Mirae Asset Daewoo
DAILY
2017.4.12

퀀트전략
글로벌 경쟁우위에 있는 업종 찾기

[퀀트]

김상호, CFA
02-3774-1886
sangho.kim.j@miraeasset.com

유승호
02-3774-1832
seungho.yoo.a@miraeasset.com

SUMMARY

- 국가별 경쟁력 있는 업종은 ROE의 개선폭으로 확인할 수 있음
  예를 들어, 자동차 업종은 전세계적으로 ROE가 개선되고 있지만 국가별로 비교해보면 일본의 개선폭이 큰 상황
- 경쟁력 있는 업종 중에서 투자 매력이 높은 업종은 ROE-PBR 매트릭스로 판단
  1) 자기자신의 과거 추이와 현재를 비교, 2) 국가별 비교를 통해 저평가 구간인지 확인
- 글로벌 경쟁력이 있고 투자 매력이 높은 업종은 한국의 화학, 건설, 반도체
  일본의 자동차, 증권, 건설, 중국의 자동차, 홍콩의 보험

완만한 경기회복 속에서 글로벌 경쟁력을 갖춘 업종 찾기

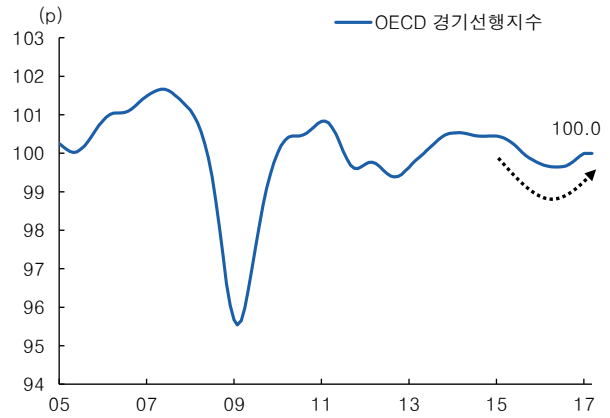
2008년 글로벌 금융위기 이후 위축되었던 전세계 경제는 최근 회복기조를 보이고 있다. OECD 경기선행지수는 2016년 5월 99.6p를 단기 저점으로 현재 100.0p까지 상승했고, 3월 제조업 PMI도 미국, 일본, 중국, 유럽 등 주요국 모두 높은 수준을 유지했다.

향후 경기에 대한 전망은 빠른 확장보다는 완만한 경기회복일 것으로 보인다. 주요 경제 예측기관들이 세계 경제성장률을 연이어 하향 조정하고 있기 때문이다. 미국 의회예산국(CBO)은 작년 1월 미국 잠재성장률을 2017년 1.68%, 2020년 2.08%로 예상했지만 올해 1월에는 2017년 1.58%, 2020년 1.79%로 수정했다.

한국의 경우에도 경기선행지수는 상승세를 보이고 있지만 IMF에서 본 올해 한국 경제성장률은 당초 3.0%보다 낮은 2.6%까지 하향조정되었다.

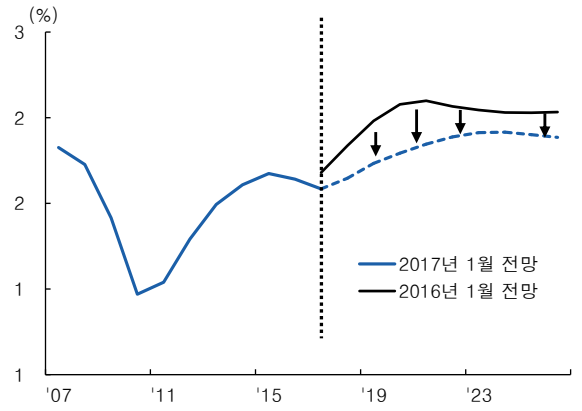
이처럼 다소 완만한 경기회복, 즉, 저성장 국면이 예상되는 상황에서는 어떤 기업에 투자해야 할까? 대표적 경영전략가인 제이 바니 교수는 저성장 시대의 기업들이 갖춰야 할 요소로 경쟁우위를 얘기하고 있다. 지금과 같이 신규 수요가 부재하고 공급과잉인 상황에서 기업들은 제한된 파이에서 경쟁해야 하고, 경쟁력을 갖춘 기업일 수록 이익 개선 측면에서 유리하기 때문이다.

