Shinhan
미래를 함께하는 따뜻한 금융

2021년 시장이 선택할 스타일

[퀀트] 김상호, CFA
☎ 02-3772-4456
✉ sangho.kim@shinhan.com

배한주
☎ 02-3772-2324
✉ hanjoo.bae@shinhan.com

신한 리서치 투자정보

신한금융투자

Contents

I. 2020년 시장이 선택한 스타일
II. 가치 vs. 성장
III. 유망 스타일

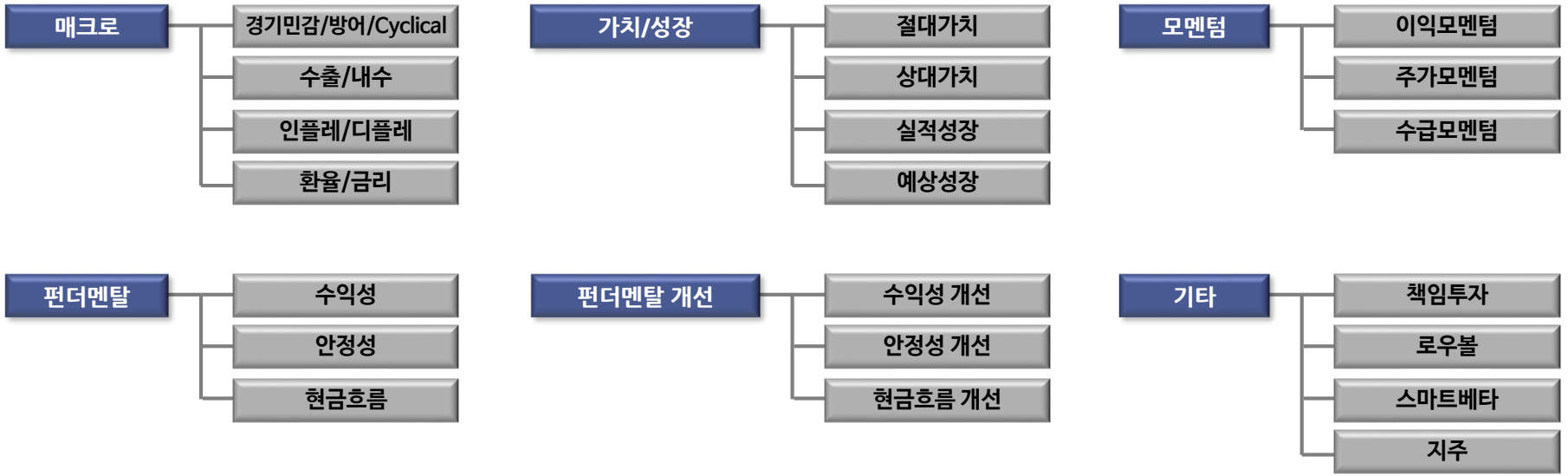
신한금융투자

신한 스타일 포트폴리오

스타일 포트폴리오

- 주식시장에 영향을 줄 수 있는 다양한 변수에 대해 각 변수마다 민감도가 높은 기업들의 성과를 종합하면 시장이 선호하는 투자 지표와 주도주의 패턴 변화를 확인할 수 있음
- 신한 스타일 포트폴리오는 시장이 선호하는 투자 지표와 주도주의 패턴 변화를 확인하기 위해 만들어짐
  매크로, 가치/성장, 모멘텀, 펀더멘탈, 펀더멘탈 개선, 기타 스타일의 6가지 그룹, 총 120개의 포트폴리오로 구성

신한 스타일 포트폴리오 구성



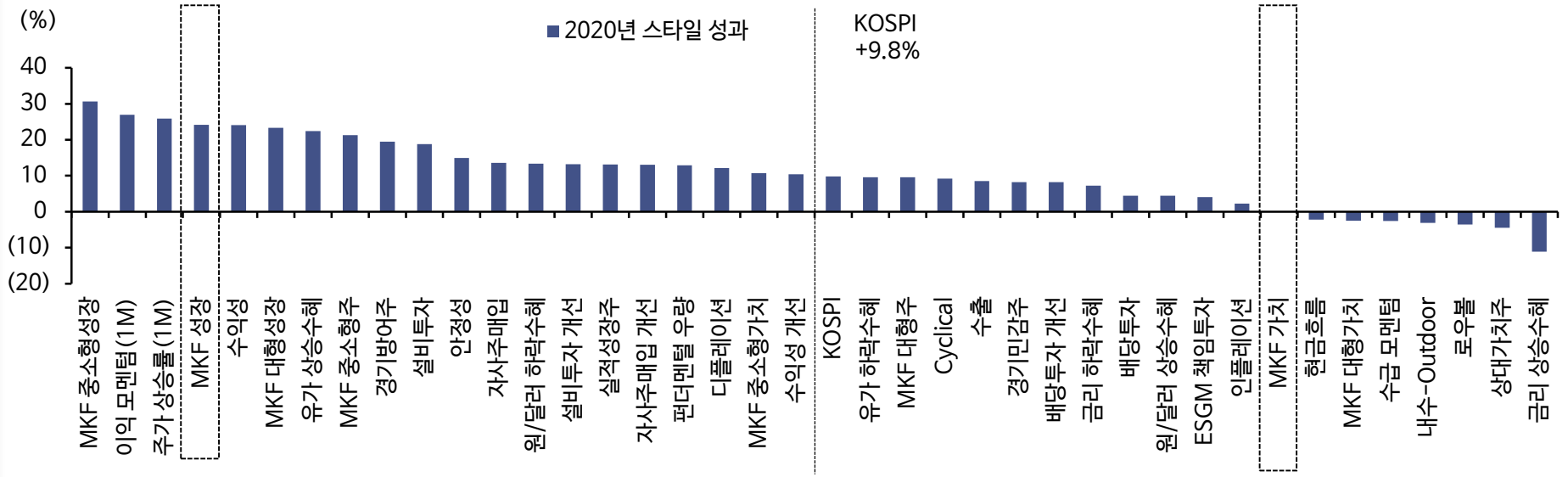
자료: 신한금융투자

2020년 시장이 선택한 스타일

성장과 퀄리티(펀더멘탈 우량) 기업이 주목받은 2020년

- 코로나19 확산으로 2020년 영업이익 증가율 컨센서스는 2019년 말 기준 +27.4%에서 현재 +0.9%까지 하향조정
  성장이 희소해지고 불확실성이 확대된 2020년은 성장주와 펀더멘탈 우량 기업이 주도
- 펀더멘탈 우량 기업 중에서는 부채비율이 안정적인 기업과 고ROE 기업이 강세
- 반면 금리 상승수혜, 가치, 로우볼 스타일은 금리인하/저금리 환경 속에서 부진한 수익률을 기록

