



하나금융투자 2021 하반기 전망 | 2021년 5월 3일



하반기 주식시장 전망과 전략

Part 1. 전략 | 다양성의 시대

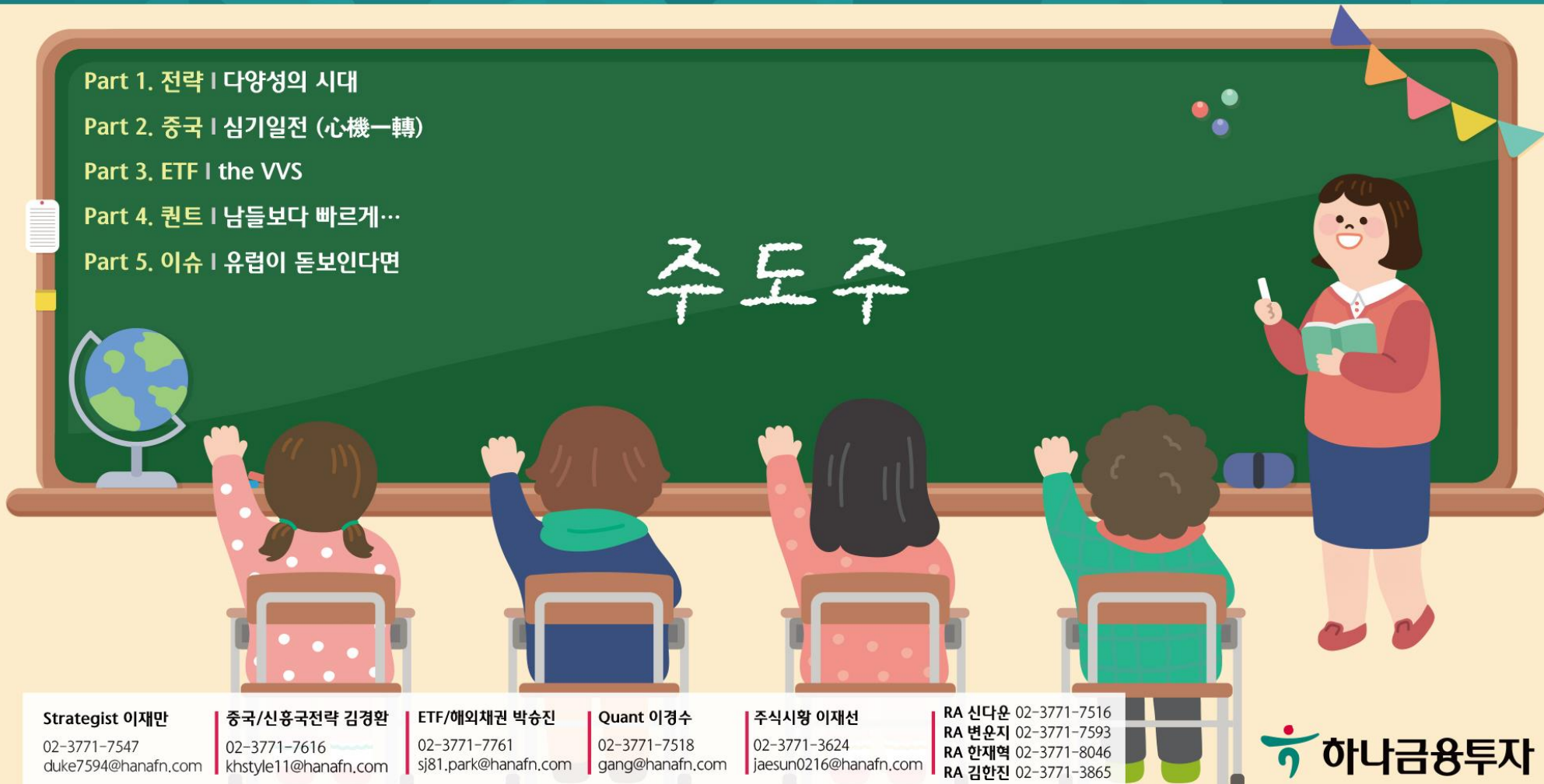
Part 2. 중국 | 심기일전 (心機一轉)

Part 3. ETF | the VVS

Part 4. 퀀트 | 남들보다 빠르게...

Part 5. 이슈 | 유럽이 돋보인다면

주도주



Strategist 이재만

02-3771-7547
duke7594@hanafn.com

중국/신흥국전략 김경환

02-3771-7616
khstyle11@hanafn.com

ETF/해외채권 박승진

02-3771-7761
sj81.park@hanafn.com

Quant 이경수

02-3771-7518
gang@hanafn.com

주식시황 이재선

02-3771-3624
jaesun0216@hanafn.com

RA 신다운 02-3771-7516

RA 변운지 02-3771-7593

RA 한재혁 02-3771-8046

RA 김한진 02-3771-3865

 하나금융투자

Contents

2021년 5월 3일 | 하나금융투자 리서치센터
2021 하반기 주식시장 전망과 전략



Part 1. 전략	다양성의 시대	3
Part 2. 중국	심기일전 (心機一轉)	62
Part 3. ETF	the VVS	98
Part 4. Quant	남들보다 빠르게...	126
Part 5. 이슈	유럽이 돋보인다면	141



Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.



2021 하반기 주식시장 전망과 전략

Part 1. 하반기 주식시장 전망과 전략

다양성의 시대



하나금융투자 리서치센터 글로벌투자전략팀

Strategist/선진국전략 이재만

E-mail: duke7594@hanafn.com / Tel : 02-3771-7547

[요약] 다양성의 시대: 선진국 중시

2021년 하반기 선진국 중시	[다양성의 시대]
미국 중시 전망	<p>→ 인프라 투자 발표 이후 본격적으로 중세 방안 제시 중. 단 중세가 주식시장의 추세를 변화시킬 수 있는 변수는 아님</p> <p>→ 통화정책에 대한 의존도가 크게 높아졌다는 점을 감안 시 연준 통화정책 정상화(테이퍼링)가 본질적 중시 조정 트리거</p> <p>→ 미국 중시는 기업 이익 Cycle이 아닌 Trend에 영향을 받음. 법인세 인상 감안해도 이익 사상 최고치 Trend 유지</p> <p>→ 미국 금리 상승 국면에서는 지수 기대수익률에서 이익 변화가 차지하는 비중이 상대적으로 확대</p> <p>▶ S&P500지수 하반기 기대수익률=[이익 변화 기여도 +15%+밸류 변화 기여도 -5%]=+10%</p>
미국 중시 투자전략	<p>→ 금리 상승 국면에서 업종별 기대수익률 측정 시 밸류 변화 기여도 보다는 이익 변화 기여도가 중요</p> <p>→ 업종별 기대수익률 측정 시 이익 변화 기여도가 상대적으로 높고, 밸류 변화 기여도가 상대적으로 낮은 업종 선택</p> <p>→ 해당 조건을 충족 시 이익 성장 대비 가격메리트가 높은 업종으로 구분 가능</p> <p>▶ 자동차/부품, 내구소비재/의류, 미디어, 유통</p>
선진국 중시 [다양성의 시대]	<p>→ 선진 유럽도 코로나19 백신 접종률 20%까지 높아지면서 경제활동 복귀 기대감 높아짐</p> <p>→ 미국에 버금가는 재정과 통화 확대 정책 실행. 기업 디폴트 리스크 빠르게 하락</p> <p>→ 내수 경기를 뒷받침 해 줄 수 있는 주택경기 회복 중. 기업 투자 증가 기대가 높아지고 있는 선진 유럽 중시에도 관심</p> <p>→ 미국과 동일 섹터 비교 시 비교 우위에 있는 섹터 선택: 이익증가율, 배당수익률, PER, PBR 비교 방식</p> <p>▶ 선진 유럽: 금융, 에너지, 산업재</p>

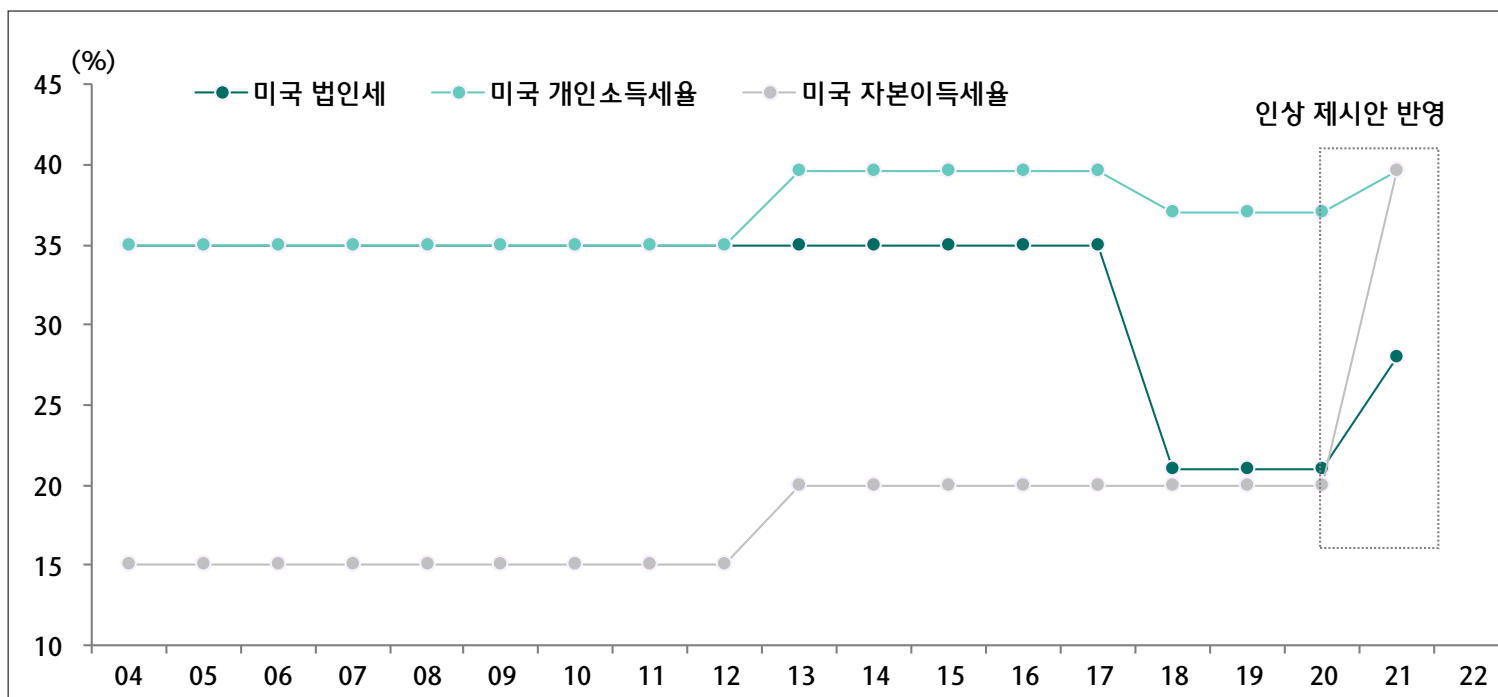
[요약] 다양성의 시대: 국내 증시

2021년 하반기 국내 증시	[다양성의 시대]
국내 증시 전망	<p>→ 2021/5월 공매도 재개로 수급 불안 우려. 그러나 기업 이익 증가 국면에서 공매도가 지속적으로 늘어나기는 어려움</p> <p>→ 국내 기업 이익의 증감 여부는 수출이 결정</p> <p>→ 미국의 성장을 독주 현상이 2021/3분기부터는 완화되면서 국내 對중국과 對유럽 수출 개선의 지속 가능성 높음</p> <p>→ 중국과 유럽의 수출증가율이 높아질 때 국내 수출의 기저효과는 커짐</p> <p>→ 지금처럼 기업 이익 증가 국면에서 코스피 -10% 이내 조정 확률 89%. 평균 조정 폭 -5.4%</p> <p>→ 코스피 순이익 추정치는 수출이 기저효과를 기반으로 회복했던 2010년과 2017년의 경우는 연초 대비 평균 17% 상향</p> <p>→ 17% 상향 조정 적용 시 2021년 코스피 순이익 추정치 현재 145조원에서 3분기말까지 최대 152조원까지도 가능(NAVER: 라인과 Z홀딩스 경영통합으로 인한 현금유출입 없는 회계적 순이익 14조원 제외)</p> <p>→ 2021년 PER은 과거 순이익 증가 국면의 PER 상단 적용, 해당 수준은 16배</p> <p>▶ 2021년 연내 남은 기간 동안 코스피 시가총액 상단 [152조원*16배=2,432조원, 2021/4월말 2,115조원]</p> <p>▶ 코스피로 환산 시 3,650p(2021/4월말 대비 +16%)</p>
국내 증시 투자전략 [다양성의 시대]	<p>→ 2021년 기업 이익 예상 경로는 연간 기준 영업이익 전년대비 증가, 1분기 YoY 증가율을 정점으로 하락 전환 예상</p> <p>→ 2010년과 11년 그리고 18년이 연간 이익증가율의 차이는 있지만, Cycle은 동일</p> <p>→ 2021년 시중금리는 상승하겠지만 11년과는 달리 경제 성장을 밑돌 것으로 예상, 18년처럼 수출 급감 가능성 낮음</p> <p>→ 2010년과 같은 지수 흐름과 이익 추정치의 상향 조정 기대</p> <p>→ 2021년도 특정 업종이나 스타일 쏠림이 아닌 확산으로 진행될 가능성이 있음. 주도주의 3가지 컨셉</p> <p>▶ 2021년 상반기 대비 하반기 이익이 감소할 것으로 예상되는 업종 내에서 반대로 이익이 성장할 것으로 기대되는 기업</p> <p>▶ 2021년 이익점유율이 높아지는 최종소비재는 매출 증가율, 씨클릭같은 영업이익률이 높은 기업</p> <p>▶ 부채 구조조정을 통해 이익 레버리지가 커질 수 있는 기업</p>

미국 인프라도 있지만, 중세도 있다

- 바이든 정부 인프라 투자 이어 중세 계획 언급
- 법인세 현재 21%에서 28%로 인상. 그러나 해당 세율은 트럼프 이전 시기인 35%보다는 낮은 수준
- 개인소득세율 현재 37%에서 39.6%로 2017년 인하 이전 수준으로 복귀. 자본이득세율은 20%에서 39.6%로 인상 계획

미국 인프라 투자 발표 이후 세금 인상이 화두로 부각



주) 자본이득세율: 1년 이상 보유 주식/채권/부동산 매각 시 발생한 투자수익 100만달러 이상에 대해 세율 20%에서 39.6%로 인상

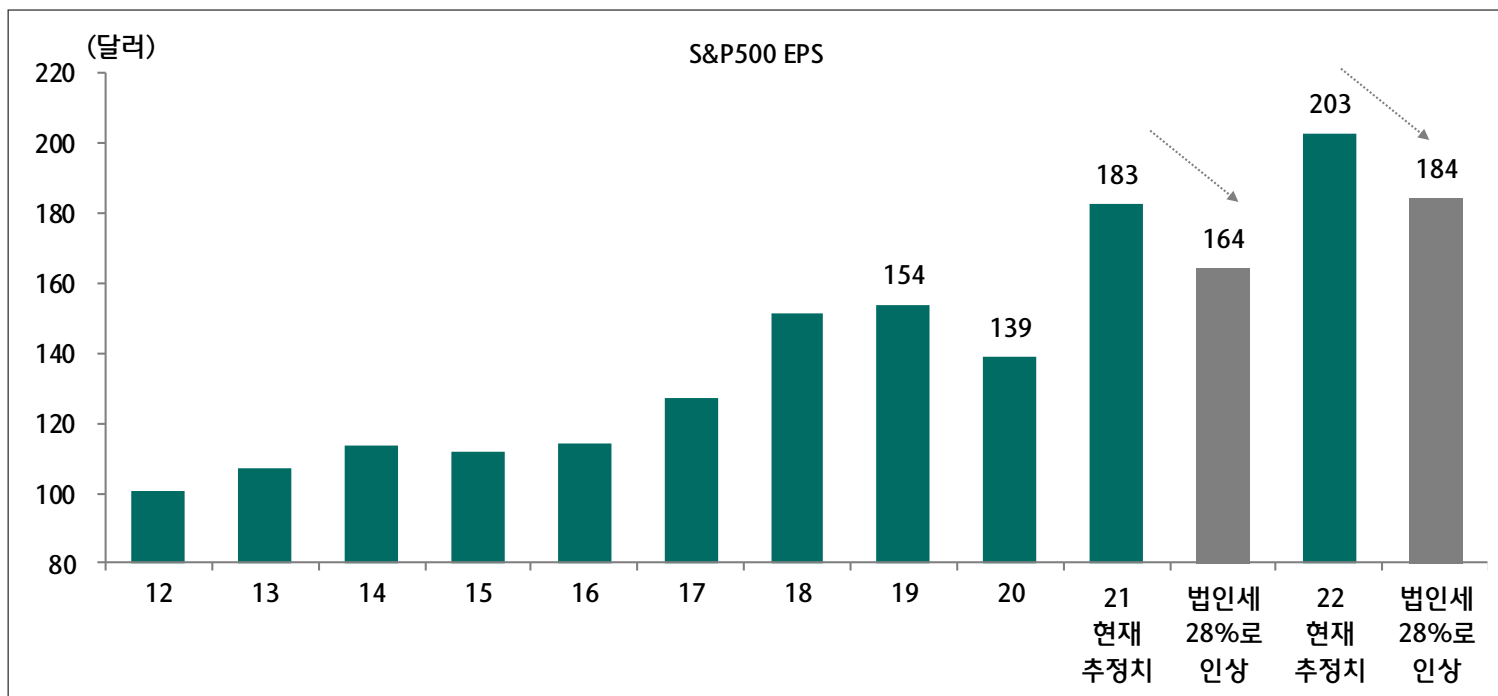
주) 개인최고소득세율: 연간 40만 달러 이상 고소득자의 소득세 최고세율 37%에서 39.6%로 인상

자료: Bloomberg, 하나금융투자

법인세 28%로 인상 시 기업 이익 9% 감소 예상

- 미국 법인세가 21%에서 28%로 인상 시 기업 EPS는 9% 정도 감소
- 미국 법인세는 21%에서 28%로 인상된다 하더라도 기업 이익증가율은 낮아지겠지만, 이익 증가 추세를 훼손하지는 않을 것

법인세를 기존 21%에서 28%로 인상 시 미국 기업 EPS는 9% 정도 감소

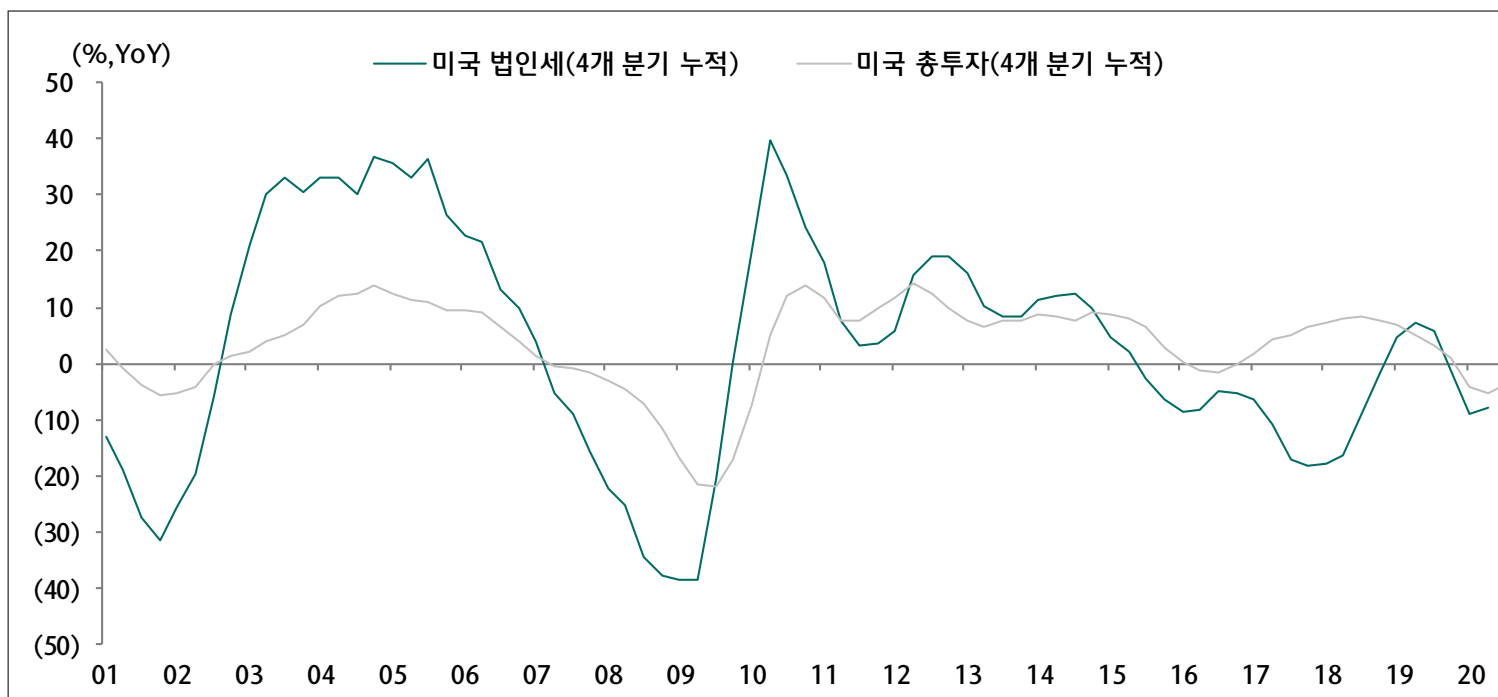


자료: Bloomberg, 하나금융투자

기업, 법인세 인상의 부정적인 영향을 피하기 위해 투자를 늘릴 수도 있음

- 미국 기업 법인세 비용 지불을 회피할 수 있는 방법 중 하나 세전이익 축소
- 기업, 세전이익을 축소하는 정당한 방법 중 하나는 ‘투자’를 통한 비용 지출

기업은 ‘법인세’라는 비용 보다는 ‘투자’라는 비용을 선호

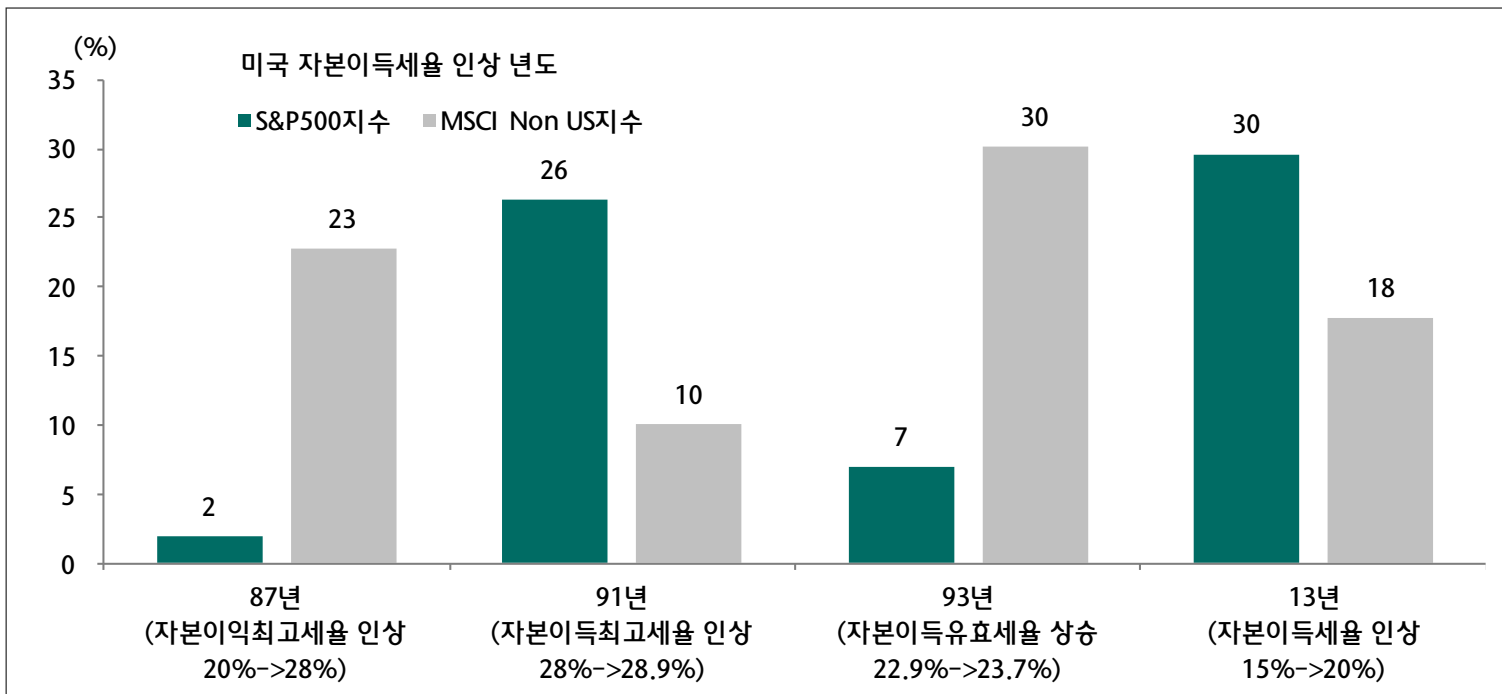


자료: Bloomberg, 하나금융투자

자본이득세율 인상 → 미국 증시 하락(?)

