

퀀트가 제시하는 **잘** 나갈 **알짜** 전략 '성장형 배당주'를 찾아서

[Quant / Strategy]
이상민 Quant Analyst
smlee@barofn.com
+822-6099-8665

윤석준 R.A
fineence@barofn.com
+822-6099-8506

배당 시즌은 아니나, 배당주를 봐야하는 이유

글로벌 저성장 환경이 지속되고 있을 뿐만 아니라 국내 수출 또한 감소하는 추세임. 글로벌 저성장 환경이 지속된다면, 배당주가 유리할 수 있음. 또한 글로벌 전체적으로 금리 인상이 힘든 환경. 특히 미중 무역분쟁이 지속시 경기타격을 완화하기 위하여 연준이 금리인하를 할 가능성이 있음. 금리가 낮아짐에 따라 배당에 대한 관심이 늘어날 수 있다는 판단. 또한, KOSPI 가 지금처럼 하락하는 국면에서는 배당 수익률이 높아져 배당투자의 매력도 높아짐. 이에 당사는 성장형 배당주에 대한 아이디어를 제시. 단순히 배당을 많이 주는 종목이 아니라, 이익의 개선과 함께 배당의 증대분을 함께 가져갈 수 있는 개념.

유니버스 설정 및 요인 결합

시가총액 1천억원 이상, 거래대금 5억원 이상, 전년도 영업현금흐름 흑자 종목 중, 최근 3년 연속 배당을 실시하였으며, DPS의 감소가 일어나지 않은 기업만을 유니버스로 함. 주요 요인은 다음과 같이 결합하였음.

배당 40% : 배당수익률 (100%)

성장 30% : 3년 ROE 증감폭 + 3년 OPM 증감폭 + 3년 매출액 증가율

기업규모 30% : 지배주주지분 (100%)

2010년 이후 경쟁력 있는 수익률 확보

2001년 4월 15일부터 2019년 5월 10일까지 성장형 배당주 포트폴리오는 총 1264.32%의 누적 수익률을 보였으며, 연 환산 수익률로는 15.57%에 해당. 동기간 KOSPI는 294.82%의 누적 수익률을 보였으며, 연 환산 수익률로는 7.90%에 해당. 특기할 만한 사항으로는, 단순 고배당 포트폴리오 대비 경쟁력 있는 수익률 곡선을 2010년 이후 지속적으로 보여주고 있다는 점. 이는 두 가지로 해석할 수 있음. 하나는 글로벌 저성장 환경으로 인하여 성장하는 기업에 대한 프리미엄이 발생하였던 2012 ~ 2015년을 유리하게 버텼다는 점. 하나는 중소형주 장세로 인한 소형주 효과(Size Effect)일 수 있음. 그러나, 지배주주지분을 변수로 넣어 대형주와 중소형주를 밸런스있게 편입함에 따라 두 가지 효과를 다 누렸다는 것이 개인적인 판단.

성장형 배당 포트폴리오 구성종목 25

종목명 (시가총액 순)	
성장형	삼성전자, SK 하이닉스, SK 텔레콤, POSCO, 삼성물산,
배당	삼성생명, SK 이노베이션, 삼성화재, LG, KT, 웅진코웨이, GS,
포트폴리오	오렌지라이프, BNK 금융지주, 효성, 한전 KPS, LS, DGB 금융지주, 에스에프에이, 롯데정밀화학, JB 금융지주, 한국토지신탁, 태림포장, E1, 무림 P&P

배당 시즌은 아니나, 배당주를 봐야 하는 이유

배당 시즌은 한참 남아있음에도 불구하고, 배당주에 대한 관심이 필요할 때라고 판단한다. 글로벌 저성장 환경이 지속되고 있을 뿐만 아니라 국내 수출 또한 감소하는 추세를 보이고 있다. 기본적으로 **주식 시장은 미래의 명목이익이 거래되는 시장**이다. 이 때문에 기업의 성장은 주가 상승이라는 형태로 주주에게 돌아온다. 만약 어떤 기업의 **성장이 힘들어 진다면, 주주는 배당이라는 형태로 수익**을 얻을 수 있다. 글로벌 저성장 환경이 지속된다면, 성장하는 일부 주식에 압축하여 투자하는 방법과 배당주에 관심을 가지는 방법이 있다.

