



지금, Valuation을 논하는 이유 [요약]

1. 이미 높아져 있는 Valuation

- KOSPI 지수 사상 최고치, 유니버스 200종목 12M Trail PBR은 1.36배
- 이익 증가와 경제 정상화에 대한 기대는 높은 Valuation을 정당화
- 주요 경제 지표들이 고점을 통과하고 있거나 고점을 확인한 상황
- 전망치 달성 여부, NAVER의 대규모 일시적 이익은 FWD 이익을 왜곡

2. 전망치가 더 높아질 수 있을까?

- 1분기 실적시즌 이후 국내증시 이익전망치는 빠르게 상향 조정
- 환율, 유가, 원자재 등의 엇갈린 흐름 속 업종별 유/불리에 따라 모순된 예측이 나타나기도 함
- 지나친 낙관론만큼은 경계할 필요
- 실제치가 전망치를 하회할 경우 실제 Valuation 높아지게 되며, 높아진 Valuation은 지수에 부담으로 작용할 것

3. 달라진 시총 구성, Valuation 추가 상승의 이유는 아니다

- 시총 상위 종목에 고밸류 종목이 많아진 점은 한국증시 Re-rating 요인
- 이러한 변화는 현상일 뿐 미래 Valuation 추가 상승의 이유는 아님
- 높아진 Valuation은 이익 Level의 상승을 통해 정상화됨
- 고밸류 종목이 미래에도 증시 Valuation을 높이기 위해서는 성장이 유지된 가운데, 높은 Valuation이 유지되어야 함

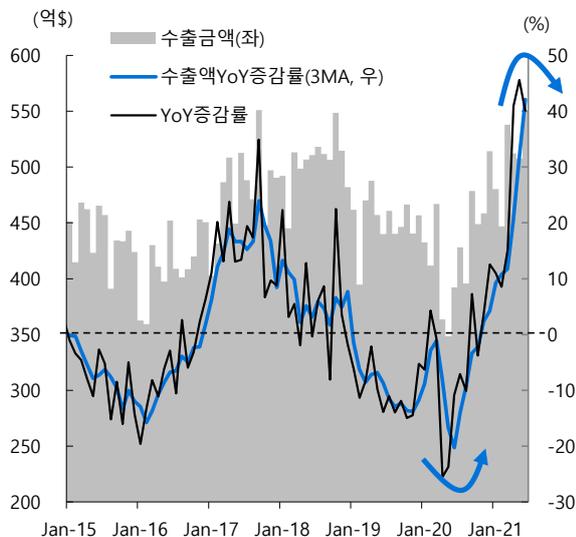
1. Quant Idea(1) – 이미 높아져 있는 Valuation

KOSPI 지수는 6월 들어 3% 대의 상승폭을 보이며 8개월 연속 상승하고 있다. 지수가 상승한 만큼 Valuation도 상승하고 있다. 이익 전망치 상향 조정과 NAVER의 대규모 일시적 이익 반영으로 PER 상승폭은 높지 않았지만, PBR은 상승했다. 유니버스 200종목의 12M Trail PBR은 1.36배로 11년 7월 이후 최고치를 기록했다.

높은 이익증가율과 함께 경제정상화에 대한 기대는 높은 Valuation을 정당화했다. 영업 이익 증감률은 20년 3분기, 수출액 증가율(3MA)은 20년 11월에 플러스 전환됐다. 소비자심리지수는 6월 110.3pt로 17년 12월 이후 최고치로 상승했고, 글로벌 주요국 제조업 PMI의 경우는 이미 고점을 통과한 것으로 보인다. 더 이상 상승하지 못한다는 기대감의 상실은 향후 증시 방향성을 바꿀 수 있는 요인이라 판단된다.

