MIRAE ASSET
미래에셋증권

ESG
2026.2.10

[ESG]
유건호
geonho.you@miraeasset.com

ESG Strategy

저평가 우선주 투자기회, 가짜를 조심하라

우선주 괴리가 확대되는 가운데 이뤄진 한화의 우선주 소각

2026년 2월 기준 우선주 시총 상위 10개 종목의 보통주-우선주 괴리율은 평균 84%로 25년 1월 대비 약 30%p 확대됐다. 상위 30개 종목의 우선주 시총 규모 대비 보통주 시총 규모는 25년 1월 8.6배에서 26년 1월 9.6배까지 증가했다.

이 가운데 한화는 1월 14일, 인적분할 계획과 함께 주주환원 정책을 발표했다. 주주환원의 핵심은 ① 자사주 소각, ② 배당 확대, ③ 제1우선주 전량 매입 및 소각이다. 이 중 주목할 부분은 제1우선주 소각이다.

우선주, 진짜와 가짜가 있다

제1우선주, 이른바 구형우선주는 경제적 실질은 무의결권 보통주인 '가짜우선주'이다. 일부 추가배당만 있고 최저배당률과 잔여재산청구권 등이 없어, 보통주와 동일한 리스크를 부담한다. 회계기준원 역시 2015년 구형우선주는 보통주에 준한다고 회신했다. 구형우선주는 현재 신규 발행이 불가능하나, 기발행 물량은 유통되고 있다.

반면, 1996년 이후 발행된 신형우선주는 다르다. 최저배당률과 조건부 의결권 등 여러 우선적 권리가 보장되는 '진짜우선주'다.

진짜 괴리, 가짜 괴리

우선주 괴리가 확대되면 저평가 우선주 매수 전략이 주목받지만, 해당 괴리가 비합리적 할인인지 리스크 차이를 반영한 구조적 가격 차인지는 구분이 필요하다. 보통주-우선주 가격 괴리의 본질은 의결권이 아니라 경제적 권리의 차이에 있으며, 이는 주주가 부담하는 리스크에서 기인한다. 동일한 리스크를 부담하는 주식에 괴리가 존재할 경우 이는 투자 전략으로 활용 가능한 진짜 괴리에 해당한다.

미국은 일반 보통주와 무의결권 보통주가 동일한 리스크와 경제적 권리를 보호받아 의미 있는 가격 괴리가 없고, 독일은 경제적 권리가 우월한 일부 우선주가 보통주 대비 프리미엄에 거래된다. 반면 한국은 보통주와 구형우선주가 동일한 사업 리스크를 부담함에도 권리 보호 장치가 미흡해 구조적으로 큰 괴리가 형성돼 있다.

상법 개정으로 바뀐 판도, 새로운 투자전략 수립 필요

상법 개정으로 우선주를 둘러싼 투자 환경의 판도가 바뀌었다. 이사의 주주 충실의무가 명문화되면서, 구형우선주에 대한 권리 차별은 문제가 될 수 있게 됐다. 구형우선주의 권리 정상화 경로는 여러 가지가 있으나, 현실적으로 실현 가능성이 가장 높은 해법은 전량 매입 후 소각이다. 이는 ROE를 개선하고, 보통주 EPS 리레이팅을 유도해 주가 상승으로 이어질 수 있다.

구형우선주 전량 소각으로 귀속이익이 보통주로 이전될 경우, 고가의 보통주 매입·소각보다 낮은 비용으로 EPS 상승을 도모할 수 있다. 예를 들어 삼성전자는 FY24 기준 구형우선주 소각을 통해 EPS가 14% 리레이팅될 수 있다.

보통주-우선주 괴리 현황

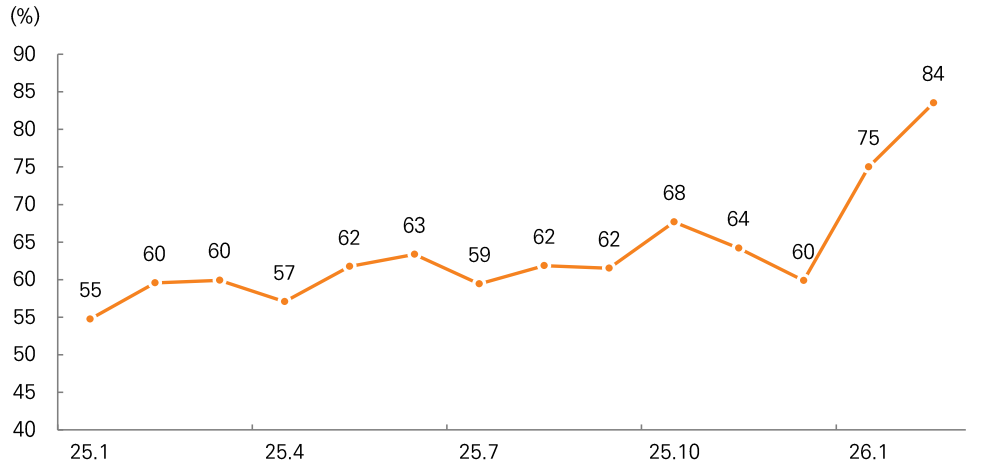
괴리율 84%, 시총 차이 10배

2026년 1월 말 기준, 우선주 시가총액 상위 10개 종목의 보통주 대비 평균 괴리율은 75%이다. 이는 2025년 1월 말 55% 대비 약 20%p 확대된 수준이며, 괴리율은 1년간 지속적으로 상승한 상태이다.

우선주 시가총액 상위 30개 종목의 합산 시가총액 역시 과거 보통주 대비 약 8배 중반 수준에서 현재 10배까지 확대되었다.

