



2024. 2. 20 (화)

meritz Strategy Daily

전략공감 2.0

Strategy Idea

주주가치 환원 시대(?) : '진정성'이 핵심

오늘의 차트

사이버보안 보험 수요 증가 전망

칼럼의 재해석

테슬라를 넘어선 새로운 옵션 강자

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.

Strategy Idea



▲ 투자전략
Analyst 이진우
02. 6454-4890
jinwoo.lee@meritz.co.kr

주주가치 환원 시대(?) : '진정성'이 핵심

- ✓ 한국의 낮은 ROE 고착화: 이제는 Equity(주주환원)를 통한 반전이 가능할까?
- ✓ 제조업과 금융에 양분된 KOSPI Equity. 현실적 주주환원 가능 재원은?
- ✓ (스트레스 테스트) 대규모 주주환원 시 KOSPI 적정가치 어떻게 달라지나?

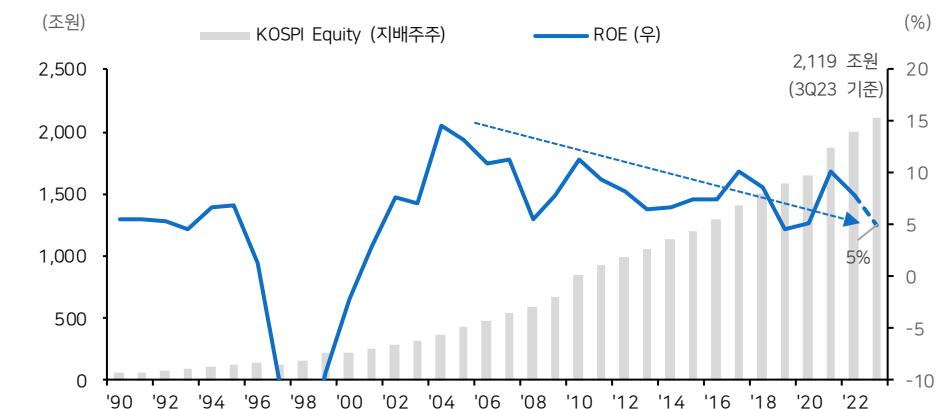
밸류업, 결국 기업의 '진정성'에 달렸다

2014년 배당 정책의 재연인가, 변화의 시작인가?

2014년 배당정책이 시장에 주었던 시사점은 결국 기업의 진정성이 핵심이었다는 것이다. 준비가 덜된 기업에게 배당유인 정책은 마중물이 되지 못했다. 오롯한 배당주가 드물어 배당성장주(향후 배당 가능종목)가 대안으로 인식될 정도로 주주환원이 생소하던 시기였다. 그래도 주주환원 인식의 출발점이었다는 점은 소기의 성과다. 오히려 1년 뒤 나온 '가격제한폭' 확대 정책의 파급력이 더 컸다. 시장의 반응은 즉각적이었다. 배당을 통한 장기투자보다는 트레이딩이 투자자들에게 더 매력적으로 다가간 순간이다.

곧 발표될 밸류업 프로그램에 대한 필자의 기대와 걱정도 여기서부터 출발한다. 정책도 중요하지만 우리 기업 스스로 주주가치 제고에 대한 준비와 '의지'가 있는지가 궁금하다. 지금 우리 시장은 어떤 위치에 있는가부터 점검하자.

그림1 KOSPI 자본(Equity)과 ROE 추이: 자본은 급증하나 ROE는 구조적 하락



자료: Dataguide, 메리츠증권 리서치센터

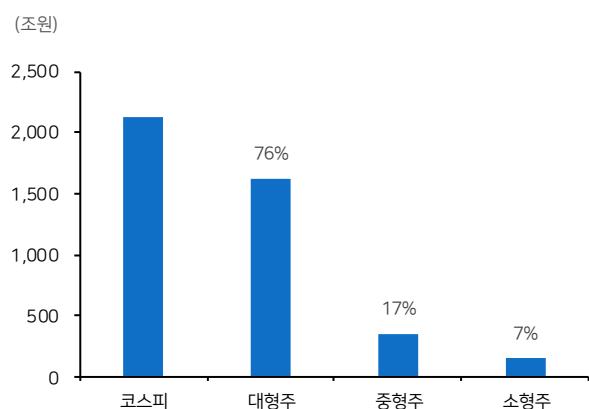
낮은 ROE의 원인은? 마진(Margin) 문제에서 점차 자본(Equity) 비효율의 문제로...

KOSPI Equity는 어떻게 구성되어 있나?

자산의 '비효율성'이 문제의 시작이다. 저PBR 기업이 주 대상인 벤류업 프로그램은 낮은 자본효율성에 비롯되고 있다. 자산은 커졌지만 수익성은 점점 떨어지고 있기 때문이다. 작년 3분기 기준 KOSPI의 자본(Equity) 규모는 2,119조원에 달한다. 이 돈으로 작년 한 해 번 돈은 110조원 전후로 추정된다. 수익성(ROE: Return on Equity))은 5% 수준이다.

