

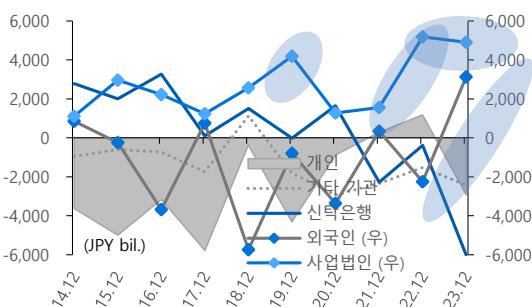


## 밸류업이 동경지보(東京之步)가 되지 않으려면

### 1. 일본 증시 상승의 배경

- 23년 일본 증시를 견인한 주체는 외국인과 사업법인.
- 23.3월 이후 외국인 순매수는 금증. 이후 하반기 수급은 사업법인과 낙폭과대 인식의 개인 매수가 지지.
- 외국인이 유입된 배경은 미국 증시 급등에 기인한 증시 배당수익률 일드갭과 자산배분 측면에서 주목된 것으로 추정. 엔화의 추가적인 절하가 제한적인 상황에서 해당 수급은 더 강화화

작년 일본 증시는 외국인과 사업법인이 견인.

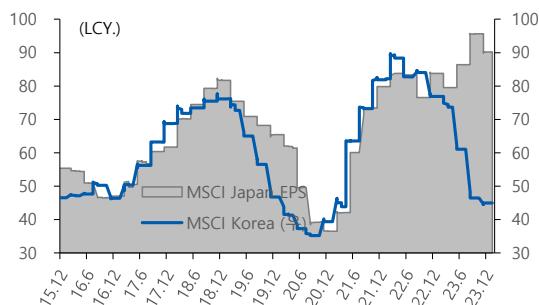


자료: 유안타증권 리서치센터

### 2. 무조건 저 PBR인가? 직시해야 할 한국의 현실

- 일본은 상대적 통화 안정성과 BOJ의 ETF 매수, GPIF의 주식투자 비중 확대, 높은 국내 주식 투자비중 등이 증시 변동성을 지지.
- 한국은 세계 유인 외에도 시클리컬 산업 특성의 증시 변동성과 낮은 배당수익률, 배당금액 감소가 상대적 열위. 이익 훼손이 근본적인 문제.
- 맹목적인 저PBR주 접근은 위험하다는 판단. 주주환원 제원이 될 이익잉여 수준이 높은 종목에 선별적 접근이 필요.

국내 증시는 낮은 배당수익률, 고변동성, 배당금 감소의 문제 존재. 재원이 될 이익의 훼손이 더 심각한 문제



자료: 유안타증권 리서치센터

## 1. 저 PBR주 급등, 큰 이슈는 없었다.

1/29일 이후 저PBR 급등 배경에 지난 코멘트(<https://bit.ly/3HFIFrU>) 이후 새로운 이슈는 없었다고 본다. 전일(1/30일) 개최된 자사주 제도 개선 간담회에서도 특별한 내용은 없었다.

자사주 신주 배정 금지 등은 이미 국내 투자자의 주주환원을 반영해 주요 기업의 인적분할 등에서는 배제되고 있다. 시가총액 산정에서 자사주 제외설에 대해서도 추가적인 공시로 보조적인 부분을 추가했다. 일정 부분 소각 여건에 대해서도 기업 자율성 침해를 근거로 특별한 변화도 없었다.