또한 현재 글로벌 전체적으로 **금리 인상이 힘든 환경**이다. 특히 미중 무역분쟁이 지속시 경기타격을 완화하기 위하여 연준이 금리인하를 할 가능성이 있다는 판단을 하고 있다. 지난 3월, 파월 연준 의장은 중국 및 유럽의 경기둔화가 미국의 성장세를 훼손하고 있다고 지적한 바 있으며, 주식시장 변동성이 커지면 통화정책의 수정 가능성이 존재한다. 배당투자의 경우 어느 정도 채권과 비슷한 속성을 띠게 되는데, **금리가 낮아짐에 따라 배당에 대한 관심이 늘어날 수 있다**는 판단이다.

또한, KOSPI 가 지금처럼 **하락하는 국면에서는 배당 수익률이 높아져 배당투자의 매력도 높아진다**. 지속적으로 현금배당을 지급할 뿐만 아니라, 3년 이상 배당을 감소시키지 않은 기업은 **퀄리티 측면에서도 우수한 기업일 가능성이 높아 안정적인 초과수익을 기대해 볼 수 있다**.

이에 당사는 성장형 배당주에 대한 아이디어를 제시한다. 단순히 배당을 많이 주는 종목이 아니라, **이익의 개선과 함께 배당의 증대분을 함께 가져갈 수 있는 개념**이다. 이는 앞으로도 저성장 및 금리인하 국면이 지속되는 동시에 시장의 불확실성이 커진다면, 포트폴리오 관점에서 충분히 매력적인 투자안이라는 판단이다.

Exhibit 1. 성장형 배당주 선정 절차

유니버스	로직	선정	포트폴리오구성
3년 연속 배당을 실시하였으며, 동 기간 배당감소가 일어나지 않은 시가총액 1천억원 이상, 60일 평균 거래대금 5억 이상 종목 (관리 및 거래정지 기업, 영업현금흐름 적자기업 제외)	▶ 배당수익률 40% 3Y ROE 개선폭 10% ▶ 3Y 매출액 증가율 10% 3Y OPM 증가폭 10% ▶ 지배주주지분 30%	▶ 유니버스 상위 20종목	▶ 동일가중 포트폴리오 & 연간 리밸런싱

Source : Baro Research Center

배당 성장, 어떻게 정의해야 하나?

배당 성장주를 어떻게 정의해야 할까? 문자 그대로 풀어보면 **배당주의 특성과 성장주의 특성을 모두 가지고 있어야** 한다. GARP(Growth At Reasonable Price : 합리적인 가격의 성장주)와 맥락이 비슷하다. 그렇다면 배당주의 특성은 배당수익률이 높은 것으로 정의가능하며, 성장은 이익의 성장으로 정의할 수 있다.

여기서 문제는 성장인데, **컨센서스가 없는 기업의 경우 이익의 성장을 측정하기가 곤란하다**는 점이다. 그렇다고 해서 단순히 확정 데이터를 기준으로 한 순이익의 증감만으로 성장여부를 판단하기엔 곤란한 점이, 성장이 아니라 경기 순환주(Cyclical)의 후반기에서 덜컥 매수를 해버릴 수 있다는 우려가 있다. 또한 이익의 경우 적자도 발생할 수 있어, 흑자전환의 경우 계산이 곤란하다는 문제가 있다.

이를 보완하기 위해 당사는 다음 요인을 사용하였다. **매출 증가율 및 ROE 증감폭 (Y-Y %p), 영업이익률 증감폭 (Y-Y %p)**을 활용하였다. 이익의 증감 대신 ROE의 증감폭 및 영업이익률의 증감폭을 사용한 까닭은, 이익 증감률의 경우 흑자전환 기업에 대한 계산이 불가능한 점 때문이다. 확정 순이익의 증감을 사용하면 발생할 수 있는 경기순환주의 고점을 잡는 문제는 배당 수익률과 매출 증가율이 보완해 줄 수 있다는 판단이다.

배당 수익률이 높다는 것은, 바꿔 말하면 주가가 낮은 수준에 있을 가능성이 높다. 특히 경기순환주의 경우가 그런데, 경기순환주의 경우 업황의 부진을 대비해 배당을 비교적 낮게 할 가능성이 높기 때문이다. 즉, **경기순환주의 배당 수익률이 높아져 있다는 것은 주가의 하락에 기인한 경우가 많을** 것이다.

경우에 따라서는, 가격 모멘텀(Price Momentum)을 사용할 수 있을 것이다. 액티브 운용역이 꺼려하는 팩터중 하나인데, **주가 상승이 추세적으로 이어지고 있다면 현재 업황이 꺾이지 않았을 가능성이 높다고** 추론해 볼 수 있다.

