

2023년 9월 25일
투자전략

주식전략

▶ Strategist 박승영
park.seungyoung@hanwha.com
3772-7679

투자전략

10월, 단단한 플레이

10월 주식 매수를 권한다. 제조업, 수출 중심의 주식시장을 글로벌 제조업 경기가 반등하는 구간에서 비관적으로 보는 건 앞뒤가 맞지 않는다.

10월, 좁아지는 문

올해 주식시장을 움직인 건 글로벌 금융시장의 risk-on/off였다. 1월엔 물가 상승률이 하락하면서 채권에 대한 리스크가, 5월엔 AI 붐이 불면서 주식에 대한 리스크가 떨어졌다. 10월 주식시장 상승을 예상하나 상승 논리는 지난 1월, 5월과 다를 것이다.

이익 성장이 주도하는 시장

지금부터 이익이 늘어나야 주식시장이 오를 수 있다. 3분기 영업이익은 전년대비 증가로 돌아설 수도 있다. 3분기 실적이 예상에 부합하면 그 자체로도 의미 있지만 내년 1분기와 2분기 영업이익이 증가할 것이라는 컨센서스의 신뢰가 높아질 것이다.

10월 투자전략, 단단한 플레이

실적이 개선되며 KOSPI가 오르면 대체 관계인 코스닥의 메리트는 약해질 것이다. 상반기에 2차전지가 부각됐던 것도 KOSPI의 실적이 역성장했기 때문이다. 증익이 당연해지면 초점은 밸류에이션에 맞춰질 수밖에 없다.

반복되는 연말 계절성도 코스닥보다 KOSPI를 선호하게 한다. 올해 코스닥지수 상승률은 30%에 가깝고 개인 투자자들의 월평균 순매수 규모도 8,783억원으로 많은 편이었다. 올 연말 개인 투자자들은 세금을 회피할 목적으로 주식을 매도할 것으로 보인다.

[Compliance Notice]

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (박승영)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치 센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

10월, 좁아지는 문

10월 주식시장 주변여건
나아지기 어려워

10월에도 주식시장 주변여건은 나아지지 않을 것이다. 투자는 단단해야 한다.

주식으로 돈 벌기 어려운 여건이다. 기회가 왔을 때 벳을 해야 하고, 벳 사이즈도 의미 있어야 한다. 10월은 1월, 5월에 이은 2023년 세 번째 기회로 판단한다.

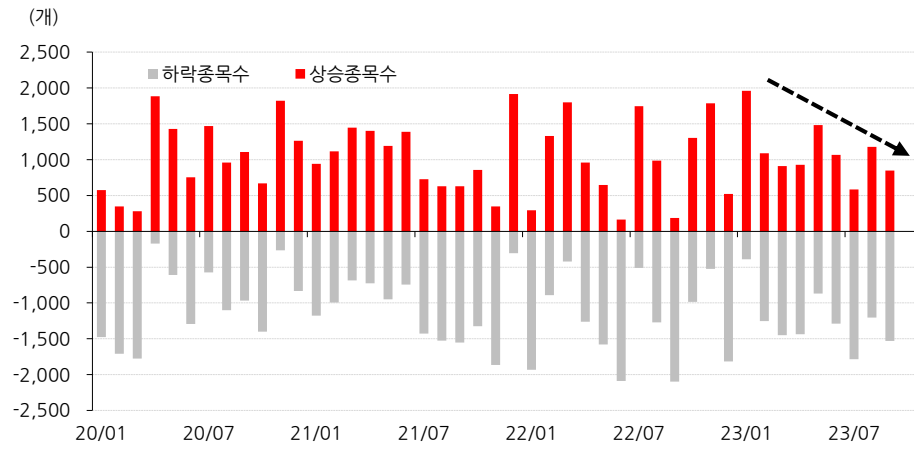
미국 금리의 변동성은 떨어졌지만 레벨은 높다. 국내 크레딧 여건도 뻣뻣하다. CD 91일 물 금리는 작년 말 5.5%에서 하락하기 시작해 올해 3월 29일 3.97%까지 떨어졌지만 그 이후로 더는 내려가지 않고 있다. 오히려 21일 현재 4.02%까지 반등했다.

