

한화 Market Strategy

배당 투자를論하다

2014. 7. 30. 투자전략

배당이 성장의 빈 자리를 대신할 수 없다

수 년간 우리 기업의 이익이 뒷걸음질 치면서, 배당이 부각된 측면은 이해한다. 그러나 만약 우리에게 기업 성장의 빈자리를 배당이 메울 수 있냐고 묻는다면, 대답은 ‘아니오’다. 배당은 기업의 성과를 주주에게 지급하는 행위이므로, 안정적인 성장 없이 배당의 지속적 확대 또한 어렵다. 그러므로 우리는 배당이라는 키워드에 대응함에 있어 기업 실적과 현금흐름이라는 근원을 잊지 말아야 한다.

Strategist 박성현
paaarrk7@hanwha.com
R.A. 김경욱
Kyungwook.kim@hanwha.com

기대감의 바구니는 커졌으나, 담을 과일이 많지 않다

저금리, 저성장 시대에 접어드는 한국 증시에 있어 배당 투자는 이제 시작이다. 하지만 커진 기대감의 바구니에 담을 고배당 주식이라는 과일이 많지 않음을 인식하자. 현금흐름으로 따져 보았을 때도, 지속적인 배당 지급과 확대가 가능한 종목은 일부 우량기업과 성숙기업 정도라고 보겠다. 배당 확대에만 몰입해서는 실망하기 쉽다. 오히려 기업의 라이프사이클에 따라 적절한 투자와 배당을 하는 기업을 찾을 필요가 있다.

배당은 장기 투자, 잉여현금과 배당수익률에 집중하자

정부는 기업 잉여 자본배에 의한 내수 부양을 제시하고 있지만, 배당이라는 촉매제를 동원하여 증시를 부양하려는 목적을 가지고 있는 것으로 보인다. 우리가 배당 확대 가능 종목을 찾고 있는 동안, 금융주를 중심으로 지수가 상승할 가능성이 높다. 장기적 관점에서 본다면 양호한 현금흐름을 바탕으로 높은 배당수익률을 주는 종목에 투자하는 것이 옳다고 본다. SK텔레콤, KT&G, 한국셀석유가 대표적이다.

라이프 사이클에 따른 적절한 배당과 투자를 하는 것이 주주 가치를 높이는 길이다

구 분	진입기	성장기	성숙기	쇠퇴기
매 출	낮음	급속히 성장	최고치	하락
비 용	높음	평균	낮음	낮음
이 익	낮음	상승	최고치	하락
경쟁강도	낮음	상승	하락 시작	하락
재무정책	투자에 집중		배당에 집중	
대표산업	헬스케어	인터넷	통신, 필수소비재	

주주가치 제고

Contents

I. 배당에 관해 풀고 가야 할 오해들	3
1-1. 배당이 성장(Growth)의 빈 자리를 대체할 수 없다	3
1-2. 유보율보다 잉여현금흐름을 보자	4
1-3. 배당 성장 보다는 배당 수익률을 보자	5
II. 국내 배당 투자 환경 진단	6
2-1. 기대감의 바구니는 커졌으나 답을 과일이 많지 않다	6
2-2. 잉여현금흐름으로 본 한국 기업들의 배당 여력	7
2-3. 라이프사이클에 따른 배당 정책이 필요하다	9
III. 배당 투자 전략	10
3-1. 정부의 배당 확대 의지, 어떻게 해석하고 대응할 것인가	10
3-2. 배당 투자, 잉여현금흐름과 배당 수익률에 집중하자	12
별첨	14
별첨 1. KOSPI200 섹터별 현금흐름	14
별첨 2. 용어 해설	15

I. 배당에 관해 풀고 가야 할 오해들

1. 배당이 성장(growth)의 빈 자리를 대신할 수 없다

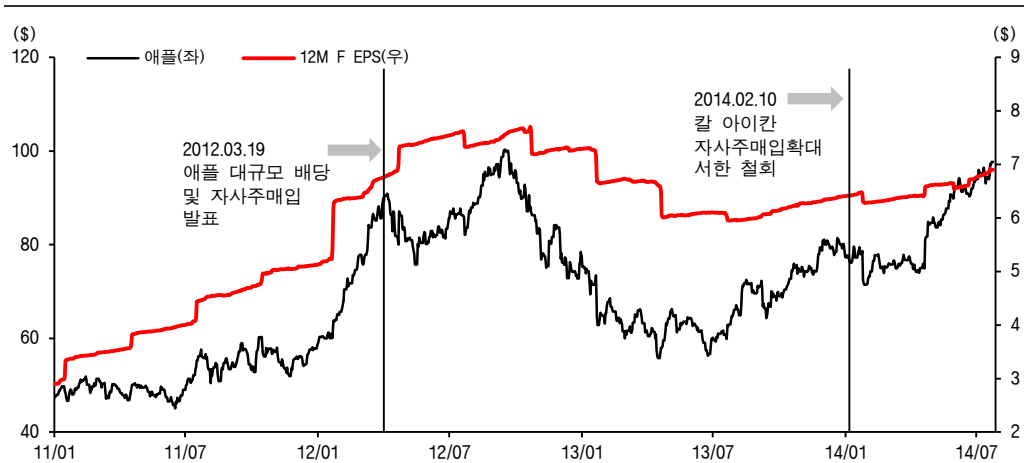
배당 확대만이 주주 가치를 높이는 일인가?

언제부터인가 배당을 확대하는 것만이 주주 가치를 높이는 길이라는 인식이 확대되고 있다. 그러나 이에 앞서 주주 가치(shareholder value)가 무엇인지부터 알아야 한다. 주주가 주식을 가짐으로써 얻는 이익을 주주 가치라 할 수 있는데, 일반 투자가의 입장에서는 1) 주가 차익과 2) 배당 수익으로 나누어 생각해 볼 수 있다. 만약 배당 수익이 상승한다고 하더라도, 주가가 그 이상 하락해버리면, 주주 가치가 높아졌다고 할 수 없을 것이다.

애플이 주는 교훈

대표적 성장주인 애플의 사례를 보자. 스티브 잡스의 사망 이후 아이폰 혁신이 중단되면서, 안팎으로 배당과 자사주매입 확대의 요구가 높아진 애플은 2012년 3월, 17년만의 배당 재개를 단행했다. 한동안 주가가 강세를 보이기도 했지만, 배당 재개 결정일 이후 현재까지 애플의 주가 상승률은 13% 정도 밖에 되지 않는다. 애플이 배당 확대를 통해 주주 가치를 높였다고 알려져 있는 것과 다른 결과다. 이유는 무엇일까? 실적이 부진했기 때문이다.

[그림1] 애플의 주가와 순이익 추정치 추이: 결국 주가는 기업 이익을 따라 움직였다



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

배당이 성장의 빈 자리를 대신할 수는 없다

2011년 이후 우리 기업의 이익이 뒷걸음질 치면서, 배당이 부각된 측면은 이해한다. 그러나 만약 우리에게 기업 성장의 빈자리를 배당이 메울 수 있냐고 묻는다면, 대답은 '아니오'다. 배당은 기업의 성과를 주주에게 지급하는 행위이므로, 안정적인 성장 없이는 배당의 지속적 확대 또한 어렵다. 일시적인 배당의 확대에 주가가 환호할 수 있겠지만, 시장은 금세 해당 기업의 사업이 얼마나 탄탄한지를 돌아보게 될 것이다.

