



한국 증시 벨류에이션 지표 점검

1. 애매한 수준에 위치한 벨류에이션 지표들

- 12M Fwd 기준으로 현재 한국 증시 PER은 10.0배, PBR은 1.11배로 추정. 숫자만 놓고 보았을 때 상당히 애매한 수준.
- 2010년 이후 평균치와 비교해 보면, PER은 9.75배, PBR은 1.06배로 추산. 장기 평균에 비해서는 다소 높은 수치로 크게 매력적이지는 않은 수준.
- 그러나 연초 국내 증시가 PER 15.06배, PBR 1.36배까지 경험했다는 점과 글로벌 증시 대비 상대 수준이 낮다는 측면에서는 눈길이 갈 수 있을 듯.

2. 벨류에이션과 수익성에 대한 기대감은 함께 볼 필요

- 지수 하방 지지대 모색 시 자주 활용되는 PBR은 단독으로 볼 수도 있지만, 증시 수익성 지표인 ROE 수준을 고려하여 적용하는 경우가 빈번.
- 현재 한국 증시 ROE는 11.1%로 최근 2년 중 고점 수준이지만, 정점을 형성하고 낮아지려는 조짐이 나타나고 있음
- 한편 전통적인 ROE-PBR 회귀분석을 통해 현재 ROE 수준에 매칭되는 PBR을 계산해 보면 1.06배로 현재 PBR 1.11배에 비해 다소 낮은 위치.

3. 수익성 기대 훼손 시 벨류에이션 부담은 가중될 수도

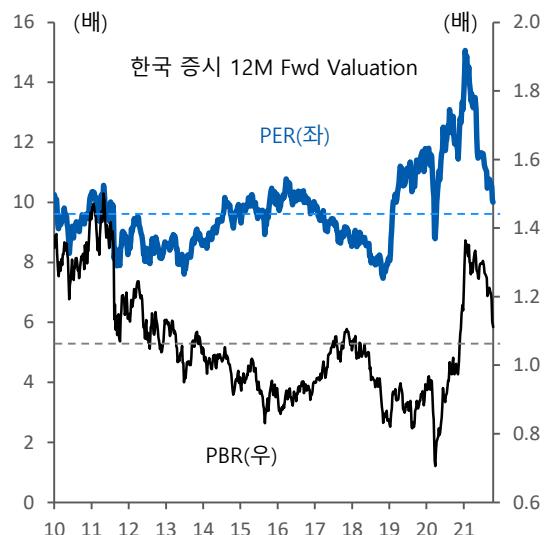
- 한국 증시 ROE는 타증시에 비해 변동성이 큰 경향. 여러 이유가 있겠지만 기업 실적의 글로벌 경기 민감도가 높기 때문이라는 점이 핵심적.
- 미국 ISM 제조업 지수나 한국의 수출 증감률 같이 글로벌 맥락로 사이클 측면의 순환 지표들이 정점을 통과 했음을 익히 알고 있는 상황.
- 수익성에 대한 기대가 제한되는 상황이라 한다면, 멀티플은 확장에 대한 기대 보다는 제약 요인으로 반영될 가능성성이 크다는 점에 유의.

1. 애매한 수준에 위치한 벨류에이션 지표들

한국 증시의 벨류에이션 수준을 한번 점검해 보자. 일반적으로 인용되는 12M Fwd PER과 PBR을 기준(이후 언급되는 벨류에이션 관련 지표들은 특별한 언급이 없으면 모두 12M Fwd 기준으로 간주)으로 보면 현재 한국 증시 PER은 10.0배, PBR은 1.11배로 추정되고 있다. 숫자만 놓고 보았을 때 상당히 애매한 수준이라는 느낌이다. 2010년 이후 평균치와 비교해 보면, PER은 9.75배, PBR은 1.06배로 추산된다. 장기 평균에 비해서는 다소 높은 수치로 볼 수 있는데 최근 상황으로 범위를 좁혀 보면 또 사뭇 다른 위치이다. 연초(1~2월 중) 국내 증시 PER은 15.06배, PBR은 1.36배까지 높아진 바 있다. 당시에 비하면 각각 -51%, -23%의 하락이 진행된 만큼 꽤 낮아진 수준이다.

