

예전과 다른 KOSPI PBR 1배

Quant Analyst 김 솔, 769-3607 kimsok@daishin.com

PB 1 배에서의 반등 가능한가

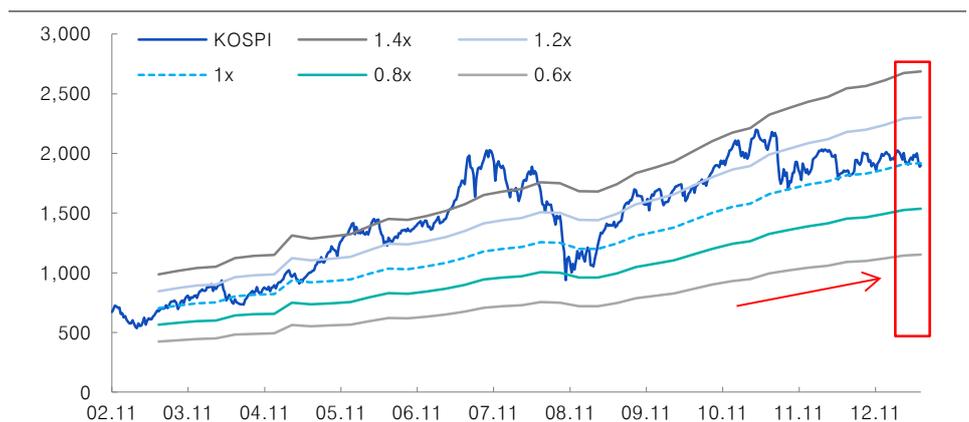
지난주에 이어 코스피는 PB 1배 이상으로 반등하지 못하고 추가 하락하며 6월 20일 종가 1,850.49 기준 PB 0.97배로 장을 마감하였다. 양적완화 정책의 규모 축소 우려와 외국인의 삼성전자 매도 공세 지속으로 코스피는 추가적인 하락을 이어갔다.

2008년 리먼사태 이후 KOSPI는 12fwd PB 기준 1배를 하회할 경우 매번 1-2주 이내에 1배 이상으로 회복하는 패턴을 보여왔다. 그렇다면 이번 하락의 경우에도 바로 반등을 할 수 있을 것인가.

6월 FOMC 회의에서 양적완화 정책 축소 가능성과 시기를 밝혀 단기적 투자심리에 부정적 영향을 미쳤다. 출구전략에 대한 극대화된 불안감은 시간이 지나면 어느정도 줄어들 수 있지만 국내 시장의 이익추정치 변화를 살펴봤을 때 기존과는 다른 패턴을 발견할 수 있었다.

2011년 이후 KOSPI가 PBR 1배 이상에서 반등을 보였을 때는 미래의 이익에 대한 긍정적인 시각이 유지되는 상황이었다. 따라서 자본총계의 레벨 자체도 [그림 1]에서 보는 것과 같이 우상향하고 있는 가운데 반등이 이루어진 것으로 판단된다. 그러나 최근들어 자본총계의 상승추세가 주춤해 지고 있는 것을 알 수 있다.

그림 1. KOSPI 12fwd PB Band



자료: Wisefn, 대신증권 리서치센터

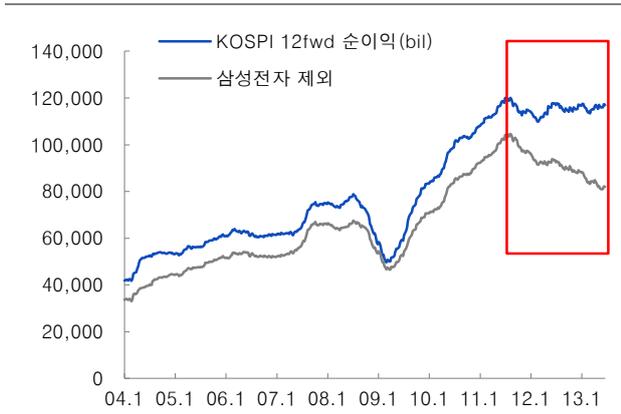
삼성전자를 제외한 코스피의 이익 추정치는 이미 하향 중

국내 시장의 이익추정치는 08년 금융위기 이후 상향추세를 지속하다가 2011년 5월 이후 지지부진한 흐름을 보이고 있다. 12fwd 순이익 추정치 흐름을 살펴보았을 때 크게 상승하지도 하락하지도 않는 박스권에 갇혀있는 모습인데 이는 삼성전자 이익추정치의 강력한 상승 덕분이었다.[그림3]