2020년 주요 스타일별 성과



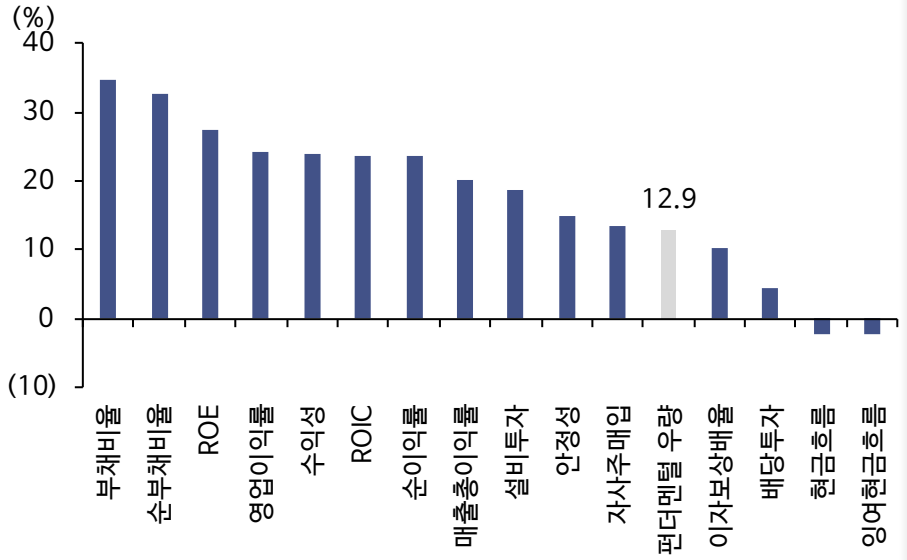
자료: FnGuide, 신한금융투자

2020년 시장이 선택한 스타일

퀄리티 중에서는 펀더멘탈 개선보다 펀더멘탈 우량

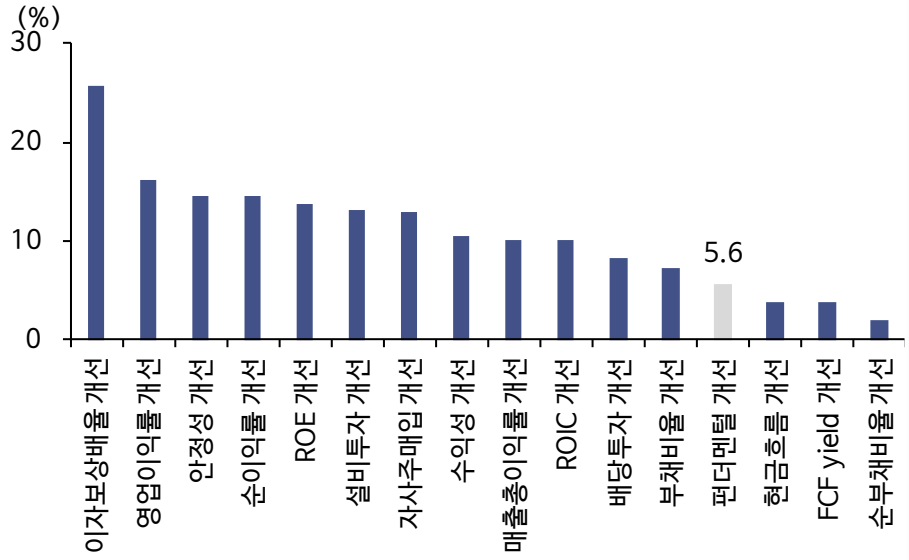
- 퀄리티 스타일 내에서는 펀더멘탈 우량(12.9%)이 펀더멘탈 개선(5.6%)보다 우수한 수익률 성과를 보임
- 코로나19 피해로 성장 자체가 타격을 받으며 펀더멘탈 개선보다는 실적 방어를 통한 생존에 프리미엄을 부여
- 위기를 넘기는 기업에 프리미엄을 부여한 것은 펀더멘탈 우량 내에서 배당투자, 현금흐름 우량 스타일 기업이 부진한 점을 통해서도 확인 가능. 위기 속에서 당장의 현금창출능력이 크게 주목 받지 못한 환경

펀더멘탈 우량 포트폴리오 세부 스타일 수익률



자료: FnGuide, 신한금융투자

펀더멘탈 개선 포트폴리오 세부 스타일 수익률



자료: FnGuide, 신한금융투자

2020년 시장이 선택한 스타일

상반기는 성장, 하반기는 가치

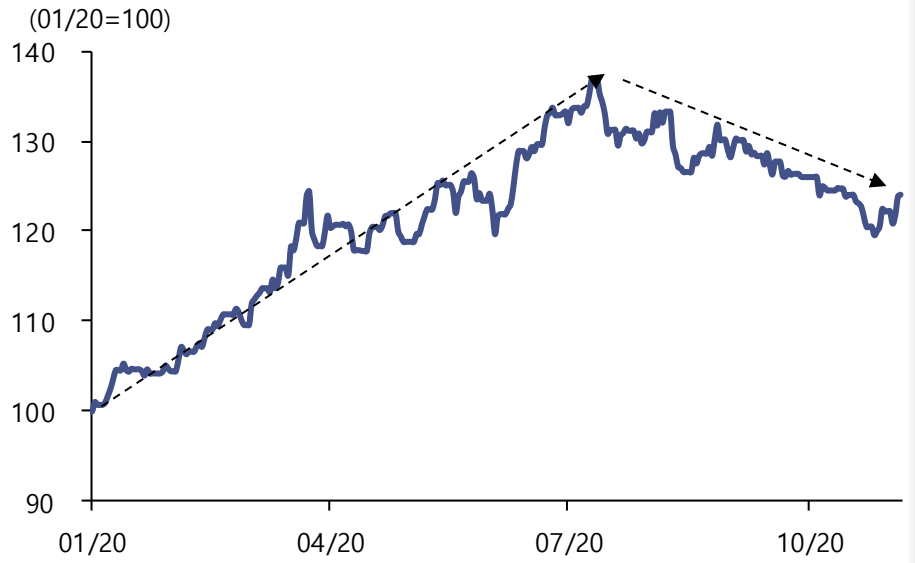
- 2020년 연간으로는 중소형성장과 대형성장 스타일이 높은 수익률을 보이며 증시 상승을 주도했으나 상반기/하반기로 나눠보면 상반기 성장주(대형성장) 강세, 하반기 가치주(중소형가치) 반등 확인
- 하반기 가치주 반등은 자동차(48.4%), 철강(29.6%), 은행(16.9%), 증권(30.0%) 업종의 상승이 견인

가치/성장, 대형/중소형 성과

(%)	코스피	가치	성장	대형주	중소형주
YTD	9.8	0.0	24.1	9.5	21.3
상반기	(4.1)	(15.8)	12.2	(3.6)	1.1
하반기	14.5	18.9	10.7	13.6	19.9
(%)		대형가치	대형성장	중소형가치	중소형성장
YTD		(2.5)	23.3	10.7	30.7
상반기		(17.4)	13.1	(11.0)	12.8
하반기		18.1	9.0	24.4	15.9

자료: FnGuide, 신한금융투자 / 주: MKF500 가치, 성장 지수 기준

2020년 성장/가치 상대강도 추이



자료: FnGuide, 신한금융투자 / 주: MKF500 가치, 성장 지수 기준

2020년 시장이 선택한 스타일

달라진 4분기 성과, 2021년에도 이어질까

- 분기별로 보면 4분기 강세는 중소형가치. 중소형주가 성장주 중심으로 부진했지만 중소형가치는 아웃퍼폼
- 1~3분기 부진했던 고배당주는 4분기에 가장 아웃퍼폼
- 가치-성장, 대형-중소형 수익률 갭은 1~3분기에 비해 축소

주요 스타일 분기별 상대성과

기간	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20
강세 스타일	중소형성장	대형가치	대형성장	대형성장	대형성장	중소형성장	중소형가치	중소형가치
가치	(1.4)	3.2	(1.3)	(3.1)	(7.7)	(5.2)	3.2	0.6
성장	0.6	(2.5)	1.4	3.5	8.3	5.6	(3.0)	(0.5)
대형주	0.0	1.0	1.1	0.3	0.3	(1.4)	(1.4)	0.4
중소형주	0.0	(4.5)	(5.6)	(1.6)	(1.7)	7.5	7.2	(1.8)
대형가치	(1.4)	3.7	(1.7)	(3.0)	(8.1)	(6.7)	2.9	0.0
대형성장	0.2	(1.0)	3.5	3.4	9.0	5.7	(5.7)	1.1
중소형가치	(0.6)	(2.3)	(5.7)	(6.2)	(9.6)	4.6	7.8	2.2
중소형성장	0.7	(6.7)	(5.5)	3.1	5.8	9.9	6.7	(5.5)
고배당주	(2.7)	(1.3)	(1.0)	(7.9)	(13.9)	(11.2)	(3.8)	4.0
배당성장	(2.0)	(0.2)	(2.0)	(8.6)	(8.2)	2.9	(1.0)	(0.6)
Low Vol	(2.1)	(2.2)	(4.6)	(6.0)	(10.4)	(8.7)	(2.1)	0.7

