Strategy Idea

▲ 계량분석
Analyst 이진우
02. 6098-6680
jinwoo.lee@meritz.co.kr

반등의 패턴을 고민할 때

- ✓ KOSPI 저점 인식은 '펀더멘털' 불확실성의 크기에 따라 달리 적용되어 왔다.
- ✓ 펀더멘털에 영향을 주는 Macro Risk의 확산이 아니라면, 이제는 '반등의 패턴'에 대해 고민해 볼 필요가 있는 시점
- ✓ 역대 '강세장 속의 조정'의 경우, 저점 확인 이후 주가 복원은 평균 1개월~1.5개월 소요
- ✓ KOSPI 반등 흐름이 전개 된다면 관심 가져 볼 기업군은?

KOSPI 저점은 '펀더멘털' 불확실성의 크기에 따라 달리 적용되어 왔다.

KOSPI 저점 인식은 어떻게 적용되어 왔을까

주식시장 대응이 어려운 이유는 절대적인 주가의 고점, 저점의 기준이 없기 때문이다. 밸류에이션을 통해 가늠해 볼 수 있지만 만능은 아니다. 당시의 환경에 따라 시장은 호재와 악재의 크기를 달리 받아 들이는 경우가 많다. '심리'라는 변수가 녹아 든 탓이다.

우리가 종종 '경험칙'을 보는 이유도 여기에 있다. 악재나 호재에 대한 시장의 심리가 일정한 범주 내에서 반복되는 경향이 있어서다. 북핵 이슈 등 제반 불확실성을 보는 관점도 마찬가지다. 익숙한 악재이지만 이번 사안의 중요성을 보면 예단하기도 어렵다.

경험칙이란 잣대를 통해 보면, '펀더멘털 불확실성' 여부에 따라 달리 적용되어 왔던 경험

다만 경험칙이라는 잣대를 통해 보면, 특히 '악재'에 대한 시장의 해석은 두 분류로 나뉘었던 것 같다. 쉽게 말해 악재가 '펀더멘털 불확실성'을 키우는 지 여부에 따라 저점에 대한 '기준'도 달리 적용되어 왔다는 뜻이다.

PBR 1 배가 대표적

대표적인 예가 'PBR 1배'다. 청산가치(잔존가치)로 대변되는 PBR 1배는 크게 3가지 방법으로 접근할 수 있다. 과거 확정실적(Book Value)을 기반으로 한 Trailing PBR, 가장 가까운 시기의 예상실적에 근거한 PBR(ex. FY1 PBR), 그리고 미래 실적에 기반한 PBR(ex. FY2 PBR)이다.

예상실적에 근거한 PBR 과 청산가치 수준의 PBR 에 대한 시장 반응이 그것

과거 시장의 흐름에 비춰보면 결론은 이렇다. 악재가 펀더멘털에 영향을 주는 사안이 아니라면 예상 실적에 근거한 PBR 1배(ex. FY1)가 신뢰성 높은 저점이 되어 왔다는 것이고, 반대로 펀더멘털의 불확실성을 키우는 사안이라면 청산가치 레벨인 PBR 1배(Trailing)까지 테스트 하는 경우가 많았다는 점이다.

시장 저점에 대한 인식도 여기서 출발해야 한다

단순한 얘기이지만, 이번 시장의 조정을 해석하는 것도 여기에서 출발해야 할 듯 하다. 지금의 조정국면에서 '펀더멘털 불확실성'이 커지고 있는지 여부가 핵심이라는 뜻이다.

펀더멘털의 훼손 가능성이 높지 않은 악재라면 과거 실적 보다는 가장 가시성 높은 예상 실적을 기준으로 한 PBR 1배(FY1)가 지지선 역할을 할 가능성이 높다.

KOSPI의 FY1 PBR 1배는 2,276pt 이다.

PBR 1 배의 경험칙: Trailing(과거 실적) vs. Estimate(예상 실적)

PBR에 대한 상반된 시장 반응

과거 경험을 보자. 잘 알려진 사례이지만 국내 주식시장에 영향을 미쳤던 악재를 두 가지로 분류해 봤다. 하나는 지정학적 리스크로 대변되어 왔던 이벤트이고, 다른 하나는 글로벌 경제에 영향을 미치거나 불확실성을 키웠던 케이스이다.

