

시분석

공매도와 숏커버링, 실적시즌을 보는 또 다른 관점



SUMMARY

- 분기실적 기대감과 수급 개선으로 주가 상승세 지속. 대차잔고 감소세도 긍정적
- 최근 관찰된 공매도 수급의 세 가지 특징
 - (1) 공매도/숏커버링 주기의 단기화 경향
 - (2) 일부 종목에 숏커버링 유입. 상당수 물량이 손실상태임에도 불구하고 전반적으로는 미진
 - (3) 공매도/숏커버링이 업종 내에서도 종목별로 차별화
- 공매도로 본 실적: 전반적으로 1Q 실적 기대감 크지 않을 수도 있을 듯
연초 이후 대차/공매도 증가 상위 종목들은 상당수 손실상태임에도 숏커버링 속도 느려
정유, 화학, 항공 등 숏커버링 뚜렷. 반면, 조선, 건설 등은 종목 차별화
- 실적 컨센서스로 본 공매도/숏커버링
실적 컨센서스 개선되고 1Q 어닝쇼크 확률이 경험적으로 낮아 긍정적
1Q 실적 외에도 향후 업황개선 가능성과 수급이 뒷받침되는 종목의 숏커버링을 예상
- 단, 업종 내에서도 공매도와 숏커버링이 엇갈리고 있어 종목 단위의 관심이 필요

이익 개선과 우호적 수급에 상승한 시장

연기금과 외인 우호적 수급과
실적 개선 기대감에 지수 상승

삼성전자가 양호한 분기실적을 발표하면서 향후 1Q 기업 실적에 대한 개선 기대감이 높아지고 있다. 시장 전반적으로도 실적 컨센서스가 3월 이후 반등하면서 2015년 1Q 및 연간 실적도 개선될 것으로 보인다.

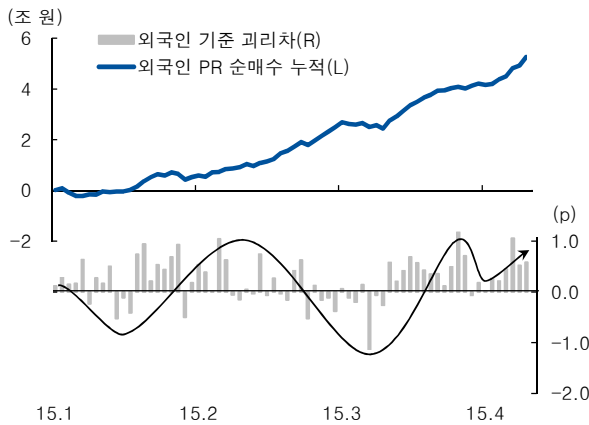
수급도 우호적이다. 지수가 전고점에 근접했음에도 불구하고 3월 이후 외국인과 연기금의 순매수로 지수는 2,100p을 돌파했다. 다만, 외국인의 우호적인 수급의 배경 중 하나는 선물 외국인이 대량으로 선물 신규매수를 하면서 PR 수급이 개선되었던 점에 있다. 선물 외국인의 성향상 단기 베팅일 가능성이 높다는 점에서 추가적인 현물 수급 개선이 없다면 지수의 상승폭은 둔화될 수 밖에 없을 것으로 보인다.

긍정적인 면은 현물 외국인 수급은 나쁘지 않다는 점에 있다. 글로벌 펀드 플로우에서 한국 관련 펀드로 3주 연속 자금 유입세가 지속되는 등 현물 외국인 수급은 우호적인 것으로 보인다. 또한 비공식 차익 외에도 바스켓 순매수가 꾸준히 관찰되고 있고 외인 개별종목 매매 순매수로 반전한 것도 수급상 긍정적으로 보는 근거이다.

