



하나금융투자 | 2019년 9월 17일

주식시장 전망과 전략

[시황저격] 시장을 이기는 세가지 배당 투자 아이디어



DIVIDENDS

주식시황/파생 김용구

02-3771-7526
sniper@hanafn.com

RA 김민수

02-3771-7735
kms1110@hanafn.com

 하나금융투자

주식시장 전망과 전략 | 시황저격

시장을 이기는 세가지 배당 투자 아이디어

하나금융투자 리서치센터 자산분석실

주식시황/파생전략 김용구

E-mail: sniper@hanafn.com / Tel : 02-3771-7526

RA 김민수

E-mail: kms1110@hanafn.com / Tel : 02-3771-7735

시장을 이기는 세가지 배당 투자 아이디어

- [‘R의 공포’와 투자전략 함의]** 2007년 6월 이후 근 12년만에 미국 장단기 금리역전(10y-2y) 현상이 발생했다. 이는 장래 Recession 공포를 환기시키며 글로벌 금융시장의 설상가상적 제약요인으로 작용하고 있다. 8월부 기준선 50pt선을 밀돌기 시작한 ISM 제조업 지수나 지지부진한 물가여건을 고려할 경우 시장의 사전적 공포는 충분히 이해가 되고도 남는다. 단, 1) 전인미답 레벨인 700억\$ 고점돌파를 목전에 둔 미국 비국방 자본재 신규주문, 2) 호황 세가 지속 중인 고용여건, 3) 이렇다 할 자금경색 기류가 전무한 글로벌 대출환경, 4) 중국 총력부양과 내년 1분기께 실물경기 바닥반등 가능성, 5) 저금리를 활용한 글로벌 재정투자 확대의 나비효과는 작금의 ‘R의 공포’가 실제 경기침체의 진위 판단이 아닌 자기충족적 예언에 기반함을 역설한다. 실체를 직시하고 공포에 적극 맞서야 할 때인 것이다. 통상 장단기 금리역전은 Equity Risk Premium 상승과 함께 高모멘텀/高퀄리티/低리스크 시장 알파대안의 상대적 우위로 귀결됐다. 정량적 高퀄리티/低리스크 안전지대 투자대안이자 연말 유의미한 수급력 보유 高모멘텀 전략대안으로서 배당주를 주목하는 이유다. 특히, 1) 일드갭(현 8.1%)과 DPR(현 36.8배)이 시사하는 극단적 저가 메리트, 2) 10월 한국은행 기준금리 인하 가능성, 3) 스튜어드십 코드 확산과 행동주의 펀드의 성장, 4) 최악의 감익 리스크에도 불구하고 성장일로를 지속 중인 국내기업 FCF, 5) 배당주 펀드가 중심에 선 우호적 수급환경 등은 저성장/저금리로 대표되는 현 난맥상 타개의 활로로서 고배당 투자의 전술적 유용성을 지지한다. 배당 투자 대항해 시대는 아직 현재진행형이란 의미다.
- [연말 가는 길: 세가지 배당 투자 아이디어]** 수익률 관리에 비상이 걸린 시장 투자가의 연말 역전 드라마에 일조할 세가지 배당 투자 아이디어를 주목할 필요가 있다. 첫째, 高퀄리티 배당주(Quality와 고배당 팩터의 양수점장). Piotroski 시카고 경영대학원 교수가 고안한 F-Score 퀄리티 기업군 도출 방법론에 고배당 팩터를 가미해 새로운 고배당 포트폴리오를 구성했다. 상기 전략은 ‘18년 6월초 ~ ‘19년 8월말 기간 중 누적기준 +21.0%, KOSPI 대비론 +43.5% 아웃퍼폼하며 강/약세장 공히 시장을 압도하는 탁월한 성과를 보였다. 2분기 확정실적에 기반해 관련 맥락에 부합하는 종목대안을 추려보면, 삼성전자/두산/금호산업/한국셀석유/코리아오토글라스/한일홀딩스/화성산업/동국산업/에스텍/천일고속 등이 이에 해당한다. 둘째, 低리스크 배당주(KOSPI200 내 금리민감 채권형 고배당주). 시장 통념과는 달리, 실제 하반기 배당주 수급환경은 금융투자(증권)와 연기금등(증권 우본)을 위시한 프로그램 현선물 차익거래 수급원이 주도해왔음이 명시적으로 확인된다. KOSPI200 BM 소속 고배당주가 유의미한 연말 수급력을 기대할 수 있는 배당 투자 대안이란 의미다. 관련 Pool 내 저성장/저금리 환경에서 중립이상의 추가경로를 담보할(시중금리와와의 역의 상관성) 채권형 고배당주를 압축해보면, KT&G/웅진코웨이/메리츠종금증권/삼성화재/아이에스동서/한국셀석유/SK텔레콤/쌍용양회/S&T모티브/효성 등이 도출된다. 셋째, 우선주(시장 Up/Down-side 리스크 동시 헤지). 시가총액 상위 30대 우선주의 보통주 대비 주가 괴리율은 39.2%에 달한다. 보통주도 싸지만 우선주는 극단적으로 저평가됐던 의미다. 1) Par Value에 수렴한 선진국 우선주 가격(M&A가 아닌 이상 의결권 가치는 제한적으로 가격반영), 2) 삼성전자의 10% 목표 괴리율 원칙, 3) 보통주를 넘어선 우선주 배당수익률, 4) 지수 하락기 보통주를 넘어선 주가 방어력, 5) 우호적 수급환경 등은 국내증시 내 중장기 차익거래 원천으로서 우선주의 팔목상대 필요성을 역설한다. 관련 맥락에 의거해 우선주 옥석을 가려보면, 삼성전자우/현대차2우B/삼성화재우/미래에셋대우2우B/두산우/대신증권우/NH투자증권우/SK이노베이션우/GS우/한화3우B 등이 추려진다.

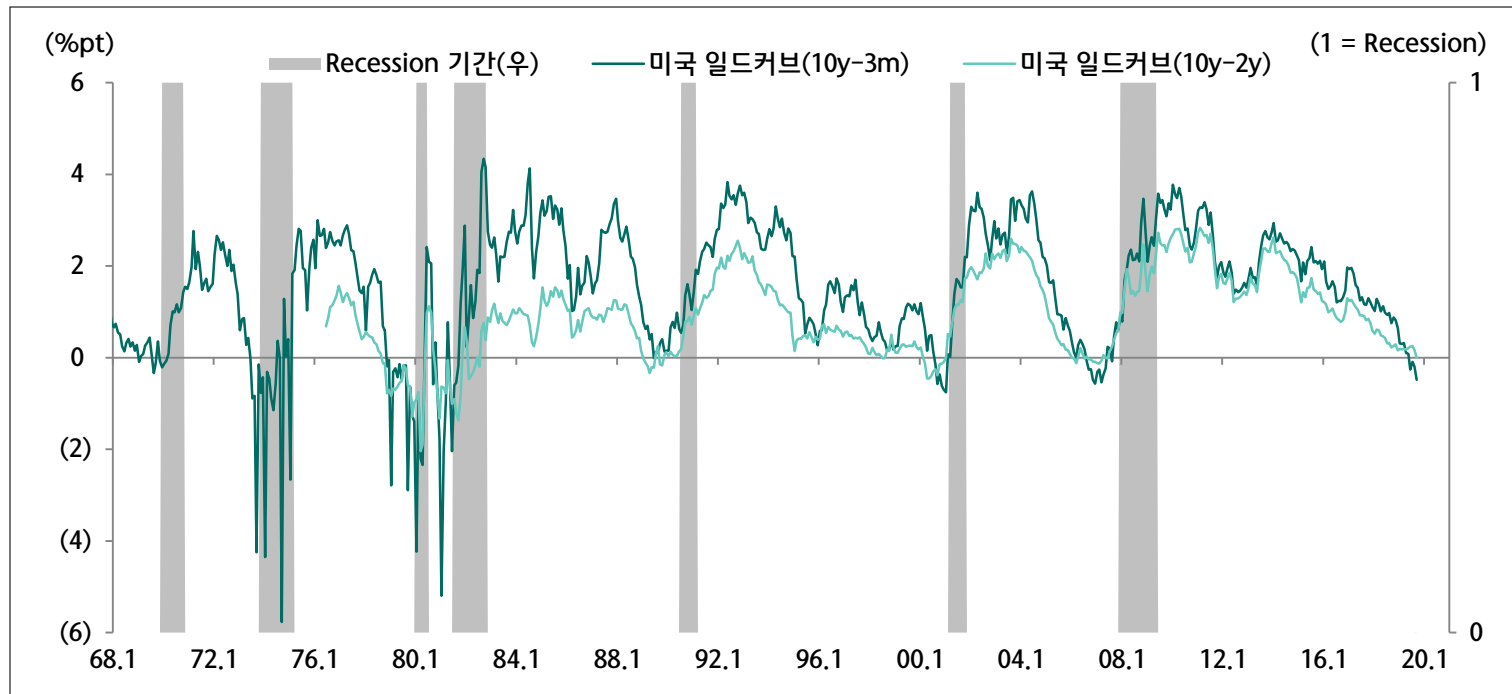
[시황저격] 시장을 이기는 세가지 배당 투자 아이디어

1. 'R의 공포'와 투자전략 함의

1) 자기충족적 예언으로서 'R의 공포'

- 2007년 6월 이후 근 12년 만에 미국 장단기 금리역전(10년-2년물 기준) 현상이 발생
 - 1) 글로벌 실물경기 부진 파장의 미국 전이, 2) 트럼프/연준 정책 불확실성 심화, 3) 안전자산 선호와 미 국채로의 수급 쏠림 영향
 - 장단기 금리역전이 암시하는 장래 Recession 공포는 글로벌 금융시장 투심 환경의 설상가상격 제약요인으로 작용

미국 일드커브(장단기 금리 스프레드)와 NBER 규정 경기침체 기간

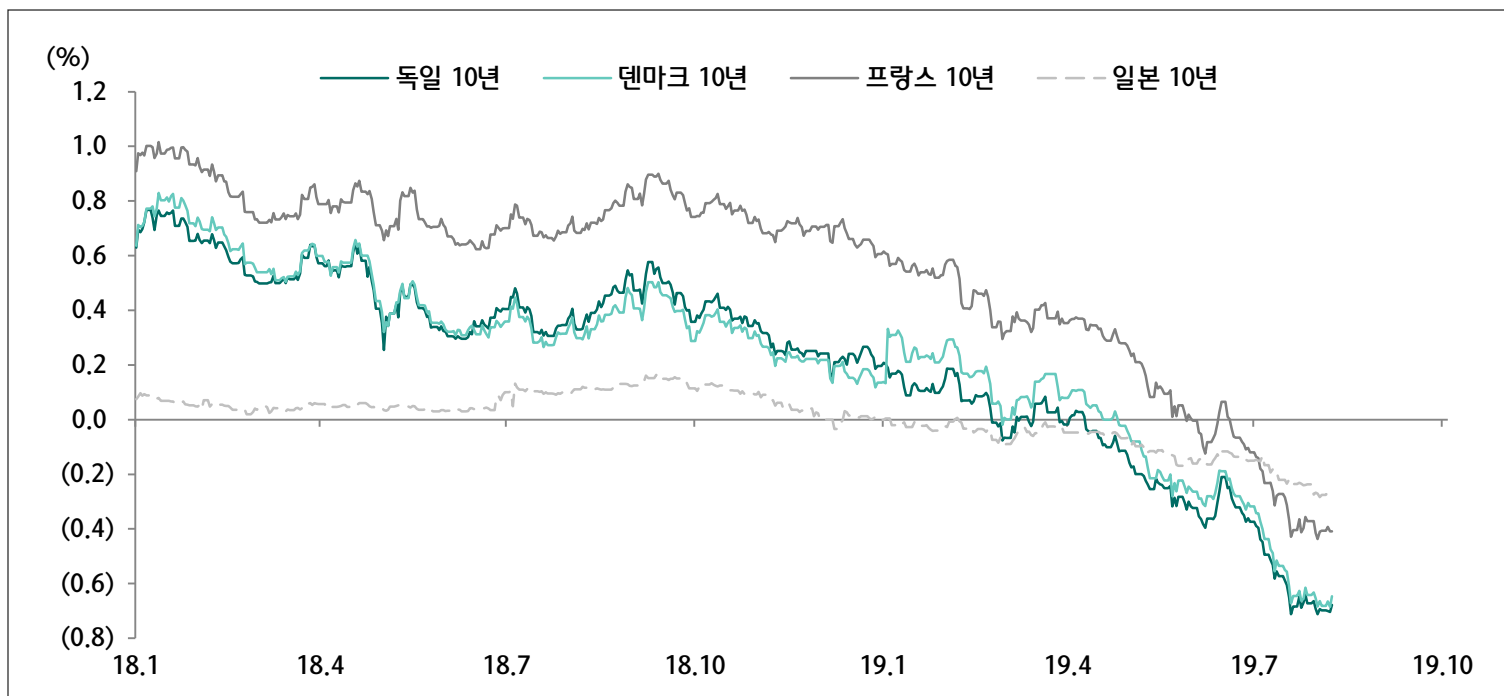


자료: REFINITIV, 하나금융투자

마이너스 금리에도 플러스 없는 실물경기 환경

- 미국을 제외한 주요 선진국 장기채 대부분이 중립이하의 경기여건과 공세적 통화완화를 이유로 마이너스 금리권에 진입
- 제로(ECB) 또는 마이너스(BoJ) 정책금리 지속에도 불구하고 주요국 모두 실물경기과 인플레이션 환경의 반등 징후는 미약
- 시장 투자가 초점은 장래 Recession 현실화의 진위 판단이 아닌, 현 금리환경이 암시하는 자기충족적 예언에 시시각각 함몰
→ Self-Fulfilling Prophecy: 1) 통화정책 무용성 논쟁, 2) 적정금리 하단 추정 애로, 3) 구조적 장기침체(Secular Stagnation) 우려

선진 주요국 국채(10년물) 금리: 미국 제외 주요 선진국 모두 마이너스 금리대 진입

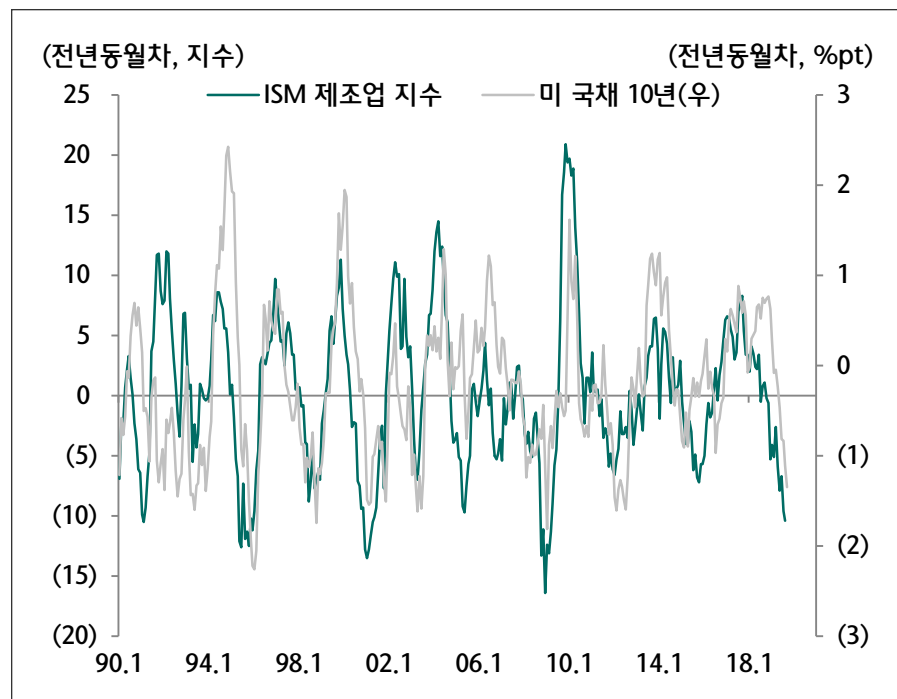


자료: REFINITIV, 하나금융투자

소순환 지표로 보면 시장의 사전적 공포는 합당

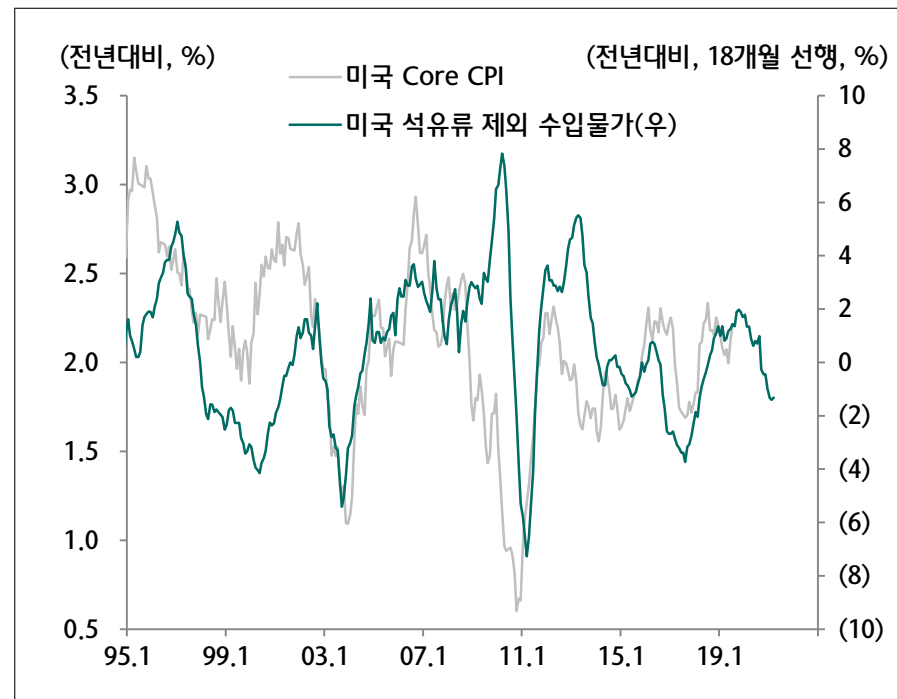
- 미 ISM 제조업 지수는 2018년 8월 정점통과 이래, 2019년 8월(49.1pt) 근 3년 만에 기준선(경기확장선) 50pt선을 하회
→ 글로벌 경기부진과 미중 무역갈등의 후폭풍이 독야청청(獨也靑靑) 미국 경기 모멘텀의 균열을 야기
- 연준 통화정책 정상화의 근거가 됐던 인플레이 환경 역시 상기 파장을 이유로 하락전환

ISM 제조업 지수와 미 국채 10년물 금리



자료: REFINITIV, 하나금융투자

미국 Core CPI와 수입물가

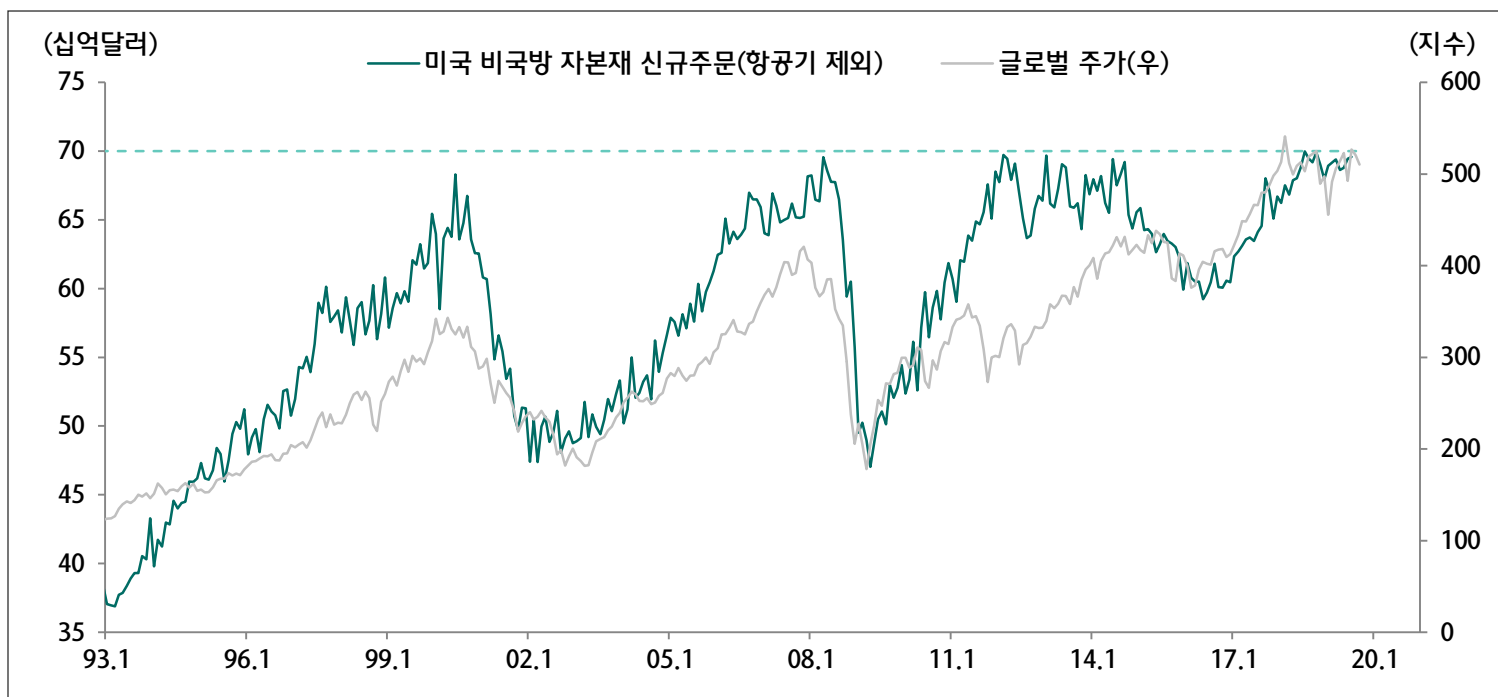


자료: REFINITIV, 하나금융투자

'이번엔 다르다'가 아닌 '아직 아니다'에 방점: ① 미국 자본재 주문

- 글로벌 경기 및 중시 대순환 사이클은 미국 비국방 자본재 신규주문(소비/투자경기가 결집된 핵심 Proxy)을 통해 판단 가능
 - 2019년 7월말 현재 696억\$로 전인미답의 레벨인 700억\$ 돌파를 목전에 둔 상황
 - 소순환 경기 모멘텀 반락전환에도 불구하고 대순환 주기상 추세 이상의 경기 확장 사이클이 지속
 - 미국 정책 방향성은 국경장벽 건설과 함께 교통/운송 SOC 확충 및 5G/AI/IoT 등 4차 산업혁명 인프라 관련 재정투자에 초점

