

퀀트전략

배당성향 확대 수혜는 우선주



SUMMARY

[퀀트]

유명간

02-3774-1917

myounggan.yoo@miraeeasset.com

유승호

02-3774-1832

seungho.yoo.a@miraeeasset.com

- 우선주는 보통주 대비 배당수익률이 높지만 보통주와 달리 의결권이 없고, 거래량이 부족하기 때문에 평균 40~50% 할인을 받음
- 최근 시장환경은 우선주에게 유리하다고 판단
 - 1) 우선주와 보통주 배당수익률 스프레드 확대
 - 주주친화 정책으로 기업들의 배당성향 확대가 예상
 - 보통주 대비 주가가 싼 우선주의 배당수익률 상승폭이 높아 주가가 유리할 수 있음
 - 2) 기업 지배구조 개편, 스튜어드십 코드 도입으로 중장기적으로 의결권 가치 하락 기대
 - 3) 우선주 거래대금 증가 추세
- 우선주 투자전략: 1) 우선주 ETF를 활용, 2) 배당성향 확대 가능성이 높고, 주가 할인율이 높은 우선주가 유리

우선주 강세 현상

최근 우선주 주가가 강세를 나타내고 있다. 우선주와 해당 보통주의 연초 이후 월별 주가 수익률을 보면 1월부터 3월까지는 보통주가 우선주 대비 강세를 나타냈지만 4월부터는 우선주가 보통주를 꾸준히 아웃퍼폼했다(그림1 참조). 4월 이후 우선주의 주가 상승률은 평균 +18.9%를 기록해 보통주 대비 +5.8%p 아웃퍼폼했다.

4월 이후 종목별 우선주와 보통주의 주가 상승률을 보면, 29개 우선주 중에서 22개 우선주가 보통주를 아웃퍼폼 했다. 특히, 보통주의 주가 상승률 대비 +5%p 이상 아웃퍼폼한 우선주는 14개에 이른다(그림2 참조).

그림 1. 우선주와 보통주의 1개월, 3개월 주가 수익률

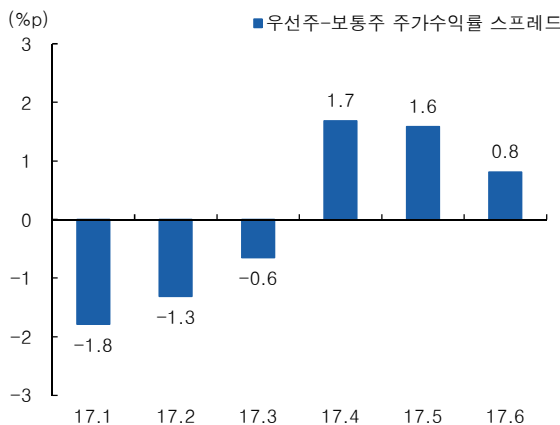
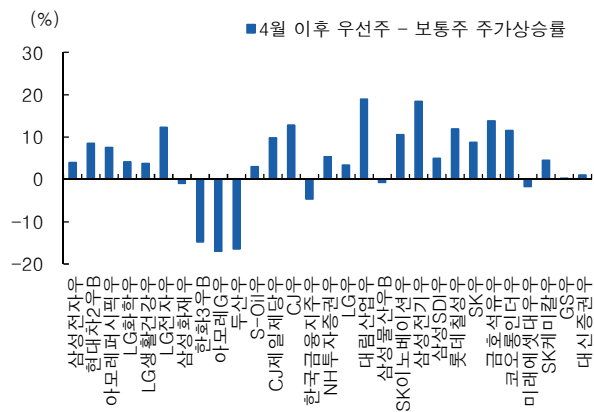


