

SK securities Research Signature

대환원의 시대

SK증권 리서치센터



SK SECURITIES RESEARCH CENTER

리서치센터장 **최도연**

doeyeon0320@sk.co.kr
3773-9294



자산전략부

**크레딧
윤원태**

yunwnt@sk.co.kr
3773-6019



**퀀트
황지우**

jeewoo.hwang@sk.co.kr
3773-6072



**주식전략
강대승**

ds_kang50@sk.co.kr
3773-9122



**경제/FX
신윤정**

yshin@sk.co.kr
3773-9943



**주식시황
조준기**

junkoo.cho@sk.co.kr
3773-9995



**채권
원유승**

ys.won@sk.co.kr
3773-9181



기업분석1부

**지주회사/통신
/ESG
최관순**

ks1.choi@sk.co.kr
3773-9812



**반도체
한동희**

donghee.han@sk.co.kr
3773-9826



**IT하드웨어
/배터리
박형우**

hyungwoo@sk.co.kr
3773-9035



**반도체 소부장
이동주**

natelee@sk.co.kr
3773-9026



**인터넷/게임
남효지**

hnam@sk.co.kr
3773-9288



**금융
장영임**

yijang123@sk.co.kr
3773-9424



**엔터테인먼트
박준형**

jhpark@sk.co.kr
3773-9589



기업분석2부

**미래산업
/미드스물캡
나승두**

nsdooc@sk.co.kr
3773-9891



**제약/바이오
이선경**

seonkyoung.lee@sk.co.kr
3773-9089



**유틸리티
/신재생에너지
나민식**

minsik@sk.co.kr
3773-9603



**조선/방산
한승한**

shane.han@sk.co.kr
3773-9992



**화장품/의류
형권훈**

kh.hyoung@sk.co.kr
3773-9997



**미래산업
/미드스물캡
허선재**

sunjeeseo@sk.co.kr
3773-6197



**해외주식/AI
박제민**

jemins@sk.co.kr
3773-9884



SK증권 최관순, 한동희, 황지우

삼성전자와 SK하이닉스의 대규모 주주환원 발표가 지난주에 있었다. 삼성전자는 3분기 30조원의 분기배당을 포함하여 총 90~110조원의 배당이 예상되며, SK하이닉스는 11월까지 40조원의 자사주 매입과 특별배당 혹은 추가적인 자사주 매입이 예상된다. 삼성전자와 SK하이닉스의 역사적으로 유례없는 대규모 주주환원은 대주주환원 시대의 시작을 알리고 있다. 이제 주주환원은 시장의 향방을 가를 가장 중요한 변수가 될 것이다.

주주환원은 지속성이 중요하며, 특히 저평가 기업에서 그 효과가 두드러진다는 것이 실증적으로 확인된다. 지속성과 저평가 관점에서 반도체와 지주회사 섹터에 주목할 시점이다. 메모리 기업의 LTA는 Q의 가시성을 제고시켜 메모리 사이클의 진폭을 과거대비 크게 완화시키고, 장기화시키며, 가시적으로 변모시킬 것이다. 이는 장기적인 FCF를 창출하여 주주환원의 지속성도 강화시킨다. 메모리에 대한 투자포인트가 'AI의 성장과 주주가치 제도의 동반으로 강화' 됨을 의미한다. 현재 AI 산업 내 가장 두드러지는 요소로 메모리 비중확대, 재평가 주장을 유지한다. 지주회사는 주주환원이 최대주주와 일반주주의 이해관계를 합치시키기 때문에 투명하고 예측가능성이 높다. 안정적인 별도손익으로 주주환원 재원도 풍부하다. 특히 이번 삼성전자와 SK하이닉스의 대규모 주주환원으로 배당수입을 재배당 하는 삼성물산과 SK스퀘어의 주주환원 규모도 크게 증가할 것으로 예상된다.

지속가능한 주주환원은 시장 전반에 확산될 것입니다

반도체 투자포인트는 이제 AI 성장에 주주환원이 더해졌습니다

배당으로 하방을 확인하고 자사주로 주가는 상승동력을 얻을 것입니다

PART 1.

PART 2.

PART 3.

주주환원, 시장의 향방을 가를 변수

반도체: AI 성장과 주주가치 제고의 동반

지주회사의 주주환원, 이해관계 합치



ONE HUNDRED DOLLARS
UNITED STATES OF AMERICA
THIS NOTE IS LEGAL TENDER
FOR ALL DEBTS, PUBLIC AND PRIVATE
JULY 4, 1776.



LF 575468700

PART 1.

주주환원, 시장의 향방을 가를 변수

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 축의 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.

1. 시장의 향방을 가를 주주환원

(1) 환원의 변수들

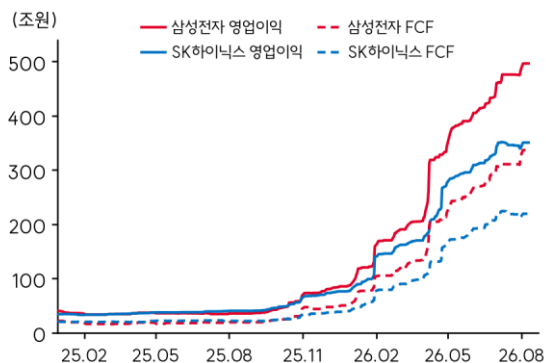
새로운 주주환원의 시대는 시장
지형에 어떤 변화를 초래할 것인가?

'주주환원을 강화하면 주가가 오른다'는 명제는 반쪽짜리 진실이다. 같은 규모의 환원이라도 그것이 일회성 매입인지 되돌릴 수 없는 소각인지, 공시 시점의 밸류에이션과 이익 사이클이 어디에 있는지, 제도가 그 약속에 구속력을 부여하는지에 따라 반응의 부호와 지속성이 갈린다. 대형주의 환원 계획이 하나둘 공개되기 시작한 지금, 질문은 '얼마나 놀라운 규모인가'에서 '그 환원이 어떤 형식이며 얼마나 오래 가격에 남는가'로 옮겨간다. 본 보고서가 사례를 다루는 방식도 이 네 변수를 좌표로 삼는다. 같은 조 단위 환원이 어떤 날은 두 자리 수 수익률로 반응하고 어떤 날은 보합에 그친 차이를, 그리고 단기 반응이 어떤 경우에 수개월의 드리프트와 리레이팅으로 이어졌는지를 변수별로 분해한다.

역대급 실적을 기록하고, 대형주의
시가총액 비중이 높아진 만큼 일부
기업의 주주환원 정책이 더욱 중요

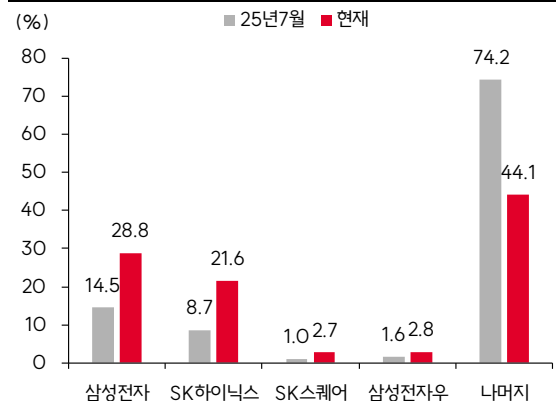
현재 국내 시장에서 이 주제를 묻는 이유는 명확하다. 국내 대형주의 이익과 잉여현금흐름(FCF) 컨센서스는 전례 없는 속도로 상향되어 왔고, 현행 환원 정책의 문언(FCF 연동 환원율)을 기계적으로 적용하는 것만으로도 사상 최대 환원이 산출되는 기업들이 등장했다. 본문에서는 이러한 환원 발표가 과거 사례 중 어떤 성격에 해당하는지, 그 반응이 단기에 그칠지 중장기 리레이팅으로 이어질지를 검토한다. 극단적으로 쏠려 있는 현재 시장에서 대형주의 주주환원 계획은 증시 전체의 향방을 가를 핵심 요인이 될 수 있기 때문이다. 현재의 환원 국면이 단기 반응으로 끝나지 않고 시장의 스타일 변화로 이어질 것으로 전망한다.

삼성전자·SK하이닉스 12MFwd 영업이익·FCF 컨센서스 추이



자료: Quantwise, SK 증권

메모리 관련주의 코스피 내 비중의 변화



자료: Quantwise, SK 증권

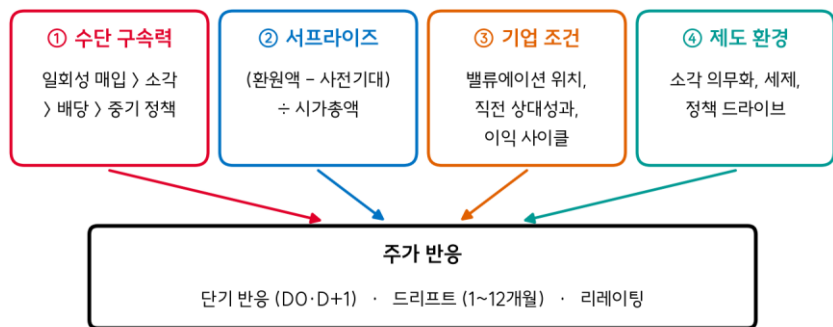
반응 = f(수단의 구속력, 서프라이즈 크기, 기업 조건, 제도 환경)

국내외 연구와 사례를 관통하는 반응의 결정 변수는 네 가지로 정리된다. 첫째, **수단의 구속력**이다. 언제든 중단할 수 있는 일회성 매입과 되돌릴 수 없는 소각, 하방경직성을 가진 정례 배당, 미래 모든 기의 환원 기대를 바꾸는 중기 정책은 같은 금액이라도 다르게 가격이 책정된다. 둘째, **서프라이즈의 크기**다. 시가총액 대비 환원 규모에서 사전 기대에 반영된 부분을 차감한 값이며, 데이터에서 공시일 반응과 대체로 선형에 가까운 관계가 관찰된다. 셋째, **기업의 조건**이다. 공시 시점의 밸류에이션(저평가일수록 반응이 크고 드리프트가 깊), 현금·재무 여력(환원의 지속성), 이익 사이클의 위치(개선 국면인가 고점인가)가 반응의 부호와 지속성을 결정한다. 넷째, **제도 환경**이다. 소각 의무화, 배당 과세 체계, 거래소·정부의 적시적 정책 드라이브는 같은 공시의 신호 품질과 후속 기대를 바꾼다.

본문은 이 네 변수를 따라 구성된다. 주주환원의 수단의 위계를 이론과 국내외 실측으로 확인하고, 미국과 일본, 한국의 사례에서 같은 수단이 기업의 조건과 제도 환경에 따라 어떻게 다른 결과로 갈렸는지를 추적한다. 이후 국내 증시에서 추진중인 소각 의무화와 배당소득 분리과세 등의 자본 시장 정책들이 전제를 바꾼 현재 시점에서, 네 변수가 우호적으로 겹치는 업종을 팩터 스코어로 선별한다.

주가 반응의 4변수 결정 구조

주가 반응 = f (수단 · 서프라이즈 · 조건 · 제도)



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

자료: SK 증권

(2) 수단의 해부: 같은 금액, 다른 반응

배당 계열, 자사주 계열, 그리고
규칙의 공표라는 세 가지 방식

주주환원의 수단은 크게 배당 계열과 자사주 계열로 나뉘고, 그보다 높은 레벨에서 '정책의 공표'라는 세 번째 수단이 있다. 배당 계열에는 정례 배당 증액, 특별 배당, 그리고 매년 주당배당금의 하한을 올려가는 누진배당(progressive dividend) 등이 있으며, 자사주 계열에는 매입(취득), 소각, 그리고 매입-보유 후 처분이 있다. 세 번째 수단은 개별 이벤트가 아니라 수년간 지킬 규칙을 공표하는 것이다. FCF 의 일정 비율을 환원하는 FCF 연동형, 자본비율 초과분을 환원하는 자본 연동형(KB 금융의 CET1 13% 초과분 환원), 총주주환원율(TSR) 목표형(현대차 35%), 순이익 비율형(메리츠 50%) 등이 여기에 속한다. 해외에는 극단적 순수형도 있다. Texas Instruments 는 'FCF 전액을 배당과 매입으로 환원'을 명문화했고, Costco 는 3~4 년 주기의 특별배당을 사실상의 제도로 운영한다.

수단마다 가격에 영향을 미치는
논리와 강도가 상이함

배당 삭감 페널티는 개시 프리미엄보다 크다. 환원 수단에 대한 핵심 요인은 세 가지다. 첫째, **구속력과 가역성**이다. 배당은 한 번 올리면 내리기 어렵다. 배당 삭감 공시의 단기 초과수익이 배당 개시 공시의 두 배에 달하는 비대칭 페널티가 관찰된 바 있다는 사전 연구 사례들이 있는 반면, 자사주 매입은 중단해도 페널티가 거의 없다. 이 비대칭 때문에 기업은 지속 가능한 수준은 배당으로, 변동성 높은 이익의 초과분은 매입으로 처리하는 것이 글로벌 표준이 되었다. 둘째, **주당가치 효과**다. 소각만이 주식수를 영구적으로 줄여 EPS와 BPS를 기계적으로 끌어올리며, 이전에 국내 기업들이 의례 했던 단순 취득은 주가 부양에 큰 영향을 미치지 못했다. 셋째는 **세제혜택**으로, 2026 년 1 월 시행된 배당소득 분리과세(요건 충족 시 최고 30%)는 배당의 상대적 매력을 과거 대비 구조적으로 높였다. 세제 및 제도가 반응 함수 자체를 바꾸는 메커니즘은 이후에 더 구체적으로 서술할 것이다.

환원이 주가를 움직이는 경로에 대한 학술적 설명은 크게 세 가지다. 첫째, **신호이론(signaling)**이다. 경영진은 외부 투자자보다 미래 현금흐름에 대해 더 많은 정보를 갖는다. 배당 증액이나 자사주 매입은 되돌리기 어렵거나 실제 현금 소요되는 '비용 있는 신호'이므로, 미래 이익에 대한 경영진의 사적 정보를 시장에 전달하는 역할을 할 것으로 기대된다. 자사주 매입의 경우 '현재 주가가 내재가치보다 낮다'고 내부 임원들이 저평가했다는 신호로 해석되곤 한다.

Jensen(1986): 쌓인 현금이 클수록
환원이 해소하는 할인도 크다

둘째, **대리인 비용 가설(agency cost of free cash flow)**이다. Jensen(1986)은 잉여현금흐름이 많은 기업일수록 경영진이 저수익 투자나 본인만의 '제국 건설(empire building)'에 현금을 낭비할 유인이 커지고, 환원은 이 재량 현금을 회수해 대리인 비용을 줄인다고 설명했다. 이 가설의 함의는 데이터로도 확인된다. **현금이 많이 쌓인 기업일수록, 환원 공시가 해소해 주는 대리인 비용의 크기도 크다.** 2004 년 현금 560 억달러를 쌓아두고 있던 Microsoft 의 750 억달러 환원 패키지, 현금 비판에 시달리던 Apple 의 2012 년 환원 개시가 대표적이며, 시장이 '쌓인 현금'에 할인을 적용하다가 환원 공시에 그 할인을 되돌리는 패턴은 국적을 가리지 않고 반복되었다.

셋째, **투자자 수요와 공급의 경로**다. Baker and Wurgler(2004)는 시장이 배당주에 프리미엄을 지불하는 시기에 기업들이 배당을 개시하는 경향을 보였다. 여기에 실무적으로 중요한 공급 경로가 더해진다. 자사주 매입은 공시 이후 실제 장내 매수라는 기계적 수요를 만들고, 배당 확대는 인컴 수요 자금의 신규 유입을 부른다. 2026 년 분리과세 시행으로 국내 배당주 수요 기반이 넓어진 것은 배당주에 프리미엄이 붙는 시기가 시작되었음을 의미한다. 신호·대리인·수급의 세 경로는 서로 배타적이지 않으며, 강한 반응이 나온 사례들은 대체로 세 경로가 동시에 작동한 경우였다.

주주환원 수단별 재무 효과 비교					
수단	구속력	가역성	주당가치 효과	세제(2026 년 기준)	신호 성격
정례배당 증액	높음 (하방경직성)	낮음 (삭감 시 큰 페널티)	현금 유출 EPS 중립	분리과세 요건 충족 시 최고 30%	미래 이익의 지속성 신호
특별배당	낮음 (일회성 명시)	높음	현금 유출 EPS 중립	동일	당기 초과이익 공유 신호
누진배당	매우 높음	매우 낮음	현금 유출	동일	장기 이익창출력 자신감
자사주 매입	낮음~중간	높음 (중단 용이)	매입분만큼 수급 개선	주주 과세 없음	저평가 신호 (조건부)
자사주 소각	높음 (비가역)	없음	주식수 감소 EPS·BPS 증가	주주 과세 없음	환원 진정성의 최종 확인
중기 환원 정책	중간~높음 (이행 신뢰 의존)	중간	규칙 기반 반복 환원	-	자본배분 규율의 제도화

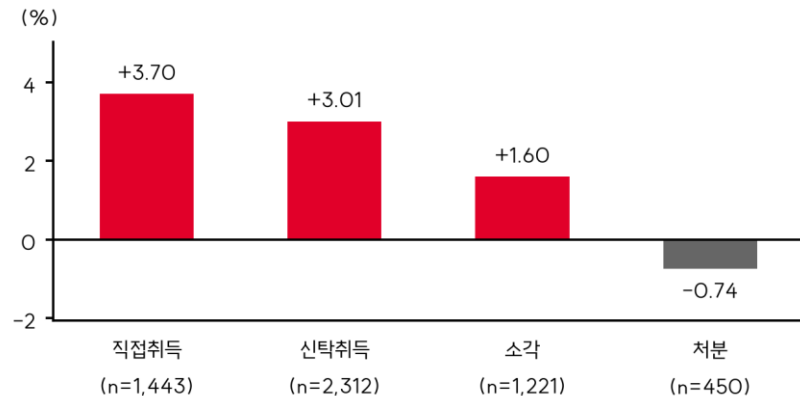
자료: SK 증권

(3) 수단의 위계

일회성 매입 < 소각 명시 < 배당 증액
< 중기 정책 — 국내 실측도 같은 서열.
재방출은 페널티

한편 같은 금액의 환원이라도 시장이 부여하는 가치는 수단에 따라 다르다. 연구들이 보여주는 위계는 대체로 다음과 같다. 가장 약한 신호는 소각 계획이 없는 일회성 자사주 매입이다. 취득 후 보유 자사주는 언제든지 재매각 등으로 시장에 되돌아올 수 있어 할인되어왔다. 일본에서는 금고주(보유 자사주)의 시장 재방출 공시는 줄곧 주가하락으로 이어졌다는 연구 사례도 존재한다. (RIETI 정책논문, 宮崎洋典, 2014) 국내 사례로 본다면 일본의 금고주 재방출에 해당하는 것은 처분되는 자기주식이며, 일본과 마찬가지로 자사주 처분은 주가에 부정적인 영향을 미친 것으로 확인된다. 한편 자사주 직접취득은 간접취득에 비해 단기뿐만 아니라 장기적으로도 더 높은 성과를 보인 것으로 확인되었으나, 통계적으로 크게 유의미한 수준의 차이가 관찰된 것은 아니다. 그리고 취득은 보통 직전의 주가하락 이후 반등의 촉매로서 역할을 하는 반면, 소각은 주가와 관계없이 이루어져 단기적인 초과수익 영향은 취득에 비해 낮은 것으로 추정된다.

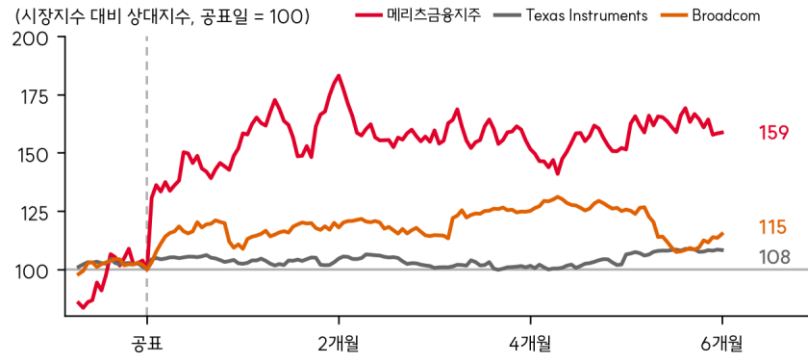
국내 증시 환원 수단별 익일 초과 수익률



자료: KIND, SK 증권

자기주식의 취득과 소각보다 상위 레벨의 주주환원이 정례 배당의 구조적 증액, 가장 강한 것이 수년간의 규칙을 명문화한 중기 환원 정책이다. 규칙의 공표는 일회성 서프라이즈가 아니라 미래 모든 기의 환원에 대한 기대를 한 번에 상향 시키기 때문이다. 국내에서는 메리츠금융지주(순이익 50% 환원)와 KB 금융(CET1 연동), 미국에서는 Texas Instruments(FCF 100% 환원)와 Broadcom(FCF 의 약 50% 배당)이 정책형 리레이팅 효과를 보여준 대표 사례다. 이 중에서도 메리츠금융지주는 완전자회사화라는 지배구조 개편과, 공표 시점의 낮은 밸류에이션 7등이 복합적으로 작용하여 폭발적인 초과수익을 기록한 바 있다.

직접취득 vs 간접취득(신탁) 장기 초과수익 (국내 표본)

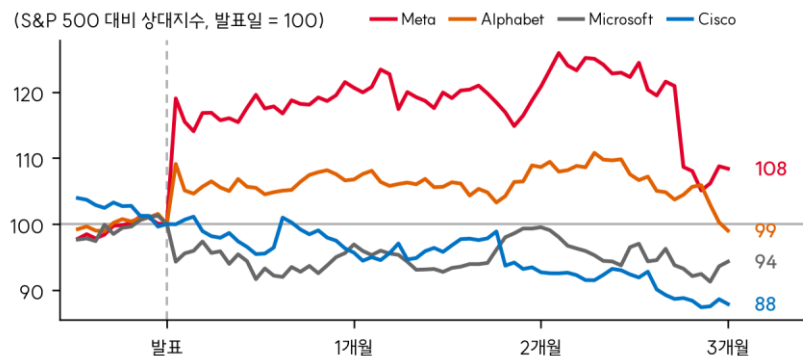


자료: Bloomberg, Quantiwise, 각 사, SK 증권

initiation 프리미엄의 양면: Meta
+20.3% vs MSFT 첫 배당 -
4.7% —조건이 부호를 바꾼다

형식의 위계에서 또 하나 주목할 것은 '첫 전환(initiation)'의 프리미엄이다. 배당 개시, 첫 중기 정책 공표처럼 정책 체계 자체가 바뀌는 이벤트는 같은 금액의 반복 이벤트보다 훨씬 큰 시장의 반응을 불러 일으켜왔다. Meta(2024 년 첫 배당, 익일 +20.3%)와 Alphabet(2024 년 첫 배당, 약 +10%)이 극적인 사례다. 다만 첫 전환이 항상 플러스인 것은 아니다. 성장 둔화 우려가 지배하는 국면의 첫 배당은 '성장 소진 선언'으로 읽힐 수 있다. Microsoft 의 2003 년 첫 배당(가이던스 하향과 동시 발표, 익일 -4.7%)과 Cisco 의 2011 년 첫 배당(P/E 11 배까지 디레이팅된 후의 방어적 개시)이 그 경계 사례이다. 그러나 한편으로는 같은 기업이라도 조건이 달랐을 때 시장 반응이 다를 수 있다는 것을 Microsoft 의 이듬해 2004 년 대규모 패키지에 따른 +5%의 주가 수익률로 짐작해볼 수 있다.

첫 전환(배당 개시) 프리미엄 사례



자료: Bloomberg, 각 사, SK 증권

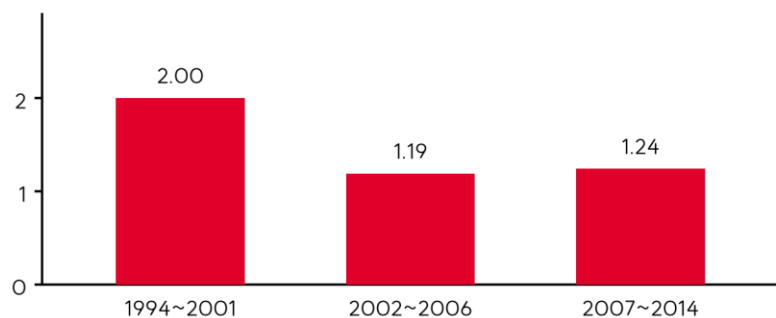
(4) 단기 공시효과: 점프의 크기

미국 문헌: 방향은 일관된 양(+)이나,
시장이 더욱 효율적으로 변하며
영향력의 크기는 축소

자본시장 역사가 깊은 미국에서는 공개시장 자사주 매입 공시의 단기(공시 전후 수일) 초과수익이 유의한 양(+)이라는 결과는 반세기 가까운 문헌에서 일관되게 확인되어 왔다(Vermaelen, 1981; Grullon and Michaely, 2004; Peyer and Vermaelen, 2009). 크기보다 중요한 것은 두 가지 방향성이다. 첫째, 매입이 '좋은 뉴스'로 학습되면서 공시효과의 크기 자체는 시대적으로 축소되어 왔다(Lee et al., 2019). 둘째, 배당 개시·중단의 공시효과는 자사주 매입보다 크고, 중단 쪽 페널티가 개시 프리미엄을 상회하는 비대칭을 보인다. 배당 개시가 자사주 매입보다 영향이 큰 것은 2장에서 정리한 구속력의 위계와 정합적이다.

매입 공시 효과의 시대별 변화 (미국)

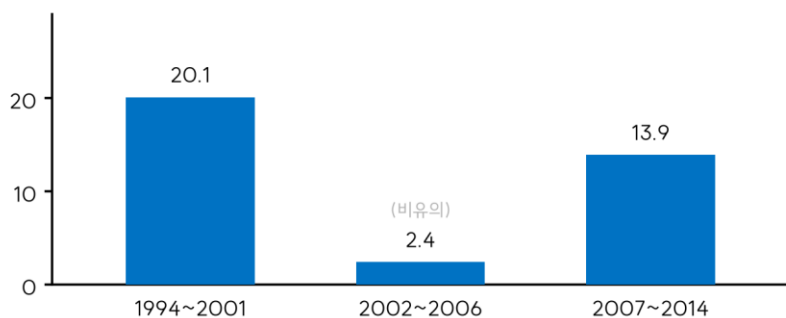
(공시 5일 초과수익, %)



자료: Lee et al. (2019), SK 증권

매입 공시효과의 시대별 변화 (미국)

(공시 후 3년 보유초과수익률, %)

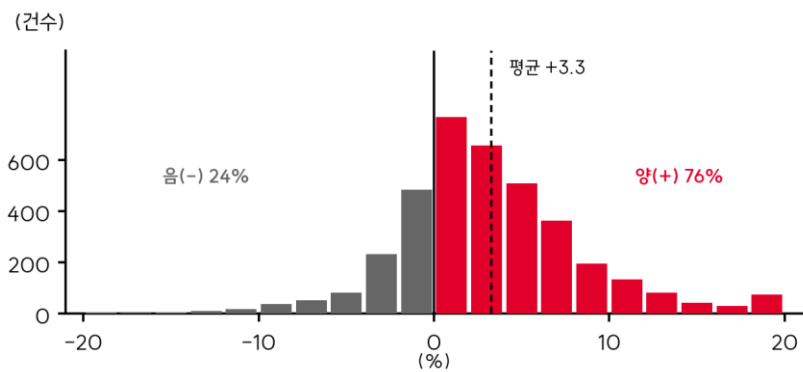


주: 2006년 이후 3년은 글로벌 금융위기(GFC)가 수익률에 크게 반영되어 초과수익률 측정에 유의하지 않음

자료: Lee et al. (2019), SK 증권

한국은 자체 표본으로 직접 측정했다. 시장 주목도가 높은 대형 환원 이벤트 23 건의 익일 누적 초과수익은 평균 +3.98%p, 중앙값 +3.70%p, 양(+) 비율 78%였다(산출 설계와 상세는 8 장). 전수 표본을 다룬 국내 연구들 역시 유의한 양(+)의 공시효과를 일관되게 보고해 왔다(자본시장연구원 등). 특기할 점은 공시효과가 미국처럼 시대적으로 소멸하지 않았다는 것인데, 이는 한국에서 자사주 공시가 여전히 '드물고 정보성 있는' 이벤트였음을 시사한다. 공시가 일상화된 미국과 달리, 한국은 이제 막 환원 확대의 초입에 있어 서프라이즈의 한계효과가 아직 크게 남아 있는 시장이라는 해석이 가능하다.

국내 자사주 공시 누적 초과수익률(CAR) 분포



자료: KIND, Quantiwise, SK 증권

평균의 함정: 공시 기업의 상당수는 음(-)의 초과수익 조건에 따라 결과는 상이해질 수 있음

다만 평균 뒤에 숨은 분산에 유의해야 한다. 전수 표본을 다룬 국내 연구는 개별 기업의 상당수가 공시 후 오히려 음(-)의 초과수익을 기록했다고 보고하며(강소현, 2023), 대형 이벤트 위주인 자체 표본에서도 다섯 건 중 한 건은 익일 반응이 음(-)이었다. 규모가 작거나, 이행이 불투명하거나, 악재를 덮기 위한 방어적 매입은 시장이 걸러낸다는 뜻이다. 공시효과의 평균값을 기계적으로 적용하는 것이 아니라, 서프라이즈의 크기·소각 여부·이행 신뢰를 조건으로 넣어야 하는 이유다.

(5) 공시의 장기 드리프트

드리프트(장기 움직임)는 수년에 걸쳐 누적되어 나타나며, 가치주일수록 그 효과가 더 컸음

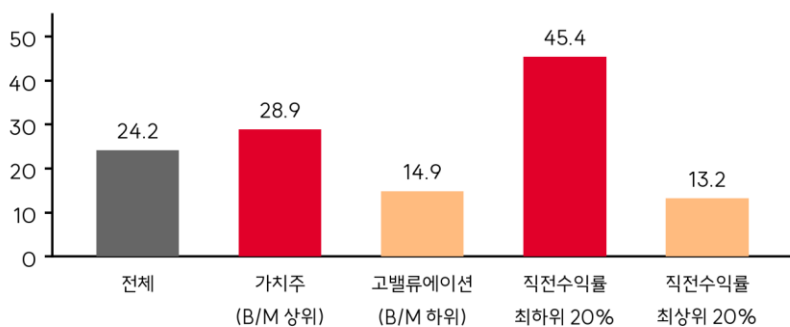
Peyer-Vermaelen(2009): 가장 강한 신호는 '조정받았던 종목의 매입'

한편 공시일의 점프는 이야기의 절반에 불과하다. 자사주 매입 공시 기업의 주가는 공시 이후에도 수년간 시장을 이겨 왔다. Ikenberry, Lakonishok and Vermaelen(1995)은 매입 공시 기업의 초과수익이 공시 후 수년에 걸쳐 계속 누적되며, 저평가 가능성이 높은 가치주(장부가/시가 상위)에서 몇 배 더 컸고, 고밸류에이션 주식에서는 유의하지 않았음을 보였다. 시장은 매입 공시의 정보를 즉시 다 반영하지 못하고 서서히 반영한다는 과소반응 가설의 대표 증거다.

이 결과는 이후 확장 표본에서 더 정밀하게 재확인되었다(Peyer and Vermaelen, 2009). 핵심은 조건별 분해다. 드리프트는 가치주에서 고밸류에이션 기업군보다 훨씬 컸고, 공시 직전 주가 하락이 가장 심했던 기업군에서 표본 평균을 크게 상회하며 최대였다. 즉 '조정받았던 종목의 매입'이 가장 강한 신호였다. 저자들은 이 초과수익의 원천을 애널리스트의 과도한 등급 하향과 비관적 이익 전망에 대한 시장 과잉반응의 사후 교정으로 해석했다. 공시 시점의 밸류에이션·직전 수익률이라는 '기업 조건' 변수가 드리프트의 크기를 지배한다는 것으로, 기업 조건 변수에 대한 가장 직접적인 학술 근거다.

매입 공시 후 48개월 초과수익: 조건별 분해

(48개월 누적 초과수익, %)

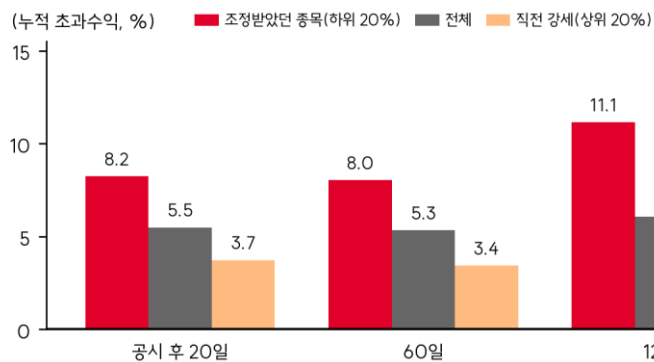


자료: Peyer and Vermaelen(2009), SK 증권

주주환원은 공시일 당일에 이벤트성
전략으로만 접근할 것이 아닌,
중장기적 투자 기준에 적합

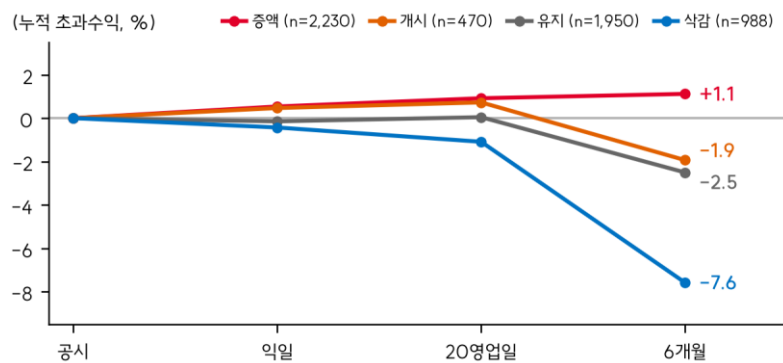
배당에서도 장기 성과의 차이는 확인된다. 국내 현금배당 결정 공시 5,655 건을 직전 사업연도 배당금 대비로 나눠 보면, 익일 초과수익은 증액 +0.5%p, 삭감 -0.4%p 로 격차가 크지 않지만 6 개월 뒤에는 증액 +1.1%p, 삭감 -7.6%p 로 8.7%p 까지 벌어진다. 국내 결산 배당은 실적 발표 이후 예상 가능한 범위에서 결정되므로 공시일 서프라이즈는 작고, 차이는 이후 경로에서 드러난다. 배당 삭감의 페널티가 개시·증액의 프리미엄을 크게 상회한다는 비대칭은 미국 문헌과 같은 방향이다(Michael, Thaler and Womack, 1995). 핵심은 시간이 갈수록 성과가 더욱 확대되었다는 것이며, 이에 대한 투자 함의는 명확하다. **환원 서프라이즈는 공시일에 쫓아 사도 늦지 않았던 이벤트였다**는 것이 국내외 데이터의 공통된 결론이다.

공시 후 드리프트: 조건별 분해 (국내 표본)



자료: KIND, Quantwise, SK 증권

배당 이벤트의 공시효과와 이후 경로



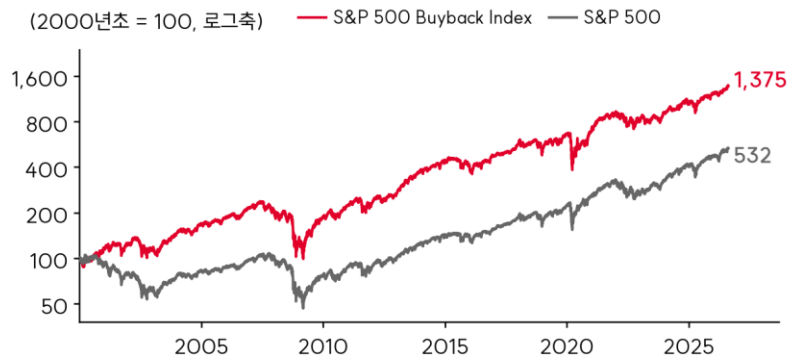
자료: DART, SK 증권

(6) 팩터로서의 주주환원

반세기의 서열: 배당 성장·개시 >
지급 > 무배당 > 삭감·폐지
주주환원이 강할수록 위험도 낮음

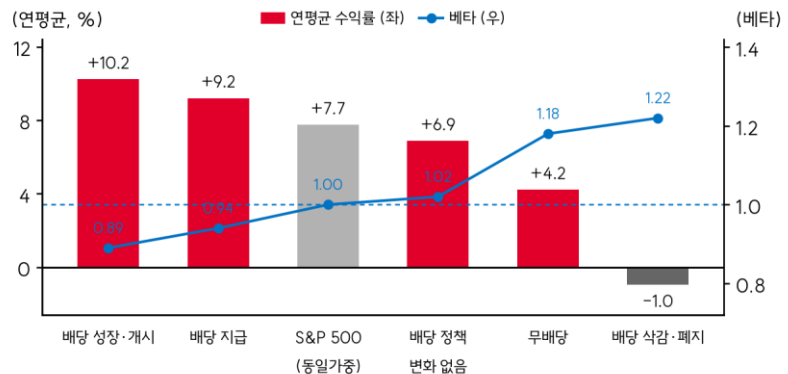
개별 이벤트를 넘어, 주주환원은 팩터로서도 장기 초과수익을 만들어 왔다. 미국 S&P 500 Buyback Index(자사주 매입 수익률 상위 100 종목)는 장기간 S&P 500 을 상회했고, 이 상회는 변동성 증가 없이 만들어져 위험조정 기준으로도 우위였다(S&P DJI). 배당 쪽도 같은 그림이다. 반세기 집계에서 배당 성장·개시 기업군의 장기 수익률이 가장 높았고 무배당 기업은 크게 뒤처졌으며, 배당 삭감·폐지 기업만이 유일하게 마이너스였다. 이 서열이 더 낮은 베타 위에서 만들어졌다는 점이 중요하다(Ned Davis Research·Hartford Funds).

