

# 리딩 리서치의 밸류업 장세 점검

< 일본 사례분석을 중심으로 >

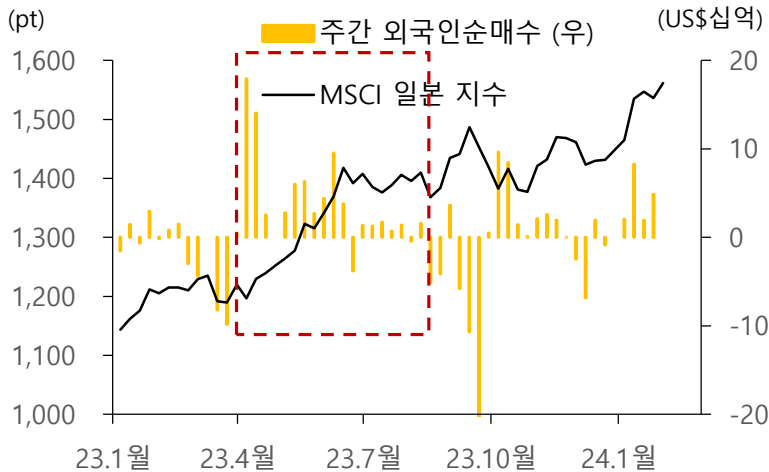
리딩투자증권 곽병열

2024.02.07

# 1 23.3월말 일본 밸류업 프로그램 → 초반 외국인의 긍정적 반응

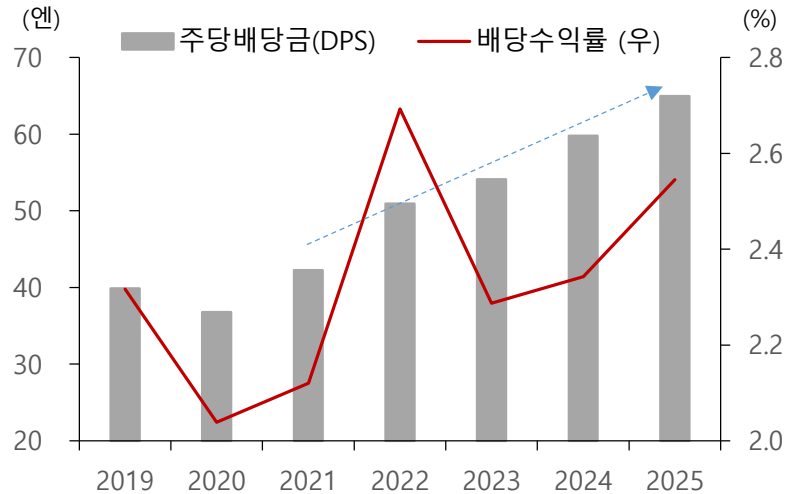
- 지난 1월 24일 금융위원회-금융감독원-증권업계 간담회를 통해 한국판 '기업 밸류업 프로그램'의 추진과 2월 중 세부방안 발표가 예고되면서 저PBR 종목들의 급등세 진행
  - 시가총액별/업종별 주요 투자지표 비교 공시, 기업가치 개선 계획 공표 권고, 기업가치 제고노력 우수 기업으로 구성된 코리아 프리미엄 지수(가칭) 개발 등을 검토 중이라고 밝힘
- 23.3월말 시행된 일본 밸류업 프로그램(PBR 1배 이하 기업의 기업가치 제고방안 공시 등) 벤치마킹한 것으로,
  - 당시 외국인의 일본증시 유입은 빠르게 진행되면서 초반 강세장을 주도했음
  - 다만 23.1.25일 도쿄거래소 보고서를 통해 적극적인 대응이 예고되었고, 이미 주주환원은 강화 중이었음