올해 주식시장을 움직인 건 글로벌 금융시장의 risk-on/off였다. 1월 상승 종목수는 하락 종목수보다 6배나 많은 1,961개였다. 5월엔 AI 붐이 불면서 분위기가 좋아졌다. 그러나 1월과 5월을 제외한 나머지 달에 상승 종목 수는 하락 종목 수보다 적었다. 올해 주식시장의 반등은 소수 업종과 종목이 견인했다.

10월 주식시장 상승을 예상한다. 다만 상승의 논리는 지난 1월, 5월과는 다를 것 같다. 올해 두 번의 상승은 위험이 감소한 결과였다. 1월엔 물가가 피크아웃하면서 채권의 위험이 완화됐고 5월엔 AI 붐이 일면서 주식의 리스크 프리미엄이 떨어졌다.

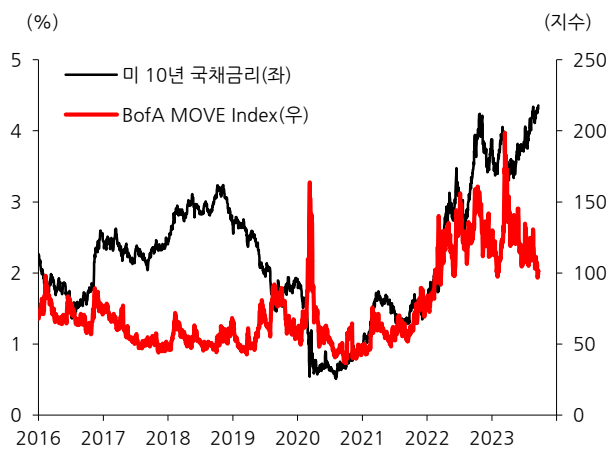
이 과정에서 주식시장의 밸류에이션은 정상화됐다. KOSPI의 12개월 예상 PER은 10.5 배이고 S&P500은 18.3배나 된다. 금리의 하방 경직성을 감안하면 밸류에이션이 단기간에 더 높아지기는 어려워 보인다. 주식시장이 상승하기 위한 조건이 한가지 더 추가됐다.

[그림1] 국내 주식시장 하락종목수가 상승종목수보다 많아



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 미 금리 변동성 하락하고 레벨은 높아



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] CD91 일 금리, 4.02%로 반등



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

연말까지 벧은 단단하게

주식시장 상승 드라이버,
risk on/off에서 이익으로

지금부터 이익이 늘어나야 주식시장이 오를 수 있다. 10월 상승을 기대하는 것도 3분기 영업이익이 전년 대비 증가로 돌아설 수 있다고 기대하기 때문이다. 1분기와 2분기엔 각각 42%, 48% 감익이었다.

3분기 실적이 돌아서면 2024년도 기대할 수 있을 것이다. 2024년 KOSPI의 영업이익은 274조원으로 예상되고 있다. 2003년 이후 20년 동안 실적치가 연초 컨센서스를 하회한 경우는 12번이었다. 투자자들은 12개월 예상 PER 10.7배를 숫자 그대로 받아들이기 어려울 것이다.

3분기 실적이 예상에 부합하면 그 자체로도 의미있지만 내년 1분기와 2분기 영업이익이 증가할 것이라는 컨센서스의 신뢰가 높아진다. 주식시장 참가자들이 실적을 믿으면 산업재에선 현대건설, 삼성엔지니어링, 현대인프라코어, 인터넷/미디어에선 NAVER, 경기소비재에선 현대차, 기아차 현대모비스 등이 싸보일 것이다. 반도체는 3분기까진 전년 대비 감익이지만 올해 4분기부터 내년 4분기까지 분기 대비 증익이 이어진다.

