

투자에 왕도는 없다. 교과서적 대응이 해법!

2017년 Target KOSPI	2,350pt
12MF PER	9.70배
12MF PBR	0.99배
Yield Gap	8.7%P

- ▶ 과거 코스피와 코스닥지수의 연속 상승 개월 수의 한계치는 예외 없이 6개월이었음
- ▶ 중소기업벤처부 신설, 사드정국의 이완 등을 감안할 때 중소형주로의 순환매 가능성 농후
- ▶ 중기적 관점에서 가치별 투자 매력도와 이익 개선 모멘텀을 겸비한 중소형주들에 대한 선택과 집중

■ 경험칙상으로는 코스피의 기술적 부담 표출 가능성 임박

연속 상승 개월 수의
한계치는 6개월

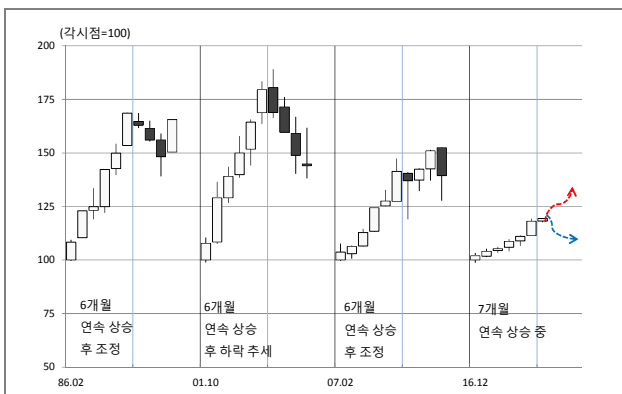
코스피가 전인미답의 7개월 연속 상승 행진을 펼치며 저점 대비 20%가 넘는 상승세를 시현하는 등 상당한 피로도가 누중된 가운데 뒤쳐져 있던 코스닥도 4개월째 상승 행보를 이어갔다. 코스닥의 기술적 저항선으로 여겨지던 650P선을 돌파하며 연중 최고치를 경신함에 따라 대형주 주도 장세의 이완 가능성이 꾸준히 제기되는 양상이다.

설혹 현 국면이
대세 상승기의
초입이라 하더라도
휴지기는 필요한 지점

특히 코스피 상승랠리의 기간적 부담감이 이례적으로 고조된 상황이다. 과거 코스피의 연속 상승 개월 한계치는 6개월로 7개월 연속 상승세를 시현한 적이 한번도 없었다. 뿐만 아니라 코스닥지수도 6개월 연속 상승 후에는 단 한번의 예외 없이 조정국면이 연출되었다. 물론 유가증권시장 중형주와 소형주지수의 경우에는 7개월 연속 상승세를 적이 있었지만, 7개월 연속 상승 행진이 한계선이었다는 점을 감안할 필요가 있겠다. 코스피가 6월에도 양봉으로 마감할 경우 7월 연속 상승이라는 신기원을 이루게 되지만, 주요 지수들의 기술적 경험칙에 비추어 볼 때 향후 코스피가 별다른 조정 없이 역사적 신고가 국면을 지속하기는 쉽지 않아 보인다. 과거 코스피가 6개월 연속 상승세를 보인 3차례 중 2001년과 2007년 사례의 경우 상승장의 막바지 국면으로 끝이어서 약세장으로 전환되었다. 이와는 달리 대세 상승기로 이어졌던 86년의 경우조차도 6개월 연속 상승 뒤에는 3개월간의 조정국면이 뒤따랐다는 점을 감안할 필요가 있겠다.