일본증시의 밸류업 프로그램 이후 외국인순매수 급증



자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

다만 밸류업 프로그램 이전부터 주주환원 강화 중이었음

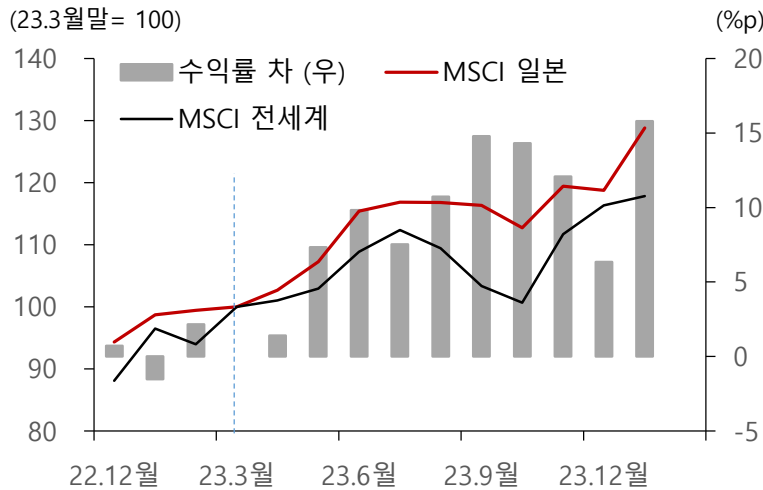


자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

## 2 밸류업 프로그램은 일본증시 초반 강세의 필요조건

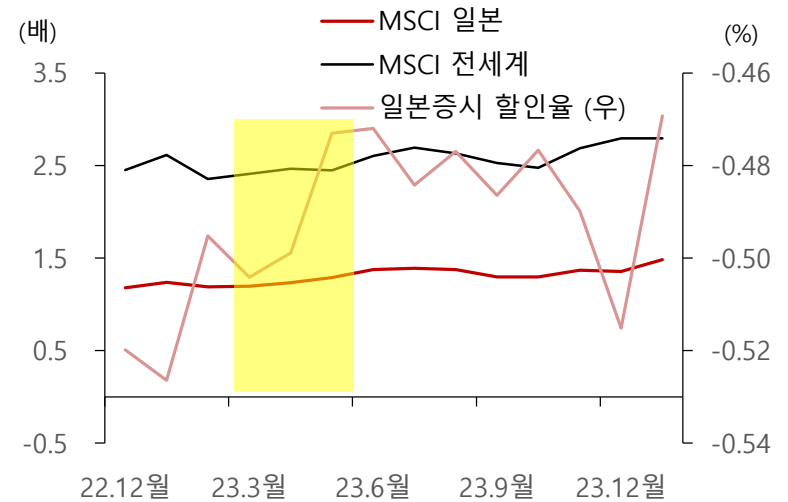
- 일본 수준의 강도 높은 밸류업 프로그램이 시행될 경우 글로벌 대비 할인율 축소 & 초과수익률 강화의 토대 형성될 수 있음
  - 일본 증시는 누적수익률 기준으로 시행 후 글로벌 대비 뚜렷한 초과수익률을 나타내고 있음
  - 초반부 글로벌 대비 PBR 할인율 축소 과정이 발견됨. 초반 이후 지속성은 제한적
- 다만 일본 증시의 초과 성과는 엔저 심화에 따른 J커브 효과, 일본 기업들의 전향적인 주주환원 강화를 성공적으로 유도, 반도체-로봇-하이브리드차 등 주요 핵심산업에서 경쟁력 제고 등 복합적으로 작용

밸류업 프로그램 이후 일본증시 초과수익률 강화



자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

밸류업 초기 글로벌 대비 PBR 할인율 축소 과정

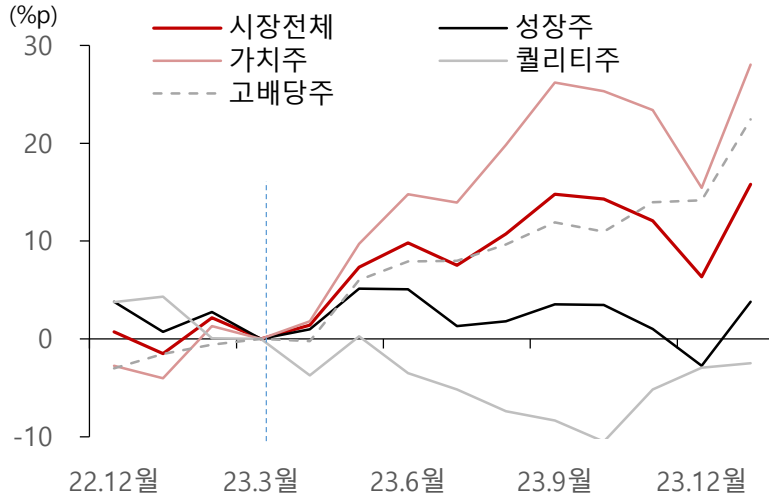


자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

### 3 밸류업 프로그램 이후 일본증시 스타일 & 사이즈 반응?

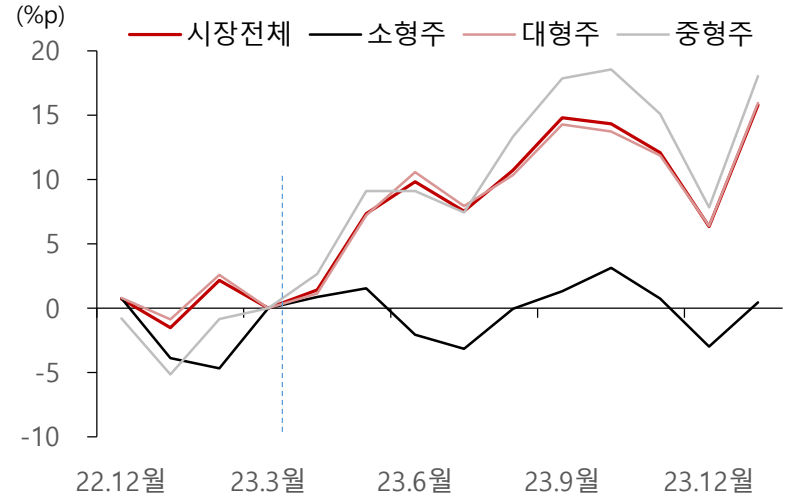
- 밸류업 프로그램 이후 일본증시의 스타일 지수의 특징은?
  - 가치주-고배당주 스타일의 글로벌 대비 약진 현상이 뚜렷하다는 점임
  - 반면 성장주는 초반부는 양호했으나 점차 약화, 퀄리티주는 지속적인 부진을 나타냄
- 일본증시의 사이즈 별 반응은?
  - 대형주-중형주의 약진 현상이 뚜렷한 반면, 소형주는 부진한 모습을 나타냄