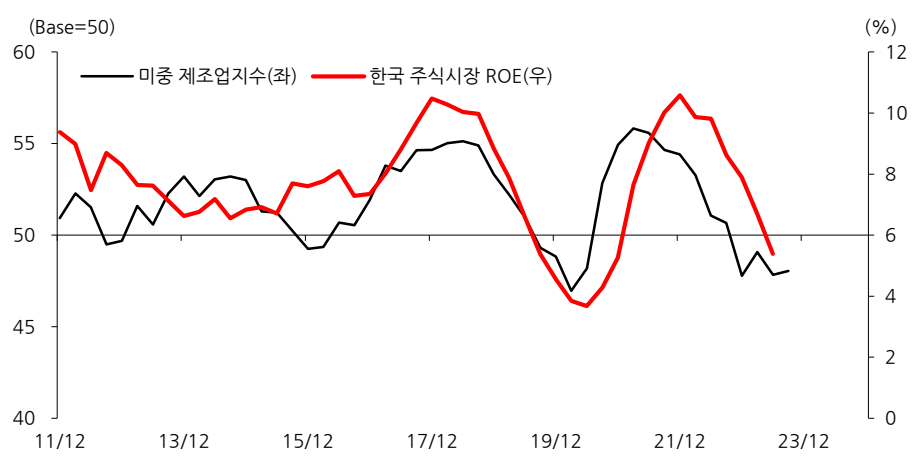
PBR 1배=2,700p

국내 기업이익은 글로벌 제조업 경기에 연동된다. 기업이익 증감이 커서 ROE, 마진율 같은 수익성 지표들은 같이 움직인다. 국내 주식시장 ROE는 지난 2분기 5.4%까지 하락해 2020년 4분기 이후 최저를 기록했다. 반도체 실적은 2019년보다도 부진했다. 한국전력의 적자가 감익의 큰 부분을 차지했다. 단 운송 등 경기민감 업종들의 실적은 개선됐다.

지난 2분기가 실적의 저점이었다는 데엔 시장 참가자들의 의견이 모아지지만 주식시장이 얼마나 좋아질 걸 반영했는지에 대해선 이견이 있는 것 같다. 도널드 트럼프 전 미국 대통령이 미국 법인세를 인하했던 2017~18년이나, 코로나로 공급망이 차질을 빚으면서 기업들이 주문을 서둘러서 많이 냈던 2020~21년보다 이번 반등의 고점이 높을 것으로 보긴 어렵다.

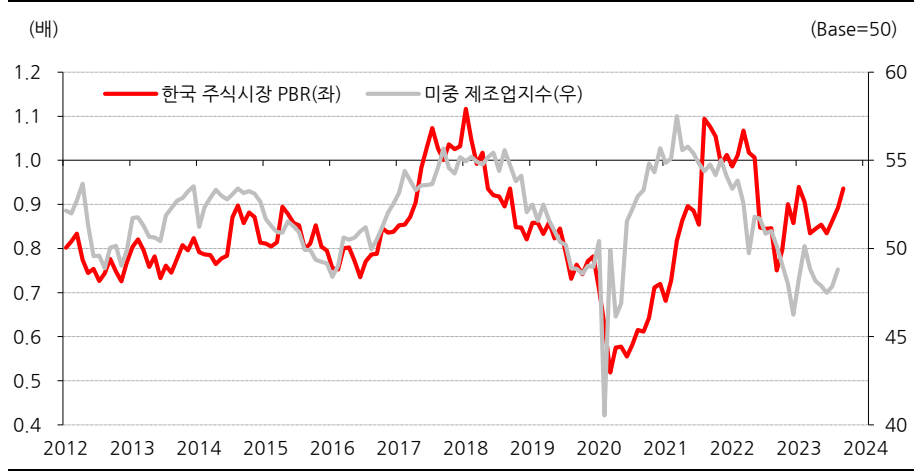
ROE의 상단은 8% 부근이 적정해 보인다. 할인율을 대략 8%(무위험 수익률 4%, 주식에 대한 리스크 프리미엄 4%)로 설정하면 적정 PBR을 1배로 추정할 수 있다. 2023년 말 KOSPI 자본총계는 2011년 이후 연평균 증가율 7%를 가정해 2,350조원으로 추정하면 KOSPI의 목표 시가총액은 2,350조원이다. 지금보다 5.3% 늘어날 여력이 있다. KOSPI로 환산하면 2,700p 부근이다.

