

2017년 7월 17일 | 퀀트 분석

배당뿐만 아니라 가격도 함께 보자!

미 연준의 정책금리 인상에도 불구하고 배당주 강세는 여전한. 최근 3개월 간 KOSPI 200 구성 종목 중 배당수익률과 배당성향 상위 20% 포트폴리오의 수익률은 각각 +25.52%, +15.11%를 기록. 참고로 지난 10년 연 평균 수익률도 각각 +13.83%, +9.28%로, 배당수익률 상위 포트폴리오가 우월한 성과를 기록. 두 배당주 포트폴리오의 성과 차이가 발생하는 이유에 대해 관심이 제기될 수 밖에 없음.

배당수익률 상위 포트폴리오는 주가가 얼마나 싸냐는 것이 포인트가 되는 반면, 배당성향 상위 포트폴리오는 기업의 '주주중시경영'에 초점을 맞춤. 문제는 배당성향이 높은 기업일수록 투자자의 선호가 집중되기에, 이미 밸류에이션 매력이 낮을 수 있음. 특히 'Low PBR' 종목이 강세를 보이는 시장에서 상대적으로 밸류에이션 매력이 높은 배당수익률 상위 포트폴리오의 성과가 더 두각을 나타낸 것으로 볼 수 있음.

다만, 연 초 이후 배당성향 상위 포트폴리오가 +35.38%라는 놀라운 성과를 기록하면서 배당수익률뿐만 아니라 향후 배당성향을 높일 여력이 있으면서도 밸류에이션 매력이 높은 기업에도 관심을 기울일 필요가 있다고 판단됨.



| 키움증권 리서치센터 투자전략팀

| Quantitative Analyst 이상욱

02) 3787-5298

sw.lee@kiwoom.com



목차

I. 배당주 투자의 장기 성과, 탁월해	4
II. 배당 포트폴리오의 성과 차이, 어디에서 기인했는가?	5
배당수익률 상위 포트폴리오의 평균 PBR은 1.0배	5
배당성향에 대한 재평가	6
III. 어떤 종목에 투자할까?	7
IV. 주간 주요 경제지표 및 일정	8

Compliance Notice

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 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

본 자료에 제시된 기업들은 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 기업과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

배당뿐만 아니라 가격도 함께 보자!



배당주 투자의 장기 성과, 탁월해

미 연준의 정책금리 인상에도 불구하고 배당주 강세는 여전한. 최근 3개월 간 'KOSPI 200 구성 종목' 중 배당수익률과 배당성향 상위 20%의 동일비중 포트폴리오의 성과는 각각 +25.52%, +15.11%로 같은 기간 'KOSPI 200' 동일비중 수익률(+12.09%)을 상회함. 뿐만 아니라 2007년 6월 이후 현재까지 배당수익률과 배당성향 상위 20% 포트폴리오는 각각 연 평균 +13.83%, +9.28%를 기록하며 'KOSPI 200' 동일비중 수익률(+6.95%)을 상회함. 그러나 두 배당주 포트폴리오의 장기 성과가 뚜렷한 우열이 발생한 이유에 대해 의문을 가질 수 밖에 없음.

배당 포트폴리오의 성과 차이, 어디에서 기인했는가?

배당수익률이 주주에게 환원되는 주당배당금을 주가로 나눈 수익률을 측정하는 반면, 배당성향은 주당배당금이 주당순이익에서 차지하는 비율을 측정함. 따라서 배당수익률은 '주가'가 결정적 영향을 미치는 반면, 배당성향은 기업의 '자본정책'이 핵심적임. '주주친화적' 자본정책을 시행하는 기업을 투자자들이 선호하는 까닭에 배당성향이 높은 기업의 주당순자산배율은 높을 수 밖에 없음. 두 배당 전략의 성과 차이는 'Low PBR' 전략이 상대적으로 강세를 보이는 국면에서 배당뿐만 아니라 주가에 수준에도 함께 관심을 기울일 필요가 있음을 나타냄.

어떤 종목에 투자할까?

그러나 올해 들어 'KOSPI200' 기업 중 배당성향 상위 20% 포트폴리오는 +35.38%의 놀라운 성과를 기록함. 배당수익률뿐만 아니라, 배당성향이 앞으로 높아질 여력을 보유한 기업에 대한 관심도 높일 필요가 있음. 당사는 자기자본이익률(ROE)이 높아 배당을 지급할 여력을 보유하고 있지만, 현재까지는 배당성향이 상대적으로 낮고 밸류에이션 매력도 높은 기업들을 관심 목록으로 제시함.