S&P 500 Buyback Index vs S&P 500



자료: S&P DJI, Bloomberg, SK 증권

S&P 500 배당 정책별 장기 수익률과 베타 (1973.1~2025.12)

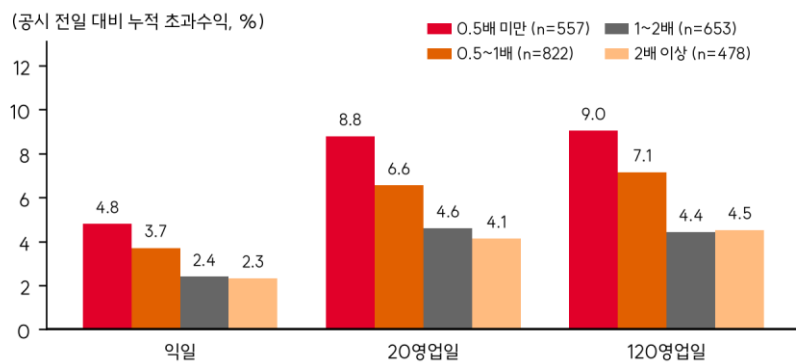


자료: The Power of Dividends(Hartford Funds), SK 증권

일본과 국내 사례에서도 멀티플이
낮은 기업에서 매입 효과 최대
저평가 조건의 국제적 재현

일본에서도 팩터 차원의 결과가 축적되었다. 자사주 발표 종목의 익일 초과 상승과, 매입 실시(예상) 종목 바스켓의 장기 초과수익이 기관 분석에서 반복 보고되었고(닛세이기초연구소, QUICK), 특히 PBR 1배 미만 기업에서 매입 규모와 이후 주가 성과의 정(+)의 관계가 뚜렷했다(다이와종합연구소). 한국도 같다. 자사주 취득 공시 2,510 건을 공시 시점 P/B 로 나누면 0.5 배 미만 기업의 익일 초과수익이 +4.8%p 로 2 배 이상 기업(+2.3%p)의 두 배였고, 120 영업일까지 가면 +9.0%p vs +4.5%p로 격차가 유지된다. PBR 1배를 기준으로 갈라도 익일 +4.2%p vs +2.4%p($p < 0.01$)로 유의하다. 저평가 조건에서 환원 효과가 커진다는 결과는 미국·일본·한국에서 공통으로 확인된다.

PBR 조건별 자사주 매입의 효과



자료: KIND, Quantiwise, SK 증권

(7) 환원의 실패 조건

항공사: FCF의 96% 매입 후
구제금융. 사이클 판단이 틀리면
매입은 손실 증폭 장치

환원이 주가 부양을 실패했던 사례에서도 몇 가지 주목할만한 특징들이 있다. 첫째, **사이클 고점의 매입은 가치를 파괴했다**. 미국 항공사들은 2010~2019 년 FCF 의 96%를 자사주 매입에 썼고, 2020 년 팬데믹에서 약 500 억달러의 구제금융을 요구하는 처지가 되었다. GE 는 2015~2017 년 약 240 억달러를 평균 약 30 달러에 매입했으나 이후 주가는 13 달러 수준으로 무너졌다. 자사주 매입은 근본적으로 레버리지와 같아서, 이익의 지속가능성에 대한 판단이 틀리면 손실을 증폭시킨다. 사이클 진폭이 큰 산업에서 환원 서프라이즈를 해석할 때 반드시 함께 물어야 하는 질문이 '이 FCF 는 구조적인가, 순환적인가'인 이유다.

실패사례: GE·미국 항공사

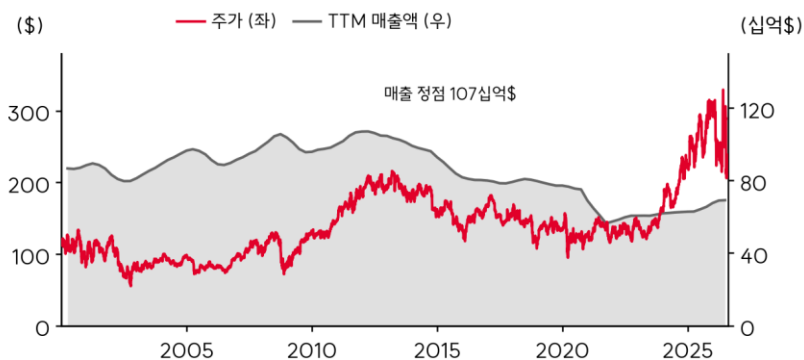


자료: Bloomberg, SK 증권

IBM: \$201bn 매입에도 시총 -40%
본업 성장 없는 매입의 한계

둘째, 본업의 성장 없는 매입은 장기적으로 시장을 이기지 못했다. IBM 은 1995~2019 년 25 년간 2,010 억달러를 자사주에 투입했지만 매출이 2012 년 1,070 억달러 정점에서 690 억달러로 35% 감소했고, 주가는 2000 년 이후 연 2.6% 상승에 그쳐 같은 기간 S&P 500(연 6.5%)에 크게 뒤졌다. 매입분의 25% 이상이 임직원 보상용 재발행으로 상쇄된 것도 유의할 대목이다. 셋째, 공시효과의 학습에 따른 축소다. 미국에서 매입 공시 5 일 수익은 1990 년대 대비 약 40% 줄었고, 3 년 누적 초과수익률도 시기에 따라 +20.1%에서 +2.4%(비유의)까지 변동했다(Lee et al., 2019).

2010년대 IBM의 자사주 매입은 가격에 큰 영향을 미치지 못했음



자료: Bloomberg, SK 증권

정리하면, 데이터가 지지하는 명제는 '환원은 항상 좋다'가 아니라 다음의 조건부 명제다. **저평가 상태에서, 컨센서스를 상회하는 규모로, 구속력 있는 형식을 통해, 이익의 지속가능성이 뒷받침될 때** 환원 공시는 단기 점프와 장기 드리프트를 모두 만든다. 4~6 장의 사례 연구가 이 명제의 검증이다.

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
유의한 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

2. Case Study: 미·일·한의 주주환원 사례들

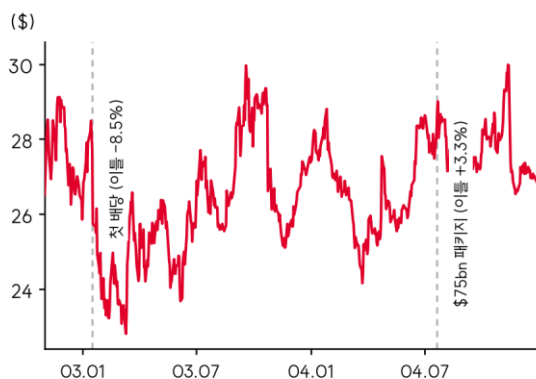
(1) 미국의 주주 환원 사례

MSFT: 첫 배당 이틀 -8.5%,
이듬해 \$75bn 패키지 +3.3%.
규모와 형식이 반응의 차이를 형성

성장주가 처음으로 환원을 시작하는 순간은 '자본배분 체계의 전환'과 '성장 소진의 자백'이라는 두 해석 사이에 놓인다. 어느 쪽으로 읽히는지는 조건이 결정한다. Microsoft 는 2003 년 1 월 16 일 창사 첫 배당(연 0.16 달러, 시가배당을 약 0.3%)을 선언했지만 같은 날 매출 가이드스 하향이 겹치며 발표 당일 -1.6%, 이틀 누적 -8.5%를 기록했다. 당시 현금 434 억달러를 쌓아두고도 '스타터 배당'에 그친 규모가 실망을 더했다. 반전은 이듬해였다. 2004 년 7 월 20 일 특별배당 주당 3 달러(총 약 320 억달러), 4 년간 300 억달러 자사주 매입, 분기배당 2 배 인상을 묶은 총 750 억달러 패키지를 발표하자 주가는 당일 +1.3%, 이틀 누적 +3.3%로 반응했다. 같은 회사, 같은 현금이라도 규모가 기대를 넘어서고 형식이 패키지화되자 반응의 부호가 바뀐 것이다.

Cisco 는 2011 년 3 월 첫 배당을 개시했다. 당시 조건은 방어적이었다. 경쟁사들이 두 자릿수 성장 전망을 받는 동안 Cisco 는 이익 감소 전망 속에 P/E 12.9 배까지 디레이팅된 상태였고, 첫 배당은 직전 저점 대비 +3% 안팎의 제한적 반등에 그쳤다. 당시 시장에서 '배당 개시는 성장의 종언인가'라는 논쟁 자체가 기사화된 것이 사례의 성격을 보여준다. Oracle 의 2009 년 3 월 첫 배당은 금융위기 한복판에서 실적 발표와 동시에 나온 '불황 방어력 과시'형 개시였다. 세 사례의 교훈은 명확하다. 첫 배당이라는 같은 수단도, 이익 모멘텀과 동반 뉴스에 따라 -8.5%에서 +3.3%까지 반응이 갈린다. 수단은 조건을 이기지 못한다.

Microsoft 주가와 두 차례 환원 발표 (2002~2004)



자료: Bloomberg, SK 증권

성숙 전환형 첫 배당 사례 비교



자료: 각 사, Bloomberg, SK 증권

Apple: 10년 \$7,040억 매입
주주환원에 대한 신뢰가 성장 둔화
구간의 리레이팅을 구현

Apple은 2012년 3월 19일, 1995년 이후 17년 만에 배당을 재개하고 100억달러 자사주 매입을 함께 발표했다. 2013년 4월에는 환원 프로그램 총액을 450억달러에서 1,000억달러로 두 배 이상 확대했고, 이 확대의 배경에는 Carl Icahn의 대규모 매입 요구라는 외부 압력이 있었다. 이후 자사주 매입은 2013~2023년 10년 누적 약 7,040억달러에 달했고, 2024년 5월에는 단일 승인 기준 미국 역사상 최대인 1,100억달러 프로그램을 발표했다. 매출 성장률이 한 자릿수로 둔화된 구간에서도 유통주식수 감소와 EPS 부양, 그리고 매년 4~5월 증액이라는 예측 가능성이 밸류에이션 배수를 끌어올렸다. **성장이 아니라 자본배분의 신뢰가 배수를 바꾼 사례이며, '성장주가 배당을 시작하면 디레이팅된다'**는 통념을 반증했다.

Apple의 리레이팅 과정



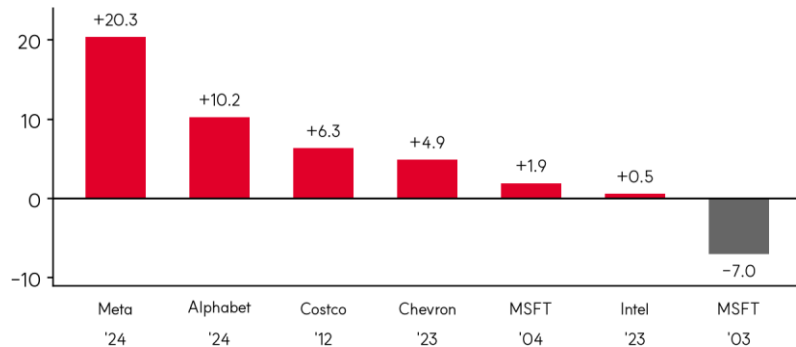
자료: Bloomberg, SK 증권

Meta +20.3%: FCF 확인 x
저평가 x 패키지 형식 —조건
3박자가 만든 역사상 최대 하루

환원 서프라이즈의 극단값은 Meta다. 2024년 2월 실적발표에서 창사 첫 배당(분기 주당 \$0.50)과 500억달러 자사주 추가 승인을 발표했고, 다음 거래일 주가는 +20.3% 급등했다. 하루 시가총액 증가는 약 1,960억달러로 당시 미국 증시 역사상 최대 기록이었다. 배당수익률 0.4%짜리 상징적 배당이 이 반응을 만든 이유는 조건의 조합에 있다. (i) '효율성의 해'를 거치며 FCF 서프라이즈가 실적으로 확인되는 순간에, (ii) 주가가 고점 대비 급락 후 회복 중이고 선행 P/E가 시장 평균 수준에 불과한 저평가 상태에서, (iii) 자사주 증액과 패키지로 발표되었다. Alphabet이 두 달 뒤 같은 문법(첫 배당+700억달러)으로 다음날 약 +10%, 시가총액 2조달러 첫 돌파를 기록했고, Microsoft(2024년 9월, 600억달러+배당 10% 인상), NVIDIA(2024년 8월, 500억달러 추가)가 뒤따랐다.

미국 환원 이벤트별 단기 반응 비교

(발표 반응일 등락률, %)



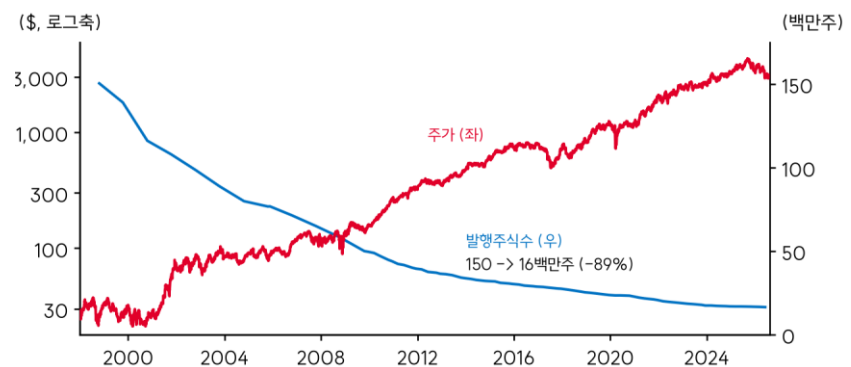
자료: 각 사, Bloomberg, SK 증권

AutoZone: 주식수 -89.3%, 28년간
주가수익률 109배(연 17.8%)

TI: 배당 32배·주식수 -47%

서프라이즈와 구분되는 두 번째 성공 유형은 **환원의 제도화가 만드는 장기 복리다**. 교과서적 사례는 AutoZone 이다. 1998 년 이후 누적 약 389 억달러를 매입해 발행주식수를 1 억 5,256 만주에서 1,640 만주로 89.3% 줄였다. 순이익이 감소한 회계연도에도 주식수 축소가 EPS 감소폭을 완충했고, 주가는 \$28 에서 \$3,127 로 109 배(연평균 17.8%) 상승했다. 한편 Texas Instruments 는 규칙의 명문화 사례다. 'FCF 전액을 배당과 매입으로 환원'을 자본배분 원칙으로 공표하고 배당을 22 년 연속 증액했다. 연간 배당총액은 2004 년 1.5 억달러에서 2025 년 50.0 억달러로 32 배 늘었고, 같은 기간 발행주식수는 17.2 억주에서 9.1 억주로 47.2% 줄었다. 사이클 산업이면서도 환원 규칙의 예측 가능성으로 밸류에이션을 제고하게 된 경로는, 사이클 업종의 환원 정책 설계에 대한 직접적인 참고 사례다.

AutoZone 주가와 발행주식수 (1998~2026)



자료: Bloomberg, SK 증권

Costco: 3~4년 주기 특별배당 모델
반복 가능성 자체가 반영될 수 있음

Costco는 특별배당의 반복 사용이라는 제 3의 모델이다. 2012년(주당 7달러), 2015년(5달러), 2017년(7달러), 2020년(10달러), 2023년(15달러, 총 67억달러)의 특별배당을 평균 2.8년(최단 2.2년, 최장 3.6년) 간격으로 지급해 왔다. 2012년 건은 발표 당일 +6.3%(시장 대비 +5.5%p) 상승했으나, 이후 발표일 초과수익은 2015년 +3.0%p, 2017년 +2.4%p, 2020년 -0.1%p로 회를 거듭할수록 감소했다. 시장이 주기를 학습하면서 서프라이즈가 소멸한 것이다. 반면 직전 대비 50% 증액한 2023년 건은 후행 P/E 44배의 고밸류에이션 상태에서도 +4.5%p로 반응이 재차 확대되었다. 반복 가능성 자체는 이미 배수에 반영되어 있고, 추가 반응은 그 기대를 넘어서는 증액에서만 나온다는 뜻이다.

Costco의 특별배당 반복 사례

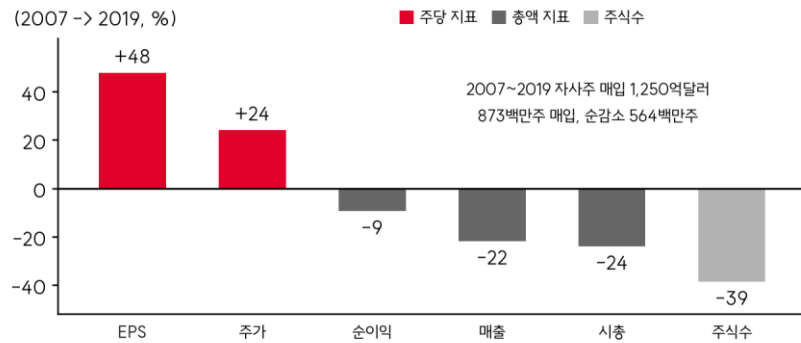


자료: Bloomberg, SK 증권

IBM: 본업 없는 매입은 EPS 화장술.
보상용 재발행이 매입의 25%+를
상쇄한 구조도 유의

한편 앞서 언급한 주주환원의 실패 사례가 주는 교훈도 명확하다. IBM은 1995~2019년 약 2,010억 달러를 매입에 투입했지만 매출이 구조적으로 감소하며 시가총액은 2004년 1,641억달러에서 2018년 1,033억달러로 37% 줄었다. 같은 기간 매출도 963억달러에서 796억달러로 후퇴했고, 2020년 이후에는 매입 자체가 중단되었다. **본업의 현금창출력이 꺾인 상태의 매입은 EPS 화장술일 뿐 기업가치를 만들지 못한다**는 것이 이 사례의 결론이다. GE(2015~2017년 240억달러를 평균 30달러에 매입, 이후 주가 13달러)와 미국 항공사(2010~2019년 FCF의 96% 매입 후 구제금융)는 사이클 고점 매입의 실패를, Chevron의 2023년 1월 750억달러 매입(익일 +4%)은 사이클 고점 환원이 단기에는 통하지만 정책적 반발 등 별도의 비용을 수반함을 보여준다.

주가는 단순 EPS 부양 뿐만 아니라 본업도 반영 (IBM)

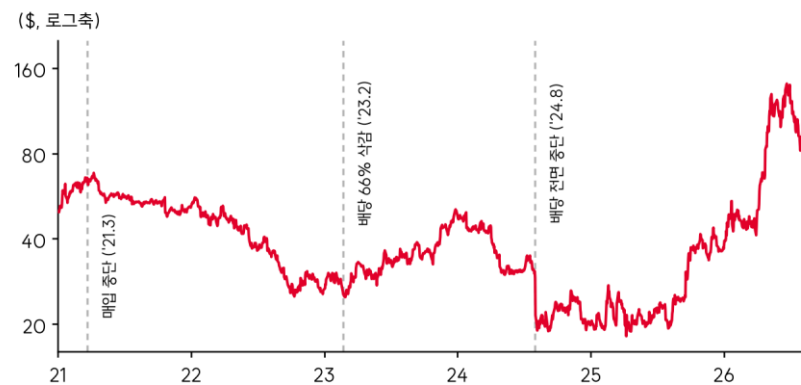


자료: Bloomberg, SK 증권

시장이 알고 있는 부진 속의 기업은
오히려 주주환원을 축소하고 본업에
집중하는 것이 호재로 작용

Intel 은 환원 축소 쪽의 정보를 준다. 2007~2021년 누적 963 억달러를 매입했던 Intel 은 2021 년 파운드리 투자 전환과 함께 매입을 중단했다. 초기에는 자본을 본업으로 돌린다는 서사가 성장 기대로 읽혀 주가가 4 월까지 37% 올랐지만, 기대가 꺾이자 매입 공백이 뒤늦게 반영되며 이후 18 개월간 63% 하락했다. 축소의 비용은 발표 시점이 아니라 그 이후 긴 구간에 걸쳐 지불된 것이다. 반면 바닥권에서 나온 2023 년 2 월의 배당 66% 삭감은 이를 누적 초과수익 -2.1%p 로 완충되었고 연말까지 97% 반등했다. 선행 하락으로 삭감이 예상된 데다, 남은 현금을 본업에 쓴다는 신호로 읽혔기 때문이다. 다만 완충은 조건부였다. 2024 년 8 월 배당을 전면 중단하며 실적 부진과 인력 15% 감축을 함께 발표했을 때는 익일 -26.1%로 무너졌다. 나쁜 소식도 기대 관리가 되면 충격이 제한되지만, 그 완충은 축소된 환원이 갈 곳, 즉 본업이 신뢰를 유지하는 동안에만 작동한다.

Intel의 환원 축소가 가격에 미친 영향



자료: Bloomberg, SK 증권

(2) 일본의 자본시장 선진화와 주주환원 사례

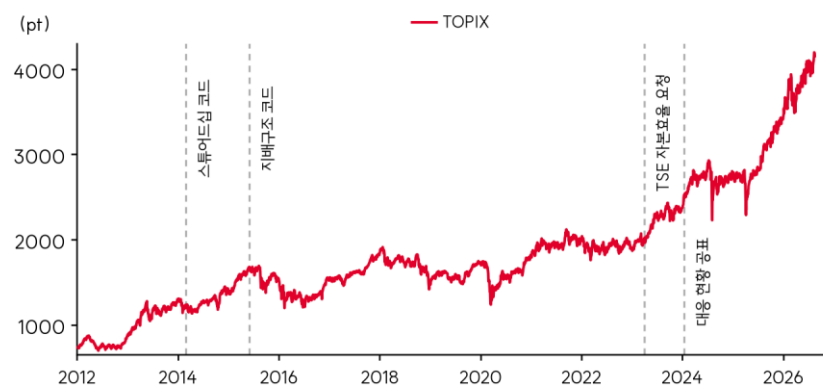
2013 코드 > 2023 TSE 요청 >
2024 명단 공개
공시율 50% > 90% 이상으로

정부가 기업에 자본효율 개선과 주주환원을 요구하고, 기업이 응답하고, 시장이 리레이팅되는 전체 사이클을 국가 단위로 보여준 유일한 사례가 일본이다. 한국 밸류업 프로그램의 직접적 선행 모델이라는 점에서 본 보고서에서 가장 큰 비중으로 다룬다. 타임라인은 다음과 같다. 2013 년 성장전략의 일환으로 입안된 일본판 스톡어드십 코드가 2014 년 2 월 제정되었고, 2015 년 6 월 기업지배구조 코드가 시행되어 독립 사외이사와 정책보유주식(순환출자성 지분) 보유 합리성 설명을 요구했다. 결정적 전환점은 2023 년 3 월, 도쿄증권거래소(TSE)가 프라임·스탠다드 전체 상장사에 '자본비용과 주가를 의식한 경영'을 공식 요청하면서 왔다. PBR 1 배 미만 기업을 사실상 직접 겨냥한 이 요청은 2024 년 1 월부터 대응 공시 기업 명단을 매월 공표하는 방식으로 강제력을 얻었고, 프라임 시장의 공시율은 2023년 말 약 50%에서 2025년 3월 90% 이상으로 상승했다.

버핏 효과: 2020.8.5대 상사
+4~9.5% > 2023년 외국인
순매수 6.3조엔

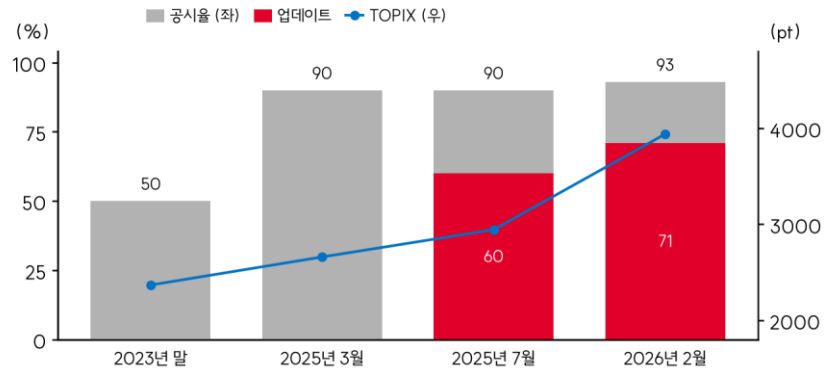
수급의 방아쇠는 외국인이었다. 2020 년 8 월 버크셔 해서웨이가 5 대 종합상사 지분 5% 이상 취득을 공시하자 다음 거래일 5 개사 주가는 +4~9.5% 급등했고, 2023 년 4 월 버핏의 지분 확대 공표 직후인 5 월 외국인의 일본 주식 순매수는 약 2.4 조엔으로 월간 사상 최대를 기록했다. 2023 년 연간 외국인 순매수는 현물+선물 합계 약 6.3 조엔으로 2014 년 이후 최대였다. 거버넌스 개혁이라는 스토리에 신뢰할 수 있는 앵커 투자자가 등장하면서 글로벌 자금의 재배분이 시작된 것이다. 닛케이 225 는 2023 년 +28.2%, 2024 년 +19.2%로 34 년 만에 버블 고점을 경신했고 2025 년에도 +26% 상승했다.

TOPIX와 일본 자본시장 개혁 타임라인



자료: Bloomberg, JPX, SK 증권

TSE 자본효율 대응 공시율 (프라임)

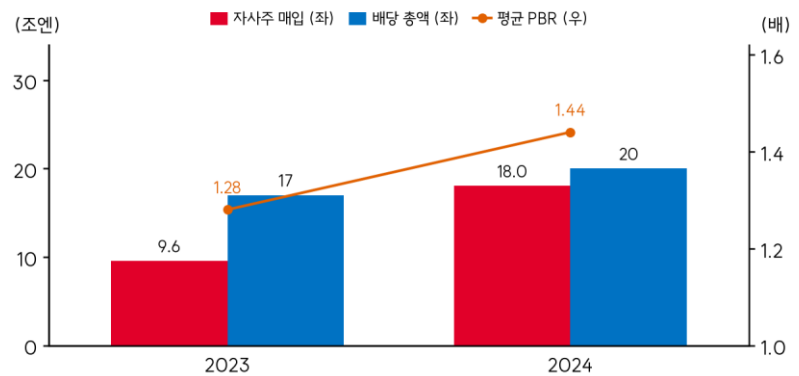


자료: JPX, SK 증권

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

정책 압박은 총량 지표의 급변으로 이어졌다. 일본 상장사의 자사주 매입(발표 기준)은 2023년 9.57조엔에서 2024년 18.04조엔으로 약 88% 급증하며 사상 최대를 기록했고, 회계연도 기준으로는 FY2025까지 5년 연속 최고치를 경신하는 페이스가 이어지고 있다. 배당도 사상 최대 행진 끝에 연간 20조엔을 처음 돌파했다. 배당과 자사주를 합한 총환원성향은 2023년 57.1%에서 2024년 67.4%로 뛰었다. TSE 요청 후 2년 만에 시장 전체의 환원 규모가 두 배 가까이 재조정된 것이다. 이윽고 TOPIX500 기준 PBR 1배 미만 기업 비중은 2022년 7월 43%에서 축소되었고, 평균 PBR은 2022년 중반 1.1배에서 최근 1.4배 수준으로, 평균 ROE는 8.4%에서 9.0%로 높아졌다.

일본 자사주·배당 총액과 총환원성향



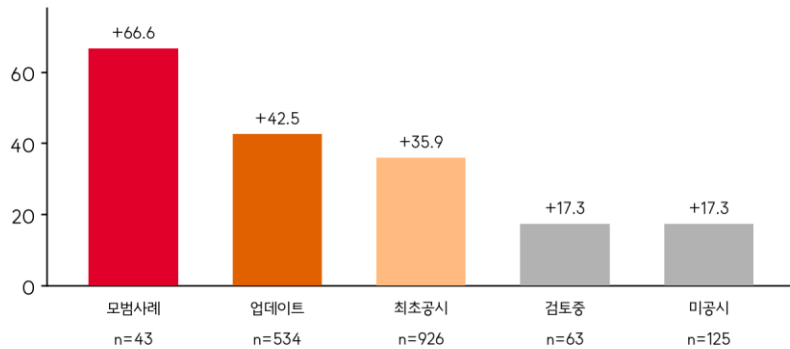
자료: Nikkei, Japan Times, NLI Research, SK 증권

공시 품질 서열 = 수익률 서열
가치주 수익률이 시장을 3년 연속
꾸준히 outperform

지수 상승에는 엔저와 기업이익 증가가 중첩되어 있어 환원 효과만을 분리할 수 없다. 그래서 중요한 것이 **차별화의 증거**다. TSE 집계에서 공시 품질의 서열(모범 공시 선정 > 공시 업데이트 > 최초 공시 유지 > 검토 중 > 미공시)이 그대로 주가 수익률 서열로 나타났다. 시장 전체가 함께 오른 것이 아니라 응답한 기업이 먼저, 더 많이 올랐다. 스타일 구분으로는 대개 가치주에 해당하는 종목들인데 일본의 가치 지수의 경우 2023년 +23.1%(모지수 +20.3%), 2024년 +12.8%(+8.3%), 2025년 +32.0%(+24.6%)로 3년 연속 모지수를 상회했다. 저PBR 해소가 정책 목표인 시장에서 밸류 팩터가 구조적 순풍을 받은 것으로, 한국 밸류업 국면의 스타일 전략에 직접적인 시사점을 준다.

일본 공시 품질별 주가수익률

(2023.3~2025.6 등가중 수익률, %)



자료: JPX, SK 증권

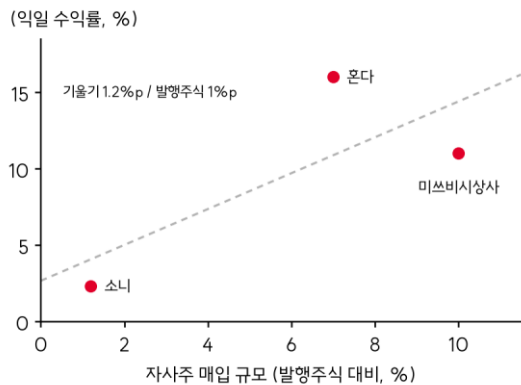
미쓰비시상사 10% 매입은
+11%의 주가수익률, 혼다 7%
매입은 +16%의 주가수익률을 기록

개별 사례는 서프라이즈 크기와 반응의 관계를 보여주는 데이터 포인트다. 이벤트형의 대표는 미쓰비시상사다. 2024년 2월 6일 발행주식의 최대 10%에 달하는 5,000 억엔 자사주 매입을 발표하자 다음날 주가는 +11% 급등해 사상 최고가를 기록했다(같은 날 닛케이 -0.2%). 혼다는 2024년 12월 23일 사상 최대인 1.1 조엔(발행주식 약 7%) 매입을 발표했고 다음날 +16%로 16년 만의 최대 일간 상승을 기록했다. 닛산과의 경영통합 협의라는 악재성 뉴스와의 동시 발표를 매입 규모가 압도한 사례다. 도요타는 1.2 조엔 매입과 그룹 순환출자 해소를 병행했고, 손해보험 3사는 2024년 2월 정책보유주 전량 매각 방침(400 억달러 이상)으로 5월 보험주 동반 급등을 만들었다.

히타치 13.4배(TOPIX 5.5배),
은행지수 +396%(TOPIX +101%)
—저 PBR 일수록 리레이팅 폭 확대

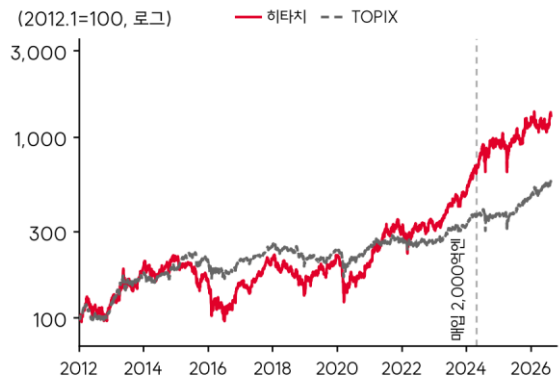
구조 전환형의 대표는 히타치다. 2009 년 대규모 적자 이후 상장 자회사 정리와 사업 포트폴리오 전환을 진행하며 환원을 병행했고, 주가는 2012 년 초 이후 13.4 배 상승해 같은 기간 TOPIX(5.5 배)를 크게 앞섰다. 이토추는 누진배당(주당 200 엔 하한 명문화, 배당성향 50% 목표)과 매입을 결합해 5 대 상사 중 최고 밸류에이션(PBR 약 2 배)을 획득했고 2020 년 6 월 상사 시가총액 1 위에 올랐다. 메가뱅크는 금리 정상화와 환원 확대(사상 최대 이익과 함께 매입 재개·확대)가 결합되며 TOPIX 은행업지수가 2022 년 초 이후 2024 년 9 월까지 +101.8%(TOPIX +30.3%), 2026 년 8 월까지는 +395.5%(TOPIX +100.7%) 상승했다. 은행·상사·전기 등 저 PBR 구간에 있던 업종일수록 환원·개혁 결합의 리레이팅 폭이 컸다는 것이 사례들의 공통 패턴이며, 다이와종합연구소의 계량 결과(PBR 1배 미만에서 매입 효과 최대)와 일치한다.

일본 사례: 환원 규모 vs 익일 수익률 (잠정 3건)



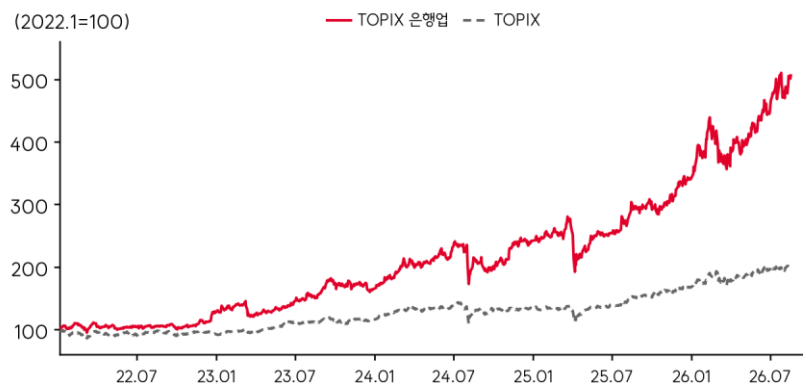
자료: 각 사 공시, SK 증권

히타치 vs TOPIX



자료: Bloomberg, SK 증권

TOPIX 은행업지수 vs TOPIX



자료: Bloomberg, SK 증권

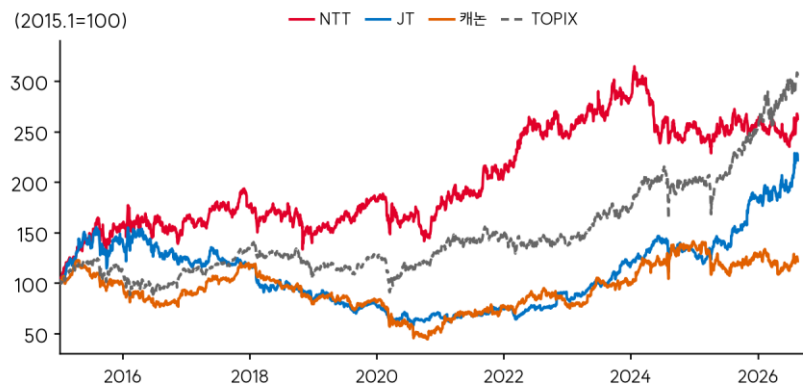
NTT는 2024년 이후 역전, JT는
5년간 -35%, 캐논은 11년
+22%. 일드 트랩을 환원으로
극복하기 어려웠던 사례들

환원은 증폭기이지 엔진이 아님
이익·개혁과 결합될 때 비로소
리레이팅 성공

일본 사례의 절반은 경고다. 2015년 초를 100으로 놓고 보면 세 기업의 궤적은 환원의 한계를 정확히 보여준다. NTT는 누적 5.9조엔의 자사주 매입과 16년 연속 증배, 2023년 25대 1 액면분할까지 동원해 2023년 말까지 +182.5%로 TOPIX(+68.9%)를 크게 앞섰지만, 이후 저성장 통신업의 본질이 드러나며 정체에 들어가 2026년 8월 기준 +159.8%로 TOPIX(+190.8%)에 역전당했다. JT는 배당성향 75%를 명문화한 고배당의 대표지만 2020년 말까지 -35.1%로 반토막에 가까웠고, 최근 이익 모멘텀이 붙은 뒤에야 +119.6%로 회복했다. 고배당 그 자체는 5년 넘게 주가를 방어하지 못한 일드트랩(yield trap)의 표본이다. 캐논은 반복적인 소규모 매입에도 성장 서사의 부재로 11년간 +22.4%에 그쳐 TOPIX 대비 168%p 열위를 기록했다. 그리고 닛산은 역방향의 계량을 제공한다. 2020년 2월 무배당 결정과 실적 붕괴에 다음날 -9.6%, 2024년 11월 가이던스 급락에 장중 -10%. 배당 삭감 패널티의 실측값들이다.

