

2020/ 6/ 25

Strategist

이동호

(2009-7062)

dhlee@leading.co.kr

## 개와 주인의 간극과 시사점

주가의 흐름을 흔히 개(주가)와 주인(펀더멘털)간의 앞서거나 뒤서거나 하는 흐름으로 표현하곤 한다. 개와 주인에 대한 구체적인 정체에 대해서는 정의하기 나름이겠지만 본 보고서에서는 그 추상성을 배제하기 위해 '현재 주가(KOSPI)에 내재(implied)된 예상 기업이익'과 '애널리스트 이익 추정치(컨센서스)'를 각각 '개'와 '주인'으로 정의하여 양자간의 간극이 현재 어느 정도인지를 판단해 보고, 그 시사점이 무엇인지를 살펴 보기로 한다(애널리스트 추정치에 근거해 fair value 를 산정한다는 점에서 '주인'을 애널리스트 추정치로 삼았음).

다음과 같은 방법론을 활용한다. 현재 KOSPI 가격에 내재된 예상 ROE 가 몇 %인데 이를 달성하기 위해서는 향후 어느 정도의 기업이익 변화가 필요한지, 그리고 그 변화분과 애널리스트들의 추정치(컨센서스)간의 차이는 어느 정도인지를 규명하는 방식이다.

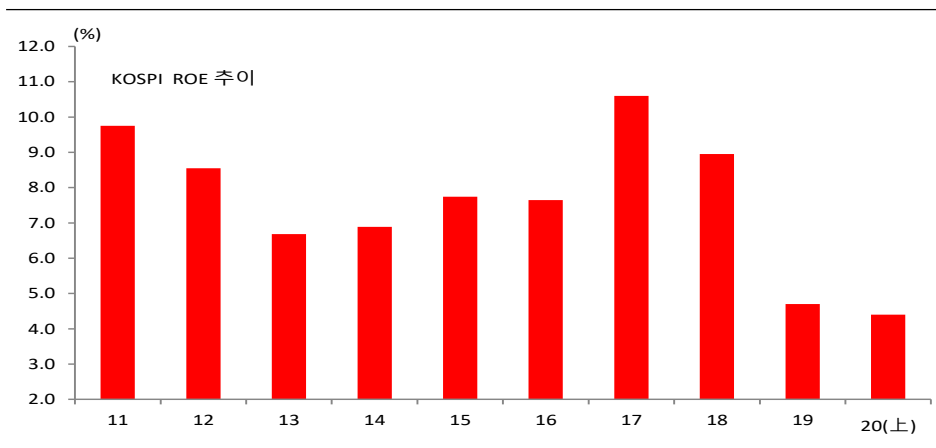
Gordon 모형을 응용한  $PBR = (ROE - g) / (CoE - g)$  에서 논의를 시작한다. 여기서  $CoE = \text{무위험수익률}(rf) + \beta \times \text{리스크프리미엄}(rp)$ 이다. 무위험수익률은 국고채 3 년물을 활용하였다. 베타는 시장(KOSPI) 대상이기 때문에 1 이고, 리스크프리미엄은 yield gap(per 의 역수와 금리간의 갭)을 썼다. 그리고 PBR, PER 은 1 년 예상 기준이다.

6 월 23 일 종가 기준 PER 은 12.3 배, PBR 은 0.83 배이다(Dataguide). 그리고 국고채 3 년물은 0.82%이다. 장기 성장성  $g$  가 문제인데 내후년(2022 년)부터는 글로벌 전역적으로 정부 부채 디레버리징 압력이 커질 가능성(장기 경제성장을 저하)이 높고, KOSPI 에서 차지하는 싸클리컬 섹터 비중이 여전히 높다는 점 등을 감안하여 장기 성장성은 보수적으로 '0' 으로 설정했다(참고로 2011 년 저성장 국면으로의 전환 이후 2019 년까지의 KOSPI 순이익 흐름에는 우상향 추세가 없음).

