역사적 할인율, 그리고 KOSPI 3,000

유동성 장세 하에서의 적정 Book Value

역사적 유동성 장세로 인하여 장이 연일 신고가를 이어감. 당사는 11월 23일 자료에서 ROE 를 감안하여 PBR이 Fair한 수준이라는 내용의 보고서를 발간한 바 있음. 그런데, 과거의 역사적 시계열을 근거로 시장을 고민하려면, 과거의 역사적 시계열과 현재의 상태가 거의 비슷하다는 전제가 필요. 그렇다면 현 장세가 과거의 시계열과 같지 않다는 의문을 가져 보는 것 또한 필요할 것. 이에 당사는 Time Series를 통한 수직 비교가 아닌, 다른 글로벌 증시 대비의 Peer Group을 통한 시도.

글로벌 지수의 역사적 PBR과 할인율은?

조사 결과, MSCI ACWI의 PBR은 5년 평균 PBR은 2.21배이며, 한국은 0.95배였음. 최근 5년간 ACWI 대비 42.9% 수준의 PBR을 받아왔다는 결론. 현 기준 ACWI의 PBR이 2.72배이므로, 5년 평균 할인율을 곱하면 1.17배가 Fair Value로 판단. 같은 논리로 EM에 적용시켜 보면, MSCI EM은 최근 5년 PBR이 1.57배였고, MSCI Korea는 EM PBR의 60.2% 수준의 PBR을 받음. 한국 적정 PBR은 1.22배를 주는 것이 타당할 것.

내년에는 조금 더 기대를 해 보자

현재 시점으로도, 역사적 평균 할인율을 가정해 보면 타 지수대비 한국이 지나치게 저평가되어 있고, ROE 상승구간에서 굳이 5년 평균 대비 더 할인해야 할 이유를 찾기에는 무리가 있을 것으로 판단. MSCI Korea Index에 PBR 1.3배를 적용한 11%의 Upside를 적용시 KOSPI 지수는 3,035pt. 5년 평균은 보수적이고, 2009년 이후 평균은 과하다고 생각한다면 1.3배 정도를 생각하는 것이 더 타당할 것.

타 지수 대비 역사적 할인율을 적용한 KOSPI 지수

	MSCI ACWI	MSCI World	MSCI EM	MSCI China	평균
2002 년 이후 평균	3,548	3,664	3,158	3,215	3,396
2009 년 이후 평균	3,407	3,493	3,050	3,189	3,285
최근 5 년 평균	2,743	2,759	2,784	2,910	2,799

출처 : Kakaopay Securities Research

퀀트/전략
Analyst 이상민
Bruce.lee@kakaopaysec.com
02) 6099-8665

R.A. 전종현
Harris.j@kakaopaysec.com
02) 6099-8507

Contents

1. 유동성 장세 하에서의 적정 Book Value? 3

1) 왜 필요한가? 3
2) 글로벌 지수들의 역사적 PBR은? 4

2. 한국 증시의 Fair Value는? 5

1) 한국의 역사적 할인율 5
2) KOSPI 3,000도 Fair Value 아닐까? 6

유동성 장세 하의 적정 Book Value?

왜 필요한가?

역사적 가치 평가의 한계

역사적 유동성 장세로 인하여 장이 연일 신고가를 이어가고 있다. 당사는 11월 23일 자료에서 ROE 를 감안하여 PBR이 Fair한 수준이라는 내용의 보고서를 발간한 바 있다. 그런데, 과거의 역사적 시계열을 근거로 시장을 고민하려면, 과거의 역사적 시계열과 현재의 상태가 거의 비슷하다는 전제가 필요하다. 그렇다면 현 장세가 과거의 시계열과 같지 않다는 의문을 가져 보는 것 또한 필요할 것이다.

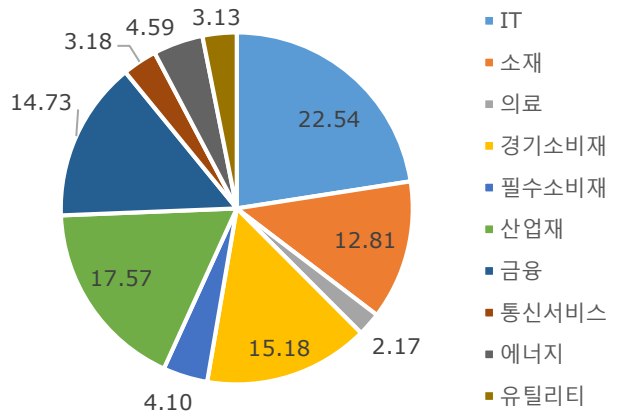
과거와 달라진 것 :
저금리, 유동성, 성장, 업종 변화

과거와 달라진 것은 크게 다음을 꼽을 수 있다. 저금리 기조, 풍부한 유동성, 성장의 희소성, 한국 업종분포의 변화이다. 여기서 한국 업종 분포의 변화 또한 빼 놓을 수 없는 이야기인데, Exhibit 1과 2를 보면 확연히 구분이 된다.

