

소형주 반작용의 전제는 대형주 관성 약화

2017년 Target KOSPI	2,600pt
12MF PER	9.61배
12MF PBR	1.02배
Yield Gap	8.5%p

- ▶ 코스닥 스몰캡지수는 52주 신저가를 보인 반면 유가증권시장 대형주지수는 역사적 신고가 경신
- ▶ 대형주의 상승 관성이 단절되기 전까지 중소형주에 대한 선호도는 제한적일 수 밖에 없음
- ▶ 단기 수익률 제고 차원에서는 낙폭과대주, 역발상 관점에서 턴어라운드주와 안정 성장주

증시 조정에도 불구하고
대형주 위주의 장세는
공고하게 유지

■ 북한 리스크는 대형주 위주의 장세를 고착화시키는 요인으로 작용

7월 북한의 대륙간탄도미사일(ICBM) 발사를 계기로 외국인이 매도 기조로 돌아서면서 코스피가 조정세를 보임에 따라 8월 하순에는 대형주 위주의 시장 기조가 중소형주 장세로 전환될 것이라는 기대감이 높아지기도 했다. 실제로 8월 하순 유가증권시장 소형주지수는 이례적으로 9거래일 연속 상승행진을 펼쳤다. 그러나 결국 소형주 및 코스닥지수는 지난 2년간의 관성에서 벗어나지 못하며 일시적이고 제한적인 반등에 그치는 모습(그림1 참조)이었다. 8~9월의 조정에도 불구하고, 대형주 위주의 장세라는 증시 성격에는 전혀 변함이 없는 상황이다.

9월말 52주 신저가를
경신한
코스닥스몰캡지수

매번 가격논리에 입각해 개별 종목장세 전개 가능성이 제기되곤 했지만, 번번히 무산되었다. 또한 문재인 정부 출범과 함께 4차 산업혁명 관련 지원책, 중소기업 육성책 등이 본격화될 것이라는 기대감과 글로벌 증시에서의 스몰캡 강세 흐름 등으로 중소형주에 대한 기대감이 높아지기도 했으나 말 그대로 기대감만 높아졌지 현실화되지는 못하는 양상이다. 금년 내내 유가증권시장 소형주지수뿐만 아니라 코스닥지수도 하락 채널에서 벗어나지 못하고 있다. 더구나 9월초 6차 핵실험으로 인해 또다시 표면화된 코리아 디스카운트는 경험적으로 대형주에 비해 소형주가 리스크에 더 취약하다는 사실을 투자자들에게 각인시키는 요인으로 작용했다. 이로 인해 개인투자자들의 투자심리를 대변하는 코스닥 스몰캡지수는 9월말 52주 신저가를 경신한 반면 유가증권시장 대형주지수는 10월 첫 거래에서 역사적 신고가 행진을 재개했고, 뒤이어 전일에는 코스피도 역사적 신고가를 경신하는 모습이다.

[그림 1] 17년도 2분기 사상 최대 실적주의 초과 수익률 추이

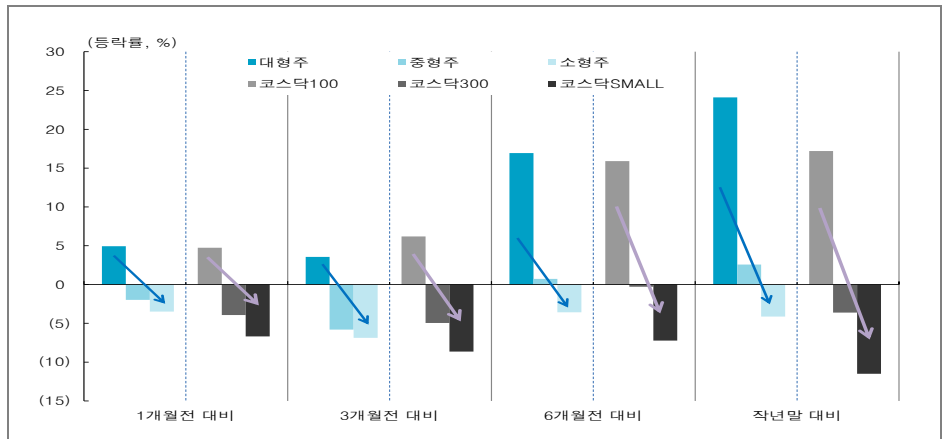


자료: WiseFn, 한국투자증권

**극명하게
차별화를 보이고 있는
대형주와 소형주**

금년 중 유가증권시장 및 코스닥시장 대형주/중형주/소형주지수의 1개월, 3개월, 6개월, 연간 등락률을 보면 공히 대형주 > 중형주 > 소형주 순으로 서열화가 명확하다. 대형주의 수익률은 플러스를 보이고 있는 반면 소형주의 수익률은 마이너스를 기록하며 극명하게 갈리고 있다. 대형주와 중소형주간의 수익률 격차가 이례적으로 심화된 상태임에도 불구하고, 시총 규모에 따른 수익률 서열화의 전열은 여전히 공고한 상태다. 중소형주의 가격 메리트가 한층 더 높아졌음에도 불구하고, 여전히 중소형주의 상대적 약세국면의 피날레를 예단하기는 쉽지 않아 보인다.