그림 2. 주요 우선주의 보통주 대비 주가 상승률



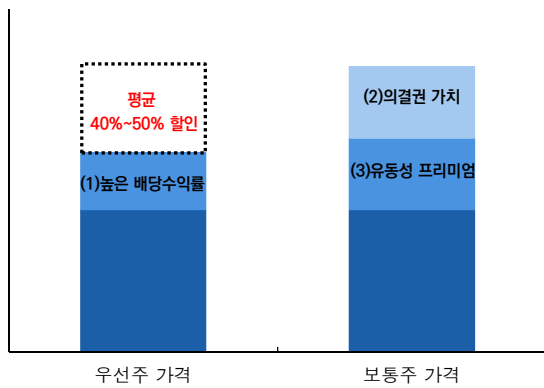
주1: 시가총액 500억원 이상, 일평균 거래대금 1억원 이상 29개 우선주 대상 단순평균
주2: 현재차, 대신증권의 우선주는 거래량이 가장 많은 현대차2우B, 대신증권우를 선정
자료: WISEfn, 미래에셋대우 리서치센터

자료: WISEfn, 미래에셋대우 리서치센터

우선주는 보통주 대비 높은 배당수익률이 보장되지만 기업 경영에 참여할 수 있는 의결권이 없기 때문에 주가가 할인을 받는다. 또한, 우선주는 보통주 대비 거래량이 부족하기 때문에 주가가 하락할 때 변동성이 클 수 있다는 단점이 있다(그림3 참조).

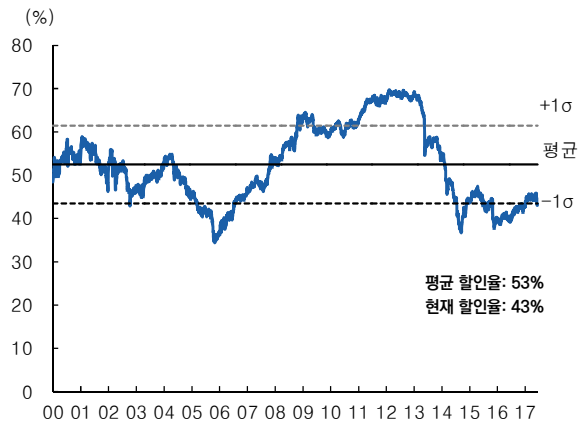
<그림 4>를 보면 국내 시장에서 우선주의 주가는 보통주 주가 대비 평균 53% 할인 받았다. 2000~2005년 우선주의 주가 할인율은 50%에서 35%까지 하락했었지만 금융위기 당시 의결권이 없는 우선주 주가가 크게 하락하면서 2006년~2012년 할인율은 70%까지 상승했다. 2013년 이후에는 기업들의 배당확대 기조로 높은 배당수익률이 보장되는 우선주의 가치가 상승하면서 2014년말에는 할인율이 35%까지 낮아졌고, 현재는 43%로 역사적 평균 대비 낮은 수준을 유지하고 있다.

그림 3. 우선주와 보통주 비교



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 우선주와 보통주 할인율 추이



주: 시가총액 500억원 이상, 일평균 거래대금 1억원 이상 29개 우선주 대상 단순평균
 자료: 미래에셋대우 리서치센터

앞으로도 우선주가 좋아 보이는 이유

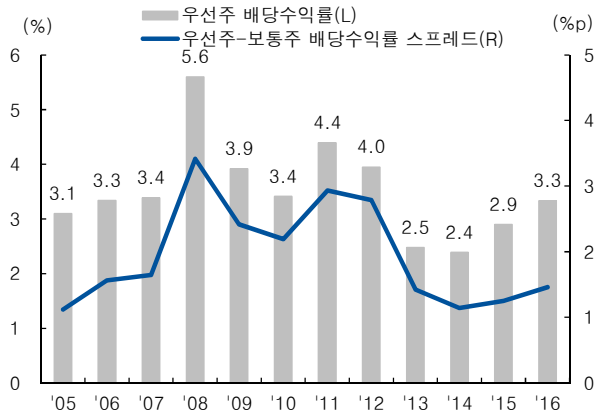
그렇다면 앞으로도 우선주의 강세는 지속될 수 있을까? 앞서 설명했던 우선주 가격과 보통주 가격 차이를 결정하는 배당수익률, 의결권 가치, 유동성 프리미엄을 통해 향후 우선주의 방향성을 판단해 볼 수 있다.