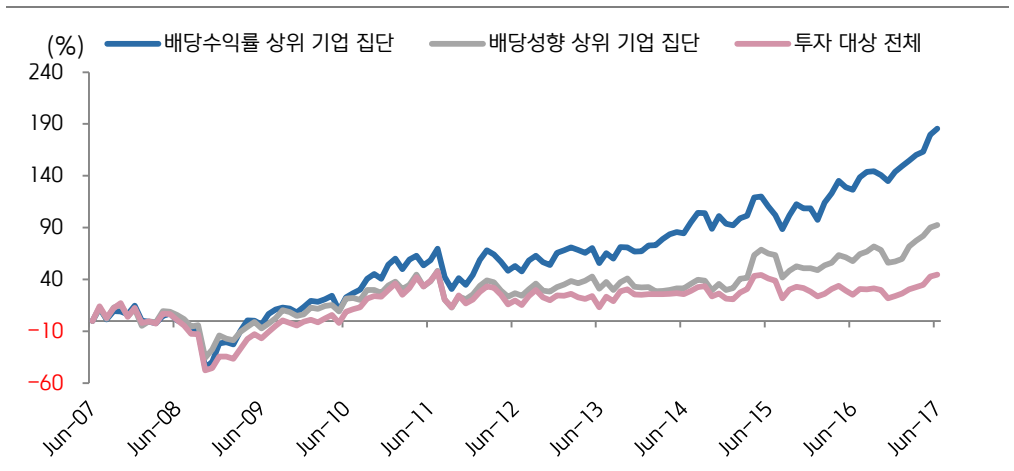
I. 배당주 투자의 장기 성과, 탁월해

미 연준의 정책금리 인상에도 불구하고, 배당주 강세가 여전하다. 최근 3개월 간 ‘KOSPI 200 구성 종목¹’ 중 배당수익률과 배당성장² 상위 20%의 동일비중 포트폴리오 수익률은 각각 +25.52%, +15.11%로 같은 기간 ‘KOSPI 200’ 동일비중 수익률(+12.09%)을 상회했다. 배당주 강세의 원인은 1) 미국의 금리 인상이 빠르게 진행되지 않을 것이란 안도감, 2) 국내 기업들에 대한 지배구조 개편 및 주주환원 확대에 대한 기대 때문으로 판단된다.

‘배당주’에 대한 관심이 높은 투자자 입장에서는 매우 고무적인 성과라 할 수 있다. 그런데 배당수익률 상위 포트폴리오와 배당성장 상위 포트폴리오의 수익률에 10.41% 포인트의 격차가 발생한 것에 대해 의문을 제기하는 투자자들이 적지 않을 것으로 판단된다. 당사가 2007년 6월을 기점으로 현재까지 KOSPI 200 종목 중 배당수익률 및 배당성장 상위 20% 포트폴리오의 장기 성과(동일 가중 기준)를 측정해본 결과, 연 평균 수익률이 각각 +13.83%, +9.28%를 기록한 것으로 나타났다. 두 포트폴리오 모두 같은 기간 KOSPI 200의 성과(동일비중 포트폴리오 기준, +6.95%)를 크게 상회하긴 했지만, 두 배당주 포트폴리오의 장기 성과에 뚜렷한 우열이 발생한 이유에 대해 관심이 제기될 수 밖에 없다.

어떤 이유로 두 포트폴리오의 장기 성과에 지속적인 차이가 발생했을까? 그 의문을 풀어보자.

배당 투자의 장기 성과 (2007.06~2017.06)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

¹ 당사는 ‘KOSPI 200’ 내 시가총액 1조원 이상, 3개월 간 일 평균 거래대금 50억원 이상 기업을 투자 대상으로 삼았음. 때문에 ‘KOSPI 200’ 내 투자 대상 전체 또한 위 기준을 만족하지 않는 기업을 제외 한 것으로 ‘KOSPI 200’ 동일가중 지수와 그 성과가 다름.

² 당사가 기준으로 한 배당수익률과 배당성장은 모두 확정치에 근거했으며, 매 월 두 기준에 따라 리밸런싱을 거쳤음.

