

# 메리츠코리아연금증권전환형자투자신탁1호[주식]

## [주식형 펀드]

### [ 자산운용보고서 ]

(운용기간: 2016년 05월 02일 - 2016년 08월 01일)

- 이 상품은 [주식형 펀드] 로서,  
[추가 입금이 가능한 추가형이고, 다양한 판매보수의 종류를 선택할 수 있는 종류형 펀드입니다.]
- 자산운용보고서는 자본시장과 금융투자업에 관한 법률에 의거 자산운용회사가 작성하며,  
투자자가 가입한 상품의 특정기간(3개월)동안의 자산운용에 대한 결과를  
요약하여 제공하는 보고서입니다.

## 메리츠자산운용

03051 서울특별시 종로구 북촌로 104 (계동, 계동빌딩)  
( 전화 :02)6320-3000 , [www.meritzam.com](http://www.meritzam.com) )

# 목 차

1. 펀드의 개요
2. 운용경과 및 수익률 현황
3. 자산현황
4. 투자운용전문인력 현황
5. 비용현황
6. 투자자산매매내역
7. 공지사항

<참고 - 펀드용어정리>

용 어	내 용
금융투자상품	이익 추구 혹은 손실 회피 목적으로 만들어진 재산적 가치를 지닌 금융상품으로 증권 및 파생상품 등을 말합니다.
기준가격	펀드의 매입·환매 및 분배시 적용되는 가격으로, 기준가격의 산정은 전일의 펀드 순자산총액을 전일의 펀드 잔존수익증권 수량으로 나누어 1,000을 곱한 가격으로 표시하고, 소수점 셋째 자리에서 반올림합니다.
단기금융집합투자기구	투자신탁재산의 전부를 대통령령으로 정하는 단기금융상품에 대통령령으로 정하는 방법으로 투자하는 펀드입니다.
증권집합투자기구	투자신탁재산의 50% 초과하여 증권(주식, 채권 등)에 투자하는 펀드입니다.
혼합자산집합투자	투자신탁재산을 운용함에 있어서 투자대상의 제한을 받지않는 펀드입니다.
부동산집합투자	투자신탁재산의 50% 초과하여 부동산(부동산과 관련된 증권 등 포함)에 투자하는 펀드입니다.
특별자산집합투자기구	투자신탁재산의 50% 초과하여 특별자산(증권 및 부동산을 제외한 투자대상자산을 말한다)에 투자하는 펀드입니다.
종류형(집합투자기구)	통상 멀티클래스펀드로 불리웁니다. 멀티클래스 펀드란 하나의 펀드 안에서 투자자 그룹(클래스)별로 서로 다른 판매보수와 수수료 체계를 적용하는 상품을 말합니다. 보수와 수수료의 차이로 클래스별 기준가격은 다르게 산출되지만 각 클래스는 하나의 펀드로 간주돼 통합 운용되므로 자산운용 및 평가 방법은 동일합니다.
추가형(집합투자)	기 설정된 펀드에 추가 설정이 가능한 펀드입니다.
수익증권(집합투자증권)	자본시장과 금융투자업에 관한 법률' 상 증권의 일종으로 집합투자업자 및 신탁업자가 일반 대중으로부터 자금을 모아 펀드를 만들 때 이 펀드에 투자한 투자자들에게 출자비용에 따라 나눠주는 권리증서를 말합니다. 집합투자기구에 가입(매입)한다는 것은 이 수익증권을 산다는 의미입니다
집합투자	2인 이상에게 투자자로부터 자금을 모집하여 금융투자상품 등에 투자하여 그 운용성과를 투자자에게 돌려주는 것을 말합니다.
집합투자기구(펀드)	집합투자를 수행하는 기구로서 법적으로 집합투자기구라 표현되며 통상 펀드라고 불립니다. 대표적으로 투자신탁 및 투자회사가 이에 해당합니다.
집합투자업자	2인 이상에게 투자권유를 하여 모은 금전 등을 받아 증권(주식, 채권 등)등에 투자?운용하는 회사를 말합니다.
신탁업자	투자자산을 보관하고 관리하는 회사를 말합니다.
판매회사	펀드의 판매, 환매등을 주된 업무로 하는 회사를 말하며, 투자자에게 펀드를 판매하는 은행, 증권사, 보험사 등이 이에 속합니다.
일반사무관리회사	펀드 일반사무관리업무를 위탁을 받아 기준가산정 등의 업무를 수행하는 회사를 말합니다.
투자신탁	집합투자업자와 신탁회사간의 신탁계약 체결에 의해 만들어지는 펀드를 말합니다.
한국금융투자협회 펀드코드	상장주식의 경우 회사명 또는 코드번호 6자리를 활용하여 투자자들이 쉽게 공지사항을 조회, 활용할 수 있는 것처럼 펀드 또한 한국금융투자협회가 부여하는 5자리의 고유 코드가 존재하며, 펀드명 뿐만 아니라 이러한 코드를 이용하여 펀드의 각종 정보에 대한 조회가 가능합니다.

# 1. 펀드의 개요

## ▶ 기본정보

<b>적용법률:</b>	자본시장과 금융투자업에 관한 법률	<b>위험등급</b>	2등급(높은위험)
--------------	--------------------	-------------	-----------

펀드명칭		금융투자협회 펀드코드	
메리츠코리아증권모투자신탁[주식]		15617	
메리츠코리아연금증권전환형자투자신탁1호[주식]		15619	
메리츠코리아연금증권전환형자투자신탁1호[주식]종류C-1		15620	
메리츠코리아연금증권전환형자투자신탁1호[주식]종류A		15618	
메리츠코리아연금증권전환형자투자신탁1호[주식]종류S-P		AR455	
메리츠코리아연금증권전환형자투자신탁1호[주식]종류Ce		AS506	
펀드의 종류	투자신탁, 증권펀드(주식형), 추가형, 개방형, 종류형, 모자형	최초설정일	2009. 11. 02
운용기간	2016.05.02 - 2016.08.01	존속기간	종료일이 따로 없습니다.
자산운용회사	메리츠자산운용	판매회사	하나금융투자, 신한금융투자, 대신증권 외 8개
펀드재산보관회사 (신탁업자)	하나은행	일반사무관리회사	신한아이타스
<b>상품의 특징</b>			
수익자의 노후생활 대비 자금을 마련하기 위한 연금저축투자신탁으로 주식에 주로 투자하는 모 집합투자기구 “메리츠코리아증권모투자신탁[주식]”에 집합투자재산의 대부분을 투자합니다.			

주) 펀드의 자세한 판매회사는 금융투자협회 홈페이지 [ <http://dis.kofia.or.kr> ],  
 운용사 홈페이지 [ [www.meritzam.com](http://www.meritzam.com) ] 에서 확인하실 수 있습니다.

## ▶ 재산현황

(단위: 백만원, %)

※ 아래 표를 통하여 당기말과 전기말 간의 자산총액, 부채총액, 순자산총액 및 기준가격의 추이를 비교하실 수 있습니다.

펀드명칭	항목	전 기 말	당 기 말	증감률
메리츠코리아연금증권전환형자투자신탁 1호[주식]	자산총액	33,883	31,865	-5.96
	부채총액	67	67	-0.83
	순자산총액	33,816	31,798	-5.97
	기준가격	930.28	881.48	-5.25
종류(Class)별 기준가격 현황				
메리츠코리아연금증권전환형자투자신탁 1호[주식]종류C-1	기준가격	923.25	871.25	-5.63
메리츠코리아연금증권전환형자투자신탁 1호[주식]종류A	기준가격	925.97	875.21	-5.48
메리츠코리아연금증권전환형자투자신탁 1호[주식]종류S-P	기준가격	926.30	875.69	-5.46
메리츠코리아연금증권전환형자투자신탁 1호[주식]종류Ce	기준가격	925.43	874.42	-5.51

주) 기준가격이란 투자자가 펀드를 입금(매입), 출금(환매)하는 경우 또는 분배금(상환금포함) 수령시에 적용되는 가격으로 펀드의 순자산총액을 발행된 수익증권 총좌수로 나눈 가격을 말합니다.

## ※분배금내역

(단위: 백만원, 백만좌)

※해당사항 없음

# 2. 운용경과 및 수익률 현황

▶ 기간수익률

(단위: %)

펀드명칭	최근3개월	최근6개월	최근9개월	최근12개월	최근2년	최근3년	최근5년
	16.05.02 ~ 16.08.01	16.02.02 ~ 16.08.01	15.11.02 ~ 16.08.01	15.08.02 ~ 16.08.01	14.08.02 ~ 16.08.01	13.08.02 ~ 16.08.01	11.08.02 ~ 16.08.01
메리츠코리아연금증권전환형자투자신탁1호[주식]	-5.25	-16.02	-11.85	-20.73	11.30	24.60	5.87
( 비교지수대비 성과 )	(-7.03)	(-21.46)	(-11.86)	(-20.70)	(13.40)	(18.93)	(12.44)
비 교 지 수	1.78	5.44	0.01	-0.03	-2.10	5.67	-6.57
종류(Class)별 현황							
메리츠코리아연금증권전환형자투자신탁1호[주식]종류 C-1	-5.63	-16.68	-12.88	-21.97	7.95	19.03	-2.17
( 비교지수대비 성과 )	(-7.41)	(-22.12)	(-12.89)	(-21.94)	(10.05)	(13.36)	(4.40)
비 교 지 수	1.78	5.44	0.01	-0.03	-2.10	5.67	-6.57
메리츠코리아연금증권전환형자투자신탁1호[주식]종류 A	-5.48	-16.42	-12.48	-21.49	-	-	-
( 비교지수대비 성과 )	(-7.26)	(-21.86)	(-12.49)	(-21.46)	-	-	-
비 교 지 수	1.78	5.44	0.01	-0.03	-	-	-
메리츠코리아연금증권전환형자투자신탁1호[주식]종류 S-P	-5.46	-16.39	-12.43	-21.43	9.40	-	-
( 비교지수대비 성과 )	(-7.24)	(-21.83)	(-12.44)	(-21.40)	(11.50)	-	-
비 교 지 수	1.78	5.44	0.01	-0.03	-2.10	-	-
메리츠코리아연금증권전환형자투자신탁1호[주식]종류 Ce	-5.51	-16.48	-12.56	-21.59	8.98	-	-
( 비교지수대비 성과 )	(-7.29)	(-21.92)	(-12.57)	(-21.56)	(11.08)	-	-
비 교 지 수	1.78	5.44	0.01	-0.03	-2.10	-	-

※ 비교지수 : (1 \* [KOSPI])

※ 위 투자실적은 과거 성과를 나타낼 뿐 미래의 운용성과를 보장하는 것은 아닙니다.

▶ 추적오차

(단위: %)

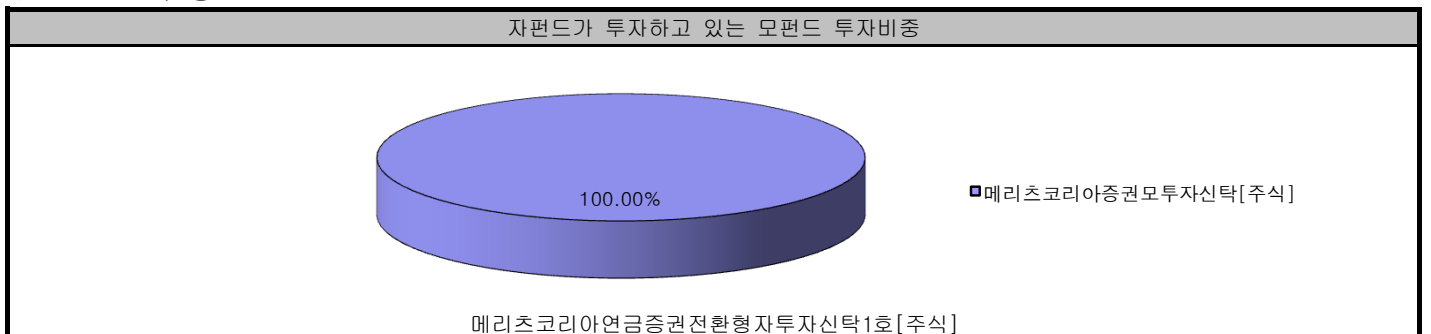
※ 해당사항 없음

▶ 손익현황

(단위: 백만원)

구분	증권				파생상품		부동산	특별자산		단기대출 및 예금	기타	손익합계
	주식	채권	어음	집합투자증권	장내	장외		실물 자산	기타			
전기	-4,308	-	-	-	-	-	-	-	-	8	0	-4,300
당기	-1,801	-	-	-	-	-	-	-	-	5	0	-1,796

▶ 펀드 구성



주) 위의 도표 및 그림은 현재 투자자가 가입하고 있는 자펀드만을 대상으로 보여주고 있습니다.

자펀드 자산현황을 100으로 가정하였을 때 각 모펀드의 집합투자증권에 얼마만큼 투자하고 있는지를 보여줍니다.

## ▶ 운용경과

메리츠코리아연금주식펀드(이하 '펀드') 종류C-1의 [2016.5.2 ~ 8.1] 기간동안 성과는 시장이 1.78% 상승하는 동안 -5.63%의 저조한 성과를 기록하게 되었고 시장 대비 7.41%p 초과 하락하는 부진한 성과를 보였습니다. 따라서 올해 상반기 성과는 시장이 0.46% 오를 동안 펀드는 9.41% 하락하여 매우 부진한 성과를 보이게 되었습니다.

보다 자세히 이번 분기 펀드 운용과 관련하여 설명드리도록 하겠습니다.

### 펀드 운용목표

첫째, 펀드는 일관되게 차별화된 운용 철학과 프로세스로 운용되고 있습니다. 펀드의 운용 원칙은 고객의 입장에서 운용하고, 고객의 이익을 최우선으로 운용하는 것입니다. 저희는 고객 자산을 가급적 잃지 않아야 한다는 운용 목표를 가지고 수익에 앞서서 위험을 먼저 고려하고 있습니다. 철저히 상향식 접근방식(Bottom-up)을 통하여 펀더멘탈이 우수한 수백 개의 기업들을 찾아다니면서 투자기회를 얻고 위험을 관리해 나가고 있습니다. 글로벌 관점에서 해외 경쟁 기업들을 비교 분석해가는 것을 중요시하고 있습니다. 이를 통해 펀더멘탈이 우수하다고 판단되는 76개의 종목들에 골고루 분산 투자하고 있습니다. 펀드의 상위 10개와 20개 종목 비중의 합이 약 28%와 49%입니다. 저희는 올해 하반기에도 기존 투자 기업들의 경쟁력을 면밀하게 관찰해 나가면서 기존 보유 종목이나 신규 유망한 기업들에 대한 투자를 꾸준히 진행해 나갈 예정입니다.

둘째, 펀드는 벤치마크를 추종하지 않고, 시장과 약 80%가량 다르게 적극적으로 운용(Active share ratio)되고 있습니다. 이러한 저희의 차별화된 운용 전략은 단기적으로 시장과 상이한 수익률 전개로 이어질 수 있습니다. 하지만 저희의 일관된 운용방향이 장기적으로 시장을 초과할 수 있는 전략으로 믿고 있습니다. 펀드는 항상 불필요한 단기매매를 지양하고 기업과 동업을 하는 마음으로 인내심을 가지고 장기 투자를 실천해오고 있습니다. 그 결과 펀드의 연간 매매 회전율은 국내에서 가장 낮은 수준입니다. 저희는 향후 구조적으로 성장하거나 턴어라운드 할 수 있는 퀄리티 기업들을 중심으로 경쟁력 있는 종목들을 지속적으로 편입해 나갈 것입니다.