코스피 전체의 12fwd 순이익 추이와 삼성전자를 제외한 나머지 코스피의 순이익을 비교한 [그림2]를 보면 삼성전자를 제외한 나머지 기업들의 이익추이는 2011년 5월 이후 꾸준히 하향되고 있음을 알 수 있다.

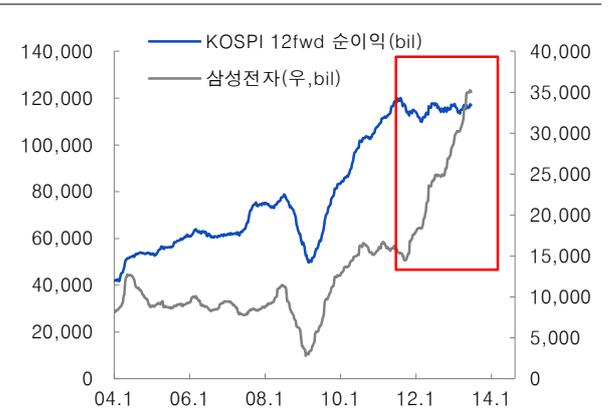
또한 12개월 forward 계산 방식에서 오는 착시 효과도 존재한다. 12fwd는 2013년과 2014년 이익추정치를 월간 배분하여 계산되는데 시간이 지날수록 미래의 이익에 가중치가 커지기 때문에 12fwd 이익 자체가 증가하는 것처럼 보인다. 그러나 2013년과 2014년 이익을 따로 분석해 보면 2012년 5월 이후 코스피의 2013년, 2014년 이익추정치는 둘 다 하락하고 있었고 삼성전자도 최근들어 가파른 상승이 꺾이고 있다 [그림4,5].

