

Morning Meeting Brief

Quant

퀀틴전시 플랜: 밸류업 지수는 한국 증시 밸류를 끌어올릴 수 있을까?

- 밸류업 지수 단기적 증시 부양 효과는 제한적, 중장기적 부양 효과는 유효
- 밸류업 지수에 들기 위한 기업의 노력이 중장기적 기업 가치 상승으로 이어질 것
- 지수 내 상승 가능성이 높은 업종은 IT, 헬스케어로 판단

조재운. jaeun.jo@daishin.com

Quant

밸류업 지수 내 주목해야 할 종목

- 지수 발표 수혜 종목은 밸류업 지수 편입 기대감이 낮았던 종목
- 섹터 & 사이즈별 배분 노력과 지수에 대한 오해로 인해 밸류업 기대감 낮았던 종목 다수
- 기대감이 낮았던 섹터 및 종목 중 연초 이후 수익률이 낮은 빈집 종목을 주목

조재운. jaeun.jo@daishin.com

산업 및 종목 분석

[Issue Comment] 금융업: 코리아 밸류업 지수 발표, 금융사 10개 포함

- 코리아 밸류업 지수 발표, 10개 금융사 포함, 굵직한 금융사 제외
- 지수에 포함될 만한 금융사 기대 선반영, 수급 vs 지수 성공 여부 관건
- 증시 전반적인 투자 환경 개선이 목표, 향후 주가는 신뢰 확보가 중요

박혜진. hyejin.park@daishin.com

[Industry Report] 게임업: 다시 PC 게임: 스팀을 중심으로

- 게임 시장의 성장 정체 국면에도 두드러지는 PC 플랫폼 '스팀'의 약진
- 국내 게임사의 PC 게임 시장 진출 성공 시 글로벌 게임사로 리레이팅 가능
- 국내 게임 업체들의 PC 게임 시장 진출 행보 주목. 크래프톤 Top-pick 의견 견지

이지은. Jeeun.lee@daishin.com

밸류업 지수는 한국 증시 밸류를 끌어올릴 수 있을까?

- 밸류업 지수 단기적 증시 부양 효과는 제한적, 중장기적 부양 효과는 유효
- 밸류업 지수에 들기 위한 기업의 노력이 중장기적 기업 가치 상승으로 이어질 것
- 지수 내 상승 가능성이 높은 업종은 IT, 헬스케어로 판단

9월 24일 KRX는 밸류업 지수 방법론과 구성 종목을 발표, 단기적으로 KOSPI와 KOSDAQ 부양 효과는 제한적이며 중장기적으로는 부양효과 유효할 것이라고 판단

대형주에 의한 증시 부양 효과는 밸류업 프로그램 기대감이 형성되던 2024년 2월부터 지속적으로 반영, 따라서 지수 발표에 따른 추가적 부양효과는 제한적으로 전망, 중형주 중 발굴되지 못했던 종목이 밸류업 지수에 추가됐을 경우 주가 상승이 예상되나 시가총액 규모를 고려했을 때 증시 전체 부양 효과는 제한적