1) 배당수익률 스프레드 확대

일반적으로 우선주는 보통주보다 배당수익률이 높다. 우선주는 보통주보다 액면가의 1% 높은 배당금을 받고, 주가도 평균 40~50% 할인 받기 때문이다. 연도별 우선주와 보통주의 배당수익률 추이를 보면 우선주는 평균 1.5%~2%의 높은 배당수익률을 기록했다(그림5 참조).

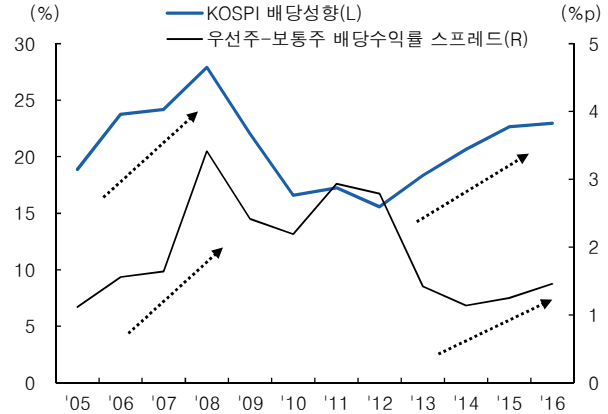
현재 국내 기업들의 주주친화 정책으로 배당성향 확대가 기대되고 있어 우선주가 보통주보다 상대적으로 유리할 수 있다. 우선주는 보통주 대비 주가 할인을 받기 때문에 보통주보다 배당수익률 상승 폭이 클 수 있기 때문이다. <그림 6>을 보면 국내 기업들의 배당성향이 상승했던 구간에 우선주와 보통주의 배당수익률 스프레드도 확대됐던 것을 확인할 수 있다.

그림 5. 연도별 우선주의 배당수익률과 배당수익률 스프레드 추이



주: 시가총액 500억원 이상, 일평균 거래대금 1억원 이상 29개 우선주 대상 단순평균
 자료: WISEfn, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 배당성향이 올라가면 우선주의 상대적인 배당 매력은 높아짐



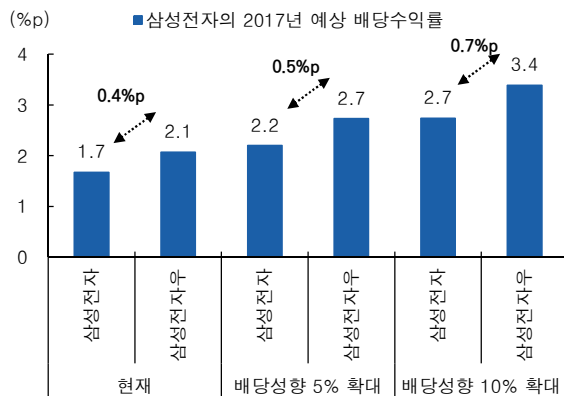
자료: WISEfn, 미래에셋대우 리서치센터

기업의 배당성향 확대가 우선주 배당수익률에 미치는 영향을 삼성전자와 LG의 예로 확인해 볼 수 있다.

현재 삼성전자의 보통주와 우선주의 2017년 예상 배당수익률은 각각 1.7%, 2.1%로 배당수익률 스프레드는 0.4%p 수준이다(3년 평균 배당성향과 2017년 EPS 예상치를 사용). 삼성전자의 배당성향이 5%, 10% 상승한다고 가정했을 때, 우선주는 보통주보다 약 20% 할인 받기 때문에 배당수익률 스프레드는 0.5%p, 0.7%p로 확대되어 우선주의 배당 매력이 상대적으로 높아질 수 있다(그림7 참조).