[그림4] 국내 주식시장 ROE, 글로벌 제조업 경기에 연동



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 국내 주식시장 PBR, 0.94 배 기록중



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

연말 계절성은 유효

대안으로서 코스닥 메리트
약화

KOSPI가 실적 개선으로 오르면 대체 관계인 코스닥의 메리트는 약해질 것이다. 상반기 2차전지의 성장 기대가 부각됐던 이유도 KOSPI의 실적이 역성장했기 때문이다. 증익이 당연해지면 초점은 밸류에이션에 맞춰질 수밖에 없다.

반복되는 연말 계절성도 코스닥보다 KOSPI를 선호하게 한다. 개인 대주주 한도는 2013년까지 100억원이었는데, 이때까진 개인 투자자들의 연말 매도가 관측되지 않았다. 2013년 대주주 한도가 50억원으로 하향된 이후부터 개인 투자자들은 12월에 주식을 순매도했다. 대주주 한도는 2016년 25억원, 2018년 15억원으로 낮춰졌고 2020년엔 10억원까지 하향됐다. 올해도 10억원이 적용된다.

연말 개인 순매도는 세금과 당해년도 주가 등락률에 영향받는다. 2021년엔 코스닥 지수가 7% 올랐고 개인 투자자들은 11월과 12월 각각 6,040억원, 1조 1,153억원을 순매도했다. 2022년 코스닥지수는 34% 하락했고 개인 순매도는 12월 한달 2,073억원에 그쳤다. 예외는 2020년이다. 상승률이 44.6%나 됐지만 개인은 12월에 3,003억원을 순매수했다. 세금을 회피하기 위한 매도가 있었지만 더 큰 매수에 묻힌 것으로 보인다. 2020년 1~11월 개인의 월평균 순매수 금액은 1조 4,560억원으로 순매수의 5배에 달했다.

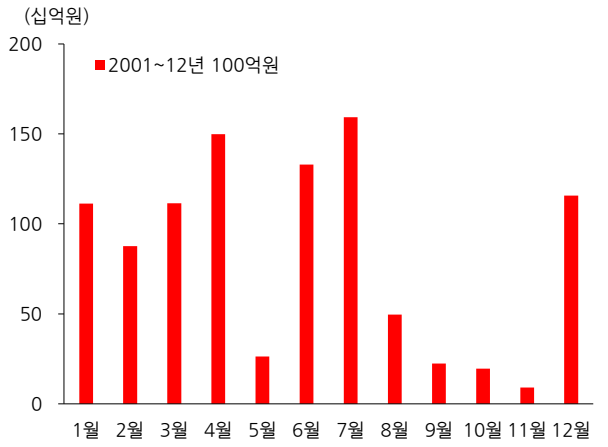
올해 코스닥지수 상승률은 30%에 가깝다. 개인 투자자들의 월평균 순매수 규모도 8,783억원으로 많은 편이었다. 올 연말 개인 투자자들은 세금을 회피할 목적으로 주식을 매도할 것으로 보인다.

당장 내년에 이익이
늘어나는 업종 매수

10월 주식 매수를 권한다. 제조업, 수출 중심의 주식시장을 글로벌 제조업 경기가 반등하는 구간에서 비관적으로 보는 건 앞뒤가 맞지 않는다는 생각이다. 3개월 밖에 남지 않은 2024년 이익이 늘어난다면 먼 미래의 이익을 당겨 올 필요도 없다.

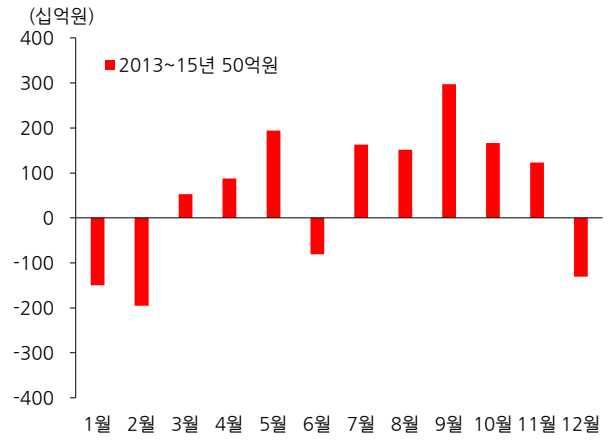
상반기를 주도했던 업종과 종목은 5년 뒤, 7년 뒤의 이익까지 끌어와도 비쌌다. 경기가 좋아서 금리가 오르고 있다. 내년에 이익이 증가하는 반도체, 자동차, NAVER, 현대건설 같은 대형주를 사는 게 좋아 보인다. 물렁하고 느슨한 벼를 경계해야 한다.

