

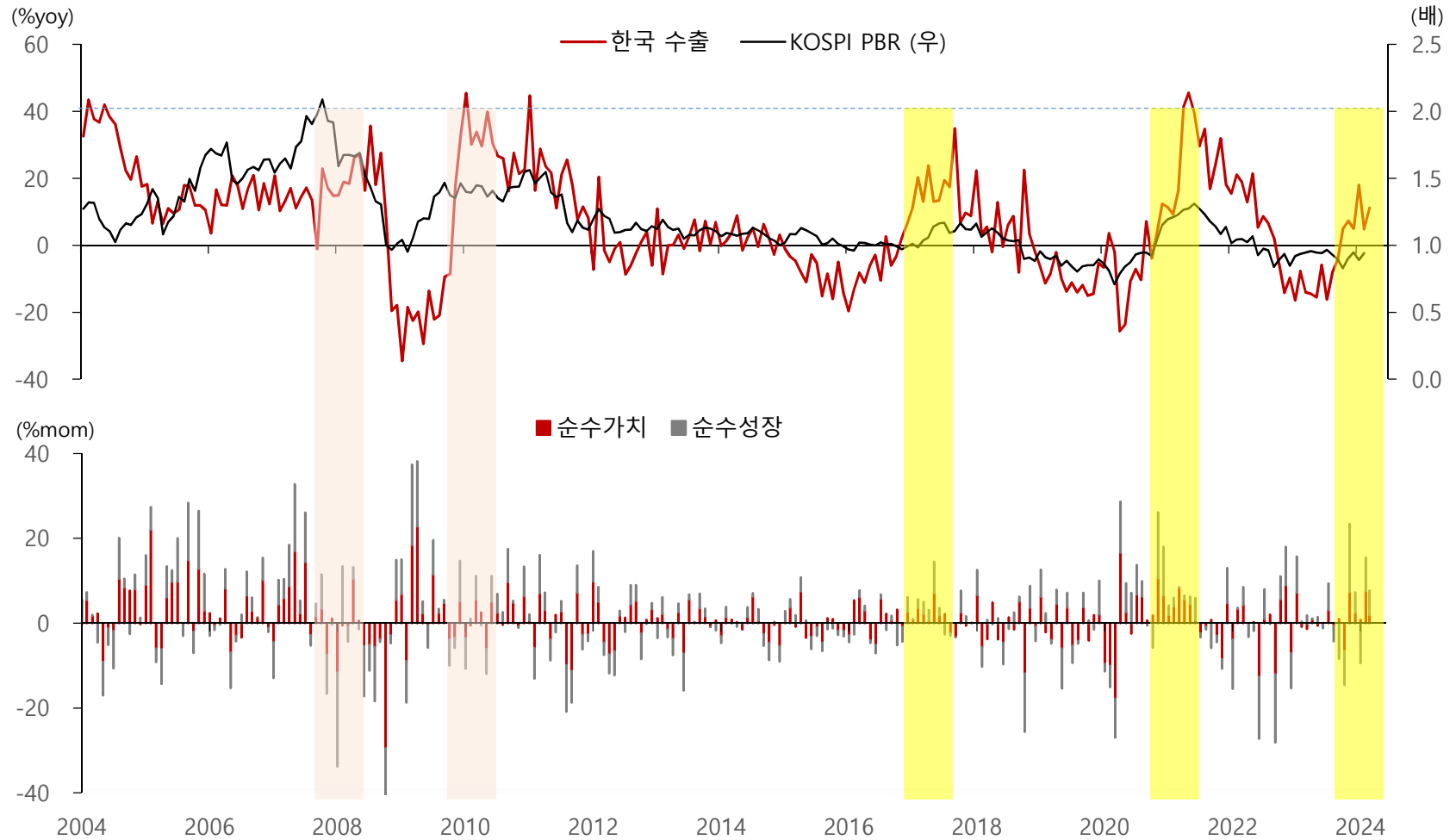
2024
리딩 리서치의 밸류업 투자전략

리딩투자증권 곽병열, 유성만

2024.03.27

1 한국 수출의 Up-Cycle, 가치주 스타일(Value Style)의 우군