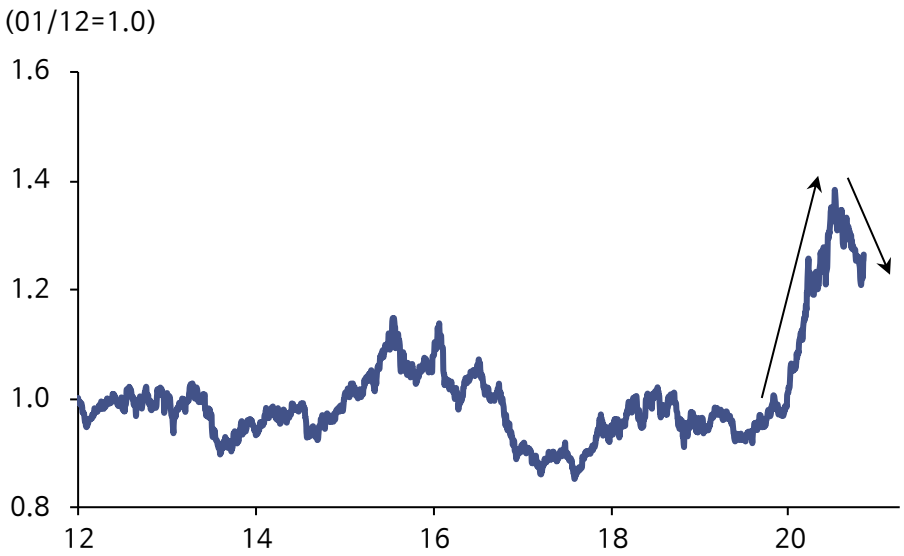
자료: FnGuide, 신한금융투자

가치 vs. 성장

가치주에선 저P/E, 배당수익률, 성장주에선 고 매출액 증가율

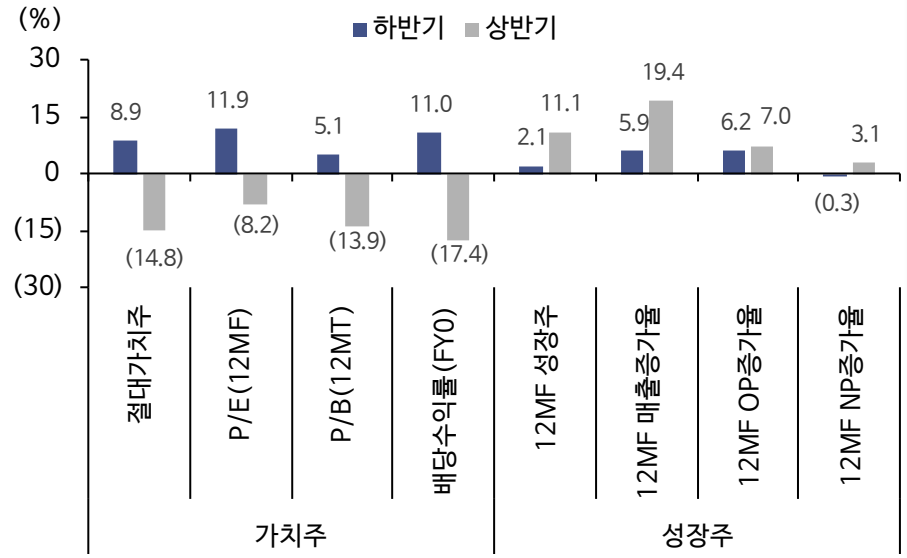
- 성장/가치 상대강도 지수는 2019년 8월~2020년 7월까지 가파르게 상승한 뒤 2020년 8월~10월 하락
- 상반기 성장주를 주도했던 팩터는 매출액 증가율
- 하반기 가치주를 주도한 팩터는 저P/E, 배당수익률

국내 성장/가치 상대강도



자료: FnGuide, 신한금융투자 / 주: MKF500 가치, 성장 지수 기준

성장/가치 세부 팩터 수익률(동일가중, 상대수익률)



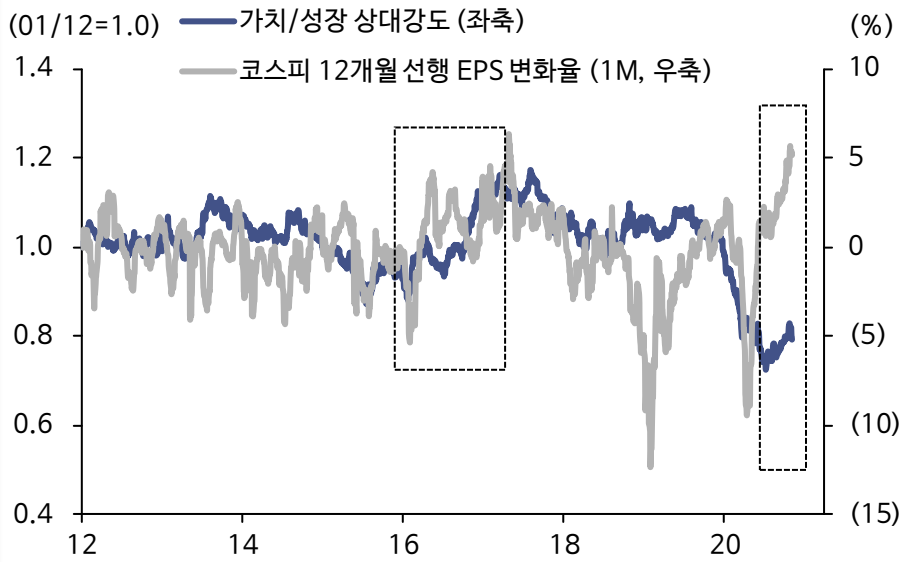
자료: 신한금융투자 / 주: 동일가중 팩터 포트폴리오 기준

가치 vs. 성장

가치주 반등은 이익과 함께

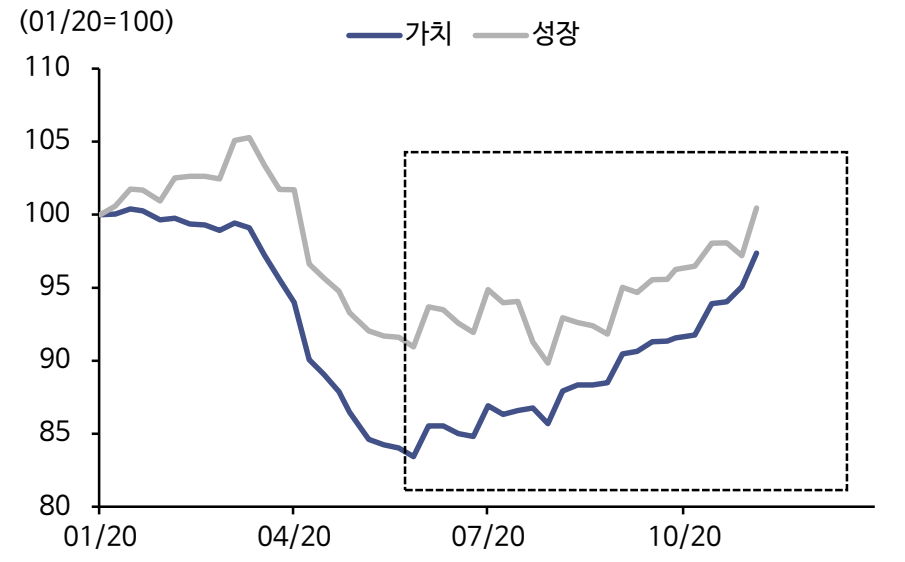
- 과거 가치/성장 상대강도 추이는 이익 모멘텀의 방향성과 유사
- 전반적으로 이익 개선되는 환경에선 기업의 성장성(성장주)은 부각되지 못하기 때문
- 12개월 선행 EPS도 성장주보다 가치주가 빠른 회복세

가치주 상대강도 반등은 이익 모멘텀과 함께



자료: FnGuide, 신한금융투자 / 주: MKF500 가치, 성장 지수 기준

가치, 성장 지수 12개월 선행 EPS 추이



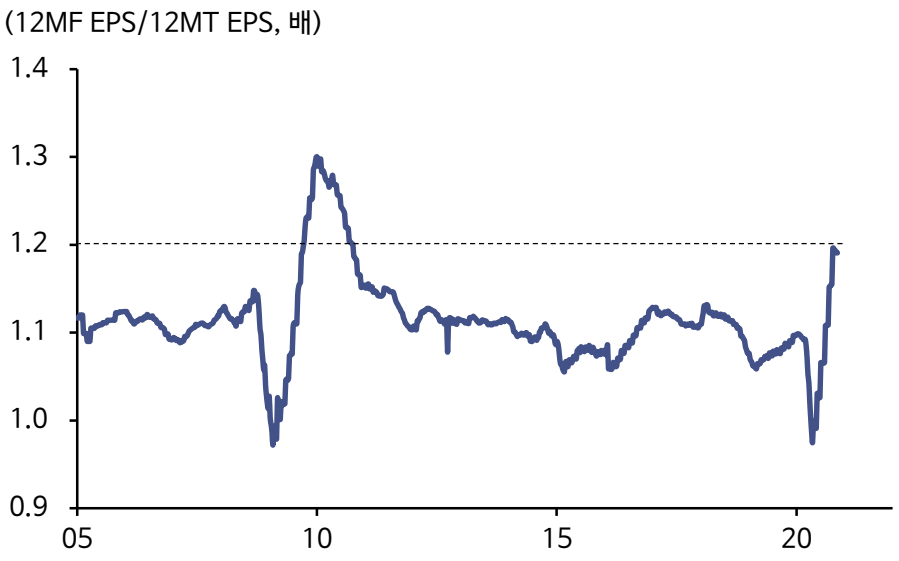
자료: FnGuide, 신한금융투자 / 주: MKF500 가치, 성장 지수 기준

가치 vs. 성장

높아진 이익 기대치

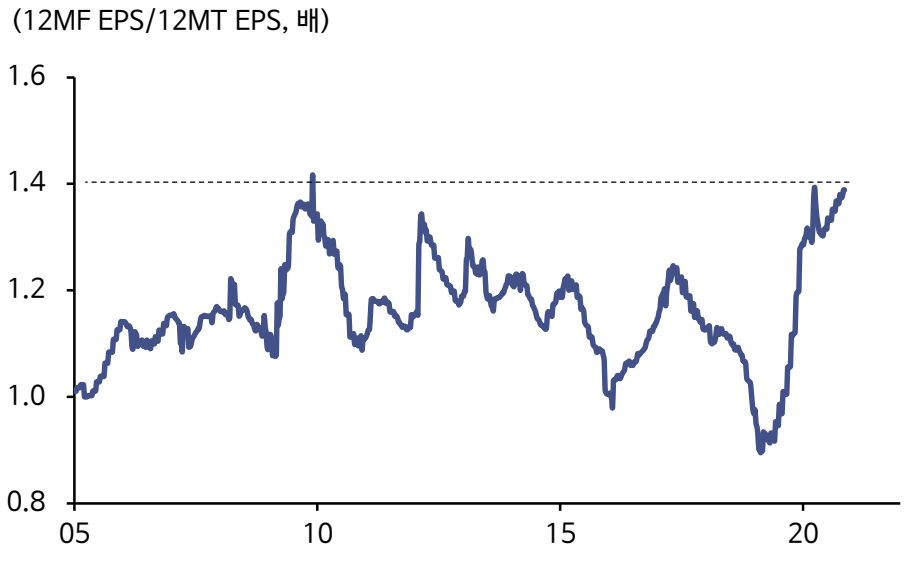
- I/B/E/S에서 집계하는 MSCI KOREA의 12M Fwd. EPS와 12M Trailing EPS의 차이는 과거 15년내 최고치
- 과거와는 다르게 현재 전망치는 직전 실적대비 과도하게 높게 예상되고 있는 상황

