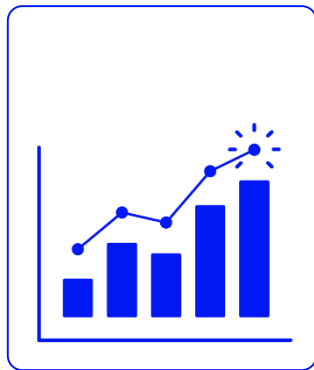
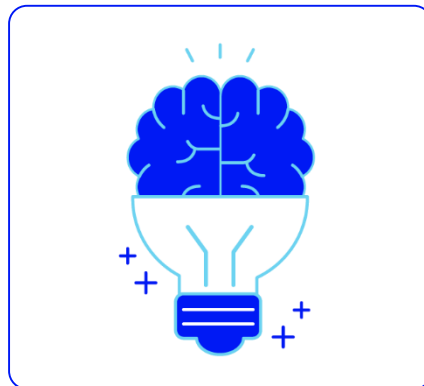


이탈과 일탈



강민석 책임연구원



김형렬 센터장



▶ **일탈(逸脫)**

정해진 영역 또는 본래의 목적으로부터 벗어남



Summary

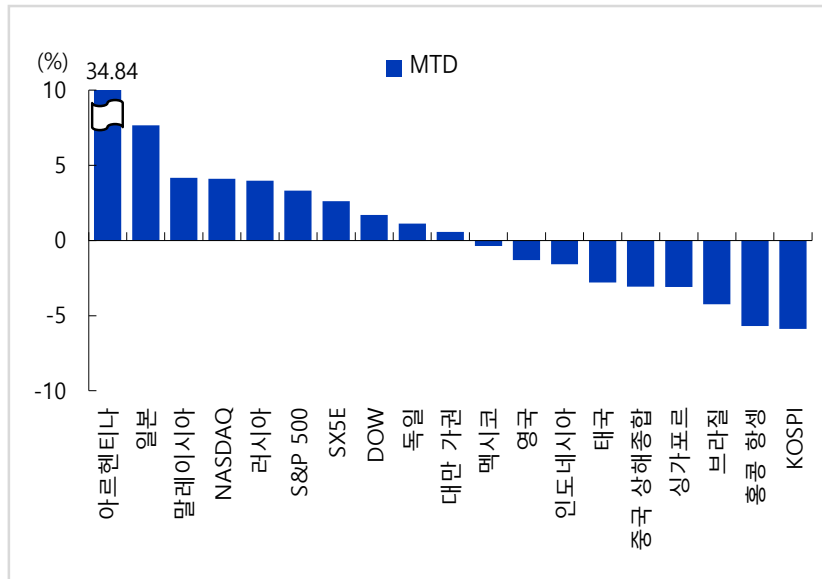
- 매년 '1월'에 대해서는 자연스럽게 '희망찬', '밝은 새해' 같은 미사여구를 사용하게 된다. 그런데 2024년 1월 국내 주식시장에서는 어떤 미사여구도 쓰기 힘든 고통스러운 시간을 보내었다. 첫 거래일의 반짝 상승을 뒤로하고, 8거래일 연속 마이너스를 기록하는 가 하면, 한때 2,400p가 위협 받는 등 극심한 침체된 상황을 연초부터 연출하였다. 지난 연말부터 저가매수 기회를 찾던 투자자는 연초 국내증시 부진과 상대적으로 강세를 이어간 미국, 일본 등 선진 주요 증시의 상승렐리 사이에서 진입 시점을 고민하고 있었다. 하지만, 국내증시의 무기력한 침체 반복이 투자심리를 냉각시키며, 국내증시에서 개인 매도가 하락폭을 더욱 키우는 이유가 되기도 했다.
- 글로벌 주식시장과 국내증시의 수익률 디커플링의 배경은 무엇인가? 지난 연말 연간전망에서 강조했듯이, 미국 통화정책기조 완화에 서 오는 심리적 안정은 지난해까지 효과를 볼 수 있었다. 이제부터는 글로벌 기업의 경쟁과 그 결과가 수익률 차이를 만들 가능성이 크 며, 이는 수익률 디커플링으로 보여질 가능성이 크다.
- 투자자 각자가 그리는 2024년 주식시장과 투자환경이 얼마나 비슷한지, 아니면 차이가 있 는지 모르겠다. 전략가로서 투자전략을 수립하는데 가장 중요한 것은 유연함과 상황 대처능 력이다. 예상되는 경로를 그린다고 해서 자만할 필요도 없고, 예상 경로를 '이탈'했다고 해 서 이번 생은 끝났다는 식으로 포기할 이유도 없다. 현재 상황을 빨리 객관적으로 판단하고 다음 전략을 수립하는 것이 가장 중요하다. 1월 코스피가 '하락'했다는 점은 우선 연말의 기 대와 다른 것이 꽤 많았다는 점을 뜻한다. 그렇다면 남은 1분기(2월과 3월)에 신선한 상승 동력을 찾거나, 현 시점에 가장 우려되는 문제가 해결될 것이란 근거를 발견하면 1월의 충 격을 바꿔 놓을 수 있는 전환점을 맞이할 수 있게 될 것이다. 정확하게 무엇이 될지는 시간 이 지나면서 확인될 것이다. 하지만 전망과 예측의 영역에서 활동하는 투자자라면 상상력을 발동시켜야 그 전환점에 접근할 수 있지 않을까? 우리는 추상적인 범위와 기준에서 벗어나 는 '일탈'을 통해 신선한 상상을 해볼 수 있게 된다. 스토리를 만들어 보자.



● 1월 주식시장 리뷰, 2월 주식시장 전망(요약)

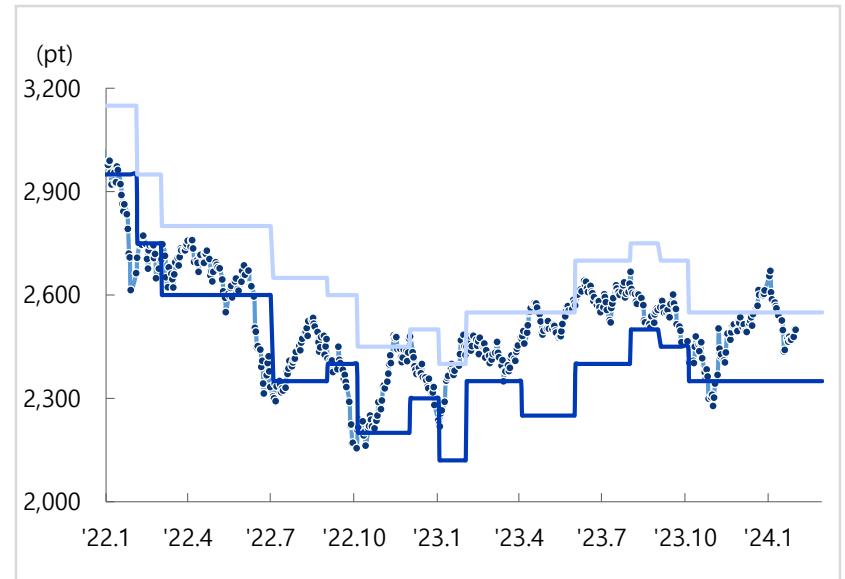
- 지난 1월 주식시장은 선진 증시와의 디커플링이 지속되는 시간이었다. 미국 3월 금리인하 가능성 하락에도 불구하고 미 증시는 AI 모멘텀에 힘입어 상승했지만, 국내 증시는 경기에 대한 우려가 재부각되며 부진한 흐름을 보인 중국 증시와 커플링되며 하방 압력이 커지는 모습을 보였다.
- 1월 수익률을 살펴보면 경기방어주가 선두에 나서고 있다. 유틸리티, 금융, 통신, 커뮤니케이션 등의 공통점은 고금리 환경 속에서 기업가치 변화가 제한적이며, 수익성 지표의 변화가 크지 않다. 2023년이 산업과 기업에 숨겨진 ‘성장성’을 가치로 해석하는 관점에서 주도주가 탄생했다면, 2024년 1분기는 기존의 가치를 ‘방어’하고, 선 수비가 다음 공격의 밑거름이 될 수 있는 기업이 선호되는 시간이 될 것으로 보인다.

주요국 1월 주식시장 수익률 현황



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

2월 코스피 예상밴드 : 2,350p~2,550p

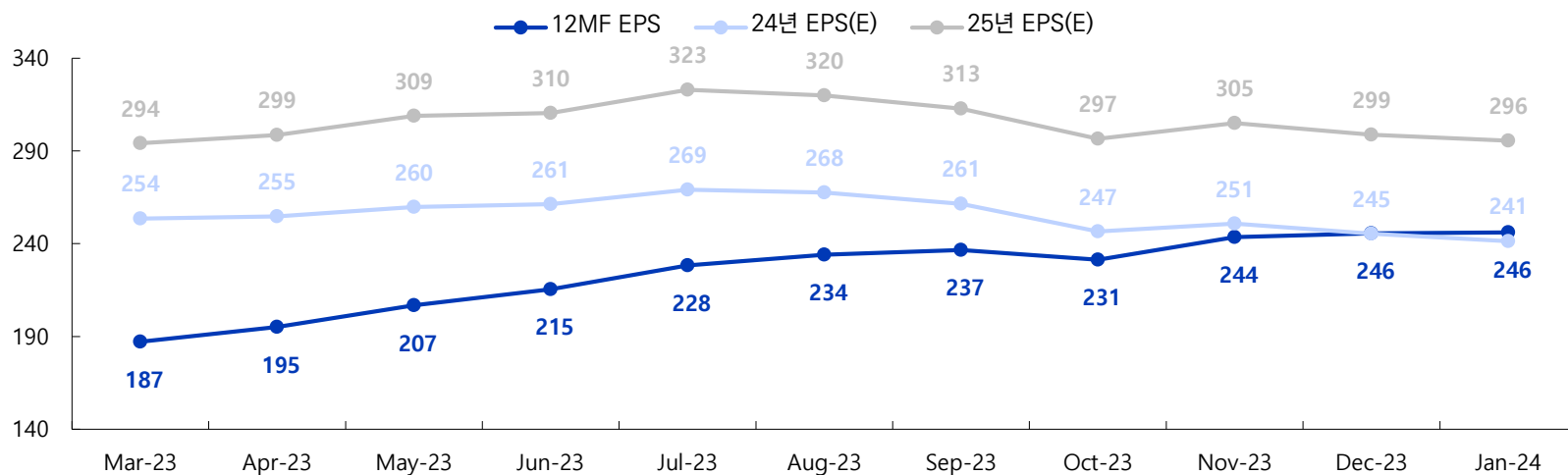


자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터

● KOSPI 예상 밴드: 2,350p ~ 2,550p

12개월 Forward PER과 EPS를 반영한 주가지수 시뮬레이션표

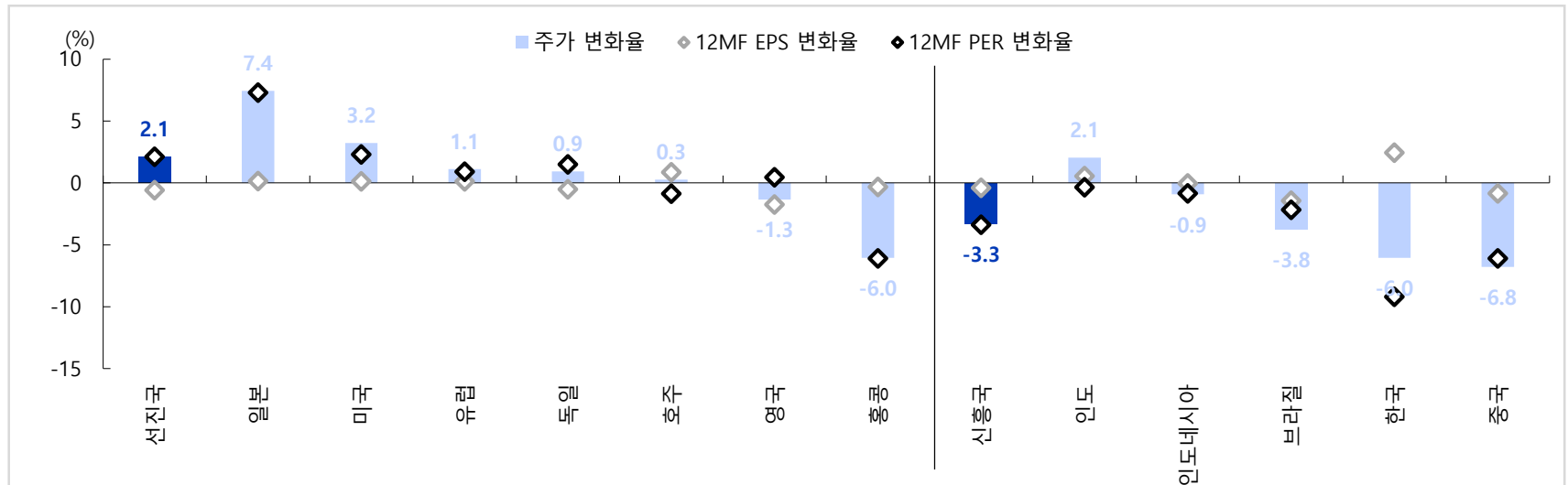
		12M. Forward EPS								
		-8.0%	-6.0%	-4.0%	-2.0%	246.1	+2.0%	+4.0%	+6.0%	+8.0%
12M. Forward PER	9.55	2,163	2,210	2,257	2,304	2,351	2,398	2,445	2,492	2,539
	9.70	2,197	2,245	2,293	2,340	2,388	2,436	2,484	2,531	2,579
	9.86	2,232	2,280	2,329	2,377	2,426	2,474	2,523	2,571	2,620
	10.01	2,266	2,315	2,365	2,414	2,463	2,512	2,562	2,611	2,660
	10.16	2,301	2,351	2,401	2,451	2,501	2,551	2,601	2,651	2,701
	10.31	2,335	2,386	2,437	2,487	2,538	2,589	2,640	2,690	2,741
	10.46	2,370	2,421	2,473	2,524	2,576	2,627	2,679	2,730	2,782
	10.62	2,404	2,456	2,509	2,561	2,613	2,665	2,718	2,770	2,822
	10.77	2,439	2,492	2,545	2,598	2,651	2,704	2,757	2,810	2,863



