

투자전략

반전 드라마

이경민 kyoungmin.lee@daishin.com

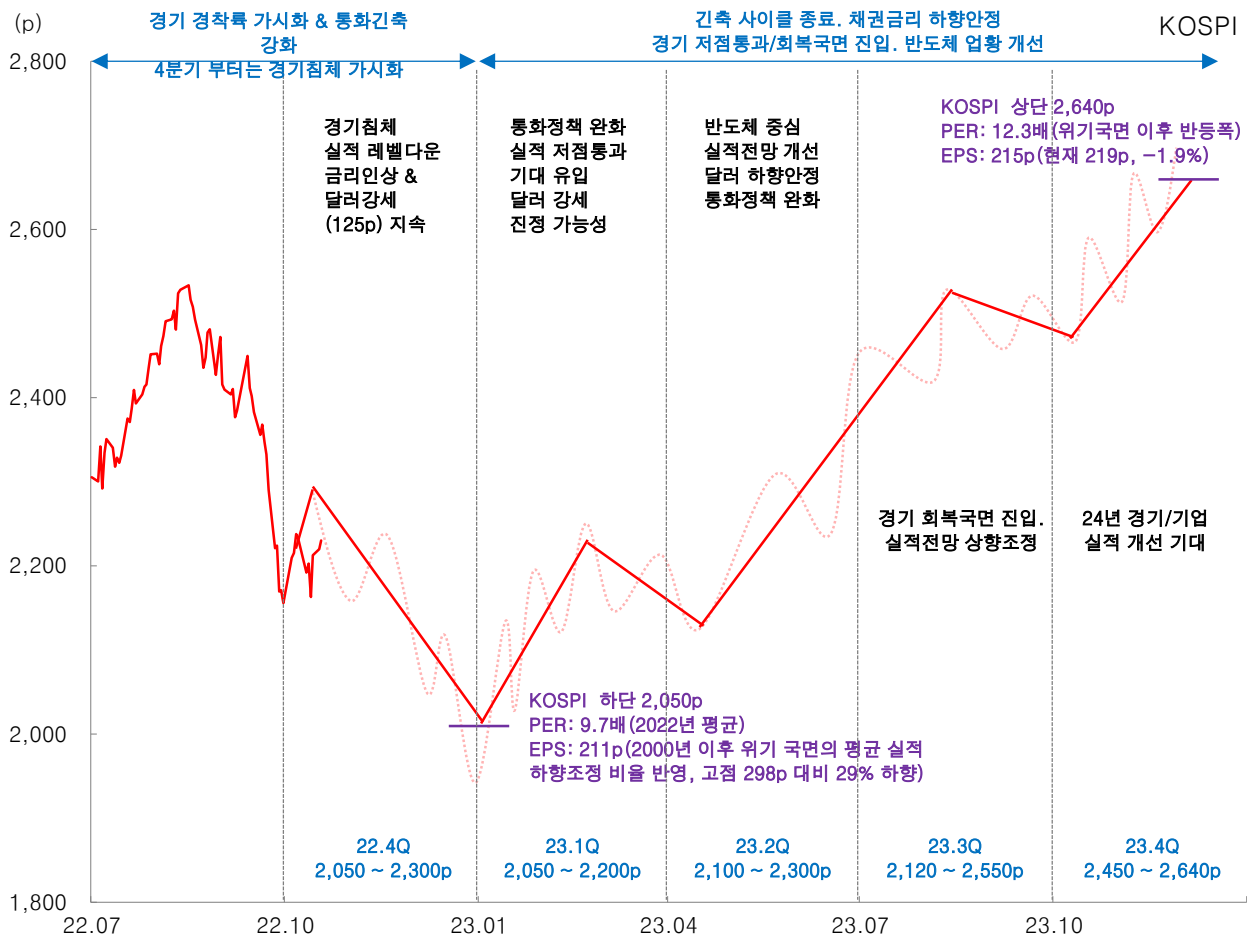


23년 KOSPI 전망

1분기 중 저점 통과 이후 상승추세 전개. 반도체 업종이 핵심

- 23년 KOSPI는 1년 6개월 동안 지속되었던 하락추세를 마무리하고 추세반전 모색
23년 1분기 중 저점통과 예상. 빠르면 22년말, 23년초 가능
- KOSPI 2,050p 이하는 저평가 매력이 부각되는 지수대. 전략적 스탠스를 주식 비중확대로 전환하는 기준점. 저점 확인 과정에서 예상보다 경기침체 강도가 강하거나 유동성/신용 리스크 충격이 유입될 경우 UnderShooting 가능성은 염두에 둘 필요가 있음
- 2분기부터는 1) 통화정책 완화로 인한 금리/달러 안정, 2) 글로벌 경기와 반도체 업황/실적 턴어라운드 가시화, 3) 경기회복 국면 진입 등으로 상승추세 전개. 추세반전과 23년 하반기 상승폭 결정 변수는 반도체. 2016년 ~ 17년과 유사한 반도체 주도 장세 전망

23년 KOSPI 예상 경로와 주요 이슈



23년 KOSPI Band 2,050 ~ 2,640p

KOSPI 2,050p 이하부터 주식 비중확대 가능

- KOSPI는 1분기 중 연간 저점(2,050p) 통과 예상. KOSPI 2,050p는 가격/밸류에이션 측면에서 충분히 저평가된 수준으로 판단
 ① P/B 0.81배 = 2,090P, ② P/E(TTM) 11.24배 = 2,050p (순이익 25% 감소 고려, 과거 위기국면 평균 감소 비율). 저점 통과과정에서 동 지수대 하회시 비중확대 기회로 판단
- 2분기부터 KOSPI 상승세 전망. EPS 상승은 제한적이나 통화정책 완화, 금리안정을 계기로 밸류에이션 정상화 예상. 저점대비 밸류에이션 회복 강도는 위기 국면 이후 1년 뒤 PER 변화를 반영
- 과거 위기 국면 이후 KOSPI 반등 / 상승추세 형성과정은 1차 밸류에이션 정상화, 2차 경기/실적 개선 가시화. 23년 하반기 이후 KOSPI 상승폭과 속도에 있어 KOSPI(특히, 반도체) 업황/실적 개선이 중요

12개월 선행 EPS X PER Matrix

	12M Fwd EPS	12개월 선행 PER						
		전저점 8.5X	01년 이후 평균 9X	22년 평균 9.4X	장기 평균 10X	01년 이후 평균의 +1 표준편차 11X	21년 6월 이후 고점 11.75X	위기 국면 저점통과 이후 1년 PER 반등강도 반영 12.3X
과거 위기국면 평균 하향조정 비율 반영	223	2,007	2,096	2,163	2,230	2,453	2,620	2,743
현재(10월 31일)	219	1,971	2,059	2,124	2,190	2,409	2,573	2,694
	215	1,935	2,021	2,086	2,150	2,365	2,526	2,645
금융위기, 반도체 업황 악화 시 평균 하향조정 비율 반영	211	1,899	1,983	2,047	2,110	2,321	2,479	2,595
	205	1,845	1,927	1,989	2,050	2,255	2,409	2,522
반도체 업황 악화 (18 ~ 19년) 하향조정 비율 반영	200	1,800	1,880	1,940	2,000	2,200	2,350	2,460

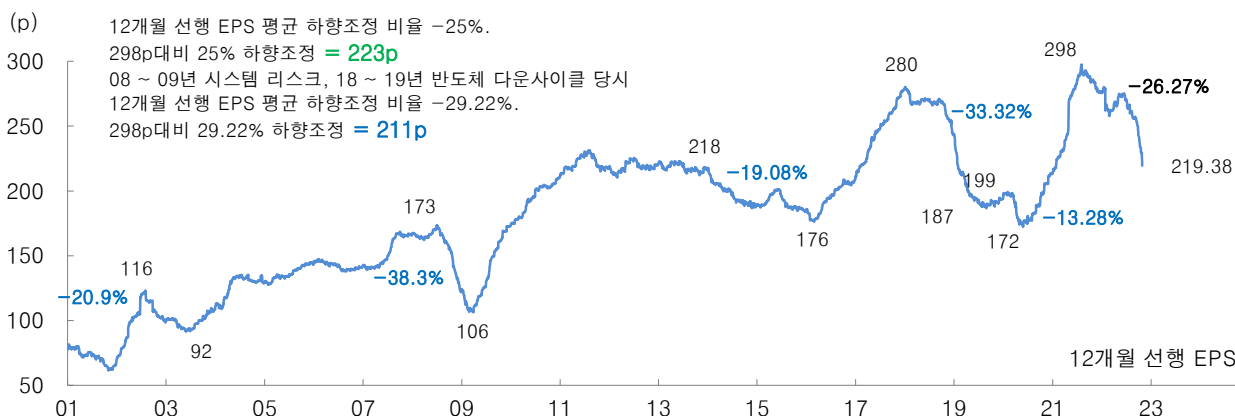
자료 : FnGuide, 대신증권 Research Center

KOSPI 하단 2,050p : 12개월 선행 EPS 211원 X 9.7배

저점이 멀지 않지만, 통과 과정이 험난할 수 있어... UnderShooting 가능성 경계

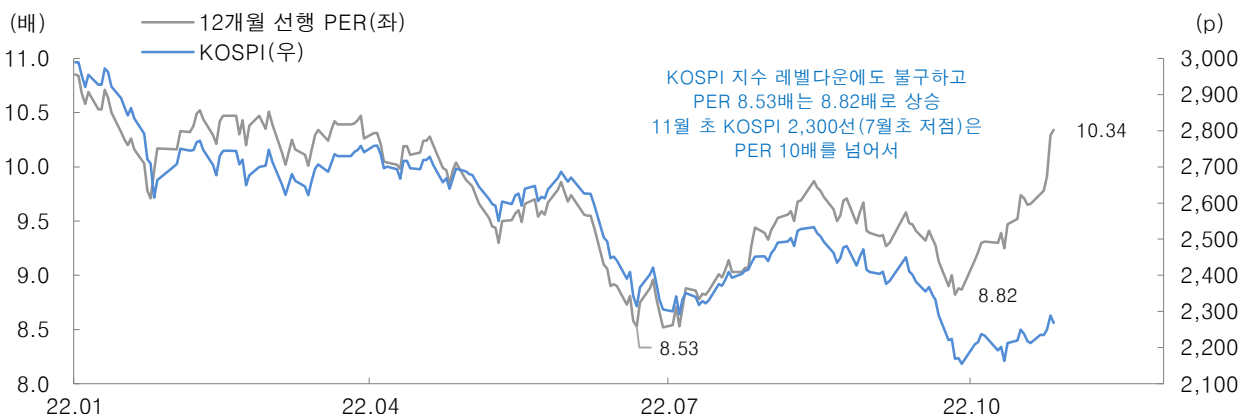
- 12개월 선행 EPS 211원은 현재(10월 31일 기준) EPS 219원에서 3.6% 하향조정
금융위기(08년 ~ 09년), 반도체 업황 악화 & 미중 무역전쟁(18년 ~ 19년) 당시 EPS
하향조정(고점대비 -29.22%) 비율 반영. 고점 298원에서 29.22% 레벨다운된 수준
- PER 9.7배는 22년 평균 수준. 급격한 실적 전망 하향조정, 통화정책 정점통과 기대 등으로
KOSPI 밸류에이션 급등. 2019년 반도체 업황/실적 위축 & 미중 무역전쟁 당시와 유사한
패턴. KOSPI 밸류에이션 저점은 이미 통과했다고 판단. 향후 저점통과 과정에서 본격적인
하락추세가 전개되었던 23년 평균 PER 9.7배 전후에서 밸류에이션 지지력 확보 예상