Forward EPS와 Trailing EPS의 차이 (글로벌)



자료: Refinitiv, 신한금융투자 / 주: MSCI ACWI 기준

Forward EPS와 Trailing EPS의 차이 (한국)



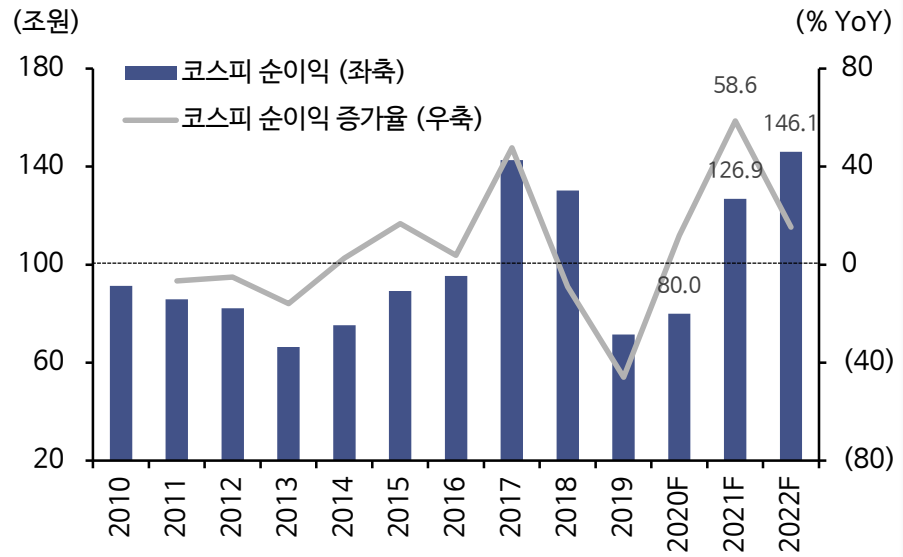
자료: Refinitiv, 신한금융투자 / 주: MSCI KOREA 기준

가치 vs. 성장

2021년 코스피 기업이익 성장 기대는 크지만

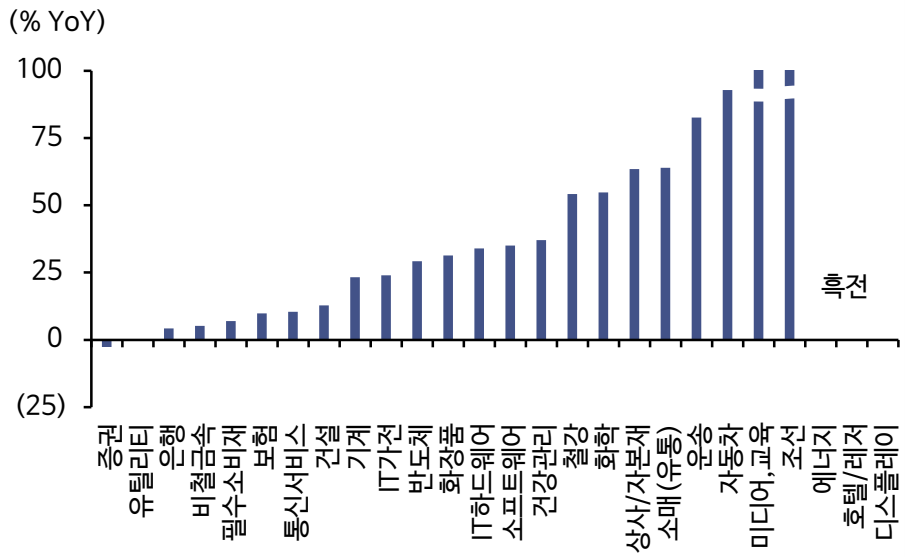
- 코스피 2021년 순이익 컨센서스는 127조원(58.6% YoY)
- 2021년 코스피 순이익 중 반도체 이익 증가폭은 11조원(기여도 23%). 나머지 기업들 34조원, 전년대비 72% 증가
- 증권, 유틸리티를 제외한 모든 업종의 이익이 증가할 것으로 예상되고 있음

연도별 코스피 순이익과 순이익 증가율



자료: FnGuide, 신한금융투자

업종별 2021년 영업이익 증가율 컨센서스



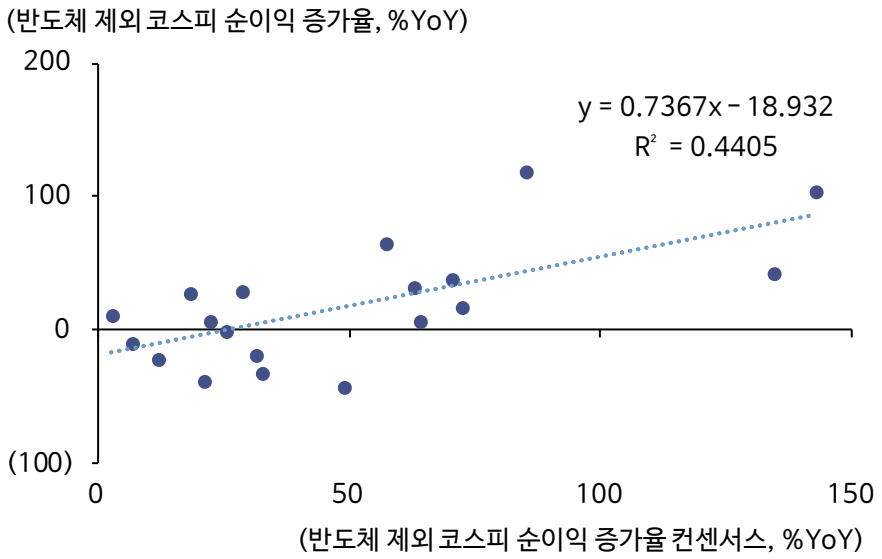
자료: FnGuide, 신한금융투자

가치 vs. 성장

2021년 이익 개선은 지속되기 어렵다

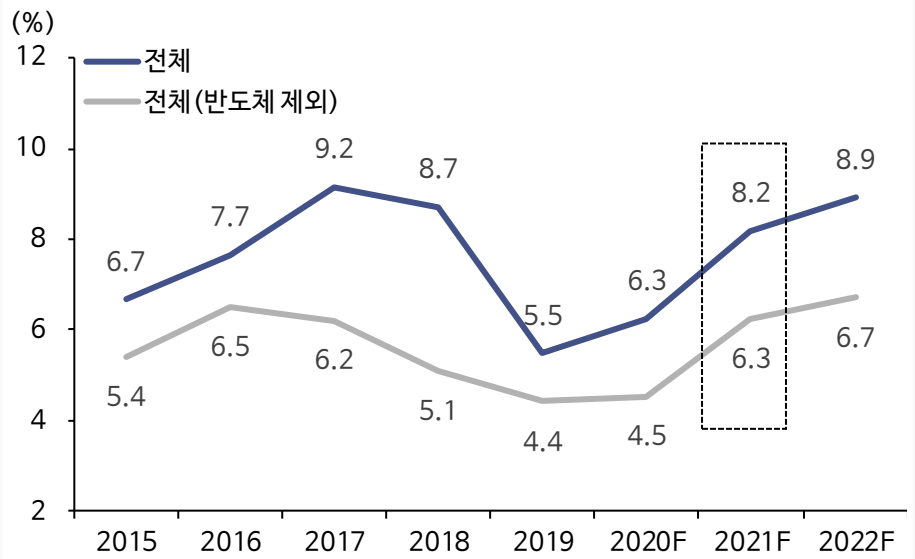
- 반도체 제외 코스피 순이익의 컨센서스 신뢰도는 낮음. 평균적으로 예상치의 0.74배 수준의 실적
- 반도체 제외 코스피의 2021년 영업이익률 컨센서스는 6.3%로 2016년 수준의 수익성을 예상하지만 현재 경제 성장에 대한 기대치는 미중 무역분쟁 직전인 2017~2018년 수준
- 영업이익률이 반도체 포함 2018년 수준으로 조정된다면 코스피 기업이익은 컨센서스에서 12% 하향조정 불가피

