대신증권 Daishin Securities

2012. 10. 24

중소형주 리스크 요인 점검

: 추세적 중소형주 강세의 조건 및 위험요인

조윤남 CFA, Strategist, 769.3049 yunnamcho@daishin.com
박중섭 Strategist, 769.3810 parkjs@daishin.com

"대형주(지수)의 약세가 나타날 경우 중소형주의 상대적 강세가 가능할 것이다. 그러나 아이러니컬하게도 대형주의 조정이 빠르고 깊게 나타난다면 중소형주는 대형주의 좋은 대안이 되지 못했다(보다 많이 하락했다).

또한 2008 년 금융위기 이후 '중소형주의 상대적 강세'는 매번 직전의 상대적 약세로부터 출발했다."

*본 자료와 함께 '중소형주 강세의 장기 패러다임'에 대한 환경적 요인은 필자의 '2011 년 투자전략: 중소형주, 우선주, 가치주 장세의 태동(2010/11/17, 조윤남)' 자료를 참조하시기 바랍니다.

7 월 25 일 마리오 드라기 ECB 총재의 발언(유럽발 정책기대감을 갖게 하는) 이후 전세계적인 위험 자산 베팅이 강하게 나타났다. 한국의 중소형주 또한 이 시점 이후 강세가 지속되고 있다.

대형주에 대한 시장의 의구심이 계속되고 있지만, 중소형주 과열에 대한 우려감도 높다. 과연 중소형주 강세는 지속될 수 있는 것인가? 리스크 요인은 없는가?

본 자료는 당사 리서치센터의 중소형주 관련 시리즈 자료 중 '리스크 요인 점검'에 대한 부분이다.

[최근 발간된 중소형주 관련 시리즈]

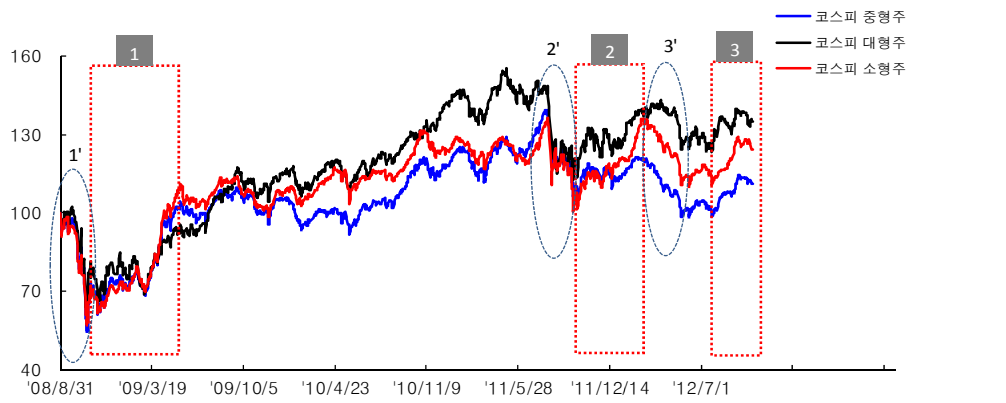
1. <중소형주에 대한 우호적 환경은 지속된다>/김승현, 오승훈, 김영일(2012/10/12)
   : Introduction - 중소형주 강세의 내외부 환경, 과거 사례 분
2. <조정 국면의 투자 아이디어>/오승훈(2012/10/17)
   : Theme - 경제민주화(대선 이슈), Hype Cycle로 본 기술혁신
3. <대안주 찾기 한동안 지속>/김승현, 김영일(2012/10/22)
   : Macro 환경 점검 및 해외 시장 분석
4. <중소형주 리스크 요인 점검>/조윤남 (2012/10/24)
   : 추세적인 중소형주 강세의 조건 및 위험요인

DAISHIN STRATEGY

중소형주 강세 배경: 금융위기 이후와 최근 상황

〈그림 1〉에는 2008 년 4 분기 금융위기 이후 현재까지 중소형주의 상대적 강세 기간을 표시하였다. 앞서 언급한 바와 같이 최근까지의 중소형주 강세는 7 월 26 일 이후 진행되어 온 것이다.

