

Strategy Idea



▲ 퀀트

Analyst 강봉주

02. 6454-4903

bj.kang@meritz.co.kr

RA 이정연

02. 6454-4895

jungyeon.lee@meritz.co.kr

증시 상승세 둔화, 배당투자 환경 체크

- ✓ 상승세 지속에 따른 피로감, 외국인 수급 부진, 성장주 상승세 둔화로 코스피 단기 하락 가능성 증가
- ✓ 12개월 이익 전망치의 완만한 반등으로 밸류에이션 부담 완화된 점은 긍정적
- ✓ 증시 상승 탄력 둔화에 대비해 배당성장주 투자 유리

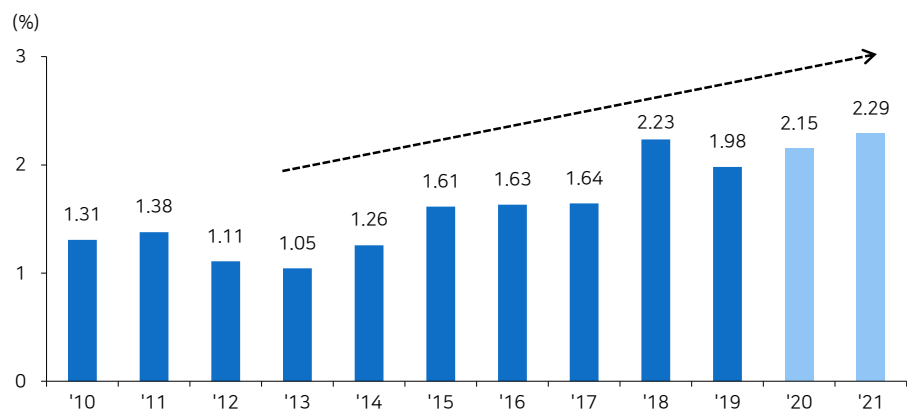
성장주 강세 둔화, 이익 전망치 완만히 개선

9월 들어 미국 나스닥 지수가 고점 대비 10% 하락하는 등 단기 하락 변동성이 커졌으나 코스피를 포함한 아시아 증시는 상대적으로 선방했다. 한국, 인도 등 아시아 주요국 증시의 2021년 이익 증가율이 선진국 대비 높게 전망되는 점, 연준의 완화적 통화 정책으로 달러 약세가 지속된 점이 주요 원인으로 판단된다.

코스피 단기 하락 가능성,
배당주 투자 환경 점검

한편, 지난 전략 9월 8일 자료 : '전략공감2.0_코스피 단기 하락 위험 요인 점검'에서 언급한 대로 한국 증시도 단기 하락 가능성이 높아졌다고 평가한다. 이번 자료에서는 코스피 상승세 둔화 요인을 점검하고, 단기 하락 국면에 유리할 배당주 투자에 대해 살펴보고자 한다.

그림1 한국 연간 배당 수익률 추이

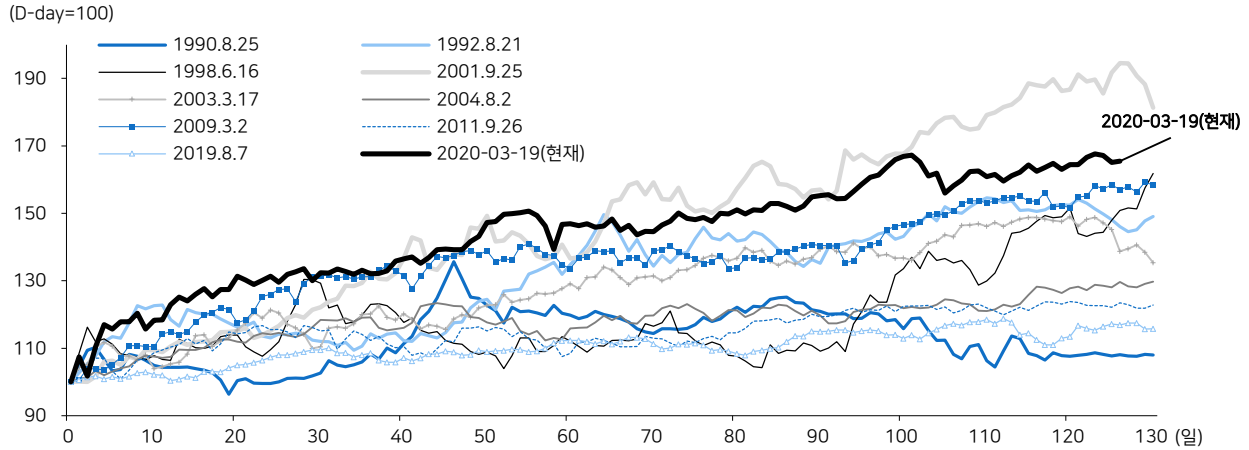


자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

3월 이후 코스피 반등은
과거 주요 반등 사례에 비해 반등
속도가 빠르고 반등폭이 큰 상황

지난 자료에서 언급했지만 올해 3월 이후의 코스피 반등은 과거 30년 간의 주요 반등 국면에 비해 속도가 빠르고 폭이 컸다. 특히 첫 3개월 간은 매우 가파른 V자 형태의 반등을 나타냈으며 이후에도 완만하지만 상승세를 지속한 점이 특징이다.

