

전략이 아닌 기술의 변화가 필요

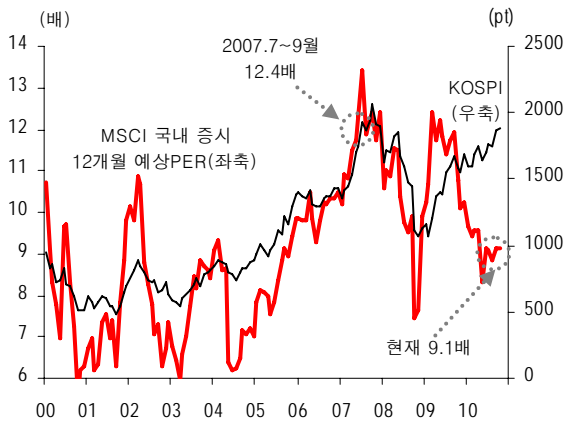
Market Analyst 이재만
02-3770-3598 aluckydream@myasset.com

구조적인 고점 또는 과열일까? 아직은 아니다

전일 KOSPI 하락률은 -1.4%로 일간 기준으로 8/25일 이후 가장 최악의 수익률을 기록했다. 국내 증시의 구조적인 과열 및 고점 징후가 있다면, 중장기적인 추세 전환에 대한 고민이 필요한 시점이다. 밸류에이션 지표를 통해 보면, 국내 증시 12개월 예상PER은 9.1배 수준이다. 과거 KOSPI가 1,850~1,900pt를 형성했던 구간(2007.7월~9월)의 평균치인 12.4배에 비해 낮은 수준을 유지하고 있다.

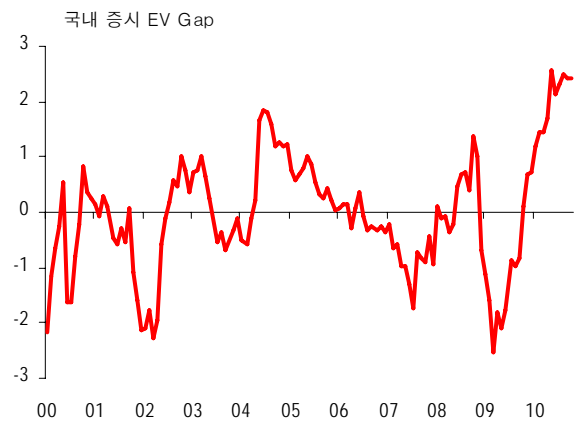
특히 국내 증시는 기업이익의 확장 속도를 주가가 제대로 반영하고 있지 못한 상황이 지속되고 있다. 이익과 밸류에이션 차이(Earning-Valuation Gap, [Earning=MSCI 국내증시 12개월 예상EPS 표준화] - [Valuation=MSCI 국내증시 12개월 예상PER 표준화])이 2000년 이후 최고 수준에 근접해 있다는 점이 이를 반증해주고 있다.

