

Strategy Idea



▲ 은행/지주
Analyst **은경완**
02. 6454-4870
kw.eun@meritz.co.kr

2020년 하반기 전망 시리즈 10

은행/지주_패자의 역습(해설판)

- ✓ 은행: 하반기 내 잠재 신용위험의 현실화 가능성은 제한적이며, 금리는 바닥을 통과 중. 시장에서 우려하는 배당도 정상적으로 지급될 가능성에 무게. 중장기 투자 매력은 높지 않다 해도 현재로서는 유동성/배당 등에 기반한 Trading 관점에서의 매수 전략이 유효한 시점
- ✓ 지주: 코로나19로 지주회사가 가진 사업 포트폴리오 효과 퇴색 및 그룹 컨트롤 타워로서의 역할 축소. 주가 상방 보단 하방 지지가 가능한 종목에 주목. 1) NAV 내 상장 보유 지분 가치가 크고, 2) FY20E 배당수익률이 높은 지주회사 추천

은행 불편한 동행이 주는 투자기회

은행주 부진에 대한 판단

코로나19 발병 이후 은행주가 부진했던 이유는 1) 하반기 실적 불확실성, 2) 정부 정책 지원 부담, 3) 주주환원기조 후퇴 가능성, 4) 수급적인 불리함, 5) 저금리 환경 등에 기인한다. 총당금과 저금리는 Sustainable ROE를 공공성과 사회적 책임을 강조하는 규제 강화 스탠스는 Valuation Multiple 하락을 초래했다.

짧지만 강렬했던 초과상승의 경험

전반적으로 부진한 주가 흐름 속에 은행주는 1) 1Q20 호실적 발표, 2) 코로나19 백신 개발 소식, 3) Lockdown 해제 움직임 시점에 강하게 반등했다. 모두 향후 은행권의 신용위험 내지 총당금 부담을 경감시키는 이벤트다.

낙관론 vs. 비관론

Credit risk와 관련해 낙관론과 비관론이 공존하고 있다. 낙관론은 1) 대출 포트폴리오의 변화, 2) 과거대비 높아진 담보 및 보증 비중, 3) 정부의 유동성 지원 등이며, 비관론은 1) 한계차주 디폴트 가능성, 2) 상업용 부동산 침체, 3) 과신용 공급의 후유증 등으로 요약된다.

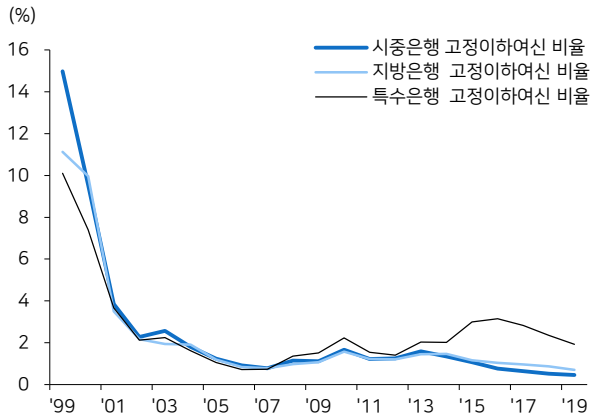
심증과 물증의 괴리

투자자들의 낙관론과 비관론 사이에서 혼란스러워 하는 이유는 심증과 물증의 괴리 때문이다. 경기 침체가 확실한 상황임에도 은행권은 물론 제2금융권의 자산 건전성 지표도 여전히 안정된 수준을 보이고 있다.

불편한 동행이 주는 투자기회

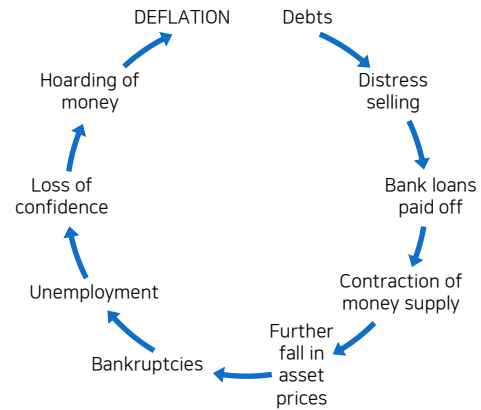
다만 확실한 건 정부의 유례없는 지원 덕에 적어도 하반기 내 잠재 신용위험이 현실화 될 가능성은 낮다는 것이다. 현재 투자자들 입장에서선 실물과 지표간의 불편한 동행을 인정하고 그 안에서 투자 기회를 찾는 것이 최선이다.

