



2013/07/25

반등 왕따주에 대한 역발상 전략

Quantitative Analyst **변준호**
3771-9072
ymaezono@iprovest.com

최근 Risk가 큰 소재, 산업재 내 왕따주들의 반란이 무섭다. 이들의 Trend를 쫓아갈 것인지 아니면 이를 역으로 이용해야 하는지 고민스러운 시점인데 결론적으로 필자는 후자가 낫다고 판단한다.

즉, 최근 비편더멘탈적 요소로 오른 단기 급등주를 따라가기보다는 그 외에 대안으로 접근하는 것이 더 낫다고 본다. 이렇게 보는 가장 큰 이유는 시장의 큰 흐름(기업 실적의 개선 또는 자본재보다 소비재를 선호하는 현상)이 바뀔 만한 구조적 변화(가시적으로 강력한 경기 회복)와 이벤트(새로운 시장친화적 정책)가 여전히 부재하다고 보기 때문이다.

이제 낙폭 과대, 정책 기대감, 수급 요인 등으로 단기 급등한 종목들 외에 대안을 찾는 이유와 방법 등에 대해 고민해 보자.

(1) 외국인과 연기금 주도의 수급 => ‘저 평가 대형 경기 민감주’

연기금 및 외국인의 수급 변화가 가장 눈에 띈다. 사실 7월 이후 뱅가드 출회 물량 종료와 양적 완화 우려 완화 등으로 외국인의 순매수를 기대했지만 중국 및 삼성전자의 잠정 실적발표가 부진하게 나오면서 다소 지연된 감이 없지 않았다.

버냉키의 시장 우호적 발언으로 달러 강세에 대해 시간을 좀 벌었고 글로벌 펀드에서의 자금 유출이 둔화된데다 최근 국내 개별 대형주들의 실적이 생각보다 나쁘지 않는 등 분위기가 개선되면서 외국인의 매수 유입이 나타나고 있다. 이와 함께 연기금의 추가 매수 여력을 함께 감안하면 수급 개선 효과는 좀 더 클 전망이다.

이처럼 외국인과 연기금의 매수 기조에 반해 투신권의 매매는 다소 소극적일 것으로 판단된다. 투신권은 단기 급등에 따른 차익 실현 경계감이 높아질 것으로 보이고 꾸준히 유입되던 펀드 자금이 최근 주춤하고 있어 매수 여력은 약화될 전망이다.

외국인과 연기금의 합작이라면 경기 민감주, 대형주의 대응이 상대적으로 맞다고 본다. 최근 반등에도 불구하고 경기 민감주 및 대형주는 여전히 저 평가 국면에 있다고 판단되며 수급 효과를 볼 것이다. 또한 업종 측면에서는 당연히게도 좀 더 Long-term한 접근이 있을 것으로 보인다.

결국, 외국인과 연기금의 조합이라면 ‘저 평가 대형 경기 민감주’가 선호 대상이 될 가능성이 높다. 그들의 전형적인 매수 대상 업종인 IT, 자동차는 그런 측면에서 잘 맞아떨어진다. 단순한 Valuation 지표만 보면 소재, 산업재가 저 평가 된 것으로 보이지만 편더멘탈을 대비한 Valuation 지표에서는 IT, 자동차의 저 평가 정도가 매우 높다.

(2) Quality Factor의 필요성 => 'Growth 혹은 ROE가 좋은 종목'

필자는 어닝 시즌 이전에 Earnings factor를 언급했고 그 이후에는 장기 저평가되어 있는 Valuation 매력도 높은 종목들을 보자고 제안했다. 하지만 이제 KOSPI가 단기 급등하며 1,900p를 상회하는 상황에서 또 다른 전략을 생각하지 않을 수 없게 됐다.

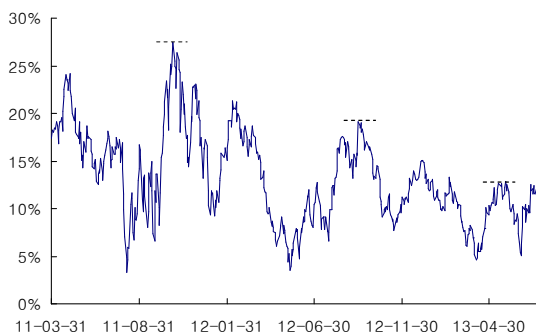
현 지수 상황에서 필자가 다음 단계로 주목한 것은 Quality Factor이다. 펀더멘탈이 약한 상황에서 지수가 단기에 급등했다는 점을 생각해 보자.