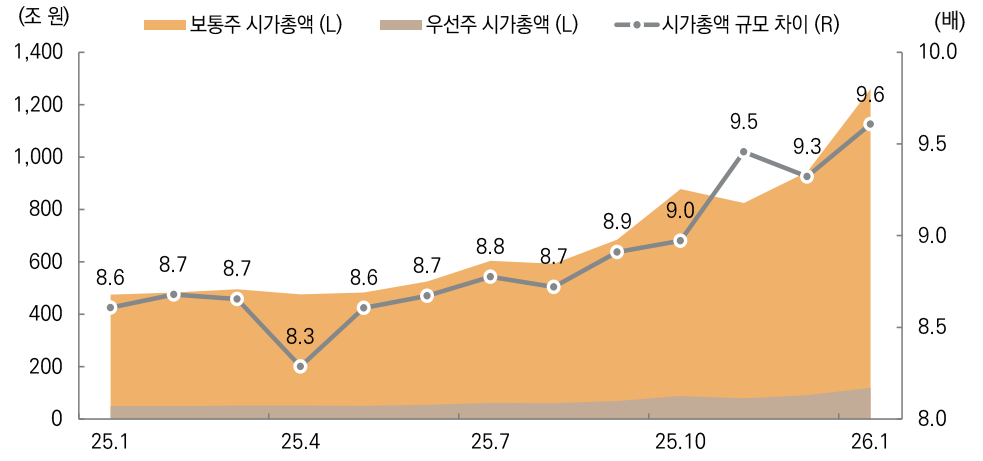
괴리율 확대 국면에서는 저평가된 우선주 매수 전략이 반복적으로 제시된다. 그러나 이는 우선주를 단일 자산군으로 일반화하는 오류를 내포한다. 구형우선주와 신형우선주의 구조적 차이를 구분하여 알파를 창출할 수 있는 시나리오를 생각해야 한다.

그림 1. 우선주 시가총액 상위 10개 종목 평균 괴리율 (55% ➡ 84%)



자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 우선주 시가총액 상위 30개 종목의 보통주 대비 시가총액 규모 차이 (8.6배 ➡ 9.6배)



자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

구형우선주, 시대의 잔재

구형우선주란?

구형우선주는 1996년 상법개정 이전에 발행된 우선주로 통상 '가나다우'와 같은 종목명으로 거래된다. 'B'가 붙은 경우 1996년 상법개정 이후에 발행된 신형우선주를 가리키기에 구형 신형 여부를 쉽게 구분할 수 있다.

그림 3. 우선주 종목명 의미

자료: 미래에셋증권 리서치센터

진짜 우선주, 가짜 우선주

구형우선주는 통상 액면가의 1% 추가배당을 지급하지만 이 외의 추가 권리나 보호장치가 없다. 즉, 보통주 대비 소폭의 추가 배당을 제공하나, 배당의 하방 보호나 의결권이 보장되지 않아, 경제적 실질은 무의결권 보통주인 '가짜우선주'이다.

반면 1996년 상법개정 이후에 발행된 신형우선주는 최저배당률을 보장하고, 보통주 배당 증가분을 추가로 지급하는 참가적 배당 구조이거나, 지급되지 않은 배당을 이후에 누적 지급하는 누적적 배당 구조를 포함하는 경우가 많다. 또한 배당 미지급 시 의결권을 부여하는 등 실제로 우선하는 권리가 있는 '진짜우선주'이다.

현대차는 구형우선주와 신형우선주 간 권리 차이가 뚜렷하게 드러나는 사례다. 현대차우는 보통주 대비 추가배당을 제외하면 배당 안정성이나 의결권 등 실질적 권리가 거의 없는 전형적인 구형우선주에 해당한다. 반면 현대차2우B와 현대차3우B는 최저배당이 보장되고, 보통주 배당에 연동해 추가 배당을 지급하는 참가적 배당 구조를 갖춘 신형우선주다.

미래에셋증권의 사례는 다르다. 미래에셋증권은 기존 구형우선주를 신형우선주에 준하는 구조로 전환한 경우다. 과거 정관 변경을 통해 구형우선주에 최저배당률을 도입하고, 배당 미지급 시 조건부 의결권을 부여함으로써 우선주의 권리 구조를 실질적으로 강화했다.

표 1. 현대차와 미래에셋증권의 구형우선주 신형우선주 비교

구분	종목명	추가배당	최저배당	참가적 배당	누적적 배당	의결권
구형	현대차우	O	X	X	X	X
신형	현대차2우B	X	O	O	X	X
신형	현대차3우B	X	O	O	X	X
구형	미래에셋증권우(과거)	O	X	X	X	X
구형	미래에셋증권우(현재)	X	O	O	X	△
신형	미래에셋증권2우B	X	O	O	O	△

주1: 참가적 배당 = 우선주가 먼저 배당을 받고 보통주 배당분에 추가로 참가
주2: 누적적 배당 = 미지급된 배당액을 누적해 차후 우선적으로 지급
자료: 현대자동차·미래에셋증권 2024년 사업보고서, 전자공시시스템, 미래에셋증권 리서치센터

구형우선주의 등장배경

1970년대 초, 수출 둔화와 함께 기업들의 자금 사정은 빠르게 악화됐다. 기업들은 부족한 운전자금을 충당하기 위해 단기·고금리 사채시장에 의존했다. 기업 부실이 확산될 가능성이 커지자, 정부는 1972년 8월 3일 '사채동결 조치'를 시행해 사채의 만기와 금리 등 채무 조건을 기업에 유리하게 강제 조정하여 연쇄 도산을 방지하고자 했다.

사채 동결 이후 정부는 자금조달 구조 전환의 필요성을 인식하고 자본시장 활성화 정책을 본격 추진했다. 1972년 12월 기업공개촉진법 제정, 1974년 5월 기업공개 확대, 1975년 8월 기업공개 보완시책을 통해 정부는 상장 대상을 직접 선정했고, 불응할 경우 세제·행정상 불이익을 부과했다. 그 결과 1970년대 말까지 주요 대기업들이 주식시장에 상장됐다.