2. 유보율보다 잉여현금흐름을 보자

유보율은 배당에 쫓힌 시장의 오해의 산물

배당 확대가 시장의 관심사로 부각되면서 ‘유보율’이 자주 거론되고 있다. 2000년대 이후 한국 기업들의 유보율이 큰 폭으로 증가한 것을 두고, 이익을 내부에 쌓아 두기만 하고 배당은 하지 않는다고 비판하는 식이다. 하지만 유보율이 높은 것만으로 배당 확대가 가능할 것이라 판단하고, 그럴 경우 주가가 상승할 것이라고 보는 시각은 매우 위험하다. 유보율은 배당 여력을 가려내는 데 적절한 지표가 아니기 때문이다.

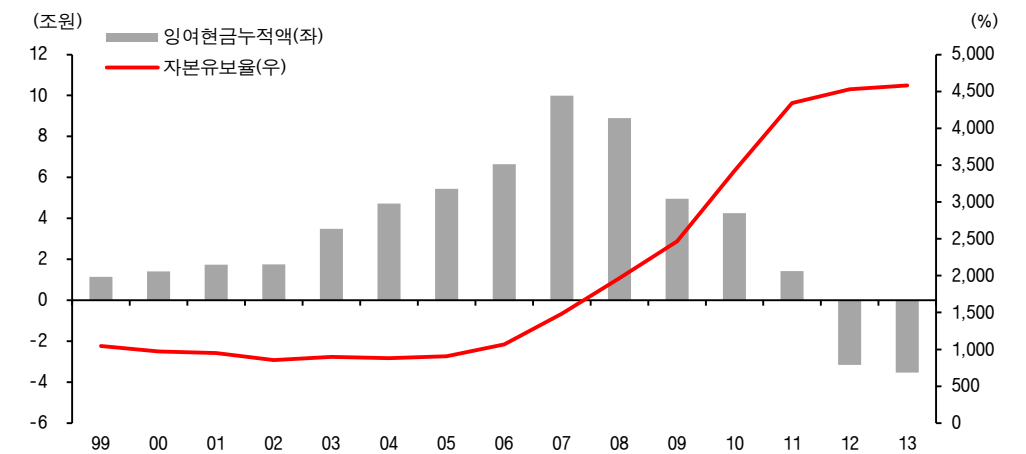
유보율을 가지고 배당 여력을 판단하기는 어렵기 때문에

유보율은 자본금 대비 잉여금이 얼마나 쌓여 있는 지를 보는 지표다. 예를 들어 A와 B기업이 100이라고 하는 자본금으로 10년간 세금과 배당을 제외하고 1000이라는 자금을 사내에 유보했다고 하자. A와 B기업의 유보율은 1000%로 동일하다. 그런데 A기업은 그 자금 중 900을 설비투자를 하였고, B기업은 현금으로 쌓아 놓았다면, 똑같은 유보율에도 보유 현금은 각각 100과 1000으로 차이가 난다. 배당 여력이 같을 수 없는 것이다. 실제 많은 기업들은 현금보다는 투자나 유형자산의 형태로 유보한다.

잉여현금흐름(free cash flow)를 살펴보는 것이 도움이 된다

그러므로 유보율보다는 기업의 잉여현금흐름을 보는 것이 옳다. 잉여현금은 기업이 영업을 통해서 벌어들인 순현금 유입액에서 설비투자과 영업 유지를 위해 지출한 금액을 뺀 현금을 말한다. 펀더멘털을 훼손하지 않는 범위 내에서 보다 자유롭게 쓸 수 있는 자금인 것이다. 현대중공업의 예를 보자(그림2 참조). 작년 말 기준 이 기업의 유보율은 5000%에 육박하고 있지만, 잉여현금은 계속 줄어들고 있다. 이런 구조를 가진 기업에게 배당 확대를 통한 현금 유출은 독(毒)이 될 수 있는 것이다.

[그림2] 현대중공업의 유보율은 5,000 퍼센트에 육박하지만, 잉여현금흐름은 줄어들고 있는 추세다



자료: WiseFn, 한화투자증권 리서치센터

3. 배당 성향 보다는 배당 수익률을 보자

배당 성향은 그리 도움이 되지 못하는 지표다

배당 성향 또한 자주 거론되는 지표다. 한국의 배당 성향이 선진국이나 대만에 비해 낮기 때문에 저평가 상태에 있으며, 배당 성향을 높여야 주가가 오를 것이라는 논리다. 배당 성향은 기업 이익에서 배당을 하는 비율을 말한다. 예를 들어 A기업의 이익이 100이고 배당을 10을 했다면, 배당 성향은 10%가 된다. 만약 이 기업의 배당 성향이 20%가 되면 주가는 반드시 올라갈까? 기업이익이 그대로인 가운데 배당이 20이 된다면 그럴 수 있다. 하지만 이익이 50으로 줄어든다면? 주가가 오르는 힘들 것이다.

기업 이익 성장에 의해 배당 성향이 낮아지는 것은 큰 문제가 안 된다

한국 IT 기업의 배당 성향은 2003년 16.8%에서 2013년 4.0%로 지속적으로 하락했다. 그러나 IT 지수는 동 기간 178% 상승했다. 기업 이익이 336% 증가했기 때문이다. 배당 지급액의 증가는 4.5%에 그치며 배당 성향이 하락한 것은 큰 문제가 되지 않았다(표1 참조). 최근 IT를 중심으로 하는 한국 증시에 대한 우려의 근본적인 원인도 낮은 배당 성향이 아니다. 기업 이익 성장의 훼손이 문제인 것이다. 그러므로 우리는 배당 성향의 높낮이에 대한 논란은 뒤로 하고, 기업 성과 지표에 집중하는 것이 옳다.

[표1] 한국 IT 산업은 2003년 이후 배당 성향이 하락했지만 주가는 올랐다. 기업이익이 성장했기 때문이다

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	최근 10년간 변화율(%)
지수(1998=100)	269.3	265.4	385.4	356.1	353.3	246.0	462.6	536.6	548.7	734.5	748.7	178.0
상승률(%)	46.2	-1.5	45.2	-7.6	-0.8	-30.4	88.0	16.0	2.3	33.9	1.9	
EPS(\$)	22.0	40.1	24.0	29.0	26.8	9.5	33.2	59.7	39.3	73.9	96.0	336.4
상승률(%)	-6.5	82.1	-40.0	20.6	-7.5	-64.7	251.1	79.8	-34.2	88.1	29.8	
DPS(\$)	3.7	6.0	3.2	3.1	4.5	2.9	4.1	5.2	3.4	3.8	3.9	4.5
상승률(%)	3.3	63.6	-47.0	-3.7	46.0	-34.8	40.2	27.3	-35.7	13.9	0.5	
배당성향(DPS/EPS)	16.8	15.1	13.3	10.7	16.8	31.1	12.4	8.8	8.6	5.2	4.0	-76.1

주: 한국 IT 산업분류는 MSCI 기준
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

배당수익률이 지속적으로 하락하는 것은 문제가 된다

한국 시장의 문제는 낮은 배당 성향이나 배당 성향의 하락이라기 보다는, 배당 수익률의 하락에 있다고 본다. 배당금/주가의 공식에서 볼 때, 배당 수익률이 낮아졌다는 것은 배당금이 줄어들었거나, 주가가 비싸졌다는 것을 의미한다. 둘 다 좋지 않은 신호다. 그러므로 우리는 한국 증시의 배당 수익률을 지속적으로 추적해 나가고, 개별 기업 투자 시에도 배당 수익률을 꼭 따져 볼 필요가 있다. 예를 들어 배당 수익률이 1% 미만인 기업을 '배당주'라고 우기는 것은 옳지 않다.