그림2 과거 코스피 주요 반등 사례 vs 올해 3월 반등 : 저점 이후 경과일자별 주가 추이

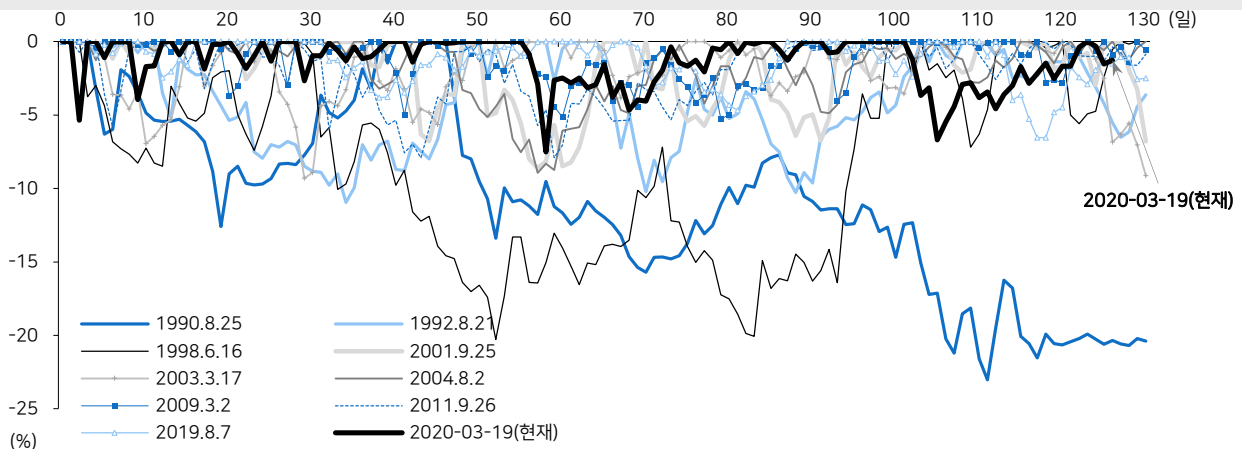


자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

반등 구간중의 주가 조정폭은
과거 대비 절반 수준

이번 반등의 두 번째 특징은 상승 과정 중에서 5% 정도만의 중간 조정을 거쳤다는 점이다. 통상적인 경우 고점 대비 수익률 최대 하락폭이 10%정도로 나타난다. 이번 반등 과정에서 증시 매수세가 워낙 강했고 포스트 코로나 국면에 대한 이익 터어라운드 기대감이 워낙 컸기 때문이다. 한편, 6개월 간 코스피가 조정 없이 1,000pt 반등한 점은 돌발 악재나 차익 실현성 매도에 취약할 수 있는 위험도 내포한다.

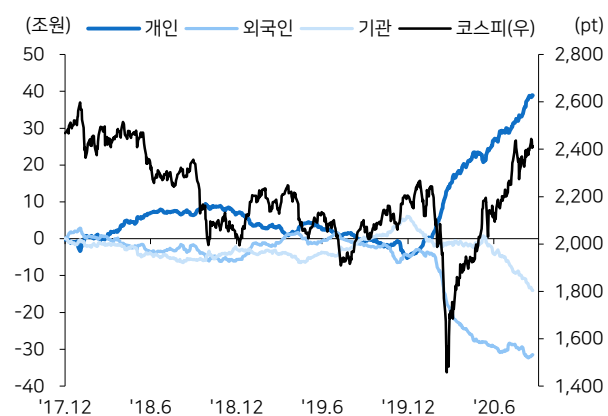
그림3 과거 코스피 주요 반등 사례 vs 올해 3월 반등 : 반등 과정의 고점 대비 수익률 하락폭



