Daishin
2024년 경제 및 금융시장 전망

퀀트

낮은 기대감 + 높은 성과

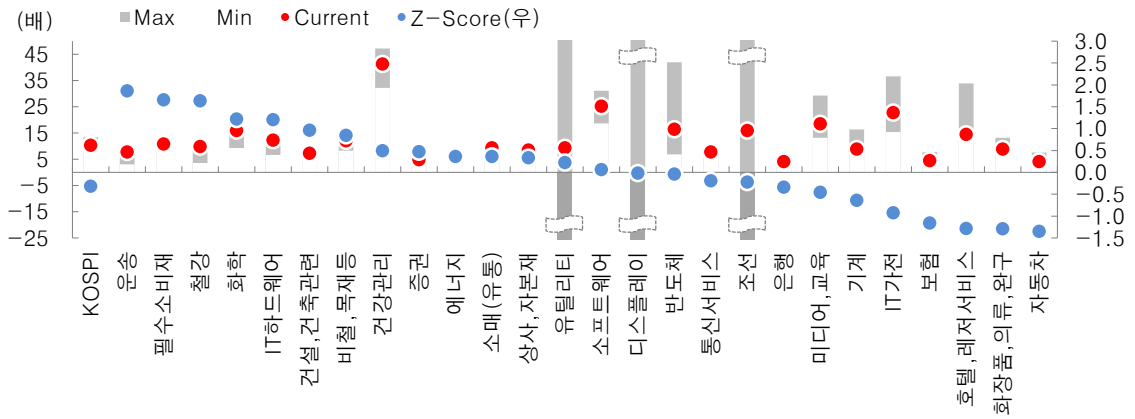
▪ 조재운 jaeun.jo@daishin.com

2024년 증시 상승의 동력: 낮아진 기대감의 상승

낮은 기대(저평가) 주식의 기대감 상승은 가격 상승으로 연결

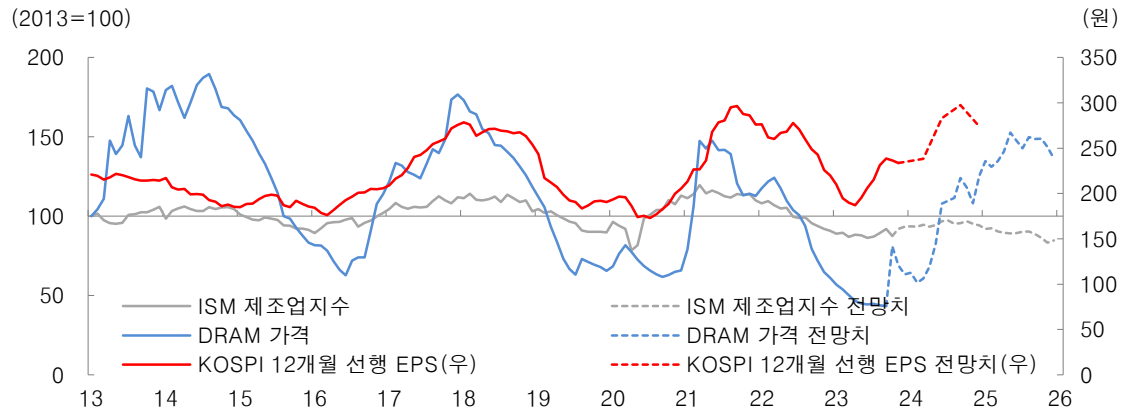
- 기대가 낮았던 주식의 기대감의 상승은 가격 상승으로 연결
- 주식에 대한 기대감은 멀티플로 나타나는데 멀티플이 클수록 높은 P/E로 나타남. 현재 KOSPI P/E는 과거 2년 대비 Z-Score 기준 -0.3에 위치해 있어 현재 주식에 대한 기대치가 낮음을 반영
- 2024년은 제조업과 반도체 사이클이 상승 국면에 접어들 것으로 예상하고 있으며 낮아진 기대감이 상승 사이클과 만나 2024년 증시 상승 동력으로 작용을 전망

12개월 선행 P/E의 현재 위치(과거 2년 대비)는 주식에 대한 미래 기대감을 나타내는 지표



자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

제조업, 반도체 사이클에 의해 KOSPI 실적은 2024년 상승에 들어설 것으로 예상



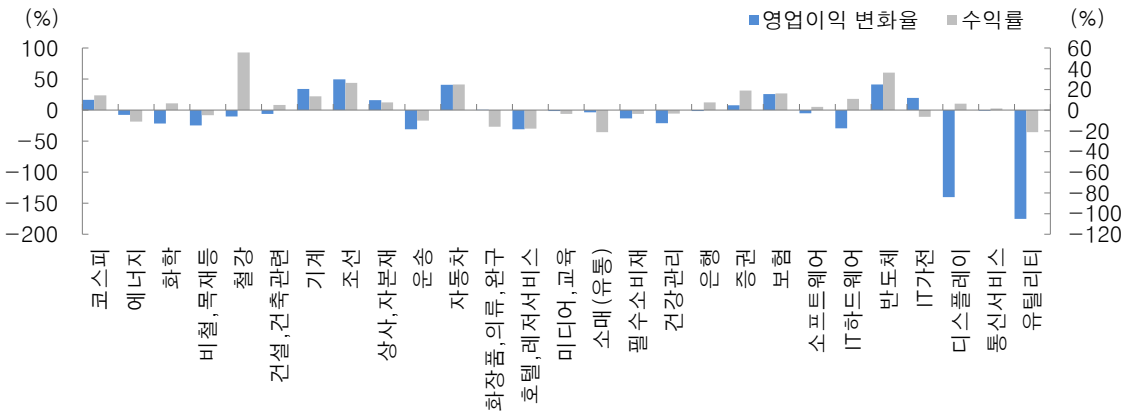
자료: ISM, DRAMeXchange, 대신증권 Research Center

연쵸 이후 가격 상승에도 불구하고 하락한 밸류에이션

현재 KOSPI의 낮은 P/E는 가격 매력을 나타내기보단 낮은 기대치를 반영

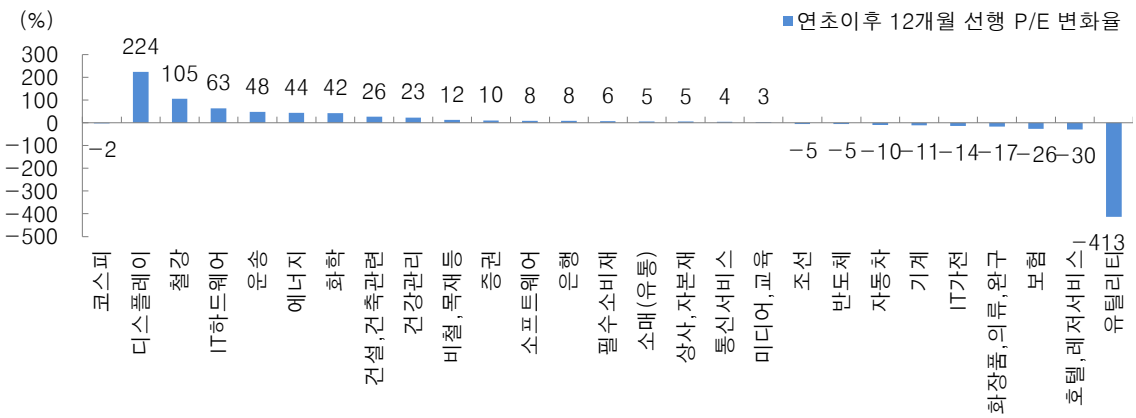
- 2023년 코스피는 연초대비 14.2% 상승.했으며 12개월 선행 영업이익은 16.9% 상승
- 반면 12개월 선행 P/E는 10.6에서 10.4로 소폭 하락. 이는 실적 전망치 상향에 따른 밸류에이션 매력 확대보다 주식에 대한 미래의 기대치가 낮은 것으로 해석

