

퀀트가 제시하는 잘 나갈 알짜 전략

예토전생(穢土轉生) : Value 관점에서의 투자전략

[Quant / Strategy]
이상민 Quant Analyst
smlee@barofn.com
+822-6099-8665

분명, Valuation 은 매력적인 구간이다

일드 갭 모형으로 KOSPI 의 상대적인 매력도를 살펴보았다. 일드 갭 모형은 PER 의 역수를 금리와 비교하여 주식 투자의 상대적인 매력도를 살펴보는 기본적인 모형이다. 현재 일드 갭 모형 상으로 한국 주식시장의 기대수익률은 11년 8월 미국 신용등급 강등 사태 수준인 10.88%이다. 밸류에이션이 충분히 싼 구간임에는 맞다는 뜻으로 볼 수 있다. 이는 삼성전자의 높아진 이익이 한 몫 하였다고 본다.

대격변은 역사적 저밸류에서 찾아온다

당사는 ‘역사적 저밸류’ 에서 실적이 큰 폭으로 개선되는 종목을 편입하는 전략을 제시한다. 2009년 자동차, 2013년과 2015년 화학, 2013년 화장품, 2015년 제약, 2018년 건설과 엔터. 이들 업종의 공통점은 “역사적 저밸류에서의 턴어라운드” 이다. 최근 건설 업종이나 엔터 업종이 이러한 사례이다. 에스엠의 경우, 사드 이슈 및 주력 아티스트의 군입대로 극도로 낮아진 밸류에이션이, 2017~2018년 들어 실적 회복과 함께 저평가가 해소된 경우이다.

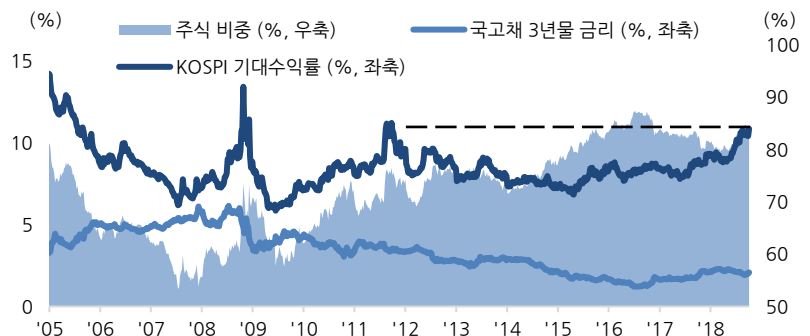
실적이 개선되는 역사적 저 PBR 25 선

이에 당사는 실적이 개선되는 역사적 저 PBR 25 선을 제시한다. 5년 평균 PBR 대비 현재 PBR 의 괴리율이 높으며, 실적이 개선되는 시가총액 5천억 이상 종목이다. 자동차 업종 (현대위아, 기아차, 한국타이어, 현대모비스)과 금융 업종 (BNK 금융지주, DGB 금융지주, JB 금융지주, 메리츠금융증권)이 가장 높은 비중을 차지하였으며, 화장품 (아모레퍼시픽, 코스맥스, 한국콜마)과 음료 (SPC 삼립, 동서, 하이트진로)또한 높은 비중을 차지하였다. 이들 업종은 대체로 그간 약재가 많은 업종이었다. 만약 올해 최소한 감익은 되지 않을 것이라는 확신이 있다면, Conviction Buy 의 구간으로 삼으면 될 것이다.

[역사적 저 PBR 25 선]

현대위아, 한전 KPS, 이오테크닉스, 아모레퍼시픽, 코스맥스, SPC 삼립, BNK 금융지주, SK, GKL, 현대그린푸드, 기아차, 웹젠, 동서, 영원무역, 한국항공우주, 포스코대우, 한국타이어, 한국콜마, DGB 금융지주, 현대모비스, 오스템플란트, 하이트진로, JB 금융지주, 메리츠금융증권, LF

현재 KOSPI 의 기대수익률은 10.88%로 11년 8월 수준



Source: KRX, Baro Research Center

Table of contents

대격변(Cataclysm) : 유가와 금리가 촉매였다	3
분명 지금은 Valuation 이 저렴한 시점이다	4
분명 모멘텀이 풍부한 상황은 아니나...	5
예토전생(穢土轉生), 건설업종 되돌아보기	6
건설, 밸류에이션은 여전히 부담스럽지는 않다	7
대격변은 역사적 저밸류에서 찾아온다	8
해당 전략을 사용할 시 주의점과 한계	9
실적이 개선되는 역사적 저 PBR 25 선	10
결론 : 주식비중 적극 확대, 실적개선 저밸류 관심	11

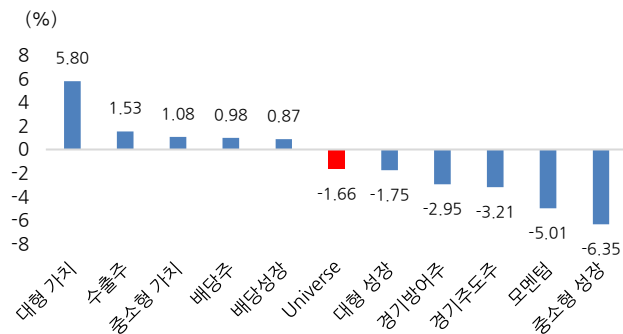
대격변(Cataclysm) : 유가와 금리가 촉매였다

2018 년을 돌이켜 보면 모멘텀 주식이 시장을 지배한 것 같았다. 그러나, 잦은 조정으로 인하여 연초 대비 수익률을 살펴보면 대형 가치주가 우세를 보이고 있다. 대형 가치주는 연초 대비 -2.08%의 수익률을 올렸으며, 모멘텀 주식은 -4.76%의 수익률을 올렸다. 물론 전체 유니버스인 MKF500 Universe 가 -8.56%인 점을 감안하면, 모멘텀 또한 나쁘지 않은 수익률을 보였다.