- 자본이득세율도 현재 20%에서 39.6%로 인상 제시
- 자본이득세율을 인상했던 1987년, 1991년, 1993년, 2013년 미국 증시가 모두 상승했다는 측면을 감안 시 증세가 증시에 부정적인 영향을 준다는 일방적인 결론을 내릴 수도 없음

1985년 이후 자본이득세율 인상 당시 S&P500지수는 모두 상승: 지수 수익률과 관계가 없음

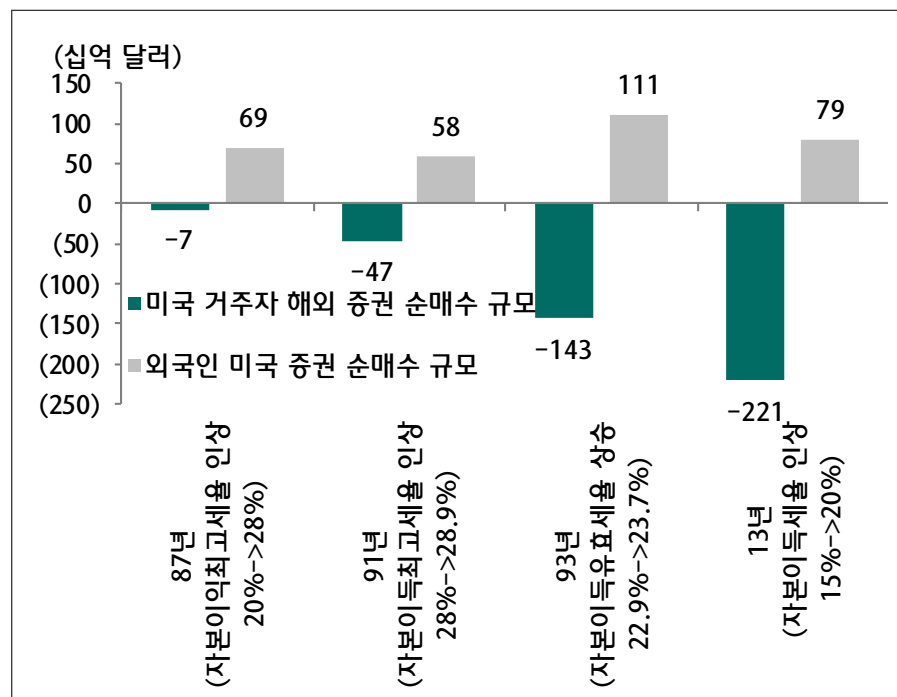


자료: Bloomberg, 하나금융투자

미국인의 입장: 자국 금융시장을 대신할 투자자산을 찾을 가능성은 있음

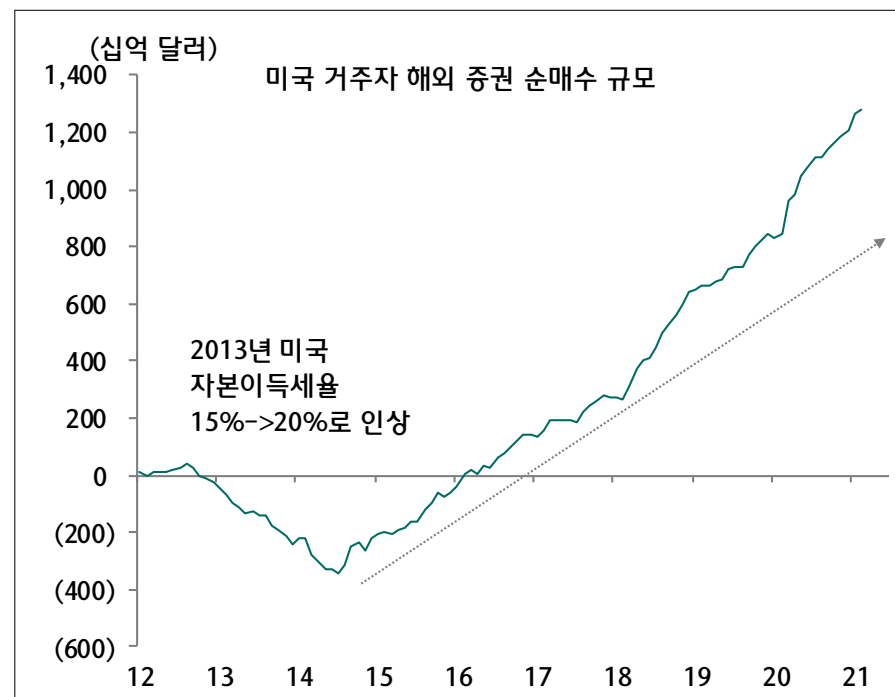
- 미국 자본이득세율 인상 년도: 외국인의 미국 증권에 대한 순매도 전환도 없었고, 미국 거주자가 자본이득세율 회피를 위한 자산 교체를 위해 해외 증권을 순매수 하지도 않았음
- 다만 2013년 미국 자본이득세율 15%에서 20%로 인상 이후 2014년~20년까지 7년 연속 미국 거주자의 해외 증권 순매입 지속

자본이득세율 인상으로 미국 대체 자산을 찾지는 않았지만



자료: Bloomberg, 하나금융투자

2013년 미국 자본이득세율 인상 이후 해외 증권 투자 증가

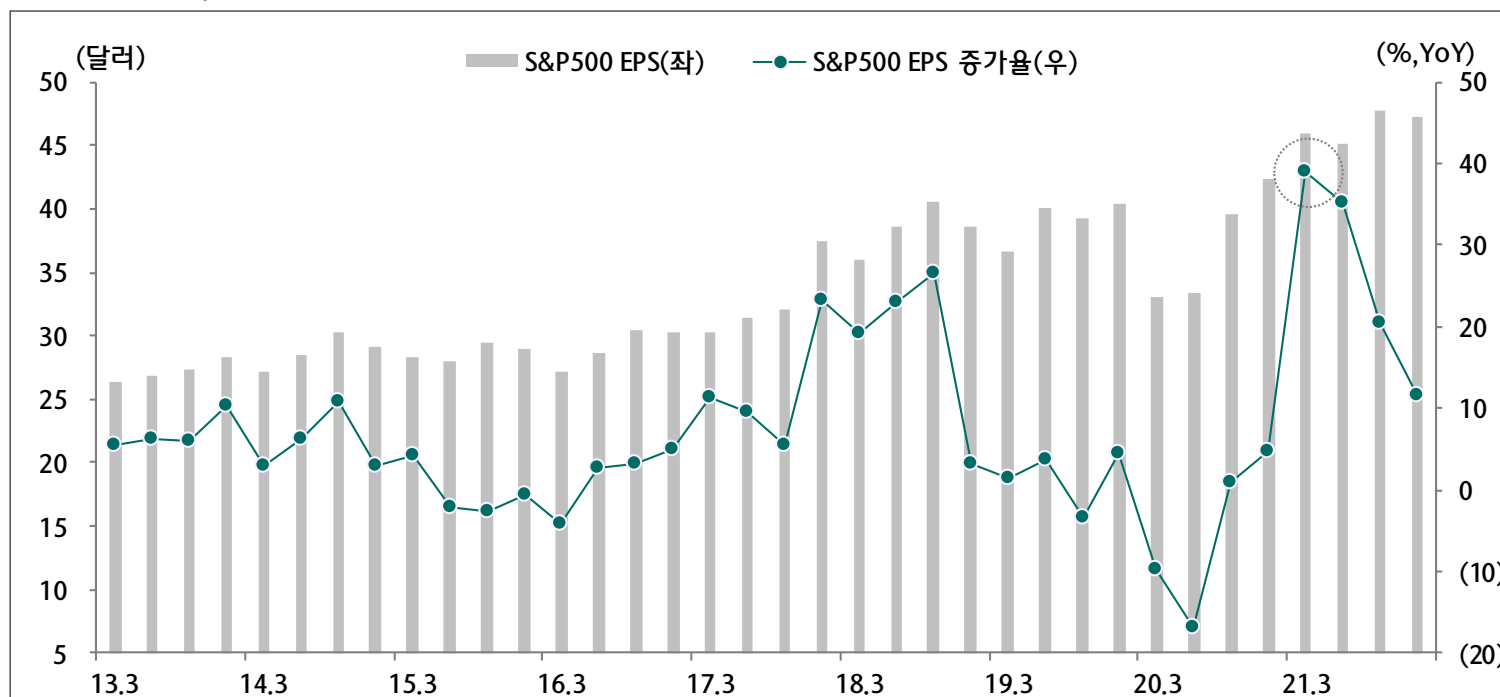


자료: Bloomberg, 하나금융투자

S&P500지수 EPS YoY 증가율 즉 이익 Cycle은 1분기 정점 통과 예상

- S&P500지수 분기별 EPS YoY 증가율 추정치. 2021/1분기를 정점으로 하락 전환 예상
→ 1분기 39.0%→ 2분기 35.1%→ 3분기 20.5%→ 4분기 11.7%

S&P500지수, EPS YoY 증가율은 2021/1분기 정점 형성 예상

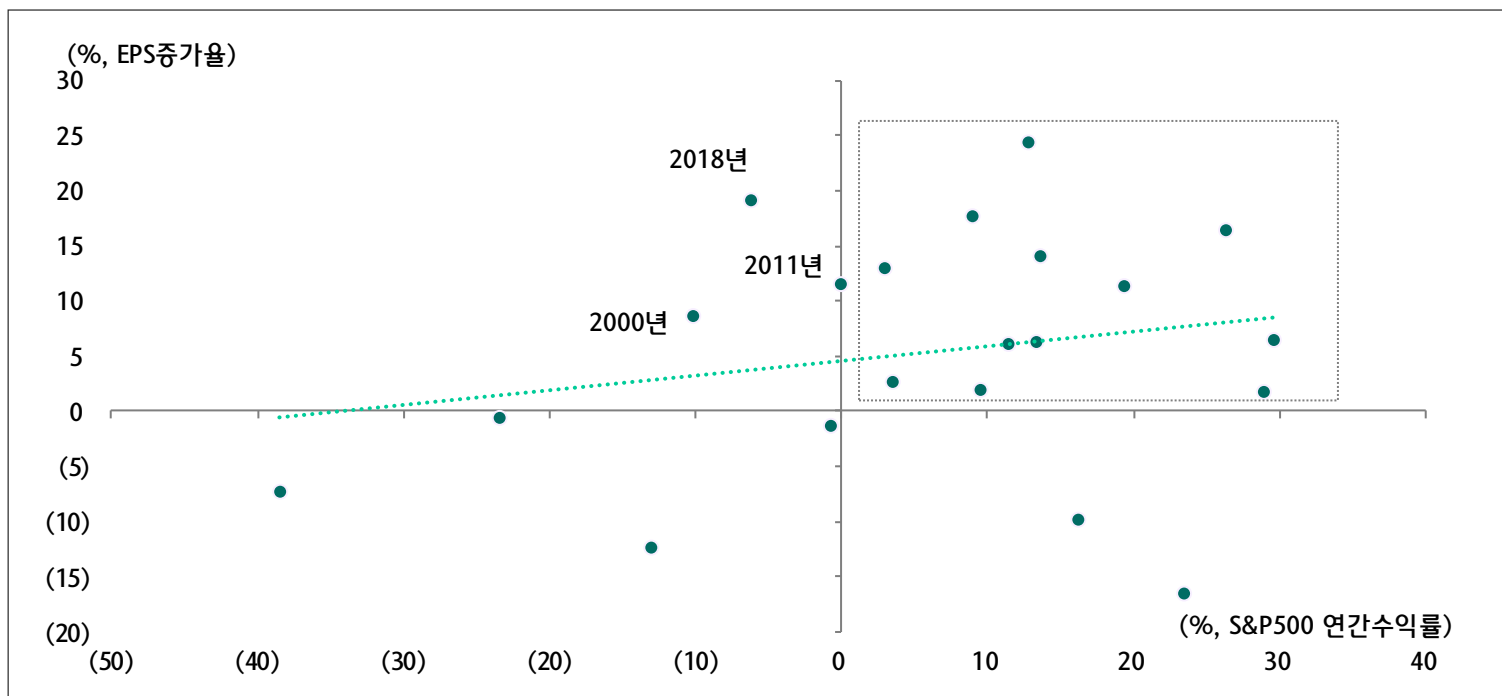


자료: Bloomberg, 하나금융투자

미국 증시, 이익은 Cycle이 아닌 Trend가 중요

- 2000년 이후 연간 S&P500지수 수익률과 EPS 증가율을 보면: 이익 증가했던 년도의 S&P500지수 평균 수익률 11%, 상승 확률 80%
→ 2000년 이후 이익 증가 총 15개 년도: 00년 IT버블붕괴, 11년 선진국 재정위기, 18년 미/중 무역분쟁 3개 년도만 마이너스 기록
- 법인세를 인상하더라도 이익 증가 추세가 유지된다면, S&P500지수 강세장 기조에는 변화가 없을 것으로 판단

S&P500지수 EPS가 증가했던 연도의 평균 수익률 11%, 상승 확률 80%

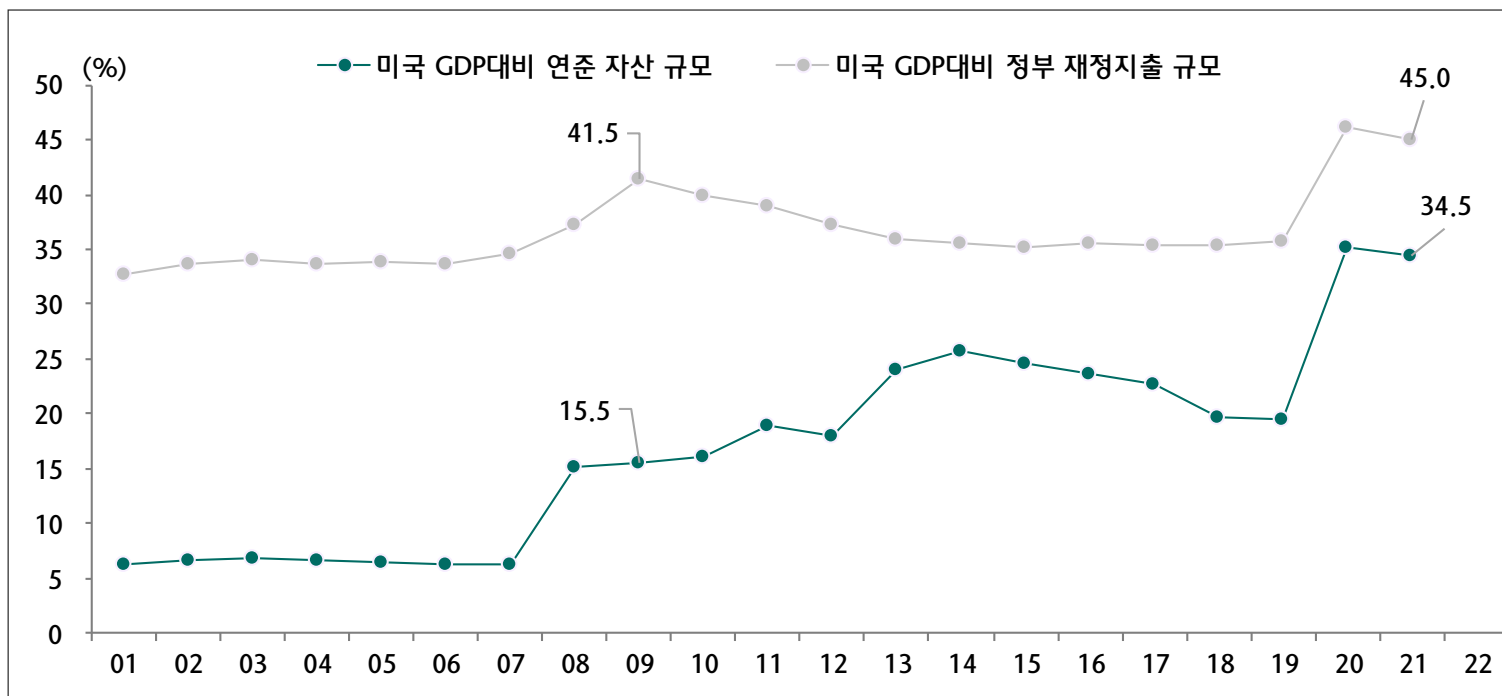


자료: Bloomberg, 하나금융투자

미국 경제와 금융시장은 통화정책에 대한 의존도가 높아졌음

- 바이든은 ‘큰 정부(정부 지출 확대)’를 지향. 그러나 통화정책에 대한 의존도가 이전 보다 크게 높아짐
- 2009년 글로벌 금융위기 당시 미국 GDP 대비 정부지출 비율은 41%, 2021년 45%로 소폭 증가
- 연준 자산 규모는 같은 기간 동안 16%에서 35%로 상대적으로 크게 높아짐

미국 경제와 금융시장은 통화정책에 대한 의존도가 크게 높아짐

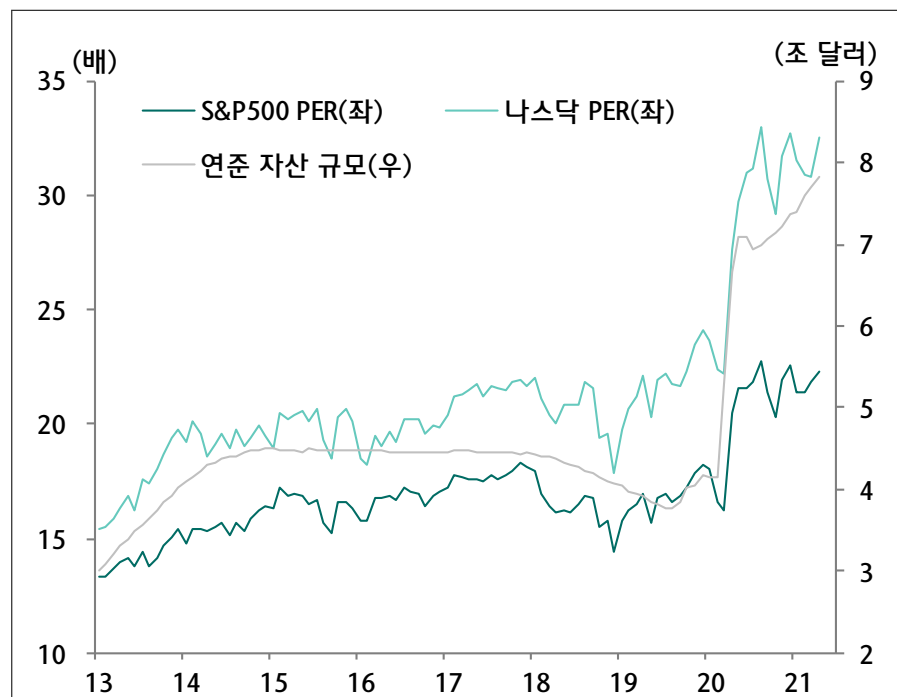


자료: IMF, Bloomberg, 하나금융투자

본격적인 지수 조정의 트리거: 연준의 통화정책 정상화

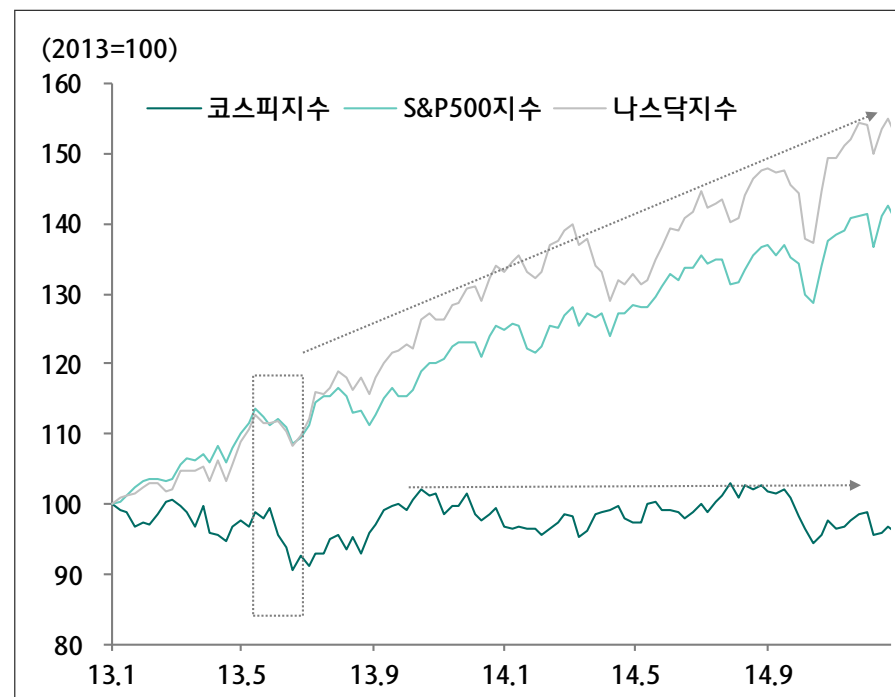
- 미국 경제와 금융시장이 연준 정책에 대한 의존도가 높아져 있기 때문에 연준 통화정책 변화가 본질적인 지수 조정 트리거
- 현재 S&P500과 나스닥지수 PER은 22배와 33배로 연준 테이퍼링 시기인 2013~14년 15배와 20배 보다 높은 수준
- 2013/5월 테이퍼링 언급으로 코스피는 6월 저점까지 -11% 하락(S&P500 -6%). 2014년 테이퍼링 실행 시기 코스피는 소외

2013~14년 연준 테이퍼링 당시 보다 미국 증시 PER 높음



자료: Bloomberg, 하나금융투자

2013~14년 연준 테이퍼링으로 인해 국내 증시 소외

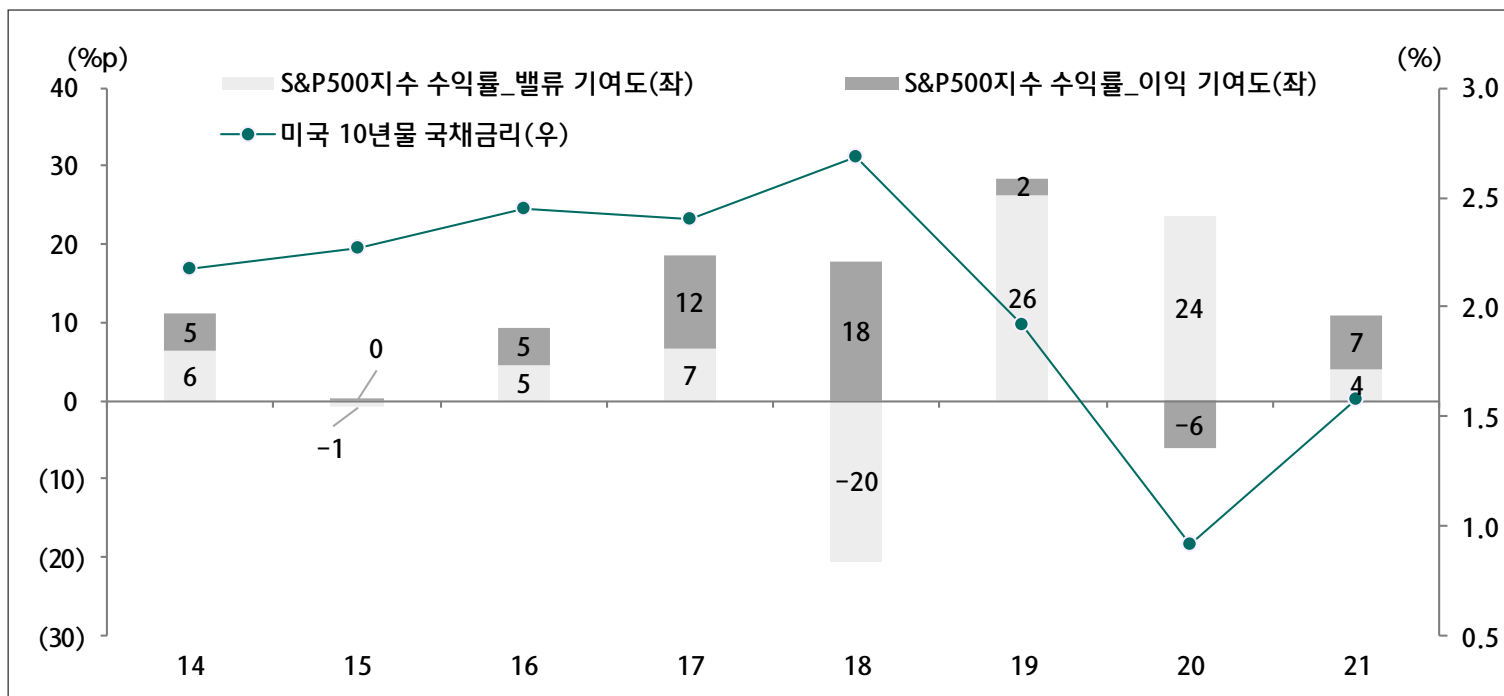


자료: Bloomberg, 하나금융투자

시중금리 상승 국면: 지수 기대수익률=밸류 보다는 이익 기여도가 높음

- S&P500 기대수익률=이익 변화 기여도+PER 변화 기여도
- 시중금리 하락 국면에서는 기대수익률 측정 시 PER 변화 기여도가 이익 변화 기여도 보다 높음
- 반면 시중금리 상승 국면에서는 기대수익률 측정 시 이익 변화 기여도가 PER 변화 기여도 보다 높음

시중금리 상승과 하락 여부에 따라 기대수익률의 추정 방식이 다르게 형성



자료: Bloomberg, 하나금융투자

2021년 하반기 S&P500지수 기대수익률 10%

- 2021년 하반기 S&P500지수 기대수익률= 이익 변화 기여도+밸류 변화 기여도=10%
- S&P500 업종 선정 기준: 이익 변화 기여도는 S&P500대비 상대적으로 높고, 밸류 변화 기여도는 상대적으로 낮은 업종
→ 이익 증가는 빠르고, 밸류에이션 매력에 높음
- 자동차/부품, 내구소비재/의류, 에너지, 미디어, 자본재, 유통

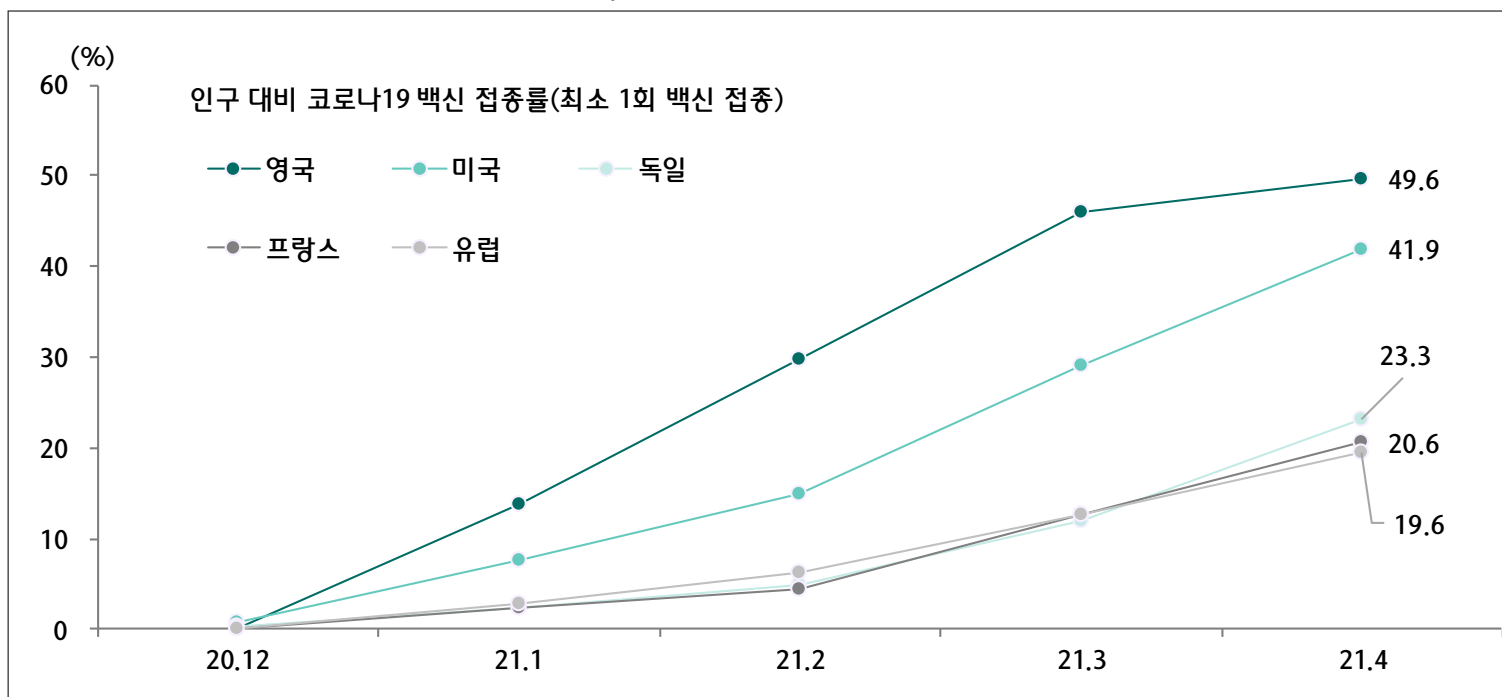
업종 구분	이익 변화 기여도(%) :2021년 상반기 대비 하반기 EPS증가율	밸류 변화 기여도(%) :현재 PER 대비 12개월 예상 PER 변화율	2021년 하반기 기대수익률(%)
S&P500지수	15.0	-5.0	9.9
자동차/부품	66.7	-8.4	58.3
내구소비재/의류	58.7	-7.0	51.7
에너지	44.3	-10.0	34.3
가정용품/개인용품	34.5	-4.2	30.3
기술 하드웨어/장비	30.6	-4.3	26.3
미디어	27.0	-7.7	19.3
자본재	20.0	-6.6	13.5
유통	17.6	-4.9	12.6
유틸리티	11.7	-1.9	9.7
음식료/담배	11.3	-2.3	9.0
상업전문서비스	11.3	-4.4	6.9
부동산	10.1	-3.8	6.3
반도체/장비	12.0	-7.6	4.4
식품/생필품유통	10.4	-6.6	3.9
다각화금융	4.4	-1.7	2.6
은행	1.4	0.5	1.9
소프트웨어/서비스	8.7	-7.0	1.7
제약 생명공학/생명	0.1	-1.4	-1.3
보험	1.5	-3.2	-1.7
정보통신서비스	-2.3	-0.3	-2.6
헬스케어/장비	0.9	-4.0	-3.1
원자재	-2.8	-1.6	-4.4
소비자서비스	흑자전환	-63.8	-