종합하면 일본의 교훈은 세 가지다. 첫째, 정부발 압박은 실제로 작동했다. 연성 규범조차 명단 공개와 결합되자 2년 만에 시장 전체의 환원 총량을 2배로 바꿨다. 한국은 요청이 아니라 법률(자사주 소각 의무화, 이사 충실의무 확대)로 진행 중이므로 강제력의 강도는 일본을 상회한다. 둘째, 효과는 차별적이었다. 응답 기업과 비응답 기업, 저 PBR 과 고 PBR, 성장 서사의 유무에 따라 수익률이 갈렸고 공시 품질이 팩터가 되었다. 셋째, 환원은 증폭기이지 엔진이 아니다. 이익 모멘텀·구조 개혁과 결합될 때 리레이팅이 발생했고, 그것이 없을 때는 NTT·JT·캐논의 정체가 기다리고 있었다. JPX Prime 150(자본효율 상위 선별 지수)이 2024년 이후 닛케이·TOPIX를 상회하기 시작한 것도 같은 맥락의 지수화된 증거다.

정체 사례: NTT·JT·캐논 vs TOPIX



자료: Bloomberg, SK 증권

(3) 국내 사례: 밸류업의 전과 후

2015~17: 특별매입 3차례 +13.3%
 소각 + 배당 배증 —이익과 환원이
 겹친 국내 최대 표본

국내에서 '외부 압력 > 대규모 환원 > 주가 반응'의 전체 사이클을 가장 큰 규모로 보여준 과거 사례는 삼성전자다. 2015 년 합병 공방으로 행동주의 압력이 고조된 직후인 2015 년 10 월, 삼성전자는 11.3 조원 규모의 특별 자사주 매입·전량 소각 계획과 '3 년간 FCF 의 30~50% 주주환원' 정책을 발표했다. 발표 당일 주가는 +2.2%(같은 날 코스피 -0.3%)로 약 6 개월래 고점을 기록했고, 1 차 매입 기간(2015.10~2016.9) 주가는 +14.2% 상승했다. 이후 2017 년 1 월 9.3 조원 매입(시총 대비 2.9%, 매입 기간 주가 +26.4%), 2017 년 4 월 보유 자사주 전량(발행주식의 13.3%, 시가 40 조원 초과) 분할 소각 결정, 2017 년 10 월 배당 2 배 증액(연 9.6 조원)으로 이어지는 단계적 상향이 전개되었다. 이 기간 주가 상승에는 메모리 슈퍼사이클이라는 이익 동력이 있었지만, 발행주식의 13%가 소각되고 배당이 배증되는 환원 사이클이 밸류업이션의 하단을 끌어올린 병행 요인이었다. 이익 사이클과 환원 사이클이 겹칠 때의 국내 최대 표본이다.

2024.11: 조정받았던 종목 조건의
 방어형 매입
 당일 +7.2%, 추세는 업황의 뒀

2024 년 11 월 10 조원 자사주 매입 발표는 성격이 다른 표본이다. 주가가 50,000 원 수준으로 4 년 5 개월 만의 최저까지 밀린 급락 국면에서 나온 방어적 매입이었다. 공시는 장 마감 후였고, 당일 주가는 기대 선반영으로 +7.2%, 시간외 +3.2% 추가 상승했으며 다음 거래일에도 급등했다. 이후 1 년간 3 차에 걸쳐 10 조원 매입이 완료되었고(1 차 3 조원은 전량 소각), 발표일부터 2025 년 9 월 말까지 주가는 +68.1% 상승했다. 다만 이 상승분의 대부분은 2025 년 업황 반전에 귀속시켜야 하며, 이 표본이 말해주는 것은 '하락 방어형 매입은 당일 반응은 만들지만 추세 전환은 업황이 만든다'는 조건부 해석이다. 직전 조정된 상태에서의 매입이 강한 반응을 만든다는 주장의 국내 재현 사례이기도 하다.

2017 매입 전후 삼성전자 vs 코스피



자료: Quantiwise, SK 증권

2024 매입 전후 삼성전자 주가·외국인 누적 순매수

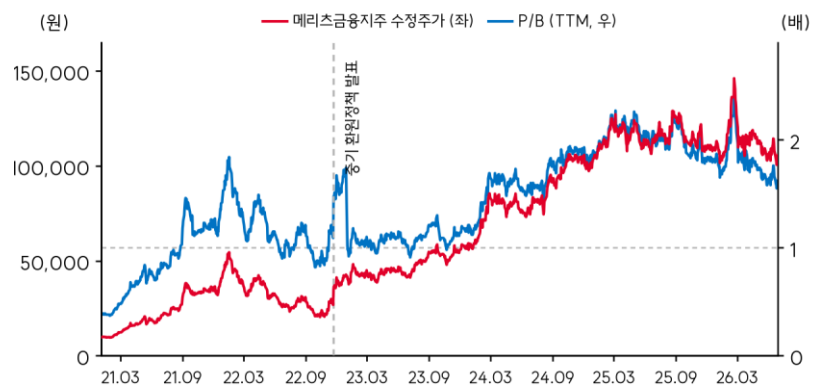


자료: Quantiwise, KRX, SK 증권

메리츠: 규칙 + 소각 + 이해 일치
= 2년 4배, KB: 초과자본 = 환원
규칙 > 익일 사상 최고가

국내에서 중기 환원 정책의 리레이팅 효과를 가장 순수하게 보여준 사례는 메리츠금융지주다. 2022년 11월 21일 계열사 완전자회사화와 함께 '연결 당기순이익의 50% 이상 환원' 중기 정책을 발표했고, 발표 직전 2만원대 초반이던 주가는 2개월 만에 약 2배, 2년간 4배 이상 상승했다(발표일 대비 +311.2%). PBR은 국내 금융지주 중 유일하게 2배를 상회한다. 성공의 구조는 세 가지였다. 단순하고 검증 가능한 규칙('50% 이상'), 전량 소각 관행, 그리고 지배주주-소액주주의 이해 일치(완전자회사화로 이익 원천이 단일화). KB 금융은 2024년 10월 24일 'CET1 13% 초과자본을 이듬해 환원 재원으로' 하는 자본 연동 규칙을 발표했고 다음날 주가는 역대 최고가를 경신하며 처음 10만원을 돌파했다. 자본 제약이 명확한 산업에서 '초과자본=환원'의 기계적 규칙이 가장 강력한 커뮤니케이션임을 보여준 사례다.

메리츠금융지주 주가 및 밸류에이션

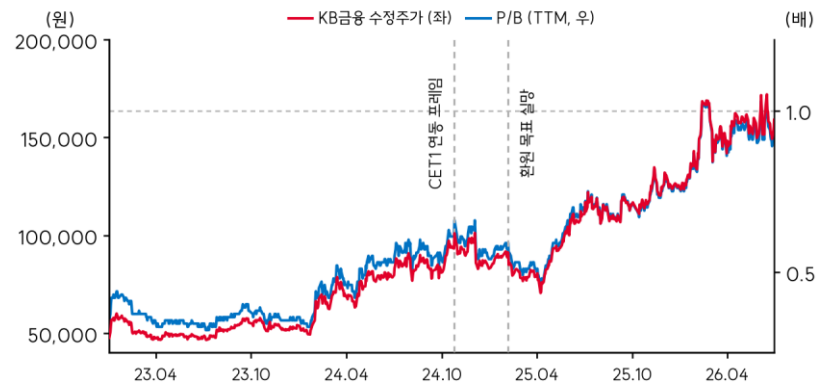


자료: Quantiwise, SK 증권

2025.2 은행 실적시즌: 하나 급등
vs KB -6.7%. 같은 수단에서도
서프라이즈가 반응을 결정

미래에셋증권은 소각 정례화의 표본이다. 2024년 8월 밸류업 공시에서 ROE 10%, 환원성향 35% 이상과 함께 '2030년까지 자사주 1억주 이상 소각'(매년 최소 1,500만주)을 명문화했고, 본격 소각이 시작된 2023년 10월 이후 주가는 +123.2%(2025년 5월 기준) 상승했다. 반면 같은 정책형이라도 반응이 갈린 것이 2025년 2월 은행지주 실적 시즌이다. 하나금융(최대 4,000억원 매입·소각)은 발표 후 급등했지만, KB 금융은 환원 방식의 예측 가능성 저하가 부각되며 익일 -6.7% 급락했고, 신한지주(시장 예상 범위 내 매입·소각)도 이를 연속 하락했다. 같은 업종, 같은 시즌, 같은 수단에서도 서프라이즈와 예측 가능성이 반응을 결정한다는 것을 보여주는 정밀한 국내 실험이다.

KB금융 주가 및 밸류에이션

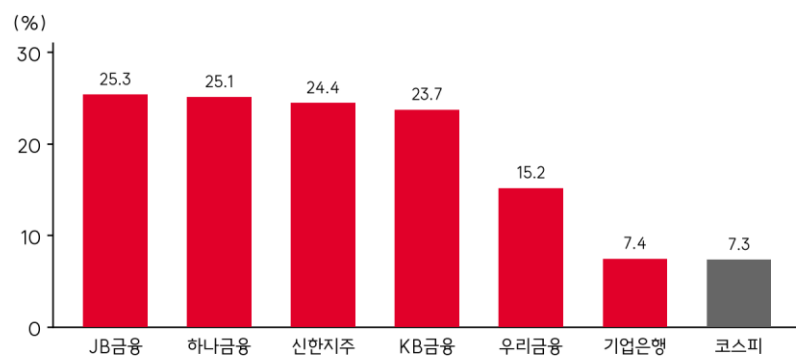


자료: Quantiwise, SK 증권

얼라인 캠페인 2 주: 은행주
 +15~25% vs 코스피 +7.3%
 저평가 × 이익 체력 × 로드맵 요구

정책이 아니라 투자자가 방아쇠였던 사례가 2023 년 초 은행주 랠리다. 행동주의 펀드 얼라인파트너스는 2023 년 1 월 초 국내 7 개 상장 은행지주 이사회에 자본배치 합리화와 주주환원 확대를 요구하는 공개서한을 발송하고 2 월 9 일까지 환원 계획 공시를 요구했다. 캠페인 2 주 만에(2022 년말~1.16 종가 기준) JB 금융 +25.3%, 하나금융 +25.1%, 신한지주 +24.4%, KB 금융 +23.7%, 우리금융 +15.2%가 상승했고, 같은 기간 코스피는 +7.3%에 그쳤다. 이 기간 외국인·기관 순매수는 7,340 억원에 달했다(보도 기준). 캠페인 이후 7 개 은행지주 전부가 2 월 초까지 중기 자본배치·환원 정책을 발표했다. 당시 조건은 PBR 0.3~0.4 배의 극단적 저평가에 금리 상승기 최대 실적이 겹친 상태였다. **저평가 + 이익 체력 + 구체적 환원 로드맵 요구**라는 3 박자가 갖춰졌을 때 환원 기대만으로도 업종 전체가 2 주 만에 20% 안팎 리레이팅될 수 있음을 보여준 실험이다.

얼라인 캠페인 국면 은행주 수익률 (2022 년말~2023.1.16)

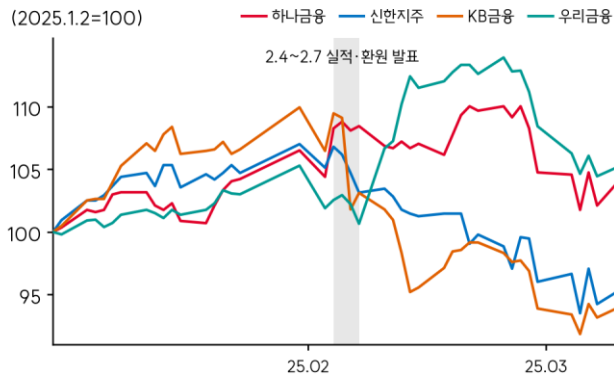


자료: Quantiwise, SK 증권

압력의 출처(정책/행동주의)와
무관하게 반응의 크기는 조건이 결정

이 사례는 일본 5 장의 패턴(저 PBR 업종의 개혁·환원 결합 리레이팅, TOPIX 은행지수 +78.4%)과 정확히 평행하다. 제도(밸류업·상법)든 투자자(행동주의)든 압력의 출처와 무관하게, 반응의 크기를 결정한 것은 대상 기업의 조건이었다. 이후의 경로도 시사적이다. 2025년 7월 8일 배당소득 분리과세를 포함한 세제개편 기대가 보도되자 KRX 은행지수는 하루 +7.28%(코스피 +1.81%) 급등했다 ——— 다만 이 급등분은 이후 수개월에 걸쳐 반납되었다. 제도 기대는 하루에 가격되고 유지되는 이행이 결정한다는 본문에서 반복해서 확인되는 패턴이다.

2025.2 은행지수 실적·환원 공시 전후



자료: Quantiwise, SK 증권

셀트리온·네이버: 소각 정례화.
SKT 10.8% 소각이 +1.2%에 그친
이유는 선반영과 기보유분의 한계

밸류업 이후 국내 소각 사례는 급증했고, 반응은 조건에 따라 갈렸다. 셀트리온은 2024년 약 7,000억원, 2025년 약 9,000억원, 2026년 3월에는 단일 결의로 약 1.7조원(발행주식 약 4%)을 소각하며 2025년 환원을 103%를 기록했다 ——— 합병 후 주가 부진 국면의 대응이라는 점에서 조정 후 대응형이다. 네이버는 2023년 5월부터 매년 발행주식 1% 소각을 정례화했고 2024년 9월에는 특별배당 수령분을 재원으로 4,000억원 특별 매입·소각을, 2026년 7월에는 역대 최대인 약 1조원(3.1%) 소각을 결의했다. SK 텔레콤의 2021년 5월 2.6조원(발행주식 10.8%) 소각은 규모로는 역대급이었지만 발표 당일 +1.15%에 그쳤다 ——— 인적분할 발표로 기대가 선반영된 상태였고, 기보유 자사주 소각은 유통주식수를 바꾸지 않는다는 점에서 신규 매입·소각과 신호 강도가 다르다는 교훈을 남겼다.

크라프트·POSCO: 업황의 성장
서사가 없는 소각은 효과가 낮음

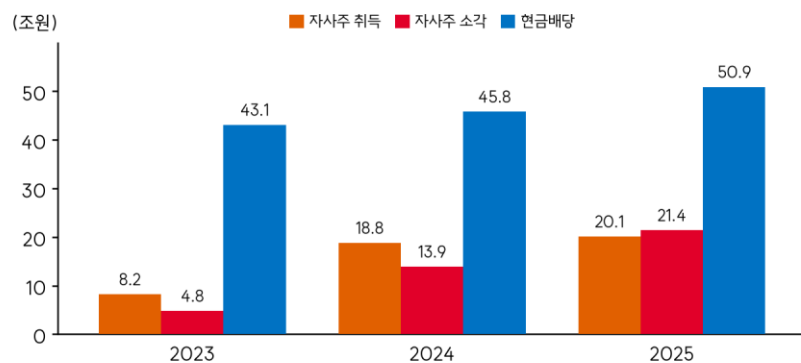
고려아연: 환원이 아닌 수급 이벤트

실패와 정체의 표본도 축적되었다. 크라프트는 2023~2025 년 3 개년 동안 약 7,000 억원의 매입·소각을 집행했지만 주가는 공모가 대비 절반 수준을 벗어나지 못했다. 성장 스토리의 부재에 경영진 보상(RSU)이 소각 효과를 상쇄한다는 거버넌스 불신이 겹친, 미국 IBM·일본 캐논과 같은 계열의 사례다. POSCO 홀딩스는 2024 년 7 월 발행주식 6%(약 2 조원)의 3 개년 소각을 발표하고 2026 년까지 완수했지만, 철강 업황 부진 속에 발표 후에도 주가 하락이 이어졌다 —이익 모멘텀 부재 시 환원 약속만으로는 리레이팅이 안 되는 '조건 미충족' 사례로 현대차(2024 년 8 월 TSR 35% 공시, 당일 +4.7% 후 반납)와 같은 구도다. 마지막으로 구분해야 할 사례가 고려아연이다. 2024 년 경영권 분쟁 국면의 자사주 공개매수(주당 89 만원, 9.85% 확보 후 소각 방침)는 소각을 동반했음에도 본질이 경영권 프리미엄과 수급 이벤트였다. **소각이라는 형식이 아니라 환원이라는 실질이 분석 대상임을 상기시키는 경계 사례다.**

소각(21.4 조)이 취득(20.1조)을
초과 입법으로 인한 행태 변화 감지

총량으로 보면 한국은 구조 변화의 초기 구간에 들어섰다. 상장사 자사주 취득은 2023 년 8.2 조원에서 2024 년 18.8 조원, 2025 년 20.1 조원으로, 소각은 4.8 조원에서 13.9 조원, 21.4 조원으로 늘었고, 현금배당은 43.1 조원에서 50.9 조원으로 증가했다. 2025 년에는 소각이 취득을 초과(21.4 조 vs 20.1 조)하는 역전이 나타났는데, 소각 의무화 입법을 선반영한 행태 변화로 해석된다. 상법 개정 통과(2026 년 2 월) 이후로는 소각 공시 건수가 처분 공시를 역전했다. 밸류업 공시 기업은 2026 년 6 월 말 741개사, 전체 시총의 85.5%에 달한다.

국내 환원총액 추이



자료: KRX, SK 증권

밸류업 지수 +300.9% vs 코스피
+226.9% — 차별화는 국내에서도
진행 중

차별화의 지수화된 증거가 코리아 밸류업 지수다. 2024년 9월 30일 1,000pt로 출발한 지수는 2026년 5월 말 3,977pt로 +300.9%를 기록, 같은 기간 코스피(+226.9%)를 74.0%p 상회했다. 지수 상승 자체에는 반도체 대형주의 이익 사이클이 중첩되어 있어 밸류업 효과의 단독 기여를 분리할 수 없지만, 구성 종목 선별(환원·자본효율 우수 기업)이 시장을 이겼다는 사실은 일본의 공시 품질 서열=수익률 서열, JPX Prime 150의 아웃퍼폼과 같은 계열의 증거다. 배당 스타일도 마찬가지다. 분리과세 시행을 앞둔 2025년 말 코스피 고배당 50(+5.67%)과 배당성장 50(+3.80%)은 한 달간 코스피(+3.19%)를 상회했다. 환원·배당 팩터의 구조적 순풍은 국내에서도 이미 가격에 반영되기 시작했다.

코리아 밸류업지수 vs 코스피



자료: KRX, Quantiwise, SK 증권

3. 전망: 제도와 이익이 만드는 수혜의 지도

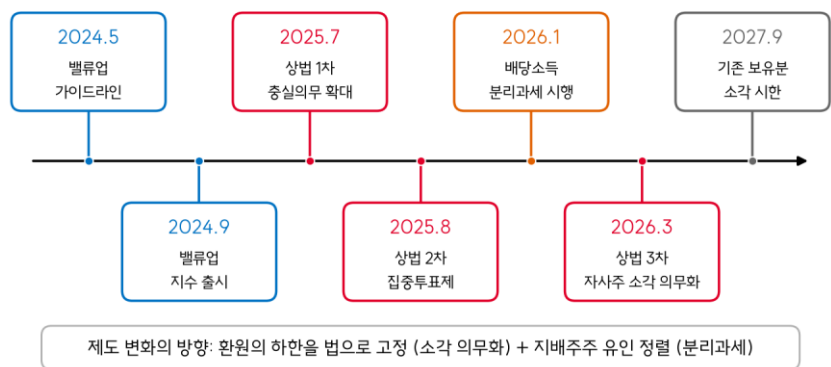
(1) 정책이 바꾼 전제: 소각 의무화와 분리과세

- 1차: 충실의무 확대(2025.7)
- 2차: 집중투표제(2025.8)
- 3차: 소각 의무화(2026.3)

지난 수년간의 국내 자본 시장 선진화 정책들은 증시의 핵심 변수로서 작동하고 있다. 특히 지난 1년을 돌이켜보면 2025년 7월 공포된 1차 상법 개정은 이사 충실의무의 대상을 '회사'에서 '회사 및 주주'로 확대했고, 8월의 2차 개정은 집중투표제 의무화와 감사위원 분리선출 확대를 담았다. 2026년 3월 시행된 3차 개정이 자사주 소각 의무화다. 신규 취득 자사주는 원칙적으로 1년 내 소각해야 하고(임직원 보상·재무구조 개선 목적은 정관 명시와 주총 승인을 조건으로 예외), 기존 보유분도 1년 6개월 내 소각해야 하며, 자사주는 의결권·배당권이 배제된 '권리 없는 주식'으로 규정되었다.

이 법제화의 함의는 두 가지다. 첫째, 매입-소각 스프레드의 소멸이다. 과거 한국 시장에서 매입 공시가 할인되었던 핵심 이유(취득 후 재유통 가능성)가 제도적으로 제거되어, 매입 공시의 평균적 신호 품질을 법이 끌어올렸다. 1장에서 확인한 수단의 위계에서 매입의 기대 반응이 소각 쪽으로 수렴할 개연성이 있다는 뜻이다. 다만 표본이 축적되지 않은 영역인 만큼 아직 추론의 영역일 수밖에 없다. 둘째, 기존 보유 자사주의 소각 시한(2027년 하반기)이 시장 전체에 예정된 EPS 상향 캘린더를 만들었다. 상장사 전체의 자사주가 순차 소각되는 과정은 개별 이벤트가 아니라 시장 베이스라인의 변화이며, 과거 어떤 환원 사이클에도 없던 조건이다.

국내 주주환원 제도 변화 타임라인 (2024~2026)

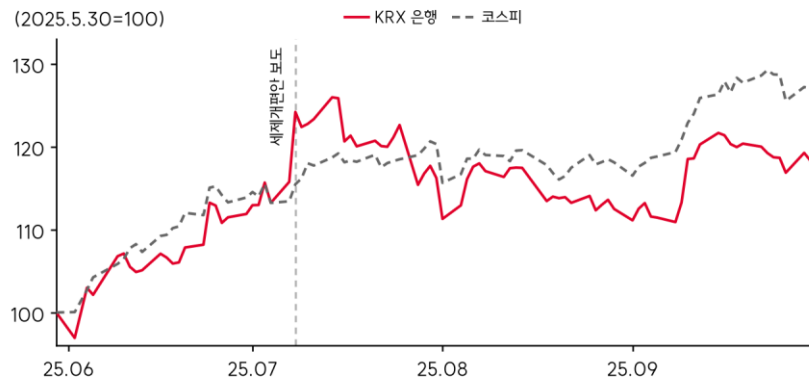


자료: SK 증권

분리과세 요건(배당성향 40%)이
사실상의 표준

세제도 방향을 바꿨다. 2026 년 1 월 시행된 배당소득 분리과세는 배당성향 40% 이상(또는 25% 이상+전년 대비 10% 증가) 기업의 배당에 대해 최고 30%(2,000 만원 이하 14%)의 분리과세를 적용한다. 과거 국내 지배주주가 배당을 기피한 일차적 이유는 최고 49.5%의 종합과세였다. 요건을 충족하는 기업의 지배주주에게 배당의 세후 수령액이 구조적으로 늘어난 것으로, 지배주주와 소액주주의 유인이 배당 확대 방향으로 정렬된 최초의 세제 환경이며, 시장은 이 제도의 가격을 이미 한 차례 보여줬다. 세제개편안 보도가 나온 2025 년 7 월 8 일 KRX 은행지수는 하루 +7.3%(코스피 +1.8%) 급등했으나, 반응이 그리 오래가지는 않았다. 이후 3 분기 말까지 은행지수는 -4.7%로 같은 기간 코스피(+9.9%)를 크게 하회하며 급등분을 반납했는데, 제도 기대는 발표 당일 한 번에 반영되고 요건을 충족하는 배당 확대가 실제 숫자로 확인되기 전까지는 되돌림이 나타난 것이다. 발표의 효과는 즉각적이고 그 이후는 이행의 뭉치라는, 1장에서 확인한 패턴이 제도 이벤트에서도 그대로 재현되었다.

분리과세 보도 전후 KRX 은행지수



자료: Quantiwise, SK 증권

일본: 요청과 공개. 한국: 법률과 세제
강제력과 유인 정렬 모두 한국이 더욱
직접적

2장의 일본과 비교하면 제도 변수의 위상이 분명해진다. 일본의 과제는 분산된 소유 구조 하의 경영 관성이었고 수단은 거래소의 요청과 명단 공개였다. 한국의 과제는 지배주주-소액주주 이해상충이었고, 수단은 그 유인을 직접 겨냥한 법률(충실의무·소각 의무화)과 세제(분리과세)다. 강제력은 한국이 높고, 유인 정렬은 한국이 직접적이다. 이 차이는 한국의 환원 확대가 일본보다 빠르게 진행될 가능성을 시사한다. 유인이 바뀐 지배주주에게 환원은 더 이상 비용이 아니라 편익이기 때문이다.

(2) 변화는 이미 관찰되는 중

2025년 소각이 취득을 처음 추월

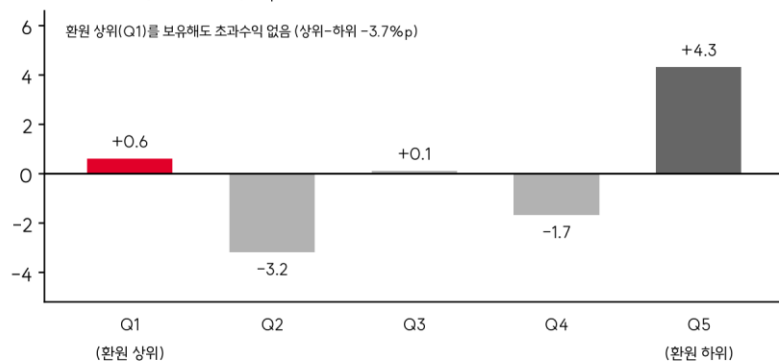
제도가 전제라면 총량은 이미 나타난 결과다. 국내 상장사의 자사주 취득은 2023년 8.2조원에서 2025년 20.1조원으로, 소각은 4.8조원에서 21.4조원으로 늘었고, 현금배당은 43.1조원에서 50.9조원으로 증가했다. 합산 환원 규모는 2년 만에 56조원에서 92조원이 되었다. 주목할 것은 구성이다. 2025년에는 소각이 취득을 처음 추월했다. 그 해 취득한 것보다 많은 물량을 태웠다는 뜻으로, 과거 취득분이 소각으로 넘어가기 시작했다는 신호이자 소각 의무화가 강제하기 전에 행동이 먼저 움직인 증거다. KOSPI200에서 발행주식수가 실제로 감소한 기업도 2017년 4개사에서 2025년 36개사로 늘었다.

과거 한국은 환원을 보상하지 않았음.
코리아 디스카운트의 데이터 버전이자
밸류업이 등장한 이유

이 전환의 의미는 과거와 대비할 때 선명하다. 고환원 종목을 꾸준히 보유하는 전략은 미국에서 오랫동안 유효했고(Boudoukh, Michaely, Richardson and Roberts, 2007; S&P 500 Buyback Index의 장기 초과수익), 일본에서도 2012~2022년 연 3% 안팎의 초과수익을 냈다(QUICK). 같은 질문을 한국에 던져 자체 검증했다. 2015년 이후 반기마다 확정된 KOSPI200의 실제 구성종목을 대상으로, 배당수익률과 발행주식수 감소율을 합친 환원 지표 상·하위 종목을 이듬해 수익률을 2017~2025년 9개 연도에 걸쳐 비교한 결과, 격차는 연평균 -3.7%p로 오히려 반대 방향이었다. 과거의 한국 시장은 환원을 늘린 기업을 보상하지 않았다. 이 결과는 전략의 실패가 아니라 시장의 상태에 대한 진단으로 읽어야 한다. 환원해도 주가로 보상받지 못하는 시장이 코리아 디스카운트의 근본적 원인였고, 기업들이 환원에 소극적이었던 합리적 이유였으며, 바로 그 부진 때문에 밸류업 프로그램과 상법 개정이 등장한 것이다.

국내 고환원 종목 보유전략의 과거 성과

(유니버스 대비 연평균 초과수익, %p)



자료: Quantwise, SK 증권

일본: 개혁 후 보상 구조 반전

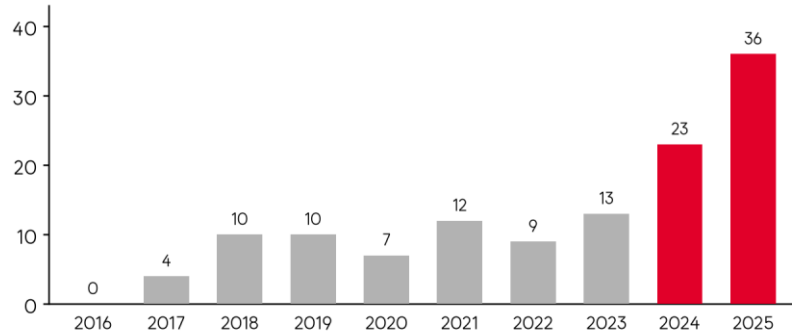
한국: 전환의 초입

달라질 근거는 이미 관찰되고 있다. 먼저 일본이 남긴 선례에서 알 수 있는건, 개혁 이전의 일본에서도 저평가·고환원 종목은 만년 저평가로 방치되었지만 2023 년 거래소의 자본효율 요구 이후 일본의 가치주 지수가 3 년 연속 시장을 이겼고 자사주 전략이 작동하기 시작했다는 것이다. 제도가 환원의 구속력과 수요를 바꾸면 보상 구조가 바뀐다는 것을 먼저 보여준 것이다. 또한 국내 증시에서 유의미한 변화의 신호가 감지되기 시작했다. 코리아 밸류업 지수는 출시(2024.9.24) 이후 코스피를 약 69%p 상회했고, 환원의 '변화'를 기준으로 하면 과거 구간에서도 상하위 격차가 +1.8%p로 방향이 달라진다.

한편 이벤트 반응은 과거에도 뚜렷했다(익일 평균 +4.0%). 개별 발표는 늘 보상받아 왔고, 이제 제도가 그 발표를 시장 전체의 상시 행동으로 바꾸는 중이다. 과거에는 환원이 예외적 이벤트였기에 이벤트로만 보상받았다. 환원이 규칙이 되는 시장에서는 보유의 보상 구조도 달라질 것이며, 한국은 지금 그 전환의 초입에 있다고 판단한다.

KOSPI200의 소각 기업 수 추이

(발행주식수가 감소한 기업 수, 개사)



자료: KIND, SK 증권

(3) 주주환원의 핵심 변수: 이익 모멘텀과 정책 민감도

수혜 = 이익 모멘텀(증폭의 연료) ×
정책 민감도(수단·규모 변화의
직접성)

주주환원의 수익률의 함수에 핵심 변수는 결국 두 개다. 먼저 이익 모멘텀이 전제되어야 한다. 환원은 증폭기이지 엔진이 아니어서, 이익 전망이 개선되는 국면의 환원은 증폭되고 악화 국면의 환원 약속은 무시당했다(e.g. POSCO 홀딩스·현대차·크래프톤). 다른 하나는 정책 민감도다. 소각 의무화와 분리과세의 수혜가 기계적으로 계산되는 업종, 예를 들어 기보유 자사주가 많아 소각이 예정되어 있거나, 배당성향이 분리과세 요건(40%)에 근접한 업종은 별도의 의사결정 없이도 주당가치 개선이 진행된다. 두 축이 겹치는 곳이 수혜의 교집합이고, 어느 한 축만 있는 업종은 그 축의 성격에 따라 반응의 형태가 달라진다.

금융: 정책 민감도 최고, 단 세 차례
리레이팅으로 선반영 리스크 존재.
이행의 질에 따른 종목 차별화 국면

금융(은행·보험)은 정책 민감도 축의 정점이다. 자본비율 초과분이라는 계산 가능한 재원이 있고, 배당성향이 분리과세 요건에 가장 근접해 있으며(업종 평균 30% 안팎), 밸류업 공시 이행 기록이 생기기 시작했다. 다만 2023년 행동주의, 2024년 밸류업, 2025년 분리과세 기대까지 세 차례의 국면 변화를 거치며 일정 수준의 선반영은 염두에 두어야 한다. 이제는 업종 일괄이 아니라 이행의 질(자본 여력과 환원 방식의 예측 가능성)에 따른 종목 차별화 국면으로 판단한다. 이미 2025년 2월 실적 시즌, 같은 주간에 발표한 4개 지주의 주가가 발표 내용에 따라 +4.7%에서 -4.4%까지 갈렸고 발표 전 순위가 정확히 뒤집혔다. 같은 업종·같은 주간·같은 정책 환경에서 환원 내용만으로 이만한 격차가 났다는 것은, 앞으로의 금융주 수익률이 업종 베타가 아니라 개별 이행에서 나온다는 뜻이다.

지주: 소각 의무화의 기계적 수혜

지주회사 역시 정책 민감도 축에서 가장 기계적인 수혜 업종이다. 기보유 자사주 비중이 전 업종에서 가장 높아 2027년 하반기 시한까지의 소각이 법으로 예정되어 있고, NAV 할인 축소라는 별도의 리레이팅 경로도 있다. LG·SK의 대규모 소각 결정이 이미 방향을 보여줬다. 이익 모멘텀은 계열사에 의존해 자체 동력이 약하지만, 이 업종의 수혜는 이익이 아니라 법이 만드는 주당가치 개선이라는 점에서 두 축의 역할 분담이 가장 뚜렷하다.

반도체·IT: 이익 모멘텀 축의 대표
사상 최대 FCF와 정책 만료·갱신이
겹치는 최대 규모의 이벤트

반도체는 이익 모멘텀 축의 대표다. 사상 최대 FCF에 중기 환원정책의 만료·갱신 캘린더가 겹쳐, 금액 기준으로 가장 큰 환원이 예정된 업종이다. 1장의 위계에서 가장 강한 반응 유형인 중기 정책의 도입·상향이 물리적으로 발생할 수밖에 없는 자리이고, 잔여재원 정산과 차기 정책의 규칙 상향 여부가 확인 포인트다. 삼성전자 2024년 11월의 경험(바닥에서 10조원 매입이 반등을 만들고 이후 업황 반전으로

추세 형성)은 이 업종의 템플릿이다. 환원이 바닥을 만들고, 이익이 추세를 만든다.

자동차: 리비전 반전이 스위치. 통신:
NTT 경로 경계. 증권: 정례화 확산

자동차는 두 축의 순서가 반대인 업종이다. 정책(TSR 목표)은 이미 공표되어 있으나 이익 조건이 발목을 잡아 왔다. PBR 0.6 배대의 저평가에 환원 규칙까지 갖춰진 상태에서 이익 리비전만 하향인 구조이므로, 리비전이 상향 반전하는 시점이 곧 증폭기가 켜지는 시점이다. 통신은 정책 민감도(안정적 FCF, 요건 근접 배당성향)는 있으나 이익 모멘텀이 없는 조합으로, 누적 5.9 조엔 매입과 16 년 연속 증배에도 2023 년 이후 TOPIX 에 역전당한 일본 NTT 가 이 조합의 도달점을 보여준다(2 장). 배당성향이 요건을 넘는 순간의 세제 이벤트 이상을 기대하기 어렵고, 그 이벤트조차 2025 년 7 월의 은행주가 보여줬듯 이행 확인 전까지는 되돌림에 노출된다. 증권은 소각 정례화가 확산 중인 업종으로, 정례화 이후 리레이팅이라는 경로를 따르는 후발 주자들의 이행이 관찰 대상이다.

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

정책 만료·갱신(2026~27) · 소각
시한(2027 하반기) · 지수
정기변경 — 성적표 확인의 시점

확인의 시점도 예정되어 있다. 단기적으로는 분기 실적발표가 각 사의 환원 발표와 잔여재원 정산이 공개되는 창구이고, 중기적으로는 세 개의 예정된 시점이 있다. 대형주 다수의 3개년 정책이 물려 있는 2026년 하반기~2027년의 중기 환원정책 만료·갱신, 2027 년 하반기의 기보유 자사주 소각 시한, 그리고 매년 6 월·12 월의 밸류업 지수 정기 변경이다. 가장 강한 반응 유형인 중기 정책의 도입·상향이 물리적으로 발생할 수밖에 없는 캘린더이며, 이 보고서의 분석 틀이 실제 숫자로 검증되는 시점이기도 하다.

다섯 개 팩터를 업종 내 백분위로
환산 환원 여력 3개, 이익 모멘텀
1개, 선반영 1개

일차적으로 각 업종을 계량화하여 주주환원 시대의 잠재적 주인공을 스크리닝해보자면 다음과 같은 접근법을 택할 수 있다. 우선 환원이 주가를 움직이려면 환원이 늘어날 여지가 있어야 하고, 늘었을 때 반응할 조건이 갖춰져 있어야 한다. 본문에서 주목한 조건들은 다음과 같다. 우선 자사주 비중(자기주식수 ÷ 발행주식수)은 기대되는 주식수 감소를 뜻하고, FCF 수익률(F12M 잉여현금흐름 ÷ 시가총액)은 환원의 재원이며, 배당성향은 분리과세 요건을 측정한다. 또한 본업의 사이클을 판단하는 이익 모멘텀, 밸류에이션의 선반영도를 P/B(TTM)의 2015 년 이후 자기 역사 백분위로 계산해 보조 지표로 뒀다. 대상은 KOSPI200 구성종목 200개, 업종 분류는 WI26 기준 26개 업종이며 기준일은 2026년 8월 19일이다.

종목 단위 지표(자사주 비중·FCF)를 업종으로 집계했으며 자사주는 업종 내 중앙값을 썼다. 시가총액 가중으로 계산하면 자사주 비중이 높은 대형 지주 한 종목이 업종 전체를 대표해 버리기 때문이다. FCF 수익률은 금액 성격이므로 업종 합계 기준으로 산출했다. 사용된 팩터들은 26개 업종 내 백분위(0~100)로 환산했으며, 배당성향은 단조 지표가 아니어서 40%에서 멀어질수록 감점하되, 이익 급감으로 성향이 100%를 넘는 경우는 지속가능성이 없으므로 70%에서 절사했다. 마지막으로 환원 여력 세 팩터의 평균과 이익 모멘텀을 두 축으로 삼고 그 평균을 종합 점수로 했다. 각 팩터의 가중치는 동일 비중이다.