만약 최근 1달간의 조정이 없었다면 하단의 그래프의 양상은 바뀌었을 것이다. 연초 대비 수익률에서 최근 1달간의 수익률을 차감해 보자.(Exhibit 3) 양상이 크게 바뀐다. 모멘텀 주식만이 수익률이 양수(+)값을 내고 있고, 나머지는 모두 손실이다. 또한, 대형 가치주의 수익률은 -7.88%로 유니버스 대비 Underperform 하게 된다. 최근 1개월의 양상이 대세를 크게 바꿔놓은 셈이다.

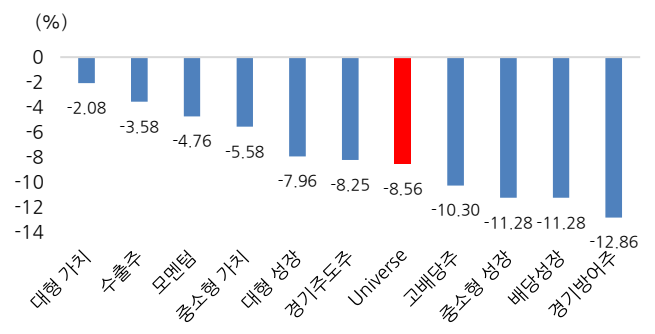
최근 1개월간 “대격변” 이 일어난 이유는 유가와 금리의 상승으로 판단한다. 대형 가치주 중 수익률 상위 종목을 살펴보면 포스코대우(+18.78%), SK 이노베이션(+16.97%), 한국가스공사(+15.77%), DB 손해보험(+14.55%), 현대해상(+14.21%) 등이 있다. 대체로 유가 및 금리 상승이 주가 상승의 촉매였던 종목들이다. 반면 모멘텀 주식의 부진은 실적에 대한 의구심과 함께 찾아온 큰 폭의 조정때문이다. (F&F, 삼화콘텐서, 삼성전기 등)

Exhibit 1. 스타일별 최근 1개월 수익률(%)



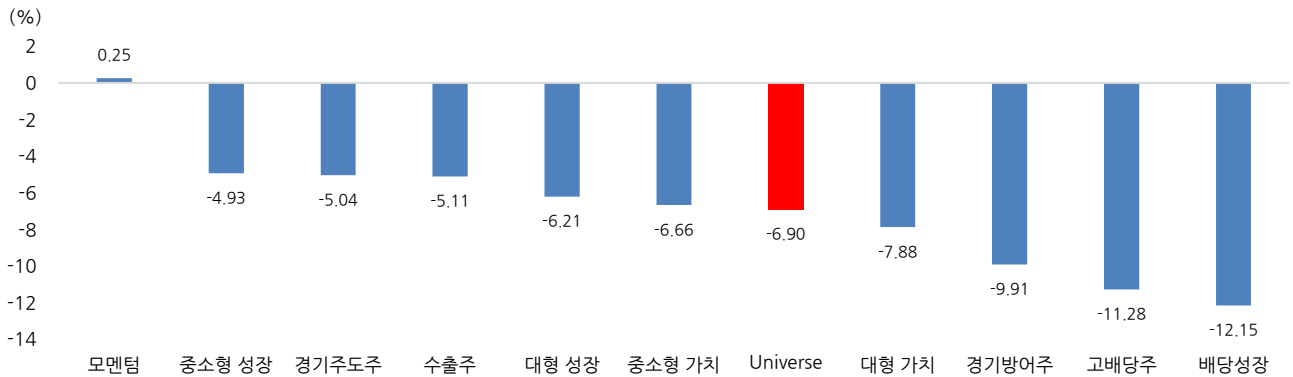
Source: Fnguide, Baro Research Center

Exhibit 2. 스타일별 연초 대비 수익률(%)



Source: Fnguide, Baro Research Center

Exhibit 3. 스타일별 연초 대비 수익률 - 1개월 수익률 (%)



Source: Fnguide, Baro Research Center

분명 지금은 Valuation 이 저렴한 시점이다

일드 갭 모형으로 KOSPI 의 상대적인 매력도를 살펴보았다. 일드 갭 모형은 PER 의 역수를 금리와 비교하여 주식 투자의 상대적인 매력을 살펴보는 기본적인 모형이다. 그린스펀이 주식시장의 과열 수준을 가늠하는데 사용한다고 하여 유명해진 모델이며, 일명 FED 모형이라고도 한다.

