

대환원의 시대 (요약)

주주환원 통한 저점 확인 및 멀티플 확장

지주회사: 최관순 3773-8812 / 반도체: 한동희 3773-8826 / 퀀트: 황지우 3773-8072

Signal: 삼성전자, SK 하이닉스의 대규모 주주환원 발표

Key: 주주환원 지속성 관점에서 반도체와 지주회사 주목

Step: 주주환원 통한 코스피 저점 확인 및 멀티플 확장

주주환원, 시장의 향방을 가를 변수

삼성전자: 30 조원 배당 포함, 총
90~110 조원 배당 예상
SK 하이닉스: 40 조원 자사주 매입,
소각 발표

삼성전자와 SK 하이닉스의 대규모 주주환원 발표가 지난주 있었다. 삼성전자는 3 분기 30 조원의 배당을 포함해 총 90~110 조원의 배당이 예상되며, SK 하이닉스는 40 조원의 자사주 매입·소각을 발표했으며, 향후 특별배당 혹은 추가적인 자사주 매입도 유력하다. 삼성전자와 SK 하이닉스의 역사적 유례없는 대규모 주주환원은 향후 시장의 향방을 가를 중요한 변수이다.

주주환원 지속성 관점에서 반도체와 지주회사 주목

메모리: 삼성전자, SK 하이닉스
AI 성장과 주주가치 제고의 동반으로
실적, 주주환원 지속성 강화됨

지주회사: 삼성물산, SK 스퀘어
삼성전자, SK 하이닉스의 특별배당
가능성으로 주주환원 확대 예상

역사적으로 주주환원은 지속성이 중요하며 특히 저평가 기업에서 그 효과가 두드러진다는 점이 확인된다. 이 관점에서 반도체와 지주회사 섹터에 주목한다. 메모리 기업의 LTA 는 Q 의 가시성을 제고시켜 메모리 사이클의 진폭을 과거대비 크게 완화시키고, 장기화시키며, 가시적으로 변모시킬 것이다. 이는 장기적인 FCF 를 창출하여 주주환원의 지속성도 강화시켜 준다. 이는 메모리 투자포인트가 'AI 의 성장과 주주가치 제고의 동반으로 강화'됨을 의미한다. 현재 AI 산업 내 가장 두드러지는 요소이다. 메모리 비중 확대, 재평가 주장을 유지한다. 지주회사는 주주환원이 최대주주와 일반주주의 이해 관계를 합치시킨다는 측면에서 투명하고 예측가능성이 높다. 안정적인 별도실적에 기반한 주주환원 재원도 풍부하다. 특히 삼성전자와 SK 하이닉스의 대규모 특별배당 가능성으로 배당수입을 재배당하는 삼성물산과 SK 스퀘어의 주주환원 확대가 예상된다.

코스피에 대한 저점 확인 및 멀티플 확장

삼성전자, SK 하이닉스의
대규모 주주환원 계기로
주주환원 확대 분위기 시장으로
확산될 것
현 시점에서 업사이드 포텐셜이 크다

현금배당은 주가의 하방 지지선 역할을 한다. 삼성전자의 26 년 현금배당 규모 110 조원을 가정하면 삼성전자에 대한 배당수익률 6.1%이다. 자사주 매입·소각은 EPS 상승과 저평가에 대한 신호로 해석됨으로써 주가 상승을 직접적으로 견인할 수 있다. SK 하이닉스는 11 월까지 40 조원(3.3%)의 자사주 매입과 현금흐름을 고려해 향후 추가적인 자사주 매입을 검토하고 있다. 코스피 내 시가총액 비중이 55%에 이르는 삼성전자와 SK 하이닉스의 대규모 주주환원을 계기로 주주환원 확대에 대한 분위기가 시장으로 확산될 것이다. 이는 고점 대비 24% 하락한 코스피의 저점을 확인하고 멀티플을 확장시키는 요인이다. 현 시점에서 하락 리스크보다는 업사이드 포텐셜이 크다.

CONTENT

01	주주환원, 시장의 향방을 가를 변수	3
02	AI 성장과 주주가치 제고의 동반	14
03	지주회사 주주환원, 이해관계 합치	20

COMPLIANCE NOTICE

작성자는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2026 년 08 월 24 일 기준)

매수	96.40%	중립	3.60%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

주주환원, 시장의 향방을 가를 변수

'주주환원을 강화하면 주가가 오른다'는 명제는 반쪽짜리 진실이다. 같은 금액이라도 반응은 네 변수에 따라 갈린다. ① 수단의 구속력(일회성 매입 < 소각 명시 < 배당 증액 < 중기 정책), ② 서프라이즈 크기, ③ 기업 조건(밸류에이션·현금 여력·이익 사이클), ④ 제도 환경이다. 국내 대형 환원 이벤트 23 건의 익일 초과수익은 평균 +3.98%p(양(+)) 78%)였으나, 다섯 건 중 한 건은 음(-)이었다. 평균이 아니라 조건이 결과를 만든다.

드리프트(장기 추세)는 조건이 지배한다. 공시 시점 P/B 0.5 배 미만 기업의 익일 초과수익은 +4.8%p 로 2 배 이상(+2.3%p)의 두 배였고, 120 일까지 격차가 유지됐다(+9.0 vs +4.5%p). 배당은 익일 격차가 작지만 6 개월 뒤 증액 +1.1%p vs 삭감 -7.6%p 로 벌어진다. 저평가 조건에서 효과가 커진다는 결과는 미·일·한에서 공통 확인된다.

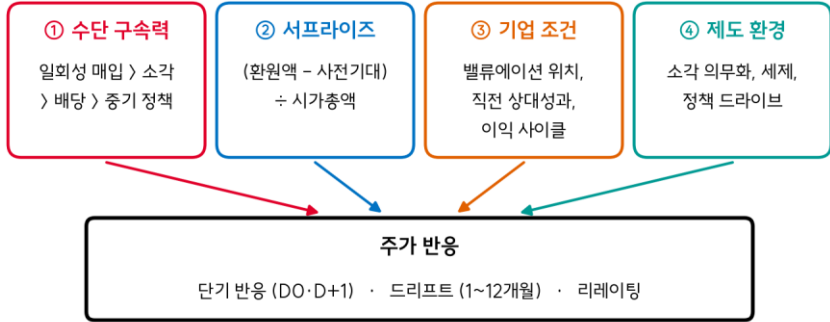
사례가 말하는 것은 일관된다 — 환원은 증폭기이지 엔진이 아니다. Meta 의 첫 배당(+20.3%)은 FCF 확인 × 저평가 × 패키지 형식의 3 박자였고, 메리츠금융지주는 규칙·소각·이해 일치로 2 년 4 배가 됐다. 반대로 IBM 은 2,010 억달러를 매입하고도 시총이 37% 줄었고, NTT·JT·캐논은 고환원에도 정체했다. 이익의 지속가능성이 없으면 환원은 EPS 화장술에 그친다.

한국은 전환의 초입에 있다. 소각 의무화(2026.3)와 배당소득 분리과세(2026.1)가 제도의 전제를 바꿨다. 자사주 취득은 2023 년 8.2 조원 > 2025 년 20.1 조원, 소각은 4.8 조 > 21.4 조원으로 늘어 2025 년 처음 소각이 취득을 추월했다.

수혜 = 이익 모멘텀 × 정책 민감도. KOSPI200 26 개 업종을 5 개 팩터로 스코어링한 결과, 보험·반도체·증권 등이 상위권이다. 반도체는 FCF 수익률 19.3%와 리비전 백분위 100 으로 모멘텀 추의 대표, 통신은 환원 여력 78 점이나 모멘텀 31 점으로 NTT 경로를 경계해야 한다. 금융은 세 차례 리레이팅으로 선반영이 진행돼 이제는 업종 베타가 아닌 이행의 질에 따른 종목 차별화 국면이다. 다만 반도체·은행·증권은 P/B 가 자기 역사 최상단(98·98·93 백분위)이라는 점이 진입 시점의 리스크다.