과거 위기국면에서 12M Fwd PER 조정 비율



자료 : FnGuide, 대신증권 Research Center

가파른 이익전망 하향조정으로 PER은 오히려 상승 중



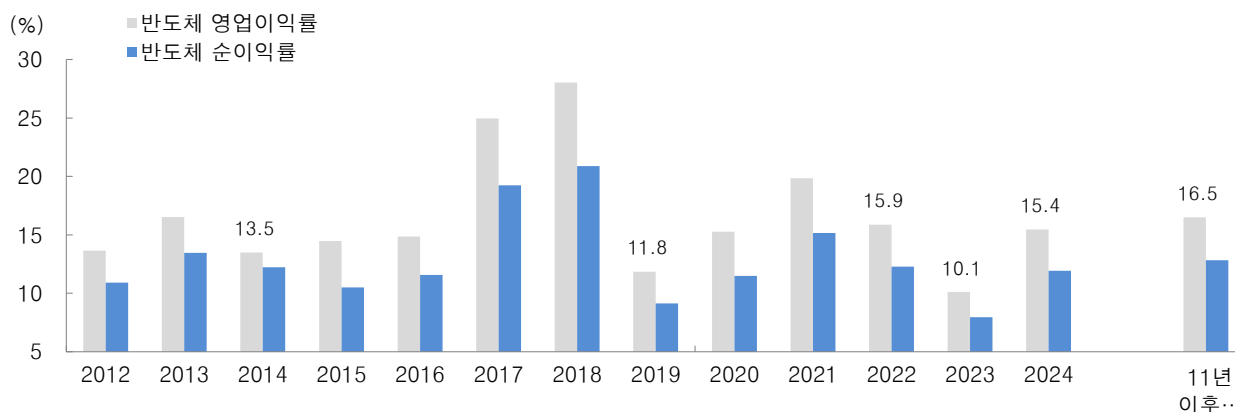
자료 : FnGuide, 대신증권 Research Center

12개월 선행 EPS 하향조정 정점 통과 중

23년 2분기 실적 저점, 3분기 턴어라운드 예상. 반도체 23년 영업이익률 10.1%

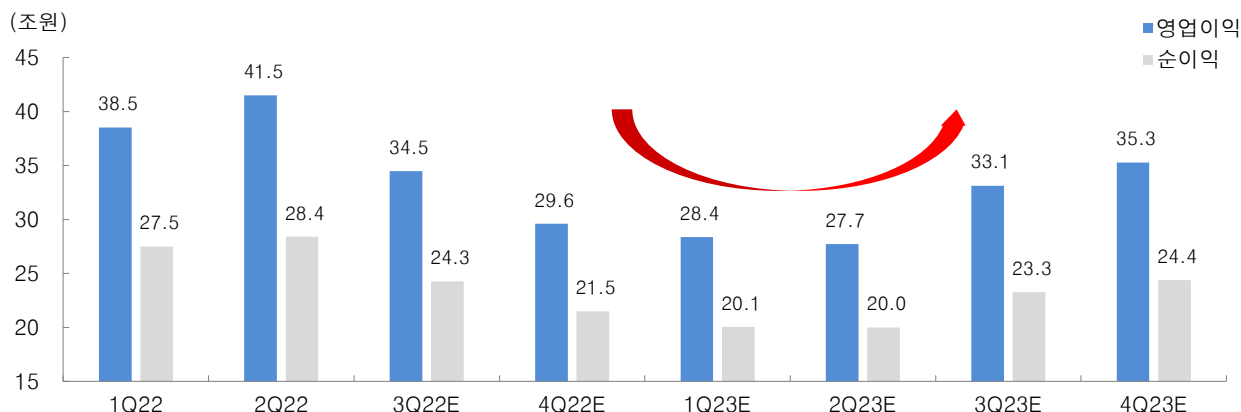
- 12개월 선행 EPS는 저점권에 근접. 12개월 선행 EPS는 현재(10월 31일, 219원 기준)까지 고점대비 26.27% 하향조정. 과거 위기국면 평균인 25%보다 하향조정 폭이 큰 상황
- 반도체 업황/실적 악화 영향. 반도체 업종의 23년 영업이익률은 이미 10.1%까지 낮아짐. 이익에 대한 눈높이가 충분히 낮아져 있다고 판단. 추가 하향조정 폭 제한적일 것
- 향후 12개월 선행 EPS에 3Q23, 4Q23 이익전망 유입. 23년 하반기 실적 턴어라운드, 레벨업 예상. 12개월 선행 EPS의 추가적인 하락세는 제한적인 전망

실적 하향조정의 중심에 자리한 반도체 업종. 영업이익률 23년에 10% 초반까지 낮아져



자료 : FnGuide, 대신증권 Research Center

3Q23 영업이익, 순이익 레벨 상승. 12개월 선행 EPS 급락세 진정 예상



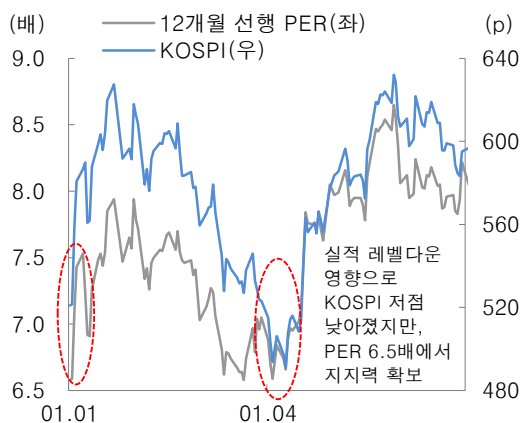
자료 : FnGuide, 대신증권 Research Center

Appendix 1) 과거 저점통과 국면에서 KOSPI와 PER 추이

KOSPI 지수 레벨다운에도 밸류에이션 상승

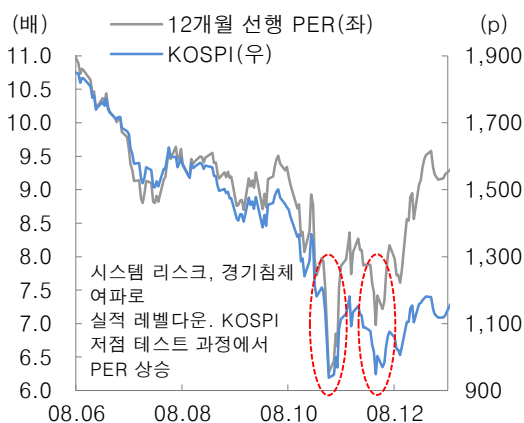
- 과거 위기 국면, 실적 레벨다운 국면에서 KOSPI 하락추세 정점통과 과정 확인. KOSPI 지수 하락에도 불구하고 12개월 선행 PER은 전 저점대비 상승
- 특히, 반도체 업황/실적 부진과 미중 무역전쟁 영향으로 실적 전망이 급격히 하향조정되었던 18년 저점 확인 과정에서 PER은 8배 중반에서 11배로 레벨업. 22년 연말 ~ 23년 1분기 저점통과 과정도 이와 유사할 전망
- 코로나19와 같은 급격한 쇼크, 경기침체 국면만 아니라면 22년 하반기 KOSPI는 이미 PER 저점을 통과했다고 생각

IT 버블 이후 저점 통과



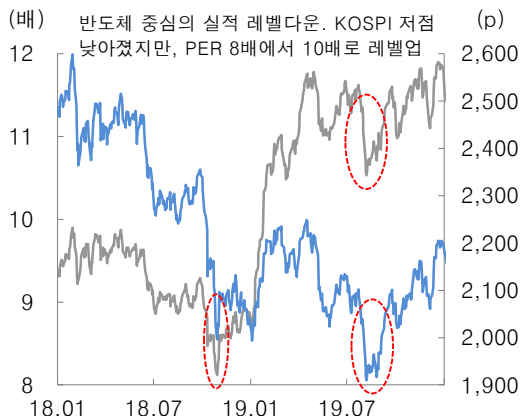
자료 : FnGuide, 대신증권 Research Center

금융위기 이후 저점 통과



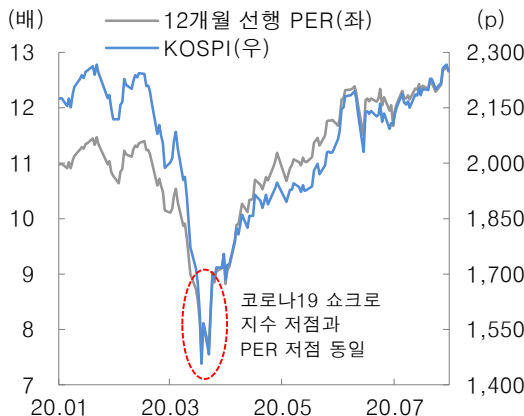
자료 : FnGuide, 대신증권 Research Center

반도체 쇼크 / 미중 무역전쟁 당시 저점 통과



자료 : FnGuide, 대신증권 Research Center

코로나19 쇼크 당시 저점 통과



자료 : FnGuide, 대신증권 Research Center

KOSPI 상단 2,640p : 12M Fwd EPS 215원 X PER 12.3배

밸류에이션 정상화를 반영한 지수대. 반도체를 중심으로 한 이익개선 강도 체크

- 12개월 선행 EPS 215원은 EPS 예상 저점(211원)대비 2% 상승. 과거 위기국면, 하락추세 저점 통과 이후 EPS 변화를 보면 9개월 전후 시점까지 이익개선 폭은 제한적. 12개월 시점에는 큰 폭의 이익개선세를 기대할 수 있지만, 경기불안, 반도체 업황 개선의 불확실성 등을 감안해 보수적으로 추정
- 12개월 PER 12.3배는 위기국면, 하락추세 저점 통과 이후 PER 반등 강도 반영. 다만, 유동성 공급 여부에 따라 반등 강도가 달라짐을 감안해 2001년 3월, 2003년 3월 이후 반등 강도를 적용. 9배 이상에서 저점을 형성시 12.3배 회복은 가능할 전망
- KOSPI 상단 추정에 있어 불확실성 변수들 다수 존재. 통화정책 완화 강도와 시점, 반도체를 중심으로 한 기업 업황/실적 개선 시점과 폭, 속도 등. 현재로서는 밸류에이션 정상화를 반영하고, 이익전망은 보수적으로 추정
- 23년 하반기 글로벌 경기 턴어라운드와 함께 반도체 이익 개선이 뚜렷해지면서 12개월 선행 EPS가 예상보다 강한 상승세를 보인다면 KOSPI 상단은 높아질 것
- 반면, 경기 회복이 부진하고, 반도체 업황/이익 개선 시점이 또 다시 지연될 경우 23년 상단에 대한 눈높이는 낮출 필요가 있음