이러한 정책 환경 속에서 기업들은 지분 희석을 최소화하면서 외부 자본을 조달할 수 있는 수단을 모색했다. 무의결권 보통주 발행은 당시 상법상 허용되지 않았기 때문에(무의결권 보통주는 2011년 상법 개정 이후 도입), 기업들은 의결권을 부여하지 않는 대신 보통주 대비 소폭의 추가 배당을 제공하는 우선주 발행을 선택했다. 이 같은 구조의 이른바 '구형우선주'는 주주평등 원칙 훼손에 대한 학계와 법조계의 반발에도 불구하고, 발행이 지속돼 왔으나 1996년 상법 개정으로 신규 발행이 제한됐다. 이후 구형우선주는 2002년 6월 KOSPI 지수 산정 대상에서 제외되며 제도·수급 양면에서 위상이 약화됐다.

한화의 구형우선주 소각

그림 4. 한화의 주주환원 계획 3축 – 구형우선주 전량 매입 및 소각 계획

자료: 『(주)한화 기업가치 제고계획 (1.14)』, 미래에셋증권 리서치센터

한화가 1월 14일 발표한 주주환원 계획은 ① 자사주 소각, ② 배당 확대, ③ 제1우선주(구형우선주) 전량 매입 및 소각 등의 3가지 축으로 이루어져 있다.

주식의 경제적 권리란?
지분(잔여이익)에 대한 권리와 배당에 대한 권리를 모두 아우름

주목할 부분은 구형우선주 전량 매입 및 소각이다.

해당 계획에 대한 설명으로 '주주 권익 보호'를 언급했는데, 한화는 해당 조치의 배경으로 '주주 권익 보호'를 언급했는데, 이는 구형우선주 주주의 경제적 권리 보호를 의미한다. 구형우선주는 신형우선주와 달리 배당 하방 보장 조항이 없고 의결권도 부여되지 않으며, 정관상 별도의 권리 보호 장치도 마련돼 있지 않다. 이는 구형우선주에 구조적인 경제적 권리 차별이 존재함을 의미하며, 한화 역시 이를 인식하고 있음을 시사한다.

진짜 괴리, 가짜 괴리

현대자동차 vs. 미래에셋증권 우선주 괴리 비교

주식 간 괴리를 해석할 때는 먼저 **진짜 괴리(조건이 같다면 같은 가격이어야 함)**와 **가짜 괴리(조건이 다르기에 같은 가격일 수 없음)**를 구분할 필요가 있다. 따라서 주주가 보유한 주식의 권리 구조에 따라 부담하는 리스크가 어떻게 다른지를 먼저 구분해야 하며, 괴리는 그 이후에 해석돼야 한다. 현대자동차와 미래에셋증권은 보통주·구형우선주·신형우선주 구조를 모두 갖고 있어 이러한 괴리의 성격을 비교하기에 적합하며, 본 분석에서는 보통주–구형우선주, 보통주–신형우선주, 그리고 구형우선주–신형우선주 간 괴리를 중심으로 살펴본다.

현대차 구형우선주는 무의결권 보통주, 보통주와 동일한 리스크를 부담하기 때문에 조건이 같다면 보통주와 가격이 같아야 하는 진짜 괴리

현대자동차는 보통주(현대차), 구형우선주(현대차우), 신형우선주(현대차2우B)로 구성돼 있다. 현대차우는 무의결권 보통주로, 보통주와 유사한 사업 리스크를 부담하지만 의결권과 배당 우선권이 부재하다. 이로 인해 구조적으로 불리한 위치에 있으며 보통주 대비 큰 할인율로 거래된다. 반면 배당 우선권이 명확한 현대차2우B는 구형우선주 대비 프리미엄을 형성한다. 이는 동일한 리스크를 부담하면서 보호 장치만 부족한 상태에서 발생한 구조적 할인으로, 보호 장치가 보완될 경우 보통주를 추종해야 할 성격의 '진짜 괴리'에 해당한다.

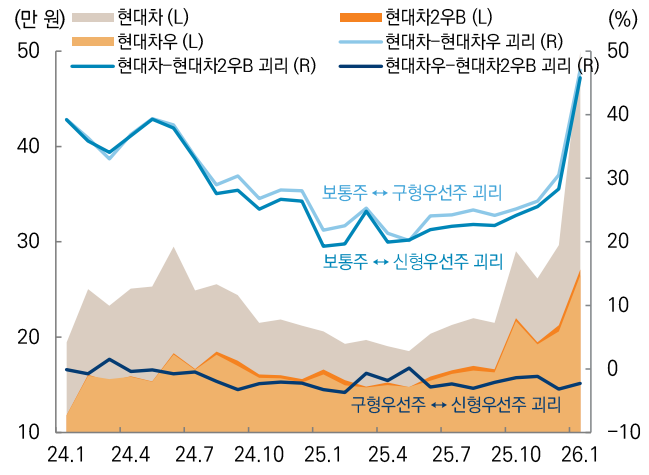
미래에셋증권의 구형우선주는 신형우선주, 보통주와 권리가 달라 리스크 수준이 다르기에 보통주와 가격이 같을 수 없는 가짜 괴리

미래에셋증권은 보통주(미래), 구형우선주(미래우), 신형우선주(미래2우B) 구조를 갖고 있다. 정관 변경으로 구형우선주에도 우선배당률과 조건부 의결권이 부여되며, 보통주와 우선주 간 리스크 구조는 상당 부분 분리됐다. 다만 우선주 간에는 차이가 존재한다. 구형우선주는 우선배당률을 이사회가 결정해 배당 하한은 있으나 그 수준이 명확히 규정돼 있지 않다. 반면 신형우선주는 우선배당률이 수치로 명시돼 있고, 보통주 배당금보다 낮을 경우 보통주 배당을 보장받는다. 이로 인해 구형우선주는 신형우선주 대비 배당 하방 리스크가 더 크다. 이러한 리스크 차이로 인해 미래에셋증권우가 신형우선주 대비 프리미엄에 거래되고 있으며, 이는 구조적으로 설명 가능한 가격 차이로 가격 수렴을 전제할 수 없는 '가짜 괴리'이다.