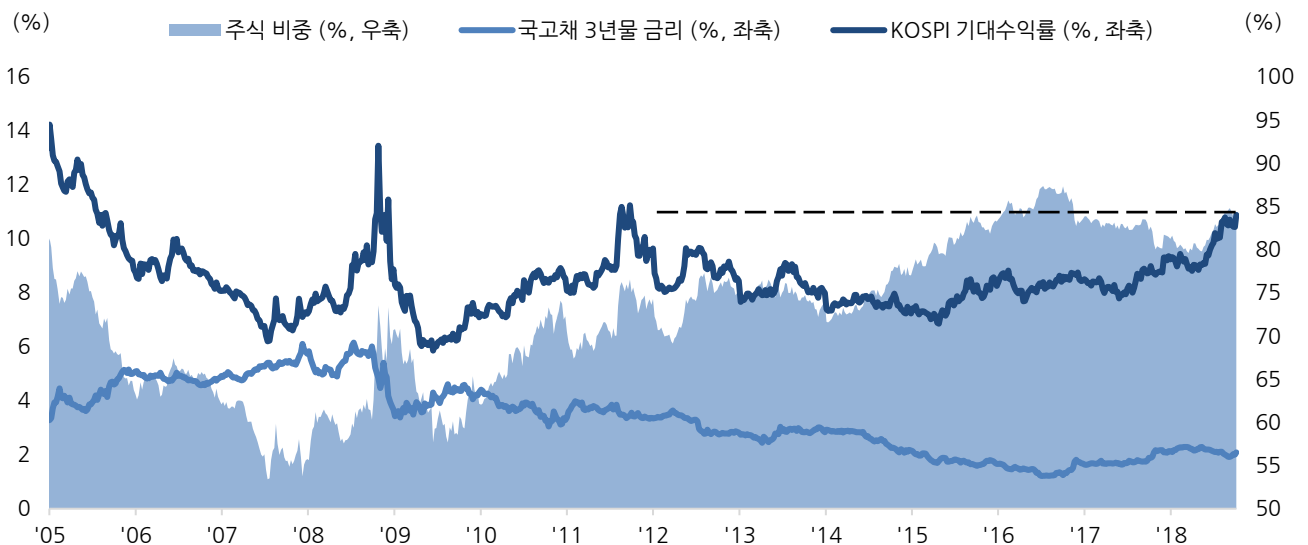
기본적으로 주식과 채권이 서로 경쟁하는 자산군이라고 보기 때문인데, 주식과 채권이라는 자산의 성격이 기본적으로 다르다는 것은 감안하고 보아야 한다. 채권은 이자가 고정된 반면, 주식은 성장가치와 개별 기업에 대한 위험이 존재하기 때문에 이에 대한 프리미엄이 존재하기 때문이다.

그러나 주식에 대한 상대적인 매력도 수준을 확인하는데에는 여전히 유용한 모델로 생각한다. 해당 물을 토대로 운용을 하였다고 가정해 보자. 2005 년부터 열심히 주식 비중을 높여, 07 년 10 월쯤에 주식비중을 매우 큰 폭으로 낮추었다가 다시 09 년에 열심히 비중을 확대한다거나, 16 년에 주식비중을 크게 높였다가 17 년말에 꽤 비중을 줄여놓는 등의 운용을 했을 것이다.

일드갭 모형 상에서 주식비중은 주식의 기대수익률 / (주식 기대수익률 + 채권 금리)로 계산된다. 여기서 기대수익률은 PER 의 역수를 사용한다. 컨센서스를 사용할지, 확정실적을 사용할지는 취향에 따라 다르나, 여기서는 보수적으로 본다 가정하고 확정실적을 기준으로 하였다.

그렇다면 현재 일드 갭 모형 상으로 한국 주식시장은 어떠한 수준일까? 재미있게도, 현재 KOSPI 의 기대수익률은 11 년 8 월 미국 신용등급 강등 사태 수준인 10.88%이다. 밸류에이션이 충분히 싼 구간임에는 맞다는 뜻으로 볼 수 있다. 이는 삼성전자의 높아진 이익이 한 몫 하였다고 본다.

Exhibit 4. 현재 주식시장의 기대수익률은 10.88%로 11 년 8 월 수준



Source: KRX, Baro Research Center

모멘텀이 풍부한 상황은 아니나..