미국 비국방 자본재 신규주문과 글로벌 주식시장

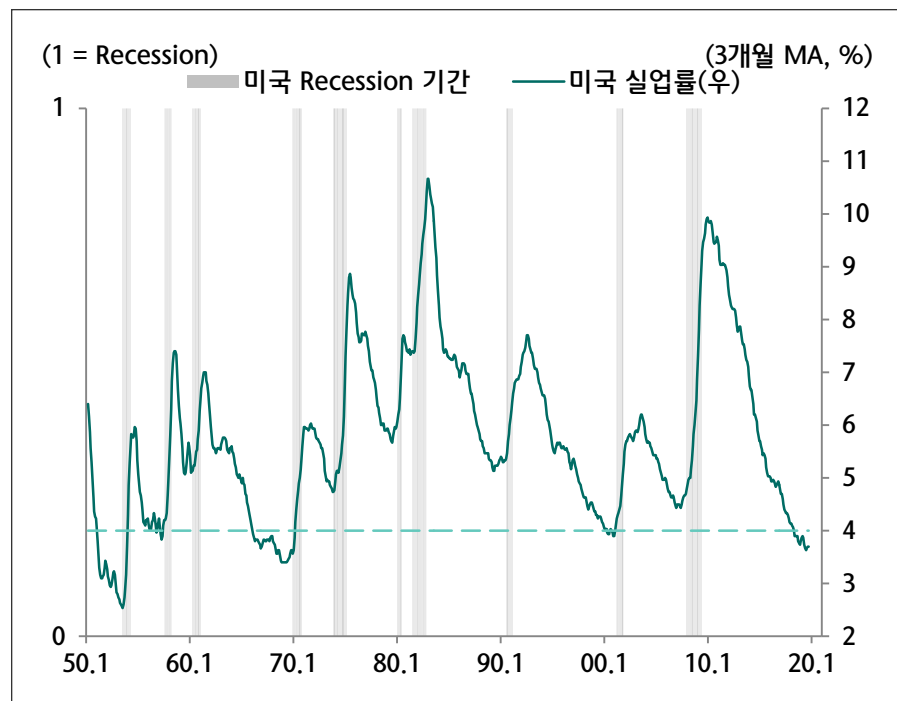


자료: REFINITIV, 하나금융투자

'이번엔 다르다'가 아닌 '아직 아니다'에 방점: ② 미국 고용환경

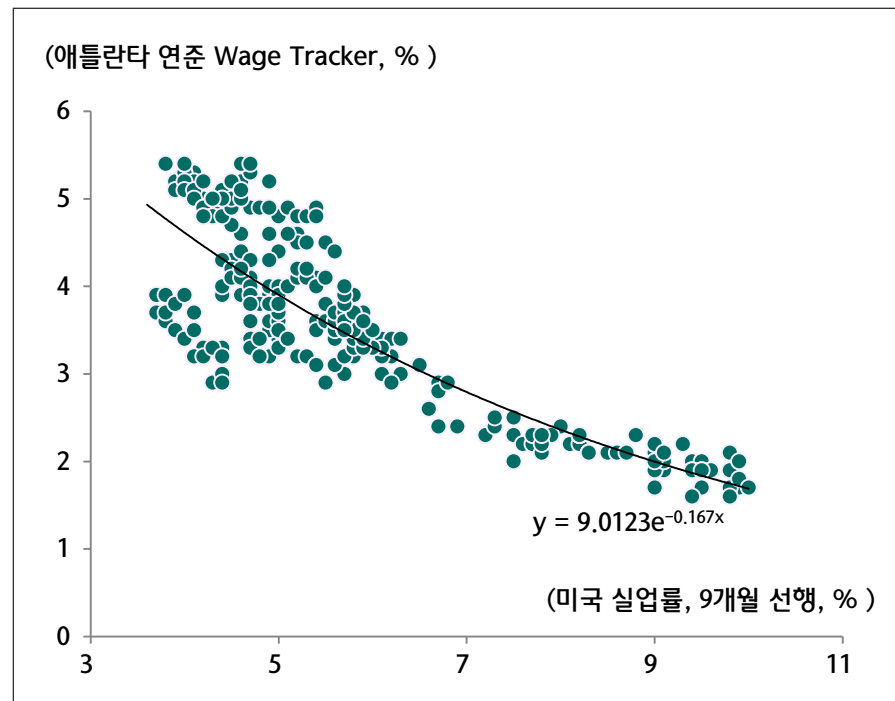
- Recession 발발을 암시하는 가장 강력한 전조(前兆)는 바로 고용시장의 균열
 - 지난 6월 이후 3개월 연속 3.7%의 고용시장 호황세가 지속(대순환 경기 추세변화의 트리거는 3개월 MA 기준 4.0%선 상향돌파)
 - 견고한 고용환경은 임금 상승을 경유해 미국 소비경기 환경의 긍정론을 지속 환기

미국 실업률과 경기침체 기간



자료: REFINITIV, 하나금융투자

미국 실업률과 임금 환경

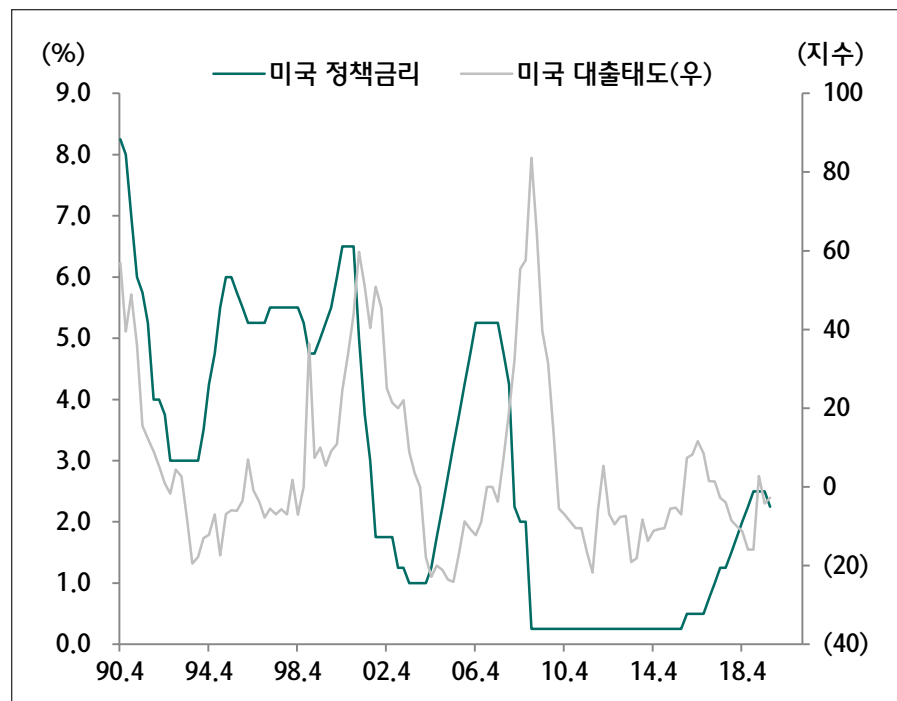


자료: REFINITIV, 하나금융투자

'이번엔 다르다'가 아닌 '아직 아니다'에 방점: ③ 글로벌 대출태도

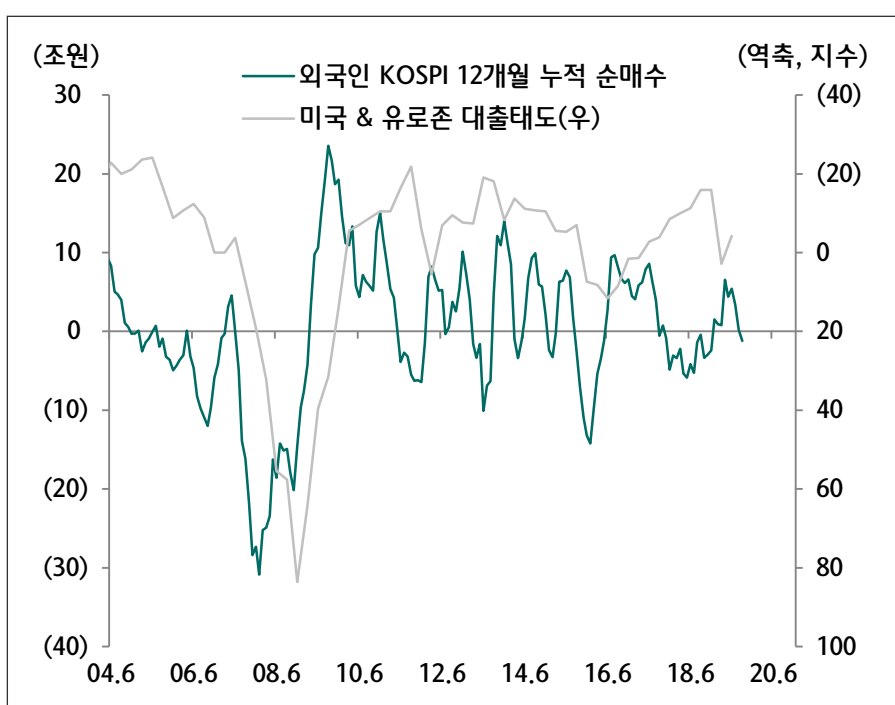
- Recession 전개 단계: 장단기 금리역전 등 금융불안 → 주요 금융기관 대출태도 보수화(경색) → 시중 돈맥경화 → 실물경기 침체
→ 1) 낮은 인플레이 압력, 2) 미약한 투자버블, 3) 금융기관 크레딧 리스크 발생 가능성 제한은 과거 Recession 당시와 차별화되는 대목
→ 최근 일련의 금융불안에도 불구하고, 글로벌 은행권 공히 이렇다 할 민간 대출태도 경색기류는 전무

미국 실업률과 경기침체 기간



자료: REFINITIV, 하나금융투자

미국 실업률과 임금 환경

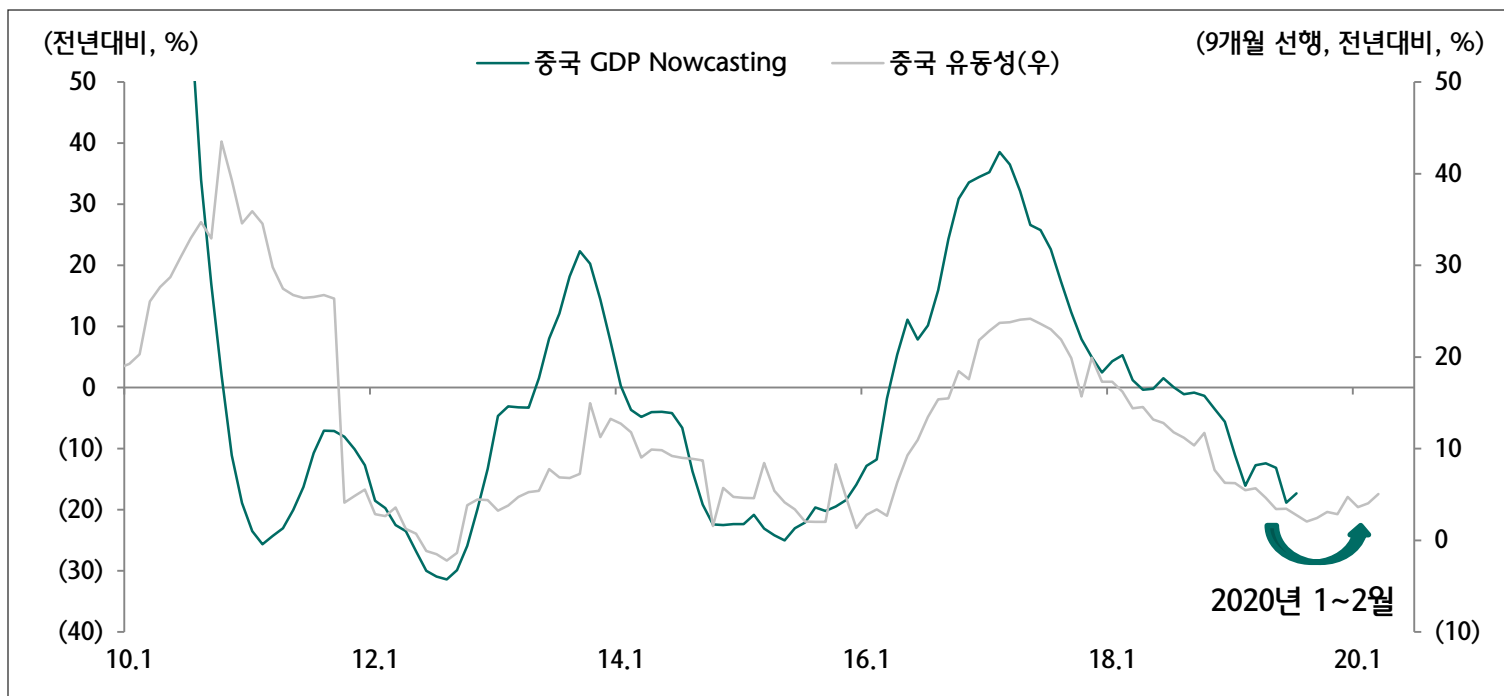


자료: REFINITIV, 하나금융투자

'이번엔 다르다'가 아닌 '아직 아니다'에 방점: ④ 중국 통화완화

- Recession과 Deflation 공포를 겨냥한 중국 정책당국의 결사항전적 총력대응이 본격화
→ 9/16일 0.5% 기준율 인하를 단행(올 들어 세번째. 추가 기준율 인하와 함께 정책금리 인하 카드 역시 적극 검토)
- 통상, 중국 유동성 환경 변화는 전체 실물경기 환경에 9개월 가량 선행
→ 과거 시차상관성을 따를 경우 연초이래로의 중국 통화완화 효과는 2020년 1분기에 실물경기 바닥반등 시도로 구체화될 전망

중국 GDP Nowcasting과 유동성



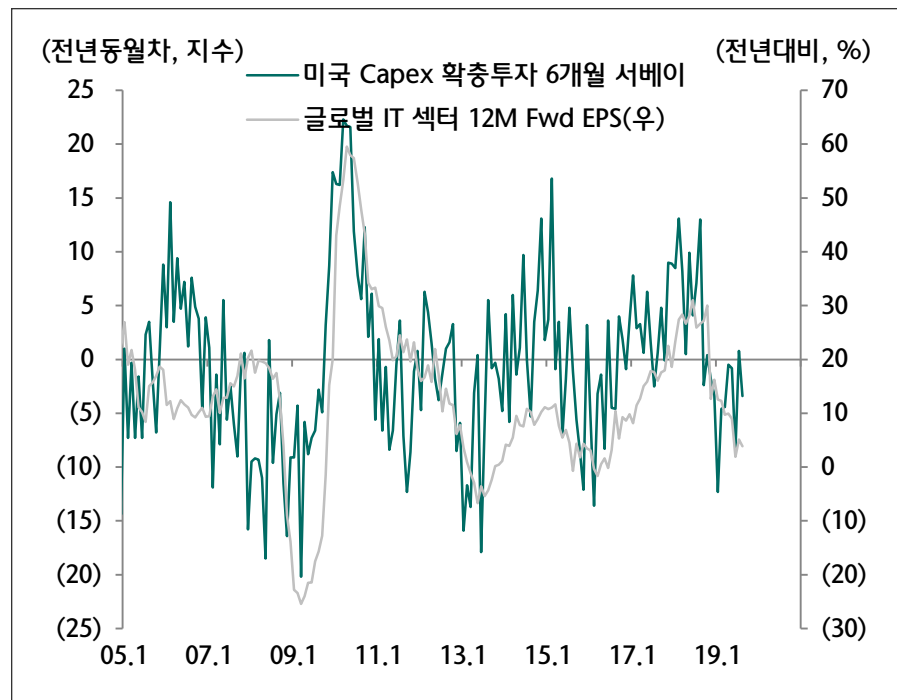
주: 중국 유동성은 M1+가계 및 기업 요구불 예금의 합계치

자료: Bloomberg, REFINITIV, 하나금융투자

'이번엔 다르다'가 아닌 '아직 아니다'에 방점: ⑤ 재정 투자여력

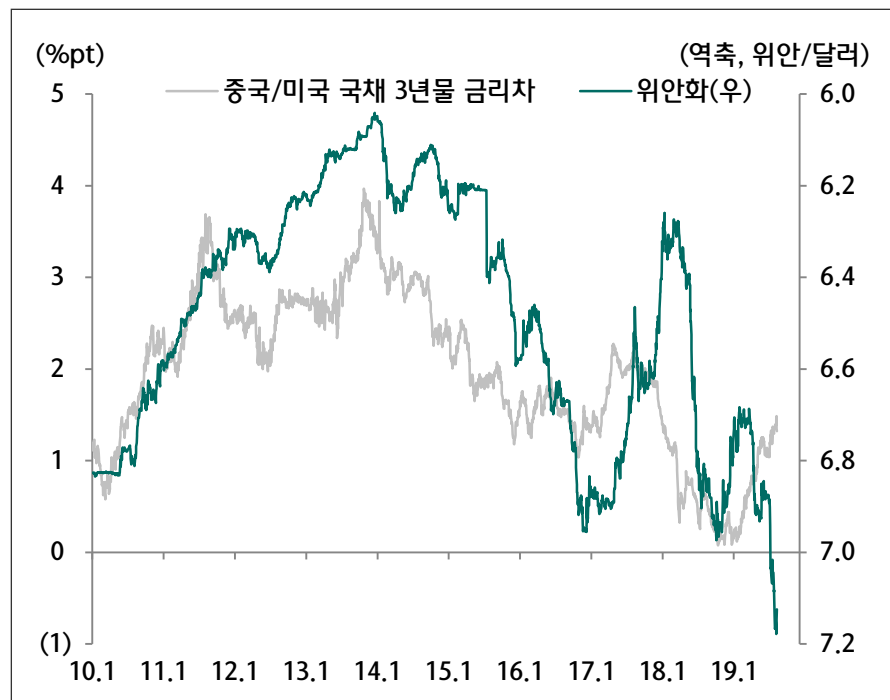
- 장기금리 하락은 정부 재정확보의 수월성 제고와 재정투자 확대의 선순환격 나비효과로 파급 가능
 - 최근 미국 재무부는 재정여력 확보 및 성장동력 확충을 위한 50년/100년 만기 초장기채 발행을 시사
 - 2016년 벨기에/아일랜드 및 2019년 오스트리아의 100년물, 2016년 한국 50년물 등 주요국 초장기채 발행 러쉬가 지속
- 결국, 현 장단기 금리역전은 통화에서 재정으로의 중장기 정책부양 초점 이동에서 수반되는 과도기적 현상으로 이해함이 타당

미국 설비투자 모멘텀과 글로벌 IT сек터 실적환경



자료: REFINITIV, 하나금융투자

위안화 약세가 암시하는 나비효과: 적극적 재정부양



자료: REFINITIV, 하나금융투자

'R의 공포' 극복기: ① 장단기 금리역전 ≠ Death of Equity

- 과거 Recession 발발 직전 일드커브 플래트닝 고착화와 장단기 금리역전이 발생한 것은 주지의 사실. 그러나...
 - 1) 장단기 금리역전과 증시 고점 및 경기침체 발생 시점간 상당한 시차가 존재했고 그 기간은 매번 상이
 - 2) 되려 금리역전은 반작용적 통화 및 재정부양을 채근하며 국내외 증시 Bear Market 랠리를 견인

미국 장단기 금리역전(10y-2y) 기간과 미국/한국 증시 고점 및 Recession 발발 시점간 시차

구분	장단기 금리 역전기(A)	S&P500 고점(B)		KOSPI 고점(C)		Recession 발발(D)		
		시기	경과 기간 (B-A, 월)	시기	경과 기간 (C-A, 월)	시기	경과 기간 (D-B, 월)	경과 기간 (D-C, 월)
1	1978년 9월 ~ 1982년 7월	1980년 12월	27	1981년 7월	34	1981년 7월	7	0
2	1989년 1월 ~ 1989년 10월	1990년 6월	17	1989년 4월	3	1990년 7월	1	15
3	1998년 7월 ~ 2000년 12월	2000년 9월	26	2000년 1월	18	2001년 3월	6	14
4	2006년 1월 ~ 2007년 6월	2007년 10월	21	2007년 11월	22	2007년 12월	2	1
Average			23		20		4	8
Median			24		20		4	8

자료: REFINITIV, 하나금융투자

'R의 공포' 극복기: ② 소순환 경기 피크아웃 ≠ Death of Equity

- 1969년 12월부터 2007년 12월 까지, 총 7차례 Recession 발발 직전 실물경기 및 증시 환경을 복기할 필요
 - ISM 제조업 지수 정점통과 이후 평균 29개월(중간값 35개월)이 소요된 뒤 경기불황이 본격화(소순환 고점 ≠ 대순환 고점)
 - ISM 제조업 지수 고점과 증시 고점간 평균 23개월, 증시 고점과 Recession간 평균 6개월의 시차가 확인(소순환 고점 ≠ 증시 고점)
 - 최근 서비스 산업 성장으로 말미암아 소순환 경기 고점과 증시 고점간 시차는 가일층 확대

미국 Recession 발발 직전 ISM 제조업 지수 및 S&P500 지수 고점간 시차

Cycle	ISM 제조업 고점(A)	경과 기간(월, B-A)	S&P500 고점(B)	경과 기간(월, C-B)	Recession 시작점(C)
1	1966년 1월	35	1968년 12월	12	1969년 12월
2	1973년 1월	0	1972년 12월	11	1973년 11월
3	1978년 7월	18	1980년 1월	0	1980년 1월
4	1980년 11월	0	1980년 11월	8	1981년 7월
5	1987년 12월	28	1990년 5월	2	1990년 7월
6	1997년 7월	36	2000년 8월	7	2001년 3월
7	2004년 5월	41	2007년 10월	2	2007년 12월
8	2018년 8월		?		?
	Average	23	Average	6	
	Median	28	Median	7	

자료: REFINITIV, 하나금융투자

'R의 공포' 극복기: ③ 상기 경향성은 한국도 마찬가지

- 한국증시 또한 미국 사례와 별반 다르지 않은 모습
→ ISM 제조업 지수 고점과 KOSPI 고점간 평균 18개월, 증시 고점과 글로벌 Recession간 평균 10개월의 시차가 확인
- 자기충족적 예언으로서 'R의 공포'에 함몰된 극단적의 비관론의 전술적 실익은 전무

미국 Recession 발발 직전 ISM 제조업 지수 및 KOSPI 지수 고점간 시차

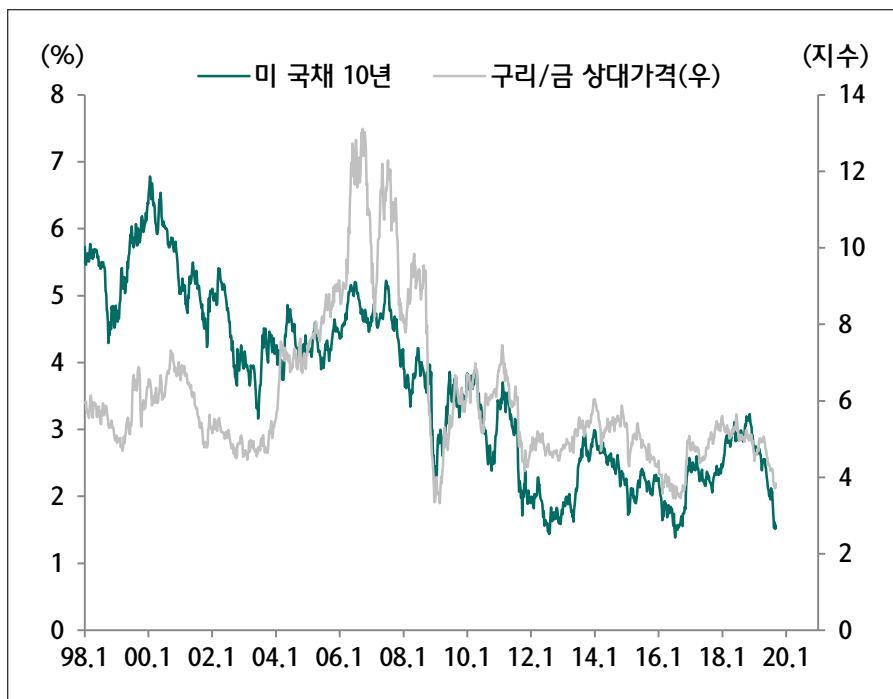
Cycle	ISM 제조업 고점(A)	경과 기간(월, B-A)	KOSPI 고점(B)	경과 기간(월, C-B)	Recession 시작점(C)
1	1966년 1월	N/A	1968년 12월	N/A	1969년 12월
2	1973년 1월	N/A	1972년 12월	N/A	1973년 11월
3	1978년 7월	0	1978년 6월	19	1980년 1월
4	1980년 11월	7	1981년 6월	1	1981년 7월
5	1987년 12월	15	1989년 3월	16	1990년 7월
6	1997년 7월	28	1999년 12월	15	2001년 3월
7	2004년 5월	40	2007년 10월	2	2007년 12월
8	2018년 8월		?		?
	Average	18	Average	10	
	Median	15	Median	15	

