



키움증권

리서치센터 투자전략팀

Market Analyst 김지현 jeehyun12@kiwoom.com

PBR 1 배와 ROE 8%

SUMMARY

- ✓ 일본증시의 기업가치 제고 정책의 핵심은 PBR 및 ROE 저평가 이유를 분석하기 위한 지표를 명시하고, 기업가치 제고 계획을 제출하지 않은 기업 명단을 공개하는 등 구체적인 가이드라인이 정해졌다는 점
- ✓ 한국증시를 30% 가까이 아웃퍼폼한 일본 증시의 1년간 성과에서 나타난 시사점은 1) 시가총액이 크고 PBR 이 낮을수록 공시 이행률이 높았고, 2) IT, 서비스 업종과 중소기업들은 상대적으로 공시가 미흡했다는 것
- ✓ 대외 불확실성으로 인해 국내 증시가 1 분기에 박스권에 머물 것으로 예상되는 상황에서 PBR 1 배 달성 시 10% 이상 리레이팅이 가능. 단기적으로 코스닥에서 코스피로, 시총이 작고 PBR 이 큰 종목에서 시총이 크고 PBR 이 작은 종목으로의 자금 이동은 불가피

일본을 벤치마크 하려는 한국

정부와 금융위원회는 자본시장 선진화 방안의 일환으로 증시 저평가 해소를 위해 '기업 밸류업 프로그램'을 도입, 구체화 방안을 2월 중에 공개하겠다고 발표. 추진 내용은 1) PBR이 낮은 상장사들에 기업가치 제고 계획 공시 요구, 2) PBR, ROE 등을 시가총액, 업종별로 비교하여 기재, 3) 이를 바탕으로 주주 가치가 높은 기업으로 구성된 '코리아 프리미엄 지수' 상장.

특히 강조되고 있는 'PBR 1배 미만 기업'에 대한 조치는 일본의 '기업경영 변혁 촉진책'을 벤치마크. 2023년부터 두드러진 일본 증시의 약진 및 외국인 자금 유입의 배경으로 꼽힘. 2023년 1월, 도쿄증권거래소(JPX)에서는 증시 부진, 기업 생산성 저하에서 벗어나기 위해 1) 수익에 대한 비과세 혜택이 있는 NISA(개인저축계좌) 금액 한도 확대, 2) 상장기업에 중장기적인 기업가치 제고 방안을 요구.

전자의 경우 올해부터 적용되어 일본 가계의 현금성 자산이 증시로 유입되는 효과가 기대되고 있음. 후자인 기업가치 제고 방안의 경우, JPX는 유가증권시장 상장기업의 약 50%, 일반 시장 상장기업의 60%가 ROE 8% 미만, PBR 1배 미만으로 자본비용의 수익성과 성장성에 문제가 있다고 지적. 2023년 1월 당시 닛케이225지수 PBR 1.52배, ROE 8.6% 감안 시 전체 증시 평균에 미치지 못하는 기업들을 대상으로 자사주 매입, 배당 인상, 비핵심 자산 매각을 통한 수익성 개선을 요한 것.

해당 기업들에 요구한 주요 내용은 다음과 같음.

- 1) 현 상황을 분석하고 이사회가 개선을 위한 정책, 목표, 계획 기간 등 구체적인 이니셔티브를 논의하고 해당 정보를 투자자에게 공개
 - 수익성 분석 시 WACC과 ROIC 비교, 자기자본비용과 ROE 비교
 - 중장기 목표 설정 시 ROE 또는 EPS 증가율과 같은 변화율로 명시
- 2) 이사회 기능의 불분명한 경우가 많아 연 1회 이상 진행상황 및 공시 업데이트
- 3) 기업가치 제고를 유도하기 위한 경과조치가 종료되었을 때 상장 폐지에 이르게 할 수 있고, 투자자들에게는 환매 기회를 보장.

일본 기업가치 제고 정책의 효과는 업사이드 30%

JPX 정책의 핵심은 1) PBR이 지속적으로 1배 미만을 하회하는 이유를 분석하기 위해 자본비용, 대차대조표, 밸류에이션에 쓰이는 구체적인 지표를 명시, 2) 기업가치 제고 계획을 제출하지 않은 기업 명단을 공개, 3) 이행하지 않을 시 2026년 상장 폐지 목록에 오를 수 있다는 강제성을 띠고 있다는 것.