시장 전반적으로
숏커버링 유입되는 것도
종목 단위에서 긍정적

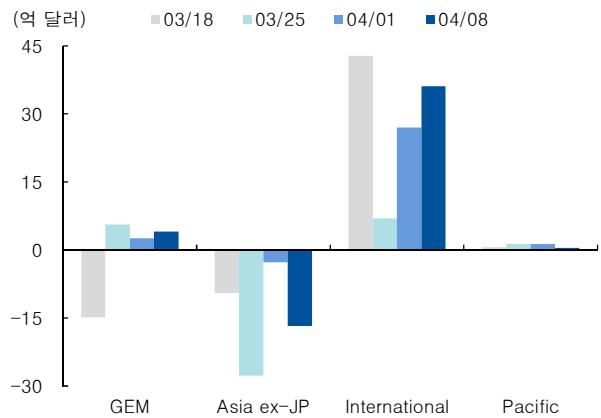
주체별 수급 외에도 KOSPI, KOSDAQ 전 종목 대차잔고지수(KOSPI, KOSDAQ 전 종목의 대차잔고 수량, 주가 등을 기반으로 당사가 지수화한 것임, 2011.1=100)가 지수 상승에도 불구하고 오히려 반락하고 있다는 점도 긍정적이다. 물론, 공매도는 종목 단위의 이슈이기 때문에 지수 전체로 확장시키는 것은 해석상 무리가 있다. 그러나 종목 단위에서 긍정적 변화가 있음은 확인할 수 있다. 다만, 지수보다는 여전히 종목별 접근이 유효할 것으로 보인다.

그림 1. 외인 PR과 괴리차 궤적 유사해 비공식 차익 상당수 존재. 그러나 바스켓 순매수도 동시에 관찰되는 점이 긍정적



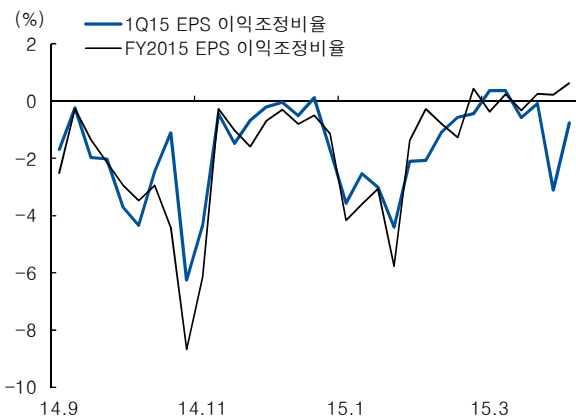
자료: KOSCOM, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 글로벌 펀드 플로우 양호, 바스켓 수요 유입을 시사



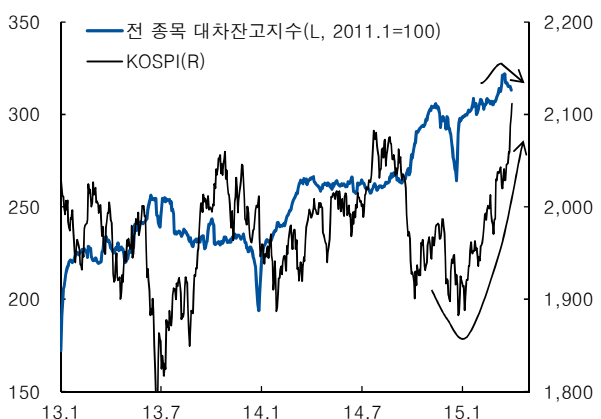
자료: EPFR, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 연초 이후 이익조정비율은 개선되는 추세



자료: Quantwise, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 지수 고점에서도 대차잔고도 감소



자료: Quantwise, KDB대우증권 리서치센터

최근 공매도 관련 수급의 세 가지 특징: 단기화, 미진한 숏커버링, 업종 내 차별화

하락 주도주 부재로 공매도/숏커버링 단기화

최근 공매도/숏커버링 관련 수급에서 나타나는 특징적인 변화는 크게 세 가지이다. 첫째, 하락 주도주의 부재로 인한 공매도/숏커버링 주기의 단기화 경향이 나타났다. 종목별로 공매도와 숏커버링이 혼재되어 나타나거나 단기간에 공매도/숏커버링이 번갈아가며 나타나는 등 단기간에 회전하는 사례가 늘었던 것이 관찰되었다. 이는 2014년과 달리 올해 들어 하락 주도주가 부재했던 것과 관련된 것으로 보인다.

이는 연초 이후 공매도가 많았던 종목들을 통해서도 확인해볼 수 있다. 2014년에 공매도가 많았던 정유, 화학 업종은 숏커버링 추세가 지속된 반면, 조선, 건설주 등은 공매도가 연초에 증가했다. 그 외에도 연말/연초에 소비 부진, 해외직구 활성화, 연말정산, 담배세 인상 등 일부 소비재와 유통주 공매도가 증가하기도 하였다. 그 이후에는 조선주 등 종목에서 공매도와 숏커버링이 번갈아가며 나타나기도 하였다.