현재 KOSPI는 과거 1,850~1,900pt대 보다 낮은 PER 수준



자료: IBES, 동양종합금융증권 리서치센터

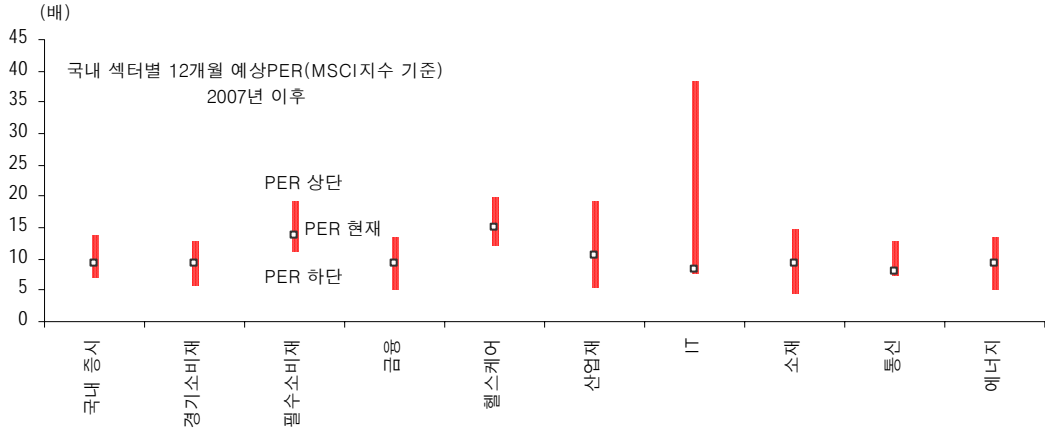
국내 증시는 이익확장을 반영하지 못한 상황



자료: IBES, 동양종합금융증권 리서치센터

또한 국내 증시 섹터별 12개월 예상PER도 2007년 이후 고점대비 22%(IT섹터)~75%(경기 소비재섹터) 수준에 머물러 있다. 밸류에이션 지표로 판단 시 국내 증시의 구조적인 고점 또는 과열 시그널은 아직 나타나고 있지 않다.

국내 증시에서 특별히 과열된 섹터를 찾기는 어려운 상황. 구조적 고점이 아닌 상황

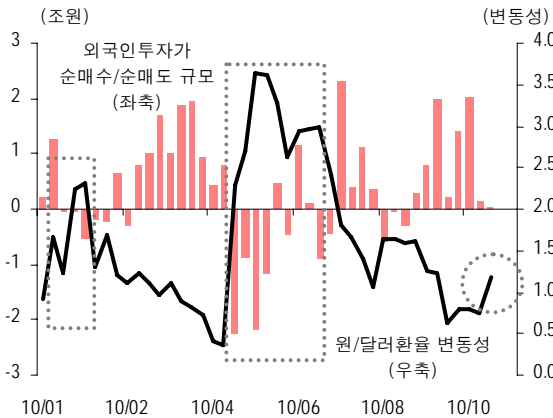


자료: IBES, 동양종합금융증권 리서치센터

환시장의 변동성 확대는 마찰적 조정의 원인을 제공할 가능성이 있다

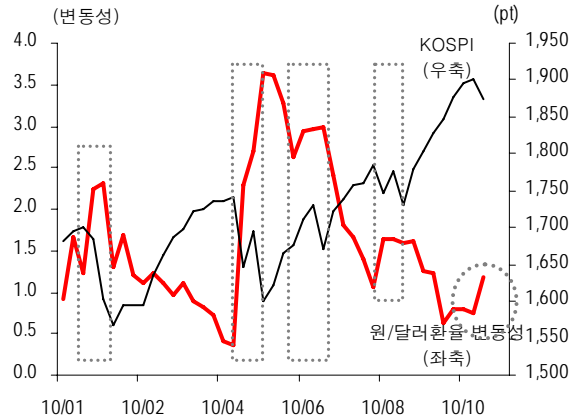
따라서 밸류에이션과 기업 이익확장 등을 감안할 때 국내 증시에서 추세 전환 등과 같은 구조적인 변화 가능성은 낮다. 그러나 단기적으로는 위험요인이 상존하고 있음을 염두에 둘 필요가 있다. 원/달러환율의 변동성이 확대되고 있어, 외국인투자자의 매매패턴이 다소 불안정적으로 진행될 가능성이 있다. 2010년 이후 원/달러환율 변동성(주간 변화율의 4주 표준편차)이 높아지는 구간에서 외국인투자자의 포지션이 단기적으로는 순매수에서 순매도로 전환했다. 현재 절대적인 변동성 수준은 낮지만, 상승 전환했다는 점을 경계할 필요가 있다.

원/달러환율 변동성 확대는 외국인 매매에 부정적인 영향



자료: Fn Guide, 동양종합금융증권 리서치센터

원/달러환율 변동성 확대는 지수에도 부정적인 영향



자료: Fn Guide, 동양종합금융증권 리서치센터

당연히 환시장의 변동성 확대는 국내 증시에도 부정적인 영향을 준다. 환시장 변동성 확대 구간에서 국내 증시도 단기적인 조정을 경험했다는 점이 이를 증명하고 있다. 최근 **지수 고점 부근에서 환시장에 균열이 생겼다는 점을 고려할 때 마찰적 조정의 빌미를 제공할 가능성이 있다.**

미국의 양적완화정책의 방법과 실행 시기 등이 결정되기 전까지 국내 환시장은 다소 불안한 모습을 보일 가능성이 높아 보인다.