그림1 낙관론 → 국내 은행의 높은 자산 건전성 지표



자료: 금감원, 메리츠증권 리서치센터

그림2 비관론 → Debt-deflation Theory



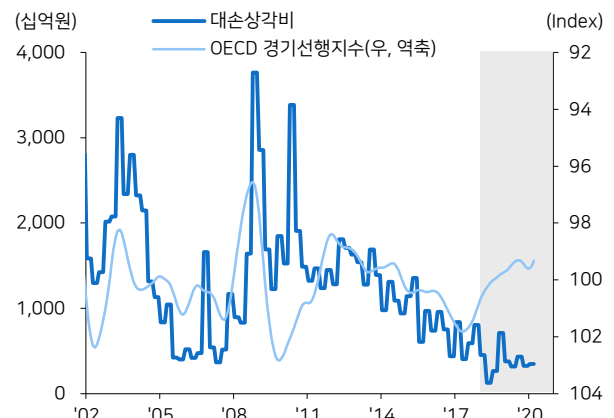
자료: Pete Comley, Inflation Matters, 메리츠증권 리서치센터

그림3 미국 - 경기동행지수와 은행 대손비용 추이



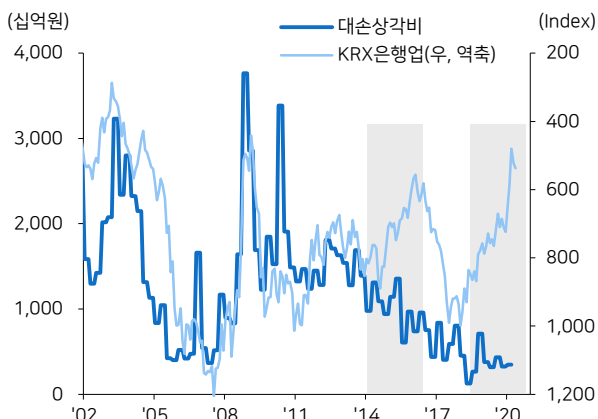
자료: 컨퍼런스보드, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 한국 - 경기선행지수와 은행 대손비용 추이



자료: OECD, 금감원, 메리츠증권 리서치센터

그림5 대손비용과 은행주의 De-coupling



자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

그림6 코로나19 피해 중소기업·소상공인 만기연장 및 상환유예 가이드라인

(지원대상) 코로나19로 인해 직·간접적 피해가 발생한 중소기업·소상공인으로서, 원리금 연체, 자본잠식, 폐업 등 부실이 없는 경우

- 연매출 1억원 이하 업체는 별도 증빙 없이 피해 업체로 간주
- 연매출 1억 초과 업체는 원칙적으로 매출 감소를 입증하는 자료 제출 (카드사 매출액 자료, 전자세금계산서, 통장사본 등)

(적용 대상 대출) 2020.9.30일까지 상환기한이 도래하는 개인사업자를 포함한 중소기업대출로 보증부대출, 외화대출 등 포함

- 2020.3.31일 이전에 대출 받은 기존 대출에만 적용
- 정책자금·협약대출은 자금지원기관의 동의가 있는 경우 지원대상에 포함
- 파생상품(금리·통화스왑 등) 관련 대출도 모든 거래당사자가 동의시 지원대상에 포함

자료: 금융위, 메리츠증권 리서치센터

잃어버린 자본 활용권

코로나19로 코스피 내 금융주의 비중이 8% 수준으로 떨어졌다. 전술한 우려 요인에 자본 활용에 대한 결정권마저 상실한 결과물이다.

실제 금융당국의 은행권 외형확대 자제 및 내부유보 확대 주문으로 당분간 거액의 자본이 투입되는 M&A, 자회사 증자, 자사주 매입 및 소각 등에 대해선 소극적 자세가 예상되며, 일정 부분의 DPS 감소도 불가피해 보인다.

