



# 주가는 **내재가치**에 수렴한다

이베스트투자증권 리서치센터

윤지호

Estrategy@ebestsec.co.kr

Part I. 자산 정상화는 경기 정상화이다

Part II. KOSPI는 내수가 아닌 수출이 결정한다

Part III. 투자 사이클이다(4차산업혁명)

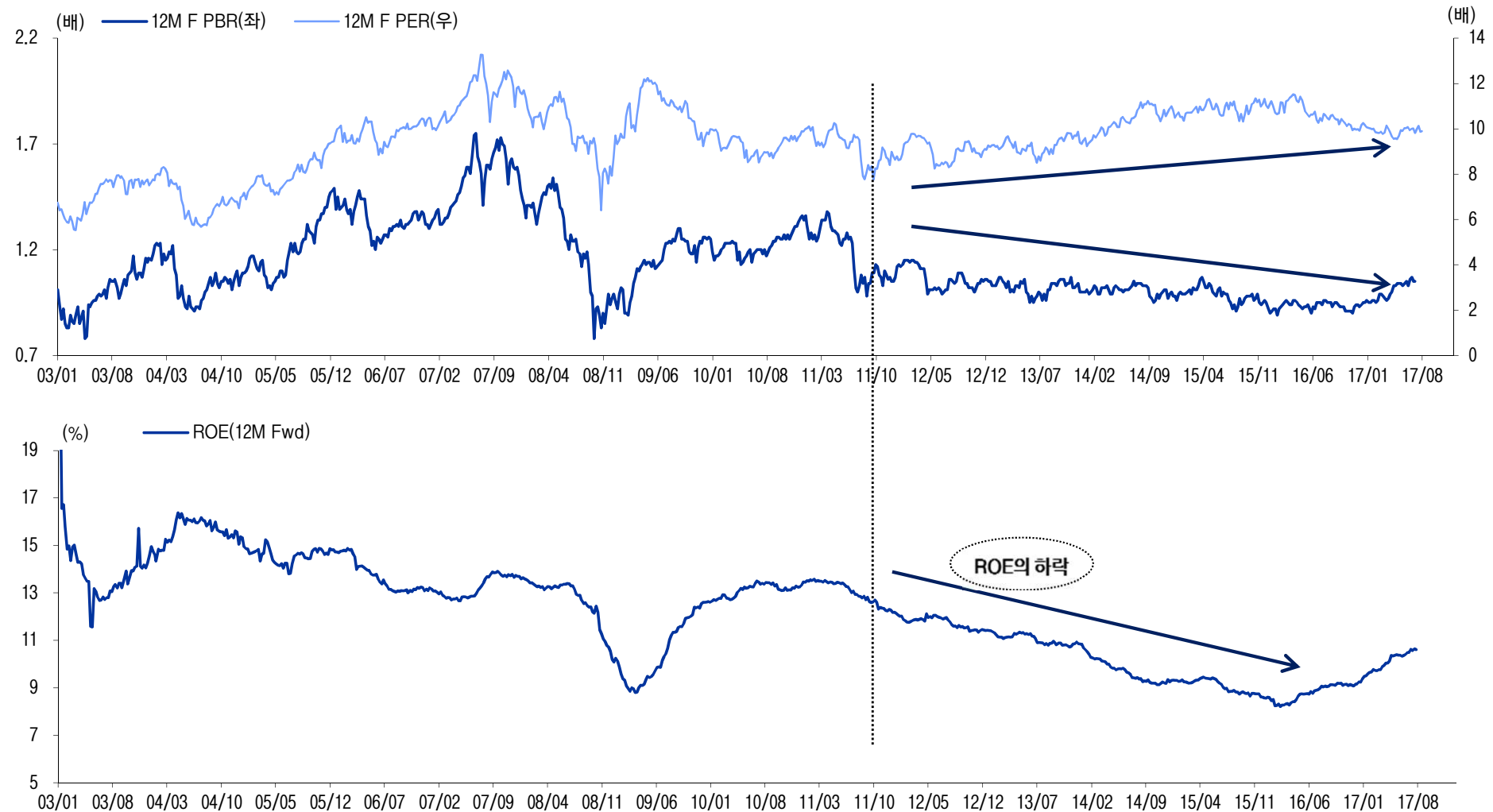
Part IV. 정부정책이 고민이다

# 결론: (시간이 가면) 주가는 내재가치에 수렴한다



# 2012년도 이후 PER과 PBR 흐름의 괴리

- 2012년도 이후 PER은 상승하지만 PBR은 하락하는 모습을 보임
- 이는 ROE의 하락으로 기인



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

# PBR이 낮은 이유는 둘 중의 하나

- PBR이 낮다면,  
1) 순자산에 대한 의구심

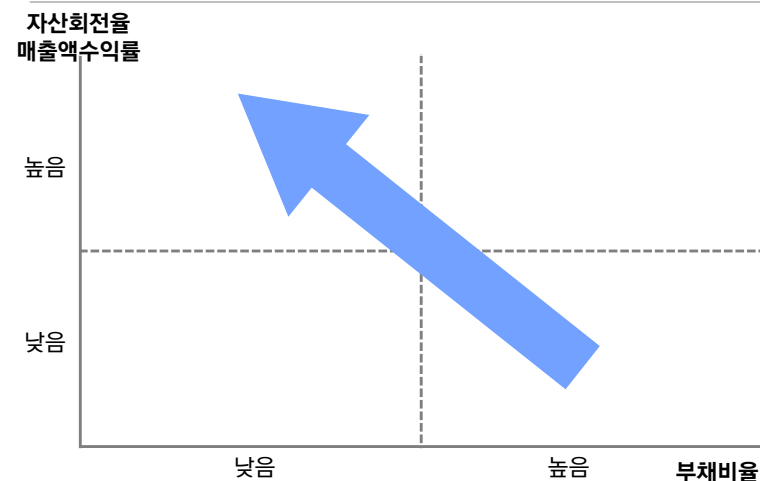


- 2) 미래성장에 대한 의구심

$$\text{PBR} \left( \frac{\text{주가}}{\text{주당순자산}} \right) = \text{PER} \left( \frac{\text{주가}}{\text{주당순이익}} \right) \times \text{ROE} \left( \frac{\text{주당순이익}}{\text{주당순자산}} \right)$$

$$\text{ROE} = \frac{\text{당기순이익}}{\text{순자산}} = \frac{\text{당기순이익}}{\text{매출액}} \times \frac{\text{매출액}}{\text{총자산}} \times \left( 1 + \frac{\text{부채}}{\text{순자산}} \right)$$

## 자산회전율, 매출액수익률 및 부채비율



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## ROE 개선

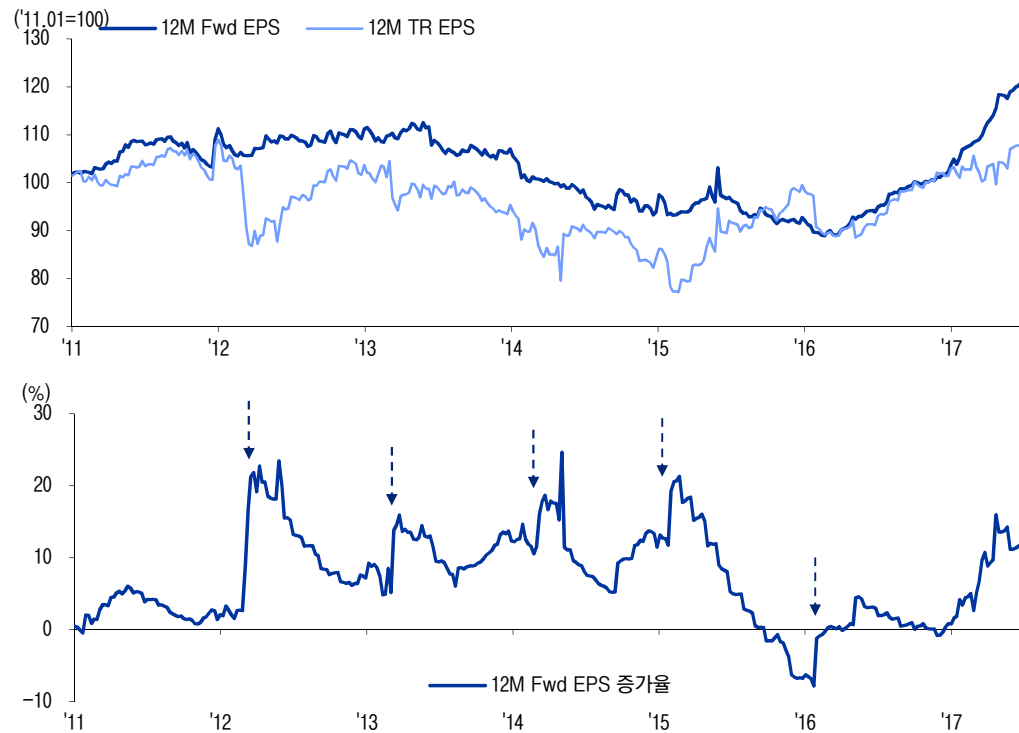
- 매출액 수익률 개선:  
원가 경쟁력, 가격 정책, 혁신 정도
- 자산 회전율 상승:  
자산이 일정해도 매출이 늘거나,  
동일한 매출액에도 자산 투입이 줄거나,,,
- 부채:  
부채의 적절한 활용을 통한 개선

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

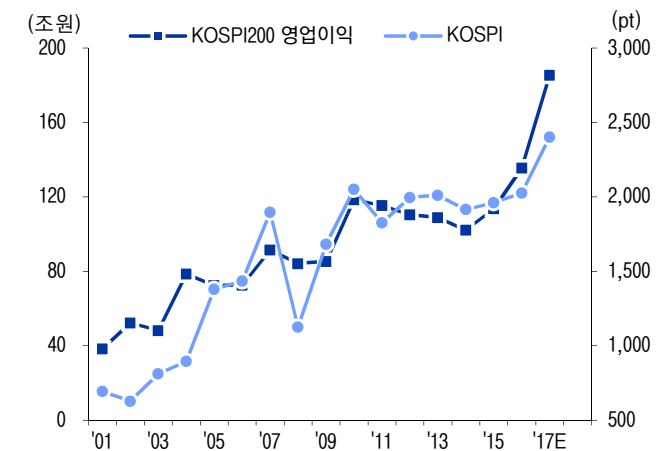
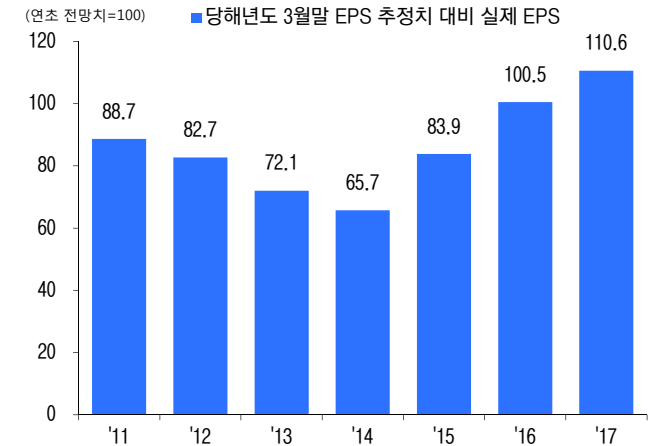
# KOSPI의 EPS 예상치

- 과거 코스피는 2012년 이후 연초 높은 EPS 추정치가 제시되고 4분기까지 실적 추정치 하향 조정이 이루어짐. 또한 2015년에는 추정치의 상향조정조차 이루어 지지 못했고 오히려 TR EPS와 Fwd EPS의 역전 발생
- 그러나 2016년부터 연중 하향조정되는 흐름이 개선되었으며 2017년 7월말 올해 초 대비 10% 이상 높은 EPS 기록 중

## KOSPI 12개월 Fwd EPS와 TR EPS

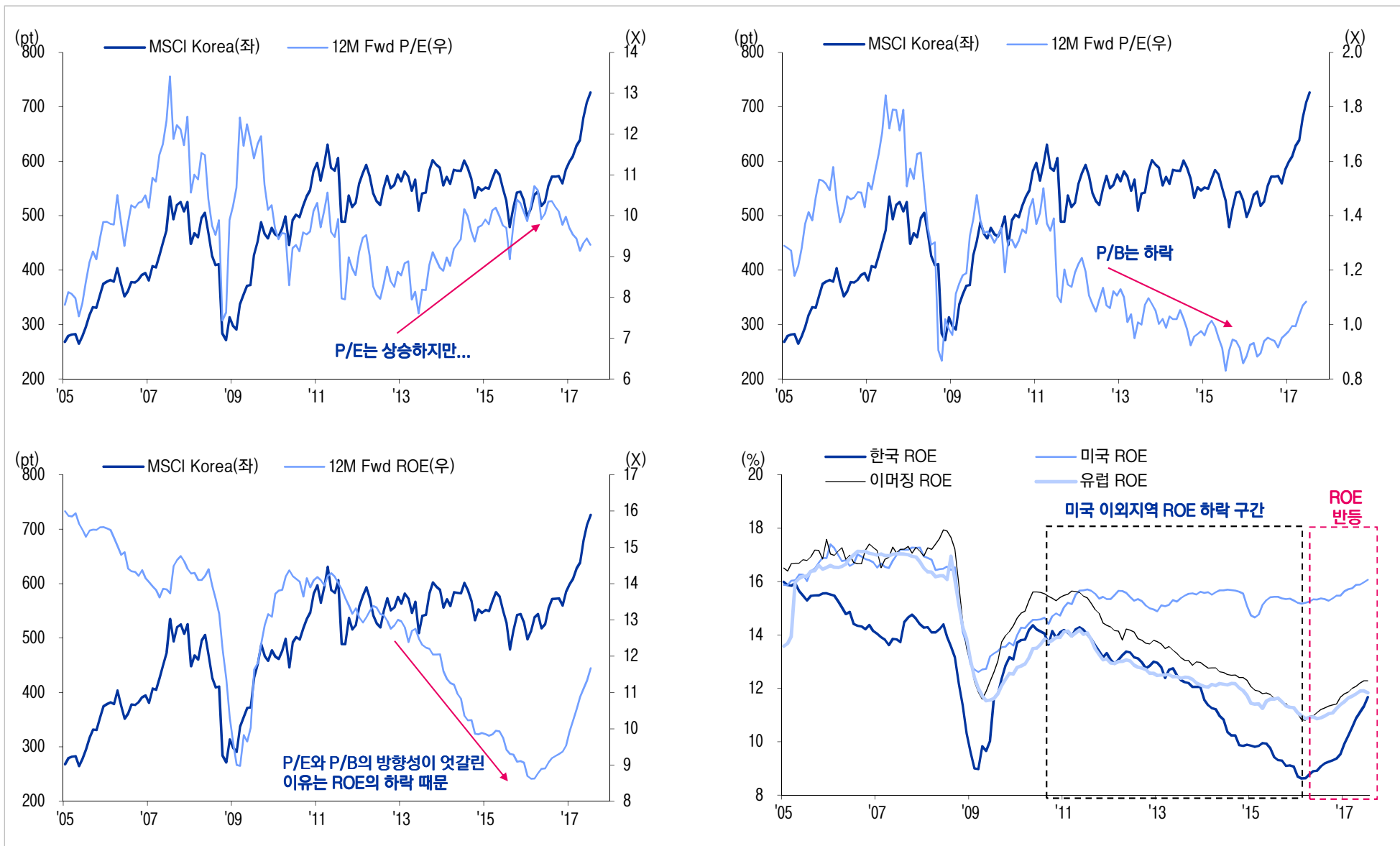


## 한국 주식시장의 예상치 대비 실제 EPS



자료: Thomson Reuters, WISEfn, 이베스트투자증권 리서치센터

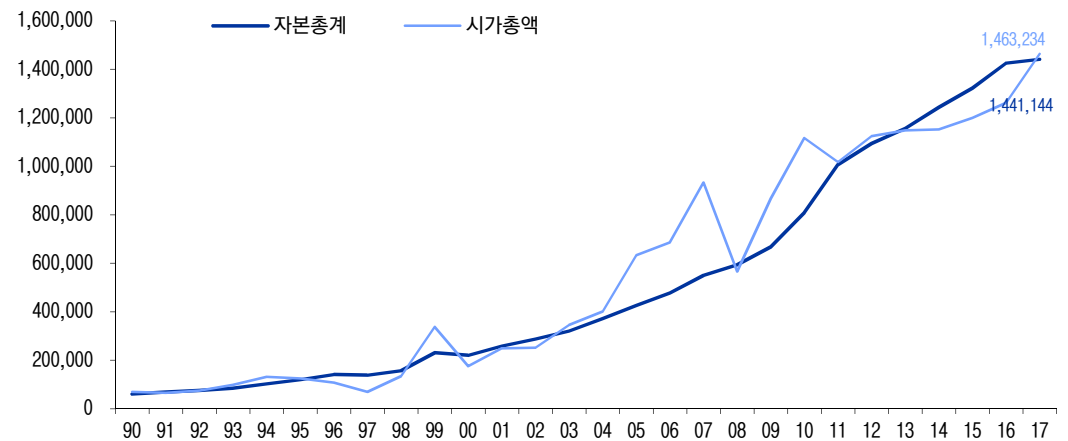
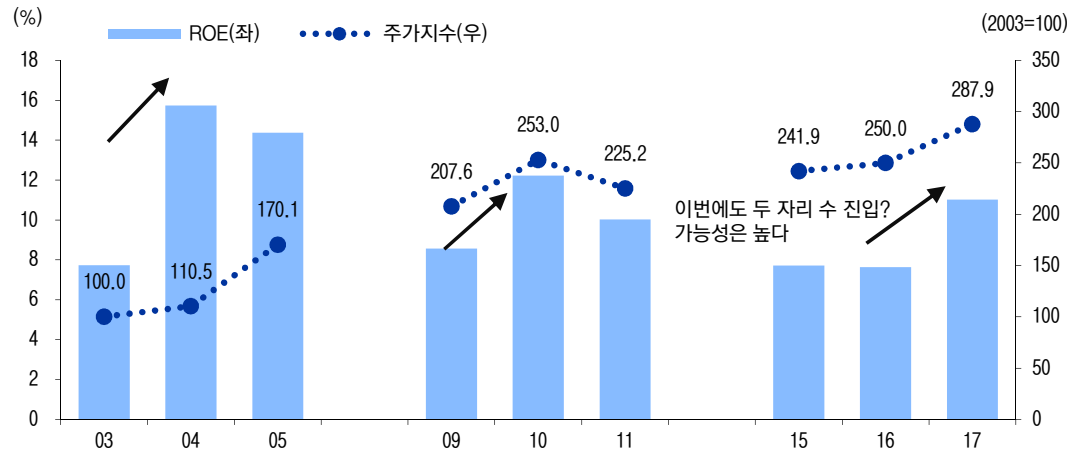
# 2016년 이후의 변화: ROE의 반등



자료: Thomson Reuters, 이베스트투자증권 리서치센터

# ROE 두 자리 수 도달: 재평가 장세

- 굳건한 하단 : 자본총계 PBR 1배 2,250pt
- ROE 두 자리 수 도달 : 재평가 장세 → 1.2배: KOSPI 2,640pt



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

Part

# I



자산정상화는 경기정상화이다



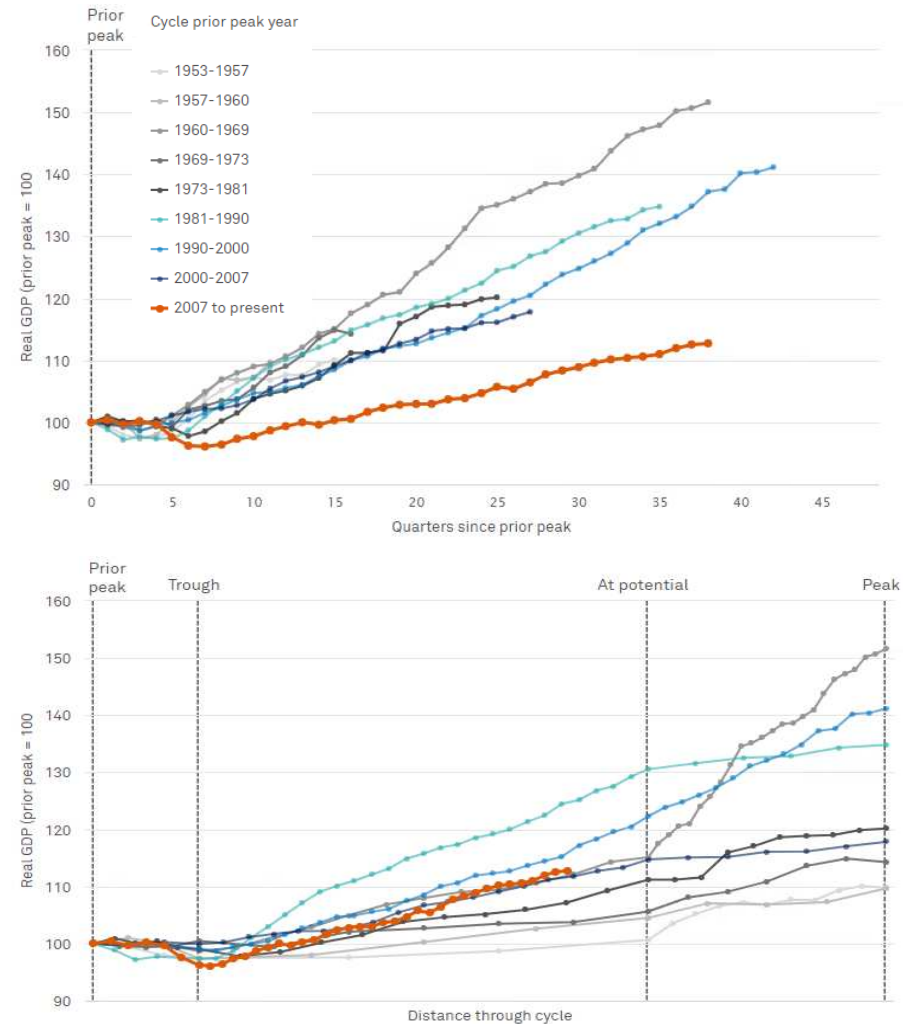
# 100개월째 이어지는 확장국면, 지루한가?

