

퀀트전략

여전히 매력적인 대형주



SUMMARY

- 4분기에 아웃퍼폼하는 대형주 이례현상이 올해에도 반복될 가능성에 대해 점검
- 대형주의 3분기 이익증가율은 두자릿수 이상으로 회복될 것으로 예상되며, 중소형주 이익 증가율과의 격차도 줄어들 전망
- 중소형주 수익률과 신용스프레드는 역의 상관관계를 보이는데, 최근 신용스프레드 확대와 한계기업 구조조정 이슈로 중소형주엔 불리한 환경이 조성됨
- 중소형주보다 대형주에 집중하는 것이 유리한 선택

[퀀트]

유명간

02-768-4058

myounggan.yoo@dwsec.com

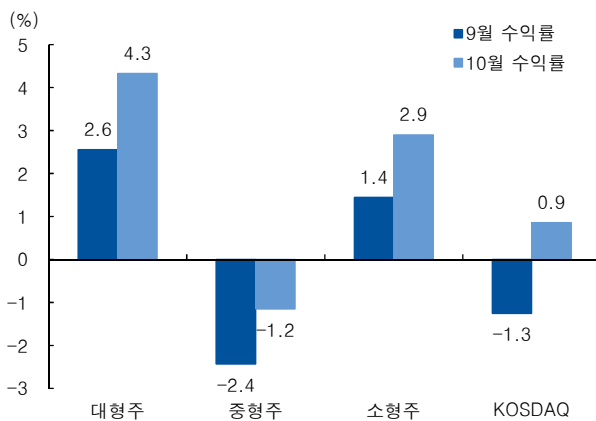
4분기에 나타나는 대형주 이례현상

지난 8월 1,830p까지 하락했던 KOSPI가 2,030p까지 상승했다. 이번 KOSPI 반등구간에서는 대형주의 성과가 돋보였다. 중소형주의 9, 10월 수익률은 KOSPI 수익률을 하회한 반면 대형주는 각각 1.5%p, 0.9%p 아웃퍼폼했다(그림1,2 참조).

중소형주 수익률이 좋지 못했던 이유는 헬스케어 업종의 부진 때문이었다. 중소형주에서 헬스케어 업종이 차지하는 비중은 15%로 대형주 0.3% 대비 높은 수준이다. 9, 10월 헬스케어 업종의 수익률은 KOSPI 대비 7.8%p, 2.5%p 언더퍼폼하면서 중소형주 하락에 가장 큰 영향을 줬다.

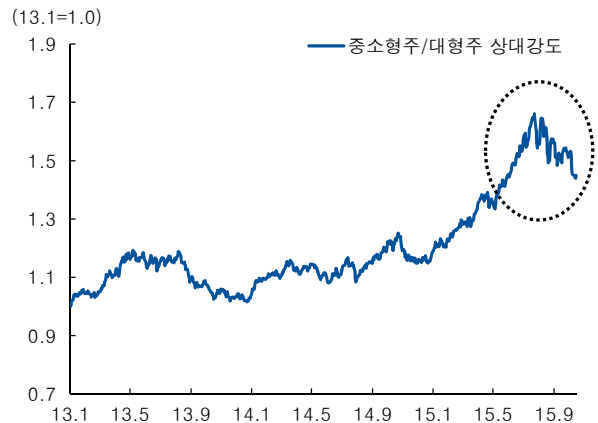
지난주 금요일 이후 헬스케어 업종지수가 3.0% 상승하면서 중소형주가 상대적인 강세를 나타냈다. 중소형주의 상승세가 지속될 것인지 대형주의 재차 반등이 이어질지 점검해볼 시점이다.

그림 1. 대형주의 성과가 돋보인 9월, 10월



주: 10월 19일 종가 기준
자료: WISEfn, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 중소형주/대형주 상대강도 추이

