

돈으로 산을 넘을까: ROE(2)

PBR 1배라는 산: ROE가 COE를 커버할 수 있나
 한국은 요구수익률 9%, 일본은 요구수익률 7%가 PBR 1배의 분기점
 2019년 예상 ROE 7.8%, 2020년 예상 ROE 8.8% : 지수 상단 제약할 듯

ROE가 COE를 커버할 수 있는가

주식시장의 투자심리를 의미하는 리스크 프리미엄은 통상 투자자들이 투자를 통해 얻고자 하는 요구수익률(Ke)을 통해 측정할 수 있다.

$$Ke = Rf + (Rm - Rf) * b$$

Ke = 요구수익률(COE) = P/E의 역수(earnings yield)
 Rf = 국고채 3년물
 (Rm - Rf) = 리스크 프리미엄
 시장 베타는 1이므로 b=1

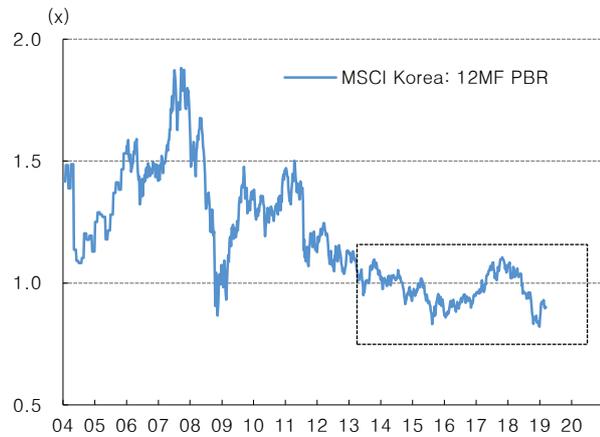
투자 환경에 따라 시장에 내재된 Ke는 변화무쌍하게 변하는데, 일반적으로 P/E의 역수인 E/P(earnings yield)를 주식 투자자의 요구수익률로 본다. 여기에서 무위험 수익률(Rf)인 국채 금리를 차감하면 시장 참여자들이 요구하는 리스크 프리미엄, 즉 일드갭(yield gap)을 계산할 수 있다.

한국 주식시장의 내재 요구수익률(implied COE, 12개월 trailing PER 역산)은 1) 2004년 이후 평균적으로 8% 수준이었으며, 2) 경기 침체기에는 +1 표준편차인 9.8%까지, 3) 금융 리스크 발생시에는 +2 표준편차인 12%까지 상승했다.

흥미로운 점은 시장의 자기자본이익률(ROE)이 요구수익률보다 높은 시기에는 지수가 장부가치 위에서 움직이지만, ROE가 요구수익률을 하회하면 PBR 1배도 받지 못했다는 점이다. 대표적인 케이스가 2008년, 2014~2015년이다. 이는 미래 가치를 거래하는 주식시장의 특성상, 투자자들이 요구하는 수익률 이상의 이익을 내지 못하면 투자할 필요성 자체가 없어지기 때문일 것이다.

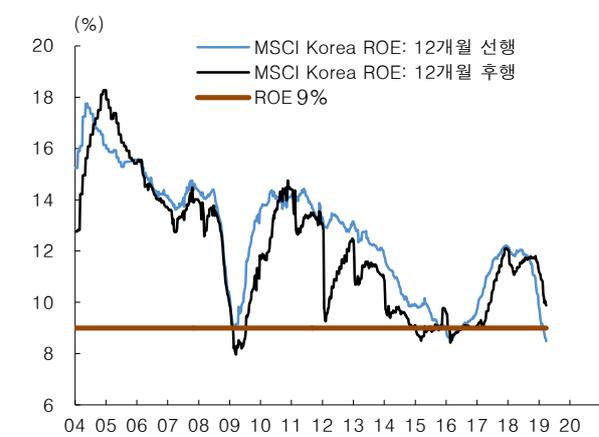
그렇다면, 지금은 어떠한가? Wisefn 컨센서스 기준 2019년 예상 ROE는 7.8%, 2020년 예상 ROE는 8.8%다. 우리는 연간전망에서 미중 무역분쟁 장기화 등을 이유로 요구수익률을 9.0%를 적용했었는데, 최근 경기 바닥론이 확산되고 있으나 아직 이를 넘어서지 못했다. 12개월 선행 PBR 1배 레벨이 2,520선, 12개월 후행 PBR 1배 레벨이 2,330선에 위치해 있지만 지금 상태라면 지수가 강하게 상승하는 것은 매우 어려워 보인다.

[그림 1] 한국: 2014~16년, 2018년 이후 PBR 1배 하회



자료: IBES, 한국투자증권

[그림 2] 한국: 요구수익률 9% 커버 여부가 중요



자료: IBES, 한국투자증권

일본의 사례:

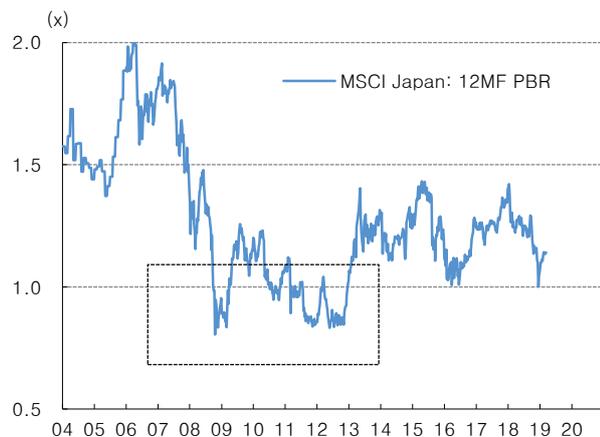
상장기업들의 ROE가

요구 수익률 7%를 커버하지 못하자 PBR 1배를 하회

과거 일본 사례를 봐도 얼추 비슷한 결론이 나온다.

