

전략 인사이트/퀀트

만년 저평가주의 반란, 기업 밸류업 프로그램

기업의 주주가치 제고 노력을 독려하기 위한 ‘기업 밸류업 프로그램’이 언급. 일본 사례에서는 주주환원 개선과 외국인 투자자 유입을 확인

김재은 (Quant/Fund 분석)
02)768-7696, jaeun.kim@nhqv.com

기업의 주주가치 제고 노력을 독려하기 위한 ‘기업 밸류업 프로그램’

증시 활성화를 위해 도쿄증권거래소는 2023년 3월 프라임, 스탠다드 시장에 대해 PBR 1배 미만 기업의 경우 개선 방안을 공시하도록 요구하였다. 동시에 PBR이 1배 이상이며, ROE가 자기자본비용을 넘어서는 우량주에 투자하는 JPX Prime 150 지수를 출시하기도 하였다. 운용업계에서는 이러한 정책과 관련한 액티브 ETF도 출시하였다.

도쿄증권거래소 집계에 따르면 2023년 말까지 프라임 시장의 40%와 스탠다드 시장의 12%가 PBR을 개선하기 위한 경영 개혁 방안을 공개했다고 밝혔다. 활용 방안으로 크게 3가지로 구분된다. ① 미래 성장 전략 제시, ② 자본 효율성 개선, ③ 주주환원 확대이다.

일본 주식시장의 최근 상승이 기업들의 적극적인 자본효율성 개선 노력 등이 부각되었다는 평가이다. 이 정책으로 지난해 일본 기업들은 자사주 매입과 배당 지급 규모를 확대하는 모습이 확인되었다. 이에 지난해 외국인 투자자의 기록적인 순매수도 나타났다.

만년 저평가 중 자동차, 금융 > 유통 > 유틸리티, 철강, 화학 순으로 선호

국내 주식시장의 밸류에이션 상황도 일본과 크게 다르지 않다. PBR 1배 미만 기업들이 다수이다. 주로 금융주, 경기민감 수출주, 통신/소매 등의 일부 내수주가 해당된다.

기업의 변화 가능성에 대한 투자자들의 기대가 주식시장에 반영될 것이다. 지난 간담회에서 한국거래소는 상장사들과 긴밀한 협의를 거쳐 2월 중 세미나를 통해 세부 방안을 발표하겠다고 하였다. 세부 방안이 발표될 때 까지는 여러 만년 저평가주들의 주가 흐름은 양호할 가능성이 높다.

PBR 제고 방안으로 주로 주주환원을 고려할 것으로 예상된다. 결국 시간이 지날수록 업황 및 현재 실적, 주주환원 가능 여력 등이 반영되며 수혜 업종은 압축될 것으로 판단된다.

지난해 실적 주도주이자 기업이 배당을 결정하면 투자자가 이를 확인한 후 투자 여부를 결정할 수 있도록 제도적 여건을 조성하고 있는 자동차와 금융주에 관심이 필요하다는 판단이다. 또한 올해 실적 턴어라운드 가능성이 존재하는 일부 유통 기업에도 관심이 필요하다.

만년 저평가주의 반란, 기업 밸류업 프로그램

일본 사례에서 주주환원 개선과 외국인 투자자 유입 확인

‘기업 밸류업 프로그램’ 언급

지난 1월 24일 금융위원회 위원장, 금융감독원장은 증권업계와 유관기관을 대상으로 간담회를 개최하였다. 여기에는 국민 자산형성 지원을 위한 세제개편, 상법 개정 등의 제도 개선과 ‘기업 밸류업 프로그램’을 통한 거래소 및 상장사 역할 등이 언급되었다.

세제개편과 상법 개정은 금융투자소득세 폐지, ISA 세제지원 강화, 주총 내실화를 위한 전자 주총 도입, 지배주주의 편법적인 지배력 확대 방지를 위한 자사주 제도개선 등이 해당되는 것으로 알려졌다(표1,2 참조).

