

계량분석 장희종 02-768-4156 heejong.chang@dwsec.com

계량분석 유주연 02-768-3070 jennifer.yu@dwsec.com

시장ROE와 추정ROE

애널리스트가 추정한 ROE와 시장에서 구해지는 ROE를 이용해 그 스프레드가 확대되는 상위 기업들로 바스켓을 구성해 성과를 보면 KOSPI 보다 나은 수익률을 확인할 수 있다. 또한 ROE 자체의 방향성과 향후 개선 가능성을 높이기 위해 Earnings Revision(이익개정비율)을 추가해 성과를 체크하면 더욱 나은 결과를 확인할 수 있다

여러 경우의 변수 조합으로 구성된 바스켓 중에서 추정 ROE가 개선되고 ER 추이 개선과 ER이 상위에 있는 종목들의 누적 성과가 가장 양호하게 나타났다. 최근 실적부진이 만연한 상황에서 ROE와 ER 흐름이 양호한 종목들의 긍정적 성과가 가속화되고 있다. 최근 집계한 데이터로 선정된 종목들은 삼성전자 외 10종목으로 IT와 내수 소비재 업종의 종목들이 많이 꼽혔다.

종목 스크리닝의 또 하나의 방법

재무제표 기반 ROE와 시장에서 확인되는 ROE

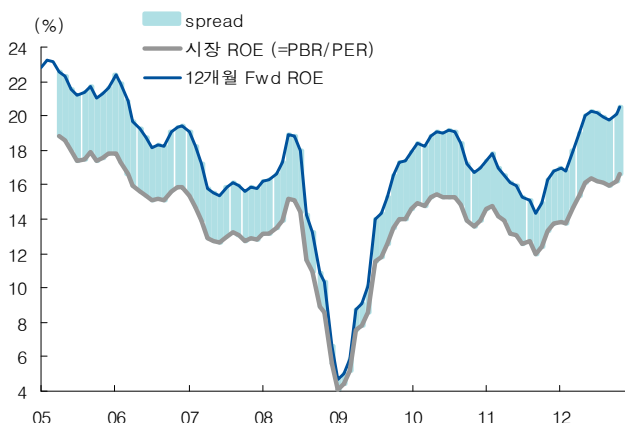
기업의 ROE(자본이익률)는 기업이익/평균순자산으로 구해지는데, 시장에서 확인되는 PBR의 PER 대비 비율로도 계산된다. 전자는 재무제표를 기반으로 산출되는 값이고 후자는 시장 움직임의 결과로 구해지는 값들이다.

애널리스트가 추정한 ROE와 시장에서 구해지는 ROE는 아래 <그림1>의 삼성전자 경우처럼 유사한 추이를 보인다. 여기서 주목할 부분은 추정 ROE와 시장에서 구해지는 ROE의 차이이다. 이 차이가 커지는 경우 애널리스트 추정치가 맞다면 시장 ROE 역시 상승할 가능성이 높아질 것이기 때문이다.

추정ROE와 시장ROE의 차이 확대는 주가 상승과 연결

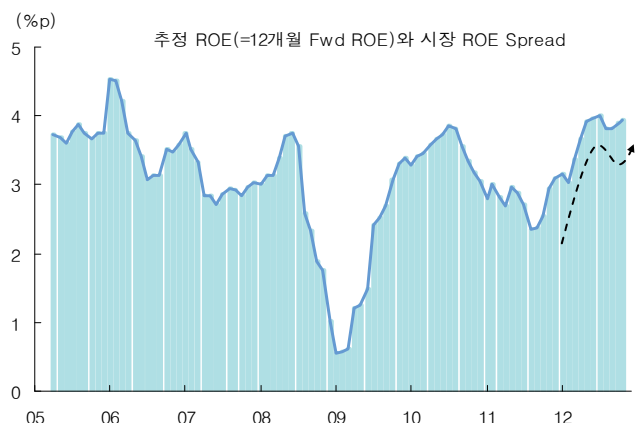
PER보다 PBR은 주가 상승에 상대적으로 더 민감하게 움직이기 때문에 시장 ROE의 상승은 주가 상승으로 나타나는 경우가 많다. 최근 삼성전자의 ROE 스프레드도 확대되고 있다.