지난 20년간 한국 수출의 Up-Cycle: 초반부는 가치주 스타일 유리했음

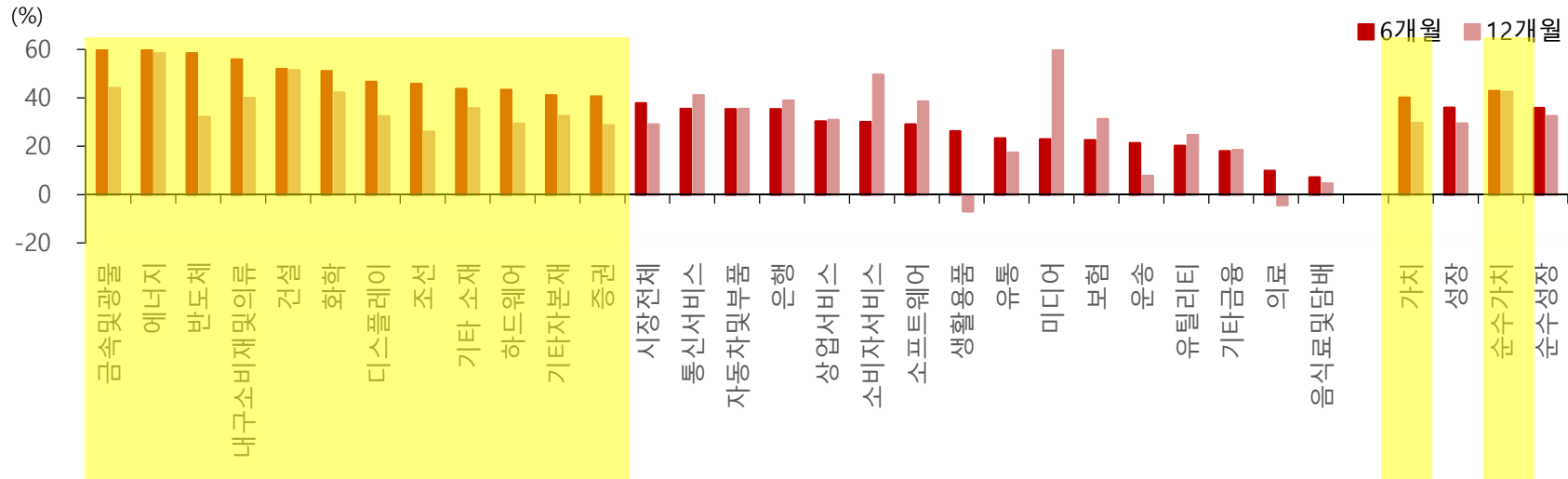
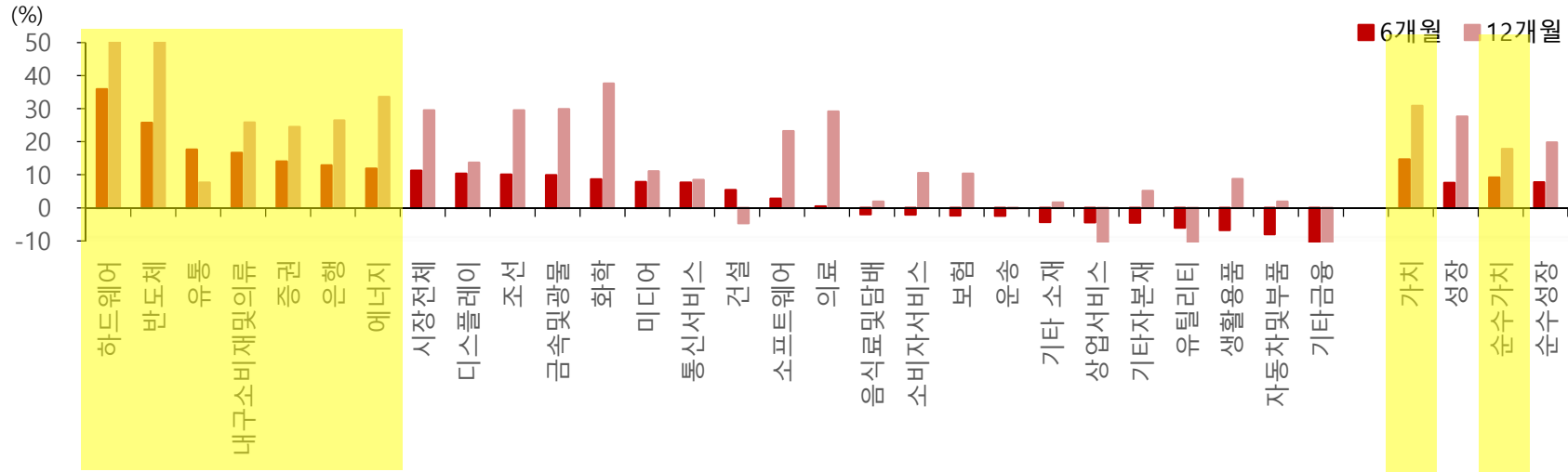


