



## KOREA STRATEGY

# FY24 하반기 전망: 카테나치오(Catenaccio)

김대준 | [daejun.kim@koreainvestment.com](mailto:daejun.kim@koreainvestment.com)

- 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 리포트는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결정에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.
- 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

# 2024년 하반기 코스피 밴드: 2,500~3,000p

		ROE (%)				
		7.50	8.00	8.50	9.00	9.50
COE (%)	8.75	2,550	2,720	2,890	3,070	3,240
	9.00	2,480	2,650	2,810	<b>2,980</b>	3,150
	9.25	2,420	2,580	2,740	2,900	3,060
	9.50	2,350	<b>2,510</b>	2,670	2,820	2,980
	9.75	2,290	2,450	2,600	2,750	2,900

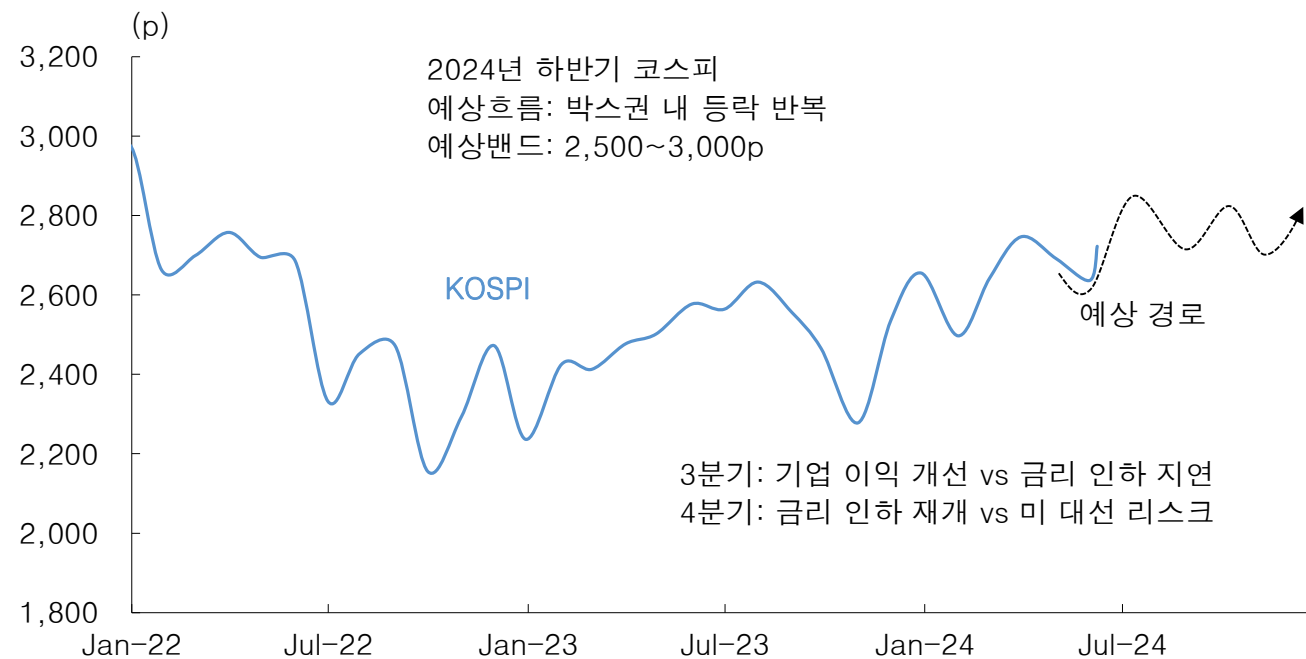
상단은 ROE 9.0%, COE 9.0% 적용  
 목표 PBR 1.0배 ≙ 3,000P  
 올해 ROE 8.9%에 IT 이익 가산 감안  
 COE는 연내 금리 1회 인하를 상정

하단은 ROE 8.0%, COE 9.5% 적용  
 목표 PBR 0.84배 ≙ 2,500P  
 추가 금리 인상을 열어둔 가운데  
 ROE의 추가 하향 조정을 가정

상반기 상승, 하반기 횡보를  
 예상한 연간 전망의 연장선일 전망  
 하반기 큰 폭의 상승보다  
 높아진 레벨 상에서 등락 반복 전망

반도체, 자동차, 음식료, 유틸리티는  
 투자 비중을 중립 이상으로 유지  
 금융, 기계, 비철, 화장품, 운송은  
 트레이딩 매수 관점으로 적극 대응

## 코스피 예상 경로: 박스권 내 등락 반복

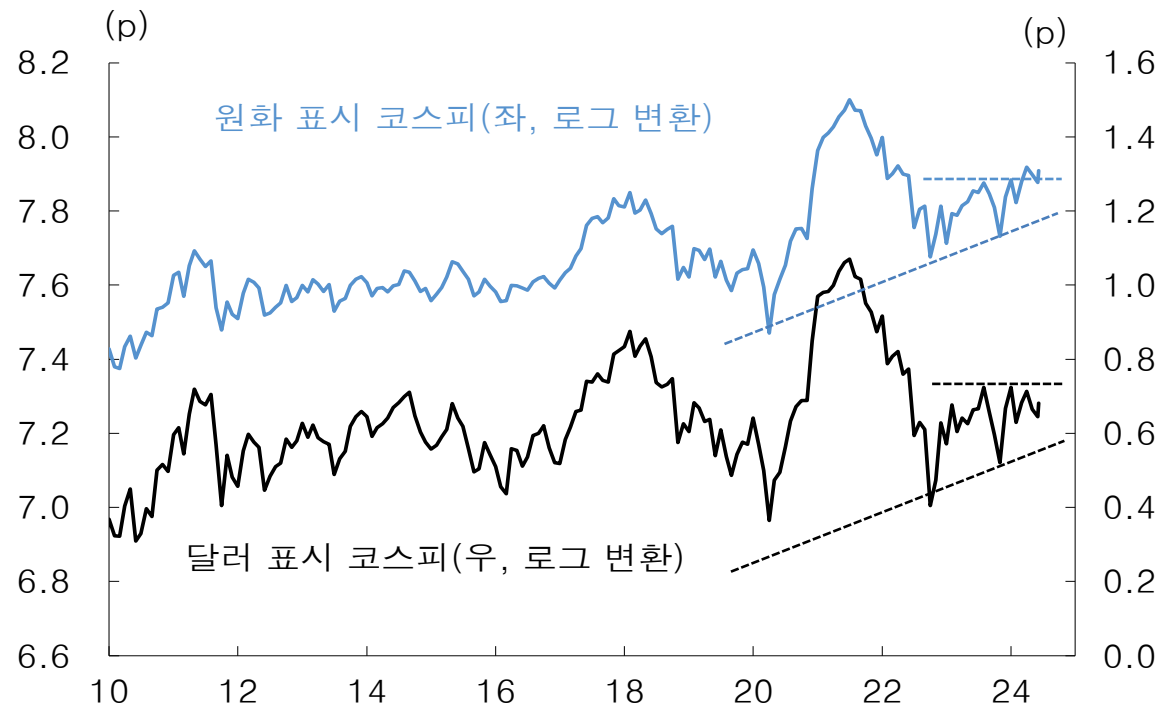


자료: Quantiwise, 한국투자증권

# 코스피 경로: 상승 탄력 둔화 가능

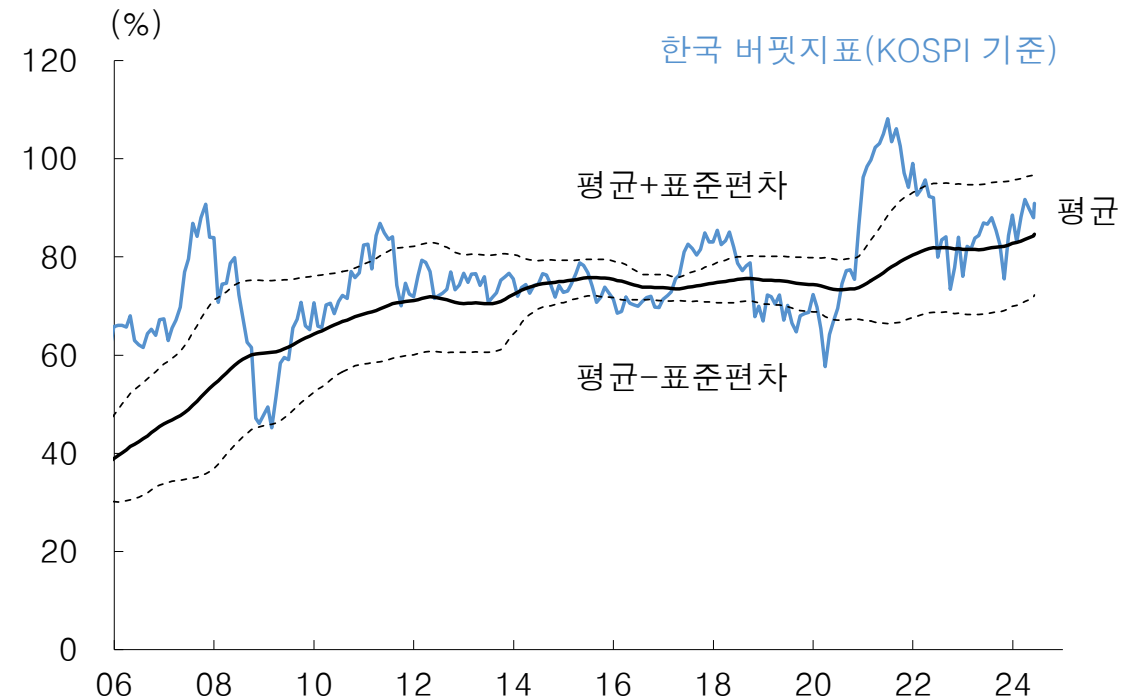
- 하반기 코스피는 추가 상승하더라도 속도와 오름 폭은 제한될 것. 외국인 수급이 불리하게 작용할 수 있음
- 달러 표시 코스피는 원화 표시 코스피와 달리 저항선을 돌파하지 못함. 외국인과 내국인은 시장 전망에 있어 차이 발생 가능
- 코스피 추가 상승 시 과열 부담 우려도 발생할 수 있음. 증시 과열을 판단하는 도구 중 버핏지표(시가총액/명목GDP) 이용
- 코스피 버핏지표는 명목 GDP의 91% 수준. 기준선 100% 이하지만 과거 60개월 평균치는 상회. 2,900p 이상은 과열 국면

코스피 경로: 원화 표시 & 달러 표시



자료: 한국투자증권

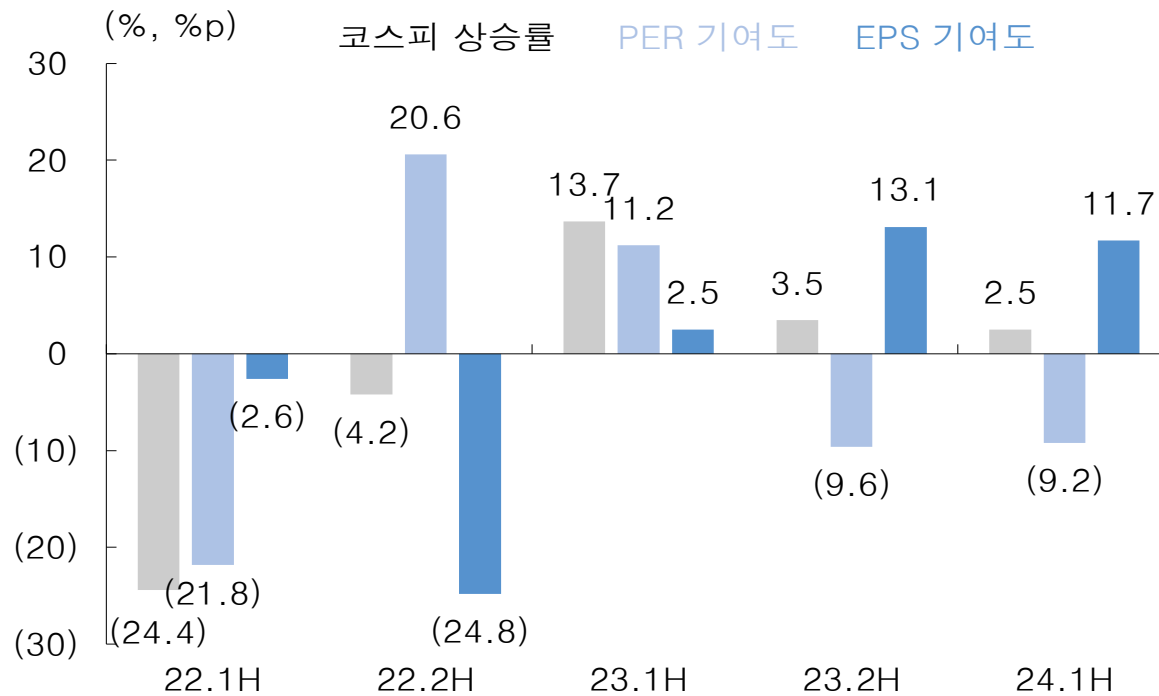
한국 버핏지표: 60개월 평균 상회



주: 평균 산출 기간은 60개월 기준  
 자료: Datastream, 한국투자증권

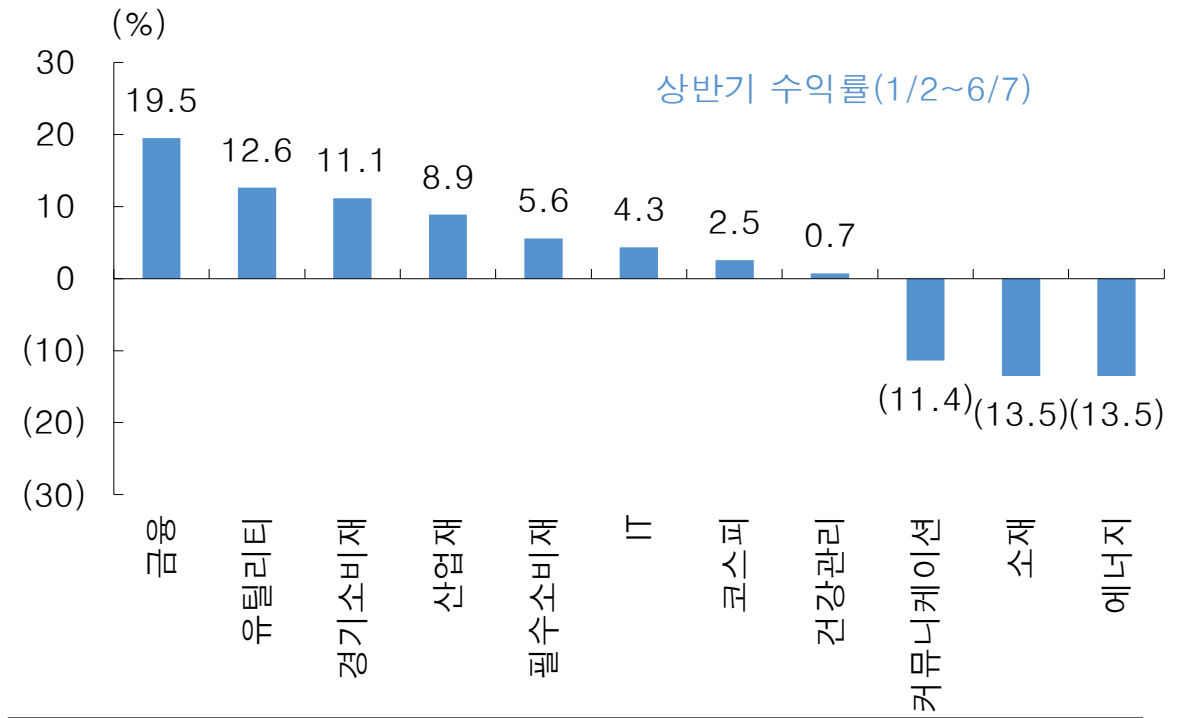
- 올해 상반기 코스피 상승률은 2.5%에 불과. 다양한 이슈로 등락을 반복했기 때문. 상승 요인으로 PER보다 EPS가 부각
- 애널리스트가 올해 이익 추정치를 상향 조정하면서 이익 모멘텀은 과거보다 강화. 하반기에도 이익 모멘텀이 핵심 변수
- 상반기 업종별 성과를 보면 금융, 유틸리티, 경기소비재, 산업재 등의 상승폭이 확대. 해당 업종은 개별 상승 재료를 보유
- 금융(밸류업), 유틸리티(정상화), 경기소비재(화장품), 산업재(전력수요) 흐름은 하반기에도 이어질 것. IT(HBM)도 관심

코스피 상승 기여도: 12MF PER & 12MF EPS



주: 6월 7일 종가 기준  
자료: Quantiwise, 한국투자증권

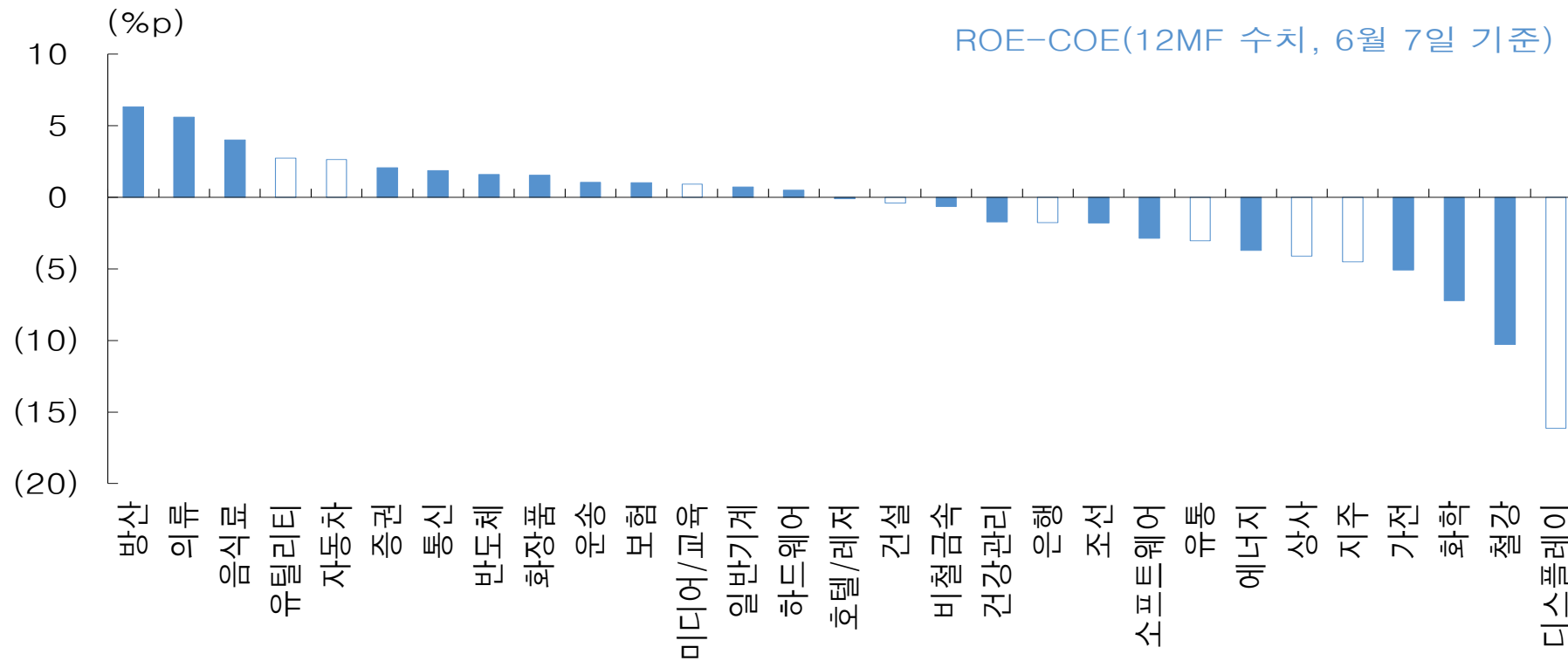
상반기 업종별 수익률: 상승률 1위는 금융주



주: 6월 7일 종가 기준  
자료: Quantiwise, 한국투자증권

- 투자 측면에서 ROE와 COE를 고려할 필요. 최소한 비용보다 높은 수익을 내는 업종 선택할 것
- 현재 ROE가 COE보다 높은 업종은 방산, 의류, 음식료, 유틸리티 등으로 확인
- ROE가 전월보다 개선되고 있으면 투자매력이 상대적으로 높다는 판단 가능
- 한편 ROE가 COE보다 낮은 업종은 투자선택에서 제외할 필요