주가반응의 4변수 결정 구조

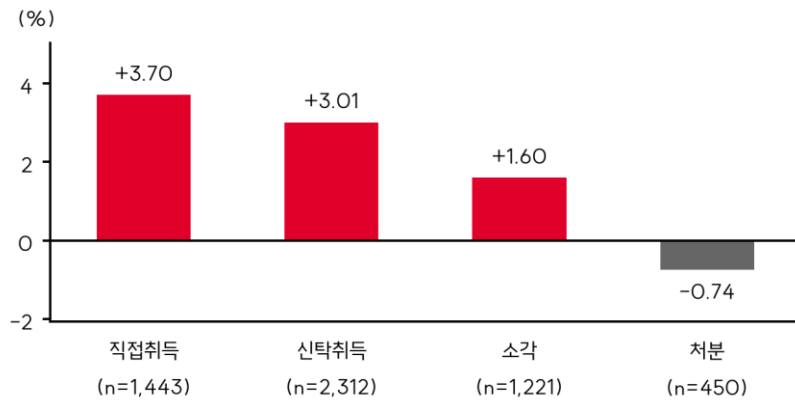
주가 반응 = f (수단 · 서프라이즈 · 조건 · 제도)



네 변수는 곱으로 작용한다 : 어느 하나가 결여되면 나머지가 커도 반응은 제한된다

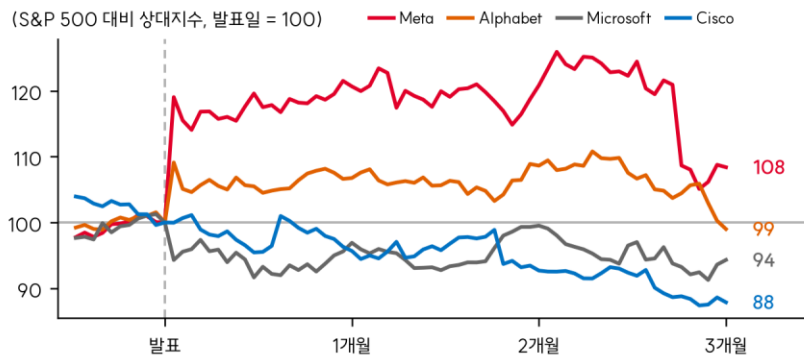
자료: SK 증권

국내증시 환원 수단별 익일 초과 수익률



자료: KIND, SK 증권

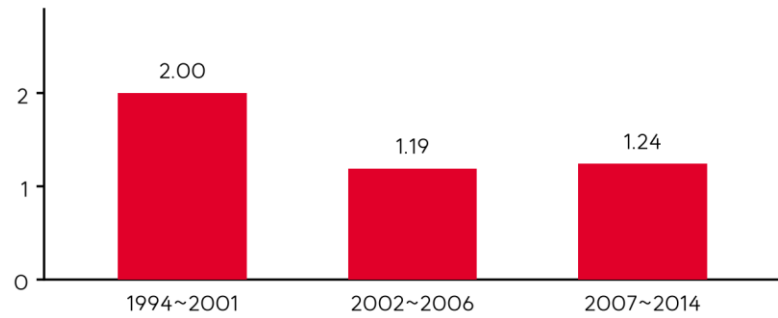
첫 전환(배당 개시) 프리미엄 사례



자료: Bloomberg, 각 사, SK 증권

매입 공시 효과의 시대별 변화 (미국)

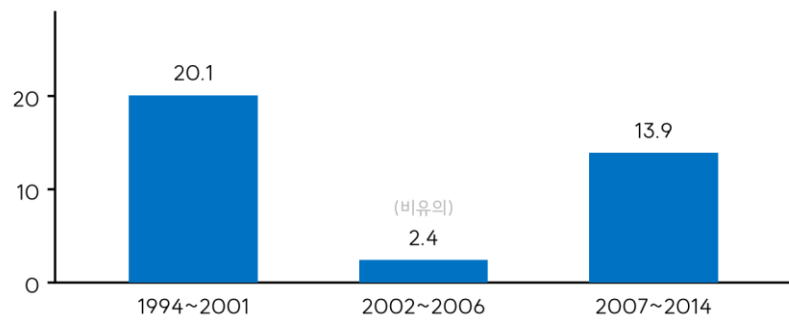
(공시 5일 초과수익, %)



자료: Lee et al.(2019), SK 증권

매입 공시 효과의 시대별 변화 (미국)

(공시 후 3년 보유초과수익률, %)

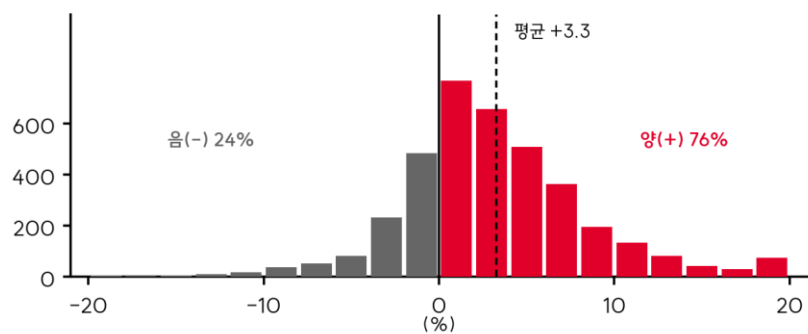


주: 2006년 이후 3년은 글로벌 금융위기(GFC)가 수익률에 크게 반영되어 초과수익률 측정에 유의하지 않음

자료: Lee et al.(2019), SK 증권

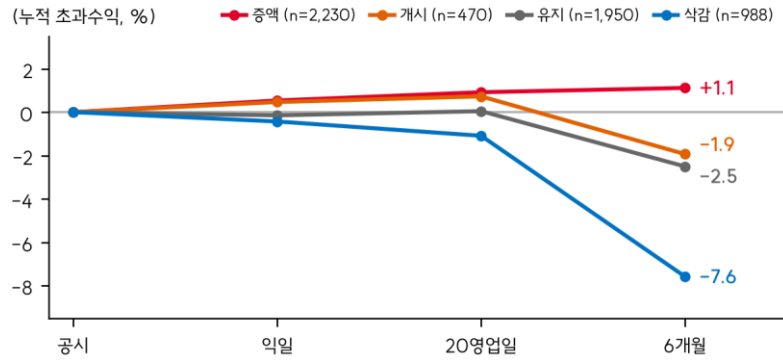
국내자사주 공시누적 초과수익률(CAR) 분포

(건수)



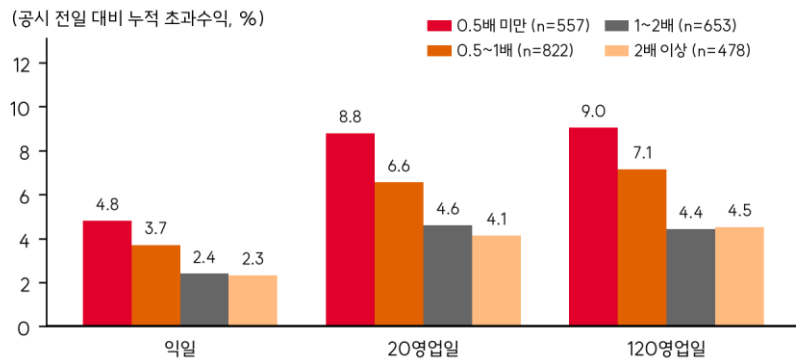
자료: KIND, Quantiwise, SK 증권

배당이벤트의 공시효과와 이후 경로



자료: DART, SK 증권

PBR 조건별 자사주 매입의 효과



자료: KIND, Quantwise, SK 증권

환원이 리레이팅으로 이어지는 4대 조건

환원이 리레이팅으로 이어지는 조건

네 조건이 동시 충족될 때 단기 반응이 장기 수익률로 연결

저평가

공시 시점 밸류에이션이
역사적 하단일 것

조정받았던 종목 +45.4% (Peyer-Vermaelen 2009)

서프라이즈

컨센서스 대비
유리한 상회

국내 23건 익일 평균 +4.0%p

구속력

소각 명시 또는
규칙의 공표

중기 정책 +5.4%p vs 정례 -0.2%p

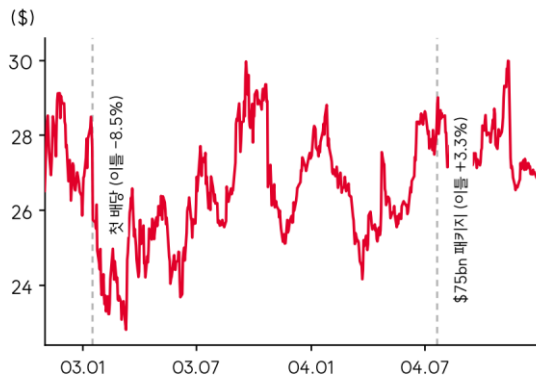
지속가능성

이익·현금흐름이
순환적 고점이 아닐 것

IBM·GE·항공 - 실패의 공통 원인

자료: SK 증권

Microsoft 주가와 두 차례 환원 발표 (2002~2004)



