2017년 5월 15일 | 퀀트 분석

합리적 성장주에 주목하라

증시가 사상 최고치를 경신하고 있지만, 가치주 투자자와 성장주 투자자 사이에 희비가 엇갈리고 있음. 특히 미국 시장금리의 상승세가 진정되는 가운데, 일부 성장주의 반등이 나타나는 등 '향후 주도 스타일'을 둘러싼 논쟁이 격화되고 있음.

당사는 이와 같은 고민을 해소하기 위해 주도 스타일을 예측할 수 있는 선행 지표를 만들어보고자 함. 'KOSPI 200' 내 모멘텀 상위 10% 기업들에 대한 스타일 분석을 통해 가치와 성장 모멘텀 지표를 작성. 두 지표는 가치 지수와 성장 지수에 1개월 가량 선행하는 성격을 가지고 있을 뿐만 아니라 각 지수의 성과를 설명하는 설명력 또한 높았음.

결론적으로 이 두 지표로 향후 시장을 예측할 경우 가치 스타일에 대한 선호가 여전한 가운데 성장 스타일에 대한 관심이 높아질 것으로 예상되는 바, 합리적 가격의 성장주(GARP)에 대한 관심을 높이는 것이 바람직함.

| 키움증권 리서치센터 투자전략팀
| Quantitative Analyst 이상욱
02) 3787-5298
sw.lee@kiwoom.com

목차

Ⅰ. 가치 스타일의 강세는 지속될까? 4

Ⅱ. 주도 스타일을 예측할 수 있을까? 5

가치 스타일을 고민해야 할 또 다른 이유 5

스타일에 대한 정의를 먼저 해보자 6

주도 스타일을 어떻게 예측할 수 있을까? 7

모멘텀으로 분석해 본 주도 스타일 8

Ⅲ. 합리적 성장주에 주목하라 10

가치와 성장의 동행 10

합리적 가격의 성장주에 주목할 시기 11

Ⅳ. 5월 셋째 주 주간 주요 경제지표 및 일정 12

본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

본 자료에 제시된 기업들은 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 기업과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

합리적 성장주에 주목하라

가치 스타일의 강세는 지속될까?

주식시장이 사상 최고치를 경신하고 있지만 기쁨을 드러내는 투자자는 많지 않음. 이는 시장을 주도하는 스타일을 추종하는 투자자와 그렇지 못한 투자자들 사이에 희비가 갈리기 때문임.

최근 가치 스타일이 지속 강세를 보이는 중 성장 스타일의 반등이 눈에 띄고 있음. 주도 스타일에 집중하는 투자자들조차 스타일의 강세가 얼마나 더 지속될 것인지, 차기 주도 스타일은 무엇이 될지에 대한 고민이 깊어지는 시기라 할 수 있음.

주도 스타일을 예측할 수 있을까?

거시경제 지표에서 보더라도 가치 스타일이 시장을 지속 주도할 수 있을지에 대한 고민을 할 수 밖에 없음. 가치 스타일의 성과를 견인했던 인플레이션에 대한 지표 중 하나인 미국 10년 국채 금리가 3월 2.61%를 기록한 이후 현재 2.34%까지 하락한 상태에 있기 때문임.

당사는 주도 스타일을 예측해볼 수 있는 지표를 만들기 위해 'KOSPI 200' 내 모멘텀(12개월 간 주가 상승률) 상위 10% 기업 집단에 대해 가치와 성장 스타일의 비중이 어떻게 변화하고 있는지를 분석하고 이 비중의 변화를 통해 가치와 성장 스타일에 대한 선행지표를 만들었음. 두 지표는 가치지수와 성장지수의 추세와 상관관계가 높을 뿐만 아니라 1개월 가량 선행하는 모습을 보였음.

합리적 성장주에 주목하라

모멘텀을 활용해 만들어 낸 가치와 성장 스타일의 선행 지표는 향후 시장이 가치에 대한 선호가 여전한 가운데 성장에 대한 관심이 높아질 것으로 나타났음. 이와 같은 시장에서는 가치와 성장의 성격을 혼합한 합리적 가격의 성장주(GARP)가 유망하다고 판단되는 바, 이에 해당하는 기업 목록을 제시함.