자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

1

한국 수출의 Up-Cycle, 섹터 및 스타일 반응은?

최근 사례(상: 2017년, 하: 2021년) : 공통분모는 하드웨어, 반도체, 내구재및의류, 증권, 에너지, 그리고 **가치주 스타일**

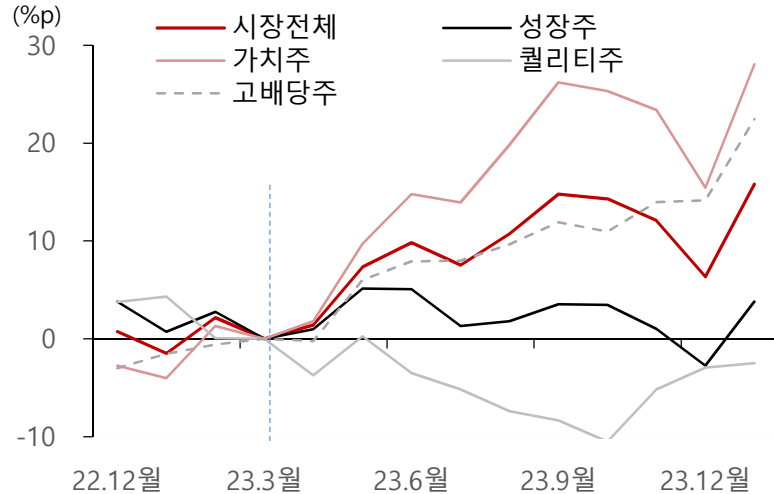


자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

1 <사례분석 1> 밸류업 프로그램 이후 일본증시 스타일 & 사이즈 반응?

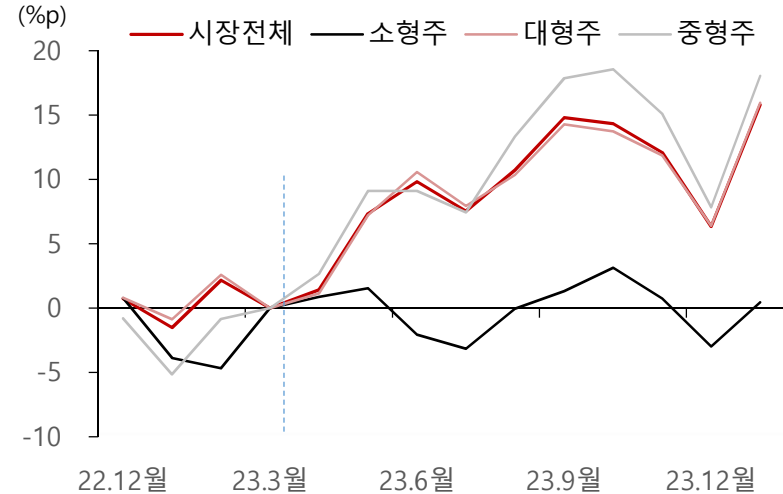
- 밸류업 프로그램 이후 일본증시의 스타일 지수의 특징은?
 - 가치주-고배당주 스타일의 글로벌 대비 약진 현상이 뚜렷하다는 점임
 - 반면 성장주는 초반부는 양호했으나 점차 약화, 퀄리티주는 지속적인 부진을 나타냄
- 일본증시의 사이즈 별 반응은?
 - 대형주-중형주의 약진 현상이 뚜렷한 반면, 소형주는 부진한 모습을 나타냄