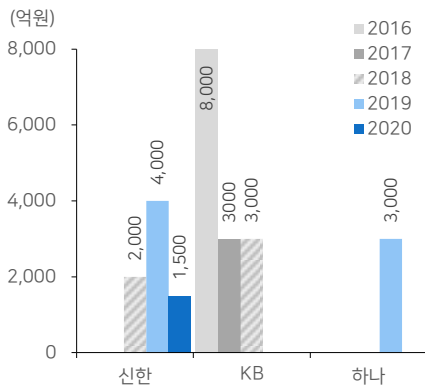
단, 배당에 대한 우려는 과도

그렇다고 중간배당 지급 중단, 배당성향 후퇴와 같은 극단적인 비판론은 지양할 필요가 있다. 이는 정책 부담을 전가한 금융당국과 적극적인 주주환원기조를 약속한 경영진 모두에게 부담이기 때문이다.

하나금융지주 중간배당 지급 예상

지난 3월 JP모건 CEO의 배당금 지급 중단 검토 발언에도 대부분의 미국 주요 은행이 정상적으로 1Q20 중간배당을 지급했다. 금융당국의 제재 명분이 약해진 만큼 하나금융지주의 중간배당 지급 가능성에 좀 더 무게를 둔다.

그림7 3대 금융지주 자사주 매입 내역



자료: 각사, 메리츠증권 리서치센터

그림8 금융감독원장, 금융권에 배당 자제 및 총당금 추가 적립 주문



2020.4.2 금융원 임원과 주요 부서장이 참석한 '위기대응 총괄회의' 중

“유럽중앙은행(ECB)과 영국 건전성감독청(PRA) 등은 코로나19 충격에 대응하기 위해 은행에 배당금 지급, 자사주 매입, 성과급 지급 중단을 권고하고 글로벌 은행들이 동참하고 있다”

“국내 금융회사들도 해외 사례를 참고해 충분한 손실흡수 능력을 확보하고 실물경제에 대한 원활한 자금공급 역량이 유지될 수 있도록 힘을 필요가 있다”

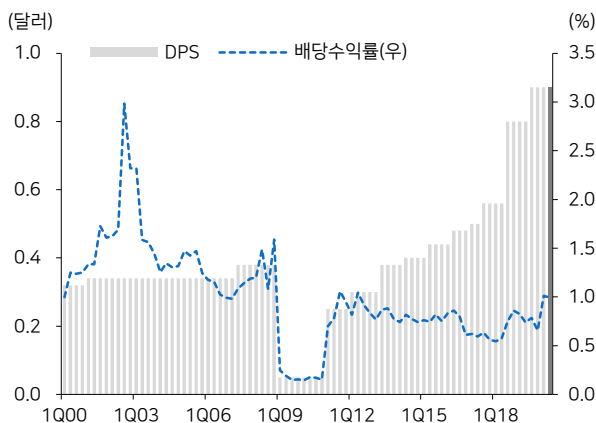
2020.5.22 '2020년도 금융감독자문위원회 전체회의' 중

“코로나19로 실물경제 고충이 장기화될 경우 한계자주의 신용위험이 현재화돼 금융시장 불안으로 이어질 수 있다”

“금융권은 지금부터라도 외형확대를 자제하고 총당금과 내부유보를 늘리는 등 손실흡수 능력을 확보해야 한다”

