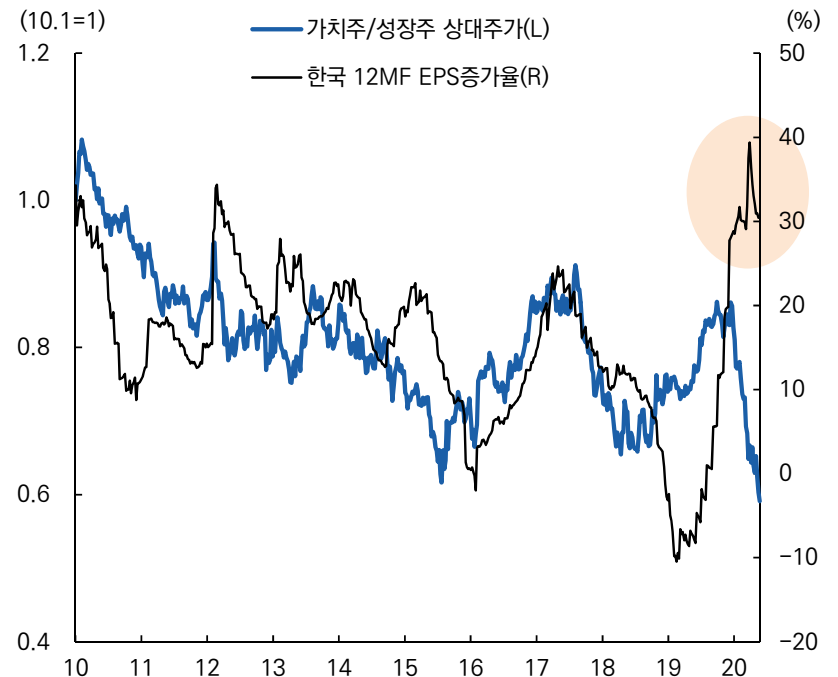
- 한국도 금리와 가치/성장 상대주가는 동행 하는 모습
- 국고채 3년 금리는 2018년 말 2% 수준에서 현재 0.8% 수준으로 하락
- 한국 가치/성장 상대주가는 금리 뿐만 아니라 기업 이익증가율 변화에도 민감(이익 ↑ → 가치주 ↑)
- 12개월 선행 EPS 증가율은 3월 말 39% 수준에서 30%까지 둔화
- 컨센서스 하향 조정이 지속되고 있기 때문에 EPS 증가율도 연말까지 둔화될 가능성이 매우 높음

한국 가치/성장 상대주가와 금리 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

한국 가치/성장 상대주가와 EPS 증가율 추이



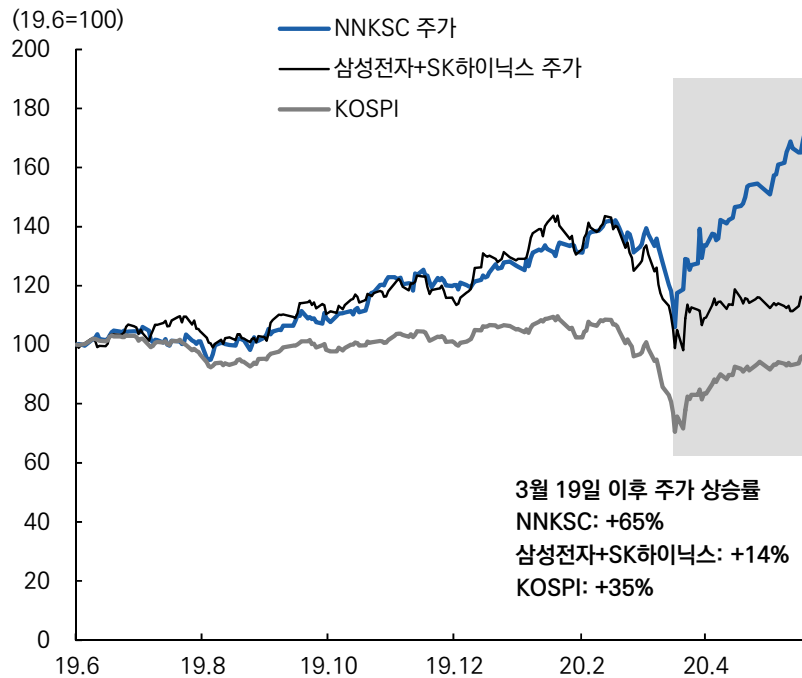
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

IV. 한국 주도주의 변화: 반도체 → 소프트웨어, 바이오

시가총액 비중 11.5%로 빠르게 확대

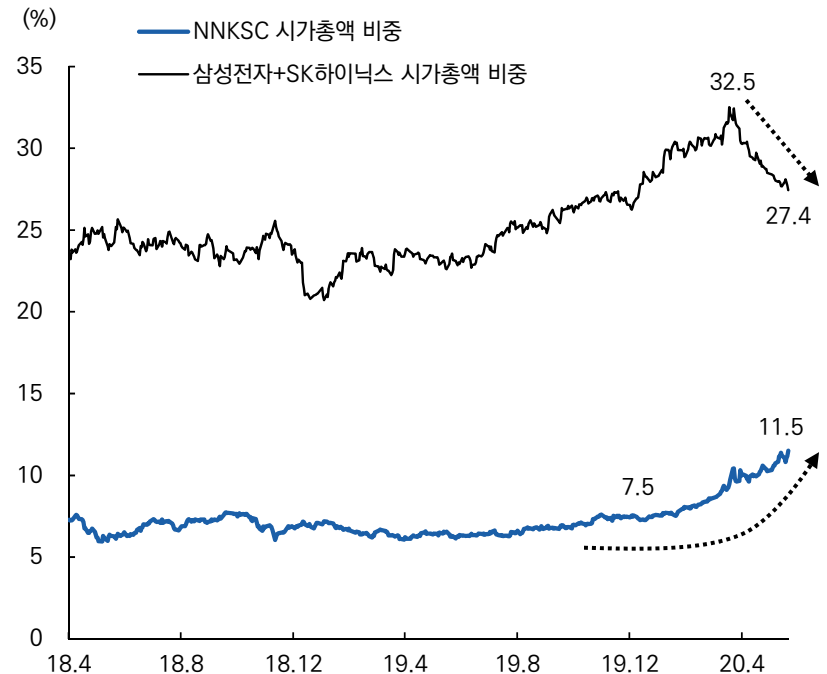
- 국내 주식시장에서 코로나19 이전 주도주는 반도체(삼성전자+SK하이닉스)
- 최근 NNKSC(NAVER, 엔씨소프트, 카카오, 삼성바이오로직스, 셀트리온)으로 주도주가 변화
- 3월 저점 이후 현재까지 주가 상승률은 NNKSC +65%, 삼성전자+하이닉스 +14%
- 삼성전자와 SK하이닉스 시가총액 비중은 3월 32% 수준에서 현재 27%까지 하락
- 반면, NNKSC의 시가총액 비중은 지난해 말 7.5%에서 현재 11.5%로 빠르게 상승