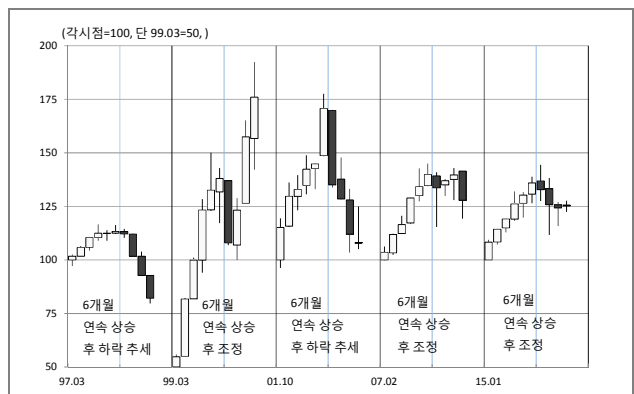
따라서 코스피의 기술적 흐름이 직전 상승폭을 장악하지 않는 추세 내 조정으로 제한되는지를 주목하는 한편 보유 포트폴리오의 구성에 대한 고민이 필요해 보인다.

[그림 1] 코스피, 6개월 연속 상승시기의 월봉 추이



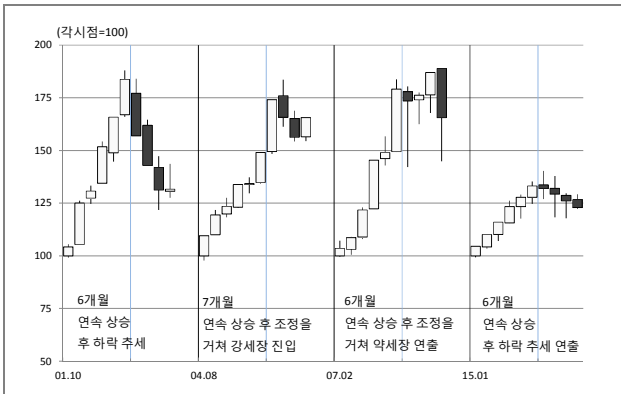
자료: 한국투자증권

[그림 2] 코스닥, 6개월 연속 상승시기의 월봉 추이



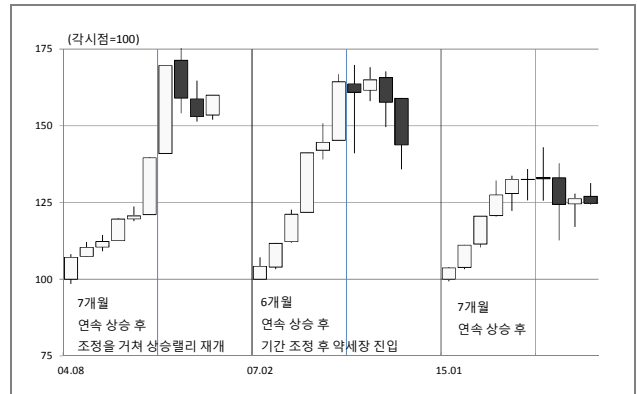
자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 3] 중형주, 6개월 연속 상승시기의 월봉 추이