펀머멘털에 영향을 주지 않은 경우는 FY1 PBR 1 배가, 펀더멘털에 영향을 주는 악재는 Tr. PBR 1 배가 저점 인식 레벨

결론적으로, 전자의 경우는 펀더멘털에 영향을 주는 이벤트로 해석되지 않으면서 FY1 PBR 1배에서 주가 조정이 마무리 되었다. 2016년초의 경우 글로벌 경기 둔화 우려가 맞물렸던 탓에 FY1 PBR 1배를 소폭 하향 이탈하기는 했지만 대부분의 케이스는 예상 실적에 근거한 PBR 1배 이상에서 저점이 확인됐다. 예상실적에 대한 신뢰성이 있었다는 얘기다.

현재 KOSPI의 FY1 PBR은 1.02배로 이번 악재가 펀더멘털의 불확실성을 키우지 않는다면 2% 가량의 이론적인 조정폭을 열어 둘 수 있다는 의미이기도 하다.

표1 북한 핵실험 발생 시점 및 KOSPI PBR 레벨: FY1 PBR 1배 이상에서 저점 형성

	일자	KOSPI (pt)	Trailing PBR(배)	FY1 PBR(배)	FY2 PBR(배)
북한 핵무기 보유 선언	2005-02-10	949.2	1.29	1.27	1.13
1차 핵실험	2006-10-09	1,319.4	1.41	1.42	1.28
2차 핵실험	2009-05-25	1,400.9	1.23	1.21	1.10
3차 핵실럼	2013-02-12	1,945.8	1.16	1.05	0.94
4차 핵실험 (첫 수소탄 성공 발표)	2016-01-06	1,925.4	1.00	0.98	0.91
5차 핵실험	2016-09-09	2,037.9	1.03	0.98	0.91
6차 핵실험(현재)	2017-09-03	2,329.7	1.10	1.02	0.93
Average			1.17	1.13	1.03

자료: WiseFn, 메리츠종금증권 리서치센터

반대로 펀더멘털의 불확실성의 키운 경우는 예상 실적에 근거한 PBR 1배의 신뢰성은 높지 않았다. 청산가치(잔존가치)에 대한 되는 Trailing PBR 1배가 지지선 역할을 해왔고, 일시적으로 이탈한 경우도 종종 관찰된다. 그 만큼 향후 예상되는 실적에 대한 신뢰보다는 순수 Book Value에 대한 검증과정이 빠르게 수반되었다는 의미다. 이는 경기변수와 같은 Macro Risk 가 높아졌기 때문이다.

표2 '08년 이후 주요 Macro Risk 발생 시 KOSPI 저점 및 PBR 레벨: Tr. PBR 1배가 저점

	일자	KOSPI 저점(pt)	Trailing PBR(배)	FY1 PBR(배)	FY2 PBR(배)
2008년 금융위기	2008-10-24	938.8	0.82	0.84	0.76
미국 신용등급 강등	2011-09-26	1,652.7	1.08	1.04	0.93
PIIGS 우려	2012-05-18	1,782.5	1.10	1.05	0.93
버냉키 QE 축소 시사	2013-06-25	1,780.6	1.05	0.98	0.88
중국 위안화 절하/ 미국 금리인상 불안	2015-08-24	1,829.8	0.99	0.91	0.84
글로벌 경기둔화 우려	2016-01-21	1,840.5	0.94	0.87	0.80
브렉시트	2016-06-24	1,925.2	0.98	0.91	0.84
Average(2008년 이후)			1.00	0.94	0.85
Average(2013년 이후)			0.99	0.92	0.84
현재	2017-09-04	2,329.7	1.10	1.02	0.93