그림 1. OECD 경기선행지수 추이



자료: Dataguide, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 미국 잠재성장률 전망- 완만한 성장 예상



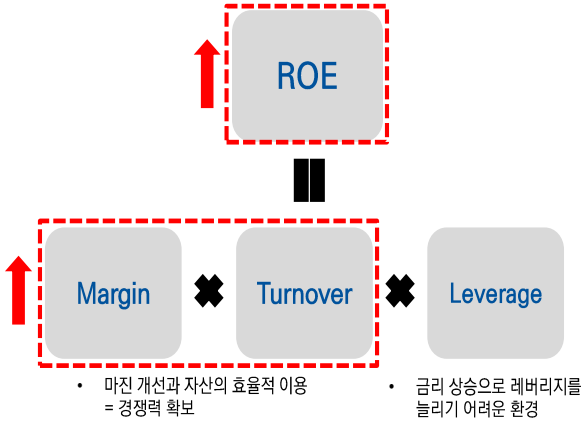
자료: CBO, 미래에셋대우 리서치센터

경쟁우위의 프록시로 사용할 수 있는 지표는 ROE이다. ROE가 높은 기업은 판매 또는 생산 구조 상에 경쟁력을 확보하고 있다고 판단할 수 있다. 또한 ROE가 상승 추세에 있다면 업종간 경쟁에서 우위에 있거나 산업이 성장하고 있다는 의미로 해석할 수 있다(그림3 참조).

자동차 업종의 예를 들면, 회사의 경쟁력을 판단할 수 있는 지표는 자동차 판매량이다. 각 국가의 자동차 회사들의 미국 내 판매량 점유율 합산 추이를 비교해 보면 <그림 4>와 같다. 한국 자동차 점유율은 8% 수준에서 최근 7.4%까지 하락했고, 미국과 일본은 점유율이 개선되었다. 특히, 일본은 32.2%에서 32.6%까지 점유율이 증가해 개선폭이 가장 컸다.

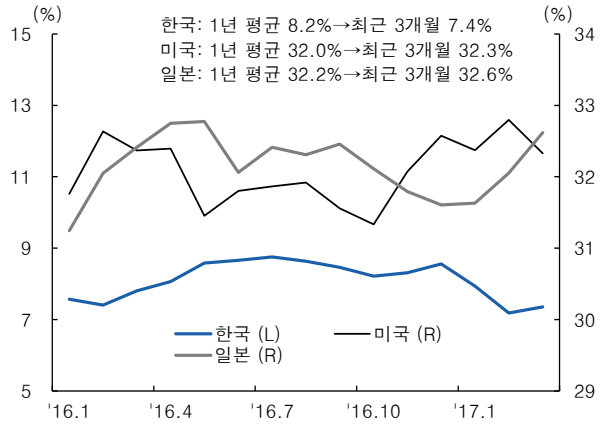
자동차 업종의 ROE 컨센서스는 자동차 판매량과 유사하게 움직였다. <그림 5,6>을 보면 전세계 평균 12개월 선행 ROE는 6개월전 13.1%에서 현재 14.1%로 약 1.0%p 개선되었다. 이를 국가별로 비교했을 때, ROE의 개선폭이 큰 국가는 일본이고, 한국과 미국은 상대적으로 부진했다.

그림 3. ROE는 경쟁우위의 프록시



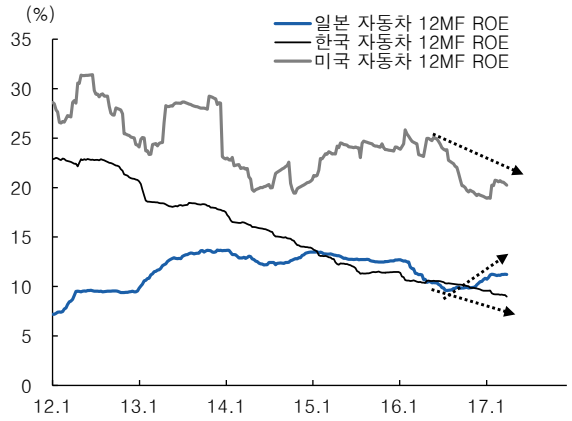
주: Dupont Ratio[ROE=NI/Sales * Sales/Asset * Asset/Equity]
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 미국 내 자동차 판매량 점유율 추이