2023년 연초대비 수익률과 영업이익 전망치 변화율



자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

연초이후 12개월 선행 P/E 변화율. 낮아진 밸류에이션은 가격 매력보다 낮은 기대치를 반영



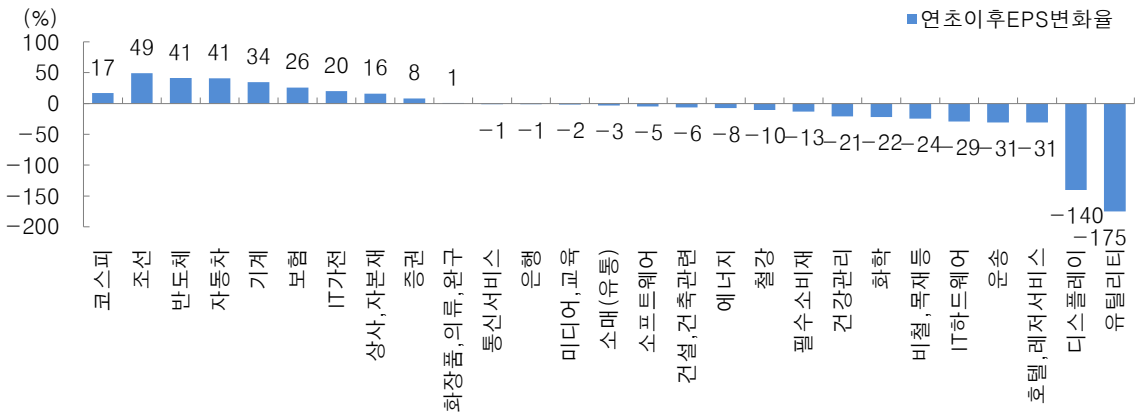
자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

섹터별로 다르게 반영된 기대감

P/E의 Z-Score를 기준으로 섹터별 기대감을 해석

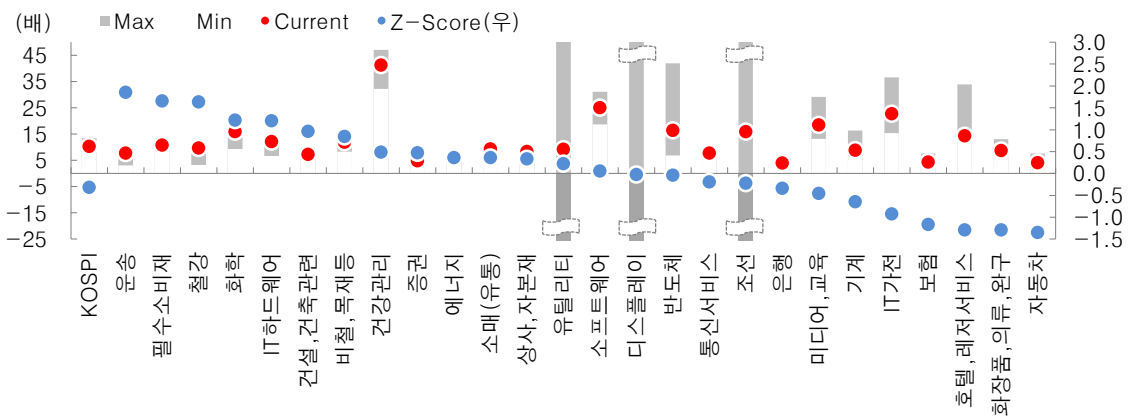
- 섹터별로 P/E의 변동폭이 다르기 때문에 Z-Score를 이용하여 과거 대비 현재 수준을 가늠
- P/E = $\frac{주가}{EPS}$인 만큼 EPS와 반비례하며 움직이는 양상을 보이는데 과거대비 P/E가 높은 섹터는 실적 전망치 대비 미래 주가에 대한 기대치가 높다고 해석
- 섹터별로 기대치는 다르게 나타나는데 운송, 필수재, 철강, 화학은 기대감이 높은 반면 자동차, 화장품/의류, 호텔/레저, 보험, 등에선 미래 주가에 대한 기대감이 낮게 나타남

연초 이후 EPS 변화율



자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

과거 2년 대비 현재 P/E 수준. 낮은 P/E는 낮은 기대감을 반영



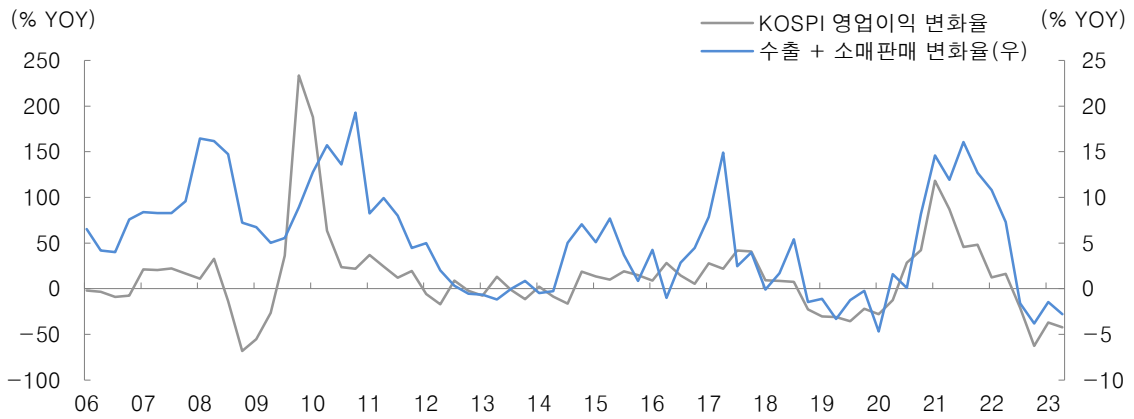
자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

기대감을 더 낮춰 줄 2023년 4/4분기 실적

2023년 4/4분기 실적은 기대감을 더 낮추며 2024년에 대한 기저를 낮출 것으로 예상

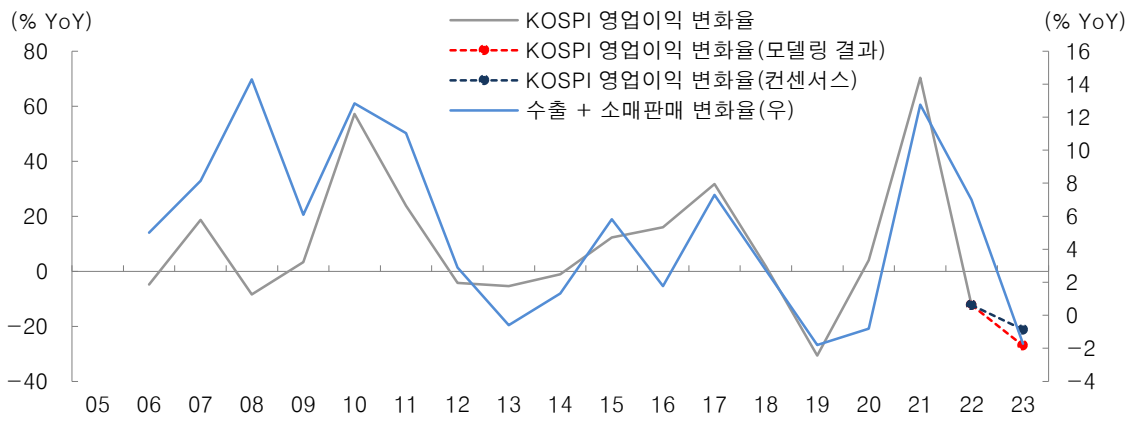
- KOSPI 기업 실적은 수출 + 내수에서 발생
- 수출로 발생한 영업이익 = 수출금액 – 수입(비국내 소비). 내수로 발생한 영업이익 = 소매판매
- 06~23.06까지 분기별 영업이익 & (수출+소매판매) 데이터는 0.49의 상관관계를 형성. 연도별 상관계수는 0.92로 높은 상관관계
- 수출 + 내수, 영업이익의 전년대비 변화율 데이터를 기반으로 선형회귀 분석 시 $KOSPI\ 영업이익\ YoY = (5.25 \times 수출 + 소매판매\ YoY) - 12.96$ 식을 도출. (수출 + 소매판매)가 연말까지 현재와 같은 수준이라고 가정 시 2023년 4/4분기 영업이익은 현재 수준을 하회할 가능성 존재

