

To. 대형주를 준비하시는 분들께

Quant / Strategist

변준호

02) 3787-2459

ymaezono@hmcib.com

1. 대형주 밸류에이션: 마지노선에서 배수진을 치다

대형주 PBR이 유력한 지지대인 역사적 바닥권과의 갭을 불과 5% 남짓 남겨 두고 있다. 일본을 제외하고 일제히 주요국 증시와 상대적 갭이 저점 연결대 부근에 위치하고 있다. 전 세계 PBR 1배 주변 혹은 1배 이하의 국가들은 신용등급이 투자부적격 직전 혹은 투자부적격 국가들인데 우리가 그 속에 속해 있다. 극심한 저 평가를 받는 IT, 자동차, 철강, 은행, 유통, 유틸리티 등의 16개 대형주 평균 PBR은 0.59배이다.

2. 대형주 PBR 한계에 대한 해외 기업 사례 분석

대형기업들의 저 PBR 한계를 분석하기 위해 G20 국가 내 대형 기업들의 과거 PBR 추이를 조사하면서 3가지 시사점을 발견했다. (1) 전체 조사 결과에 대해 PBR 0.15배를 사수할 확률은 90% 이상이다. (2) BPS 하락 리스크가 적은 대형주는 0.25~0.3배가 강력한 PBR 저점이다. (3) 글로벌 증시 급락기를 제외 시 BPS 하락 리스크가 적은 기업은 PBR 0.4배 이상에서 저점 확률이 74%였고 0.4배를 지키지 못했던 일부 기업들은 대부분 에너지, 소재, 산업재 업종의 기업들이었다. 74%의 확률로 0.4배 이상 0.6배 이하에서 저점을 보인 기업들의 향후 24주후, 48주후 주가 상승률은 각각 평균 56%, 74%였다.

3. 최악의 시나리오보다 대응적 시나리오

그렉시트 우려, 중국 증시의 변동성 확대, 미국 금리 인상 대기 등으로 부정적 시나리오를 고려할 필요 있으나 글로벌 증시의 상승 추세와 위험 지표들이 안정적이라는 측면에서 대형주의 밸류에이션이 의미가 없어질 만큼 서둘러 최악의 시나리오를 가정할 필요는 없다는 판단이다. 패닉이 온다면 중국 및 남유럽 국가들의 금리 추이, 신흥국 CDS 프리미엄 등을 보고 대응해도 늦지 않다. 지금까지 지표들은 안정적인 수준이다.

4. 3Q는 매크로 변곡점, 美 금리 인상, 中 부동산 바닥

미국이 9월에 금리 인상하면 9월에 금리 인상 불확실성 해소, 9월에 안 하면 자동적으로 4분기에 하계 돼 역시 불확실성은 3분기에 해소된다. 중국 부동산 가격이 바닥을 치고 상승전환하기 시작해 중국의 경기 부양책이 경기 개선으로 반영될 여지가 커졌다. 달러 강세로 3분기 원/달러 환율이 추가 상승 후 피크아웃을 예상한다.

5. 3가지 민리버전 신호

(1) 주요국 대형주지수의 시장대비 PBR 할인율은 최대 10% 수준인데 현재 국내는 8% 수준이다. 대형기업들의 구조조정, 단가인하, 주주환원정책 등 ROE 개선 노력이 부각될 것으로 예상된다. (2) 코스닥 시장이 강세를 보인 해에 KOSPI도 강세를 보였고 8월 이후 KOSPI의 상대적 강세가 두드러졌으며 올해 두 시장간 YTD 수익률은 경험적으로 볼 때 충분히 확대된 상태다. (3) 올해 중국 민감도가 큰 국가들의 증시가 오르고 미국 민감도가 큰 국가들의 증시는 부진해 정책 모멘텀이 미국에서 중국으로 이동하고 있음을 시사해 준다.

6. 대형주 투자전략

매크로 변화, 원/달러 환율 추가 상승 후 피크 아웃, 절대 밸류에이션 바닥, 다양한 민리버전 신호 등의 요인으로 BPS 하락 리스크가 적은 반도체, 자동차, 철강, 은행, 유통 등의 저 평가 대형주 비중 확대를 권고한다.

본론에 앞서

필자는 본 보고서를 통해 대형주의 비중확대 전략을 권고한다.

현재 시장은 철저하게 모멘텀 투자 전략이 유효한 상황이고 중, 소형주의 수급 여건이 훨씬 좋은 상황이다. 그리고 대우조선해양의 2분기 어닝 쇼크 우려로 인해 가뜩이나 불안한 대형주의 실적 우려가 어닝 시즌을 맞이하며 더 확대되어 있다. 하반기 대형주의 실적 개선 조짐이 보인다면 투자자들의 마음이 바뀔 수도 있겠지만 그 역시 현재 담보되지 못하고 있다.

대형주의 실적 개선은 내년부터라고 생각하고 그래서 4분기 이후에나 대형주 매수를 고민하려는 투자자들이 많을 것으로 예상된다. 필자가 판단하기에도 올해 하반기 대형주의 의미 있는 실적 개선을 기대하기는 쉽지 않은 상황이다. 실적이라는 단 한가지 변수로 매수 타이밍을 조율한다면 3분기 실적이 발표되는 10월 중, 허순이 대형주 매수의 적기가 될 것이다.

하지만 매크로, 밸류에이션, 기술적 분석 등 실적 외 지표들은 대형주 매수 타이밍을 좀 더 앞당겨야 한다고 신호를 보내고 있다. 매크로 측면에서 미국 금리 인상의 불확실성이 3분기 안에 피크아웃 할 가능성이 높고 중국의 부동산 시장이 바닥을 치고 있기 때문에 대형주의 주가 바닥은 3분기일 가능성이 높다고 판단된다. BPS의 하락 리스크가 적은, 극심한 밸류에이션 저 평가를 받고 있는 대형주들에 대해서는 절대 밸류에이션의 한계로 추가 하락 폭이 10% 내외로 추정된다. 그 한계의 해소 역시 3분기 내에 현실화가 가능하다. 기술적 분석을 비롯한 여타 Mean-reversion 신호들도 3분기에 작동할 가능성이 높아 보인다.

대부분 투자자들은 이제 대형주에서 기회가 올 것이라고 생각하고 있을 것이다. 하지만 시간의 리스크를 고민하고 있다고 판단된다. 서둘러 사고 싶지 않을 것이고 주가가 반등하는 것을 보고하려고 할 것이다. 분명 뉴노멀 이후 대형주에 대해서는 선 취매보다 확인 매수하려는 경향이 강해 보인다.

그럼에도 불구하고 용기를 내어 보는 이유는 이제 8월을 맞이한다는 점이다. 필자의 과거 분석에 의하면 하반기 주가는 상반기와 다르게 실적 중심으로만 움직이지 않는다. 그리고 그 해의 업황 분위기로만 움직이지 않는다. 연말로 갈수록 주가는 좀 더 복잡한 factor 들에 의해 움직이는 것 같다.

8월 증시, 좀 더 길게 남은 3분기 증시는 혼돈 속에 진행될 여지가 있다. 하지만 좀 더 긴 호흡에서 대형주를 사는 좋은 기회의 국면이 될 것으로 판단된다. 포트폴리오의 변화 활용기다.

본 보고서가 대형주를 준비하시는 분들께 조금이나마 도움이 되었으면 한다.

이제 이야기 보따리를 풀어 보고자 한다.

1. 대형주 밸류에이션: 마지노선에서 배수진을 치다

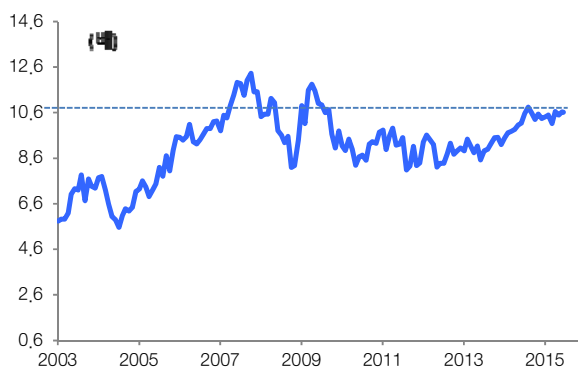
대형주 PBR,
역사적 바닥권 5%

아내 까지 진입

(1) 밸류에이션 지표: 대형주 PBR 역사적 바닥권과의 갭 5%에 불과

최근 대형주에서 저 평가 신호가 매우 강하다. 대형주의 매출 및 이익 감소의 영향으로 PBR 지표는 상대적으로 신뢰할 만한 지표라고 판단되는데 역사적 바닥권과의 갭이 5% 수준이다.

〈그림1〉 KOSPI 12M F. PER 추이(현재 10.6배)



자료: Wisefn, HMC투자증권

〈그림3〉 KOSPI 12M F. PSR 추이(현재 0.56배)



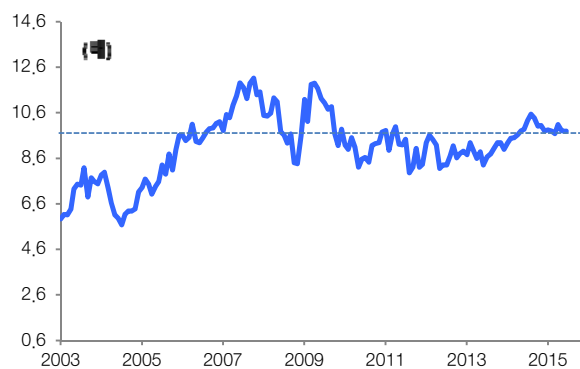
자료: Wisefn, HMC투자증권

〈그림5〉 KOSPI 12M F. PBR 추이(현재 0.96배)



자료: Wisefn, HMC투자증권

〈그림2〉 대형주 12M F. PER 추이(현재 9.8배)



자료: Wisefn, HMC투자증권

〈그림4〉 대형주 12M F. PSR 추이(현재 0.55배)



자료: Wisefn, HMC투자증권

〈그림6〉 대형주 12M F. PBR 추이(현재 0.91배)



자료: Wisefn, HMC투자증권

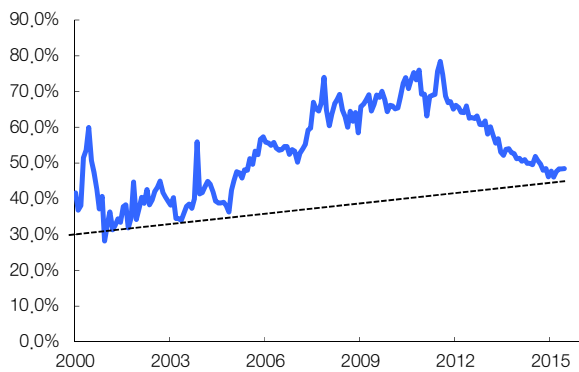
KOSPI 12M F. PBR은 역사적 바닥권에 근접해가고 있으나 대형주의 경우 역사적 바닥권에 매우 근접해 있는 상황이다. 대형주의 역사적 바닥권은 이라크 전쟁, 차이나 쇼크, 금융위기 등의 상황에서 형성된 것인데 현재와 당시 수준의 갭은 5%에 불과하다.

(2) 상대 밸류에이션: 주요국대비 상대 PBR 수준, 대개 역사적 저점 연결대 부근에 위치

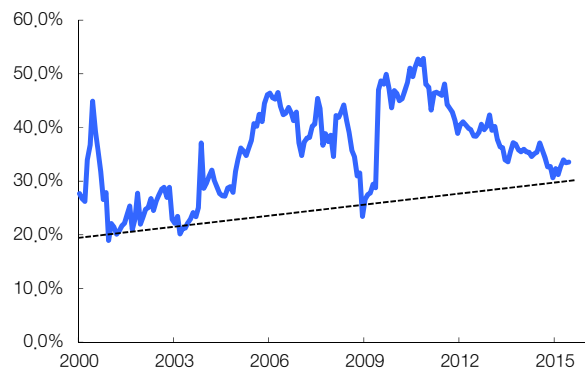
주요국대비 상대 밸류 갭 기술적 한계에 도달

KOSPI의 PBR 상대 수준은 MSCI AC WORLD대비 48%, 다우지수대비 34%, 상해지수대비 41%, STOXX50대비 69%, 니케이대비 57%, 항생지수대비 74%이다. 일본을 제외하고 모두 2000년 이후 상대 수준 추이의 저점 연결대 부근에 위치하며 방향전환을 모색 중이다.