자료: REFINITIV, 하나금융투자

'R의 공포' 극복기: ④ 저금리의 나비효과적 투자경기 회복이 관건

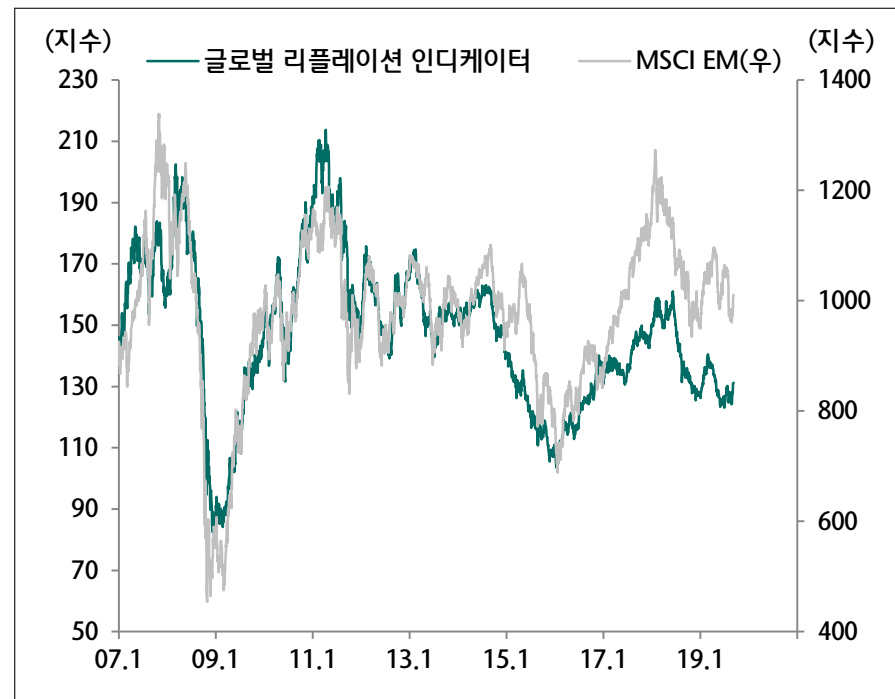
- 반전의 트리거 중 하나는 저금리에 기초해 저성장을 이겨낼 정부/민간 투자경기 회복 여부가 될 것
 - 장기금리 하락은 정부측 재정확보의 수월성 제고와 재정투자 확대의 선순환적 나비효과로 파급될 전망
 - 미국 등 선진국측 Capex 인프라 투자의 전면화와 중국을 위시한 신흥국측 적극적 재정부양이 전제될 필요
 - 상황변화를 가늠할 핵심 Proxy로서 선진국(미국)은 반도체, 신흥국(중국)은 구리 가격을 주목

ISM 제조업 지수와 미 국채 10년물 금리



자료: REFINITIV, 하나금융투자

투자경기 회복이 리플레이션 트레이딩 기류 부활의 선결과제

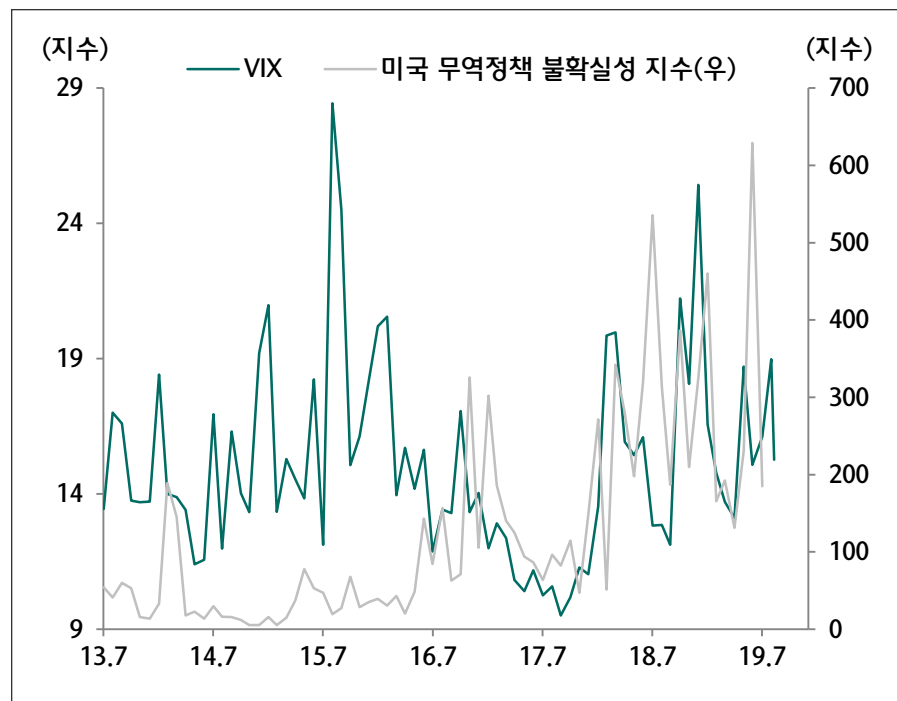


주: 구리/니켈/팔라듐 등 8종의 산업용 금속가를 표준화해 산출
자료: REFINITIV, 하나금융투자

'R의 공포' 극복기: ⑤ G2의 결자해지가 요구

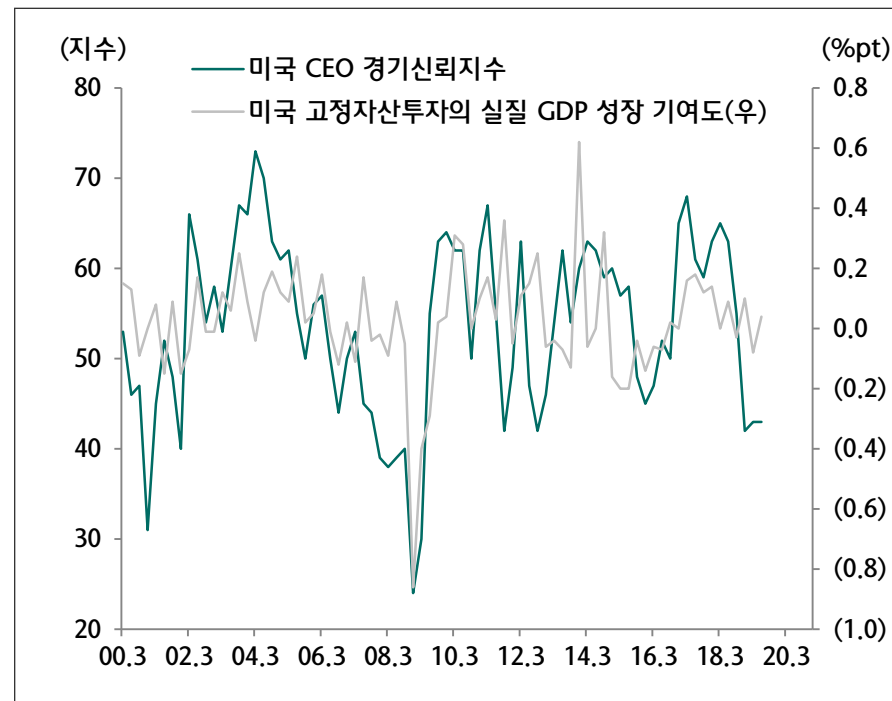
- 결자해지 관점에선 최악의 치킨게임에 돌입한 미중 무역협상 리스크의 해빙전환이 전제될 필요
 - 현 글로벌 정치/정책 불확실성의 가장자리에 미중 무역협상 리스크가 위치
 - 11월 APEC 정상회담과 12/15일 1,560억\$ 규모 중국산 IT 공산품 15% 관세부과 개시 사이 기간이 사태해결의 Golden Time

현 글로벌 불확실성의 중심에 G2 무역분쟁 리스크가 존재



자료: REFINITIV, 하나금융투자

잠복 정치/정책 불확실성이 경제주체 경기 자신감을 제약

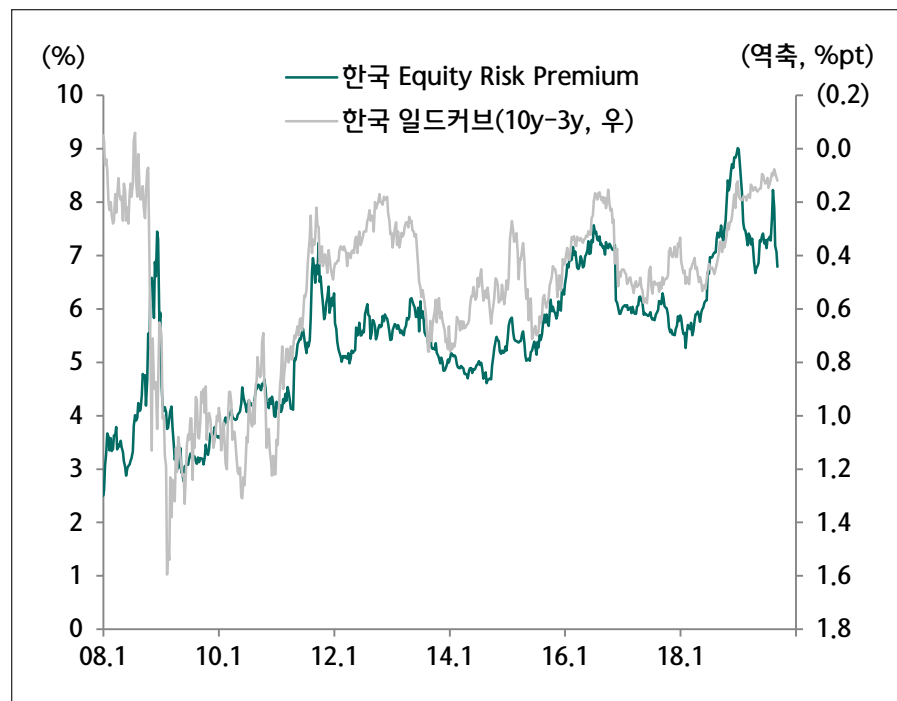


자료: REFINITIV, 하나금융투자

2) 투자전략 함의와 배당주의 전술적 유용성

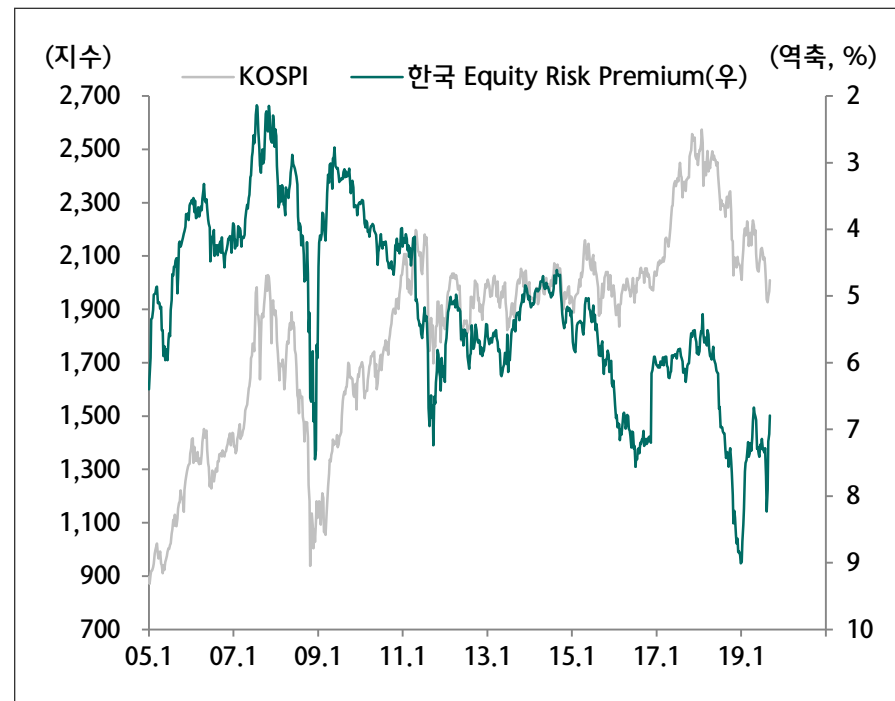
- 통상 장단기 금리역전은 시장 투자가 경기 자신감 약화를 경유해 증시 Equity Risk Premium 상승으로 연결
 - 추가 재정/통화부양 전면화와 수요/교역회복에 근거한 장기금리 상승전환 전까진 시장은 Bear Market Rally 과정이 불가피
 - 장래 Recession 현실화의 진위여부가 아닌 자기충족적 예언으로서의 'R의 공포'를 경계하는 이유

한국 ERP와 장단기 금리 스프레드



자료: REFINITIV, 하나금융투자

한국 ERP와 KOSPI

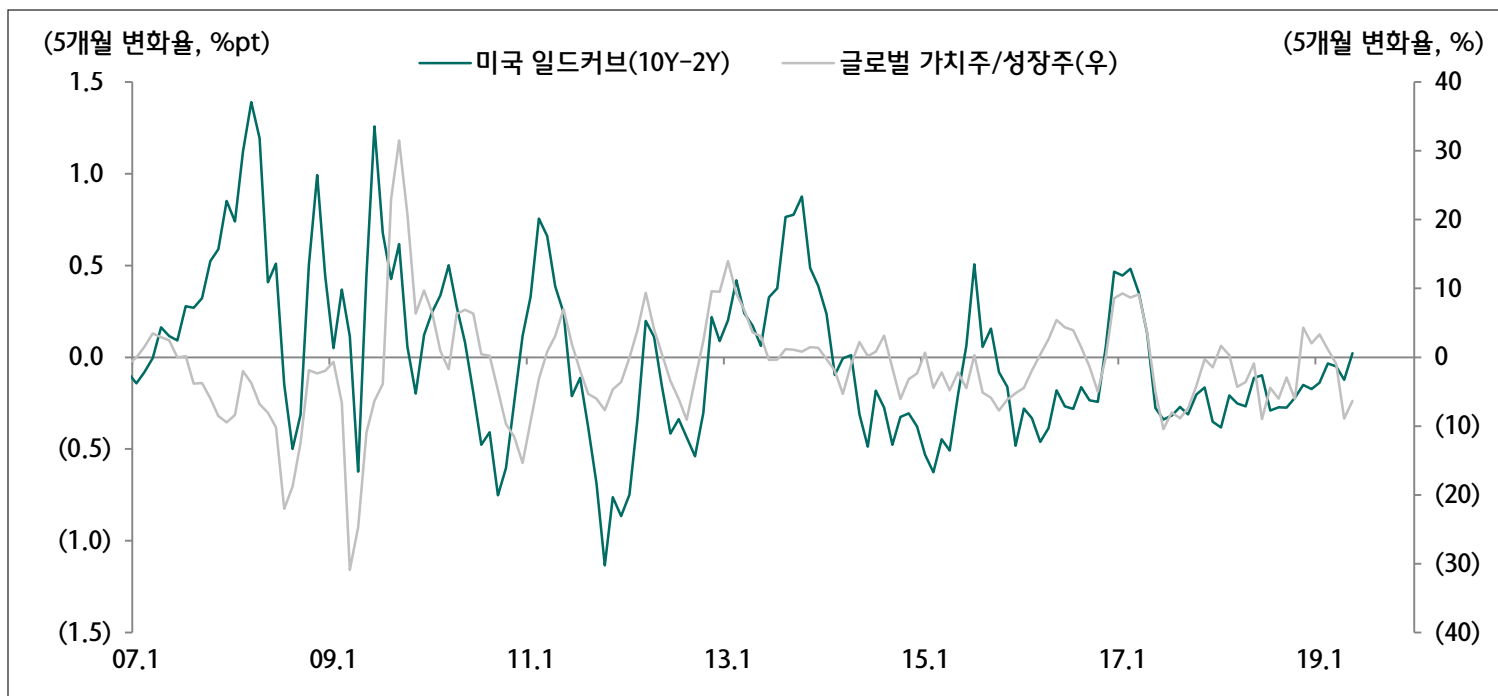


자료: REFINITIV, 하나금융투자

스타일 리더쉽은 Macro Beta보단 Micro Alpha에 방점

- Bear Market 국면에서의 투자전략 초점은 'Sell in Rally'에 집중(cf. Bull Market에선 'Buy on Dips'에 집중)
 - 단기 재료변화에 연동한 종목장세격 인덱스 일진일퇴 공방전 구도가 반복 전개
 - 중시 스타일 전략 리더쉽은 Macro Beta보단 Micro Alpha 플레이에 집중
 - 귀신 같은 매매 타이밍 포착 능력을 자신하는 투자가가 아닌 이상 안전지대 투자대안에 대한 갈증은 가일층 심화

시장 투자가 경기 자신감 약화는 장단기 금리역전과 함께 중시 스타일 리더쉽 변화를 야기

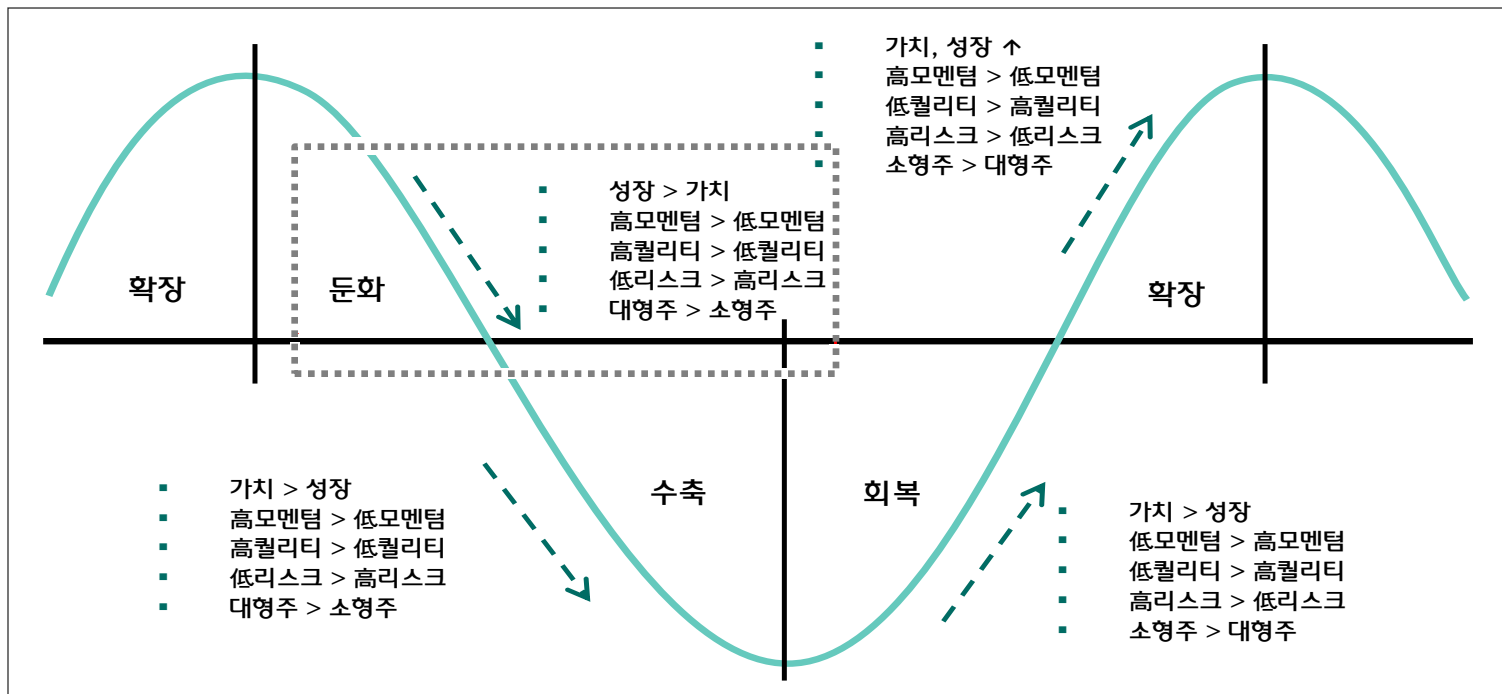


자료: REFINITIV, 하나금융투자

Alpha(알파)를 찾아서

- 증시 포트폴리오 전략의 성패는 Alpha 전략대안 옥석 가리기와 압축대응 여부에 집중
 - 글로벌 경기순환주기상 현 위치는 암시하는 현 국면 Alpha는 高모멘텀/高퀄리티/低리스크 투자대안
 - 정량적 高퀄리티/低리스크 투자대안이자, 연말 유의미한 수급력 보유 高모멘텀 전략대안으로서 배당주를 주목하는 이유

글로벌 경기순환과 증시 스타일 전략

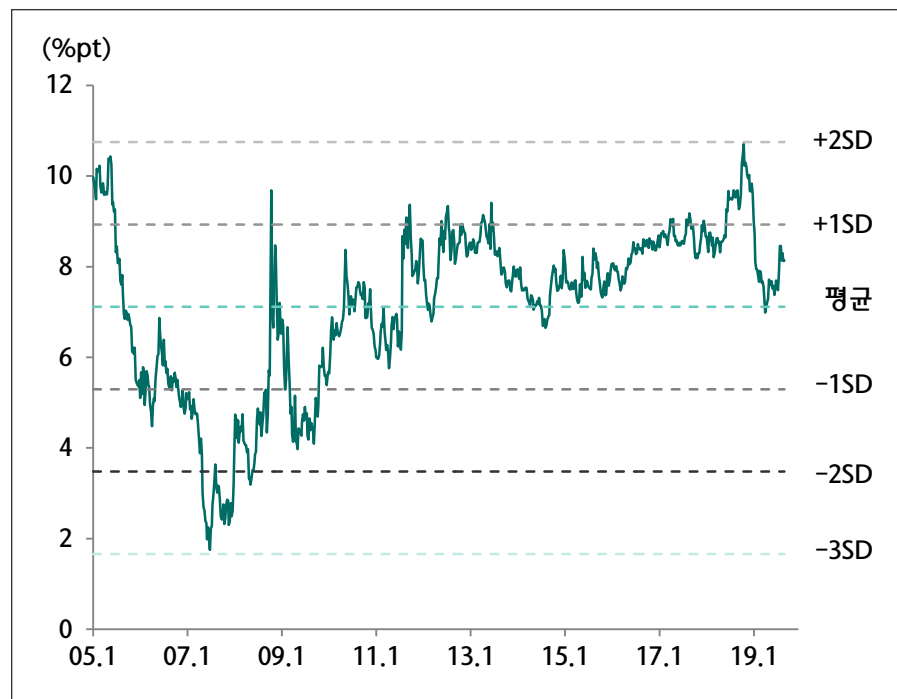


자료: JP.Morgan, 하나금융투자

배당주 대항해 시대: ① 저가 메리트

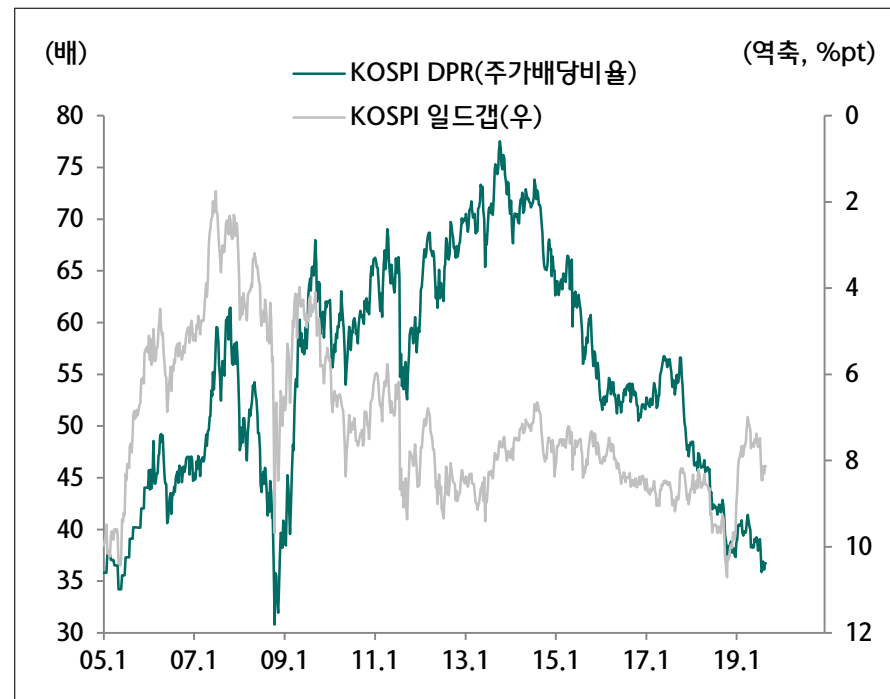
- 최근 주식 언더슈팅 & 채권 오버슈팅 영향으로 국내증시의 극단적 저가 메리트가 부각
 - 현 KOSPI 일드갭은 최악의 감익 리스크에도 불구하고 경험적 고점권(+1SD)까지 상승(투자 메리트: 채권 < 주식)
 - 현 KOSPI DPR(Price-to-dividend ratio)은 36.8배로 역사적 저점권에 근접
 - 채권에서 주식으로의 Mean-reverting에 대비하는 하이브리드 Yield Play 자산으로서 배당주의 전술적 유용성을 역설