- 낮은 생산성, QE의 후유증 등 경기의 완만한 회복
- 기간으로 보면 100개월, 10년 가까운 기간 동안 회복 지속
- 하지만 아직 경기는 잠재GDP에도 미치지 못하는 상황

## 낮아진 생산성의 개선이 필요함



## 장기간 지속된 건 맞다, 그렇지만 얼마나 왔나?



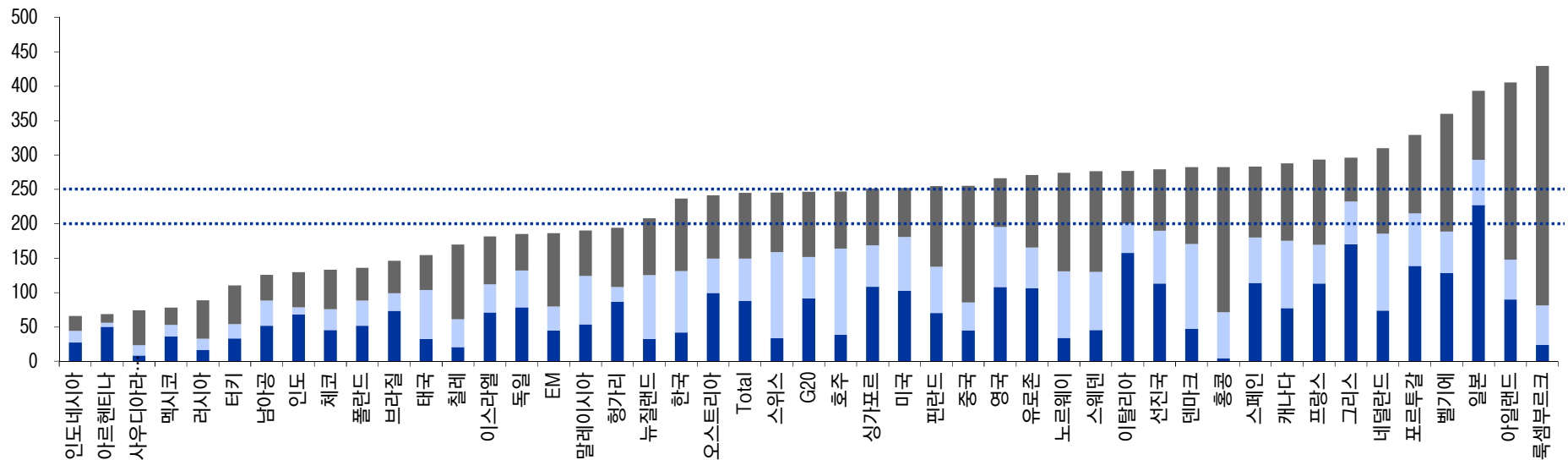
자료: Bloomberg, Black Rock, 이베스트투자증권 리서치센터

# 부채의존 경제, 디레버리징은 제한적

- 금융위기 이후 위기의 해소 과정에서 각국의 총 부채는 급격히 증가
- G20국가의 총부채는 GDP대비 246.9% 수준. EM은 긴축으로 186.4%수준이지만 미국 역시 252.4%
  - 일각에서는 인플레이에 대한 빠른 대응으로 금리의 인상이 이뤄질 것으로 전망
  - 하지만 금리의 인상에 따른 비용의 증가를 현재의 경제가 감당할 수 있을 지 여부에 대한 분석이 선행되어야 할 것
  - 낮은 금리의 인상은 버블과 인플레이를 부르지만, 빠른 금리인상은 경기의 재침체와 붕괴를 가져올 수 있음

## 국가별 총 부채 보유율

(% of GDP) ■ Government ■ Household ■ Non-financial Corporation

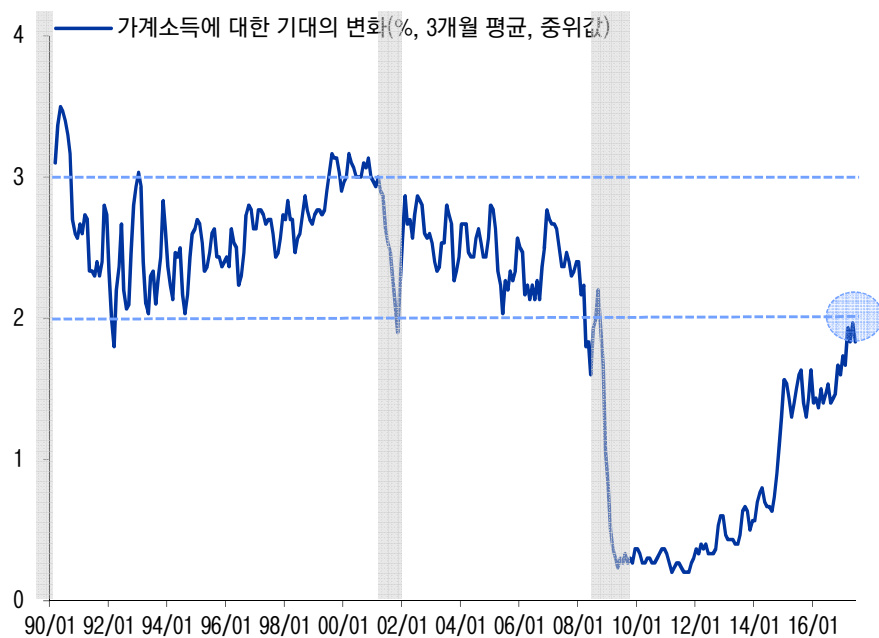


자료: BIS, 이베스트투자증권 리서치센터

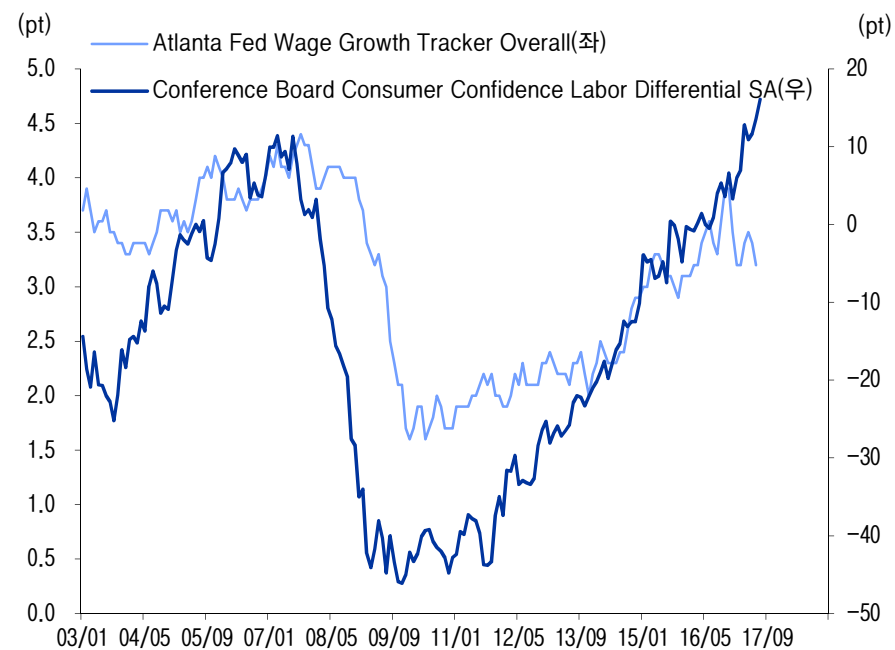
# 연준의 통화정책 정상화 근거는 펀더멘털

- 연준은 금융위기 기간동안 QE를 통해 경제가 무너지지 않도록 방어하는 역할을 수행
- 통화정책 정상화에 들어가는 근거는 강한 고용시장과 그에 따른 임금상승

## 가계소득이 늘어날 것으로 믿는 가계가 늘어났음

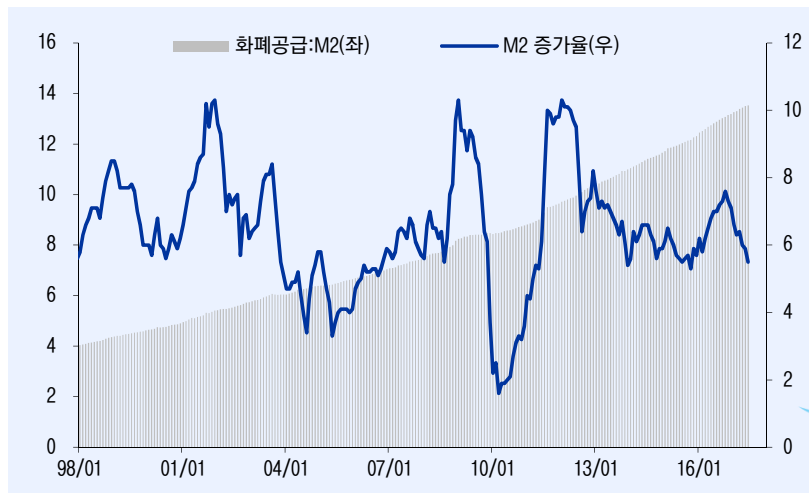
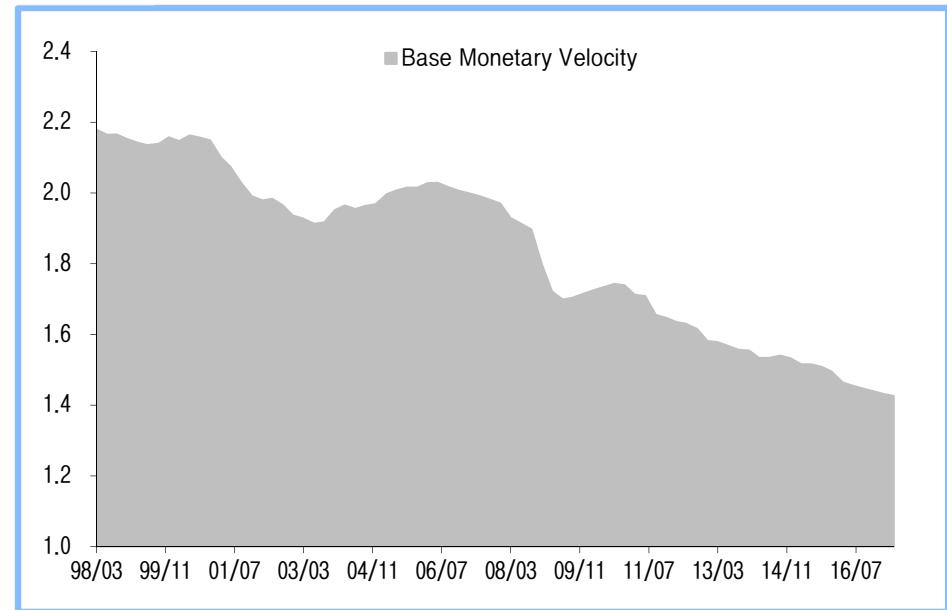
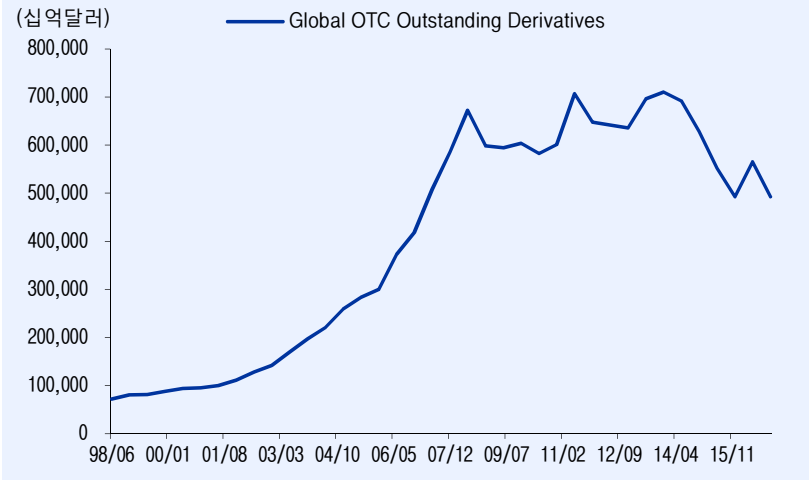


## 심리의 배경에는 강한 고용상황과 임금상승이 기반



자료: 미시간대학교, 이베스트투자증권 리서치센터

# 통화유통속도가 높아진다면 문제 될 것은 없다



● Base Monetary Velocity = Nominal GDP / Monetary Base

# 도드-프랭크법이 완화되면

## ● 향후 예상 시나리오는?

- 변화 가능성 높은 부분은 1) 볼커룰 개편, 2) 규제 단순화, 3) 금융안정감시위원회와 금융소비자보호국의 역할축소
- 이는 궁극적으로 미국 금융기관의 레버리지 확대 가능성을 의미: 수익추구 기회 증대
- 금융기관의 고위험/고수익 관련활동이 증가하고 금융소비자 보호기능이 약화될 경우 금융시스템 안정성 저하우려 상존

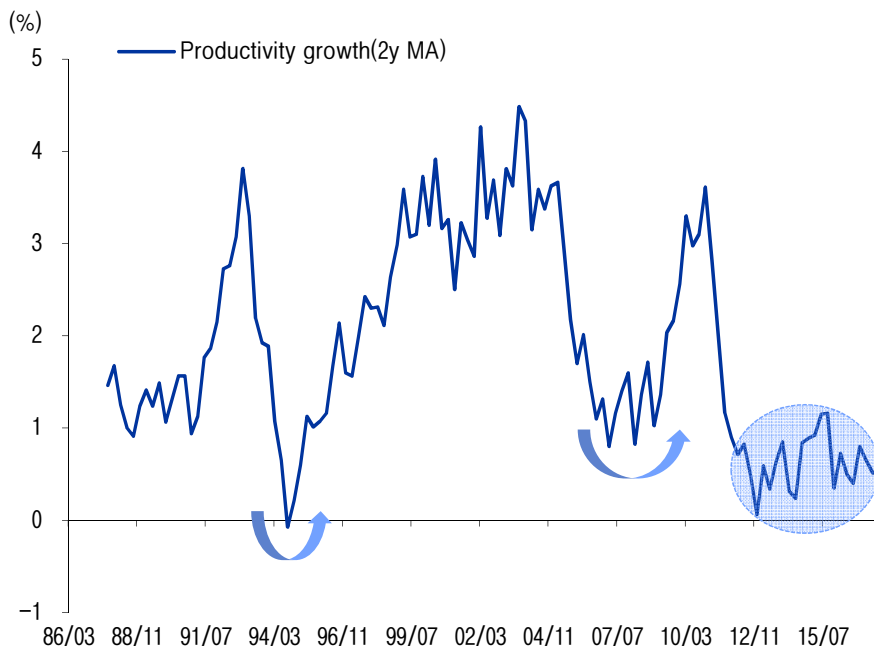
### 도드-프랭크법 관련 예상되는 변화와 영향

예상내용	영향
볼커룰 개편/폐지 가능성	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 전반적인 레버리지 여력확대</li> <li>- 고수익/고위험 관련활동 증가</li> <li>- 업무 다변화 및 검업업무 확대</li> </ul>
규제의 단순화	
금융안정감독위원회 (FSOC) 개혁	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 시스템적으로 중요한 은행(SIFI)에 대한 포괄적 규제 완화</li> <li>- 중소/지역 금융기관의 성장 유도</li> </ul>
금융소비자보호국(CFPB) 폐지/역할축소	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 대출, 금융상품 판매과정 용이, 과도한 벌금부담 완화</li> <li>- 불완전 판매, 약탈적 대출 등 우려</li> <li>Ex) 웰스파고 허위계좌 개설, JPM 모기지 부실판매 등</li> </ul>

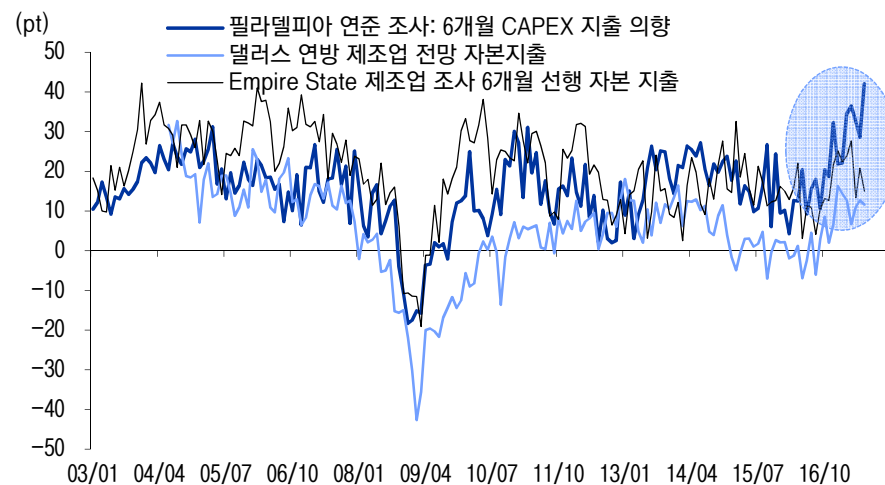
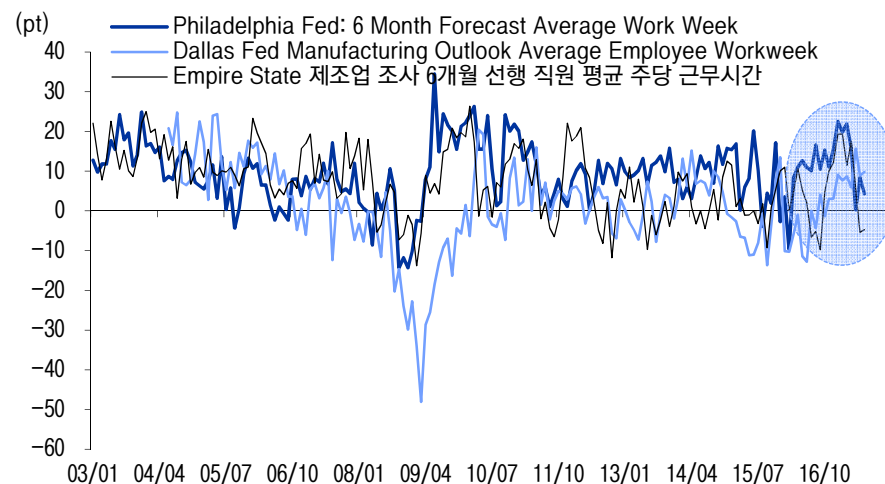
# 미국은 L 보다 K , 효율화를 통한 임금상승압력 둔화

- 고용여건과 임금상승률간의 괴리가 발생하고 있음
- 그 원인으로는 기업들의 생산성 확대를 위한 CAPEX 투자 확대
- 반면 고용 시간은 축소하면서 전반적인 효율화를 시도하고 있는 것

## 낮아진 생산성의 개선이 필요함



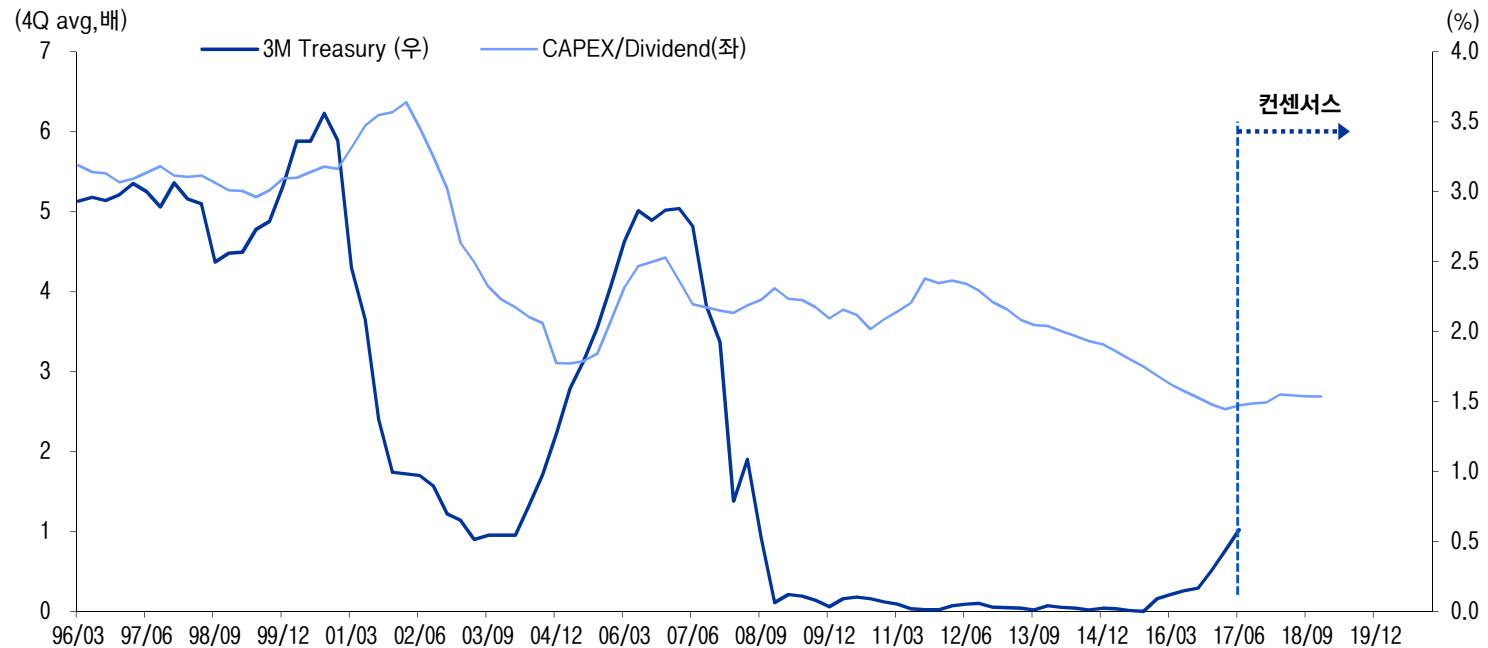
## 기업들이 자본지출을 확대함에 따라 고용이 소폭 둔화



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

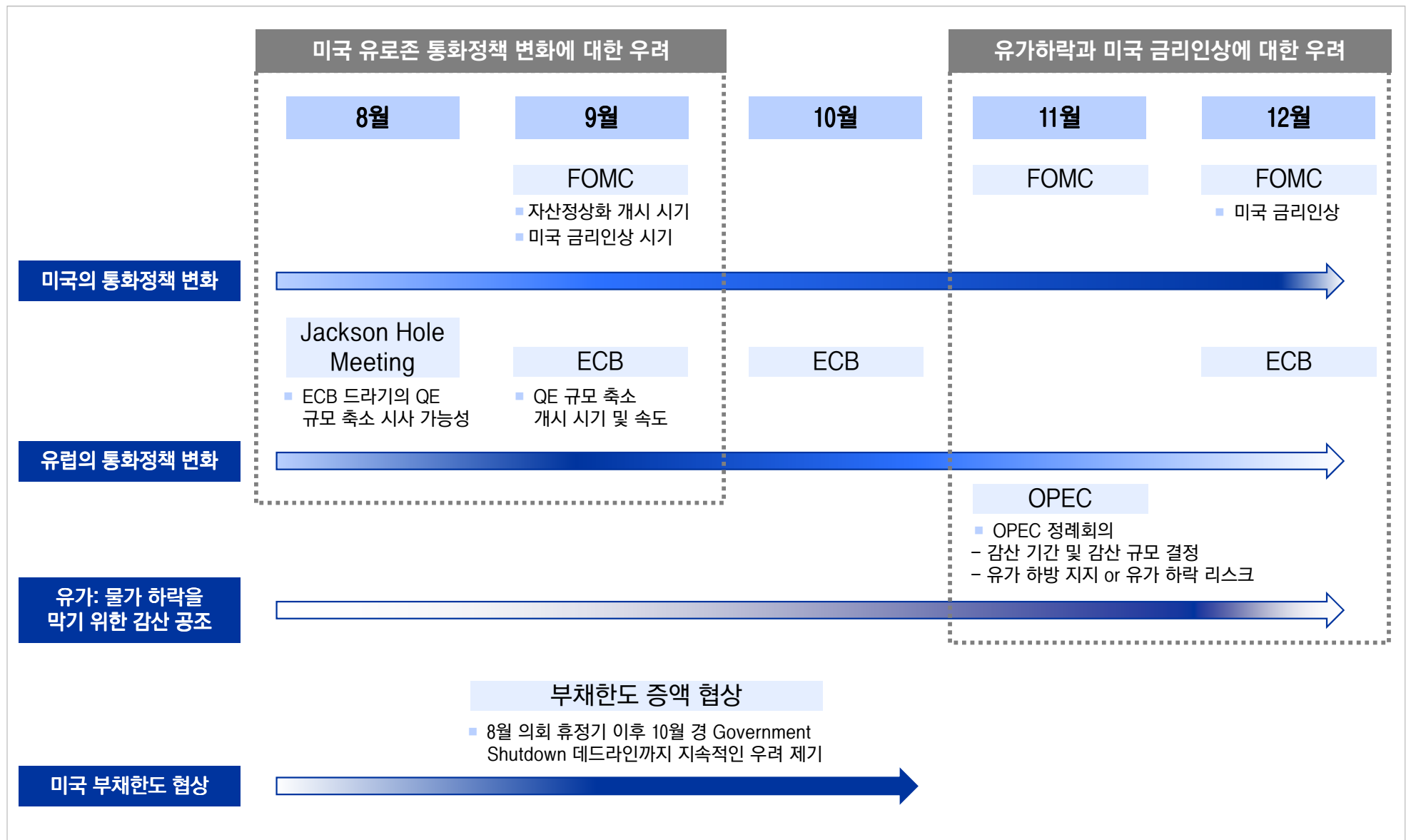
# 완만한 이자율 상승은 투자를 자극한다

- 금리가 더 높아지기 전에 기업들은 대출과 투자를 통해 MS(Top line증가) 증가의 필요성 대두
  - 금리하락세는 수요부진을 의미하며, 추가적인 돈 값 하락기대심리를 자극. Cash flow 프리미엄을 높이기 때문에 투자회수기간이 길고 불확실한 CAPEX 보다는 배당에 집중하게 함
  - 돈 값이 올라간다는 시그널은 수요회복과 차입비용 상승이라는 초조함을 기업에 제공. 배당보다는 CAPEX 비율이 회복국면에 들어서는 이유