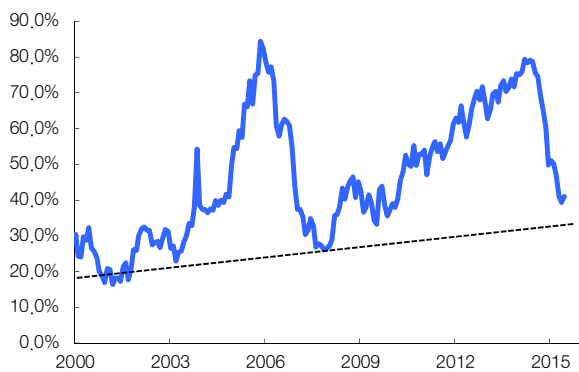
〈그림7〉 글로벌지수대비 KOSPI PBR 상대 수준 추이



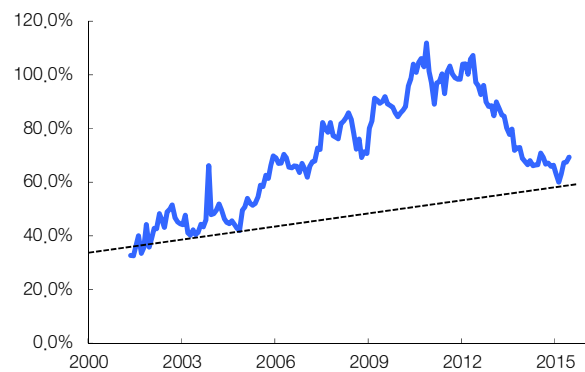
〈그림8〉 다우지수대비 KOSPI PBR 상대 수준 추이



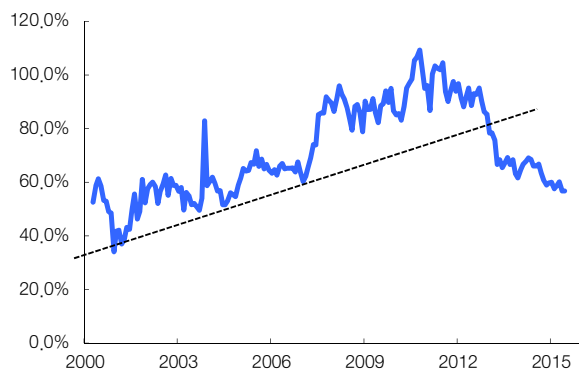
〈그림9〉 상해지수대비 KOSPI PBR 상대 수준 추이



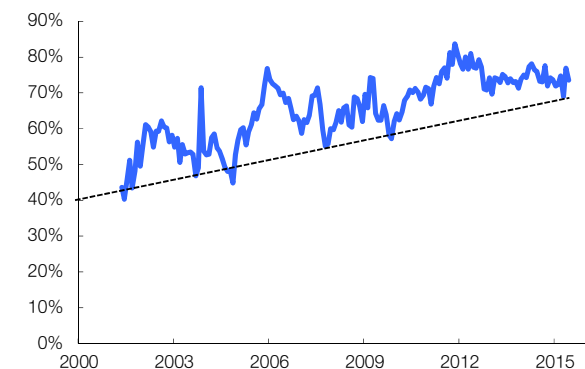
〈그림10〉 STOXX50대비 KOSPI PBR 상대 수준 추이



〈그림11〉 니케이지수대비 KOSPI PBR 상대 수준 추이



〈그림12〉 항생지수대비 KOSPI PBR 상대 수준 추이



자료: Bloomberg, HMC투자증권

국내 증시가 여타 주요국 증시대비 상당히 할인 거래되고 있다는 점에서 저 평가 메리트를 높여 주는 내용이다. 하지만 상대 밸류에이션 개념이 반드시 저 평가 해소를 시사하지는 않는다. KOSPI의 PBR이 하락하더라도 주요국 증시의 PBR이 동반 하락하면 상대 수준은 현재와 같을 것이기 때문이다.

(3) 절대 밸류에이션 1: 우리보다 PBR 낮은 국가는 투자 부적격 (또는 직전) 국가들

현재 PBR 1배 국가들은
투자부적격 직전
혹은
투자부적격 국가들

Bloomberg에 따르면, 2016년 기준 PBR이 1.2배 이하인 나라는 대략 <표1>과 같다. PBR 1배 이하 국가들의 특징은 역성장, 저성장, 투자 부적격 국가 등이고 대부분 동유럽 국가들이다. 특히, S&P 국가신용등급을 통해 보면 우리나라와 PBR이 같거나 낮은 국가들은 헝가리, 루마니아, 레바논, 그리스, 러시아인데 이들 중 루마니아를 제외하고 모두 투자 부적격 국가에 속한다. 루마니아는 투자 부적격 직전의 등급이다. 성장률이나 신용 위험 측면에서 보면 국내 증시의 저평가 상황은 억울한 측면이 있다.

하지만 우리나라는 신용 위험의 리스크가 현재 적은 상태이기 때문에 체계적 리스크에 따른 우려가 낮다. 현 수준에서 KOSPI의 PBR이 크게 레벨 다운되는 것은 국가의 신용 위험을 반영하는 수준까지도 내려갈 수 있음을 시사한다고 볼 수 있다. 이는 국내의 차별화된 위험의 노출, 혹은 글로벌 위기의 신호가 될 수도 있다.

<표1> PBR(16E) 1.2배 국가들의 CDS, 경제성장률, 신용등급

국가	PBR(16E)	CDS(bp)	경제성장률(15E,%)	신용등급(S&P)
터키	1.20	211	3.0	BB+u
폴란드	1.19	74	3.6	A-
콜롬비아	1.16	172	3.2	BBB
체코	1.14	56	2.9	AA-
에스토니아	1.09	73	2.2	AA-
오스트리아	0.97	31	0.8	AA+
헝가리	0.96	158	2.9	BB+
한국	0.96	53	3.0	A+
루마니아	0.92	122	3.1	BBB-
레바논	0.78	369	NA	B-
그리스	0.63	2,811	0.5	CCC-
러시아	0.54	329	-3.5	BB

자료: Bloomberg, HMC투자증권

(4) 절대 밸류에이션 2: 역사적 바닥권 주요 대형주 16개 종목의 평균 PBR은 0.59배

앞서 언급한대로 국가 신용 위험을 거론할 만큼 국내 펀더멘탈 상황이 나쁜 것은 아니기 때문에 현재 국내 증시의 저 PBR 상황은 Top-down뿐 아니라 Bottom-up 측면에서도 이해해야 할 필요가 있다고 본다.

국내 주요 기업들은 강력한 De-valuation 압력을 받고 있다. 더딘 글로벌 경기 회복, 중국 경기 부진, 환율 변동에 따른 제품 경쟁력 약화, 세월호 및 메르스 등 내수 부진 요인 발생 등이 그 원인으로 판단된다.

극심한 저 평가 대형주의
평균 PBR은
0.59배 수준

그런데 대형주 중에서 일부 대형주의 PBR 수준이 현재 2조원 이상(보통 KRX 대형주지수에 편입되는 종목은 1.5조~2조 이상의 종목들로 구성)의 종목 가운데 역사적으로 적용 받았던 장기 평균 PBR을 크게 밑도는 16개 대형주의 평균 PBR은 0.59배다.

그와 같은 극심한 저 평가 대형주 16개 종목 기준은 시가총액 2조원 이상이고 PBR이 1배 이하인 종목 가운데 다음의 경우 중 최소 하나를 충족하는 종목이다. (PBR 기준은 12M F.)

- A. 2004년 이후 평균 PBR대비 현재 -1.6 sigma 하회
- B. 2004년 이후 현재 최저 PBR
- C. PBR 현재 0.4배 이하

16개 종목은 다음과 같다.

삼성전자/LG전자/현대건설/삼성생명/롯데쇼핑/한국가스공사/우리은행/KB금융지주/BNK금융지주/하나금융지주/현대차/현대모비스/현대위아/한국타이어/대우조선해양/POSCO

이들 16개 종목의 대형주 내 시가총액 비중은 35.4%이다. 16개 종목 중 10개 종목이 IT, 자동차, 은행에 속하기 때문에 시가총액의 범주를 IT, 자동차, 은행까지 넓힐 경우 3개 업종이 대형주 내에서 차지하는 비중은 46%에 이른다. 여기에 철강, 건설, 조선, 전통 유통 업종 등 부진한 업황의 범위를 더 넓히면 비중은 50%를 훨씬 상회한다.

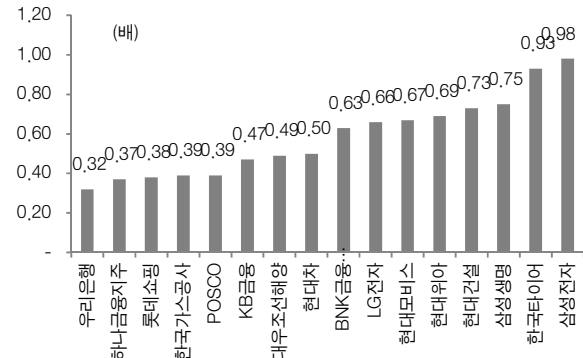
국내 주요 기업들의 평균 PBR이 0.5배대까지 내려왔다는 것은 대형주에 대한 절대 밸류에이션의 한계치를 고민케 한다. 다음 장에서는 이 부분을 집중적으로 다루어 보도록 하자.

〈그림13〉 극심한 저 평가 대형주 16개 PBR 평균 추이



자료: Wisefn, HMC투자증권

〈그림14〉 16개 종목의 PBR(12M F. 기준)



자료: Wisefn, HMC투자증권

2. 대형주 PBR 한계에 대한 해외 기업 사례 분석

이번 2장에서는 대형주의 밸류에이션이 어디까지 하락할 수 있는가라는 부분을 고민해 보고자 한다. 아무리 업황과 실적이 좋지 않더라도 파산 가능성이 적고 기업 가치를 향상시킬 여지가 있는 대형 기업들은 PBR이 0에 근접할 수는 없을 것이다.

대형주의 절대 밸류에이션 한계는 모멘텀이 부족하더라도 대형주 주가를 Bottom-fishing 할 수 있는 주요한 재료가 될 수 있기 때문에 단순한 저 평가 상황 그 이상의 의미를 갖는다.

국내외 기업들의 과거 흐름을 통해 대형주들이 받을 수 있는 절대 밸류에이션의 한계를 살펴 보고 국내 대형주들이 현재 직면해 있는 저PBR의 수준이 그 한계에 어느 정도 근접해 있는가를 살펴 보기로 하자.

대형주 밸류에이션의 경험적 한계를 분석해 보기 위해 Bloomberg에서 제공하는 해외 대형 기업들의 PBR을 참조한다. 비교 가능한 기업들의 국가를 편의 상 G20으로 결정했다. G20은 선진국 7개국, 신흥국 12개국, EU로 구성되어 있다. EU를 제외한 개별 국가 19개국을 분석 대상으로 했고 그 중에서 개별 기업 Data가 부재한 이탈리아를 제외하고 산업의 편중도가 심하고 글로벌 국가 내 극심한 저 평가에 놓인 러시아 기업들은 분석대상에 제외했다.

G20 내 17개국 주요 증시에서 현재 시가총액 상위 15% 수준의 종목들을 점검했다. 15%로 정한 이유는 KOSPI내 대형주 지수의 종목 수 비중이 대략 15%이기 때문이다. 분석 기간은 2000년 이후로 설정했고 주간 단위 수치를 사용했다. PBR은 Data의 장기 시계열을 충분히 활용하기 위해 Forward가 아닌 Trailing PBR(가장 최근 공시된 BPS에 대한 주가 비율)을 사용했다.

G20 국가들의 대형주 내 저 평가 분석 대상 기업은 과거 저점 PBR이 0.6배 이하인 기업으로 한정했다. 앞서 언급한대로 우리나라의 극심한 대형주 평균 PBR이 최근 0.6배를 하회한 데 따른 기준이다. G20 내 분석 대상 국가인 17개국 내 2000년 이후 PBR이 0.6배를 하회한 기업은 총 312개 기업으로 나타났다.

필자는 결과를 좀 더 세부화하기 위해 BPS 하락 리스크가 적은 기업(2000년 이후 년 단위 BPS가 하락하지 않았거나 한 차례 하락한 기업)을 따로 분류해 보았고 금융주를 제외해 보기도 했다.

PBR이 개별 산업 및 기업의 리스크 외에 시장 리스크도 영향을 받을 수 있다는 판단 하에 글로벌 증시가 크게 하락했던 두 번의 기간(2002.8~2003.4, 2008.8~2009.4)을 제외한 후 앞서의 결과를 도출해 보기도 했다.

요약해 보면 G20 국가의 대형주 PBR 저점 경험치는 6가지로 분류해 볼 수 있다. 이제 각 6가지 경우에 대한 PBR 저점 분포를 차트로 살펴 보자.

A. G20 대형주 과거 저점 PBR 분포

B. G20 대형주 과거 저점 PBR 분포(BPS 하락 리스크 제외)

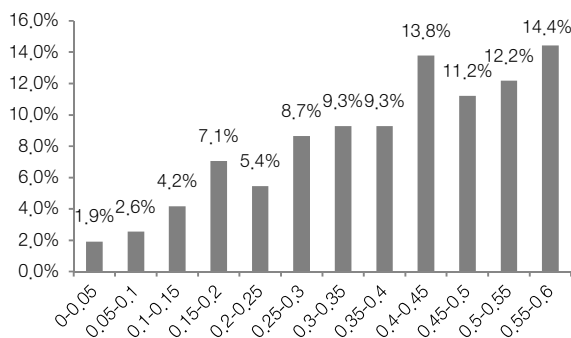
C. G20 대형주 과거 저점 PBR 분포(BPS 하락 리스크 + 금융주 제외)

AA. 증시 급락기 제외 후 G20 대형주 과거 저점 PBR 분포

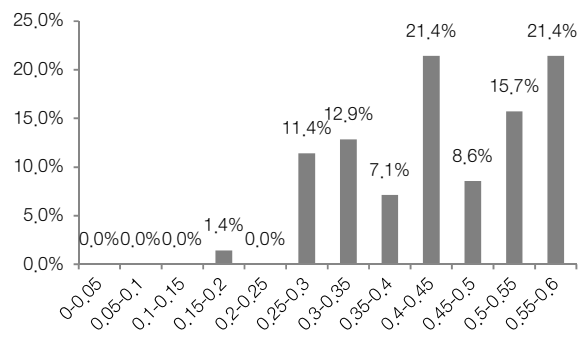
BB. 증시 급락기 제외 후 G20 대형주 과거 저점 PBR 분포(BPS 하락 리스크 제외)