다만, **가격 모멘텀의 사용과 배당 수익률 상위 종목의 경우 어느정도 상충되는** 면이 있다. 배당수익률은 배당금이 높거나 주가가 낮은 수준이어야 높아지게 된다. 반면 가격 모멘텀은 가격이 추세적으로 상승하여야 높아지게 된다. 배당주의 경우 일반적으로 가치주로 분류되는데, 가치주는 일반적으로 하방이 견고한 종목들이다.

다시 말해, **배당주는 하락할 때 적극적으로 비중을 확대하는 것이 ‘운용의 묘(妙)’** 라는 것이 개인적인 판단이다. 즉, 역발상 투자(Contrarian)와 맥락이 같이 하는 셈이다. 이에 가격 모멘텀은 모형에서 배제하였으나, 투자자의 투자 철학에 따라서는 채용이 가능한 요소임을 밝힌다.

개인투자자의 경우 이동평균선 정배열이 이루어지고 있는 종목만을 유니버스로 삼는 방법이 있겠으나, 2008 년과 같은 극단적 하락장이 찾아오면 어떠한 종목도 매수할 수 없다는 한계가 있다. 이로 인하여 모형 구성에 있어서 곤란을 겪을 수도 있다. 개인투자자라면 이럴 때 투자를 쉬는 것도 방법¹일 수 있으나, 개인투자자와 달리 **이러한 방법론은 운용역이 활용하기** 곤란할 것이므로 가능성을 언급하는 정도에서 그치도록 한다.

¹ 이를 ‘투자 중단법’이라고 한다. 시스템 트레이딩에서는 자주 활용되는 개념이나, 펀드 운용역이 투자를 ‘중단’할 수는 없기 때문에 현실적으로 개인투자자만이 사용 가능한 방법론이라 할 수 있다.

모형의 구성 : 유니버스 설정 및 요인 결합

유니버스를 아래와 같이 설정하였다.

KOSPI + KOSDAQ 상장 보통주 기준,
시가총액 1천억원 이상, 거래대금 5억원 이상 종목 중,
전년도 영업현금흐름 적자종목 제외, 관리 및 거래정지 종목 제외
최근 3년 연속 배당을 실시하였으며, DPS의 감소가 일어나지 않은 기업

이러한 조건을 유니버스로 한 까닭을 이야기 해 보자. 먼저 시가총액 및 거래대금에 대한 조건이다. 일반적으로, 퀀트들이 유니버스를 작성할 때 유동성을 감안하여 시가총액 n 억원 이상, 거래대금 n 억원 이상으로 먼저 기준을 잡아놓는 경우가 많다.

여기서 시가총액 5 천억원 이상을 유니버스로 하겠다고 가정해보자. 액티브 운용역의 입장에서, 정말 매력적인 종목임에도 불구하고 시가총액이 안타깝게도 4,999 억원이라면 매수하지 않는가? 그렇지 않은 것이다.

다시 말해, 비교적 부족한 유동성을 감안하고도 다른 펀더멘털 요인이 뛰어나다면 얼마든지 매수할 수 있어야 한다고 생각한다.

또한 전년도 영업현금흐름 적자 기업을 과감하게 배제하였다. 영업현금흐름 적자 기업은 이익의 질이 낮을 가능성이 높으며, 지속적인 배당금 지급에 어려움을 겪을 가능성이 있다. 여기에 최근 3년 연속 배당을 실시한 동시에, 배당금이 한번이라도 감소한 기업은 유니버스에서 배제하였다. 이 또한 영업현금흐름 적자 기업을 배제한 것과 맥락이 비슷하며, 매우 보수적인 기준이라 볼 수 있다.

결론적으로, 펀더멘탈적으로는 다소 보수적으로 유니버스를 잡되, 시가총액 및 유동성에 있어서는 기준을 완화하여 더 많은 기회를 창출하는데 목적이 있다.

주요 요인은 다음과 같이 결합하였다.

배당 40% : 배당수익률 (100%)
성장 30% : 3년 ROE 증감폭 (33.3%)
 3년 영업이익률 증감폭 (33.3%)
 3년 매출액 증가율 (33.3%)
기업규모 30% : 지배주주지분 (100%)

배당에 약간의 비중을 더 둔 이유는 배당 투자라는 본래의 컨셉에 충실하기 위함이며, 지배주주지분을 결합한 이유는 유니버스를 넓게 가져감으로 중소형주에 편향될 수 있는 점을 보완하기 위함이다. 일반적으로 기업의 규모와 자본총계, 매출액, 시가총액 등은 비례할 것이다. 그러나 시가총액은 해당 기업의 저평가/고평가 여부에 따라 변화무쌍하게 움직일텐데, 시가총액을 기업규모의 변수로 정의한다면 고평가되어 있는 기업에 점수를 더 줄 수 있는 위험이 있다. 이에 지배주주지분을 대안으로 삼았다.