괴리 추종 전략의 핵심은 괴리 자체가 아니라 동일한 리스크에서 발생한 괴리인지 확인하는 것

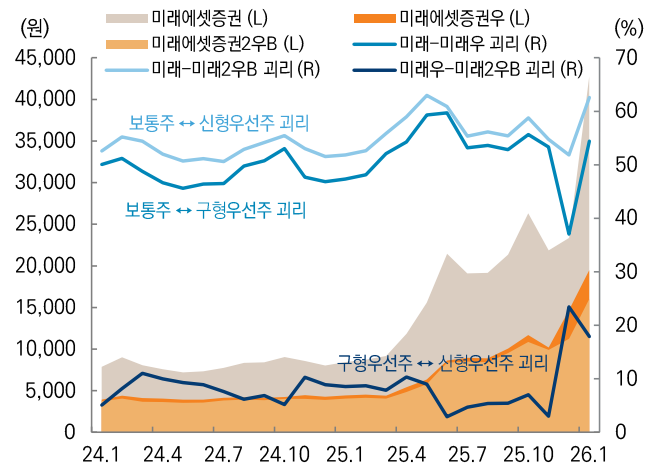
괴리 추종 전략의 핵심은 괴리의 크기가 아니라, 동일한 리스크에서 발생한 할인인지 여부이다. 현대차·현대차우의 괴리는 동일 리스크 주식 간 가격 차이로 진짜괴리인 반면, 미래에셋증권·미래에셋증권우의 괴리는 리스크를 반영한 합리적 가격차로 가짜괴리에 해당한다.

그림 5. 현대자동차 보통주 & 우선주 괴리



자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 미래에셋증권 보통주 & 우선주 괴리



자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

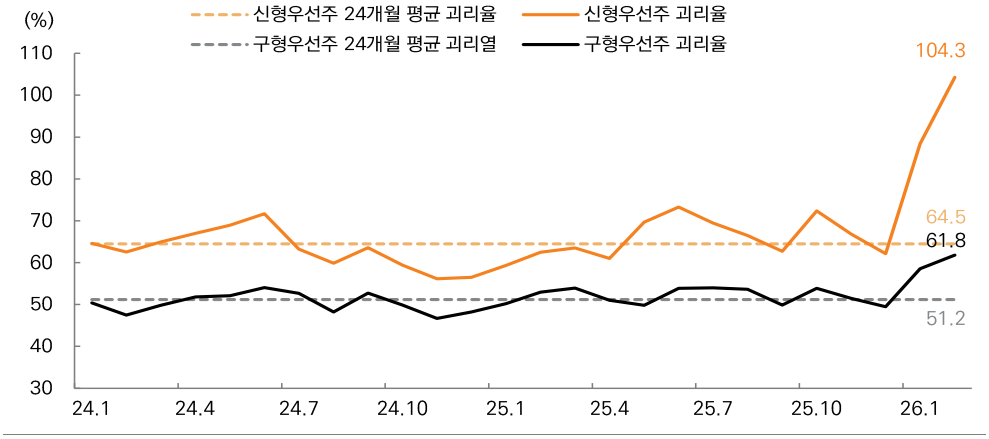
진짜 괴리와 가짜 괴리를 활용한 평균회귀 전략

진짜 괴리와 가짜 괴리를 구분하면 **두 가지 평균회귀 전략**을 도출할 수 있다. 하나는 신형우선주의 평균회귀 전략이고, 다른 하나는 구형우선주의 평균회귀 전략이다.

한국 시장의 우선주는 대부분 구형우선주로 구성돼 있다. 〈그림 1〉과 같이 구형·신형을 구분하지 않고 괴리율을 추적하면 해석이 어렵지만, 이를 분리해 보면 구형우선주는 높은 리스크로 인해 프리미엄을 받고 거래돼 괴리율이 신형우선주에 비해 상대적으로 낮게 유지되는 것을 볼 수 있다. 최근 눈에 띄는 트렌드는 구형우선주의 괴리율은 비교적 안정적인데 비해 신형우선주의 괴리율이 굉장히 크게 상승했다는 점이다.

이에 따라 신형우선주의 괴리율이 평균으로 회귀한다고 가정할 경우, 24개월 평균 대비 최근 괴리율이 크게 확대된 종목들이 투자 대상으로 부각된다.

그림 7. 구형우선주와 신형우선주의 보통주 대비 괴리 추이



자료: FnGuide, 전자공시시스템, 미래에셋증권 리서치센터
주: 보통주 시가총액 3,000억 원 이상 & 우선주 20일 평균 거래대금 1억 원 이상 & 관리/거래정지/불성실공시법인 제외

표 2. 신형우선주 최근 괴리율 및 평균 괴리율 (%)

종목코드	종목명	최근 괴리율 (2월)	24개월 평균 괴리율	최근 vs 평균 차이(%p)
신형우선주 전체 평균		104	65	39
A00680K	미래에셋증권2우B	216	123	93
A000725	현대건설우	73	-13	86
A006805	미래에셋증권우	170	104	66
A005389	현대차3우B	98	44	54
A005387	현대차2우B	89	41	48
A00088K	한화3우B	152	110	42
A02826K	삼성물산우B	68	39	29
A000157	두산2우B	115	93	22
A002795	아모레퍼시픽홀딩스우	174	152	21
A003547	대신증권2우B	40	21	19
A078935	GS우	28	12	15
A071055	한국금융지주우	49	42	7
A000215	DL우	83	81	2