KOSPI 영업이익과 상관관계가 높은 수출 + 소매판매 금액



자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

올해 수출 + 소매판매는 컨센서스보다 낮은 4Q23 실적을 예상



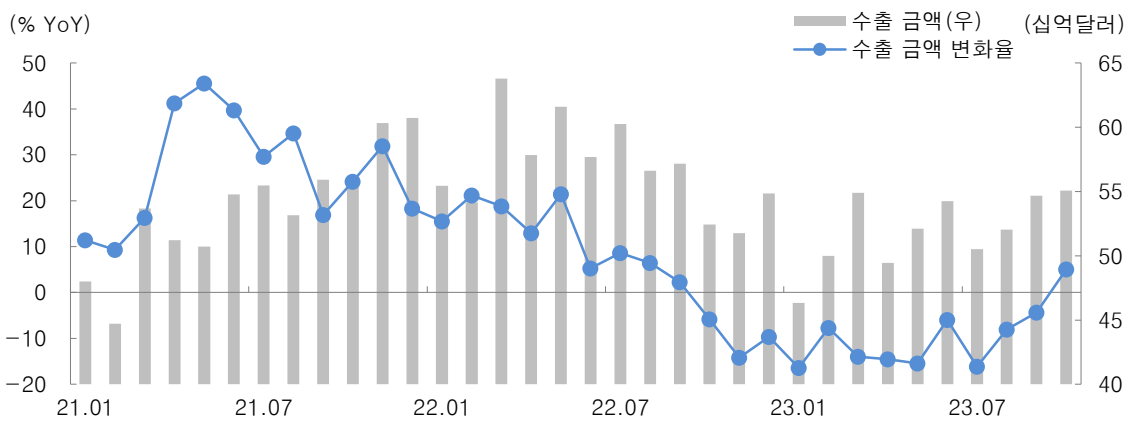
자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

수출과 내수 모두 둔화를 겪었던 2023년

2024년 역성장을 지속한 수출 자동차, 선박류는 늘었으나 반도체, MCP 등 IT는 감소

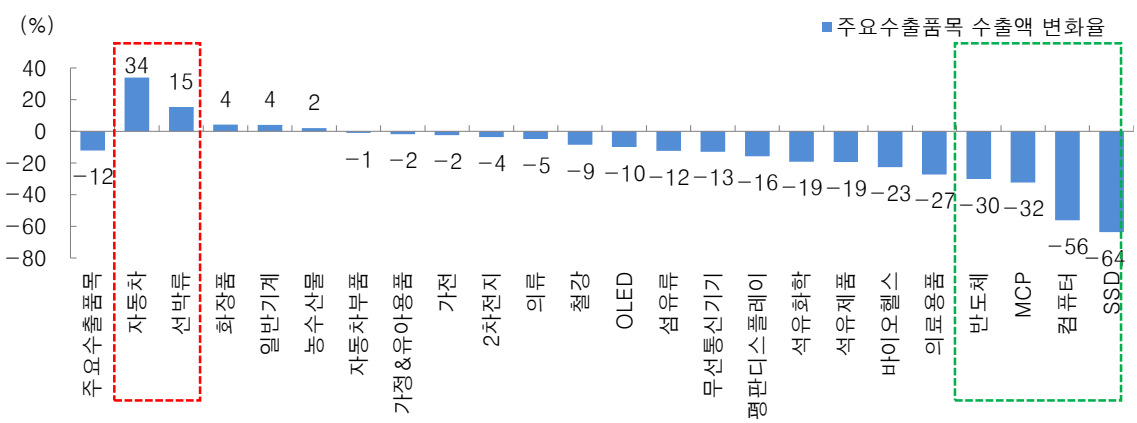
- 2024년 1월~9월까지 한국 수출 금액은 전년대비 역성장을 지속
- 낮아진 기저로 역성장은 면했지만 대내외 환경을 고려했을 시 단기간 내 높은 성장을 보이긴 어려울 것으로 전망
- 주요수출품목별로 보면 전년동기(1~10월)대비 -12% 감소한 수치를 기록했으며 자동차, 선박류는 증가한데 반해 반도체, MCP 등 IT는 감소하는 모습

2023년 역성장을 지속했던 수출 금액



자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

주요수출품목 전년대비 -12% 감소. IT섹터가 높은 감소폭을 기록



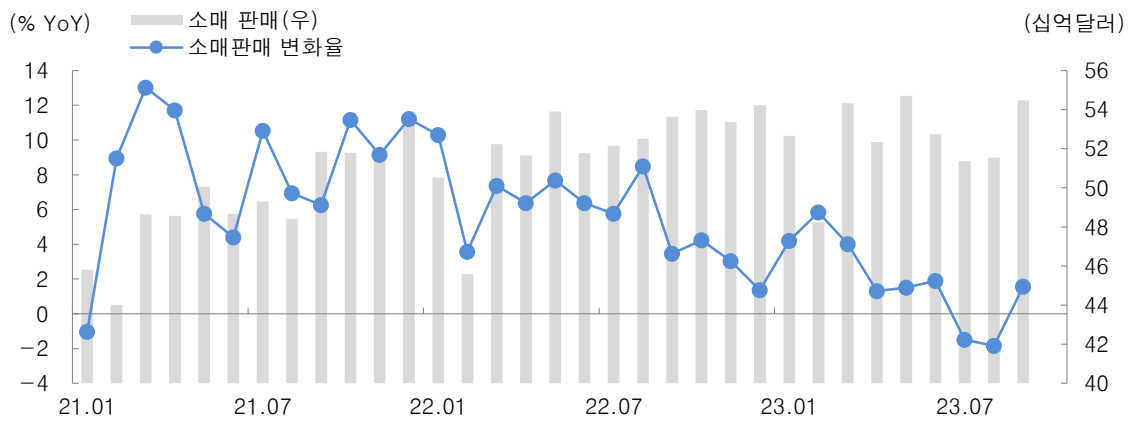
자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

수출과 내수 모두 둔화를 겪었던 2023년

수출 대비 양호했지만 꾸준한 둔화세를 지속

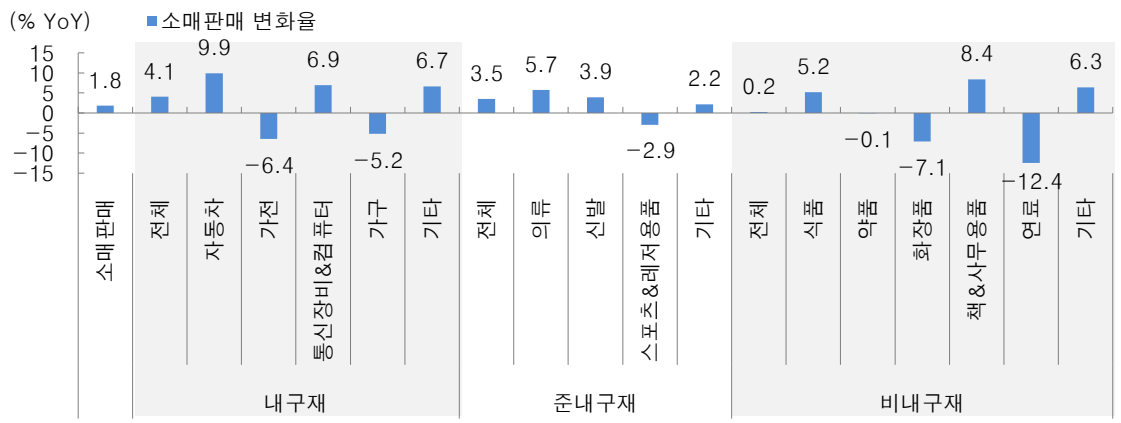
- 소매판매는 7월과 8월을 제외하면 전년대비 성장하는 모습을 보여주었으나 5% 미만의 성장으로 코로나19 이후 5% 이상의 성장을 이어가던 2021년, 2022년 대비 둔화된 모습
- 섹터별로 살펴보면 내구재와 준내구재는 수요가 증가했으나 비내구재의 증가율이 부진.
- 전년동기(1월~10월) 대비 자동차, 통신장비, 의류, 식품 등은 증가했으나 가전, 가구, 스포츠&레저용품, 화장품, 연료 등은 감소