1월 글로벌 주식시장 Review

- 1월 선진 주식시장과 신흥 주식시장은 디커플링이 심화되며 수익률 차별화가 진행되는 모습을 보임
- 일본 증시는 소액 투자 비과세제도가 활성화되고, 주주 환원 정책 강화 기대감이 확대됨에 따라 좋은 주가 흐름을 보이는 중. 또한, 일본 물가상승률 하락과 우에다 BOJ 총재의 금융정책 정상화 속도 조절 발언에 따라 엔화 강세 압력이 완화되어 수출주들의 주가 모멘텀이 좋은 상황. 미국은 3월 금리인하 가능성 하락으로 인한 시장금리 상승에도 불구하고 AI 모멘텀에 힘입어 상승세를 지속하는 중
- 인도를 제외한 신흥국(중국, 대만, 한국 등) 증시는 부진한 흐름을 보이는 중. 중국 경기에 대한 우려가 다시 부각되고, 트럼프 리스크가 확대됨에 따라 중국 증시는 하방 압력이 강화되었음. 한국 증시는 어닝쇼크로 인한 실적 우려 확대가 되고, 중국 증시와 커플링되면서 글로벌 수익률 최하위권에 머무는 상황

1월 글로벌 주식시장 수익률

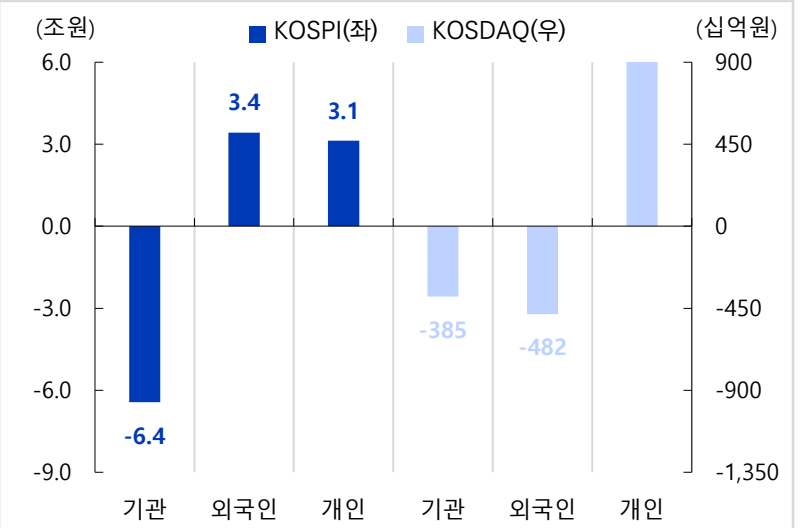


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터
 주: MSCI Local 기준

● KOSPI, KOSDAQ 주체별 수급 동향

- 외국인 투자자는 전월에 이어 3.4조원 순매수 지속. 다만, 기관 투자자들은 반도체 업종을 중심으로 6.4조원 순매도
- 기관 수급 지속 업종 (KOSPI)
 - 순매수: 은행
- 외국인 수급 지속 업종 (KOSPI)
 - 순매수: 반도체, 소프트웨어, 상사/자본재
 - 순매도: IT가전, 화학
- 개인 수급 지속 업종 (KOSPI)
 - 순매수: IT가전, 화학
 - 순매도: 소프트웨어, 건강관리, 상사/자본재

월간 주체별(기관, 외국인, 개인) 수급



자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

KOSPI 주체별 매수/매도 상위 업종

구분	순위	기관	외국인	개인
매수	1	은행(+1,202억원)	반도체(+24,492억원)	반도체(+13,690억원)
	2	운송(+431억원)	은행(+4,296억원)	IT가전(+7,151억원)
	3	유틸리티(+251억원)	소프트웨어(+2,702억원)	화학(+4,860억원)
	4	디스플레이(+75억원)	건강관리(+2,681억원)	자동차(+2,369억원)
	5	호텔,레저서비스(+57억원)	상사,자본재(+2,657억원)	필수소비재(+2,186억원)
매도	1	반도체(-39,043억원)	IT가전(-6,063억원)	은행(-3,280억원)
	2	기계(-3,484억원)	화학(-1,866억원)	소프트웨어(-1,837억원)
	3	자동차(-3,269억원)	필수소비재(-846억원)	건강관리(-1,545억원)
	4	화학(-3,110억원)	에너지(-579억원)	운송(-1,400억원)
	5	상사,자본재(-1,587억원)	IT하드웨어(-441억원)	상사,자본재(-1,115억원)

자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터 / 주: 수급 지속 업종은 강조 표시

KOSDAQ 주체별 매수/매도 상위 업종

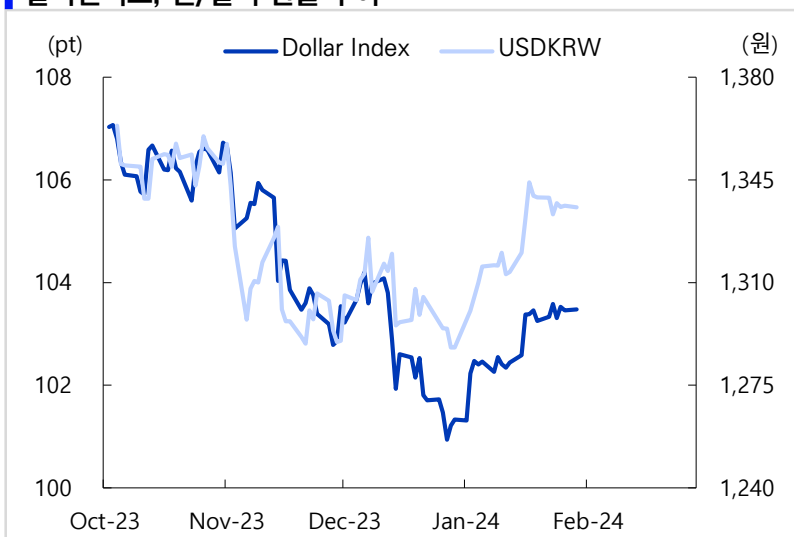
구분	순위	기관	외국인	개인
매수	1	소프트웨어(+715억원)	화학(+802억원)	건강관리(+2,605억원)
	2	IT하드웨어(+236억원)	화장품,의류,완구(+242억원)	미디어,교육(+2,501억원)
	3	화학(+161억원)	디스플레이(+158억원)	IT가전(+1,894억원)
	4	소매(유통)+131억원)	호텔,레저서비스(+65억원)	반도체(+1,622억원)
	5	증권(+76억원)	건설,건축관련(+40억원)	조선(+944억원)
매도	1	미디어,교육(-947억원)	미디어,교육(-1,243억원)	화학(-852억원)
	2	IT가전(-898억원)	건강관리(-1,162억원)	화장품,의류,완구(-98억원)
	3	건강관리(-764억원)	IT하드웨어(-791억원)	보험(-7억원)
	4	조선(-604억원)	IT가전(-574억원)	소매(유통)(-4억원)
	5	은행(-556억원)	소프트웨어(-534억원)	-

자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터 / 주: 수급 지속 업종은 강조 표시

● 달러, 약해지긴 하겠지만

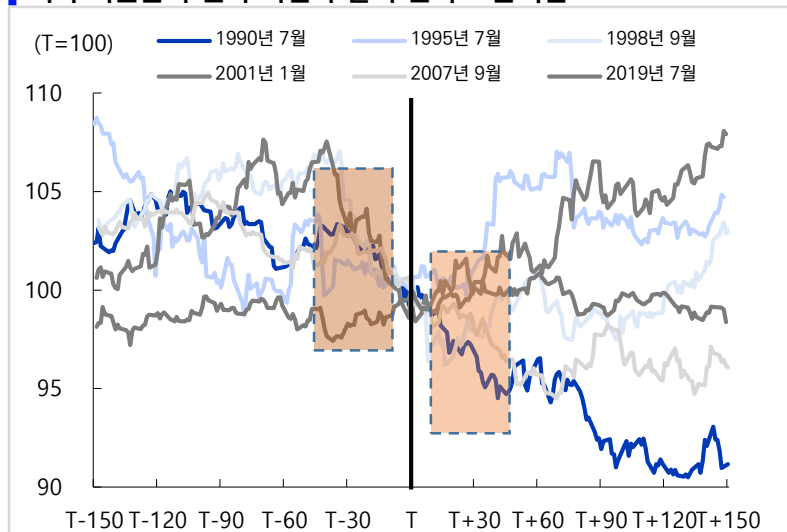
- 2024년 2분기를 기점으로 연준의 기준금리 인하 움직임이 나타날 것으로 예상된다. 연준의 강도 높은 긴축 통화정책으로 달러의 상방 압력이 나타난 만큼 향후 조정 국면이 나타날 것이다.
- 달러인덱스의 유로화 비중이 높은 점을 고려하면, 유로존의 경기 회복은 구조적 약 달러를 위한 필요조건이 될 것이다.
- 그러나 기술적 침체에 들어가 있는 독일을 중심으로 유로존 경제의 둔화가 2024년에 선진국 경제 중에서 가장 가시화될 것으로 생각한다.
- 즉, 달러의 움직임은 하향 안정화를 보일 것이지만, 유로화 하방 압력으로 인해 그 둔화 폭이 크지 않을 것으로 판단하고 있다.

달러인덱스, 원/달러 환율 추이



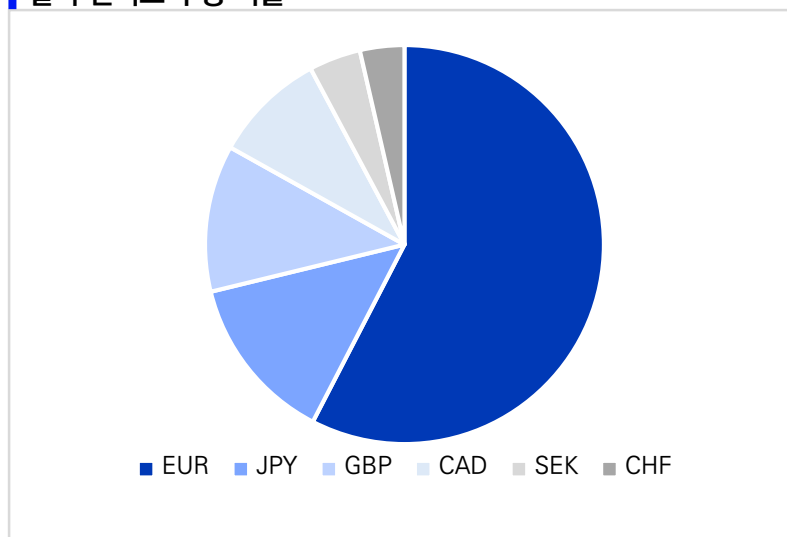
자료: infomax, 교보증권 리서치센터

미국 기준금리 인하 시점과 달러 인덱스 움직임



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

달러 인덱스 구성 비율

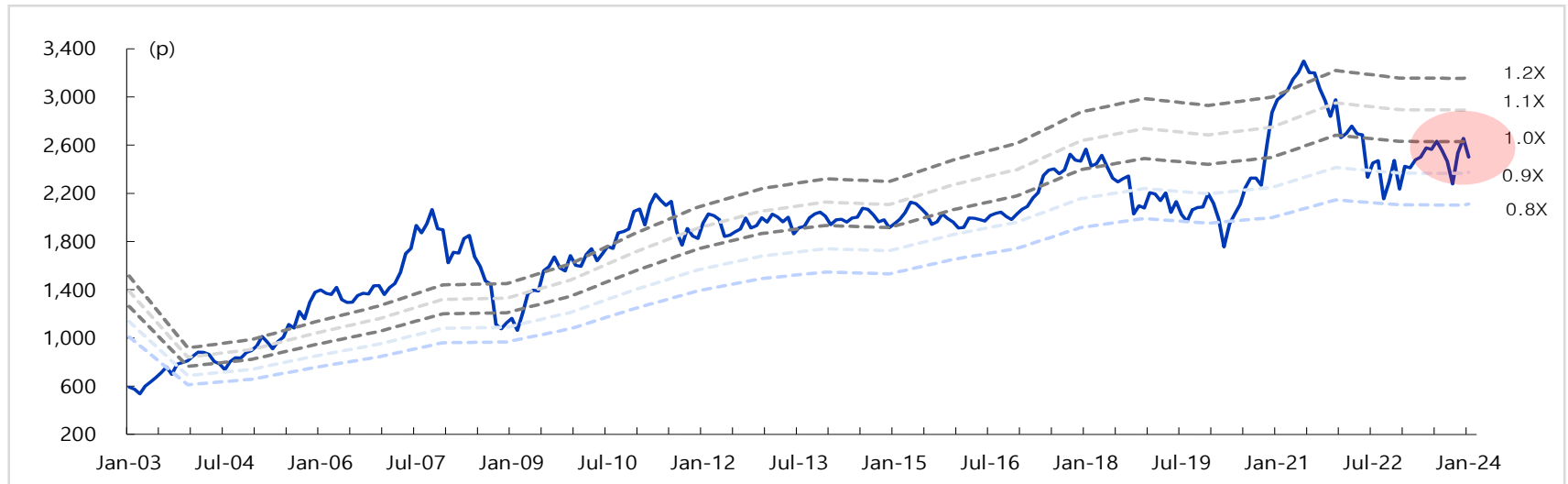


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

● 코스피가 PBR 재평가를 받기 위해 필요한 것은..

