

# [알파시황]

## 현금부자들

### 외국인 Buy call에 긍정적인 영향 미칠 수 있는 요인은?

외국인 수급은 중요하다. 위기 이후 KOSPI가 신고가를 형성했던 과거 사례는 08년 금융위기인데, 당시 KOSPI는 08년 -40.7%에서 09년과 10년 각각 +49.7%, +21.9% 2년 연속 반등하였다. 외국인은 08년 34조원 매도 우위를 보였으나, 09년과 10년 각각 30조, 21조원 추가 매수를 단행하였다.

향후 외국인 Buy call에 긍정적인 영향 미칠 수 있는 요인은 어떤 것이 있을까, 우선 기업이익 증가와 낮은 할인율을 꼽을 수 있다. 다만 2021년 기저효과를 기반으로 한 높은 이익성장률과, 저금리 기조는 범글로벌적인 현상이다.

결국 한국 증시의 중장기적인 알파를 추구할 수 있는 부분은 주주환원이다. 한국은 주주환원율(순이익에서 배당과 자사주 매입이 차지하는 비중)이 낮다. 2012~19년 기준 평균 98%를 기록하는 미국(S&P500) 대비 한국은 25% 수준에 그친다. 08~18년 KOSPI 평균 배당성향은 24% 수준으로 DM(40%)과 같은 Peer로 분류되는 EM(37%) 내에서도 낮은 수준이다.

지수 레벨뿐만 아닌, 주주환원은 기업들에게 향후 중요하게 작용할 것이다. 특히 국내 대기업들은 올해부터 주목받고 있는 ESG 중 'G(Governance)'에 대한 체질 개선을 위해서 상대적으로 열위에 있는 지배구조와 주주환원정책에 더욱 신경을 쓸 수 밖에 없다. 주주정책에 앞장서는 대표기업은 애플을 꼽을 수 있다. 애플은 자사주 매입 중심의 꾸준한 주주친화정책으로 견조한 주가 상승세가 이어진 기업 중 하나다. 우리나라의 경우 주주친화정책에 보다 적극적인 기업은 삼성전자다. 삼성전자는 그간 2018~20년 잉여현금흐름의 50%를 환원하는 3개년 배당정책을 채택하였으며, 주주환원율은 KOSPI 대비 높은 수준을 유지하였다.

### 대기업들의 잉여현금 흐름이 개선되었다

우선 주주친화정책 중 하나인 배당여력을 가늠하는데 활용되는 기업들의 잉여현금흐름은 개선되었다. 3분기 기준 국내 대기업들의 잉여현금흐름은 총 28조 1,454억으로, 전년동기대비 약 163.1%(17조4,486억원) 증가하였다. 업종별로는 SK 하이닉스(7.4조원)와 삼성전자(3.9조원) 중심으로 IT, LG화학(3.3조원)을 중심으로 석유화학(5.5조원) 잉여현금흐름 증감폭이 가장 높았다. 작년보다 기업들의 잉여현금이 급증한 원인은 무엇보다 코로나19가 가장 크다. 코로나19 장기화에 따른 불확실성이 증가하자 기업들은 투자 지출보다는, 현금 확보에 주력하였다.

물론 21년 글로벌 수요 회복 사이클에 맞추어 투자지출 확대도 이루어지겠으니, 과거 대비 개선된 현금흐름을 주주친화정책에 쓸 여력은 증가할 것으로 판단한다. 단기적인 전략 아이디어로는, 연말 배당 시즌을 앞두고 개선된 잉여현금흐름으로 배당 확대 가능성이 높은 기업들을 선별해 보았다. 3분기 잉여현금흐름 증가 기업 중 벤치마크인 KOSPI 대비 배당성향 & 배당수익률이 높은 7개 기업은 삼성전자/삼성증권/현대차/SK 텔레콤/POSCO/ 하이트진로다.