위의 수치들을 Gordon 모형에 대입하여 계산해 보면 현재 KOSPI 가격에 내재(implied)된 1년(금년 하반기 ~ 내년 상반기)뒤 ROE는 6.7%로 추정된다. 현재 KOSPI 가격은 KOSPI에 속한 기업들의 합산 ROE가 1년 뒤 6.7% 정도가 될 것이라는 점을 선반영하고 있다는 것이다. 그렇다면 현재 애널리스트들이 예상하고 있는 향후 1년 뒤 ROE는 KOSPI 주가에 내재된 ROE와 얼마나 차이가 나는지를 살펴 보기로 한다.

<그림 1>에서와 같이 과거 10년간 KOSPI ROE는 6~10% 범위에서 등락하다가 2019년 들어 글로벌 경기 하강, 반도체 경기 침체 등으로 인해 연간 4.7% 수준으로 급락하였다. 이후 코로나 19 사태를 맞이하여 금년 상반기 ROE는 전년 연간 ROE보다 더 낮아진 것으로 추정된다. 금년 상반기 KOSPI 순이익(연율화) 추정치로 판단할 경우 상반기 ROE(연율화)는 4.4%로 전년보다 더 낮아진 것으로 추정된다(①배당 측면은 고려하지 않았음, ②금년 상반기 KOSPI 순이익 추정치(퀀트와이즈, 6/19) 연율화 값은 71.6조원으로 2019년 연간 순이익 77.0조원 대비 7.0% 감소한 값). 그렇다면 내년 상반기말 6.7%의 ROE를 달성하기 위해서는 금년 하반기에서 내년 상반기까지 1년 간의 기업이익이 금년 상반기 KOSPI 순이익(연율화 값)보다 52.3%는 증가하여야 한다는 계산이 나온다(배당 측면은 고려하지 않았음).

<그림 1> KOSPI 연간 ROE 추이



자료 : Dataguide, 리딩투자증권

이제 애널리스트들의 1년 예상 기업이익 추정치는 현 시점에서 어느 정도일까를 통해 개와 주인의 간극을 살펴 보기로 한다. 우선 코로나 19 바이러스의 2차 확산이 심각하지 않을 것이라는 전제를 했다. 그렇다면 최악의 상황이라고 판단하는 2/4 분기가 경기 바닥이 된다. 최근(5월) 한국은행은 경제성장률이 금년 상반기중에 -0.5%(yoy)를 지나 하반기 +0.1%(yoy), 내년 상반기 +3.4%(yoy)로 전망한 바 있다.

현 시점이 2/4 분기가 거의 종료되어 가고 있다는 점에서 볼 때 2/4 분기 최악의 상황은 상당 부분 이익 예상치에 반영되었을 가능성이 높다. 그리고 하반기부터 예상되는 경기 회복이 감안되어 3/4 분기 기업이익 예상치부터는 더 이상 하향 조정되지 않거나 상향 조정될 가능성도 있다(통상적으로 경기 지표 방향성과 기업이익 전망 기조는 궤를 같이 함).

그러한 점을 고려하면서 3/4 분기부터의 KOSPI 기업이익(순이익) 전망치는 어느 정도로 형성되어 있는지를 살펴 본다. 퀀트와이즈(6/19) 기준으로 2020년 3/4 분기 27.3조원, 4/4 분기 25.0조원, 2021년 연간 124.2조원으로 형성되어 있다. 여기서 현 시점에서의 이익 전망치는 하반기부터의 경기 회복으로 인해 더

이상 하향 조정되지 않는다는 가정을 한다. 그리고 2021 년 상반기 이익은 연간 전체 124.2 조원의 절반 정도라고 추정(통상 4/4 분기 이익이 타분기보다 적어 상반기 이익 규모가 하반기보다 큰 경향은 있음)해 보면 금년 상반기말 시점에서 추정하는 KOSPI 1 년 예상 순이익은 하반기 52.3 조원에 내년 상반기 62.1 조원을 합한 114.4 조원이다.

