

밸류 스타일 종목에도 관심 가져 볼 시기

2019/ 12/ 3

Strategist

이동호

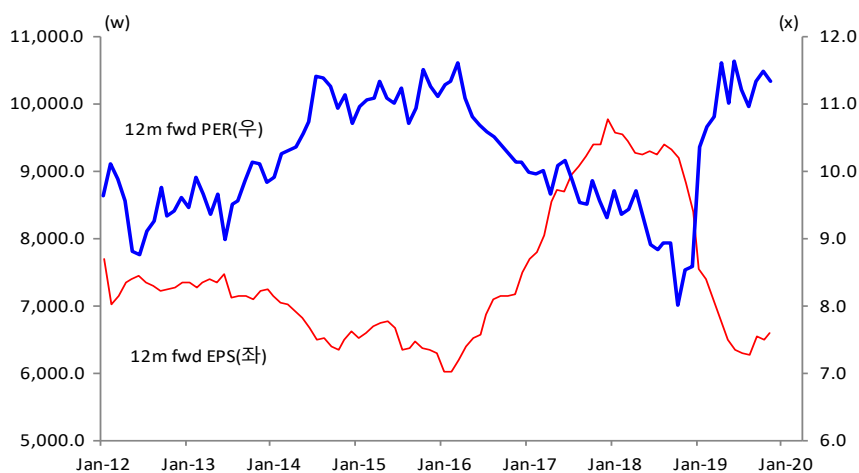
(2009-7062)

dhlee@leading.co.kr

10 월 중하순까지 상승세를 보인 주식시장이 조정 국면을 보이고 있다. 경기 사이클 관련 지표들이 회복 조짐을 보이고 있지만 아직은 바닥을 다지는 시기이다. 미중 무역협상 문제도 지난 3/4 분기 때보다는 분위기가 개선된 상황이지만 기존의 변화무쌍했던 점이 시장 참여자들에게 트라우마가 되어 있다.

이 두 가지 측면은 기업이익 전망 기조에도 반영되고 있다. 12 개월 예상 EPS 기준으로 볼 때 기업이익 예상은 분명 개선되는 양상이나 그 속도가 더디다는 것이다. 기업이익 회복 속도에 대한 기대치가 빠르게 개선되지 않은 상황에서 주가가 상대적으로 빨리 올라왔다는 점은 밸류에이션에 대한 부담이 있을 수 있음을 의미한다. 현재(11/29 일 기준) 12 개월 예상 PER 은 여전히 11 배를 넘고 있어(11.3 배) 역사적 상단 영역에 있다(<그림 1> 참조).

<그림 1> KOSPI 12 개월 예상 EPS 와 PER 추이

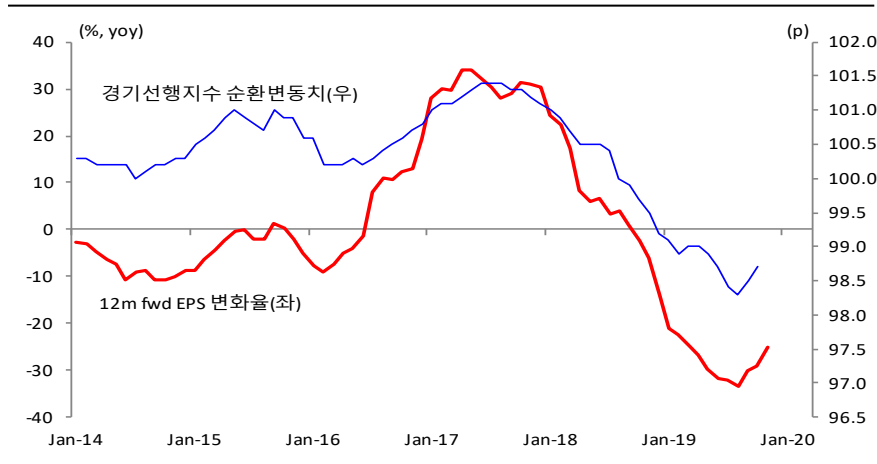


주 : 11/29 기준

자료 : Dataguide

기업이익 전망 기조는 경기 선행 지표들이 좀 더 연속적인 회복세를 보여야 지금 보다 개선 속도가 빨라질 것으로 예상된다(<그림 2> 참조). 대표적인 경기선행지표인 경기선행지수 순환변동치 기준으로 볼 때 저점을 통과했다고는 판단하나 그 연속성을 담보하려면 추가 몇 개월의 시간이 소요될 것으로 본다. 회복이 좀 더 이어질 때 기업이익 전망 기조 또한 추가 개선되리라 예상한다.