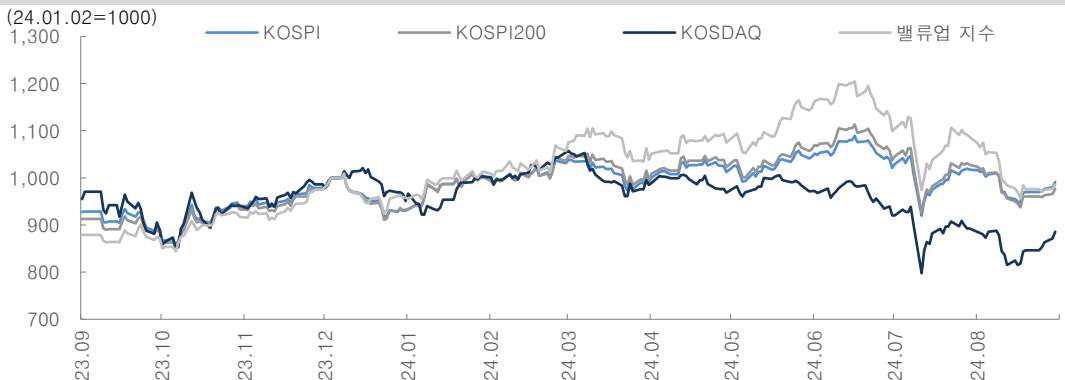
증시 전체 부양 효과는 제한적이나 밸류업 지수의 상승을 주도할 업종은 IT, 헬스케어 섹터가 될 것으로 전망, 대표적 저평가주로 선반영이 컸던 금융, 자유소비재(자동차), 산업재(지주) 중 편입되지 못한 종목은 발표 이후 하락 가능성 상존, 섹터별 쿼터제가 실시되면서 밸류업 기대감과 거리가 멀었던 섹터(IT, 헬스케어) 내 종목이 밸류업 지수 상승을 주도할 전망

중장기적으로 한국 증시 부양 효과 유효할 것으로 판단, 밸류업 프로그램의 일환 중 하나인 밸류업 지수가 의도대로 작동하기 위한 핵심은 기업이 밸류업 지수에 들기 위한 노력

밸류업 지수는 기업가치(밸류)가 낮은 기업의 밸류를 높여주기 위한 지수가 아니라 기업가치가 이미 높은 기업에 인센티브를 주기위한 지수, 인센티브를 위해 밸류업 지수에 편입되려는 기업의 노력이 기업가치를 높여주는 시스템, 밸류업 지수에 편입됨으로써 기업이 얻을 수 있는 인센티브는 1) 추가상승과 유동성 증가에 따른 자금조달 용이성 증가와 2) 기업 이미지 제고(Name and Shame)가 있음

1) 추가상승과 유동성 증가에 따른 자금조달 용이성 증가가 가능하기 위해서는 밸류업 지수 관련 상품에 자금 유입이 커야 함, 밸류업 지수의 수익률이 벤치마크(KOSPI 또는 KOSPI200)를 능가하지 못한다면 자연스러운 자금 유입은 크지 않을 것, 이 같은 경우 연기금의 자금이 핵심 역할을 할 가능성 존재, 일부 기업은 2) 기업 이미지 제고(Name and Shame)를 위해 밸류업 지수에 편입 또는 잔존하려고 노력, 이 같은 노력이 기업 가치 증대로 이어질 것

밸류업 지수(예상) 추이



자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

밸류업 지수 내 주목해야 할 종목

- 지수 발표 수혜 종목은 밸류업 지수 편입 기대감이 낮았던 종목
- 섹터와 사이즈별 배분 노력, 지수에 대한 오해로 기대감 낮았던 종목 다수
- 기대감이 낮았던 섹터 및 종목 중 연초 이후 수익률이 낮은 빈집 종목을 주목

KRX 밸류업 지수 발표

밸류업 지수와 함께 지수 구성 종목 100개 발표. 1) 시가총액이 시장을 대표할 만큼 크지, 2) 수익성이 있는지, 3) 주주환원 노력이 있는지, 4) P/B가 상대적으로 높은지, 5) ROE가 상대적으로 높은지를 기준으로 종목을 선별. 보도자료와 방법론을 살펴보면 밸류업 지수가 추구하고자 하는 방향성은 1) 섹터별 배분(섹터별 편차 고려), 2) 벤치마크와 차별화, 3) 벤치마크 아웃퍼폼, 4) 밸류업 기대 기업 편입을 주요점에 두고 지수를 구성

지수 발표 수혜를 받을 수 있는 종목은 밸류업 지수 편입 기대감이 낮았던 종목

2월부터 밸류업 기대감으로 지수 편입이 기대되는 종목의 주가에 선반영. 하지만 지수 편입에 대한 기대가 없었던 종목은 이번 발표로 인해 자금 유입 가능성이 높을 것으로 판단