Peer Group Valuation이
필요한 이유

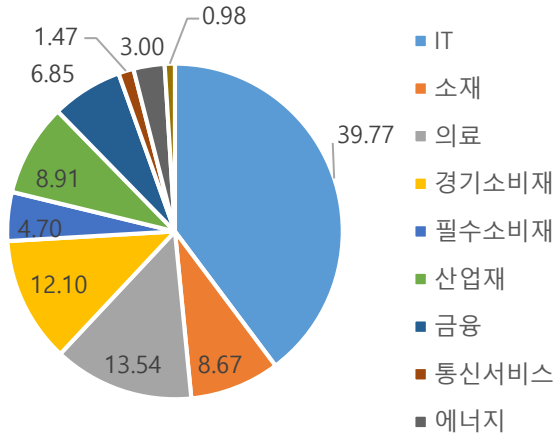
그렇다면 우리는 Time Series를 통한 수직 비교가 아닌, 다른 글로벌 증시 대비의 Peer Group을 통한 비교를 할 필요가 있을 것이다. Peer Group Valuation은 현재 Peer Group이 저평가 또는 고평가 되어 있을때는, 평가대상을 함께 저평가/ 고평가 할 위험이 분명히 있다. 그럼에도 불구하고 이러한 Valuation 방법이 유용한 까닭은, 현 시점에서의 시장이 과거와 다르다는 전제가 있을 때 비교하기 적절한 방법일 수 있기 때문이다.

Exhibit 1. 2009년 12월 31일 한국 섹터별 시총 비중(%)



출처: Fnguide, Kakaopay Securities Research

Exhibit 2. 2020년 12월 4일 한국 섹터별 비중 (%)



출처: Fnguide, Kakaopay Securities Research

글로벌 지수들의 역사적 평균 PBR은?

방법론

먼저 한국은 역사적으로 얼마나 할인되어 왔는지를 살펴보자. MSCI KOREA, MSCI AC WI, MSCI Emerging, MSCI China Index의 역사적 PBR을 살펴보고, 다른 Index 대비해서 한국이 얼마나 할인을 받아왔는지를 역사적 평균 및 최근 5년 평균 대비로 조사해보기로 하였다. 단, 2001년까지의 시계열은 다소 왜곡이 발생하여 측정이 곤란하여, 2002년 이후의 시계열만을 조사 대상으로 삼았다. 2002년 부터라 하더라도 약 20년간의 Time Series이므로 비교에 큰 문제가 없을 것으로 판단한다.