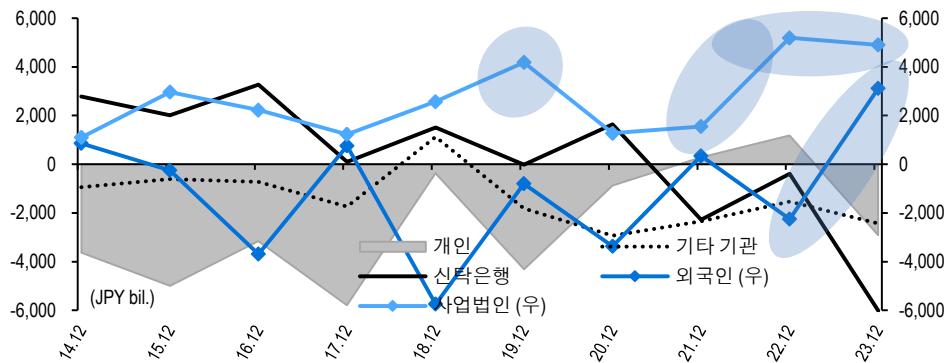
[표1] 1/30일 자사주 제도 개선 간담회에서 특별한 내용은 없었던 상황

구분	내용
자사주 제도 개선 간담회	<p>1) 인적 분할 등에서 자사주 신주 배정 금지</p> <p>2) 시가총액 산정에서 자사주 포함 유지. 추가적인 참고 공시를 보완.</p> <p>3) 자사주 소각 의무화는 기업 활동 제약 우려가 존재해 미도입</p>

## 2. 일본 증시 상승의 배경

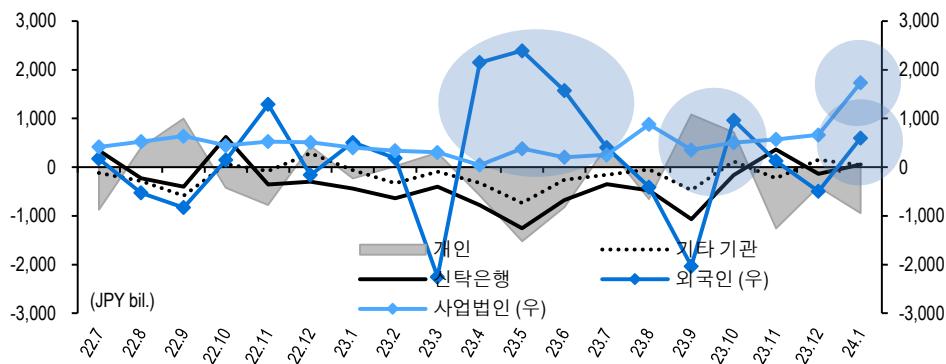
많은 사유들이 일본 증시 상승의 배경으로 지목되지만, 수급적인 측면을 확인할 필요가 있다고 본다. 23년 일본 증시를 견인한 주체는 외국인과 사업법인(상장법인 등, 국내 기타법인과 유사)이었다.

[차트1] 작년 일본 증시는 외국인과 사업법인이 견인.



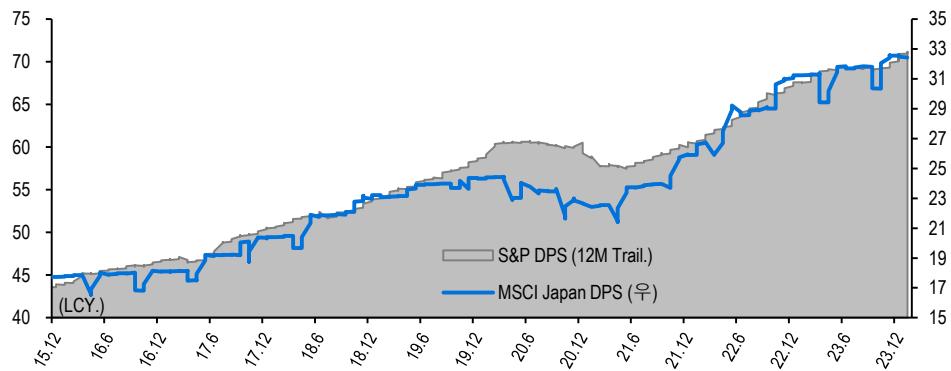
23.3월부터 외국인의 순매수는 급증했다. 하지만, 이후 하반기 수급을 지지한 건 지속적인 사업법인의 매수와 증시 급등 이후 낙폭 인식으로 추정되는 개인의 매수였다. 이후 1월에는 다시 외국인과 사업법인이 증시상승을 견인하고 있다.