지수 편입이 예상됐지만 포함되지 못한 종목에서 자금이 빠져나와 예상치 못한 지수 편입 종목으로 이동할 가능성

기대감이 낮았던 섹터: 섹터별 배분 노력으로 서프라이즈가 된 IT와 헬스케어

섹터별로 보면 대표적인 저평가주 선반영이 컸던 금융, 자유소비재(자동차), 산업재(지주)는 주가에 선반영 정도가 높다고 판단. 반면 지수 구성에 여러 섹터를 편입하고자 하는 노력으로 IT, 헬스케어 등 밸류업 기대감이 낮았던 섹터와 종목이 다수 편입. 100개 종목 중 IT는 24개 종목이며 헬스케어는 12개

기대감이 높았던 섹터: 밸류업 지수에 대한 오해로 쇼크가 된 금융 섹터

밸류업 지수가 발표되기 전 금융 섹터에 대한 기대감이 컸던 상황. 하지만 금융 섹터에서는 10개 종목이 편입되며 KB금융 등 기대감이 높았던 종목이 편입되지 못함. 따라서 그동안 밸류업 기대감이 높았지만 편입되지 못한 종목은 하방압력 확대. 이는 밸류업 지수의 목적이 저평가 기업을 편입해 밸류를 높여주기 위한 지수라는 오해로 발생. 밸류업 지수의 용도는 기업가치가 이미 높은 기업에 인센티브를 주기위한 지수이며 인센티브를 위해 밸류업 지수에 편입되려는 기업의 노력이 기업가치를 높여주는 시스템

실제로 금융 섹터 내 편입된 신한지주, 메리츠금융지주, 우리금융지주, 미래에셋증권, 키움증권은 모두 조건을 만족하지 못하는 저평가 기업이지만 밸류업공시(기업의 노력)를 통해 특례 편입된 경우. 특례 편입을 제외하면 금융섹터 종목은 5개에 불과(은행 0개)

생각보다 많다: KOSPI 200 외 & KOSDAQ 종목

밸류업 지수를 구성종목을 예측할 때 다수의 투자자가 대형주 위주의 편입을 예상했기 때문에 이번에 편입된 KOSPI200외 & KOSDAQ 종목에 대한 자금 유입 강도도 상대적으로 강할 것으로 전망. KOSDAQ 또는 KOSPI 200 외 종목은 44개 종목으로 전체의 44%를 차지

기대감이 낮았던 섹터 및 종목 중 연초 이후 수익률이 낮은 빈집 종목을 주목

밸류업 기대감이 낮았던 섹터와 종목 중 밸류업 기대감이 유입된 2월 이후 추가 상승률이 높지 않고 기관 수급이 부진했던 빈집 종목에 주목할 필요. 기업수급, 2월 이후 수익률, KOSPI200 여부, 상장시장을 기준으로 밸류업 지수 종목 예상 수혜 정도를 스코어링

금융업

박혜진

hyejin.park@daishin.com

투자의견

Overweight

비중확대, 유지

코리아 밸류업 지수 발표,
금융사 10개 포함

- 코리아 밸류업 지수 발표, 10개 금융사 포함, 꺾직한 금융사 제외
- 지수에 포함될 만한 금융사 기대 선반영, 수급 vs 지수 성공 여부 관건
- 증시 전반적인 투자 환경 개선이 목표, 향후 주가는 신뢰 확보가 중요