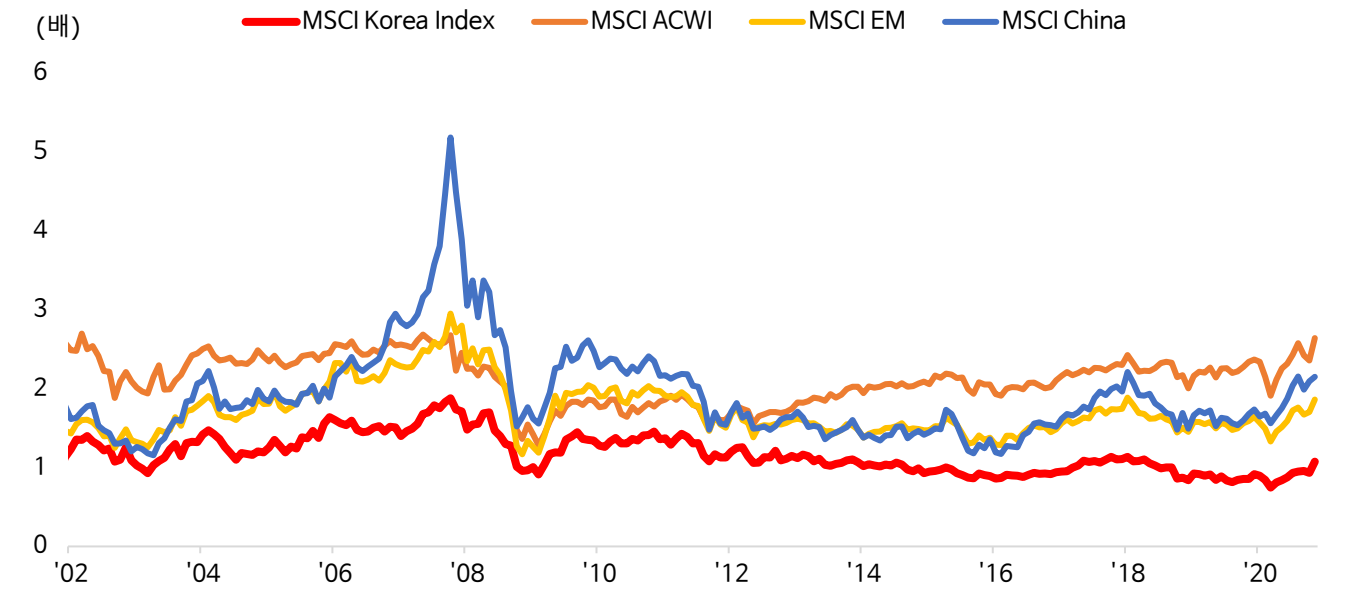
MSCI Korea, ACWI, EM의 02년 이후와 5년평균 PBR

Exhibit 3을 보면 MSCI ACWI, Emerging, China, Korea의 역사적 Trailing PBR 추이를 알 수 있다. MSCI Korea는 2002년 이후 평균 PBR이 1.17배였으며, 최근 5년 평균은 0.95배를 받아왔다. 또한, ACWI는 2002년 이후 평균이 2.12배였으며, 최근 5년 평균으로는 2.21배를 받아왔다. Emerging은 2002년 이후 평균적으로 1.72배를 받아왔으며, 최근 5년 평균으로는 1.57배를 받아왔다. 또한 China는 2002년 이후 1.91배, 최근 5년간 1.70배를 받아왔다.

한국의 상대적 저평가가 심했음

공통적으로 알 수 있는 것은, 한국의 상대적 저평가가 유독 심했다는 점이다. 여러 요인이 있을 수 있다. 구조적인 ROE 추세 하락이 있을 것이고, 미국 우선주의 및 경기순환주의 부진 등이 있을 것이다.

Exhibit 3. **한국 및 주요 글로벌 Index의 PBR 추이 (2002. 1 ~ 현재)**



출처: Bloomberg, Kakaopay Securities Research

한국 증시의 Fair Value는?

한국의 역사적 할인율

타 증시 대비 한국의 역사적 할인율

이상의 내용을 근거로 한국 지수의 역사적 할인율을 살펴보자. 대표적으로 2002년 이후 MSCI ACWI의 PBR은 평균적으로 2.12배였으며, 한국은 1.17배였다. 그렇다면, 한국은 역사적으로 ACWI 대비 55.5% 수준의 PBR을 받아왔다는 결론을 내릴 수 있다. 또한 같은 논리로 2009년 이후를 조사해 보면, ACWI의 PBR은 평균 2.00배였으며 한국은 1.06배였다. 2009년부터, 한국은 ACWI 대비 53.3% 수준의 PBR을 받아왔다는 결론이다. 같은 방법으로 최근 5년 평균을 계산해보면, ACWI의 5년 평균 PBR은 2.21배이며, 한국은 0.95배였다. 최근 5년간 ACWI 대비 42.9% 수준의 PBR을 받아왔다는 결론을 내릴 수 있다.

ACWI PBR 대비 09년 이후 평균 할인율을 감안하면 1.46배가 Fair PBR

5년 평균 할인율을 감안시 1.17배가 Fair PBR

그렇다면, 현 기준 ACWI의 PBR이 2.74배이므로, 여기에 2002년 이후 역사적 평균 할인율인 55.5%를 곱하면 대략 한국의 현재 적정 PBR은 2.74 x 55.5 % = 1.52배가 Fair Value이며, 2009년 이후 평균 할인율인 53.3%를 곱하면 1.46배, 5년 평균 할인율인 42.9%를 곱하면 1.17배가 Fair Value라는 계산을 해 볼 수 있을 것이다. 다만 02년 이후의 평균 할인율을 적용하기에는, 최근 구조적 ROE하락을 감안해야 하고 최근 5년 평균 할인율을 감안하면 지나치게 보수적일 수 있다.