밸류업 프로그램 이후 스타일 반응



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

밸류업 프로그램 이후 사이즈 반응



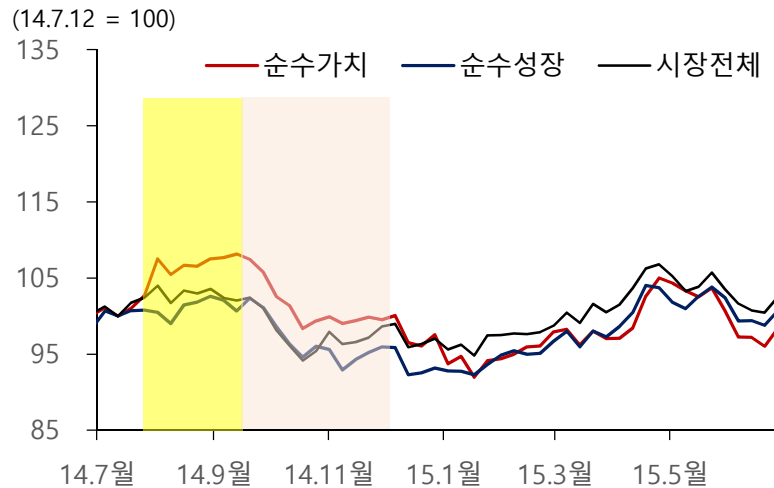
자료 : Bloomberg, 리딩투자증권
 주: MSCI 일본-전세계 간의 대-중-소형주 지수의 누적수익률 차로 산출함

1

<사례분석 2> 2014년 배당확대 정책 발표 이후 스타일 반응은?

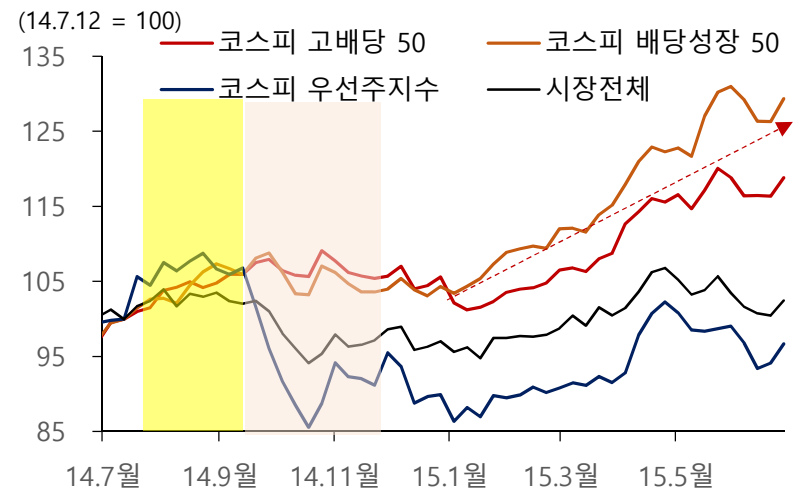
- 현 '밸류업 프로그램'에 가장 근접했던 국내 정책 변화 사례는,
→ 2014년 당시 새 경제팀의 내수활성화를 위한 가계소득 3대 패키지 도입 중 다음의 배당확대 정책임.
①배당소득 증대세제, ②기업소득 환류세제, ③연기금 배당관련 주주권 행사 제약요건 해소, ④거래소 배당주가지수 개편 ⇒ 큰 틀에서 유사한 정책 방향성 참고
- 당시 새 경제팀 장관의 인사청문회(7/8), 경제부총리 취임(7/24), 경제정책방향에서 구체적인 배당확대 정책 발표(7/24), 한국거래소의 신 배당지수 발표(10/21) 순으로 진행되면서,
→ 3Q14~4Q14까지 순수가치 스타일의 시장초과 수익률
→ 신배당지수 발표 이후 2015년 중반까지 뚜렷한 배당주의 강세현상 등이 관찰됨