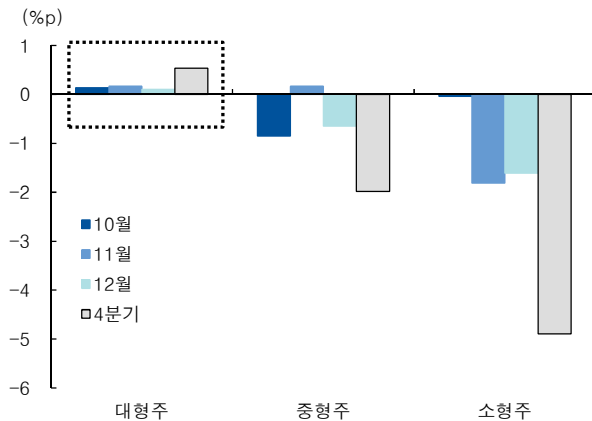


주: 중소형주 지수는 거래소 중형주, 소형주, KOSDAQ의 시가총액 가중방식으로 계산
자료: WISEfn, KDB대우증권 리서치센터

대형주는 4분기에 아웃퍼폼하는 이례현상을 보인다. 2000년부터 2014년까지 4분기 대형주의 수익률은 중형주와 소형주를 평균 2.5%p, 5.4%p 아웃퍼폼했고, KOSPI 대비 상승확률은 80%(15번중 12번)를 기록했다(그림3,4 참조).

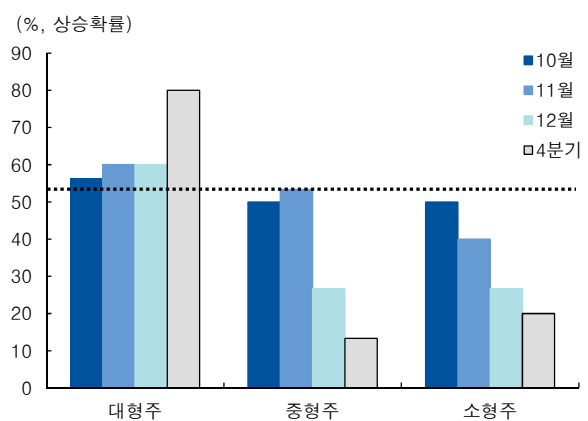
올해 4분기에도 대형주의 성과가 좋은 이례현상이 반복될 것으로 판단된다. 그 이유는 1)대형주의 3분기 실적이 회복될 가능성이 높고 2)최근 신용스프레드 확대로 중소형주에게 불리한 환경이 연말까지 지속될 가능성이 높기 때문이다.

그림 3. 4분기에 수익률이 좋은 대형주



자료: WISEfn, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. KOSPI 대비 상승확률

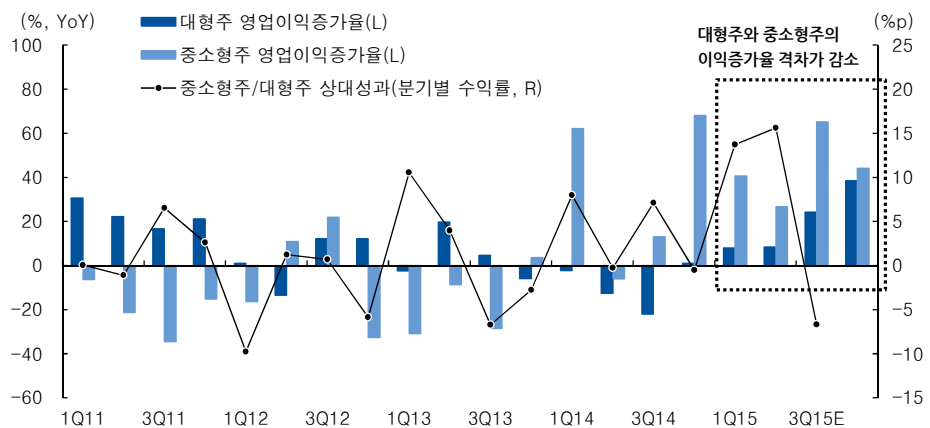


자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

대형주에게 기대를 걸어볼 만한 3분기 실적시즌

2014년부터 중소형주가 강세를 보였던 이유는 대형주보다 높은 이익증가율 때문이었다. 하지만 2015년 하반기부터 대형주의 턴어라운드라 시작되면서 이익증가율 격차는 점차 줄어들 것으로 예상된다(그림5 참조).

