

줄어든 선택지 속에서 틈새전략 찾기

2016년 Target KOSPI	2,250pt
12MF PER	10.56배
12MF PBR	0.88배
Yield Gap	8.0%P

- ▶ 역사적 신고가 행진으로 누적된 피로감이 표출될 가능성이 점중한 코스닥 스몰캡
- ▶ 시장 조정과 계절성이 맞물리며 낙폭을 확대하고 있는 미세먼지 관련주에 대한 선별 접근
- ▶ 교육시장의 재편 및 과점화에 대비한 선제적 차원의 교육주에 대한 비중 확대

■ 역사적 신고가 경신행진을 지속했던 코스닥 스몰캡지수

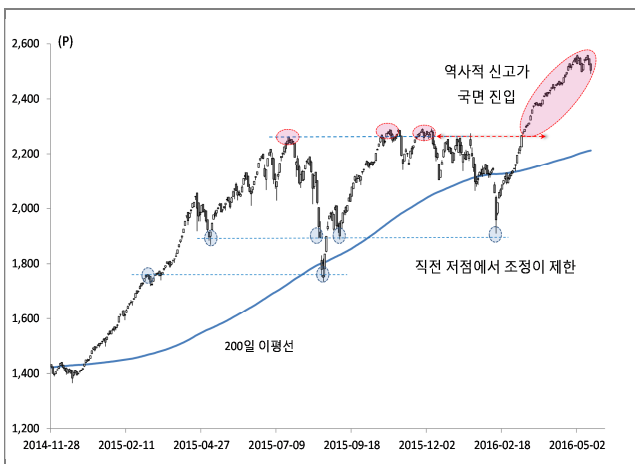
역사적 신고가를 기록한 코스닥 스몰캡지수

잇따르고 있는 주요 연구기관들의 대내외 성장률 전망치의 하향 조정세로 코스피가 2천선 아래로 주저 앉는 모습을 보였음에도 불구하고, 700P선을 중심으로 매매공방을 펼치던 코스닥지수가 결국 조정흐름에 동참하는 모습이다. 그렇지만 개별종목 장세의 대리 지표라고 할 수 있는 코스닥 스몰캡지수가 3월 이후 역사적 신고가 경신행진에 재진입했다는 사실은 염두에 둘 필요가 있겠다. 대내외 경기의 불확실성에도 불구하고, 저금리 환경에 기반한 개별종목 중심의 유동성 플레이가 유효함을 시사하고 있기 때문이다.

과열 해소를 위한 조정 흐름은 예상되나 중소형주의 상대 강세 기조는 유효

역사적 신고가를 거둬하던 코스닥 스몰캡지수가 대신 테마 관련주들이 초급등세를 보이는 등 머니게임적 성격이 강화된 가운데 이중천정형 패턴을 형성했다는 점은 부담 요인이다. 제반 시장 여건을 감안할 때 조정 폭이 깊어질 가능성을 배제하기 어렵기 때문이다. 따라서 현 시점에서는 개별종목에 대한 대응을 한 템포 늦추는 것이 유리해 보인다. 물론 시장 부침이 발생한다 하더라도 i) 1분기 중소형주들의 실적을 보면 이익 개선 모멘텀이 뚜렷하다는 점, ii) 유가증권 소형주지수가 대형주 대비 상대 강세 경로를 지속하고 있다는 점 등을 감안할 때 개별종목들에 대한 순환매는 지속될 전망이다. 부연하면 안정 성장세를 내재한 종목이나 현저한 저평가 종목들과 같이 뚜렷한 매수 유인이 존재하는 개별종목들에 대한 길목 지키기식 투자는 여전히 무리가 없어 보인다.