그림 2. 삼성전자를 제외한 KOSPI 12fwd 순이익 추이



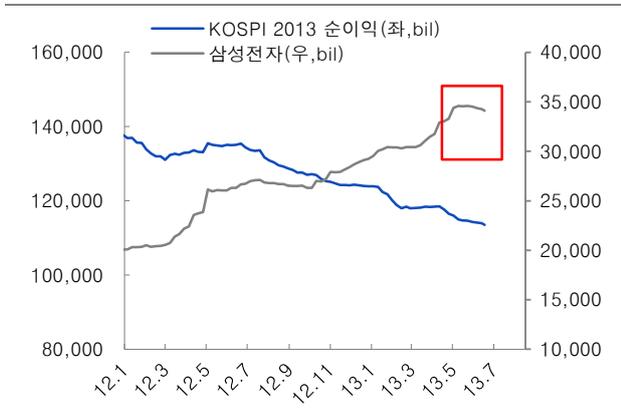
자료: Wisefn, 대신증권 리서치센터

그림 3. 삼성전자와 KOSPI의 12fwd 순이익 추이 비교



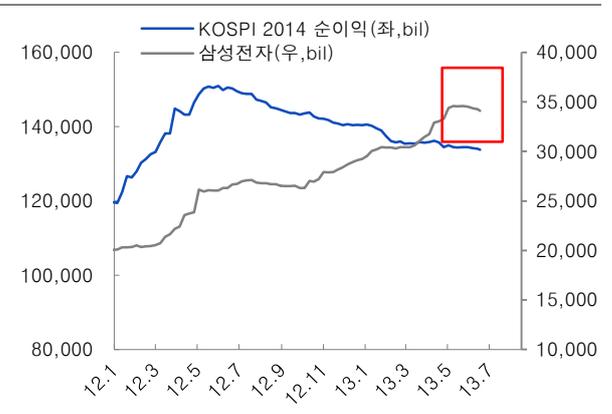
자료: Wisefn, 대신증권 리서치센터

그림 4. 코스피와 삼성전자의 2013년 순이익 추정치 변화



자료: Wisefn, 대신증권 리서치센터

그림 5. 코스피와 삼성전자의 2014년 순이익 추정치 변화

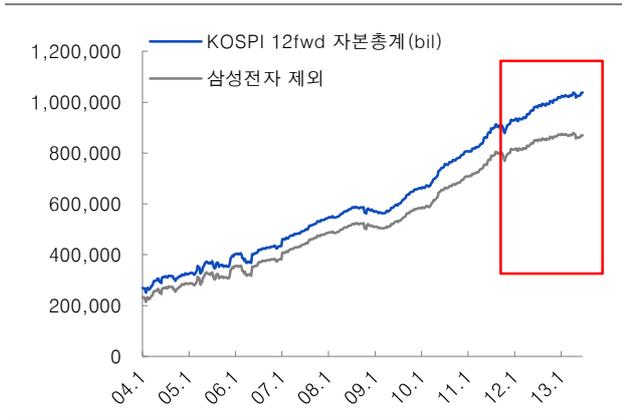


자료: Wisefn, 대신증권 리서치센터

자본총계 역시 최근 추정치가 하향되고 있다. 애널리스트들의 기업에 대한 추정치 변화는 매출액, 영업이익, 순이익 등의 I/S 에서 먼저 이루어 지고 그 다음 B/S 단으로 넘어가 순이익 추정치의 일부가 자본총계 추정치에 반영되기 때문에 자본총계 추정치는 순이익보다 느리게 변화하는 경향이 있다.

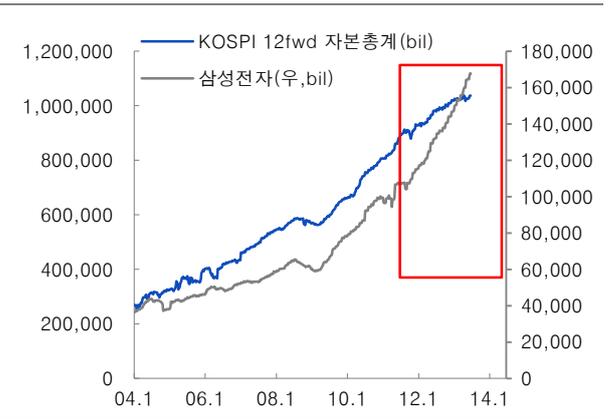
삼성전자의 자본총계 역시 최근들어 상승 추세가 멈췄고, 코스피의 자본총계 추정치도 하향추세를 보이고 있다.