II. 국내 배당 투자 환경 진단

1. 기대감의 바구니는 커졌으나 담을 과일이 많지 않다

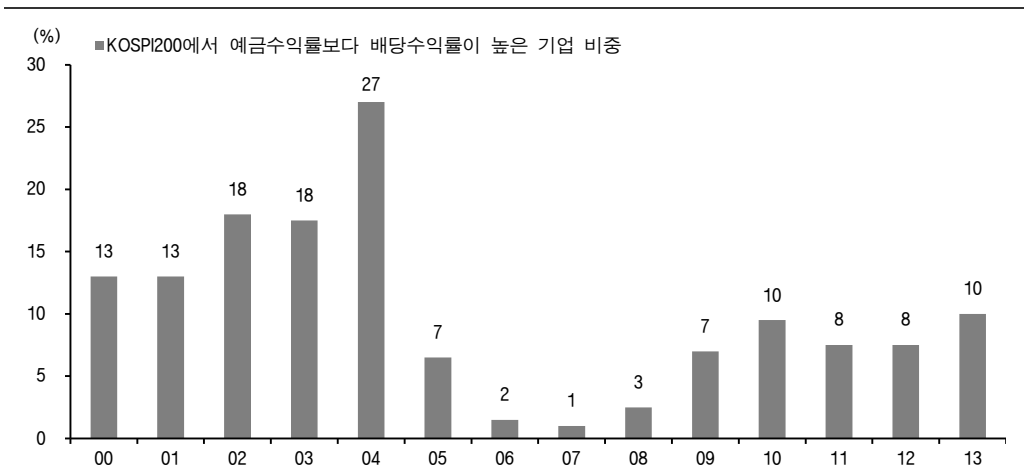
배당에 대한 기대감은 커졌으나

최근 모 기관이 주최한 ‘배당 심포지움’에 참석한 한 교수가 이런 말을 했다. “십 수년간 배당을 연구해 왔지만, 주식시장에서 관심을 가지고 우리를 불러 준 것은 처음인 것 같다.” 그만큼 시장에서 배당에 대한 관심이 없었다는 이야기도 되지만, 배당 투자는 이제부터 시작이라는 느낌을 받을 수 있는 말이다. 한국과 한국 기업들의 성장이 둔화되고, 정부 정책 또한 배당 확대를 중용하고 있으니, 새로운 모멘텀을 찾는 시장 참여자들의 배당에 대한 관심은 앞으로도 늘어날 수 밖에 없을 것이다.

고배당 주식은 그리 많지 않다

문제는 늘어난 기대감의 바구니에 담을 과일이 많지 않다는 것이다. 과일은 고배당 주식을 말한다. 적어도 시중 금리보다는 높은 배당 수익률을 보이는 종목들이다. [그림3]을 보길 바란다. 과거 KOSPI 200에서 고배당 주식이 차지하는 비중은 2004년 한때 27%에 달했다. 그러나 지금은 10%에 불과하다. 배당 수익률이 낮은 이유는 앞선 장에서 언급했다. 배당이 줄어 들었거나, 주가가 비싸졌기 때문이다. 주가 하락을 피하고 바구니를 채우기 위해서는 배당이 더 늘어날 필요가 있다.

[그림3] 코스피 200에서 고배당 주식이 차지하는 비중은 많지 않다



주: 예금수익률은 한국은행 6개월~1년 예금금리. KOSPI200 중 2000년 이후 현재까지 지속 상장된 135개 기업 대상
 자료: WiseFn, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

배당 확대 없이 주가만 상승한다면: 바구니는 더욱 가벼워 질 것이다

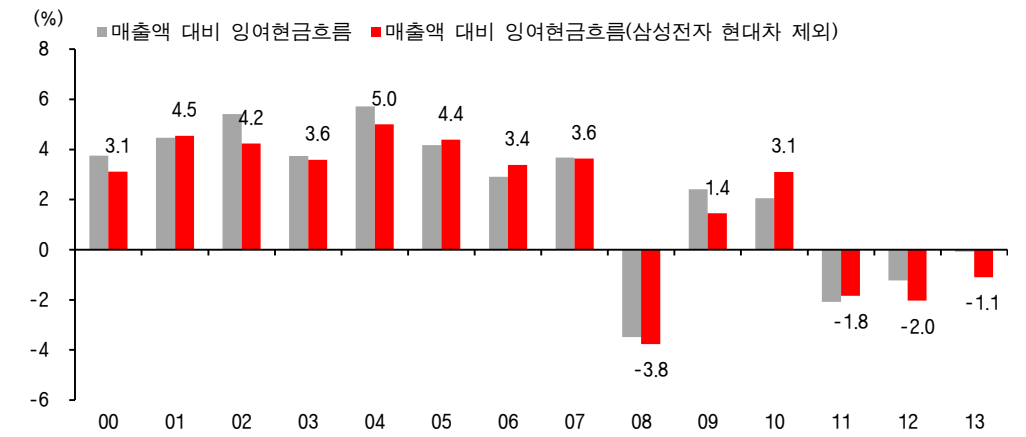
정부도 이런 현실을 알고 있기 때문에, 정책을 통해 배당 확대를 유도하고 있는 것으로 보인다. 실제로 이런 기대감이 주가에 반영되고 있다. 하지만 실질적인 배당 확대 없이 주가가 지속적으로 상승할 수 있을까? 현재 코스피의 배당 수익률은 1.2% 정도로 매우 낮다. 만약 배당 확대 없이 주가가 20% 상승한다면 배당 수익률은 1%로 하락하게 된다. 고배당 주식의 비율도 추가적으로 하락할 공산이 크다. 이는 지속 가능한 모델이 아니므로, 향후 실제 배당이 늘어나는지를 반드시 체크할 필요가 있다.

2. 잉여현금흐름으로 본 한국 기업들의 배당 여력

135개 기업으로 살펴 본 잉여현금흐름 추이

앞선 장에서 기업들의 배당 지속 및 확대 여부를 판단하기 위해서는 유보율보다는 잉여현금흐름을 보는 것이 적절하다고 언급했다. 실제로 한국 기업들의 현금흐름이 어떠한지 살펴보자. [표2]는 코스피 200기업 중에서 2000년부터 2013년까지 데이터가 연속적으로 존재하는 135개 기업을 대상으로 매출액 대비 잉여현금흐름의 비율을 살펴 본 것이다. 편의상 IT부터 필수소비재까지 산업을 나누었다. 특히 IT의 경우에는 삼성전자의 비중이 워낙 높아 왜곡의 우려가 있으므로, 이를 제외한 데이터도 다루었다.