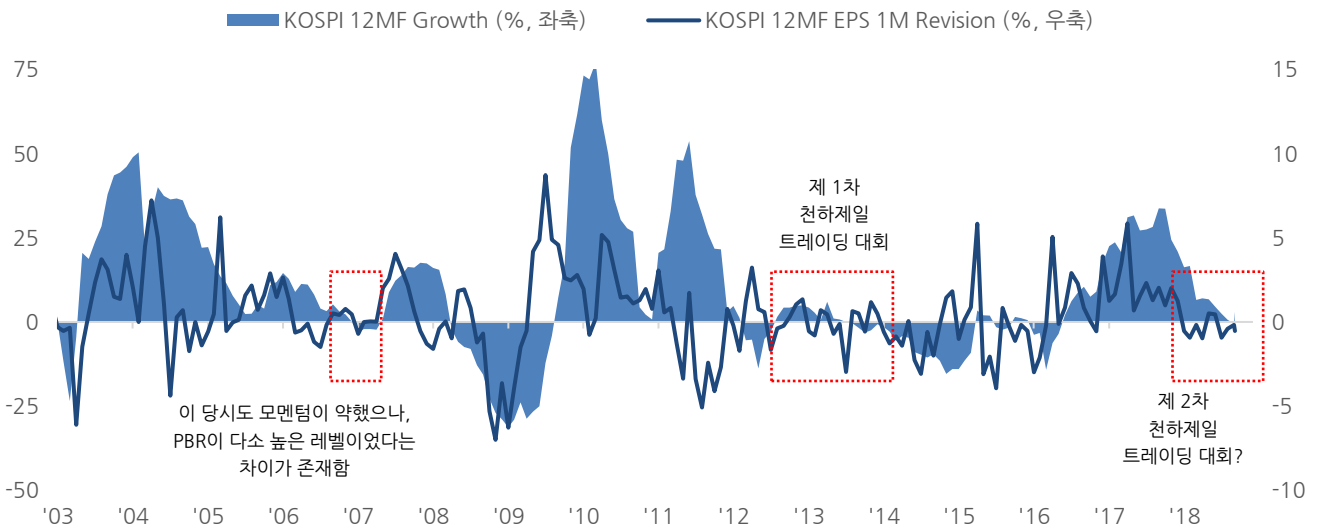
다만 앞서 말한대로, 주식시장은 결국 미래의 명목이익이 거래되는 곳이다. 성장하지 못한다면 PER의 레벨 다운을 받아들여야 할 것이다. 분명 모멘텀은 안 보인다. (Exhibit 5) 추정치 상향이 뚜렷하지도 않고, 향후 증익에 대한 기대도 없는 상황이다. 추정치의 변화 (Revision) 또한 거의 보합의 수준이다.

그나마 비슷했던 장을 살펴보면 2012~2014년의 KOSPI가 현재와 가장 비슷하지 않을까 하고 생각한다. 2006년도 모멘텀만을 놓고 보면 현재와 유사하나, PBR의 레벨이 당시에는 1.4x로 지금과는 큰 차이가 있다.

당사는 올해의 시장을 한 마디로 요약하면 “천하제일 트레이딩 대회”라고 보고 있다. 19년 상반기까지도 큰 차이가 없을 것으로 판단한다. 철저한 종목별 선별투자가 필요할 것으로 판단한다.

후술하겠지만, 이에 당사는 실적이 개선되는 역사적 저밸류 종목을 대안으로 제시한다.

Exhibit 5. 모멘텀이 없어도 너무 없다. 성장에 대한 기대감도 없고, 추정치의 변화도 매우 미미하다.



Source: KRX, Baro Research Center

예토전생(穢土転生), 건설업종 되돌아보기

올해의 업종은 누가 뭐라 해도 건설업종이다. 건설업종은 그간 역사적 최저점에 가까운 Valuation 을 받아 왔던 “죽은 섹터” 였다. 대북 이슈로 인하여 올해 급격한 리레이팅을 받았는데, 가치주의 리레이팅 및 유가 상승에 베팅하고 싶다면 건설업종 투자가 여전히 괜찮은 선택지일 수 있다. 최근 제약 바이오 업종의 하락과 함께 대북주 이슈가 다시 활성화 된다면, 멀티플이 상승되는 것 또한 노려볼 수 있다는 판단이다.

아래 그래프(Exhibit 6)는 건설업종 지수의 전년 동기 대비 증감율(%)과 WTI 를 그려본 것이다. 대체로 건설업종 지수는 유가의 영향을 받는 편이다. 유가 상승으로 오일달러가 풍부해지면, 산유국들로부터 발주 기대가 발생하기 때문이다.

경협 이슈를 논외로 하고서라도, 당사는 건설 업종에 대한 기대는 여전히 가져가는 것이 맞다고 판단하고 있다. 유가 상승으로 인한 해외 수주 기대감, 여전히 낮은 밸류에이션. 전형적인 ‘턴어라운드 하는 저밸류’ 인 셈이다. 경협 이슈는 보너스다.