그림 6. 삼성전자를 제외한 KOSPI 12fwd 자본총계 추이



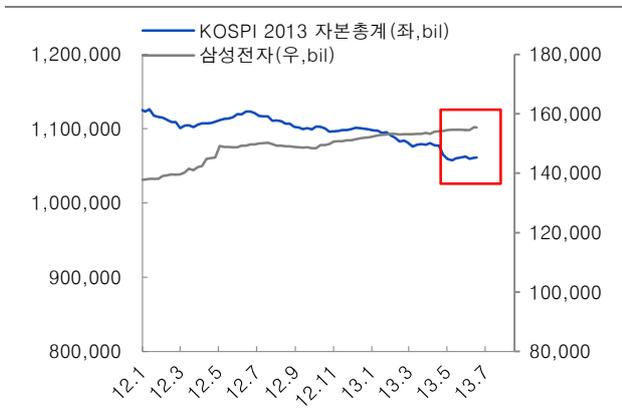
자료: Wisefn, 대신증권 리서치센터

그림 7. 삼성전자와 KOSPI의 12fwd 자본총계 추이 비교



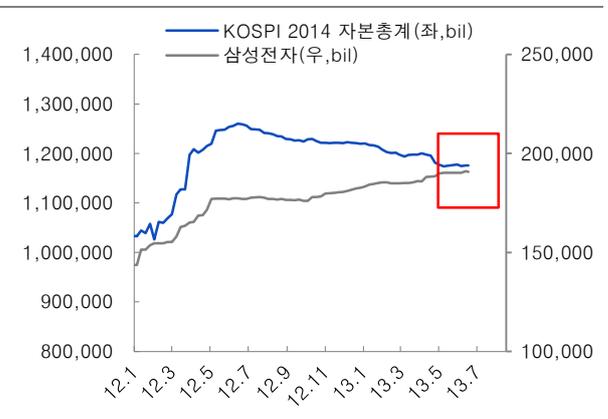
자료: Wisefn, 대신증권 리서치센터

그림 8. 코스피와 삼성전자의 2013년 자본총계 추정치 변화



자료: Wisefn, 대신증권 리서치센터

그림 9. 코스피와 삼성전자의 2014년 자본총계 추정치 변화

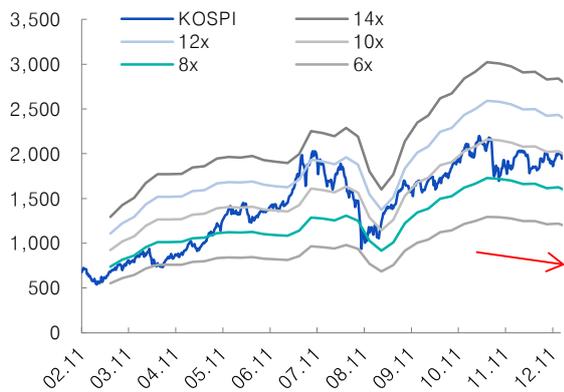


자료: Wisefn, 대신증권 리서치센터

KOSPI PE, PB 밴드의 레벨 하락

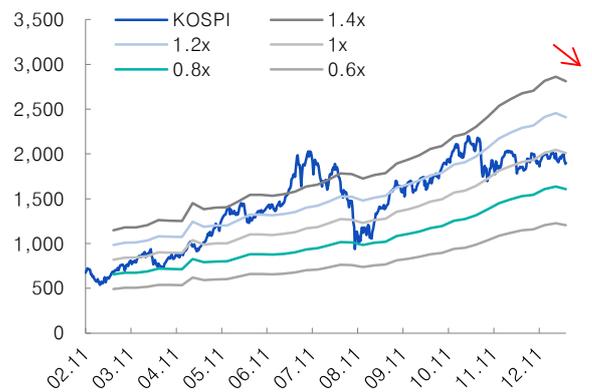
앞서 삼성전자와 코스피 이익과의 관계를 통해 앞으로 삼성전자의 추가적인 이익 하향이 이루어질 경우 코스피 전체의 PE와 PB의 레벨은 하향추세로 꺾일 수 있다고 판단한다. 삼성전자를 제외한 코스피의 PE와 PB 밴드를 그려본 결과 PE밴드는 2011년 중반부터 하향 추세로 전환되었고[그림10], PB밴드는 최근들어 밴드의 하향이 이루어지고 있음을 알 수 있다[그림11].