그림 1. **2008 년 금융위기 이후 중소형주 상대적 강세 기간**



주: 중소형주 상대 강세 기간 중 1 기간은 ' 08.10.27 ~ ' 09.5.20, 2 기간은 '11.11.25 ~ ' 12.2.24, 3 기간은 " 12.7.25 ~ 현재까지. 중소형주 상대강세 기간 직전에 나타난 중소형주 약세 기간 중 1' 기간은 ' 08.9.1 ~ ' 08.10.26, 2' 기간은 ' 11.8.1 ~ ' 11.11.24, 3' 기간은 ' 12.2.25 ~ ' 12.6.4

자료: 대신증권 리서치센터

중소형주 강세에 대한 다양한 설명이 가능하겠지만 **최근의 강세(7 월 26 일 이후)에 나타난 특징과 배경**은 다음과 같다고 생각한다.

1) 중소형주가 **대형주의 대안**이 될 수 있기 때문이다.

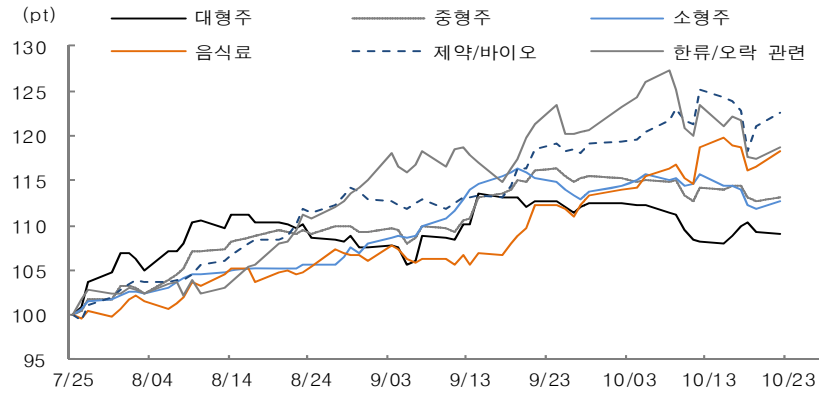
가장 큰 배경은 글로벌 경제/주식시장의 불확실성이며 그에 따른 대형주 성장과 주가 상승의 불확실성(투자자들의 불신)일 것이다.

유럽은 경기침체가 지속되고 있고 재정위기 해결을 위한 뾰족한 해결책도 내놓지 못하고 있다. 미국은 대선 불확실성과 재정절벽 이슈가 남아 있다. 중국을 기대하기에는 아직 구체적인 증거들이 빈약한 상황이다. 따라서 대형주의 상승, 곧 **코스피 지수의 상승을 낙관하기 어려운 환경**이다.

2) 같은 맥락으로 **경기(회복)에 대한 확신이 부족**하기 때문이다.

중소형주(혹은 개별주)의 상승은 주로 한류/오락 관련 업종(게임/문화/여행/카지노), 제약 및 바이오 업종, 그리고 음식료 업종을 중심으로 진행되었다고 판단한다. 경기변동에 둔감한 업종들이기도 하고 글로벌 경기 둔화에도 재화와 서비스의 절대량(금액)이 늘 수 밖에 없는 사업을 영위하는 기업들이기도 하다(예로 예전에는 없었던/먹지 않았던 숙취해소 음료 같은 기능성 음료나 성기능 개선 의약품 등).