Exhibit 6. 유가 상승으로 건설업종에 대한 상승을 기대하고 있다



Source: Fnguide, Baro Research Center

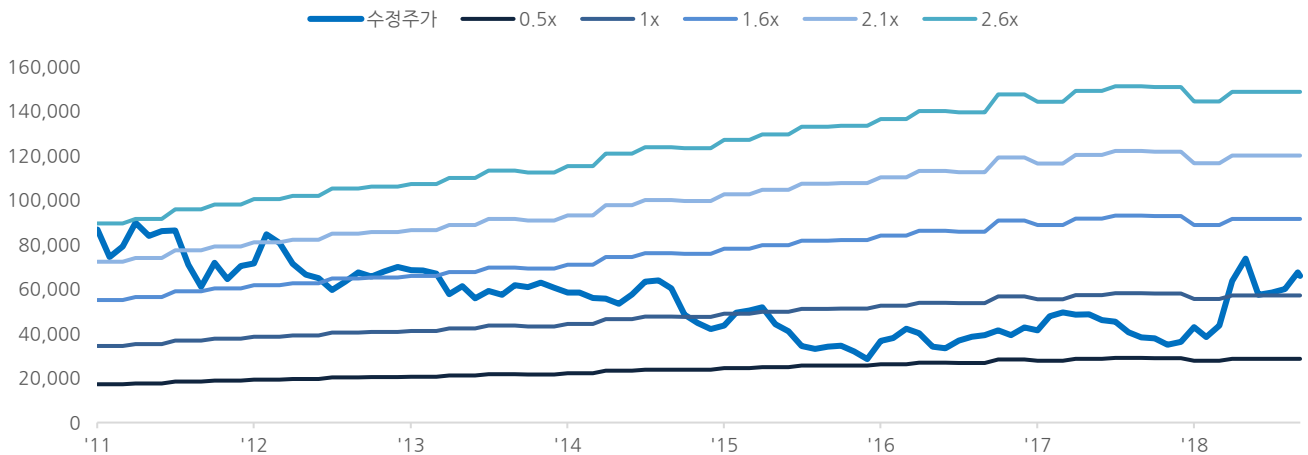
건설, 밸류에이션은 여전히 부담스럽지는 않다

건설업종의 밸류에이션 또한 현재 아주 부담스러운 수준은 아닌 것으로 판단한다. (Exhibit 7) 2011 년 이후 현재까지 현대건설의 평균 PBR 은 약 1.6 배로, 1.14 배인 현재 수준이 높지는 않다고 판단한다.

다만 관건은 ROE 다. 07 년부터 12 년까지 현대건설은 10%이상의 ROE 는 유지해왔던 기업이다. 그러나 13 년부터, ROE 는 지속적으로 하락하여 현재의 수준까지 내려와, 17 년에는 3.12%의 ROE 를 보였다. 현재 컨센서스 상으로 18 년 ROE 는 7.99%이다. 두자리까지의 ROE 를 보이지 않는다 하더라도, 1.6 배 수준의 PBR Multiple 을 적용하는 것이 아주 무리로 보이지는 않는다. 여전히 40% Upside 는 기대해 볼 수 있는 상황이다. 촉매는 유가와 대북 이슈가 될 가능성이 존재한다고 판단한다.

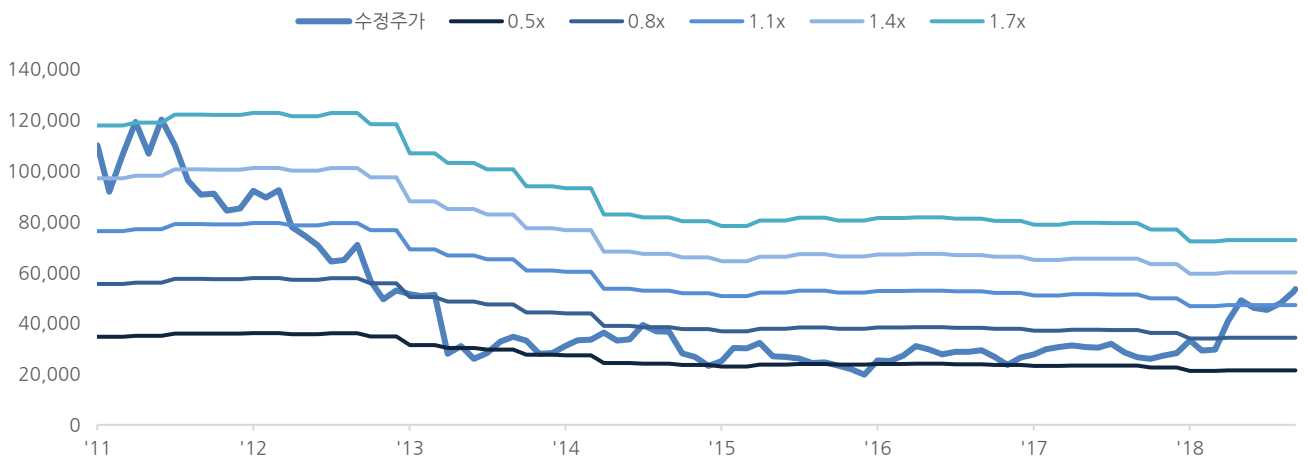
GS 건설의 경우는 ROE 가 상당히 높은 수준을 기록하고 있다. 올해 컨센서스 상으로 ROE 가 17.23%를 기록할 전망이다. 10%대의 ROE 를 지속적으로 기록할 수 있다면 2010 년 즈음 받았던 PBR 1.7 배도 가능할 수 있다고 판단한다. ROE 의 레벨 업에 따른 PBR 상승을 인정해 줘야 할 때라고 판단한다.

Exhibit 7. 현대건설의 PBR Band (2011. 1 ~ 현재)



Source: Fnguide, Baro Research Center

Exhibit 8. GS 건설의 PBR Band (2011. 1 ~ 현재)