밸류업 프로그램 이후 스타일 반응



자료 : Bloomberg, 리딩투자증권  
 주: MSCI 일본-전세계 간의 스타일 지수의 누적수익률 차로 산출함

밸류업 프로그램 이후 사이즈 반응



자료 : Bloomberg, 리딩투자증권  
 주: MSCI 일본-전세계 간의 대-중-소형주 지수의 누적수익률 차로 산출함

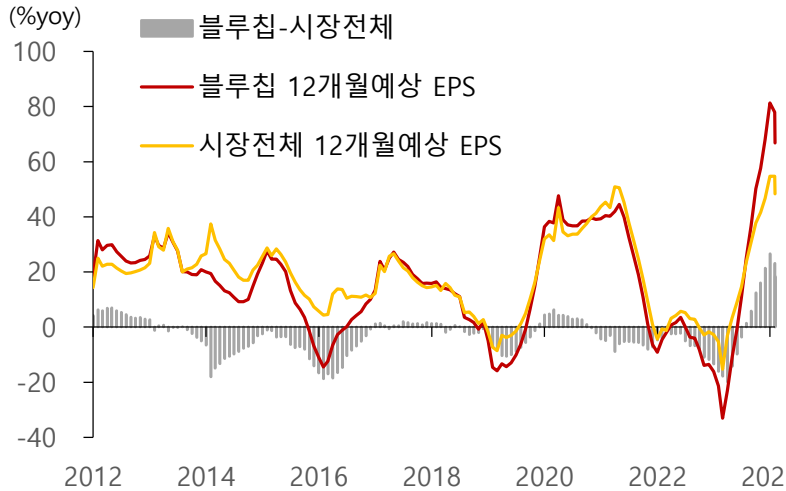
- 이제부터는 저PBR주에 대한 옥석가리기 국면, 2월 중 정책강도 및 펀더멘털 개선여부 고려해야  
→ 저PBR(1배 이하) 중에서도 미래 ROE 개선 가능성은 뚜렷한 종목군에 주목

저PBR임에도 ROE 개선은 뚜렷한 종목군				
Name	PBR (12M Trailing) (배)	PBR (12M Fwd) (배)	FY24 ROE (6M Chg) (%)	FY25 ROE (6M Chg) (%)
빙그레	0.77	0.68	78.77	61.94
SK스퀘어	0.53	0.50	84.05	54.56
파라다이스	0.81	0.76	43.98	34.32
대한유화	0.49	0.47	0.35	61.56
아모레G	0.71	0.66	20.24	31.58
SK	0.61	0.57	30.84	18.22
대한항공	0.85	0.80	9.41	23.71
더블유게임즈	0.96	0.81	13.36	17.67
한국타이어앤테크놀로지	0.64	0.59	17.36	10.21
CJ대한통운	0.83	0.77	11.88	15.24
한국금융지주	0.48	0.44	7.41	13.04
동원F&B	0.68	0.63	10.56	9.05
GS	0.34	0.31	5.66	10.42
에스엘	0.84	0.73	9.80	4.99
SK네트웍스	0.82	0.80	9.25	5.37

## 5 역사적 저평가 블루칩 고려

- 블루칩의 12개월예상EPS 증가율은 시장전체를 큰 폭으로 초과  
→ 감익가능성을 감안해도 FY24는 블루칩 기업군의 이익모멘텀 우위 국면으로 판단
- 최근 5년래 PER, PBR과 현 수준을 비교할 때, 밸류에이션 시계열 상 1사분위~2사분위 종목군 중 고려  
→ 대한항공, 아모레퍼시픽, NAVER, 삼성생명, 삼성바이오로직스, 삼성카드 등

블루칩의 12개월예상 EPS 추이



자료 : Dataguide, 리딩투자증권

지난 5년래 밸류에이션 저평가도

	PBR	
	1사분위	2사분위
1사분위	SK이노베이션, 대한항공, 아모레퍼시픽, LG생활건강, 강원랜드, F&F, 삼성SDI	삼성바이오로직스
2사분위	NAVER, SK, CJ제일제당, 삼성생명, LG화학	삼성카드

자료 : Dataguide, 리딩투자증권  
주: PER은 12개월예상, PBR은 Trailing 기준임

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- 본 자료는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.

- 본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

- 본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.