[그림4] 한국 기업들의 연도별 잉여현금흐름/매출액 추이: 점점 부진해 지는 모습



자료: WiseFn, 한화투자증권 리서치센터

성장 소비재(IT/경기소비재/헬스케어) vs 경기민감주 vs 성숙산업의 구분이 명확하다

예를 들어 한 해의 잉여현금흐름이 +10인데 매출액이 100이면 수치는 10%로 표기된다. IT부터 자동차를 포함한 경기소비재를 보자. 사이클에 따라서 잉여현금의 유입과 유출이 명확하게 구분되는 편이다. 화학/철강 등이 포함된 소재와 조선/기계 등이 포함된 산업재, 그리고 에너지를 살펴보자. 2008년 금융위기 이전과 이후의 잉여현금흐름이 극명한 차이를 보인다. 이에 반해 통신서비스는 비교적 양호한 현금흐름을 보이며, 필수소비재는 차곡차곡 쌓이던 잉여현금흐름이 2010년대 들어서는 중단된 모습이다.

[표2] 코스피 산업별 잉여현금/매출액 추이: 성장 소비재 vs 경기민감주 vs 성숙산업의 차이가 명확

(단위: %)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	평균	최근 3년평균	
성장 소비재	IT	13.2	7.3	13.0	4.7	9.9	4.2	1.8	3.3	-4.1	5.7	-1.3	-1.5	3.7	8.6	4.0	4.1
	IT(삼성전자제외)	15.3	16.4	7.5	-0.5	5.3	2.5	-1.7	-4.1	-16.2	11.1	6.5	-11.3	-3.3	7.0	2.0	-2.0
	헬스케어	-13.6	4.4	-0.3	4.9	1.7	-1.1	-0.4	-2.5	-3.1	7.6	4.1	0.2	-4.0	-6.4	-0.5	-3.4
	경기소비재	-0.8	2.5	6.0	0.8	1.9	-1.2	-1.7	-1.1	-1.6	9.2	7.1	-3.6	-1.2	-3.6	0.1	-2.8
경기 민감주	산업재	3.8	6.0	0.0	7.0	6.7	6.5	4.4	6.4	-1.4	-3.2	4.4	-3.4	-3.4	-0.9	1.1	-2.5
	소재	8.0	2.9	9.2	8.1	7.0	7.5	4.2	4.6	-0.6	6.7	-0.5	-3.0	-1.7	-4.0	1.0	-2.9
	에너지	4.4	3.3	2.0	-9.7	5.7	4.8	8.0	9.6	-0.1	0.2	4.4	1.6	-0.3	-0.8	1.3	0.2
성숙 산업	유틸리티	-11.6	2.3	3.4	-2.4	1.5	-3.5	-3.4	-2.5	-24.8	-7.7	-1.4	-6.1	-14.0	-14.8	-7.9	-12.0
	통신서비스	-2.9	4.5	16.2	8.9	6.3	15.9	16.2	12.8	0.1	2.8	5.8	4.9	9.8	25.2	9.7	13.5
	필수소비재	7.9	4.5	9.8	7.7	7.3	6.2	5.0	10.3	2.3	10.8	9.1	0.3	-0.8	0.1	4.1	-0.1

주: 예를 들어 당해 년도 잉여현금흐름이 +10인데 매출액이 +100이면 결과값은 10%, 잉여현금흐름이 -200이면 결과값은 -20%으로 표기하고 음영을 넣음

자료: WiseFn, 한화투자증권 리서치센터

꾸준하게 배당을 지속하고 확대할 수 있는 기업은 많지 않다

배당을 지속하고 확대하기 위해서는 잉여현금흐름이 차곡차곡 쌓여야 할 것이다. 삼성전자 등 일부 초우량 기업, 통신주, 분석방법의 차이에 따라 여기서는 다루지 않았지만 은행주 정도가 여기에 해당된다. 이를 제외한 대부분의 기업들의 현금흐름은 1) 업황에 따라 부침이 심하거나 2) 최근 지속적인 유출 형태의 현금흐름을 가지고 있다. [표3]에서는 잉여현금흐름의 부침이 적으며(표준편차가 한 자릿수), 상당한 잉여를 쌓아놓고 있는(누적 매출액 대비 3% 이상) 기업들을 분류해 두었다.

[표3] 잉여현금흐름의 부침이 덜하고, 상당한 잉여를 쌓아놓고 있는 기업 18선

	최근 5개년 잉여현금/매출액(%)					현금흐름의 안정성	잉여의 축적	
						잉여현금/매출액의 표준편차(%)	잉여현금 누적액 (십억원)	잉여누적액/ 매출누적액(%)
	2009	2010	2011	2012	2013	2000-2013	2000-2013	2000-2013
KT&G	20.2	15.9	15.1	11.9	9.2	9.5	6,342	16.6
SK 텔레콤	9.5	13.7	13.7	9.6	2.7	7.2	20,543	13.1
한국셀식유	11.6	11.2	3.8	9.3	13.7	4.0	171	7.7
현대모비스	13.2	15.2	5.7	5.2	2.9	4.9	11,789	6.9
롯데제과	12.6	8.1	5.7	2.6	2.9	7.2	1,218	6.7
고려아연	-3.2	7.3	10.3	4.3	8.0	5.2	2,162	6.1
퍼시스	10.5	9.8	0.0	5.7	7.4	6.2	166	5.8
유한양행	16.8	16.3	2.8	-2.4	-2.8	8.5	390	5.6
태광산업	19.4	1.2	11.8	4.7	2.8	7.9	1,508	5.5
자화전자	3.5	-16.2	-0.7	11.8	3.2	9.5	104	5.1
삼성테크윈	-0.4	1.2	2.3	1.4	5.7	6.1	1,537	4.6
KPX 케미칼	4.0	7.2	1.7	4.0	-0.2	3.3	284	4.6
신도리코	8.4	6.4	4.4	5.4	2.4	2.3	362	4.5
대상	1.8	3.7	-2.4	2.4	4.8	7.9	846	4.4
삼성전자	4.5	-2.6	0.1	4.7	8.8	5.0	57,355	4.4
에스원	5.5	2.2	4.9	-6.7	-4.8	6.5	437	4.4
세방전지	4.8	11.7	0.8	11.2	2.6	7.8	294	4.2
빙그레	5.9	4.6	0.0	3.2	2.2	5.9	322	4.0

주1: 예를 들어 당해 잉여현금이 +100억원, 매출액이 +1000억원이면 잉여현금/매출액=10%이다

주2: 정렬 순서는 2000-2013년까지의 매출누적액 대비 잉여누적액이 높은 순서. 예를 들어 KT&G의 경우 총 매출액 105조원 대비 잉여가 6.3조원이 쌓여 있어 16.6% 표기

자료: WiseFn, 한화투자증권 리서치센터

3. 라이프사이클에 따른 배당 정책이 필요하다

인터넷 기업이 배당을 확대하는 것이 필요할까?

