

IBKS Spot Comment

유통/지주

남성현

02) 6915-5672

rockrole@ibks.com

[지주사]

지주사를 바라보는 시각의 변화

밸류업 프로그램 핵심은 배당

당사에서는 지주사를 바라보는 시각의 변화가 필요하다고 판단. 그렇게 생각하는 근거는 1) 정부의 밸류업 프로그램 강화 의지에 따라 가치평가 상승 가능성이 높아졌고, 2) 그룹사 가치를 결정짓는 요소가 히든밸류에서 주주에게 환원되는 실질 비율로 전환되고 있으며, 3) 세법규제 완화 시도 등 주주에게 주는 혜택이 실질적으로 높아질 가능성이 높기 때문. 우리는 이러한 변화 속에서 기업가치를 결정짓는 가장 중요한 변수가 배당으로 귀결될 것으로 판단하고 있음

배당을 가장 중요한 변수로 보는 이유는 2가지임. ▶ 이익률, ROE 등의 수치가 주주에게 환원될 수 있는 가치를 결정짓는 것은 맞지만, 주주에게 직접적으로 귀속되는 현금흐름과 방향성을 같이 한다고 단정짓기 어렵고, ▶ 자사주 매입 및 소각 등 주당 가치를 올리는 밸류업의 경우 미실현(매각 미진행시) 손익이라는 점 때문. 물론, 자사주 매입 이후 그에 상응하는 배당금을 지속할 경우 실질적인 가치 증가로 연결될 가능성은 있음. 다만, 자사주 매입 소각에 따른 효과가 최대주주에게 집중된다는 점을 고려하면 배당금을 통한 주주환원이 더욱 중요한 요소가 될 것으로 판단함

지주사 밸류에이션은 현금흐름이 결정할 것

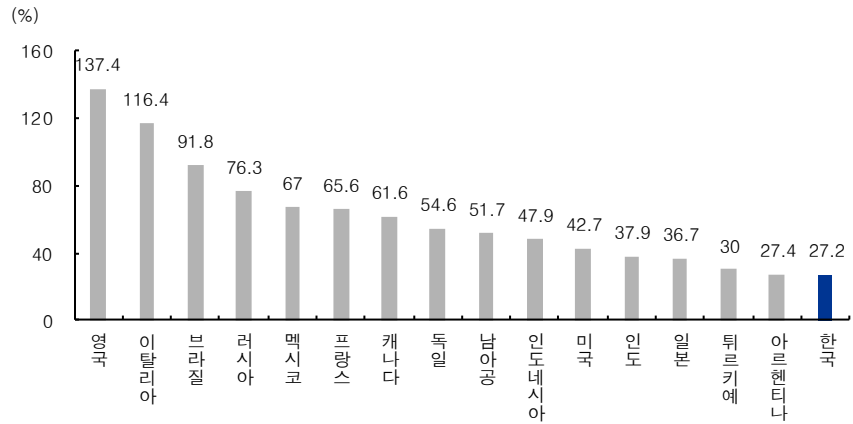
지주사에 대한 가치평가도 현금흐름이 결정지을 것으로 분석. 정확하게 언급하면 배당수익률(시가배당수익률)이 이를 결정짓는 요소가 될 가능성이 높음

당사에서는 시가배당수익률을 중요하게 보고 있음. 그러나, 대부분의 기업집단에서는 배당정책으로 배당성향(주주환원율)을 제시하고 있음. 이는 1) 기업의 실질적인 현금흐름과 100% 매칭되는 개념이 아니고, 2) 기업이 투자 혹은 일회성 손익이 존재하는 시점에 기 대할 수 있는 배당금액이 상이할 가능성이 높으며, 3) 영업활동과는 무관한 기준점을 가지고 있어 '예측가능성'과 '실현가능성'의 관점에서 유효하지 않을 것으로 판단

가치평가에 있어 중요한 부분

이러한 관점에서 향후 지주사의 가치는 ① 주주에게 귀속되는 현금흐름이 얼마인지? ② 이를 실현시키기 위한 배당재원 구조가 어찌되는지? ③ 배당수익 외에 자체적인 배당재원을 확보할 수 있는지? 여부가 중요한 부분으로 작용할 것으로 보임

그림 1. 주요 국가별 배당성향 비교



자료: 한국은행, Bloomberg, IBK투자증권
 주: 2014~2023년 평균, 국가별 MSCI 지수에 포함된 기업 기준 (배당금/당기순이익) 평균

표 1. 자기주식 관련 각 나라의 제도 비교

구분	미국	영국	독일	일본	한국
소각 의무	대부분 없음 (캘리포니아 등 제외)	없음	자본금의 10%를 초과하는 경우 의무	없음	없음
자기주식의 의결권	인정하지 않음				
자기주식의 배당권	인정하지 않음				
합병분할 등 조직재편시 자기주식의 권리	신주배정 불가				신주배정 가능
자기주식 제 3자 처분에 대한 주주 보호 수단	이사의 신인임무 위반	주주평등원칙 또는 신주인수권 준용		유지청구원 무효 소송	없음