[그림 1] 역사적 고점을 경신했던 코스닥 스몰캡지수



자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 2] 유가증권시장 대형주 대비 소형주의 상대강도 추이



자료: Quantwise, 한국투자증권

대형주들의 도돌이표식
정체흐름 속에
반복되고 있는
개별종목들의 시세분출

■ 불확실한 장세에서의 대안으로 길목 지키기를 고려할 필요

세계교역량 위축으로 수출이 16개월째 마이너스 행진에서 벗어나지 못하고 있는 가운데 가계부채로 인해 가계는 최후 보루인 보험마저 해약하는 등 소비침체 또한 구조화되는 양상이다. 이처럼 기초경제 여건이 악화일로에서 벗어나지 못함에 따라, 대형주들이 지난 수년간과 마찬가지로 도돌이표식의 정체흐름에서 벗어나기는 쉽지 않아 보인다. 이에 반해 저금리를 바탕으로 유동성 압력의 풍선효과에 기반한 개별종목들의 시세분출은 향후에도 반복될 전망이다.

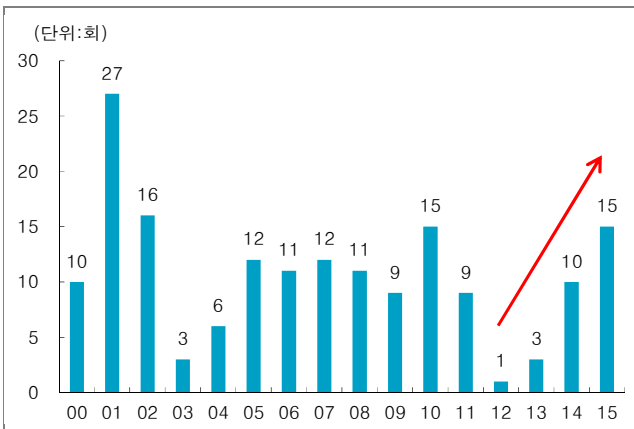
물론 코스닥 스몰캡지수가 역사적 고점을 기록하는 등 상당수의 개별종목들이 밸류에이션 부담에 직면함에 따라, 스몰캡 종목들에 대한 전술적 선택지가 협소해진 상황이다. 그러나 안정성을 기반으로 한 투자나 성장성에 기반한 투자는 무리 없는 선택지가 될 수 있다. 현 시점에서는 안정성 위주의 투자 대안으로는 ‘배당 매력도를 내재한 교육주’를, 장기 성장성을 감안한 투자 대안으로는 ‘사회적 현안으로 급부각된 미세먼지 관련주’를 꼽을 수 있겠다. 물론 교육주들의 경우 학령인구 감소라는 인구구조의 변화를 감안하면 시장 관심주로 부상하기 어려워 보인다. 또한 미세먼지 관련주들도 계절성을 감안할 때 시장 매기가 재결집되기는 쉽지 않아 보인다. 하지만 이하에서 부연하고 있는 제반 요인들을 고려할 때 교육주와 미세먼지 관련주들에 대한 선제적 접근은 무리가 없어 보인다. 즉, 교육주와 미세먼지 관련주들에 대한 길목 지키기식 투자는 중기적으로 승산 있는 게임이 될 수 있다는 판단이다.

■ 미세먼지 관련주는 장기적인 안목으로 투자하자

우리나라는 공기질 수준은
세계 최하위

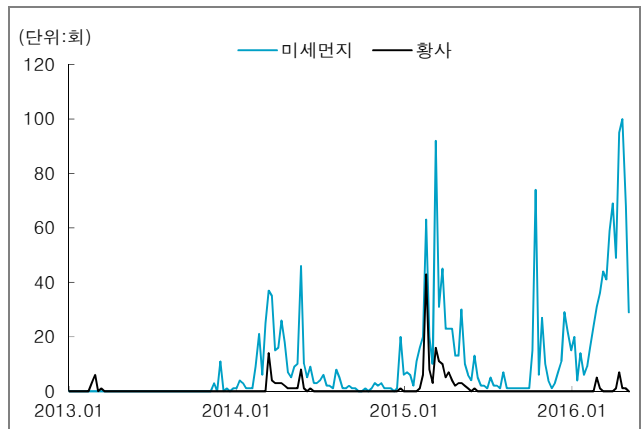
미국 예일대와 컬럼비아대 공동연구진이 지난 16일 발표한 ‘환경성과지수(EPI Environmental Performance Index)’에 따르면 우리나라는 공기질 부문에서 전체 조사대상 180개국 가운데 173위로 중국과 함께 세계 최하권이다. 더불어 연도별 황사 발생일 수도 2012년부터 재차 증가세로 돌아선 것으로 조사되고 있다. 봄철이 아니더라도 미세먼지 증가로 평상시 마스크를 쓰고 다니는 사람들을 흔하게 볼 수 있으며, 외출 전 미세먼지 농도를 확인하는 것은 선택이 아닌 필수가 되고 있는 상황이다. 유통업체에 따르면 미세먼지와 관련용품들의 판매가 구조적으로 늘어나는 것으로 조사되고 있다.