과거 위기국면 이후 분위기 반전국면에서 12M Fwd PER과 EPS 변화율

	저점 통과 이후 기간	KOSPI 위기국면, 하락추세 저점 시기				평균
		01년 3월	03년 3월	08년 10월	20년 3월	
12개월 선행 PER 변화율	1개월	17.9	24.3	15.2	42.3	24.9
	3개월	21.0	41.4	50.2	61.8	43.6
	6개월	2.6	49.2	91.2	69.1	53.0
	9개월	48.2	45.3	75.4	72.3	60.3
	12개월	56.5	44.6	60.9	75.1	59.3
12개월 선행 EPS 변화율	1개월	-10.5	-4.3	-10.3	-7.7	-8.2
	3개월	-6.0	-7.4	-22.5	-9.2	-11.3
	6개월	-12.6	-0.3	-24.6	-2.2	-9.9
	9개월	-17.4	6.8	-8.8	10.4	-2.3
	12개월	8.6	17.1	8.6	19.1	13.3

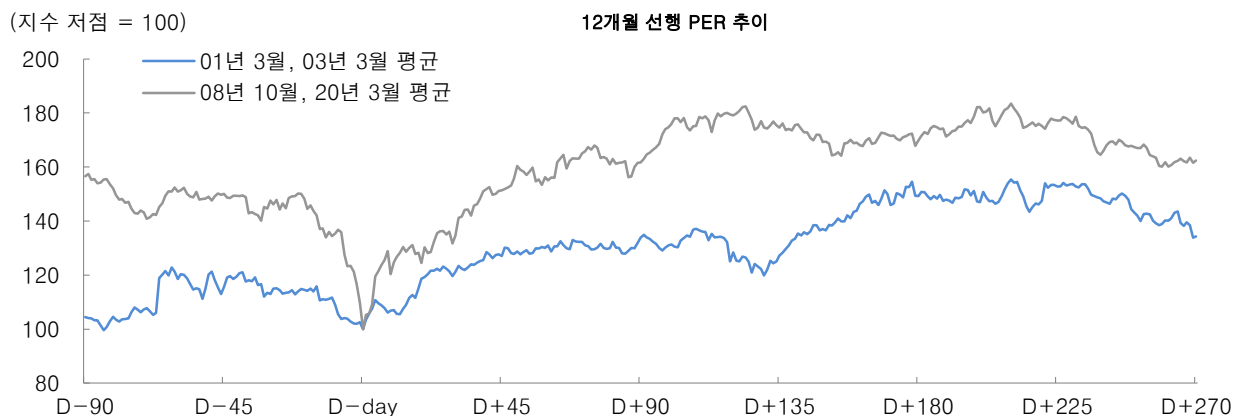
자료 : FnGuide, 대신증권 Research Center

Appendix 2) 장기 하락추세 이후 분위기 반전 국면의 PER 반등 강도

대규모 유동성 공급이 없다면 12개월 선행 PER 저점대비 36% 반등

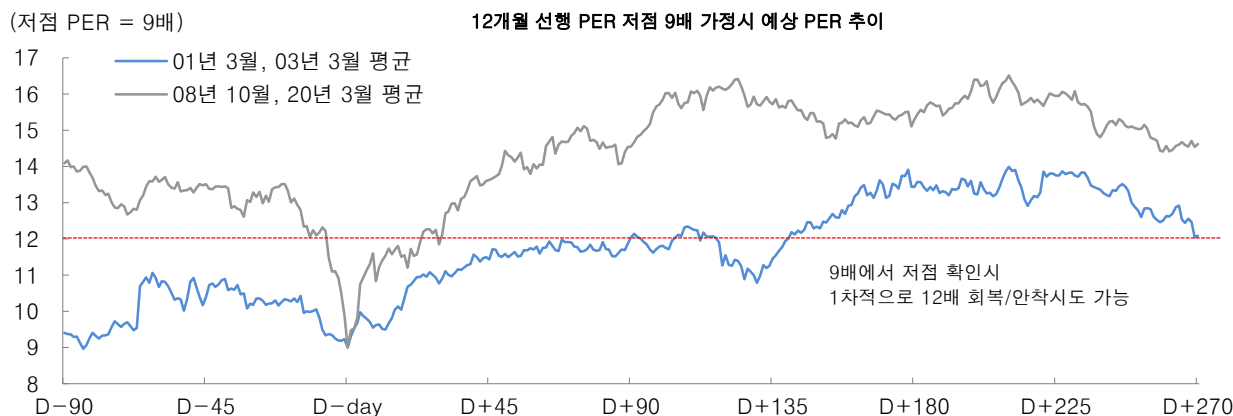
- 장기 하락추세 이후 분위기 반전국면에서 1차적으로 PER 상승, 밸류에이션 정상화 전개. 상승과정에서는 6~9개월 동안 PER은 저점대비 평균 60% 레벨업
- 통화정책 완화와 함께 대규모 유동성 공급 여부에 따라 PER 반등 폭 차별화. 23년에는 통화정책이 완화적으로 전환될 수 있지만, 유동성 공급은 제한적일 전망. 올해 통화정책, 유동성 환경과 유사한 01년 3월과 03년 3월 PER은 저점대비 36% 반등
- KOSPI 지수 저점이 PER 9배 이상에서 형성된다면 12배 이상 회복 가능할 전망

대규모 유동성 공급 여부에 따라 PER 반등 강도 엇갈려



자료 : FnGuide, 대신증권 Research Center

PER 9배 이상에서 KOSPI 저점 형성시 6개월 전후 12배 이상 회복 가능



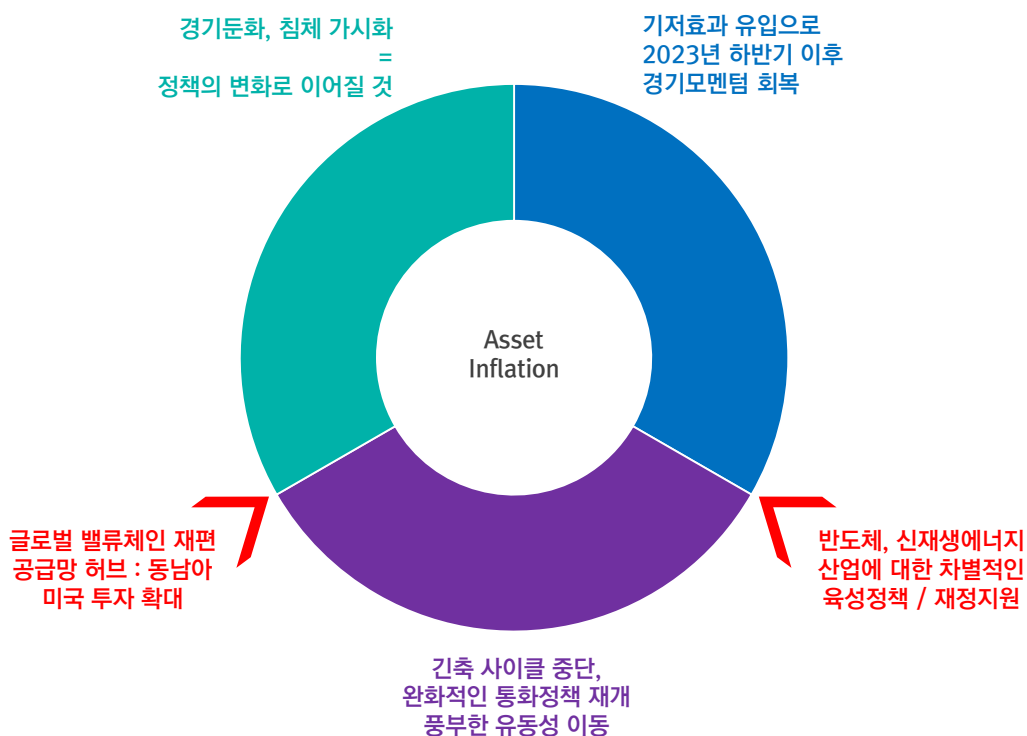
자료 : FnGuide, 대신증권 Research Center

궁즉변(窮卽變), 변즉통(變卽通) = Asset Inflation

경기침체가 긍정의 변화(통화정책 완화)로 이어지면 자산가치 재평가 국면 진입

- 극한상황에 이르면 변하고, 변하면 통하는 길이 생긴다는 말(주역). 22년 4분기 이후 글로벌 펀더멘털 환경 악화, 경기침체 현실화는 23년 상반기 이후 글로벌 투자환경의 긍정적인 변화를 기대케 할 것
- 궁즉변(窮卽變) : 경기 경착륙, 침체 가능성이 글로벌 증시의 저점통과 가능성을 높일 것. 펀더멘털에 대한 불안감이 커지는 만큼 통화정책과 재정정책은 완화적으로 전환될 전망
- 변즉통(變卽通) : 23년 상반기를 지나며 글로벌 통화정책 완화 현실화될 경우 경기불안은 제어되고, 경기 턴어라운드 기대가 회복될 것. 이 과정에서 차별적인 정책/재정이 유입되며 글로벌 경쟁력과 성장동력을 보유한 산업군으로 빠른 글로벌 유동성 이동 예상

