

전략 스펙트럼

Quant Story

2012. 2. 29



Quant Analyst

조승빈

02)768-7281, seungbin.cho@wooriwm.com

김재은(RA)

02)768-7696, jaeun.kim@wooriwm.com

전설적 투자자(5) - 계량분석가 제임스 오쇼너시

오쇼너시는 과거 44년간을 대상으로 여러가지 투자전략을 통계적으로 검증

- 제임스 오쇼너시는 1996년 그의 저서 '월 스트리트에서는 무엇이 중요한가' 에서 이전 44년간의 주식시장 데이터를 가지고 통계적 방법에 기초하여 여러 투자전략을 검증하였다. 이러한 검증을 바탕으로 스타일별 전략을 세웠다.
- 이러한 조사 결과에 근거하여 오쇼너시는 2가지 핵심 투자전략을 개발하였다. 오쇼너시 가치주 전략과 오쇼너시 성장주 전략이 그것이다.
- 주식을 매수한 후 장기 보유할 것을 주장한 워렌 버핏과 달리, 오쇼너시는 1년간 보유 후 리밸런싱을 통해 포트폴리오를 재조정하였다. 또한 통계적 방법에 기초한 만큼 많은 종목(약 25~50개)에 투자해야 한다고 믿었다.

오쇼너시 가치주/성장주 전략의 선정 기준과 백테스팅 실시

- "오쇼너시 가치주 전략"의 종목 선정 기준은 ① 10억 달러 이상의 시가총액, 시장 평균을 상회하는 ② 주당 현금흐름과 ③ 발행 주식 수, ④ 최근 1년 매출의 시장 평균 1.5배 상회 여부, ⑤ 높은 배당수익률이다.
- "오쇼너시 성장주 전략"의 종목 선정 기준은 ① 1억 5,000만 달러 이상의 시가총액, ② 최근 5년간 이익의 지속적인 성장 여부, ③ 1.5배 이하의 주가매출액 비율, ④ 최근 1년 주가상승률의 시장 상회 여부이다.
- 실제로 한국 시장에서 오쇼너시 가치주/성장주 투자전략의 성과를 확인하기 위해 백테스팅을 실시하였다. 두 전략 모두 KOSPI를 아웃퍼폼하였다.

오쇼너시 가치주와 성장주 전략의 기준에 부합하는 종목을 각각 선정

- 2012년 기준 오쇼너시 가치주 전략에 부합하는 상위 종목과 성장주 전략에 부합하는 상위 종목을 각각 추출하였다.
- 오쇼너시 가치주 전략 종목으로 S-Oil, 동국제강, POSCO, 현대산업, 현대중공업을 추천하며, 오쇼너시 성장주 전략 종목으로 삼영화학, 코스모화학, 한샘, 롯데삼강, 에이블씨엔씨를 추천한다.

I. 제임스 오쇼너시 투자전략: 가치주 전략과 성장주 전략으로 구분

1. 제임스 오쇼너시는 누구인가?

**오쇼너시는 이전
44년간을 대상으로
여러가지 투자전략을
통계적으로 검증**

제임스 오쇼너시는 1996년 그의 저서 ‘월 스트리트에서는 무엇이 중요한가’ 에서 이전 44년간의 주식시장 데이터를 가지고 통계적 방법에 기초하여 여러 투자전략을 검증하였다. 이러한 검증을 바탕으로 스타일별 전략을 세웠다.

오쇼너시 성장주 펀드(Hennessy Cornerstone Growth)는 1996년 1월에 설정된 이후 2001년 3월 31일까지 연평균 수익률 17.1%의 수익률을 기록했다. 이는 같은 기간 S&P500 지수의 상승률보다 높으며, 같은 기간의 동일 유형 펀드의 평균 수익률보다도 높은 것이다. 오쇼너시 가치주 펀드(Hennessy Cornerstone Value)의 경우 실적이 뛰어나지는 않았지만 벤치마크 대비 아웃퍼폼하였으며, 1998년에서 2001년 1분기에 이르는 기간 중에는 S&P500 지수의 상승률보다 높았다.

1999년 11월, 오쇼너시는 투자전략에 대한 특허(투자관리를 위한 자동화전략; 특허번호 5,978,778)를 취득하였다. 월가에서 최초의 특허였으며, 계량적 분석과 검증에 일각견이 있었던 것으로 판단된다.