자료: 언론보도종합, 메리츠증권 리서치센터

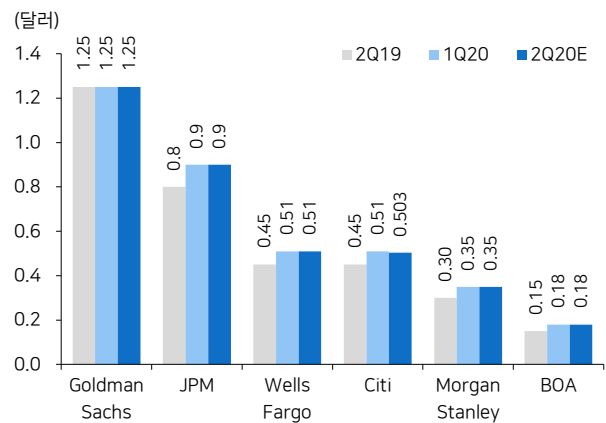
그림9 JP모건 분기 DPS 및 배당수익률 추이



주: 2Q20E DPS값은 Consensus

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림10 미국 주요은행 분기 DPS 추이 및 전망



주: 2Q20E DPS값은 Consensus

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

은행업 Overweight 투자의견

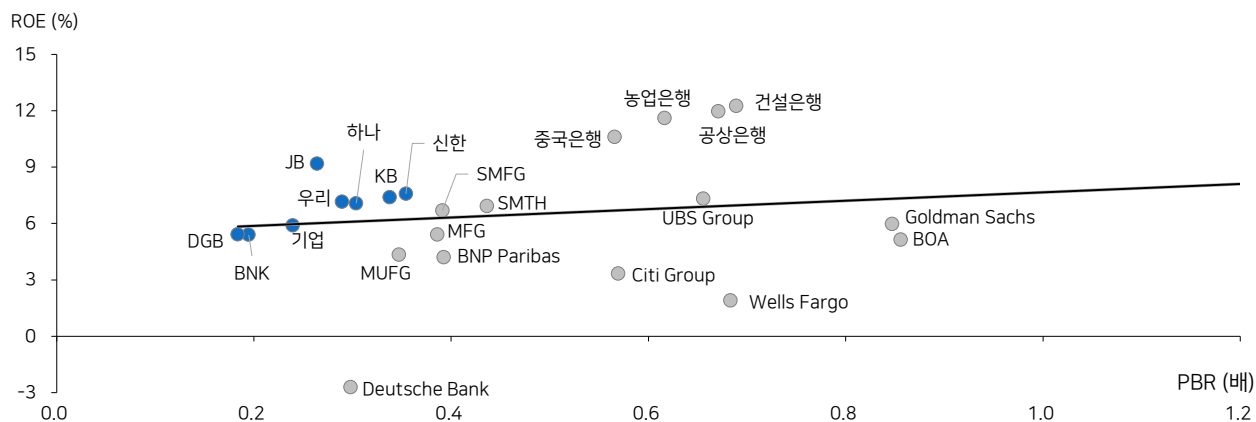
은행주는 원래 과도하게 선반영된 우려를 극복하는 과정에서 상승하기 마련이다. Trailing PBR 0.2배대의 현 주가는 예상 가능한 모든 악재(ex. 신용위험)를 반영한 가격대로 판단한다.

비록 중장기 투자 매력도가 높지 않다 해도 현재로선 유동성/배당 등에 기대는 Trading 전략이 유효한 시점이다. 국내 은행주 투자의 유일한 시스템 리스크인 금리 역시 바닥을 통과하며 최근 은행주 반등을 지지하고 있다.

Top picks - KB금융, 하나금융

상반기 은행주 수익률은 1Q20 실적이 좌우했다. 반면 하반기는 분기 실적 흐름과 함께 높은 자본비율을 보유한 은행에 좀 더 주목할 필요가 있다. 높은 자본 비율과 하반기 이익 버퍼를 보유한 KB금융과 하나금융지주를 최선호주로 추천한다.

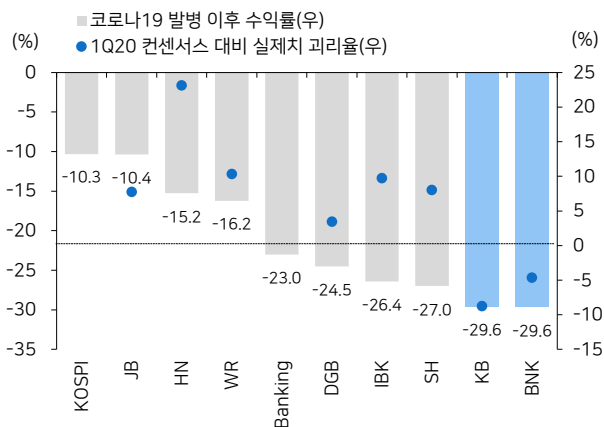
그림11 글로벌 주요 은행 밸류에이션(FY20E 기준)