자료: Bloomberg, 하나금융투자

유럽도 코로나19 백신 접종 중

- 미국 코로나19 백신 접종률은 4월 현재 42%
- 영국은 미국 보다 높은 50%, 독일이나 프랑스도 20%를 상회
- 경제활동에 대한 복귀 기대는 유럽도 형성 중

영국 코로나19 백신 접종률 미국을 상회, 전체 유럽지역 접종률 20%

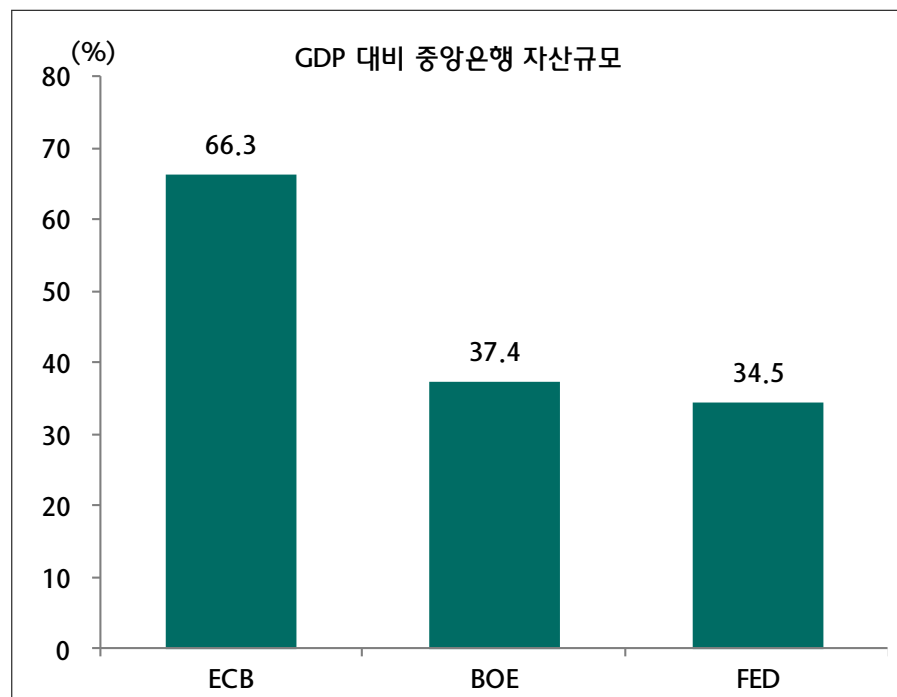


자료: Bloomberg, 하나금융투자

유럽도 돈을 쓰고 있음

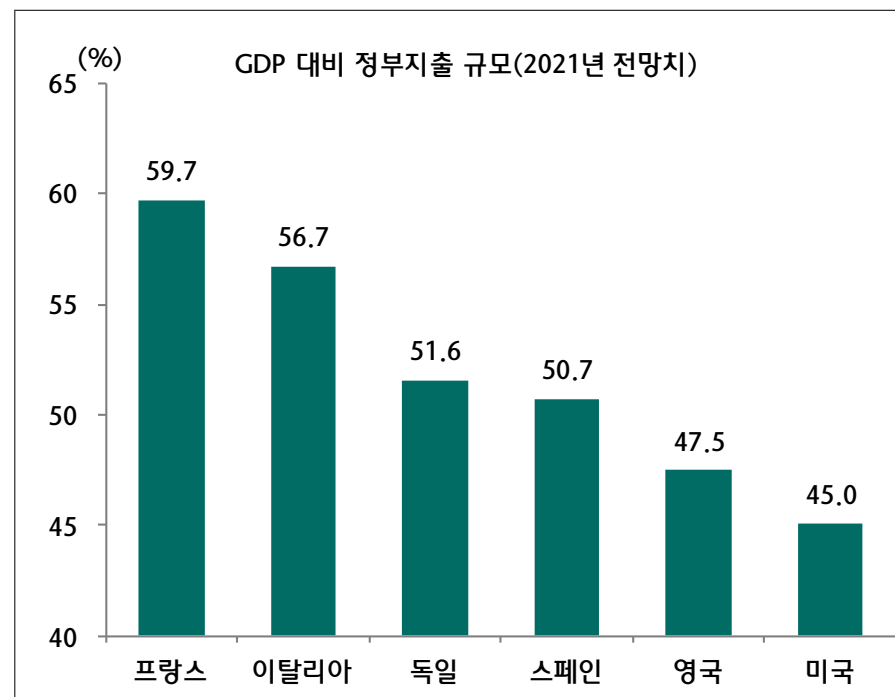
- 유럽도 경기회복을 위한 막대한 유동성을 공급 중
- GDP 대비 ECB 자산 규모는 66%, BOE 37%로 FED 보다 높은 수준
- GDP 대비 선진 유럽 재정지출 규모는 53%로 미국 보다 높은 수준

선진국 GDP 대비 중앙은행 자산 규모: ECB>BOE>FED



자료: Bloomberg, 하나금융투자

선진국 GDP 대비 재정지출 규모: 유럽>미국

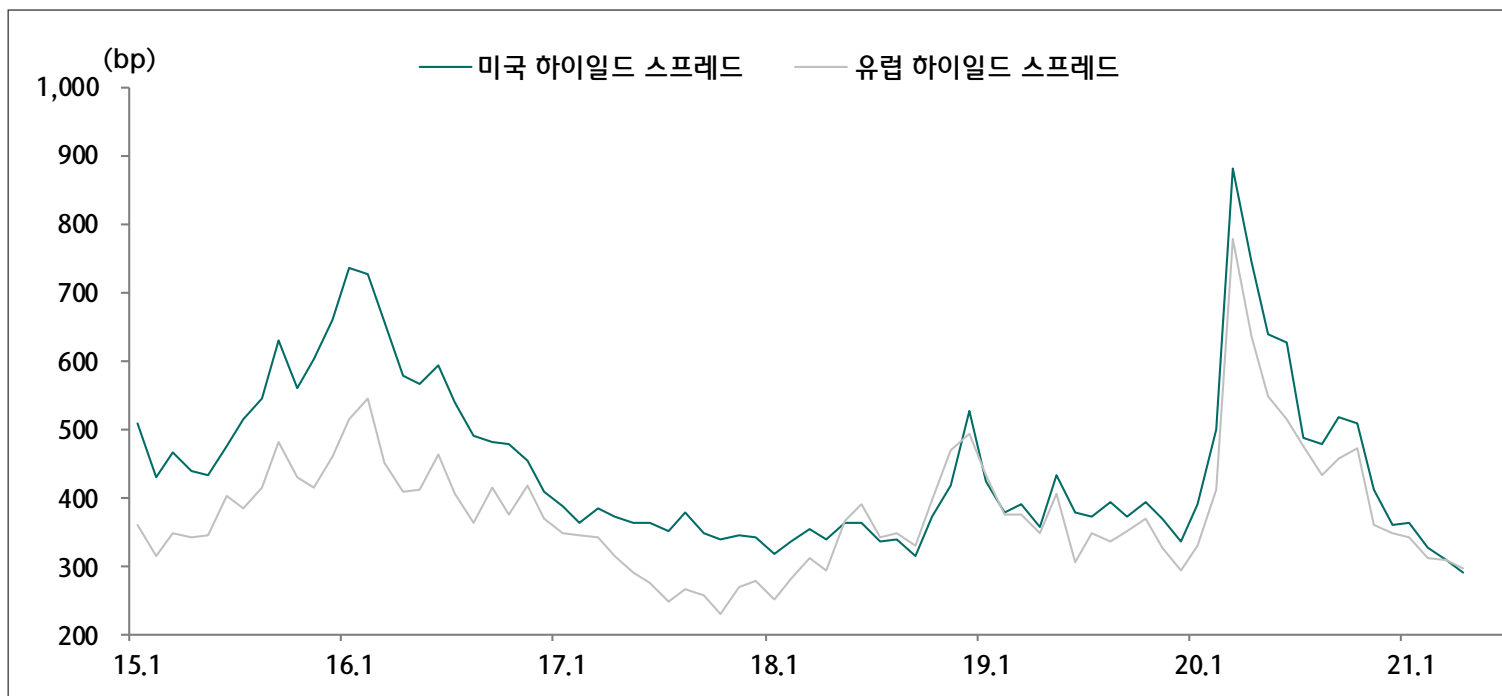


자료: IMF, 하나금융투자

유럽 기업, 디폴트 리스크가 낮아짐

- 미국 하이일드 스프레드는 4월 현재 290bp(2015년 이후 최저점 경신 중)
- 유럽 하이일드 스프레드는 4월 현재 296bp(2015년 이후 최저점 230bp)
- 유럽 기업의 디폴트 리스크도 미국만큼 빠르게 낮아짐

유럽 기업 디폴트 리스크도 빠르게 하락 중

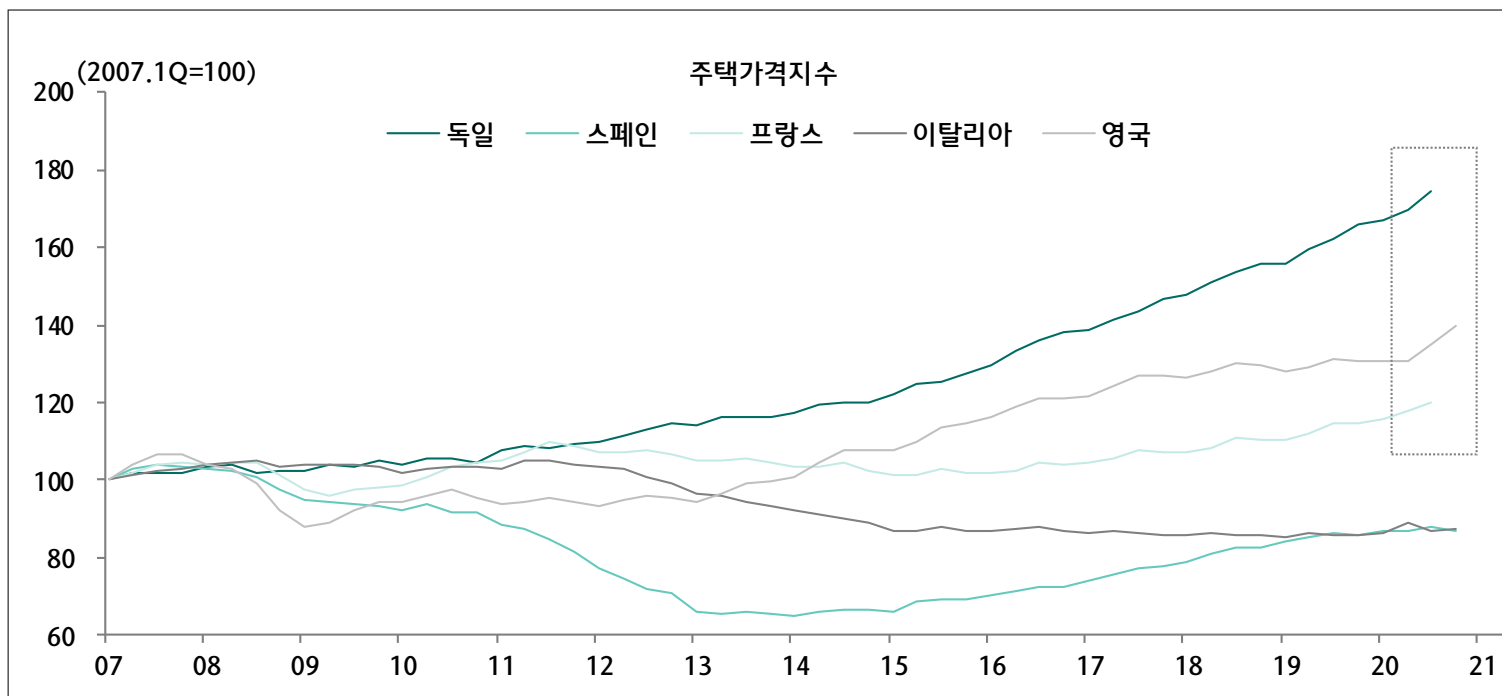


자료: Bloomberg, 하나금융투자

독일, 영국, 프랑스 주택가격지수는 사상 최고치 경신 중

- 내수 경기를 뒷받침 해줄 수 있는 유럽 주택가격도 빠르게 상승 중
- 스페인과 이탈리아의 경우 주택가격지수는 2007년 이후 최고가 대비 84%와 83% 수준에 불과
- 그러나 독일, 영국, 프랑스는 2007년 이후 최고치를 경신 중

유럽 주택가격: 스페인과 이탈리아는 다소 부진. 그러나 독일, 영국, 프랑스는 사상 최고치 경신 중

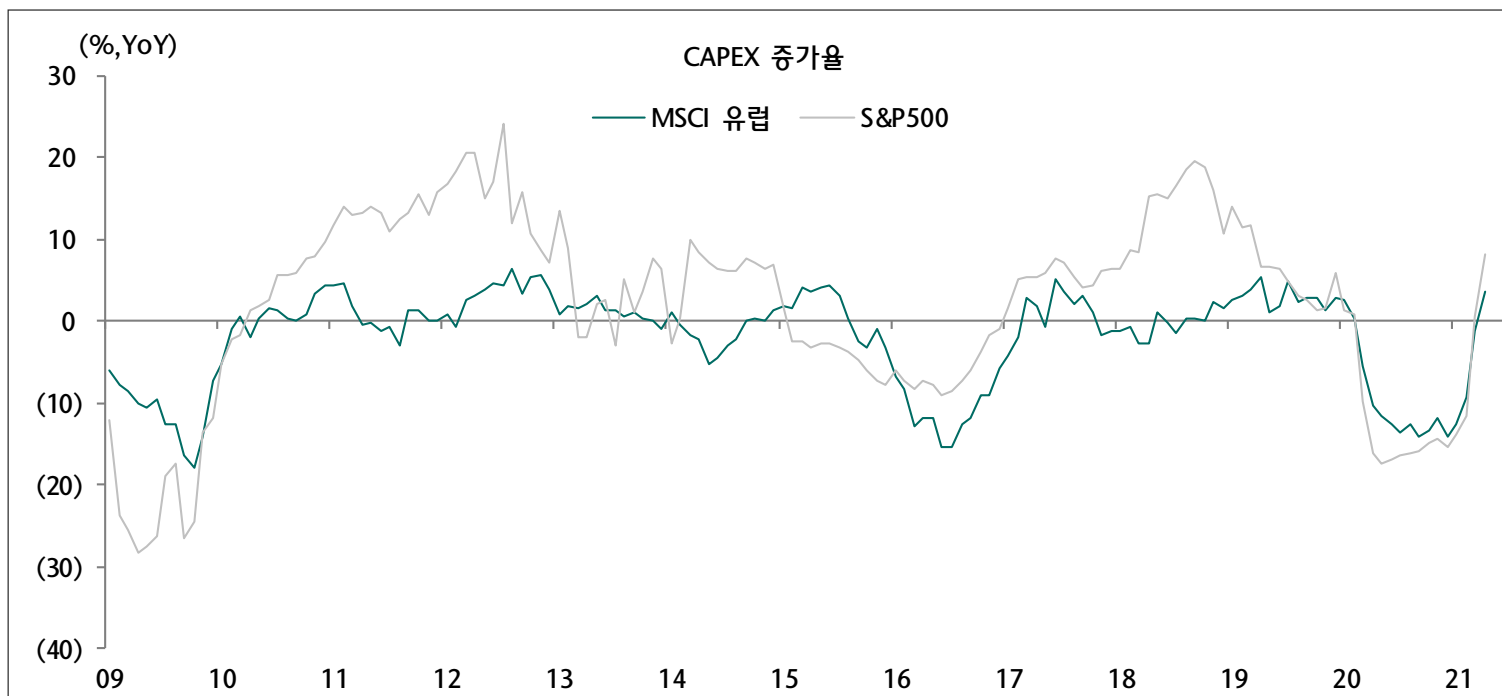


자료: BIS, 하나금융투자

유럽 기업 투자도 회복 중

- MSCI 유럽 CAPEX증가율(YoY)도 4%로 2020/2월 이후 처음으로 플러스권으로 진입
- 미국 CAPEX증가율(8%) 보다는 낮지만, 유럽 역시 친환경 투자 프로젝트가 진행 중이라는 점을 감안 시 기업 투자 개선 지속 가능

유럽 기업 투자도 회복 중. 친환경 투자 프로젝트가 있다는 점을 감안 시 개선 지속 가능성 높음

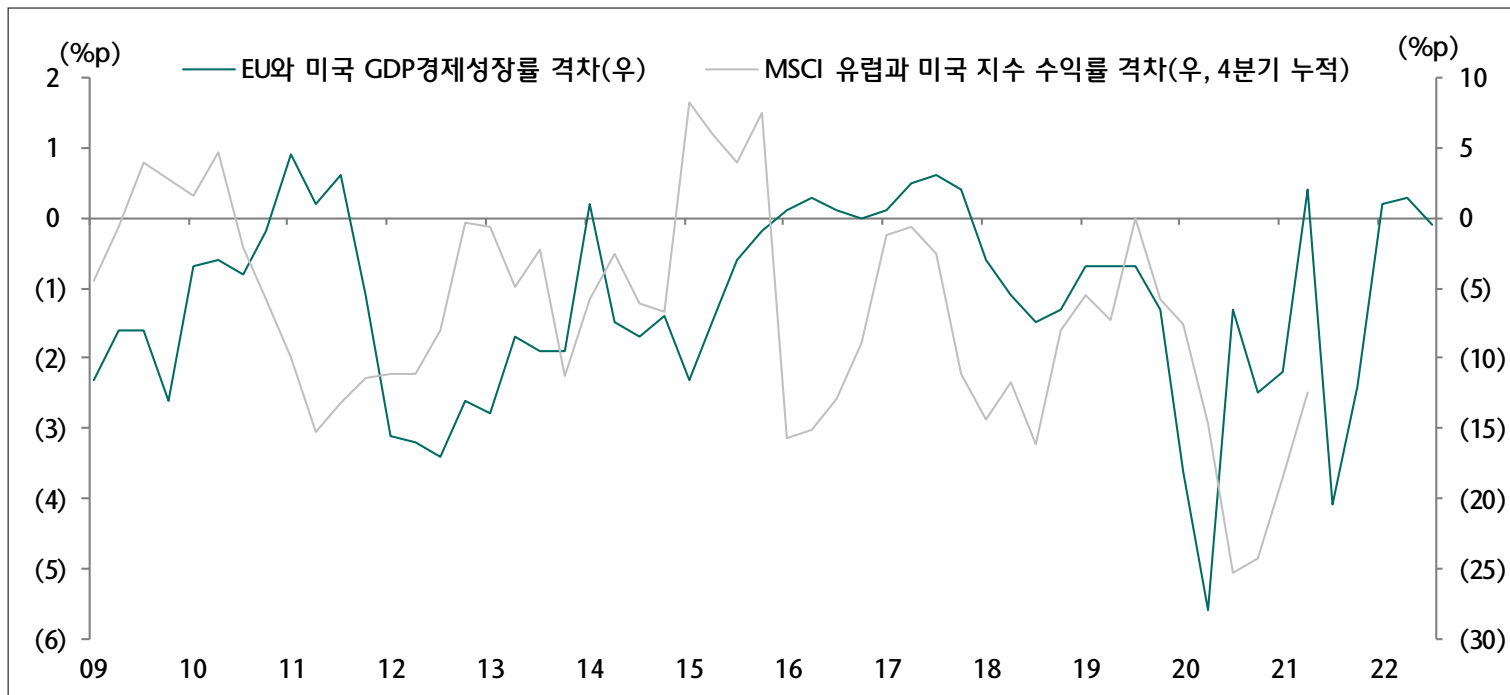


자료: Bloomberg, 하나금융투자

유럽과 미국간의 성장률 격차 축소= 주식시장간의 수익률 격차 축소

- 유럽과 미국 GDP성장률(YoY) 격차는 2021/3분기를 저점으로 축소 전환 예상
- MSCI 유럽과 미국 지수간의 수익률 격차도 유사한 흐름을 보인다는 점을 감안 시 수익률 격차 축소 지속 가능 전망

향후 유럽과 미국 주식시장간의 수익률 격차 축소가 진행될 가능성 높음



자료: Bloomberg, 하나금융투자

유럽 증시 내 미국 대비 비교 우위 섹터 관심: 금융/에너지/산업재

- 미국 대비 비교 우위를 점할 수 있는 유럽 증시 내 섹터에 관심
- 유럽은 금융/에너지/산업재 섹터에 대한 비중 확대 유효
- 유럽 금융섹터는 배당수익률 4.3%, PBR 0.8배로 미국 금융섹터(1.9%/1.5배) 보다 상대적으로 투자 매력이 높다고 판단
- 한편 에너지와 산업재 섹터는 이익성장률, 배당수익률, PER, PBR 네 가지 측면에서 모두 미국 증시 내 동일 섹터 대비 투자 매력 높음

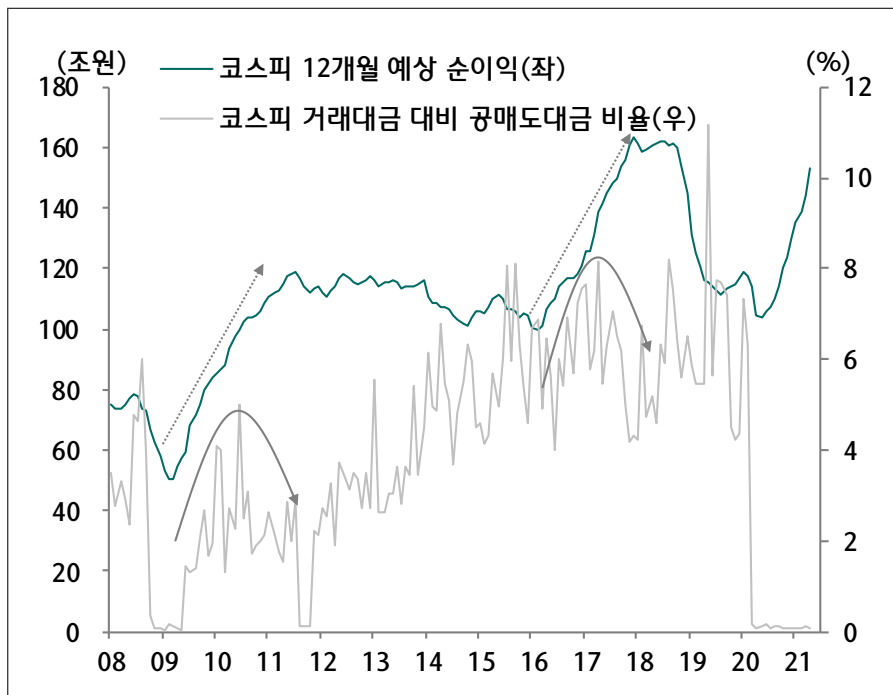
지역	섹터	2021.E		12개월 예상	
		EPS 변화율(%)	배당수익률(%)	PER(배)	PBR(배)
MSCI 유럽	금융	35.9	4.3	11.2	0.8
	에너지	504.9	4.6	10.8	1.1
	산업재	74.6	2.0	23.4	3.8
	소재	80.8	4.0	14.1	2.2
	경기소비재	198.9	1.8	19.3	2.4
	필수소비재	6.5	2.9	19.2	3.2
	유틸리티	11.7	4.3	17.1	1.2
	커뮤니케이션	11.7	4.0	15.9	1.4
	IT	20.2	0.9	31.2	5.6
	헬스케어	3.7	2.6	17.8	3.6
	부동산	0.6	3.5	19.0	0.9
MSCI 미국	금융	51.6	1.9	14.1	1.5
	에너지	흑자전환	4.6	18.6	1.7
	산업재	29.6	1.4	24.5	5.5
	소재	56.6	1.7	19.4	3.1
	경기소비재	36.6	0.6	35.2	10.4
	필수소비재	4.6	2.7	20.6	5.8
	유틸리티	-0.4	3.1	19.4	2.0
	커뮤니케이션	22.5	0.8	23.8	4.0
	IT	10.7	0.8	29.0	10.0
	헬스케어	15.7	1.5	17.6	4.4
	부동산	7.5	2.8	49.3	3.7

자료: Bloomberg, 하나금융투자

코스피 5월부터 공매도 재개. 얼마나 조정을 받을까

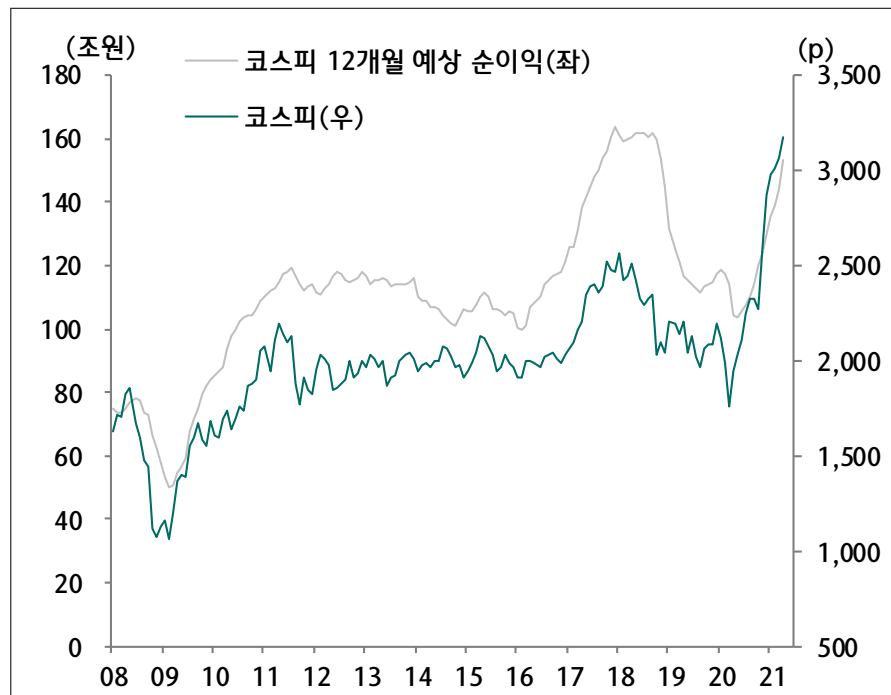
- 2021/5/3일부터 공매도 재개
- 그러나 기업 이익이 증가하는 국면에서 초기 공매도 비중이 늘어날 수는 있지만 지속되지는 않았음
- 주가는 공매도 보다는 기업 이익 증감 여부가 중요