Source: Fnguide, Baro Research Center

대격변은 역사적 저밸류에서 찾아온다

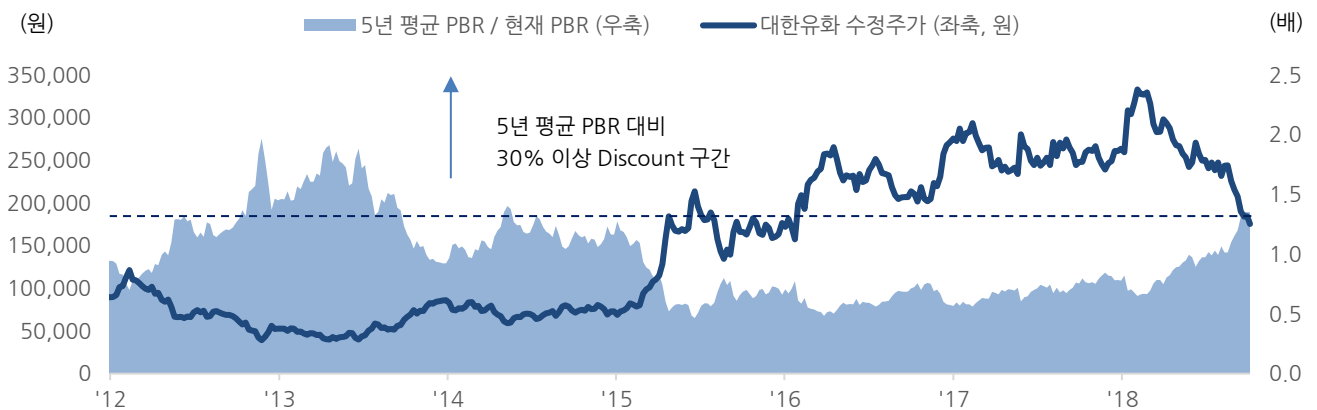
앞서 건설업종에서 살펴보았듯, 당사는 ‘역사적 저밸류’에서 실적이 큰 폭으로 개선되는 종목을 편입하는 전략을 제시한다. 2013 년과 2015 년 화학, 2013 년 화장품, 2018 년 건설과 엔터. 이들 업종의 공통점은 “역사적 저밸류에서의 턴어라운드”이다.

사례를 들어보자. 두 개의 사례를 준비했다. 2012 년 이후 대한유화의 주가와, 5년 평균 PBR 대비 현재 PBR의 괴리이다. 동일한 방식으로 에스엠의 주가와 5년 평균 PBR 대비 현재 PBR의 괴리이다. 공정한 비교를 위하여 Cyclical 과 Non-Cyclical 을 같이 준비하였다.

먼저 대한유화다. 업종의 특성상, 순환이 큰 폭으로 일어나는 기업이다. 12년 이후, 해당 종목이 5년 평균 PBR 대비 30% 이상 할인받는 구간은 크게 3군데가 존재하였다. 먼저 12년 말부터 13년 말까지의 구간이다. (공교롭게도 이 구간이 바닥이었다) 두 번째로는 14년 중간이었다. 그리고 현재 시점이다.

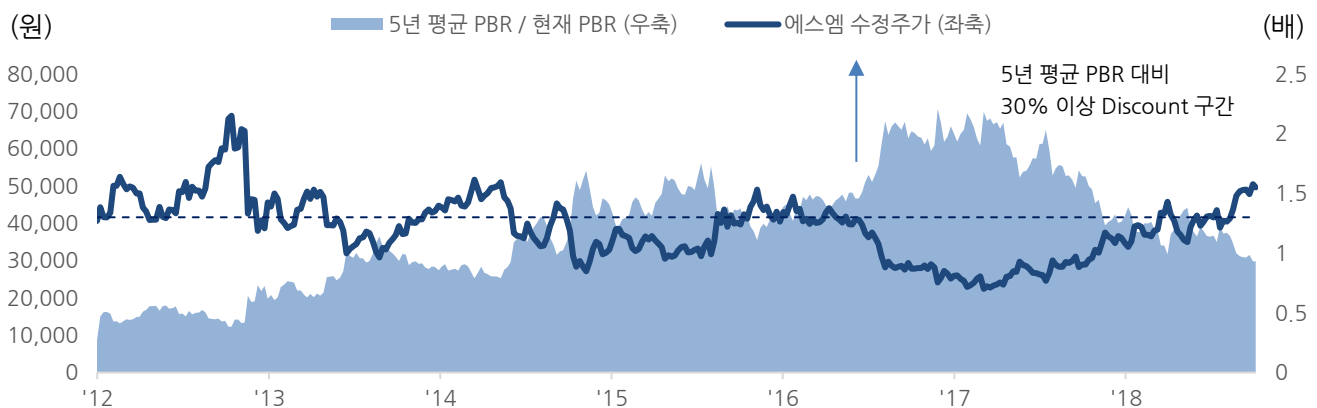
에스엠 또한 비슷한 유형이다. 사드 이슈 및 주력 아티스트의 군입대로 극도로 낮아진 밸류에이션이 2017~2018년 들어 회복되는 과정에서 저평가가 해소된 경우이다.

Exhibit 9. 대한유화의 주가 및 5년평균 PBR/ 현재 PBR (2012.1.1 ~ 현재)



Source: Fnguide, Baro Research Center

Exhibit 10. 에스엠의 주가 및 5년평균 PBR/ 현재 PBR (2012.1.1 ~ 현재)



Source: Fnguide, Baro Research Center

해당 전략을 사용할 시 주의점과 한계

그러나 해당 전략은 근본적인 문제가 있다. 기업의 펀더멘털이 과거와 완전히 다른 국면에 접어들었을 때이다. 대표적으로 한미약품, 아모레퍼시픽처럼 기업의 펀더멘털이 Level-Up 하는 경우가 있을 것이고, 예전 한진해운과 같이 구조적으로 기업의 체력이 악화되어 낮은 Value가 정당화되는 경우이다.

이는 정성적인 분석이 추가로 필요한 경우이다. 현재의 상황에서는 삼성전자와 현대차가 대표적인 케이스일 것이다. 삼성전자의 경우 반도체의 수요가 전세계적으로 크게 늘어나, 과연 반도체 산업을 더 이상 경기 민감 산업으로 보아야 하는가에 대한 목소리도 분명 존재한다. 만약 반도체가 향후 필수소비재와 비슷한 성격을 가지게 된다면, 과거의 Historical PBR은 설명력이 낮아질 것이다.

