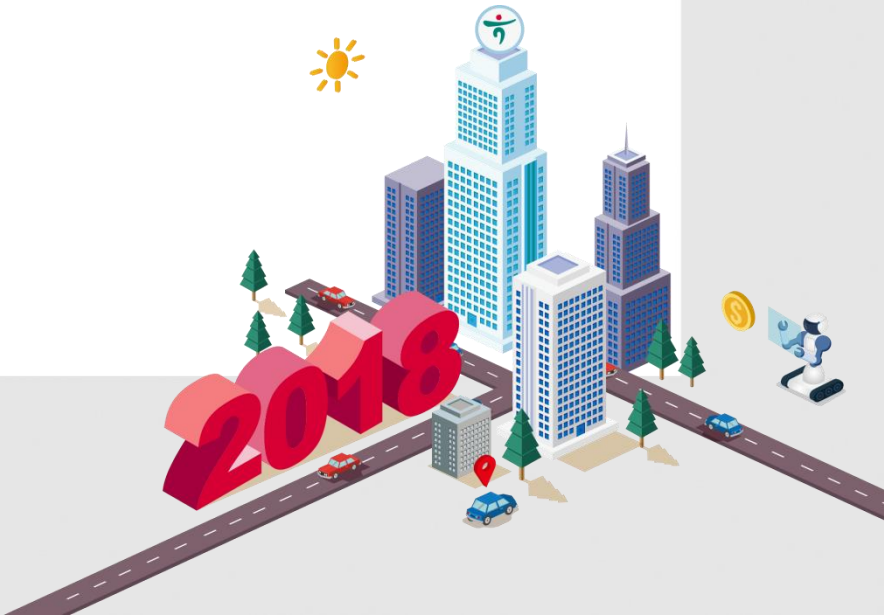
하나금융그룹

하나금융투자 2018년 리서치 전망 포럼

퀀트

높아지는 중소형주(KOSDAQ) 매력

Analyst 이경수
E-mail: gang@hanafn.com
Tel : 3771-7518

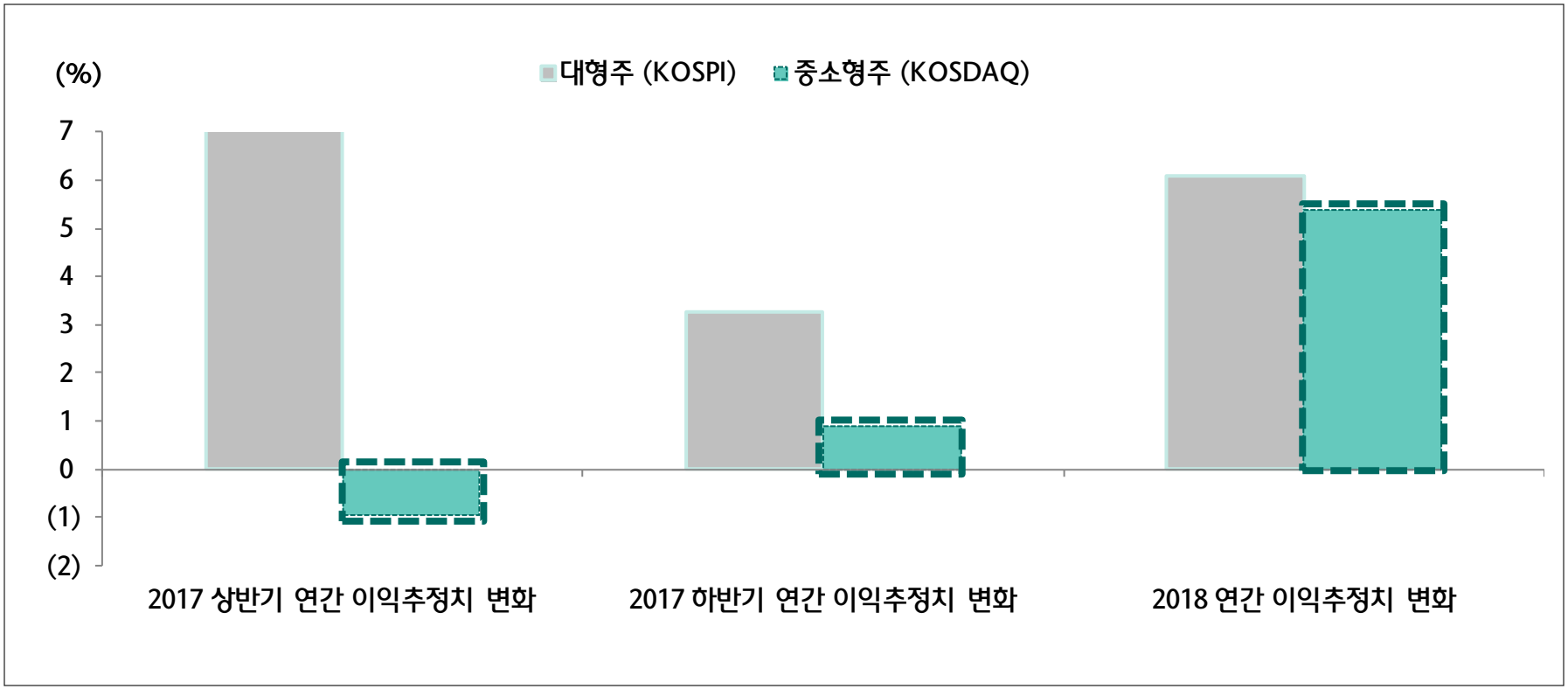


하나금융투자

2018년 되살아나는 액티브의 불꽃: 대형주 < 중소형주 투자 유망

- 대형주 이익모멘텀 둔화. 중소형주 이익 3년만의 상향
- 소외된 액티브 펀드의 부활

중소형주(KOSDAQ)의 이익 개선이 시작된다!



자료: Quantiwise, 하나금융투자

CONTENTS

1. 2017 리뷰: 대형주→중소형주로 넘어가는 실적모멘텀 4

2. 액티브 펀드의 개선 조짐들: 수급 낙수 효과 7

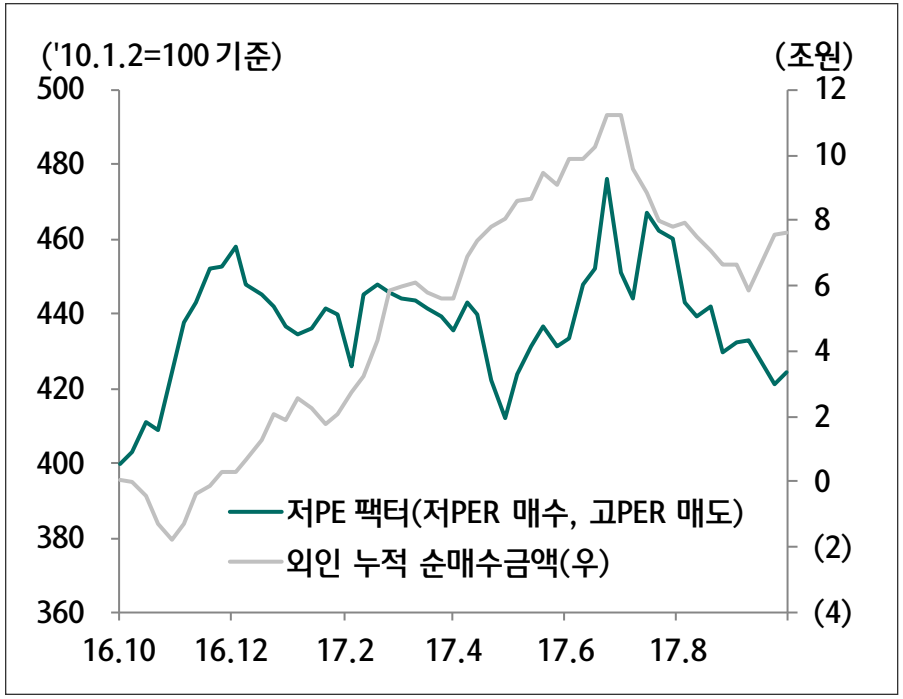
3. 종목 피킹 아이디어: 이익대비 기관수급 빈 종목 15

하나금융투자

올해 리뷰 1. 고PER 종목군들의 반등(성장>가치)