자료: 자본시장연구원, IBK투자증권

표 2. 국내 자기주식 소각 공시 중 자기주식 취득방법

(단위: 건, %, 억 원)

년도	소각 공시	소각 자원		총 소각 금액
		기 보유	신규 취득	
2019	18	52.0	48.0	5,506
2020	40	-	-	8,722
2021	27	89.3	10.7	24,578
2022	54	78.0	22.0	24,420
2023	97	73.8	26.2	46,374

자료: 자본시장연구원, IBK투자증권

표 3. 국내 주요 지주회사의 매출액 대비 배당수익 비율

(단위: %)

배당수익 비중	기업수	해당 기업
70% 이상	9	(주)농심홀딩스(100), (주)티와이홀딩스(99), 오씨아이홀딩스(주)(94.9), (주)에코프로(85.8), 하이트진로홀딩스(주)(85.0), 에이치디현대(주)(81.7), 디엘(주)(79.7), (주)하림지주(77.3)
50~70%	8	에이케이홀딩스(주)(70.0), (주)엘엑스홀딩스(70.0), (주)아모레퍼시픽그룹(68.4), (주)한진칼(67.1), (주)세아홀딩스(63.2), (주)비이에프(61.2), (주)현대지에프홀딩스(54.6), (주)엘지(52.3)
30~50%	5	씨제이(주)(44.1), (주)코오롱(41.9), 에이치디씨(주)(37.8), 롯데지주(주)(36.2), 에스케이(주)(33.8)
30% 미만	9	한솔홀딩스(주)(18.5), 동국홀딩스(주)(18.0), (주)엘에스(12.2), 동원산업(주)(7.0), (주)삼양홀딩스(6.7), 한국앤컴퍼니(주)(3.7), (주)셀트리온홀딩스(3.0), (주)두산(0.6), (주)부영(0.0)

자료: 공정거래위원회, IBK투자증권

표 4. 주요 지주회사의 배당외수익 수입원별 수취 현황

(단위: 백만 원)

구분	집단명	지주회사명	보통주시가배당률	상표권사용료	부동산임대료	경영관리 및 자문수수료
1	에스케이(SK)	에스케이(주)	5.32	318,314	32,056	94
2	엘지(LG)	(주)엘지	4.31	354,527	0	0
3	롯데	롯데지주(주)	5.50	88,487	12,270	36,883
4	HD현대	에이치디현대(주)	4.55	33,686	62,677	4,786
5	지에스(GS)	(주)지에스	6.87	105,206	37,055	402
6	씨제이(CJ)	씨제이(주)	3.03	125,991	5,584	0
7	한진	(주)한진칼	0.48	35,135	3,310	0
8	엘에스(LS)	(주)엘에스	1.75	42,395	98	8,384
9	두산	(주)두산	0.78	30,011	8,240	8,109
10	DL	디엘(주)	3.16	18,095	176	641
11	현대백화점	(주)현대지에프홀딩스	4.30	0	2,050	5,591
12	하림	(주)하림지주	2.21	8,602	627	0
13	에이치디씨(HDC)	에이치디씨(주)	2.94	11,314	1,654	368
14	코오롱	(주)코오롱	3.92	29,928	14,534	96
15	오씨아이(OCI)	오씨아이홀딩스(주)	3.74	3,181	1,648	560
16	태영	(주)티와이홀딩스	0	0	594	11
17	세아	(주)세아홀딩스	4.18	2,884	762	11,212
18	엘엑스(LX)	(주)엘엑스홀딩스	4.23	29,397	0	444
19	에코프로	(주)에코프로	0.18	10,681	171	24,329
20	한국앤컴퍼니그룹	한국앤컴퍼니(주)	5.91	43,867	0	7243
21	동원	동원산업(주)	2.98	13,377	19,782	5,592
22	아모레퍼시픽	(주)아모레퍼시픽그룹	1.59	0	2,487	9,664
23	애경	에이케이홀딩스(주)	4.15	7,104	0	5,924
24	삼양	(주)삼양홀딩스	5.34	12,806	3,352	21,342
25	동국제강	동국홀딩스(주)	6.78	10,456	5,128	1,788
26	BGF	(주)비이에프	3.77	16,495	2,364	2,292
27	하이트진로	하이트진로홀딩스(주)	3.85	5,727	0	307
28	농심	(주)농심홀딩스	3.94	0	0	0
29	한솔	한솔홀딩스(주)	5.11	17,283	8	10,811
합계				1,380,608	218,201	166,873

자료: 공정거래위원회, IBK투자증권