

퀀트전략

[8월 포트폴리오 전략] 떨어지는 칼날 피하기



SUMMARY

[퀀트]

김상호, CFA

02-768-4122

sangho.kim.j@dwsec.com

- 한국 주식의 리스크 프리미엄 상승과 밸류에이션 하락 지속
- 과거 밸류에이션 하락국면에선 이익이 증가하는 경기방어 업종이 긍정적
- 최근 이익전망치가 긍정적인 경기방어 업종은 소프트웨어, 미디어/교육, 보험, 필수소비재, 호텔/레저, 통신서비스
- 주가민감도가 낮은 저 베타 주식, 외국인 순매수가 지속되는 배당주도 긍정적

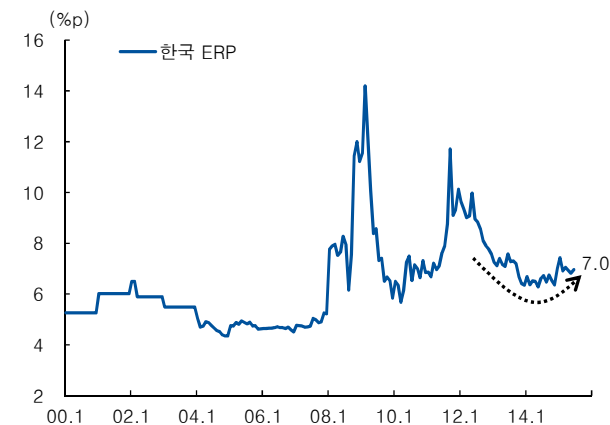
부담스러운 리스크 프리미엄 환경

투자자들이 주식에서 체감하고 있는 위험은 ERP(주식 리스크 프리미엄)로 판단할 수 있다. ERP는 주식의 가치평가지 할인율(Cost of equity, $ERP + \text{무위험수익률}$)로 사용하는데, ERP가 높아지면 그만큼 주식가치는 낮아져 주가와 역상관의 관계에 있다.

한국 주식시장의 ERP^1 는 미국의 ERP와 한국 시장의 위험(Country risk)을 이용해 계산할 수 있다. 한국 주식시장에선 배당이나 자사주매입을 하는 기업이 드물기 때문에 한국 기업의 현금흐름을 이용한 ERP 계산보다는 미국 ERP에 국가 위험을 추가하는 방법이 유용하다.

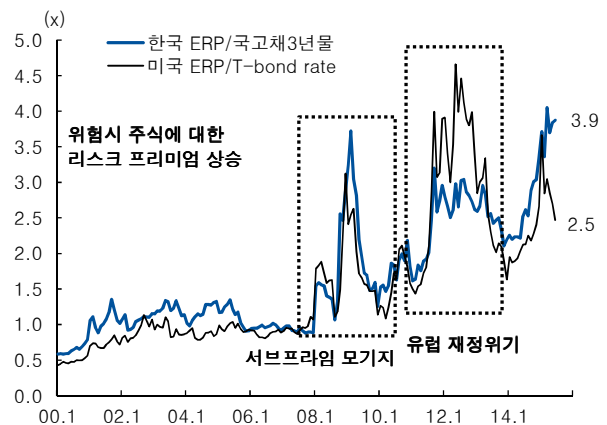
위와 같은 방법으로 계산한 한국 주식시장의 ERP는 최근 증가하는 모습을 보이고 있다. 2014년 11월 6.4%p를 저점으로 현재 7.0%p까지 증가하며 역사적 평균인 6.5%p를 넘어섰다. 또한 안전자산대비로 보면 한국 ERP는 3.9배로 2000년대 이후 최고치 수준을 기록했다.

그림 1. 한국 ERP는 최근 상승해 7.0%p를 기록



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 안전자산대비로 보면 한국 ERP는 부담스러운 수준



자료: KDB대우증권 리서치센터

¹ 뉴욕대 스텐 경영대학원의 Aswath Damodaran 교수의 미국 이외 지역의 리스크 프리미엄 산정 이론을 이용, 미국의 ERP는 배당할인모형을 이용해 산정

한국 주식시장의 ERP 증가와 더불어 PER도 최근 10.2배에서 9.6배까지 하락하는 모습을 보였다.

<그림 3,4>를 보면 과거 리스크 프리미엄이 높았던 환경에선 한국 시장의 PER이 EPS증가율과 이익조정비율과 유사한 흐름을 보였는데, 올해도 이익증가율과 이익조정비율이 하락하면서 PER도 같이 낮아졌다.

현재 3,4분기 시장의 이익 컨센서스는 각각 +39.1% YoY, +38.7% YoY로 높게 형성되어 있고 하향조정이 지속되고 있다. 당분간 EPS의 하향 추세는 지속될 가능성이 높다는 점에서 한국 시장의 밸류에이션 하락도 계속될 것으로 판단한다.