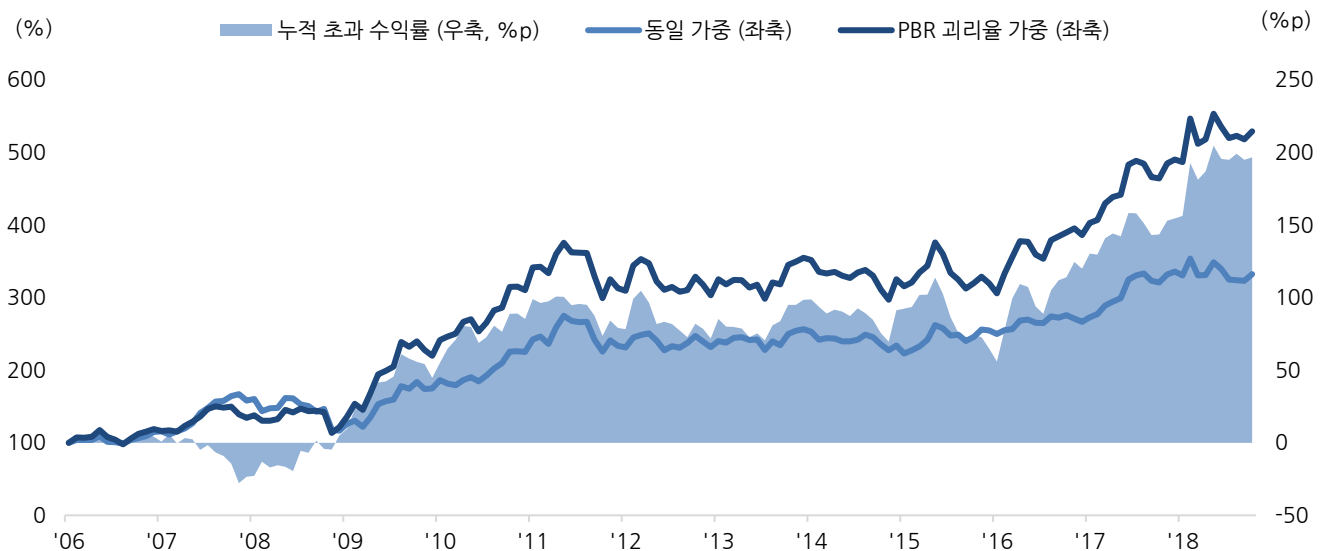
현대차의 경우에는 ‘다른 의미로’ 동일하게 적용되는 경우이다. 최근들어 지속적으로 컨센서스를 달성하지 못하고 있으며, 회복이 요원해보이기만 한다. 만약 현대차가 경쟁력을 잃고 다시 회복하기 힘들다고 판단한다면, 예전의 Valuation을 더 이상 인정해 줄 수 없을 것이다.

또한, 최소한 실적의 방향성이 우상향은 할 것이라는데 반드시 전제가 되어야 한다. 만약 해당 조건들을 다 만족 한다면, 5년 평균 PBR 대비 현재 PBR의 괴리율에 비례하여 **펀더멘털 인덱스(Fundamental Index)**를 구성하는 방법이 하나의 전략이다. 5년 평균 PBR이 Fair한 Valuation이라고 가정하고, 괴리율에 비례하여 매수를 하는 것이다.

시계열의 한계로 인하여 업종 대표주 격에 해당하는 14개 종목에 해당 전략을 시행하였다. (삼성전자, 현대차, POSCO, SKT, LG 생활건강, KT&G, 기업은행, 현대건설, 한화케미칼, 삼성증권, 유한양행, 농심, 현대중공업, 엔씨소프트)

다소의 한계는 있으나, 5년 평균 PBR이라는 개념 자체가 유효한 방법이라는 것은 확인할 수 있다. 하나의 예시 정도로 참조하면 좋을 것으로 판단한다.

Exhibit 11. 동일가중 Vs. PBR 괴리 가중



Source: Baro Research Center

실적이 개선되는 역사적 저 PBR 25 선

이상의 내용을 바탕으로 5년 평균 PBR 대비 현재의 PBR 괴리율이 높으며, 실적이 개선되는 시가총액 5천억 이상 종목을 찾아보았다. 단, 올해 적자가 예상되는 종목이나 최근 분할이 일어난 지주사는 제외하였다.

자동차 업종 (현대위아, 기아차, 한국타이어, 현대모비스)과 금융 업종 (BNK금융지주, DGB금융지주, JB금융지주, 메리츠증권)이 가장 높은 비중을 차지하였으며, 화장품 (아모레퍼시픽, 코스맥스, 한국콜마)과 음식료 (SPC삼립, 동서, 하이트진로) 또한 높은 비중을 차지하였다.

이들 업종은 대체로 그간 악재가 많은 업종이었다. 만약 올해 최소한 감익은 되지 않을 것이라는 확신이 있다면, Conviction Buy의 구간으로 삼으면 될 것이다.

