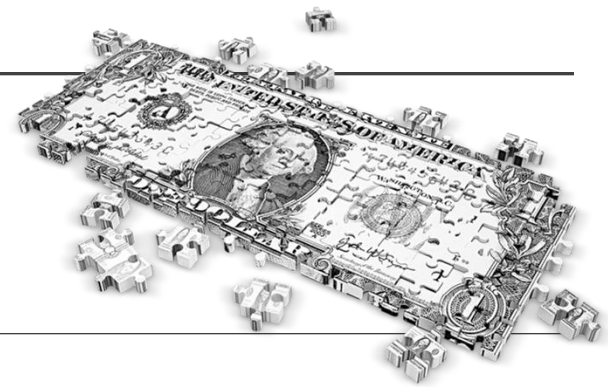
2018년 주식시장 전망과 전략 | n분의 1

Part 2. 시황



주식시장 전망과 전략[2] 미국만 보고 간다

하나금융투자 리서치센터 자산분석실

주식/시황/파생 김용구
E-mail: sniper@hanafn.com / Tel : 02-3771-7526

RA 김민수
E-mail: kms1110@hanafn.com / Tel : 02-3771-7735

하나금융투자

미국만 보고 간다

- 최근 미국경제는 순환적 경기회복 단계를 넘어 구조적 선순환 사이클 진입을 타진하고 있다. 연준 통화확장에 트럼프노믹스 재정부양 기대가 가세했고, 소비경기 주도에서 Capex 확충투자 수요가 추가된 결과라 할 수 있다. 미국 경기 모멘텀은 선진경기 전반에 대한 분수효과와 함께 신흥 공업국향 낙수효과로 파급되고 있는데, 2018년 글로벌 경기환경은 선진과 신흥국의 쌍끌이 형태로 추세적 경기확장을 모색할 공산이 크다. 미국이 주도하는 2018년 경기환경에 대한 긍정론은 글로벌 증시 섹터 로테이션 환경 주도권 변화를 자극할 것인데, 2018년 포트폴리오 전략 방점은 미국발 Top-down Play에 집중시킬 필요가 있다.

- [US Macro Play] ① IT: 대장주는 쉽게 죽지 않는다. 최근 글로벌 증시 일각에서 IT 슈퍼 사이클 정점통과 우려가 확산되고 있다. 그러나, 1) 미국 매크로 모멘텀, 2) IT 섹터의 절대적 이익 안정성/가시성 고려시 상기 지적은 기우에 불과하다. 반도체 호황국면은 2018년에도 추세화될 공산이 크고, 글로벌 IT 밸류체인 내 절대적/상대적 안전지대로서 한국의 가치는 공고하다(삼성전자/SK하이닉스/NAVER). ② 금융: 해묵은 금리 Play를 넘어. 금리상승 Play 논리에 근거했던 은행주 주도권은 경기환경 변화를 반영하며 증권/보험 등으로 확산될 공산이 크다(KB금융/삼성생명/한국금융지주). ③ 기계: 미국발 Capex 슈퍼 사이클의 기수. 미국 주요기업 CFO 대상 설비투자 확충계획 서베이는 최근 일련의 경기 모멘텀을 반영하며 사상최고수준의 상승세가 나타나고 있다. 미국 주도 선진국 Capex 호황국면 진입 가능성은 한국 기계류 수출개선과 함께 관련주 펀더멘탈 강화와 함께 외국인 러브콜을 유인할 가능성이 높다(현대건설기계/디와이파워). ④ 바이오/헬스케어: 성장주 프리미엄의 부활. 친기업 성향의 트럼프노믹스 정책기대와 소비/투자경기 활성화에 연유한 디플레 압력 완화, 바이오제약품 PPI-CPI 스프레드로 측정되는 마진환경 개선은 글로벌 바이오/헬스케어 섹터의 프리미엄 밸류 부활을 가능케 하는 명징한 긍정요인이다(한미약품/녹십자).

- [Size Rotation Trading] 플랫폼과 네트워크 혁신이 주도할 4차 산업혁명에 대한 기대가 유효한 이상, 미래 혁신과 성장자산의 보고로서 KOSDAQ/중소형주 시장을 한시도 포기할 순 없다. 2018년 KOSDAQ/중소형 성장주 시장 방향선회를 기대케 하는 5가지 이유를 주목한다. 1) Goldilocks 미국경제는 S&P500 대비 S&P600, 러셀2000의 상대강세를 통해 낙수효과로 발현될 가능성이 높고 이는 글로벌 사이즈 로테이션 시도의 긍정요인으로 기능할 전망이다. 2) 내수 활성화와 혁신성장에 집중할 문재인 정부 정책효과는 2018년 이후 본격 발현되며 증시 추동력의 원천으로 기능할 것으로 본다. 3) KOSDAQ 살리기격 수급 고육지책 현실화 가능성은 시장 투자가의 제도환경 변화에 대한 역발상 전략으로 파급될 것이다. 4) IT/바이오가 주도하는 실적 펀더멘탈 환골탈태 시도 역시 중소형주 시장의 이익 안정성 제고의 긍정요인으로 기능할 전망이다. 5) 통계적 상방 임계구간까지 확대된 KOSPI-KOSDAQ 12개월 누적 수익률 격차는 KOSDAQ/중소형주 시장의 Edge Play 가능성을 지지한다. 중소형주 연초효과와 양도세 개정안에 대한 수급적 오해가 존재하나, 관련 우려의 현실화 가능성은 미미하다. Size Rotation Trading 전략대안으로서 KOSDAQ/중소형 성장주 시장을 괄목상대할 시점인 것이다.

Strategist 이재만 | 주식시황/파생 김용구 | Quant Analyst 이경수

1) US Macro Play: Let's go together

- 최근 미국경제는 순환적 경기 회복 단계를 넘어 구조적 선순환 사이클 진입을 타진하는 모습

→ 연준 통화확장 시도에 트럼프노믹스 재정부양 기대가 가세, 소비경기 일변도에 Capex 확충투자 수요까지 가세한 결과

- ISM 제조업 지수 25%, 비제조업 지수 75%로 가중평균 산출한 미국 경기 모멘텀 지수는 통계적 상방 임계구간인 +1SD 수준을 상회

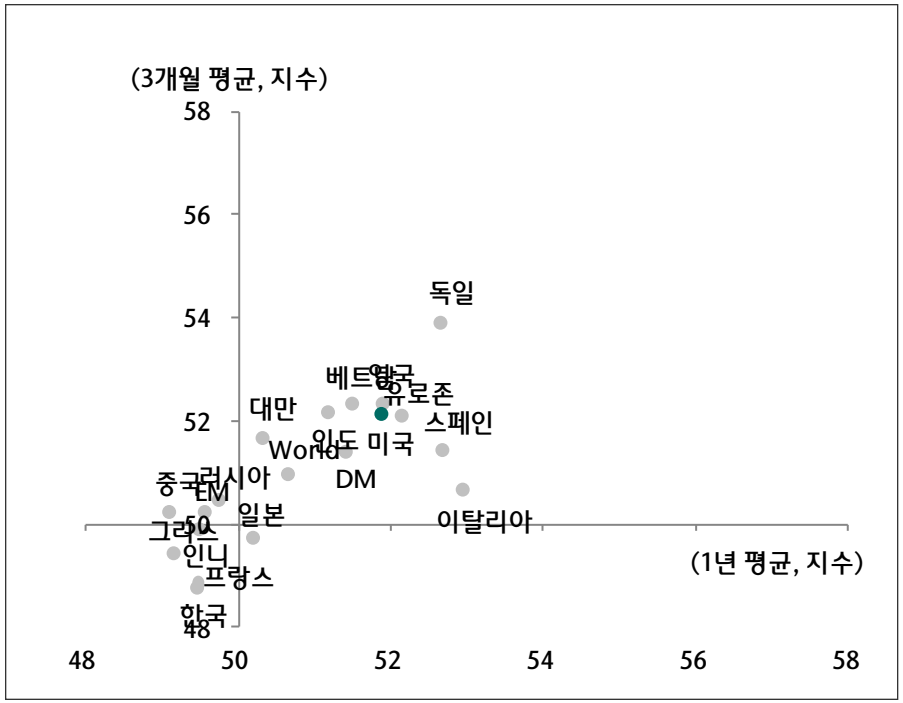
미국 경기환경은 순환적 회복세를 넘어 구조적 선순환 사이클 단계로 추가 도약

주: 미국 경기 모멘텀은 ISM 제조업 25%, ISM 서비스업 75%로 산출
자료: Markit, 하나금융투자

분수효과와 낙수효과의 앙상블

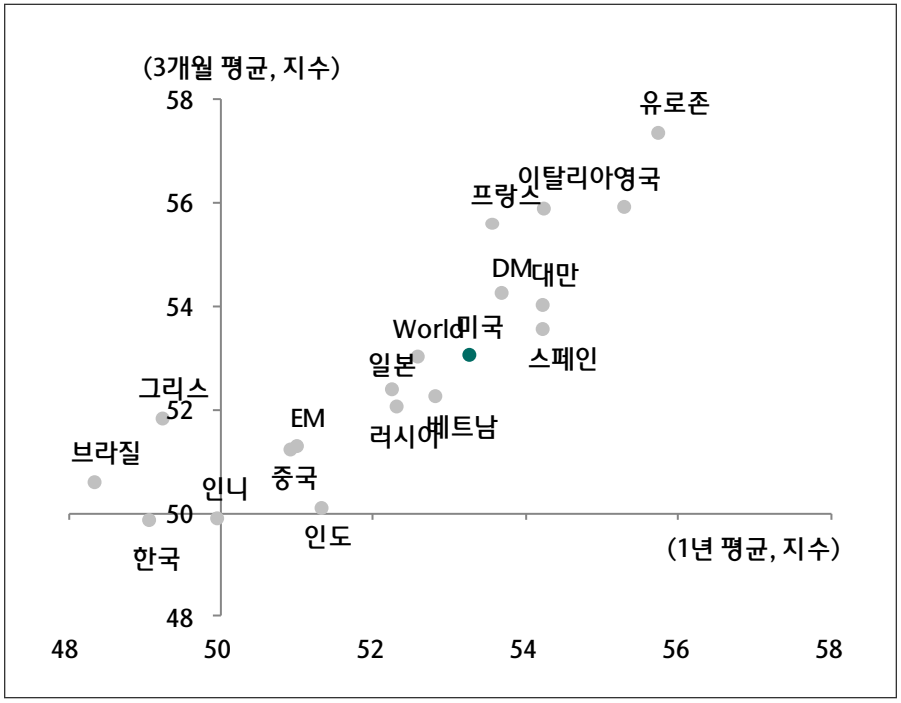
- 미국 경기환경의 순환적 회복은 선진경기 전반에 대한 분수효과와 함께 신흥 공업국향 낙수효과로 파급
- 주요국 Markit 제조업 PMI 산포도를 살펴보면, 작년 9월의 경우 일부 선진국 중심의 제한적 경기 회복세가 관찰됐으나 현재는 선진국과 신흥국 쌍끌이 형태의 추세적 경기확장 징후가 관찰

2016년 9월 기준, 주요국 Markit 제조업 PMI 산포도



자료: Markit, 하나금융투자

2017년 9월 기준, 주요국 Markit 제조업 PMI 산포도



자료: Markit, 하나금융투자

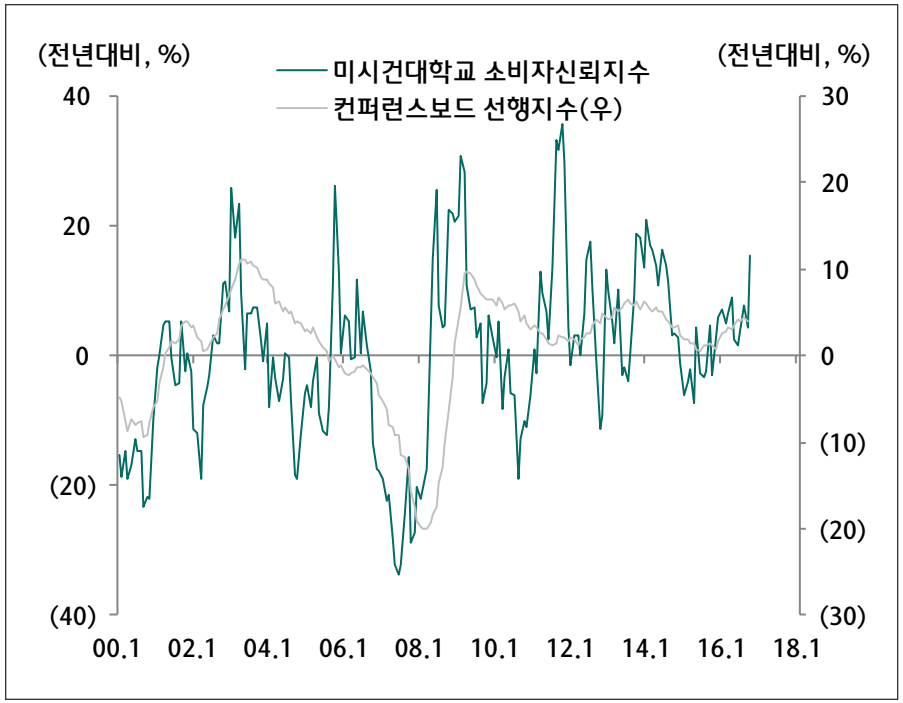
미국의 힘: 소비/투자 원투펀치

- 미국 GDP 성장률의 70%는 소비로 구성. 2018년 미국 소비경기 환경은 견조한 확장세를 지속할 전망

→ 1) 경제주체 매크로 자신감 회복, 2) 고용시장 호조, 3) Wealth Effect, 4) 저축률 감소, 5) 가계 재무건전성 개선

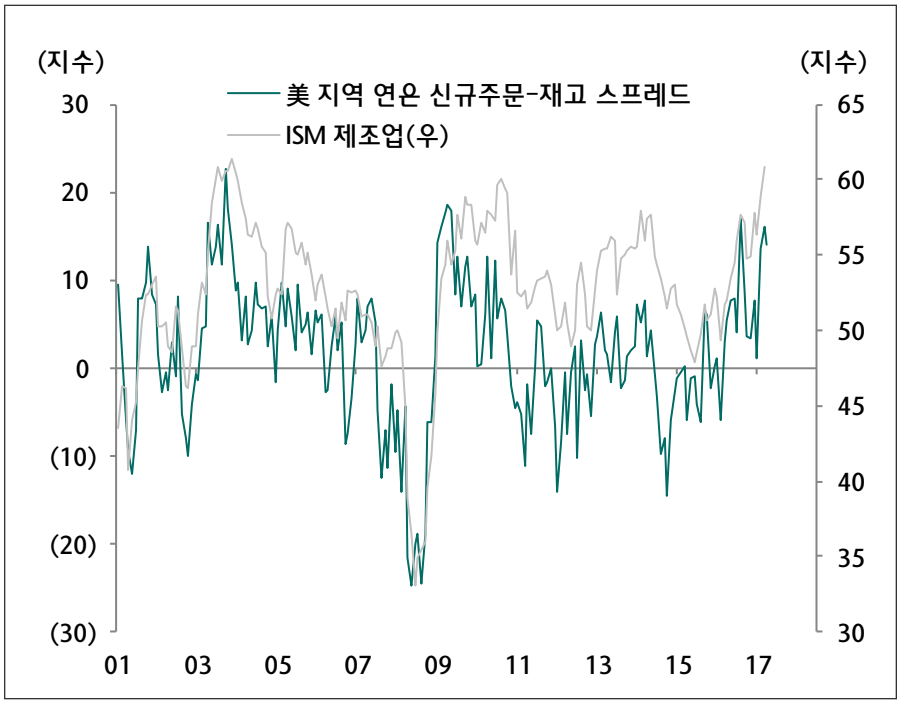
- 미국 매크로 선순환 사이클 가동과 트럼프 세제개혁안 발효는 제조업 경기에 대한 낙관론과 함께 투자경기 활성화의 촉매로 작용

미시건대 소비자신뢰지수와 컨퍼런스보드 선행지수



자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

미 지역 연은 신규주문-재고 스프레드와 ISM 제조업 지수



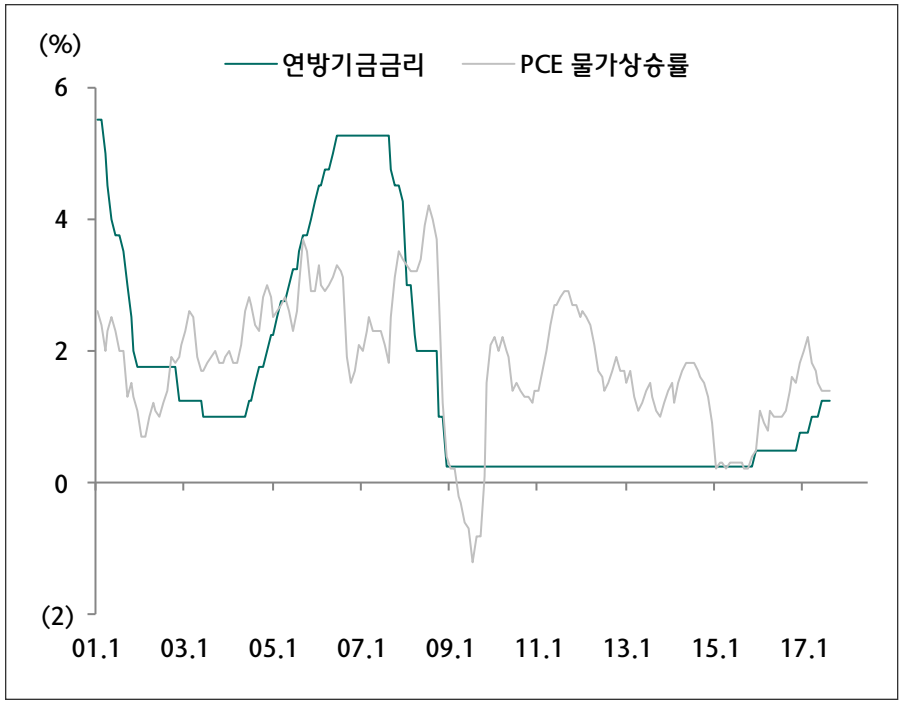
자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

매둘기(Hawk + Dove) Fed

- Fed는 9월 FOMC를 통해 2017년 내 추가 1회, 2018년 내 추가 3회 정책금리 인상 가능성을 시사
- 계속된 통화정책 정상화 시도에도 불구, 신중하고도 완만한 연준 통화정책 스탠스는 불변

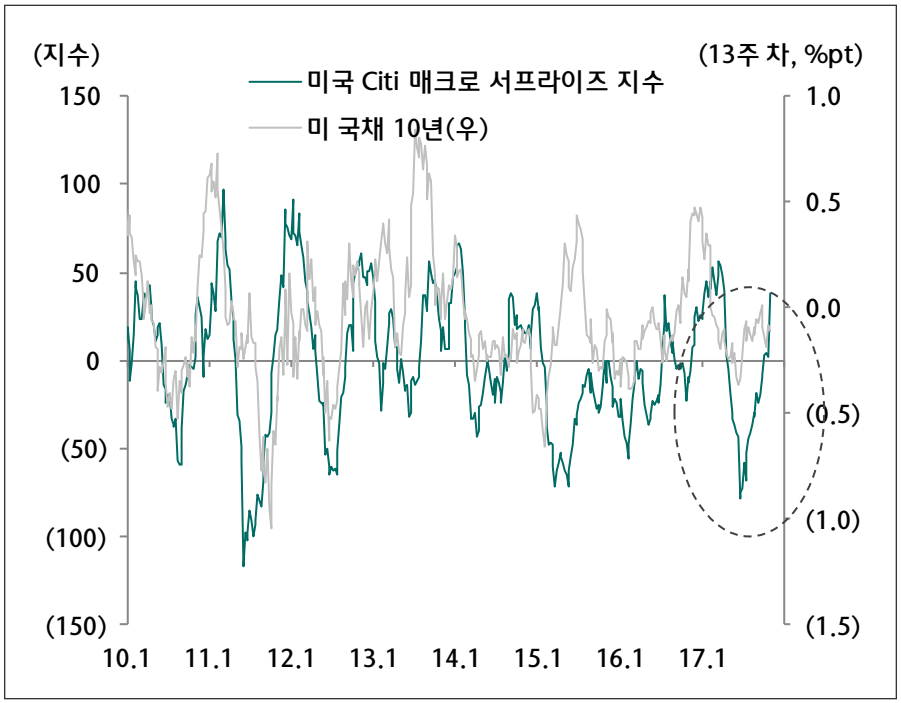
→ 1) 실질금리 측면 저금리 환경의 지속, 2) 인플레이션 타겟팅을 통한 고압경제 용인, 3) Macro data dependent 정책경로