정부의 배당 확대 정책 중, '기업소득환류세'라는 것이 있다. 향후 기업이 벌어들이는 순이익 중, 일정 비율 이상을 배당이나 고용 또는 투자하지 않으면 세금을 매기겠다는 것이다. 이럴 경우 가장 먼저 떠오르는 산업이 인터넷이다. 대표 기업인 NAVER의 경우, 2013년 순이익 1조 9천억원을 넘어서지만, 위 세 가지 항목으로 지출한 금액은 400여억원에 불과하다. 이대로라면 상당액의 세금을 물어야 한다. 이를 피하기 위해 배당을 큰 폭으로 확대하는 것이 주주 가치에 도움을 줄 것인지 생각해 보자.

고성장 기업은 투자와 유보가 바람직할 수 있다

인터넷 산업은 대표적인 고성장 산업이다. 이런 유형의 기업에 투자한 주주들은 회사가 유보 금액을 활용하여 대규모 M&A 등 추가 성장 기회를 잡아갈길 원한다. 배당을 받은 후 세금을 떼고 저축을 하는 주주의 유형이 아니라는 말이다. NAVER가 이익의 1%대에 불과한 배당 성향을 가지고 있음에도, 투자자들이 더 높은 주가를 지불하고 주주가 되길 원하는 이유다. 그런데 이런 기업이 정부 정책에 의해 어쩔 수 없이 배당을 확대한다면? 이는 주주의 수요에 역행하는 행위이며, 향후 투자 기회 상실에 의해 장기적으로 주주 가치를 훼손할 수 있음을 인지해야 할 것이다.

성장하는 기업은 충분한 투자를, 성숙 단계에 접어든 기업은 충분한 배당을

이런 사례를 보더라도 한국의 배당에 대한 인식은 아직 개선해야 될 점이 많음을 느낀다. 오로지 배당 확대만을 바라볼 것이 아니라, '라이프사이클'에 따른 적절한 투자와 배당을 하는 지를 체크해 볼 일이다. 성장기에 있는 기업은 투자를 충실히 하는 것, 성숙기에 있는 기업은 배당을 충분히 하는 것이 주주 가치를 높이는 일이다. 우리 기업들이 라이프사이클에 따른 적절한 배당과 투자 정책을 펼치고 있는 지를 살펴보고, 관련 전략을 세우는 것은 추후 우리의 과제다.

[그림5] 라이프사이클에 따른 적절한 배당 정책과 이에 대한 투자자의 인식이 필요하다



자료: 한화투자증권 리서치센터

Ⅲ. 배당 투자 전략

1. 정부의 배당 확대 의지, 어떻게 해석하고 대응할 것인가

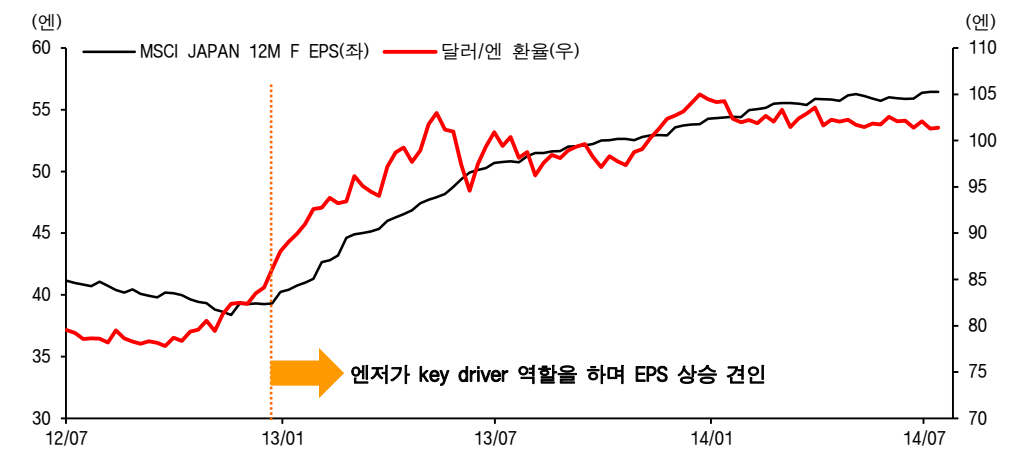
정부의 배당 확대 의지는 상당하다

금년 들어 배당 키워드가 증시에 크게 부각된 데에는 시대적 요구와 함께 정부의 역할이 컸다. 정부는 내수 부진의 원인을 ‘분배’의 부진으로 보고 있으며, 기업이 이에 인식했다고 판단하고 있다. 경제 주체들의 행위 변화를 부추기는 데 가장 효과적인 것은 ‘세금’인데, 정부는 세금 문제에 있어 인센티브와 패널티를 가미하여 배당을 촉진하는 정책을 내 놓고 있다. 1) 기업의 배당을 촉진하는 세제상 방안 마련(8월 예정), 2) 기업소득환류세, 3) 종합소득세에서 배당소득 분리 과세 추진 등이 그것이다.

숨은 의도는 배당을 증시 부양의 촉매제로 삼겠다는 것

기본적으로 분배를 통한 내수 부양을 위해 정책을 쓴다고 하지만, 우리는 정부가 숨은 의도를 가지고 있다고 판단한다. 바로 자산 시장의 한 축인 증시의 부양이다. 과거 아베 정부도 환율을 촉매제로 일본 증시를 크게 부양시켜 내수 촉진을 일으키고자 하였는데, 우리 정부도 본 사례를 따르려는 것으로 보인다. 다만 부양의 촉매제를 환율에서 ‘배당’으로 바꾸었을 뿐이다. 대기업을 중심으로 분배가 필요하다 는 논리를 역설하고, 세금이라는 강력한 수단을 동원하면 성과를 끌어낼 수 있다는 계산일 것이다.

[그림6] 아베 정권은 환율을 증시 상승의 촉매제로 삼았다. 우리 정부는 배당을 동원하는 것으로 본다



자료: Thomson Reuters, 한화투자증권 리서치센터

해외 투자자들이 더 큰 관심을 보이는 듯: 하반기 지수 상승 압력은 높다

증시는 기업 이익과 함께, 심리가 중요한 곳이다. 정부의 확고한 부양 의지는 기대감 상승 측면에서 효과를 발휘하고 있다. 오히려 더 큰 관심을 보이는 것은 국내라기보다는 해외 쪽이다. 최근 외국인인 삼성전자와 현대모비스 같은 지배구조의 핵심 주식들과 은행주를 집중 매입하고 있는데, 배당 키워드와 무관하지 않은 주식이다(이는 다음 장에서 보다 자세히 설명하겠다). 정부의 정책은 좀더 구체화 될 것이며, 외국인 수급을 이끌어 지수에는 상승 압력으로 작용할 것이다.