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

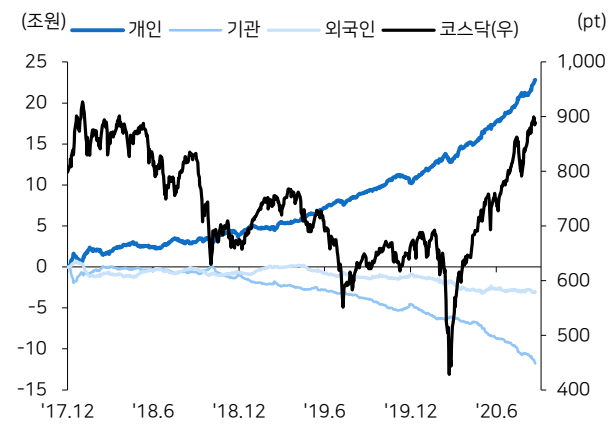
올해 주가 반등의 수급 주체는 단연코 개인 투자자이다. 연초 이후 개인 투자자는 코스피 기준 44조 순매수, 코스닥 13조 순매수를 기록했다. 외국인은 코스피, 코스닥 각각 27조, 2조 순매도를 기록한 점과 대조적이다. 코로나 국면 이후 개인 투자자의 직접 투자 증가는 한국을 넘어 글로벌 추세이다. 다만, 이후 별도의 자료에서 설명하겠지만 한국은 개인 투자자의 순매수 규모와 거래회전을 증가폭이 글로벌 대비 크게 높다는 점은 부담 요인이다.

그림4 코스피 vs 투자 주체별 누적 순매수



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림5 코스닥 vs 투자 주체별 누적 순매수

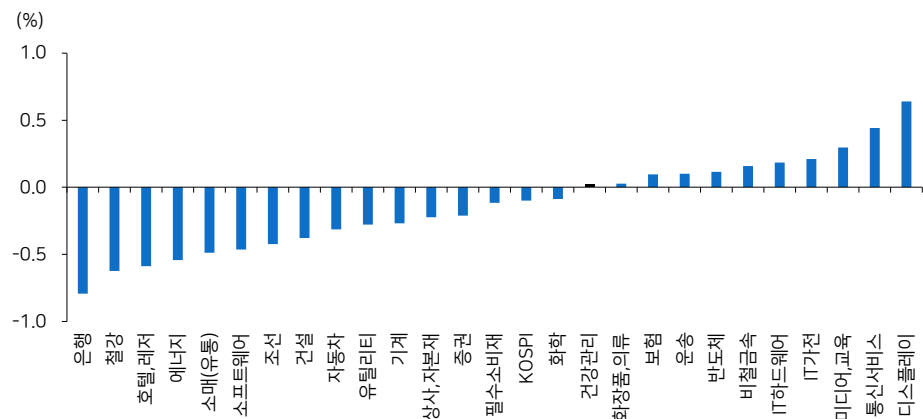


자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

IT를 제외한 대부분 업종에 대한
외국인 매도 부담

최근 1개월 간 업종별 외국인 순매수를 보면 IT 업종에 대한 순매수를 제외하고 소재, 산업재, 경기소비재, 금융 등 대부분 업종에 대해 순매도를 기록했다. 글로벌 저금리 기조, 2021년에 대한 이익 턴어라운드 전망에 비해 외국인 투자자의 매수 참여가 저조하다는 것은 부정적이다.

그림6 업종별 외국인 순매수/시총_1개월

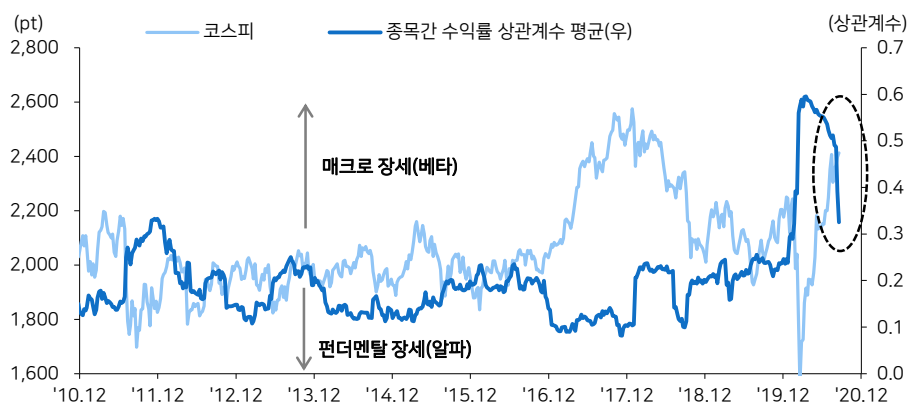


자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

여전히 개별 종목별 추가 차별화
보다는 증시 전반적인 수익률
동조화 국면이며, 단기 하락 변동
성에 대한 위험 관리 중요

다음으로 코스피 주요 100개 종목들의 수익률 상관계수 평균치를 표시했다. 증시 전반적으로 기업 이익 전망치가 상향되며 개별 종목 펀더멘탈이 추가 차별화로 이어지는 국면에서 이 지표는 하락한다. 반대로 매크로 이벤트, 지정학적 리스크 등 증시 전반적인 요인에 의해 수익률 동조화가 나타날 때 해당 지표는 상승한다. 그림에서 보듯이 3월 증시 급락 국면에서 지표가 크게 상승한 이후 하락했으나 여전히 매우 높은 수준이다. 증시 전반적인 하락 변동성에 유의해야 할 이유이다.