Fed 금리인상에도 불구, 실질금리 측면 저금리 환경은 지속



자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

정책 불확실성은 달러강세 및 금리상승 가능성을 제약



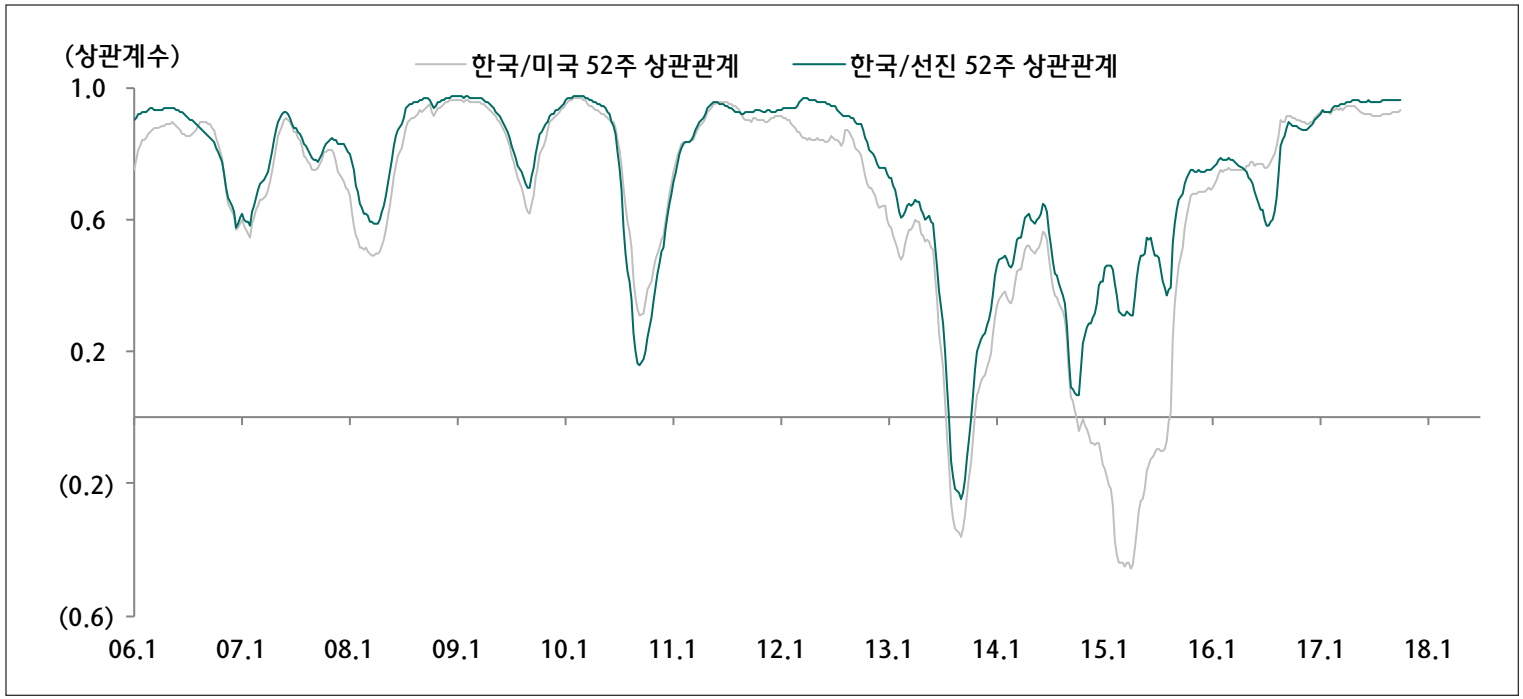
자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

2018년 포트폴리오 전략 초점: 미국만 보고 간다!

- 미국이 주도하는 2018년 경기환경에 대한 긍정론은 글로벌 증시 섹터 로테이션 환경 주도권 변화를 자극할 것
- 2018년 포트폴리오 전략 포커스를 미국發 Top-down Play에 맞출 필요

→ 1) US Macro Play: IT/금융/기계/바이오, 2) Size Rotation Trading: KOSDAQ/중소형 성장주

한국/미국 및 한국/선진증시 52주 상관관계: Coupling 현상 강화

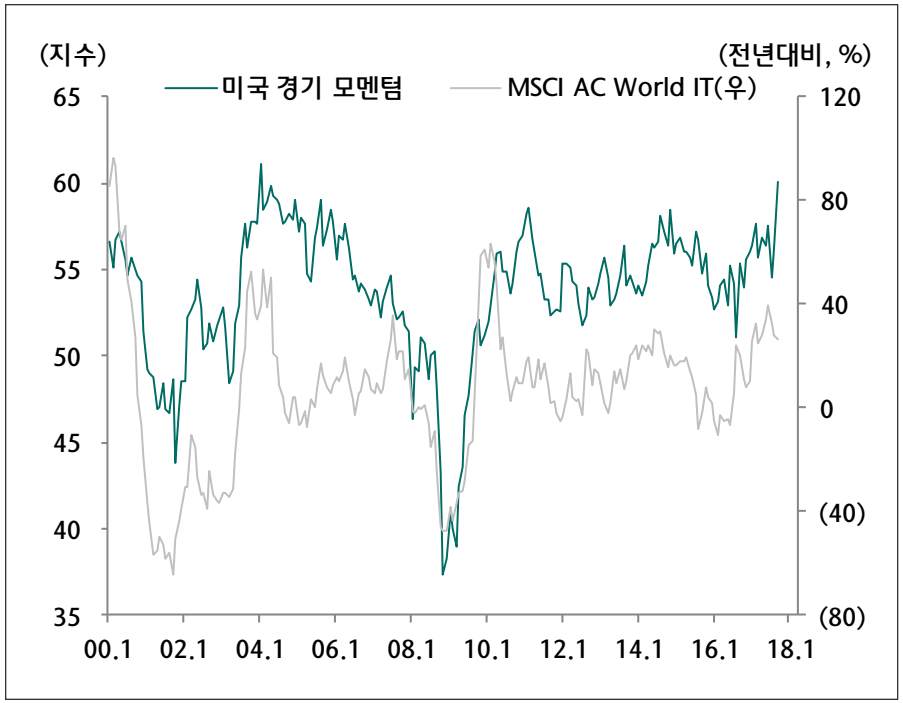


자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

① IT: 대장주는 쉽게 죽지 않는다

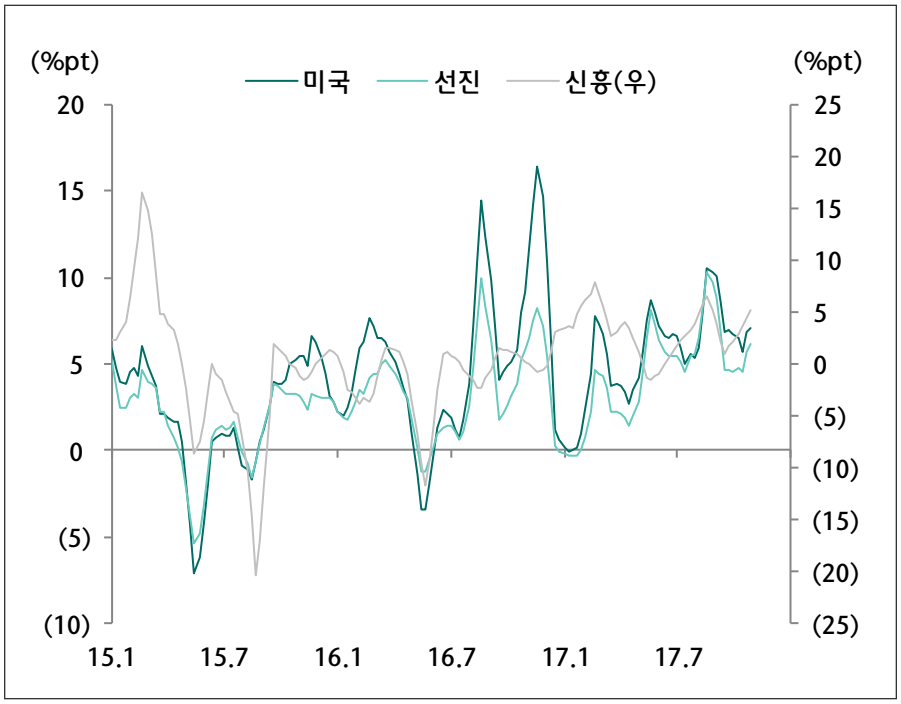
- 최근 글로벌 증시 일각에서 IT Super Cycle 정점통과 가능성이 제기
- 단, 1) 미국 주도 글로벌 경기환경에 대한 변함없는 신뢰와, 2) 시장을 크게 넘어서는 IT 실적 모멘텀을 고려할 경우, 상기 주장의 설득력은 상당수준 제한

미국 경기 모멘텀과 필라델피아 반도체 지수



주: 미국 경기 모멘텀은 ISM 제조업 25%, ISM 서비스업 75%로 산출
자료: Markit, Bloomberg, 하나금융투자

지역별(MSCI BM) IT 섹터 – 시장 이익수정비율 차



자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

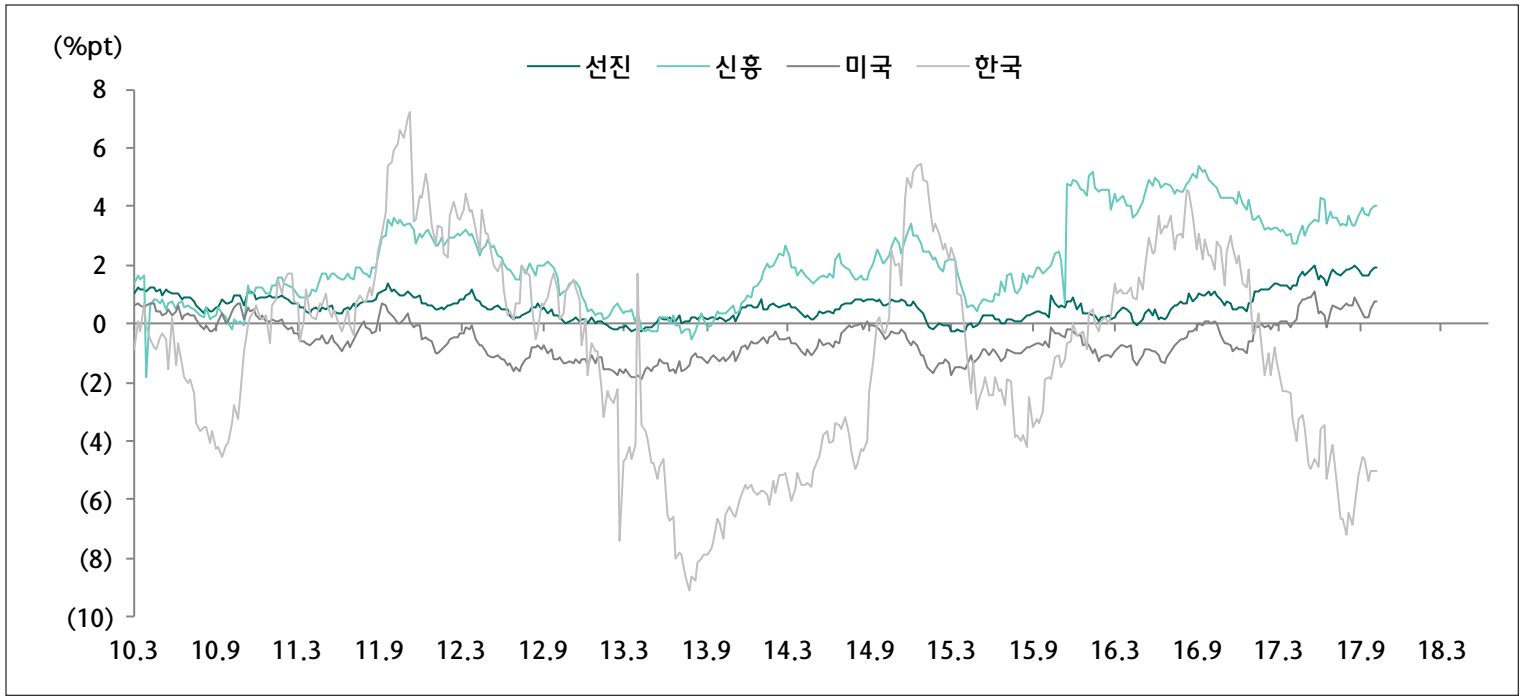
2018년에도 반도체 Bull Market은 계속된다

- 2000년 이후 세 차례(1차: '02~ '06, 2차: '09~ '10, 3차: '16~현재)의 반도체 호황국면이 전개(한국은행 분석)

→ 반도체의 부문별 비중: (투자) 과거 10.5% vs 현재 20.2%, (생산) 과거 4.7% vs 현재 10.7%, (수출) 과거 10.6% vs 현재 14.8%, (매출) 과거 6.1% vs 현재 7.4%, (영업이익) 과거 17.5% vs 현재 28.9%

→ 반도체 주도 글로벌 IT Super Cycle에 대한 기대는 2018년에도 여전히 유효할 것으로 판단

지역별 IT 섹터의 시장대비 시총비중 – 이익기여도 차: 한국은 글로벌 IT 내 상대적/절대적 안전지대

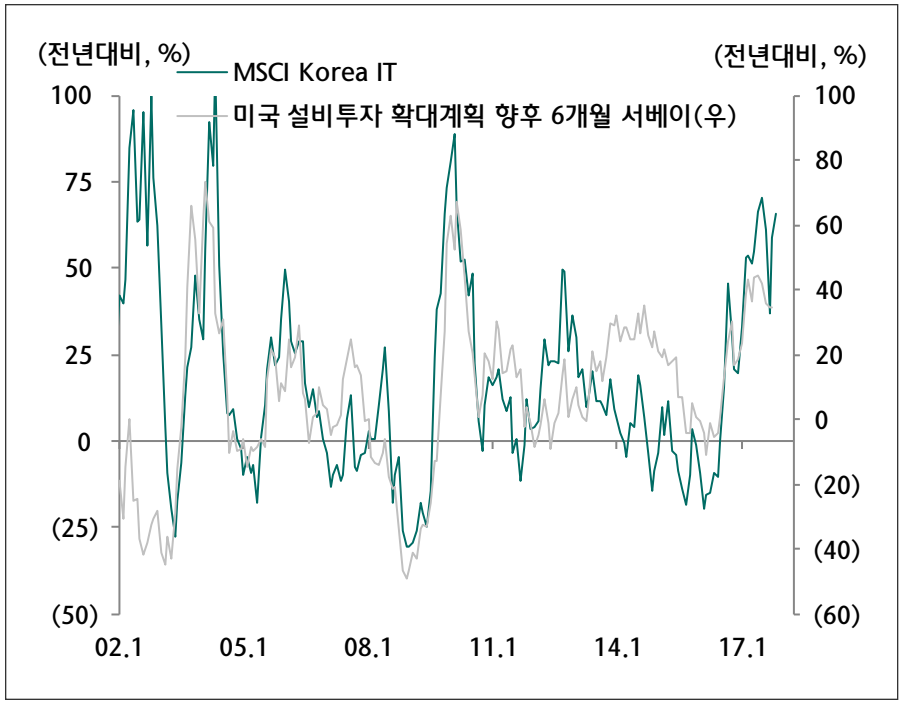


자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

글로벌 IT 밸류체인 내 절대적/상대적 안전지대 한국

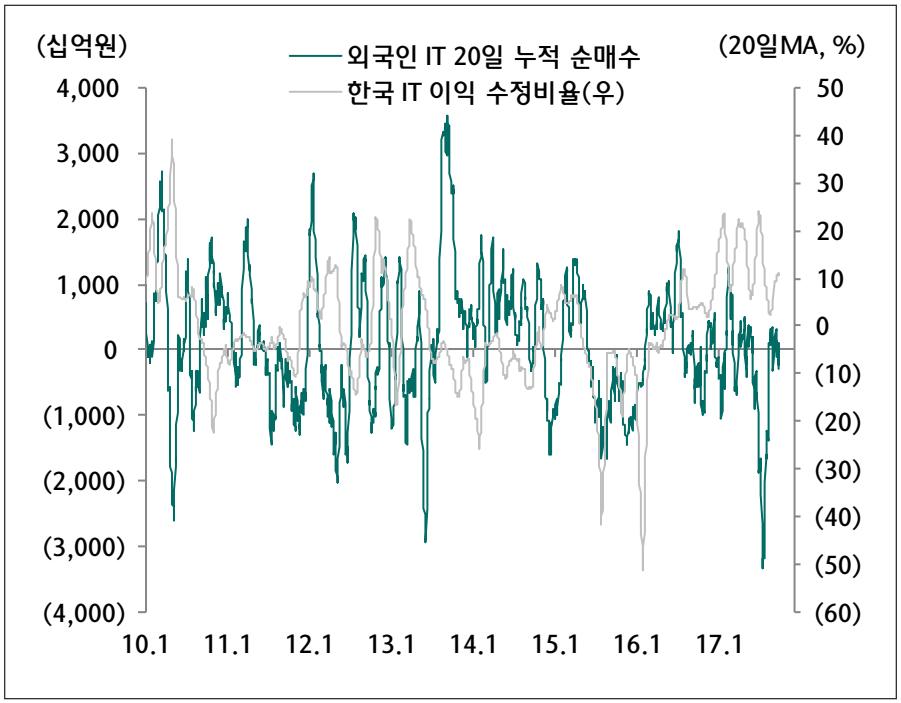
- 지역별 시장 대비 IT 섹터 시총 비중-이익기여도 비중 차분으로 보면, 글로벌 IT 내 한국의 절대적/상대적 안전지대적 위상은 공고
- 미국 주도 글로벌 IT 수요환경에 대한 긍정적 기대는 한국 IT 이익 가시성 증대와 함께 외국인 러브콜 강화로 파급될 전망
- 반도체 Super Cycle 추동력의 S/W로의 분수효과, 소재/장비/부품 등 관련 하부 밸류체인으로의 낙수효과 가능성을 염두