셋째, 저희는 시장이 하락하는 시기에 고객의 투자자산을 잃지 않고 보호할 수 있어야 고객으로부터 신뢰를 받을 수 있다고 믿고 있습니다. 2014년부터 올해 2분기 말까지 펀드는 시장이 하락하는 시기에 0.74배만 떨어졌고, 시장이 오르는 시기에는 0.90배 정도 종합주가지수를 따라가면서 지속적인 초과 성과를 거두어 왔습니다. 하지만 2016년들어 펀드는 시장이 하락하는 시기에 더 떨어지고 (1.10배) 시장이 오르는 시기에는 덜 오르는 (0.74배) 부진한 모습을 보여주고 있습니다.

### 펀드 성과와 향후 전망

이번 분기 펀드의 초과 하락 원인을 보다 자세히 살펴보겠습니다. 첫째, 종목별 관점에서 포트폴리오의 약 55%의 비중을 차지하고 있는 종목들이 시장보다 저조한 성과를 기록하였기 때문입니다. 둘째, 업종별로 살펴보면 펀드에서 높은 비중을 차지하는 음식료 업종의 부진과 헬스케어 업종에서 저조한 성과가 수익률에 부정적인 영향을 미쳤습니다. IT 업종에서 삼성전자 등 전기전자 업종의 강세를 펀드가 따라가지 못하였습니다. 이들 개별종목과 업종에 대한 저희의 견해와 7월 초 발생한 한국정부의 사드 배치 결정 이슈에 대해 저희의 의견을 말씀드리도록 하겠습니다.

첫째, 비록 상반기 펀드 수익률의 급락이 있었지만 펀드에서 투자하고 있는 포트폴리오 개별 기업들의 펀더멘탈은 지속적으로 개선되고 있다는 점을 먼저 말씀드리고 싶습니다. 저희는 올해들어 펀드가 보유중인 기업들의 주가는 하락하였지만 기업가치는 증가하였다고 믿고 있습니다. 이러한 사실은 1분기 포트폴리오 기업들의 견조한 영업실적을 통해서도 확인할 수 있습니다. 1분기말 기준 저희가 보유중인 전체 기업들의 매출액과 영업이익 및 순이익은 전년 동기 대비 각각 13.1%, 14.1%와 23.6% 증가하였습니다. 지난해 4분기 전체 기업들의 매출액과 순이익 증가율이 전년 동기 대비 각각 9.0%와 20.9% 증가한 연장선상에 있는 것입니다. 저희는 매일 평균 3개 이상의 기업탐방과 상향식 리서치(Bottom-up research)를 통해 이러한 영업실적의 호전 추세가 2분기 이후에도 지속될 것이라는 판단을 하고 있습니다. 포트폴리오 기업들의 꾸준한 실적개선은 지금의 단기적인 추가부진을 극복하고 결국 펀드 수익률 회복에 장기적으로 긍정적인 영향을 미칠 것으로 판단합니다. 이러한 펀더멘탈의 개선이 저희가 향후 펀드 수익률의 회복을 기대하고 있는 근거입니다.

둘째, 최근 부진했던 음식료 업종과 반대로 선전하고 있는 IT 업종에 대한 저희의 견해를 말씀드리겠습니다. 먼저 음식료를 중심으로 소비재 업종과 헬스케어 업종의 부진에 대한 의견입니다. 펀드는 소비재 기업들(음식료, 제약, 화장품 등)에 대한 비중이 높은 반면 자본재 기업(철강, 화학, 조선 등)들의 편입 비중이 낮았기에 올해 성과가 저조하였습니다. 저희가 보유하고 있는 음식료 기업들은 모두 공고한 시장지위를 가지고 있습니다. 필수 소비재의 특성상 경기 민감주와는 달리 이익의 부침이 적고 변동성도 적어 저성장 시대의 경기 하강시기에 경기 민감주를 대체할 수 있는 효율적인 투자 수단이 될 수 있다는 믿음을 갖고 투자하고 있습니다. 그러나 올해 2월부터 위험자산에 대한 선호현상 강화로 소재와 산업재, IT업종 등 경기 민감주로의 순환매가 발빠르게 나타났습니다. 시장의 자금이 크게 유입되지 않고 있는 상황에서 시장 참가자들은 지난 5년동안 가장 양호한 수익률을 보였던 음식료 업종의 대표기업들에서 대규모 차익매물 출회를 통해 순환매에 대응하였고 이러한 차익매물이 음식료 업종의 전반적인 성과 저조로 이어졌다는 판단입니다. 지난해 수익률이 좋아서 밸류에이션이 높아진 소비재 업종과 주식들에 대한 차익실현 압박과 공매도 증가는 최근까지도 거세게 이어졌습니다. 이러한 차익매물과 공매도 물량은 최근 수년동안 부진을 면치 못했지만 턴어라운드에 대한 기대감을 높여주고 있는 자본재 업종과 주식들의 순환매로 이어지며 양호한 주가 상승을 이끌었습니다.

비록 2015년 음식료 업종은 30% 가량 상승하였지만 올해 상반기 최하위 업종에 놓이게 되었습니다. 지난해 음식료 업종의 양호한 수익률의 배경으로는 음식료 업종 전체 영업이익이 20% 가까이 증가하였기 때문이었지만 올해 상반기 이익 둔화에 대한 우려와 높아진 밸류에이션 부담이 주가 하락으로 이어지게 되었습니다. 음식료 주가에 영향을 주는 변수가 상반기에 나빠진 것은 사실입니다. 먼저 음식료 기업의 원가를 형성하는 곡물가격의 상승이 있었습니다. 지난 5년동안 곡물가격은 절반 가량 빠져서 음식료 기업들의 이익률을 높아지게 만들었습니다. 음식료 기업들은 곡물가격의 하향안정화 추세속에서 가격인상을 통하여 마진을 더욱 개선시킬수 있었습니다. 이에 따라 과점지위를 가진 음식료 기업들의 실적은 개선되었고 주가상승으로 이어지면서 밸류에이션도 시장보다 높은 프리미엄에서 지속적으로 거래될 수 있었습니다. 글로벌 저성장 기조가 정착되고 있는 상황에서 과점구조를 형성하면서 안정적인 이익 구조를 향유해 왔던 음식료 기업들이 투자자들에게 있어 매력적인 대상으로 상당기간 부각되어왔던 것입니다. 더욱이 국내 음식료 기업들의 경우 중국을 중심으로 해외수출도 증가하면서 소비재 기업들의 차이나 플레이로서, 수출과 주가가 모두 견조하게 우상향하는 모습을 보여주었습니다. 그러나 올해 상반기에는 음식료 기업들의 곡물가격 상승이 우려를 불러일으켰지만 가격인상 움직임은 없었고 수출도 중국정부의 강화된 비관세 장벽 등에 대한 우려로 투자자들의 차익실현 욕구는 커졌다는 판단입니다.

그러나 저희는 중장기적인 관점에서 음식료 기업들의 대외변수는 하반기 이후 개선될 수 있다고 생각합니다. 먼저 올해 상반기 곡물가격이 앞서 말씀드린 대로 연초 대비 10% 이상 상승하였지만, 곡물가격의 최대 수요처인 중국수요 둔화와 상반기 곡물가격 상승에 따른 생산 증대 영향으로 곡물 재고수준은 10년래 사상 최고수준에 다다르고 있습니다. 하반기 심한 기상이변이 없다면 곡물가격 상승은 제한적일 것이라 판단됩니다. 실제로 6월달 블랙시트 (영국의 유럽연합 탈퇴) 로 달려 가치가 강세를 보이면서 통상 달려 가치와 반대로 움직이는 국제 농산물 가격이 떨어지고 있는 것을 확인하고 있습니다. 이러한 영향으로 국내에 설정된 8개 농산물 펀드의 최근 한달 평균 수익률도 마이너스로 돌아선 상황입니다. 최근 원/달러 환율은 13개월만에 최저 수준으로 하락하여 원재료 수입비중이 높은 음식료 업종에 긍정적인 영향을 미칠 수 있을 것으로 기대합니다. 달러가 강세였던 2014년 하반기에도 국제곡물 가격이 급락했었던 경험이 있었습니다. 최근 국제유가도 4개월만에 20% 이상 하락하면서 다시 40달러를 하회하게 되었습니다. 유가가 내리면 바이오디젤 수요가 감소해 농산물 가격이 더 하락할 수도 있습니다. 중동의 석유수출국기구(OPEC) 회원국들도 시장 점유율 유지를 위해 생산량을 늘리면서 최근 월별 사상 최고 수준을 기록한 것으로 알려지고 있습니다. 비록 올해들어 음식료 기업들의 가격인상이 이루어지지 않고 있어 특별한 모멘텀을 투자자들이 찾고 있지 못하지만 과점구조가 변하지 않고 있어 최근 원가상승 요인이 가격인상으로 이루어진다면 향후 음식료 업종을 둘러싼 대외변수들이 개선될 수 있을 것이라 판단합니다. 이러한 시장 우려에 따라 하락한 주가는 대외변수와 실적의 개선에 따라 점진적으로 회복 추세를 보일 것으로 기대하고 있습니다.

향후 저희가 음식료 업종에서 기대하고 있던 또다른 성장성은 1인 가구 증가로 인한 소비 트렌드 변화로 가정간편식(Home Meal Replacement, HMR) 산업이 새로운 성장산업으로 부각될 수 있다는 점입니다. 1인 가구는 집에서 직접 요리를 하기보다 외식을 하거나 간편히 먹을 수 있는 가공식품을 주로 구매하는 경향이 높습니다. 외식 시장 또한 1인 가구를 타겟으로 한 새로운 메뉴로 성장에 대한 아이디어를 얻을 수 있을 것이며 음식료 기업들은 간편식/편의식을 생산비중을 크게 늘려나갈 것입니다. 실제로 저희가 보유중인 음식료와 편의점 기업들을 만나보면서 올해 상반기 가정 간편식의 급성장을 확인해볼 수 있었습니다.

보다 중장기적인 관점에서 지난 5년간 음식료 업종이 높은 프리미엄에서 거래되어 온 가장 큰 이유를 살펴보면, 한국경제의 저성장 시대가 고착화되어 가고 있는 환경속에서 안정적인 성장과 현금창출 능력을 지니고 있는 과점구조에 대한 매력에 높게 작용했었습니다. 이제 저희는 이러한 편의점의 자체 브랜드인 PB 상품과 (Private Brand Products, PB상품) 가정 간편식 산업의 성장이 음식료 기업들의 과점 구조 등에 어떠한 영향을 미칠지를 지속적으로 점검해 나갈 것입니다. 앞으로도 저희는 대외 불확실성의 영향권에서 상대적으로 자유로울 수 있는 음식료 및 생활용품, 헬스케어 업종 등의 경쟁력 있는 기업들을 선별적으로 투자해가면서 지속적으로 모니터링 하고 그 결과를 운용보고서를 통하여 고객들과 성실히 공유해 나갈 것입니다.

다음으로 IT업종의 선전과 이에 대한 견해를 말씀드리고자 합니다. 저희는 한국을 대표하는 IT 업종내 경쟁력있는 기업들에 장기투자해오고 있습니다. 하지만 분산투자를 원칙으로 하고 있는 펀드의 운용스타일에 비해 시장에서 삼성전자가 차지하고 있는 높은 비중 (17%수준) 으로 인하여 최근처럼 삼성전자의 주가 상승이 강한 시기에는 펀드 수익률이 부정적인 영향을 받게 될 수 있습니다. 최근 삼성전자의 주가는 사상 최고가를 기록했던 2013년 1월 3일 주가인 158만 4000원에 바싹 근접해 있습니다. 올해 들어서만 보더라도 1월 최저가 108만으로부터 40% 전후 상승하였습니다. 올해 2분기 9분기 만에 분기 8조원대 영업이익을 달성하는 등 성장세를 회복하면서 외국인을 중심으로 매수세가 이어지고 있습니다. 삼성전자가 지난해말부터 시행하고 있는 주주환원 정책과 최근 강화되고 있는 소프트웨어와 자동차 전자장비 부문 등에서의 글로벌 M&A 확장 전략도 긍정적인 반응을 얻고 있는 상황입니다. 최근 코스피 전체 시장에서 외국인 전체 순매수의 20%에 가까운 규모가 삼성전자에 집중되고 있습니다.

삼성전자는 최근 샤오미 회장의 방문에서도 나타났듯이, 이미 스마트폰과 반도체, 3D NAND와 OLED 등 차세대 분야에서도 독보적인 세계적 수준의 경쟁력을 가지고 있습니다. 그러나 급변하는 글로벌 환경변화속에서 도전과제도 만만치 않습니다. 삼성의 도전과제가 무엇인지 삼성그룹이 직접 제작한 사내방송 SBC의 보도를 통해 살펴볼도록 하겠습니다. 최근 삼성은 사내방송에서 자아비판을 통해 구글, 애플 등이 강력한 소프트웨어 파워를 바탕으로 자율주행차, 로봇, 지능형 검색 같은 미래 시장으로 사업의 무게 중심을 옮기고 있는 반면, 삼성은 여전히 제조 하드웨어 사업 비중이 절대적이고 글로벌 경쟁사들에 비해 소프트웨어 파워를 갖고 있지도 않다는 문제의식을 보여준 바 있습니다. 이번 사내방송은 결국 기존 사업들을 소프트웨어와 결합시켜야 하는데, 삼성의 이 같은 행보에 걸림돌이 산적해 있기에 자아비판의 충격요법을 동원한 것으로 보입니다.

삼성전자 경영진도 최근 “5년, 10년 뒤에도 경쟁력 있는 기업으로 존재하고 있을지 장담할 수 없다” 며 임직원에게 위기의식을 불어넣은 바 있습니다. 많은 전문가들이 완제품보다는 핵심 기술인 부품에 집중하고, 제조에서 서비스로 사업 구조를 전환하는 것이 시급하다고 입을 모읍니다. 삼성전자의 5년 후 모습과 경쟁력 강화 방안에 대해 전문가들은 “세트를 고집해서는 답이 없다” 고 한결같이 말하고 있습니다. 더 이상 세트 부문에서 차별화를 하기가 쉽지 않다는 설명입니다. 이미 중국 업체의 제품과 성능면에서 큰 차이가 없으면서 5년 뒤면 대량 생산 체제를 갖춘 중국 업체와 단가 싸움에서 경쟁이 안 될 것이라고는 인식입니다. 이종 업종 간 협업 시스템을 갖춰야 한다는 주장도 줄기차게 제기되고 있습니다. 구글과 GM, 인텔과 BMW 등이 자율 주행차 개발을 위해 제휴를 맺듯이 국내 기업들도 글로벌 협업 체제를 강화해야 한다는 것입니다. 글로벌 생태계에서 주도권을 누가 확보하느냐가 미래 생존에 직접적인 영향을 미치기 때문입니다. 이를 위해서는 삼성이 사내방송에서 스스로 지적하고 있듯이 수평적 상호적 기업문화와 의식이 필수적으로 요구됩니다. 저희는 최근 삼성전자의 소프트웨어와 자동차 전자장비 분야의 글로벌 M&A가 이러한 과정에서 이루어지고 있다고 판단합니다. 앞으로도 우리나라를 대표하는 삼성전자의 대내외 환경과 도전과제들이 어떻게 전개되고 발전되는지 고객들과 면밀하게 운용보고서를 통해서 소통해 나갈 것입니다.

