



보호무역, 곳곳에서 인심난다

Why This Report

이틀 연속 KOSPI가 소폭이긴 하지만 반등에 성공했습니다. 상승 탄력이 약하기 때문에 환호할 정도는 아니지만 대략 KOSPI 1,900pt선이 지지선의 역할을 하고 있다는 것을 확인하고 있는 상황입니다. 전일은 그 동안 대표적으로 부진했던 자동차, 화학 업종 등이 강세를 보였습니다. 이유를 생각해 볼 필요가 있습니다. 그리고 WTO와 IMF에서 2013년 글로벌 경제에 관련한 전망치를 발표하고 있습니다. 단지 성장률을 하향 조정했다는 사실이 아니라 국내 증시에 주는 다른 시사점이 있습니다. 한번 짚어보도록 하겠습니다.

데드 캣 바운스(dead cat bounce)?

- 자동차와 화학업종이 전일 반등에 성공. 지수 급락 이후 회복 초기 국면에서 나타날 수 있는 전형적인 패턴(낙폭과대주 중심으로 반등)이라고 판단
- 현재 국내 증시 PBR은 1.05배 수준으로 2009년 3월 정도 수준. 2009년 3월과 현재의 ROE와 할인률 수준을 비교해 보면, 2009년 3월에 비해 현재의 ROE는 높고, 할인률은 낮은 수준. 수익성 대비 가격 저평가 국면이라고 판단
- 단기적으로 보면, 추가적인 지수 회복 여력은 남아 있다고 판단. 다만 최근 VIX와 Macro Risk Index 등과 같은 위험지표들이 상승하고 있고, 국내 증시 거래량 및 거래대금이 정체된 모습을 보이고 있어 변동성 확대는 염두

보호무역, 곳곳에서 인심난다

- 지난 4/10일 WTO는 2013년 글로벌 교역량(수출+수출)이 전년대비 3.3% 증가할 것으로 예상. 2012년 2.0% 보다는 개선된 수치이긴 하지만 글로벌 금융위기 이전 평균치인 6.8% 보다는 크게 낮은 수준
- 국가간 무역분쟁 건수와 OECD경기선행지수는 역 방향으로 움직이는 경향이 있음. 글로벌 경기사이클은 선진국(미국)을 중심으로 개선되고 있지만, 신흥국(중국) 부진으로 미덥지 못한 상황. 자국의 경제성장과 기업 보호를 위해 국가간의 교역에 대해서 상당히 신경질적으로 반응할 가능성이 높아 보임

유형과 무형의 상품을 구분해 볼 필요가 있음, 국내도 서비스 부문 수출 경쟁력 강화 중

- 각국의 교역은 유형의 상품(재화)과 무형의 상품(서비스)로 구분해 볼 수 있음. 유형의 상품 교역은 무역분쟁을 야기할 가능성이 있지만, 무형의 상품은 그 가능성이 낮음
- 1980년 이후 국내의 서비스 수출 비중 추이를 보면 꾸준히 증가하고 있고, 현재 수준은 1980년 이후 최고 수준을 기록. 2012년 국내의 경우 서비스 부문에서 건설부문을 차감할 경우 수출증가율은 11%로 일본(-1.5%), 미국(4.3% 추정) 등에 비해 높은 수준을 기록

보호무역을 넘어설 수 있는 기업들에 관심

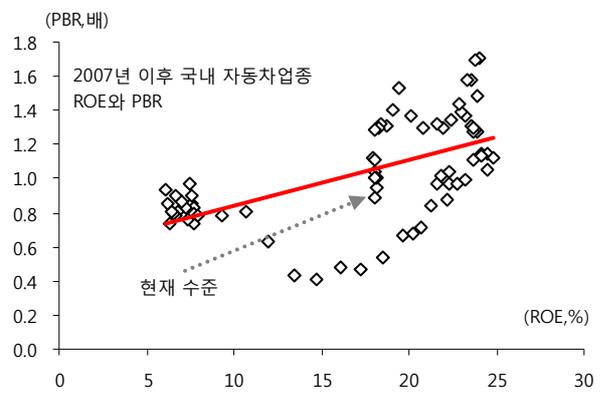
- 국내 기업 중 무형의 자산을 수출하는, 특히 매출액 중 해외 매출 비중이 증가하고 있는 인터넷, 미디어/엔터, (모바일)게임 업종에 대한 관심 유지

주식시장 투자전략

데드 캣 바운스(dead cat bounce)?