그림7 종목별 수익률 상관 계수 평균



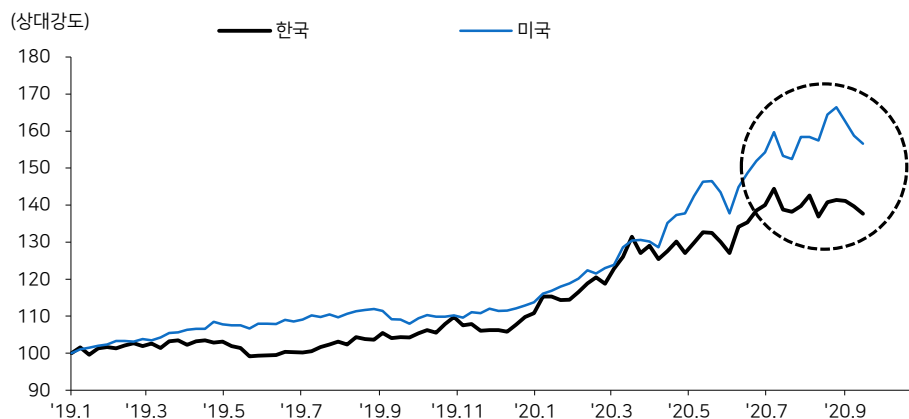
주: KOSPI 100 종목 내의 '2종목 pair'들에 대해 수익률 상관 계수를 계산하고 이에 대해 평균 처리

자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

7월 이후 가치주 대비 성장주
강세 둔화

최근 증시 상승세 둔화는 성장주의 가치주 대비 상대 강도 추이에서도 관찰된다. 수년 간 추세적으로 성장주 강세 국면이 지속 중이나 7월 이후로는 미국, 한국 모두 성장주 강세가 주춤한 양상이다.

그림8 미국, 한국 성장주/가치주 상대 강도

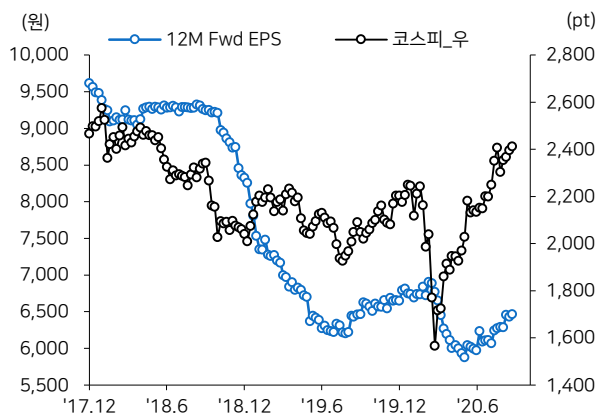


자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

이익 전망치 완한만 개선 밸류에이션 부담 완화

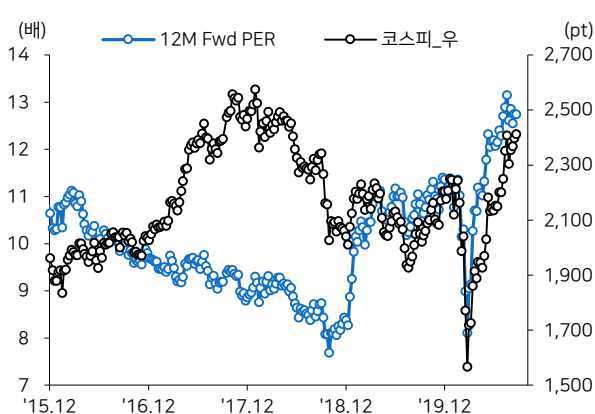
한편, 6월 이후 한국 증시의 12개월 예상 EPS가 10% 정도 반등한 점은 매우 긍정적이다. 물론, EPS 전망치의 절대적 수준은 여전히 작년 하반기보다도 낮다는 한계가 있으나, 2021년까지 완만히 상승이 기대된다는 점이 긍정적이다. EPS 반등으로 12개월 예상 PER이 8월 최대치 13.2배에서 12.7배로 낮아지며 밸류에이션 부담이 다소 완화됐다.