셋째, 비록 2분기에 펀드에서 높은 비중으로 보유하고 있는 화장품 업종이 전체 포트폴리오에서 가장 높은 수익률을 기록하였지만, 7월초 정부의 고고도 미사일 방어체계 (THAAD, 사드) 배치 결정 이후 수익률이 급락하면서 시장의 우려가 커지고 있는 점에 대한 견해입니다. 정부의 사드 배치 결정으로 인해 그동안 중국 관련 수혜주로 여겨왔던 화장품 및 엔터테인먼트 관련 주식에 대한 우려가 커지고 있습니다. 왜냐하면 중국은 지난해 말 기준 한국 수출 비중의 26%, 수입 비중의 20.7%를 차지하는 교역 1위 상대국입니다. 그동안 한국 화장품 업종의 수출은 중국인들의 소비로 인하여 견고한 추세를 보여왔고 엔터테인먼트 기업들은 한류 문화를 선도하며 중국에서의 본격적인 성장을 기대하고 있던 터였습니다. 주지하다시피, 올해 상반기 우리나라의 수출은 전년동기 대비 약 10% 감소하면서 18개월 연속 마이너스가 지속되고 있는 상황입니다. 이러한 어려운 환경속에서도 상반기 화장품 업종의 수출은 전년동기 대비 38% 나 증가하였습니다. 7월초 사드 배치 결정 이전까지는 올해 3분기에도 화장품 수출이 지난해 메르스 여파의 기저 효과까지 겹치면서 양호한 성장 추세가 지속될 것으로 기대를 받고 있었습니다.

그러나 사드 배치로 인하여 3분기 이후 화장품 회사들의 실적에 어떤 영향이 있을지를 예의 주시해야 하는 상황으로 변하였습니다. 왜냐하면 화장품 회사들의 성장과 수익을 이끌었던 면세채널에서, 중국의 경제보복으로 인해 한국으로 오는 여행객이 줄어드는 상황이 발생하게 된다면 타격을 입을 가능성이 있기 때문입니다. 그동안 면세 채널의 성장을 보면 중국인의 방문 증가와 소비 확대가 가장 큰 영향을 미쳤습니다. 우리나라의 6월 중국인 입국자수 데이터는 사상 최고치를 기록한 76만 명(전년동기 대비 140%) 이었습니다. 이러한 중국인 입국자수 증가로 6월 면세점 총판매액이 1년 전 보다 거의 두배 가까운 성장 (94.1%) 을 기록할 수 있었습니다. 면세점 총 판매액은 지난해 8월 메르스 영향으로 15.9% 감소한 이후 9개월 연속 증가세를 나타내고 있습니다. 올해 1월에도 전년 동기 대비 22.1% 급등한 면세점 소매 판매액은 4월 10.5%, 5월 14.8%로 증가 폭을 키워더니 6월 들어선 지난해 판매액이 거의 2배 가까이 커졌습니다. 6월 한국 면세점 등의 소매 판매액이 폭발적으로 늘어난 것은 '태양의 후예' 드라마가 큰 인기를 끌면서 중국을 비롯한 외국 관광객들의 숫자가 늘어난 것이 가장 큰 원인입니다. 여기에 지난해 같은 달 메르스 파동으로 워낙 판매가 좋지 않았던 기저효과도 일부 자리잡고 있습니다.

대표적인 화장품 회사 LG생활건강의 상반기 매출과 영업이익도 전년 동기 대비 각각 17.6%와 32.4% 성장하였습니다. LG 생활건강의 견조한 실적은 화장품 사업부문이 이끌었는데 화장품 사업의 올해 상반기 매출과 영업이익은 전년동기 대비 각각 29.5%와 46.7% 증가하였습니다. 화장품 매출에서 32%를 차지하고 있는 면세채널이 전년 동기 대비 80% 성장하였습니다. 따라서 면세채널이 화장품 사업부문 이익에서 차지하는 비중이 40%를 넘어서게 된 것으로 판단됩니다. 국내 1위 사업자인 아모레퍼시픽그룹의 올해 상반기 매출액과 영업이익 증가율은 전년 동기대비 각각 21.8%, 29.1% 증가했습니다. 올해 상반기 화장품업계 ‘빅 2’ 아모레퍼시픽그룹과 LG생활건강의 영업실적은 중국인 방문객 증가와 면세채널 성장 등으로 사상 최대의 실적을 기록할 수 있었습니다. 연초부터 장기화된 불황과 중국 규제 강화 및 성장률 둔화에 대한 우려 등 각종 악재로 시장의 우려가 컸었지만, 아시아 시장에서 한국 화장품의 인기가 견고하게 유지되면서 화장품 사업 매출은 여전히 급증하였던 것입니다.

그러나 이러한 양호한 실적 발표 이후에 화장품 회사들의 주가는 다시 큰 폭의 조정을 받았습니다. 이제 시장의 관심이 사드 배치 이후 중국의 경제보복에 맞춰져 있고, 경제 보복을 하게 된다면 화장품 업종과 엔터테인먼트 등 한류를 대표하는 업종 등에서 영향이 높을 가능성에 시장은 두려워하고 있는 상황입니다. 저희는 사드 배치 발표 이후 국내 화장품 기업들을 방문하여 사드 배치에 대한 중국 내 움직임과 향후 전망을 함께 토론한 바 있습니다. 이를 토대로 다음과 같은 견해를 갖게 되었습니다. 중국의 한국에 대한 무역보복이 단순히 양국간에 간단한 문제는 아니며, 세계 무역질서에 편입되어 있는 중국에도 부메랑으로 돌아올 수 있기에 쉽게 전면적으로 이루어지기 힘들고 신중하게 결정될 수 밖에 없다는 점입니다. 따라서 저희는 최근 화장품 업종에서 보여주고 있는 주가하락은 과도하다는 판단을 하고 있습니다. 다만 사드배치 결정을 계기로, 중국 정부는 자국 산업 육성과 보호 정책을 더욱 강화하는 계기로 삼을 수 있을 것입니다. 이에 따라 한국의 산업과 기업들이 사드 배치 결정 이전보다 보다 강화된 규제와 영업환경을 맞게 될 가능성이 높아 이를 면밀히 모니터링 할 필요가 있다는 생각입니다. 중국 정부는 글로벌 자유무역 질서 속에 놓여 있으면서도 끊임없이 자국 기업들을 보호하는 방안이 골몰해 왔던 터였습니다. 이번 정부의 사드 배치 결정 이후 전면적인 경제 보복형태가 아닐지라도 큰 틀에서 일관된 중국 정부의 자국 산업 육성과 보호주의 움직임, 나아가서 한류에 대한 제동을 거는 견제 정책들이 어떻게 영향을 줄 지 지속적으로 고객들과 소통해 나가도록 하겠습니다.

현 시점에서 저희는 사드배치로 인한 이러한 중국 정부의 입장과 정책 영향은 기업과 업종별로 명암을 달리 할 수 있겠다는 판단입니다. 엔터테인먼트 업계에 미칠 영향에 대해서도 예의 주시하고 있습니다. 최근 복수의 엔터테인먼트 관계자들로부터, 방송 콘텐츠 쪽에서 중국의 분위기와 상황이 바뀌고 있다는 인상을 받고 있다는 의견들이 표출되고는 있습니다. 중국에서는 몇 년 사이 한국 드라마 '별에서 온 그대' '태양의 후예', 예능프로그램 '런닝맨' 등이 큰 인기를 얻어왔습니다. 그러나 사드 배치가 되기 전인 지난 6월달에 중국의 국가신문출판광전총국(광전총국)은 '방송 프로그램 자주·혁신을 추진하기 위한 업무에 관한 통지'에서, 국외에서 판권을 구입·제작한 프로그램의 '황금시간대' 방영을 제한하는 등의 조치를 발표한 바 있습니다. 규제안에는 해외 판권 구입 기반 신규 방송 프로그램을 1년에 1개로 제한하고, 수입한 첫해에는 황금 시간대(오후 7시30분~10시30분) 방송을 금지하고 그 이후에는 2편으로 제한하는 등의 내용이 포함되어 있습니다.

중국 정부는 이미 사드 배치 이전에도 지난 수년동안 한류의 붐으로 방송 제작사들이 과도하게 해외포맷에 의존하여 자체 제작 프로그램의 역량이 줄어들고 그에 따라 중국 방송 프로그램의 건강한 발전에 제약이 생기게 된 점을 시정하고자 해외 제작사와 공동, 기획 개발을 진행하거나 해외인력이 주도적으로 제작을 맡은 프로그램(중국측이 완전한 지적재산권을 보유하고 있지 않은 프로그램)에 대해서는 규제를 대폭 강화하는 조치를 6월말에 발표하여 7월부터 시행한 바 있습니다. 중국 정부가 신문출판 방송행정부문과 방송기구, 특히 TV위성종합채널들이 자주적이고 창의적인 자체 프로그램 제작을 통하여 중국 문화건설과 중국몽을 실현하도록 독려하는 조치였던 것입니다. 이를 통해 사회주의 핵심 가치관과 애국주의, 중국 전통문화를 계승하고 중국의 이야기와 정신을 널리 전파하기 위해 외국기업의 프로그램 제작에 대한 규제를 강화하여 온 것입니다. 이번 사드 배치가 계기가 되어 한류 문화 확산을 막고자 하는 정부의 보호주의 움직임과 어떻게 연결 될 수 있을지를 앞으로도 적극적으로 모니터링 해나가면서 성실하게 고객들과 운용 보고서를 통하여 소통해 나갈 것입니다.

넷째, 일부 고객들이 펀드가 보유한 종목들이 매우 우수하여도 올해처럼 수익률 저조가 이루어 진다면 대규모 환매가 일어나고 그에 따라 주식들을 팔게 되면 수익률이 더 나빠지는 악순환 구조에 빠지는 것이 아닌가 하는 우려들이 있는 것으로 알고 있으며 이에 대한 견해를 말씀드리고자 합니다. 펀드의 수익률이 매우 저조한 가운데서도 고객들의 순환매 금액(환매에서 설정을 차감한 금액)은 올해들어 순자산 대비하여, 제한적으로 일어나고 있습니다. 시장에서 걱정해주시는 대로 회사 전체의 주식운용 규모는 올해들어 해외 고객들의 추가 및 신규 설정으로 오히려 증가하였으며 이로 인해 매매회전율은 업계 최저 수준을 여전히 유지하고 있습니다. 이 자리를 빌어 수익률로 마음 고생을 하시는 투자자분들께 송구한 마음과 저희들의 투자 철학과 운용 능력을 여전히 믿고 성원해주시는 고객분들께 감사의 말씀을 올립니다.

다섯째, 최근 회사의 해외펀드 설정으로 인하여 저희 주식 운용팀이 고객들의 자산운용에 소홀히 할 가능성을 우려하고 계신 분들에 대한 의견입니다. 저희는 글로벌 관점에서 중국이나 일본 등의 기업들을 자주 방문하여 리서치해오고 있지만, 이는 최근 회사에서 설정하고 있는 메리츠의 해외펀드 운용에 관여하기 위함이 아님을 다시 한번 말씀드립니다. 저희는 오로지 글로벌 비교 분석의 관점에서 고객들이 국내 주식투자를 위탁 운용해주신 성과 제고를 위해서만 노력하고 있으며, 회사에서 최근 설정되고 있는 어떠한 해외펀드 운용에도 관여하고 있지 않습니다. 저희 국내 주식운용팀이 중국과 일본기업들을 자주 방문하고 글로벌 관점에서 지속적으로 살펴보는 이유는 저희가 보유하고 있는 국내 기업들을 더욱 잘 이해하기 위한 노력입니다. 저희는 글로벌 패러다임이 끊임없이 변화하는 과정 속에서 기업들의 중장기 전략을 면밀하게 고찰해야 중장기적으로 안정적인 성과를 창출할 수 있다고 판단하고 있습니다. 저희가 중국과 일본 기업들을 자주 방문하고 글로벌 관점에서 지속적으로 살펴보는 이유는 저희가 보유하고 있는 국내 기업들을 더욱 잘 이해하기 위한 차별화된 노력의 일환입니다. 저희는 한국 주식시장의 많은 기업들이 중국의 경제상황과 산업정책에 따라 밀접하게 연관되어 움직이고 있다 믿고 있습니다. 저희는 보다 진정한 의미에서 독립적이고 글로벌한 관점에서 리서치를 위해서는 현지를 방문하고 판단한 독립적인 정보들을 고객들과 소통해가는 것이 필요하다고 생각했습니다. 일례로 철강을 위시한 소재 및 산업재 업종들이 지속적으로 상승할 것인지를 판단하기 위해서는 전세계 생산과 소비의 절반 가까이를 차지하고 있는 중국 시장의 이해와 판단, 그리고 중국 정부의 정책변화나 수요 진작 및 공급 축소 노력 등에 대한 현장 조사가 필수적으로 요구된다는 것이며 이러한 조사 결과를 고객들과 성실히 소통해가는 것이 운용팀이 해야 할 일이라고 믿고 있습니다.

끝으로 보유중인 기업들의 밸류에이션에 대한 의견을 말씀드리겠습니다. 저희들은 그동안 세계적인 저성장 기조가 정착되고 있는 상황에서 한국 경제를 짊어지고 갈 유망한 기업들을 선별적으로 투자해왔습니다. 주식시장에서는 이런 기업들을 중심으로 때로는 밸류에이션 프리미엄에 거래가 이루어질 수 있다는 판단입니다. 자본주의가 저성장과 저금리가 고착화되면서 투자자들은 과거와 같은 고수익 투자처를 더 이상 발견하기가 힘들게 되고 많은 자본이 소수의 퀄리티 기업으로 일시에 몰려 수익을 쫓게 되는 상황이 발생하기 때문입니다. 이로 인해 밸류에이션 프리미엄이 상당 기간 지속되기도 하고 차익실현이 빠르게 일어날 수도 있게 됩니다. 저희는 사상 최고치를 경신한 주가라고 해서 모두 고평가되었다고 믿지 않으며 반대로 사상 최저치로 하락한 주가를 지닌 기업들이라고 해서 모두 저평가되거나 반대로 반등이 어려울 것이라고 기계적으로 판단하지도 않고 있습니다. 전통적인 지표로 밸류에이션을 판단했을 때는 굴뚝산업에 속해 있는 기업이 매력적으로 보일 수 있지만 같은 업종내에서도 주가를 형성하는 프리미엄은 펀더멘털의 지속적인 개선여부에 따라 달리 적용받게 됩니다. 기업 이익 증가 속도와 방향성 및 안정성 등의 여부에 따라 시장에서 부여하는 밸류에이션 프리미엄이 상당기간 다르게 유지될 수 있습니다. 주식시장에서 경쟁력을 잃어버려 싸게 거래되는 주식인지, 새로운 패러다임을 선도하여 비싸게 거래되는 기업인지도 밸류에이션의 프리미엄에 중요한 요소가 됩니다.



## 중국의 신성장 산업 현황과 우리나라 기업에 주는 시사점

그러면 이제부터는 저희가 이번 분기에 글로벌 관점에서 어떠한 노력들을 기울여왔는지 고객분들과 함께 소통하고자 합니다. 저희가 이번 분기에 만난 BYD (1211-HK)의 경우 전세계 자동차 업체 중에서 가장 높은 수준의 PBR (16년 기준 2.5배)과 PER (15년 기준 53배, 16년 기준 30배)로 거래중이면서 올해들어 글로벌 자동차 회사 가운데 손에 꼽을 정도로 플러스 수익률을 기록하고 있는 회사입니다. 국내 완성차 업체들의 PBR이 1배 이하인 약 0.6배 수준에서 거래되고 있고 일본 자동차 업체 3사의 평균 PBR도 0.8배에 거래중인 상황임을 고려하면 높은 밸류에이션 프리미엄을 받고 있는 회사입니다. 최근 삼성전자가 BYD에 5,100억원 투자를 결정 한 바 있고 시가 총액은 현대차의 약 60% 수준에서 거래되고 있었습니다. 그러나 BYD 자동차 부문의 매출액과 영업이익은 현대차의 약 1/10 수준에 불과합니다. 이번 분기에 저희가 만난 중국의 SUV 1위 판매업체인 장성기차와 BYD는 비슷한 이익규모를 내고 있었지만 밸류에이션 프리미엄은 BYD가 장성기차에 비해 세배나 높게 형성되어 거래중이었습니다. 국내와 일본, 중국 자동차 관련 업체들이 저PBR/PER에 거래중인 상황에서 왜 BYD는 오랜 시간동안 고PER과 PBR의 프리미엄을 받아오고 있는지를 생각해보았습니다. 지금 중국에서는 전기차를 비롯한 신에너지 자동차 시장이 세계에서 가장 빠른 속도로 질주하고 있었고 그 중심에 세계 1위 친환경차량 회사 BYD가 자리잡고 있었습니다. 저희는 중국 전기차의 대표주자인 BYD의 미팅을 통하여 국내 자동차 회사들을 비교 분석해 보고 신에너지 친환경차 (하이브리드차, 플러그인 하이브리드차, 전기차, 수소차 등 기존 내연기관차보다 대기오염 물질이나 이산화탄소 배출이 적고 연료 소비효율이 우수한 자동차)의 미래에 대한 시사점도 얻을 수 있었습니다.