일부 대차 상위종목 숏커버리 유입. 반면, 연초 이후 공매도 증가한 종목 중 상당수는 손실에도 불구하고 숏커버리 관찰되지 않은 상태

두 번째 특징은 일부 대차잔고 상위 종목들은 숏커버리가 유입되고 있으나 연초 이후 공매도가 크게 늘어난 종목들의 상당수는 손실 상태임에도 숏커버리가 약하다는 점이다.

우선 대차잔고 상위 종목들의 숏커버리가 유입되는 것은 긍정적 요인이다. 현재 대차잔고 상위 종목은 업종별로는 조선, 건설주가 많으며 그 외에는 OCI, 인터파크, KINT 등이 있다. 현재 삼성엔지니어링, GS건설, 호텔신라 등에 숏커버리 유입이 감지되면서 공매도 상위 종목들의 숏커버리 유입이 지속될 가능성이 높다.

연초 이후 낙폭 과대주를 중심으로 주가가 반등했었다. 대표적인 예가 S-oil로, S-oil은 유가 안정화 이후 숏커버리가 유입되면서 2014년 초반 수준까지 대차잔고가 감소하였다. 이 때, S-oil이 다른 정유주보다 아웃퍼폼 했었는데 그 수급적인 요인 중 하나는 숏커버리였다고 할 수 있다.

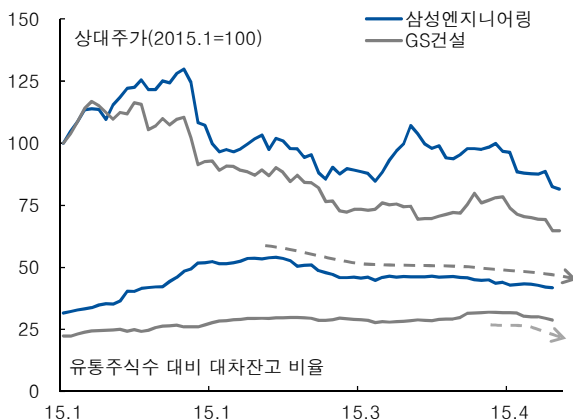
그러나 S-oil 등의 사례를 제외하고 연초 이후 공매도가 크게 늘어난 종목들의 상당수는 주가가 반등해 손실 상태에 들어섰음에도 숏커버리가 유입되지 않고 있다. 연초 이후 공매도 상위 50개 종목의 공매도 평균단가 대비 수익률은 -12.65%이었으며 그 중 42개 종목이 평균단가보다 주가가 상승해 손실 상태인 것으로 나타났다. 그러나 이들의 전일기준 유통주식수 대비 대차잔고 평균값은 연초대비 +4.37%p 증가한 상태이며 3월말 대비 0.99%p 감소에 그친 상태이다. 전반적으로 숏커버리 유입 속도가 늦은 편인 것이다.

업종 내 종목간에도 공매도/숏커버리 엇갈리며 차별화 흐름 뚜렷

세 번째 특징은 공매도/숏커버리가 업종 내에서도 종목별로 차별화된 흐름이 나타나고 있다는 점이다. 조선주와 건설주의 경우, 현대미포조선, 현대중공업, 삼성엔지니어링, GS건설 등은 숏커버리가 유입되는 반면, 삼성중공업과 대우조선해양, 대림산업 등은 공매도가 증가하였다. 즉, 같은 업종 내에서도 엇갈린 흐름을 보이고 있는 것이다.

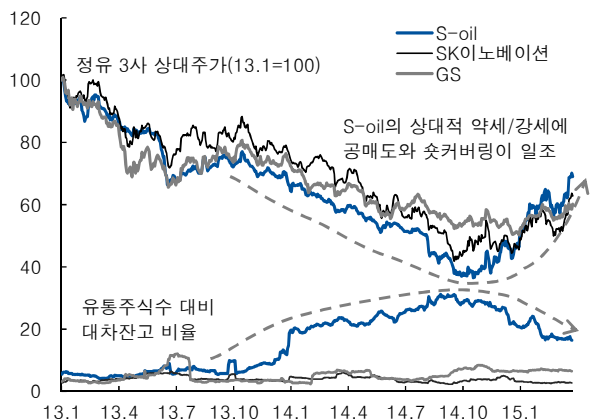
물론 공매도/숏커버리가 단기화되고 있고 조선, 건설주 등은 연초 이후에 공매도/숏커버리가 반복되어 나타났던 경우도 있었던 만큼 현재 일부 종목의 숏커버리와 종목 차별화가 일시적 현상임을 배제할 수는 없을 것이다. 다만, 실적 시즌 및 한국 및 글로벌 증시의 우호적인 수급 여건 및 조선, 건설업종의 이익 개선 기대감 등을 고려해본다면 숏커버리 유입 가능성도 배제할 수는 없을 것이다.