- 지난 연말 이후로 정부의 금융시장 안정화와 증시 활성화 노력이 이어지고 있다. 한국 자본시장의 발전과 성장이 계속되어야 하고, 그러기 위해 제도적 지원과 보완이 필요하다는 점에서 긍정적인 변화로 생각된다. 그 중에는 ‘기업 밸류업 프로그램’ 도입도 들어 있는데, 주가순자산비율(PBR)이 낮은 기업이 자율적으로 기업가치 개선을 유도하겠다는 것이다. 거래소와 감독당국의 의도는 충분히 이해할 수 있다. 그런데, 한국기업의 PBR이 통계적으로 낮은 것이 많은 정보를 품고 있다는 점을 생각해 볼 필요가 있다.
- 일반적으로 저PBR 섹터로 분류되는 금융, 에너지, 통신 등은 성장가치를 발견하기 어렵고, ‘규제’와 ‘제한’이 많은 산업이다. 기업가치를 위협하는 요소가 정말 적다면, ‘주주가치’만을 생각하며 기업경영을 이어가도 괜찮다. 하지만, 잠재 리스크가 없지 않으니 보수적인 기업경영을 계속하고 저PBR 상태가 고정되는 문제를 만들게 된다. 산업과 규제 환경을 같이 고민하는 것이 필요하다.
- 탐다운 관점으로 보면, 코스피가 PBR 1배를 상회했던 구간은 2가지 특징을 갖는다. 첫째, 수출이 크게 증가하고 이익모멘텀이 강할 때, 둘째, 통화정책이 완화기조를 유지해 화폐가치가 떨어지고 유동성이 풍부해진 경우이다. 그렇다면 지금은?

코스피와 12개월 예상이익 기준 PBR 밴드

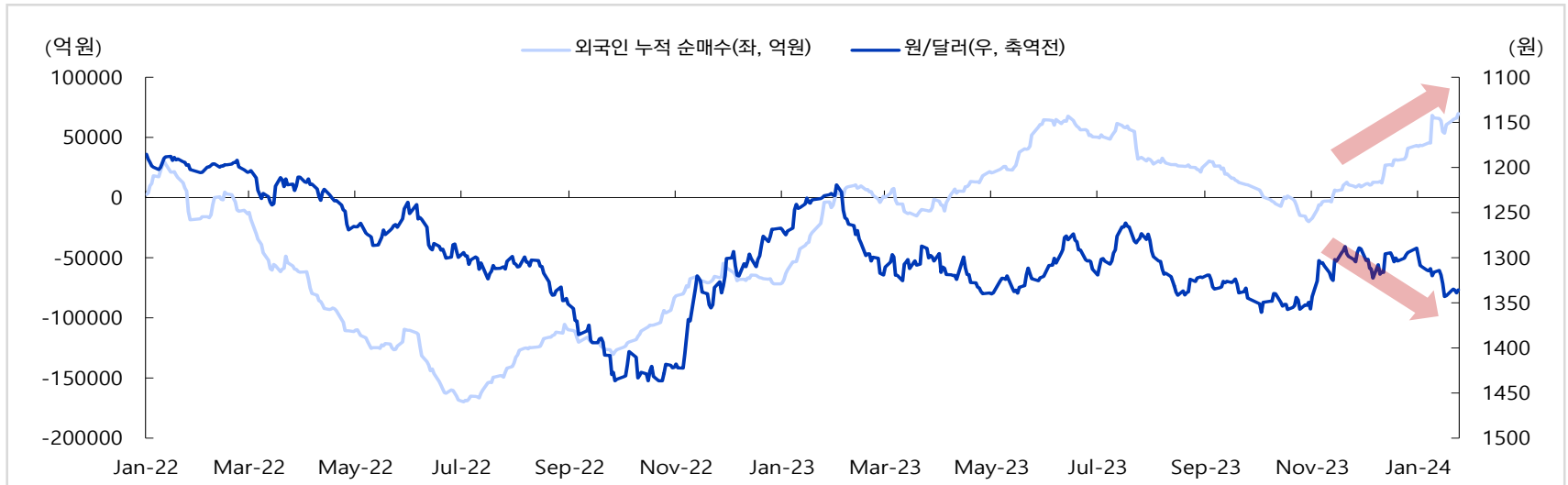


자료: 교보증권 리서치센터

● 국내 투자자를 더욱 힘들게 만든 탈동조화(decoupling)

- 2024년 연간전망에서 ‘정책 리스크’ 등장을 고민하면서 동시에 제기했던 것이 ‘수익률 디커플링’ 가능성이었다. 2023년 주식시장은 미국 금리인상이 종료되고, 피벗국면을 지나 완화기조로 선회하는 과정이 글로벌 주식시장, 암호화 화폐 등 위험자산 전부에 공통적인 도움을 줄 수 있었다. 그 결과 강도의 차이가 있더라도 ‘동조화된 수익률’을 보였다.
- 2024년은 미국 통화정책의 기조 전환이 보다 뚜렷해 질 것이다. 그런데 그 강도는 기대에 못미칠 가능성이 크다. 그렇다면, 유동성 환경은 예상보다 조금은 타이트하다는 것인데, 여기에 물가 절대수준은 높아 기업은 ‘안전마진’ 확보에 어려움을 느끼게 될 것이고, 기업 사이에 영업성과는 차이를 보이게 될 가능성이 크다. 여기서 말하는 ‘차이’는 ‘보이지 않는 경쟁’을 뜻하는 것이며, 비용의 상승을 뜻하게 된다. 1월부터 수익률 차이가 발생하는 것은 바로 경쟁에 따른 상대우위, 상대열위에 순위가 표현되는 것이다.
- 물론, 한국증시와 한국 기업이 경쟁에서 뒤쳐지기 시작했다는 증거는 없다. 남은 1분기 동안 기대를 충족하거나 뛰어넘는 산업과 기업은 선두에 나설 것이다. 단지, 미리 앞서가기 보다 결과를 확인해도 늦지 않는다는 점을 기억했으면 한다.

외국인 누적 순매수와 원/달러 환율 추이

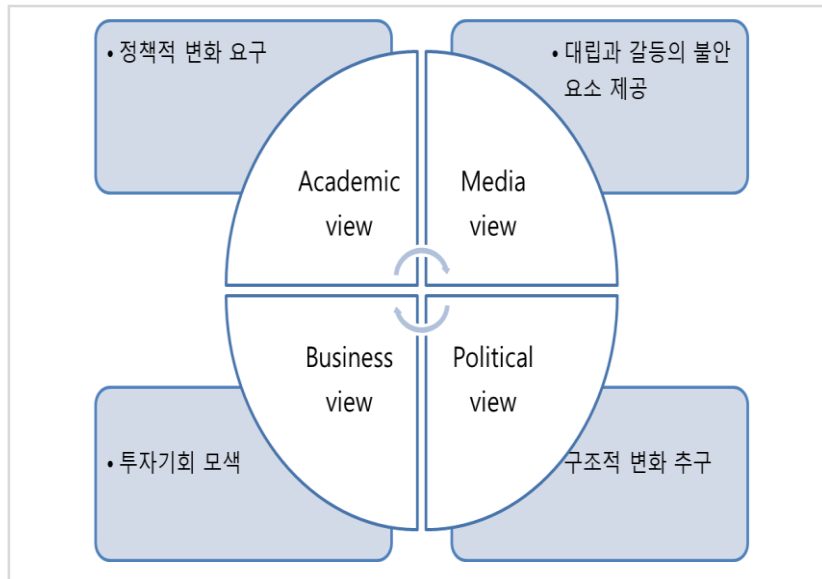


자료: 교보증권 리서치센터

● 깊이를 알 수 없는 디커플링 함정

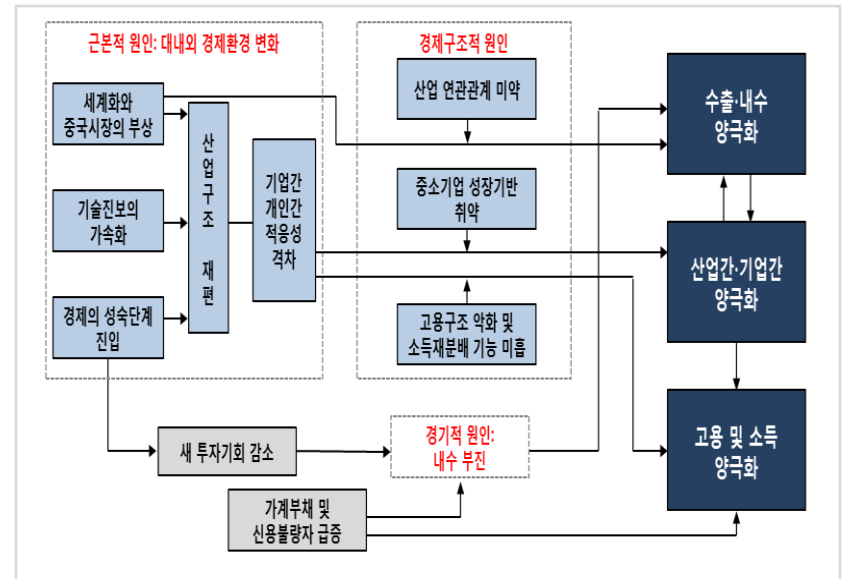
- 디커플링과 양극화 문제를 리서치 해 보면, 비즈니스와 미디어 관점에서는 환경적으로 불안정한 요소가 잠재되어 있는 것은 분명하지만, 한편으로는 새로운 투자기회가 될 수 있다는 관점을 유지하는 것이 중요하다는 것을 강조한다. 지금 국내증시 상황을 고려해 전략을 수립하면, 디커플링에 의한 가격 조정이 저가 매수의 기회라는 해석을 이끌어 낼 수 있다.
- 학술적, 정치적 관점에서 양극화, 디커플링 문제는 현재의 시스템이 정상적으로 작동하지 않고 있음을 지적하고, 이를 개선, 발전시키기 위해 구조적 변화를 촉발시키고, 정책 및 보완이 시급하다는 것을 지적한다. 만약 국내증시의 디커플링 문제가 여럿 디스카운트 원인으로 인한 구조적 문제가 이유라면, 문제가 해결되기 이전까지 투자를 유보하는 것이 필요하다.
- 2024년 1월에 발생한 수익률 디커플링을 한국경제와 시스템이 품고 있는 ‘코리아 디스카운트’ 문제로 무작정 끌어 올 필요는 없다. 다만, 선진 주요증시의 기술적 단기 과열 현상을 감안할 때, 역발상 전략은 상당한 리스크를 감당해야 할 것으로 생각된다.

관점에 따른 디커플링의 정의와 함의



자료: 교보증권 리서치센터

디커플링을 촉발시키는 한국 경제 및 투자환경

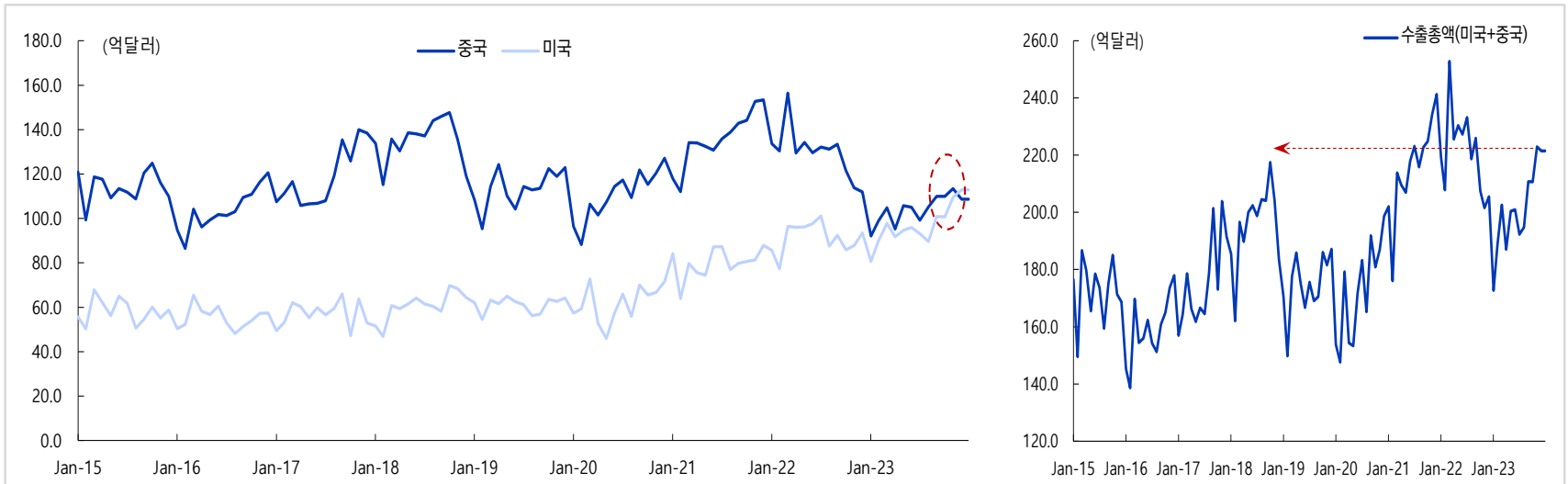


자료: 교보증권 리서치센터

● 미국과 중국의 ‘선택’ 관점으로 볼 문제가 아니다

- 2024년 상반기까지는 수출모멘텀에 대한 기대를 높이고 있다. 사실 국내총생산 기여도 관점에서 보면 건설투자 부문의 개선을 기대하기 어렵고, 민간소비도 하향조정 되는 등 내수부진을 상쇄할 것은 수출 뿐이라는 상황이다. 1분기 한국 수출에서 긍정적인 모멘텀은 반도체 부문 회복이 구체적으로 확인되고 있다는 점, 그리고 중국 향 수출의 개선 기대이다. 중국은 지난해 1월부터 제로코로나 정책을 포기하고, 정상적인 경제활동 복귀를 준비했기 때문에 중국 데이터의 기저효과는 상반기 중 강할 것으로 기대된다.
- 1월 글로벌 주식시장에서 미국과 중국의 수익률 격차가 크게 벌어지고, 한국증시 침체도 깊어 지다 보니, 미국 경제권 편입에 더욱 노력하는 것이 주식시장에도 유리하고, 중국의 의존도를 낮춰야 한국경제와 주식시장에 희망이 생긴다는 분석이 늘어나고 있다. 지난해 12월 기준 미국과 중국의 수출은 각각 112.9억 달러, 108.6억 달러를 기록해 미국향 수출이 중국을 앞섰다.
- 그런데 우리가 주목해야 할 것은 특정 국가의 비중 보다 총합의 변화를 더욱 주목해야 한다. 반도체 호황기였던 2018년, 팬데믹 기간 사상 최대를 기록했던 2021년 말 수출을 뛰어 넘기 위해서는 미국과 중국의 선택 관점이 아닌 총합이 ‘균형감’ 있게 회복되어야 한다. 희망이 없다는 중국 쪽에서도 ‘희망적인’ 변화가 보이기 시작해야 한다는 뜻이다.