NNKSC, 삼성전자+SK하이닉스 시가총액 주가 추이



자료: WISEfn, 미래에셋대우 리서치센터

NNKSC, 삼성전자+SK하이닉스 시가총액 비중 추이



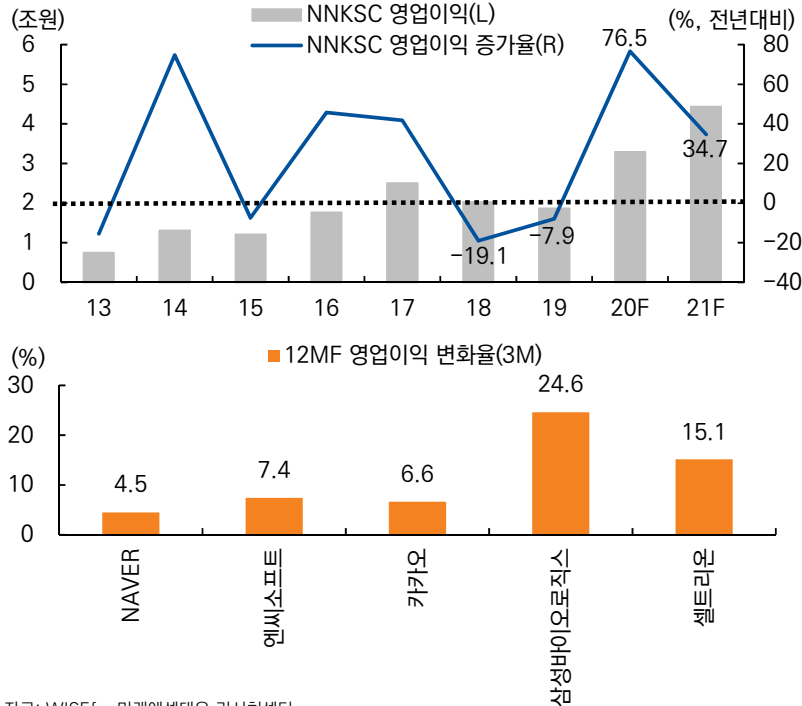
자료: WISEfn, 미래에셋대우 리서치센터

IV. 소프트웨어, 바이오 이익모멘텀 긍정적

실적 상향 조정 지속

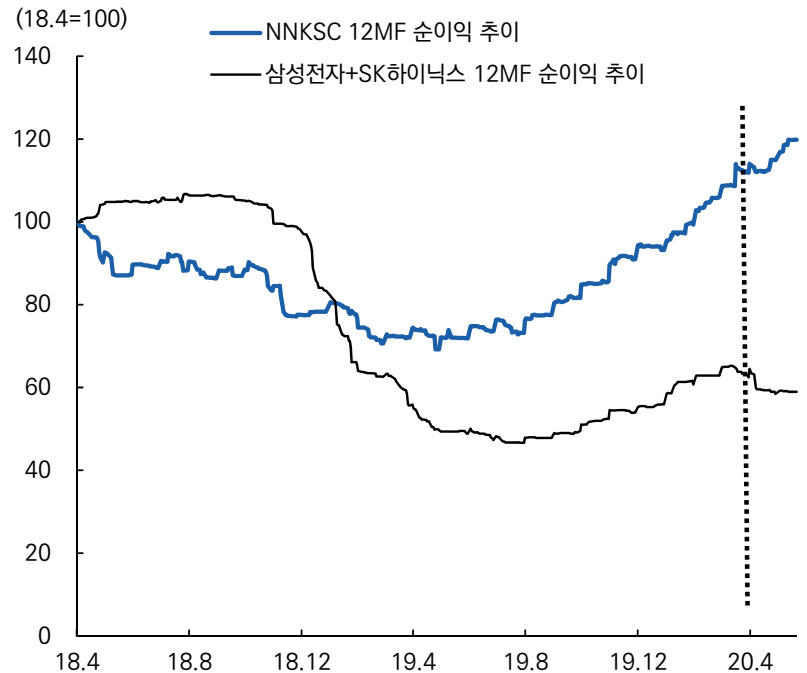
- NNKSC(NAVER, 엔씨소프트, 카카오, 삼성바이오로직스, 셀트리온)은 20년 실적 턴어라운드 기대 (20년, 21년 합산 영업이익 증가율은 각각 +76.5%, +34.7%)
- 코로나19에도 기업별 12개월 선행 영업이익은 3개월 전 대비 평균 +12% 상향 조정. 지난해 하반기 부터 꾸준히 상향 조정되는 모습
- 반면, 삼성전자와 SK하이닉스의 실적 컨센서스는 올해 3월 이후 하향 조정이 나타남

