

배당락 D-1, 배당락일 순수 시가갭은 항상 (+)였다

1. 과거 배당락 효과는 세 가지

(1) 2005년 이후 8년간 배당락일 시가갭은 배당락 효과를 제외하면 항상 (+). 거래세 보상도 가능해 올해도 유사한 상황이 발생한다면 <배당부일 증가 K200 바스켓 매수, 배당락일 시가 바스켓 매도> 전략도 가능할 것

(2) 시가 베이스스 상승폭에 비해 장중 베이스스는 안정화되는 패턴을 보여. 배당락일 장초반 베이스스가 급등해 거래세 보상을 상회한다면 장중에는 베이스스가 하락할 가능성이 높으므로 차익거래는 가급적 장초반에 진입하는 것이 바람직

(3) 베이스스 증감을 바탕으로 실제 배당의 증감 방향을 예측 가능. 배당락 당일 시가 베이스스 증감이 실제 배당에 대한 힌트가 될 것

2. 올해 배당락에 대한 전망

(1) 올해 배당은 결산월 변경효과와 삼성전자 배당 증액으로 전년대비 증가할 것. KT의 배당금 하향 조정에도 불구하고, 3월 결산법인의 결산월 변경 효과와 삼성전자의 시가 배당을 상향 조정 등이 이를 상쇄시켰기 때문. 당사 애널리스트들 의견을 반영한 올해 배당액지수는 3.05p이며 시장 컨센서스(삼성전자, KT 조정 후)는 2.88p

(2) 그러나 선물 투자자들은 거래소 기준 배당액지수보다 적은 배당에 베팅한 듯. 일반적으로 선물은 배당을 반영하지 않지만 차익거래를 통해 간접적으로는 반영. 장중 평균 괴리차는 12월 17일부터 고평가로 반전. 과거 경향을 대입한다면 선물 투자자들은 올해 배당액지수가 거래소 기준인 2.65p보다도 낮을 것으로 전망하고 있다는 뜻

(3) 전통적 고배당주의 메리트는 아직까지 유효. 24일 증가를 기준으로 당사가 예상하는 올해 배당 상위 20개 종목의 배당수익률 밴드는 4.41%~2.82%. 3% 중후반 이상의 배당수익률을 보이는 종목에 관심 필요

배당락일 시가갭은
(1) 해외증시를 반영한 시가갭과
(2) 배당락 효과가 섞여 있어

순수 시가갭은 항상 (+)
거래비용을 상회해
이를 이용한 전략도 가능

1. 과거 배당락 효과

(1) <배당부일 증가 K200 바스켓 매수, 배당락일 시가 매도>는 “배당+a”를 남겼다

사실 순수한 의미의 배당락 효과를 가늠하기는 어렵다. 배당락일 시가갭(=배당락일 시가-전일 종가)은 ① 전일 해외 증시 및 개장 당시의 수급을 반영된 시가갭(순수한 의미의 시가갭)에 ② 배당락 효과가 더해져 있기 때문이다.

실제 배당투자에 있어서 순수하게 배당만 얻을 수 있는 방법은 없다. 투자자들이 실제 얻는 수익은 “배당”이 아니라 “배당락일 시가갭(=배당+ 순수 시가갭)이다. 만일 순수 시가갭이 (-)가 된다면 배당에서 얻은 이익은 그만큼 줄어든다.

그러나 2005년 이후 8년간 배당락일 시가갭은 배당락 효과를 제외하면 항상 (+)였다는 것을 확인할 수 있다<표1 참조>. 즉, K200 바스켓에 투자하는 경우 순수 시가갭이 항상 (+)를 유지됨으로써 실제로 투자자들은 “배당+a”의 수익을 얻을 수 있었다.

양(+)의 순수 시가갭은 배당락 직전 미국 S&P500의 일별 등락과는 무관하게 유지되었다. 또한, 2006년 이후부터 순수 시가갭은 거래세를 상회하는 상승폭을 기록했다. 따라서 올해도 유사한 상황이 발생한다면 <배당부일 증가 K200 바스켓 매수, 배당락일 시가 바스켓 매도> 전략을 검토해볼 가치가 있을 것이다.