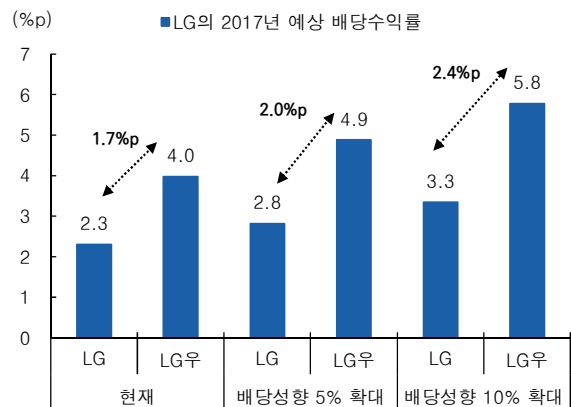
우선주의 주가 할인율이 크다면 배당수익률 스프레드는 더 확대될 수 있다. LG 우선주(보통주 대비 주가 할인율 53%)의 예를 들어보면, 배당성향이 5%, 10% 상승했을 때 배당수익률 스프레드는 각각 2.0%p, 2.4%p로 확대된다. 앞서 삼성전자 사례와 비교해보면 배당수익률 스프레드 확대폭은 더욱 커진다(그림8 참조).

그림 7. 삼성전자: 배당성향 확대와 배당수익률 스프레드 민감도



주: 현재 2017년 배당수익률은 3년 평균 현금배당성향 15.7%로 가정해 계산
 자료: WISEfn, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. LG: 배당성향 확대와 배당수익률 스프레드 민감도

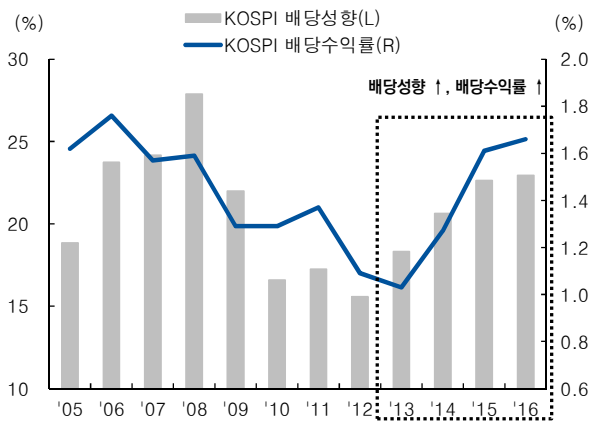


주: 현재 2017년 배당수익률은 3년 평균 현금배당성향 22.1%로 가정해 계산
 자료: WISEfn, 미래에셋대우 리서치센터

배당성향이 확대됐을 때 우선주의 주가도 긍정적이었다. 국내 기업들의 배당성향은 2012년 15.6%를 저점으로 2016년에는 23%까지 상승했는데 우선주의 보통주 대비 상대주가도 2013년부터 강세를 나타냈다(그림9,10 참조).

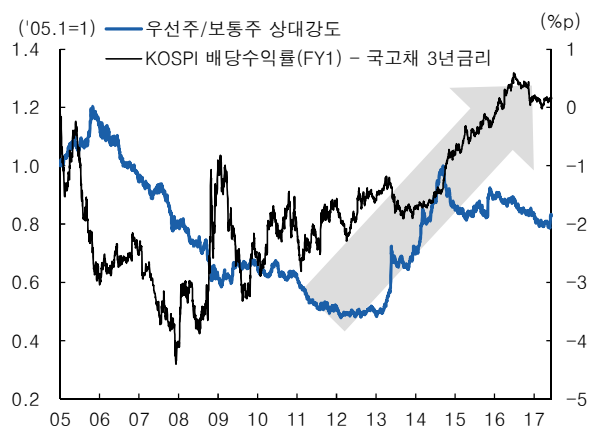
과거 2005~2009년에는 기업들의 배당성향은 높아졌지만 배당수익률이 시장금리에 미치지 못하면서 우선주 주가가 약세를 나타냈다. 2013년 이후에는 배당수익률과 시장금리의 차이가 축소되고 배당투자에 대한 관심이 높아지면서 우선주의 주가가 수혜를 받을 수 있었다.