**오쇼너시는 한번
선택한 전략을 장기간
고수할 것을 주장**

오쇼너시는 시장을 이기기 위한 여러 전략 중 자신에게 적합한 전략을 선택하였다면, 일단 이를 장기간 고수해야 한다고 주장하였다. 자신이 선택한 전략이 다른 전략에 비해 수익률이 낮게 나오더라도 꺾끗이 참고 고수해야 한다는 신념을 가지고 있었다.

투자자에게 가장 큰 적은 투자심리(공포, 염려, 흥분 등)로서, 이러한 심리적 요인은 투자자가 장기계획을 세울 수 없도록 하고, 급등주만 찾아다니게 함으로써 결국 주식투자를 허황된 꿈으로 끝나게 만든다고 오쇼너시는 주장하였다. 선택한 전략을 규칙에 따라 지켜 나가는 것이야말로 꾸준한 성과를 내는 핵심이라고 믿었다.

**오쇼너시 가치주
전략과 오쇼너시
성장주 전략을 각각
제시**

앞서 언급하였듯이, 오쇼너시는 과거 44년간의 주식시장 데이터를 바탕으로 높은 성과를 낼 수 있는 종목 선정 전략을 찾기 위하여 계량적 방법을 이용하여 검증하였다. 이러한 조사 결과에 근거하여 오쇼너시는 2가지 핵심 투자전략을 개발하였다. 오쇼너시 가치주 전략과 오쇼너시 성장주 전략이 그것이다.

주식을 매수한 후 장기 보유할 것을 주장한 워렌 버핏과 달리, 오쇼너시는 1년간 보유 후 리밸런싱을 통해 포트폴리오를 재조정하였다. 또한 통계적 방법에 기초한 만큼 많은 종목(약 25~50개)에 투자해야 한다고 믿었다.

II. 한국 시장에서 오쇼너시의 투자전략 백테스팅

1. 오쇼너시 가치주 전략의 종목 선정 기준

**오쇼너시 가치주
전략의 다섯가지 종목
선정 기준**

오쇼너시는 종목을 선정할 때, 한 가지 기준에 의존하기보다는 여러가지 기준을 결합시키기를 좋아하였다. 그가 제시한 오쇼너시 가치주 투자 전략 기준은 아래 다섯가지이다.

- ① **시가총액** : 시가총액이 10억 달러 이상인 대형 종목을 대상으로 하였다. 시가총액이 커서 시장에 이름이 잘 알려진 주식은 주요 투자지표(PE, PBR 등의 밸류에이션, 이익증가율 등)에 의한 투자 성과가 어느 정도 유효하다고 판단했기 때문이다.
- ② **주당 현금흐름**: 주당 현금흐름이 시장 평균 보다 높은 종목을 찾았다. 현금흐름이 건실한 기업은 가치주의 전형적인 특징이라 할 수 있겠다.
- ③ **발행 주식 수**: 발행 주식 수가 시장 평균 발행 주식 수보다 많은 종목을 골랐다. 이전의 전설적 투자자들의 종목선정 기준에서는 찾아보기 힘든 특이한 기준이다. 이는 거래가 활발한 종목을 간접적으로 찾으려는 데에 그 목적이 있다.
- ④ **최근 1년간의 매출**: 대형 가치주를 찾기 위해서 최근 1년간의 매출이 시장 평균 매출액의 1.5배보다 커야 한다.
- ⑤ **배당수익률**: 앞선 네 가지 기준을 통과한 종목을 대상으로 배당 수익률 상위 종목에 우선 순위를 부여하여 최종 선정하였다.

오쇼너시 가치주 전략의 종목 선정 기준	
구분	내용
시가총액	- 10억 달러 이상
주당 현금흐름	- 시장평균 현금흐름 이상
발행주식수	- 시장평균 발행 주식수 이상
최근 12개월 매출	- 시장평균의 1.5배 이상
배당수익률	- 배당수익률 상위 종목 - 위 4개의 판단기준 충족 시, 투자 우선 순위 결정 요인

자료: '천재투자자들' 참조, 우리투자증권 리서치센터

백테스팅 실시

한국 시장에서 오쇼너시 가치주 투자전략의 성과를 확인하기 위해 백테스팅을 실시하였다.