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

# 연말까지 남아있는 리스크 요인





Part  
**II**



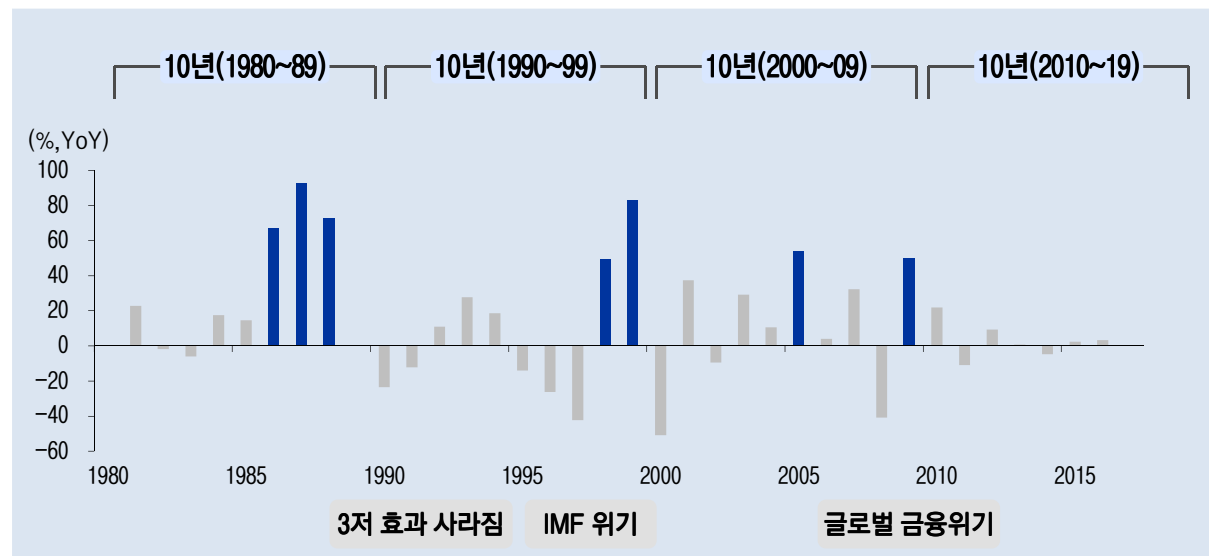
**KOSPI는 내수가 아닌 수출이 결정한다**

# 10년 마디, 1990년대(박스) Vs 1980년대(강세)

통계표	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
경제성장률(%)	7.2	14.8	9.5	7.9	13.1	12.3	10.8	8.6	-1.7	7.2	8.3	13.2	10.4	7.7	11.2	12.5	11.9	7.0	9.8	10.4	6.2	6.8	9.2
소비자물가상승률(%)	11.7	3.2	24.3	25.3	15.3	10.1	14.5	18.3	28.7	21.4	7.2	3.4	2.3	2.5	2.8	3.1	7.1	5.7	8.6	9.3	6.2	4.8	6.3
1인당 국민총소득(만원)	13	16	23	30	40	51	68	86	103	126	143	167	190	209	242	285	340	384	461	551	623	700	817
KOSPI 연간 수익률(%)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	22.9	-1.8	-6.0	17.5	14.7	66.9	92.6	72.8	0.3	-23.5	-12.2	11.1	27.7	18.6

통계표	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
경제성장률(%)	9.6	7.6	5.9	-5.5	11.3	8.9	4.5	7.4	2.9	4.9	3.9	5.2	5.5	2.8	0.7	6.5	3.7	2.3	2.9	3.3	2.6	2.7	2.5(E)
소비자물가상승률(%)	4.5	4.9	4.4	7.5	0.8	2.3	4.1	2.8	3.5	3.6	2.8	2.2	2.5	4.7	2.8	3.0	4.0	2.2	1.3	1.3	0.7	1.0	1.9(E)
1인당 국민총소득(만원)	947	1,052	1,147	1,118	1,223	1,342	1,443	1,594	1,688	1,820	1,896	1,990	2,140	2,256	2,336	2,563	2,693	2,783	2,867	2,957	3,094	-	-
KOSPI 연간 수익률(%)	-14.1	-26.2	-42.2	49.5	82.8	-50.9	37.5	-9.5	29.2	10.5	54.0	4.0	32.3	-40.7	49.7	21.9	-11.0	9.4	0.7	-4.8	1.81	2.00	-

주: 2016년 KOSPI 수익률은 5월 26일 기준 연초대비 수익률, 2016년 경제성장률 및 물가상승률은 한국은행 수정경제전망 반영  
 자료: 한국은행, 이베스트투자증권 리서치센터

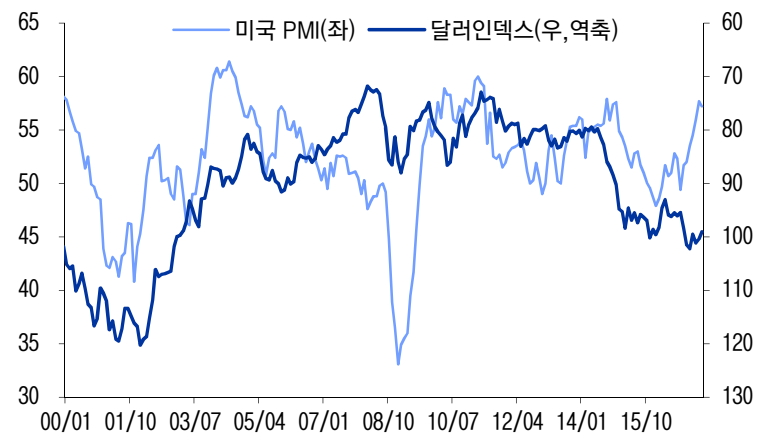
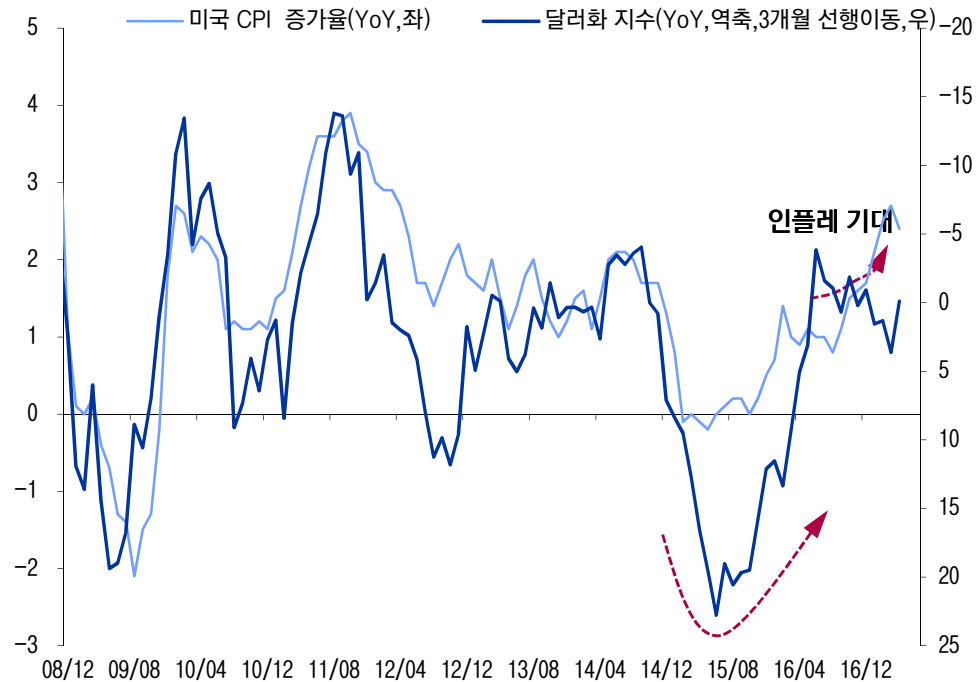


- 1984~1989년 KOSPI 5년간 10배 상승 : 저유가  
→ 물가 하락 (CPI 70년대 21.3%, 80년대 9%)
- 1990년대 : 박스권 지속 → 강달러 시대  
→ 우리 수출 기업 1995년 정점으로 악화:  
경상수지 악화로 1997년 외환위기
- 2000년대: EM 사이클
- History does not repeat itself,  
but it does rhyme**

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

# 달러화 약해지면서 글로벌 경기는 살아난다

- 달러화가 약하면 신흥국가들이 적절한 환율을 유지하기 위해 완화적인 통화정책을 가져가기 때문에 글로벌 유동성 확대 효과
- 달러화 약세는 글로벌 경기개선과 상관성이 높다

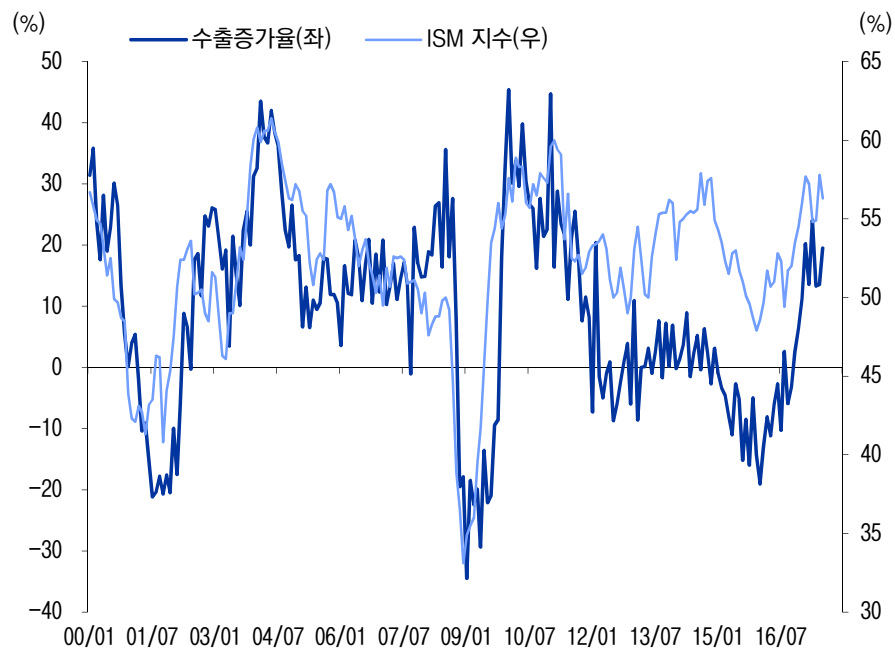


자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

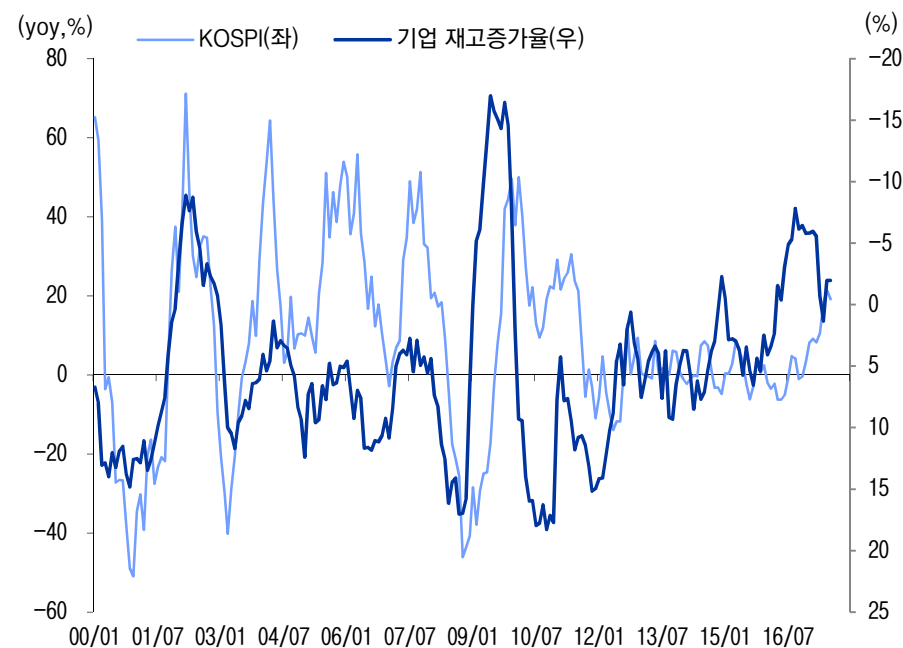
# Key-Indicator: 수출증가율과 재고증가율

- 한국 수출증가율은 미국 ISM 지수와 양의 상관관계를 보임. 최근 ISM 지수의 호조는 한국 수출증가율로 연결
- 한국 수출증가율의 확대는 기업 재고가 하락하는 원인  
→ 재고증가율과 KOSPI간에는 역의 상관관계가 있음, 수출이 되고 재고가 하락하는 대신 KOSPI 기업의 매출이 확대되기 때문

## 미국 ISM 지수와 국내 수출증가율의 (+) 관계



## 재고증가율과 KOSPI의 역의 상관관계

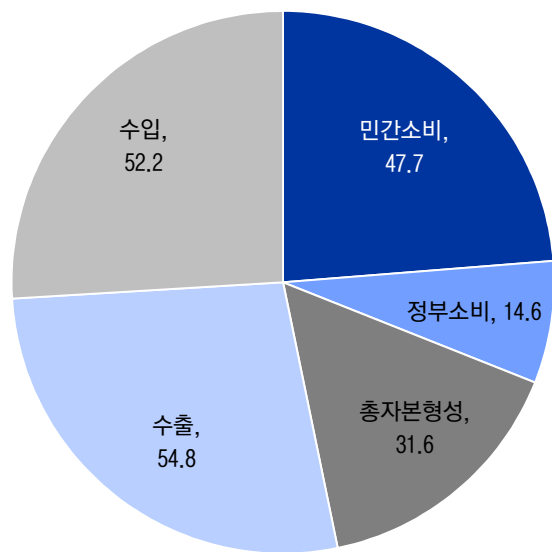


자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

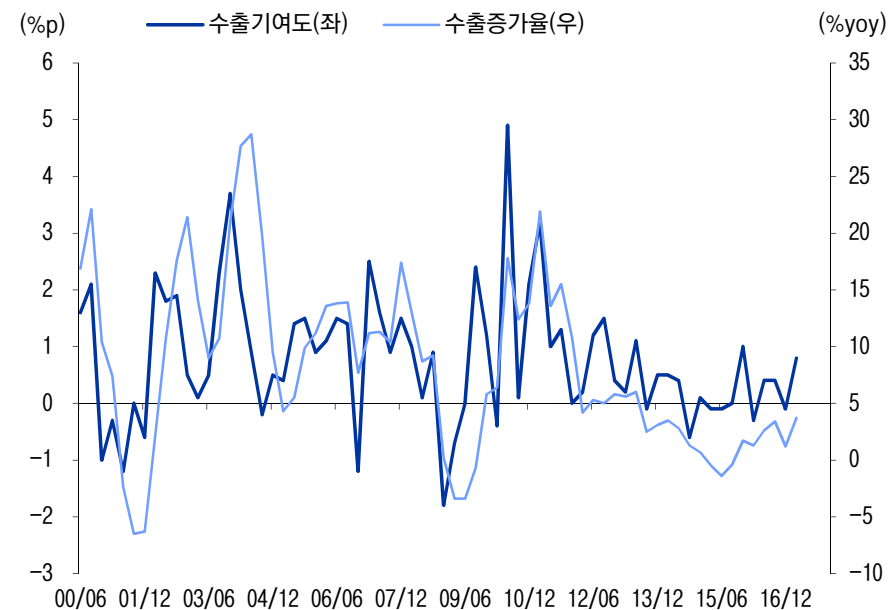
# 한국은 전형적인 수출주도형 국가

- 한국의 GDP대비 수출입 비중은 107%. 민간소비 비중이 48% 수준으로 상대적으로 수출의존도가 높은 국가
- 2004년과 2009년 이후 성장 기간 중 수출기여도와 증가율이 큰 폭으로 상승. 아직은 수출증가 초입구간

한국 GDP 지출별 항목 비중



한국 수출기여도와 수출증가율 추이

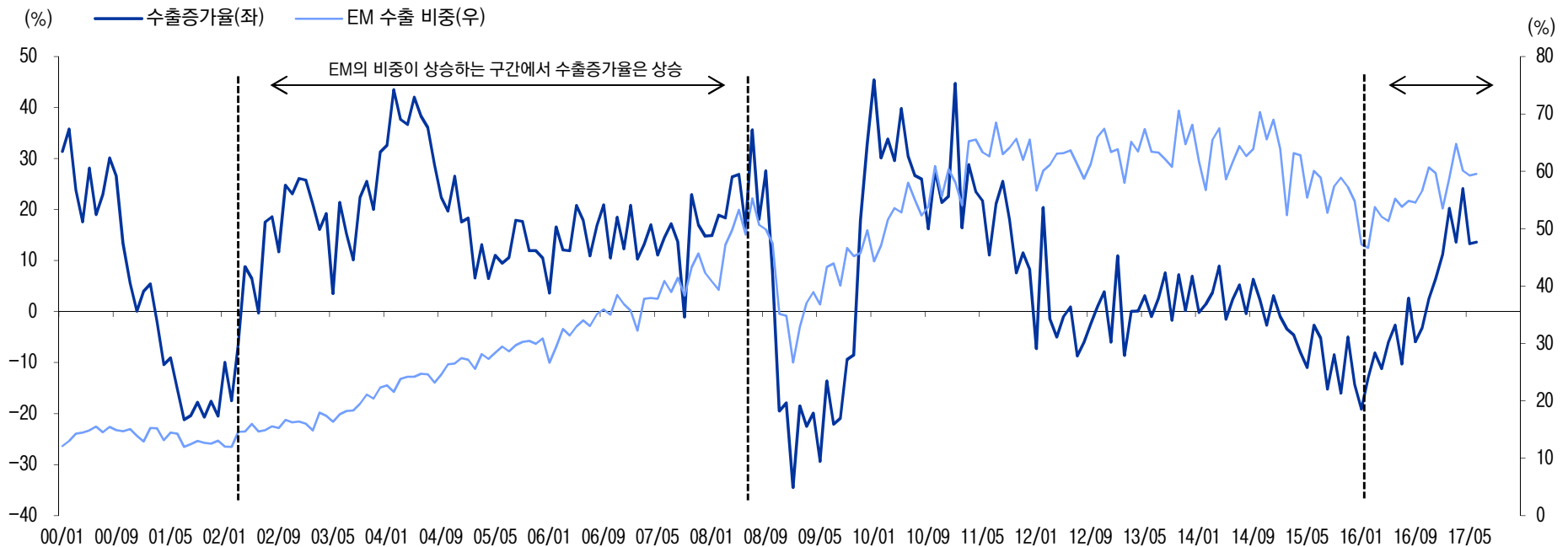


자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

# 신흥국향 수출 비중과 수출증가율

- 수출증가율은 2002년부터 2008년 금융위기전과 금융위기 회복 직후, 그리고 2016년 이후 증가세를 보임
- EM향 수출 비중은 2008년도 금융위기 및 2014년도 말을 제외하고는 지속적으로 상승
- 2016년 1월 이후 수출증가율과 EM 지역 수출 비중은 반등해오고 있음

## 한국 수출 증가율과 EM 지역 수출 비중

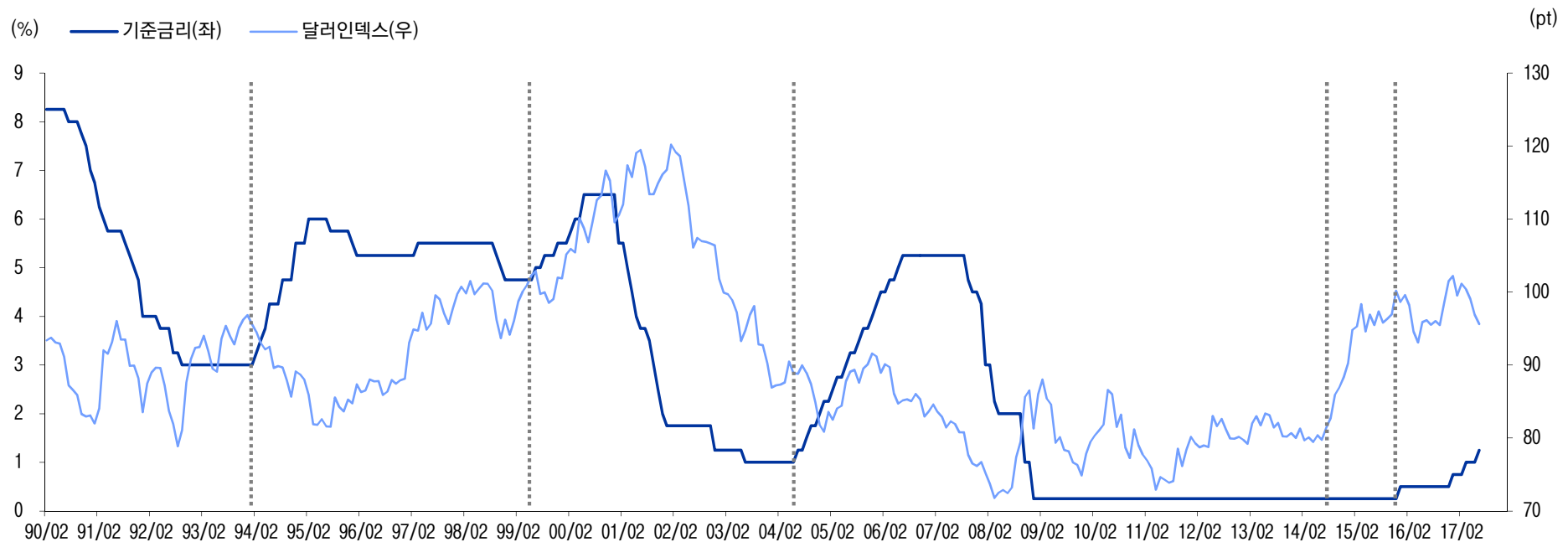


주: EM = 아시아(일본, 홍콩, 싱가포르 제외), 아프리카, 중동, 남미 지역  
 자료: 산업통상자원부, Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