역성장은 면했지만 상승 모멘텀을 잃어가는 소매판매



자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

전년대비 견조했던 내구재와 준내구재에 반해 부진했던 비내구재



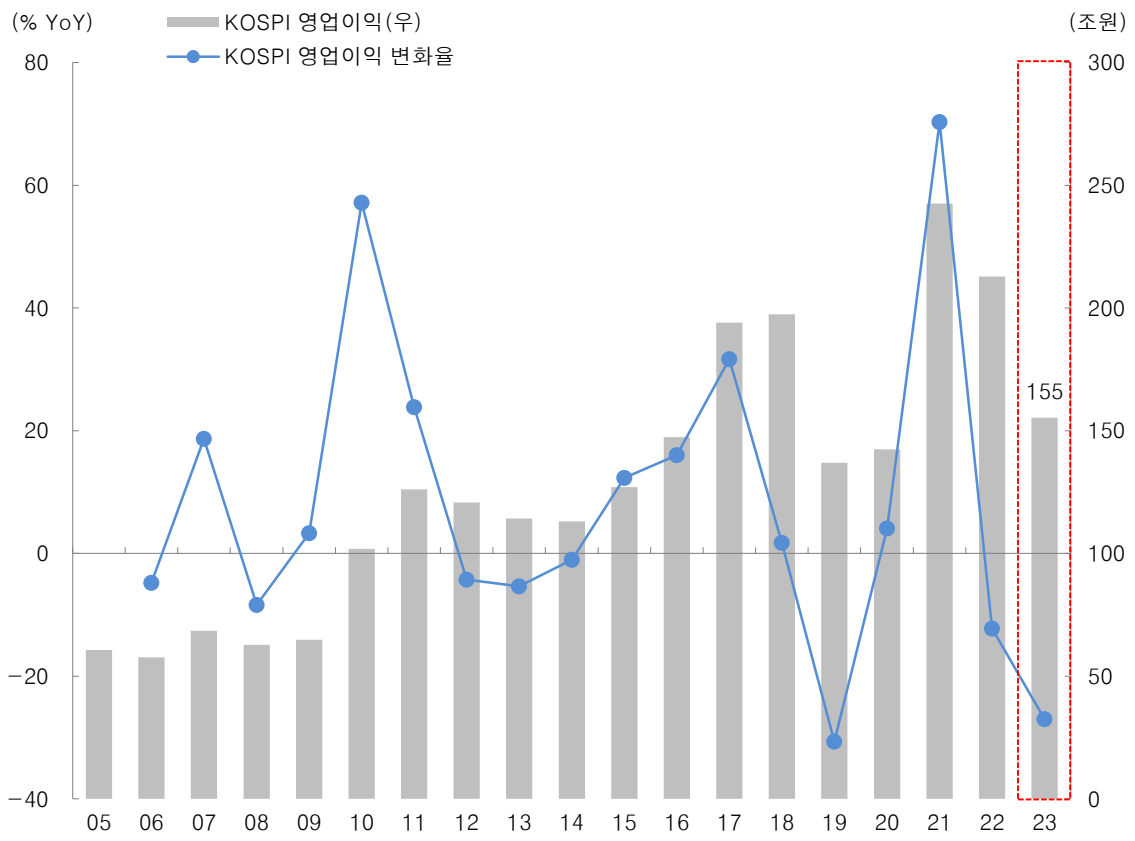
기준일: 1~10월 소매판매
자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

예상치를 하회하는 2023년 4/4분기 실적은 증시 기대감을 더 낮출 것

낮아진 기대감은 낮아진 기저로 작용. 2024년 증시 상승 여력을 확대

- 2022년 4/4분기를 저점으로 회복세를 지속하고 있는 코스피 실적이 4/4분기 다시 감소한다면 주식에 대한 기대감은 더 낮아질 가능성 존재
- 2024년 경제 전망이 증시에 우호적이지 않고 리스크 요인이 많은 점 역시 증시 기대감을 낮추는 요소로 작용
- 중국과 미국의 경기 둔화, 러시아-우크라이나, 이스라엘-팔레스타인 전쟁과 더불어 고물가 및 고금리는 아직 복병으로 남아 리스크 요소로 작용
- 2024년에 접어들어 물가 안정, 금리인하 등 리스크 요인이 하나씩 해소되면 증시 기대감은 점차 높아질 것으로 전망

2023년 실적은 전년대비 부진을 전망



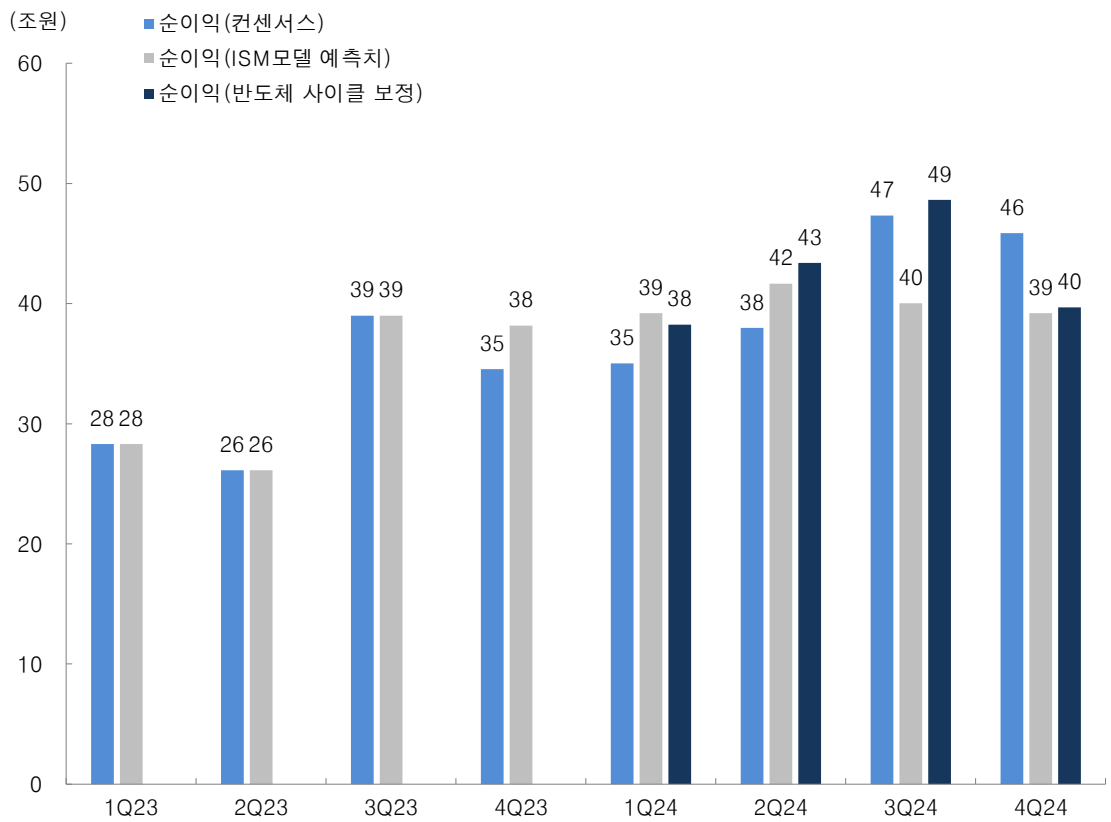
자료 : KTO 한국관광공사, 대신증권 Research Center

증시 기대감 회복의 연료가 되어 줄 제조업, 반도체 사이클

제조업과 반도체 사이클을 고려 KOSPI 실적은 3Q23 고점 이후 소폭 낮아질 것으로 전망

- 제조업과 반도체 사이클을 고려했을 시 2024년 순이익 전망치는 170조원으로 컨센서스 대비 2.4% 높을 것으로 전망
- 제조업 사이클은 KOSPI 실적추이와 상관관계가 높은 ISM제조업지수, 반도체 사이클은 반도체 섹터 실적과 상관관계가 높은 DRAM 가격을 이용
- 1, 2, 3분기는 컨센서스 대비 높은 실적을 전망하고 있으며 4/4분기는 낮은 순이익을 전망