그림 3. 한국 12M Fwd PER과 EPS 증가율

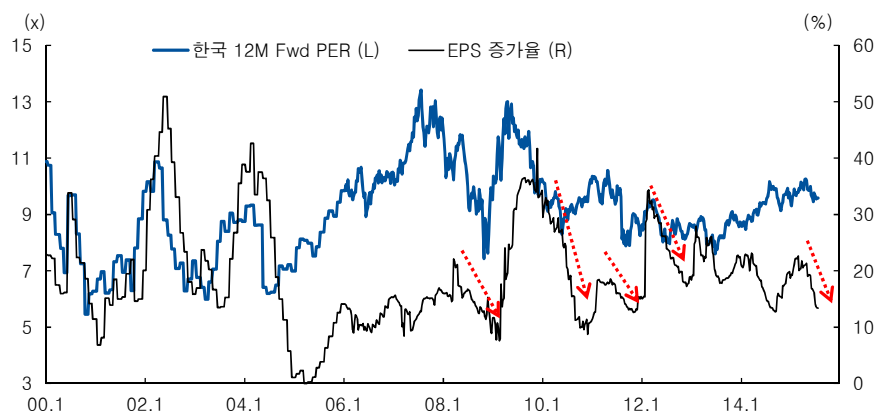
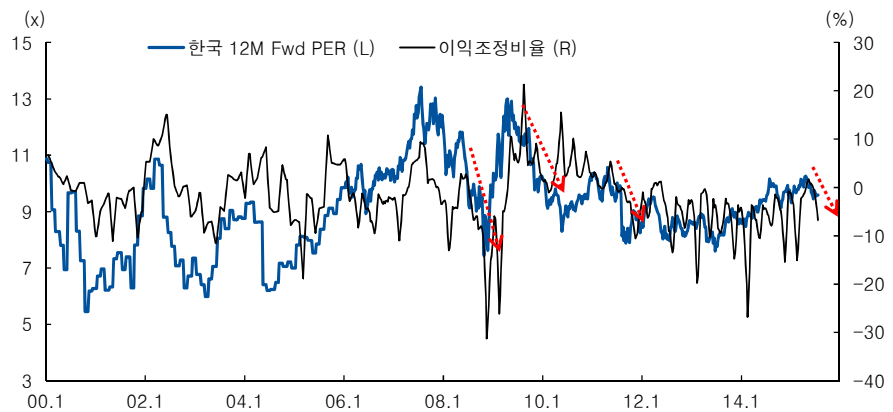


그림 4. 한국 12M Fwd PER과 이익조정비율



주: MSCI 기준

자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

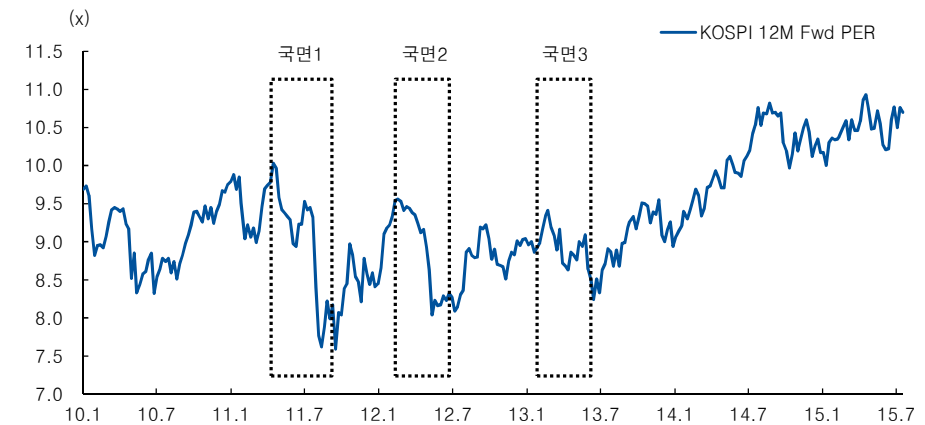
과거 밸류에이션 하락국면에선

2010년 이후 밸류에이션 하락국면은 아래와 같이 세 번 있었다.

미국 신용등급 강등과 유럽 재정위기가 나타났던 2011년 5월부터 9월(KOSPI의 12M Fwd PER 10.0배→7.6배), 그리스 연정 실패와 스페인의 구제금융 신청이 있었던 2012년 3월부터 7월(9.6배→8.1배), 건설주 어닝쇼크와 STX, 동양그룹사태 등이 불어진 2013년 3월부터 6월(9.4배→8.2배)로 당시엔 주가하락과 더불어 밸류에이션도 하락했다.

당시 수익률 상위 10개 업종을 찾아보면 <표 1>과 같다. **통신서비스, 보험, 화장품/의류, 소프트웨어, 호텔/레저** 업종은 밸류에이션 하락국면에서 항상 아웃퍼폼했고 **유통, 필수소비재** 업종도 두 번의 국면에서 시장대비 양호한 수익률을 기록했다.