현재 시장에서 받고 있는 BYD의 밸류에이션 프리미엄은 새로운 패러다임의 변화가 구조적인 추세여서 그 선두주자에게 지급하고 있는 시장의 기대치가 온전히 반영되고 있다는 판단입니다. 자동차 산업에 불고 있는 패러다임 변화는 스마트 자동차로 대변되며, 연결과 융합, 협력속의 경쟁이 새로운 시대의 화두로 대두되고 있었습니다. 기존 자동차와 비교하여 미래형 자동차 산업이 주는 차별점은 산업 생태계의 확장입니다. 스마트 자동차는 자동차, 전기, 기계, 금융, 데이터 등 다양한 분야의 전문업체들과 연계가 필요합니다. 과거 국내 자동차 산업이 추진해온 독자적 개발을 통한 내재화나 계열화 전략이 다양한 산업의 기술이 융합되면서 효력이 상실되고 있습니다. 자동차 산업의 패러다임이 변화하고 가치사슬 혁신이 이루어지고 있는 상황에서 기업별로 실적과 밸류에이션 차이가 발생하고 있는 것입니다.

따라서 기존 완성차 업체는 물론 구글, MS, 애플, 삼성전자와 같은 거대 ICT 업체들도 차세대 성장 동력을 스마트 자동차에서 찾고 있는 상황입니다. 스마트 자동차는 향후 자율주행과 같은 기술이 발전하면서 기존의 자동차 기술보다 더욱 폭넓은 분야의 기술개발을 요구하고 있습니다. 자동차가 단순한 이동수단을 넘어 바퀴달린 스마트폰으로 진화되고 있는 양상입니다. 이제 자동차 기술개발은 완성차 업체와 더욱 확대된 범위의 부품업체는 물론 정보통신기술 (ICT, Information Communication Technology)과 유연한 접목을 위해 완성차, 부품업체, 정보통신기술 업체간 활발한 협력이 전개되고 있습니다. 구글만 보더라도 오는 2018년 자율주행차 상용화를 목표로 삼고, 현재 자율주행 전기차를 시범운행 중입니다. 시범운행 거리만 누적 300만km에 달합니다. 기존 완성차 업체들보다 한 발짝 앞서 나가고 있는 것입니다. 지난달에는 처음으로 구글의 자율주행차가 사고를 내기도 했지만, 이 사고 전에는 지난 6년간 시범운행을 하면서 17건의 사고 중 구글 차량의 과실로 발생한 사고는 단 한 건도 없었습니다. 구글의 빅데이터 기반의 자율주행 전기차를 하드웨어 기반으로만 쉽게 따라갈 수 있을 것으로 생각할 수 없게 되었습니다. 애플은 이번 분기에 테슬라 엔지니어링 부사장 출신을 영입하고 전기차 프로젝트 '타이탄'에 직원 1,800명을 투입했고 2019년 양산을 목표로 정진하고 있는 것으로 알려지고 있습니다. 이제 자동차 산업의 경쟁영역은 하드웨어에서 소프트웨어로 그리고 시스템으로 확장되면서 서비스 플랫폼에서 우위를 차지하려는 경쟁이 일어나고 있습니다. 자동차 제조에만 핵심역량을 집중하였던 기존 자동차 업체들로서는 경쟁영역이 새롭게 변화되고 있는 상황을 맞게 되었습니다. 이제 변화하고 있는 자동차 산업의 새로운 패러다임에서 승자가 될 수 있는 업체에 밸류에이션 프리미엄은 형성될 것이고 이러한 기업들의 기업가치는 지속적으로 상승할 것이란 판단을 하게 되었습니다.

이런 측면에서 중국 고PBR의 대표주자인 BYD와의 이번 미팅은 인상적이었습니다. 비록 저희가 2011년 이후 매년 BYD를 지속적으로 만나오고 있지만, 이번 미팅을 통하여 지난해부터 회사의 성장이 양적으로나 질적으로 매우 다른 차원으로 진화되고 있다는 느낌을 받게 되었습니다. 지난해 BYD는 6만3천대 친환경 차량을 판매하였고 이는 중국 전기차 시장에서 31%의 막강한 점유율입니다. 중국 플러그인 하이브리드 시장에서 점유율은 무려 79%입니다. 판매량 6만3천대 중 약 5,000대가 전기버스 판매이며, 나머지 판매는 BYD가 자체 개발한 플러그인 하이브리드 (PHEV) 차량과 전기차였습니다. BYD는 향후 전기차 시장에서 정부의 보조금은 지속해서 감소할 것이며, 2020년까지 보조금이 없다고 가정하고, 가격 경쟁력 확보를 위해서 배터리 개발과 생산 내재화에 박차를 가하고 있다고 밝혔습니다. 정부의 강력한 지원정책과 보조금에 의하여 성장할 수 있었지만 이미 회사는 이것에 만족하지 않고 중장기 사업 계획을 준비하고 있었습니다. BYD의 현재 배터리 캐파는 10 GWh이고, 2016년 연말 기준 16GWh의 배터리 생산시설의 증설을 완료하고, 2017년에는 24 GWh까지 증설 계획이어서, 향후 BYD에서 생산되는 모든 친환경차량의 배터리를 자체 생산하는데도 문제가 없다고 말했습니다. 배터리 가격이 전체 전기차 원가의 40% 이상을 차지하고 있기 때문에, 원가절감을 위해서 배터리 생산을 내재화하지 않으면, 소비자들이 살 만하다고 생각하는 적정 가격수준을 맞추기가 힘들다고 판단을 하여 오래전부터 이를 준비해왔다고 덧붙였습니다. 이러한 경쟁력이 자신들과 테슬라 등 글로벌 전기차 업체들과의 차별성이라면서 그들은 테슬라가 파나소닉에 배터리 생산을 전적으로 의지하고 있는 상황에서 모델 3의 가격을 35,000 달러 (약 4,150만원)에 과연 내놓을 수 있을지, 그 가격에서 이익을 낼 수 있을지 의아했습니다. BYD의 경우에는 배터리를 양산하여 내재화한 지 3년이나 되었기 때문에 생산캐파가 증대되면서 규모의 경제효과는 물론 생산의 효율화 수혜를 볼 수 있다고 덧붙였습니다. 또한 회사는 배터리에 들어가는 재료 중 현재 1/4 가량을 수입하고 있지만, 국산화 비중은 점차 높아질 것이고 전자재료 중 양극재는 향후 1-2년 안에 자체 생산할 계획을 가지고 있다고 덧붙였습니다.

저희는 BYD가 향후 보조금이 축소되는 환경속에서도 어떻게 가격 경쟁력을 가지고 중국 내 타 로컬업체나 테슬라와 같은 외산업체들과의 경쟁에서 우위를 확보하면서, 상당기간 중국 전기차 시장을 선도할 수 있을 것인지 질문하였습니다. 일단 보조금 관련해서는 2017년이 올해 보다 20% 가량 보조금이 줄어들 것으로 예상되지만, 판매가격에서 승용차와 하이브리드 차량의 보조금이 차지하는 비중이 각각 약 40%와 20% 수준이어서 실제로 보조금 축소가 내년에 영향을 미치는 것은 승용차 8%와 하이브리드 차량 4% 정도라고 예측하였습니다. 그러나 현재 비와디 매출총이익률이 30% 수준으로 높고 향후 원가가 더욱 개선될 여지가 크며 특히 매년 10% 가량의 배터리 원가를 줄여나갈 것이라고 밝혀 이미 다각도로 대비되고 검토되어있는 느낌이었습니다. BYD 전기차는 국내에서도 출시 계획을 현재 조율중인 것으로 알려져 있습니다. BYD는 중국 국무원이 지난 2월 ▲배터리 개발 속도 제고 ▲충전시설 건설 가속화 ▲친환경 자동차 사용 비율 확대 ▲차량 품질 향상 등 친환경 자동차 관련 4가지 발전 과제를 제시하고 대대적인 투자를 하고 있는 가운데 중국 전기차 시장을 압도적으로 선도하며 시장에서 프리미엄을 받고 높은 밸류에이션을 유지할 수 있었습니다.

저희는 이번 분기에 중국의 BYD(1211-HK), 장성기차, 우통객차 및 자동차 부품 회사뿐만 아니라 최근 일본 기업들 (Nidec(6594-JP), Renesas Electronics(6723-JP) 탐방을 통해서 스마트 자동차 부품 시장에서 변화를 주도하고 있는 ADAS (Advanced Driver Assistance Systems) 의 기술 동향과 경쟁력을 점검한 바 있고, 보다 심층적인 리서치를 진행하였습니다. 이러한 중국 자동차 기업 및 일본 자동차 부품회사들의 탐방을 통해 자동차 산업은 대격변기를 경험하면서 구조적 변화와 패러다임 전환을 겪고 있으며 업체간 밸류에이션 프리미엄도 달리 적용되고 있음을 재확인하였습니다.

또한 저희는 이번 분기에 중국의 세계적인 인터넷 플랫폼 업체 텐센트와 최대 전자상거래 업체 JD.com 과 알리바바의 빅데이터 자회사, 세계 1위 드론 (무인기) 업체 DJI 등을 다시 방문하여 중국 신성장 산업의 현황을 점검하고 밸류에이션이 높게 거래되고 있는 이유들을 살펴보았습니다. 이들 기업들의 방문을 통해 중국에서 전통적인 제조업의 성장이 정체되고 일부는 구조조정에 돌입하면서, 중국의 경제 성장 구심점 역시 자연스럽게 인터넷, 모바일, 소프트웨어, 콘텐츠 등의 신사업 성장동력 분야로 빠르게 옮겨가고 있음을 확인하게 되었습니다. 인터넷 사용 증가와 네티즌 수 급증은 중국에서 BAT (Baidu, Alibaba, Tencent)와 같은 세계적인 인터넷 기업들을 탄생시킬 수 있었습니다. BAT 3인방은 전자상거래, 모바일 결제(핀테크) 등 분야에서 이미 세계적 수준에 와 있습니다. BAT로 대표되는 혁신기업의 등장으로 중국의 시가총액 Top-10 변화가 이미 시작되었습니다. 2014년 9월 알리바바의 뉴욕 증시에 상장하면서 시가총액이 2,200억 달러 (약 240조원) 로 단박에 치솟아 아마존, 이베이 등 미국의 인터넷 강자들을 멀찌감치 따돌렸습니다. BAT의 시가총액 합은 글로벌 시가총액 3위에 해당할 만큼 크게 성장하였습니다. 특히, 중국 인터넷 플랫폼과 전자상거래 시장을 과점하고 있는 텐센트와 알리바바는 Top-10 시가총액내 비중이 약 25%에 전후에 달하게 되었습니다. 저희는 신성장 산업으로의 재편은 글로벌한 추세이고, 한국의 경제와 기업들도 최근 조선과 해운업의 구조조정을 계기로 본격적인 산업구조 재편이 진행되면서 이를 통해 경쟁력을 갖춘 신성장 기업들의 기업가치는 한국 증시에서도 높아져 갈것이란 판단을 하게 되었습니다.

저희는 이번 텐센트 기업방문을 통하여 그들의 핵심전략이 개방형 생태계와 연결 및 융합을 총칭하는 'Connetivity' 에 있다는 것을 알게 되었습니다. 그들은 넓은 유저 베이스를 가지고 있기에, 다양하고 편리한 상품과 서비스를 통해 그들의 머천트와 유저와 커넥트하면서 그들의 생활을 더욱 편리하게 하는데 자신들의 존재 이유를 찾고 있었습니다. 다른 한편으로 하드웨어랑 커넥션을 강화하여 예를들면, 텔레비전이랑 자동차 회사들과 커넥션을 강화하여, 그들의 하드웨어에 자신들의 소프트웨어를 결합하여 게임이나 뮤직, 비디오 등을 다양한 서비스를 제공하고 싶어하였습니다. 이를 통해 고객들은 텐센트가 제공하는 다양하고 편리한 상품과 서비스를 이용할때 점점 자신들의 모바일 결제시스템 (위챗페이) 을 더욱 많이 쓰게끔 하는 목표를 가지고 있었습니다. 그러면서 그들은 전자상거래와 O2O에 집중하겠다는 분명한 전략을 투자자들에게 내놓고 있었습니다. 이러한 텐센트의 높은 시장점유율과 탁월한 성장전략이 시장에서 밸류에이션 프리미엄을 받고 있는 또하나의 요인이라 생각을 갖게 되었습니다.

또한 텐센트는 중국의 대표적인 전자상거래 업체 JD.com에 18%의 지분을 투자하여 최대주주로 자리매김하며 자신들이 집중하는 영역에서의 커넥션을 강화하여 오고 있습니다. JD.com은 텐센트와의 협약을 통해 텐센트의 Wechat과 QQ라는 메신저 서비스에 JD.com의 배너를 설치했습니다. Wechat의 경우 사용자는 7억명에 달하며 3,4선 도시의 사용 빈도가 높아 신규고객 유치에 큰 도움이 되고 있습니다. JD.com 의 한 분기의 신규고객 중 약 25% 정도가 Wechat을 통하여 구매하고 있습니다.

JD.com 은 중국 최대 온라인 판매 사이트 (15년 기준 시장점유율은 57%) 입니다. 회사는 중국 내 2위 규모의 B2C 플랫폼으로 시장점유율은 28% 수준입니다. B2C 플랫폼 1위는 알리바바로 시장점유율이 약 54%입니다. JD.com 은 중국 온라인쇼핑 업체 중 가장 큰 규모의 물류 시스템을 전국에 구축하여 이를 통해 중국 2,800여 중국 지역 중 2,356개 권역을 자체 배송으로 커버하고 있으며 직접 판매의 85%가 당일배에 배송되고 수령할 수 있는 상황으로 발전해 있었습니다.

이러한 중국 전자상거래 업체들이 오프라인 업체에 대한 투자와 제휴로 O2O 기반 서비스가 확대되며 오프라인의 경계가 빠르게 허물어지고 있어 저희는 중국 리테일 시장의 온라인화는 더욱 가속화될 전망으로 판단합니다. 단적인 예로 2008년 JD.com 고객들의 연간 구매회수는 3.7회에 불과했지만, 과거 1년간 Active customer 수는 1.69억명이었습니다. 2008년 연간 3.7회였던 구매 빈도수는 2015에 21.8회까지 증가했습니다. 또한 이 숫자는 중도에 탈퇴한 고객을 제외한 숫자이기 때문에 모든 것을 포함한다면 실제 구매빈도수는 연간 30회에 달할 것으로 추정됩니다.