앞서 언급한 수급의 우호적 변화는 지수 상승에 좀 더 무게를 실어 줄 것이지만 지금부터 얼마나 추가적으로 오를 것인가에 대해서는 경계심을 가질 필요가 있다. 1,900p 상회 후 펀드 자금 유출 가능성, 주요 이평선 하회 상황 등의 이슈보다 수익률 측면에서 접근해 보고자 한다.

1,900p 이후의 단기 급등에 대한 고민은 종목 수익률에서 잘 나타난다. 차화정 시대가 끝나고 지수가 약 2년간 장기 박스권에 머물고 있는 동안 대형주 반등의 한계는 일정 부분 의미 있게 반영됐다. 필자는 이를 계산해 보기 위해 단순히 지수의 저점대비 반등 정도로 파악하지 않고 종목별 반등 정도의 평균치를 생각해 보았다. 삼성전자 등 지수 영향력이 큰 종목들의 효과를 배제하고 보고 싶었기 때문이다.

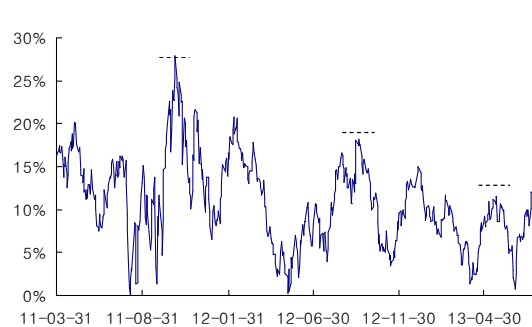
단기 급등에 대한 경계심을 점검해 보기 위해 필자는 '최근 3개월 저점대비 상승률'이라는 지표를 만들어 사용했다. 2011년 이후 현재 대형주 100종목에 대해 이를 계산해 보면 현 수치는 고점 하락 트렌드 상 대략 밴드 상단에 근접했거나 근접해 가고 있음을 확인할 수 있다. 평균 기준 14%, 중앙값 기준 12%다. 현재 단기 저점대비 반등 정도가 꽤 진행됐다고도 볼 수 있다. 물론 이것은 최근 2년간 박스권 트렌드가 유지된다는 가정이 필요하다.

도표 1. 대형주들의 3M 저점대비 반등율(평균 기준)



자료: 교보증권 리서치센터

도표 2. 대형주들의 3M 저점대비 반등율(중앙값 기준)



자료: 교보증권 리서치센터

'최근 3개월 저점대비 상승률'의 고점은 대략 KOSPI의 단기 고점과도 일치한다. 그렇다면 수급 개선에 따른 지수의 추가적인 상승에도 불구하고 개별 종목별로는 고점 Risk가 차츰 발생할 수 있고 이는 결국 대형주 내 옥석 가리기로 이어질 수 있다는 점을 시사한다. 그렇다면 실적 호전주와 높은 ROE가 매수 종목으로 선택되기 쉽다.

(3) 그렇다면 결론은 ‘Quality 좋은 저 평가 대형 경기 민감주’

(1)번은 저 평가 대형주 경기 민감주를 지지한다면 (2)은 실적 호전주나 높은 ROE의 고 Quality 주식을 지지한다.

둘의 조합은 결국 ‘Quality 좋은 저 평가 대형 경기 민감주’라고 볼 수 있다.

ROE를 생각한 PBR 관점에서는 IT, 자동차, 자동차 부품이 좋은 대안이다. ROE가 대략 시장 수준 10% 이상인 종목 중에서 지나치게 PBR이 낮은 종목군을 뽑아보면 대체로 IT 및 자동차 관련주들이 주를 이룬다.