NNKSC 연간 영업이익과 이익 모멘텀



자료: WISEfn, 미래에셋대우 리서치센터

NNKSC, 삼성전자+SK하이닉스 컨센서스 추이



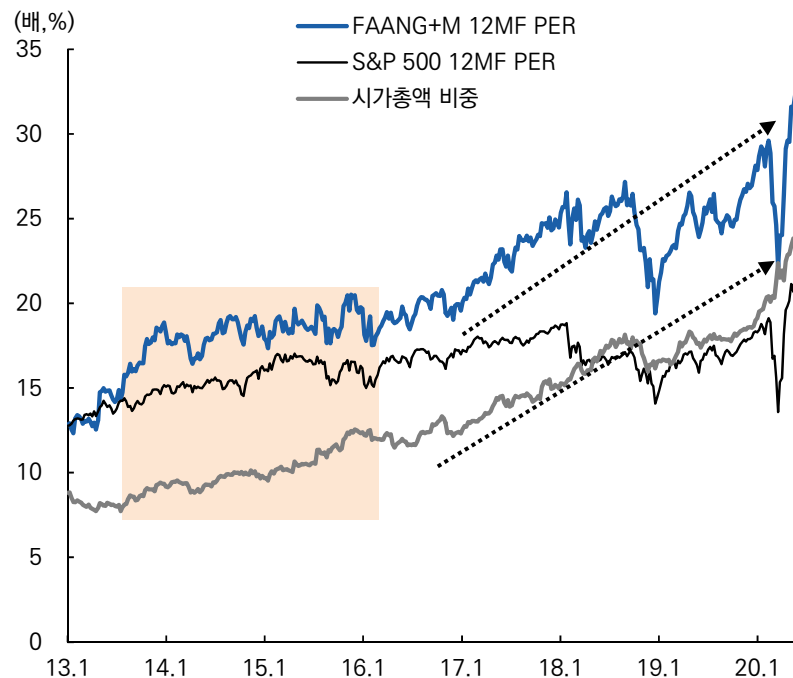
자료: WISEfn, 미래에셋대우 리서치센터

IV. 소프트웨어, 바이오 밸류에이션 부담 낮음

밸류에이션 확대 기대

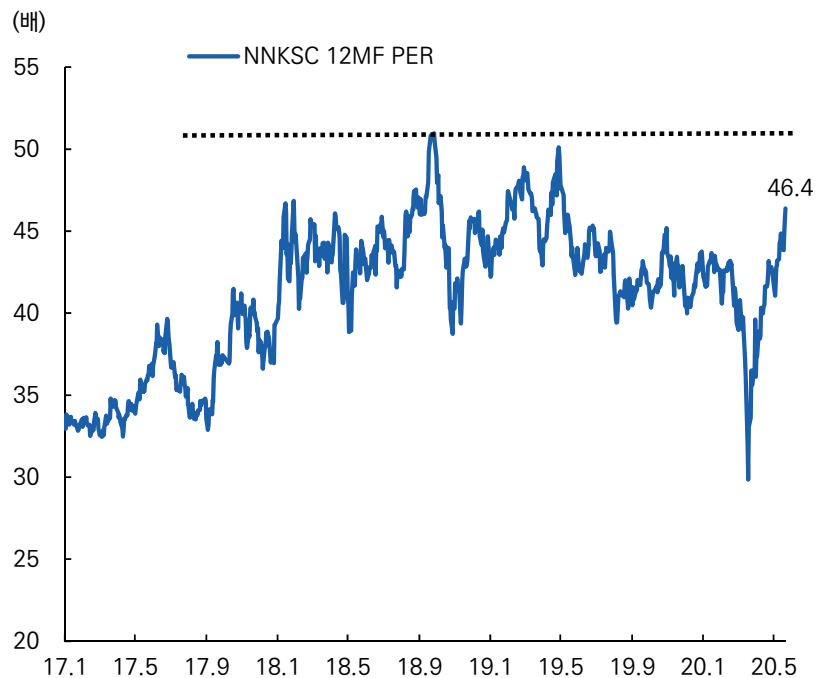
- 미국 주식시장 주도주인 FAANG+M(Facebook, Amazon, Apple, Netflix, Google, Microsoft)의 현재 시가총액 비중(S&P500 기준)은 23.7%로 2016년 10%에서 상승
- 시가총액 비중이 빠르게 확대되면서 밸류에이션 상승도 함께 나타남(15~20배 →30배)
- 한국의 NNKSC(NAVER, 엔씨소프트, 카카오, 삼성바이오로직스, 셀트리온)합산 PER은 현재 40배 중반 수준으로 2018년 기록했던 50배 수준보다 밸류에이션 부담이 낮은 상황
- 저성장/저금리라는 환경에서 한국 소프트웨어, 바이오 업종 강세는 지속될 전망

FAANG+M PER과 시가총액 비중 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

NNKSC PER 추이



자료: WISEfn, 미래에셋대우 리서치센터

IV. Quant Pick(한국)

한국 성장주 추천 리스트

- 1) 2020년, 2021년 매출액 증가율 10% 이상, 영업이익 증가율 20% 이상
- 2) 영업이익 변화율(1M) > 0, 2020년 or 2021년
 - 퀄리티 판단: 부채비율 100% 이하, 순현금 기업, ROE 개선(2019년→2020년)
 - 실적 변동성 판단: 매출액, 영업이익 안정성 각각 0.8, 0.6 이상 (회귀식의 결정계수 R-square)

한국 Growth Style 기업 리스트(퀄리티, 실적변동성 고려)

(조원, %, 배)

구분	코드	기업명	시장 구분	업종명	시가총액	매출액 증가율		영업이익 증가율		영업이익 변화율(1M)		12MF PER	ROE		부채비율	순현금 /시가총액	실적변동성		
						20F	21F	20F	21F	20F	21F		20F	21F			매출액	영업이익	
퀄리티 ↑ 실적변동성 ↓	A181710	NHN	KS	소프트웨어	1.8	12.7	11.7	51.7	22.6	11.0	11.2	18.8	5.1	6.2	35.7	30.0	0.94	0.94	
	A064760	티씨케이	KQ	반도체	1.0	25.0	20.1	29.2	21.7	2.0	2.7	15.1	25.0	24.9	17.1	9.8	0.95	0.94	
퀄리티 ↑	A207940	삼성바이오로직스	KS	건강관리	40.9	33.8	25.3	149.0	48.6	3.2	2.2	135.6	5.7	7.7	35.4	0.3	0.38	0.00	
	A035420	NAVER	KS	소프트웨어	37.9	10.5	11.4	38.4	37.1	3.8	3.7	37.3	15.4	15.3	84.7	6.5	0.99	0.00	
	A068270	셀트리온	KS	건강관리	29.1	42.0	23.8	62.7	30.9	-2.4	0.5	51.7	16.4	17.8	37.3	0.5	0.90	0.28	
	A035720	카카오	KS	소프트웨어	21.5	24.0	18.0	101.1	38.9	5.7	7.9	58.3	5.9	7.7	57.0	7.7	0.99	0.03	
	A036570	엔씨소프트	KS	소프트웨어	17.3	64.3	18.1	119.6	30.0	-0.9	6.7	19.0	29.0	28.9	37.0	9.6	0.69	0.44	
	A091990	셀트리온헬스케어	KQ	건강관리	13.7	64.0	27.0	242.2	37.8	17.1	3.7	49.0	14.5	14.8	78.8	2.7	0.48	0.00	
	A218410	RFHIC	KQ	IT하드웨어	0.9	83.4	66.4	135.4	72.0	-2.7	2.8	18.4	18.3	26.1	23.0	11.0	0.09	0.00	
	A213420	덕산네오룩스	KQ	디스플레이	0.8	30.8	26.5	50.0	29.5	-1.5	1.3	23.2	17.1	18.1	17.0	5.2	0.22	0.53	
	A290650	엘앤씨바이오	KQ	건강관리	0.8	33.9	61.1	37.1	75.2	0.8	11.6	59.8	15.7	21.7	37.2	3.8			
	A112040	위메이드	KQ	소프트웨어	0.5	24.3	34.1	흑전	195.4	16.3	-0.2	21.6	7.9	12.2	30.4	9.7	0.00	0.00	
	A228670	레이	KQ	건강관리	0.4	25.9	40.2	43.9	63.3	-9.7	3.6	17.5	25.4	29.3	28.7	4.8			
실적변동성 ↓	A060250	NHN한국사이버결제	KQ	소프트웨어	1.1	22.4	19.5	24.5	27.1	-0.3	2.8	31.1	23.1	23.7	136.5	13.7	0.99	0.92	
	A240810	원익IPS	KQ	반도체	1.7	56.8	19.5	276.7	31.3	-1.5	0.2	11.8	20.1	21.6	90.0	-0.2	0.23	0.00	
	A214150	클래시스	KQ	건강관리	1.1	14.9	24.8	26.3	21.8	-0.5	7.3	23.1	38.9	33.9	29.1	4.2			
	A241590	화승엔터프라이즈	KS	화장품, 의류, 식품	0.8	13.4	20.0	21.6	33.0	0.2	-0.2	10.5	16.6	19.6	131.2	-17.0	0.93	0.31	
	A278280	천보	KQ	디스플레이	0.8	34.5	45.3	34.4	53.4	-1.3	4.2	20.4	14.2	18.9	12.6	9.8			
	A336260	두산퓨얼셀	KS	IT가전	0.6	114.2	20.0	30.0	28.7	0.1	2.2	45.0	8.1	8.8	230.5	8.1			
	A066970	엘앤에프	KQ	IT가전	0.6	47.0	52.2	흑전	201.3	15.8	-7.9	43.9	5.1	15.8	223.7	-38.5	0.45	0.01	
	A230240	에치에프알	KQ	IT하드웨어	0.4	79.6	56.6	1259.2	81.5	-6.9	1.8	14.1	24.5	29.4	79.8	-4.7			
	A089030	테크윙	KQ	반도체	0.4	32.1	40.4	91.1	54.6	7.3	18.8	9.5	15.9	24.6	113.9	-31.7	0.53	0.04	
	A166090	하나머티리얼즈	KQ	반도체	0.4	28.8	15.2	25.6	20.4	4.0	1.3	8.7	24.5	24.2	100.8	-28.5	0.11	0.00	