# 내외금리차를 통한 달러 예상은 이론에서만 맞다

- 미국 기준금리와 달러인덱스의 움직임은 이론적인 접근과는 상이한 흐름을 보임
- 내외금리차의 전제조건인 모든 상황이 동등한 국가가 존재할 수 없기 때문

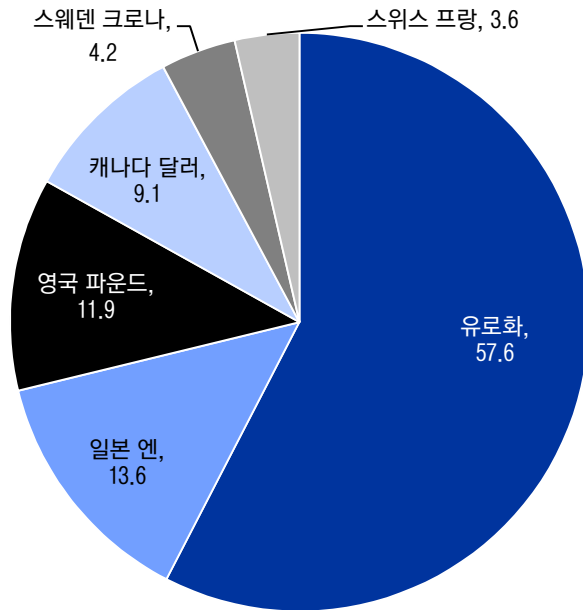
## 미국 기준금리와 달러인덱스 추이



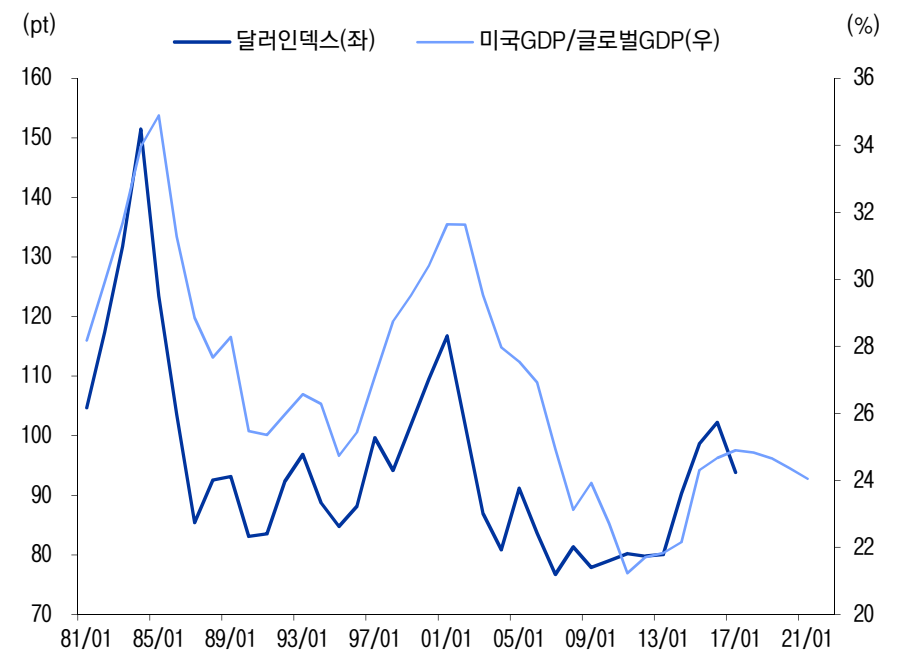
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

# 환율은 상대성에 의해서 결정

## 달러인덱스 구성통화 비중



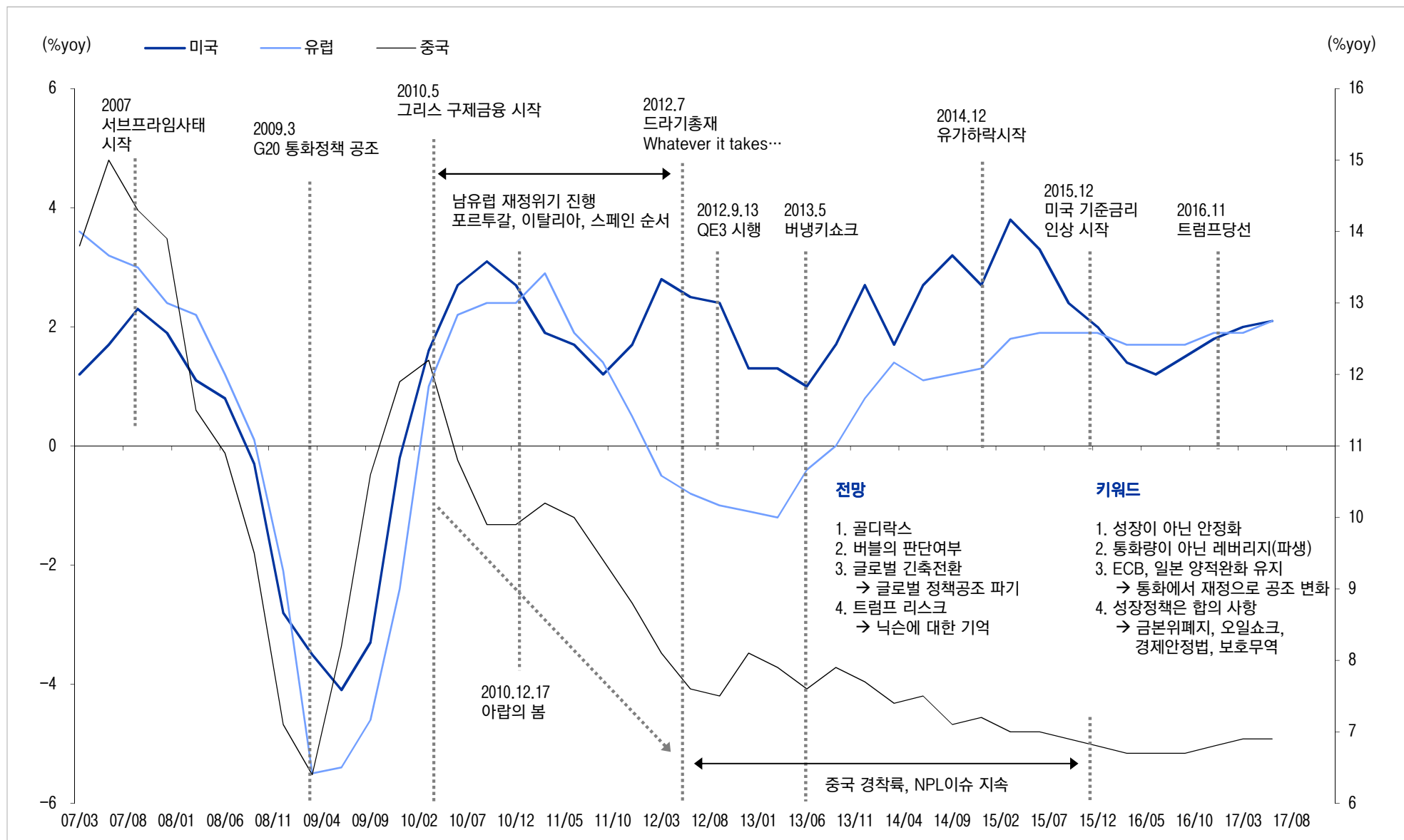
## 달러인덱스와 글로벌 경제에서 미국의 비중



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터



# 온갖 이슈로 점철된 10년, 골디락스의 시작은 안정화

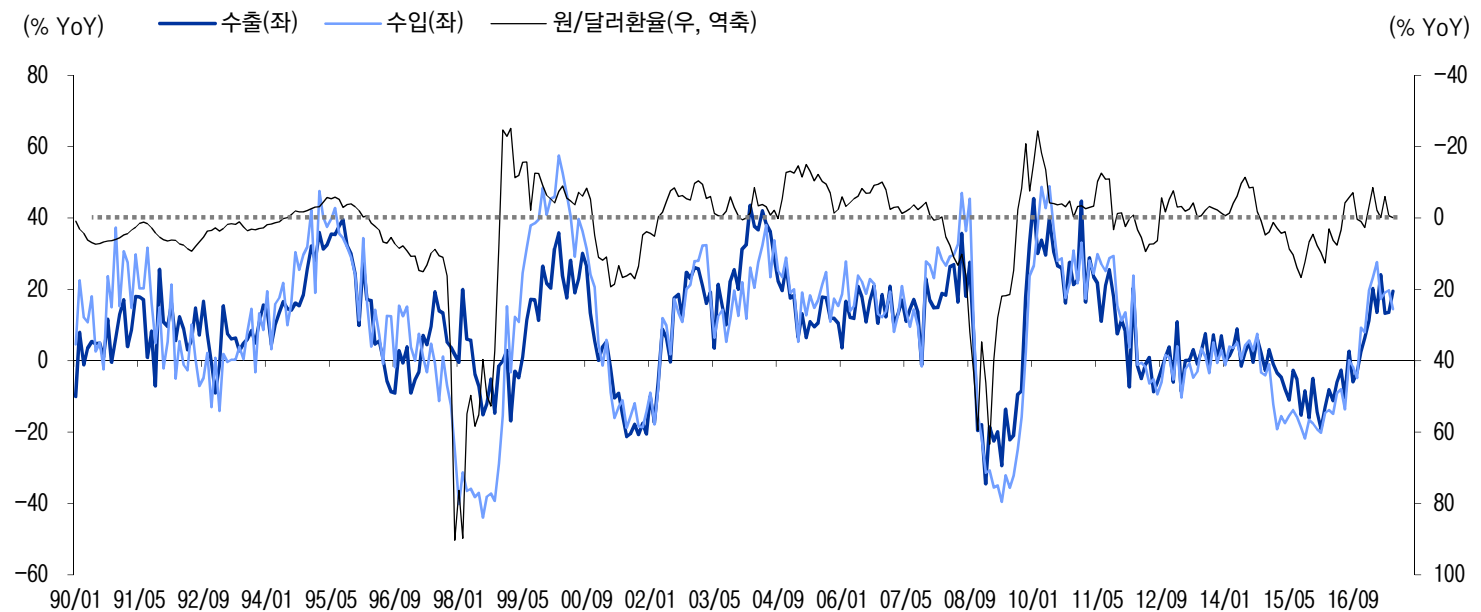


자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

# 환율 변동성 축소는 수출입의 안정을 의미

- 7월 한국 수출 19.5% 증가, 수입은 14.5% 증가
- 한국 원/달러 환율 상승추세와 수출입 증가세는 역의 관계 혹은 비 관계 성립. 안정된 변동성이 수출입의 안정으로 연결

한국 수출입 및 무역수지 추이



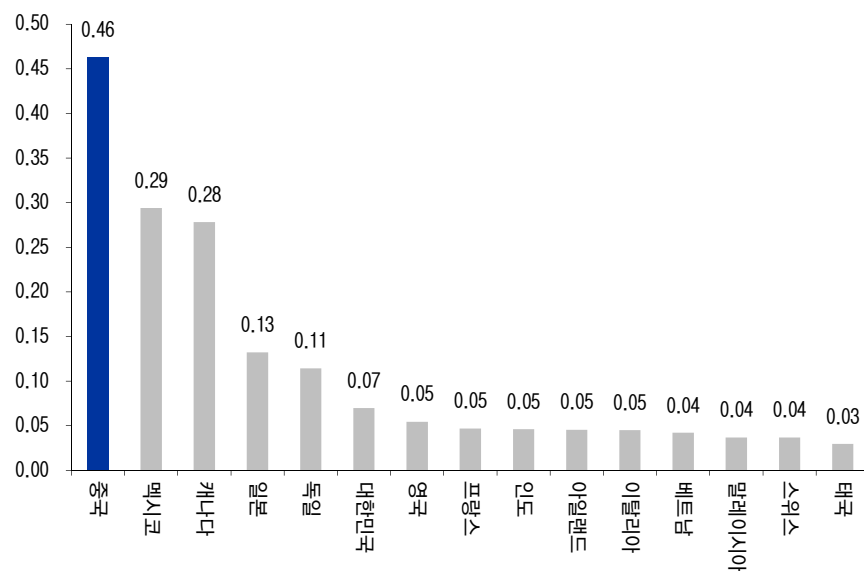
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

# 위험요인> 미·중 무역전쟁의 시작? 좀 더 지켜보자

- 8/15 美 트럼프 대통령, 미국 무역대표부의 중국 지적재산권 침해여부 조사에 대한 행정명령 서명으로 무역전쟁 우려 대두
- 15%를 차지하는 중국의 對美 수출이 감소한다면 중국에 중간재를 75% 수출하는 한국은 산술적으로 11%의 對中 수출 감소가 예상됨
- 그러나 중국의 LNG 및 항공기 등 미국의 경상수지 적자규모를 줄여주는 정책이 나타날 수 있으며, 유럽과 일본의 지속적인 성장 역시 중국에게 힘이 될 것. 트럼프도 원하는 것을 얻는다면 굳이 중국을 견제할 이유는 없음

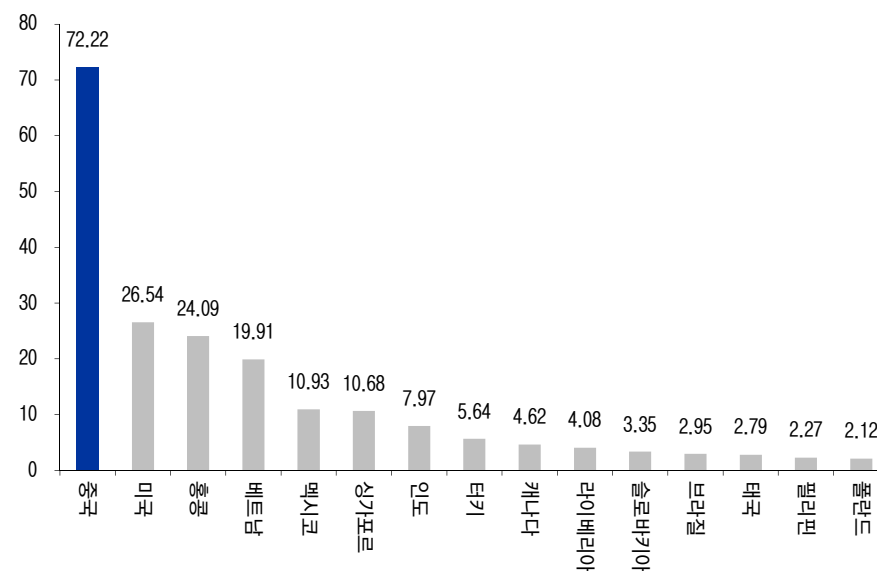
## 미국이 제일 많이 수입하는 국가는 중국

(조달러)



## 한국이 가장 많이 수출하는 국가는 중국

(십억달러)

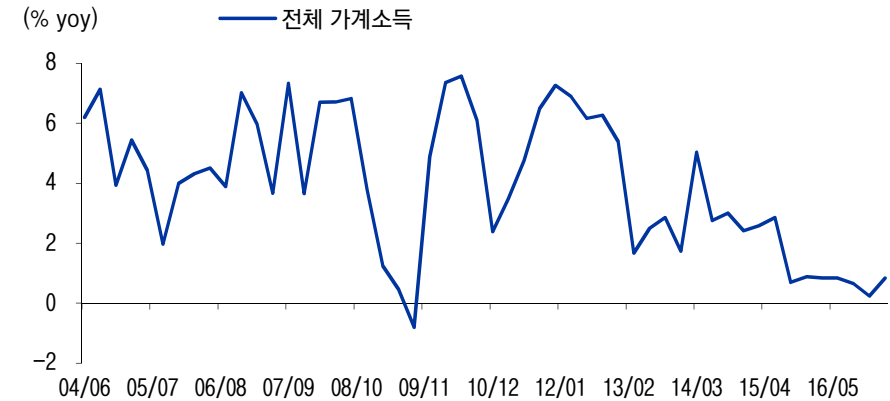
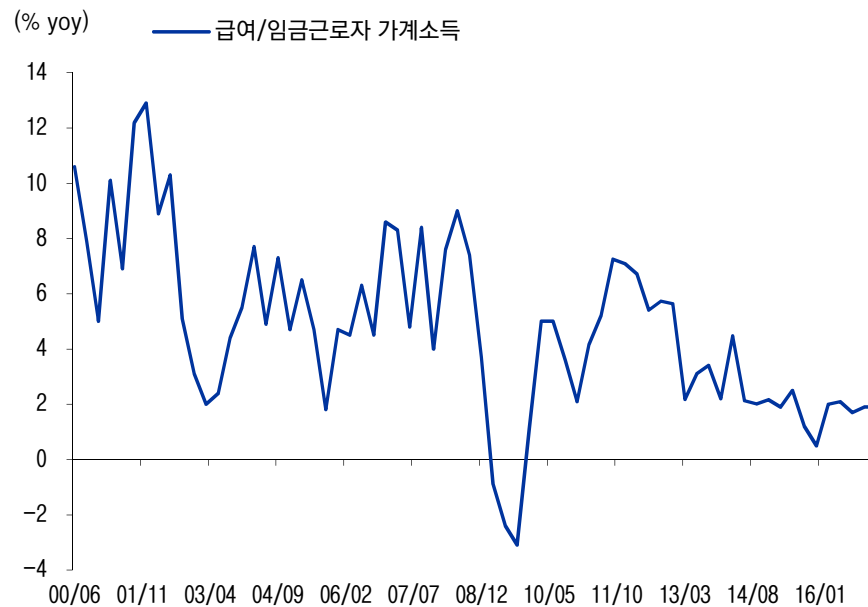