도표 3. 10% 이상 ROE 를 가진 대형주들의 ROE 순위

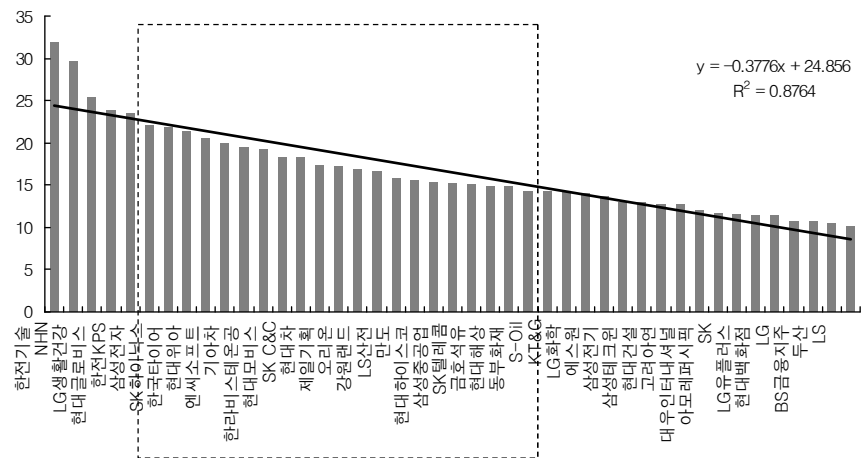
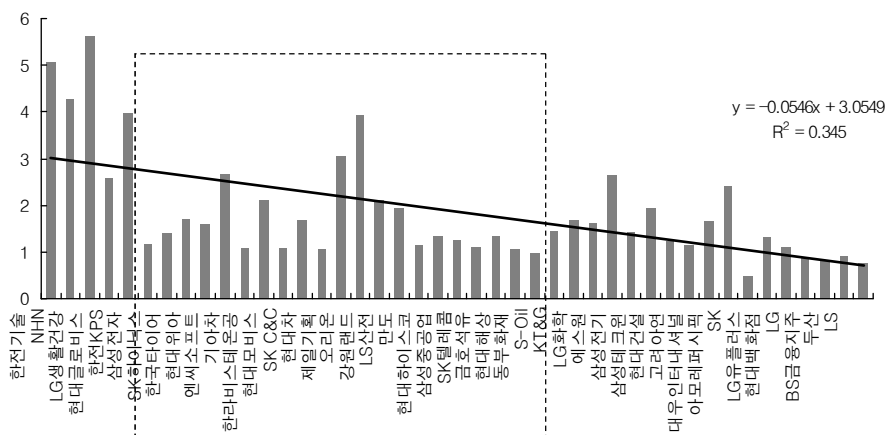


도표 4. 10% 이상 ROE 를 가진 대형주들의 ROE 순위별 PBR

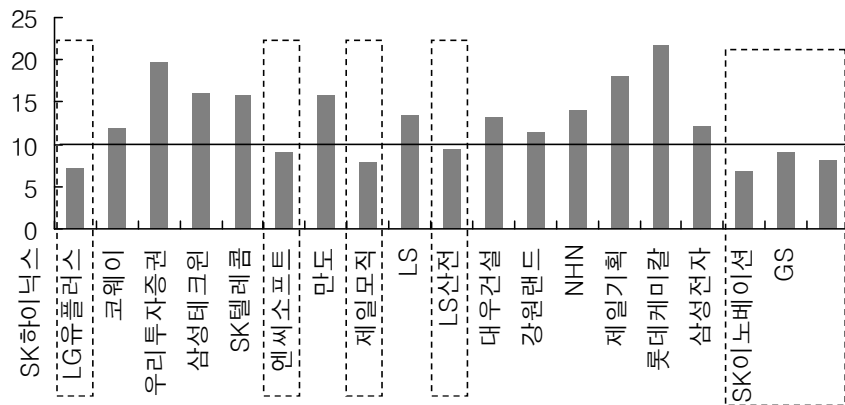


자료: 교보증권 리서치센터

ROE가 10% 이상인 대형주 중에 대략 14~22% ROE 수준의 종목들이 저 평가 된 것으로 보인다. 물론 ROE 자체 추세에서 그들 종목군이 추세선을 밀돌기 때문이라고 보지만 PBR의 하회 정도가 훨씬 크다고 본다. 결정계수의 큰 차이에서 이 점이 확인되는데 물론 그렇다고 해서 추세선을 상회하는 종목들을 팔아 밀도는 종목의 취지는 아니다.

Growth를 생각한 PER관점에서는 반도체, 자동차 부품, 통신, 정유 등이 좋은 대안이다. 올해와 내년 평균 EPS growth가 20% 이상 되는 종목 가운데 올해 ECV가 0.15 이하로 낮아 실적 전망에 대한 신뢰도가 비교적 높은 종목을 추려 보면 대형주 가운데 도표와 같이 19개 종목이 추출된다. 그 중에서 시장대비 저 평가되어 있는 낮은 PER을 보유한 종목들은 박스권의 종목들이다.

도표 5. 실적 가시성 비교적 높은 growth 우수 대형주들의 growth 순위별 PER



자료: 교보증권 리서치센터

시장은 (1)번 요인에 따라 추가 상승을 시도하겠지만 (2)번 요인에 따라 반등 매수전략을 바꿀 수 있다고 본다.

Quality check를 감안한 PER 및 PBR 관점을 종합해 보면 교집합 업종은 삼성전자를 포함한 IT 업종이 유일이고 SK텔레콤, 만도 등이 종목 단에서 교집합으로 추출된다.

종합적으로 경기 민감주의 특성을 살려 본다면 IT, 자동차 및 부품, 정유 업종 등의 선전이 기대된다.