그림 5. KOSPI의 12M Fwd PER 추이



자료: WISEfn, KDB대우증권 리서치센터

표 1. 밸류에이션 하락국면에서의 수익률 상위 10개 업종

(단위: %, x)

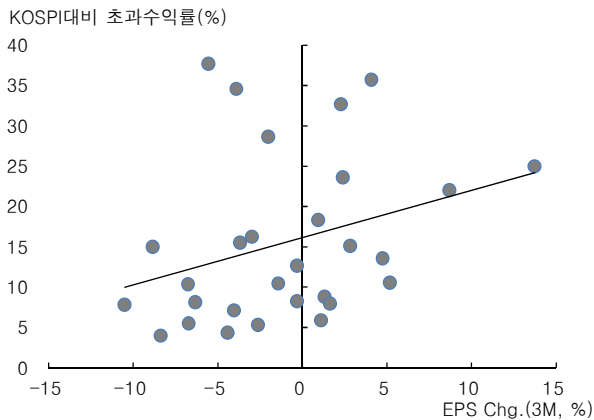
국면 1	구간 수익률	P/E		EPS Chg. (3M)	국면 2	구간 수익률	P/E		EPS Chg. (3M)	국면 3	구간 수익률	P/E		EPS Chg. (3M)
		2011-04-22	2011-09-23				2012-02-24	2012-07-13				2013-02-28	2013-06-21	
KOSPI	-22.8	10.0	7.6	2.5	KOSPI	-10.2	9.6	8.1	-2.9	KOSPI	-10.0	9.4	8.2	-1.2
미디어, 교육	14.9	11.7	12.5	-5.6	필수소비재	4.7	12.9	12.8	-8.8	통신서비스	14.9	8.6	9.1	13.7
필수소비재	13.0	10.8	11.5	4.1	호텔, 레저	3.3	13.5	13.1	4.7	호텔, 레저	6.2	16.2	16.8	-3.0
호텔, 레저	11.8	11.1	13.9	-3.9	자동차	2.4	6.6	6.3	-0.3	소프트웨어	0.4	14.5	14.2	-1.4
소프트웨어	9.9	15.4	15.2	2.3	IT 하드웨어	0.3	12.7	10.7	5.2	보험	0.3	11.5	11.9	-6.8
건강관리	5.9	14.3	14.8	-2.0	화장품, 의류	-2.0	11.6	11.5	-0.3	미디어, 교육	-1.3	13.3	14.0	1.3
화장품, 의류	0.8	11.2	11.9	2.4	통신서비스	-2.1	7.5	7.5	-6.3	소매(유통)	-2.1	11.2	10.9	1.6
소매(유통)	-0.8	10.9	9.7	8.7	유틸리티	-3.3	16.8	15.0		디스플레이	-2.2	11.6	10.5	-10.5
상사, 자본재	-4.5	11.1	10.0	0.9	보험	-4.4	10.3	9.7	1.1	IT 하드웨어	-2.9	11.7	9.5	-4.0
통신서비스	-7.2	7.8	6.8	-3.7	소프트웨어	-4.8	15.2	13.8	-6.7	화장품, 의류	-4.7	13.8	13.2	-2.6
보험	-7.6	12.1	9.5	2.8	반도체	-5.9	10.1	7.0	-4.4	자동차	-6.1	6.4	6.0	-8.4

주: 3번의 구간 중 2번 이상 포함됐던 업종은 음영표시

자료: WISEfn, KDB대우증권 리서치센터

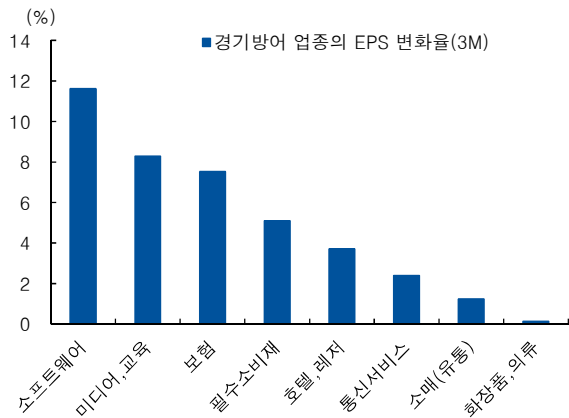
과거 밸류에이션 하락국면에서 경기방어 업종들의 EPS변화와 KOSPI대비 초과수익률을 비교해보면 양의 상관관계를 보였다. **소프트웨어, 미디어/교육, 보험, 필수소비재, 호텔/레저, 통신서비스** 업종의 EPS 변화율이 최근 증가했다는 점에서 긍정적이다(그림 6, 7 참조).