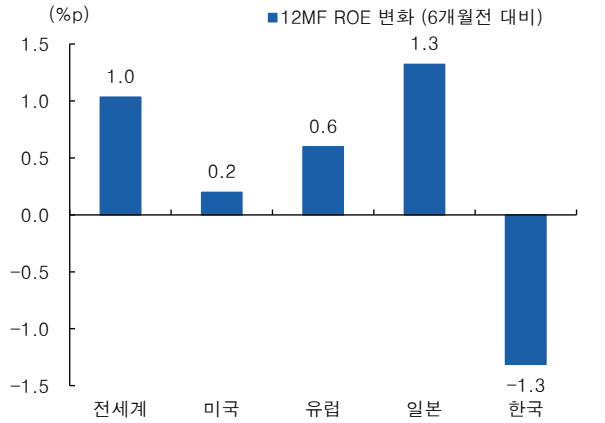
주: 한국:현대차와 기아차, 미국: GM, 포드, 일본: 도요타, 혼다, 닛산
자료: Automotive News, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 한·미·일 자동차 업종 ROE 컨센서스 추이



자료: MSCI, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 국가별 자동차 업종 ROE 컨센서스 변화



자료: MSCI, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

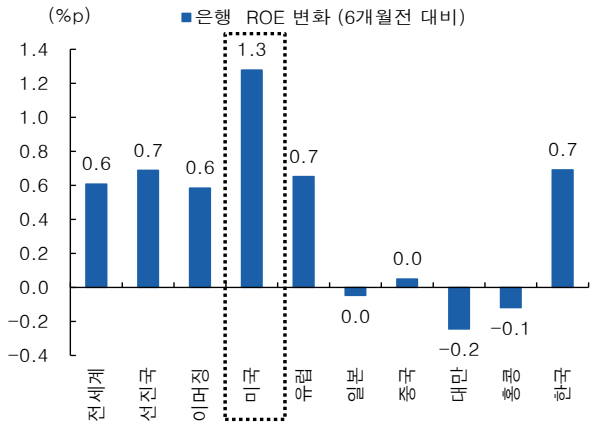
글로벌 경쟁우위에 있고 밸류에이션 매력이 높은 업종

위와 같이 국가별 경쟁우위에 있는 업종은 ROE의 개선폭으로 판단할 수 있다. 하지만 ROE가 개선되고 있다고 해도 주가가 더 큰 폭으로 상승해 밸류에이션이 매력적이지 않을 수 있다.

예를 들어, 은행 업종의 경우, 전세계 평균 12개월 선행 ROE는 6개월전 9.0%에서 현재 9.6%로 약 0.6%p 개선되었다. 그 중에서도 미국의 은행 업종은 ROE 변화가 1.3%p로 다른 국가에 비해 개선폭이 컸다.

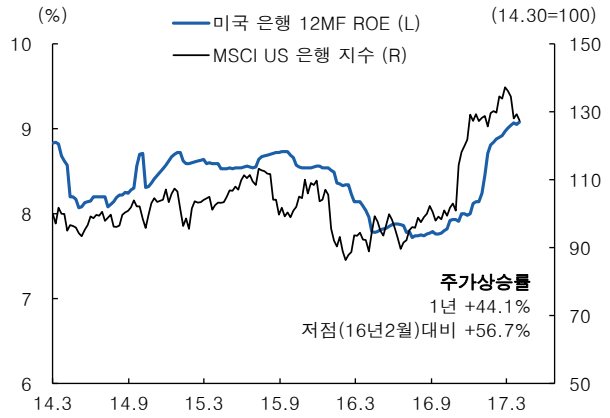
하지만 미국의 은행 업종의 ROE 개선은 주가에 이미 반영되었다고 볼 수 있다. MSCI US 은행 지수는 ROE가 개선되기 시작했던 2016년 초부터 상승세가 지속되면서 저점(2016년 2월)대비 56.7% 상승했다.