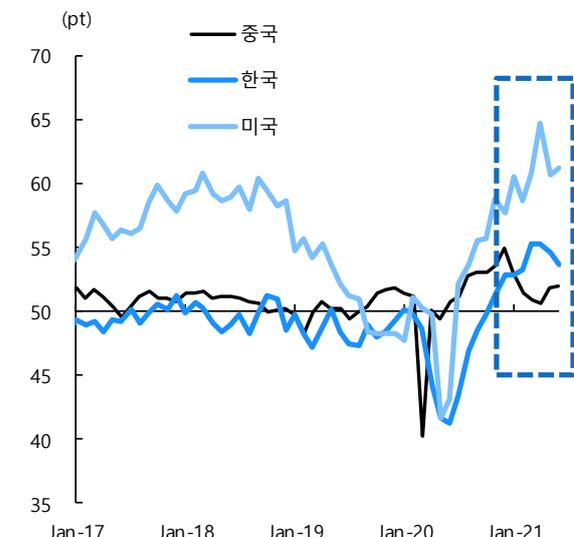
Valuation 상승은 글로벌 증시 공통 현상이다. 이 때문에 한국증시 Valuation이 높아졌지만, 부담이 높다고 평가하지는 않는다. 다만, FWD PER, ROE에 대해서는 염두에 둘 사항이 있다. FWD 이익은 향후 실적이 전망치에 미치지 못할 경우 실제 수치가 달라지게 된다는 점과, 현재 NAVER의 대규모 일시적 이익이 이익 지표를 왜곡하고 있다는 점이다

[차트1] 수출액증감률, 기저효과 소멸되며 조만간 고점 확인될 전망



자료: MyResearch, 유안타증권 리서치센터

[차트2] 글로벌 주요국의 PMI 지표는 고점을 통과



주: 중국 차이신 PMI, 미국 ISM 제조업 지수 자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

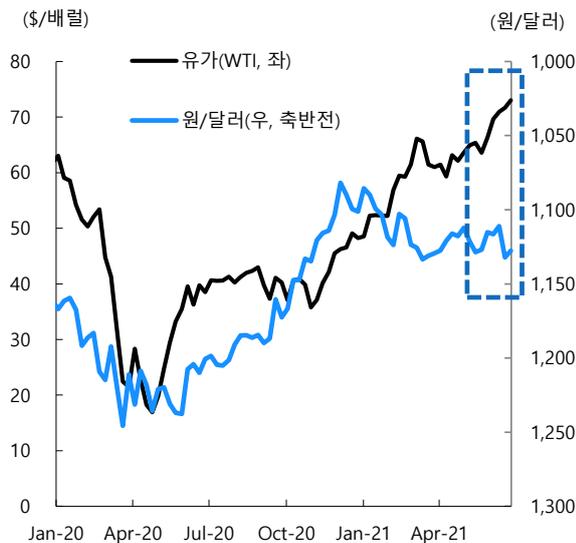
2. Quant Idea(2) – 전망치가 더 높아질 수 있을까?

1분기 실적시즌 이후 국내증시 이익전망치는 빠르게 상향 조정됐다. 전망치의 근거가 되는 변수들에 대한 가정이 더욱 낙관적으로 변했기 때문이다. 그런데, 여기엔 일부 모순되는 점도 발견되고 있다. 하나의 변수를 놓고 업종별 유/불리에 따라 상반된 예측과 전망치를 제시하고 있다는 것이다. 최근 환율, 유가, 원자재 등이 서로 다른 방향성을 보이는 이상현상이 나타나고 있다는 점 또한 주목해야 할 부분이다.

유니버스 200종목 기준 21년 연간 영업이익은 연초대비 15% 이상 상향 조정된 상태다. 21년 영업이익 전망치는 사상 최대치였던 18년의 이익을 넘어설 것으로 전망되며, 최근 까지도 상향 조정 추세가 이어지고 있다. 절반이 넘는 업종이 21년에 사상 최대치를 기록할 것이라 전망되는데, 모든 업종에서 지금과 같은 전망이 연말까지 유지될 것이라 보기는 어렵다. 지나친 낙관론만큼은 경계할 필요가 있다.