해당 논리를 EM에 적용

비슷한 논리를 ACWI 대신 MSCI Emerging Index에 적용시켜보자. MSCI EM은 2002년 이후 평균적으로 1.72배의 PBR을 받아왔고, 최근 5년간 1.57배의 PBR을 받아왔다. 즉, MSCI Korea는 2002년 이후 Emerging PBR의 68.3% 수준, 최근 5년간 60.2% 수준의 PBR을 받아왔다는 계산을 할 수 있다.

EM PBR 대비 5년 평균 할인율 감안시 1.22배가 적정

같은 논리를 적용해 보면, 현재 MSCI Emerging의 PBR이 1.96배이므로 역사적 할인율인 68.3%를 적용하면 한국의 적정 PBR은 1.34배, 최근 5년 할인율인 60.2%를 적용하면 1.22배를 주는 것이 타당하다고 판단된다.

Exhibit 4. 2002, 2009년 이후 및 최근 5년 평균 PBR

	02 년 이후	09 년 이후	최근 5 년
MSCI Korea	1.17	1.06	0.95
MSCI ACWI	2.12	2.00	2.21
MSCI World	2.18	2.06	2.33
MSCI EM	1.72	1.61	1.57
MSCI China	1.91	1.74	1.70

출처: Bloomberg, Kakaopay Securities Research

Exhibit 5. 한국 증시의 타 지수 대비 상대적 할인율

	02 년 이후	09 년 이후	최근 5 년
MSCI ACWI	55.5%	53.3%	42.9%
MSCI World	54.0%	51.5%	40.6%
MSCI EM	68.3%	66.0%	60.2%
MSCI China	61.6%	61.1%	55.7%

출처: Bloomberg, Kakaopay Securities Research

KOSPI 3,000도 Fair Value 아닐까?

해당 방법론 적용시, 한국 적정 PBR이 1.2~1.4배일 수 있음

결론적으로, 이러한 방법론을 통해 지금 현 지수를 살펴보면 MSCI Korea의 적정한 PBR Mulitple이 1.3배일 수 있다는 생각을 해 볼 수 있다. ROE 상승구간에서 굳이 5년 평균 대비 더 할인해야 할 이유를 찾기에는 무리가 있을 것으로 판단한다. 현재 MSCI Korea Index의 Trailing P/B는 1.17배로, 5년 평균 할인율이 적용된 수준이다. 바꿔 말해, 현 수준도 과하다고 이야기할 수는 없을 것이다.

PEER Group Valuation의 한계

다만 서두에 말했듯, 이러한 Peer Group Valuation은 늘 한계가 있다. 다른 Peer가 고평가/저평가 되어있으면 평가 대상인 한국 증시 또한 고평가 또는 저평가 될 위험이 있다. 당사에서 이런 Peer Group Valuation보다, 시계열을 통한 역사적 평균을 선호하는 이유다.

해당 방법론 적용시, 한국 증시 PBR 1.2x ~ 1.3x에 대한 기대를 해 볼 수 있음

그러나 현 시장이 일종의 Melt-Up 랠리에 가까운 성격을 지닌 만큼, 현 상황에는 이러한 접근이 더 유효할 것으로 기대한다. MSCI Korea Index에 PBR 1.3배를 적용한 11%의 Upside를 적용시 KOSPI 지수는 3,035pt이다. 5년 평균은 보수적이고, 09년 이후 평균은 과하다고 생각한다면 1.3배 정도를 생각하는 것이 더 타당할 것이다.

Exhibit 6. **역사적 평균 할인율 적용시 KOSPI의 적정 Trailing PBR**

	MSCI ACWI	MSCI World	MSCI EM	MSCI China	평균
2002 년 이후 평균	1.52	1.57	1.35	1.38	1.45
2009 년 이후 평균	1.46	1.50	1.31	1.37	1.41
최근 5 년 평균	1.17	1.18	1.19	1.25	1.20

출처: Bloomberg, Kakaopay Securities Research
주) 12.04기준 MSCI Korea PBR 1.17x

Exhibit 7. **Trailing PBR 적용시 KOSPI의 적정 지수**

	MSCI ACWI	MSCI World	MSCI EM	MSCI China	평균
2002 년 이후 평균	3,548	3,664	3,158	3,215	3,396
2009 년 이후 평균	3,407	3,493	3,050	3,189	3,285
최근 5 년 평균	2,743	2,759	2,784	2,910	2,799

출처: Bloomberg, Kakaopay Securities Research

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 지난 3개월간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 자료 작성일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 가지고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.