중국은 이제 더 이상 과거의 값싼 노동력을 기반으로 한 제품이나 서비스를 제공하는 것을 넘어서 엄청난 인구의 내수시장 규모를 바탕으로 이와 같은 높은 기술의 제품들과 서비스를 내놓고 있었습니다. 중국의 인터넷 역사가 이미 1994년으로 거슬러 올라가 20년이 지났습니다. 중국 네티즌 수는 1997년에 62만명에서 2015년 7억명에 달하며 세계 1위를 차지하고 있습니다. 인터넷의 발달로 관련 산업의 성장도 급격하게 이루어지고 있습니다. 최근에는 앞서 말씀드린 바와 같이, O2O (Online to Offline) 시장이 크게 성장하였고, 모바일 결제가 1선 도시 중심으로 빠르게 확산되고 있는 것입니다. 중국에서 인터넷으로 물건을 구입한 경험이 있는 사람 (3.6억명)과 알리바바의 알리페이 같은 온라인 지불 시스템을 이용한 사람 (3.4억명)은 이미 미국 온라인 쇼핑 인구 수(1.9억명)를 뛰어넘으며 이들 대표기업들에게 높은 밸류에이션 프리미엄이 형성되어 있는 것입니다. 일례로 이번 분기에 저희가 만난 우리나라의 대표적인 인터넷 플랫폼 회사 IR 담당자는 중국 전자상거래 대표 업체들을 벤치마킹하면서 O2O 사업을 펼쳐가고 있고 이 부문에서 그들과의 기술격차가 2년 이상이라고 인정을 하고 있었습니다.

중국은 제조업 경쟁력과 시장성을 판단하여 향후 10년 이내에 글로벌 Top-tier 진입목표를 차세대 IT, 자동차, 첨단장비 및 소재, 바이오 부문 등을 지정하고 이 부문에서 경쟁력 강화에 심혈을 기울여 오고 있으며 이러한 업체들의 밸류에이션 프리미엄도 높게 유지되고 있었습니다. 문제는 중국 제조 2025와 한국 정부가 발표한 미래 성장 동력 19개 업종 중에서 18개가 중복업종에 해당된다는 것입니다. 중국의 전략산업과 한국의 성장 동력 대상 업종이 대부분 유사하여 앞으로 양국간 더욱 치열한 경쟁이 불가피해보입니다. 치열해지는 무한 경쟁속에서 중국정부의 자국 보호주의 정책 강화 움직임은 우리나라 기업들에게 새로운 전략을 요구하고 있다고 판단되었습니다. 최근 중국의 휴대폰 업체 바이리가 애플에 대해 특허침해로 소송을 제기한 문제를 베이징 지적재산권이 문제가 된 아이폰6와 아이폰6플러스 판매 중단을 지시한 바 있습니다. 애플은 지난달 베이징 지적재산권국의 행정명령을 중단해줄 것을 법원에 요청한 상태이며 현재 판결을 기다리고 있습니다. 월스트리트저널(WSJ)은 이번 사건을 서구 기업들이 앞으로 수년간 중국에서 직면할 여러 도전 중에 하나를 보여준다고 설명했습니다. 중국 당국이 외국 기업들에 자신들의 규정을 따를 것을 강요하며 자국 기업들의 울타리를 쳐주고 있는 사이에 중국 기업들은 점점 더 지적 재산권 분야에서 강력한 경쟁자로 떠오르고 있습니다. 중국은 지난 4월 애플이 필요한 라이선스를 획득하지 못했다며 아이북스와 아이튠스 영화 서비스를 중단한 바 있습니다. 또한 중국 정부는 최근 4차 전기차 배터리 규범 규제 등록에서 중국기업 총 31개만 허가를 승인하였습니다. 중국 정부는 삼성SDI와 LG화학 등 해외기업들은 모두 탈락시켰습니다. 규범 규제 미등록 기업에 대한 중국 정부의 보조금 지급 중단이 있을 예정이지만, 5차 규범 규제 등록 평가 시점은 아직 확정되지 않은 상황이어서 중국 자동차용 전지 사업에 대한 각국의 불안 요인이 증가하고 있습니다.

이처럼 중국은 거의 모든 기술분야에서 무섭게 뒤쫓아오며 반도체 등 한국의 절대우위가 앞서는 분야에서도 한 판 승부로 결전을 치를 태세입니다. 중국은 이미 시진핑 정부가 역점을 두고 있는 반도체 산업 발전에도 막대한 돈을 퍼붓고 있습니다. 2016년 봄까지 최근 1년 사이에 발표된 중국 내 반도체 공장 투자 금액은 659억달러에 달합니다. 이는 세계 최대 반도체 단지인 삼성전자 평택 반도체라인 투자액(15조6000억원) 대비 5배 규모입니다. 중국 시장에서 덩치를 키운 이들 기업은 이제 미국과 일본 및 유럽의 거대 기업들을 사들이기 시작했습니다. 100년의 역사를 자랑하는 미국과 일본을 대표하는 전자기업 GE와 도시바가 2016년 들어 한 두달을 사이에 두고 모두 중국의 가전기업 하이얼과 메이디에게 가전부문 사업을 넘겼습니다. 이 두 기업이 가전부문 인수에 쏟아부은 돈은 100억달러를 넘어섭니다. 2015년 중국 기업의 M&A가 1천억 달러를 넘어 사상최고를 기록하고 있으며 올해들어 그 속도는 더욱 가파릅니다.

중국은 이들 인터넷, 전자상거래 등에서 중국 독자의 거대기업인 BAT가 그 소프트웨어적 기반을 탄탄히 구축해 놓았고 해외 M&A를 활발히 결합시켜 스마트폰이라는 모바일 생태계의 하드웨어적 인프라 역시 발빠르게 추격해 나가고 있습니다. 지난 5월 일본의 <니혼게이자이 신문> 은 글로벌 조사기관과 증권 회사 시장 예측, 부품 및 제조 장비 업체 조사를 취합해 2016년 스마트폰 시장 전망을 내놨습니다. 이에 따르면 “올해 세계 스마트폰 출하대수는 약 15억대로 전년 대비 7~8% 정도 성장할 것”으로 예상했습니다. 삼성의 스마트폰 출고량은 지난해 3억2000만대를 밑돌 것이며, 점유율 2위인 애플은 2억대 정도로 약 2억3000만대였던 지난해 실적에 크게 못미칠 것으로 예상했습니다. 그에 반해 업계 3위인 중국 화웨이는 전년대비 20~30%나 증가한 1억3000만대 이상 (8.8% MS) 을 기록할 것이며, 샤오미, 레노버, ZTE 등 중국 주요 10개사 출하 대수를 합치면 모두 2015년 대비 약 15% 증가한 5억5000만대가 될 것으로 예상했습니다. 이는 삼성과 애플을 합한 것보다 많으며, 이에 따라 2012년 47%였던 삼성과 애플 두 회사 세계 스마트폰 시장 점유율은 2016년에는 34%로 하락할 것으로 예상했습니다. 2015년 이미 화웨이 샤오미 레노버 3개 업체의 스마트폰 시장 점유율을 합치면 애플을 넘어섰습니다. 전 세계 스마트폰 10위권 브랜드 가운데 7개는 이미 중국 기업에 돌아간 상황입니다. <니혼게이자이>는 이런 추세가 계속되면 중국 스마트폰 제조업체 출하량이 세계 전체에서 차지하는 비중이 절반을 넘어서는 시점은 2018년이 될 것으로 내다봤습니다.

중국은 스마트폰을 넘어서 새로운 기술을 배경으로 등장하고 있는 드론, 로봇, 전기차에서도 미국과 어깨를 나란히 경쟁하는 세계적인 수준에 이르고 있습니다. 저희가 이번에 만나고 돌아온 DJI는 세계 최대 규모의 개인용 무인기 업체인 드론 제조회사로서 세계 시장을 선도하고 있었습니다. 사람이 하는 일을 기계적으로 대신하는 측면에서 본다면 드론은 결국 로봇과 IT의 융합물입니다. 특히 로봇에 지능을 부여하고 원격으로 통제하는 역할을 담당하는 소프트웨어 기술은 드론에서도 아주 중요한 역할을 담당하고 있습니다. 드론은 정확성과 제어 유지를 위한 소프트웨어, 하드웨어와 관련 기기의 컨트롤, 정밀 로봇틱스, 영상 처리와 인공지능은 대표적인 핵심 기술로 꼽히며 그 자체가 전 방위적인 연관산업과 기술의 집약체입니다.

저희는 중국 대표 정보통신기술 기업들을 이번에 만나면서 이미 드론 뿐만 아니라 핀테크와 3D프린팅 등 일부 신성장 산업에서는 한국보다 기술력이 명백히 앞서 있음을 확인하게 되었고 이들 대표기업들은 밸류에이션 프리미엄을 받을 수 있겠다는 판단을 하게 되었습니다. 지난해 중국은 3D프린팅과 나노테크놀로지, 로봇 분야 등 차세대 성장 산업들에서 특허출원 강세를 보인 것으로 나타났습니다. 중국은 3D프린팅과 로봇 분야 전체 PCT 출원건수의 25% 이상을 차지해 PCT 회원국 중 점유율이 가장 높았으며, 나노테크놀로지 분야에서도 전체의 15%로 3위에 올랐습니다. 중국 기업들은 매출 기준 글로벌 500대 기업 순위에서 1995년 중국 회사는 3개뿐이었지만 2015년엔 106개로 미국의 128개에 이어 세계 2위로 올라섰습니다. 10위권에 든 기업도 3개입니다. 한국이 17개인 것에 비하면 중국 기업들의 괄목한 만한 성장세를 확인할 수 있습니다. 중국 정부와 기업의 신성장 산업에 대한 막대한 투자는 일견 시장의 우려를 갖기에 충분합니다. 2015년 중국 IT업계의 인수합병 규모는 349억 달러로, 한국의 30배가 넘었습니다.

저희는 이번 분기에 알리바바의 자회사로 빅데이터 분석을 위해 설립한 회사인 CNB데이터를 만나면서 이러한 중국의 온라인 소비 트렌드에 대한 변화를 읽을 수 있었습니다. CNB데이터는 타오바오, 티몰, 쥐화산이라는 세계의 전자상거래 플랫폼에서 거래되는 데이터를 이용하여 온라인 소비트렌드를 분석하고 있었습니다. 중국의 14억 인구 중 모바일과 PC를 사용해 전자상거래를 하는 사람이 4.16억명이고 그 중 앞서 언급한 세계의 플랫폼을 사용하고 있는 사람이 4.07억명이라는 점을 감안한다면 CNB데이터의 분석은 중국 전자상거래 대부분을 분석하는 것이라고 볼 수 있었습니다. 이러한 중국 소비 트렌드의 변화를 빅데이터를 통하여 살펴보는 것은 우리나라 기업들에게도 중요한 의미를 가지고 있으며 관련 기업들의 밸류에이션이 상당한 프리미엄에서 거래되고 있는 이유를 판단해 볼 수 있었습니다.

저희가 만난 CNB데이터의 양친 애널리스트는 중국의 소비트렌드를 다섯가지로 요약해서 설명해주었습니다. 1) 소비층이 점점 젊어지고, 2) 건강에 대한 수요가 높아지고 있고 3) 소비의 개성화가 뚜렷해지고 있으며, 4) 스마트 기기에 대한 수요가 높아지고 있고 5) 전통적인 것에 대한 수요 또한 높아지고 있다는 것이었습니다. 사실 중국에서 주로 부를 소유하고 있는 세대는 30대 후반에서 50대이지만 이들은 상대적으로 소비에 대해서는 보수적인 자세를 취하고 있었습니다. 반면 젊은층은 소득이 제한적이지만 상대적으로 물질적인 환경이 충족된 상태에서 태어나서 소비에 대한 욕구는 더 높다는 설명입니다. 실제로 28세 이하 연령층의 소득은 낮은 수준이지만 이들의 소비는 빠르게 증가하고 있으며 특히 휴대폰, 화장품, 의류 부문에서 빠르게 성장하고 있다고 밝혔습니다. 또한 중국에서는 점차 많은 소비자들의 건강에 대한 인식이 높아지면서 건강 관련 식품의 판매 증가율이 전체 소매판매 증가율을 훨씬 상회하는 수준으로 빠르게 증가하고 있다고 설명해주었습니다. . 2015년 1분기부터 3분기까지 건강관련 제품 중 헬스기구에 대한 판매비중이 가장 컸는데 이는 3,4선 도시에 위치한 소비자들의 구매가 많이 늘었기 때문입니다. 3,4선 도시의 경우 1,2선 도시에 비해 헬스기구를 구비한 헬스장의 수가 적고, 건강에 대한 인식이 최근 높아지기 시작했기 때문입니다. 뿐만 아니라, 최근 스모그 현상이 뚜렷해지면서 환경 관련 가전제품, 공기청정기에 대한 수요가 늘어나고 있으며 이 추세는 지속될 것으로 보인다고 덧붙였습니다. CNB 데이터에서는 중국에서 2014년 하반기부터 시작해서 기술이 발전하고 스마트 기기들의 신제품 출시가 많아지면서 이를 거래하는 수도 급격하게 늘어나고 있다고 밝혔습니다. 이미 타오바오에서만 스마트 기기를 구매하는 인원수가 2,000만명을 초과했고, 판매가 빠르게 늘면서 가격도 빠르게 하락 중이다. 특히, 2015년 1분기부터 3분기까지 스마트 워치가 스마트 밴드의 판매량을 뛰어넘었다고 밝히며 이러한 스마트기기에 대한 수요증가를 설명해주었습니다.

이러한 다섯가지 온라인 소비 트렌드 중에서 소비자들의 연령층이 점점 젊어지는 트렌드가 매출액에 가장 큰 영향을 미치고 있는 것으로 보입니다. 연령층이 낮은 소비자들은 쇼핑을 처음부터 온라인을 통해서 하는 것인 반면 중장년층의 경우 오프라인에서 하던 소비생활을 온라인으로 옮겨오는 것이기 때문입니다. 중국에서는 28세 이하 연령층을 대상으로 했을 때, 가장 전자상거래를 활발하게 사용하는 도시는 북경, 상해와 같은 1,2선 도시들이 아니라 중서부 지역이거나 경제수준이 낮은 도시들입니다. 실제로 주요 1,2선 도시들에서 28세 이하 소비자들의 소비 금액을 살펴보면 북경과 상해는 가장 낮은 수준으로 집계되고 있습니다. 이는 전자상거래의 발달이 단순히 기술의 진보로 인한 거래행태의 변화가 아니라 중국의 2,800여개 도시를 연결해주는 채널로써 의미를 가졌기 때문이라는 설명입니다. 3,4선 도시의 소비자들은 소득이 있다 하더라도 경제발전 수준이 낮아 오프라인에서 마땅히 소비할 만한 공간조차 부족한 것이 사실입니다. 이러한 상황에서, 경제발전 수준이 낮은 지역의 소비자들이 전자상거래에 더 많은 관심을 가지고 더 많은 금액을 소비하는 이유는 전자상거래가 이 지역의 소비자에게 또 다른 소비채널로 자리잡았기 때문입니다. 90년 이후에 태어난 사람들의 화장품 소비트렌드를 살펴보면, 과거 3년 연속 온라인으로 화장품을 구매한 소비자들의 비중은 11%에 불과하지만 금액 비중은 70%를 차지하고 있습니다. 소비자 구조를 살펴보면 지난 3년간 큰 변화를 관찰할 수 있습니다. 구매 물건수와 종류수가 2014년 정점을 찍은 후 하락세를 보이고 있지만 화장품 판매단가는 계속 상승추세를 보이고 있습니다. 이는 전자상거래를 통해 과거에는 소비자들이 제품을 시도하고 테스트 해보는 과소비 행태를 보였다면, 최근에는 이러한 경험을 바탕으로 본인에게 맞는 제품을 선택하는 합리적인 소비가 늘어나고 있다는 방증이라는 것입니다.