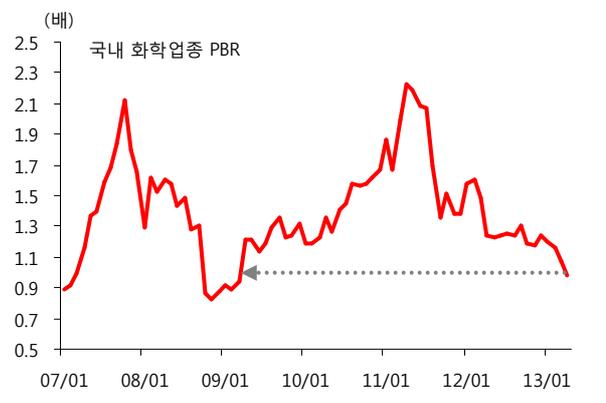
전일 국내 증시 특징 중 하나는 급락했던 일부 업종 및 종목들이 상대적으로 선전했다는 것이다. 대표적으로 자동차와 화학업종이 전일 반등에 성공했다. 2007년 이후 월별 기준으로 국내 자동차 업종의 PBR-ROE 를 보면, 현재 PBR 수준은 적정치를 하회하고 있다(그림1). 화학업종의 경우도 절대적인 PBR 수준이 2009년 3월 이후 최저 수준을 기록하고 있다(그림2). **지수 급락 이후 회복 초기 국면에서 나타날 수 있는 전형적인 패턴(낙폭과대주 중심으로 반등)**이라고 판단된다.

