



2023.10.27

Black Swan



Bear



2024년 주식시장 전망과 전략

# 도무농장



RA 박지원  
jiwon.park@hanafn.com



Gray Rhino

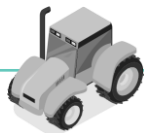
Strategist/선진국전략 이재만 duke7594@hanafn.com



Bull



하나증권



#### Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

# 2024년 주식시장 전망과 전략

동물농장



하나증권 리서치센터 글로벌투자분석실

Strategist/선진국전략 이재만 duke7594@hanafn.com

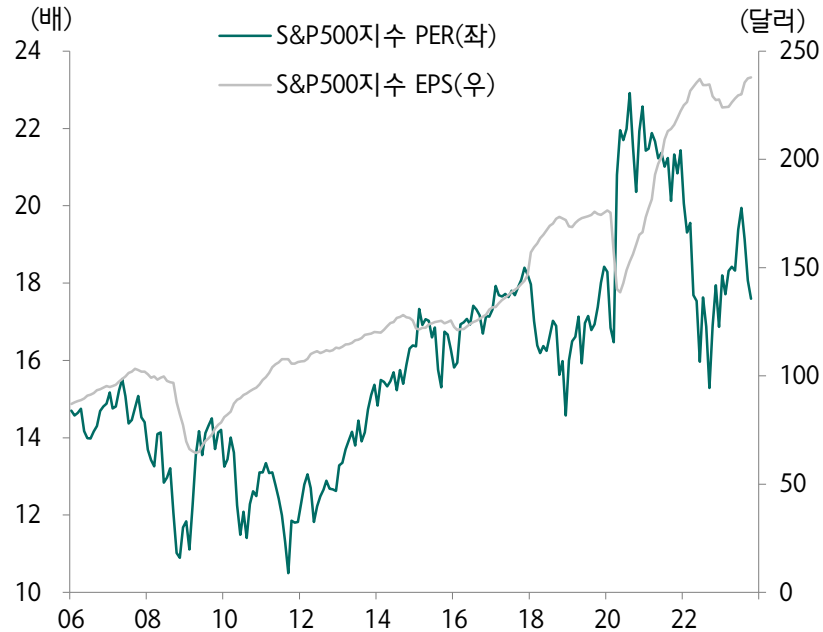
## [요약] 동물농장

- 11~12월 주식시장: 과거 연준의 마지막 기준금리 인상 → 동결 → 동결 이후 1개월 월 평균 지수 수익률 비교: 마지막 기준금리 인상 이후 지수 반등 흐름 경향(If 11월 기준금리 동결 시 11~12월, 12월 기준금리 동결 시 12월~24/1월 지수 반등 예상)
- 2024년 N자형 패턴의 지수 흐름 전망. 연간 [Gray Rhino]: 정치/정책 불확실성(선거)이 높아질 수 있고, 지정학적 리스크(전쟁) 지속 우려 여전
- ① 1분기 중 [Black Swan & Bear]: 고금리 후유증으로 인한 (미니) 신용위험, 미국 소비 경기 부진으로 인한 지수 하락
- ② 1분기 중~2분기 말 [Bear & Bull]: 확장 정책 실행 기대, 중국 경기 개선, 국내 기업 수익성 개선 기반으로 지수 상승
- ③ 2분기 말~3분기 초 [Bear]: 연준 기준금리 인하 단행, 총수요 감소 우려 반영으로 인한 지수 하락
- ④ 3분기 중~4분기 말 [Bull]: 시중금리 하향 안정으로 기업 이익 증가율이 기대 수익률로 반영되며 지수 상승
- 2024년 S&P500지수 예상 밴드: 4,100~4,700p. 2024년 코스피 예상 밴드: 2,200~2,600p
- 2024년 주도 업종 조건 : ① 부채비율 축소와 2024년 영업이익률 개선은 필수적, ② 2023년 업종별 주가 변화율이 반영된 이익증가율과 24년 순이익 증가율 전망치 비교도 필요. 주가에 반영된 이익증가율 보다 향후 이익증가율이 높아야 추가적으로 반영될 이익이 남아 있다는 의미이기 때문, ③ 실질금리가 상당 기간 높은 수준을 유지할 가능성이 높기 때문에 2024년 순이익 보다 FCF(잉여현금흐름) 증가율이 높은 업종 비중 확대
- 2024년 주도 업종: [미국] 소프트웨어, 제약/바이오, 반도체, 유통, 소비자서비스. [국내] 반도체, 제약/바이오, 화학, 소프트웨어, IT하드웨어, 에너지
- 2024년 주도주 조건: 기업 투자 수익성과 자본조달 비용 그리고 FCF 창출 능력이 중요. ① 투자 수익성을 고려하는 측면에서 WACC 대비 ROIC 비율이 높은 기업, ② 숨겨진 무형자산을 통한 잉여현금흐름 창출 능력을 감안하는 측면에서 업종 내 숨겨진 무형자산 대비 잉여현금흐름 비율이 높은 기업
- 2024년 주도주: [미국] 마이크로소프트, 구글, 존슨앤드존슨, 브리스톨 마이어스 스쿼브, 브로드컴, 마이크론 테크놀로지, 아마존, 홈디포, 부킹홀딩스 등. [국내] 삼성전자, SK하이닉스, 셀트리온, 금호석유, NAVER, 현대오트오에버, 삼성전기, LG이노텍, S-Oil 등

## 2023년 고금리 늪에 빠져버린 주식시장

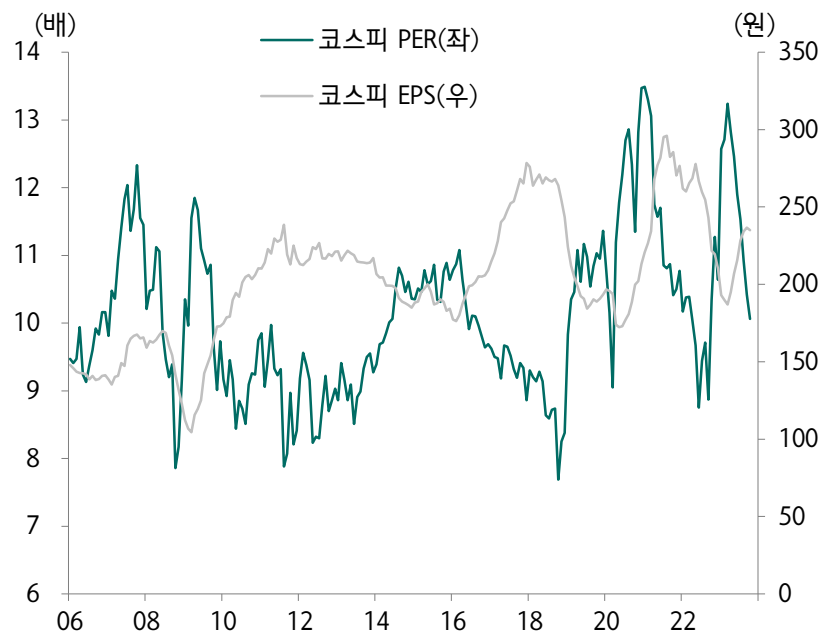
- 미국 10년물 국채금리는 5.0%로 2006년 수준으로 회귀
- 2006년 S&P500지수 PER은 13~14배, 현재 17~18배(최근 고점 20~21배). 고점 대비 하락했지만 금리 수준 고려 시 추가 하락 우려
- 현재 코스피 PER 10배 수준으로 2006년 이후 평균 수준으로 회귀. 그러나 고금리 상황에서 이익 개선이 쉽지 않을 것을 우려

S&P500지수, 현재 시중금리 감안 시 추가적인 PER 조정 우려



자료: Bloomberg, 하나증권

코스피 PER은 낮아졌지만, 고금리로 인해 이익 개선 신뢰가 낮음

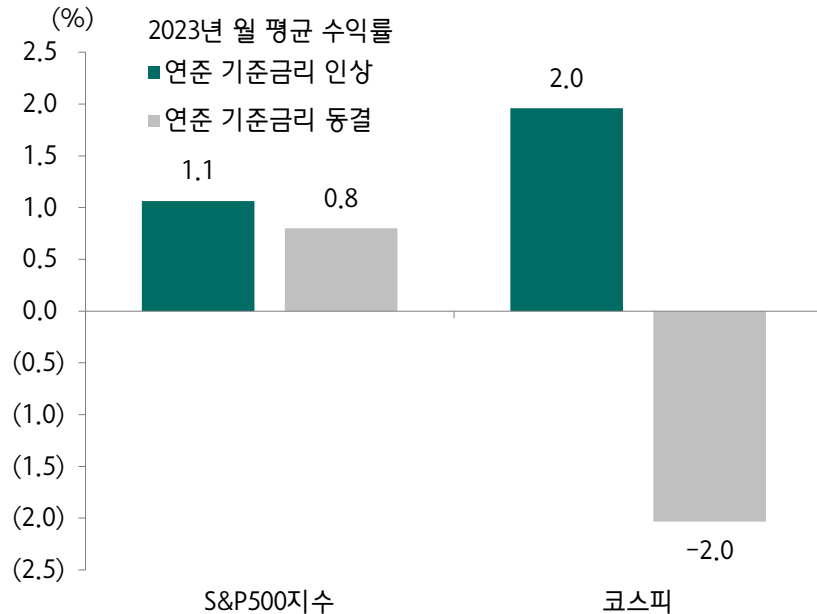


자료: Quantiwise, 하나증권

## 11월이나 12월 FOMC회의 마지막 기준금리 인상, 지수 반등

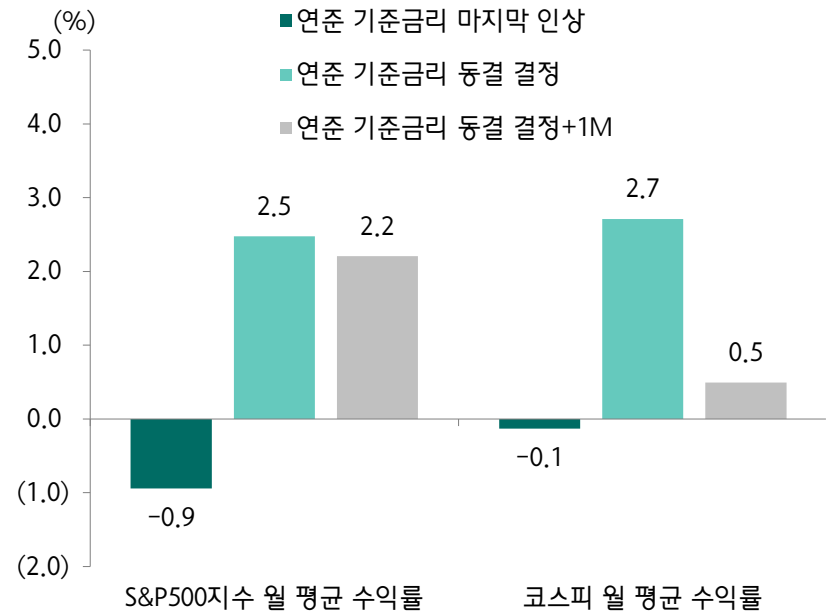
- 2023년 연준 기준금리 추가 인상 우려가 지속되면서 기준금리 동결 결정에도 불구하고 S&P500지수와 코스피 상대적으로 부진
- 2023년 11월이나 12월 기준금리 인상이 마지막일 가능성은 높음: 9월 FOMC회의 연말 기준금리 중간값 23년 5.6%→24년 5.1%
- 과거 연준의 마지막 기준금리 인상→ 동결→ 동결 이후 1개월 월 평균 지수 수익률 비교: 마지막 기준금리 인상 이후 지수 반등 흐름 경향(if 11월 기준금리 동결 시 11~12월, 12월 기준금리 동결 시 12월~24/1월)

2023년 연준 기준금리 추가 인상 우려로 기준금리 동결에도 지수 부진



자료: Bloomberg, 하나증권

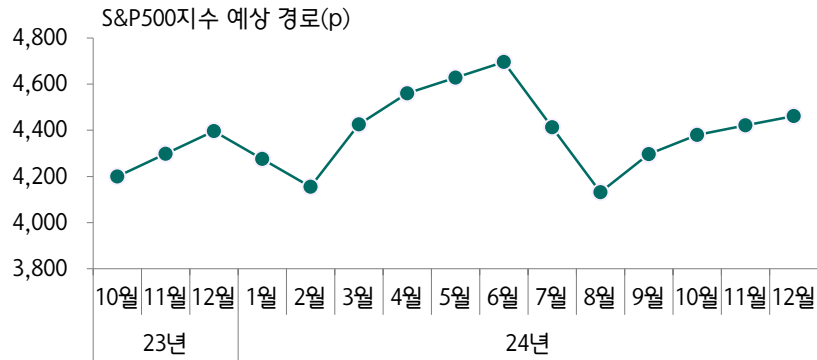
지수는 연준 마지막 기준금리 인상 이후 동결 국면에서 반등



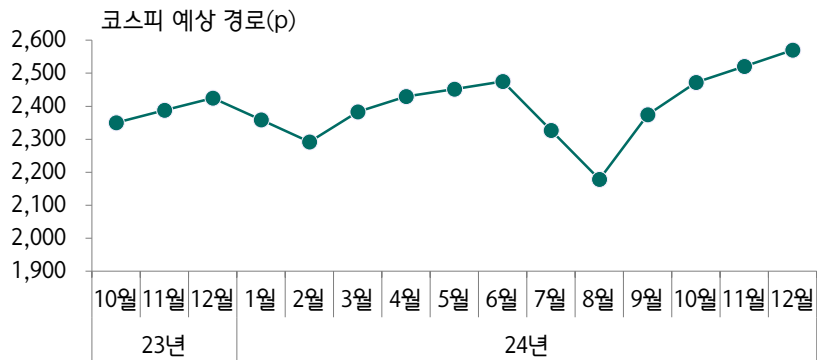
주) 2000년 이후  
자료: Bloomberg, 하나증권

## 2024년 지수 예상 경로: N자형 패턴

### 2024년 S&P500지수 예상 경로



### 2024년 코스피 예상 경로



자료: 하나증권

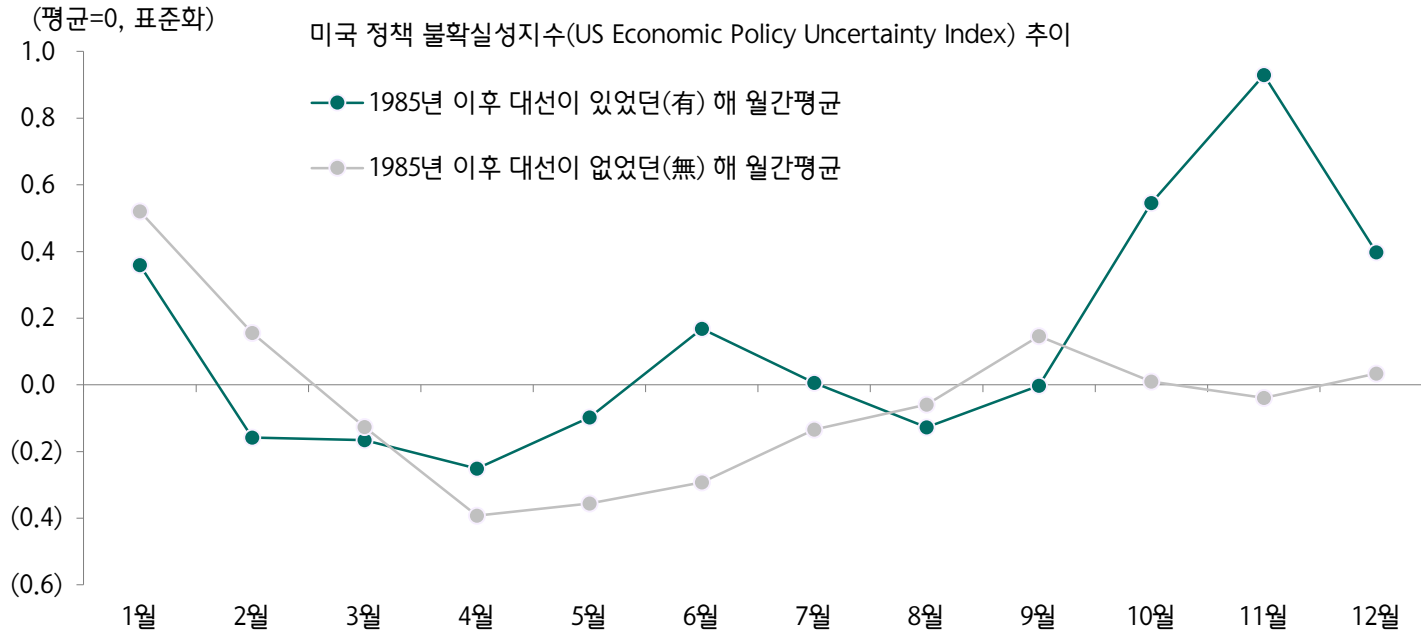
### 2024년 지수 예상 경로: N자형 패턴

2024년	구분	주요 이슈와 지수
연간	[Gray Rhino]	<ul style="list-style-type: none"> <li>정치적 불확실성(선거)과 지정학적 리스크(전쟁)</li> </ul>
1분기 중	[Black Swan & Bear]	<ul style="list-style-type: none"> <li>고금리 후유증, (미니) 신용위험</li> <li>미국 소비 경기 부진</li> <li>지수 하락(지수 저점)</li> <li>S&amp;P500 4,150p. 코스피 2,300p</li> </ul>
1분기 중 ~2분기 말	[Bear & Bull]	<ul style="list-style-type: none"> <li>확장 정책 실행 기대</li> <li>중국 경기 개선</li> <li>국내 기업 수익성 개선</li> <li>지수 상승(지수 고점)</li> <li>S&amp;P500 4,700p. 코스피 2,500p</li> </ul>
2분기 말 ~3분기 초	[Bear]	<ul style="list-style-type: none"> <li>연준 기준금리 인하</li> <li>총수요 감소 우려 반영</li> <li>지수 하락(지수 저점)</li> <li>S&amp;P500 4,100p. 코스피 2,200p</li> </ul>
3분기 중 ~4분기 말	[Bull]	<ul style="list-style-type: none"> <li>시중금리 하향 안정</li> <li>기업 이익 증가율 = 지수 기대 수익률</li> <li>지수 상승(지수 고점)</li> <li>S&amp;P500 4,500p. 코스피 2,600p</li> </ul>

## [Gray Rhino] 2024년 미국은 대선, 국내는 총선으로 인한 정치적 불확실성 확산

- 2024년 4월 국내 총선과 11월 미국 대선 실시 예정
- 1985년 이후 9번의 미국 대선이 있었던 년도와 대선이 없었던 년도의 정책 불확실성지수(US Economic Policy Uncertainty Index) 추이를 비교해 보면, 대선이 있었던 년도 특히 4분기 중 크게 높아지는 경향이 있음

미국 대선이 있었던 년도의 정책 불확실성지수가 없었던 년도 대비 상대적으로 높은 편



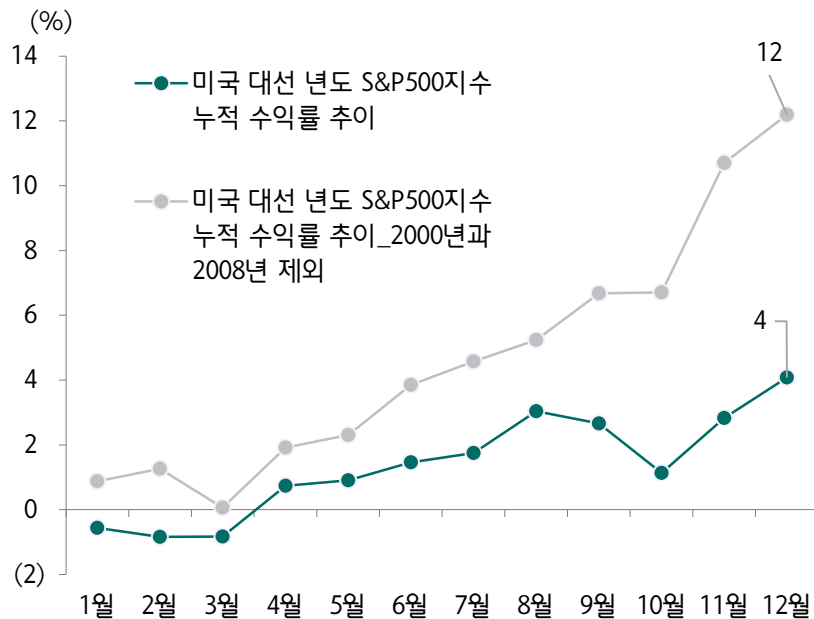
주) 1985년 이후 미국 9번의 대선  
 자료: Bloomberg, 하나증권



## 다만 미국 대선과 국내 총선이 주식시장에 부정적이라고 해석하기는 어려움

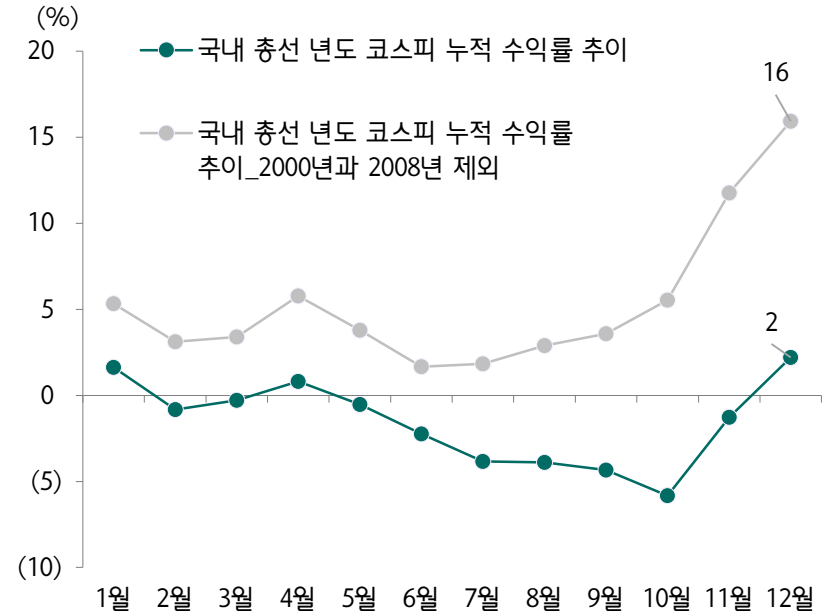
- 미국 대선과 국내 총선이 있었다고 주식시장이 하락했다는 의미는 아님
- 1985년 이후 미국 대선 년도(9번)의 S&P500지수와 국내 총선 년도(10번)의 코스피 누적 수익률 추이를 보면, 상승 추세
- 2000년 Tech 버블 붕괴와 2008년 글로벌 금융위기 제외 시 연간 누적 수익률 10% 상회

미국 대선, S&P500지수: 2000년과 08년 제외 연간 누적 수익률 12%



자료: Bloomberg, 하나증권

국내 총선, 코스피: 2000년과 08년 제외 연간 누적 수익률 16%



자료: Bloomberg, 하나증권

## [Gray Rhino] 전세계 지정학적 위험 증가, 위험과 안전자산 변동성 동반 확대

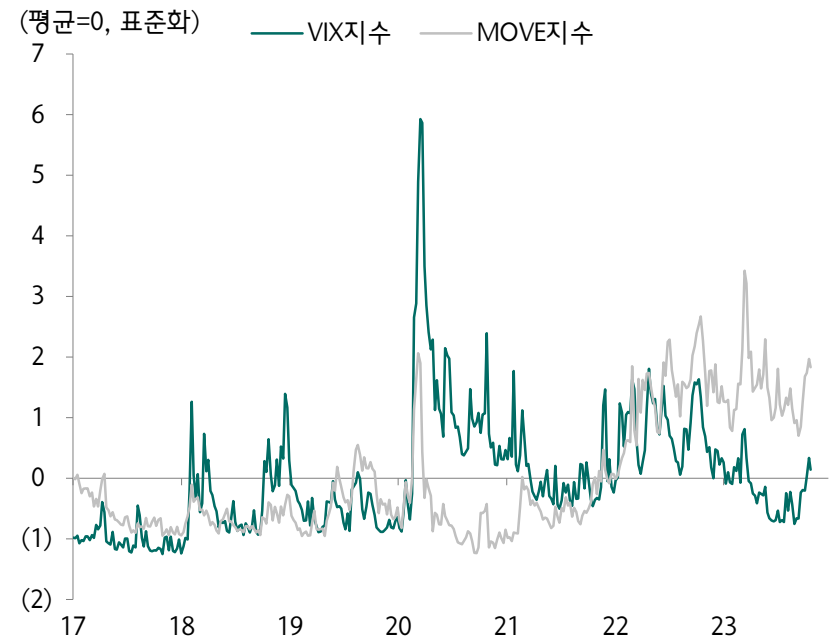
- 전세계 지정학적 위험지수(Geopolitical Risk Index)는 러시아-우크라이나 전쟁(2022년 3월), 이스라엘-팔레스타인 전쟁(2023년 10월) 등을 겪으며 과거 대비 높은 수준 유지
- 지역별 블록화가 심해지면서 국가간 이기주의 확산. 국가간 대립 구도가 심해지고 있는 양상
- 주식과 채권시장 지정학적 리스크를 반영하며 변동성 확대: 안전자산과 위험자산 구분 모호