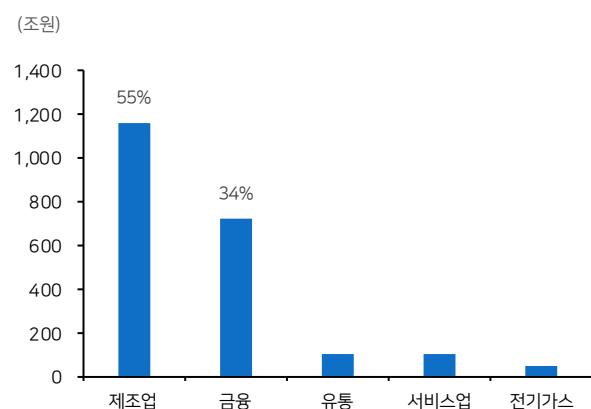
자본의 효율성 저하의 원인은 어디에 있는 것일까? KOSPI 자본을 도해해보면 다음과 같다. 대형주가 전체 자본의 76%를 차지하고 있고, 산업별로는 제조업과 금융이 각각 55%, 34%의 비율로 배분되어 있다. 특히 가장 큰 비중을 차지하고 있는 제조업을 들여다 보면, 원인은 구체화된다.

그림2 KOSPI 자본(Equity) 분배 현황: 대형주가 76%



자료: Dataguide, 메리츠증권 리서치센터

그림3 KOSPI 자본 분배 현황: 제조업이 55%로 절대적



주: 유통업종 내 삼성물산 31.5조원 포함
자료: Dataguide, 메리츠증권 리서치센터

아래의 산식을 보자. PBR은 ROE의 함수이고, ROE는 Dupont 분해를 통해 다음과 같이 풀이할 수 있다.

$$Justified PBR = \frac{P_0}{B_0} = \frac{ROE - g}{r - g}$$

$$Dupont ROE = Margin \times Asset Turnover \times Leverage$$

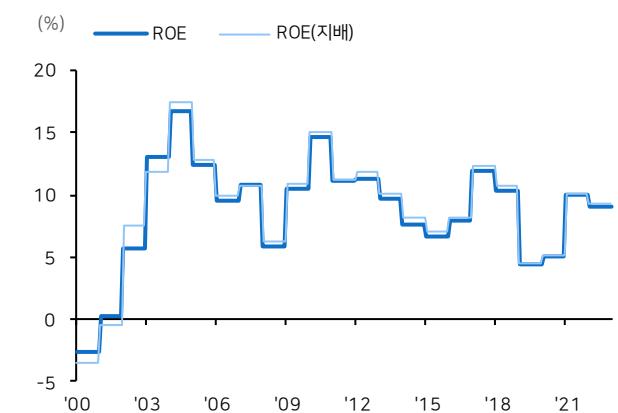
$$r = \text{Required Rate of Return}$$

$$g = \text{Dividend Growth Rate}$$

비효율의 원인은 '레버리지'비율의
추세적 하락(과도한 자본때문?)

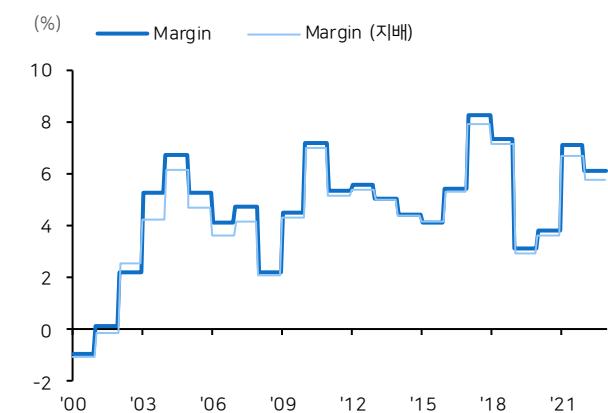
제조업의 낮은 ROE의 동인을 Dupont 분석으로 접근해보면, 1) 마진(순이익/자본), 회전율(매출/자산), 레버리지(자산/자본) 팩터 중 마진 팩터가 ROE의 절대적인 움직임을 좌우하지만 유독 레버리지 팩터가 지속적으로 하향되고 있는 점이 눈에 띈다. 마진 팩터가 통상 4%~8% 수준의 등락을 거듭하는 것을 고려한다면 아쉬운 요소다.