그림 5. 삼성엔지니어링과 GS건설은 숏커버리 관찰



자료: Quantwise, KDB대우증권 리서치센터

그림 6. S-oil의 상대적 강세 요인 중 하나는 숏커버리 물량 때문인 듯



자료: Quantwise, KDB대우증권 리서치센터

기대감이 커진 1Q 실적, 공매도 수급으로 볼 때 실적 개선 기대감 크지 않은 듯

공매도 흐름으로 본 실적시즌

1. 시장 전반적으로 이익 개선 기대감은 크지 않은 편
2. 정유, 화학 등은 긍정적
3. 조선, 건설 등은 종목별 차별화 가능성 암시

실적 시즌에 대차잔고와 공매도 수급은 두 가지 방향으로 해석이 가능하다. 첫째는 대차잔고와 공매도를 통해 실적 시즌을 전망하는 것과 둘째는 그 반대로 실적 시즌을 통해 공매도/숏커버링의 출현을 예상하는 것이다.

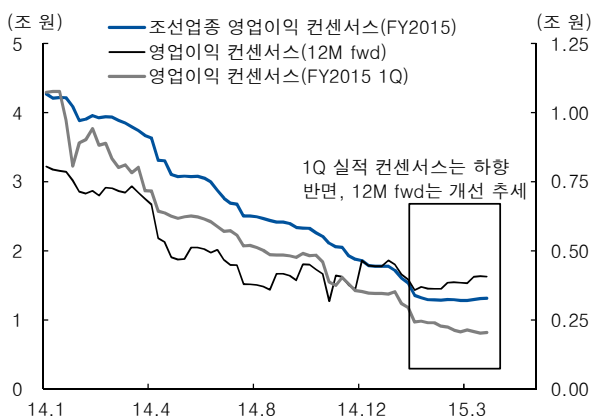
어닝시즌에 주가는 실적 발표뿐만 아니라 향후 실적에 대한 전망도 같이 반영된다. 실적 시즌을 앞둔 시점에서는 공매도 투자자들이 본격적인 실적 턴어라운드로 인한 주가 상승 가능성에 가장 예민하게 반응하는 주체가 될 수 밖에 없다. 따라서 현재 실적 개선세가 본격적인 실적 개선의 시작이라면 종목 단위에서 공매도 상위 종목들의 숏커버링이 관찰되어야 한다.

그러나 대차/공매도 수급을 통해서 실적 시즌을 전망한다면 전반적으로 분기 및 향후 실적에 대해서 큰 기대감을 갖기는 어려울 것으로 보인다.

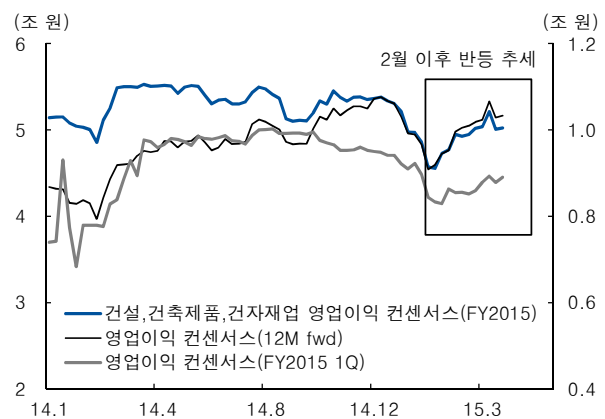
앞서 언급하였듯이 숏커버링은 삼성엔지니어링, GS건설 등 일부 종목에 집중되어 있으며 일부 종목을 제외하면 상당수 공매도 물량은 손실 구간에 진입했다. 그럼에도 불구하고 유의미한 숏커버링이 관찰되고 있지 않다는 것은 공매도 투자자의 입장에서 현재 손실은 감당 가능한 수준이며 실적 기대감을 통한 주가 상승 모멘텀이 크지 않다고 판단하고 있을 가능성을 암시한다.