이제 KOSPI 1 년 예상 순이익 추정치인 114.4 조원이 금년 상반기 순이익인 35.8 조원(퀀트와이즈 6/19 추정)의 연율화 값인 71.6 조원 대비 몇 % 증가하는 것이냐를 계산해 보면 그 값이 현 시점에서 KOSPI 가격에 내재된 1 년 예상 기업이익 증가율인 52.3%보다 높은 지 낮은 지를 판단할 수 있다. 계산 값은 59.8%로 KOSPI 에 내재된 값보다 7.5%p 높다. 즉 개가 주인보다 앞서 가고 있는 것이 아니라 아직 주인을 뒤에서 따라가고 있다는 것이고, 이는 향후 주가 상승에 약간의 여유가 있다는 것이다. 물론 큰 간극은 아니라는 점을 아울러 인식할 필요도 있다.

만약 향후 경기 회복으로 인해 3/4 분기부터의 기업이익 예상치가 더 올라갈 잠재력을 가지고 있는 상황이라고 가정하면 주인은 개보다 더 앞에 있게 된다. 주가 상승의 룬이 더 커진다는 것이다. 그러나 그와는 반대로 경기가 예상과 달리 회복을 못한다거나 코로나 19 바이러스 2 차 확산이 심각하게 되어 다시 침체 국면으로 빠져 드는 상황이 전개된다면 주인은 개보다 뒤로 쳐지게 된다. 현 시점이 개와 주인간의 간극이 크지 않은 상황이라는 점에서 그 중요성이 크다는 판단이다. 6 월 초중순 이후 KOSPI 흐름이 지지부진한 것은 아직은 주인이 개 보다 조금 앞서 있지만 최근 코로나 19 바이러스 2 차 확산 가능성이 등장하면서 주인의 체력을 떨어뜨릴 수 있다는 우려감이 작용했기 때문이라고 풀이한다.

한국, 중국에서 바이러스 재확산 가능성이 제기되고 있는 가운데 미국의 신규 확진자수가 그 동안 안정세(일일 2 만명대)를 보이다 최근 일일 3 만명을 넘기고 있어 시장 내 경계 심리가 커졌다. 2 차 확산이 심각해 지면 다시 사회적 거리두기가 강화될 것이고, 이는 그만큼 경제에 미치는 부정적 영향으로 작용할 것이다. 물론 정부의 고강도 부양 정책이 또 뒷따를 것이다. 그러나 바이러스 문제가 장기화된다는 우려감이 커져 추가 정책 효과는 이전 보다 약할 수 있고, 장기적으로 디레버리징 압력이 더 커져 장기 성장성을 더욱 훼손시킬 것이라는 점이 악재로 작용할 수 있다. 백신에 대한 기대감이 있지만 아직 뚜렷하지는 않은 실정임을 감안해 보면 6 월 중순 들어 등장한 바이러스 2 차 확산 문제는 분명히 경계해야 할 요인이다.