Back Test : 2010 년 이후 경쟁력 있는 수익률 확보

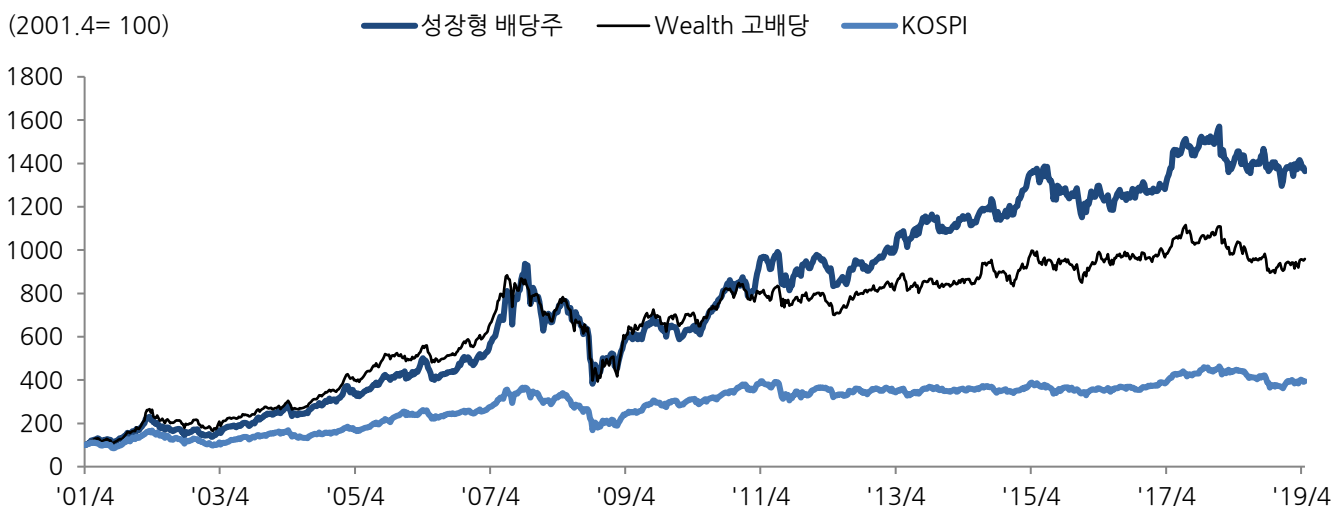
해당 로직을 통하여 백테스트를 시행해 보았다. 연간 리밸런싱을 수행하되, 전년도 확정 실적 데이터는 4월 15일에 얻을 수 있다고 가정하여 매년 4월 15일을 기준으로 리밸런싱을 수행하였다. 포트폴리오 구성에 있어 종목별 비중 구성은 동일가중을 기준으로 하였다.

2001년 4월 15일부터 2019년 5월 10일까지 성장형 배당주 포트폴리오는 총 1264.32%의 누적 수익률을 보였으며, 연 환산 수익률로는 15.57%에 해당한다. 동기간 KOSPI 는 294.82%의 누적 수익률을 보였으며, 연 환산 수익률로는 7.90%에 해당한다.

Fnguide 에서 제공하는 MKF500 Wealth 고배당 지수²를 기준으로 비교해보자. Wealth 고배당 지수는 동 기간동안 858.94%의 누적 수익률을 보였으며, 연 환산 수익률로는 13.34%에 해당한다.

특기할 만한 사항으로는, **단순 고배당 포트폴리오 대비 경쟁력 있는 수익률 곡선을 2010 년 이후 지속적으로 보여주고 있다**는 점이다. 이는 두 가지로 해석할 수 있다. 하나는 글로벌 저성장 환경으로 인하여 성장하는 기업에 대한 프리미엄이 발생하였던 2012~2015 년을 유리하게 버텼다는 점이다. 하나는 중소형주 장세로 인한 소형주 효과(Size Effect)일 수 있다. 그러나, 지배주주지분을 변수로 넣어 대형주와 중소형주를 밸런스있게 편입함에 따라 두 가지 효과를 다 누렸다는 것이 개인적인 판단이다.