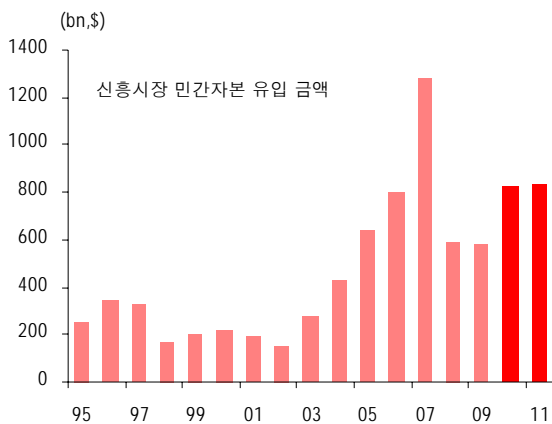
외국인투자자의 본격적인 이탈 시그널로 해석하기 것은 무리가 있다

물론 최근 국내 환시장의 변동성 확대를 외국인투자자의 본격적인 국내 증시 이탈 시그널로 해석할 필요는 없다. 국제금융기구(IIF, Institute of International Finance)의 신흥시장 자본유입(Capital Flows to Emerging Market Economies, 10/4일) 자료를 보면, 2010년과 2011년 신흥시장으로의 민간자본(직접투자+포트폴리오투자+금융권 여신)은 순유입 될 것으로 전망된다.

2010년 신흥시장(한국을 포함한 신흥아시아 7개국+신흥유럽 8개국+신흥라틴 8개국+아프리카/중동 7개국, 총 30개국)으로 민간자본은 8,250억 달러로 전년대비 42%나 증가할 것으로 기대된다. 2011년도의 경우는 8,335억 달러로 증가율은 크게 감소하지만, 절대적인 자금 규모는 2년 연속 증가할 것으로 기대된다. 신흥시장의 높은 성장률, 통화강세 등이 자금 유입의 원인이다.

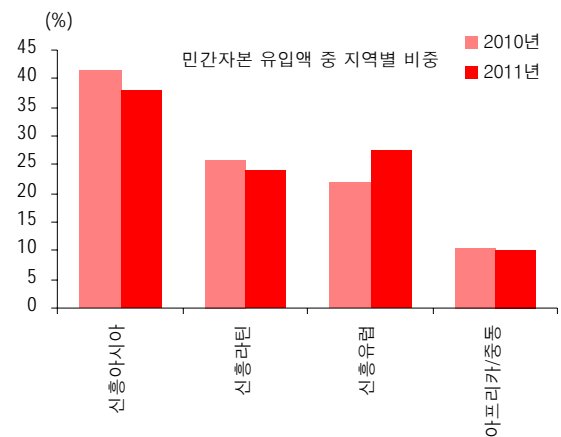
2011년 민간자본 유입금액 중 신흥아시아 비중은 38%로 전년대비(42%) 소폭 하락할 것으로 예상되지만, 절대적인 비중이 여타 신흥지역에 비해 높은 수준을 유지할 것으로 전망된다.