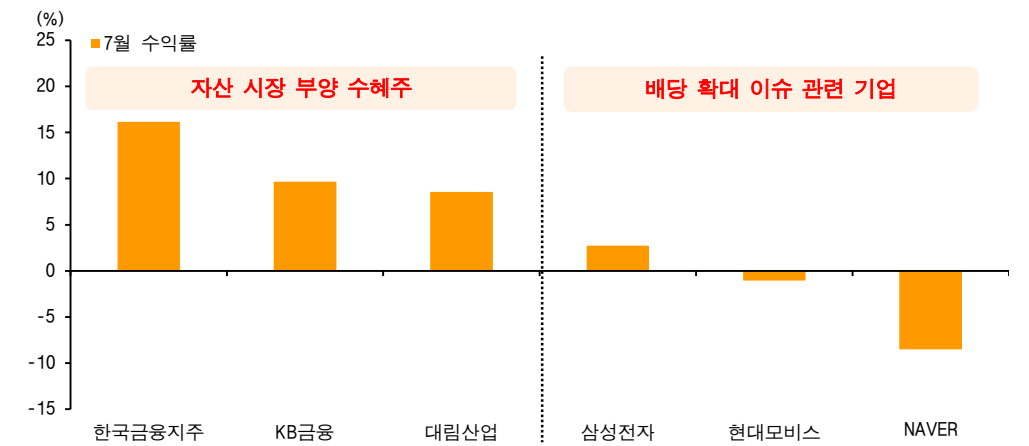
배당에 의한 증시 부양 효과는 장기적으로 지속되기 어렵다

정부의 배당 확대 정책과 증시 부양 의지, 외국인 매수세의 유입에 의해 하반기 국내 증시는 장기 박스권을 돌파할 확률이 높다. 상반기 환율의 흐름에서도 보았듯이, 갇힌 곳에서 한번 탈출하게 되면 예상보다 더 많이 움직일 수도 있다. 국내 투자자들도 이러한 상황에 대비해야 한다. 그러나 만약 금번 정책에 의해 지수가 장기적으로 새로운 상승 추세에 진입할 수 있느냐 묻는다면, 우리의 대답은 ‘여전히 어렵다’이다. 우리는 배당 확대 기대에 따른 심리 제고 효과의 유효 기간은 금년 하반기 정도일 것으로 판단하고 있다.

정책 수혜는 오히려 금융주에 집중될 듯

정부의 배당 확대 정책 수혜는 오히려 금융주에 집중되고 있는 형국이다(그림7 참조). 정부가 의도하는 바가 증시와 부동산 등 자산 시장 부양이라면, 증시 측면에서는 증권주, 부동산 측면에서는 은행주가 수혜를 받는 구도가 되기 때문이다. 우리가 배당 확대 종목에 기대감이 섞인 시나리오만으로 접근하고 있는 동안, 과실은 다른 곳에서 취해 갈 수 있는 것이다.

[그림7] 최근 증시는 금융주가 주도하고 있으며, 배당 확대 가능성으로 지목된 주식은 상대적으로 부진하다



주: 7월1일에서 28일까지 주가 상승률
 자료: WiseFn, 한화투자증권 리서치센터

2. 배당 투자, 잉여현금흐름과 배당 수익률에 집중하자

정책 변화와 주주 구성에 주목한다면 은행주

우리는 최근 정부의 정책 변화가 은행주 주주에게 유리한 방향으로 작용할 것으로 보고 있다. 배당 수요 측면에서는 주주 구성이 중요한데, 전문 경영인 체계이면서 배당 확대를 원하는 장기 기관투자자가 많을수록 좋다. 은행은 이런 측면에서 배당 확대에 좋은 주주 구성을 가지고 있다. 여기에 과거에는 배당 확대에 따른 국부 유출 논란이 있었지만, 현재 분위기는 바뀌었다. 실질적인 배당 확대가 가능해 보이고, 이는 은행주 주주 입장에서 반길 만한 일이다.

[표4] 은행주는 주주 구성과 정책효과 면에서 긍정적

종목명	최대주주	외국인 지분율 (%)	12M F PBR		배당수익률	
			5년 평균 (배)	현재 (배)	5년 평균 (%)	현재 (%)
기업은행	기획재정부(59.9%)	19.81	0.71	0.62	2.93	2.43
BS 금융지주	롯데제과(주)외 8인(13.5%)	52.87	0.83	0.89	2.55	1.76
우리금융	예금보험공사(56.9%)	19.49	0.53	0.51	1.79	0.00
DGB 금융지주	삼성생명보험외 1인(7.7%)	75.76	0.74	0.69	2.23	1.83
신한지주	국민연금공단(8.8%)	66.01	0.85	0.81	1.48	1.37
KB 금융	국민연금공단(9.9%)	64.70	0.75	0.56	1.07	1.36
하나금융지주	국민연금공단(9.9%)	67.43	0.60	0.52	1.35	1.01

주: BS금융지주와 DGB금융지주의 5년 평균 12M F PBR과 배당수익률의 경우 2011년 이후 데이터 기준
 자료: WiseFn, 한화투자증권 리서치센터

잉여현금흐름이 좋고 현재에도 높은 배당 수익률을 기록하고 있는 종목은 장기 투자

배당 장기 투자에 대한 우리의 컨셉은 간단하다. 1) 배당의 원천이 되는 실적 추이가 안정적이고, 2) 이를 바탕으로 상당한 잉여현금을 축적하고 있으며, 3) 이를 바탕으로 예금 수익 이상의 배당 수익률을 기록하고 있는 종목이다. 이런 종목은 안정적인 실적과 배당 여력을 바탕으로 향후에도 고배당률을 유지할 확률이 높기 때문에, 배당 수익에 집중하는 장기 투자자에게 적합하다. 다만, 대형주 중에서는 여기에 해당되는 종목이 많지 않다는 것이 한계점이다.

[표5] 실적을 바탕으로 잉여가 쌓이고, 높은 배당 수익률을 제공하는 종목

	잉여현금흐름 /매출액 (%)	EPS			DPS			평균 배당 수익률 (%)	2014년 배당수익률 (Exp. %)
		2000년	2013년	연평균 증가율(%)	2000년	2013년	연평균 증가율(%)		
KT&G	16.61	1416	4074	8.47	1400	3200	6.57	5.15	3.34
SK 텔레콤	13.10	10890	19934	4.76	540	9400	24.58	3.85	3.84
한국셀섹유	7.68	6438	22775	10.21	2450	20000	17.53	10.56	4.16
KPX 케미칼	4.62	4512	5278	1.21	1000	1500	3.17	5.65	2.58
신도리코	4.51	3966	2511	-3.45	2000	2250	0.91	4.26	3.29

주1: 잉여현금흐름 대비 매출액은 2000년-2013년까지의 누적 수치를 비교한 것임

주2: 연평균 배당 수익률과 평균 배당 수익률은 2000년-2013년까지의 수치임

자료: WiseFn, 한화투자증권 리서치센터

잉여현금흐름이 좋더라도 배당 수익률이 높지 않은 기업: 변화 신호를 확인하는 것이 바람직

투자 판단에 있어 가장 고민해야 하는 쪽은, '양호한 잉여현금흐름에 비해 배당에 인색했던 것으로 알려져 있던 기업'에 대한 대응이다. 대표적인 기업이 삼성전자, 현대모비스, 롯데제과 등이다. 이들은 장기간 매출액 대비 상당한 잉여현금을 누적하고 있으나, 잉여현금 대비 배당 지급률이 낮고 배당 수익률도 1%가 되지 못하는 기업들이다. 이들 기업이 정부 압력이든 내부 정책 변화에 의해 배당을 지속적으로 늘려갈 것이라 확신하고 선제적 매입에 나서는 게 맞을까? 삼성전자의 경우 배당의 대폭 확대가 주주 가치 제고에 도움을 주는 것일까? 쉽게 판단할 수 없는 문제다.