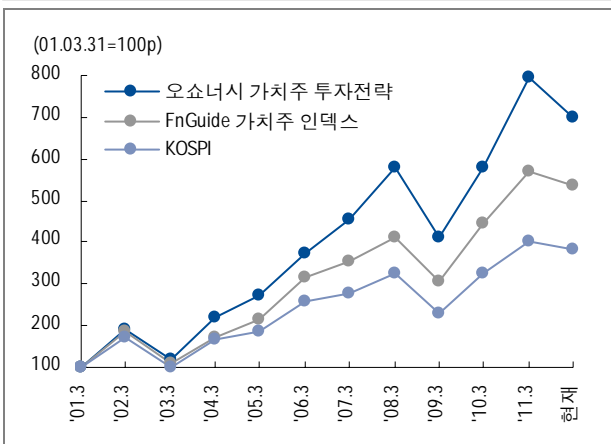
오쇼너시가 제안한 시가총액 10억 달러 이상인 대형 종목은 당시 시장 상황을 고려할 때, 전체 상장 종목의 약 11%에 해당되는 종목군이다. 비슷한 조건을 간접적으로 두기 위해서 포트폴리오 조정 시점에 KOSPI, KOSDAQ 전체 상장 종목 중 시가총액 상위 200 종목을 대상으로 진행하였다. ① 시가총액, ② 주당 현금흐름, ③ 발행 주식 수, ④ 최근 1년간의 매출 기준을 통과한 종목을 기초로 배당수익률 상위 30종목을 선정하고, 균등한 금액을 투자하는 방식으로 누적수익률을 계산하였다. 2001년 3월 말, 설정 후 그의 방식대로 1년에 한번씩 리밸런싱을 실시하였다.

오쇼너시의 가치주 투자전략의 성과는 2월 28일 현재 700.5p로 KOSPI 383.0p를 크게 아웃퍼폼하였다. 추가로 FnGuide에서 제공하고 있는 'FnGuide 가치주 인덱스'의 성과(538.2p)보다도 아웃퍼폼하였다. 연도별 성과를 비교하면 2001년 3월부터 약 11년간의 기간 중 3개년을 제외하고 모두 KOSPI를 능가하는 성과를 달성하였다.

오쇼너시 가치주 전략 백테스팅의 종목 선정 기준	
구분	내용
시가총액	- 포트폴리오 조정 시점 당시, 시가총액 상위 200 종목
주당 현금흐름	- 이전 1년의 주당 현금흐름이 시장 평균을 상회
발행주식수	- 포트폴리오 조정 시점 당시, 발행주식수가 시장 평균을 상회
최근 12개월 매출	- 이전 1년의 매출액이 시장평균의 1.5 배 이상
배당수익률	- 배당수익률 상위 종목 - 위 4개의 판단기준 충족 시, 높을수록 투자 우선 순위로 결정

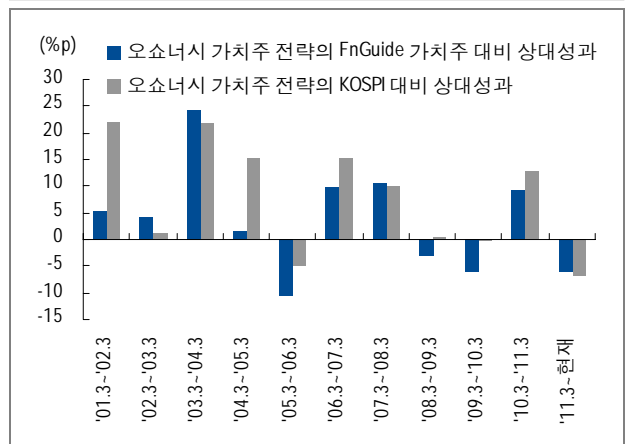
자료: 우리투자증권 리서치센터

오쇼너시 가치주 투자전략 백테스팅



자료: FnGuide, 우리투자증권 리서치센터

오쇼너시 가치주 전략의 기간별 상대 성과



자료: FnGuide, 우리투자증권 리서치센터

2. 오쇼너시 성장주 전략의 종목 선정 기준

오쇼너시 성장주 전략의 네가지 종목 선정 기준

다음은 오쇼너시의 성장주 투자 전략 기준이다.