[그림6] 개인 대주주 한도 100 억원일 때 코스닥 계절성 없어



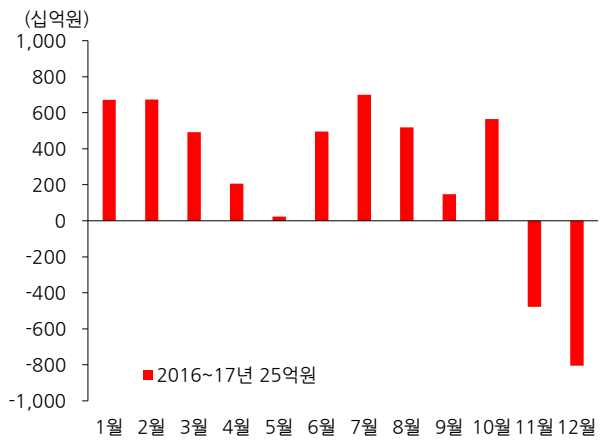
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 2013년 한도 50 억원으로 축소. 12월 개인 순매도



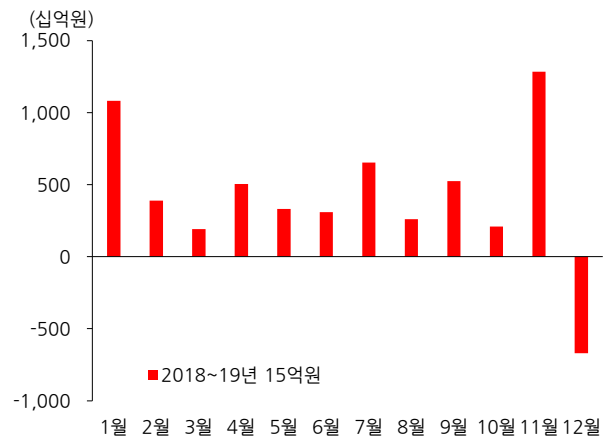
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 2016년 25 억원으로 축소되고 연말 개인 매도



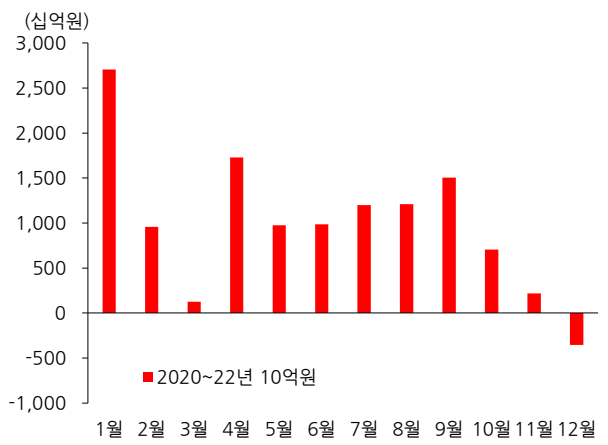
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 2018년 15 억원으로 축소. 12월 개인 순매도



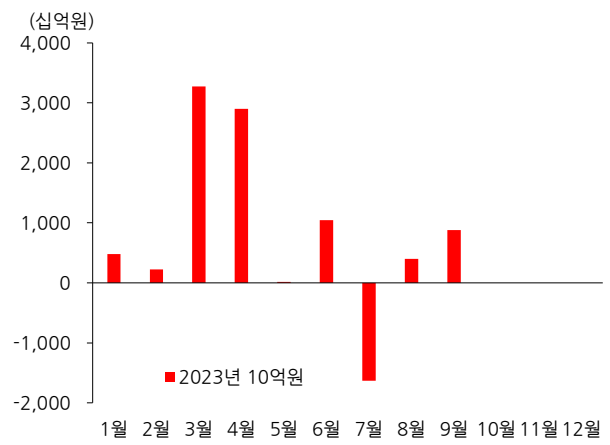
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 2020년 10 억원으로 축소. 12월 개인 순매도