올해 1월 15일, 2023년 12월 31일 기준으로 1년간의 성과를 업데이트한 자료에서 프라임 시장 상장사의 49% (815개), 스탠다드 시장 상장사의 19% (300개)가 공시를 완료했다고 보고. 또한 PBR 1배 미만 상장사 중 1) 시가총액 1,000억엔(약 1조원) 이상 대형주의 78%가 공시를 완료했고, 2) 은행 업종의 94%가 공시를 완료한 반면, 3) IT, 서비스 업종과 중소기업들은 공시가 미흡하다고 언급.

일본 내 PBR 1 미만 기업의 비중은 2022년 말 51% → 2023년 말 44%로 감소, 닛케이225의 PBR 약 30% 상승, 약 1년간 증시 수익률 코스피 대비 30% 아웃퍼폼하는 성과. 코스피와 대략 동행하던 닛케이225의 PBR은 2023년 3월을 기점으로 차별화되기 시작했으며, 이때부터 현재까지 외국인의 일본 주식 순매수는 누적으로 7조엔(약 63조 원)을 기록.

- 2024년 1월 29일 기준 1년간 수익률 Nikkei225 30.6% vs KOSPI -0.2%
- 2023년 1월 Nikkei225 PBR 1.52배 / ROE 8.6% vs KOSPI PBR 0.90배 / ROE 8.5%
- 2024년 1월 Nikkei225 PBR 2.0배 / ROE 7.8% vs KOSPI PBR 0.87배 / ROE 5.8%