배당확대 정책 발표 이후 스타일 지수 반응



자료 : Dataguide, 리딩투자증권

배당확대 정책 발표 이후 신 배당지수 반응

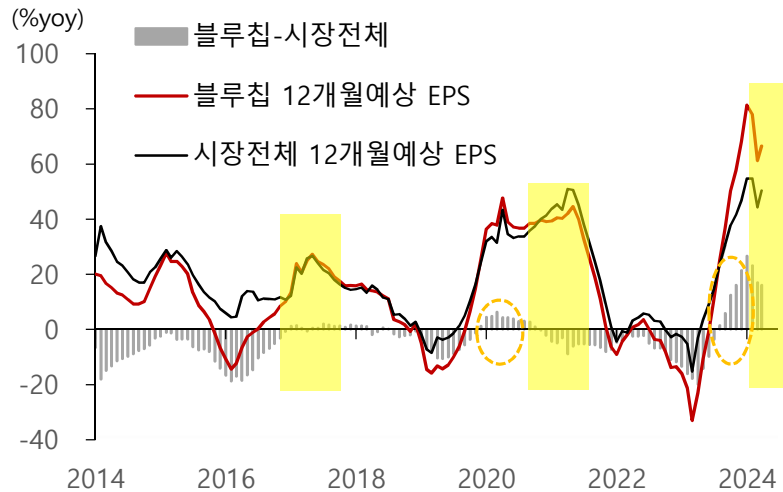


자료 : Dataguide, 리딩투자증권

1 대응 전략 1. 역사적 저평가 블루칩 고려

- 국내 블루칩의 12개월예상EPS 증가율은 시장전체를 큰 폭으로 초과
 - 수출 Up-Cycle 전후에 블루칩의 (예상)이익 스프레드는 사전적인 개선세 관찰됨
 - 감익조정 가능성을 감안해도 FY24 중 블루칩 기업군의 이익모멘텀은 상대적 우위 국면으로 판단
- 최근 5년래 PER, PBR과 현 수준을 비교할 때, 밸류에이션 시계열 상 1사분위 ~ 2사분위 종목군 주목
 - **NAVER**, 삼성바이오로직스, 대한항공, 아모레퍼시픽, CJ제일제당 등

블루칩의 12개월예상 EPS 추이



자료 : Dataguide, 리딩투자증권

지난 5년래 밸류에이션 저평가도

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

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

1

대응 전략 2. 아직 저PBR임에도 ROE 개선은 뚜렷한 종목군

저PBR임에도 ROE 개선은 뚜렷한 종목군				
Name	PBR (12M Trailing) (배)	PBR (12M Fwd) (배)	FY24 ROE (6M Chg) (%)	FY25 ROE (6M Chg) (%)
한국전력	0.39	0.34	164.55	74.93
빙그레	0.77	0.67	38.49	32.53
대한해운	0.35	0.33	30.87	25.15
SK스퀘어	0.71	0.65	22.22	24.30
파라다이스	0.87	0.82	21.01	20.46
아모레G	0.73	0.66	2.86	31.78
CJ대한통운	0.69	0.62	17.20	16.83
유니드	0.52	0.48	12.86	18.64
더블유게임즈	0.95	0.80	14.61	16.73
대한항공	0.82	0.75	8.43	22.63
한국타이어엔테크놀로지	0.69	0.64	19.32	11.46
롯데웰푸드	0.54	0.52	7.76	21.07
동원F&B	0.65	0.61	14.15	11.00
CJ	0.76	0.73	5.18	12.11
넥센타이어	0.50	0.45	15.53	1.25
SK네트웍스	0.63	0.57	8.31	6.77
S-Oil	0.98	0.88	3.18	11.39
KG이니시스	0.66	0.61	6.29	8.27
동아쏘시오홀딩스	0.68	0.64	1.78	12.78
한전KPS	1.26	1.19	7.28	6.07