배당 확대로 거론되는 종목들은 역으로 이야기하면 배당에 인색했던 기업일 수 있다. 상당한 잉여를 가지고 있음에도 이런 기업들이 배당을 확대하지 않은 이유는 복합적인 것이다. 지배 구조의 문제가 있을 수 있고, 장래의 투자 기회를 포착하기 위함일 수도 있다. 정부 정책에도 불구하고 배당 확대가 미미할 수도 있고, 배당 확대 자체가 주주 가치 제고에 위배될 수도 있다. 기대감과 공급이 주가를 움직일 수 있겠지만, 실체가 없다면 제자리로 돌아오게 되어 있다. 신중한 접근을 주문하는 바이다.

[표6] 배당 확대 유리한 종목들을 분류해 볼 수는 있지만, 실제 배당 확대 및 장기적 주가 상승 여부는 불투명하다

	누적잉여현금 (조원)	잉여현금/매출 (%)	배당/잉여현금 (%)	EPS growth (%)	배당성향 (%)	배당수익률 (%)
삼성전자	57.4	4.4	25.7	40.7	8.1	0.8
현대모비스	11.8	6.9	13.6	22.9	5.9	0.6
LG	9.5	16.7	16.3	-1.9	15.9	1.5
고려아연	2.2	6.1	24.0	9.9	13.3	1.3
태광산업	1.5	5.5	1.4	N/A	1.6	0.2
롯데제과	1.2	6.7	4.5	-20.9	6.4	0.3
아모레 G	1.0	5.6	24.1	38.1	13.3	0.7
대상	0.8	4.4	4.8	136.1	6.8	0.7
영풍	0.4	3.2	16.8	10.7	4.4	0.6
한일시멘트	0.4	4.1	29.0	41.8	29.8	1.9
세방전지	0.3	4.2	10.6	-1.5	3.8	0.6
롯데푸드	0.3	3.8	5.8	31.4	2.9	0.3

주1: 누적잉여현금= 2000-2013년까지의 잉여현금 누적액

주2: 잉여현금/매출= 2000-2013년까지의 매출액 합계 대비 잉여현금 누적액

주3: 배당/잉여현금= 2000-2013년까지의 잉여현금 누적액 대비 배당액 합계

주4: 배당성향, 배당수익률은 2009년-2013년까지 평균치, EPS Growth는 2009-2013년까지의 연평균 상승률

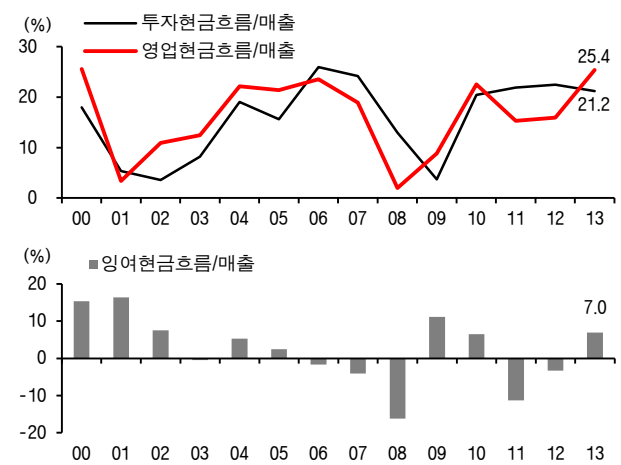
자료: WiseFn, 한화투자증권 리서치센터

별첨 1. KOSPI200 섹터별 현금흐름

IT와 경기소비재의 현금흐름은 사이클이 명확하다

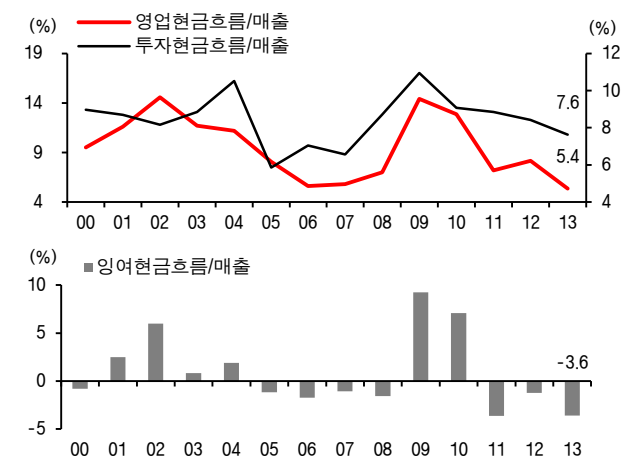
IT와 경기소비재 같은 성장형 소비재는 현금흐름의 사이클이 명확하다. 투자에 관한 현금 소요도 많은 편이고, 사이클에 따라 유출과 유입이 반복되기 때문에, 안정적인 흐름이라고 할 수 없다. 이런 유형의 산업에서는 배당의 지속적인 증가가 어렵다.

IT(삼성전자 제외)



주: 2000년 이후 현재까지 지속 상장된 135개 기업 대상
자료: WiseFn, 한화투자증권 리서치센터

경기소비재

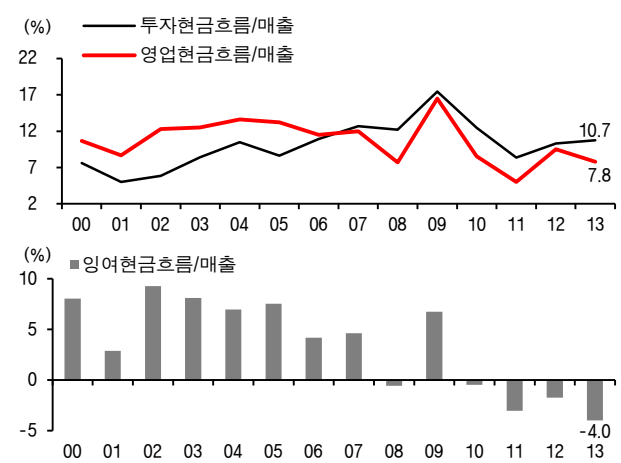


주: 2000년 이후 현재까지 지속 상장된 135개 기업 대상
자료: WiseFn, 한화투자증권 리서치센터

소재와 산업재의 경우는 2008년 금융위기 전과 후가 극명하게 갈린다

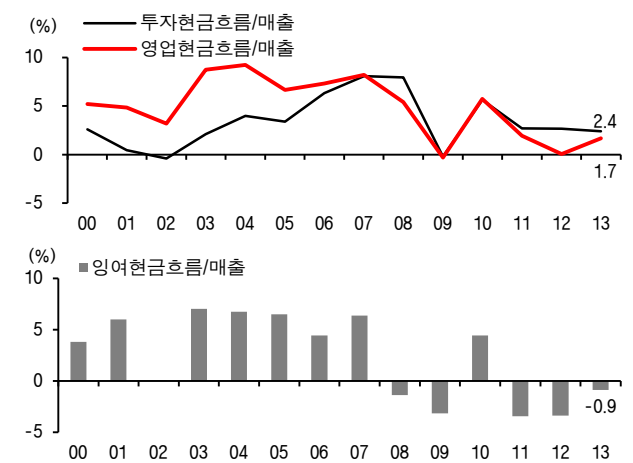
소재와 산업재 같은 경기민감주의 경우, 중국의 과잉 수요가 있었던 금융위기 이전과, 가동률 하락에 시달리는 이후로 현금흐름이 극명하게 갈린다. 2008년 이전에는 잉여현금흐름이 연속적으로 쌓였지만, 이후에는 지속적으로 유출 흐름을 보이고 있다. 과거에 양호한 현금흐름을 바탕으로 배당을 늘렸던 기업은 최근 들어서는 상당히 껍떡한 배당 환경에 처해 있을 가능성이 높다.

