

2026. 09. 02

금융으로
만나는 새로운 세상

*시를 활용한 이미지입니다.

주주환원 각서, 시장의 질을 높인다.

IBKS 제주 ESG In-Depth

Analyst 남성현

02) 6915-5672 / rockrole@ibks.com



IBK기업은행 금융그룹

IBK투자증권

본 조사분석자료는 당사 리서치부문에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권 투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.



안녕하세요.

IBK투자증권 리서치부문 유통·식자재/지주 담당 남성현입니다.

2025년 이후 국내 주식시장은 주요 글로벌 시장 대비 높은 상승률을 기록하고 있습니다. 반도체 업황 개선, 내국인 투자 확대, 상법개정안, 배당소득세 완화 등 긍정적 요인들이 맞물린 결과로 해석합니다. 일시적으로 긍정적 요인이 시장을 이끌었지만, 중장기적인 관점에서도 방향성은 우상향 될 것으로 판단합니다. 그러한 이유는 시장의 질적 개선 가능성이 높아지고 있기 때문이다. 향후 한국 주식시장은 상법개정안과 주주환원의 구조적 변화가 이끌 것으로 판단합니다. 제도적 시행이 안착되고, 주주환원 기대치가 높아질수록 진정한 기업가치 제고가 시작될 가능성이 높습니다. 그동안 한국 주식시장은 코리아 디스카운트라는 구조적 한계를 안고 있었습니다. 기업이 벌어들이는 이익과 보유한 자산가치에 비해 낮은 밸류에이션을 적용받아왔고, 그 배경에는 지배구조 문제, 미흡한 주주환원, 정책 일관성 부족, 조세 제도 등이 자리하고 있었습니다.

현 시점에서 상법개정안과 주주환원 정책 변화에 주목하고 있습니다. 상법개정안은 이사 행동 의무(1차) → 이사회 구성 민주화(2차) → 자본 환원(3차)에 이르기까지 단계적으로 개정되며 권한과 수익이 전체 주주에게 공정하게 배분되도록 기업 지배구조의 투명성을 확보하고 있습니다. 여기에 중복상장 규제 강화는 주주가치를 훼손하는 계열사 상장을 억제하는 방향으로 작용하고 있습니다. 이러한 변화는 기업의 지배구조 할인 요인을 완화하고, 기업가치 재평가의 기반을 마련하고 있습니다.

거버넌스 개선은 밸류에이션 할인 요인을 낮추는 역할을 하지만, 주주가 체감하는 실질적 혜택은 결국 배당과 자사주 매입·소각 등 주주환원을 통해 나타납니다. 배당은 해당 연도에 발생한 이익을 주주에게 직접 배분하는 방식으로 현금흐름의 실현 가능성과 예측 가능성이 높습니다. 기업이 중장기 배당정책을 제시할 경우 주주 입장에서도 미래 이익의 가시성이 높아질 수 있습니다. 또한, 배당소득세 분리과세를 통해 배당 확대의 세제상 한계를 해소하고 있습니다. 자사주 매입·소각도 주주환원에 있어서 긍정적인 정책입니다. 다만, 단발성 이벤트 성격이 강하고, 주가 상승이 동반되지 않을 경우 일반 주주가 체감하는 환원 효과가 제한적일 수 있습니다. 이에 당사는 배당 확대가 지속 가능하고 주주들에게 유리한 환원 방식이라 생각합니다.

다만, 배당 확대를 위한 추가적인 정책 방안을 제시할 필요성이 있습니다. 배당소득세 분리과세의 경우, 현재 시행령으로 적용되며 2028년까지 한시적으로 운영되고 있기 때문입니다. 시장은 예측 가능성을 중시하는 경향이 있습니다. 이에 법제화를 통해 주주환원을 정착화시킬 경우 불확실성을 해소할 수 있다는 판단입니다. 또한, 다수의 자회사와 관계사를 보유하고 있는 지주사를 고려하면, 배당성향 산정 기준을 별도기준으로 보완할 필요성도 있습니다. 이는 지주사가 보유한 실질 배당재원과 주주환원 여력을 보다 정확히 반영할 수 있는 방식이라 생각합니다.

