

[퀀트]

유영간  
02-3774-1917  
myounggan.yoo@miraeasset.com

# 퀀트전략

## 가을 필수템, 배당주

### 10월엔 배당주가 Winner

매년 10월에는 주식시장을 이길 수 있는 팩터가 있다. 고배당 팩터다. 연말로 갈수록 배당에 대한 기대감이 높아지기 때문이다. 2010년 이후 배당수익률 상위 기업의 10월 성과는 벤치마크를 평균 +2.0%p 상회했다. 1월~12월 중 가장 높은 성과다. 상승 확률은 78%로 2013년과 2017년을 제외하고 모두 벤치마크 상회하는 성과를 기록했다(KOSPI200 기업 중 배당수익률(FY1) 상위 20% 기업에 동일 가중으로 투자).

배당주는 금리와 연관성이 높다. 금리가 상승하는 국면에서는 배당주가 약세를 보이고, 반대로 금리가 하락할 때에는 배당주가 강세를 나타낸다. 현재 KOSPI 배당수익률 컨센서스는 2.5%로 국고채 3년 금리인 1.3%보다 절대적으로 높은 수준이다. 배당수익률-3년 금리 스프레드는 1.2%p로 2018년 하반기 이후 확대 추세다.

### 배당주에 대해 선별적 접근이 필요

올 가을 배당주에 투자 할 때에는 유의해야 할 점이 있다. 국내 기업들의 실적 둔화로 배당 성장을 충족시키지 못할 가능성이 있기 때문이다. 2019년 합산 순이익은 전년 대비 27.4% 감익이 예상되고 있지만 합산 현금배당액은 7.1% 증가가 예상되고 있다. 삼성전자를 제외한 순이익, 현금배당액 증가율 컨센서스는 각각 -14.5%, +10.0% 수준이다. 2019년 현금배당 성향 컨센서스는 31.6%로 지난해 대비 +10.5%p 상승이 예상된다.

과거 국내 기업들의 이익 둔화 국면이었던 2011~2013년에도 실제 배당액은 컨센서스를 만족시키지 못했다. 배당 컨센서스와 실제치 괴리율은 평균 -11.3%를 기록했고, 컨센서스를 하회한 기업 비중도 50%를 넘어섰다.

시장 전반적으로 배당수익률이 높은 기업들이 증가했다. KOSPI 기업 중에서 2019년 예상 배당수익률이 3% 이상인 기업 비중은 29%로 2015년 이후 지속적으로 상승 추세다. 그러나 올해는 기업들의 실적 둔화로 높아진 배당수익률을 달성하지 못하는 기업이 늘어날 수 있다. 결론적으로 단순히 배당수익률이 높은 기업보다 배당 컨센서스를 만족시킬 가능성이 높은 고배당주를 선택하는 것이 유리하다.

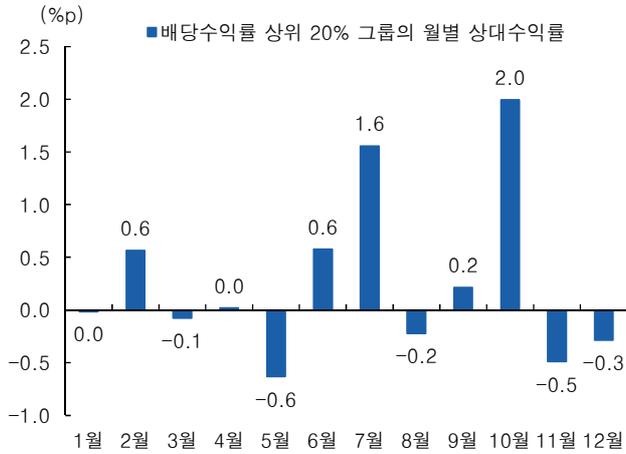
### 배당 컨센서스를 만족시킬 고배당주

배당 컨센서스의 과대 추정 여부를 판단하기 위해 1) 2019년 상반기 순이익 증가율, 2) 2019년 연간 순이익 증가율(예상치), 3) 과거 3년간 DPS 실제치의 컨센서스 괴리율, 4) 2019년 현금배당성향 컨센서스와 과거 3년 평균값의 괴리율을 활용했다.

우선 이익이 증가하는 기업은 배당을 유지할 가능성이 높다. 그러나 이익은 감소하는 기업은 배당을 유지하기 어려워 컨센서스를 만족시킬 가능성도 낮다. 또한, 과거 배당 실제치와 컨센서스와 괴리율이 높은 기업들은 배당 정책이 일관적이지 못하다고 판단할 수 있다. 마지막으로 올해 예상되는 배당성향과 과거 평균값의 괴리가 크다면 배당 컨센서스가 과대 추정되어 있다고 판단할 수 있다.