그림 5. 대형주와 중소형주 영업이익 증가율 추이

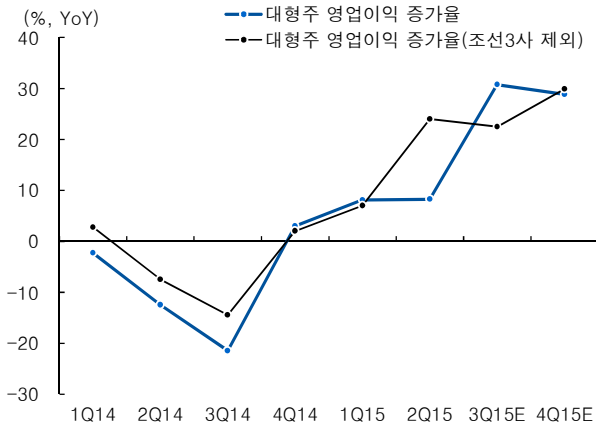


자료: WISEfn, KDB대우증권 리서치센터

대형주의 3분기 실적시즌은 삼성전자와 LG화학의 어닝서프라이즈로 순조롭게 출발했다. 삼성전자의 3분기 영업이익은 전년동기대비 79.8% 증가했고, 전망치를 11.0% 상회했다. 지난주 금요일 발표된 LG화학의 영업이익도 52.8% 증가했고, 전망치를 8.5%를 상회하면서 어닝서프라이즈를 기록했다.

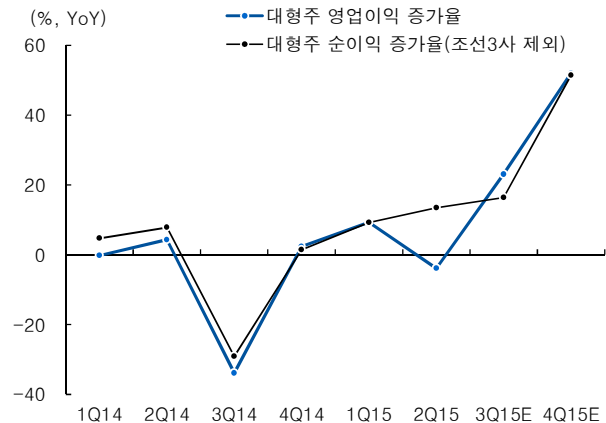
3분기 대형주의 이익증가율은 두 자릿수 이상으로 회복될 것으로 보인다. 영업이익, 순이익 증가율은 각각 30.8%, 23.1%로 예상되고 있다(순이익의 경우 한전 본사부지 매각차익 6.2조원과 제일모직 삼성물산 합병에 따른 처분이익 5,000억원 제외). 2014년 3분기 조선3사의 어닝쇼크로 인한 기저효과를 제거하고 보더라도 각각 22.2%, 16.4% 이익증가율을 기록할 것으로 예상된다(그림6,7 참조).

그림 6. 대형주 영업이익 증가율 추이



자료: WISEfn, KDB대우증권 리서치센터

그림 7. 대형주 순이익증가율 추이

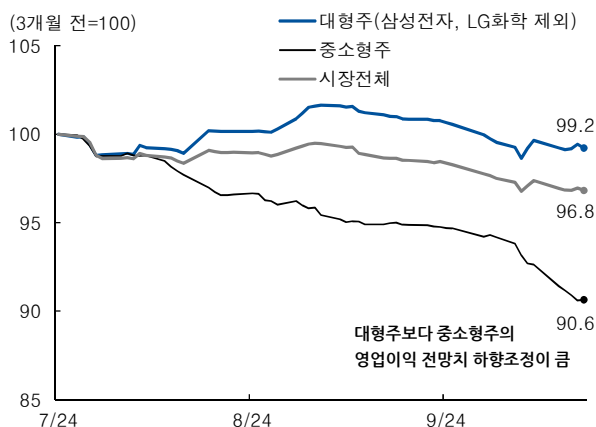


자료: WISEfn, KDB대우증권 리서치센터

중소형주의 3분기 영업이익 증가율과 순이익 증가율은 각각 74.3%, 66.2%로 여전히 높은 수준이지만 대형주와 격차는 감소할 것으로 예상된다(순이익의 경우에는 2014년 3분기 한라홀딩스, CJ E&M, 현대상선 중단사업이익 부분 약 1.9조원 제외). 따라서 이번 3분기부터는 중소형주의 이익증가율에 대한 프리미엄은 감소할 것으로 판단된다.