### Investment Idea

## Equity



주식시황 이재선  
02-3771-3624  
jaesun0216@hanafn.com

### Compliance Notice

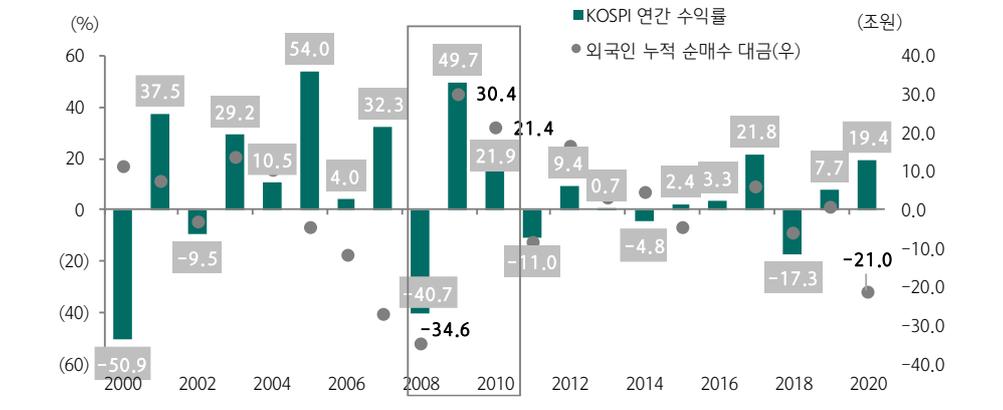
본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

## 현금부자들

그림 1. KOSPI의 대세 상승을 만들 수 있는 주체는 결국 외국인

위기 이후 신고가를 형성했던 시기는  
금융위기  
: 08년 수익률 -40.7%에서 09년과  
10년 각각 49.7%, 21.5% 2개년 연  
속 상승

수급주체는 외국인, 08년 34조원 매  
도 우위를 보였으나, 09&10년 각각  
30조&21조원 추가 매수 단행

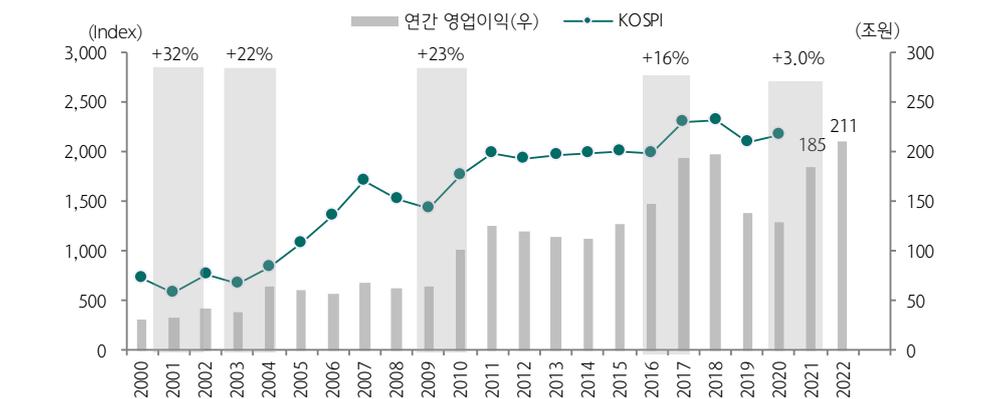


자료: Quantwise, 하나금융투자

2021년은 글로벌 수요 회복 & 기업이  
익 증가하는 실적 장세 구간으로 돌입

다만 기업 이익 증가는 내년 글로벌  
공통된 현상이라는 점

그림 2. 외국인은 어떤 것을 볼까, 1) 기업이익



주: 1) KOSPI 음영부분 연평균 수익률 기준, 2020년 연평균 2,170pt 2) 20~22년 영업이익 추정치 기준  
자료: Quantwise, 하나금융투자