자료: WiseFn, 메리츠종금증권 리서치센터

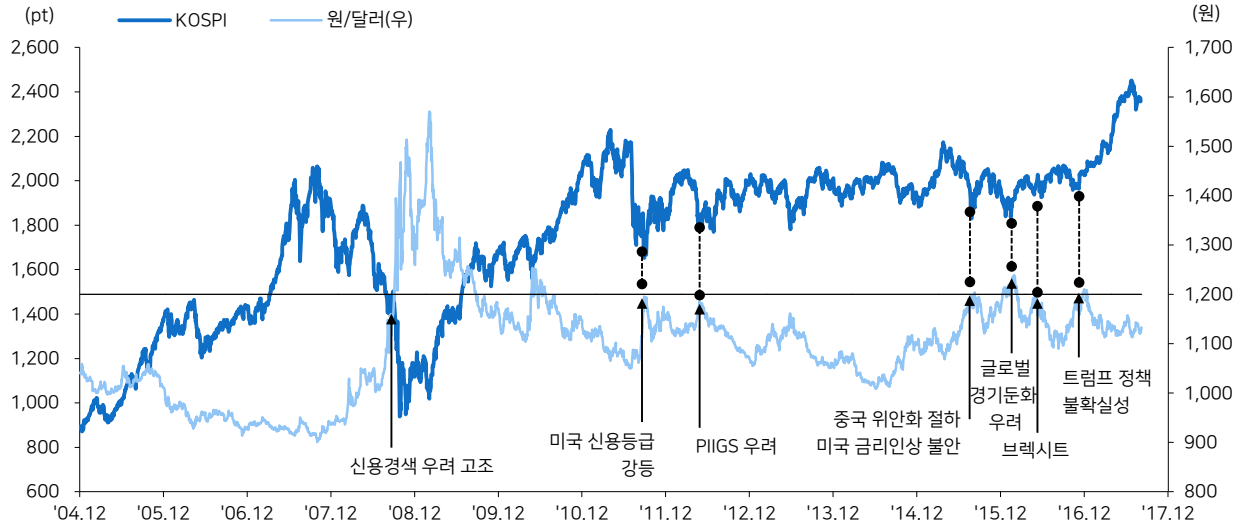
현재는 펀더멘털에 영향을 주는 사안은 아닐 것으로 시장은 Pricing 한 상황.
환율 움직임이 이를 반영하고 있을 가능성

현재는 어느 경우에 해당 될까? 추가적인 돌발 상황이 아니라면 후자보다는 전자일 가능성이 높다.

혹여 현재의 악재가 Macro Risk 로 확산되는 흐름이라면 '환율'이 Key Indicator 역할을 할 가능성이 높다. 앞서 Macro Risk 가 커졌던 사례의 공통점은 원달러 환율의 급등이 수반되어 왔다는 점이고, 환율 급등과 더불어 시장의 변동성이 급격하게 커지는 것이 반복되었다는 것이다.

물론 현재의 환율은 이전의 Macro Risk가 커졌을 때와는 달리 비교적 안정적인 흐름을 보이고 있다는 점에서 위기의 징후가 있다고 보기는 어려울 듯 하다. 다만 향후 환율의 방향성이 이번 악재의 증폭 및 완화 여부를 시사할 가능성이 높아졌다는 점에서 눈 여겨 볼 지표임에는 분명하다.

그림1 Macro Risk 발생 시 환율 급등이 수반, 현재는 상대적으로 안정적인 흐름



자료: WiseFn, Datastream, 메리츠종금증권 리서치센터

이제는 '반등의 패턴'에 대해 고민을 해 나갈 시점

지금은 '반등의 패턴'에 대한 고민이 필요한 시기

북핵 관련 불확실성의 끝을 예상하기는 어렵지만, 지금은 '반등의 패턴'에 대한 고민이 필요한 시기로 판단된다.

강세장 속의 반등은 예상보다 빠르게 복원되었던 경험

'강세장 속의 반등'은 예상보다 빠르게 복원되는 경험이 많았기 때문이다. 저점 확인 후 전고점까지 평균 1개월~1.5개월 가량 소요됐고, 이중 대부분이 반등 시작 첫 1개월에 집중되는 경향이 많았다는 특징이 있다. 주가 반등이 전개된다면 포트폴리오 측면에서의 대비가 필요하다는 뜻이다.

과거 장기 강세장 속 주가 복원의 패턴: 완만한 반등 보다는 가파른 주가 복원이 특징. 주가 복원기간 평균 1 개월~1.5 개월 소요

지난 전략공감에서 언급한 내용이지만 국내 장기 강세장 대표적 사례는 2004~2007년의 China Play, 2009~2011년의 차화정 랠리를 꼽을 수 있다. 장기 강세장 속에서도 주도주의 조정은 있다는 것이 골자였다.