이익이 증가하는 국면에서 공매도 증가 이후 감소 전환



자료: Quantiwise, 하나금융투자

주가는 이익의 증감 여부가 가장 중요

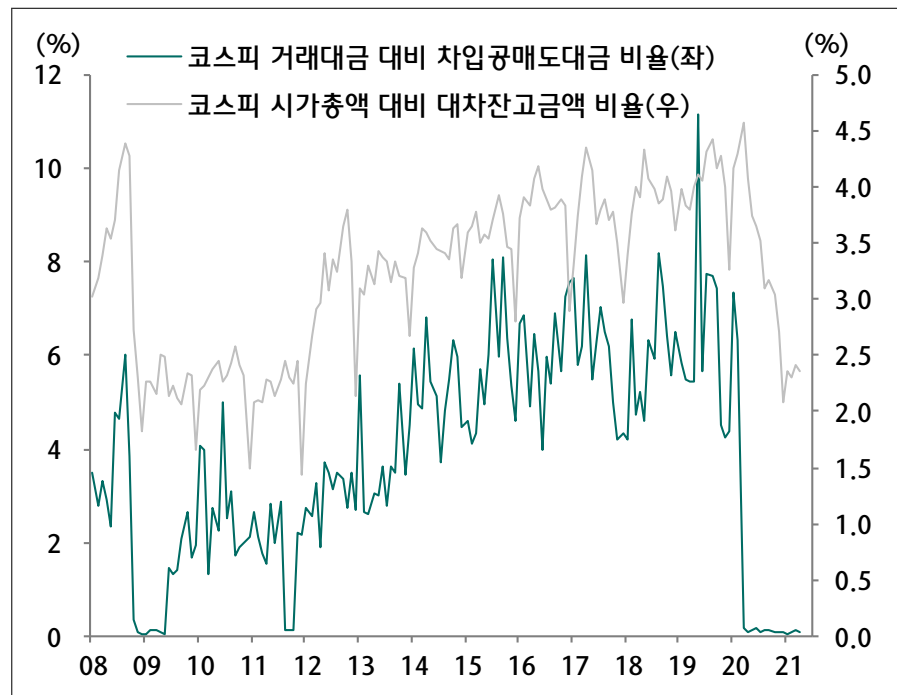


자료: Quantiwise, 하나금융투자

[참고] 국내 증시에서 대차잔고 비중이 증가한 기업

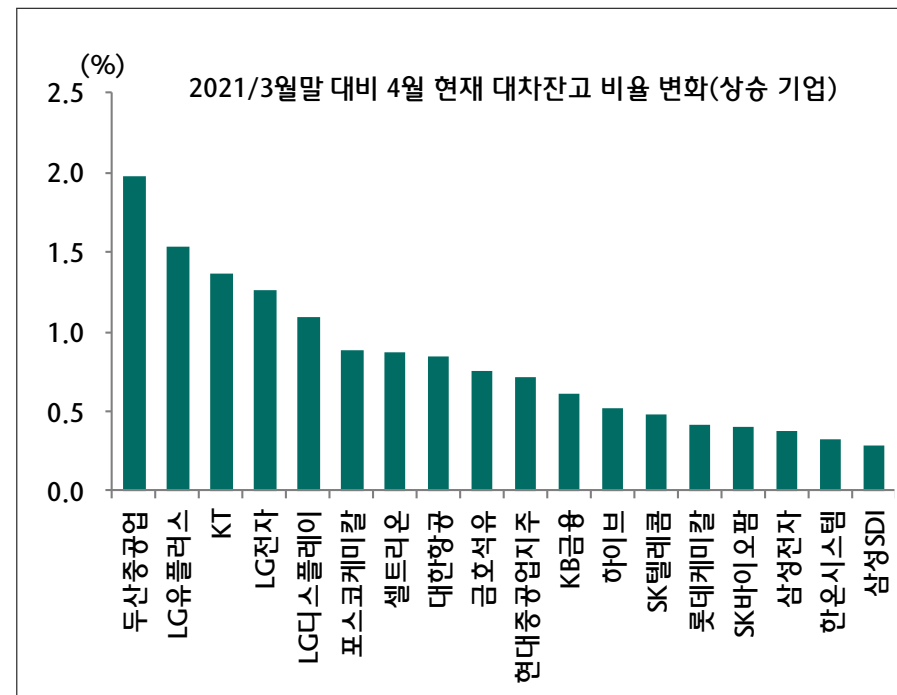
- 무차입 공매도가 허용되지 않기 때문에 공매도를 위해서는 대차거래가 필수적
- 2021/3월말 대비 4월말 시가총액 대비 대차잔고 비율이 증가한 기업은 주의

대차잔고 변화를 주의 깊게 볼 필요가 있음



자료: Quantiwise, 하나금융투자

2021/3월말 대비 4월말 대차잔고 비율 증가 기업 주의

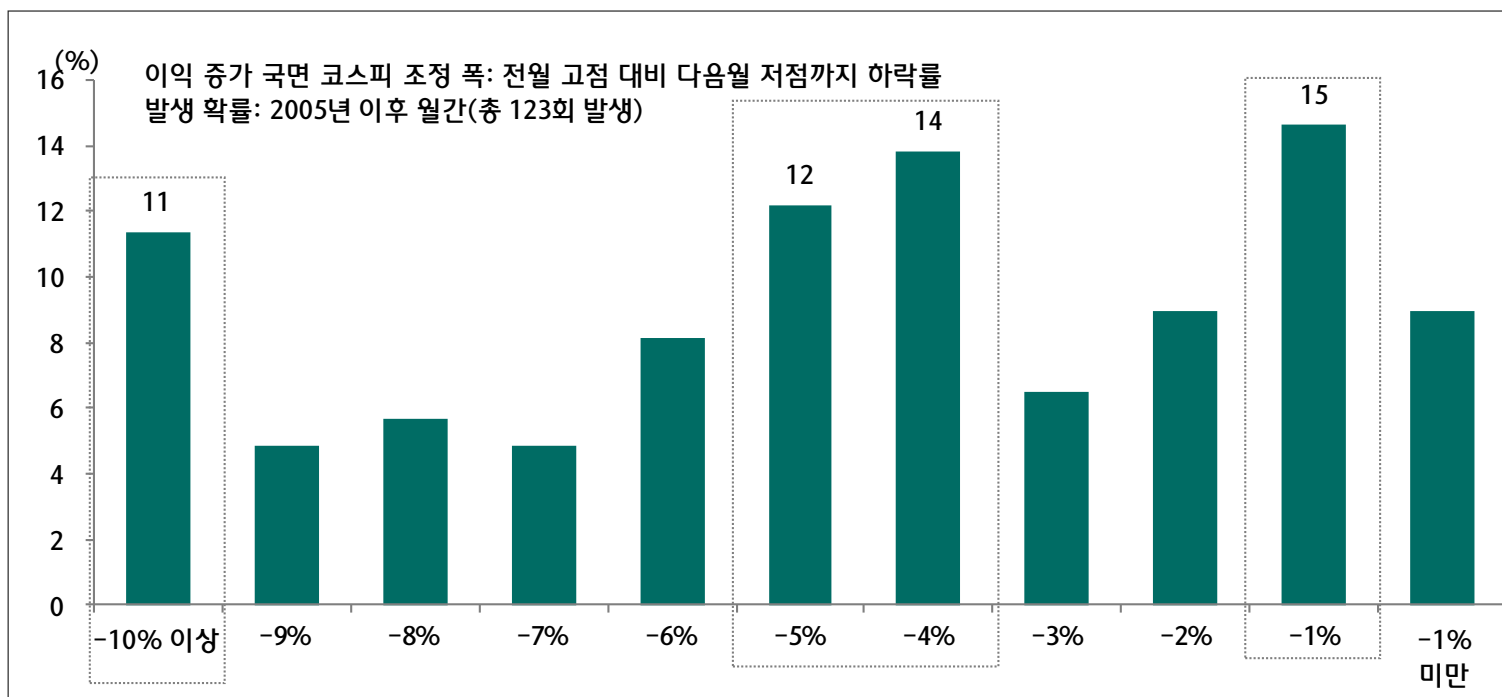


자료: Quantiwise, 하나금융투자

이익 증가 국면에서 코스피 조정 폭은 일반적으로 -5~-4% 정도

- 지금처럼 기업 이익이 증가하는 국면에서 코스피 -5~-4% 정도의 조정 발생 확률(26%)이 가장 높고, 평균 조정 폭도 -5.4%
- -10% 이상의 조정이 없었던 것은 아니지만, 해당 경우의 발생 확률이 11%로 상대적으로 낮은 편(2005년 이후 월간 기준)
- -10% 이내 조정 발생 확률 89%

지금처럼 기업 증가 국면에서 코스피 조정 폭은 -5~-4% 정도

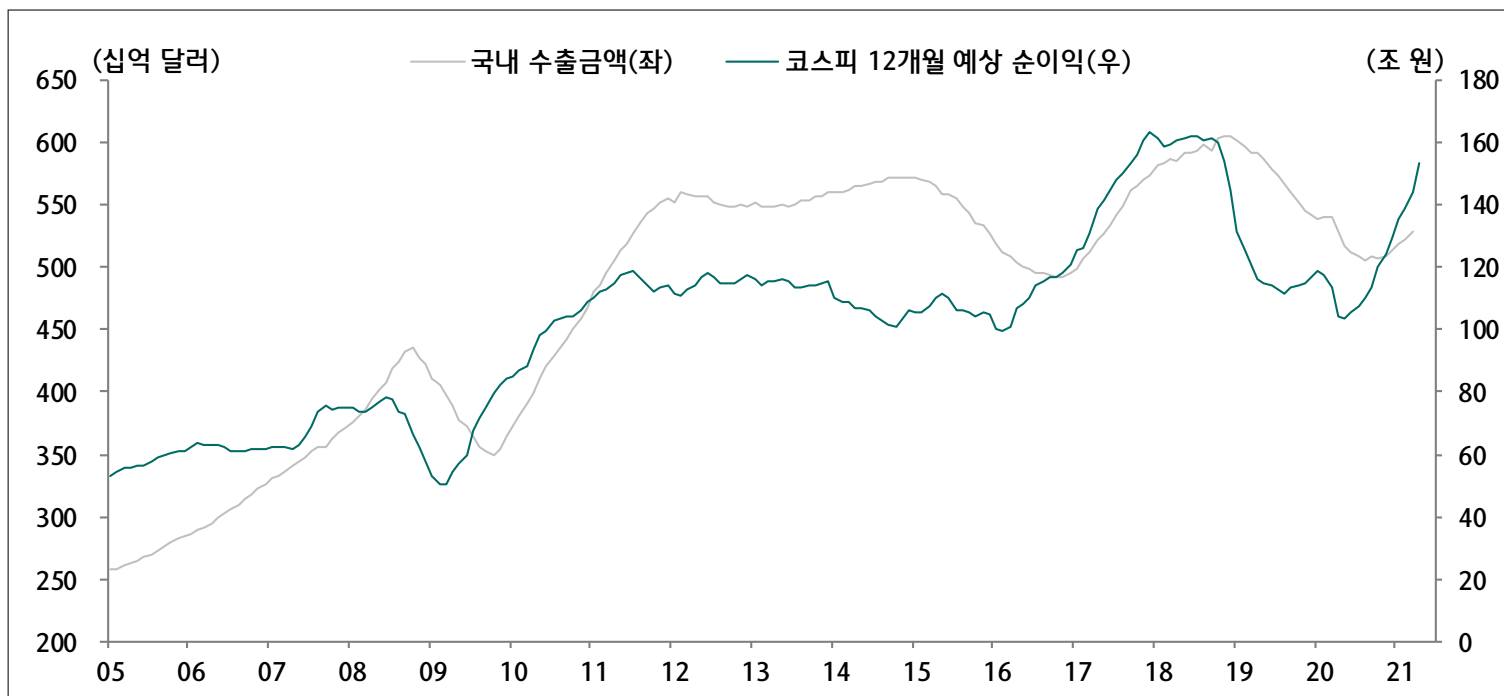


자료: Quantiwise, 하나금융투자

국내 기업 이익의 결정 변수: 수출

- 국내 기업 이익의 증감 여부는 수출이 결정
- 2005년 이후 국내 수출금액과 코스피 12개월 예상 순이익 간의 상관계수는 0.86

국내 기업 이익은 수출 증감 여부에 달려 있음

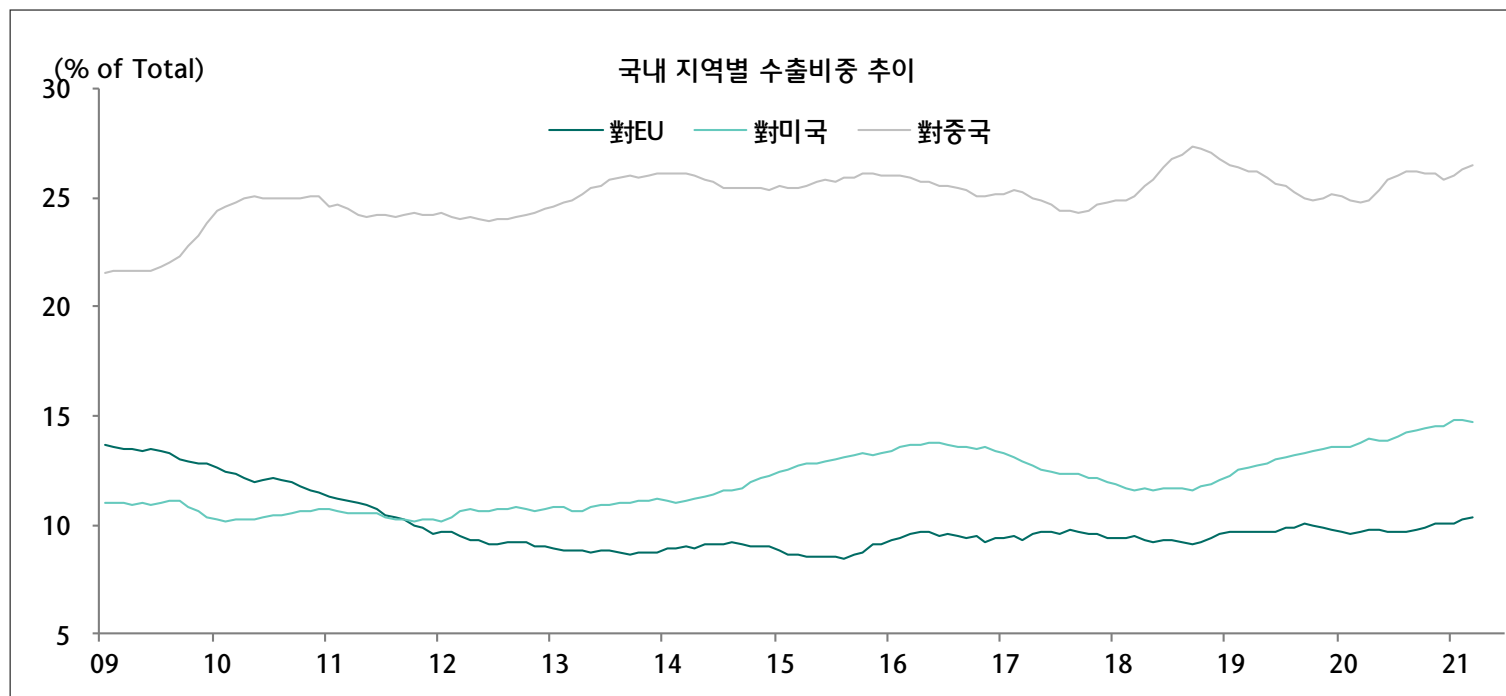


자료: Quantiwise, Bloomberg, 하나금융투자

글로벌 경제 내 미국 독주 현상

- 국내 對미국 수출비중은 15%로 2009년 이후 최고 수준
- 그러나 對중국과 對EU 수출비중은 26%와 10%로 이전 고점인 27%와 15%를 하회

미국 성장을 독주 현상으로 인해 국내 對미국 수출금액 비중은 2009년 이후 최고 수준

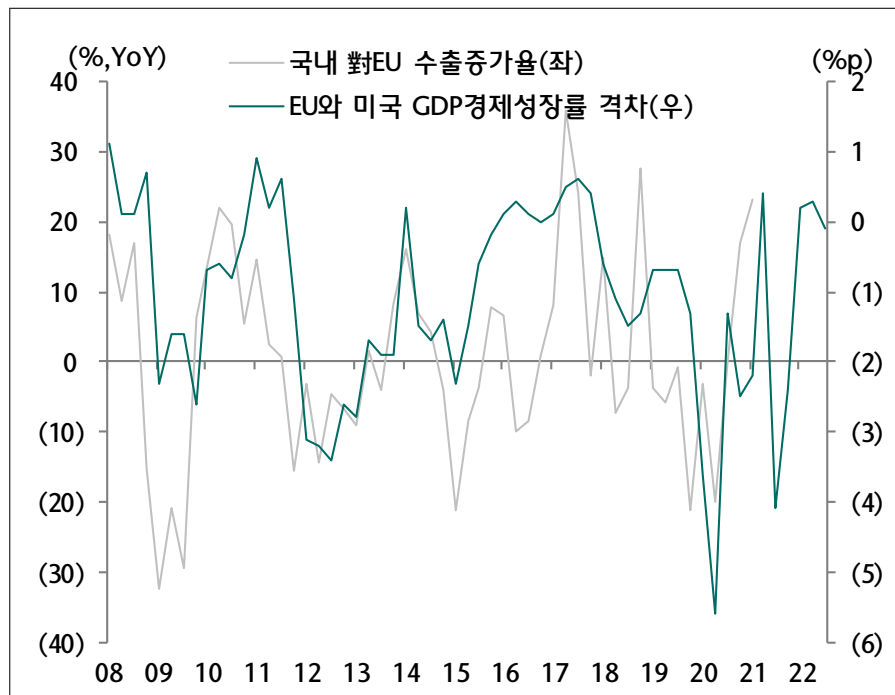


자료: Bloomberg, 하나금융투자

중국과 유럽 수출 개선 지속 가능성 높음

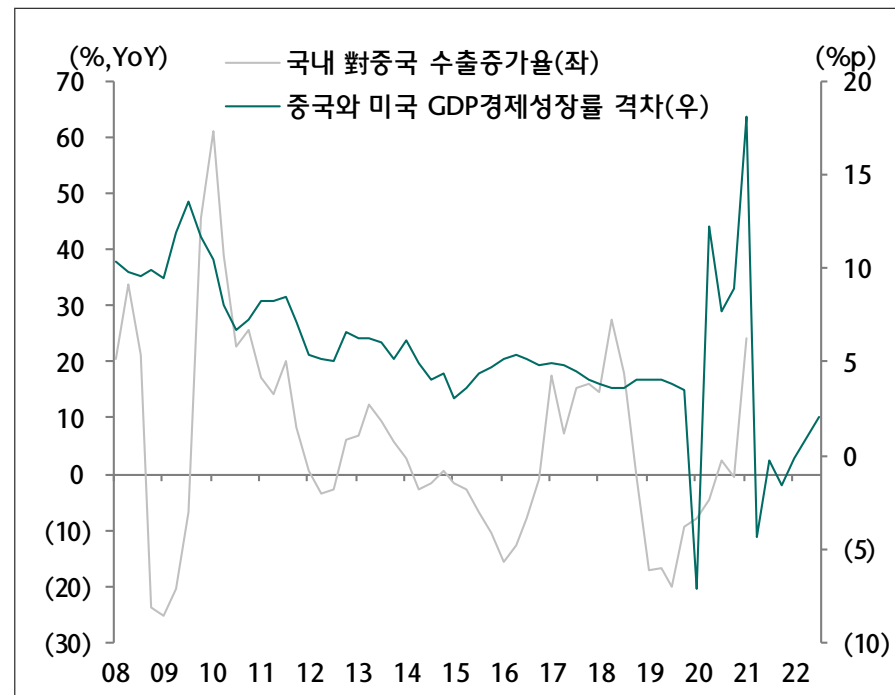
- EU와 미국간의 GDP성장률(YoY) 격차는 2021/3분기를 저점으로 축소 예상: 국내 對EU 수출 개선 지속 가능
- 중국과 미국간의 GDP성장률(YoY) 격차는 2021/2분기를 저점으로 축소 예상: 국내 對중국 수출 개선 지속 가능

유럽과 미국간의 성장률 격차: 2021/3분기 저점 이후 축소



자료: Bloomberg, 하나금융투자

중국과 미국간의 성장률 격차: 2021/2분기 저점 이후 축소

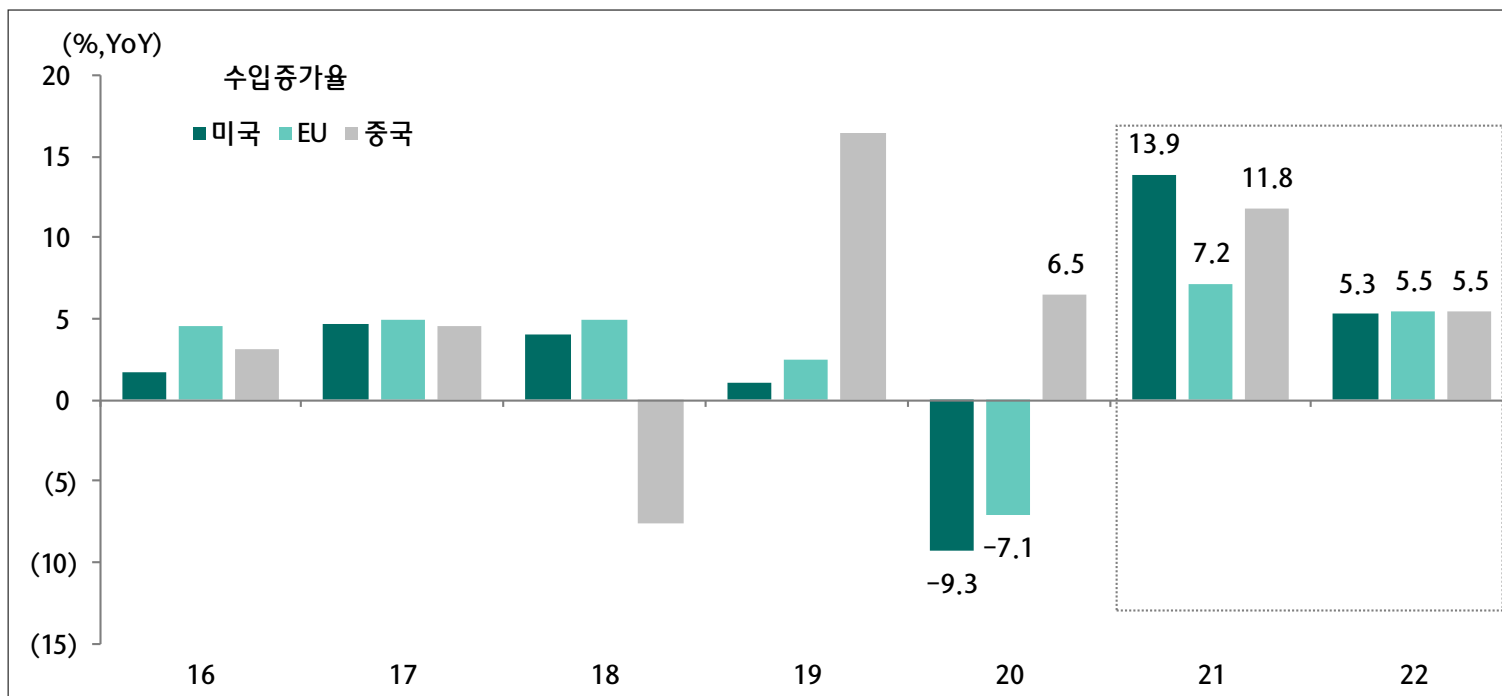


자료: Bloomberg, 하나금융투자

시간이 지날수록 미국의 독주 현상은 완화될 수 있을 것으로 예상

- 2021년 미국 수입수요 개선 정도가 가장 크게 나타남
- 2022년에는 미국만 아니라 EU와 중국도 고른 수입 수요의 개선이 진행될 수 있을 것으로 전망

2022년 미국, 유럽, 중국의 고른 수입수요 회복 기대

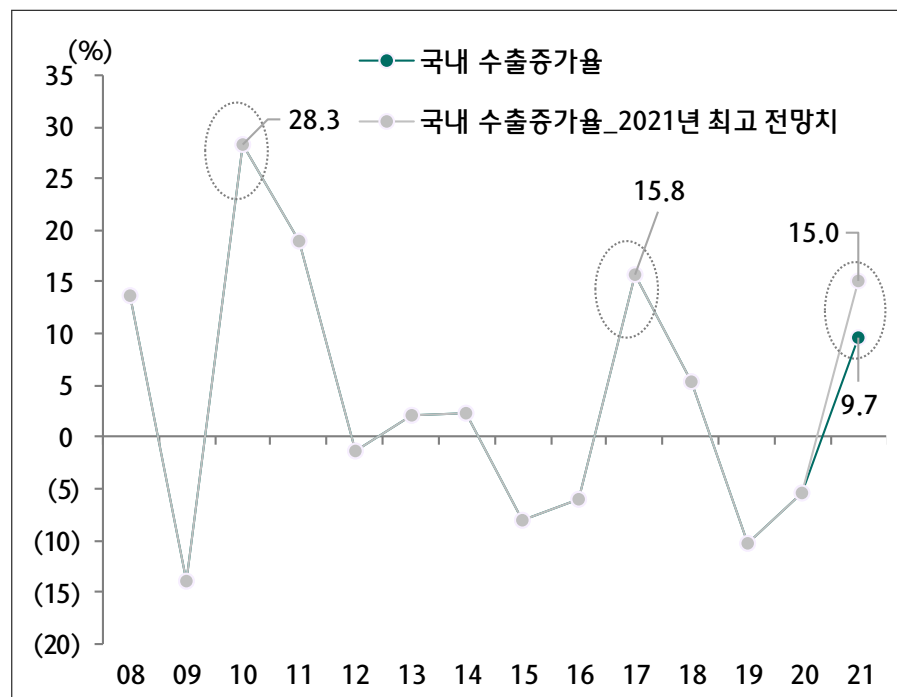


자료: Bloomberg, 하나금융투자

중국과 유럽의 개선은 국내 수출 기저효과를 크게 할 수 있는 변수

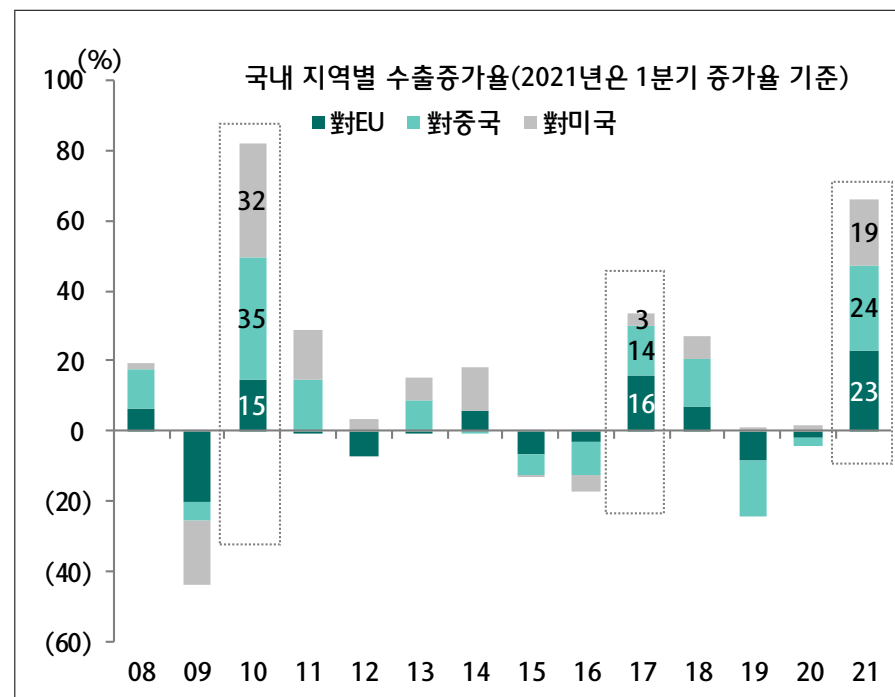
- 2021년 국내 수출은 기저효과를 기반으로 10% 이상 증가 기대
- 2010년과 2017년 국내 수출증가율의 기저효과가 컸던 이유: 미국 보다는 중국과 유럽 수출증가율이 높았기 때문임