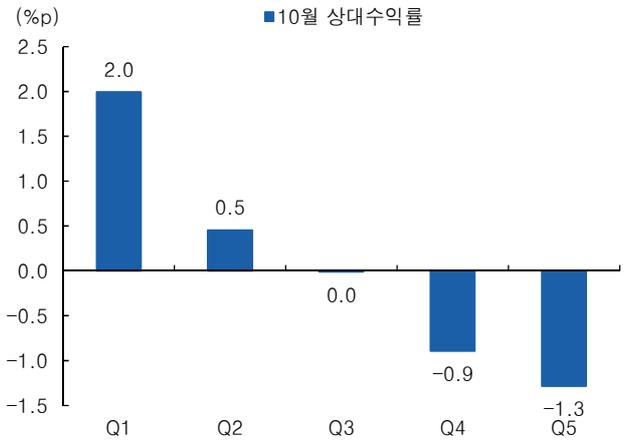
앞서 논의한 기준들을 바탕으로 <표 1>에서 2019년 기말 배당수익률 3.0% 이상인 기업들의 배당 컨센서스 과대 추정 여부를 판단했다. 4가지 조건을 모두 만족하는 고배당주는 기업은행(5.4%, 19F 기말배당수익률), 메리츠화재(4.3%), KT&G(4.0%), 롯데쇼핑(3.9%), 제일기획(3.4%)이다.

그림 1. 배당수익률 상위 그룹의 월별 수익률



자료: WISEfn, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 배당수익률 분위별 10월 상대수익률



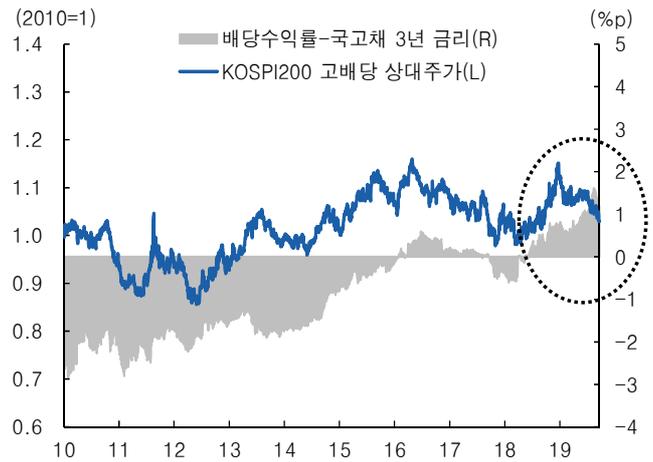
자료: WISEfn, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 금리가 하락하면 배당주가 강세



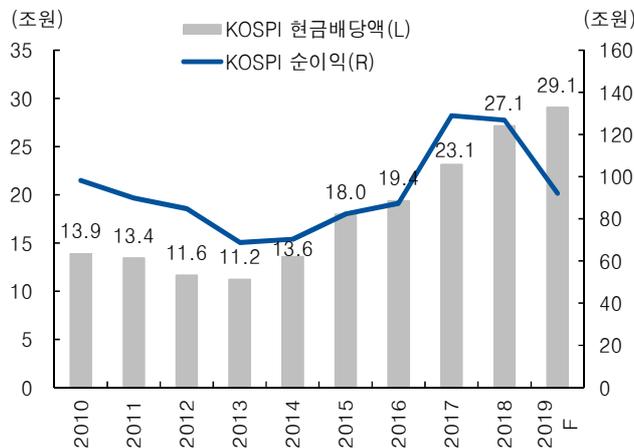
자료: WISEfn, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 배당수익률-3년 금리 스프레드 확대



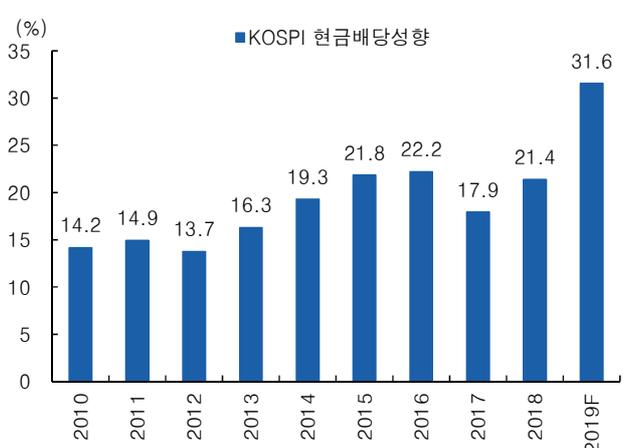
자료: WISEfn, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 연도별 KOSPI 현금배당액과 순이익