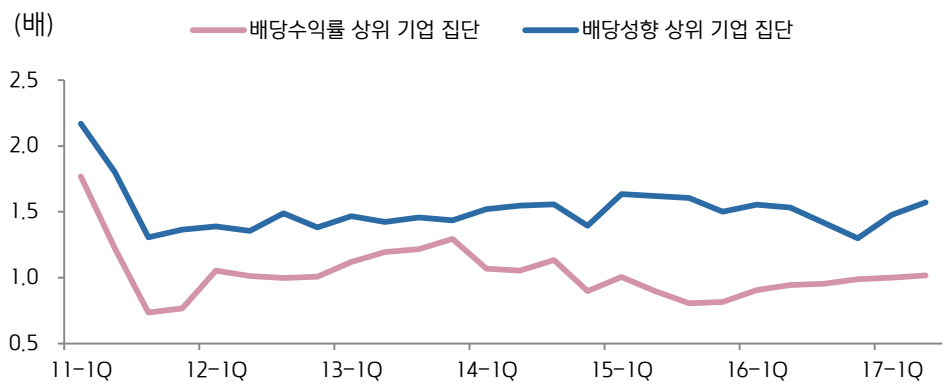
II. 배당 포트폴리오의 성과 차이, 어디에서 기인했는가?

배당수익률 상위 포트폴리오의 평균 PBR은 1.0배

이 대목에서 잠깐 배당 관련 용어를 정리해보자. 배당수익률(Dividend Yield)은 주주에게 환원되는 주당배당금을 주가로 나눈 수익률을 측정한 것이다. 반면, 배당성향(Payout ratio)은 주당배당금이 주당순이익에서 차지하는 비율을 측정한 것이다. 따라서 배당수익률은 '주가'가 결정적인 영향을 미치는 변수로 부각되는 반면, 배당성향은 기업의 '자본정책'이 핵심적인 포인트라 할 수 있다. 상당수 투자자들이 '주주친화적' 자본정책을 시행하는 기업을 선호하는 것은 당연한 일이기에, 배당성향이 높은 기업의 주당순자산배율(이하 'PBR')이 높다(배당수익률 상위 포트폴리오의 기간 평균 PBR 1.0배, 배당성향 상위 PBR 1.5배).

지난해 발간한 자료 "전략의 수명(2016.12.26)"에서 지적했듯, Low PBR 기업이 상대적으로 탁월한 성과를 기록한 바 있다. Low PBR 기업이 각광 받는 이유는 두 가지 때문이다. 하나는 Low PBR 투자전략이 주가가 일시적인 악재로 인해 주가가 크게 하락한 기업에 투자하는, '역발상 투자'의 성격을 지니고 있다는 것. 다른 하나는 호황에 Low PBR 기업 등 이른바 '가치주'가 강세를 보이는 경향을 지니기 때문일 것이다.³ 역발상 투자 전략이 높은 성과를 거두는 것은 'High Risk, High Return'의 입장에서 보면 당연한 일이며, 가치주 상대 성과가 부각된 것은 경기순환에서 기업 이익이 늘어나는 확장국면이 수축국면보다 길기 때문이다.⁴

배당 투자의 주당순자산배율(PBR) 장기 추세 (2011.03~2017.06)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

³ <스타일 투자전략, 2009년, 원앤원북스>에서 리처드 번스타인은 "이익 증가가 아주 드물어서 투자자가 이익 증가를 마치 다이아몬드처럼 생각하는 기간이 있는 반면, 이익 증가가 너무 흔해서 이를 사과처럼 여기는 때도 있다"라고 한 바 있다.

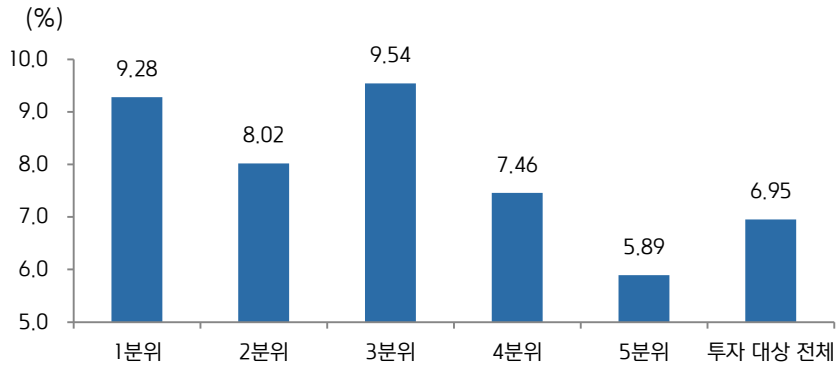
⁴ 통계청에 따르면, 2000년 이후 평균 확장기간은 31개월인 반면 수축기간은 18개월에 불과하다.