특히, 기업의 주주가치 제고 노력을 독려 및 지원하기 위한 ‘기업 밸류업 프로그램’을 도입하겠다고 밝힌 부분에 주목할 필요가 있다. 기업 스스로가 자사가 저평가된 이유를 분석하여 대응 전략을 마련하고, 이를 투자자들에게 적극적으로 소통하도록 유도하기 위함이다.

이 부분이 눈길을 끌었던 이유는 증시의 저평가 해소를 위해 일본 도쿄증권거래소가 지난 2022년부터 시행해온 정책과 닮은 점이 있고, 실제로 그 효과가 있었다고 평가되기 때문이다.

표1. 금융투자소득세 관련 주요 일지

시기	내용
2020년 6월	'금융세제 개편 방안'에서 금융투자소득세 도입 발표
2020년 12월	금투세 도입(2023년) 등 소득세법 개정안 국회 통과
2022년 6월	'새정부경제정책방향'에서 금투세 도입 2년 유예 발표
2022년 12월	금투세 도입 유예(2025년) 등 소득세법 개정안 국회 통과
2024년 1월	금투세 폐지 공식화

자료: 언론보도, NH투자증권 리서치본부

표2. ISA 혜택 확대 내용

구분	기존	변경안
납입 한도	연간 2000만원 총 1억원	연간 4000만원 총 2억원
비과세	200만원 (서민형 400만원)	500만원 (서민형 1000만원)

자료: 언론보도, NH투자증권 리서치본부

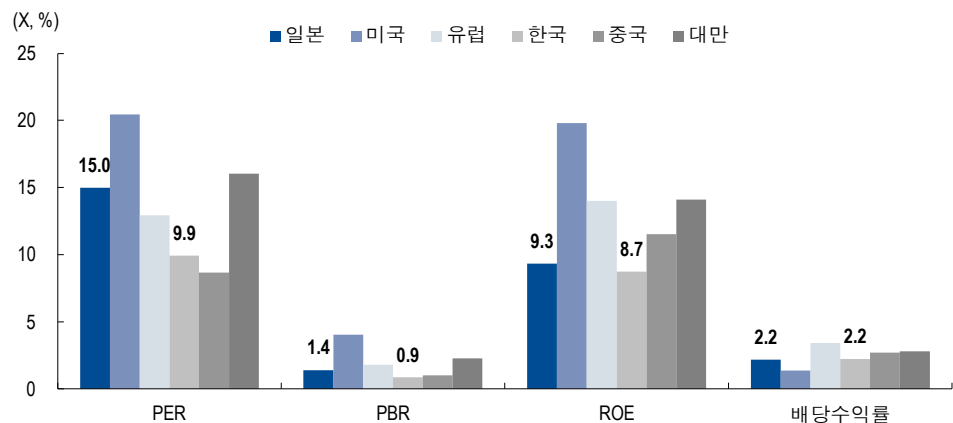
도쿄증권거래소의 노력

증시 활성화를 위해 도쿄증권거래소는 지난 2022년 4월 제1부, 제2부, JASDAQ, 마더스 등 4개 시장으로 구성된 기존 시장을 프라임(Prime), 스탠다드(Standard), 그로스(Growth) 등 3개 시장으로 개편하였다. 기존 시장이 구분 개념이 모호하고, 투자자 입장에서 이용 편의성이 떨어진다는 지적 때문이었다.

2023년 3월에는 프라임, 스탠다드 시장 상장사(3,300여개)에 대해 주가순자산비율(PBR) 1배 미만 기업의 경우 개선 방안을 공시하도록 요구하였다. 일본 증시가 주요 선진국 대비 저평가를 받고 있으며, 저평가의 대표적인 지표로 PBR을 지목하였기 때문이다(그림1,2 참조).