자료 : Dataguide,
리딩투자증권

1

대응전략 3. 가치주 스코어↑ + 외국인 선호

MSCI Value Factor인 PER, PBR, 배당수익률의 역수로 종합스코어 산출

Name	① PER (12M Fwd) (배)	② PBR (12M Trailing) (배)	③ FY24 배당수익률 역수 (배)	종합스코어 =(①*②*③)	외국인순매수 강도 (%)
한국전력	2.8	0.4	15.3	17.1	0.9
우리금융지주	3.7	0.4	13.2	17.5	3.0
하나금융지주	5.0	0.5	17.6	41.3	1.2
KB금융	6.0	0.5	21.7	68.0	2.0
HMM	9.1	0.5	18.0	80.7	1.1
현대차	5.7	0.7	21.1	83.1	4.3
KT	8.0	0.6	18.8	87.1	3.0
기아	5.1	0.9	19.5	92.8	1.0
삼성생명	9.7	0.4	23.8	103.0	1.7
S-Oil	6.7	1.0	26.5	173.9	1.8
현대모비스	6.5	0.6	54.3	207.1	1.1
SK	11.3	0.6	35.1	249.3	1.1
KT&G	12.6	1.2	17.2	262.3	1.1
삼성물산	12.9	0.8	60.8	664.4	3.5
삼성에스디에스	15.3	1.4	49.3	1,045.2	1.3

자료 : Dataguide,
리딩투자증권

주: 외국인순매수강도
= 60일순매수/ 시가총액

Stock Information

기준일자	2024-03-26		
KOSPI (pt)	2,757.09		
KOSDAQ (pt)	916.09		
현재주가 (원)	240,500		
52주 최고 (원)	255,500		
52주 최저 (원)	169,700		
시가총액 (보통주, 억원)	508,733		
시가총액비중 (%)	2.3		
업종시총비중 (%)	8.7		
액면가	5,000		
발행주식수 (보통주, 천주)	211,532		
유통주식수 (보통주, 천주)	203,831		
주요주주 (%)	현대모비스 외 9	29.7	
	국민연금공단	7.9	
외인지분율 (%)	38.2		
	60일	120일	
거래량 (천주)	1,323.8	880.0	
거래대금 (십억원)	308.7	194.6	
	1년	3년	5년
베타	1.33	2.25	1.78
무위험수익률	3.30%		3.34%
Market Risk Premium (%)	6.0		
채권신용등급	AA+		
채권만기수익률	4.1		

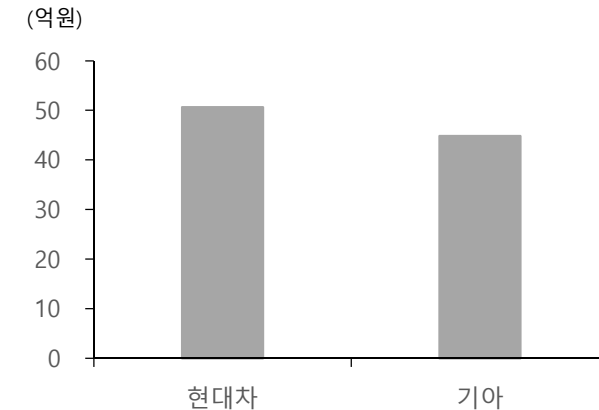
■ 실적의 성장 + 주주환원

- HEV 차량 판매 증가로 인한 M/S 및 Mix 개선
 - 고급&대형 차종 위주의 판매량 증가로 ASP 상승
- 현재 우호적인 환율이 지속되어 동사의 수익성 개선
- 정부의 밸류업 프로그램으로 PBR 1배 수준 가정시
 - 현재 주가 대비 약 50%의 Upside 가능
- 인도법인 IPO 예정 및 자사주 매입 가능성
 - 기아차와의 시가총액 괴리 축소도 긍정적인 상황