미국 설비투자 확대계획 서베이와 한국 IT 섹터 주가 추이



자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

한국 IT 외국인 수급과 실적 모멘텀

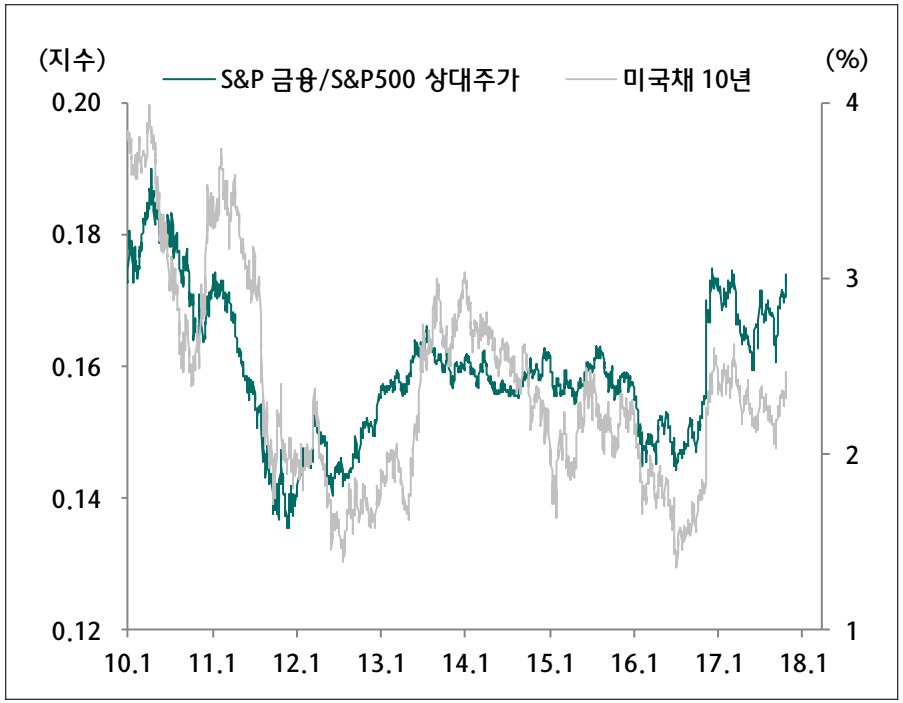


자료: Thomson Reuters, Dataguide, 하나금융투자

② 금융: 해묵은 금리 Play를 넘어

- 글로벌 금융주 투자환경은 시중금리 상승에 따른 이익 가시성 개선 기대를 반영하며 은행주가 시장 주도주로 급부상
- 미국 대형은행에 대한 포괄적 자본 적정성 평가(CCAR, Comprehensive Capital Analysis and Review)로 확인된 펀더멘탈 안정성 역시 시장 내 상대적/절대적 안전지대로 은행업종의 가치를 뒷받침

시장대비 미국 금융주 상대주가와 미 국채 10년 금리



자료: Bloomberg, 하나금융투자

연준 은행권 스트레스 테스트 통과율과 금융 섹터 수익률

구분	CCAR(%)	금융 절대 수익률(%)	금융 상대 수익률(%)
2013	86	28.8	3.5
2014	80	13.8	1.4
2015	93	-5.5	-3.3
2016	93	23.9	11.7
2017(~10월 말)	100	13.9	-0.4

자료: FRB, Bloomberg, 하나금융투자

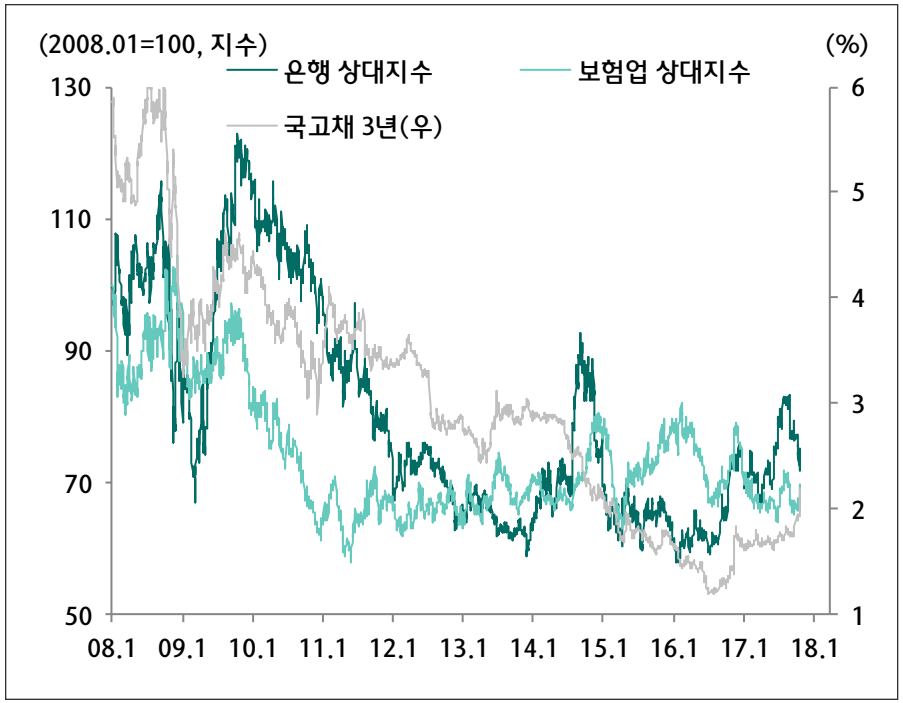
투자전략 포커스의 이동 가능성을 염두

- 단, 미약한 인플레 기대심리와 완만한 물가흐름은 향후 공세적 Fed 금리인상 가능성을 제약하며 장기금리 정체를 야기

→ 이는 금리 Play에 기반했던 기존 주도주 은행에 대한 관망 및 차익실현 욕구 확대로 파급

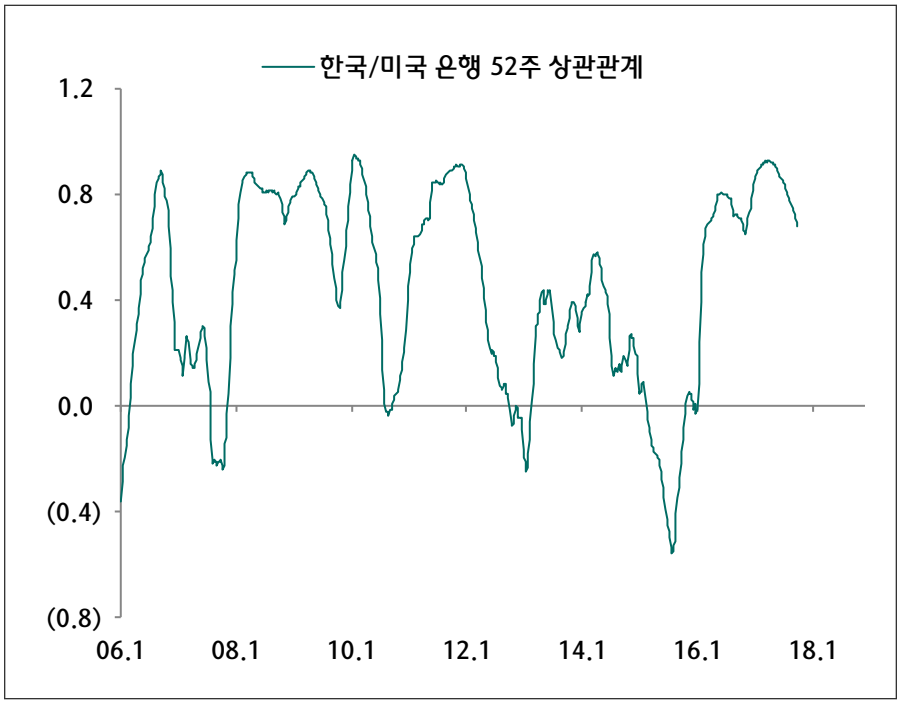
- 한미 은행업종 상관관계 역시 상반된 규제환경에 대한 시각차를 반영하며 Peak-out 기류가 완연

시장대비 은행 및 보험 상대주가와 국고 3년 금리



자료: Bloomberg, 하나금융투자

한미 은행업종 상관관계는 최근 Peak-out 기류가 확연

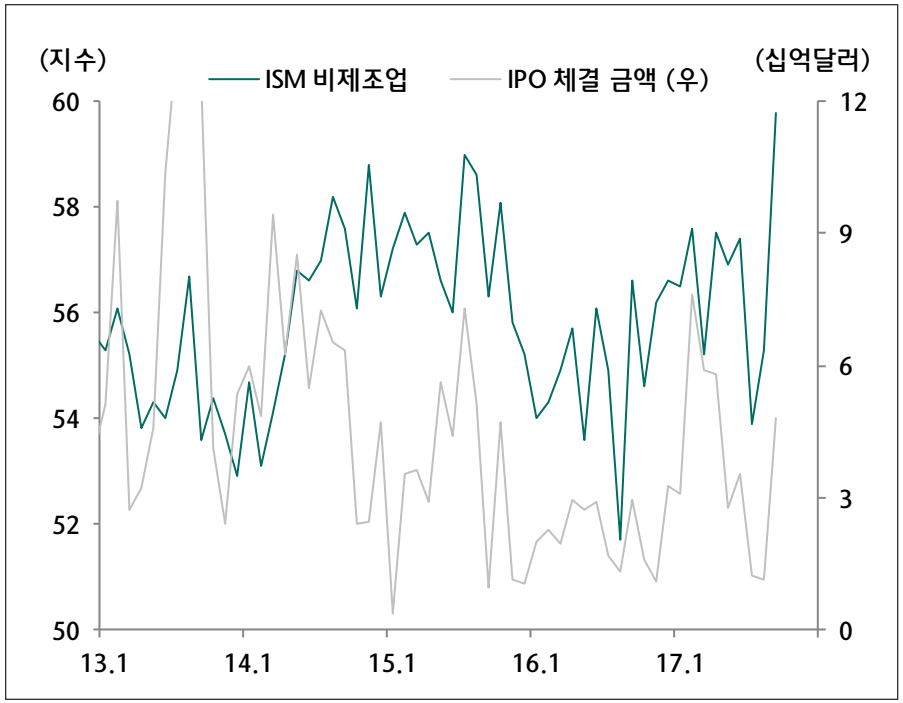


자료: Bloomberg, 하나금융투자

수렴(은행)에서 발산(증권/보험)으로

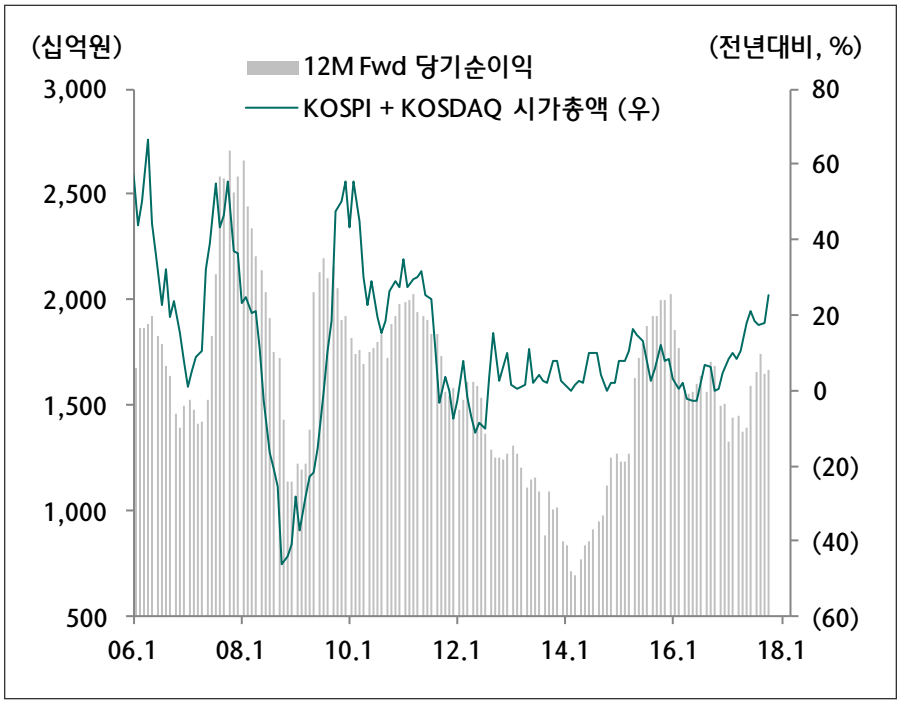
- 은행 일변도에서 증권/보험 등으로의 금융주 상승 모멘텀 확산 가능성을 염두에 둬야 할 시점
- 국내외 경기환경의 추세적 개선은 증시 활황에 대한 긍정론과 함께 증권주 펀더멘탈의 긍정요인으로 기능
- 보험주 고배당 및 보유 지분가치 메리트는 잠재적 주가 Down-side 리스크에 대한 방어기제로 작용할 전망

미국 경기환경의 추세적 개선은 IPO 증가로 파급



자료: Bloomberg, 하나금융투자

국내증시 합산 시총과 증권업종 12개월 예상 순이익



자료: Dataguide, 하나금융투자

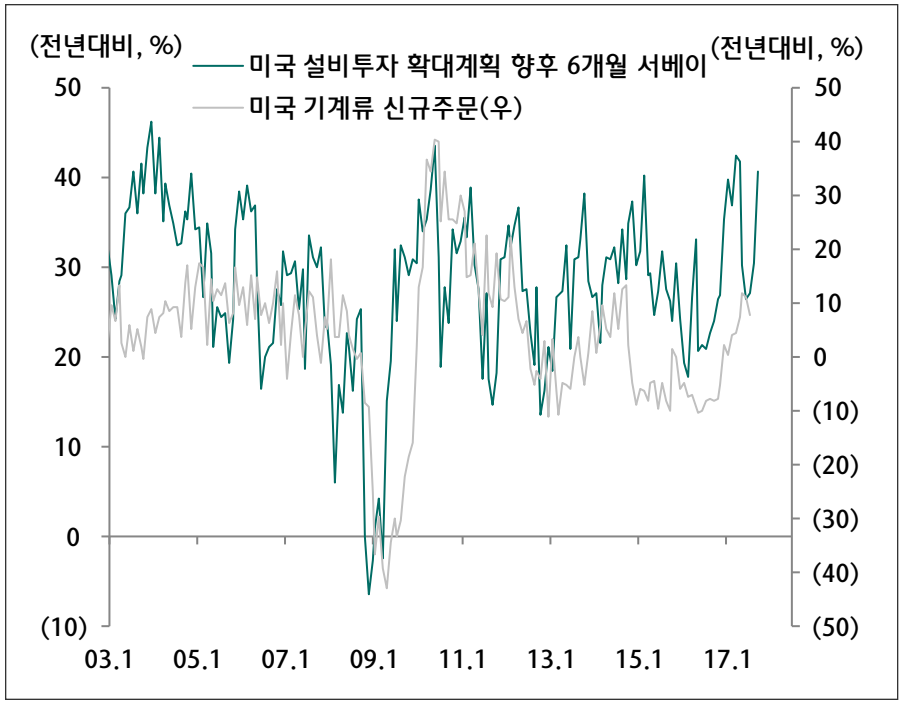
③ 기계: 미국發 Capex 슈퍼 사이클의 기수

- 미 연준이 9월 FOMC를 통해 연내 추가 1회, 2018년 3회 금리인상을 암시했던 근저엔 강한 매크로 자신감이 존재

→ 2017년 실질 GDP 성장률 기존 2.2%에서 2.4%로 상향조정, 2018년경 물가 Target인 2.0%선 도달 전망

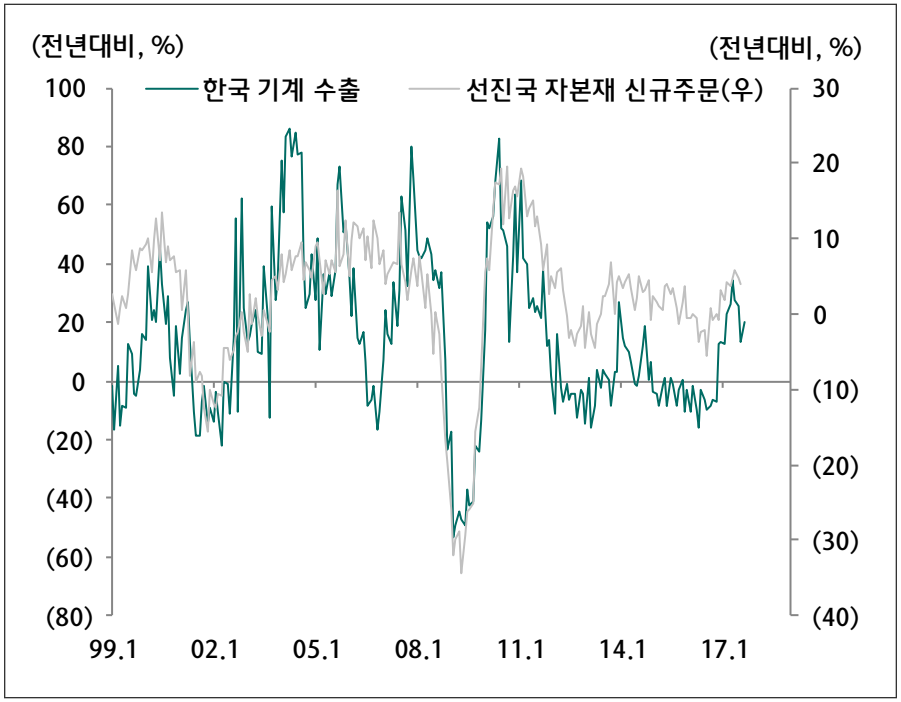
- 미국 주요 기업 CFO 대상 설비투자 확충계획 서베이 역시 최근 경기 모멘텀을 반영하며 상승일로를 지속
- 글로벌 기계산업 수주환경(한국 기계 수출)은 미국을 위시한 선진국 Capex와 자본재 주문 사이클에 연동

미국 설비투자 확충계획 서베이와 기계류 신규주문



자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

한국 건설 기계류 수출과 선진국 자본재 신규주문 추이

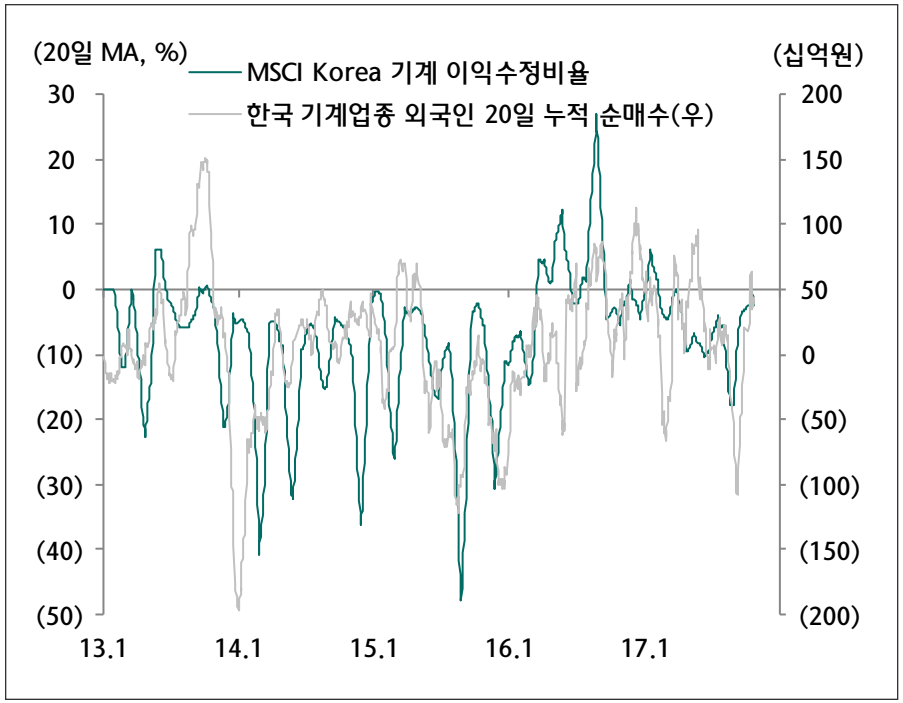


자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

외국인 주도 수급 차별화 가능성

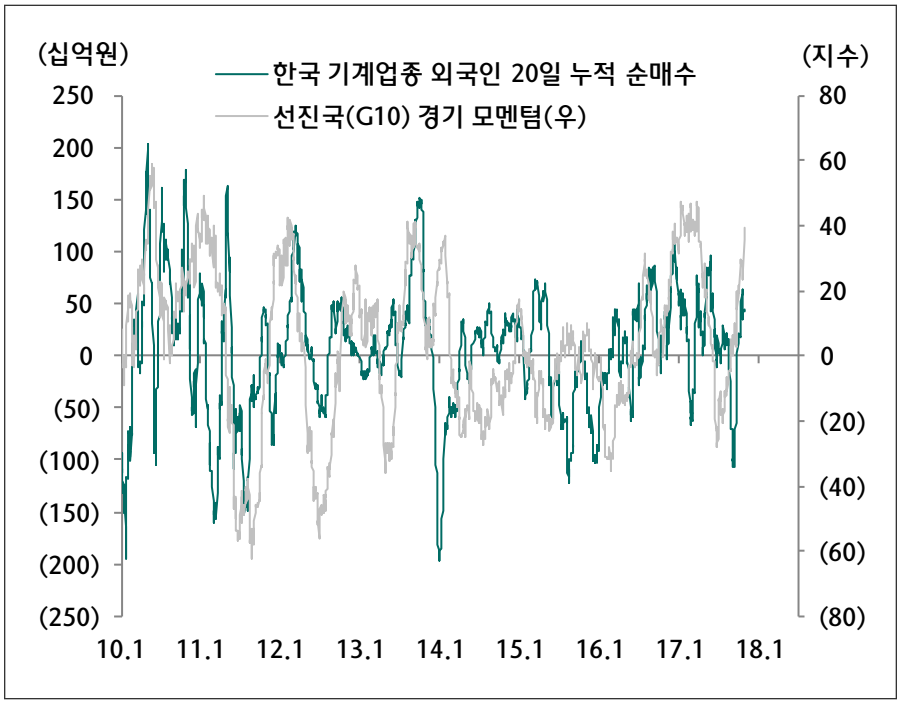
- 글로벌 기계산업 Super Cycle 진입 가능성은 한국 기계업종 실적 모멘텀 개선과 함께 외국인 러브콜을 자극할 전망
- 시장 통념과 달리, 기계업종 외국인 수급 및 주가 경로는 신흥국이 아닌 선진국 경기환경 변화에 보다 밀접한 상관성을 형성
- China/EM Macro Play가 아닌, US/DM Macro Play 전략대안으로 괄목상대해야 할 시점