자료: WISEfn, 미래에셋대우 리서치센터

IV. Quant Pick(미국, 중국)

글로벌 성장주 추천 리스트

- 1) 2020년, 2021년 매출액 증가율 10% 이상, EPS 증가율 20% 이상
- 2) EPS 변화율(1M) > 0, 2020년 or 2021년
 - 퀄리티 판단: 부채비율 100% 이하, 순현금 기업, ROE 개선(2019년→2020년)
 - 실적 변동성 판단: 매출액, 영업이익 안정성 각각 0.8, 0.6 이상 (회귀식의 결정계수 R-square)

미국, 중국 Growth Style 기업 리스트(퀄리티, 실적변동성 고려)

구분	코드	기업명	국가	업종명	시가총액	매출액 증가율		EPS 증가율		EPS 변화율(1M)		12MF PER	ROE		부채비율	순현금 /시가총액	실적변동성	
						20F	21F	20F	21F	20F	21F		20F	21F			매출액	영업이익
						(백만달러, %, 배)												
퀄리티 ↑ 실적변동성 ↓	VRTX-US	VERTEX PHARM.	US	헬스케어	9,464	43.4	15.5	65.5	23.7	14.0	7.4	29.5	24.5	22.8	11.1	4.3	0.97	0.81
퀄리티 ↑	NBIX-US	NEUROCRINE BIO.	US	헬스케어	3,809	35.8	25.8	691.3	42.5	1.6	-6.9	33.7	28.1	26.3	79.1	1.5	0.85	0.43
실적변동성 ↓	NFLX-US	NETFLIX	US	커뮤니케이션 서비스	6,457	22.8	18.4	56.2	34.6	6.2	1.7	59.6	26.4	25.9	215.9	-5.9	0.97	0.87
	NOW-US	SERVICENOW	US	IT	8,836	25.6	24.3	27.5	26.9	1.5	-1.0	82.0	26.3	24.1	53.1	0.8	0.97	0.63
	NVDA-US	NVIDIA	US	IT	4,746	19.5	16.7	27.1	21.6	0.7	1.2	42.6	33.4	31.5	21.7	3.8	0.83	0.66
	NEM-US	NEWMONT	US	소재	4,672	16.5	13.2	60.1	49.5	-5.7	1.0	25.2	7.5	10.4	32.3	-8.7	0.18	0.26
	TSLA-US	TESLA	US	경기소비재	3,169	11.7	39.8	12169.6	250.3	18.5	7.5	113.9	6.9	19.2	222.1	-5.3	0.95	0.00
퀄리티 ↑	603259-SSC	WUXI APTEC	China	헬스케어	7,247	25.8	27.6	40.6	31.2	-0.1	0.3	59.8	13.4	15.2	37.1	0.3		
실적변동성 ↓	700-HK	TENCENT HLDGS	China	커뮤니케이션 서비스	55,837	24.9	21.8	20.8	22.4	5.2	4.6	29.7	20.2	19.8	53.7	-1.2	0.98	0.93
	002916-SEC	SHENNAN CIRCUITS C	China	IT	5,109	30.1	23.6	39.1	30.0	1.4	0.5	40.2	24.8	25.3	77.7	-3.1	0.98	0.95
	002311-SEC	GUANGDONG HAID GRP	China	필수소비재	3,142	25.7	21.0	51.7	28.0	1.7	0.9	26.7	22.2	23.1	44.4	-2.9	0.96	0.97
	002475-SEC	LUXSHARE PRECISION	China	IT	2,192	37.7	32.1	39.0	34.2	0.0	0.8	32.1	24.1	24.8	33.5	0.4	0.87	0.81
	300454-SEC	SANGFOR TECHNOLOGI	China	IT	64,006	32.0	34.0	21.5	41.1	-0.5	1.3	68.9	17.5	20.1	8.7	2.1		
	300059-SEC	EAST MONEY INFORMA	China	금융	35,605	37.7	23.7	53.5	27.6	0.1	2.6	37.1	11.6	12.9	46.3	-8.3	0.62	0.00
	002493-SEC	RONGSHENG PETRO CH	China	소재	18,636	87.0	16.3	128.9	32.2	2.2	3.3	12.9	18.0	19.7	449.2	-119.7	0.93	0.43
	300601-SEC	SHENZHEN KANGTAI B	China	헬스케어	17,930	34.0	58.7	45.6	71.7	4.9	0.3	85.8	24.3	30.0	12.4	0.2	0.79	0.85
	300122-SEC	CHONGQING ZHIFEI B	China	헬스케어	9,625	45.8	27.1	43.1	30.6	0.3	0.2	33.3	38.8	35.3	41.6	-0.9	0.78	0.83
	300760-SEC	SHENZHEN MINDRAY B	China	헬스케어	9,314	21.5	20.5	22.8	21.4	0.4	0.3	53.5	24.8	24.1	0.0	4.1		
	300413-SEC	MANGO EXCELLENT ME	China	커뮤니케이션 서비스	6,717	21.8	19.6	32.5	20.7	-0.1	1.8	50.8	15.5	16.1	7.7	5.1	0.81	0.52
	JD-US	JD.COM	China	경기소비재	2,790	19.9	19.5	20.3	52.4	11.7	6.4	34.8	13.7	17.6	23.4	10.0	0.99	0.54
	603501-SSC	WILL SEMICONDUCTOR	China	IT	2,131	40.6	30.4	372.3	47.7	2.3	2.4	61.6	20.3	23.5	71.6	-1.6	0.70	0.03