## 업종별 ROE와 COE 차

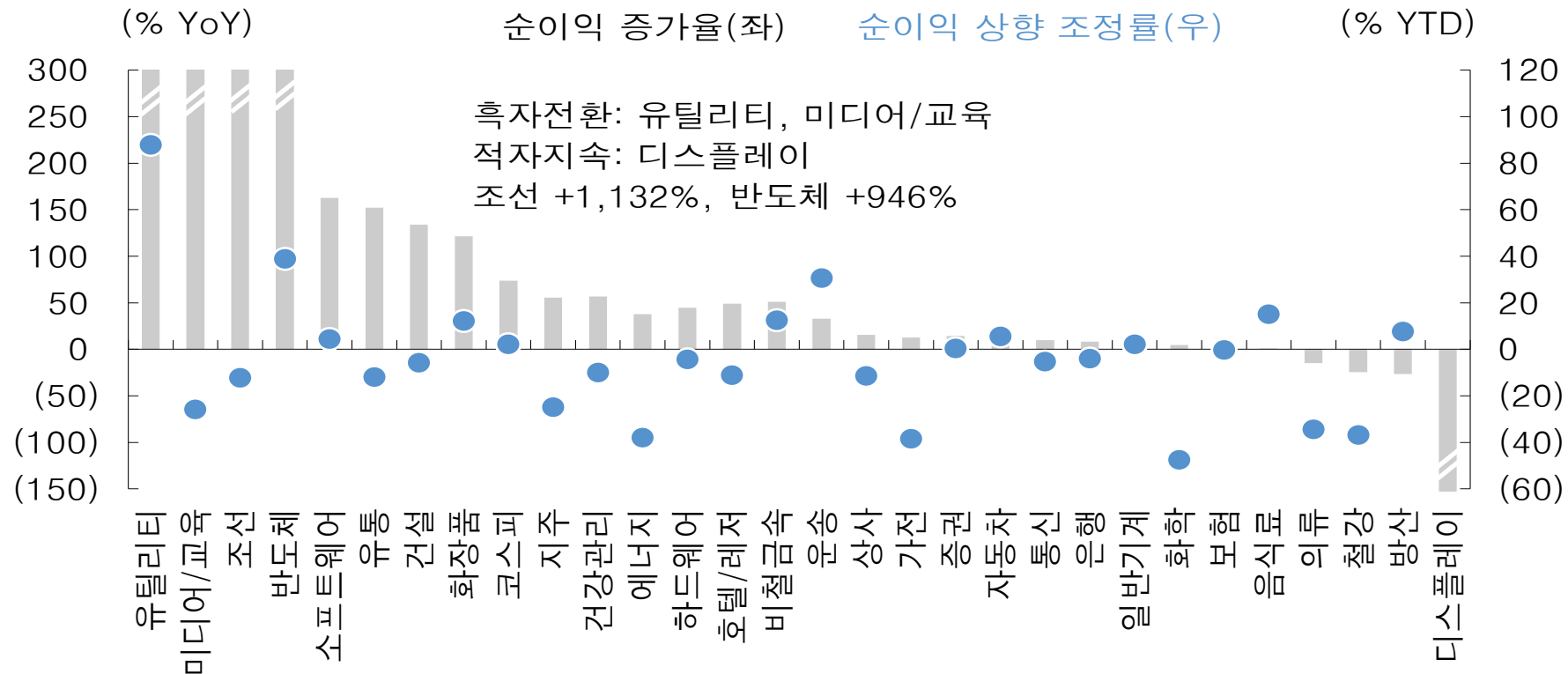


주: 음영은 전월대비 ROE가 개선된 업종  
 자료: Quantiwise, 한국투자증권

# 업종별 투자지표: 순이익 증가율

- 올해 이익 모멘텀이 시장을 주도하는 핵심 요인이라는 점에서 업종별 이익 증가율에도 관심을 둘 필요
- 순이익 전망치가 전년보다 늘어나는 업종은 유틸리티, 미디어/교육, 조선, 반도체 등으로 볼 수 있음
- 순이익이 연초 이후 상향 조정된 업종은 유틸리티, 반도체, 화장품, 비철금속 등으로 확인
- 고물가 등 경제 불확실성 고조에도 이익을 내며 성장할 수 있는 업종은 방산, 음식료, 자동차 등으로 확인

## 업종별 순이익 증가율과 상향 조정률: 유틸리티, 반도체 관심

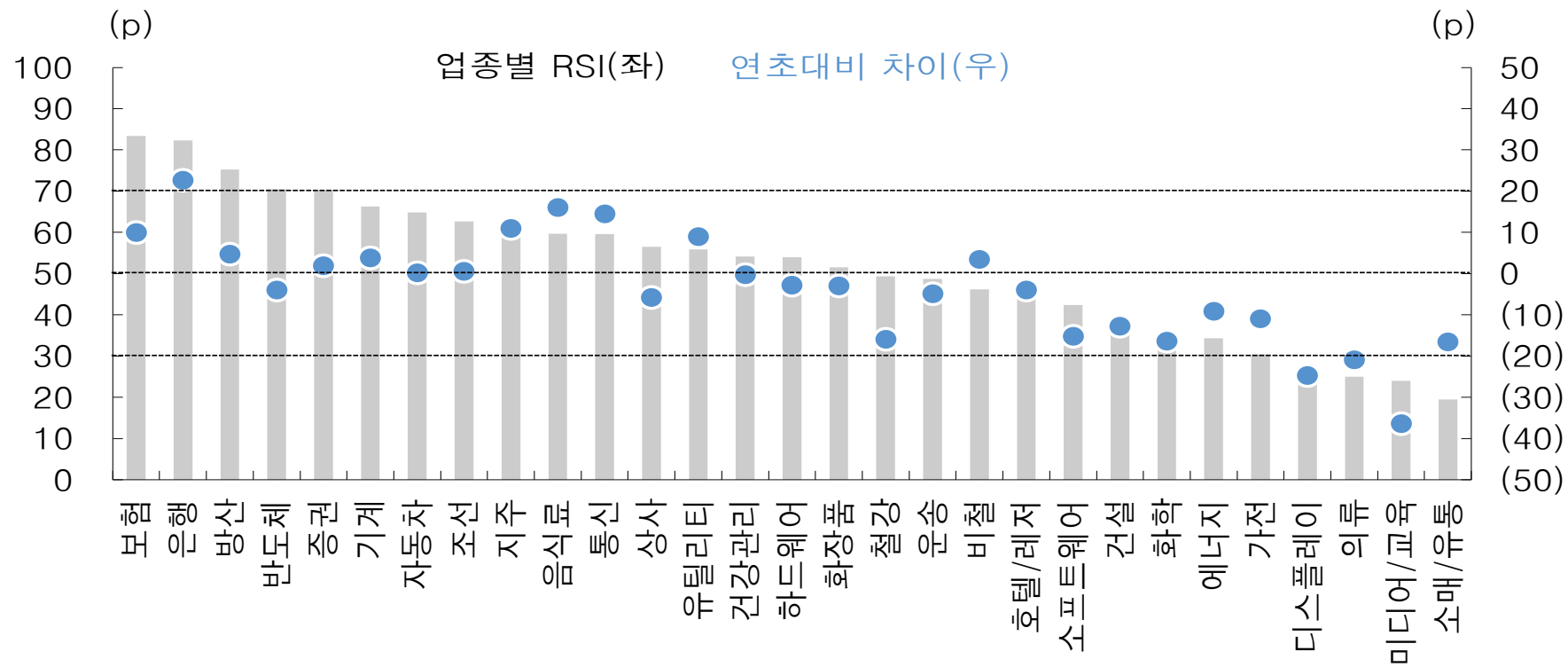


자료: Quantiwise, 한국투자증권

# 업종별 투자지표: 상대강도(RSI)

- 가격 측면에서의 투자 매력도 점검. 월간 상대강도(RSI) 기준으로 연초대비 (+)를 나타내고 과열되지 않은 업종 관심
- 일반적으로 RSI는 70을 상회하면 과매수, 30을 하회하면 과매도로 해석. 과매수 업종은 상승 탄력이 제한될 수 있음
- 반면 과매도 업종은 시장에서 관심이 떨어진 것을 의미. 다만 RSI가 연초 이후로 상승하고 있는 건 투자 재개를 의미
- 현재 과매수된 상태가 아니면서 RSI가 지속적으로 오르고 있는 업종은 유틸리티, 통신, 음식료, 지주 등으로 확인

## 코스피 업종별 RSI 변화



주: 70p 이상은 과매수, 30p 이하는 과매도  
 자료: Quantiwise, 한국투자증권

# 2024년 하반기 추천 종목(1)

종목	현재주가 목표주가	밸류에이션					투자포인트
		연도	PER	PBR	EPS	ROE	
효성첨단소재	347,000	2024F	13.0	2.1	26,657	16.7	타이어보강재 수익성 개선에 힘입어 영업이익은 컨센서스를 28% 상회
A298050	530,000	2025F	9.7	1.8	35,710	19.8	2분기 탄소섬유의 중국 공장 판매 안정화. 이익 턴어라운드를 지지할 전망
풍산	57,400	2024F	6.7	0.7	8,624	11.7	동 가격은 견조한 수요로 중장기 강세 예상. 중국 경기 부양 시 더욱 강화
A103140	83,000	2025F	7.0	0.7	8,238	10.2	방산 실적도 안정적. 연간 매출액 1조원, 수출 비중 확대로 이익률도 상승
한화에어로스페이스	209,500	2024F	19.7	2.7	10,636	14.4	2024년 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 17.8%와 34.4% 성장할 것
A012450	258,000	2025F	14.0	2.3	14,972	17.7	폴란드 K9 추가 실행 계약, 루마니아 및 중동 K9, 레드백 수출 계약 전망
삼성E&A	23,100	2024F	7.3	1.1	3,175	16.4	2024년 예상 수주 성과의 16.8%가 E/T 전환 사업에서 창출될 것
A028050	38,000	2025F	6.9	1.0	3,352	14.9	사우디 San-6 블루 암모니아, 말레이시아 SAF 수주 가능(약 3.9조원)
HD한국조선해양	135,000	2024F	12.5	0.9	10,842	7.5	동사 수익성은 경쟁사 상회. 기수주 호선 퀄리티 감안 시 차이는 더 확대
A009540	200,000	2025F	7.2	0.8	18,884	11.9	자회사 외형 성장으로 2025년 연결 영업이익은 올해 대비 2배 증가 예상
진에어	13,250	2024F	4.9	2.4	2,698	66.0	1분기 영업이익은 컨센서스 10% 상회, 성과급 총당금 감안해도 우호적
272450	17,000	2025F	5.2	1.6	2,573	38.3	2년 연속 영업이익은 LCC 중 1위. 재무구조도 순현금일 정도로 가장 양호
CJ ENM	85,800	2024F	176.8	0.6	485	0.3	티빙 유료 가입자 증가 및 요금 개선, 피프스시즌 하반기 딜리버리 증가
A035760	110,000	2025F	13.7	0.5	6,278	4.3	커머스 호조로 모든 부문에서 증익 나타나는 중. 밸류에이션 매력도 높음
아모레퍼시픽	180,300	2024F	36.7	2.4	4,910	6.7	미국, 인도네시아, 말레이시아 등 글로벌 시장에서 높은 인기를 유지할 것
A090430	220,000	2025F	27.4	2.2	6,578	8.5	중국 법인 실적 회복, 미국 사업과 코스알렉스의 양호한 매출 증가 예상

주: 6월 7일 종가 기준

자료: Quantiwise, 한국투자증권

# 2024년 하반기 추천 종목(2)

종목	현재주가 목표주가	밸류에이션					투자포인트
		연도	PER	PBR	EPS	ROE	
신세계	163,400	2024F	5.1	0.3	31,982	7.3	24년 백화점 영업이익은 소폭 감익. 단 이를 반영해도 주가는 저평가 상태
A004170	250,000	2025F	4.5	0.3	35,955	7.7	유통으로 수급이 유입될 경우 밸류에이션 매력과 이익 체력이 부각될 것
롯데웰푸드	158,600	2024F	11.9	0.7	13,327	6.0	인도 초코파이 라인 증설 가능. 작년 10월 개시한 3번째 라인도 80% 가동
A280360	180,000	2025F	10.4	0.6	15,190	6.5	인도 푸네 빙과 공장도 연내 가동. 내년 성수기 실적 성장에 기여할 전망
셀트리온	191,100	2024F	74.8	2.3	2,555	3.2	FY24 매출 3.5조원/영업이익 6,966억원(OPM 20%, +7% YoY) 전망
A068270	250,000	2025F	33.9	2.1	5,635	6.8	집펜트라, Major PBM 인 ExpressScripts(24%) 등재 성과로 매출 성장
신한지주	47,100	2024F	5.1	0.4	9,301	8.6	수급 부담 완화와 주주환원정책에서의 신뢰회복으로 프리미엄 부각
A055550	60,000	2025F	4.8	0.4	9,866	8.6	올해 예상 자사주 매입액 7,500억원, 주주환원율 39%. 밸류업 기대 상존
키움증권	129,800	2024F	4.9	0.7	26,267	14.7	리테일 경쟁력 감안시 올해 브로커리지 수수료수익 전년대비 12% 증가
A039490	155,000	2025F	4.7	0.6	27,429	13.8	주주환원 지속. 올해 주주환원액은 2,107억원으로 전년대비 33% 증가
SK하이닉스	207,500	2024F	11.5	2.2	18,014	22.0	HBM 리더십 강화. HBM 수량 증가 및 ASP 동반 상승 예상에 실적 상향
A000660	220,000	2025F	8.1	1.7	25,632	25.1	고용량 Enterprise SSD 판매에 따른 수익성 증가로 NAND 실적도 회복
주성엔지니어링	35,500	2024F	18.8	2.8	1,889	16.5	6월 북미 비메모리 장비 출하 예정. 비메모리 및 메모리 1개사 추가 출하
A036930	48,000	2025F	14.7	2.4	2,409	17.9	SKH CAPEX 확대 수혜로 2분기부터 실적이 빠르게 개선될 전망
NAVER	175,400	2024F	18.4	1.1	9,560	6.5	중국 직구 플랫폼 마케팅 확대 영향으로 검색광고 매출 성장 이어질 것
A035420	270,000	2025F	17.2	1.0	10,185	6.5	밸류에이션 부담이 높지 않으며 섹터 내 가장 안정적인 실적 보여줄 전망

주: 6월 7일 종가 기준

자료: Quantiwise, 한국투자증권

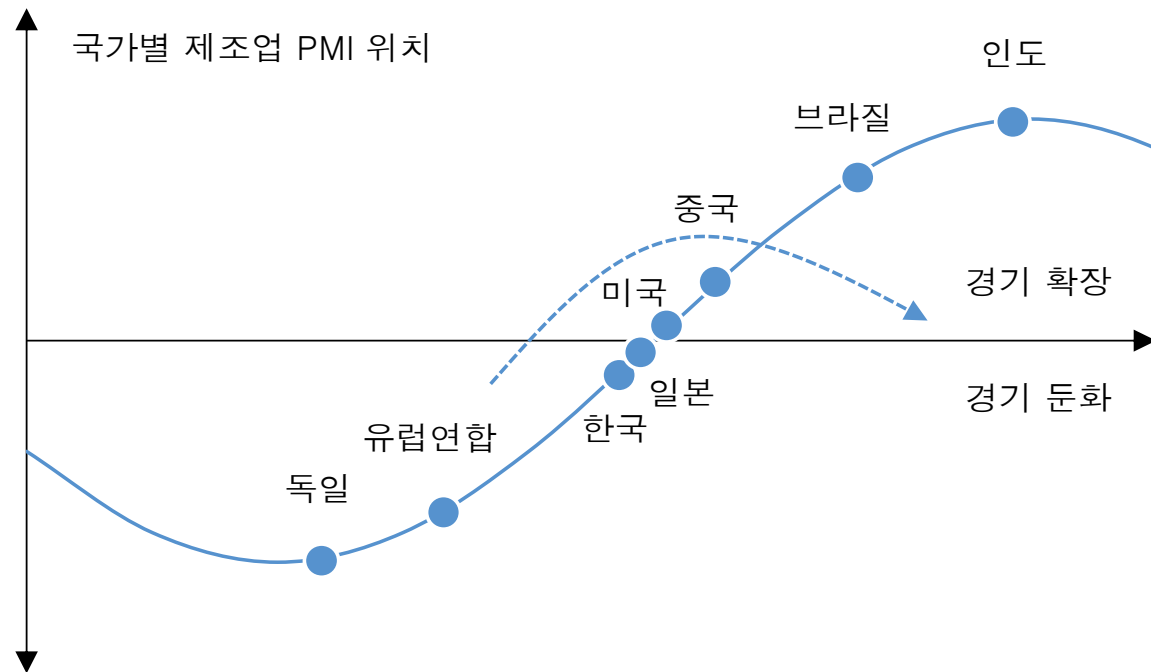
# 6월 이슈 캘린더

일요일	월요일	화요일	수요일	목요일	금요일	토요일	
<b>7월 주요 이슈</b> · 한국 하반기 경제정책방향 · IMF 세계경제전망 · 중국 정치국회의		· 7/9-11 NATO 정상회의 · 7/11 한국은행 금통위 · 7/15~18 미국 공화당 전당대회 · 7/26-8/11 제 33회 파리 올림픽 · 7/30-31 미국 FOMC					<b>1</b> [유가] · OPEC 정례회의 [음식료] · 롯데칠성, 동원F&B, 롯데웰푸드 주요 제품 가격 인상
<b>2</b>	<b>3</b> [바이오] · 바이오 USA(~6일) [IPO] · 그리드위즈 청약(~4일)	<b>4</b> [바이오] · ASCO 종료(5/31-6/4) [방산] · 북한 인공위성 주장 로켓 발사 기한 [외교] · 한-아프리카 정상회의(~5일)	<b>5</b> [IT] · 인텔 'AI 서밋' [IPO] · 라메디텍 청약(~7일)	<b>6</b> [휴장] 한국(현충일) [정책] · ECB 통화정책회의 · 유럽의회 선거(~9일)	<b>7</b> [IT] · 삼성전자 노조 단체 연차	<b>8</b>	
<b>9</b>	<b>10</b> [휴장] 중국, 홍콩(단오절) [IT] · 애플 'WWDC 24' 개최 · 엔비디아 10:1 액면분할 [특신] · 휴젤-메디톡스 ITC 소송 예비 판결 발표 [IPO] · 씨어스테크놀로지, 한중엔시에스 청약(~11일)	<b>11</b> [정책] · 미국 FOMC(~12일) · 한국 5월 금통위 의사록 [원전] · 영국 원전 기업단 방한	<b>12</b> [바이오] · 유럽 류마티스학회(~15일) [IPO] · 엑셀세라퓨틱스 청약(~13일)	<b>13</b> [만기] · 선물옵션 동시만기일 [외교] · G7 정상회의(~15일)	<b>14</b> [리밸런싱] · 코스피200, 코스닥150 정기변경 [IPO] · 에스오에스랩 청약(~17일) · 그리드위즈 상장	<b>15</b>	
<b>16</b>	<b>17</b> [IPO] · 라메디텍 상장	<b>18</b> [유통] · 중국 618 쇼핑 축제 [IPO] · 하이젠알앤엠, 시프트업 청약(~19일)	<b>19</b> [휴장] 미국(노예해방일) [IPO] · 에이치브이엠 청약(~20일) · 씨어스테크놀로지 상장	<b>20</b> [정책] · BOE 통화정책회의 [IPO] · 이노스페이스 청약(~21일) · 한중엔시에스 상장	<b>21</b>	<b>22</b>	
<b>23/30</b>	<b>24</b> [IPO] · 이노그리드, 하스 청약(~25일)	<b>25</b> [외교] · 세계경제포럼 아시아회담(~27일) [IPO] · 이엔셀 청약(~26일)	<b>26</b> [IT] · 마이크론 실적 발표	<b>27</b> [미국 대선] · 후보자 1차 TV토론 [정책] · EU 정상회의(~28일)	<b>28</b>	<b>29</b>	