결국 앞으로의 기업가치는 기업 이익의 증가뿐만 아니라, 이익을 투명한 구조 내에서 얼마나 공정하게, 그리고 지속적으로 주주에게 환원할 수 있는지에 의해 영향을 받을 것으로 판단합니다. 거래소는 2026년부터 전 상장사를 대상으로 기업가치 제고 계획을 자율공시 하라고 지침하였습니다. 이는 결국 주주들의 환원율을 투명하게 해줄 수 있는 기반을 마련한 것입니다. 이러한 구조가 안착 될수록 시장의 질은 더욱 개선되고, 코리아디스카운트 해소로 이어질 수 있다는 판단입니다.

CONTENTS

1. Summary	4
밸류업의 본질: 거버넌스 개선과 주주환원으로 코리아 디스카운트 해소	4
2. 진정한 Value Up이란?	5
밸류업 정책의 본질은? 시장 참여자와 이익을 나누는 것	5
밸류업을 위한 중요 정책은? 상법개정안의 효과는?	6
중복상장 금지에 대한 득과 실	10
3. 진정한 밸류업은 이제 시작	12
거버넌스 개정과 맞물린 국내 주식 시장 랠리! 하지만, 여전히 부족한 이유는?	12
주주에게 귀속되는 실질적 혜택에 대한 고민? 자사주 매입 소각 or 배당	15
4. 주주환원: 자사주 매입 소각 vs 배당	19
자사주 매입 소각: 주주환원을 위한 정책의 양면성	19
배당 정책을 긍정적으로 생각하는 이유	21
5. 배당 확대를 위한 방향	26
배당소득세 완화 추가적으로 필요	26
배당 확대는 필연적?	28
기업분석	31
SK스퀘어 (402340): 주주환원 체급이 달라진다	32
현대차 (005380): 주주환원의 기어를 바꾸다	36
삼성물산 (028260): 주주환원의 밑그림은 그려졌다	42
현대지에프홀딩스 (005440): 주주와의 동행	48
오리온홀딩스 (001800): 성장하는 만큼 나누는 회사	53

1. Summary

밸류업의 본질: 거버넌스 개선과 주주환원으로 코리아 디스카운트 해소

밸류업 핵심
: 기업 이익을 모든
주주에게 공정하게 배분

밸류업은 코리아 디스카운트를 해소하고 기업가치를 제고하기 위한 정책으로, 핵심은 기업이 창출한 이익과 현금흐름이 모든 주주에게 공정하게 귀속될 수 있는 구조를 마련하는 데 있다. 이를 위해 기업가치 제고 계획 공시, 주주환원 확대, 지배구조 개선, 정보 제공 강화가 주요 과제로 제시되고 있다. 상법개정안은 이사 행동 의무(1차), 이사회 구성 민주화(2차), 자본 환원(3차)의 3단계를 통해 권한과 수익이 전체 주주 중심으로 배분될 수 있도록 한다. 중복상장 규제 강화 또한 주주가치를 훼손시키는 대기업 계열사의 상장을 막아 주주의 이익을 보전하는 규제라 판단된다. 다만, 기업 자본조달 제한과 모기업 재무 부담이라는 부작용도 함께 고려해야 한다.

국내 주식시장의
진정한 밸류업은
아직 미완성

2025년 이후 국내 주식시장은 글로벌 주요 시장 대비 높은 상승률을 기록했다. 그러나 이는 아직 진정한 밸류업이 완성된 결과라기보다는 정책 기대와 시장 환경이 반영된 초기 단계로 해석된다. 밸류업은 자본조달시장 기능을 정상적으로 회복시키자는 취지의 정책이다. 기업 가치는 거버넌스라는 멀티플과 현금흐름이라는 두 가지 요인으로 결정되는데, 거버넌스 개선은 밸류에이션 할인 요인을 줄이는 역할을 하고 현금흐름은 실제 주주에게 귀속되는 현금유입의 합에 대한 가치이다. 이에 따라 자사주 매입·소각과 배당 중 어떤 방식이 주주에게 더 실질적인 혜택을 제공하는지에 대한 고민이 밸류업의 다음 핵심 과제로 부각되고 있다.