그림 2. **7 월 26 일 이후 높은 주가상승률을 기록한 중소형주 추이**

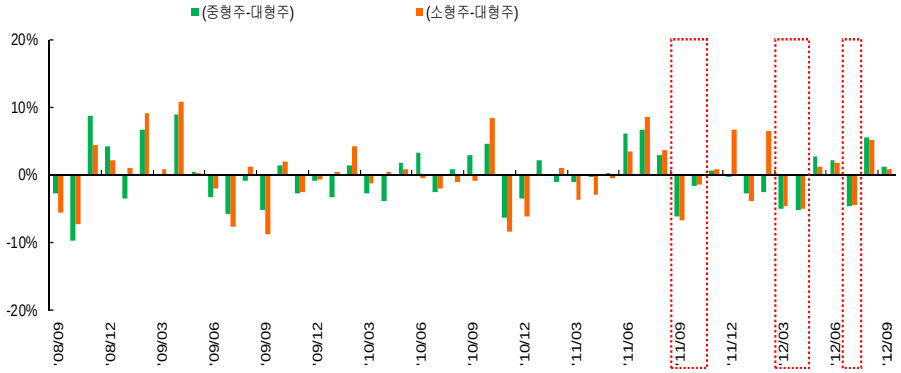


주: 한류/오락 관련주 지수는 게임(18 종목), 카지노(3 종목), 여행(5 종목), 엔터테인먼트(4 종목)로 구성, 제약/바이오, 음식료 업종지수는 GICS 분류 사용
자료: 대신증권 리서치센터

3) **삼성전자의 강세는 중소형주의 약세**로 설명될 수 있다. 역으로 확실한 대형주 대안의 부재가 중소형주의 강세의 기반이 되고 있다.

특히 삼성전자가 시장의 (거의) 유일한 대안으로 인식될 때는 중소형주의 상대적 약세가 강하게 나타나곤 했다고 판단한다. 2011 년 9 월, 10 월, 그리고 2012 년 3 월, 4 월, 7 월의 경우가 대표적인 예이다.

그림 3. **삼성전자 강세시기 중소형주의 상대적 약세 강하게 나타나**



자료: 대신증권 리서치센터

2012 년 1 월 조선주의 강한 반등(LTRO 효과로 인한 유럽발 리스크 베팅) 때도 그러했고 10 월 17 일, 18 일에 나타난 조선주 상승, 중소형주 하락도 그러했다. **무엇인가 확실한 대형주가 나타날 때 중소형주의 매수 기반은 급격하게 악화되곤 했다.**

2012 년 10 월 현 시점에서 뾰족한 대안이 되는 대형주는 무엇이 있을까? 그것이 없다면 최소한 연말까지 중소형주의 상대적 강세는 이어질 가능성이 높다고 판단한다.

〈표 1〉 10 월 17 일/18 일 조선업종 및 중/소형주 수익률

	12/10/17	12/10/18
KRX 조선	2.15%	3.12%
(코스피)중형주	0.04%	-1.18%
(코스피)소형주	-0.28%	-1.60%

4) 한국뿐 아니라 미국, 중국 등의 **선거라는 이벤트**도 한몫하고 있다.

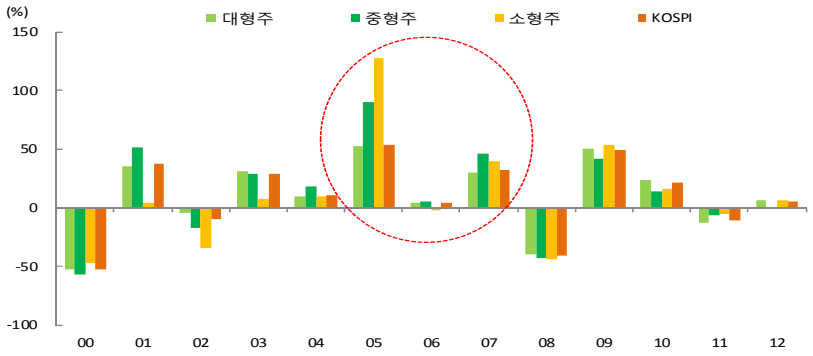
기관투자자의 윈도우 드레싱이 일단락 된 9 월말 이후에도 중소형주의 초과수익이 나타나고 있는 것은 선거 이벤트도 중요한 역할을 하고 있다고 판단한다.