전세계 지정학적 위험지수, 2022년 이후 높은 수준 유지



자료: Bloomberg, 하나증권

지정학적 리스크 확대로 위험자산과 안전자산 변동성 동반 확대

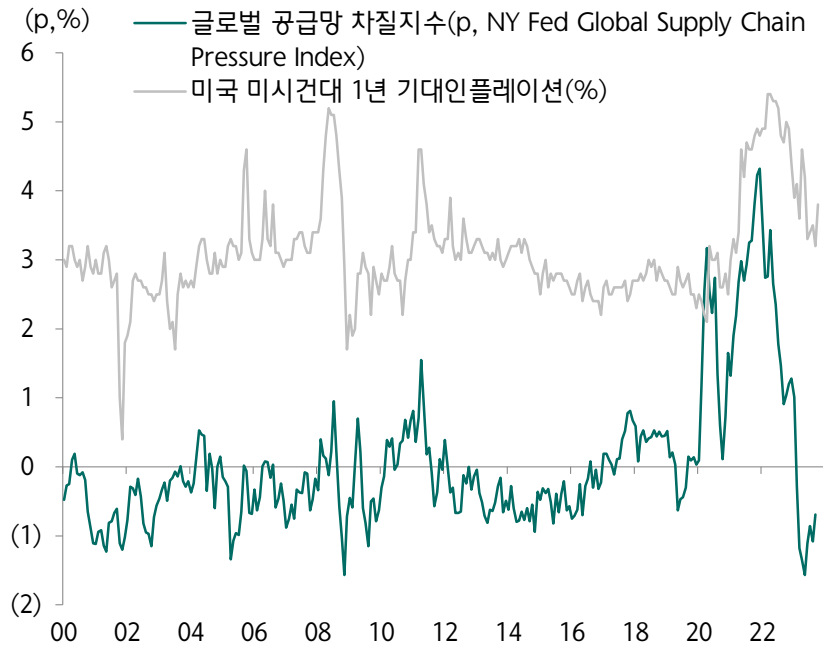


자료: Bloomberg, 하나증권

## 글로벌 공급망 차질로 발생하는 인플레이션과 교역량 위축

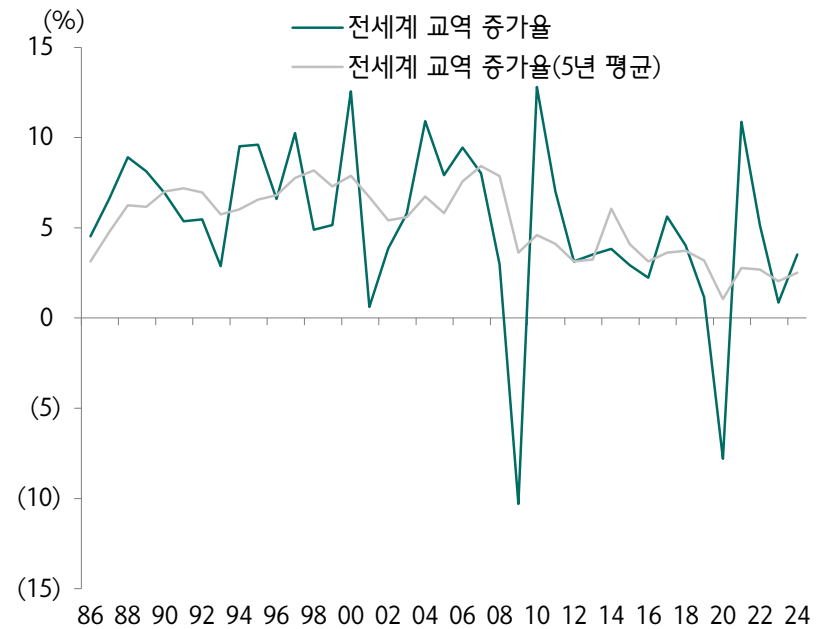
- 전쟁 발생 시 해당 국가(지역) 주력 수출입 품목들의 교역 위축
- 2022년 3월 당시 러시아와 우크라이나 전쟁 발생으로 글로벌 공급망 악화→ 기대인플레이션과 금리 상승
- 전세계 교역량 증가율 장기적으로 하락세: 전세계 교역 증가율 5년 평균 2007년 8%→ 2015년 4%→ 2024년 2%

### 지정학적 리스크 발생 시 글로벌 공급망 차질, 물가와 금리 상승 자극



자료: Bloomberg, 하나증권

### 전세계 교역량 증가율 장기적으로 하락세

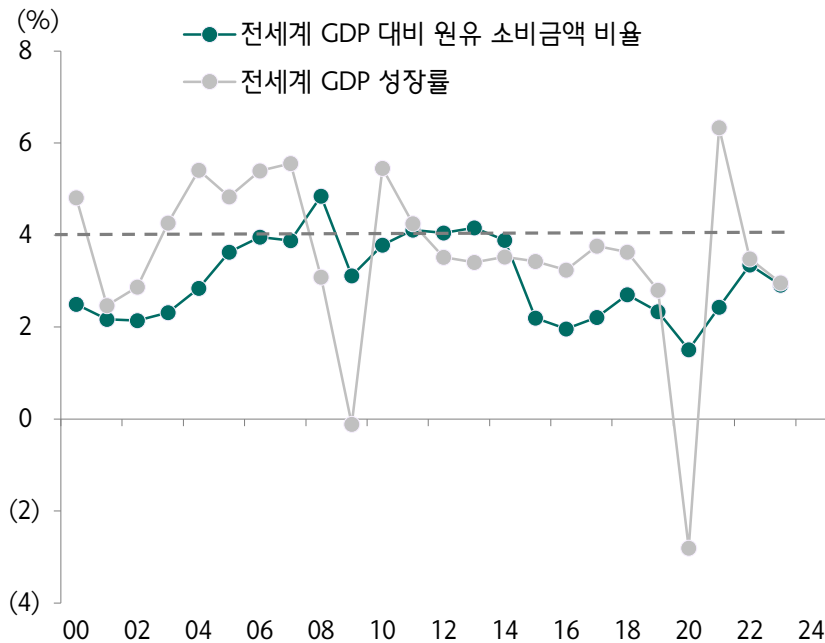


주) 2023년과 24년 전세계 교역량 증가율 전망치: +0.9%와 +3.5% 포함  
 자료: IMF, 하나증권

## [참고] 고유가로 인한 경기침체 임계점: WTI 기준 배럴당 120달러

- 2023년 전세계 GDP 대비 원유소비금액 비율 2.9%(현재 WTI 가격 배럴당 85달러 기준, 원유 수요 전년대비 +2% 증가)
- 전세계 원유소비금액 비율이 4%를 넘어설 경우 국제 유가로 인한 글로벌 경기침체 우려 부각: 2008년 4.9%, 2011~13년 4.1~4.2%
- WTI 가격 기준으로 120달러를 넘어설 경우 전세계 GDP 대비 원유소비금액 비율은 4%를 상회. 100달러 이하에서는 3% 내외

전세계 GDP 대비 원유소비금액 4%가 임계점



자료: BP, IMF, 하나증권

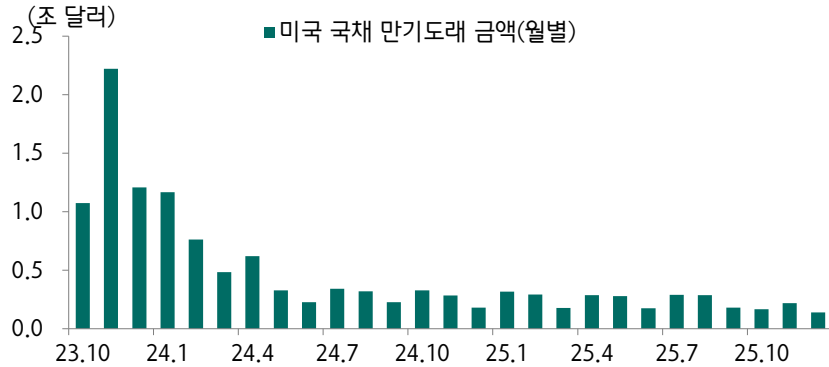
WTI 가격 120달러 상회 시 GDP 대비 원유소비금액 4%를 상회

연도	전세계 원유수요 (만 bbl/일간)	연평균 WTI 가격 (배럴당)	전세계 GDP 대비 원유 소비금액(%)
2008년	8,511	100.1	4.85
2011년	8,740	95.0	4.11
2012년	8,867	94.1	4.05
2013년	8,995	98.0	4.16
2022년	9,731	94.6	3.35
2023년.E	9,912	10월 현재: 85	2.91
2024년.E	10,070	80	2.65
		90	2.99
		100	3.32
		110	3.65
		120	3.98
		130	4.31
	140	4.68	
	150	4.98	

자료: BP, IMF, 하나증권

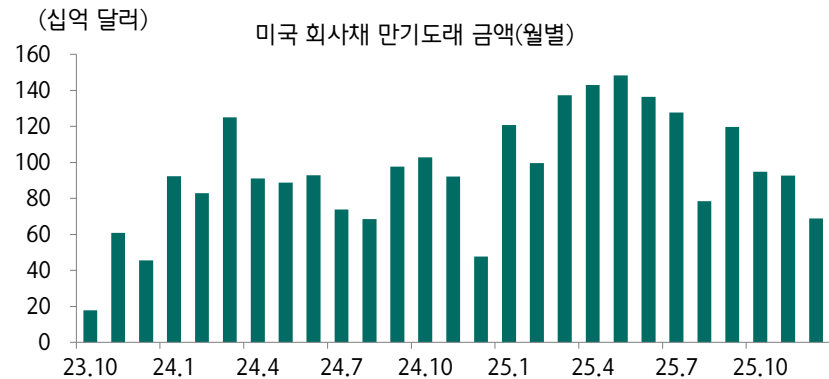
## 2024년 미국 국채 만기도래 금액은 감소하지만, 회사채 만기도래 금액은 증가

### 미국 국채 만기도래 금액은 2024년 분기별로 꾸준히 감소



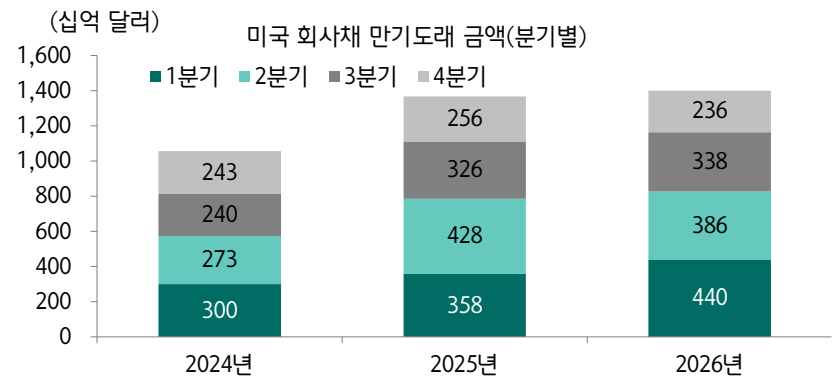
- 2023년 4분기 미국 국채 만기 도래 금액은 4.5조 달러. 2024년 1분기 2.4조 달러 → 2분기 1.2조 → 3분기 0.9조 → 4분기 0.8조 달러로 감소
- 다만 미국 회사채 만기 도래 금액은 2024년 1분기 3,000억 달러(28%)로 분기 기준으로 가장 큼
- 미국 회사채 만기 도래 금액은 2024년 1.1조 달러에서 2026년 1.4조 달러로 꾸준히 증가

### 미국 회사채 만기도래 금액은 2024년 기준 1분기가 가장 큼



자료: Bloomberg, 하나증권

### 미국 회사채 만기도래 금액은 2026년까지 꾸준히 증가

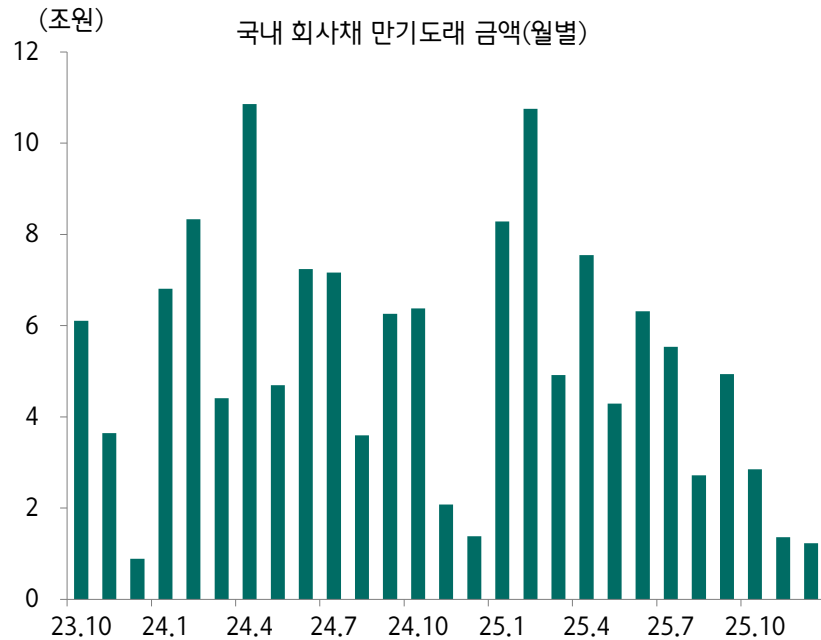


자료: Bloomberg, 하나증권

## 2024년 국내 회사채 만기도래 금액 2분기에 가장 큼

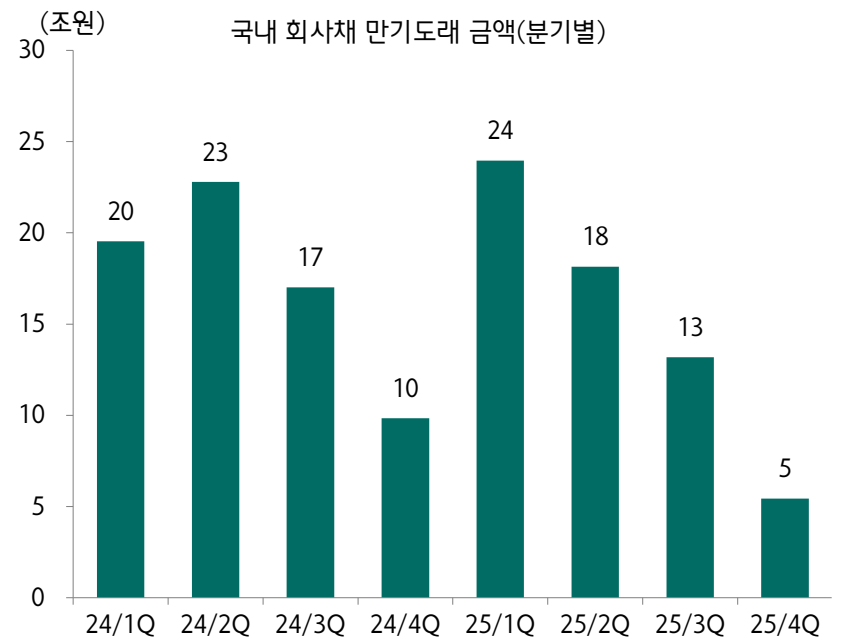
- 2024년 국내 회사채 만기도래 금액은 69.2조원. 2024년 4월 10.9조원으로 월간 규모로 가장 크고, 2024년 2분기 22.8조원으로 분기 기준으로 만기도래 금액 가장 큼
- 2025년 회사채 만기도래 금액은 60.7조원으로 2024년 대비 다소 감소. 참고로 2025년의 경우 1분기가 만기도래 금액 24.0조원으로 가장 큼

국내 2024년 4월과 2분기 회사채 만기도래 예정 금액 가장 큼



자료: 인포맥스, 하나증권

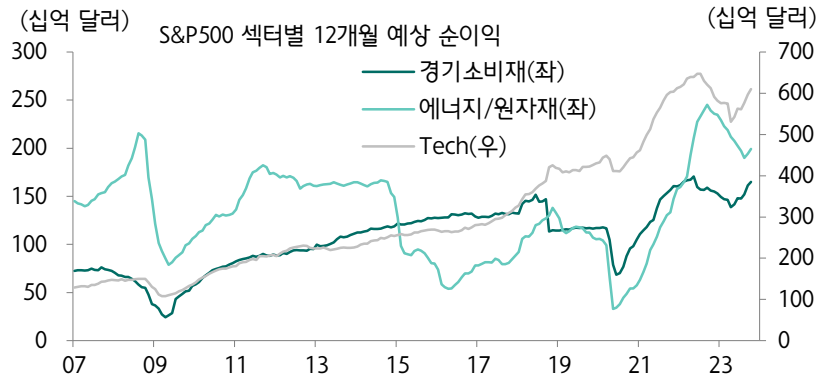
국내 2025년 회사채 만기도래 금액은 24년 대비 감소



자료: 인포맥스, 하나증권

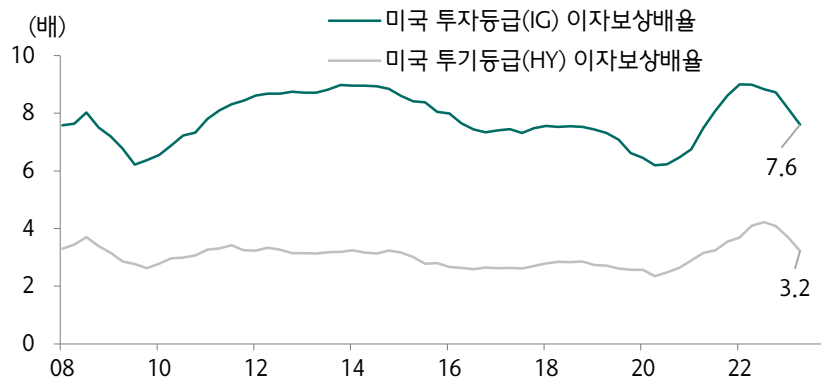
# [Black Swan & Bear] 고금리 후유증은 신용위험으로 표면화(1) 미국

## 미국 하이일드 등급 내 비중이 큰 경기소비재, Tech, 에너지/원자재



- 미국 하이일드 등급 내 섹터 구성 비중: 경기소비재 24%, Tech 21%, 에너지/원자재 17%
- 경기소비재/Tech 이익 사상 최고 수준, 에너지 재차 증가세
- 그러나 투자와 투기 등급 이자보상배율 4개 분기 동반 하락
- 미국 시중은행의 기업 대출 기준 강화 비율이 코로나19 팬데믹 당시 수준 정도까지 상승해 있어 하이일드 신용스프레드 추가 상승 우려 지속: 과거 대출태도지수가 현재 수준을 유지했을 때 하이일드 신용스프레드 평균 700bp(↔현재 435bp)

## 미국 투자와 투기 등급 이자보상배율 4개 분기 연속 동반 하락



자료: Bloomberg, 하나증권

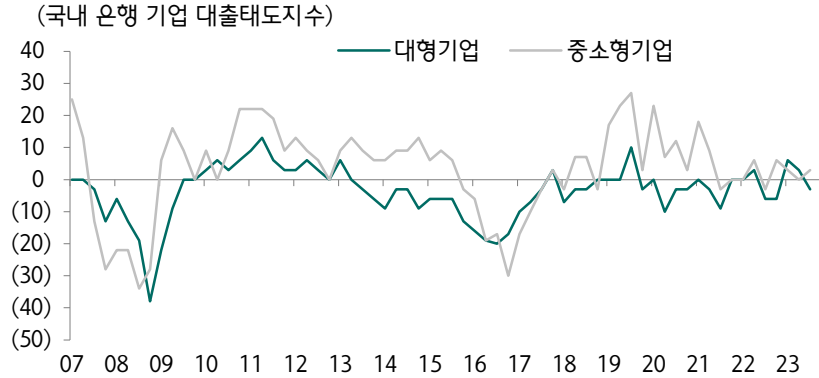
## 미국 시중은행 기업 대출 기준 강화, 신용스프레드 상승 위험 지속



자료: Bloomberg, 하나증권

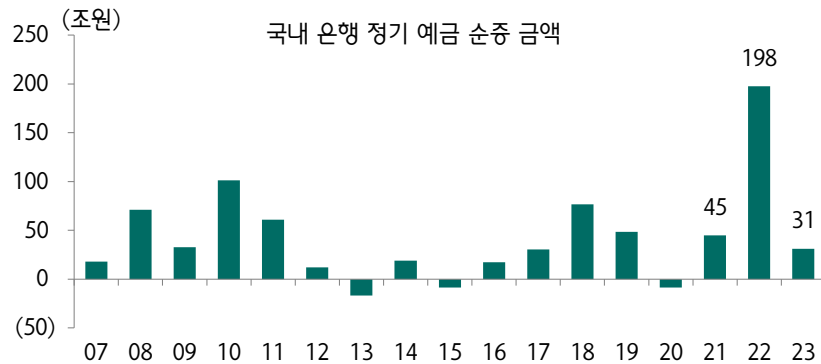
## 국내 은행의 기업 대출도 축소 가능성 높음

국내 은행의 기업 대출 기준은 크게 강화된 상황은 아님



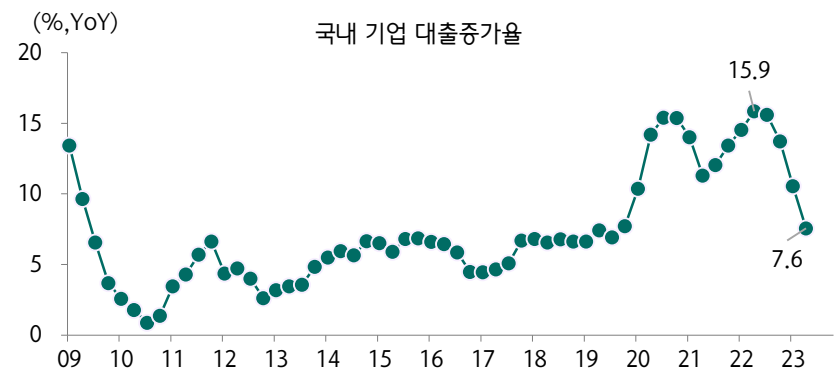
- 현재 국내 은행은 미국과 달리 기업 대출 기준이 크게 강화되지는 않고 있음
- 2022년 국내 은행 정기예금은 전년대비 198조원이나 증가 (2023년 31조원 증가, 8월 잔고)하며 이례적으로 큰 규모 기록
- 대출 재원으로 활용됐을 가능성이 높음. 2022년 국내 기업 대출 증가율 YoY +14% 수준 유지
- 추가적인 대출 재원의 급증이 없다면, 기업 대출 증가는 하락 전환 예상