Exhibit 2. 단순 고배당 종목 대비 저성장 국면에서 유리한 수익률 확보 (2001. 4 ~ 현재)



Source:Fnguide, Baro Research Center

² Wealth 고배당 지수를 기준으로 삼는 이유는, 배당 관련 스마트베타 지수 중 출시 시점이 비교적 빠르기 때문이다. 출시 시점은 다음과 같다 : Wealth 고배당 2008년 7월, Fnguide 고배당주 지수 2012년 8월

성과 요약

조금 더 해당 백 테스트를 자세히 분석 해 보자. 먼저 수익률이 높아진 대신 리스크가 높아진 것은 아닌지를 파악해 보자. 일반적으로 많이 사용하는 것은 표준편차이다. 그런데, **표준편차의 경우 상승하는 변동성 또한 위험으로 취급할 수 있다**는 문제가 있다. 이러한 이유로 단순히 표준편차가 증가하였다고 포트폴리오의 위험이 증대되었다고 보기에는 무리가 있다.

이러한 이유로 **Hit Ratio 및 MDD (Maximum Draw Down : 고점 대비 하락률)을 살펴본다.** Hit Ratio 는 월간/분기 수익률을 기준으로 벤치마크 대비 초과 수익을 거둔 기간의 비율을 나타낸다. MDD 는 누적 수익률을 기준으로 하여, KOSPI 대비 누적 성과가 가장 크게 하회할 때 얼마까지 하회하였는지를 보여준다. 즉, 두 개의 성과 분석 지표 모두 KOSPI 대비 초과성과를 기준으로 계산한 것이다.

먼저 2001년 4월부터 전체 시계열을 분석해 보자. (Exhibit 3.) Wealth 고배당 지수에 비해 성장형 배당주의 월간 Hit Ratio가 다소 높으나, 분기 Hit Ratio는 다소 열위에 있었다. 또한, MDD 는 거의 비슷한 수준으로 발생하였다. 즉, **리스크는 거의 엇비슷한 수준**이라고 생각할 수 있다.

다만 2008년 1월부터 성과를 분석해보면 격차가 도드라진다. (Exhibit 4.) 표준편차를 제외한 모든 지표가 성장형 배당주가 우세하다. CAGR 은 5.02%로 큰 폭의 초과 성과를 거두었으며, Hit Ratio 도 나쁘지 않은 수준으로 파악되었다. 또한 MDD 가 낮아진 것도 고무적이라 할 수 있다.

그렇다고 해서 해당 모델을 마냥 낙관적으로 볼 수 없다. 수익률을 기반으로 한 성과평가는 시작점과 종료 시점에 따라 편차가 크다는 것만을 확인할 수 있을 뿐이다. 퀀트 애널리스트가 **액티브 운용역에게 제공해 줄 수 있는 것은** 시장의 성배가 아니다. **모델이 가지는 합리적인 기대 수익과 리스크에 대한 정보**를 알려주고, 이에 따른 **활용방안을 제시**하는 것이 더 현실적일 것이다.

Exhibit 3. 성장형 배당주의 성과 요약 (2001. 4. ~ 현재)

	총 기간 수익률 (%)	CAGR (%)	연 환산 표준편차	Sharpe Ratio	Hit Ratio (월간, %)	Hit Ratio (분기, %)	MDD (초과 수익률 기준, %)
성장형 배당주	1264.32	15.57	22.12	0.70	55.44	60.08	-21.63
Wealth 고배당	858.94	13.34	21.04	0.63	52.99	61.06	-21.61
KOSPI	294.82	7.90	21.42	0.37			

Source:; Baro Research Center

Exhibit 4. 성장형 배당주의 성과 요약 (2008. 1. ~ 현재)

	총 기간 수익률 (%)	CAGR (%)	연 환산 표준편차	Sharpe Ratio	Hit Ratio (월간, %)	Hit Ratio (분기, %)	MDD (초과 수익률 기준, %)
성장형 배당주	74.80	5.02	19.36	0.26	53.48	57.31	-19.40
Wealth 고배당	20.38	1.64	18.92	0.09	48.39	49.57	-21.00
KOSPI	15.77	1.29	18.91	0.07			

Source:; Baro Research Center

고배당 지수 Vs. 성장형 배당주

해당 모델을 조금 더 다각도로 검토해 보기 위해, KOSPI 대신 고배당 지수 대비 수익률을 비교해보자. 분명 성장형 배당주 전략은 누적으로 본다면 나쁘지 않을 수 있다. 그러나 해당 전략을 2001년부터 2007년까지 사용한 운용역이라면 경고장을 수도 없이 받았을 수 있다. **현실적으로 배당운용역에게 있어서 벤치마크는 코스피가 아닌 배당 지수일 것이다.**³ 이 때문에, 수익자에 따라 중요한 것은 배당주 지수를 이기는 것이지 코스피를 이기는 것이 아닐 수 있다.