< 인도 현대차 '크레타' >



< 현대차 VS 기아 시가총액 비교 >



자료 : 현대차, 리딩투자증권

Stock Information

기준일자	2024-03-26		
KOSPI (pt)	2,757.09		
KOSDAQ (pt)	916.09		
현재주가 (원)	71,800		
52주 최고 (원)	78,600		
52주 최저 (원)	46,500		
시가총액 (보통주, 억원)	289,721		
시가총액비중 (%)	1.3		
업종시총비중 (%)	14.5		
액면가	5,000		
발행주식수 (보통주, 천주)	403,511		
유통주식수 (보통주, 천주)	377,864		
주요주주 (%)	국민연금공단	8.4	
	BlackRock Fund Advisors 외 13	6.2	
외인지분율 (%)	60일	120일	
		2,099.0	1,522.7
거래량 (천주)	134.6	92.7	
거래대금 (십억원)	1년	3년	5년
베타	1.33	2.25	1.78
무위험수익률	3.30%	3.34%	
Market Risk Premium (%)	6.0		
채권신용등급	AAA		
채권만기수익률	4.4		

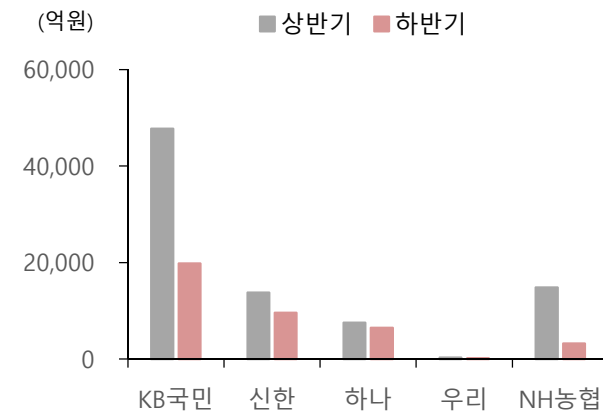
■ 축적된 자본과 주주친화정책

- 23년 DPS 3,060원(기말 1,530원)& 자사주 매입 및 소각 3,200억원 발표
→ 24년 2월 8일 ~ 8월 7일까지 자사주 매입기간
- 밸류업 프로그램에 적극적 의지: 23년 주주환원율 약 39% 기록
→ 역사적 Valuation PBR 약 0.5배(18년) 대비 현재 PBR 약 0.4배 수준
- 홍콩 H지수 ELS 관련 배상액 약 5천억원~1조원 수준 예상
→ 손실액 익스포저 약 5조원(판매 잔고 약 8조원)
→ 충분한 총당금 및 자본여력으로 실적과 주주환원정책 이상 무

< H지수 ELS 사태 >



< 24년 5대 은행 홍콩ELS 만기 도래 규모 >



자료 : KB금융, NAVER. 리딩투자증권

Stock Information

기준일자	2024-03-26		
KOSPI (pt)	2,757.09		
KOSDAQ (pt)	916.09		
현재주가 (원)	188,900		
52주 최고 (원)	234,500		
52주 최저 (원)	178,300		
시가총액 (보통주, 억원)	306,790		
시가총액비중 (%)	1.4		
업종시총비중 (%)	7.4		
액면가	100		
발행주식수 (보통주, 천주)	162,409		
유통주식수 (보통주, 천주)	150,761		
주요주주 (%)	국민연금공단	9.3	
	BlackRock Fund Advisors 외 13	5.1	
외인지분율 (%)	45.7		
거래량 (천주)	60일	120일	
	812.0	719.7	
거래대금 (십억원)	1년	3년	5년
	166.5	146.7	
베타	1.33	2.25	1.78
무위험수익률	3.30%	3.34%	
Market Risk Premium (%)	6.0		
채권신용등급	AA+		
채권만기수익률	3.8		

■ Historical PER Band 하단에 근접

- 12M P/E 가 20배 이하로 낮아지면서 역사적 하단으로 향하는 중
→ 알리익스프레스, 테무 등의 중국 플랫폼의 공격적인 국내 진출로 동사의 커머스 사업부에 대한 실적 우려감
- 알리익스프레스가 국내 업체들에 수수료를 받지 않고 입점
→ NAVER의 '브랜드스토어'에 영향 미칠 우려
- 광고사업에는 호재 가능: 중국 플랫폼들의 국내 광고비 집행 가능성
→ 현재 모바일&온라인 광고에서 DA집행으로 확장될 가능성
- 네이버웹툰의 미국 증시 IPO 예정

< AliExpress >

AliExpress

알리바바그룹 글로벌 오픈마켓
알리익스프레스
애니버서리 세일

한국 국내발송

1000억 데스카

천억 혜택 쏟아!