주: ROE는 Consensus 기준

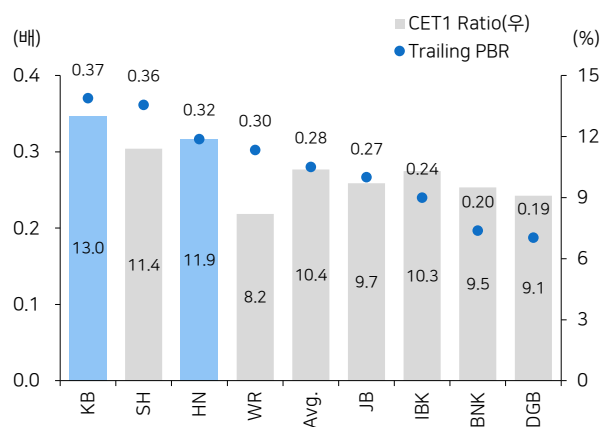
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림12 1Q20 실적이 좌우했던 상반기 수익률



자료: 각사, KRX, 메리츠증권 리서치센터

그림13 하반기는 상대적으로 자본비율 높은 은행 추천



자료: 각사, KRX, 메리츠증권 리서치센터

지주회사 Bottom Value > Hidden Value

1H20 지주회사 Review

상반기 지주회사 주가 부진은 상장 자회사 주가 급락과 함께 지주회사가 가진 사업 포트폴리오 효과가 퇴색(= NAV 할인을 확대)한 영향이다. 최근 주식시장 반등 국면에선 자체 모멘텀이 부재한 가운데 종목간 차별화가 심화되는 모습이다.

주식으로서의 지주회사

우리는 투자자들의 이해의 편의를 돕기 위해 주식으로서의 지주회사를 5가지로 정의하고 있다. 현실적으로 2개 이상에 해당되기 마련이나 좀 더 주가 설명력이 높은 범주로 종목들을 분류했다.

그림1 주식으로서의 지주회사 분류

	Key Driver	관련 종목
1. NAV Spread	상장 자회사 주가	LG, CJ, 한화, 두산, 코오롱
2. Hidden Value	비상장 자회사 or 자체 사업	SK, 다우기술
3. Cash Flow	투자현금흐름 or 배당수익률	현대중공업지주, 효성
4. Governance	법 개정 or 대주주 지분 상속/증여 or 경영권 분쟁	삼성, 셀트리온, 롯데지주, 현대차, SK텔레콤
5. Activism	오너 ↓ + 기관/외국인 ↑ + 주주환원 ↓	한진칼, 대림산업

자료: 메리츠증권 리서치센터

삼성과 발렌베리

지난 5월 6일, 이재용 부회장의 세습 경영 중단 발언 이후 재계 및 언론에선 스웨덴 발렌베리 가문에 주목하기 시작했다. 발렌베리 가문은 1856년 창업한 이후 5대째 가족 세습 체제를 유지하는 대신 경영은 전문 경영인에게 위임하고 있다.

이는 스웨덴 정부가 자국 산업보호주의적 정책을 바탕으로 상장법인의 차등 의결권을 허용하기에 가능한 구조다. 반면 국내의 경우 공익법인의 의결권 제한은 물론 차등 의결권 제도도 부재하다.

현 정부의 경제 정책 기조인 '소득주도성장, 혁신성장, 공정경제'가 유지되는 이상 관련 규제 완화 기대감을 가지기엔 요원하다. 더불어민주당의 총선 공약 2호인 'K-유니콘 기업 발굴을 위한 복수 의결권 제도를 도입' 역시 비상장벤처기업에 한정된다. 즉, 혁신성장과 관련된 부분으로 대기업 또는 재벌 집단에 대해선 공정경제 실현 측면에서 지배구조 규제 강화 스탠스를 유지할 가능성이 높아 보인다.