다만, 업종별로는 정유, 화학, 항공/운송주 등의 실적 개선은 신뢰할만하다고 판단한다. 실적 개선 추세에 맞물려 숏커버링이 유입되고 있기 때문이다. 반면, 조선주와 건설주는 종목별로 공매도 수급에 차별화가 진행 중인 만큼 종목별로 실적 개선 속도에서 차이가 있을 수 있다. 따라서 이익이 개선되는 업종이라도 종목별 접근이 유효할 것으로 보인다.

그림 7. 조선, 건설 업종의 실적 컨센서스는 하향 조정 후 2월말부터 반등



자료: Quantwise, KDB대우증권 리서치센터



자료: Quantwise, KDB대우증권 리서치센터

숏커버링이 발생할 조건은 형성되어 있는 상황

실적, 수급 개선으로 주가 상승한다면 숏커버링 유입 가능성 높아

- 1. 미청산된 공매도가 많고
- 2. 연초 이후 공매도 물량의 상당수는 손실 상태이며
- 3. 경험적으로 1Q 어닝쇼크 확률이 낮은 등 실적 개선 기대감 크기 때문

반대로 실적 컨센서스 개선 추세를 통해서도 숏커버링 종목을 예상해 보는 것도 의미가 있을 것이다. 유동성 장세가 지속되고 1Q 기업 실적이 개선된다면 수급 측면에서 살펴보아야 할 변수 중 하나는 숏커버링일 것이기 때문이다. 공매도 물량과 주가 수준 등 수급적인 측면을 감안할 때 숏커버링이 발생할 외형적인 조건은 형성되어있는 것으로 보인다.

당사의 전 상장사 대차잔고지수를 기준으로 현재 대차잔고 수준은 사상 최고치를 기록하였다. 즉, 청산되지 않은 공매도 물량이 많을 가능성이 높기 때문에 상대적으로 숏커버링이 발생할 가능성은 높은 상황이다.

가격적인 측면에서도 숏커버링 발생 가능성은 높다. 상당수 공매도 물량이 손실구간에 진입한 만큼 실적 개선으로 주가 상승이 지속된다면 공매도 투자자에게 부담이 되기 때문이다.

실적 측면에서도 경험적으로 1Q 실적은 어닝쇼크의 발생확률은 낮은 편이다. 2014년 1Q에는 어닝쇼크 발생 종목이 상대적으로 많았으나 대체로 연초 초반에 어닝서프라이즈가 발생하는 경우가 많고 후반으로 갈수록 어닝쇼크가 발생할 가능성이 상대적으로 높았다. 또한 영업이익이 지속적으로 하락하다 연초 이후 개선되고 있는 것도 1Q 실적에 대한 기대감을 높이는 이유이다.

따라서 이번 어닝시즌을 전후로 숏커버링 발생 가능 종목에 대한 관심이 필요할 것으로 보인다.

그림 8. 경험상 1Q 실적은 다른 분기보다 어닝서프라이즈 확률 높은 편

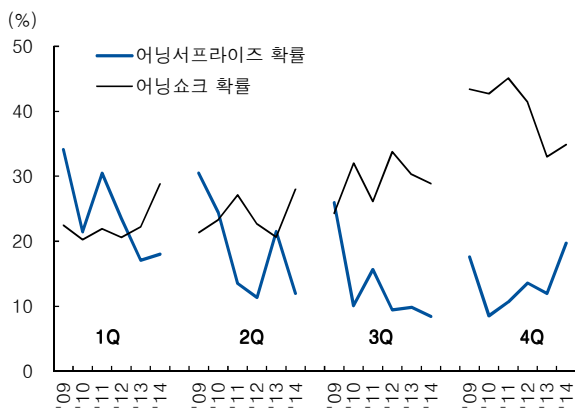
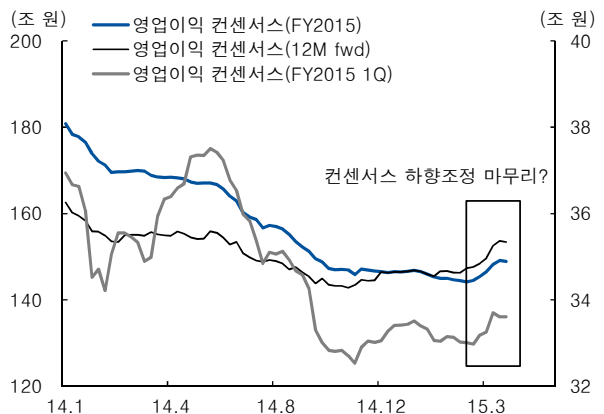