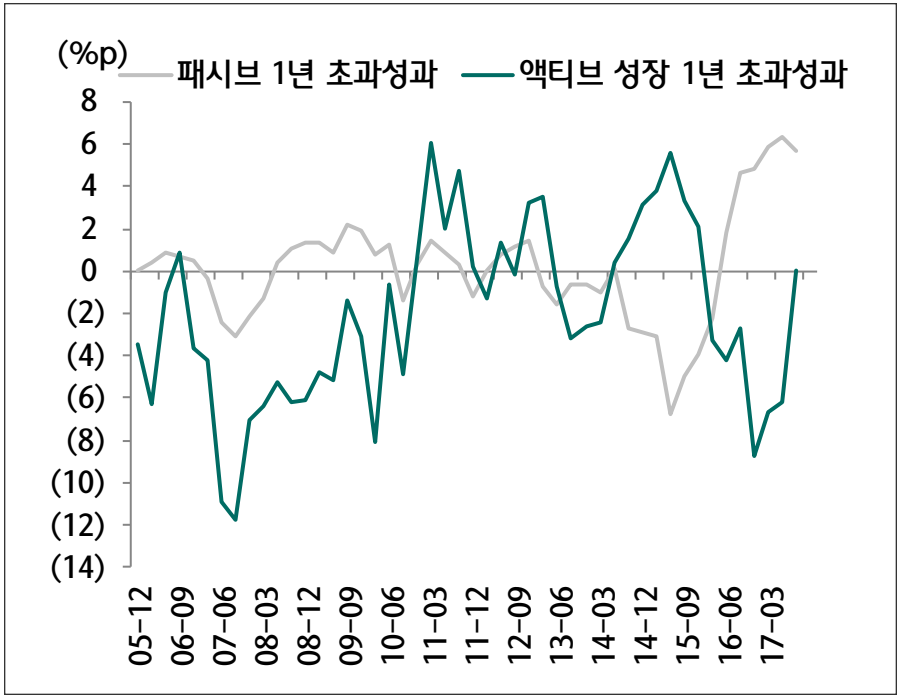
- 고PER > 저PER, 2015년 하반기부터 시작된 고PER 종목군의 부진이 최근에서야 반등 관찰
- 외인 매수세 둔화로 버텀업(액티브) 기관들이 선호하는 높은 성장이 부각되는 업종에 대한 바텀피싱 흐름(하반기에 집중) → 액티브 펀드의 반등 가능성 부각

저PER 팩터의 부진은 외국인 매수 둔화로 촉발



자료: Quantiwise, 하나금융투자

액티브 성장 펀드의 1년 KOSPI대비 초과성과 개선

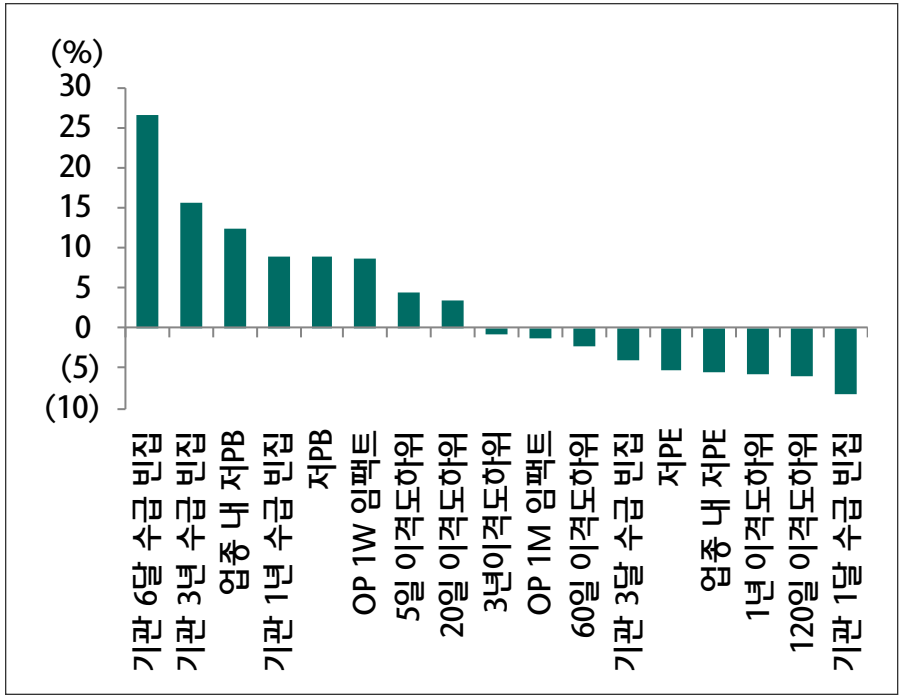


자료: Quantiwise, 하나금융투자

올해 리뷰 2. 기관 수급이 빈 종목군 긍정적, 이익 팩터의 부진

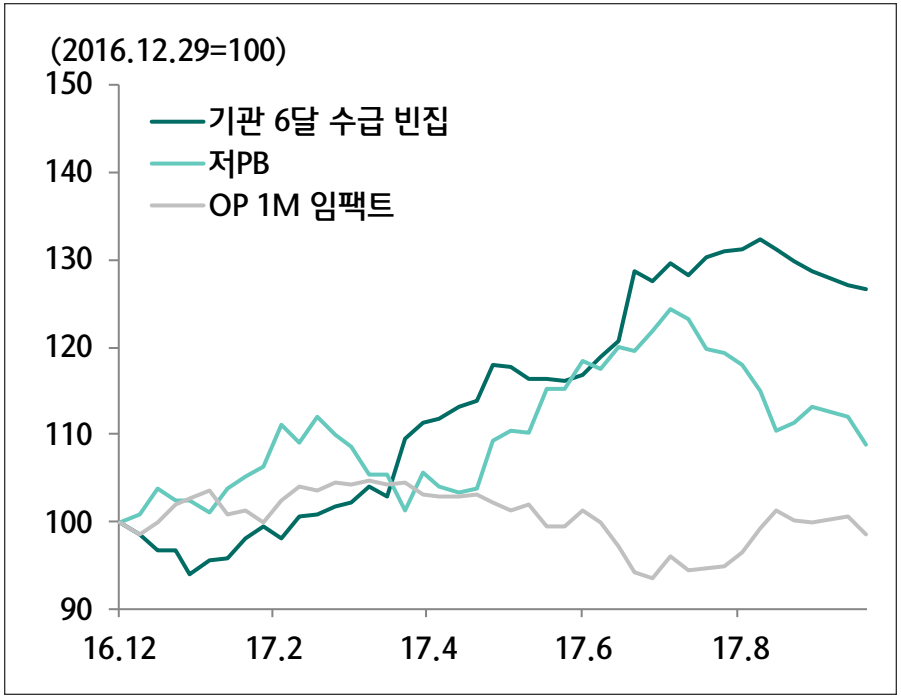
- 기관 수급 빈 집(순매도 강도 상위 매수, 하위 매도 가정) 팩터의 강세
  - 대형주 위주의 이익개선과 대형 기관들의 글로벌 주식 투자를 위한 국내 포트폴리오 인덱스化
- 올해 이익 팩터는 여전히 부진, 버텀업 어프로치(액티브 펀드)에 대한 부진 지속