2021년 국내 수출증가율 전망치 평균 9.7%, 최고치 15.0%



자료: Bloomberg, 하나금융투자

중국과 유럽의 수출증가율이 높아질 때 수출 기저효과 커짐

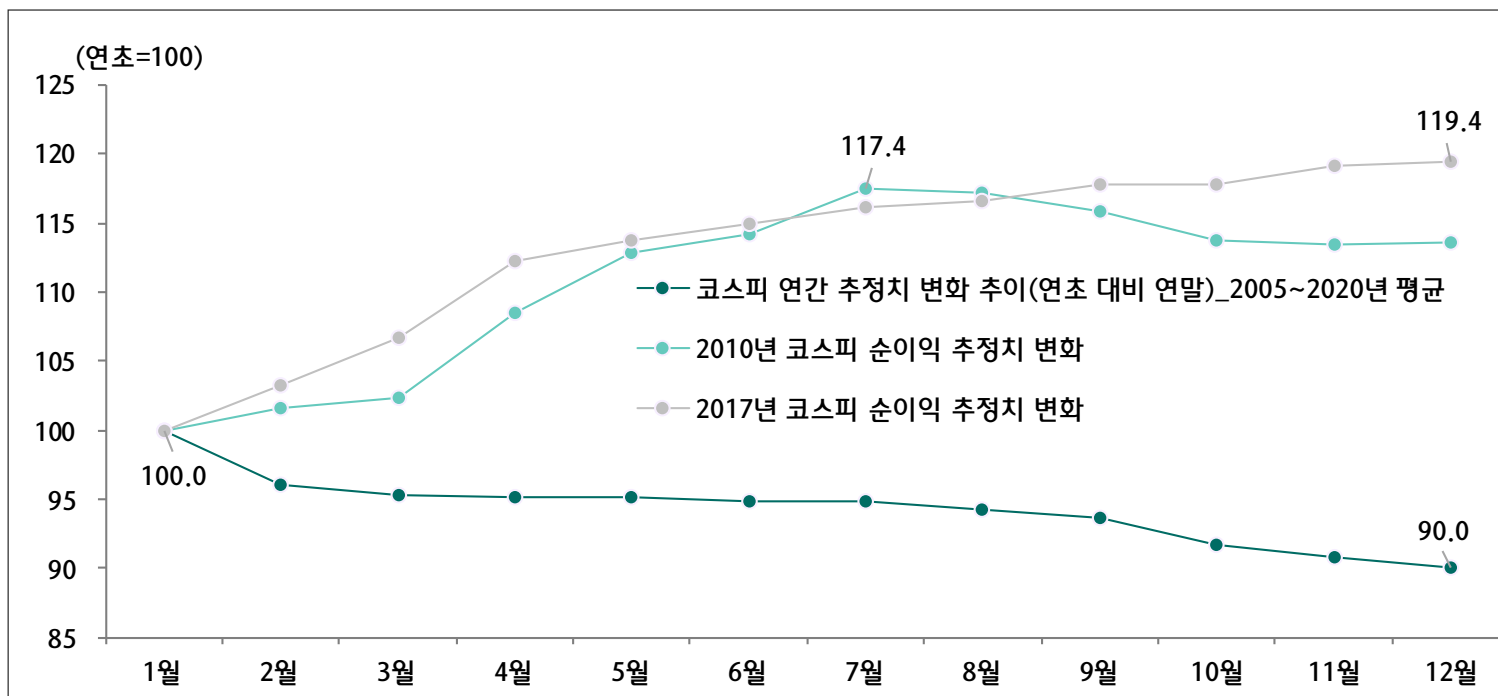


자료: Bloomberg, 하나금융투자

국내 기업 이익은 연초 대비 17%까지 상향 조정 가능

- 일반적으로 코스피 순이익 추정치는 연초 대비 연말까지 평균 -10% 하향 조정
- 단 2021년처럼 수출이 기저효과를 기반으로 강하게 회복했던 2010년과 2017년의 경우는 연초 대비 17~19%까지 상향 조정

코스피 순이익 추정치 평균 10% 하향 조정. 단 수출이 강한 회복세를 보일 경우 17% 상향 조정

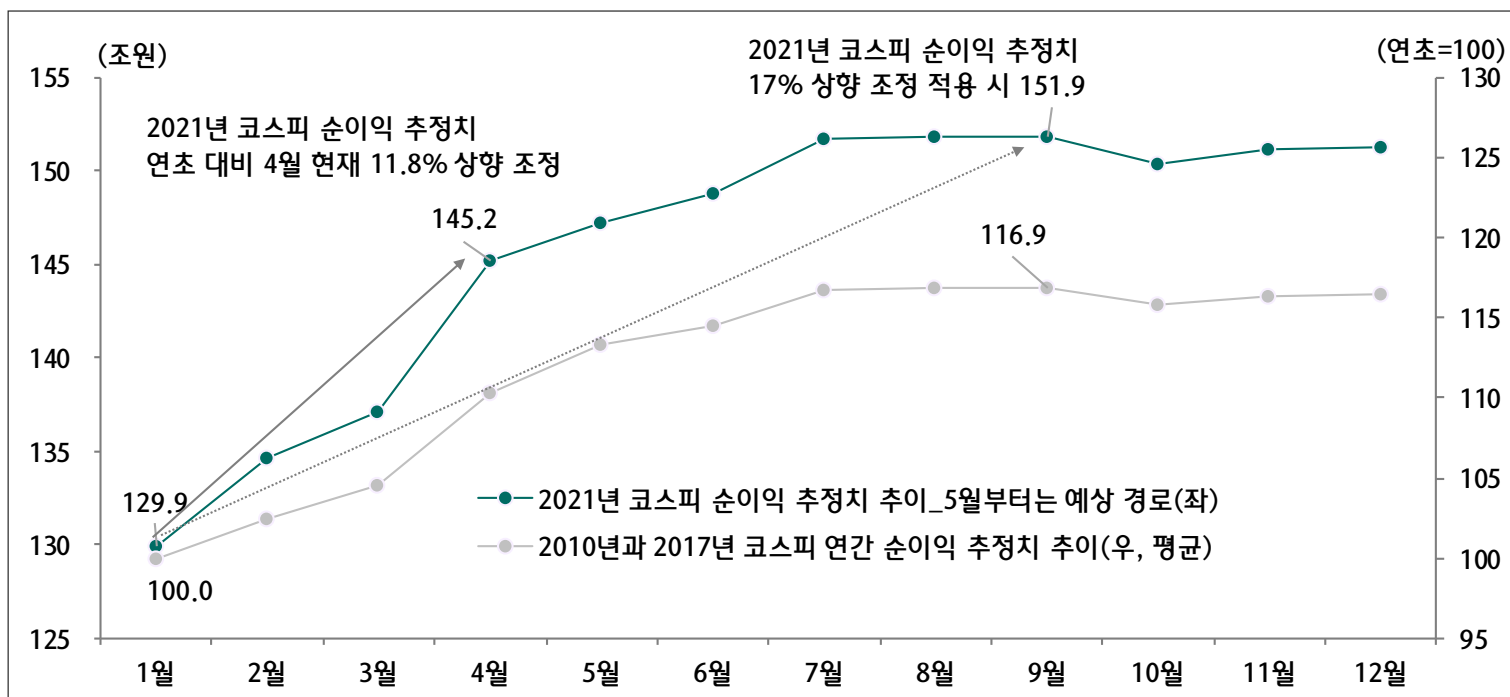


자료: Quantiwise, 하나금융투자

코스피 순이익 추정치는 152조원까지 상향 조정 가능

- 2021년 코스피 순이익 추정치 4월 현재 145.2조원으로 연초 대비 11.8% 상향 조정
- 2010년과 2017년의 연초 대비 17% 상향 조정을 대입 시 최대 151.9조원까지도 가능
- NAVER: 라인과 Z홀딩스 경영통합으로 인한 현금유출입이 없는 회계적 손익 14조원 제외
- 이익추정치 정점 시기는 8~9월 중으로 예상

코스피 순이익 추정치 연초 130조원 → 4월 현재 145조원 → 9월 중 152조원까지도 상향 조정 가능

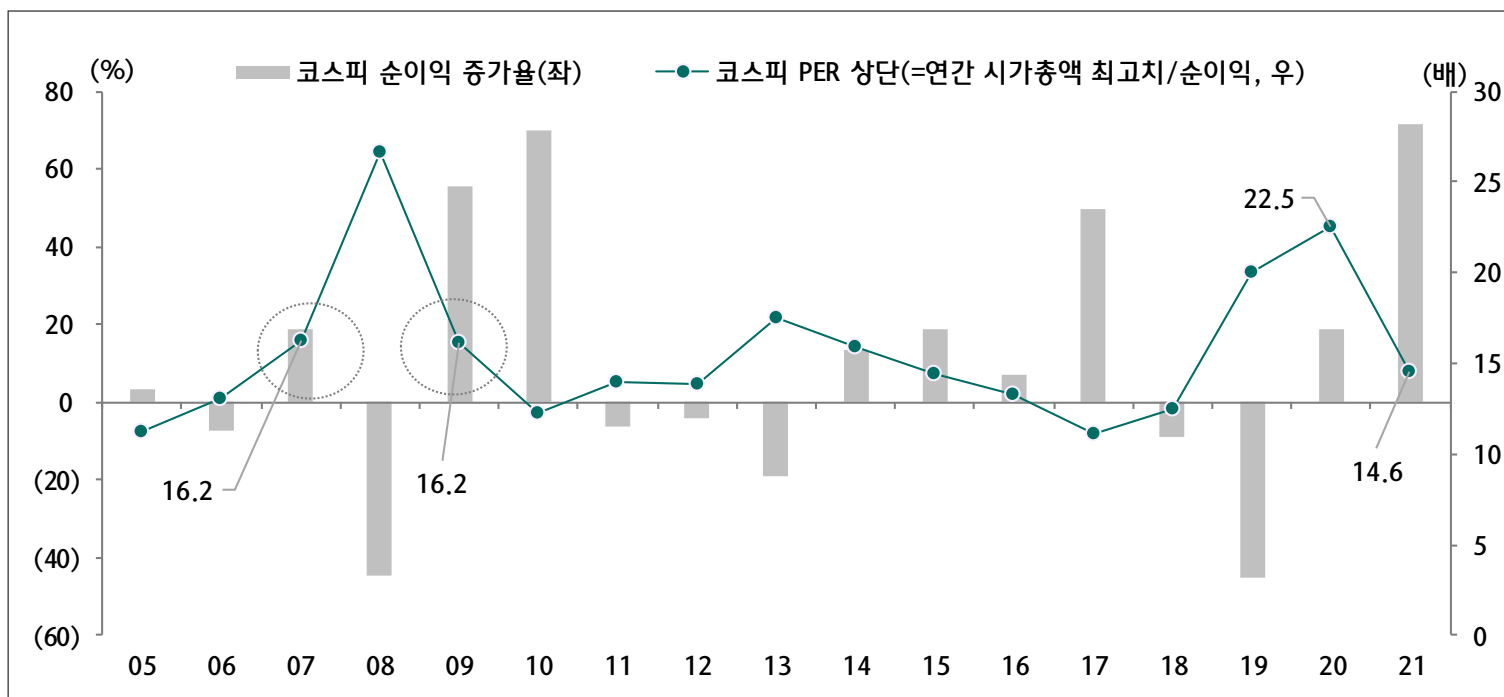


자료: Quantiwise, 하나금융투자

과거 코스피 순이익 증가 국면 PER 상단은 16배

- 2020년 글로벌 유동성이 이례적 확장 과정에서 코스피 PER(상단=22.5배, 2020년 코스피 시가총액 고점/순이익)이 높아졌음
- 2021년 PER은 과거 순이익 증가 국면의 PER 상단을 적용할 필요가 있고, 해당 수준은 16배(현재 14.6배)

과거 코스피 이익 증가 국면에서 PER 상단은 16배



자료: Quantiwise, 하나금융투자

2021년 코스피 예상 상단 3,650p

- 2021년 연내 남은 기간 동안 코스피 시가총액 상단은 $[152\text{조원} \times 16\text{배} = 2,450\text{조원}]$ 으로 제시
- 이를 코스피로 환산 시 3,650p(2021/4월말 대비 +16%)

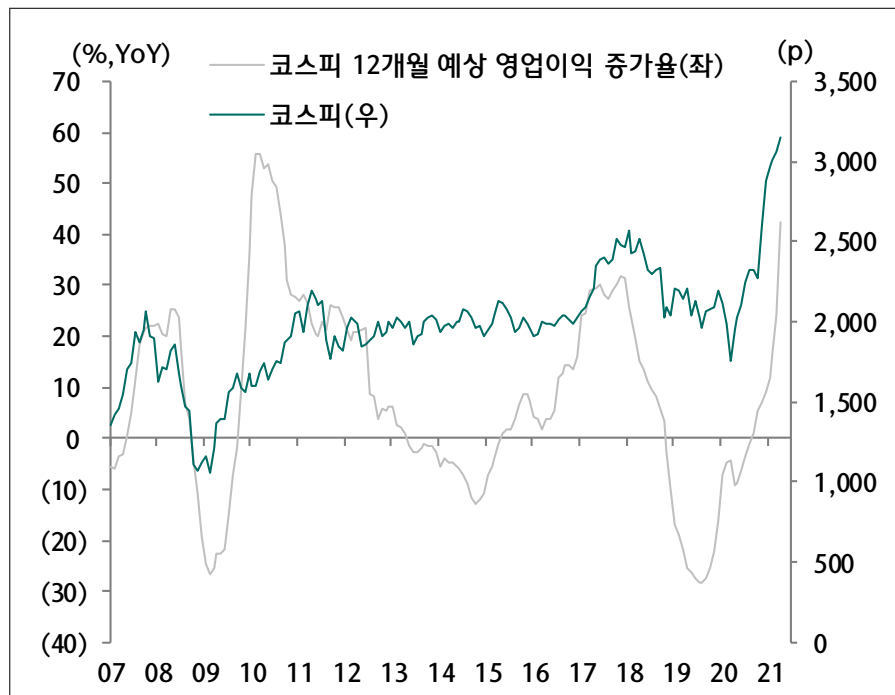
2021년 코스피	2021/4월말	예상 최고/최대	이유
순이익 추정치	145.2조원 (NAVER: 라인과 Z홀딩스 경영통합으로 인한 현금유출입 없는 회계적 순이익 14조원 제외)	152조원 (NAVER: 라인과 Z홀딩스 경영통합으로 인한 현금유출입 없는 회계적 순이익 14조원 제외)	기저효과 기반 수출 회복 국면 순이익 추정치 상향 조정 최대 폭
PER	14.6배	16배	순이익 증가 국면 PER 고점 적용
시가총액	2,115조원	2,450조원	$152\text{조원} \times 16\text{배}$ 적용 해 시가총액 상단 추정
지수	3,147p	3,650p (2021/4월말 대비 +16%)	시가총액 비례식을 통해 코스피 상단 제시

자료: Quantiwise, 하나금융투자

국내 기업 이익사이클 1분기 정점 통과 예상

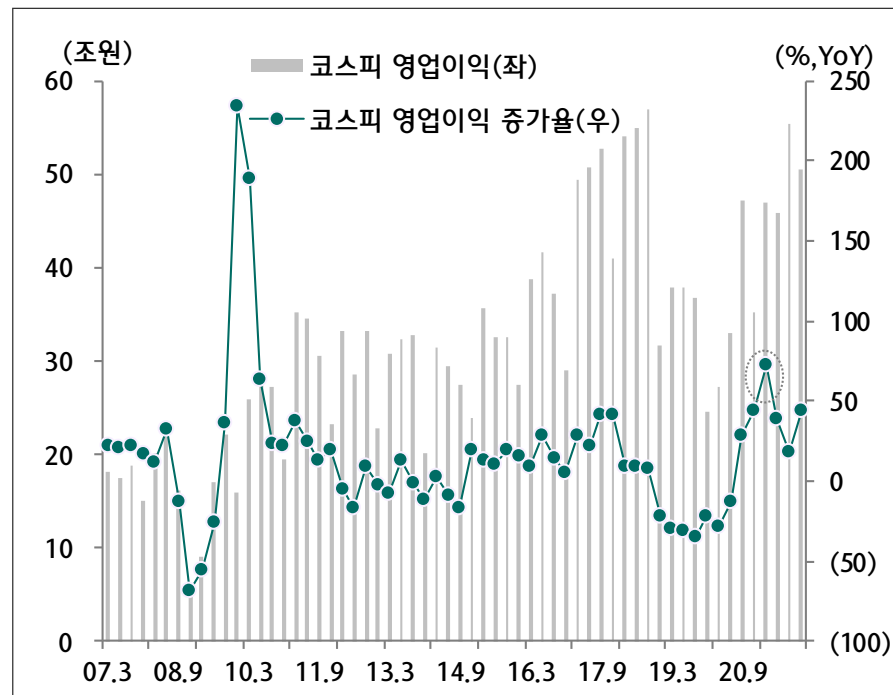
- 코스피의 12개월 예상 영업이익 YoY 증가율도 2020/9월 이후 (+)플러스로 전환. 현재 43%로 미/중 무역분쟁 이전 최고점 상회
- 2021년 코스피 영업이익 YoY 증가율 1분기 정점 통과 예상: 1분기 72.7% → 2분기 38.8% → 3분기 17.7% → 4분기 43.4%

국내 기업 이익사이클 상승세



자료: Quantiwise, 하나금융투자

국내 기업 이익사이클 정점: 2021/1분기로 예상

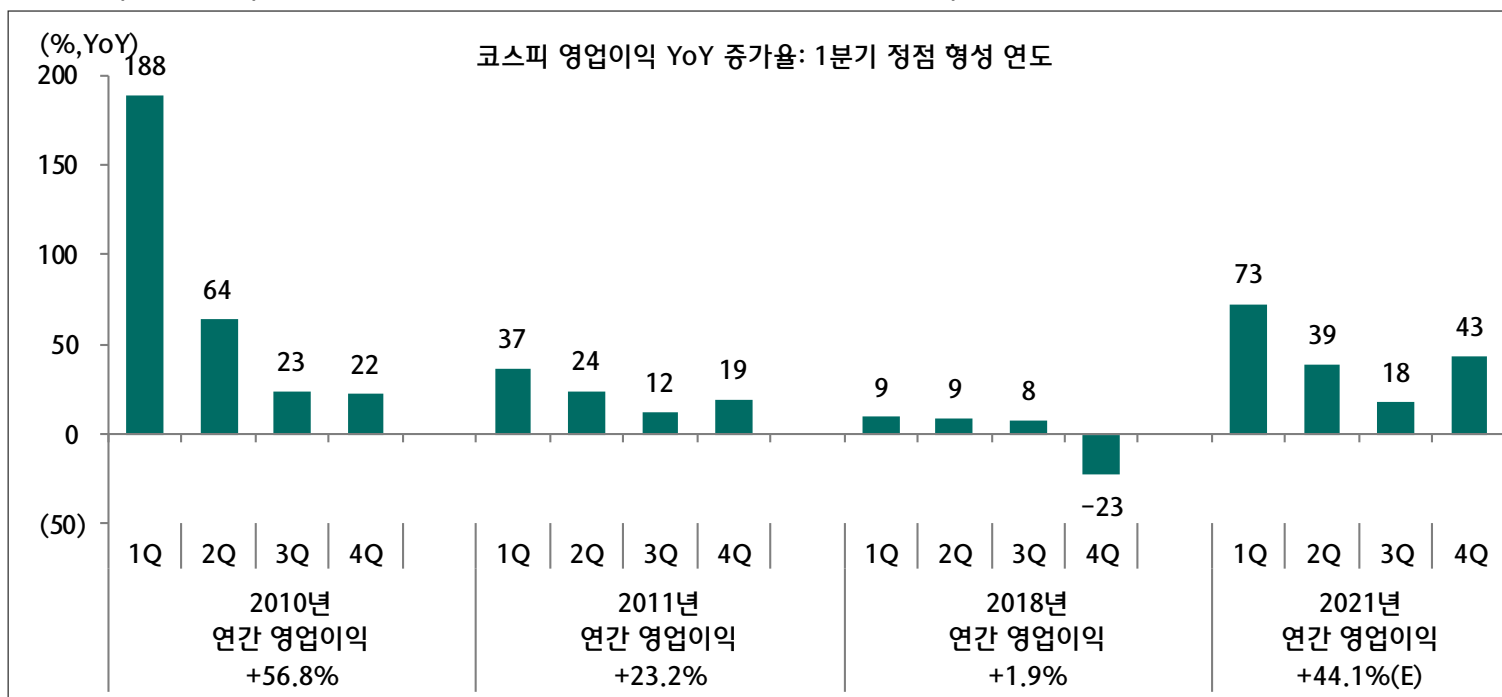


자료: Quantiwise, 하나금융투자

2010년, 2011년, 2018년 그리고 2021년의 공통점

- 2021년 영업이익 YoY 증가율처럼 연간 영업이익 증가, 1분기 YoY 증가율 정점 형성 후 이익싸이클 하락 년도:
 - 2010년: 글로벌 금융위기 이후 회복 국면, 하반기 이후 기저효과 소멸
 - 2011년: 2분기 이후 선진국 재정위기 발생
 - 2018년: 미/중 무역분쟁 시작됐던 년도

2010년, 2011년, 2018년과 2021년 공통점 연간 영업이익 증가, YoY 증가율 1분기 정점

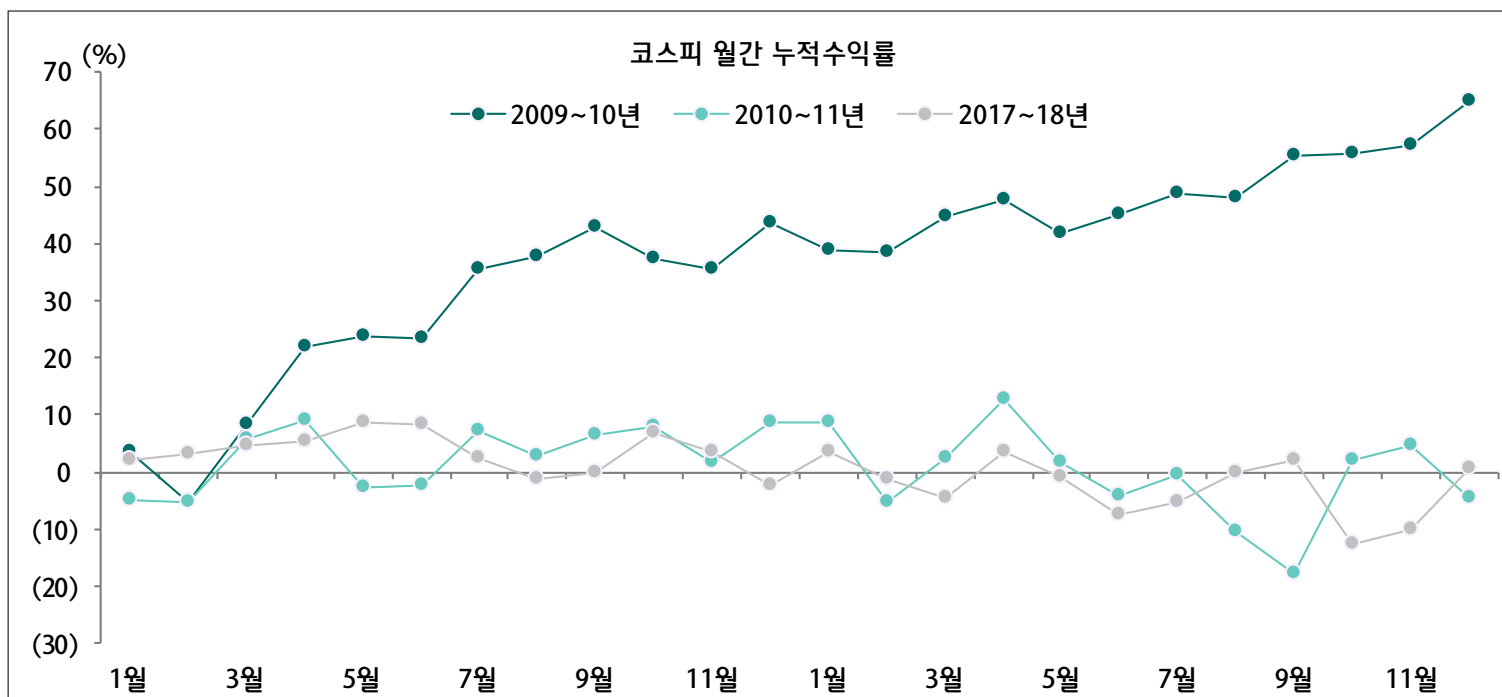


자료: Quantiwise, 하나금융투자

2010년, 2011년, 2018년 그리고 2021년

- 2010년 코스피(주가 수익률 +22%): 2009년(+50%)의 상승세를 이어감
- 2011년 코스피(-11%): 선진국 재정위기와 같은 생각지 못한 위기로 2010년(+22%)의 상승세를 이어가지 못함
- 2018년 코스피(-17%): 미국과 중국 간의 관세전쟁과 같은 생각지 못한 위기로 인해 2017년(+22%)의 상승세를 이어가지 못함