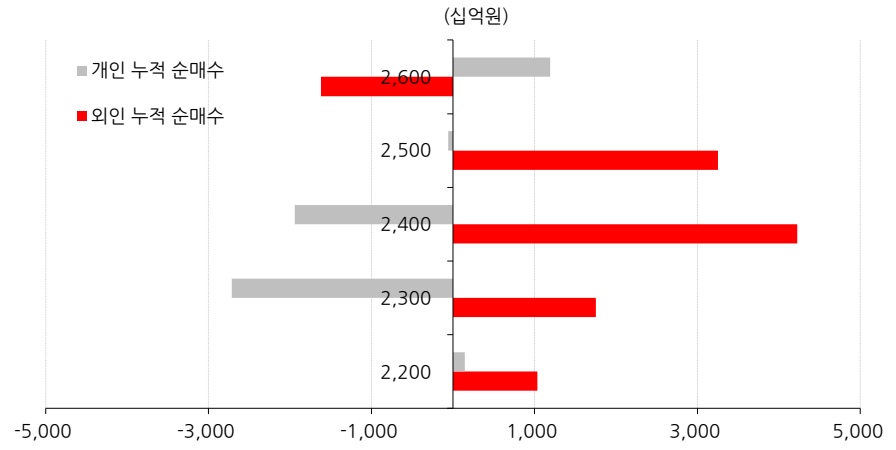
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 2023년 10 억원 유지



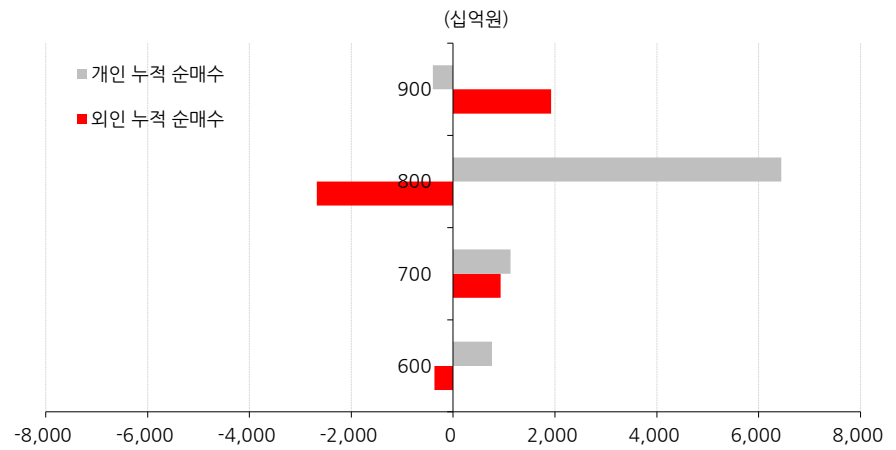
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] KOSPI, 올들어 2,600 위에서 외국인 순매도