그림 9. 국내 기업들의 배당성향은 2013년부터 상승



자료: WISEfn, 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. 시장 배당수익률 상승국면에서 우선주가 강세를 나타냄



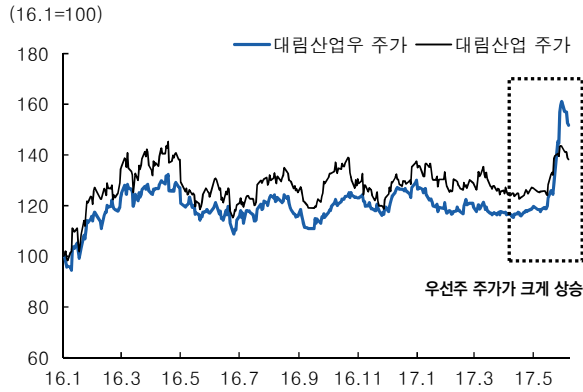
주: 시가총액 500억원 이상, 일평균 거래대금 1억원 이상 29개 우선주 대상 단순평균
 자료: WISEfn, 미래에셋대우 리서치센터

최근 배당확대 기대감 및 지배구조 개편 이슈가 있었던 대림산업을 예로 들 수 있다. 대림산업 보통주는 5월부터 현재까지 +10.8%의 주가 상승률을 기록했다. 같은 기간 동안 대림산업 우선주 주가는 +28.3% 상승하면서 과거 65% 수준이었던 우선주 할인율은 현재 58% 수준까지 낮아졌다(그림11,12 참조).

현재 대림산업 보통주와 우선주의 2017년 예상 배당수익률은 각각 0.3%, 0.9%로 낮은 수준이다. 하지만 2017년에는 주택부문 매출 증가, 해외사업 흑자전환 및 유휴사업 이익 증가에 따른 실적 턴어라운드와 함께 배당확대가 기대되고 있다(그림13 참조).

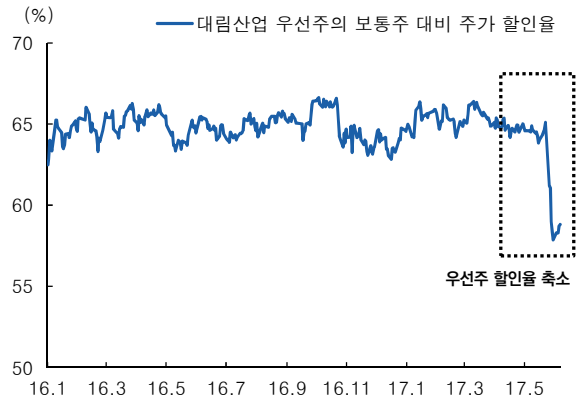
또한, 대림산업 우선주는 보통주 대비 할인폭이 크기 때문에 배당성향이 확대될 경우 배당수익률의 상승 탄력이 클 수 있다. 배당성향이 10%, 20% 수준으로 확대된다면 우선주의 2017년 예상 배당수익률은 0.9%에서 3.5%, 6.9% 수준까지 상승한다(보통주 배당수익률 0.3%→1.4%→2.8%, 그림14 참조).