자료: 한국투자증권

[그림 4] 소형주, 6개월 연속 상승시기의 월봉 추이



자료: WISEfn, 한국투자증권

중소기업벤처부 신설,
사드정국의 이완 등을
고려할 중소형주의
추가 반등 여지는 충분

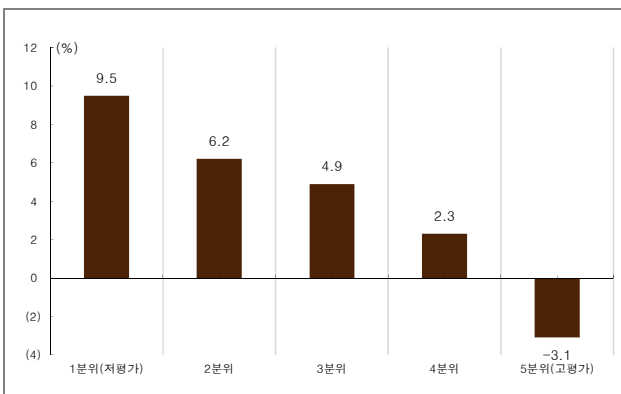
과거 경험칙에 비추어 볼 때 6월을 기점으로 삼성전자 등 대형주에 집중되었던 적어도 시장 온기가 일시적으로나마 중소형주로 확산될 여지가 커 보인다는 점에서 저평가된 중형주에 대한 선별작업이 바람직해 보인다. 물론 증시 경험칙이 매년 그대로 반복된다고 할 수는 없다. 하지만 대선 전에는 약세를 보이던 중소형주가 대선 이후에는 강세를 보여왔다는 사실과 더불어 이번 문재인 정부에서는 ‘중소벤처기업부’를 신설하기로 하는 등 중소기업 장려정책에 대한 기대감이 어느 때보다도 강하게 형성될 수 있는 시기이다. 이에 더해 작년 4분기 코스닥지수를 700P선에서 600P선 아래로 추락시켰던 사드(THAAD) 정국도 대결국면에 대화국면으로 전환되었다는 점을 감안할 때 저평가된 중소형주에 대한 관심은 무리 없는 선택지로 여겨진다.

■ 중소형주 선별작업의 출발은 투자 교과서에 기초할 필요

저평가된 중소형주에
대한 선택과 집중이
필요한 시기

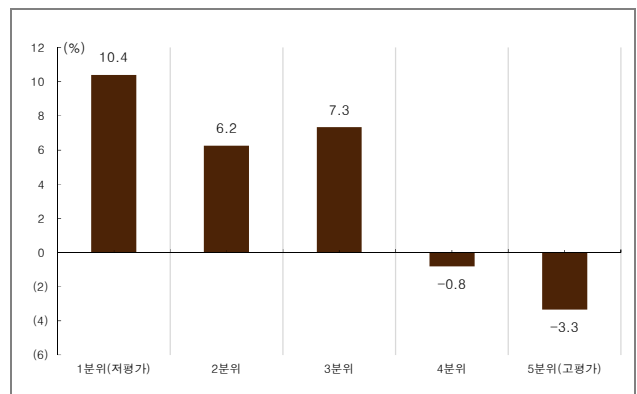
장세변화에 대응해 포트폴리오 조정 시 그 시작점은 투자 교과서에 기초하는 것이 바람직하다. 6월 들어 스몰캡을 대표하는 코스닥시장이 코스피 대비 상대적 강세 조짐을 보임에 따라 어떤 중소형주들의 포트폴리오 편입해야 할지에 대한 투자자들의 고민이 깊어지고 있다. 최선책이 되지는 못하겠지만, 교과서적인 대응은 차선책이 될 수 있다.

[그림 5] 자산가치 순위별 주가 등락률



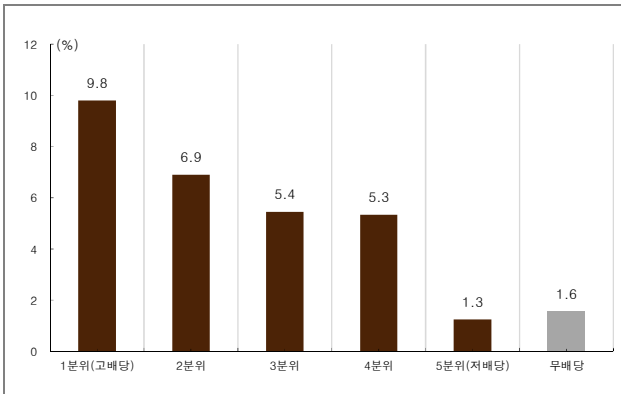
주) 자산가치 순위별 주가등락률은 16년 BPS와 16년말 주가를 기초로 해 상장된 1,772개 종목들을 자산가치 대비 저평가도를 5분위화하여 2016년말 대비 2017년 6월5일까지의 주가 등락률을 조사한 값임
자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 6] 수익가치 순위별 주가 등락률