주주환원의 두 가지 방법
1. 자사주 매입·소각
2. 배당 정책

주주환원은 자사주 매입·소각을 통한 주당 가치 상승과 배당을 통한 현금흐름 지급으로 구분할 수 있다. 자사주 매입·소각은 주식 수 감소로 EPS와 ROE를 높일 수 있다는 장점이 있지만, 일회성 자본 이벤트 성격이 강해 지속 가능성이 낮고, 주가 상승이 동반되지 않을 경우 일반 주주가 체감하는 환원 효과가 제한될 수 있다. 또한, 소각 이후 최대주주 지분율이 상승하기 때문에 지배력 강화 효과가 최대주주에게 비대칭적으로 귀속될 가능성도 존재한다. 반면, 배당은 해당 연도에 발생한 이익을 주주에게 직접 배분하는 방식으로, 현금흐름의 실현 가능성과 예측 가능성이 높다. 상법개정안 및 밸류업 프로그램 강화가 강조되면서 기업들이 중장기 목표, 사업 전략, 이익 가시성을 구체적으로 제시하기 시작하며 배당정책의 지속성 및 일관성이 강화되고 있다. 또한, 배당소득세 분리과세 시행령을 통해 세율 부담이 완화되며 기존 배당 정책의 한계성을 해소하고 있기에 주주환원 정책으로 합리적이라고 판단한다.

배당 확대를 위한 정책
1. 배당소득세 분리과세
2. 배당성향 산정 별도
기준으로 보완

배당 확대를 위해서는 세제 완화와 제도적 안정성이 추가적으로 뒷받침될 필요가 있다. 먼저, 배당소득세 분리과세는 고배당 기업에 대한 투자 유인을 높이고 주주들의 실질 수익률을 개선할 수 있는 제도지만, 현재는 한시적 시행령 성격이 강해 장기적 배당정책을 유도하기에는 한계가 있다. 따라서 이를 소득세법 개정 등으로 제도화해야 한다. 또한, 지주사나 연결종속회사를 보유한 기업의 특성을 고려해 배당성향 산정 기준을 별도 기준으로 보완할 필요가 있다. 한국은 이미 초고령사회에 진입했고 향후 자산소득의 중요성이 커질 전망이다. 부동산 중심 자산 구조의 한계와 노인복지 재정 부담을 감안하면, 배당 확대는 자본시장 밸류업을 넘어 금융자산을 통한 안정적 현금흐름을 유도하는 정책적 방향으로도 중요하다고 판단한다.

2. 진정한 Value Up이란?

밸류업 정책의 본질은? 시장 참여자와 이익을 나누는 것

밸류업 관심 고조
코리아 디스카운트 해소
+기업가치 제고

2024년부터 밸류업과 관련된 관심이 고조되고 있는 분위기다. 주로 코리아 디스카운트 해소와 기업가치 제고를 목적으로 정부·금융당국·한국거래소가 추진 중인 정책의 일환이다.

밸류업 정책
1) 투자자 신뢰성 확대
2) 디스카운트 요인 해소

밸류업 정책은 ▶ 기업들의 가치 제고를 위한 계획을 수립하고 공시하여 투자자들의 신뢰성을 확대시키고, ▶ 주주환원 및 지배구조 개편을 통해 디스카운트 요인을 해소하며, ▶ 정부는 이를 뒷받침하기 위한 정책과 제도를 개선시키는 작업이다.

밸류업 주요 내용
1) 기업가치 제고 계획 수립 및 공시
2) 주주환원, 지배구조 개선
3) 정보 제공 강화

밸류업의 주요 내용은 크게 세 가지로 구분할 수 있다. 1) 기업가치 제고 계획 수립 및 자율 공시, 2) 주주환원 및 지배구조 개선, 3) 정보 제공 강화 등이다. 세 가지 분류로 나누어 설명했지만, 핵심은 주주들에게 귀속되는 현금흐름에 대한 명확성을 제시하고 이를 지키라는 것이다. 또한, 주주들에게 귀속될 수 있는 현금흐름에 대한 예측의 정확성을 위해 소통을 강화하고 이를 적극적으로 알리는 것이다.

밸류업 핵심
기업 이익의 주주환원

즉, 밸류업은 시장 측면에서 ▶ 기업들에 대한 정보를 투명하게 공개하고, ▶ 주주환원에 있어 적극적으로 시행하며, ▶ 지배구조 개편을 통해서 모든 주주들에게 환원될 수 있는 구조를 통해 기업가치를 정상적으로 반영시키는 과정으로 보는 것이 합당하다. 동 정책의 취지는 명확하다. 기업이 돈을 벌었으면, 주주들에게 환원하라는 것이다. 그리고 기업이 주주들에게 환원할 수 있는 환경 및 정보의 비대칭성을 해결하라는 것이다. 이 중에서 우리는 밸류업을 위한 중요 정책을 점검하고 실질적인 효과 여부를 판단하려 한다.