KOSPI 일드갭(현 8.13%pt)



자료: REFINITIV, 하나금융투자

KOSPI DPR(현 36.8배)과 일드갭

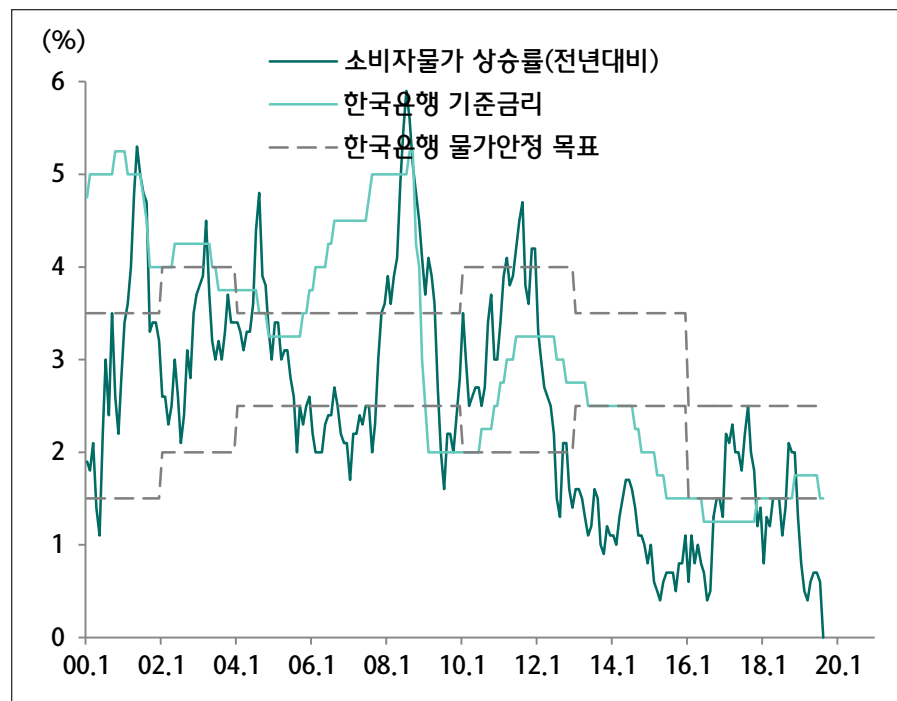


자료: REFINITIV, 하나금융투자

배당주 대항해 시대: ② 한국은행 금리인하 사전포석

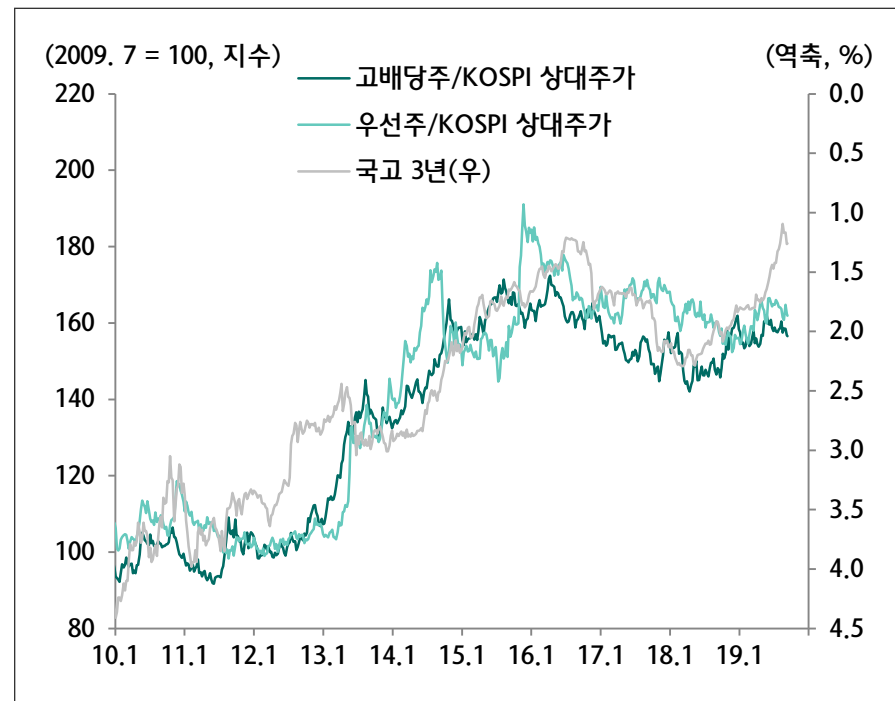
- 10월 한국은행 25bp 추가 금리인하 실시를 예상(현 1.50%)
 - 2019년 2%대 경제성장을 달성 난망(7월 한국은행 2.2%로, 8월 골드만삭스 1.9% 및 모건스탠리 1.8%로 하향조정)
 - 8월 한국 소비자물가 상승률은 전년대비 -0.04%로 1965년 통계작성 이래 최초로 마이너스대 물가 상승률을 기록
 - 한국은행은 8월 금통위를 통해 최근 경기부진과 기준금리 실질실효하한의 가변성을 언급하며 추가 인하 가능성을 시사

저물가 고착화 우려는 한은 추가 금리인하의 당위성을 지지



자료: REFINITIV, 한국은행, 하나금융투자

시중금리와 배당주 및 우선주의 시장 대비 상대주가



자료: Dataguide, 하나금융투자

배당주 대항해 시대: ③ 기업 감시자의 증가

- 중장기 국내기업 투자/재무 의사결정 효율화 및 지배구조 투명성 개선을 겨냥한 정치경제적 파수꾼이 급증
 - 기업소득 환류 및 배당소득 중대 등 배당촉진세제와 다중대표소송제 도입 및 자사주 의결권 제한 등 경제민주화법의 도입
 - 국민연금을 위시한 주요 기관 투자가 공히 적극적 의결권 행사를 목표로 한 스튜어드십 코드 제정에 적극 참여
 - 주주가치 극대화를 목표로 한 한국 행동주의 펀드의 비약적 성장

기업 지배구조 개선 및 기관 투자가 의결권 행사 강화를 위한 한국형 스튜어드십 코드의 제정

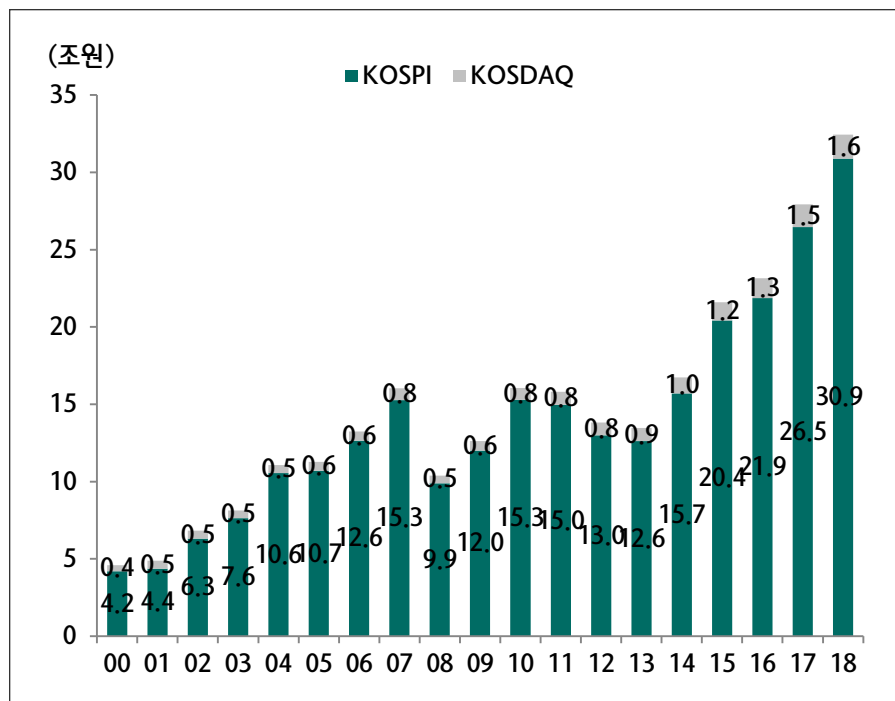
구분	상세
원칙 1	기관투자자는 고객 등 타인 자산을 관리/운영하는 수탁자로서 책임을 충실히 이행하기 위한 명확한 정책을 마련해 공개해야 한다
원칙 2	책임을 이행하는 과정에서 이해상충 문제를 해결하기 위한 정책을 마련해 공개해야 한다
원칙 3	투자자산의 가치를 보존하고 높일 수 있도록 투자대상 회사를 지속적으로 점검/감시해야 한다
원칙 4	투자대상 회사와 공감대 형성을 지향하되, 수탁자 책임 이행을 위한 활동 전개 시기와 절차, 방법에 관한 내부지침을 마련해야 한다
원칙 5	충실한 의결권 행사를 위한 지침/절차/세부기준을 포함한 의결권 정책을 마련해 공개해야 하며, 의결권 행사의 구체적인 내용과 그 사유를 함께 공개해야 한다
원칙 6	의결권 행사와 수탁자 책임이행 활동에 관해 고객과 수익자에게 주기적으로 보고해야 한다
원칙 7	수탁자 책임의 효과적 이행을 위해 역량과 전문성을 확보해야 한다

자료: 한국 스튜어드십 코드 제정위원회, 하나금융투자

배당주 대항해 시대: ④ 배당 자원의 급증

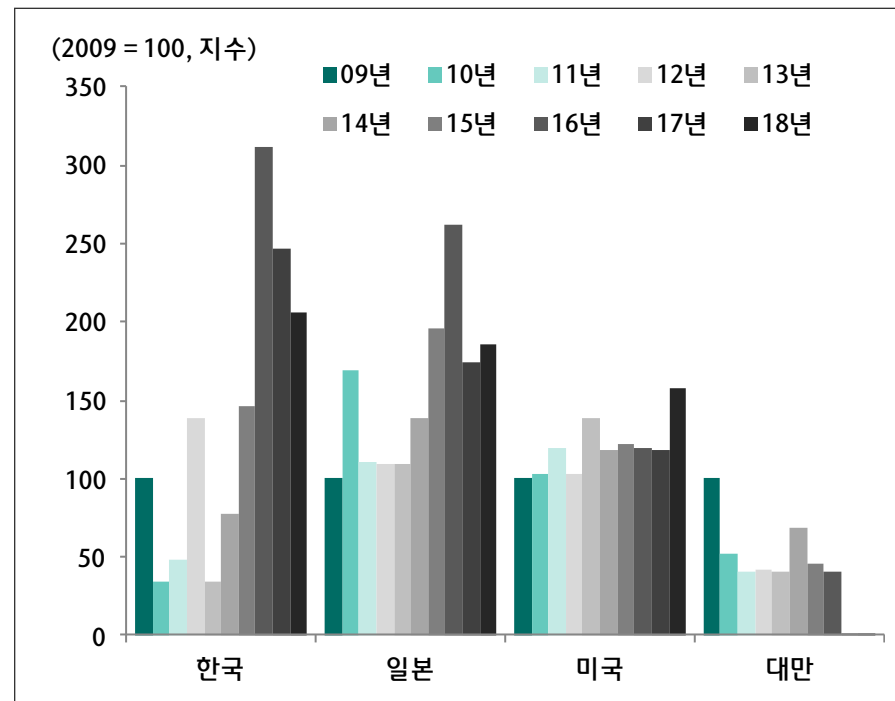
- 상장사 배당금 지급액(2018년 KOSPI/KOSDAQ 기업 합산 32.5조원)은 2013년 저점형성 이후 확대일로에 진입
→ 국내기업 Free Cash Flow는 실적 부침에도 불구하고 글로벌 증시 내 최대폭의 개선 행렬이 지속(선제적 구조조정 효과의 반영)
- 2010년 이래로 1%대 초반을 맴돌던 KOSPI 배당수익률은 '15년 1.6%로 퀀텀점프 이후 '18년 현재 2.2%까지 상승
→ 주요기업 공히 ROE 정체 및 성장성 약화에 대한 현실적 해법으로서 주주친화적 재무정책 변화를 선택

상장사 합산 배당액 추이



자료: REFINITIV, 하나금융투자

배당 자원으로 활용 가능한 FCF의 폭발적 개선세가 진행

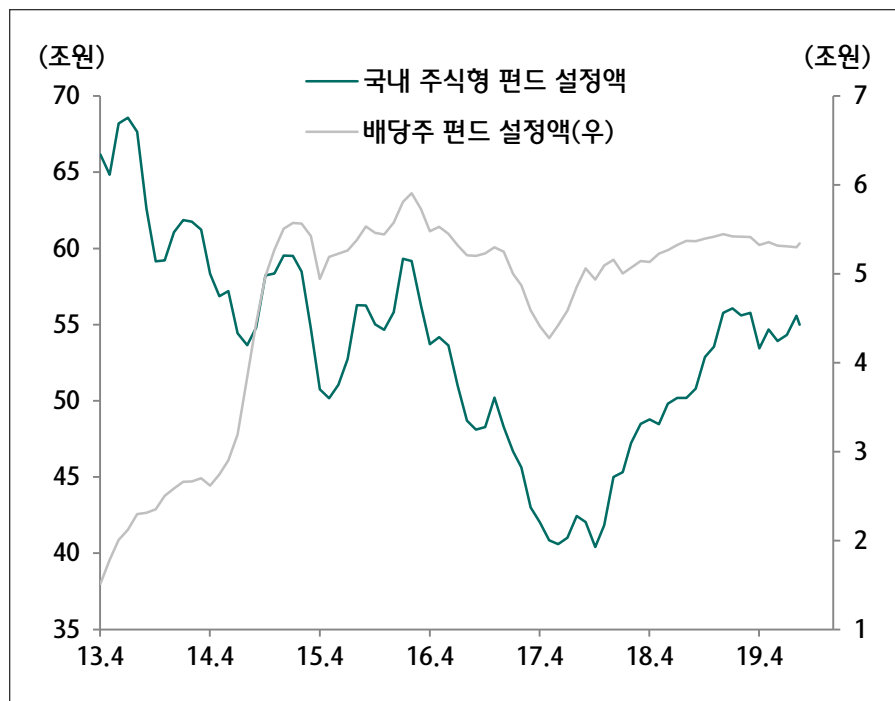


자료: REFINITIV, 하나금융투자

배당주 대항해 시대: ⑤ 우호적 수급환경

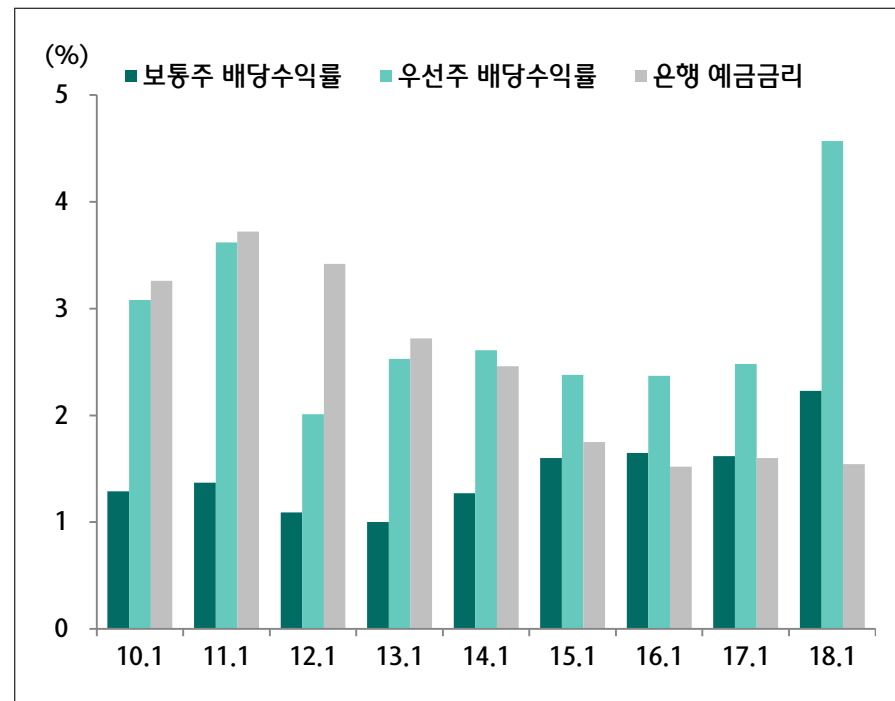
- 국내증시 주요 고배당 Yield Paly 자산군을 겨냥한 우호적 수급환경이 지속
 - 펀드환매 공세에 시달리는 일반 주식형 펀드와는 달리 배당주 펀드는 시장 내 높아진 관심을 반영하며 견조한 잔고흐름이 유지
 - 주요 고배당주 배당수익률의 은행 예금금리 역전현상 가속화. 시중 부동자금의 배당주로의 추가 이동 가능성 염두

국내 주식형 펀드와 배당주 펀드 설정액



자료: 펀드닥터, 하나금융투자

배당수익률 역전현상 가속화(우선주 > 보통주 > 은행 예금)



자료: Dataguide, 하나금융투자

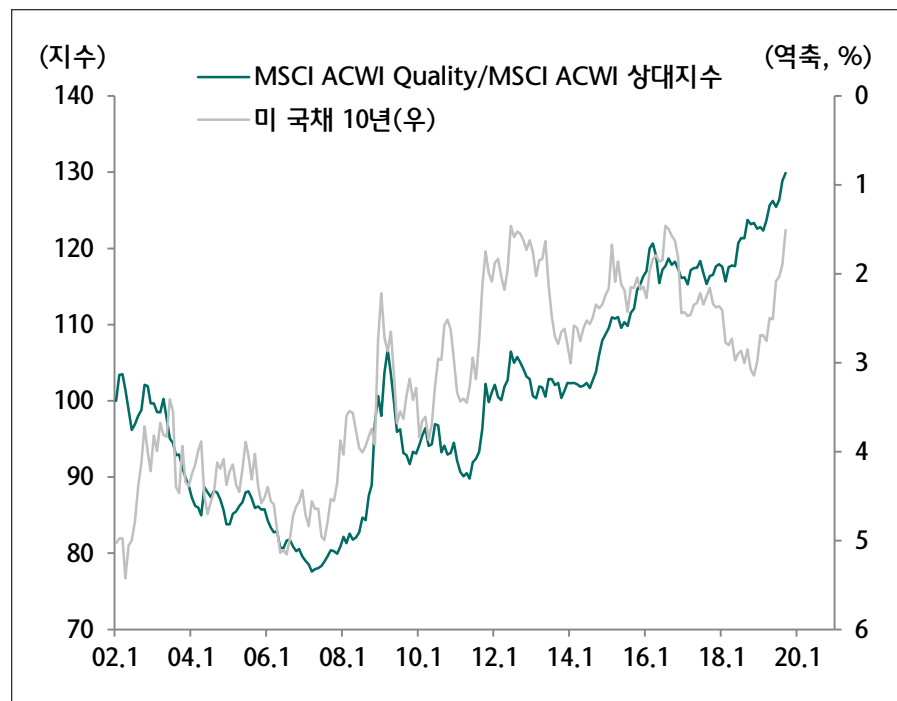
[시황저격] 시장을 이기는 배당 투자 아이디어

2. 연말 가는 길: 세가지 배당 투자 아이디어

1) 高퀄리티 배당주: Quality와 고배당 Factor의 양수검정

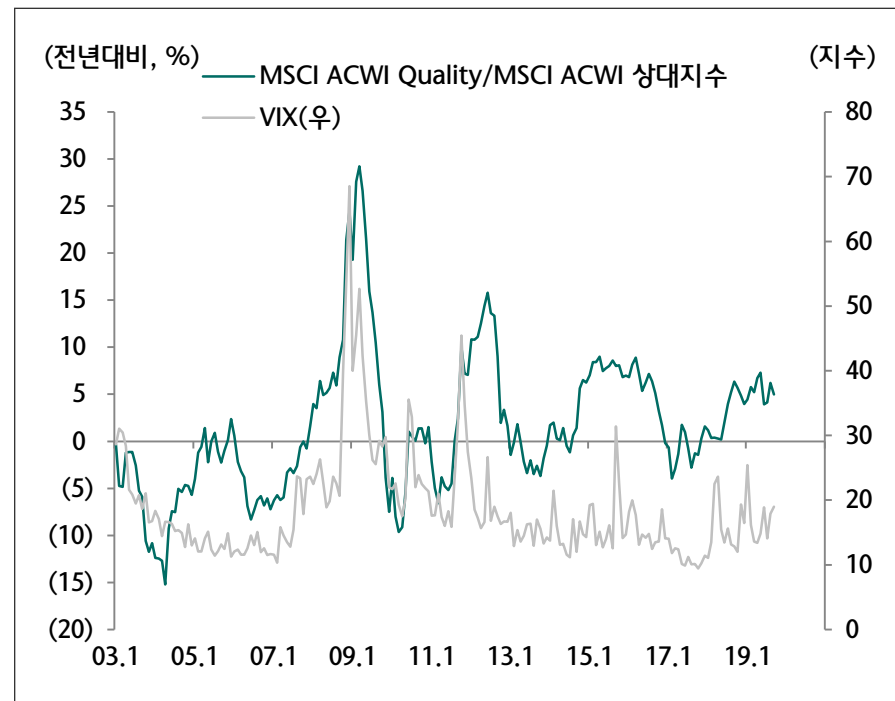
- Quality Factor의 중장기 투자성과와 증시 방어적 면모를 팔목상대할 필요
 - 통상 수익성/재무건전성/영업효율성 등 계량 데이터 가운데 질적 가치가 돋보이는 기업을 Quality 종목으로 분류
 - 2015년 이후 MSCI AC World Index 기준, Quality 지수는 연 평균 7.8%, 시장대비로는 연간 3.4%pt의 초과성과를 기록
 - 저성장/저금리 기조 고착화와 잠복 정치/정책 불확실성에 대응하는 가장 실효성 높은 안전지대 투자대안

퀄리티/시장 상대지수와 미 국채 10년 금리



자료: REFINITIV, 하나금융투자

퀄리티/시장 상대지수와 VIX



자료: REFINITIV, 하나금융투자

Quality 기업 도출 방법론: Piotroski's F-Score

- Quality 기업 Pool 도출을 위해 Joseph Piotroski 시카고 경영대학원 교수가 고안한 F-Score 방법론을 차용 및 변용
 - 9개 회계정보에 해당 요건 부합시 각기 1점의 평점을 부여. 총점 8점 이상시 재무건전성 우량 Quality 기업으로 판별
 - 원론은 총점 8점 이상인 저PBR 기업을 추려 연간단위 리밸런싱 포트폴리오를 구성(당시 20년간 연 평균 7.5% 시장 아웃퍼폼)