자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

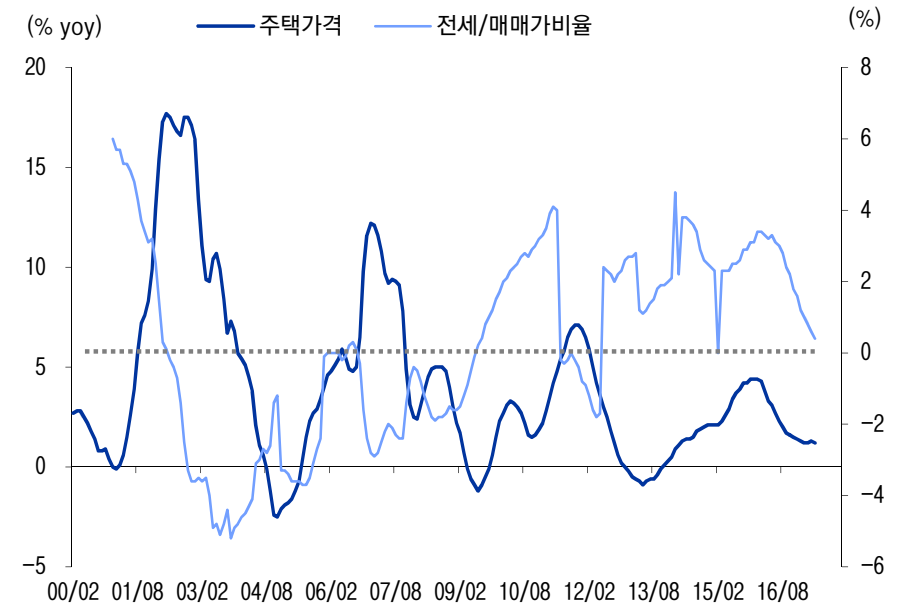
# 당장 한국 내수가 살아나긴 쉽지 않다

- 내수성장을 위한 가계 소득 증대 필요
- 임금인상률 하락 추세에 주택가격 하락까지 겹친다면 추가고용이 가져오는 효과도 제한적

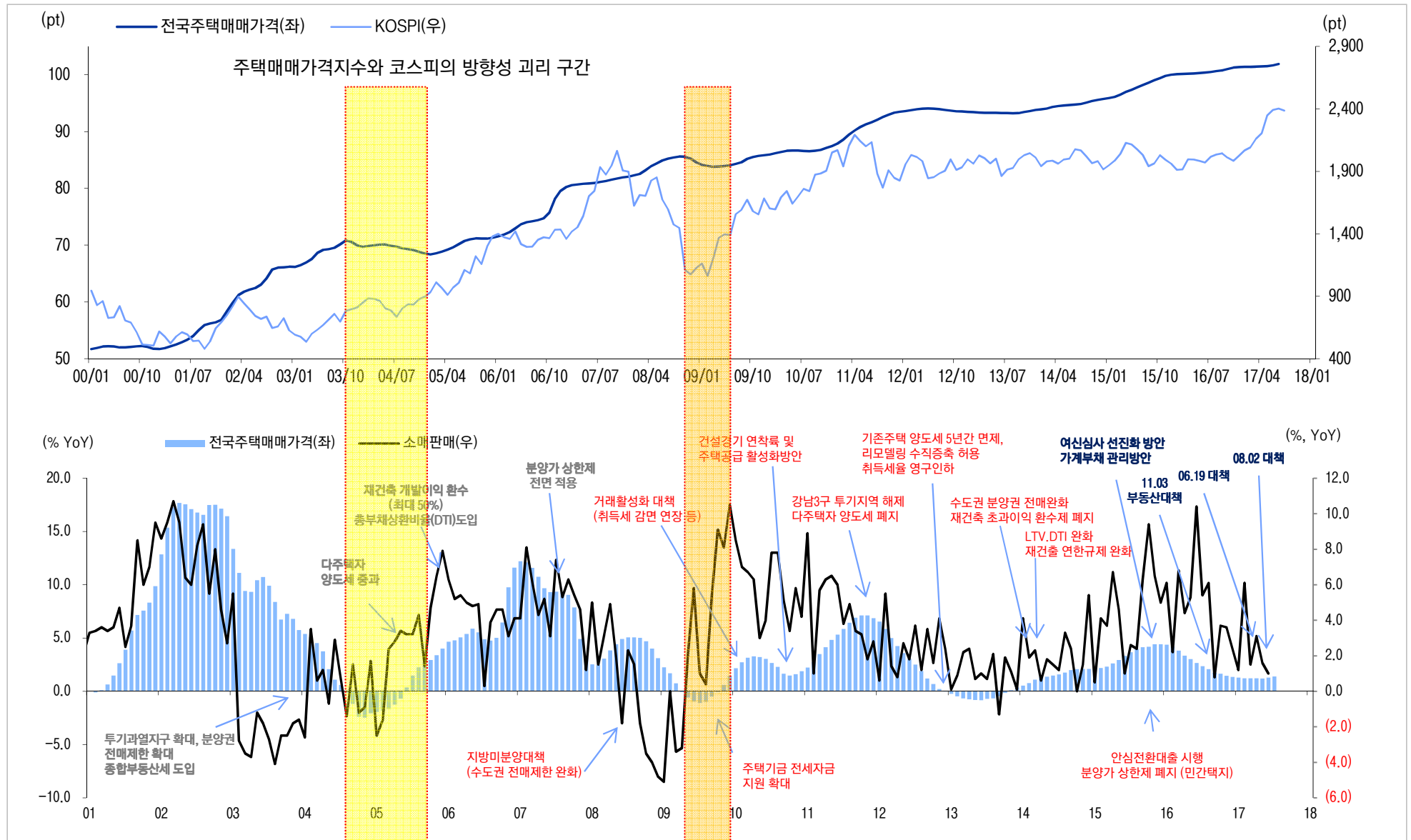
## 한국 임금인상률



## 한국 주택가격 지수

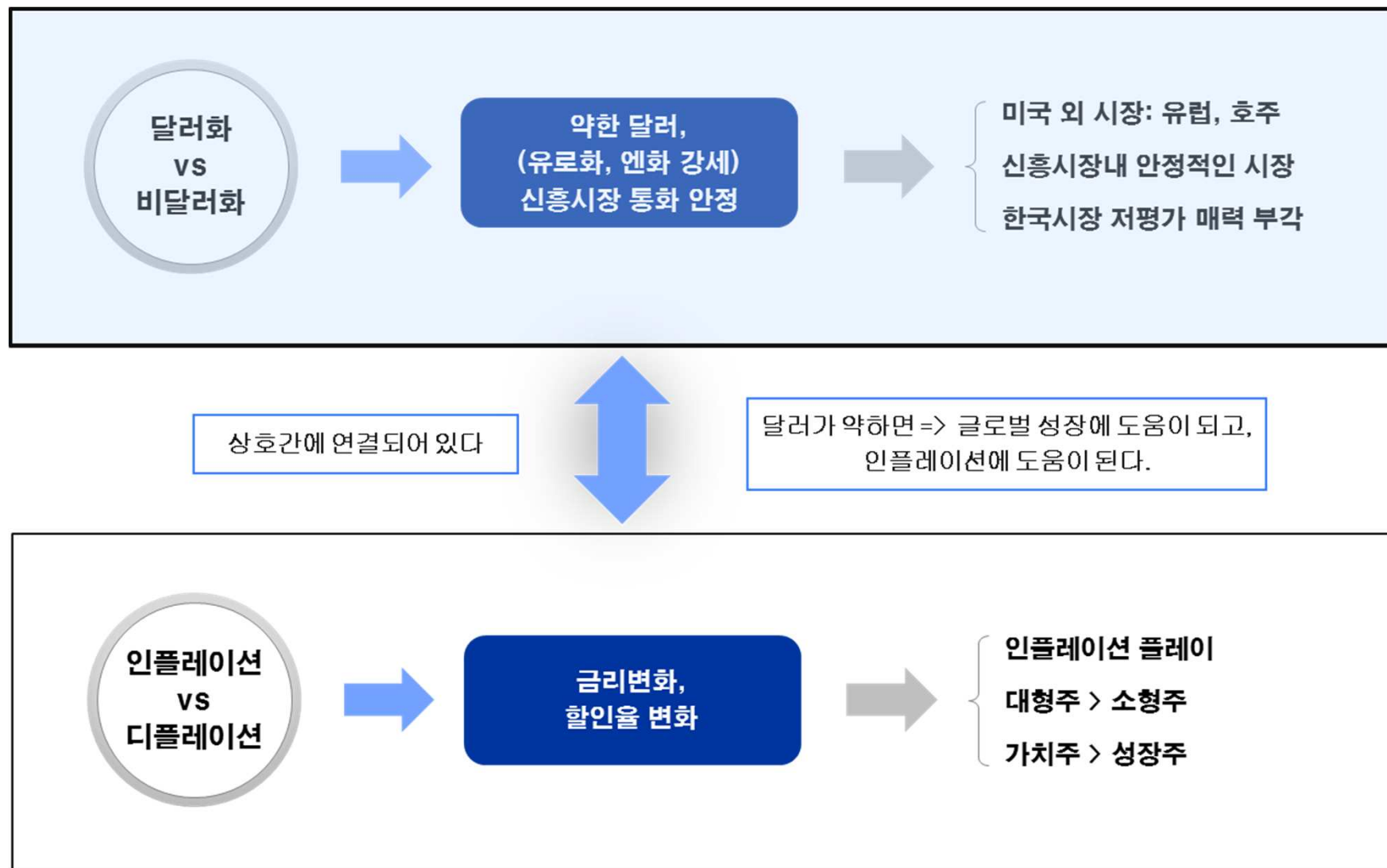


# 부동산이 살아야 내수가 산다



자료: 국민은행, 통계청, WISEfn, 이베스트투자증권 리서치센터

# 투자아이디어: 시장을 바라보는 틀





## 투자사이클이다(4차산업혁명)

# 한국 업종별 비중 변화

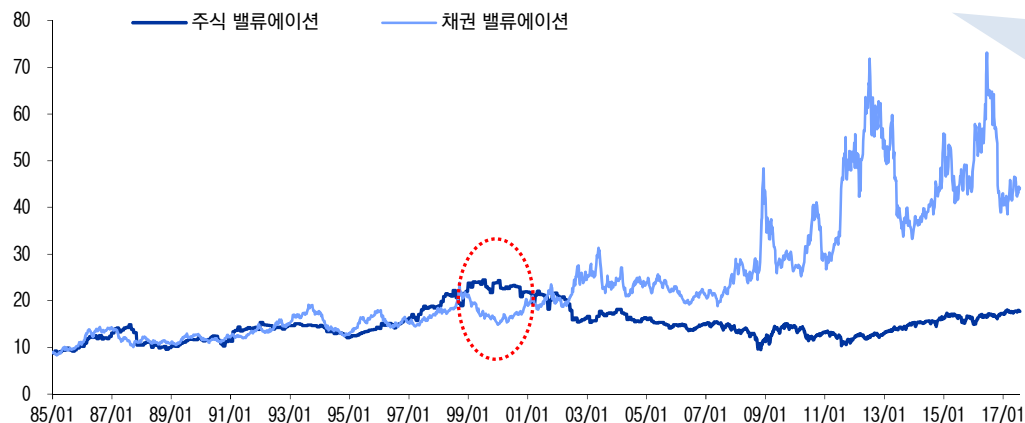
2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Current
IT (20.86)	IT (27.00)	IT (24.48)	IT (25.88)	IT (29.25)	IT (28.34)	IT (30.91)	IT (26.23)	IT (30.83)	IT (33.16)
Industrial (18.00)	Finance (15.53)	Industrial (16.79)	Consumer Disc (19.38)	Consumer Disc (18.14)	Consumer Disc (19.63)	Consumer Disc (18.59)	Consumer Disc (19.70)	Consumer Disc (17.68)	Consumer Disc (15.38)
Finance (14.30)	Material (14.03)	Finance (15.95)	Industrial (14.12)	Industrial (13.36)	Finance (13.00)	Industrial (13.26)	Industrial (13.43)	Industrial (13.05)	Finance (12.81)
Material (12.48)	Industrial (13.89)	Consumer Disc (14.98)	Finance (12.93)	Finance (12.34)	Industrial (12.89)	Finance (12.75)	Finance (11.77)	Finance (11.87)	Industrial (12.36)
Consumer Disc (11.26)	Consumer Disc (13.89)	Material (13.53)	Material (12.90)	Material (10.90)	Material (10.05)	Material (7.80)	Material (8.19)	Material (8.81)	Material (8.94)
Communication (6.90)	Consumer Stpl (4.15)	Energy (3.88)	Consumer Stpl (4.33)	Consumer Stpl (4.84)	Consumer Stpl (4.70)	Consumer Stpl (5.16)	Consumer Stpl (6.52)	Healthcare (6.14)	Healthcare (6.37)
Consumer Stpl (5.65)	Utility (3.41)	Consumer Stpl (3.29)	Energy (3.40)	Energy (3.81)	Utility (3.19)	Utility (3.45)	Healthcare (6.16)	Consumer Stpl (3.95)	Consumer Stpl (3.45)
Utility (4.74)	Communication (3.39)	Utility (2.80)	Utility (2.67)	Utility (2.96)	Energy (3.08)	Communication (3.06)	Utility (3.46)	Utility (3.01)	Communication (2.57)
Energy (3.76)	Energy (2.97)	Communication (2.76)	Communication (2.44)	Communication (2.31)	Communication (2.78)	Healthcare (2.90)	Communication (2.44)	Communication (2.45)	Utility (2.52)
Healthcare (2.06)	Healthcare (1.73)	Healthcare (1.54)	Healthcare (1.95)	Healthcare (2.10)	Healthcare (2.34)	Energy (2.12)	Energy (2.10)	Energy (2.21)	Energy (2.45)

자료: Fnguide, 이베스트투자증권 리서치센터



# 미국 증시가 버블이라고?

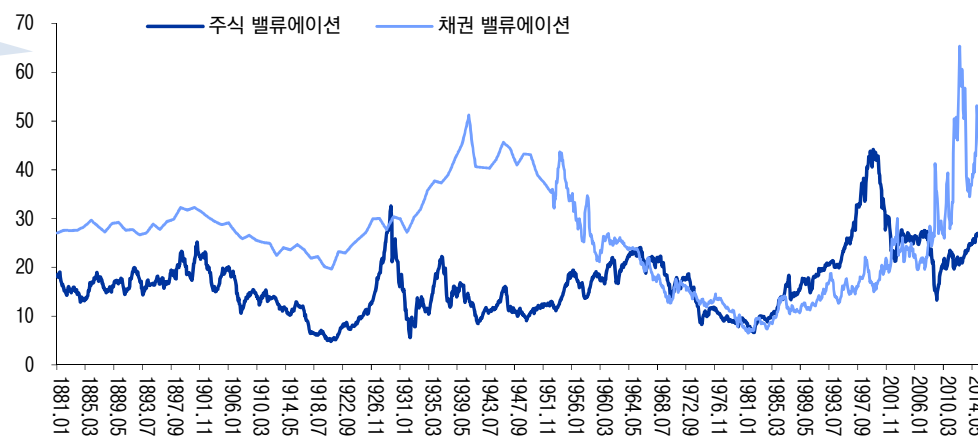
## Maersk 주가



주식 자체 밸류에이션으로 보면 S&P 12m F PER 은 17.7배로, 08년 15배, 2000년 24배와 비교할 만 하다, 하지만 채권 밸류에이션과 비교해 보자. 주식이 비싸지 않다.

월러의 CAPE로 보더라도, 현재 30배 수준이다. IT 버블 시기에는 43배였고, 08년 금융위기 직전에는 27배였다.

## 대한해운, 현대상선 주가



# FANG의 주가상승률은 시장수익률의 3배를 기록

- 최근 3년의 강세장에서 Facebook, Amazon, Netflix, Google의 평균 주가상승률은 174%로 나스닥상승률 54%의 3배
- FANG의 공통 분모는 뉴미디어(NFLX/AMZN/GOOG/FB), 로봇(GOOG/AMZN), 물류 및 운송(GOOG/AMZN)에서 기존 게임의 법칙을 뒤엎는 Game Changer라는 점

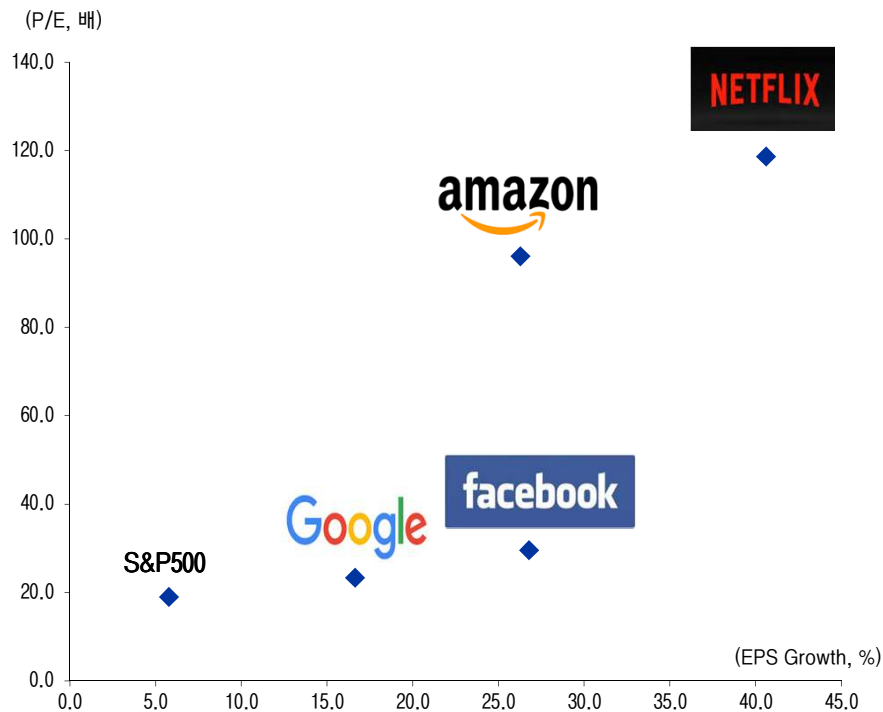


자료: 블룸버그, 이베스트투자증권 리서치센터

# FANG의 폭발적인 성장률을 감안하면 결코 비싸지 않다

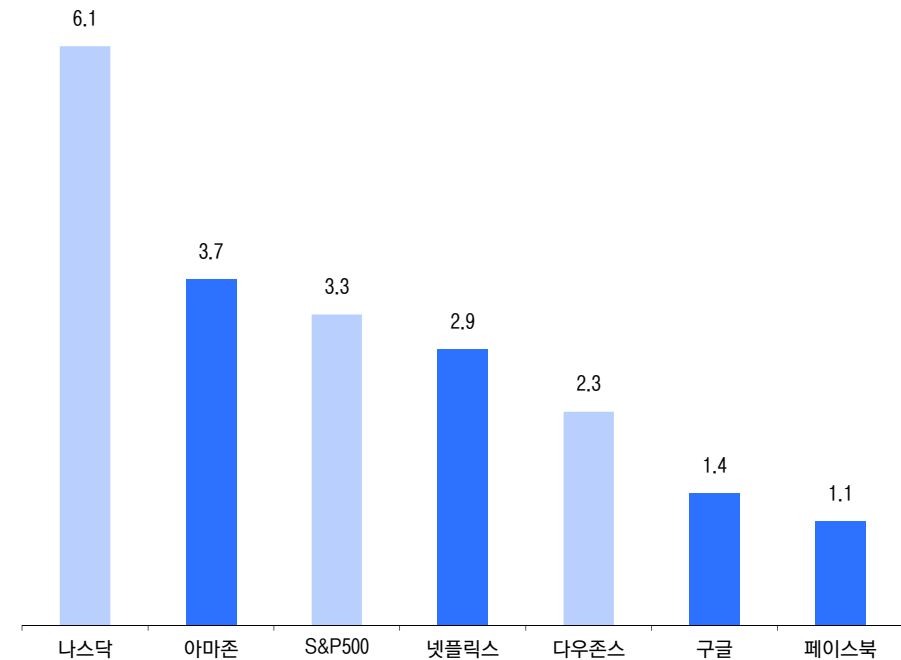
- 구글과 페이스북은 시장 멀티플을 소폭 상회한 PER 25배 전후로 거래중이고, 아마존과 넷플릭스는 PER 100배 전후로 높음
- 그러나 장기 EPS 성장률 차이를 감안한 PEG(PER to Growth) 값으로 보면 구글, 페이스북은 다우존스보다도 싸고, 아마존과 넷플릭스도 S&P 500과 유사한 밸류에이션을 받고 있어 고평가 논란은 시기상조라는 판단

FANG vs Index PER 비교



자료: 블룸버그, 이베스트투자증권 리서치센터

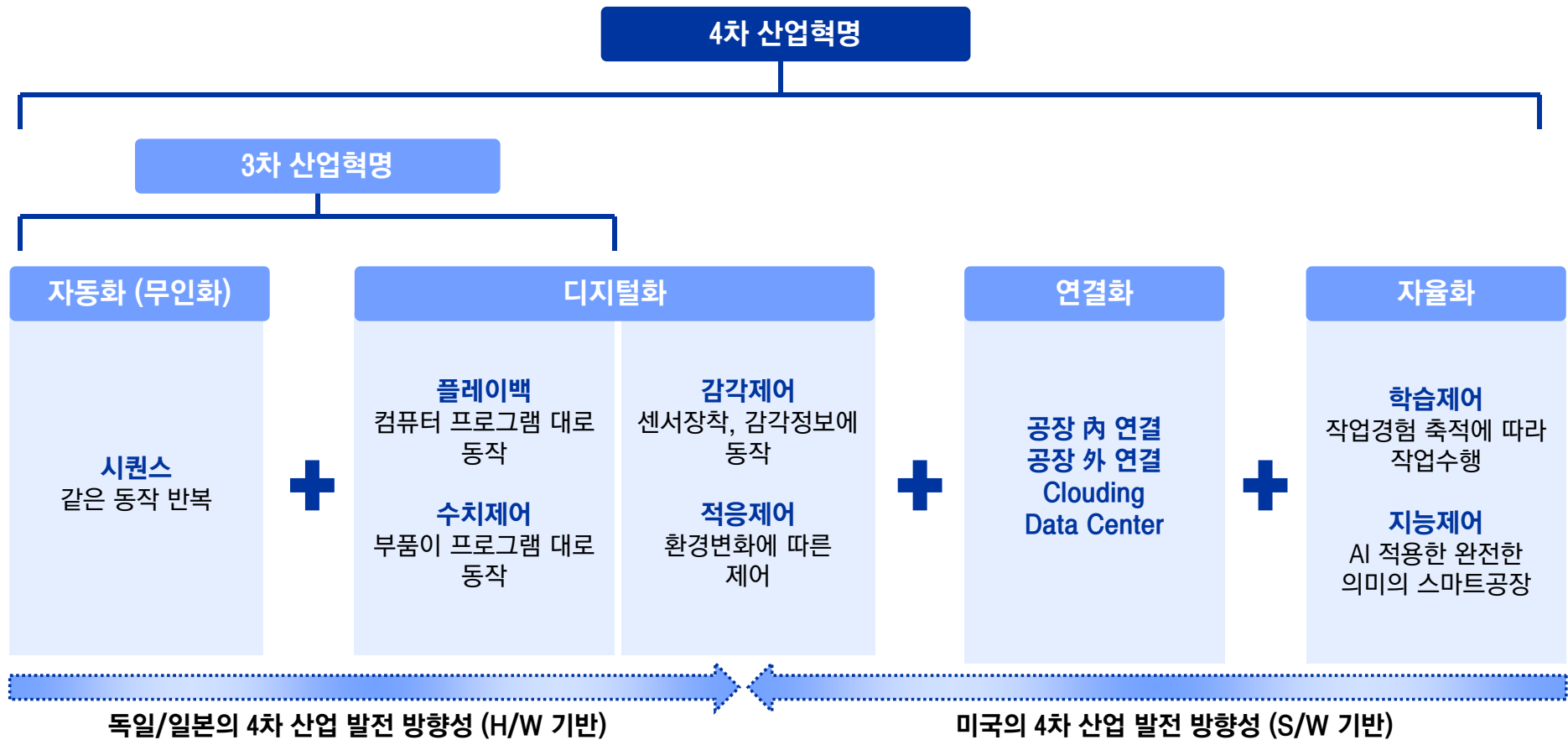
FANG vs Index PEG Ratio 비교



자료: 블룸버그, 이베스트투자증권 리서치센터

# 4차 산업 혁명이란 무엇인가?

- 3차 산업 혁명의 장점: 자동화 설비를 이용하여 대량생산을 통한 원가 절감 효과(규모의 경제)
- 3차 산업 혁명의 단점: 생산 공정 상에 발생하는 내/외부 변수에 능동적인 대처가 어려움
- 4차 산업 혁명 → 3차 산업 혁명의 장점은 유지하며 단점을 보완한 새로운 형태의 산업



# 4차 산업 혁명의 배경

## ● 3차 산업 혁명의 한계

- 지금의 자동화 설비는 정해진 루틴을 수행함에 있어서 최고의 퍼포먼스(단위당 비용 절감)를 낼 수 있지만, 생각치 못한 변수들이 발생했을 때 적절한 대처가 되지 않는 한계가 존재

### 1) 내부 변수

- 생산 공정 내부에서의 변수가 발생하는 경우  
ex) 정유화학 공장 및 제철소에서 발생하는 unexpected Shutdown  
: 생산 설비내 부품 노후화에 따른 고장, 원재료의 불량에 따른 공정 마비

### 2) 외부 변수

- 생산 공정 외부에서의 변수가 발생하는 경우  
ex) 고객의 빠른 취향 변화  
: 빠르게 변화하는 고객의 취향 변화로 인해 제조업체 입장에서 새로운 제품을 생산하기 위해 실행했던 Capex가 순식간에 Sunk Cost로 바뀔 수 있는 리스크가 커지고 있음

# 4차 산업 구현에 대한 국가별 전략

- 내/외부 변수에 대한 능동적인 대처를 어떠한 방식을 통해 하는가에 대한 차이

- 자신이 강점을 갖고 있는 분야를 기반으로 4차 산업을 구현하기 위해 노력 중

## 1) 미국

- ICT 기술의 최강자 (S/W 기반)
- 독일/일본과 달리 기존의 자동화 설비에 변화를 주는 대신 수 많은 ‘센서’를 부착하고(IoT 기술의 산업화), 여기서 전송되는 데이터를 가공/분석 후 최상의 생산 전략을 도출하는 형식의 BM 구축
- Maas(Machine as a Service) 형태의 BM 제시
- ex) GE : 엔진을 판매하는 대신 ‘리스’해주고 이에 대한 유지보수 관리 서비스를 제공하는 형태의 사업 진행 중

## 2) 독일/일본

- 자동화/제어 설비 및 시스템의 최강자 (H/W 기반)
- ‘컨베이어 시스템’으로 대표되는 기존 자동화 공정을 ‘모듈 형태’의 생산 방식으로 전환하여
- 내/외부 변수에 대한 대처를 준비 중

## 4차 산업과 한국

- 4차 산업에 있어서 한국의 위치

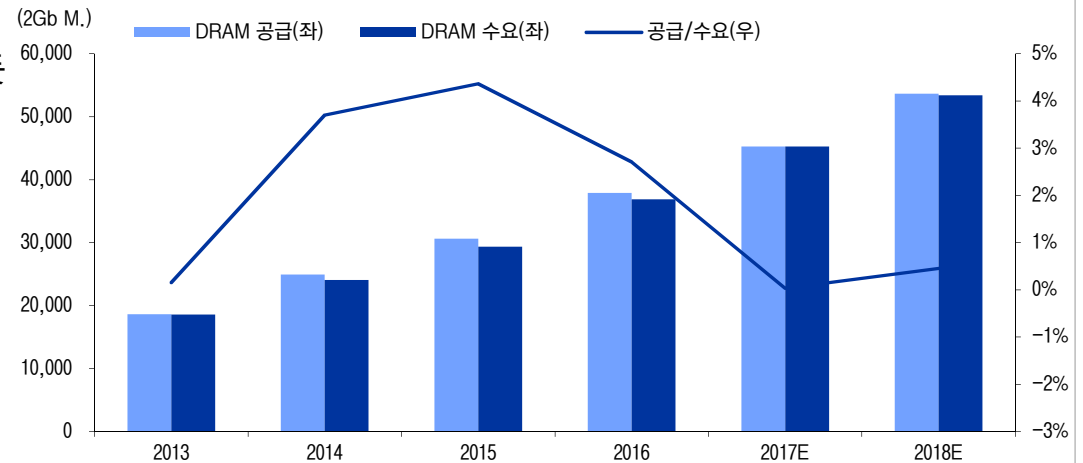
- 우리나라도 전통적인 제조업의 강국으로서 '4차 산업'의 당위성에 대해서는 명확하게 인지하고 있음
- 단, 1) 자동화 설비/솔루션에 강점이 있는 독일/일본, 2) 빅 데이터에 대한 수집/분석에 강점이 있는 미국과 비교하여 모두 절대적인 열위에 있는 상황
- 즉, '생산의 유연성' 확보를 위해 모듈 형태의 생산 공정을 구축하는 기술 또는 IoT 기술을 산업화하는 기술 모두 부재한 상황

⇒ 따라서 확실한 Captive를 보유하고 있고 관련 해외 기업들과의 협업을 통해 관련 기술을 습득할 수 있는 위치에 있는 기업에 주목할 필요가 있다고 판단 됨