올해 기관 빈집 팩터가 가장 높은 성과



자료: Quantiwise, 하나금융투자

이익 팩터는 빈집 팩터 등에 밀려서 부진

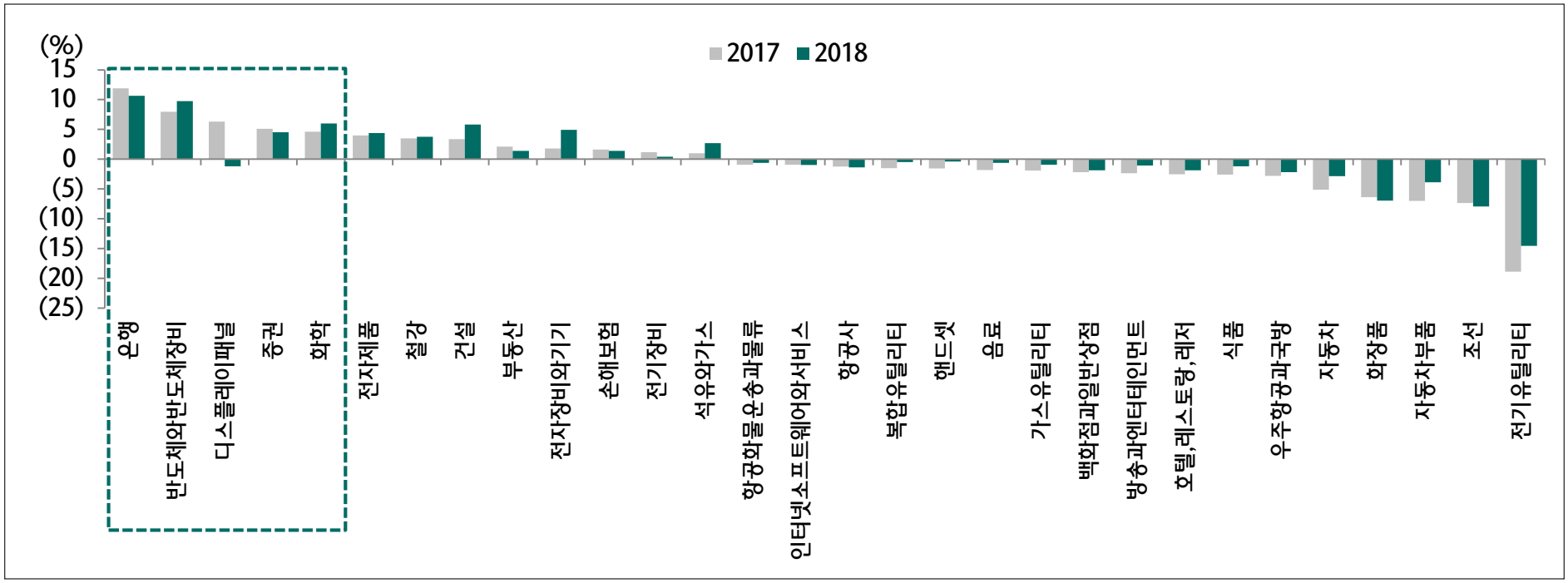


자료: Quantiwise, 하나금융투자

올해 리뷰 3. 대형주 위주의 이익 개선

- 한국 이익 역사적으로 가장 강한 수준, 연초 연간이익대비 현재 기준 이익 +10%. 반면, 이익의 편중화 심화
- 글로벌 IT 부품에 대한 수요 증가, 금리 상승과 지수 상승, 유가 반등과 글로벌 경기회복
  - 은행, 반도체, 디스플레이, 증권, 화학 업종 이익 상향 중

은행, 반도체, 디스플레이, 증권, 화학 업종의 이익 개선('17년 연초 이익전망치와 현재 이익전망치의 괴리)

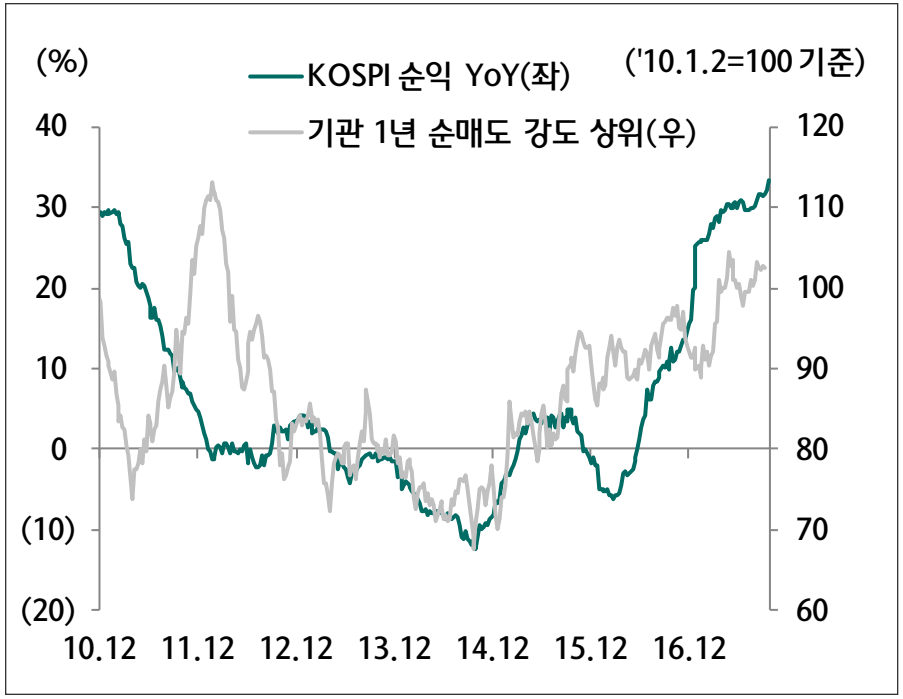


자료: Quantiwise, 하나금융투자

조짐 1: 초대형주의 이익이 둔화된다(1)

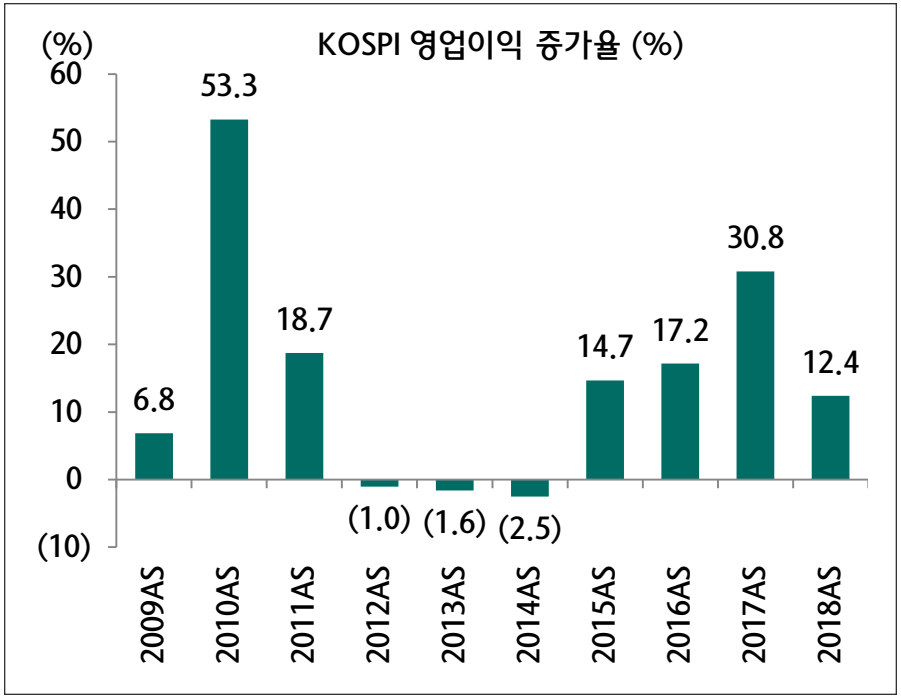
- 내년 대형주의 기업이익 둔화('17년 +31%, '18년 +12%), 점차 수급의 낙수효과 기대
- 올해 기관 수급이 빈 집 종목군의 성과가 좋은 이유는 대형주 위주의 인덱스 수급 영향
- 경험적으로 대형주(코스피)의 이익이 둔화되었을 때, 이익 팩터의 성과 개선