I. 가치 스타일의 강세는 지속될까?

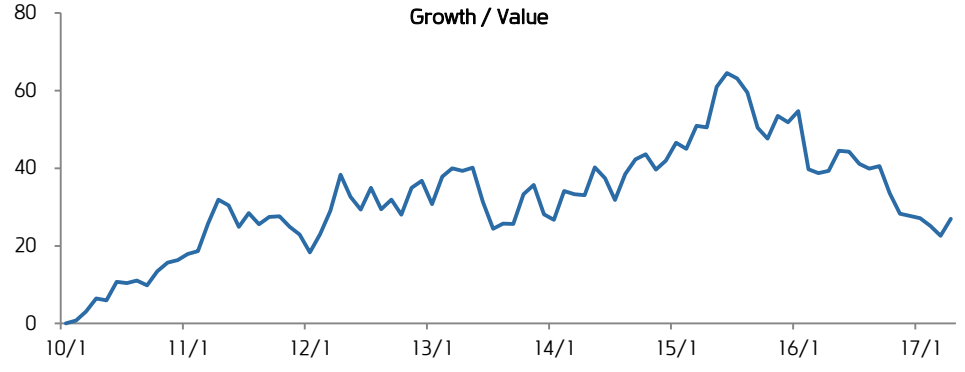
최근 주식시장이 사상 최고치를 경신하고 있지만 기쁨을 드러내는 투자자는 많지 않다. 이런 기현상이 나타나는 이유는 시장의 모든 주식이 상승하는 것이 아닌 일부 스타일의 주식이 강세를 보이고 있기 때문이다.

이처럼 주식시장을 주도하는 스타일을 추종한 투자자와 그렇지 못한 투자자들 사이에 희비가 극명하게 갈리기 때문에 시장을 주도하는 스타일을 찾아내는 일이 중요하다고 할 수 있다. 다만, 주도 스타일이 얼마나 성과를 지속할 수 있는지, 다음 시장을 주도 할 스타일은 무엇이 될지에 대한 고민도 함께 가질 필요가 있다.

당사는 현재 시점에서 시장을 주도하고 있는 가치 스타일과 가치 스타일 대비 부진한 성과를 보이고 있는 성장 스타일에 대해 심도 있는 고민이 필요한 시기라 판단한다. 왜냐하면 2014년 1월부터 2015년 6월까지 가치 스타일을 압도하는 성과(+36.50%p)를 냈던 성장 스타일이 2015년 7월부터 현재는 가치 스타일 대비 부진한 성과(-37.60%p)를 내면서 과거 초과 성과분을 모두 되돌려 놓았기 때문이다.

결국 2014년 1월부터 현재까지 가치 스타일은 +7.45%, 성장 스타일은 +6.25%의 누적 수익률을 기록하면서 동률에 가깝게 되었다. 현재 시점에서 투자자들은 가치 스타일이 시장을 지속 주도하게 될 것인지, 아니면 성장 스타일이 다시금 시장을 주도하게 될지에 대한 고민을 하지 않을 수 없다. 향후 시장은 어떤 스타일이 주도하게 될까?

가치와 성장 스타일의 상대 성과 추이 (2010.01~2017.05)



자료: WiseFN, 키움증권 리서치센터
가치와 성장 스타일의 성과를 대변하는 지수로 'WiseFN' 순수가치, 순수성장 지수를 사용함.