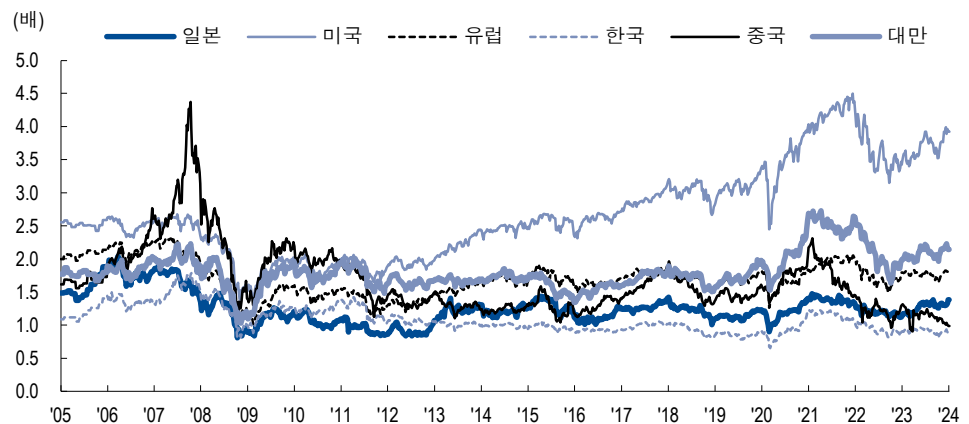
도쿄증권거래소는 동시에 PBR이 1배 이상이며, ROE가 자기자본비용(Cost of Equity)을 넘어서는 우량주에 투자하는 JPX Prime 150 지수를 출시하기도 하였다. 가치를 창출할 것으로 예상되는 일본의 주요 기업을 대상으로 지수를 구성하여, 기관 및 개인 투자자의 중장기 투자 대상으로 만들기 위한 의도였다(다음페이지 그림3 참조).

그림1. 주요국 밸류에이션 지표



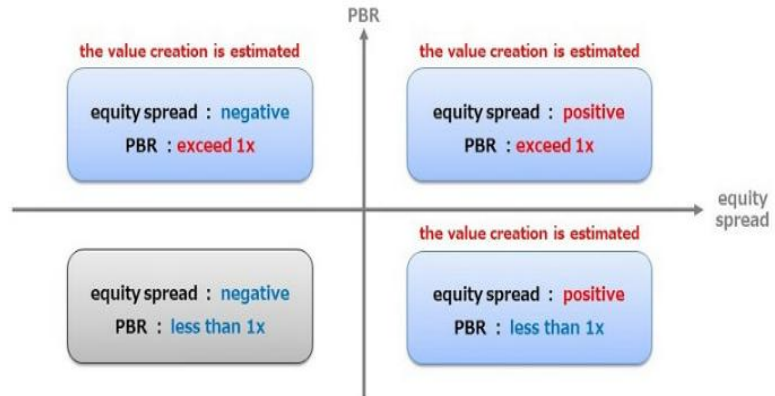
자료: Refinitiv, NH투자증권 리서치본부

그림2. 주요국 12개월 선행 PBR



자료: Refinitiv, NH투자증권 리서치본부

그림3. 도쿄거래소는 주주가치 제고에 힘쓰는 기업에 투자하는 Prime 150 지수를 출시



주: equity spread는 ROE-자기자본비용
자료: TSE, NH투자증권 리서치본부

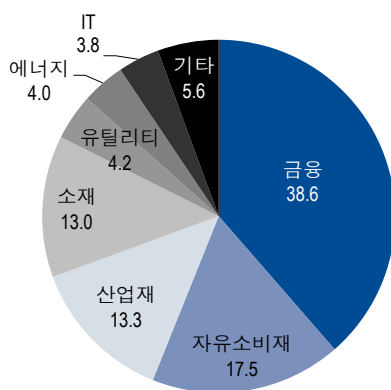
PBR 저평가가 해소될 종목에 투자하는 액티브 ETF

운용업계에서는 이러한 정책과 관련한 액티브 ETF도 출시하였다.