F-Score 방법론(Joseph Piotroski's Quality Stock)의 변용

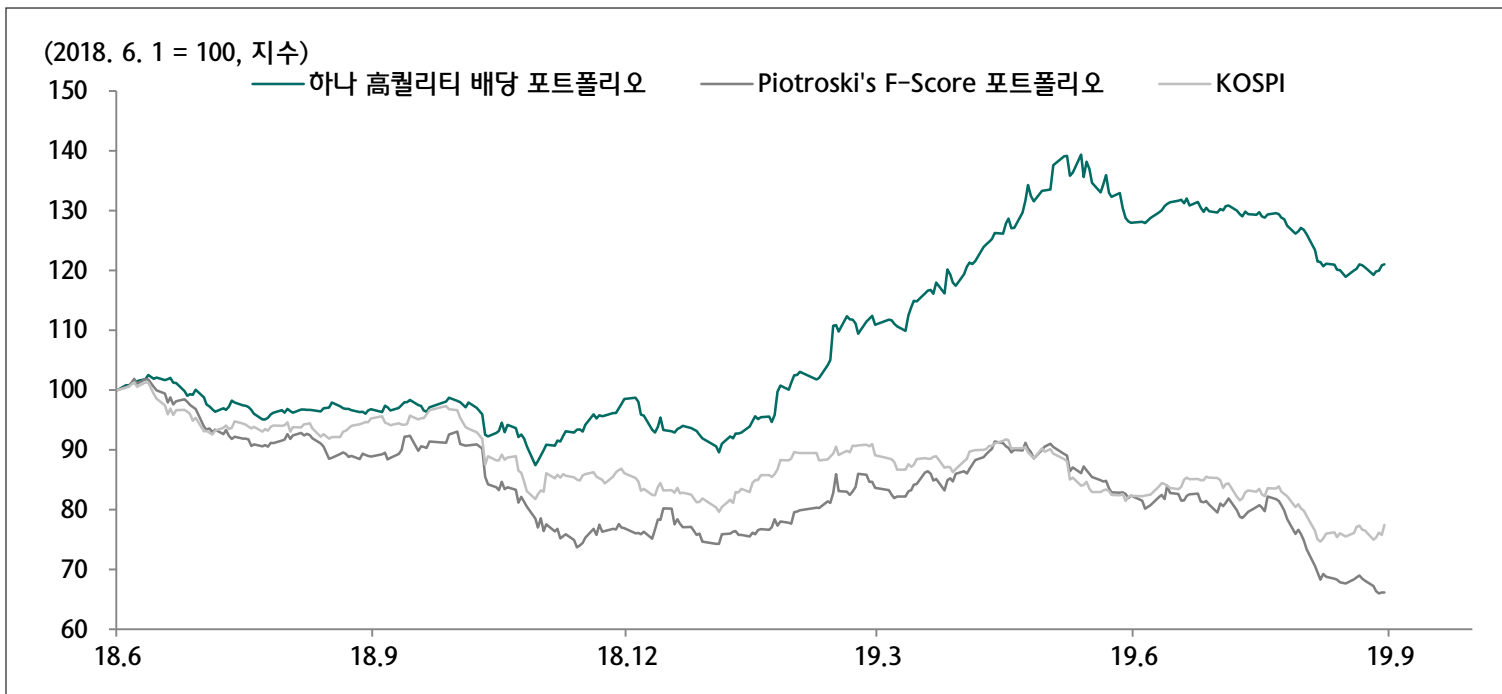
구분	정의	요건
1	Net Income	전분기 순이익이 흑자일 경우 1점
2	Operating Cash Flow	전전분기 대비 전분기 영업현금흐름 증가시 1점
3	ROA(Return on Asset)	전전분기 대비 전분기 ROA 개선시 1점
4	Quality of Earnings	전분기 영업현금흐름이 순이익을 초과할 경우 1점
5	Long Term Debt to Asset	전전분기 대비 전분기 비유동부채비율 감소시 1점
6	Current Ratio	전전분기 대비 전분기 유동비율 증가시 1점
7	Shares of Outstanding	전년대비 주식수 비증가시 1점(Dilution)
8	Gross Margin	전전분기 대비 전분기 매출총이익 증가시 1점
9	Asset Turnover	전전분기 대비 전분기 총자산회전율 증가시 1점

자료: 'Value Investing: The Use of Historical Financial Statement Information to Separate Winners from Losers' (2000, Piotroski), 하나금융투자

Piotroski's Quality에 배당변수를 가미

- 한국증시 특수성을 고려해 F-Score 총점 8점 이상의 고배당순 10개 기업 대상 분기단위 리밸런싱으로 종전의 방법론을 일부 변용
 - 저PBR이 만연한 국내증시 여건상 배당지표의 질적 가치가 단순 밸류에이션 정보보다 우월
 - 연간단위 리밸런싱이 갖는 적시성 부재의 한계를 전분기 확정실적 기반 리밸런싱으로 보완

高퀄리티 배당 포트폴리오와 시장



자료: Dataguide, 하나금융투자

시장 및 기존 퀄리티/배당 인덱스 대비 우월한 투자성과가 확인

- 관련 방법론에 의거한 高퀄리티 배당 투자전략은 '18년 6월초 ~ '19년 8월말 기간 중 누적 +21.0%, KOSPI 대비 +43.5% 아웃퍼폼
 → 강세장/약세장 공히 시장 및 Piotroski's Quality 방법론과 주요 고배당 지수 대비 우월한 투자성과가 확인
 → 2019년 2분기 확정 재무제표를 바탕으로 한 제 6기 高퀄리티 배당 포트폴리오 구성이 가능한 시점

하나 高퀄리티 배당 포트폴리오의 대상 기간별 퍼포먼스

구분	기준 재무제표	대상 기간	절대수익률(%)	상대수익률(%)		
			하나 高퀄리티 배당	KRX 고배당50 대비	F-Score 원론 대비	KOSPI 대비
1기	2018년 1분기	18년 6/1 ~ 9/1	(3.2)	0.1	7.9	1.6
2기	2018년 2분기	18년 9/1 ~ 12/1	1.7	3.2	13.6	10.8
3기	2018년 3분기	18년 12/1 ~ 19년 3/1	12.4	10.1	5.7	9.4
4기	2018년 4분기	19년 3/1 ~ 6/1	17.1	20.0	18.4	23.9
5기	2019년 1분기	19년 6/1 ~ 9/1	(7.0)	(0.8)	9.2	(2.1)
6기(현재)	2019년 2분기	19년 9/1 ~				
Average			4.2	6.5	11.0	8.7

자료: Quantiwise, 하나금융투자

高퀄리티 배당주 Top Picks

종목명	현 주가 (원)	시가총액 (십억원)	F-Score	배당수익률(%)				12개월 선행(배)	
				3년 평균	2016	2017	2018	PER	PBR
삼성전자	47,100	281,176.8	8	2.3	1.6	1.7	3.7	12.3	1.2
두산	108,000	1,969.7	8	4.7	4.9	4.5	4.7	16.7	1.0
금호산업	13,100	472.1	8	4.2	3.1	5.3	4.2	10.1	1.1
한국셀석유	340,500	442.7	9	4.8	4.3	4.4	5.7	N/A	N/A
코리아오토글라스	17,600	352.0	9	4.3	2.5	4.2	6.4	N/A	N/A
한일홀딩스	49,000	293.7	8	2.5	2.0	1.2	4.2	N/A	N/A
화성산업	11,550	153.5	8	5.8	5.0	5.9	6.4	N/A	N/A
동국산업	2,590	140.5	9	4.1	3.3	3.8	5.3	N/A	N/A
에스텍	11,700	127.7	9	4.6	4.3	4.4	5.1	5.9	0.6
천일고속	70,200	100.3	8	10.9	8.8	16.2	7.6	N/A	N/A

자료: Quantiwise, 하나금융투자

高퀄리티 대형 배당주 Top Picks

종목명	현 주가 (원)	시가총액 (십억원)	F-Score	배당수익률(%)				12개월 선행(배)	
				3년 평균	2016	2017	2018	PER	PBR
삼성전자	47,100	281,176.8	8	2.3	1.6	1.7	3.7	12.3	1.2
한온시스템	12,000	6,405.6	8	2.4	2.2	2.2	3.0	16.9	2.7
두산밥캣	37,100	3,719.2	8	2.3	2.0	2.2	2.9	11.2	0.9
포스코인터내셔널	19,650	2,424.3	8	2.6	1.9	2.8	3.3	6.8	0.7
두산	108,000	1,969.7	8	4.7	4.9	4.5	4.7	16.7	1.0
금호산업	13,100	472.1	8	4.2	3.1	5.3	4.2	10.1	1.1
한국셀석유	340,500	442.7	9	4.8	4.3	4.4	5.7	N/A	N/A
스카이라이프	9,220	440.9	8	2.7	2.4	2.6	3.0	8.1	0.6
도화엔지니어링	11,400	384.4	8	3.3	3.5	3.8	2.5	12.3	N/A
코리아오토글라스	17,600	352.0	9	4.3	2.5	4.2	6.4	N/A	N/A

자료: Quantiwise, 하나금융투자

高퀄리티 중소형 배당주 Top Picks

종목명	현 주가 (원)	시가총액 (십억원)	F-Score	배당수익률(%)				12개월 선행(배)	
				3년 평균	2016	2017	2018	PER	PBR
한일홀딩스	49,000	293.7	8	2.5	2.0	1.2	4.2	N/A	N/A
화성산업	12,450	155.0	8	5.8	5.0	5.9	6.4	N/A	N/A
노루홀딩스	11,550	153.5	8	3.1	2.9	2.8	3.7	N/A	N/A
동국산업	2,590	140.5	9	4.1	3.3	3.8	5.3	N/A	N/A
텔코웨어	14,300	138.8	8	4.8	4.4	4.8	5.1	21.7	0.7
에스텍	11,700	127.7	9	4.6	4.3	4.4	5.1	5.9	0.6
서원인텍	5,570	103.6	8	5.4	6.1	3.7	6.4	N/A	N/A
천일고속	70,200	100.3	8	10.9	8.8	16.2	7.6	N/A	N/A
신풍제지	1,320	46.2	8	2.0	0.0	0.0	6.1	N/A	N/A
MH에탄올	5,990	44.2	8	5.1	3.8	5.5	5.9	N/A	N/A

자료: Quantiwise, 하나금융투자

[Appendix] Piotroski's F-Score(8점 이상) (1)

종목명	현 주가 (원)	시가총액 (십억원)	F-Score	배당수익률 (%)				12개월 선행(배)	
				3년 평균	2016	2017	2018	P/E	P/B
삼성전자	47,100	281,176.8	8	2.3	1.6	1.7	3.7	12.3	1.2
고려아연	450,000	8,491.5	8	2.1	1.8	2.0	2.5	12.7	1.1
한온시스템	12,000	6,405.6	8	2.4	2.2	2.2	3.0	17.3	2.8
롯데지주	36,550	3,834.4	8	0.8	0.9	0.0	1.5	N/A	N/A
에스원	98,200	3,731.5	8	2.1	1.4	2.3	2.5	21.5	2.4
두산밥캣	37,100	3,719.2	8	2.3	2.0	2.2	2.9	11.3	0.9
포스코인터내셔널	19,650	2,424.3	8	2.6	1.9	2.8	3.3	7.0	0.7
두산	108,000	1,969.7	8	4.7	4.9	4.5	4.7	16.9	1.0
한화	25,850	1,937.7	8	1.8	1.7	1.5	2.2	5.4	0.5
GKL	20,500	1,268.0	8	3.4	4.9	2.5	2.9	15.2	2.1
SKC코오롱PI	30,250	888.3	8	2.5	3.2	1.7	2.5	21.5	3.2
삼양사	51,400	528.9	9	1.8	1.4	1.4	2.7	N/A	N/A
위메이드	31,350	526.7	8	2.1	2.7	1.2	2.3	19.5	1.7
금호산업	13,100	472.1	8	4.2	3.1	5.3	4.2	10.1	1.1
한국셀석유	340,500	442.7	9	4.8	4.3	4.4	5.7	N/A	N/A
스카이라이프	9,220	440.9	8	2.7	2.4	2.6	3.0	8.1	0.6
태림포장	5,930	419.9	8	2.1	0.3	0.3	5.9	N/A	N/A
유니드	46,550	413.8	8	2.5	2.5	2.4	2.6	5.5	N/A
도화엔지니어링	11,400	384.4	8	3.3	3.5	3.8	2.5	12.5	N/A
코리아오토글라스	17,600	352.0	9	4.3	2.5	4.2	6.4	N/A	N/A

[Appendix] Piotroski's F-Score(8점 이상) (2)

종목명	현 주가 (원)	시가총액 (십억원)	F-Score	배당수익률 (%)				12개월 선행(배)	
				3년 평균	2016	2017	2018	P/E	P/B
세아홀딩스	82,900	331.6	8	1.8	1.4	1.3	2.6	N/A	N/A
모토닉	8,960	295.7	8	3.2	2.7	3.8	3.0	N/A	N/A
한일홀딩스	49,000	293.7	8	2.5	2.0	1.2	4.2	N/A	N/A
한국기업평가	63,000	286.1	8	4.5	4.7	4.2	4.6	N/A	N/A
한글과컴퓨터	10,500	256.6	8	1.5	1.2	1.7	1.5	8.1	0.9
하이록코리아	18,400	250.5	8	2.2	1.9	1.8	3.0	14.8	0.7
대상홀딩스	6,770	245.2	8	2.0	1.7	1.8	2.4	N/A	N/A
삼양패키징	16,550	235.2	9	1.0	0.0	0.0	3.0	8.0	0.8
일진홀딩스	4,725	233.2	8	0.9	0.5	0.0	2.3	13.4	0.8
이크레더블	18,050	217.4	9	4.0	4.0	3.6	4.3	14.9	3.7
진로발효	30,200	200.0	8	3.6	3.8	3.1	4.0	N/A	N/A
제이에스코퍼레이션	14,950	199.4	8	2.7	1.5	2.3	4.1	10.3	1.1
리드코프	6,400	169.3	8	2.8	2.3	3.3	2.8	N/A	N/A
대한제강	6,750	166.4	8	3.1	3.5	3.2	2.7	4.6	0.3
삼광글라스	33,750	163.8	8	1.5	1.1	0.8	2.6	N/A	N/A
화성산업	12,450	155.0	8	5.8	5.0	5.9	6.4	N/A	N/A
노루홀딩스	11,550	153.5	8	3.1	2.9	2.8	3.7	N/A	N/A
노루페인트	7,530	150.6	8	2.8	2.3	2.9	3.0	6.0	0.5
삼화페인트	5,670	149.9	8	2.4	3.0	2.4	1.8	N/A	N/A
강남제비스코	22,700	147.6	8	1.7	1.4	1.5	2.2	N/A	N/A

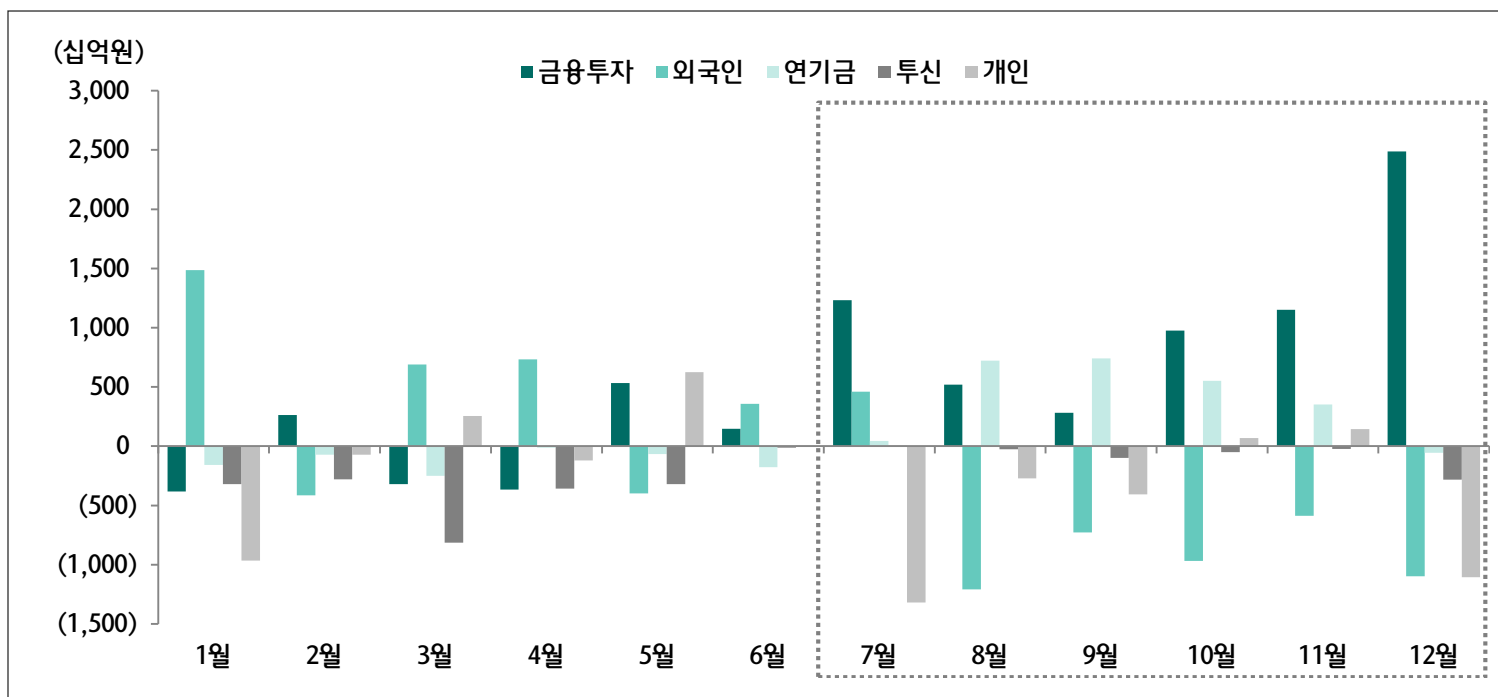
[Appendix] Piotroski's F-Score(8점 이상) (3)

종목명	현 주가 (원)	시가총액 (십억원)	F-Score	배당수익률 (%)				12개월 선행(배)	
				3년 평균	2016	2017	2018	P/E	P/B
동국산업	2,590	140.5	9	4.1	3.3	3.8	5.3	N/A	N/A
텔코웨어	14,300	138.8	8	4.8	4.4	4.8	5.1	22.0	0.7
영풍정밀	8,480	133.6	8	2.5	2.1	2.3	3.2	7.6	0.4
에스텍	11,700	127.7	9	4.6	4.3	4.4	5.1	6.0	0.6
동국S&C	2,115	120.9	8	2.2	2.1	1.8	2.7	N/A	N/A
대원산업	6,010	120.4	8	1.7	1.1	1.6	2.3	N/A	N/A
코콤	6,830	119.7	8	2.2	1.6	2.1	2.9	N/A	N/A
백광소재	3,865	106.6	8	3.6	3.5	3.6	3.9	N/A	N/A
서원인텍	5,570	103.6	8	5.4	6.1	3.7	6.4	N/A	N/A
천일고속	70,200	100.3	8	10.9	8.8	16.2	7.6	N/A	N/A

2) 低리스크 배당주: KOSPI200 내 금리 민감 채권형 고배당주 압축대응

- ‘찬 바람 불 땐 배당주’란 통념이 지배하는 국내증시 배당주 투자환경
- 실제 하반기 배당 투자 수급환경은 금융투자과 연기금(종전 우정사업본부)을 위시한 프로그램 현선물 차익거래 수급원이 주도
→ 1) 배당주 펀드가 중심에 서는 투신측 수급력은 대체로 미미, 2) 외국인은 중립이하의 배당 투자 수급 기류가 뚜렷

주요 수급원별 KOSPI200 고배당 지수 월간 누적 순매수(2016년 이후 평균)

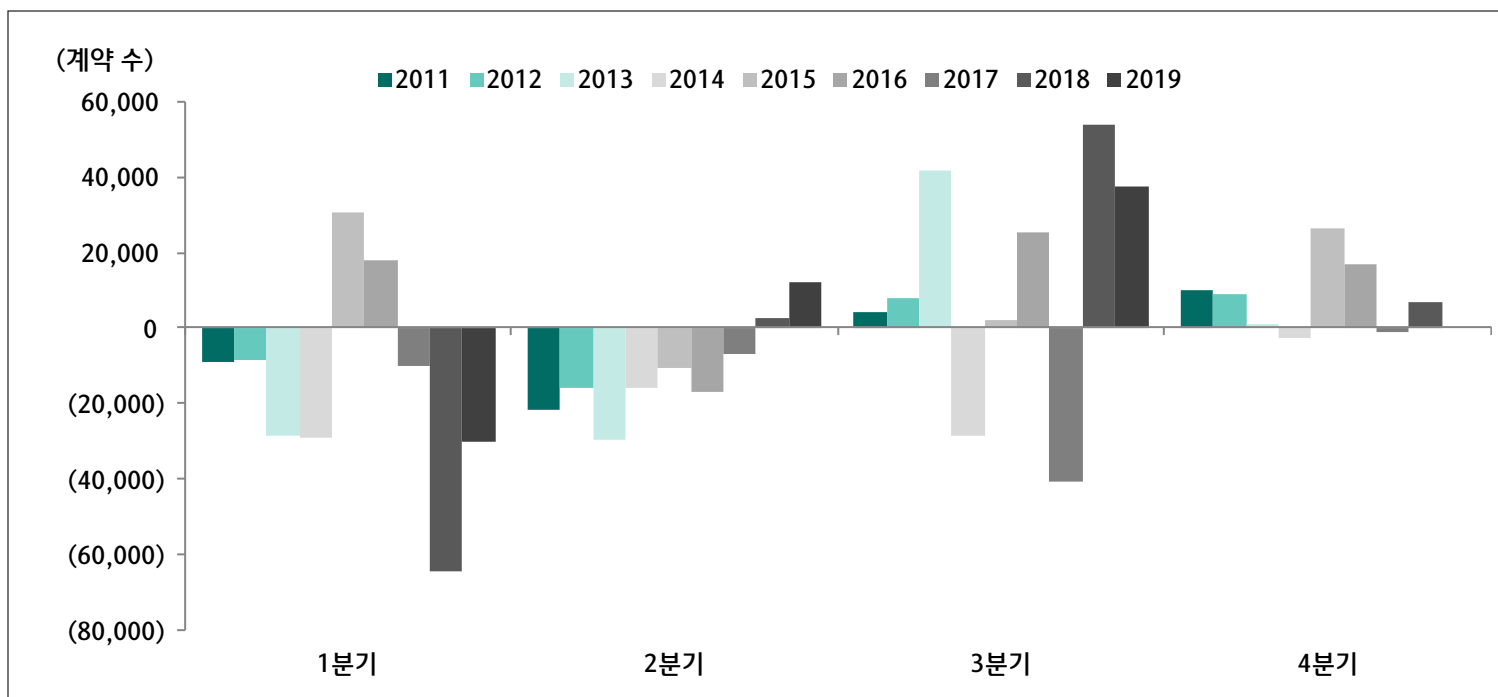


자료: Dataguide, 하나금융투자

배당 투자 계절성은 외인/기관 PR 현선물 차익거래의 산물

- 액티브 투자가의 통념과는 달리 국내증시 배당 투자 계절성은 대개의 경우 외국인/기관 현선물 포지션 변화에서 유래
 - 외국인 선물 매수(상반기분 환매수 or 조기 Book-Closing을 위한 매수 롤오버)가 하반기 배당 투자환경의 포문을 여는 시발점
 - 외국인 선물 러브콜은 시장 Basis 상승과 함께 KOSPI200 지수선물 고평가 & KOSPI200 현물 저평가 현상을 유인