[차트2] 23.3월 이후 외국인 매수 급증 이후, 하반기는 사업법인의 지속적인 매수와 개인의 낙폭과 대인식 수급이 지지.

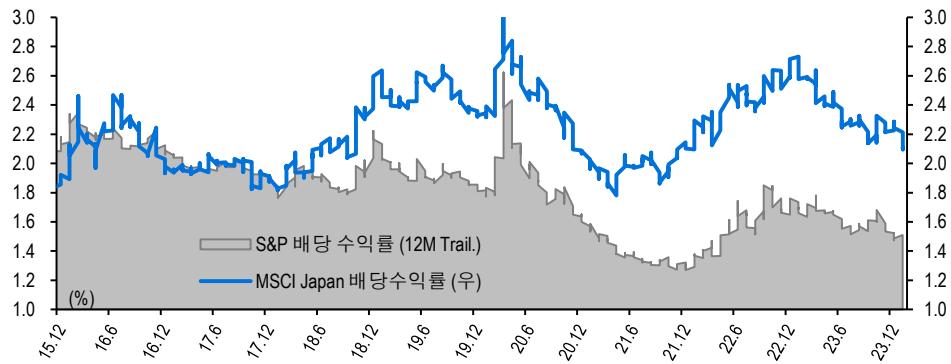


외국인이 유입된 배경은 증시 배당수익률에 대한 일드캡 측면도 존재해 보인다. 일본 증시의 지속적인 주주환원 추진으로 기대 배당액은 높은 수준에 이르렀다. 한편, S&P 등 미국 증시의 급등으로 낮아진 기대 배당수익률과 수익기관의 자산배분 측면에서 일본 증시가 주목 받은 것으로 사료된다.

[차트3] 22년부터 일본 증시의 배당금은 급증

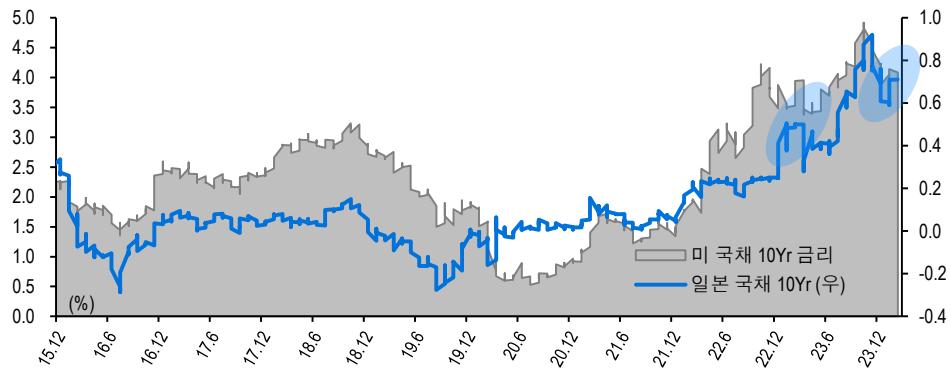


[차트4] 미국 증시의 급등으로 낮아진 기대 배당수익률 대비 일본의 높은 배당 수익률은 매력적인 수준을 유지.



특히 엔화의 추가적인 절하가 제한적인 상황에서 외국인의 일본 증시 매수는 더 강화되는 것이 확인된다. 최근 1월 증시의 흐름도 그렇다.

[차트5] 엔화의 추가적인 절하가 제한적인 상황에서 외국인의 일본 증시 매수는 강화되는 경향.