표 1. 실제 배당액지수를 차감하면 순수한 의미의 시가갭은 항상 (+)를 기록 (단위: p, %)

연도	배당부일 지수 증가(A)	배당락일 지수시가(B)	시가 갭 (C=B-A)	실제 배당액지수(D)	순수 시가갭 (C+D)	배당락 직전 S&P500 등락(%)
2005	177.20	174.94	-2.26	2.70	+0.44	-0.96
2006	185.62	184.56	-1.06	3.26	+2.20	0.44
2007	243.48	242.70	-0.78	3.38	+2.60	0.08
2008	145.81	144.55	-1.26	1.96	+0.70	0.54
2009	222.03	220.57	-1.46	2.47	+1.01	0.12
2010	269.04	268.29	-0.75	2.77	+2.02	0.08
2011	240.79	239.44	-1.35	2.61	+1.26	0.01
2012	261.97	261.64	-0.33	2.65	+2.32	-0.48

자료: KOSCOM, Bloomberg, KDB 대우증권 리서치센터

배당락일 당일
베이스스 시가는 급등
장중에는 안정되는 편

(2) 베이스스 시가는 급등, 장중에는 안정화

과거 8년간 배당락일 시가에 베이스스는 최소 +0.03p, 최대 +3.75p 오르며 예외 없이 상승하는 모습을 보였다. 2005년부터 2011년까지 7년간 K200 현물지수는 시가에 갭 하락 출발한 반면, 선물은 갭 상승하여 출발했기 때문이다. 단, 2012년에는 현물 시가갭의 하락폭은 줄어든 반면, 선물 시가갭도 소폭 하락해 베이스스 상승폭이 적었다.

시가 베이스스 상승폭에 비해 장중 베이스스는 안정화되는 패턴을 보였다. 시가 베이스스 상승폭이 1p 미만이었다던 2007년과 2012년의 경우에는 장중 베이스스가 확대되었으나 2p 이상 시가 베이스스가 상승했던 나머지 6번의 사례에서는 장중 베이스스가 축소되었다.

이에 따라 시가 베이스 상승폭 밴드는 +0.03p~+3.75p이지만 장중 평균 베이스 상승폭 밴드는 +1.27p~+2.62p로 줄어들면서 시가 충격이 안정되는 경향이 관찰되었다.

따라서 배당락일 장초반 베이스가 급등해 거래세 보상을 상회한다면 장중에는 베이스가 하락할 가능성이 높으므로 차익거래는 가급적 장초반에 진입하는 것이 유효할 것으로 보인다.

(3) 시장 베이스 증감을 바탕으로 실제 배당의 증감 방향을 예측할 수 있어

올해에도 배당락일 시가 베이스 증감을 통해 실제 배당 증감을 예측할 수 있을 것

배당락 효과는 K200 지수의 단독 하락이 만들어내는 베이스의 급등이다. 이는 현물 시장 참가자들이 느끼는 체감 배당액이라 할 수 있다.

만일 시가 베이스 증감을 체감 배당액이라고 간주한다면, KRX 기준 배당액지수와 비교를 통해서 당해 연도 배당 증감의 컨센서스를 가늠할 수 있다. 즉, 시장 베이스 증가폭이 거래소 기준 배당액지수를 상회하면 거래소 기준 대비 배당 증가를, 하회하면 배당이 감소한다고 해석할 수 있다. 이와 같은 예측은 2005~2011년간 총 7번의 사례에서 거래소 기준 대비 배당 증감의 방향을 5번 적중하였다.

단, 2012년의 시가 베이스의 증가폭은 +0.03p로 거래소의 배당액지수 2.61p에 비해 훨씬 낮았지만, 실제 배당은 거래소 기준보다 +0.04p 증가하였다. 그러나 2012년에는 괴리차가 +2.60p까지 상승하는 예외적인 사례였고 올해 괴리차는 +1p 내외라는 점을 감안한다면 2012년과 같은 사례가 다시 발생한다고 보기는 어렵다. 따라서 올해도 시가 시장 베이스 증감을 통해서 실제 배당 증감의 방향을 예측하는 것은 유의할 것이다.

표 2. 배당락일 시기에 베이스는 대개 급등, 장중 안정되는 패턴 보여

(단위: p)