그림 9. 2월말 이후 상장사 영업이익 컨센서스는 개선 추세



주: 컨센서스 발표 종목 중 분기실적과 컨센서스가 15% 이상 차이가 날 경우
 자료: Quantwise, KDB대우증권 리서치센터

자료: Quantwise, KDB대우증권 리서치센터

대차, 공매도 많았던 종목 중
1Q 실적 뿐 아니라
업황 개선, 양호한 수급이
뒷받침되는 종목에
숏커버링 유입을 예상

1Q 실적 외에도 향후 업황 개선 가능성과 수급 모멘텀 존재하는 종목에 숏커버링 유입될 듯

다만, 숏커버링은 1Q 실적 자체보다는 향후 이익 및 업황 개선 가능성 및 수급적으로 가격 모멘텀이 있는 종목들에 주목해야 할 것으로 보인다.

현재 시장이 이익 개선 추세를 선반영하고 있는 만큼 1Q 이익 외에도 업황 개선 및 추가적인 이익 개선이 담보되어야 한다. 그렇지 않다면 공매도 투자자들은 기존처럼 버티기에 돌입할 가능성도 배제할 수 없다.

업황 개선뿐만 아니라 개별 기업의 이익 개선 속도 등의 이슈에도 주목해야 한다. 앞서 언급하였듯이 최근 공매도 수급에서 종목 차별화가 강해지고 있다. 이는 업황이 개선되더라도 개별 기업에 따라서 숏커버링에 속도차가 생길 수 있거나 업황 개선이 미진하더라도 개별 기업에 따라 숏커버링이 유입될 수 있는 상황이 생길 수 있음을 시사하는 것이다.

1Q 실적 시즌을 앞두고 시장이 이익 개선 등을 선반영하고 있는 만큼 숏커버링이 기대되는 종목을 압축하기 위해서는 1Q 이익 외에도 향후 이익 개선, 업황 개선을 종합적으로 고려해야 할 것이다. 이에 따라 1) 연초 이후 대차잔고/공매도가 많이 늘어난 종목이면서 2) 이익 컨센서스 및 업황이 개선되고(5명 이상 애널리스트의 커버 종목에 한함) 3) 시장을 주도하고 있는 외국인과 연기금 수급이 양호한 종목이 숏커버링의 출현 가능성이 높다고 판단한다. 해당 종목은 다음과 같다.

표 1. 숏커버링 예상 종목 : 연초이후 대차잔고, 공매도가 많이 증가한 종목이면서 이익 개선, 수급 등이 양호한 종목에 주목할 필요 있을 것

종목코드	종목명	유통주 대비 대차잔고(%)	대차 증감 (%)		유통주 대비 공매도(%)	공매도 평단가	공매도 대비 수익률(%)	예상 EPS			
			YTD	전월말 대비				1Q15(E)	연초대비(%)	12M fwd	연초대비(%)
A051370	인터플렉스	10.49	-3.97	-1.03	2.11	18,854	-11.38	-35	94.66(적지)	1,493	231.54(흑전)
A011200	현대상선	11.65	-4.16	-0.28	2.22	9,432	-3.27	-78	90.53(적지)	22	102.60(흑전)
A117930	한진해운	27.89	11.40	0.35	1.80	6,942	-29.21	90	742.86(흑전)	407	425.60
A068870	LG생명과학	27.88	9.25	-0.19	0.91	46,958	-17.55	-136	6.85(적지)	632	77.03
A078340	컴투스	22.43	6.80	2.03	1.20	177,398	-3.16	3,203	6.59	14,024	12.90
A001430	세아베스틸	17.31	7.19	0.56	0.79	32,618	-6.23	959	14.85	3,913	7.12
A122900	아이마켓코리아	15.20	3.27	-1.23	1.07	25,382	-7.95	337	0.30	1,436	1.77
A012630	현대산업	11.53	4.28	1.40	0.59	47,212	-30.48	454	11.55	2,913	12.43
A011070	LG이노텍	12.07	1.22	-0.08	1.33	103,552	-9.61	1,505	2.73	9,216	0.91
A079160	CJ CGV	10.16	-0.56	0.04	0.80	62,386	-16.37	409	6.51	2,476	11.53
A009150	삼성전기	10.34	-2.61	0.36	1.08	70,920	-7.16	471	185.45	2,770	117.94
A010950	S-Oil	16.48	-6.55	-0.32	1.60	59,623	-22.10	1,029	17.47	5,405	76.29
A036830	솔브레인	11.13	-5.79	-0.23	1.27	36,700	-10.63	843	61.80	4,048	33.95
A071840	롯데하이마트	24.22	-7.02	-1.47	1.88	59,112	-23.50	726	13.79	5,753	11.60