- ① **시가총액:** 시가총액이 1억 5,000만 달러 이상인 종목을 대상으로 하였다. 이는 전체 상장 종목의 약 37%에 해당하는 기준이다. 성장주의 범위에는 중소형주가 다수 포함되는 것이 일반적인 특징임을 감안할 때, 1억 5,000만 달러의 시가총액 기준은 상당히 엄격한 것이다. 이는 유동성이 부족하여 거래가 많이 일어나지 않는 종목을 걸러 내려는데 그 목적이 있다.
- ② **과거 EPS의 지속 성장:** 이익의 규모와는 상관없이 지속적으로 이익이 증가하는 종목을 대상으로 하였다. 과거 5년을 테스트 기간으로 삼았기 때문에 이 역시 종목 선정 기준으로는 엄격하다고 판단된다.
- ③ **주가매출액 비율:** 오쇼너시는 증시분석에 사용되는 여러 재무비율 중에서 주가매출액 비율을 가장 신뢰하였고, 또한 이 주가매출액 비율이 1.5배 이하인 종목을 선호하였다. 높은 밸류에이션이 일반적인 특징인 성장주에 이러한 기준을 부여함으로써 적정가치 대비 밸류에이션 매력에 적절한 기업으로 투자대상을 한정시키려는 오쇼너시의 의지가 엿보이는 대목이다.
- ④ **주가 상대 강도:** 앞선 세 가지 기준을 통과한 종목을 대상으로 주가 상대 강도 상위 종목에 우선순위를 부여하여 최종 선정한다. 최근 1년간의 주가 흐름이 시장의 상승률을 뛰어넘는다면, 앞으로도 그럴 가능성이 크다고 판단한 것이다.

오쇼너시 성장주 전략의 종목 선정 기준	
구분	내용
시가총액	- 1억 5,000만 달러 이상
EPS 지속 성장	- 최근 5년간 이익의 지속적인 성장 - 즉, EPS Y-4 < EPS Y-3 < EPS Y-2 < EPS Y-1 < EPS Y
주가매출액 비율	- 주가매출액 비율이 1.5배 이하
주가 상대 강도	- 최근 1년간 주가 상대 강도 상위 종목 - 위 3개의 판단기준 충족 시, 투자 우선 순위 결정 요인

자료: 천재투자자들' 참조, 우리투자증권 리서치센터

백테스팅 실시

오쇼너시 가치주 투자전략의 백테스팅과 같은 방법으로 오쇼너시 성장주 투자전략 백테스팅을 실시하였다.

오쇼너시가 제안한 시가총액 1억 5,000만 달러 이상인 종목은 당시 시장 상황을 고려할 때, 전체 상장 종목의 약 37%에 해당되는 종목군이다. 비슷한 조건을 간접적으로 두기 위해서 포트폴리오 조정 시점에 KOSPI, KOSDAQ 전체 상장 종목 중 시가총액 상위 600 종목을 대상으로 진행하였다. ① 시가총액, ② EPS 지속 성장, ③ 추가매출액 비율 기준을 통과한 종목을 기초로 추가 상대 강도 상위 30종목을 선정하고, 균등한 금액을 투자하는 방식으로 누적수익률을 계산하였다. 2001년 3월 말, 설정 후 그의 방식대로 1년에 한번씩 리밸런싱을 실시하였다.

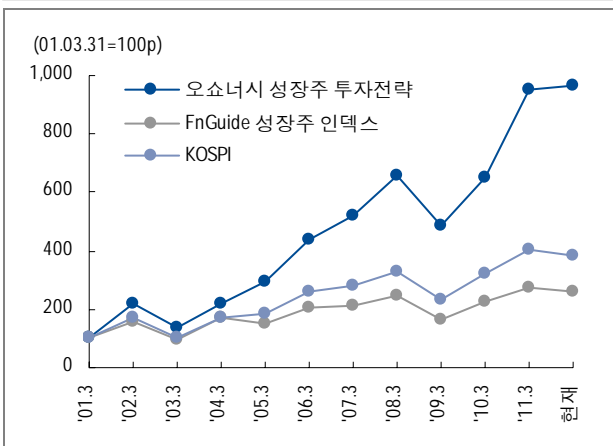
오쇼너시의 성장주 투자전략의 성과는 2월 28일 현재 968.0p로 KOSPI 383.0p를 3배 가량 크게 아웃퍼폼하였다. 추가로 FnGuide에서 제공하고 있는 'FnGuide 성장주 인덱스'의 성과(262.6p)보다도 크게 아웃퍼폼하였다. 연도별로 성과를 비교하면 2001년 3월부터 약 11년간의 기간 중 2개년을 제외하고 모두 KOSPI를 능가하는 성과를 달성하였다.