<그림 2> 경기선행지수 순환변동치와 12m fwd EPS 변화율 추이



자료 : Dataguide

이렇듯 시장 전체적으로는 밸류에이션 부담에 대한 경계심리가 당분간 잠재할 것으로 판단한다. 최근의 시장 조정 국면 또한 일정 기간 이어질 가능성도 배제할 수 없다. 그야말로 회복 이전의 과도기 상황이라 생각한다. 필자는 이러한 시기를 스타일 측면에서 포트폴리오에 변화를 주는 시기로 활용할 것을 권고한다.

지난 10 월말 2020 년 금융시장 전망 자료에서 내년에는 주식시장이 금년 대비 양호할 것으로 전망했고, 밸류 스타일 종목군이 시장 대비 아웃퍼폼할 확률이 있음을 언급하였다. 그 동안의 시장 흐름이 반도체, 퀄리티/성장 스타일 중심이었다면 내년에는 밸류 스타일 종목의 비중도 일정 부분 높여 균형을 맞추는 것이 바람직한 투자전략이라는 주장이다.

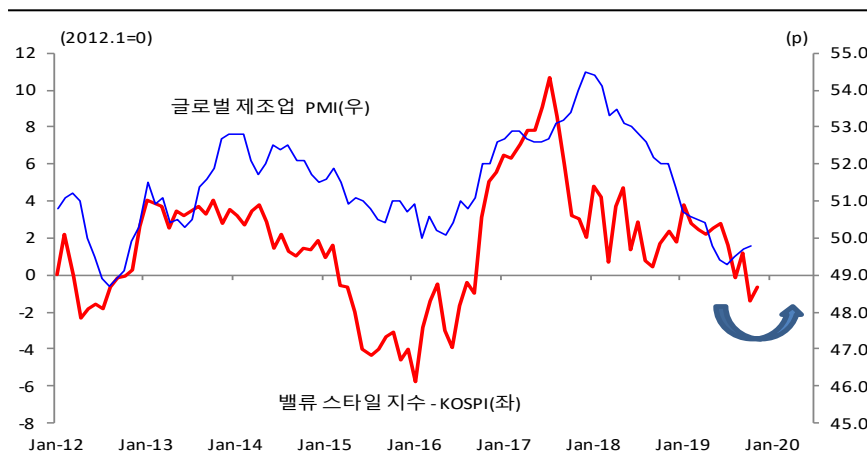
물론 내년에는 반도체 경기가 회복될 가능성이 높고(반도체 주식), 경기 사이클(소순환)이 회복되어도 성장을 자체는 그다지 높아지지 않는 저성장 국면이어서 퀄리티 스타일 주식이 계속 유효할 수 있다. 그러나 내년에는 밸류에이션 논리도 살아날 수 있다는 점이 밸류 스타일 종목에 대한 관심을 가질 필요가 있는 중요한 포인트가 되겠다.

내년에 밸류에이션 논리가 살아날 수 있다는 논리는 경기 사이클의 회복 가능성이 높아지고 있다는 점, 이에 따라 금리도 기존의 일방적인 하락 흐름과는 달리 일정 부분 상승할 수 있다는 점에 근거한다. 경기가 계속 부진해서 금리가 하락세를 지속하는 때는 경기 부진을 이겨내는 퀄리티 높고, 성장성 있는 종목들이 금리 하락의 수혜를 받아 상대적 고밸류에이션 문제를 극복하면서 시장을 아웃퍼폼하는 경향이 강하다(밸류에이션 논리 약화). 그러나 경기 사이클이 회복되면 성장성 낮은 종목들도 경기 회복의 수혜(이익 회복)를 받게 되고, 경기회복에 의한 금리 상승은 기존의 고밸류 종목들에게 상대적 부담을 주게 된다. 성장성 있는 고밸류 종목들이 시장을 리드하는 양상이 일방적이지 않을 수 있다는 것이다.

필자는 내년 초를 지나면서 경기 사이클 지표는 회복이 가시화될 가능성이 높고, 금리는 (최근 급상승해서 일정 기간은 하락할 개연성이 높아 보이지만) 내년 전체적으로 보면 소폭 오르는 모습일 가능성이 높다고 본다(나이키 패턴으로 예상하는데 이에 대해서는 당사의 '2020 금융시장 전망, 2019.10 참조). 그러한 환경이라면 연말 연초에는 밸류 스타일 종목에 대한 관심을 가질 필요성이 높다고 본다.