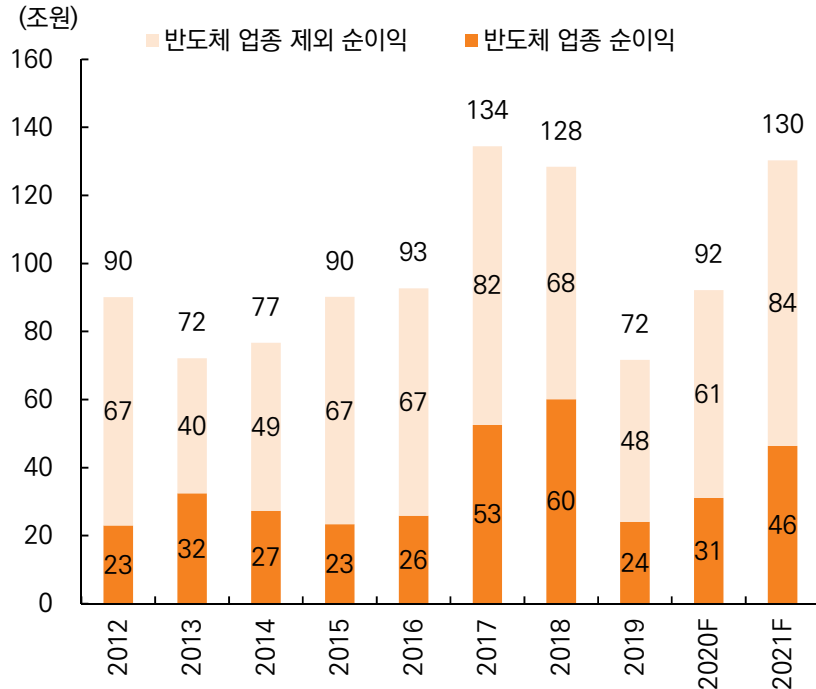
자료: Factset, 미래에셋대우 리서치센터

V. [한국] Earnings Trend

컨센서스 하향 조정 지속

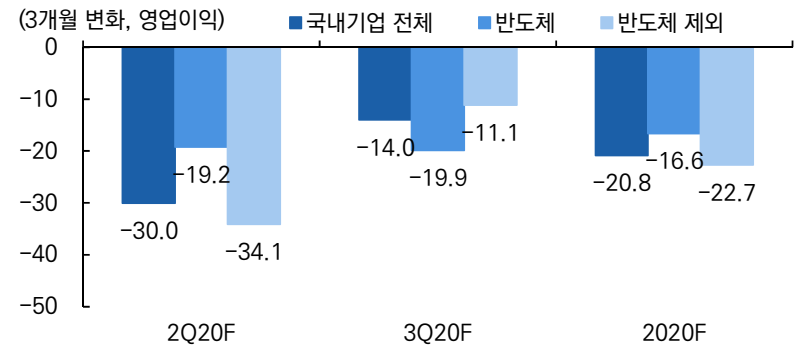
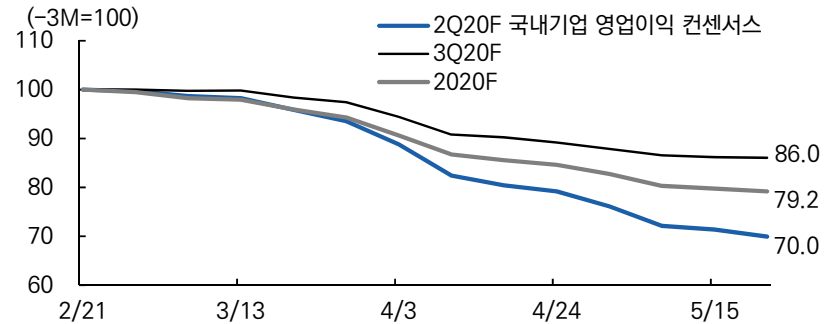
- 현재 2020년 순이익은 92.1조원으로 2019년 71.7조원 대비 +28.5% 증가 예상
(반도체: 24.0조원→31.1조원, +29.4%YoY, 반도체 제외: 47.7조원→61.0조원, +28.0%YoY)
- 분기별 괴리율을 감안해 조정한 순이익은 75~80조원 수준 → 지난해 대비 +5~+10% 성장 가능
- 2020년 순이익 컨센서스는 3개월 간 -21.4% 하향 조정(2Q: -30.0%, 3Q: -14.0%)
- 국내기업들의 이익모멘텀은 여전히 부진한 상황

국내기업 연도별 순이익



자료: WISEfn, 미래에셋대우 리서치센터

국내기업 순이익 컨센서스 추이



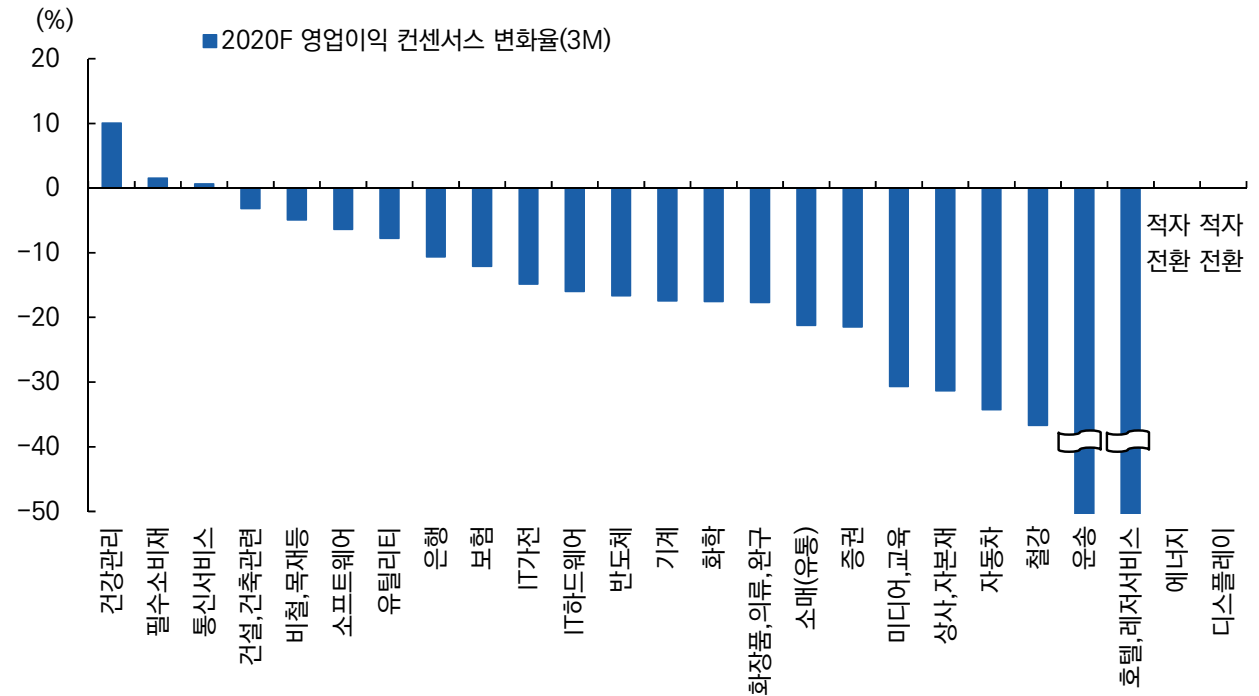
자료: WISEfn, 미래에셋대우 리서치센터

V. [한국] Earnings Trend: 업종별

건강관리, 필수소비재 이익모멘텀 양호

- 코로나19, 유가급락 영향으로 에너지(적자전환, 20F 영업이익 변화율, 3개월), 디스플레이(적자전환), 호텔/레저(-88.5%), 운송(-72.2%), 철강(-36.6%), 자동차(-34.2%), 상사/자본재(-31.3%) 등 경기민감 업종의 컨센서스가 크게 하향 조정
- 경기방어업종에 속하는 건강관리(+10.1%), 필수소비재(+1.5%), 통신서비스(+0.6%)의 이익모멘텀이 양호

업종별 영업이익 컨센서스 변화율(3M)