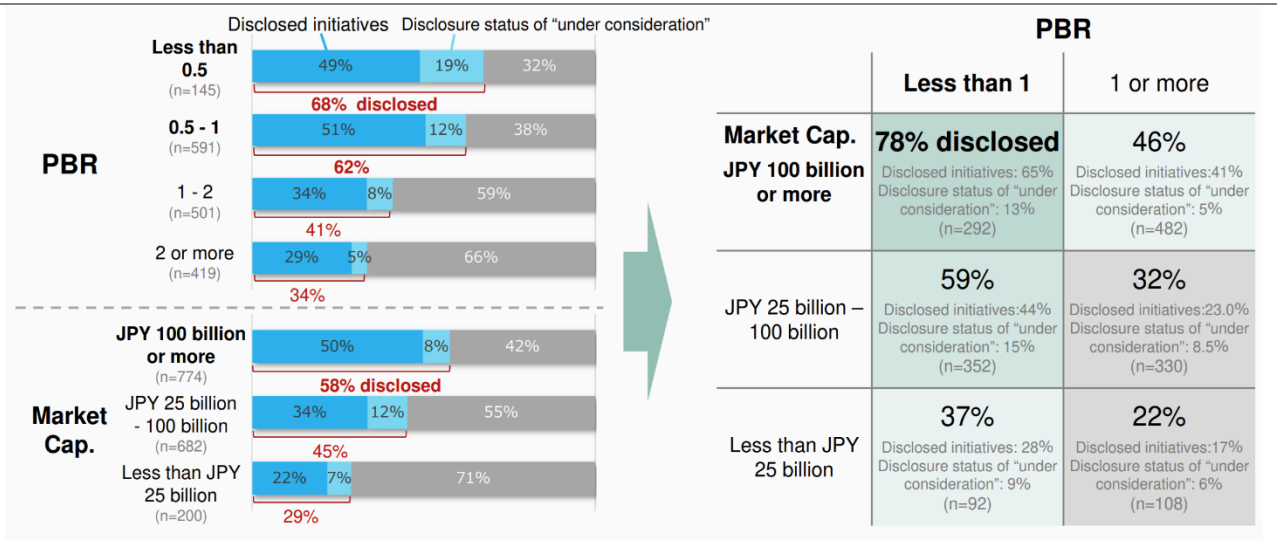
국내 증시 리레이팅, 외국인 자금 유입 효과 기대

증시가 박스권에 갇혀 있으면 나오는 소식이 배당 확대, 자사주 매입 등 주주환원임. 일반적으로 하락장에서 자사주 매입 공시가 증가하며 주가 하단을 지지한다고 알려져 있지만, 성장이 정체되거나 거래대금이 감소하는 구간에서도 특히 대형주의 자사주 매입 빈도 및 규모가 증가. 총선을 앞두고 증시 활성화 필요성이 커졌고, 대외 불확실성으로 인해 증시가 1분기에 박스권에 머물 것으로 예상되는 상황에서 적절한 조치. 산업 성숙도 측면에서 성장주나 중간재의 비중이 더 큰 국내 증시 특성을 감안하더라도 PBR 1배 달성 시 10% 이상 리레이팅이 가능할 수 있다는 기대는 점증될 수 있음.

그러나 실효성에 대해서는 지켜볼 필요. 자사주 제도 개선과 의무공개매수 제도 도입도 함께 예고하였으나, 상법 개정이 선행되어야 하므로 총선 전에 통과되는 것은 현실적으로 불가능. 핵심은 상법 개정없이 거래소가 기업들에게 요구하는 기업가치 제고 방안 공시가 강제성을 가질 경우, 일본과 마찬가지로 PBR이 낮은 시총 상위 대형주의 성과가 유리. 2015년도에 대형주의 자사주 매입이 활발했던 배경이 기업소득환류세제 제도의 도입으로 기업 소득의 일정 부분 이상을 투자, 배당, 자사주 소각, 임금인상 등에 사용하지 않으면 미달 금액에 대해 과세를 했던 강제성에 있었던 사례.

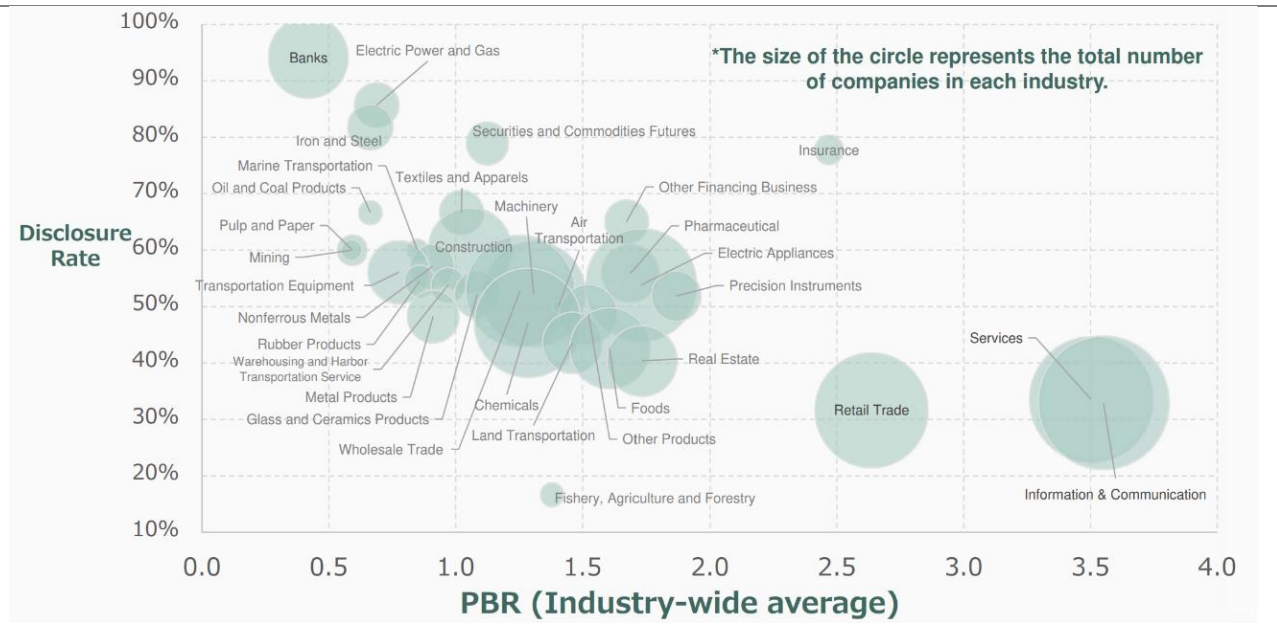
투자 자원 확보가 더 우선시되는 IT 섹터 또는 성장주에서의 주주가치 제고 효과를 기대하기엔 무리가 있음. 단기적으로 코스닥에서 코스피로, 시총이 작고 PBR이 큰 종목에서 시총이 크고 PBR이 작은 종목으로의 자금 이동은 불가피. 직관적으로 내수 산업이면서 PBR이 가장 낮은 유틸리티(PBR 0.37배), 은행(0.37배), 보험(0.36배), 유통(0.36배) 업종의 저평가 해소 효과가 가장 두드러질 것. 개별 종목에서는 1조 이상 저PBR 대형주 중 ROE 8% 미만, 배당성향 낮고 미래 현금흐름이 안정적일 것으로 예상되어 향후 배당 확대 및 자사주 매입소각 기대되는 종목 유리.