그림 6. 밸류에이션 하락국면에서 경기방어 업종의 EPS변화와 수익률



자료: WISEfn, KDB대우증권 리서치센터

그림 7. 경기방어 업종의 EPS변화를



자료: WISEfn, KDB대우증권 리서치센터

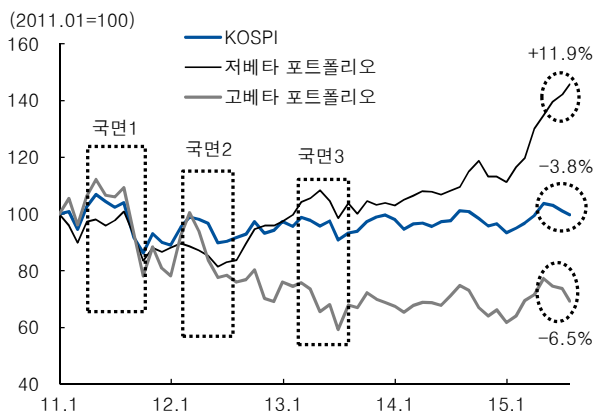
주가민감도가 작은 저베타 주식의 유리

밸류에이션 하락국면에선 저베타 주식도 대안이 될 수 있다. 월별로 KOSPI 200내 종목들을 52주 베타로 구분해 하위 20%는 저베타, 상위 20%는 고베타 포트폴리오로 수익률을 비교해보면 <그림 8>과 같다.

2011년부터 저베타 포트폴리오의 수익률은 KOSPI와 고베타 포트폴리오를 아웃퍼폼했다. 2011년부터 KOSPI의 수익률은 -0.2%, 고베타 포트폴리오는 -30.4%를 기록한 반면, 저베타 포트폴리오는 +45.9%의 높은 수익률을 기록했다. 이번에도 KOSPI는 4월 이후 3.8%하락했는데 저베타 포트폴리오는 11.9% 상승하며 좋은 성과를 나타냈다.

또한 <그림 9>와 같이 밸류에이션 하락국면에서 수익률을 비교해보면 저베타 포트폴리오는 모든 국면에서 시장대비 아웃퍼폼하는 모습을 보였다. 특히 저베타 종목 중에서도 주식시장이 하락했을 때 주가민감도가 작은 저Bear베타 포트폴리오가 저베타 포트폴리오보다 우수한 성과를 나타냈다.

그림 8. KOSPI 하락시에도 우수한 성과를 보인 저베타 포트폴리오

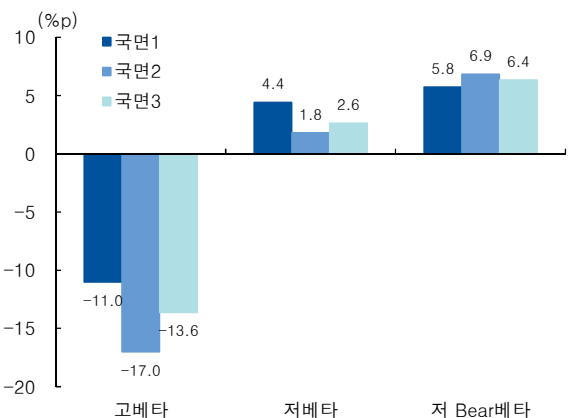


주1: 저베타 포트폴리오는 KOSPI200내 52주 베타 하위 20% 종목으로 구성

주2: 월간 리밸런싱

자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 9. 밸류에이션 하락국면별 포트폴리오 초과수익률



자료: KDB대우증권 리서치센터

현재 KOSPI200내 저베타 종목은 <표 2>와 같다. 52주 베타가 0.5 이하인 종목 중에서 52주 Bear베타(KOSPI하락시 주가민감도)가 0.8이하이고 순이익 변화율이 상향조정된 종목이 향후 긍정적인 것으로 판단한다.

표 2. KOSPI 200내 저베타 종목리스트

(단위: 억원, %)