먼저 경제민주화 등 향후 중소형주에 우호적인 환경이 조성될 것이라는 기대감이 있기 때문이다(자료 〈조정 국면의 투자 아이디어〉/오승훈(2012/10/17) 참조). 미국의 직전 대선 전후였던 2008 년 4 분기~2009 년 1 분기 기간도 유사했다고 판단한다. 미국과 한국의 '녹생성장' 테마는 한국의 중소형주의 반등을 보다 빠르고 강하게 (대형주 보다) 만들었다고 판단한다(〈그림 1〉의 1 번 기간 참조).

중소형주 추세적 강세의 조건: 2005 년~2007 년 벤치마크

중소형주의 장기적 강세가 나타났던 시기는 2005 년~2007 년 기간이었다.

그림 4. **연도별 대/중/소형주 수익률 비교**



자료: 대신증권 리서치센터

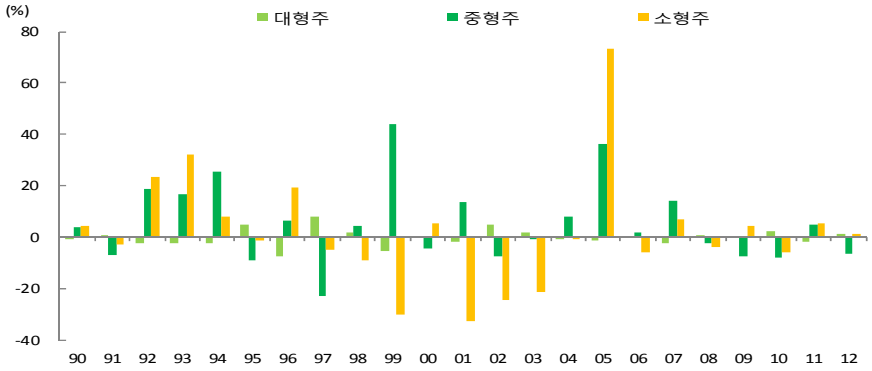
2005 년~2007 년 기간을 벤치마크 해 볼 때 **중소형주의 강세가 장기적으로 유지되기 위해서는** 다음과 같은 조건이 필요하다고 판단한다.

1) 중소형주의 (장기적) 강세의 보다 큰 특징은 **'위험선호도의 증가'**이다.

즉, 중소형주의 추세적 강세는 경기위험을 피하고자 하여 **대형주를 회피하는 대안 성격이 아니라**는 것이다. 1990 년 중반 이후 나타난 약세장 시기에도 중소형주는 확실한 대안이 되지 못했다(〈그림 5〉). 오히려 **2005 년~2007 년 기간은 KOSPI 의 상승과 함께 이를 견인한 중소형주의 강세**가 나타났다.

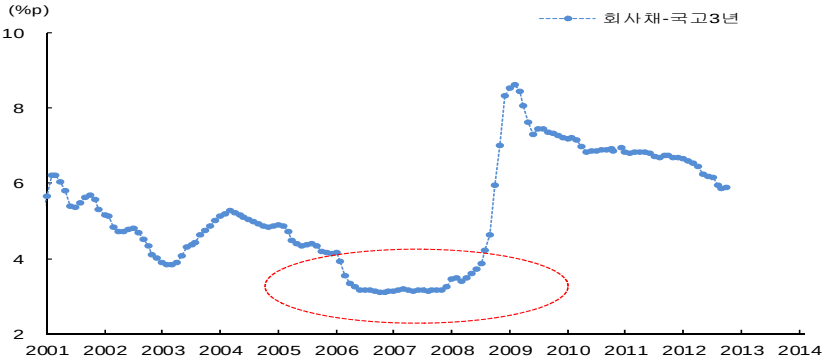
위험선호도의 증가는 아래 〈그림 6〉 회사채와 국고채 금리 스프레드를 통해 알 수 있다. 아시아 외환위기 이후 수년간 시장의 위험 수위는 떨어졌다. 시장의 위험 수위가 일정 수준 이하로 떨어진 이후 위험선호도가 증가하기 시작하였다고 판단한다.