벨류에이션 수준을 글로벌 여타 증시와도 비교해 보자. 현재 MSCI ACW(전세계)지수의 PER은 17.8배, 신흥국 증시의 PER은 12.7배로 추산되고 있다. 한국 증시 PER은 글로벌 증시 대비 56.3%, 신흥국 증시 대비로 78.6%에 위치하고 있다. 일단 상대적인 벨류에이션 수준으로 보았을 때는 꽤 낮은 영역에 위치하고 있음을 확인할 수 있다. 아래 그림 상으로도 확인이 되지만, 2010년 이후 각각의 상대 강도 하위 25%가 61.9%, 81.3%로 집계되고 있어 일단 타지역에 비해 가격 측면의 메리트는 존재 하는 것으로 볼 여지가 있다.

[차트1] 연초 대비로는 많이 내려왔지만, 장기 평균에 비해서는 낮지 않은 한국 증시 벨류에이션 지표



자료: 유안티증권 리서치센터

[차트2] 글로벌 및 신흥국 증시 대비 상대 벨류에이션은 경험적인 저점대에 위치하고 있는 상황



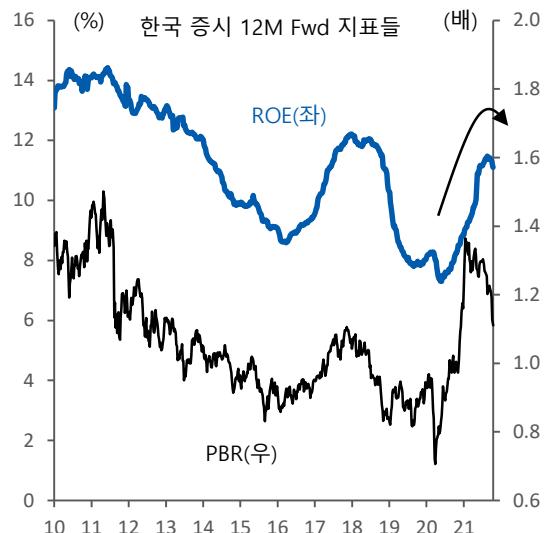
자료: 유안티증권 리서치센터

2. 벨류에이션과 수익성에 대한 기대감은 함께 볼 필요

지수 하락에 대한 우려가 생기고 있는 시점인 만큼 증시의 하방을 추산하는데 많이 활용되는 PBR에 대해 조금 더 자세히 살펴 보고자 한다. 앞서 언급한 바와 같이 한국 증시의 PBR은 1.1배 수준으로 하락해 있다. 흔히들 절대적인 저평가의 기준으로 언급되는 PBR 1배에 비해서는 다소 높은 수준이지만 연초 고점에 비해서나, 글로벌 증시가 Book value 대비 2.67배, 신흥국 증시가 1.70배 수준의 멀티플을 부여 받고 있음을 감안하면 수치상 낮아 보이는 것도 사실이다.

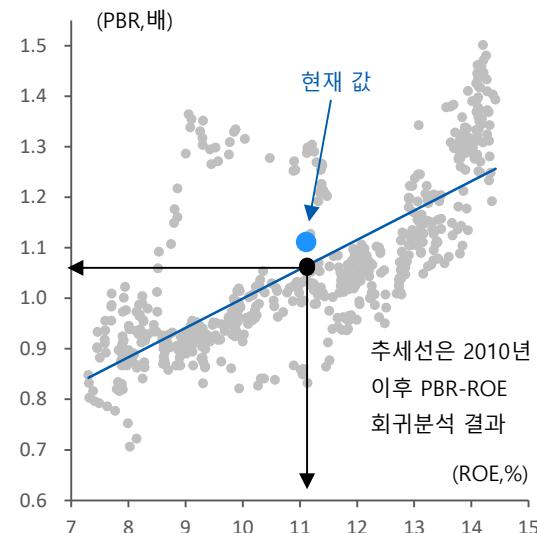
PBR을 볼 때는 해당 수치만을 볼 수도 있지만, 개념상 짹을 맞추어 볼 수 있는 수익성 지표(ROE)를 함께 보는 경우가 많다. 현재 한국 증시의 ROE는 +11.1% 정도로 추정된다. 2018년 이후 반도체 업황 사이클을 둔화와 미-중 무역분쟁에 대한 불확실성 등이 반영되며 추세적으로 하락하던 한국 증시의 ROE는 코로나 확산 당시 저점을 형성하고 최근까지 반등하는 흐름을 보인 바 있다. 문제는 한국 증시의 ROE는 매우 다이나믹하게 움직이는 편인데 최근 ROE의 등락 사이클이 정점을 통과하는 조짐을 보이기 시작했다는 점 그리고 현재 추산되고 있는 ROE 레벨을 기준으로 적정 PBR을 계산해 보면 1.06배로 현재 형성된 PBR 수준 대비 다소 낮은 영역을 가리키고 있다는 점이다.