한국 기계 업종 이익수정비율과 외국인 20일 누적 순매수



자료: Thomson Reuters, Dataguide, 하나금융투자

선진국 경기 모멘텀과 외국인 기계 20일 누적 순매수



자료: Thomson Reuters, Dataguide, 하나금융투자

못난이 기계의 Catch-up 랠리가 시작된다

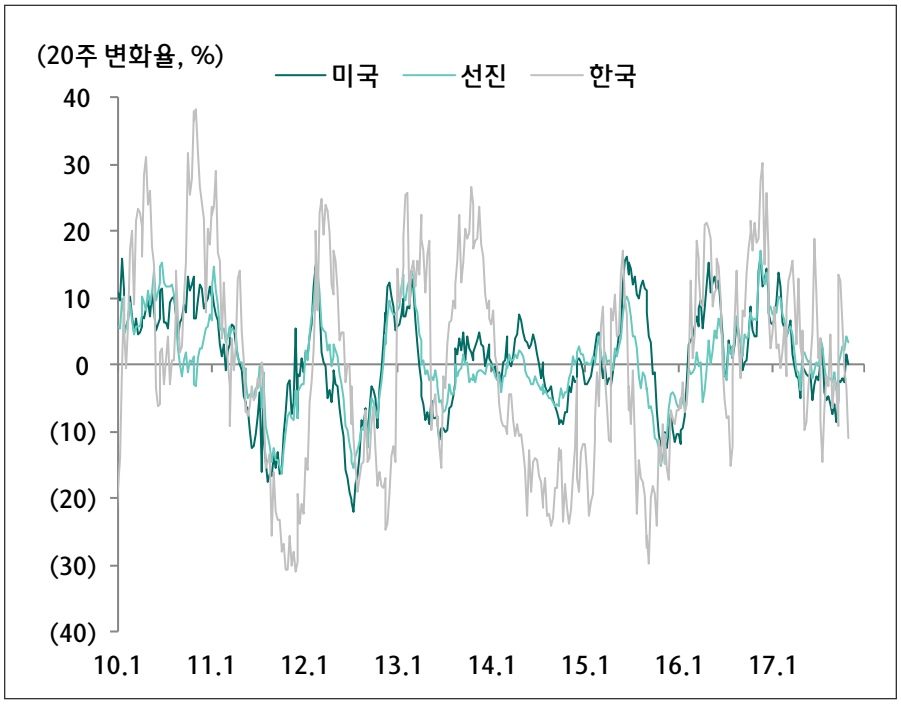
- 미국을 위시한 선진국 경기환경에 대한 긍정론은 글로벌 투자가 기계업종 Bottom-fishing 시도로 파급될 전망
- 2018년 포트폴리오 성과제고의 요체는 펀더멘탈 모멘텀 확산과 낙수효과에 근거한 동일가중 포트폴리오 구축에서 찾을 필요

→ 시장 내 주가 및 밸류에이션 측면 장기소외 업종이자 수급 빈집이라는 사실은 기계 업종의 2018년 전략적 유용성을 지지

지역별(MSCI BM) 시장대비 기계업종 상대주가

자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

기계 시장대비 상대 P/B: 한국은 EM보단 DM 변화에 연동



자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

④ 바이오/헬스케어: 성장주 프리미엄의 부활

- 2015년 하반기 이래 일련의 정책 불확실성(오바마케어 지속 가능성과 약가 규제 우려)과 디플레 압력에 신음했던 글로벌 바이오/헬스케어 섹터는 2017년을 기점으로 저점권 방향선회 시도가 전개

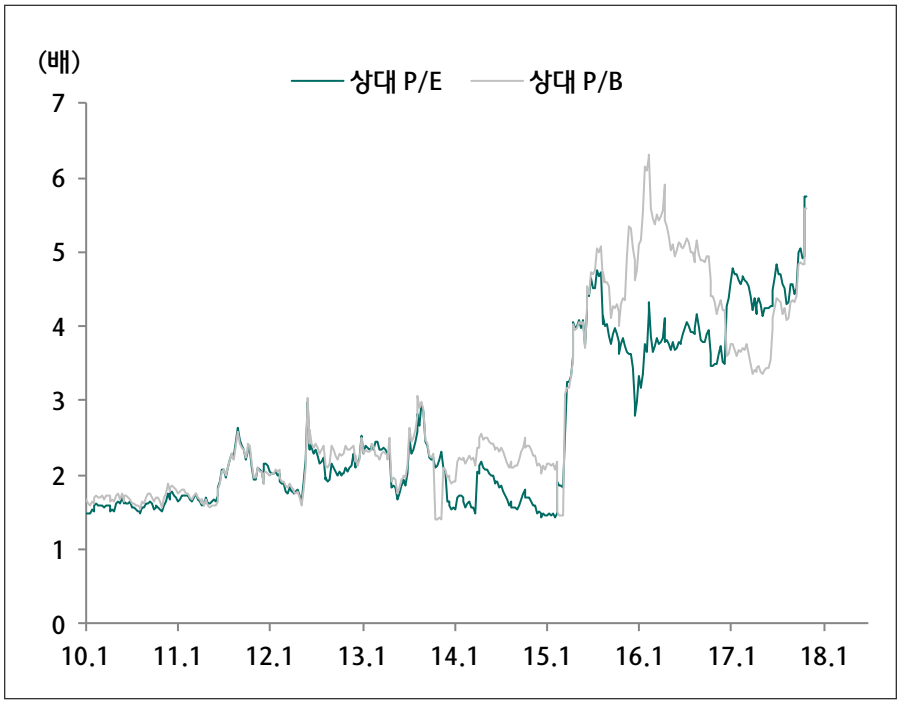
→ 1) 친기업 성향 트럼프노믹스 정책기대, 2) 소비/투자경기 회복에 따른 산업 디플레이션 압력 완화, 3) 산업 마진환경 개선 영향

- 시장 내 구조적 성장주로서 국내외 바이오/헬스케어의 중장기 프리미엄 밸류에이션 부활 가능성을 주시해야 할 시점

글로벌 바이오/제약주 시장대비 상대주가

자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

한국 바이오/제약주 시장대비 상대 밸류에이션

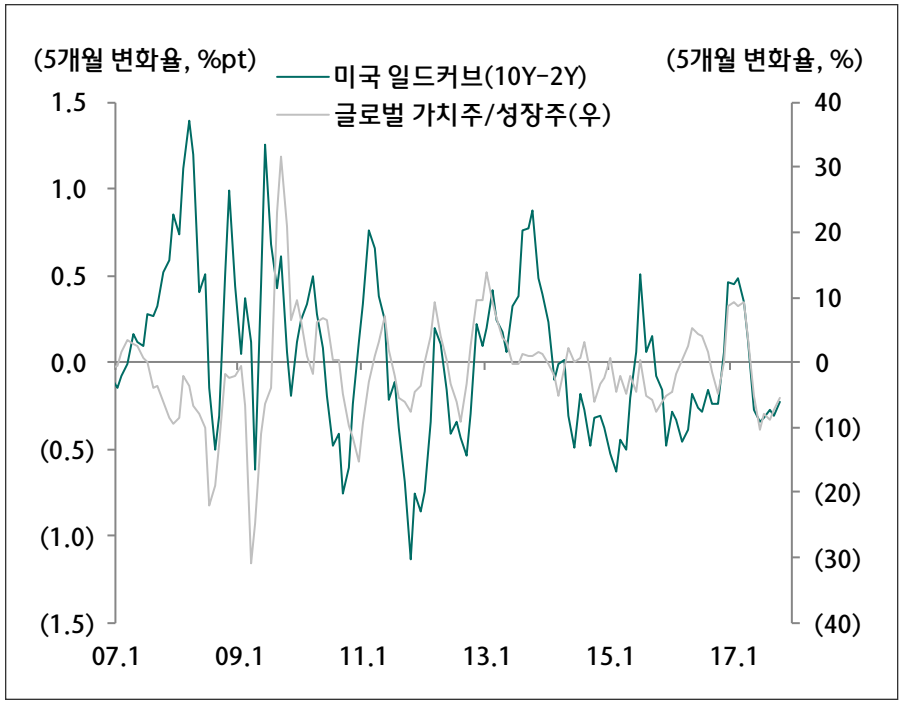


자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

통화긴축을 두려워하지 않는 이유

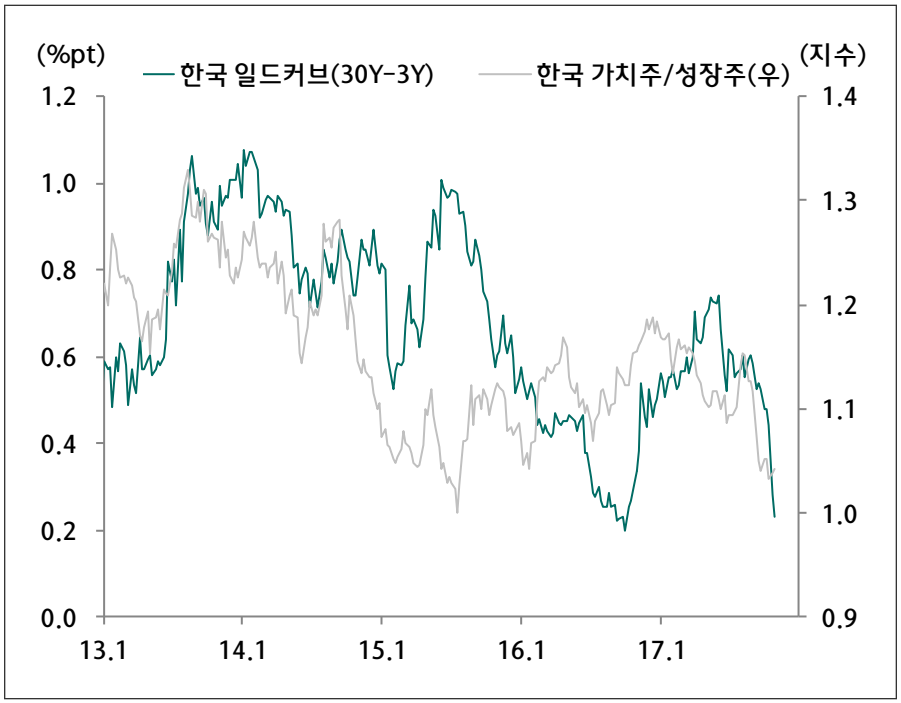
- 글로벌 매크로의 순환적 회복과 주요국 통화정책의 긴축선회에도 불구, 장단기 금리 스프레드(일드커브)는 플래트닝 기조가 완연
- 구조적으로 약화된 인플레 압력 및 완만한 시장금리 상승과 Hawkish Fed 정책 스탠스 사이에서 발생한 인지부조화 현상으로 이해
- 이는, 주요국 통화긴축 = 성장주 후퇴라는 조건 반사적 접근에 대한 전술적 재검토가 필요함을 시사

미국 일드커브와 글로벌 가치/성장주 상대주가



자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

한국 일드커브와 한국 가치/성장주 상대주가

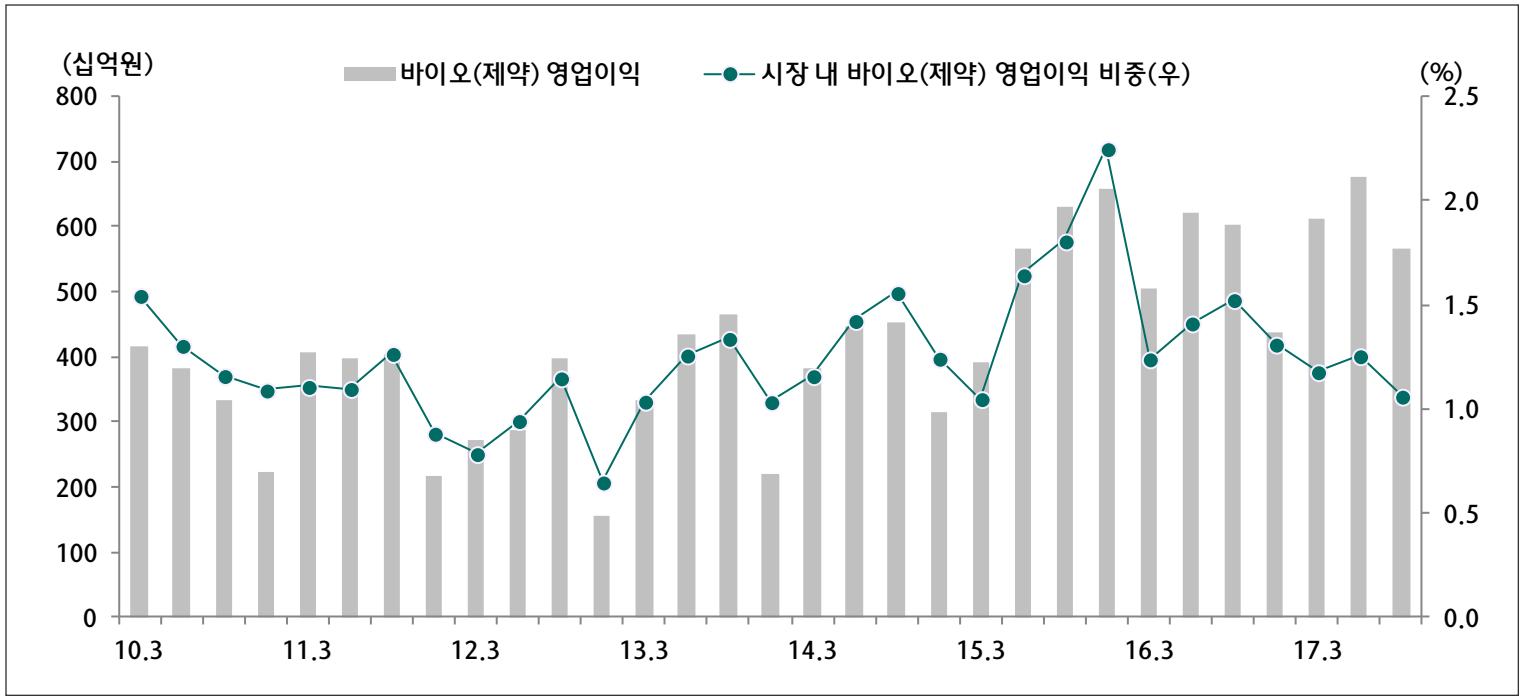


자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

핵심은 Earning Power

- 매크로 및 정책환경 변화에도 불구, 국내외 바이오/헬스케어 섹터의 견조한 실적 성장흐름은 지속
- 미국 바이오제약품 PPI – CPI 차로 측정되는 글로벌 바이오 마진환경 상승전환은 관련 섹터 펀더멘탈 개선 추세화 가능성을 암시
- 바이오시밀러를 필두로 한 한국의 글로벌 밸류체인 안착시도 역시 중장기 Earning Power 개선을 기대케 하는 명징한 긍정요인

분기별 한국 바이오/제약주 합산 영업이익과 시장 내 이익기여도 비중



자료: Quantiwise, 하나금융투자

2018, US Macro Play Top picks

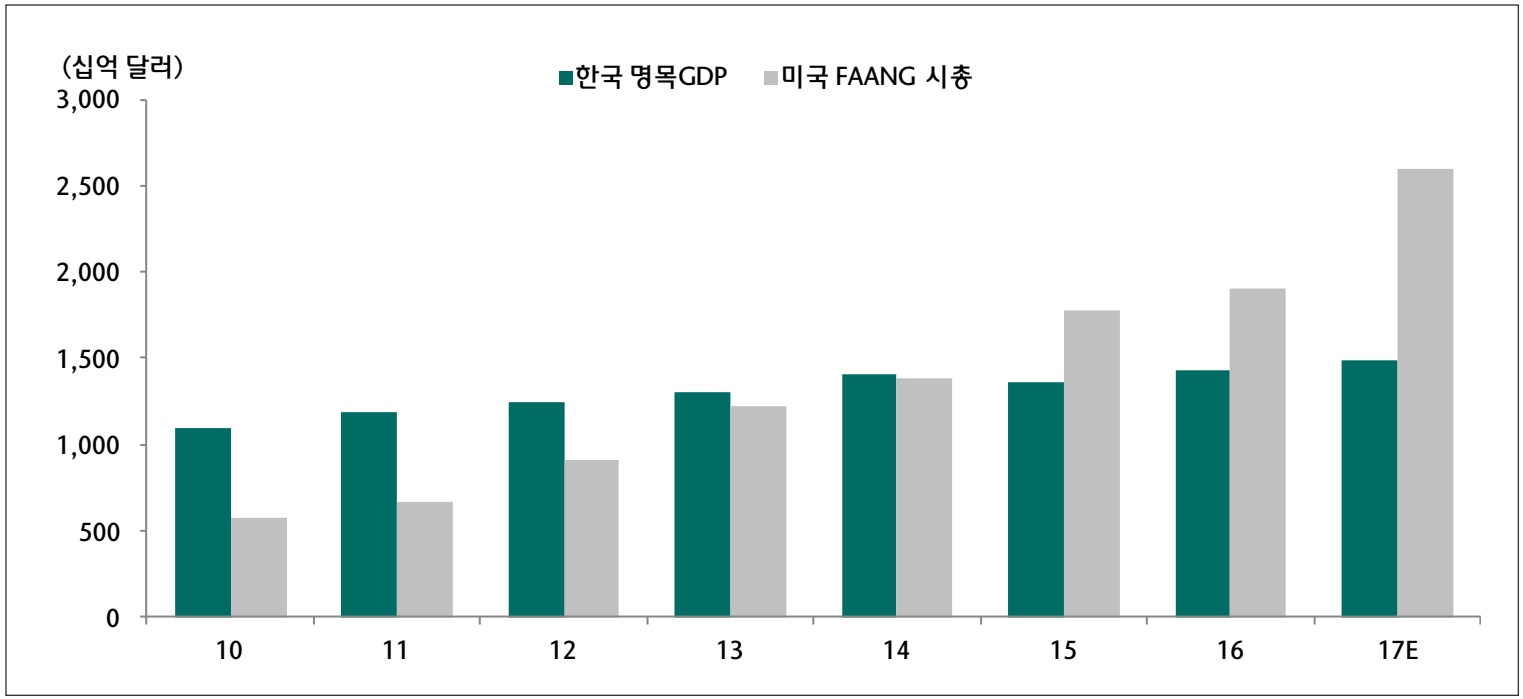
종목명	시가총액 (십억원)	2017E			2018E			12M Fwd P/E (배)	12M Fwd P/B (배)
		영업이익 (십억원)	YoY (%)	YTD (%)	영업이익 (십억원)	YoY (%)	YTD (%)		
삼성전자	344,406	54,454	86.23	64.38	62,103	14.05	75.02	8.83	1.47
SK하이닉스	57,075	13,456	310.65	224.71	15,198	12.95	222.97	4.85	1.28
NAVER	28,974	1,217	10.44	(16.35)	1,440	18.34	(15.47)	29.34	4.75
KB금융	24,627	3,960	136.12	47.52	4,208	6.27	53.50	7.46	0.66
삼성생명	26,400	658	(33.35)	54.83	636	(3.34)	97.41	17.67	0.74
한국금융지주	3,511	555	53.36	39.42	517	(6.82)	20.26	8.75	0.92
현대건설기계	1,351	158	N/A	N/A	209	32.10	N/A	8.19	1.68
디와이파워	260	30	112.49	N/A	34	15.55	N/A	9.60	1.78
한미약품	5,409	89	232.98	(15.21)	115	28.64	(39.43)	72.90	7.14
녹십자	2,425	96	22.65	1.87	107	11.20	(1.35)	31.92	2.16