종목코드	종목명	시가총액	52 주 베타	52 주 Bear 베타	12M Forward 순이익			종목코드	종목명	시가총액	52 주 베타	52 주 Bear 베타	12M Forward 순이익		
					현재	-1M	변화율						현재	-1M	변화율
A079430	현대리바트	12,342	-0.48	-2.69	400	390	2.6	A007690	국도화학	4,242	0.24	2.90	503	487	3.2
A105630	한세실업	20,360	-0.36	0.59	947	911	4.0	A019680	대교	8,191	0.28	-0.55	593	527	12.6
A004150	한솔홀딩스	4,033	-0.28	-1.10				A000050	경방	6,607	0.28	-0.82	286	278	2.7
A086280	현대글로비스	70,313	-0.05	0.95	5,987	5,997	-0.2	A008490	서흥	5,600	0.29	1.52	283	278	1.8
A034730	SK C&C	141,020	-0.02	1.41	10,005	8,225	21.6	A064350	현대로템	14,493	0.33	0.30	716	695	3.0
A009680	모토닉	3,779	-0.02	-0.64				A012750	에스원	33,097	0.33	0.02	1,531	1,590	-3.7
A004700	조광파혁	8,345	-0.02	0.97				A021240	코웨이	75,428	0.34	-0.44	3,362	3,339	0.7
A010120	LS 산전	15,840	0.00	-0.38	1,179	1,182	-0.2	A120110	코오롱인더	15,171	0.36	1.81	853	608	40.4
A042700	한미반도체	2,594	0.00	0.33	317	337	-5.9	A034220	LG 디스플레이	82,119	0.37	1.40	12,476	14,189	-12.1
A025860	남해화학	6,483	0.05	-0.20	252	308	-18.0	A008060	대덕전자	3,362	0.37	0.25	273	327	-16.4
A000070	삼양홀딩스	23,124	0.14	4.17	544	539	0.9	A014680	한솔케미칼	10,019	0.38	0.78	635	620	2.5
A007340	동아타이어	5,576	0.14	0.33				A079980	휴비스	3,153	0.40	1.79	425	421	1.0
A093050	LF	9,883	0.15	-1.21	847	876	-3.3	A009240	한샘	74,132	0.41	0.80	1,372	1,258	9.0
A029530	신도리코	6,048	0.16	1.25				A003620	쌍용차	12,322	0.41	-1.18	-223	-305	적축
A104700	한국철강	5,802	0.18	0.13	428	395	8.4	A052690	한전기술	12,670	0.43	2.28	815	847	-3.7
A005610	삼립식품	31,927	0.18	1.16	559	551	1.4	A003600	SK	109,421	0.43	0.92	10,794	10,602	1.8
A003200	일신방직	5,040	0.19	-0.01	348	345	1.0	A009580	무림 P&P	3,867	0.43	0.35	268		
A000670	영풍	25,954	0.22	1.03	1,980			A033780	KT&G	142,098	0.45	0.16	9,369	8,611	8.8
A011070	LG 이노텍	19,904	0.23	1.51	2,169	2,204	-1.6	A003570	S&T 중공업	3,799	0.45	3.02			
A192820	코스맥스	19,529	0.24	1.30	379	370	2.5	A010130	고려아연	95,105	0.45	0.79	6,891	6,658	3.5

주1: 저베타는 7월24일 기준 52주베타가 0.5 이하인 종목 기준임

주2: 52주 Bear베타가 0.8 이하, 12MF 순이익이 상향조정되거나 변동이 크지 않은 기업은 음영표시

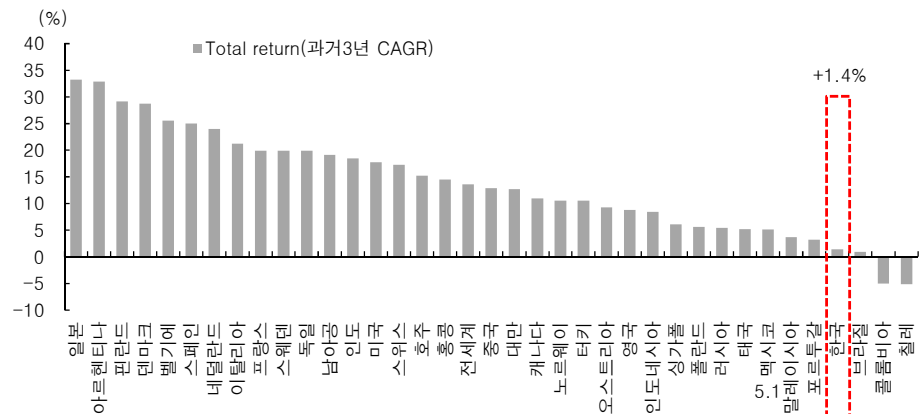
자료: WISEfn, KDB대우증권 리서치센터

배당주도 시장 하락국면에서 유리한 선택

배당주도 시장 하락국면에서 긍정적인 것으로 판단한다. 지난 3년간 한국 주식시장에 투자했을 때 얻을 수 있는 총 수익률(주가수익률+ 배당수익률)은 연평균 +1.4%(CAGR)로 무위험수익률(국고채 3년물 1.7%)보다 낮았다. 전세계 평균대비 9.4%p 언더퍼폼했고 아시아에서 주가수익률이 가장 저조했다.

이는 한국 증시가 박스권을 보이며 나타난 현상이지만 낮은 배당수익률도 영향을 미쳤다. 투자자 입장에서 한국 주식시장의 리스크 프리미엄이 높아진 만큼 기업들에게 배당을 요구해 투자수익률의 안정성을 요구할 가능성이 높다.