Simplex PBR Improvement over 1x ETF(2080 JP)가 해당되는 이 ETF는 주로 PBR 0.7배 이하의 종목 중에서 배당과 자사주 매입을 통해 PBR이 상승할 가능성이 높은 종목에 투자하는 ETF이다.

현재 포트폴리오에서는 금융, 경기소비재, 산업재, 소재 업종이 높은 비중을 차지하고 있다(그림4, 표3 참조).

그림4. PBR 저평가가 해소될 종목에 투자하는 액티브 ETF (2080-JP)의 업종 비중



자료: Simplex Asset Management, NH투자증권 리서치본부

표3. PBR 저평가 해소 액티브 ETF(2080 JP) 주요 투자종목

티커	종목명	비중(%)
8306 JP	MITSUBISHI UFJ FINANCIAL GROUP	4.97
8316 JP	SUMITOMO MITSUI FINANCIAL GROUP	4.96
7267 JP	HONDA MOTOR	4.86
8411 JP	MIZUHO FINANCIAL	3.69
7182 JP	JAPAN POST BANK	3.04
6178 JP	JAPAN POST HOLDINGS	2.66
8053 JP	SUMITOMO CORP	2.33
6201 JP	TOYOTA INDUSTRIES	2.31
8591 JP	ORIX CORP	1.98
6971 JP	KYOCERA CORP	1.94

자료: Simplex Asset Management, NH투자증권 리서치본부

기업들은 PBR을 개선하기 위한 방안을 공개

지난 1월 15일, 도쿄증권거래소 집계에 따르면 2023년 말까지 프라임 시장의 40%(660개 기업)와 스탠다드 시장의 12%(191개 기업)가 PBR을 개선하기 위한 경영 개혁 방안을 공개했다고 밝혔다. 방안으로 크게 3가지로 구분된다. ① 미래 성장 전략 제시, ② 자본 효율성 개선, ③ 주주환원 확대이다(표4 참조).

미래 성장 전략을 제시한 JVC KENWOOD는 무선 장비 사업과 북미 지역의 재해 예방 및 보안을 위한 사업을 확장하기 위한 투자에 3년간 약 650억엔을 사용할 예정이다. Dai Nippon Printing은 게임 속 메타버스(가상공간) 구축 서비스에 5년간 3,900억엔 이상을 투자한다.

자본 효율성을 개선 계획을 밝힌 Idemitsu Kosan은 2026년 3월 마감 회계연도 ROE 목표를 8%에서 10% 이상으로 상향 조정했다. 대형 건설기계 렌탈 업체인 Kanamoto는 ROE 목표를 8% 이상으로 설정하였다. 또한 여러 회사들이 저PBR 개선 방안으로 배당과 자사주 매입을 활용한 주주환원 강화를 제시하였다.

표4. PBR을 개선하기 위한 경영 개혁 방안을 공개

전략	티커	기업명	주요 시책
① 미래 성장 전략 제시	7912-JP	Dai Nippon Printing	메타버스 등에 5년간 3,900억엔 이상 투자
	8252-JP	Marui Group	인적자본 투자를 25년도까지 120억엔으로 확대
	6632-JP	JVC KENWOOD	무선기기 등에 650억엔 투자, 사업 축소
	5805-JP	SWCC Showa Holdings	DX, 전기차 등에 총 510억엔 투자
② 자본 효율 개선	6981-JP	Murata Manufacturing	ROIC 20% 이상을 목표
	5019-JP	Idemitsu Kosan	ROE 목표를 8%에서 10% 이상으로 상향
	6506-JP	Yaskawa Electric Corporation	ROE, ROIC 15% 이상을 목표
	9987-JP	Suzuken	정책 보유 주식의 감축
	9678-JP	Kanamoto	ROE 8% 이상을 위한 영업소 통폐합 및 가격 인상
③ 주주환원 강화	7267-JP	Honda Motor	2,000억엔을 상한으로 자사주 매입, 배당 증가
	8011-JP	Sanyo Shokai	배당을 단계적으로 인상
	1885-JP	Toa Corporation (Construction)	자사주 매입 상한을 70억엔으로 상향
	8159-JP	Tachibana Eletech	25년도까지 3년간 300만주 취득
	7646-JP	Plant	24년도에 총환원성향 100%