주식가치평가에서 분모로 활용되는  
금리는 낮은 수준 지속 예상

저금리는 국고 3년물은 0.9%에서 횡  
보. 다만 저금리 기조는 기업이익 증  
가와 마찬가지로 전세계 공통적으로  
관찰되는 현상

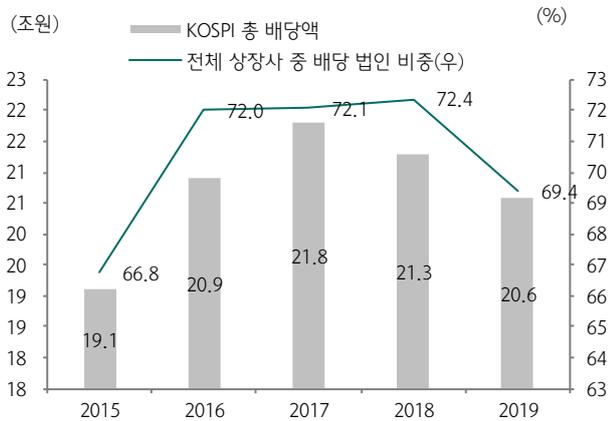
결국 외국인 매수의 알파 요인으로 작  
용할 수 있는 것은 주주환원정책

그림 3. 외국인은 어떤 것을 볼까, 2) 할인율(금리)



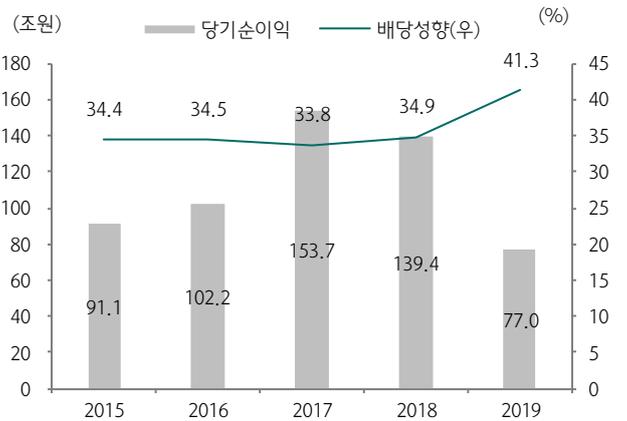
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 4. KOSPI 평균 배당액은 연간 20~21조원 수준