그림 11. 대림산업 우선주와 보통주 주가 추이



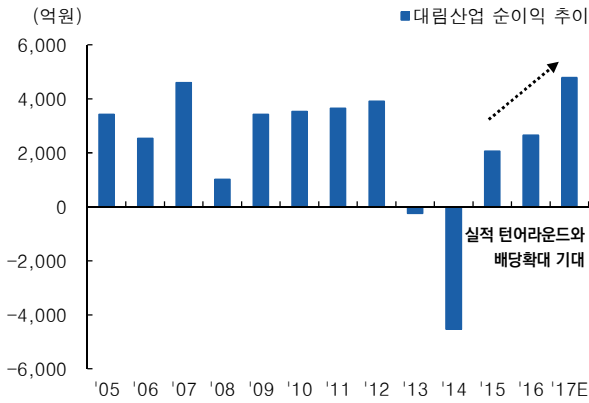
자료: WISEfn, 미래에셋대우 리서치센터

그림 12. 대림산업 우선주의 할인율 추이



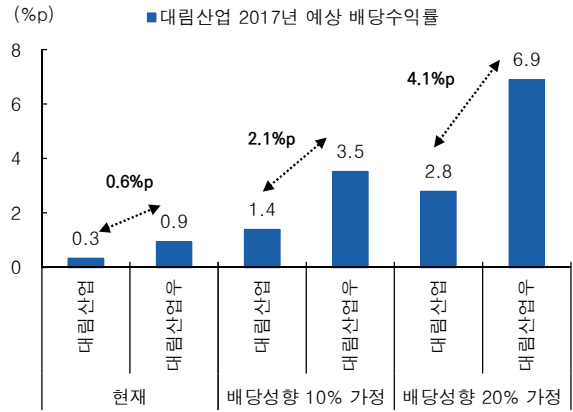
자료: WISEfn, 미래에셋대우 리서치센터

그림 13. 대림산업 순이익 추이



자료: WISEfn, 미래에셋대우 리서치센터

그림 14. 대림산업 우선주와 보통주의 순이익과 배당수익률 추이



주: 현금 배당수익률 기준
 자료: WISEfn, 미래에셋대우 리서치센터

2) 의결권 가치 하락

우선주와 보통주의 큰 차이라고 할 수 있는 의결권 가치도 중장기적으로 하락할 것으로 판단된다. 최근 이슈가 되고 있는 재벌 개혁, 스튜어드십 코드 도입(다음페이지 표1 참조)으로 기업 지배구조가 선진화되고 경영에 대한 투명성이 높아지면 보통주가 가진 의결권의 가치는 하락할 수 있기 때문이다.

의결권 가치 하락으로 우선주의 주가 할인율은 중장기적으로 축소될 가능성이 높다고 판단된다.

표 1. 스튜어드십 코드: 기관투자자의 수탁자 책임 및 의결권 행사 책임

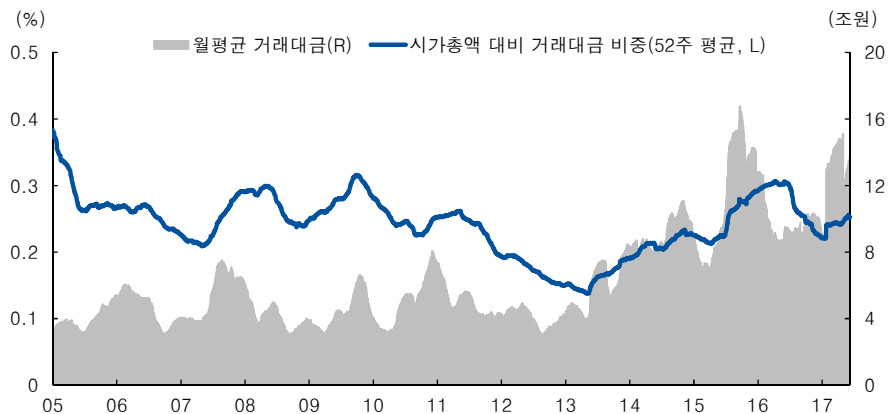
구분	주요 내용
도입 배경	- 국내 기업들의 지배구조 위험 - 기관투자자들의 수탁자 책임에 대한 인식 부족
목적	- 기관투자자의 책임 이행을 통해 국내 기업의 지배구조 개편, 자본시장의 중장기 발전 도모
참여 대상	- 한국 상장사 주식에 투자한 모든 국내의 기관투자자 참여 가능 (자율성)
세부 원칙	- 수탁자로서의 책임 이행에 관한 정책 공개 - 투자대상회사에 대한 지속적 점검 - 의결권 정책/행사 내역과 사유 공개
시행 방식	- 참여/이행을 공표한 기관투자자 등에 한해 적용 (법적 구속력 X) - 세부원칙의 일부를 이행하지 않더라도 그 이유와 대안을 설명하면 되는 방식

자료: 한국기업지배구조원, 미래에셋대우 리서치센터

3) 우선주 거래대금 증가

우선주는 보통주 대비 거래량이 적어 유동성이 낮은 단점이 있다. 하지만 최근 우선주의 거래대금은 꾸준히 증가하고 있는 추세다. 2005년~2012년까지 월평균 5~8조원 수준이었던 우선주 거래대금은 2013년부터 증가해 현재는 10~14조원 수준을 기록하고 있다. 시가총액 대비 거래대금 비중도 2013년 5월 0.14%에서 현재 0.41%까지 상승했다(그림15 참조). 향후 우선주에 대한 관심이 높아지면 유동성 문제는 점차 감소할 것으로 예상된다.