true friend 한국투자 증권

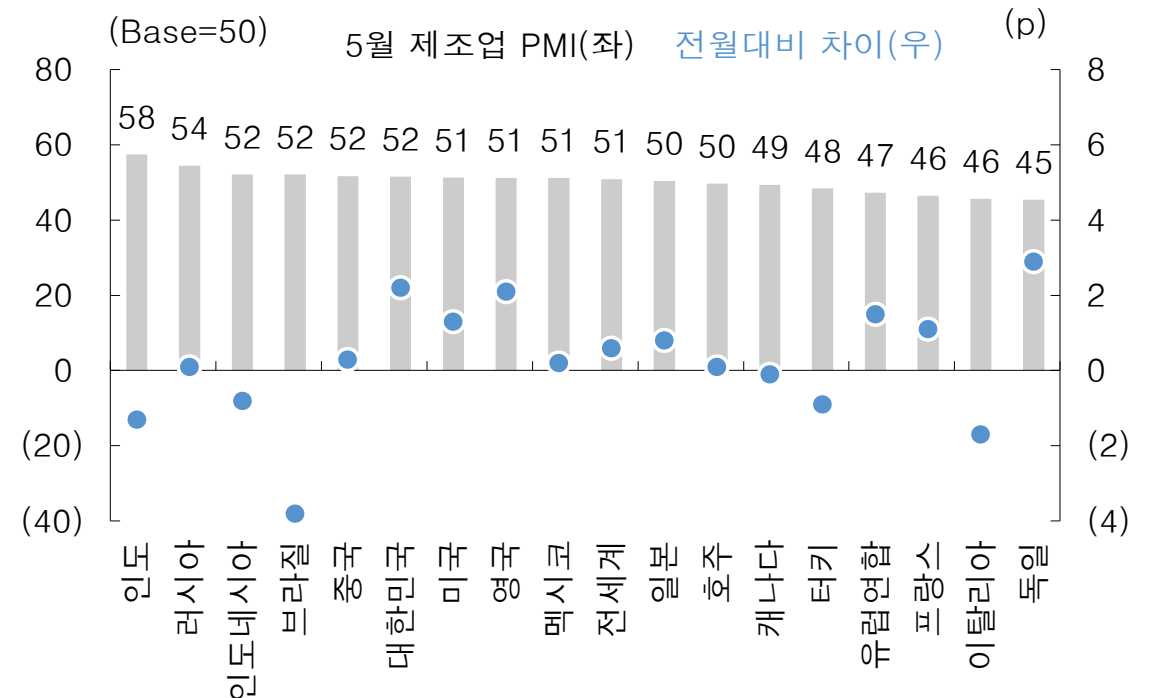
- 한국은 소규모 개방 경제로 수출이 핵심 성장 동력으로 작용. 대외 경기에 민감할 수밖에 없는 구조임
- 글로벌 제조업 경기는 PMI 기준으로 느리지만 회복세를 이어가고 있음. 신흥국 회복세가 선진국보다 빠름
- 인도와 브라질은 빠른 속도로 회복 중. 중국도 제조업 경기가 확장 국면에 진입. 미국, 일본은 경기 모멘텀 개선
- 한국은 미국과 일본의 경기 흐름을 따름. 이들 선진국 경기는 느린 속도에도 불구하고 회복 중이나 불안 요인 존재

국가별 제조업 PMI 위치: 유럽 외 지역은 양호



자료: 한국투자증권

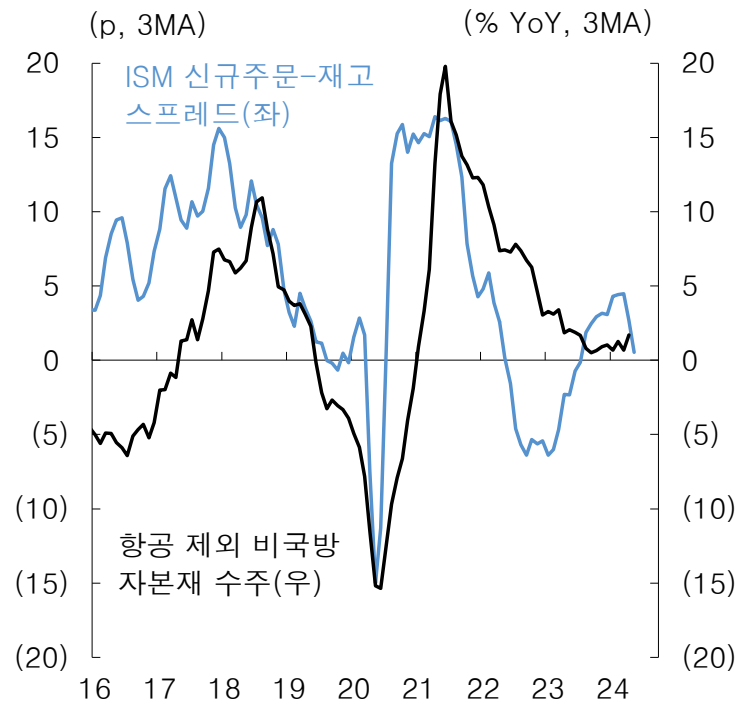
G20 4월 제조업 PMI 현황



자료: CEIC, 한국투자증권

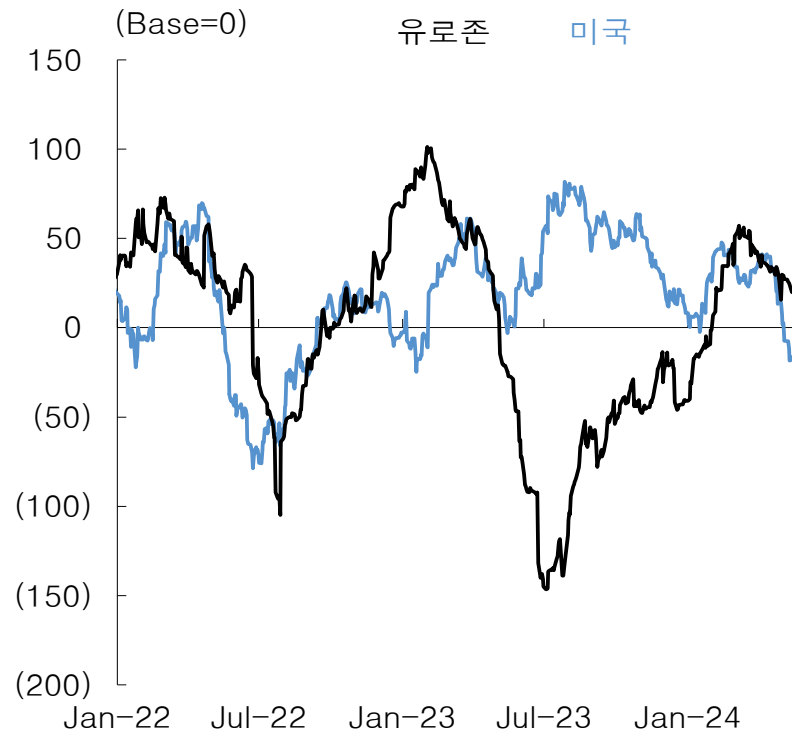
- 최근 글로벌 경기 회복세가 느려진 이유는 지표 변화에서 확인할 수 있음. 서프라이즈 지수의 하락 반전이 대표적인 사례
- 경기 서프라이즈 지수는 0 이상이면 지표 호조, 0 이하이면 지표 악화 시사. 경제지표 발표에 따라 시시각각 변화할 수 있음
- 미국, 일본, 중국은 (-) 국면에 위치하는 등 경기 회복 둔화. 유로존은 (+)를 유지 중이나 점차 레벨이 낮아지고 있음
- 서프라이즈 지수 하락은 대외 수요 부진을 의미. 수출 주도형 경제를 구축한 한국 입장에서선 불리한 요인이 될 수 있음

경기 서프라이즈 지수: 전월대비 부진



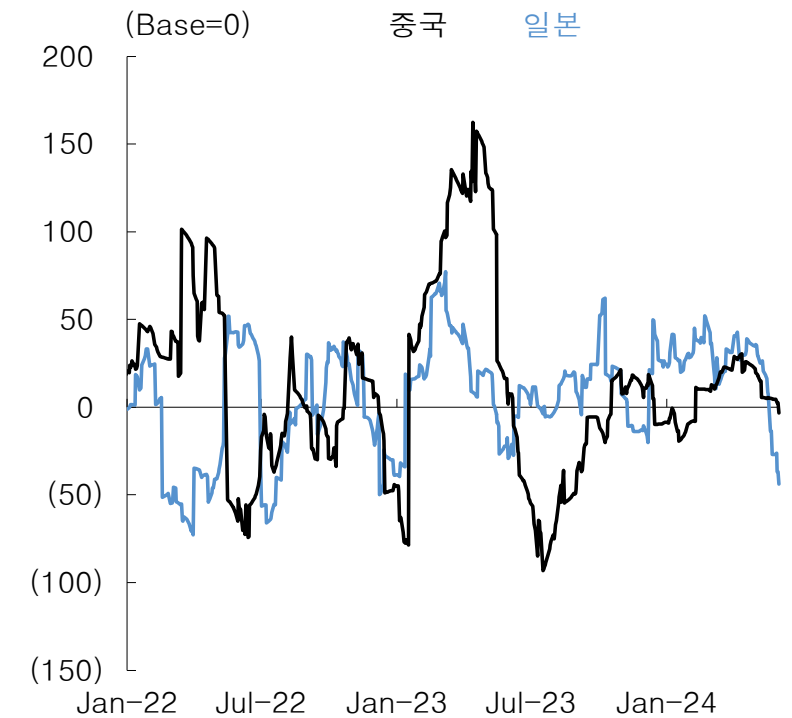
자료: Datastream, 한국투자증권

경기 서프라이즈 지수: 미국 & 유로존



자료: Datastream, 한국투자증권

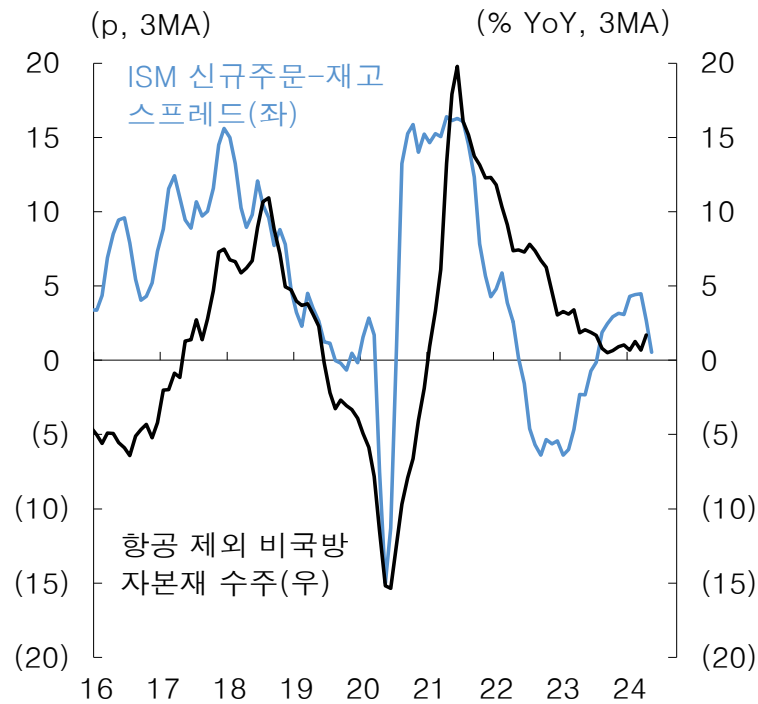
경기 서프라이즈 지수: 일본 & 중국



자료: Datastream, 한국투자증권

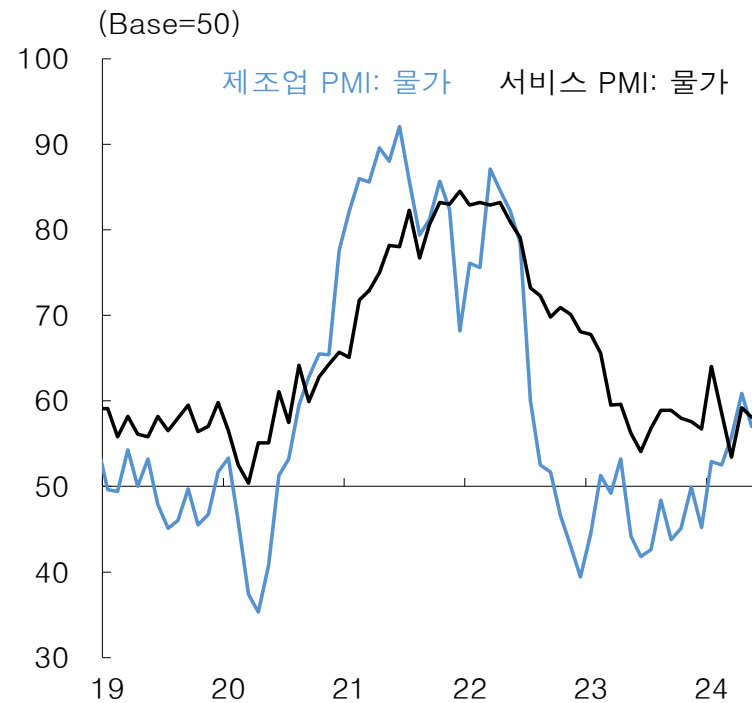
- 미국 경제 상황은 아주 낙관적이진 않음. 투자와 소비 모멘텀은 약화. ISM 제조업지수의 신규주문-재고 스프레드에서 확인
- 신규주문-재고 스프레드는 수요가 공급을 상회할 때 확대. 기업 입장에서 가격을 올리면서 제품을 팔 수 있는 것과 같은 의미
- 대규모 자본지출과 관련된 비국방 자본재 수주 변화율은 소폭 개선. 다만 기업들의 투자 활동이 아주 활발하게 진행되진 않음
- 소비와 투자 모멘텀이 약화되고 있는 배경에는 제조업과 서비스업 구분 없이 높은 물가와 고용 위축이 자리잡고 있음

신규주문-재고 스프레드와 자본재 수주



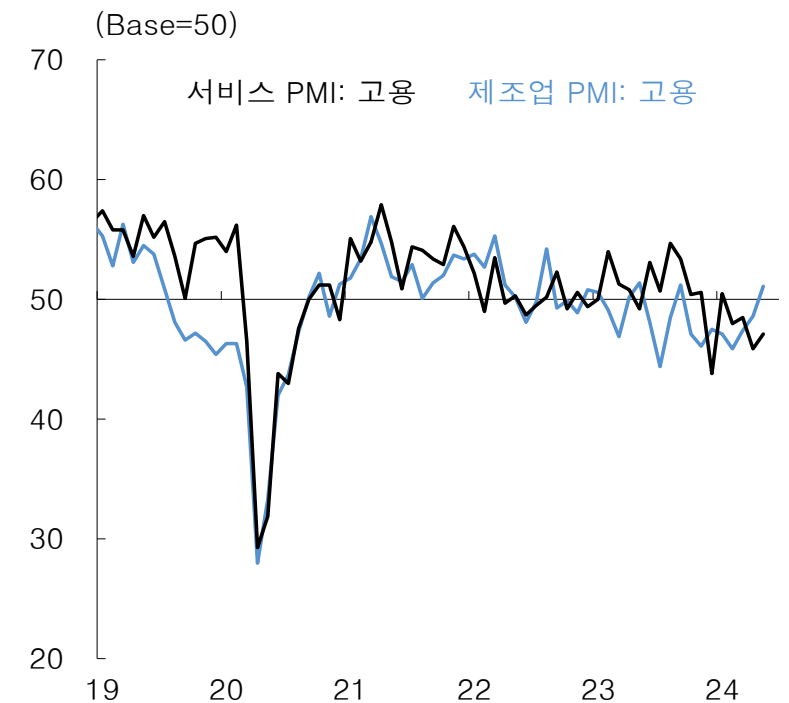
자료: Datastream, 한국투자증권

ISM PMI 물가 지수: 제조업 & 서비스업



자료: Datastream, 한국투자증권

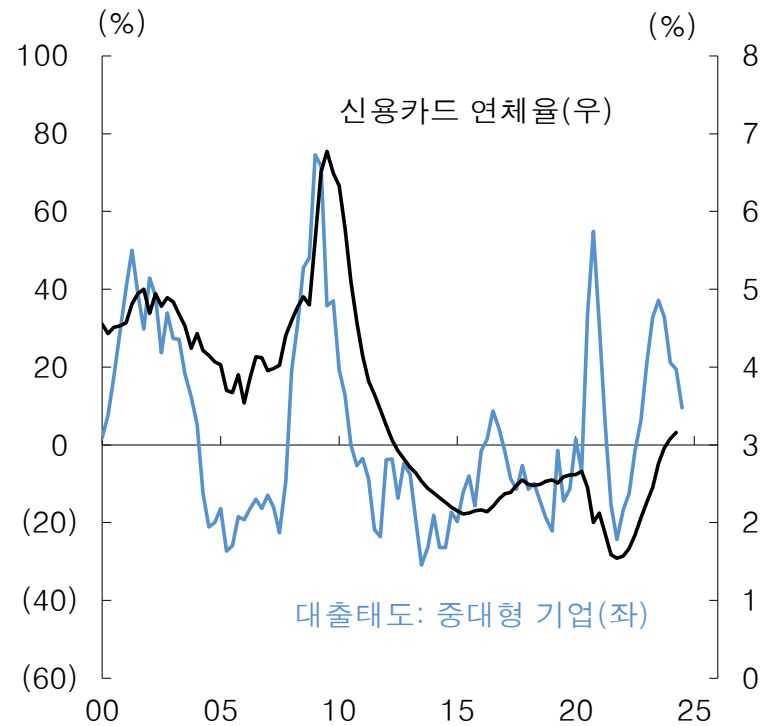
ISM PMI 고용 지수: 제조업 & 서비스업



자료: Datastream, 한국투자증권

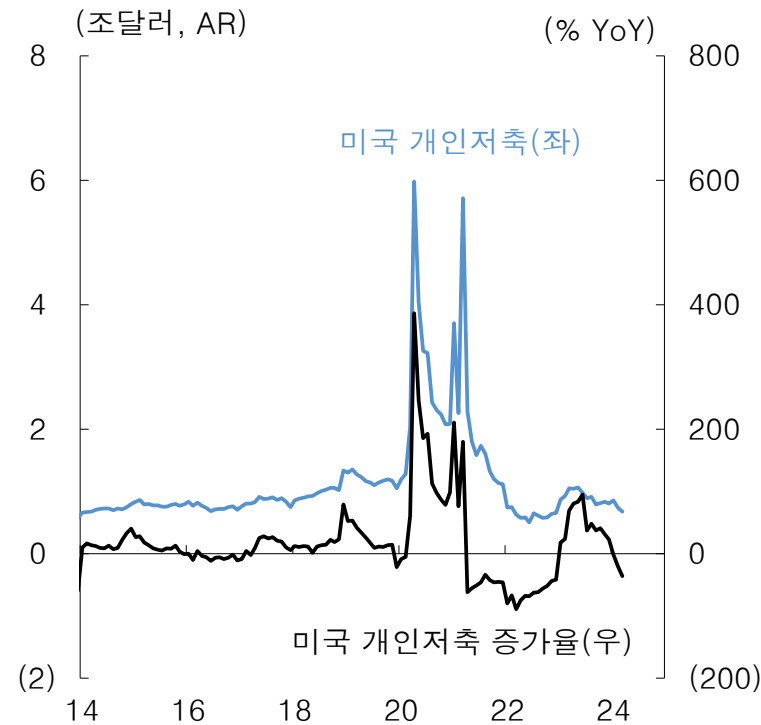
- 미국 소비도 강하지 못한 상황. 고금리 여파로 중대형 기업의 대출 여건은 긴축적. 최근 대출 환경이 완화됐으나 아직 부족
- 코로나19 확산 이후, 저축을 많이 늘렸던 가계도 소비 여력이 소진. 개인저축 규모 감소와 카드 연체율 상승이 근거임
- 그나마 고용시장이 아직 위축 단계로 가지 않은 게 다행인 부분. 올해 비농업 부문 고용은 매월 20만명 늘어나고 있음
- 실업률로 경기 침체 여부를 알 수 있는 삼의 법칙 수치도 안정적. 경제활동참가율이 상승하고 있어 고용 급변 단계는 아님