경기 경착륙, 침체는 결국 통화정책 완화 → 유동성 모멘텀 개선 → 경기 턴어라운드로 이어질 것

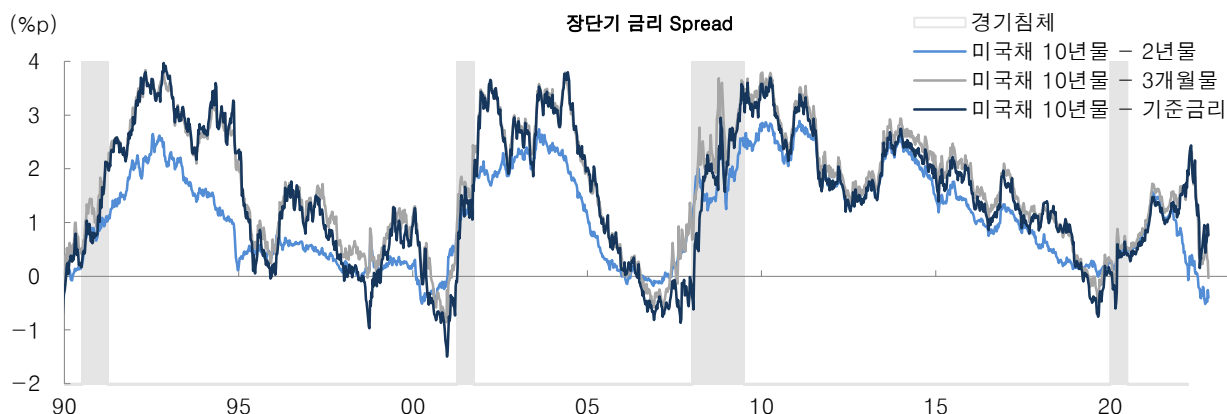


가시화되는 경기침체

미국채 10년물 - 3개월, 기준금리 Spread 마이너스 반전 = 경기침체

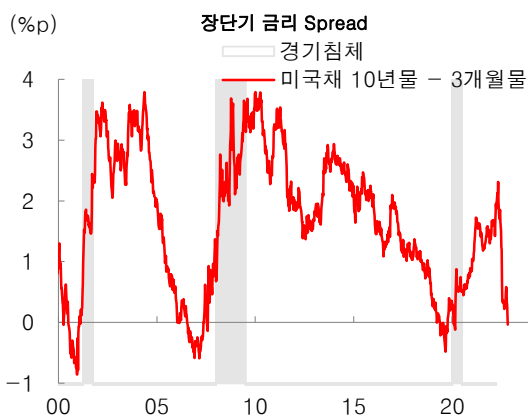
- 물가 고공행진 장기화, 고강도 금리인상 지속의 여파가 경기 하방압력을 높이고 있음. 물가와 통화정책이 경기에 미치는 영향력을 감안할 때 금리인상 이후 6개월이 지나는 22년 4분기부터 경기침체가 가시화될 전망
- 미국채 장단기 금리 Spread도 미국 경기침체 가능성을 높이는 중. 미국채 10년물 - 2년물에 이어 10월말 10년물 - 3개월물 Spread도 마이너스 반전. 미국채 10년물과 기준금리 간의 Spread가 +0.7 ~ 0.8%p임을 감안할 때 11월 FOMC 전후 역전 가능
- 과거 장단기 금리 Spread가 모두 역전이 된 상황에서 짧은 시차를 두고 침체국면 진입

역사적으로 미국채 10년물과 2년물, 3개월물, 기준금리 모두 역전시 경기침체 진입



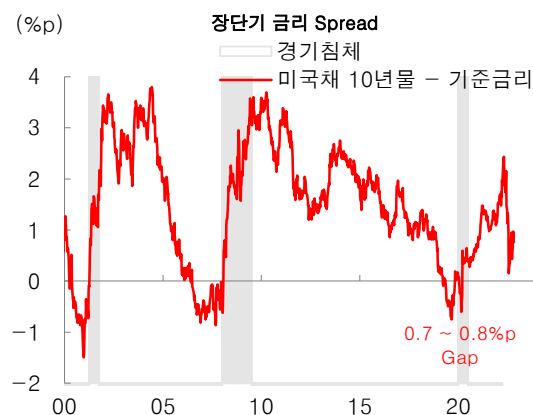
자료 : Bloomberg, 대신증권 Research Center

미국채 10년 - 3개월물 (-)반전



자료 : Bloomberg, 대신증권 Research Center

11월 FOMC 이후 10년 - 기준금리 역전 가능



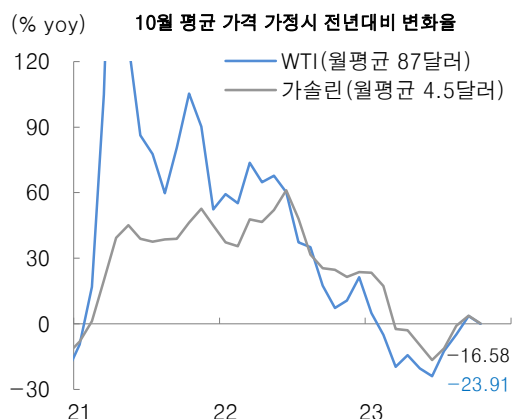
자료 : Bloomberg, 대신증권 Research Center

[물가] 방향성이 결정된 원자재 가격 변화율과 주택 경기

경기침체 → 원자재 가격 안정/하락, 주택 가격 하락 → 물가안정

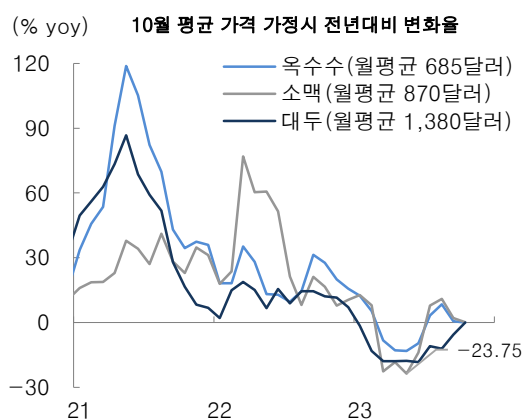
- 22년 4분기, 23년 1분기 경기침체 + 달러 강세 조합은 원자재 가격 하락압력 확대 변수. 유가, 곡물가격은 현재 가격 수준을 유지한다고 가정할 경우 22년말 ~ 23년 1분기 중 전년대비 증가율 마이너스 반전. 물가 안정 변수로 전환
- 주택 경기/심리, 실제 가격모멘텀 모두 가파른 둔화세 기록 중. CPI에 반영되는 주택 물가와 주택관련 지표 간의 1년 ~ 1년 6개월 정도 시차를 감안. 빠르면 22년 연말, 늦어도 23년 1분기 중 주택 물가도 진정국면 진입 가능

23년 1Q 유가는 물가 안정의 동력



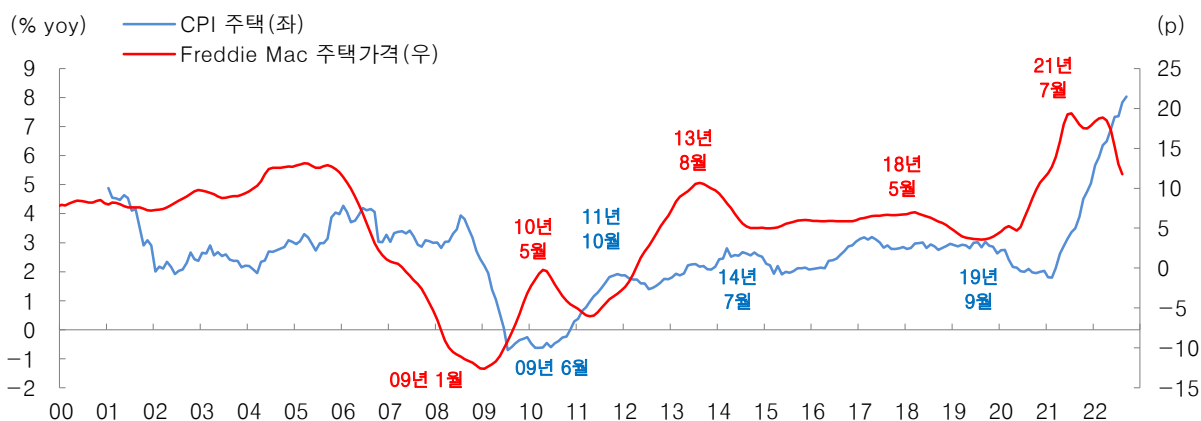
자료 : Bloomberg, 대신증권 Research Center

23년 1분기 음식료 가격 안정국면 진입 가능



자료 : Bloomberg, 대신증권 Research Center

주택 관련 물가도 23년 1분기 중 안정국면 진입 예상



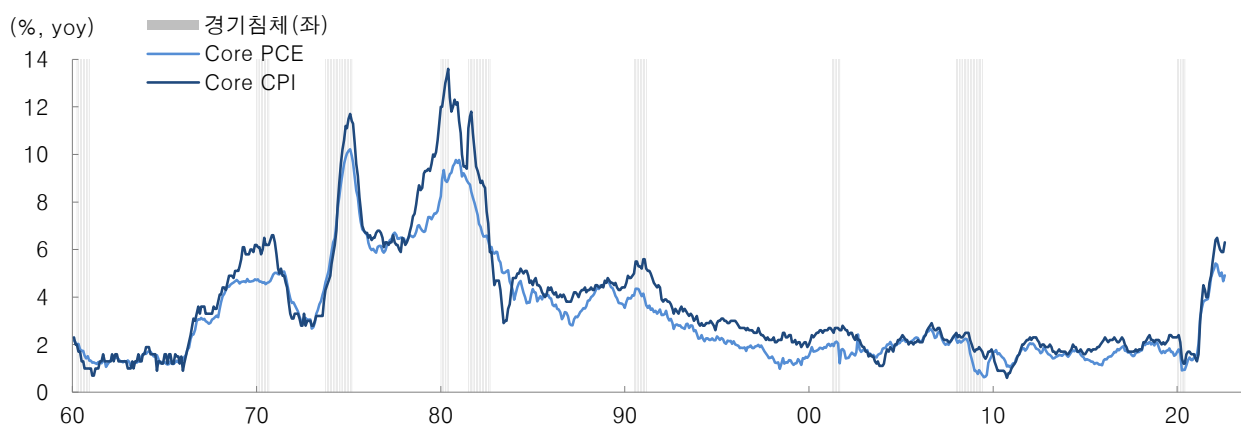
자료: 미국 노동부, 프레디 맥, Bloomberg, 대신증권 Research Center