그림 7. 국가별 은행 업종의 ROE 컨센서스 변화



자료: MSCI, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

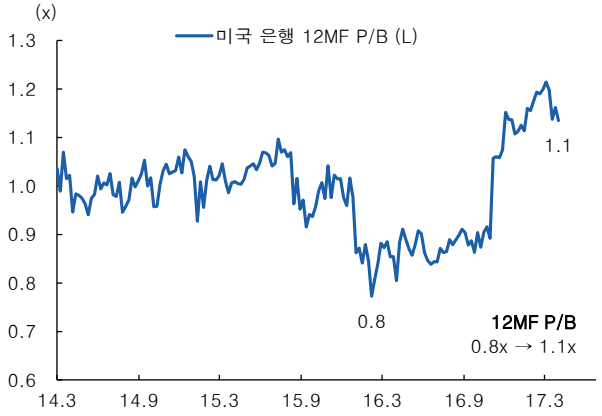
그림 8. 미국 은행 업종의 ROE 컨센서스와 주가 추이



자료: MSCI, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

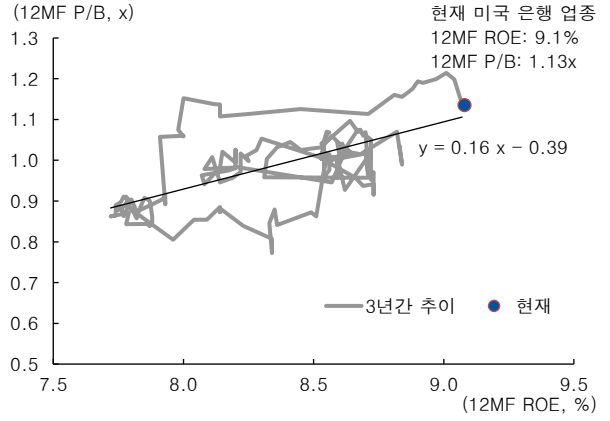
특히, <그림 10>과 같이 과거 3년간 기록했던 ROE-PBR 추이를 비교해보면, ROE 9.1%에 적정한 밸류에이션은 PBR 1.01배가 나오게 된다. 하지만 현재 미국 은행 업종의 PBR은 1.13배로 과거의 추세상 별로 매력적이지 않은 상황임을 확인할 수 있다.

그림 9. 미국 은행 업종의 12MF P/B 추이



자료: MSCI, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

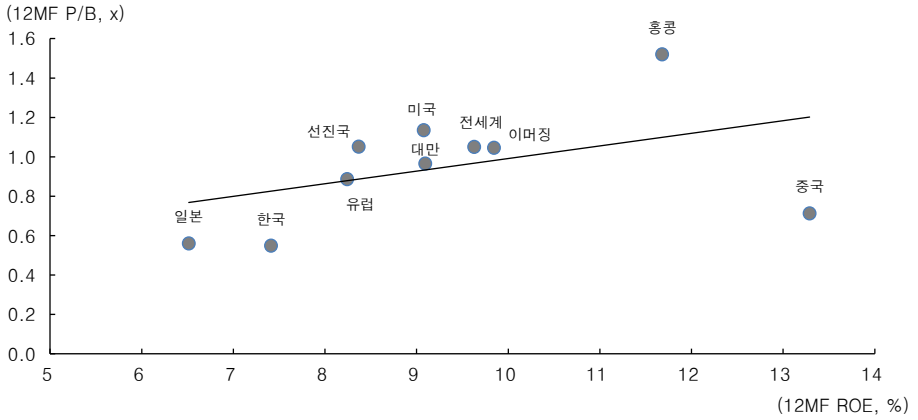
그림 10. ROE-PBR 매트릭스: 과거 3년추이와 현재 비교



자료: MSCI, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

또한 국가별 ROE-PBR 매트릭스를 비교해보면 미국 은행 업종은 여전히 높은 수준의 밸류에이션을 받고 있다. 전세계 은행 업종의 평균 ROE는 미국 9.1%보다 높은 9.6%로 예상되고 있는데, PBR은 미국 1.13배보다 낮은 1.05배 수준이다.

그림 11. ROE-PBR 매트릭스: 국가별 비교



자료: MSCI, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

결론적으로 글로벌 경쟁우위에 있는 업종 중에서도 밸류에이션 매력이 있는 업종이 투자하기에 적합하다고 판단한다.

앞서 살펴본 내용을 바탕으로 글로벌 경쟁우위와 밸류에이션 매력을 정의해 보면 다음과 같다.

글로벌 경쟁우위: ROE의 개선이 타 국가에 비해 뚜렷이 나타나고 있는 업종으로 12MF ROE의 6개월 변화가 양수이면서 전세계 평균 개선폭 대비 큰 업종

밸류에이션 매력: 1) 과거 3년간 기록했던 ROE-PBR 매트릭스, 2) 국가별 ROE-PBR 매트릭스 내에서 현재 ROE대비 PBR이 저평가된 업종

이를 바탕으로 글로벌 업종에 대한 선호도는 <표 1>과 같이 정리해 볼 수 있다. 조건의 만족 여부에 따라 선호도를 ↑↑, ↑, ↓로 구분했다.

글로벌 경쟁우위 조건을 만족하고 밸류에이션 조건 1), 2)를 모두 만족하면 ↑↑, 밸류에이션 조건 1)만 만족하면 ↑, ROE의 변화가 음수이면서 전세계 평균 변화를 하회하고, 밸류에이션 조건 1), 2)를 모두 만족하지 못하면 ↓로 표시했다.