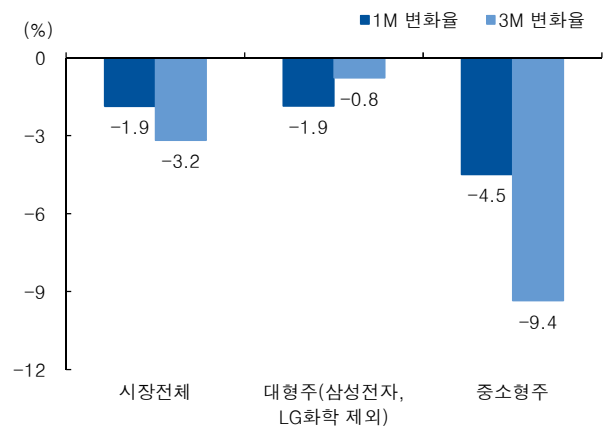
이익모멘텀과 밸류에이션 측면에서도 대형주는 중소형주보다 긍정적이다. 3분기 영업이익 변화율을 보면 중소형주는 9.4% 하향조정된 반면 대형주는 0.8% 하향조정에 불과했다(그림8,9 참조). 또한, 중소형주는 대형주 대비 평균 20%의 밸류에이션 프리미엄을 받았다. 최근 중소형주의 밸류에이션 프리미엄은 고점인 57%에 비해 현재 27%까지 낮아졌지만 평균보다 높은 수준이다(그림10 참조).

그림 8. 영업이익의 전망치 추이



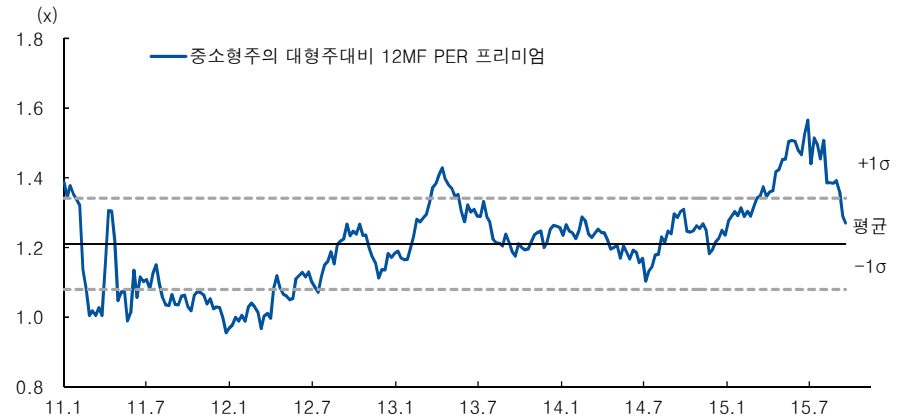
자료: WISEfn, KDB대우증권 리서치센터

그림 9. 영업이익의 전망치 변화율(1개월, 3개월전 대비)



자료: WISEfn, KDB대우증권 리서치센터

그림 10. 중소형주의 대형주 대비 밸류에이션 프리미엄 추이



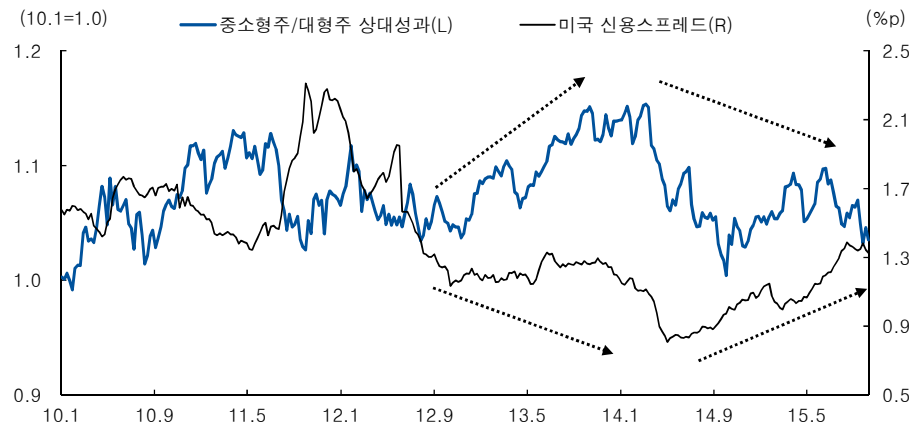
자료: FnGuide, KDB대우증권 리서치센터

신용스프레드 확대는 중소형주에게 불리한 환경

신용스프레드 확대는 중소형주에게 불리하다. <그림11>을 보면 중소형주의 상대 수익률과 신용스프레드는 역의 상관관계를 가지는 것을 확인할 수 있다. 미국 신용스프레드는 2014년 5월 0.81%p에서 현재 1.33%p까지 확대됐다. 이 기간 동안 중소형주 수익률은 대형주 대비 2.9%p 언더퍼폼했다.