그림9 코스피 vs 12개월 예상 EPS



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

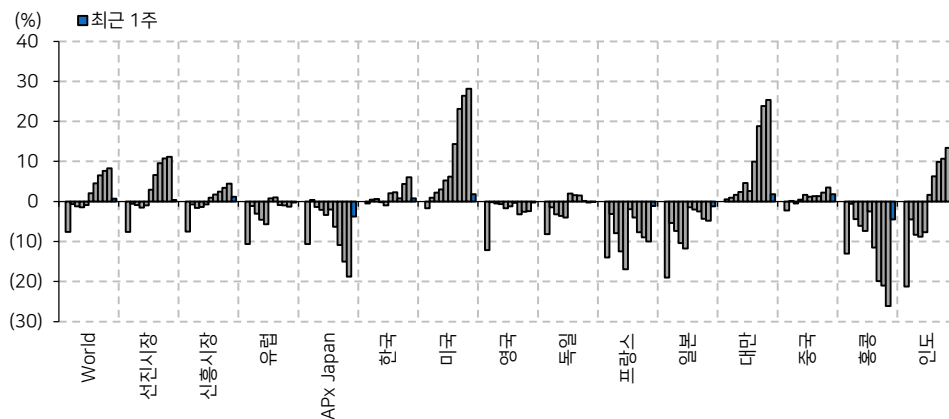
그림10 코스피 vs 12개월 예상 PER



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

글로벌 EPS 전망치 개선 추세도 관찰된다. 미국, 한국, 대만이 상대적으로 양호했으며 2분기 기업실적이 낮아진 기대치 대비 선방하면서 이후 이익 개선 기대감이 개선됐기 때문이다.

그림11 국가별 EPS 순상향 회사수 비율_최근 12주



주: MSCI 국가별 지수의 12M Fwd EPS 기준으로 (EPS 상향조정된 종목수 - EPS 하향조정된 종목수)/(EPS 추정치가 있는 전체 종목수)로 계산

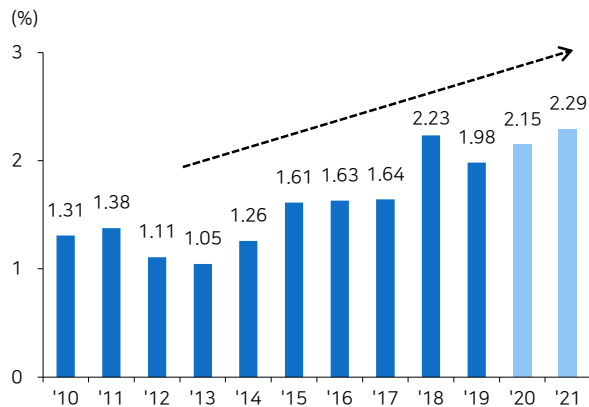
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

증시 단기 하락을 대비한 배당 투자 환경 체크

배당수익률, 배당금 규모
증가 추세

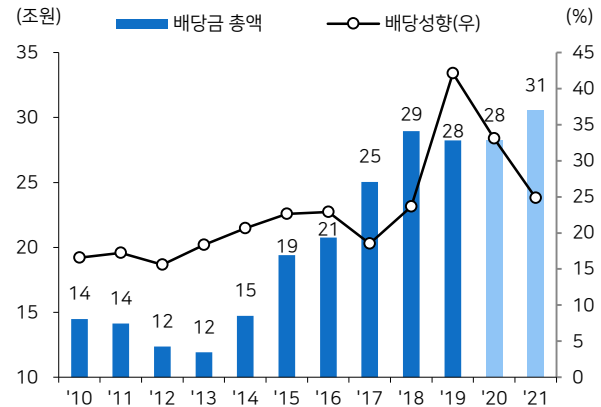
앞서 설명한대로 한국 증시는 조정 없는 상승 지속에 대한 피로감, 외국인 수급 부진, 성장주 상승세 둔화 등으로 단기 하락 가능성이 높아졌다는 판단이다. 다행인 점은, 완만하지만 이익 개선세가 확인되는 점이다. 증시 방향성이 모호한 현시점에서 배당주 투자 환경을 체크해보자. 최근 수년 간 스튜어디스 코드 도입 확대, 지주회사 전환 등으로 코스피 전반적인 배당수익률, 배당 규모가 증가했다.