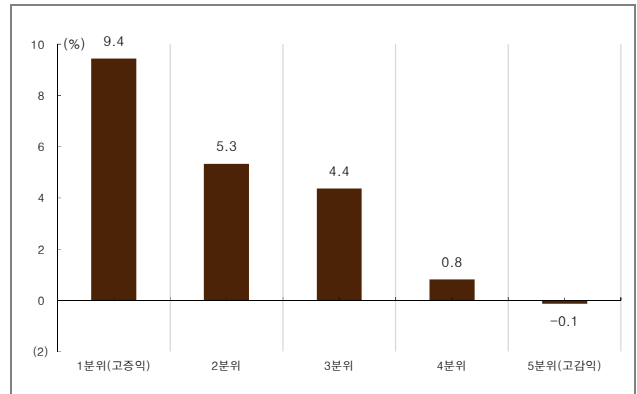
주) 수익가치 순위별 주가등락률은 16년 EPS와 16년말 주가를 기초로 해 상장된 1,772개 종목들을 수익가치 대비 저평가도를 5분위화하여 2016년말 대비 2017년 6월5일까지의 주가 등락률을 조사한 값임
자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 7] 배당가치 순위별 주가 등락률



주) 배당가치 순위별 주가등락률은 16년 DPS와 16년말 주가를 기초로 해 상장된 1,772개 종목들을 배당 매력도로 5분위화하여 2016년말 대비 2017년 6월5일까지의 주가 등락률을 조사한 값임
자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 8] 이익 개선 모멘텀 순위별 주가 등락률



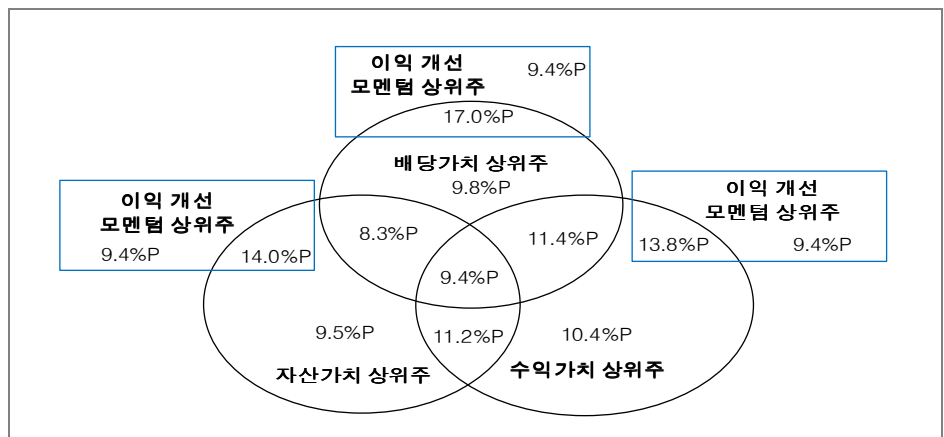
주) 이익 개선 모멘텀 순위별 주가등락률은 17년 3월말 주가와 16년 실적 및 17년 1분기 실적을 기초로 해 상장된 1,772개 종목들을 이익 개선폭을 기준으로 5분위화하여 2016년말 대비 2017년 6월5일까지의 주가 등락률을 조사한 값임
자료: WISEfn, 한국투자증권

실제로 기본적인 투자 매력도에 따른 주가 차별화 뚜렷

금년 들어 전체종목들의 산술 평균 수익률을 보면, 자산가치, 수익가치, 배당가치, 이익 개선 모멘텀에 따른 매력도에 의해 차별화되는 모습(그림5~8 참조)을 보인 것으로 조사된다. 저평가된 종목을 중기적 관점에서 보유하는 교과서적 투자가 대형주 장세나 개별종목 장세에 대한 논란과 무관하게 시장을 아웃퍼폼할 수 있음을 반증한다. 결국, 장세와 무관하게 하반기를 대비한 중소형주 선별도 교과서적인 투자에 기초하는 것이 합리적인 선택일 수 있음을 시사한다.