[그림 2] 유가증권시장과 코스닥의 대/중/소형주 등락률 비교



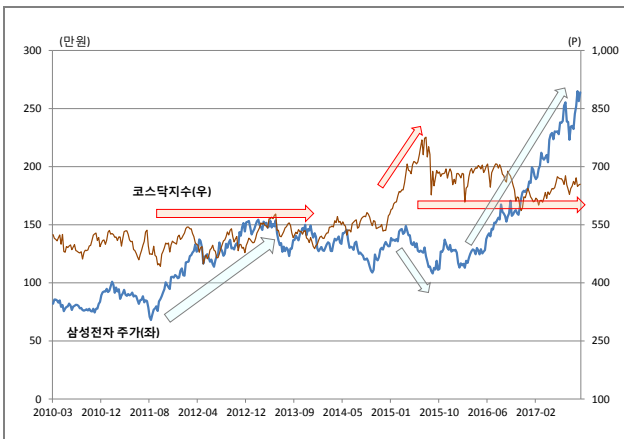
주) 등락률은 10월 10일을 기준으로 산출

자료: WiseFn, 한국투자증권

**삼성전자의 상승 모멘텀이
약화되기 전까지는
중소형주로의 순환매는
제한적일 전망**

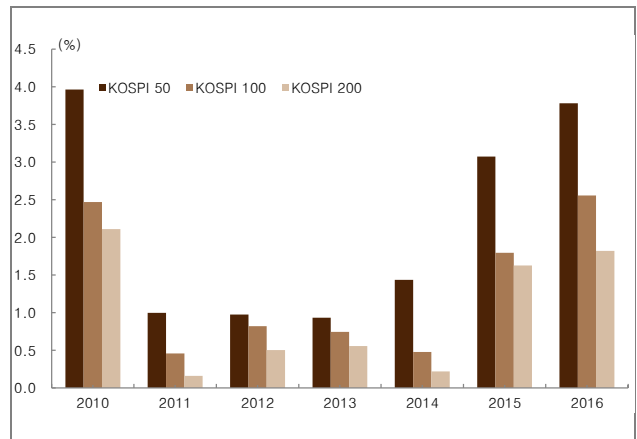
더구나 다음과 같은 점들에 비추더라도 중소형주에 대한 전향적 접근은 쉽지 않아 보인다. 대형주를 대표하는 삼성전자의 독주국면 하에서 중소형주들에 대한 시장 관심이 높아지기는 쉽지 않기 때문이다. 과거 삼성전자의 신고가 국면을 돌이켜 보면 삼성전자의 강세국면 하에서는 소형주나 코스닥 종목들의 상대적 소외는 불가피했다. 특히 반도체 슈퍼사이클을 바탕으로 한 삼성전자의 유례없는 실적 호조세를 감안할 때 삼성전자에 대한 투자자들의 높은 선호도는 앞으로도 상당기간 지속될 전망이다. 대형주를 대표하는 삼성전자의 상승 관심이 약해지기 전까지 중소형주로의 순환매 유입은 제한적일 수 밖에 없다.

[그림 3] 삼성전자 신고가 국면에서 정체를 보인 코스닥



자료: WiseFn, 한국투자증권

[그림 4] 4분기중 KOSPI50/100/200의 초과수익률 비교



자료: WiseFn, 한국투자증권

중소형주가 과도한 낙폭에도 불구하고 기술적 반등 이상의 의미 있는 반작용을 보일 여지는 아직 크지 않아 보인다. 또한 계절적 측면에서 보더라도 중소형주가 비교열위일 수 밖에 없어 보인다. 2010년 이후 7년간 대형주들 대표하고 있는 코스피50/코스피100/코스피200의 4분기 중 등락률을 보면 예외 없이 코스피 대비 초과수익률을 보인 가운데 시가총액 순위에 따른 수익률 서열화가 뚜렷한 것으로 조사된다. 이러한 계절적 경험칙이 매년 동일하게 작동하는 것은 아니겠지만 그렇다고 확률 높은 경험칙을 무시할 수는 없다.