그림2 더불어민주당 제21대 총선 정책 공약집 내용 발췌

일감몰아주기와 같은 기업의 일탈행위를 개선하도록 하겠습니다.**일감몰아주기를 통한 사익편취 규제 적용대상을 확대**

- 재벌 총수 일가의 사적 영리 추구를 위해 기업에 손해를 주면서 중소기업의 경쟁력을 약화시키는 부당한 지원을 방지

지주회사 보유 주식 한도 확대

- 지주회사가 총수 일가의 지배 수단으로 악용되지 않도록 최소한으로 보유해야 하는 자회사 · 손자회사의 주식보유 기준 상향

**재벌의 부당한 지배력 남용과 특혜를 근절시키겠습니다.****총수일가의 전횡을 막고 투명하고 건전한 경영문화 확립을 위한 상법 개정안 추진**

- 다중대표소송제 · 다중 장부 열람권 및 대표소송제도 개선: 모회사의 주주가 자회사의 이사에 대한 책임을 추궁하기 위한 제도적 장치 마련
- 전자투표제 · 서면투표제를 통해 소수주주의 경영 참여의 편의를 개선
- 집중투표제 의무화 및 감사위원 분리 선출제도 도입을 통하여 소수주주의 경영감시 및 이사의 직무집행에 대한 감시 강화
- 재벌 대주주 일가의 횡령, 배임 등 경제범죄에대한 처벌 강화

편법적 지배력 강화를 차단하기 위한 상법개정안 추진

- 계열공익법인, 자사주, 우회출자 등 법의 사각지대를 악용한 대주주 일가의 지배력 강화 차단 방안 마련

산업자본의 금융계열사에 대한 의결권 규제 강화 등 금산분리 원칙 준수

- 금융계열사의 타 계열사 의결권을 제한
- 금융그룹 통합감독시스템 도입(금융그룹통합감독법 제정)



자료: 더불어민주당, 메리츠증권 리서치센터

ESG 투자

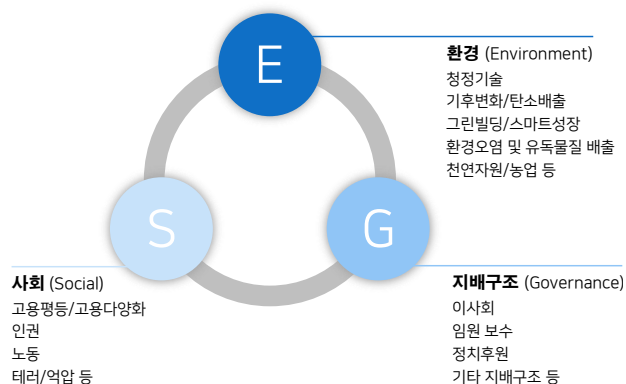
지배구조와 관련해 최근 부각되는 ESG 투자에 대해 살펴볼 필요가 있다. ESG투자는 환경(E)과 사회적(S)으로 긍정적인 영향 또는 지배구조(G)가 우수한 기업에 대한 투자를 일컫는 말로, SRI와 달리 '수익률'에 보다 초점을 두는 전략이다.

과거엔 미국/유럽 중심이었으나 최근 일본을 중심으로 아시아 지역에서도 확대되는 추세다. 국내 역시 연기금을 필두로 ESG 투자에 적극적으로 동참하고 있다.

국내의 경우 주로 'G' 측면에서 투자 기회가 풍부하다. '소유권 vs. 배당권리' 격차에서 발생하는 대리인 문제에 노출도가 높기 때문이다.

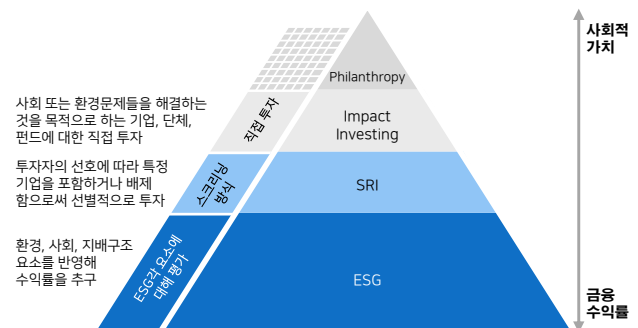
한진칼 사태로 촉발된 주주 행동주의에 대한 관심 증가도 큰 흐름에선 같은 맥락이다. 경제 성장 부진, 후진적 기업 지배구조, 정부의 공정경제 실현 의지 등이 맞물린 결과물로 기존 '오너' 중심에서 '주주' 중심의 지배구조로 변화해 나가는 과정의 일환이다.