2022년 국내 은행 정기예금 이례적으로 크게 증가



자료: 한국은행, 하나증권

국내 은행 기업 대출 증가율 하락 전환



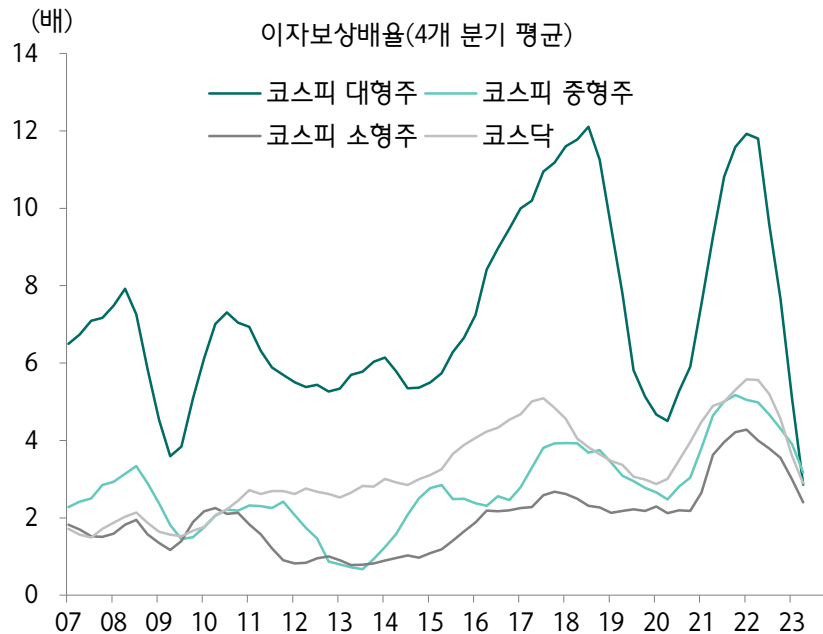
자료: 한국은행, 하나증권



## [Black Swan & Bear] 고금리 후유증은 신용위험으로 표면화(2) 국내

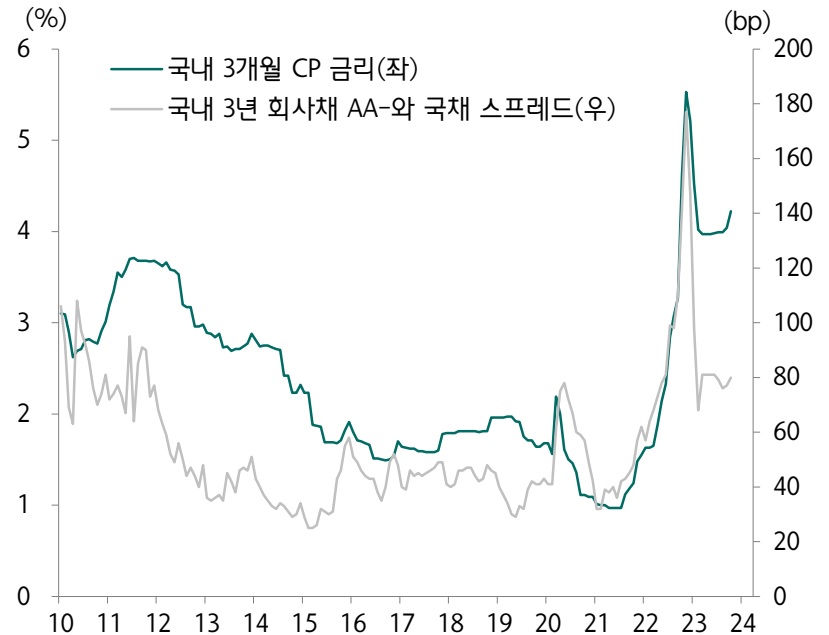
- 글로벌 경기 변화에 민감한 국내 기업 이익. 국내 기업 이자보상배율 2배 중반~3배 초반으로 하향 평준화: 코스피 대형주(이자보상배율 2.9배), 중형주(3.2배), 소형주(2.4배), 코스닥(2.9배)
- 국내 신용스프레드(현재 80bp. 최근 고점 2022/11월 177bp)와 단기 기업 자금 조달 금리(3개월물 CP 금리 현재 4.2%. 최근 고점 2022/11월 5.5%) 상승 지속 우려

국내 기업 이자보상배율, 사이즈에 상관 없이 2~3배로 하향 평준화



자료: Quantiwise, 하나증권

국내 신용스프레드와 단기 기업 자금 조달 금리 상승 지속 우려

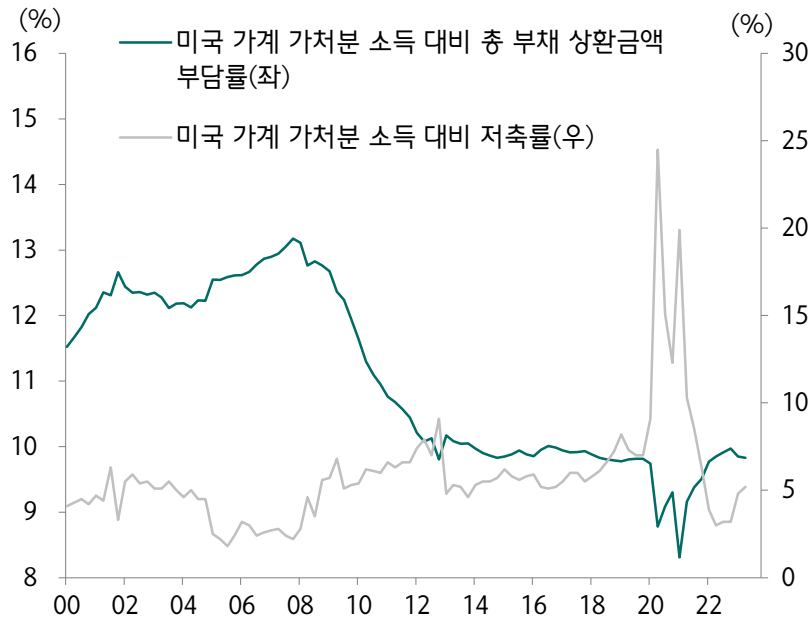


자료: 인포맥스, 하나증권

## 미국 소비경기 확장의 걸림돌 출현

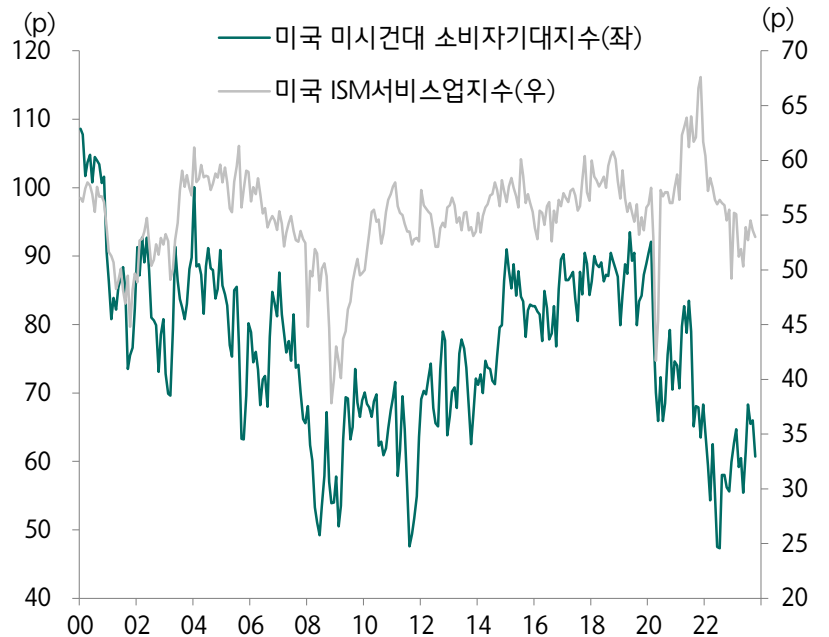
- 미국 가계 가처분 소득 대비 저축률은 5.2%(2020년 2분기 24.5%)까지 낮아졌고, 가처분 소득 대비 부채 상환 비율은 9.8%(2020년 2분기 8.8%)까지 상승
- 미시건대 소비자 기대지수와 ISM 서비스업지수 2023년 하반기 이후 동반 하락 추세 진입
- 가계 여유 자금 감소, 이자 부담 증가 누적 효과로 인해 소비 경기 확장 제한

### 미국 가계 여유 자금 감소, 이자 부담 증가



자료: Bloomberg, 하나증권

### 미국 소비경기 선행지수 하락: 소비자 기대지수와 ISM 서비스업지수

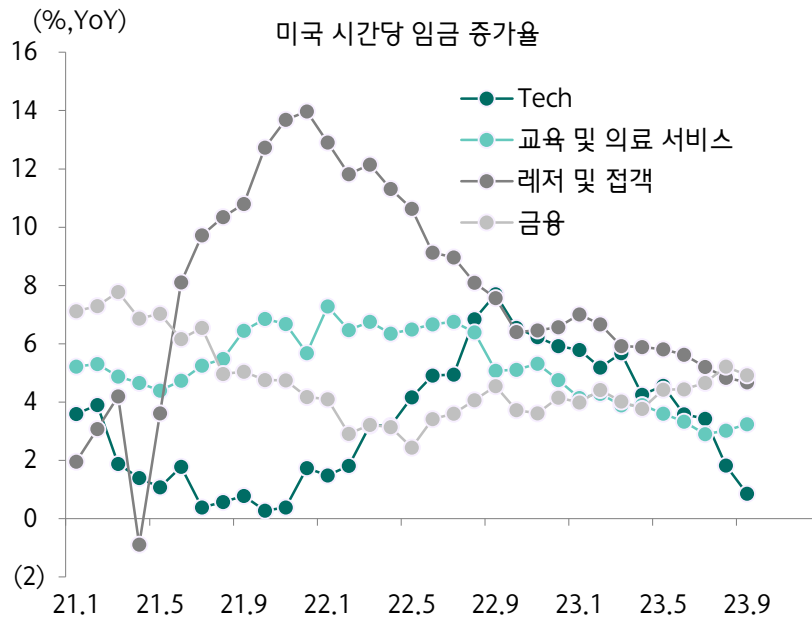


자료: Bloomberg, 하나증권

## [Bear] 2024년 상반기 미국 소비경기 정체

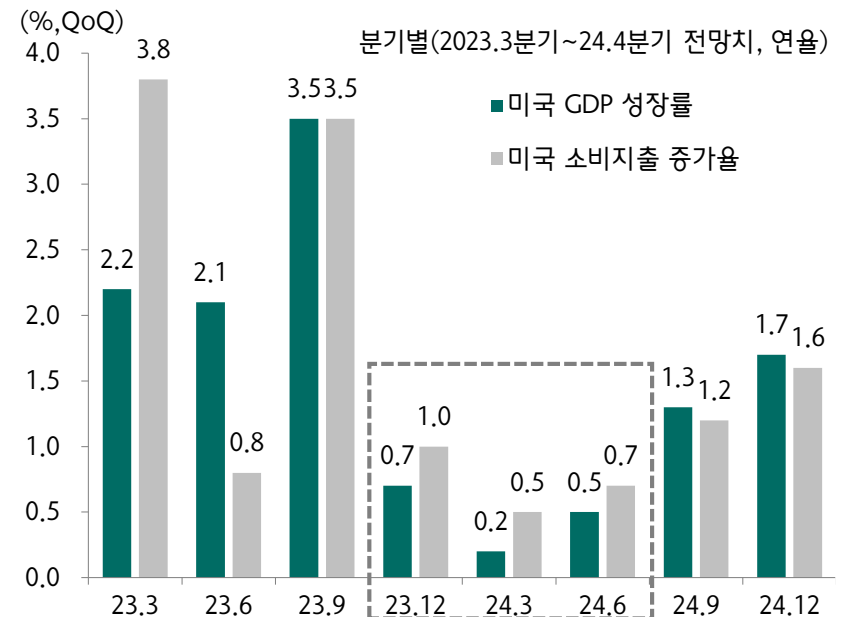
- 미국 노동시장으로 공급이 증가하면서 고용시장이 보다 타이트해짐
- Tech와 금융과 같은 고임금 산업, 교육 및 의료서비스와 레저/접객과 같은 저임금 산업 임금 증가율 동반 하락 추세
- GDP 성장률 전망치를 보면, 2023년 3분기를 정점으로 소비경기 성장 둔화. 2024년 1~2분기 0%대 소비 성장률 기록 전망

### 미국 고임금과 저임금 산업 임금 상승률 동반 하락



자료: Bloomberg, 하나증권

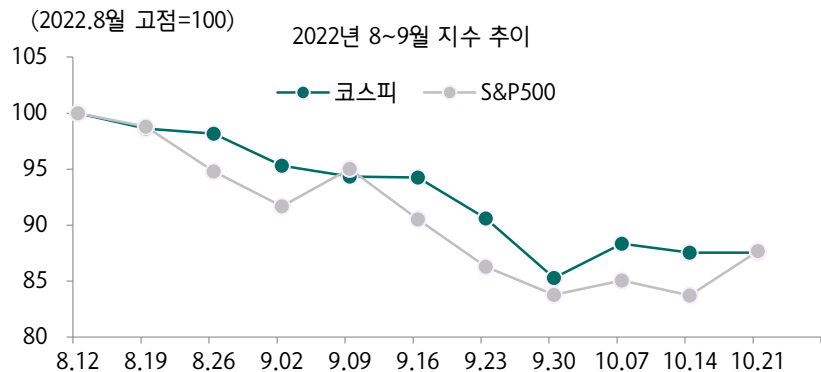
### 미국 소비경기 2023년 3분기 정점→ 24년 상반기까지 성장 둔화



자료: Bloomberg, 하나증권

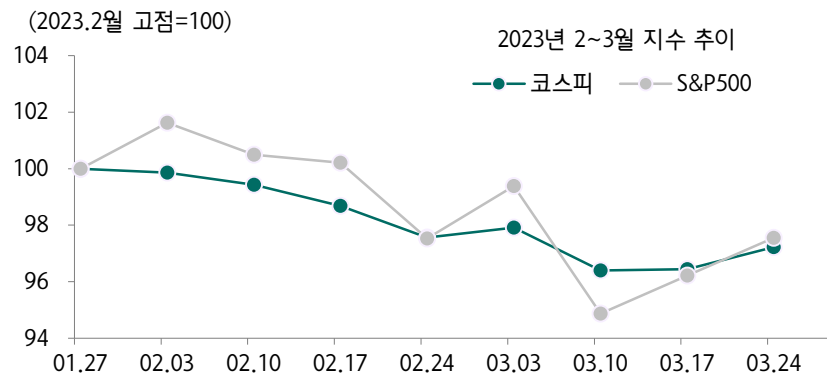
## 2024년 1분기 말~2분기 말: 신용경색 및 경기에 대한 우려는 오히려 정책 기대감을 형성

### 2022년 8~9월: 국내 레고랜드 사태, 연준 자이언트 스텝



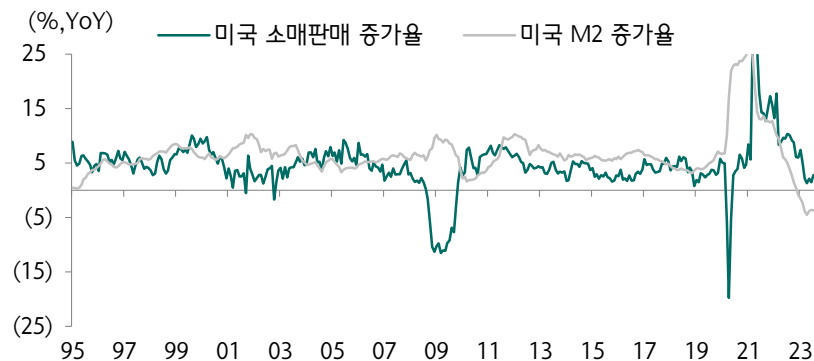
- 2022년 8~9월 국내 레고랜드 사태와 연준 기준금리 75bp 인상: 8주 동안 S&P500지수 -16%, 코스피 -15% 하락
- 2023년 3월 SVB 파산: 5~6주 동안 S&P500지수 -7%, 코스피 -4% 하락
- 현재 미국 M2 증가율(YoY) -3.7%. 참고로 미국 소비지출 증가율(QoQ,연율) 1% 미만 국면 M2 YoY 평균치는 5~6%
- 위기가 발생하면 정책 실행 기대감이 빠르게 형성되며 지수 조정 기간은 짧아지고, 하락 폭도 축소

### 2023년 3월: SVB 파산



자료: Quantivise, 하나증권

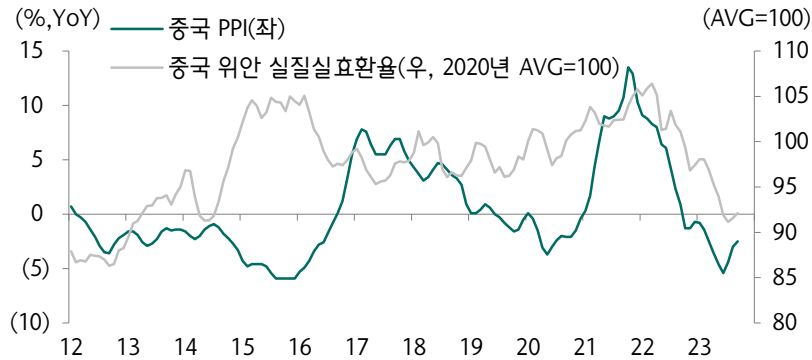
### 신용위험 및 소비경기 악화 시 정책 실행 기대감 확대



자료: Bloomberg, 하나증권

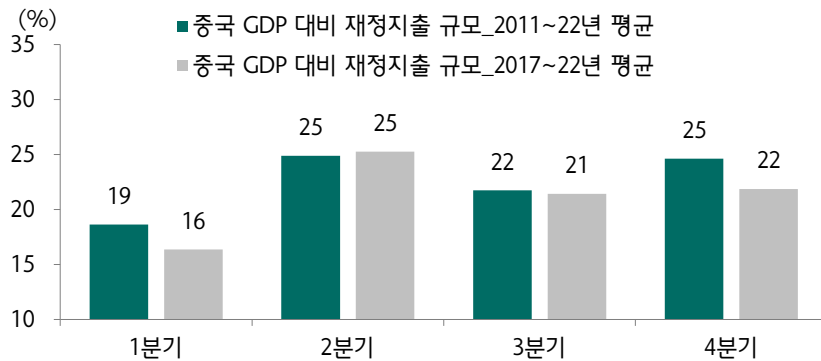
## [Bull] 2024년 상반기 중 작지만 중국 역할도 기대

### 중국 디플레이션 우려를 벗어나며 극단적인 위안화 저평가 개선 기대



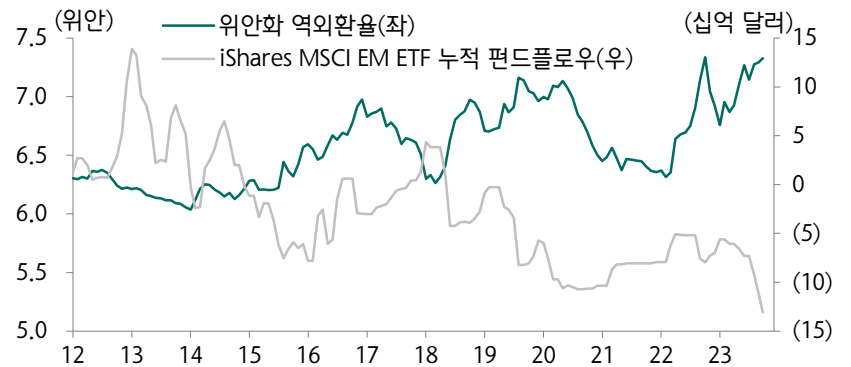
- 중국 유동성 확장 정책 실행 이후 디플레이션 우려를 벗어나고 있는 상황. PPI YoY 6월 -5.4%에서 9월 -2.5%로 반등
- 디플레이션 우려가 낮아지면서 실질실효환율 기준으로 저평가된 위안화의 재평가가 가능해질 것으로 예상
- 중국 재정지출이 연중 2분기에 정점을 형성하는 경향을 감안 시 상반기 중 재정지출 확대도 유효
- 경기모멘텀과 성장률 개선 기대로 달러 대비 위안화 강세 전환 시 신흥국 증시 ETF(국내 비중 13%)로 자금 유입 가능

### 중국 재정지출은 2분기에 가장 큼



자료: Bloomberg, Wind, 하나증권

### 중국 경기 개선→ 위안화 재평가→ 신흥국 증시 ETF로 자금 유입

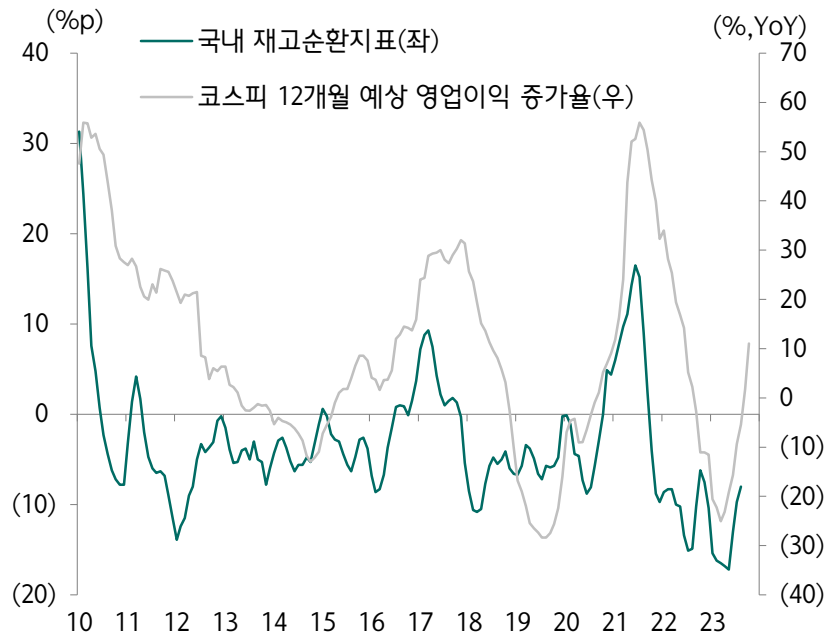


자료: Bloomberg, 하나증권

## [Bull] 2024년 상반기 중 국내 기업 이익사이클과 수익성 개선 기대

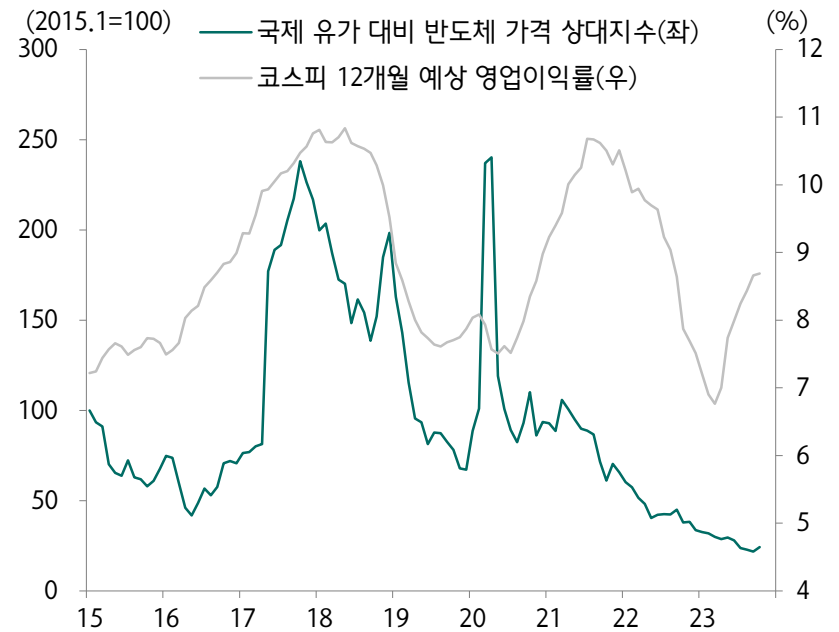
- 국내 재고순환지표 개선, 코스피 12개월 예상 영업이익 증가율(YoY) 2022년 8월 이후 처음으로 2개월 연속 (+) 플러스권 유지
- 특히 국내 기업 수익성과 연관성이 높은 국제 유가 대비 반도체 가격 상대지수도 반등
- 2024년 상반기 중에는 기업 수익성 개선에 주목할 필요가 있음