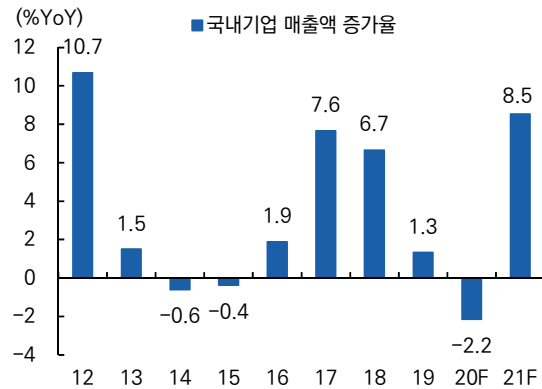


자료: WISEfn, 미래에셋대우 리서치센터

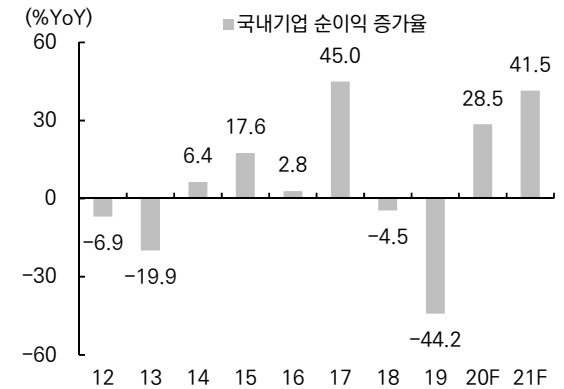
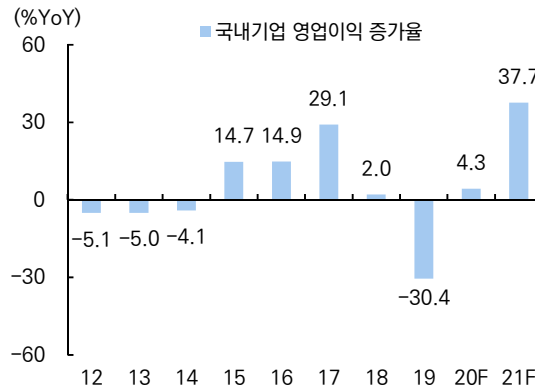
V. [한국] Earnings Trend: 연도별

국내기업 연도별 실적 증가율

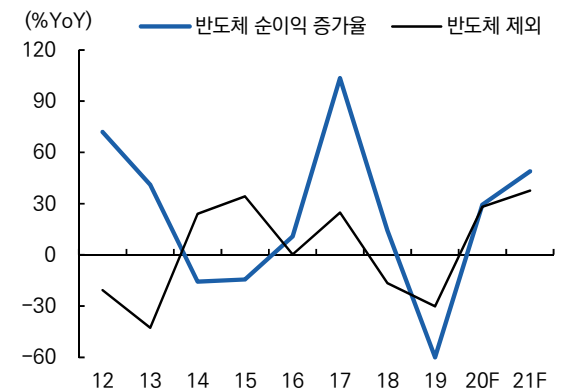
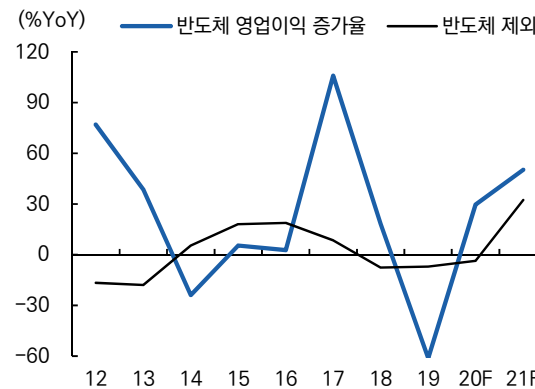
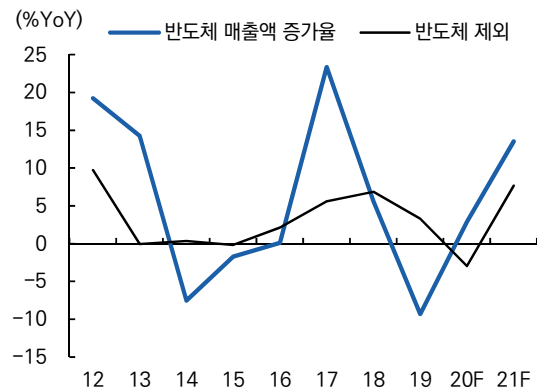
국내기업 실적 증가율(연간)



자료: 미래에셋대우 리서치센터



반도체 vs 반도체 제외 업종 실적 증가율(연간)

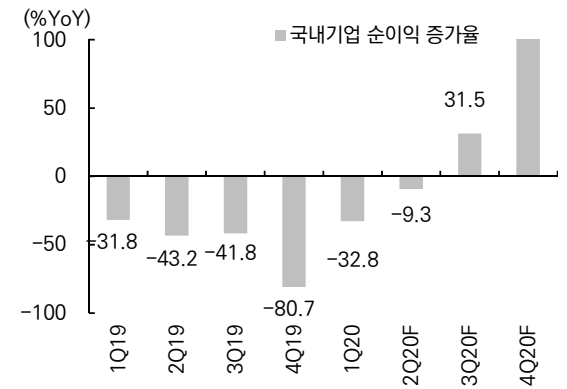
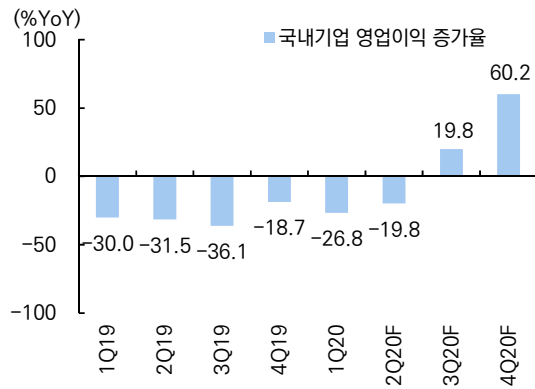
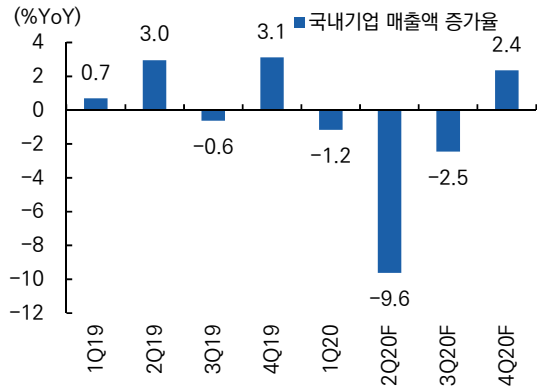