II. 주도 스타일을 예측할 수 있을까?

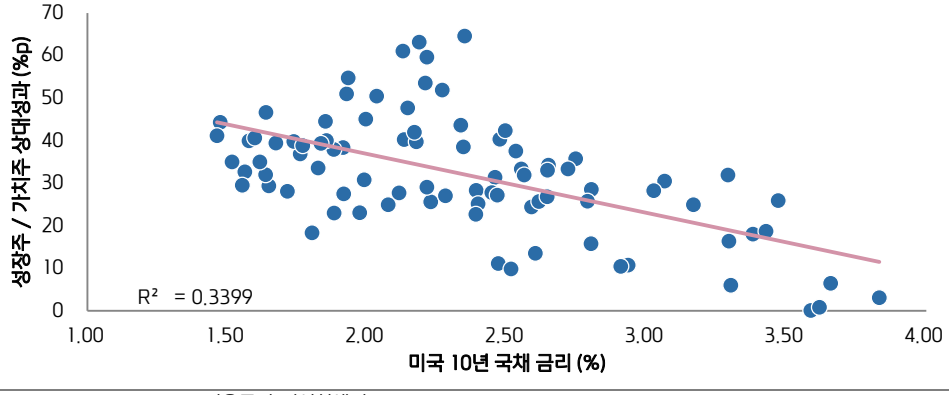
가치 스타일을 고민해야 할 또 다른 이유

앞서 언급한 가치 스타일과 성장 스타일의 장기 상대성과 차이 외에도 가치 스타일에 대한 고민을 할 수 밖에 없는 이유가 하나 더 있다. 그것은 바로 거시경제 지표의 변화다.

가치 스타일의 강세를 본격적으로 주도했던 거시경제 지표는 인플레이션이다. 선진국 경기가 회복되기 시작하면서 인플레이션 기대를 대변하는 지표 중 하나인 미국 10년 국채 금리가 2016년 6월 1.47%에서 올해 3월 2.61%까지 상승했다. 동 기간(2016.06~2017.03) 가치 스타일은 +14.44% 상승했으며 성장 스타일은 -7.19% 하락했다. 하지만 미국 10년 국채 금리가 3월 고점 이후 2.34%까지 하락하면서 가치 스타일이 +0.07%로 정체 된 가운데 성장 스타일이 +6.15% 상승했다. 때문에 가치 스타일과 성장 스타일의 상대성과 차이는 올해 3월 +41.92%p에서 +37.60%p로 다소 축소 된 것이다.

두 스타일의 상대성과나 거시경제 지표의 변화로 볼 때 가치 스타일의 변곡점에 대한 고민이 깊어질 수 밖에 없는 시기임은 분명하다. 그러나 상대성과만으로 가치 스타일의 강세가 끝났다고 판단하기 어렵고, 금리가 현재 수준에서 어느 방향으로 움직일지 예측하는 것도 어렵다. 현 시점에서 계량적으로 두 스타일의 순환을 예측할 수 있는 지표를 만들어보면 어떨까?

성장주/가치주 상대 성과와 미국 10년 국채 금리 간 상관관계 (2010.01~2017.05)



자료: WiseFN, Bloomberg, 키움증권 리서치센터
가치와 성장 스타일의 성과를 대변하는 지수로 'WiseFN' 순수가치, 순수성장 지수를 사용함.

스타일에 대한 정의를 먼저 해보자

주도 스타일에 대한 고민을 이어가기 전에 지금까지 단순히 지수로만 관찰했던 가치와 성장이라는 스타일을 구체적 정의를 할 필요가 있다. 다양한 잣대가 가능하겠으나 당사는 아래의 8가지 방법으로 가치와 성장을 정의해보고자 한다.

1) 가치(Value)

✓ 기업이 내재가치 대비 낮거나 높은 상태로 거래되는지 판단하는 기준

i. 주가주산자산비율(Book to Price)

ii. 주가수익비율(Earnings to Price)

iii. 주당현금흐름(Cash Flow to Price)

iv. 매출액 대비 기업가치(Sales/EV)

v. 세전·이자지급전이익 대비 기업가치(EBITDA/EV)

2) 성장(Growth)

✓ 기업의 성장률이 높거나 낮은지를 판단하는 기준

i. 매출액 성장률(Sales/5years Total Assets Avg.)

ii. 영업이익 성장률(EBIT/5years Total Assets Avg.)

iii. 총자산 성장률(5y Total Assets Growth/5y Total Assets Avg.)

당사는 스타일을 판단하는 기준으로 위와 같이 정의(모든 항목은 확정 재무 데이터)를 사용 했으며, 2007년 1월 이후 현재까지 매 월 'KOSPI 200' 상장 기업을 대상으로 각 기업이 두 기준 중 어디에 가깝느냐에 따라 가치 스타일과 성장 스타일로 구분하였다. 산식[1]은 아래와 같다.

$$r_{nt} = \sum_{k=1}^{K} X_{nkt} f_{kt} + \varepsilon_{nt}$$

r_{nt}: 개별 기업(n)의 기간(t) 동안의 수익률(r)