그림4 KOSPI 제조업 ROE



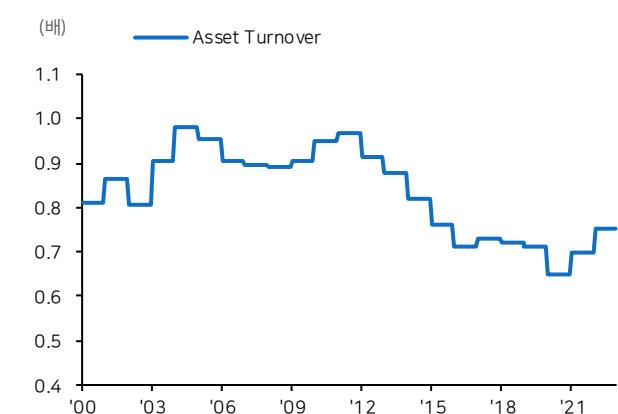
자료: Dataguide, 메리츠증권 리서치센터

그림5 KOSPI 제조업 Margin



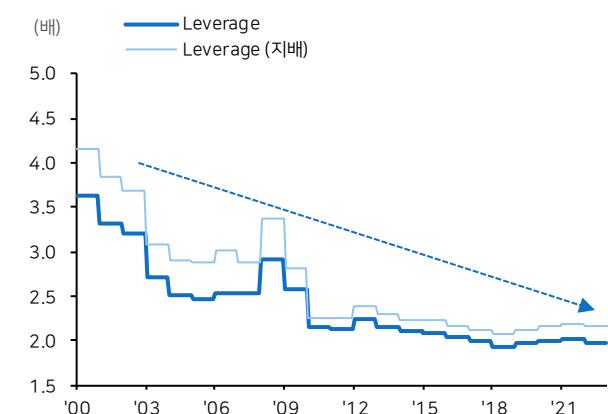
자료: Dataguide, 메리츠증권 리서치센터

그림6 KOSPI 제조업 Asset Turnover



자료: Dataguide, 메리츠증권 리서치센터

그림7 KOSPI 제조업 Leverage: 지속적 하향



자료: Dataguide, 메리츠증권 리서치센터

레버리지 팩터의 하락은 자산보다 자본의 증가 속도가 크다는데 있다. 2011년 이후 KOSPI 제조업의 자본과 자산흐름을 들여다보면, 자본증가의 대부분은 이익잉여금의 증가에서 비롯되는데, 이 중 대부분은 투자 등 유형자산으로 재투자되고 현금성자산으로는 20~25% 수준이 남아있는 것으로 파악된다. 제조업이라는 특수성을 감안하면 평균 20% 수준의 주주환원은 가능하다는 얘기다.

이익 잉여금, 투자의 재원임을 감안해도 20~25%는 현금성 자산

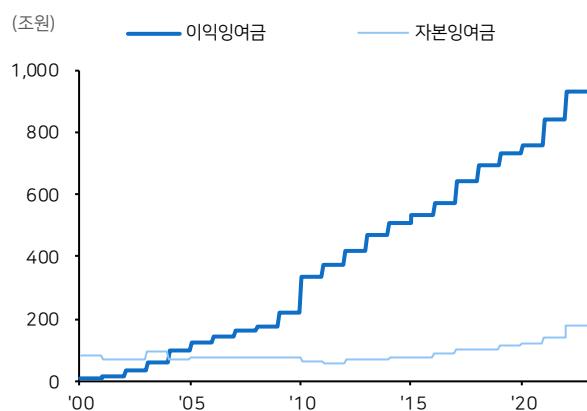
주주환원 가능 재원은 이익잉여금이 아닌 현금 및 현금성 자산으로 접근해야 한다. 작년 3분기말 기준 제조업은 244조원 규모의 현금성 자산을 갖고 있다는 점을 본다면 금융 등 여타 업종까지 합산시 약 300조원 수준으로 추정된다. 주주환원의 맥시멈 즉, 최대치를 따져본다면 이 수준이라는 얘기다. 물론 가진 현금을 당장 주주환원을 한다는 것이 비현실적이고, 이중 일부가 주주환원의 재원으로 쓰이는 것이 국내 시장의 규모다.

표1 KOSPI 제조업 자본총계 도해: 자본 급증은 대부분 이익잉여금에서 비롯. 이중 상당부분은 재투자, 20~25%는 현금보유

	2011	2016	2021	2022	2023(3Q)
총자본	485	730	1,090	1,247	1,278
지배주주순자산(자사주차감전)	479	707	1,023	1,153	1,180
지배주주지분	462	686	1,005	1,135	1,162
자본금	36	39	44	45	43
자본잉여금	58	86	140	176	168
이익잉여금	370	574	841	931	945
기타포괄손익누계액	14	6	8	11	31
비지배주주지분	23	45	84	113	115
총자산	1,040	1,487	2,191	2,451	2,465
유동자산	429	569	865	976	952
현금및현금성자산	70	97	172	218	244
비유동자산	571	739	1,080	1,224	1,264
유형자산	370	474	678	771	782
무형자산	37	60	102	116	123