주: 4월 14일 종가 기준, 자료: Quantwise, KDB대우증권 리서치센터

표 2. 연초 이후 대차잔고/공매도 증가 상위 추정 종목

종목코드	종목명	유통주 대비 대차잔고(%)		대차잔고 증감(%)		공매도 수량		연초 이후 공매도 평단가	전일 증가 (4/14)	평단가 대비 수익률
		2014년 연말	전일(04/14)	YTD	3월말 대비	주수	유통주 대비(%)			
A108790	인터파크 INT	6.24	32.82	26.58	1.55	410,624	4.84	21,991	21,550	2.00
A031430	신세계인터내셔널	5.55	23.64	18.08	1.45	79,549	3.49	90,826	97,100	-6.91
A028050	삼성엔지니어링	31.59	41.73	10.14	-3.23	1,429,825	5.08	35,614	46,500	-30.57
A010060	OCI	27.31	41.13	13.82	0.54	543,524	3.26	95,056	108,000	-13.62
A000210	대림산업	6.49	24.19	17.70	0.13	545,795	2.06	62,122	76,000	-22.34
A034230	파라다이스	22.54	32.42	9.88	6.10	1,334,812	3.14	22,780	23,600	-3.60
A042660	대우조선해양	26.32	39.47	13.15	0.86	2,418,798	2.30	18,408	20,000	-8.65
A052690	한전기술	8.66	21.19	12.53	-1.13	239,392	2.05	45,490	45,650	-0.35
A010140	삼성중공업	18.19	26.44	8.25	0.28	4,596,575	3.08	18,666	19,850	-6.34
A020760	일진디스플레이	17.38	25.29	7.91	-1.26	470,046	3.09	7,177	7,390	-2.96