■ 미국과 중국 월별 수출액, 수출총액(미국과 중국) 추이

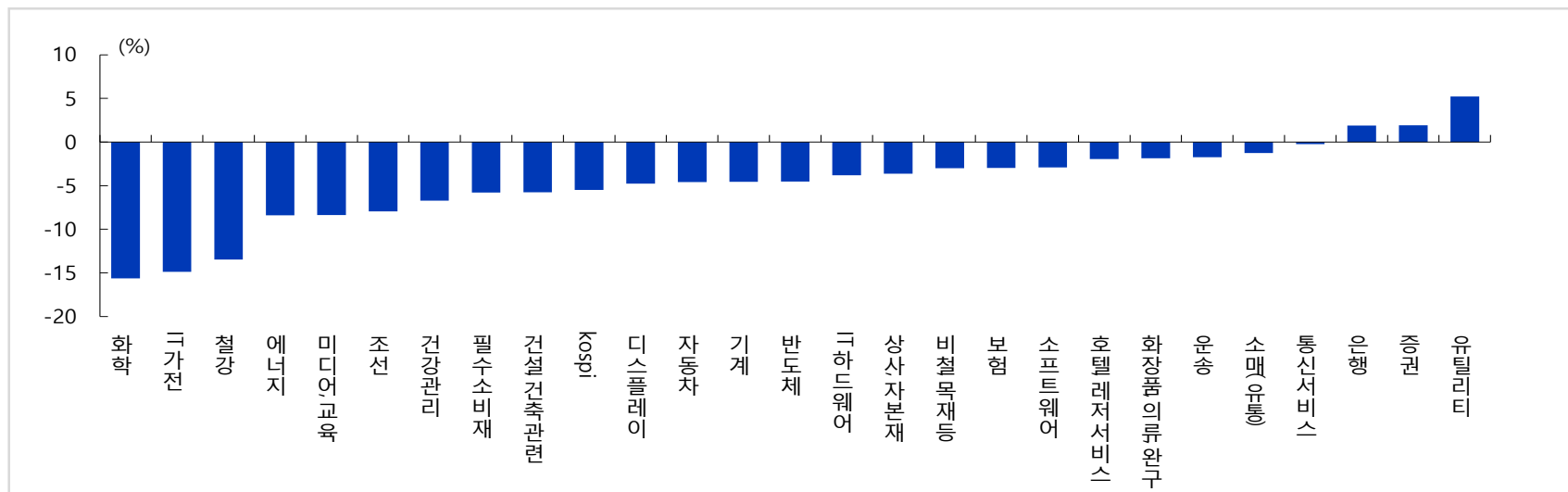


자료: 교보증권 리서치센터

● 1분기는 밸류 파인더, 2분기는 모멘텀 플레이

- 1월의 수익률은 일년 전체는 아니라도, 상반기 주도주 판단에 중요한 역할을 한다. 실적과 스토리 어느 하나라도 투자자를 끌어 모을 무엇인가를 장착하고 있기 때문이다. 그런데, 1월 주요업종 수익률을 리뷰해 보면, 연간전망에서도 다뤘던 경기방어주가 선두에 나서 있음을 확인할 수 있다. 유틸리티, 금융, 통신, 커뮤니케이션 등의 공통점은 고금리 환경 속에서 기업가치 변화가 제한적이며, 수익성 지표의 변화가 크지 않다. 2023년이 산업과 기업에 숨겨진 '성장성'을 가치로 해석하는 관점에서 주도주가 탄생했다면, 2024년 1분기는 기존의 가치를 '방어'하고, 선 수비가 다음 공격의 밑거름이 될 수 있는 기업이 선호되는 시간이 될 것으로 보인다.
- 1월이 지나면 본격적으로 1분기 실적에 대해 컨센서스가 형성될 것이다. 한달의 영업성과를 돌아 보면, 1분기 그림을 그릴 수 있고, 1분기가 그려지면 상반기 스토리를 대략적으로 만들 수 있으니 5개월 간 모멘텀 플레이를 할 수 있게 된다. 반도체가 여전히 선두일 수도 있다. 하지만, 평가기준은 꽤 타이트할 것으로 생각된다. 투자자라면 주목해야 할 것은 1월 '기업매출'이다. 수익성 지표도 중요하겠지만, 수익성 둔화가 수익률 차별화를 만들 수 있다는 것을 보여준 1월부터는 엄격히 "Q의 증가"를 발견해야 한다. 그 영역이 반도체면 좋겠고, 아니어도 선입견을 가지고 볼 필요는 없어 보인다.

한국 주요업종 수익률(1월)

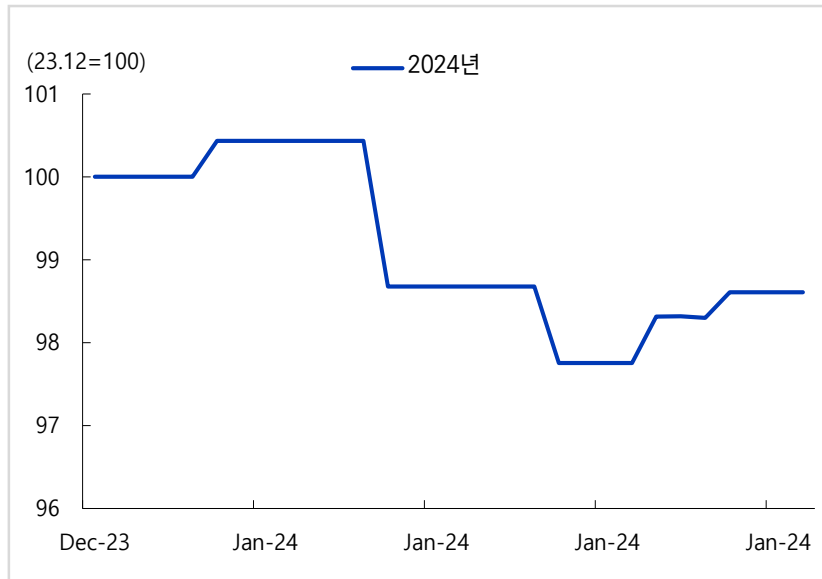


자료: 교보증권 리서치센터

● 이익 모멘텀, 연(Year) vs 분기(Quarter)

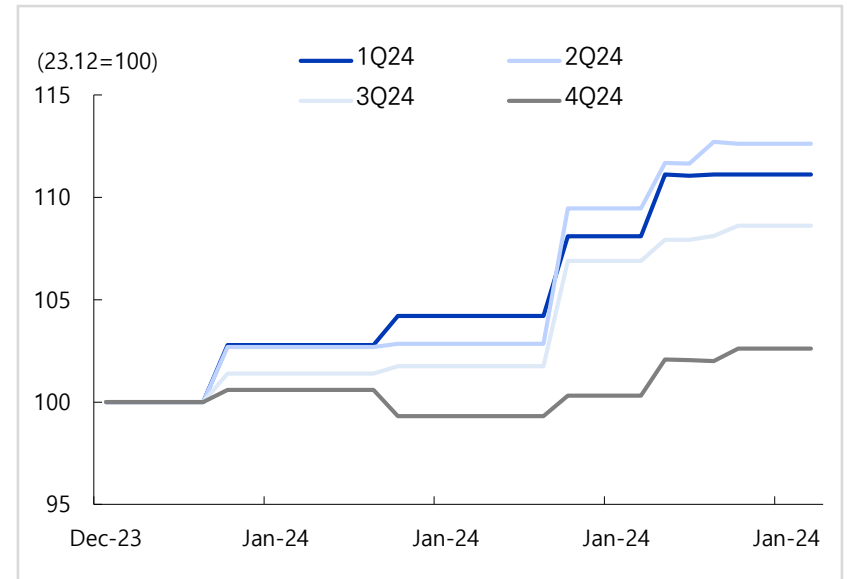
- 국내 기업들의 2023년 4분기 실적 시즌 진행 중. 시가총액 기준 49.3% 실적 발표 완료
- 4분기 실적 발표보다는 발표 전후 이익 컨센서스의 방향성이 중요
- 2024년 연간 영업이익 컨센서스(Year)는 연초 이후 -1.39% 감소했지만, 2024년 1~4분기 영업이익 컨센서스(Quarter)는 연초 이후 각각 +11.1%, +12.6%, +8.6%, +2.6% 증가하고 있는 중
- 이익의 연간 데이터와 분기별 데이터의 방향이 엇갈리고 있는 상황
- 지금은 분기별 데이터보단 연간 데이터에 중점을 뒀어야할 시점

'24년 연간 영업이익 컨센서스 추이



자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터

'24년 분기별 영업이익 컨센서스 추이



자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터

● 컨센서스의 착시. 새로운 기업들의 등장

- 연초 실적 시즌을 거치며, 애널리스트들은 기존 이익 컨센서스가 없었던 기업들의 해당 연도(2024년) 분기 데이터를 추정하기도 함. 올해에도 분기별 이익 컨센서스가 없었던 기업들이 점차 컨센서스가 찍히고 있는 중. 그 결과, KOSPI 분기 이익 컨센서스가 올라가 이익 모멘텀이 발생한 것 같은 착시 현상이 발생함
- 이익 컨센서스 데이터를 살펴보면 분기(Q)보단 연(Y) 데이터가 존재하는 기업의 숫자가 많으며, 이러한 차이는 연초 새로운 기업들의 분기별 데이터가 입력되면서 점차 축소됨. 이 과정에서 분기 이익 데이터는 올라가는 모습을 보임
- 현재 연간 영업이익 컨센서스 336개, 분기별 영업이익 컨센서스 250개 기업이 존재. 향후 분기별 컨센서스가 없는 기업들이 점차 이익 컨센서스가 생기며, KOSPI 분기별 이익 컨센서스 상승 가능성이 높음. 다만, 이를 이익 모멘텀 개선으로 생각하는 것은 조심

새로운 기업 이익 컨센서스의 등장

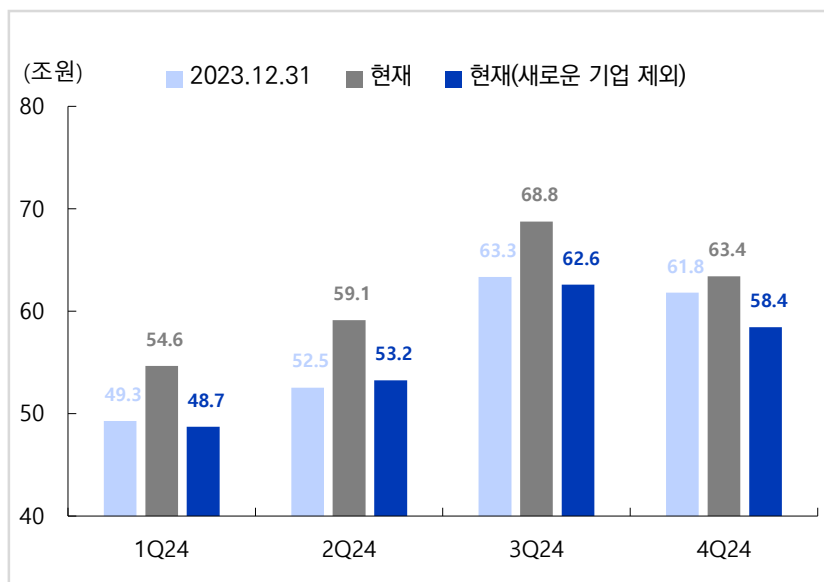
종목코드	종목명	업종	영업이익(십억원)				분기 합	2024년
			1Q24	2Q24	3Q24	4Q24		
A034730	SK	상사,자본재	1,721	1,983	2,120	1,438	7,261	7,710
A000880	한화	상사,자본재	1,050	492	603	519	2,664	2,853
A138040	메리츠금융지주	증권	766	749	693	675	2,883	3,090
A267250	HD현대	에너지	613	825	642	727	2,807	3,112
A003550	LG	상사,자본재	569	491	527	354	1,941	2,172
A009970	영원무역홀딩스	화장품,의류,완구	152	182	210	255	799	799
A006040	동원산업	필수소비재	131	116	176	125	548	547
A002380	KCC	건설,건축관련	85	92	120	117	414	414
A000210	DL	화학	77	75	127	117	396	376
A007310	오뚜기	필수소비재	66	67	80	55	269	269
합계			5,230	5,070	5,297	4,382	19,979	21,343