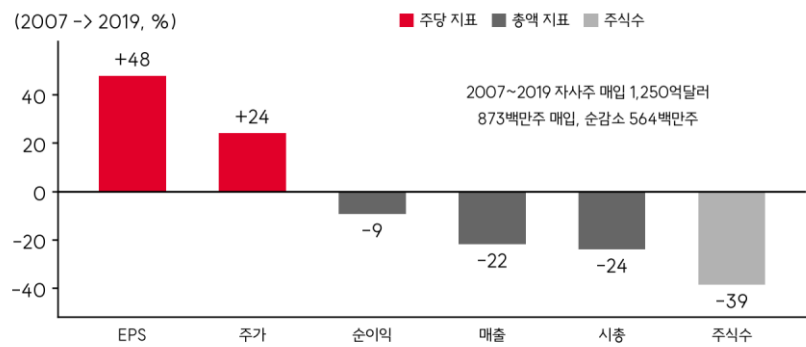
자료: Bloomberg, SK 증권

성숙 전환형 첫 배당 사례 비교

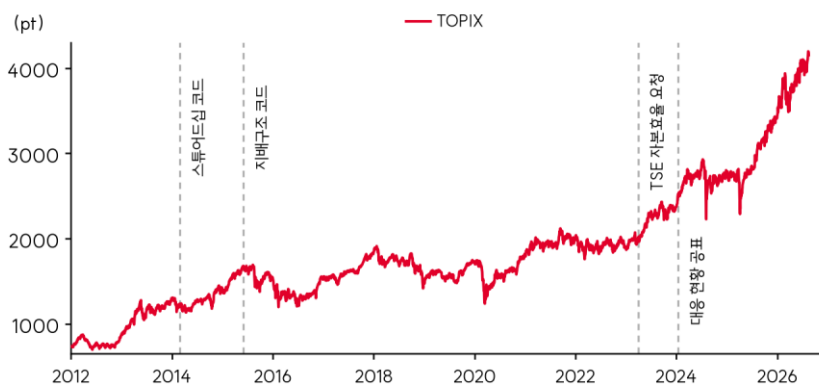


자료: 각 사, Bloomberg, SK 증권

자료: Bloomberg, SK 증권



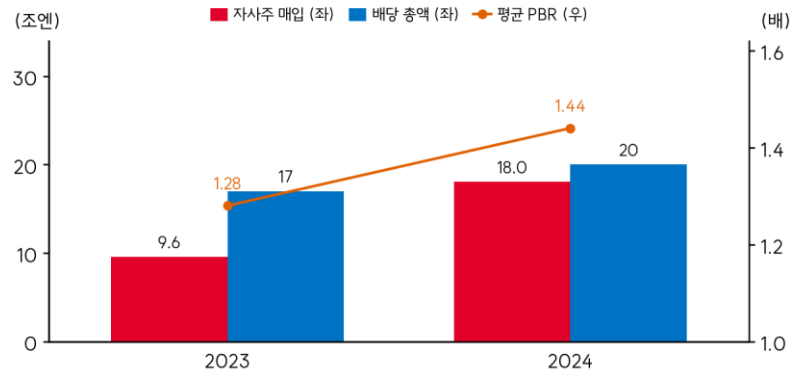
자료: Bloomberg, SK 증권



자료: Bloomberg, JPX, SK 증권

일본 자사주·배당 총액과 총환원성향

TSE 요청 2년 만에
자사주 9.6조 > 18.0조엔,
총환원성향 57 > 67%,
PBR 1.1 > 1.4배



자료: Nikkei, Japan Times, NLI Research, SK 증권

2017 매입 전후 삼성전자 vs 코스피



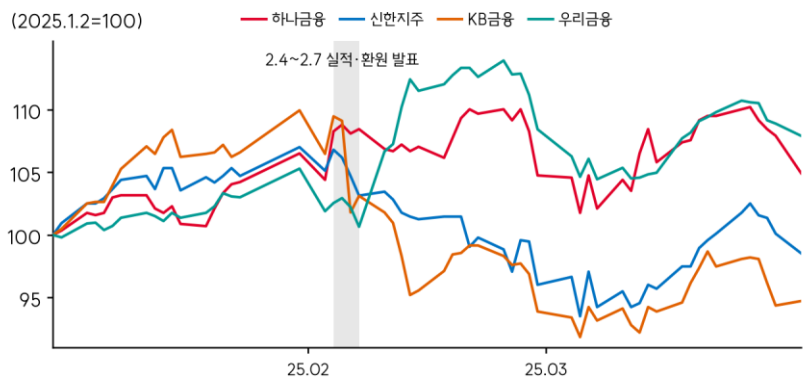
자료: Quantiwise, SK 증권

2024 매입 전후 삼성전자 주가·외국인 누적 순매수



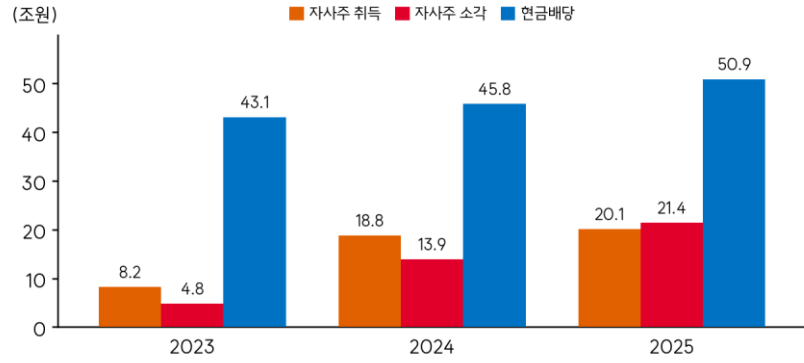
자료: Quantiwise, KRX, SK 증권

2025.2 은행지주 실적·환원 공시 전후



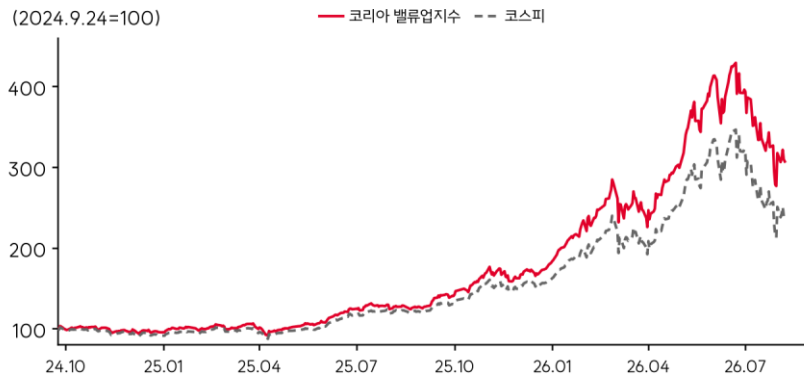
자료: Quantiwise, SK 증권

국내 환원총액 추이



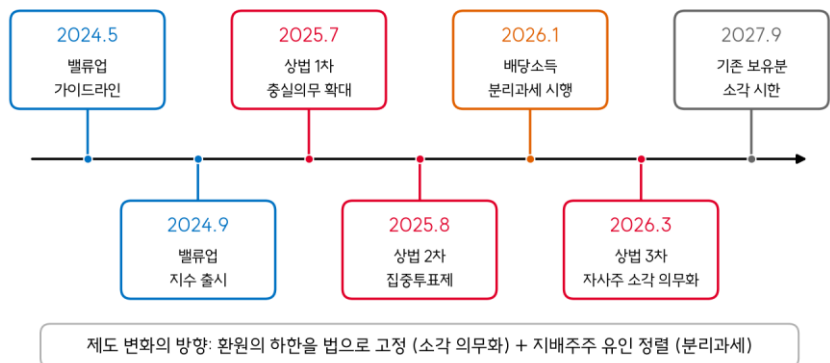
자료: KRX, SK 증권

코리아 밸류업지수 vs 코스피



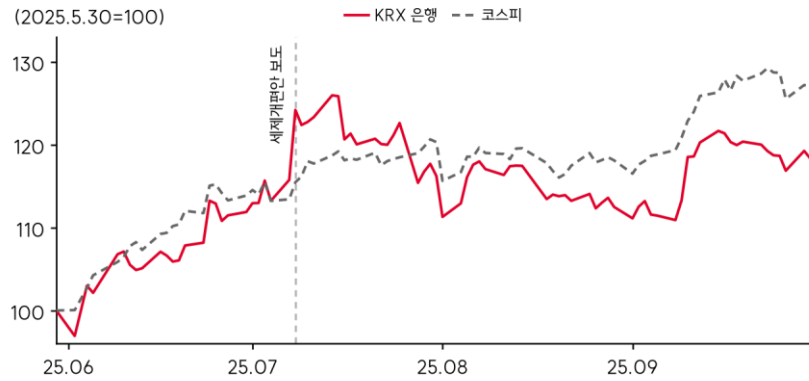
자료: KRX, Quantifwise, SK 증권

국내 주주환원 제도 변화 타임라인 (2024~2026)