자료: Quantiwise, 하나금융투자

2) Size Rotation Trading: KOSDAQ/중소형주 시장을 포기할 수 없는 이유

- Sangeet Paul Choudary: '4차 산업혁명의 주인공은 플랫폼을 구축하거나 활용한 자가 될 것'
- Marchall W. Van Alstyne: '플랫폼 레볼루션이 디지털 초연결과 초지능 구축을 가능케 하며, 플랫폼이 세상을 혁신할 것'
- 즉, 플랫폼이 곧 미래이자 시장이며, 4차 산업혁명으로 대표되는 미증유의 혁신이란 의미

FAANG 시가총액 > 한국 GDP(명목)



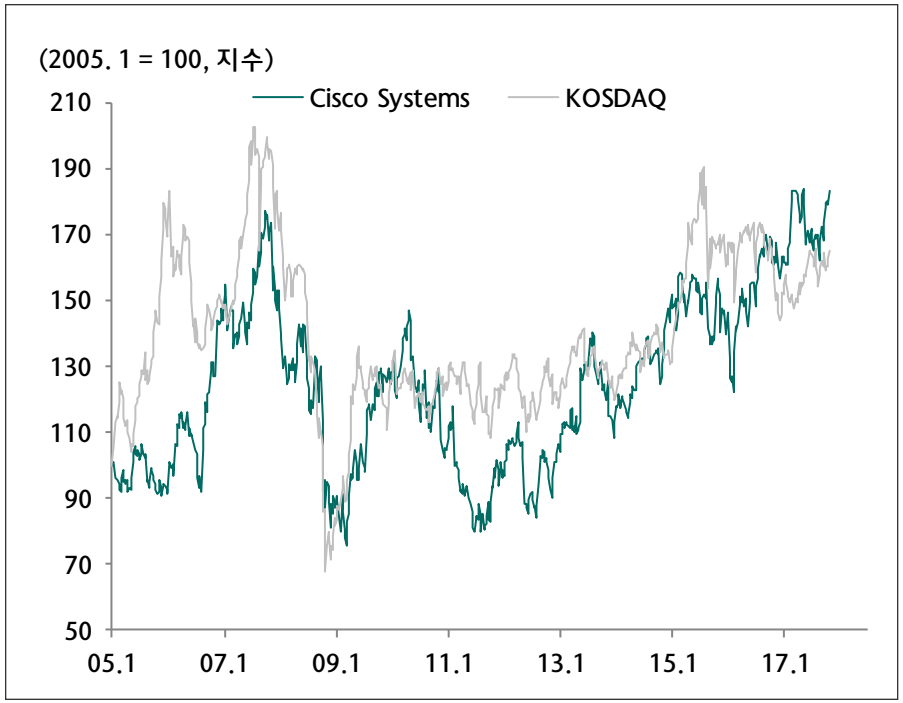
주: 2017년 예상 GDP는 Bloomberg 성장률 및 물가 전망치를 이용해 추정
자료: Bloomberg, 하나금융투자

FAANG과 Cisco가 암시하는 KOSDAQ의 미래

- 개별 파이프 라인(소비/생산/유통) 중심의 구경제는 플랫폼 혁명과 함께 단일 네트워크로 융복합화(Prosumer)된 신경제로 도약
- 플랫폼 혁명과 관련 비즈니스(FAANG) 대부분은 네트워크(Cisco Systems) 기술에 기초
- Cisco와 KOSDAQ간 상관관계는 금융위기 이전('03~ '07) 0.13에서 '12년 이후 0.38, 활황기(~ '15년 상반기)는 0.55까지 상승

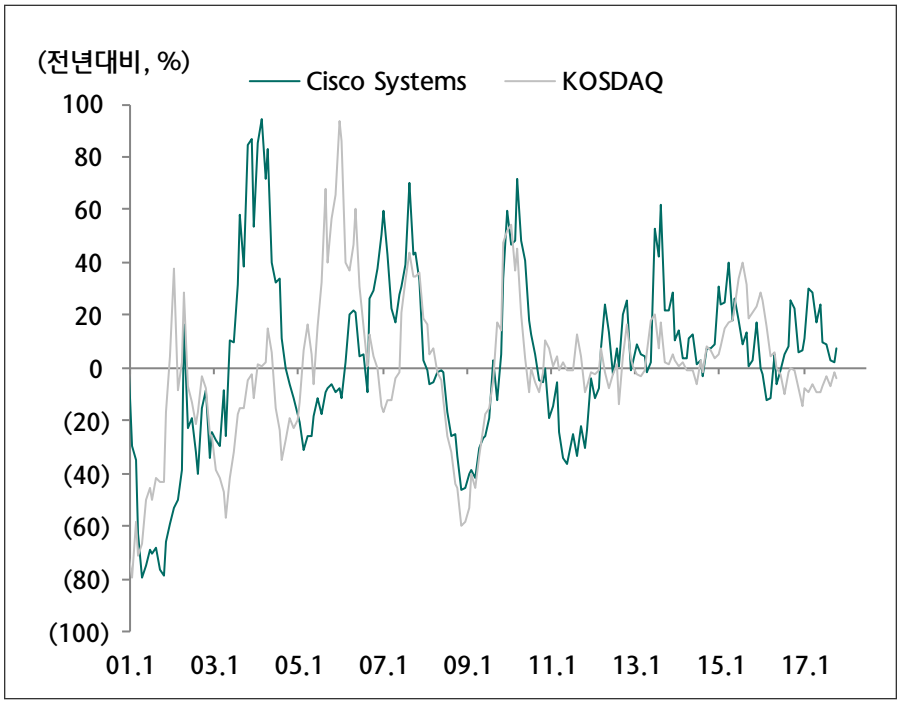
→ 4차 산업혁명에 대한 신뢰가 유효한 이상, 플랫폼/네트워크 혁신과 기술적 접점을 지닌 KOSDAQ의 중장기 성장성은 불변

Cisco와 KOSDAQ 주가 추이



자료: Dataguide, 하나금융투자

4차 산업혁명의 맹아로서 KOSDAQ/중소형주 시장을 주시



자료: Dataguide, 하나금융투자

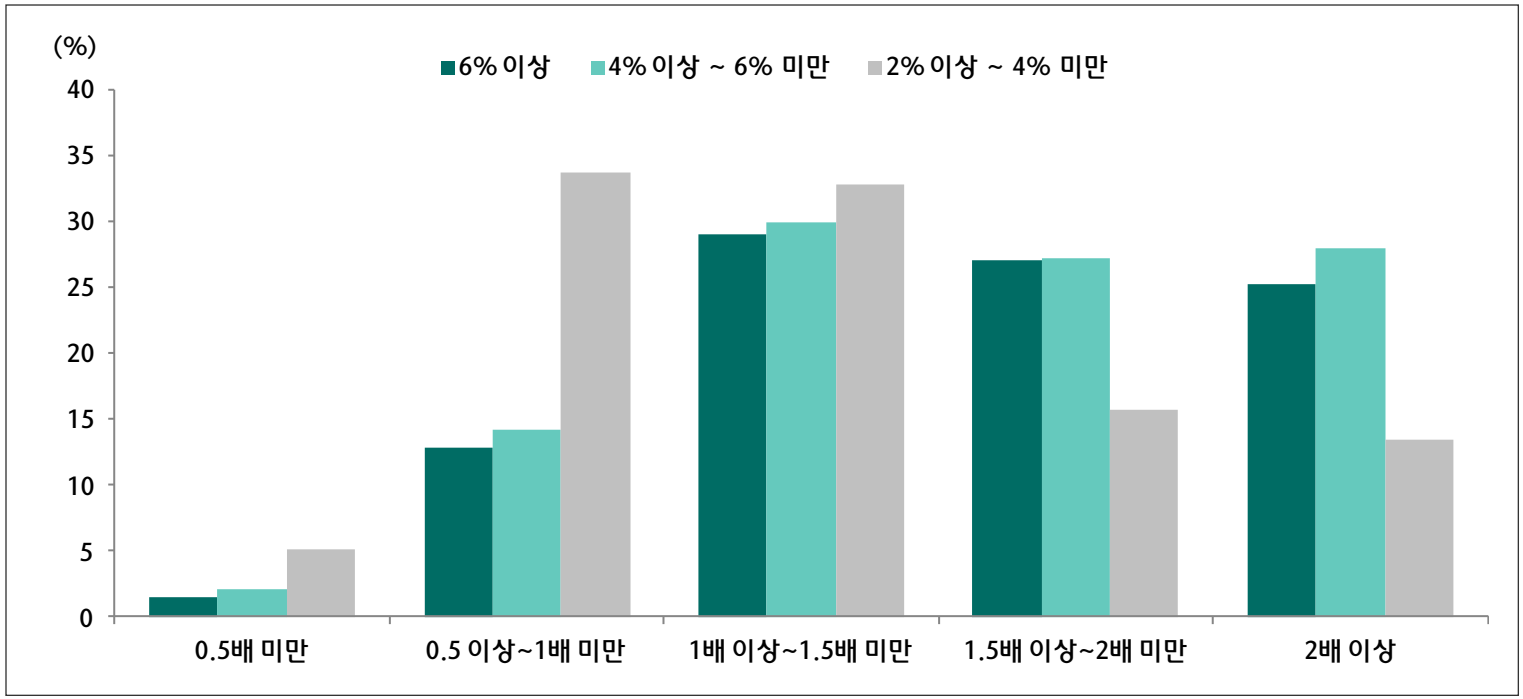
기대감소의 시대 = 성장주 품귀시대

- Paul R. Krugman: '기대감소의 시대의 유일한 돌파구는 생산성 혁신'
- 중장기 매크로 성장성 약화는 표면적으론 시장 및 업종의 저밸류 고착화로 파급되나, 본질적으론 고성장주의 품귀현상으로 귀결

→ 주식시장인 본디 성장과 변화를 향한 노스텔지어의 결집체

→ 중장기 성장자산으로서 KOSDAQ/중소형주 시장을 포기할 수 없는 이유는 바로 이러한 이유 때문

한국 실질 GDP 성장률 구간별 주요 업종 12개월 선행 P/B 분포

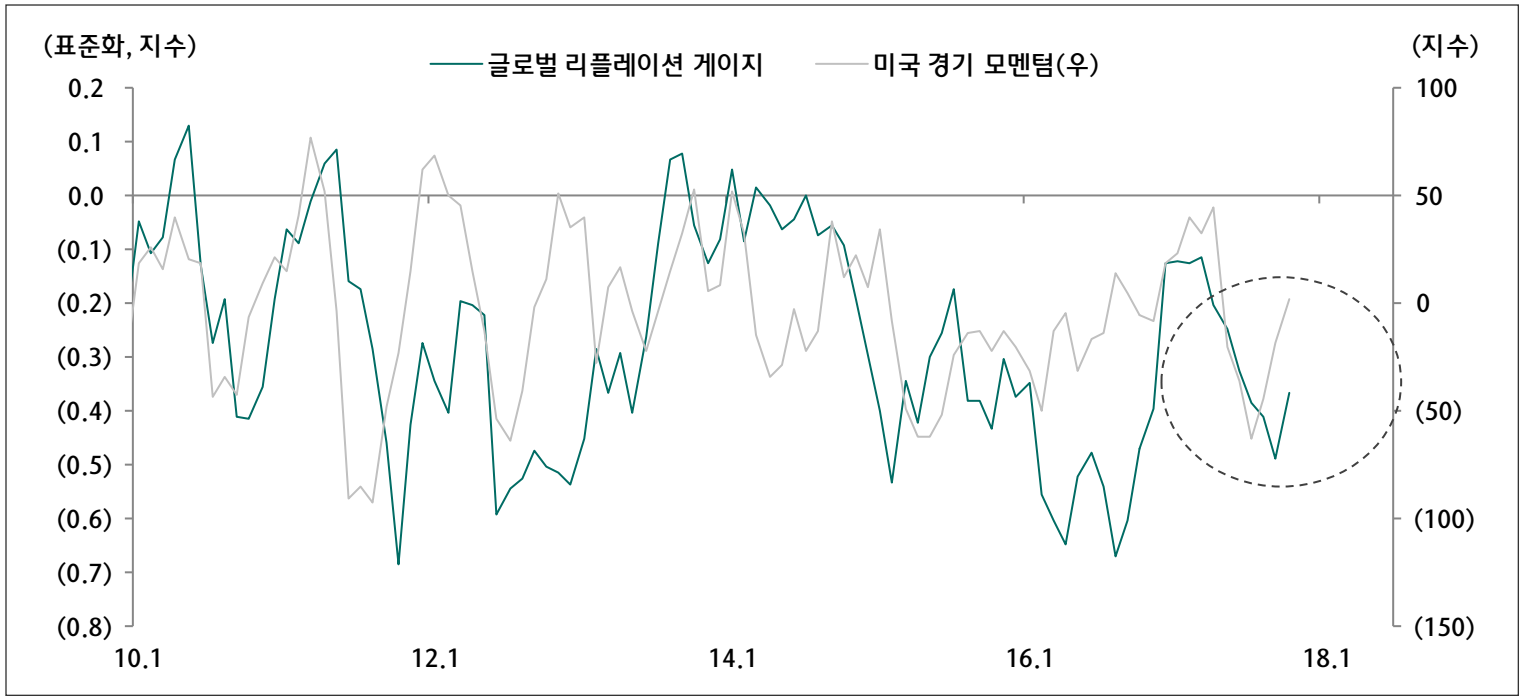


자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

① Goldilocks 낙수효과와 Size rotation

- 미국이 주도하는 글로벌 매크로 환경은 순환적 회복을 넘어 구조적 선순환 사이클 안착을 타진하는 단계로 도약
- 완만한 경기회복과 낮은 인플레 압력, 그리고 여전히 확장적인 유동성 환경은 2018년 Goldilocks 현실화 가능성을 암시

완만한 경기회복과 낮은 인플레 압력, 여전히 확장적인 유동성 환경 = Goldilocks

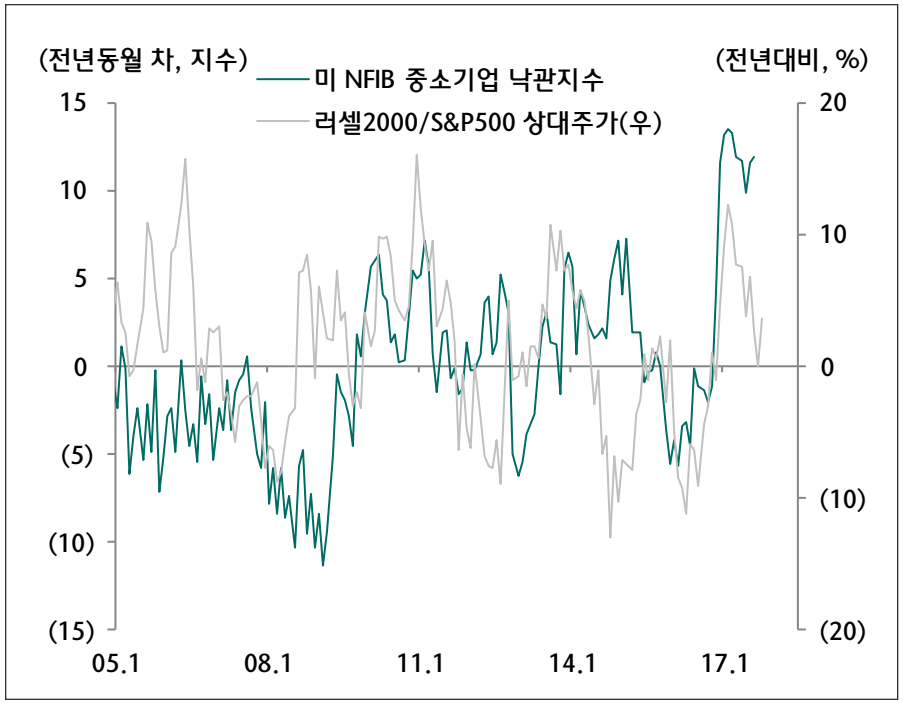


주: 글로벌 리플레이션 게이지는 국제유가/무역가중 달러화/미 국채금리 등을 이용해 산출. 미국 경기 모멘텀은 씨티 경제 서프라이즈 지수
자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

Russel2000과 S&P600에서 감지되는 낙수효과의 증거

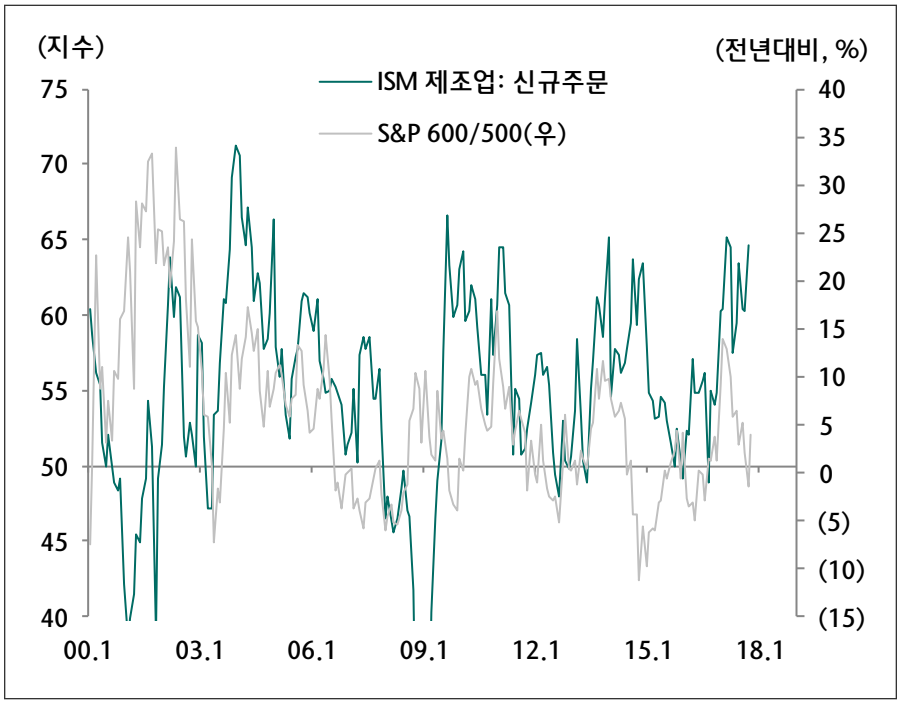
- 미국 중소기업 업황 전망을 대변하는 NFIB 중소기업 낙관지수는 1970년대 이래 사상 최고수준의 개선세가 지속
- ISM 제조업 신규주문 지수 역시, 최근 일련의 소비/투자 경기 회복세를 반영하며 거침없는 상승일변도가 전개
- 매크로 모멘텀의 낙수효과 발현과 추가 정책부양에 대한 기대감은 글로벌 증시 내 Size Rotation 시도를 자극