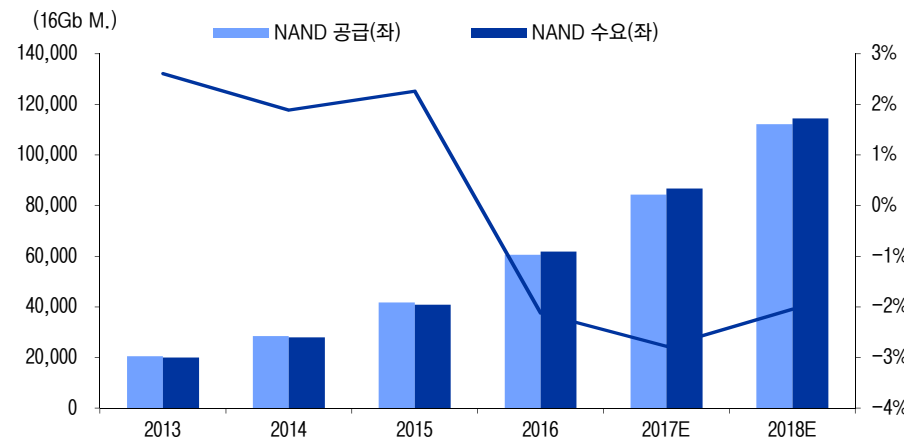
# 메모리 반도체 현황 점검

- 메모리 반도체 타이트한 수급 지속
- 2018년 3D NAND 중심의 NAND 투자 집중되는 가운데  
DRAM 투자는 전년비 6.6% 상승으로 여전히 보수적일 듯
- 제한적인 DRAM 투자와 서버 수요 강세 지속되며 2018년  
DRAM 공급/수요 0.46% 수준으로 여전히 타이트할 전망
- 3D NAND 투자 가속화로 2018년 NAND 공급 33.0% 증가  
반면 SSD, 데이터 센터 등 수요 강세로 NAND 수요 역시  
32.0% 수준 증가하며 NAND 공급/과잉 -2.0% 수준의  
타이트한 시황 지속 전망

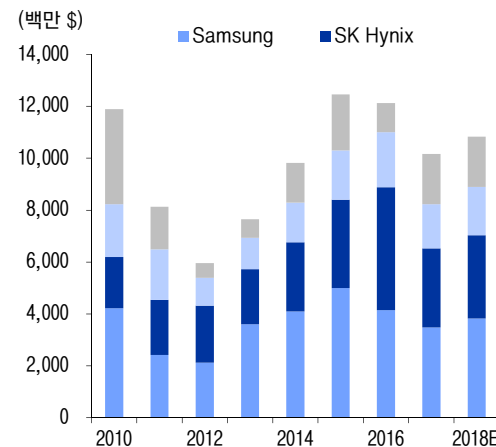
## 전세계 DRAM 수급 추이 및 전망



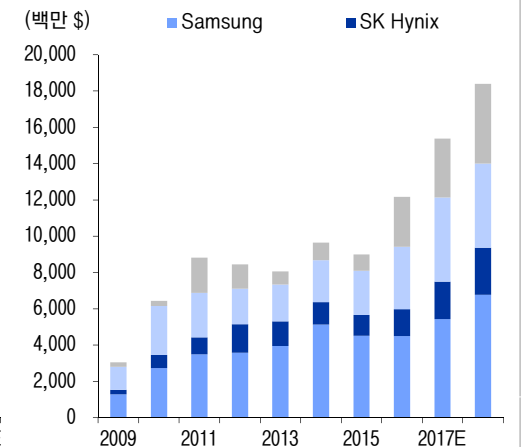
## 전세계 NAND 수급 추이 및 전망



## DRAM Capex



## NAND Capex

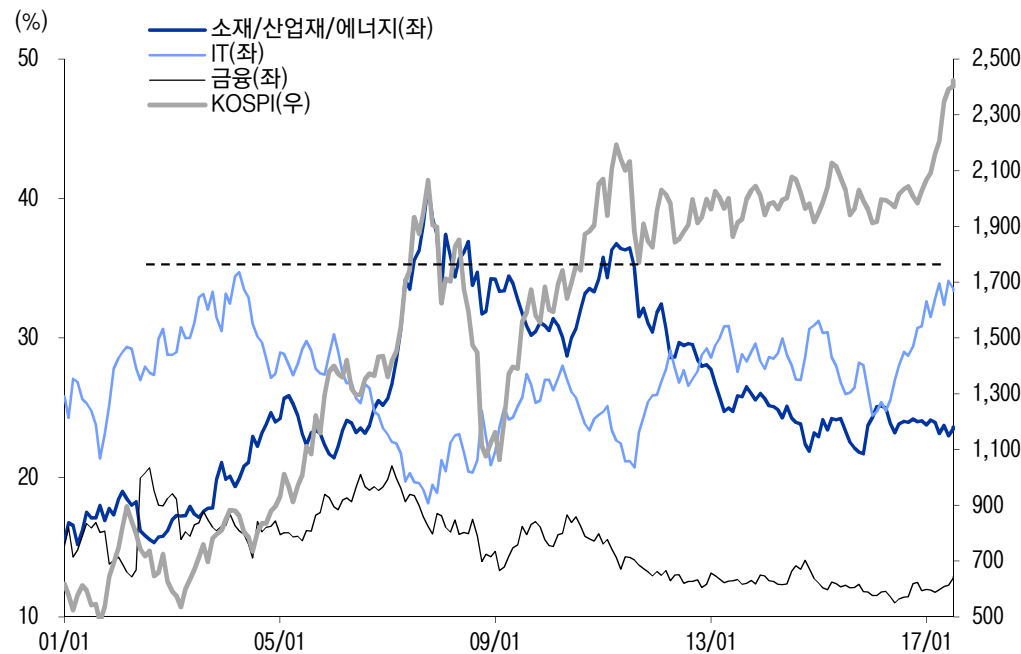




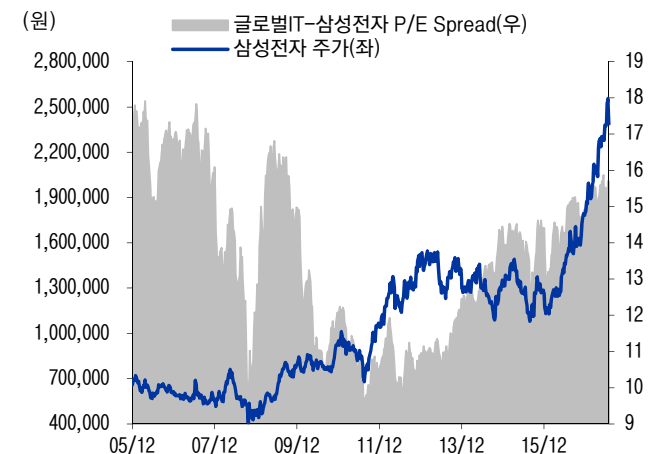
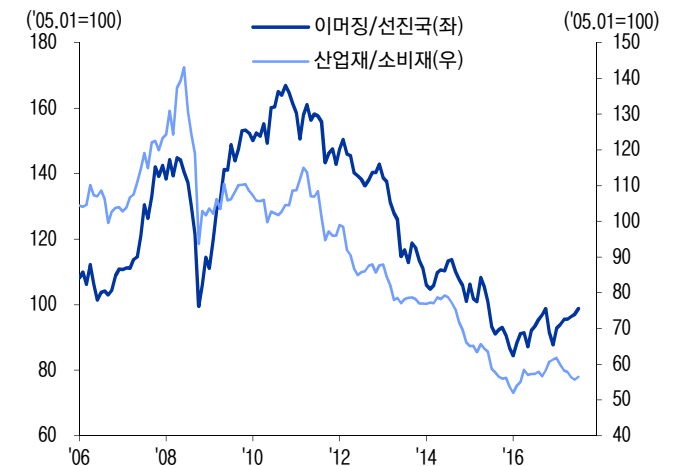
# 삼성전자 시총 비중에 대한 고민

- 이머징 국가가 강세를 보이는 구간에서는 산업재 성격의 업종이 강세를 보임
- 삼성전자의 주가는 상승하고 있음에도 불구하고 글로벌 IT업종의 밸류에이션은 좀처럼 좁혀지지 않고 오히려 벌어지고 있음

## 코스피와 주요 업종의 시가총액 비중

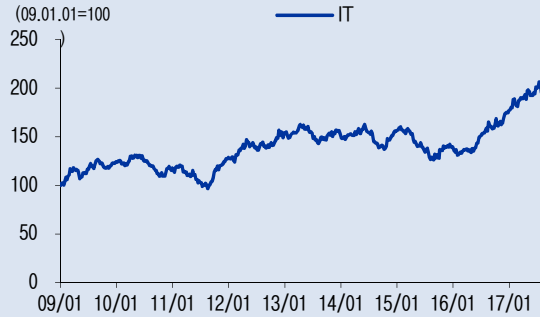


## 이머징/선진국과 산업재/소비재 상대지수

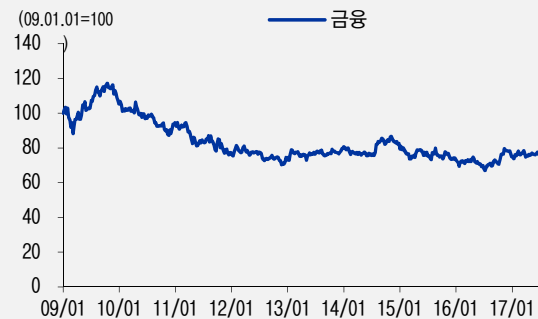


# 투자사이클(IT, 소재, 산업재)

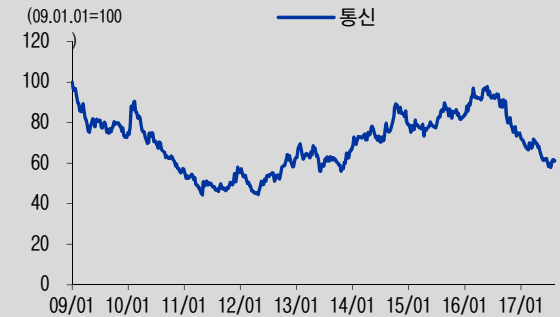
## 상위



## 중위



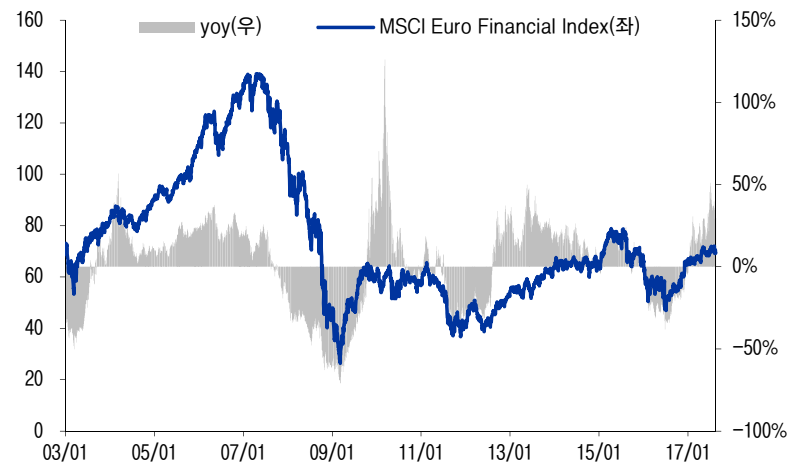
## 하위



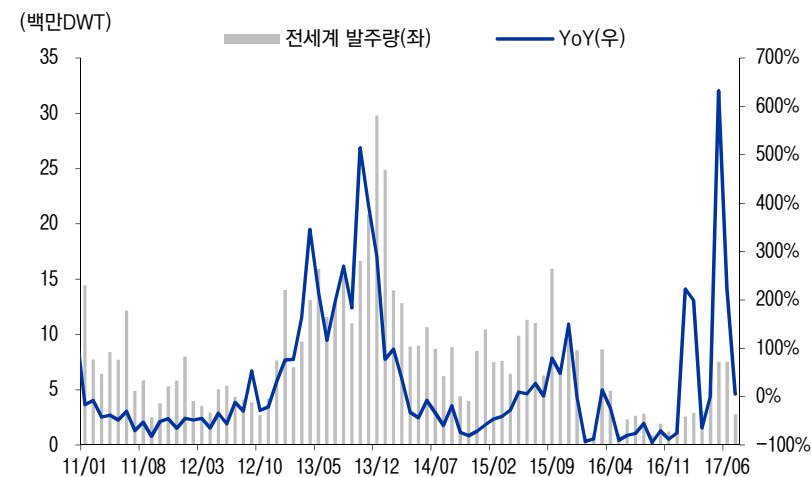
자료: WISEfn, 이베스트투자증권 리서치센터

# MSCI Euro Financial Index: 글로벌 경기 방향성을 가늠하자

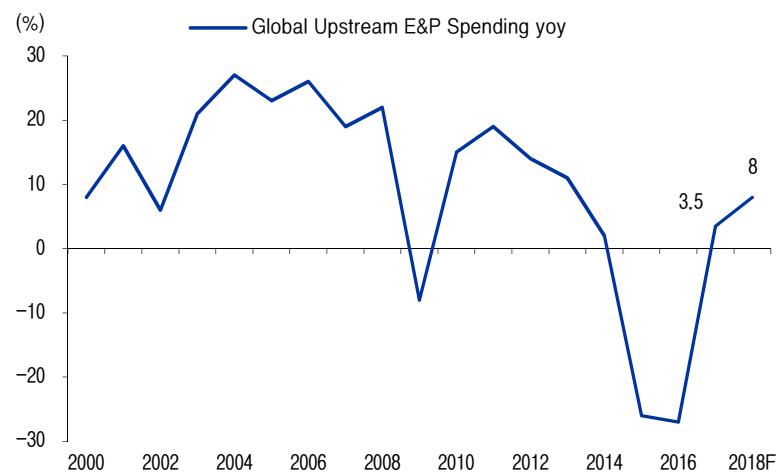
## MSCI Financial Index yoy 플러스 전환



## 신조선 발주량 회복



## 2017년 업스트림 투자 반등



## 중국 굴삭기 판매량 급증



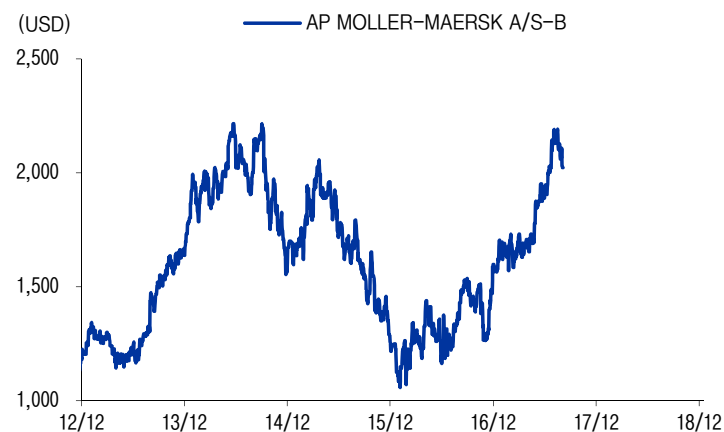
자료: Bloomberg, 클락슨, 이베스트투자증권

# Maersk 실적 턴어라운드

## Maersk 실적 턴어라운드

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17
<b>매출</b>	<b>10,547</b>	<b>10,526</b>	<b>10,110</b>	<b>9,125</b>	<b>8,539</b>	<b>8,861</b>	<b>9,177</b>	<b>8,887</b>	<b>8,963</b>	<b>9,604</b>
Maersk Line	6,157	6,186	5,933	5,134	4,899	4,996	5,281	5,240	5,411	6,008
Maersk Oil	1,433	1,583	1,321	1,302	1,032	1,278	1,183	1,225	1,284	1,327
Tankers, Offshore and Other Shipping	1,253	1,189	1,219	1,121	1,148	1,035	1,166	733	715	758
<b>매출성장률</b>					<b>-19.0</b>	<b>-15.8</b>	<b>-9.2</b>	<b>-2.6</b>	<b>5.0</b>	<b>8.4</b>
Maersk Line	-2.9	-8.8	-18.8	-24.9	-20.4	-19.2	-11.0	2.1	10.5	20.3
Maersk Oil	-41.5	-30.3	-39.2	-29.4	-28.0	-19.3	-10.4	-5.9	24.4	3.8
Tankers, Offshore and Other Shipping	5.4	5.8	1.4	-13.5	-8.4	-13.0	-4.3	-34.6	-37.7	-26.8
<b>영업이익</b>	<b>1,560</b>	<b>1,545</b>	<b>1,125</b>	<b>-2,612</b>	<b>556</b>	<b>590</b>	<b>788</b>	<b>-2,062</b>	<b>700</b>	<b>302</b>
Maersk Line	736	530	303	-138	16	-123	-153	-136	-42	376
Maersk Oil	282	409	219	-2,881	73	419	378	538	589	478
Tankers, Offshore and Other Shipping	328	408	371	251	339	134	369	-2,624	67	-441
<b>영업이익률</b>	<b>14.8</b>	<b>14.7</b>	<b>11.1</b>	<b>-28.6</b>	<b>6.5</b>	<b>6.7</b>	<b>8.6</b>	<b>-23.2</b>	<b>7.8</b>	<b>3.1</b>
Maersk Line	12.0	8.6	5.1	-2.7	0.3	-2.5	-2.9	-2.6	-0.8	6.3
Maersk Oil	19.7	25.8	16.6	-221.3	7.1	32.8	32.0	43.9	45.9	36.0
Tankers, Offshore and Other Shipping	26.2	34.3	30.4	22.4	29.5	12.9	31.6	-358.0	9.4	-58.2

## Maersk 주가



## 대한해운, 현대상선 주가

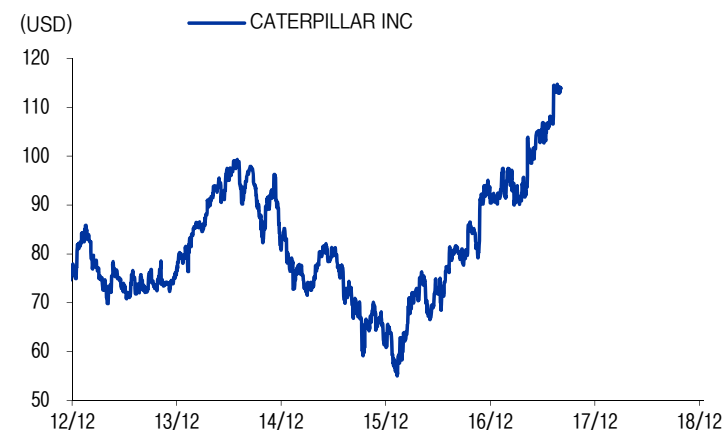


# Caterpillar 실적 턴어라운드

## Caterpillar 실적 턴어라운드

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17
<b>매출</b>	<b>12,702</b>	<b>12,317</b>	<b>10,962</b>	<b>11,030</b>	<b>9,461</b>	<b>10,342</b>	<b>9,160</b>	<b>9,574</b>	<b>9,822</b>	<b>11,331</b>
Machinery, Energy & Transportation Systems	11,961	11,583	10,285	10,318	8,780	9,645	8,463	8,885	9,130	10,639
Construction Industries	5,014	4,803	4,075	3,905	4,043	4,426	3,554	3,589	4,091	4,930
Energy & Transportation	4,915	4,708	4,352	4,544	3,278	3,750	3,534	3,849	3,356	3,941
<b>매출 성장률</b>	<b>-4.0</b>	<b>-13.0</b>	<b>-19.0</b>	<b>-23.0</b>	<b>-26.0</b>	<b>-16.0</b>	<b>-16.0</b>	<b>-13.0</b>	<b>4.0</b>	<b>10.0</b>
Machinery, Energy & Transportation Systems	-4.0	-14.0	-19.0	5.5	-26.6	-16.7	-17.7	-13.9	4.0	10.3
Construction Industries	-7.0	-18.0	-15.0	-1.0	-19.4	-7.8	-12.8	-8.1	1.2	11.4
Energy & Transportation	0.0	-12.0	-25.0	-1.6	-33.3	-20.3	-18.8	-15.3	2.4	5.1
<b>영업이익</b>	<b>1,702</b>	<b>1,333</b>	<b>925</b>	<b>-175</b>	<b>494</b>	<b>785</b>	<b>481</b>	<b>-1,262</b>	<b>417</b>	<b>1,251</b>
Machinery, Energy & Transportation Systems	1,539	1,217	802	-288	390	678	366	-1,345	302	1,152
Construction Industries	745	588	354	178	440	550	326	334	635	901
Energy & Transportation	1,024	942	683	741	410	602	572	638	552	700
<b>영업이익률</b>	<b>13.4</b>	<b>10.8</b>	<b>8.4</b>	<b>-1.6</b>	<b>5.2</b>	<b>7.6</b>	<b>5.3</b>	<b>-13.2</b>	<b>4.2</b>	<b>11.0</b>
Machinery, Energy & Transportation Systems	12.9	10.5	7.8	-2.8	4.4	7.0	4.3	-15.1	3.3	10.8
Construction Industries	14.9	12.2	8.7	4.6	10.9	12.4	9.2	9.3	15.5	18.3
Energy & Transportation	20.8	20.0	15.7	16.3	12.5	16.1	16.2	16.6	16.4	17.8

