



2013/05/22

퀀트 측면에서 '자동차' 는 Positive

Quantitative Analyst **변준호**
3771-9072
ymaezono@iprovest.com

최근 갑론을박이 가장 많은 업종 중에 하나는 자동차 업종일 것이다. 엔저에 따른 업황 우려는 대체로 비슷하게 느끼는 점이지만 그만큼 주가가 싸다는 부분이 맞서고 있는 상황이 아닌가 싶다.

필자는 퀀트 측면에서 좀 더 엄밀하게는 Top-down 방식의 퀀트 어프로치 측면에서 결론적으로 후자의 측면을 지지한다. 즉, 현재 자동차 주가의 Valuation은 악재를 상당 부분 반영했을 가능성이 높다고 판단되며 Valuation에 대한 신뢰도 역시 이전 보다 높아질 것으로 예상된다. Valuation 측면에서 악재에는 둔감하고 호재에는 민감할 수 있는 영역까지 내려왔다고 판단된다. 즉, 자동차에 대한 View는 Positive다.

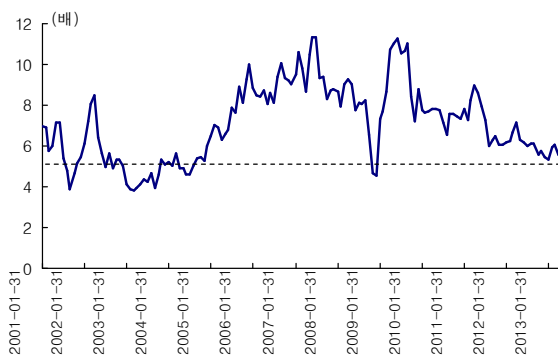
이제 자동차 업종에 대한 긍정적인 부분을 세분화하여 검토해 보자.

(1) 5.7배 PER, 이제 믿을 때가 됐다

12M F. PER을 사용해 보면, 현재 자동차 및 부품 업종의 PER은 6.3배이다. 자동차만 보면 5.7배, 부품만 보면 7.6배이다. 자동차 업종의 PER이 극단적으로 싸다는 것은 투자자들이라면 누구나 동의하고 있다. 문제는 현재 추정 PER을 믿느냐 못 믿느냐의 문제인 것 같다. 그런데 이제 믿을 만한 국면에 들어섰다고 판단된다.

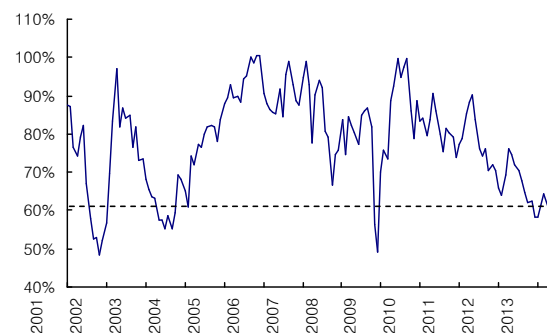
우선 자동차 업종의 PER 5.7배가 얼마나 저 평가된 상황인지부터 생각해 보자.

도표 1. 자동차 업종 12M F. PER 추이(부품은 제외)



자료: Wisefn, 교보증권 리서치센터

도표 2. 자동차 업종의 상대 PER 수준



자료: Wisefn, 교보증권 리서치센터

사실 주식 시장에서 자동차 업종이 PER 4배를 받던 시절도 있다. 자동차가 각광을 받지 못하던 노무현 정권 시절의 초기 국면의 얘기다. 그 당시 유독 수치가 낮았던 이유는 시장의 PER 자체가 낮기도 했지만 자동차 업황 상 지금하고는 비교할 수 있는 상황이 아니었다. 2000년대 초 증반은 대기업들의 분식회계가 논란이 됐던 시기였고 자동차 관련 기업들도 예외는 아니었다. 실적도 성장 모멘텀 없이 지금의 1/4 수준이었다. 글로벌 판매량 순위 및 점유율은 현재보다 훨씬 낮았으며 시장에서의 평가지표인 베타 역시 현재보다도 훨씬 큰 1.2~1.3 수준이었다.