2년 연속 상승을 이어갔던 2010년. 반대로 예상치 못한 위기로 고전했던 2011년과 2018년

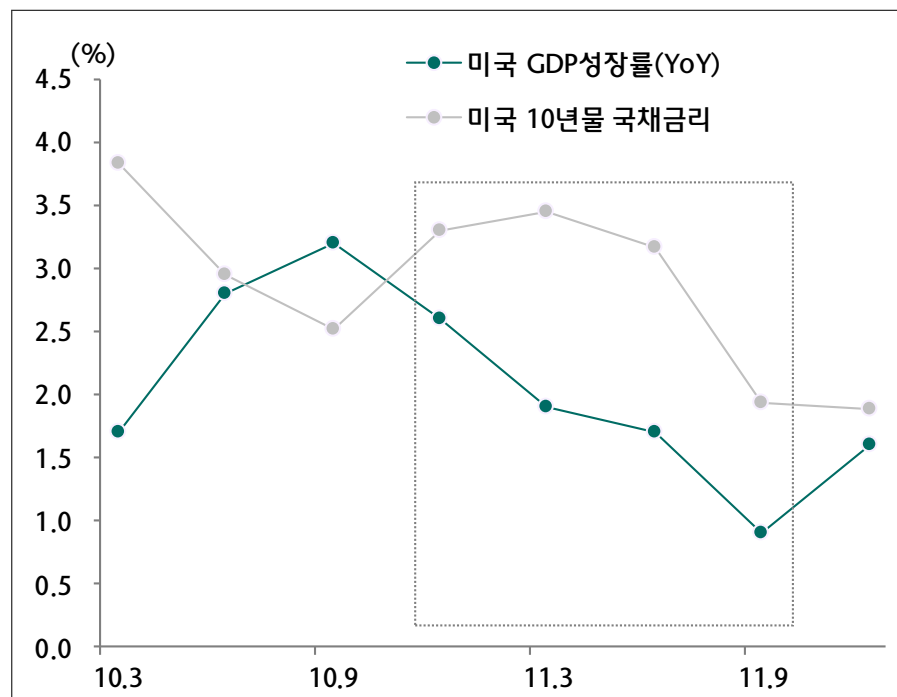


자료: Quantiwise, 하나금융투자

2011년 금리의 중요성, 2018년 수출의 중요성

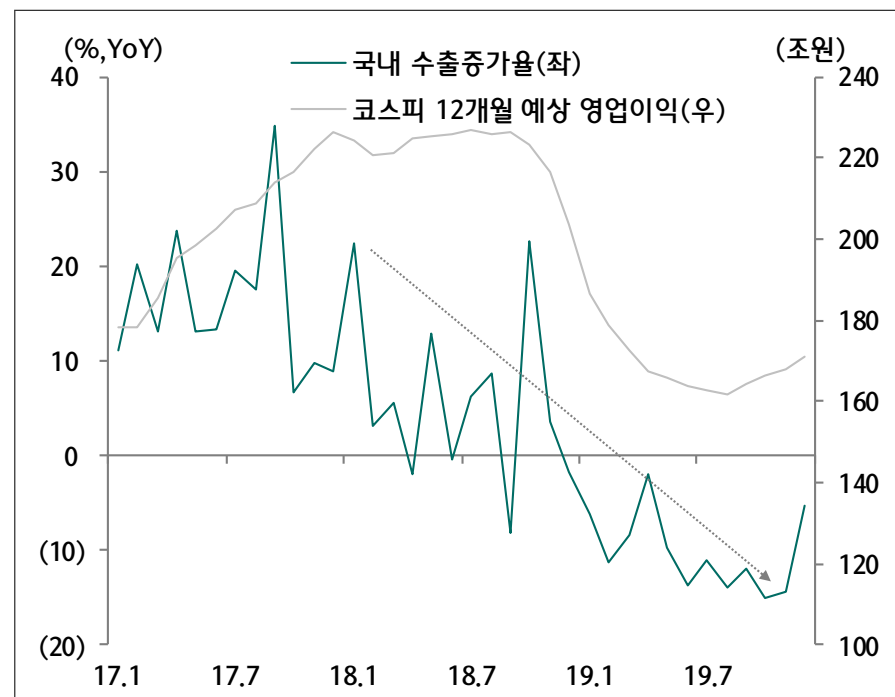
- 2011년은 미국을 비롯한 선진국 재정위기로 인해 시중금리가 성장률을 상회: 금리 급등 트라우마
- 2018년은 미국과 중국간의 무역분쟁에 수출 급감: 수출 부진 트라우마

2011년: 시중금리가 성장률을 넘어서는 상황



자료: Bloomberg, 하나금융투자

2018년: 미국과 중국간의 무역분쟁으로 수출경기 침체

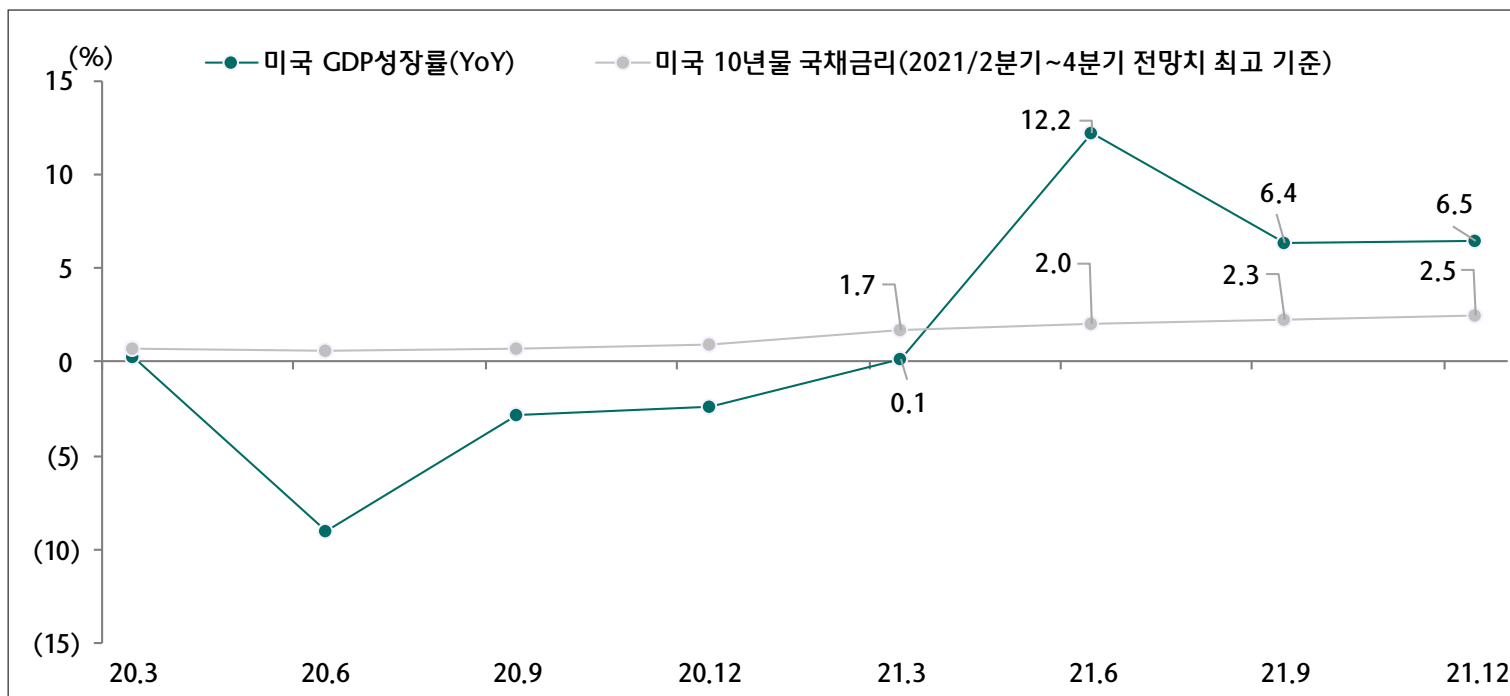


자료: Bloomberg, Quantiwise, 하나금융투자

2021년, 2011년과는 다름: 성장률이 금리 보다 높은 수준 유지 예상

- 2021년 미국 10년물 국채금리는 상승할 것으로 예상
- 그러나 미국 GDP성장률 보다는 낮은 수준을 유지할 것으로 예상
- 금리 상승: 2021년은 2011년과는 다르게 해석할 수 있음

2021년 미국 시중금리는 상승하겠지만, 경제성장률을 하회하는 수준을 유지할 것으로 예상

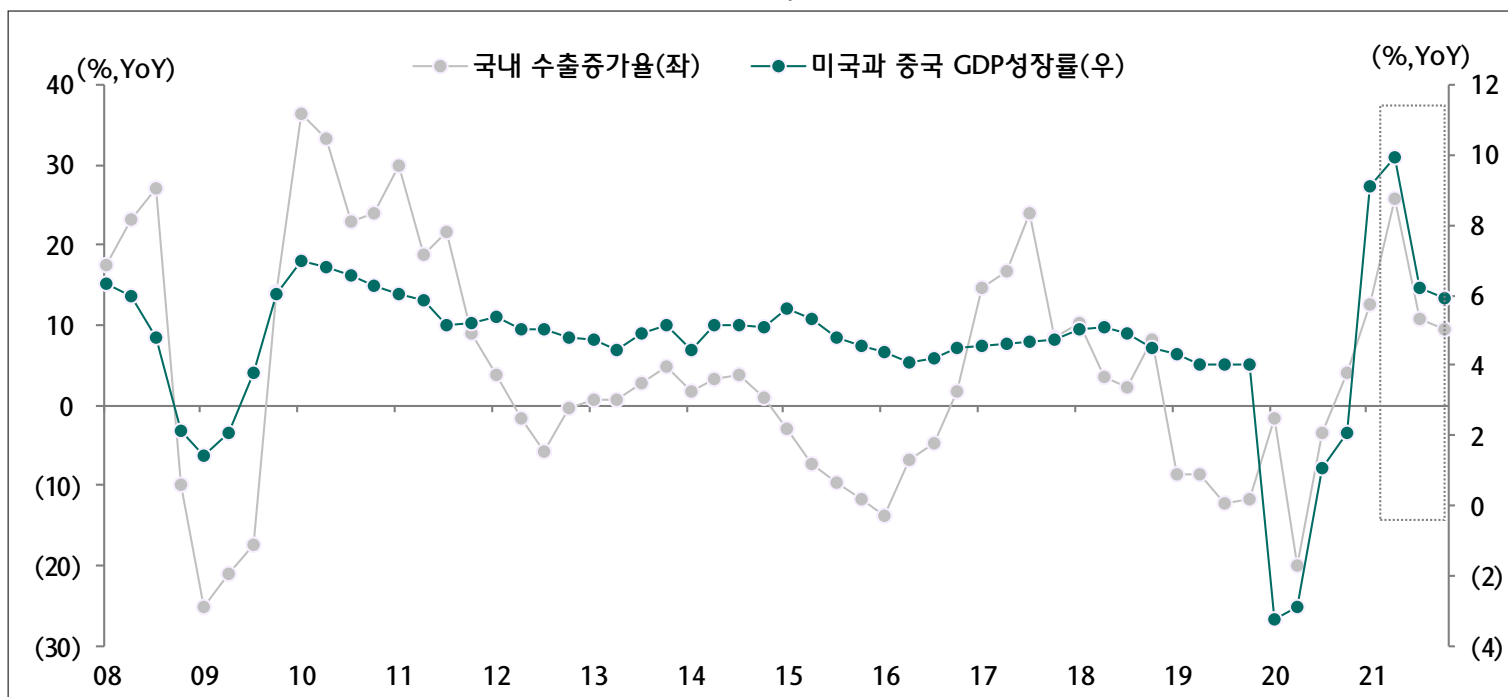


자료: Bloomberg, 하나금융투자

2021년, 2018년과는 다름: 수출은 두 자리대 이상을 유지 예상

- 2018년 하반기 국내 수출증가율 평균치 5%
- 미국과 중국 GDP성장률을 통해서 국내 수출 증가율 추정 방식 활용한 2021년 하반기 국내 수출증가율 추정치 10%
- 수출 경기: 2021년은 2018년과는 다르게 진행될 가능성이 있음

국내 수출증가율(YoY) 2021/2분기가 정점이겠지만, 3~4분기에도 하이 싱글 수준 유지 기대

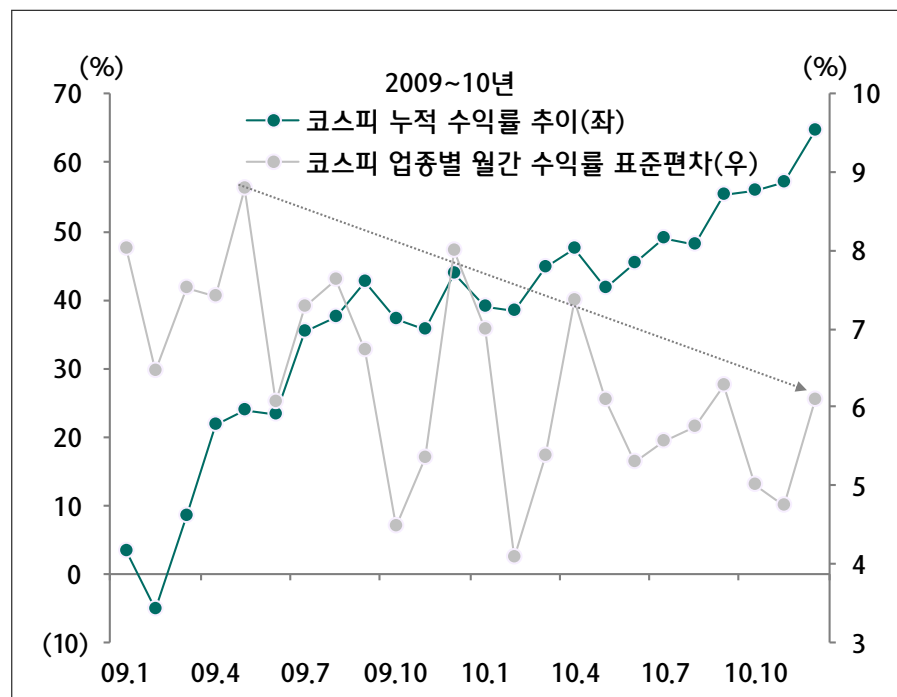


자료: Bloomberg, 하나금융투자

2010년 주식시장은 쓸림이 아닌 확산

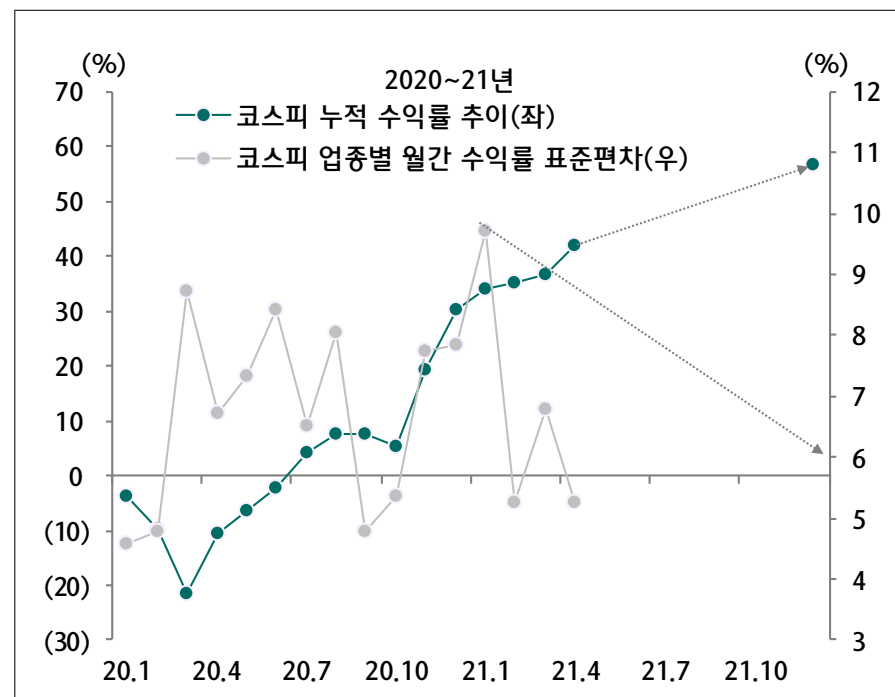
- 2009~10년 시간이 지날수록 코스피 내 26개 업종간의 월간 수익률 표준편차 하락 기조
- 시간이 지날수록 주식시장은 특정 업종과 스타일 쓸림이 아닌 확산 현상으로 해석
- 2021년도 특정 업종이나 스타일 쓸림이 아닌 확산으로 진행될 가능성이 있음을 염두

2009~10년 시간이 지날수록 쓸림에서 확산으로 변화



자료: Quantiwise, 하나금융투자

2021년 시간이 지날수록 쓸림이 아닌 확산으로 변화 가능

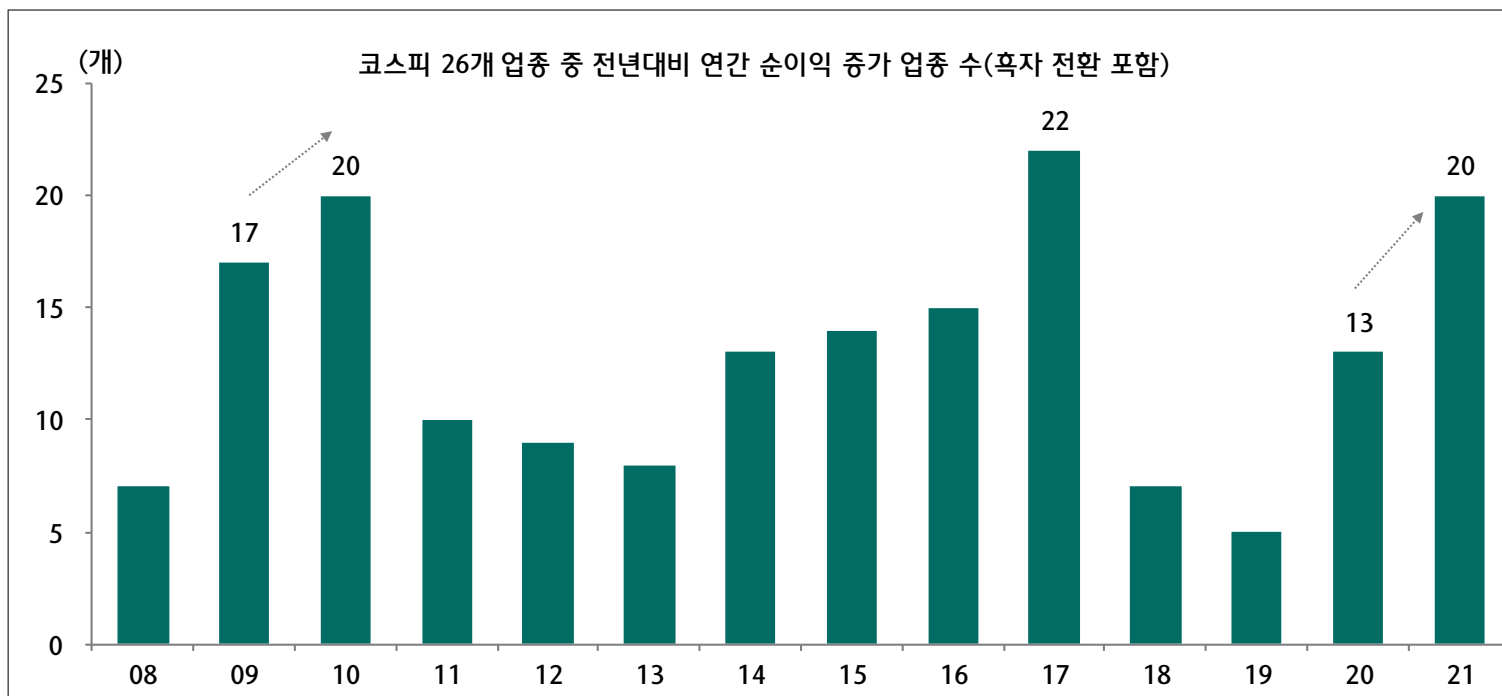


자료: Quantiwise, 하나금융투자

2021년 주식시장도 쓸림이 아닌 확산으로 갈 가능성 높음

- 2009년 전년대비 순이익 증가 업종 17개에서 2010년 20개로 증가
- 2020년 전년대비 순이익 증가 업종 13개에서 2021년 20개로 증가 전망
- 2021년 역시 특정 업종과 스타일 쓸림이 아닌 확산 현상이 나타날 수 있다는 점에서 다양한 ‘주도주 컨셉’ 준비가 필요

2021년 전년대비 이익 증가 업종 수 증가: 주식시장도 쓸림이 아닌 확산으로 갈 가능성 높음

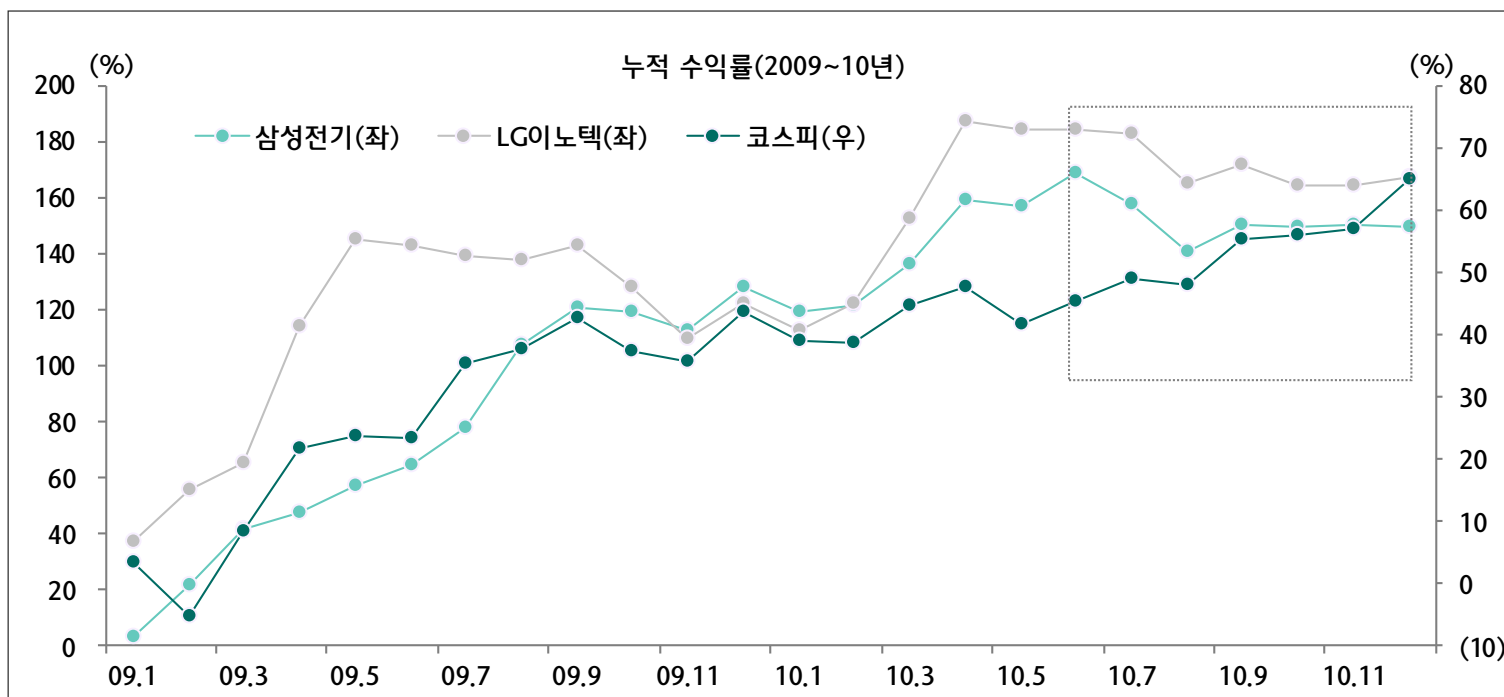


자료: Quantiwise, 하나금융투자

2010년 하반기 주도주에서 이탈한 IT하드웨어의 대표주자들

- 2009~2010/2분기까지 주도주 역할을 했던 삼성전기와 LG이노텍은 2010/하반기 이후 모두 주도주에서 이탈
- 2010/하반기 코스피 수익률: +21%. 삼성전자: -20%, LG이노텍: -18%

2010/2분기까지 삼성전기와 LG이노텍도 주도주. 그러나 2010년 하반기 주도주에서 탈락

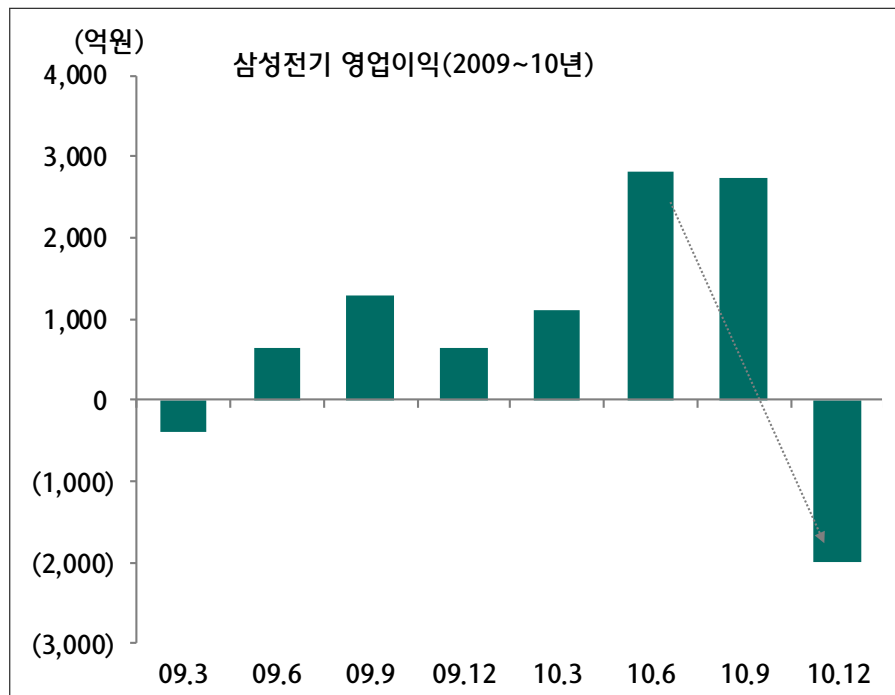


자료: Quantiwise, 하나금융투자

이유는 딱 하나, 하반기 감익 때문

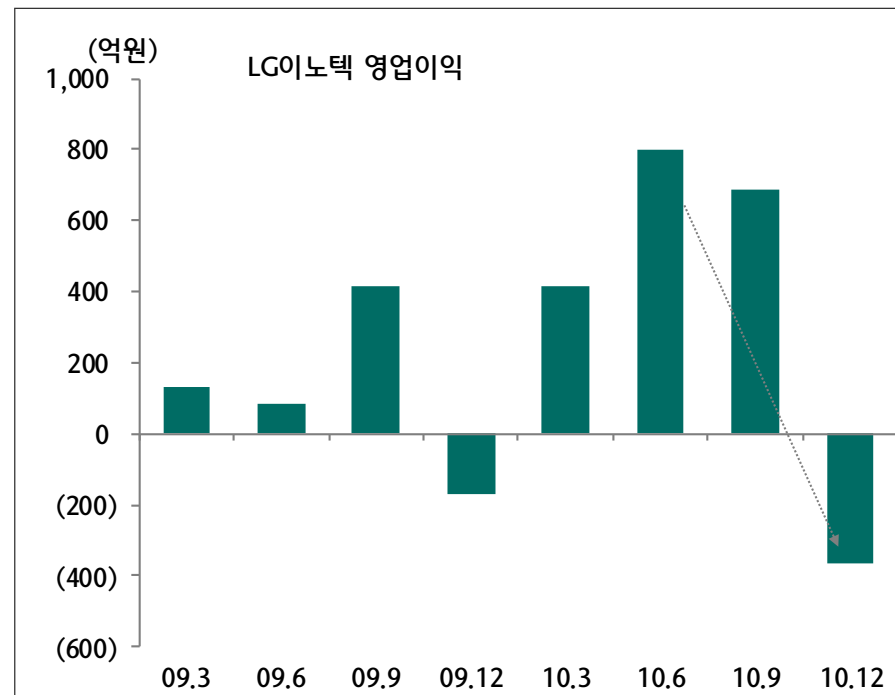
- 삼성전기: 2010/상반기 영업이익 3,909억원에서 하반기 748억원으로 급감(4분기 영업이익 적자)
- LG이노텍: 2010/상반기 영업이익 1,214억원에서 하반기 318억원으로 급감(4분기 영업이익 적자)