미국 대출태도지수 및 신용카드 연체율



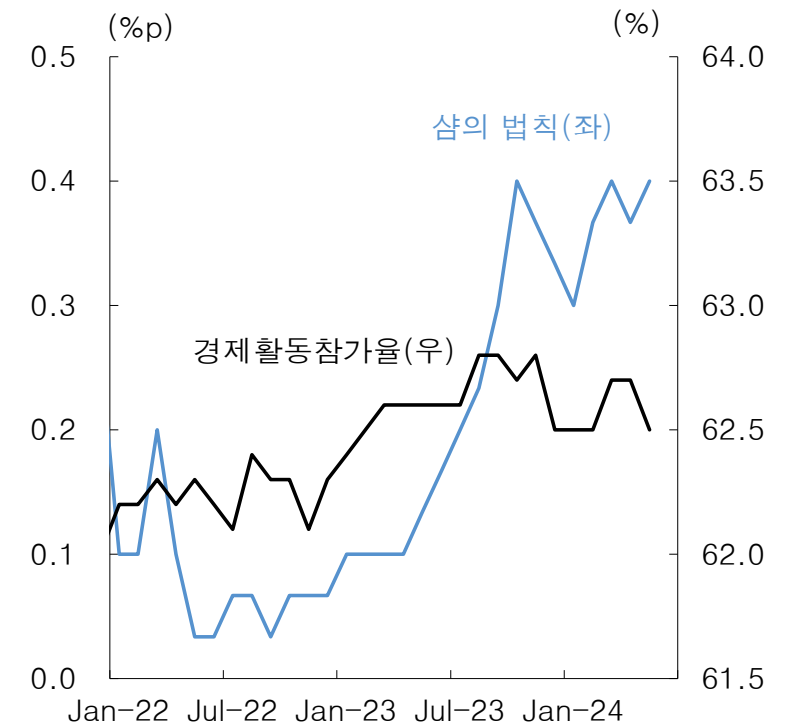
자료: 한국투자증권

미국 개인저축 및 증가율



자료: Datastream, 한국투자증권

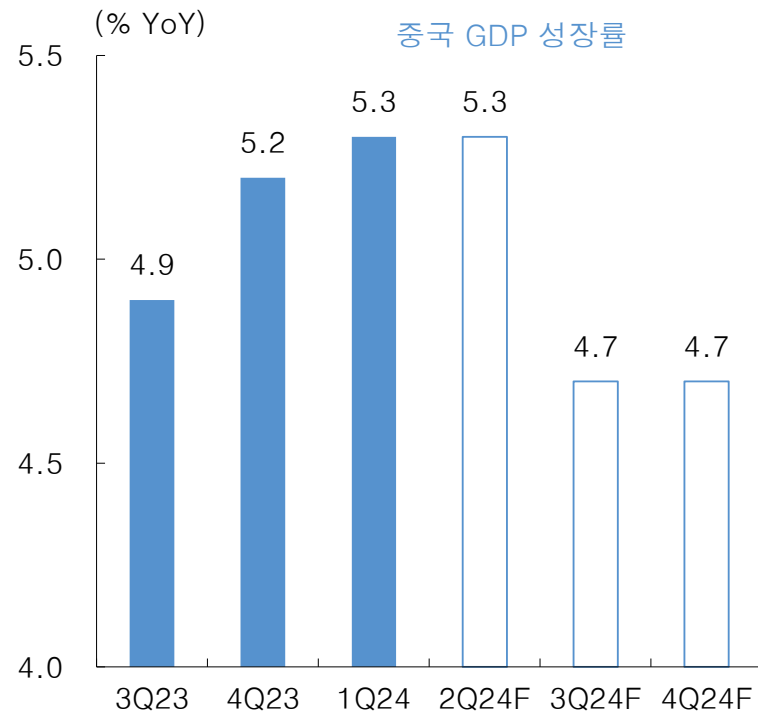
실업률(삼의 법칙)과 경제활동참가율



주: 삼의 법칙(최근 3개월 실업률 평균과 최근 12개월 실업률 최저점의 차가 0.5보다 크면 침체)  
 자료: Datastream, 한국투자증권

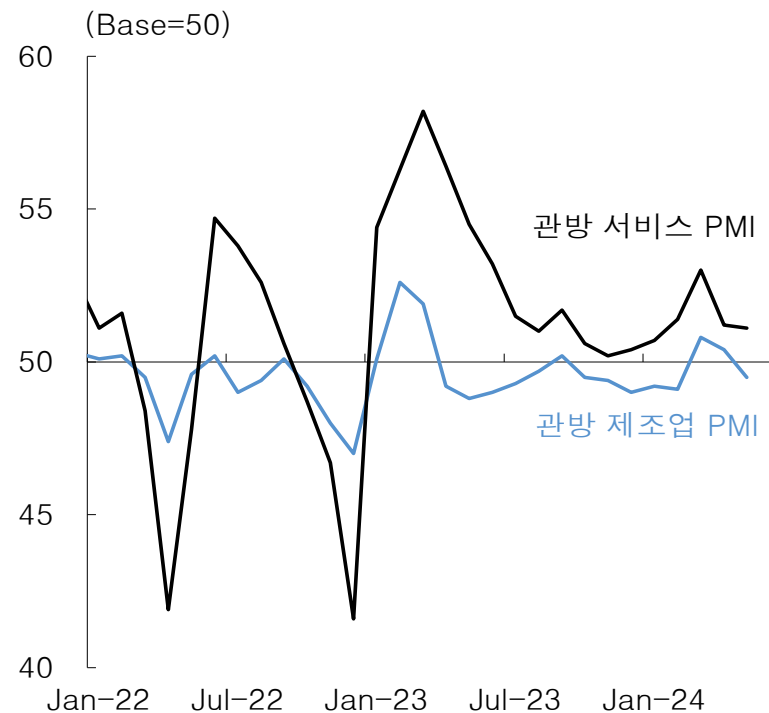
- 중국 경제도 과거보다 약한 성장세를 나타낼 전망. 당사 중국 성장률 전망치는 5%를 하회하는 4.9%로 제시 중
- 상반기보다 하반기 성장 전망이 약한 게 부담 요인. 올해 3~4분기 성장률 전망은 4.7%로 추정되어 연간 5% 성장 어려울 것
- 중국 경기 둔화는 PMI를 통해서 확인 가능. 제조업 PMI와 서비스 PMI가 동반 하락하고 있는 게 부담으로 작용
- 사회 전반으로 공급되어야 할 자금의 유통 속도가 빠르지 않은 점도 경계 요인. 신용자극지수 하락은 중국 모멘텀 둔화 방증

중국 GDP 성장률: 5% 하회 예상



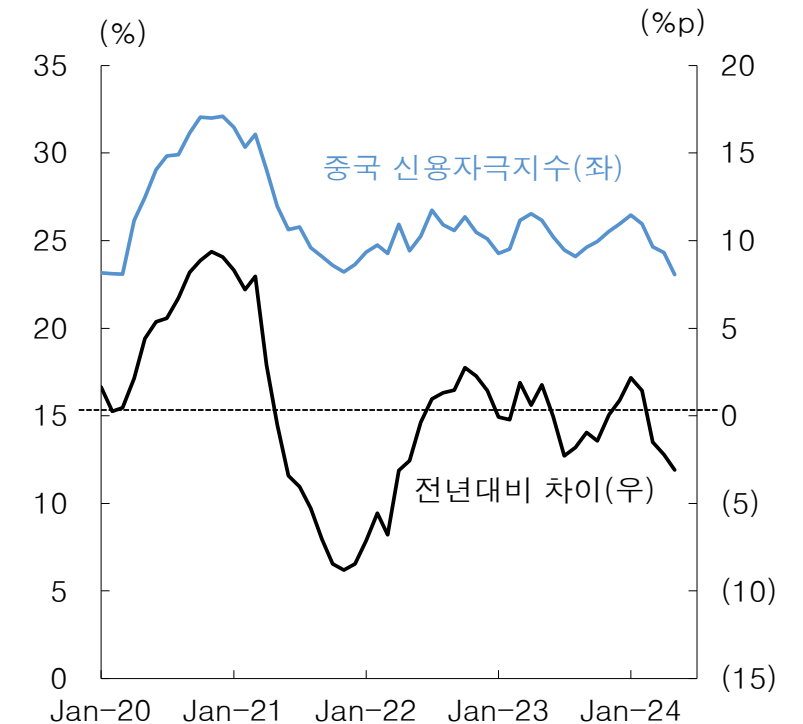
자료: 한국투자증권

중국 관방 PMI: 제조업 & 서비스업



자료: 한국투자증권

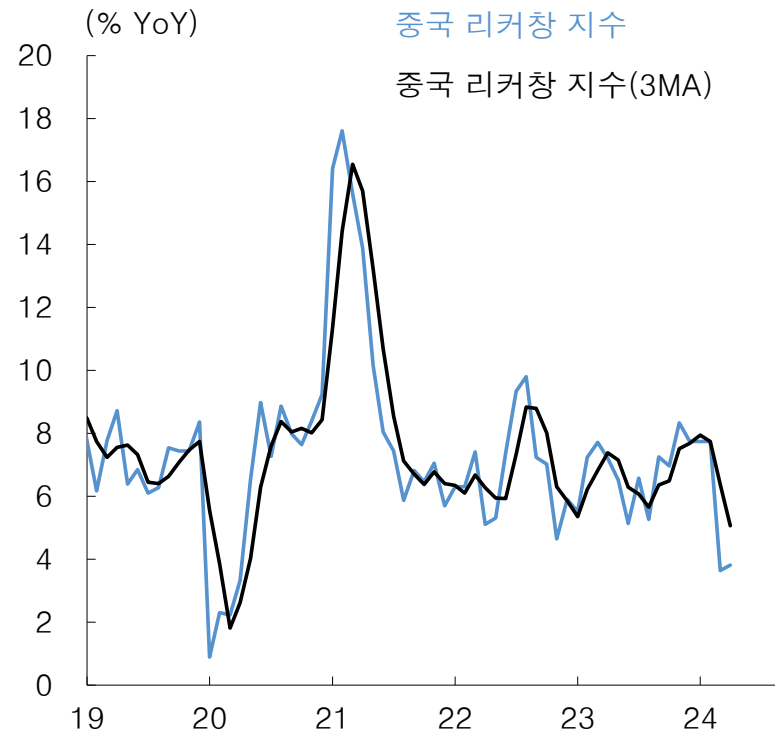
중국 신용자극지수와 전년대비 차이



자료: 한국투자증권

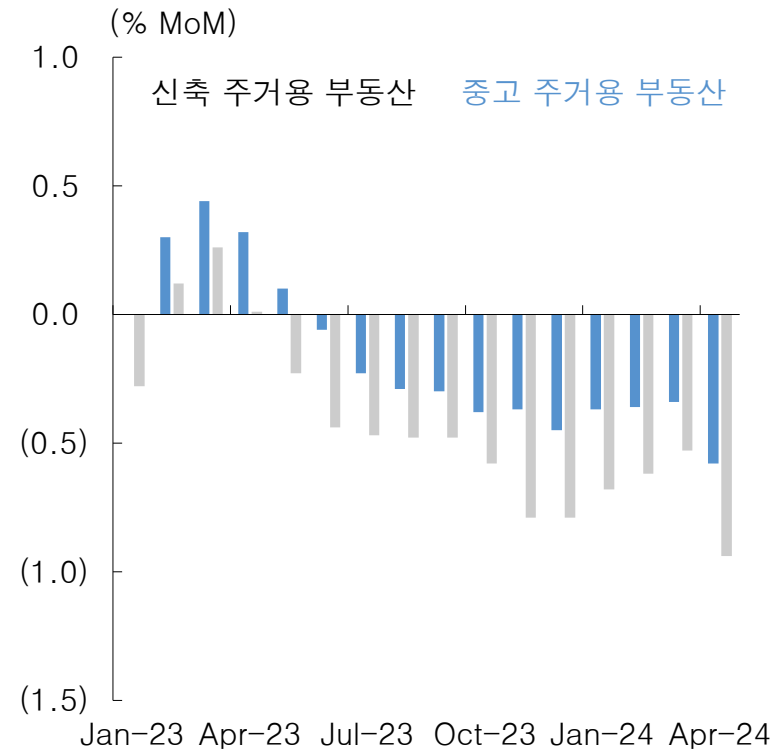
- 다른 지표에서도 중국 경제의 어려움 확인 가능. 리커창 전 총리가 개발한 경기판단지표는 급속도로 위축
- 동 지수를 구성하는 은행 대출, 전기 생산량, 철도화물 운송량은 올해도 감소세를 나타내고 있음
- 중국 경제 뇌관으로 볼 수 있는 부동산 가격도 연일 하락 중. 70개도시의 부동산 가격은 1년 내내 전월대비 하락
- 실물 경제와 부동산 경기가 위축된 상황에서 소비자물가는 가까스로 반등. 물론 디플레이 압력이 해소된 것은 아님