CC. 증시 급락기 제외 후 G20 대형주 과거 저점 PBR 분포(BPS 하락 리스크 + 금융주 제외)

〈그림15〉 A 분포

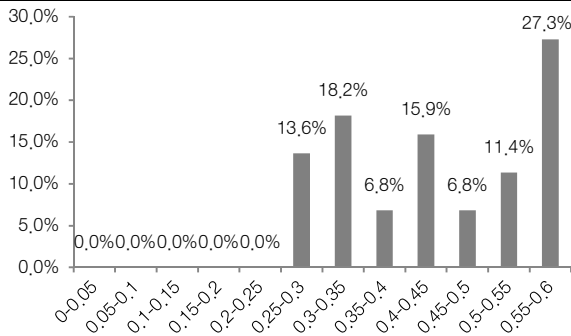


〈그림16〉 B 분포



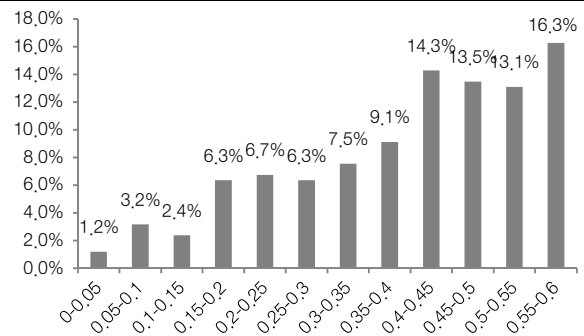
자료: Bloomberg, HMC투자증권

〈그림17〉 C 분포



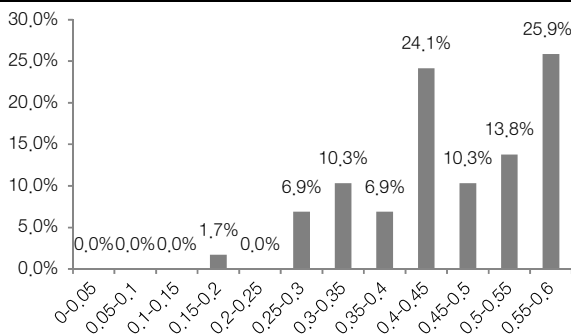
자료: Bloomberg, HMC투자증권

〈그림18〉 AA 분포



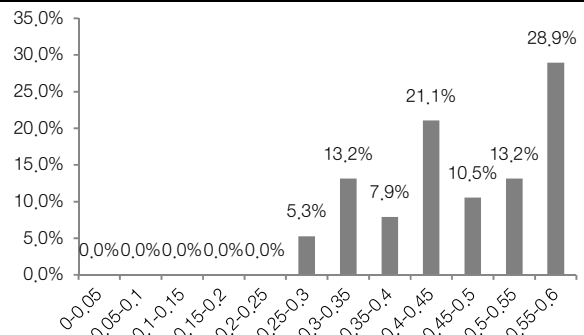
자료: Bloomberg, HMC투자증권

〈그림19〉 BB 분포



자료: Bloomberg, HMC투자증권

〈그림20〉 CC 분포



자료: Bloomberg, HMC투자증권

자료: Bloomberg, HMC투자증권

BPS 하락 리스크가**적은 기업은****PBR 0.4배가 유력한 저점**

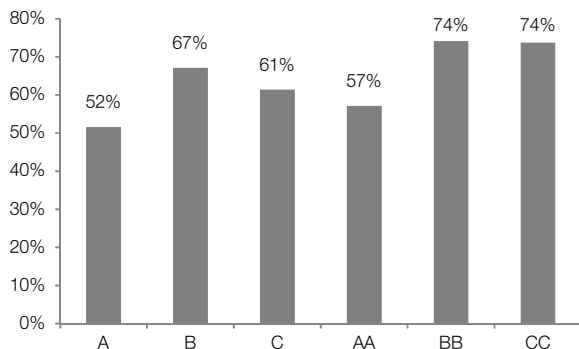
해외 대형주 PBR 저점 사례 분석의 결과는 크게 3가지의 시사점을 준다.

1. 전체 대형주에 대해 0.15배 이하로 하락했던 경우는 10%미만으로 매우 드물다.
2. BPS 하락 리스크가 적은 기업들은 0.25~0.3배 수준의 PBR이 강력한 저점이다.
3. 증시 급락기를 제외시 BPS 하락 리스크가 적은 기업은 0.4배 이상 저점 확률이 74%다.

특히, 현재 글로벌 증시가 급락기가 아니라 상승 추세에 놓여 있는 구간이기 때문에 3번의 결과는 좀 더 의미 있게 해석될 수 있다. 3번의 결과는 상대적으로 펀더멘탈이 안정적인 기업의 PBR 0.4배 저점 가능성을 높여 주지만 그렇지 않은 26%의 기업도 있음을 보여 준다.

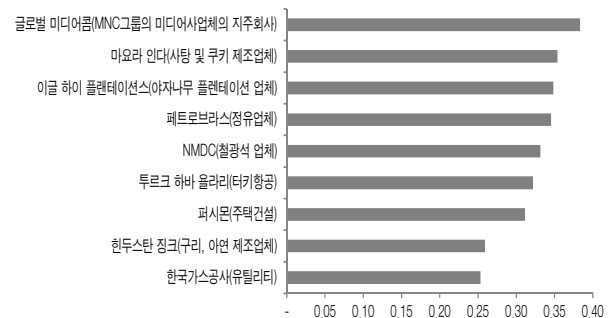
증시 급락기를 제외하고 BPS 하락 리스크가 적음에도 불구하고 0.4배 이하에서 저점을 형성했던 기업들의 특징은 무엇일까? 0.4배에 가장 근접한 3개의 인도네시아 기업을 제외하고는 대체로 에너지, 소재, 산업재 등의 사이클이 큰 비소비재 산업군임을 확인할 수 있다.

〈그림21〉 각 Case에 대해 0.4배 이상 저점 형성 확률



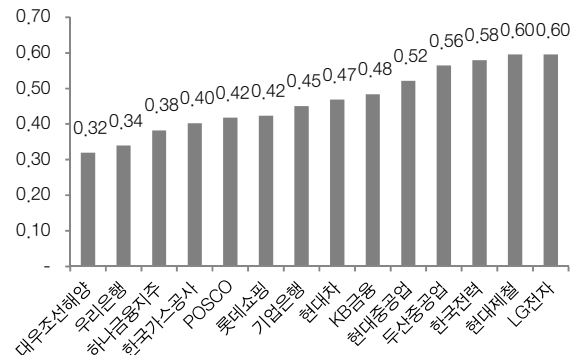
자료: Bloomberg, HMC투자증권

〈그림22〉 CC에서 0.4배 이하에 저점을 형성한 기업들



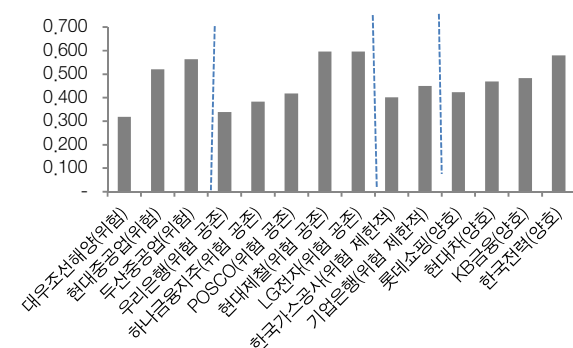
자료: Bloomberg, HMC투자증권

〈그림23〉 PBR 0.6배 이하 국내 대형주 14개 종목



자료: Wisefn, HMC투자증권

〈그림24〉 14개 종목, BPS 하락 리스크에 따른 분류



자료: Bloomberg, HMC투자증권

해외 사례 분석을
통해 볼 때
국내 자동차, 은행,
전통 유통, 유틸리티 등의
저 평가에 관심 가질 필요

이제 컨센서스를 통해 국내 기업들을 살펴 보자.

현재 PBR 0.6배 이하인 14개 대형주 가운데 BPS 하락에 따른 분류로 보면 한국전력, KB금융, 현대차, 롯데쇼핑 등은 BPS 하락 리스크가 매우 적은 것으로 판단된다. 이들 종목은 과거 BPS 하락 리스크가 제한적이었고 올해 및 내년 모두 최저 전망치로도 BPS가 하락하지 않을 것으로 예상되는 기업이다.

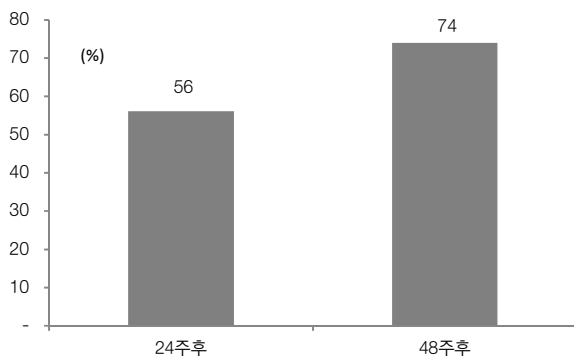
한국가스공사 및 기업은행은 내년 BPS 최저치가 올해 컨센서스를 하락해 2016년 BPS 하락 리스크가 있지만 가능성은 크지 않고 수치 하락 폭도 작아 부정적 영향은 제한적이다.

POSCO, 현대제철, LG전자, 하나금융, 우리은행은 BPS 하락 리스크가 공존하고 있는 기업으로 분류된다. 현대제철은 올해 BPS 컨센서스가 이미 작년을 하회하고 있다. 나머지 4개 기업은 올해 최저 추정치와 내년 최저 추정치가 YoY로 하락 추정되고 있다. 부정적 시나리오가 지속될 경우 BPS 하락 리스크가 커질 수 있는 상황으로 판단된다. 대우조선해양, 현대중공업, 두산중공업 등은 수치상의 크고 작음은 있지만 올해와 내년 모두 BPS 하락 리스크의 우려가 있는 기업으로 분류된다.

결과적으로 국내 기업들의 PBR 저점 기대감은 BPS 하락 리스크 측면에서 구분해 볼 때 자동차, 은행, 전통 유통, 유틸리티 등에서 상대적으로 높게 나타나고 소재, 산업재 쪽은 좀 더 확인이 필요하다는 판단이다. 이는 앞서 CC 분포에서 0.4배를 하회했던 해외 기업들이 주로 에너지, 소재, 산업재에 포함되어 있었다는 결과와 유사하다.

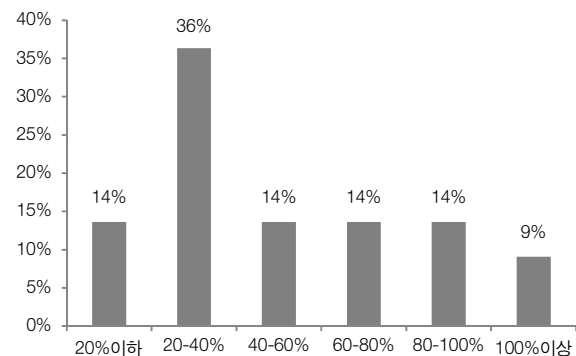
마지막으로 검토해 볼 수 있는 것은 글로벌 증시가 급락했던 두 기간을 제외하고 BPS 하락 리스크가 적은 종목이 PBR 0.4~0.6배에서 바닥을 치고 향후 주가 모멘텀이 단기적으로 형성되었는가 하는 점이다. 지속적인 바닥 다지기를 보일 수도 있기 때문이다. 이들 종목군의 PBR 저점 24W, 48W 후 주가 평균 상승률은 각각 56%, 74%로 높게 나타났고 20~40%의 상승률이 가장 높은 분포를 보였다.

〈그림25〉 PBR 저점 확인 후 주가 평균 상승률



자료: Bloomberg, HMC투자증권 주: 글로벌 증시 급락기 제외 BPS 양호 종목

〈그림26〉 24주 후 주가 상승률 구간별 분포



자료: Bloomberg, HMC투자증권

3. 최악의 시나리오보다 대응적 시나리오

글로벌 증시, CDS,
위험지표 등을 볼 때
최악의 시나리오를
마리 가정할 필요는 없음

이번 장에서는 향후 전개될 수 있는 시나리오에 대해 고민해 본다. 국내 대형주들의 극심한 De-valuation은 국내 기업들에 대해 일정 부분 부정적 시나리오가 반영되고 있는 것으로 풀이된다. 하지만 앞서 1, 2장에서 언급한 바와 같이 대형주 밸류에이션에 대한 한계 시그널이 표출되고 있어 부정적 시나리오 그 이상 최악의 시나리오까지도 고려해 보지 않을 수 없다.

대형주 PBR이 과거 패닉 상황(이라크 전쟁, 차이나쇼크, 금융위기 등)의 밸류에이션과 5% 차이 수준에 근접한 만큼 대형주가 추가로 5% 이상 하락할 경우 과거 패닉 상황에서의 밸류에이션을 밑돌게 된다.

최악의 시나리오를 고려한다면 과거 저점 밸류에이션은 의미가 없을 수 있다. 이제 최악의 시나리오를 Top-down과 Bottom-up 두 가지로 나누어 살펴 보자.

먼저 최악의 시나리오는 Top-down 측면에서 적절한 밸류에이션을 판단하기 어렵게 만들 만큼 글로벌 주식시장에 혼란이 오는 것이다. 글로벌 주요 증시가 일제히 강세장을 보이고 있기 때문에 하락 추세 전환은 큰 위험 요인이 될 수 있다.

하지만 글로벌 금융 위기 이후 좀 더 가깝게는 2012년 뉴노멀 이후 글로벌 금융시장의 변동성 확대는 지엽적으로 나타나고 있다는 점인데 이는 주요국 경기와 증시가 자생적으로 움직이지 않고 위험대비 정책이 공존하고 있기 때문이다. 시스템 위기로의 확대는 없었다.

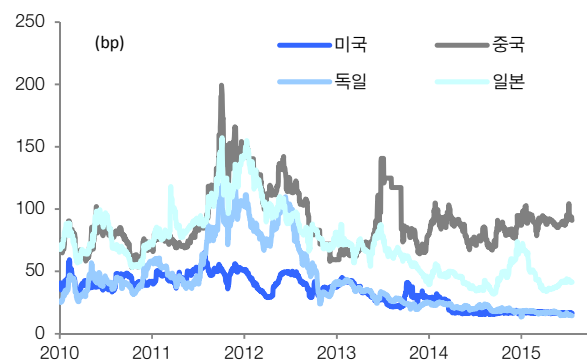
위험자산인 MSCI AC WORLD Index는 추세적 강세를 이어가고 있고 안전자산인 글로벌 채권 시장은 약세 조짐이 나타난다. 글로벌 주요국들의 CDS는 과거대비 매우 안정적이다.

〈그림27〉 MSCI AC WORLD Index 추이



자료: Bloomberg, HMC투자증권

〈그림28〉 글로벌 주요국 CDS 5Y 추이



자료: Bloomberg, HMC투자증권

중국 및 남유럽 국가의
금리는 여전히 안정적

Top-down 측면에서 글로벌 주식시장의 전반적 변동성 확대 우려가 나타나기 전에 미리 국내 대형주에 대한 과거 패닉 수준의 밸류에이션을 가정할 필요성은 적다고 판단된다. 그보다는 발생할 수 있는 국지적 위험의 확산 신호를 먼저 체크하면서 순차적으로 대응하는 전략이 필요하다.