그림 5. **연도별 대/중/소형주 초과수익률(KOSPI 수익률 대비)**



주: 1990년 ~ 1999년 기간은 자본금 기준의 대/중/소형주 분류. 2000년 이후에는 시가총액 기준 대/중/소형주 분류
자료: 대신증권 리서치센터

그림 6. **회사채와 국고채간 금리 스프레드**



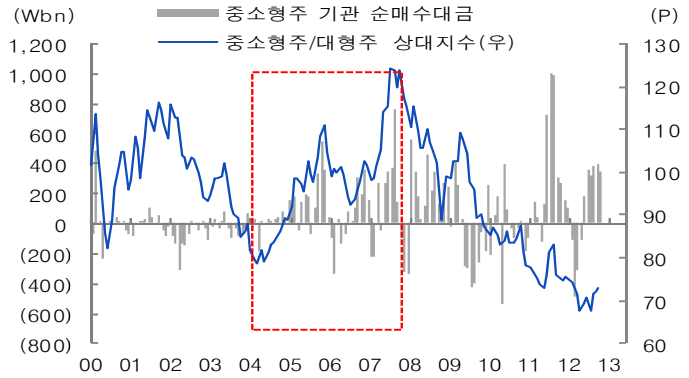
주: 금리 스프레드는 회사채(BBB-, 3년물)와 국고채(3년물) 월평균 금리의 차이
자료: 대신증권 리서치센터

2) 증시 유동성이 풍부해야 한다. 중소형주의 강세는 **'유동성 디스카운트의 해소'**라고 해석할 수 있다.

2005 년~2007 년 기간은 증시로의 자금유입이 매우 활발하게 진행된 시기였다. 증시 유동성이 풍부해진다면(주식시장으로의 자금 유입이 활발해 진다면) 유동성 디스카운트가 존재했던 주식이 상승할 수 있다.

또한 중소형주의 강세는 글로벌 자금의 유입보다는 **한국인 자금의 유입이 필수적**인 요소라고 판단한다(그림 7).

그림 7. **중소형주 강세와 국내 기관 순매수**

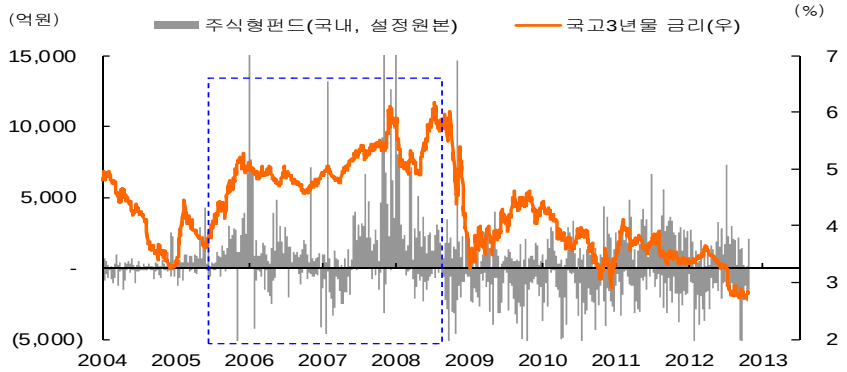


자료: 대신증권 리서치센터

3) 증시로의 **자금 유입에 대한 유인은 경기회복 기대감**일 것이다.

경기회복 기대감은 자금 수요의 증가와 금리 상승을 유도하고 이는 증시로의 자금 유입을 유도할 수 있다(역설적으로 들릴 수 있겠지만 금리 상승 이유가 아시아 외환위기나 2008 년 금융위기와 같은 신용위험의 급격한 상승이 아니라면 사람들은 오히려 금리가 상승하는 시기에 주식을 하기 시작했다. 경기회복에 대한 기대감이 더 컸기 때문이다. 자료 2011 년 투자전략: 리레이팅의 조건, 금리와 자금유입(2010/11/17, 조윤남)' 참조)