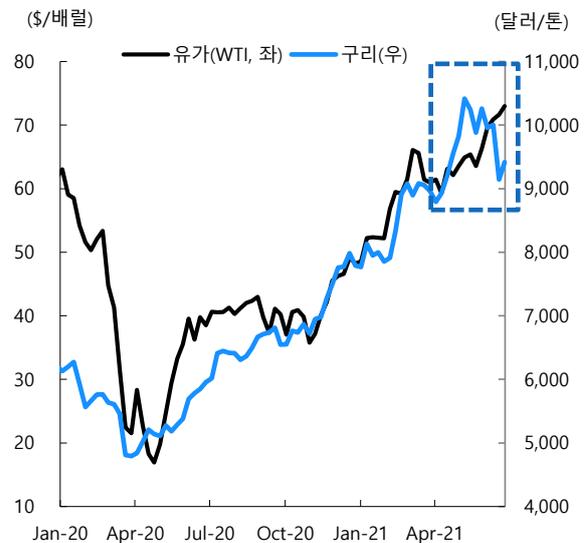
현재 영업이익 전망치 기준 12M FWD PER은 8.5배 수준으로 집계되고 있다. 향후 4개 분기 동안 현재의 전망치를 모두 충족해야 달성할 수 있는 수치다. 만약, 실제치가 전망치에 미치지 못한다면, 실제 Valuation은 이보다 높아지게 될 것이며 높아진 Valuation은 지수에 부담으로 작용할 것이다.

[차트3] 유가의 흐름과 원/달러 환율의 흐름이
최근 엇갈린 모습



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트4] 대표적인 경기민감 원자재인
유가와 구리 가격도 최근 흐름이 엇갈림



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

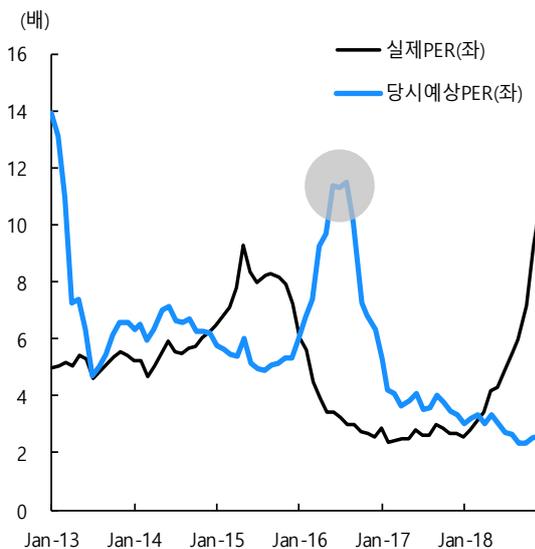
3. Quant Idea(3) – 달라진 시총구성, Valuation 추가 상승의 이유는 아님

증시 시총 상위 종목에 고밸류 종목이 많아졌음은 한국증시 Re-rating의 이유 중 하나다. 특히 6월 들어 카카오, NAVER의 상승이 두드러지며 시가총액 3, 4위로 올라섰고, 제약/바이오, 배터리, 전기차 관련주도 높은 Valuation을 적용받고 있으며, 대표적인 저밸류 종목인 은행주와 한국전력, SK텔레콤 등은 순위에서 제외된 상태다.

문제는 이와 같은 시총 상위 종목의 변화는 ‘현상’일 뿐, 미래의 한국증시 Valuation이 추가로 높아져야 하는 이유가 될 수는 없다는 점이다. 고밸류 종목이 Top 15에 많아져서 증시 Valuation이 높아진 것이 아니라, 고밸류 종목의 상승이 두드러졌기 때문에 현재 고밸류 종목이 Top 15에 더 많이 포함되어 있는 것이다.

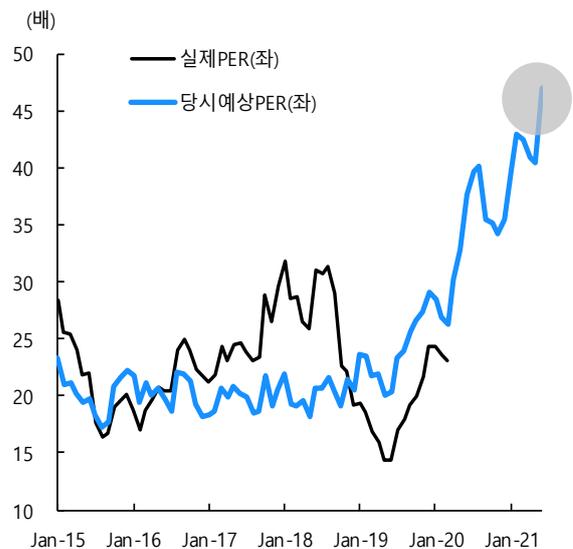
과거 주도주로 활약하며 주가가 상승한 종목은 높은 Valuation을 적용받았고, 이는 이익 Level의 상승을 통해 정상화됐다. 16년 상반기 당시 시총 2위였던 SK하이닉스는 영업이익 기준 12배 수준의 PER이 예상됐는데, 17년 들어 이익이 급증하며 PER이 빠른 속도로 하락한 바 있다. 고밸류 종목이 미래에도 증시 Valuation을 높이기 위해서는 성장이 유지된 가운데, 높은 Valuation이 유지되어야 한다.