물론 중소형주의 조정 폭이나 조정 기간을 감안할 때 중소형주들이 하락 관성에서 벗어나는 반작용이 언제든 일어날 수 있다. 특히나 주요 IT업체들의 대규모 투자, 4차 산업혁명 위원회 출범, 3분기 실적 발표 등을 발판으로 중소형주들의 반등이 전개될 여지는 충분하다. 하지만 앞서 언급한 바와 같이 아직은 중소형주에 대한 적극적인 플레이는 성급해 보인다.

결국 현 시점에서의 중소형주에 대한 투자는 기회비용을 줄이는 차원에서 단기적으로는 낙폭과대주에 초점을 맞추는 한편 역발상적 관점에서 턴어라운드주나 안정 성장주에 대한 중기적 접근은 무리가 없어 보인다

■ 반등국면에서는 낙폭과대 중소형주가 우선

대형주 위주의
장세가 지속되더라도
낙폭과대 중소형주에 대한
베팅은 충분히 승산 있는 게임

통상 조정국면 이후 투자의 우선 순위는 당연히 낙폭과대주일 수 밖에 없다. 더구나 코스피가 역사적 신고가를 경신한 상황에서 낙폭과대 중소형주의 반등 여지는 어느 때보다도 높아 보인다. 앞으로도 대형주 위주의 장세가 지속된다 하더라도 현 시점에서 낙폭과대 중소형주에 대한 베팅은 승산 있는 게임이다.

다만 대형주의 경우에는 단순히 낙폭만을 기준으로 선별하더라도 단기적인 투자성과를 보이지만 중소형주의 경우에는 낙폭에 플러스 알파가 가미되어야 한다. 또한 낙폭을 기준으로 한 투자는 단기에 그쳐야 한다. 낙폭이 클 경우 가격 메리트가 여타 악재를 압도해 낙폭과대주의 단기 되돌림이 다른 팩터를 기준으로 선별한 종목들의 반등보다 강할 수 있다. 하지만 일정기간 혹은 일정수준 이상의 반등 이후 가격 메리트가 희석되게 되면 기업 고유의 문제 등 펀더멘탈 변수에 의해 방향성이 재설정될 수 밖에 없기 때문이다.

참고로 지난 3개월간 낙폭이 컸던 중소형주들 중 밸류에이션 매력에 내재된 종목들을 선별하였다.

〈표 1〉 낙폭과대 중소형주

(단위: 배)

종목명	하락률	TTM		종목명	하락률	TTM	
		P/E	P/B			P/E	P/B
에프엔에스테크	-38.8%	10.6	1.4	백산	-29.3%	9.0	1.3
디이엔티	-36.5%	7.8	1.5	마이크로프랜드	-27.9%	13.7	1.9
아진엑스텍	-32.9%	12.2	1.7	오텍	-27.3%	8.9	1.2
우진플라임	-31.8%	7.0	1.2	매일홀딩스	-26.3%	3.3	0.6
에이블씨엔씨	-30.8%	17.7	1.3	하림	-25.8%	5.0	0.8
로체시스템즈	-30.1%	6.5	1.3	뷰웍스	-24.9%	13.1	3.1

주) 6월말 대비 10월 10일까지의 등락률
자료: Quantwise, 한국투자증권

구조적 성장세에도 불구하고 저평가된 중소형주에 대한 역발상적 접근 유효

■ 구조적 성장세에도 불구하고 소외된 중소형주에 대한 중기적 접근

대개 중소형주에 대한 투자는 유망산업과 유망테마를 중심으로 시류에 따라 단기적 차원에서 이루어지는 경우가 많다. 더구나 현재와 같은 대형주 위주 장세에서 중소형주에 대한 홀딩전략은 더욱더 쉽지 않은 선택이다. 소수의 게임이 쉽지는 않지만, 심리적 저항감을 극복하고 투자시계를 길게 가져 갈 경우에는 승률 높은 게임이 될 수 있다는 것은 주지의 사실이다. 따라서 대형주 장세가 구조적으로 지속됨에 따라 안정적 성장세에도 불구하고 여타 중소형주들의 약세에 동조적 하락세를 보인 종목들에 대한 중기적 접근은 무리 없는 선택지이다. 특히 명확한 성장세를 시험하고 있음에도 저평가된 중소형주들에 대한 역발상적 접근이 필요한 시점이다.

참고로 2013년에서 2016년까지 4년간 매출이 매년 두 자리수(10% 이상)의 성장세를 보인 중소형주들 중에서 금년에도 매출이 10% 이상 성장할 것으로 예상되는 종목들 중에서 P/E 기준 밸류에이션이 15배 미만인 종목들을 선별했다.