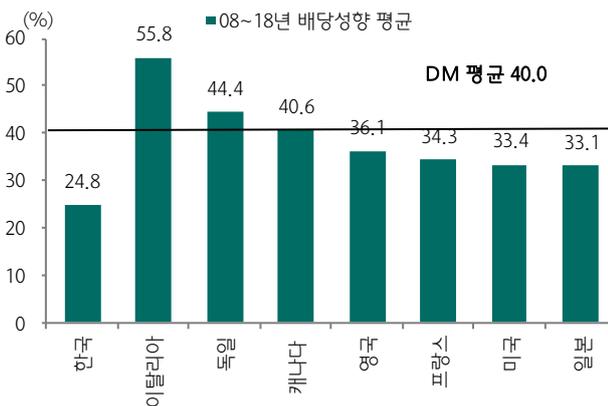
자료: KRX, 하나금융투자

그림 5. 19년 당기순이익 감소에도 배당액 일정 수준 유지→ 이에 19년 KOSPI 배당성향은 전년보다 상승한 41.3% 기록



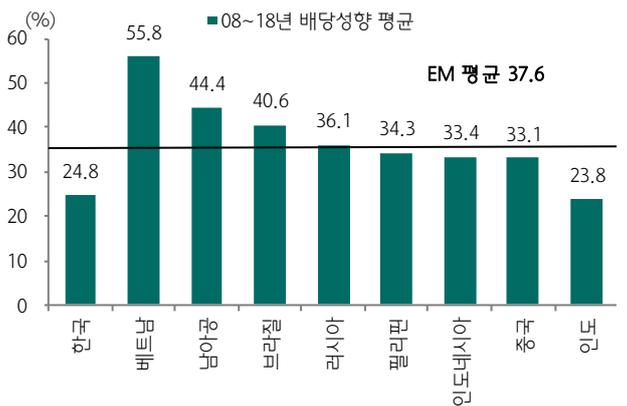
자료: KRX, 하나금융투자

그림 6. 그러나 08~18년 KOSPI 평균 배당성향은 24% 수준으로 DM(40%)과



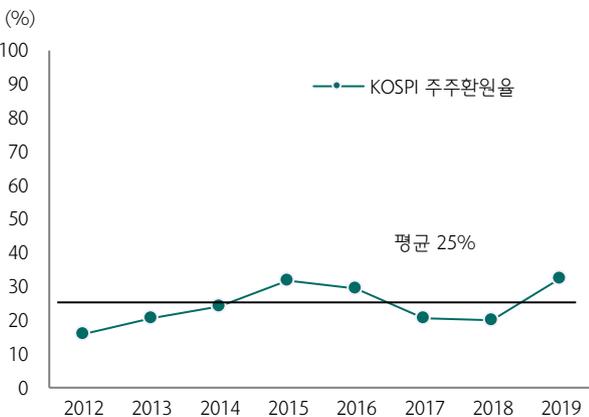
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 7. 같은 Peer로 분류되는 EM(37%) 내에서도 아직 낮은 수준



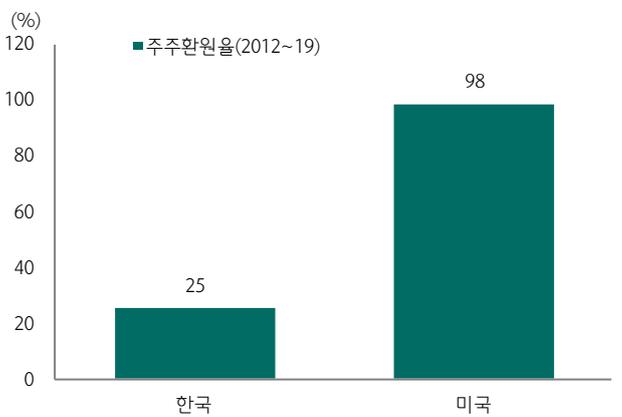
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 8. KOSPI 주주환원율은 12~19년 평균 25%



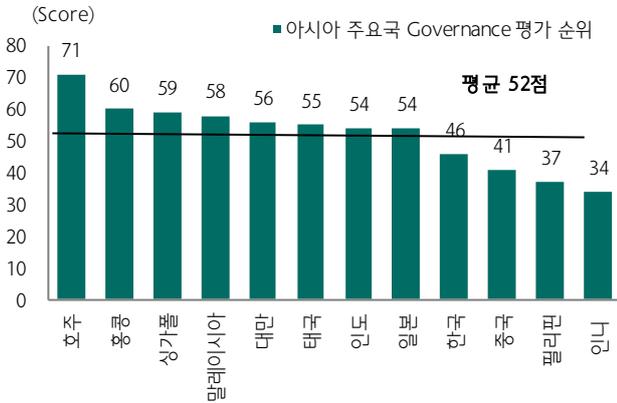
주: 주주환원율=(배당액+자사주매입)/순이익  
자료: KRX, 하나금융투자

그림 9. 미국과 비교하였을 때 약 4배 가까이 차이



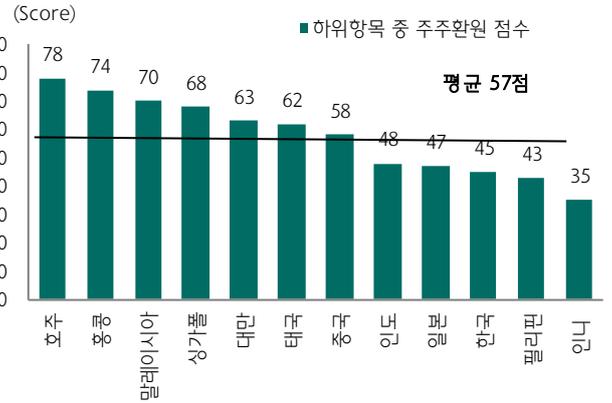
주: 주주환원율=(배당액+자사주매입)/순이익  
자료: S&P500, KRX, 하나금융투자