[물가] 관건은 서비스물가. 기대인플레이션 통제가 변수

70년, 80년대 기대인플레이션 상승 지속. 현재는 기대인플레이션 정점 통과

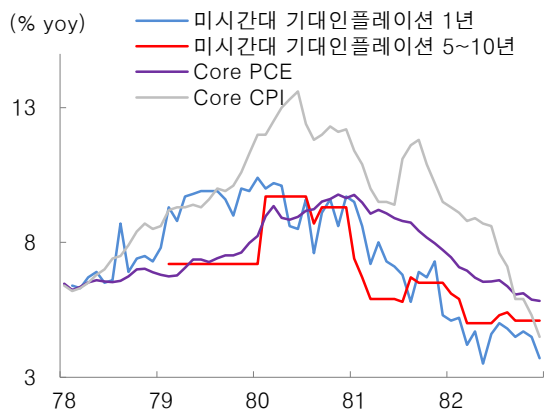
- 물가는 통상적으로 경기 상황과 궤도를 같이 함. 경기 둔화/약화, 침체국면에서는 오히려 가파른 물가 하락세 전개. 그러나 70년대, 80년대 경기침체기 당시 물가 급등 지속. 당시 정책당국의 오판과 통화정책 변경으로 기대인플레이션이 더욱 상승, 경기와 무관하게 물가 급등 지속. 따라서 연준은 70년대와 같은 실수를 하지 않을 것을 강조
- 70년, 80년대와 다른 것은 연준의 강력한 물가 억제 의지 피력으로 기대인플레이션 하락세가 뚜렷하다는 점. 기대인플레이션이 제어되기 시작했고, 경기 둔화가 빠르게 진행되며 침체 확률이 높아지고 있음은 물가 안정이 멀지 않았음을 시사

경기침체 국면에서 물가는 큰 폭으로 레벨다운. 오히려 디스인플레이션 국면 전개



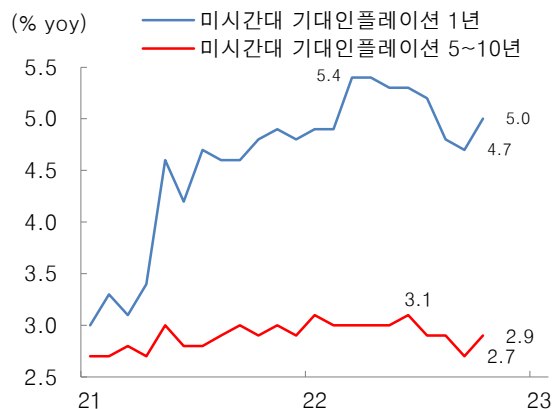
자료 : 미국 노동부, NBER, CEIC, 대신증권 Research Center

80년 기대인플레이션 상승 = 물가 상승



자료 : 미국 노동부, 미시간대, CEIC, 대신증권 Research Center

현재 기대인플레이션은 정점 통과 가능성 높아



자료 : 미시간대, CEIC, 대신증권 Research Center

[Turning Point 1. 통화정책] 경기 침체 & 물가 안정 → 통화정책 완화

통화정책 완화 → 여전히 풍부한 유동성, 자산시장으로 이동

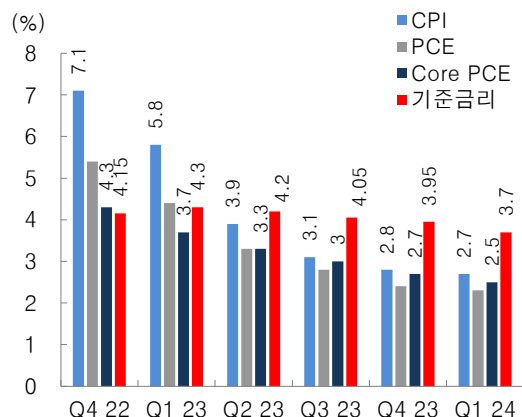
- 고물가를 잡고자 하는 연준의 정책대응 의지 이후 점차 경기와의 균형감각을 강조할 것. 통화정책 속도 조절, 완화적 전환 예상
- 연준이 6월부터 QT를 시행하며 현재 스케줄대로라면 코로나19 팬데믹 이전 수준으로 회귀하는데 3년의 시간 소요. 현실은 이보다 더 더딘 QT 시행 중. 23년 3월에는 8조달러, 23년 6월에는 7.6조달러 이상의 연준 자산 유지
- 여전히 풍부한 유동성 환경. 통화정책 완화적으로 전환시 매력적인 자산으로 이동할 전망

94년 급격한 금리인상 이후 통화정책 변화



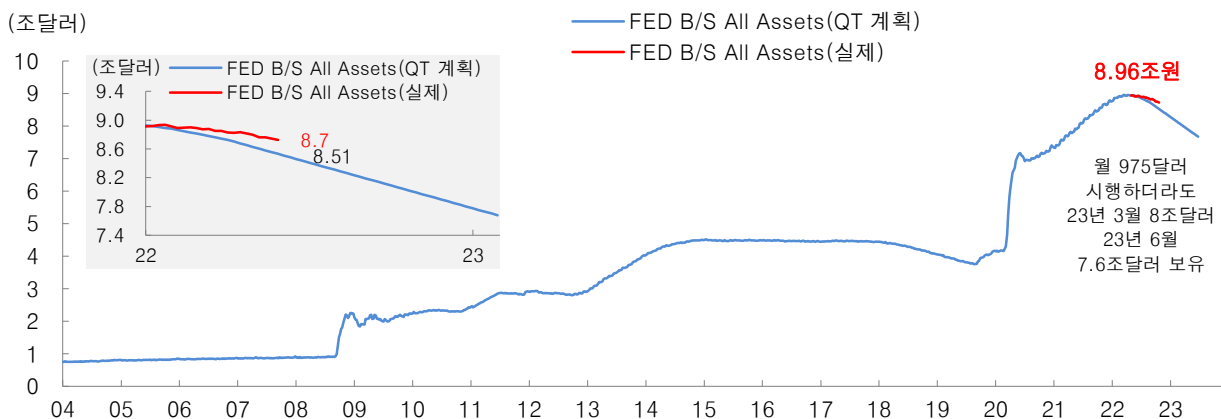
자료: FRB, Bloomberg, 대신증권 Research Center

현재는 23년 2분기부터 금리인하 기대



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

더딘 QT 시행. 연준은 여전히 풍부한 유동성 보유 중



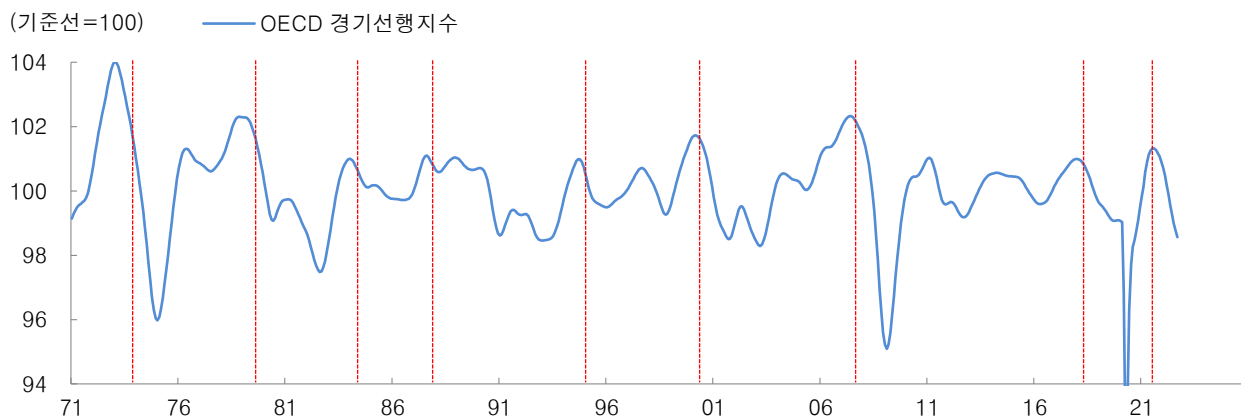
자료: FRB, Bloomberg, 대신증권 Research Center

[Turning Point 2. 경기] 23년 상반기를 지나며 턴어라운드 가시화

OECD 경기선행지수 23년 7월 전후 저점 통과 예상. 23년 하반기부터 기저효과 유입

- 과거 경기 순환 사이클을 보면 10년 이후 평균적으로 경기 정점통과 이후 24개월 뒤 경기 저점을 확인. 통계적인 측면에서 23년 7월 전후 경기저점 확인 가능성 높음
- 특히, 물가 부담, 긴축 우려, 외생 변수 등으로 인해 경기 둔화 폭과 강도가 커진다면 오히려 저점통과 시점은 앞당겨질 수 있음
- 22년 하반기 경기모멘텀 약화, 23년 상반기 경기경착륙이 가시화될 경우 기저효과만으로도 23년 하반기부터 턴어라운드 기대. 24년 상반기까지 경기 상승사이클 지속 가능

글로벌 경기둔화 사이클 진행 중



자료: OECD, CEIC, 대신증권 Research Center

00년 이후 경기 고점에서 저점까지 평균 24개월 소요. 23년 하반기 경기 턴어라운드 가능성

시기	경기 고점	고점 지수	시기	경기 저점	저점 지수	저점-고점 기간	고점-저점 기간
1973-01-31	104.02	1975-01-31	95.97				24
1978-11-30	102.30	1982-08-31	97.48	46	45		
1984-01-31	101.00	1986-07-31	99.71	19	30		
1988-12-31	101.04	1992-12-31	98.46	29	48		
1994-09-30	100.99	1996-02-29	99.50	21	17		
1997-09-30	100.71	1998-10-31	99.25	19	13		
2000-03-31	101.73	2003-03-31	98.29	17	36		
2007-06-30	102.33	2009-02-28	95.09	51	20		
2011-02-28	101.03	2012-09-30	99.18	24	19		
2014-04-30	100.56	2016-05-31	99.60	19	25		
2018-01-31	100.99	2020-04-30	91.65	20	27		
2021-07-31	101.32			15	14(진행 중)		
1971년 이후 평균						25	28
1990년 이후 평균						24	26
2000년 이후 평균						24	25
2010년 이후 평균						20	24