[그림 3] 연도별 황사 발생일수(2000년~2015년)



자료: 기상청(서울기준), 한국투자증권

[그림 4] ‘미세먼지’, ‘황사’ 검색 횟수



자료: 네이버트렌드, 한국투자증권

미세먼지 증가에 따른
생활 양식의 변화가
빠르게 전개되는 중

미세먼지 증가에 따라
공기청정기, 마스크,
미세먼지로 인한 질병,
환경설비 관련주들로의
순환매 가능성 상존

특히 작년부터 미세먼지와 관련한 경고성 기사가 빈번해지고 있다. 네이버 트렌드 분석에 따르면 ‘미세먼지’와 관련한 검색 횟수가 급증한 것으로 조사된다. 이러한 검색 결과는 향후 공기질에 대한 경각심이 구조화될 수 밖에 없으며, 공기질 개선정책이 시급한 현안으로 부상할 수 밖에 없음을 시사하고 있다. 공기오염 문제는 우리의 생활 양식뿐만 아니라 산업변화에도 빠르게 영향을 미칠 것으로 예상된다.

미세먼지 피해 증가에 따라 수혜가 예상되는 기업을 정리해 보면 다음과 같다. 미세먼지 문제는 단기간에 해결 될 수 있는 문제가 아니기 때문에 피해를 줄여줄 수 있는 공기청정기, 마스크, 개인위생용품 등의 관련 기업 매출은 꾸준히 증가할 전망이다. 미세먼지 관련 질병 확산에 따른 치료제 및 예방 의약품 수요 역시 증가할 수 밖에 없다. 또한 미세먼지의 주범으로 지목 받고 있는 제조업에서 미세먼지 저감장치 설비 등의 중요성이 강조됨에 따라 관련된 시장 역시 수혜가 있을 것으로 예상된다.

<표 1> 미세먼지 관련주 분류

분류	기업명	특징
공기청정기 관련업체	위닉스	제습기, 공기청정기, 정수기, 에어워셔 등을 제조
	코웨이	공기청정기 렌탈사업을 영위하며 높은 시장점유율 유지
	대유에이텍	연결자회사 대유위니아를 통해 휴대용 자연 가습 공기청정기 생산
	에스피지	공기청정기에 적용되는 BLDC 모터 생산
마스크	크린앤사이언스	차량용, 산업용 여과지 및 공조용 여과소재 생산
	에프티이앤이	나노섬유 기술이 집약된 나노 마스크 생산
	웰크론	방역마스크, 마스크용 필터, 방검복 등 나노섬유 제품 생산
	오공	미세먼지용 방진마스크 제작
	케이피엠테크	항균 및 항바이러스 기능성 섬유를 사용한 마스크 생산
	윌비스	여성 및 유아 위생용품 브랜드인 '자연생각'을 통해 마스크 판매
미세먼지 관련질환	케이엠	마스크, 방진복 등의 클린룸 용품을 생산
	디에이치피코리아	1회용 점안제를 제조하며 국내 최대 CAPA 보유
	삼일제약	인공눈물 'EYE20', '하이박' 등을 생산하며 브랜드 인지도 1위
	JW중외제약	무방부 처리 1회용 인공눈물 '프렌즈 아이엔젤' 판매
	휴비츠	안광학 의료기기 전문업체
미세먼지 예방 환경설비	조아제약	미세먼지 마스크와 코 전용 세척액 생산
	파마리서치프로드트	조직 재생 효과가 있는 점안제 '리안' 판매
	KC코트렐	제강과정에서 나오는 분진들을 제거하는 집진설비 제작
	KC그린홀딩스	전기집진설비 전문업체 KC코트렐의 모회사