그림12 한국 배당수익률 증가 추세



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

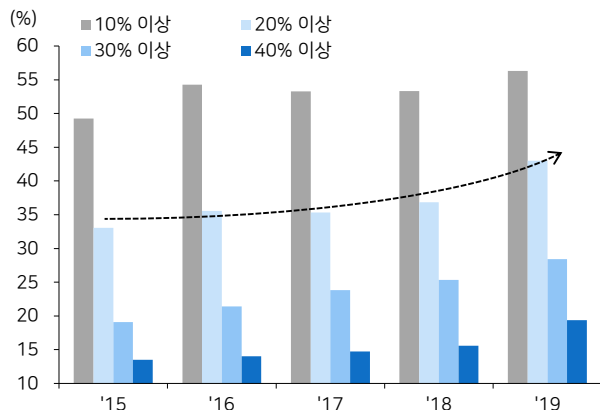
그림13 배당금, 배당성향 증가 추세



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

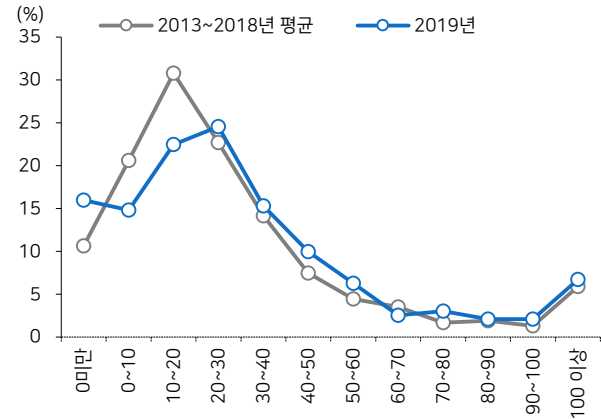
국내 상장사의 배당 성향은 평균 배당 성향이 30~40% 이상인 해외에 비해서는 여전히 낮은 편이다. 한편, 느리지만 개별 종목 전반적으로 배당 성향이 증가하는 점은 긍정적이다.

그림14 배당성향 10~40% 이상 종목 비중



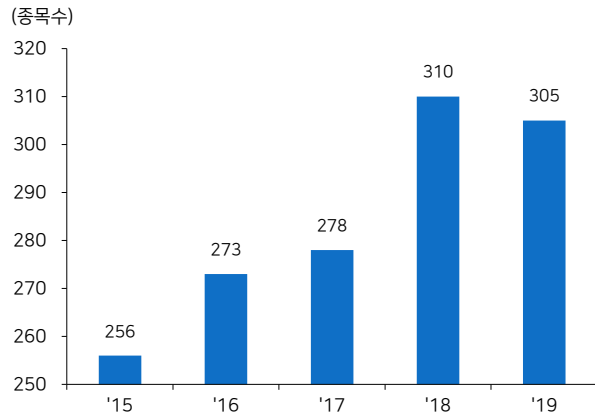
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림15 배당성향 구간별 종목 비중 분포



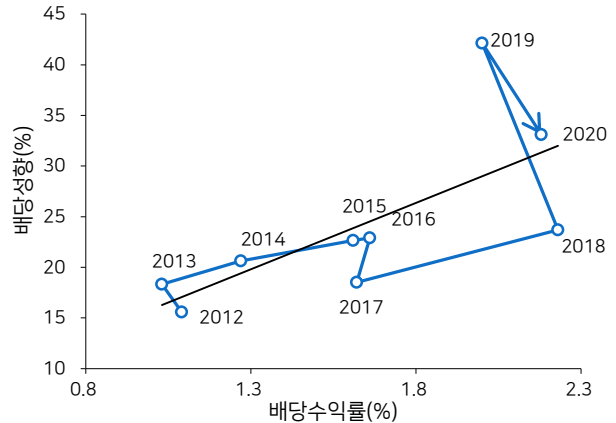
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림16 배당성향 증가한 종목수



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림17 배당수익률, 배당성향 추이



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

한편, 배당주 투자 성과는 최근 수년간 전반적으로 크게 부진했다. 특히, 거래소의 대표적 배당지수 중 하나인 고배당50 지수를 보면 2019년 이후 최근까지도 코스피 대비 수익률이 크게 부진했다. 고배당 지수의 주요 구성종목이 금융주에 치우치며 증시 주도주인 IT, 소프트웨어, 건강관리 등 성장주 주도주의 성과보다 부진했기 때문이다.