[차트3] ROE와 밀접한 연관성을 보이고 있는 한국 증시 PBR, 최근 ROE의 정점 통과 조짐이 나타나고 있음



자료: 유인티증권 리서치센터

[차트4] 한국증시 PBR-ROE 산점도. 파란점이 현재 위치로 회귀분석으로 추정한 적정 PBR 대비 다소 높아 보임



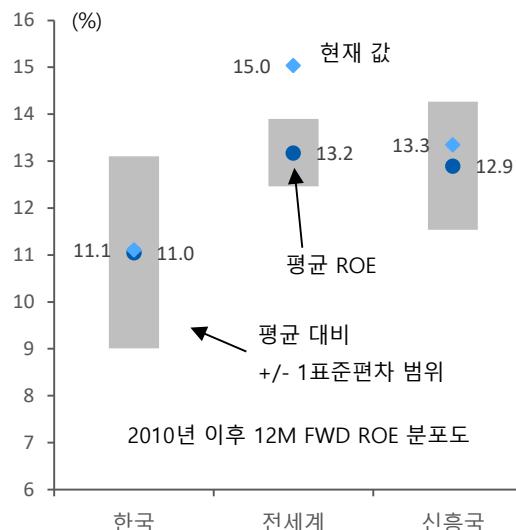
자료: 유인티증권 리서치센터

3. 수익성 기대 훼손 시 벨류에이션 부담은 가중될 수도

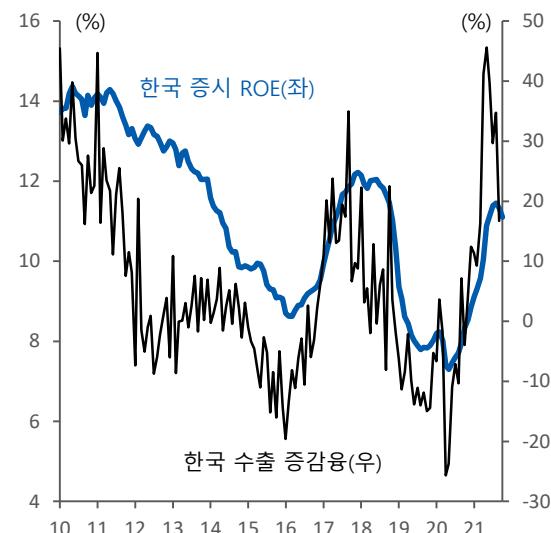
언급한 바와 같이 한국증시의 ROE는 타 증시에 비해 변동성이 크다. 2010년 이후 한국증시 ROE의 표준편차는 2.06%로 계산된다. 글로벌 증시가 +0.73% 그리고 신흥국 증시도 1.38%이라는 점을 감안하면 ROE 자체의 등락이 심하다는 점을 확인할 수 있다. 한국증시 ROE의 이 같은 변동성은 글로벌 경기 사이클의 등락에서 파생되는 것으로 볼 수 있다. 반도체를 중심으로 중간재와 자본재에 대한 수출 비중이 높은 경제와 기업 이익 구조를 가지고 있는 만큼 수익성에 대한 기대감 역시 글로벌 경기 사이클에 대한 기대와 일맥상통하는 측면을 가지고 있는 것으로 볼 수 있을 듯 하다. 한국 수출이나 미국 제조업 지수 같은 글로벌 경기 사이클 지표들과 한국 증시 ROE는 매우 유사한 흐름을 보인다.