MKF Wealth 고배당 지수를 일종의 배당주 유니버스 및 벤치마크라고 가정하고 성과를 다시 분석해보자. (Exhibit 5) 2001년 4월부터 성장형 배당주 포트폴리오의 MKF Wealth 고배당지수 대비 초과 수익률을 분석한 결과, Hit Ratio 자체는 나쁘지 않았던 것으로 판단된다. 그러나, **큰 폭의 수익률 하회를 2002 ~ 2003년에 겪은 것으로 인하여 2007년까지 수익률이 저조하였던 것으로 판단한다.**

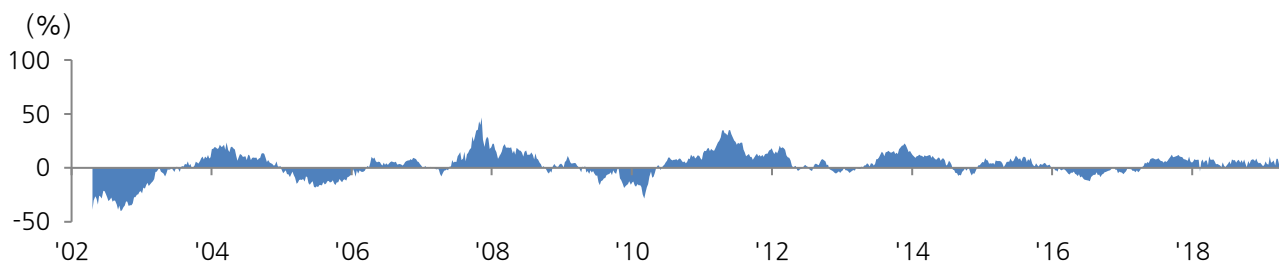
이러한 현상은 12개월 전진분석(Forward Test)를 해 보면 더욱 뚜렷해진다. (Exhibit 6.) 2002년 4월 20일 기준으로, Wealth 고배당 지수의 12개월 수익률은 +162.59%를 기록하였다. 성장형 배당 포트폴리오 또한 +123.67%의 수익률을 기록하긴 하였으나, -38.92%의 벤치마크 대비 수익률 하회를 버텨내기는 힘들었을 것이다.

Exhibit 5. 성장형 배당주 포트폴리오 Vs. MKF Wealth 고배당 지수

	2001.4 ~ 현재			2008.1 ~ 현재		
	월간	분기	연간	월간	분기	연간
Hit Ratio (%)	53.30	54.30	64.38	53.72	57.77	70.44
초과수익률 (bp)	15.42	51.24	257.43	24.42	74.12	461.00
기간내 최대 수익률 상회폭(%p)	12.21	29.39	46.70	11.89	19.91	35.16
기간내 최대 수익률 하회폭(%p)	-14.67	-22.28	-40.03	-14.67	-18.65	-28.41

Source:Fnguide, Baro Research Center

Exhibit 6. 성장형 배당주 포트폴리오의 12개월 초과수익률 추이 (2002. ~ 현재)



Source:Fnguide, Baro Research Center

³ 물론 펀드에 따라(특히 공모펀드의 경우) 벤치마크를 KOSPI 90%+ CD 91일물 10% 등으로 제시하는 경우가 존재한다. 그러나 기관자금을 위탁받아 운용하는 운용역에게 있어, 현실적으로 KOSPI 보다 더 관심을 가져야 할 것은 배당주 유니버스 대비 초과수익 여부일 것이다. 이는 수익자마다 다를 것인데, 해당 자료에서는 MKF500 Wealth 고배당 지수를 기준으로 하였다.

