

금리 상승은 KOSDAQ시장에 더 부정적

국내 증시 숨고르기 국면 지속

국내 증시 숨고르기 국면 지속

최근 국내 증시의 조정세가 심상치 않은 모습이다. KOSPI는 지난 4월 23일, KOSDAQ 시장은 4월 21일을 고점으로 2주째 조정국면을 이어가고 있으며, 고점대비 하락률을 비교해 보면 KOSPI와 KOSDAQ시장이 각각 -3.88%, -7.58%로 KOSDAQ시장의 조정세가 상대적으로 크게 나타나고 있다.

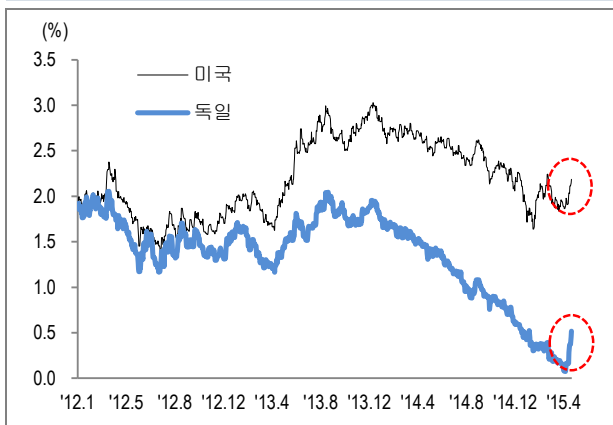
글로벌 금리 급등세

공교롭게도 국내 증시의 조정 시점이 글로벌 채권시장의 약세와 맥을 같이 하고 있다. 지난 4월 21일 채권왕 빌 그로스는 야누스캐피탈 트위터에 독일 10년 국채가 일생일대의 매도 기회이며, 지난 1993년 파운드화 급락 당시보다 낫다고 언급(German 10yr Bunds = The short of a lifetime. Better than the pound in 1993)했다. 실제 독일의 10년 국채 금리는 지난 4월 20일 0.075%에서 5월 6일 0.516%까지 급등세를 나타냈고, 미국의 경우에도 4월 19일 1.87%를 바닥으로 최근 2.19%까지 상승한 바 있다.

금리상승은 KOSPI보다 KOSDAQ시장에 부담

금리 상승은 단기적으로 주식시장에 부정적 이슈가 될 가능성이 높다. 최근 글로벌 증시의 주요 상승동력이 바로 저금리와 유동성이었기 때문이다. 또한 실제 저금리의 효과가 중소형주에 더 유리하게 작용했고, 최근 미국의 대표적인 소형주 지수인 러셀 2000지수의 낙폭 확대가 미치는 영향도 간과할 수 없다는 판단이다.

미국과 독일의 10년 국채금리 급등세



자료: Bloomberg, NH투자증권 Portfolio솔루션부

미국 러셀 2000 지수 낙폭 확대



자료: Stockcharts.com, NH투자증권 Portfolio솔루션부

금리인하 사이클 자체가 호재였지만

저금리 구간, 중소형주 상대적 강세가 일반적

경험적으로 금리인하 사이클이 진행되는 과정에서 중소형주는 상대적 강세를 보인 경우가 많았다. 이자비용과 할인율 축소에 따라 상대적으로 성장률이 높게 형성되는 중소형

주의 밸류 프리미엄이 확대됨과 동시에 개인들의 증시 참여가 활발해지기 때문이다. 기준금리와 가장 유사한 흐름을 보이는 국고채 1년 금리와 KOSDAQ시장의 상대강도를 비교해 보면 금리와 KOSDAQ시장 간의 유의미한 관계를 쉽게 확인할 수 있다.