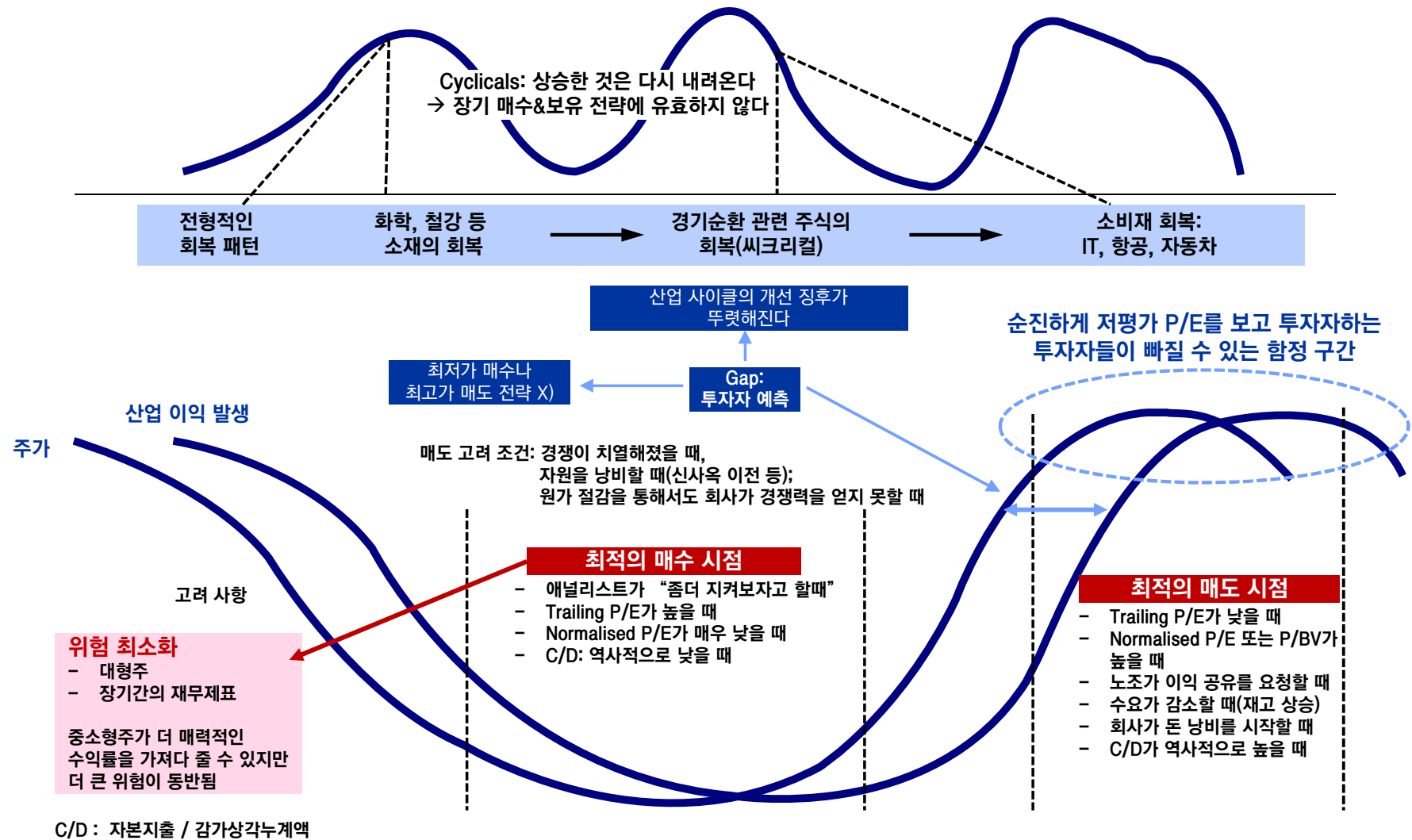
## Caterpillar 주가



## 두산인프라코어, 현대건설기계 주가

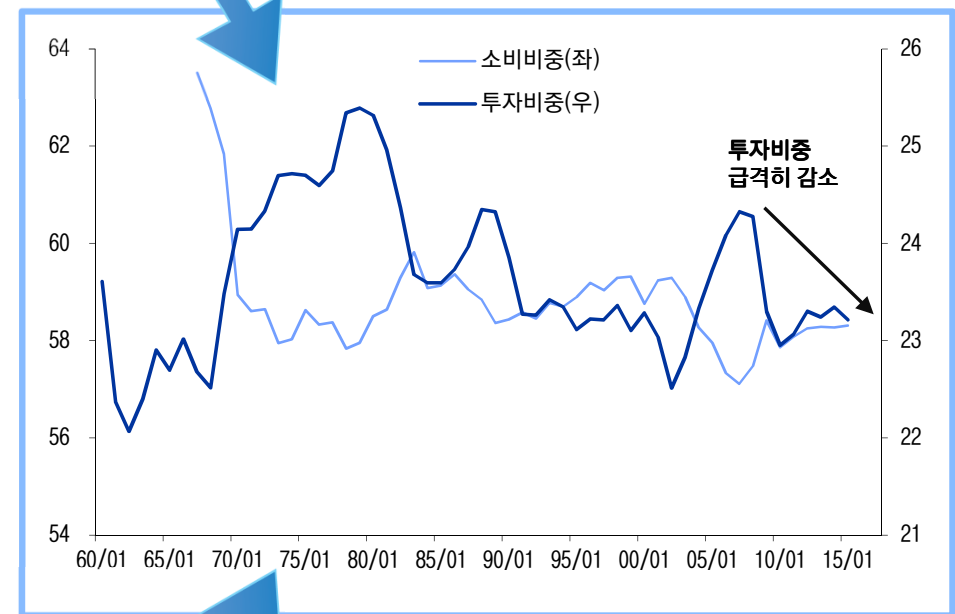
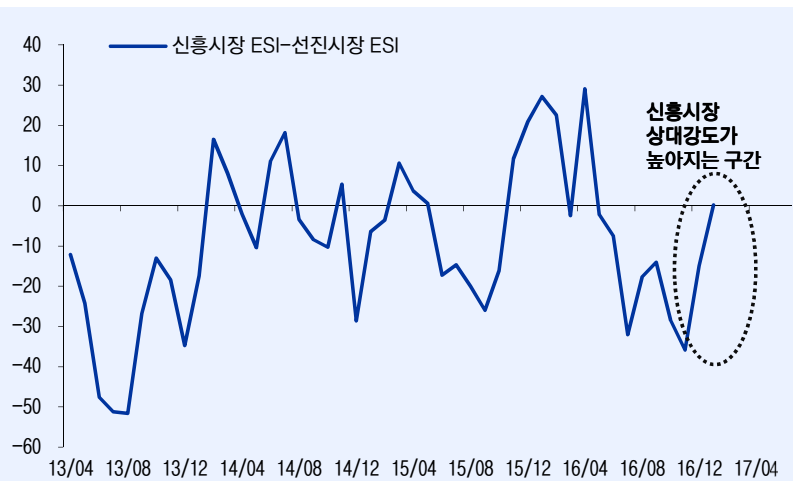
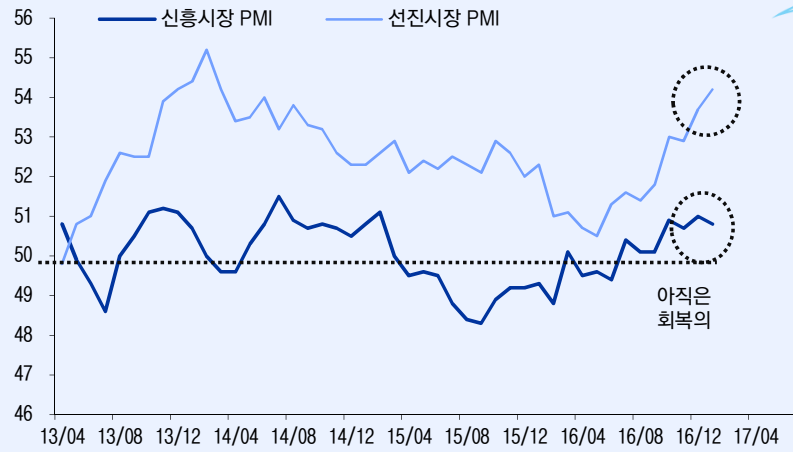


# 강세장은 글로벌 시크리컬이 건인한다



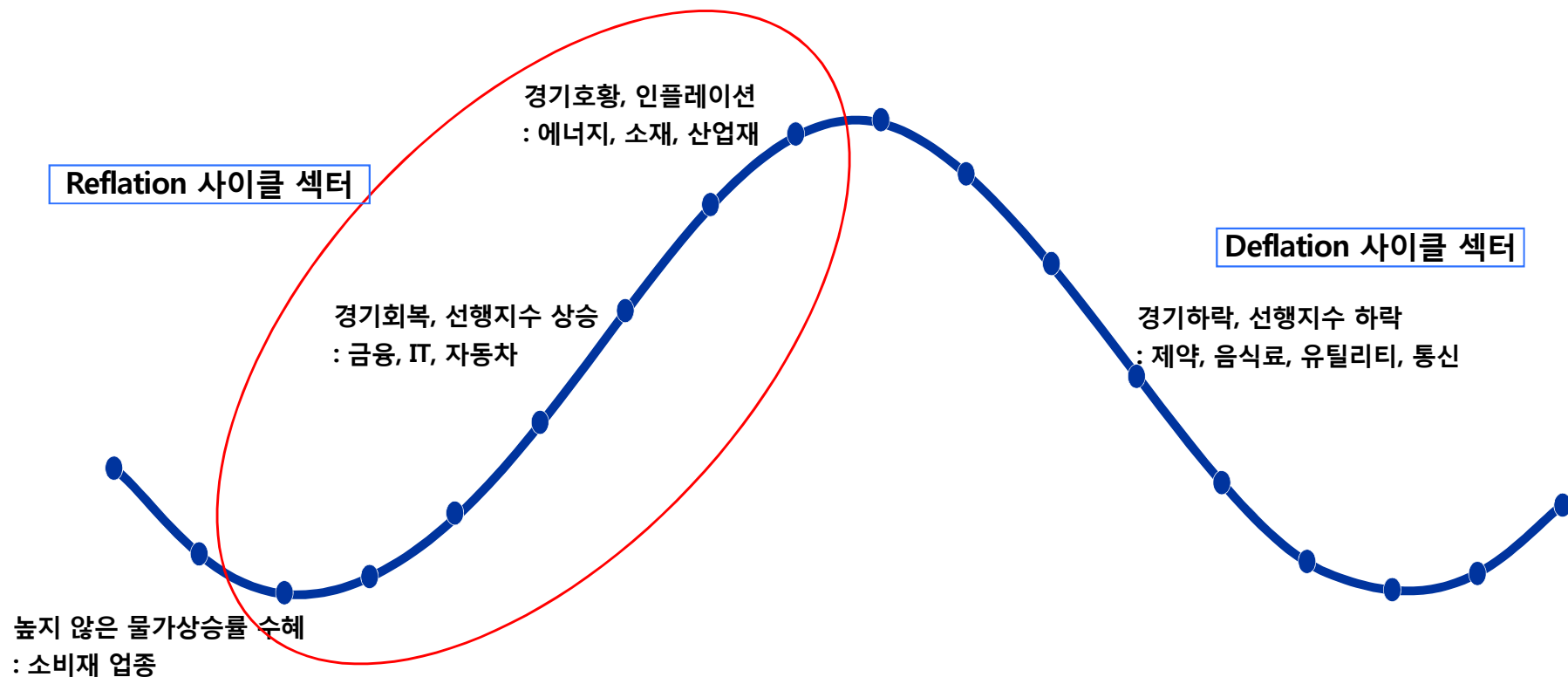
# Pent-up Investment

- 투자의 진폭이 크다. 소비는 안정적, 투자 비중에 따라 소비 비중이 결정 => 급격히 감소했던 투자비중이 증가할 할 가능성
- 신항시장 회복은 아직 더디다. 신항시장 소비와 신항시장의 투자



# 투자아이디어 Sector Rotation: 경기사이클과 섹터

- 경기 사이클에 따른 섹터 로테이션의 변화



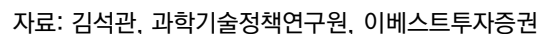
저인플레이션, 경기회복 초기(Early cyclicals): 소비재 업종, 항공  
 경기회복기(Hyper cyclicals): 경기민감소비재, 금융, IT  
 경기정점기(Late-stage cyclicals): 에너지, 소재, 산업재  
 경기하락기(Counter cyclicals): 헬스케어, 필수소비재, 유틸리티, 통신



Part  
**IV**

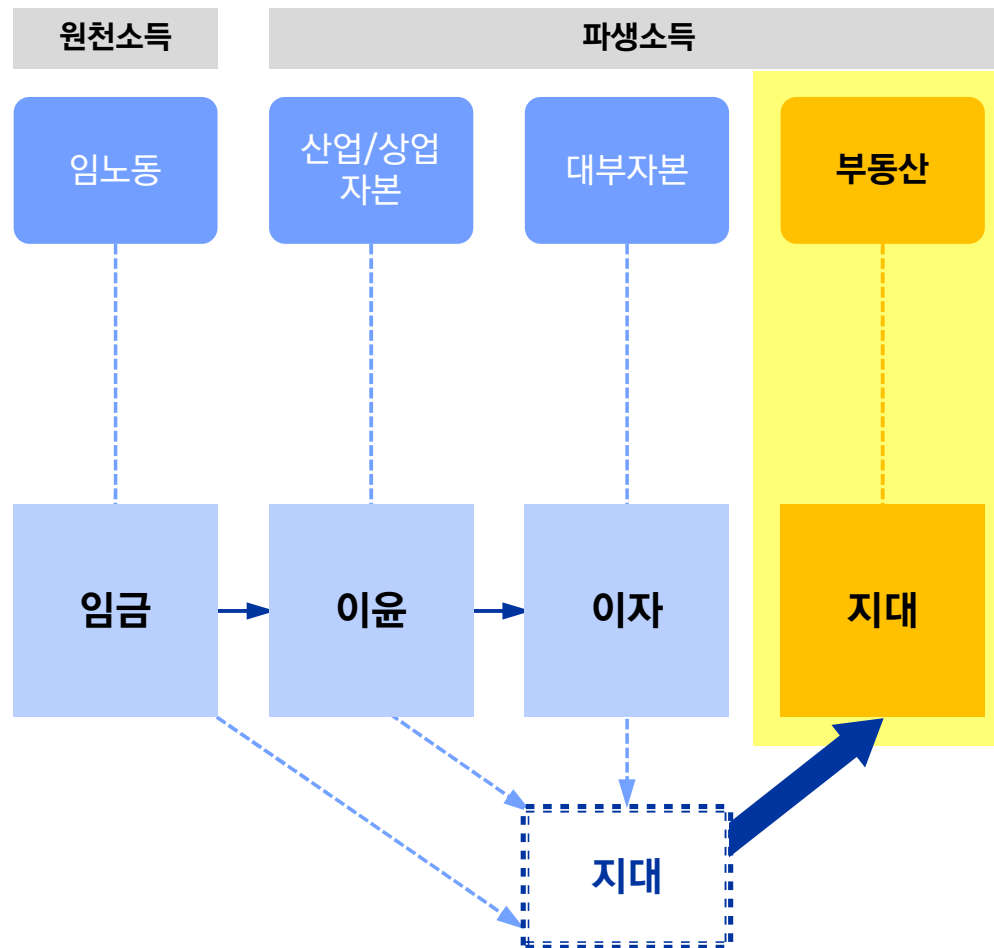


# 정부정책이 고민이다



# Rent-seeking Behavior

## 소득의 분배구조



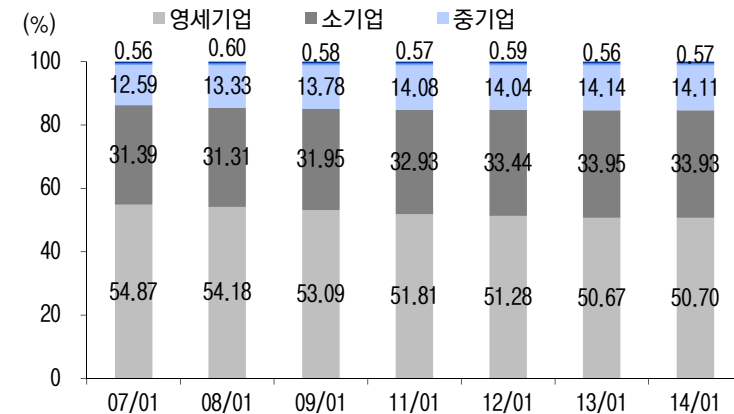
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## 한국 상위 1%, 10% 소득 점유율



자료: The World Top Incomes Database, 이베스트투자증권 리서치센터

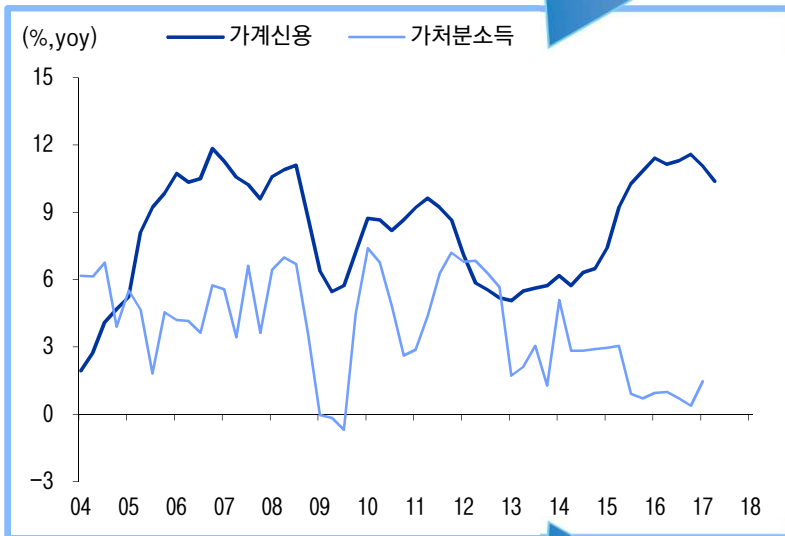
## 한국 기업: 양극화와 영세화



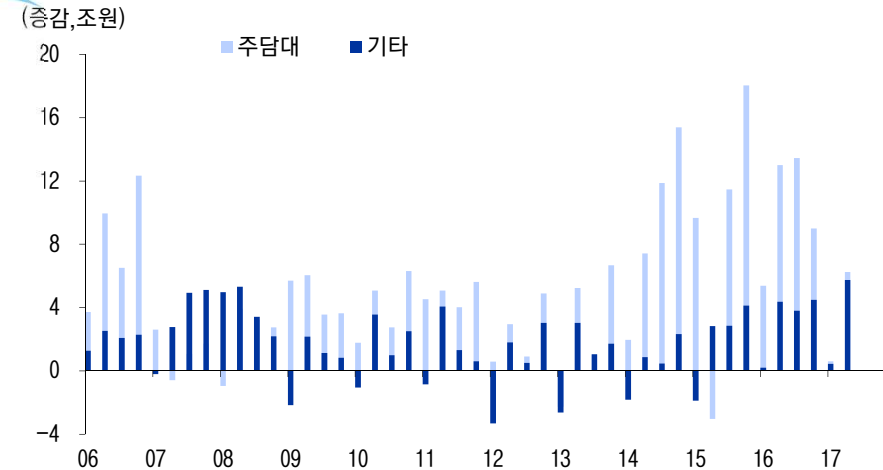
자료: 통계청 광업제조업 조사, 이베스트투자증권 리서치센터

# 부채는 줄이고, 소득은 늘린다?

## 가계부채와 가계소득 증가율



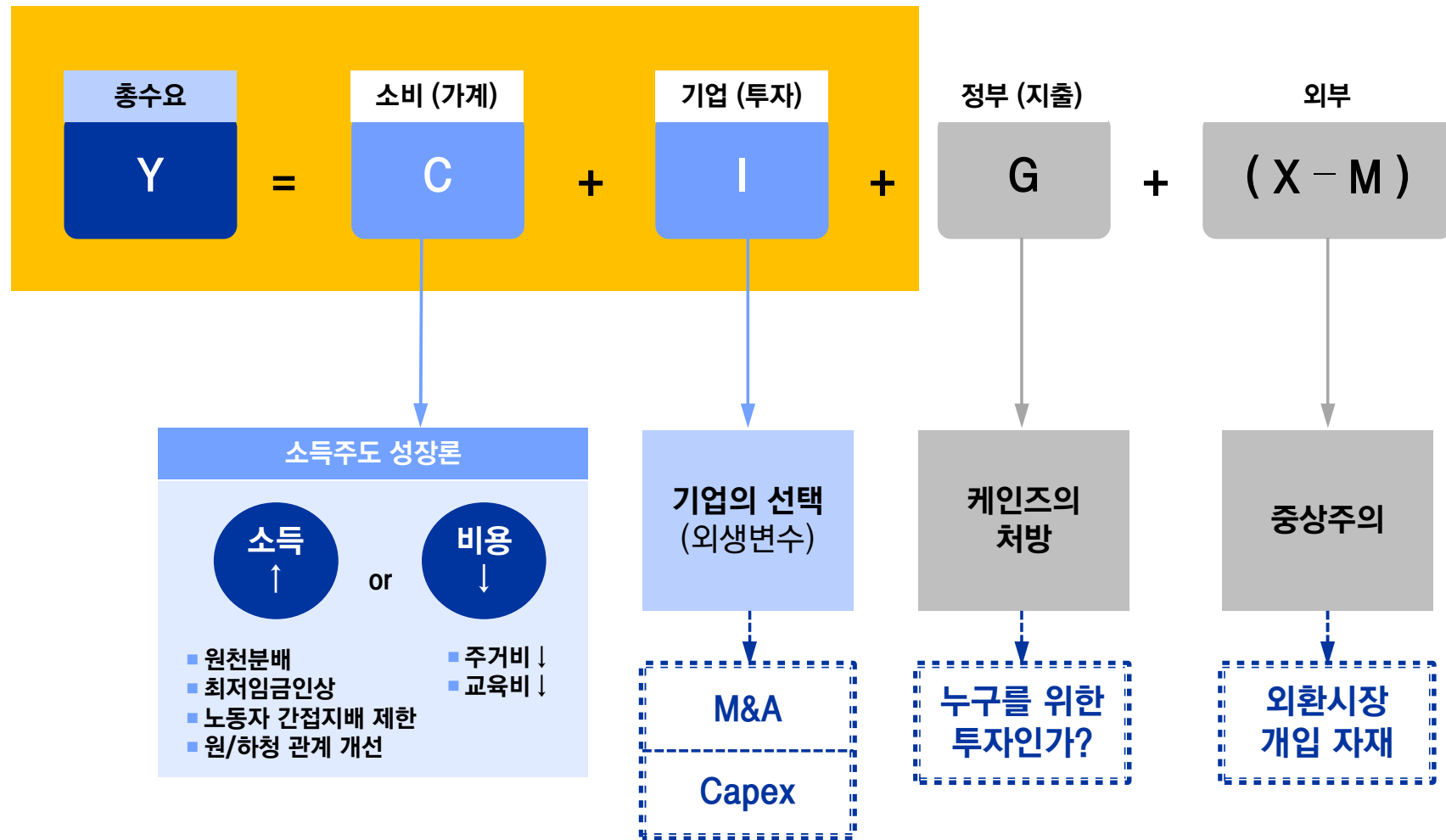
## 예금은행 주택담보대출과 기타대출 분기 순증



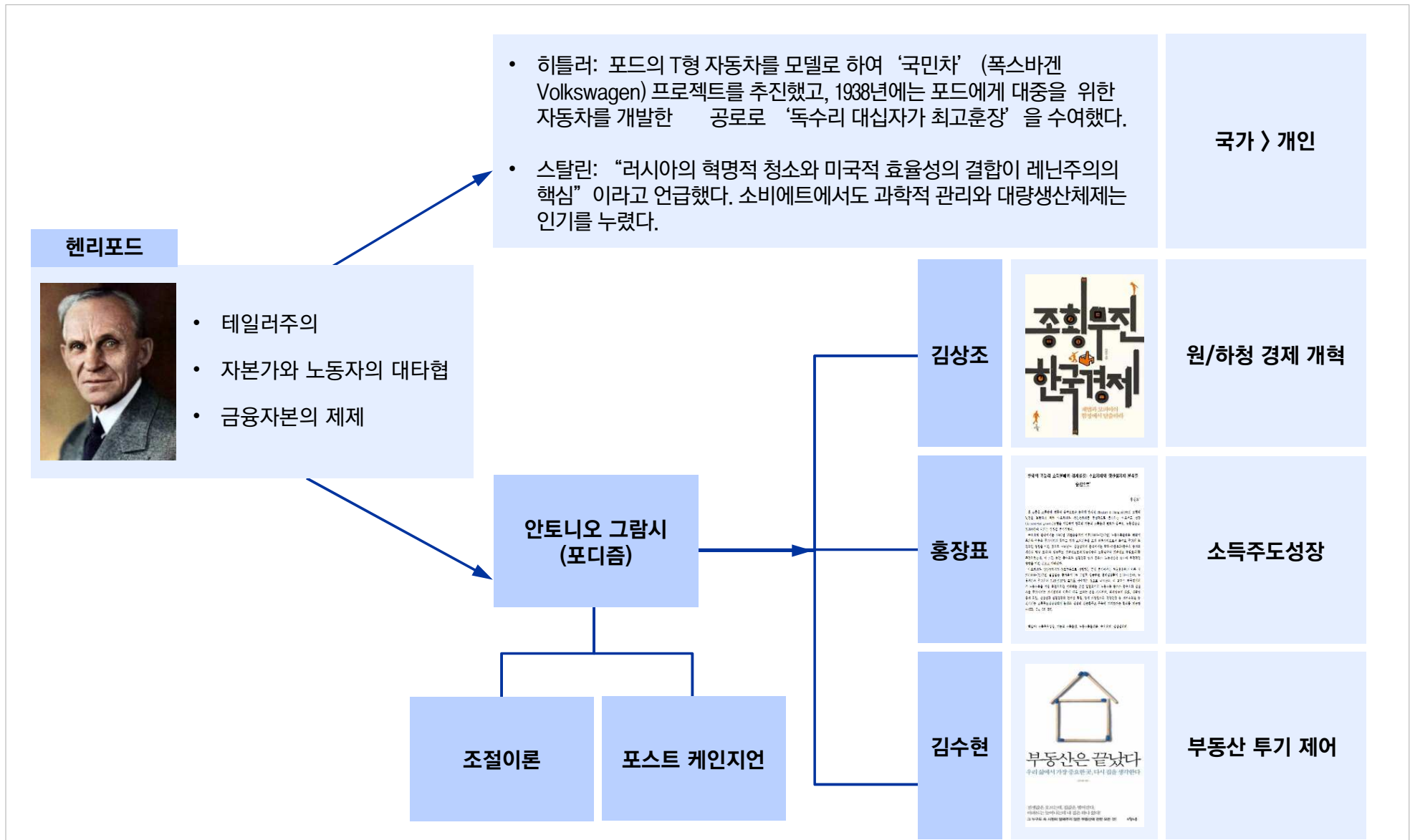
## 9월 가계부채 종합대책 예상내용

구분	예상내용
신DTI 도입	- 미래소득, 자산소득을 반영하는 신DTI를 2018년까지 도입
DSR 도입	- 원리금 상환능력을 보수적으로 측정(기존대출 전체 원리금 감안)하는 DSR을 2019년까지 도입
자영업자 대출 관리강화	- 자영업자 대출 DB구축(7월말 예금은행 개인사업자대출 257.7조원, 전 금융권 500조원 이상 추산) - 임대업자 관련 대출관리 강화, 생계형 대출은 지원
정책 모기지론 개편	- 소득요건, 주택가격요건(현재 9억원 이하, 대출한도 5억원)을 서민층 위주로 강화
장기/소액채권 탕감	- 10년 이상, 1,000만원 이하 소액채권 탕감(국민행복기금 40만명 보유채권 등)
연체금리 인하	- 연체금리 산정체계 개선 유도
기타	- 비소구대출 확대, 서민금융 지원 등