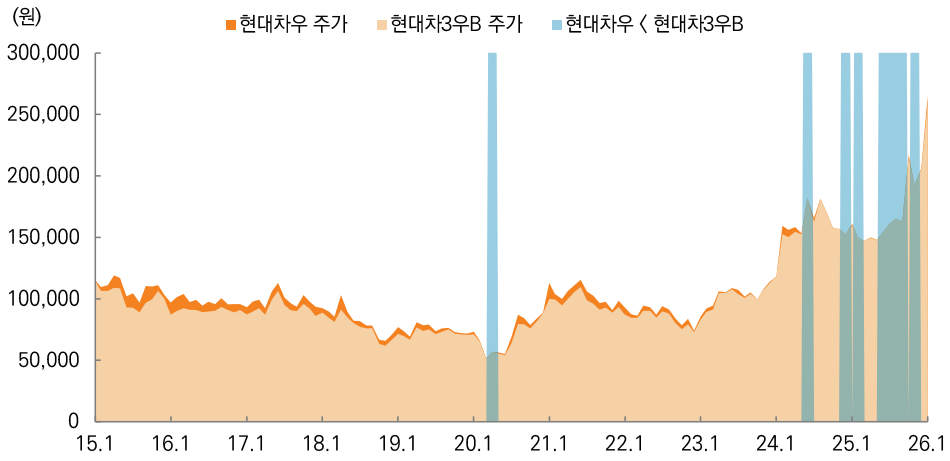
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터
주: 리스트 내 일부 구형우선주는 신형으로 전환된 사례임 (각 기업 FY24 사업보고서, 연결감사보고서, 표7 참고)

구형우선주의 평균회귀 전략은 직관적이다. 구형우선주는 무의결권 보통주에 가까워 권리 보호가 있는 신형우선주보다 구조적으로 리스크가 높으며, 정상 국면에서는 이에 대한 보상으로 더 높은 프리미엄에 거래되는 것이 합리적이다. 따라서 구형우선주가 신형우선주보다 낮은 가격에 거래될 경우, 이는 일시적 가격 왜곡으로 보고 평균회귀 가능성을 가정할 수 있다.

이 조건에 해당하는 사례는 현대차우–현대차3우B가 유일하다. 현대차우는 대부분의 기간 동안 현대차3우B보다 높은 가격에 거래돼 왔으나, 변동성 확대 국면에서는 이 관계가 간헐적으로 붕괴됐다. 지난 20년간 월말 종가 기준으로 이러한 사례는 15회 발생했다.

해당 시점에 현대차우를 매수해 1개월 보유한 성과를 비교한 결과, 현대차 보통주 대비 평균 +0.52%의 초과수익을 기록했으나 Hit Ratio는 40%에 그쳤다. 반면 현대차3우B 대비로는 평균 +3.8%의 초과수익과 93%의 Hit Ratio를 보여, 구형·신형 우선주 간 가격 괴리가 발생한 국면에서 평균회귀가 보다 명확하게 나타났음을 시사한다.

그림 8. 최근 자주 나타나는 현대차우와 현대차3우B 간 주가 역전 현상



자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

해외 사례로 보는 괴리의 원인

의결권이 괴리의 원인이 아니다 – 미국의 사례

표 3. 미국의 보통주 종류 정리

보통주 종류	구분	설명	한국과 비교
Class A	보통주	1주 = 1의결권	발행 가능
Class B	차등의결권 보통주	1주 ≠ 1의결권	벤처기업만 가능
Class C	무의결권 보통주	1주 = 0의결권	2011년부터 가능

자료: 미국 증권거래위원회, 미래에셋증권 리서치센터

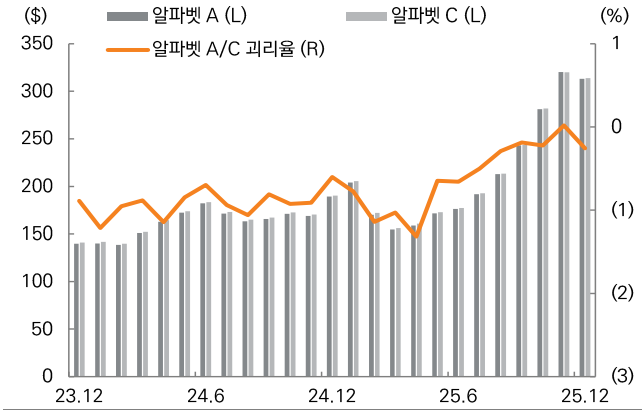
미국은 보통주와 무의결권 보통주 사이의 괴리 부재, 의결권이 괴리의 원인이 아닐 가능성 高

흔히 "우선주는 의결권이 없기 때문에 보통주 대비 할인돼 거래된다"는 설명이 사용된다. 해외 사례는 다른 이야기를 한다. 미국에는 Class A·B·C 보통주 구조가 존재하며, A(일반)와 C(무의결권)가 동시상장된 사례가 다수다. 구글, 질로우, 언더아머가 대표적인데 모두 A와 C 간 괴리가 제한적이다. 이는 의결권으로 인한 할인이 아니라는 얘기다. 미국의 Class C 주식은 정관을 통해 청산 직전 A로 전환되도록 설계돼 잔여이익청구권을 보장받으며, Class C에 불리한 의사결정 발생 시 의결권이 부여되는 보호장치도 포함돼 있다.