그림 10. MSCI 국가별 총 투자수익률

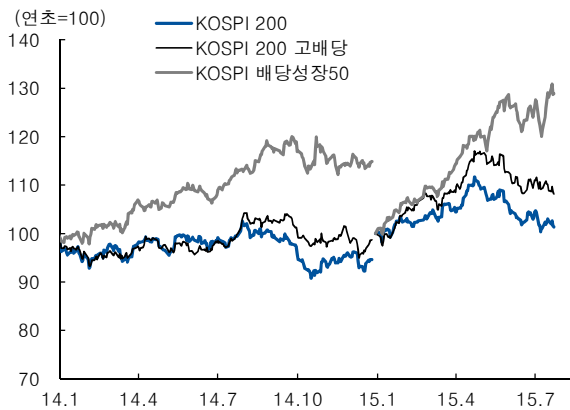


자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

배당지수가 시장을 아웃퍼폼하고 배당주에 대한 외국인의 순매수가 지속되는 것도 같은 맥락으로 생각할 수 있다. KOSPI200의 2015년 연초대비 수익률은 +0.4%를 기록했지만 KOSPI200 고배당 지수는 +6.7%, KOSPI배당성장 50지수는 +28.2%의 수익률을 기록했다(그림11 참조).

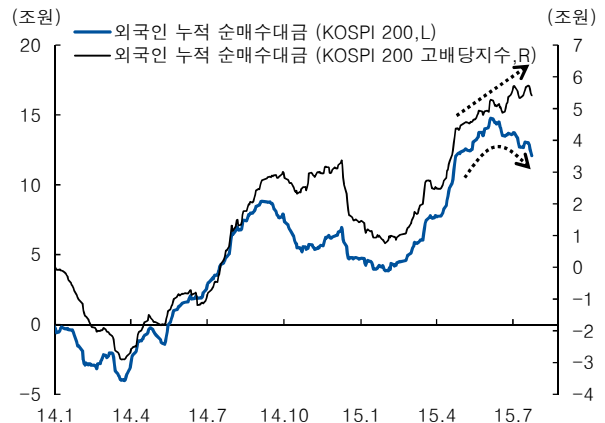
<그림 12>를 보면 KOSPI 200의 외국인 누적 순매수대금은 6월 26일을 고점으로 1.6조원이 감소했지만 KOSPI 200 고배당지수의 순매수대금은 520억원이 증가했다.

그림 11. 배당주 아웃퍼폼 지속



자료: WISEfn, KDB대우증권 리서치센터

그림 12. 외국인의 KOSPI 순매도, 고배당지수는 순매수



자료: WISEfn, KDB대우증권 리서치센터

결론적으로 시장의 하락국면이 예상되는 현재 시점에선 외국인 수급이 긍정적인 배당주도 대안이 될 수 있다고 판단한다. 현재 KOSPI200 고배당지수 종목 중 외국인 수급이 양호한 종목은 <표 3>과 같다.

표 3. KOSPI200 고배당 지수내 7월 외국인 누적순매수대금이 (+)인 종목 리스트

(단위: 억원, %)

종목코드	종목명	시가총액(A)	7월 외국인 누적순매수대금(B)	(B/A, %)	14년 배당수익률	15년 배당수익률 컨센서스
A004370	농심	19,069	266	1.4	1.6	1.3
A005500	삼진제약	4,253	45	1.1	2.3	1.6
A086790	하나금융지주	80,661	816	1.0	1.9	2.4
A005180	빙그레	8,521	74	0.9	1.7	1.5
A003550	LG	94,216	774	0.8	1.6	1.8
A001430	세아베스틸	12,534	88	0.7	3.6	2.9
A090430	아모레퍼시픽	230,327	1,475	0.6	0.4	1.1
A012330	현대모비스	196,148	1,189	0.6	1.3	1.5
A161390	한국타이어	50,169	292	0.6	0.8	1.0
A005830	동부화재	37,028	216	0.6	2.6	3.0
A002380	KCC	56,177	297	0.5	1.7	1.7
A138930	BNK 금융지주	32,632	164	0.5	1.4	2.3
A051910	LG 화학	172,636	755	0.4	2.2	1.6
A005380	현대차	306,184	1,155	0.4	1.8	2.5
A000810	삼성화재	129,570	447	0.3	1.6	1.7
A015760	한국전력	309,106	1,038	0.3	1.2	2.6
A078930	GS	43,066	133	0.3	3.0	2.8
A007660	이수페타시스	2,497	7	0.3	1.7	1.5
A032830	삼성생명	199,800	315	0.2	1.6	1.4
A000320	노루홀딩스	4,692	5	0.1	1.6	1.1
A029780	삼성카드	42,694	19	0.0	2.3	2.7
A052690	한전기술	12,670	6	0.0	1.1	2.6
A003600	SK	109,421	30	0.0	1.5	1.1

자료: WISEfn, KDB대우증권 리서치센터

8월 퀀트 모델 포트폴리오

대우 Sector-stock selection 모델은 다음과 같은 변수로 구성되어 있다.