오쇼너시 성장주 전략 백테스팅의 종목 선정 기준

구분	내용
시가총액	- 포트폴리오 조정 시점 당시, 시가총액 상위 600 종목
EPS 지속 성장	- 이전 5년간 이익의 지속적인 성장 - 예) 2001년 3월의 경우, '96 EPS < '97 EPS < '98 EPS < '99 EPS < '00 EPS
추가매출액 비율	- 이전 1년의 매출액과 포트폴리오 조정 시점 당시의 시가총액을 이용한 PSR 이 1.5 배 이하
추가 상대 강도	- 최근 1년간 추가 수익률이 시장 대비 아웃퍼폼 - 위 3개의 판단기준 충족 시, 높을수록 투자 우선 순위로 결정

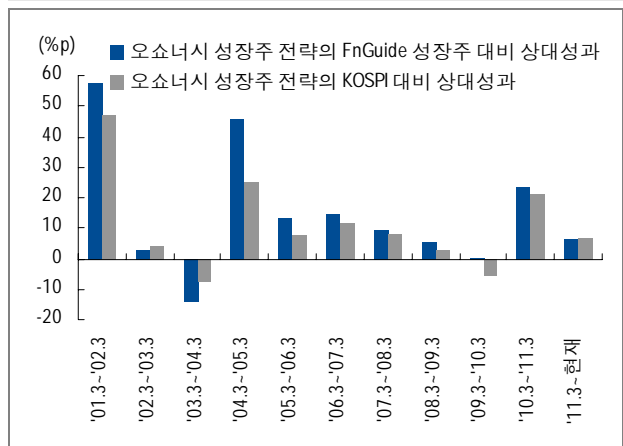
자료: 우리투자증권 리서치센터

오쇼너시 성장주 투자전략 백테스팅



자료: FnGuide, 우리투자증권 리서치센터

오쇼너시 성장주 전략의 기간별 상대 성과



자료: FnGuide, 우리투자증권 리서치센터

III. 추천 종목

오쇼너시 가치주와 성장주 전략의 기준에 부합하는 종목을 각각 선정

2011년도 4/4분기 실적 발표가 막바지에 이르렀기에, 2011년도 매출액을 적용한 2012년 오쇼너시 가치주 전략과 성장주 전략에 부합하는 상위 종목을 각각 추출하였다. 가치주 전략의 경우, 현재 한국 시장에 상장된 전체 종목에서 시가 총액 상위 200위 종목을 대상으로 스크린하였다. 성장주 전략의 경우, 시가 총액 상위 600위 종목을 대상으로 실시하였다.

오쇼너시 가치주 전략 종목으로는 S-Oil, 동국제강, POSCO, 현대산업, 현대중공업을 추천한다.

오쇼너시 성장주 전략 종목으로는 삼영화학, 코스모화학, 한샘, 롯데삼강, 에이블씨엔씨를 추천한다.

오쇼너시 가치주 전략 추천주 5 선의 Valuation / Earnings Table (단위: 배, %)

업종	코드	종목명	P/E		P/B		EPS Growth		ROE	
			12F	13F	12F	13F	12F	13F	12F	13F
에너지	A010950	S-Oil	7.2	8.7	2.3	2.0	28.5	4.3	28.1	24.7
소재	A001230	동국제강	8.9	7.9	0.5	0.5	42.5	29.2	4.8	5.9
소재	A005490	POSCO	8.8	8.5	0.8	0.8	8.5	12.3	9.5	9.8
자본재	A012630	현대산업	7.8	7.0	0.7	0.6	-27.3	55.1	6.5	9.5
자본재	A009540	현대중공업	7.9	8.9	1.2	1.1	-19.9	8.2	14.2	13.7