연도	배당부일 (증가)					배당락일 (시가)					시장 B		배당액 지수		
	K200	3월물	시장 B	평균 B	이론 B	K200	3월물	시장 B	평균 B	이론 B	차이	차이	KRX	실제	증감
2005	177.20	175.70	-1.50	-1.78	-1.47	174.94	176.35	1.41	0.65	1.42	2.91	2.42	2.91	2.70	-0.21
2006	185.62	185.00	-0.62	0.24	-0.92	184.56	186.65	2.09	2.13	1.75	2.71	1.89	2.70	3.26	0.56
2007	243.48	244.35	0.87	-0.23	-0.21	242.70	244.50	1.80	2.39	3.02	0.93	2.62	3.26	3.38	0.12
2008	145.81	145.50	-0.31	-0.53	-2.16	144.55	146.90	2.35	1.15	1.17	2.66	1.68	3.38	1.96	-1.42
2009	222.03	220.80	-1.23	-0.88	-0.67	220.57	221.75	1.18	0.83	1.26	2.41	1.71	1.96	2.47	0.51
2010	269.04	268.95	-0.09	-0.35	-0.97	268.29	271.95	3.66	1.25	1.49	3.75	1.60	2.47	2.77	0.30
2011	240.79	238.80	-1.99	-1.30	-1.06	239.44	239.70	0.26	0.63	1.67	2.25	1.93	2.77	2.61	-0.16
2012	261.97	263.60	1.63	1.16	-0.97	261.64	263.30	1.66	2.43	1.62	0.03	1.27	2.61	2.65	0.04
2013	263.58	263.55	-0.03	-0.05	-1.12						-	-	2.65	-	-

주: 1) K200은 지수, 3월물은 선물 시장가, 시장 B는 선물 시장가 - K200 지수
 2) 평균 B는 장 중 평균 베이스 (1분 단위), 이론 B는 거래소 이론가 기준 베이스
 3) 시장 B 차이 = 배당락일 시가 시장 B - 배당부일 증가 시장 B
 4) N년도의 실제 배당액 지수는 N+1년도의 KRX 배당액 지수
 5) 2013년의 배당부일 데이터는 12월 24일 기준

자료: KOSCOM, KDB 대우증권 리서치센터

**3월 결산법인의 결산월 변경과
삼성전자 시가 배당을 상향으로
올해 배당은 전년대비 증가 예상**

2. 올해 배당락에 대한 전망

올해 배당은 결산월 변경효과와 삼성전자 배당 증액으로 전년대비 증가할 것

12월 27일은 2013년도 12월 결산법인의 배당락일이다. 올해는 전년대비 배당액이 증가할 것으로 예상된다. 이는 KT의 배당금 하향 조정에도 불구하고, 3월 결산법인의 결산월 변경 효과와 삼성전자의 시가 배당을 상향 조정 등이 이를 상쇄시켰기 때문이다. 당사 애널리스트들 의견을 반영한 올해 배당액지수는 3.05p, 시장 컨센서스는 2.88p¹이다.

K200 구성종목 중 12월 결산법인인 199개로 기존 3월 결산이었던 증권주와 보험주가 12월 결산으로 변경하였다. 결산변경에 따른 배당액지수 증감 효과는 +0.15p~+0.19p이다. 이를 제외한 기존 12월 결산법인의 배당액지수는 시장 예상 2.58p, 당사 예상 2.86p이다. 거래소 기준²이 2.65p임을 감안한다면 기존 12월 결산법인의 배당에 대해 시장은 소폭 감소, 당사는 증가를 예상하는 셈이다.

표 3. 3월 결산법인의 결산월 변경 효과를 제거하면 기존 12월 결산법인의 배당은 소폭 감소 (p)

	당사 추정	시장 컨센서스			평균
		중간	최대	최저	
기존 12월 결산법인	2.86	2.59	3.86	1.80	2.70
기존 3월 결산법인	0.19	0.15	0.24	0.12	0.16
전체	3.05	2.73	4.10	1.92	2.86

주: 2013년도 12월 결산인 K200 199개 종목 중 2012년 결산월에 따른 배당액지수를 분해한 수치. 결산월 변경 종목은 11개
자료: Quantwise, KDB대우증권 리서치센터

표 4. 배당액지수는 당사 기준 3.05p, 시장 컨센서스는 2.73p (단위: 조 원, 일, %, p)

구분	유동 시가총액	유동 배당금 총액	유동 배당 수익률	배당액지수
거래소 기준				2.65
당사 예상 기준		7.95	1.16	3.05
컨센서스 중간		7.12	1.04	2.73
최고	680.54	10.68	1.56	4.10
최저		4.99	0.73	1.92
평균		7.45	1.09	2.86