자료: WISEfn, 미래에셋대우 리서치센터

V. [한국] Earnings Trend: 분기별

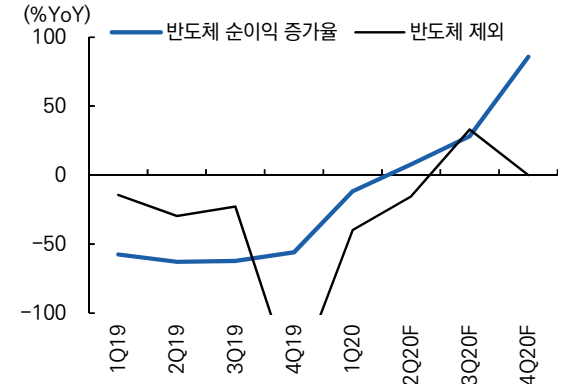
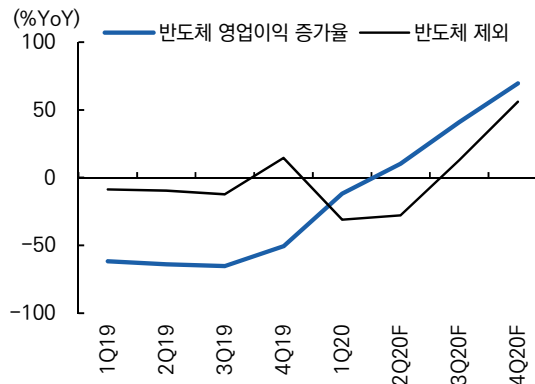
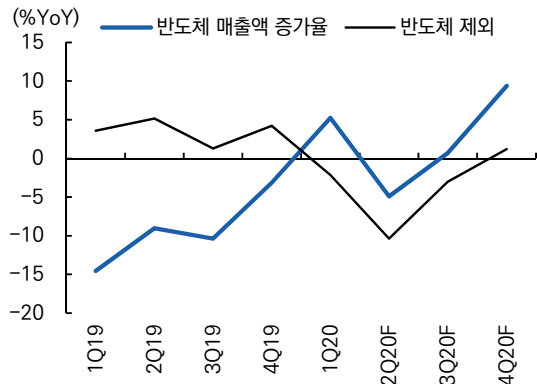
국내기업 분기별 실적 증가율

국내기업 실적 증가율(분기별)



자료: 미래에셋대우 리서치센터

반도체 vs 반도체 제외 업종 실적 증가율(분기별)



자료: WISEfn, 미래에셋대우 리서치센터

V. 한국 Earning & Valuation Table

한국 이익 & 밸류에이션 테이블

구분	시가총액 비중	주가 상승률			2020F 증가율			2021F 증가율			영업이익 변화율(3M)		ROE			PER	PBR	배당수익률 (%, 배)
		1M	3M	6M	매출액	영업이익	순이익	매출액	영업이익	순이익	2020F	2021F	2019	2020F	2021F	12MF	12MF	
전체	100.0	4.7	-7.8	-3.9	-2.2	4.3	28.5	8.5	37.7	41.5	-20.3	-9.7	4.9	6.1	8.1	11.6	0.81	2.3
KOSPI	83.7	3.9	-8.9	-6.3	-2.6	3.1	27.4	8.3	38.1	42.2	-20.7	-9.9	4.8	5.9	7.9	11.3	0.77	1.9
KOSPI(ex. 반도체)	58.5	6.2	-4.8	-7.4	-3.5	-5.8	-16.2	7.3	32.5	-24.3	-22.4	-8.8	7.0	5.6	4.1	12.3	0.68	2.2
KOSDAQ	16.3	11.6	6.1	11.8	12.8	34.1	50.7	16.8	30.3	28.6	-8.8	-4.4	9.1	12.4	14.1	16.4	2.16	0.8
대형주	70.4	2.9	-11.0	-6.2	-2.9	3.6	24.4	8.6	39.3	42.3	-20.6	-10.0	5.0	6.0	8.0	11.5	0.79	1.9
중소형주	29.6	9.5	3.9	3.0	0.9	7.8	56.4	8.3	29.4	36.9	-18.2	-7.4	4.5	6.5	8.5	12.4	0.91	1.5
에너지	1.6	6.3	-14.1	-26.8	-24.0	적전	적전	11.7	흑전	흑전	-99.8	-13.9	1.8	-3.6	6.3	101.1	0.63	2.6
화학	4.4	6.1	-4.6	8.3	0.1	5.0	161.3	9.5	44.3	53.7	-17.1	-6.1	2.0	5.0	7.2	14.6	0.87	1.5
비철, 목재등	1.2	0.4	-10.9	-8.7	-2.1	2.6	4.2	3.7	10.4	12.2	-4.9	-2.7	7.6	7.6	8.1	10.9	0.85	3.6
철강	1.6	2.1	-18.2	-23.4	-8.9	-32.1	-24.6	4.6	52.0	82.4	-36.6	-14.1	2.8	2.1	3.7	10.1	0.28	4.9
건설, 건축관련	2.5	2.1	-3.4	-14.0	5.3	8.6	24.5	5.3	8.0	9.4	-2.9	-4.3	7.9	9.0	9.1	6.5	0.59	2.6
기계	1.5	6.3	-5.2	-12.6	-2.9	7.3	206.0	6.5	26.5	51.2	-18.4	-11.2	1.7	5.1	7.3	10.9	0.66	2.2
조선	1.2	3.4	-19.2	-27.0	3.2	1080.7	흑전	3.8	22.1	72.8	15.9	-8.3	-4.9	1.7	2.9	22.7	0.50	0.3
상사, 자본재	4.6	7.5	-7.1	-11.2	-4.3	-5.3	24.2	6.9	28.0	11.8	-25.0	-11.2	5.3	6.3	6.7	11.3	0.73	2.8
운송	1.5	2.7	5.5	3.5	-8.3	-47.7	적지	14.7	298.2	흑전	-71.9	-5.1	-4.1	-6.1	7.0	-182.1	0.80	0.9
자동차	5.0	4.4	-21.5	-25.4	-3.1	-17.7	-16.8	8.1	43.4	47.8	-33.7	-14.8	5.5	4.4	6.2	7.5	0.39	3.3
화학품, 의류, 완구	4.7	5.2	-3.7	-7.1	0.4	-1.7	8.6	9.2	25.1	26.7	-16.8	-8.9	11.5	11.3	12.8	18.1	2.17	0.9
호텔, 레저서비스	1.1	2.1	-5.0	-12.1	-17.5	-86.7	적전	30.3	784.7	흑전	-84.6	-13.2	7.7	-0.2	9.7	39.3	1.58	2.1
미디어, 교육	1.4	3.9	-11.1	-12.6	-1.5	-11.0	253.8	10.3	42.1	58.3	-29.6	-9.8	1.6	5.5	8.3	19.2	1.29	1.8
소매(유통)	1.2	4.4	-2.6	-13.4	3.0	-6.1	179.7	6.1	34.9	34.4	-21.2	-7.7	1.4	3.8	4.9	11.3	0.48	2.3
필수소비재	3.2	11.5	6.0	-1.0	5.3	14.9	103.8	5.8	9.3	2.4	1.0	0.7	4.5	8.7	8.3	12.4	1.06	2.5
건강관리	11.7	7.3	23.7	29.9	17.8	57.7	71.0	12.7	25.8	21.4	9.7	6.2	6.7	10.3	11.2	46.0	4.93	0.2
은행	3.4	2.7	-20.9	-31.6		-10.0	-10.7		3.4	3.2	-10.6	-10.6	8.2	7.0	6.9	4.1	0.28	6.6
증권	1.3	7.9	-13.1	-19.7		-21.4	-28.3		23.9	24.0	-21.4	-7.4	10.6	7.3	8.5	6.0	0.47	4.4
보험	2.1	2.3	-10.3	-22.5		-47.0	9.3		4.0	8.5	-14.0	-7.9	3.6	3.7	4.2	8.6	0.34	4.8
소프트웨어	8.6	21.5	16.7	30.8	12.2	36.4	71.0	12.7	27.4	23.9	-6.4	-2.3	7.3	11.2	12.4	26.7	3.13	0.5
IT하드웨어	3.3	7.2	-7.8	5.1	9.5	25.8	60.7	14.1	30.8	32.8	-16.6	-10.1	9.0	12.8	14.7	13.9	1.90	0.6
반도체	25.4	-1.3	-17.4	-3.4	2.9	29.6	29.4	13.5	50.2	48.9	-16.6	-11.8	7.8	9.5	12.8	9.7	1.05	2.8
IT가전	2.8	15.0	-4.7	17.0	-2.4	5.6	319.0	9.8	31.7	37.3	-14.3	-7.2	1.6	6.3	8.0	16.8	1.19	0.5
디스플레이	1.1	10.1	-13.6	-7.2	-3.0	흑전	적지	8.5	4586.2	흑전	적전	-16.4	-18.4	-1.5	4.9	52.6	0.67	0.9
통신서비스	2.0	0.4	-4.4	-12.4	3.7	10.6	35.4	3.9	12.3	29.1	0.5	-1.8	4.5	5.8	7.2	9.8	0.63	4.3
유틸리티	1.5	-2.0	-15.1	-22.0	-4.6	711.6	흑전	0.3	9.1	25.6	-6.9	-5.2	-2.4	2.2	2.7	9.9	0.23	2.6