저평가는 축이 아니라 경고 표시 수혜의
크기와 진입 시점은 다른 문제

다만 저평가는 종합 점수 측정에서 제외하고 '선반영 경고'로만 표기했다. 앞 장들이 반복 확인했듯 저평가는 환원의 반응을 키우는 조건이지만, 현재 시점의 P/B 백분위는 그 업종이 이미 얼마나 리레이팅되었는지를 함께 담고 있다. 실제로 반도체(98.0), 은행(97.6), 증권(92.8)은 모두 자기 역사 최상단에 있는데, 이를 축에 넣으면 환원 여력과 이익 모멘텀이 뚜렷한 업종이 일괄 하위로 밀린다. 수혜의 크기와 진입 시점은 구분해야 할 문제이므로, 점수는 전자로 매기고 후자는 별도 열에서 경고하는 방식을 택했다. 한편 은행·증권·보험은 업종 특성상 FCF 가 산출되지 않아 환원 여력이 두 개 팩터로만 계산되며(표에 * 표기), 에너지·화학·IT 가전은 순이익 적자로 배당성향이 산출되지 않아 해당 팩터에 최하위 점수를 부여했다. 또한 디스플레이(회사 1개)·미디어교육(회사 2개)처럼 구성종목이 적은 업종의 중앙값은 대표성이 낮다.

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. 적자는 순이익 적자로 배당성향 산출 불가(세제 최하위 부여). * 업종은 FCF 부재로 2개 팩터 기준

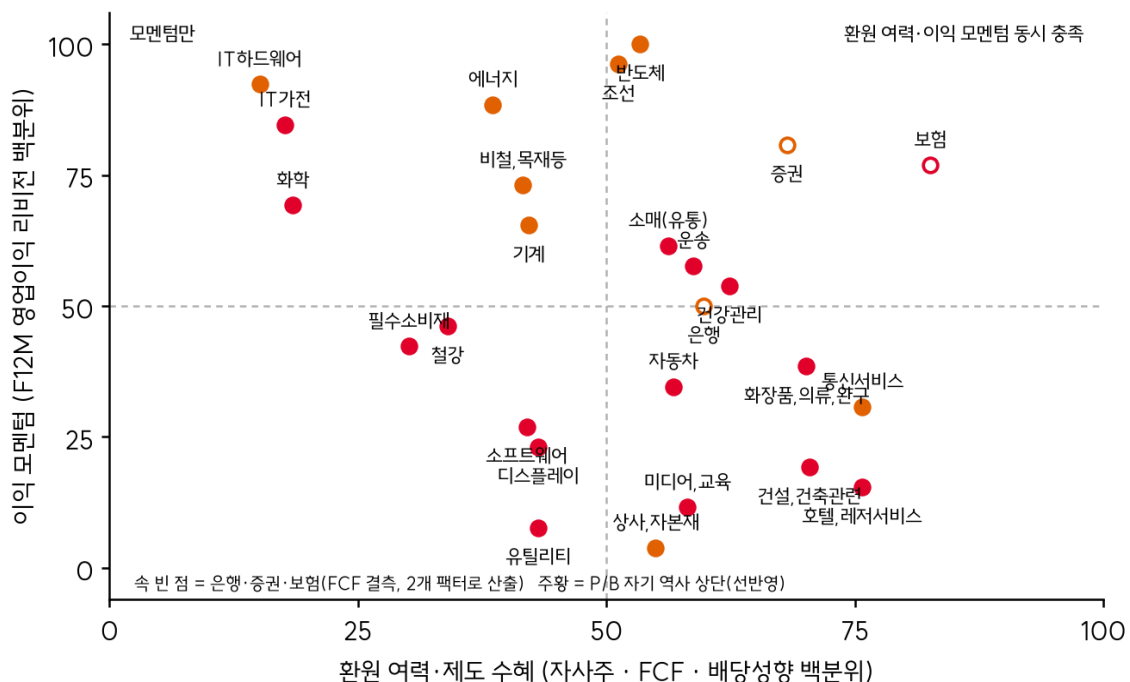
자료: Quantiwise, SK 증권.

지주는 분류상 흩어져 있고 성격도
제각각이기 때문에 업종 베타가
아니라 개별 분석의 영역

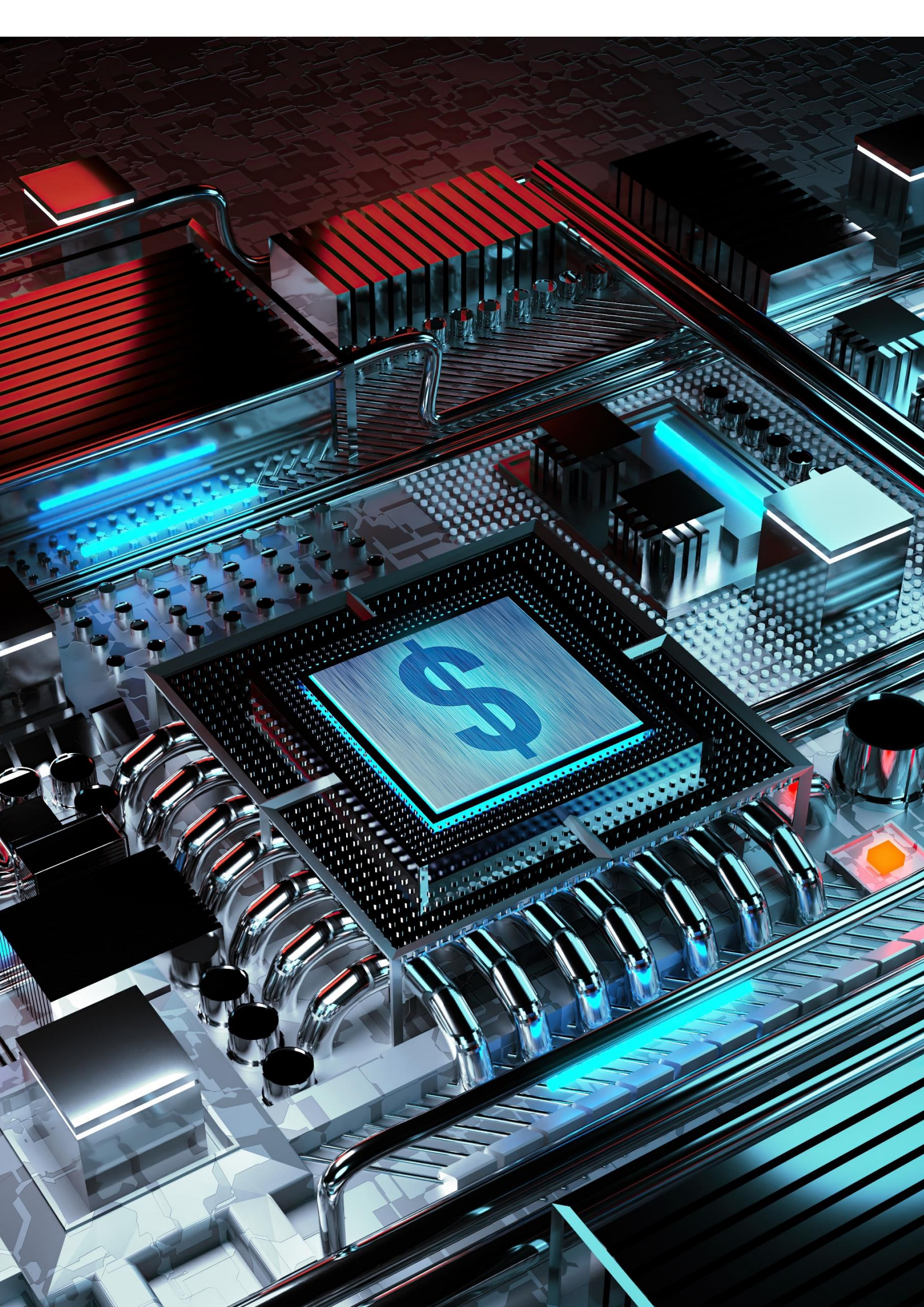
본 도표의 업종 분류에서 지주회사는 두 가지 이유에서 별도 항목으로 구분하지 않았다. 우선 분류상 위치가 일정하지 않다. 지주회사는 표준산업분류상 '기타 금융업'으로 묶이는 것이 원칙이지만 사업지주는 본업 업종으로 분류되어, KOSPI200 안에서만 봐도 SK는 에너지, HD 현대와 HD 한국조선해양은 조선, LS는 기계, POSCO홀딩스는 철강, SK스퀘어는 반도체, 롯데지주·두산·CJ·LG는 상사·자본재로 흩어져 있다. 철강은 네 종목 중 셋이 지주여서 업종 자체가 성립하지 않게 된다.

더 중요하게는 지주라는 형식이 환원 수혜를 결정하지 않는다. 기보유 자사주 비중만 놓고 봐도 SK 24.8%, 롯데지주 23.7%, 두산 16.0%로 소각 의무화의 기계적 수혜가 즉시 계산되는 곳이 있는 반면 LG·GS·한진칼은 0%대이고, 25개 지주 중 14개가 1%에 미치지 못한다. 중앙값은 0.4%로 시장 전체(0.7%)보다 오히려 낮는데 시가총액 가중으로는 5.3%까지 올라가는 것이 이 편차의 크기를 말해준다. 같은 '지주'라는 이름 안에 수혜가 확정된 기업과 해당 사항이 없는 기업이 함께 들어 있다는 뜻이며, 업종 베타로 접근하면 전자의 수혜가 후자에 희석되어 판단을 그르친다. 따라서 주주환원이 지주사들에 미치는 영향을 따지는 작업은 후속 내용에서 다룬다.

이익 모멘텀·환원 팩터 매트릭스



자료: Quantwise, SK 증권



PART 2.

반도체: AI 성장과 주주가치 제고의 동반

AI 성장과 주주가치 제고의 동반

메모리 업계 주주환원 본격화 시작

27년 Shareholder Yield 시나리오: 10~25%
글로벌 AI Value Chain에서 가장 압도적

메모리 업계의 주주환원이 본격화되기 시작했다.

삼성전자는 FCF의 50% 환원 정책 아래 배당과 자사주 매입/소각을 병행하고 있으며, SK하이닉스는 전량 소각을 전제로 한 40조원 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.

Re-rating 필수 요건

FCF Duration과 안정성의 동반

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

FCF Duration 장기화의 근거

AI 인프라가 금융 가능 자산으로 변모
병목은 자본에서 물리적 자원으로 이동
거시경제 기반 교체주기의 전통 수요와 다름

이번에는 다르다. AI 시대 메모리 FCF Duration을 길게 볼 근거가 과거보다 강하다. 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 설비투자자에 대한 인식 변화 필요

과거: 초과공급을 견인하는 자본
현재: Profit Duration 연장 위한 필수 투자
평가 척도: Peak margin이 아닌 Duration

메모리 설비투자자 역시 과거와 다른 관점에서 접근해야 한다. 과거 설비투자자는 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. Margin이 Peak에 도달하더라도, Q증가를 통해 절대 이익은 성장할 수 있고, LTA는 Q의 가시성을 높인다. 평가의 척도는 Peak margin의 높이가 아니라, 높은 Economic profit이 얼마나 오래 지속되는지이다.

메모리 투자 포인트

AI 성장과 주주가치 제고의 동반, 재평가 사이클이 사라지는 것이 아닌,
진폭 완화, 장기화, 가시화가 핵심.
메모리 비중 확대 의견 유지

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.

1. 메모리 주주환원 본격화 시작

DRAM에서 NAND 까지, 환원이 업종의 공통 언어화

메모리 업종 전체적 주주환원 본격화 이례적
DRAM 뿐 아니라 NAND 업체들까지 환원

메모리의 주주환원이 업종 차원의 변화로 확산되고 있다. 과거에도 일부 업체가 특정 시점에 대규모 배당이나 자사주 매입을 시행한 적은 있었지만, DRAM 과 NAND 의 주요 생산업체가 동시에 성장 투자와 주주환원을 강화하는 모습은 유례 없는 현상이다.

주주환원 확대는 투자 축소의 결과가 아님

삼성전자는 가장 오래된 사례이다. 2024-2026 년 3 년간 발생하는 FCF 의 50% 를 주주에게 환원하고, 매년 약 9.8 조원의 정규배당을 지급하는 정책을 유지하고 있다. 이 관점에서 최근 공시를 통해 2026 년 90-110 조원 수준의 주주환원을 예고했다. 동시에 삼성전자는 2026 년 설비투자과 R&D 에 110 조원 이상을 투입할 계획이다. 주주환원 확대가 투자 축소의 결과가 아니라는 점이 중요하다.

SK 하이닉스는 공격적 주주환원 단계로 진입
2025-27 년 누적 FCF 기준 50% 이내에서
50% 이상으로 변경. 매입/소각 중심의 정책

SK 하이닉스는 훨씬 공격적인 주주환원 단계로 진입했다. 최근 40 조원 규모의 자사주를 매입해 전량 소각하기로 결정했으며, 기존의 2025-27 년 누적 FCF 50% 이내 환원 방침도 50% 초과로 상향조정했다. 상단이 하단으로 변한 것이다. 향후에도 배당과 매입/소각을 병행하고, 고정배당과 더불어 특별배당까지 검토한다고 밝혔다. 회사가 현 주가 수준이 사업경쟁력과 현금창출력을 충분히 반영하지 못하고 있다고 판단했다는 점도 주목할 필요가 있다.

NAND 역시 주주환원 본격화

AI 수요, 장기 고객관계, Durable FCF 에 대한 자
신감과 연결. 명시적 자본배분의 한 축으로 설정

NAND에서도 같은 변화가 나타난다. 샌디스크는 FY2028-30의 장기 재무모델을 제시하면서 사업에 필요한 투자를 우선 집행한 뒤, 초과현금의 100%를 주주에게 환원하겠다고 밝혔다. 이에 앞서 자사주 매입 승인도 \$14bn 을 확대해 잔여한도를 \$15.5bn 까지 높였다. 중요한 것은 회사가 이 정책을 AI 수요, 장기 고객관계, Durable FCF 에 대한 자신감과 직접 연결하고 있다는 점이다.

Kioxia 도 새로운 자본배분정책을 제시했다. 생산설비와 기술개발, 인적자원에 필요한 성장 투자와 재무구조 강화를 우선한 뒤, 다년간 창출되는 초과 누적 FCF 를 기반으로 추가 주주환원을 검토하는 방식이다. 아직 고정된 Payout ratio 를 약속한 것은 아니지만, NAND 업체까지 성장투자 이후 FCF 의 주주 귀속을 명시적인 자본 배분의 한 축으로 설정하기 시작했다.

업체별 정책은 다소 차이가 있지만, 성장투자→FCF 창출→주주환원의 방향은 같다.

과거 메모리의 높은 FCF 는 대부분 다음 투자사이클을 위한 자본으로 인식됐다. 하지만 지금은 필요한 성장투자를 먼저 집행한 뒤에도 남는 FCF 를 주주에게 귀속시키기 시작했다.

따라서 이번 변화의 핵심은 단순한 Payout 확대가 아니다.

투자를 줄여 돈을 돌려주는 것이 아니라, 투자하고도 돌려줄 돈이 남기 시작했다는 점이다.

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% 이상 (하한)
	적용 기간	2025~2027년 누적	기간 동일 · 조기 이행
	핵심 내용		40조원 매입 후 전량 소각(2,407만주, 발행주식의 3.3%) 8/20~11/19 · 추가 환원 검토
	핵심 특징	상한영 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 확정계약 2주년)
	핵심 내용		FY3Q26 자사주 매입 X · 부채 \$4.37B 상환 · 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 팅 CapEx로 성장 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 총 FCF \$3.5B의 약 88% 환원 · 순연금 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

2. Payout 보다 중요한 것은 Duration

주주환원이 의미를 갖기 위한 조건
Durable FCF, 주주귀속에 대한 신뢰

높은 Payout 자체가 높은 Valuation 을 보장하지는 않는다.

주주환원이 의미를 갖기 위해서는 먼저 이를 뒷받침할 Durable FCF 가 있어야 하며, 그 FCF 가 장기간 주주에게 귀속될 것이라는 신뢰도 필요하다.

현실에서 주주환원이 의미있는 이유
정보의 비대칭성, Agency cost
현금흐름의 안정성, 불필요한 과잉투자 억제,
성장의 과실이 실제 주주에게 귀속

Modigliani-Miller 의 Dividend Irrelevance 에 따르면 완전자본시장에서는 배당 여부 자체가 기업가치를 변화시키지 못한다. 하지만 현실에서 주주환원이 가치를 갖는 이유는 정보의 비대칭과 Agency cost 가 존재하기 때문이다. 즉, 주주환원은 현금흐름의 안정성을 보여주고, 불필요한 과잉투자를 줄이며, 성장의 과실이 실제 주주에게 귀속될 것이라는 신뢰를 높인다.

결국 Payout 의 크기도 중요하지만, Payout 의 반복 가능성이 더 중요하다.

Apple 의 사례
자사주 매입은 사업 주당가치 증가를 증폭
하지만 핵심은 높은 사업가치를 기반

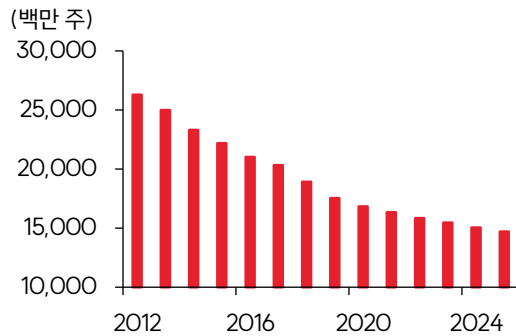
사례 1. Apple: 자사주 매입은 좋은 사업의 주당가치 증가를 '증폭'

Apple 은 자사주 매입의 역할을 가장 직관적으로 보여준다. 대규모 자사주 매입을 장기간 반복하면서 유통주식수를 줄였고, 사업가치의 증가가 더 빠른 EPS 와 FCF/share 의 성장으로 연결되었다. 다만, Apple 의 Valuation 을 만든 것은 강한 생태계와 Installed base, Service mix, 높은 수익성과 지속적인 현금 창출이 핵심이었다. 자사주 매입은 그 사업가치를 더 적은 주식에 귀속시키면서 Per-share Compounding 을 증폭시켰다.

즉, Durable Business → Durable FCF → Buyback → Per-share Accretion 의 순서이다.

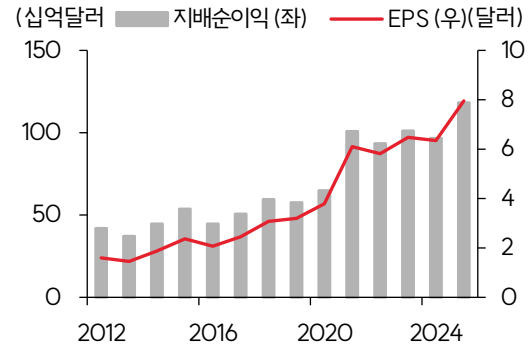
이는 장기간 높은 FCF 를 만드는 기업에서 Buyback 이 주당가치 증가의 강력한 가속기가 될 수 있다는 점을 보여주는 사례이다.

Apple의 유통주식수 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

Apple의 순이익, EPS 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

TSMC의 사례

배당은 사업의 질을 확인시켜주는 신호

사례 2. TSMC: 배당은 Business Quality의 확인

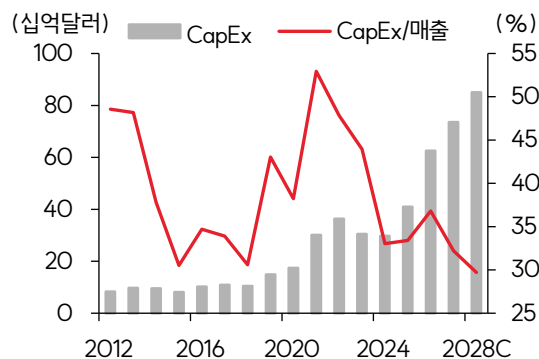
TSMC는 주주환원의 또 다른 역할을 보여준다. TSMC는 지속 가능하고 점진적으로 증가하는 현금배당을 정책으로 유지하면서, 동시에 성장투자를 지속하고 있다.

하지만 TSMC 역시 Valuation 프리미엄은 배당이 핵심이 아니었다.

선단공정의 기술 지배력과 높은 ROIC, 고객 Lock-in 과 AI 성장이 사업가치를 만들고, 배당은 그 결과 발생하는 CF가 일시적이지 않다는 사실을 확인시켜주는 신호에 가까웠다.

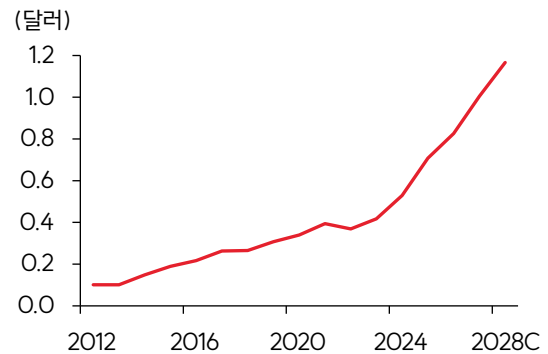
TSMC 사례 역시 주주환원은 Business Quality의 대체제가 아니라, 그에 대한 시장의 신뢰를 강화하는 결과물로 해석 가능하다.

TSMC 설비투자 및 매출액 대비 비중 추이 및 전망



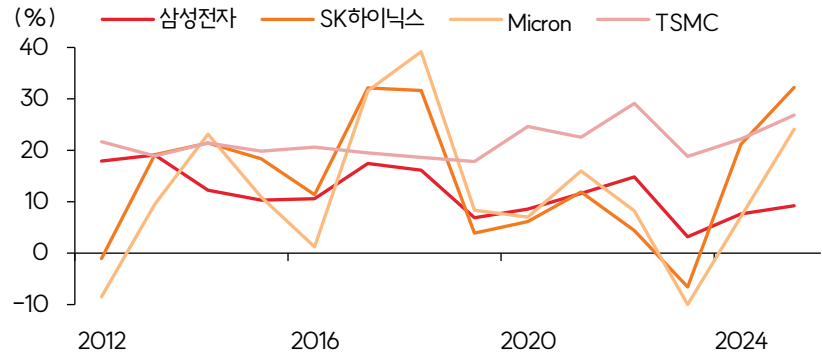
자료: Bloomberg, SK 증권

TSMC 주당배당금 추이 및 전망



자료: Bloomberg, SK 증권

TSMC와 메모리 3사의 ROIC 추이 비교



자료: Bloomberg, SK 증권

Texas Instruments의 사례

안정적 사업가치에 더해진 적극적 주주환원에 따른 Valuation 할증

사례 3. Texas Instruments: 프리미엄의 근원은 FCF/share에 대한 신뢰

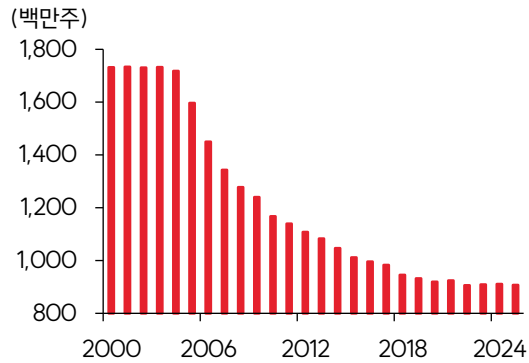
Texas Instruments는 이번 메모리 논리와 가장 직접적으로 연결되는 사례라고 판단한다. TI는 오랜 기간 회사의 최상위 재무목표를 단순 EPS가 아닌 FCF/share의 장기 성장으로 정의해왔다. 사업에 필요한 투자를 우선하고, 남는 현금을 배당과 자사주매입을 통해 주주에게 귀속시키는 방식이었다.

2004년부터 2025년까지 자사주매입을 통해 유통주식수가 47% 감소했고, 2013년부터 FCF의 100% 환원 정책을 시작했다. 또한 배당 역시 2019년, 2023년, 2024년 감익에도 불구하고 22년 연속 증액시켰다.

시장도 TI에 Analog peer group 대비 높은 Valuation을 부여했다. 2013년 중반 이후 Infineon, NXP, Onsemi, Microchip 평균 대비 TI의 12MF P/E는 Peer 평균 대비 지속 할증 받아왔다.

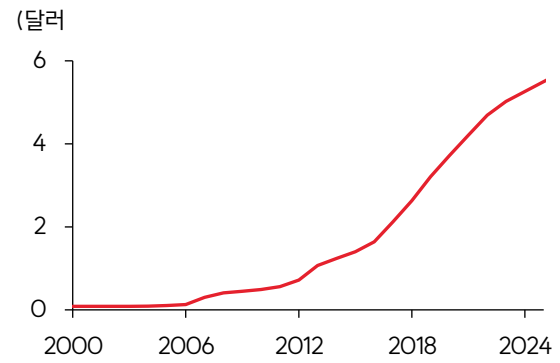
다만 이 역시 프리미엄의 핵심은 높은 Payout이 아니었다. TI의 Analog 제품은 Product Life cycle이 길고, 고객과 최종 수요처가 분산되어 있어 CF의 안정성이 상대적으로 높다. 또한 300mm 제조를 통한 원가 경쟁력으로 높은 FCF Conversion을 유지할 수 있었다. 핵심은 명확한 주주환원에 더해진 FCF Duration이었다.

TI 유통주식수 추이



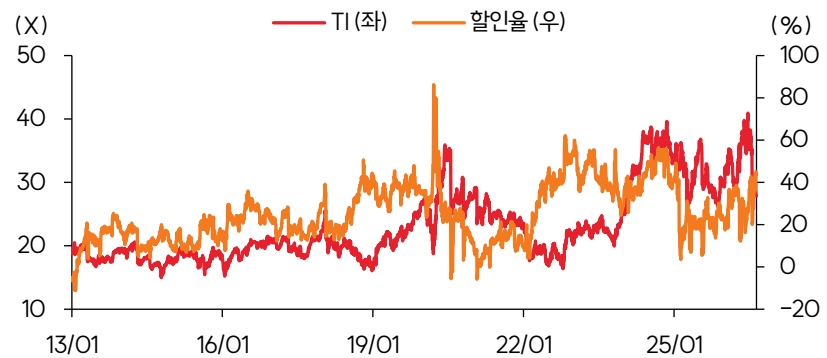
자료: Bloomberg, SK 증권

TI 주당배당금 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

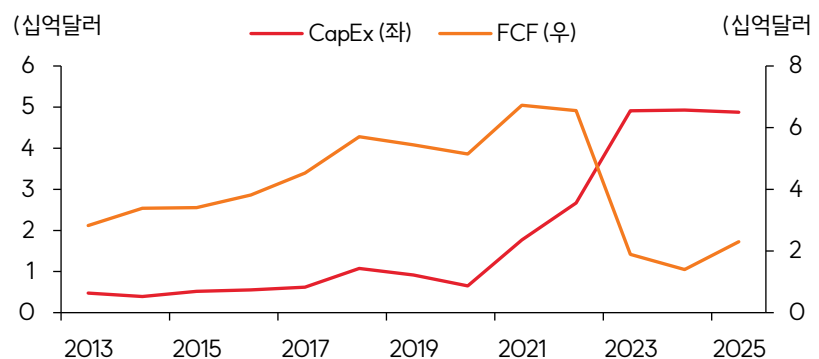
TI와 업종 대표기업들의 12MF P/E 평균 비교



자료: Bloomberg, SK 증권

주: Peer 평균은 Analog Devices, Infineon, NXP, Onsemi, Microchip의 평균치 사용

TI의 FCF와 CapEx 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

삼성전자, 마이크론의 사례

적극적 주주환원에도 Valuation Regime 불변
FCF Duration에 대한 시장 신뢰 부재 때문

사례 4. 삼성전자, 마이크론: Payout alone의 한계

반대 사례도 중요하다.

삼성전자는 과거에도 FCF 50% 환원을 시행했고, 2016~17년에는 배당과 자사주 매입/소각을 병행했다. 2018년에는 잔여 자사주도 전량 소각했다. 그럼에도 Memory cycle에 대한 시장의 Mean-reversion 전망은 사라지지 않았고, Valuation Regime 역시 달라지지 않았다.

마이크론 역시 2018년 최소 FCF 50% 환원과 \$10bn의 자사주 매입을 발표했지만, Cyclical multiple에서 완전히 벗어나지는 못했다. 시장이 믿지 않은 것은 환원 의지가 아니라, FCF Duration이었다고 판단한다.

Valuation 프리미엄의 핵심

FCF Duration, FCF/share,
Capital Allocation Credibility

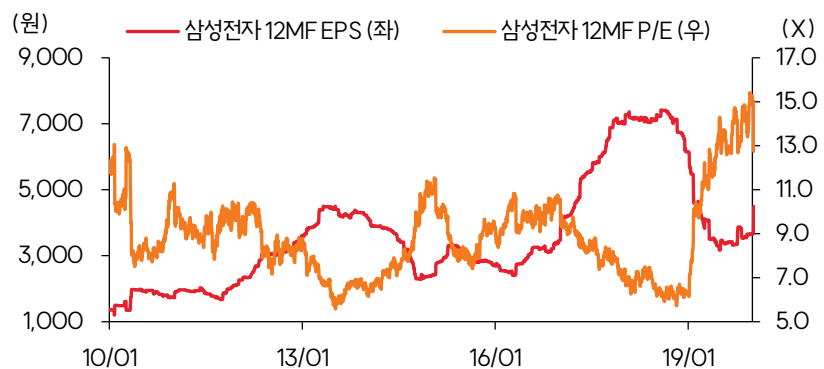
-> FCF Duration에 대한 증명 중요

즉, Tech 사례에서 확인할 수 있는 Valuation 프리미엄의 핵심은,

FCF Duration + FCF/share Growth + Capital Allocation Credibility이라 판단한다.

결국 메모리 업계의 주주환원이 과거와 다른 평가를 받기 위해서는 FCF Duration이 정말 길어지고 있는지에 대한 증명이 중요하다.

삼성전자 12MF EPS, P/E



자료: Bloomberg, SK 증권

3. 메모리 FCF Duration 장기화의 근거

(1) AI 인프라는 비용에서 자산으로 변화

AI 인프라에 대한 시장의 인식 변화

소모품 (반복 비용) → 자산 (금융 가능성 상승)

AI 인프라에 대한 자본시장의 인식이 빠르게 변화하고 있다. 초기에는 GPU 를 빠르게 감가되는 IT 설비로 보는 시각이 강했고, AI 설비투자 역시 매년 반복해야 하는 막대한 비용으로 인식되었다. 이 관점에서의 AI 설비투자는 지속 가능하지 않다.

AI 설비투자 확대 → Hyperscaler FCF 하락 → 투자여력 하락 → AI 설비투자 Peak

AI 인프라의 금융 가능성 제고 논리

Compute-tiering, GPU 임대가격 견조

→ 구형 인프라 역시 수익화 가능

하지만 시장 우려와 달리 출시 6년이 지난 A100 기반 자원도 2029년까지 장기계 약되고 있으며, 구형 GPU 가격 역시 의미있는 수준을 유지하고 있다. 이는 AI 인프라 공급 부족과 더불어 Compute-tiering (최신 GPU는 Frontier training, 기존 GPU는 일반 추론, Fine tuning, Batch Workload 등)을 의미한다. 더욱이 BEP 시점에 대해 아마존은 3년 이내, Nebius는 1년 이내, Coreweave는 2.5년 이내를 암시했다. 이는 AI 인프라의 Payback period 와 실제 Economic life 사이 상당한 고수익성 구간의 발생을 의미한다.

결국 AI 인프라가 장기간 CF를 만드는 자산이라면 결론은 달라진다.

고객 계약이 장기간 유지되고, 가동률을 관찰할 수 있으며, 설비에 잔여 가치가 존재한다면 해당 자산을 기반으로 외부자본을 조달할 수 있기 때문이다. AI 인프라에 대한 금융화는 바로 이 조건이 충족되기 시작했다는 의미이다.

엔비디아의 \$500bn 이상 조달

AI Compute를 단순 H/W가 아닌,

Revenue-generating, Transferable,

Redeployable 한 투자 가능 자산으로 정의

엔비디아는 8월 Apollo, BlackRock, Blackstone, Brookfield, Goldman Sachs, KKR 과 독립적인 AI Compute Financing Platform 을 구축한다고 발표했다. 목표는 장기적으로 \$500bn 이상의 Third-party Capital 을 동원하는 것이다. 이 과정에서 AI Compute 를 단순 Hardware 가 아니라 Revenue-generating, transferable, redeployable 한 투자가능한 자산으로 정의했다.

네비우스의 약 \$775M 조달

Senior Secured Financing 조달

본 Debt 와 계약에서 발생할 CF 로 설비투자

Nebius 에서는 더 직접적인 구조가 등장했다. 7 월 약 \$775M 의 Senior Secured Financing 을 조달했으며, 담보는 이미 배치된 GPU 인프라와 투자등급고객의 계약 된 CF 이다. 해당 Debt 와 고객계약에서 발생할 CF 로 기초 GPU 인프라 설비투자 의 100% 이상을 충당한다.

코어위브의 \$3.1bn 조달

AI Compute 담보로 하는 파이낸싱이

특정 Private Credit 거래

→ 넓은 Capital Market 으로 이동

Coreweave 역시 \$3.1bn 의 HPC 인프라를 기초자산으로 하는 Loan 을 조달했다. 특정 고객계약을 위해 배치되는 Compute 인프라를 기반으로 한 최초의 Publicly Syndicated HPC 파이낸싱이다. 이는 AI Compute 를 담보로 하는 파이낸싱이 특정 Private Credit 거래를 넘어 보다 넓은 Capital Market 으로 이동하고 있음을 보여준다.

과거와 달라진 AI 투자의 제약조건

과거: Hyperscaler 만이 가장 중요

향후: 자금조달 경로 확장

단, 순서는 반드시

Monetization → Financialization

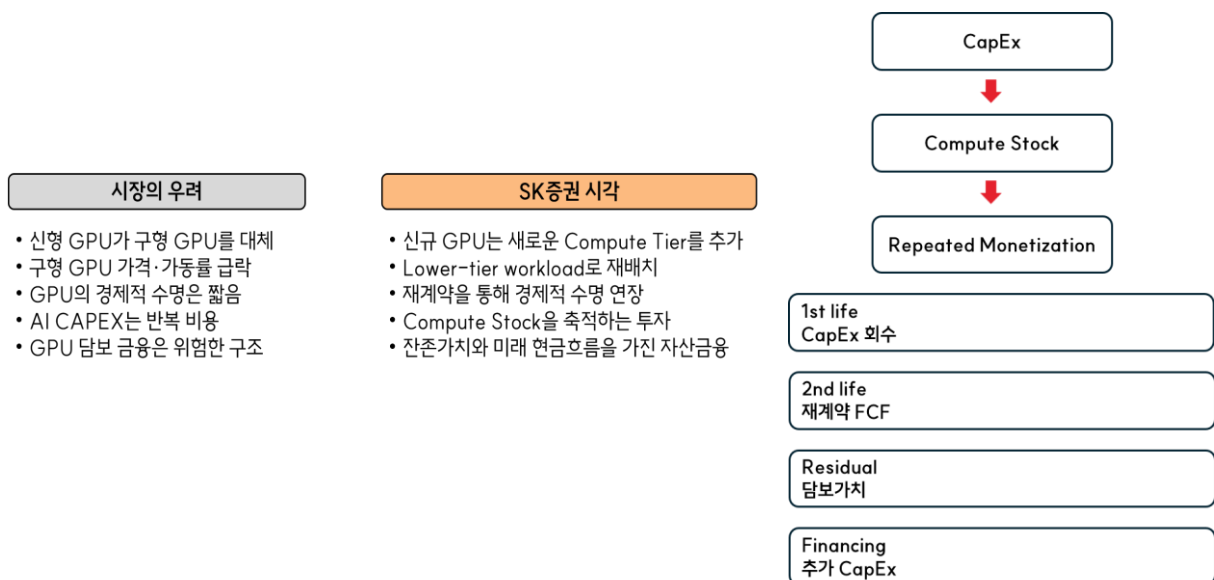
이 구조는 AI 투자의 제약조건을 바꾼다.

과거에는 Hyperscaler 의 FCF 가 사실상 가장 중요한 Funding Source 였다면, 앞으로는

Corporate Cash + Bank Debt + Private Credit + Infrastructure Capital + JV + Asset-level Finance 로 자금조달 경로가 넓어지는 것이다.

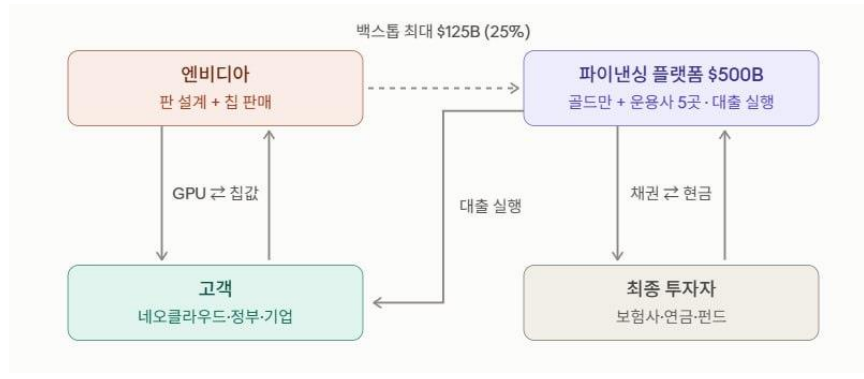
물론 순서는 반드시 Monetization → Financialization 이어야 한다. 자산이 실제 CF 와 잔여 가치를 증명해야 외부자본도 유입된다. 하지만 그 조건이 충족된다면, AI 설비투자의 지속성을 Hyperscaler 의 FCF 하나만으로 판단하기는 어려워진다.