추가 금리인하 기대 낮아져

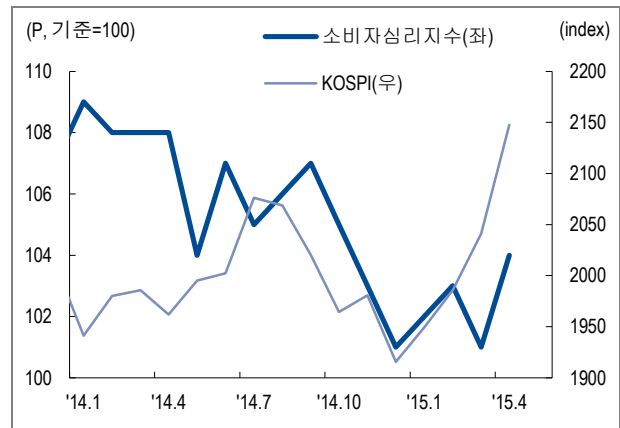
그러나 당초 예상과는 달리 한국은행의 추가적인 기준금리 인하 가능성이 낮아지고 있다는데 주목할 필요가 있다. 당사 리서치센터에 따르면 1) 1/4분기 GDP 성장률이 한은 예상치에 부합하여 금통위가 당분간 경기흐름을 지켜볼 여유가 생겼고, 2) 최근 주식, 부동산 등 자산가격 상승세로 경기회복에 대한 기대심리가 살아나고 있으며, 3) 국제유가 상승에 따라 디플레이션 우려 완화가 예상되기 때문이다. 이에 따라 그동안 저금리의 수혜를 받았던 중소형주에게 부정적인 이슈라고 판단할 수 있다.

KOSDAQ 시장 상대강도와 국고채 1년 금리 추이



자료: Bloomberg, Dataguide, NH투자증권 Portfolio솔루션부

주식시장의 강세로 경기회복 기대 심리 높아져



자료: KRX, 한국은행, NH투자증권 리서치센터

수급주체 변화의 함정

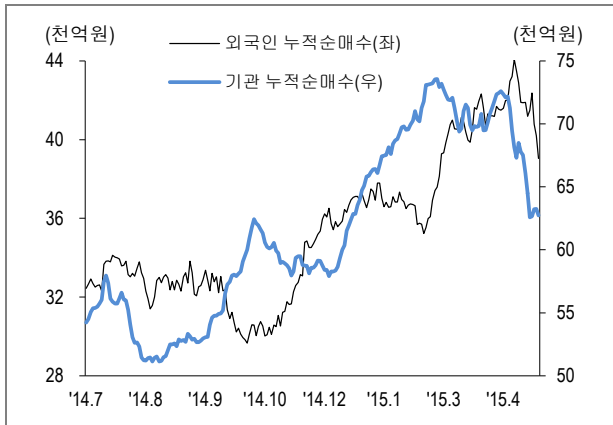
개인투자자로 변화된 중소형주 수급 주체

한편, 그동안 중소형주 흐름에 가장 영향력이 컸던 국내 기관은 지난 4월 8일부터 매도 강도가 크게 강화되며 동 기간 순매도금액이 1조원을 넘어서고 있다. 또한 외국인의 매수강도도 4월 중순 이후 약화되며 동 기간 5천억원 이상의 순매도를 기록하고 있다. 중소형주 및 KOSDAQ시장에서 국내 기관과 외국인이 동시에 빠져나가는 과정에서 주요 매수주체는 개인투자자로 바뀐 상황이다. 4월 개인투자자의 시가총액별 순매수 동향을 보면 대형주에 대해서는 1.1조원의 순매도를 기록 중이지만 중소형주, KOSDAQ시장에서는 각각 3,362억원, 1.13조원의 매수우위를 나타내고 있다.

개인 매수세 유입은 중소형주에 부정적 요인

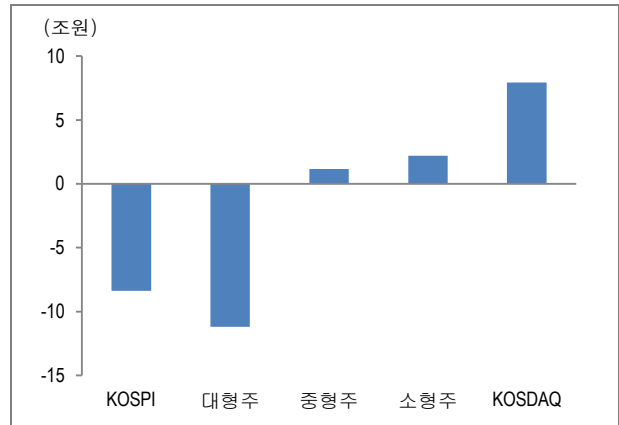
또한 고객예탁금은 21조원을 넘어서 사상최고치를 돌파했고, KOSPI와 KOSDAQ시장의 신용잔고는 7.4조원을 넘어섰다. 중소형주 및 KOSDAQ시장에 개인투자자들의 매수세가 유입되었던 경우는 2008년 이후 총 다섯 번이었고, 동 기간 중 대형주대비 KOSDAQ시장이 상대적 강세를 보였던 적은 한 번도 없었다는 점을 간과해서는 안될 것이다.