가치 및 이익 모멘텀에 따른 주가 등락률을 좀 더 자세히 살펴보면, 특정 가치별 상위 주들간의 수익률이 유의미한 격차를 보이지 않고 있다. 그렇지만 수익가치 순위별 주가 등락률은 2분위와 3분위간의 수익률이 역전되어 있고, 배당가치 순위별 주가는 3분위와 4분위간의 수익률 격차가 없는 데 반해 자산가치 대비 저평가 순위별로 주가 등락률과 이익 개선 모멘텀 순위별 주가 등락률은 순위에 따른 서열이 명확하다는 점에서 상반기 중 시장은 자산가치와 이익 개선 모멘텀에 현재 중소형주 선별에 상대적으로 주요한 잣대로 작용하고 있다는 판단이다.

[그림 9] 가치별 매력도 상위주와 이익 개선 모멘텀 상위주간의 교집합별 수익률 비교



자료: WiseFn, 한국투자증권

또한 가치별 순위정보에 이익 개선 모멘텀에 대한 정보가 가미될 경우 수익률이 유의미하게 개선되는 것으로 조사된다는 점에서 각 가치별 투자매력도가 높은 종목들 중에서 이익 개선 모멘텀을 시험하고 있거나 이익 개선 모멘텀이 예상되는 중소형주들에 대한 집중 전략이 비교우위를 보일 공산이 커 보인다.

5월까지 코스닥 및 소형주의 상대적 부진이 지속됨에 따라 많은 투자자가 대형주로 갈아타기에 나섰지만, 중기적 관점에서 보면 그 실익은 크지 않다. 막힌 도로에서 옆 차선이 더 빠른 것 같아 차선변경을 하게 되면 오히려 더 많은 교통체증을 유발하는 자충수가 될 수 있다. 어느 차선을 이용하더라도 실제 도착 시간에는 차이가 없음에도 불구하고, 도로가 막히면 항상 옆 차선이 더 빠른 것으로 느껴진다. 이는 심리적 측면에서 내가 추월한 차량은 시야에서 금방 사라지지만, 나를 추월해 앞서 간 차량은 시야에 오래 남아 더 예민할 수밖에 없기 때문이다. 운전자뿐만 아니라 투자자들도 남의 떡이 커 보일 수밖에 없다. 이러한 심리적 편향성을 극복하고 대형주나 소형주나 아니면 가치주나 성장주나에 대해 좌고우면하기 보다는 투자 매력도가 높은 종목들로 포트폴리오 구성해 시장 대비 아웃퍼폼에 초점을 맞추는 교과서적 접근에 집중할 필요가 있겠다.

아래 표에서는 수익기준 P/E 7배 미만, 자산기준 P/B 0.6배 미만, 배당기준 4% 이상의 종목 중 올해 1분기 영업이익이 전년동기대비 증가한 종목을 선별했다.

〈표 1〉 투자매력도별 관심종목 리스트

(단위: 배)

구분	종목명	투자매력도	1Q 영업이익 YoY 증감률	비고
수익기준	힐라코리아	3.1	675%	의복, 신발, 시계, 화장품 및 골프장비 등의 제조, 도소매 및 수출입업 영위
	황금에스티	4.7	941%	스테인리스 열연, 냉연판, 파이프 등 제조 및 판매
	에스엘	5.9	23%	전조등, 샤시부품 등을 생산하여 국내 자동차 메이커에 OEM방식으로 납품
	삼양통상	6.1	49%	GS 기업집단의 계열사로서 피혁가공 및 판매업을 영위
	애경유화	6.8	47%	애경 기업집단의 계열사로서 석유화학제품 제조를 주사업부문으로 영위
자산기준	한국제지	0.3	56%	인쇄 용지인 백상지, 복사지, 특수지 등의 제조 및 판매를 주요사업으로 영위
	JB금융지주	0.4	23%	전북 및 광주/전남 지역에서 높은 수신점유율을 확보하고 있는 금융지주사
	세아제강	0.4	16%	건축용 자재로 사용되는 강관, 강판, 산소 및 화약약품 등 제조매매사업 영위
	인탑스	0.5	9%	휴대폰 ASS'Y, 프린트 ASS'Y 등 제조 및 판매
	서연	0.5	31%	현대차, 기아차에 자동차 내장제품, SEAT 및 전장제품을 생산 공급
배당기준	대신증권	6.4%	56%	금융투자업과 그와 관련된 부수업무 영위하며 위탁매매부분에서 경쟁력 보유
	정상제이엘에스	5.7%	12%	오프라인 직영어학원을 기반으로 초중등생 대상의 영어교육 서비스를 제공
	청담러닝	4.6%	16%	'학원사업부문'과 '컨텐츠사업부문', '스마트클래스사업부문'등 교육 사업 영위
	화성산업	4.5%	32%	토목, 건축, 환경, 엔지니어링 컨설팅 분야를 포함하는 사업 영위
	이크레더블	4.3%	9%	국내 대기업 대상으로 신용인증서비스 및 B2B e-Market Place 사업 영위