코스피의 이익증가는 기관 빈집 종목군의 강세 야기



자료: Quantiwise, 하나금융투자

역의 관계를 보이는 코스피 이익과 이익 팩터의 흐름

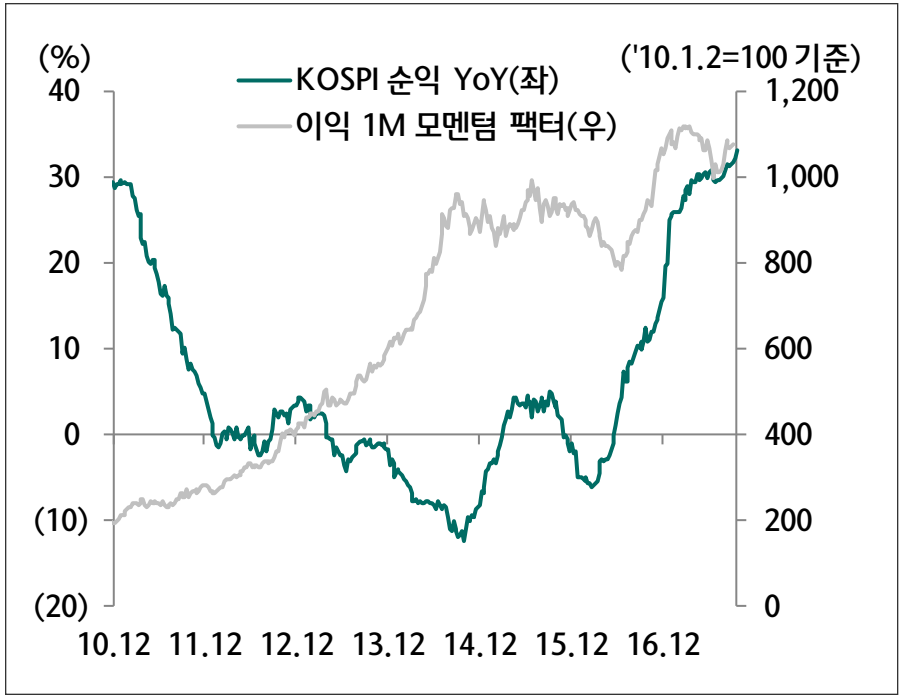


자료: Quantiwise, 하나금융투자

조짐 1: 초대형주의 이익이 둔화된다(2)

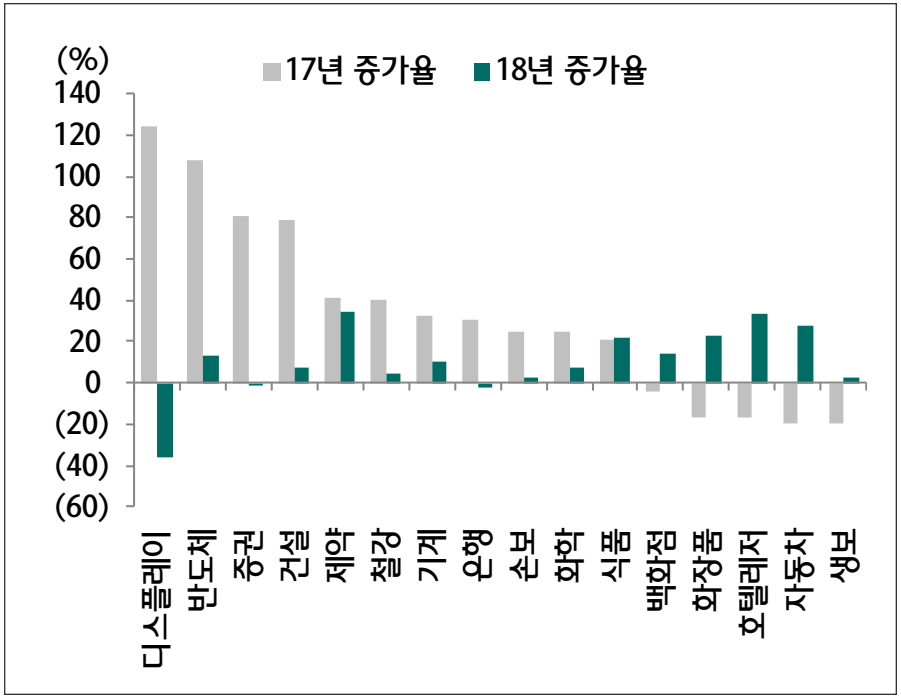
- 경험적으로 대형주(코스피)의 이익이 둔화되었을 때, 이익 팩터의 이익 개선
- IT 및 금융 등의 섹터는 현재 컨센서스 기준 내년 이익증가율은 큰 폭으로 낮아지는 모습
- 반면, 내수 및 경기소비재, 생보 등은 올해 이익 저점(상향 조정의 의미는 X)