배당성향에 대한 재평가

배당성향을 기준으로 포트폴리오를 작성해봐도 결과는 마찬가지다. 같은 기간을 대상으로 KOSPI 200 기업의 배당성향 5분위 포트폴리오를 작성한 결과, 배당성향 상위 20% 포트폴리오의 성과는 +9.28%에 그친 반면 배당성향 3분위(41~60%) 포트폴리오의 성과는 +9.54%를 기록했기 때문이다. 배당성향이 높아질수록 투자성고가 높은 것은 분명한 사실이지만, 그 관계가 뚜렷하지는 않았다고 볼 수 있다.

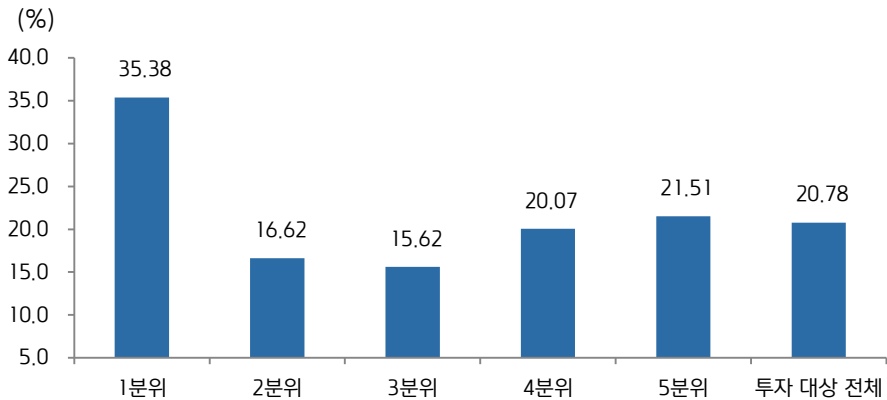
물론 2017년 접어들어 배당성향 상위 20% 포트폴리오의 투자 성과가 무려 +35.38%에 이르는 등 배당성향이 높은 '주주중시 경영' 기업에 대한 선호가 높아지는 것은 사실이다. 그러나 같은 기간 배당수익률 상위 포트폴리오의 성과가 +41.91%에 이르러, 배당뿐만 아니라 주가의 수준에도 함께 관심을 기울일 필요가 있음을 보여주었다.

배당성향 분위 별 연 환산 투자 수익률 (2007.06~2017.06)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

배당성향 분위 별 2017년 투자 성과



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

III. 어떤 종목에 투자할까?

이상의 분석을 통해, 지난 10년간 한국 주식시장에서 배당투자는 다른 투자스타일에 결코 뒤지지 않는 탁월한 성과를 기록했음을 알 수 있다. 특히 배당성향이 높은 '주주중시 경영' 기업의 성과는 매우 뛰어났지만, 전반적인 가치주 선호 흐름 속에서 배당수익률이 높은 기업들의 성과는 더욱 부각되었다.

물론 배당성향이 높은 기업에 주목하는 투자전략이 효과가 없었다는 것은 아니다. 'KOSPI200' 기업 중 배당성향 상위 20% 포트폴리오는 올해 들어 35.38%의 놀라운 성과를 기록했기 때문이다. 따라서 배당수익률뿐만 아니라, 배당성향이 앞으로 높아질 여력을 보유한 기업에 대한 관심도 높일 필요가 있다고 본다.

아래의 '표'는 자기자본이익률(ROE)이 높아 배당을 지급할 여력을 보유하고 있지만, 현재까지는 배당성향이 상대적으로 낮고 밸류에이션 매력도 높은 기업들을 간추린 것이다. 물론 배당성향이 실제로 높아지느냐 여부는 기업경영 성과가 꾸준히 개선되는지, 혹은 더 매력적인 투자 프로젝트가 부각되느냐에 달려 있기에 투자에 '참고' 사항으로 봐주었으면 한다.

관심 기업 목록

코드	기업명	시가총액 (억원)	거래대금 (억원)	ROE (%)	배당성향 (%)	PBR (배)	배당수익률 (%)
A012330	현대모비스	243,846	631	10.1	10.9	0.83	1.4
A034220	LG 디스플레이	128,635	1,082	16.5	19.7	0.98	1.4
A011170	롯데케미칼	122,706	606	20.8	7.3	1.25	1.1
A161390	한국타이어	79,280	149	12.8	5.7	1.35	0.6
A009830	한화케미칼	52,574	377	15.4	7.6	0.96	1.1
A071050	한국금융지주	40,234	101	11.7	16.8	1.23	1.1
A000880	한화	36,580	158	14.7	11.6	0.97	1.2
A012630	현대산업	34,790	148	14.9	16.8	1.28	1.5
A003490	대한항공	33,622	234	33.3	0.0	1.25	0.0
A047040	대우건설	31,961	149	23.6	0.0	1.45	0.0
A006650	대한유화	16,088	132	17.6	9.1	1.14	1.6
A103140	풍산	12,975	61	13.4	14.3	1.03	1.5
A001120	LG 상사	11,492	63	10.1	16.6	0.94	0.8

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
자기자본이익률(2017년 예상), 배당성향(2016년 확정), 주당순자산배율(Trailing), 배당수익률(Trailing), 2017년 7월 14일 종가 기준임.

