Quantrategy

KYOBO 교보증권

2013/08/02

옥석 가리기가 두렵지 않은 종목 6

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

지난 주 뷰를 유지한다. 추가 상승을 열어두되 종목 선택은 깐깐해 질 것으로 본다. KOSPI가 점차 상승할수록 이제 중, 대형주 내 옥석 가리기의 진행 강도는 점차 높아질 것으로 예상된다. 주요 기술적 분석의 지표들이 1,950p 내외를 저항 수준으로 보는데 필자도 생각도 크게 다르지 않다. 이에 대해 이전의 보고서에서 20일 이격도의 패닉 이후 전개 방향과 저점대비 대형주들의 평균 상승률을 언급한 바 있다.

물론 Valuation 상으로는 여전히 부담이 없는 국면이다. 하지만 국내 증시의 장기 De-valuation 현상을 감안해 볼 때 단기적으로 Valuation 상 의미 있는 고점을 예단하기는 쉽지 않다. 그저 현 수준은 극단적 저 평가 국면에서 탈피했다는 정도의 해석이 가능하다.

Technical의 부담이 다가오고 있지만 Valuation 상 부담이 적다는 측면에서 시장의 추가 상승 가능성은 여전히 열려 있다고 판단된다. 하지만 주가가 단기적으로 많이 상승한 종목들에 대한 차익실현이 커질 수 있는 국면이어서 종목별로는 차별화된 움직임이 나타날 수 있다. 이는 지난 주 언급한 대형주 내에서의 옥석가리기와도 무관하지 않은데 이제 수익률 관점에 집중된 것보다는 수익률과 리스크를 함께 생각해야 하는 국면으로 판단된다.

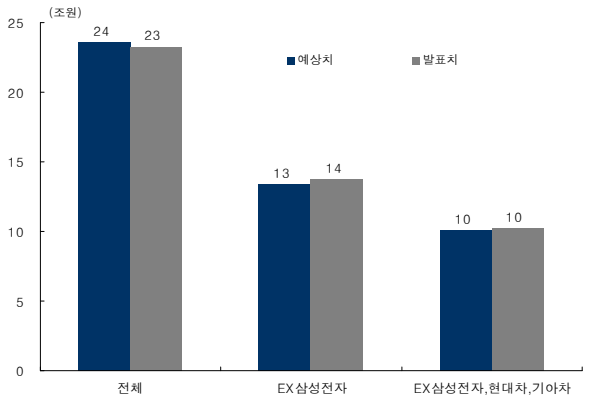
그래서 지난 주부터 Quality 측면의 접근을 권고했고 지금도 변함이 없다. 지난 주는 ROE와 Valuation-approach를 통한 Quality factor의 관점에서 그리고 이번 주는 OP(영업이익)를 통한 Quality factor를 점검해 보고자 한다.

어닝 시즌이 지났음에도 다시 실적을 고려하는 이유는 어닝 시즌 동안 주가 흐름이 좋았고 시장의 하방 리스크가 올라가고 있기 때문에 실적을 방어의 재료로 판단한데 있다.

앞서 Valuation 부담이 적다는 측면은 꼭 PBR 관점 만은 아니다. 이번 2분기 실적이 예상보다 괜찮은 수준으로 발표되면서 PER 부담을 다소 덜게 됐다. 실적 호전이 Valuation 부담을 일정 부분 상쇄해 줄 수 있다는 점이다.

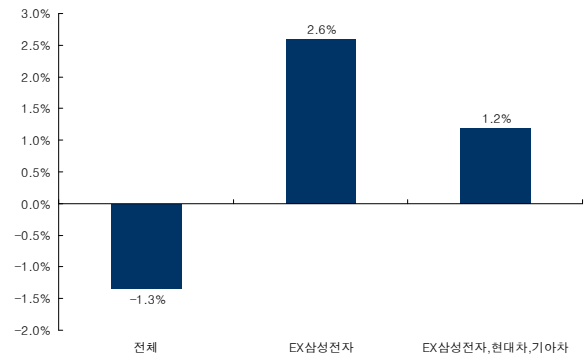
KOSPI 200종목 가운데 현재까지 발표된 57개의 종목을 살펴 보면 발표된 영업이익은 지난 달말 예상대비 1.3% 하회하는 것으로 나타났다. 하지만 삼성전자를 제외하면 예상보다 2.6% 상회한 수준이고 삼성전자, 현대차, 기아차 3종목을 제외한 합산은 1.2% 예상보다 상회했다. 예상치 상회 종목 비율도 52.6%로 예상보다 잘 나온 기업이 더 많았다. 물론 향후 발표될 내수주나 금융주들의 실적이 부진한 점을 감안하면 전체 수준은 다소 현재 수준보다 못할 수 있다.