중소형주 및 KOSDAQ 시장 기관, 외국인 누적순매수



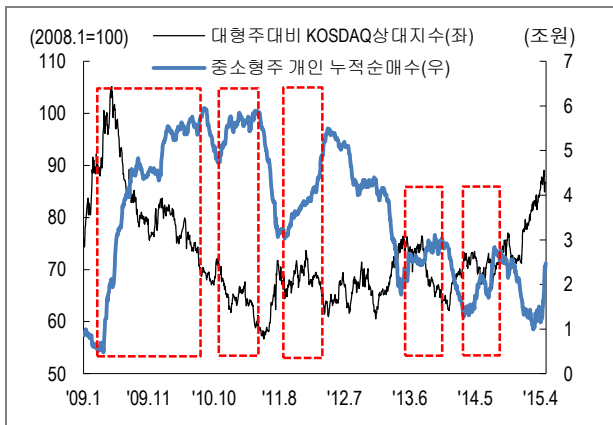
자료: Dataguide, NH투자증권 Portfolio솔루션부

4월 개인투자자의 시가총액별 순매수 동향



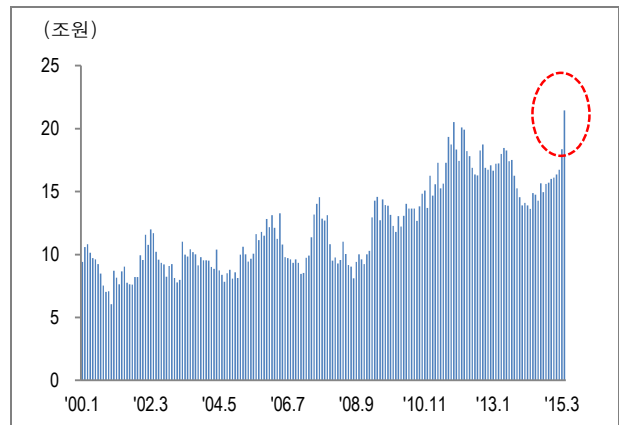
자료: Dataguide, NH투자증권 Portfolio솔루션부

중소형주 개인 누적순매수와 KOSDAQ 시장 상대강도



자료: Dataguide, NH투자증권 Portfolio솔루션부

고객예탁금 사상최고치 돌파



자료: Dataguide, NH투자증권 Portfolio솔루션부

5월은 중소형주의 어닝시즌

대형주 이익모멘텀 강화

5월 중소형주 입장에서 가장 부담스러운건 역시나 실적이다. 2012년 이후 국내 기업들의 이익추정치는 연초 이후 줄곧 하향조정세를 반복해 왔다. 하지만 올해는 삼성전자를 비롯한 대형주의 우호적인 실적발표가 이어지는 가운데 연간 이익추정치가 꾸준히 상향조정되고 있는 모습이다.