표 1. 국가-업종별 경쟁우위 및 밸류에이션 비교

	한국	미국	유럽	일본	중국	대만	홍콩
정유							
화학	↑↑						
철강							
건설자재							
건설	↑↑	↓		↑↑			
기계	↓						
상사		↓					
방위산업		↓					
항공							
해운							
육운							
자동차				↑	↑		
자동차부품							
내구 소비재					↓		
소비자 서비스				↓			
미디어							
유통					↓		
음식료			↓				
제약							
은행							↓
증권				↑↑			
보험							↑
소프트웨어							
하드웨어		↓					
반도체	↑↑	↓					
통신서비스						↓	
유틸리티							↓

주1: MSCI 지수 기준
주2: 글로벌 경쟁우위 조건을 만족하고 밸류에이션 조건 1), 2)를 모두 만족하면 ↑↑, 밸류에이션 조건 1)만 만족하면 ↑
ROE의 변화가 음수이면서 전세계 평균 변화를 하회하고, 밸류에이션 조건 1), 2)를 모두 만족하지 못하면 ↓
자료: 미래에셋대우 리서치센터

글로벌 경쟁우위에 있는 국내 업종: 화학, 건설, 반도체

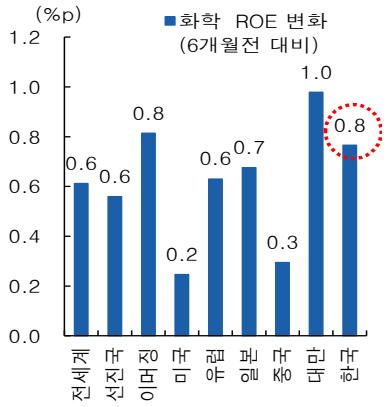
국내에서 글로벌 경쟁우위 조건을 만족하고 밸류에이션 매력이 있는 업종은 **화학, 건설, 반도체**이다. 이 업종과 관련된 ETF는 <표 2>와 같고, ROE 컨센서스 변화 및 ROE-PBR 매트릭스는 <그림 12~20>과 같다.

표 2. 글로벌 경쟁우위에 있는 국내 업종 및 관련 ETF 리스트

업종명	주요 지표			관련 ETF						
	12MF ROE (%)	12MF ROE 변화 (6M, %p)	12MF P/B (x)	종목코드	종목명	시가총액 (억원)	일평균 거래대금 (백만원)	기초지수	설정일	주요 구성종목
화학	12.8	0.8	1.10	A139250	TIGER 200 에너지화학	110	94.8	코스피 200 에너지/화학	20110405	LG화학, SK이노베이션
				A157520	TIGER 화학	95	4.4	FnGuide 화학 지수	20120515	LG화학, 롯데케미칼
건설	10.6	1.8	0.77	A139220	TIGER 200 건설	45	6.2	코스피 200 건설	20110405	현대건설, 현대산업
반도체	24.6	13.6	1.12	A091230	TIGER 반도체	324	555.2	KRX 반도체	20060626	SK하이닉스, 원익IPS

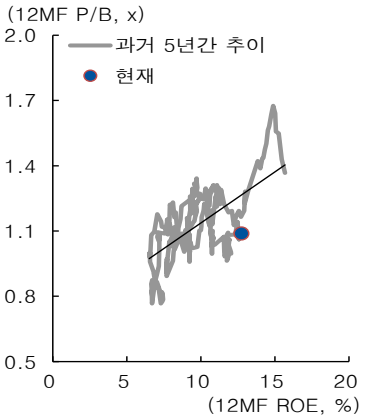
주: 시가총액 기준으로 정렬함
자료: Bloomberg, WISEfn, 미래에셋대우 리서치센터

그림 12. ROE 컨센서스 변화- 화학



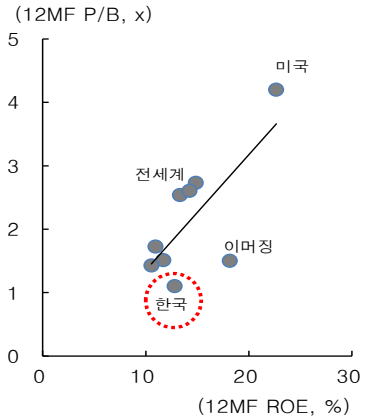
자료: MSCI, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 13. ROE-PBR 과거와 비교- 한국 화학