우리는 2001 년으로 돌아갈 수 없지만

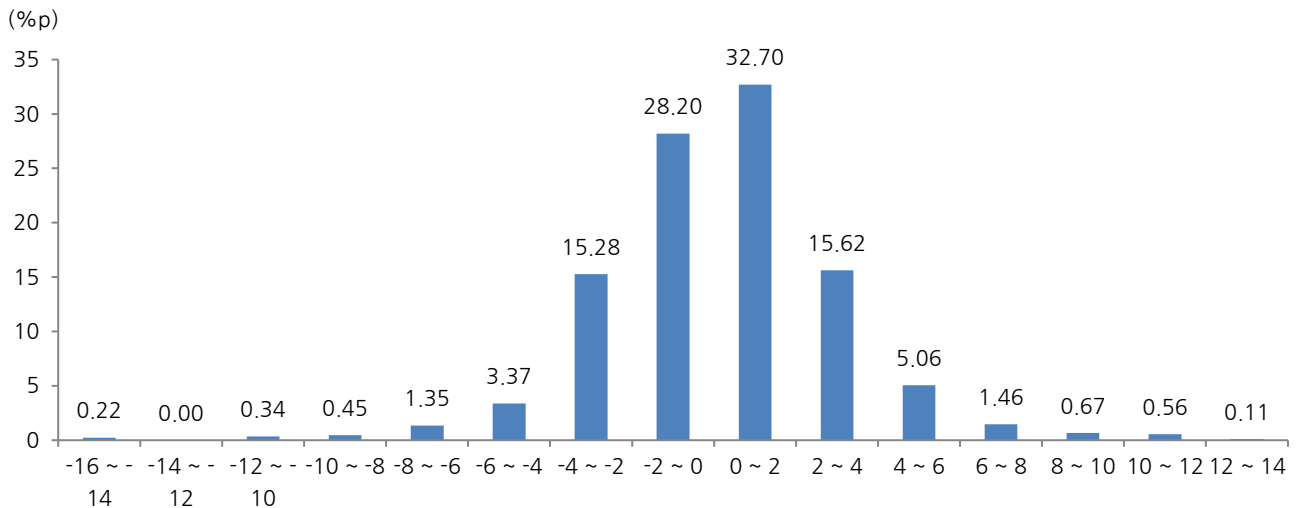
항상 언급하였듯 누적 수익률만 보고 해당 전략이 우월한지, 혹은 열위에 있는지를 판단하는 것은 금물이다. 우리는 2001년 4월로 돌아가서 운용을 할 수 없기 때문이다. 특정 시기에만 유리한 전략일 수도 있으며, 수익률이 벤치마크 대비 하회하는 빈도가 얼마나 되며, 하회 또는 상회하는 폭을 알아볼 필요가 있다.

이를 알아보기 위해 **강건성 검증(Robustness Test)**을 수행한다. 모델이 일부 이상치에 의해 왜곡되지 않았는지, 혹은 지속적으로 유의한 초과수익률을 보이고 있는지 등을 살펴보기 위함이다. 전진분석(Forward Test)에 대한 결과는 Exhibit 6에서 다룬 바 있다.

Exhibit 7 은 Wealth 고배당 지수 대비 전략의 20 일 초과수익률을 히스토그램으로 나타낸 것이다. 이에 따르면, 해당 전략이 월간으로 200bp 보다 더 심한 수익률 하회를 겪는 비율은 5.73%로 조사되었다. 월간으로 400bp 이상 초과수익을 올리는 비율은 7.87%로 조사되었다. -200bp ~ +200bp 사이의 초과수익률을 발생시킬 확률이 60.90%였으며, -400bp ~ +400bp 사이의 초과수익률을 발생시킬 확률은 91.80%로 나타났다.

해당 데이터가 시사하는 바는, 약간의 우측으로 두꺼운 꼬리 분포에 가까운 포트폴리오 수익률 구조가 구성이 되었다는 점이다. 단, 해당 데이터는 배당을 감안하지 않은 수익률이니 만큼, 장기투자가 진행됨에 따라 배당의 힘으로 인한 안정적인 초과수익을 기대해 볼 수 있다는 판단이다.

Exhibit 7. 성장형 배당주 포트폴리오의 20 일 초과 수익률 추이 (2001. 5 ~ 현재)



Source: Fnguide, Baro Research Center

켈리 기준에서 착안한 포트폴리오 구성 제안

해당모델의 벤치마크 대비 수익률 하회 가능성이 아쉬운 운용역이라면, 벤치마크 + Alpha, 즉 **코어 앤 위성**(Core and Satellite) 형식의 포트폴리오를 구성하는 것을 고려해 볼 수 있다. 벤치마크를 핵심 포트폴리오로 추종하되, 일부 비중을 위성, 즉 성장형 배당주 포트폴리오로 결합하는 방법이다. 여기서 문제가 되는 것은 위성의 비중을 얼마나 가져가느냐가 될 것이다.

시스템 트레이딩에서 사용하는 전략 중 **켈리 기준 (Kelly Criterion)**이라는 개념이 있다. 간단하게 말하여, **전략의 기대수익률이 복리로 극대화 되는 투자비중**을 구하는 것이다. 그런데 여기서, 현실적으로 수익률과 승률이 고정되어있는 값이 아니기 때문에 켈리 기준에서 도출된 비중을 사용할 때, 약간이라도 값이 달라지면 큰 손실을 볼 위험이 있다. 이에 대안으로 하프 켈리(Half Kelly : 켈리 기준의 1/2 배팅) 또는 쿼터 켈리(Quarter Kelly : 켈리 기준의 1/4 배팅)등을 사용하는 것이 일반적이다.