자료: 한국투자증권

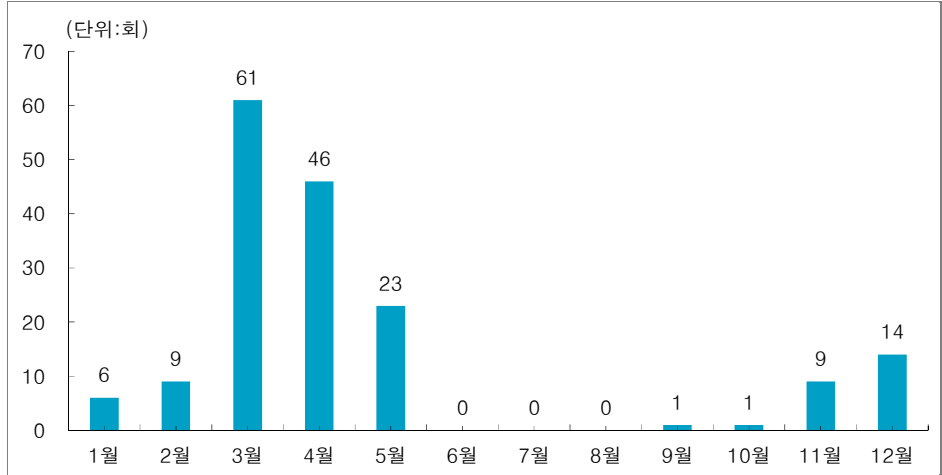
미세먼지 관련주들에 대해서
계절적인 접근보다
장기적인 시각에서
구조적 변화를 주목할 필요

세계보건기구(WHO) 산하 국제암연구소(IARC)는 2013년 미세먼지를 1군 발암물질로 지정했고 올해 전체 상장사중 가장 높은 상승률을 기록하고 있는 영진약품의 경우 급등세의 모티브는 만성폐쇄성 폐질환(COPD) 천연물 신약에 대한 기대감이었다. 과도한 해석일 수 있겠지만, 유해공기로 유발되는 폐질환에 대한 사회적 관심이 높아짐에 따라 나타난 현상일 가능성을 배제할 수는 없을 것이다.

5월 들어 미세먼지 관련주들이 개별종목들의 조정흐름과 계절성이 맞물리며 조정세를 보이고 있다. 경험적으로 월별 누적 황사 발생일 수를 보았을 때 황사는 3월에 가장 심하며 5월에 접어들면서 점점 소강국면에 접어드는 계절성을 내재하고 있어 미세먼지 관련주들의 주가 또한 이러한 계절성을 내포하고 있다. 하지만 미세먼지에 관한 사회적 경각심이 고조되고 있다는 점을 감안할 때 관련주들의 계절성은 약화될 공산이 크다. 사람들이 중국발 황사와 동일선상에서 이해되던 미세먼지 문제가 석탄·석유 등 화석 연료를 태울 때나 공장·자동차의 배출 가스에서 항시적으로 발생한다는 사실과 대기 환경이 단기간 내 개선되는 것은 불가능하다는 사실을 자각하기 시작했기 때문이다.

특히 중국 전체 가구의 공기청정기 보유비율은 1% 미만으로 중국의 공기청정기 시장의 고성장은 예고된 상황이라는 점도 주목할 필요가 있겠다.