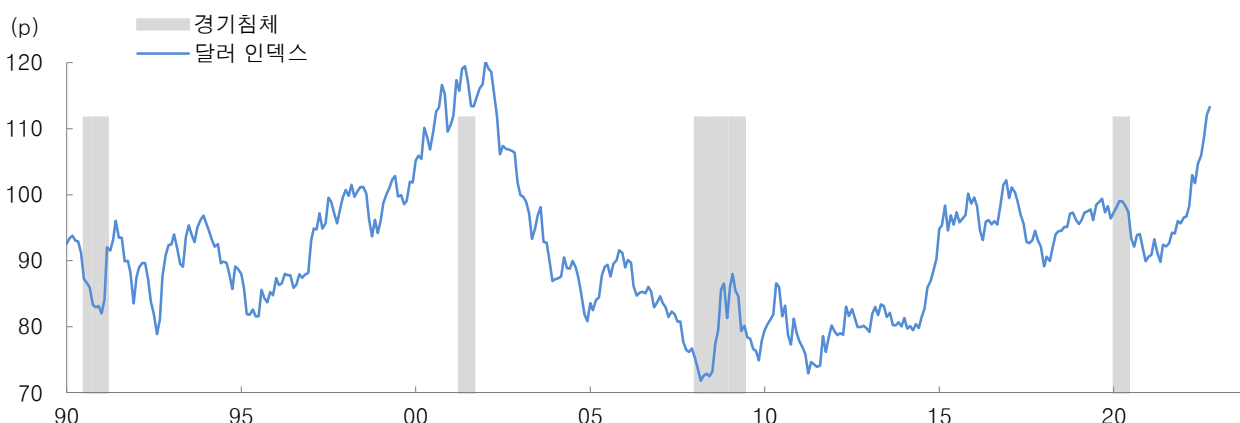
자료: OECD, CEIC, 대신증권 Research Center

[Turning Point 3. 달러] 침체 이후 달러는 약세. 신흥국 증시에 기회가 될 것

달러 약세 전환은 글로벌 금융시장의 우선순위 변화. 위험자산, 신흥국 증시 주목

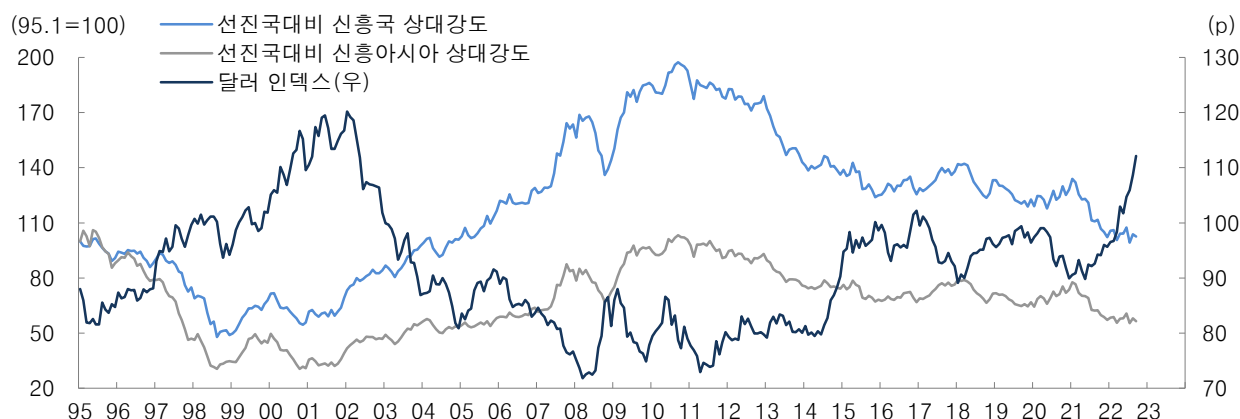
- 23년 1분기를 지나며 달러화는 약세국면 진입 예상. 미국 통화정책 완화 + 경기 저점통과 기대 유입. 특히, 통화정책 완화는 국가간 금리차 축소로 이어지며 Non-US 통화 강세
- 과거 달러 초강세 이후 경기침체는 달러화의 변곡점 역할. 침체 이후 달러는 약세국면 진입, 신흥국 증시에 큰 기회가 되었음. 90년대 초중반 아시아 육룡, 02년 ~ 08년 BRICS, 23년 이후에는 ASEAN 주목
- 중국 경기 모멘텀이 가세할 경우 예상보다 강한 원화 흐름과 함께 KOSPI 상대적 강세 가능

경기 침체 이후 달러화는 약세국면 진입



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

달러화 약세국면에서 신흥국, 신흥 아시아증시 상대적 강세 뚜렷



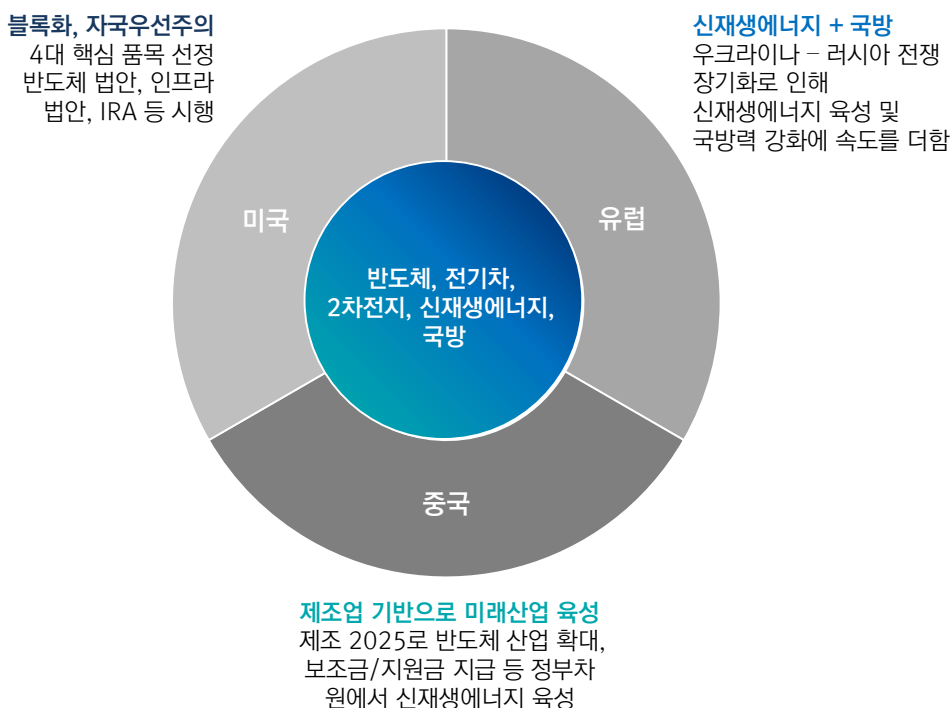
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[투자전략] 차별적인 정책/실적 동력을 보유한 대형주 비중확대

글로벌 기술 패권 전쟁(Tech cold war)의 수혜 업종이 핵심

- 탈세계화가 가속화되는 상황에서 글로벌 투자환경은 저성장, 중금리, 중물가 시대로 진입. 전세계적으로 공급망 재편 가속화. 안정적이면서도 자국 안보를 지키기 위해 탈세계화 인식이 단순 경제를 넘어서 국가안보 범위까지 확대
- 탈세계화 추이가 빨라지면서 첨단기술 확보를 위한 치열한 움직임과 국가안보와 직결되는 국방 지출은 확대될 것. 더불어 글로벌 에너지 수급 불균형 심화에 따라 안정적인 에너지 공급을 위해 원자재 수입 의존도를 낮추고 자국 거점화가 용이한 신재생에너지 투자 확대 본격화될 것으로 예상
- 환경/자동화 관련 산업과 초격차 기술력을 보유한 산업(반도체, 바이오) 주목. 탈세계화를 위한 글로벌 기술 패권 전쟁(Tech cold war) 불가피. 미래 성장 동력을 위한 집중 투자의 최대 수혜 산업으로 판단

G3의 핵심 전략은 반도체 기술/생산능력 확보 + 신재생에너지로 에너지 독립 + 자주 국방

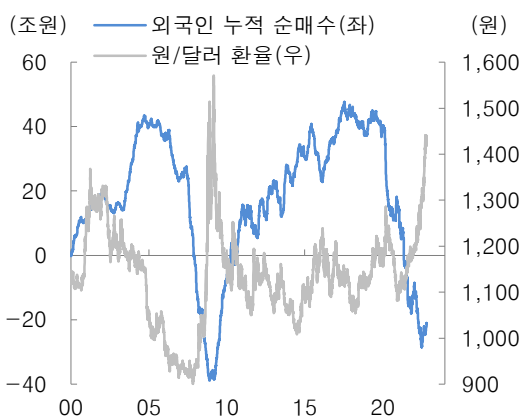


[투자전략] 차별적인 정책/실적 동력을 보유한 대형주 비중확대

달러 약세 → 원달러 환율 하락 → 외국인 순매수 유입 → 대형주 강세

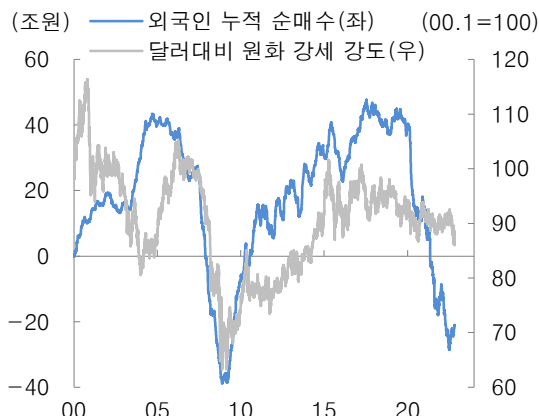
- 대형주에 주목하는 이유는 글로벌 매크로 환경의 변화로 인한 외국인 수급 개선 가능성이 높기 때문. 23년 1분기 이후 달러 약세, 원달러 환율 하향안정세 전망
- 이 과정에서 중국 경제의 상대적 우위, 글로벌 공급망 재편으로 인한 신흥 아시아 부상은 원화 강세 압력을 높일 것. 이는 외국인 순매수 유인으로 작용할 전망
- 외국인 순매수 유입은 KOSPI대비 대형주 강세로 이어짐. 외국인 보유비중이 30% 이하로 낮아진 상황. 한국 증시에 대한 스탠스가 비중확대로 전환시 대형주의 저평가 매력 부상