버크셔의 사례로 보아 같은 종류의 주식 간 가격 차이는 의결권이 아니라 경제적 권리에서 기인

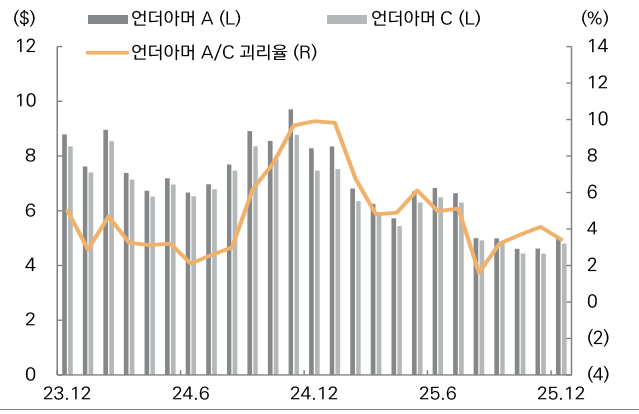
버크셔 해서웨이 사례는 결론을 명확히 한다. 버크셔의 Class B 주식은 A 대비 지분은 1/1,500, 의결권은 1/10,000에 불과하나, 주가는 A를 1,500으로 나눈 것과 같다. 이는 시장이 의결권보다 지분·청산·배당·합병에서의 경제적 권리 보호 여부를 기준으로 주식을 평가하고 있음을 보여준다. 결국 경제적 권리의 동등성이 괴리를 설명하는 핵심 변수다.

그림 9. 알파벳(구글) Class A와 Class C의 괴리율



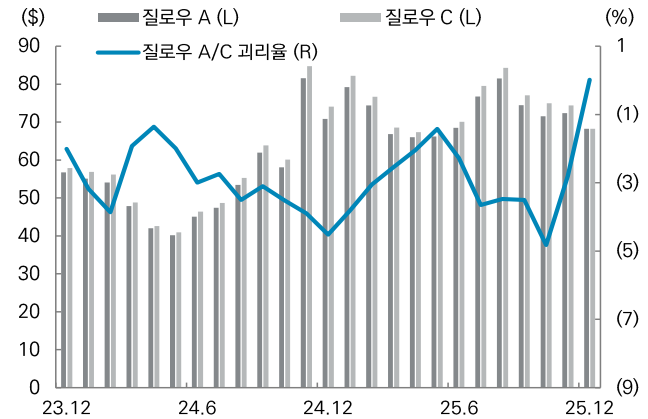
자료: Refinitiv, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 언더아머 Class A와 Class C의 괴리율



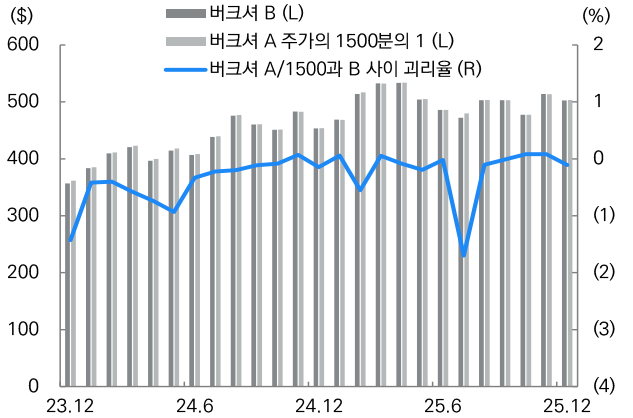
자료: Refinitiv, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 질로우 Class A와 Class C의 괴리율



자료: Refinitiv, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 버크셔 해서웨이 Class A와 Class B의 괴리율



자료: Refinitiv, 미래에셋증권 리서치센터

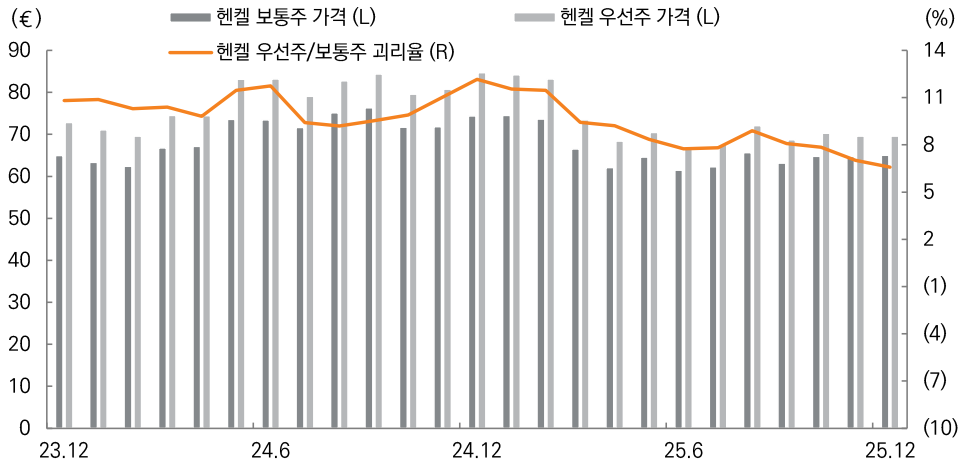
경제적 권리가 핵심 – 독일 사례

독일 헨켈의 우선주는 더 높은 경제적 권리를 갖추어 더 프리미엄에 거래, DAX 지수 편입

독일의 사례는 보통주-우선주 가격 괴리의 핵심이 의결권이 아니라 경제적 권리임을 재차 분명히 보여준다. 독일 소비재 기업 헨켈(Henkel)은 대주주가 보통주 지분의 약 62%를 보유하고 있어, 소액주주의 경영 관여 가능성이 사실상 존재하지 않는 구조다. 이처럼 의결권의 실질 가치가 낮은 환경에서 헨켈은 우선주에 더 우월한 경제적 권리를 부여했다.

구체적으로 우선주는 주당 0.02유로의 고정 추가배당, 이익 분배에 대한 우선권, 누적배당 권리를 보유한다. 여기에 더해 DAX 지수에 보통주가 아닌 우선주가 편입돼 있어, 수급 측면에서도 우선주가 우위에 있다. 그 결과 헨켈의 우선주는 경제적 권리의 우위로 인해 보통주 대비 약 10% 내외의 프리미엄을 형성하며 거래되고 있다.