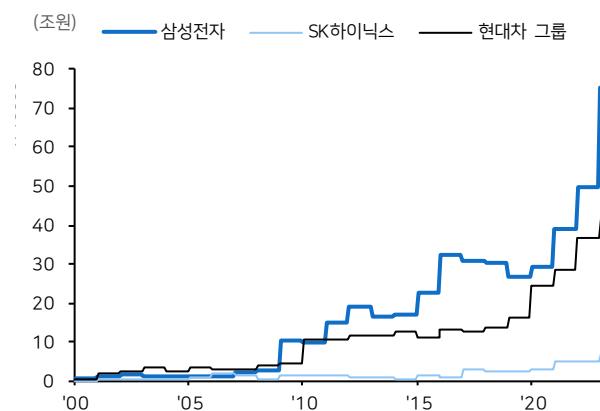
자료: Dataguide, 메리츠증권 리서치센터

그림8 자본금 증가는 대부분 이익잉여금에서 비롯



자료: Dataguide, 메리츠증권 리서치센터

그림9 시총상위 기업 현금성자산: 삼성전자, 현대차에 집중



자료: Dataguide, 메리츠증권 리서치센터

제조업의 244조원 현금성자산 중 삼성전자가 75조원, 현대차그룹이 43조원, SK 하이닉스가 7조원 수준임을 감안한다면, 제조업 현금의 절반 이상이 시가총액 상위 기업에 포진해 있다는 한계점도 고려해야 한다.

KOSPI 주주환원 가능 재원, 최대 300조원 수준. 특정 대기업 제외 시 100조원 수준이 현실적 최대치

결국 이번 벨류업 프로그램을 기점으로 기업들이 적극적으로 주주환원에 동참하고, 현금성 자산 소진을 통한 주주환원까지 나선다면 KOSPI 전체적으로는 최대 300조원의 가능 재원이 있으나, 제조업으로 한정하면 244조원, 이중 특정 대기업을 제외하면 약 100조원 초반의 재원이라는 점을 추정해 볼 수 있다.

표2 KOSPI 제조업 기업: 자본 및 현금성 보유자산 현황 (2023년 3분기 기준)

코드	기업명	자본 (지배주주, 억원)	현금및현금성자산 (억원)	자본 (비지배주주, 억원)	이익잉여금 (억원)	부채비율 (%)	현금성자산비중 (%)
A005930	삼성전자	3,536,802	751,443	102,125	3,421,254	24.89	21.25
A373220	LG에너지솔루션	205,147	48,747	41,533	24,178	83.11	23.76
A000270	기아	453,403	168,199	61	418,129	80.05	37.10
A051910	LG화학	326,215	88,809	87,437	197,826	87.36	27.22
A009150	삼성전기	78,825	16,636	1,808	58,412	42.57	21.10
A161390	한국타이어앤테크놀로지	94,919	18,385	769	62,824	34.12	19.37
A051900	LG생활건강	55,199	9,134	1,135	57,367	34.31	16.55
A361610	SK아이티테크놀로지	22,673	5,890	0	2,253	74.09	25.98
A241560	두산밥캣	58,639	14,217	0	45,191	78.73	24.24
A272210	한화시스템	22,434	5,411	166	2,109	94.46	24.12
A002790	아모레G	33,417	6,938	31,999	28,578	16.43	20.76
A010060	OCI홀딩스	37,936	10,706	985	35,879	52.09	28.22
A011210	현대위아	33,909	7,323	4,096	27,435	88.88	21.60
A020150	롯데에너지머티리얼즈	14,501	4,620	5,337	2,457	22.58	31.86
A007310	오뚜기	19,221	4,389	1,273	18,966	75.50	22.84
A004000	롯데정밀화학	23,776	4,404	0	19,457	10.62	18.52
A285130	SK케미칼	21,446	4,883	5,560	8,916	52.39	22.77
A280360	롯데웰푸드	20,989	5,733	895	5,609	97.27	27.31
A267270	HD현대건설기계	16,175	3,878	2,044	6,471	90.79	23.98
A093050	LF	14,969	2,634	1,826	11,582	59.00	17.60
A005010	휴스틸	10,436	2,381	0	5,778	29.09	22.82

주: 스크리닝 조건은 자본(지배주주) 1조원 이상, 부채비율 100% 이하, 현금성자산비중 15% 이상인 기업군. 정렬은 시가총액순
자료: Dataguide, 메리츠증권 리서치센터

대규모 주주환원시 KOSPI 시나리오는? (현금성 자산 소진 기준)

주주환원 스트레스 테스트: 현금 소진을 통한 주주환원 시 ROE 1%p 개선 위해서는 110조원 소진 필요. KOSPI 적정가치는 13% 상향

대규모 현금성 자산 소진을 수반한 주주환원(자본감소)이 본격화된다면 KOSPI는 얼마나 벨류 업을 할 수 있을까? 일종의 스트레스 테스트(?)이다. 이론적이지만 KOSPI ROE를 현재보다 1%p를 개선시키려면 110조원의 자본 감소(현금성 자산 소진)가 필요하고, 이 경우 KOSPI의 적정가치는 13% 가량 상향된다.