그림 8. **금리와 주식형 펀드로의 자금유입**



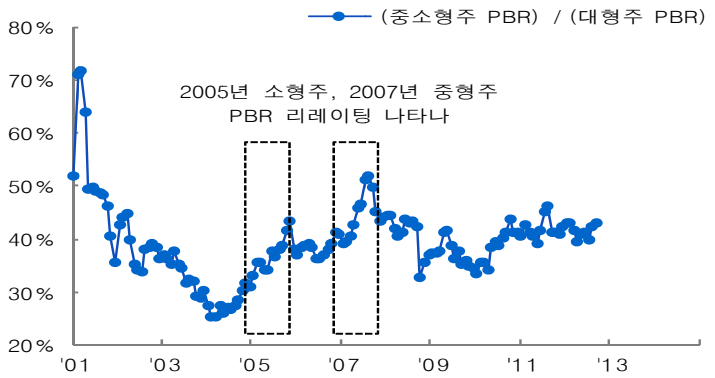
자료: 대신증권 리서치센터

4) 경기회복 기대감이 보다 중요한 이유이긴 하지만(다시 말해서 '대안 논리' 접근은 아니지만) 아이러니칼 하게도 **삼성전자의 성장이 멈춘 2005 년 이후에 중소형주의 강세**가 나타났다(삼성전자 영업이익은 2005 년 이후 4 년간 감소했고 그 기간 동안 KOSPI 를 underperform(2008 년 제외)했다). 삼성전자와 같은 **소수 대형주의 독주가 멈추고 중소기업 등 기업들 다수의 성장**이 나타날 것이라는 기대감이 있어야 한다.

5) 위 (4)를 다시 해석하면 **대형주의 성장률이 낮아지는 단계에서 중소형주의 리레이팅**이 나타났다고 판단한다.

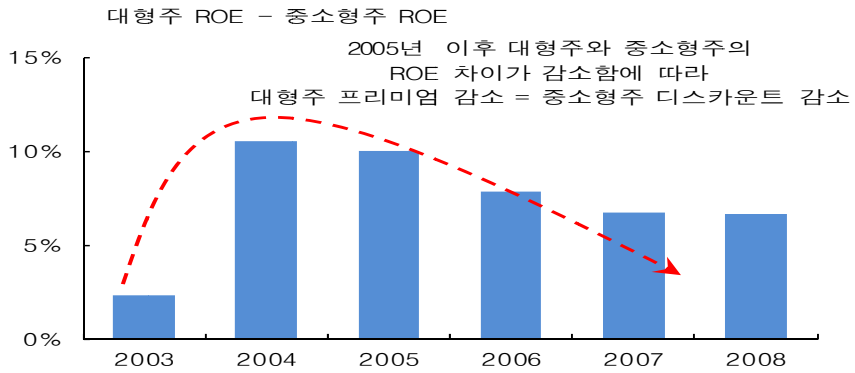
대형주와 중소형주 간의 성장률 차이가 좁아지게 되면 좁아진 성장률 차이는 가치평가 배수의 간격을 좁히는 효과가 있다. 중소형주의 디스카운트가 해소되는 것이다. 예로 **EPS 증가율 차이가 좁아지게 되면 PER 차이가 줄어들고, ROE 차이가 작아지면 PBR 차이가 줄어들게 된다.** 2005 년은 중소형주의 PBR 리레이팅이 본격화된 시기로 볼 수 있다.