[그림 5] 월별 누적 황사 발생일수(2000년~2015년)



자료: 기상청(서울기준), 한국투자증권자료

저평가된 미세먼지 관련주에 대해서는 최근 조정을 매수 기회로 활용

다만 현재 시장에서 미세먼지 관련주로 분류되고 있는 종목들은 대부분 실적이 뒷받침되지 않거나 미세먼지 관련 매출 비중이 미미한 경우가 대부분이라는 점은 미세먼지 관련주들에 대한 투자자들의 관심도를 제약할 수 밖에는 없어 보인다. 따라서 미세먼지 관련주들에 대한 접근은 저평가되어 있는 종목들 위주로 중기적 관점에서 접근이 바람직하다는 판단이다. 작년 보다 실적이 호전되었으며 Trailing P/E가 15배 미만인 종목을 <표2>에 정리하였다.

<표2> 미세먼지 관련주 중 PER 15배 미만 종목

(단위: %, 배)

종목명	4분기 누적 실적 증감률(%)			P/E	P/B	비고
	매출액	영업이익	순이익			
크린앤사이언스	5.4	75.8	135.0	8.7	1.5	차량용, 산업용 여과지 시장 독과점에 따른 수혜 기대
케이엠	2.6	162.7	99.7	9.9	0.8	반도체 클린룸 관련 방진복, 마스크 수요 증가에 따른 성장 전망
에스피지	8.9	0.2	133.2	11.5	1.3	공기청정기 판매량 증가에 따른 부품 수요 증가
대유에이텍	33.4	흑전	흑전	13.3	1.3	대유위니아를 통해 공기청정기, 김치냉장고 등 생활 가전 중국 진출

주1) 실적증감률은 16년 1분기 실적을 포함한 직전 4분기(2015년 2분기~2016년 1분기) YoY 증감률

주2) P/E, P/B은 16년 1분기를 포함한 직전 4분기 기준, 2016년 5월 18일 종가기준

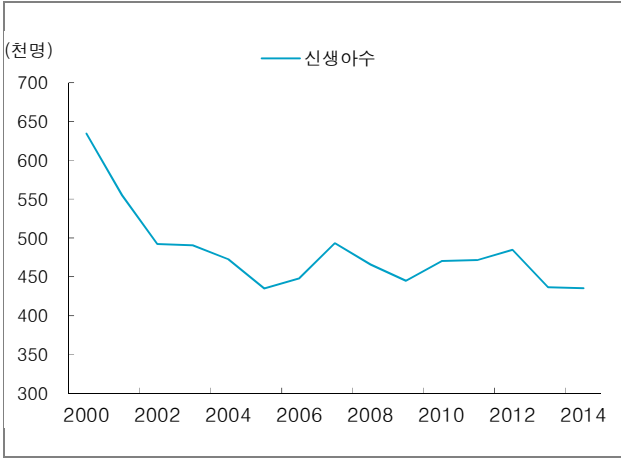
자료: Quantwise, 한국투자증권

■ 배당만으로도 투자매력이 충분한 교육주

학령인구 감소에 따른 사교육 시장 축소 우려는 완화될 전망

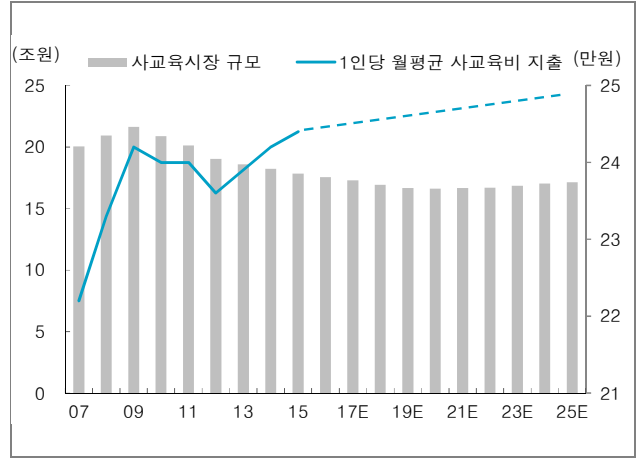
교육업종의 2015년 평균 PER은 11.8배로 시장에서 저평가된 산업중의 하나다. 이처럼 교육업종이 디스카운트되고 있는 가장 큰 요인은 학령인구 감소에 따른 시장 축소에 대한 우려이다. 하지만 통계청 자료에 따르면 2005년 이후 신생아 수는 45만명 수준에서 꾸준히 유지되는 모습이고, 이에 따라 사교육시장의 축소추세도 완화될 것으로 예상된다. 또한 정부의 사교육 규제에도 불구하고, 자식교육에 대해 돈을 아끼지 않는 한국의 풍토로 가구당 사교육비 지출은 2012년 이후 꾸준한 증가세를 보이고 있다. 향후 교육시장은 과거 학령인구가 증가할 때와 같이 빠른 성장은 보여주지 못하겠지만 학령인구 감소가 둔화되는 가운데 사교육비 지출은 꾸준히 증가하며 시장은 성장세로 반전될 여지가 크다는 판단이다. 디스카운트 요인으로 꼽히던 시장축소 우려의 해소조짐이 가시화될 경우 교육주들의 리레이팅이 연출될 공산이 크다.