만약 200조원의 자본감소 시나리오의 경우 KOSPI ROE는 2%p 상향조정되고, KOSPI 적정가치는 27% 상향된다. 대규모 주주환원을 통한 ROE 개선은 분명 효과를 볼 수 있지만 투입한 돈의 규모에 비해서는 효과는 아주 극적이지는 않은 셈이다.

표3 KOSPI Equity 변화에 따른 시나리오(제조업 기준)

Target ROE (%)	9.36	9.86	10.36	10.86	11.36	11.86	12.36
ROE 변동 (%p)	+0.0%p	+0.5%p	+1.0%p	+1.5%p	+2.0%p	+2.5%p	+3.0%p
Leverage (Asset/Equity, 배)	2.16	2.27	2.39	2.51	2.62	2.74	2.85
Target Equity (조원)	1,135	1,078	1,026	979	936	896	860
Equity 감소분 (조원) (From. 이익잉여금 → 현금성자산 감소)	-	57.5	109.5	156.7	199.8	239.2	275.5
KOSPI 적정가치 변동 (%)	6.7	13.3	20.0	26.7	33.3	40.0	

자료: 메리츠증권 리서치센터

장기적 주주환원의 현실적 대안은 Payout Ratio를 높게 유지하는 것

지속가능성에 방점을 둔다면
Payout Ratio를 높이는 것이 현실적

오히려 필자가 장기적으로 더 중요하게 생각하는 것은 지속가능성에 기반한 '진정성'이다. 대규모 주주환원도 긍정적이지만 주가 측면에서는 주주환원의 지속가능성에 방점을 놓는게 벨류에이션 상승에 효과적일 수 있기 때문이다. ROE 개선을 통한 PBR 상승효과도 있지만 배당성향(Payout Ratio) 상향을 통한 벨류에이션 팽창도 방법이기 때문이다.

$$\begin{aligned}
 Justified PER &= \frac{P_0}{E_0} = \frac{(1-b)(1+g)}{r-g} \\
 &= \frac{Payout Ratio \times (1+g)}{r-g}
 \end{aligned}$$

$$1-b = Dividend Payout Ratio = D_0/E_0$$

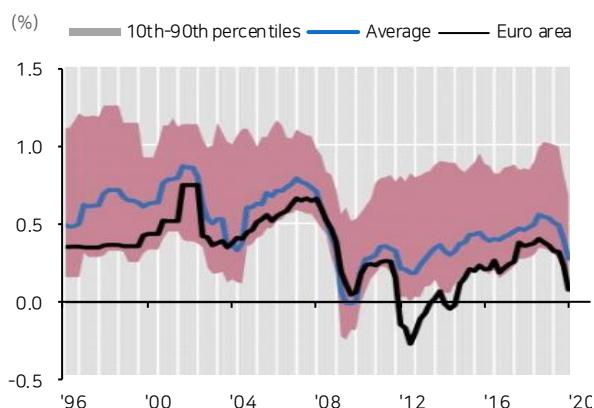
$$r = Required Rate of Return$$

$$g = Dividend Growth Rate$$

글로벌 은행들의 교훈

최근 글로벌 은행들의 경우 PBR 밸류에이션이 낮아지는 것은 트랜드한 현상이나 그 중 디스카운트를 받은 은행의 경우, 배당성향(Payout Ratio)의 높고 낮음에 따라 차별화되고 있다는 것은 이러한 방증이기도 하다. 주주환원을 위해서 호주머니에 있는 현금의 상당부분 소진하는 것도 방법일 수 있지만, 매년 버는 것의 일정 비율(ex. 20~30%)을 고정적으로 주주에게 배분하고 일관되게 지켜나가는 것도 기업가치를 높이는 방법이라는 말이다.

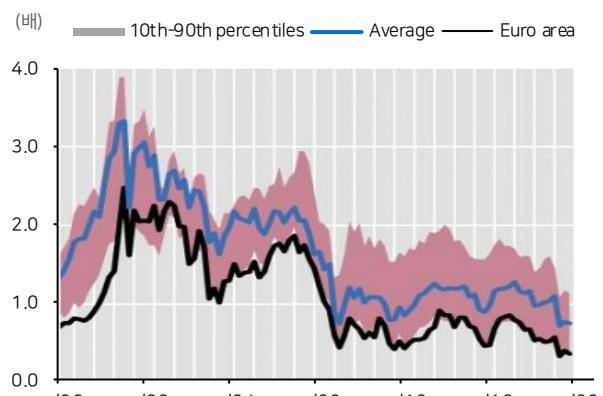
그림10 전세계 은행 ROA(Return on Assets) 추이



주: 호주, 캐나다, 덴마크, 프랑스, 영국, 일본, 노르웨이, 스웨덴, 미국 은행
자본 가중 평균

자료: BIS "Low price-to-book ratios and bank dividend payout policies"