그림 9. **중소형주 강세는 PBR 리레이팅과 함께**



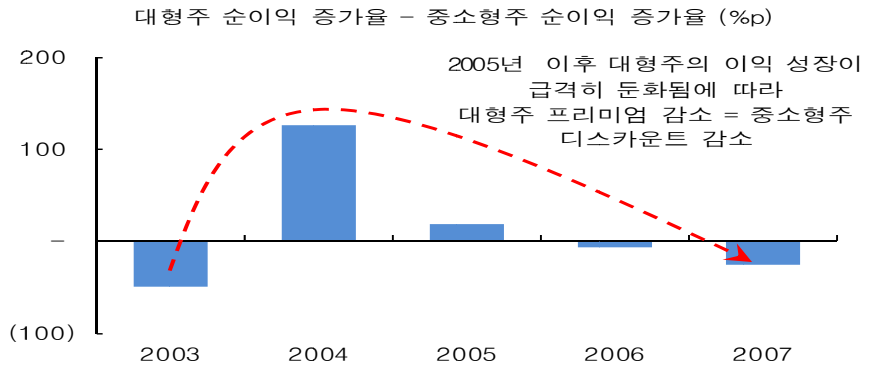
주: 대형주는 매월 당시(전월) 시가총액 100 사, 중소형주는 101 위 이하 기업 대상. 모두 유가증권시장 기업 대상임
자료: WISEfn, 대신증권 리서치센터

그림 10. **2005 년 이후 대형주와 중소형주의 ROE 차이 감소**



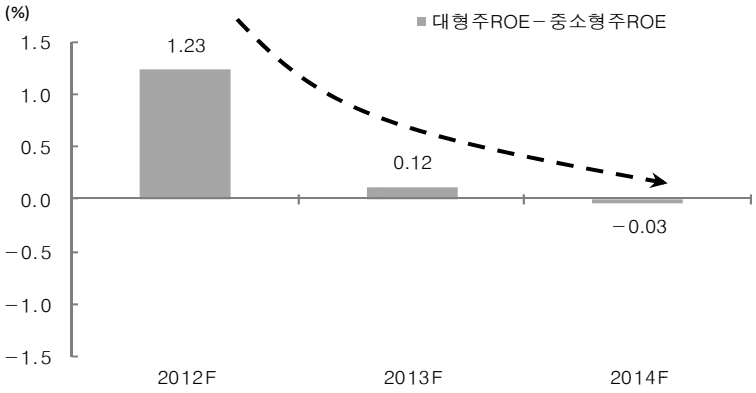
주: 대형주는 매년 당시(전년도 말) 시가총액 상위 100 사, 중소형주는 101 위 이하 기업 대상. 모두 유가증권시장 기업 대상임
자료: WISEfn, 대신증권 리서치센터

그림 11. **대형주 성장률 둔화에 따른 중소형주 디스카운트 감소**



주: 대형주는 매년 당시(전년도 말) 시가총액 상위 100사, 중소형주는 101 위 이하 기업 대상. 모두 유가증권시장 기업 대상임
자료: WISEfn, 대신증권 리서치센터

그림 12. **2013 년 이후 대형주와 중소형주의 ROE 차이는 없을 듯**



자료: WISEfn, 대신증권 리서치센터

중소형주 위험 요인

앞서 언급한 **중소형주 추세적 강세의 키워드 "위험선호도의 증가, 유동성 디스카운트의 해소**(주식시장으로의 자금유입), **경기회복 기대감**"은 모두 같은 말일 수 있다.

중소형주 강세의 위협 요인은 다음과 같다.

1) 단기적으로 보면 **수급 주체의 변화**가 위협 요인이 될 수 있다.

KOSPI 지수가 1900 대 초반까지 하락한 상황이고, 만약의 경우 1900 을 하회할 경우 PER(톰슨 로이터 컨센서스 기준, 12 개월 forward)은 8 배 초반에 근접하게 된다.

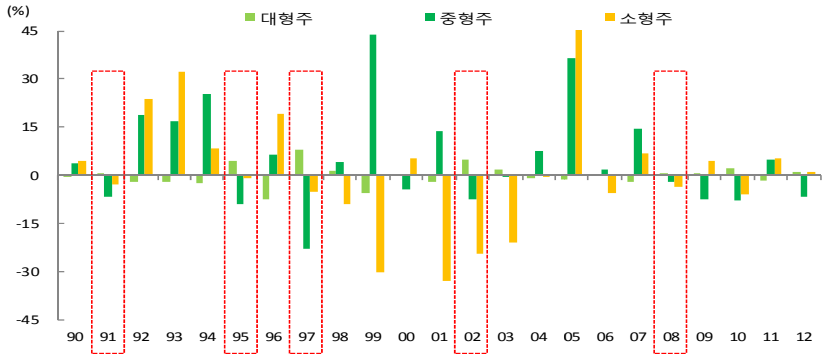
PER 8 배 수준은 기관투자자의 매수 유인이 될 수 있는 수준이라고 판단한다. 특히 **연기금 등의 자금은 대형주 중심으로의 투자가 나타날 가능성**이 있어 중소형주에 대한 기관 매수세가 일시적으로 위축될 가능성이 있다.