자료: SK 증권

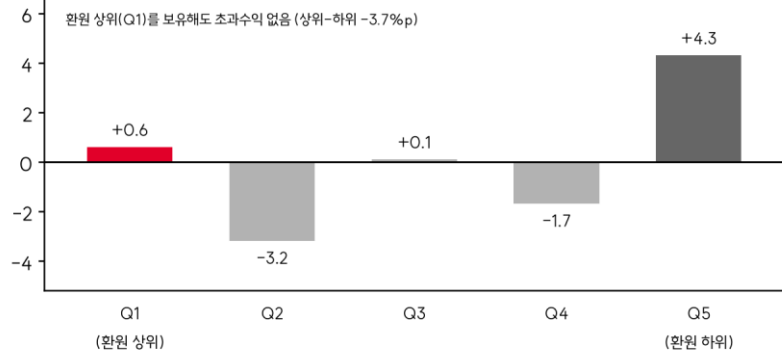
분리과세 보도 전후 KRX 은행지수



자료: Quantiwise, SK 증권

국내 고환원 종목 보유전략의 과거 성과

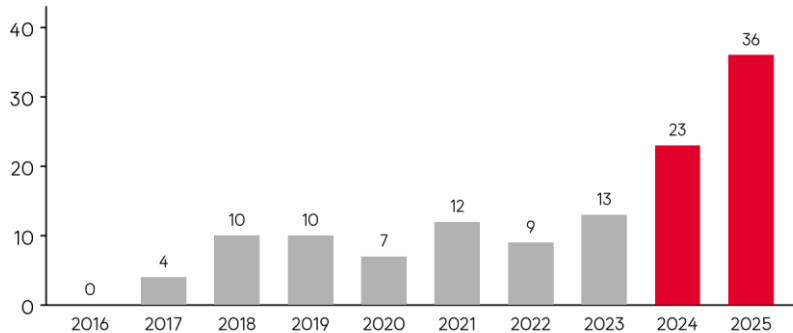
(유니버스 대비 연평균 초과수익, %p)



자료: Quantiwise, SK 증권

KOSPI200의 소각기업수 추이

(발행주식수가 감소한 기업 수, 개사)



자료: KIND, SK 증권

업종별 조건 점검

업종	저평가	이익 방향	환원 여력·유인	제도 수혜	촉매·비고
은행·보험	PBR<1 다수 (선반영 진행)	금리·실적 안정	자본비율 초과분 성향 요건 근접	분리과세 직접	이행의 질로 종목 차별화
지주회사	NAV 할인 지속	계열사 의존	기보유 자사주 최다 보유	소각 의무화 기계적 수혜	소각 시한 2027 캘린더
통신	낮은 PBR	성장 부재 (NTT 경로 경계)	안정적 FCF 성향 요건 근접	분리과세	세제 이벤트 중심
자동차	PBR 0.6 배대	리비전 하향 > 반전 관찰	TSR 정책 기공표	간접	리비전 반전이 증폭기 스위치
반도체·IT	이익 대비 하단(확인)	사상 최대 FCF	정책 만료·갱신 캘린더	소각 의무화	산업 파트 연계 최대 규모 이벤트
증권	PBR<1 다수	거래대금 연동	소각 정례화 확산	분리과세	미래에셋 경로의 후발 주자

자료: SK 증권

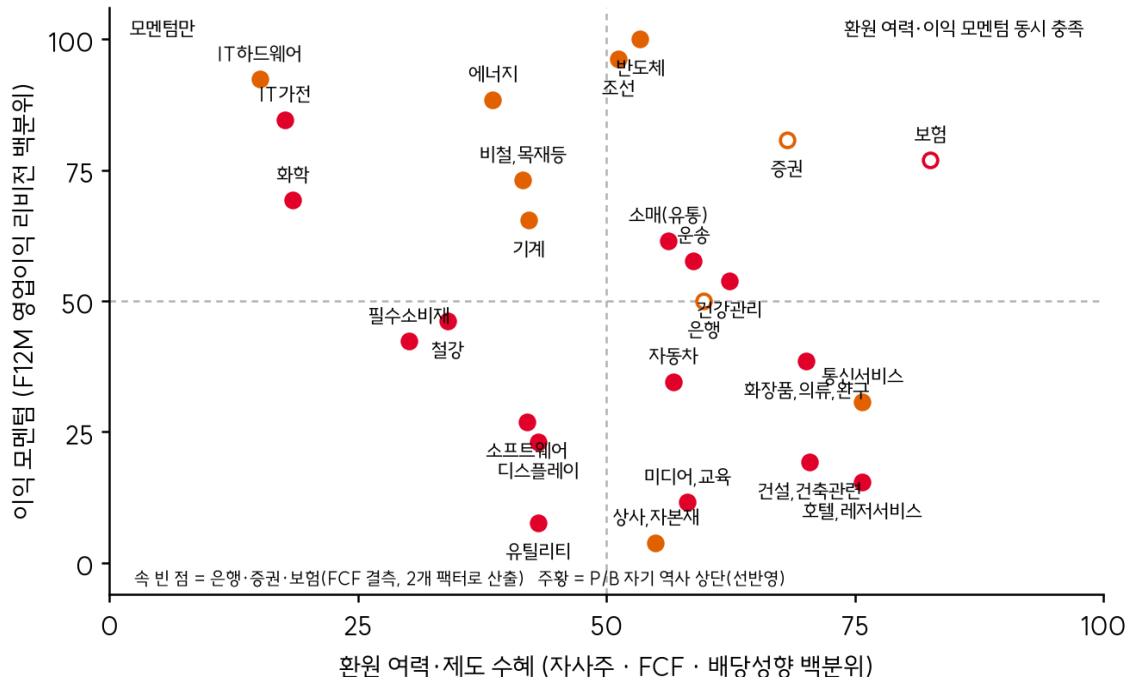
업종별 주주환원 팩터 스코어 (KOSPI200, 백분위 0~100)

업종	종목수	자사주 비중 (중앙, %)	FCF 수익률(%)	배당성향 (%)	환원 여력	이익 모멘텀	선반영 경고	종합
보험*	5	10.2	-	27.9	83	77		80
반도체	6	0.5	19.3	15.5	53	100	주의	77
증권*	6	2.6	-	21.6	68	81	주의	74
조선	9	0.0	11.1	26.2	51	96	주의	74
에너지	6	0.6	10.2	적자	39	88	주의	64
소매(유통)	7	1.1	19.1	72.7	56	62		59
운송	6	0.0	11.9	33.2	59	58		58
건강관리	14	0.9	2.8	44.8	62	54		58
비철, 목재등	4	1.1	-8.8	62.4	42	73	주의	57
은행*	10	0.7	-	28.7	60	50	주의	55
화장품, 의류, 완구	12	0.8	8.0	35.3	70	38		54
기계	11	0.2	1.9	48.8	42	65	주의	54
IT 하드웨어	3	0.0	0.7	82.1	15	92	주의	54
통신서비스	3	0.8	14.4	46.4	76	31	주의	53
IT 가전	6	0.2	2.3	적자	18	85		51
자동차	11	0.8	7.5	27.8	57	35		46
호텔, 레저서비스	2	6.3	4.5	43.7	76	15		46
건설, 건축관련	8	1.6	7.8	33.0	70	19		45
화학	21	0.6	0.6	적자	18	69		44
철강	4	1.9	0.3	120.3	34	46		40
필수소비재	13	0.0	8.2	67.8	30	42		36
미디어, 교육	2	6.6	6.8	63.6	58	12		35
소프트웨어	11	0.2	6.4	25.2	42	27		34
디스플레이	1	0.0	39.9	14.1	43	23		33
상사, 자본재	14	0.9	7.9	16.9	55	4	주의	29
유틸리티	5	0.0	26.2	14.8	43	8		25

주: 자사주는 업종 내 중앙값. '적자'는 순이익 적자로 배당성향 산출 불가(세제 최하위 부여). * 업종은 FCF 부재로 2개 팩터 기준

자료: Quantwise, SK 증권

이익 모멘텀·환원 팩터 매트릭스



자료: Quantwise, SK 증권

AI 성장과 주주가치 제고의 동반

메모리 업계의 주주환원이 본격화되기 시작했다.

삼성전자는 FCF 의 50% 환원 정책 아래 배당과 자사주 매입/소각을 병행하고 있으며, SK 하이닉스는 전량 소각을 전제로 한 40 조원 규모의 자사주 매입을 시작하는 동시에, 2025-27년 누적 FCF 50% 이상의 환원을 제시했다. 샌디스크는 초과현금의 100% 환원을 선언, Kioxia도 다년간 누적되는 잉여 FCF를 기반으로 주주환원을 확대하는 새로운 자본배분정책을 도입했다. 메모리 업계의 2027년 Shareholder Yield 시나리오는 10-25% 수준이며, 현재 글로벌 AI Value chain에서 가장 두드러지는 수치이자 자본 배분 변화이다.