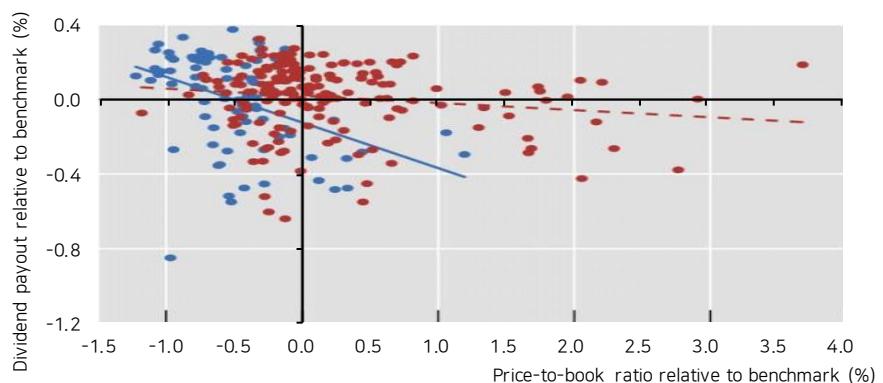
그림11 전세계 은행 P/B ratios



주: 호주, 캐나다, 스위스, 프랑스, 영국, 일본, 스위스, 미국 은행
자본 가중 평균

자료: BIS "Low price-to-book ratios and bank dividend payout policies"

그림12 PBR이 낮은 은행일수록 주주환원(Payout ratio)에 따른 차별화 유인 커



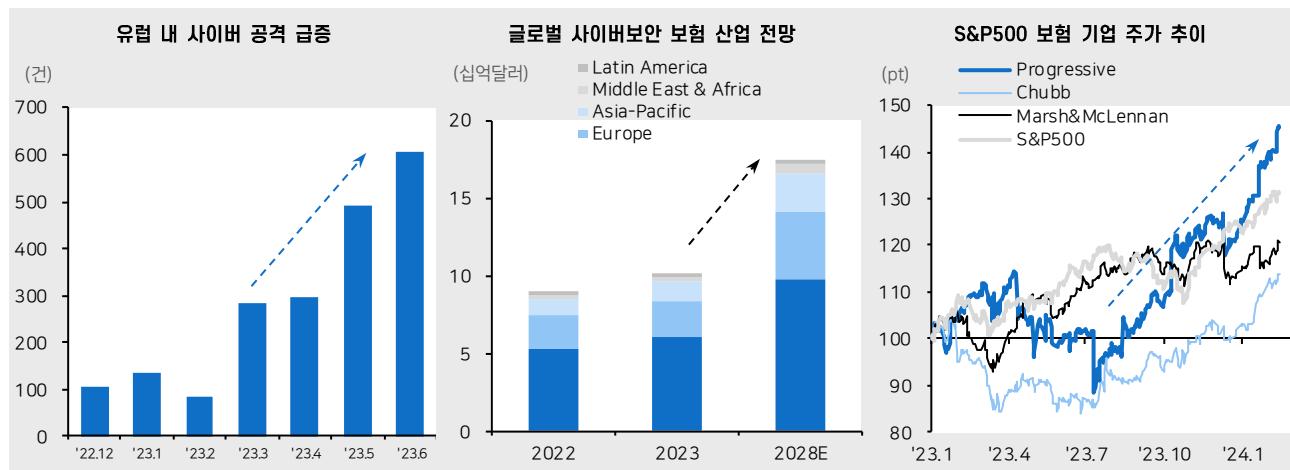
주: 파란색 점은 PBR 0.7 이하인 은행, 붉은색 점은 PBR 0.7 초과인 은행

자료: BIS "Low price-to-book ratios and bank dividend payout policies"

오늘의 차트

이상현 연구원

사이버보안 보험 수요 증가 전망



자료: Bloomberg, ENISA, Markets&Markets, 메리츠증권 리서치센터

유럽 내 사이버 공격 빈도 급증

ENISA에 따르면 유럽 내 사이버 공격 빈도는 우크라이나-러시아 전쟁이 발발한 '23년도 들어 크게 급증하였다. 2022년 12월 약 130건에 불과했던 사이버 공격 건수는 2023년 6월 600건 이상으로 급증하였다. 이에 따라 기업 리스크 관리자는 사이버 보안 관련 리스크 헛지에 대한 수요가 증가하였으나 다만 여전히 관련 보험 상품이 부족하다고 느끼고 있다.

보험 산업 수요 증가 전망은 글로벌 전반에 걸쳐

다만 이러한 사이버 보안 관련 보험 산업에 대한 전망은 유럽 지역에 한정된 것은 아니다. Markets & Markets에 따르면 2028년 사이버 보안 산업은 176억달러 시장 가치를 전망하며 연 평균 11.4% 성장률을 보일 것으로 예상된다. 사이버 보안 위협 뿐만 아니라 최근 증가하고 있는 기후 재난도 관련 보험 상품에 대한 수요가 증가할 것으로 예상된다.