핵심 질문: GPU 세대교체는 Replacement cycle 인가, 아니면 Compute stock accumulation 인가?



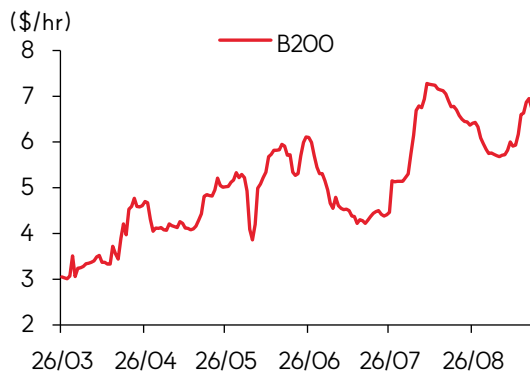
자료: SK 증권

엔비디아의 \$500bn Financing 구조



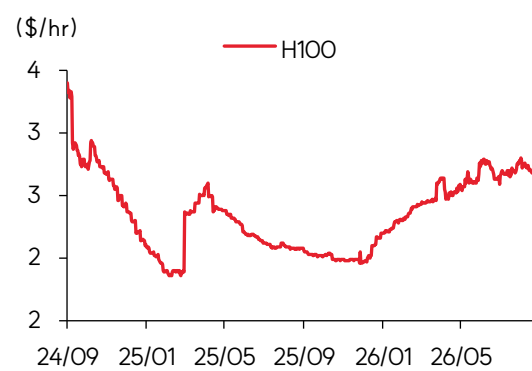
자료: SK 증권

GPU 임대가격 추이



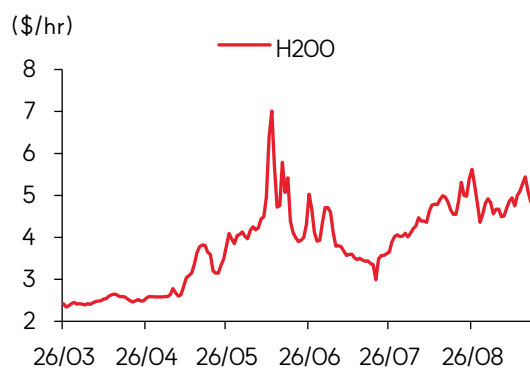
자료: Omn, SK 증권

GPU 임대가격 추이



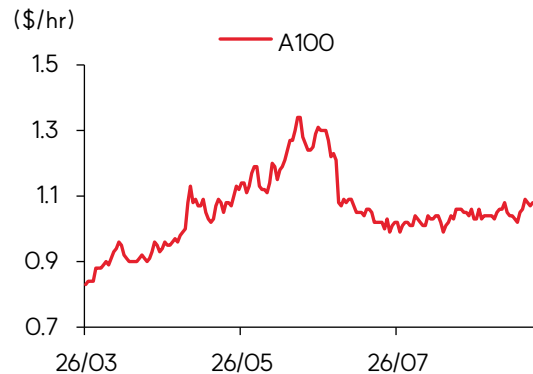
자료: Silicon Data, SK 증권

GPU 임대가격 추이



자료: Omn, SK 증권

GPU 임대가격 추이



자료: Omn, SK 증권

Financialization: AI에서 병목 위치 이동
 자본->실제 인프라에 필요한 물리적 자원
 AI 인프라 투입 Capital Stock이 증가할수록,
 메모리의 경제적 가치도 함께 커지는 구조

(2) 자본 병목이 완화되면, 실물 병목이 중요해진다

Financialization의 핵심은 단순히 돈이 많아진다는 것이 아니다. AI에서의 병목 위치가 이동한다는 점이 더 중요하다.

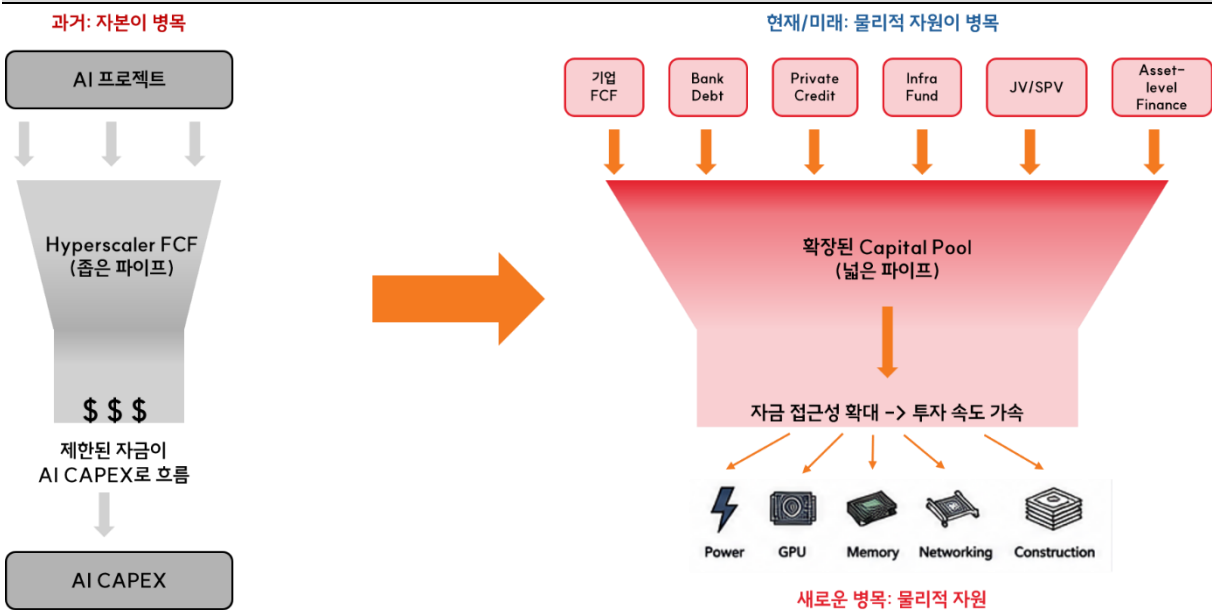
Capital이 가장 부족할 때는 자금조달이 투자의 상한을 결정한다. 반대로 외부자본까지 활용할 수 있다면, 그 다음 제약조건은 실제 AI 인프라를 만드는 데 필요한 물리적 자원이다.

결국 병목은 자본에서 전력/GPU/메모리/네트워크/건설 등으로 이동한다. 이 환경에서는 메모리의 경제적 가치가 단순 칩의 가격보다 높아지는 게 당연하다.

이미 막대한 비용을 들여 확보한 GPU와 데이터센터가 메모리 부족 때문에 충분히 가동되지 않는다고 가정하면, 손실은 메모리 구매가격에 그치지 않는다. GPU 가동률이 떨어지고, 서비스 가능한 토큰이 줄어들며, 고객계약의 이행 능력까지 낮아질 수 있기 때문이다.

이는 AI 인프라에 투입된 Capital stock이 커질수록, 메모리 공급을 안정적으로 확보하는 가치도 함께 커지는 구조라는 점을 의미한다.

금융화는 병목을 바꾼다



자료: SK 증권

4. 메모리 수요는 AI 운영 중에도 반복 재추정된다

AI의 메모리 수요는 과거 세트보다 훨씬 동적이다.

세트 사이클에서의 메모리 수요

수요 예측의 가시성이 높았음

출하량: 거시경제 기반 Cyclical

Contents: 신모델 계획 수립 시 확정

메모리 수요 재추정 빈도, 변화 수준

높지 않았음

세트 사이클에서의 전통적 수요 예측은 상대적으로 단순했다. PC와 스마트폰의 출하량과 대당 Contents를 곱하면 전체적 수요를 대략적으로 추정할 수 있었다. 출하량은 거시경제에 기반하는 Cyclical이며, Contents는 신모델 계획이 수립되는 순간 확정되므로 수요 예측의 가시성이 높았다. 이는 한 사이클 내에서 메모리 수요가 재추정되는 빈도나 변화 수준이 높지 않음을 의미하고, 두 변수 중 하나가 둔화되면 전체가 약해지는 결론이 가능하다.

AI에서의 메모리수요

AI가 운영되는 과정에서 지속 반복 재추정

실제 가동률, 컨텍스트, Agent 등 다양한 변수

메모리 계층화 구조도 계속 변화

하지만 AI에서의 메모리 수요는 AI가 운영되는 과정에서 지속 반복 재추정된다. 실제 가동률이 달라지고, 컨텍스트의 길이와 추론 방식이 변하며, Agent의 수 및 수행 작업량이 증가한다. HBM 뿐 아니라 System DRAM과 스토리지로 이어지는 메모리 계층화의 구조도 계속 바뀌는 구조이다. 메모리 수요를 결정짓는 변수가 매우 다양하고, 모두 열린 변수이므로 한 가지 요소가 둔화된다고 해서 전체 수요가 둔화된다는 결론으로 도달하기 어렵다.

즉, AI 메모리 수요는

Installed Compute * Utilization * Workload Intensity * Memory Requirement
에 의해 반복적으로 다시 계산된다. 이는 AI 인프라 설치 이후에도 수요가 지속 재추정된다는 의미이다.

Compute capacity가 증가하면, 메모리가 필요하다. 기존 Compute의 가동률이 상승해도 메모리 요구량이 증가한다. AI를 더 효율적으로 운영하려 해도 KV 캐시와 Tiering, Offloading을 위해 추가적인 메모리 계층화가 필요하다. 따라서 메모리는 AI 확장의 수혜일 뿐 아니라 AI 효율성을 높이기 위한 필수 Input이기도 하다. 메모리 공급부족 심화와 맞물린 현재의 상황은 메모리 생산능력 확대의 필요성을 그 어느 때보다 높게 만들고 있는 것이다.

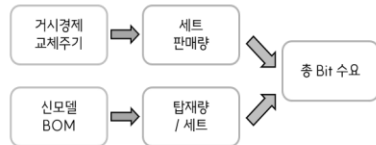
AI 메모리 공급 부족 장기화의 기반

반복 재추정된 고객 수요를 공급사가 반영 불가
공급 부족 해소 위한 비용이 매우 높음을 의미
> 메모리의 높은 수익성과 장기 사이클로 환원

사이클이 만들어지는 이유는 수요와 공급의 속도가 다르기 때문이다. AI 메모리 공급 부족 장기화의 기반은 반복 재추정되고 있는 고객 수요의 상황을 메모리 공급사가 실시간으로 생산 계획에 반영할 수 없다는 점에 있다. 또한 LTA 협상 등에 따른 생산 능력 배분 과정, HBM 생산에 따른 Capa loss 등을 감안하면, 공급 부족의 해소를 위해 지불해야 할 비용이 매우 높다는 것을 의미한다. 그 비용이 메모리의 높은 수익성과 장기 사이클로 환원되는 것이다.

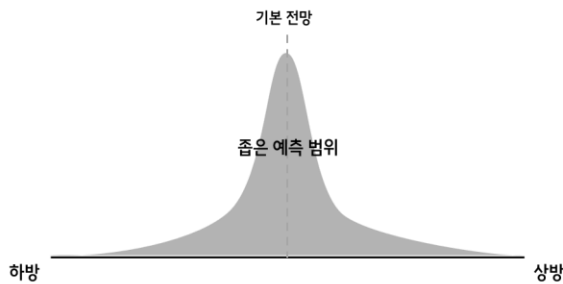
메모리 수요 성격의 변화

과거 세트 사이클

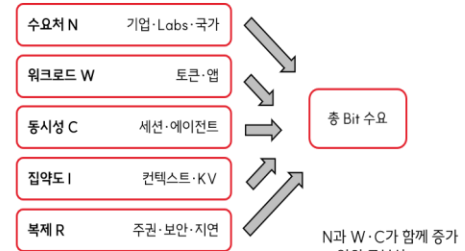
$$D = \text{세트 판매량} \times \text{세트당 탑재량}$$


변수 2개 · 상단 제한
사전 관측 · 공분산 약함

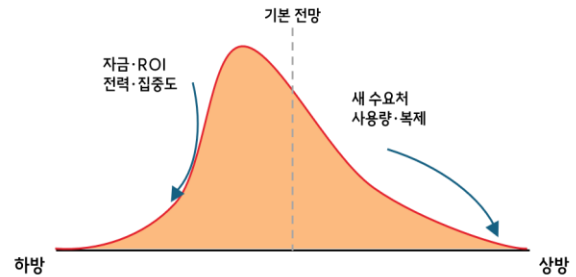
시장 기본 전망 대비 수요 결과 · 개념도



AI 사이클

$$D = N \times W \times C \times I \times R$$


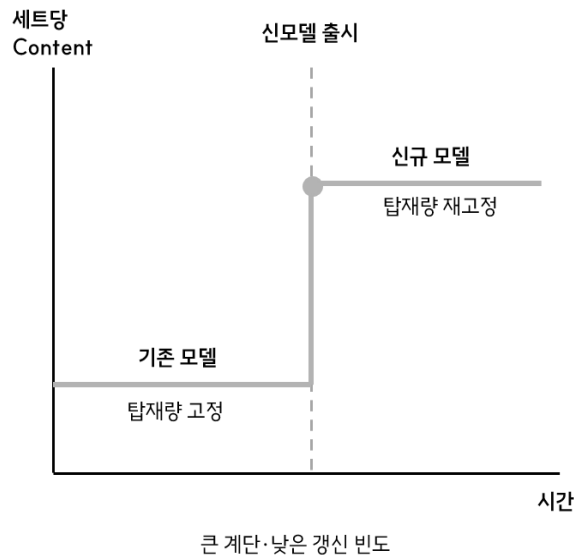
시장 기본 전망 대비 수요 결과 · 개념도



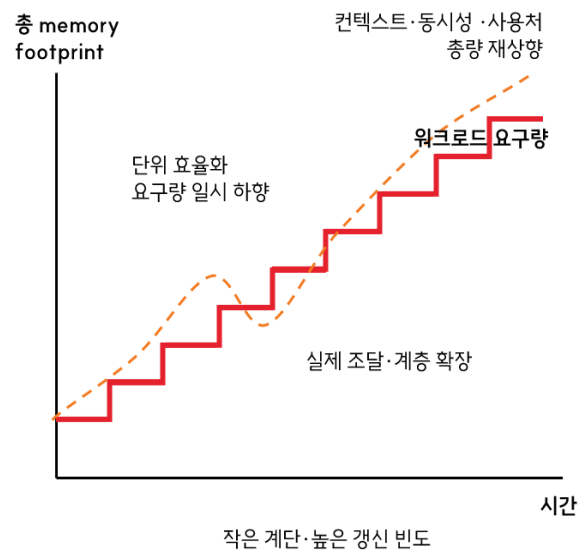
자료: SK 증권

메모리 Contents cadence의 변화

과거: 모델 변경에 종속

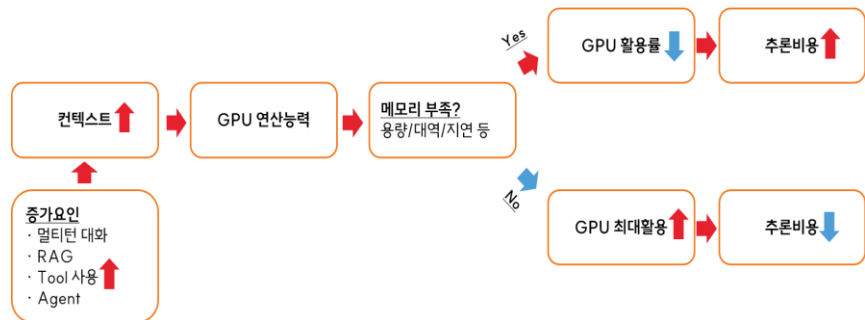


AI: 운영 중 반복 재추정



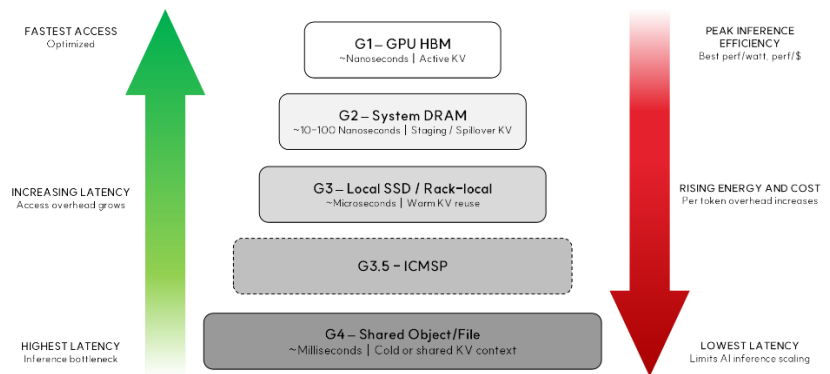
자료: SK 증권

AI 시대의 메모리 역할



자료: SK 증권

AI 시대의 Memory Hierarchy



자료: SK 증권

(1) 높아진 Margin 이후의 성장동력은 Q

수익성 하락을 Q 성장으로 상쇄할 수 있는가
AI 확장과 효율성 모두를 결정짓는 직접변수
공급부족 장기화 시, 고객 AI 인프라 확장 지연
메모리 업계는 수요를 매출과 FCF로 전환 불가
→ 증설을 안 하는 것이 반드시 좋은 것도 아님

수익성은 무한히 상승할 수 없다. 제품마다 원가가 정해져 있으므로, 수익성이 높아 질수록 영업 레버리지 효과는 필연적으로 둔화된다. 따라서 이미 높은 수익성을 확보한 산업이 지속 성장하기 위해서는 더 많은 물량에 그 수익성을 적용할 수 있어야 한다.

그 과정에서 가격이나 수익성의 일부는 정상화될 수 있다. 하지만 그것이 바로 Earnings Peak 를 의미하지는 않는다. 핵심은 가격과 수익성 하락 수준을 Q 성장으로 상쇄할 수 있는가이며, AI 에서의 메모리는 AI 확장과 효율성 모두를 결정짓는 직접변수이다.

이를 감안하면, 증설을 하지 않는 것이 반드시 좋은 것도 아니다. 공급부족이 장기화 되면, 고객의 AI 인프라 확장 자체가 지연되고, 메모리 업계는 존재하는 수요를 매출과 FCF로 전환하지 못하게 되기 때문이다.

메모리 생산능력 확장에 대한 해석의 변화

과거: Capacity first → Demand later
→ Cycle peak 신호

이 관점에서 메모리 설비투자에 대한 과거의 경험칙을 다시 생각해 볼 필요가 있다. 과거 메모리 생산능력 확장은 Cycle peak 의 신호로 해석되었지만, 이번 사이클에서 해당 프레임은 불완전할 수 있다고 판단하기 때문이다.

AI: Customer Commitment First

→ CapEx
→ 수요의 질이 높다면, 이는 증익 사이클의 연장

과거에는 메모리 가격이 오르면 수요 낙관 편향이 강해지고, 설비투자가 증가했다. 신규 생산능력이 공급으로 전환되기 시작하면, 수급이 완화되고, 메모리 가격은 하락했다. 즉, 메모리 설비투자는 기본적으로 미래의 초과공급을 만드는 자본이었다.

하지만 이번에는 일부 영역에서 순서가 달라지고 있다.

과거에는 Capacity first → Demand later 였다면, 현재는 Customer commitment → Capacity Allocation → CapEx 구조의 사례가 증가하고 있기 때문이다.

동일한 규모의 생산능력이 증가해도 위험은 같지 않다. 생산자의 수요 예측을 근거로 먼저 투자한 생산능력과 고객의 장기 Commitment 를 확인한 뒤 계약을 기반으로 한 생산능력을 동일하게 평가할 수 없기 때문이다. 중요한 것은 설비투자의 절대 규모가 아니라, 무엇에 기반한 투자인가이다.

결국 우리는 수요의 질을 확인해야한다. 수요의 질이 높다면, 증설은 증익 사이클의 연장이다. 반대의 경우는 과거 경험칙의 답습일 것이다.

(2) LTA 의 경제적 힘: Demand Quality 제고

LTA: 증설의 위험을 낮추는 핵심 변수
LTA 를 깨는 것이 합리화되기까지
얼마나 큰 충격이 필요한지가 중요

메모리 업계의 구속력 높은 장기공급계약은 증설의 위험을 낮추는 핵심 변수이다.

업계의 LTA 는 전반적으로 5 년여의 Take-or-pay 형태의 Binding Volume Commitment 와 Deposit 구조를 갖는다. 이는 메모리 공급사의 증설은 현 시점에서 Committed capacity 라는 것을 의미한다.

문제는 LTA 의 이행 여부에 따라 Uncommitted capacity 가 될 가능성이다. 그 어떤 계약도 깨질 가능성이 있기 때문이다. 과거 사이클에서 문제가 된 것은 증설 그 자체가 아니라, 증설 당시의 수요 기반과 증설 이후의 수요 기반이 달라졌기 때문이었다.

중요한 것은 LTA 를 깨는 것이 합리적이 되기까지 얼마나 큰 충격이 필요한가이다. 고객이 계약을 이탈할 때 고려해야 하는 것은 단순한 위약금 규모가 아니다. AI 사이클에서의 계약 취소의 편익이 위약비용과 메모리 물량 재확보 비용, 미래 메모리 생산능력 할당 기회 상실, 관계가치 훼손, 기존 AI 자산 가동률 손실 등을 합친 것보다 높아야 한다.

여기에는 몇 가지 경제적 힘이 동시에 작용한다.

LTA에 작용하는 경제적 힘

1. Capa Access의 Option-like Value
2. Overbooking 비용의 상승+채찍효과와 완화
3. Repeated Game

-> Uncommitted Capacity로 전환되려면
과거보다 훨씬 더 큰 수요 충격이 필요

1. Capacity Access의 Option-like Value

공급부족, 메모리 수요의 지속성이 높은 상황에서는 미래 생산능력에 계속 접근할 수 있다는 사실 자체에 가치가 있다. 수요가 예상보다 약할 때 조금 많이 구매하는 비용보다, 수요가 예상보다 강할 때 필요한 생산능력을 확보하지 못하는 비용이 더 클 수 있다.

2. Overbooking 비용의 상승+채찍효과와 완화

단기 PO (Purchase Order)구조에서는 공급배정을 더 받기위해 실제 필요량 보다 더 많이 주문한 뒤 나중에 취소하는 것이 가능했다. 하지만 Take-or-pay 와 Deposit 이 붙으면, 이 행동의 비용은 커진다. 따라서 LTA 가 Overbooking 을 완전히 없애지는 못해도, Demand Signal의 질은 과거보다 높아진다. 또한 직거래 증가는 수요의 채찍효과도 완화시킬 수 있다.

3. Repeated Game

메모리 고객과 공급업체는 한 번 거래하고 끝나는 관계가 아니다. 현재의 계약위반은 향후 공급부족 국면에서 Allocation Priority 나 가격, Deposit 등과 같은 거래조건에 영향을 미친다. 이번 LTA 가 훨씬 높은 구속력을 갖추기 시작한 이유 중 하나는 과거의 거래 취소에 있다.

따라서 계약을 취소하는 판단에는 당장의 비용뿐 아니라 미래 거래가치의 손실까지 포함된다. 결국 LTA는 깨지지 않는 계약이 아니라, 깨기 비싼 계약인 것이다.

따라서 Committed Capacity 가 Uncommitted Capacity 로 전환되기 위해서는 과거보다 훨씬 더 큰 수요 충격이 필요하다. 이는 과거사이클 대비 더 높고, 안정적 메모리 실적과 주주환원의 기반이 되는 핵심 논리이다.

LTA의 경제적 힘: 수요의 질 제고

1 Real Option
선택권의 가치

메모리 산업 적용
계약을 유지하면 미래 공급부족 시 Capacity Access를 확보 가능
조금의 과잉구매 비용을 내더라도, 부족할 때의 손실을 피하는 '옵션 가치' 존재

2 Bullwhip Effect
Rationing Game · 과잉주문의 비용

메모리 산업 적용
과거에는 공급부족을 예상한 과잉주문은 취소 비용 낮음
LTA / Take-or-pay / Deposit로 인해 과잉주문이 '비용 있는 행동'이 되어 수요신호의 왜곡 완화. 또한 LTA 비중 상승을 통한 직거래 효과도 이를 강화

3 Repeated Game
반복거래의 힘

메모리 산업 적용
오늘 계약을 쉽게 깨면 다음 부족 시 낮은 우선순위, 높은 가격, 더 강한 구매의무
→ 현재 이익과 미래 거래 기회 손실의 현재가치를 비교 필요

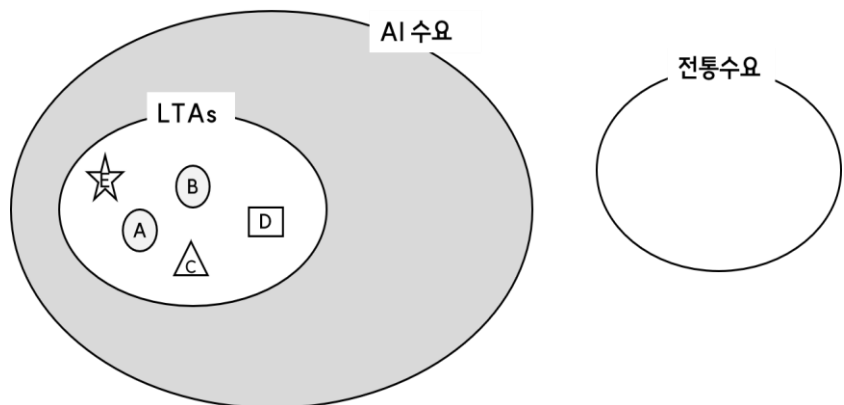
✓ 너무나 중요한 미래 (AI 수요 흡수)

✓ 관찰 가능한 행동

✓ 신뢰할 수 있는 불이익

자료: SK 증권

Dual market 화 되는 메모리



자료: SK 증권

(3) Peak 보다 Area 를 평가해야 한다

핵심 Valuation 변수: Profit Duration

누적 경제적 이익은 Capital Base, Spread

확대 시에도 증가

이번 사이클에서 Capa 확장은 투자자본, Q 확대

조금 낮더라도 더 넓고 긴 Area 에 주목

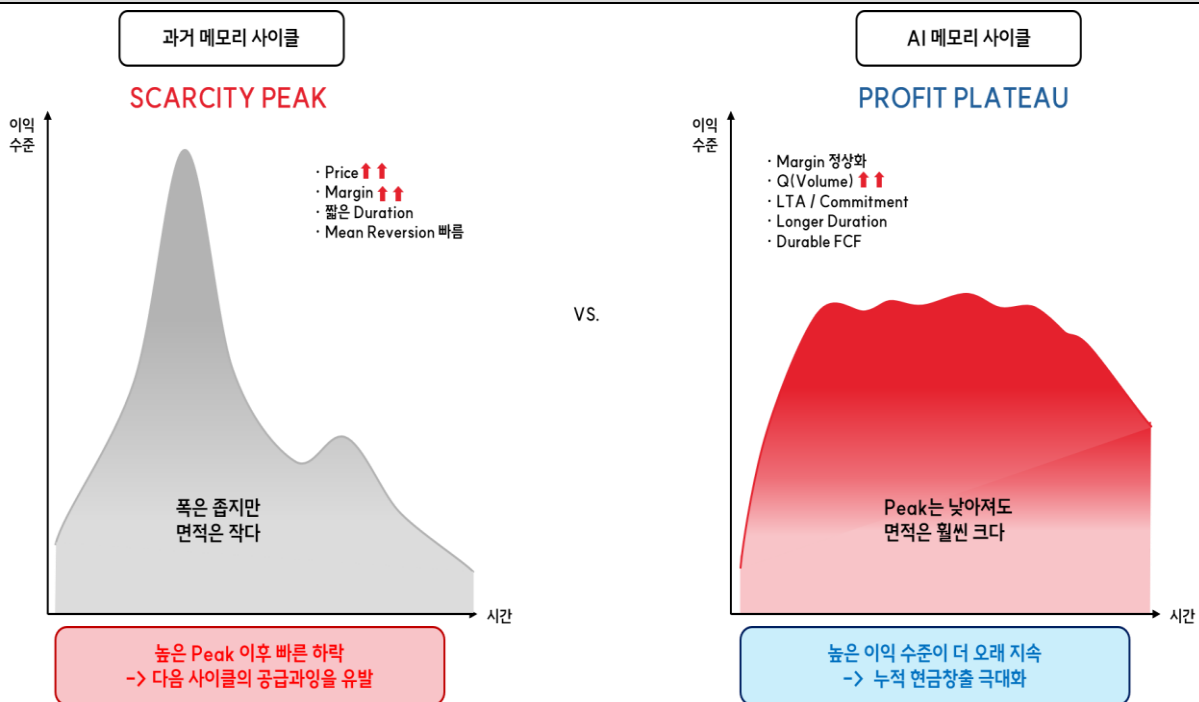
향후 메모리의 핵심 Valuation 변수는 Peak margin 보다 Profit Duration 이라 판단한다.

경제적 이익이 투자자본 * (ROIC-WACC)라는 점을 감안하면, 경제적 이익 상승을 위해 ROIC 가 계속 상승할 필요는 없다. 양 (+)의 ROIC-WACC Spread 를 적용할 Capital Base 가 커져도 되고, 그 Spread 가 유지되는 기간이 길어져도 누적 경제적 이익은 증가한다.

이번 사이클에서 Capacity 확장은 투자자본과 Q 를 확대한다. LTA 는 그 Q 의 가시성을 높이고, AI 수요의 장기화는 높은 Spread 가 유지될 기간을 늘려준다. 따라서 Peak margin이 다소 낮아지더라도, 누적 경제적 이익은 오히려 커질 수 있는 것이다.

과거 메모리가 높지만 좁은 Peak 였다면, 앞으로 평가해야 할 것은 조금 낮더라도 더 넓고 긴 Area 이다. 시장은 Peak 를 보지만, Valuation은 Area를 볼 것이라 판단한다.

Peak 보다 Area



자료: SK 증권

5. 환원 방식에 따른 주주가치 제고의 경로

주주환원 규모뿐 아니라 방식도 중요

환원 방식에 따른 주당가치 제고 효과 차이

배당: 가치 직접 귀속, 복리효과는 투자자 선택
자사주 매입/소각: 기업 내부 주당가치 제고

배당과 자사주 매입은 모두 주주에게 FCF 를 귀속시키지만, 주주가치 제고의 경로는 다르다.

배당은 기업이 창출한 현금을 주주에게 직접 이전한다. 반면, 자사주 매입/소각은 주식수를 줄여 남아있는 주주의 경제적 청구권을 높인다. 따라서 동일 규모의 주주환원이라도 장기적 주당가치 제고 효과에는 차이가 발생할 수 있다.

배당: 가치의 직접 귀속, 복리효과는 투자자의 선택

배당의 가장 큰 장점은 가치 이전이 즉시 확정된다는 점이다. 회사가 배당을 지급하는 순간 경영진이 해당 현금을 추가 투자에 사용할 위험도 사라진다. 이는 안정적 배당정책이 FCF 의 지속성과 주주 귀속에 대한 신뢰를 높이는 이유이다. 다만, 배당에서 복리효과가 발생하기 위해서는 투자자의 재투자라는 추가 경로가 필요하다. 즉, 배당은 Investor-level Compounding 의 성격이 강하다.

자사주 매입/소각: 기업 내부에서 주당가치 제고

자사주 매입/소각은 투자자의 추가 행동 없이 주당 경제적 청구권을 높인다. 유통주식수가 기계적으로 감소하기 때문이다. 기업의 FCF 가 성장하지 않더라도, FCF/share 는 증가한다. 이 과정이 반복되면 효과도 누적된다. 따라서 배당과 달리 Issuer-level Per-share Compounding 을 만든다. 소각까지 연계되면 효과의 확실성은 더 높아진다. 재출회가 원천적으로 차단되기 때문이다.

Valuation 에 대한 자사주 매입/소각의 영향력

자사주 매입/소각의 효과가 더 크다고 판단
매입/소각 자체가 항상 Value Creation 은 X

가장 강한 주주환원 조합 :

Durable FCF+낮은 Valuation +매입소각 반복

낮은 Valuation 에서는 매입/소각의 효과가 더 크다고 판단한다. 자사주 매입의 경제적 효과는 Valuation 에 민감하기 때문이다. 즉, 동일한 환원 재원으로 더 많은 주식을 매입할 수 있다. 시장이 여전히 과거 Cycle 에 기반한 낮은 Multiple 을 적용하는 반면, FCF Duration 이 길어진다면, 매입/소각은 Valuation Discount 를 주당가치 제고의 재료로 활용할 수 있다.

다만 매입/소각 자체가 항상 Value Creation 을 의미하지는 않는다. 내재가치를 크게 웃도는 가격에서 자사주를 매입하면 남아있는 주주들에게 불리할 수 있기 때문이다. 따라서 가장 강한 조합은 Durable FCF, 낮은 Valuation, 반복적인 자사주 매입/소각이다.

가장 이상적인 주주환원 구조

지속 가능한 배당으로 FCF 안정성 시사
저평가 구간에서는 자사주 매입/소각
→ Per-share Accretion 을 극대화

결국 가장 이상적인 구조는 단순히 Payout ratio 가 높은 정책이 아니다.

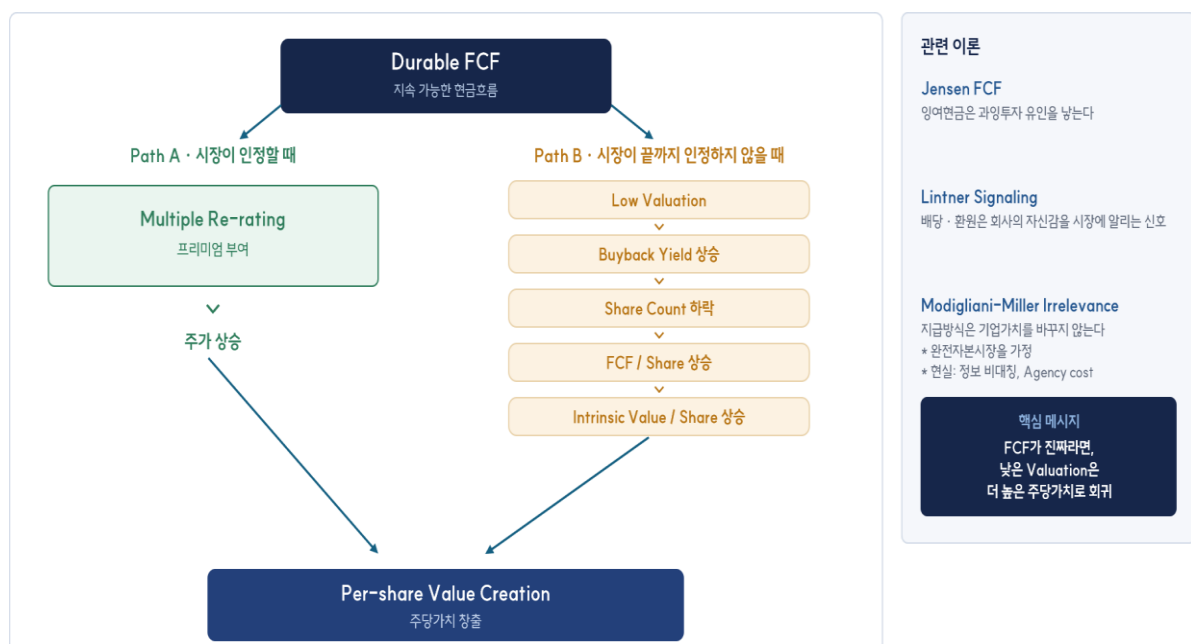
지속 가능한 배당으로 FCF 의 안정성을 보여주고, 저평가 구간에서는 매입/소각을 통해 Per-share Accretion 을 극대화하는 자본 배분 정책이다. SK 증권은 메모리 업계 전반적으로 배당과 자사주 매입/소각의 혼합 정책이 보편화될 것으로 전망한다.

주주환원 방식에 따른 효과

구분	배당	자사주 매입	매입 후 소각	혼합 정책
가치 귀속	직접	간접	간접	직접+간접
Share Count	불변	감소	감소	일부 감소
FCF/share	불변	상승	상승	일부 상승
복리를 위한 투자자 행동	필요	불필요	불필요	일부 필요
환원 효과의 영구성	즉시	재출회 가능	매우 높음	높음
Valuation 민감도	낮음	높음	높음	탄력적

자료: SK 증권

Durable FCF 가 만드는 두 갈래의 가치경로: Per-share Value Creation 의 결론은 동일



자료: SK 증권

6. AI 성장과 주주가치 제고의 동반

메모리 재평가 논리: AI 성장과 주주가치 제고의 동반

메모리 투자포인트

AI 성장과 주주가치 제고의 동반

업계 전반적으로 배당, 자사주 매입 병행 전망
AI는 여전히 성장 산업, 장기적인 Theme

SK 증권은 메모리 투자포인트는 AI 성장을 흡수하는 업종에서 AI 성장과 주주가치 제고가 동반되는 업종으로의 변화, 이에 따른 재평가이다. 자사주 매입/소각은 주당 AI 성장을 복리로 높이는 역할을 하며, 배당 단일 환원이 같은 효과를 내기 위해서는 주주의 재투자라는 추가 경로가 필요하다. 또한 주당 배당금의 급증 이후 하락에 대한 고민도 발생할 수 있다. 이를 감안해 SK 증권은 메모리 업계 전반적으로 배당과 자사주 매입이 병행될 것으로 전망한다.