주) 투자매력도는 수익기준 P/E TTM, 자산기준 P/B TTM, 배당기준 2017년 예상배당률을 지칭

자료: Quantiwise, 한국투자증권

■ 대형지주사 재평가 과정에 중소형지주사의 후행적 연동 가능성

3월 이후

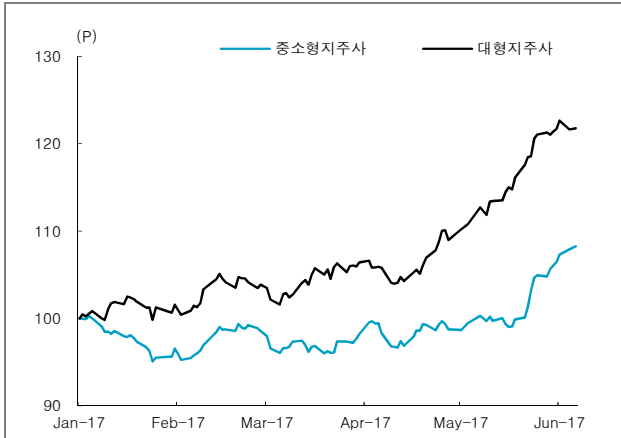
대형지주사

강세기조 진입

최근의 주가 상승 흐름은 지주사까지 확대되었다. SK, 한화 GS 등 대형 지주사들은 연초대비 20% 이상 상승하며 신고가를 경신하고 있다. 지주사들이 강세를 보이는 배경은 자회사들의 실적 개선과 지주사의 주주환원정책 확대에 대한 기대이다. 문재인 대통령은 후보시절부터 스튜어드십코드 도입을 공약으로 내세웠고 과거 주주행동주의를 주장하던 장하성, 김상조 교수를 각각 청와대 정책실장과 공정거래위원장으로 내정하면서 주주환원정책에 대한 의지를 다시 한번 표출하였다.

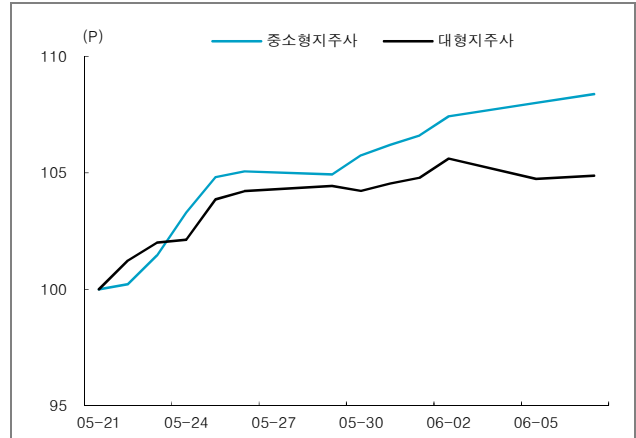
청와대 정책실장으로 임명된 장하성 교수는 지난 2006년 8월 리자드코리아자산운용의 한국기업지배구조펀드(일명 ‘장하성 펀드’)에 고문으로 참여하여 지배구조가 비효율적인 기업의 지분을 매수하여 1)지배구조 개선 및 이사진 교체, 2) 우량 비상장 자회사 기업공개 요구, 3)유가증권 및 부동산 매각, 4)배당확대 등의 방법을 통해 기업가치를 극대화시켰던 이력이 있다. 당시 지주사관련주는 지배구조개선 기대감에 펀드가 출범한 2006년 8월 이후 1년 만에 80%넘게 상승하기도 했다