삼성전기 2010/상반기 이익 정점 형성 이후 감소세로 진입



자료: Quantiwise, 하나금융투자

LG이노텍 2010/상반기 이익 정점 형성 이후 감소세로 진입

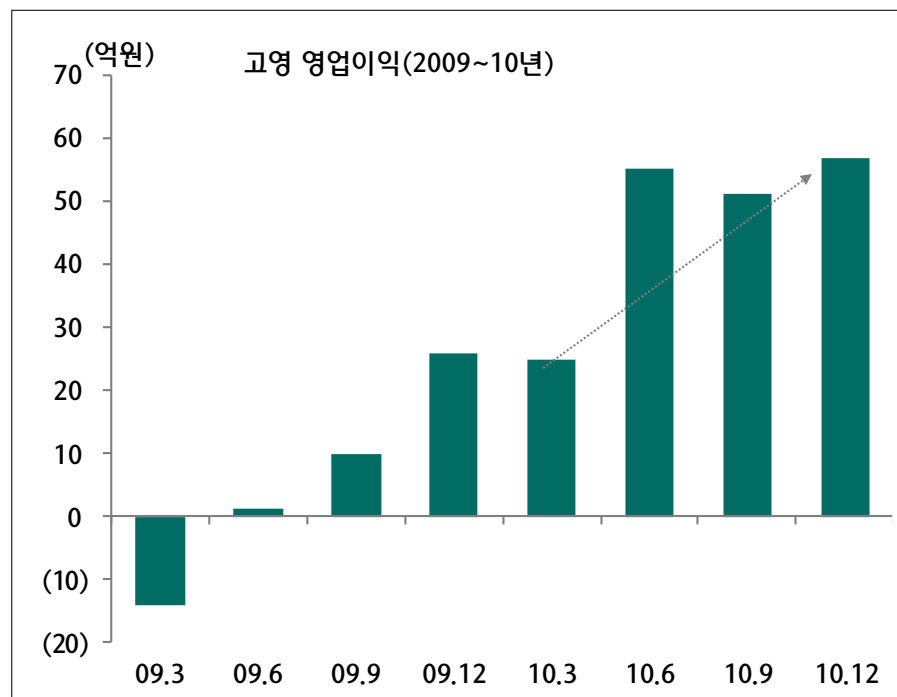


자료: Quantiwise, 하나금융투자

IT하드웨어 내에서 주도주 지위를 유지했던 고영

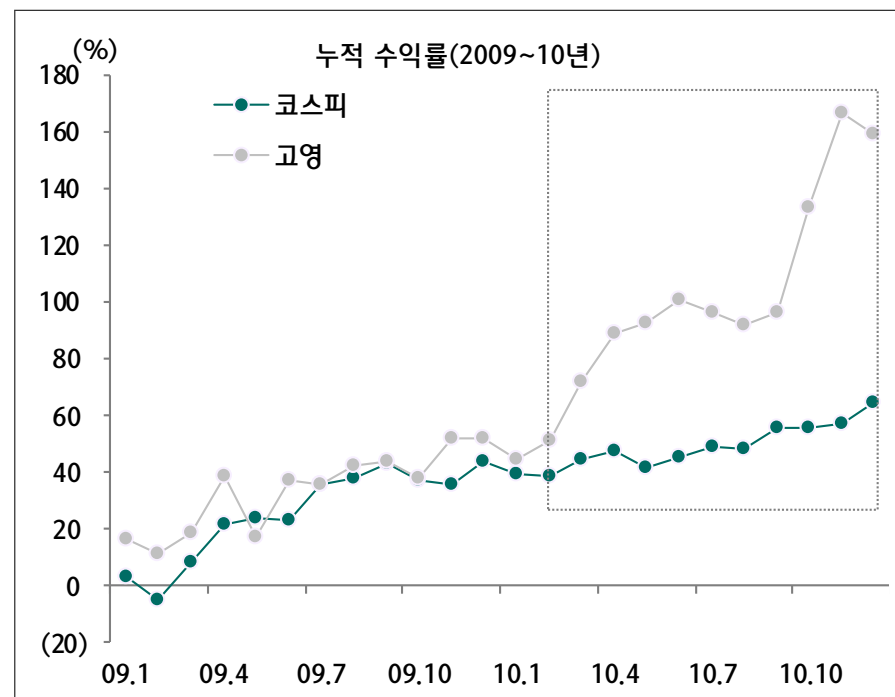
- 삼성전기와 LG이노텍으로 인해 IT하드웨어 업종은 2010/하반기 부진
- 그러나 동일 업종 내에서 속한 고영의 경우 2010/상반기 영업이익 80억원에서 하반기 108억원으로 증가
- 고영 2010/상반기 주가 수익률 +56%, 하반기 +62% 기록

고영은 동종 업종과 이익사이클이 반대로 형성



자료: Quantiwise, 하나금융투자

고영 상/하반기 모두 코스피 대비 높은 주가 수익률 기록

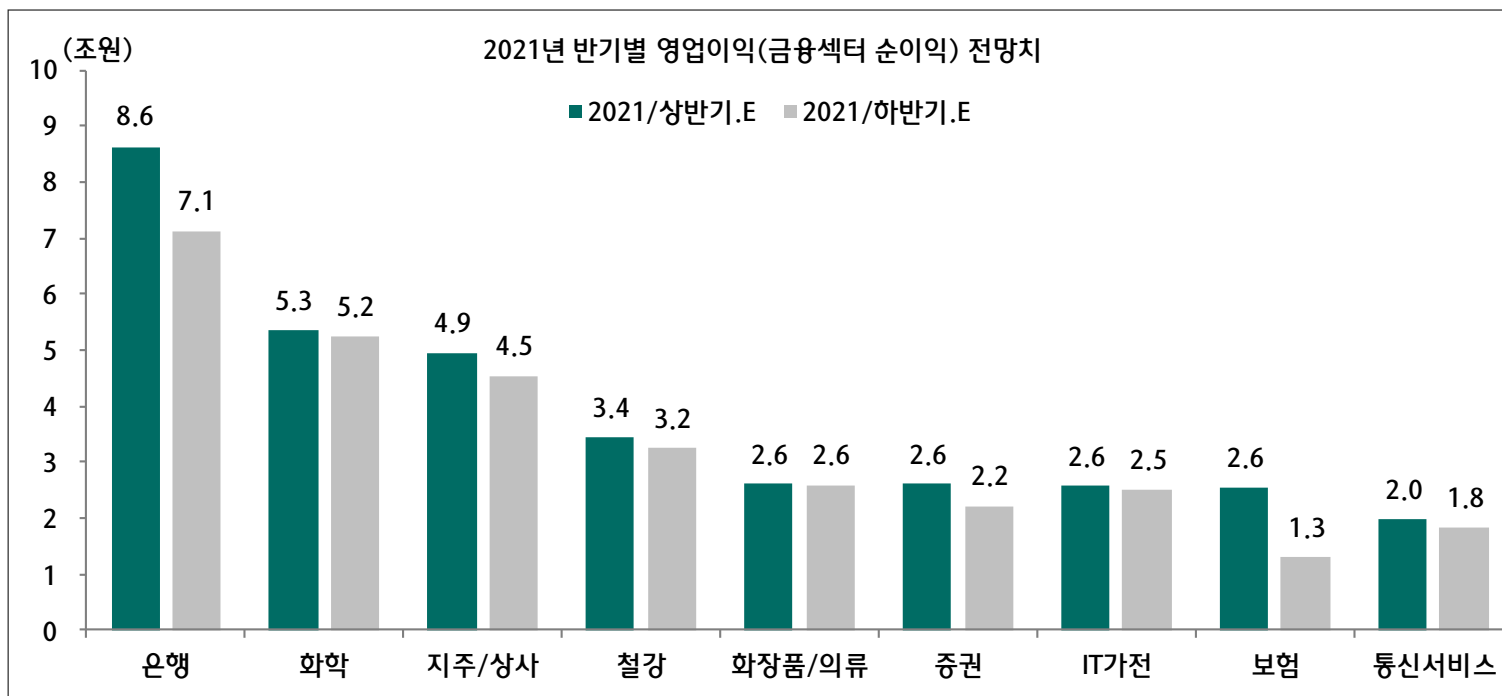


자료: Quantiwise, 하나금융투자

2021년 상반기 대비 하반기 감익되는 업종 내에서 기회를 찾는다면...

- 2021/상반기 대비 하반기 영업이익(금융섹터: 순이익) 감소가 예상되는 업종:
→ 은행, 화학, 지주/상사, 철강, 화장품/의류, 증권, IT가전, 보험, 통신

2021년 상반기 대비 하반기 이익 감소 업종 중 반대로 하반기 이익 증가가 예상되는 기업



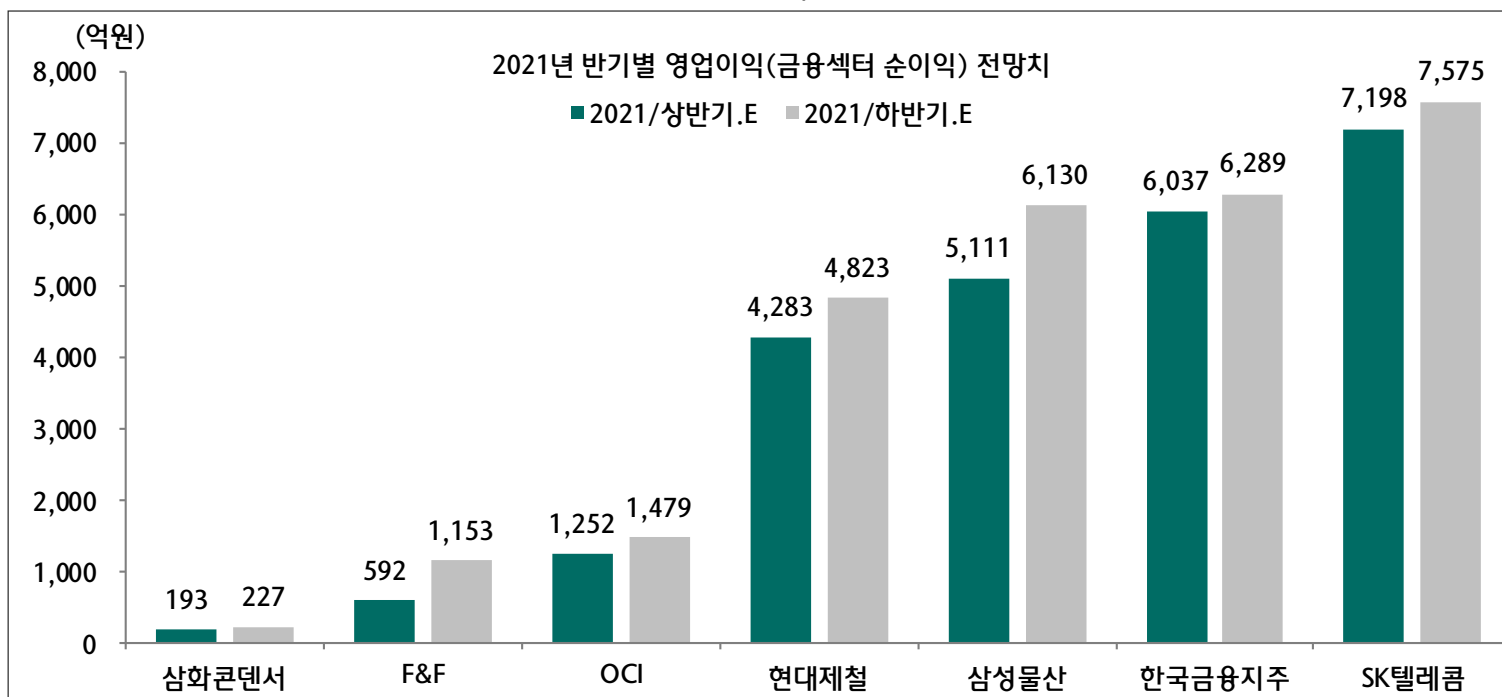
주) 금융섹터는 순이익 기준

자료: Quantiwise, 하나금융투자

주도주 아이디어(1): [역습] 기회가 있는 종목군

- 2021/상반기 대비 하반기 영업이익(금융섹터: 순이익) 감소가 예상되는 업종 내에서 반대로 하반기 이익 증가가 예상되는 기업 관심
→ SKT, 한국금융지주, 삼성물산, 현대제철, OCI, F&F, 삼화콘덴서
- 참고로 해당 기업들은 3월말 대비 현재 2분기와 하반기 영업이익 추정치 상향 조정

2분기와 하반기 이익추정치가 3월 말 대비 상향 조정, 상반기 대비 이익 증가가 예상되는 기업



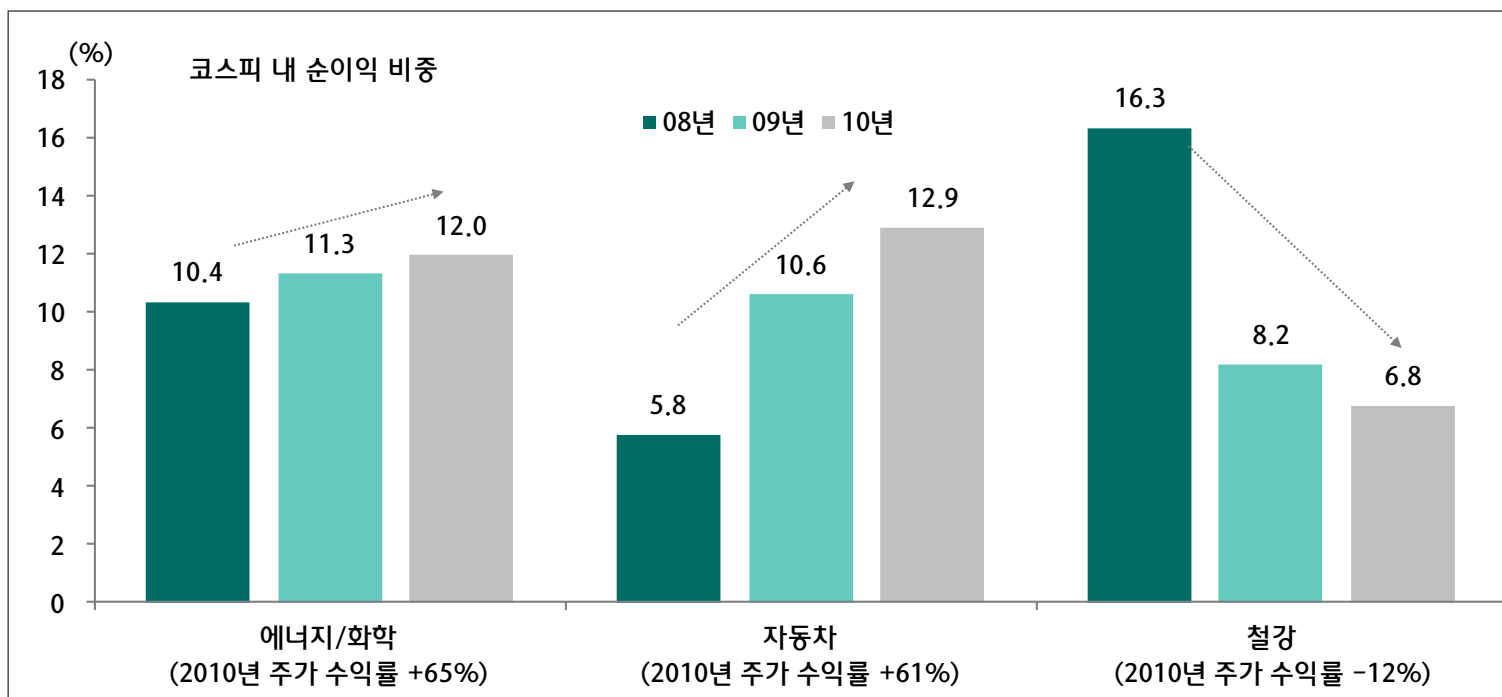
주) 금융섹터는 순이익 기준

자료: Quantiwise, 하나금융투자

이익 점유율이 주도 업종을 결정

- 2010년 주도 업종이었던 에너지/화학 업종의 코스피 내 순이익 비중은 2009년 11.3% → 2010년 12.0%, 자동차 10.6% → 12.9%로 상승: 이익 점유율 상승 업종이 주도 업종
- 반면 글로벌 경기 개선에도 불구하고 이익 점유율이 감소했던 철강 업종은 당시 부진

2010년 자동차/화학/정유로 대변되는 강세장: 당시 이익 점유율이 높아졌던 업종

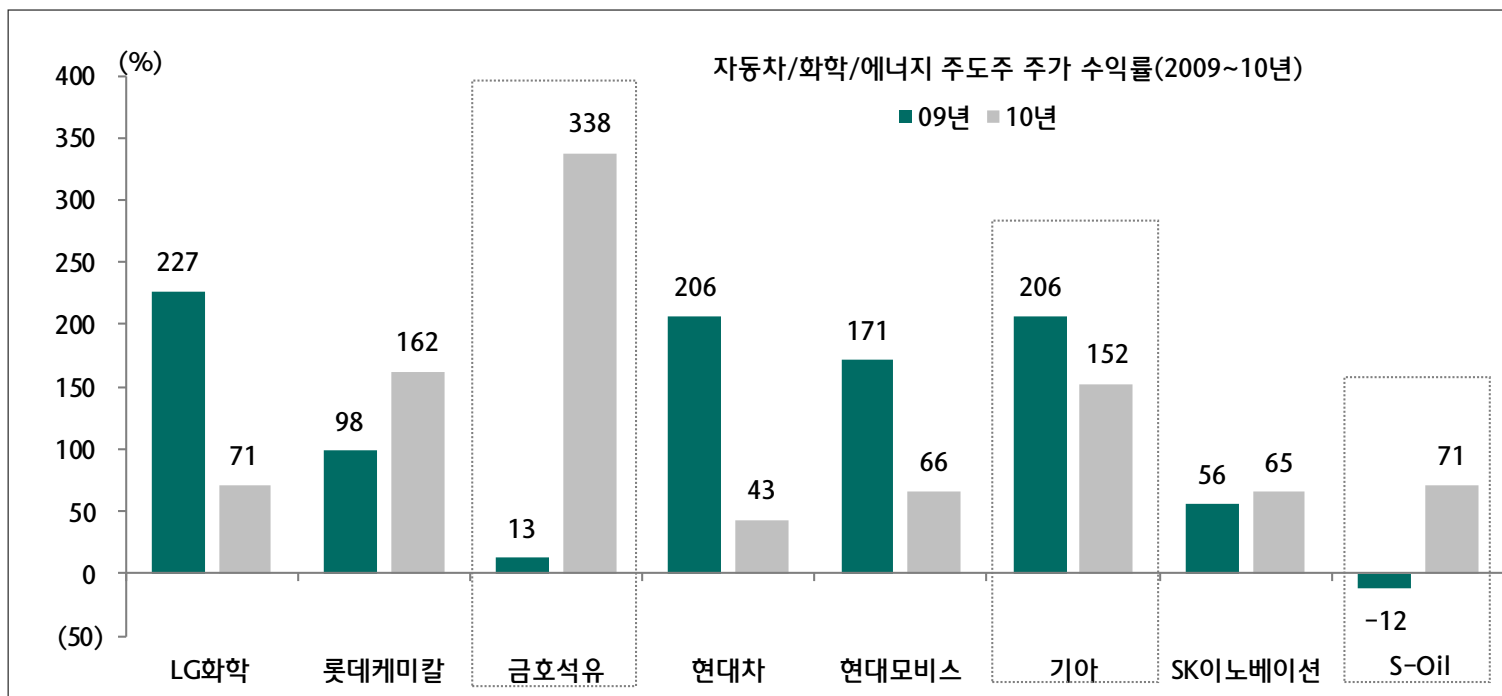


자료: Quantiwise, 하나금융투자

2010년 동일한 주도 업종 내 달라진 주도주들: 2등주들에게 기회가

- 2009년과 2010년 주도 업종은 자동차/화학/에너지로 동일
- 그러나 2009년과 달리 2010년은 주도업종 내 2등주 강세
- 화학: 롯데케미칼 → 금호석유로, 자동차: 현대차 → 기아차로, 에너지: SK이노베이션 → S-Oil로

주도 업종 내 주도주의 변화: 2009년 차화정과는 달라진 2010년 차화정 주도주들

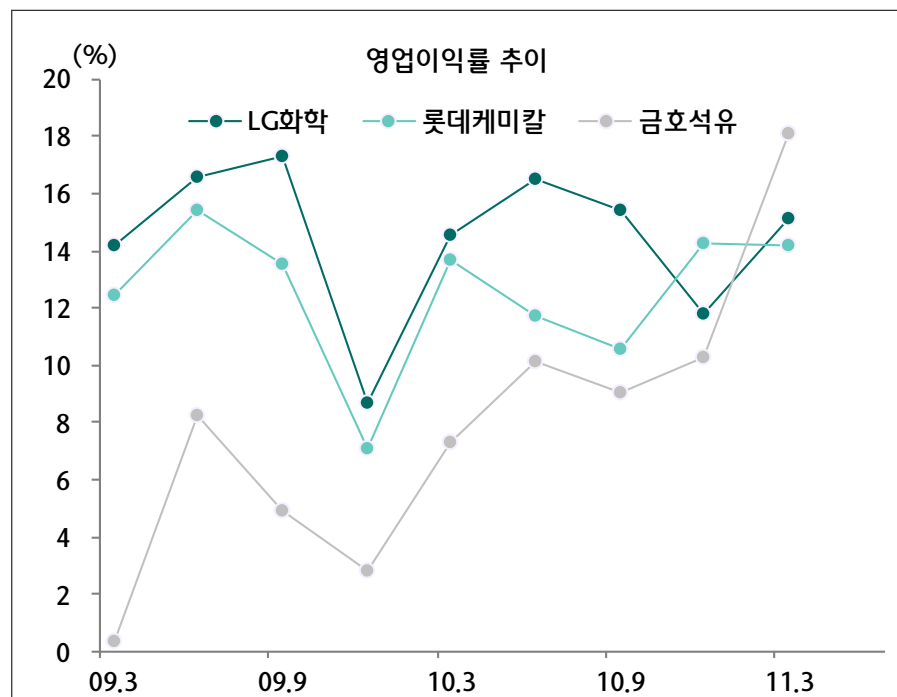


자료: Quantiwise, 하나금융투자

씨클리컬은 영업이익률이 중요

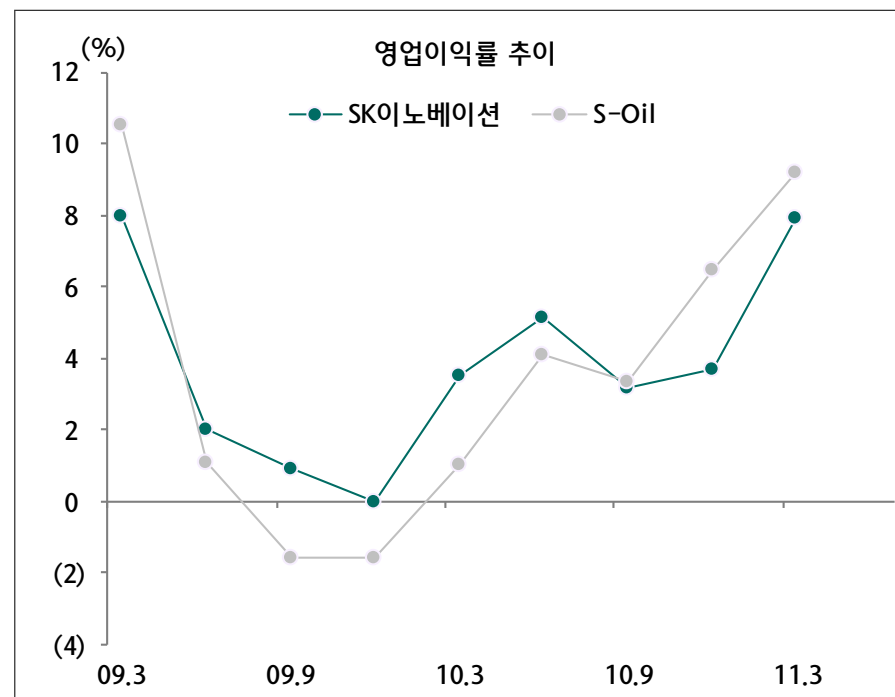
- 2010년 씨클리컬인 화학 업종: LG화학과 롯데케미칼의 영업이익률을 넘어선 금호석유가 주도주
- 2010년 씨클리컬인 에너지 업종: SK이노베이션의 영업이익률을 넘어선 S-Oil이 주도주

2010년 씨클리컬인 화학 업종: 금호석유 영업이익률



자료: Quantiwise, 하나금융투자

2010년 씨클리컬인 에너지 업종: S-Oil 영업이익률

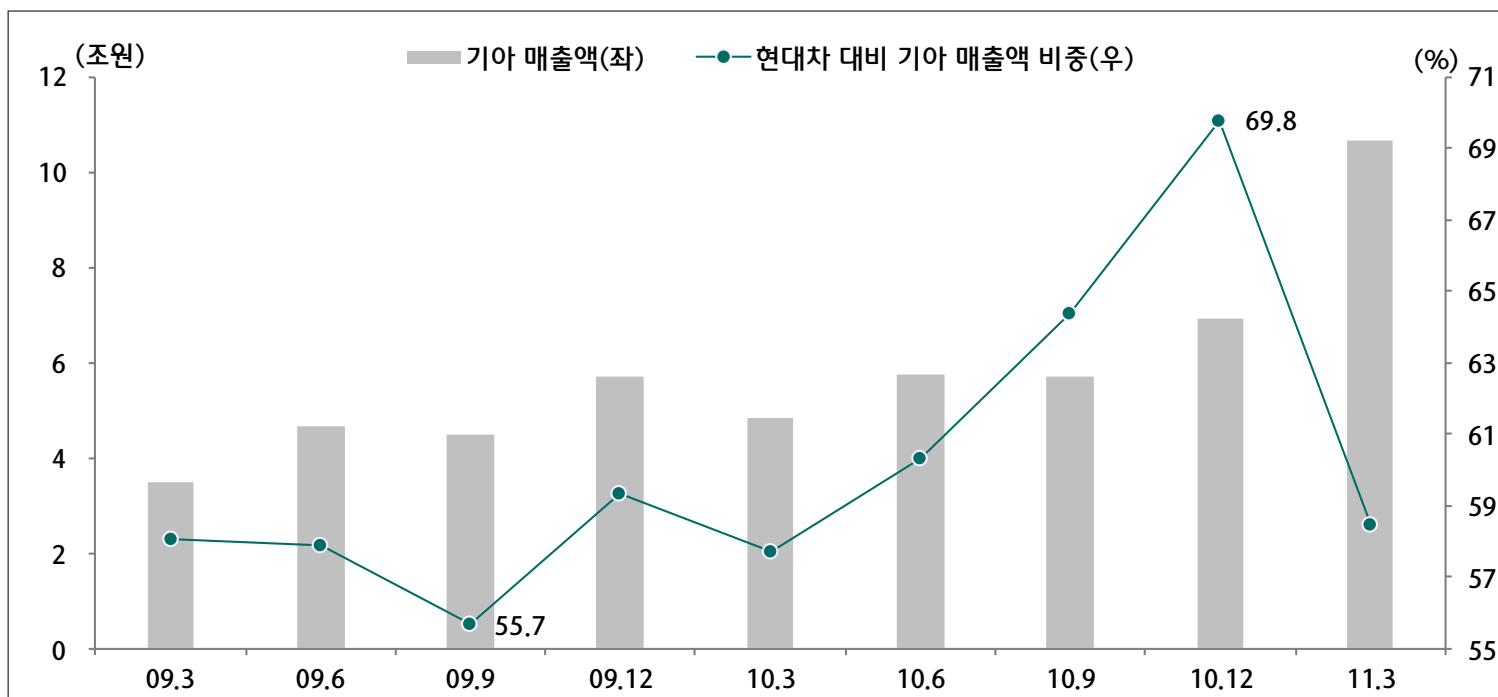


자료: Quantiwise, 하나금융투자

최종소비재는 매출이 중요

- 2009/3분기 현대차 대비 기아 매출액 비중은 56%에서 2010/4분기에는 70%에 육박할 정도로 빠르게 따라 잡음

2010년 최종소비재인 자동차 업종: 현대차와 매출 격차를 빠르게 축소한 기아차가 주도주 역할



자료: Quantiwise, 하나금융투자

2021년 주도업종의 조건: 이익 점유율 상승

- 국내 증시에서 이익 점유율이 상승할 것으로 예상되는 업종: 반도체, 자동차, 배터리, IT하드웨어, 건설, 인터넷

국내 증시에서 이익 점유율이 상승할 것으로 예상되는 업종

업종	순이익 비중 추정치 추이(%)									
	20.Q1	20.Q2	20.Q3	20.Q4	21.E Q1	21.E Q2	21.E Q3	21.E Q4	2020	2021.E
반도체	35.5	33.7	34.3	50.6	23.2	27.6	33.6	39.5	37.3	30.2
자동차	6.1	적자	2.0	15.3	9.2	10.7	8.8	10.3	4.6	9.3
배터리	적자	0.4	2.2	적자	2.6	3.2	3.1	3.3	적자	3.1
IT하드웨어	2.8	적자	1.7	적자	1.7	1.3	1.9	2.0	0.6	2.2
건설	1.7	3.8	0.7	4.7	1.7	2.1	1.8	2.4	2.4	1.9
인터넷	1.6	1.5	1.1	1.5	2.4	1.7	1.6	1.7	1.4	1.7