2) **KOSPI 의 하락폭이 크거나 하락속도가 빠를 경우 중소형주의 하락폭은 더 크게 나타난다.**

중소형주는 가치주의 속성을 지니고 있다고 판단한다. **주식시장의 위험이 빠르게 상승할 때 중소형주 주가도 더 빠르게 하락한다.** 2008 년 8 월~10 월, 2011 년 8 월~9 월, 2012 년 4 월~5 월의 경우가 그러했다. 〈그림 1〉의 중소형주 강세가 나타났던 기간 1,2,3 직전의 기간(1',2',3'기간)을 살펴보자. KOSPI 지수가 빠르게 하락할 경우 중소형주는 대형주보다 하락 폭이 컸다. 이러한 현상은 1991 년, 95 년, 97 년, 02 년, 08 년 등에서도 나타났다.

중소형주의 두드러진 강세는 이러한 주가 하락 충격 직후에 나타나곤 했다. 7 월 26 일 이후 최근까지의 강세도 그러하다. 만약 선거가 끝난 대략 2013 년 1 분기 경에 주가하락 충격이 나타나게 된다면 그 시기는 중소형주도 안전한 투자수단이 되지 못할 것이다. 주가 급락이 나타날 경우 대형주의 하락을 중소형주가 방어할 수 있다는 통상의 인식은 깨질 수 있다고 판단한다

그림 13. **연도별 대/중/소형주 초과수익률(KOSPI 수익률 대비)**



자료: 대신증권 리서치센터

3) **대형주의 성장률 (기대감)이 높게 유지되는 경우**이다. 중소형주의 성장률에 대한 기대가 약화되는 것이다.

앞서 삼성전자의 빠른 주가 상승은 중소형주 강세의 걸림돌이 된다고 언급했다(대형주의 이익성장률과 주가 상승률은 삼성전자의 영향이 매우 크다). 톰슨 로이터 컨센서스 기준으로 2012 년

MSCI Korea 평균 EPS 증가율은 32.5%, 2013 년은 17.9%로 예상되고 있다. Fnguide 기준으로 보면 중소형주의 평균 EPS 성장률은 각각 5.5%, 33.9%가 된다.

대형주의 성장률이 둔화될 것으로 예상되고, 중소형주의 성장률과의 차이가 좁아질 것으로 예상되고 있는 것이다. 이러한 컨센서스가 실현될 경우라면 2013 년에는 중소형주의 약진이 가능하다.

기간을 좁혀서 보면 삼성전자의 2013 년 1 분기 영업이익은 2012 년 3 분기 최대(현재까지) 영업이익을 능가할 것으로 예상되고 있다(당사 IT 애널리스트 강정원). 따라서 **2013 년 1 분기 후반과 2 분기 초반까지는 삼성전자, 즉 대형주의 이익성장에 대한 기대가 클 수 있다.** 중소형주의 상대적 강세가 위협받을 수 있는 환경이 조성될 수 있다고 판단한다.

4) 중장기적으로 글로벌 경기둔화가 2013 년까지 이어지게 된다면 중소형주의 추세적 강세는 나타나지 않을 수 있다.

필자는 **2013 년 하반기 이후 KOSPI 의 추세적 상승, 주식시장의 리레이팅, 그리고 중소형주의 추세적 강세장이 온다고 판단**한다. 그렇지만 **2013 년 상반기까지는 중소형주의 상대적 강세는 단지 대안에 불과하고 그 지속성도 길지 않다고 판단**한다.