그림 1. 삼성전자의 시장에서 구해진 ROE와 추정 기반 ROE 및 그 차이



자료: WiseFn, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 삼성전자 추정ROE와 시장ROE 스프레드는 최근 다시 확대 중



자료: WiseFn, KDB대우증권 리서치센터

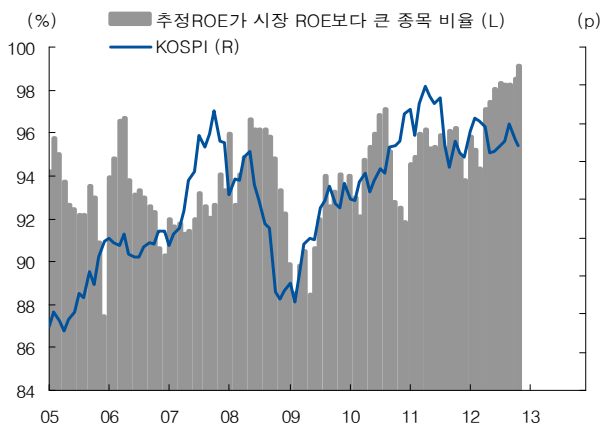
시장 ROE와 추정 ROE의 차이가 커지는 종목들의 성과

일반적으로 추정ROE는
시장ROE보다 높게 나타나

종목별 추정 ROE가 시장 ROE보다 큰 종목들의 비율은 아래 <그림3>과 같이 대체로 시장 흐름과 유사한 추이를 보인다. 또한 앞에서 확인한 삼성전자와 경우처럼 대부분의 종목들은 추정 ROE가 시장 ROE 보다 큰 값을 가진다.

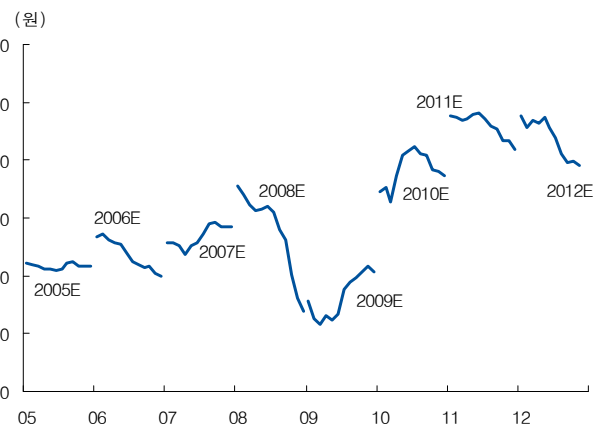
보통 순자산은 매년 증가하는 경향을 보이는데 추정 ROE 계산에서 분모에 들어가는 평균 순자산은 전년 순자산과 당해년도 예상 순자산을 평균한 값을 쓰기 때문에 결과적으로 현재 예상 순자산이 분모로 들어가는 시장 ROE에 비해 크게 나타난다. 또한 기업이익 추정치가 연초에 높고 연말에 낮아지는 경우가 많아 시장에서 보수적으로 ROE를 평가하는 것도 한 원인으로 보인다.

그림 3. 대부분 종목 추정ROE는 시장ROE보다 높고 KOSPI추이와 유사



자료: WiseFn, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 연도별 KOSPI EPS 추정치: 연초대비 상황보다 하향이 다수

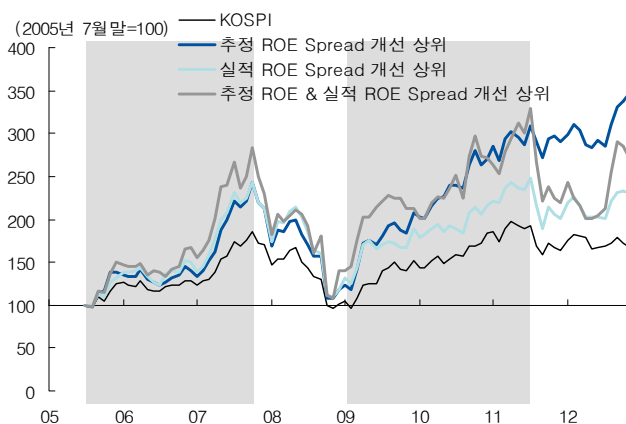


자료: WiseFn, KDB대우증권 리서치센터

추정ROE 스프레드 개선 상위
종목들의 성과 뛰어났다

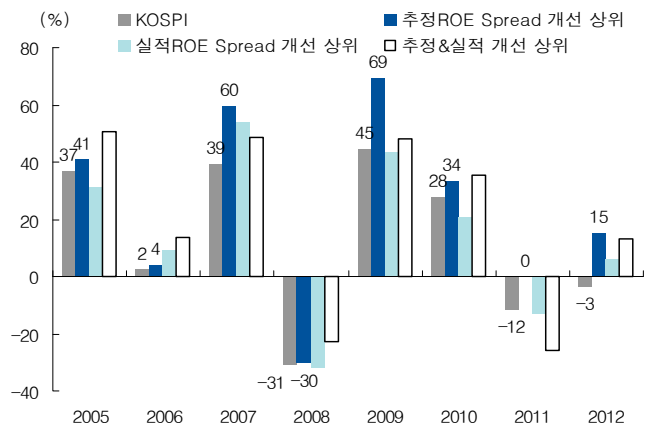
그래서 추정 ROE와 시장 ROE의 절대 차이보다는 그 스프레드가 중요하다. 아래 <그림 5,6>은 추정 ROE와 과거 4분기 누적 실적으로 계산한 ROE가 월별로 개선되는 상위 20% 종목들을 바스켓으로 구성해 동일가중 성과를 확인한 것이다.