그림 10. 국내 대기업의 지배구조와 낮은 주주환원성향은 그간 '코리아 디스카운트'의 주요인으로 작용



주: 2018년 기준  
자료: 아시아지배구조협회(ACGA), 하나금융투자

그림 11. 향후 기업들은 ESG 중 'G'에 대한 체질 개선을 위해 열위에 있는 지배구조와 주주환원정책에 더욱 신경을 쓸 수 밖에 없어



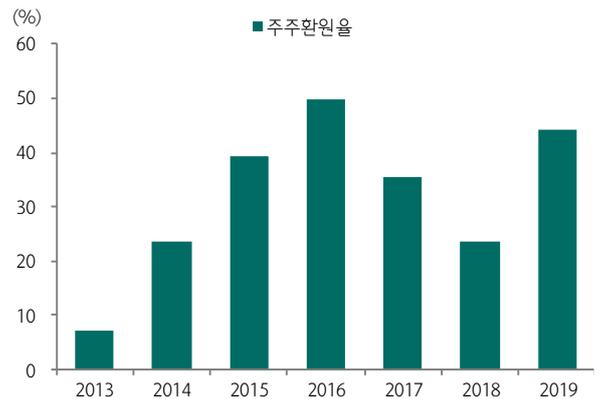
주: 2018년 기준  
자료: 아시아지배구조협회(ACGA), 하나금융투자

그림 12. 우리나라의 경우 주주친화정책에 보다 적극적인 기업은 삼성전자: 18~20년 FCF의 50%를 환원하는 3개년 배당정책을 유지

1	배당 대폭확대
2	잉여현금흐름(FCF) 계산 시 M&A 금액 차감 X & FCF 중 50% 주주 환원 방침 20년까지 지속
3	배당집행 뒤 잔여 재원 남으면 추가 배당 or 자사주 매입 & 소각 통해 환원

자료: 삼성전자, 하나금융투자

그림 13. 삼성전자의 주주환원율은 KOSPI 대비 높은 수준을 유지



주: 주주환원율=(배당액+자사주매입)/순이익  
자료: Quantwise, 거래소, 하나금융투자

그림 14. 한편 주주친화 정책 중 하나인 배당여력을 가늠하는데 활용되는 잉여현금흐름은 개선 : 3분기 기준 국내 대기업의 잉여현금흐름, 전년동기대비 17조원 이상 증가

코로나19 장기화에 따른 불확실성이 증가하자 기업들은 투자 지출보다는, 현금 확보에 주력

3분기 기준 가장 잉여현금흐름이 큰 쪽으로 증가한 기업은 SK하이닉스, 삼성전자, LG화학, 한국전력공사 순

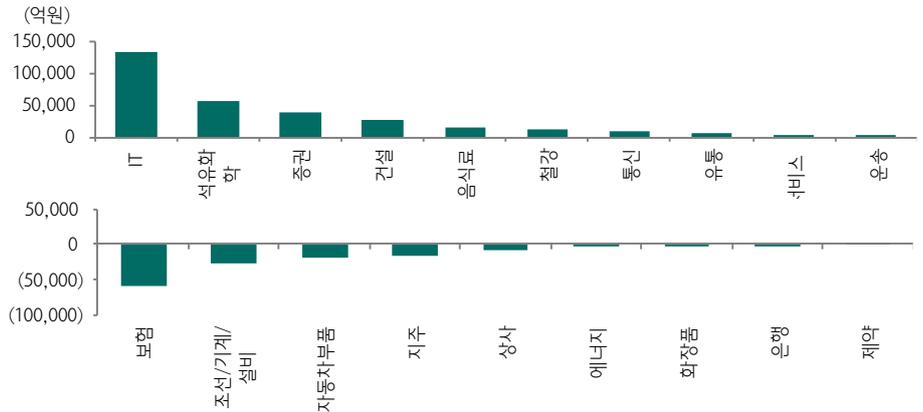
반면 삼성생명, 기아차 등은 잉여현금흐름 감소



주: 500대 기업 상장사 기준, 잉여현금흐름 (영업활동현금흐름 - CAPEX= FCF)  
자료: CEO Score, Quantwise, 하나금융투자