중국 리커창 지수: 둔화세 지속



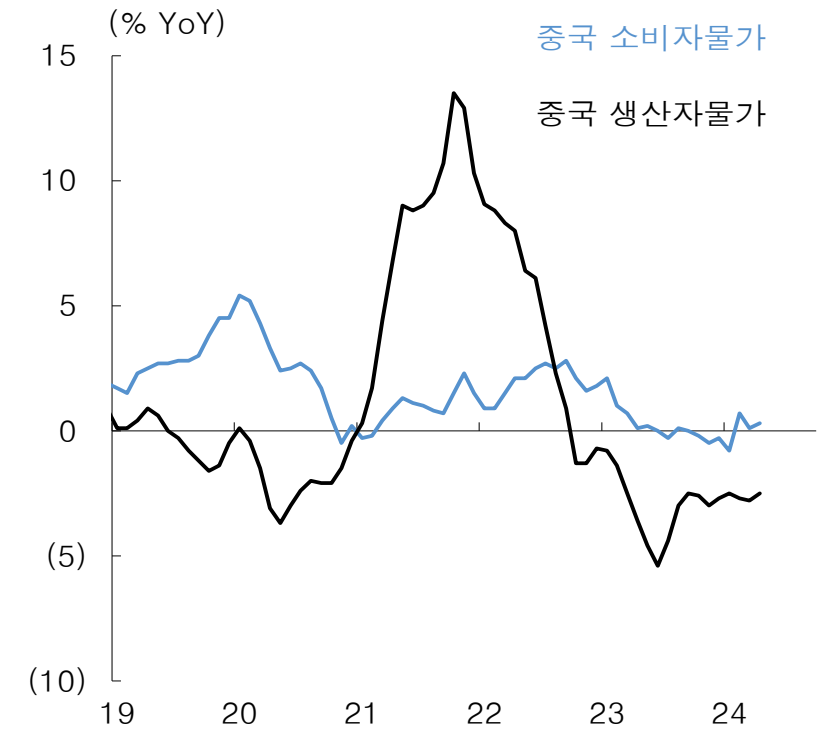
자료: 한국투자증권

중국 70개 도시 부동산 가격 변화



자료: 한국투자증권

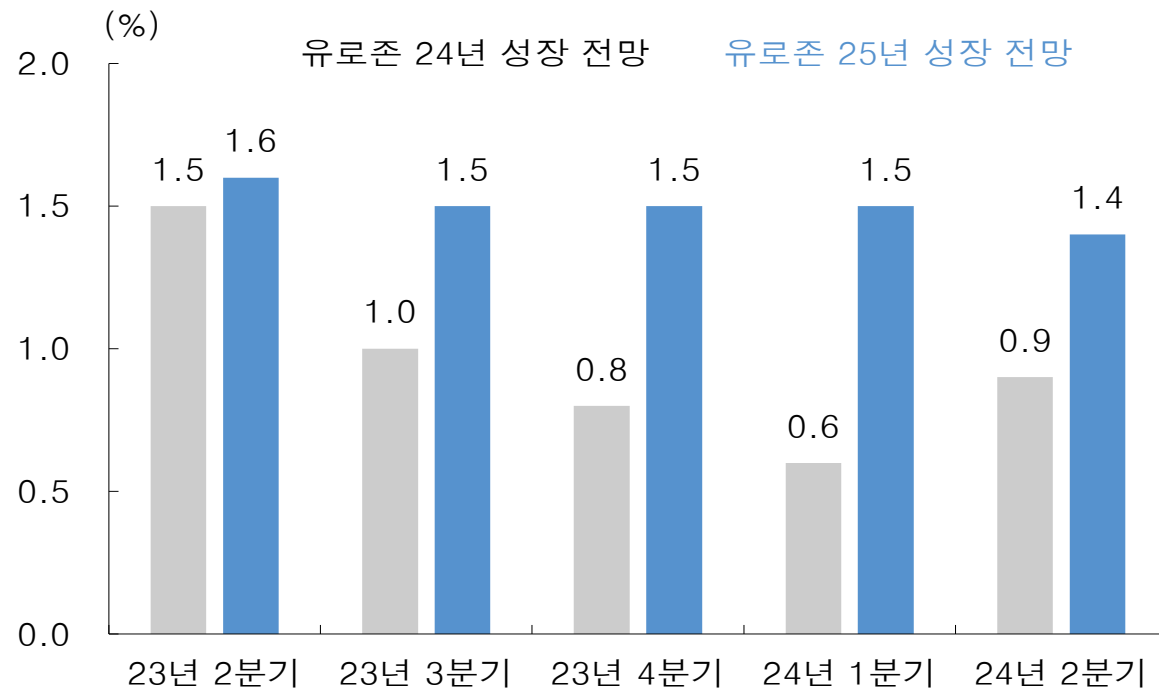
중국 소비자물가 & 생산자물가



자료: 한국투자증권

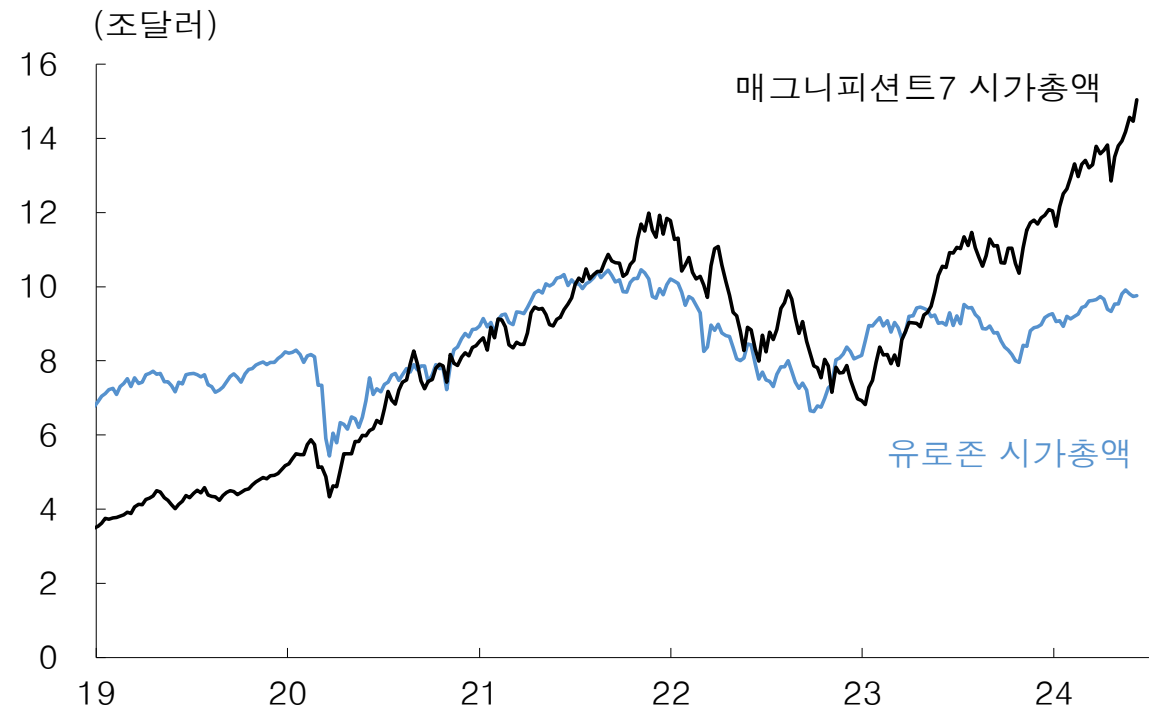
- 유럽 경제는 전술한 G2보다 상황이 더 악화. 올해 성장률 전망은 지속적으로 하락. 최근 0.9%로 소폭 상향
- 유로존의 내년 성장률 전망은 1.4%로 예상되나 언제든 하향 조정 가능. 유럽 내 전쟁 리스크가 잔존하기 때문
- 유로존 경제와 산업은 크게 위축. 시가총액 측면에서 유로존 19개 회원국 시가총액은 미국 7개 기업보다 낮은 상황
- 올해 유럽중앙은행의 금리 인하 시도와 회원국의 부양 노력으로 경기 회복 기대는 강해질 수 있으나 어려움은 여전히 존재

유로존 성장률 전망: 2024년 & 2025년



자료: ECB, 한국투자증권

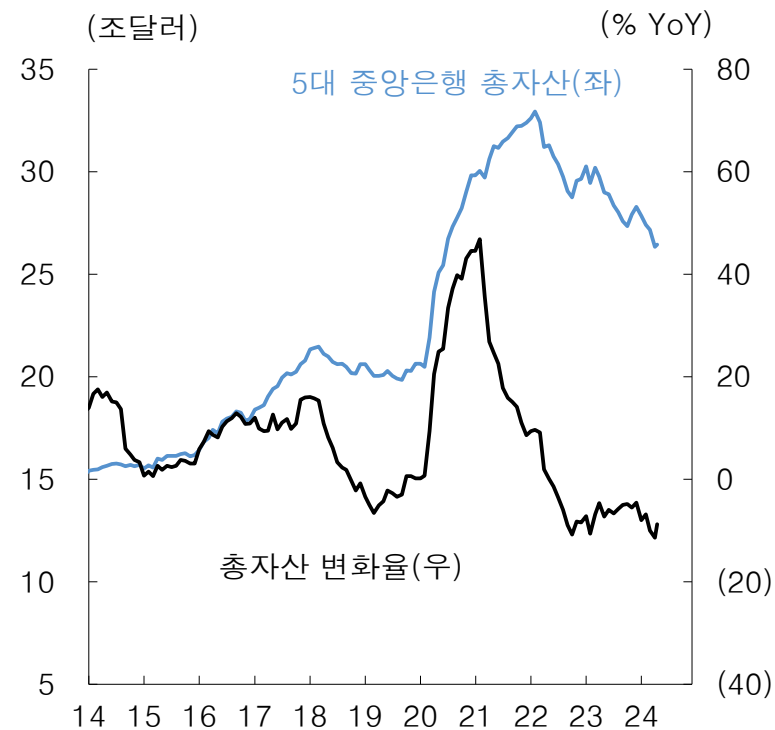
유로존 19개국 시가총액 vs 미국 매그니피센트7 시가총액



자료: 한국투자증권

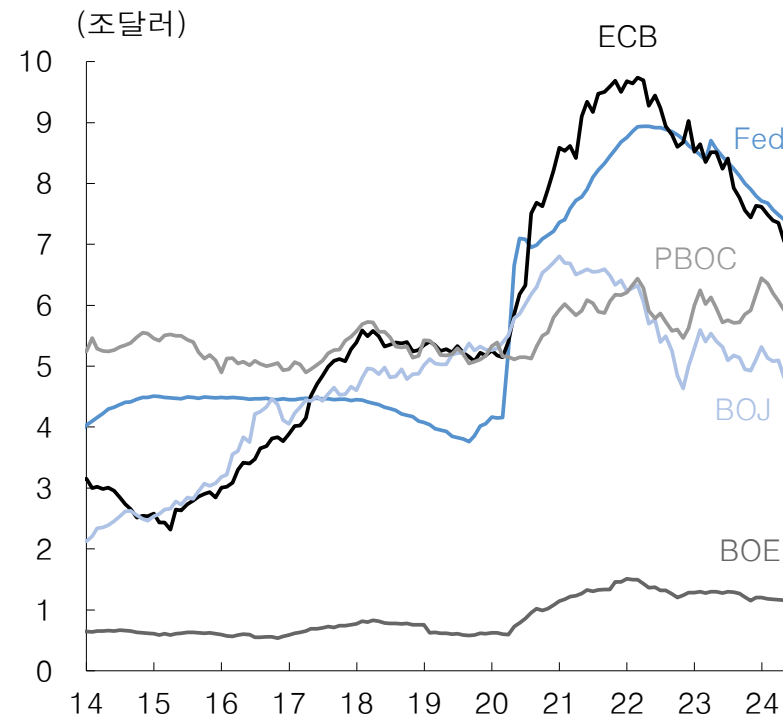
- 글로벌 중앙은행의 통화정책도 주식시장에 비우호적. 각국 중앙은행은 코로나19 확산 이후 늘린 유동성을 회수 중
- 미국, 유로존, 영국, 일본, 중국 등 주요 중앙은행의 총자산 추이는 계속해서 감소세를 유지
- 달러로 변환한 각국 중앙은행의 총자산이 줄어들고 있다는 점에서 금융시장 전반에 유입될 신규 자금은 제한적
- 미 연준이 자산긴축 규모를 국채에 한정해 매월 600억달러에서 250억달러로 조정했지만 긴축 기조는 그대로 진행

## 5대 중앙은행 총자산과 변화율



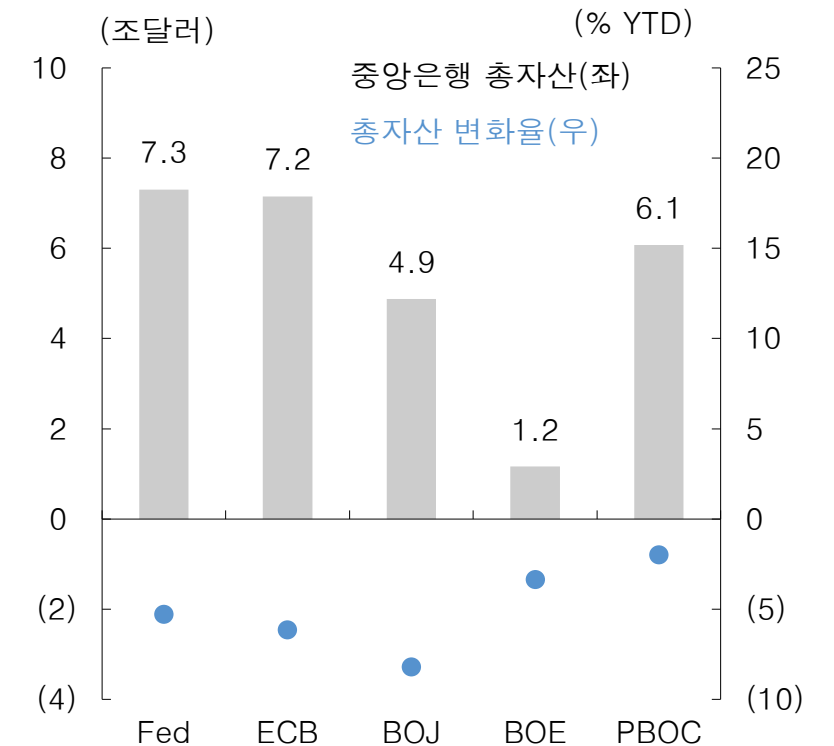
주: 5대 중앙은행은 Fed, ECB, BOE, BOJ, PBOC  
 자료: Datastream, 한국투자증권

## 주요 중앙은행 총자산 변화: 긴축 지속



자료: Datastream, 한국투자증권

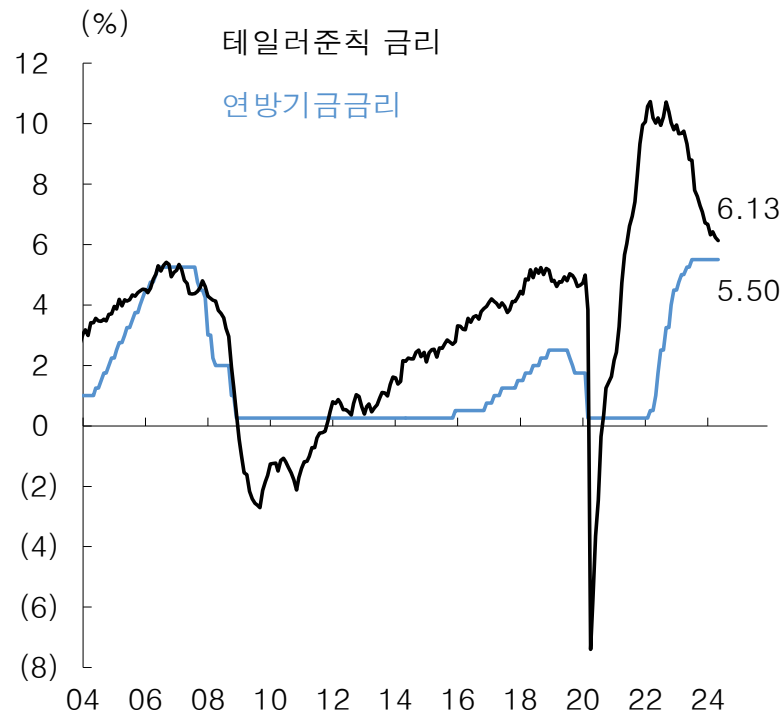
## 연초 이후 총자산 변화



자료: Datastream, 한국투자증권

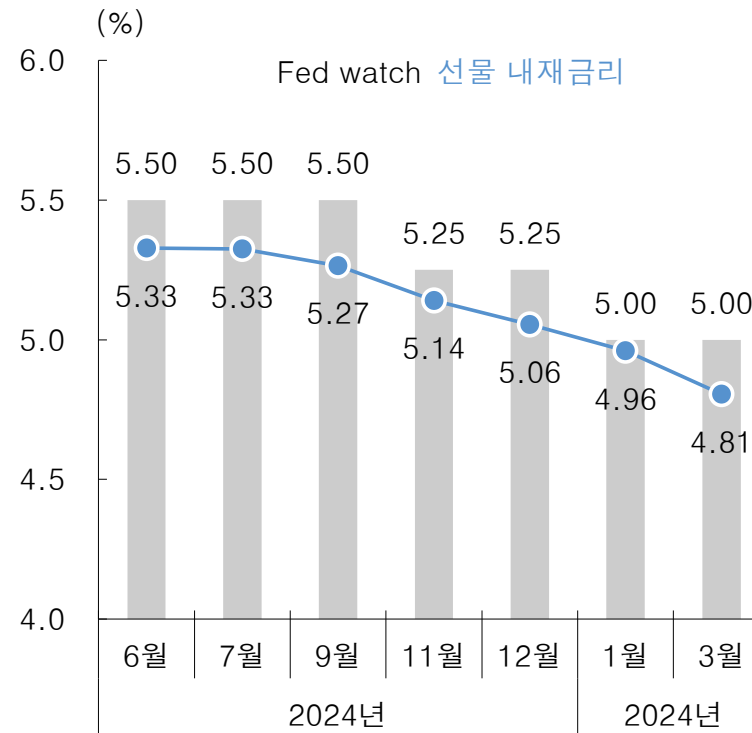
- 미국 연준의 금리 인하 시점은 4분기로 예상. 횟수는 1회에 그칠 것. 시장 우려와 달리 금리를 추가로 올릴 필요는 없음
- 금리정책의 길잡이 역할을 하는 테일러준칙 금리와 미국 기준금리를 비교하면 격차 축소. 조만간 기준금리를 내릴 수 있음
- 다만 기준금리는 물가와 고용 영향을 받을 수 있어 점도표의 추가 수정도 가능할 것. 시장금리도 이런 흐름에 영향을 받을 것
- 미국채 수익률 곡선은 베어 플래트닝 상태를 유지. 현재 레벨을 당분간 이어갈 수 있음. 플래트닝은 시클리컬에 불리한 요인

미국 테일러준칙 금리와 기준금리



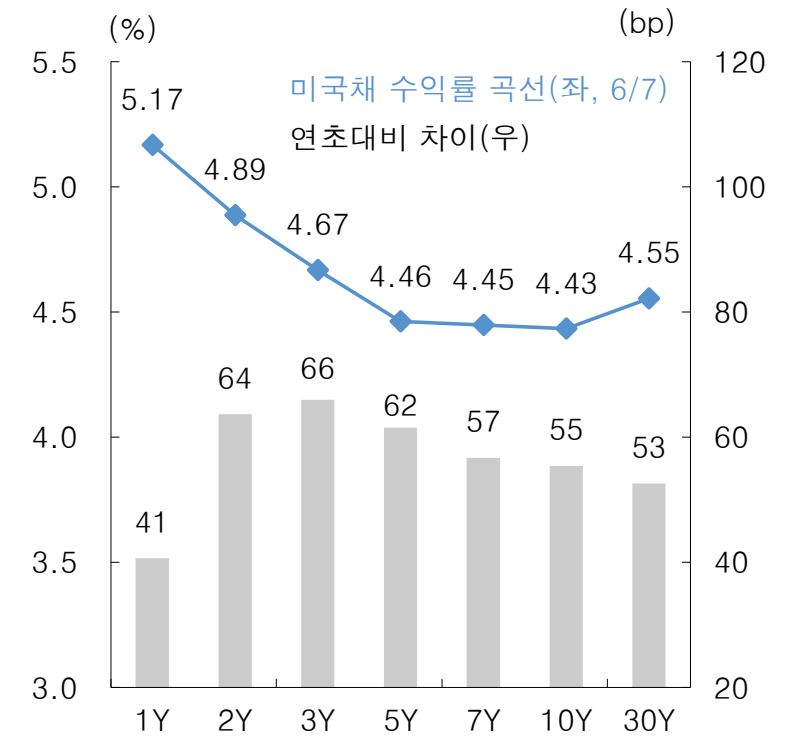
자료: 한국투자증권

미국 예상 기준금리: 선물금리 & Fed watch



자료: CEIC, 한국투자증권

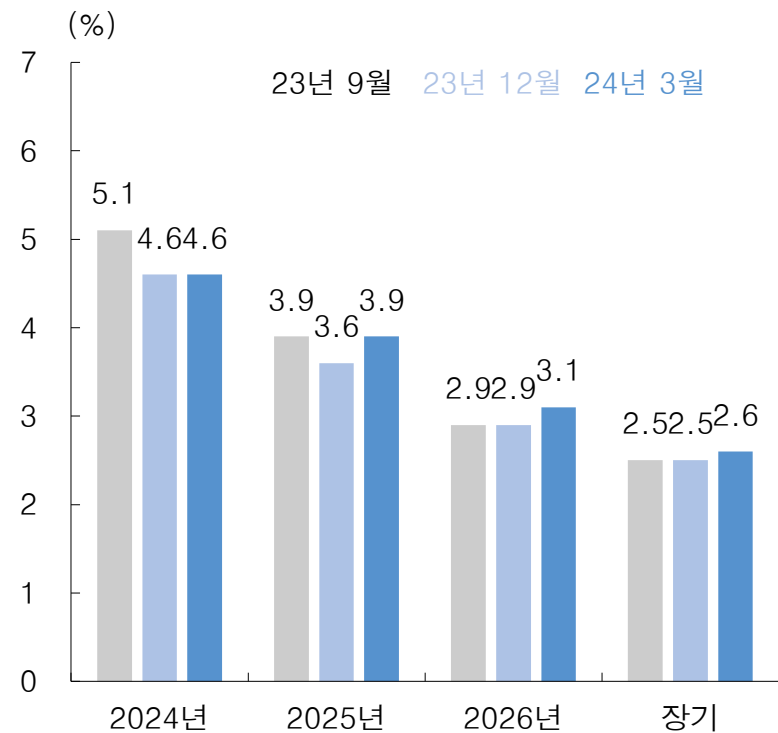
미국채 수익률곡선: 베어 플래트닝



자료: 한국투자증권

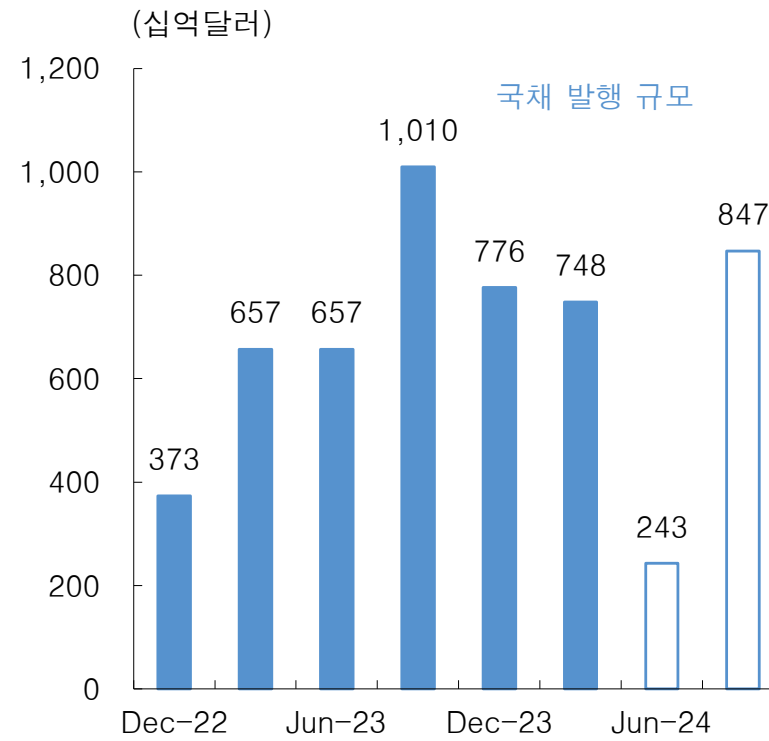
- 6월 FOMC 이후 공개될 점도표에서 기준금리 전망치가 달라질 수 있음. 연내 2회로 상향 조정될 가능성 존재
- 다만 시장금리는 점도표 변화를 고려하여 선제적으로 레벨이 높아졌기에 향후 큰 폭으로 상승하지는 않을 전망
- 미 재무부의 국채 발행 계획도 시장금리 상승을 제한하는 요인. 국채 공급 축소와 바이백은 시장금리를 잡아둘 것
- 올해 2분기 국채 발행 규모는 2,430억달러로 전년동기대비 감소. 3분기 발행 규모도 축소될 수 있을 것