외국인 KOSPI200 지수선물 분기별 누적 순매수

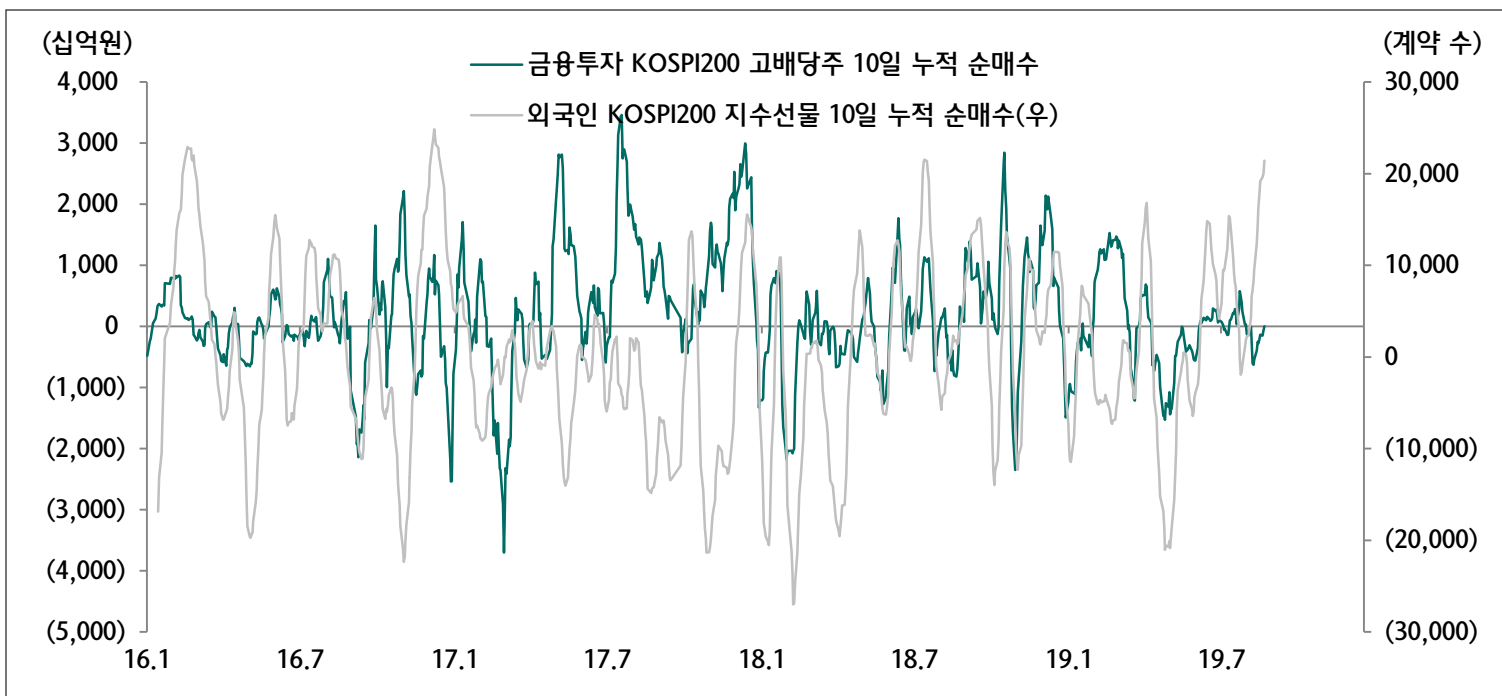


자료: KRX, 하나금융투자

KOSPI200 고배당주가 주도하는 연말 배당 투자 수급환경

- 금융투자/우정사업본부를 위시한 국내기관측 프로그램 차익거래 방향성은 기말 현금배당을 가미한 ‘배당 매수차익거래’로 집중
→ 고평가 KOSPI200 지수선물 매도 + 저평가 KOSPI200 현물 매수 + 기말 현금배당 수취 목적
- 하반기 배당주 투자환경을 구성하는 가장 확실한 대상은 KOSPI200 내 핵심 고배당주
→ 유의미한 수급 견인력을 기대할 수 있는 안전지대 배당 투자대안이란 의미

금융투자 KOSPI200 고배당주 10일 누적 순매수 및 외국인 KOSPI200 지수선물 10일 누적 순매수(우)

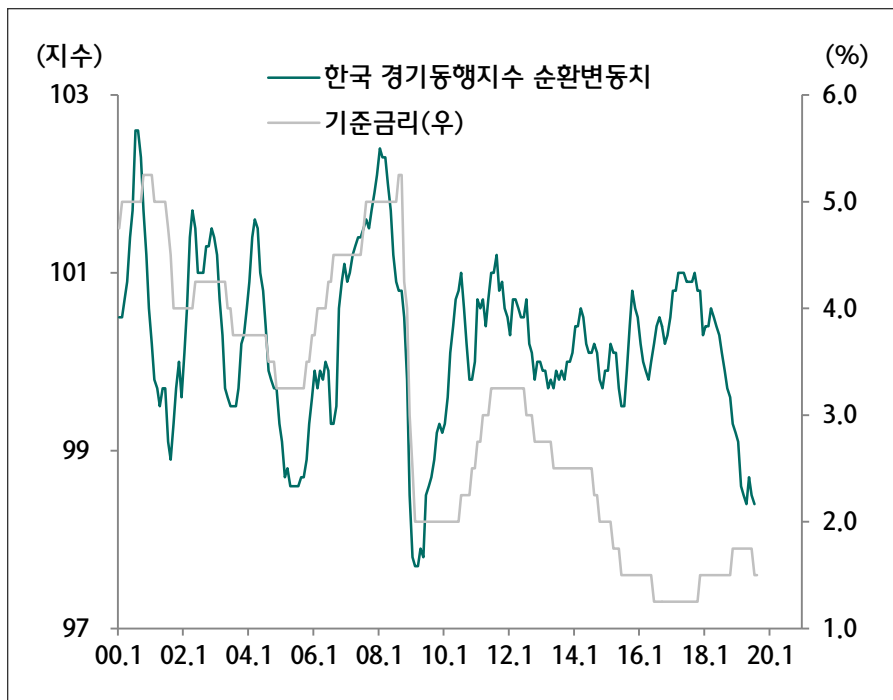


자료: KRX, Dataguide, 하나금융투자

저성장/저금리 기초 고착화 가능성을 염두

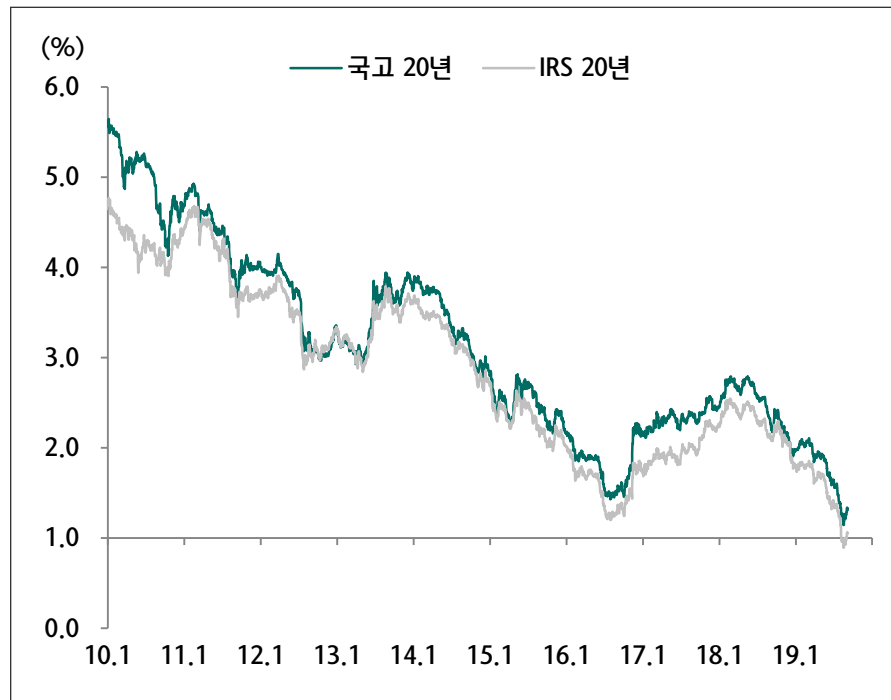
- 현 내외수 복합부진 장기화 구도는 장래 한국 GDP 성장률 1%대 추락과 시장금리 0%대(제로금리) 진입 우려를 환기
→ 경기 방향선회가 전제되지 않는 이상, 한국은행측 1%대(현 1.5%) 기준금리 사수의 당위성은 지속 위협받을 전망
- 저성장/저금리 기초 고착화 여지를 염두에 둔 사전포석적 배당주 투자전략 수립이 절실

내외환격 경기 이중고는 기준금리 추가 인하 당위성을 지지



자료: REFINITIV, 하나금융투자

이자율 스왑 시장에선 제로금리(0%대) 가능성을 내재화

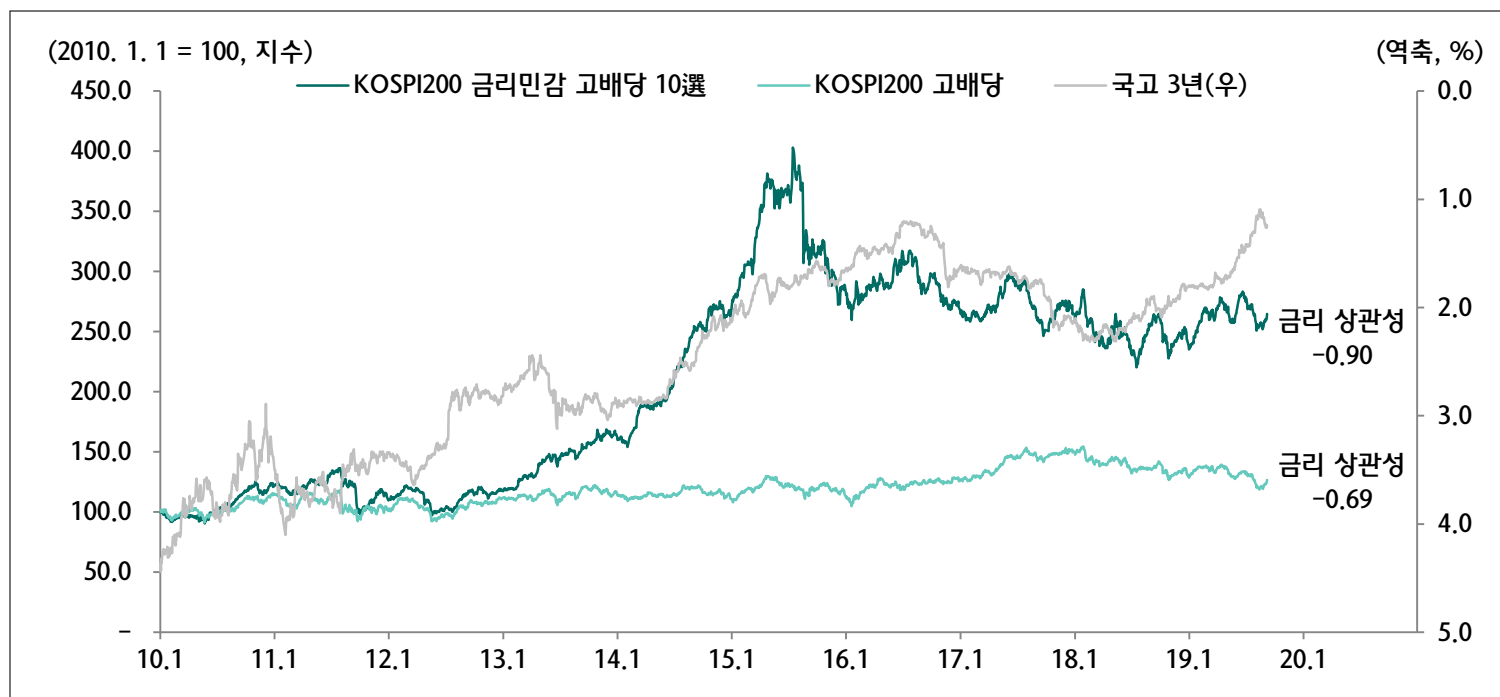


자료: Bloomberg, 하나금융투자

금리 민감 채권형 고배당주 압축대응에 초점

- 저성장/저금리 기조 고착화 우려는 국내증시 배당주 투자전략 판단의 우선순위 변화 필요성을 역설
 - DPS/배당수익률/배당성향 등 배당 관련 계량변수 고저 판단에 앞서 주가와 시장금리간 상관관계 분석이 선결과제로 변모
 - 중립이하의 경기 및 증시환경에서 중립이상의 주가경로를 담보할 수 있는 경기방어적 채권형 고배당주 압축대응에 초점

저성장/저금리 고착화의 사전포석: 금리와 역의 상관성을 갖는 채권형 고배당주 압축대응에 주력



자료: Dataguide, 하나금융투자

채권형 고배당주 Top Picks

종목명	금리 상관성	현 주가 (원)	시가총액 (십억원)	배당수익률(%)				12개월 선행(배)	
				3년 평균	2016	2017	2018	PER	PBR
KT&G	(0.90)	101,500	13,935.2	3.7	3.6	3.5	3.9	11.9	1.4
웅진코웨이	(0.88)	80,800	5,963.0	3.9	3.6	3.3	4.9	14.4	4.5
메리츠종금증권	(0.86)	4,965	3,065.0	4.9	5.8	4.4	4.7	6.5	0.8
삼성화재	(0.83)	232,000	10,991.0	3.4	2.3	3.8	4.3	13.1	0.7
아이에스동서	(0.80)	31,150	962.3	3.1	2.2	3.2	3.9	16.7	N/A
한국셀석유	(0.76)	336,500	437.5	4.8	4.3	4.4	5.7	N/A	N/A
SK텔레콤	(0.74)	238,000	19,217.5	4.0	4.5	3.8	3.7	12.0	0.7
쌍용양회	(0.73)	6,170	3,108.8	4.2	1.1	5.7	5.9	17.7	1.7
S&T모티브	(0.69)	55,900	817.4	2.9	2.1	2.1	4.4	14.4	1.0
효성	(0.42)	86,500	1,822.6	5.3	2.9	3.0	10.0	10.6	0.7

자료: Quantiwise, 하나금융투자

[Appendix] KOSPI200 기업 금리 상관성 분석 (1)

구분	금리 상관성	배당수익률(%)			
		2016	2017	2018	3년 평균
보령제약	(0.91)	0.31	1.67	0.60	0.86
에스원	(0.91)	1.43	2.34	2.49	2.09
KT&G	(0.90)	3.56	3.46	3.94	3.65
한솔케미칼	(0.90)	1.20	1.38	1.55	1.38
CJ대한통운	(0.90)	0.00	0.00	0.00	0.00
오뚜기	(0.89)	1.03	0.87	1.04	0.98
웅진코웨이	(0.88)	3.62	3.28	4.86	3.92
한국단자	(0.87)	0.89	1.05	1.72	1.22
메리츠종금증권	(0.86)	5.78	4.37	4.67	4.94
유한양행	(0.85)	0.95	0.87	0.93	0.92
동원F&B	(0.84)	1.26	1.07	1.04	1.12
한온시스템	(0.84)	2.18	2.19	2.96	2.44
아모레G	(0.84)	0.35	0.26	0.43	0.35
동서	(0.83)	2.43	2.41	3.91	2.92
삼성화재	(0.83)	2.27	3.75	4.28	3.43
SK	(0.82)	1.61	1.41	1.92	1.65
부광약품	(0.82)	1.59	0.77	0.62	0.99
SPC삼립	(0.82)	0.56	0.61	0.79	0.65
한섬	(0.81)	0.86	1.11	1.10	1.02
JW홀딩스	(0.81)	0.84	0.88	1.17	0.96
강원랜드	(0.81)	2.77	2.84	2.81	2.81
아이에스동서	(0.80)	2.24	3.16	3.92	3.11
아모레퍼시픽	(0.80)	0.49	0.42	0.56	0.49
한국콜마	(0.80)	0.38	0.37	0.47	0.41
LG생활건강	(0.80)	0.88	0.76	0.84	0.83

구분	금리 상관성	배당수익률(%)			
		2016	2017	2018	3년 평균
NAVER	(0.79)	0.15	0.17	0.26	0.19
한미약품	(0.79)	0.00	0.08	0.11	0.06
JW중외제약	(0.79)	0.46	0.59	0.78	0.61
한샘	(0.78)	0.55	0.67	1.78	1.00
DB손해보험	(0.78)	2.64	3.23	2.84	2.90
GS리테일	(0.78)	2.31	1.49	1.60	1.80
CJ	(0.78)	0.77	0.85	1.19	0.94
녹십자홀딩스	(0.78)	1.26	0.76	1.00	1.01
고려아연	(0.77)	1.79	2.03	2.54	2.12
한미사이언스	(0.77)	0.00	0.18	0.25	0.14
한세실업	(0.77)	1.29	1.67	2.27	1.74
대교	(0.76)	2.95	2.93	3.13	3.00
팜스코	(0.76)	0.85	0.86	0.64	0.78
한국셀석유	(0.76)	4.29	4.43	5.65	4.79
동원시스템즈	(0.75)	0.42	1.06	1.83	1.10
SK텔레콤	(0.74)	4.46	3.75	3.71	3.97
CJ CGV	(0.74)	0.50	0.47	0.49	0.49
롯데푸드	(0.74)	0.95	3.98	2.12	2.35
LG유플러스	(0.73)	3.06	2.86	2.27	2.73
쌍용양회	(0.73)	1.08	5.74	5.88	4.23
CJ제일제당	(0.73)	0.70	0.82	1.06	0.86
삼양사	(0.72)	1.43	1.35	2.73	1.84
롯데칠성	(0.70)	0.69	2.48	1.93	1.70
AK홀딩스	(0.70)	0.98	0.95	1.39	1.11
S&T모티브	(0.69)	2.05	2.13	4.44	2.87

[Appendix] KOSPI200 기업 금리 상관성 분석 (2)

구분	금리 상관성	배당수익률(%)			
		2016	2017	2018	3년 평균
현대리바트	(0.69)	0.34	0.31	1.45	0.70
영원무역	(0.69)	0.82	0.95	0.91	0.89
영진약품	(0.67)	0.00	0.00	0.00	0.00
농심	(0.66)	1.20	1.13	1.57	1.30
대한유화	(0.65)	1.45	1.52	2.61	1.86
삼성전자	(0.65)	1.58	1.67	3.66	2.30
호텔신라	(0.64)	0.73	0.41	0.46	0.53
일양약품	(0.64)	0.24	0.00	0.00	0.08
한국전력	(0.63)	4.49	2.07	0.00	2.19
롯데지주	(0.61)	0.89	0.00	1.52	0.80
한국금융지주	(0.60)	1.91	2.32	3.03	2.42
대용제약	(0.60)	0.87	0.36	0.32	0.52
삼양홀딩스	(0.59)	1.67	1.64	2.55	1.95
대상	(0.57)	1.52	1.81	2.20	1.84
SK하이닉스	(0.56)	1.34	1.31	2.48	1.71
DB하이텍	(0.56)	0.00	2.08	2.30	1.46
현대그린푸드	(0.55)	0.39	0.54	1.47	0.80
녹십자	(0.54)	0.80	0.55	0.74	0.70
한올바이오파마	(0.53)	0.00	0.00	0.00	0.00
셀트리온	(0.53)	0.00	0.00	0.00	0.00
유니드	(0.50)	2.46	2.36	2.62	2.48
BGF	(0.48)	0.95	1.31	0.43	0.90
고려제강	(0.47)	0.87	0.96	1.51	1.11
현대해상	(0.47)	4.29	3.19	2.75	3.41
LIG넥스원	(0.44)	1.17	0.84	1.35	1.12

구분	금리 상관성	배당수익률(%)			
		2016	2017	2018	3년 평균
효성	(0.42)	2.91	3.03	10.00	5.31
필라코리아	(0.40)	0.35	0.31	0.09	0.25
동아쏘시오홀딩스	(0.40)	0.64	0.78	0.92	0.78
HDC	(0.39)	1.49	2.47	0.87	1.61
이노션	(0.39)	1.66	1.37	2.37	1.80
엔씨소프트	(0.38)	1.54	1.63	1.30	1.49
제일기획	(0.37)	1.90	3.58	3.42	2.97
종근당	(0.36)	0.86	0.65	0.84	0.78
BGF리테일	(0.34)	0.00	0.48	1.31	0.60
코스맥스	(0.32)	0.84	0.26	0.46	0.52
후성	(0.30)	0.00	0.00	0.00	0.00
한전KPS	(0.30)	1.25	3.62	5.39	3.42
카카오	(0.26)	0.19	0.11	0.12	0.14
두산밥캣	(0.26)	1.95	2.23	2.86	2.35
롯데케미칼	(0.23)	1.08	2.85	3.79	2.57
일진머티리얼즈	(0.22)	0.36	1.70	0.00	0.69
KCC	(0.22)	2.50	2.36	2.91	2.59
오리온홀딩스	(0.21)	1.44	2.25	3.80	2.50
영풍	(0.21)	0.94	0.93	1.34	1.07
LG하우시스	(0.20)	1.88	1.85	0.44	1.39
휴캠스	(0.19)	2.30	6.11	4.98	4.46
신세계인터내셔널	(0.16)	0.91	0.81	0.44	0.72
삼성생명	(0.15)	1.07	1.61	3.25	1.98
에스엘	(0.15)	1.21	1.63	2.01	1.62
GKL	(0.13)	4.89	2.50	2.85	3.41

[Appendix] KOSPI200 기업 금리 상관성 분석 (3)

구분	금리 상관성	배당수익률(%)			
		2016	2017	2018	3년 평균
빙그레	(0.12)	1.96	1.98	1.86	1.93
세방전지	(0.06)	0.94	1.12	1.39	1.15
현대글로비스	(0.05)	1.94	2.21	2.56	2.24
태광산업	(0.04)	0.18	0.15	0.23	0.19
대덕전자	(0.03)	3.68	3.04	3.30	3.34
한국가스공사	(0.02)	0.00	0.00	2.82	0.94
남양유업	0.01	0.14	0.14	0.16	0.15
SK이노베이션	0.01	4.37	3.91	4.46	4.25
LG이노텍	0.01	0.28	0.17	0.35	0.27
풍산	0.01	1.73	1.68	2.19	1.87
쿠쿠홀딩스	0.02	2.67	2.76	2.53	2.65
삼성SDI	0.02	0.92	0.49	0.46	0.62
동아에스티	0.04	0.47	0.50	0.96	0.64
삼성물산	0.06	0.44	1.59	1.90	1.31
현대엘리베이	0.06	0.87	0.92	0.84	0.88
넥센타이어	0.07	0.77	0.85	1.09	0.90
LG	0.07	2.17	1.43	2.86	2.15
S-Oil	0.07	7.32	5.04	0.77	4.38
SK디스크버리	0.09	0.42	0.72	2.30	1.15
코오롱인더	0.10	1.49	1.24	1.57	1.43
만도	0.12	2.13	0.32	1.73	1.39
신한지주	0.12	3.20	2.94	4.04	3.39
한화케미칼	0.18	1.42	1.11	0.99	1.17
SKC	0.19	2.27	1.91	2.79	2.32
KB금융	0.22	2.92	3.03	4.13	3.36

구분	금리 상관성	배당수익률(%)			
		2016	2017	2018	3년 평균
한화	0.23	1.71	1.45	2.23	1.80
GS	0.23	2.96	2.89	3.68	3.18
LG화학	0.25	1.92	1.48	1.73	1.71
하나금융지주	0.25	3.36	3.11	5.24	3.90
신세계	0.26	0.71	0.42	0.78	0.64
현대모비스	0.28	1.33	1.33	2.11	1.59
현대홈쇼핑	0.28	1.35	1.41	1.92	1.56
대림산업	0.30	0.34	1.21	1.66	1.07
기업은행	0.30	3.78	3.75	4.91	4.15
한일현대시멘트	0.31	0.00	0.00	1.90	0.63
한국타이어앤테크놀로지	0.35	0.69	0.73	1.12	0.85
기아차	0.37	2.80	2.39	2.67	2.62
세아베스틸	0.39	3.13	3.10	4.80	3.68
금호석유	0.40	0.98	1.01	1.55	1.18
NH투자증권	0.44	4.15	3.60	3.83	3.86
현대백화점	0.44	0.64	0.77	1.00	0.80
삼성전기	0.44	0.98	0.75	0.97	0.90
삼성에스디에스	0.45	0.54	1.00	0.98	0.84
남해화학	0.46	0.54	0.75	0.43	0.57
한화생명	0.46	1.23	2.03	2.37	1.88
LG디스플레이	0.47	1.59	1.67	0.00	1.09
쌍용차	0.48	0.00	0.00	0.00	0.00
LG상사	0.48	0.85	0.92	1.63	1.13
현대차	0.50	2.74	2.56	3.38	2.89
BNK금융지주	0.55	2.65	2.44	4.09	3.06