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 코스닥, 올들어 800 대에서 개인 순매수 확대



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 월간 자산 수익률

	전통자산						대체자산							
	국채		주식				헤지펀드	벤처	바이아웃	상업용부동산				원자재
	한국	미국	한국	ACWI	한국	캐리	전세계	전세계	전세계	전국	서울	서울	캐리	%mom
	총수익 % mom	총수익 % mom	가격 % mom	가격 % mom	가격 % mom	캐리 % mom	% mom	Net IRR	Net IRR	가격 % qoq	캐리 % qoq	가격 % qoq	캐리 % qoq	
22/09	(0.93)	(3.45)	(12.88)	0.18	(9.74)	0.17	(3.23)	28.7	22.5	0.94	0.73	1.09	0.77	(7.62)
22/10	0.37	(1.39)	6.48	0.04	5.96	0.07	1.51							2.18
22/11	1.39	2.68	7.15	0.00	7.60	0.16	1.63							2.05
22/12	0.17	(0.52)	(9.31)	1.32	(4.05)	0.11	(0.81)	26.7	20.6	0.07	0.95	0.05	0.97	(0.72)
23/01	1.33	2.51	8.99	(0.00)	7.10	0.07	3.33							0.12
23/02	(0.89)	(2.34)	(0.78)	0.00	(2.98)	0.12	(0.83)							(2.97)
23/03	1.65	2.89	2.30	0.12	2.82	0.26	(0.52)	23.7	20.4	0.06	0.98	0.14	1.00	(0.78)
23/04	0.24	0.54	1.38	0.00	1.27	0.16	0.16							0.16
23/05	(0.06)	(1.16)	3.88	(0.01)	(1.32)	0.25	(0.70)							(5.34)
23/06	(0.25)	(0.75)	(0.35)	0.27	5.64	0.16	1.86	20.0	19.8	0.02	0.98	0.10	1.00	3.21
23/07	0.27	(0.35)	2.27	0.00	3.55	0.11	1.54							7.70
23/08	0.29	(0.52)	(3.15)	0.02	(4.48)	1.68	(0.94)							(0.10)

주: 9/21 종가 기준

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 월간 섹터 상대수익률

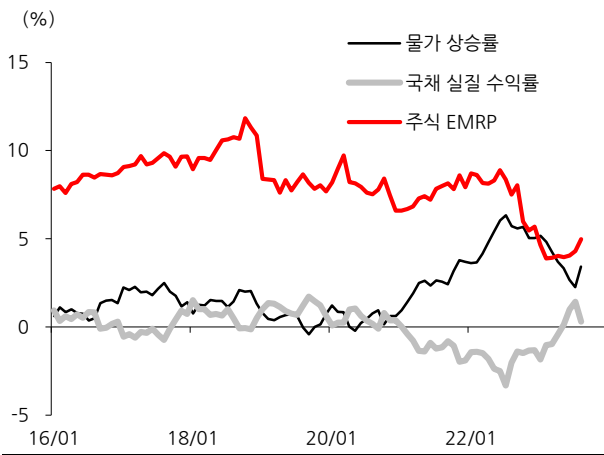
(단위: 조 원, %)