# 수요를 살릴 방법은? J노믹스의 선택: 소득주도성장



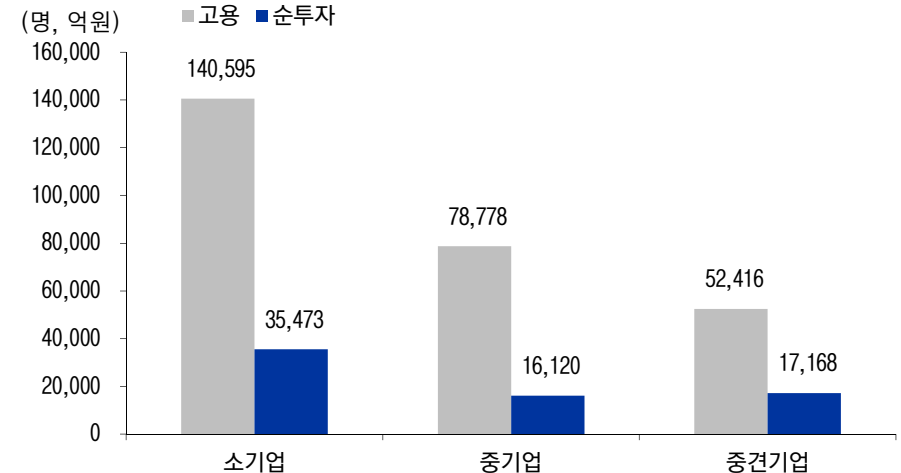
# 포디즘: 노동자와 자본가의 대타협 & 금융자본의 제재



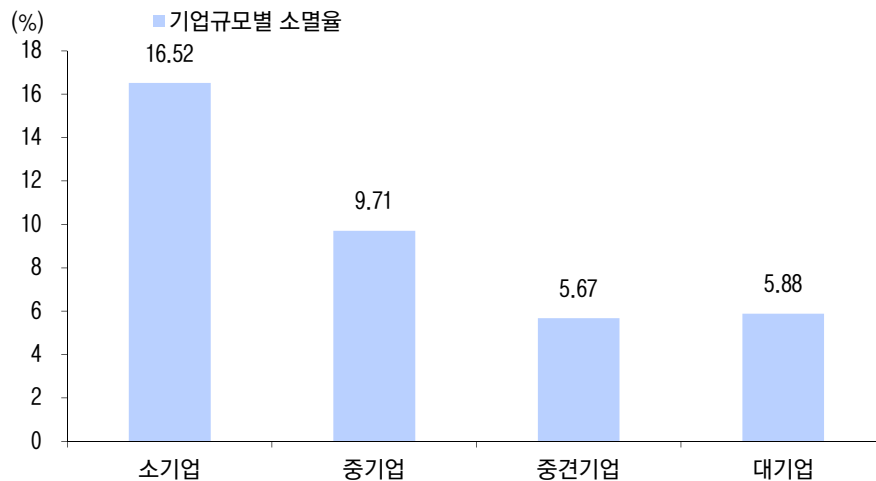
# 산술적으로 소기업 지원이 경제성장에 효과적

- 하도급기업의 수익성: 상대적 안정성, 생존에 필요한 최소한의 수익만 보장? 2000년대 초반에 비해 후반에 하락
- 원사업자와 그 하도급기업의 수익성 큰 격차. 다만, 원사업자의 수익성은 큰 변동성, 이것이 수익성 격차의 주된 요인?
- 영업기밀이라는 이유로 하도급기업 리스트 미공개, 기본 연구조차 부족

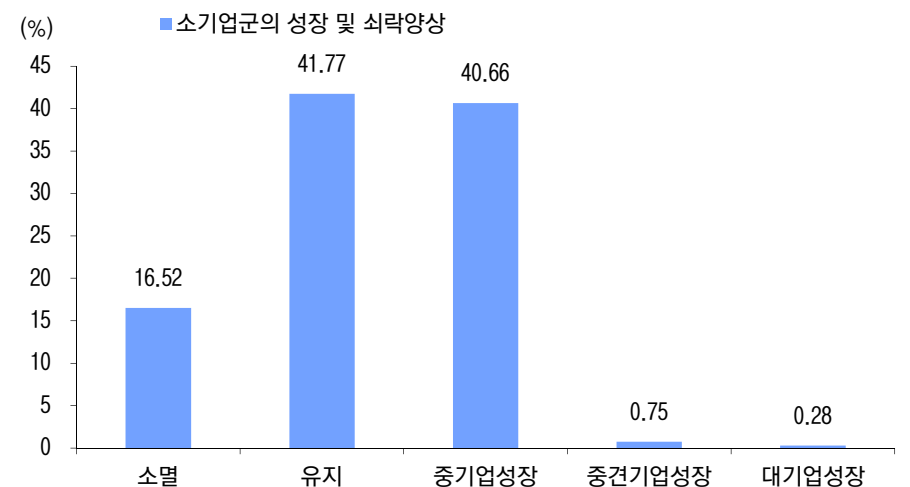
## 한 단계 성장에 의한 산술효과



## 기업규모별 소멸율



## 소기업군의 성장 및 쇠락 양상



자료: 성장사다리구축을 위한 정책적 함의(2013, 위평량), 이베스트투자증권 리서치센터

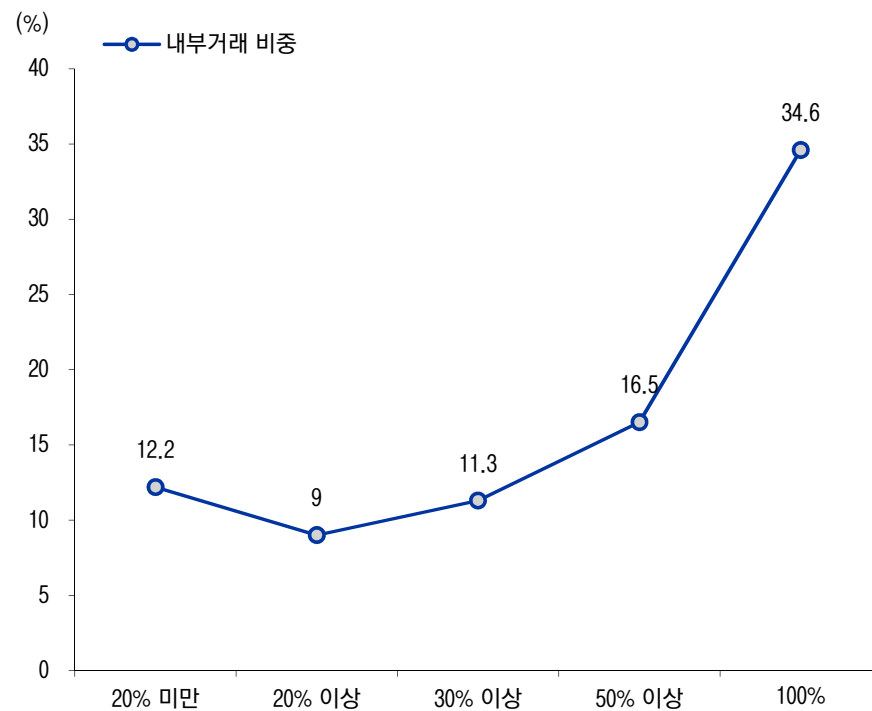
# 내부거래 비중 축소

- 내부거래 비중: 비주력 서비스업종의 특성 → 상대적으로 적은 자본으로 진입 가능하기 때문: 중소기업 시장
- 총수일가 지분율이 높은 계열사일수록 내부거래 비중이 높음
  - 재벌총수일가의 내부거래를 통해 이익 추구
  - 내부 거래 비중 축소를 통한 내수 경제 활성화 기대

## 내부거래 비중이 높은 업종(거래금액 2조 원 이상)

업종명	주요 세부업종	내부거래		집단 수	회사 수
		비중	금액		
창고 및 운송관련 서비스업	운송서비스업 (물류)등	34.3	8.8	25	71
컴퓨터프로그래밍 시스템통합 및 관리업	컴퓨터프로그래밍 서비스업, 시스템통합	63.6	7.6	24	37
부동산업	부동산임대업, 부동산관리업	52.9	3.7	31	79
전문서비스업	광고대행업, 비금융지주회사	39.0	3.4	21	40
사업지원서비스업	인력공급 및 보안서비스	50.7	3.1	28	62

## 총수일가 지분율과 내부거래 비중



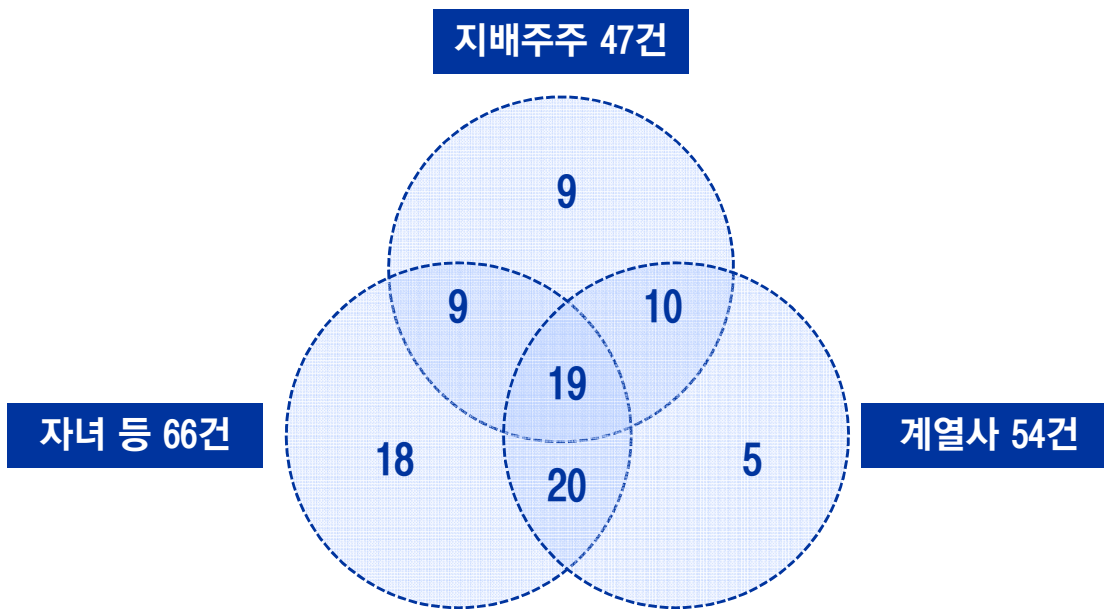
자료: 공정거래위원회, “대기업집단 내부거래현황 분석결과”, 공정위 보도자료 2016.09, 이베스트투자증권 리서치센터

자료: 공정거래위원회, 2016.9 내부거래현황 분석결과 재작성, 이베스트투자증권 리서치센터



# 재벌 총수일가의 불법적 사익추구 행위

- 총 90건의 회사기회 유용 및 지원성 거래 업종분포 및 문제성 주식거래의 구주구성
- 일감몰아주기 등을 통한 부의 증가 상위 10인(2016년 기준)



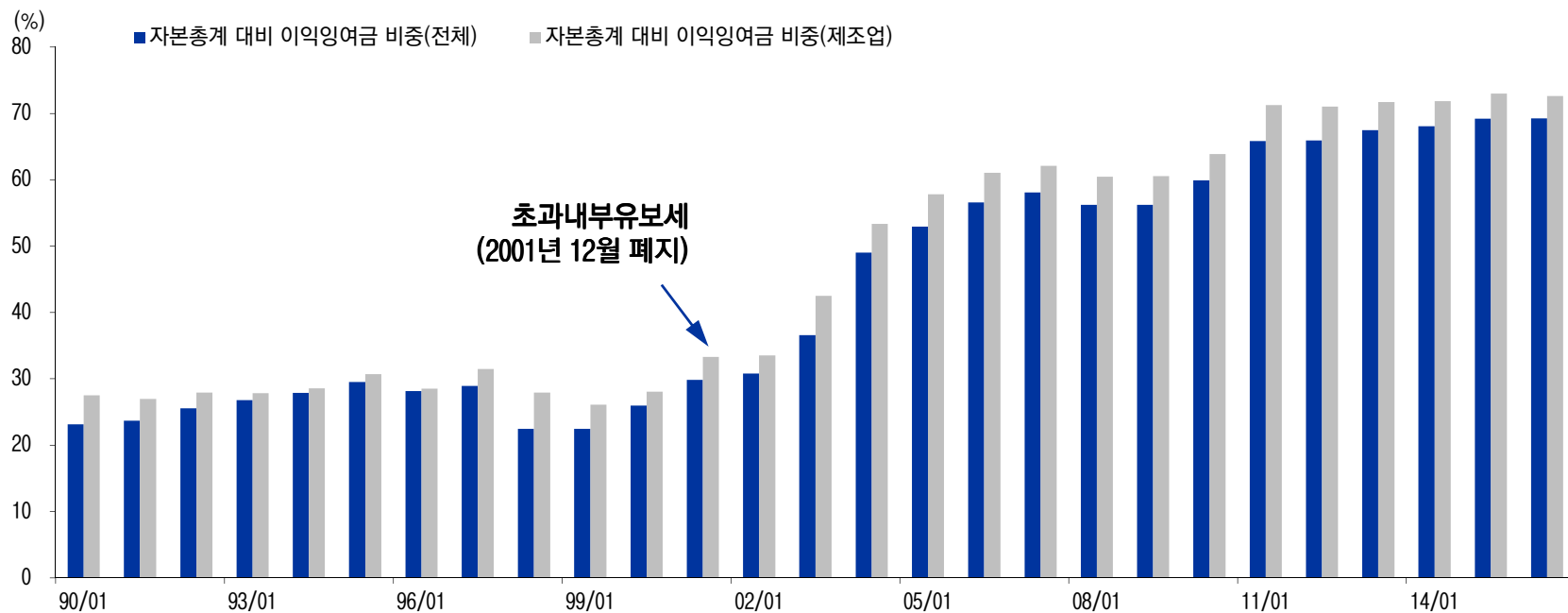
기업집단	주주명	부의 증가액	비율
삼성	이재용	7348973	28.04
SK	최태원	4095202	15.62
현대차	정의선	3639317	13.88
삼성	이부진	2485168	9.48
삼성	이서현	2485168	9.48
현대차	정몽구	1543041	5.89
SK	최기원	1284879	4.9
삼성	이건희	726799	2.77
현대차	정성이	527720	2.01
현대차	정명이	397687	1.52

업종	IT 서비스	건설업	제조업	중개업	운송업	광고대행	부동산관리	유통업	폐기물 처리	서비스	기타
건수	20건	16건	16건	8건	8건	5건	5건	5건	2건	2건	4건

자료: 재벌개혁의 필요성 및 정책방안(김상조), 회사기회유용과 일감몰아주기를 통한 지배주주 일가의 부 증식 6차 보고서(2016년, 이총회), 이베스트투자증권 리서치센터

# 기업이 너무 많이 가져간다

- 내부유보에 대한 시각: ‘경제가 성장하는 만큼 실질임금이나 가계소득이 늘지 않는 가장 현실적인 이유는 기업이 창출한 이익이 분배되지 않고 기업내부에 유보되기 때문’ → 초과내부유보세
- 초과내부유보세 도입으로 기업들은 ‘유보세 부담’ 과 ‘임금 또는 배당’ 사이에서 최적의 선택을 할 것
- 초과내부유보세에 대한 인센티브: 배당보다 임금과 직원복지로 배분하면 인센티브 적용



# 투자/상생협력 촉진세제 공제 항목 비교

## ● 배당 가중치 제거, 고용비용 및 상생 협력출연금 비중 증가

- 신설되는 투자/상생협력 촉진세제에서는 공제 항목 중 ①투자에서 부동산(토지) 항목이 삭제되고 ②임금증가의 가중치가 늘어났으며, ③배당의 가중치 제거, ④상생협력 출연금의 가중치 증가라는 차이가 존재
- 세법개정안의 목표라고 명시한 일자리 창출, 소득분배 정상화에 맞는 개정안이라고 평가할 수 있지만, 주식시장 입장에서 우호적인 개정안이라고 평가하기 어려움

### 투자/상생협력 촉진세제 요약(2018~2020년 적용)

기업소득 환류세제		투자/상생협력 촉진세제	
항목	가중치	항목	가중치
투자	1.0	투자(토지 제외)	1.0
임금 증가 (고용증가에 따른 임금 증가) (청년 상시근로자 임금 증가분) *근로소득 1.2억원 이상 근로자 임금 증가분 제외	1.5 추가 없음(=1.5) 추가 0.5(=2.0)	임금 증가 (고용증가에 따른 임금 증가) (청년 정규직 임금 증가, 정규직전환 임금 증가) *근로소득 7천만원 이상 근로자 임금 증가분 제외	1.5 추가 0.5(=2.0) 추가 1.0(=2.5)
배당	0.5	배당	0.0
상생협력출연금	1.0	상생협력출연금	3.0

주: 상생협력 출연금에 해당하는 항목은 ①상생협력기금 출연금, ②협력중소기업 사내근로복지기금 출연금, ③공동근로복지기금 출연금

# 투자 아이디어: 정책 위험에서 벗어나자

Good

SK하이닉스 주가추이



삼성전자 주가추이



bad

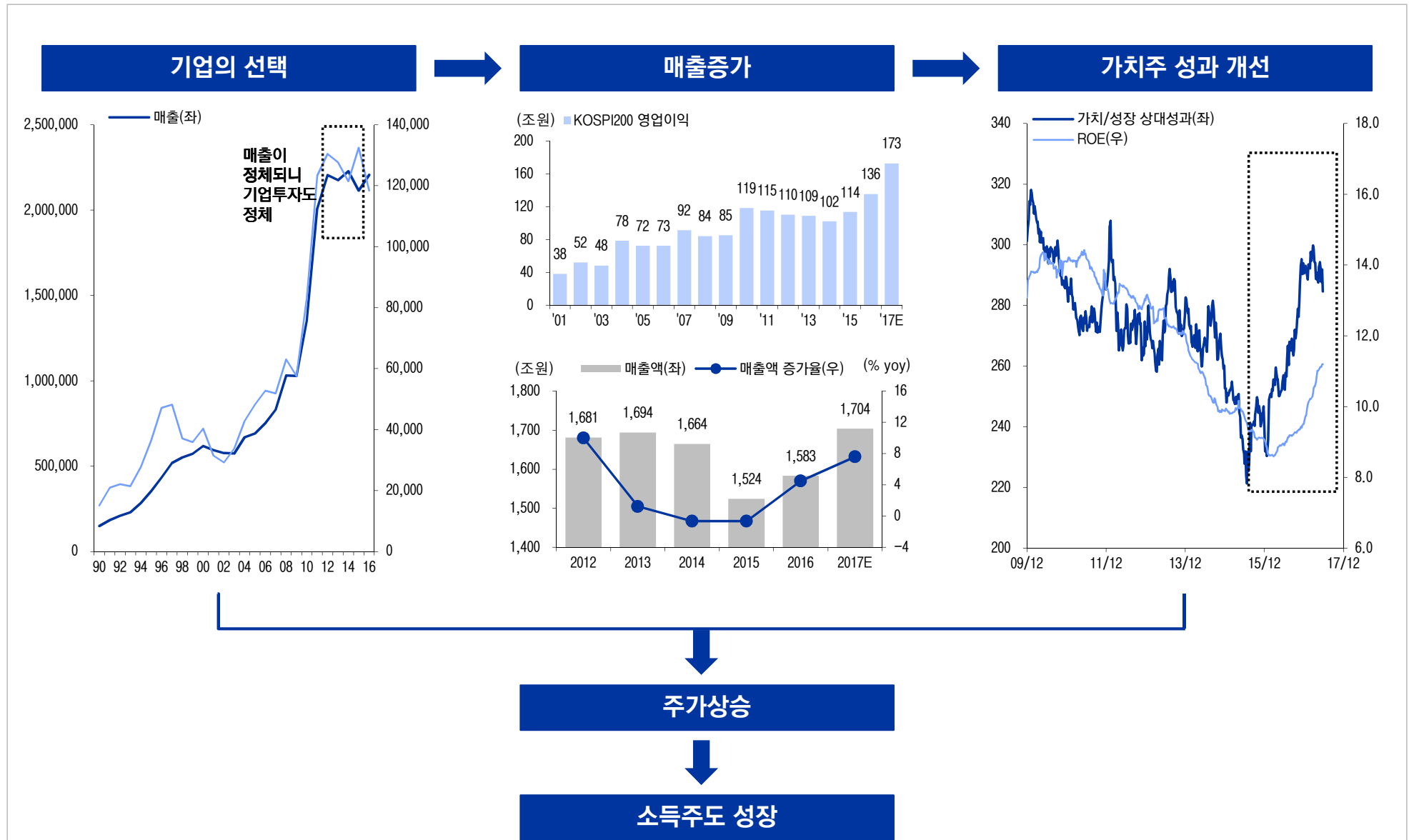
SPC삼립 주가 추이



BGF리테일 주가 추이



# 투자 아이디어: 매출과 Capex투자



자료: WiseFn, Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터

## Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 윤지호).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- \_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.