[그림 6] 연간 출생 신생아 수 - 감소추세 둔화



자료: 통계청, 한국투자증권

[그림 7] 사교육 시장 규모 및 1인당 평균 사교육비 지출

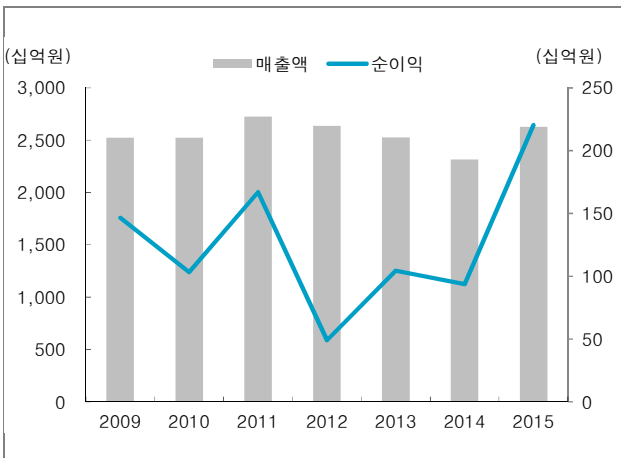


자료: 통계청, 한국투자증권

**교육시장은
상장사들을 중심으로
과점화가 점진적으로
진행될 전망**

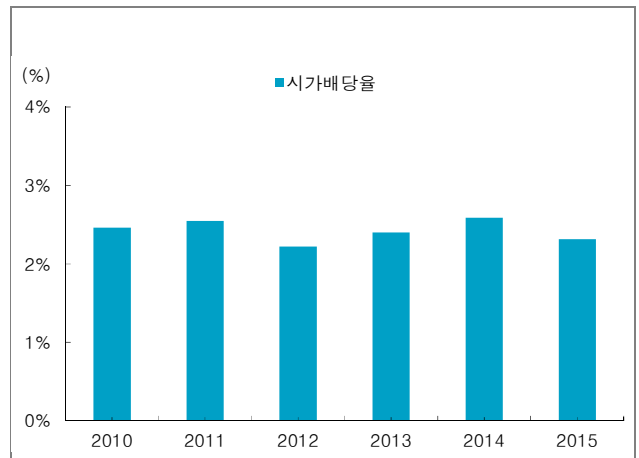
교육시장의 또다른 특징으로는 브랜드 파워와 콘텐츠 개발능력을 가진 상위사로의 과점화 현상이 일어나고 있다는 점이다. 산업수명주기 이론에 따르면 성장단계에서 빠르게 증가한 경쟁업체 수는 산업이 성숙단계에 들어서며 구조조정이 발생하며, 결국 구조조정에서 살아남은 소수의 업체들만이 산업을 구성하는 과점화가 일어나게 된다. 교육시장 역시 2009년까지의 성장 시기를 지나 성숙단계에 들어섰고 이후 산업내 구조조정이 발생하였다. 이 과정에서 변화하는 교육제도에서 양질의 콘텐츠를 개발할 수 있는 능력과 까다로운 소비자들에게 어필할 수 있는 브랜드 파워를 가진 업체들의 경쟁력이 부각되었고 이들을 중심으로 현재 교육시장은 과점화가 진행중인 것으로 파악된다. 이에 따라 살아남은 상위사들의 시장점유율 확대 및 수익성 개선이 예상된다. 과거 과점화가 진행된 슈퍼, 빵집, 편의점 등의 사례를 보면, 과점화가 진행되는 산업 내의 상장기업들의 경우 자본력을 바탕으로 시장 내 입지 강화와 함께 주가도 구조적 상승세를 보였었다는 점을 상기해 볼 필요가 있겠다.