자료: WISEfn, 미래에셋대우 리서치센터

V. Global Earning & Valuation Table

글로벌 이익 & 밸류에이션 테이블

(%, 배)

지역/국가	주가 상승률			EPS 증가율				12MF EPS 변화율			PER		PBR		ROE			배당수익률		
	1M	3M	6M	FY0	FY1	FY2	12MF	1M	3M	6M	12MF	3yAvg	12MF	3yAvg	FY0	FY1	FY2	FY0	FY1	FY2
전세계	4.6	-13.6	-8.6	-2.2	-17.4	26.5	-0.6	-9.5	-21.2	-22.2	17.4	15.3	1.96	2.08	12.7	10.4	12.4	2.7	2.6	2.8
선진국	5.1	-13.6	-8.4	-1.9	-20.0	27.1	-2.2	-10.3	-22.4	-23.5	18.3	15.9	2.09	2.20	13.2	10.4	12.6	2.7	2.5	2.7
북미	6.0	-11.5	-4.9	1.7	-21.7	28.6	-2.7	-7.4	-22.4	-23.2	20.1	17.1	2.88	2.91	16.6	13.1	15.8	2.1	2.2	2.2
유럽	2.9	-19.5	-16.2	-2.3	-25.7	30.0	-5.9	-19.6	-25.6	-27.4	15.9	14.0	1.48	1.69	11.3	8.4	10.5	4.2	3.6	4.0
미국	6.1	-11.2	-4.4	1.4	-21.0	28.1	-2.4	-7.2	-22.1	-22.9	20.3	17.3	3.01	3.03	17.1	13.6	16.3	2.0	2.1	2.2
프랑스	1.3	-25.9	-23.7	-3.6	-29.7	37.0	-6.9	-10.8	-30.1	-31.5	15.7	14.0	1.26	1.51	10.0	7.1	9.3	3.6	3.4	4.0
독일	5.7	-18.7	-16.4	-10.4	-23.4	43.8	2.2	-10.2	-25.6	-28.0	14.9	12.9	1.22	1.49	9.1	7.0	9.6	3.5	3.2	3.6
이탈리아	3.1	-31.0	-27.5	4.9	-36.3	31.6	-15.0	-79.9	-32.8	-33.9	12.7	11.5	0.99	1.19	9.5	7.1	8.8	6.1	5.2	5.6
영국	3.6	-19.6	-19.0	-4.9	-32.4	30.0	-11.5	-8.9	-29.2	-32.0	14.3	13.0	1.35	1.66	12.5	8.6	10.8	6.0	4.6	5.1
홍콩	-6.4	-17.6	-16.8	0.5	-13.3	23.3	1.9	-4.3	-13.7	-15.8	14.7	15.0	0.97	1.19	7.5	6.1	7.2	3.5	3.5	3.8
일본	4.6	-12.6	-12.6	-21.0	8.2	18.4	10.4	-5.9	-15.6	-16.5	14.2	13.2	1.05	1.19	7.1	7.2	8.1	2.7	2.7	2.9
신흥국	1.2	-13.5	-10.0	-3.8	-1.2	23.5	8.8	-5.2	-14.3	-15.2	12.5	11.9	1.33	1.47	10.5	10.0	11.5	3.2	2.9	3.3
신흥 아시아	0.4	-11.3	-6.7	-2.9	4.3	22.4	11.5	-3.7	-11.6	-11.7	13.2	12.3	1.39	1.49	9.9	10.0	11.3	2.6	2.5	2.8
신흥 유럽	5.1	-18.0	-16.7	-11.3	-25.8	27.3	-7.4	-8.7	-25.8	-27.5	7.4	6.9	0.71	0.84	12.7	8.8	10.7	8.3	6.7	8.1
라틴아메리카	2.4	-25.1	-23.3	0.4	-20.4	35.1	-0.3	-13.5	-23.7	-28.7	12.2	12.7	1.38	1.75	12.3	9.7	13.1	4.0	3.8	4.8
중국	-1.2	-7.9	0.3	21.4	2.3	18.2	8.8	-1.8	-8.5	-9.4	12.5	11.9	1.48	1.55	11.6	11.6	12.4	2.1	2.1	2.4
인도	-0.5	-22.6	-20.1	3.6	6.8	27.9	10.6	-10.9	-19.1	-19.5	17.7	17.9	2.17	2.60	12.0	11.9	13.9	1.9	1.9	2.2
인도네시아	-1.9	-29.3	-30.7	0.0	-5.6	13.9	2.3	-5.7	-14.2	-16.6	12.2	14.9	1.68	2.39	14.3	13.5	14.2	3.8	3.9	4.0
한국	2.8	-11.9	-6.5	-44.8	20.2	42.3	30.4	-6.3	-16.2	-14.8	11.0	9.6	0.80	0.95	5.5	6.4	8.5	2.6	2.6	2.9
대만	3.3	-9.0	-7.3	-6.3	4.8	15.0	9.3	-1.6	-9.0	-6.3	15.3	14.2	1.74	1.74	10.7	10.9	11.9	3.9	3.9	4.3
러시아	6.0	-14.6	-12.2	-14.2	-31.0	26.4	-12.0	-9.1	-28.3	-29.8	6.8	5.6	0.64	0.67	13.2	8.5	10.4	10.3	8.0	9.4
브라질	1.9	-26.6	-24.4	7.1	-29.9	46.6	-4.4	-17.3	-28.8	-34.8	12.4	11.8	1.41	1.74	14.2	9.6	13.8	3.8	3.8	5.2

자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 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.