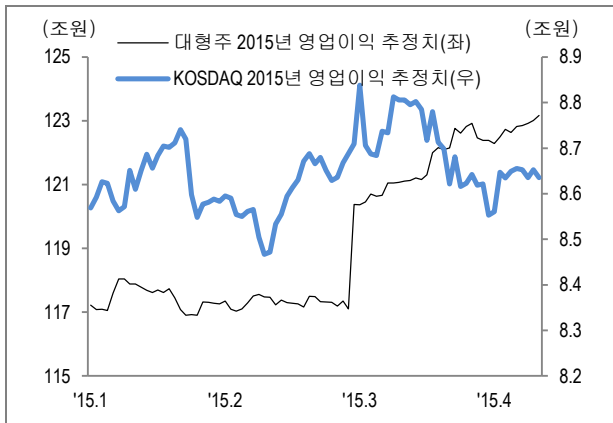
KOSDAQ시장의 이익모멘텀은 감속 구간

반면, KOSDAQ시장의 경우 이와는 반대의 양상을 띄고 있다. KOSDAQ시장의 올해 영업이익 추정치는 약 8.64조원으로 연초대비 약 0.77% 상향조정되었지만 대형주(5.07%)에 비해 모멘텀이 약하고, 3월 이후 오히려 하향조정되고 있는 모습이다. 게다가 본격적인 중소형주 어닝시즌이 가까워지면서 1/4분기 영업이익 추정치 하향조정이 가파르게 진행되고 있다는 점에서 실적에 대한 기대치를 낮춰야 할 필요가 있다. 올해 영업이익 추정치 하향조정으로 KOSDAQ시장의 올해 EPS추정치 변화율 또한 큰폭의 하락세를 나타내고 있다. 3월말 0.9%였던 1개월 변화율은 4월말 현재 -7.23%로 하락했고, 3개월 변화율도 3월말 -1.5%에서 현재 -8.2%까지 하락했다.

밸류에이션 부담에 노출

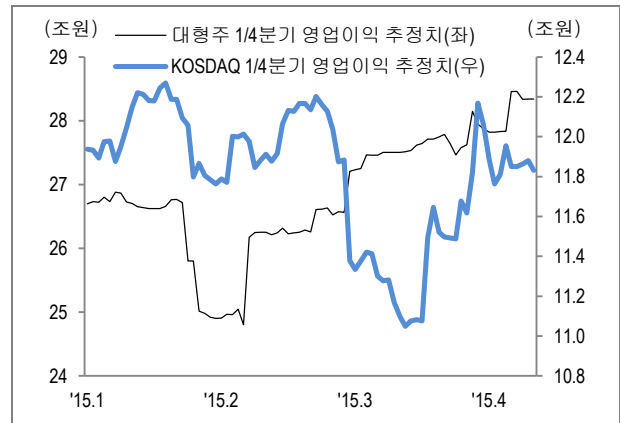
이익모멘텀 둔화에도 불구하고 주가 상승세가 이어지면서 밸류에이션 부담은 더욱 높아진 상황이다. 대형주의 12개월 Fwd PER은 현재 10.96배로 연초(10.72배)대비 약 8% 상승하는데 그쳤지만, KOSDAQ시장의 경우 현재 PER이 16.6배까지 급등하면서 연초 대비 24.2%나 증가했다. 이에 KOSPI대비 KOSDAQ시장의 밸류에이션 프리미엄은 1.51배로 2011년 이후 최고치를 경신했다.