표 4. 대우 Sector-stock selection 모델 구성변수

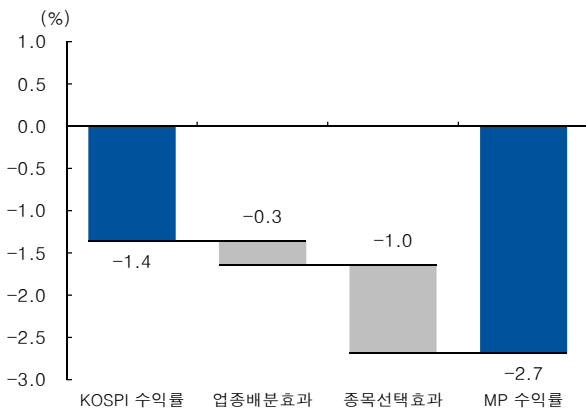
가치	절대가치	12MT PE, 과거 3년 평균 배당수익률
	상대가치	12MF PE band 위치, 12MT PB band 위치
성장	실적	FQ0 매출액 증가율, FQ0 순이익 증가율
	예상	12MF 순이익 증가율
모멘텀	이익모멘텀	이익추정치 변화(4W), 이익조정비율(4W)
	수급모멘텀	외국인+기관 순매수(4W), 외국인+기관 누적순매수 여력(1Y)
리스크	이익변동성	12개 분기 이익변동성
	주가변동성	주가 하락변동성

자료: KDB대우증권 리서치센터

7월 모델포트폴리오의 성과는 7월 24일 기준 -2.7% 절대수익률을 기록하면서 -1.4%의 수익률을 나타낸 KOSPI보다 1.3%p 낮은 수익률을 기록했다. 상대적으로 종목선택효과에서 부정적인 성과를 나타냈고 업종별로는 금융, 정유, 화학 업종의 비중을 높인 점이 부정적으로 작용했다.

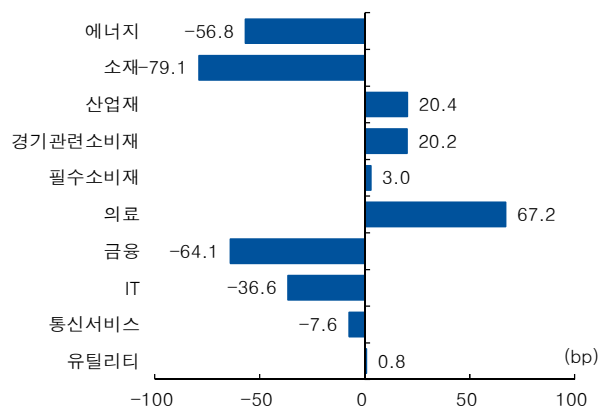
8월 퀀트 모델의 업종선택도 결과는 <그림 15>와 같다. 저평가되어 있어 비중을 높인 업종은 소프트웨어, 증권, 에너지, 화학 등이다. 반면, IT하드웨어, 반도체, 운송 업종 등은 비중을 축소했다.

그림 13. 7월 대우 모델포트폴리오 성과



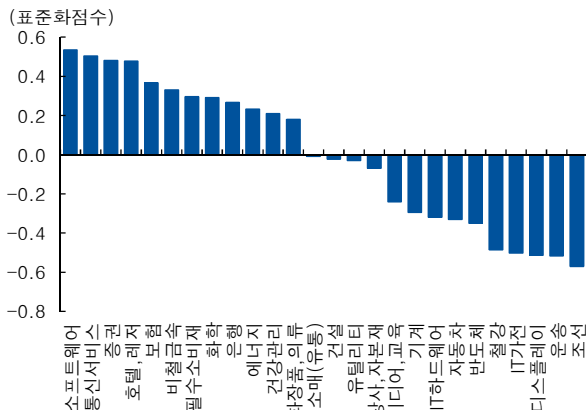
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 14. 7월 MP 초과수익률- 업종배분효과+종목선택효과



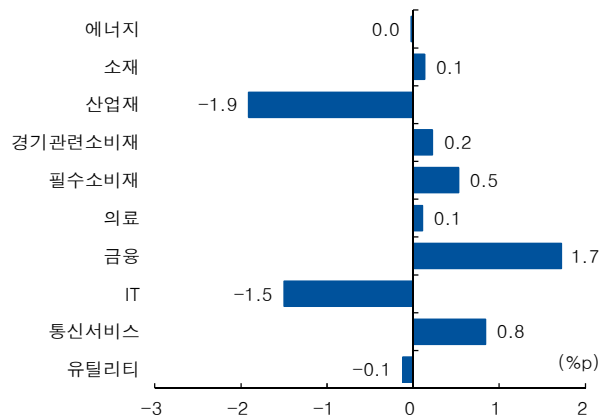
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 15. 8월 퀀트 모델의 업종 선택도 점수