[Appendix] KOSPI200 기업 금리 상관성 분석 (4)

구분	금리 상관성	배당수익률(%)			
		2016	2017	2018	3년 평균
삼성카드	0.55	3.78	3.79	4.63	4.07
LF	0.55	2.32	1.60	2.01	1.98
현대중공업지주	0.58	0.00	0.00	5.35	1.78
현대위아	0.58	1.51	0.92	1.66	1.36
두산	0.58	4.86	4.51	4.66	4.68
현대로템	0.59	0.00	0.00	0.00	0.00
애경산업	0.60	0.00	0.00	0.95	0.32
롯데하이마트	0.61	1.18	2.69	3.64	2.50
LG전자	0.61	0.78	0.38	1.20	0.79
넷마블	0.63	0.00	0.19	0.00	0.06
롯데정밀화학	0.63	0.98	1.23	4.14	2.12
한국테크놀로지그룹	0.64	1.45	1.59	1.81	1.62
삼성바이오로직스	0.67	0.00	0.00	0.00	0.00
미래에셋대우	0.68	0.71	2.45	3.37	2.18
하이트진로	0.69	4.27	3.32	4.82	4.14
오리온	0.71	0.00	0.57	0.50	0.36
이마트	0.71	0.82	0.65	1.10	0.86
금호타이어	0.73	0.00	0.00	0.00	0.00
포스코인터내셔널	0.73	1.85	2.75	3.30	2.63
대한항공	0.74	0.00	0.74	0.76	0.50
HDC현대산업개발	0.75	0.00	0.00	1.04	0.35
KT	0.75	2.72	3.31	3.69	3.24
삼성증권	0.75	2.05	2.73	4.44	3.07
한화에어로스페이스	0.77	0.00	0.00	0.00	0.00
현대미포조선	0.77	0.00	0.00	1.17	0.39

구분	금리 상관성	배당수익률(%)			
		2016	2017	2018	3년 평균
LS산전	0.78	2.01	1.69	2.45	2.05
효성중공업	0.78	0.00	0.00	0.00	0.00
동국제강	0.79	1.36	0.91	0.00	0.76
현대건설	0.79	1.17	1.38	0.92	1.16
SK네트웍스	0.79	1.45	1.80	2.31	1.85
한국조선해양	0.79	0.00	0.00	0.00	0.00
삼성중공업	0.80	0.00	0.00	0.00	0.00
대우조선해양	0.80	0.00	0.00	0.00	0.00
OCI	0.81	0.51	1.43	0.79	0.91
롯데쇼핑	0.81	0.96	2.61	2.46	2.01
GS건설	0.82	0.00	1.06	2.29	1.12
락앤락	0.82	3.45	0.48	0.39	1.44
LS	0.82	2.11	1.72	2.55	2.13
한전기술	0.82	0.47	0.92	0.67	0.69
동양	0.83	1.68	2.52	2.42	2.21
우리금융지주	0.83	0.00	0.00	0.00	0.00
삼성엔지니어링	0.83	0.00	0.00	0.00	0.00
팬오션	0.85	0.00	0.00	0.00	0.00
현대제철	0.86	1.32	1.28	1.66	1.42
대우건설	0.86	0.00	0.00	0.00	0.00
한라홀딩스	0.87	2.06	2.15	4.57	2.93
두산중공업	0.89	2.02	0.00	0.00	0.67
POSCO	0.89	3.11	2.41	4.12	3.21
두산인프라코어	0.89	0.00	0.00	0.00	0.00
SK케미칼	0.92	0.00	0.00	0.57	0.19

3) Multi-Hedge 우선주: 시장 Up/Down-side 리스크 동시 헤지 대안

• 우선주?

- ✓ 보통주에 부여된 의결권(경영 참가권)이 없는 대신 보통주에 앞선 배당금 수령권 및 잔여재산 청구권이 존재하는 종류증권

• 우선주 발행 및 투자 동인

- ✓ 기업: 부채비율 높이지 않고(채권 발행), 경영권에 대한 희석(보통주 발행) 없이 필요자금 조달이 가능
- ✓ 투자자: 기업가치 증대에 따른 효익을 보통주와 공유하나, 보통주 대비 낮은 가격으로 투자 가능하며 보다 높은 배당금을 수취

• 우선주 가격 결정 모델

- ✓ 배당할인모형(DDM): 우선주 주가(P) = 배당금(D) / 요구수익률(k)
- ✓ 시장요인 모델: 우선주 주가 = 보통주 주가 - 경영권(의결권) 프리미엄
- ✓ 시장요인 수정 모델: 우선주 주가 = 보통주 주가 - 경영권 프리미엄 - 유동성 리스크 + 고배당 프리미엄

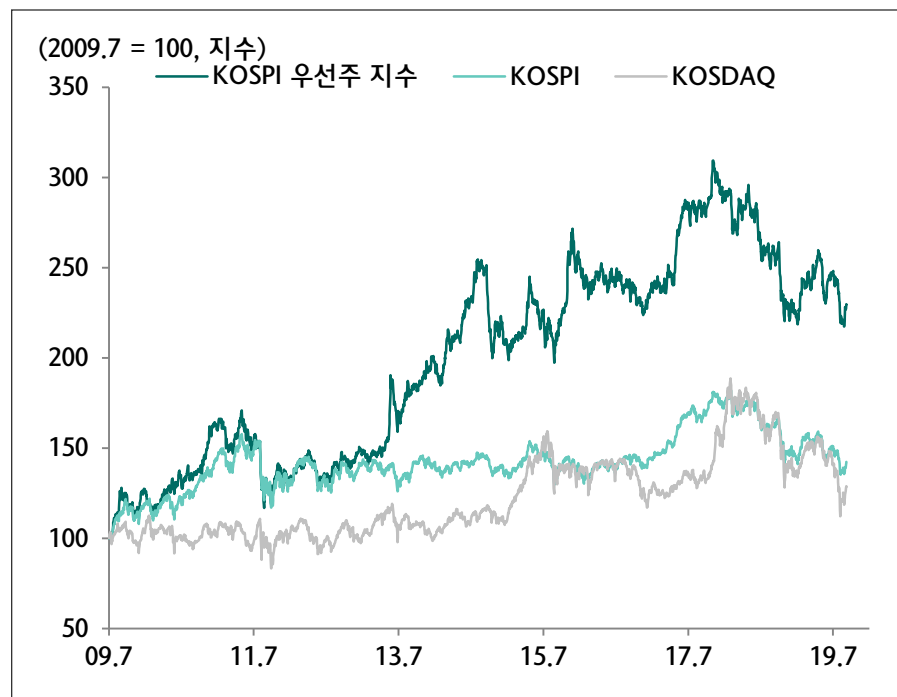
• 우선주 투자판단의 Key

- ✓ 보통주/우선주 간 가격 괴리율 판단
- ✓ 보통주에 부여된 의결권(경영권) 프리미엄의 적정성 판단
- ✓ 보통주 대비 우선주 유동성 및 수급 제약 검토
- ✓ 우선주 배당 메리트에 대한 가치판단

투자 패러다임 변화와 우선주

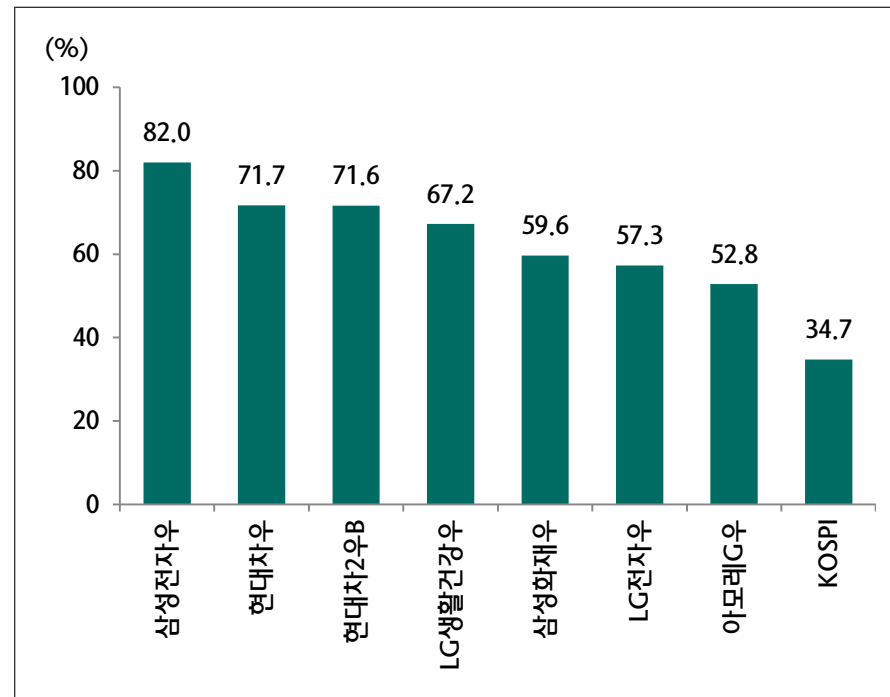
- 한국경제 감속 성장 전환은 주식시장 내 투자 패러다임 변화를 촉발
 - 성장성을 염두에 둔 Capital gain(자본/매매차익) 추구에서 안정성에 주목한 Total return(자본차익+주주이익 환원) 제고로 이동
 - 트렌드 변화의 주역은 외국인. 가격/배당 메리트 검토 (MSCI Korea 지수 소속)우선주에 러브콜을 집중

2012년 이후 시장 대비 우선주 차별화 양상 본격화



자료: Dataguide, 하나금융투자

2005년 이후 외국인 평균 보유비중

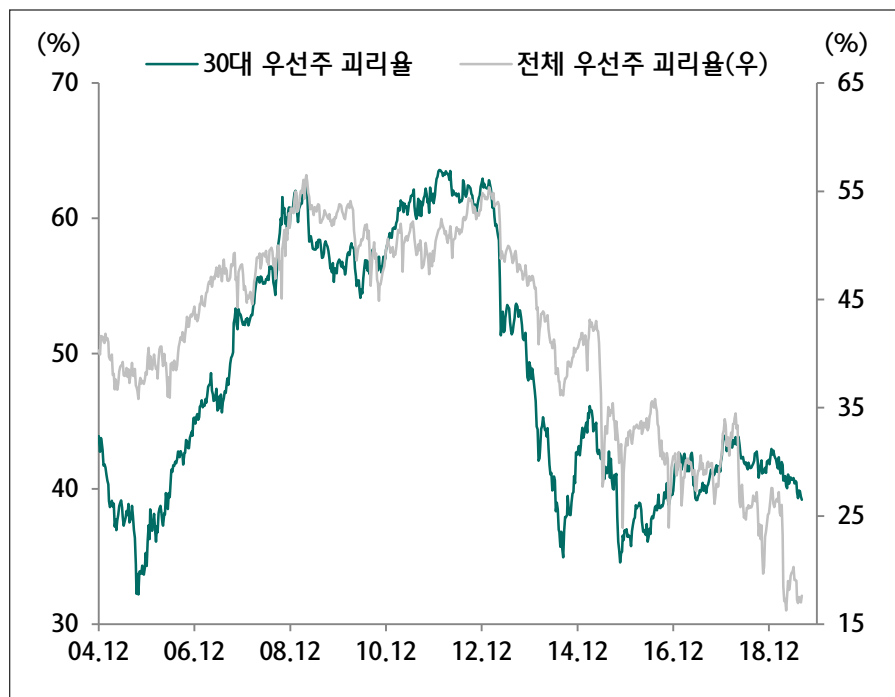


자료: Dataguide, 하나금융투자

보통주도 싸지만 우선주는 극단적 저평가

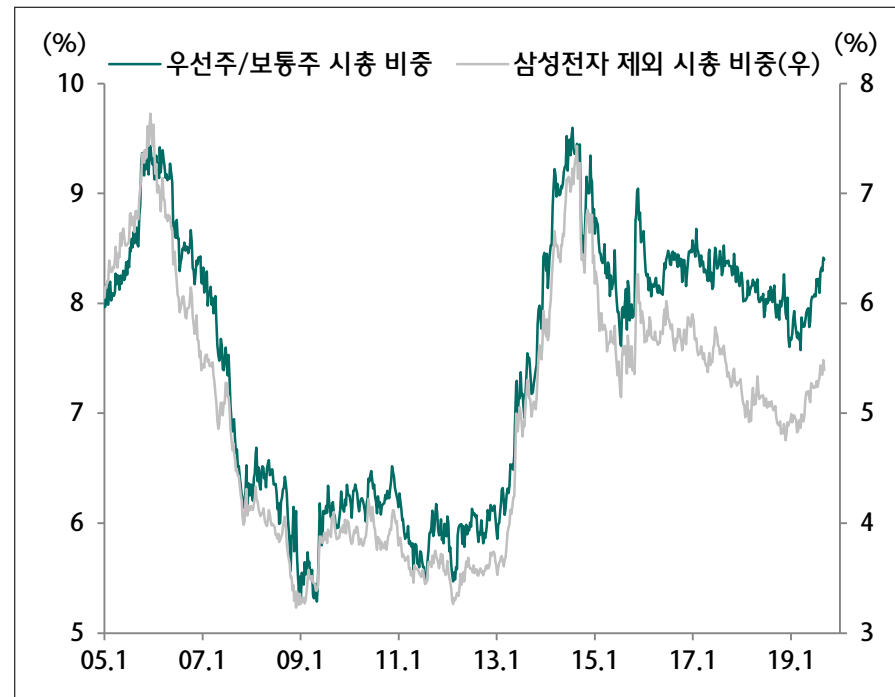
- 시가총액 상위 30대 우선주의 동일기업 보통주 대비 주가 괴리율은 39.2%(이상 급등락 우선주로 인해 시장 내 착시현상이 심화)
→ 중시 침체로 말미암아 동일기업 보통주도 현저히 저평가됐으나 우선주는 기업가치를 공유함에도 불구하고 극단적 저평가 구도가 확연
- 삼성전자 이재용 부회장은 2016년 자사주 매입 결정과 함께 보통주/우선주 Target 괴리율 10% 사수 의지를 피력
→ “우선주가 보통주에 비해 10% 이상 낮아질 경우 우선주 자사주 매입 비중을 높여갈 것이다(2015. 12. 28, 매일경제)”

보통주 대비 우선주 가격 괴리율



자료: Dataguide, 하나금융투자

전체 및 삼성전자 제외 우선주/보통주 시총 비중

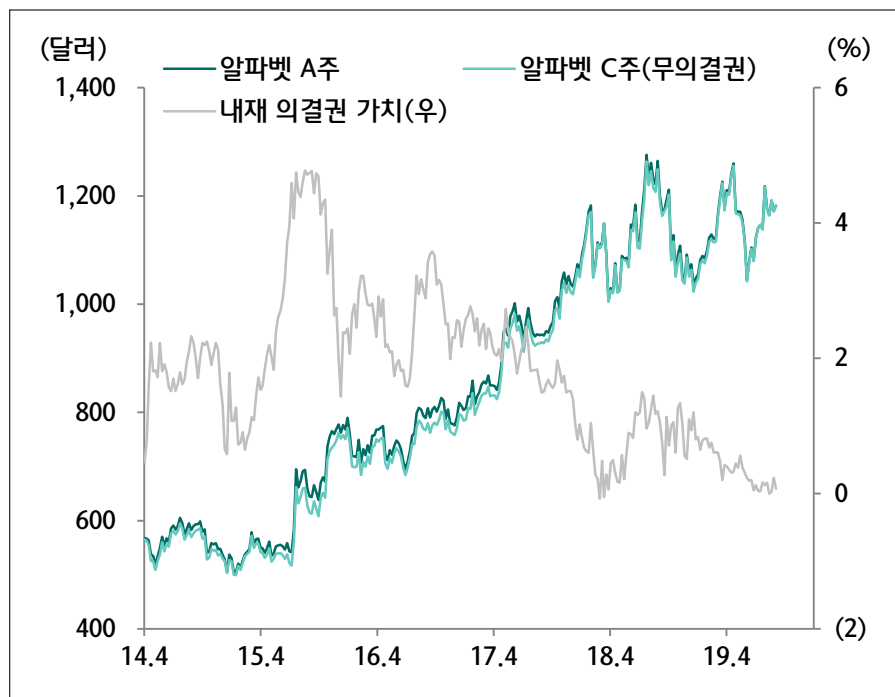


자료: Dataguide, 하나금융투자

선진국 우선주 Case Study: 우선주 가격은 Par Value에 근접

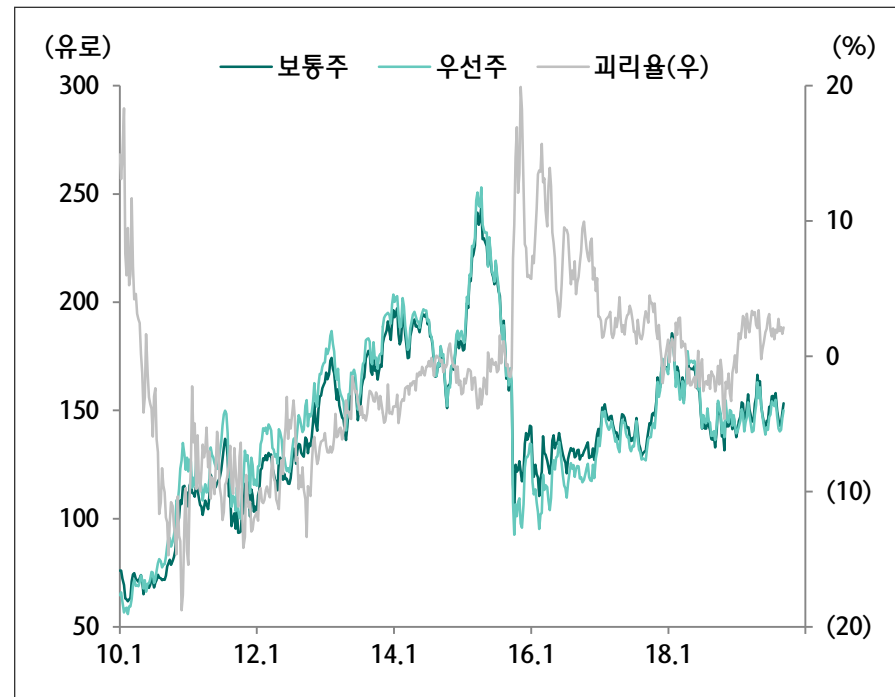
- 선진증시 내 의결권 가치는 경영권 확보 목적이 아닌 이상 프리미엄 대상보단 주식매수의 부대비용 성격으로 평가
 - 알파벳(구글) 의결권 가치는 A(의결권 有)주 주가의 0.5% 수준에 불과
 - 버크셔 해서웨이 A주 의결권은 B주 대비 10,000배. 그러나 A/B주 가격괴리는 2000년 이후 평균 1,505배 수준에 불과
 - 전체 46개 독일 우선주의 보통주 대비 평균 가격 괴리율은 3.5%에 불과

알파벳(구글) 의결권 가치는 A주 주가의 0.5%에 불과



자료: REFINITIV, 하나금융투자

폭스바겐 보통주/우선주 주가 및 괴리율 추이

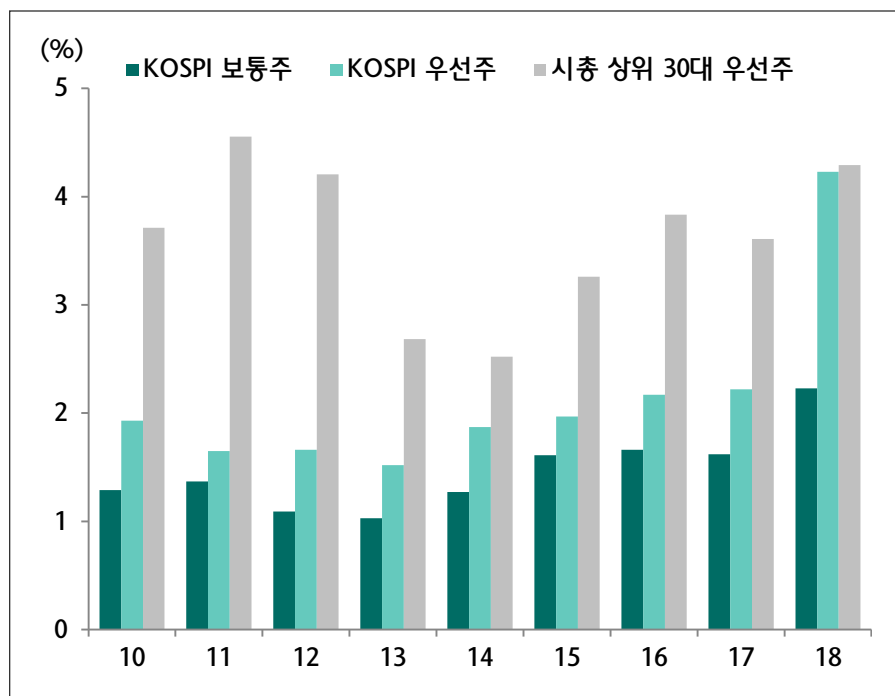


자료: REFINITIV, 하나금융투자

중장기 차익거래 원천으로서 우선주를 팔목상대

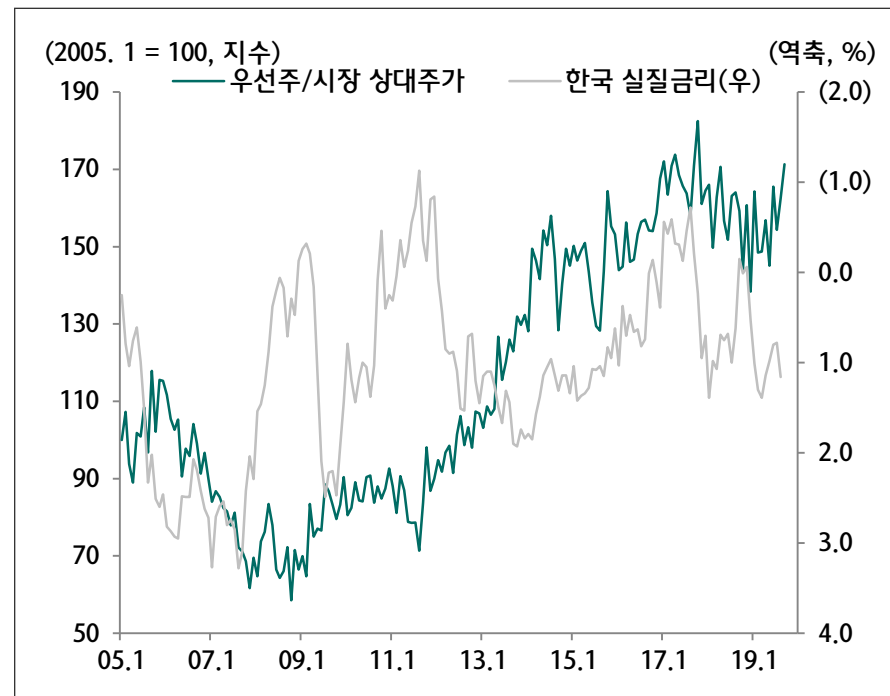
- 저성장/저금리 기조 고착화는 안전마진 확보 투자대안으로서 우선주의 전술적 유용성을 지지
 - 우선주(P) = 배당금(D)/요구수익률(k). 금리하락은 기업 배당압력을 자극하며 시장 내 배당투자에 대한 관심을 환기(k↓ & D↑)
- 1) 경제민주화법, 2) 김영란법, 3) 스튜어드십 코드 등의 도입은 기업 건전성 제고를 위한 제도적 감시자 및 파수꾼 증가를 의미
 - 기업 주주정책 변화를 자극하는 동시에 그간 소외시장에 불과했던 우선주 시장의 구조적 저평가 탈피 가능성을 역설