우선 최근 증시 변동성 측면에서 봤을 때 중국이 단기적으로 가장 큰 위험이 될 수 있다. 중국 증시에서 재차 강력한 하락장이 연출될 경우 중국은 총체적 경기 위험에 빠질 가능성이 높다. 왜냐하면 현재 중국은 수출, 내수 및 부동산, 물가 등 경기 하방 압력이 높기 때문에 추가적인 경기 심리 악화는 경기 침체로의 가능성을 높이기 때문이다.

하지만 중국 주식 시장의 급격한 변동에도 불구하고 외환시장이나 채권시장의 흐름은 비교적 안정적이다. 만약 중국 주식시장의 위험이 부동산 및 금융시장으로 연동되어 나타날 경우 금리 변동이 중요하다. 유동성 리스크를 점검해 볼 수 있는 금리 변동이 아직 크지 않다. 결국 체크 포인트는 중국의 CDS와 단기 금리 변동성 확대 등이 나타나며 유동성 우려가 불어질 때 우리에게도 전염의 위험이 커질 것으로 예상된다.

유럽은 그리스의 3차 구제 금융으로 인해 단기적으로 그렉시트 위험이 피크아웃했다. 하지만 4분기 스페인과 포르투갈 총선이 예정되어 있고 그리스도 재차 올해 안에 총선이 있을 수 있어 반 EU 정서 확산 위험은 여전히 공존하고 있다.

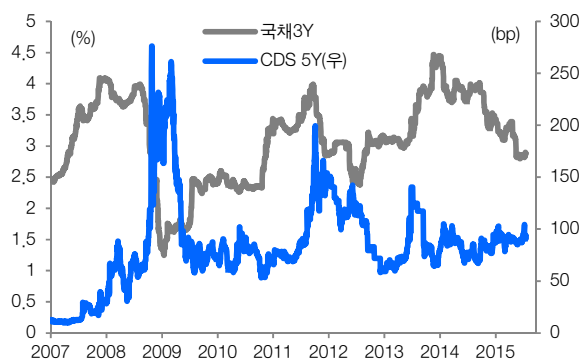
유럽 상황의 악화는 남유럽 국가의 국채 금리에서 먼저 나타날 가능성이 높다. 남유럽 국가들의 국채 금리가 급격히 상승하는 시점에서 국내 증시도 위기 상황을 반영할 수 있다.

글로벌 리스크가 최악이
사나리로 전개될 경우
중국 및 남유럽 국가의
금리 급변동이
체크 포인트가 될 듯

또한 이번 그리스 구제 금융을 둘러싼 독일의 강경노선으로 인해 그리스 국민들의 그렉시트 비율이 높아질 것으로 예상된다. 현재 30% 전후 수준인 이 비율이 50%를 상회할 경우 그렉시트 우려가 재차 부각될 수 있다.

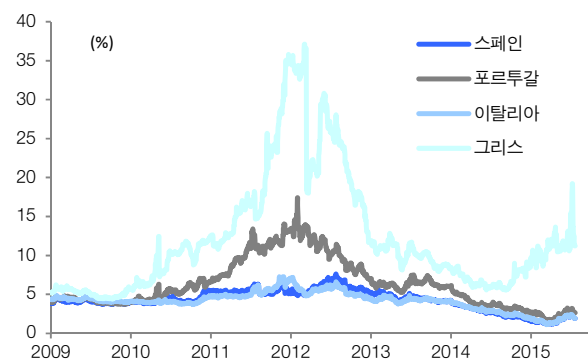
결국 유럽 시장의 체크 포인트는 그리스 국민의 그렉시트 희망 비율과 남유럽 국가들의 전반적 국채 금리 상승 가능성이다.

〈그림29〉 중국체크포인트: CDS 및 단기 금리 추이



자료: Bloomberg, HMC투자증권

〈그림30〉 유럽체크포인트: 남유럽 국가 국채 금리 추이



자료: Bloomberg, HMC투자증권

미국 금리인상에 따른
달러 강세는
또 하나의 위험 요인

미국의 기준 금리 인상 이슈는 또 하나의 변동성 재료다. 지난 주 국제 금 가격이 단기 지지대인 1,150달러 하회하며 크게 하락한 것은 일종의 달러 강세 시그널로 판단된다. 앨런 미 FRB의장의 코멘트로 인해 올해 미국의 금리 인상이 거의 확정됨에 따라 3분기 혹은 4분기 기준 금리 인상이 단행될 것으로 예상된다.

문제는 달러 강세가 어느 정도까지 진행될 수 있느냐 하는 점이다. 급격한 달러 강세는 악재지만 점진적(혹은 일시적) 달러 강세는 수출주의 실적 개선 및 외국인 수급 흐름 상 국내 증시에 유리하게 작용할 수도 있다.

하지만 재료의 노출과
유럽 및 일본의 경기 반등,
그리고 달러 반등 경험치
등을 볼 때
달러의 지속적 강세
가능성은 제한적

단기적인 달러 강세를 고려해도 급격한 강세 가능성은 낮다고 보는데 그 이유는 다음과 같다.

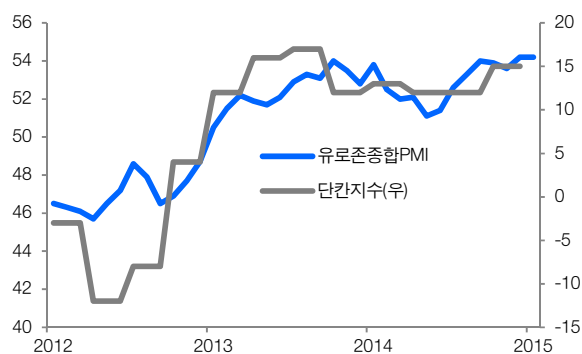
- A. 노출된 재료라는 점: 이미 미국의 금리 인상은 상반기부터 거론된 재료로 반영해 왔다
- B. 경기 시작차 제한적: 유럽과 일본 경기도 반등하고 있어 유로 및 엔의 강세 명분도 공존
- C. 달러의 과거 반등 사이클: 저점대비 50% 이내의 반등 수준인데 현재 약 33% 반등

달러는 장기적으로 약세를 보여왔고 위기 국면에서 혹은 미국의 금리 인상 구간에서 반등 흐름을 보여왔다. 1980년 초반 플라자 합의를 끌어냈던 급격한 인플레이션에 따른 달러 폭등 구간을 제외하면 대체로 여타 구간의 반등 폭은 저점대비 50% 이내 수준이었다.

향후 미국의 금리 인상 사이클이 내년 혹은 내후년까지 이어진다고 가정했을 때 과거 반등 폭을 고려해 보면 대략 이번 금리 인상 사이클에서 10% 수준의 반등 여력이 남아 있다는 판단이다.

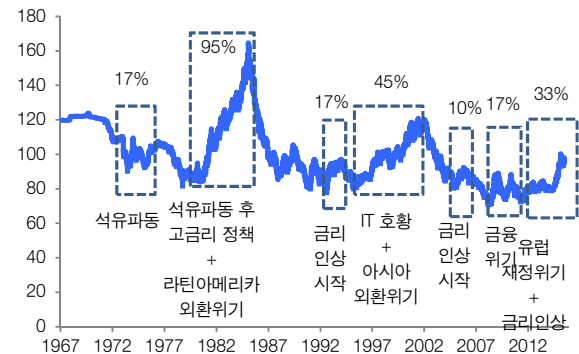
이번 첫 금리 인상으로 10%의 반등 여력을 모두 반영할 가능성도 없는 것은 아니지만 유럽, 영국, 일본 등 여타 주요국들의 경기도 회복되는 모습을 보이고 있어 작년 하반기와 같은 나홀로 달러 강세의 지속적 전개 가능성은 낮다.

〈그림31〉 유럽 PMI, 일본 단칸지수 호조세 지속



자료: Bloomberg, HMC투자증권

〈그림32〉 달러의 장기 사이클 내 반등 구간과 이벤트



자료: Bloomberg, HMC투자증권

비탐업 측면에서 개별
기업의 밸류에이션 리스크
는 신용 위험까지 부각

이제 Bottom-up 측면에서 밸류에이션 리스크를 고민해 보자.

S&P는 작년 9월 우리나라의 신용등급 전망을 '안정적'에서 '긍정적'으로 상향 조정했
으나 그럼에도 불구하고 개별 기업들의 신용 리스크는 점차 확대되고 있는 것으로 나타난다.

우선 앞서 언급했던 PBR 0.6배 이하의 종목들 그리고 영향력이 큰 삼성전자가 급격한 실적
악화로 대규모 적자를 기록하거나 BPS가 하락하는 국면이 전개될 경우를 생각해 볼 수 있
다. 이와 같은 상황은 개별 종목의 리스크가 표출되는 것으로 신용등급 하향으로 나타나는
경우가 많다.

실제 올해 PBR 0.6배 이하의 종목 가운데 신용등급이 하향 변동된 기업은 대우조선해양, 현
대중공업, POSCO 등이다. 이들 기업은 소재, 산업재 기업으로 경기 민감도가 크고 실적 변
동성이 상대적으로 큰 비소비재 산업군이다. 그 외의 종목들에서 등급 변동은 없었다.

금융위기 당시 보다 신용
등급 강등 기업 크게 늘어

하지만 종목 풀을 넓게 가져가면 비 상장사를 포함해 우리나라 개별 기업들의 신용 위험은
오히려 금융위기 때보다 훨씬 악화되고 있다. 금융위기 당시에는 펀더멘탈 우려가 일시적이
었으나 현재는 업황 및 실적이 장기적으로 부진한 기업들의 늘어나고 있기 때문으로 판단된
다.

금융위기 때보다 하향 기업수는 좀 더 늘어났고 상향 기업수는 급감한 것으로 나타난다. 특
히 올해 상반기 AA급 기업 가운데 신용등급이 상승한 종목은 단 한 기업도 없었던 반면 하
락 기업수는 22개나 됐다. A급 가운데서도 8개 기업이 상승한 반면 16개 기업은 하락한 것
으로 나타났다. 신용등급 하락 기업들은 대체로 에너지, 소재, 산업재의 종목군들이다.

국가 밸류에이션 리스크는
제한적이나 개별 기업
리스크는 분명한 위협요인

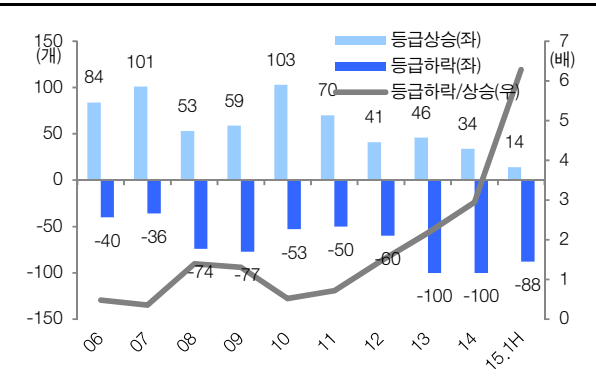
신용등급 변동은 보통 주가에 후행하는 경향이 있으나 그럼에도 투자자들의 투자 심리에 영
향을 줄 수 밖에 없다. 국가 신용등급 상황이 국가 밸류에이션을 지지할 수 있지만 기업들의
신용등급은 개별 기업별로 리스크 요인이 될 수 있음을 염두에 둘 필요가 있다.

〈그림33〉 PBR 0.6배 이하 대형주 올해 신용등급 변동

구분	2014-12-31	2015-07-20	올해 변동
대우조선해양	A+/부정적	A-/하향검토	하향
현대중공업	AA/부정적	AA-/안정적	하향
POSCO	AAA/부정적	AA+/안정적	하향
우리은행	AAA/안정적	AAA/안정적	-
하나금융지주	AAA/안정적	AAA/안정적	-
현대제철	AA/안정적	AA/안정적	-
LG전자	AA/안정적	AA/안정적	-
한국가스공사	AAA/안정적	AAA/안정적	-
기업은행	AAA/안정적	AAA/안정적	-
롯데쇼핑	AA+/안정적	AA+/안정적	-
현대차	AAA/안정적	AAA/안정적	-
KB금융	AAA/안정적	AAA/안정적	-
한국전력	AAA/안정적	AAA/안정적	-

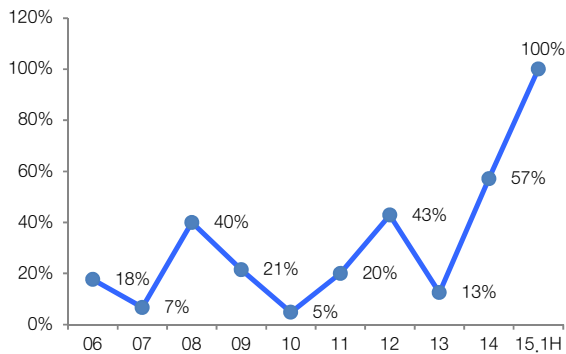
자료: 연합인포맥스, HMC투자증권

〈그림34〉 국내 기업들의 연도별 신용등급 변동 현황



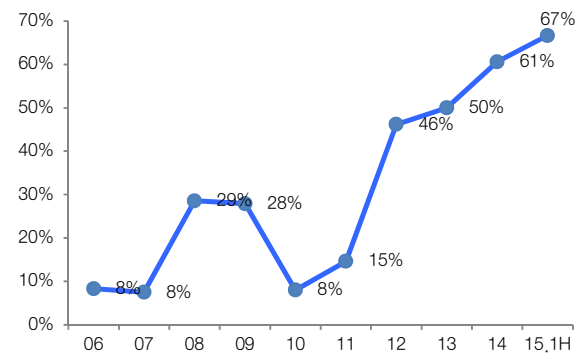
자료: 연합인포맥스, HMC투자증권

〈그림35〉 AA급 기업들의 변동 내 등급 하락 비율



자료: 연합인포맥스, HMC투자증권

〈그림36〉 A급 기업들의 변동 내 등급 하락 비율



자료: 연합인포맥스, HMC투자증권

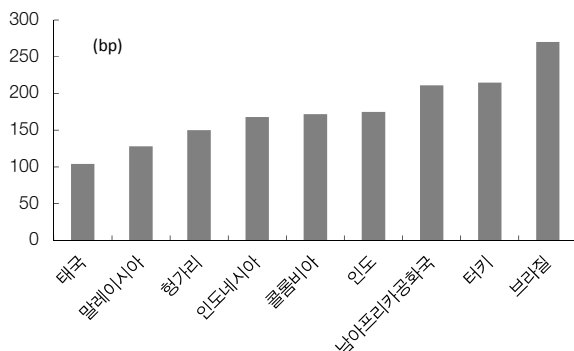
가장 근접해 있는 위협 요인으로 미국 금리 인상 재료가 될 것으로 예상되는데 그 이벤트로 인해 신흥국 리스크가 확대될 여지가 있다.