반도체 제외 코스피 순이익 증가율: 컨센서스 vs. 실제



자료: FnGuide, 신한금융투자 / 주: 컨센서스는 연초 기준

코스피 영업이익률 추이



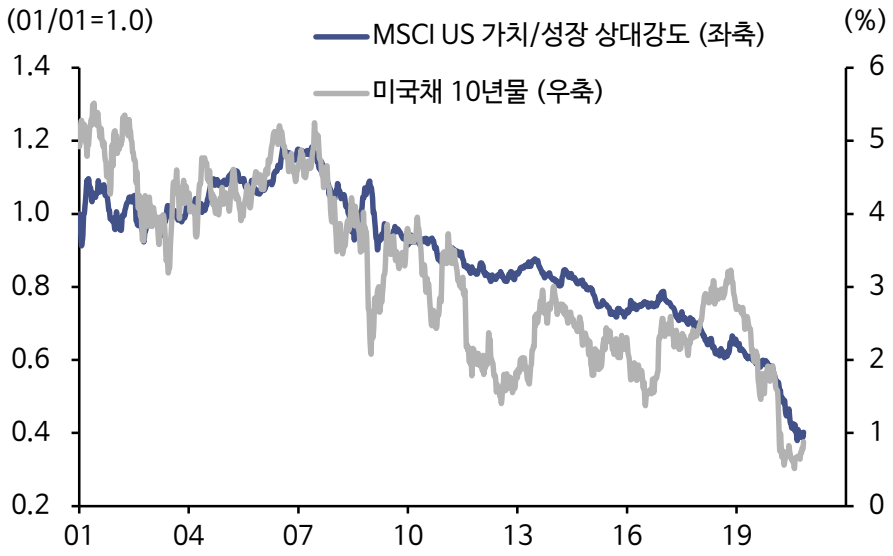
자료: FnGuide, 신한금융투자 / 주: 컨센서스는 연초 기준

가치 vs. 성장

성장주, 금리 상승에 대한 우려

- 일반적으로 금리 하락기엔 성장주, 금리 상승기엔 가치주가 시장을 주도
- 금리 상승 시 가치주보다 성장주의 내재가치 하락폭이 크기 때문

미국 금리와 미국 가치/성장 상대강도추이



자료: Refinitiv, 신한금융투자

한국 금리와 MKF 가치/성장 상대강도추이

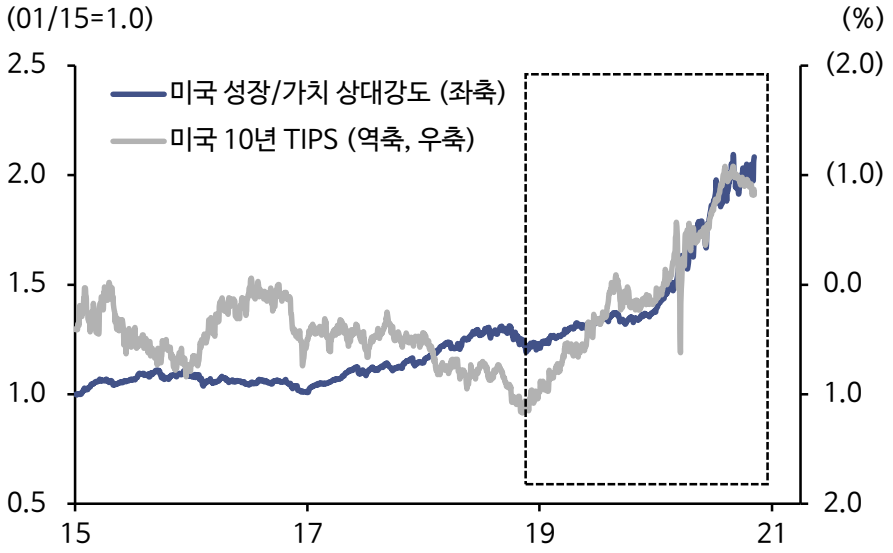
자료: FnGuide, 신한금융투자

가치 vs. 성장

성장/가치 상대강도는 실질금리에 연동

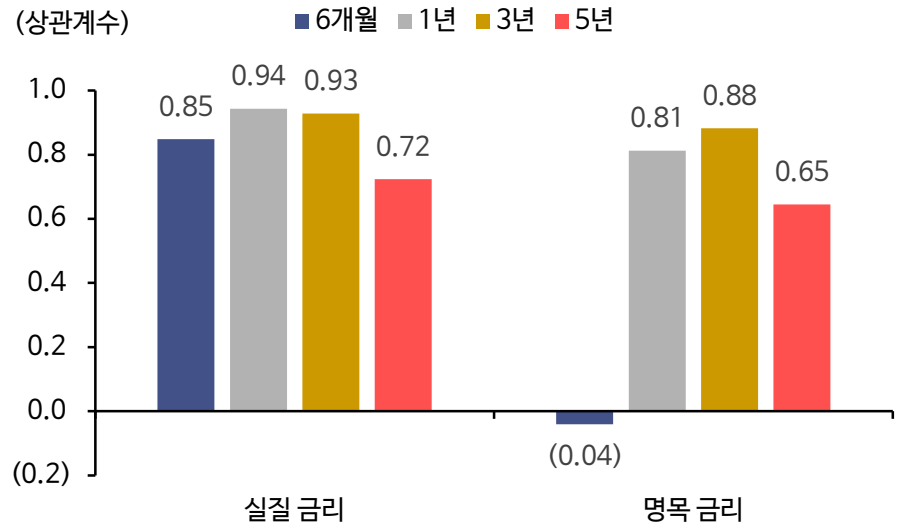
- 2021년 미국 정부부채 규모 확대에 다른 금리 상승이 예상되지만 연준의 YCC 정책으로 명목금리 상승세 제한 및 기대인플레이션 상승에 따라 실질금리는 상승보다 하락 가능성 높음
  (당사 2021년 미국채 10년물 현재 수준인 0.85%에 안착, CPI 1.2%에서 1.8%까지 상승 예상)
- 최근 가치/성장 상대강도는 명목금리보다 실질금리에 연동 → 성장주에 유리한 환경

미국 실질금리와 성장/가치 상대강도 추이



자료: Refinitiv, 신한금융투자

미국 실질금리와 성장/가치 상대강도 상관계수



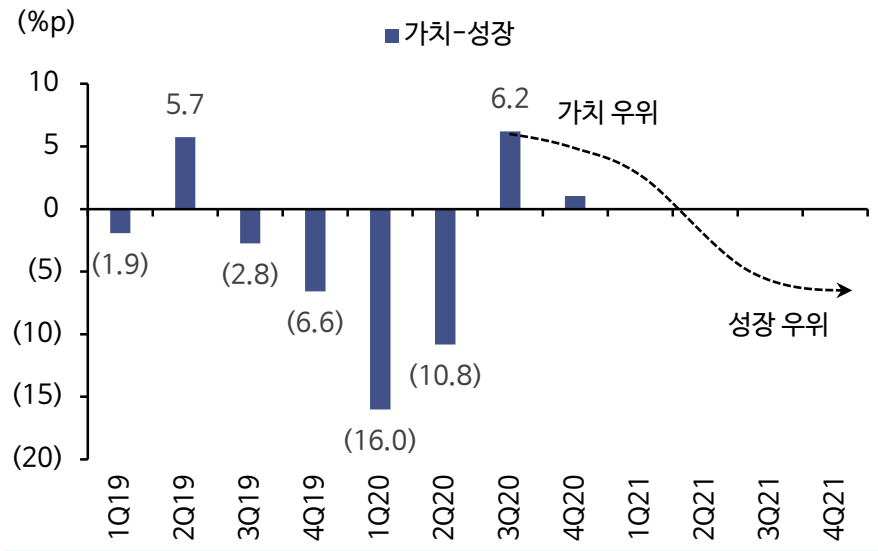
자료: Refinitiv, 신한금융투자

가치 vs. 성장

1Q21 가치 우위, 2Q21부터 성장 우위 예상

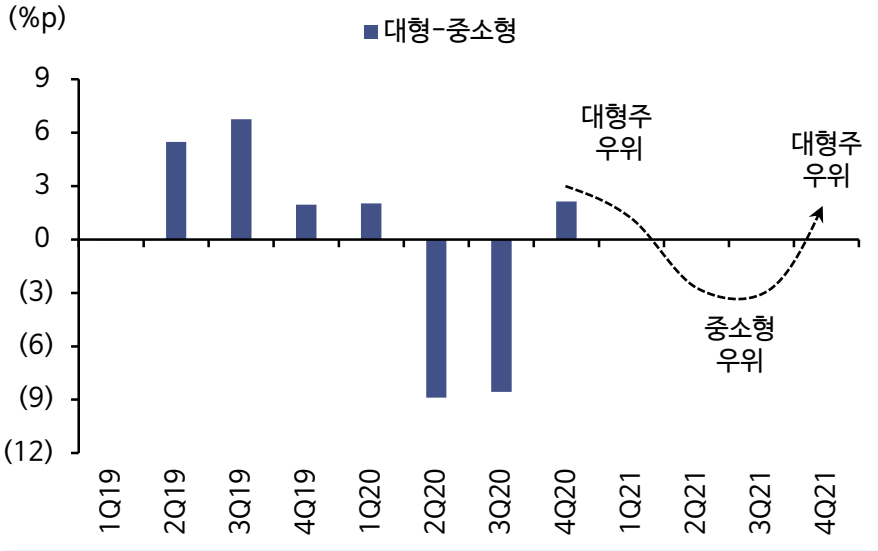
- 기업이익 개선세 및 금리 상승은 2021년 1분기까지일 가능성 ↑. 이후 기업이익 둔화 및 실질금리 하락 예상
  이를 바탕으로 4Q20~1Q21은 가치 우위, 2Q21~4Q21은 성장 우위 예상
- 대형-중소형 수익률 갭은 개인 유동성을 바탕으로 2~3분기 중소형 우위, 1분기, 4분기는 대형주 우위 예상