일본 상장사들의 기업가치 제고 정책 공시 현황 (1): 시가총액이 크고 PBR이 낮을수록 공시율이 높음



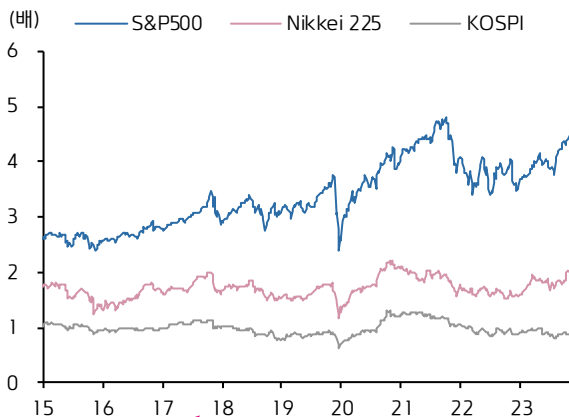
자료: JPX "Action to Implement Management that is Conscious of Cost of Capital and Stock Price", 키움증권

일본 상장사들의 기업가치 제고 정책 공시 현황 (2): 은행, 광물, 화학, 전력 및 가스 등이 저PBR 업종

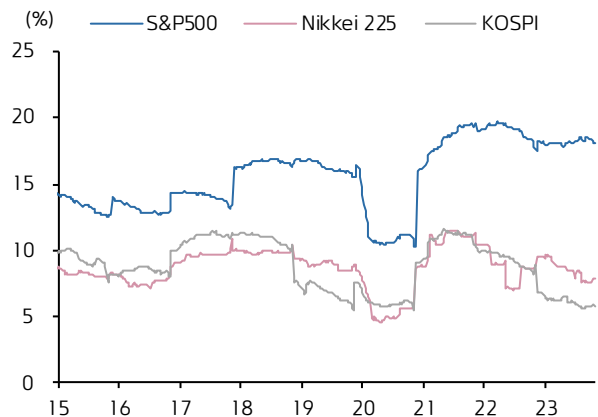


자료: JPX "Action to Implement Management that is Conscious of Cost of Capital and Stock Price", 키움증권