그런데 Fragile 국가로 분류되는 신흥국들의 환율 변동성은 커지고 있으나 CDS 프리미엄은 여전히 안정적이다. 경험적으로 유동성 리스크 및 디폴트 리스크는 CDS 프리미엄이 500~1000bp에서 발생하곤 했기 때문에 현재 수준은 우려할 상황이 아니다. 물론 향후 CDS 프리미엄의 상승 가능성은 열어두고 지켜 볼 필요가 있겠다.

만약 어떤 형태로든 글로벌 금융시장의 변동성이 급격히 확대되는 신호가 발생할 경우 국내증시 역시 조정 압력을 받을 것으로 예상되고 KOSPI는 주요 밸류에이션 및 기술적 저점인 1,950p까지 하락할 수 있을 것으로 예상된다. 1,950p를 하회할 정도의 패닉 상황이 오면 그것은 아마도 투자자들이 인지 못한 새로운 불확실성의 악재가 출현할 수 있음을 시사하는 것이다.

그런데 그와 같은 패닉 상황이 연출된다면 오히려 그 동안 주가가 크게 상승했던 종목들의 하락 위험이 더 클 것이다. 그리고 대형주는 상대적으로 아웃퍼폼할 가능성이 높다. 그런 측면에서 위험 국면을 가정하더라도 대형주는 나쁘지 않은 상황이다.

〈그림37〉 주요 신흥국 CDS, 여전히 차분한 수준



자료: Bloomberg, HMC투자증권

〈그림38〉 KOSPI 1,950p는 강력한 PBR 지지대



자료: Wisetrn, HMC투자증권

4. 3Q는 매크로 변곡점: 美 금리 인상, 中 부동산 바닥

3분기 매크로는 미국 금리 인상과 중국 부동산 바닥론이 주요 변곡점 포인트로 판단된다.

우선 미국의 금리 인상에 대해 살펴 보자.

미국 금리 재료는 투자자들에게 이미 노출된 재료라는 측면에서 급격한 변동성 재료로 판단되지 않는다. 국내 증시에 일시적 변동성 확대 요인으로 작용한 뒤 수급 개선 요인으로 작용할 가능성이 높다고 판단된다.

금 가격 지지대 이탈하며
달러 강세 조짐 뚜렷

미국 금리 인상을 앞두고 일시적인 달러 강세가 예상된다. 이미 금 가격이 하락 추세의 지지대를 이탈하며 1100달러를 하회하기 시작하면서 달러 강세 조짐을 확인시켜주고 있다. 크게 4가지 요인이 달러 강세를 압박할 것으로 예상된다.

- (1) 미국 경기 서프라이즈지수 바닥에서 상승하며 경제 지표 회복을 시사하고 있다는 점
- (2) 점차 옐런 의장을 비롯한 Fed 총재들이 매파적 발언을 쏟아내며 신호를 줄 것이란 점
- (3) 과거 금리 인상 전 달러 강세의 경험
- (4) 제로 금리에서 금리를 올렸던 경험이 없다는 불확실성

경기 서프라이즈지수가 바닥에서 상승하고 있어 경제지표가 낮아진 기대치를 충족하는 국면이고 특히 7월 미국 고용지표가 발표되는 8월 첫째 주를 전후로 달러 강세가 심화될 것으로 예상되고 Fed 총재들의 발언이 뉴스화될 때마다 강세 압력이 집중될 것으로 보인다.

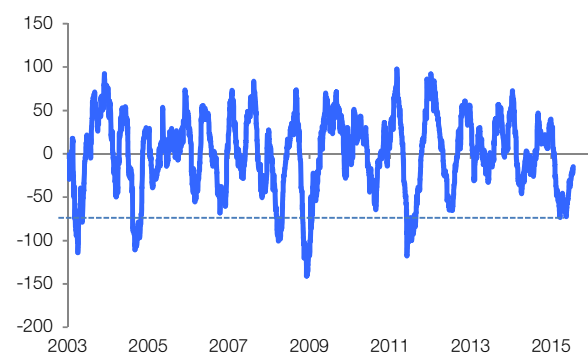
문제는 달러 강세가 지속적으로 심화될 것인가 하는 점이다. 최근 옐런 FRB 의장의 코멘트는 IMF의 금리 인상 시점 지연 요청에도 불구하고 Fed의 스탠스대로 진행될 가능성이 높음을 시사한다. 옐런은 늦게 시작하기보다 먼저 시작하고 향후 인상 사이클을 신중하게 가져 가겠다는 입장으로 풀이된다. 이는 시장의 예상대로 9월 혹은 12월 금리 인상 가능성을 높이는 부분이고 이벤트 전 달러 강세 이후 달러 강세 리스크 완화의 가능성을 시사한다.

〈그림39〉 하락 추세 지지대를 이탈한 금가격



자료: Bloomberg, HMC투자증권

〈그림40〉 CITI 美 경기서프라이즈 지수 바닥에서 상승



자료: Bloomberg, HMC투자증권

달러 강세가 지속되기 어렵다고 보는 이유 3가지

달러 강세가 지속되기 보다 일시적 강세 후 재차 약세를 보일 것으로 예상하는 이유는 (1) 앞서 3장에서 언급했듯 최근 4년 동안 이번 미국의 금리 인상 사이클을 미리 상당 부분 반영해 왔다는 점, (2) Fed의 시장 소통이 충분하다는 점 (3) 유럽, 일본 경기 회복 등 3가지다.

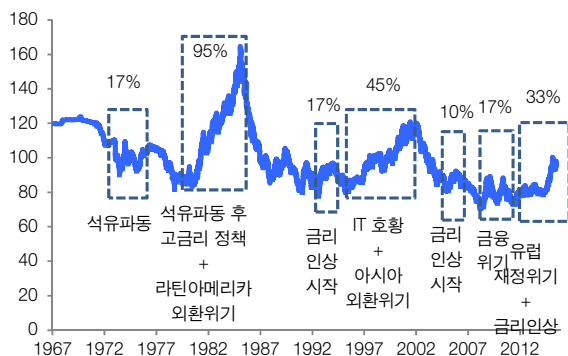
달러 인덱스는 지난 2011년 바닥을 쳤고 2014년 이후 본격적으로 강세를 보여 이미 저점대비 약 35% 가량 상승한 상태다. 플라자 합의를 이끌어냈던 1980년대 초반 슈퍼 달러 강세를 제외하면 1990년대 IT 호황시기의 달러 강세가 가장 크게 발생했었다. 당시는 아시아 외환위기와 러시아 모라토리엄 선언까지 달러 강세 요인이 더 강했을 시점인데 당시의 반등 폭은 45% 수준이었다.

이번 미국의 금리 인상 조치가 신흥국 리스크를 재발시킨다고 하더라도 1990년대 말의 상승 폭을 고려하면 향후 상승 폭은 10% 내외 수준이다. 최근 신흥국 통화가 지속적으로 약세를 보이고 있어 신흥국 리스크가 다소 높아지고 있다고 보이나 주식시장과 CDS 프리미엄 추이는 상대적으로 안정적인 흐름을 보이고 있어 패닉 상황의 조짐은 아직 없다. 신흥국에서의 자금 유출이 진행되고 있지만 급격한 자금 이탈이 아닌 일반적 유출입 수준에서 진행되고 있다.

그런 측면에서 보면 신흥국 리스크까지 반영하지 않고 달러 강세는 10% 이내에서 진행될 가능성이 높아 보이고 향후 금리 인상이 지속적으로 진행되면서 달러가 강세를 보일 틈도 있기 때문에 실제 첫 금리 인상에 대한 달러 강세 압력은 5% 전후 수준일 가능성이 높아 보인다.

경험적으로 보면 미국의 금리 인상이 달러 강세를 담보하지 못한다. 지속적으로 달러 강세가 나타나는 것은 금리 인상 이후에도 미국 경기만 좋고 유럽, 중국, 일본 등의 경기는 계속 해서 부진해야 하는 상황 그리고 신흥국 위기 등이 동반되는 경우에 해당될 것이다. 1994년 인상은 시장과의 소통이 부족했고 2004년은 시장과 소통이 있었다. 현재 시장과의 소통이 충분하다는 점을 고려하면 1994년보다 2004년 사례의 가능성이 더 높다고 판단된다. 오히려 최근 3차례만 보면 이벤트를 중심으로 달리는 단기적인 약세를 보였다.

〈그림41〉 달러의 장기 사이클 내 반등 구간과 이벤트



자료: Bloomberg, HMC투자증권

〈그림42〉 미국의 긴축 시작점과 달러인덱스 추이



자료: Bloomberg, HMC투자증권

요약해 보면 이번 저금리 후 미국의 첫 금리 인상에 따른 달러 흐름은 강세 후 약세 전환 가능성이 유력해 보이는데 이제 시점을 고민해 보자. Fed의 금리 인상 시점을 3분기와 4분기 둘 중 하나로 가정해 보자. 현재 컨센서스는 4분기가 유력하나 7~8월 경제지표 호조에 따라 9월 인상 가능성도 열어둘 필요가 있어 보인다.

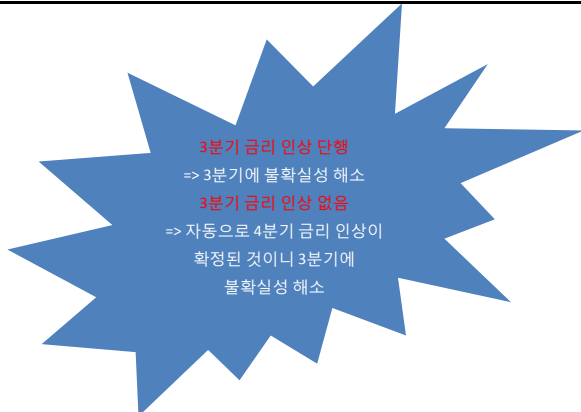
미국 금리 인상이
3분기든 4분기든
금리 인상 불확실성은
3분기에 피크

어찌됐든 미국이 9월에 금리를 인상하면 9월 내에 금리 인상에 대한 불확실성이 소멸될 것이다. 그런데 흥미로운 것은 9월에 금리를 올리지 않으면 자동적으로 10월 혹은 12월 둘 중 하나로 4분기에 금리 인상이 단행된다는 점에서 이 역시도 불확실성은 3분기에 해소될 가능성이 높다. 즉, 3분기에 올랐든 4분기에 올랐든 금리 인상의 불확실성은 3분기에 피크 아웃 할 가능성이 높아 보인다. 이미 패가 상당 부분 노출된 셈이다.

원/달러 환율이 높은 수준
에서 피크아웃하며 외국인의
공격적인 순매수 예상

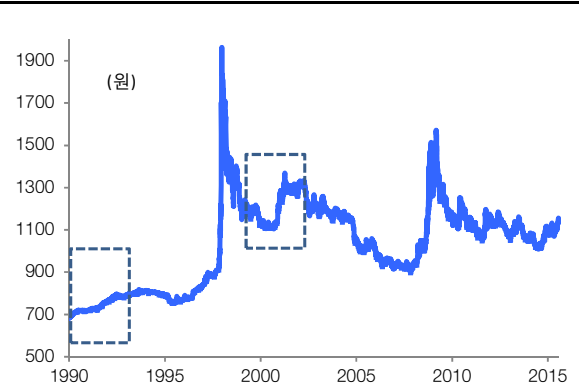
달러 강세 압력을 따라 하반기 원/달러 환율은 3분기 상승 후 4분기 하락하는 흐름이 예상된다. 달러 인덱스의 강세 압력이 5% 전후로 언급한 바 있고 무역 흑자가 지속되고 있는데다 과거 원/달러 환율이 패닉 시기를 제외하고 반등 폭이 20% 수준 내외였다는 점에서 원/달러 환율이 추가로 상승하더라도 1,200원의 저항 가능성은 높아 보인다. 환율 피크 아웃을 전후로 외국인의 공격적인 매수세 유입이 예상된다.

〈그림43〉 미 금리인상 불확실성은 3분기 피크아웃



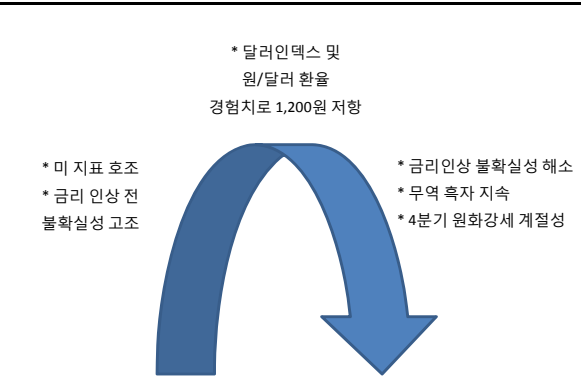
자료: HMC투자증권

〈그림44〉 원/달러 환율 추이



자료: Bloomberg, HMC투자증권

〈그림45〉 하반기 원/달러 추이: 상승 후 하락 전망



자료: HMC투자증권

〈그림46〉 09년 후 원/달러 환율과 외국인 누적 순매수



자료: Bloomberg, HMC투자증권

이제 중국 부동산 시장을 살펴 보도록 하자.

금융위기 이후 중국 역시 부채 위험이 높아졌고 부동산 시장이 급격히 팽창함에 따라 지속적인 긴축 정책을 펴 왔다. 하지만 부동산 시장이 급속도로 냉각됨에 따라 작년 9월을 시작으로 부동산 시장에 대해 완화적 미세조정에 들어갔다.