역의 관계를 보이는 코스피 이익과 이익 팩터의 흐름



자료: Quantiwise, 하나금융투자

IT 및 금융 등의 섹터는 내년 이익증가율 큰 폭으로 낮아짐

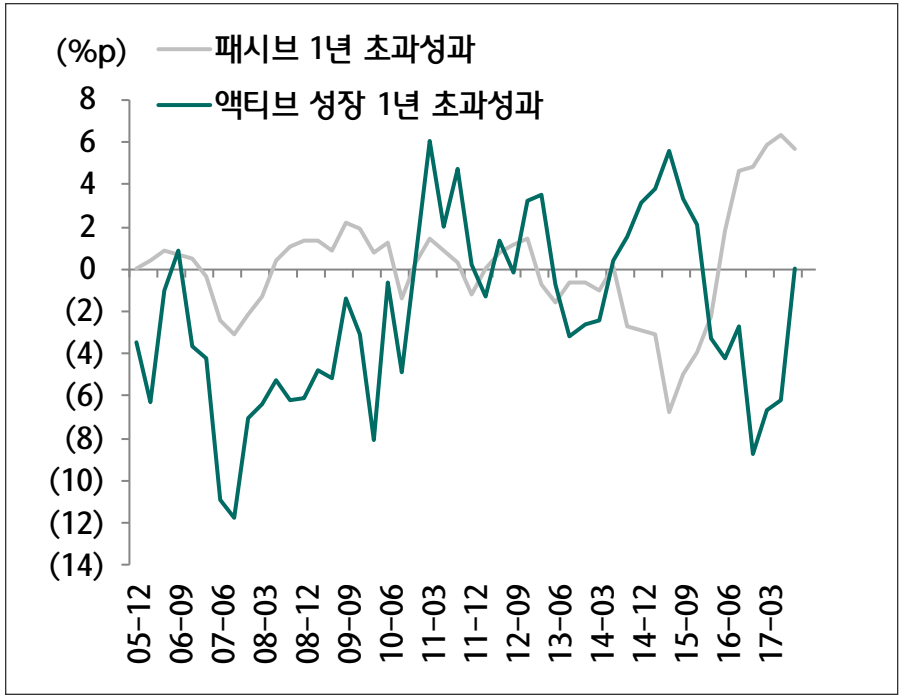


자료: Quantiwise, 하나금융투자

조짐 2: 액티브 펀드의 수렁에서 벗어나는 심중

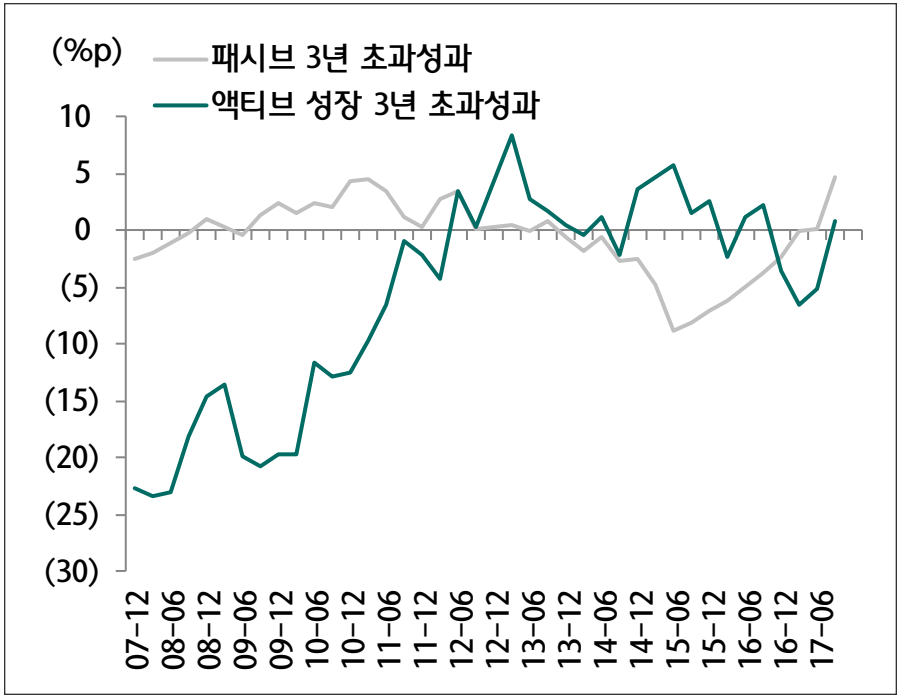
- 올해 하반기부터 고PER 성장 종목군의 반등세로 액티브 펀드 성과는 다소 개선
- 액티브 펀드의 1년 성과는 개선되어 액티브 펀드의 3년 부진의 수렁에서 벗어나는 초입
- 연기금 및 보험사 등은 보험적 자산(스타일)배분 역할(성과 개선되어야 집행)

액티브 성장 펀드 BM대비 1년 성과 개선



자료: Quantiwise, 하나금융투자

액티브 성장 펀드 BM대비 3년 성과 개선 초입

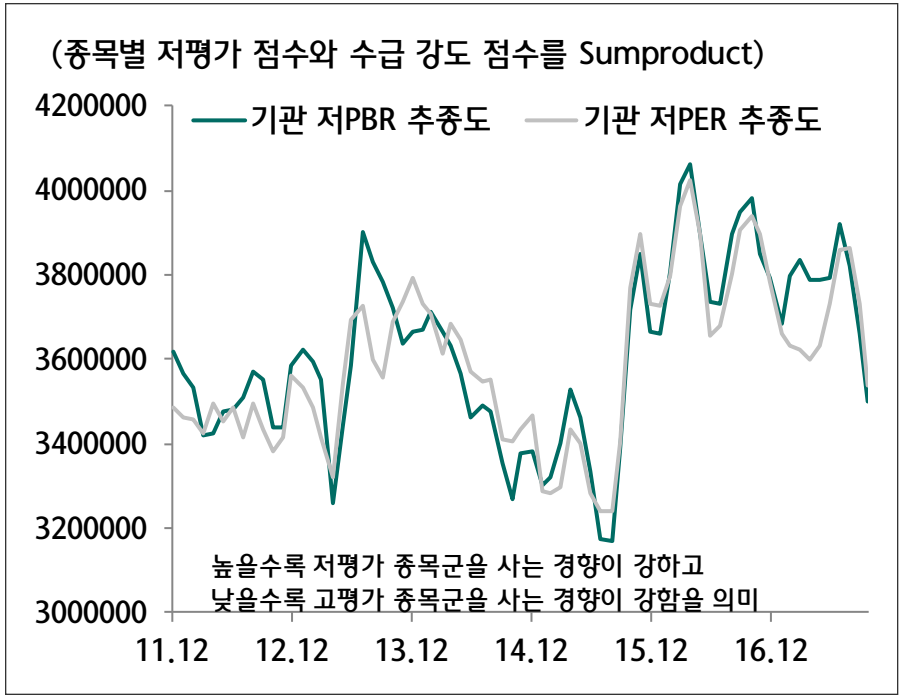


자료: Quantiwise, 하나금융투자

조짐 3: 기관들의 BM 복제 포트폴리오 조정은 마무리

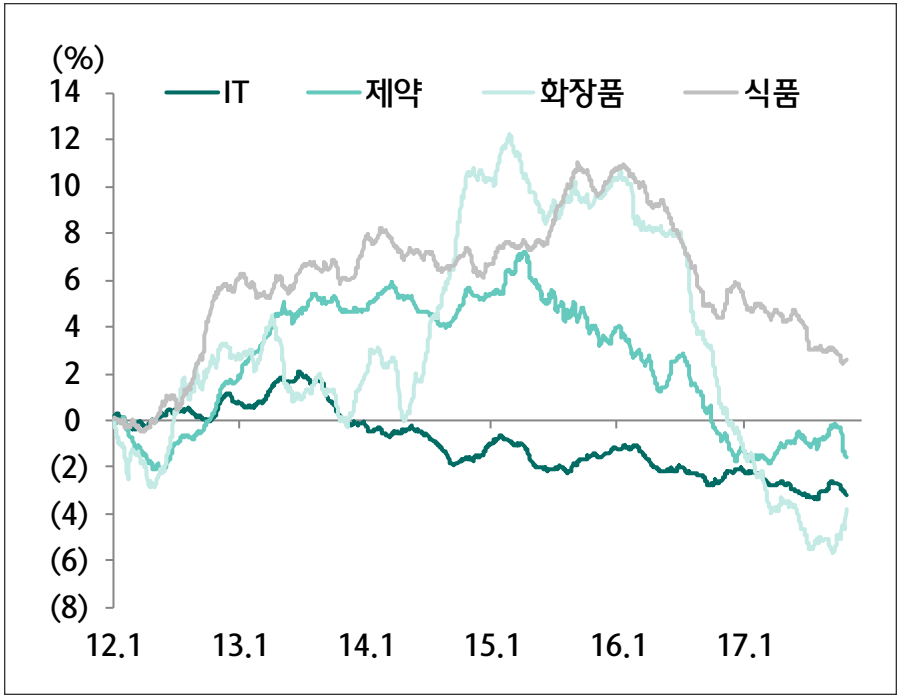
- 기관들의 BM 복제 시도는 국내 성장주 → 해외 성장주 국내 포트폴리오를 인덱스化 과정 연유
- 최근 가파르게 이와 반대의 현상이 나타나면서 BM 복제 이슈는 해소된 것으로 관찰
- 기존 액티브 과잉 시대에 기관들이 과매도한 부분은 해소, 이제 빈 집은 액티브 과잉 시대의 주도주가 되어감

기관들의 저평가 종목군의 선호도 최근 급락하는 수준



자료: Quantiwise, 하나금융투자

액티브 과잉 시대 O/W가 해소 중(기관 누적 순매수 강도)

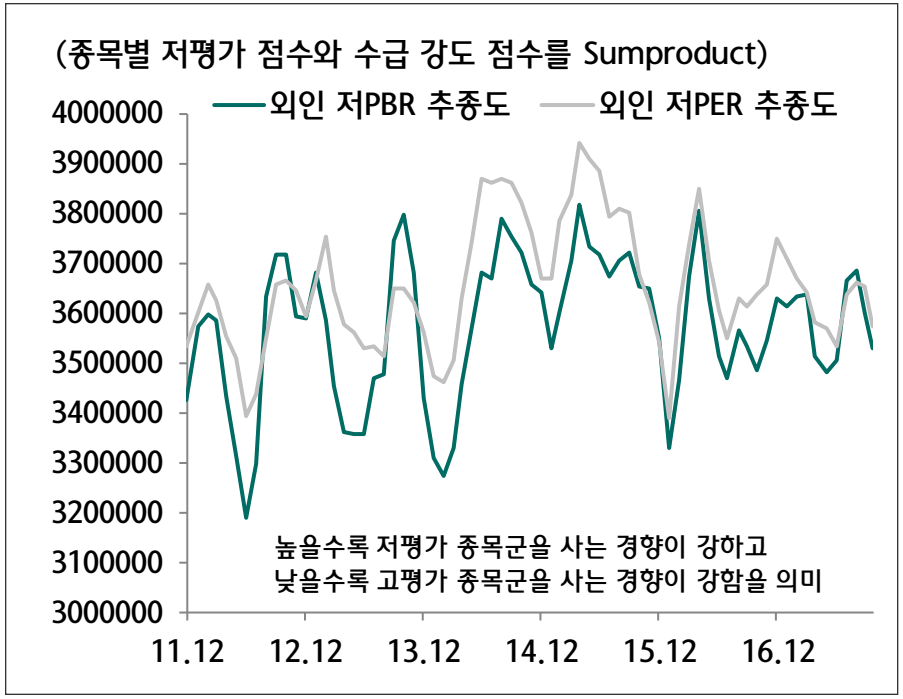


자료: Quantiwise, 하나금융투자

조짐 4: 너무 자제된 투자자들의 탐욕, ROE 회복 요구할 것(TE ↑)