유례없는 수준, 높은 메모리 Shareholder Yield
27년 Shareholder Yield Scenario: 10~25%

성장 위한 투자를 늘리면서도 달성 가능한 수치

AI는 여전히 성장 산업이라는 점과 단기에 사라질 Theme이 아니라는 점에서 현 시점 AI Value Chain 내 메모리의 투자 포인트는 가장 차별적이다. 2027년 기준 메모리 업계의 Shareholder Yield Scenario는 10~25%로 Tech 내 유례를 찾아보기 힘들 정도로 높은 수준이다. 이를 더욱 가치 있게 만드는 점은 성장을 위한 투자를 늘리면서도 달성할 수 있는 수치가 된다는 점이다. 이는 전통적인 고배당주와 성격이 전혀 다르다.

Shareholder Yield를 근거로 AI Value Chain 내 메모리만 가치 있다는 의미가 아니다. Hyperscaler의 낮은 Shareholder Yield는 나쁜 Capital Allocation을 의미하는 것이 아니라 높은 ROIC가 기대되는 AI 프로젝트에 재투자되고 있기 때문이다.

하지만 비교는 중요하다. 메모리는 높은 AI Growth Exposure와 높은 성장 투자를 유지하면서도 그들에 준하거나 더 높은 Shareholder Yield를 제공할 가능성이 생기고 있기 때문이다.

가장 중요한 것은 FCF Duration에 대한 신뢰

AI 인프라는 장기적 CF를 만들어내는 자산으로 변모

AI 메모리 수요도 반복적으로 재추정:

Price, Margin ->

Volume, Duration, FCF로 메모리 성장축 이동

물론 가장 중요한 것은 FCF Duration에 대한 신뢰이다.

미래는 언제나 불확실하지만, 과거대비 그 근거가 생기기 시작하는 국면이다. AI 인프라는 단순 소모비용에서 장기간 CF를 만들어내는 금융 가능한 자산으로 변모하고 있다. 자본조달 경로가 넓어질수록 투자 병목은 Capital보다 물리적 자원으로 이동한다.

AI 메모리 수요 역시 정태적이지 않다. Installed Compute와 Utilization, Workload의 변화에 따라 반복적으로 재추정된다. 이에 대응하려면 메모리 증설은 필연적이다. 과거 메모리 증설은 미래 초과공급을 만드는 자본이었지만, AI 사이클에서는 높은 수익성을 더 큰 Q에 적용하고, Profit Duration을 연장하는 자본이 될 수 있다. LTA는 그 Q의 가시성을 높인다. 따라서 메모리 성장축은 Price, Margin에서 Volume, Duration으로, FCF로 이동한다.

메모리 비중확대, P/E로의 재평가 주장 유지

과거 메모리: 높은 이익, 신뢰받지 못한 Duration

AI: 높은 이익+Q 성장+Duration

-> FCF가 주주에게 귀속되기 시작

-> 높은 이익의 지속 기간을 평가해야 함

이는 AI Value Chain 내 메모리만의 포인트

이제 Margin Peak가 Earnings Peak를 의미할 필요는 없다. 시장 역시 Peak의 높이보다 높은 Economic Profit이 얼마나 오랫동안 지속되는지를 평가해야 한다. 메모리 공급부족은 단기 해소되기 어렵고, 업황의 부침 역시 과거대비 안정화될 것으로 전망한다. 주주환원은 메모리 산업의 구조적 변화가 실제 FCF로 나타나고 있다는 결과이자 증거이다.

과거 메모리는 높은 이익을 벌었지만, 그 이익의 Duration을 신뢰받지 못했다. 하지만 이번에는 높은 이익에 Q 성장과 Duration이 붙고, 그 결과로 만들어진 FCF가 주주에게 귀속되기 시작했다. 이는 현 시점 기준 AI Value Chain 내 메모리만 가지고 있는 포인트이다.

메모리 비중확대, P/E로의 재평가 주장을 유지한다.

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

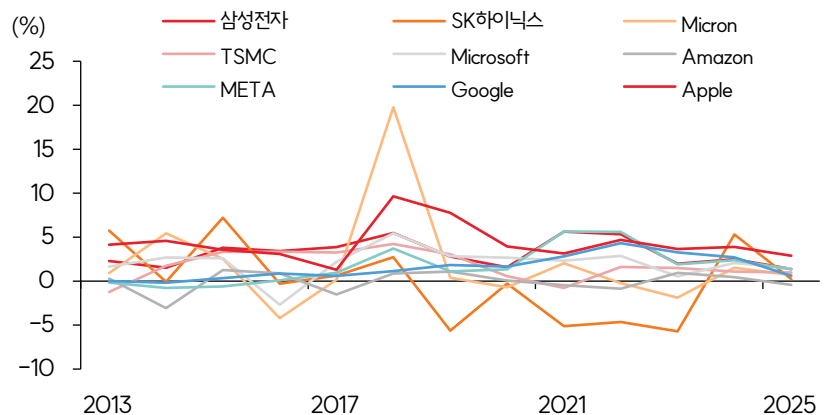
자료: Bloomberg, SK 증권

주요 메모리사, 하이퍼스케일러 2027년 예상 Shareholder Yield Scenario

(단위: \$B)	현재 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
Micron	1,092	192	52	140	13%	6%	8%	9%	10%	12%	13%	174	6.4
Kioxia	187	45	3	42	22%	11%	13%	16%	18%	20%	22%	35	5.3
SanDisk	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

Tech 주요 기업 Shareholder Yield History



자료: Bloomberg, SK 증권

삼성전자 주주환원 시나리오

(단위: 십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
OCF	85,315	289,669	483,837	524,560
CapEx	47,372	72,082	93,000	100,000
FCF	37,943	217,587	390,837	424,560
주주환원재원 (50% 기준)	18,972	108,794	195,419	212,280
예상 주주환원액	18,436	108,794	195,419	212,280
지배순이익	49,904	320,227	433,259	457,299
주주환원/지배순이익	36.9%	34.0%	45.1%	46.4%
주주환원/시가총액 (보통주+우선주)		6.3%	11.3%	12.2%

자료: SK 증권 추정

주: 시가총액은 보통주와 우선주 합산 기준

SK 하이닉스 주주환원 시나리오

(단위: 십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
OCF	53,373	219,964	338,770	432,960
CapEx	27,374	49,309	70,200	76,000
FCF	25,999	170,655	268,570	356,960
주주환원재원 (50% 기준)	13,000	85,328	134,285	178,480
예상 주주환원액	2,105	85,328	134,285	178,480
지배순이익	42,984	272,544	330,893	393,144
주주환원/지배순이익	4.9%	31.3%	40.6%	45.4%
주주환원/시가총액		6.8%	10.6%	14.1%

자료: SK 증권 추정

AI 생산함수 (개념)

$$\text{AI Output} = f(\text{Model, Compute, Memory, Power, Data, Data Center, Manufacturing Capacity})$$

$$= \text{Model} \times \text{Compute} \times \text{Memory} \times \text{Power} \times \text{Data} \times \text{Manufacturing Capacity}$$

자료: SK 증권

메모리 생산자의 가치 (과거)

할인 요인	내용	밸류에이션 영향
높은 고정비	팹, 장비, 감가상각 부담	다운사이클에서 이익 급감
재고 부담	수요 둔화 시 재고 평가손 발생	이익 변동성 확대
공급 과잉	증설 경쟁 이후 가격 하락	Peak earnings 신뢰도 하락
낮은 제품 차별화	범용재 이미지	가격 협상력 제한
짧은 이익 Duration	호황 이익이 오래 지속되지 않음	P/E 불가, P/B
높은 CapEx 부담	현금흐름 변동성	주주환원 가시성 제한

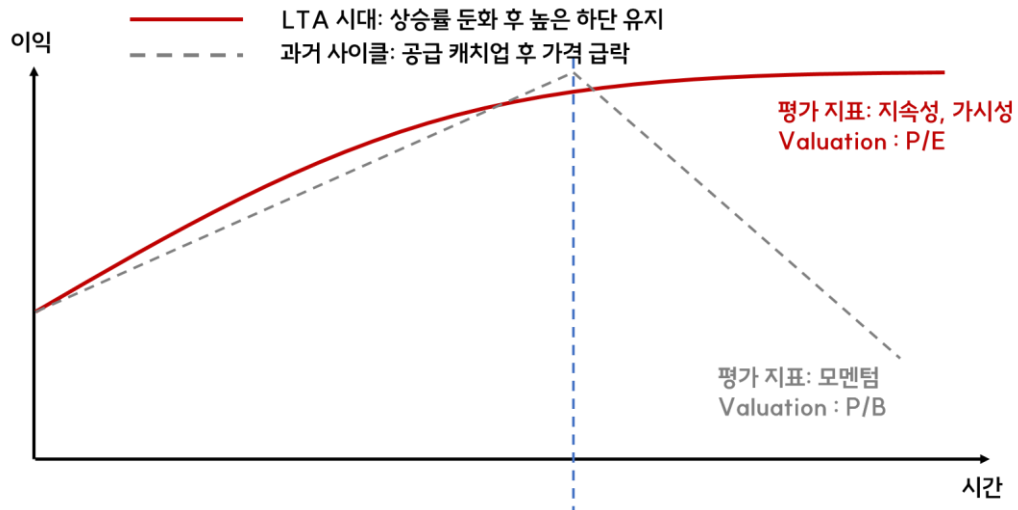
자료: SK 증권

메모리 생산자의 가치 (AI 시대)

검증 지표	의미	밸류에이션 함의
SCA/LTA 비중 상승	수요 가시성 강화	EPS duration 연장
고객별 capacity reservation	증설 리스크 공유	CapEx risk 완화
Prepayment / Deposit 구조	고객 commitment 강화	이익 안정성 상승
AI SSD / enterprise SSD mix 상승	NAND의 Strategic value 상승	NAND multiple 개선
ASP 하락기 margin floor 상승	Cycle downside 완화	Trough valuation 상향
재고 부담 완화	공급 discipline 강화	이익 변동성 축소
Custom HBM 및 Roadmap 공유	Switching cost 상승	고객 락인 강화
CapEx와 Customer commitment의 연동	무차별 증설 리스크 감소	공급 과잉 우려 완화
Cycle-average ROIC 상승	구조적 수익성 개선	Higher-quality P/E 정당화
EPS Duration 확대	이익 가시성 상승	P/E multiple 정당화
주주환원 가시성 상승	현금흐름 신뢰도 상승	Equity duration 확대

자료: SK 증권

AI 기반 LTA 시대와 과거 사이클의 차이



자료: SK 증권

사이클 패러다임의 변화



자료: SK 증권

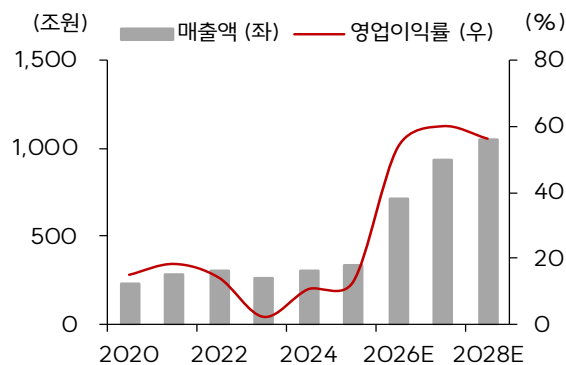
삼성전자 부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 조원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	79.1	74.6	86.1	93.8	133.9	171.5	198.2	207.3	333.6	710.9	935.8	1,052.2
DX	51.5	43.3	48.0	44.1	52.4	47.7	50.6	46.1	186.9	196.7	196.5	204.5
VD/CE	14.5	14.1	13.9	14.8	14.3	14.5	14.2	14.2	57.3	57.2	56.7	56.5
MX/NW	37.0	29.2	34.1	29.3	38.1	33.2	36.4	31.9	129.6	139.6	139.8	148.0
DS	25.1	27.9	33.1	44.0	81.7	127.5	151.4	165.4	130.2	526.0	766.7	886.8
Memory	19.1	21.2	26.7	37.2	74.8	120.8	144.3	158.6	104.2	498.5	740.9	858.6
DRAM	12.5	13.9	17.5	26.4	53.1	86.0	102.7	113.9	70.3	355.6	536.9	635.1
NAND	6.2	7.3	8.5	10.0	20.7	34.9	40.8	43.7	32.0	140.2	201.1	221.0
Foundry/LSI	6.0	6.7	6.4	6.8	6.9	6.7	7.1	6.8	26.0	27.5	25.8	28.2
SDC	5.9	6.4	8.1	9.5	6.7	7.5	8.6	9.5	29.9	32.4	33.0	36.0
Harman	3.4	3.8	4.0	4.6	3.8	4.6	4.2	4.8	15.8	17.4	18.4	19.7
영업이익	6.7	4.7	12.2	20.1	57.2	89.5	111.6	123.1	43.6	381.4	560.8	591.1
DX	4.7	3.3	3.5	1.3	3.0	(0.8)	(0.8)	(1.8)	12.8	(0.4)	(3.9)	0.3
VD/CE	0.3	0.2	(0.1)	(0.6)	0.2	(0.0)	(0.3)	(0.4)	(0.2)	(0.5)	(0.7)	(0.7)
MX/NW	4.3	3.1	3.6	1.9	2.8	(0.7)	(0.5)	(1.4)	12.9	0.1	(3.2)	1.0
DS	1.1	0.4	7.0	16.4	53.7	89.2	111.1	123.0	24.9	377.1	560.2	585.6
Memory	3.4	2.9	7.7	17.8	54.6	91.7	112.4	123.7	31.8	382.4	561.0	584.2
DRAM	3.7	3.2	6.7	15.4	42.6	67.9	82.9	91.8	28.9	285.2	417.7	448.2
NAND	(0.3)	(0.3)	1.0	2.4	12.0	23.8	29.5	31.8	2.8	97.1	143.3	135.9
Foundry/LSI	(2.3)	(2.5)	(0.7)	(1.4)	(0.9)	(2.5)	(1.3)	(0.6)	(6.9)	(5.3)	(0.8)	1.4
SDC	0.5	0.5	1.2	2.0	0.4	0.7	0.9	1.4	4.2	3.5	3.0	3.5
Harman	0.3	0.5	0.4	0.3	0.2	0.4	0.4	0.4	1.5	1.4	1.5	1.7
영업이익률	8%	6%	14%	21%	43%	52%	56%	59%	13%	54%	60%	56%
DX	9%	8%	7%	3%	6%	-2%	-2%	-4%	7%	0%	-2%	0%
VD/CE	2%	1%	-1%	-4%	1%	0%	-2%	-3%	0%	-1%	-1%	-1%
MX/NW	12%	11%	11%	6%	7%	-2%	-1%	-4%	10%	0%	-2%	1%
DS	4%	1%	21%	37%	66%	70%	73%	74%	19%	72%	73%	66%
Memory	18%	14%	29%	48%	73%	76%	78%	78%	31%	77%	76%	68%
DRAM	29%	23%	38%	58%	80%	79%	81%	81%	41%	80%	78%	71%
NAND	-4%	-4%	11%	24%	58%	68%	72%	73%	9%	69%	71%	62%
Foundry/LSI	-39%	-38%	-11%	-20%	-14%	-37%	-18%	-9%	-26%	-19%	-3%	5%
SDC	8%	8%	15%	21%	6%	9%	10%	15%	14%	11%	9%	10%
Harman	8%	13%	10%	7%	5%	8%	9%	9%	9%	8%	8%	8%
지배순이익	8.0	4.9	12.0	19.3	47.1	71.3	85.3	93.9	44.3	292.5	431.5	455.4

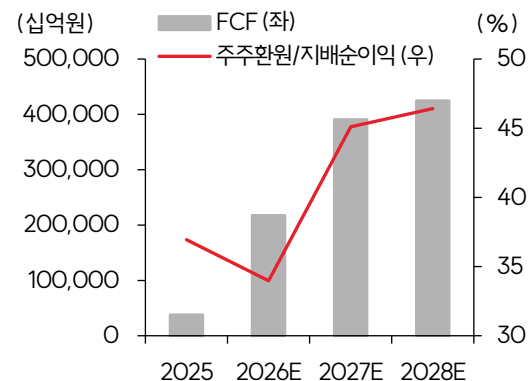
자료: 삼성전자, SK 증권 추정

삼성전자 실적 추이 및 전망



자료: SK 증권 추정

삼성전자 주주환원액 및 지배순이익 대비 비중 추이 및 전망



자료: SK 증권 추정 *주: FCF 50% 가정

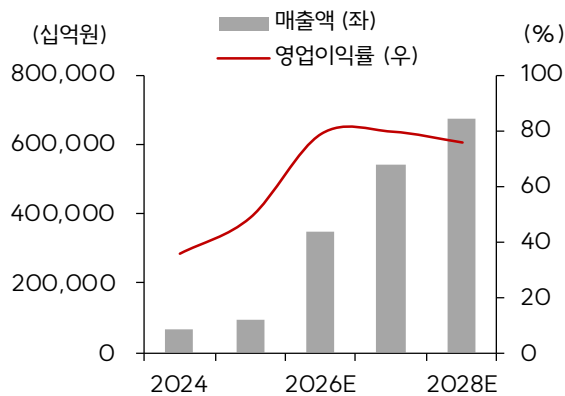
SK 하이닉스 분기 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	17,639	22,232	24,449	32,827	52,576	79,319	99,591	117,761	97,147	349,246	543,008	674,851
QoQ %	-10%	26%	10%	34%	60%	51%	26%	18%	47%	260%	55%	24%
YoY %	42%	35%	39%	67%	198%	257%	307%	259%				
DRAM	14,005	17,013	18,934	24,855	40,771	58,321	75,257	90,355	74,807	264,704	418,701	537,865
NAND	3,179	4,685	4,882	7,495	11,608	20,804	23,862	26,809	20,241	83,083	122,410	135,661
영업이익	7,441	9,210	11,383	19,170	37,610	60,543	80,636	96,517	47,205	275,306	432,587	511,008
QoQ %	-8%	24%	24%	68%	96%	61%	33%	20%	101%	483%	57%	18%
YoY %	158%	68%	62%	137%	405%	557%	608%	403%				
DRAM	7,510	9,438	11,415	16,707	31,405	46,099	62,638	76,028	45,070	216,169	341,056	419,064
NAND	4	(121)	(31)	2,463	6,206	14,445	17,998	20,489	2,314	59,137	91,531	91,944
지배순이익	8,107	6,997	12,595	15,220	40,330	93,820	62,626	73,719	42,919	270,221	332,621	392,843
QoQ %	1%	-14%	80%	21%	165%	133%	-33%	18%	117%	530%	23%	18%
YoY %	322%	70%	119%	90%	397%	1241%	397%	384%				
영업이익률	42%	41%	47%	58%	72%	76%	81%	82%	49%	79%	80%	76%
DRAM	54%	55%	60%	67%	77%	79%	83%	84%	60%	82%	81%	78%
NAND	0%	-3%	-1%	33%	53%	69%	75%	76%	11%	71%	75%	68%
지배순이익률	46%	31%	52%	46%	77%	118%	63%	63%	44%	77%	61%	58%

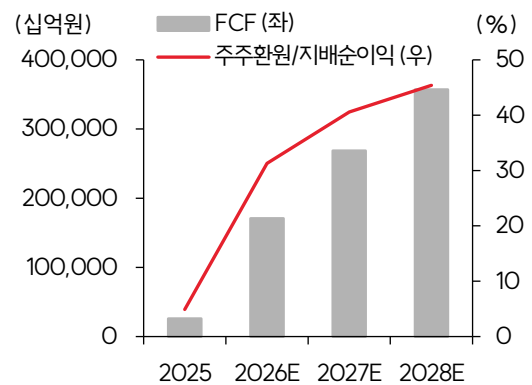
자료: SK 증권 추정

SK 하이닉스 실적 추이 및 전망



자료: SK 증권 추정

SK 하이닉스 주주환원액 및 지배순이익 대비 비중 추이 및 전망



자료: SK 증권 추정 *주: FCF 50% 가정



PART 3.

지주회사의 주주환원, 이해관계 합치

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.

1. 우호적인 주주환원 환경

기업가치 제고 유인 큰 지주회사

일반적으로 지주회사는 개인이 최대주주로서 상속이나 증여 과정에서 높은 주가가 최대주주의 세부담으로 작용할 수 있다. 그렇기 때문에 주가 누르기에 대한 우려가 있었으며 이는 지주회사가 보유하고 있는 순자산가치 대비 할인의 원인으로 지적되고 있다. 하지만 최근 지주회사는 기업가치 제고에 대한 의지가 명확하다. 국내 지주회사가 기업가치 제고에 적극적으로 나설 유인이 일반 사업회사보다 구조적으로 크기 때문이다.

지주회사의 주주환원 활동은 최대주주와 일반주주의 이해관계를 일치시키는 활동

지주회사는 보유 순자산가치 대비 높은 할인율로 거래되는 경우가 많아, 배당 확대와 자사주 소각 등 비교적 단순한 정책만으로도 상당한 재평가 효과를 기대할 수 있다. 또한 대규모 설비투자를 사업자회사가 담당하는 가운데 지주회사는 자회사 배당금과 상표권수입을 반복적으로 수취하므로 주주환원 재원을 확보하기도 용이하다. 특히 배당 확대는 최대주주의 현금 확보에 도움이 되고, 자사주 매입 및 소각은 추가적인 자금 투입 없이 최대주주의 지배력을 강화하는 등 주주환원 활동자체가 지배주주와 일반주주의 이해관계를 일치시킨다. 결국 지주회사의 기업가치 제고는 주주친화 정책인 동시에 최대주주의 지배력 안정이라는 측면에서 실행 가능성이 높다. 특히 삼성전자와 SK 하이닉스의 대규모 주주환원을 계기로 우호적인 주주환원 정책에 대한 시장의 재평가 가능성이 높은 점은 우호적인 주주환원 정책을 보유한 지주회사에 대한 재평가 계기가 될 전망이다.

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
현대제이프홀딩스	2026-06-30	최대주주 및 특수관계인	65.59	0
		정교선	24.77	0

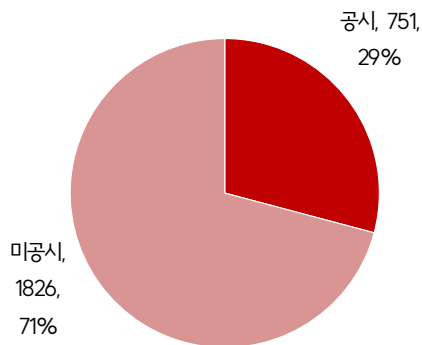
자료: 전자공시시스템, SK 증권

기업가치 제고 공시 비율

상장사: 29% Vs 지주회사: 46%

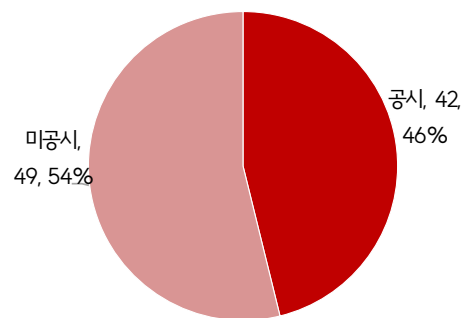
지주회사의 기업가치 제고 의지는 기업가치 제고 계획 공시를 통해 확인할 수 있다. 26년 4월 기준 공정거래법 상 국내 상장된 지주회사는 100개로 이 중 금융 지주회사 9개를 제외한 일반 지주회사는 91개이다. 상장 지주회사 100개 중 자율공시인 기업가치 제고 계획(고배당기업의 약식 공시 포함)을 발표한 기업은 51개사이며, 일반 지주회사 중 기업가치제고 계획을 발표한 기업은 42개사(46%)이다. 전체 상장사 중 기업가치 제고 계획을 발표한 기업의 비중이 29%인 것과 비교하면 월등히 높은 수치이다.

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

기업가치 제고 계획 발표

일반지주회사 리스트

기업가치 제고 계획은 ①현황진단 ②목표설정, ③계획수립, ④이행평가 ⑤소통으로 구성되는데 목표수립 단계에는 ROE, PBR, 배당성향, 총주주환원율 등 중장기 목표와 달성시기가 포함되고, 계획수립 단계에는 수익성 개선, 사업재편, 자본효율화, 배당확대, 자사주 매입소각 등의 실행계획이 포함된다. 이행평가는 과거 계획의 실행실적, 목표 달성 여부와 미달 원인을 평가하게 된다.

기업가치 제고 계획 발표 일반 지주회사 리스트

기업명	기업명	기업명
AK 홀딩스	SK	콜마홀딩스
F&F 홀딩스	SK 스퀘어	폴무원
GS	SK 이노베이션	한국금융지주
HD 한국조선해양	동원산업	한미사이언스
HD 현대	롯데지주	한진칼
HL 홀딩스	세아베스틸지주	현대제철홀딩스
LG	세아홀딩스	
POSCO 홀딩스	아모레퍼시픽홀딩스	

자료: KIND, SK 증권

기업가치 제고 계획 약식 발표 일반 지주회사 리스트(고배당기업 약식공시)

기업명	기업명	기업명
CJ	디와이	쿠쿠홀딩스
JW 홀딩스	미스트홀딩스	풍산홀딩스
KPX 홀딩스	에스제이엠홀딩스	한국애크퍼니
LS	오리온홀딩스	한일홀딩스
SK 디스커버리	이지홀딩스	해성산업
SNT 홀딩스	진양홀딩스	효성
대덕	코스맥스비티아이	휴온스글로벌

자료: KIND, SK 증권

지주회사는 고배당기업에 대한 비중도 높다. 배당성향이 40% 이상 또는 배당성향이 25% 이상이고 배당금이 10% 이상 증가한 기업은 고배당기업으로 분류되어 배당소득에 대한 분리과세가 적용된다. 26년 지급받은 배당부터 적용되고 이는 27년 5월 종합소득세 신고 시 적용 받는다.

배당소득분리과세 소득세 세율

연간 특례배당소득	소득세	지방소득세 포함 한계세율
2,000만원 이하	14%	15.4%
2,000만원 초과 ~ 3억원 이하	280만원 + 2,000만원 초과분의 20%	22.0%
3억원 초과 ~ 50억원 이하	5,880만원 + 3억원 초과분의 25%	27.5%
50억원 초과	12억 3,380만원 + 50억원 초과분의 25%	33.0%

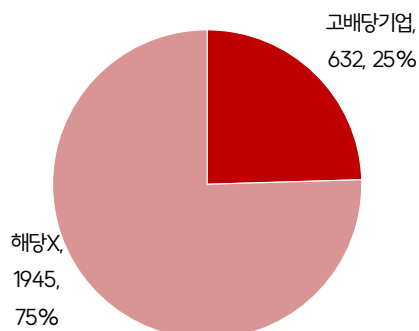
자료: 법제처, SK 증권

고배당기업 비율

상장사: 25% Vs 지주회사: 35%

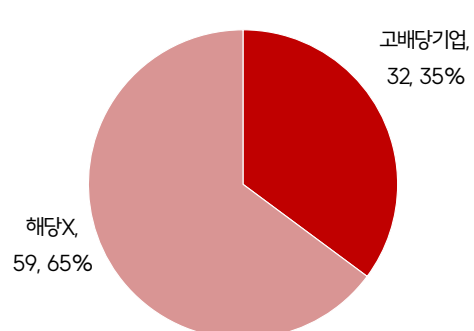
전체 상장사 중 배당소득분리과세 대상에 해당하는 고배당기업의 비율은 25%이다. 반면 일반 지주회사 중 고배당기업의 비율은 35%이다. 높은 배당성향은 기업가치 제고 의지를 나타낸다. 배당소득분리과세 대상은 일반 개인주주로 개인 수급에 긍정적 영향을 미칠 가능성이 높다.

국내 상장사 중 고배당기업 비중



자료: KIND, SK 증권

일반 지주회사 중 고배당기업 비중



자료: KIND, SK 증권

배당소득분리과세 대상 일반 지주회사 리스트

기업명	배당성향	배당금 증가율	25년 배당수익률	26년 예상 배당수익률
대덕	1060.0%	113.8%	11.0%	
이지홀딩스	328.1%	444.4%	30.4%	
POSCO 홀딩스	115.0%	-0.2%	3.3%	3.0%
한일홀딩스	97.7%	7.5%	6.1%	
HL 홀딩스	87.0%	3.1%	4.5%	5.4%
CJ	77.0%	10.0%	1.9%	2.4%
세아베스틸지주	68.6%	0.0%	2.4%	2.6%
LG	64.9%	0.0%	3.8%	2.9%
진양홀딩스	61.5%	0.0%	6.3%	
오리온홀딩스	54.7%	37.5%	5.3%	
미스트홀딩스	47.0%	51.7%	4.6%	5.2%
에스제이엠홀딩스	40.2%	11.1%	6.7%	
HD 한국조선해양	40.1%	141.2%	3.0%	4.7%
휴온스글로벌	37.2%	67.7%	1.7%	
GS	35.6%	11.1%	5.3%	2.9%
SNT 홀딩스	33.9%	90.1%	5.5%	7.2%
쿠쿠홀딩스	33.1%	29.2%	5.3%	6.3%
디와이	31.8%	51.1%	3.6%	
아모레퍼시픽홀딩스	30.5%	18.1%	1.5%	
한국엔컴퍼니	30.0%	10.0%	4.2%	4.6%
풍산홀딩스	29.5%	12.1%	4.3%	4.6%
HD 현대	29.4%	11.1%	2.1%	2.2%
SK 디스커버리	28.0%	12.4%	3.5%	
SK	27.6%	14.3%	3.1%	1.5%
KPX 홀딩스	26.1%	24.1%	7.2%	
코스맥스비티아이	25.5%	73.3%	5.8%	
세아홀딩스	25.5%	17.9%	3.0%	3.4%
JW 홀딩스	25.4%	83.0%	6.0%	
LS	25.3%	51.5%	1.3%	0.8%
효성	25.3%	66.7%	4.4%	3.3%
롯데지주	25.0%	11.8%	4.7%	5.4%
해성산업	25.0%	11.1%	3.0%	

자료: KIND, Quantiwise, SK 증권

주: 26년 예상 배당수익률은 컨센서스 기준

2. 주주환원 자원 확보 용이

안정적인 현금흐름과

최대주주와 일반주주의 이해관계 합치

지주회사는 주주환원 자원 확보가 구조적으로 용이하다. 반복적인 자회사 배당수입과 상표권수입이 발생하는 반면 자체 CAPEX 부담이 낮기 때문에 이익률이 높아 안정적인 현금흐름이 창출되기 때문이다. 또한 자산 매각이나 비상장자회사 IPO 시 특별배당 재원으로 활용할 수 있고, 현금지급은 최대주주와 일반주주의 이해관계가 합치되어 우호적으로 배당정책을 수립하는 점도 지주회사의 주주환원이 주주친화적인 이유이다.

주요 지주회사 연도별 지배주주 순이익률(별도기준)						(단위: %)
기업명	20	21	22	23	24	25
SK	49.4%	54.5%	16.2%	8.8%	-20.1%	37.2%
SK 스퀘어			73.3%	-176.9%	-101.2%	-29.5%
삼성물산	1.7%	9.1%	5.5%	6.4%	6.2%	5.0%
LS	73.9%	79.5%	80.6%	63.1%	69.5%	69.3%
한화	3.2%	3.3%	7.4%	1.3%	3.4%	1.1%
LG	131.0%	124.7%	69.1%	69.7%	54.2%	92.0%
CJ	31.6%	46.5%	41.4%	47.0%	91.6%	51.7%
현대제이프홀딩스	2.5%	3.6%	622.2%	544.9%	103.3%	71.8%
롯데지주	-105.7%	-14.5%	19.3%	-20.0%	-122.2%	22.2%

자료: Quantiwise, SK 증권

주요 지주회사 연도별 별도 기준 FCF				(단위: 십억원)
기업명	23	24	25	
SK	1,516	1,515	424	
SK 스퀘어	222	-10	229	
삼성물산	1,275	-1,348	5,528	
LS	447	228	341	
한화	-52	-738	11,377	
LG	691	607	590	
CJ	151	100	116	
현대제이프홀딩스	35	6	55	
롯데지주	192	135	137	

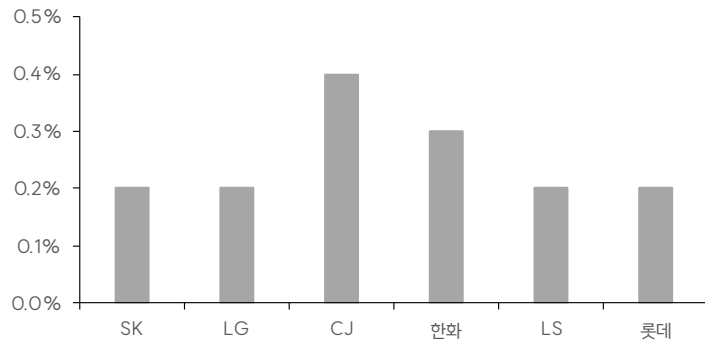
자료: Quantiwise, SK 증권

지주회사의 별도손익

: 상표권수입과 배당수입이 중요변수

지주회사의 주주환원은 실질적으로 현금을 창출하는 별도손익에 영향을 받는다. 일반적으로 지주회사의 별도손익은 상표권수입과 자회사 배당금이 가장 중요한 변수이다. 상표권수입은 자회사가 상표권(브랜드) 사용 대가를 상표권이라는 무형자산을 소유하고 있는 지주회사에 지불하게 된다. 자회사 매출에 비례하여 수취하게 되는데 지주회사에 따라 그 요율은 상이하나 일반적으로는 자회사 매출에서 광고선전비를 제외한 금액의 0.2%~0.4%가 일반적이다.

국내 주요 지주회사 상표권 요율



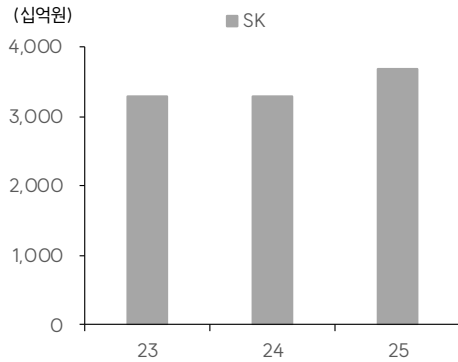
자료: 언론보도, SK 증권 추정

주: 각 기업별 세부 산정식과 내용은 상이함

SK의 상표권수입 큰 폭의 증가전망

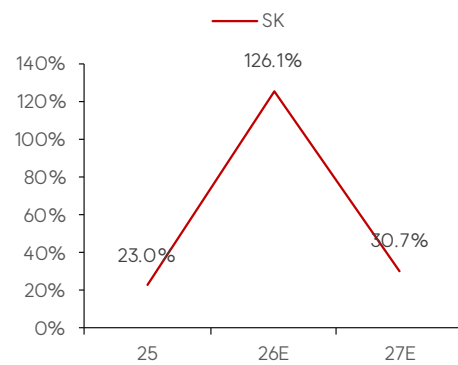
상표권을 보유하고 있는 지주회사는 SK, LG, CJ, 한화, LS, 롯데지주 등이 있다. 이중 26년 SK의 상표권수입이 크게 증가할 전망이다. SK는 26년 컨센서스가 있는 자회사 기준으로 매출액이 270조원(+125.9%) 증가할 전망이다. SK 하이닉스 248조원(+256%), SK 이노베이션 23조원(+28%) 각각 매출이 증가하면서 SK 상표권수입 확대를 견인할 것이다. LG는 LG 전자 7조원, LG 화학 10조원 매출 증가가 예상되며, 한화는 한화에어로스페이스와 한화솔루션이 각각 5조원, 4.7조원 매출 증가를 전망한다. LS는 LS ELECTRIC만 30.9% 매출 증가가 예상되며, 롯데 케미칼, 롯데쇼핑도 탑라인 성장이 기대된다. 자회사 매출 성장은 지주회사 상표권수입에 직접적으로 영향을 미치는 반면 추가적인 비용 요인은 제한적이기 때문에 지주회사 별도 실적개선을 견인하는 요인이며 이는 주주환원 재원으로 활용될 수 있다.