최근 지수 대비 강세 보인 보험 산업

S&P500 내 보험 기업은 올해 들어 Progressive가 17%, Chubb가 10% 상승하는 등 S&P500(+5.5%) 지수 성과를 상회하고 있다. 작년 상반기에는 주가 부침이 다소 있었으나 하반기 이후 줄곧 상승세를 보이며 '22년말 대비해서도 Progressive는 45% 상승하며 빅테크 주도로 강한 상승을 보였던 S&P500(+30%)에 비해서도 강한 상승세를 보였다.

포트폴리오 다변화 측면에서 고려해볼 필요

여전히 미국 경제가 견고한 모습을 보이고 있고, 하반기 금리 인하 환경에서 AI 등 성장주들의 매력도가 여전히 높지만 보험 산업의 경우 특히 불황에도 견고한 수익률을 보이는 대표적 산업으로 꼽히는 만큼 최근 빅테크 일변도의 증시에서 포트폴리오 다변화 측면에서 고려해볼 만한 업종으로 파악된다.

칼럼의 재해석

이상현 연구원

테슬라를 넘어선 새로운 옵션 강자 (FT)

AI에 대한 투자자의 관심은 Nvidia가 시총 1조 달러 기업으로 등극하고 테슬라를 넘어서 새로운 옵션 강자로 나타나는데 기여하였다. Tesla 옵션 거래금액은 2024년 5일 연속 평균 기준 약 500억 달러로 상대적으로 안정적으로 유지되었던 것과 달리 Nvidia는 1,000억 달러를 상회하였다. Tesla 옵션 시장은 5일 이동 평균 거래금액이 2,500억 달러 이상으로 최고조에 달했던 2021년 정점에서 진정되었으며 Tesla의 시가총액은 1조 달러가 넘는 최고치에서 올해 약 6,000억 달러로 감소했다. 다만 여전히 옵션 계약 건수 측면에서 볼 때 Nvidia는 올해 들어 지금까지 단 4일만 Tesla를 상회했으며 5일 이동 평균은 여전히 Tesla보다 낮다. AI에 대한 투자자의 열광이 사그라들지 않을까 하는 우려가 시장에서 나타나고 있다. 투자자 심리 관련하여 옵션 시장을 지속적으로 모니터링 할 필요성이 있다고 생각된다.

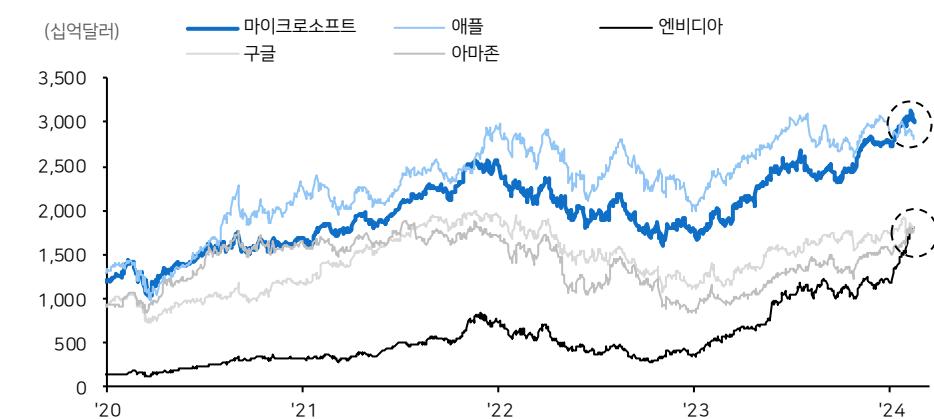
Nvidia에 대한 열광

AI에 대한 열광으로 Nvidia 시총 3위 등극

AI에 대한 투자자의 관심은 Nvidia가 시총 1조 달러 기업으로 등극하고 테슬라를 넘어서 새로운 옵션 강자로 나타나는데 기여하였다. 최근 투자자들의 AI에 대한 관심에 힘입어 Microsoft는 Apple을 이기고 시총 1위로 올라섰고, Nvidia는 올해 주가가 46% 상승하며 아마존, 구글을 순차적으로 넘어서며 미국 내 시총 3위 기업으로 올라섰다.

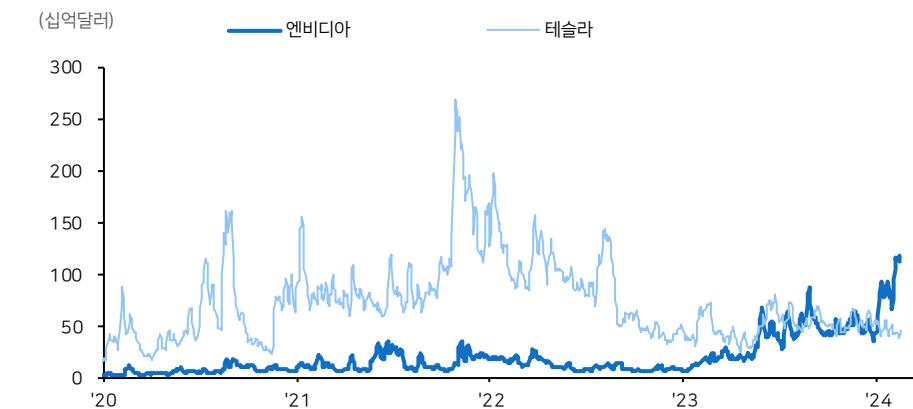
옵션 시장에서 거래가 활발하게 일어났던 Tesla를 넘어서 Nvidia가 새로운 강자로 부상하였다. Tesla 옵션 거래금액은 2024년 5일 연속 평균 기준 약 500억 달러로 상대적으로 안정적으로 유지되었던 것과 달리 Nvidia는 1,000억 달러를 상회하였다. Tesla는 수년 동안 미국 주식 옵션 시장에서 가장 활발한 활동을 펼쳤으며 때로는 단일 회사의 주식과 관련된 모든 미국 옵션의 절반을 차지했으며 거래량이 종종 실제 주식 활동을 능가했다.