보통주 < 우선주 < 중대형 우선주 배당수익률



자료: Dataguide, 하나금융투자

한국 실질금리와 우선주/시장 상대주가

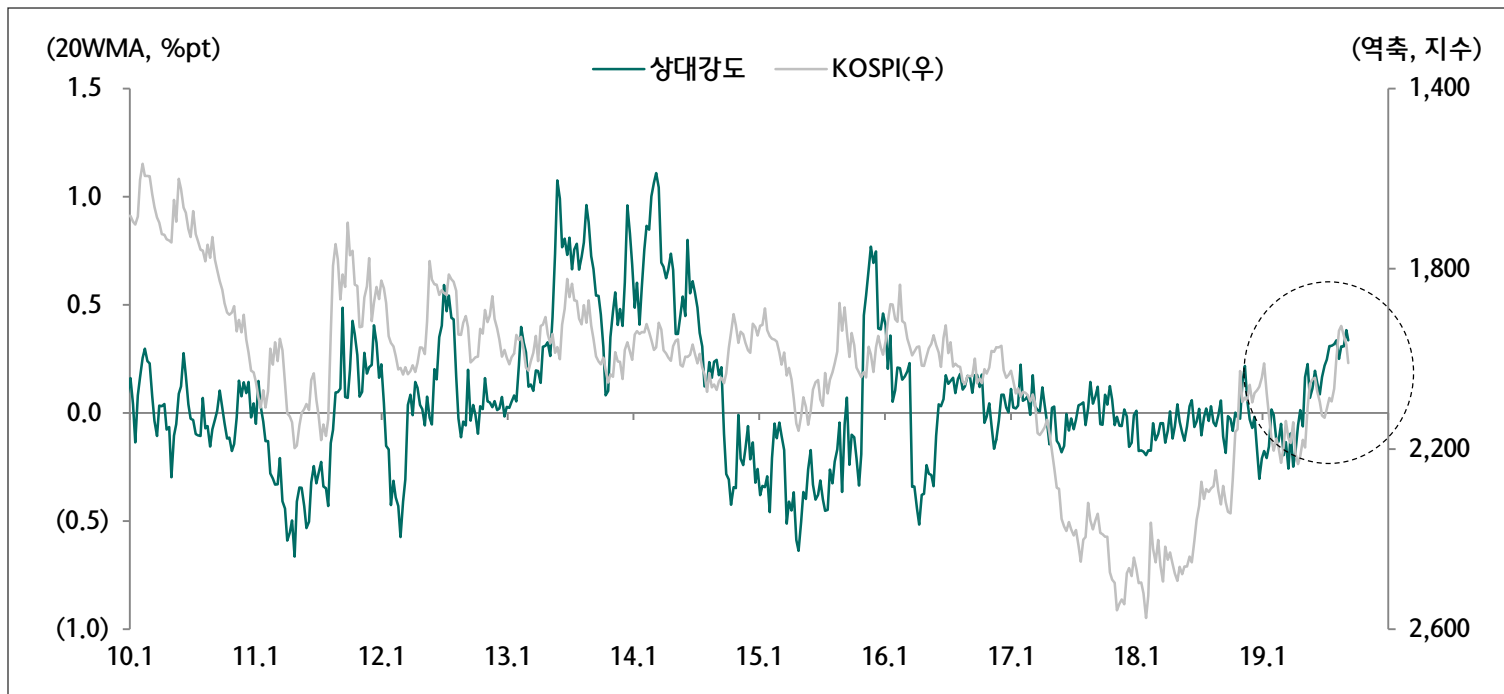


자료: REFINITIV, Dataguide, 하나금융투자

시장 상승/하락 양방향 헤지 대안

- 통상 우선주는 인덱스 정체 또는 하락기에 보통주 대비 우월한 투자성과를 기록
→ 우선주가 지닌 배당 및 저가 메리트가 주가 하락 리스크의 방어기제로 작용한 결과
- 주목할 점은 최근 시장 상승에도 불구하고, 상대 퍼포먼스 측면에서 보통주에 뒤지지 않는 견조한 주가흐름이 지속되고 있다는 것
→ 이는 단순 배당 Play 외, 소위 우선주 팔목상대 필요성과 동일기업 보통주/우선주 간 차익거래의 전술적 유용성을 지지

보통주 대비 우선주 상대강도: 우선주는 인덱스 상승 및 하방 리스크 모두에 대응하는 양방향 헷지 자산



자료: Dataguide, 하나금융투자

우선주 옥석 가리기

- 투자자들이 접근 가능한 우선주 투자대안을 선별하기 위해선, 관련 변수에 대한 다각적인 재검토 작업이 관건
→ 우선주 가격 괴리율, 배당수익률, 유동성 제약, 향후 기업가치 제고 가능성, 주가 변동성 등을 염두
- 우선주 옥석 가리기를 위해 5가지 Criteria별로 25% 구간별 평점화 작업을 시도(Tier1 = 4p, Tier2 = 3p, Tier3 = 2p, Tier4 = 1p)

우선주 옥석 가리기를 위한 5가지 평가척도

구분	항목명	기준	판단	평점			
				Tier1 (≤25%)	Tier2 (≤50%)	Tier3 (≤75%)	Tier4 (≤100%)
1	보통주 대비 가격 괴리율	(보통주-우선주)/보통주	괴리율 상위	4	3	2	1
2	우선주 배당수익률	2018년 50% + 최근 3개년 평균 50%	배당수익률 상위	4	3	2	1
3	우선주 거래대금	52주 평균 거래대금/ 우선주 시가총액	거래대금 비중 상위	4	3	2	1
4	영업이익	2018년 영업이익 증가율 50% + 최근 4개년 영업이익 증가율 50%	영업이익 증가율 상위	4	3	2	1
5	주가 변동성	52주 주가 변동성의 표준편차	주가 변동성 하위	4	3	2	1

자료: 하나금융투자

우선주 Top Picks

종목명	우선주 시가총액 (십억원)	주가(원)			2018년 배당 수익률(%)	2019년 예상	
		보통주	우선주	괴리율(%)		PER(배)	PBR(배)
삼성전자우	32,174.9	47,100	39,100	17.0	4.5	12.3	1.2
현대차2우B	3,075.7	128,000	84,300	34.1	5.3	8.5	0.5
미래에셋대우2우B	599.9	7,790	4,285	45.0	6.2	10.2	0.6
삼성화재우	525.1	233,500	164,500	29.6	6.6	13.2	0.7
두산우	351.6	108,000	79,700	26.2	7.1	16.9	1.0
한화3우B	319.1	25,850	14,200	45.1	4.1	5.4	0.5
대신증권우	245.2	13,100	9,430	28.0	7.7	N/A	N/A
NH투자증권우	173.2	13,100	9,180	29.9	6.2	8.3	0.7
SK이노베이션우	151.1	173,000	121,000	30.1	6.8	11.0	0.8
GS우	65.3	50,600	36,600	27.7	5.5	5.3	0.5

자료: Quantiwise, 하나금융투자

[Appendix] 전체 우선주 Scoring (1)

종목명	주가 (원)		과리율 (%)				배당수익률 (%)			거래대금 (억원)	지분율 (%)
	보통주	우선주	현재	평균	최대	최소	2016	2017	2018	52주평균	외국인
삼성전자우	47,100	39,100	17.0	33.0	60.5	11.8	2.0	2.0	4.5	453.4	93.2
현대차2우B	128,000	84,300	34.1	49.2	74.4	20.9	4.1	4.0	5.3	60.7	75.9
현대차우	128,000	75,400	41.1	51.0	72.9	22.9	4.2	4.3	5.8	30.7	66.3
LG생활건강우	1,290,000	758,000	41.2	55.0	81.8	25.0	1.3	1.3	1.4	18.2	91.3
LG화학우	324,500	176,500	45.6	48.2	70.5	18.0	2.8	2.4	3.1	25.0	64.1
아모레퍼시픽우	143,500	75,800	47.2	59.2	84.2	33.2	0.8	0.8	1.2	13.5	73.7
미래에셋대우2우B	7,790	4,285	45.0	48.7	53.8	43.4	-	-	6.2	9.0	6.1
삼성화재우	233,500	164,500	29.6	50.0	71.9	19.5	3.4	5.7	6.6	17.6	25.3
LG전자우	66,200	27,250	58.8	55.2	74.1	32.5	1.8	1.0	3.0	7.9	48.9
신영증권우	56,200	53,200	5.3	18.6	55.8	(4.3)	5.3	5.1	5.2	1.0	8.2
두산우	108,000	79,700	26.2	57.2	83.8	20.2	7.9	7.0	7.0	2.6	2.8
한화3우B	25,850	14,200	45.1	53.8	60.6	40.9	4.0	3.6	4.1	7.1	6.9
한국금융지주우	79,500	46,150	41.9	53.1	74.3	27.2	3.7	4.6	5.3	3.0	17.8
CJ4우(전환)	84,300	59,200	29.8	30.9	33.6	29.6	-	-	-	31.8	9.8
대신증권우	13,100	9,430	28.0	38.9	64.4	18.4	8.2	7.0	7.7	5.1	8.9
S-Oil우	102,000	60,300	40.9	27.9	54.6	4.2	11.1	6.0	1.1	8.8	11.9
현대차3우B	128,000	73,300	42.7	55.0	80.1	28.5	4.5	4.7	6.1	3.0	49.0
NH투자증권우	13,100	9,180	29.9	47.9	65.4	24.1	6.7	6.2	6.2	5.3	4.6
아모레G우	65,700	25,500	61.2	57.2	80.9	35.8	0.8	0.6	1.0	3.3	51.8
대림산업우	102,000	42,800	58.0	58.2	79.0	19.6	1.1	3.2	4.5	4.4	14.8

[Appendix] 전체 우선주 Scoring (2)

종목명	주가 (원)		과리율 (%)				배당수익률 (%)			거래대금 (억원)	지분율 (%)
	보통주	우선주	현재	평균	최대	최소	2016	2017	2018	52주평균	외국인
LG우	70,800	45,850	35.2	47.5	83.1	11.0	3.5	2.7	5.0	1.5	61.2
SK이노베이션우	173,000	121,000	30.1	51.0	75.0	24.6	7.4	5.7	6.8	6.6	20.8
CJ제일제당 우	242,000	112,500	53.5	62.7	81.4	35.1	1.5	2.0	2.8	4.2	33.6
삼성SDI우	233,500	89,500	61.7	51.3	69.3	28.0	1.9	1.1	1.2	3.2	30.5
삼성전기우	96,400	39,050	59.5	54.5	75.3	31.6	2.1	1.7	2.5	4.3	14.4
삼성물산우B	90,600	66,500	26.6	32.2	41.7	18.2	0.7	2.6	2.9	1.7	8.9
CJ우	84,300	43,200	48.8	60.9	80.5	39.7	0.7	0.8	1.0	6.3	10.9
금호석유우	74,000	31,600	57.3	54.7	80.0	7.6	2.9	2.9	4.4	8.4	18.5
대신증권2우B	13,100	8,730	33.4	40.2	100.0	22.4	8.1	6.9	7.6	1.2	1.1
대교우B	6,080	4,260	29.9	40.5	61.3	19.0	4.9	5.0	4.7	0.2	24.1
SK우	217,000	140,500	35.3	41.6	51.6	30.1	2.7	2.5	4.0	4.8	13.4
두산2우B	108,000	79,500	26.4	53.8	77.6	8.5	7.7	6.9	6.9	0.2	0.0
미래에셋대우우	7,790	4,685	39.9	50.8	71.3	24.0	1.0	4.1	6.0	1.2	0.6
GS우	50,600	36,600	27.7	42.6	71.9	17.3	4.8	4.5	5.5	1.1	10.1
롯데칠성우	140,500	73,800	47.5	57.4	78.8	31.3	1.4	5.8	4.2	0.5	11.6
부국증권우	20,350	19,000	6.6	30.0	66.8	(3.3)	6.6	5.5	6.6	0.1	13.1
코오롱인더우	42,100	20,500	51.3	62.6	76.4	46.5	3.6	3.2	3.8	1.5	13.6
롯데지주우	36,550	48,700	(33.2)	(9.3)	8.8	(51.0)	-	0.0	1.6	8.9	0.4
유한양행우	219,000	199,000	9.1	28.2	56.4	(1.3)	1.4	1.1	1.1	1.7	0.0
유화증권우	12,250	12,950	(5.7)	15.3	47.6	(10.1)	6.3	4.3	6.1	0.1	0.0

[Appendix] 전체 우선주 Scoring (3)

종목명	주가 (원)		과리율 (%)				배당수익률 (%)			거래대금 (억원)	지분율 (%)
	보통주	우선주	현재	평균	최대	최소	2016	2017	2018	52주평균	외국인
호텔신라우	86,700	50,900	41.3	39.2	76.3	(37.1)	1.3	0.8	0.9	10.1	2.3
SK케미칼우	48,100	21,300	55.7	63.0	68.0	50.2	-	-	1.8	4.1	14.1
LG하우시스우	63,600	29,750	53.2	55.1	75.0	33.8	3.3	3.3	0.9	0.4	7.2
남양유업우	488,500	179,000	63.4	57.8	77.1	22.8	0.4	0.5	0.5	0.1	86.6
BYC우	240,500	131,500	45.3	52.8	70.3	25.1	0.5	0.6	0.9	2.0	1.5
유안타증권우	2,815	2,065	26.6	41.7	64.2	21.5	0.0	0.0	0.0	0.4	0.6
세방우	12,350	6,790	45.0	54.6	75.2	21.2	2.3	2.3	2.9	0.2	13.3
넥센타이어1우B	9,250	3,805	58.9	55.6	86.4	16.0	2.0	1.8	2.8	0.1	32.7
대덕전자1우	9,700	6,250	35.6	41.2	46.6	35.6	-	-	5.5	1.0	8.2
하이트진로2우B	27,300	18,000	34.1	23.8	49.3	0.4	5.2	4.6	5.9	0.5	10.0
SK디스커버리우	23,300	14,800	36.5	58.9	81.3	30.1	1.2	1.6	4.3	9.1	5.5
태영건설우	12,850	7,650	40.5	53.0	75.9	(91.8)	0.0	1.9	2.4	3.8	3.9
현대건설우	48,200	184,500	(282.8)	(8.3)	61.5	(381.4)	1.2	1.2	0.3	6.6	5.3
대상우	22,250	13,100	41.1	52.9	82.5	(39.2)	3.2	3.8	4.5	0.7	10.5
한진칼우	29,200	32,700	(12.0)	35.2	63.1	(77.4)	0.0	1.2	1.6	50.2	3.6
대한항공우	24,100	14,300	40.7	60.4	79.4	(13.3)	0.0	2.1	2.2	27.9	2.9
금호산업우	13,100	50,700	(287.0)	11.8	78.3	(432.7)	2.0	2.5	2.3	24.3	0.0
녹십자홀딩스2우	19,650	15,750	19.8	29.8	58.4	(29.9)	1.4	1.1	1.5	0.6	0.9
넥센우	5,730	3,700	35.4	49.5	77.3	15.5	1.6	1.5	2.2	0.2	38.8
한화케미칼우	18,500	11,750	36.5	50.6	72.7	8.1	3.1	2.4	2.1	12.6	9.4

[Appendix] 전체 우선주 Scoring (4)

종목명	주가 (원)		과리율 (%)				배당수익률 (%)			거래대금 (억원)	지분율 (%)
	보통주	우선주	현재	평균	최대	최소	2016	2017	2018	52주평균	외국인
삼양홀딩스우	63,800	43,000	32.6	47.7	68.3	11.8	3.2	3.7	4.3	0.2	10.7
삼양사우	51,400	33,950	33.9	43.3	62.0	(11.3)	3.0	2.6	4.4	0.2	20.6
NPC우	4,045	2,325	42.5	32.9	69.7	(25.0)	2.8	3.7	4.5	0.1	6.8
한화우	25,850	25,200	2.5	40.8	73.2	(105.6)	3.5	3.1	3.7	17.8	2.1
남선알미우	3,880	38,950	(903.9)	(424.8)	9.7	(2,448.6)	0.0	0.0	0.0	23.0	1.4
신풍제약우	6,110	5,450	10.8	32.8	63.1	(46.8)	0.0	0.0	0.0	3.6	0.2
쌍용양회우	6,220	7,570	(21.7)	34.9	68.7	(36.1)	1.7	7.2	7.2	4.8	4.0
계양전기우	2,940	8,090	(175.2)	17.4	52.2	(341.9)	1.8	1.6	0.8	9.3	3.5
SK증권우	645	2,850	(341.9)	(48.5)	36.8	(480.0)	0.0	0.0	0.4	7.3	1.0
코오롱우	16,900	10,350	38.8	53.3	82.1	29.2	2.2	1.9	3.2	1.8	5.4
루트로닉3우C	8,790	12,900	(46.8)	(30.0)	6.9	(63.0)	0.1	1.0	1.3	0.1	0.1
하이트진로홀딩스우	11,400	23,350	(104.8)	39.1	74.9	(186.2)	2.4	2.0	3.2	20.7	0.7
한화투자증권우	2,255	2,180	3.3	39.0	73.0	(28.5)	0.0	0.0	0.0	5.4	2.3
SK네트웍스우	5,450	88,700	(1,527.5)	(198.4)	69.8	(2,339.0)	0.3	0.3	0.0	13.8	2.4
태양금속우	1,085	3,025	(178.8)	(3.5)	73.5	(463.1)	0.6	0.3	0.3	3.7	0.2
대원전선우	1,325	3,350	(152.8)	(15.9)	64.6	(297.0)	0.0	0.0	0.0	2.0	0.5
크라온해태홀딩스우	11,500	14,600	(27.0)	49.3	75.4	(53.6)	1.3	0.8	0.9	8.2	1.9
성신양회우	9,770	11,750	(20.3)	38.1	68.9	(55.4)	0.0	0.0	2.0	6.7	0.9
대한제당우	19,350	12,800	33.9	48.9	75.0	(29.5)	5.4	4.0	4.7	1.6	0.5
서울식품우	189	3,710	(1,863.0)	(486.2)	28.1	(2,499.4)	0.0	0.0	0.0	6.5	1.5

[Appendix] 전체 우선주 Scoring (5)

종목명	주가 (원)		과리율 (%)				배당수익률 (%)			거래대금 (억원)	지분율 (%)
	보통주	우선주	현재	평균	최대	최소	2016	2017	2018	52주평균	외국인
동원시스템즈우	40,400	29,400	27.2	36.6	65.5	(25.8)	1.1	2.0	2.5	1.5	0.1
성문전자우	2,160	12,650	(485.6)	(75.8)	46.3	(532.4)	0.0	0.1	0.1	12.9	1.8
삼성중공우	8,430	64,900	(669.9)	(218.6)	23.2	(1,361.3)	0.0	0.0	0.0	4.6	3.9
일양약품우	21,550	16,550	23.2	35.0	65.1	(59.2)	0.5	0.0	0.0	0.4	1.6
코리아써우	5,080	2,440	52.0	58.2	82.9	22.4	2.4	0.0	0.0	0.1	2.8
유유제약1우	10,450	6,320	39.5	48.8	75.5	25.6	3.1	2.9	3.0	1.1	4.1
깨끗한나라우	2,460	18,750	(662.2)	(62.5)	62.4	(688.8)	0.0	0.0	0.0	6.4	2.4
현대비앤지스틸우	9,290	62,400	(571.7)	(110.0)	54.9	(842.0)	0.3	0.3	0.3	4.3	1.7
CJ씨푸드1우	3,270	34,250	(947.4)	(325.3)	49.7	(1,512.9)	0.0	0.0	0.0	12.5	1.9
크라온제과우	8,620	8,500	1.4	25.6	41.0	(15.2)	-	2.6	3.3	4.2	4.0
대호피앤씨우	1,055	1,390	(31.8)	6.4	76.4	(961.3)	0.0	0.0	0.0	2.4	0.1
대상홀딩스우	6,770	6,250	7.7	39.3	62.7	(7.0)	2.5	2.8	3.6	2.0	12.3
코오롱글로벌우	9,460	18,000	(90.3)	24.3	64.1	(232.1)	3.2	1.1	1.0	2.9	0.5
덕성우	3,340	4,015	(20.2)	43.5	70.3	(68.2)	1.8	0.9	0.6	6.5	3.3
금강공업우	4,215	9,250	(119.5)	7.0	61.8	(275.0)	1.3	1.5	1.6	3.2	1.6
노루페인트우	7,530	11,600	(54.1)	9.5	55.8	(96.7)	2.4	2.9	3.1	5.6	1.1
신원우	2,430	57,500	(2,266.3)	(767.7)	25.9	(3,560.6)	0.0	0.0	0.0	3.1	0.3
동양우	1,610	7,300	(353.4)	(60.5)	77.9	(747.1)	0.7	1.1	1.1	0.2	0.3
동부건설우	9,420	19,700	(109.1)	7.5	70.6	(156.3)	0.0	0.0	2.1	1.5	19.3
진흥기업우B	2,035	5,150	(153.1)	19.4	88.0	(167.5)	0.0	0.0	0.0	7.7	0.9

[Appendix] 전체 우선주 Scoring (6)

종목명	주가 (원)		괴리율 (%)				배당수익률 (%)			거래대금 (억원)	지분율 (%)
	보통주	우선주	현재	평균	최대	최소	2016	2017	2018	52주평균	외국인
동부제철우	6,000	27,200	(353.3)	(10.0)	71.6	(590.8)	0.0	0.0	0.0	5.8	0.0
한양증권우	7,360	8,290	(12.6)	8.6	50.1	(55.2)	5.3	4.4	3.7	0.1	0.9
DB하이텍1우	15,250	38,000	(149.2)	(94.7)	42.3	(901.7)	0.0	0.9	0.8	2.9	1.9
JW중외제약우	27,750	25,450	8.3	19.1	60.4	(100.9)	1.1	1.2	1.4	1.1	0.2
흥국화재우	3,445	5,040	(46.3)	41.5	81.7	(91.5)	0.0	0.0	0.0	0.9	1.2
진흥기업2우B	2,035	12,800	(529.0)	(92.2)	88.9	(599.8)	0.0	0.0	0.0	9.7	2.0
JW중외제약2우B	27,750	38,750	(39.6)	(95.2)	51.7	(2,164.3)	0.6	0.7	0.8	0.8	0.1
노루홀딩스우	11,550	17,850	(54.5)	6.9	64.6	(185.3)	3.1	2.2	2.5	1.4	0.3
소프트센우	1,550	22,850	(1,374.2)	(639.9)	(21.4)	(4,413.2)	0.0	0.0	0.0	0.9	0.2
코리아써키트2우B	5,080	3,945	22.3	46.4	69.3	9.1	1.9	0.0	0.0	0.0	0.1
흥국화재2우B	3,445	19,950	(479.1)	(82.2)	59.6	(747.2)	0.0	0.0	0.0	1.1	0.3
유유제약2우B	10,450	18,150	(73.7)	(16.9)	63.7	(1,112.9)	1.5	1.1	1.2	0.6	1.6
동양2우B	1,610	9,390	(483.2)	(143.7)	58.1	(1,573.1)	1.2	1.5	1.4	0.3	0.0
대한제당3우B	19,350	20,900	(8.0)	11.9	44.1	(70.3)	3.3	2.5	2.2	1.1	0.0
동양3우B	1,610	28,200	(1,651.6)	(491.7)	61.9	(2,249.9)	0.6	0.7	0.5	1.0	0.0