도표 1. 2Q 영업이익을 발표한 종목들의 예상치와 발표치 합



자료: 예상치는 6월말 기준, 교보증권 리서치센터

도표 2. 예상대비 발표치의 수준



자료: 예상치는 6월말 기준, 교보증권 리서치센터

종합해 보면 주요 대형 제조사들이 실적 발표를 일단락했기 때문에 전체 2Q 어닝 시즌은 예상에 어느 정도 부합했다는 결론을 얻게 된다. 수 분기 동안 예상보다 부진했던 실적을 보였던 점을 감안하면 분명 긍정적인 부분이다.

이제 이 긍정적인 부분을 어디까지 해석해야 되느냐가 관건이다. 지금까지 약 2년간 진행되었던 실적 전망의 하향 흐름(이익 수정비율이 음수인 현상, 즉 실적이 상향되는 종목보다 하향되는 종목이 더 많은 상황)이 상향 흐름으로 바뀌는 국면인지 아니면 다소 일시적인 안정 국면인지에 대한 고민이다.

상향 흐름으로의 국면 전환에 대한 신뢰도는 아직 높지 않다고 판단된다. 왜냐하면 글로벌 경기 흐름이 뚜렷이 회복되는 징후가 아직 적다고 판단하는데 특히 선진국과 신흥국 간의 경기 차별화와 G2의 부양 의지가 미흡하다는 점이 여전히 리스크로 상존한다.

그러므로 우리는 실적에 대해 시장 측면에서의 호재라기보다는 악재의 해소 정도 수준에서 긍정적인 포인트를 찾는 것이 바람직해 보인다. 실적이 시장 측면에서 호재가 된다면 실적의 중요성은 상대적으로 떨어질 것이고 Valuation이 더 중요한 잣대가 될 것이다. 하지만 그렇지 않다면 실적은 여전히 옥석을 가리는 중요한 기준이 될 것이다.

그래서 중, 대형주 내 옥석을 가리려는 판단의 기준을 실적으로 삼고 옥석 가리기가 진행되어도 상대적으로 안전할 수 있는 종목을 추리는 작업이 시작되어야 한다고 본다.

이제 자세한 스크리닝 내용을 살펴 보자.

하반기 혹은 내년 실적이라는 모멘텀도 중요하지만 그에 상응한 신뢰의 문제를 같이 고려하고자 한다. 실적의 상향 전환에 대한 신뢰가 아직 부족하다는 측면에서 예상치를 상회하고 있는 종목들을 주목했다. 비교적 힘든 어닝 시즌을 보낸 1분기와 상대적으로 수월하게 진행된 이번 2분기 어닝 시즌 모두에서 예상치를 상회하는 기업들에 관심을 갖고자 한다. 그리고 이후 3분기와 내년 실적 모멘텀을 점검했고 컨센서스의 편차가 크지 않은지 최종 점검을 했다. 자세한 내용은 다음과 같다.

도표 3. 스크리닝 절차

구분	순서	내용
Earnings	1	1Q 영업이익 > 예상치
	2	[2Q 기발표 영업이익 > 예상치] or [2Q 예상 영업이익 > 예상치]
	3	3Q 영업이익 > 2Q 영업이익
	4	[14 년 최저 예상 영업이익 YoY > 0] and [14 년 EPS CV < 0.15]
Valuation	5	ROE 대비 PBR 회귀 프리미엄 < +1.645-sigma
Quality Check	6	컨센서스 추정 증권사 > 2

자료: 예상치는 해당 실적 분기 말 수치. 교보증권 리서치센터

1,2Q 영업이익이 예상치를 상회함으로써 척박한 환경에서 실적에 대한 믿음을 주고 향후 모멘텀이 괜찮은 종목을 찾았다. ROE대비 너무 PBR이 높은 종목은 배제했으며 컨센서스 추정 제공 증권사가 3개 이하인 종목도 퀄러티 체크 측면에서 제외했다.

이와 같은 방식을 통한 최종 스크리닝 통과 종목은 SK이노베이션, 삼성테크윈, 현대하이스코, LG이노텍, 효성, 이마트 등 6개 종목이다.