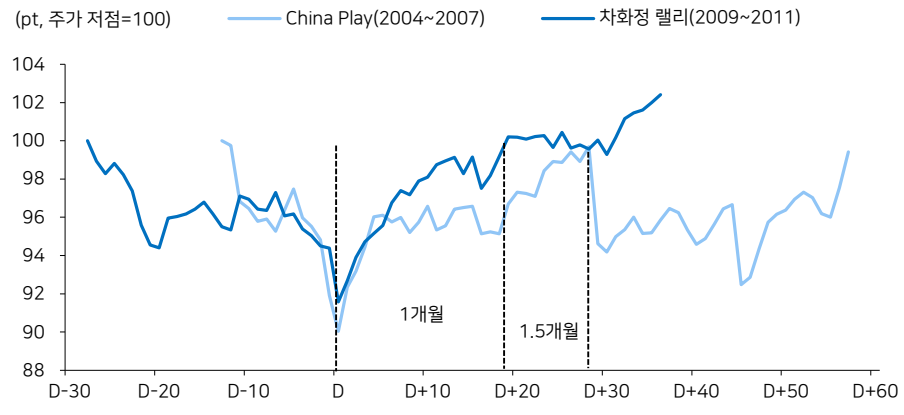
과거 장기 장세장의 사례를 보면, 전고점 회복까지 평균 1 개월~1.5 개월 소요

이번에는 반등의 패턴에 초점을 맞췄다. 과거 장기 강세장 속에서 조정이 진행된 이후 주가 반등이 전개되는 경우가 분석 대상이다. KOSPI 기준 고점 대비 5% 이상 하락한 케이스를 분석해 보면, 차화정 랠리의 경우 전고점 회복기간까지 평균 1개월이 소요됐고, China Play의 경우 평균 1.5개월 가량 걸렸다.

주가 반등 초기에 대부분 하락폭 만회

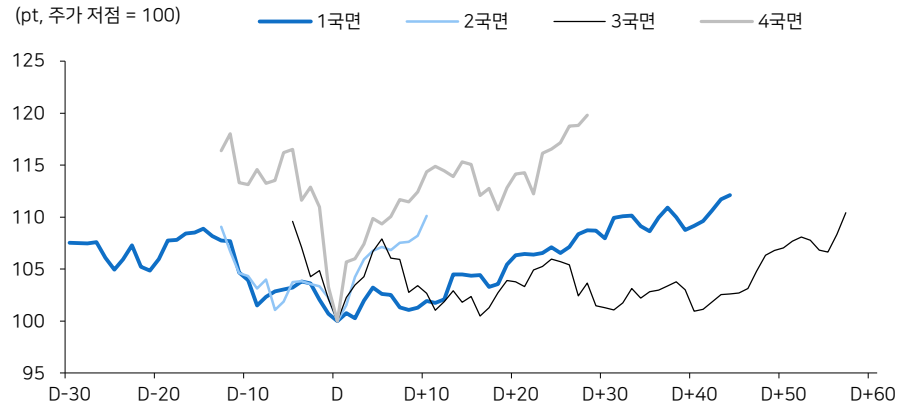
흥미로운 점은 주가 복원의 패턴이 완만한 회복이 아닌 비교적 가파른 회복이 반등 초기에 진행되는 경우가 많았다는 점이다. 추세에 대한 확신의 결과물인지는 단언하기는 어렵지만 통상 조정 후 완만한 주가 회복 형태가 진행되는 것과는 사뭇 다른 것이 특징이다.

그림2 역대 장기 강세장 속 주가 복원의 패턴: 평균 1개월~1.5개월 소요



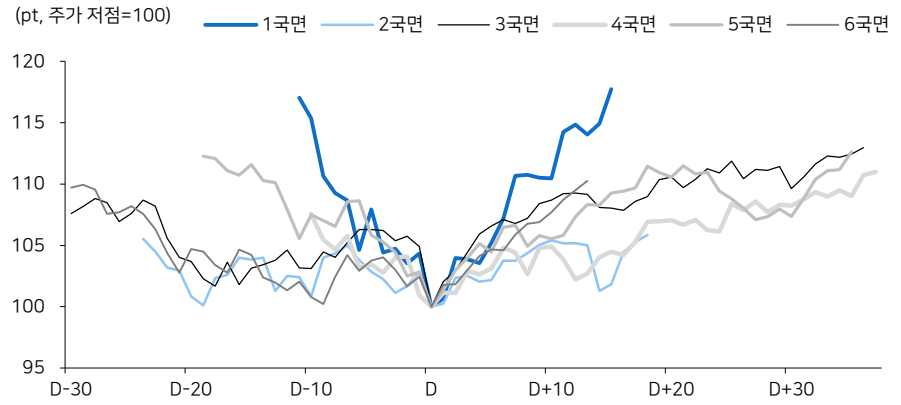
자료: WiseFn, 메리츠종금증권 리서치센터

그림3 2004~2007년의 China Play 사례



자료: WiseFn, 메리츠종금증권 리서치센터

그림4 2009~2011년의 차화정 랠리 당시의 주가 복원 패턴



자료: WiseFn, 메리츠종금증권 리서치센터

주가 반등의 주도주는 무엇이었나, Style 변화를 야기 했는가?