KRX코리아 밸류업 지수 발표, 다소 이해하기 어려운 종목 구성

밸류업 프로그램의 정수라고 볼 수 있는 코리아 밸류업 지수가 발표, 금융사는 신한지주를 비롯 총 10개사가 포함되었으며(다우데이터 제외 시 9개 종목), 금융업종 내 은행: 신한지주, 우리금융지주, 보험: 삼성화재, 메리츠금융지주, DB손해보험, 현대해상, 증권: 키움증권, 한국금융지주 각각 포함. KB금융, 하나금융지주, 삼성생명 등 의외로 꺾직한 금융사가 제외. 총 구성종목수는 100개이며 예상도 못한 기업들이 대거 포함. 쿼터제로 하다 보니 어쩔 수 없었을 것으로 추정. 주주환원이 가장 중요할 것으로 예상했던 것과는 달리 상당히 종합적인 측면이 고려. 시장대표성, 수익성, 주주환원, 시장평가, 자본효율성 스크리닝을 통해 선별되었으며 밸류업 초기 공시기업은 최우선 편입. 구성종목은 매년 6월, 1회 정기변경되며 포함되지 못한 전술한 금융사들 추후 편입될 것으로 예상

일부 금융사 기대감 선반영, 수급 기대감 vs 지수 성공 여부 관건

지수 발표 시의성도 문제지만 구성 종목에 대한 시장의 의구심이 존재할 수밖에 없음. 또한 수익성, 자본효율성, 주주환원을 등을 고려한 지수에 편입될 만한 웬만한 금융사에 대한 기대감은 연초부터 꾸준히 반영. 따라서 지수 출시로 주가 상승보다는 단기적으로 차익실현 매물 발생 가능성 큼. 다만 정부의 정책 방향성은 임팩트보다는 지속성에 무게. ETF 등 상품 출시와 더불어 스튜어디스 개정으로 밸류업 기업에 대한 연기금의 적극적인 참여를 독려하고 있기에 기업가치 제고에 대한 올바른 방향으로 꾸준히 투자자와 소통하는 기업에 대한 신뢰는 지속적으로 상승할 것. 관련하여 국민연금은 이미 올해 3월 기금운용본부 국내주식 위탁 투자지침에 '주주 및 기업가치를 제고하는 상장기업에 투자한다'는 내용을 명시했으며 이를 통해 밸류업 기업에 대한 투자가 강화되도록 할 계획. 국민연금에 따르면 국내주식 총 154조원 중 27개 위탁운용사가 운용하는 위탁운용은 81조원 규모. 뿐만 아니라 신한지주, 메리츠금융지주 등 대규모 자사주 매입/소각을 진행하고 있는 주요 금융사의 경우 일간 기준 적게는 40억원, 많게는 80억원씩 매입하고 있기 때문에 지수 구성으로 기관 수급까지 반영된다면 주가는 든든한 하방경직성을 확보. 결국 성공적인 안착을 위해서는 1) 편입된 기업들이 적극적으로 기업가치 제고하거나, 2) 구성종목 리밸런싱이 필요해보임

드디어 완성된 지수, 향후 주가는 신뢰성 확보에 달려 있음

밸류업 지수 발표는 기업가치 제고 공시를 증가시키기 위한 목적으로, 일부 기업에 혜택을 주기 위함이 아닌 코리아 디스카운트 해소 방안, 즉 증시 전반적인 투자 환경의 개선이 목표. 이 과정은 공시를 통해 투자자와 적극적으로 소통하고, 제고 방안을 성실하게 이행하는 것이 핵심. 따라서 주가의 향방은 전술한 조건을 성실하게 충족하여 투자자의 신뢰를 확보하는 기업이 아웃퍼폼 할 수 밖에 없을 것. 기업가치 제고 공시를 통해 여러 기업들이 같은 선상에서 출발하였으나 향후 주가 추이는 결국 신뢰 확보에 달려 있음

게임업

다시 PC 게임:
스팀을 중심으로

- 게임 시장의 성장 정체 국면에도 두드러지는 PC 플랫폼 '스팀'의 약진
- 국내 게임사의 PC 게임 시장 진출 성공 시 글로벌 게임사로 리레이팅 가능
- 국내 게임 업체들의 PC 게임 시장 진출 행보 주목. 크래프톤 Top-pick 의견 견지