그림 10. 삼성전자를 제외한 KOSPI 12fwd PE Band



자료: Wisefn, 대신증권 리서치센터

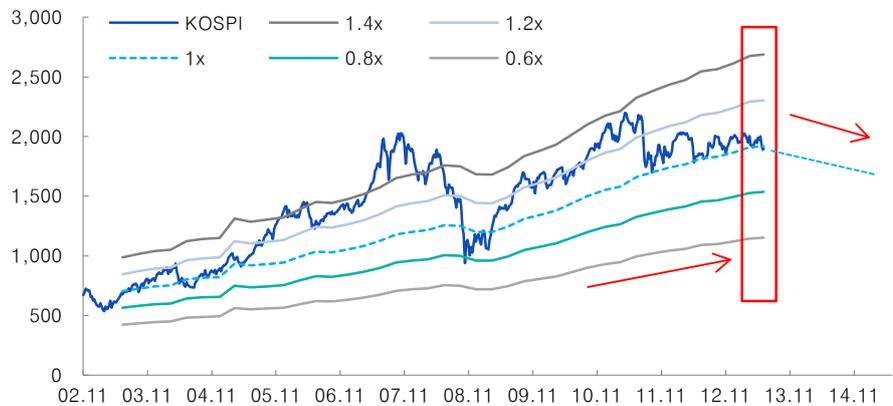
그림 11. 삼성전자를 제외한 KOSPI 12fwd PB Band



자료: Wisefn, 대신증권 리서치센터

결론적으로 나머지 기업들의 이익추정치 상승이 없는 상태에서 삼성전자 이익 추정치가 계속 하향된다면 코스피의 PB 밴드 자체도 하락할 것으로 판단한다. 현재의 PB 1배는(6/20 기준) 1,907.4 이지만 PB밴드의 레벨이 하향된다면 지수가 추가적으로 하락하지 않아도 PB가 상승하는 결과가 나타날 수 있다. 즉 1배의 기준 자체가 하락하여 추가적인 지수의 하락의 가능성도 열어두어야 한다.

그림 12. KOSPI 12fwd PE Band - 삼성전자의 이익추정치 추가 하락 시 밴드의 레벨 하향 예상



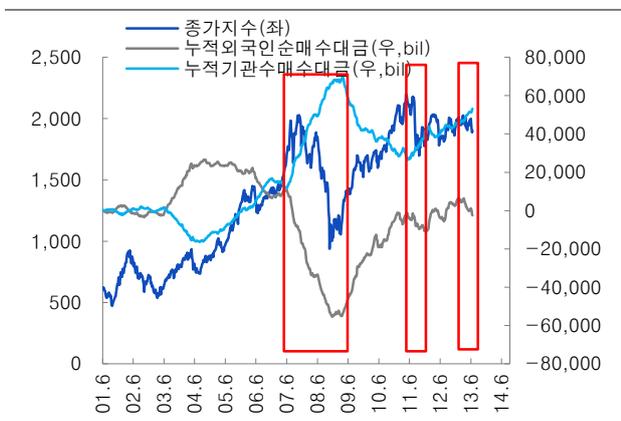
자료: Wisefn, 대신증권 리서치센터

외국인 매도 시 기관 순매수 업종 및 종목에 주목

아시아 신흥국의 외국인 자금 이탈이 본격적으로 시작되었고 우리나라 역시 삼성전자 실적 우려가 겹치면서 외국인의 매도공세에 지수 역시 크게 하락했다. 국내시장에서는 외국인이 순매도 할 때 기관투자자는 순매수하는 패턴을 보여왔다.

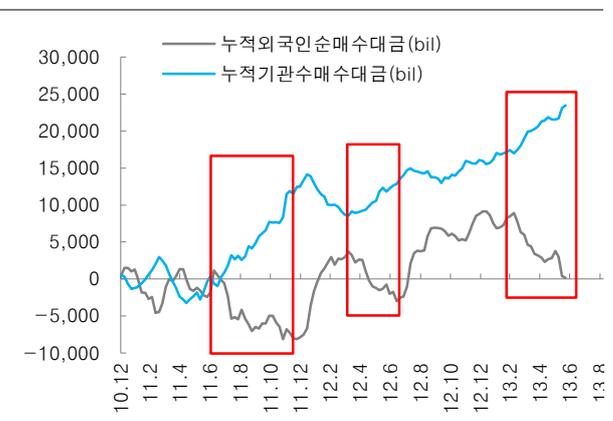
이번 외국인의 자금 이탈의 경우에도 지수의 하락을 방어하기에는 역부족이었지만 기관투자자는 순매수하는 모습을 보여주고 있다. 과거 외국인 순매도와 기관 순매수 구간에서 기관은 중소형주보다는 대형주를 매수했고 업종별로 살펴보면 시가총액이 큰 반도체 업종을 비롯하여 경기 방어적 성격인 통신, 유틸리티 및 보험과 내수 섹터를 주로 매수해왔다.

그림 13. 외국인과 기관의 상반된 매매 패턴



자료: Wisesfn, 대신증권 리서치센터

그림 14. 외국인과 기관의 상반된 매매 패턴 - 2011년 이후



자료: Wisesfn, 대신증권 리서치센터

앞으로 추가적인 외국인 매도세가 지속되고, 이익추정치 역시 하락하는 상황에서는 기관이 매수하는 종목에 관심을 가져보는 것이 좋을 것으로 판단한다.