이를 종합해 보면, 2000년대 초반에 4배 수준까지 내려갔던 Valuation은 지금의 상황과 Quantity 및 Quality 측면에서 비교대상이 될 수 없는 수준이라고 본다. 리먼 사태 이후 일시적으로 5배를 하회했던 경험까지 같이 생각해 보면 자동차 업종의 PER은 5배 대에서 바닥권을 형성하는 것이 합리적이라고 판단된다.

시장대비 받고 있는 PER 상대 수준 역시 바닥 가능성을 높이고 있다. 현재 자동차 업종의 PER 상대수준은 61.1%로 현재 할인율은 2001년 이후 약 상위 13%에 해당할 만큼 높은 수치다.

이제 PER 수치에 대한 신뢰의 문제를 짚어 보자. 자동차 업종에 대해 실적 리스크가 부각되면서 PER을 못 믿었던 분위기가 개선될 것으로 예상된다.

우선 '원고엔저'라는 강력한 환율 효과가 자동차 주가를 짓눌렀지만 그 영향력은 약화될 것으로 전망된다. 달러 강세 양상으로 인해 '속도가 빠른 원화강세'의 가능성은 낮아졌다. 엔의 경우 지나친 엔고의 정상화라는 측면에서 보면 장기 시계열에 수렴한다는 입장에서 볼 때 하반기 상승 톱은 크지 않다고 판단된다.

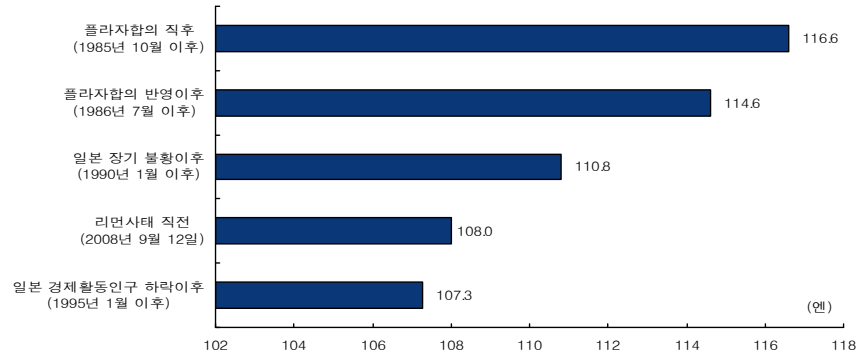
엔저에 대해 이미 투자자들은 상방을 열어 놓은 상황이기 때문에 방향성에 대한 리스크의 영향력은 줄어들 것으로 보이고 과거 평균 이상의 강한 상승이 나타날 경우 미국을 비롯한 글로벌 주요국들의 우려를 나타낼 가능성이 높다고 본다.

과도했던 엔저의 정상화라는 측면에서 보면 예상될 수 있는 수준은 대략 105~115엔 수준으로 판단된다. 주요한 과거 시점 이후로 평균치를 잡아보면 그렇다. 또한 금융위기 이후 엔고의 정상화라는 측면에서 보면 리먼 사태 직전의 108엔을 생각해 볼 필요가 있다.

어찌됐든 아베 정권 후 약 6개월 간 진행된 30%가량의 엔화 절하에 비하면 향후 전개될 엔저의 효과는 속도는 폭의 측면에서 약화될 개연성이 높다고 본다. 그리고 투자자들은 엔저의 단기 고점이 어느 정도 예상되는 시점부터 미리 반대 급부에 대한 포트폴리오 조정 및 선 리스크 관리를 할 것으로 판단된다.

과도한 엔고의 정상화라는 측면에서 보면 현재 수준부터 진행되는 일련의 엔저 과정은 악재의 과정으로서만 볼 것이 아니라 점차 기회의 시점이 가까이 오고 있다고도 볼 수 있지 않을까? 물론 엔저에 따른 국내 수출 기업들의 모멘텀 및 펀더멘탈 약화는 불가피하게 계속 확인될 수 있겠지만 말이다.