그림 5. 누적 기준 추정ROE스프레드 개선 상위종목 성과가 가장 낮다



자료: WiseFn, KDB대우증권 리서치센터

그림 6. 의외로 매년 추정ROE 개선 상위종목 성과는 KOSPI보다 양호



자료: WiseFn, KDB대우증권 리서치센터

ROE 방향성과 향후 개선 가능성을 높이기 위해 ER 고려

ROE스프레드 확대에 Earnings Revision(이익개정비율) 가미

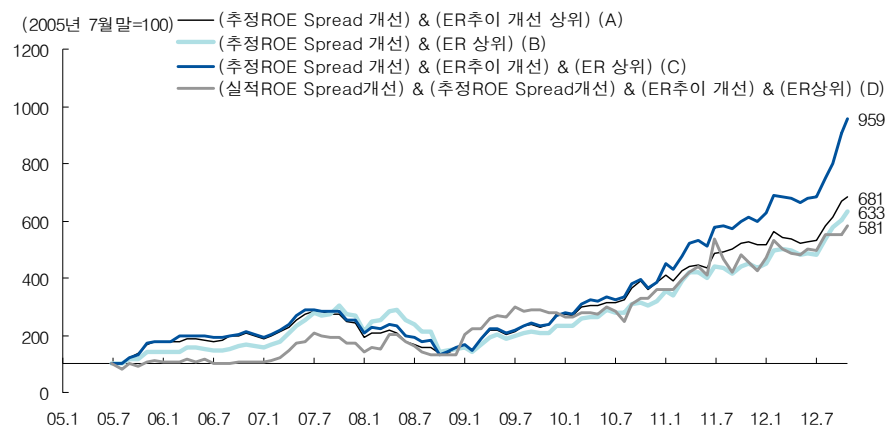
앞의 ROE 스프레드 확대에 따른 성과 확인은 ROE 자체의 방향성은 고려되지 않았다. 추정 ROE가 하락할 때도 시장 ROE가 더 빠르게 하락하면 스프레드는 확대될 수 있다.

이를 보완하기 위해 Earnings Revision(이익개정비율)을 추가하였다. ER이 양호한 종목은 ROE 자체 방향성 역시 상승하는 것을 의미한다. 뿐만 아니라 향후 ROE 추이도 개선될 가능성을 높인다.

앞의 성과 분석과 마찬가지로 월별로 관리종목을 제외한 투자자의견 수가 일정 개수 이상인 종목들에 대해 성과를 확인하였다. ROE 개선과 ER 방향성, 그리고 ER 값에 따른 상위 20% 종목들로 바스켓을 구성해 월별 리밸런싱한 결과이다.

여러 조합들 중에서 아래 <그림7>처럼 추정 ROE가 개선되고 ER 추이 개선과 ER이 상위에 있는 종목들의 누적 성과가 가장 양호하게 나타났다. 지난 11월 13일 '3분기 실적 점검' 자료에서 확인한 것처럼 최근 실적부진이 만연한 상황에서 ROE와 ER 흐름이 양호한 종목들의 긍정적 성과가 가속화되고 있다.

그림 7. 추정ROE스프레드 개선 종목들에 ER추이 개선되고 ER 절대수준 높은 종목들의 성과 탁월



자료: WiseFn, KDB대우증권 리서치센터

표 1. 연도별 추정ROE 스프레드 개선과 ER을 고려한 바스켓들의 성과와 상승/하락 종목 비중

기간	연도별 수익률 (%)				연도별 Hit Ratio (%)				상승종목 / 전종목 비중 (월평균,%)				하락종목 / 전종목 비중 (월평균,%)			
	A	B	C	D	A	B	C	D	A	B	C	D	A	B	C	D
2005	92	54	96	12	67	67	83	40	76	62	70	46	24	38	30	54
2006	10	16	13	0	42	67	42	55	45	50	45	57	55	50	55	43
2007	32	69	31	66	50	67	50	67	52	56	50	50	48	44	50	50
2008	-23	-28	-26	-4	50	58	50	25	40	40	41	27	60	60	59	73
2009	67	48	62	39	58	58	58	56	68	63	65	60	32	37	35	40
2010	41	38	39	35	58	67	75	55	59	58	62	53	41	42	38	47
2011	26	23	32	19	75	75	75	50	51	53	54	56	49	47	46	44
2012	32	40	53	23	64	73	82	67	54	58	57	62	46	42	43	38