제조업, 반도체 사이클을 활용한 2024년 순이익 전망치



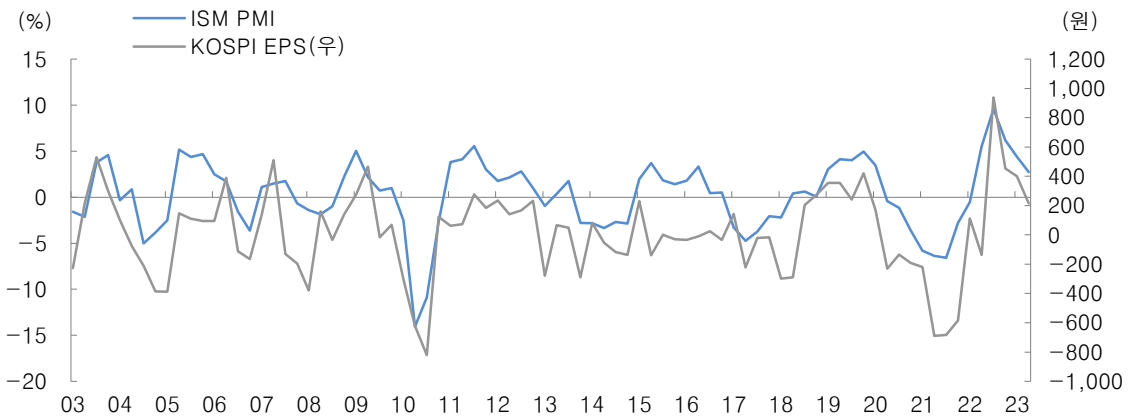
자료 : KTO 한국관광공사, 대신증권 Research Center

KOSPI 실적과 상관관계가 높은 ISM 제조업지수

ISM제조업지수는 KOSPI 실적을 선행하며 높은 상관관계를 가짐

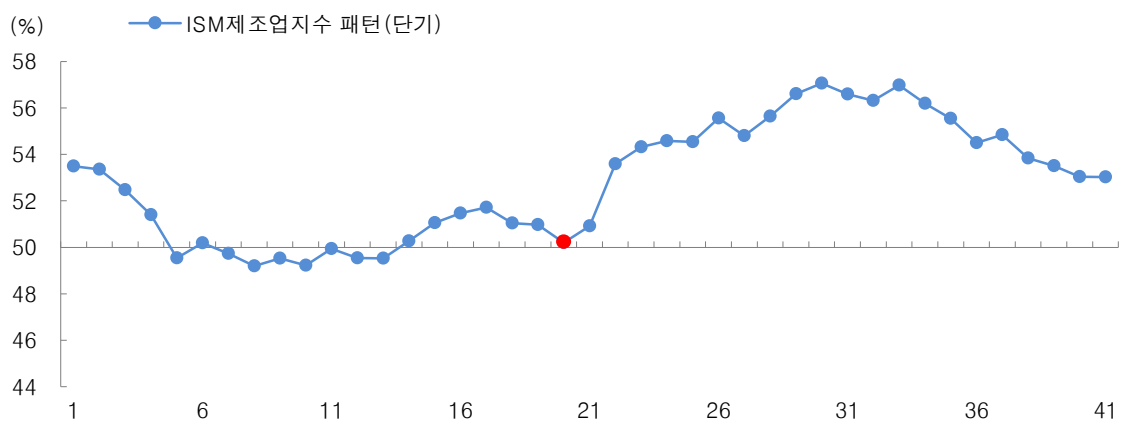
- KOSPI 실적은 ISM 제조업지수와 높은 상관관계를 가짐(상관계수 0.76)
- ISM제조업지수를 예측할 수 있다면 KOSPI 실적 향방을 전망할 수 있음
- ISM 제조업지수는 40.7개월(3.4년)의 사이클을 보유

ISM제조업지수와 KOSPI 실적은 높은 상관관계를 형성



자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

41개월 주기를 갖는 제조업 사이클은 현재 상승을 앞두고 있는 상황



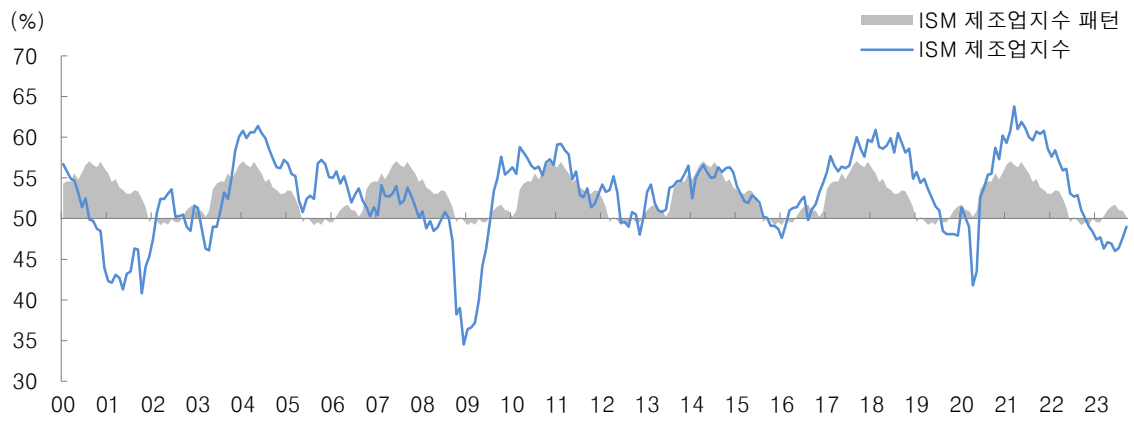
자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

ISM 제조업지수 사이클을 활용한 2024년 실적 추정

ISM제조업지수는 41개월의 사이클을 가지며 4Q23을 저점으로 상승 사이클에 접어들 것

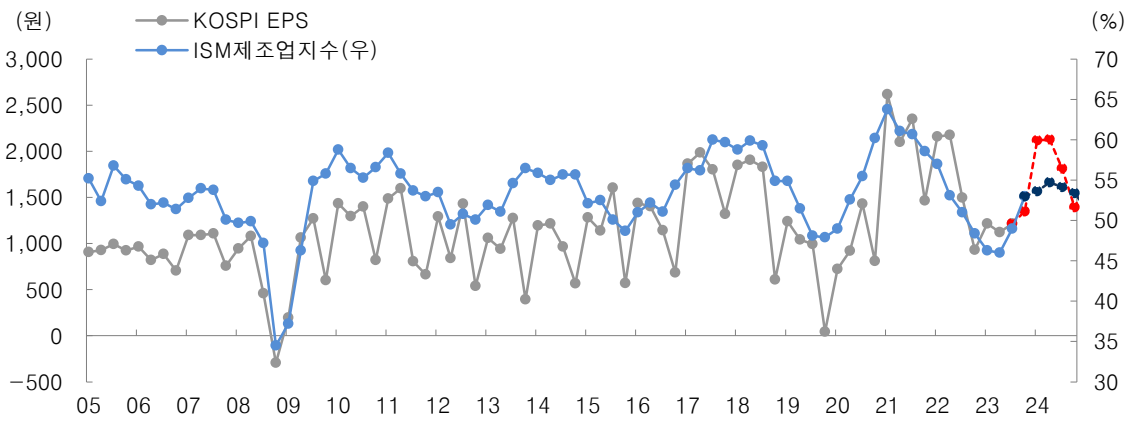
- 과거 사이클을 접목시킬 시 ISM 제조업지수는 2024년 7월 고점을 전망
- 제조업 사이클은 경제 상황이나 당시 기저에 따라 진폭이 변할 가능성 존재
- 이번 사이클에서는 고물가, 지정학적 리스크 등 녹록지 않은 경제 상황으로 과거 평균 대비 소폭 낮은 수준의 상승을 전망