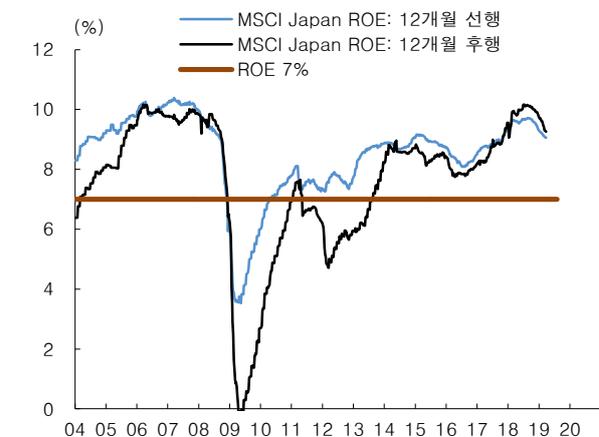
일본 역시 2008년 금융위기 이후 주식시장이 몇 년간 PBR 1배 이하에서 장기 횡보했다. 이는 당시 일본 기업들의 ROE가 주식시장의 요구수익률 7% (implied COE, 12개월 trailing PER 역산)¹를 커버하지 못했기 때문이었다. 미국 중앙은행이 양적완화를 실시하며 달러가 약세로 흘렀고, 2011년에는 동일본 대지진까지 발생해 일본으로 자금이 환류해 엔/달러 환율은 2012년 75엔까지 하락했다. 수출로 먹고 사는 일본 기업들에게는 치명타였다. 그러나 2013년 자민당 재집권 이후 엔화의 인위적 약세 유도를 내세운 아베노믹스가 등장해 상장기업들의 이익이 개선되기 시작했고 ROE도 재차 7% 이상으로 회복됐다. PBR이 다시 1배 이상으로 올라간 것은 두말할 나위가 없다.

[그림 3] 일본: 2009~12년까지 PBR 1배를 하회



자료: IBES, 한국투자증권

[그림 4] 일본: 요구수익률 7% 커버 여부가 중요



자료: IBES, 한국투자증권

¹ 선진국은 경제가 성숙국면에 들어서며 성장률도 낮아진다. 때문에 주식시장의 요구수익률도 하향 안정화 되는 경향이 있다. 일본, 미국, 유럽이 대체로 그러하다.

한국의 상황:
 하반기 기업실적 개선 기대
 확산되나 요구수익률
 커버하는 수준의 ROE 필요

한국은 하반기 실적 개선 기대가 크지만 아직 12MF EPS 기준으로 보면 두드러진 변화는 없다. 반도체, 정유/화학, 철강, 기계, 헬스케어 등 주요 업종의 이익이 아직 하향 국면이기 때문이다. 물론 자동차, 디스플레이 등 일부 업종의 턴어라운드 발견되고 있고, 반도체 역시 하반기 개선될 것으로 전망돼 지나친 비관은 옳지 않다. 그러나 시장의 요구수익률을 커버하는 수준의 ROE 상승이 없이는 PBR 1배 회복이 어려웠다는 과거 사례를 기억할 필요가 있다. 당사 반도체 애널리스트는 삼성전자 예상 ROE를 2019년 7.5%, 2020년 10.6% 수준으로 추정하고 있으며 이는 2017년 21.0%, 2018년 19.6%보다 크게 낮은 수치다.

[그림 5] KOSPI 주요 밸류에이션 레벨: 12개월 trailing PBR 1배 2,330선

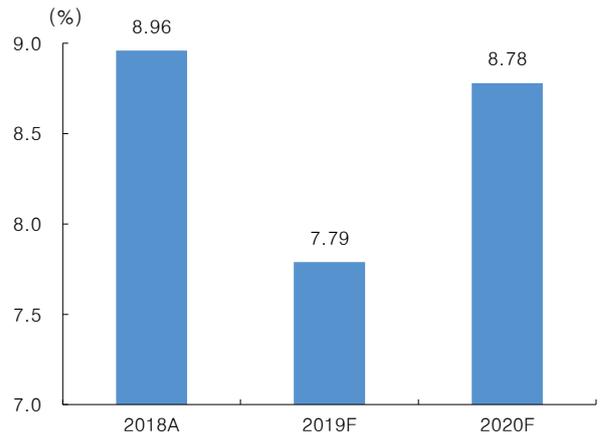
자료: Wisefn, 한국투자증권

[그림 6] 한국시장 12개월 선행 EPS 지속 하락



자료: Wisefn, 한국투자증권

[그림 7] 한국 주식시장 예상 ROE 추이



자료: Wisefn, 한국투자증권

- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자