반면, 신용스프레드가 축소됐던(1.94%p→1.09%p) 시기인 2012년 6월부터 2014년 3월까지 중소형주 수익률은 대형주 대비 12.5%p 아웃퍼폼했다.

그림 11. 역의 상관관계를 보이는 중소형주 지수와 신용스프레드



주1: 대형주지수는 Russell 1000, 중소형주 지수는 Russell2000 지수를 사용

주2: 신용스프레드는 회사채(A, 10년), 미국채 10년 금리 차로 계산

자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

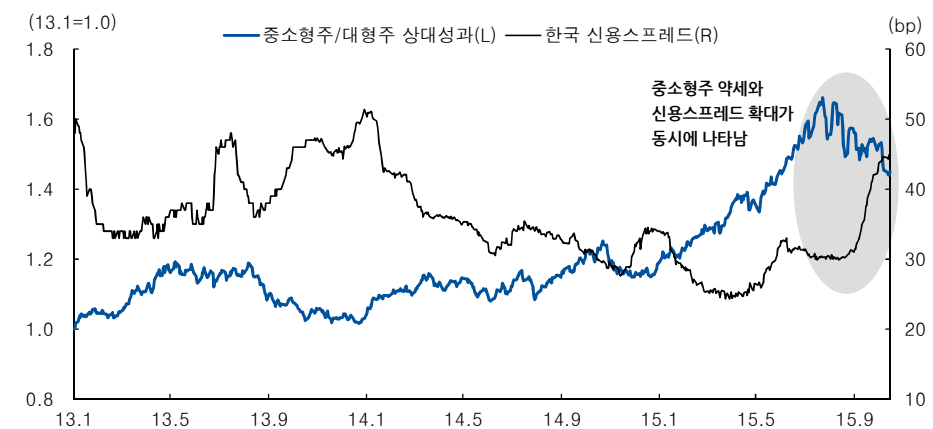
한국의 신용스프레드도 8월말 29.9bp에서 44.9bp까지 확대됐고, 중소형주도 대형주 대비 6.0%p 언더퍼폼했다(그림12 참조).

시가총액이 작을수록 신용등급이 B등급 이하인 기업비중이 높아진다. 대형주 중에서 신용등급이 A등급 이상인 기업은 95%인 반면에 중소형주는 46%에 불과하다. 또한, 중소형주 중에서 BBB등급 이하는 54%, 투자부적격등급인 BB+ 이하 38% 수준으로 상대적으로 대형주보다 신용등급이 낮은 기업이 많다(그림13 참조).

연초 이후 신용등급 하향조정 횟수도 124번으로 이미 전년 수준을 넘어섰고, 최근 한계기업 구조조정 이슈로 신용스프레드 확대는 지속될 것으로 보인다. 한계기업 구조조정은 금융위원회를 중심으로 기업들의 신용위험 평가를 통해 연내 시행될 가능성이 높다.

이자보상배율 1배 미만인 기업 비중을 보면 대형주는 9%인 반면, 중소형주는 35%로 재무건전성이 취약한 기업수가 많다(2015년 2분기 기준). 한계기업 구조조정 이슈는 중소형주에게 부정적인 영향을 미칠 가능성이 높다는 점에서 대형주가 유리할 것으로 판단된다.