미 NFIB 중소기업 낙관지수와 러셀2000/S&P500 상대주가



자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

ISM 제조업 신규주문 지수와 S&P600/S&P500 상대주가

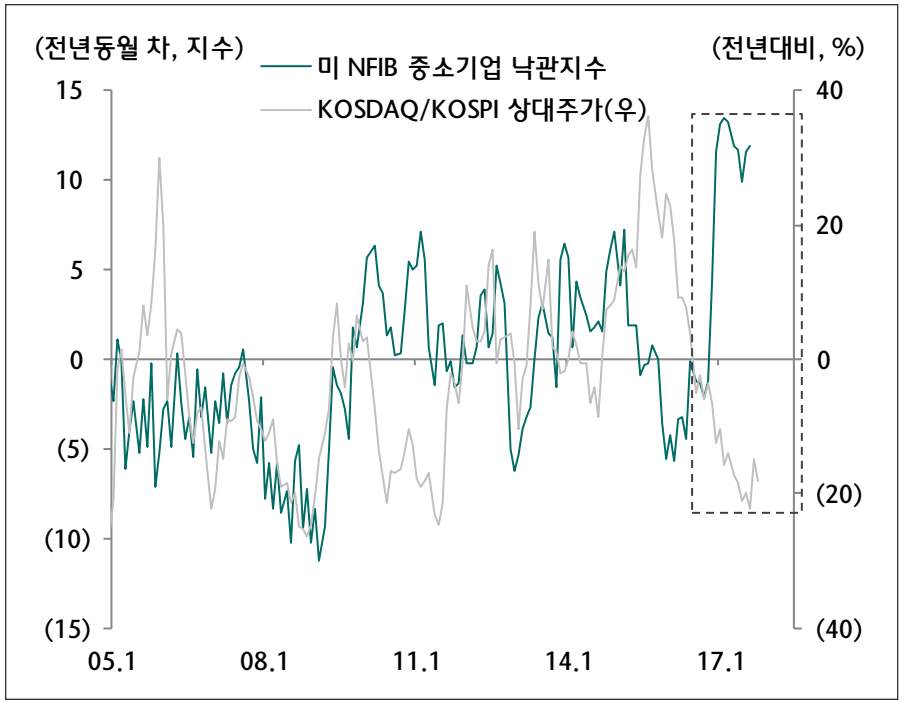


자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

KOSDAQ/중소형주 시장의 Re-coupling 가능성

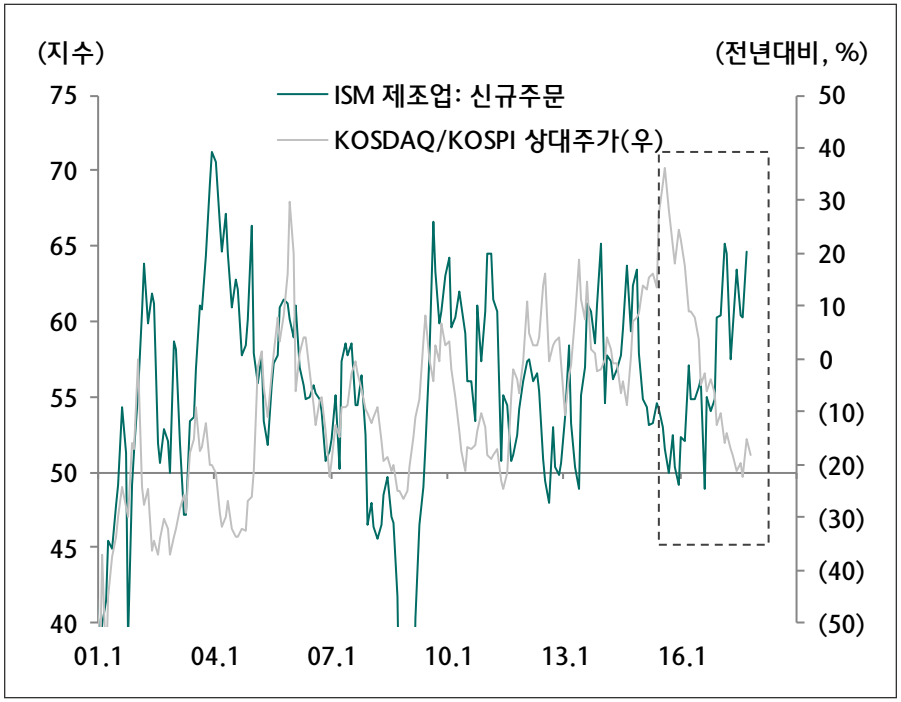
- 증시 상승 모멘텀 확산현상은 중소형 성장주 키 높이 맞추기격 글로벌 Size Rotation 트레이딩 시도로 파급
- 그간 글로벌 Size Rotation 환경에 순응했던 한국 KOSDAQ/중소형 성장주 시장은 2015년 하반기 이후 De-coupling 전환
- 글로벌 증시 초점의 이동은 2018년 Re-coupling 전환 가능성을 시사하는 명징한 긍정요인

미 NFIB 중소기업 낙관지수와 KOSDAQ/KOSPI 상대주가



자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

ISM 제조업 신규주문 지수와 KOSDAQ/KOSPI 상대주가

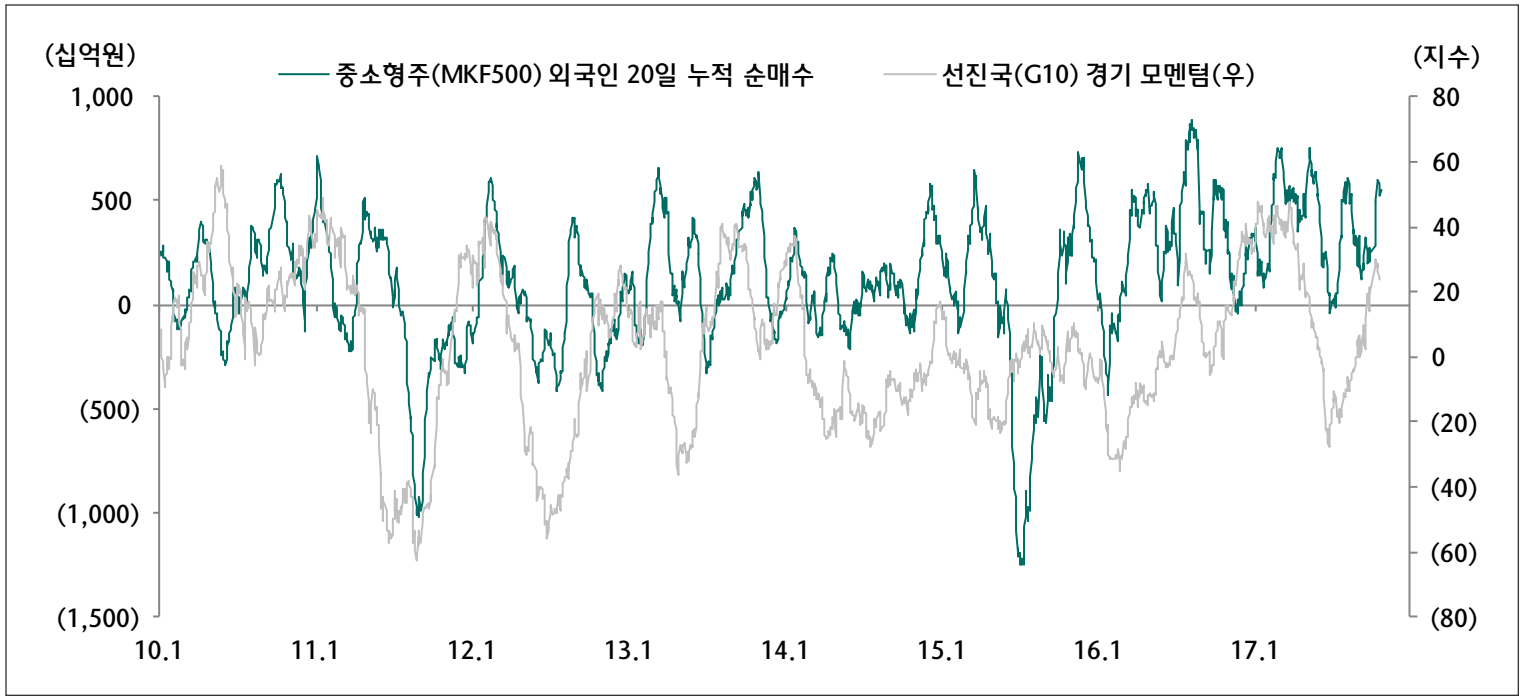


자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

You're not alone!

- 시장 통념과는 달리 중소형 성장주 시장 수급환경 역시 선진국 경기여건과 이에 편승하는 외국인 러브콜에 반응
- 선진국 주도 글로벌 경기환경에 대한 여전한 신뢰는 2018년 KOSDAQ/중소형주 시장 수급 개선 가능성을 지지

중소형주 시장 외국인 수급과 선진국 경기 모멘텀



주: 선진국 경기 모멘텀은 씨티 선진국 경제 서프라이즈 지수
자료: Thomson Reuters, Dataguide, 하나금융투자

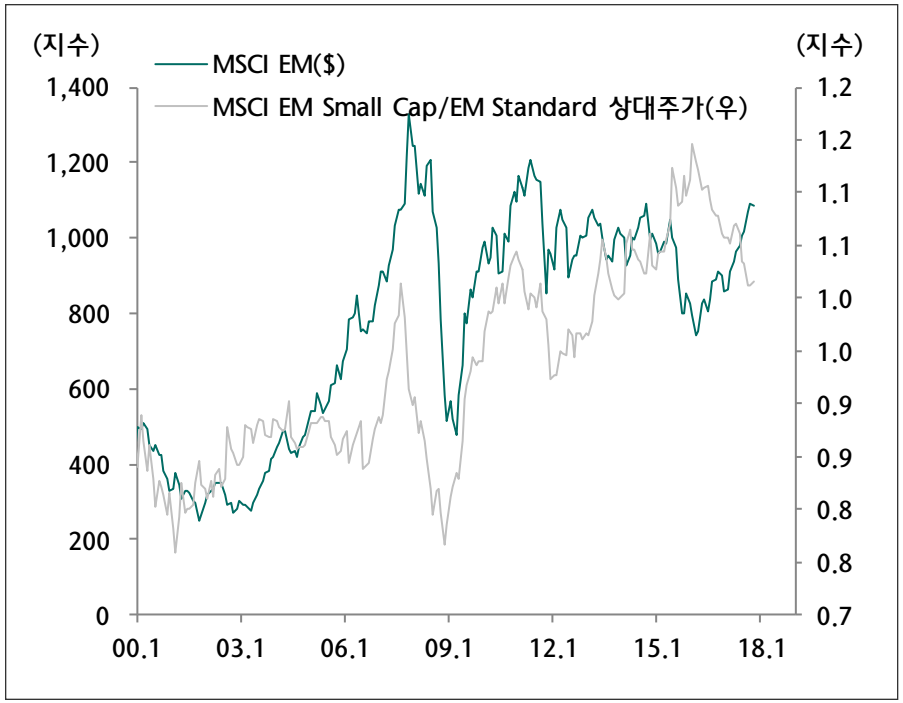
KOSDAQ/중소형주 장기소외 구도 탈피는 이제부터 시작

- 최근 일련의 KOSDAQ/중소형 성장주 시장 부진은 한국 개별현상이 아닌 EM 전반에서 확인되는 공통현상

→ 신흥국 경기 모멘텀 저점반등과 씨클리컬을 위시한 경기민감 대형 가치주 주도 상승랠리 전개에 따른 과도기적 현상으로 이해

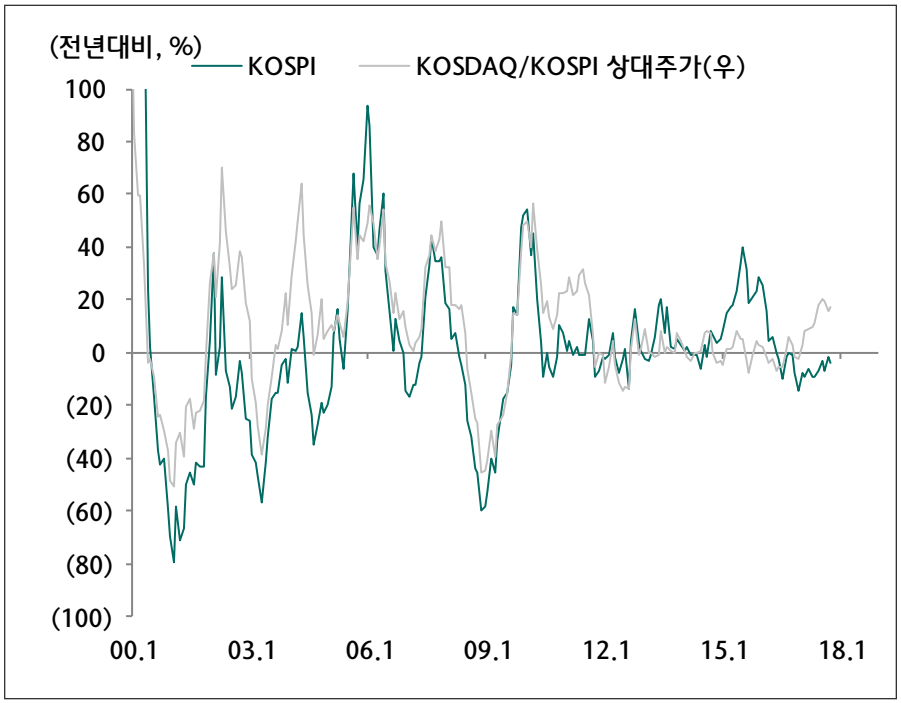
- 매크로 동력의 낙수효과와 증시 상승 모멘텀 확산 가능성은 KOSDAQ/중소형주 시장의 장기소외 구도 탈피의 추동력으로 기능

MSCI EM과 EM Small Cap/Standard 지수 상대주가



자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

2018년 KOSDAQ/중소형주 Edge Play 가능성 주시할 필요

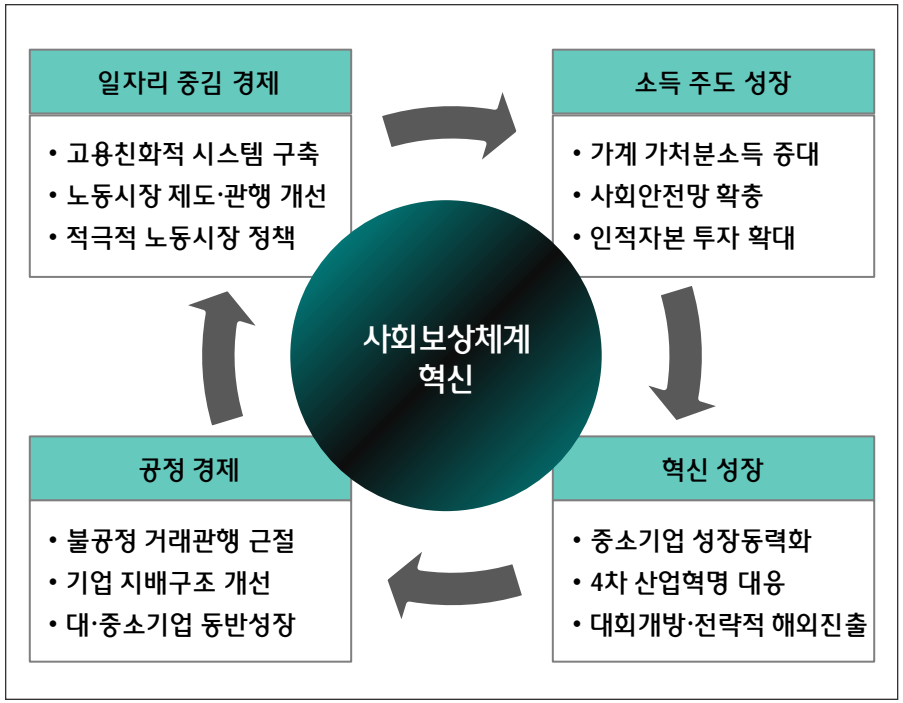


자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

② 문재인 정부 정책효과의 2018년 현실화 가능성

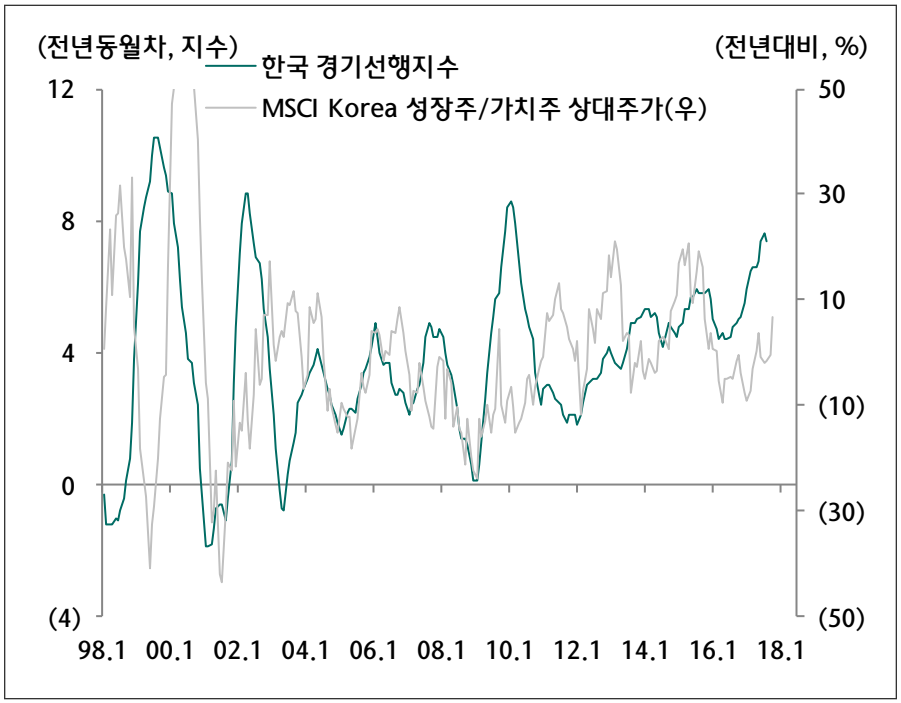
- 이명박/박근혜 정권 경제정책은 대기업 및 특권계층을 겨냥한 '낙수효과'를 표방했으나 그 실효성은 미미
- 신정부 정책 초점은 내수경기 활성화(일자리 창출, 저소득층 보조)와 혁신성장(4차 산업혁명과 중소기업 육성) 등 '분수효과'에 집중
- 수출부문에 이은 내수경기 턴 어라운드 기대는 시장 투자가 경기 자신감 회복과 함께 KOSDAQ/중소형주 투심 회복의 단초를 제공

문재인 정부 '경제성장 네바퀴론'