자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터
 주: 연초 영업이익 컨센서스 데이터가 없었지만, 현재 영업이익 컨센서스 데이터가 발생한 기업

● “실제” 이익 모멘텀은 부진

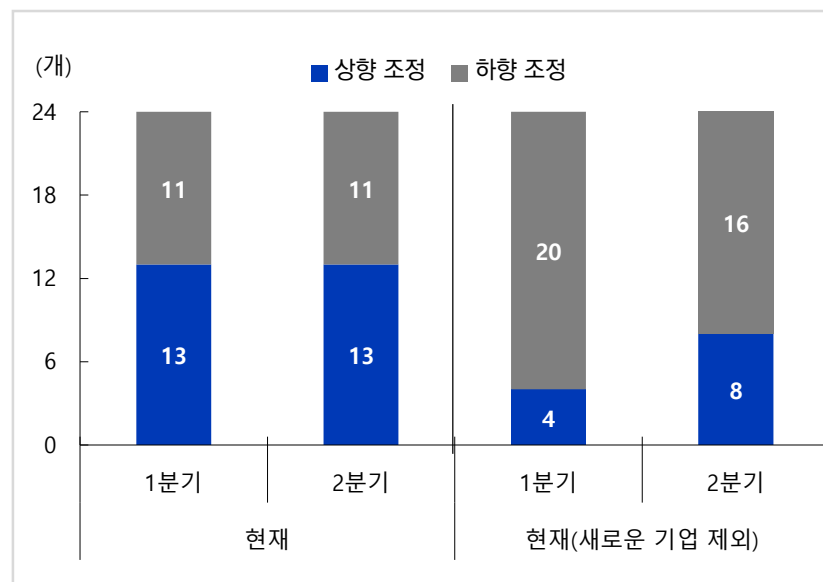
- 분기별 “실제” 이익 모멘텀은 연간 이익 모멘텀과 같이 부진한 상황
- 이익 컨센서스가 새롭게 생성된 기업들은 제외하면, 분기별 “실제” 영업이익 컨센서스는 감소하는 중
- 2024년 1~4분기 “실제” 영업이익 컨센서스는 각각 연초대비 -1.15%, +1.35%, -1.20%, -5.43% 조정됨
- 2024년 분기별 영업이익 컨센서스는 상승되는 걸로 보이지만, 새로운 기업들을 제외한 “실제” 영업이익 컨센서스는 하락하는 걸 알 수 있음. 이처럼 새로운 기업들을 제외한 영업이익 컨센서스의 방향을 봐야 정확한 이익 모멘텀 방향을 가늠해볼 수 있음
- 업종별로 살펴봐도, 새로운 기업을 제외하면 이익이 상향되는 업종은 많지 않음 (업종별 변화율은 다음 페이지 참고)

2024년 분기별 영업이익 컨센서스 변화



자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

새로운 기업 제외하면, 이익 상향 업종은 많지 않음

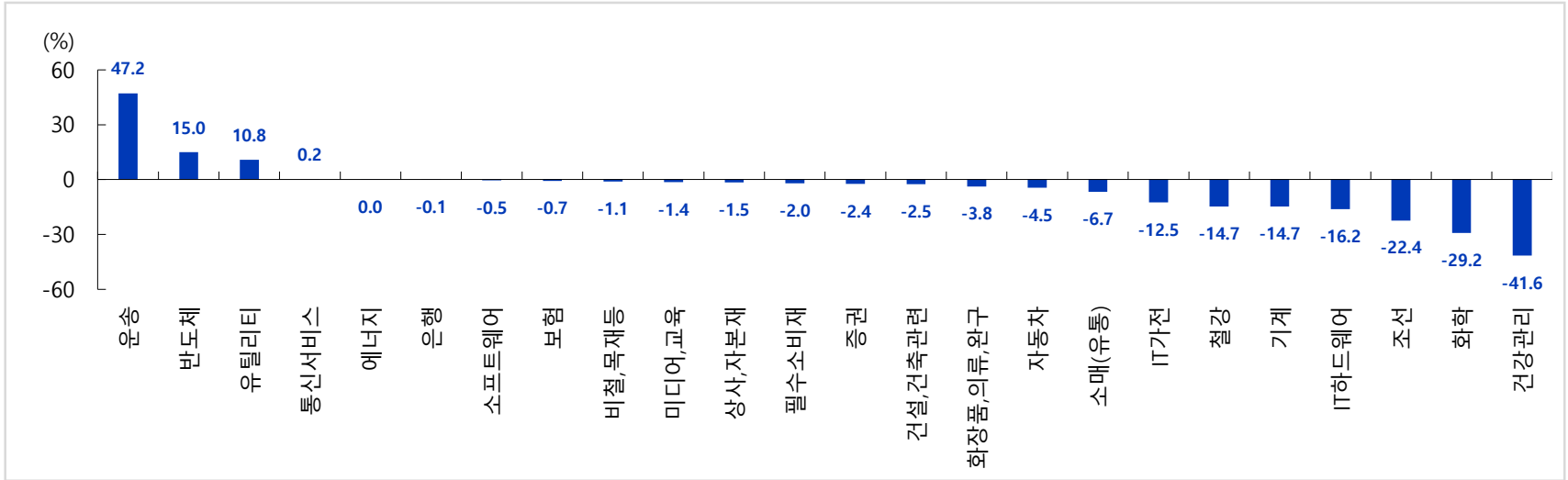


자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

주: 영업이익 컨센서스가 적자인 디스플레이 업종과 영업이익 컨센서스가 존재하지 않은 호텔/레저 업종은 제외

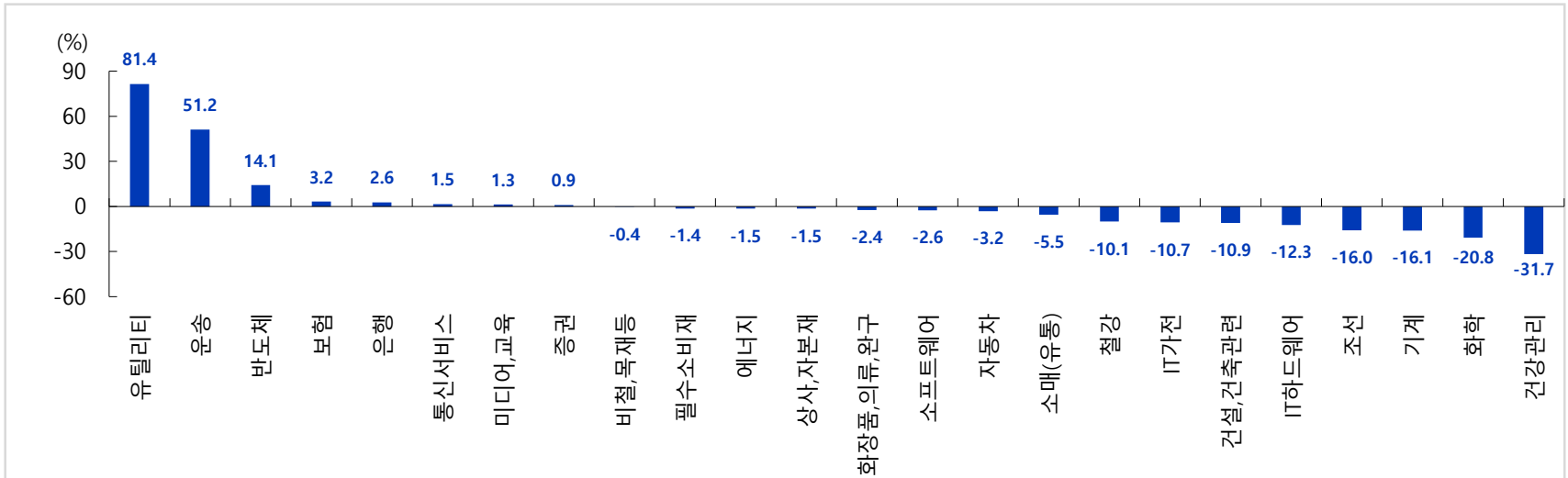
● 실제 이익 모멘텀 개선 업종은?

KOSPI 1Q24 영업이익 컨센서스 변화율 (새로운 기업 제외)



자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

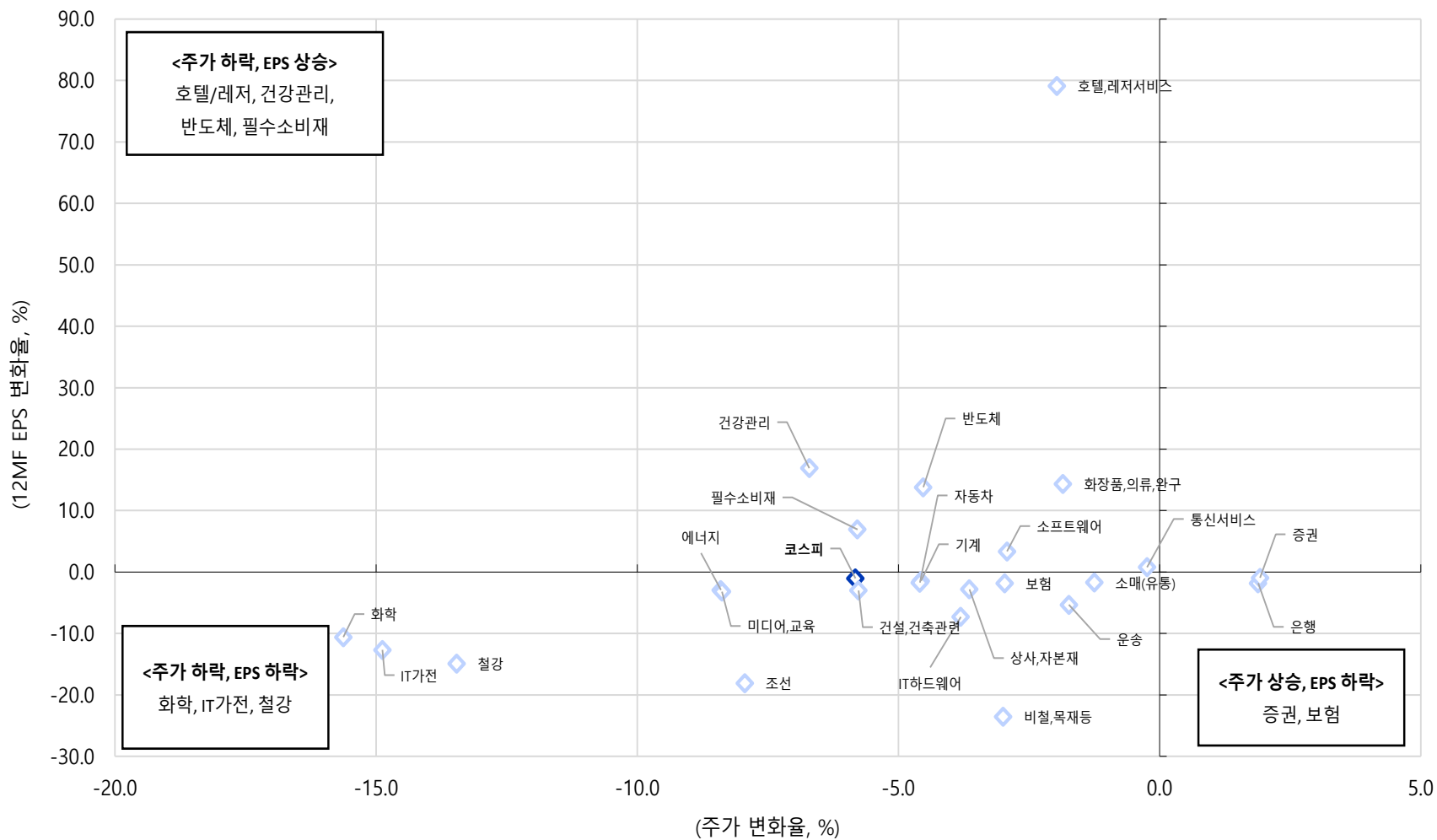
KOSPI 2Q24 영업이익 컨센서스 변화율 (새로운 기업 제외)