주: 1) 12월 23일 기준으로 작성

2) 당사 예상치는 대우 유니버스 종목인 경우 당사 애널리스트의 연말 DPS 추정치를,

유니버스 종목이 아닌 경우 연말 DPS 컨센서스 중간값을, 컨센서스가 없을 경우 전년도 연말 배당액으로 계산

3) 컨센서스는 연말 DPS의 컨센서스 중간, 최대, 최저, 평균값을 각각 반영, 컨센서스 없을 경우 전년도 연말 DPS로 계산

자료: KRX, KOSCOM, Quantwise, KDB대우증권 리서치센터

표 5. 단, 삼전, KT의 배당 정책 변경을 조정한 시장 예상 배당액지수는 +0.15p 증가한 2.88p

	당사 예상	시장 컨센서스			평균	
		중간	최대	최저		
유동배당금 (조 원)	조정 전	7.95	7.12	10.68	4.99	7.45
	조정 후		7.50	10.24	6.02	7.68
	증감		+0.38	-0.44	+1.03	+0.23
배당액지수 (p)	조정 전	3.05	2.73	4.10	1.92	2.86
	조정 후		2.88	3.93	2.31	2.95
	증감		+0.15	-0.17	+0.39	+0.09

주: 12월 23일 기준. 계산 방법은 표4의 주2,3과 동일. 컨센서스 중 KT와 삼성전자는 13,500원, 1,000원으로 조정하여 적용

자료: KRX, KOSCOM, Quantwise, KDB대우증권 리서치센터

¹ 삼성전자와 KT의 배당을 조정, 그외 종목은 시장 컨센서스 중간값을 적용한 조정 시장 컨센서스. 관련 사항은 표6 참조

² 거래소 배당액지수는 전년도 K200 배당액지수로 3월 결산법인의 결산월 변경효과가 고려되지 않았음

표 6. 삼성전자와 KT 배당정책 변경에도 불구하고, 시장 컨센서스에 반영되지 못한 편 (단위: 원)

종목코드	종목명	당사 예상	시장 컨센서스			
			중간	최고	최저	평균
A005930	삼성전자	13,500	8,010	14,500	5,000	9,931
A030200	KT	1,000	2,000	2,500	600	1,748

주: 삼성전자, KT의 예상 연말 DPS (=연간 DPS 추정치-중간배당액)

자료: Quantwise, KDB대우증권 리서치센터

다만, 삼성전자와 KT의 배당정책 변경되었음에도 불구하고 섹터 애널리스트들의 컨센서스는 이를 반영하지 못하고 있다<표6 참조>. 따라서 이를 조정하게 된다면 실제 시장 컨센서스는 +0.15p 상승한 2.88p로 봐야할 것이다<표5 참조>.

그러나 선물 투자자들은 당사 예상 배당액보다 적은 배당에 베팅한 듯

올해 거래소에서 제시한 배당액지수는 2.65p이며 당사 애널리스트의 의견을 반영한 배당액지수 추정치는 3.05p이다.

일반적으로 선물은 배당을 반영하지 않는다. 그러나 차익거래자의 입장에서 배당은 괴리차에 영향을 주는 중요한 요소다. 따라서 차익거래자를 통해 선물 가격에 배당에 대한 시각이 어느 정도 반영된다.

만약 실제 배당이 거래소 기준보다 증가(하락)한다면 그만큼 이론가격 낮아지므로 실제 괴리차는 상승(하락)하게 된다. 역으로 현선물 괴리차가 높은(낮은) 수준을 유지하고 있으면 배당이 과대평가(과소평가) 되었다고 해석할 수 있다.

실제로 2012년의 극단적 사례를 제외하고 괴리차와 실제 배당액 지수 차이는 일치하는 경향을 보였으며 이와 같은 예측은 2007년 이후 5번 중 4번의 적중률을 보였다.

장중 평균 괴리차는 12월 17일부터 고평가로 반전했으며, 위와 같은 경향을 대입한다면 선물 투자자들은 올해 배당액지수가 거래소 기준인 2.65p보다도 낮을 것으로 전망하고 있다는 뜻이 된다.

일반적으로 선물은 배당을 반영하지는 않지만 차익거래를 통해 간접 반영

선물시장은 올해 배당을 거래소 기준 2.65p보다도 적을 것으로 예상하는 듯

표 7. 평균 괴리차와 실제 배당액지수의 차이는 일치하는 경향 보여. 올해 실제 배당은 당사 예상보다는 하회할 가능성 높아 (단위: p)

구분	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
KRX 배당액 지수(A)	2.91	2.70	3.26	3.38	1.96	2.47	2.77	2.61	2.65
실제 배당액 지수(B)	2.70	3.26	3.38	1.96	2.47	2.77	2.61	2.65	*3.05
배당액 지수 차이(C=B-A)	-0.21	0.56	0.12	-1.42	0.52	0.30	-0.16	0.04	0.40
평균 괴리차(D)	-0.57	0.61	-0.08	1.18	-0.53	-0.09	-0.37	0.93	**0.18
오차(C-D)	0.36	-0.05	0.20	-2.60	1.05	0.39	0.21	-0.89	0.22