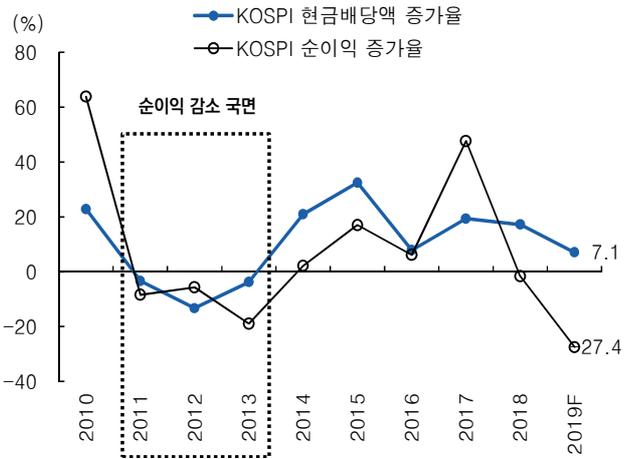
자료: WISEfn, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 연도별 KOSPI 배당성향



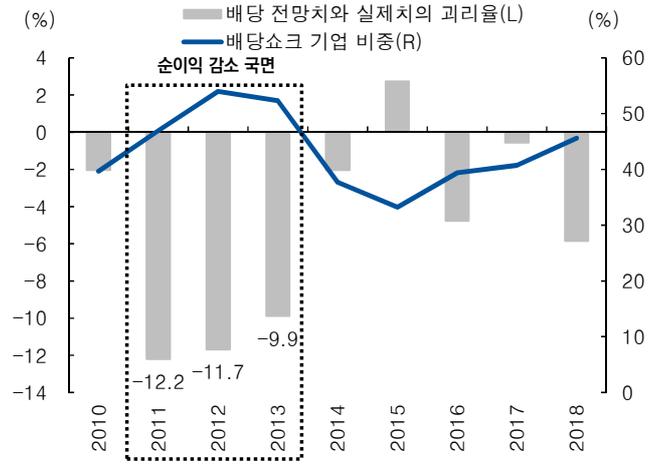
자료: WISEfn, 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. KOSPI 현금배당액 증가율과 순이익 증가율



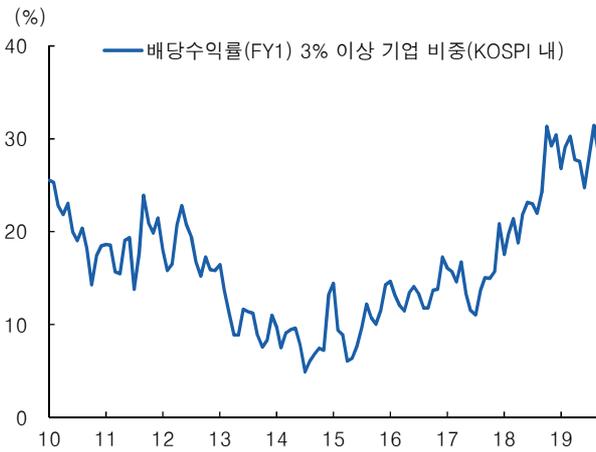
자료: WISEfn, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 순이익 둔화 사이클→배당 쇼크에 유의



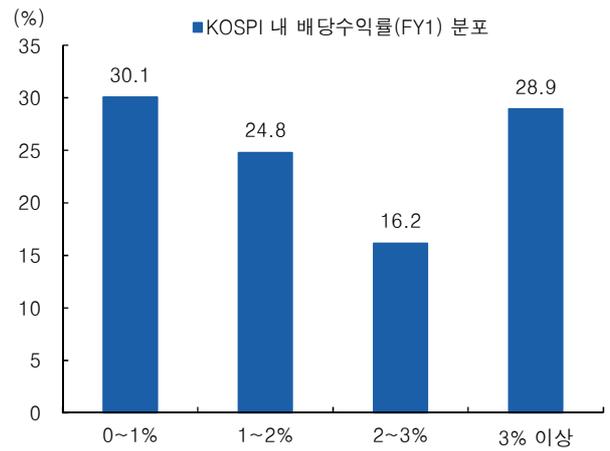
자료: WISEfn, 미래에셋대우 리서치센터

그림 9. 배당수익률이 높은 기업 비중이 추세적으로 상승



자료: WISEfn, 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. 배당수익률 그룹별 비중



자료: WISEfn, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 2019년 예상 기말 배당수익률 3% 이상 기업: 배당 컨센서스 과대 추정 여부 판단 (억원, %)