X_{nkt}: 개별 기업(n)의 기간(t) 동안의 가치나 성장 스타일(k)에 대한 민감도(X)

f_{kt}: 가치나 성장 스타일(k)이 기간(t) 동안 수익률에 영향을 준 상관도(f)

e_{nt}: 가치나 성장으로 설명할 수 없는 개별 기업(n)의 기간(t) 동안의 수익률(e)

[1] 스타일에 대해 민감도(k, exposure)를 사용한 이유는 횡단면분석(Cross-sectional regression)이 개별 기업의 스타일을 설명하기에 용이하기 때문이다. 스타일에 대한 수익률(return)을 사용하는 시계열분석(Time-series regression)은 횡단면분석에 비해 덜 직관적일 뿐만 아니라 표본에 대한 설명력이 높지 않을 수 있기 때문이다.

주도 스타일을 어떻게 예측할 수 있을까?

예측(Prediction)이라는 단어는 '미리 헤아려 짐작함'이라는 의미를 가지고 있다. 즉, 어느 스타일이 시장을 주도할지 알기 위해 스타일의 개선과 악화를 예측하는 것이다. 쉽게 말하자면 '경기선행지표'와 유사한 개념이다.

당사는 시장을 주도하는 스타일을 예측하기 위해 모멘텀을 활용했다. 모멘텀이란 최근 12개월 동안 주가 상승률로, 당사가 발간한 〈모멘텀 전략의 변신(變身), 2017.03.22〉에서 'KOSPI 200' 지수에서 12개월 간 주가 상승률이 가장 높은 상위 10% 기업들에 대해 업종과 시가총액을 고려해 투자할 경우 뛰어난 성과를 실현할 수 있음을 보인 바 있다.

행태재무학(Behavioral Finance) 관점에서도 이러한 모멘텀의 성과가 지속되는 이유를 설명하고 있는데 주가가 큰 폭으로 상승하는 기업에 대해서는 1) 긍정적 부문을 더 긍정적으로 생각하는 확증편향과 2) 부정적 부문은 신뢰하지 않으려는 인지부조화가 상호 작용해 결국 주가 상승률이 투자의 판단 기준이 되는 '기준점과 조정(Anchoring-and-adjustment)' 편향을 만들어낸다는 것[2]이다.

무엇보다 모멘텀을 주목하는 이유는 주식시장 참여자들이 주가가 가장 많이 오른 기업을 주목하고 추종하는 성향이 짙고, 더 나아가 이들이 영위하고 있는 사업이나 성향이 유사한 기업들에까지 관심을 두면서 점진적으로 시장의 색깔이 모멘텀 상위 기업들을 닮아갈 수도 있기 때문이다.

만약 위와 같은 가정들이 실제 일어나고 있다면 모멘텀 상위 기업들의 스타일 또한 향후 시장을 주도하게 될 스타일을 대변하지 않을까?

[2] "Does Momentum Investing Work?" (2013, Morningstar, Alex Bryan)

모멘텀으로 분석해 본 주도 스타일

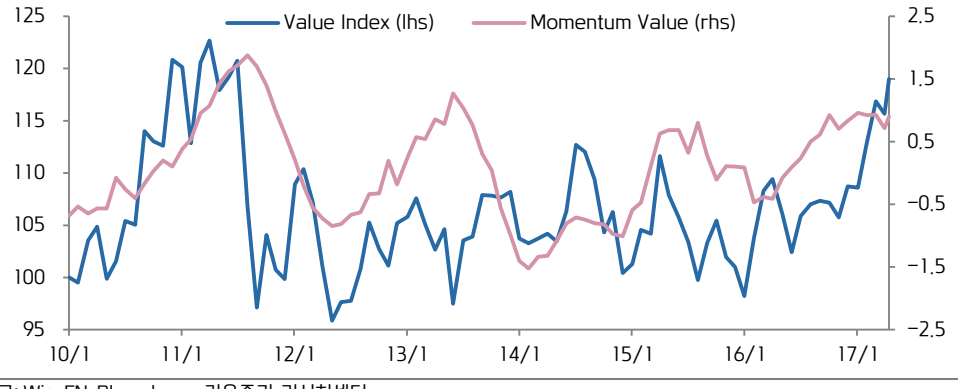
당사는 실제로 모멘텀 상위 기업들의 집단이 가진 스타일을 시장이 점진적으로 유사하게 닮아가는지 아래의 방법으로 분석해 보았다.