2010과 2011년 신흥시장 민간자본 순유입액 증가 전망



자료: IIF, 동양종합금융증권 리서치센터

민간자본 유입액 중 신흥아시아가 상대적으로 높은 수준



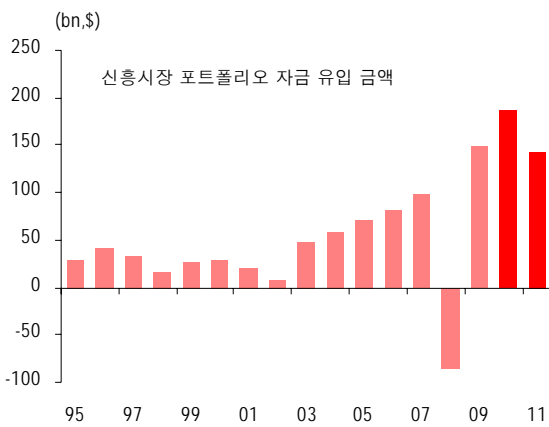
자료: IIF, 동양종합금융증권 리서치센터

외국인의 주식투자과 관련이 있는 포트폴리오 투자를 보면, 2008년 글로벌 금융위기로 신흥시장에서 순유출을 기록했지만 2009년 순유입으로 전환 이후 2010년과 2011년까지 지속적으로 순유입 될 것으로 예상된다. 순유입 규모도 이전 2007년 최대 규모를 상회할 것으로 기대된다.

지역별로 세분화해서 보면, 신흥시장 포트폴리오 전체 투자 자금 중 신흥아시아의 비중은 2010년 50%에서 2011년 46%로 다소 감소할 것으로 예상된다. 반면 신흥유럽과 신흥남미 비중은 다소 증가할 것으로 전망된다. 다만 신흥아시아의 포트폴리오 자금 순유입 규모가 여타 신흥지역을 압도하고 있어, 신흥아시아 증시 및 채권시장에 대한 투자매력은 여전히 높은 수준을 유지하고 있는 것으로 판단된다.

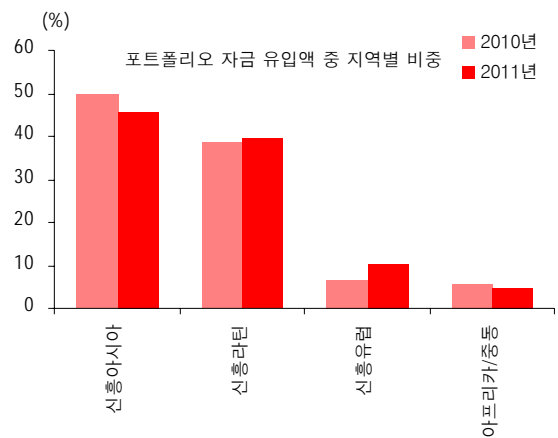
따라서 국내 환시장의 변동성 확대는 단기적인 시각에서 접근할 필요가 있다. 중장기적으로 보면, 외국인투자가는 아직 국내를 포함한 신흥아시아 금융시장(주식+채권)에 여전히 관심이 높고, 글로벌 유동성의 추가적인 유입이 가능할 것으로 예상된다.

신흥시장 포트폴리오 자금 3년 연속 순유입 예상



자료: IMF, 동양종합금융증권 리서치센터

포트폴리오 자금 중 신흥아시아 지역 비중 높음



자료: IMF, 동양종합금융증권 리서치센터

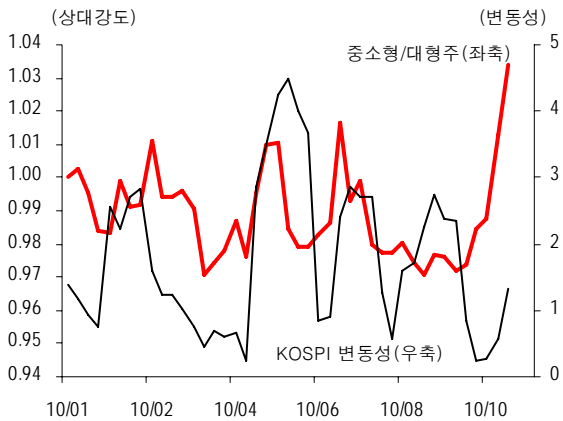
단기적으로 중소형주에 관심을 두는 전술이 필요하다

결론적으로 전일 KOSPI의 급락을 국내 증시의 구조적인 변화 즉 추세 전환으로 확대 해석하는 것은 무리가 있다고 판단된다. 국내 증시의 밸류에이션이 과열된 국면이 아니라는 점, 기업 이익이 주가 수준에 반영되지 못하고 있다는 점, 그리고 글로벌 유동성이 신흥시장으로 유입될 가능성이 높다는 점 등이 이를 반증하고 있다.