주: 1) KRX 배당액 지수는 직전년도 실제 배당액 지수

2) 배당액 지수 차이 = 실제 배당액 지수 - KRX 배당액 지수

3) 평균 괴리차는 배당락일 전 3주 동안 일별 장중 1분 평균 괴리차의 평균

4) 오차 = 배당액 지수 차이 - 평균 괴리차,

5) * 2013년은 실제 배당액 지수 대신 당사 배당액 지수 추정치, ** 평균 괴리차는 12월 24일까지 반영

자료: KOSCOM, KDB 대우증권 리서치센터

전통적 고배당주의 메리트는 아직까지 유효

24일 증가를 기준으로 당사가 예상하는 올해 배당 상위 20개 종목의 배당수익률 밴드는 4.41%~2.82%이다³. 전통적 고배당주 종목들이 올해에도 고배당을 이어갈 전망이다.

금리에다 비용(증권거래세, 수수료 및 제세금)을 상회하는 3% 중후반 이상의 배당수익률을 보이는 종목에 관심을 갖을 필요가 있을 것으로 보인다.

표 8. 24일 기준 올해 배당 상위 20개 종목의 배당수익률 밴드는 4.41%~2.82%

(단위: 원, %)

유종 순위	Code	종목	증가 (A,12.24.)	K200 내 비중 (%)	2012년 연말 배당	당사 애널리스트 추정	연말 DPS 컨센서스(중간 배당 조정 후)				당사 예상 DPS(B)	추정 배당 수익률(B/A)
							중간	최대	최저	평균		
109	A000080	하이트진로	22,700	0.10	1,250	1,000	1,250	1,250	1,000	1,205	1,000	4.41
162	A009580	무림P&P	5,910	0.03	250	-	250	250	250	250	250	4.23
18	A033780	KT&G	77,400	1.24	3,200	3,200	3,200	3,600	3,200	3,238	3,200	4.13
183	A025000	KPX케미칼	65,200	0.02	2,500	-	-	-	-	-	2,500	3.83
145	A002960	한국셀석유	487,000	0.05	18,000	-	-	-	-	-	18,000	3.70
192	A005950	이수화학	12,250	0.02	450	-	-	-	-	-	450	3.67
135	A029530	신도리코	68,100	0.06	2,500	-	-	-	-	-	2,500	3.67
194	A104700	한국철강	25,100	0.02	900	-	900	900	900	900	900	3.59
149	A008060	대덕전자	8,470	0.04	300	-	300	300	300	300	300	3.54
11	A017670	SK텔레콤	238,500	1.96	8,400	8,400	8,400	9,400	8,400	8,491	8,400	3.52
141	A001430	세아베스틸	26,000	0.05	900	-	900	1,000	900	915	900	3.46
158	A003570	S&T중공업	12,000	0.03	300	400	-	-	-	-	400	3.33
137	A004150	한솔제지	10,900	0.05	300	-	350	400	300	350	350	3.21
144	A003000	부광약품	15,300	0.05	477	-	-	-	-	-	477	3.12
21	A030200	KT	32,100	1.04	2,000	1,000	2,000	2,500	600	1,748	1,000	3.12
199	A000140	하이트진로홀딩스	11,500	0.01	350	-	-	-	-	-	350	3.04
195	A002020	코오롱	16,650	0.01	500	-	-	-	-	-	500	3.00
33	A035250	강원랜드	31,300	0.63	755	910	840	910	755	834	910	2.91
27	A010950	S-Oil	74,200	0.79	2,200	2,152	2,200	4,350	1,500	2,210	2,152	2.90
181	A079980	휴비스	10,650	0.02	300	-	300	300	300	300	300	2.82

주: 당사 예상 DPS는 각주2를 참조. 12월 24일 증가 기준

자료: KOSCOM, Quantiwise, KDB 대우증권 리서치센터

³ 당사 예상 연말 DPS 예상치

- 1) 대우 유니버스 종목인 경우 당사 애널리스트의 연말 DPS 추정치를 사용
- 2) 유니버스 종목이 아닌 경우 연말 DPS 컨센서스 중간값을
- 3) 컨센서스가 없을 경우 전년도 연말 배당액으로 계산