게임 시장의 성장 정체 국면에도 두드러지는 스팀의 약진

2022년 게임스컴에 네오위즈와 크래프톤이 AAA PC 게임을 선보인 것을 시작으로 매년 게임 행사에서 PC 신작 출품 증가. 국내 게임 시장의 1) 지속되는 모바일 게임 시장의 경쟁 심화, 2) 플랫폼 다양화를 통한 서구권으로의 시장 확대, 3) 장르 다변화 등을 이유로 국내 게임사들은 PC 게임 시장 진출에 집중하고 있는 것으로 판단

글로벌 PC 게임 시장의 성장이 정체된 국면에서 PC 게임 유통 플랫폼인 스팀의 약진이 두드러짐. 80% 이상의 높은 점유율을 기반으로 PC 신작 출시가 스팀에 집중되고 있음. 앞으로도 1) 다수의 AAA 게임들의 출시가 예정되어 있을 뿐만 아니라 2) 인디 게임 역시 높아진 흥행률로 관심이 높아졌으며, 3) 게임 가격 상승 등의 요인으로 스팀 매출 지속 성장 전망. 국내 게임사들에게도 스팀은 글로벌 게임사로 성장할 수 있는 기회

PC 게임 시장 진출 성공 시 글로벌 게임사로 리레이팅 가능

스팀에서 게임의 트래픽을 장기적으로 유지하기 위해서는 게임의 높은 완성도 외에 잦은 업데이트와 패치, 빠른 시즌 진행, 가격 할인 이벤트 등이 중요. 이런 요소는 트래픽 유지 외에 게임사들의 추가 매출을 기대할 수 있는 부분. 초기 트래픽을 모객하는데 퍼블리셔의 마케팅이 중요하지만, 장기적으로 트래픽을 유지하는데 한계가 있음

EA, Capcom은 수십년간 확보한 IP를 기반으로 스팀에 빠른 속도로 신작 출시 가능. 특히 Capcom은 개발력과 IP 파워를 결합한 높은 hit-ratio로 꾸준한 주가 우상향을 보임. 한편, CD Projekt는 IP는 적지만 뛰어난 개발력으로 높은 멀티플을 유지했으나, 최근 신작 지연과 실망으로 인해 비싼 기업으로 고착화됨. 국내 게임사들은 현재 단일 IP와 모바일 플랫폼 의존도가 크지만, PC 게임 시장으로의 진출이 가속화되면서, 'IP 확대 → IP 프랜차이즈화를 통한 팬덤 확보와 신작 출시 가속화 → 실적 성장 및 멀티플 리레이팅 혹은 정당화' 흐름을 기대할 수 있음

국내 게임 업체들의 PC 게임 시장 진출 행보 주목

게임 업종 내 크래프톤 Top-pick 의견 견지. 현재 국내 PC 출시 예정작 중 스팀 내 가장 좋은 지표 흐름을 보이고 있으며, 밸류 부담도 낮은 편. 연말까지 호실적에 따른 주가 상승, 그 이후엔 신작까지 주가 모멘텀 강화 전망

펄어비스의 경우, 11월 지스타 참가 예정으로 주가에 기대감 재차 반영 가능 전망. 단, 밸류 부담, 지스타 이후 반복되는 모멘텀 부재 등을 감안하여 트레이딩 전략으로 접근할 것을 권고. 이외 넷마블, 엔씨소프트, 카카오게임즈가 2025년 하반기 PC/콘솔 대작을 준비하고 있어, 2025년 상반기부터 지켜볼 필요

이재은 jeeun.lee@daishin.com

투자 의견

Overweight

비중확대, 유지

Rating & Target

종목명	투자 의견	목표주가
크래프톤	Buy	410,000원
넷마블	Marketperform	63,000원
엔씨소프트	Marketperform	190,000원
펄어비스	Buy	53,000원
카카오게임즈	Marketperform	18,000원

▶ Compliance Notice

- ✓ 본 자료에 수록된 내용은 당 Research Center가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- ✓ 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 위 애널리스트는 재산적 이해관계가 없습니다.
- ✓ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하였습니다.
- ✓ 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.