다만 단기적으로 환시장의 변동성 확대로 인해 외국인투자자의 매매패턴이 다소 불안하게 진행될 가능성이 높다. 이는 증시의 변동성 확대로 이어질 개연성이 있다는 점을 염두에 둘 필요가 있다. 현재 주식시장에서는 ‘전략의 변화가 아닌 전술의 변화’가 필요한 시점이다.

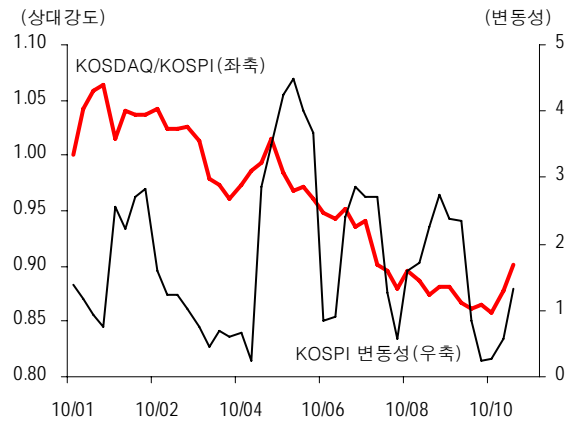
증시의 변동성이 확대될 경우 중소형주 또는 KOSDAQ시장에 대한 관심이 유효한 대처 방법이 될 수 있다. 2010년 이후 KOSPI의 변동성이 확대되는 구간에서 대형주 대비 중소형주의 상대강도와 KOSPI대비 KOSDAQ의 상대강도가 상승하는 모습을 보였다.

KOSPI 변동성 확대 구간에서 중소형주 상대적으로 선전



자료: Fn Guide, 동양종합금융증권 리서치센터

KOSPI 변동성 확대 구간에서 KOSDAQ 상대적으로 선전



자료: Fn Guide, 동양종합금융증권 리서치센터

실적 발표 시즌에 진입해 있다는 점을 고려해 중소형주와 KOSDAQ 종목 중 최근 2010년 하반기 영업이익의 추정치가 상향 조정되면서, 상반기 대비 하반기 영업이익이 증가하는 종목군에 관심을 가질 필요가 있다.

해당 종목은 한진해운, 부산은행, 현대산업, 한라공조, SK브로드밴드, SK케미칼, 풍산, 다음, S&T대우, SBS콘텐츠허브 등으로 스크린 된다(종목은 시가총액 순서, 자세한 내용은 아래 Table1 참고).

해당 종목은 당사 유니버스 220종목을 대상으로 선정. 중소형주와 KOSDAQ 종목을 선정 시 시가총액은 2,000억원 이상~3조원 이하로 설정. 2010년 하반기 영업이익의 추정치 변화는 한달전 변화율을 기준

Table1> 중소형주와 KOSDAQ 기업 중 하반기 영업이익 추정치 상향 조정되면서, 상반기 대비 하반기 영업이익이 증가하는 종목군(시가총액 순서)

코드명	종목명	시장구분	시가총액 (억원)	2010년 상반기 영업이익(억원)	2010년 하반기 영업이익 추정치 (9/18일,억원)	2010년 하반기 영업이익 추정치 (최근,억원)	2010년 하반기 영업이익 추정치 증가율(%)	2010년 상반기 대비 하반기 영업이익 증가율(%)
A117930	한진해운	KSE	27,498	1,722	5,241	5,256	0	205
A005280	부산은행	KSE	27,443	2,427	2,204	2,424	10	0
A012630	현대산업	KSE	27,101	1,037	1,918	1,957	2	89
A018880	한라공조	KSE	22,580	588	475	653	37	11
A033630	SK브로드밴드	KOSDAQ	17,136	-113	371	436	17	특사전환
A006120	SK케미칼	KSE	13,235	397	432	447	4	13
A103140	풍산	KSE	11,882	998	1,155	1,224	6	23
A035720	다음	KOSDAQ	10,712	441	500	503	1	14
A064960	S&T대우	KSE	3,445	225	380	388	2	72
A046140	SBS콘텐츠허브	KOSDAQ	2,832	130	147	169	15	30

자료: Fn Guide, 동양종합금융증권 리서치센터