FOMC 점도표: 기준금리 예상 수치



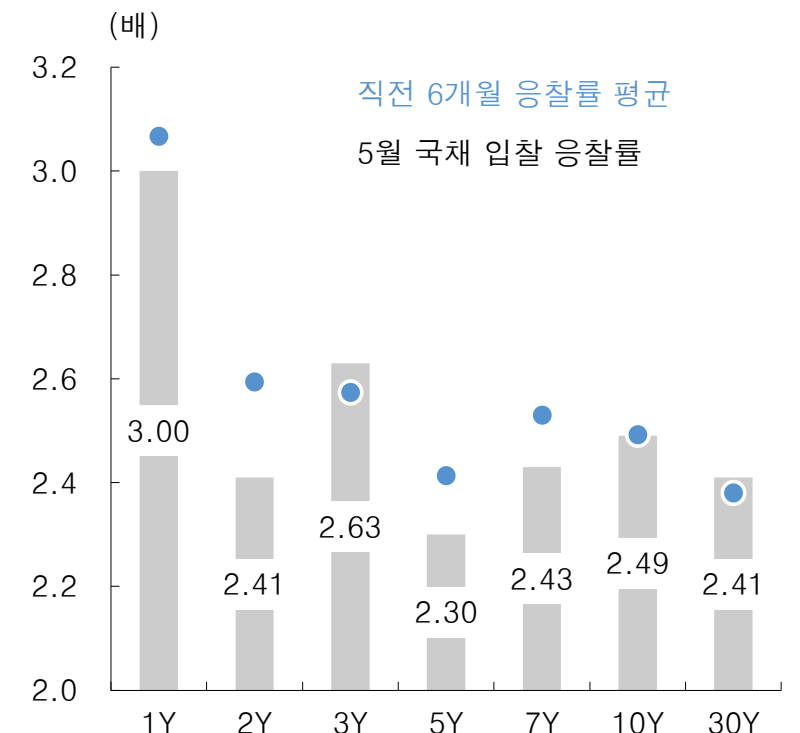
자료: Fed, 한국투자증권

미 재무부 국채 발행 계획



자료: U.S. Treasury, 한국투자증권

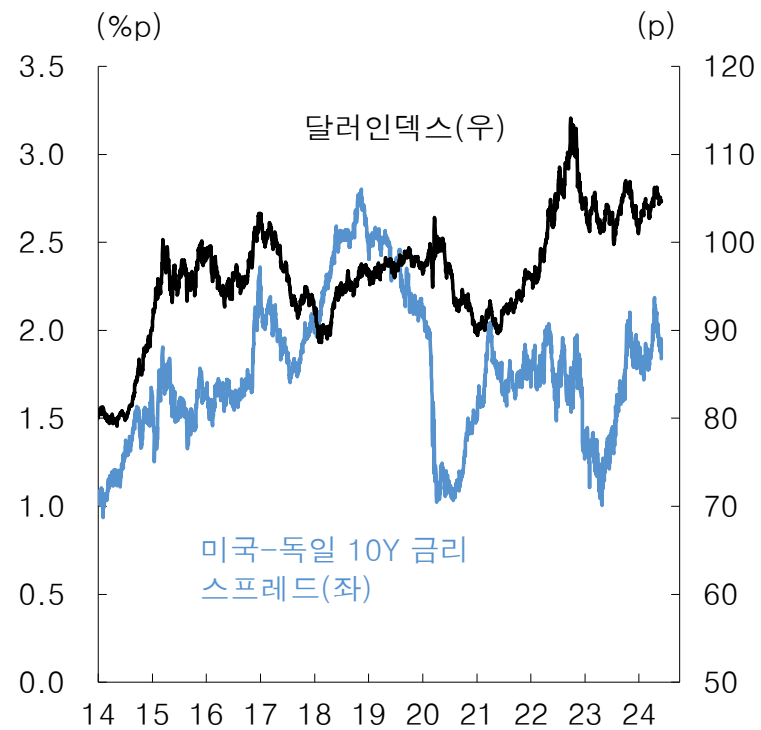
미 국채 입찰 응찰률 및 6개월 평균



자료: U.S. Treasury, 한국투자증권

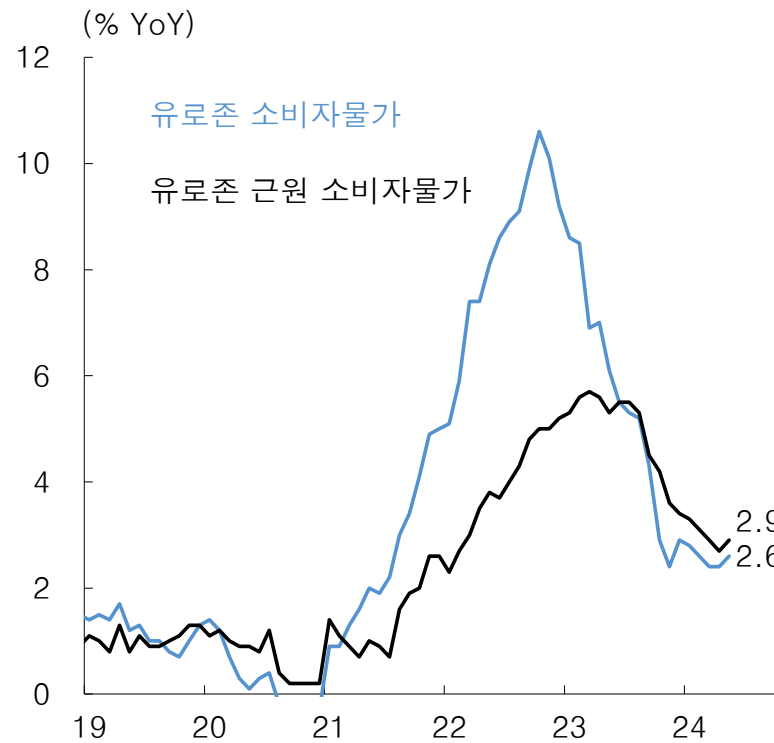
- 유로존은 올해 6월부터 기준금리를 인하. 하반기 중 기준금리가 추가로 내려갈 가능성도 상당히 높음
- 이 과정에서 기축통화국인 미국과 통화정책 차이가 발생할 것. 미국과 유로존 정책 차이는 시장금리에 영향
- 미국채와 독일채 금리 차이가 벌어질수록 달러화가 강세 압력에 노출될 수 있다는 점이 부담 요인
- 한국 경제와 큰 연관성이 없는 유로 지역의 정책 변화가 글로벌 금융시장의 불안 요인이 될 수 있다는 점 염두

미국-독일 금리 스프레드와 달러인덱스



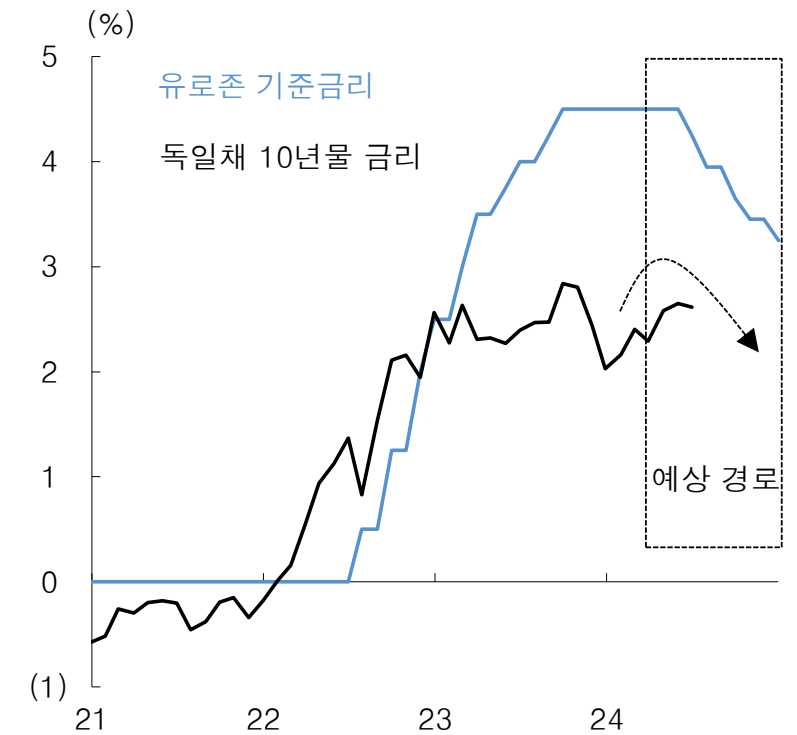
자료: Datastream, 한국투자증권

유로존 소비자물가 상승률



자료: Datastream, 한국투자증권

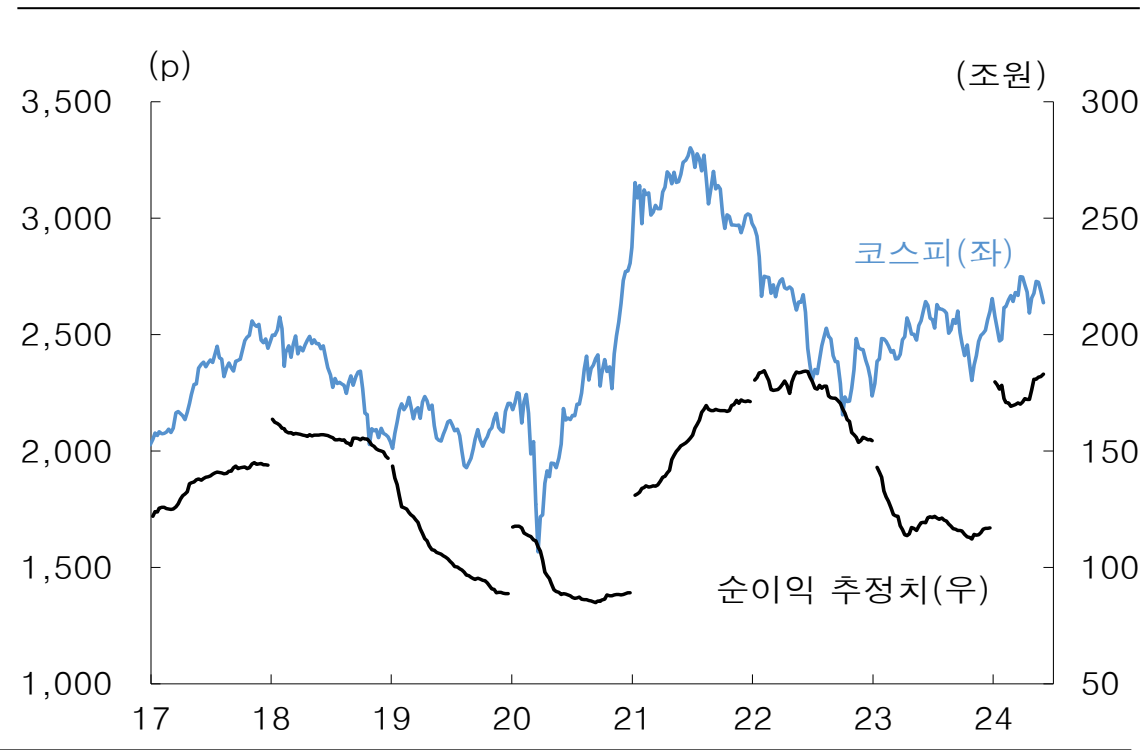
유로존 기준금리와 독일채 10년 금리



자료: Datastream, 한국투자증권

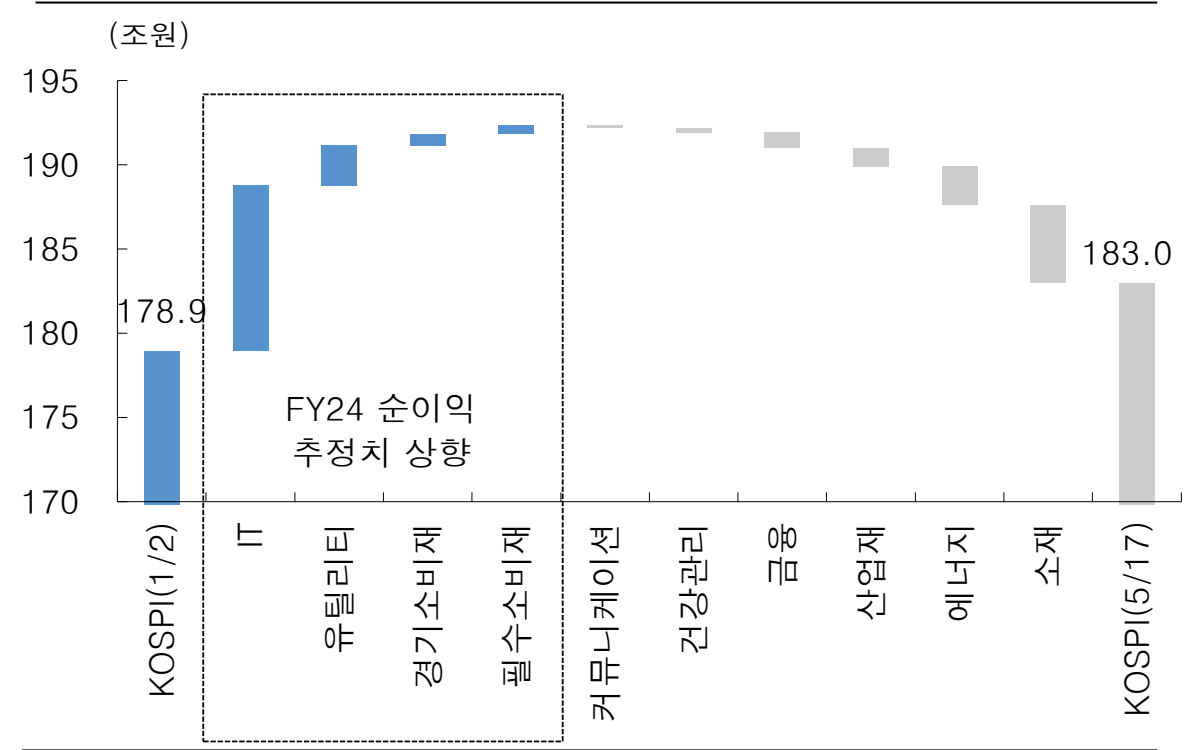
- 올해 코스피 순이익 전망치는 2월 이후 상향 조정 지속. 5월말 기점으로 전망치는 183조원으로 연초 수치 상회
- 이익 증가 추세는 당분간 지속될 전망. 그 과정에서 반도체를 포함한 IT 업종이 이익 상향 조정에 크게 기여
- 코스피 순이익이 연초대비 4.1조원 높아진 가운데 SK하이닉스, 삼성전자 등 IT는 이익이 약 11.8조원 가량 확대
- 엔비디아로 촉발된 AI 성장 트렌드 하에서 반도체 수출이 늘어날 것이기 때문. HBM 수요 활성화로 반도체 이익 증가 지속