다만 Re-rating을 위해서는 FCF Duration과 안정성이 동반되어야 한다. 삼성전자, 마이크론은 과거에도 강한 환원 정책을 시행했지만, Cyclical multiple 벗어나지 못했기 때문이다.

이번에는 다르다. AI 시대의 메모리 FCF Duration을 길게 볼 근거가 과거보다 강하기 때문이다. AI 인프라는 매년 교체해야 하는 비용이 아니라, 장기 현금흐름을 만들고, 외부자본으로 금융화시킬 수 있는 자산으로 진화하기 시작했다. 이는 금리 인상에 따른 자본조달 우려를 완화하고, AI의 병목을 자본에서 전력, 메모리, GPU 등과 같은 물리적 자원으로 이동시킨다. 성숙 산업, 거시경제 기반의 교체주기를 갖는 전통 세트 수요 사이클과 다른 것이다.

메모리 설비투자 역시 과거와 다른 관점에서 접근해야한다. 과거 설비투자는 미래 초과공급을 견인하는 자본으로 인식됐지만, 높은 수익성이 확보된 현재는 Q를 늘려 Profit Duration을 연장하기 위한 필수 투자이다. 현재의 메모리 수요 충족률은 60-70% 수준, 예정된 증설을 감안해도 2-3년 내 구조적 공급 우위 가시성은 매우 낮다. 또한 AI 메모리 수요는 사이클 내에서도 지속적으로 반복 재추정 된다. Margin이 Peak에 도달하더라도, Q 증가를 통해 절대 이익은 성장할 수 있고, LTA는 Q의 가시성을 높인다. 평가의 척도는 Peak margin의 높이가 아니라, 높은 Economic profit이 얼마나 오래 지속되는지이다.

SK증권의 메모리 투자 포인트는 'AI 성장과 주주가치 제고의 동반, 이에 따른 재평가'이다.

메모리는 성장 투자를 지속하면서도, 높은 FCF가 남고, 이를 배당과 자사주 매입/소각으로 주주에게 귀속시키기 시작했다. 주주환원이 기업 가치를 바꾸지는 못해도 주주가치는 바꿀 수 있다. 사이클이 없어진다는 것이 아니라, 진폭이 크게 완화되고, 길어지고, 가시적으로 변하는 것이다. 메모리 비중확대, P/E로의 재평가 주장을 유지한다.

메모리 업계의 주주환원 정책

업체	구분	기존	최신
삼성전자	환원 기준	3개년 누적 FCF의 50% + 연 정규배당 약 9조 8,000억원	3개년 총 FCF의 50% 환원 + 연 9.8조원 정규배당
	적용 기간	2024~2026년 누적	2024~2026년 누적
	핵심 내용		2026년 잔여 환원재원 약 90~110조원 예상 · 3Q26 포함 약 30조원 현금배당 추진
	핵심 특징	국내 기업 최초 FCF 기반 환원 정책 도입	27년 1월말 이사회 최종 결정 후 대규모 잔여재원 환원 예정 · 나머지는 배당 · 자사주 매입 · 소각 병행
SK 하이닉스	환원 기준	누적 FCF 50% 범위 내 (상한)	누적 FCF 50%의 이상 (하한)
	적용 기간	2025~2027년 누적	기간 동일 · 조기 이행
	핵심 내용		4Q 조원 매입 후 전량 소각(2,407만주 발행주식의 3.3%) 8/20~11/19 · 추가 환원 검토
	핵심 특징	상한형 정책 — 환원 규모에 천장	상한 → 하한 전환 · 국내 상장사 최대 소각
Micron	환원 기준	명시적 목표 없음 (CHIPS 법이 자사주 제약)	장기적으로(over time) 초과현금(excess cash)의 100% 환원 계획
	적용 기간	기간 설정 없음	2026.12.9 ~ 확대 (CHIPS 확장계약 2주년)
	핵심 내용		FY3Q26 자사주 매입 X · 부채 \$4.37B 선상환 · 배당 동결
	핵심 특징	보조금 조건에 묶인 사실상 최소 환원	자사주 중심 환원 예고 · 배당수익률 0.1% 미만
SanDisk	환원 기준	정책 없음 — 무배당·승인액 기반 재량	투자 집행 후(after investing) 초과현금(excess cash)의 100% 환원
	적용 기간	기간 설정 없음	FY28~FY30 장기 재무모델 연동
	핵심 내용		\$4.5B 집행 + \$14B 추가 승인 → 잔여 \$15.5B (시총의 약 8.6%)
	핵심 특징	스핀오프 직후 정책 공백	8사 중 최고 강도 · 무배당('자사주 또는 배당' 병기)
Kioxia	환원 기준	기준 없음 (무배당·무자사주)	초과 누적(excess cumulative) FCF의 약 50% + 누진배당(progressive dividend)
	적용 기간	없음 (2024.12 상장 후 무배당)	누진배당 - 이르면 27년 3월기(26년 4월~27년 3월)부터 적용 가능
	핵심 내용		8,000억엔 자사주 매입 1:3 주식 분할(10/1 실시 예정)
	핵심 특징	상장 후 환원 이력 전무	자본효율 위해 자사주 먼저, 배당 기조 불변
Nanya	환원 기준	목표 없음 - "적정 비율은 주주와 협의"	배당성향은 40% 안팎 계획 (2Q26 컨퍼런스를 중 구두로만 제시)
	적용 기간	연 단위 · 별도 기간 없음	연 단위 · 별도 기간 없음
	핵심 내용	FY25 분 주당 NT\$1.35 승인 — 2년 만의 재개	주당 배당금 NT\$1.347 확정 · 7/7 배당락 · 자사주 관련 프로그램 없음
	핵심 특징	환원 채널이 배당 단독	8사 중 유일 순이익 기준 · 신규 capex로 성향 하향
WDC	환원 기준	초과(excess) FCF 전액 · 비율 목표 없음	초과(excess) FCF 전액 · 비율 목표 없음
	적용 기간	분기 단위 · 별도 기간 없음	분기 단위 · 별도 기간 없음
	핵심 내용		FY4Q26 \$672M(+CB 전환프리미엄 정산 \$328M) · FY26 총환원 \$3.1B
	핵심 특징	배당·자사주 병행 정착 단계	FY26 중 FCF \$3.5B의 약 88% 환원 · 순현금 전환
Seagate	환원 기준	FCF의 75% 이상	FCF의 75% 이상 · FY26 실제 이행률 26%
	적용 기간	분기 단위 · 별도 기간 없음	분기 단위 · 별도 기간 없음
	핵심 내용		4개 분기 연속 \$0.74 동결 · FY26 총환원 \$810M
	핵심 특징	정량 하한을 제시한 유일한 회사	부채 \$1.4B 상환 우선 · 주식수 218 → 227M 증가

자료: 각사 종합, SK 증권

주요 메모리 2027년 예상 Shareholder Yield Scenario

기업	시가총액 (\$B)	FCF (\$B)				Payout ratio scenario					시가총액 대비 (%)				
		25	26C	27C	28C	50%	60%	70%	80%	90%	50%	60%	70%	80%	90%
삼성전자	1,140	26.6	168.8	263.4	273.8	131.7	158.0	184.4	210.7	237.1	11.6	13.9	16.2	18.5	20.8
SK 하이닉스	929	18.2	122.7	201.7	209.6	100.8	121.0	141.2	161.3	181.5	10.9	13.0	15.2	17.4	19.5
Micron	1,092	6.8	73.3	144.7	163.3	72.3	86.8	101.3	115.7	130.2	6.6	8.0	9.3	10.6	11.9
SanDisk	234	1.0	19.4	34.2	36.3	17.1	20.5	23.9	27.3	30.7	7.3	8.8	10.2	11.7	13.2
Kioxia	187	0.9	20.3	46.8	59.9	23.4	28.1	32.8	37.4	42.1	12.5	15.0	17.5	20.0	22.5
Nanya	57	0.2	4.9	8.2	11.7	4.1	4.9	5.7	6.6	7.4	7.2	8.6	10.1	11.5	12.9
WDC	158	2.3	5.0	8.5	11.5	4.3	5.1	6.0	6.8	7.7	2.7	3.2	3.8	4.3	4.8
Seagate	193	1.7	4.7	8.9	12.8	4.5	5.4	6.2	7.1	8.0	2.3	2.8	3.2	3.7	4.2