소재



주: 2000년 이후 현재까지 지속 상장된 135개 기업 대상
자료: WiseFn, 한화투자증권 리서치센터

산업재

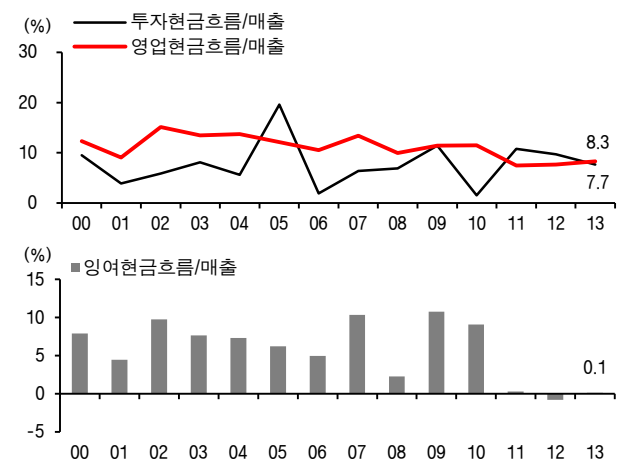


주: 2000년 이후 현재까지 지속 상장된 135개 기업 대상
자료: WiseFn, 한화투자증권 리서치센터

필수소비재는 잉여 누적이 멈춰 섰고, 통신은 꾸준한 잉여 축적 상태

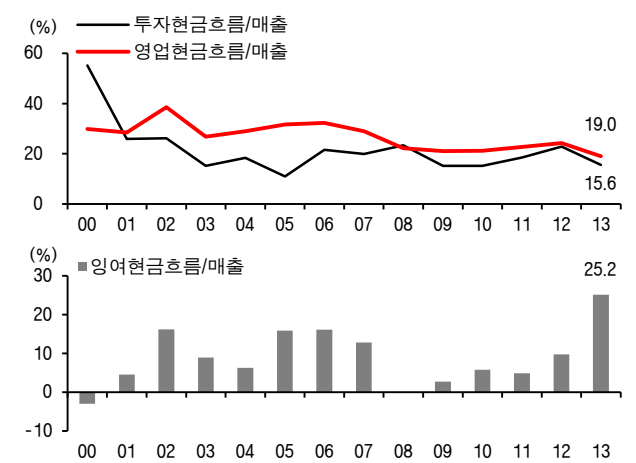
필수소비재의 경우에는 2010년까지도 잉여가 꾸준히 쌓였으나, 이후에는 축적이 멈춰선 상황이다. 내수 부진이 어느 정도 영향을 끼치는 것으로 보인다. 통신의 경우에는 최근까지도 상당히 양호한 잉여 현금흐름을 보이고 있어, 향후 배당 지속 및 확대 가능성이 엿보인다.

필수소비재



주: 2000년 이후 현재까지 지속 상장된 135개 기업 대상
 자료: WiseFn, 한화투자증권 리서치센터

통신서비스



주: 2000년 이후 현재까지 지속 상장된 135개 기업 대상
 자료: WiseFn, 한화투자증권 리서치센터

별첨 2. 용어 해설

용어	정의
주주 가치(shareholder value)	주주가 주식을 보유함으로써 얻을 수 있는 이익이나 대가를 말한다.
12M F EPS (12개월 선행 주당순이익)	주당순이익(EPS)이란 기업이 벌어들인 순이익을 그 기업이 발행한 총 주식수로 나눈 값으로, 주식 1주당 기업이 얼마나 많은 이익을 창출하였는가를 나타내는 지표이다. 단위는 '원'을 사용한다. 12개월 선행 주당순이익(12M F EPS)은 기업이 이미 벌어들인 순이익이 아니라 앞으로 12개월 동안 벌어들일 것으로 예상되는 순이익을 사용해서 계산한 EPS 값이다.
유보율	기업의 잉여금(영업활동을 하여 생긴 이익인 이익잉여금과 영업 외 활동으로 벌어들인 자본잉여금의 합)을 납입자본금 (발행 주식의 액면총액)으로 나눈 비율이다.
잉여현금흐름	기업에 현금이 얼마나 순유입 되었는지를 나타내는 지표로 기업이 사업활동을 해 나가며 벌어들인 현금 중에서 세금, 영업비용, 설비투자액 등 제반 비용을 뺀 후 남은 현금흐름을 말한다. 매출에 상관없이 철저히 회사에 사용 가능한 현금이 얼마나 있느냐를 보여주는 지표이다.
배당 성향	당기순이익에 대한 현금 배당액의 비율을 말한다(현금 배당액/당기순이익). 기업이 벌어들인 이익을 주주들에게 현금으로 얼마나 환원했는가를 보여주며, 기업의 배당금 지급 능력을 나타내는 지표로 값이 높으면 높을수록 배당금 지급 비율이 크다.
배당 수익률	1주당 배당금을 현재 주가로 나눈 값으로, 배당금이 현재 주가의 몇%인가를 나타낸다. 즉, 내가 투자한 자금을 대하여 배당으로 어느 정도 수익을 낼 수 있는가를 나타내는 비율이다.
기업소득환류세	기업의 소득을 가계와 시장으로 환류하는 데 목적을 두고 향후 기업이 벌어들이는 순이익 중 일정 비율 이상을 배당이나 고용 또는 투자하지 않으면 세금을 매기겠다는 것이다. 오는 8월 세제개편안 발표 때 구체적 기준이 발표된다.
금융소득종합과세	낮은 세율로 분리 과세하던 이자소득과 배당소득을 근로소득, 사업소득 등 다른 종합소득에 합산하여 누진세율을 적용함으로써 부의 재분배를 촉진하고 조세 형평성을 실현하기 위한 제도이다.
지배구조	기업 경영에 직·간접적으로 참여하는 주주, 경영진, 채권자, 종업원 등 기업 이해당사자들의 역할관계를 총칭하는 의미이다. 기업을 다스리는 구조가 어떻게 이루어져 있는지를 보여주는 개념이다.

자료: 한화투자증권 리서치센터

Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 박성현, 김경욱)
 상기종목에 대하여 2014년 07월 30일 기준 조사분석 담당자는 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없습니다.
 당사는 본 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
 당사는 2014년 07월 30일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 안전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용할 수 없습니다.