도표 3. 과거 주요 기점 이후 엔화 평균치(단, 리먼사태 직전은 그 이후 평균이 아닌 당시 수치)



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

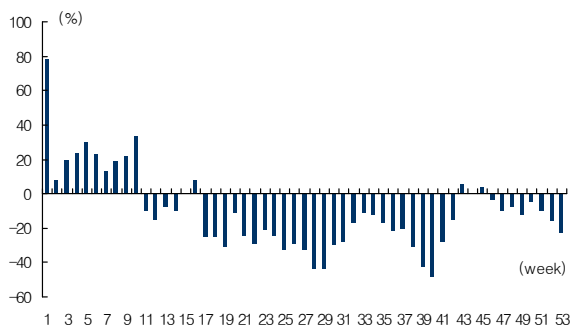
또 하나의 단기적인 이슈인 노조 대치와 주말 특근 부재 상황 역시 2분기 실적에 영향을 미치겠지만 하반기 이후 불확실성 해소로 인해 이벤트 변수가 될 수 있다. 경험적으로 파업으로 인한 주가 부진은 제한적이었고 조심스럽지만 최근 노사의 합의 과정이 있었음을 볼 때 최악의 상황은 지나간 것이 아닌가 하는 생각도 든다. 사실 이와 같은 이벤트 부분은 퀀트의 영역이 아니라는 점에서 판단이 쉽지 않다.

이런 환율 및 노조 우려에 따른 판매 차질이 단기적인 실적 센치먼트 개선을 제한시켜겠지만 향후 그 영향력이 축소될 수 있다는 점을 감안하면 이전과 같은 극단적인 상황까지 염두 할 필요가 없다.

그러므로 환율 우려 감소와 노조 사태 진전 등을 감안해 보면 현재 자동차 업종의 이익수정비율(1M)은 -22.8%로 다소 부진한 편이지만 작년 연말 연초와 같이 -40%대까지 내려가지는 않을 것으로 예상되며 시장대비 이익수정비율의 Gap 역시 과거와 같이 확대되지 않을 것으로 보인다.

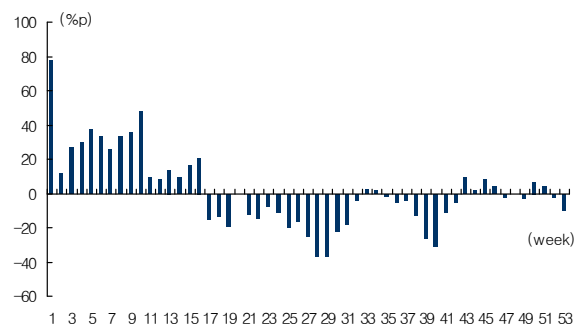
EPS 하향은 확연히 제한적인 모습이다. 12개월 Forward 영업이익은 연말 연초 큰 폭의 Level-down이 있는 후 2월 이후 큰 변화가 없고 최근 4주 동안 하향 주간 수는 오히려 한 차례에 불과했다. 제한된 실적 하향은 PER을 믿을 수 있는 여지를 준다.

도표 4. 자동차 업종 이익수정비율 추이



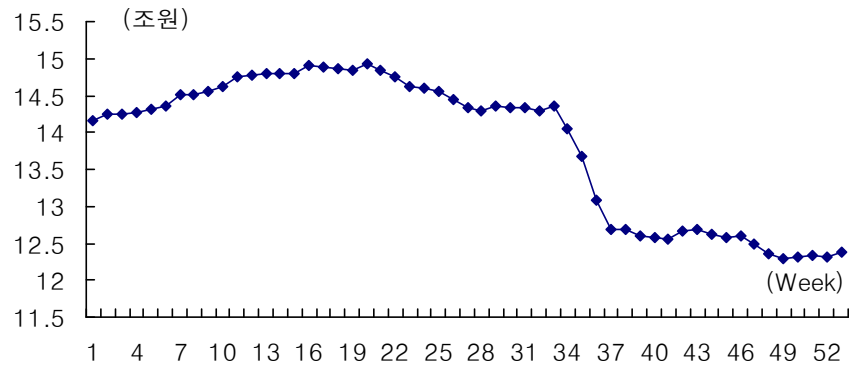
자료: Wisefn, 교보증권 리서치센터

도표 5. 자동차 업종 이익수정비율 시장대비 Gap 추이



자료: Wisefn, 교보증권 리서치센터

도표 6. 자동차 업종 12M F. 영업이익 추이



자료: Wisefn, 교보증권 리서치센터

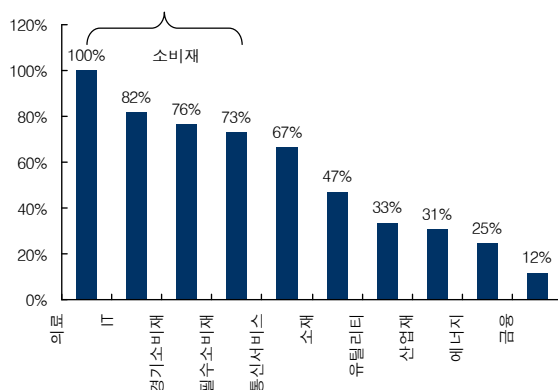
(2) 1배 PBR, 자동차가 소비재라는 점을 감안하면 지켜낼 가능성이 높다