SK 연도별 상표권수입 추이



자료: SK, SK 증권

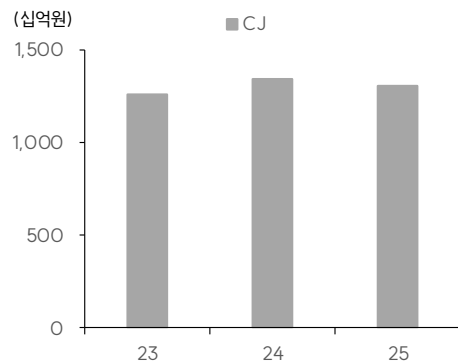
SK 주요 자회사 매출액 성장률 전망



자료: SK, SK 증권

주: SK 이노베이션, SK 텔레콤, SK 스퀘어, SK 네트워크스, SKC, SK 바이오팜, SK 하이닉스 합산

CJ 연도별 상표권수입 추이



자료: CJ, SK 증권

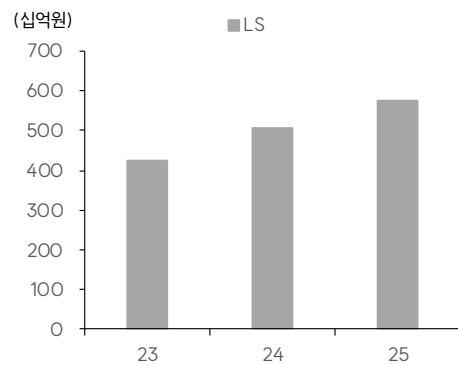
CJ 주요 자회사 매출액 성장률 전망



자료: SK 증권

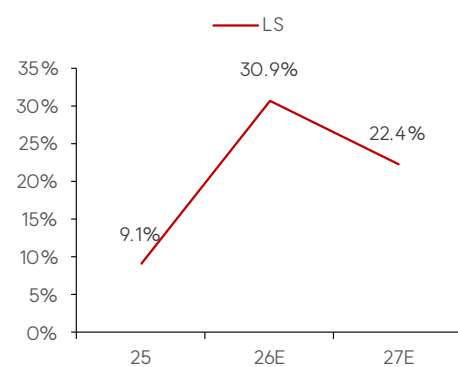
주: CJ제일제당, CJ프레시웨이, CJENM, CJCGV 합산

LS 연도별 상표권수입 추이



자료: LS, SK 증권

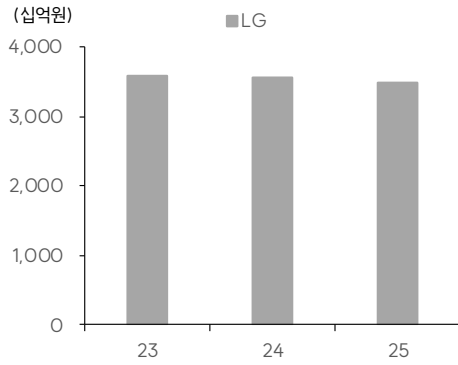
LS 주요 자회사 매출액 성장률 전망



자료: SK 증권

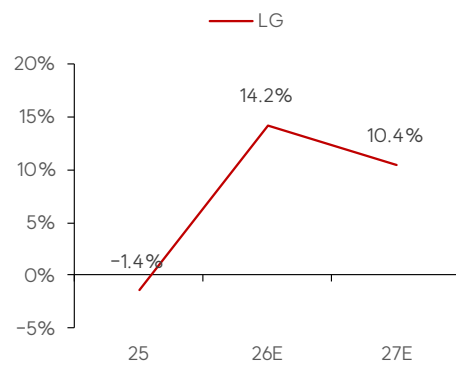
주: LSELECTRIC 기준

LG 연도별 상표권수입 추이



자료: LG, SK 증권

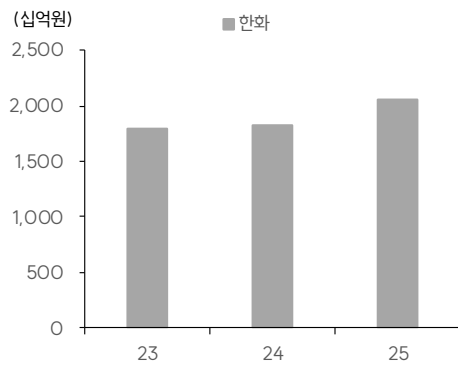
LG 주요 자회사 매출액 성장률 전망



자료: SK 증권

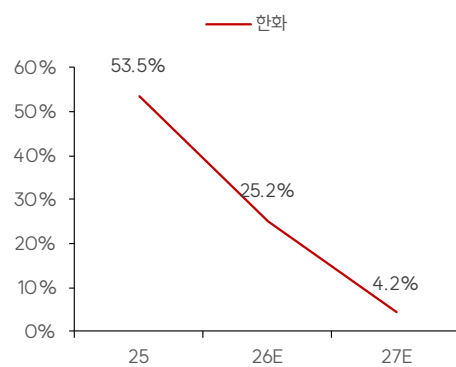
주: LG 전자, LG 화학, LG 생활건강, LG 씨엔에스, LG 에너지솔루션, LG 유플러스 합산

한화 연도별 상표권수입 추이



자료: 한화, SK 증권

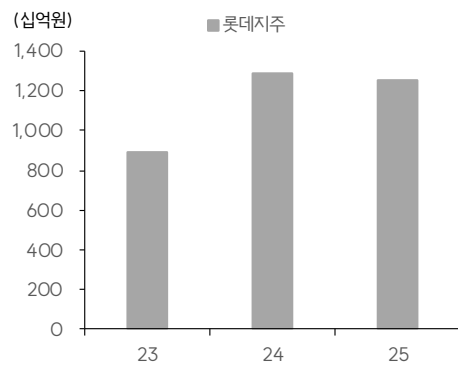
한화 주요 자회사 매출액 성장률 전망



자료: SK 증권

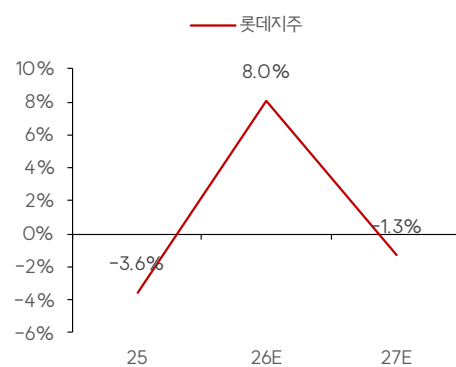
주: 한화솔루션, 한화오션, 한화에어로스페이스 합산

롯데지주 연도별 상표권수입 추이



자료: 롯데지주, SK 증권

롯데지주 주요 자회사 매출액 성장률 전망



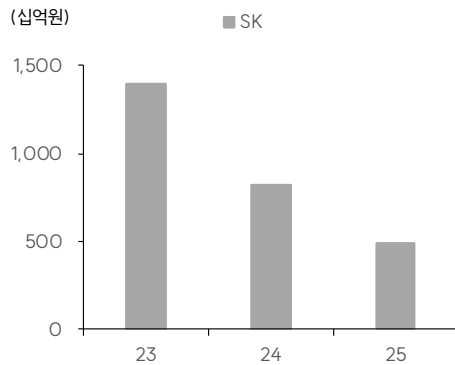
자료: SK 증권

주: 롯데이노베이트, 롯데쇼핑, 롯데웰푸드, 롯데칠성, 롯데케미칼 합산

삼성물산과 SK 스퀘어의 배당수입 큰 폭의 증가 전망

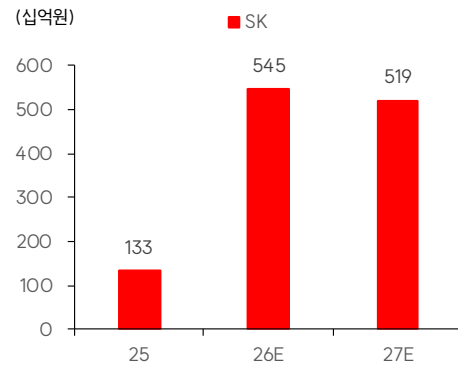
배당수입도 중요한 지주회사의 수입원이다. 상표권수입은 자회사 매출에 연동되지만 배당수입은 자회사 손익에 영향을 받기 때문에 연도별 배당수입의 변동폭이 크다. 컨센서스를 보유한 자회사 대상으로 계산한 결과 26년 삼성물산의 배당수입이 가장 크게 증가할 전망이다. 삼성전자 DPS 는 25년 1,668원에서 26년 7,724원(8/21 컨센서스 기준)으로 예상되는데 26년 삼성물산은 삼성전자에서 발생하는 배당수입만 5,000억원에서 2.3조원 수준까지 증가할 전망이다. 삼성물산의 경우 자회사 배당의 60~70%를 주주환원으로 활용하는 정책을 유지하고 있는데 26년 회계연도에 수취한 배당금은 27년 주주환원 재원으로 활용된다. 또한 SK 하이닉스 DPS 가 25년 3,000원에서 26년 9,600원(8/21 컨센서스 기준)으로 증가할 것으로 예상됨에 따라 SK 스퀘어 배당수입도 4,380억원에서 1.3조원 이상으로 증가할 전망이다. 그 밖에 SK 이노베이션 배당재개와 SK 텔레콤 배당 정상화가 예상되는 26년 SK의 배당도 의미 있게 증가할 전망이다.

SK 배당금수익 추이



자료: SK, SK 증권(이하 별도기준 배당수익 총액)

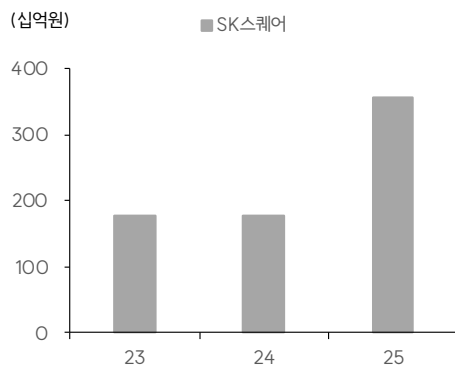
SK의 주요 자회사로부터 배당금수입 합산 전망



자료: FnGuide, SK 증권

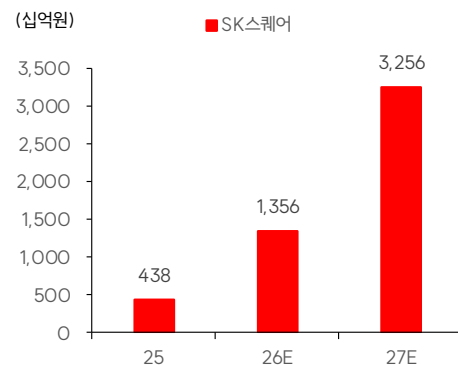
주: SK 이노베이션, SK 텔레콤, SK 스퀘어, SK 네트워크 합산

SK 스퀘어 배당금수익 추이



자료: SK 스퀘어, SK 증권

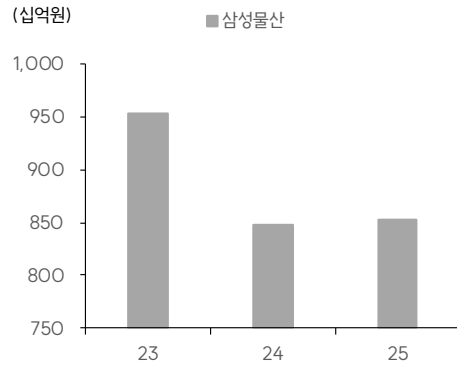
SK 스퀘어의 주요 자회사로부터 배당금수입 합산 전망



자료: FnGuide, SK 증권

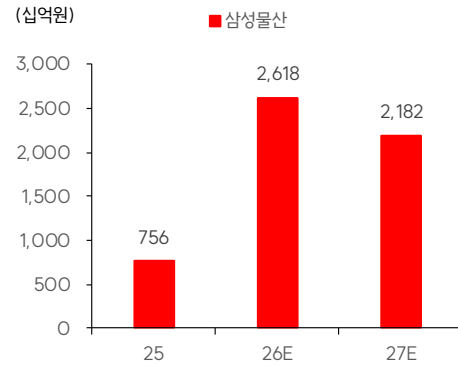
주: SK 하이닉스 기준

삼성물산 배당금수익 추이



자료: 삼성물산, SK 증권

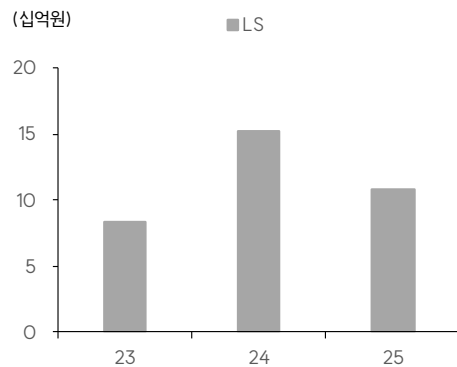
삼성물산의 주요 자회사로부터 배당금수입 합산 전망



자료: FnGuide, SK 증권

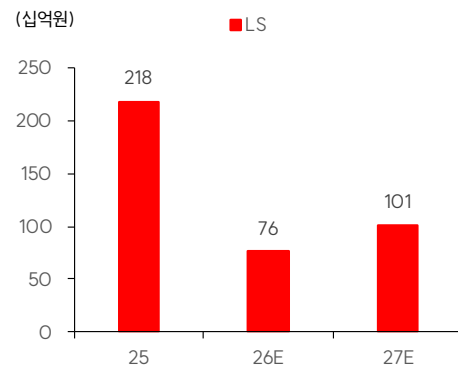
주: 삼성전자, 삼성에스디에스, 삼성 E&A, 삼성생명 합산

LS 배당금수익 추이



자료: 삼성물산, SK 증권

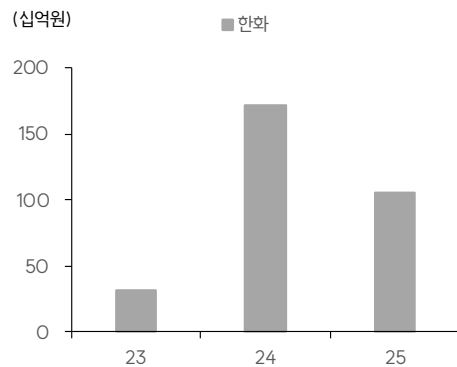
LS의 주요 자회사로부터 배당금수입 합산 전망



자료: FnGuide, SK 증권

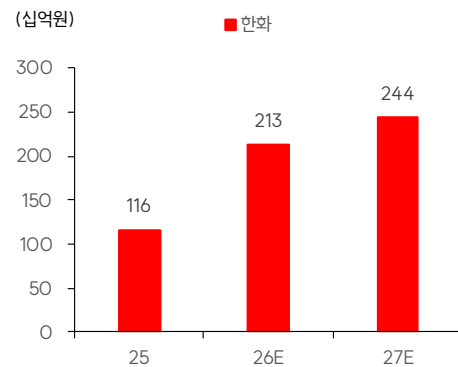
주: LSELECTRIC 기준

한화 배당금수익 추이



자료: 한화, SK 증권

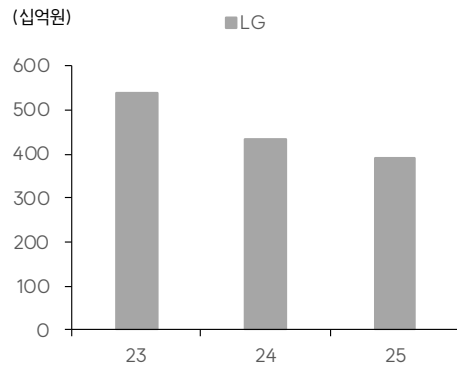
한화의 주요 자회사로부터 배당금수입 합산 전망



자료: FnGuide, SK 증권

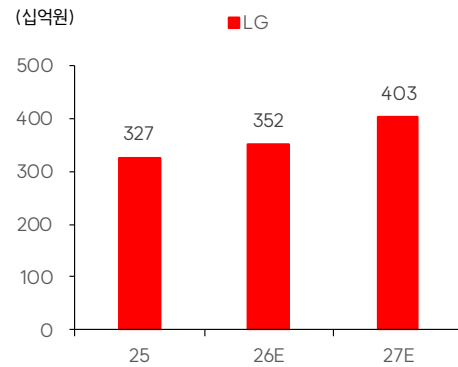
주: 한화솔루션, 한화생명, 한화에어로스페이스 합산

LG 배당금수익 추이



자료: LG, SK 증권

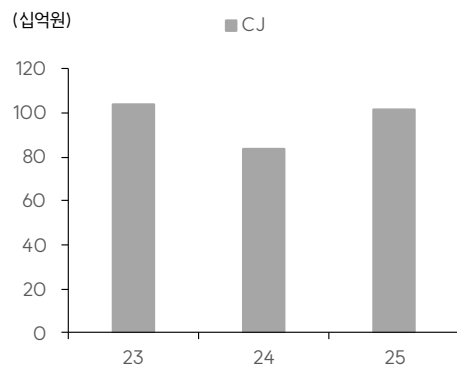
LG의 주요 자회사로부터 배당금수입 합산 전망



자료: FnGuide, SK 증권

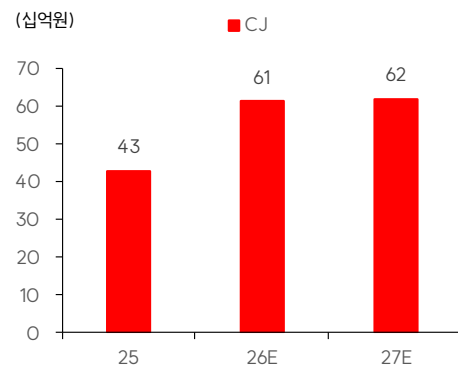
주: LG 전자, LG 화학, LG 생활건강, LG 씨엔에스, LG 유플러스 합산

CJ 배당금수익 추이



자료: CJ, SK 증권

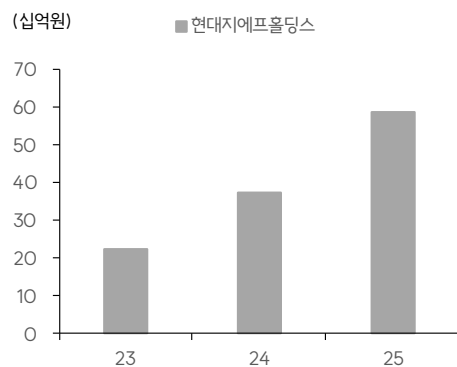
CJ의 주요 자회사로부터 배당금수입 합산 전망



자료: FnGuide, SK 증권

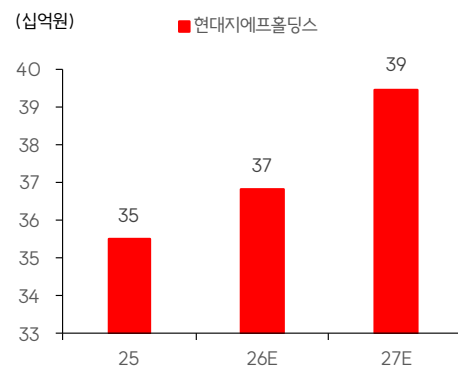
주: CJ제일제당, CJ프레시웨이, CJENM, CJ CGV 합산

현대지에프홀딩스 배당금수익 추이



자료: 현대지에프홀딩스, SK 증권

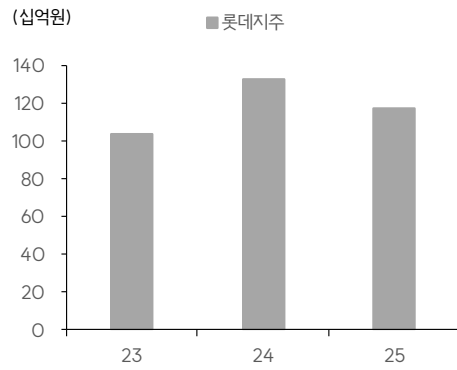
현대지에프홀딩스의 주요 자회사로부터 배당금수입 합산 전망



자료: FnGuide, SK 증권

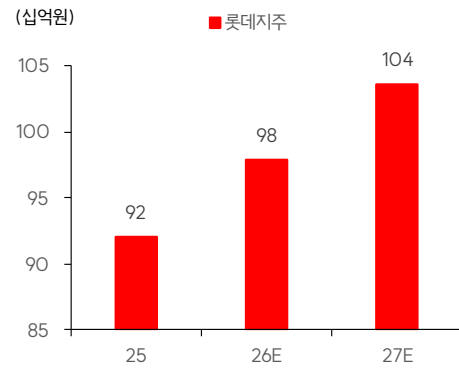
주: 현대그린푸드, 현대리바트, 현대백화점 합산

롯데지주 배당금수익 추이



자료: 롯데지주, SK 증권

롯데지주의 주요 자회사로부터 배당금수입 합산 전망



자료: FnGuide, SK 증권

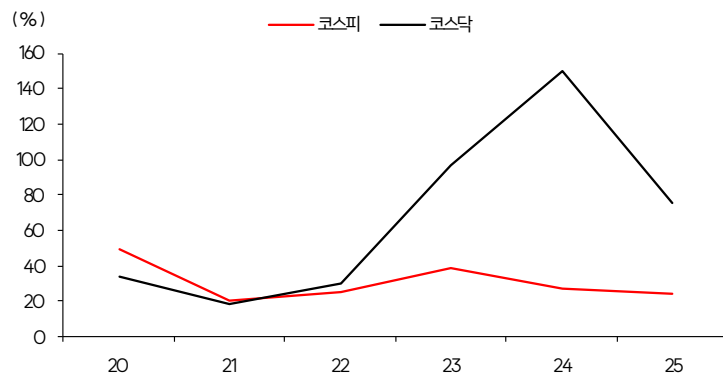
주: 롯데이노베이트, 롯데쇼핑, 롯데웰푸드, 롯데칠성, 롯데케미칼 합산

3. 이해관계 합치, 현금배당

안정적 현금흐름 보유한 지주회사

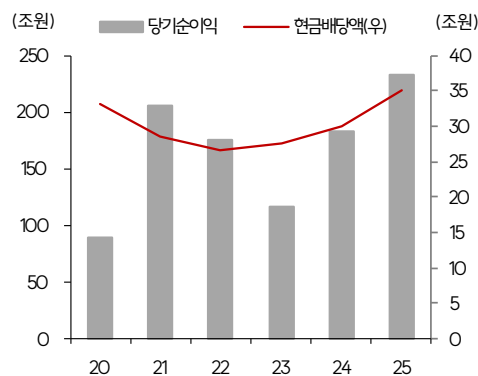
25 년 기준 코스피와 코스닥의 배당성향은 각각 24.3%, 75.7%이다. 최근 주주환원에 대한 인식변화와 관심 증가로 시장 전반에 걸친 주주환원 확대 분위기가 나타나고 있다. 일반 사업회사의 경우 실적의 변동성이 크기 때문에 주주환원의 변동폭도 클 가능성이 높다. 하지만 지주회사는 안정적인 현금흐름을 보유하고 있으며, 최대주주와의 일반주주가 지분율에 비례한 동일한 현금을 지급받기 때문에 대부분의 지주회사는 우호적인 현금배당 정책을 보유하고 있다.

코스피 및 코스닥 연도별 배당성향 추이



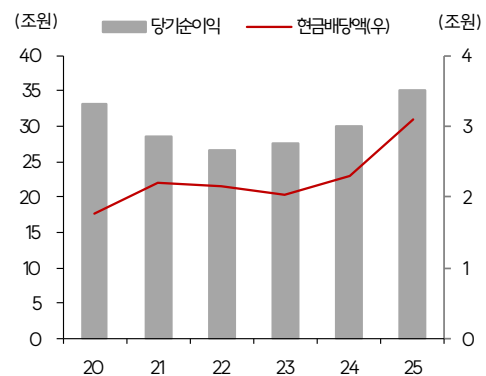
자료: Quantiwise, SK 증권

코스피 당기순이익과 현금배당액 추이



자료: Quantiwise, SK 증권

코스닥 당기순이익과 현금배당액 추이



자료: Quantiwise, SK 증권

주요 지주회사 배당정책

삼성물산, SK 스퀘어 특별배당 가능성

지난주 삼성전자와 SK 하이닉스의 대규모 주주환원정책 발표 이후 시장 전반으로 주주환원에 대한 관심이 확대되고 있다. 그 중 배당은 예측가능성이 중요한 변수이다. 주요 지주회사는 3년 내외의 중기 배당정책 발표를 통해 투자자의 신뢰성을 제고시킨다. SK와 삼성물산, 한화, 현대지에프홀딩스는 최소 DPS를 발표했다. 최소 DPS는 주가 하방의 강력한 지지선 역할을 한다. SK 스퀘어, 삼성물산은 배당수입의 일정 비율을 배당하는 정책을 보유하고 있다. 자회사 배당을 지주회사 주주에게 환원함으로써 자회사 성과가 지주회사 주주에게 공유되는 효과가 기대된다. 특히 이들 기업은 올해 대규모 특별배당이 예상되는 삼성전자와 SK 스퀘어의 지분을 보유하고 있다는 측면에서 SK 스퀘어와 삼성물산의 주주환원 확대 가능성이 높다. LG, CJ는 별도 조정 당기순이익에 기반한 배당을 지급하고, LS와 롯데지주는 현금배당과 자사주 소각을 포함한 목표 주주환원율을 제시하고 있다. 이 밖에 SK와 SK 스퀘어는 자산매각이익 등 투자성과의 일부를 주주환원에 활용하는 것을 명문화함으로써 그룹 차원에서 추진하고 있는 리밸런싱과 특별배당 두 가지 효과를 기대할 수 있다.

국내 주요 지주회사 배당정책

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

자료: 각 사, SK 증권

DPS 하락 지양 기조

SK 증권 커버리지 지주회사 중 최근 3년 동안 보통주 DPS가 하락한 경우는 24년 롯데지주가 유일하고 대부분의 지주회사가 중장기적으로 DPS를 상향시키고 있다. 실적변동에 따라 배당성향은 기업별로 다소 변동성이 있지만 공식적 혹은 암묵적으로 DPS 하락은 지양하는 기조가 있어 배당에 대한 신뢰가 높다.

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%
현대지애프홀딩스	210	200	210	300	12.6%
롯데지주	1,500	1,500	1,200	1,250	-5.9%

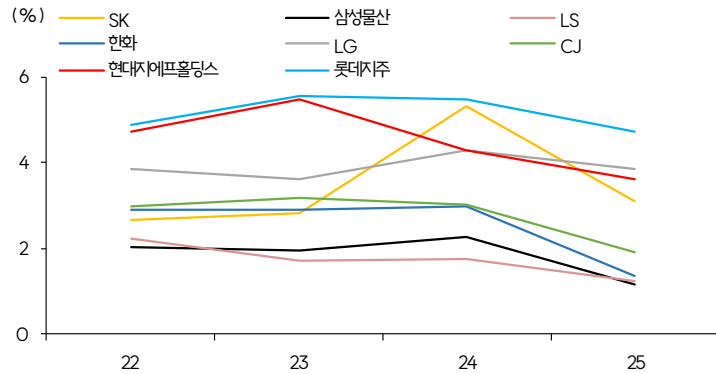
주요 지주회사 연도별 배당성향 (연결기준)					(단위: %)
기업명	22	23	24	25	
SK	25.5	-35.7	-29.8	27.6	
SK 스퀘어	0.0	0.0	0.0	0.0	
삼성물산	18.4	18.8	19.1	18.8	
LS	5.4	10.1	19.0	25.3	
한화	6.3	19.4	9.3	26.5	
LG	24.0	38.4	83.2	64.9	
CJ	41.5	51.7	106.8	77.3	
현대지애프홀딩스	31.2	2.8	4.7	11.2	
롯데지주	62.9	-698.9	-8.43	-14.8	

자료: Quantwise, SK 증권

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	
현대지애프홀딩스	23.4	28.5	57.7	81.3	
롯데지주	168.6	-185.7	-19.5	127.3	

자료: Quantwise, SK 증권

주요 지주회사 배당수익률 추이



자료: Quantiwise, SK 증권

삼성전자와 SK 하이닉스
FCF 기반의 대규모 주주환원 예고

26년 삼성전자와 SK 하이닉스는 큰 폭의 주주환원 확대를 예고했다. 삼성전자와 SK 하이닉스는 FCF 기반 배당정책을 보유하고 있는데 삼성전자의 경우 24년부터 26년까지 FCF의 50%를 배당할 예정이다. 24년과 25년에는 매년 9.8조원 이상, FCF의 50% 이상을 배당해 왔다. 지난 8월 21일 발표한 주주환원책에 따르면 삼성전자의 2026년 잔여 주주환원 재원은 90~110조원으로 예상되며, 3분기에는 30조원 내외 규모의 현금배당을 예정하고 있다. 또한 임직원 보상용 자사주 15조원(0.9%)도 매입 예정이다. 임직원 보상용 자사주는 소각용도는 아니지만 매수기간 주가방어 역할이 기대되며 임직원의 매도 가능 시점은 1년 단위로 각각 1/3씩 분산이 유력하기 때문에 주가에 미치는 부정적 영향은 제한적이다.

SK 하이닉스 주주환원 정책

'24.01.31 발표안

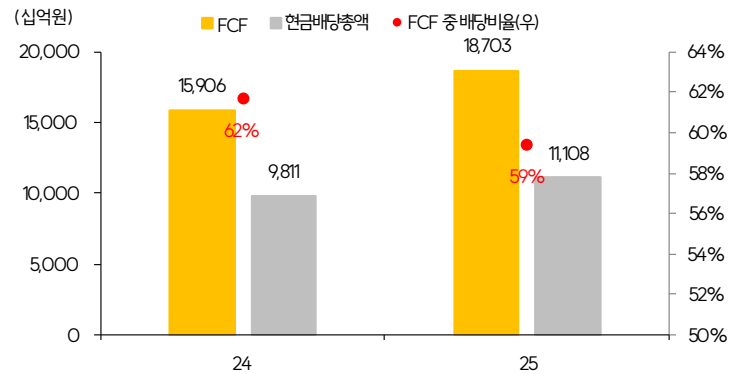
- '24년~'26년 3년간 발생하는 FCF의 50%를 주주환원
 - 매년 9.8조원 정규배당
 - 3년간 총 FCF의 50% 중에서 정규배당 이후에도 잔여재원 발생시 추가로 환원
- 주주환원정책 대상 기간 종료 이전이라도 M&A 추진, 현금규모 등을 감안하여 탄력적으로 신규 주주환원 정책 발표 및 시행 가능

'26.08.21 발표안

- 2026년 주주환원 예상 규모 및 시행 방안
 - 2026년 경영실적 및 투자 등에 따라 변동가능하나, **2026년 주주환원 잔여 재원**(3년간 총 FCF 50%에서 2024~2025년에 시행한 29.3조원 차감)은 **약 90~110조원 규모**로 예상
 - * 3년간 총 FCF 산정시 보증금 성격의 메모리 제품 LTA(장기공급계약) '선수금' 및 임직원 성과급 주식보상 관련 지출액은 차감
 - **2026년 3분기**에는 정규 분기배당을 포함해 **30조원 내외 규모의 현금배당**을 시행할 계획으로 2026년 10월말 개최될 이사회에서 구체적인 내용을 확정할 예정
 - 2026년 결산 후 2027년 1월말 개최 예정인 이사회에서 나머지 주주환원의 규모 및 구체적인 시행 방안을 최종 결정하여 별도 발표할 계획
 - 나머지 주주환원은 현금배당과 자기주식 매입/소각을 종합적으로 고려하여 시행 예정

자료: 삼성전자, SK 증권

삼성전자 24년~25년 배당 이력



자료: 삼성전자, SK 증권

SK 하이닉스도 적정현금 수준 확보(26년 주주총회를 통해 순현금 100조원 언급) 이후 FCF의 50%를 주주환원 재원으로 설정할 예정이다. 2Q26 기준 SK 하이닉스의 순현금은 69.4조원이다. 하반기 실적개선타세가 이어질 것으로 예상됨에 따라 올해 순현금 100조원 달성이 유력하다는 판단이다.

SK 하이닉스,
40조원(3.3%) 자사주 소각 후
SK 스캐어 지분율 상승
(20.0% > 20.7%)

지난 8월 19일 SK 하이닉스는 대규모 자사주 매입을 발표하였다. 8월 20일부터 11월 19일까지 총 40조원(3.3%) 규모의 자사주를 매입하고 소각할 예정이다. 자사주 소각이 완료될 경우 SK 스캐어의 SK 하이닉스 지분율은 20.0%에서 20.7%로 상승하게 된다. 이와 함께 기존 주주환원을 정책 강화하는 주주환원 정책을 발표했다. 기존에는 추가 환원에 대해 25년~27년 3년간 FCF의 50% 수준이 재원이었으나, 신규로 발표한 정책에 따르면 3년 FCF의 50% 이상을 환원할 계획임을 명시하였다. 따라서 40조원의 자사주 매입 이외에 특별배당에 대한 기대감도 커졌으며, 27년 주주환원에 대한 상방도 열리게 되었다.

SK 하이닉스 주주환원 정책

'24.11.27 발표안

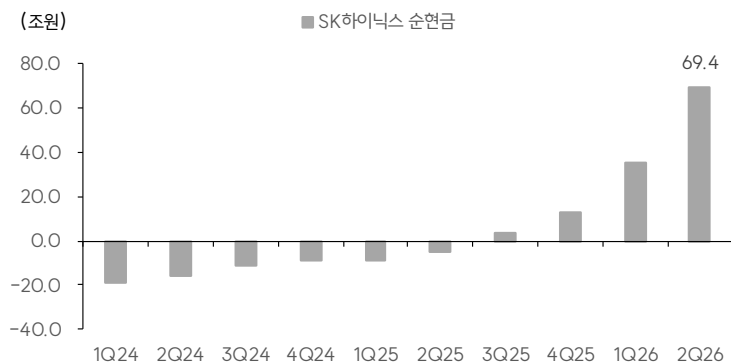
- 고정배당금 25% 상향
 - 고정배당금을 주당 1,200 원에서 주당 1,500 원으로 상향
 - 연간 현금 배당금은 고정배당금만 지급하며, 기존 정책 하에서 지급하던 연간 FCF 의 5%는 재무건전성 강화에 우선 활용
- "재무 건전성 강화"와 "주주환원 확대"를 균형 있게 추진
 1. 재무 건전성 목표 설정
 - 시장 불확실성에 안정적으로 대응하고 미래 성장을 위한 투자를 지속할 수 있도록 "Net Cash 달성" 및 "적정현금 수준 확보"를 목표로 설정함
 2. 정책기간 종료 후 추가 환원
 - 2025년부터 2027년까지 3년간 발생하는 FCF 의 **50% 수준**을 총 재원으로 설정
 - 정책기간 종료 후 재무 건전성 목표 수준을 유지하는 범위 내에서 추가 환원 실행

'26.08.19 발표안

- 현 주주환원 정책은 재무건전성 목표 달성을 전제로 하며, 당사는 목표 달성 경로가 계획대로 진행되고 있다고 판단
- 정책 기간(2025년~2027년) 동안 발생하는 누적 Free Cash Flow(잉여현금 흐름)의 **50% 이상**을 환원할 계획
 - 주주가치 제고를 위해 자기주식 취득·소각과 현금 배당을 병행
 - 기존 고정배당과 특별배당 등을 포함한 배당 확대 방안도 검토 중
- 유의미한 Free Cash Flow 창출에 따라 조기 환원 실시
 - 최근 주가가 당사의 내재가치 대비 저평가되어 있다고 판단하여, 효율적인 자본 재배치 및 주주가치 제고를 위하여 40 조원 규모의 자기주식 취득·소각을 결정
 - 향후에도 현금흐름, 시장상황, 배당가능이익 등을 고려하여 정책 기간 내 자사주 취득·소각을 지속할 계획
 - 배당과 자사주 매입을 포함한 구체적인 추가 환원 규모와 방식은 이사회 결의를 거쳐 3분기 실적발표 시점에 안내 예정

자료: SK 하이닉스, SK 증권

SK 하이닉스 분기별 순현금 추이



자료: SK 하이닉스, SK 증권

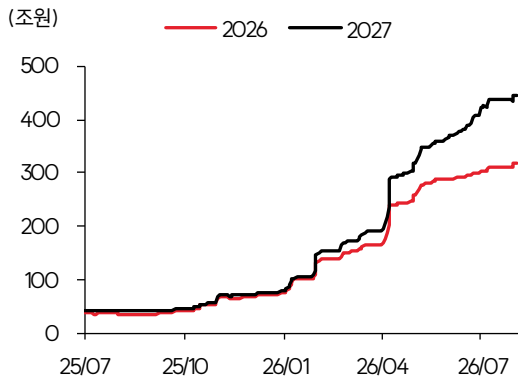
26년 예상 FCF:

삼성전자 244 조원

SK 하이닉스 166 조원

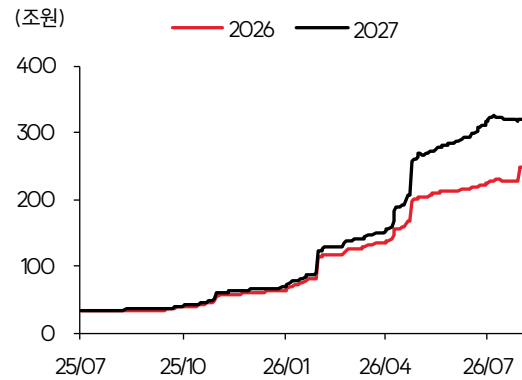
반도체 호황에 따른 삼성전자와 SK 하이닉스 실적개선은 FCF 상승요인이다. 2분기 실적발표 이후에도 26년 실적은 삼성전자 SK 하이닉스 모두 우상향하고 있다. 이에 삼성전자의 26년 FCF 컨센서스는 244 조원(+1,205%)이며, SK 하이닉스는 166 조원(+674%)이다. 26년 대규모 주주환원 확대를 기대하게 하는 요인이다.

삼성전자 지배주주순이익 컨센서스 추이



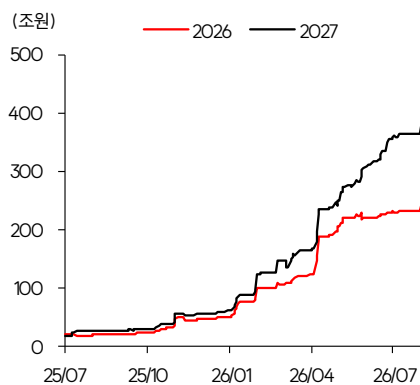
자료: SK 증권

SK 하이닉스 지배주주순이익 컨센서스 추이



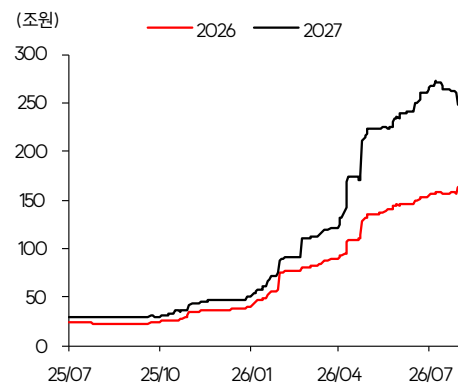
자료: SK 증권

삼성전자 FCF 컨센서스 추이



자료: FnGuide, SK 증권

SK 하이닉스 FCF 컨센서스 추이



자료: FnGuide, SK 증권

삼성전자 및 SK 하이닉스 2Q26 FCF 추정

(단위: 조원)

기업명	영업활동현금흐름	유형자산 취득	FCF
삼성전자	145.4	31.2	114.1
SK 하이닉스	92.1	18.3	73.8

자료: SK 증권

삼성전자 26년 FCF 244 조원 가정 시
주당 배당금 18,349 원 전망

삼성전자의 26년 FCF는 아직 확정되지 않았지만 컨센서스(244 조원)를 가정하고 모든 주주환원을 배당으로 지급한다고 가정한다면 삼성전자의 주당 배당은 18,349 원으로 전년 1,668 원 대비 크게 증가할 전망이다. 현 주가 대비 배당수익률도 6.5%에 이른다.