자료: Quantwise, 하나금융투자

주도주 아이디어(2-1): [정공] 씨클릭, 영업이익률 높은 2등 기업

- 반도체, 2차전지, IT하드웨어, 건설과 같은 씨클릭 중 시가총액 1위 기업 보다 높은 영업이익률 추정치를 유지하고 있는 기업 관심
- 반도체: SK하이닉스, 리노공업. 2차전지: 일진머트리얼즈, 솔브레인. IT하드웨어: 고영. 건설: GS건설, 삼성엔지니어링

시가총액 1위 기업 보다 높은 영업이익률 추정치를 유지하고 있는 기업 관심

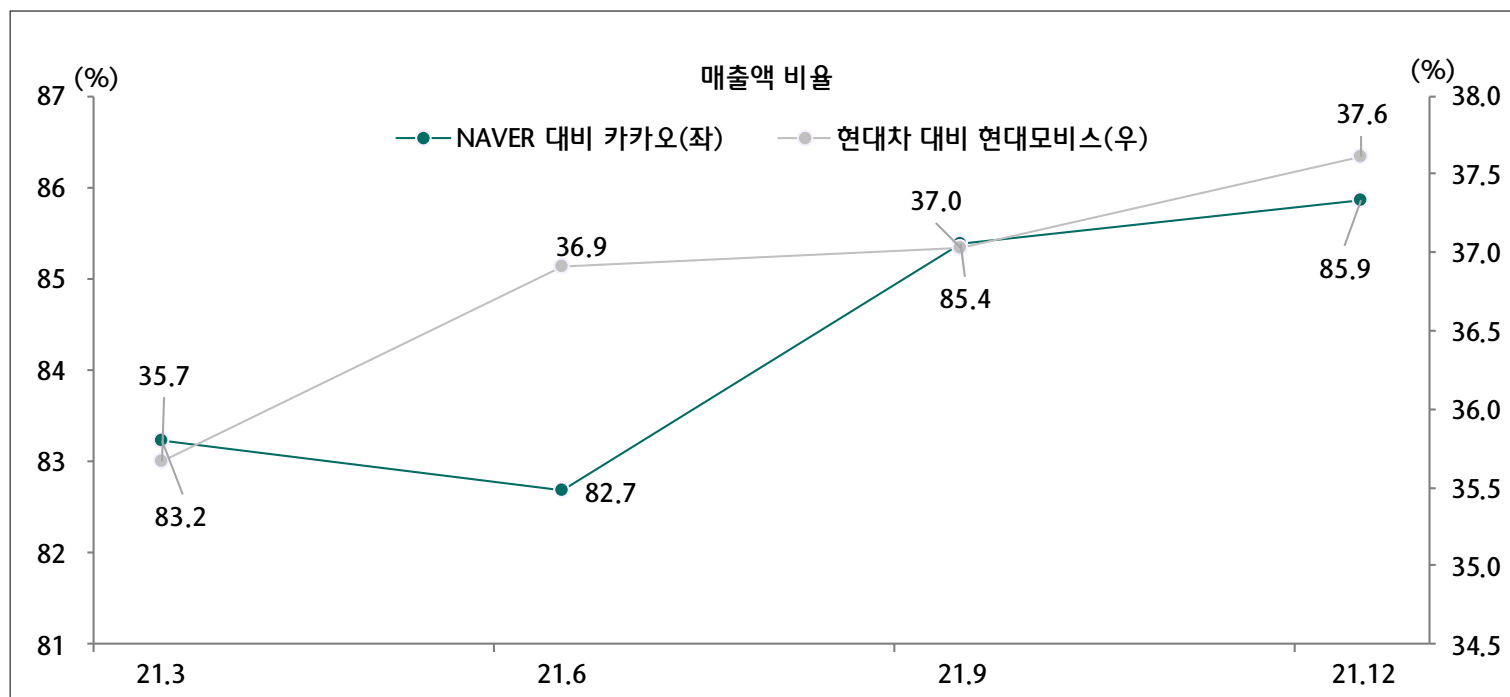
구분		영업이익률 추정치 추이(%)					
업종	기업	2021.E Q1	2021.E Q2	2021.E Q3	2021.E Q4	2020	2021.E
반도체	삼성전자	14.6	16.1	19.7	20.6	15.2	17.9
	SK하이닉스	16.3	25.2	32.6	36.2	15.7	28.7
	리노공업	38.4	38.8	38.7	38.5	38.7	38.6
	티씨케이	36.6	36.5	37.0	36.7	35.2	36.7
배터리	LG화학	10.5	10.4	9.8	8.9	6.0	9.8
	일진머트리얼즈	10.4	11.2	12.5	12.9	9.5	11.8
	솔브레인	23.1	23.3	24.8	23.5	22.1	23.8
IT하드웨어	삼성전기	13.1	12.1	14.1	13.1	10.1	13.2
	고영	15.1	19.0	18.1	18.9	8.8	17.6
	이노와이어리스	13.3	14.5	14.4	14.6	14.8	14.9
건설	현대건설	4.2	4.8	5.0	4.9	3.2	4.9
	GS건설	8.6	9.0	9.3	8.7	7.4	8.8
	삼성엔지니어링	5.6	5.7	6.0	5.5	5.2	5.7

자료: Quantiwise, 하나금융투자

주도주 아이디어(2-2): [정공] 소비재, 매출 격차가 축소되는 2등 기업

- 2020년 NAVER 대비 카카오 매출 비중은 78.4% → 2021년 83.6%
- 2020년 현대차 대비 현대모비스 매출 비중은 35.2% → 2021년 36.9%

시가총액 1위 기업인 NAVER와 현대차 매출액 대비 비중이 상승할 것으로 예상되는 카카오와 현대모비스

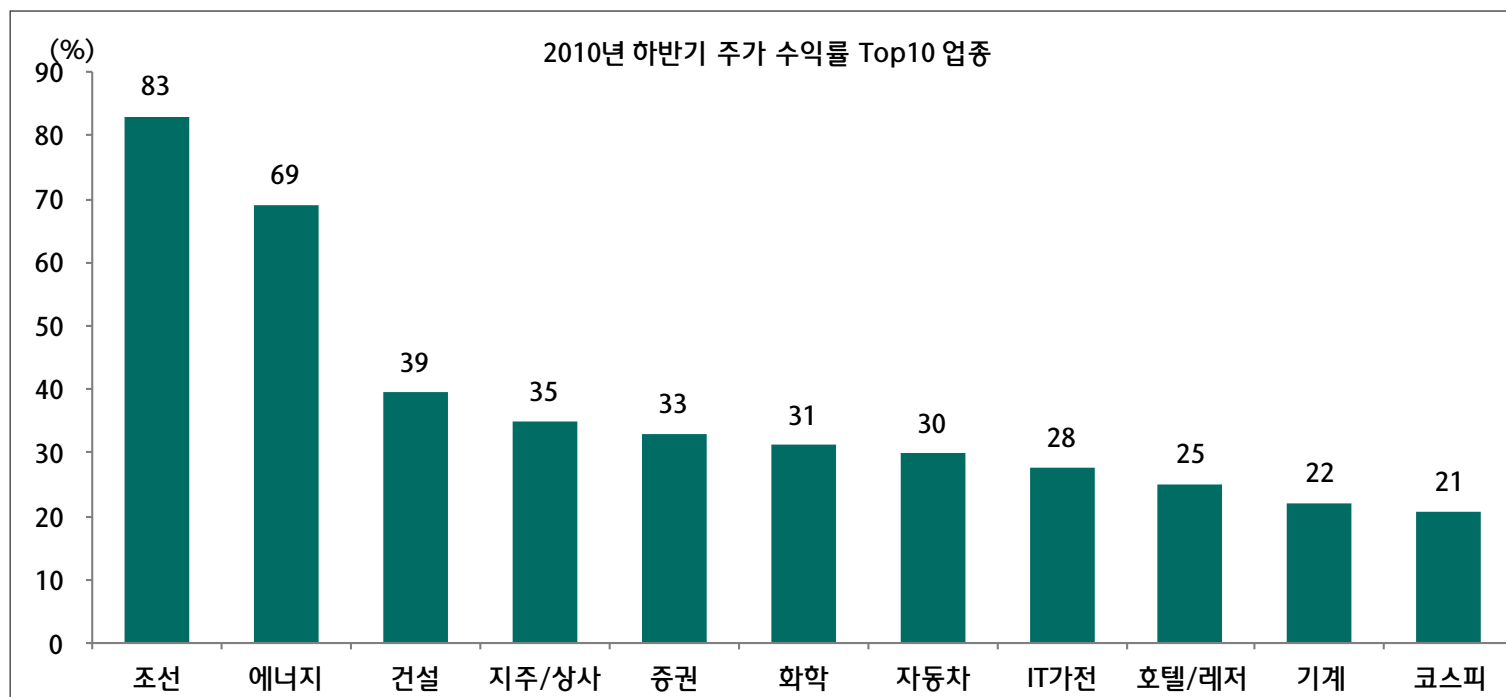


자료: Quantiwise, 하나금융투자

2010/하반기 [기습] 주도 업종: 조선

- 2010년 하반기 그 동안 부진을 면치 못했던 조선업종이 주도주 역할
- 2010년 하반기 조선업종 주가 수익률은 +83%
- 자동차, 화학, 에너지와 같은 당시 주도업종 보다 높았음

2010년 하반기 그 동안 부진했던 조선업종이 주도주로 부각

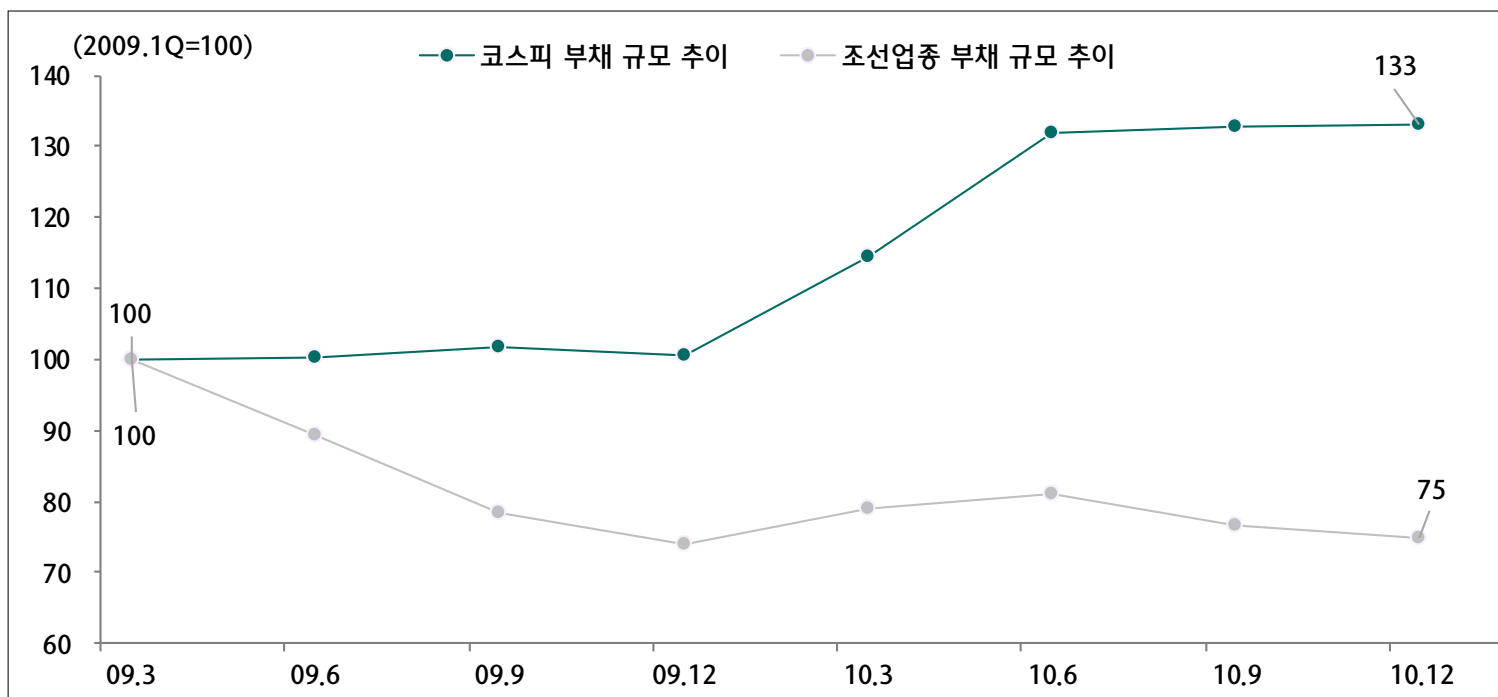


자료: Quantiwise, 하나금융투자

대규모 부채 구조조정이 있었던 조선업종

- 2009/1분기 코스피 총 부채 규모는 1,013조원 → 2010/4분기 1,348조원으로 증가(33% 증가)
- 조선업종은 같은 기간 동안 82조원 → 61조원으로 감소(25% 감소)

2010년 하반기 조선업종의 부활: 글로벌 경기 개선도 있지만 부채 감소 조정

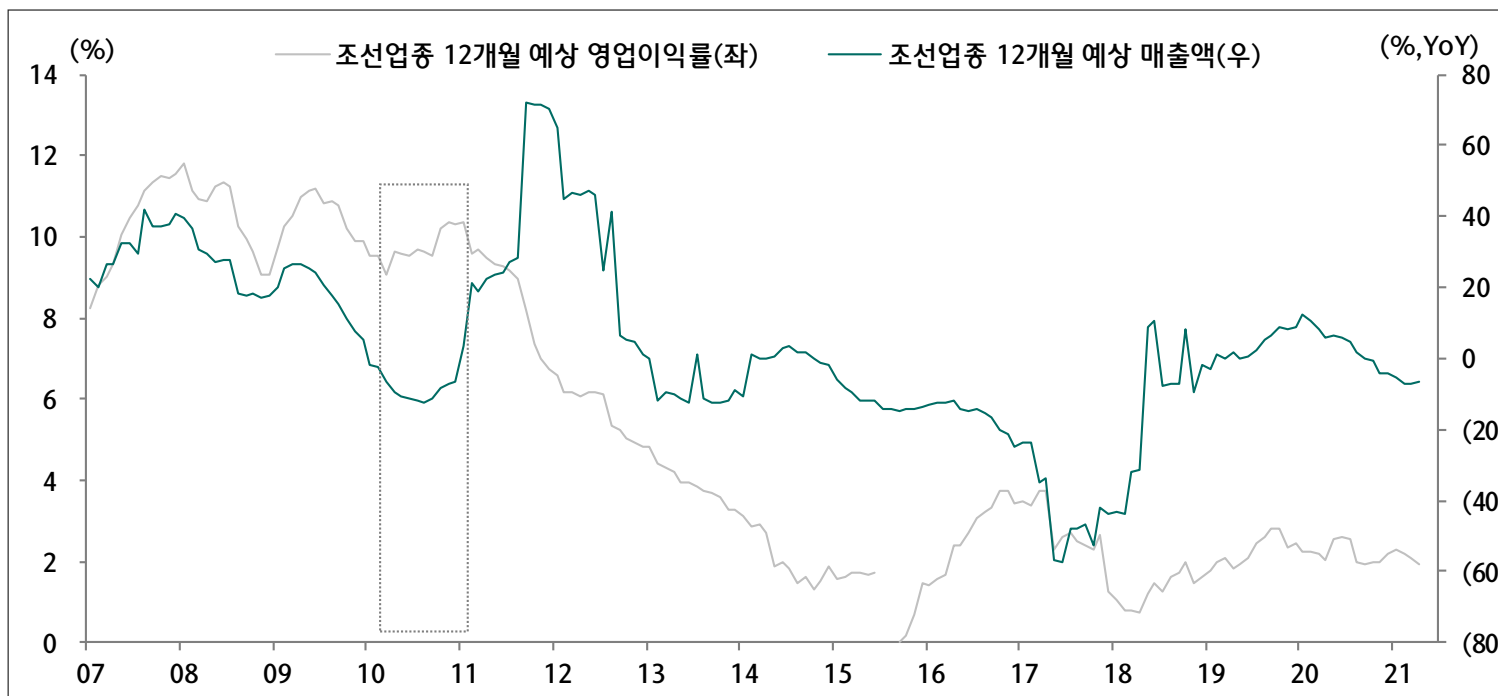


자료: Quantiwise, 하나금융투자

부채 구조조정으로 이익 레버리지가 커졌던 조선 업종

- 2010/하반기 조선 업종 부채 조정으로 인해 매출이 크게 증가하지는 않았지만, 영업이익률은 10%대로 빠르게 반등

2010년 조선업종: 부채 감소 조정 시 나타날 수 있는 이익 레버리지 효과를 누림

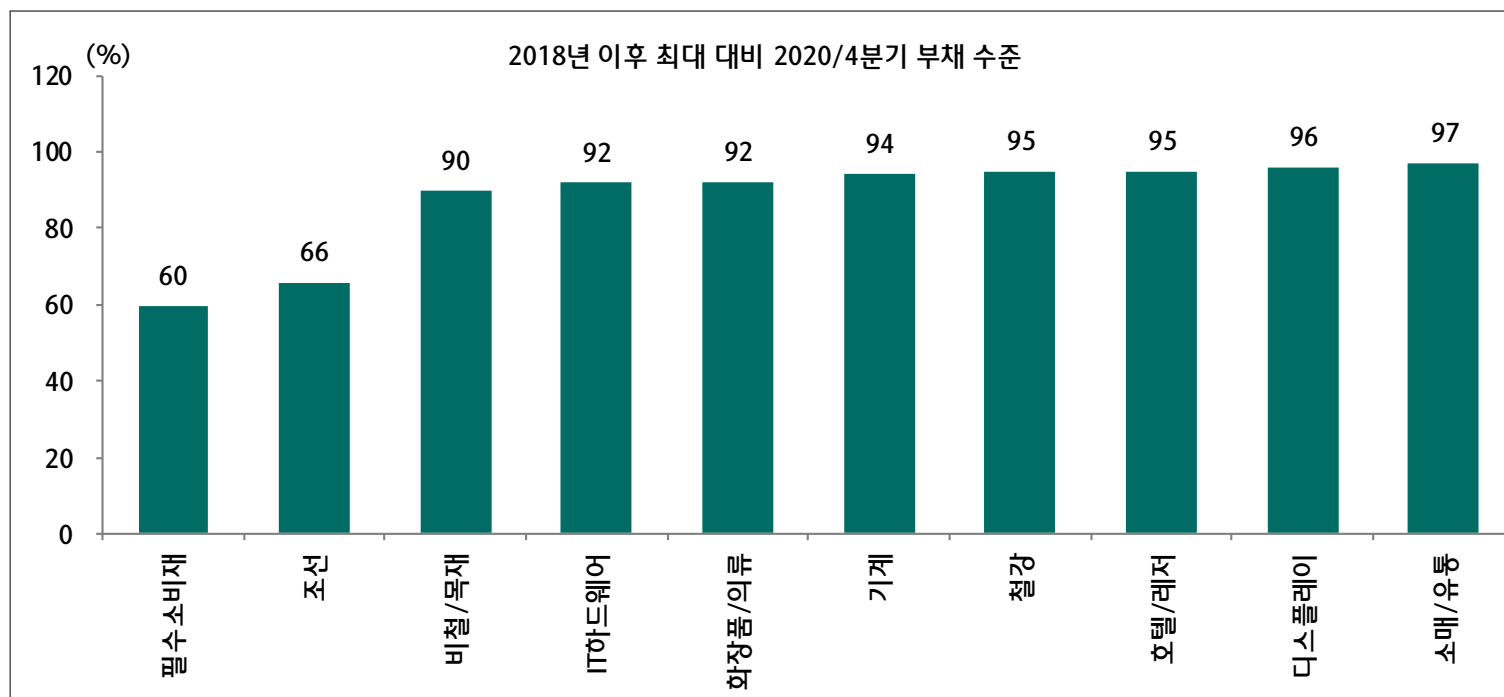


자료: Quantiwise, 하나금융투자

부채 구조조정 업종에 관심

- 코스피 부채 규모는 꾸준히 증가. 2018/1분기 대비 2020/4분기 125% 수준
- 반면 2018년 이후 최대 대비 2020/4분기 부채 수준이 낮아진 업종:
- 필수소비재, 조선, 비철/목재, IT하드웨어, 화장품/의류, 기계, 철강 등

최근 부채 조정이 진행된 업종에도 관심

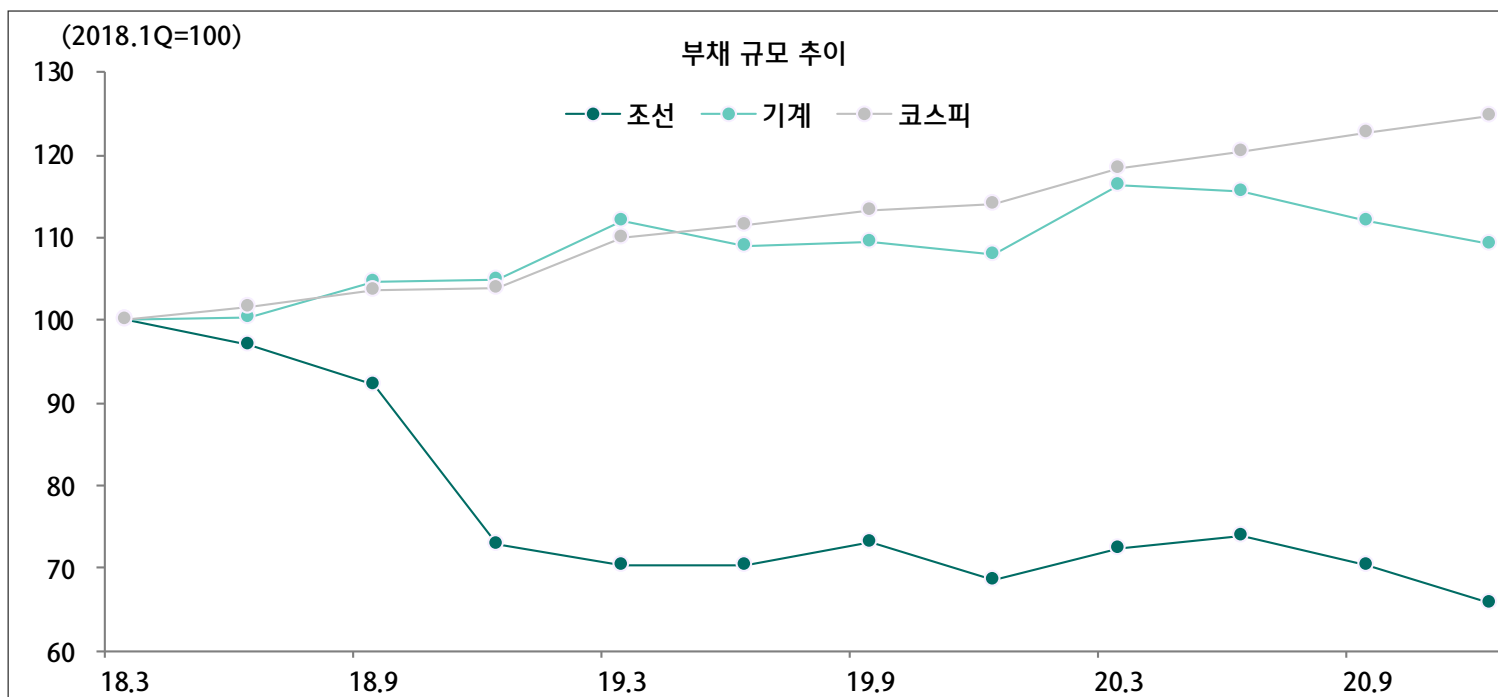


자료: Quantiwise, 하나금융투자

[경기개선+부채조정]= 조선과 기계

- 글로벌 경기 개선의 효과를 반영할 수 있는 시클리컬 중에서는 조선과 기계 업종의 부채가 가장 빠르게 감소
- 2018/1분기 대비 2020년/4분기 코스피 부채 규모는 꾸준히 늘어나며 25% 증가
- 반면 조선 업종은 35% 감소, 기계 업종은 최고점 대비 6% 감소

시클리컬 중에서는 대표적으로 조선과 기계 업종의 부채 규모 감소 추이



자료: Quantiwise, 하나금융투자

주도주 아이디어(3): 부채 구조조정을 가장 많이 한 기업의 [기습] 기회

- 부채 조정으로 이익 레버리지 효과가 커질 수 있는 기업: 현대미포조선, 에스에프에이, 와이즈-원

조선과 기계 업종 내 부채 조정으로 이익 레버리지 효과가 커질 수 있는 기업

업종	기업	부채총계(억원)		매출액 추정치(억원)		영업이익 추정치(억원)		국가 별 매출 비중(%)		
		2018년 이후 최대치	현재 (2020/4Q)	2021.E H1	2021.E H2	2021.E H1	2021.E H2	미국	중국	유럽
조선	현대미포조선	73,464	12,315	14,041	14,960	224	415	-	-	-
기계	에스에프에이	8,452	5,199	8,056	8,911	908	1,088	37.2	5.3	-
	와이지-원	5,642	5,566	-	-	-	-	18.1	5.9	13.5

자료: Quantiwise, 하나금융투자