[그림 1] 국내 자동차업종 ROE에 비해 PBR이 상대적으로 낮음



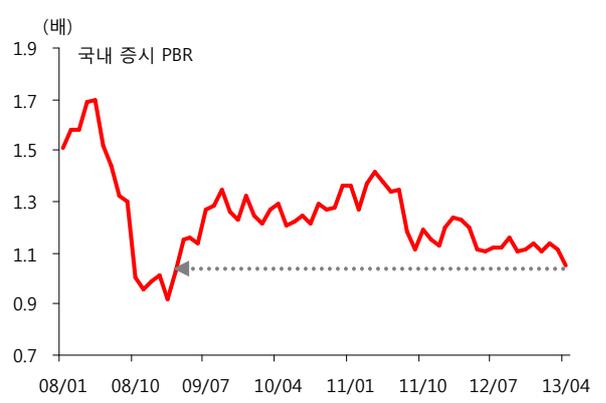
자료: Fn 가이드, 동양증권 리서치센터

[그림 2] 국내 화학업종 절대적인 PBR 수준이 낮음



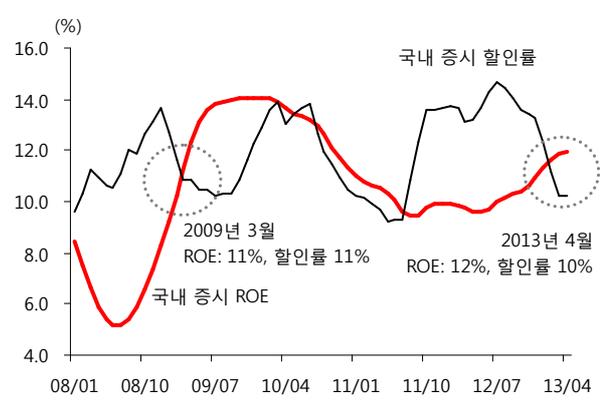
자료: Fn 가이드, 동양증권 리서치센터

[그림 3] 국내 증시 PBR은 2009년 3월과 유사한 수준



자료: Fn 가이드, 동양증권 리서치센터

[그림 4] 현재 ROE는 2009년 3월에 비해 높고, 할인률은 낮음



자료: Fn 가이드, Datastream, 동양증권 리서치센터

주식시장 투자전략

현재 국내 증시 PBR 은 1.05배 수준으로 2009년 3월 정도 수준까지 낮아져 있다(그림3). 2009년 3월과 현재의 ROE 와 할인률 수준을 비교해 보면, 2009년 3월에 비해 현재의 ROE 는 높고, 할인률은 낮다(그림4). 수익성 대비 가격이 저평가된 국면이라고 판단할 수 있는 근거 중 하나다.

단기적으로 보면, 추가적인 지수 회복 여력은 남아 있다고 판단된다. 다만 최근 VIX(12%대에서 17%대로 상승)와 Macro Risk Index(0.3 수준에서 0.6 수준으로 상승) 등과 같은 위험지표들이 상승하고 있고, 국내 증시 거래량 및 거래대금이 정체된 모습을 보이고 있어 변동성 확대는 불가피해 보인다.

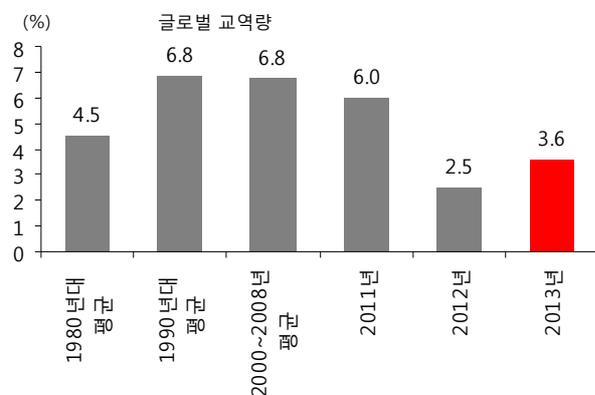
보호무역, 공간에서 인심난다

중기적으로 관심을 가져야 할 부문은 최근 국제기관에서 발표된 2013년 전망에 관련된 보고서들이다.

지난 4/10일 WTO 는 2013년 글로벌 교역량(수출+수출)이 전년대비 3.3% 증가할 것으로 예상했다(글로벌 GDP 성장률 2.1% 가정). 2012년 2.0% 보다는 개선된 수치이긴 하지만 글로벌 금융위기 이전(2000년~2008년) 평균치(6.8%) 보다는 크게 낮은 수준이다(그림5).

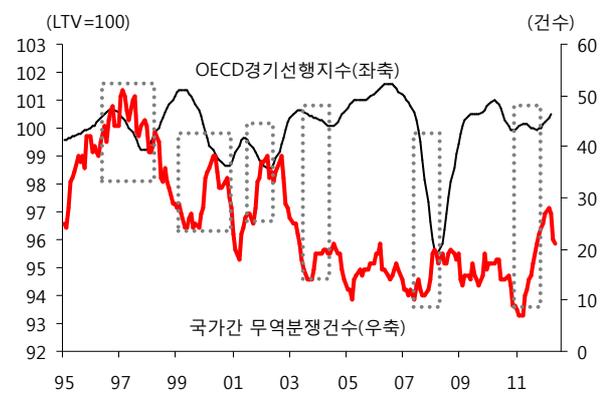
유럽에 대한 불확실성, 지정학적 리스크, 보호무역 확대 등을 글로벌 교역량 증가를 위협하는 요인으로 제시했다. 유럽에 대한 우려와 지정학적 리스크(전쟁 및 테러) 보다는 보호무역이라는 단어가 눈에 들어온다.