IV. 7월 셋째 주 주간 주요 경제지표 및 일정

7월 17일 (월)	7월 18일 (화)	7월 19일(수)	7월 20일 (목)	7월 21일 (금)
중국 2분기 GDP 성장률 6월 산업생산 6월 소매판매 6월 고정자산투자 미국 7월 뉴욕주 제조업지수 유로존 6월 소비자물가지수	호주 통화정책회의록 6월 신규자동차판매 중국 6월 주택가격 영국 6월 소비자물가지수 독일 7월 ZEW 경기심리지수 미국 6월 수출입물가지수 7월 NAHB 주택시장지수	한국 6월 생산자물가지수 미국 6월 건축허가건수 6월 주택착공건수	일본 6월 무역수지 호주 6월 고용보고서 영국 6월 소매판매 독일 6월 생산자물가지수 미국 7월 필라델피아연은 제조업지수 6월 컨퍼런스보드 선행지수	한국 20 일까지의 수출증가율 미국 베이커휴즈시추공수 캐나다 6월 소비자물가지수 6월 소매판매
EIA 시추활동보고서			ECB 통화정책회의 BOJ 통화정책회의 트럼프 케어 표결	
실적 넷플릭스	실적 J&J, BOA, 노바티스, 유나이티드헬스, 골드만삭스, CSX, 할리데이비슨	실적 US 방고프, 쉘컴, 아메리칸익스프레스, 알코아	실적 MS, 필립모리스, SAP, 유니온퍼시픽, ABB, 페이팔, 고프로	실적 GE, 허니웰, 슬럼버거, 보다폰, 선트러스트, 아메리칸에어라인

자료: 각 언론사, 키움증권

요일	한국증시에 영향을 줄 이슈	요일별 주요 내용
7월 17일(월)	금) 미국 경제지표 금) 미국 실적 발표 월) 중국 경제지표	금요일 미 증시는 부진한 경제지표에도 불구하고 어닝시즌에 대한 기대 속에 상승. 월요일 한국 증시는 미 증시 상승 영향에 힘입어 강세 전망. 더불어 중국의 산업생산을 비롯한 주요 경제지표 및 2분기 GDP성장률 결과에 따라 상승폭 확대 전망
7월 18일(화)		월요일 글로벌 증시는 중국 경제지표 개선에 힘입어 상승 예상 화요일 한국 증시는 중국의 경제지표 및 미국 실적 시즌에 대한 기대속에 상승세 유지 전망
7월 19일(수)	화) 미국 실적 발표	화요일 글로벌 증시는 미국 금융주 및 제약주 실적 발표에 힘입어 상승 예상. 수요일 한국 증시는 실적 시즌에 대한 기대로 상승세 유지 전망.
7월 20일(목)	목) BOJ 통화정책회의	수요일 글로벌 증시는 변화요인이 제한된 가운데 국제유가의 흐름과 기업들의 실적 발표에 따라 변화 예상 목요일 한국 증시는 글로벌 증시 영향도 중요하지만 BOJ 통화정책회의도 주목. 주요국 중앙은행이 긴축으로 선회했으나 여전히 경기부양책을 이어가고 있기 때문. 긴축과 관련된 내용 성명서 안에 포함되어 있다면 시장은 변동성을 확대할 가능성이 높음
7월 21일(금)	목) ECB 통화정책회의 목) 트럼프케어 표결	목요일 글로벌 증시는 ECB 통화정책회의에 주목해야 할 듯. '테이퍼링' 이슈 부각 가능성에 주목. 더불어 미 상원의 트러프케어 표결에 주목. 이 결과 부결이 되면 시장의 변동성이 확대될 듯 금요일 한국 증시는 20일까지의 수출 증가율 발표에 주목. 수출 증가세가 이어진다면 시장은 우호적인 영향을 받을 것으로 판단. 한편, ECB 통화정책회의와 트럼프 케어 표결에 주목