### 국내 재고순환지표 반등, 코스피 이익 개선 기대



자료: Bloomberg, Quantwise, 하나증권

### 국내 기업 영업이익률 개선에 주목

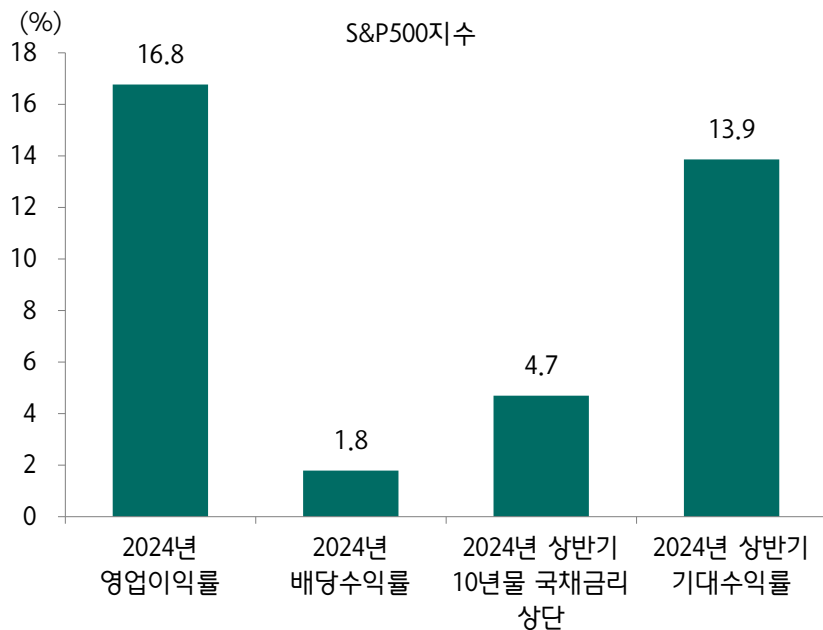


자료: Bloomberg, Quantwise, 하나증권

## 2024년 1분기 말~2분기 말 지수 기대수익률: 고금리 과정에서 나타나는 지수 반등

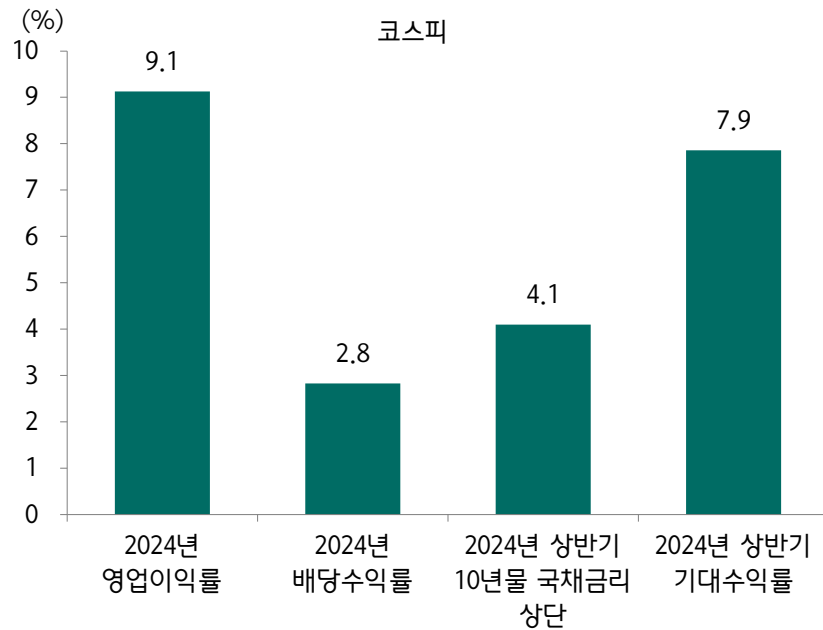
- 2024년 1분기 말~2분기 말 반등은 높은 금리 수준에서 나타나는 지수 반등이라는 점을 감안
- 상반기 지수 기대수익률은 이익 증가율 보다는 (영업이익률+배당수익률-10년물 국채금리 상단)으로 추정
- 해당 추정 방식 적용 시 기대수익률은 S&P500지수 +14%, 코스피 +8%

2024년 상반기 S&P500지수 기대수익률 +14%



자료: Bloomberg, 하나증권

2024년 상반기 코스피 기대수익률 +8%



자료: Bloomberg, Quantwise, 하나증권

## 2024년 2분기 말~3분기 중순: 연준 기준금리 인하 이후 초기, 지수 하락 발생

- 2024년 6월 연준 첫번째 기준금리 인하 확률 높음: FedWatch 기준 2024년 5월 기준금리 5.50%(확률 45%) ↔ 5.25%(31%), 6월 5.50%(확률 33%) ↔ 5.25%(37%)
- 연준 기준금리 인하 이후 초기(1~2개월)에 주식시장 가격 조정 발생: 기준금리 인하 이후 초기 S&P500지수와 코스피는 (2008년 제외 시) 평균 -11%~-13% 정도 하락

### 연준 기준금리 인하 이후 초기 S&P500지수와 코스피는 2008년 제외 시 평균 -10% 정도 하락

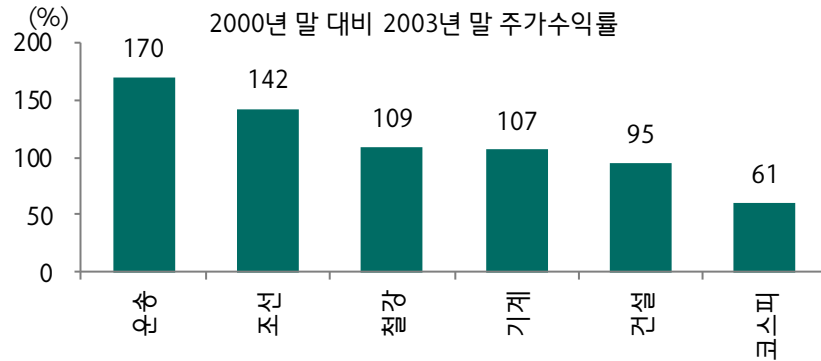
연준 기준금리 인하 시작 월	당시 기준금리 고점(%)	기준금리 인하 이후 지수 조정 기간	S&P500지수(%)	NASDAQ(%)	KOSPI(%)
2001.1월	6.50	2개월	-15.1	-33.6	-15.3
2007.9월	5.25	5개월/3개월(코스피)	-14.6	-20.3	-17.5
2008.10월	2.00	5개월	-37.0	-34.1	-26.6
2019.6월	2.50	2개월	-0.5	-0.5	-7.6
2020.3월	1.75	1개월	-12.5	-10.1	-11.7
기준금리 인하 이후 지수 조정 기간 수익률 평균			-15.9	-19.7	-15.7
기준금리 인하 이후 지수 조정 기간 수익률 평균_2008년 제외			-10.7	-16.1	-13.0

자료: Bloomberg, 하나증권



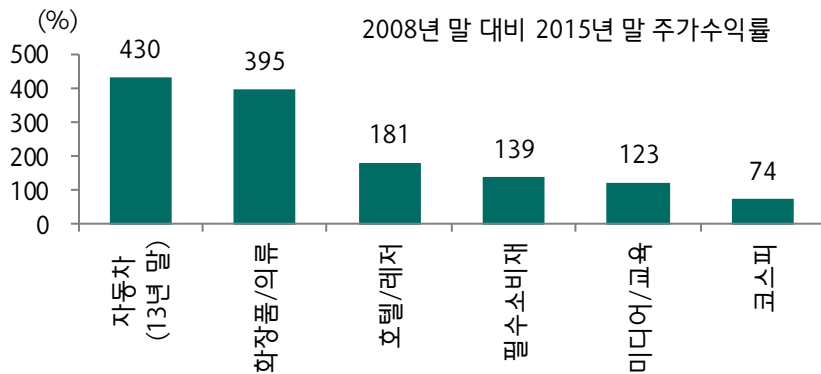
## 연준 기준금리 인하 이후 새로운 주도주 탄생

### 2001~03년 연준 기준금리 인하 국면 새로운 주도주: 씨클리컬



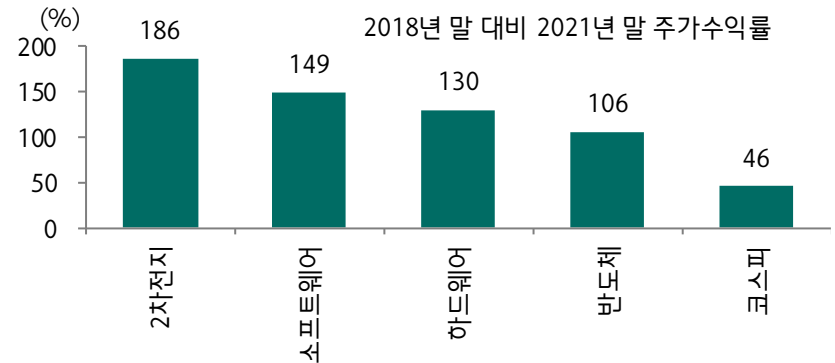
- 2001~03년 기준금리 인하 국면에서 씨클리컬 주도: 운송, 조선, 기계, 철강, 건설(2007년까지 주식시장 주도주)
- 2009년 연준 기준금리 인하 이후 제로금리 국면 소비재 주도: 자동차(2013년까지), 화장품, 호텔/레저, 필수소비재, 미디어
- 2019년 연준 기준금리 인하 이후 재차 제로금리 국면 신(new) 소비재 주도: 2차전지, 소프트웨어, 반도체

### 2009년 이후 연준 제로금리 국면 새로운 주도주: 전통 소비재



자료 : Quantiwise, 하나증권

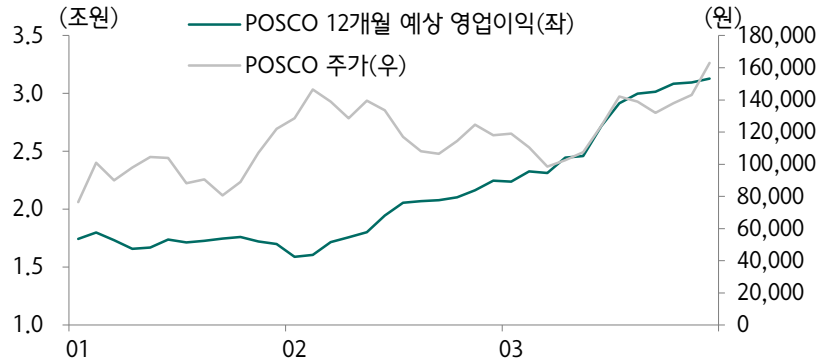
### 2019년 연준 기준금리 인하 국면 새로운 주도주: 신(new)소비재



자료 : Quantiwise, 하나증권

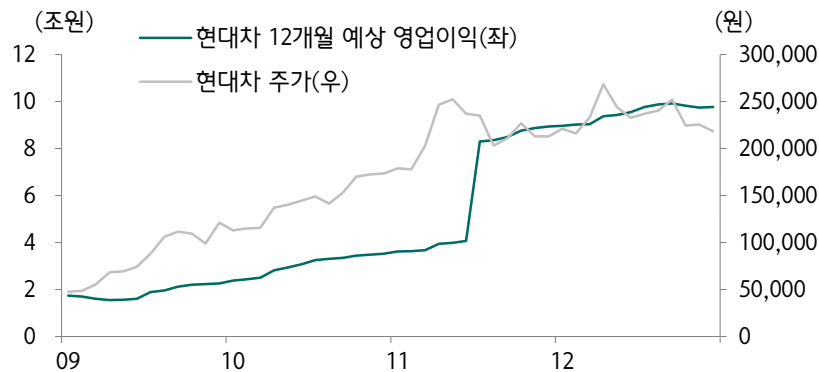
## 2024년 하반기 새로운 주도주는 이익 증가율에 의해서 결정

### 2001~03년 연준 기준금리 인하 국면: POSCO 이익 증가 기반 주도주



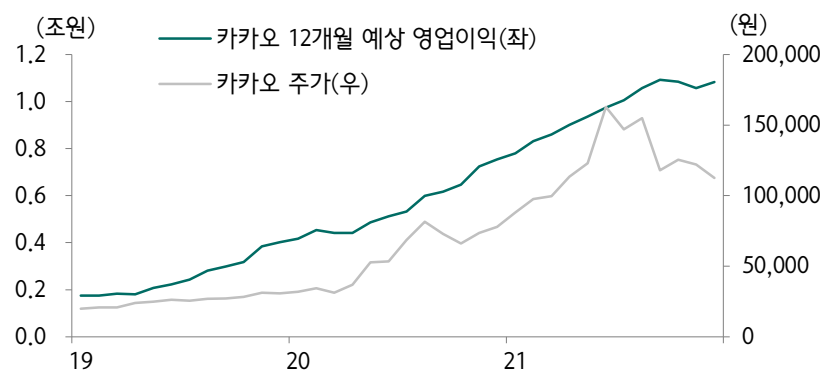
- 2001~03년 당시 POSCO 영업이익은 1.7조원에서 3.1조원으로 증가. 주가는 8만원에서 16만원까지 상승
- 2009~12년 현대차 영업이익은 1.7조원에서 9.9조원으로 증가. 주가는 5만원에서 26만원까지 상승
- 2019~21년 카카오 영업이익은 1,700억원에서 1조원으로 증가. 주가는 2만원에서 16만원까지 상승
- 기준금리 인하 이후 주가는 이익(증가율)이 결정

### 2009년 이후 연준 제로금리: 현대차 이익 증가 기반 주도주



자료 : Quantiwise, 하나증권

### 2019년 연준 기준금리 인하 이후: 카카오 이익 증가 기반 주도주

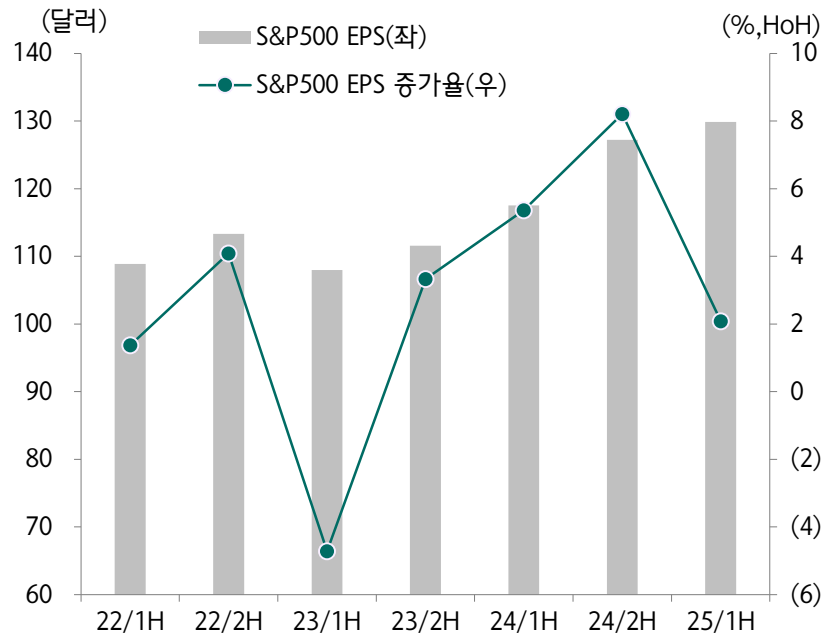


자료 : Quantiwise, 하나증권

## 2024년 3분기 중순 이후 시중금리 하락 안정, 이익 증가율이 기대 수익률

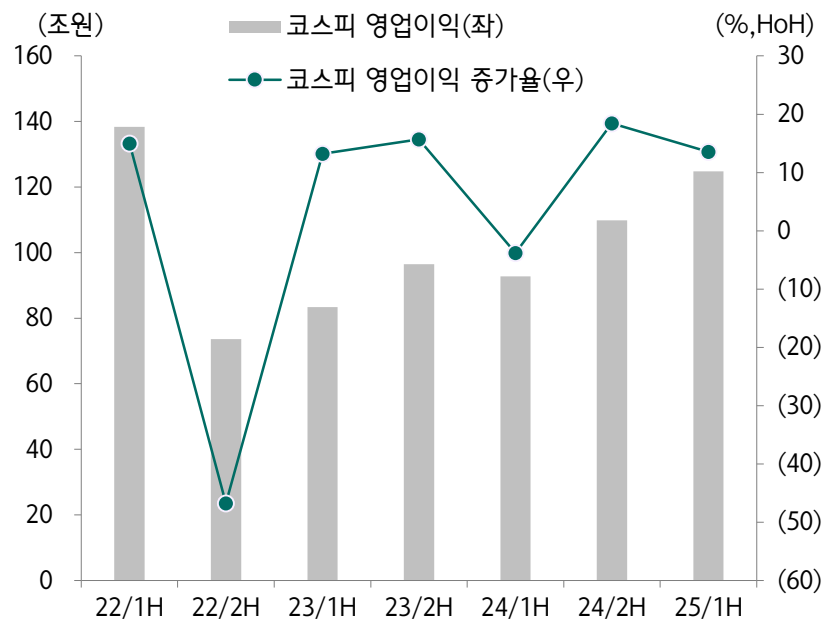
- 연준 기준금리 인하 후 2024년 3분기 중순 이후 시중금리 하락 안정 국면 진입 예상. 지수 수익률 이익 증가율에 수렴
- S&P500지수 2024년 하반기와 25년 상반기 EPS 증가율(전반기 대비) 전망치 각각 8%와 2%: 최대 기대수익률 8%
- 코스피 2024년 하반기와 25년 상반기 영업이익 증가율(전반기 대비) 전망치 각각 18%와 14%: 최대 기대수익률 18%

2024년 3분기 중순 이후 이익 증가율 ≙ 기대 수익률(1) 미국



자료: Bloomberg, 하나증권

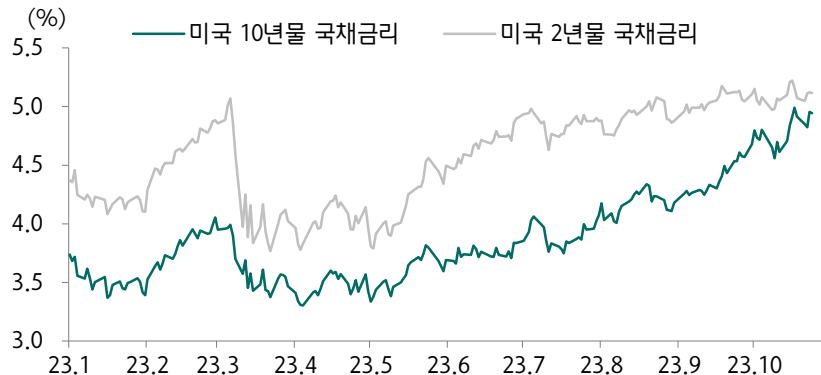
2024년 3분기 중순 이후 이익 증가율 ≙ 기대 수익률(2) 국내



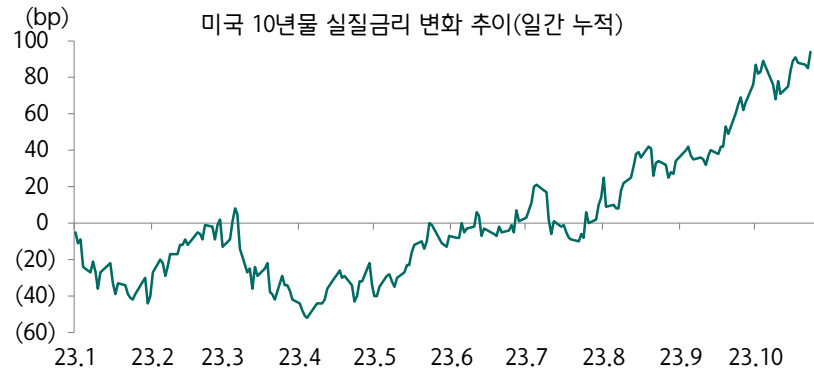
자료: Quantiwise, 하나증권

## 미국 10년물과 2년물 국채금리 연중 최고치 경신

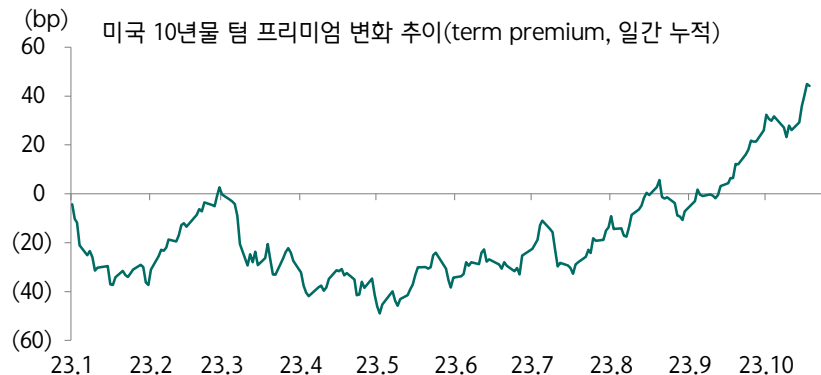
미국 10년물과 2년물 국채금리, 고금리의 장기화 우려를 반영하고 있음



실질금리 상승: 경기 개선을 반영



텀 프리미엄: 고금리 장기화로 인해 장기 국채 보유에 대한 불확실성 증가



자료: Bloomberg, 하나증권

기대 인플레이션: 10월 들어 재차 상승세

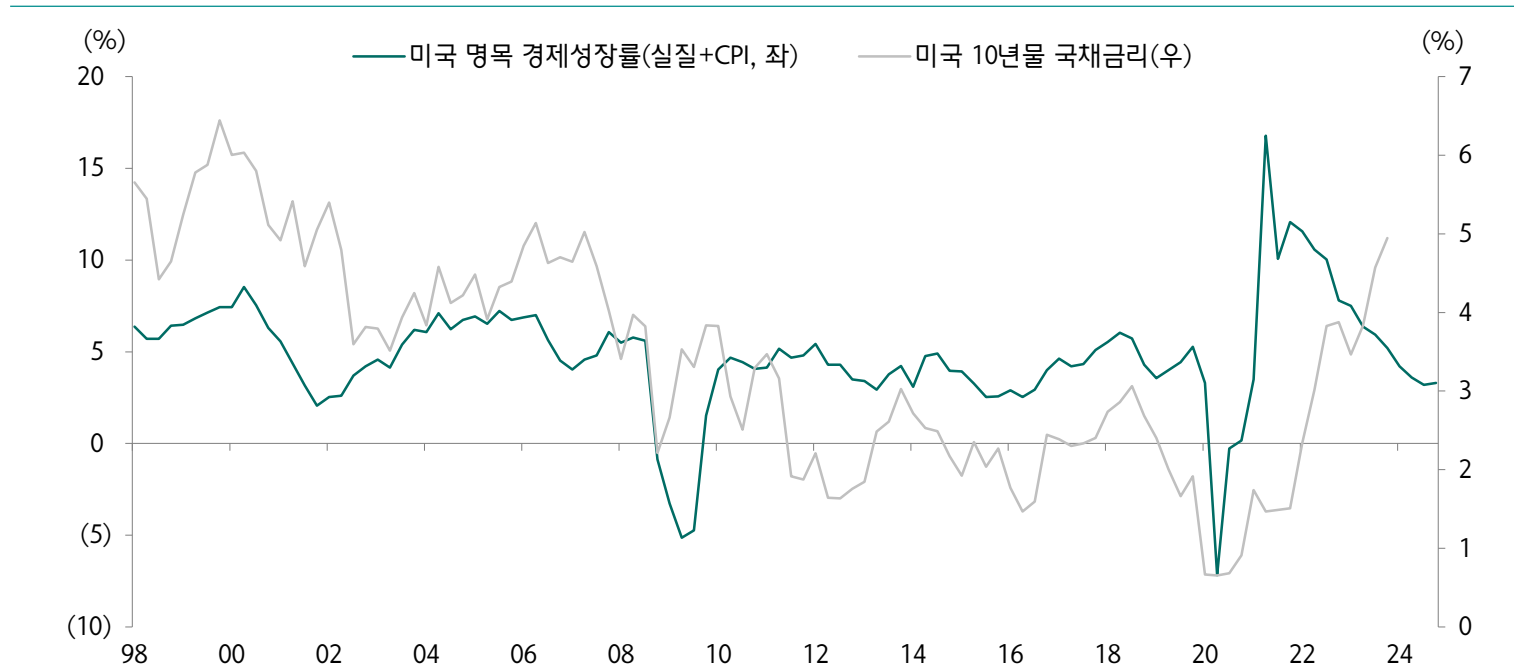


자료: Bloomberg, 하나증권

## 현재 시중금리 수준이 정점일 가능성은 높음

- 미국 명목 경제성장률(실질+물가) 전망치를 기준으로 보면, 2023년 3분기 5.9%에서 2024년 3% 초/중반까지 낮아질 것으로 예상
- 현재 시중금리가 정점일 가능성은 높다고 판단