Exhibit 12. 실적이 개선되는 역사적 저 PBR 25 선

종목명	시가총액 (억원)	영업이익 (억원)			지배주주 순이익 (억원)			PBR (배)		
		FY17	FY18	FY19	FY17	FY18	FY19	현재	5년평균	괴리
1 현대위아	10,919	167	566	1,943	-630	230	1,388	0.36	1.02	2.86
2 한전KPS	14,310	1,641	1,710	1,809	1,360	1,413	1,443	1.69	4.18	2.47
3 이오테크닉스	5,950	600	630	890	428	510	690	1.73	3.51	2.04
4 아모레퍼시픽	131,532	5,964	6,424	7,919	3,940	4,675	5,802	4.13	7.04	1.71
5 코스맥스	15,125	351	592	824	189	421	598	6.06	10.33	1.70
6 SPC삼립	11,390	547	656	770	382	482	574	3.46	5.64	1.63
7 BNK금융지주	28,096	5,943	8,181	8,459	4,031	5,739	5,973	0.37	0.58	1.54
8 SK	204,397	58,610	61,007	65,150	16,774	21,010	22,472	1.25	1.86	1.49
9 GKL	14,536	1,082	1,266	1,344	805	948	1,009	2.86	4.21	1.47
10 현대그린푸드	13,581	871	1,569	1,680	1,134	1,231	1,345	0.76	1.10	1.46
11 기아차	138,634	6,622	14,623	18,670	9,680	17,095	21,533	0.52	0.75	1.45
12 웹젠	6,356	440	847	923	303	668	744	2.05	2.96	1.44
13 동서	20,787	477	501	606	1,223	1,347	1,454	1.70	2.43	1.43
14 영원무역	17,016	1,811	2,060	2,236	1,087	1,374	1,553	1.20	1.67	1.40
15 한국항공우주	32,508	-2,089	1,639	2,185	-2,352	1,182	1,526	3.30	4.57	1.38
16 포스코대우	26,526	4,013	4,851	5,673	1,759	2,698	3,387	0.89	1.23	1.38
17 한국타이어	59,584	7,934	8,012	9,000	5,991	6,562	7,274	0.94	1.27	1.35
18 한국콜마	16,045	670	974	1,501	473	539	818	4.80	6.44	1.34
19 DGB금융지주	17,676	4,092	4,843	5,236	3,022	3,524	3,721	0.41	0.55	1.32
20 현대모비스	202,962	20,249	21,630	25,761	15,682	22,637	26,606	0.73	0.96	1.31
21 오스템임플란트	6,857	217	321	446	101	224	322	4.79	6.22	1.30
22 하이트진로	11,642	872	1,215	1,389	127	522	671	0.96	1.22	1.27
23 JB금융지주	9,342	3,480	4,083	4,303	1,851	2,280	2,539	0.36	0.45	1.26
24 메리츠증권	24,347	4,436	4,827	5,123	3,510	3,833	3,864	0.91	1.12	1.23
25 LF	7,091	1,101	1,248	1,333	736	888	1,039	0.68	0.81	1.19

Source: Baro Research Center

결론 : 주식비중 적극 확대, 실적개선 저밸류 관심

이상의 내용을 토대로 결론을 내려보자.

일드갭 모형을 토대로 살펴보자면, 현재 주식시장의 기대수익률은 11년 8월에 비견할 만큼 높은 상황이다. 다만 모멘텀이 약하다는 것이 걸리는데, 이에 선별적 종목 투자가 필요할 것으로 전망한다.

올 한해를 화끈하게 장식한 건설업종과 같이, 차기 주도주 및 대격변을 이끌만한 업종은 턴어라운드하는 역사적 저밸류에서 나오는 경우가 심심치 않게 나왔다. 이에 Exhibit 10 에서 실적이 개선되는 역사적 저 PBR 을 제시하였다.

이를 토대로 PBR 괴리에 가중한 포트폴리오를 운용하는 것도 하나의 전략일 수 있다. 즉, 더 저평가 된 종목을 늘리고 덜 저평가 된 종목을 줄여 리밸런싱하는 개념이다. 이런 전략을 채택시 자연히 주가가 상승시 차익실현이 가능해지고 주가가 하락시 추가매수가 가능해 진다.

해당 전략은 개인투자자에게 더 유리하나, 기관투자자의 경우라면 BM 을 일정 부분 복제하여 펀드의 일부 비중에 대하여 해당 전략을 구사하는 것이 하나의 방법일 수 있다. Core & Sattlite 전략인 셈이다.

혹은 펀더멘털에 확신이 있는 종목만을 정성적으로 압축하여 PBR 가중 전략 등을 사용하는 것도 하나의 방법일 수 있다. 이는 투자자의 철학과 판단에 맡길 일이다.

분명 밸류는 싸지만 모멘텀도 부족하며 매크로 환경도 어려운 시장 환경이다. 그러나 시장이 쉽고 확연했던 적은 단 한번도 없었다. 예토전생이라는 말은 예토(穢土 : 더러운 땅, 사바세계. 불교에서 극락의 반댓말로 사용한다)에서 새로운 삶을 얻는다는 뜻이다. 극단적인 역사적 저밸류에서 턴어라운드 하는 종목이야 말로 ‘예토전생’ 하는 종목일 것이다. 해당 종목들 중 미래의 주도주를 기대해 본다.

■ Compliance Notice

당사는 자료 작성일 현재 지난 3개월간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
당사는 자료 작성일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
본 조사분석자료의 애널리스트는 자료 작성일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 가지고 있지 않습니다.
본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.