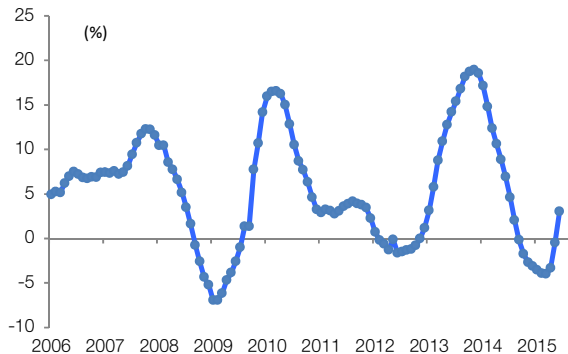
최근 중국 증시가 급락하면서 부동산 시장으로 우려가 확대되는 것이 아닌가하는 시각이 확산되고 있으나 부동산 가격이 반등 국면에 있어 그와 같은 자산 시장 전반에 걸친 우려는 완화될 것으로 예상된다.

중국 주택 가격, 바닥 신호 뚜렷

중국의 주택 가격 하락률은 금융위기 당시 수준으로 급격히 악화됐으나 바닥 신호가 감지되고 있다. 대도시 중심의 Tier 1 가격은 이미 6월 수치가 YoY 로 상승 전환했고 Tier 2는 지난 4월 바닥을 쳤다. Tier 1이 Tier 2를 다소 선행하기 때문에 중국의 부동산 시장은 점진적으로 회복될 가능성이 높아 보인다.

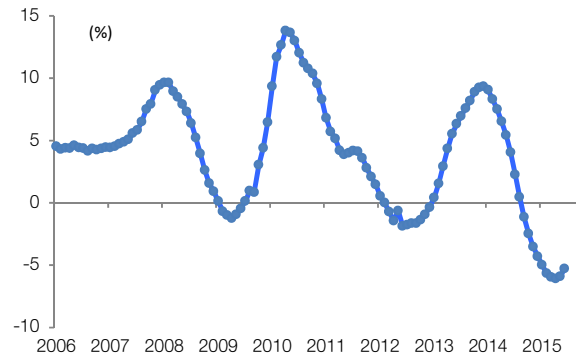
중국의 부동산 시장 회복으로 소매 판매와 산업생산 등 주요 경제지표들이 반등할 것으로 예상된다. 하반기 중국 경기에 대한 과도한 침체 우려가 일단락될 것으로 예상된다.

〈그림47〉 중국 주택 Tier 1 가격 YoY 등락률



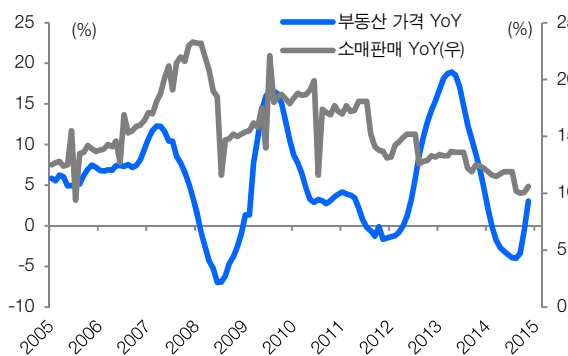
자료: Bloomberg, HMC투자증권

〈그림48〉 중국 주택 Tier 2 가격 YoY 등락률



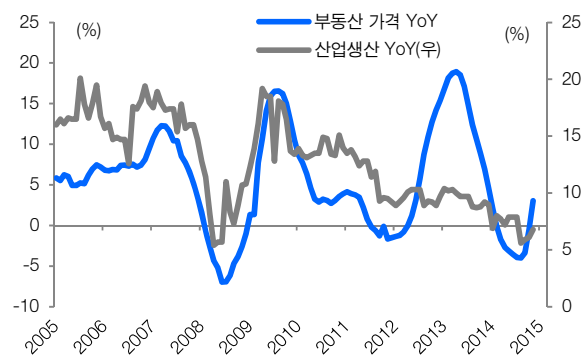
자료: Bloomberg, HMC투자증권

〈그림49〉 중국 주택 가격과 소매판매 추이



자료: Bloomberg, HMC투자증권

〈그림50〉 중국 주택 가격과 산업생산 추이



자료: Bloomberg, HMC투자증권

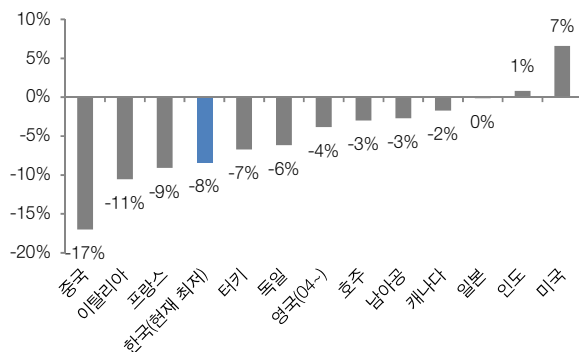
5. 민리버전 #1: 대형주 최대 할인과 반전의 노력들

보통 한 국가의 대형주 밸류에이션은 일정 부분 프리미엄을 받게 되는데 이는 일반적인 상황에서 대형 기업들이 Margin 지배력을 갖고 있기 때문이다. 주요 국가들에서 대체로 대형주들은 중, 소형주보다 높은 ROE를 갖는 경향을 보인다.

그런 측면에서 한 국가 내 대형주들의 밸류에이션은 일반적으로 프리미엄을 받고 일시적인 할인율을 적용 받곤 한다. 경험적으로 대형주들이 받는 밸류에이션 할인율은 최대 얼마일까?

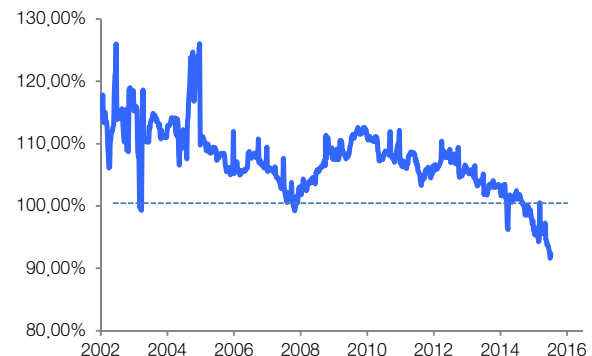
대형주지수의 시장대비 밸류에이션 할인율은 글로벌 주요국들의 대형주지수가 시장대비 받는 PBR 할인율은 대략 최대 10% 전후 수준인 것으로 나타났다. 현재 대형주지수의 PBR이 KOSPI대비 8%의 할인을 받고 있다는 측면에서 일반적으로
보통 최대 10%이고 로 할인 거래되는 최대 밸류 갭에 이미 근접해 있는 것이다. 특히 삼성전자의 기여도를 제외하고
현재 국내 수치는 8% 보면 8% 이상의 할인을 받고 있는 것으로 추정된다.

〈그림51〉 대형주지수의 전체지수대비 PBR 최대할인율



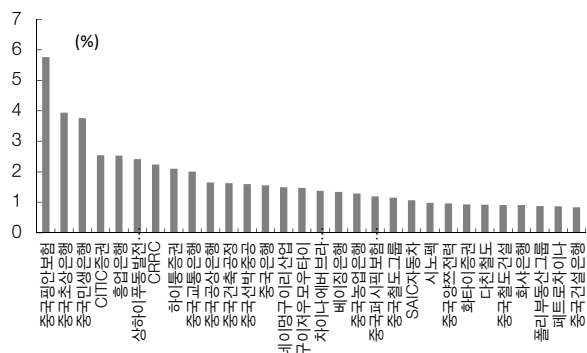
자료: Bloomberg, HMC투자증권

〈그림52〉 국내 대형주지수의 KOSPI대비 상대PBR수준



자료: Wisesn, HMC투자증권

〈그림53〉 상해A180지수 시가총액 상위 30개 종목



자료: Bloomberg, HMC투자증권

〈그림54〉 대형주 12M F. ROE 추이



자료: Wisesn, HMC투자증권

중국은 대형주지수의 업종
편중도와 수급 주체 구성도의
특별함으로 대형주지수의
밸류에이션 할인율 비교에
무리.
10% 이상 할인도
모두 금융위기 이전 상황들

중국은 예외적으로 최대 17%까지 할인 받기도 했는데 여기에는 2가지 원인이 있는 것으로 풀이된다. 중국의 경우 상해A180지수와 상해A지수를 비교했다.

하나의 이유는 상해A180지수에 시가총액 비중이 큰 대형주가 주로 은행 중심의 금융, 에너지, 산업재 등 비소비재 업종의 종목들이기 때문이다. 기본적으로 중국 증시는 금융, 산업재 기업들이 많지만 상해 A180 종목 내 시가총액이 큰 상위 30개 종목은 대부분은 은행이고 일부 산업재 관련 주로 구성되어 있다. 세부적으로 금융 외의 종목들도 에너지, 유틸리티, 자동차 등 비교적 밸류에이션 낮은 업종들의 종목이다. 이들 30개 종목의 시가총액 비중은 50%를 상회한다.

또 하나의 이유는 중국의 수급 구조가 외국인 투자자들이나 기관 투자자들보다 개인 투자자들의 비중이 월등히 높기 때문에 대형주 프리미엄이 상대적으로 약할 수 있다는 판단이다.

따라서, 업종 비중의 편중도와 수급 주체의 구성도 등을 감안할 때 중국 증시의 대형주 할인율을 적용하기에는 무리가 있다는 판단이다. 그리고 사실 10% 이상의 할인을 받았던 것은 모두 금융위기 이전이었고 금융위기 이후로는 10% 이내의 한계를 보이고 있다.

사실 이와 같은 국내 대형기업들의 PBR 한계 상황이 ROE 하락과 관계가 있다는 점은 부인할수 없다. 실제 우리나라의 추정 ROE 수준은 실제 금융위기 당시만큼이나 악화되고 있기 때문이다. 삼성전자를 제외할 경우 추정 ROE는 더 낮다.

국내 대형기업들의 ROE가 금융위기 수준까지 떨어졌다는 것은 다급한 한계 상황에 봉착해 있음을 시사한다. 이는 대형주 PBR 할인율에서도 잘 드러난다. 이제 대형 기업들은 실적과 ROE를 개선하기 위한 그리고 투자자들의 신뢰를 얻기 위한 다각도의 노력을 펼칠 것으로 예상된다.

이미 진행 중이거나 향후 전개될 수 있는 대형 기업들의 상황들은 다음과 같다.

- (1) 자산 매각, 인력 조정 등 구조 조정
- (2) 부품 업체들에 대한 단가 인하 압력 확산
- (3) M&A 또는 인수합병
- (4) 배당 증가, 자사주 매입 및 소각 등 주주환원정책

건설, 조선, 해운사 등 산업재 관련 업종들이 이미 산업적으로 구조조정이 되고 대규모 부실을 털어내는 등 인고의 시간을 보냈고 보내고 있다는 점 외에 여타 산업들에서도 추가적인 노력들이 뒤따를 것으로 예상된다. 정부도 기업 구조조정 전문화사를 10월 출범시켜 구조조정이 시장 내에서 좀 더 효율적으로 돌아가도록 할 방침이다.

글로벌 경기 회복 외의 기업의 자생적 노력은 ROE를 지키려는 또 하나의 희망이다.

6. 민리버전 #2: 코스닥 강세의 주요 시사점 3가지

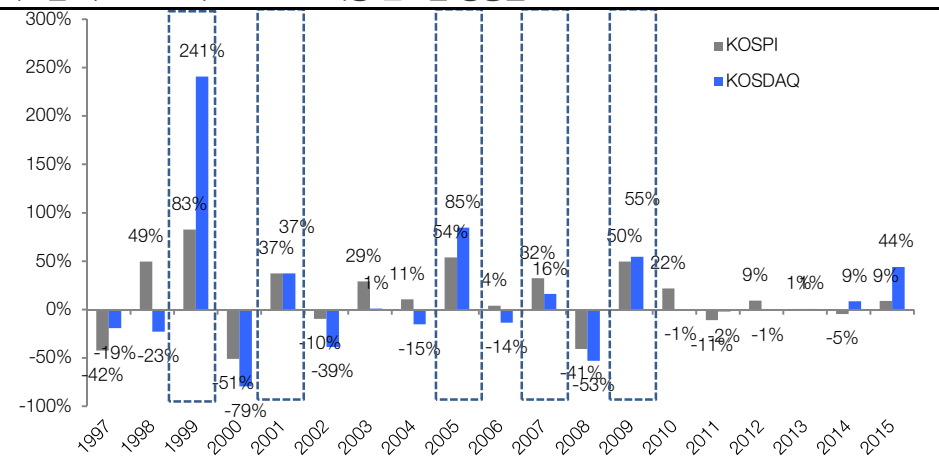
차별화된 강세를 보이고 있는 코스닥 시장이 주는 큰 시사점 3가지를 살펴보고자 한다. 결론적으로 코스닥의 선제적 강세는 KOSPI 시장 추격 상승 가능성을 높일 수 있다는 점이다.

(1) 코스닥 시장이 강세를 보인 해는 KOSPI도 항상 강세를 보였다

코스닥 강세 해는
KOSPI도 강세

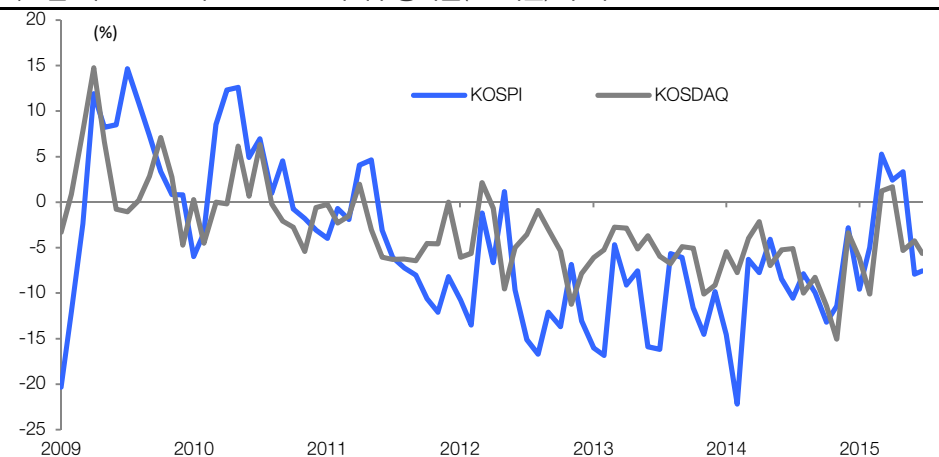
코스닥시장이 생긴 이래로 코스닥 시장이 당 해 15% 이상 상승했던 해는 총 5번 있었는데 5번 모두 KOSPI 역시 20% 이상 강세장을 보였다. 해당 시점은 펀더멘탈 약화로 증시가 저평가되었던 시점, 경기 호황 시점, 유동성이 풍부했던 시점 등의 특징을 갖는다. 그리고 동반 강세 현상은 수익률의 갭 매우기를 동반하곤 한다. 코스닥 시장의 상대적 펀더멘탈 차별화가 뚜렷하다면 이례적인 코스닥 시장의 차별화가 지속될 수도 있다고 보지만 현재 두 시장의 이익수정비율은 유사한 추이를 보이고 있다. 과거와 같은 갭 매우기 가능성이 여전히 열려 있다고 판단된다.