그림 13. 헨켈 보통주 우선주 괴리율 – 프리미엄에 거래되는 우선주



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

상법개정으로 바뀐 판도

미국과 독일의 사례를 보면, "우선주는 의결권이 없어 보통주보다 싸다"는 설명보다 "경제적 권리가 우월한 주식이 더 높은 평가를 받는다"는 설명이 더 정확하다. 보통주와 우선주 간 가격 차이의 본질은 의결권이 아니라 경제적 권리, 즉 자본차익과 배당의 차이다.

미국에서는 정관에 Class C 주주의 권리 보호 장치가 명시돼 있으며, 권리가 불리하게 변경될 경우 별도의 주주 동의가 요구된다. 또한 소액주주의 경제적 권리가 침해되면 법원은 절차의 공정성과 가격의 정당성을 기준으로 개입한다.

한국은 그동안 이러한 보호 장치가 미흡했으나, 상법 개정으로 이사가 모든 주주의 이익을 공정하게 고려해야 할 의무가 명확해졌다. 이에 따라 특정 주주에게 불리한 구조를 유지하는 것은 기업에 법적 부담으로 작용하며, 기업은 이를 해소할 유인을 갖게 되었다.

결국 구형우선주(무의결권 보통주)의 권리 정상화 과정에서 다양한 변화가 나타날 수 있으며, 이에 맞춘 선별적 투자 전략이 필요하다.

구형우선주 권리 정상화에 따른 투자전략 3가지

구형우선주 권리 정상화 과정에서 발생 가능한 시나리오는 ① 보통주 수준의 주가 리레이팅, ② 신형우선주로의 전환(미래에셋증권 사례), ③ 전량 매입 후 소각(한화 사례)이 있다.

① 구형우선주 주가, 보통주 수준으로 리레이팅

이사의 주주충실 의무를 근거로 주주행동과 법적 분쟁이 가능하다. 다만 정관을 미국 수준까지 변경하는 것의 현실성, 그리고 법의 비소급성을 고려할 때 실현 가능성은 제한적이다.

② 구형우선주, 신형우선주로 전환

미래에셋증권은 과거 정관 변경을 통해 구형우선주를 신형우선주로 전환함으로써, 주식의 종류에 상응하는 경제적 권리를 명확히 보장했다. 이 경우 구형우선주-신형우선주 간 가격 차이와 배당수익률을 비교하여 차액만큼 이득을 볼 수 있으나 업사이드는 제한적이다.

③ 구형우선주, 전량 매입 후 소각

한화 구형우선주 소각 연혁
(24.07) 매입 및 소각 이사회 결의
(24.09) 25만주 장외매수 취득
(24.12) 전량 소각 및 감자
(25.07) 유통물량 20만 주 이하로 하락하며 자동 상장폐지
(26.01) 잔존 물량 19.9만 주 전량 장외매수, 142억 원 투입

최근 한화가 선택한 경로다. 한화는 2024년 이사회 결의를 통해 소각을 전제로 한 구형우선주 매입을 결정했고, 2026년까지 이를 전량 매입·소각했다. 구형우선주 자본금 감자 효과를 반영하면, 2024년 지배주주 ROE는 약 0.03%p 소폭 개선된다.

보다 중요한 변화는 EPS 구조다. 구형우선주는 회계기준상 무의결권 보통주에 준하지만, 당기순이익은 그간 보통주·구형우선주로 나뉘어 배분돼 왔다. 구형우선주를 전량 소각할 경우, 해당 귀속 이익은 전부 보통주에게 이전된다(우선주 배당 구조에 따라 차이 발생 가능).

2024년 한화의 보통주 귀속 지배당기순이익은 약 6,000억 원, 구형우선주 귀속 지배당기순이익은 약 32억 원이다. 구형우선주 귀속 이익을 보통주로 이전 후 유통주식 수로 나누면, 보통주 EPS는 8,384원에서 8,399원으로 약 45원 상승한다.

구형우선주 소각은 더 낮은 비용으로 EPS 리레이팅을 유도할 수 있는 효과적 수단

삼성전자의 경우 효과가 매우 크다. 2024년 기준 보통주 귀속 지배당기순이익은 약 29.5조 원, 구형우선주 귀속 당기순이익은 약 4조 원이며 별도의 신형우선주는 없다. 보통주 가중평균 유통주식 수는 약 60억 주, 구형우선주는 약 8.2억 주로 양 주식의 EPS는 각각 약 4,950원 수준이다. 구형우선주 귀속 이익이 전량 보통주로 이전될 경우, 보통주 EPS는 4,950원에서 5,632원으로 약 14% 상승한다. 여기에 1월 말 기준 PER 30배를 적용하면, 평가주가는 14만 원에서 16만 원으로 상향된다.

구형우선주 소각을 전제로 한 보통주 가치 제고 전략은 현실성 측면에서도 합리적이다. 3차 상법 개정 과정에서 논의 중인 자사주 의무소각과의 정합성이 높고, 최근 코스피 상승 국면에서 고가의 보통주를 매입하는 방식보다 상대적으로 할인된 구형우선주를 매입·소각하는 것이 비용 효율성 측면에서 유리하기 때문이다.