자료: Bloomberg, SK 증권

주: 삼성전자는 보통주 기준

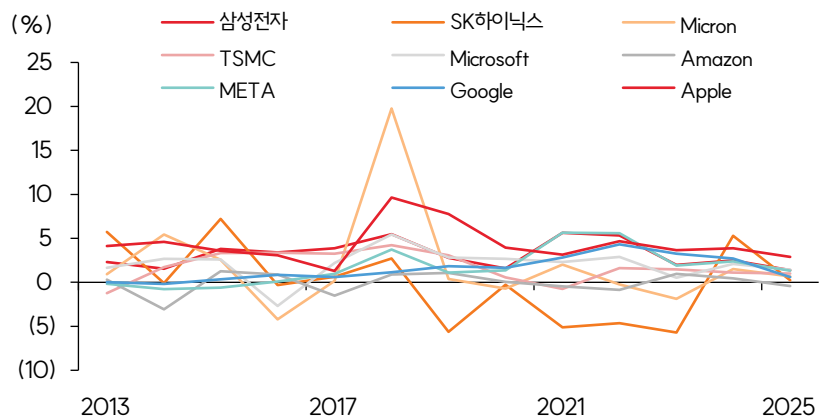
주요 메모리사, 하이퍼스케일러 2027년 예상 Shareholder Yield Scenario

(단위: \$B)	시가총액	CFO	CAPEX	FCF	FCF Yield	Payout scenario						NI	P/E
						50%	60%	70%	80%	90%	100%		
삼성전자	1,140	342	70	273	24%	12%	14%	17%	19%	22%	24%	325	3.8
SK 하이닉스	929	230	43	187	20%	10%	12%	14%	16%	18%	20%	243	3.8
마이크론	1,092	192	52	140	13%	6%	8%	9%	10%	12%	13%	174	6.4
키옥시아	187	45	3	42	22%	11%	13%	16%	18%	20%	22%	35	5.3
샌디스크	234	37	1	36	16%	8%	9%	11%	12%	14%	16%	33	7.6
TSMC	1,962	143	74	69	4%	2%	2%	2%	3%	3%	4%	115	17.2
MS	3,588	240	205	35	1%	0%	1%	1%	1%	1%	1%	147	24.5
아마존	2,790	245	276	-31	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	135	20.9
메타	1,401	170	197	-27	-2%	-1%	-1%	-1%	-2%	-2%	-2%	100	14.4
구글	4,199	271	307	-36	-1%	0%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	190	20.9