1) 2010년 1월부터 현재까지 KOSPI 200 내 12개월 주가 상승률이 가장 높은 상위 10% 기업을 '주도 기업 집단'으로 정의하고 매 월 관측
2) 매 월 관측되는 '주도 기업 집단'에서 앞서 정의 한 가치(Value), 성장(Growth) 스타일에 해당하는 기업의 비율이 얼마나 되는지 관측
3) '주도 기업 집단'에서 가치 및 성장 스타일의 비율을 각각의 모멘텀 가치 지표(Momentum Value), 모멘텀 성장 지표(Momentum Growth)로 구분해서 실제 가치 지수 및 성장 지수를 선행하고 있는지 분석

만약 모멘텀 상위 기업들의 스타일을 주식시장이 닮아가는 성향이 있다면 위와 같은 분석법에 따라 도출 된 모멘텀 가치 지표 및 모멘텀 성장 지표는 가치 지수(Value Index)와 성장 지수(Growth Index)를 선행할 뿐만 아니라 해당 지수의 성과를 설명하는 설명력(Correlation) 또한 유의미할 것이다.

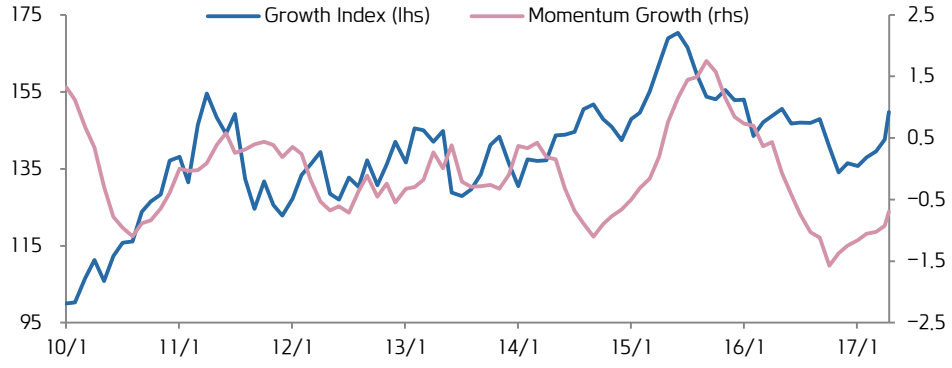
아래는 각 스타일에 대한 모멘텀 지표와 스타일 지수의 추세를 비교한 것이다.

모멘텀 가치 지표와 가치 지수의 추세 (2010.01~2017.05)



자료: WiseFN, Bloomberg, 키움증권 리서치센터
가치 스타일의 성과를 대변하는 지수로 'WiseFN' 순수가치 지수를 사용함.

모멘텀 성장 지표와 성장 지수의 추세 (2010.01~2017.05)



자료: WiseFN, Bloomberg, 키움증권 리서치센터
성장 스타일의 성과를 대변하는 지수로 'WiseFN' 순수성장 지수를 사용함.

분석 결과 두 모멘텀 지표는 각 스타일 지수를 1개월 선행하는 선행 지표 역할을 했으며, 스타일 지수와 모멘텀 지표의 상관계수[3] 또한 각각 0.35, 0.52로 유의미한 수준이었다.

이를 통해 투자자는 가치와 성장 스타일이 현재 개선되는 추세에 있는지 악화되는 추세에 있는지 알 수 있을 뿐만 아니라 두 스타일 중 어느 곳에 더 비중을 두어야 할지 결정하는 잣대로 사용할 수도 있다.

이 모멘텀 지표에 더해 거시경제 지표에 대한 분석이 겸해진다면 훌륭한 스타일 투자전략을 설계하는 것이 가능하리라 판단된다.

[3] 상관계수는 두 변수 사이의 상관관계의 정도를 나타내는 수치이다. 이 수치는 -1에서 +1 사이의 값을 가지며, +1에 가까울수록 정의 상관관계, -1에 가까울수록 역의 상관관계를 가지며, 0에 가까울수록 상관관계가 낮다고 할 수 있다.