정리해보면, 최근 조정을 통해 벨류에이션 수치 상으로는 어느정도 매력도를 타진해 볼 수 있는 움직임이 나타났다. 신용 리스크도 크게 부각되지 않고 있다는 점에서 보면 이를 적극적으로 활용하는 단기 관점의 전략도 생각해 볼 수는 있다. 다만, 펀더멘털 측면에서 매크로 사이클과 기업 수익성 악화에 대한 부담이 상존하는 상황이라고 한다면 멀티플은 확장 기대보다 제약 요인으로 작용하기 쉬운 국면일 수 있다는 판단이다. 매크로 사이클의 저점 통과 기대가 형성되는 시점까지 조금은 신중한 시장 접근이 필요하다고 생각된다.

[챠트5] 글로벌 증시 대비 ROE의 변동성이 매우 크게 나타난다는 특징을 가지는 한국 증시



[챠트6] 한국증시 ROE의 다이나믹은 글로벌 매크로 사이클의 흐름과 유사한 궤적을 형성

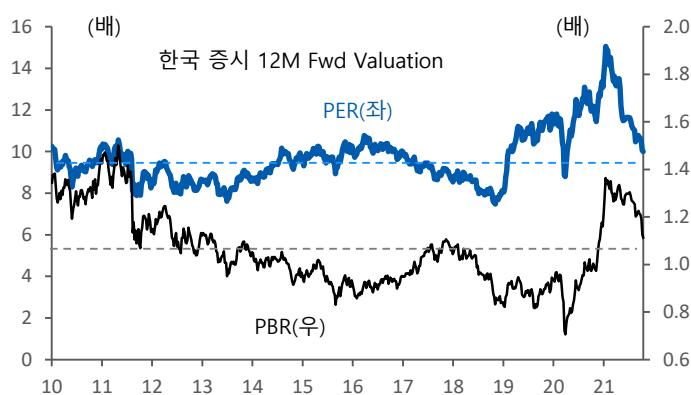


자료: 유안티증권 리서치센터

자료: 유안티증권 리서치센터

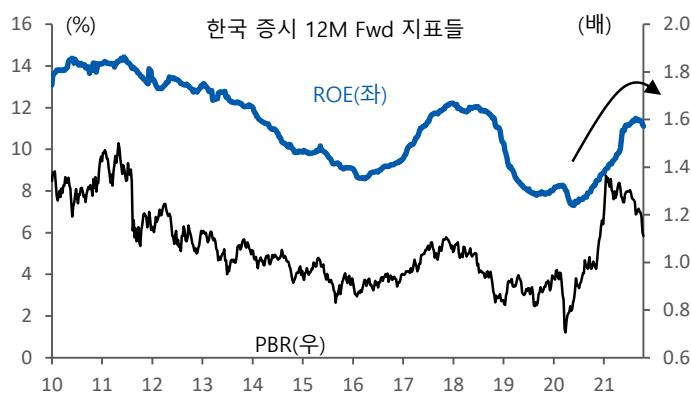
Key Chart

연초 대비로는 많이 내려왔지만,
장기 평균에 비해서는 낮지 않은
한국 증시 베류에이션 지표.



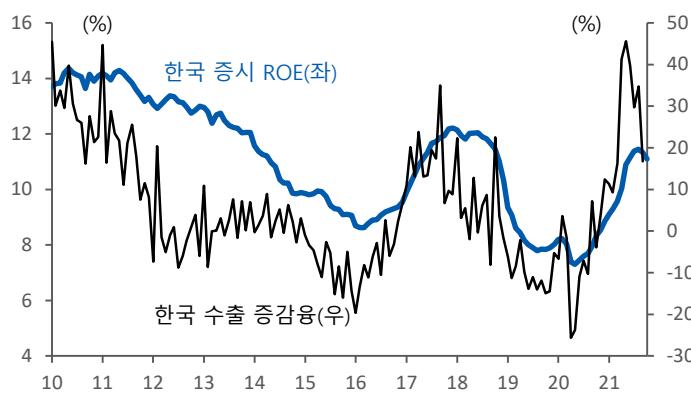
자료: 유안타증권 리서치센터

ROE와 밀접한 연관성을 보이고
있는 한국 증시 PBR, 최근 ROE
의 정점 통과 조짐이 나타나고 있
음.



자료: 유안타증권 리서치센터

한국증시ROE의 다이나믹은 글로
벌 매크로 사이클의 흐름과 유사
한 궤적을 형성.



자료: 유안타증권 리서치센터