자료: Quantwise, KDB대우증권 리서치센터

그림 10. 연초 이후 당사 업종별 대차잔고지수 증감률

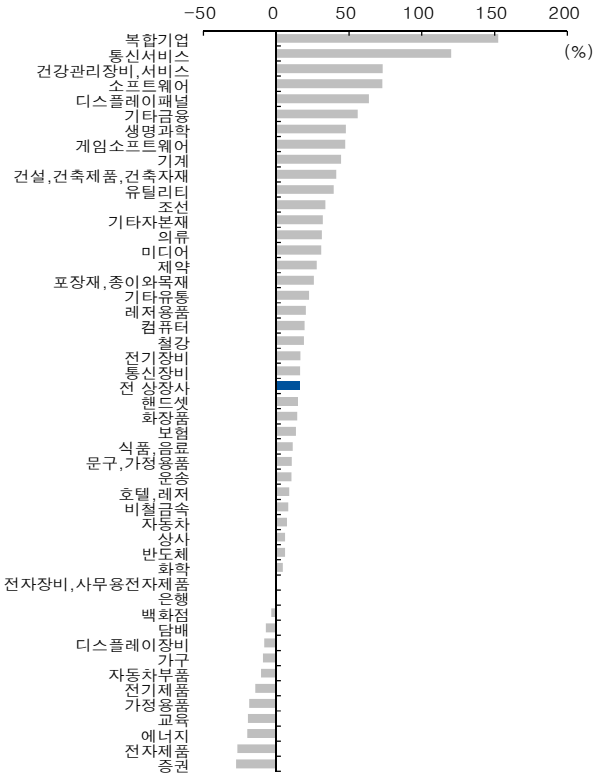


그림 11. 연초 이후 업종별 12개월 fwd 영업이익 증감률

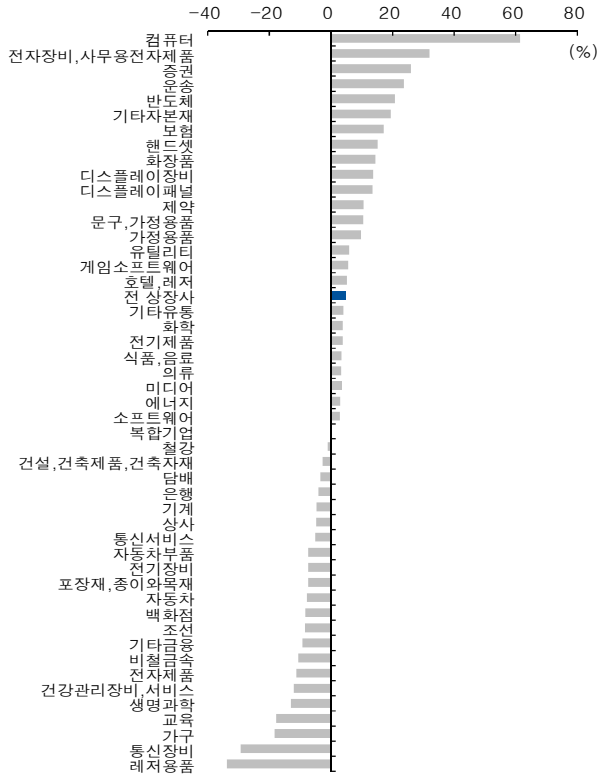


그림 12. 3월말 대비 당사 업종별 대차잔고지수 증감률

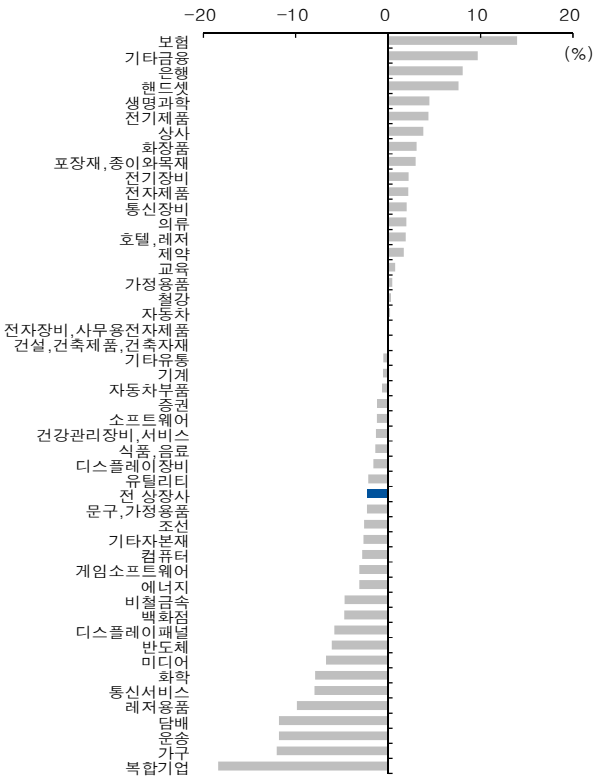
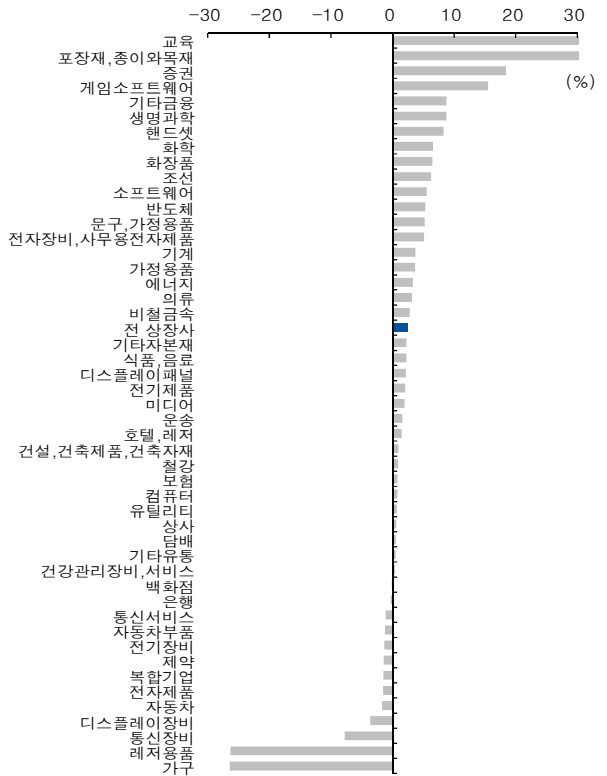


그림 13. 3월말 대비 업종별 12개월 fwd 영업이익 증감률



자료: Quantwise, KDB대우증권 리서치센터