가치-성장 지수 수익률 차이



자료: FnGuide, 신한금융투자

대형-중소형 수익률 차이



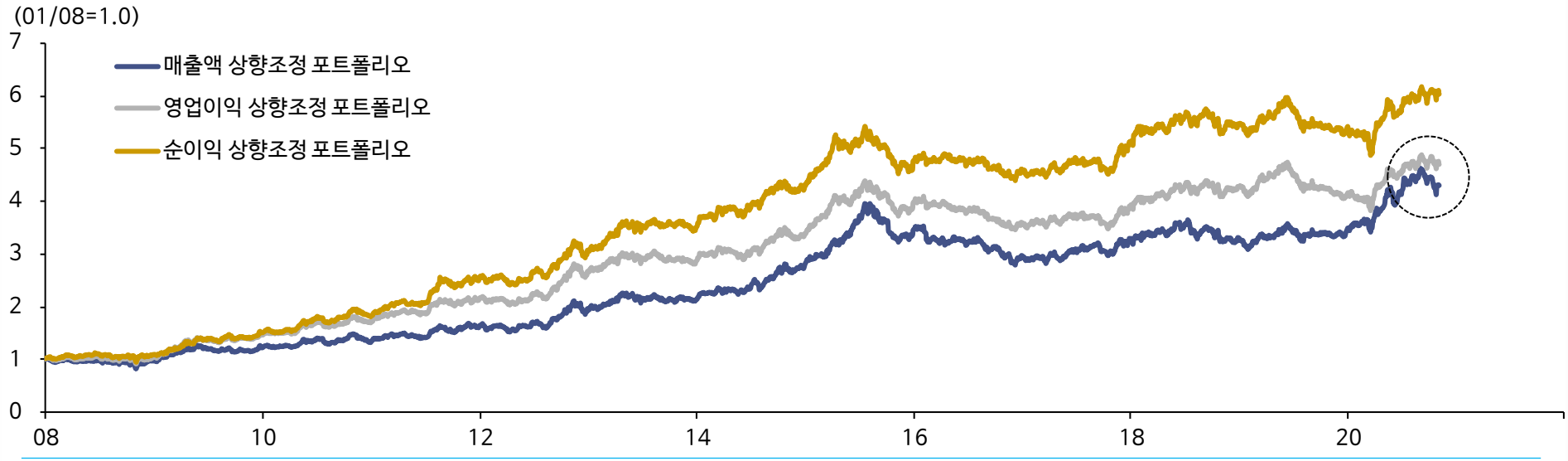
자료: FnGuide, 신한금융투자

유망 스타일 1) 이익 모멘텀

이익 모멘텀 포트폴리오 성과

- 이익 상향조정 포트폴리오는 전월대비 이익 컨센서스의 상향조정 폭이 큰 기업들을 동일가중으로 편입
- 이 포트폴리오는 2017년 이후 지속적으로 강세. 대내외 경제환경에 대한 불확실성이 커지고 한국 기업들의 이익전망이 하향조정되면서 장기적인 성장 비전보다 단기적으로 확인되는 실적에 치중하는 경향 때문
- 높은 이익 기대치로 내년 이익 컨센서스의 하향조정이 예상되는 상황에서 이익 모멘텀 의존도 높아질 전망

이익 모멘텀 포트폴리오 성과



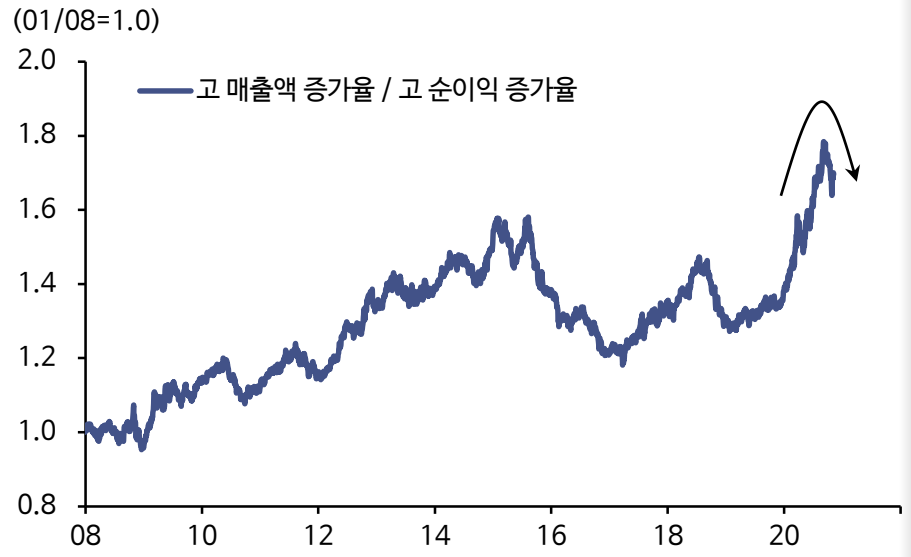
자료: FnGuide, 신한금융투자

유망 스타일 1) 이익 모멘텀

이익 모멘텀 중에서도 순이익 증가율 높은 기업

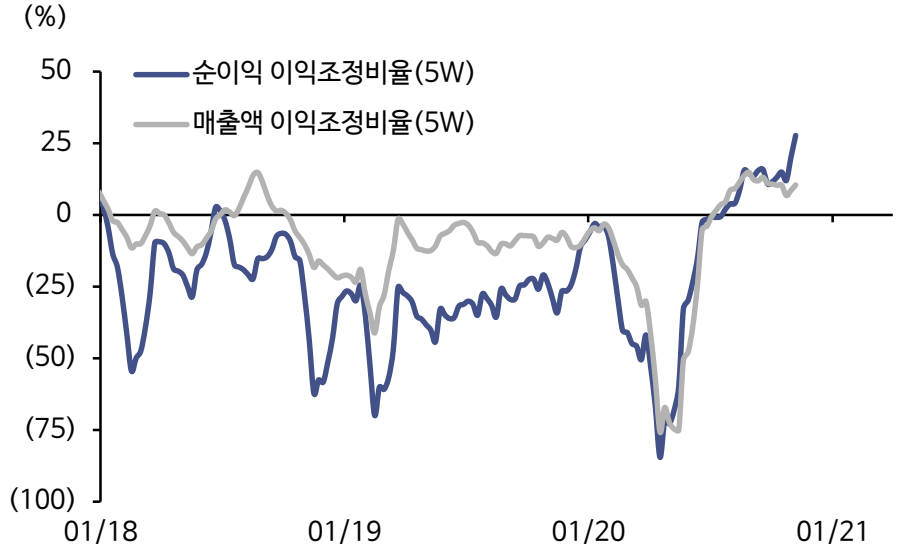
- 성장주 포트폴리오 내에선 순이익 증가율(12개월 후행 대비 12개월 선행 순이익 증가율) 포트폴리오가 강세
- 2020년 상반기 코로나19 영향으로 기업 대부분 매출이 감소하며 매출 전망이 개선되는 기업에 프리미엄을 줬지만 현재 기업 전반적으로 매출 개선이 예상되고 있어 프리미엄 축소
- 매출액보다 마진(이익률) 중심의 이익 조정이 예상되고 있어 순이익 증가율 포트폴리오가 긍정적