그림 15. 우선주 거래대금과 시가총액 대비 거래대금 비중



주: 우선주 거래대금을 합산
자료: WISERn, 미래에셋대우 리서치센터

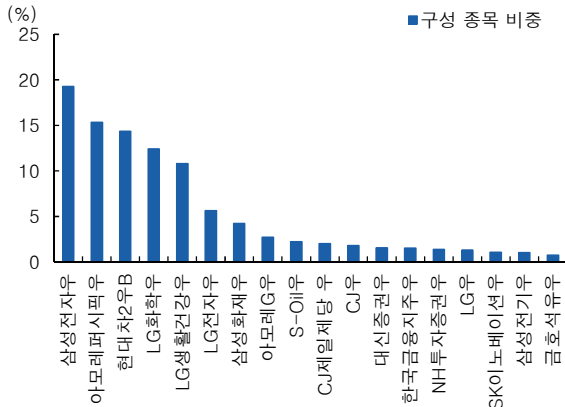
우선주 투자전략

1) ETF를 활용한 우선주 투자: Tiger 우선주 ETF

우선주에 가장 쉽게 투자할 수 있는 방법은 우선주 ETF에 투자하는 것이다. 현재 국내에 상장된 우선주 ETF는 Tiger 우선주 ETF가 유일하다. Tiger 우선주 ETF는 KOSPI 우선주 지수를 벤치마크로 삼고 있으며 시가총액 상위 우선주 중에서 유동성을 고려해 20종목 이내로 구성된다(그림16 참조).

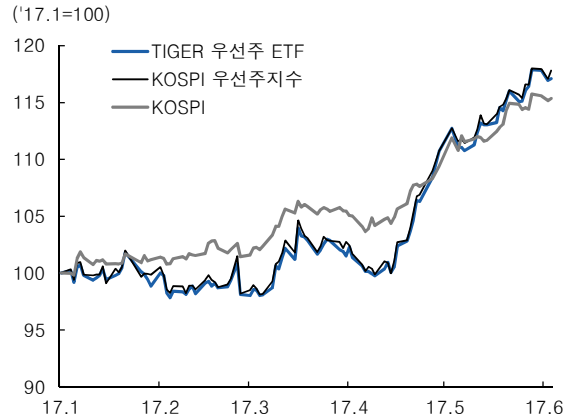
우선주가 강세를 보이기 시작한 4월부터 현재까지 Tiger 우선주 ETF는 약 +14.8%의 주가상승률을 기록해 KOSPI 대비 +5.7%p 아웃퍼폼 했다(그림17 참조). Tiger 우선주 ETF에 포함되어있는 종목들의 배당금은 자본이득과는 별개로 1월, 4월, 7월, 10월 분배금의 형태로 지급되는데, 현재 구성종목 기준으로 2017년 예상 배당수익률은 2.4%로 KOSPI 1.8% 대비 높은 수준이다(그림18 참조).