자료: 와신보도, NH투자증권 리서치본부

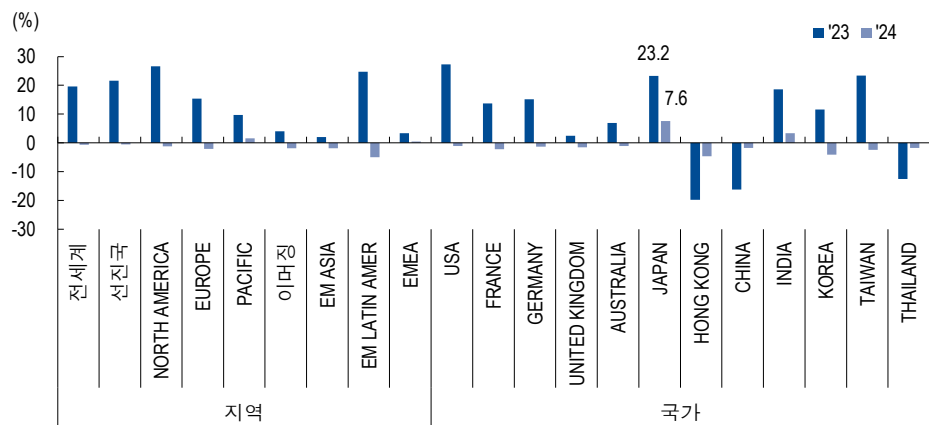
주주환원 개선과 외국인 투자자의 유입을 기대

지난해부터 나타난 일본 주식시장의 상승이 기업들의 적극적인 자본효율성 개선 노력 영향이 있었다는 평가를 받고 있다. 이러한 정부 정책이 중장기적으로 주식시장에 미칠 가능성을 염두에 두어야 한다는 판단이다(그림5 참조).

특히, 이 정책으로 지난해 일본 기업들은 자사주 매입과 배당 지급 규모를 확대하는 모습이 확인되었다. 지난해 일본 기업의 자사주 매입 총액은 8.3조엔으로 최대 규모로 확대됐다. 지난해 배당금도 15.6조엔에 달하며 사상 최대치를 기록하였다(그림6 참조).

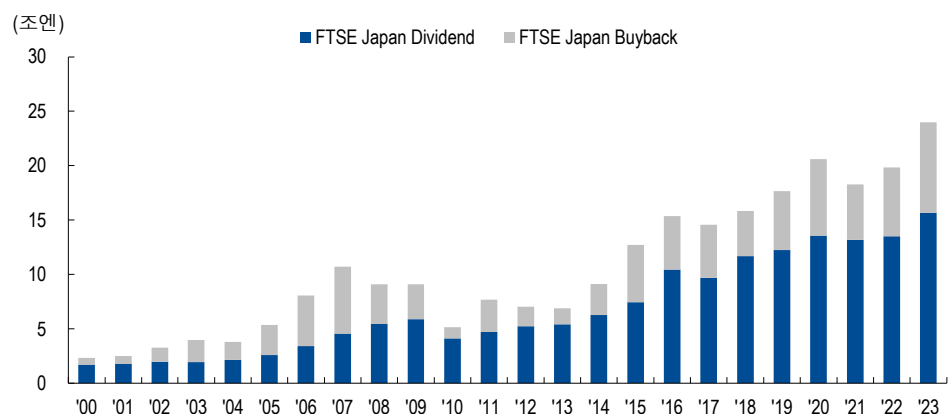
외국인 투자자들은 많은 기업들이 배당과 자사주 매입을 통해 저평가를 해소하고 PBR이 높아질 것이라는 기대감을 가졌던 것으로 보인다. 지난해 4~6월 외국인 투자자는 일본 주식시장에서 6.1조엔에 달하는 기록적인 순매수를 달성하였다(그림7 참조)