매출액/순이익 증가율 포트폴리오 상대강도



자료: 신한금융투자

한국 이익조정비율 추이



자료: Refinitiv, 신한금융투자 / 주: MSCI KOREA 기준

유망 스타일 2) 원가율 개선

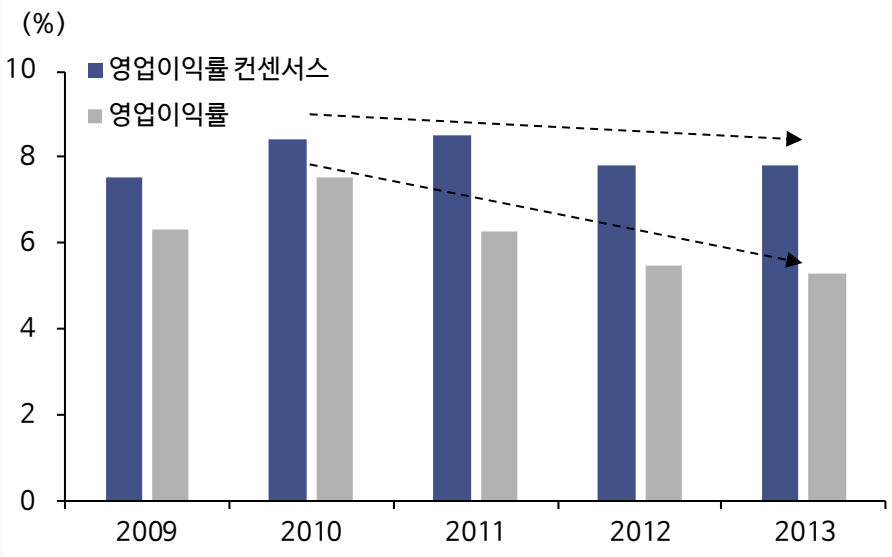
원가율 개선 포트폴리오 성과

- 영업이익률 개선 포트폴리오는 최근 분기 기준 과거 4개 분기 합산 영업이익률이 전분기 대비 개선된 기업들을 동일가중으로 편입한 포트폴리오
- 영업이익률 개선 포트폴리오는 희소할 때 주목을 받는 팩터. 코스피 영업이익률 하락과 함께 영업이익률 컨센서스를 하회하는 폭이 확대되는 구간에서 코스피 대비 우수한 성과를 보이는 경향

코스피와 영업이익률 개선 포트폴리오 과거 성과

자료: FnGuide, 신한금융투자

코스피 영업이익률 컨센서스와 영업이익률 과거 추이



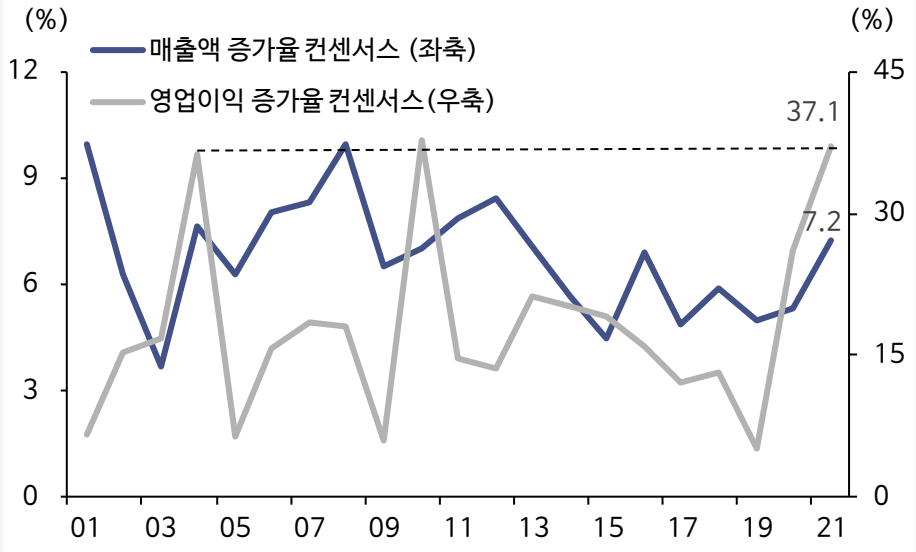
자료: FnGuide, 신한금융투자 / 컨센서스는 전년도 11월 초 기준 수치

유망 스타일 2) 원가율 개선

이익 달성률 측면에서 원가율 개선에 주목

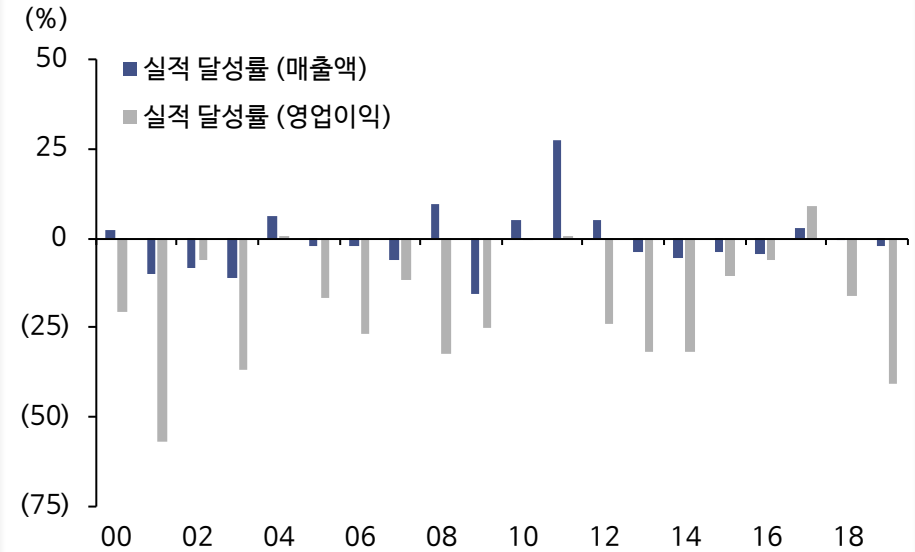
- 현재 코스피 2021년 영업이익 증가율 컨센서스는 37.1%. 37.1%는 전년도 11월 초 예상치 기준 역대 최고 수준
- 내년으로 갈수록 이익 눈높이 조정될 가능성 ↑. 이익을 매출액과 마진으로 구분해 보면,
  매출액 증가율 컨센서스는 과하지 않은 수준. 과거 달성률로 봐도 매출액은 달성 가능성 높음
- 즉 이익 조정은 마진율 하향조정 중심일 전망. 영업이익률 개선되는 기업이 주목 받을 수 있는 환경

코스피 매출액과 영업이익 증가율 컨센서스 추이



자료: FnGuide, 신한금융투자 / 컨센서스는 전년도 11월 초 기준 수치

코스피 매출액과 영업이익 달성률 추이



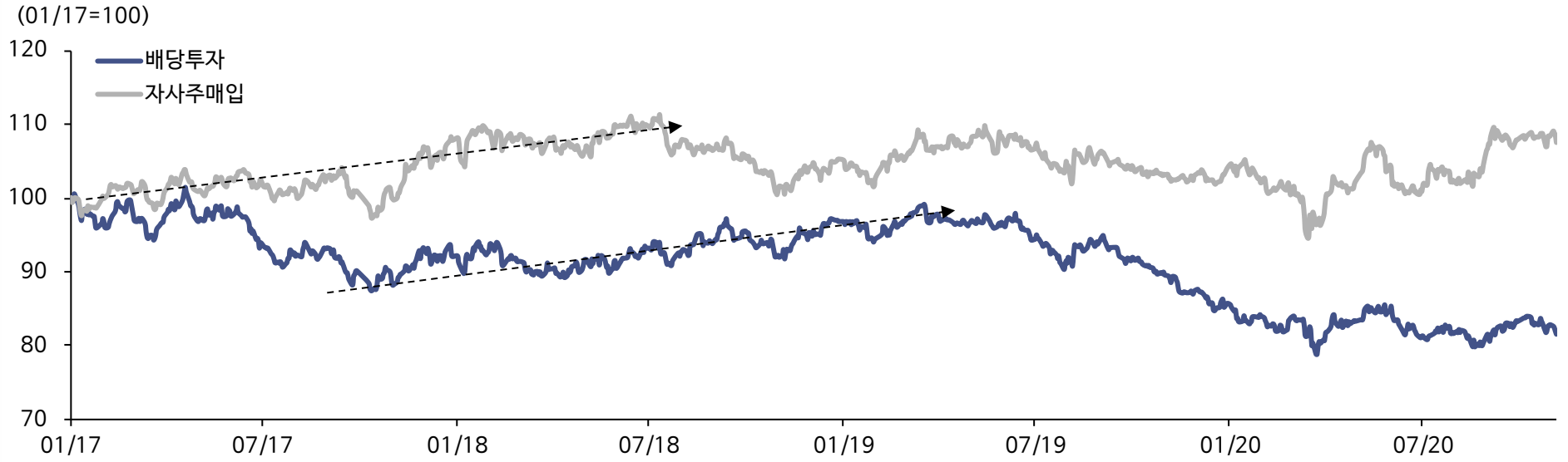
자료: FnGuide, 신한금융투자 / 실적 달성률: 전년 11월 초에 예상한 실적 대비 당해연도 실제 수치 비율