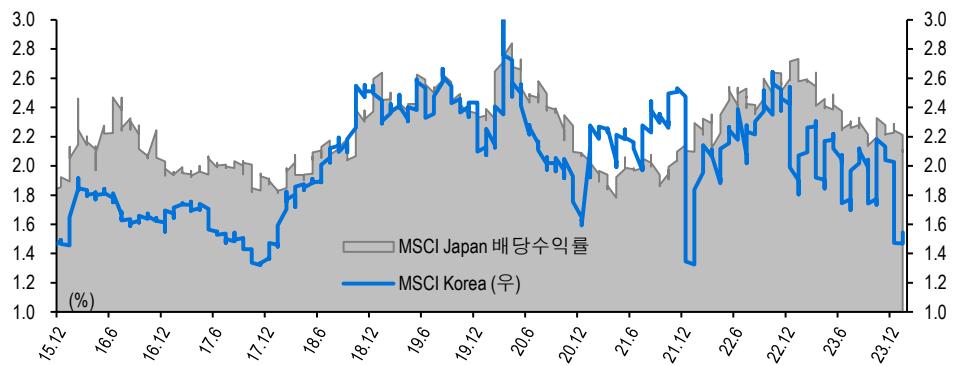


### 3. 무조건 저 PBR인가? 직시해야 할 한국의 현실

일본은 BOJ의 양적완화의 일환인 주식형 ETF와 더불어 14년 이후 GPIF 연기금은 주식 투자 비중을 확대했다. 현재 GPIF 연기금의 자국 내 주식투자비중은 25% 선에 서 유지되고 있다. 엔화의 안전자산 가치 외에도 일본 증시가 지지되는 이유로 생각된다.

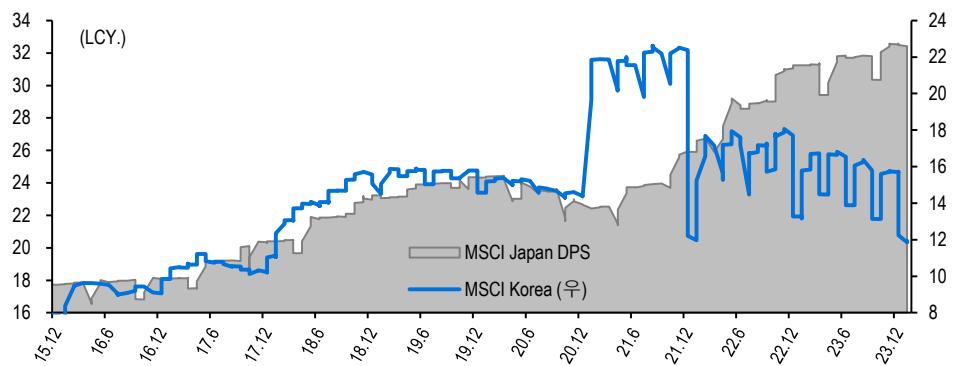
반면, 한국은 대외 교역비중이 높은 특징과 시클리컬 산업 비중이 높은 경제구조 상 이익 변동성이 심하다. 배당 투자자 관점에서 중요한 요소이기도 한 저변동성 특징이 열위에 있다.

[차트6] 한국의 배당수익률은 낮은 것도 문제이지만, 고변동성이 배당 투자자 관점에서 저해 요인.

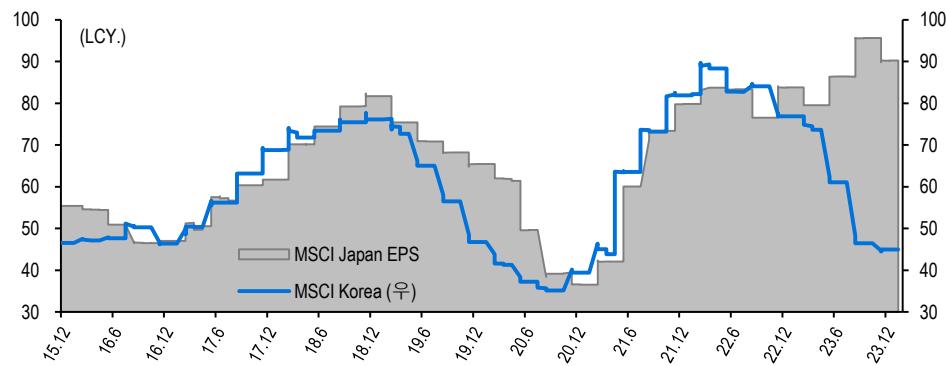


기존 배당수익률도 낮은 편이지만, 기대 배당금은 비중이 높았던 삼성전자의 이익모멘텀 훼손 등으로 더 감소하고 있다. 증시 기대 배당금도 문제이지만, 재원이 될 이익의 훼손은 더 심각한 문제이다.