그림5. 주요 국가별 2023~2024년 주가 수익률 비교



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

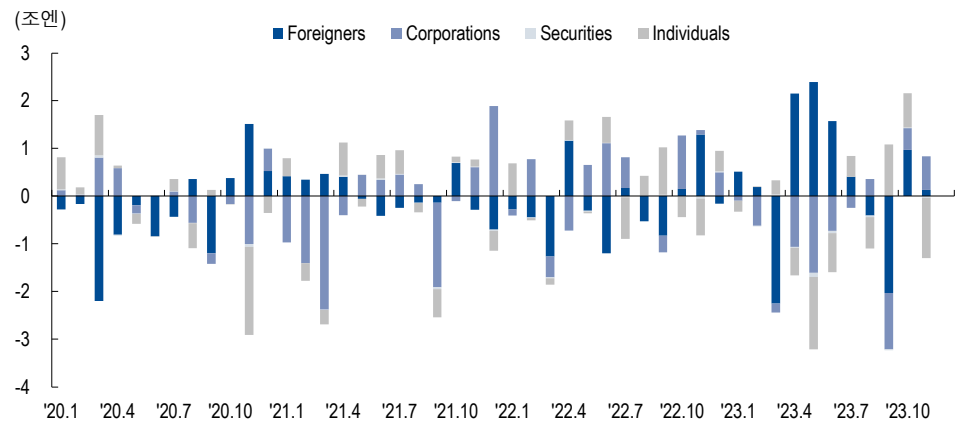
그림6. 일본 기업들의 배당과 자사주 매입 추이



주: FTSE Japan 지수를 구성하고 있는 512개 종목의 회계연도 배당금과 자사주매입 규모 합계

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

그림7. 일본 주식시장, 투자주체별 주식시장 순매수 규모



자료: 도교증권거래소, NH투자증권 리서치본부

만년 저평가 중 자동차, 금융 > 유통 > 유틸리티, 철강, 화학 순으로 선호

만년 저평가 업종이 대상

국내 주식시장의 밸류에이션 상황도 일본과 크게 다르지 않다.

수출 및 해외 시장 의존도가 높은 국내 기업 입장에서는 기업 이익과 PER은 변동성이 크게 나타날 수밖에 없다. 그런데 PBR은 항상 저평가를 받고 있다. 특히 PBR 1배 미만 기업들이 다수이다. 주로 금융주, 경기민감 수출주, 통신/소매 등의 일부 내수주가 해당된다.

코스피 상장사의 경우, PBR 1배 미만의 기업의 비중이 67%에 달한다. 시장의 밸류에이션을 주도하는 코스피 대형주만 해도 PBR 1배 미만 기업의 비중이 절반에 가깝다(그림8 참조).

현재 기준으로 보험, 소매(유통), 은행, 유틸리티, 건설, 철강, 자동차, 에너지, 증권, 통신서비스, 상사, 운송, 디스플레이, 비철금속, 필수소비재 업종의 PBR이 1배 미만에 위치하고 있다. 이들 중 보험, 소매(유통), 은행, 유틸리티, 건설, 철강, 자동차, 에너지, 증권 업종은 지난 5년내 PBR 1배를 상회한 적이 없는 만년 저평가 업종이다(다음페이지 그림9 참조).