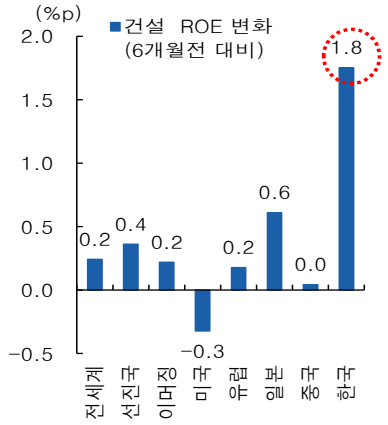
자료: MSCI, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 14. ROE-PBR 국가별 비교- 화학



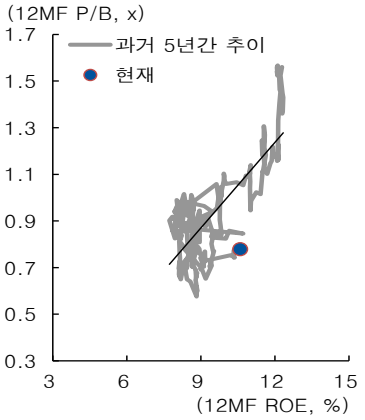
자료: MSCI, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 15. ROE 컨센서스 변화- 건설



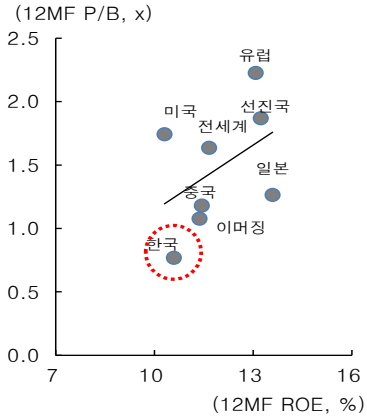
자료: MSCI, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 16. ROE-PBR 과거와 비교- 한국 건설



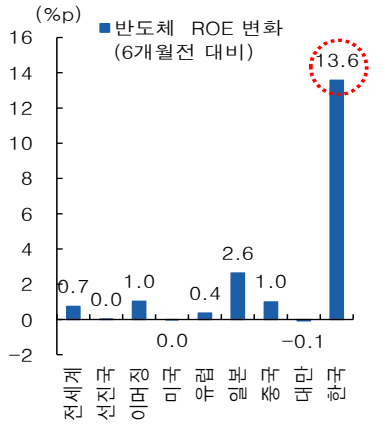
자료: MSCI, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 17. ROE-PBR 국가별 비교- 건설



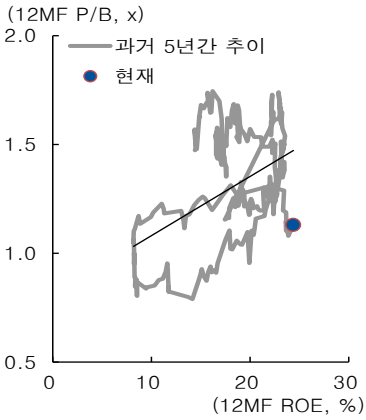
자료: MSCI, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 18. ROE 컨센서스 변화- 반도체



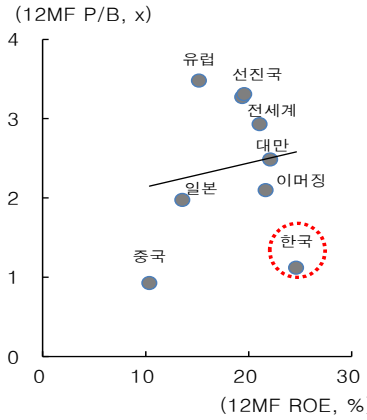
자료: MSCI, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 19. ROE-PBR 과거와 비교-한국 반도체



자료: MSCI, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 20. ROE-PBR 국가별 비교- 반도체



자료: MSCI, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

글로벌 경쟁우위에 있는 해외 업종 및 종목

해외 업종 중에서 글로벌 경쟁우위 조건을 만족하고 밸류에이션 매력이 있는 업종은 **일본의 자동차, 증권, 건설, 중국의 자동차, 홍콩의 보험**이다(표1 참조).

이와 관련된 주요 기업 리스트는 <표 3>과 같고, 업종들의 ROE 컨센서스 변화 및 ROE-PBR 매트릭스는 <그림 21~32>와 같다.

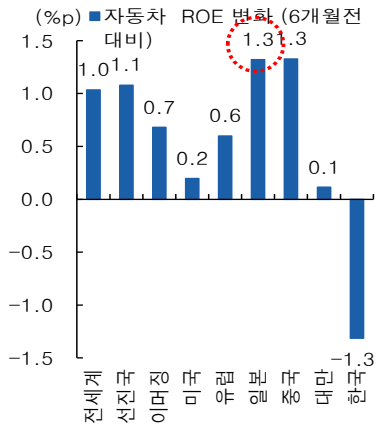
관련된 ETF는 거래량이 부족하거나 구성종목 비중이 크게 달라 제외하였다.