자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

● 국내기업 업종별 주가 & 이익 변화율

1월 업종별 주가 및 12MF EPS 변화율



자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

● 국내기업 업종별 당기순이익 컨센서스 변화

업종별 순이익 컨센서스 및 밸류에이션

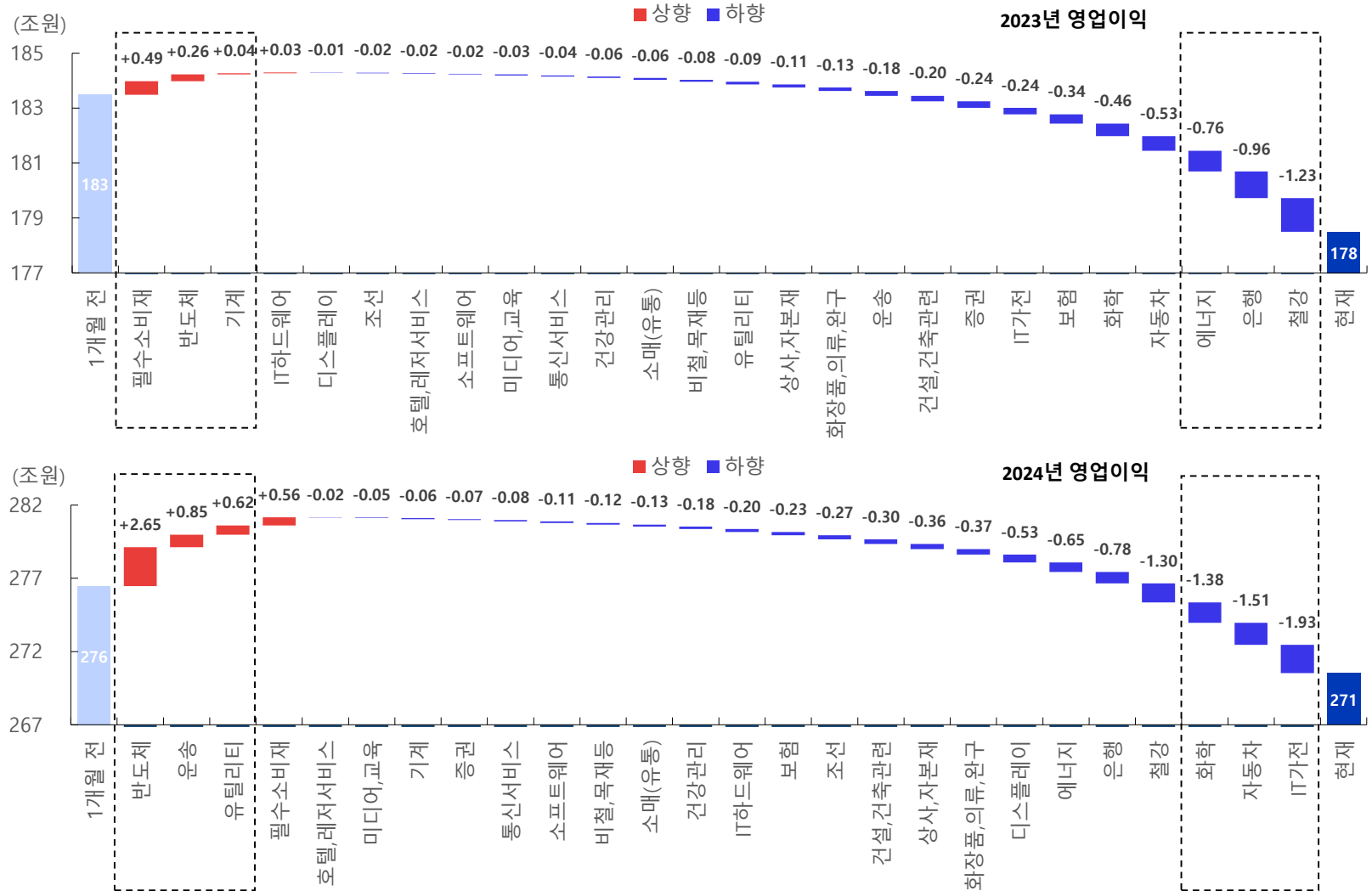
섹터	종목수	시가총액 (십억원)	2022년 (십억원)	1개월 전 (십억원)		현재 (십억원)		변화율 (1M, %)		PER (X)			PBR (X)			
				2023년(F)	2024년(F)	2023년(F)	2024년(F)	2023년(F)	2024년(F)	2023년(F)	2024년(F)	12MF	2023년(F)	2024년(F)	12MF	
전체 기업	610	2,350,700	163,997	122,666	188,862	119,957	187,045	-2.2	-1.0	16.9	10.8	10.6	0.98	0.92	0.91	
KOSPI	329	1,966,582	156,354	116,855	178,941	114,345	177,539	-2.1	-0.8	16.1	10.4	10.2	0.93	0.87	0.86	
IT	반도체	57	619,903	60,887	2,741	37,512	3,586	41,211	30.8	9.9	167.1	14.5	14.0	1.36	1.27	1.26
	IT가전	19	192,923	4,552	5,779	8,286	5,621	6,878	-2.7	-17.0	32.6	26.6	25.8	2.46	2.26	2.25
	IT하드웨어	49	61,011	3,660	1,890	3,153	1,946	3,029	3.0	-3.9	20.5	13.2	12.9	1.52	1.38	1.36
	디스플레이	17	17,178	-2,618	-2,388	393	-2,416	-120	적지	적전	-4.3	-85.3	-	0.87	0.80	0.77
경기관련소비재	자동차	23	140,850	17,234	28,422	28,832	28,097	27,931	-1.1	-3.1	4.4	4.4	4.4	0.58	0.53	0.53
	화장품,의류,완구	31	58,484	4,331	3,550	4,506	3,390	4,244	-4.5	-5.8	11.7	9.3	9.2	1.14	1.04	1.03
	소매(유통)	11	20,719	1,493	1,290	1,759	1,277	1,661	-1.0	-5.6	12.5	9.5	9.3	0.41	0.39	0.39
	호텔,레저서비스	11	9,535	-103	588	687	575	701	-2.2	2.0	15.6	12.8	12.9	1.09	1.03	1.06
산업재	상사,자본재	27	99,610	7,223	10,474	11,008	10,119	10,606	-3.4	-3.6	9.3	8.8	8.7	0.71	0.67	0.67
	기계	29	58,349	1,696	3,161	3,745	3,189	3,697	0.9	-1.3	11.4	9.7	9.7	1.12	1.01	1.01
	건설,건축관련	35	40,920	4,177	3,613	4,064	3,443	3,886	-4.7	-4.4	7.9	6.9	6.8	0.54	0.50	0.50
	운송	16	53,788	14,994	4,912	4,940	4,976	5,587	1.3	13.1	10.0	8.9	8.4	0.82	0.77	0.71
	조선	10	38,341	-3,097	508	2,205	294	1,948	-42.0	-11.7	126.7	19.2	17.6	1.38	1.27	1.26
커뮤니케이션서비스	소프트웨어	53	150,141	3,278	3,786	5,187	3,746	5,066	-1.0	-2.3	32.9	24.3	23.9	1.67	1.58	1.57
	미디어,교육	26	33,132	360	1,054	1,551	1,001	1,536	-5.0	-1.0	25.4	16.4	16.3	1.55	1.43	1.42
	통신서비스	3	24,628	2,783	2,933	3,124	2,918	3,125	-0.5	0.0	8.3	7.8	7.7	0.65	0.62	0.62
금융	은행	13	114,138	21,453	22,135	23,074	21,338	22,565	-3.6	-2.2	4.7	4.5	4.5	0.41	0.38	0.38
	보험	10	40,656	8,070	8,550	9,061	8,264	8,894	-3.3	-1.8	4.8	4.5	4.4	0.40	0.38	0.38
	증권	7	37,135	5,489	5,542	6,028	5,295	5,940	-4.5	-1.5	5.9	5.2	5.2	0.61	0.57	0.57
소재	화학	31	121,024	6,519	3,637	6,671	3,346	5,880	-8.0	-11.9	30.3	17.2	16.3	1.18	1.12	1.12
	철강	9	52,644	7,522	4,514	4,956	3,732	4,142	-17.3	-16.4	11.8	10.6	10.5	0.54	0.52	0.52
	비철,목재등	10	24,798	1,965	978	1,160	878	1,024	-10.2	-11.7	15.3	13.1	12.9	0.88	0.85	0.85
건강관리	71	225,919	2,934	3,015	4,515	3,148	4,665	4.4	3.3	51.6	34.2	33.8	4.25	3.81	3.77	
필수소비재	23	48,834	4,108	3,136	3,617	3,409	3,914	8.7	8.2	10.5	9.1	9.0	0.91	0.85	0.84	
에너지	10	42,469	7,594	4,198	6,137	3,906	5,871	-7.0	-4.3	9.9	6.6	6.4	0.60	0.56	0.55	
유틸리티	8	23,569	-22,507	-5,352	2,693	-5,121	3,163	적지	17.5	-4.3	7.0	6.7	0.41	0.38	0.38	

자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

주: 2024년 당기순이익 컨센서스 변화율 +10% 이상(주황), -10% 이하(남색)는 색상으로 표시

● 국내기업 영업이익 전망치 변화(업종별 기여도)

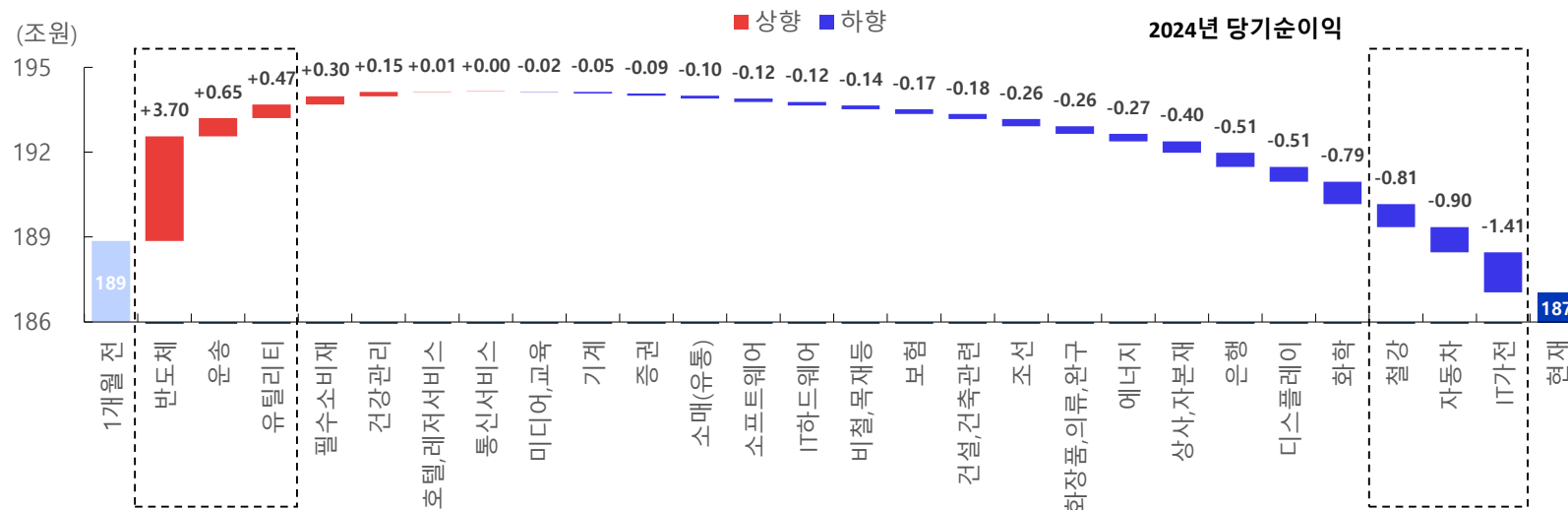
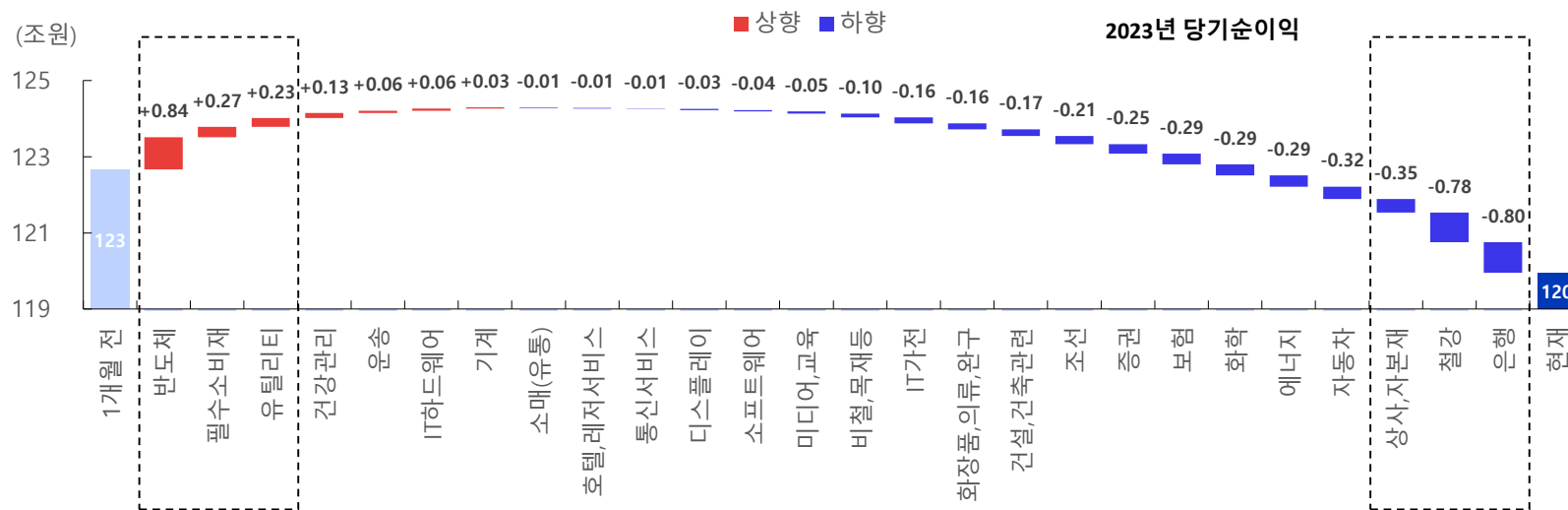
국내기업 2023, 2024년(E) 영업이익 전망치 변화 금액(1개월 전 대비)



자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

● 국내기업 당기순이익 전망치 변화(업종별 기여도)