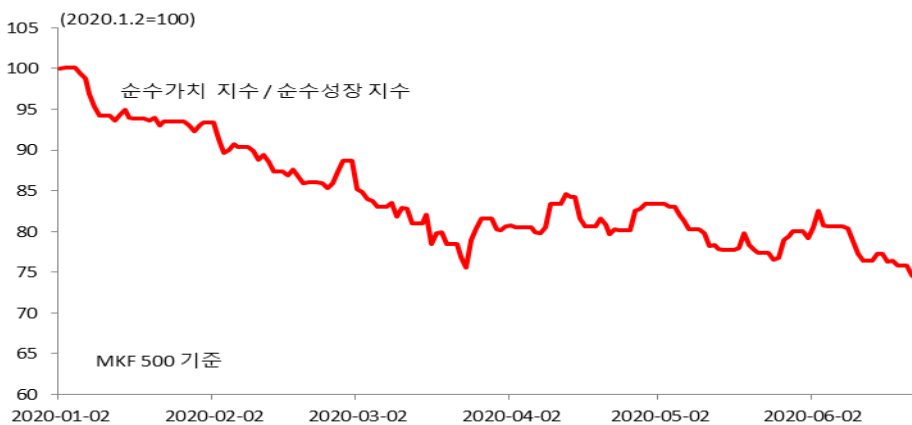
앞서 언급한 개와 주인간의 현 시점에서의 간극이 그다지 크지 않음을 고려해 볼 때 향후 애널리스트들의 이익 추정치 상향 조정이 원활하게 이루어질(주인이 개보다 계속 앞서갈 수 있는) 환경이 될 것인지가 가장 중요하다. 바이러스 2 차 확산의 강도가 어느 정도일 것인지는 전망의 영역을 벗어나지만 2 차 확산 문제가 존속하는 한 거리두기 정책은 그 만큼 이어질 것이고, 이는 향후의 경제 활력과 트레이드 오프된다는 점을 인지할 필요가 있다.

이는 결국 투자전략적 측면에서 코로나 환경에 취약한 업종이나 종목이 가격 논리를 가지게 된다 하더라도 계속 주의를 기울일 필요가 있음을 시사한다(주로 씨클릭업종/종목). 만약 2 차 확산 문제가 가볍게 지나 간다면 3/4 분기에는 동 업종의 일시적인 주가 상승을 기대해 볼 수 있다. 그러나 그 가능성에 베팅하기는 쉽지 않은 상황이라고 본다. 필자는 2 차 확산 문제가 다시 심각해 지는 국면으로 치닫게 되어 경기 회복 자체가 불가능하거나 다시 침체되는 경우까지는 아니겠지만 당초 예상보다는 경기 회복력을 저하시키는 요인으로 작용할 수는 있다는 점을 6 월 중순 이후의 표준 시나리오로 삼고 있다.

<그림 2>에서와 같이 최근 들어 가치 스타일의 성장 스타일 대비 상대 주가 퍼포먼스는 다시 저점을 경신했다(6/23 기준). 가격 논리가 발생할 수도 있겠지만 바이러스 2 차 확산 문제가 짝짝하게 존속하는 한 향후 상대 퍼포먼스 흐름은 단기가 아니라면 기존의 발산(divergence)하는 흐름을 계속 이어갈 가능성이 높다고 본다.

현재 KOSPI 가격 레벨에서 상당 부분이 어정쩡하다. 전술한 개와 주인의 간극도 어정쩡하고, 6 월 중순 이후 등장한 바이러스 2 차 확산 문제와 그로 인한 향후 경제 환경에 대한 전망도 어정쩡하다. 백신에 대한 기대감 역시 어정쩡하다. 단기 트레이딩이 아니라면 이런 상황에서의 액션 플랜은 이 어정쩡한 상황을 돌파할 수 있는 실적 성장주, 퀄리티 스타일주에 대해 계속 오버웨이트하는 것이 바람직하다 생각한다. 물론 관련 주에 대한 의사 결정에 있어서 이제는 멀티플 레벨이 부담스럽다는 점이 큰 걸림돌일 수 있다. 그러나 ① 그 만큼 성장에 목마른 시절이라는 점, ② 역대급 초저금리 상황이라는 점, ③ 성장/가치간의 멀티플 흐름이 과거와 같은 평균 회귀적 성향이 아닌 발산하는 형태를 보일 수 있는 경제 환경이 되었다는 점 등을 다시 한번 더 인지할 필요가 있다는 생각이다.

<그림 2> 연초 이후 성장, 가치 스타일 주가의 상대 퍼포먼스 추이



자료 : Dataguide, 리딩투자증권

#### ▶ 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.

©. 2020 Leading Investment & Securities Co. All rights reserved