표 3. 글로벌 경쟁우위 업종에 속하는 주요 기업 리스트 (단위: USD bn, %, %p, x)

국가	업종명	주요 지표			종목코드	종목명	시가총액	12MF ROE			12MF P/E		12MF P/B	
		12MF ROE (%)	12MF ROE 변화 (6M, %p)	12MF P/B (x)				현재	6개월전	변화	현재	6개월전	현재	6개월전
일본	자동차	11.2	1.3	0.95	7203 JT	토요타자동차	171.2	11.2	9.9	1.3	8.7	10.5	0.93	1.02
					7267 JT	혼다자동차	51.5	8.4	7.7	0.8	9.2	10.5	0.75	0.77
					7201 JT	닛산자동차	38.4	12.9	11.5	1.4	6.4	7.2	0.78	0.80
	증권	8.9	1.4	0.88	8604 JT	노무라 홀딩스	22.7	8.2	6.1	2.1	10.3	10.7	0.79	0.60
					8591 JT	오릭스	19.9	11.3	11.0	0.3	7.3	6.8	0.80	0.72
	건설	13.6	0.6	1.26	1802 JT	오바야시	6.8	13.3	12.4	0.9	8.8	9.4	1.14	1.13
					1803 JT	시미즈건설	7.2	13.8	13.1	0.7	9.3	9.4	1.28	1.20
중국	자동차	18.1	1.3	1.41	2238 HK	광저우 자동차 그룹	19.2	17.4	16.9	0.6	8.2	7.3	1.33	1.16
					2333 HK	장성 자동차	15.2	20.5	19.5	0.9	6.9	7.0	1.32	1.29
홍콩	보험	12.3	0.5	1.99	1299 HK	AIA 그룹	77.1	12.3	11.8	0.5	16.7	19.9	1.99	2.18

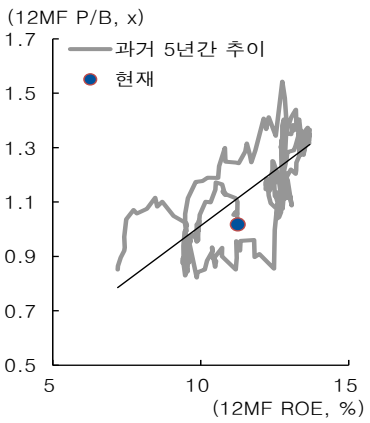
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 21. ROE 컨센서스 변화- 자동차



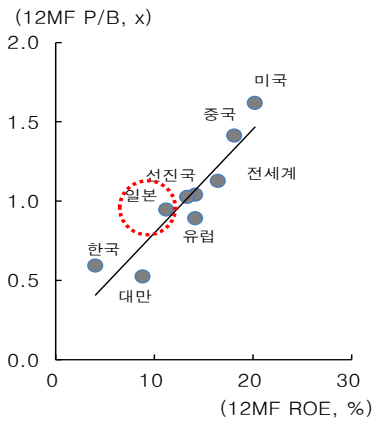
자료: MSCI, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 22. ROE-PBR 과거 비교- 일본 자동차



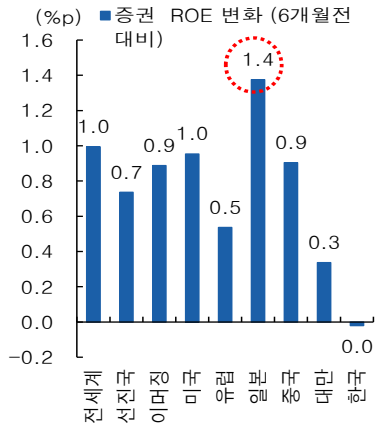
자료: MSCI, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 23. ROE-PBR 국가별 비교- 자동차



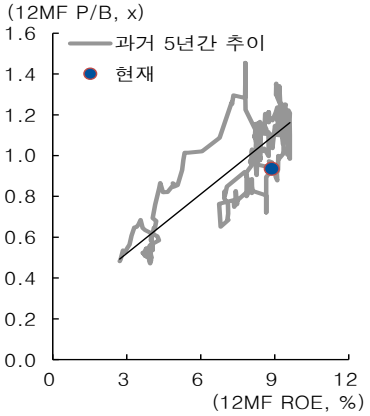
자료: MSCI, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 24. ROE 컨센서스 변화- 증권