[그림 8] 교육업종 실적 추이



주) Wisefn 기준 교육업종 16개 종목에 대한 매출액 및 순이익
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 9] 교육업종 평균 시가배당을 추이



주) Wisefn 기준 교육업종 16개 종목에 대한 배당률
자료: Quantwise, 한국투자증권

시장 평균을 상회하는 배당메리트

우수한 현금흐름을 바탕으로 꾸준한 배당을 실시하고 있는 점도 교육주의 매력으로 볼 수 있다. 교육산업은 대체로 B2C 모델을 기반으로 하고 있어 교육콘텐츠 구매시 즉시 또는 월별로 현금 지급이 이루어진다. 재고의 문제도 거의 없으며 공장과 같은 대규모 Capex 투자도 요구되지 않기 때문에 현금흐름이 매우 우수하다. 교육 업종의 최근 5년간 평균 시가배당률은 2.4%이며, 2015년 상위 5개사의 평균 배당률은 무려 4.7%에 달한다. 향후에도 안정적인 사업모델과 우수한 현금흐름을 바탕으로 꾸준한 배당이 이루어질 것으로 보인다. 설혹 앞서 언급한 바와 달리 교육산업의 구조재편에 따른 과점화의 진행이 예상보다 더디게 진행된다고 하더라도 배당만으로도 교육주들은 충분한 투자매력을 내재하고 있다는 판단이다.

〈표 3〉 교육업종 내 주요 기업 비교

(단위: %,배)

종목명	1분기 기준 실적 증감률(%)			P/E	시가 배당률	비고
	매출액	영업이익	순이익			
정상제이엘에스	2.1	4.3	10.4	18.0	6.5	영어학원 과점화에 따른 수혜가 예상되는 가운데 높은 배당률 기록
청담러닝	4.3	흑전	흑전	50.1	5.4	영어학원 과점화에 따른 수혜가 예상되는 가운데 높은 배당률 기록
디지털대성	N/A	N/A	N/A	17.9	5.2	입시 교육뿐만 아니라 유아교육시장으로 사업 확대를 진행하고 있음
와이비엠넷	15.2	적전	적전	N/A	4.9	영어학원 과점화에 따른 수혜가 예상되는 가운데 높은 배당률 기록
대교	0.2	(19.2)	(26.9)	27.4	2.6	러닝센터를 중심으로 한 회원 수 증가 및 과목 수 증가가 진행 중
메가스터디교육	N/A	N/A	N/A	23.3	2.4	특목고 입시컨설팅 및 기숙학원 오픈으로 수익성 개선이 전망됨
능률교육	9.5	29.6	25.5	9.1	2.2	유아부터 성인까지 전연령을 대상으로 하는 영어서비스를 시행 중
비상교육	(6.0)	(53.8)	(64.1)	8.8	1.8	국정교과서 진출에 따른 학습교재 점유율 상승을 예상
웅진씽크빅	(2.1)	362.0	1,171.8	21.2	0.0	태블릿PC를 이용한 학습지 및 전집시장의 점유율 상승을 예상

주1) 실적증감률은 2016년 1분기 기준 YoY 증감률. P/E는 16년 1분기 실적을 포함한 직전 4분기 기준. 2016년 5월 18일 종가기준
 자료: Quantwise, 한국투자증권

- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 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 종목들은 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.