마지막으로 빅데이터를 통해 본 한류의 영향력은 어느 정도일까에 대한 설명이 있었습니다. ‘별에서 온 그대’가 2013년 12월 18일 중국에서 방영되기 시작했는데, 이에 힘입어 2014년 연초부터 드라마에서 나온 아이오페립스틱의 판매액이 뚜렷한 급증세를 보였다고 합니다. 특히 별에서 온 그대로 인한 소비층을 살펴보면 18세~22세의 아주 젊은층들이 주를 이루었으며 대학생들이 많았습니다. 별에서 온 그대’ 뿐만 아니라 최근 선풍적인 인기를 얻었던 ‘태양의 후예’의 영향력도 만만치 않았다고 덧붙였습니다. 올해 2월 24일 태양의 후예가 방영되기 시작하면서 드라마에서 나온 라네즈의 립스틱 판매량이 별에서 온 그대 때처럼 급격하게 증가했다는 것입니다. 다른 점은 태양의 후예로 인한 소비층들은 29세~35세로 상대적으로 연령층이 높았다는 점입니다. 아직 한류가 중국에서 소비로 이루어지는 영향력은 매우 뚜렷하며 향후 성장공간이 남아있다고 CNB 데이터 측은 판단하고 있었습니다.

저희는 또한 스마트 자동차의 미래를 살펴보기 위하여 글로벌 ADAS (Advanced Driver Assistance Systems) 시장의 기술적 변화와 개발 현황을 업데이트하기 위해 일본 기업들을 방문하였고 이들이 프리미엄에 거래되는 이유를 확인할 수 있었습니다. 운전자의 편의성과 안전을 증진시키기 위해 개발중인 ADAS, 자율주행 등의 영역에서 한국의 부품회사들의 경쟁력이 어느 정도인가도 비교 분석 관점에서 살펴보고자 하였습니다. 자동차 ADAS 기술은 센서, 소프트웨어, 모터 세 가지를 통해서 완성될 수 있습니다. 즉, 여러 종류의 센서 (카메라, 레이더, 초음파 등)를 통해서 자동차가 운전자를 대신해서 주변환경에 대한 정보를 수집하고, 소프트웨어를 통해 그 정보를 분석하고 판단하여, 최종적으로 모터에 동력을 전달하게 되면서, 운전자의 판단이 없이 운전을 보조하는 기능을 하는 것입니다. 미국의 구글, 애플 등의 IT 회사들이 자동차 시장에서 가진 가장 큰 경쟁력은 바로 소프트웨어의 경쟁력입니다. 센서를 통해 전달되는 정보를 소프트웨어 기술을 통해서 운전자를 대신해 빅데이터를 관리하고 알고리즘을 통해 최종 의사결정을 내리는 과정은 인간을 대신하여 자동차의 자율주행에 이르는데 가장 중요한 축으로서의 역할을 하게 될 것입니다.

저희가 만난 Nidec (6594-JP)은 전체 매출에서 약 23%가 자동차 부품이고, 대부분의 매출이 자동차용 모터와 ADAS 부품이었습니다. ADAS 시장의 성장은 유럽의 NCAP (New Car Assessment Program)와 미국의 NHTSA (National Highway Traffic Safety Administration) 와 같은 규제기관의 주도로 일부 ADAS 장착이 의무화되는 과정에서 성장이 매우 가파르게 진행될 것으로 예상하고 있습니다. 일부 선진국에서는 2020년까지 전 차량에 운전자와 보행자의 안전을 위해 보행자 감지 (PD, Pedestrian Detection) 기능이나 긴급제동시스템 (AEBS, Advanced Emergency Braking System) 의 탑재를 의무화하고 있습니다. 일본에서는 Toyota의 회장이 2015년에 ADAS 부품 탑재율을 적극적으로 늘리겠다고 선언한 이후 빠르게 시장이 성장하고 있었습니다. 이번 중국 BYD 미팅에서도 내년부터 출시하는 전기차에 ADAS를 빠르게 장착시켜 나갈 계획임을 확인한 바 있습니다. Nidec 은 기존 자동차용 모터를 Denso를 통해서 Toyota로 납품 중이었기 때문에, 향후 Nidec Elesys 의 ADAS 부품을 Honda 뿐만 아니라, Toyota, Nissan 등의 일본 완성차 업체로 고객사를 확대하는 전략을 계획하고 있습니다.

이번 일본 탐방에서 만난 Renesas Electronics(6723-JP) 는 자동차용 반도체를 만드는 회사인데, 향후 ADAS에서 소프트웨어의 작동을 위해서 자동차용 반도체 시장은 성장율이 매우 높을 것으로 판단이 됩니다. 특히 SoC (System on Chip), DSP(Distal Signal Processor)는 센서로부터 전달된 정보를 일괄적으로 처리하고 해석하는 반도체 기술로, 향후 수요가 크게 증가할 것으로 전망하고 있습니다. Renesas는 전체 매출에서 60% 일본, 20% 유럽, 15% 북미의 완성차 업체로 차량용 반도체를 공급하고 있으며, 차세대 ADAS용 소프트웨어 개발을 위해 "R-Car" 라는 플랫폼을 만들어 국내외 수십개의 업체들과 함께 자동차용 소프트웨어와 반도체 미세화 기술을 개발하고 있습니다.

#### 중국의 구 경제 산업 현황과 우리나라 기업에 주는 시사점

저희는 국내 주식형 펀드를 운용하면서 생각하는 가장 큰 리스크라고 보고 있는 점은 유럽균열의 브렉시트보다도 중국의 과잉생산과 기업부채 및 금융부실 그리고 부동산 거품 등 중국의 경제문제가 한국 주식시장에 미칠 영향이 더욱 중요하다고 판단하고 있었습니다. 이 문제가 어떻게 해결되어 가지를 오래전부터 면밀히 리서치 해오면서 고객들과 소통해오고 있습니다. 한국이 중국에 대한 수출 비중은 26%에 달해 영국의 1.4%와는 비교가 되지 않습니다. 저희는 이번 분기에 중국의 철강, 부동산 및 인프라 회사와 은행 및 자산관리공사 등과의 미팅 등을 진행하였습니다.

저희는 향후 철강가격의 의미있는 반등은 부동산과 고정자산 투자의 지속적인 수요 회복이 전제되어야 할 것으로 판단하기에 중국의 대표적인 부동산 개발상인 Evergrande Property 도 만나면서 이같은 점을 확인하고자 하였습니다. 저희의 관심과 질문은 5월에 향후 3년동안 교통 인프라 투자에 4.7조위안 (약 840조원) 을 투자하겠다는 정책발표가 있었지만 이번 분기에 익명의 권위있는 인사가 인민일보 기고를 통해 현재 부동산과 고정자산 투자 위주의 경제정책을 비판하고 향후 경제 운용방향에 대해 가이드라인을 개진한 이후 어떠한 변화들이 부동산 시장에서 감지되고 있고 향후 어떻게 부동산 시장에 영향을 미칠지에 대한 것이었습니다. 그러나 회사의 CFO 임원은 저희의 이같은 관심이 수준높은 질문이지만, 현재 정부 정책에 대해서 자신들도 지켜보는 중이어서 바로 답변해주시는 곤란하다고 양해를 구하였습니다. 다만 지금부터 9월까지 이어지는 주택거래 성수기 시즌에 대하여 회사는 기대를 많이 하고 있고 그다지 부정적으로 향후 전망을 생각하고 있지 않다고 덧붙였습니다.

Everland Property 임원은 정부의 우호적인 정책기조로 인해 부동산업에 대한 긍정적인 의견을 피력하였지만 동시에 작년에 이미 3선 이하 도시의 재고소진을 위한 정책 카드 (주택 구매제한 완화, LTV 규제완화 등) 를 모두 다 사용해 추가적인 수요진작 정책의 여력이 크지 않음도 인정하였습니다. 저희는 철강업 전체 수요의 약 35%를 차지하는 부동산 산업이 구조적인 성장을 이루기 어렵다는 판단을 하고 있어 중국 원자재 가격의 회복이 장기적으로 지속될 가능성이 제한적일 것으로 판단하고 있습니다.

저희가 이번 분기에 만난 안신증권 이코노미스트는 중국의 부동산 시장이 2012년을 지나면서 급격한 전환기를 맞게 되었음을 지적했습니다. 2012년 전까지는 신규착공면적의 증가율과 주택판매면적의 증가율이 유사한 움직임을 보였지만 극심한 누적 재고를 초래하였고 2012년 이후로는 신규착공면적이 판매면적보다 현저히 낮게 증가함을 강조하며 이러한 국면이 최소 2~3년 지속될 것으로 전망하였습니다. 또한 인프라 건설이 중국 철강수요의 약 18%를 차지하고 있어 중요한데 적극적인 인프라 투자를 위해서 필요한 지방정부의 자금조달 여력이 2009년 이후 정부가 경기부양을 위해 지속했던 부동산 투자와 재정지출 증대로 인해 지방정부의 부채 확대를 유발해 더 이상의 예전처럼 자금 조달이 쉽지 않은 현실을 지적하였습니다.

이번 분기에 저희는 Angang Steel과 중국 3대 건설사인 CSCEC(China State Construction Engineering Corp), CRCC(China Railway Construction Corp), CRG(China Railway Group) 등을 만나면서 중국의 철강산업과 인프라 투자 방향 및 공급측 개혁에 대하여 다시한번 점검해보았습니다. 저희는 이번에 Angang Steel과의 미팅에서 철강업의 구조조정은 좀더 중소형 민영 철강사에 해당되는 일이며 은행권의 과잉산업으로의 대출금지 규제도 대형 철강사에는 적용되지 않고 있다는 것을 확인하였습니다. 오히려 대형 철강사는 생산시설 확충과 몸짓 불리기에 나서고 있음을 다시 확인하였습니다.

6월에 중국에서 생산량 2위인 Baosteel 과 6위인 Wuhan Iron & Steel 은 국유기업 두 회사가 합병안을 검토하고 있다고 공시했습니다. 두 업체가 합치면 중국 1위 업체 Hebei Iron & Steel 을 밀어내고 세계 2위에 오르게 됩니다. 중국 철강업체가 세계 2,3위를 차지하게 되는 것입니다. 중국 국가발전개혁위원회는 “양사의 전략적 조정은 과잉생산 능력(설비) 감축을 고려한 것” 이라고 설명했습니다. 중국 언론들은 두 회사의 화남지역에 있는 공장에서 생산설비 감축이 이뤄질 것으로 내다봤습니다. 그러나 이번 합병이 과잉해소와 가격 상승 효과에 긍정적인 영향을 끼칠지에 대해서는 저희는 좀 더 지켜볼 필요가 있다는 판단입니다. Hebei Iron & Steel 역시 3개의 철강회사가 합병하여 Baosteel을 제치고 중국내 1위가 된 경우였지만 과거 합병으로 인해 중국 철강 공급과잉이 해소되지는 못했었습니다. 중국의 연간 생산량은 약 11억톤 이상 이고 중국 내 수요는 약7억톤 전후 수준입니다. 합병되는 두 회사의 연간 생산량 규모는 6000천만톤 수준으로 합병 후 중국 철강 시장의 점유율이 7.6%에 불과합니다. 시장 지배력과 생산 및 가격 주도권을 갖기엔 부족한 상황입니다. 그만큼 중국 철강업체가 난립해 있고 과잉규모가 큰 게 현실이라는 판단입니다.

철강업종의 경우 중국의 철강 생산시설과 실제 생산량의 간극이 워낙 커서 극단적으로 생산시설을 포스코 연간 생산량(4200만톤)의 10배 수준 정도는 줄여야 공급과잉 문제가 해결될 수 있는 어려움이 존재합니다. 또한 복잡한 기득권층의 이해관계들로 꼬인 문제를 풀어야 할 과제도 안고 있습니다. 사실상 주인이 없는 철강 국유기업들의 경영진과 이를 둘러싼 지방정부와 당 고위 관료들과의 얽히고 설킨 기득권층의 다른 이해관계가 개혁과 구조조정에 오랜 시간과 뼈를 깎는 노력을 요구하고 있는 것입니다. 중국 중앙기율위 감찰단도 6월초 국유자산관리 위원회의 국유기업 개혁 진도가 느리다며 개혁의 정확성과 효율성이 충분치 못하다고 강하게 질타한 바 있습니다. 이번 구조조정은 중국 경기가 둔화 국면에 놓여 있다는 점이 2000년대 초반의 과거와 다른 점입니다.

정부는 경착륙을 방어하기 위해 수요 촉진을 병행할 수 밖에 없는 상황이기도 합니다. 중국 정부는 올해 연초 통화량 M2 증가율 목표를 상향하면서 대출을 늘렸고, 수요 진작 카드로 대규모의 인프라 투자 프로젝트까지 승인해주었습니다. 6월 중국 방문을 통해 CSCEC, CRG, CRCC등 대형 건설사들의 CFO는 양호한 1분기 수주실적이 4월, 5월에도 지속적으로 이어지고 있음을 확인하였습니다. CRCC의 CFO는 5월 공표된 교통인프라 시설에 대한 3년간의 4.7조위안 (약 조원) 투자계획을 근거로 특히 철도건설과 도심 지하철 건설에 대한 발주가 크게 늘어날 것으로 전망하였습니다.

이처럼 중국 정부는 최소 6.5%의 경제성장 목표를 달성하기 위하여 부동산과 인프라 투자를 적극적으로 지원하는 정책을 펼쳐오고 있었습니다. 월별 산업생산 증가율은 2년 전의 절반 수준인 5~6%대를 벗어나지 못하고 있으며 고정자산투자의 월별 증가율 역시 2년 전의 절반 수준인 10% 전후를 벗어나지 못하고 있습니다. 5월 소매판매 증가율 또한 13개월만의 최저치인 10%를 기록하였습니다. 이와같은 상황에서 중국의 전국 주택 거래금액은 올해 1~5월 누적으로 전년동기대비 50.7% 상승하였으며 주택 거래면적 또한 전년 동기대비 33.2% 상승하였습니다. 그러나 저희는 중국의 주택시장이 1~2선 도시로 투기자금 유입에 따른 가격 폭등과 3~4선 도시에서의 재고 누적이라는 근본적 문제점을 내포하고 있어 경기 진작을 위해 지속적으로 사용하기 어려운 카드가 되고 있다고 판단하고 있으며 이를 지난 운용 보고서들을 통해서 지속적으로 소통한 바 있습니다. 저희는 이번 중국 철강회사와 인프라 기업들과의 미팅을 통하여 정부가 인프라 건설 투자에 앞으로도 매달릴 수 밖에 없는 상황임을 이해할 수 있었습니다. 그러나 중국 부동산의 재고문제와 국유기업과 지방정부의 과다 부채 문제가 단시간내에 해결되기 힘든 문제여서, 인프라 건설 투자 수요 견인만으로 철강기업들의 턱어라운드와 기업가치 상승, 그에 따른 주식시장에서의 밸류에이션 프리미엄으로 이어지기는 힘들거워 보인다는 사실도 함께 확인하게 되었습니다.

## 중국 은행 탐방 후기

이번 분기에 저희는 중국 ICBC 은행과 China Cinda Asset Management 를 만나면서 여러 시사점을 함께 얻을 수 있었습니다. 저금리에 부실채권이 급증하면서 중국의 대형은행들의 작년 순이익 증가율은 10년만에 최악으로 둔화되어 전년동기 대비2.4%에 머문 것으로 나타났습니다. 중국 최대은행인 ICBC 은행은 작년 순이익이 전년대비 0.6% 그쳤다고 발표했습니다. 이는 은행이 상장된 2006년 이후 10년만에 가장 저조한 연간 성장률입니다. 3년전 40% 이상 성장하던 중국 은행들의 모습을 이번 방문에서는 더 이상 중국 최대은행에서 찾아볼 수가 없었습니다. 지난해 ICBC 은행은 배당성향 (순이익에서 배당금 총액이 차지하는 비율)을 33%에서 30%로 낮추었습니다. 이는 Bank of China의 첸시창 행장의 말처럼 “중국 은행들이 두 자릿수 성장을 구가하던 시대가 끝났고 이제는 한 자릿수의 저성장 시대” 로 접어들었기 때문에 취한 조치로 추정됩니다. 첸 행장은 “은행들의 저성장과 고위험 시대에 고수익을 유지하는 것은 불가능하다” 면서 “우리는 뉴노멀 상태에 있다” 고 현재 중국 은행이 처한 상황을 설명했습니다.