그림1 미국 상위 기업 시총 추이: MSFT > AAPL, NVDA > GOOGL&AMZN



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 옵션 거래금액(5MA): 엔비디아 vs 테슬라

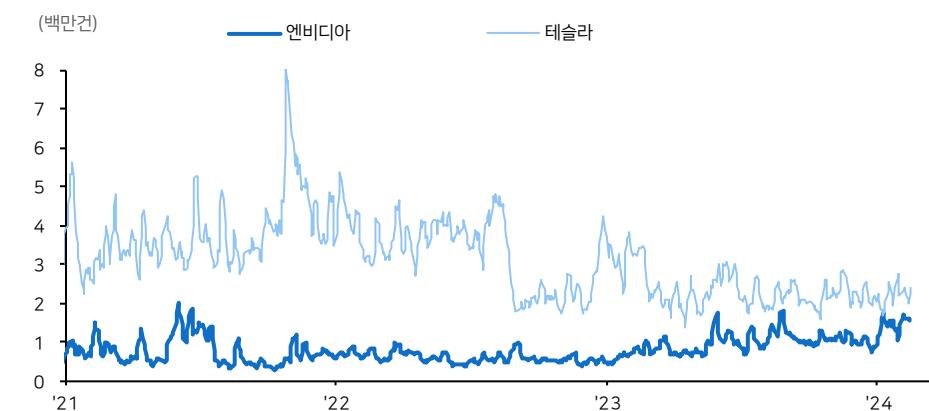


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

여전히 옵션 계약건수는 Tesla를
하회

Tesla 옵션 시장은 5일 이동 평균 거래금액이 2,500억 달러 이상으로 최고조에 달했던 2021년 정점에서 진정되었으며 Tesla의 시가총액은 1조 달러가 넘는 최고치에서 올해 약 6,000억 달러로 감소했다. 다만 여전히 옵션 계약 건수 측면에서 볼 때 Nvidia는 올해 들어 지금까지 단 4일만 Tesla를 상회했으며 5일 이동 평균은 여전히 Tesla보다 낮다.

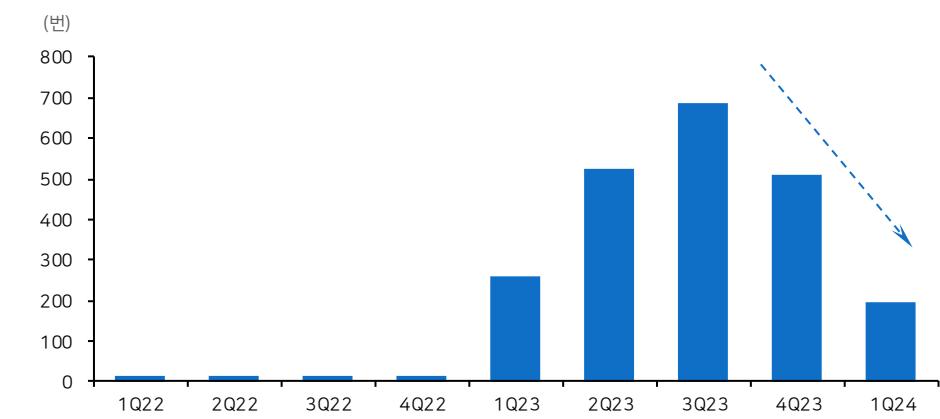
그림3 옵션 계약 건수(5MA): 엔비디아 vs 테슬라



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Apollo에 따르면 최근 기업 실적발표에서 AI가 언급된 횟수가 점차 감소함에 따라 이러한 AI에 대한 투자자의 열광이 사그라들지 않을까 하는 우려가 시장에서 나타나고 있다. 투자자 심리 관련하여 옵션 시장을 지속적으로 모니터링 할 필요성이 있다고 생각된다.

그림4 실적발표에서 “AI”, “Machine Learning”, “Generative AI” 언급 횟수 감소



자료: Apollo Chief Economist, 메리츠증권 리서치센터

원문: *Move over Tesla, there's a new options monster in town*