〈그림55〉 KOSPI와 KOSDAQ 시장 연도별 상승률



자료: Wisefn, HMC투자증권

〈그림56〉 KOSPI와 KOSDAQ 이익수정비율(1M기준) 추이



자료: Wisefn, HMC투자증권

(2) 평균적으로 8월 이후 KOSPI의 수익률 갭 메우기가 진행된다

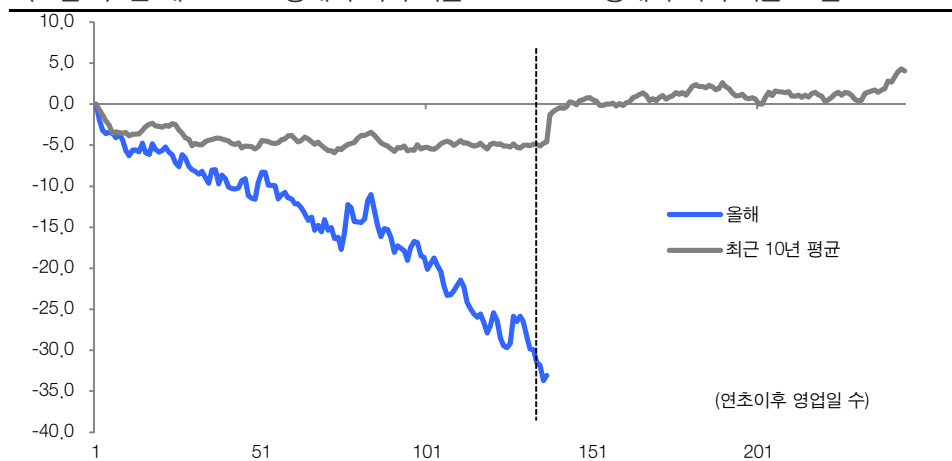
하반기 코스닥대비
KOSPI의 갭 메우기는
평균적으로 여름부터 시작

한 해의 KOSPI와 코스닥시장의 평균적 흐름을 보면 상반기는 코스닥시장이 강하고 하반기는 KOSPI가 강한 경향을 보임을 알 수 있다. 이와 같은 원인은 배당 관련 프로그램 유입에 따라 하반기 증시가 강세를 보이는 계절성도 영향을 주고 상반기 정부 및 기업들의 투자 계획에 따라 중, 소형주에서 테마가 쉽게 형성되는 점도 이유가 된다.

최근 10년 동안 KOSPI와 코스닥시장 시장의 당해 누적 수익률을 비교해 차감해 본 결과 KOSPI는 평균적으로 상반기 5%를 언더퍼폼한 뒤 하반기에 수익률 갭 메우기에 나서 평균적으로 4% 가량 아웃퍼폼하는 것으로 나타났다. 현재 -33.7%는 과도하다.

물론 과거의 이런 패턴이 올해 꼭 적용된다는 보장은 없다. 하지만 올해 수익률 갭이 너무 많이 벌어졌기 때문에 Mean-reversion의 필요성은 그 어느 해보다도 높다고 판단된다.

〈그림57〉 한 해 'KOSPI 당해 누적 수익률 - KOSDAQ 당해 누적 수익률' 흐름



자료: Wisesfn, HMC투자증권

(3) 올해의 KOSPI와 코스닥시장의 수익률 갭은 경험적으로 이미 충분히 확대된 상황이다

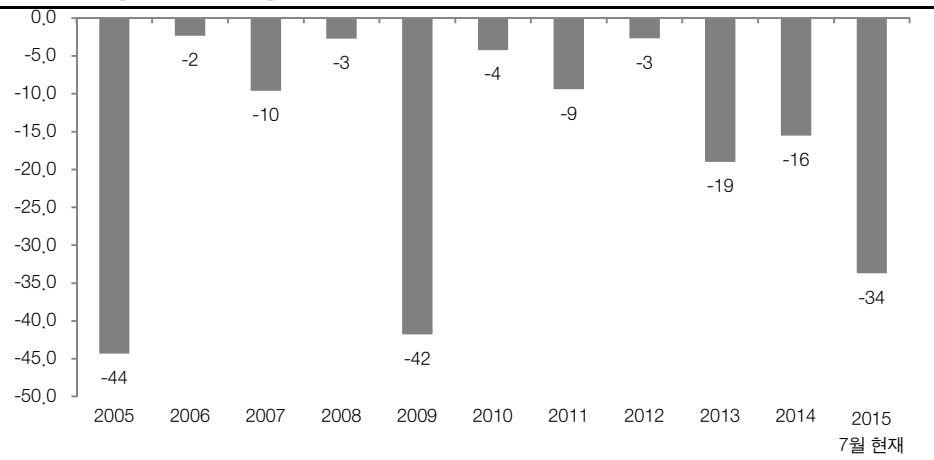
앞서 언급한대로 시차로 봤을 때 상반기 코스닥시장이 강세를 보인 후 하반기 KOSPI가 강세를 보이는 경향이 있는데 과연 YTD 수익률 갭이 어디까지 벌어지는지를 살펴보자.

현재 코스닥시장대비
KOSPI의 언더퍼폼 수준은
연중 바닥 수준에 근접

작년까지 최근 10년간 한 해 두 시장의 YTD 수익률 갭을 봤을 때 KOSPI가 최대로 언더퍼폼하는 수준은 대략 -2.7% ~ -44.3% 였다. 즉, 1년 내내 하루도 빠지지 않고 YTD 수익률로 KOSPI가 코스닥시장을 아웃퍼폼한 사례는 없다는 뜻이고 수치는 광범위한 수준을 보인다.

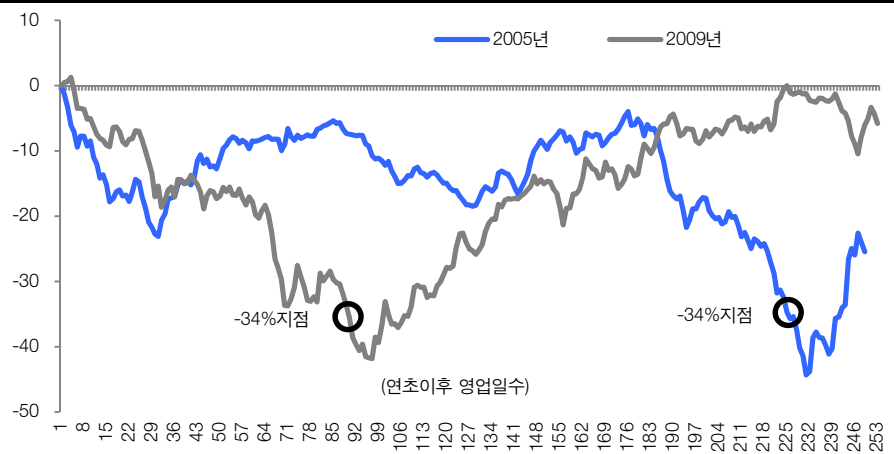
KOSPI가 한 해 최대로 언더퍼폼하는 수익률 갭의 평균은 대략 -17% 수준인데 반해 올해는 코스닥시장의 상대적 초 강세 현상으로 이미 약 -34%까지 진행되었다. 물론 40% 이상 수익률 갭이 벌어진 2005년, 2009년의 경우도 있었다. 하지만 두 해 역시 수익률 갭이 -34%까지 확대된 이후 연말까지 수익률 갭은 뚜렷하게 축소된 바 있다.

〈그림58〉 당해 코스닥시장대비 KOSPI의 YTD 누적 수익률 언더퍼폼 최대치



자료: Wisefn, HMC투자증권

〈그림59〉 두 시장의 YTD 수익률 갭이 올해 이상 확대됐던 해의 연말까지 흐름



자료: Wisefn, HMC투자증권

6. 민리버전 #3: 미국서 중국으로 정책 모멘텀 변화

마지막으로 좀 더 긴 호흡에서 좀 더 큰 그림에서 Mean-reversion 가능성을 검토해 보고자 한다.

글로벌 경기가 아직 자생력을 회복하지 못한 상태이고 그런 차원에서 펀더멘탈 외에 정책 모멘텀은 증시 변동의 주요한 재료가 될 수 밖에 없다. 금융위기 이후 주요국들은 일제히 경기 펀더멘탈보다 강한 주가 상승을 경험하지 않았는가?

현재 정책모멘텀은
유럽, 일본이 주연이나
중국 및 아태지역으로 확대

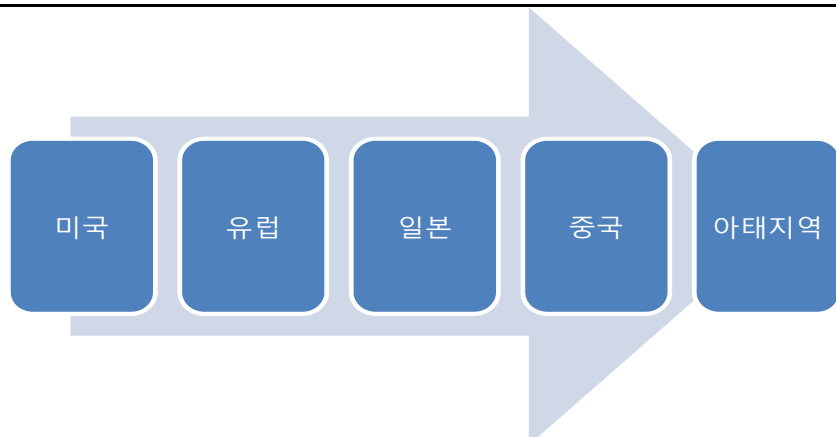
금융위기 이후 정책 모멘텀은 미국에서 출발하여 유럽으로, 그리고 유럽에서 일본으로, 그리고 일본에서 중국으로, 그리고 중국에서 아시아로 확대되고 있다.

필자가 바라보는 정책 모멘텀의 지역별 변화는 다음과 같다.

- (1) 미국(2009~2013) => 테이퍼링과 금리 인상 준비로 정책 모멘텀 소멸 중
- (2) 유럽, 일본(2012~) => 정책 모멘텀으로 경기 회복 가시화 중. 일본 출구전략 모색
- (3) 중국(2014~) => 금리인하 사이클 시작하며 경기 바닥 모색 중
- (4) 아태지역(2015~) => 본격적 금리인하로 정책 모멘텀 확보 중

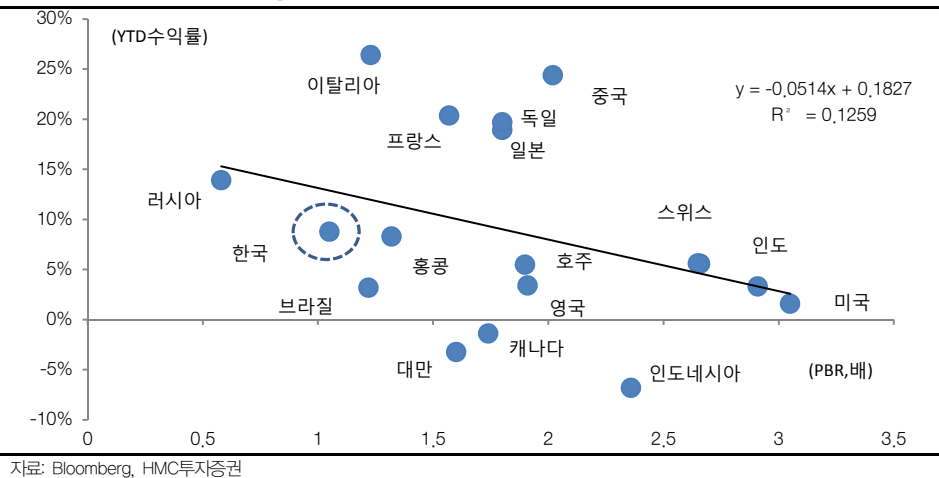
현재의 정책 모멘텀 주연 역할은 유럽과 일본이 하고 있고, 실제로 두 지역의 주식시장으로 글로벌 자금이 유입되고 있다. 작년 하반기 중국의 완화적 통화정책 스탠스가 시작되고 올해 아태지역 주요국들이 일제히 금리를 동시다발적으로 내렸다. 중국 및 아태지역은 아직 경기회복의 신호가 미진하나 정책 모멘텀 구간에 들어섰다는 점은 긍정적이다.

〈그림60〉 금융위기 이후 정책 모멘텀 지역 변화



자료: HMC투자증권

〈그림61〉 글로벌 주요국 증시의 PBR과 YTD수익률 산점도



실제로 올해 글로벌 주식시장에서 나타나는 3가지 특징은 이와 같은 정책 모멘텀의 변화를 반영해 가는 과정으로 판단된다. 3가지 특징은 다음과 같다.

- (1) 정책 모멘텀 성과가 가시화되고 있는 유럽, 일본 증시가 강세다
- (2) 미국 관련 국가들의 수익률보다 중국 관련 국가들의 수익률이 더 좋다
- (3) 저 PBR 국가일수록 더 좋은 성과를 보이고 있다

과거 미국 증시가 강세를 보이는 구간 동안 이미 동반 상승했던 캐나다, 대만, 인도네시아, 인도 등의 증시는 상승 폭이 제한되는 반면, 중국과 무역 규모가 크고 민감도가 높은 러시아, 브라질, 홍콩, 한국 등의 증시 상승 폭은 상대적으로 강하다는 점이다. 이는 경기 편편멘탈만으로 설명하기 힘든 부분이다.