이번 분기 안신증권의 가오산원 이코노미스트 미팅에서 그는 중국 상업은행들의 공식 NPL이 1.67%라는 발표는 본인도 믿지 않는다고 말했습니다. 중국은행들은 은행 경영의 어려움에 직면할 수 있기 때문에 많은 부실대출을 다양한 방식으로 숨기거나 낮게 평가해서 거래하고 있다고 언급하였습니다. 여기에서 문제점은 부실 대출 규모가 얼마가 될지 아무도 모른다는 점입니다. 또 하나의 문제점은 좀비기업에게 계속해서 부실대출을 해주고 있어 향후 부실 규모를 계속해서 키우고 있다는 사실입니다.

이러한 행태는 대출의 흐름을 저해할 뿐만 아니라 자연스러운 시장의 구조조정 역시 방해하고 있어 시장으로부터 불신과 부실만 키울 뿐이라고 언급하였습니다. 가오산원은 금융기관들이 추정을 종합해서 보면 중국의 실질 NPL 비율은 5-10%가 될 것이라고 짐작하고 있다고 말했습니다. 그는 이것이 중국 은행들의 밸류에이션을 디스카운트 하는 요인이라고 언급하였습니다. 이러한 부실채권이 얼마가 될 지 모르는 상황에서 빠르게 증가할 것이라는 우려가 시장에서 은행주들의 밸류에이션을 디스카운트해서 거래하고 있는 원인일 것이라고 언급하였습니다. 현재 순자산이 향후에 부실에 대한 충당으로 줄어들 수 있다는 우려가 점증하면서 은행주의 주당 순자산 비율 (PBR, Price to Book Value ratio) 은 1배 이하에서 거래되고 있다는 설명이었습니다. 저희는 중국 은행주들이 싸게 거래되고 있고 싸게 거래되는 주식에는 그럴만한 이유가 있다는 것을 재확인하게 되었습니다.

## 일본 은행 탐방 후기

올해들어 수년동안 낙폭이 과다했던 저PBR주들이 (Price to book ratio, 주가를 1주당 순자산 비율로 나눈 비율인 주가순자산비율) 돋보이는 수익률을 올리고 있습니다. 코스피 시가총액 상위 100개 기업 중 PBR이 1배 미만인 종목이 절반을 웃돌고 있습니다. 12개월 선행 PBR이 0.5배도 채 되지 않는 대형주는 10개 중 절반 가량이 은행주입니다. 이러한 저 PBR업종은 은행을 비롯하여 철강, 유통, 유틸리티 기업 등으로 구성되어 있으며 올해 1분기 운용보고서를 통하여 저희는 저 PBR 업종인 철강업종에 대한 의견을 중국 기업 탐방을 토대로 고객분들과 함께 소통한 바 있습니다. 이번 운용 보고서에서는 저PBR의 또다른 대표주자인 국내 은행업종에 대한 저희들의 의견을 일본 은행의 탐방 후기를 통해 고객분들과 함께 소통하고자 합니다.

먼저 저희는 기업이나 은행의 주가가 지속적인 상승을 하기 위해서는 기업이나 은행의 성장과 손익이 지속적으로 뒤따라와야 할 것으로 판단하고 있습니다. 이러한 은행의 성장과 손익에 가장 큰 영향을 주는 요인이 금융수요의 원천이 되는 경제성장과 이자수익의 기반이 되는 적정수준의 시장금리라고 볼 때, 저희는 최근의 저성장, 저수익 상황이 상당 기간 지속되는 경우에도 은행주들이 장기적인 관점에서 승자가 될 수 있을지를 리서치해오고 있습니다.

저희는 이와 같은 어려운 국내외 경영환경이 은행 주가에도 반영되고 있다는 판단을 하고 있습니다. 국내 은행들은 올해들어 주가가 상승하였음에도 2008년 IMF 금융위기 후 가장 낮은 수준인 0.5배의 PBR에 거래중입니다. 대부분의 투자자들이 은행산업의 불확실한 경영환경으로 인해 은행 주가에 미래 성장 기대 등을 전혀 반영해주지 않고있는 상황입니다. 오히려 추가 부실에 대한 우려로 인해 장부가치가 추가적으로 훼손될 수도 있다는 걱정이 PBR을 1보다 훨씬 낮은 0.5배 수준에서 거래시키고 있는 이유일 수 있다는 판단입니다. 은행주의 PRB이 낮게 거래되고 있는 또다른 이유는 국내 은행의 자기자본 대비 이익창출 능력을 보여주는 지표인 자기자본 순이익률 (ROE) 이 2005년 18.4%에서 10년만에 4.1%로 급락한 것과 밀접한 관련이 있다고 생각합니다. 이렇듯, 은행의 밸류에이션이 싸게 거래되는 이유는 지난 10년 동안 지속적으로 자본 효율성이 둔화되어 온 점이 영향을 미친 것으로 보입니다. 만일 투자자들이 앞으로 은행의 효율적인 펀더멘탈 개선에 대한 확신이 늘어간다면 디스카운트는 해소될 수도 있을 것입니다. 그러나 사상 최저 수준의 기준금리가 장기화되고 있고 저성장 체제하에서 부양기조의 통화정책과 경기부진의 기조가 글로벌화되면서 은행산업의 구조적 ROE 개선이 쉬운 일만은 아닌 상황입니다.

국내 은행ROE 회복의 핵심은 편중된 이자이익 의존도로 인하여 대출 성장세의 회복과 더불어 지속적으로 떨어지고 있는 순이자마진 (NIM) 의 반등에 따른 이자이익의 증가세 전환이 중요한 요인이 될 수 있습니다. 은행 이자이익이 예상보다 빠르게 회복되기 위해서는 절반 이상의 의존도를 가지고 있는 부동산 시장이 관건일 것입니다. 대표적인 사례로, 05~06년 당시 은행주의 re-rating은 부동산 경기를 기반으로 내수 경기 회복에 기인하였던 점을 상기해 볼 수 있겠습니다. 부동산 시장 회복을 통한 내수 경기 개선이 은행의 대출 성장률 및 대출금리 스프레드 확대를 가져 올 수 있고 이는 순이자마진 상승을 보다 가속화시킬 수 있어 궁극적으로 ROE 의 개선을 가져올 수 있겠습니다. 그러나 최근의 부동산 시장의 제반 여건과 정부 정책 흐름속에서 이러한 부동산 경기 기반의 은행산업 수익회복 스토리를 믿기에는 여러 점검해볼 과제가 있다고 생각합니다.

이번 미즈호 은행과의 면담에서도 저희는 ROE개선 전략에 대하여 질문하였습니다. 미즈호 은행에서는 일본의 아베노믹스에서 기업 ROE 개선을 원하고 있고, 미즈호 은행에서도 ROE 개선을 원하고 있지만 현실은 쉽지 않다는 답변을 들을 수 있었습니다. 미즈호 은행은 글로벌 바젤 쓰리를 준수해야 할 의무가 있어 지속적으로 자본을 확충해나가야 한다는 것이었습니다. 이런 상황은 ROE 개선하고 싶지만 모순되게 느껴지는 것도 사실이라는 것입니다. 이러한 글로벌 자본 확충이 강화되는 상황과 국내 대출 수요가 감소되는 상황이 은행의 밸류에이션을 낮추는 요인이라고 생각한다고 말했습니다. 그래서 투자자들은 배당에 더욱 기대를 하고 있고 미즈호 은행도 배당을 강화해나갈 것이라라고 덧붙였습니다. 그러나 현실적으로 자본확충이 요구되고 있는 상황에서 급격하게 배당을 늘리기는 힘들 것이라는 인상을 받았습니다. 미즈호 은행의 경우에는 올해의 배당성향이 30% 수준이지만, 이러한 배당성향은 일본 제조업들과 별반 차이가 없는 비슷한 수준 (30.9%) 입니다. 최근 10년동안 일본 기업들의 배당성향이 20%에서 10%포인트 높아진 것을 고려해보면 미즈호 은행은 2012년 배당성향 26% 에서 30%로 매년 점진적으로 꾸준히 늘려오고 있는 상황으로 이해됩니다. 그렇다면 어떻게 성장의 기회가 있을 것인가 다시 미즈호 은행에게 질문하였고 역시 해외와 비이자 수익에서 그 해답을 찾고 있다고 덧붙였습니다.

미즈호 은행은 PBR 0.7배 수준 (ROE 7.5%) 에서 거래중입니다. 배당수익률은 3.5%에 이르고 있으며 PER 9배 수준에서 거래중입니다. 글로벌 관점에서 국내 은행들의 PBR이 1배 이하로 낮게 유지되고 있는 상황은 비단 우리나라 은행에게서만 나타나는 현상이 아닌 것입니다. 일본과 중국의 은행들을 포함하여 글로벌하게 나타나고 있습니다. 상장 국내 은행들은 현재 PBR 0.5배 수준에서 거래중입니다. (ROE 6.5%) 국내 은행들의 평균 배당수익률은 3%에 육박할 것으로 판단되고 최근 주가 상승으로 PER은 7배를 조금 넘는 수준에서 거래중입니다. 일본 은행들도 현재 0.6배의 PBR에 거래중이며 ROE는 7.5% 수준에 거래중입니다. 평균 배당수익률은 3.5%에 거래중이고 평균 PER은 8배에 거래중입니다. 중국 은행들 (A-share) 은 평균 4% 이상의 높은 배당수익률을 기록중이고 15%를 넘는 ROE 를 자랑하지만, 여전히 PBR 0.9배 수준에서 거래중이며 PER도 6배 수준에 불과합니다.

국내 은행들은 현재의 상황을 타개하기 위하여 거의 예외 없이 매년 비이자수익의 확대, 글로벌라이제이션, 고객관계관리 강화, 비용효율화 등을 이야기 하고 실천해오고 있지만 아직 큰 성과를 보이지 못하고 있는 현실입니다. 그러나 해외 은행들의 사례와 비교해 보면 반드시 경영환경 탓이라고만 할 수도 없는 것으로 판단됩니다. Wells Fargo 등 미국의 상업은행들은 우리보다도 낮은 경제 성장률과 저금리 상황 하에서도 지속적인 자산 성장과 우리보다 두배 나 높은 3%대의 순이자마진(NIM)을 실현하고 있습니다. 우리나라 은행보다 규모가 작은 말레이시아의 May Bank조차도 국내 은행보다 성공적인 글로벌라이제이션 성과를 거두고 있습니다.

저희들은 국내 은행들의 밸류에이션 디스카운트가 해소되기 위하여는 글로벌화와 비이자 수수료 수익 비중 다각화 등이 전제되어야 할 것으로 보고 앞으로도 국내외 은행들의 성장과 수익 전략을 지속적으로 점검해 나갈 것입니다. 핀테크와 빅데이터 및 인터넷 전문은행 등이 몰고올 금융산업의 지형 변화에 대해서도 면밀히 살펴보고 고객들과 지속적으로 소통해 나갈 것입니다.

## ▶ 투자환경 및 운용계획

최근 주식시장을 둘러싼 글로벌 환경은 낮은 성장 기조속에 높은 변동성 추세의 지속으로 요약됩니다. 주식시장의 환경은 갈수록 복잡다단해지고 변화 무쌍해져서 단기적으로 주가를 예측하는 것은 더욱 어려워졌습니다. 기업을 발빠르게 매매하는 마켓 타이밍이나 롱숏전략 등은 높아진 주가 변동성으로 더 많은 주의와 노력이 필요할 것으로 판단되지만 이는 저희가 잘 알거나 익숙한 영역이 아닙니다. 저희가 강점이 있는 분야는 저성장과 고변동성의 심화속에서 중장기 성과가 좋을 것으로 기대되는 비지니스 모델을 지닌 퀄리티 주식 (Quality Stock)을 선별하고 투자할 수 있는 능력과 그렇게 발견된 퀄리티 주식을 인내심을 갖고 장기적으로 투자할 수 있는 자세라고 생각합니다. 따라서 저희는 시시각각으로 변화하는 주가의 예측보다는 본질적인 측면에서 퀄리티 기업들을 발굴하고 새롭게 투자하여 높은 변동성 속에서도 오랫동안 일관된 투자철학을 통해 고객들의 자산을 증식시켜드리고자 노력해 나갈 것입니다.

올해 운용목표와 관련하여 다음 사항을 우선적으로 고려하도록 하겠습니다.

첫째, 저희를 믿고 소중한 자산을 위탁해주고 계신 많은 고객들에게 언제나 깊은 감사의 마음을 가지고 있으며 이를 언제나 잊지 않겠습니다. 항상 초심을 잃지 않으면서 감사의 마음을 가지고 저희를 성원해주고 지지해주는 고객들의 입장에 서서 고객의 이익을 가장 우선시하면서 독립적으로 운용해 나가겠습니다. 그 길만이 고객에게 신뢰받는 명품 펀드와 자산운용사로서 거듭나면서 한국에서 투자문화를 새롭게 정착해가는 길임을 늘 잊지 않겠습니다.

둘째, 고객들에게 신뢰를 쌓아가는 과정은 너무 어렵지만 무너지는 것은 한 순간임을 항상 잊지 않겠습니다. 새롭게 펀드를 설립하고 운용할 때부터 고객들에게 약속하였던 운용원칙과 목표대로 운용해 나갈 것입니다. 중국의 성장 둔화와 글로벌 증시의 변동성이 확대되면 될 수록 저희는 고객과 약속한 원칙들을 독립적이고 일관되게 유지해 나가겠습니다. 언제나 메리트만의 차별화된 포트폴리오 유지가 지속적이고 안정적인 초과수익을 창출해내는 핵심임을 잊지 않겠습니다. 열정을 가지고 장기적으로 유망한 기업들을 발굴하여 펀드에 투자한 고객들을 행복하게 해드리도록 항상 노력할 것입니다.

셋째, 저희를 믿고 소중한 돈을 맡겨주신 고객을 위해서 더욱 더 차별화된 서비스로 보답하여 나가겠습니다. 펀드가 보유중인 기업들이 고객들에게 어떤 차별화된 가치를 창출해 줄 지를 면밀하게 리서치하고 소통해갈 것입니다. 이를 위해서 해외경쟁 기업에 대한 글로벌 관점에서의 적극적인 리서치를 계속해서 진행해 나가도록 하겠습니다. 항상 일관된 운용원칙을 가지고 유망기업의 발굴과 균형잡힌 포트폴리오의 분산을 유지해 나가겠습니다.

저희는 앞으로도 고객들에게 저희가 인지하고 있는 기회와 위험 요인들을 운용보고서를 통하여 정직하고 성실하게 소통해 나가고 리스크 관리에 만전을 기해 나갈 것입니다. 저희는 단기적인 테마나 이슈 등에 대한 관심보다는 중장기적으로 보유할시 기업가치가 확대되어 저희의 고객들에게 자본 이득을 안겨줄 수 있는지의 여부를 면밀히 조사해오고 있습니다. 시가총액이나 업종 등에 상관없이 오로지 기업의 펀더멘탈과 가치에 대한 기업중심의 엄격한 조사와 평가에 따라 포트폴리오 위험을 관리해나갈 것입니다.