주: A - 추정ROE 스프레드 & ER추이 개선 상위, B - 추정ROE 스프레드 개선 & ER 상위, C - 추정ROE 스프레드 & ER추이 개선 & ER 상위,

D - 추정ROE & 실적ROE 스프레드 & ER추이 개선 & ER 상위, Hit Ratio는 연도별 KOSPI 대비 나온 수익률 보인 월의 비율

자료: WiseFn, KDB대우증권 리서치센터

지난 10월말 기준 선정된 종목들은 아래 <표2>와 같다. 가장 양호한 성과를 보이고 있는 추정ROE 스프레드 & ER추이 개선 & ER 상위로 조합된 바스켓(C)이다. 인 한국콜마홀딩스, 아모텍, LG하우시스, 코라오홀딩스 같은 종목들은 양호한 성과를 보인 종목들이다. 월별 리밸런싱 기준에 따라 11월말까지 성과를 체크할 예정이다.

표 2. 지난 10월말 기준 추정ROE 스프레드 & ER추이 개선 & ER 상위 종목들과 성과

종목코드	종목명	시가총액 (억원)	업종	11월 성과 (%)	추정 ROE Spread (%p)			Earnings Revision (%)		
					10월	9월	8월	10월	9월	8월
024720	한국콜마홀딩스	1,698	생활용품	77.5	9.2	9.0	8.1	50.0	0.0	0.0
052710	아모텍	1,162	ITHW	35.3	0.9	0.8	0.7	66.7	0.0	0.0
108670	LG하우시스	7,345	건설	4.5	0.3	0.2	0.2	100.0	0.0	33.3
900140	코라오홀딩스	7,795	자동차	4.1	3.6	3.6	3.6	100.0	0.0	0.0
000660	SK하이닉스	177,703	반도체	3.0	0.1	0.0	0.0	17.2	-66.7	-24.0
068240	다원시스	656	ITHW	2.7	1.3	1.0	1.2	100.0	0.0	0.0
002790	아모레G	38,100	생활용품	1.6	1.1	1.0	1.0	100.0	0.0	100.0
000080	하이트진로	22,233	음식료	-0.8	0.6	0.4	0.5	50.0	-50.0	0.0
004370	농심	15,572	음식료	-0.8	0.5	0.4	0.3	25.0	-6.3	-53.3
007690	국도화학	2,298	화학	-7.4	0.7	0.6	0.5	100.0	0.0	0.0
069620	대웅제약	4,825	제약	-11.1	1.4	1.1	1.0	57.1	57.1	0.0
001250	GS글로벌	2,693	무역	-13.4	1.3	1.0	0.8	100.0	0.0	0.0

자료: WiseFn, KDB대우증권 리서치센터

앞으로 기대되는 종목들은 <표3>과 같다. 최근 집계된 값들을 이용해 선정된 종목들이다. 마찬가지로 추정ROE 스프레드 & ER추이 개선 & ER 상위로 조합된 바스켓(C)의 종목들이다. 월말에 조금 변경될 수 있겠지만, 큰 틀은 유지될 것으로 보인다.

표 3. 최근 기준 추정ROE 스프레드 & ER추이 개선 & ER 상위 종목들과 성과

종목코드	종목명	시가총액 (억원)	업종	추정 ROE Spread (%p)			Earnings Revision (%)		
				11월	10월	9월	11월	10월	9월
005930	삼성전자	2,087,232	반도체	4.0	3.9	3.8	37.9	60.7	-29.6
000660	SK하이닉스	177,703	반도체	0.3	0.1	0.0	41.4	17.2	-66.7
034220	LG디스플레이	128,098	ITHW	0.5	0.2	0.1	64.0	4.0	-12.5
010950	S-Oil	109,318	정유	1.1	1.1	1.0	59.1	-13.0	37.5
006400	삼성SDI	69,704	ITHW	0.8	0.6	0.7	79.2	30.8	-7.7
053210	케이티스카이라이프	15,396	미디어	2.5	2.3	2.0	50.0	6.7	-13.3
001680	대상	10,410	음식료	1.0	0.9	0.9	100.0	0.0	57.1
128940	한미약품	9,938	제약	0.1	0.1	0.0	57.1	-23.1	25.0
028150	GS홈쇼핑	9,161	소매	1.5	1.3	1.3	44.4	21.4	15.0
033240	자화전자	3,038	ITHW	2.5	1.5	2.3	50.0	0.0	0.0
086450	동국제약	2,010	제약	1.3	0.8	0.8	50.0	0.0	-100.0

자료: WiseFn, KDB대우증권 리서치센터