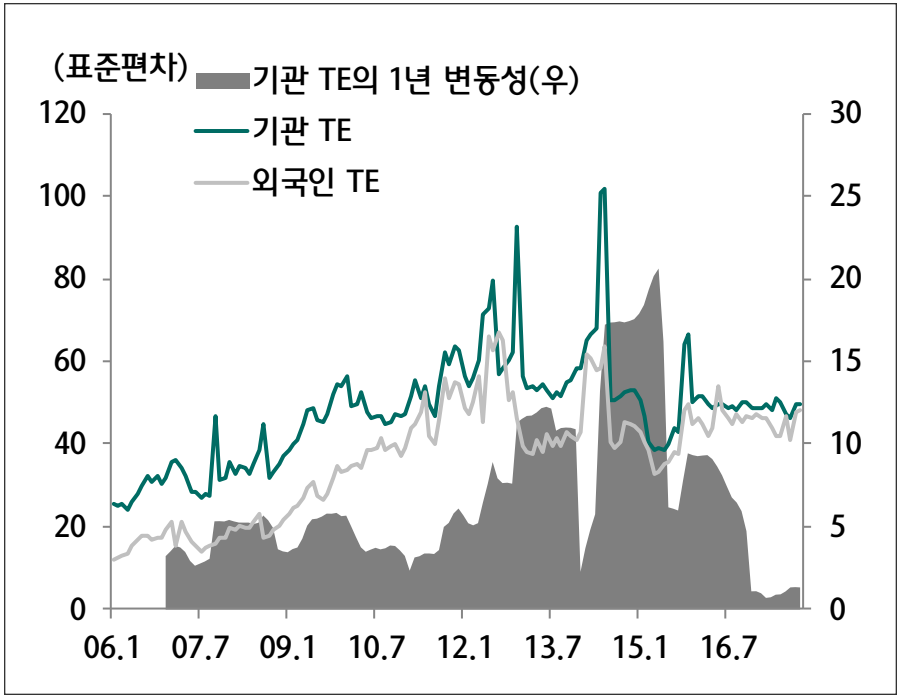
- BM 복제 이슈가 없는 외국인 역시 저평가 종목군의 선호도는 낮아짐
- TE 변동성의 최저점, 베팅없는 시장, 매니저의 존재의 이유?
  - 현재 경험적으로 너무 낮은 TE, 변동성 최저점 → 욕망이 자제되고 있다

외인 역시 저평가 종목군의 선호도 최근 하락



자료: Quantiwise, 하나금융투자

기관 및 외인들의 TE(추정)은 높아질 때가 되었다

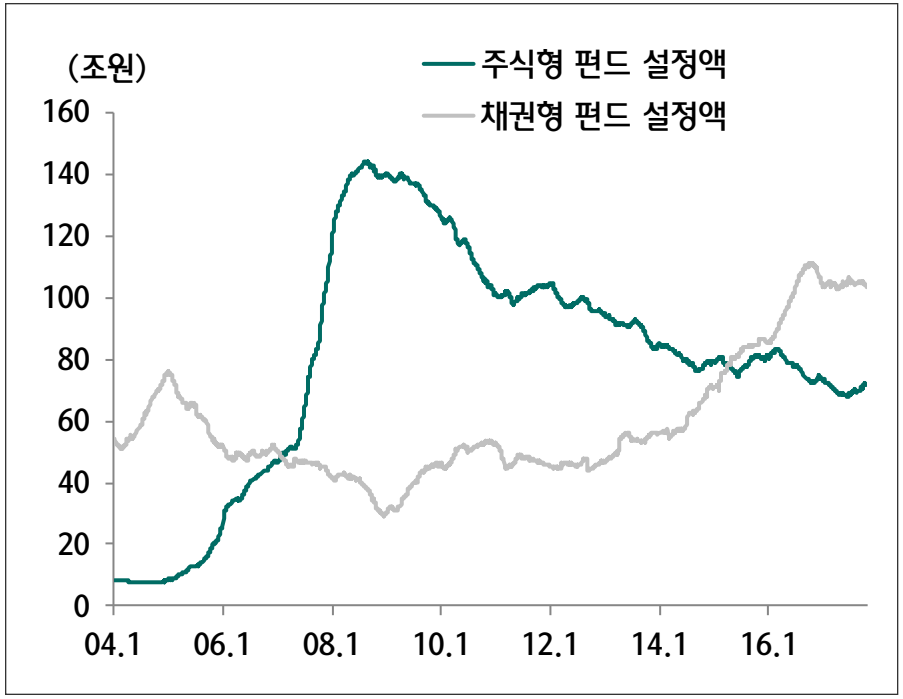


자료: Quantiwise, 하나금융투자

조짐 5. 금리 상승 본격화로 채권 → 주식 이동

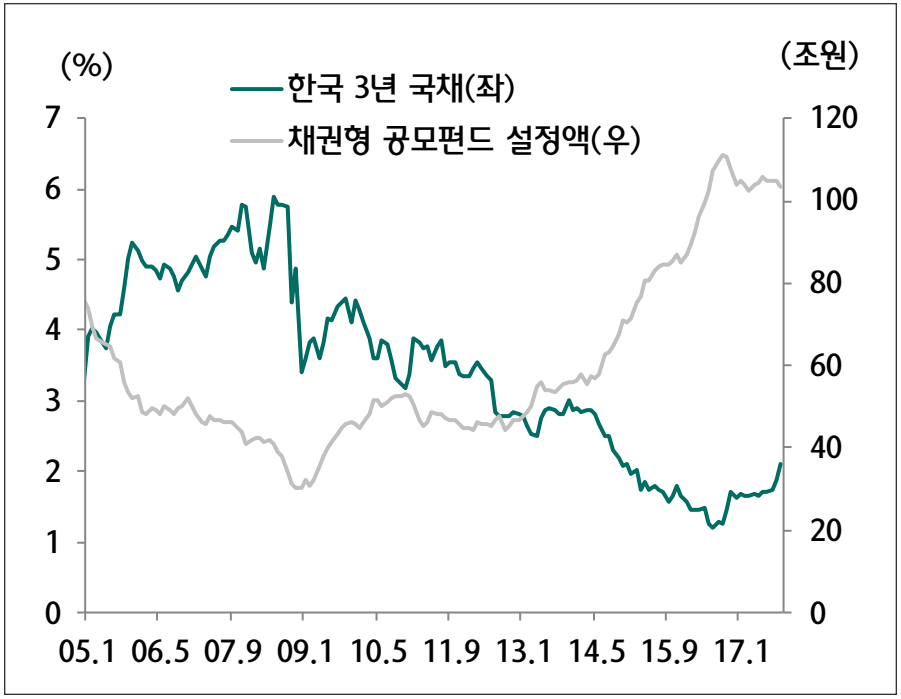
- 올해 주식형 공모펀드 10월말 기준으로 YTD +1.0조원 증가
- 채권형 펀드 설정액 작년 고점 대비 약 -8.0조원 감소
- 금리 상승 추세화로 보험적 자산배분 본격화 진행된다면 채권 펀드 물량 일부는 주식으로 넘어올 가능성