PBR의 관점에서 보면 완성차는 12M Forward 기준으로 1배 수준까지 하락했다. 좀 더 엄밀하게는 기아차와 쌍용차는 1배, 현대차는 0.96배를 기록하고 있다.

PBR 1배는 일시적인 패닉 국면을 제외하고 KOSPI가 지지를 받는 영역이다. 물론 대형주 중에서 PBR 1배를 하회하는 종목들이 많기는 하지만 자동차가 소비재라는 점을 생각할 때 관점은 달라진다.

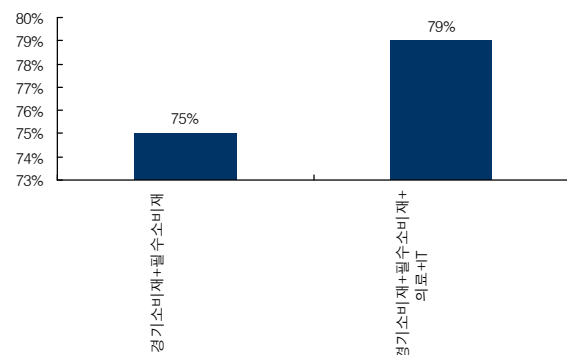
자동차(완성차)가 소비재라는 관점에서 PBR 1배는 바닥권을 시사한다고 판단된다. 왜냐하면 금융위기 이후 대부분 소비재 종목들이 Valuation-premium을 받고 있기 때문이고 특히 시장 수준 이상의 ROE를 보유하고 있다면 더더욱 가능성은 높다.

도표 7. 시총 1 조 이상 종목 중에 PBR 1 배 이상 종목 비율(1)



자료: Wisefn, 교보증권 리서치센터

도표 8. 시총 1 조 이상 종목 중에 PBR 1 배 이상 종목 비율(2)



자료: Wisefn, 교보증권 리서치센터

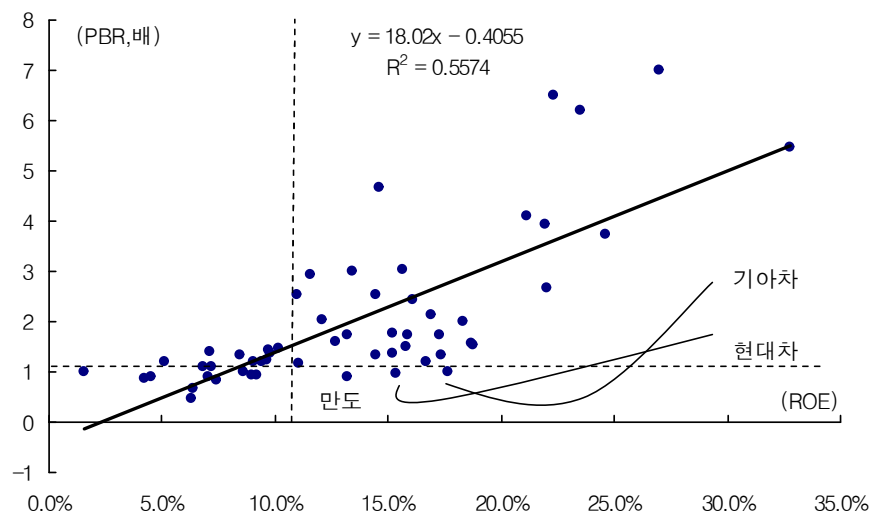
일반적인 소비재의 섹터 구분은 좁게는 경기소비재(혹은 변동형 소비재)와 필수소비재(혹은 안정형 소비재) 정도를 들 수 있고 좀 더 넓게 보면 IT나 제약 등을 포함시키기도 한다.