자료: Bloomberg, SK 증권

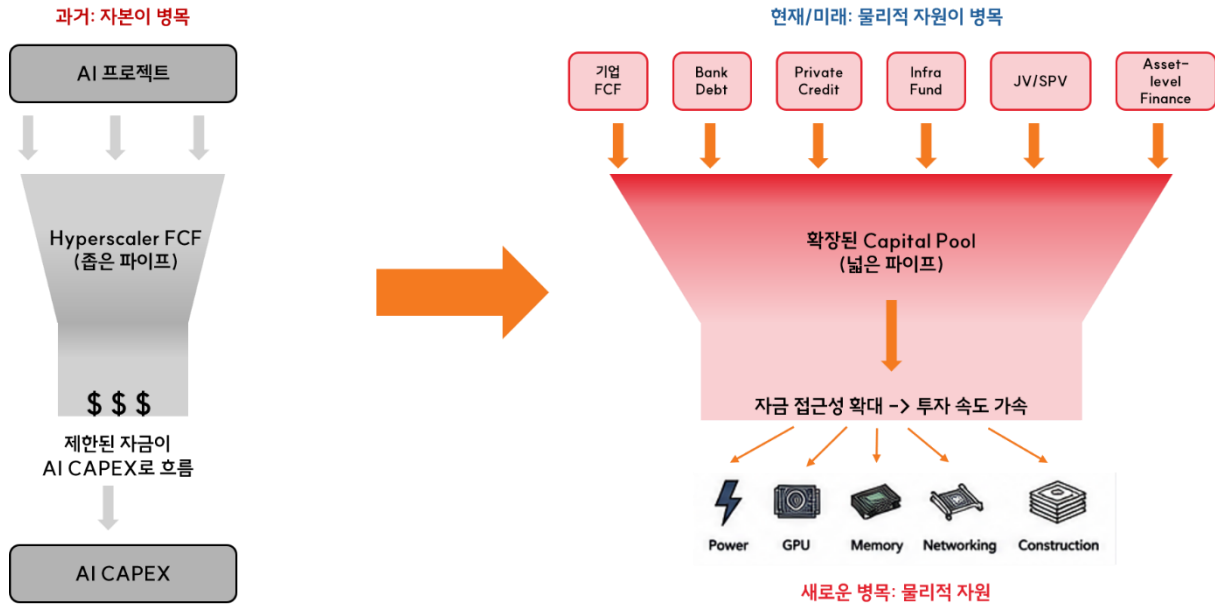
주: 삼성전자는 보통주 기준

Tech 주요 기업 Shareholder Yield History



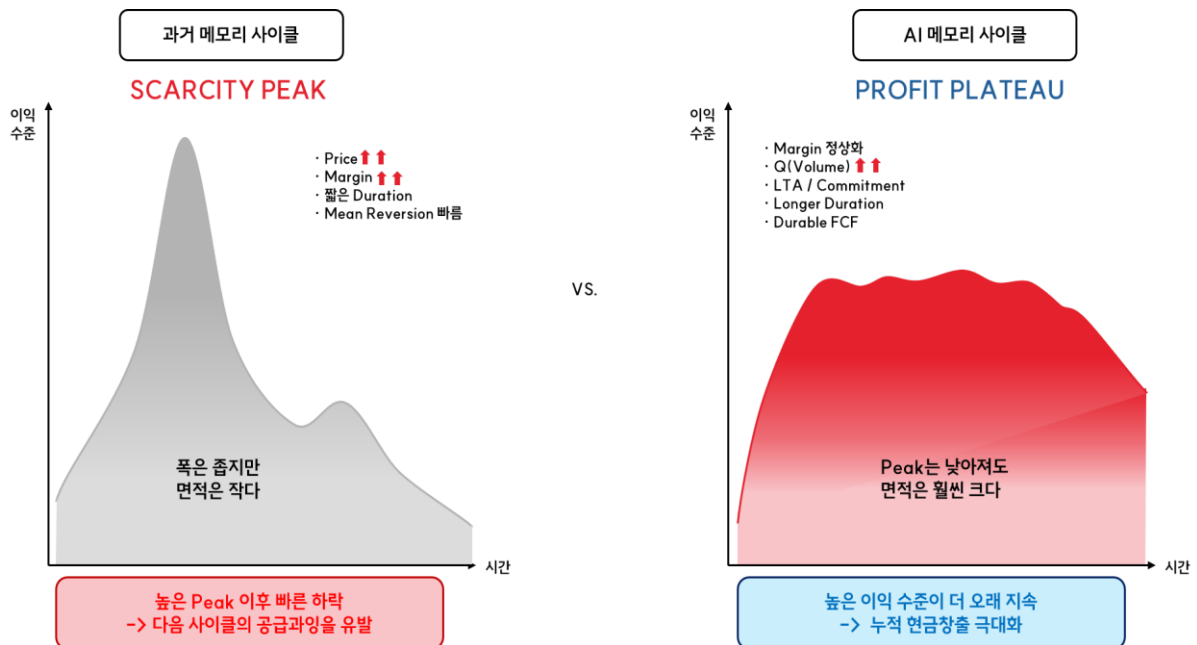
자료: Bloomberg, SK 증권

금융화는 병목을 바꾼다



자료: SK 증권

Peak 보다 Area



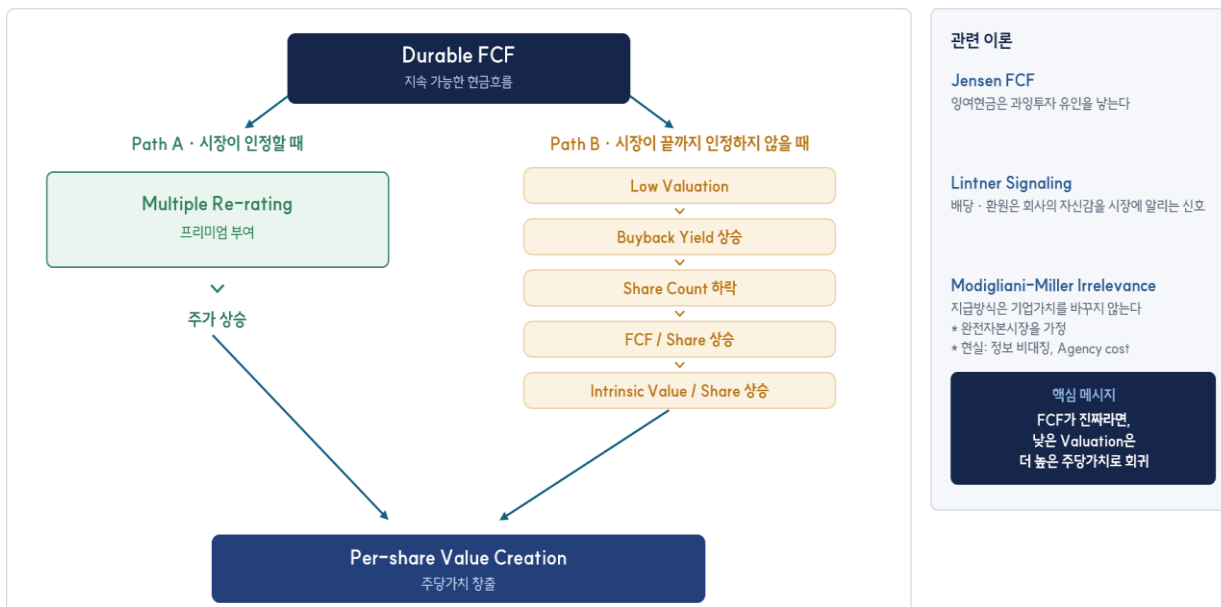
자료: SK 증권

사이클 패러다임의 변화



자료: SK 증권

Durable FCF 가 만드는 두 갈래의 가치경로



자료: SK 증권

지주회사 주주환원, 이해관계 합치

지주회사의 주주환원 정책은 우호적이다. 상표권수입과 배당수입의 안정적 현금흐름을 바탕으로 주주환원 재원 확보가 용이하고, 현금배당, 자사주 매입 등 주주환원 정책에 대한 최대주주와 일반주주의 이해관계가 합치되기 때문이다. 지주회사는 기업가치 제고 계획 발표 및 고배당기업 등 자발적인 기업가치 제고 노력을 기울이고 있는 가운데 상표권수입과 배당수입 등 별도손익 개선세가 26 년에도 지속됨에 따라 주주환원 확대가 예상된다.

현금배당은 주가의 하방을 지키는 요인이지만 예측가능성이 전제되어야 한다. 지주회사는 현금지급이라는 최대주주와 일반주주의 이해관계 합치로 배당감소를 지양하고, 배당정책 발표를 통해 예측가능성을 제고시킨다. SK, 삼성물산, 한화, 현대지에 프홀딩스는 최소 DPS 를 제시했으며, 삼성물산과 SK 스퀘어는 배당수입을 재배당하는 정책을 보유하고 있어 삼성전자와 SK 하이닉스 특별배당에 따른 배당확대가 기대된다.

자사주 매입은 EPS 상승 등 재무적 효과가 발생하고 시장에서 저평가에 대한 신호로 해석하는 등 주가를 직접적으로 상승시킬 수 있는 요인이다. 자사주 소각은 자사주 매입에 따른 재무적 효과를 영구히 하는 것뿐 아니라 자사주가 포함되는 발행주식총수를 분모로 하는 소수주주권의 행사 요건을 완화하며, 처분에 따른 지배주주 우호지분 형성 가능성을 제거한다는 측면에서 소수주주권 실효성을 높인다고 볼 수 있다. 3차 상법개정에 따라 기보유 자사주에 대한 소각이 의무화됨에 따라 SK, LS, 롯데지주 등 자사주 보유 비율이 높은 지주회사에 대한 관심 고조될 전망이다. 또한 자회사 자사주 소각에 따른 자회사 주가 상승과 지주회사 지배력 강화는 순자산가치 증대요인이다.

SK 증권 커버리지 기준 합산 NAV 대비 할인율은 48.9%이다. 24 년 이후 지속적으로 할인율이 축소되고 있지만 여전히 저평가 영역이다. 삼성전자와 SK 하이닉스의 대규모 주주환원 발표를 계기로 우호적인 주주환원에 대한 프리미엄이 확대될 경우 추가적인 지주회사 할인율 축소가 예상된다.

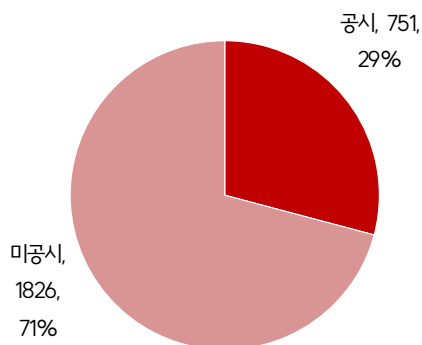
주요 지주회사 최대주주 지분에 대한 계약주식 비중

(단위: %)

기업명	최종 공시일	구분	보유 지분율	계약주식 비율
삼성물산	2026-05-22	최대주주 및 특수관계인	38.07	5.85
		이재용	22.01	0.70
SK	2026-05-19	최대주주 및 특수관계인	25.42	5.00
		최태원	17.90	3.37
LG	2026-07-03	최대주주 및 특수관계인	43.39	6.02
		구광모	16.60	4.96
CJ	2022-02-04	최대주주 및 특수관계인	41.28	19.16
		이재현	36.75	11.53
한화	2026-08-03	최대주주 및 특수관계인	59.37	12.83
		김승연	12.04	3.95
LS	2026-03-06	최대주주 및 특수관계인	32.58	3.96
		구자열	1.90	0
롯데지주	2026-08-03	최대주주 및 특수관계인	45.73	11.80
		신동빈	13.73	11.80
현대이에프홀딩스	2026-06-30	최대주주 및 특수관계인	65.59	0
		정교선	24.77	0

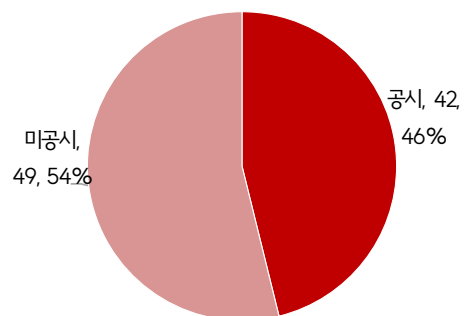
자료: 전자공시시스템, SK 증권

국내 상장사 중 기업가치 제고 계획 공시 기업 비중



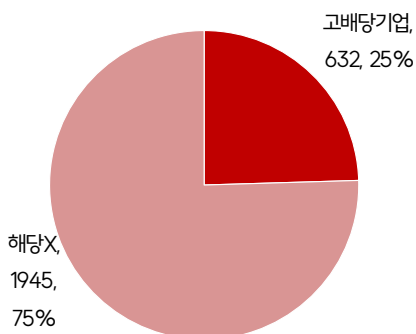
자료: KIND, SK 증권

일반 지주회사 중 기업가치 제고 계획 공시 기업 비중



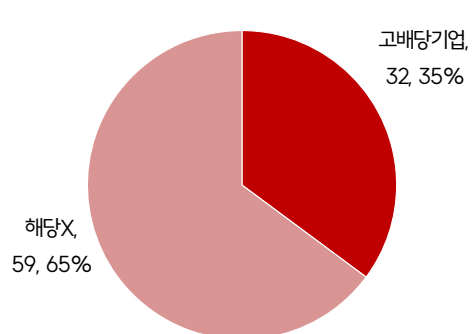
자료: KIND, SK 증권

국내 상장사 중 고배당기업 비중



자료: KIND, SK 증권

일반 지주회사 중 고배당기업 비중



자료: KIND, SK 증권

국내 주요 지주회사 배당정책

기업명	최소 DPS	배당정책
SK	5,000 원	'24 년~'26 년, 자산매각이익 등이 발생 시 시가총액의 1~2% 규모의 자사주 매입소각 또는 추가배당
SK 스캐어		'26 년~'28 년, 경상 배당수입의 30% 이상. 투자 성과의 일부
삼성물산	2,500 원	'26 년~'28 년, 관계사 배당수입의 60~70% 환원
LS		'26 년~, 중장기적으로 주주환원율 30%까지 상향
한화	1,000 원	최소 배당금 지속적 확대 검토
LG		'25 년~, 별도 조정 당기순이익의 최소 60% 배당
CJ		'23 년~'25 년, 별도 조정 당기순이익의 70% 이상 배당
현대제프홀딩스	441 원	'26 년~'27 년 중간배당 배당총액 100 억원 이상
롯데지주		'24 년~'26 년, 배당과 자사주 소각을 합친 주주환원율 35% 이상 지향