그림 15. IT, 석유화학, 증권 순 증가폭이 컸음 vs 반면 보험, 조선/기계/설비, 자동차/부품 등 9개 업종은 감소

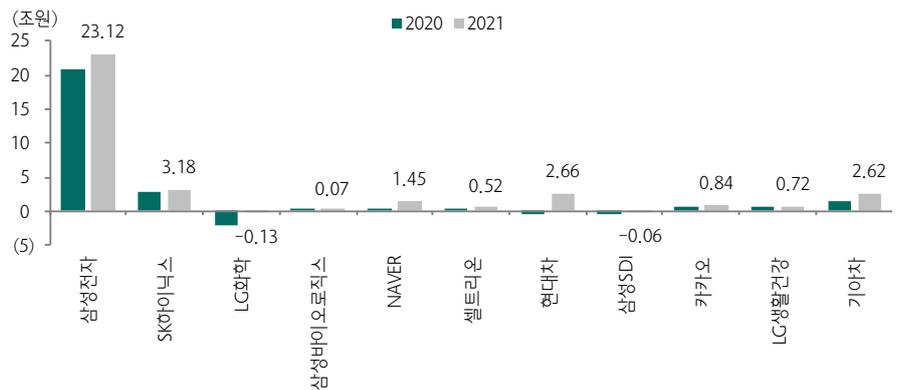
업종별로는 SK 하이닉스(7.4조원)와 삼성전자(3.9조원) 중심으로 IT, LG화학(3.3조원)을 중심으로 석유화학(5.5조원) 잉여현금흐름 증감폭이 가장 높았음



주: 500대 기업 상장사 기준  
자료: CEO Score, Quantwise, 하나금융투자

그림 16. 시가총액 상위 10대 기업, 21년 FCF 모두 증가 예상

물론 21년 글로벌 수요 회복 사이클에 맞추어 투자지출 확대도 이루어지겠지만, 과거 대비 개선된 현금흐름을 주주친화정책에 쓸 여력은 증가할 것으로 판단



자료: Quantwise, 하나금융투자

그림 17. 단기적인 전략 아이디어로는, 연말 배당 시즌을 앞두고 개선된 잉여현금흐름으로 배당 확대 가능성이 높은 기업들을 선별  
3분기 잉여현금흐름 증가 기업 중 KOSPI 대비 배당성향&배당수익률이 높은 7개 기업: 삼성전자/삼성증권/현대차/SK 텔레콤/POSCO/ 하이트진로

코드	기업명	배당성향(%)			배당수익률(%)			전분기 대비 20 3Q FCF 증가액(억원)
		2018	2019	2020E	2018	2019	2020E	
	코스피	23.7	42.1	31.7	2.2	2.0	2.0	174,486
A005930	삼성전자	21.9	44.7	33.4	3.7	2.5	2.3	39,889
A016360	삼성증권	37.4	38.7	38.2	4.4	4.4	5.4	22,918
A005380	현대차	70.7	35.4	33.8	3.4	3.3	2.0	10,810
A017670	SK 텔레콤	22.9	82.0	57.6	3.7	4.2	4.3	8,603
A005490	POSCO	47.3	43.7	43.4	4.1	4.2	3.3	6,031
A033780	KT&G	56.0	53.7	57.3	3.9	4.7	5.4	4,756
A000080	하이트진로	251.2	-115.5	42.8	4.8	2.4	2.2	3,791

주: 배당성향=배당금/당기순이익\*100, 배당수익률=DPS/주가\*100, 20년은 추정치(연말기준)  
자료: CEO 스코어, Quantwise, 하나금융투자