그림 16. Tiger 우선주 ETF 구성종목 비중



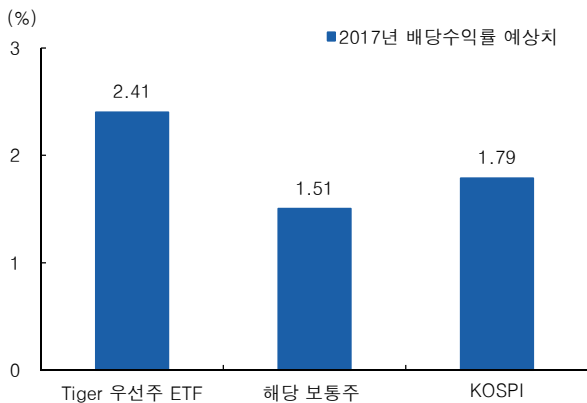
자료: 미래에셋자산운용, 미래에셋대우 리서치센터

그림 17. Tiger 우선주 ETF 주가 추이



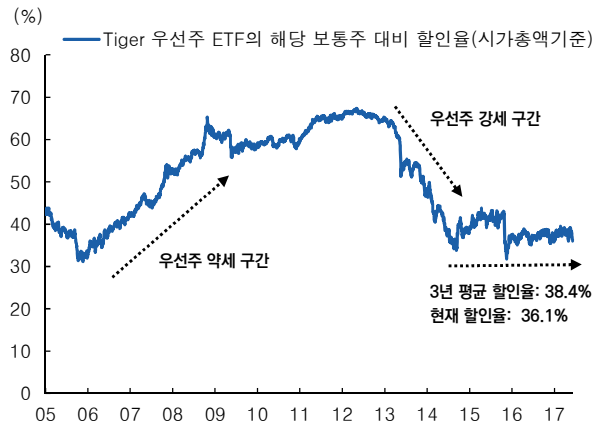
자료: WISEfn, 미래에셋자산운용, 미래에셋대우 리서치센터

그림 18. 배당수익률 예상치



자료: WISEfn, 미래에셋자산운용, 미래에셋대우 리서치센터

그림 19. 주가 할인을 추이



자료: 미래에셋대우 리서치센터

2) 종목별 우선주 투자: 배당성향 확대 가능성이 높은 기업

우선주 중에서는 기업의 펀더멘털 개선으로 배당성향 확대 가능성이 높고, 우선주의 주가 할인율이 큰 종목이 배당수익률이 크게 상승할 수 있어 주가가 유리할 것으로 판단된다. 특히, 지주사 및 지주사 전환 가능성이 높은 기업들은 지배구조 개편과 더불어 배당성향 확대 가능성이 높아질 것으로 보인다.

현재 보통주, 우선주 시가총액이 각각 3,000억원, 500억원 이상이고 일평균 거래대금이 1억원 이상인 우선주 중에서 1)보통주 대비 주가 할인율이 30% 이상이고, 2)배당성향이 평균 대비 낮아 이익 개선과 함께 향후 배당 확대가 기대되는 우선주는 <표 2>와 같다.

표 2. 배당성향 확대 수혜 우선주 리스트

(단위: 억원, 원, %)

종목코드	종목명	시가총액	현재주가	일평균 거래대금	주가 수익률		주가 할인율				배당성향			배당수익률		순이익 증가율	
					1M	3M	현재	1년	평균	3년평균	'14	'15	'16	'17	배당성향 +5%	'16	'17F
A000215	대림산업우	1,393	36,650	3.1	28.2	27.9	58.8	64.7	61.8	-0.9	5.7	4.4	0.9	2.7	28.3	80.2	
A006125	SK케미칼우	900	31,950	2.2	23.1	23.4	58.7	58.0	56.5	-25.0	13.2	10.3	1.3	2.5	48.7	55.9	
A001045	CJ우	2,170	96,000	6.3	19.7	37.3	54.5	57.2	52.0	12.9	18.7	17.3	1.5	2.1	8.4	34.2	
A097955	CJ제일제당우	2,363	178,000	7.8	13.4	15.6	53.2	51.7	46.8	30.7	18.7	12.8	1.5	3.4	45.8	22.1	
A071055	한국금융지주우	1,974	33,700	4.3	23.9	40.4	49.7	45.5	43.5	17.2	18.1	16.8	3.3	4.1	-13.7	37.1	
A003555	LG우	1,637	49,400	6.1	23.2	32.8	42.2	37.5	36.2	20.8	24.2	21.3	2.9	4.9	13.8	45.6	
A051905	LG생활건강우	13,228	630,000	17.1	3.5	24.8	35.1	40.4	46.8	19.2	20.0	22.1	1.2	1.5	23.4	12.5	

주1: 현금배당성향, 현금배당수익률 기준, 2017년 예상 배당수익률은 보통주 DPS 컨센서스 + 액면가*1% 로 계산했음

주2: 배당성향 확대는 3년 평균 현금배당성향에(적자제외) +5%를 가정해 계산

주3: 일평균 거래대금은 3개월 평균, 6월 9일(금) 종가 기준

자료: WISEfn, 미래에셋대우 리서치센터

본 조사는 분석자료는 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 조사는 분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사는 분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.