III. 합리적 성장주에 주목하라

가치와 성장의 동행

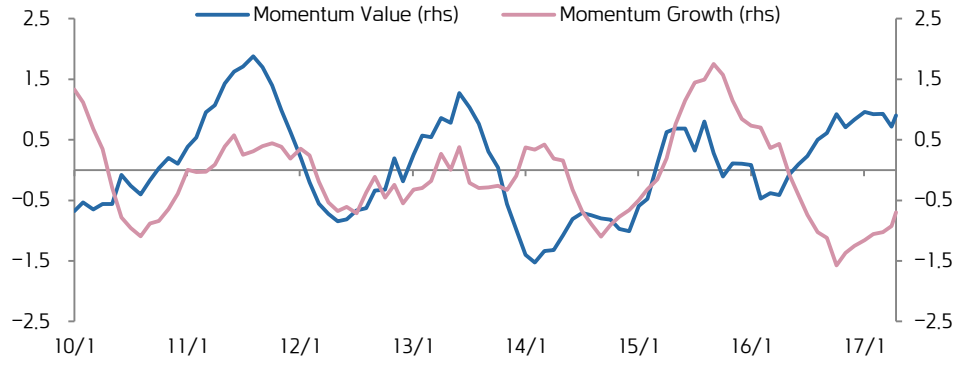
그렇다면 지금 모멘텀 지표는 우리에게 어떤 스타일이 시장을 주도 할 것이라 말하고 있을까? 두 가지 사실을 파악할 수 있다.

1) 가치 스타일이 정체하고 있으나 악화 추세로 반락하지는 않았다.
2) 성장 스타일이 악화 추세에서 개선으로 가파르게 반등하고 있다.

이상의 사실로 미루어 볼 때 시장은 여전히 가치 스타일에 대해 선호를 유지하고 있는 것으로 보인다. 다만 그간 부진을 면치 못했던 성장 스타일은 다시금 투자자들의 시선을 사로잡고 있는 것으로 나타나고 있다.

당분간 시장은 가치 스타일에 대한 선호와 성장 스타일에 대한 선호가 공존할 것으로 보인다. 이와 같은 시장에서는 어떤 스타일이 유망할까?

모멘텀 성장 지표와 모멘텀 가치 지표의 추세 (2010.01~2017.05)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

합리적 가격의 성장주에 주목할 시기

합리적 가격의 성장주를 투자하는 전략을 흔히 GARP(Growth At A Reasonable Price)로 부르기도 한다. 시장 참여자들이 여전히 가치 스타일에 대한 선호를 유지한 상태에서 성장 스타일에 대해 관심을 가지기 시작했다면 'GARP' 기업들에 주목해야 할 것이다.

주식시장(KOSPI 200)에서 시가총액 1조원 이상, 60일 평균 거래대금 50억 이상 기업 중 가치 스타일과 성장 스타일을 동시에 겸하고 있는 'GARP' 스타일은 아래와 같다.

가치와 성장 스타일 사이에서 고민에 빠진 투자자라면 아래 'GARP' 스타일을 참고하면 좋을 것이다.

합리적 가격의 성장주(GARP) 목록

코드	기업명	시가총액(억 원)	거래대금(억 원)	순이익 성장률(%)	자기자본이익률(%)	주가수익비율(배)
A005930	삼성전자	3,199,595	5,101	42.93	17.88	9.67
A000660	SK 하이닉스	402,585	1,951	53.46	27.49	4.75
A012330	현대모비스	240,439	585	12.06	10.50	7.36
A017670	SK 텔레콤	190,560	461	24.81	12.75	8.56
A096770	SK 이노베이션	159,965	377	41.38	12.80	6.77
A066570	LG 전자	132,882	763	391.63	12.89	8.50
A010950	S-Oil	118,775	268	37.17	18.80	9.40
A086280	현대글로비스	57,375	167	23.27	16.11	9.09
A004800	효성	51,798	189	43.25	16.87	7.57
A012630	현대산업	33,998	127	25.93	14.45	8.01
A047040	대우건설	32,211	80	흑자전환	19.90	6.64
A003490	대한항공	30,587	195	211.03	22.03	5.48

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
위 기업 목록은 2017년 5월 12일 기준 데이터임.