ISM 제조업지수와 패턴 추이



자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

제조업지수 패턴에 따른 실적 전망



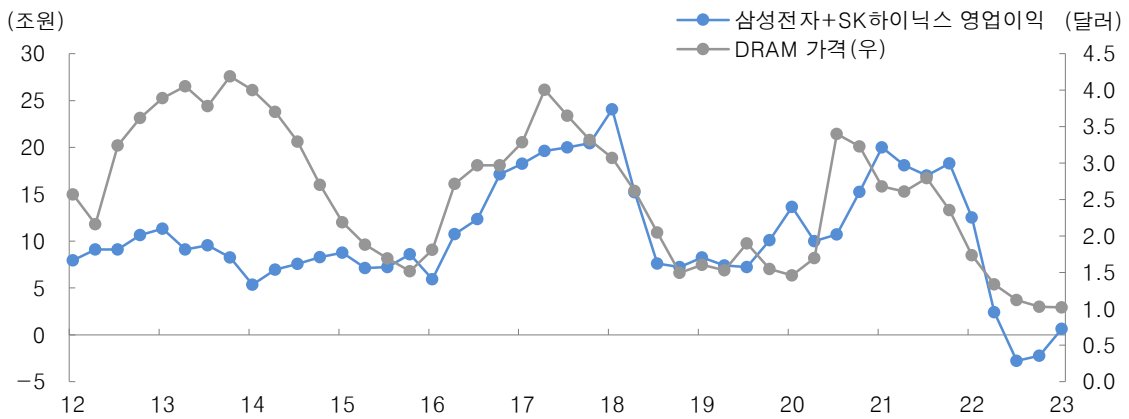
자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

KOSPI 내 20%를 차지하는 반도체 실적. 2024년 상승 사이클에 접어들 전망

DRAM 가격은 반도체 섹터 실적과 높은 상관관계를 형성

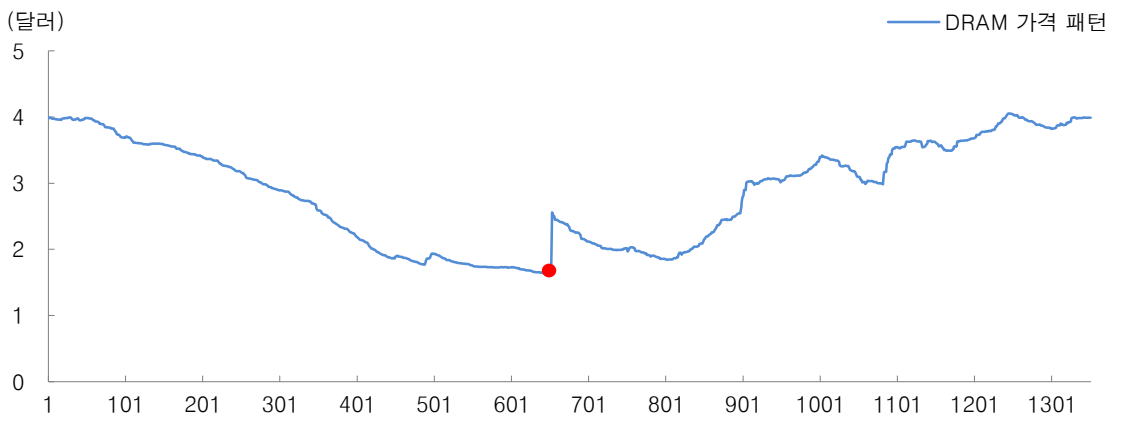
- DRAM 가격은 삼성전자와 SK하이닉스의 실적과 높은 상관관계를 형성
- 반도체 섹터 실적은 DRAM 가격을 1~2개 분기 후행하는 경향 존재
- DRAM 가격 사이클은 1351일의 주기를 가지고 있으며 향후 5개월 변동성 구간 이후 15개월간 DRAM 가격 상승을 전망

DRAM 가격은 반도체 섹터 실적과 높은 상관관계를 형성



자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

DRAM 가격은 45개월의 주기를 형성. 5개월 간 소폭 하락 후 상승 국면 진입 전망



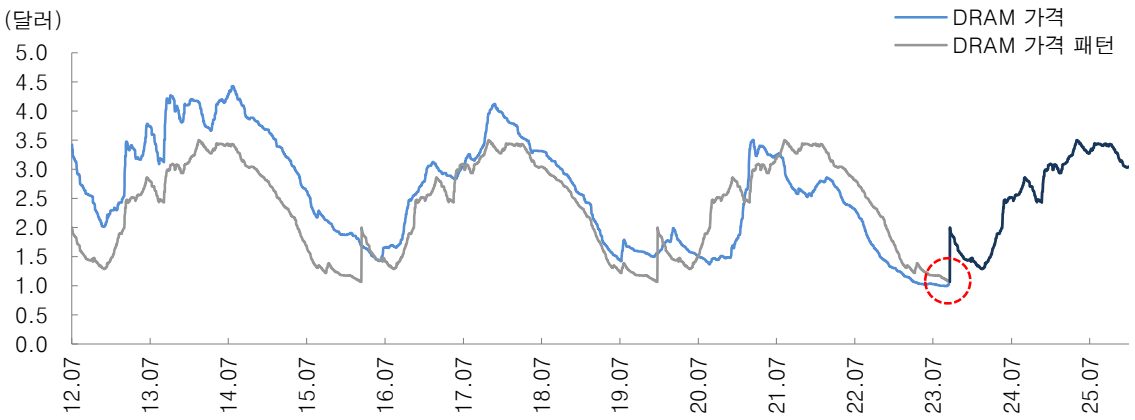
자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

DRAM가격 사이클을 활용한 반도체 섹터 실적 추정

DRAM 가격은 2Q24 중 상승 사이클에 접어들 전망

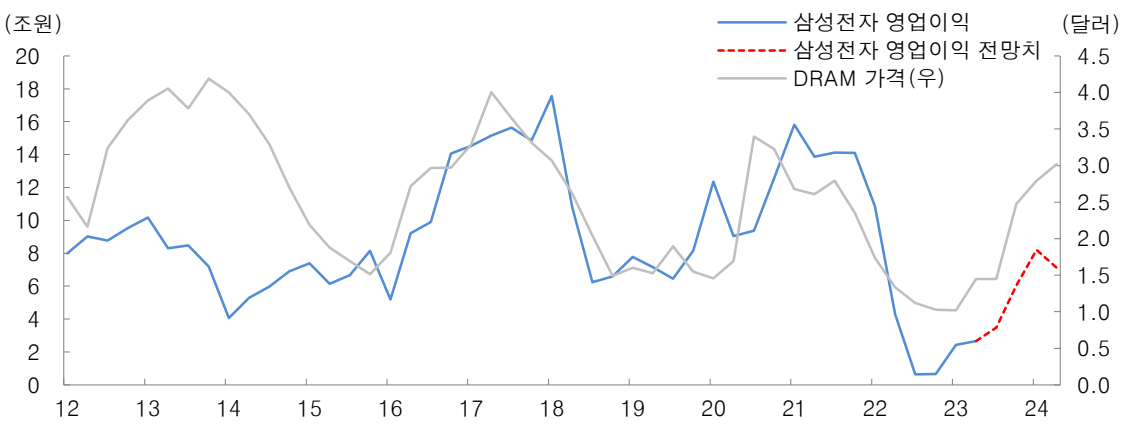
- DRAM 가격 사이클은 1351일의 주기를 가지고 있으며 향후 5개월 변동성 구간 이후 15개월간 DRAM 가격 상승을 전망
- DRAM 가격 전망치와 삼성전자 영업이익 모델링 결과 영업이익은 3Q24 8.2조까지 상승 전망