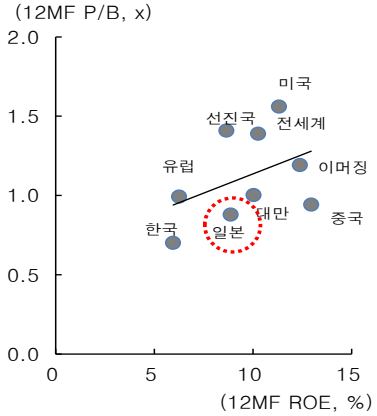
자료: MSCI, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 25. ROE-PBR 과거 비교- 일본 증권



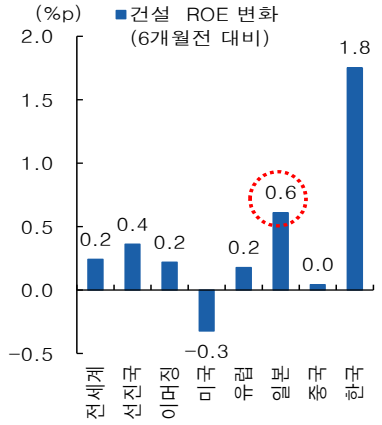
자료: MSCI, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 26. ROE-PBR 국가별 비교- 증권



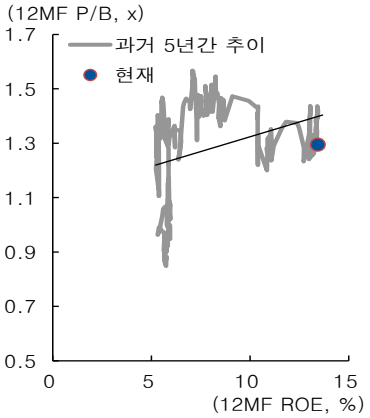
자료: MSCI, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 27. ROE 컨센서스 변화- 건설



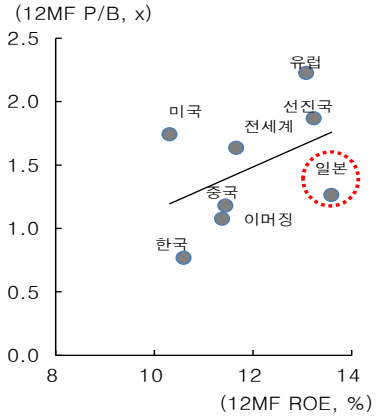
자료: MSCI, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 28. ROE-PBR 과거 비교- 일본 건설



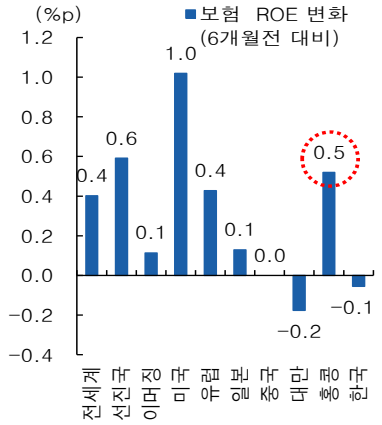
자료: MSCI, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 29. ROE-PBR 국가별 비교- 건설



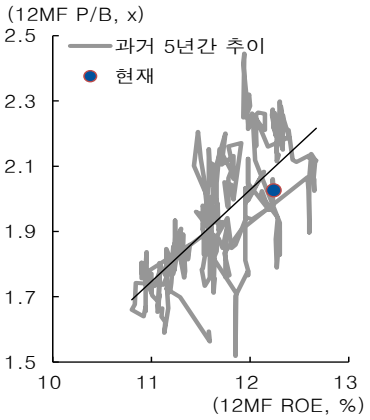
자료: MSCI, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 30. ROE 컨센서스 변화- 보험



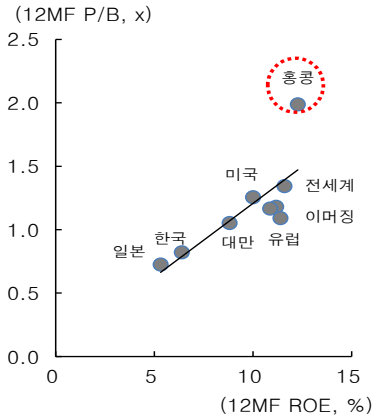
자료: MSCI, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 31. ROE-PBR 과거 비교- 홍콩 보험



자료: MSCI, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 32. ROE-PBR 국가별 비교- 보험



자료: MSCI, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터