경험적으로 보더라도 그 타당성은 있어 보인다. 글로벌 제조업 경기에 한국 경기 흐름이 좌우됨을 고려해서 글로벌 제조업 PMI 를 경기 관련 지표로 삼을 경우 <그림 3>에서와 같이 경기 지표 흐름과 밸류 스타일 주가의 시장(KOSPI)대비 상대 강도는 꺾을 같이 한다. 글로벌 제조업 PMI 는 이미 지난 7 월에 바닥을 보이고, 현재 3 개월 연속 회복세를 보이고 있다. 아직은 밸류 스타일 주가의 시장 대비 상대 강도가 부진한 흐름이나 향후 경기 사이클 지표가 회복세를 이어감에 따라 현재의 괴리는 좁혀지고, 추후에는 그 방향성도 같이 할 것으로 예상된다.

<그림 3> 경기와 밸류 스타일 주식의 시장 대비 상대강도 흐름



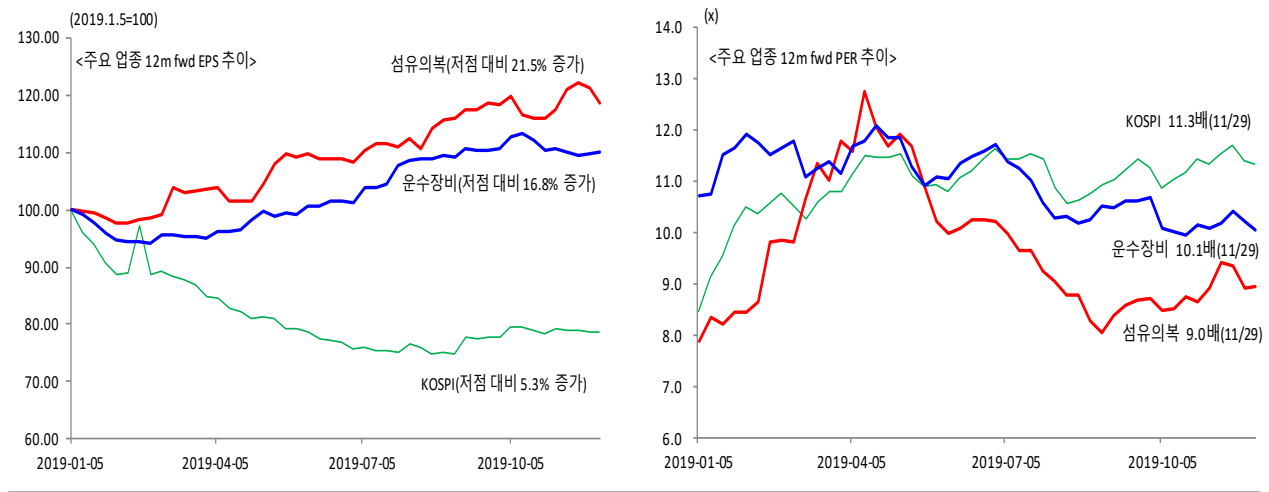
주 : 밸류 스타일 지수는 에프엔가이드 KS 밸류가중지수

자료 : Dataguide

문제는 저성장 국면하에서의 밸류 스타일은 자칫 밸류 트랩에 빠질 우려가 있다는 것이다. 경기 사이클이 회복된다 하더라도 그 속도가 빠르지 않아(여전한 저성장 국면) 기업이익 회복이 쉽지 않은 업종/종목들이 있을 것이고, 이에 따라 멀티플은 여전히 낮은 수준에 머물 수 있기 때문이다. 따라서 이익 예상치 흐름의 방향성과 강도는 반드시 체크해야 할 변수이다.

예를 들어 시장 전체 12m fwd EPS 의 저점 대비 증가율보다 높으면서 시장 전체 12m fwd PER 보다 멀티플이 낮은 상황에 있는 업종은 관심을 가질 필요가 높다고 본다. 11 월 29 일 현재 시장 전체 12m fwd EPS 는 지난 8 월말 바닥을 지난 이후 5.3% 증가한 상황이고, 12m fwd PER 는 11.3 배이다(자료 : Dataguide). KOSPI 업종 분류 체계 내에서 운수장비(자동차/조선 등)와 섬유 의복 업종은 12m fwd EPS 가 금년중의 저점 대비 각각 16.8%, 21.5% 증가하였고, 12m fwd PER 는 각각 10.1, 9.0 배를 기록하고 있다. 이익 예상치 흐름의 방향성 및 강도와 밸류에이션 멀티플 양 측면 모두에서 관심을 가질 필요가 있는 대표적인 업종이라 하겠다(<그림 4> 참조). 이 두 업종은 이익 전망 기조는 개선세를 이어가고 있으나 멀티플은 상반기 대비 낮아져 있는 특징도 가지고 있는데 이러한 점 또한 관심을 가져볼 만한 근거가 된다고 본다.

<그림 4> 12m fwd EPS 의 금년 저점 대비 증가율이 시장보다 높고, 12m fwd PER 은 낮은 두개 업종



자료 : Dataguide

► Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- 본 자료는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.
- 본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.