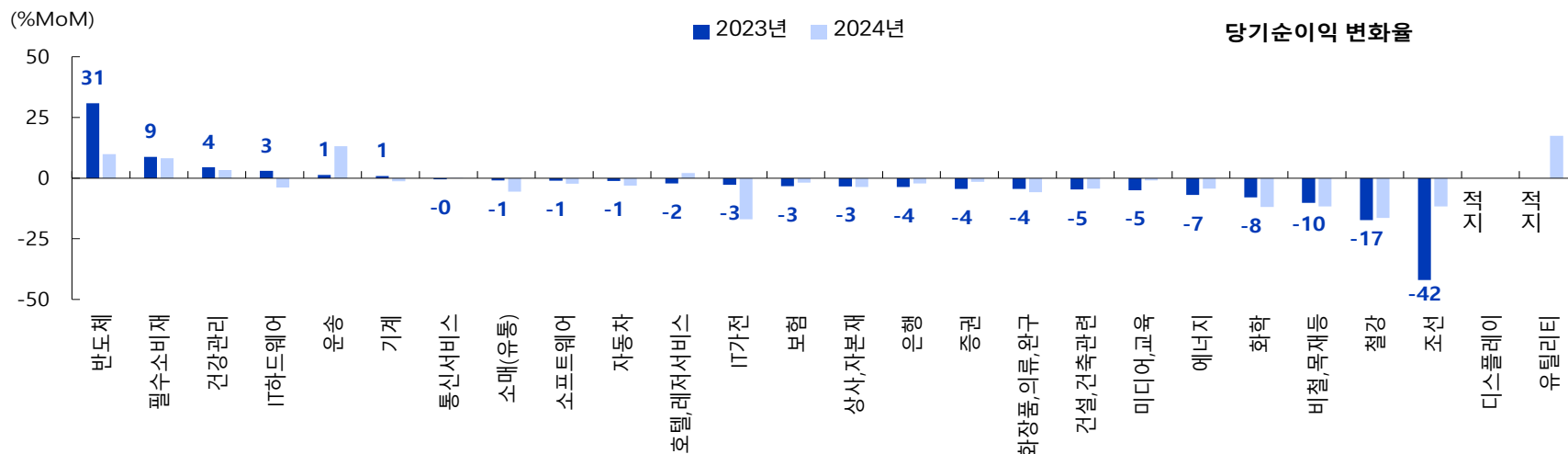
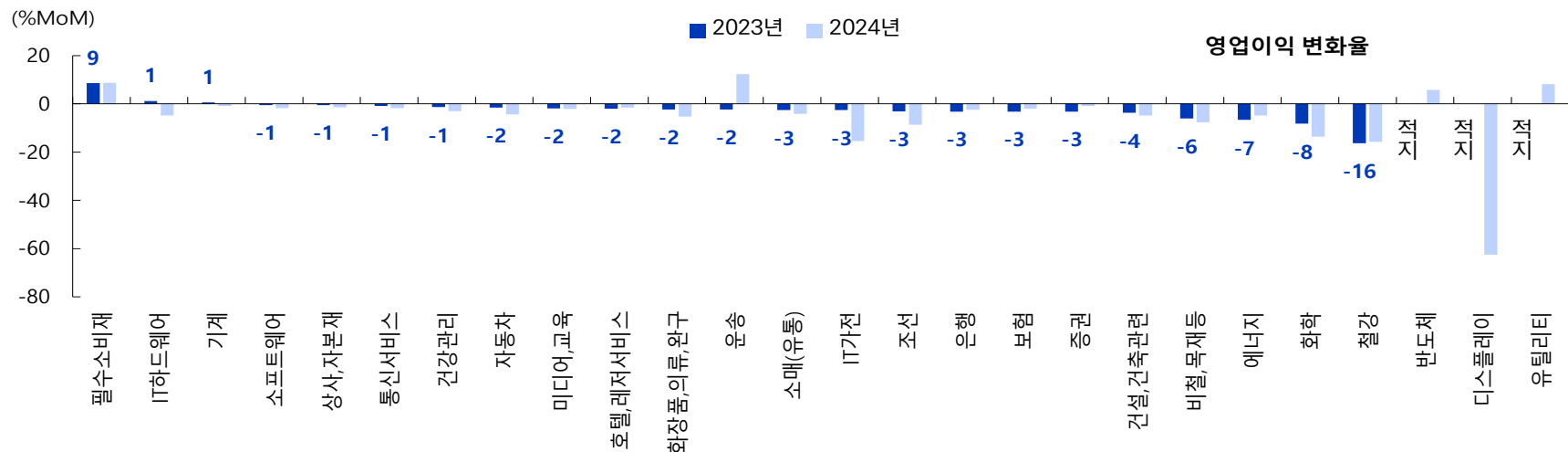
국내기업 2023, 2024년(E) 당기순이익 전망치 변화 금액(1개월 전 대비)



자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

● 국내기업 이익 전망치 변화율

국내기업 2023, 2024년(E) 영업이익 및 당기순이익 전망치 변화율(1개월 전 대비)



자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

● 국내기업 업종별 이익 컨센서스 주도 종목 (1)

업종별 '24년 당기순이익 컨센서스 상/하향 주도 종목

섹터	종목코드	종목명	시가총액 (십억원)	2024F 순이익 (1개월 전, 십억원)	2024F 순이익 (현재, 십억원)	변화율 (%)	증감액 (십억원)
IT (상향)	A005930	삼성전자	444,152	28,759	30,803	7.1	2,044
	A000660	SK하이닉스	98,280	5,694	7,200	26.4	1,506
	A402340	SK스퀘어	7,032	558	632	13.2	74
	A042700	한미반도체	5,821	108	132	21.8	24
	A137400	피엔티	876	128	141	10.3	13
필수소비재 (상향)	A453340	현대그린푸드	399	67	85	27.8	19
	A007310	오뚜기	1,585	164	181	10.4	17
	A001680	대상	660	104	116	11.9	12
	A005180	빙그레	500	89	97	9.1	8
	A049770	동원F&B	622	117	122	4.7	6
유틸리티 (상향)	A015760	한국전력	12,788	1,470	1,944	32.2	474
	A036460	한국가스공사	2,428	584	594	1.7	10
	A052690	한전기술	2,649	51	51	0.0	0
	-	-	-	-	-	-	-
	-	-	-	-	-	-	-
건강관리 (상향)	A068270	셀트리온	39,607	807	1,134	40.5	327
	A003850	보령	864	54	63	17.5	9
	A001060	JW중외제약	779	64	69	7.5	5
	A069620	대웅제약	1,278	90	94	5.2	5
	A228670	레이	306	23	28	19.7	5
커뮤니케이션서비스 (하향)	A036570	엔씨소프트	4,281	279	225	-19.3	-54
	A032640	LG유플러스	4,392	713	679	-4.8	-34
	A259960	크래프톤	10,277	635	623	-1.8	-12
	A034120	SBS	451	78	69	-11.7	-9
	A225570	넥슨게임즈	1,023	48	39	-18.6	-9

자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터
 주: 섹터 순이익 상향된 경우 내림차순, 하향된 경우 오름차순

● 국내기업 업종별 이익 컨센서스 주도 종목 (1)

업종별 '24년 당기순이익 컨센서스 상/하향 주도 종목

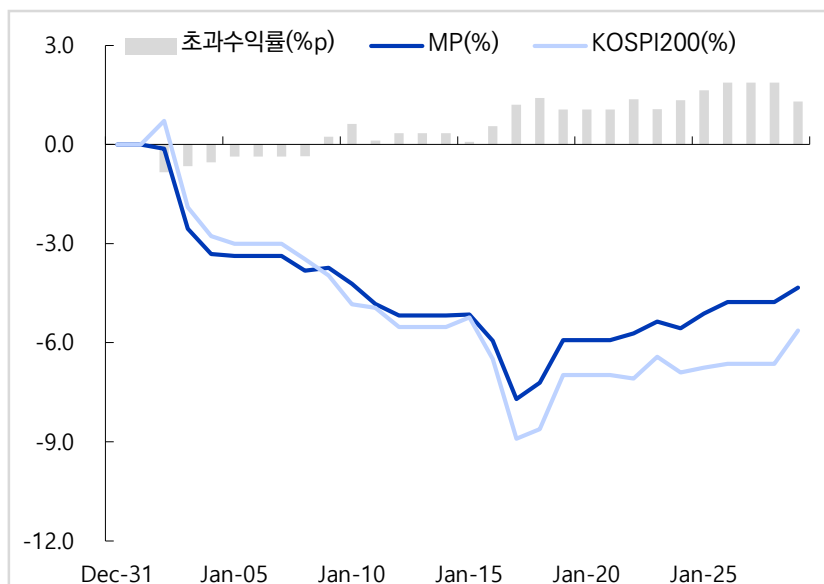
섹터	종목코드	종목명	시가총액 (십억원)	2024F 순이익 (1개월 전, 십억원)	2024F 순이익 (현재, 십억원)	변화율 (%)	증감액 (십억원)
에너지 (하향)	A096770	SK이노베이션	12,109	1,745	1,465	-16.0	-279
	A267250	HD현대	5,379	935	783	-16.3	-152
	A322000	HD현대에너지솔루션	260	29	25	-15.1	-4
	A010950	S-Oil	7,768	1,232	1,228	-0.3	-4
	-	-	-	-	-	-	-
경기관련소비재 (하향)	A000270	기아	40,164	9,264	8,986	-3.0	-278
	A012330	현대모비스	18,965	3,871	3,683	-4.9	-188
	A005380	현대차	41,376	11,953	11,852	-0.8	-101
	A009970	영원무역홀딩스	1,004	383	334	-12.8	-49
	A008770	호텔신라	2,335	184	136	-26.1	-48
산업재 (하향)	A000880	한화	1,915	1,102	860	-22.0	-242
	A003550	LG	11,923	1,865	1,769	-5.1	-96
	A086280	현대글로벌비스	6,360	1,244	1,176	-5.5	-68
	A009540	HD한국조선해양	8,033	767	712	-7.2	-55
	A010140	삼성중공업	6,556	334	282	-15.6	-52
소재 (하향)	A051910	LG화학	30,002	2,936	2,499	-14.9	-437
	A005490	POSCO홀딩스	35,774	2,975	2,611	-12.2	-364
	A004020	현대제철	4,764	786	627	-20.1	-158
	A011170	롯데케미칼	5,822	351	227	-35.5	-125
	A004000	롯데정밀화학	1,265	251	199	-20.6	-52
금융 (하향)	A316140	우리금융지주	10,136	3,094	2,956	-4.5	-138
	A086790	하나금융지주	13,565	3,871	3,752	-3.1	-119
	A105560	KB금융	22,435	5,211	5,109	-2.0	-102
	A000810	삼성화재	11,725	2,222	2,134	-4.0	-89
	A055550	신한지주	20,767	4,831	4,756	-1.6	-75

자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터
 주: 섹터 순이익 상향된 경우 내림차순, 하향된 경우 오름차순

● 1월 모델 포트폴리오 리뷰 및 평가

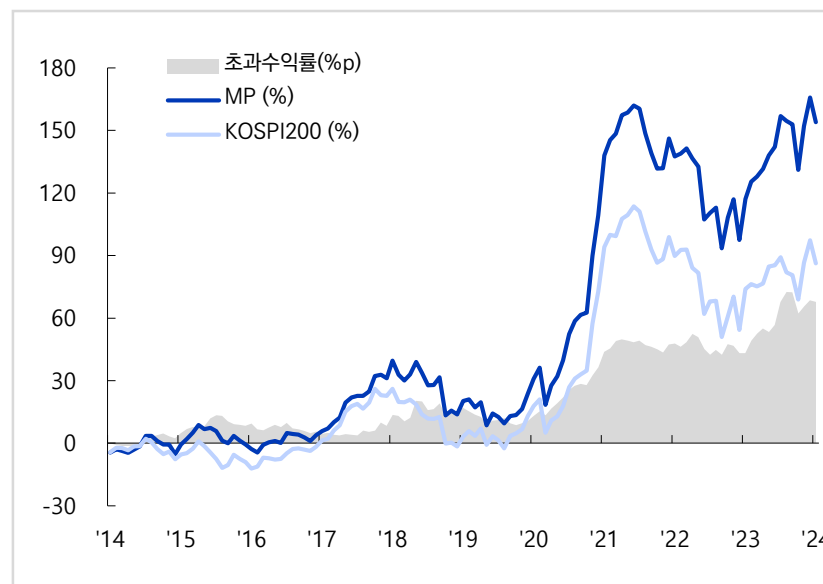
- 1월 모델 포트폴리오 수익률은 -4.43%를 기록하며, 벤치마크(KOSPI200) 대비 +1.20%p 상회한 결과를 보임
- 2014년 이후 MP의 Hit Ratio는 59.5%로 전월 대비 소폭 상승했으며, 현재까지 누적 수익률은 +154.03%를 기록. 시장대비 초과 수익을 기록하고 있음
- 미국 3월 기준금리 인하 기대감 후퇴에도 불구하고 미국 증시는 AI 모멘텀으로 상승했지만, 국내 증시는 어닝쇼크로 인한 실적 우려가 확대되고, 부진한 중국 증시와 커플링되며 글로벌 증시 중 수익률 최하위를 기록하는 중. 중국 정부의 증시안정기금 투입, 공매도 제한, 국영기업시가총액 관리 등 연이은 증시 안정화 대책이 발표되며, 중국과 국내 주식의 하방 모멘텀은 완화되는 중

1월 모델 포트폴리오 월간 누적 수익률



자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터

당사 모델 포트폴리오 누적 수익률(KOSPI200 대비)