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 16. 8월 모델포트폴리오 업종별 KOSPI대비 초과비중



자료: KDB대우증권 리서치센터

8월 대우 모델포트폴리오

(단위: %)

섹터	업종	코드	종목명	업종비중 (A)	업종제안비중 (B)	차이 (B-A)	종목제안비중	전월대비차이
에너지				2.6	2.6	0.0		
	에너지	A003600	SK	2.6	2.6	0.0	2.6	신규
소재				9.9	10.0	0.1		
	화학	A011170	롯데케미칼	5.3	6.0	0.7	4.0	0.1
	화학	A004800	효성	5.3	6.0	0.7	2.0	0.0
	비철금속	A010130	고려아연	2.0	2.5	0.5	2.5	0.7
	철강	A005490	POSCO	2.6	1.5	-1.1	1.5	-1.5
산업재				13.8	11.9	-1.9		
	건설	A002380	KCC	4.8	4.6	-0.2	2.6	1.1
	건설	A009240	한샘	4.8	4.6	-0.2	2.0	신규
	기계	A010120	LS 산전	1.4	1.1	-0.3	1.1	신규
	조선	A009540	현대중공업	1.2	0.7	-0.5	0.7	-1.1
	상사, 자본재	A047810	한국항공우주	4.5	4.3	-0.2	2.0	0.0
	상사, 자본재	A012750	에스원	4.5	4.3	-0.2	1.0	0.0
	상사, 자본재	A028260	제일모직	4.5	4.3	-0.2	1.3	0.0
	운송	A086280	현대글로벌비스	1.9	1.2	-0.7	1.2	-0.1
경기관련소비재				19.4	19.6	0.2		
	자동차	A000270	기아차	7.9	7.3	-0.6	4.3	-0.2
	자동차	A002350	넥센타이어	7.9	7.3	-0.6	1.5	신규
	자동차	A900140	코라오홀딩스	7.9	7.3	-0.6	1.5	신규
	화장품, 의류	A090430	아모레퍼시픽	6.1	6.2	0.1	2.2	-1.2
	화장품, 의류	A021240	코웨이	6.1	6.2	0.1	2.0	신규
	화장품, 의류	A105630	한세실업	6.1	6.2	0.1	2.0	1.0
	호텔, 레저	A035250	강원랜드	1.5	2.2	0.7	1.2	-0.1
	호텔, 레저	A008770	호텔신라	1.5	2.2	0.7	1.0	0.3
	미디어, 교육	A079160	CJ CGV	1.0	1.0	0.0	1.0	신규
	소매(유통)	A007070	GS 리테일	2.8	2.9	0.1	2.9	신규
필수소비재				7.0	7.5	0.5		
	필수소비재	A033780	KT&G	7.0	7.5	0.5	3.5	신규
	필수소비재	A001800	오리온	7.0	7.5	0.5	2.5	0.0
	필수소비재	A001680	대상	7.0	7.5	0.5	1.5	신규
의료				3.6	3.7	0.1		
	건강관리	A128940	한미약품	3.6	3.7	0.1	3.7	0.3
금융				12.4	14.1	1.7		
	은행	A055550	신한지주	5.4	6.0	0.6	4.0	0.5
	은행	A138930	BNK 금융지주	5.4	6.0	0.6	2.0	-0.1
	증권	A003450	현대증권	2.3	2.8	0.5	2.8	신규
	보험	A005830	동부화재	4.6	5.3	0.7	2.3	신규
	보험	A032830	삼성생명	4.6	5.3	0.7	3.0	0.0
IT				25.0	23.5	-1.5		
	소프트웨어	A035420	NAVER	5.3	6.3	1.0	2.5	-1.0
	소프트웨어	A034730	SK C&C	5.3	6.3	1.0	1.5	0.3
	소프트웨어	A018260	삼성에스디에스	5.3	6.3	1.0	1.0	0.0
	소프트웨어	A036570	엔씨소프트	5.3	6.3	1.0	1.3	신규
	반도체	A005930	삼성전자	17.1	16.2	-0.9	13.6	0.2
	반도체	A000660	SK 하이닉스	17.1	16.2	-0.9	2.6	0.1
	디스플레이	A036490	OCL 머티리얼즈	0.7	1.0	0.3	1.0	신규
통신서비스				2.6	3.4	0.8		
	통신서비스	A017670	SK 텔레콤	2.6	3.4	0.8	3.4	0.3
유틸리티				3.8	3.7	-0.1		
	유틸리티	A015760	한국전력	3.8	3.7	-0.1	3.7	1.7

주: 업종 및 종목 비중은 2015년 7월 24일 종가 기준

자료: KDB대우증권 리서치센터

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.