변동성이 큰 중소형주보다는 대형주 위주로 기관의 자금이 유입될 것으로 예상된다. 따라서 KOSPI 100 종목 중 최근 하락 시 낙폭과대를 바탕으로 이익(매출액증가율, 영업이익증가율, 영업이익률, ROE)과 Valuation(PE, PB) 등을 종합적으로 스코어링하여 종목을 스크리닝 한 결과는 다음과 같다.

KOSPI100 종목 내 상대적 투자매력도가 높은 종목

Code	Name	Sector	5/31 이후 수익률(%)	2013 2Q			2013 3Q			ROE (12wd%)	PE (12wdx)	PB (12wdx)
				매출액 증가율(yoy)	영업이익 증가율(yoy)	영업 이익률(%)	매출액 증가율(yoy)	영업이익 증가율(yoy)	영업 이익률(%)			
A000660	SK하이닉스	IT	-3.6	35.7	79,072.3	25.4	51.6	흑전	26.7	21.5	8.2	1.6
A005930	삼성전자	IT	-13.6	25.5	63.6	17.5	19.2	38.9	17.9	23.6	6.5	1.2
A078930	GS	에너지	-9.0	7.6	266.5	7.8	6.6	13.4	10.4	11.2	6.1	0.7
A035420	NHN	IT	-11.3	24.5	19.7	27.4	26.7	27.9	28.2	29.6	17.7	4.2
A018880	한라비스테온공조	경기관련소비재	2.3	44.4	38.5	7.0	44.7	30.4	7.1	20.3	10.9	2.1
A012750	에스원	산업재	-7.2	12.3	7.8	12.2	12.8	36.0	12.4	13.5	20.6	2.4
A009150	삼성전기	IT	-9.3	26.6	26.8	8.2	17.8	18.9	8.5	12.6	12.6	1.5
A034220	LG디스플레이	IT	-9.5	5.4	38.7	4.6	7.3	65.1	6.0	9.2	9.9	0.9
A011070	LG이노텍	IT	-13.8	29.0	124.2	2.1	39.6	145.0	3.6	9.7	13.5	1.3
A017670	SK텔레콤	전기통신서비스	1.9	6.0	31.5	13.3	5.5	84.6	13.0	14.7	9.0	1.1
A004990	롯데제과	필수소비재	-9.3	6.6	23.6	7.9	9.5	12.5	10.2	3.7	21.5	0.8
A012330	현대모비스	경기관련소비재	-8.2	10.1	5.4	8.9	11.3	13.9	8.8	18.4	6.8	1.1
A001800	오리온	필수소비재	-3.5	10.9	-2.0	11.3	13.1	50.4	13.2	17.9	30.0	4.4
A012630	현대산업	산업재	-5.6	14.1	흑전	4.8	21.9	132.6	5.1	5.3	15.0	0.8
A011210	현대위아	경기관련소비재	-1.2	11.0	11.6	7.6	4.4	6.5	7.9	21.0	8.8	1.7
A005380	현대차	경기관련소비재	-2.4	3.2	-8.1	10.3	8.6	5.5	9.7	17.5	6.5	1.0
A012450	삼성테크윈	IT	-8.7	6.5	-8.5	5.5	27.3	49.1	6.3	12.6	15.0	1.8
A032640	LG유플러스	전기통신서비스	8.1	4.5	흑전	5.5	4.3	흑전	5.8	11.1	12.0	1.3
A000720	현대건설	산업재	-9.8	4.8	35.5	6.4	6.6	0.4	6.2	12.6	9.7	1.2
A030200	KT	전기통신서비스	-4.4	6.4	15.5	7.0	-4.8	-17.1	7.2	9.7	7.6	0.7

자료 : Wisefn, 대신증권 리서치센터

주 : 데이터는 6/20일 종가 기준

▶ Compliance Notice

- ✓ 본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- ✓ 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 위 애널리스트는 재산적 이해관계가 없습니다.
- ✓ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하였습니다. 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.