표 4. 삼성전자 구형우선주 소각효과 (조 원, 억 주, 원, 배, 원)

삼성전자 연결 주당이익	지배 당기순이익	유통주식수	EPS	PER	평가주가
전체	33.62 조				(EPS x PER)
보통주 해당분	29.55 조	59.7억	4,950원	30배	148,500원
구형우선주 해당분	4.07 조	8.2억	4,951원		148,530원
구형우선주 소각시 보통주 해당분	33.62 조	59.7억	5,632원		168,960원

자료: 전자공시시스템, 미래에셋증권 리서치센터 / 주: PER는 26년 1월 말 기준 FY24 실적 대비 PER

구형우선주 리스트

시가총액 1,000억 원 이상 구형우선주를 선별했으며, 이들 기업은 소각 시 EPS 리레이팅 효과가 클 것으로 판단된다. 별도의 신형우선주가 없는 삼성전자는 구형우선주 소각 시 보통주 귀속이익이 약 4조 원 증가하나, 현대차는 약 1조 원의 귀속이익을 보통주와 우선주가 나누어 분배받게 될 수 있다.

표 5. 시가총액 1,000억 원 이상 구형우선주 (억 원, %)

종목코드	종목명	시가총액	배당권리 구조					FY24 이익배분 (억 원, %)			괴리율 (%)		
			추가배당	최저배당	의결권	참가적	누적적	보통주 귀속이익 (금액, 비중)	구형우선주 귀속이익 (금액, 비중)	신형우선주 우선배당 (금액, 비중)	2월	25'H2	25'H1
A005935	삼성전자우	957,954	O	X	X	X	X	295,476 (88%)	40,737 (12%)	0 (0%)	44	28	21
A005385	현대차우	61,854	O	X	X	X	X	97,280 (78%)	10,384 (8%)	17,205 (14%)	90	35	29
A000155	두산우	18,843	O	X	△	X	X	-1,719 (-76%)	435 (19%)	107 (5%)	85	65	92
A051915	LG화학우	12,233	O	X	X	X	X	-6,230 (90%)	-678 (10%)	0 (0%)	100	100	99
A000815	삼성화재우	11,639	O	X	X	X	X	19,428 (94%)	1,308 (6%)	0 (0%)	33	32	34
A071055	한국금융지주우	8,811	X	O	X	O	X	9,387 (90%)	1,011 (10%)	0 (0%)	49	40	41
A066575	LG전자우	8,584	O	X	X	X	X	3,310 (90%)	358 (10%)	0 (0%)	105	96	103
A090435	아모레퍼시픽우	5,437	O	X	X	X	X	5,024 (85%)	908 (15%)	0 (0%)	200	189	217
A005945	NH투자증권	4,321	O	X	X	X	X	6,857 (100%)	10 (0%)	0 (0%)	18	12	12
A009155	삼성전기우	3,506	O	X	X	X	X	6,533 (96%)	258 (4%)	0 (0%)	146	123	122
A006405	삼성SDI우	3,325	O	X	X	X	X	5,863 (98%)	130 (2%)	0 (0%)	87	65	66
A006805	미래에셋증권우	2,743	X	O	△	X	X	6,938 (77%)	0 (0%)	2,111 (23%)	170	107	117
A010955	S-Oil우	2,409	O	X	△	X	X	-1,868 (97%)	-63 (3%)	0 (0%)	83	62	50
A051905	LG생활건강우	2,320	O	X	X	X	X	1,654 (87%)	238 (13%)	0 (0%)	132	143	150
A003555	LG우	2,141	O	X	X	X	X	5,634 (98%)	113 (2%)	0 (0%)	31	21	22
A011785	금호석유화학우	2,056	O	X	△	X	X	3,080 (88%)	406 (12%)	0 (0%)	110	91	111
A097955	CJ제일제당우	1,848	O	X	X	X	X	1,359 (92%)	123 (8%)	0 (0%)	56	62	79
A00279K	아모레퍼시픽홀딩스우	1,596	X	O	X	X	X	2,123 (92%)	178 (8%)	19 (1%)	34	28	26
A03473K	SK우	1,359	O	X	△	X	X	-12,794 (99%)	-132 (1%)	0 (0%)	40	31	18
A000105	유한양행우	1,120	O	X	△	X	X	696 (98%)	11 (2%)	0 (0%)	16	12	10

자료: 전자공시시스템(각 기업 FY24 사업보고서 및 연결감사보고서), FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터
주: 추가배당(보너스)이 있는 경우 구형우선주 권리구조, 최저배당(보장받는 배당)이 있는 경우 신형우선주 권리구조

표 6. 구형우선주의 신형우선주 전환 여부 및 회계처리 방식

종목코드	종목명	구형우선주의 회계처리 방식
A005935	삼성전자우	구형우선주를 우선주로 회계처리
A005385	현대차우	구형우선주를 보통주에 준하여 회계처리
A000155	두산우	구형우선주를 보통주에 준하여 회계처리
A051915	LG화학우	구형우선주를 우선주로 회계처리
A000815	삼성화재우	구형우선주를 우선주로 회계처리
A071055	한국금융지주우	**구형에서 신형으로 전환**
A066575	LG전자우	구형우선주를 우선주로 회계처리
A090435	아모레퍼시픽우	구형우선주를 보통주에 준하여 회계처리
A005945	NH투자증권	구형우선주를 보통주에 준하여 회계처리
A009155	삼성전기우	구형우선주를 우선주로 회계처리
A006405	삼성SDI우	구형우선주를 보통주에 준하여 회계처리
A006805	미래에셋증권우	**구형에서 신형으로 전환**
A010955	S-Oil우	구형우선주를 우선주로 회계처리
A051905	LG생활건강우	구형우선주를 우선주로 회계처리
A003555	LG우	구형우선주를 보통주에 준하여 회계처리
A011785	금호석유화학우	구형우선주를 보통주에 준하여 회계처리
A097955	CJ제일제당우	구형우선주를 우선주로 회계처리
A00279K	아모레퍼시픽홀딩스우	**구형에서 신형으로 전환**
A03473K	SK우	구형우선주를 보통주에 준하여 회계처리
A000105	유한양행우	구형우선주를 우선주로 회계처리

자료: 전자공시시스템(각 기업 FY24 사업보고서 및 연결감사보고서), FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

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