원달러 환율 하락 = 외국인 순매수 유입



자료 : FnGuide, 대신증권 Research Center

원화가 상대적 강세로 반전할 가능성



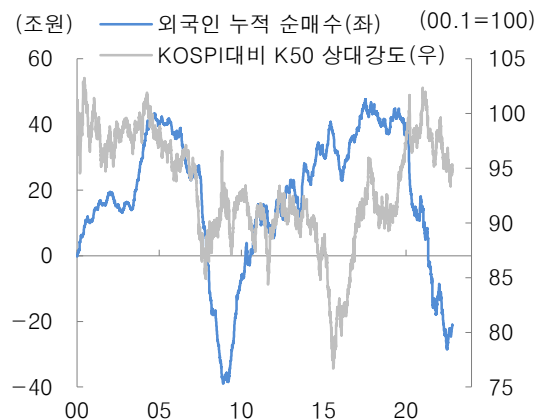
자료 : FnGuide, 대신증권 Research Center

외국인 순매수 유입 = 대형주 상대적 강세



자료 : FnGuide, 대신증권 Research Center

KOSPI 초대형주(50종목)는 외국인과 함께



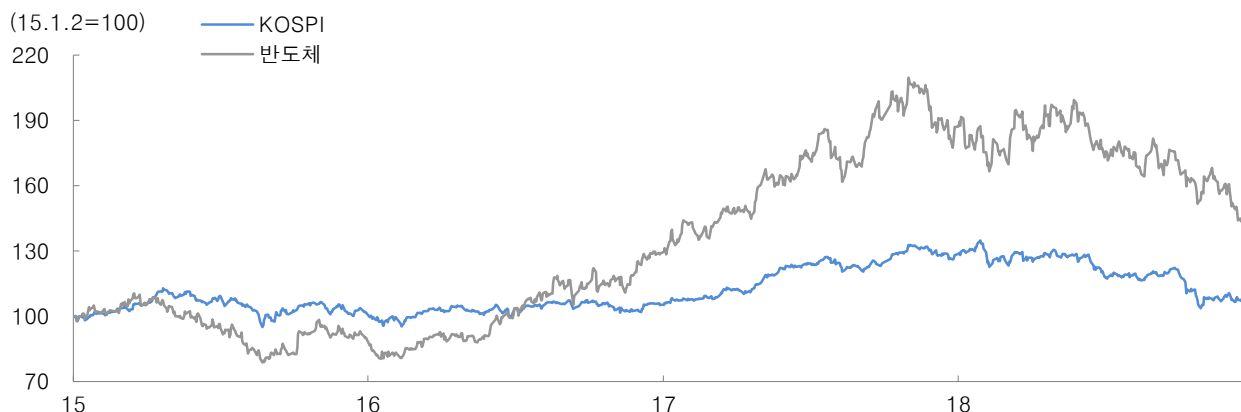
자료 : FnGuide, 대신증권 Research Center

[Sector View] 16 ~ 17년, 반도체 업황 턴어라운드 / 레벨업 = KOSPI 상승

반도체 23년 업황/실적 턴어라운드 & 24년 실적 레벨업 전망

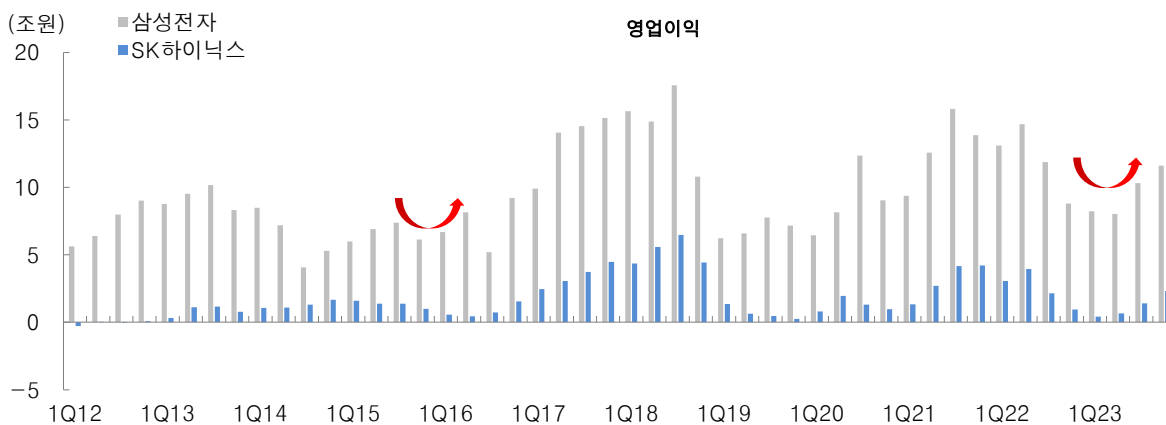
- 23년 2분기 이후 증시 흐름은 반도체, IT 업종이 KOSPI 분위기 반전, 상승추세를 주도할 전망이다. 반도체 업황, 실적은 23년 2분기를 저점으로 하반기 개선세를 보이며 24년 회복국면 진입 예상. 16 ~ 17년과 유사한 상황으로 판단
- 16년 ~ 17년에도 반도체 실적 저점과 주가 저점이 일치. 이후 턴어라운드 모멘텀이 강화되며 KOSPI를 압도하는 상승추세 전개. 17년에는 KOSPI 이익개선의 60% 이상을 반도체 혼자 이끌어가며 지수 레벨업을 주도

16년 ~ 17년 반도체가 KOSPI 상승을 이끌어



자료 : FnGuide, 대신증권 Research Center

반도체 실적, 업황 턴어라운드와 반도체 주가 턴어라운드 시점이 맞물려



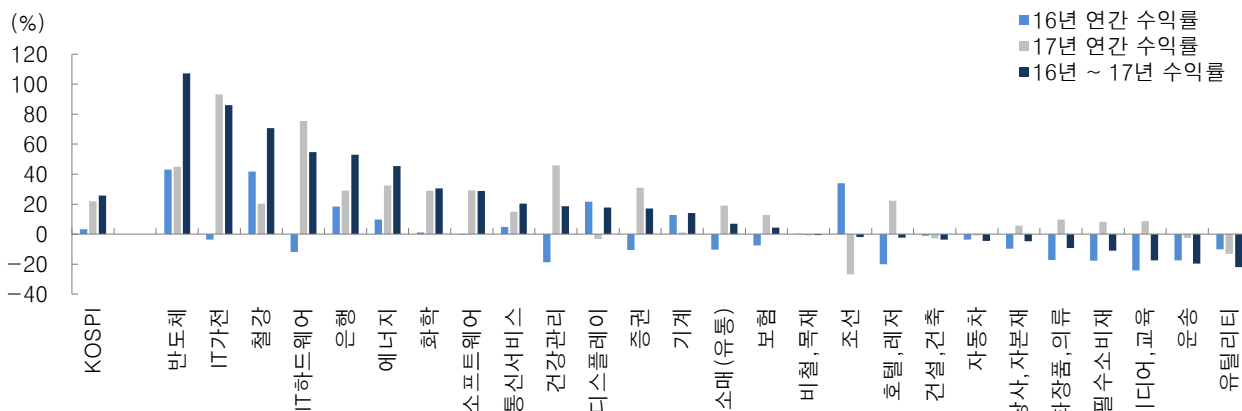
자료 : FnGuide, 대신증권 Research Center

[Sector View] 16 ~ 17년, 반도체가 이끌고 IT가 밀고. 이익 개선기여도 중요

반도체+IT & 이익 개선 기여도 높은 에너지, 철강, 화학, 은행만 KOSPI Outperform

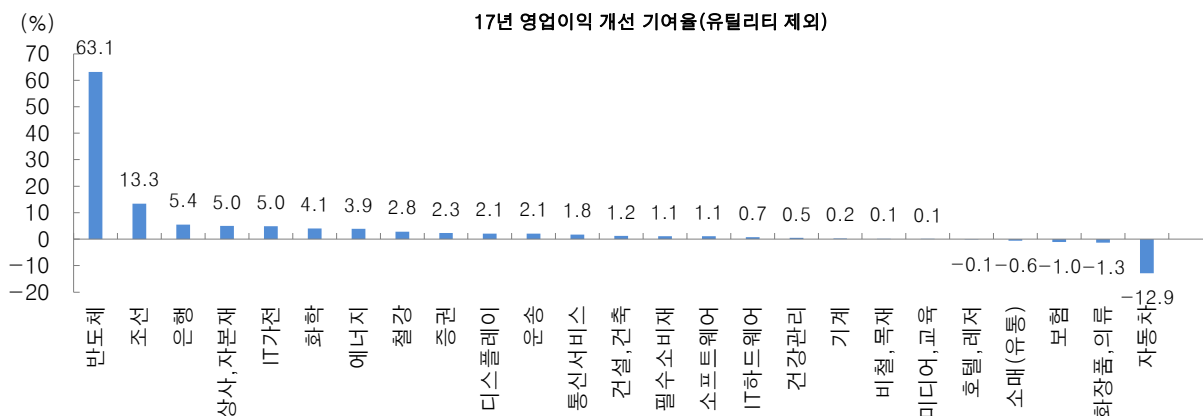
- 16년 ~ 17년 업종별 수익률을 보면 반도체 업종이 KOSPI 상승을 주도하면서 IT 업종 전반에 상승분위기 형성. 여기에 실적 기여도가 높은 철강, 은행, 2차전지가 KOSPI를 Outperform 하며 지수 상승을 뒷받침
- 17년에도 반도체 업종이 KOSPI 이익개선의 63.1%를 차지하며 상승추세를 이끌어 감. 뒤를 이어 조선, 은행, 상사/자본재, IT가전, 화학, 에너지, 철강, 증권 등이 실적 개선의 중심에 자리