업종	시가총액	22/10	22/11	22/12	23/01	23/02	23/03	23/04	23/05	23/06	23/07	23/08	23/09
에너지	47.3	4.82	(1.96)	(1.84)	(4.22)	(5.25)	6.70	(2.75)	(0.87)	(6.72)	6.96	(5.67)	(3.65)
화학	158.4	6.84	3.90	(6.26)	3.66	6.07	14.28	5.09	(9.70)	5.40	13.65	(4.21)	(9.20)
비철, 목재등	28.7	(0.88)	(3.63)	1.84	(7.50)	4.43	(1.99)	(0.72)	(6.58)	2.82	1.66	3.99	(0.96)
철강	69.5	5.74	11.37	0.51	1.01	6.00	10.16	2.07	(7.86)	5.86	46.46	(6.15)	2.00
건설, 건축관련	45.4	(6.35)	3.96	(2.76)	1.21	(1.84)	1.53	(0.98)	(3.01)	(0.70)	0.47	0.38	0.18
기계	60.0	(2.91)	8.61	0.87	(1.86)	(0.89)	5.51	3.34	(3.14)	8.10	(1.65)	2.63	(1.70)
조선	41.5	(10.78)	(3.86)	5.24	(1.20)	(2.47)	(6.94)	7.04	4.92	17.18	14.42	(1.68)	(4.55)
상사, 자본재	99.7	1.21	(3.54)	2.99	(4.36)	(3.00)	(2.31)	1.21	(2.83)	1.06	0.77	1.63	2.10
운송	43.2	(4.62)	3.60	3.66	(0.63)	(0.14)	(6.14)	(5.30)	(6.56)	7.10	(8.31)	(0.63)	2.21
자동차	137.6	(7.84)	(5.52)	(1.25)	0.57	7.36	1.27	3.16	(0.85)	3.31	(6.53)	0.27	1.77
화장품, 의류, 완구	62.9	(10.51)	7.20	11.42	(3.70)	(2.79)	(5.57)	(3.45)	(8.58)	(0.03)	(6.19)	13.51	(1.62)
호텔, 레저서비스	13.6	(12.65)	4.41	13.85	(5.84)	(3.97)	(5.15)	(7.21)	(5.30)	(3.20)	(11.00)	12.58	(3.39)
미디어, 교육	37.3	(8.90)	3.67	12.87	(1.77)	3.12	(11.00)	7.48	2.76	(3.85)	(3.86)	(0.16)	(3.80)
소매(유통)	23.2	(5.97)	(1.61)	10.23	(5.20)	(2.51)	(4.61)	(4.36)	(6.78)	(3.48)	(4.21)	9.96	(1.82)
필수소비재	51.5	(4.90)	(4.12)	6.61	(8.31)	(1.11)	(2.63)	(0.56)	(4.75)	(3.14)	(5.22)	9.08	0.08
건강관리	214.7	(2.58)	(8.46)	6.95	(7.75)	(1.15)	(1.45)	2.63	0.34	(5.02)	(1.94)	5.47	(0.74)
은행	109.3	0.30	3.77	2.01	5.86	(5.02)	(10.54)	(0.79)	(1.35)	(2.43)	0.21	6.06	6.01
증권	34.8	(3.47)	10.04	3.90	3.43	3.07	(10.61)	(1.11)	(0.03)	(3.74)	1.67	8.21	1.53
보험	43.9	0.48	(0.07)	8.44	(6.63)	5.45	(8.58)	7.12	(5.72)	1.14	(0.52)	5.13	10.67
소프트웨어	141.0	(13.04)	3.24	3.22	4.30	2.49	(6.70)	(4.14)	(3.58)	(6.59)	4.96	0.97	(2.80)
IT 하드웨어	65.2	(3.45)	0.85	(0.85)	0.87	2.65	1.64	(5.72)	1.96	1.99	(4.64)	0.57	(4.02)
반도체	568.0	3.37	(3.17)	(1.62)	3.11	0.50	2.75	0.39	7.65	2.83	(3.23)	(0.81)	2.31
IT 가전	231.6	17.59	(2.97)	(9.81)	7.54	8.33	7.67	(3.99)	0.50	(3.22)	4.01	(7.46)	(8.64)
디스플레이	19.4	(1.18)	1.40	(1.10)	(0.85)	10.84	8.72	(7.81)	3.98	(0.50)	(7.43)	0.94	(5.08)
통신서비스	24.5	(5.32)	(5.94)	1.69	(7.33)	(6.09)	(1.47)	(0.67)	1.06	(4.96)	(5.15)	9.94	3.70
유틸리티	22.1	(15.68)	10.33	11.18	(10.26)	(6.17)	(0.51)	(13.00)	(4.29)	4.34	(6.70)	(2.00)	2.04

주: 9/21 종가 기준

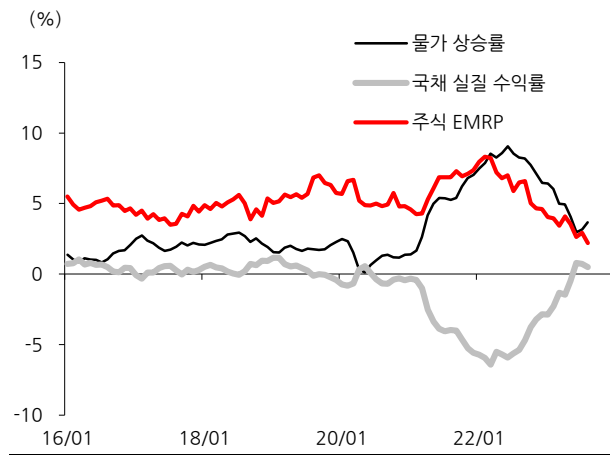
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 한국 자산 리스크 프리미엄



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림15] 글로벌 자산 리스크 프리미엄



자료: 한화투자증권 리서치센터