선행 PBR: 닛케이225와 코스피는 23년 3월부터 차별화

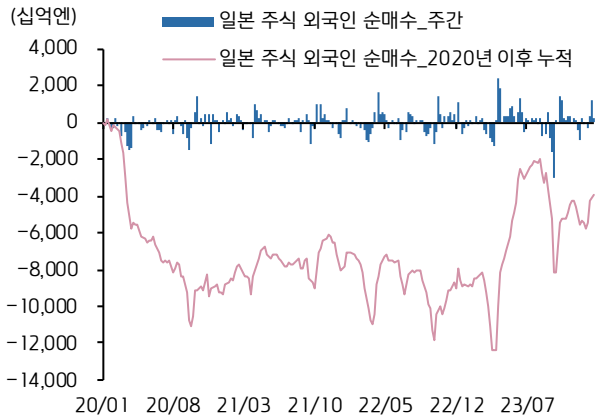


선행 ROE: 닛케이 225 는 감익 구간에서도 하단 지지



자료: Bloomberg, 키움증권

일본 주식 대상 외국인증권투자
: 2023년 3월 이후 누적으로 상승



자료: Bloomberg, 키움증권

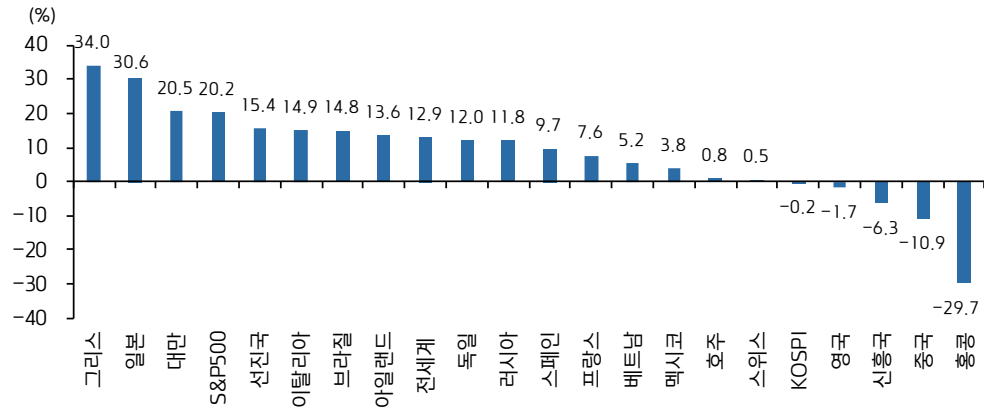
자료: Bloomberg, 키움증권

닛케이 225 - 홍콩항셱 지수 차: 버블경제 이후 최대



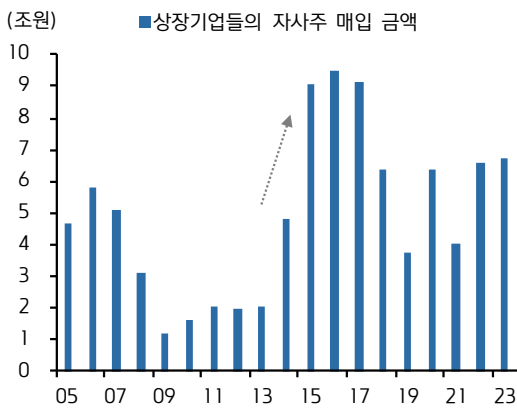
자료: Bloomberg, 키움증권

1월 29일 기준 국가별 1년 수익률 비교



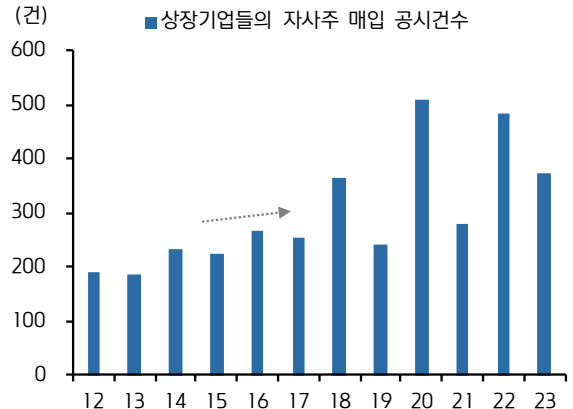
자료: Bloomberg, 키움증권

연도별 상장기업들의 자사주 매입 금액



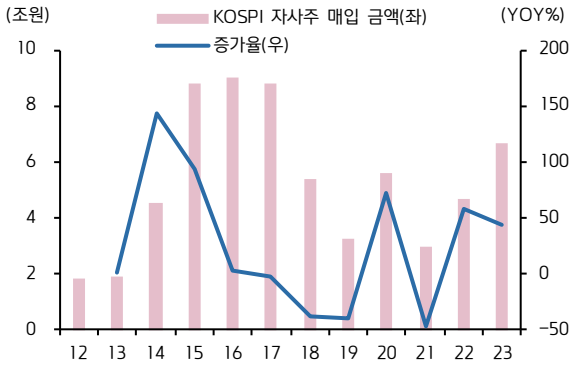
자료: KIND, 키움증권

연도별 상장기업들의 자사주 매입 공시건수



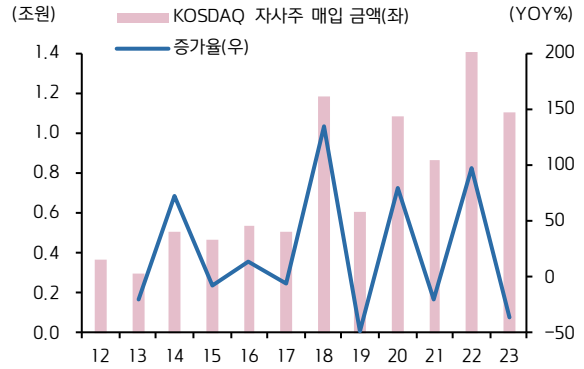
자료: KIND, 키움증권

연도별 코스피 자사주 매입 금액 및 증감률



자료: KIND, 키움증권

연도별 코스닥 자사주 매입 금액 및 증감률



자료: KIND, 키움증권

저평가 해소 후보군 리스트: PBR 1배 미만, ROE 8% 미만, 3개년 평균 배당성향 22% 이하, 안정적인 미래 현금흐름

종목코드	종목	업종 구분	시가총액 (억 원)	Fwd 12 P/E	P/B (시가총액 / 최근 4분기 평균 자본총계)	ROE (당기순이익 / 최근 4분기 평균 자본총계)	12Fwd 매출액 대비 잉여현금흐름	직전 3개년 배당성향 평균	최대주주 + 자사주 지분율
A066570	LG 전자	KSE IT 가전	153,011	8.1	0.8	3.4	2.8	12.2	34.2
A009540	HD 한국조선해양	KSE 조선	82,451	10.8	0.8	1.5	4.0	0.0	36.8
A161390	한국타이어앤테크놀로지	KSE 자동차	60,823	6.5	0.7	6.3	5.8	16.7	44.7
A267250	HD 현대	KSE 에너지	53,004	6.2	0.7	5.9	2.1	-95.5	46.8
A004020	현대제철	KSE 철강	44,571	6.9	0.2	2.0	3.8	2.2	37.4