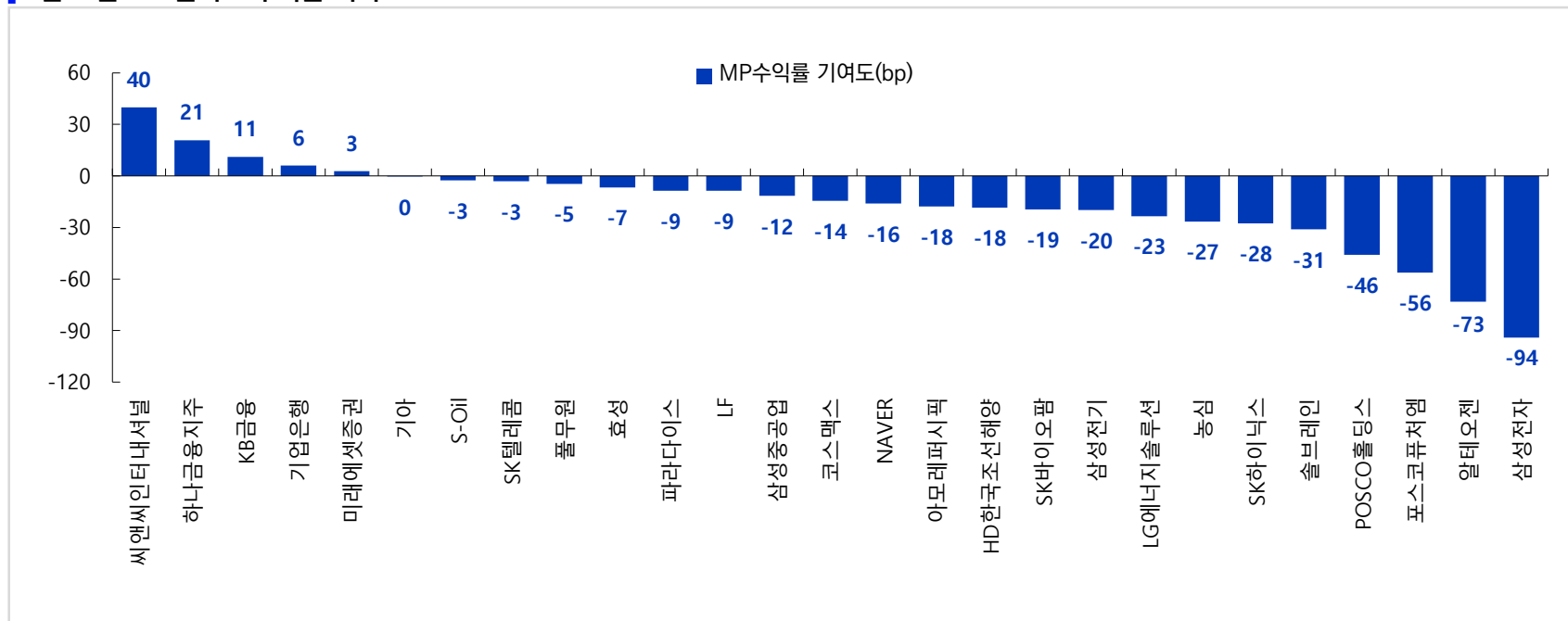


자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터

● 1월 모델 포트폴리오 수익률 기여도 분석

- 1월 모델 포트폴리오를 구성하는 업종 및 종목의 수익률 기여도를 분석하면, 업종배분(+52.2bp)과 종목선택(+27.3bp) 모두 포트폴리오에 긍정적이 요인으로 작용. 미국 기준금리 인하에 대한 시장 참가자들의 기대가 후퇴하면서 채권금리가 반등하여 증시 하방 압력이 확대됨. 그 결과, 경기방어 업종인 금융, 유틸리티를 제외한 전 업종 하락 마감. 업종 배분은 소재 비중축소(+29.9bp), 금융 비중 확대(+24.3bp)가 긍정적인 영향을 미쳤으며, 종목 선택은 화장품/의류 업종 내 씨앤씨인터내셔널(+13.3%)과 에너지 업종 내 S-Oil(-0.9%) 종목이 업종 대비 초과수익을 발생시켜 포트폴리오 상대성과를 개선. 절대 수익 관점으로 살펴보면 외국인의 지속적인 반도체 매수에도 불구하고 삼성전자(-5.2%), SK하이닉스(-4.6%) 하락해 포트폴리오 성과를 악화시켰으며, LG에너지솔루션, 포스코퓨처엠과 같은 2차전지 종목들의 부진한 주가 흐름이 포트폴리오 수익률 부진의 주요 요인으로 작용

1월 모델 포트폴리오 수익률 기여도

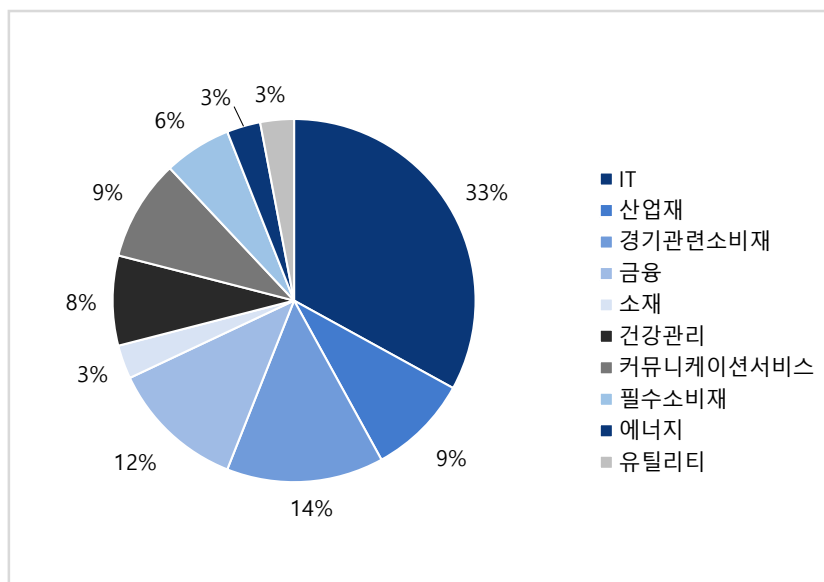


자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

● 2월 모델 포트폴리오 전략

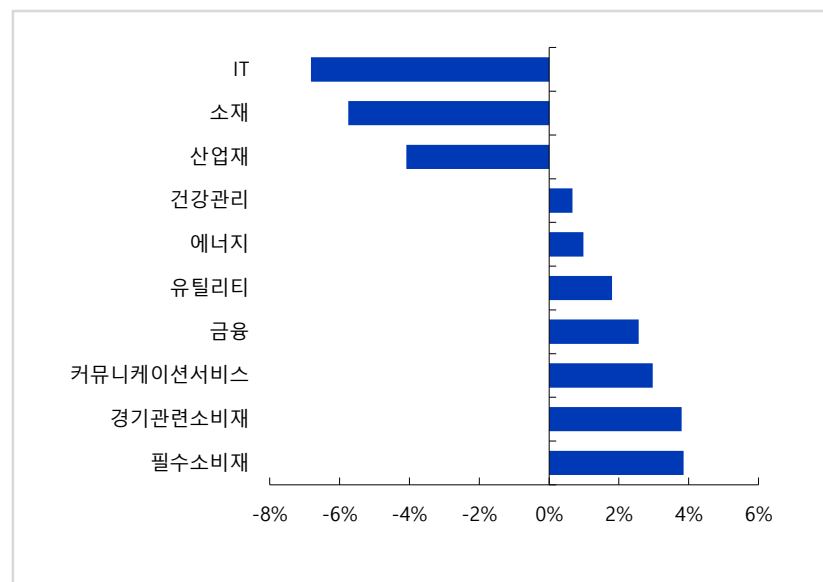
- 2월 모델 포트폴리오는 구성종목 수는 28개 유지/ 편입 7종목, 편출 7종목, 비중축소 1종목(교체율 25.0%)
- 편입: 삼성바이오로직스, 한화에어로스페이스, CJ대한통운, 한미사이언스, 현대백화점, 아프리카TV, 모두투어
- 편출: LG에너지솔루션, 포스코퓨처엠, 삼성중공업, 알테오젠, 효성, LF, 한진 / 비중 축소: SK바이오팜
- 부진한 주가 흐름이 지속되고 있으며, 상반기 이익 모멘텀이 부진한 2차전지 종목(LG에너지솔루션, 포스코퓨처엠)을 포트폴리오에서 편출했으며, 건강관리 비중 확대를 위해 업종 내 시가총액 상위 종목인 삼성바이오로직스를 편입하기로 결정. 또한, 트위치 철수에 따른 대형 스트리머 이동으로 신규 콘텐츠 및 유저 확보 효과가 발생할 것으로 기대되는 아프리카TV를 포트폴리오에 편입

2월 모델포트폴리오 업종별 비중



자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

업종별 벤치마크 대비 초과 비중(Active Risk)



자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

● 2월 교보 모델 포트폴리오

2월 모델 포트폴리오(1)

(단위: %, X)

섹터	코드	Name	시장 비중	MP 비중	MP -시장	베타	EPS증가율(%)		ROE(%)		PER(X)		PBR(X)	
							2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
IT	A005930	삼성전자	22.6	18.0	-4.6	0.0	(79.4)	172.7	3.2	8.5	44.7	16.4	1.4	1.4
	A000660	SK하이닉스	5.0	6.0	1.0	0.0	적전	흑전	(13.4)	12.4	(12.6)	13.8	1.7	1.6
	A009150	삼성전기	0.5	3.0	2.5	0.0	(52.1)	46.2	6.1	8.4	23.4	16.1	1.4	1.3
	A357780	솔브레인	0.1	3.0	2.9	0.0	(25.2)	20.6	14.7	15.5	17.5	14.5	2.4	2.1
	A005290	동진세미켐	0.1	3.0	2.9	0.0	-	-	-	-	-	-	-	-
경기관련소비재	A000270	기아	2.0	3.0	1.0	0.0	73.6	(3.5)	21.7	18.0	4.2	4.4	0.8	0.7
	A090430	아모레퍼시픽	0.4	3.0	2.6	0.0	21.2	99.2	3.4	6.4	57.5	28.9	1.9	1.8
	A069960	현대백화점	0.1	3.0	2.9	0.0	22.3	21.4	3.8	4.4	7.0	5.7	0.2	0.2
	A352480	씨앤씨인터내셔널	0.0	3.0	3.0	0.0	93.2	29.1	21.2	22.0	22.1	17.1	4.2	3.4
	A080160	모두투어	0.0	2.0	2.0	0.0	흑전	174.5	14.3	31.8	37.4	13.6	4.7	3.6
산업재	A009540	HD한국조선해양	0.4	3.0	2.6	0.0	흑전	119.9	3.3	6.7	24.4	11.3	0.8	0.7
	A012450	한화에어로스페이스	0.3	3.0	2.7	0.0	347.2	(45.5)	27.5	12.6	7.4	13.6	1.8	1.6
커뮤니케이션 서비스	A000120	CJ대한통운	0.2	3.0	2.8	0.0	18.4	23.8	5.8	6.8	14.2	11.5	0.7	0.7
	A035420	NAVER	1.8	3.0	1.2	0.0	38.5	35.2	4.6	5.9	32.6	24.1	1.4	1.3
	A017670	SK텔레콤	0.6	3.0	2.4	0.0	18.3	7.8	9.4	9.7	10.1	9.4	0.9	0.9

자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

● 2월 교보 모델 포트폴리오

2월 모델 포트폴리오(2)

(단위: %, X)

섹터	코드	Name	시장 비중	MP 비중	MP-시장	베타	EPS증가율(%)		ROE(%)		PER(X)		PBR(X)	
							2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
커뮤니케이션 서비스	A067160	아프리카TV	0.1	3.0	2.9	0.0	27.8	10.5	28.1	24.9	15.8	14.3	3.7	3.0
소재	A005490	POSCO홀딩스	1.8	3.0	1.2	0.0	(24.2)	11.7	4.4	4.7	15.5	13.9	0.6	0.6
금융	A105560	KB금융	1.1	3.0	1.9	0.0	12.6	5.3	9.3	8.8	4.7	4.4	0.4	0.4
	A086790	하나금융지주	0.7	3.0	2.3	0.0	1.1	6.3	9.4	9.3	3.8	3.6	0.3	0.3
	A024110	기업은행	0.5	3.0	2.5	0.0	(4.0)	6.8	8.8	8.8	3.6	3.4	0.3	0.3
건강관리	A006800	미래에셋증권	0.2	3.0	2.8	0.0	(29.6)	45.2	4.2	5.6	13.5	9.3	0.4	0.4
	A207940	삼성바이오로직스	2.9	3.0	0.1	0.0	1.4	17.4	8.8	9.4	71.1	60.5	6.0	5.5
	A326030	SK바이오팜	0.4	2.0	1.6	0.0	적축	흑전	(14.5)	11.4	(167.1)	210.7	26.0	22.3
필수소비재	A008930	한미사이언스	0.1	3.0	2.9	0.0	-	-	-	-	-	-	-	-
	A004370	농심	0.1	3.0	2.9	0.0	65.8	4.8	8.1	7.9	11.8	11.3	0.9	0.8
	A017810	풀무원	0.0	3.0	3.0	0.0	흑전	100.0	5.8	12.2	18.5	9.3	1.1	1.0
에너지	A010950	S-Oil	0.4	3.0	2.6	0.0	(56.4)	33.7	10.3	12.6	8.6	6.5	0.9	0.8
유틸리티	A015760	한국전력	0.7	3.0	2.3	0.0	적축	흑전	(15.6)	5.4	(2.1)	6.5	0.4	0.3

자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

감사합니다.

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자 의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자_2023.12.29

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	94.2	3.6	2.2	0.0

[업종 투자 의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 약화와 함께 업종주가의 하락 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하