Exhibit 5에서, 2008년 이후 시계열에서 성장형 배당 포트폴리오가 MKF Wealth 고배당 지수 대비 연간 최대 -28.41% 언더퍼폼 할 수 있음을 알게 되었다. 그런데 수익자가 연간 600bp 벤치마크 대비 수익률 하회시 자금을 회수한다고 가정해보자. 그렇다면 해당 전략은 사용할 수 없을까?

가장 좋은 방법은 **수익률에 맞춰 역산**해 보는 것이다. -28.41% 언더퍼폼하는 전략을 전체 포트폴리오 중에서 21.12% 비중으로 가져가게 된다면, 전체 포트폴리오는 -600bp 언더퍼폼 하게 된다. ($6\% / 28.41\% = 21.12\%$) 이것이 이론상 최대로 해당 전략에 배팅할 수 있는 규모일 것이다.

그러나 테스트한 시계열보다 더 큰 폭의 이상치(Out-Lier)를 우리가 경험할 수도 있다는 점은 늘 염두에 두어야 할 것이다. 가치투자자들은 안전마진(Margin of Safety)을 두어 자신의 목표주가 산정이 약간 잘못되더라도 상승 여력을 확보하곤 한다. 마찬가지로 개념이다. **MDD의 2배 수준까지 언더퍼폼 하더라도 버틸 수 있는 비중의 배팅을 한다면 포트폴리오는 안전하게 가져갈 수 있을 것이다.** 이는 하프 켈리와 같은 개념이다. 즉, 연간 600bp 미만으로 언더퍼폼을 목표로 하는 포트폴리오에서의 해당 전략의 비중은 21.12%의 절반인 10.56%가 적당할 것이다.

2019 년 선정된 성장형 배당주는?

이상의 내용을 바탕으로 선정된 성장형 배당주를 제시한다. 단, 운용역이 취향에 따라 정성적 분석을 가미하여 선별적으로 투자할 수 있도록 25 종목을 제시하였다. 성장형 배당주 컨셉의 투자에 도움이 되기를 바란다.

Exhibit 8. 성장형 배당주 포트폴리오와 Wealth 고배당 지수 12 개월 수익률 추이 (2002. 4 ~ 현재)

Code	Name	시가총액 (억원)	배당 수익률 (%)	성장 (3년 평균)			
				매출 증감률(%)	OPM 증감 (%p)	ROE 증감 (%p)	
1	A005930	삼성전자	2,561,037	3.30	10.22	4.84	3.13
2	A005490	POSCO	210,120	4.15	10.70	1.59	0.34
3	A000660	SK 하이닉스	541,634	2.02	54.70	16.24	10.44
4	A004000	롯데정밀화학	11,958	3.67	11.35	6.34	9.76
5	A079440	오렌지라이프	28,167	7.57	9.86	0.36	1.22
6	A021240	웅진코웨이	58,228	4.56	6.74	2.47	5.80
7	A096770	SK 이노베이션	157,654	4.69	17.45	-2.14	-0.33
8	A003550	LG	124,241	2.78	11.64	1.38	1.30
9	A034830	한국토지신탁	6,401	4.34	24.09	2.24	-0.15
10	A051600	한전 KPS	15,840	5.09	0.79	3.38	2.61
11	A000810	삼성화재	138,571	3.93	0.19	1.01	0.43
12	A175330	JB 금융지주	10,992	3.23	8.85	3.05	0.73
13	A009580	무림 P&P	3,536	4.41	4.33	6.72	5.73
14	A078930	GS	46,644	3.78	14.81	-0.29	-0.47
15	A056190	에스에프에이	14,004	3.28	13.37	2.93	3.18
16	A032830	삼성생명	162,000	3.27	-1.90	5.06	-0.98
17	A138930	BNK 금융지주	22,881	4.27	5.59	-0.60	-0.41
18	A017670	SK 텔레콤	211,957	3.81	-0.59	-0.93	1.71
19	A004800	효성	16,667	6.32	-33.18	-1.86	62.44
20	A139130	DGB 금융지주	14,428	4.22	8.07	-2.83	0.51
21	A006260	LS	14,796	2.72	9.03	0.11	2.96
22	A011280	태림포장	5,204	3.17	28.64	1.74	12.39
23	A028260	삼성물산	187,603	2.02	5.30	1.52	4.00
24	A017940	E1	4,219	3.25	7.68	0.01	4.35
25	A030200	KT	73,503	3.91	1.57	-0.48	-0.50

Source: Fnguide, Baro Research Center

■ Compliance Notice

당사는 자료 작성일 현재 지난 3개월간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
당사는 자료 작성일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
본 조사분석자료의 애널리스트는 자료 작성일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 가지고 있지 않습니다.
본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.