배당 컨센서스 과대 추정 가능성	종목코드	종목명	업종명	시가총액	배당수익률 (19F, 기말)	배당 컨센서스 과대추정 여부 판단 (X: 과대추정 ↑)			
						순이익 증가(1H19)	순이익 증가(19F)	DPS 컨센/실제 괴리율	배당성향 괴리율
Low ↑ ↓ High	A024110	기업은행	은행	77,617	5.4	O	O	O	O
	A000060	메리츠화재	보험	21,486	4.3	O	O	O	O
	A033780	KT&G	필수소비재	142,784	4.0	O	O	O	O
	A023530	롯데쇼핑	소매(유통)	38,190	3.9	O	O	O	O
	A030000	제일기획	미디어,교육	28,358	3.4	O	O	O	O
	A082640	동양생명	보험	6,374	6.6	O	O	X	O
	A008560	메리츠증권	증권	31,051	4.8	O	O	X	O
	A105560	KB금융	은행	183,133	4.8	X	O	O	O
	A005940	NH투자증권	증권	36,020	4.8	O	O	X	O
	A175330	JB금융지주	은행	11,445	4.8	O	O	X	O
	A086790	하나금융지주	은행	109,138	4.2	X	O	O	O
	A055550	신한지주	은행	203,195	4.1	O	O	X	O
	A003690	코리안리	보험	9,750	4.0	O	O	X	O
	A018670	SK가스	유틸리티	7,012	3.9	X	O	O	O
	A030200	KT	통신서비스	72,067	3.9	X	O	O	O
	A006800	미래에셋대우	증권	50,230	3.6	O	O	X	O
	A071050	한국금융지주	증권	42,185	3.4	O	O	X	O
	A047050	포스코인터내셔널	상사,자본재	24,428	3.2	O	O	X	O
	A139130	DGB금융지주	은행	12,957	5.2	O	X	X	O
	A071840	롯데하이마트	소매(유통)	7,708	5.0	X	O	X	O
	A016360	삼성증권	증권	32,148	4.8	X	O	X	O
	A138930	BNK금융지주	은행	23,500	4.8	X	O	X	O
	A001430	세아베스틸	철강	6,150	4.6	X	O	X	O
	A085620	미래에셋생명	보험	7,497	4.2	O	X	X	O
	A011170	롯데케미칼	화학	84,146	4.0	X	X	O	O
	A078930	GS	에너지	47,108	3.9	X	X	O	O
	A002380	KCC	건설,건축관련	24,597	3.4	X	O	O	X
	A035250	강원랜드	호텔,레저서비스	62,792	3.1	X	O	X	O
	A036460	한국가스공사	유틸리티	37,941	3.0	X	O	X	O
	A069260	휴켄스	화학	8,809	5.0	X	X	X	O
	A029780	삼성카드	은행	39,334	4.8	X	X	X	O
	A034830	한국토지신탁	은행	5,416	4.6	X	X	X	O
	A051600	한전KPS	유틸리티	15,593	4.4	X	X	X	O
	A028150	GS홈쇼핑	소매(유통)	10,513	4.4	X	X	X	O
	A000810	삼성화재	보험	108,252	4.2	X	X	X	O
	A004000	롯데정밀화학	화학	11,945	3.8	X	X	X	O
	A017670	SK텔레콤	통신서비스	194,597	3.8	X	X	O	X
	A001450	현대해상	보험	23,244	3.7	X	X	X	O
	A096770	SK이노베이션	에너지	156,729	3.5	X	X	O	X
	A005830	DB손해보험	보험	36,391	3.4	X	X	X	O
A002270	롯데푸드	필수소비재	5,065	3.3	X	X	X	O	
A006360	GS건설	건설,건축관련	26,775	3.1	X	X	X	O	
A006650	대한유화	화학	8,450	3.1	X	X	X	O	
A003550	LG	상사,자본재	123,551	3.0	X	X	X	O	
A032640	LG유플러스	통신서비스	60,034	3.0	X	X	X	O	
A115390	락앤락	비철,목재등	6,909	3.9	X	X	X	X	
A032830	삼성생명	보험	145,400	3.8	X	X	X	X	
A000080	하이트진로	필수소비재	18,375	3.1	X	X	X	X	

주1: 배당수익률은 2019년 9월 24일 종가 기준, 시가총액 5,000억원 이상 기업임  
 주2: 과거 3년 동안 DPS 실제치가 컨센서스를 5% 이상 하회한 경우 과대 추정, 2019년 현금배당성향 컨센서스가 과거 3년 평균값보다 20%p 이상 클 경우 과대 추정으로 판단  
 자료: WISEfn, 미래에셋대우 리서치센터

## 퀀트전략

가을 필수템, 배당주

### Compliance Notice

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.