자료: 기획재정부, 하나금융투자

한국 경기선행지수와 성장주/가치주 상대주가



자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

혁신성장을 향한 전력투구

- 문재인 정부 정책노선의 백미는 4차 산업혁명 적극대응과 유망 중소기업 집중육성을 표방한 혁신성장 정책 시행

→ 정책 컨트롤타워 '4차 산업혁명 위원회' 신설 및 관련 플랫폼 구축, 기존 중소기업청의 중소벤처기업로의 승격

- 통상, 성장산업 육성에 방점을 맞춘 정부정책 변화는 KOSDAQ/중소형주 시장의 추세적 상승을 견인하는 핵심동력으로 기능

4차 산업혁명 관련 정부 국정과제 및 대응전략 상세

부서명	국정과제	관련내용
미래부	1) 소프트웨어 강국, ICT 르네상스로 4차 산업혁명 선반 기도 구축	4차 산업혁명위원회 신설, 생태계 조성, 인프라 조성 및 융합 확산 (5G 조기 상용화), 소프트웨어 경쟁력 강화
	2) 자율과 책임의 과학기술 혁신 생태계 조성	과학기술 컨트롤타워 강화, 행정 효율화, 소통 강화, 해외교류 확대
	3) 청년과학자와 기초연구 자원으로 과학기술 미래역량 확충	기초연구 지원 확대, 연구환경 개선, 청년 과학인 육성
산업부	1) 친환경 미래 에너지 발굴, 육성	환경부와 친환경 에너지 전환, 미세먼지/온실가스 감축, 4차 산업혁명형 청정기술 개발에 대한 정책 협력을 강화
	2) 주력산업 경쟁력 제고로 산업경제의 활력 회복	주력산업의 신속한 구조조정과 선제적 사업재편을 통해 경쟁력을 제고
중기부	1) 혁신을 응원하는 창업국가 조성	민간투자주도형 기술창업 지원사업(TIPS)의 예산안이 올해 대비 45.8% 증가한 1,079억원으로 상승
	2) 중소기업의 튼튼한 성장 환경 구축	정부 투자의 효율성을 제고하기 위해 기존 63개 주력산업을 48개로 조정하고, 융합산업의 비중을 확대하는 주력산업 개편안을 의결
	3) 대, 중소기업 임금 격차 축소 등을 통한 중소기업 인력난 해소	최저임금 인상에 따른 중소기업/소상공인 지원대책 추진
산업부, 미래부, 국토부	고부가가치 창출 미래형 신산업 발굴, 육성	친환경/스마트카, 첨단기술 산업, 제약/바이오, 자율협력주행, 드론산업, 표준/인증 (신속인증제 운영 활성화)

자료: 과학기술정보통신부, 주요 언론종합, 하나금융투자

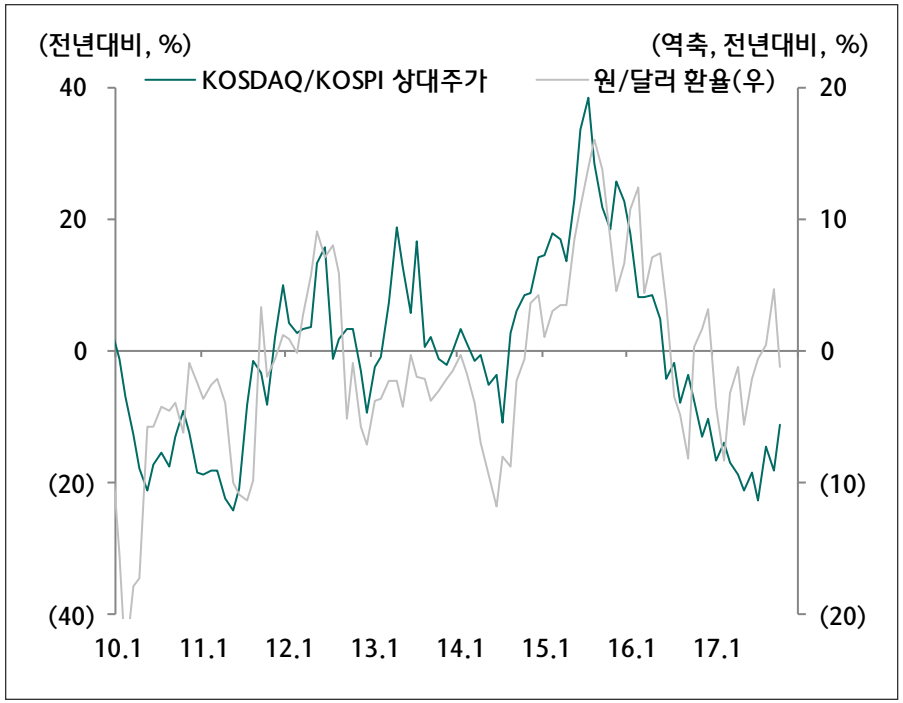
정부정책과 맞서지 말 것

- 2018년은 이연 정부 정책 모멘텀이 본격 발현되는 원년

→ 인수위 구성을 통해 사전 정지작업을 거쳤던 과거 정권과는 달리, 현 정권은 조직/인선/정책을 구체화할 시간적 여유가 전무

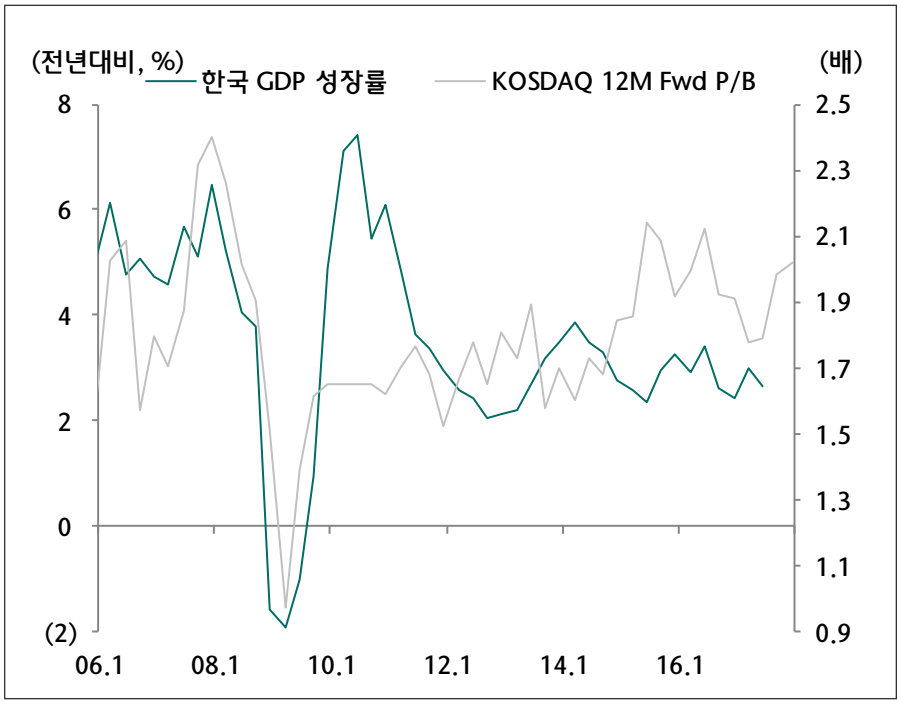
- 내수경기 활성화(원화 약세환경 제약), 혁신 산업/기업 육성 등의 신정부 정책 방향은 KOSDAQ/중소형주 시장의 괄목상대 요인

원/달러 환율과 KOSDAQ/KOSPI 상대주가



자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

GDP 성장률과 KOSDAQ 12개월 선행 PBR



자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

③ 수급 및 제도환경 측면 고육지책(苦肉之策)

- 2017 상반기 시장의 대장주가 삼성전자였다면, 하반기 대장주는 셀트리온

→ KOSPI 이전상장 논의가 숏커버링/K200 신규편입 가능성 등을 환기시키며 이벤트 플레이 수급 포커스의 결집을 자극

- 여타 KOSDAQ 대표주 역시, 현 수급 및 제도환경이 크게 달라지는 것이 아닌 이상 KOSPI로의 이전상장 유인은 다분

→ 양 시장간 병립구도 와해와 쪽정이 시장에 불과하단 심리 및 수급적 비관론으로 파급 가능

KOSDAQ 시총 상위 종목의 KOSPI, KOSDAQ 합산 시총 순위: Top30(시총 1조원 이상)의 경우 이전상장 유인이 상존

종목명	현 주가 (원)	시가총액 (십억원)	KOSDAQ 시총 순위	KOSPI/KOSDAQ 합산 시총 순위
셀트리온	175,000	21,461	1	14
셀트리온헬스케어	60,800	8,311	2	39
신라젠	63,000	4,188	3	71
CJ E&M	84,000	3,254	4	83
로엔	106,500	2,694	5	98
메디톡스	425,800	2,409	6	107
바이로메드	145,400	2,320	7	110
코미팜	41,300	2,261	8	112
SK머티리얼즈	193,600	2,042	9	120
휴젤	418,600	1,797	10	131
파라다이스	19,700	1,792	11	132
포스코켐텍	29,050	1,716	12	137
컴투스	130,600	1,680	13	141
펄어비스	138,300	1,669	14	146
서울반도체	27,000	1,574	15	150

종목명	현 주가 (원)	시가총액 (십억원)	KOSDAQ 시총 순위	KOSPI/KOSDAQ 합산 시총 순위
에스에프에이	40,900	1,469	16	158
원익IPS	34,350	1,418	17	161
GS홈쇼핑	213,000	1,398	18	163
인터플렉스	65,100	1,372	19	167
나노스	12,900	1,266	20	174
CJ오쇼핑	197,200	1,226	21	177
코오롱생명과학	154,100	1,173	22	181
이오테크닉스	93,000	1,142	23	183
솔브레인	67,700	1,121	24	185
제일홀딩스	15,750	1,114	25	187
SKC코오롱PI	37,200	1,092	26	192
포스코 ICT	7,160	1,089	27	193
셀트리온제약	32,000	1,067	28	197
콜마비앤에이치	35,450	1,047	29	201
동진쎄미켐	20,750	1,040	30	202

자료: Qauntiwise, 하나금융투자

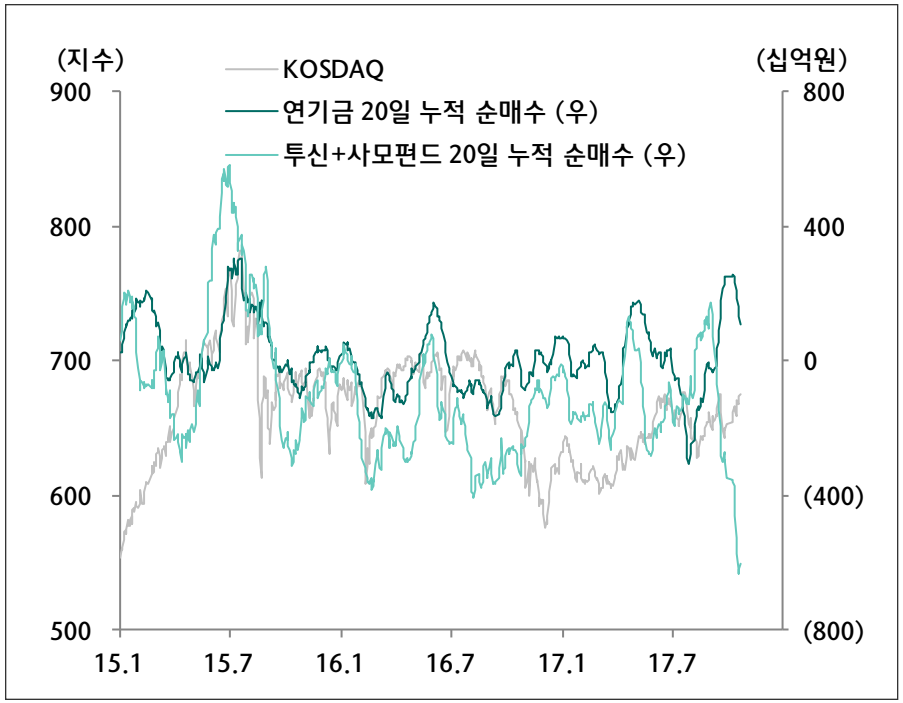
제도환경 변화에 대한 역발상 전략이 필요한 시점

- KOSDAQ/중소형주 시장 존립기반에 대한 의구심은 정책당국의 시장 활성화를 위한 해법 마련의 절박함과 필요성을 자극할 것

→ 1) 주요 연기금 KOSDAQ/중소형주 투자확대 (김진표 의원), 2) 공매도 과열종목 지정제도 개편, 3) 통합 BM 구축, 4) 중소벤처기업부 1.4조원 벤처펀드 출범, 5) KOSDAQ 활성화를 위한 혁신적 인센티브 제공(최종구 금융위원장) 등

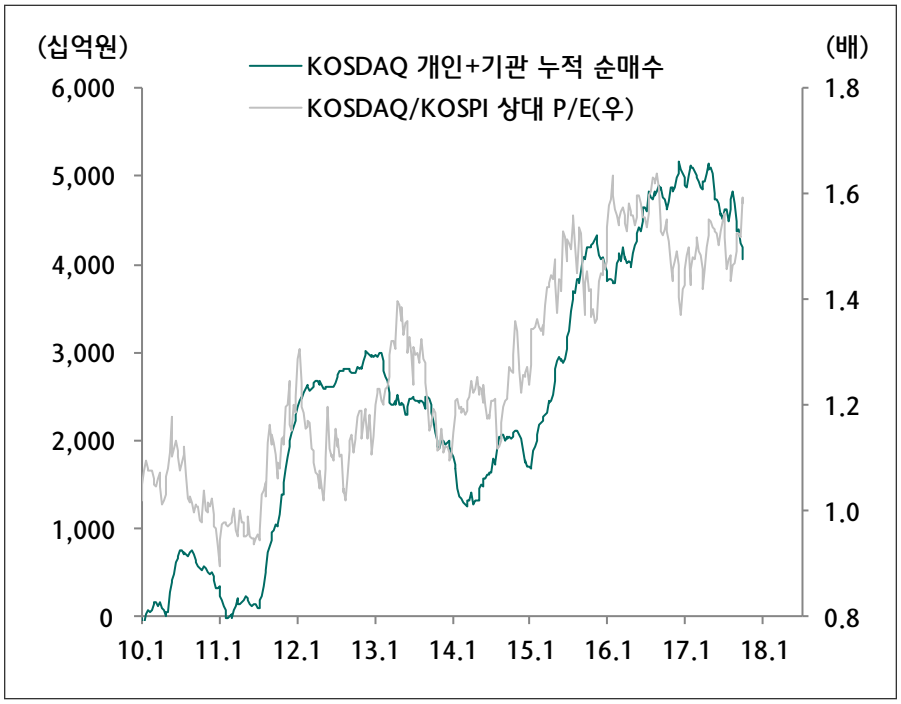
- 정책당국 시각선회는 KOSDAQ/중소형주 시장 수급개선과 시장 활성화의 기폭제로 작용할 소지가 다분

KOSDAQ 지수와 연기금 및 집합투자기구 수급 추이



자료: Dataguide, 하나금융투자

내부 수급원 시각선회는 KOSDAQ 방향선회의 선결과제

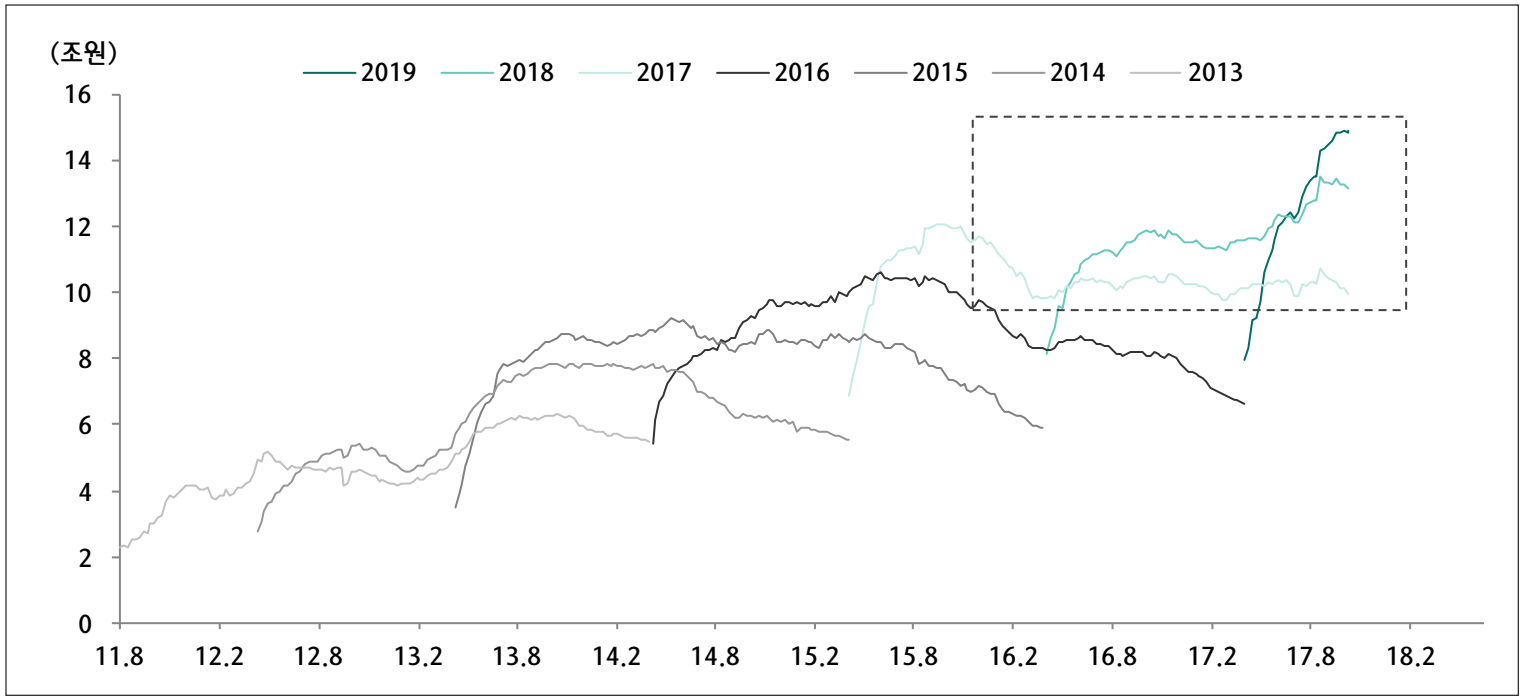


자료: Dataguide, 하나금융투자

④ 실적 펀더멘탈의 환골탈태(換骨奪胎)

- 시장 일각의 우려와 상치되는 KOSDAQ/중소형주 시장의 펀더멘탈 개선 가능성을 주목할 시점
- 다수의 기업이 산재된 KOSDAQ이지만, 섹터 구성비로 보면 IT(35%), 바이오/헬스케어(31%) 양 섹터의 지배력이 확연
- 2017년 KOSDAQ 영업이익 10조원 레벨 안착 이후 2018년 13조원 및 2019년 15조원의 실적 퀀텀점프 가능성 염두