배당 수익률에, 배당 성장의 개념이 추가된 배당성장 지수가 유리

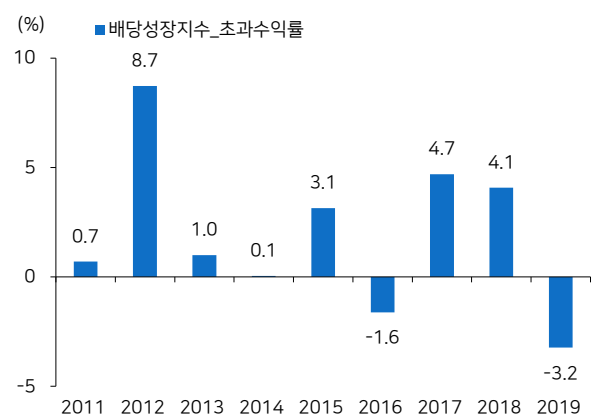
한편, 배당성장50 지수는 단순 배당 수익률 외에, 이익과 배당의 증가 가능성을 고려하기 때문에 단순 고배당 지수보다 현재의 증시 환경에 더 유리하다고 판단한다. 실제로 올해 3월 이후에는 배당성장 지수의 성과가 코스피 지수를 다소 웃돌았다. 4분기의 총 투자 수익률 측면에서도 2011년 이후로 배당성장 지수의 성과가 코스피 투자 성과를 상회한 경우가 많았다.

그림18 고배당50, 배당성장50지수의 코스피 대비 상대성과



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림19 코스피 배당성장50지수의 4분기 초과성과_연도별



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

아래와 같이 코스피 배당성장50 종목의 펀더멘탈 데이터를 제시한다. 고배당50 지수에 포함되지 않는 삼성전자, 엔씨소프트 등 이익 개선 주도주들이 포함된 점이 긍정적이다. 전반적으로 증시의 단기 하락 변동성에 대비하기에 유망한 종목들로 평가된다. 특히, 음영 표시된 종목들은 3분기 순이익 전망치가 최근 1개월 간 상향된 종목으로 어닝 서프라이즈 후보 종목으로 주목할 만 하다.