주가 복원기에 주도주와 Style 변화가 야기 되었을까?

관건은 주가 반등 시 주도주와 시장의 Style 변화 여부다. 강세장 속의 주가 복원이 상대적으로 빠르게 진행된다는 측면에서 본다면, 업종 및 종목 선택이 중요하기 때문이다.

결론은 '낙폭과대주'의 선전으로 표현되는 '주도주의 복귀'로 요약

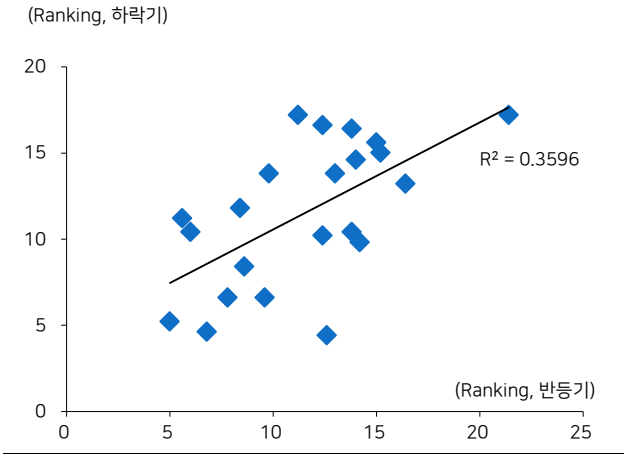
과거 두 차례의 장기 강세장의 사례를 비춰볼 때 주가 반등의 주도 업종은 표면적으로 '낙폭 과대주'로 대변되지만 사실 상 '주도업종의 복귀'로 요약된다.

2004~2007년의 China Play의 경우 주가 조정기에 상대적으로 낙폭이 컸던 업종은 철강, 조선, 기계업종이었고, 주가 반등기에도 이들 업종이 선두에 섰다. 2009~2011년 차화정 랠리 때도 마찬가지였다. 자동차, 화학, 정유 업종의 주가 조정기에 가장 낙폭이 컸던 업종이자 반등기에 선두 업종이었다.

Style도 주도주 복원 흐름을 반영

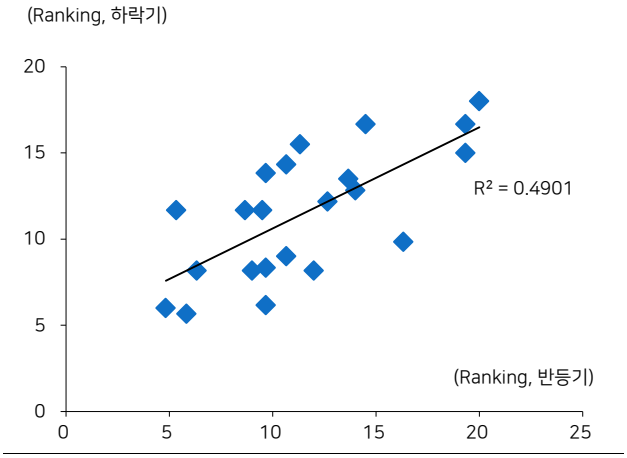
시장 Style도 크게 다르지 않다. 어찌 보면 주도주의 복귀는 시장 Style과 맥이 닿아 있다. 대표적으로 China Play 당시 KOSPI 조정 전후 시장 Style 변화를 보면 경기민감주 중심의 '가치주' 강세로 재개로 요약될 수 있다.

그림5 주가 하락기, 반등기 업종 성과(China Play 사례)



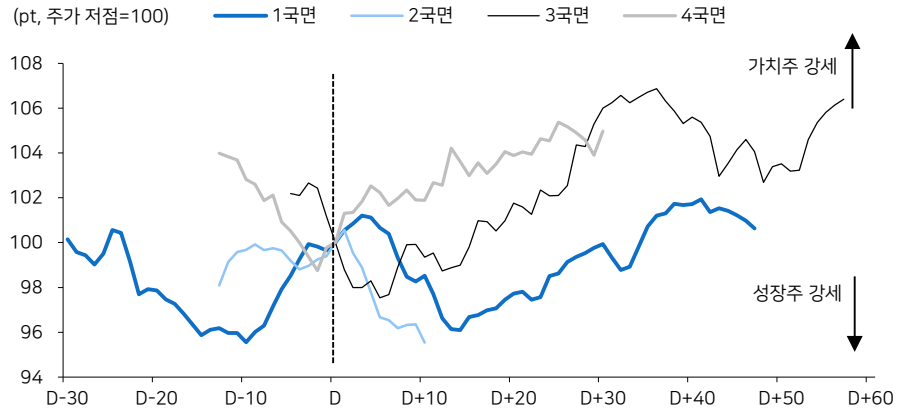
자료: WiseFn, 메리츠종금증권 리서치센터

그림6 주가 하락기, 반등기 업종 성과(차화정 랠리 사례)