미국 명목성장률 추이를 보면, 현재 시중금리 수준이 정점일 가능성 높음

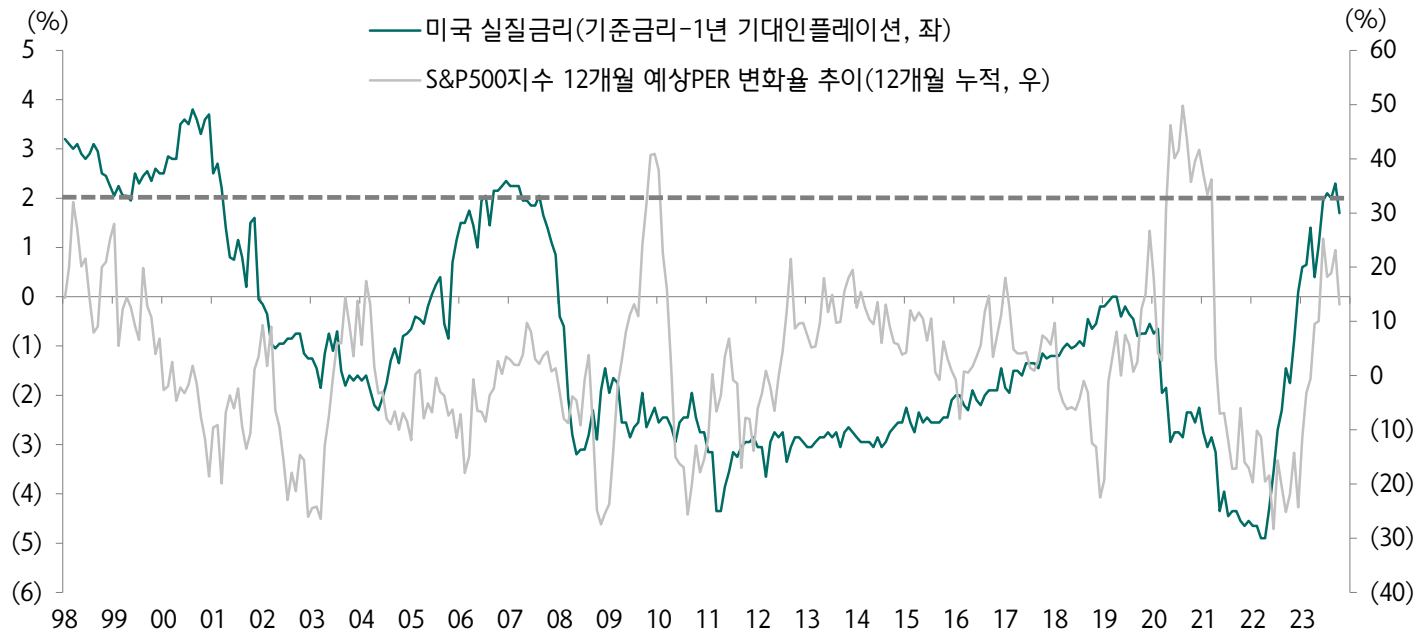


주) 전망치 포함  
자료: Bloomberg, 하나증권

## 그러나 연준의 기준금리 인하가 없다면 PER 상승도 쉽지 않음

- 연준의 기준금리 인하가 없다면 실질금리(기준금리-1년 기대인플레이션)는 상당 기간 높은 수준 유지
- 현재 미국의 실질금리는 2% 내외로 1999년, 2006~07년 당시 정도까지 높아졌고, 이는 PER 상승이 쉽지 않음을 의미

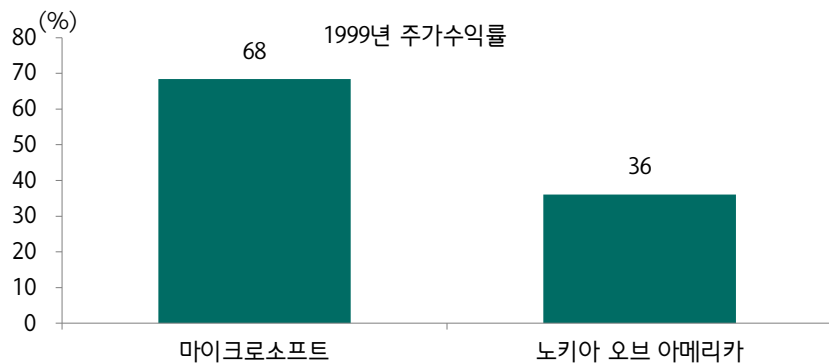
연준의 기준금리 인하가 없다면 미국 실질금리는 높은 수준을 유지할 가능성이 높고, PER 상승도 쉽지 않음을 의미



자료: Bloomberg, 하나증권

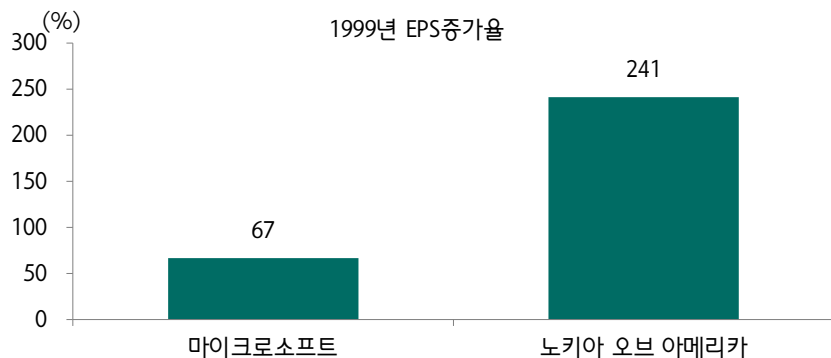
## 잉여현금흐름(FCF)증가율의 중요성(1): 1999년

Tech 주도 섹터였지만 MSFT와 노키아 주가 상승률은 차이가 컸음

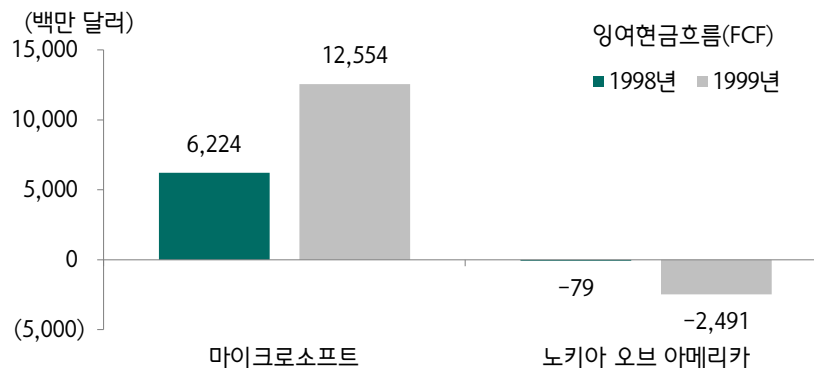


- 2023년과 비슷한 미국 실질금리 2%대였던 1999년. Tech 주도 섹터였지만 MSFT와 노키아 주가 상승률은 차이가 컸음
- 1999년의 경우 MSFT 보다 오히려 노키아의 EPS 증가율이 높았었음
- 1999년 MSFT 잉여현금흐름은 126억 달러를 기록하며 전년대비 102% 증가. 반면 노키아는 잉여현금흐름 적자 폭이 더욱 확대

1999년의 경우 MSFT 보다 오히려 노키아의 EPS 증가율이 높았었음



1999년 MSFT와 노키아의 차이: 잉여현금흐름 증가 속도

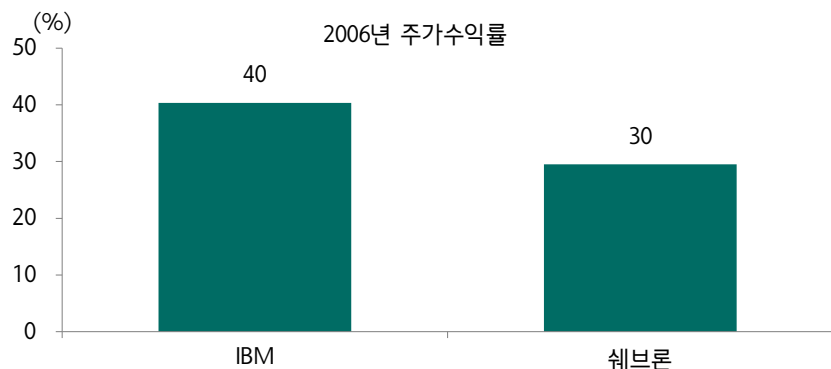


자료: Bloomberg, 하나증권

자료: Bloomberg, 하나증권

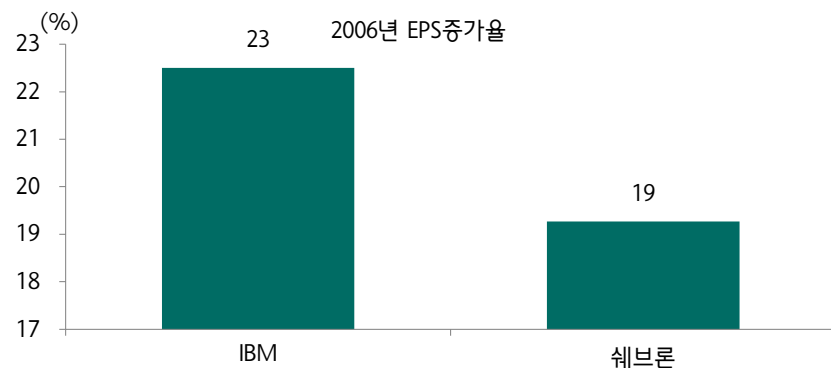
## 잉여현금흐름(FCF)증가율의 중요성(2): 2006년

### 쉐브론 보다 주가가 더 크게 상승한 IBM

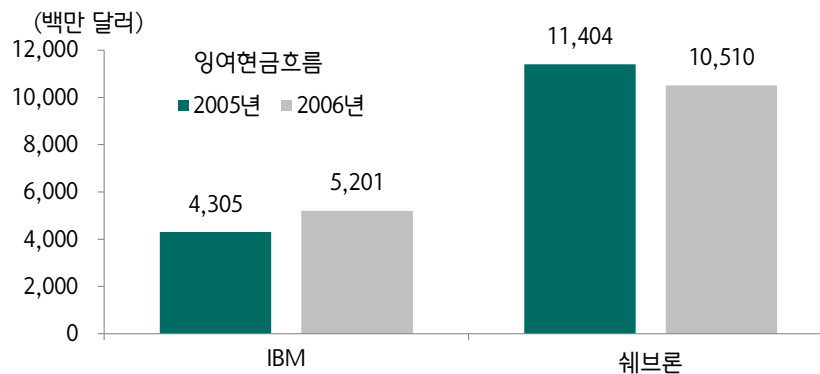


- 2023년과 비슷한 미국 실질금리 2%대였던 2006년. 쉘브론 보다 주가가 더 크게 상승한 IBM
- 2006년 IBM이 쉘브론 보다 EPS 증가율이 다소 높긴 했지만, 2006년은 시클리컬이 주도업종이었던 시기
- 2006년 IBM의 경우 잉여현금흐름 전년대비 21% 증가하며 EPS 증가율과 비슷한 수준 기록. 반면 쉘브론 잉여현금흐름은 전년대비 -8% 감소

### IBM이 쉘브론보다 EPS증가율이 높긴 했지만, 06년은 시클리컬 주도 시기



### 2006년 IBM과 쉘브론의 차이: 잉여현금흐름 증감 여부



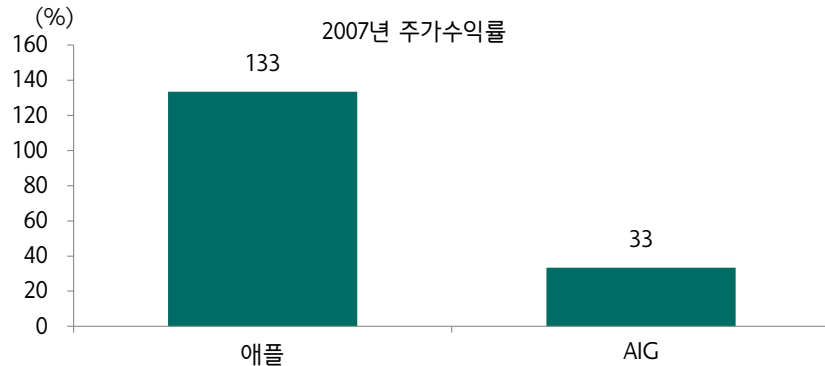
자료: Bloomberg, 하나증권

자료: Bloomberg, 하나증권



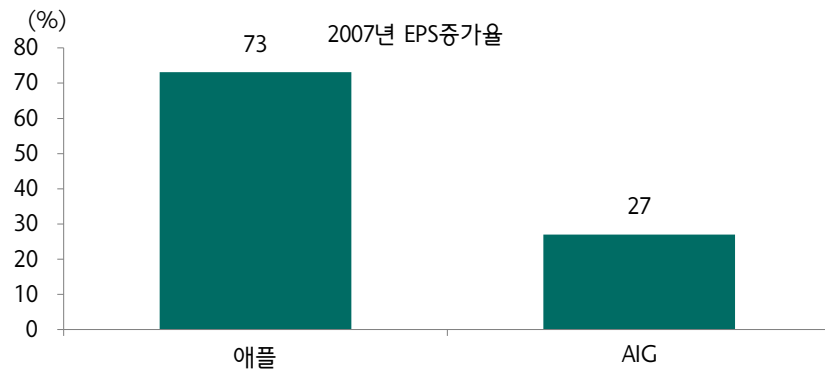
## 잉여현금흐름(FCF)증가율의 중요성(3): 2007년

### AIG 보다 주가가 더 크게 상승한 애플



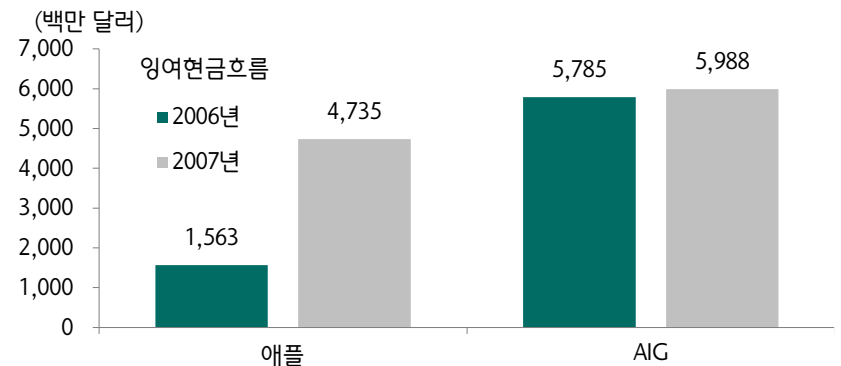
- 2023년과 비슷한 미국 실질금리 2%대였던 2007년. AIG 보다 주가가 더 크게 상승한 애플
- 2007년 애플이 AIG 보다 EPS 증가율이 높긴 했지만, 2007년은 금융이 주도업종이었던 시기
- 2007년 애플의 잉여현금흐름은 전년대비 203%나 급증하며 EPS 보다 높은 증가율 기록. 반면 AIG의 잉여현금흐름은 전년대비 4% 증가하며 EPS 증가율 하회

### 애플이 AIG보다 EPS증가율이 높긴 했지만, 07년은 금융섹터 주도 시기



자료: Bloomberg, 하나증권

### 2007년 애플과 AIG의 차이: 잉여현금흐름 증가 속도

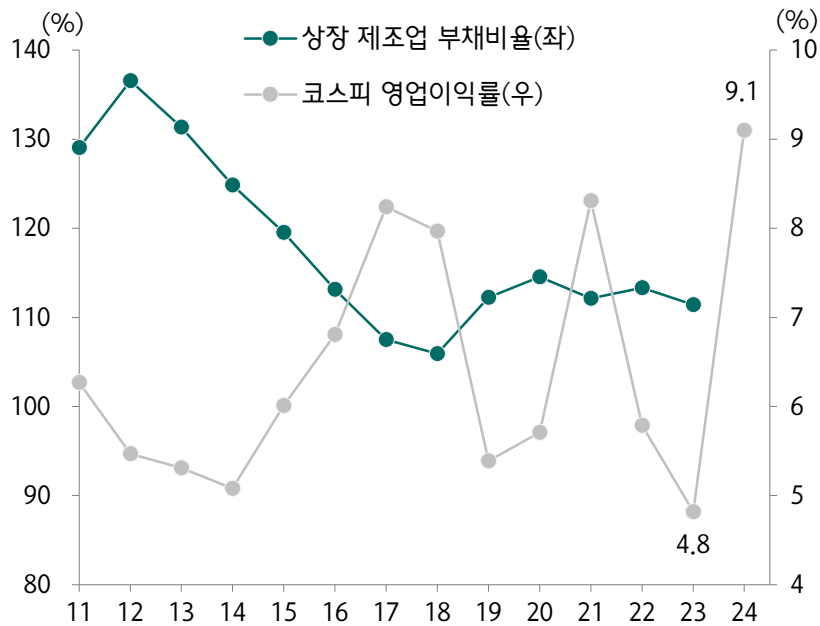


자료: Bloomberg, 하나증권

## 부채비율, 영업이익률, 잉여현금흐름 증가율의 중요성 부각

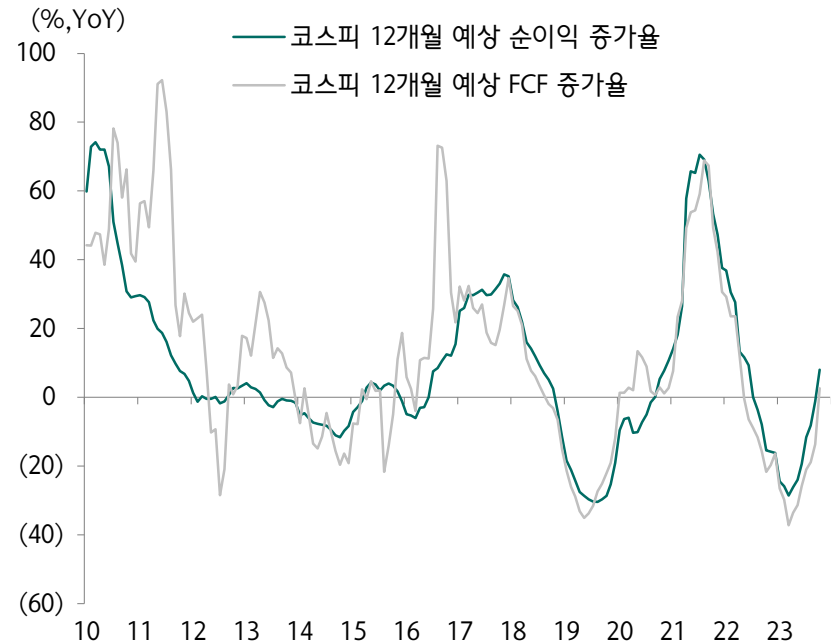
- 2020년 이후 상장 제조업 부채비율은 110% 수준으로 큰 변화가 없음. 2023년 코스피 영업이익률 4.8%로 2010년 이후 최저치 전망 → 2024년 9.1%로 개선 예상
- 코스피 12개월 예상 기준으로 순이익 증가율(YoY) 2022년 7월 이후 처음으로 (+)플러스로 전환. 12개월 예상 잉여현금흐름 증가율(YoY)도 (+)플러스권으로 진입

### 고금리 장기화 시 부채 비율 축소와 영업이익률 개선은 필수적



자료: Quantivise, 하나증권

### 높은 실질금리 수준에서는 이익 보다는 잉여현금흐름 증가율이 높아야 함

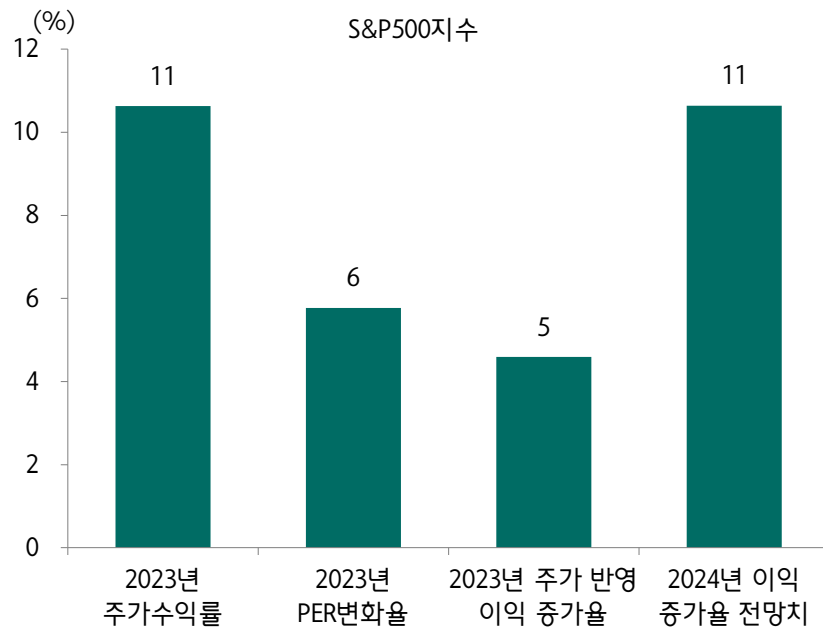


자료: Quantivise, 하나증권

## 2023년 주가에 반영된 이익 증가율과 2024년 이익 증가율 비교

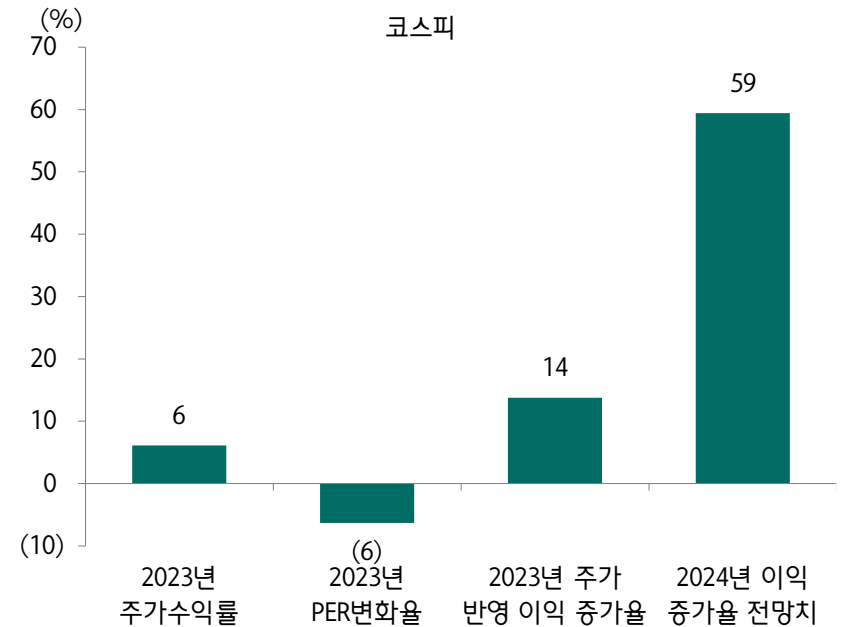
- S&P500지수 2023년 주가수익률(+11%) = PER(+6%) + 이익 증가율(+5%). 2024년 이익 증가율 전망치 +11%
- 코스피 2023년 주가수익률(+6%) = PER(-6%) + 이익 증가율(+14%). 2024년 이익 증가율 전망치 +59%
- S&P500지수와 코스피 수익률에는 이익이 과소 평가됨

S&P500지수 수익률, 2024년 이익 증가율 과소 평가



자료: Bloomberg, 하나증권

코스피 수익률, 2024년 이익 증가율 과소 평가



자료: Quantiwise, 하나증권

## 2024년 주도 업종(1): 미국 부채비율, 영업이익률, 이익 반영 정도, FCF를 고려

- ① 부채비율 축소와 24년 영업이익률 개선은 필수적, ② 23년 업종별 주가 변화율이 반영된 이익증가율과 24년 순이익 증가율 전망치 비교도 필요. 23년 주가 반영 이익증가율 보다 24년 순이익 증가율이 높아야 주가에 추가적으로 반영될 이익이 남아 있다는 의미