16년, 17년 증시 상승을 주도했던 IT 전반과 철강, 은행, 2차전지



자료 : FnGuide, 대신증권 Research Center

17년 KOSPI 이익개선의 63.1%를 차지했던 반도체



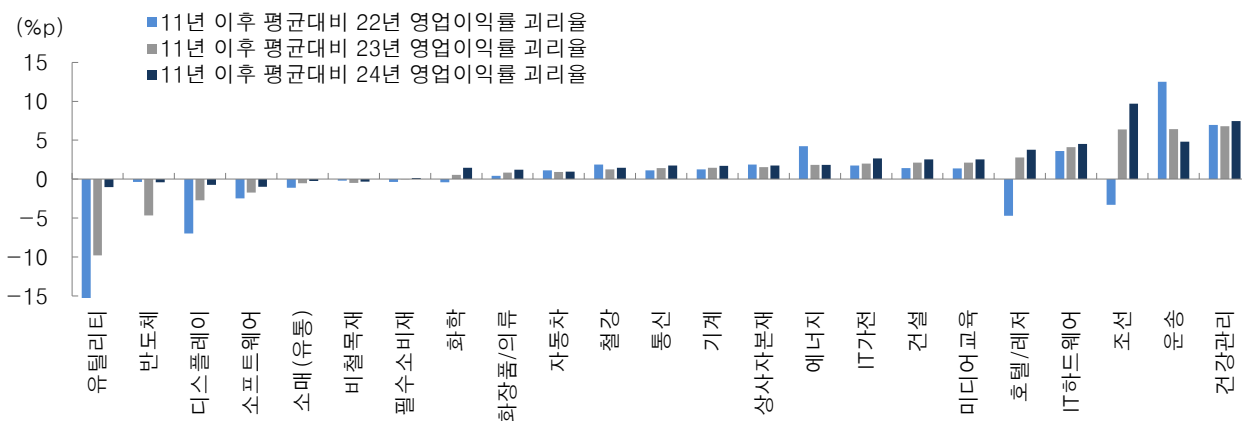
자료 : FnGuide, 대신증권 Research Center

[Sector View] 반도체, 자동차, 2차전지, 신재생에너지, 방산 비중확대

반도체가 끌고, IT, 2차전지, 자동차가 밀고... +α 전략은 신재생에너지와 방산

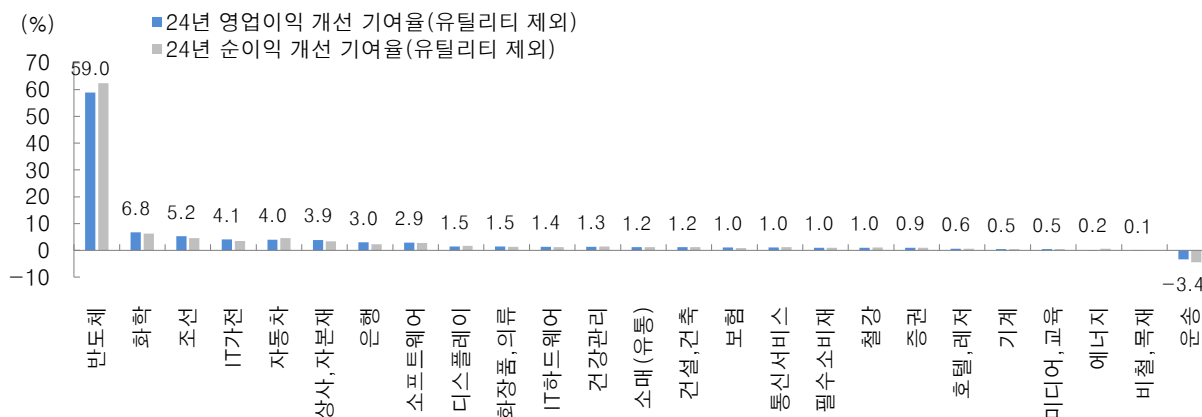
- 23년 1분기 이후 증시 흐름은 반도체 주도로 IT(인터넷, IT하드웨어 등)와 2차전지, 자동차 업종이 이끌어갈 전망이다. 특히, 반도체, 디스플레이, 인터넷 업종은 2011년 이후 평균 영업이익률을 하회하면서 실적에 대한 눈높이가 크게 낮아진 상황
- 23년 하반기 턴어라운드 이후 24년 영업이익 개선 기여도를 보면 반도체 업종이 KOSPI 전체 이익개선의 56.8%를 이끌어갈 전망이다. 뒤를 이어 화학, 조선, 자동차, IT가전, 상사/자본재, 소프트웨어 등이 뒤를 잇고 있음. 전반적으로 반도체가 KOSPI를 이끌어가는 가운데 2차전지, 자동차, 신재생에너지, 국방(상사/자본재), 인터넷이 뒷받침하는 흐름 예상

이미 실적 눈높이가 크게 낮아진 업종 : 반도체, 디스플레이, 인터넷, 화학, 자동차 등



자료 : FnGuide, 대신증권 Research Center

24년에는 반도체 업종이 KOSPI 이익개선을 이끌고, 2차전지, 자동차, 신재생에너지, 운송 등이 밀고



자료 : FnGuide, 대신증권 Research Center

[Top Picks] 블록화와 新 가치의 시대. 차별적 모멘텀 보유 종목 8개

경제/안보 블록화 수혜주와 초격차 기술력을 보유한 산업/종목에 집중

- 23년 국내 및 세계 경제는 고물가(고금리)와 저성장이 예상되는 가운데, 자국 우선주의에 따른 블록화 현상이 심화될 전망
- 고금리와 자금시장 경색은 기업들의 CAPEX 부담으로 나타날 가능성이 있어 기(既) 투자가 이루어진 기업들의 자산 효율성이 부각되는 시기. 특히 CAPEX 부담이 높은 자본재 중 중국과 경쟁이 심하던 산업 및 소재 기업, 중국 배제 정책에 따른 수혜 가능
- 또한 초(超)격차 기술을 보유한 기업들에 대한 미국/중국 양쪽 진영의 러브콜 지속 가능. 반도체, 2차전지 Value-Chain에 속한 Top-Tier 기업들의 차별적인 모멘텀 기대
- 23년 KOSPI 분위기 반전, 상승 국면에서 아래 기업들은 차별적 강세를 보일 전망

Sector	Top-Pick	업황/주가 전망 Comment
반도체	삼성전자	IT 수요 둔화로 '23년 상반기까지는 실적 약세 지속 예정이나, 업계 공급 조절로 '23년 하반기 turnaround 전망
2차전지	엘앤에프	EV 침투율 확대 및 수요 증가에 따른 실적 성장세 유지. 주가는 상저하고 연간실적 선반영하며 1H23부터 반등 전망
제약/바이오	삼성바이오로직스	4공장 가동 개시로 인한 고정비 증가에도 기존 공장 생산 효율성 개선. 영업이익 지속 성장 전망. 바이오에피스 '휴미라' 바이오시밀러 미국 출시, 2H23 호실적 기대. 경기침체에도 의약품 성장 지속, 방어주 역할 기대
철강/비철	POSCO홀딩스	철강 수요 부진으로 분업은 부진 예상되나, 리튬·니켈 생산설비 준공 예정으로 인해 수급 개선 및 리레이팅 가능
조선	현대중공업	브라질 Petrobras, 미국 Shenandoah, 미얀마SWHE Platform 등 해양플랜트 공사 본격화로 고정비 회수, 수익성 개선 기대. 유럽 LNG 수입 인프라 수요 확대로 수혜 전망
방산	한화에어로스페이스	폴란드향 K-9, 천무 등 수출 모멘텀 확대에 따른 수주잔고 및 수익성 증가 기대. 한국형 발사체계 종합기업 우선협상 대상자 선정으로 우주항공 사업의 발판 마련됨 점도 긍정적
화학	한화솔루션	미국 태양광 업황 견조한 성장(23년 YoY +9.4%). 폴리실리콘 가격 하락과 해상운임 하락에 따른 수익성 개선. IRA 세제 혜택 모멘텀은 중장기적인 실적 개선 요인
건설	삼성엔지니어링	Pure EPC 회사로서 국내 주택경기 하강 영향을 받지 않으며, 안정적 유가로 인해 석유화학 수주기회 증가 전망

자료 : 대신증권 Research Center

[Appendix] 23년 주요 일정

구분	1/4분기	2/4분기
주요 일정	<ul style="list-style-type: none"> 1월 1일 크로아티아 유로존 가입 효력 시작 1월 5~8일 미국 CES 1월 9~12일 JP모건 헬스케어 컨퍼런스 1월 16~20일 다보스 포럼 1월 중 IMF 경제전망(수정전망) 2월 9일 MSCI 분기리뷰 3월 중 FTSE 반기리뷰 3월 중 중국 전인대 3월 중 OECD 경제전망(중간 전망) 	<ul style="list-style-type: none"> 4월 21~23일 IMF-WB 연례회의 4월 중 IMF 경제전망 5월 6일 찰스 3세 국왕 대관식 5월 11일 MSCI 반기리뷰 5월 19~21일 G7(일본) 5월 중 OECD 경제전망 6월 26~28일 ECB 신트라 포럼 6월 중 FTSE 분기리뷰 6월 중 KOSPI200 정기변경
	<ul style="list-style-type: none"> 1월 13일 BOK 금통위 1월 18일 BOJ 금정위(경제전망) 2월 1일 연준 FOMC 2월 2일 ECB 통화정책회의 2월 23일 BOK 금통위 3월 10일 BOJ 금정위 3월 16일 ECB 통화정책회의(경제전망) 3월 22일 연준 FOMC(경제전망) 	<ul style="list-style-type: none"> 4월 13일 BOK 금통위 4월 28일 BOJ 금정위(경제전망) 5월 3일 연준 FOMC 5월 4일 ECB 통화정책회의 5월 25일 BOK 금통위(경제전망) 6월 15일 ECB 통화정책회의(경제전망) 6월 16일 BOJ 금정위 6월 14일 연준 FOMC(경제전망)
주요 일정	<ul style="list-style-type: none"> 7월 중 IMF 경제전망(수정전망) 8월 10일 MSCI 분기리뷰 8월말 한국 예산안 확정 기한 8월 중 잭슨홀 미팅 9월 9~10일 G20(인도) 9월 12일 UN 총회 9월 중 FTSE 반기리뷰 9월 중 OECD 경제전망(중간 전망) 	<ul style="list-style-type: none"> 10월 13~15일 IMF-WB 연례회의 10월 중 IMF 경제전망 11월 6~17일 UN COP28 11월 11일 중국 광군제 11월 14일 MSCI 반기리뷰 11월 24일 미국 블랙프라이데이 11월 중 OECD 경제전망 12월 중 FTSE 분기리뷰 12월 중 KOSPI200 정기변경 12월 중 중국 경제공작회의
	<ul style="list-style-type: none"> 7월 13일 BOK 금통위 7월 26일 연준 FOMC(경제전망) 7월 27일 ECB 통화정책회의 7월 28일 BOJ 금정위(경제전망) 8월 25일 BOK 금통위(경제전망) 9월 14일 ECB 통화정책회의(경제전망) 9월 20일 연준 FOMC(경제전망) 9월 22일 BOJ 금정위 	<ul style="list-style-type: none"> 10월 19일 BOK 금통위 10월 26일 ECB 통화정책회의 10월 31일 BOJ 금정위(경제전망) 11월 1일 연준 FOMC 11월 30일 BOK 금통위 12월 13일 연준 FOMC 12월 14일 ECB 통화정책회의(경제전망) 12월 19일 BOJ 금정위

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: 이경민)