이와 같은 글로벌 증시 변동의 시사점은 큰 그림에서 정책 모멘텀이 G2 내 미국에서 중국으로 이동하고 있다는 점이다. 최근 3년 동안 미국은 부양 기조를 보였고 중국은 긴축 기조를 보였으나 이제 반대로 미국은 긴축 기조로 중국은 부양 기조로 전환했다.

좀 더 긴 호흡에서 중국 경기는 이미 정책 모멘텀을 받은 미국, 유럽, 일본 등의 경기 회복과 더불어 자체 정책 모멘텀으로 점차 개선될 것으로 예상된다. 그리고 그와 같은 중국 경기 개선은 향후 중국 익스포저가 큰 국가들과 아시아 국가들의 경기 개선으로 연동될 가능성이 높다.

미국에서 중국으로의
정책 모멘텀 변화는
긴 호흡에서 국내 증시에
긍정적

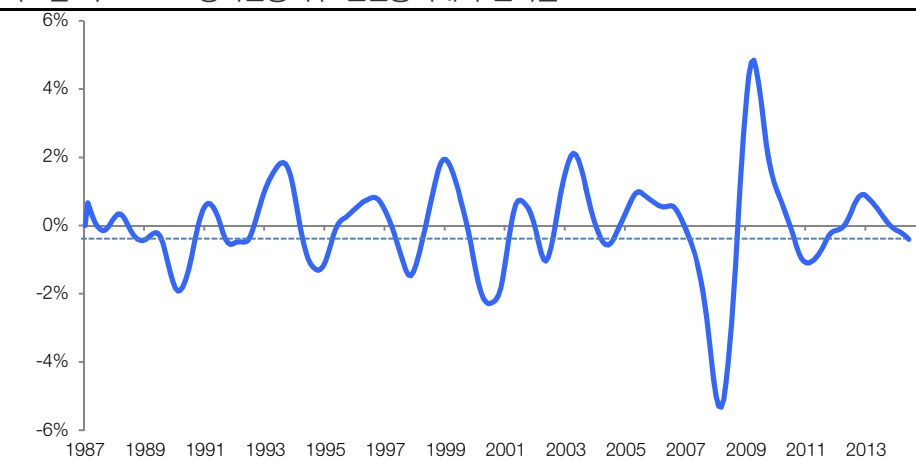
이와 같은 미국에서 중국으로의 글로벌 정책 모멘텀 변화는 국내 증시가 글로벌 증시와의 증시
갭 메우기를 시도하는 발판이 될 것으로 예상된다.

7. 대형주 투자전략

앞서 언급한 바와 같이 3분기 미국의 금리 인상 불확실성이 피크아웃하고 중국 부동산 시장이 바닥을 치면서 글로벌 경기는 점진적 개선이 예상된다. 글로벌 선행 지표인 OECD 경기선행지수가 여전히 하락하고는 있지만 앞서 언급한 G2의 변화와 이미 하락 사이클이 상당 기간 진행된 점을 감안할 때 올해 하반기 상승 전환할 가능성이 커졌다고 판단된다.

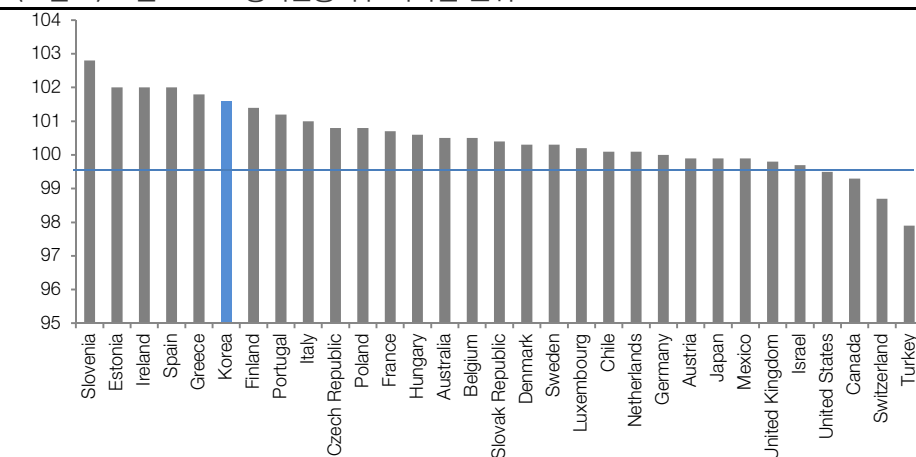
OECD 경기선행지수의 전년동기대비 변화율이 작년 이후 꾸준히 하락한 상태이고 보통 1~2년 사이클을 보여온 만큼 과거 사이클과 비교해 볼 때 바닥에 근접했을 가능성이 높다. OECD 경기선행지수는 현재 가장 최근 5월 값이 99.9946을 기록했는데 이 수치가 100을 하회한 것은 2013년 4월 이후 처음이고 전년동기대비 변화율이 -0.4% 수준까지 하락했다. 금융위기를 제외하고 대체로 전년동기대비 변화율이 -0.5% ~ -2% 수준에서 바닥을 쳤기 때문에 그와 같은 패턴으로 봤을 때도 하반기 상승 전환 가능성은 열려 있다.

〈그림62〉 OECD 경기선행지수 전년동기대비 변화율



자료: Bloomberg, HMC투자증권

〈그림63〉 5월 OECD 경기선행지수 국가별 순위



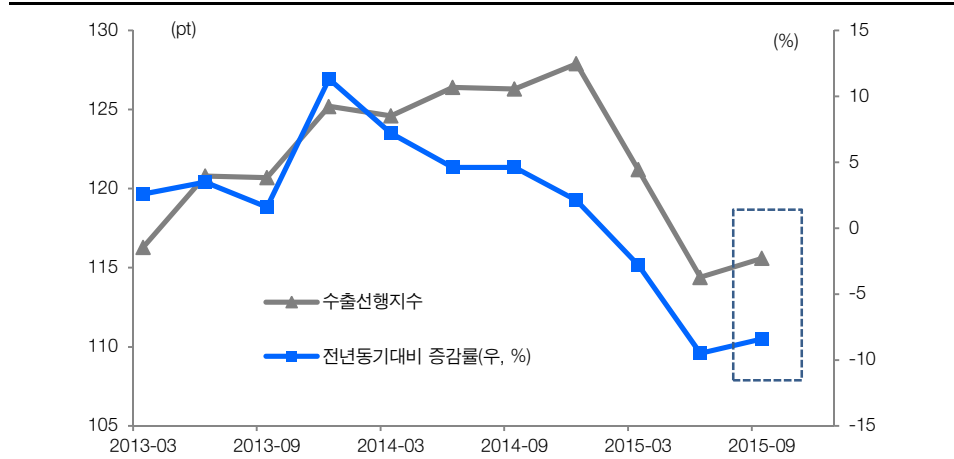
자료: OECD, HMC투자증권

특히 OECD 한국 경기선행지수가 매우 호조를 보이고 있다는 점은 주목할 만하다. 5월 OECD 한국 경기선행지수는 101.6으로 유럽 국가들과 함께 상위권에 위치하며 6위를 기록하고 있다. 대부분 신흥국가들의 경기선행지수가 부진한 것과는 다소 차별화된 모습을 보이고 있다.

OECD 경기선행지수 바닥 기대감은 국내 수출 회복 기대감으로 연결된다. 마침 원/달러 환율이 상승하면서 수출 회복 기대감도 높이고 있다. 상반기 국내 수출이 역 성장하며 크게 부진했으나 점진적으로 개선될 것으로 예상된다.

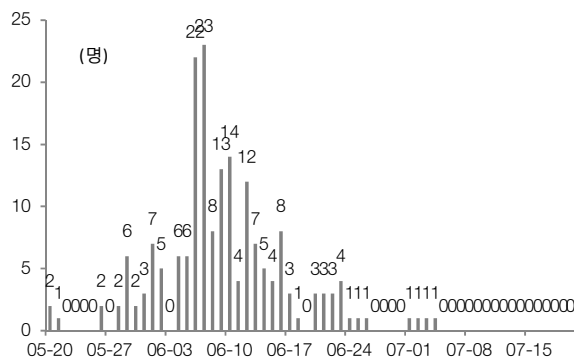
실제 한국수출입은행 해외경제연구소에서 분기 단위로 발표하는 수출선행지수는 3분기 만에 반등했고 전년동기대비 증감률은 7분기 만에 반등하며 향후 수출 여건 개선 가능성을 높여 주고 있다.

〈그림64〉 수출선행지수와 전년동기대비 증감률 추이



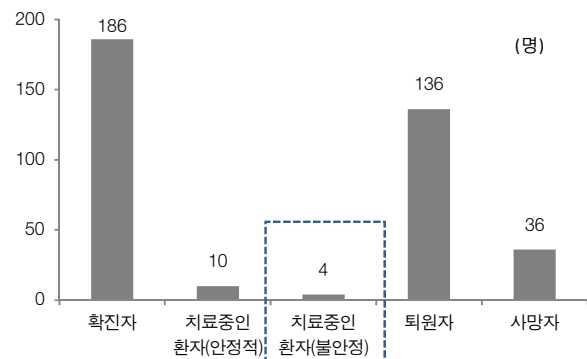
자료: 한국수출입은행 해외경제연구소, HMC투자증권

〈그림65〉 메르스 일별 신규 확진자 수



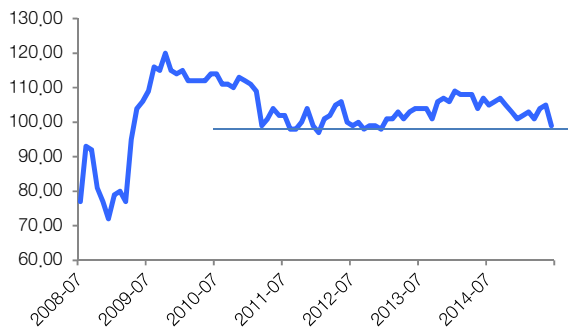
자료: 보건복지부, HMC투자증권

〈그림66〉 메르스 확진자 분류 현황



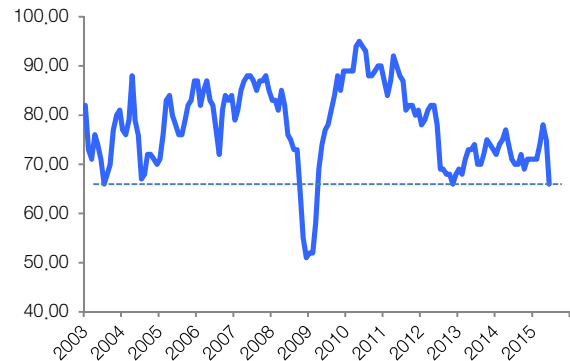
자료: 보건복지부, HMC투자증권

〈그림67〉 소비자심리지수, 금융위기 이후 바닥권



자료: 한국은행, HMC투자증권

〈그림68〉 BSI 업황실적, 금융위기 제외 시 바닥권



자료: 한국은행, HMC투자증권

메르스 사태가 일단락되며 국내 내수 모멘텀 역시 회복될 것으로 예상된다. 현재 7월 5일 이후 신규 확진자가 나오지 않고 있고 확진 판정을 받은 186명 중 불안정한 치료자수도 4명에 불과해 추가적인 확산 가능성은 제한적인 것으로 판단된다.

현재 메르스로 인해 국내 경기 심리 지표는 바닥권에 있다. 지난 6월 소비자심리지수는 99를 기록하며 2013년 이후 처음으로 100을 하회했고, BSI 업황 실적은 66을 기록하며 금융위기를 제외하면 역시 바닥권에 위치하고 있다.

요약해 보면 대형주는

- (1) 그렉시트 및 미 금리 인상 불확실성 해소 후 글로벌 경기 개선
 - (2) 3분기 원/달러 환율 피크 아웃 후 외국인의 공격적인 순매수 예상
 - (3) 메르스 종료에 따른 소비심리 바닥에서 회복
 - (4) 절대적 밸류에이션 저점 근접
 - (5) 상대적 밸류에이션 저점 근접
 - (6) 강력한 기술적 민리버전 신호
- 등에 힘입어 3분기를 저점으로 주가가 회복될 것으로 예상된다.

이제 고민은 선 취매해야 하는 대형주의 범위다.

앞서 요약한 바와 같이 실적 부담에도 불구하고 대형주의 주가 회복 논리가 매크로, 수급, 기술적 분석 등에서 강하게 나타나는 만큼 개별 신용 리스크를 고려하되 우리가 생각하고 있는 것보다 더 넓은 범위에서 대형주를 비중 확대해야 한다고 판단된다.

선취매 대형주의 요건은 다음과 같다.

- (1) BPS 하락 리스크가 적은 강력한 절대적 밸류 저점에 위치한 대형주
- (2) BPS 하락 리스크가 적은 역사적 밸류에이션의 바닥권에 위치한 대형주
- (3) 경기 민감형 혹은 배당 컨셉이 적용되는 대형주

앞서 해외 사례에서도 봤듯이 자동차, 철강, 은행, 유통 등의 업종대표주들이 PBR 0.4배 수준을 방어한다고 봤을 때 최대 하락률이 20% 이내 10% 전후이기 때문에 일괄적인 매수 대상이 될 것으로 예상된다.

따라서, 기존 실적 모멘텀을 장착한 정유, 화학 등의 업종에 추가해 반도체, 자동차, 철강, 은행, 유통 등의 업종을 비중 확대하는 전략을 권고한다.

물론 3분기 달리 강세의 압박이 지속될 수 있는 만큼 외국인 매도에 따른 단기적인 시장 조정 가능성을 열어둔다. 하지만 미국의 금리 인상 전 외국인의 매도 규모가 크고 금리 인상 시그널의 패가 확실히 보여진 이후 매수 전환 규모가 크게 나타날 것으로 보여 BM 측면에서 지속적으로 대형주에 유리한 국면이 전개될 것으로 예상된다.

따라서, 8월 증시는 수익률 극대화 전략보다는 9월 이후를 준비하는 포트폴리오 교체기로 활용하는 전략이 바람직해 보인다.