[차트7] 배당금도 지속적으로 상승하는 일본 대비 오히려 감소하는 추세.



[차트8] 주주환원의 제원이 될 이익의 훼손이 더 심각한 문제로 판단.



국내 규제에서도 투자 상생협력 촉진세제가 연장되었다. 기업의 투자 유보금을 임금 증가 등으로 유도하는 것은 합리적인 부분으로 생각한다. 다만, 증시 수급에서 보면 기업이 배당성향 등을 제고할 유인은 낮아져 있다.

때문에 지난 코멘트에서 언급한 개인 투자자의 ETF/펀드 투자 세제 혜택과 관련 벤처 마크 자금의 실효적인 수급이 국내 증시에서는 더 필요하다고 생각한다.

[표2] 투자·상생협력 촉진세제가 시행되면서 기존 기업소득 환류세제의 당기소득 차감항목에서 배당이 제외 → 기업의 배당유인 축소

기업소득 환류세제	투자·상생협력 촉진세제
A, B중 선택	A, B중 선택
A. [당기 소득 × 80% - (투자+임금증가+배당+상생)] × 10%	A. [당기 소득 × a% - (투자+임금증가+상생)] × 20%
B. [당기 소득 × 30% - (임금증가+배당+상생)] × 10%	B. [당기 소득 × b% - (임금증가+상생)] × 20%
근로소득 1.2억 이상 근로자 임금증가분 제외	※ 60 ≤ a ≤ 80, 10 ≤ b ≤ 20
기한: 17.12.31	- 당기소득 계산 시 2천억원 초과 소득은 제외
	- 근로소득 7천만원 이상 근로자 임금증가분 제외
	- 토지 배당을 당기소득 차감항목에서 제외

PBR이 낮다고 해서 배당이나 자사주 매입 등 주주환원 정책으로 이어지지 않는다. 결국은 배당재원에 있다.

Free Cash Flow와 이익잉여금이 양호한 트렌드를 유지하며, 시총대비 비중이 낮은 수준이고, 상장사도 최소 2.5% 이상의 배당 등 주주환원 의지를 보였던 종목들을 추려 보면, 당사 패시브의 눈높이에서는 종목 수가 매우 과소한 게 선진 증시 대비 체감되는 현실이다.

[표3] 맹목적인 저PBR주 접근은 위험하다는 판단. 주주환원 제원이 될 이익잉여 수준이 높은 종목은 소수에 불과.

Code	종목	시총	Free Cash Flow 12M Trail.			3Q 이익잉여금		FY23E 배당 수익률
			금액	시총 대비	2Yr Z-Scr	금액	시총 대비	
A007070	GS 리테일	23,352	5,718	24.5	2.29	29,094	124.6	2.6
A005380	현대차	401,910	93,621	23.3	1.47	871,786	216.9	4.2
A069960	현대백화점	12,263	2,727	22.2	1.18	41,299	336.8	2.6
A001040	CJ	26,434	37,300	141.1	1.13	40,592	153.6	2.8
A078930	GS	41,254	24,096	58.4	0.99	140,727	341.1	5.3
A086280	현대글로비스	63,788	22,061	34.6	0.97	72,794	114.1	3.6
A004020	현대제철	45,638	10,750	23.6	0.89	139,032	304.6	2.9
A004000	롯데정밀화학	12,745	3,589	28.2	0.82	19,457	152.7	5.3
A010060	OCI 홀딩스	20,645	5,417	26.2	0.54	35,879	173.8	2.6
A001120	LX 인터내셔널	10,950	7,384	67.4	0.19	20,625	188.4	6.0
A000270	기아	394,003	97,724	24.8	0.04	418,129	106.1	5.3
A023530	롯데쇼핑	22,603	5,914	26.2	-1.84	87,419	386.8	4.2