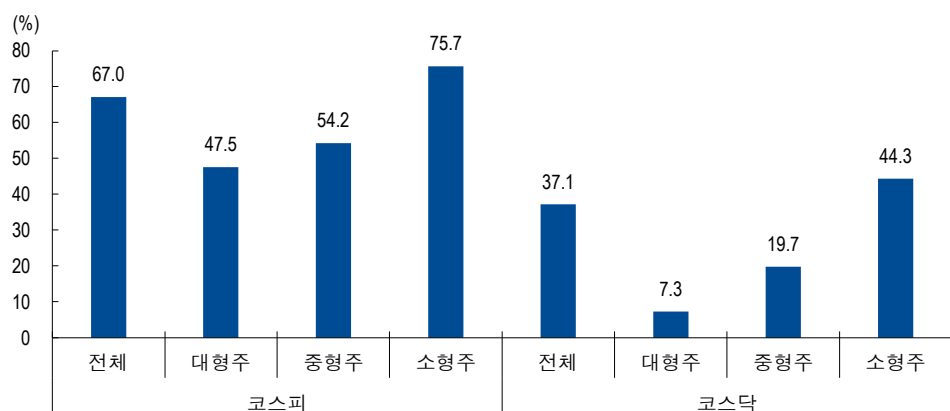
기업의 변화 가능성에 대한 투자자들의 기대가 주식시장에 반영

기업의 변화 가능성에 대한 투자자들의 기대가 주식시장에 반영될 것이다.

지난 간담회에서 한국거래소는 상장사의 기업가치 제고 노력을 지원하기 위해 시가총액 별 및 업종별 주요 투자지표 비교 공시, 기업가치 개선 계획 공표 권고, 기업가치 제고 노력 우수 기업으로 구성된 코리아 프리미엄 지수 개발 등을 검토 중임을 밝혔다. 상장사들과 긴밀한 협의를 거쳐 2월 중 세미나를 통해 세부방안을 발표하겠다고 하였다.

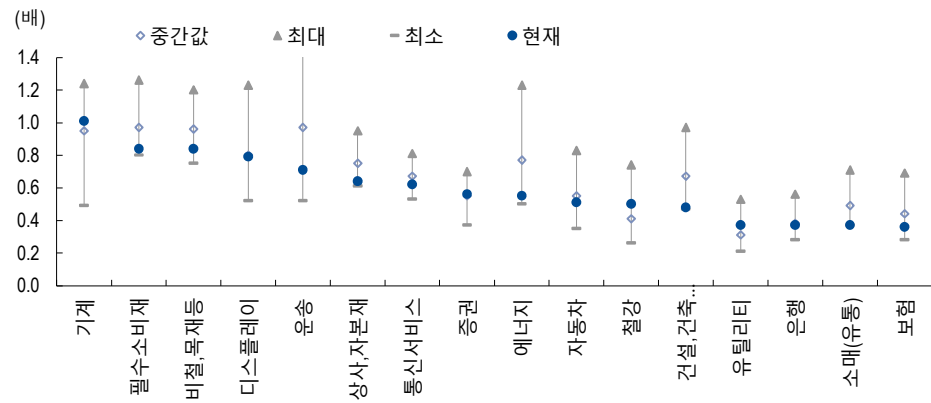
세부 방안이 발표될 때 까지는 여러 만년 저평가주들의 주가 흐름은 양호할 가능성이 높다. 기업들이 저평가된 이유를 분석하여 대응 전략을 마련하고, 이를 투자자들에게 적극적으로 소통하는 것만으로도 밸류에이션과 주가에 영향을 끼칠 수 있기 때문이다.