업종	부채비율(%)		EBITDA 마진(%)		순이익증가율(%)		연초 이후(%)			FCF증가율(%)	
	2020년 이후 고점	2023년 3분기	2023년.E	2024년.E	2023년.E	2024년.E	주가수익률	PER변화율	주가 반영 이익증가율	2023년.E	2024년.E
소프트웨어/서비스	85	64	37.6	39.8	3.8	17.3	31.8	23.5	8.3	6.4	13.4
기술 하드웨어/장비	120	98	27.8	28.7	(3.8)	9.9	31.5	26.0	5.5	18.2	(4.1)
미디어	59	54	35.0	36.6	14.6	22.7	57.8	27.2	30.5	26.8	14.9
제약/바이오	113	92	36.6	37.9	(31.1)	9.3	(2.9)	4.0	(6.9)	(18.6)	11.5
반도체/장비	76	49	37.5	43.6	(21.0)	47.4	69.7	25.9	43.8	25.9	62.0
다각화금융	147	139	23.3	23.6	(15.4)	11.4	1.8	10.1	(8.3)		
유통	241	190	16.4	16.7	23.6	16.0	24.8	17.0	7.7	1,236.0	26.5
헬스케어 장비/서비스	91	81	7.3	7.5	3.5	8.9	(4.6)	(9.8)	5.2	0.4	(5.7)
자본재	153	90	18.7	19.2	10.1	8.5	3.7	(6.3)	9.9	38.8	20.0
에너지	69	42	23.4	23.6	(20.2)	(0.4)	2.8	16.9	(14.1)	(29.3)	5.9
음식료/담배	162	127	18.3	19.3	7.3	6.5	(13.1)	(19.6)	6.5	0.5	10.0
은행	231	226	33.4	32.2	6.7	(7.3)	(11.4)	(3.3)	(8.1)		
유틸리티	158	158	34.8	36.6	5.3	9.4	(15.2)	(18.5)	3.4	적자축소	적자축소
원자재	73	63	21.3	22.6	(23.2)	3.9	0.8	8.5	(7.7)	(20.3)	8.9
자동차/부품	368	153	11.7	11.9	(2.2)	9.2	76.2	86.6	(10.4)	1.0	10.5
보험	64	53	11.0	12.8	17.0	20.8	5.1	(4.6)	9.7		
부동산	126	113	57.7	58.0	(49.9)	6.1	(6.6)	(4.0)	(2.6)	흑자전환	46.4
소비자서비스	11,449	11,449	28.5	28.8	253.6	11.2	9.7	(15.1)	24.8	185.6	16.9
식품/생필품유통	136	113	5.4	5.7	5.3	10.8	2.3	(0.2)	2.5	56.7	9.6
운송	276	215	16.9	17.3	10.6	9.7	1.7	(1.8)	3.6	(6.0)	0.1
가정용품/개인용품	127	115	22.7	24.5	5.6	11.1	(9.4)	(15.0)	5.6	12.7	10.2
상업전문서비스	131	100	24.2	24.9	9.0	12.7	13.1	(1.4)	14.5	20.1	12.0
정보통신서비스	169	162	35.8	36.2	(1.2)	3.8	(16.8)	(14.5)	(2.3)	23.2	9.8
내구소비재/의류	101	60	15.5	16.3	(14.0)	7.9	(2.1)	(21.9)	19.8	183.7	7.7

자료: Bloomberg, 하나증권

## 2024년 주도 업종(2-1): 국내 부채비율, 영업이익률, 이익 반영 정도 고려

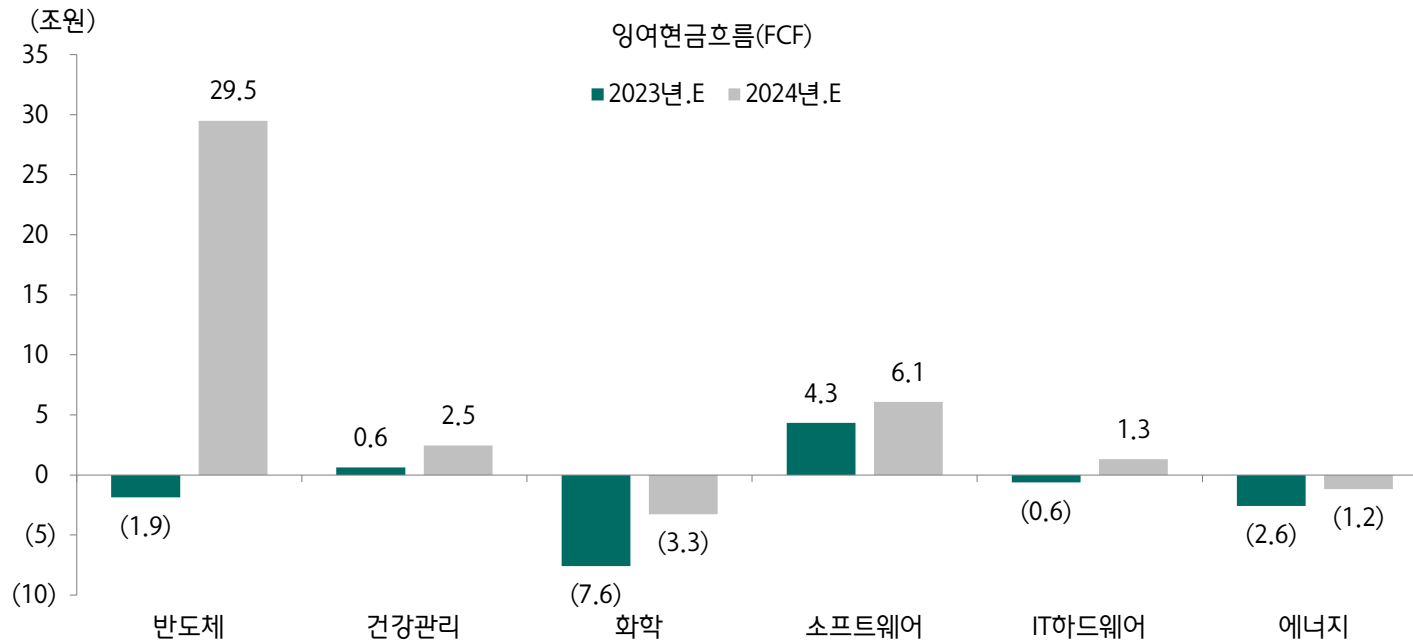
업종	부채비율(%)		영업이익률(%)		순이익증가율(전기대비, %)		연초 이후(%)		
	2020년 이후 고점	2023년 2분기	2023년.E	2024년.E	2023년 하반기.E	2024년.E	주가수익률	PER변화율	주가 반영 이익증가율
반도체	45	34	(0.5)	12.5	흑전	7961.2	30.8	9.3	19.7
IT가전	120	104	6.0	7.5	12.3	51.3	10.2	(6.4)	17.7
건강관리	65	61	12.1	15.2	201.7	48.3	(0.2)	27.4	(21.7)
화학	259	79	4.6	7.6	(29.4)	93.1	30.7	46.7	(10.9)
자동차	130	123	8.7	8.3	(15.8)	2.1	22.7	(9.8)	36.1
소프트웨어	170	56	8.8	10.5	4.6	39.0	(5.3)	(5.6)	0.3
은행	1,290	1,164	22.6	19.1	(24.1)	4.1	6.8	8.7	(1.7)
상사, 자본재	179	179	5.0	6.1	7.3	19.4	3.5	(0.4)	3.8
IT하드웨어	79	63	5.1	7.8	291.2	70.8	5.2	48.2	(29.0)
철강	82	76	6.3	6.9	(13.9)	16.2	64.4	88.7	(12.9)
화장품, 의류, 완구	77	58	10.1	11.2	(20.7)	20.6	(11.2)	(15.1)	4.6
기계	158	123	8.1	8.4	(30.6)	17.8	14.3	(7.8)	24.0
필수소비재	117	100	6.1	6.7	(33.8)	18.3	(5.1)	12.6	(15.7)
에너지	165	153	5.1	6.2	344.4	63.9	(9.6)	36.3	(33.7)
보험	1,364	583	6.6	9.0	(29.9)	3.6	19.9	(25.9)	61.9
건설, 건축관련	144	136	4.5	5.5	(34.2)	19.4	2.4	20.8	(15.2)
운송	328	130	8.4	7.4	(10.3)	0.5	(16.6)	20.5	(30.8)
미디어, 교육	106	106	7.0	8.6	45.7	48.9	(1.2)	4.2	(5.2)
조선	230	211	1.6	5.7	흑전	560.9	26.5	(7.9)	37.4
증권	1,066	870	6.9	7.7	(41.5)	1.9	12.6	7.5	4.8
비철, 목재등	71	63	6.4	7.6	(32.3)	12.3	4.6	8.4	(3.6)
통신서비스	139	128	8.0	8.2	(18.6)	8.0	(1.5)	(3.1)	1.6
유틸리티	457	457	(3.2)	4.7	흑전	흑전	(23.8)	(702.3)	흑전
소매(유통)	132	132	3.1	3.7	(7.4)	33.6	(17.7)	0.1	(17.8)
디스플레이	169	169	(8.4)	3.3	적지	흑전	10.1	791.7	적지
호텔, 레저서비스	124	82	16.0	16.4	(19.7)	0.2	(23.5)	(31.3)	11.4

자료: Quantwise, 하나증권

## 2024년 주도 업종(2-2): 국내 업종 FCF 개선 여부 중요

- ③ 실질금리가 상당 기간 높은 수준을 유지할 가능성이 높기 때문에 2024년 순이익 보다 FCF 증가율이 높은 업종 비중 확대 필요
- 2024년 잉여현금흐름 전망치: 반도체와 하드웨어 흑자 전환 예상. 건강관리와 소프트웨어 전년대비 289%와 40% 증가 전망. 화학과 에너지 적자 축소 예상
- 반도체, 건강관리, 화학, 소프트웨어, IT하드웨어, 에너지는 세 가지 기준을 충족하는 업종

### ③ 실질금리가 상당 기간 높은 수준을 유지할 가능성이 높기 때문에 24년 순이익 보다 FCF 증가율이 높은 업종 비중 확대 필요

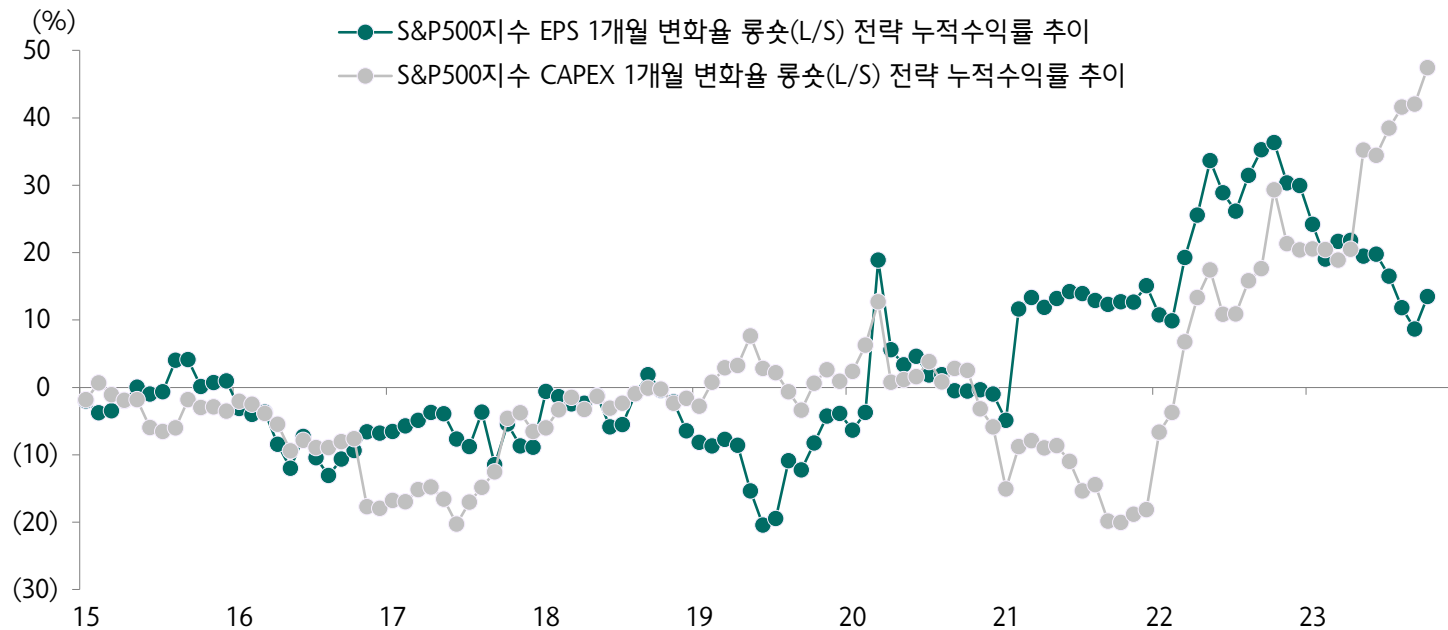


자료: Quantwise, 하나증권

## 2023년 미국 증시 CAPEX 추정치 추종 전략이 유효

- 2023년 미국 증시에서 높은 수익률을 기록했던 롱/숏 전략 중 하나는 CAPEX 추정치 추종 전략. 2023년 누적수익률: +27%
- 반면 EPS 추정치 추종 롱/숏 전략 2023년 누적수익률은 -16%로 저조

### 2023년 미국 증시 CAPEX 추정치 롱숏 전략은 상대적으로 좋은 성과를 기록

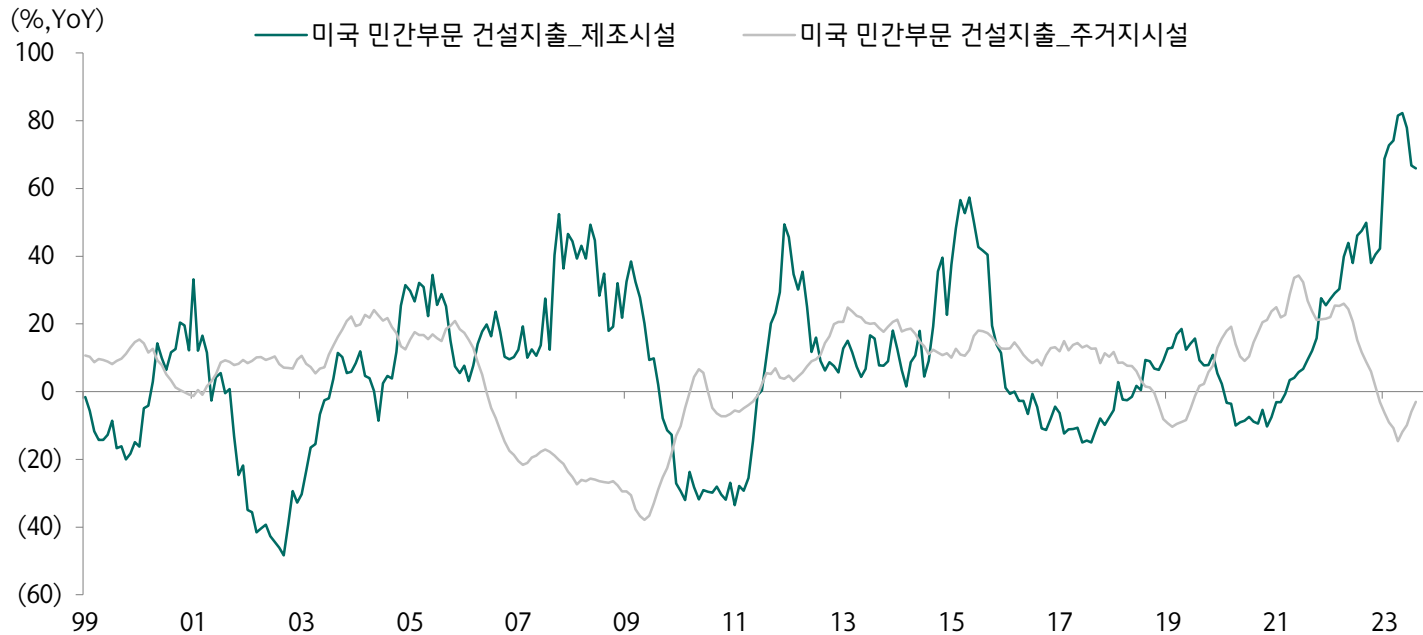


주) 12개월 예상 전일 변화율 기준으로 S&P500지수를 구성하는 24개 업종 중 상위(Long) 3개/하위(Short) 3개 주가수익률  
 자료: Bloomberg, 하나증권

## 제조시설 수요 급증의 영향도 있음

- 2023년 미국 건설 지출 중 제조시설 증가율(YoY) +82%를 기록하며 2000년 이후 최고치 기록
- 참고로 최근에는 주거시설 건설 지출 개선 중

### 미국 제조시설, 투자 수요 급증으로 인해 기업 투자 관심 확대



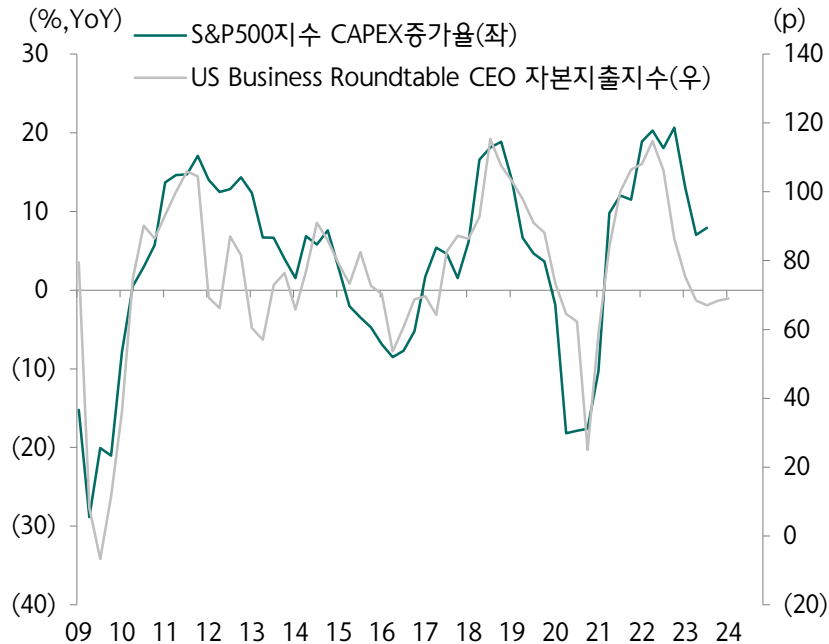
자료: Bloomberg, 하나증권



## 향후 CAPEX 증가 기대도 여전히 유효

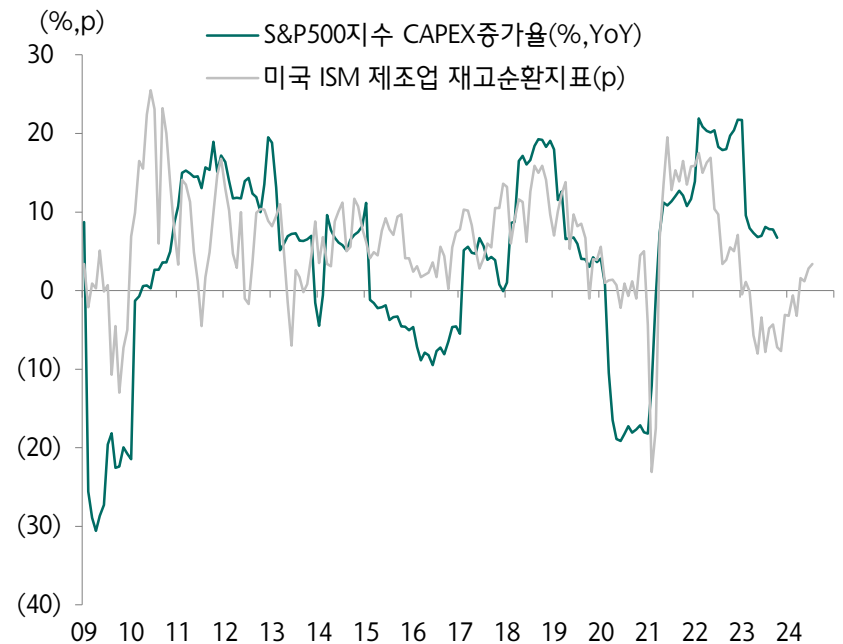
- 2023년 S&P500지수 CAPEX 증가율(YoY)은 하락 추세이지만, 미국 비즈니스라운드테이블에서 발표하는 CEO 자본지출지수는 2개 분기 연속 반등. 동 지표는 S&P500지수 CAPEX증가율(YoY)에 2개 분기 선행
- 미국 ISM 제조업 재고순환지표는 CAPEX 증가율(YoY)에 3개 분기 선행. 동 지표도 최근 반등하면서 투자 개선 기대로 이어지고 있음

미국 기업 투자에 선행하는 CEO 자본지출지수 2개 분기 연속 반등



자료: Bloomberg, 하나증권

미국 기업 투자에 3개 분기 선행하는 제조업 재고순환지표 반등 지속

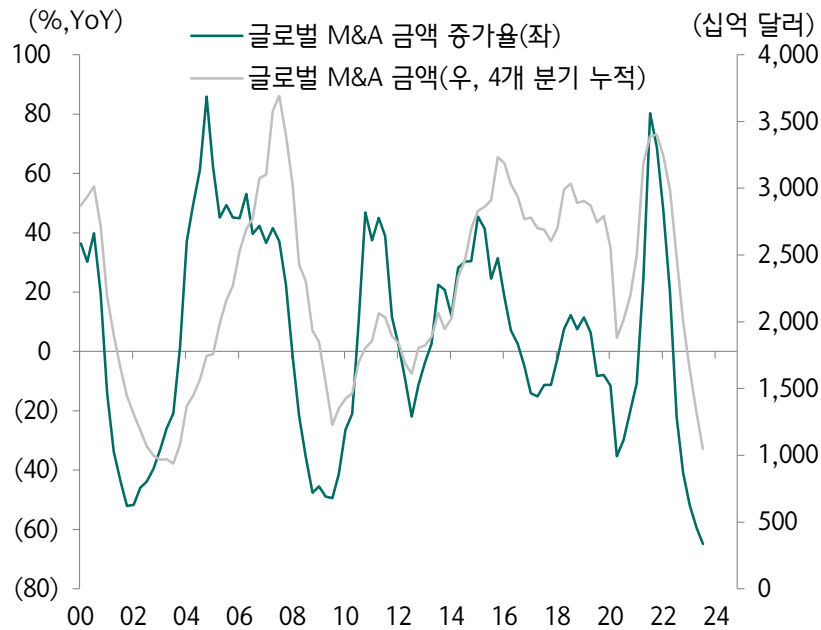


자료: Bloomberg, 하나증권

## M&A도 저점에서 반등할 가능성 높음

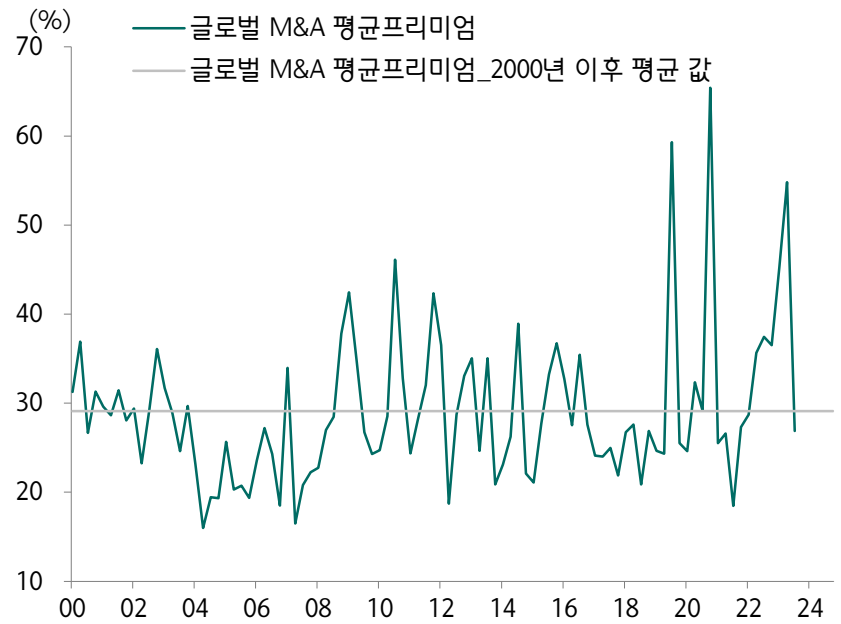
- 전통적인 설비투자도 있겠지만, 최근 글로벌 M&A가 급감(2023/3분기 YoY 변화율 -65% 기록, Tech 버블 붕괴와 글로벌 금융위기 저점 보다 낮음) 했다는 점도 고려할 필요가 있는 변수
- 금리 상승으로 인해 M&A 가격 프리미엄이 하락했다는 점을 감안 시 기업 인수 및 합병도 저점에서 반등할 가능성이 높음