그림3 ESG 구성 요소



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 ESG vs. SRI vs. Impact 투자



자료: Fiduciary Trust Company, 메리츠증권 리서치센터

표1 국내 행동주의 펀드 개입 사례

투자자	대상회사	시기	주요 내용
소버린	SK	2003~2005	<ul style="list-style-type: none"> SK(주) 지분 14.9% 취득 후 경영 개입 과감한 개혁 청사진 요구 (사업계획 재조정, 지배구조 개혁 등)
헤르메스	삼성물산	2003~2004	<ul style="list-style-type: none"> 삼성물산 지분 5.0% 매입 후 삼성전자 지분 매각, 우선주 소각 요구
칼라이칸	KT&G	2005~2006	<ul style="list-style-type: none"> KT&G 지분 6.6% 매입 후 경영 개입 공개매수 통한 적대적 M&A 시도
라자드자산운용	태광산업, 대한화석	2006~2012	<ul style="list-style-type: none"> 태광그룹 계열의 대한화석 지분 5.2% 매입한 후, 언론에 기업의 경영상 문제점 등을 밝히고 '주주명부열람' 가처분 소송 소액주주 권리 개선, 독립적인 이사회 운영, 계열사 거래 투명성 개선, 배당금 증액, 유류자산 매각 등을 회사측에 요구
엘리엇	삼성물산, 삼성전자	2015~2016	<ul style="list-style-type: none"> 삼성물산 지분 7.1% 매입 후, 제일모직-삼성물산 합병 반대 삼성전자 인적분할, 배당 요구 등
머스트자산운용	에이블씨엔씨	2017	<ul style="list-style-type: none"> 에이블씨엔씨에 유상증자 목적을 공개질의 법원에 신주 발행을 금지해 달라는 내용의 가처분 신청
VIP자산운용, 달튼인베스트먼트, 밸류파트너스자산운용	현대홈쇼핑	2017~현재	<ul style="list-style-type: none"> 합산 6.0% 이상 지분 보유 중, 이사회의 독립성 강화와 자본효율 정상화 등을 촉구 주주이익에 반하는 M&A 반대, 배당 확대 및 자사주 매입·소각
엘리엇	현대차, 현대모비스	2018~2020	<ul style="list-style-type: none"> 현대모비스-글로벌비스 분할 합병 반대, 특별 배당 요구
KCGI	한진칼, (주)한진	2018~현재	<ul style="list-style-type: none"> 3자 연합(KCGI, 조현아, 반도건설) 합산 보유지분 42.7% ~ 44.8% 추정 그룹 지배구조 개선 및 물의를 빚은 임원 경영 일선에서 배제 요구
KB자산운용, 한투밸류운용	SM	2019.6~현재	<ul style="list-style-type: none"> 공개 주주서한을 통해 1)라이크기획 계약과 관련한 투명한 정보 공개, 2)배당을 실시하지 않는 사유 등에 대해 소명과 개선을 요구 라이크기획을 무상 증여 형태로 SM에 흡수 합병 요구
KB자산운용	효성티앤씨	2020~현재	<ul style="list-style-type: none"> 2대 주주로 15.6% 소유중, '18년에 1차 주주서한을 발송 2차 주주서한을 통해 FCF의 30%를 주주환원에 활용할 것을 요구