그림8. 코스피와 코스닥 내 PBR 1배 미만 기업의 비중



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

그림9. 현재 PBR 1배 미만 업종, 과거 5년내 최대/최소/현재 비교



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

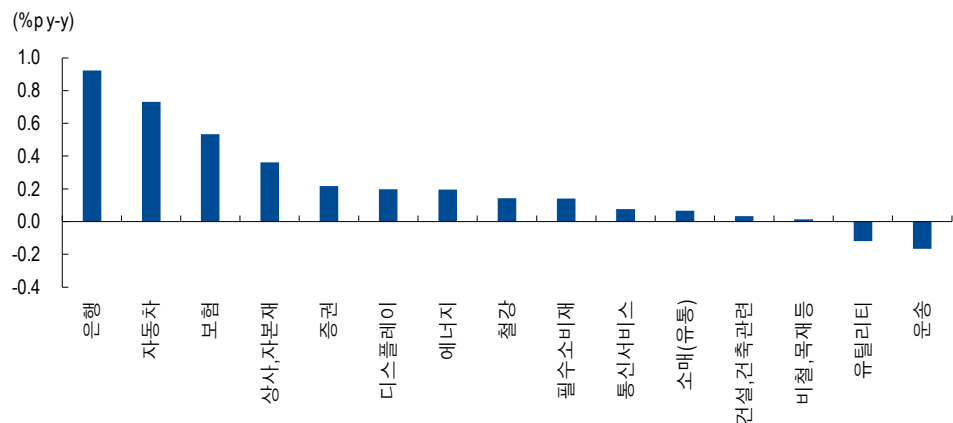
자동차, 금융, 일부 내수주에 주목

한편, 국내 상장사들도 PBR 제고 방안으로 주로 주주환원을 고려할 것으로 예상된다. 결국 시간이 지날수록 업황 및 현재 실적, 주주환원 가능 여력 등이 반영되며 수혜 업종은 압축될 것으로 판단한다(그림10,11 참조).

지난해 실적 주도주이자 기업이 배당을 결정하면 투자자가 이를 확인한 후 투자 여부를 결정할 수 있도록 제도적 여건을 조성하고 있는 자동차와 금융주에 관심이 필요하다는 판단이다. 또한 올해 실적 턴어라운드 가능성이 존재하는 일부 유통 기업에도 관심이 필요하다.

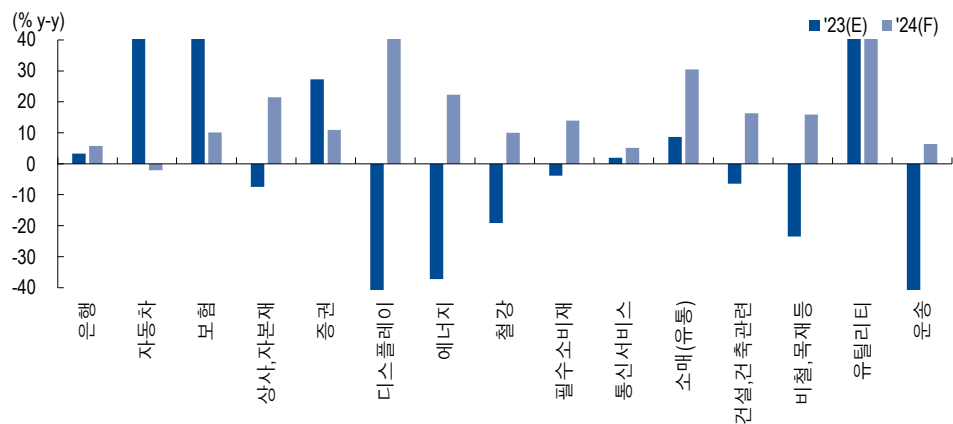
화학, 철강 등 전통적인 경기민감 가치주의 성과는 상대적으로 짧은 가능성이 높다고 판단된다. 계절적으로 이들 업종은 1분기에 강세 현상이 나타난다. 매년 3월 초에 시작되는 양화를 앞두고 중국 정부의 경기 부양책 기대감 때문이다. 당사는 중국 정책에 대해서 그 효과가 크지 않을 것으로 판단하고 있다.

그림10. 현재 PBR 1배 미만 업종, 2024년 배당 증가 기여도



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

그림11. 현재 PBR 1배 미만 업종, 2023~2024년 영업이익 증가율



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자 상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.