KOSPI200내 시가총액이 1조 이상이고 12M F. PBR의 컨센서스가 있는 112개 중, 대형주들에 대해 각 업종별 PBR 1배 이상의 종목 비율을 살펴 보면 뚜렷하게 소비재 관련 업종에서 그 비율이 높음을 알 수 있다. 글로벌 저 성장에 따른 소비재 선호 현상이 지속되는 한 이 비율은 유지되거나 더 높아질 가능성이 있다. 현재 경기소비재 및 필수소비재의 합산으로 보면 75% 수준이고 IT와 제약까지 확대할 경우 대략 80%에 이른다. 즉 일부 업황 Risk가 있는 종목들을 제외하고 대부분의 소비재 종목들은 시장 Valuation 이상을 받고 있다는 의미다.

흥미로운 점은 소비재 중에서도 ROE가 시장 이상 수준으로 높을 경우 PBR의 1배 이상 확률은 매우 높아진다는 점이다. 즉, 시장지배력이 있고 업황이 극히 나쁘지 않은 상대적으로 우량한 소비재는 PBR 1배 이하에 머물러 있지 않는다는 점이다. 경기소비재와 필수소비재에 속한 종목 중에 PBR 컨센서스가 있는 중, 대형주 55개 중에 ROE가 시장수준인 10%를 넘기면서 PBR이 1배가 안 되는 종목은 현대차와 만도뿐이다. 기아차도 1.01배니까 사실상 시장 Valuation 수준을 하회하고 있는 실정이라고 보면 된다. 소비재 업종의 PBR*ROE 산점도는 전체 종목에 대한 산점도보다 결정계수가 높게 나타나 신뢰성이 좀 더 높다.

현재 자동차주의 ROE는 15%이다. 이는 시장 수준보다 다소 높은 것이 아니라 훨씬 높은 것으로 다소의 추정 ROE 하향이 있더라도 감내할 수 있는 수준이라고 본다. 앞서 언급한 것처럼 하반기로 갈수록 실적 하향의 강도가 약화될 여지가 높다는 점을 생각해 본다면 시장 수준 이하의 ROE를 감안하기는 쉽지 않아 보인다.

도표 9. 경기소비재 및 필수소비재 종목의 PBR*ROE 산점도



자료: Wisefn, 교보증권 리서치센터

(3) 미국이 좋고 자동차가 불황이 아니라면 극단적 저 평가는 해소되어야 한다

포트폴리오 매니저(이하 ‘PM’) 입장에서의 고민도 해 보자.

매크로 혹은 Top-down의 방식에서 보면 자동차 업종은 밋더라도 버릴 수 없는 존재일 수 있다. 그 이유는 앞서 언급한 소비재 premium이 가능할 뿐 아니라 미국 경기가 상대적으로 중국 및 다른 지역보다 좋다는 점을 간과할 수 없기 때문이다.

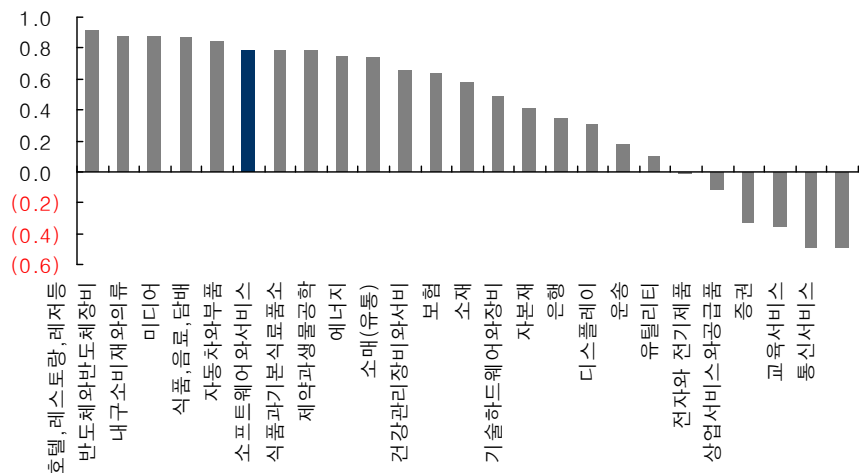
단순하게 중국 경기가 미국 이상으로 좋아져서 소재, 산업재가 주도주가 된다면 PM은 자동차를 과감히 Underweight하고 소재, 산업재를 크게 Overweight 하겠지만 현재 상황은 그렇지 않다. 물론 시가총액이 큰 업종들의 구도상에서 말이다.