유망 스타일 3) 주주환원

주주환원(배당투자, 자사주매입) 포트폴리오 성과

- 주주환원 포트폴리오는 투자/재무활동 현금흐름 대비 배당투자, 자사주 매입금액 비율이 높은 기업을 동일가중으로 편입한 포트폴리오. 주주환원 포트폴리오는 실제 기업들의 주주환원 정책이 실행될 때 시장대비 강세를 보인 경향
- 자사주 매입의 경우 2017년까지 삼성전자가 자사주 매입 계획을 집행하며 시장 관심이 높아졌던 경험이 있음
- 배당투자 팩터도 마찬가지로 과거 배당확대 구간에서 긍정적 성과 기록

주주환원 포트폴리오의 코스피대비 상대강도



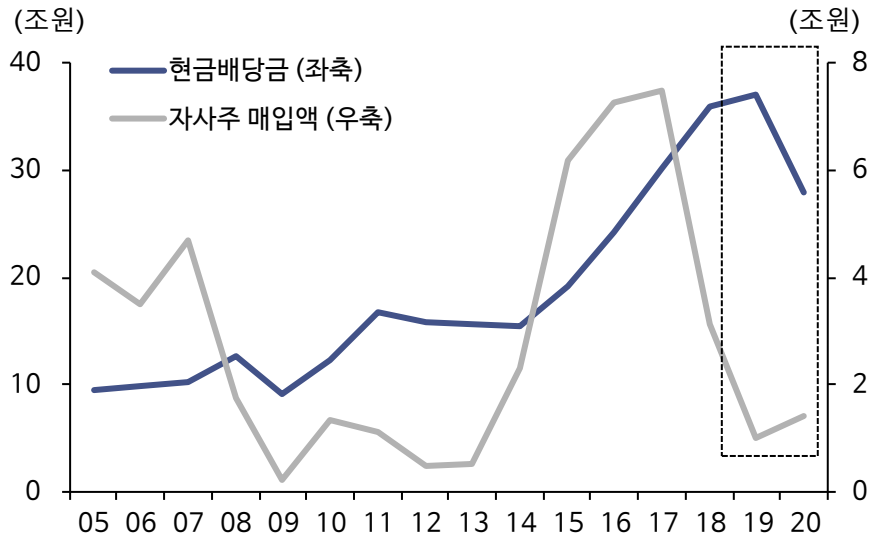
자료: FnGuide, 신한금융투자

유망 스타일 3) 주주환원

줄어든 주주환원, 내년부터 활성화

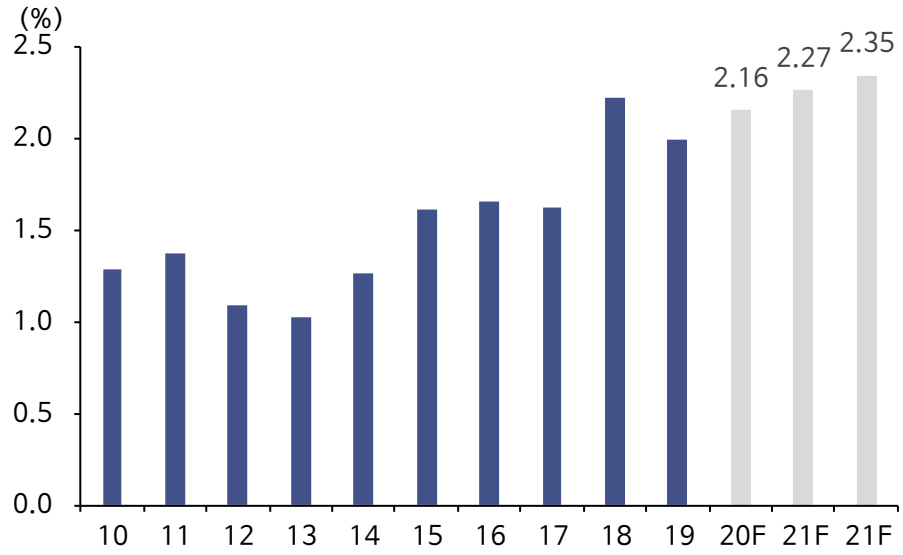
- 미중 무역분쟁, 코로나19 영향으로 한국 기업들의 배당과 자사주 매입액은 크게 감소
- 내년 1월 말 새로운 주주환원 정책 발표를 예고한 삼성전자를 시작으로 2021년 기업들의 자사주 매입과 배당정책은 다시 활성화될 예정. 코스피 배당수익률도 지난해 전년대비 감소한 후 올해부터 개선 가능할 전망
- 기업의 실제 주주환원 정책 실행에 영향받는 주주환원 스타일에 긍정적인 환경

한국 기업들의 연도별 배당액과 자사주 매입액



자료: FnGuide, 신한금융투자 /주: 배당금은 지급연도 기준

코스피 연도별 배당수익률



자료: FnGuide, 신한금융투자

유망 스타일별 기업 리스트

1) 고 순이익 증가율 기업

순이익 증가율이 높은 기업 리스트

종목코드	종목명	업종구분	시가총액 (억원)	1M 이익 모멘텀 2021F (%)	순이익 증가율 (YoY, %) 2018	2019	2020F	2021F	12개월 선행
A011170	롯데케미칼	화학	91,858	43.9	(29.6)	(54.7)	(64.6)	291.1	701.1
A006400	삼성SDI	IT가전	366,515	8.0	6.7	(49.2)	62.0	71.1	362.6
A005380	현대차	자동차	370,714	10.8	(62.6)	97.6	(37.1)	178.3	326.2
A006280	녹십자	건강관리	47,389	169.6	(35.3)	적전	흑전	65.1	266.6
A011070	LG이노텍	IT하드웨어	35,974	6.8	(6.7)	(37.3)	194.1	54.4	245.4
A000270	기아차	자동차	220,923	28.9	19.4	58.0	(20.9)	116.8	243.2
A046890	서울반도체	디스플레이	10,816	7.1	55.7	(45.1)	9.2	54.2	147.6
A066570	LG전자	IT가전	140,573	8.1	(28.1)	(97.5)	5,822.3	11.6	146.2
A051910	LG화학	화학	495,558	12.8	(24.3)	(78.7)	355.8	46.5	143.1
A005490	POSCO	철강	206,633	11.3	(39.4)	8.6	(24.1)	52.8	117.2

자료: FnGuide, 신한금융투자 / 12개월 선행 순이익 증가율(12개월 후행 순이익 대비) 높은 순으로 정렬

유망 스타일별 기업 리스트

2) 원가율 개선 기업

원가율 개선 기업 리스트

종목코드	종목명	업종구분	시가총액	영업이익률(직전 4개분기 합산, %, %p)			영업이익률(%)	매출액 증가율(YoY, %)
			(억원)	FQ-1	FQ0	개선폭	2021F	2021F
A091990	셀트리온헬스케어	건강관리	137,039	10.4	15.1	4.6	20.2	28.3
A010780	아이에스동서	건설	12,774	8.6	12.7	4.1	16.8	24.1
A000660	SK하이닉스	반도체	629,722	7.8	11.7	3.9	22.3	14.3
A230360	에코마케팅	미디어	7,516	30.3	33.2	2.9	37.4	8.9
A068270	셀트리온	건강관리	373,258	32.9	35.3	2.4	41.4	25.1
A213420	덕산네오룩스	디스플레이	7,323	23.1	25.3	2.2	26.5	22.1
A036570	엔씨소프트	소프트웨어	174,974	30.9	32.7	1.8	42.0	32.3
A000080	하이트진로	필수소비재	24,336	6.9	8.7	1.8	9.5	5.9
A003550	LG	지주/상사	127,692	17.9	19.6	1.7	27.8	7.3
A178920	PI첨단소재	화학	8,458	18.4	20.0	1.6	23.2	16.0

자료: FnGuide, 신한금융투자 / 영업이익률 개선폭 높은 순으로 정렬

유망 스타일별 기업 리스트

3) 주주환원 기업

주주환원 스타일 기업 리스트

종목코드	종목명	업종구분	시가총액 (억원)	배당투자 비율 (%) 최근 4개 분기	자사주 매입 비율 (%) 최근 4개 분기	순이익 증가율 (YoY, %) 2021F	배당수익률 (%) 2021F
A004800	효성	지주/상사	16,667	101.2	1.5	505.4	6.3
A051600	한전KPS	유틸리티	12,893	45.6	0.0	32.7	6.0
A029780	삼성카드	은행	37,249	30.7	0.0	0.7	5.5
A033780	KT&G	필수소비재	116,012	54.2	(0.0)	6.6	5.5
A105560	KB금융	은행	185,866	(193.3)	204.7	1.9	5.3
A069260	휴켐스	화학	10,649	63.1	26.6	28.1	4.5
A030000	제일기획	미디어	24,734	72.3	12.7	13.2	4.3
A003550	LG	지주/상사	127,692	70.6	0.0	14.4	3.5
A006360	GS건설	건설	23,949	27.2	5.3	26.3	3.2
A057050	현대홈쇼핑	소매(유통)	8,964	21.6	17.9	11.8	3.0

자료: FnGuide, 신한금융투자 / 2021년 배당수익률 컨센서스 높은 순으로 정렬

Compliance Notice

Compliance Notice

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 김상호,배한주).
- 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장 시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.