A097950	CJ 제일제당	KSE 필수소비재	43,055	8.7	0.6	4.7	2.8	12.4	44.2
A035250	강원랜드	KSE 호텔, 레저서비스	32,540	12.3	0.9	7.9	20.2	20.5	41.5
A000120	CJ 대한통운	KSE 운송	31,025	11.6	0.8	5.1	1.4	1.8	52.8
A088350	한화생명	KSE 보험	23,059	2.9	0.2	6.5	-	3.7	58.6
A004370	농심	KSE 필수소비재	22,749	11.2	1.0	7.4	3.7	21.2	49.2
A036460	한국가스공사	KSE 유틸리티	21,786	3.6	0.2	7.7	3.3	8.2	61.3
A139480	이마트	KSE 소매(유통)	19,569	14.1	0.2	1.2	1.5	7.9	32.5
A028670	팬오션	KSE 운송	19,351	5.0	0.4	7.5	8.7	16.8	54.8
A002380	KCC	KSE 건설, 건축관련	19,328	14.7	0.4	5.3	6.3	21.3	54.1
A000880	한화	KSE 상사, 자본재	17,803	2.6	0.2	5.8	1.7	15.4	45.1
A204320	HL 만도	KSE 자동차	16,670	7.0	0.7	0.2	2.0	15.4	30.3
A375500	DL 이앤씨	KSE 건설, 건축관련	15,013	4.7	0.3	5.2	3.5	6.8	31.6
A034230	파라다이스	KSQ 호텔, 레저서비스	11,920	13.5	0.9	4.8	21.4	0.0	51.8
A069960	현대백화점	KSE 소매(유통)	11,140	5.2	0.2	2.5	7.0	21.3	42.7
A120110	코오롱인더	KSE 화학	11,131	8.5	0.4	2.9	3.0	19.2	34.8

출처: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터
참고: 1월 29일 종가기준

Compliance Notice

- 당사는 1월 29일 현재 보고서의 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

-본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. -본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다. -본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.