주식형 및 채권형 펀드 설정액 추이



자료: Quantiwise, 하나금융투자

금리와 역으로 움직이는 채권형 펀드 설정액

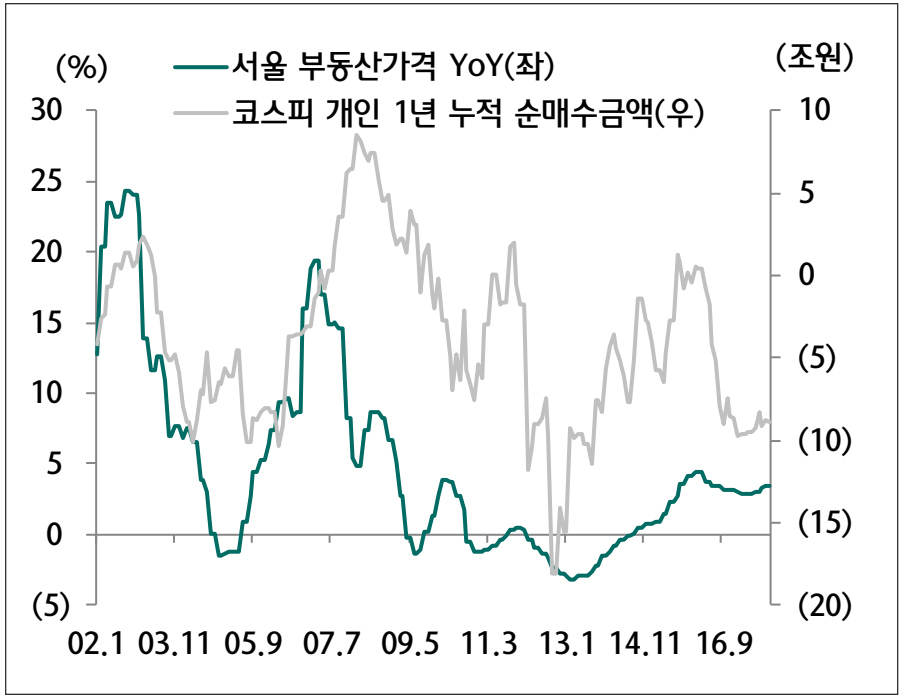


자료: Quantiwise, 하나금융투자

조짐 6~7. 부동산 강세는 개인들의 매수 여력 증가, 한국 성장주의 이례적 소외

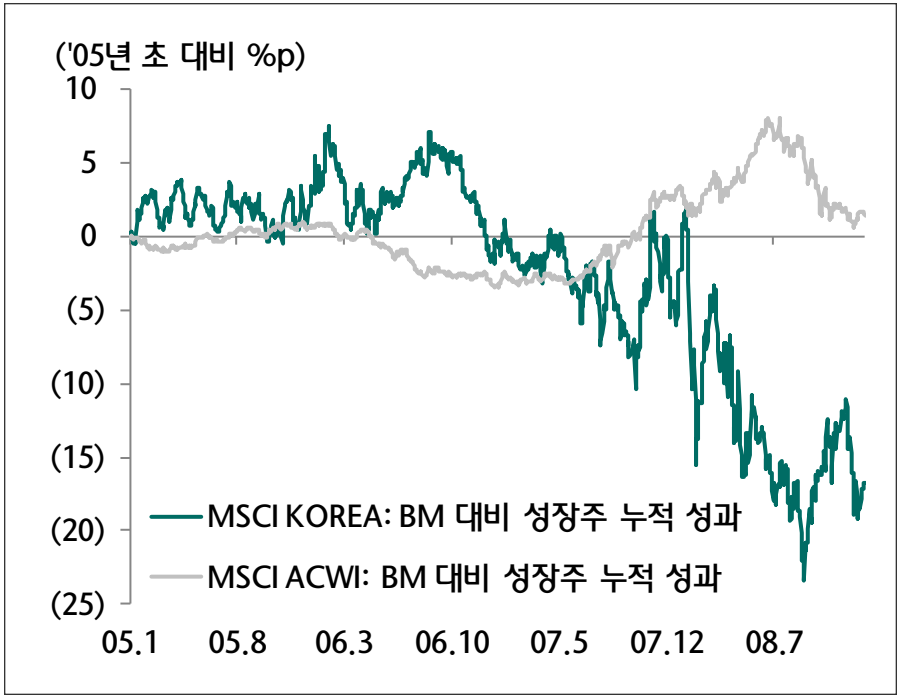
- 경험적으로 개인들의 매수세는 서울 부동산 가격에 연동되어왔음
- 글로벌 투자 붐, 대형 기관들의 글로벌 자산배분 스킴 구축 등으로 국내 성장주는 글로벌에 비해 큰 폭으로 소외
  - 한국의 성장주는 BM(코스피)대비 '08년 이후 현재까지 약 -20%p 언더퍼폼 중

부동산 경기 회복 추세로 개인들 매수 여력은 높아질 것



자료: Quantiwise, 하나금융투자

글로벌에 비해 너무 큰 폭으로 소외된 국내 성장주 성과

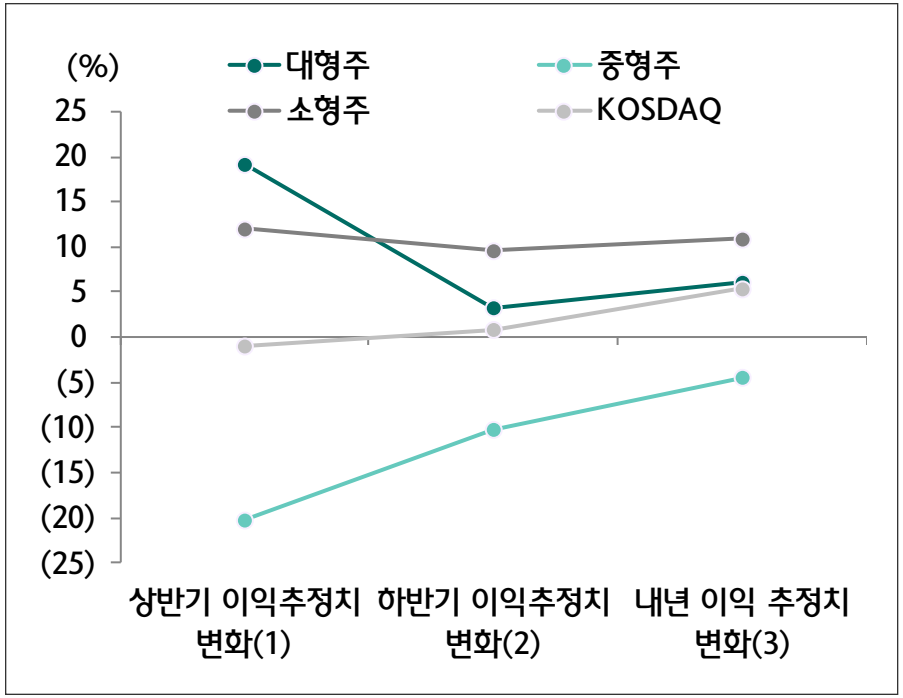


자료: Bloomberg, 하나금융투자

조짐 8. 중소형주의 이익 개선이 시작된다(★)