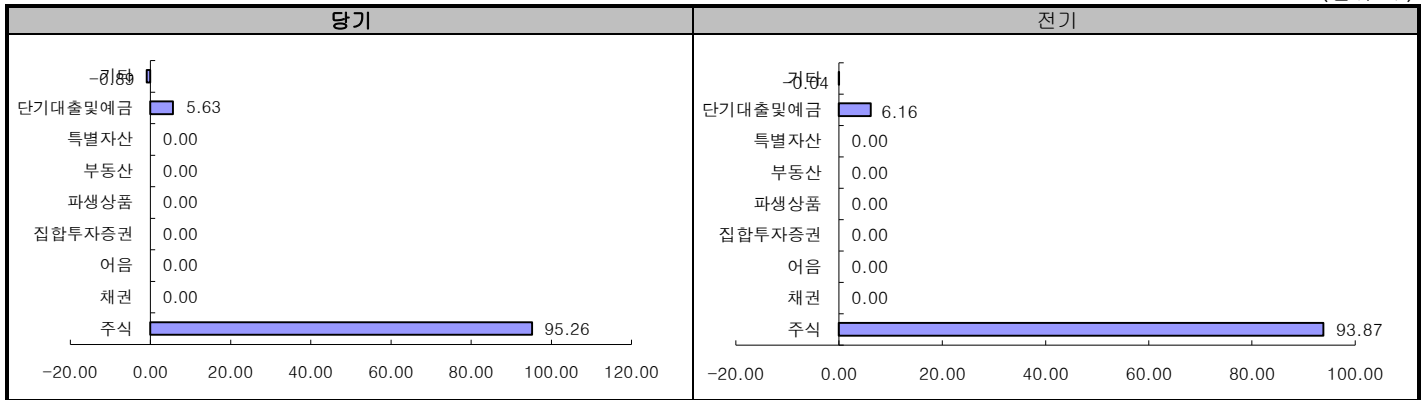
향후에도 이러한 고객과의 약속이 투명하게 실천되고 있는지 운용보고서를 통하여 투자자님들께 투명하고 성실히 보고 드릴 것입니다. 감사합니다.



### 3. 자산현황

#### ▶ 자산구성현황

(단위: %)



#### [자산구성현황]

(단위: 백만원, %)

동화별 구분	증권				파생상품		부동산	특별자산		단기대출 및 예금	기타	자산총액
	주식	채권	어음	집합투자증권	장내	장외		실물자산	기타			
KRW	30,354 (95.26)	-	-	-	-	-	-	-	-	1,793 (5.63)	-282 (-0.89)	31,865 (100.00)
합계	30,354 (95.26)	-	-	-	-	-	-	-	-	1,793 (5.63)	-282 (-0.89)	31,865 (100.00)

\* ( ) : 구성 비중

주) 위의 자산구성현황은 투자자가 가입한 펀드의 실제 자산구성내역이 아니고, 투자자의 이해를 돕기위해, 모펀드의

자산구성 내역과 해당 자집합투자기구가 각 모집합투자기구에 차지하고 있는 비율 등을 감안하여 산출한 것입니다.

#### ▶ 환헤지에 관한 사항

환헤지란?	※ 해당사항 없음
펀드수익률에 미치는 효과	※ 해당사항 없음

(단위: %, 원)

투자설명서상의 목표 환헤지 비율	기준일(2016.08.01) 현재 환헤지 비율	(2016.05.02 ~ 2016.08.01) 환헤지 비율	(2016.05.02 ~ 2016.08.01) 환헤지로 인한 손익
-	-	-	-

주) 환헤지란 환율 변동으로 인한 외화표시자산의 가치변동위험을 선물환계약 등을 이용하여 줄이는 것을 말하며, 환헤지 비율은 기준일 현재 펀드에서 보유하고 있는 총 외화자산의 평가액 대비, 환헤지 규모를 비율로 표시한 것을 말합니다.

#### ▶ 환헤지를 위한 파생상품

※ 해당사항 없음

#### ▶ 주요자산보유현황

※ 펀드자산 총액에서 상위 10종목, 자산총액의(파생상품의 경우 위험평가액) 5% 초과 보유종목 및 발행주식 총수의 1% 초과 종목의 보유내역을 보여줍니다.

※ 보다 상세한 투자대상자산 내역은 금융투자협회 전자공시사이트의 펀드 분기영업보고서 및 결산보고서를 참고하실 수 있습니다. (인터넷 주소 : <http://dis.kofia.or.kr>) 단, 협회 전자공시사이트에서 조회한 분기영업보고서 및 결산보고서는 본 자산운용보고서와 작성기준일이 상이할 수 있습니다.

#### ▶ 주식 - Long(매수)

(단위: 주, 백만원, %)

종 목 명	보유수량	평가액	비중	비고
아모레G	7,403	1,081	3.39	-
CJ	5,127	1,015	3.18	-
고려아연	1,738	914	2.86	-
코웨이	10,113	863	2.70	-
한국콜마	9,078	840	2.63	-
BGF리테일	4,217	818	2.56	-
SK	3,743	784	2.46	-
에스원	7,491	779	2.44	-

▶ 주식 - Short(매도)

※해당사항 없음

▶ 채권

※해당사항 없음

▶ 어음

※해당사항 없음

▶ 집합투자증권

※해당사항 없음

▶ 장내파생상품

※해당사항 없음

▶ 장외파생상품

※해당사항 없음

▶ 부동산(임대)

※해당사항 없음

▶ 부동산 - 자금대여/차입

※해당사항 없음

▶ 특별자산

※해당사항 없음

▶ 단기대출 및 예금

(단위: 백만원, %)

종류	금융기관	취득일자	금액	금리	만기일	비고
예금	하나은행		1,010	0.92		-
클론	수출입은행	2016.08.01	783	1.08	2016.08.02	-

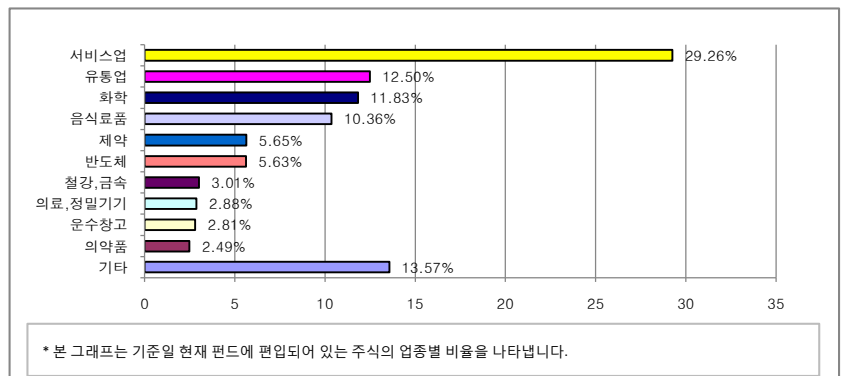
▶ 기타자산

※해당사항 없음

▶ 업종별(국내주식) 투자비중 - Long(매수)

(단위: 백만원, %)

업종명	평가액	보유비율
1 서비스업	8,882	29.26
2 유통업	3,793	12.50
3 화학	3,591	11.83
4 음식료품	3,146	10.36
5 제약	1,714	5.65
6 반도체	1,710	5.63
7 철강,금속	914	3.01
8 의료,정밀기기	875	2.88
9 운수창고	854	2.81
10 의약품	757	2.49
11 기타	4,118	13.57
합 계	30,354	100.00



주) 보유비율=평가액/총평가액\*100

주) 업종기준은 코스콤 기준

▶ 업종별(국내주식) 투자비중 - Short(매도)

※해당사항 없음

▶ 업종별(해외주식) 투자비중

※해당사항 없음

▶ 국가별 투자비중

발행(상장)국가별 투자비중

\* 일부 해외종목의 경우 거래소 상장국가와 실제 발행국가가 상이할 수 있습니다.

※해당사항 없음

## 4. 투자운용전문인력 현황

### ▶ 투자운용인력(펀드매니저)

(단위: 개, 억원)

성명	운용개시일	직위	운용중인 다른 펀드 현황		성과보수가 있는 펀드 및 일임계약 운용규모		주요 경력 및 운용내역	협회등록번호
			펀드 개수	운용 규모	개수	운용 규모		
김홍석	2013.06.21	책임전문운용인력	24	10,381	4	685	라자드코리아자산운용(8년)	2109000472
							도이치투자신탁운용(3년)	
							스커더인베스트먼트코리아(1년)	

주) 성명이 굵은 글씨로 표시된 것이 책임전문인력이며, 책임전문인력이란 운용전문인력중 투자전략 수립 및 투자 의사 결정 등에 있어 주도적이고 핵심적인 역할을 수행하는 자를 말합니다.

※ 펀드의 운용전문인력 변경내역 등은 금융투자협회 전자공시사이트의 수시공시 등을 참고하실 수 있습니다.  
(인터넷 주소 <http://dis.kofia.or.kr>) 단, 협회 전자공시사이트가 제공하는 정보와 본 자산운용보고서가 제공하는 정보의 작성기준일이 상이할 수 있습니다.

### ▶ 운용전문인력 변경내역

기 간	운용전문인력
2013.06.21 - 현재	김홍석

(주 1) 2016.08월 기준 최근 3년간의 운용전문인력 변경 내역입니다.

### ▶ 해외 투자운용전문인력

※ 해당사항 없음

### ▶ 해외 위탁운용

※ 해당사항 없음

## 5. 비용현황

### ▶ 보수 및 비용 지급현황

(단위: 백만원, %)

펀드 명칭	구 분	전 기		당 기		
		금액	비율(%)*	금액	비율(%)*	
메리츠코리아연금증권전환형자 투자신탁1호[주식]	자산운용회사	45.26	0.13	45.87	0.14	
	판매회사	종류C-1	63.58	0.23	64.58	0.24
		종류A	2.85	0.09	2.98	0.09
		종류S-P	1.02	0.07	1.06	0.07
		종류Ce	2.41	0.12	2.19	0.12
	펀드재산보관회사(신탁업자)	2.51	0.01	2.55	0.01	
	일반사무관리회사	1.68	0.01	1.70	0.01	
	보수 합계	119.31	0.65	120.93	0.67	
	기타비용**	0.38	0.00	0.41	0.00	
	매매· 중개수수료	단순매매·중개 수수료	5.95	0.02	3.39	0.01
		조사분석업무 등 서비스 수수료	1.83	0.01	0.31	0.00
		합계	7.78	0.02	3.70	0.01
	증권거래세	9.29	0.03	8.43	0.03	

\* 펀드의 순자산총액(기간평균) 대비 비율

\*\* 기타비용이란 회계감사비용, 증권 등의 예탁 및 결제비용 등 펀드에서 경상적·반복적으로 지출된 비용으로서 매매·중개 수수료는 제외한 것입니다.

※ 성과보수내역 : 해당사항 없음

▶ 총보수비용 비율

(단위: 연환산, %)

펀드 명칭	구분	해당 펀드			상위펀드 비용 합산		
		총보수·비용 비율(A)	매매·중개수수료비율(B)	합계(A+B)	총보수·비용 비율(A)	매매·중개수수료비율(B)	합계(A+B)
메리츠코리아증권모투자신탁[주식]	전기	0.00	0.10	0.10	0.00	0.10	0.10
	당기	0.00	0.04	0.05	0.00	0.04	0.05
메리츠코리아연금증권전환형자투자신탁1호[주식]	전기	0.00	0.00	0.00	0.01	0.09	0.10
	당기	0.00	0.00	0.00	0.01	0.04	0.05
<b>종류(class)별 현황</b>							
메리츠코리아연금증권전환형자투자신탁1호[주식]종류C-1	전기	1.54	-	1.54	1.55	0.09	1.64
	당기	1.54	-	1.54	1.55	0.04	1.59
메리츠코리아연금증권전환형자투자신탁1호[주식]종류A	전기	0.94	-	0.94	0.95	0.09	1.04
	당기	0.94	-	0.94	0.95	0.04	0.99
메리츠코리아연금증권전환형자투자신탁1호[주식]종류S-P	전기	0.87	-	0.87	0.88	0.09	0.97
	당기	0.87	-	0.87	0.88	0.04	0.92
메리츠코리아연금증권전환형자투자신탁1호[주식]종류Ce	전기	1.06	-	1.06	1.07	0.10	1.16
	당기	1.06	-	1.06	1.07	0.04	1.11

- 주1) 총보수, 비용비율(Total Expense Ratio)이란 운용보수 등 펀드에서 부담하는 '보수와 기타비용총액'을 순자산 연평균 잔액(보수·비용 차감전 기준)으로 나눈 비율로서 해당 운용기간 중 투자자가 부담한 총보수·비용수준을 나타냅니다.
- 주2) 매매·중개수수료 비율이란 매매·중개수수료를 순자산 연평균잔액(보수·비용 차감전 기준)으로 나눈 비율로서 해당 운용기간 중 투자자가 부담한 매매·중개수수료의 수준을 나타냅니다.
- 주3) 모자형의 경우 모펀드에서 발생한 비용을 자펀드가 차지하는 비율대로 안분하여 합산한 수치입니다.

6. 투자자산매매내역

▶ 매매주식규모 및 회전을

(단위: 주, 백만원, %)

메리츠코리아증권모투자신탁[주식]

매 수		매 도		매매회전율 <sup>(주1)</sup>	
수 량	금 액	수 량	금 액	해당기간	연환산
34,899	3,383	236,223	10,880	8.63	34.22

주1) 해당운용기간 중 매도한 주식이액의 총액을 해당 운용기간 중 보유한 주식의 평균가액으로 나눈 비율

▶ 최근3분기 매매회전율 추이

(단위: %)

2015.08.02 ~ 2015.11.01	2015.11.02 ~ 2016.02.01	2016.02.02 ~ 2016.05.01
1.05	2.28	9.87

주) 매매회전율이 높을 경우 매매거래수수료(0.1%내외) 및 증권거래세(매도시 0.3%) 발생으로 실제 투자자가 부담하게 되는 펀드 비용이 증가합니다.

<공지사항>

- \* 고객님의 가입하신 펀드는 모자형 구조로써 이 자산운용보고서의 자산구성현황, 보유종목, 보수 및 비용 등의 정보는 고객님의 가입한 [ 메리츠코리아연금증권전환형자투자신탁1호[주식] ]가 투자하고 있는 비율에 따라 안분한 결과를 보여주고 있습니다.
- \* 고객님의 가입하신 펀드는 [2014.12.01] 기준 자본시장과 금융투자업에 관한 법률상 소규모펀드에 해당하여 회사가 [2014.12.02] 관련 수시공시를 한 바 있음을 알려드립니다. 소규모펀드는 자본시장과 금융투자업에 관한 법률에 따라 투자자에 별도의 통보나 동의없이 자산운용사가 임의해지 할 수 있으며 분산투자가 어려워 효율적인 자산운용이 곤란할 수 있음을 알려드립니다.
- \* 고객님의 가입하신 펀드는 [자본시장과 금융투자업에 관한 법률]의 적용을 받습니다.
- \* 이 보고서는 자본시장과 금융투자업에 관한 법률에 의해 [메리츠코리아연금증권전환형자투자신탁1호[주식]]의 자산운용회사인 [메리츠자산운용]이 작성하여 펀드재산보관회사(신탁업자)인 [하나은행]의 확인을 받아 한국예탁결제원을 통해 투자자에게 제공됩니다.
- \* 투자자의 계좌별 수익률 정보는 판매회사의 HTS나 인터넷 뱅킹 등을 통해 조회할 수 있습니다.

각종 보고서 확인 : 메리츠자산운용 [www.meritzam.com](http://www.meritzam.com)  
 금융투자협회 <http://dis.kofia.or.kr>