자료: 각 사, SK 증권

26 년 삼성물산 DPS 추정

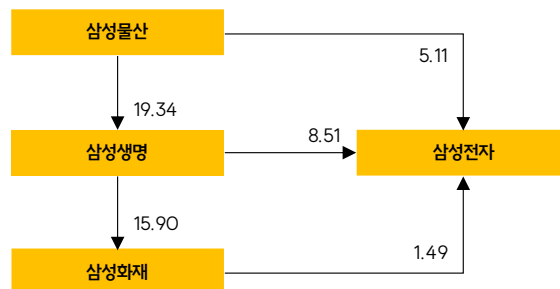
(단위: 억원, 주, 원)

구분	내용	비고
삼성전자 배당수입	17,404	4Q25~3Q26 합계
삼성생명 배당수입	2,050	삼성생명 특별배당 없음 가정
기타	534	
삼성물산 관계사 배당수입 합계	19,988	
재배당률	70%	26 년~28 년까지 재배당률 60%~70%
주주환원 금액	13,991	
삼성물산 주식수	163,635,171	우선주 포함
27 년 초 삼성물산 주당 예상 배당금	8,550	

자료: SK 증권

주: 삼성전자 3분기 배당금 30 조원 및 삼성생명 특별배당 없는 것을 가정

삼성그룹 지배구조도



자료: SK 증권

SK 하이닉스 배당규모에 따른 SK 스퀘어 예상 DPS 변화

(단위: 조원, 원)

구분	가정 1	가정 2	가정 3	가정 4	가정 5
SK 하이닉스 배당규모	20	40	60	80	100
SK 스퀘어 예상 DPS	9,117	18,233	27,350	36,466	45,583
SK 스퀘어 예상 배당수익률	0.8%	1.6%	2.4%	3.2%	3.9%

자료: SK 증권

주: SK 스퀘어의 재배당률 30% 가정

SK 하이닉스 현금배당액과 SK 스퀘어 재배당률에 따른 SK 스퀘어 DPS 변화

SK 스퀘어 재배당률	SK 하이닉스 현금배당				
	20 조원	40 조원	60 조원	80 조원	100 조원
30%	9,117	18,233	27,350	36,466	45,583
40%	12,155	24,311	36,466	48,622	60,777
50%	15,194	30,388	45,583	60,777	75,971
60%	18,233	36,466	54,699	72,932	91,165
70%	21,272	42,544	63,816	85,088	106,360

자료: SK 증권

주요 지주회사 보통주 DPS 추이

(단위: 원)

기업명	22	23	24	25	연평균 증가율
SK	5,000	5,000	7,000	8,000	17.0%
SK 스퀘어	0	0	0	0	N/A
삼성물산	2,300	2,550	2,600	2,800	6.8%
LS	1,550	1,600	1,650	2,500	17.3%
한화	750	750	800	1,100	13.6%
LG	3,000	3,100	3,100	3,100	1.1%
CJ	2,500	3,000	3,000	3,300	9.7%
현대제이프홀딩스	210	200	210	300	12.6%
롯데지주	1,500	1,500	1,200	1,250	-5.9%

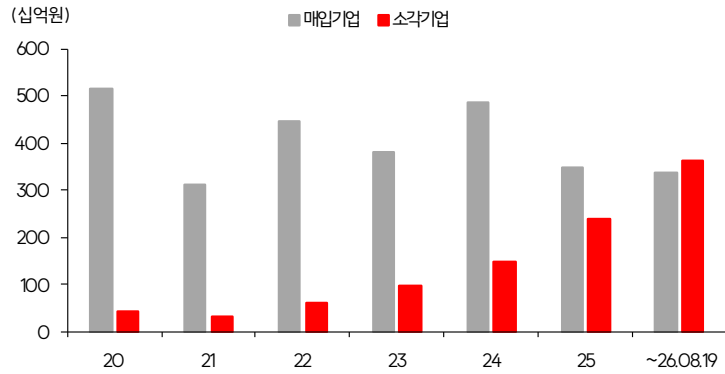
주요 지주회사 연도별 배당성향 (별도기준)

(단위: %)

기업명	22	23	24	25
SK	51.5	76.3	51.7	32.8
SK 스퀘어	0.0	0.0	0.0	0.0
삼성물산	25.8	26.6	30.0	43.0
LS	6.9	13.7	19.1	24.8
한화	25.7	81.3	36.6	202.2
LG	64.4	67.3	94.7	58.7
CJ	78.4	90.8	44.7	81.7
현대제이프홀딩스	23.4	28.5	57.7	81.3
롯데지주	168.6	-185.7	-19.5	127.3

자료: Quantiwise, SK 증권

연도별 자사주 매입 및 소각 기업수



자료: KIND, SK 증권

주주환원 방법에 따른 장단점

구분	현금배당	자사주 매입·소각
장점	- 모든 주주에 동일하게 지급되어 투명함 - 예측 가능성 높음 - 주가의 허방 지지선 역할 - 최대주주와 일반주주 사이의 이해관계 합치	- EPS 상승 등 재무개선 효과 - 시장에서 저평가에 대한 신호로 해석 - 매수기간 수급개선 - 직접적인 주가 상승 동인
단점	- 배당소득세 발생 - 배당감소시 부정적 영향 불가피 - 배당락 등 직접적인 주가 상승 동인 부족	- 시기와 규모 예측 어려움 - 주가 상승하지 못할 경우 매입효과 체감 어려움 - 최대주주 지배력 강화 위한 악용 소지

자료: SK 증권

향후 기대되는 지주회사 주주환원 관련 이벤트

기업명	내용
SK	27년 1월 자사주 20.7% 소각 확정 SK 실트론 매각 등으로 시가총액의 1~2% 추가 주주환원 기대
SK 스캐어	27년 700억원 자사주 매입 예정 SK 하이닉스 특별 배당시 추가 주주환원 확대 기대감
삼성물산	삼성전자 특별 배당에 따른 현금배당 확대 기대
LS	보유 자사주 12.3%(소각 시점 미정)
CJ	보유 자사주 7.3%(소각 시점 미정)
현대제이프홀딩스	8월~10월 500억원(2.3%) 자사주 취득 상반기 매입분(1.9%) 포함 연내 보유 자사주(4.3%) 일괄 소각 예정
롯데지주	보유 자사주 23.7%(소각 시점 미정)

자료: SK 증권

SK 증권 커버리지 지주회사 합산 NAV 대비 할인율 추이



자료: SK 증권

SK 증권 커버리지 지주회사 NAV 대비 할인율

(단위: 십억원)

구분	SK	LG	CJ	LS	한화	SK 스퀘어	삼성물산	현대제프홀딩스	롯데지주
지분가치	92,259	26,815	4,926	21,279	25,327	262,565	137,358	2,443	5,422
상장사	81,973	24,470	2,377	17,917	23,784	259,281	134,186	1,532	3,374
비상장사	10,285	2,346	2,549	3,362	1,543	3,284	3,171	911	2,048
순차입금	7,293	-1,297	282	990	5,151	-794	360	388	3,517
사업가치	1,680	0	0	0	488	0	10,244	0	0
브랜드가치	3,692	3,490	1,331	577	2,050	0	0	0	1,252
우선주차감	215	204	654	0	568	0	363	0	20
NAV	90,123	31,399	5,321	20,866	22,147	263,358	146,879	2,055	3,138
시가총액	42,487	16,283	3,539	9,157	5,909	148,151	64,137	2,091	2,272
NAV 대비 할인율	52.9%	48.1%	33.5%	56.1%	73.3%	43.7%	56.3%	-1.8%	27.6%

자료: SK 증권

SK 증권 커버리지 지주회사 밸류에이션 지표

(단위: 배)

종목	NAV 대비 할인율	Max	Average	Min	PBR	Max	Average	Min
SK	52.9%	72.0%	59.6%	44.5%	1.28	1.26	0.47	0.24
LG	48.1%	57.7%	50.5%	41.8%	0.58	0.84	0.45	0.32
CJ	33.5%	60.6%	31.9%	-14.4%	0.78	1.36	0.80	0.49
LS	56.1%	64.7%	53.2%	39.1%	1.60	2.68	0.91	0.43
한화	73.3%	78.3%	67.0%	46.3%	0.63	1.01	0.48	0.20
SK 스퀘어	43.7%	72.7%	57.8%	36.0%	5.36	3.61	0.99	0.39
삼성물산	56.3%	65.4%	54.8%	41.3%	1.30	1.56	0.79	0.45
현대제프홀딩스	-1.8%	71.6%	41.4%	-24.0%	0.44	0.79	0.34	0.14
롯데지주	27.6%	43.0%	21.4%	-6.8%	0.29	0.51	0.31	0.22
9개사 합산	49.0%	64.1%	54.8%	44.0%				

자료: SK 증권

주: 24년 이후 기준