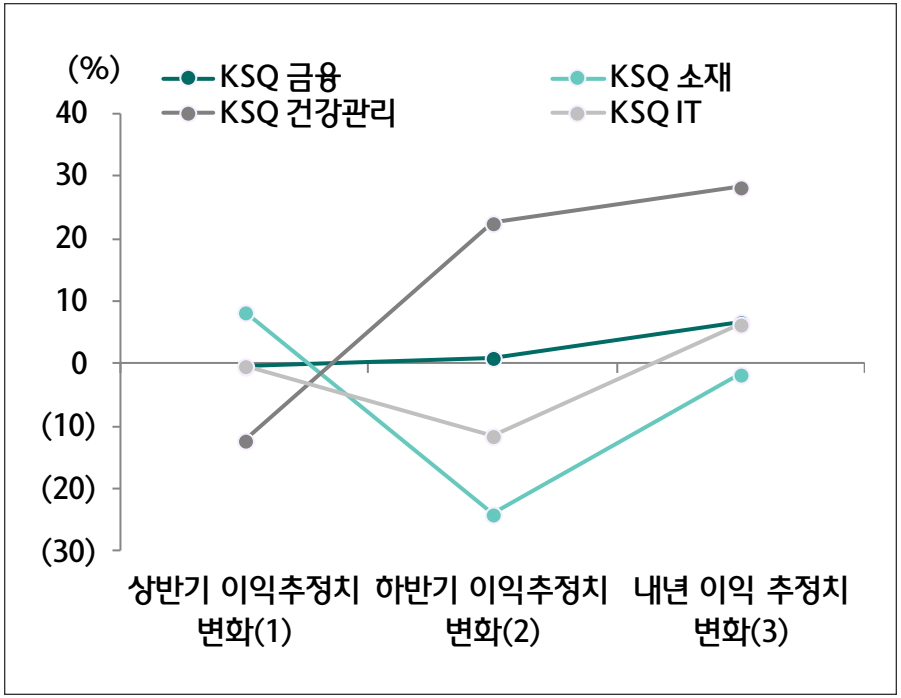
- 코스닥(셀트리온 제외) 17년 순이익증가율은 +62%, 18년은 +14%로 추정
- 이익에 대한 스탠스의 크리티컬한 변화 관찰, 일부 중형주 및 코스닥 이익 상향하기 시작한 섹터 애널리스트들
- 특히 IT, 금융, 소재, 제약 등의 중소형주 이익을 상향하는 모습으로 내년 중소형주 강세의 주도 업종이 될 것

올리지 않았던 중소형주의 이익, 점차 올리고 있다



자료: Quantiwise, 하나금융투자

중소형주(코스닥) 이익을 올리는 유일한 업종군(★)



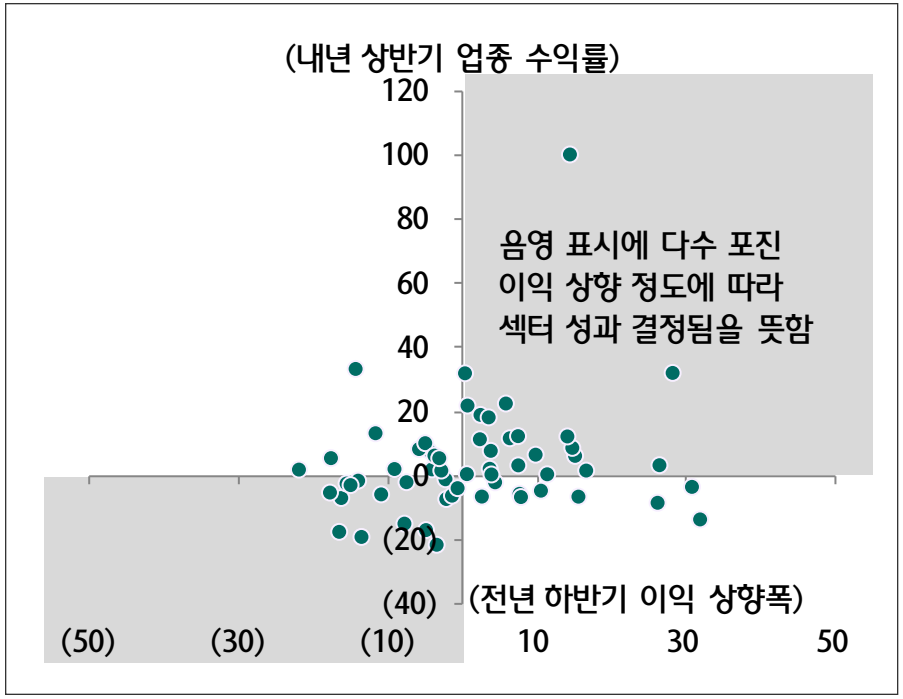
자료: Quantiwise, 하나금융투자

내년 중소형주 퀀트 피킹 아이디어: 이익 상향 업종 내의 실적 개선주

- 한국의 강한 이익이 발산되는 과정으로 섹터 로테이션 시도는 강하기 어려운 상황
- 다만 이익이 발산되는 대형 섹터 중 실적개선 중소형 및 코스닥 종목군에 대한 관심을 갖는 전략이 유리

→ 스타일 변경으로의 포트 조정이 나타난다면 이익보다 더 빠르게 움직이는 흐름, 기관 수급 비어있는 종목이 유리!

전년 하반기 이익상향폭 내년 상반기 성과에 연동



자료: Quantiwise, 하나금융투자

이익 상향 섹터 내 수급 낙수효과 기대되는 중소형주

종목	시가총액 (억원)	2018년 OP 성장률(%)	12m NP (3m, %)	P/E (Fwd.12M)	기관 6개월 순매수 강도(%)	12년 이후 누적 기관 순매수 강도 (%)
인터플렉스	13,723	109.8	50	11	2.5	-4.6
SKC코오롱PI	10,924	15.2	13.6	25.3	-1.2	-4.4
JB금융지주	9,062	5.9	6.3	4.8	-3.8	-8
한국토지신탁	8,307	6.4	33.3	5.4	-0.5	4.4
한화손해보험	7,649	9.7	7.6	4.8	-3.1	10.4
티씨케이	6,071	31.6	0	12.7	-2.4	-0.3
카프로	3,352	119.2	42.5	7.5	1.3	-14.4
KH바텍	2,440	흑전	5	15.7	-1.7	-6.8
코스모화학	1,847	87.8	23.9	6.9	-11	-18.4

자료: Quantiwise, 하나금융투자

내년 대형주 퀀트 피킹 아이디어: 액티브와 패시브 동시에 살만한 종목

- 국내 기관들이 해외 투자를 하는 이상, 인덱스 위주의 수급은 지속, 대형주 내년에도 기관들의 빈 집 유리 지속
- 패시브 매매가 시작된 2015년 이후 기관 및 외인의 누적순매수강도로 Target 비중과의 괴리를 측정
  - 이익대비 기관 수급이 빈 종목에 대한 관심(액티브 및 패시브 모두가 살 수 있는 종목이 유리, 오른쪽 차트 참고)

기존 U.W 폭이 컸고 실적도 양호한 유망 업종

업종	누적 기관 순매수 강도 (%)		NP 12m Fwd 3m Chg (%)	NP '18 Grwoth (%)
	2012~	6m		
반도체와반도체장비	-2.7	-0.7	9.6	13.5
제약	-0.5	-0.2	7.2	43.6
자동차부품	-1.2	0.6	-0.0	23.8
화장품	-2.2	-0.2	-1.4	23.5
자동차	-3.4	0.8	-2.7	40.4
식품	1.6	-0.7	2.8	14.2
게임S/W	-6.4	-0.0	5.9	41.0
손해보험	2.5	-1.1	4.8	2.2
증권	4.9	-1.0	6.2	0.8
건설	-6.7	-1.2	5.2	17.4
전자장비와기기	-3.9	0.0	19.1	70.0
기계	-2.0	-1.3	-0.0	33.2
비철금속	-3.7	-1.4	12.3	17.6
우주항공과국방	-5.3	-2.1	-5.6	44.1

자료: Quantiwise, 하나금융투자

실적 턴어라운드가 되는 기관 빈 집 유망 종목

종목	'15년 초 비중 + 누적 기관/외인 순매수강도	12m fwd NP (3m)	18년도 OP Growth	누적 기관 6개월 순매수 강도
삼성엔지니어링	-21.1	-1.2	124.7	-4.3
CJ CGV	-18.3	-12.0	47.6	-2.6
호텔신라	-17.9	6.2	93.0	6.5
종근당	-16.1	3.0	6.9	-2.8
삼성전자	14.4	8.7	14.0	-0.7
SK네트웍스	-12.4	7.5	49.4	-4.5
미래에셋대우	-10.3	11.8	7.5	-6.1
코오롱인더	-6.6	14.0	36.7	-1.1
SK하이닉스	-0.0	13.5	12.9	-0.4
SK	-3.5	17.8	9.8	0.9
CJ	-2.9	17.2	18.0	-1.7
오뚜기	-2.7	5.8	16.4	-1.3
제일기획	-2.7	8.1	10.6	-4.1

자료: Quantiwise, 하나금융투자