주: 2월 27일 종가 기준

자료: FnGuide

오쇼너시 성장주 전략 추천주 5 선의 Valuation / Earnings Table (단위: 배, %)

업종	코드	종목명	P/E		P/B		EPS Growth		ROE	
			12F	13F	12F	13F	12F	13F	12F	13F
소재	A003720	삼영화학	6.0	4.6	-	-	25.8	17.6	32.8	-
소재	A005420	코스모화학	8.0	6.2	0.8	0.7	65.1	23.9	10.9	11.8
내구소비재 및 의류	A009240	한샘	9.8	9.6	2.1	1.8	22.9	25.2	21.6	22.8
음식료 및 담배	A002270	롯데삼강	8.1	7.7	1.0	0.9	43.6	12.1	11.7	11.7
생활용품	A078520	에이블씨엔씨	7.4	7.3	2.2	1.7	25.9	26.5	26.3	26.1

주: 2월 27일 종가 기준

자료: FnGuide

우리투자증권 전략 스펙트럼 발간목록

작성일	종류	작성자	제목
2012-02-07	Korea Strategy	김병연	외국인, 3 조~4 조원 이상 추가 매수 가능
2012-02-08	Korea Strategy	유익선	원/유로 환율 하락 전환은 외국인자금 유입의 트리거
2012-02-09	Quant Story	김재은	전설적 투자자(3) - 역발상투자자, 데이비드 드레먼
2012-02-14	Korea Strategy	최창규	Korea Hedge Fund Early Bird (1)
2012-02-15	Global Economy	유익선	양회(兩會) 전 중국 경기상황 및 정책 스탠스 점검
2012-02-16	Quant Story	조승빈	전설적 투자자(4) - 10 루타의 꿈을 주는 피터 린치
2012-02-17	Korea Strategy	김병연	韓주식시장엔 외국인만 있나? 연기금 매수 여력 최소 6 조원
2012-02-20	Quant Check	조승빈	4Q는 기대 이하, 실적은 탄하고 있다

Quant Story 발간 목록

작성일	종류	작성자	제목
2011-09-29	Quant Story	조승빈	이익수정비율의 저점 통과, 실적에 대한 우려를 덜어준다
2011-10-27	Quant Story	조승빈	차별화가 예상되는 업종 및 종목 찾기
2011-12-06	Quant Story	조승빈	어닝 서프라이즈 기업에 주목해야 하는 이유
2012-01-11	Quant Story	조승빈	전설적 투자자(1) - 시대를 초월한 벤저민 그레이엄
2012-01-25	Quant Story	조승빈	전설적 투자자(2) - 최고의 투자자, 워렌 버핏
2012-02-09	Quant Story	김재은	전설적 투자자(3) - 역발상투자자, 데이비드 드레먼
2012-02-16	Quant Story	조승빈	전설적 투자자(4) - 10 루타의 꿈을 주는 피터 린치

Quant Check 발간 목록

작성일	종류	작성자	제목
2011-10-10	Quant Check	조승빈	글로벌 시장 대비, 한국의 투자매력도 높아
2011-10-17	Quant Check	조승빈	우려에서 기대로 넘어가는 관문, 3분기 실적 시즌
2011-11-28	Quant Check	조승빈	실적 하향 조정을 힘겹게 막아낸 3/4분기 실적
2011-12-13	Quant Check	김재은	IFRS 컨센서스 신뢰도 회복 중, 아직은 대형주다
2011-12-14	Quant Check	조승빈	철강산업에 뛰어난 기업사냥꾼, 칼 아이칸
2012-02-20	Quant Check	조승빈	4Q는 기대 이하, 실적은 탄하고 있다

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '동 자료상에 언급된 기업들'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다
- 당사는 "S-에, 동국제강, POSCO, 현대산업, 현대중공업"을 기초자산으로 하는 ELW의 발행회사 및 LP(유동성공급자)임을 알려드립니다.
- 동 자료상에 언급된 당사 Coverage 기업의 당사 금융투자분석사 투자 의견은 "S-에, POSCO, 현대중공업"은 Buy이며, "현대산업"은 Hold 임을 알려드립니다. 또한 '동국제강, 삼영화학, 코스모화학, 한샘, 롯데삼강, 예이블씨엔씨'는 당사 Coverage가 아닙니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변경, 대여할 수 없습니다.