[차트5] SK하이닉스, 16년 상반기 당시 12배로 예상됐던 PER



자료: Dataguide, 유안타증권 리서치센터

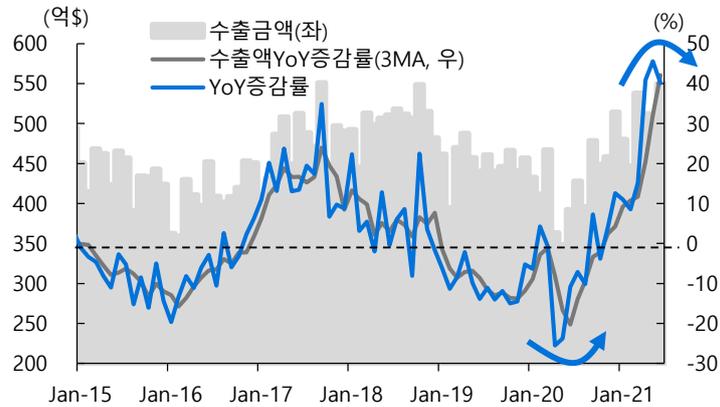
[차트6] 크게 높아진 NAVER의 Valuation 유지되기 위해서는 성장이 담보되어야 함



자료: Dataguide, 유안타증권 리서치센터

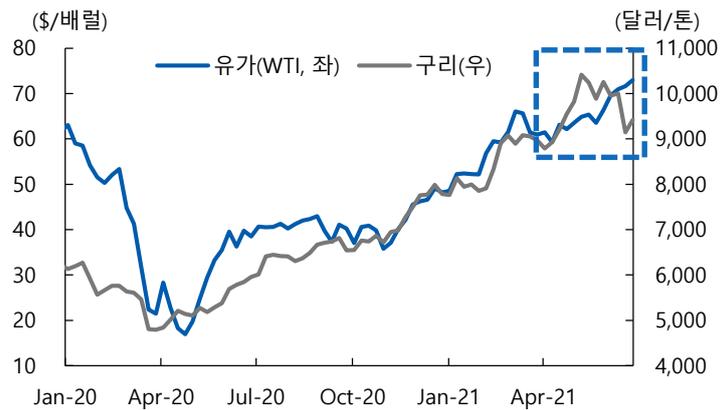
Key Chart

2018년 전망치 변화, 17년 12월을 고점으로 하향조정 전환



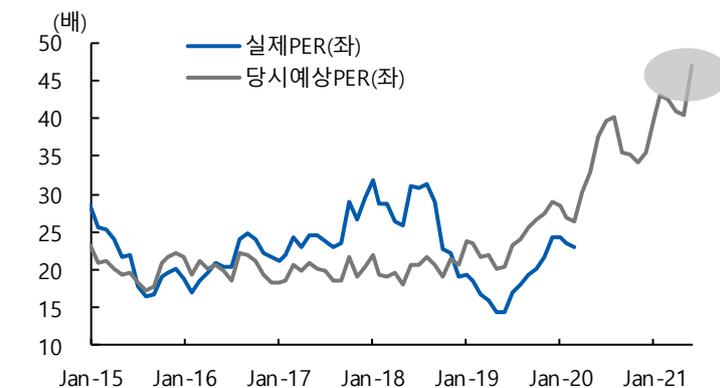
자료: 유안타증권 리서치센터

대표적인 경기민감 원자재인 유가와 구리 가격도 최근 흐름이 엇갈림



자료: 유안타증권 리서치센터

크게 높아진 NAVER의 Valuation



자료: 유안타증권 리서치센터