〈표 2〉 구조적 성장세에도 불구하고 저평가된 중소형주

(단위: 배)

종목명	"13~16년 매출 증가율	"17F 매출 YoY	TTM		비고
			P/E	P/B	
한컴MDS	21.7%	14.6%	14.9	1.6	국방항공 부문의 S/W 수요 증가와 자동차 전장화에 따른 수혜
한국자산신탁	50.6%	48.6%	7.9	1.7	공공주택 및 도시재생 사업에서의 신탁사 역할 증대 전망
디에이치피코리아	18.6%	13.4%	9.7	1.6	높은 가동율 유지 중이며 매출증가에 따른 레버리지 효과 기대
아이에스동서	39.1%	13.1%	4.6	1.0	사업구조 개편이 마무리되며 본격적인 이익 개선국면에 진입
현대엘리베이	18.3%	12.0%	8.1	1.6	설치 단가 상승과 유지보수 시장 성장에 따른 수혜

자료: Quantwise, 한국투자증권

■ 실적 개선주의 핵심 부분집합은 턴어라운드

대형주 위주 장세에서도 턴어라운드 매력을 내재한 중소형주에 대한 관심은 유효

시장 전반이 구조적인 약세국면에 돌입한 상태가 아니라면 실적의 드라마틱한 변화를 지칭하는 턴어라운드(Turn Around)는 투자자들에게 강력한 매수 유인으로 작용할 수 밖에 없다. 대형주 위주의 장세로 중소형주가 하락채널에서 벗어나지 못한다 하더라도 턴어라운드 매력을 내재한 중소형주에 대한 관심은 유효하다.

다만 턴어라운드주 투자의 핵심은 직전 년도(직전 분기)에 적자에서 흑자로 반전되었다는 사실 자체가 의미를 갖는 것이 아니라 실제로 흑자 기조가 정착될 수 있느냐 그리고 꾸준한 수익 개선세가 이어져 실제 턴어라운드 기업이 될 수 있느냐이다. 본격적인 회복세를 보이고 있는 글로벌 경기흐름에 비추어볼 때 금년 하반기 혹은 내년에 턴어라운드가 예상되는 종목들의 경우 글로벌 경기 호조에 힘입어 어느 때보다도 흑자기조가 정착될 공산이 커 보인다는 점에서 현 시점에서 턴어라운드가 예상되는 중소형주에 대한 베팅도 무리 없는 선택지로 여겨진다.

〈표 3〉에서는 올 하반기와 내년 중 영업이익이 적자에서 흑자로 전환되거나 큰 폭으로 증가해 턴어라운드가 예상되는 중소형주 중에서 P/B 기준 밸류에이션 매력도가 있는 종목들을 선별했다.

〈표 3〉 금년 하반기 및 내년 턴어라운드 예상 중소형주

(단위: 배)

종목명	영업이익 YoY		12MF P/B	비고
	17 2H	18E		
파라다이스	적자	흑전	1.3	파라다이스 시티가 개장 두번째 분기만에 BEP에 육박하는 실적을 보이며 강한 턴어라운드 전망
게임빌	적자	흑전	1.4	금년 4분기와 내년 1분기 중 아키에이지 비긴즈, 로열블러드 등 신작 출시 모멘텀 본격화 전망
한화갤러리	적자	흑전	0.6	제주 면세점 영업 종료로 통해 2018년 전사 영업흑자에 대한 가시성 높아짐
KH바텍	적자	흑전	0.7	밸류에이션이 PBR 0.65배까지 낮아진 상태에서 체질 개선에 따른 흑전 전망
캠트로닉스	적자	흑전	1.0	통신모듈 업체로 2018년 자동차 시장 신규 진입 기대
덱스터	적자	흑전	2.4	신작 '신과함께' 개봉에 따른 수익 인식 및 중국 영화 VFX(시각특수효과) 수요 확대에 따른 수혜
*대한유화	흑전	144.2%	0.9	4분기 증설효과가 가시화되며 NCC 상황 부진에도 불구하고 1,000억원의 영업이익 달성 전망
*대유위니아	흑전	133.3%	0.9	3분기부터 매출 비중 가장 높은 김치냉장고가 성수기에 진입하면서 실적 개선 지속 예상
*코오롱생과	흑전	2616.7%	3.9	인보사 K의 판매와 자회사 티슈진의 상장으로 성장을 이어갈 것으로 전망
*게임빌	흑전	760.0%	1.4	'아키에이지 비긴즈'와 '로열블러드' 등의 기대 신작 출시는 4분기부터 본격화 될 전망
*지역난방공사	흑전	193.2%	0.5	미세먼지 감축을 위한 정부주도의 정책개편과 전력시장의 변화로 우호적인 시장환경이 조성
*휴니드	흑전	123.5%	1.1	TICN(차세대 군 정보통신체계) 관련 매출이 4분기 일시 반영 전망

주: * 종목은 올해 하반기 턴어라운드 전망, 기타 종목은 내년 턴어라운드 전망

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 기재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.