연도별 KOSDAQ 영업이익 컨센서스 변화 추이



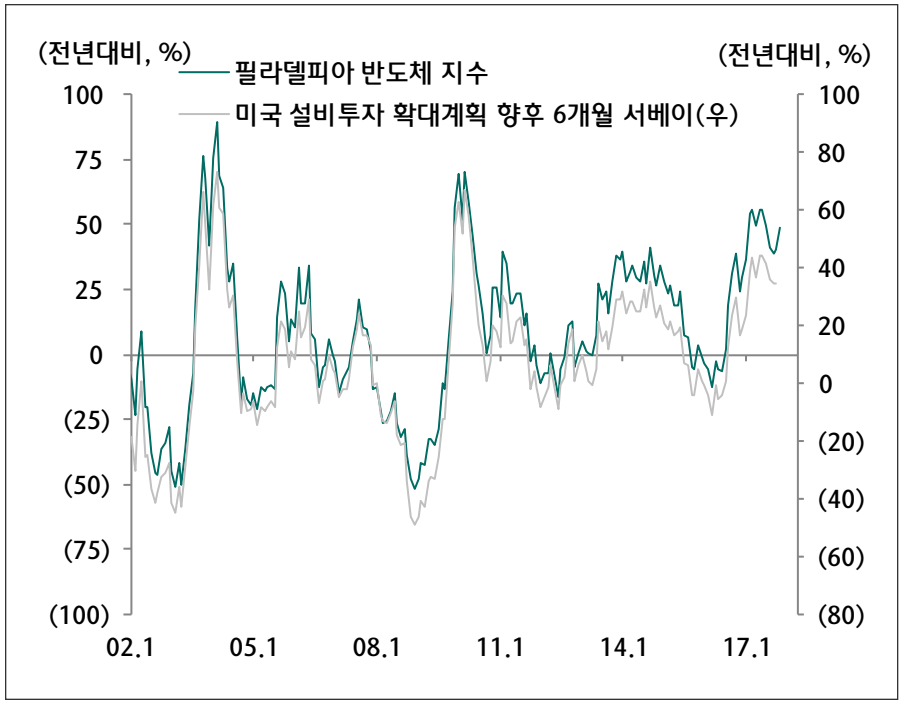
자료: Dataguide, 하나금융투자

IT/바이오 쌍두마차가 간다

- 미국을 위시한 글로벌 수요개선과 Capex 투자확대 기류는 한국 중소형 IT 밸류체인 실적 성장을 이끄는 추동력으로 기능
- 글로벌 정책 불확실성 완화와 마진환경 개선은 바이오/헬스케어 섹터 어닝파워 회복을 이끄는 원천으로 작용

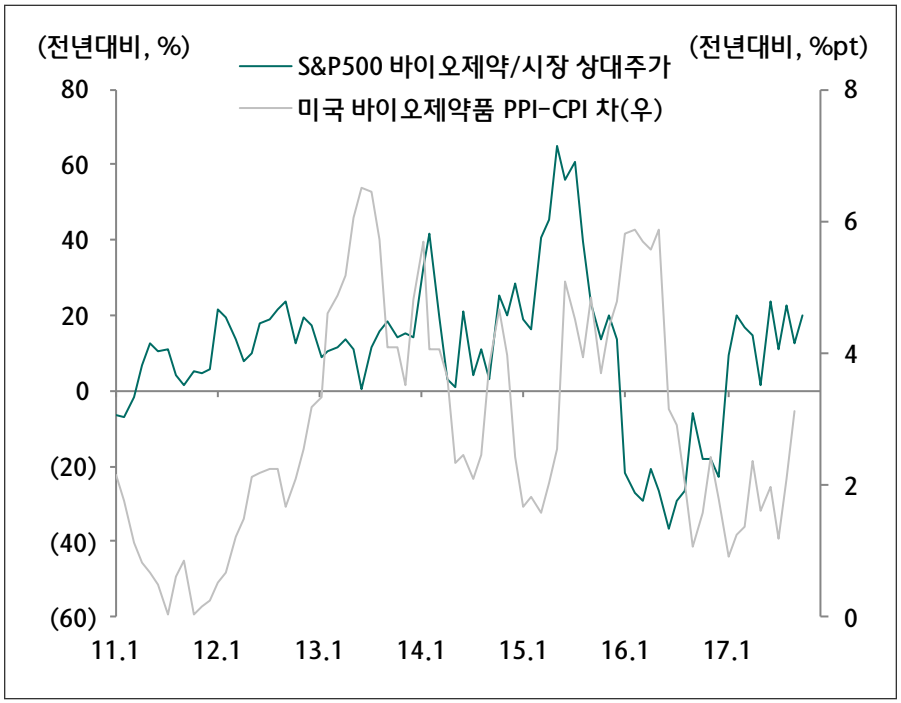
→ 셀트리온의 KOSDAQ 내 시총비중은 9.0%, 예상 영업이익 기여도는 '17년 4.7%, '18년 5.1%에 불과(밸류 메리트 강화 가능성)

IT(반도체) Super Cycle은 아직 끝나지 않았다



자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

글로벌 바이오제약 산업 마진환경 저점반등세가 확연



자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

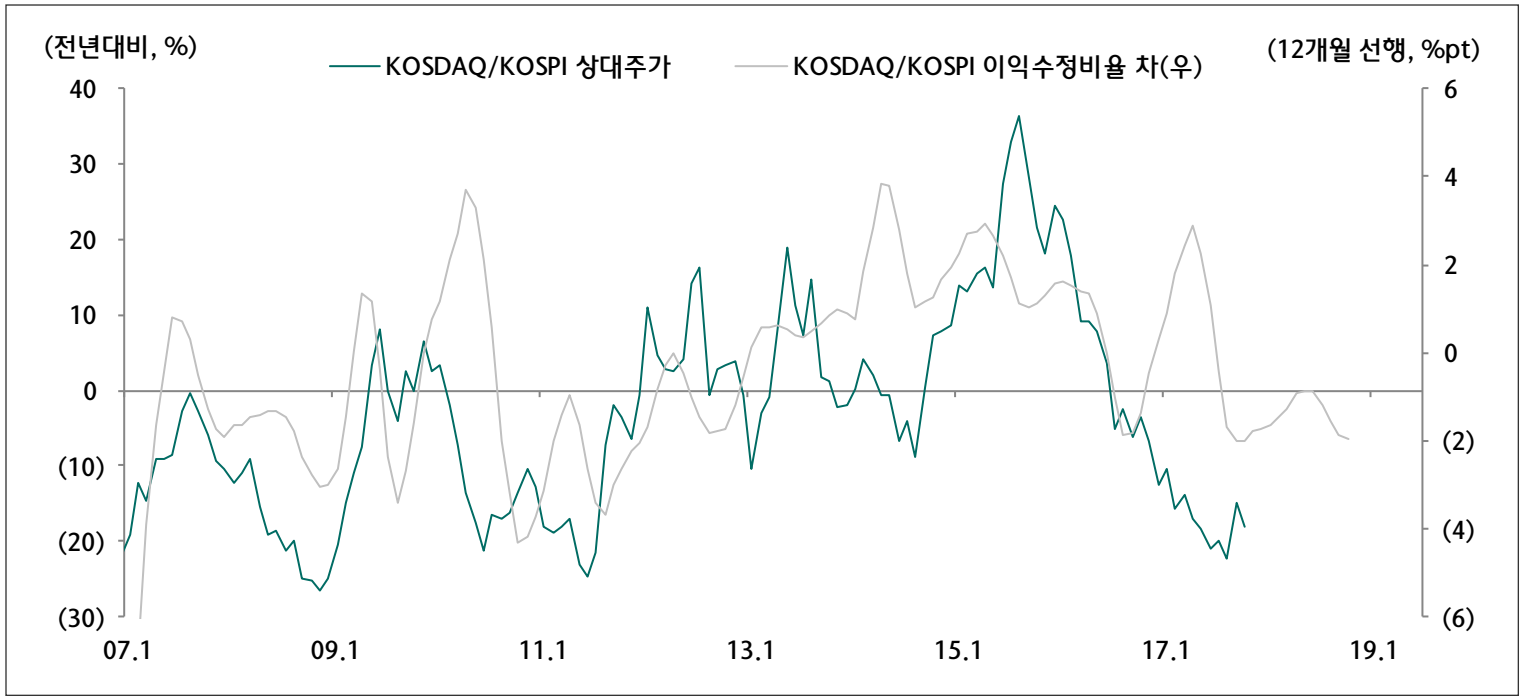
KOSDAQ/중소형 성장주 시장의 전략적 유용성

- KOSDAQ-KOSPI간 이익수정비율 차이는 KOSDAQ/KOSPI 상대주가 추세에 약 12개월 선행

→ 실적 펀더멘탈 환경은 2018년 Edge Play 대안으로서 KOSDAQ/중소형 성장주 시장의 전략적 유용성을 암시

- 이는 중장기 주가 방향선회와 함께 시장 밸류에이션 메리트의 강화기제로 작용할 전망

KOSDAQ/KOSPI 상대주가와 이익수정비율 차(12개월 선행)



자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

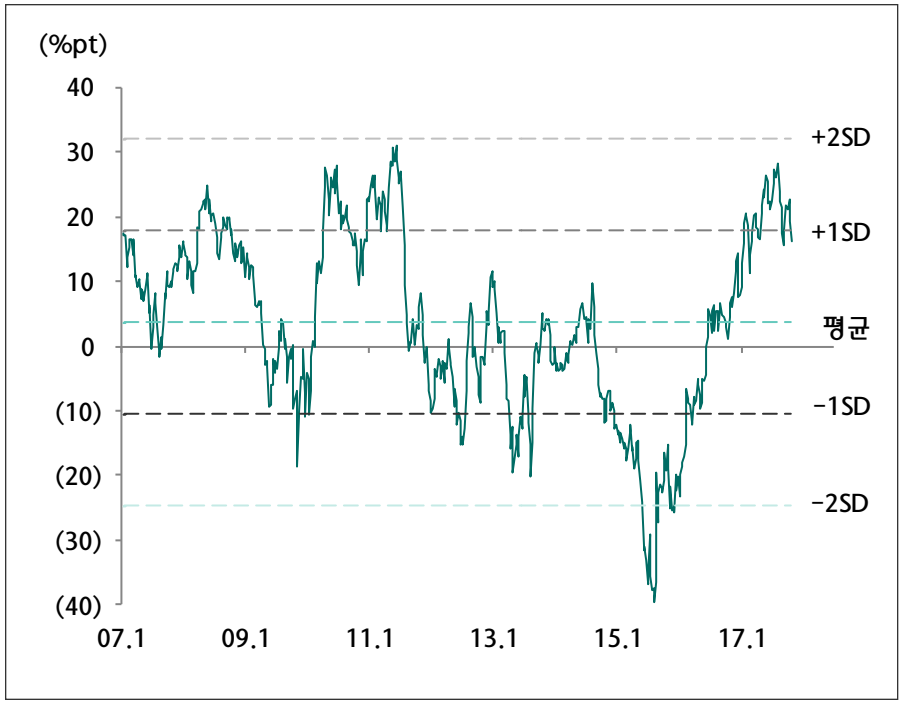
⑤ 통계적 특이점과 수급절벽 우려에 대한 전술적 접근

- 10월말 현재, KOSPI-KOSDAQ 지수간 12개월 누적 수익률 격차는 +18.8%

→ 최근 10년 평균인 +3.7%를 크게 넘어서는 수준으로, 통계적 상방 임계구간인 +1SD(+17.9%)를 소폭 상회하는 구간에 위치

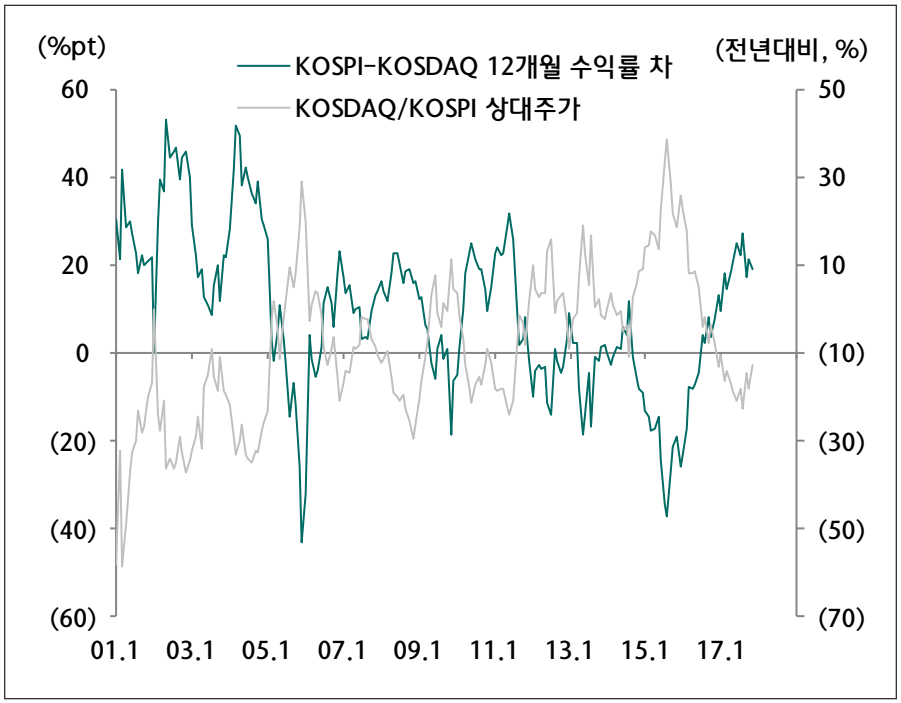
- 이는, 1) KOSDAQ/중소형주 시장의 저점권 주가 방향선회의 변곡점 출현과, 2) 시장 주도권의 KOSDAQ으로의 이동 가능성을 암시

KOSPI – KOSDAQ 12개월 누적 수익률 격차



자료: Dataguide, 하나금융투자

2018년 KOSDAQ/중소형주 Edge Play 가능성 주시할 필요



자료: Dataguide, 하나금융투자

수급 계절성 관련 오해에 대한 반론

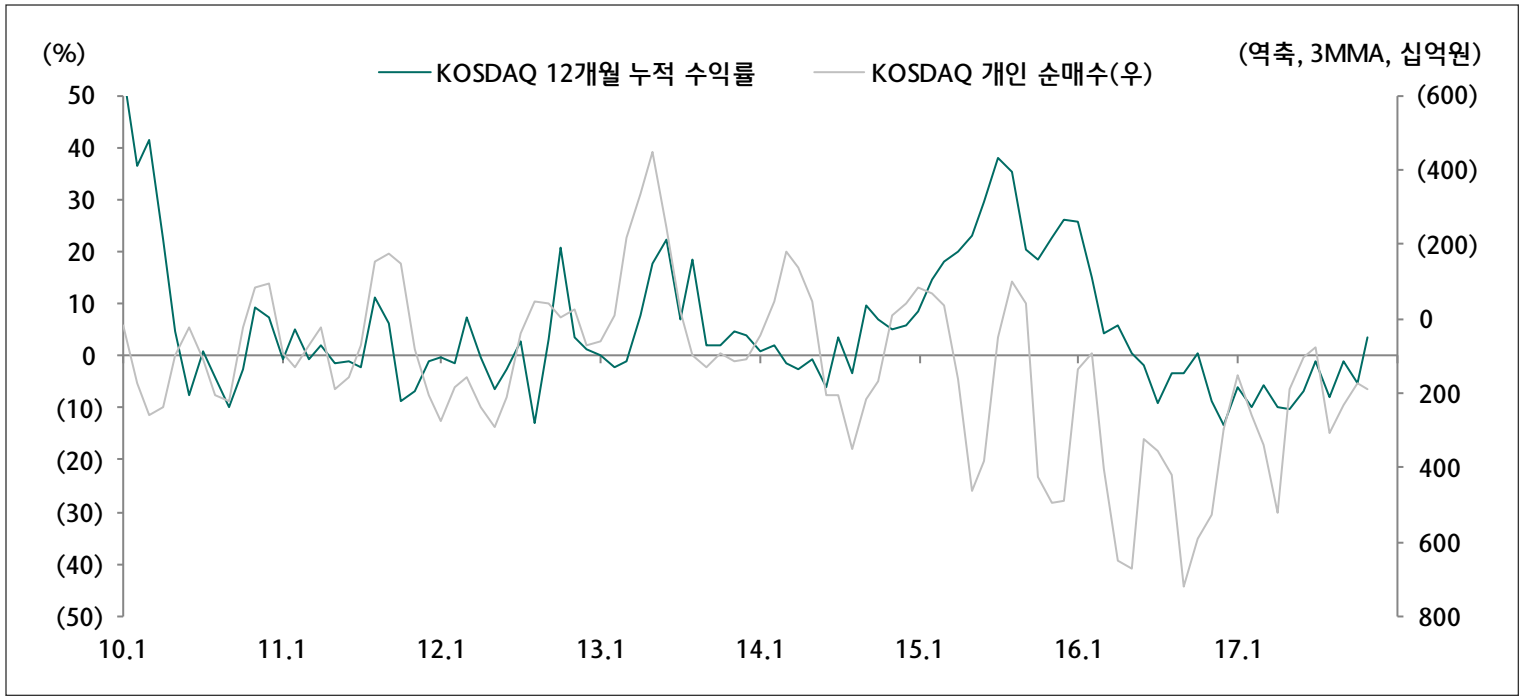
- 중소형주 연초효과는 2017년 세법(주식 양도소득세) 개정안과 조우하며 연말 KOSDAQ/중소형주 수급절벽 우려를 환기

→ KOSDAQ 대주주 요건이 현행 2% 또는 20억원 초과에서 2% 또는 3억원 초과로 변경(2021년 4월부)

→ 기관투자가 양도세 부과 가능성은 전무. 외국인 양도세 과세확대 여지 또한 이중과세 방지협약(조세특례제한법)상 현실성 미미

- 연말 대주주 요건 회피를 위한 개인 투매는 상당수준의 시세차익을 전제: KOSDAQ YTD +9.3%, 셀트리온 YTD +62.9%

KOSDAQ 개인 수급 추이는 12개월 누적 수익률 경로에 연동. 즉, 먹어야 Sell, 못 먹으면 Hold



자료: Dataguide, 하나금융투자

2018, Size Rotation Trading Top picks

종목명	투자포인트	시가총액 (십억원)	12M Fwd P/E (배)	12M Fwd P/B (배)
일진머티리얼즈	- 2차전지용 일렉포일 수요 확대에 따른 공급자 우위 시장 형성 - 생산시설 확대에 따른 외형성장 가능할 전망	1,532	26.92	2.93
포스코 ICT	- Captive 스마트팩토리 및 비Captive 스마트빌딩 솔루션 매출 성장 본격화 - 국내 전기차 시장 급성장 전망. 민간 전기차 충전소 1위 기업으로 최대 수혜 예상	1,089	18.13	2.35
에코프로	- 2018년 하반기부터 CAM4N 가동되며 공격적인 Capa 증설 지속 - 신규 고객사 향 EV 소재 공급 기대	612	19.28	3.19
파티게임즈	- 관계사 B&M홀딩스 지분인수를 통한 게임 아이템 플랫폼 업체로의 업종전환 기대 - 리니지M 공성전 및 개인간거래 업데이트로 아이템 거래 활성할 될 전망	279	8.38	1.68
대명코퍼레이션	- 적자 사업부 정리와 대명그룹 사이트 증가에 따른 수혜 기대 - 신규 인수한 리조트의 분양수익 2018년 본격화 될 것	251	12.96	1.89
용진에너지	- 신재생에너지 정책적 육성으로 국내시장 중장기 성장성 확보 - 중국 시장 고효율 제품 시장 확대. 한화큐셀 향 신규납품 감안 시 추가 증설 가능성 주목	200	10.51	1.32
흥아해운	- 정부정책 + 선박평형수관리협약발효로 운임 회복 전망 - 동남아 항로 60% 점유한 국내 해운사들의 협력으로 수익성 회복 예상	165	N/A	N/A
대한광통신	- 업계 구조조정 마무리 국면으로 광섬유 판가 상승 기조 유지 전망 - 신흥국 매출비중 40% 수준으로 중국 통신 인프라 확대 수혜 예상	162	N/A	N/A
디엠씨	- 경쟁사 법정관리와 조선업 경기 회복에 따른 수주량 증가 - 해상크레인 매출인식에 따라 2018년 상반기부터 본격적인 실적 회복 전망	90	N/A	N/A
CSA 코스믹	- 중국 최대 홈쇼핑 동방CJ 통한 언더바스 브랜드 판매 호조 - 합자법인을 통한 중국 유통망 본격 확대	83	N/A	N/A

자료: Quantiwise, 하나금융투자