[그림 5] 2013년 글로벌 교역량은 개선이 되긴 하지만 금융위기 이전 평균치 수준에는 크게 미달



자료: IMF, 동양증권 리서치센터

[그림 6] 2012년 국가간 무역분쟁 크게 증가. 저성장과 경기사이클 부진이 원인으로 작용



자료: IMF, WTO, 동양증권 리서치센터

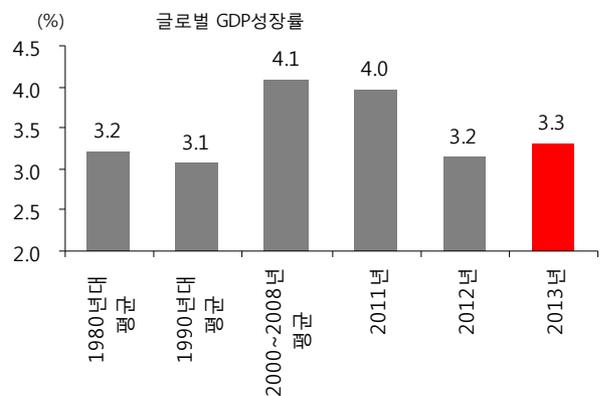
주식시장 투자전략

2012년 WTO 분쟁해결기관(Dispute Settlement Body)에 회부된 국가간 무역분쟁은 총 27건으로 2002년 이후 최고 수준을 기록했다. **국가간 무역분쟁 건수와 OECD 경기선행지수는 역 방향으로 움직이는 경향이 있다(그림6)**. 쉽게 풀어보면 글로벌 경기사이클이 둔화되는 시점에서 각국의 보호무역 장벽은 높아진다. ‘곳간에서 인심난다’는 속담을 적용할 수 있을 것 같다.

한편 4/11일 IMF 는 2013년 GDP 성장률은 3.3%(기존 2013년 1월 3.5%에서 하향 조정, 글로벌 교역량도 3.6%로 기존 전망치 대비 -0.2%p 하향 조정)로 제시했다. 2012년보다 높은 수준이긴 하지만 글로벌 금융위기 이전 평균치(2000년~2008년 평균 4.1%)에는 미달하는 수준이다. 이제 글로벌 저성장이라는 단어가 새삼스럽지도 않다.

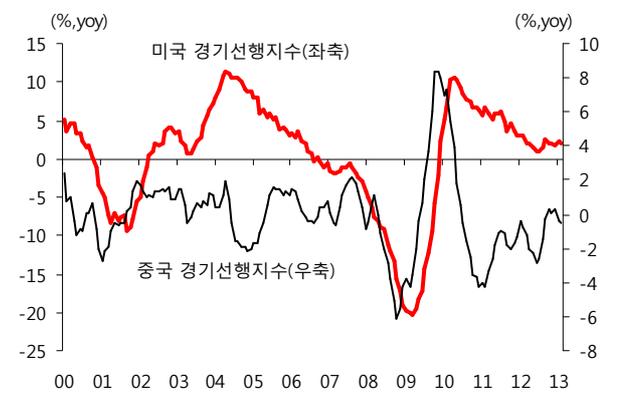
글로벌 경기사이클은 선진국(미국)을 중심으로 개선되고 있지만, 신흥국(중국) 부진으로 미덥지 못한 상황이다. 자국의 경제성장과 기업 보호를 위해 국가간의 교역에 대해서 상당히 신경질적으로 반응할 가능성이 높아 보인다. 국가 경제에서 수출의 비중이 상대적으로 높은 국가(국내도 여기에 포함)들에게 좋은 소식은 아니다.