70%

최대 70%할인

< TEMU >

최대 90% 할인

모든 주문 무료 배송

기타 조건이 적용될 수 있습니다.

여성 패션
스타일링을 더 다양하게

홈 & 주방
집을 더 새롭게

남성 트렌드
남성 패션 최신 트렌드

자료 : NAVER, 리딩투자증권

Stock Information

기준일자	2024-03-26		
KOSPI (pt)	2,757.09		
KOSDAQ (pt)	916.09		
현재주가 (원)	49,500		
52주 최고 (원)	49,500		
52주 최저 (원)	31,900		
시가총액 (보통주, 억원)	13,872		
시가총액비중 (%)	0.1		
업종시총비중 (%)	2.9		
액면가	5,000		
발행주식수 (보통주, 천주)	28,024		
유통주식수 (보통주, 천주)	27,314		
주요주주 (%)	풍산홀딩스 외 3	38.0	
	국민연금공단	11.5	
외인지분율 (%)	14.9		
	60일	120일	
거래량 (천주)	307.9	238.7	
거래대금 (십억원)	13.4	9.8	
	1년	3년	5년
베타	1.33	2.25	1.78
무위험수익률	3.30%	3.34%	
Market Risk Premium (%)	6.0		
채권신용등급	A+		
채권만기수익률	4.0		

■ 방산사업의 성장

- 폴란드향 K2전차 & K9 자주포 수출의 수혜
 - 동사의 폴란드향 155mm 포탄 수출 증가 전망
- 대구경&소구경 탄약 수출도 좋음
 - 대구경: 약 4,500억 규모를 향후 약 2~5년간 공급
 - 소구경: 약 3,400억 규모(인도네시아향 약 2,200억 포함) 공급
- 방산 해외수출에 있어서 유럽, 동남아, 중동 비중의 증가
- 국내 방산업종의 전반적 Valuation 상승과 구리가격의 안정화도 긍정적

< 군용탄약 >



< 동판 >



자료 : 풍산, 리딩투자증권

Stock Information

기준일자	2024-03-26		
KOSPI (pt)	2,757.09		
KOSDAQ (pt)	916.09		
현재주가 (원)	89,400		
52주 최고 (원)	103,000		
52주 최저 (원)	61,800		
시가총액 (보통주, 억원)	12,190		
시가총액비중 (%)	0.1		
업종시총비중 (%)	14.5		
액면가	500		
발행주식수 (보통주, 천주)	13,636		
유통주식수 (보통주, 천주)	11,605		
주요주주 (%)	성기학 외 4	46.3	
	FIDELITY MANAGE MENT & RESEARC H COMPANY LLC 외 10	9.2	
외인지분율 (%)	19.2		
	60일	120일	
거래량 (천주)	24.9	21.6	
거래대금 (십억원)	2.2	1.8	
	1년	3년	5년
베타	1.33	2.25	1.78
무위험수익률	3.30%	3.34%	
Market Risk Premium (%)	6.0		
채권신용등급	A-		
채권만기수익률	5.2		

■ 기업가치의 꾸준한 상승 기대

- 영원아웃도어의 양호한 흐름
→ 노스페이스의 스패딩 제품 '눅시'의 메가히트
- 영원무역은 올해 상저하고 전망
→ SCOTT의 재고 증가 및 자전거 수요 둔화로 부진
- 보유자산 및 종속회사 가치 고려시 매력적 수준
- 동사의 시가총액과 유사한 수준의 현금성 자산 보유(약 1.2조원)

< 눅시 >



< SCOTT >



자료 : 영원무역홀딩스, 리딩투자증권

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.