상승사이클 진입을 앞두고 있는 DRAM 가격 사이클



자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

DRAM가격 패턴을 활용한 삼성전자 실적 전망



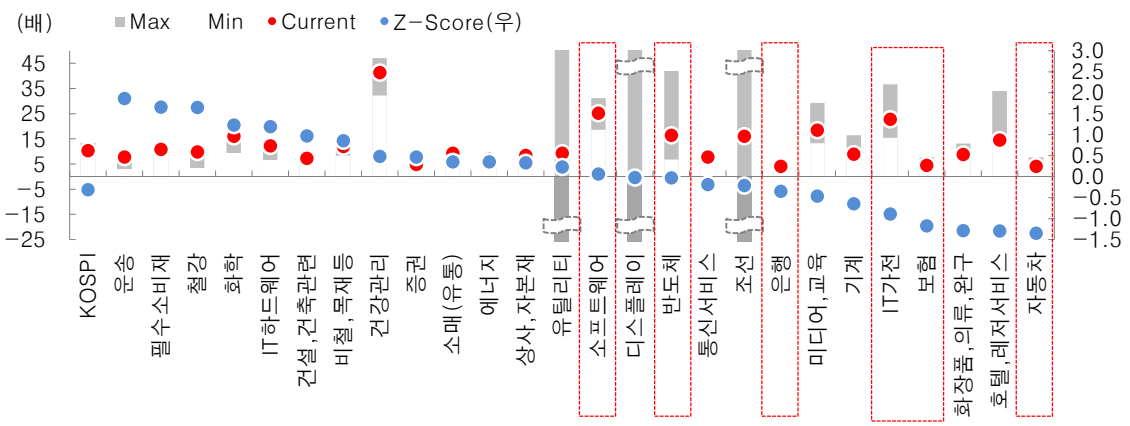
자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

기대감이 낮은 종목 중 제조업 사이클에서 수익률이 좋았던 업종에 주목

자동차, IT가전, 소프트웨어, 반도체, 은행에 주목

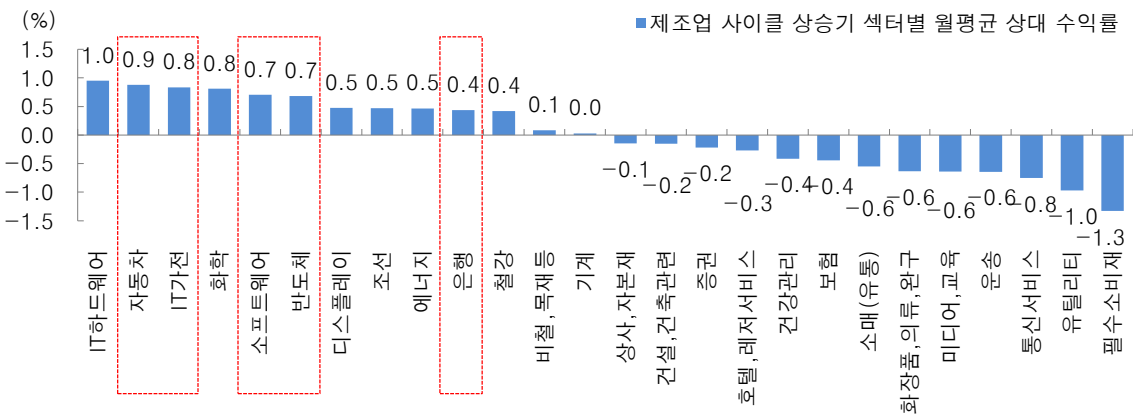
- P/E의 Z-Score(2년)로 과거 대비 기대감이 낮으며 제조업 사이클 상승기에서 성과가 좋았던 섹터를 선별
- 자동차, IT가전, 소프트웨어, 반도체, 은행에 주목. 다만 IT가전은 LG에너지솔루션의 편입으로 섹터 성향에 변화가 있었다는 점을 감안

주식에 대한 기대감을 나타내는 과거대비 현재의 P/E 수준



자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

제조업 사이클 상승기 섹터별 수익률



자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

기대감이 낮은 종목 중 제조업 사이클에서 수익률이 좋았던 업종에 주목

종목 선정에 있어서는 P/E Z-Score 외에 EPS 상향 여부를 함께 확인

- 종목 수준에서는 기대감이 낮고 실적 전망의 상향에도 불구하고 증시가 오르지 못한 종목을 선별하기 위해 3개월, 6개월 EPS 변화율을 함께 고려
- 과거대비 P/E 수준이 낮으며 3개월과 6개월 EPS가 모두 상향된 종목을 선별

증시 기대감이 낮고 2024년 실적이 개선되는 종목

티커	기업명	섹터	P/E 2년평균 Z-Score 수준	2024년 EPS 변화율 (%)		수익률 (%)			
				3개월	6개월	1개월	3개월	6개월	연초이후
A016360	삼성증권	증권	-9.5	0.7	4.8	6.6	5.5	6.5	22.9
A139130	DGB금융지주	은행	-7.5	0.5	5.3	2.7	14.1	17.8	19.5
A004370	농심	필수소비재	-6.6	2.3	14.0	-3.0	-7.7	-1.3	18.9
A086790	하나금융지주	은행	-6.4	0.7	0.1	-1.2	8.3	0.2	-0.7
A175330	JB금융지주	은행	-6.0	1.6	1.0	4.8	24.1	27.1	37.3
A161390	한국타이어앤테크놀로지	자동차	-5.1	15.6	26.2	20.0	17.0	21.9	43.8
A071050	한국금융지주	증권	-4.9	1.5	5.9	14.6	14.9	3.2	8.8
A105560	KB금융	은행	-4.8	0.8	4.3	-3.4	0.9	8.9	10.7
A012330	현대모비스	자동차	-4.0	0.9	7.2	6.9	2.2	1.1	16.0
A123890	한국자산신탁	은행	-4.0	12.2	0.0	4.8	9.9	9.9	13.1
A049770	동원F&B	필수소비재	-3.0	6.4	5.3	6.9	3.8	-5.9	-0.6
A200880	서연이화	자동차	-2.7	0.6	31.6	20.7	16.7	-8.6	122.7
A192080	더블유게임즈	소프트웨어	-2.2	12.2	16.6	16.7	10.9	-0.8	-1.8
A000270	기아	자동차	-1.5	1.5	9.9	2.6	6.9	-5.5	42.0
A214320	이노션	미디어,교육	-0.9	4.4	17.0	-4.7	3.5	5.7	1.9
A000240	한국앤컴퍼니	자동차	-0.8	25.5	24.5	19.6	29.7	2.7	-2.6
A267270	HD현대건설기계	기계	-0.7	4.0	40.6	-13.6	-28.0	-18.9	-18.5
A005380	현대차	자동차	-0.5	2.2	13.6	0.7	-1.3	-11.3	21.9
A005850	에스엘	자동차	-0.5	6.2	16.1	10.7	-1.6	-10.5	44.9
A051600	한전KPS	유틸리티	-0.2	1.5	5.8	4.6	1.9	-1.6	3.6
A000720	현대건설	건설,건축관련	-0.2	0.7	2.9	5.9	8.1	-8.9	5.6

자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

제조업 상승 국면에서 수익률이 좋았던 종목에 주목

제조업 사이클이 상승을 앞두고 있는 만큼 과거 상승 국면 수익률이 높았던 종목 주목

- 제조업 사이클이 상승을 앞두고 있어 과거 제조업 상승 국면에서 수익률이 높았던 종목을 선별
- 앞서 P/E로 살펴본 기대감이 높은 섹터(운송, 화학)의 종목이 다수 포함돼 있지만 제조업 경기 개선이 업황 개선으로 이어진다면 과거 상승 국면처럼 높은 수익률 기록 가능성