[그림 7] 2013년 글로벌 경제성장은 전년보다 나아질 것으로 보이지만 금융위기 이전 수준에는 미달



자료: IMF, 동양증권 리서치센터

[그림 8] 글로벌 경기사이클이 미국을 중심으로 괜찮긴 하지만 중국 때문에 불안감 여전



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

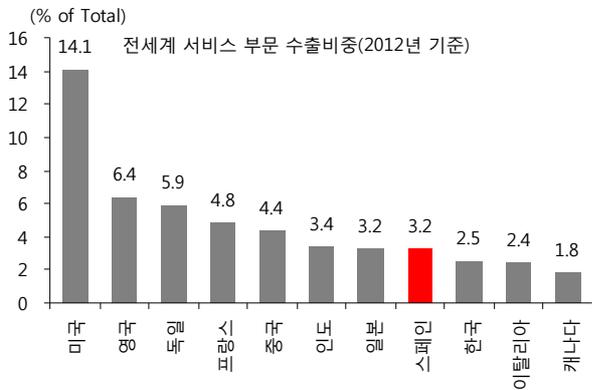
유형과 무형의 상품을 구분해 볼 필요가 있음, 국내도 서비스 부문 수출 경쟁력 강화 중

그러나 각국의 교역은 유형의 상품(재화)과 무형의 상품(서비스)로 구분해 볼 수 있다. 유형의 상품 교역은 무역분쟁을 야기할 가능성이 있지만, 무형의 상품은 그 가능성이 낮다. 실물이 보이지 않기 때문에 규정을 정하고, 규제를 하기에는 상당히 모호한 부문이 많이 있다. 그렇기 때문에 서비스 수출의 경우는 보호무역의 장벽을 피할 수 있다.

주식시장 투자전략

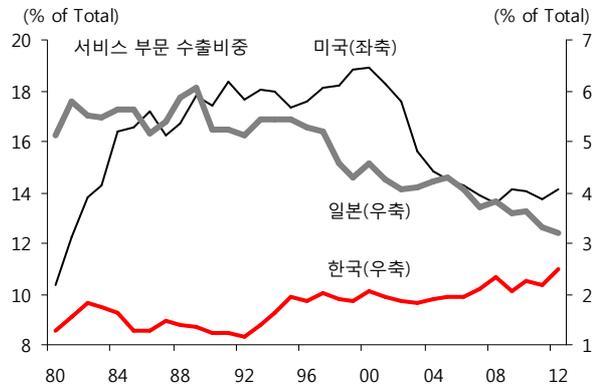
2012년을 기준으로 주요국의 서비스 수출비중을 보면, 국내는 2.5% 정도로 다른 선진국들에 비해 상대적으로 낮은 수준을 유지하고 있다(그림9). 그러나 1980년 이후 국내의 서비스 수출 비중 추이를 보면 꾸준히 증가하고 있고, 현재 수준은 1980년 이후 최고 수준을 기록하고 있다. 반면 미국의 경우는 2000년 19%에서 현재 14% 정도까지 낮아졌고, 일본도 동 기간 동안 4% 대 후반에서 3%대 초반까지 하락했다(그림10).