표1 코스피 배당성장50 종목 리스트_3분기 순이익 전망치 최근 1개월 간 상향된 종목 유망

코드	종목명	시총	주가	이익 전망치 변화_1m 3분기	DPS 2020	배당 수익률 2020	PER		PBR		순이익증가율		ROE	
							2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021
		(조원)	(원)	(%)	(원)	(%)	(배)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)	(%)	(%)
A005930	삼성전자	354.0	59,300	10.5	1,464	2.5	15.8	12.0	1.5	1.4	18.2	31.9	9.7	11.8
A051910	LG화학	47.0	666,000	23.3	3,282	0.5	43.9	29.9	2.8	2.6	278.8	47.1	6.8	9.3
A005380	현대차	38.7	181,000	7.7	3,765	2.1	18.3	10.7	0.7	0.6	(8.0)	71.1	3.9	6.4
A051900	LG생활건강	23.7	1,516,000	1.9	11,194	0.7	33.6	29.5	5.3	4.7	2.7	13.9	18.0	17.8
A012330	현대모비스	22.8	240,000	(1.0)	3,900	1.6	13.3	8.8	0.7	0.6	(24.4)	51.5	5.2	7.5
A036570	엔씨소프트	18.0	821,000	(2.4)	6,853	0.8	24.6	16.8	5.5	4.3	104.2	46.4	26.3	30.5
A034730	SK	14.8	210,500	(5.6)	5,364	2.5	49.0	10.1	0.6	0.6	(57.5)	383.3	1.8	8.1
A066570	LG전자	14.7	89,900	24.3	719	0.8	10.4	9.1	1.0	0.9	4,895.7	13.8	10.4	10.8
A003550	LG	13.6	78,900	(2.6)	2,386	3.0	9.4	8.6	0.7	0.7	37.0	9.5	7.6	7.8
A090430	아모레퍼시픽	9.9	168,500	(3.1)	974	0.6	73.7	35.6	2.5	2.4	(33.9)	107.3	3.5	7.0
A010130	고려아연	7.4	392,000	1.3	14,133	3.6	12.7	11.4	1.0	0.9	(7.8)	11.7	8.5	9.0
A011170	롯데케미칼	7.2	209,500	(12.8)	3,515	1.7	38.5	10.2	0.5	0.5	(73.9)	277.0	1.4	5.2
A018880	한온시스템	6.8	12,650	(0.3)	310	2.5	49.6	19.6	3.1	2.8	(57.2)	152.3	6.2	15.1
A097950	CJ제일제당	5.8	387,000	4.5	3,528	0.9	8.1	12.0	1.1	1.0	414.9	(32.8)	14.9	8.9
A086280	현대글로비스	5.5	147,500	(2.5)	3,262	2.2	11.0	9.1	1.1	1.0	(0.1)	21.5	10.4	11.6
A000100	유한양행	4.5	66,600	n/a	385	0.6	22.4	39.2	2.3	2.2	406.4	(42.9)	11.7	6.2
A071050	한국금융지주	4.4	78,100	2.8	2,151	2.8	8.0	6.7	0.9	0.8	(28.7)	19.1	11.6	12.7
A004020	현대제철	3.3	25,100	적자확대	736	2.9	적자	16.9	0.2	0.2	적자전환	흑자전환	(0.7)	1.2
A011790	SKC	3.3	88,700	2.0	1,027	1.2	23.8	23.9	1.7	1.6	134.6	(0.4)	8.1	7.2
A005830	DB손해보험	3.2	45,700	0.0	1,965	4.3	6.3	6.3	0.4	0.4	38.0	(0.7)	8.7	8.1
A011780	금호석유	3.1	102,000	15.2	1,833	1.8	8.1	8.0	1.0	0.9	42.6	1.8	15.0	13.5
A008770	호텔신라	3.0	75,900	적자확대	338	0.4	적자	30.1	3.9	3.5	적자전환	흑자전환	(22.8)	13.1
A005940	NH투자증권	2.6	9,320	(0.0)	493	5.3	6.4	5.9	0.5	0.5	(8.2)	8.0	7.9	8.1
A001040	CJ	2.5	85,800	(86.7)	1,758	2.0	10.8	9.1	0.6	0.6	5.8	19.0	6.1	6.9
A009240	한샘	2.4	100,000	(0.8)	1,264	1.3	35.1	26.6	2.7	2.5	57.0	31.8	10.9	13.2
A007310	오투기	2.1	589,000	0.0	7,733	1.3	15.3	15.4	1.5	1.4	43.7	(0.7)	10.6	9.8
A014680	한솔케미칼	1.7	150,000	2.5	1,522	1.0	14.3	12.6	3.0	2.5	36.9	13.9	23.7	22.2
A004800	효성	1.6	74,400	0.0	5,000	6.7	25.7	11.5	0.6	0.6	(41.1)	123.6	2.5	5.6
A000060	메리츠화재	1.5	13,200	0.0	948	7.2	4.8	4.9	0.6	0.5	15.9	(2.2)	12.5	11.3
A007700	F&F	1.3	87,100	0.0	995	1.1	13.7	10.4	2.4	2.0	(11.1)	31.4	18.8	20.9
A069960	현대백화점	1.3	56,800	(1.5)	1,000	1.8	10.3	6.1	0.3	0.3	(33.5)	67.6	3.0	4.9
A000670	영풍	0.9	479,000	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
A069260	휴켄스	0.9	21,400	(9.8)	1,060	5.0	12.2	10.0	1.2	1.1	1.8	22.5	10.7	12.4
A001800	오리온홀딩스	0.8	13,000	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
A003850	보령제약	0.8	16,650	(19.1)	100	0.6	24.2	20.7	2.2	2.0	(5.5)	16.6	10.1	10.4
A006040	동원산업	0.8	212,500	17.0	1,250	0.6	5.4	6.3	0.6	0.6	213.1	(14.5)	13.1	10.0
A003240	태광산업	0.8	688,000	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
A005440	현대그린푸드	0.7	7,660	(13.0)	210	2.7	7.6	7.1	0.4	0.4	78.9	7.7	5.6	5.8
A009450	경동나비엔	0.7	56,500	n/a	350	0.6	13.0	11.1	2.2	1.8	98.8	16.7	17.1	17.9
A034310	NICE	0.7	18,850	n/a	250	1.3	20.6	17.8	1.0	1.0	18.5	16.2	5.0	5.6
A103140	풍산	0.7	25,200	2.0	457	1.8	12.4	9.0	0.5	0.5	224.4	37.4	4.1	5.4
A000020	동화약품	0.7	25,050	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
A049770	동원F&B	0.7	178,500	(3.1)	2,667	1.5	10.0	8.7	0.9	0.9	5.3	15.1	9.7	10.3
A005610	SPC삼립	0.5	62,300	4.6	1,117	1.8	37.8	14.0	1.5	1.4	(29.6)	169.7	4.3	10.9
A025540	한국단자	0.5	46,150	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
A005500	삼진제약	0.4	29,800	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
A002270	롯데푸드	0.3	304,000	(12.8)	21,250	7.0	4.7	8.5	0.4	0.4	94.6	(44.2)	10.0	5.4
A003300	한일홀딩스	0.3	47,250	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
A035510	신세계 I&C	0.2	144,000	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
A000970	한국주철관	0.2	8,670	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

주: 종목 선정은 계량분석 방법론에 의한 것으로 당사 기업 분석 애널리스트의 의견과 다를 수 있음. 밸류에이션, ROE, 이익전망치의 경우 시장 컨센서스 기준

자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.