대형주와 KOSDAQ 시장의 2015년 영업이익 추정치



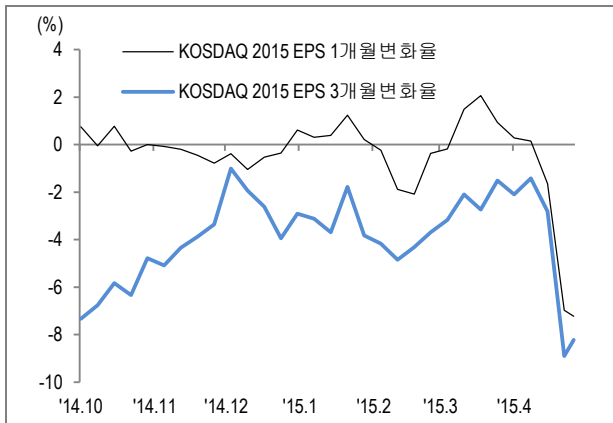
자료: Dataguide, NH투자증권 Portfolio솔루션부

대형주와 KOSDAQ 시장의 1/4 분기 영업이익 추정치



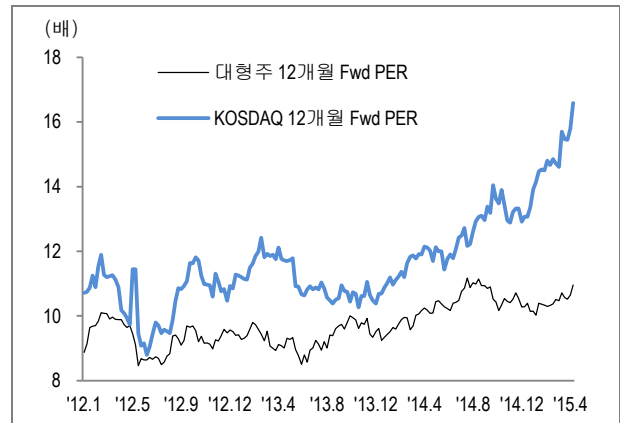
자료: Dataguide, NH투자증권 Portfolio솔루션부

KOSDAQ 시장 2015년 EPS 1, 3개월 변화를 추이



자료: Dataguide, NH투자증권 Portfolio솔루션부

대형주, KOSDAQ 시장 12개월 Fwd PER 추이



자료: Dataguide, NH투자증권 Portfolio솔루션부

전략적 방향성은 실적과 밸류에이션에 초점

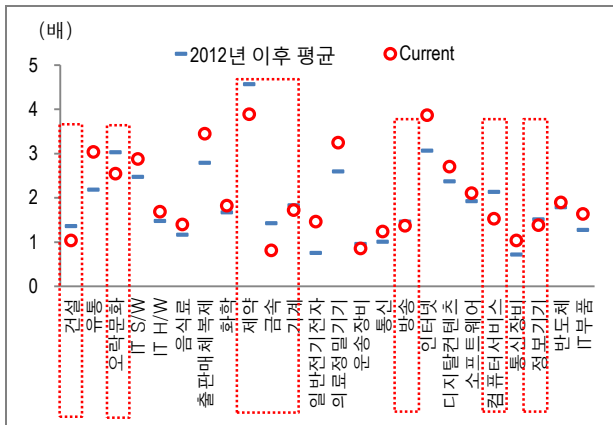
밸류에이션 메리트 보유 업종에 우선적 관심

이에 전략적인 접근도 실적과 밸류에이션을 중심으로 해야 할 것이다. 어닝시즌의 변동성 확대가 예상된다는 점에서 우선 가격메리트를 점검해 볼 필요가 있다. KOSDAQ시장의 업종별 2012년 이후 평균 PBR과 현재 PBR을 비교해 봤을 때 여전히 저평가 국면에 머무르고 있는 업종이 첫번째 관심대상이다. 이러한 조건에 맞는 업종은 건설, 오락문화, 제약, 금속, 기계, 방송, 컴퓨터서비스, 정보기기 등 8개 업종이다.

가격과 이익모멘텀 동시 보유 업종으로 압축

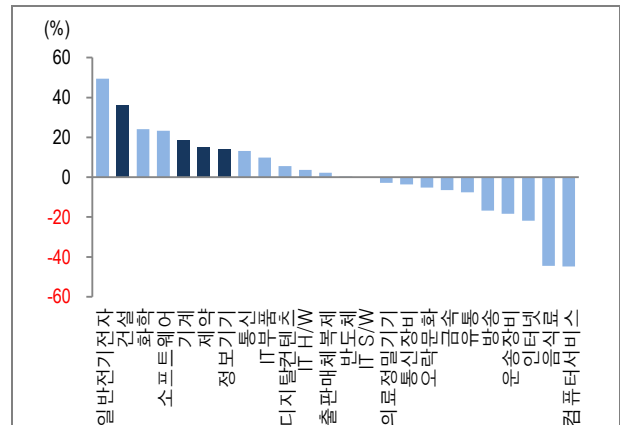
이들 가운데서도 저평가 국면 탈피를 위한 이익모멘텀 확보 업종을 추출하기 위해 연초 대비 올해 영업이익 추정치 변화율을 살펴본 결과 밸류에이션 메리트와 이익모멘텀을 동시에 가지고 있는 업종으로 건설, 기계, 제약, 정보기기 업종이 추출되었다. 실적에 따른 변동성 확대 과정에서의 관심종목은 이들 업종으로 압축할 것을 제안하는 바이다.

KOSDAQ 시장 업종별 12개월 Fwd PBR



자료: Dataguide, NH투자증권 Portfolio솔루션부

KOSDAQ 시장 업종별 2015년 영업이익 추정치 변화율



자료: Dataguide, NH투자증권 Portfolio솔루션부