삼성전자 26년 주당 배당금 가정

(단위: 조원, 주, 원)

구분	내용	비고
삼성전자 FCF	244	컨센서스 기준
배당금 지급액	122	50% 가정
삼성전자 주식수	6,648,649,811	우선주 포함
주당 배당금	18,349	보통주와 우선주 동일한 배당 가정
배당수익률	6.5%	8/21 종가 281,000 원 가정

자료: SK 증권

삼성물산 26년 DPS 8,550 원 전망

삼성물산의 26년 관계사 배당수입은 삼성전자 3분기 1.3 조원(30 조원 배당 가정)을 비롯하여 연간 1.7 조원을 포함하여 총 2.0 조원으로 예상된다. 재배당률 70% 가정 시 삼성물산의 27년초에 지급할 26년 DPS는 8,550 원(+205%)로 예상되며, 현 주가 대비 예상 배당수익률은 2.2%이다.

26년 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%	26년~28년까지 재배당률 60%~70%
주주환원 금액	13,991	
삼성물산 주식수	163,635,171	우선주 포함
27년 초 삼성물산 주당 예상 배당금	8,550	

자료: SK 증권

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

삼성물산 주주환원 확대
기대감에서 확신으로

삼성전자 배당 확대는 27년 삼성물산 주주환원 확대로 이어질 것이다. 삼성물산은 '26년~'28년, 관계사 배당수입의 60~70%를 환원하기 때문이다. 삼성물산이 보통주와 우선주 동일하게 관계사 배당수입의 70%(삼성생명, 삼성에스디에스, 삼성 E&A는 25년과 동일한 배당 가정)를 배당한다고 가정할 경우 삼성전자가 90 조원을 배당하면 삼성물산의 예상 DPS는 18,569 원, 110 조원을 배당한다면 22,449 원이다. 삼성물산 주주환원 확대에 대한 기대감이 확신으로 바뀌는 시기이다.

삼성전자 연간 배당규모에 따른 삼성물산 예상 DPS 변화

(단위: 조원, 원)

구분	가정 1	가정 2	가정 3	가정 4	가정 5
삼성전자 배당규모	70	90	100	110	130
삼성물산 예상 DPS	14,689	18,569	20,509	22,449	26,329
삼성물산 예상 배당수익률	4.0%	5.1%	5.6%	6.1%	7.2%

자료: SK 증권

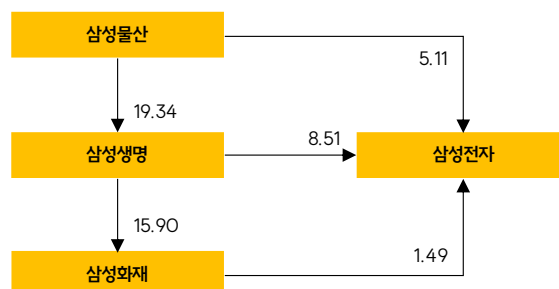
주 1: 삼성전자와 삼성물산은 보통주와 우선주 동일 배당 가정. 삼성물산 재배당을 70% 가정

주 2: 삼성생명 등 기타 관계사는 25년과 동일한 배당 가정

삼성생명 특별배당시 삼성물산 주주환원 추가 확대

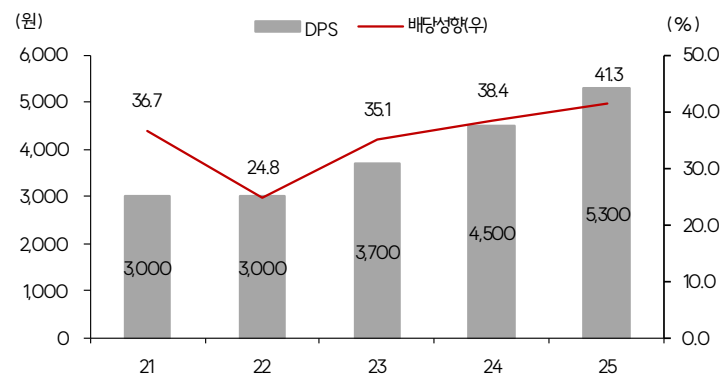
삼성전자는 삼성물산과 삼성생명, 삼성화재가 지분을 보유하고 있다. 삼성물산은 삼성생명의 지분도 19.34% 보유하고 있기 때문에 만약 삼성전자 특별배당으로 삼성생명이 특별배당을 실시한다면 삼성물산의 재배당 규모도 증가할 것이다. 다만 삼성생명은 중장기 주주환원을 50% 목표를 제시하고 있는데 특별배당 가능성에 대해서 구체적인 계획은 언급하고 있지는 않다.

삼성그룹 지배구조도



자료: SK 증권

삼성생명 DPS 및 배당성향 추이



자료: Quatiwise, SK 증권

40조원 자사주 매입·소각 발표로 특별배당에 대한 기대감도 확대

SK 하이닉스는 지난 8월 19일 발표한 신규 배당정책에 따르면 유의미한 FCF 창출에 따라 조기 환원 실시가 가능하고 이에 따라 자사주 40조원을 매입·소각한다고 밝혔다. 이에 따라 특별배당에 대한 가능성도 높아졌다. 26년 연간 FCF 컨센서스는 166조원으로 100조원을 재무건전성 목표 달성을 위해 보유하고 있다고 가정하고 그 초과분의 50%만 배당한다고 가정할 경우 SK 하이닉스 주당 배당금은 45,560원으로 산출된다.

SK 하이닉스 26년 주당 배당금 가정

(단위: 조원, 주, 원)

구분	내용	비고
SK 하이닉스 FCF	166	컨센서스 기준
배당금 지급액	33	FCF 중 100조원 초과분의 50% 가정
SK 하이닉스 주식수	728,866,129	
주당 배당금	45,560	
배당수익률	2.6%	8/21 종가 1,730,000원 가정

자료: SK 증권

SK 하이닉스 특별배당시 SK 스퀘어의 주주환원 확대 전망

SK 하이닉스는 배당확대는 SK 스퀘어의 주주환원 확대에 이어질 것이다. SK 스퀘어는 23년 자사주 매입을 시작으로 그동안 자사주 매입·소각 중심으로 주주환원을 해왔지만 25년 처음으로 배당을 실시하며 향후 주주환원에서 배당 비중이 확대될 가능성이 있다. SK 스퀘어는 '26년~'28년, 경상 배당수입의 30% 이상과 투자 성과의 일부가 주주환원 재원이 된다. 보수적으로 최저 수치인 경상 배당수입의 30%만 재배당한다고 가정할 경우 SK 하이닉스가 총 40조원을 배당시 SK 스퀘어의 DPS는 18,233원(배당수익률: 1.6%)으로 산출된다. 재배당률이 상승할수록 DPS는 상향되며 배당이 아닌 자사주 매입 및 소각을 통한 주주환원 가능성도 열려 있다.

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

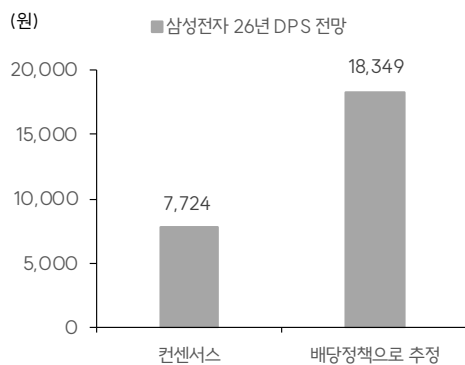
주: SK 스퀘어의 재배당률 30% 가정

SK 하이닉스 현금배당액과 SK 스퀘어 재배당률에 따른 SK 스퀘어 DPS 변화

SK 하이닉스 현금배당 SK 스퀘어 재배당률	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

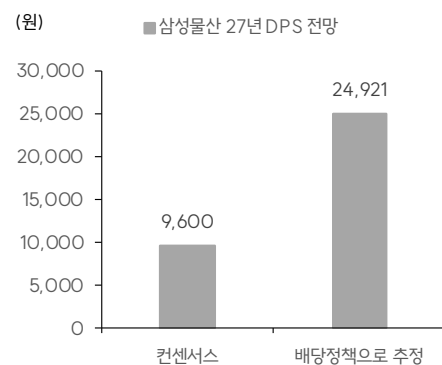
삼성전자 DPS 산정



자료: FnGuide, SK 증권

주: 삼성전자는 26년 FCF(244 조원)의 50% 특별배당 가정

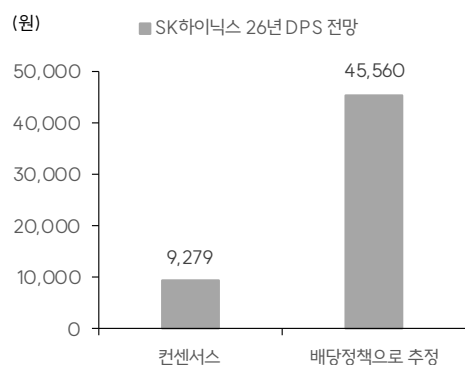
삼성물산 DPS 산정



자료: FnGuide, SK 증권

주: 삼성물산은 70% 재배당 가정

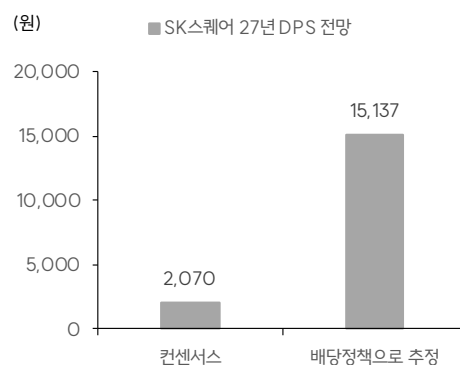
SK 하이닉스 DPS 산정



자료: FnGuide, SK 증권

주: SK 하이닉스는 26년 FCF(166 조원) 중 100 조원 초과분의 50% 특별배당 가정

SK 스퀘어 DPS 산정



자료: FnGuide, SK 증권

주: SK 스퀘어는 30% 재배당 가정

4. 소각의 시간, 자사주

지주회사의 자사주

부정적 요인 제거 위한 소각 요구 확대

자사주 매입·소각도 중요한 주주환원 방법이다. 특히 지주회사는 다른 산업군 대비 자사주 매입에 더 적극적인 경우가 많다. 의결권이 없는 자사주는 주주총회에서 총 주식수에서 제외되기 때문에 자사주 보유만으로 주총에서 최대주주 지분율이 상승하는 효과가 발생하기 때문이다. 자사주는 보유만으로도 EPS가 상승하고 배당권이 없어 일반주주의 배당이 확대될 수 있는 점은 긍정적 요인이다. 다만 최대주주 지배력 강화 수단으로 지적되는 점은 지주회사 순자산 가치 대비 할인의 주요한 원인이며, 자사주를 외부에 매각할 경우 자사주 매입에 따른 긍정적 재무효과가 제거되기 때문에 보유 자사주에 대한 소각 요구가 커지고 있었다.

주주총회 안건별 의결 정족수

구분	기준	보통결의 사항	특별결의 사항
정족수	출석주주 기준 발행주식 총수 기준	출석 의결권의 과반수 출석 의결권의 2/3 이상	발행주식 총수의 1/4 이상 발행주식 총수의 1/3 이상
내용		이사 및 감사 선임, 감사위원 선임, 재무제표 승인, 이익배당, 이익잉여금 처분, 이사 및 감사 보수한도, 준비금 감소, 결손보전 목적 감자, 자기주식 보유 및 처분계획 승인 등	정관 변경, 이사 및 감사 해임, 감사위원 해임, 주식매수선택권 부여, 주식분할, 영업양수도, 합병, 회사의 분할 및 분할합병 등

자료: SK 증권

자사주 의무소각 법제화

26년 3월 개정상법이 시행됨에 따라 향후 신규로 취득하는 자사주는 1년 이내 소각해야 하고, 기보유 자사주는 27년 9월까지 소각이 의무화되었다. 자사주 소각은 자사주 매입에 따른 긍정적 재무효과를 영구히 할 수 있고 기업의 기업가치제고 의지를 확인할 수 있다는 측면에서 주가에 긍정적이라 할 수 있다.

3차 상법개정안 주요 내용

주요 내용

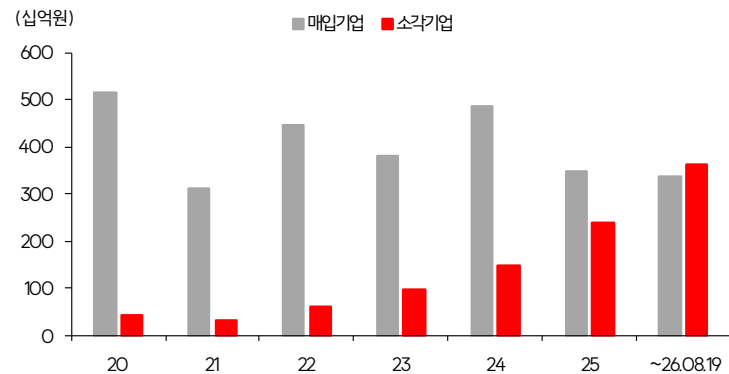
- 1) 자기주식에 의결권 또는 배당을 받을 권리 등이 부여되지 아니함을 명시함
- 2) 자기주식을 교환 또는 상환 대상으로 하여 사채를 발행하지 못하도록 함
- 3) 자기주식은 질권의 목적으로 하지 못하도록 함
- 4) 회사가 자기주식을 취득하는 경우 취득일로부터 1년 이내에 원칙적으로 소각하도록 함
- 5) 임직원 보상 등 일정한 사유가 있어 회사가 작성한 자기주식보유처분계획이 매년 주주총회의 승인을 받은 경우에는, 그 승인된 계획에 따라 자기주식을 예외적으로 보유 또는 처분할 수 있게 함
- 6) 회사가 자기주식을 처분하는 때에는 각 주주에게 그가 가진 주식 수에 따라 균등한 조건으로 처분하도록 하고 임직원 보상 또는 우ரி사주제도 실시 등 일정한 사유가 인정되는 경우에는 주주 외의 자에게 처분할 수 있게 함
- 7) 회사가 자기주식을 처분하는 때에는 그 성질에 반하지 아니하는 범위 내에서 신주 발행절차를 준용함
- 8) 회사가 취득한 모든 자기주식은 이사회 결의로써 소각할 수 있음을 명문화함
- 9) 회사의 합병 분할시 자기주식에 분할신주를 배정하지 못하도록 함
- 10) 자기주식보유처분계획 승인 없이 자기주식을 취득일로부터 1년 이내에 소각하지 아니하거나 또는 자기주식보유처분계획의 내용에 위반하여 자기주식을 보유 처분한 경우, 이사 개인에 대하여 5천만원 이하의 과태료를 부과함
- 11) 이 법 시행 전에 회사가 취득 보유하고 있는 기존 자기주식에 대하여도 동일하게 기준일로부터 1년 이내 소각의무를 부과하고, 기존 직접취득 자기주식의 기준일을 이 법 시행일로부터 6개월이 경과한 날로 설정하는 한편, 외국인 투자 등 제한되는 회사에 대한 예외를 규정함

자료: SK 증권

자사주 소각의 시간

26년 3월 이후 신규 취득하는 자사주에 대해서는 소각이 의무화되기 때문에 기업 입장에서는 자사주 매입에 신중해질 수밖에 없다. 이에 자사주 의무 소각에 대한 논의가 본격화된 25년 자사주 매입기업은 348개 기업으로 전년 대비 28.5% 감소하였다. 반면 자사주 소각 기업은 점진적으로 증가하고 있다. 21년 33개 기업이 자사주를 소각했으나, 25년 121개 기업으로 증가했고 26년 8월 19일까지 소각을 공시한 기업도 151개에 이르렀다. 향후 자사주를 통한 주주환원은 보유 자사주 소각에 초점이 맞춰질 가능성이 높다.

연도별 자사주 매입 및 소각 기업수



자료: KIND, SK 증권

자사주 소각의 소수주주권 실효성 증가

자사주는 소각 전부터 의결권이 없으므로 소각 자체가 기존 주주의 현재 의결권 비중이나 최대주주와의 상대적 의결권 관계를 직접 변화시키는 것은 아니다. 하지만 자사주 소각은 자사주가 포함되는 발행주식총수를 분모로 하는 소수주주권의 행사 요건을 완화하고, 향후 자사주 처분에 따른 의결권 희석 및 지배주주 우호지분 형성 가능성을 제거한다는 점에서 소수주주권 실효성을 높인다고 볼 수 있다.

상장회사 소수주주권 주요 내용

구분	지분요건
임시주총 소집청구, 감사인 선임 청구	1.5%
이사·감사 해임청구	0.5%
회계장부 열람, 동사청구	0.1%
이사의 위법행위유지청구	0.05%
주주대표 소송	0.01%

자료: SK 증권

그룹 기업가치 제고를 위한
자사주 소각효과는 지주회사로 집중

시장 전반적으로 자사주 소각움직임이 활발해짐에 따라 지주회사 자회사의 자사주 소각은 지주회사의 지배력 강화로 이어지고 있다. SK 텔레콤, SK 이노베이션, SK 네트웍스, SK 스퀘어의 자사주 소각으로 SK 의 자회사 지분율이 상승했고, LG 전자, LG 유플러스, LG 생활건강의 자사주 소각으로 LG 의 자회사 지분율이 상승했다. 현대백화점, 현대홈쇼핑, 현대그린푸드의 자사주 소각은 현대지에프홀딩스 지분율 상승으로 나타났다. SK 하이닉스는 자사주 소각 이후 소각분을 ADR 로 발행함으로써 지분율은 변동이 없으나, SK 하이닉스 재무구조 개선에 기여하는 효과가 발생했다. 이번 8 월 SK 하이닉스가 발표한 자사주 40 조원 매입·소각은 SK 스퀘어의 SK 하이닉스 지분율을 20.0%에서 20.7%로 상승시킬 전망이다. 이 과정에서 SK 스퀘어의 현금 투입은 없었다. 일반적으로 자사주 매입·소각은 주가에 긍정적인 영향을 미치기 때문에 지주회사 입장에서 자회사 자사주 매입·소각은 자회사 주가 상승과 지분율 상승의 이중 효과를 기대하게 하는 요인이다. 그룹의 기업가치 제고를 위한 자회사의 자사주 소각은 결국 그룹 지배구조 정점의 지주회사로 집중되는 것이다.

자회사 자사주 소각에 따른 지주회사의 지분율 상승 효과

지주회사	상장자회사	2024년 이후 완료된 보통주 소각	지주회사 지분율 변화	소각 효과
SK	SK 텔레콤	2024년 404.3만주	30.01% → 30.57%	+0.56%p
SK	SK 이노베이션	2024년 492.0만주	34.45% → 36.22%	+1.77%p
SK	SK 네트워크	2024년 1,450만주, 2026년 2,068.4만주	41.20% → 48.43%	+7.23%p
SK	SK 스퀘어	2024~2026년 누적 705.7만주	30.55% → 32.18%	+1.63%p
SK 스퀘어	SK 하이닉스	2026년 1,530만주	20.07% → 20.50%	+0.43%p
SK 스퀘어	드림어스컴퍼니	2025년 152만주	38.67% → 39.47%	+0.79%p
LG	LG 전자	2025~2026년 76.3만주	35.10% → 35.26%	+0.16%p
LG	LG 유플러스	2025~2026년 1,218.4만주	37.66% → 38.74%	+1.08%p
LG	LG 생활건강	2025~2026년 64.3만주	34.03% → 35.49%	+1.46%p
현대제에프홀딩스	현대백화점	2024년 77.4만주	30.00% → 31.03%	+1.73%p
		2026년 106.4만주	35.06% → 36.79%	+1.03%p
현대제에프홀딩스	현대홈쇼핑	2026년 79.2만주	57.36% → 61.41%	+4.05%p
현대제에프홀딩스	현대그린푸드	2025~2026년 140.9만주	38.11% → 39.76%	+1.65%p
현대제에프홀딩스	현대이지웰	2026년 126.8만주	50.00% → 52.82%	+2.82%p
현대제에프홀딩스	현대리바트	2026년 42.1만주	41.16% → 42.02%	+0.86%p
현대제에프홀딩스	현대에버다임	2026년 7.4만주	45.17% → 45.35%	+0.19%p
롯데지주	롯데이노베이트	2024년 26.7만주	64.95% → 66.10%	+1.15%p
롯데지주	롯데웰푸드	2025~2026년 23만주	47.47% → 48.65%	+1.19%p

자료: 전자공시시스템, SK 증권

주: 2024년 이후 지주회사 자회사의 자사주 소각에 따른 지주회사의 지분율 상승 효과

소각 의무화로 자사주매입의
즉각적인 주가 상승효과 기대

SK 증권 커버리지 기준 22년과 23년에는 자사주 소각보다는 자사주 매입금액이 더 컸다. 하지만 24년 밸류업에 대한 관심 고조와 자사주 의무 소각안에 대한 논의가 본격화되면서 기업가치 제고 의지가 높은 지주회사는 선제적으로 자사주를 소각하기 시작했다. 결국 22년부터 현재까지 누적 자사주 매입규모는 2.2조원이나 소각금액은 3.9조원으로 소각 금액이 더 컸다. 향후 취득하는 자사주는 소각이 의무화됨에 따라 자사주 매입에는 다소 신중할 수 있으나 소각 의무화로 자사주매입의 즉각적인 주가 상승 효과를 기대할 수 있을 전망이다.

주요 지주회사 연도별 자사주 취득금액						(단위: 억원)
기업명	22	23	24	25	26	합계
SK	1,943	498	645	0	0	3,086
SK 스퀘어	0	2,656	1,546	1,900	1,400	7,502
삼성물산	3,530	0	0	0	1	3,531
LS	192	21	70	0	0	283
한화	0	0	1,839	0	111	1,950
LG	1,678	1,806	1,517	0	0	5,001
CJ	0	0	0	0	0	0
현대제에프홀딩스	0	2	0	0	500	502
롯데지주	0	0	0	0	0	0
합계	7,343	4,983	5,617	1,900	2,012	21,855

자료: 전자공시시스템, SK 증권

주요 지주회사 연도별 자사주 소각금액						(단위: 억원)
기업명	22	23	24	25	26	합계
SK	0	1,007	754	0	0	1,761
SK 스퀘어	0	1,063	1,965	2,587	1,400	7,015
삼성물산	0	1,072	6,632	6,403	6,464	20,571
LS	0	0	0	110	110	220
한화	0	0	471	0	1,375	1,846
LG	0	0	0	2,500	2,500	5,000
CJ	0	0	0	0	0	0
현대지에프홀딩스	0	481	0	0	0	481
롯데지주	0	0	0	0	1,663	1,663
합계	0	3,623	9,822	11,600	13,512	38,557

자료: 전자공시시스템, SK 증권

보유 자사주 소각계획 발표

: SK, 현대지에프홀딩스

기보유 자사주 소각완료

: 삼성물산, SK 스퀘어, 한화, LG

SK 증권 커버리지 기준 보유 자사주에 대한 소각 계획을 발표한 지주회사는 SK 와 현대지에프홀딩스가 있다. SK 는 보유 자사주 24.8% 중 20.3%를 27년 1월 소각 예정이다. 현대지에프홀딩스는 하반기 5,00 억원(2.2%)의 자사주를 매입한 후 상반기 매입분(500 억원)과 함께 일괄 소각예정이다. 삼성물산, LG 는 보유 자사주를 이미 모두 소각 완료했다. 반면 LS, CJ, 롯데지주는 아직까지 보유 자사주에 대한 구체적인 계획을 발표하지 않았다.

주요 지주회사 26년 자사주 매입 및 소각이력			
기업명	26년 자사주 매입 및 소각 이력	보유 자사주	소각계획
SK		24.8%	27년 1월 4일 보통주 14,692,601주(20.3%), 우선주 1,787 주 소각
SK 스퀘어	26년 7월 31일 34,388 주(0.03%) 소각	0.14%	
삼성물산	26년 3월 13일 7,807,563 주(4.6%) 소각	0.0%	
LS	26년 2월 27일 500,000 주(1.6%) 소각	11.1%	
한화	26년 4월 9일 4,450,816 주(5.9%) 소각	1.6%	
LG	26년 5월 28일 3,029,581 주(2.0%) 소각	0.0%	
CJ		7.3%	
현대지에프홀딩스	26년 2월~4월, 8월~10월 자사주 1,000 억원(4.4%) 취득	1.9%	8월 이후 500 억원(2.3%) 추가 매입 후 연말 일괄 소각예정
롯데지주	26년 3월 31일 5,245,461 주(5.0%) 소각	23.7%	

자료: 각 사, SK 증권

주요 지주회사 및 코스피 자사주 비율 추이

기업명	4Q1H	4Q2H	1H25	2H25	1H26
SK	24.8%	24.8%	24.8%	24.8%	24.8%
SK 스퀘어	1.1%	1.2%	0.1%	0.2%	0.1%
삼성물산	8.8%	8.8%	4.6%	4.6%	0.0%
LS	15.1%	15.1%	15.1%	13.7%	12.3%
한화	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	1.6%
LG	3.9%	3.9%	3.9%	2.0%	0.0%
CJ	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%
현대제철홀딩스	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%
롯데지주	32.5%	32.5%	27.5%	27.5%	23.7%
코스피	3.1%	3.2%	3.1%	3.0%	2.4%

자료: Quatiwise, SK 증권

현금배당,
최대주주와 일반주주 이해관계 합치

현금배당과 자사주 매입·소각은 대표적인 주주환원 방법이다. 배당은 모든 주주가 지분율에 비례해 동일한 현금을 지급받기 때문에 투명하다. 특히 지주회사는 다수의 기업이 중기 배당정책 발표로 예측가능성을 높여 주가의 하방 지지선을 만들 수 있다. 또한 현금지급에 대한 최대주주와 일반주주 사이의 이해관계가 합치되기 때문에 주주 우호적인 현금배당을 보유하고 있다. 반면 배당소득세가 발생하고 배당락에 따른 주가 하락 등 주가를 직접적으로 상승시키는 동인으로서의 역할은 자사주 매입보다 약한 편이다.

자사주 매입·소각,
주가 저평가에 대한 신호효과

자사주 매입은 저평가된 기업이 자사주 매입을 할 경우 잔존주주가 저평가된 지분을 더 많이 보유하는 효과가 발생하고, EPS 상승 등 재무개선 효과도 발생한다. 시장에서 기업 주가의 저평가에 대한 신호로 인식할 수 있다. 또한 매수기간 수급개선에 따른 주가상승의 동인으로 역할이 기대된다. 반면 자사주는 배당에 비해 그 시기와 규모를 예측하기 어렵고 자사주 매입에도 주가가 상승하지 않으면 일반주주는 자사주 매입 효과를 체감하기 어렵다. 또한 최대주주의 지배력을 강화하는 수단으로 악용될 소지도 있다.

결론적으로 배당은 주주환원의 확실성과 예측 가능성이 높고, 자사주 매입·소각은 저평가된 상황에서 잔존주주의 주당가치를 높이는데 더 효율적이라 할 수 있다. 따라서 안정적인 기본배당과 저평가 구간에서 자사주 매입·소각을 병행하는 것이 가장 이상적이라 할 수 있다.

주주환원 방법에 따른 장단점

구분	현금배당	자사주 매입·소각
장점	- 모든 주주에 동일하게 지급되어 투명함 - 예측 가능성 높음 - 주가의 하방 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

5. 추가적인 할인을 축소 기대

지주회사 할인을 축소 진행

SK 증권 커버리지 지주회사 합산 NAV 대비 할인은 48.9%이다. 20년 이후 60%대에 머물던 할인은 24년 밸류업 프로그램, 25년 상법개정 등의 정책적 환경 변화로 지주회사 할인을 축소가 진행되어 왔다. 최근에는 중복상장 금지와 주가 누르기 금지도 추진중이다. 중복상장 규제는 자회사 IPO 단계에서 모회사 주주가치를 보호하고, 주가 누르기 방지는 낮은 주가를 이용한 최대주주의 승계 절차를 제한하기 때문에 중장기적으로 지주회사 할인을 축소에 기여할 수 있을 것으로 예상된다.

SK 증권 커버리지 지주회사 합산 NAV 대비 할인을 추이



자료: SK 증권

중복상장 금지 주요 내용

구분	내용
적용범위	- 연결재무제표상 종속회사 - 모회사 지분 20% 이상 보유한 수직적 계열회사 - 해당 계열회사가 50%를 초과해 보유한 손자·증손회사
모회사 이사회 5대 의무	- 중복상장이 모회사 주주에게 미치는 영향 평가 - 주주보호 방안 마련 - 주주소통 및 주주동의 여부 확인 - 이사회외 최종 찬반결의와 자회사 통지 - 이행내용 및 주주표결 미실시 사유 공시
주주동의 기준	- 3% 초과 보유 주주도 의결권은 3%까지만 인정 - 최대주주는 특수관계인 지분을 합산해 3%로 제한 - 출석주식 과반수 찬성. 발행주식 총수의 1/4 찬성

자료: 금융위원회, SK 증권

지주회사 자사주 소각 계획

SK, SK 스퀘어, 삼성물산의
추가 환원 기대감

SK는 보유 자사주 중 20.7%에 대한 27년 1월 소각을 확정했다. 또한 SK 스퀘어와 현대지에프홀딩스는 올해 하반기와 내년 신규 자사주 취득 및 소각을 예정하고 있다. 롯데지주(23.7%), LS(12.3%), CJ(7.3%)는 보유 자사주에 대한 소각 시점을 밝히지 않았으나 기보유 자사주에 대한 소각시점은 27년 9월이기 때문에 이전까지 소각이 진행될 것으로 보인다. 추가 주주환원 측면에서는 SK가 SK 실트론 매각으로 자산매각이익이 발생했기 때문에 시가총액의 1~2% 규모의 자사주 매입소각 또는 추가배당이 기대되며, 삼성전자와 SK하이닉스의 특별배당이 유력함에 따라 삼성물산과 SK 스퀘어의 추가 주주환원 기대감도 높은 상황이다.

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 스퀘어	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)
현대지에프홀딩스	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 NAV 대비 할인율

(단위: 십억원)

구분	SK	LG	CJ	LS	한화	SK 스퀘어	삼성물산	현대지에프홀딩스	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

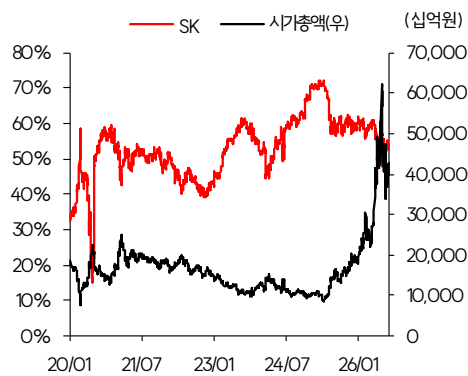
(단위: 배)

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
현대제철홀딩스	-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

SK NAV 대비 할인율 추이



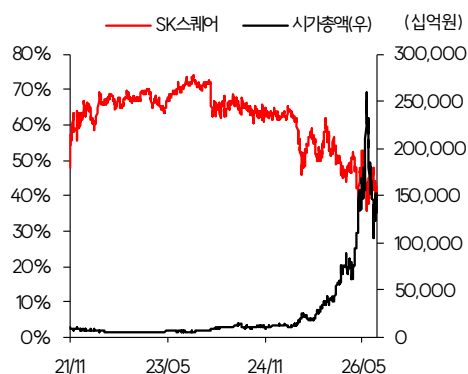
자료: SK 증권

SK PBR(FYO) 추이



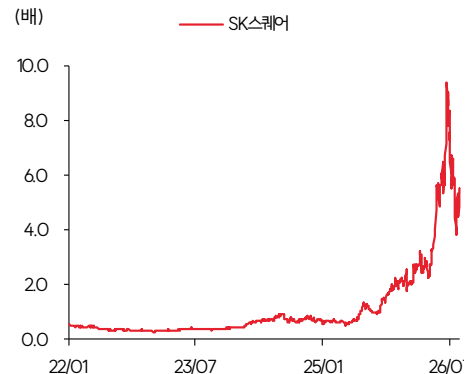
자료: Quantwise, SK 증권

SK 스퀘어 NAV 대비 할인율 추이



자료: SK 증권

SK 스퀘어 PBR(FYO) 추이



자료: Quantwise, SK 증권

삼성물산 NAV 대비 할인율 추이



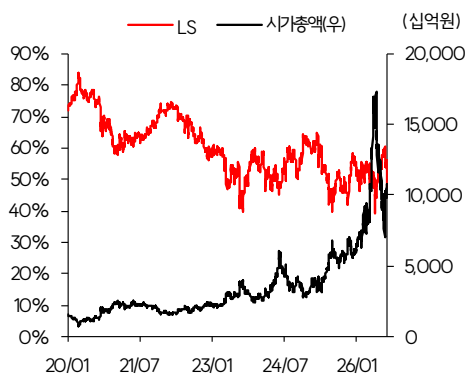
자료: SK 증권

삼성물산 스쿼어 PBR(FY0) 추이



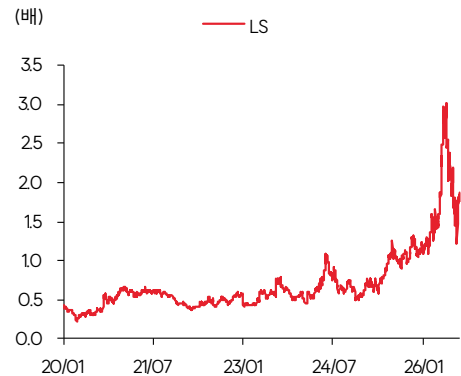
자료: Quantiwise, SK 증권

LS NAV 대비 할인율 추이



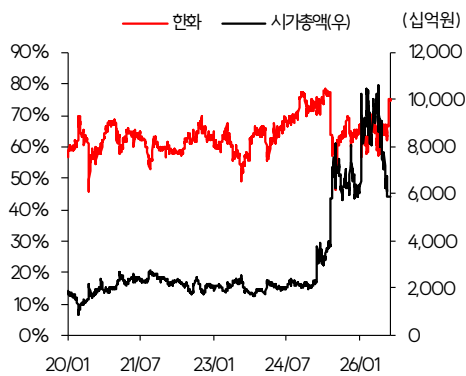
자료: SK 증권

LS PBR(FY0) 추이



자료: Quantiwise, SK 증권

한화 NAV 대비 할인율 추이



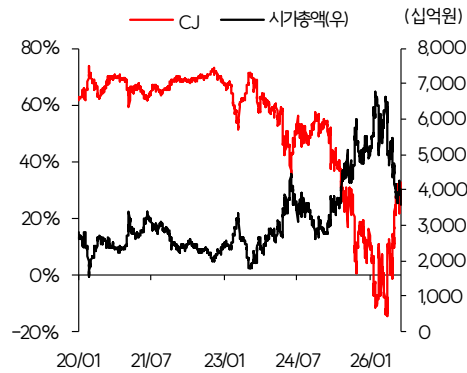
자료: SK 증권

한화 PBR(FY0) 추이



자료: Quantiwise, SK 증권

CJ NAV 대비 할인율 추이



자료: SK 증권

CJ PBR(FYO) 추이



자료: Quantwise, SK 증권

LG NAV 대비 할인율 추이



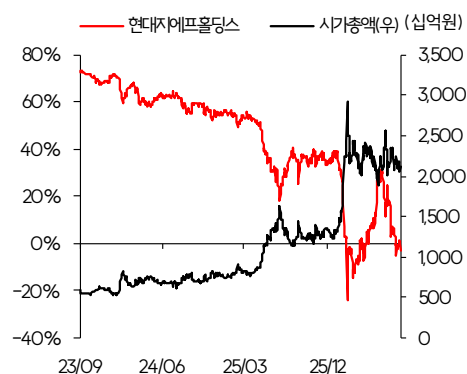
자료: SK 증권

LG PBR(FYO) 추이



자료: Quantwise, SK 증권

현대지에프홀딩스 NAV 대비 할인율 추이



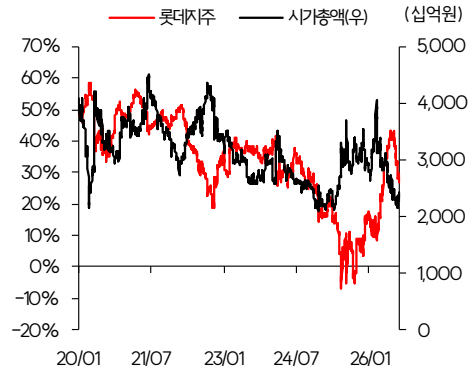
자료: SK 증권

현대지에프홀딩스 PBR(FYO) 추이



자료: Quantwise, SK 증권

롯데지주 NAV 대비 할인율 추이



자료: SK 증권

롯데지주 PBR(FY0) 추이



자료: Quantiwise, SK 증권

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 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자 의견은 다음과 같습니다.

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2026년 08월 25일 기준)

매수

96.4%

중립

3.6%

매도

0.00%