즉 미국보다 중국이 좋았던가 소재 및 산업재가 자동차 업종보다 좋았던가 하기 전까지는 설령 PM이 자동차 업종을 Underweight하더라도 그 폭을 과감하게 하기 어려울 것이다. 이는 결국 과도한 수급 공백 및 불균형에 따른 극단적 주가 급락이나 극단적 Valuation 상황을 지속적으로 연출할 가능성이 높지 않음을 시사한다.

미국 자동차 시장이 크다는 점에서 자동차 업종은 다우지수와 높은 상관성을 갖게 마련이다. 상대적으로 양호한 미국 경기와 다우지수의 강세 흐름은 자동차 업종의 불황을 설명하기 어렵고 국내 자동차 기업들의 극단적 Valuation을 오래도록 용인하지 않을 것이다.

더더욱 유럽 자동차가 판매대수 19개월 만에 (+)로 전환했다는 소식은 유럽 시장에서 상대적으로 선전하고 있는 국내 업체에 반가운 뉴스가 아닐 수 없다. 호재에 목마른 상황에서 단비 같은 소식이다.

도표 10. GICS 중분류 주요 업종의 다우지수와 5년 상관계수 순위



자료: Wisefn, 교보증권 리서치센터

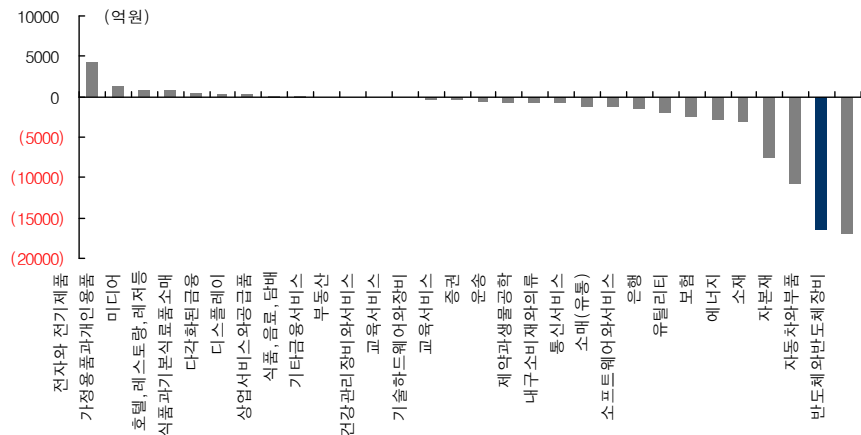
(4) 외국인 수급 개선 효과가 기대된다

과거 외국인의 수급 개선은 다우지수와 연동되곤 했다. 다우지수와 KOSPI의 외국인 순매수 간의 상관성이 매우 높게 나타났었다. 하지만 올해 상반기에는 그러지 못했다. 뱅가드 물량과 엔저로 인해 자동차 업종은 과도하게 다우지수와 연동되지 못했다.

게다가 상반기 엔저와 뱅가드 물량에 따른 자동차 및 부품 업종의 외국인 순매도 비율은 27%에 이른다. 6.1조 순매도 가운데 1.6조 이상이 자동차 및 부품 업종에서 발생한 것이다. 이는 자동차 및 부품 업종의 시가총액 비중이 대략 10%대 초반임을 상기할 때 매우 큰 과매도에 해당된다.

따라서, 뱅가드 종료와 엔저 속도 약화 및 하반기 경기 반등 등을 염두에 두고 상반기 외국인의 매도 우위가 진정되며 외국인의 수급 불균형이 해소될 경우 역으로 자동차 업종에 대한 과매도에 따른 반대 급부 효과를 누릴 수 있을 것으로 예상된다.

도표 11. 연초 이후 외국인 업종별 순매수



자료: 교보증권 리서치센터

외국인이 국내 주식을 사더라도 자금 유입 규모가 클수록, 일본에서의 유출 자금이 유입될수록, Valuation 접근을 통한 장기 자금이 유입될수록 자동차 업종의 선전 가능성은 더욱 높아질 것으로 예상된다.