자료: 언론보도종합, 메리츠증권 리서치센터

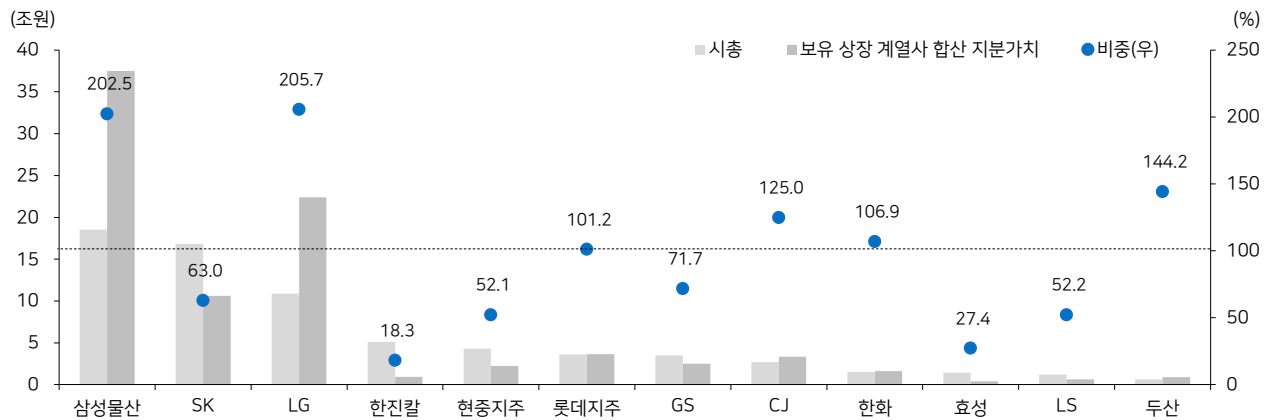
하반기 지주회사 투자전략

전술한 ESG 투자를 제외하고 국내 지주회사 업종을 관통하는 투자 Theme은 하반기에도 부재하다. 수익률/변동성 측면에서 기업 지배구조 개편 이벤트가 중요하나 비우호적인 대외여건상 급격한 변화는 어려워 보인다. 특히 삼성그룹 지배구조 관련 노이즈가 잔존하고 있다는 점도 다른 기업들의 소극적 자세를 강제시킬 요인이다.

지주회사 본연의 역할은 그룹의 컨트롤 타워로서 자회사간 시너지 창출 및 장기 성장성을 제시하는 것이다. 기존 사업 확장 또는 신규 사업 진출 등 투자 활동이 활발한 지주회사를 선호했던 것도 같은 이유다.

그러나 코로나19로 지주회사 역할의 운신의 폭이 좁아진 만큼 현 시점에선 주가 상방 보단 하방 지지가 가능한 지주회사에 좀 더 주목할 필요가 있다. 1) NAV 내 상장 보유지분 가치가 크고, 2) FY20E 배당수익률이 높은 종목을 추천한다.

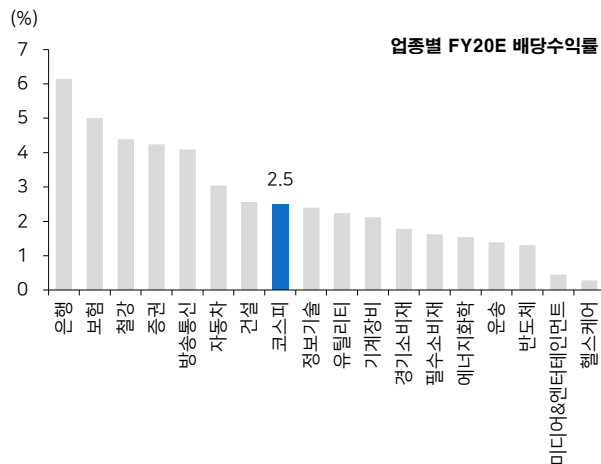
그림5 주요 지주회사 보유 상장 계열사 합산 지분가치



주: 지분율 '20.3월말 기준, 시가총액 '20.5.29일 종가 기준

자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

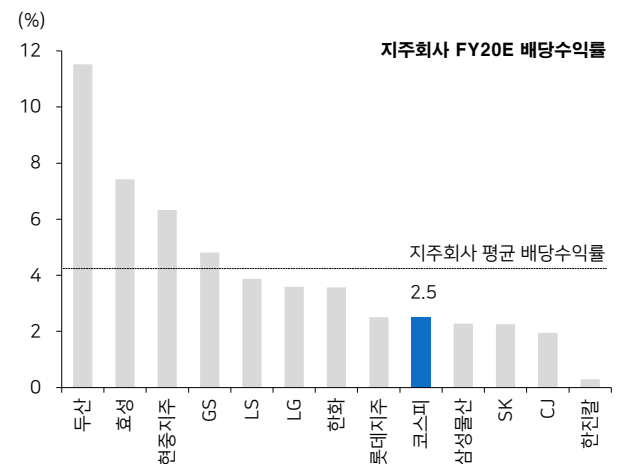
그림6 주요 업종별 FY20E 예상 배당수익률



주: Consensus 기준

자료: Enguide, 메리츠증권 리서치센터

그림7 주요 지주회사 FY20E 예상 배당수익률



주: Consensus 기준

자료: Enguide, 메리츠증권 리서치센터

본 자료의 원본은 2020년 6월 1일 발간된
'2020년 하반기 전망 시리즈 10 - 패자의 역습'임