제조업 상승 국면 월평균 수익률 상위 종목

티커	기업명	섹터	제조업경기 상승 국면 수익률(%)	수익률(%)			
				1개월	3개월	6개월	연초이후
A012510	더존비즈온	소프트웨어	13.2	-4.2	-13.0	-10.0	-22.0
A001470	삼부토건	건설,건축관련	12.4	-13.0	-25.8	16.8	99.2
A042660	한화오션	조선	11.5	-8.3	-27.3	-17.6	34.5
A014820	동원시스템즈	비철,목재등	9.4	5.3	-6.2	-24.4	-21.6
A011200	HMM	운송	9.0	8.4	-8.4	-16.0	-19.9
A035900	JYP Ent.	미디어,교육	9.0	-8.8	-12.5	-14.5	43.2
A028300	HLB	건강관리	8.3	7.9	10.9	-8.4	18.0
A005070	코스모신소재	화학	7.9	-2.2	-2.5	-14.2	210.7
A003620	KG모빌리티	자동차	7.0	6.4	-1.5	-16.3	-4.3
A018290	브이티	화장품,의류,완구	6.7	-1.4	49.8	189.7	241.5
A078600	대주전자재료	IT하드웨어	6.6	5.3	-11.3	-9.0	15.6
A005880	대한해운	운송	6.4	2.6	-3.7	-13.5	-20.5
A003280	흥아해운	운송	6.4	5.7	14.7	52.5	55.0
A005690	파미셀	화학	6.3	5.6	-7.6	-27.7	-41.9
A028670	팬오션	운송	5.9	-1.8	-2.3	-18.7	-26.4
A086520	에코프로	화학	5.9	-7.6	-44.8	22.6	574.8
A016380	KG스틸	철강	5.4	10.4	0.1	-9.7	11.9
A041190	우리기술투자	은행	5.4	33.7	67.9	41.8	53.3
A066970	엘앤에프	IT가전	5.3	-8.9	-30.1	-44.8	-16.8
A031980	피에스케이홀딩스	반도체	5.0	-3.8	-4.8	157.7	289.1
A121600	나노신소재	화학	5.0	-6.0	-16.8	-8.5	59.2
A064550	바이오니아	건강관리	4.9	-9.4	-26.2	-41.2	3.6
A084370	유진테크	반도체	4.9	2.1	23.7	36.1	89.6
A010690	화신	자동차	4.8	17.1	-0.9	-24.3	75.5
A007390	네이처셀	건강관리	4.8	13.3	8.8	-23.3	-45.9

자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

제조업 상승 국면 월평균 수익률 상위 종목

티커	기업명	섹터	제조업경기 상승 국면 수익률(%)	수익률(%)			
				1개월	3개월	6개월	연초이후
A033100	제룡전기	기계	4.7	0.4	-6.6	46.6	101.8
A003670	포스코퓨처엠	화학	4.7	-0.5	-35.3	-9.0	68.6
A005420	코스모화학	화학	4.7	5.2	-14.4	-30.2	80.0
A039440	에스티아이	반도체	4.6	13.7	20.0	160.9	170.7
A005850	에스엘	자동차	4.6	10.7	-1.6	-10.5	44.9
A053610	프로텍	반도체	4.6	2.7	9.3	77.2	132.3
A091120	이엠텍	IT하드웨어	4.6	-11.4	-14.3	80.5	127.4
A067310	하나마이크론	반도체	4.6	3.7	48.9	69.0	213.2
A079370	제우스	반도체	4.5	29.4	8.0	47.2	65.8
A068760	셀트리온제약	건강관리	4.5	27.5	24.9	-2.5	28.1
A000250	삼천당제약	건강관리	4.5	0.0	-9.0	3.6	52.7
A011780	금호석유	화학	4.5	5.8	9.1	-3.3	1.8
A020560	아시아나항공	운송	4.4	15.1	-1.4	-12.5	-22.6
A131290	티에스이	반도체	4.3	11.0	16.6	20.0	32.3
A041510	에스엠	미디어,교육	4.3	-18.4	-30.8	-12.3	20.2
A000660	SK하이닉스	반도체	4.2	1.0	5.9	31.0	70.7
A058610	에스피지	IT가전	4.2	19.1	15.3	6.3	97.7
A068270	셀트리온	건강관리	4.2	11.9	16.2	-6.2	4.7
A064760	티씨케이	반도체	4.1	13.3	7.7	-3.4	4.7
A020150	롯데에너지머티리얼즈	IT하드웨어	4.1	8.8	-9.0	-23.0	-15.6
A048410	현대바이오	화장품,의류,완구	4.1	-18.3	15.9	29.2	7.5
A095610	테스	반도체	4.0	-0.2	2.2	-7.0	30.6
A011070	LG이노텍	IT하드웨어	4.0	7.7	-5.6	-15.3	-3.6
A042700	한미반도체	반도체	4.0	3.8	9.6	129.0	428.7
A005290	동진쎄미켐	반도체	4.0	11.4	6.3	0.7	23.7

자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

2024년 실적 컨센서스

섹터	매출액			영업이익			순이익		
	2023E	2024E	변화율(%)	2023E	2024E	변화율(%)	2023E	2024E	변화율(%)
코스피	2,701,782	2,911,484	7.8	173,999	262,558	50.9	114,962	178,749	55.5
에너지	222,392	234,216	5.3	11,625	13,683	17.7	4,042	5,958	47.4
화학	124,941	142,653	14.2	4,917	9,470	92.6	3,398	6,169	81.5
비철,목재등	19,931	20,564	3.2	1,220	1,451	18.9	899	1,088	21.0
철강	125,780	132,591	5.4	7,615	8,354	9.7	4,572	5,054	10.5
건설,건축관련	114,255	114,529	0.2	4,771	5,706	19.6	3,183	3,617	13.7
기계	81,101	85,880	5.9	6,025	6,357	5.5	3,038	3,500	15.2
조선	54,457	65,474	20.2	627	3,372	438.0	439	2,290	421.5
상사,자본재	407,077	426,984	4.9	20,153	24,652	22.3	8,946	10,633	18.9
운송	87,770	91,029	3.7	7,469	7,057	-5.5	4,650	4,905	5.5
자동차	387,440	406,101	4.8	34,343	34,273	-0.2	28,300	28,585	1.0
화장품,의류,완구	57,609	62,426	8.4	5,349	6,756	26.3	3,385	4,242	25.3
호텔,레저서비스	4,308	4,836	12.3	439	632	43.9	546	677	24.1
미디어,교육	16,048	17,387	8.3	969	1,216	25.5	611	811	32.9
소매(유통)	85,699	91,476	6.7	2,403	3,143	30.8	1,293	1,756	35.7
필수소비재	73,075	77,313	5.8	4,711	5,394	14.5	2,774	3,231	16.5
건강관리	21,172	23,334	10.2	2,723	3,510	28.9	1,863	2,700	45.0
은행	4,917	5,318	8.1	30,260	31,717	4.8	22,149	23,067	4.1
증권	50,958	47,384	-7.0	7,391	7,932	7.3	5,575	6,007	7.7
보험	317	347	9.4	10,727	11,597	8.1	8,624	9,115	5.7
소프트웨어	45,513	50,884	11.8	4,105	5,017	22.2	3,286	4,125	25.5
IT하드웨어	39,462	43,696	10.7	1,868	2,995	60.3	1,398	2,213	58.3
반도체	296,627	358,419	20.8	-2,638	43,727	1,757.5	1,824	35,541	1,848.6
IT가전	144,275	159,552	10.6	8,474	11,423	34.8	5,285	7,470	41.4
디스플레이	22,952	26,524	15.6	-2,434	357	114.7	-2,543	9	100.4
통신서비스	58,228	59,723	2.6	4,508	4,769	5.8	2,933	3,120	6.4
유틸리티	155,478	162,846	4.7	-3,620	7,998	321.0	-5,505	2,866	152.1

기준일: 2024년 11월 29일
자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

Compliance Notice

- 금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.
- 당사의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 위 언급된 종목을 제외한 동자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부의 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자: 조재운)
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.