### 전세계 M&A가 급감해 있다는 점을 감안 시 회복 가능성도 있음



자료: Bloomberg, 하나증권

### 시중금리가 상승하면서 M&A 가격 프리미엄도 급감

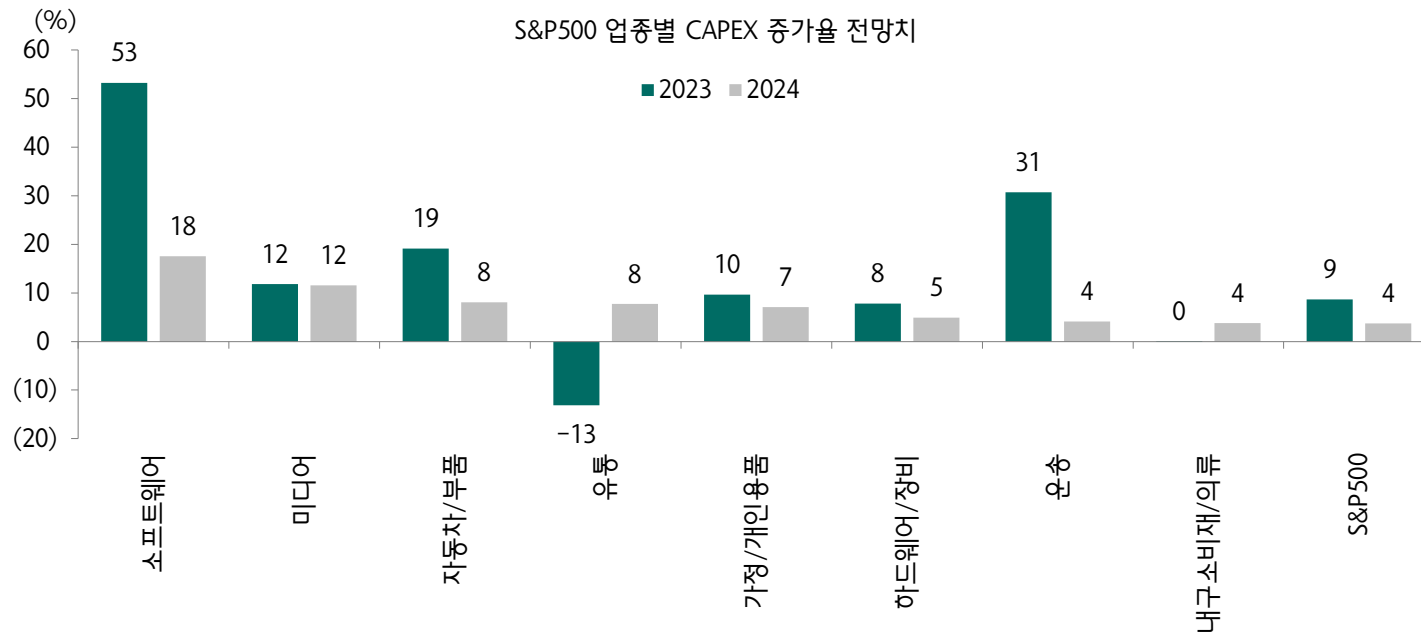


자료: Bloomberg, 하나증권

## 2024년 미국 투자 주도 업종

- 2024년 S&P500지수 업종별 CAPEX 증가율 전망치 높은 순
- 소프트웨어>미디어>자동차>유통>가정/개인용품>하드웨어/장비

2024년 미국 투자 주도 업종: 소프트웨어>미디어>자동차>유통>가정/개인용품>하드웨어/장비

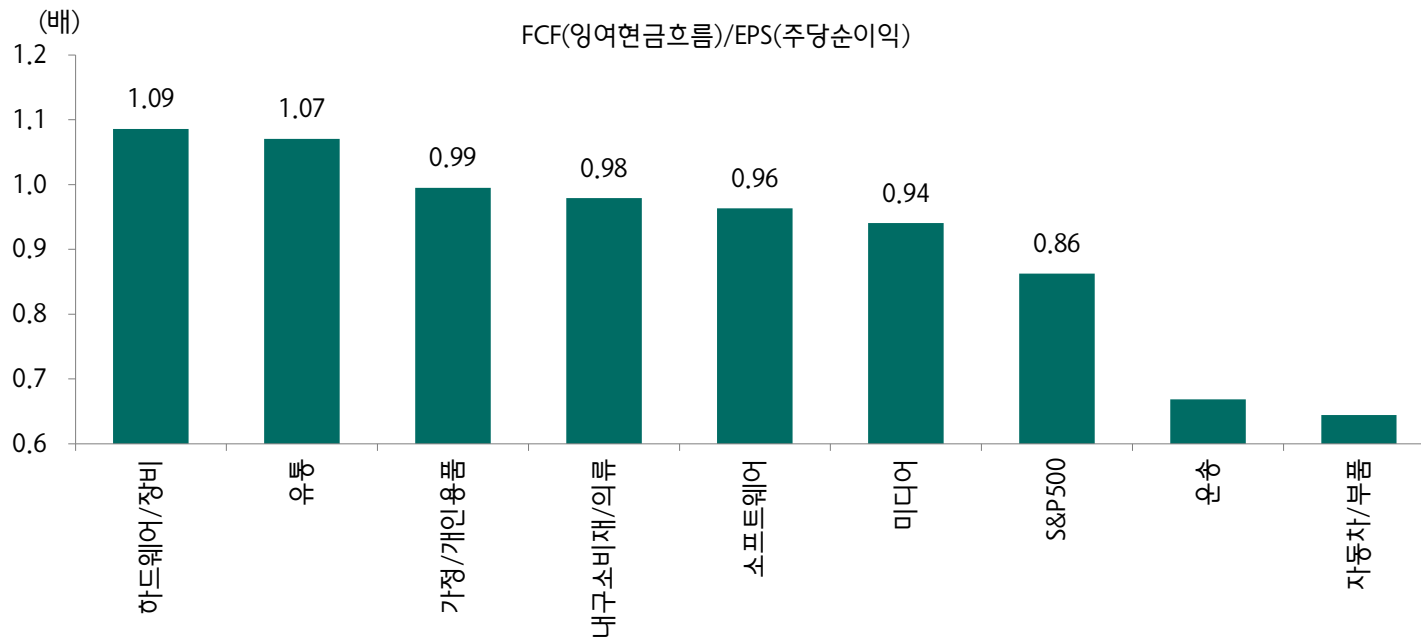


자료: Bloomberg, 하나증권

## 투자 여력이 있는가를 판단할 필요는 있음

- 잉여현금이 많은 업종이 실제 투자가 가능한 업종
- 주당순이익(EPS) 대비 잉여현금흐름(FCF) 비율이 높은 순: 하드웨어/장비>유통>소프트웨어>미디어

투자 여력이 있는가를 판단할 필요도 있음: 하드웨어/장비>유통>소프트웨어>미디어

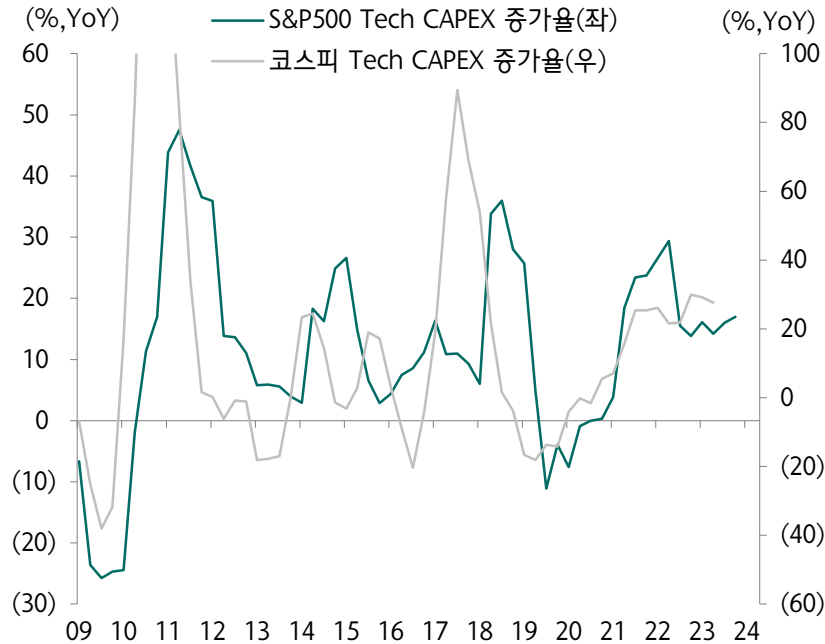


자료: Bloomberg, 하나증권

## 국내 기업의 투자도 증가 기대

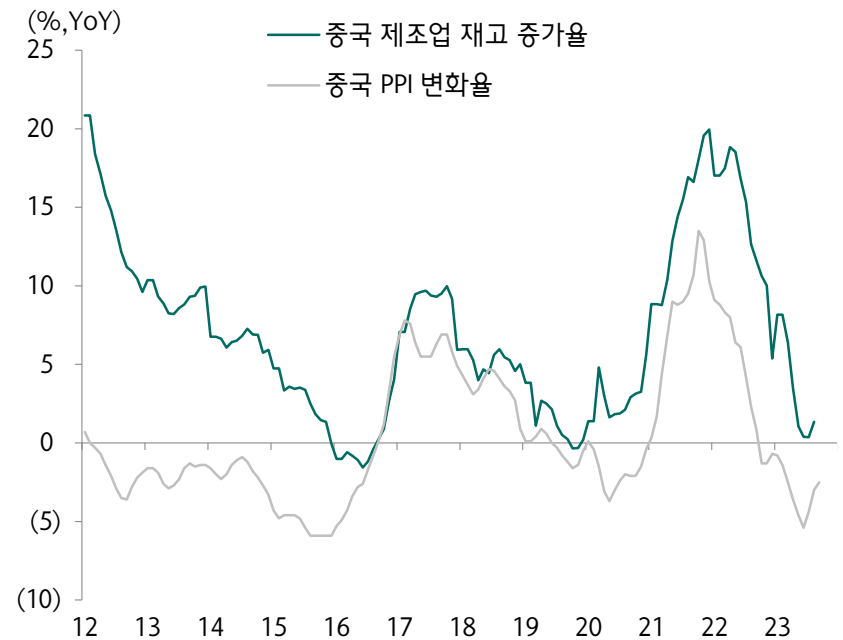
- S&P500 Tech섹터 CAPEX 증가율(YoY) 23년 2분기 저점으로 재차 반등. 코스피 Tech섹터 CAPEX 증가율도 꾸준한 증가세 유지 전망
- 중국 PMI 제조업 재고순환지표 4개월 연속 (+)플러스권 유지. PPI YoY 변화율 3개월 연속 반등, 제조업 재고 증가율(YoY) 반등
- 국내 기업의 투자도 미국 Tech섹터의 투자 증가 예상과 중국 디플레이션 완화 그리고 중국 제조업 리스탁킹(Restocking) 가능성을 감안 시 증가를 기대

### 국내 Tech섹터의 투자도 개선 여지가 있음



자료: Bloomberg, Quantwise, 하나증권

### 중국도 디플레이션 탈피, Restocking 수요 형성 가능성을 기대

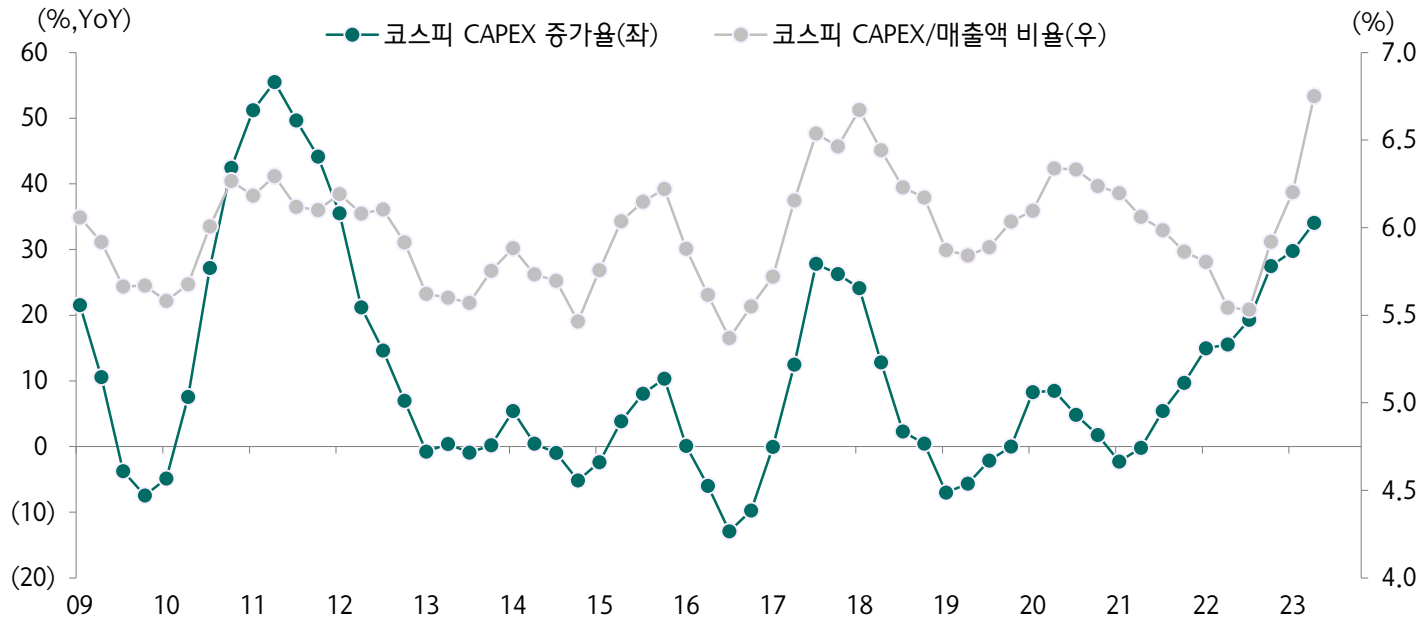


자료: Bloomberg, Wind, 하나증권

## 그러나 이러한 개선 기대는 국내 기업 투자에 선제적으로 반영

- 2023년 2분기 코스피 CAPEX 증가율(YoY) 34%로 글로벌 금융위기 이후 회복 국면 제외 시 최고치
- 코스피 매출액 대비 CAPEX 비율 또한 6.8%로 2009년 이후 최고치

### 그러나 국내 기업 투자는 이미 선제적으로 진행된 상황이라는 판단

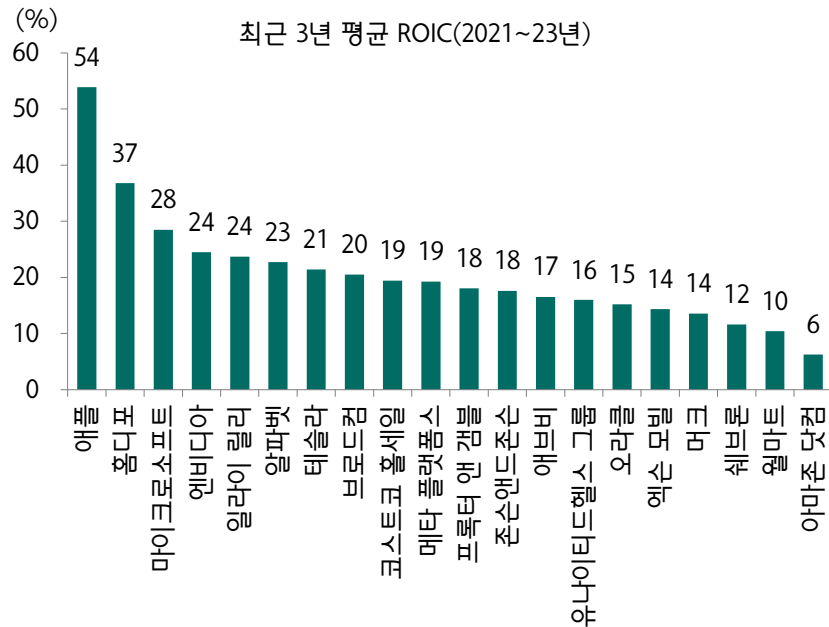


자료: Quantwise, 하나증권

## ROIC와 WACC를 동시에 고려할 필요(1): 미국

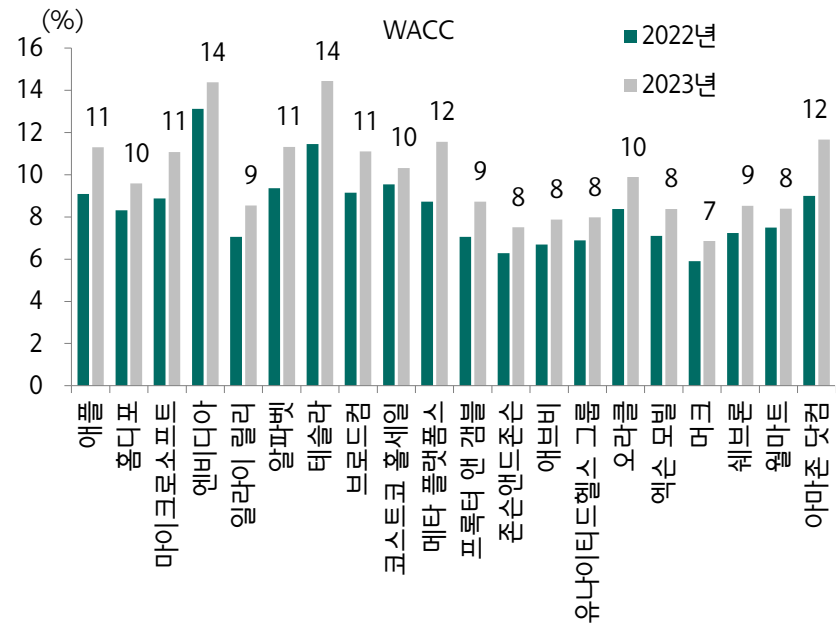
- 투자를 한 기업도, 투자를 할 기업도 투자수익률(ROIC)은 중요. 시중금리가 상승해 있고, 상당 기간 높은 금리 수준을 유지한다는 시나리오를 적용 시 자본조달비용(WACC)도 고려할 필요
- 미국 금융섹터를 제외한 최근 3년 평균 ROIC: 애플 54%로 압도적으로 높음. 홈디포 37%>MSFT 28%>엔비디아 24% 순
- 다만 시중금리 상승으로 인해 기업 WACC 또한 상승. 애플 전년대비 2%p, 테슬라, 메타, 아마존 전년대비 3%p 상승

투자를 한 기업도, 투자를 할 기업도 ROIC는 중요



자료: Bloomberg, 하나증권

시중금리가 높아졌기 때문에 기업의 WACC도 상승

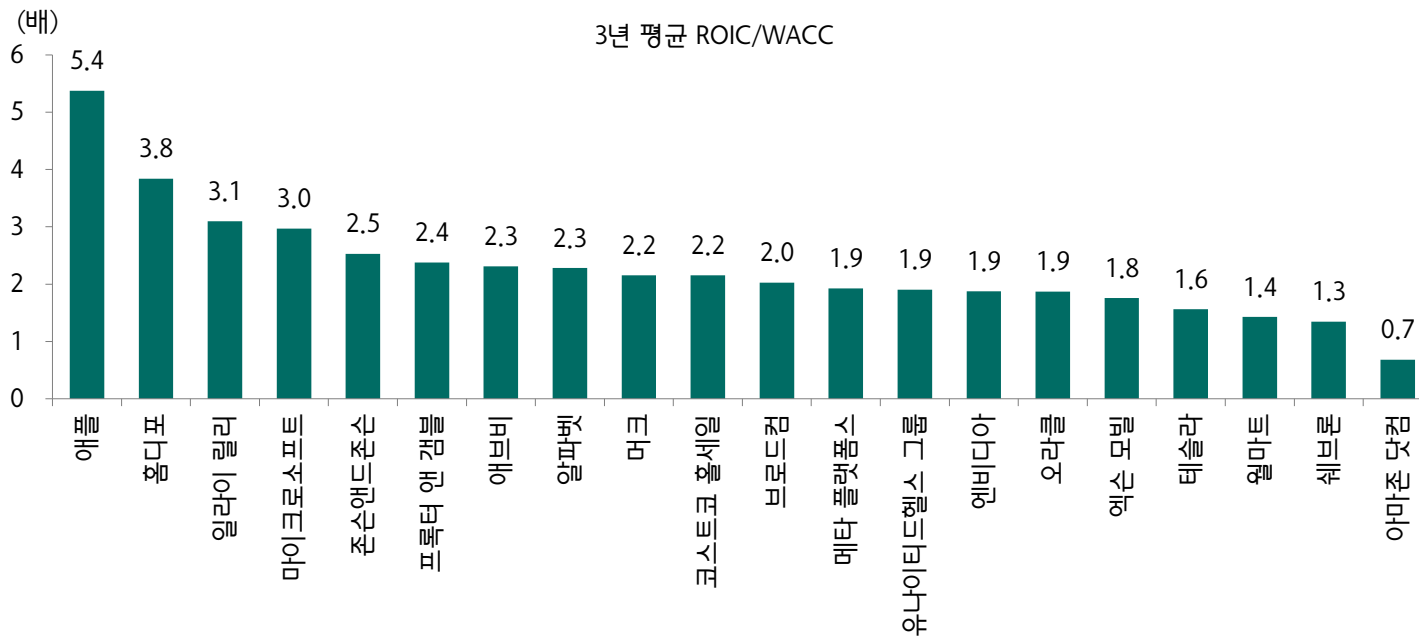


자료: Bloomberg, 하나증권

## WACC 대비 ROIC가 높은 기업에도 관심(1): 미국

- WACC 대비 ROIC가 높은 기업은 대표적으로 애플. ROIC/WACC 5.4배로 압도적으로 높음
- 홈디포 3.8배 > 일라이릴리 3.1배 > MSFT 3.0배 > J&J 2.5배

[미국 기업] WACC 대비 ROIC가 높은 기업에도 관심이 필요한 시기



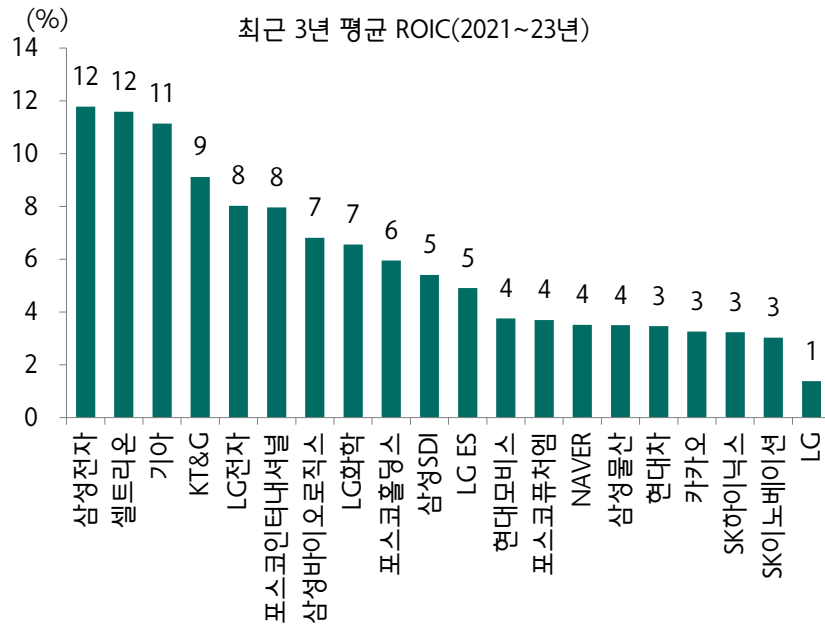
자료: Bloomberg, 하나증권



## ROIC와 WACC를 동시에 고려할 필요(2): 국내

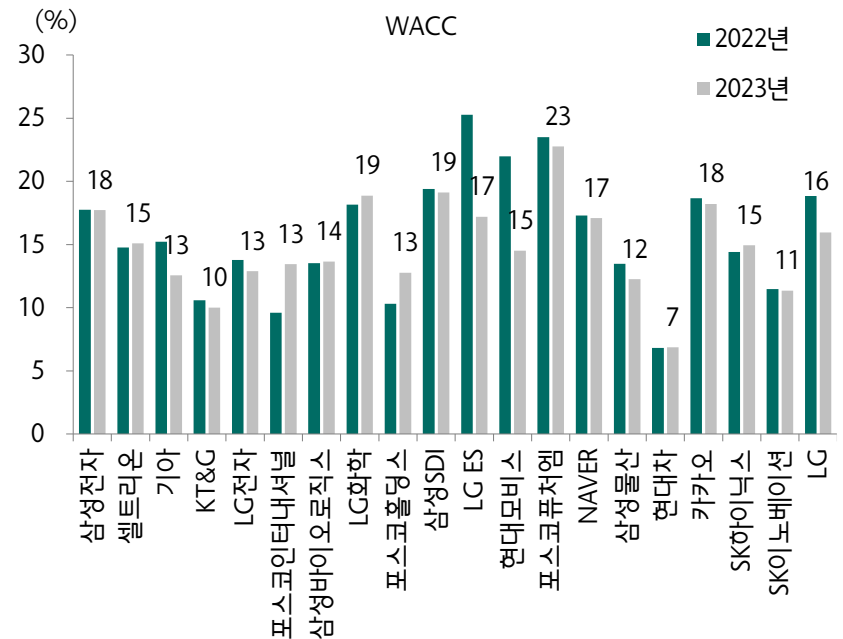
- 국내 금융섹터를 제외한 최근 3년 평균 ROIC: 삼성전자 11.8%로 높은 편. 셀트리온과 기아 11% > KT&G 9% > LG전자와 포스코인터내셔널 8% > 삼성바이오로직스와 LG화학 7%
- 국내 기업 WACC는 미국 기업과는 달리 일괄적으로 상승하진 않았지만, 절대적인 수준이 미국보다 높음. 국내 시가총액 상위 20개 기업의 WACC는 15%, 미국은 10%