그림 12. 한국에서도 신용스프레드 확대와 중소형주 약세가 동시에 나타남

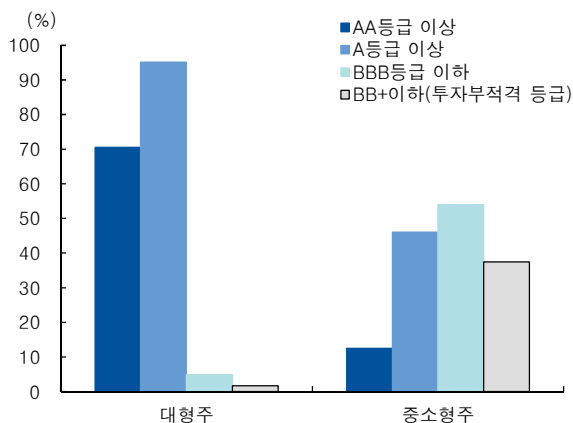


주1: 중소형주 지수는 거래소 중형주, 소형주, KOSDAQ의 시가총액 가중방식으로 계산

주2: 신용스프레드는 회사채(AA-, 3년), 국고채 3년 금리 차로 계산

자료: WISEfn, KDB대우증권 리서치센터

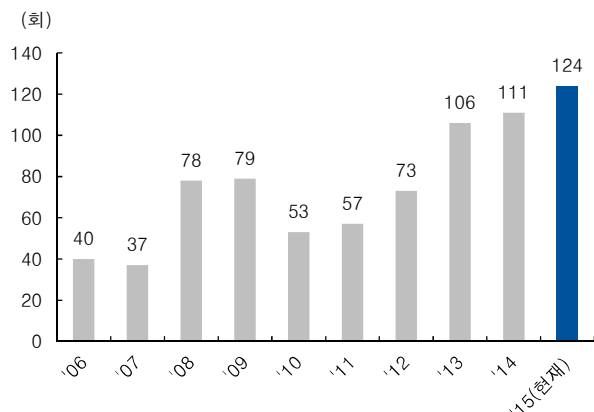
그림 13. 시가총액과 신용등급은 전반적으로 비례



주: 중소형주는 거래소 중형주, 소형주, KOSDAQ

자료: WISEfn, KDB대우증권 리서치센터

그림 14. 신용등급 하향 횟수는 이미 전년수준을 넘어섬



자료: 인포맥스, KDB대우증권 리서치센터

대형주에 집중하는 전략이 유리

앞서 논의한 것과 같이 1)대형주의 3분기 실적이 양호할 것으로 예상되고, 2)최근 신용스프레드 확대에 의해 중소형주에게 불리한 환경이 향후에도 지속될 가능성이 높기 때문에 대형주에 집중하는 전략이 유리한 선택이다.

KOSPI내 대형주 중에서 1)3,4분기 이익증가율이 높고, 2)최근 3분기 이익전망치가 상향조정된 종목은 <표1>과 같다.

표 1. 3분기 실적시존이 긍정적인 것으로 예상되는 대형주 리스트

(억원, %, 배)

종목코드	종목명	실적발표일	시가총액	영업이익 증가율		어닝서프라이즈 비율	12MF PER	
				3Q15	4Q15E		현재	1년 평균
A005930	삼성전자	2015-10-07	1,850,080	79.8	29.2	11.0	9.8	9.8
A051910	LG 화학	2015-10-16	192,518	52.8	83.4	8.5	14.1	12.8

종목코드	종목명	실적발표 예정일	시가총액	영업이익 증가율		영업이익 전망치 변화율(1M)	12MF PER	
				3Q15E	4Q15E		현재	1년 평균
A015760	한국전력		332,537	21.9	67.7	2.8	5.2	4.1
A000270	기아차	2015-10-23	215,248	7.9	33.0	5.0	6.8	5.9
A051900	LG 생활건강	2015-10-25	139,783	17.6	25.9	0.6	29.9	28.2
A011170	롯데케미칼		91,515	173.6	416.5	2.1	8.8	11.8
A086280	현대글로벌비스		82,500	8.5	5.1	3.4	14.2	15.0
A009150	삼성전기	2015-10-29	47,505	흑전	119.1	1.9	20.4	29.5
A000120	CJ 대한통운		46,341	32.1	17.0	0.5	37.3	34.1
A002380	KCC	11 월 첫째주	45,283	3.5	26.8	1.0	17.8	20.1
A012630	현대산업		46,286	122.0	63.5	10.0	15.9	17.3
A004800	효성		42,668	78.0	30.8	0.6	7.8	8.7
A009830	한화케미칼		35,303	249.2	621.6	5.6	11.3	15.2
A004990	롯데제과		29,011	9.9	21.9	2.4	30.6	30.3

자료: WISEfn, KDB대우증권 리서치센터

본 조사분석자료는 당시의 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.