[그림 9] 전세계에서 국내가 차지하는 서비스 부문 수출 비중은 2.5%로 낮은 수준



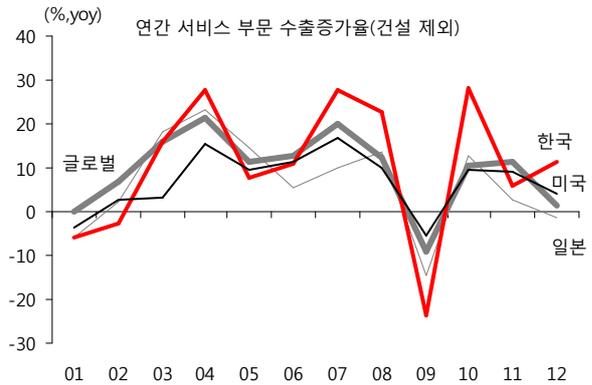
자료: WTO, 동양증권 리서치센터

[그림 10] 그러나 비중 추이를 보면, 미국과 일본의 경우는 하락세를 보이고 있지만 국내는 상승세



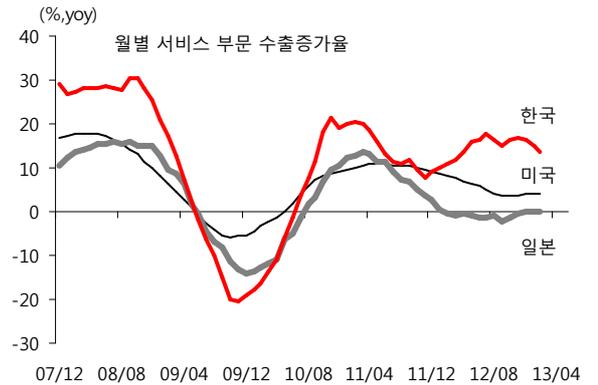
자료: WTO, 동양증권 리서치센터

[그림 11] 국내 서비스 부문(건설 제외) 수출증가율은 미국, 일본, 글로벌 대비 상대적으로 높은 수준 기록



자료: WTO, 동양증권 리서치센터

[그림 12] 월별 데이터를 기준으로 판단 시 최근까지도 이런 추세는 유지되고 있는 것으로 보임



자료: WTO, 동양증권 리서치센터

다만 WTO 에서 제공하는 서비스 수출부문에는 건설관련 수출이 포함되어 있기 때문에 이를 차감하고 볼 필요가 있다. 2012년 국내의 경우 서비스 부문에서 건설부문을 차감할 경우 수출증가

주식시장 투자전략

율은 11%로 일본(-1.5%), 미국(4.3% 추정)등에 비해 높은 수준을 기록하고 있다(그림11). 월별 데이터를 기준(최근 데이터 2013년 2월)으로도 일본, 미국 등에 비해 상당히 견조한 증가세를 유지하고 있다(그림12). 보호무역을 피할 수 있는 서비스 부문에서 국내 기업들이 선전하고 있다는 점은 상당히 고무적인 현상 중 하나다.

무형의 상품을 수출하는 기업들에 대한 관심도 투자전략 중 하나

글로벌 경제 성장률 수준이 낮고, 경기싸이클 개선에 대한 시그널이 아직은 부족하다는 점을 감안 시 국가간 보호무역 강화 가능성은 높다고 판단된다. 국내의 경우는 보호무역을 피할 수 있는 무형의 상품들 즉 서비스 부문의 수출이 상대적으로 양호한 확장세를 유지하고 있다는 점은 긍정적으로 해석할 필요가 있다.

따라서 중기적인 관점에서는 국내 기업 중 무형의 자산을 수출하는, 특히 매출액 중 해외 매출 비중이 증가하고 있는 인터넷, 미디어/엔터, (모바일)게임 업종에 대한 관심을 유지할 필요가 있다고 판단된다(Table1 참고).

[Table1] 보호무역을 피할 수 있는 기업들에 대한 관심 필요

기업명	순이익(억원)			순이익 증감율(%)		수출 비중(% , 매출액 기준)		시총(억원)
	2011년	2012년	2013년(E)	2012년	2013년(E)	2011년	2012년	현재
NHN	4,500	5,461	6,650	21.4	21.8	14.1	16.1	146,549
CJ E&M	566	370	601	-34.6	62.7	7.6	12.1	13,411
CJ CGV	185	542	636	193.0	17.4	3.4	6.9	11,175
위메이드	233	-43	234	적자전환	흑자전환	78.1	68.2	8,652
게임빌	161	224	297	39.2	32.5	25.1	43.1	6,300
컴투스	41	205	262	393.5	28.2	48.6	66.7	5,749
SBS콘텐츠허브	224	231	255	3.1	10.4	39.2	40.1	3,209

자료: 동양증권 리서치센터

주) 정성적인 부문을 제외한 정량적 평가로 기업 선정. 당사 애널리스트 의견 및 추천종목과는 무관