### 투자를 한 기업도, 투자를 할 기업도 ROIC는 중요



자료: Bloomberg, 하나증권

### WACC는 일괄적으로 상승하진 않았지만, 절대 수준이 미국보다 높음

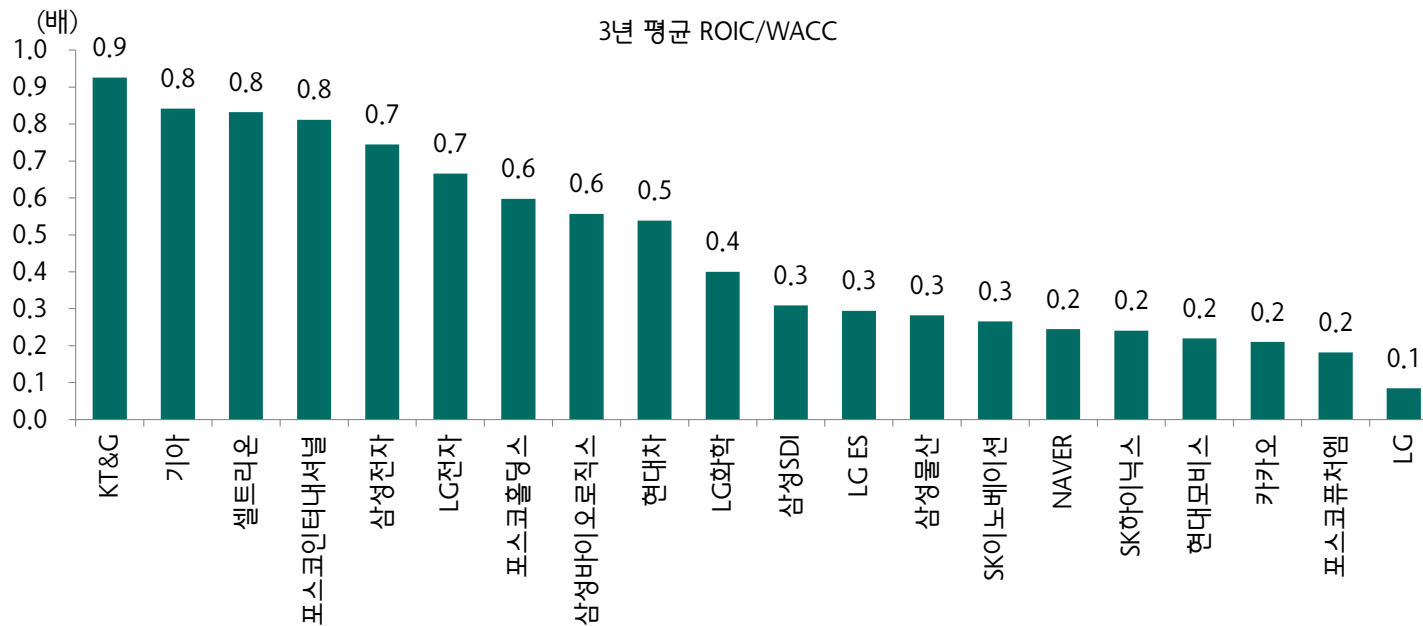


자료: Bloomberg, 하나증권

## WACC 대비 ROIC가 높은 기업에도 관심(2): 국내

- 국내 WACC 대비 ROIC가 높은 기업: KT&G 0.93배로 상대적으로 높은 수준
- 기아>셀트리온>포스코인터내셔널>삼성전자>LG전자 순

[국내 기업] WACC 대비 ROIC가 높은 기업에도 관심이 필요한 시기

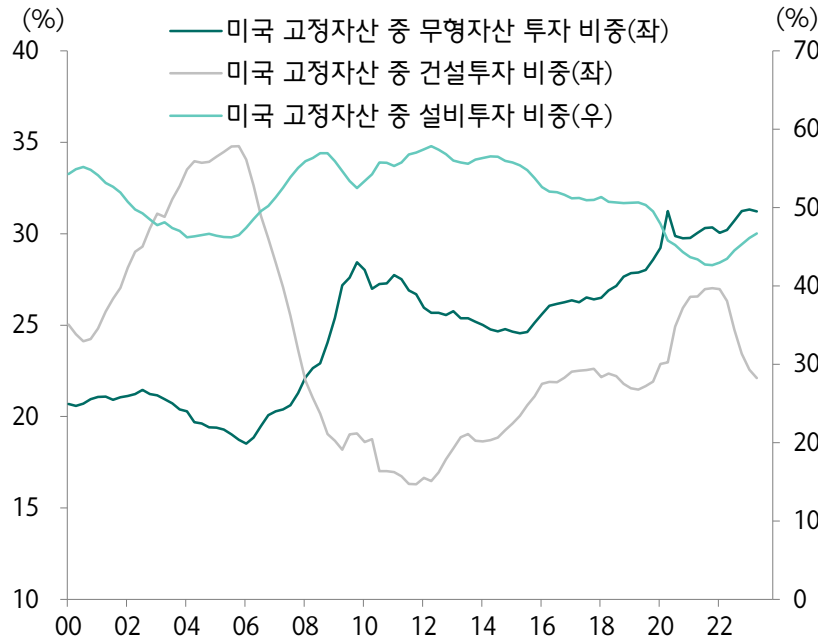


자료: Bloomberg, 하나증권

## 다만 시대가 변하면서 기업 투자도 변화

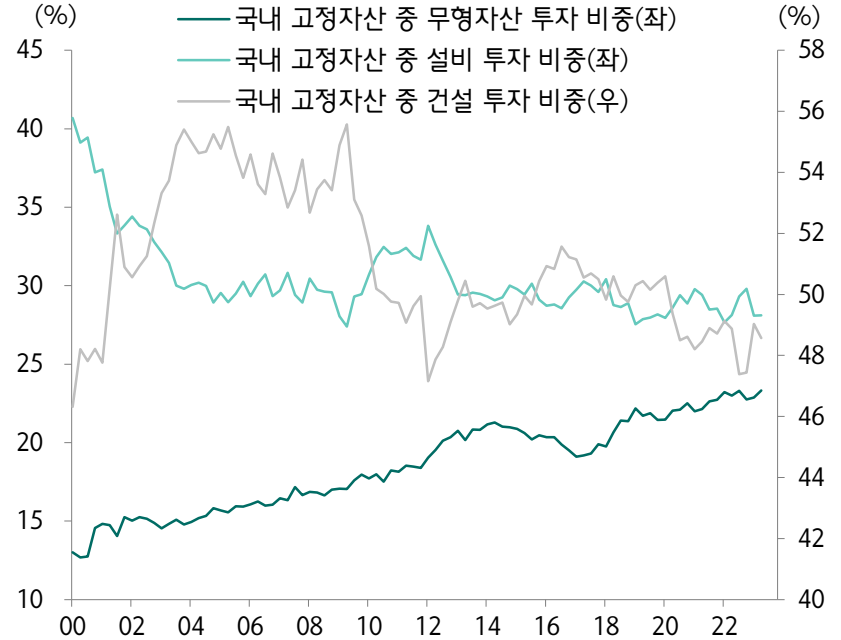
- 미국 고정자산 중 건설 투자 비중은 22%로 2022년 이후 축소 중. 같은 기간 동안 설비 투자 비중은 증가하며 46%까지 상승. 한편 무형자산 투자 비중은 꾸준히 상승하며 31% 기록
- 국내 고정자산 중 건설 투자 비중은 48%로 절대적으로 높은 수준이지만 2009년을 정점으로 축소. 설비 투자 비중은 20% 후반대에 서 정체. 반면 무형자산 투자 비중은 꾸준히 상승하며 23%로 사상 최고 수준

### 미국 무형자산에 대한 투자 비중이 높아지고 있음



자료: Bloomberg, 하나증권

### 국내도 무형자산에 대한 투자 비중이 높아지고 있음

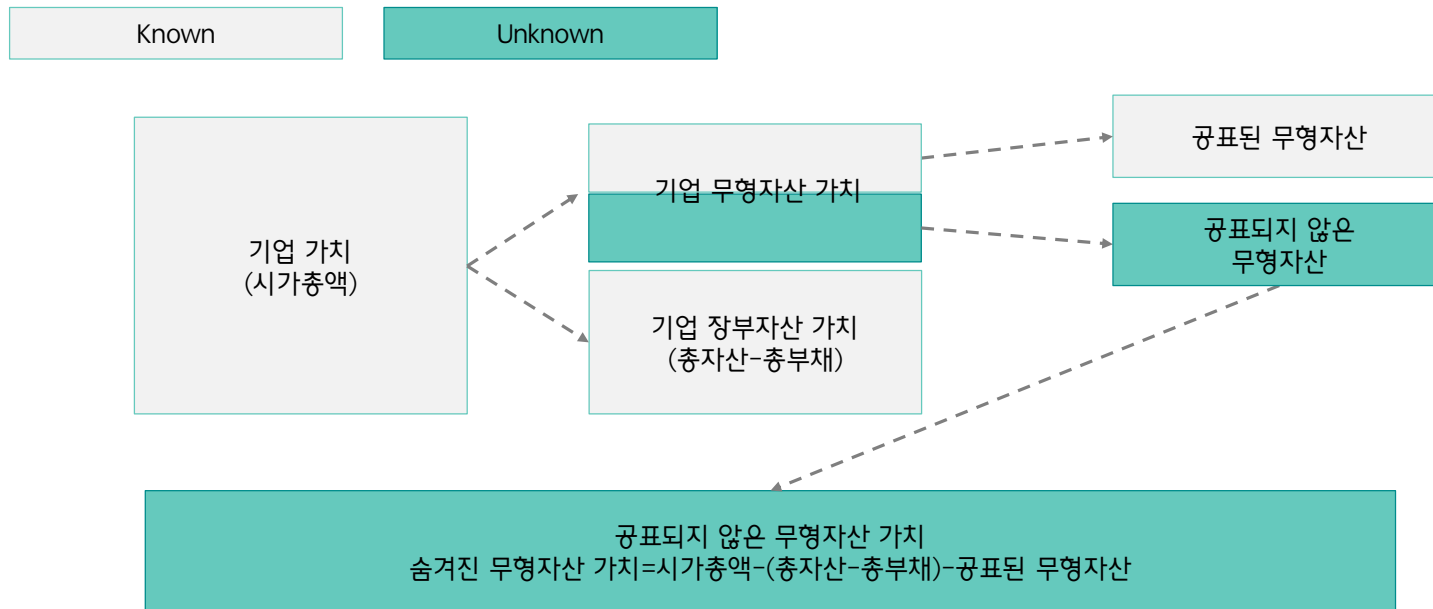


자료: Bloomberg, 하나증권

## 공표된 무형자산과 숨겨진 무형자산

- 기업 재무제표에는 공표된 무형자산이 있음. 한편 기업의 숨겨진 무형자산의 가치도 측정해 볼 필요
- 기업의 숨겨진 무형자산 가치=시가총액-(총자산-총부채)-공표된 무형자산으로 추정

기업의 무형자산 투자에 대한 중요성이 높아짐. 재무제표에 드러나지 않은 숨겨진 무형자산의 가치를 찾아볼 필요가 있음

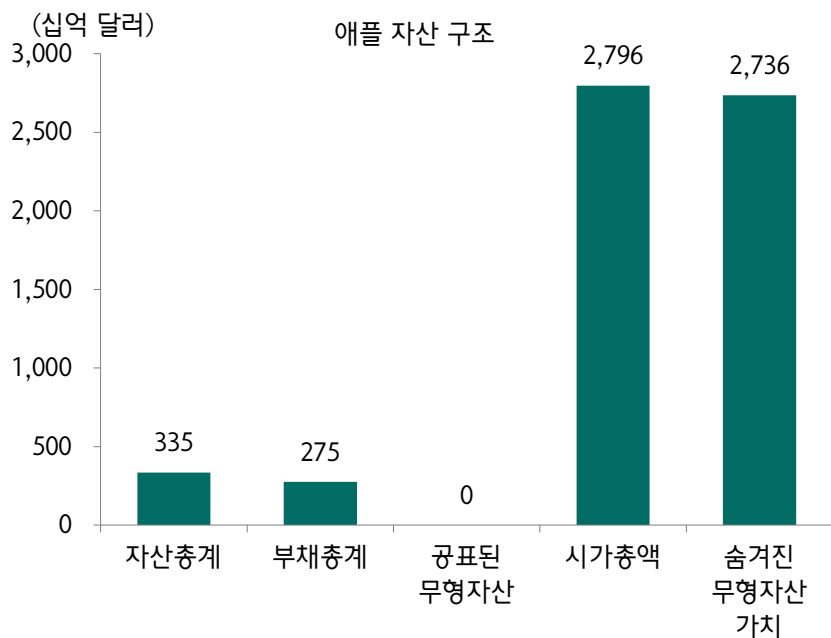


자료: 하나증권

## 숨겨진 무형자산 비교(1): 미국

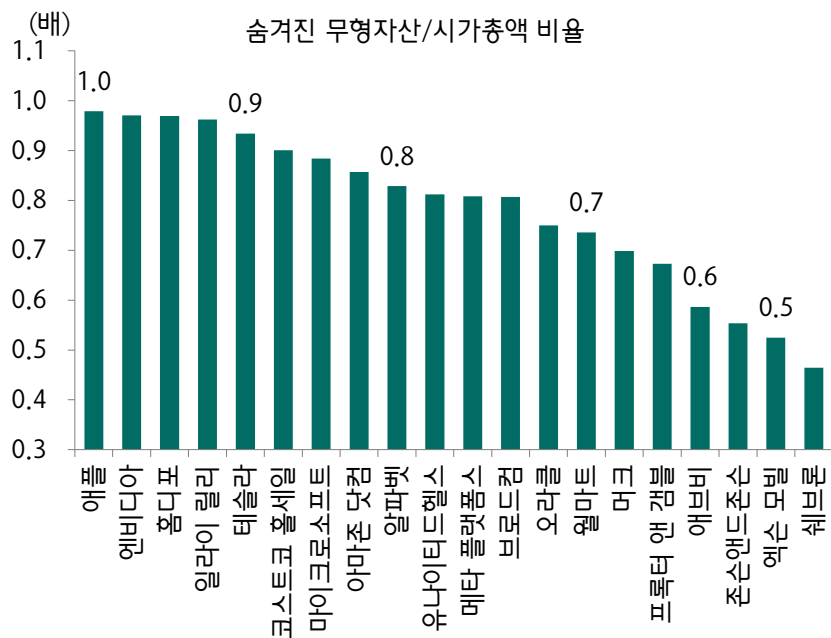
- 애플의 경우 숨겨진 무형자산 가치는 2조 7,360억 달러. 시가총액 대비 숨겨진 무형자산 가치 비율은 0.98배
- 엑슨모빌이나 쉘브론과 같은 장치산업의 경우 시가총액 대비 숨겨진 무형자산 비율이 낮은 편. 엔디비아, 홈디포, 일라이릴리는 상대적으로 높고, 오라클, 메타, 알파벳 등이 상대적으로 낮음

### 미국 기업의 숨겨진 무형자산 가치 사례: 애플



자료: Bloomberg, 하나증권

### 장치 산업이 시가총액 대비 숨겨진 무형자산 비율이 낮은 편

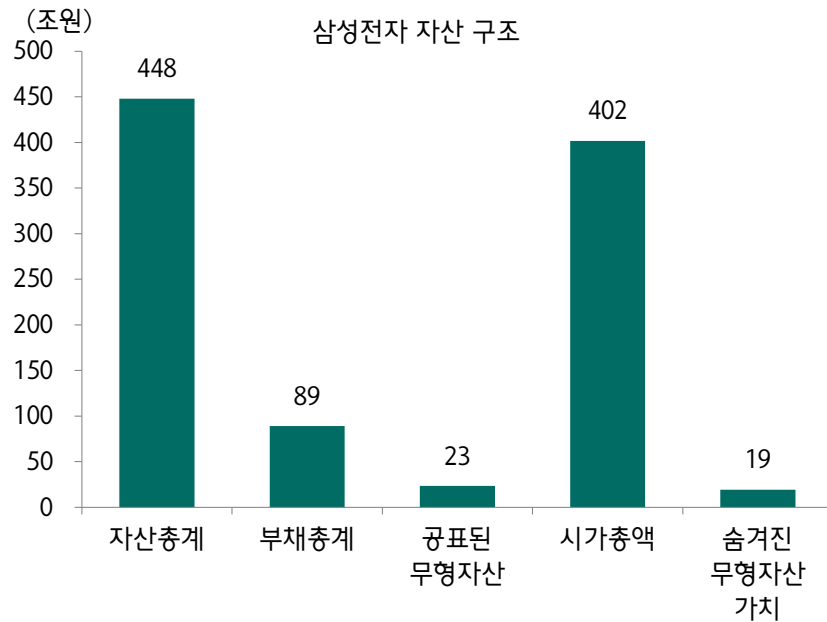


자료: Bloomberg, 하나증권

## 숨겨진 무형자산 비교(2): 국내

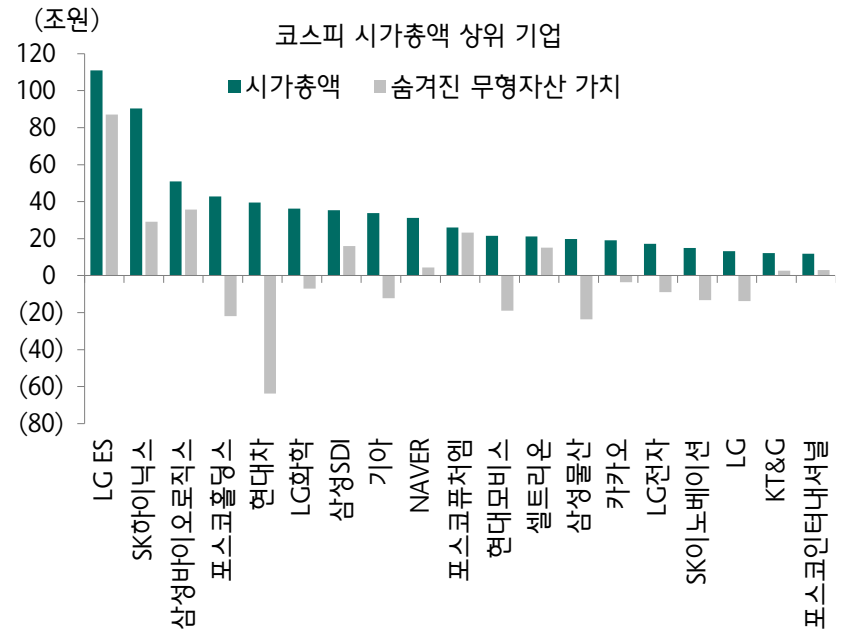
- 삼성전자의 경우 숨겨진 무형자산 가치는 19조원. 현재 시가총액 대비 숨겨진 무형자산 가치 비율은 0.05배
- 국내의 경우 장치 산업의 비중이 높아 자산 규모가 크기 때문에 숨겨진 무형자산 비율이 매우 낮음
- 포스코퓨처엠 0.89배>LG ES 0.79배>셀트리온 0.72배>삼성바이오로직스 0.70배로 상대적으로 높음

국내 기업의 숨겨진 무형자산 가치 사례: 삼성전자



자료: Bloomberg, Quantwise, 하나증권

국내의 경우 시가총액 대비 숨겨진 무형자산 비율이 매우 낮음



자료: Bloomberg, Quantwise, 하나증권

## 2024년 주도주(1): 미국 ROIC/WACC와 FCF/숨겨진 무형자산 비율 고려

- 2024년 주도주를 선택하는 조건은 ① 투자 수익성을 고려하는 측면에서 WACC 대비 ROIC 비율이 높은 기업, ② 숨겨진 무형자산을 통한 잉여현금흐름 창출 능력을 감안하는 측면에서 업종 내 숨겨진 무형자산 대비 잉여현금흐름 비율이 높은 기업

업종	미국 기업명	구조				
		WACC(%)	ROIC(%)	숨겨진 무형자산 가치 (십억 달러)	2024년 FCF.E (십억 달러)	FCF/숨겨진 무형자산 가치(%)
소프트웨어	마이크로소프트(시총 1위)	10.9	28.3	2,151	81	3.8
	알파벳	11.2	21.6	1,441	84	5.8
	액센츄어	11.4	27.2	157	10	6.5
	IBM	7.8	16.3	37	12	32.7
제약/바이오	일라이 릴리(시총 1위)	8.4	22.1	556	8	1.5
	존슨앤드존슨	7.4	16.3	209	25	12.1
	머크	6.7	4.4	184	19	10.5
	브리스톨 마이어스 스쿼브	7.1	9.8	33	14	42.4
반도체/장비	엔비디아(시총 1위)	14.2	28.7	1,090	37	3.4
	브로드컴	11.0	24.5	294	20	6.8
	퀄컴	11.2	27.8	88	10	11.4
	마이크론 테크놀로지	10.7	-10.3	30	4	14.6
유통	아마존 닷컴(시총 1위)	11.5	5.4	1,148	51	4.5
	홈디포	9.5	35.6	283	16	5.8
	로우스 컴퍼니스	9.2	26.9	128	8	6.4
	이베이	10.0	14.9	13	2	17.3
소비자서비스	맥도날드(시총 1위)	8.4	20.6	183	9	4.8
	부킹 홀딩스	10.7	34.8	101	7	6.9
	카니발	10.7	0.0	7	2	26.3

자료: Bloomberg, 하나증권

## 2024년 주도주(2): 국내 ROIC/WACC와 FCF/숨겨진 무형자산 비율 고려

- 2024년 주도주를 선택하는 조건은 ① 투자 수익성을 고려하는 측면에서 WACC 대비 ROIC 비율이 높은 기업, ② 숨겨진 무형자산을 통한 잉여현금흐름 창출 능력을 감안하는 측면에서 업종 내 숨겨진 무형자산 대비 잉여현금흐름 비율이 높은 기업

업종	국내 기업명	구조				
		WACC(%)	ROIC(%)	숨겨진 무형자산 가치 (십억원)	2024년 FCF.E (십억원)	FCF/숨겨진 무형자산 가치(%)
반도체	삼성전자(시총 1위)	17.3	8.9	19,361	16,737	86.5
	SK하이닉스	14.6	-6.6	29,113	8,873	30.5
	DB하이텍	20.2	24.1	569	212	37.2
제약/바이오	삼성바이오로직스(시총 1위)	13.3	6.6	35,741	606	1.7
	셀트리온	14.7	11.1	15,128	577	3.8
	에스디바이오센서	16.3	28.7	-3,399(저평가)	58	
	종근당	12.0	14.4	528	61	11.5
화학	LG화학(시총 1위)	18.4	3.3	-7,056(저평가)	-2,345	
	롯데케미칼(순수화학 시총 1위)	11.4	-1.1	-16,976(저평가)	-889	
	금호석유화학	17.1	8.3	-1,932(저평가)	342	
	한솔케미칼	23.0	11.2	884	39	4.4
	효성첨단소재	15.4	6.9	876	105	12.0
	대한유화	18.6	-8.3	-931(저평가)	77	
소프트웨어	NAVER(시총 1위)	16.6	2.9	4,333	1,734	40.0
	현대오토에버	16.3	8.1	2,616	169	6.5
	넷마블	13.5	-2.0	-5,548(저평가)	551	
IT하드웨어	삼성전기(시총 1위)	16.5	8.9	2,255	571	25.3
	LG이노텍	14.9	11.4	1,080	364	33.7
	대덕전자	20.6	13.6	331	123	37.3
	비에이치	14.1	12.3	-40(저평가)	108	
	에너지	SK이노베이션(시총 1위)	-0.6	11.1	-13,263(저평가)	-4,034
	S-Oil	10.9	4.5	-202(저평가)	62	
	HD현대	6.6	3.6	-22,659(저평가)	2,055	

자료: Bloomberg, Quantwise, 하나증권