[그림 10] 2017년 지주사 주가 추이



자료: 한국투자증권

[그림 11] 장하성 교수의 정책실장 내정 이후 지주사 주가 추이



자료: 한국투자증권

2006년 당시에는 대형지주사와 중소형지주사는 큰 괴리를 보이지 않고 상승세를 펼쳤다. 하지만 올해 초부터 이어진 지주사의 주가상승은 대형지주사가 주도하고 있다. 그 이유는 대형지주사가 인적분할, 자사주소각 등을 통해 우선적으로 지배구조 개선과 주주환원정책을 실행할 개연성이 크기 때문이다.

스튜어드십코드 도입을 통한 주주환원정책 강화는 대형지주사와 중소형지주사 모두에 수혜

하지만 과거 사례에서도 알 수 있듯 스튜어드십코드 도입은 대형지주사와 중소형지주사 모두에게 영향을 미친다. 지금까지 대다수 기업들의 오너는 기업의 이익을 소액주주의 요구를 고려하지 않고 대주주인 본인에게 가장 유리한 방법으로 분배해왔다. 특히 복잡한 기업 지분구조를 통한 기업 지배, 비상장기업의 인수를 통한 상속, 독단적인 이사회 선임 등의 과정에서 종종 발생했다. 하지만 스튜어드십코드 도입을 통해 전문성을 갖춘 여러 기관들이 기업의 의사결정에 참여하기 시작한다면 과거보다 주주이익 극대화를 위한 이익 분배가 이루어질 수 있고 주주총회를 통한 소액주주의 발언권이 높아질 수 있다. 현재 상승 강도가 상대적으로 낮은 중소형지주사는 5월 말부터 시작된 코스피 대비 코스닥의 상대강세와 함께 재평가될 가능성이 높다.

주주환원정책의 핵심은 단기적으로는 현금성자산을 기반으로 한 배당률 상향과 자사주소각 등이 있겠고, 장기적으로는 대주주의 의결권 축소를 기반으로 한 소액주주의 의결권 강화에 있다고 할 수 있다. 따라서 시가총액 대비 현금성자산 비율이 높고, 대주주의 지분율이 비교적 높아 소액주주의 의결권이 저평가 받는 종목 중 PBR이 낮은 중소형지주사에 대한 관심이 필요한 시점이다.

아래 표에서는 대주주에 대한 불신이 해소되고 소액주주의 발언권이 높아질 경우 재평가 가능성이 높은 종목 중 현금성자산이 시가총액의 50% 이상, PBR 1배 미만의 주요 중소형지주사를 선별했다.

〈표 2〉 주주환원정책 수혜가 예상되는 주요 중소형지주사

(단위: 배)

종목명	TTM		배당수익률	현금성자산 /시가총액	최대주주 보유지분율
	P/E	P/B			
서연	3.8	0.5	1.4%	118%	50%
영원무역홀딩스	11.6	0.9	0.9%	75%	47%
아세아	6.6	0.4	1.4%	60%	43%
대상홀딩스	15.9	0.9	1.4%	60%	67%
KG케미칼	12.4	0.8	2.4%	60%	42%
노루홀딩스	95.4	0.6	2.8%	52%	47%

자료: Quantiwise, 한국투자증권

주) 시가총액은 2017.06.06 종가 기준. 배당수익률은 2016년 DPS기준

- 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.