코스피와 순이익 추정치 변화



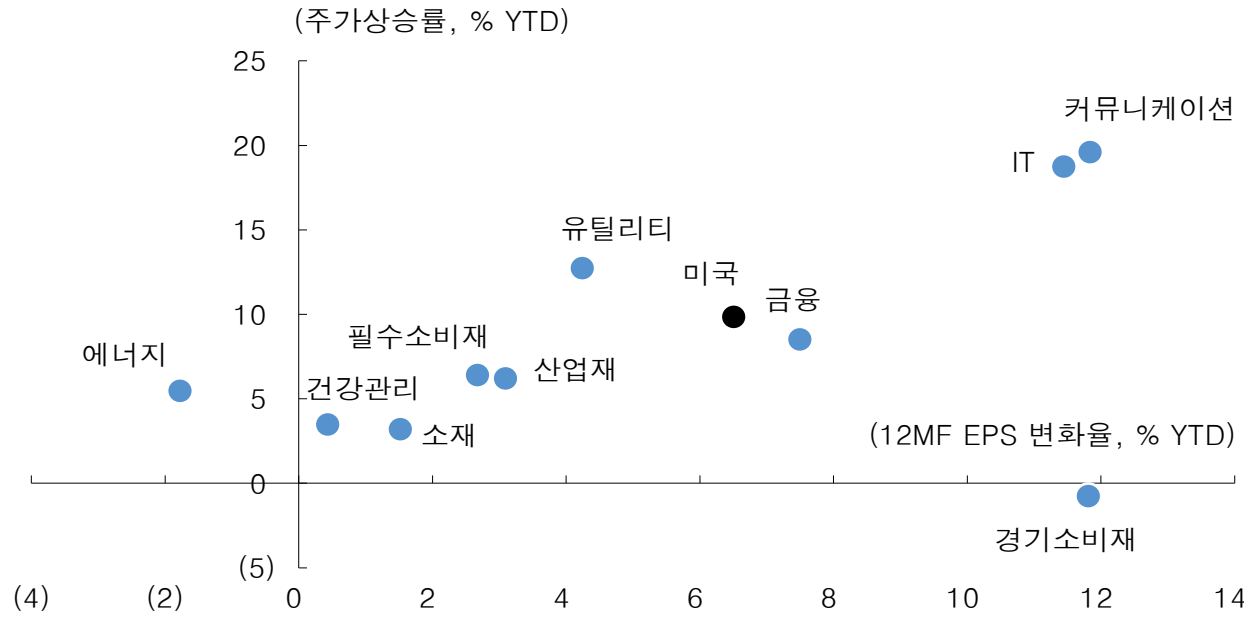
자료: Quantiwise, 한국투자증권

GICS 업종별 순이익 변화: IT, 유틸리티 개선



자료: Quantiwise, 한국투자증권

# 이익 전망: 한미 IT 회복세 지속



미국에서도 IT 업종 이익 증가세 유지  
 IT의 12개월 선행 EPS는 연초대비 11.4% 증가하며 벤치마크를 상회

미국 내 이익 변화는 한국에도 영향  
 한국과 미국의 공급망이 긴밀하게 연결되어 있는 까닭에 주가도 반응

미국 IT 성장세가 강한 상황에서  
 그동안 높은 상관성을 보인 한국의 IT 업종도 유리한 흐름 전개 가능

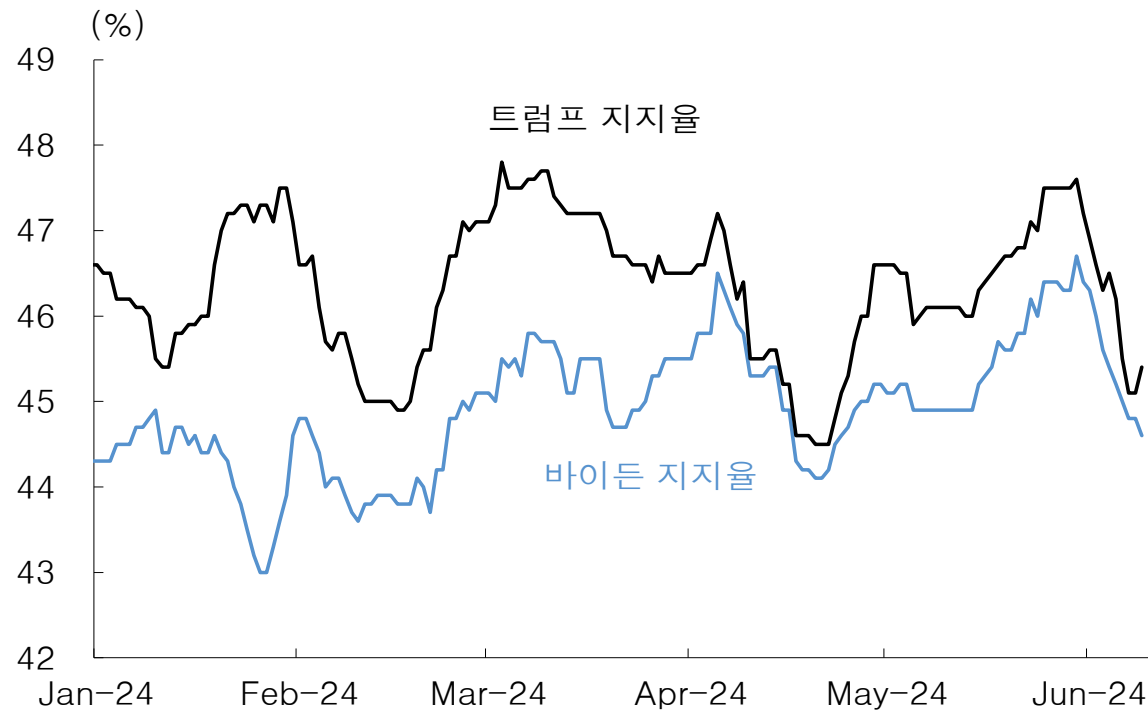
## 한미 GICS 업종 지수 간 상관계수

항목	MSCI 한국	에너지	소재	산업재	경기소비재	필수소비재	헬스케어	금융	IT	커뮤니케이션	유틸리티
MSCI 미국	0.45	0.13	0.27	0.32	0.29	0.22	0.26	0.31	0.38	0.41	0.22
에너지	0.30	0.36	0.26	0.25	0.14	0.11	0.05	0.24	0.30	0.09	0.08
소재	0.43	0.20	0.31	0.34	0.26	0.26	0.18	0.35	0.36	0.36	0.23
산업재	0.43	0.20	0.30	0.37	0.28	0.23	0.21	0.33	0.35	0.37	0.25
경기소비재	0.36	0.05	0.21	0.24	0.24	0.18	0.21	0.26	0.30	0.42	0.19
필수소비재	0.28	0.17	0.26	0.29	0.24	0.26	0.20	0.26	0.16	0.23	0.22
헬스케어	0.32	0.12	0.25	0.29	0.24	0.19	0.34	0.24	0.20	0.30	0.23
금융	0.44	0.16	0.32	0.34	0.23	0.22	0.27	0.38	0.36	0.37	0.26
IT	0.39	0.03	0.17	0.23	0.24	0.16	0.20	0.22	0.38	0.37	0.16
커뮤니케이션	0.34	0.08	0.17	0.20	0.25	0.19	0.18	0.22	0.31	0.35	0.13
유틸리티	0.28	0.21	0.26	0.30	0.22	0.17	0.26	0.19	0.15	0.32	0.24

자료: Datastream, 한국투자증권

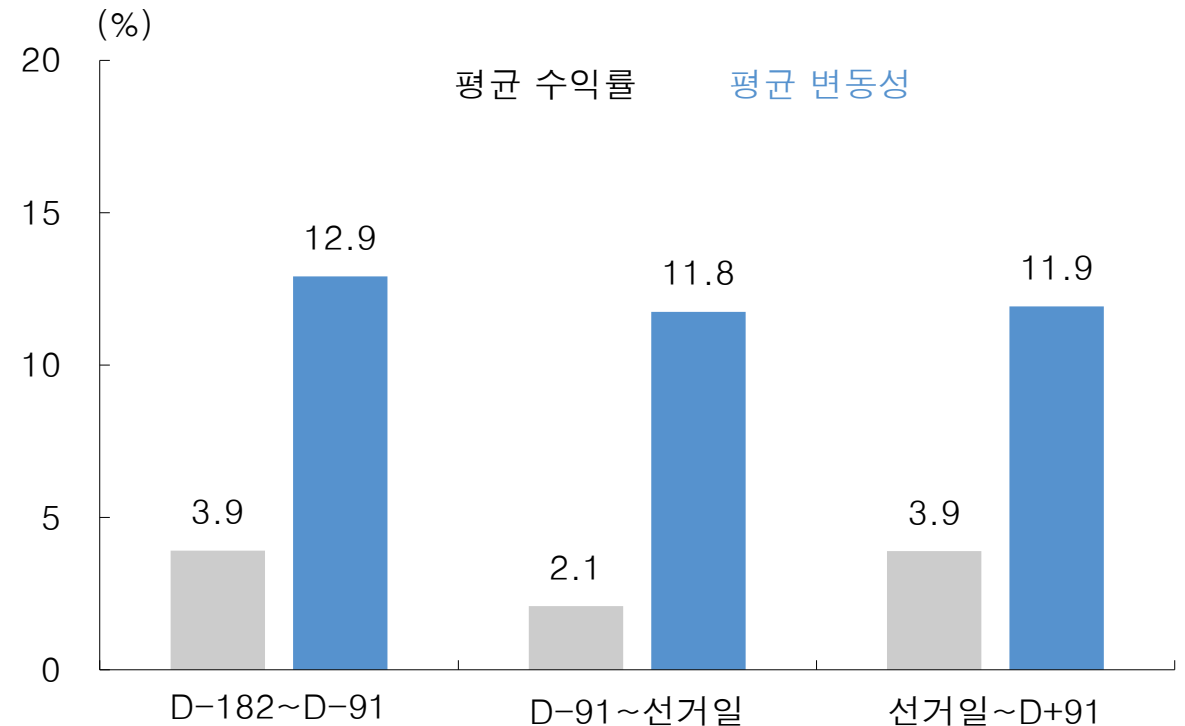
- 하반기 최대 리스크는 미국 대선이 될 전망. 11월 5일 선거를 앞두고 바이든 대통령이 전직인 트럼프 대통령에 밀리고 있음
- 트럼프 정부의 재등장 시 대중 무역분쟁 재개가 감행될 것. 과거 학습효과로 인해 주식시장의 변동성 확대도 나타날 수 있음
- 특히 대선을 치루는 과정에서 대선 이후보다 직전의 변동성이 큰 게 시장에 부담으로 작용. 정책 불확실성이 매우 크기 때문
- 트럼프 정부는 재선 성공 시 관세정책과 관련해 보편관세 10%p 인상을 계획 중. 관세율 상승은 물가를 끌어올리는 대표 요인

미 대선 후보 지지율: 바이든 vs 트럼프



자료: 한국투자증권

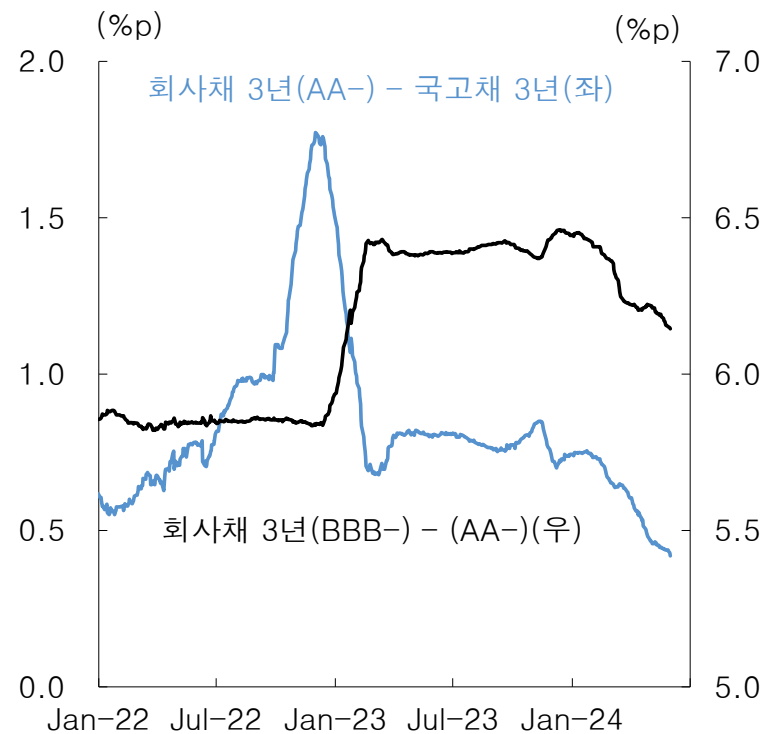
대선 전후 수익률과 변동성: 1972~2020년



주: S&P 500 지수 기준. 2008년과 2020년은 제외  
자료: 한국투자증권

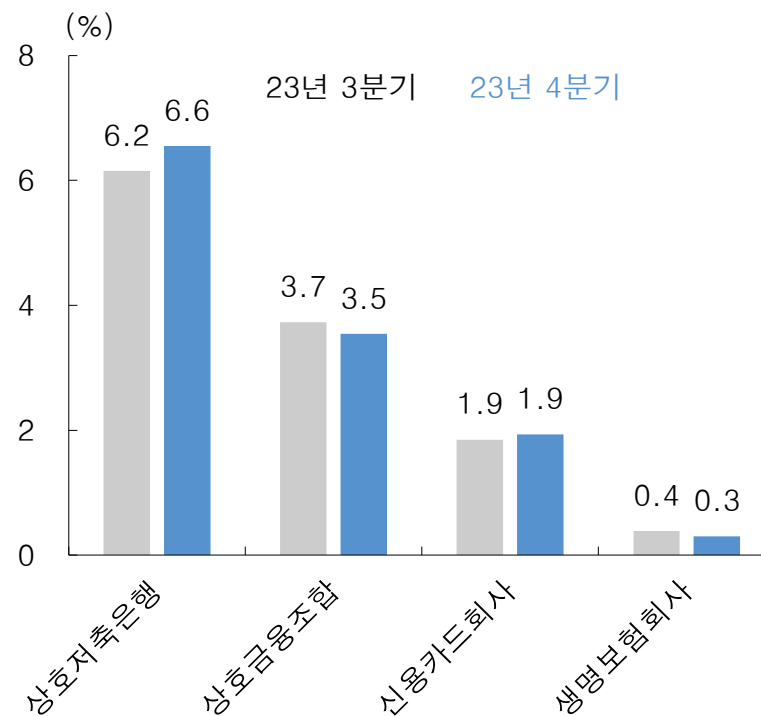
- 한국 내부에선 비은행금융기관의 유동성 문제가 불안 요인. 고금리 환경 지속으로 PF 부실이 발생하면서 금융권 압박
- 은행과 같은 1금융권은 PF 리스크에 노출되지 않았으나 상호저축은행 등 2금융권은 PF 리스크에 매우 취약한 상황
- 한국은행의 기준금리 인하도 올해 11월 정도에 가능하므로 고금리에 유동성 경색 문제가 나타날 가능성 존재
- 비은행금융기관의 높아진 연체율과 강화된 대출태도는 건설업 전반에 유동성이 돌지 않는 문제로 작용할 수 있음

## 한국 금리 스프레드: 국고채 & 회사채



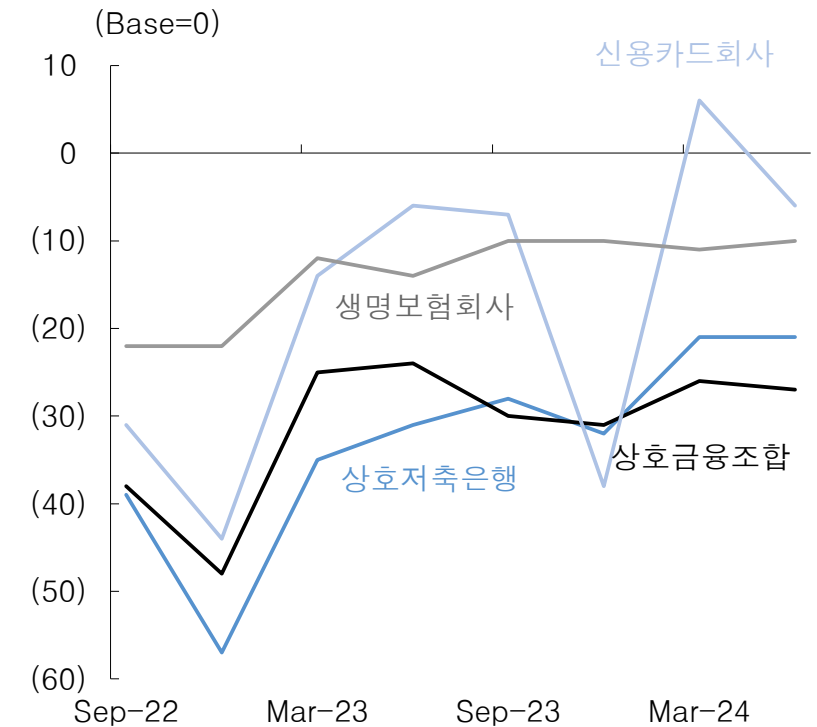
자료: Quantiwise, 한국투자증권

## 비은행금융기관 연체율



자료: 한국은행, 한국투자증권

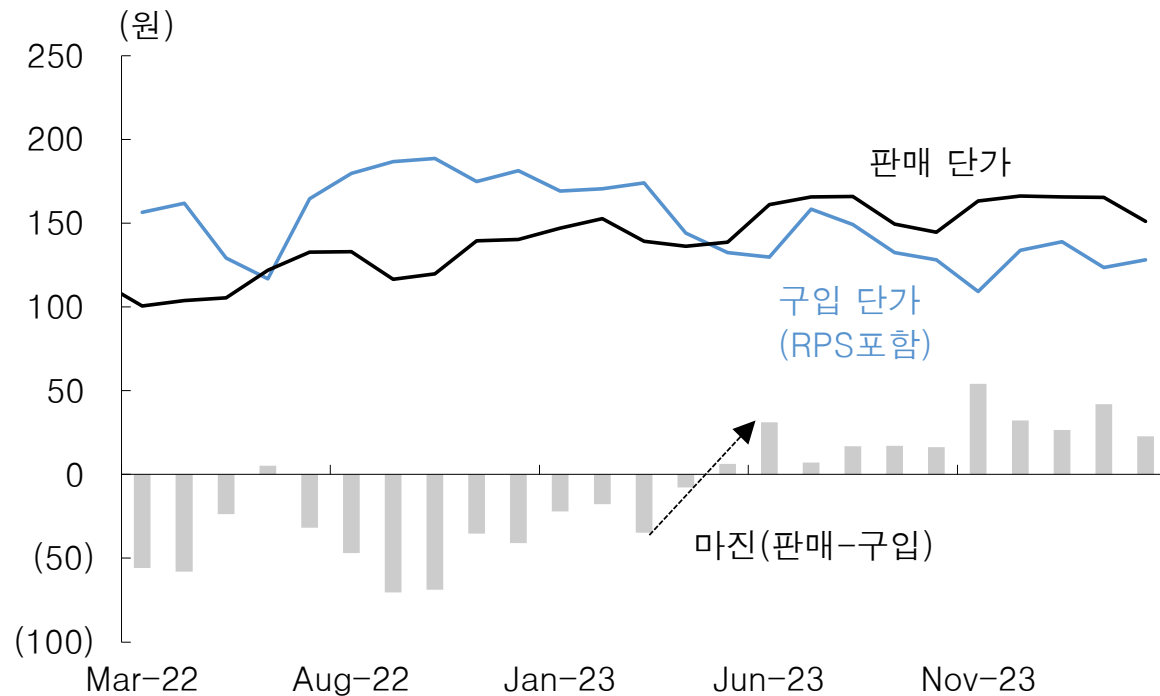
## 비은행금융기관 대출태도지수



주: 0 이하는 대출 긴축 기조  
자료: 한국은행, 한국투자증권

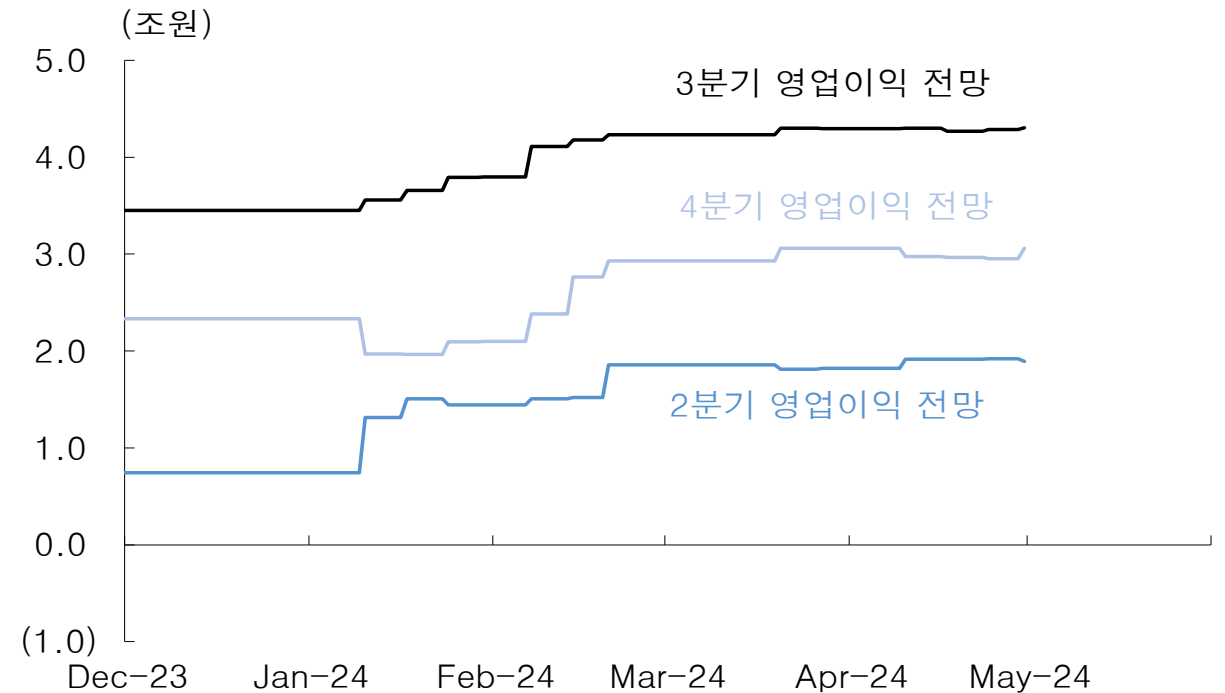
- 하반기에는 연준의 기준금리 정책 기조가 변화하고 미국 대선 등 주요국 정치, 경제 이벤트가 예정
- 예측이 어렵다는 점에서 이벤트 전후로 증시 변동성이 확대될 여지가 커 대응 전략에 대한 고민이 깊어질 수 있음
- 이럴수록 펀더멘털에 집중하는 전략이 유효할 것. 실적 개선 업종 내에서 지수 대비 알파를 창출할 수 있는 업종 선별이 필요
- 원자재 가격 하향 안정화로 역마진 구조에서 벗어나 견조한 실적 개선세를 나타내는 한국전력 등 유틸리티 업체에 주목