5월 셋째 주 주간 주요 경제지표 및 일정

5 월 15 일 (월)	5 월 16 일 (화)	5 월 17 일(수)	5 월 18 일 (목)	5 월 19 일 (금)
한국 4 월 수출가격 호주 3 월 주택대출 중국 4 월 고정자산투자 4 월 산업생산 4 월 소매판매 미국 5 월 뉴욕주 제조업지수 5 월 NAHB 주택시장지수	한국 3 월중 통화 및 유동성 프랑스 4 월 소비자물가지수 독일 5 월 ZEW 경기심리지수 영국 4 월 소비자물가지수 4 월 생산자물가지수 유로존 1 분기 GDP 성장률(수정) 5 월 ZEW 경기심리지수 미국 4 월 건축허가건수 4 월 주택착공건수 4 월 산업생산	일본 3 월 기계수주 영국 4 월 실업수당청구변동 유로존 4 월 소비자물가지수	한국 2016 년 기업경영분석 호주 4 월 고용보고서 일본 1 분기 GDP 성장률 영국 4 월 소매판매 미국 5 월 필라델피아 연은 지수 4 월 CB 선행지수 신규실업수당청구건수	한국 4 월 생산자물가지수 독일 4 월 생산자물가지수 유로존 3 월 경상수지 4 월 소비자신뢰지수 캐나다 4 월 소비자물가지수 4 월 소매판매
보고서 EIA 시추생산성보고서 포럼 (14~15 일) 중국 일대일로 국제협력 고위급 포럼	보고서 IEA 원유시장보고서			이란 대통령 선거 발언 제임스 블라드 ST 루이스 연은 총재
	장 시작 전 홈디포, 보다폰, TJX, 웨이보 장 마감 후 어반아웃피터스	장 시작 전 아메리칸이글, 타겟 장 마감 후 L 브랜즈, Cisco	장 시작 전 알리바바, 월마트 랄프로렌 장 마감 후 세일즈포스, 오토데스크, 갭, 로스스토어, AMAT	장 시작 전 캠벨, 디어앤컴퍼니, 풋라커

자료: 각 언론사, 키움증권

요일	한국증시에 영향을 줄 이슈	요일별 주요 내용
5월 15일(월)	금) 미국 소매판매 월) 중국 경제지표	금요일 글로벌 증시는 미국의 경제지표 부진과 백화점 체인점업체 실적 부진으로 하락. 다만, 애플이 목표주가 상향에 힘입어 강세를 보이자 나스닥은 상승 월요일 한국 증시도 글로벌 경제지표 영향으로 매물 출회 전망. 특히 이날 중국의 4월 주요 경제지표가 발표되는데 최근 부진한 지표 결과가 이어지고 있어 부담
5월 16일(화)	월) EIA 시추생산성 보고서	월요일 글로벌 증시는 국제유가의 변화에 따라 등락을 보일 듯. 특히 중국 경제지표가 부진하면 수요 부진 우려감을 자극할 듯. 더 나아가 EIA의 시추생산성 보고서를 통해 산유량 증가 가능성도 유가 하락 요인 화요일 한국 증시는 국제유가 변동성에 따라 변화 예상. 특히 주 후반이란 대선과 다음주 OPEC 정례회담을 앞두고 있어 변동성 확대 가능성도 제기
5월 17일(수)	화) IEA 원유시장보고서	화요일 글로벌 증시는 전일에 이어 국제유가의 변화에 따라 등락을 보일 듯. 특히 IEA가 원유시장 보고서를 발표하는데 미국의 산유량 증가 우려가 높아지고 있다는 점은 부담. 수요일 한국 증시는 전일에 이어 국제유가 변화에 따라 등락 전망
5월 18일(목)		수요일 글로벌 증시는 시장 변화요인이 부재한 가운데 지속적인 국제유가 등 상품가격에 따라 변화 예상 목요일 한국 증시는 큰 변화 없이 아시아시장 변화에 연동 할 듯
5월 19일(금)	목)갭, 월마트 등 실적 발표 목) AMAT 실적 발표	목요일 글로벌 증시는 월마트, 알리바바 등 주요 기업들의 실적 발표의 영향을 받을 듯. 금요일 한국 증시는 미국의 소매판매업종 실적 발표와 더불어 미국장 마감후 있을 반도체 부품업체인 AMAT의 실적 발표에 따라 변화 예상. 특히 코스닥 등 부품업종은 이에 민감한 반응을 보일 것으로 판단.

KIWOOM
ONLINE NO.1 KIWOOM SECURITIES

이 페이지는 편집상 공백입니다