자료: WiseFn, 메리츠종금증권 리서치센터

그림7 China Play 주가 조정 후 반등기 시장 Style 변화(상대 강도 기준)



자료: WiseFn, 메리츠종금증권 리서치센터

주가 복원 흐름을 대비한다면...

KOSPI 반등 흐름이 전개된다면 관심 가져 볼 기업군은?

불확실성의 크기를 쉽게 예단하기는 어려운 시점이지만, 펀더멘털의 불확실성을 자극하는 수준이 아니라면 생각을 단순화 시켜볼 필요가 있다. 과거 경험칙에 근거한다면 이론적인 주가의 추가 조정폭은 크지 않다. 현재는 반등의 시작 시점을 예상하기는 어렵지만, 급작스런 반등 또한 대비할 필요도 있는 시기가 아닐까 한다. 강세장 속의 반등은 생각보다 빠르기 때문이다.

관심 대상 기업군은, 낙폭과대 + 실적 및 수급 개선이 뒷받침 되는 기업

이런 맥락에서 시장 반등 흐름이 전개될 경우 관심 가져볼 기업군을 선정해 봤다. 주도주와 더불어 주가 조정이 시작된 7월말 이후 주가 조정이 10% 이상 진행 된 기업 군 중, 실적 전망 개선과 기관 수급 개선이 관찰되는 기업군이 관심 대상이다. 실적 개선의 기준은 3Q17 및 2018년 실적 전망 상향 또는 하향 조정이 진행이 되지 않은 기업군을 대상으로 했다.

표3 주가 반등기 관심 기업군: '낙폭과대 + 실적 개선 + 기관 수급 개선'

Code	기업명	업종	주가 (원)	시가총액 (억원)	7/24 이후 수익률 (%)	Earnings Revision (2W, %)		2018E Valuation(X, %)			8월 이후 기관 누적순매수 (억원)
						3Q17	2018E	PER	PBR	ROE	
A012630	현대산업	산업재	38,150	28,759	-18.7	0.0	0.6	6.4	0.8	14.3	9
A071050	한국금융지주	금융	64,200	35,776	-13.4	0.0	1.2	9.0	0.9	11.3	99
A041960	코미팜	건강관리	36,800	20,130	-13.1	-	-	-	-	-	1
A006800	미래에셋대우	금융	10,000	66,632	-12.7	2.0	1.4	14.4	0.8	6.4	46
A069960	현대백화점	경기관련소비재	95,300	22,303	-12.2	0.1	0.1	7.4	0.5	7.3	26
A032830	삼성생명	금융	113,000	226,000	-11.7	19.8	2.5	14.7	0.6	4.9	145
A010140	삼성중공업	산업재	10,600	41,340	-11.3	0.0	0.0	39.3	0.6	1.6	135
A090460	비에이치	IT	22,150	6,926	-10.9	1.9	6.3	9.1	3.0	38.9	171
A180640	한진칼	산업재	22,600	13,373	-10.5	0.3	0.0	9.2	1.0	11.7	83
A032640	LG유플러스	전기통신서비스	14,350	62,654	-10.3	0.0	0.2	10.4	1.1	11.1	725
A161390	한국타이어	경기관련소비재	58,700	72,715	-10.2	0.0	0.0	7.8	1.0	13.2	395
A039490	키움증권	금융	81,500	18,011	-10.2	2.0	0.7	8.0	1.1	14.5	33

주: 7월 24일은 KOPSI 전고점 / 7월 24일 이후 수익률이 낮은 순서대로 정렬
자료: WiseFn, 메리츠종금증권 리서치센터

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 9월 5일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 9월 5일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 9월 5일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 이진우) 동 자료는 금융투자회사 영업 및 업무에 관한 규정 중 제 2장 조사분석자료의 작성과 공표에 관한 규정을 준수하고 있음을 알려드립니다.
동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.