한국전력 판매 및 구입단가 추이



자료: 한국전력, 한국투자증권

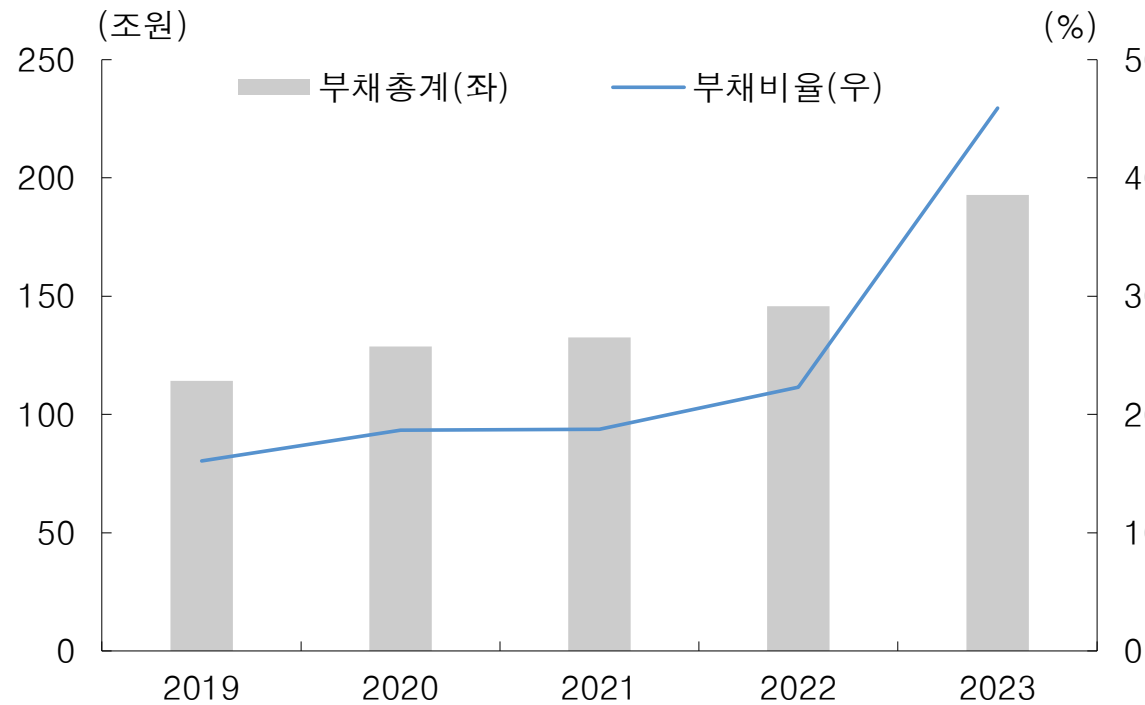
유틸리티 업종 영업이익 전망치



자료: Quantiwise, 한국투자증권

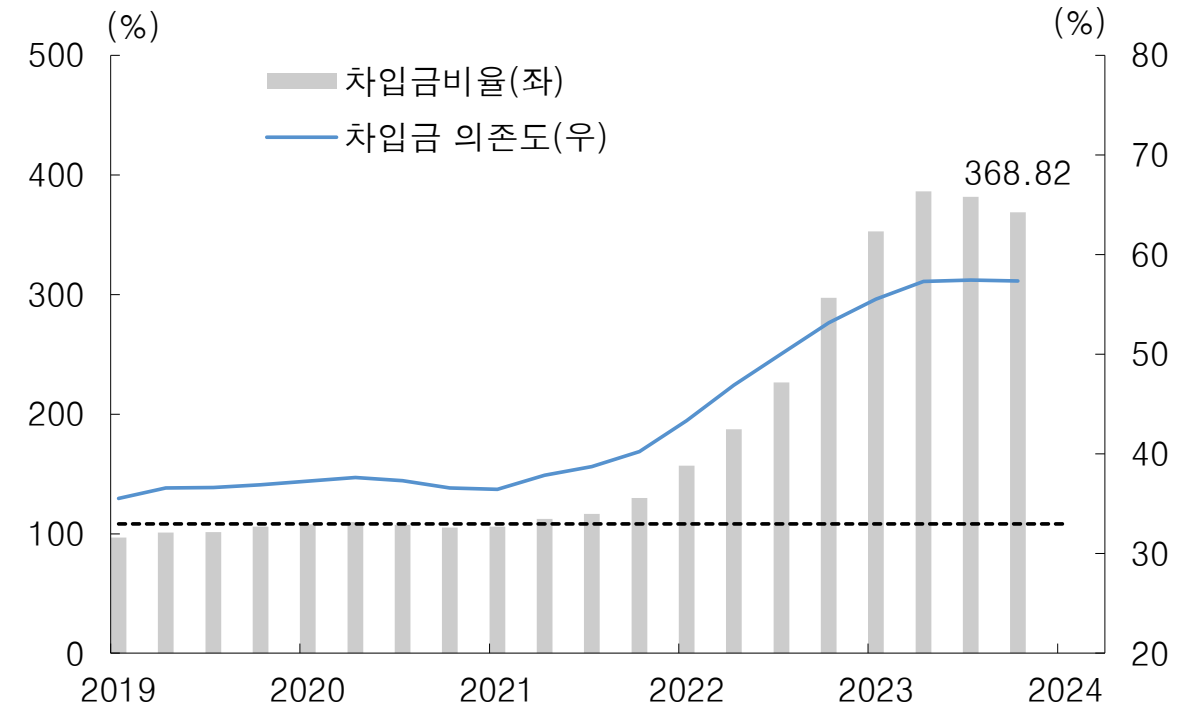
- 견고한 실적에 더해 하반기 전기요금 인상 시나리오가 주요 투자 포인트
- 고금리 환경 장기화되는 가운데 공공요금 인상에 따른 가계 비용 부담 증가를 우려한 정부는 수차례 전기요금 인상을 지연
- 다만 한전의 재무 구조를 고려할 때 하반기 전기요금 인상이 단행될 가능성이 높다는 판단. 현 수준의 영업 흑자는 불충분
- 부채비율이 543%에 달하고 이자 비용만 약4조원으로 부담. 최근 분기 흑자에도 차입금 비율은 368.8%로 과거 평균을 상회

개선이 필요한 한전 재무 구조



자료: Quantiwise, 한국투자증권

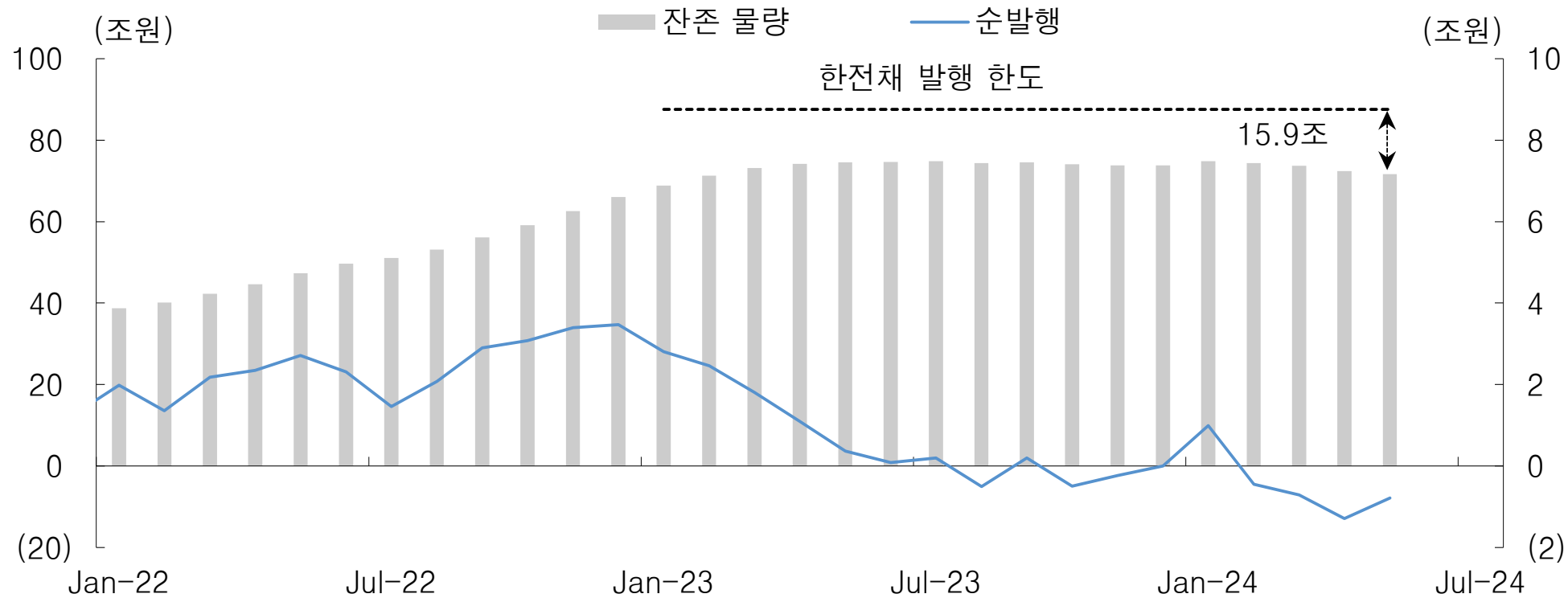
차입금비율 정상화 노력도 필요한 상황



자료: Quantiwise, 한국투자증권

- 전기 구매와 송변전 시설 유지 보수 등 기본 투자 비용에 필요한 자금조달 여력이 부족한 점도 전기요금 인상을 지지
- 과거 거둬진 경영난에 과도하게 한전채를 발행한 결과 자본금과 적립금 합계의 5배에 해당하는 발행 한도에 거의 도달
- 최근 분기 원화 표시 채권의 신규 발행이 전무함했음에도 추가 발행 여력은 15.9조원에 불과
- 인력 구조조정과 자산 매각 등 자구책으로는 경영 정상화에 한계가 있을 것

## 넉넉하지 않은 한전채 발행 한도



주: 발행한도는 22년말 기준 자본금+적립금 합계에서 23년 당기순손실을 차감해 계산  
 자료: 인포맥스, 한국투자증권

# 여야 의견대립은 요금 인상 논의에 걸림돌

- 여소야대 정국에서 정부의 정책 추진 동력이 약해진 점은 요금 인상에 걸림돌로 작용할 수 있음
- 다만 한전 경영 정상화에 대한 여야의 의견이 동일한 상황에서 정책이 무산될 가능성은 높지 않을 것
- 과거 소수 여당으로 출범한 문재인 정부도 적극적인 에너지 정책 수립을 통해 기존 에너지 정책 기조를 변화시킨 경험
- 2022년 3월 저탄소 녹색성장 기본법 폐지로 기존 에너지기본계획의 근거법이 상실되어 법적 논란으로부터 자유로운 점도 긍정적

## 역대 정부 별 에너지 정책 변화

대통령	정책명	발표일	다수 정당	주요 내용
이명박	제1차 에너지기본계획	2008/8/27	여당	30년까지의 수요와 에너지 목표 제시. 석유/가스 자주개발률 40%, 신재생에너지 보급률 11%
	제4차 전력수급기본계획(2008~2022)	2008/12/29	여당	원자력/신재생에너지의 비중을 대폭 확대. 원자력 설비 비중은 25.1%에서 22년 32.6%로 증가
	제5차 전력수급기본계획(2010~2024)	2010/12/29	여당	온실가스 감축을 위한 저탄소·친환경 전원 확대에 초점. 2024년 전력 예비율 목표를 18.2%로 설정
	제6차 전력수급기본계획(2013~2027)	2013/2/25	여당	장기 기상전망 등을 추가 반영해 전력수요예측 오차를 최소화. 27년 전력 예비율 목표를 22%로 설정
박근혜	제2차 에너지기본계획	2014/1/14	여당	35년까지의 에너지정책 비전. 수요관리 중심 에너지 정책 전환을 처음으로 첫번째 정책 목표로 제시
	제7차 전력수급기본계획(2015~2029)	2015/7/23	여당	안정적 전력수급, 온실가스 감축을 최우선 고려. 신규원전 2기 등 발전 설비 확충. 저탄소 전원 구성
문재인	에너지 전환 로드맵	2017/10/24	야당	탈원전 및 신재생에너지(30년 비중 20%) 육성 / 신규원전 건설계획 백지화, 노후원전 수명연장 금지
	재생에너지 3020 이행계획	2017/12/29	야당	30년 재생에너지 발전비중 20%(`17년 비중 7.6%)를 달성하기 위한 보급여건 개선 방안을 수립
	제8차 전력수급기본계획(2017~2031)	2017/12/29	야당	환경, 안정성을 보완한 `31년까지의 전력설비 구성방안. 원전을 18년 24기에서 30년 18기로 축소
	제3차 에너지기본계획	2019/6/4	야당	탈원전/신재생E 비중 확대. 신재생E 외 원전을 포함한 발전원별 비중 목표를 담지 않은 것이 특징
	제9차 전력수급기본계획(2020~2034)	2020/12/28	여당	제3차 에너지기본계획, 온실가스 감축 수정 로드맵, 한국판 뉴딜 종합계획 등 정책환경 변화를 고려
윤석열	새정부 에너지정책 방향	2022/7/5	야당	에너지전환로드맵(`17.10, 제3차 에너지기본계획(`19.6) 등 전 정부의 에너지 정책 대체가 기본 방향
	제10차 전력수급기본계획(2022~2036)	2023/1/13	야당	원전과 신·재생에너지를 양축으로 에너지믹스를 구성. 실현가능한 신·재생에너지 보급목표를 제시
	탄소중립·녹색성장 국가전략 및 제1차 국가 기본계획	2023/4/11	야당	2030 NDC를 일부 수정. 18년 대비 40% 감축 목표는 동일하나 산업 부문의 감축 목표를 조정
	제11차 전력수급기본계획(2024~2038)	발표 예정	야당	

자료: 한국투자증권

# 현 정부의 정책 방향과는 부합

- 윤석열 정부의 탈원전 및 한전 경영 정상화 의지가 강한 점에도 주목할 필요
- 지난 정부의 탈원전 및 재생에너지 비중 확대 정책은 한전의 비용 부담을 높이는 모습
- 현 정부는 원전 비중 확대 및 재생에너지 비중 조절로 방향을 선회해 비용 부담 완화될 것

## 문재인 정부 vs 윤석열 정부 에너지 정책 변화

구분	에너지 전환 로드맵(`17.10)	제3차 에너지기본계획(`19.6)	새정부 에너지정책 방향(`22.7)
에너지원구성	(원전 단계적 감축) - 17년 24기 → 31년 18기 → 38년 14기 - 8차 전기본 및 3차 에기본에 세부안 제시 - 신규원전 건설 백지화 - 노후원전 수명연장금지 - 월성1호기 조기 폐쇄	(원전 점진적 감축) - 신규원전 건설 미추진 - 노후원전 수명 연장 미추진 - 사용 후 핵연료 관리정책 재검토	(원전비중 확대) - 신한울(3,4) 건설 및 계속운전 제10차 전기본 등에 반영 - 고준위 방사성 폐기물 관리 방안 실행
	(재생에너지 확대) - 17년 7% → 30년 20% - 3020 재생에너지 이행계획에 세부안 제시 - 태양광, 풍력 용량 비중: 16년 42% → 30년 80%	(재생에너지 확대) - 40년 30~35%로 확대 - 전기본, 신기본을 통해 보급 계획 및 목표 설정	(재생에너지 비중 조정) - 보급목표 합리적 조정 - 재생에너지원별 적정비중 도출
		(석탄 과감하게 감축) - 신규석탄 건설금지 - 노후석탄 폐지, 전환 - 발전량 감축(분철)(LNG활용도 확대) - 발전, 가정수송용 연료로 수요처 확대 - 수송용 축소, 산업용 확대	(화석연료 의존도 축소) - 석탄발전 합리적 감축 유도 - 수소, 암모니아 혼소 활용
		(수소 활용 확대) - 수송용 발전연료로 활용	(수소 활용) - 청정수소 공급망 확보 - 세계 1등 수소산업 육성
주요 대책	(지역, 산업 보완대책) - 원전해체 산업육성 - 원전수출지원 - 주민, 지자체 소득창출형사업 - 원전 중소, 중견기업 지원 - 중장기 한수원 구조개편	(5대 중점 추진과제) - 소비구조 혁신 - 깨끗하고 안전한 에너지믹스로 전환 - 분산형, 참여형 에너지시스템 확대 - 글로벌 경쟁력 강화 - 에너지전환 기반 구축	(5대 정책방향) - 실현가능하고 합리적인 에너지믹스 재정립 - 자원, 에너지 안보 확립 - 에너지 수요 효율화, 시장원리기반 기장 구조 확립 - 에너지신산업 성장동력화 및 수출산업화 - 에너지복지 및 정책 수용성 제고

자료: 언론종합, 한국투자증권

- 금융당국의 강한 밸류업 추진 의지를 고려할 때 저PBR 테마 투자심리가 회복될 수 있다는 점도 긍정적
- 상반기 유틸리티 업종 주가는 실적 개선보다 밸류업 테마에 크게 반응
- 장기 관점에서 요금 인상을 통해 실적 회복세가 가팔라질 경우 3년간 부재했던 배당이 결정되며 추가 상승 모멘텀이 될 가능성
- 최근 조정을 거친 유틸리티 업종에 대한 선제적인 저가 매수 접근을 고려할 필요

## 밸류업 프로그램 향후 계획

		2024년				
		2월	3월	4월	5월	
<b>STEP1</b> 완료	<b>(3~5월) 전방위적 의견수렴 실시</b>	2.29 전담조직 설치	3.7 자문단 발족			
	전담 조직 설치(2.29) 및 자문단 운영(3.7~)					
	상장기업 의견수렴(간담회, 설문조사, 세미나 등)	2.26 1차 세미나		상장법인 간담회 등		
	가이드라인 확정(지속 보완·발전)				2차 세미나(5.2) & 확정 발표	

		2024년											
		5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월				
<b>STEP2</b>	<b>(5월~) 기업 밸류업 프로그램 지원 확대</b>												
	기업가치 제고 계획 공시(5월 이후)	공시 시작											
	통합페이지 신설 및 투자지표 제공(5월 이후)	공개 시작											
	찾아가는 지역 밸류업 설명회(5월 이후)	집중 실시											
	이사회안내(5월말 이후)·공시교육·컨설팅·영문번역 지원(6월 이후)	안내 시작	교육 등 시작										
	밸류업 지수 개발(~9월)						지수 발표						
지수 연계 ETF 등 금융상품 출시(~12월)											ETF 등 출시		

👉 **기업경영 관행·문화로 정착되도록, 긴 호흡을 가지고 중장기 과제로 지속 추진 예정**

자료: 한국거래소, 한국투자증권

**End of DOC**