밸류업을 위한 중요 정책은? 상법개정안의 효과는?

밸류업 주요 정책

: 상법개정안

밸류업을 위한 주요 정책은 무엇이 있을까? 상법개정안 내용 중에서 살펴볼 필요가 있다. 현재 상법개정안은 1차와 2차 그리고 3차 모두 개정된 상태이다. 1차 상법개정안의 주요 내용은 크게 세 가지이다. 1) 이사의 충실의무 대상을 주주로 확대, 2) 사외이사 명칭 변경 및 선임 비율 확대, 3) 감사위원 선임·해임 시 3%를 적용 등이다.

1차 상법개정안

1) 이사 충실 의무 주주로 확대

1) 이사의 충실의무 주주로 확대: 이는 이사의 책임 소재를 회사에서 주주에게까지 확대하는 것이다. 경영자의 잘못된 판단에 의해서 회사에 중대한 손실 및 주주의 피해가 발생할 경우 과거에는 회사가 입은 피해에 대해서만 책임을 물었다면, 주주로 확대할 경우 의결권을 가진 주주에게까지 그 책임을 다해야 하는 것이다. 동 개정안의 주요 목적은 소액 주주의 권익을 위한 정책으로 활용될 수 있다는 점이다. 그동안은 이사의 권리가 오너 및 대주주에게 유리하게 작용하였다면, 관련 조항을 확대함으로써 이사가 총주주의 이익보호 의무를 다하지 않을 경우, 이사에 대하여 직접 입은 손해에 대한 배상을 청구할 수도 있게 된 것이다.

이사의 의사결정을

최대주주 중심에서

총주주 중심으로 전환

이에 따른 효과는 명확하다. 이사는 총주주의 이익 보호를 위해서 독립적이고 객관적인 의사결정을 해야하고 이를 어길 시 관련 책임도 수용해야 하기에 총주주의 이익을 위한 의사결정 가능성이 높아지는 것이다. 즉, 최대주주 중심에서 총주주 중심으로 전환될 수 있는 것이다.

표 1. 상법개정: 이사의 충실의무 개정

구분	기존	개정안
법안내용	제382조의3(이사의 충실의무) ① 이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다. ② <신설>	제382조의3(이사의 충실의무 등) ① 이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사 및 주주를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다. ② 이사는 그 직무를 수행함에 있어 총주주의 이익을 보호하여야 하고, 전체 주주의 이익을 공정하게 대우하여야 한다.

자료: 국가법령정보센터, IBK투자증권

2) 사외이사 명칭 변경 및
선임비율 확대

2) 사외이사 명칭 변경 및 선임비율 확대: 이는 상장회사의 자산 규모를 고려하나, 대규모 상장회사는(자산총액 2조원 이상) 이사 총수의 과반 이상을(총 9명 중 5명 이상), 그 외의 상장회사는 이사 총수의 3분의 1 이상을(종전 4분의 1) 독립이사로 선임해야 하는 것이다. 이는 최대주주 혹은 오너 일가가 구성할 수 있는 사내이사 비중을 낮춤으로써 독립이사의 발언권과 영향력을 크게 강화시키는 것을 목적으로 한다.

이사회 결의사항 독립성
구축

이사회는 기업을 감독하고 견제하는 역할을 하는 기관이다. 이사회를 통해서 결의되는 사항은 일반적으로 신주발행, 대표이사의 선임, 자금의 차입, 중간배당, 주식의 양도 등으로 독립이사 비율이 높아지게 되면 이사회 결의사항의 독립성은 더욱 강하게 구축될 가능성이 높다.

표 2. 상법개정: 사외이사 명칭 변경, 감사위원 분리 선출 확대

구분	기존	개정안
법안내용	제542조의8(<u>사외이사</u> 의 선임) ① 상장회사는 자산 규모 등을 고려하여 대통령령으로 정하는 경우를 제외하고는 이사 총수의 4분의 1 이상을 사외이사 로 하여야 한다. 다만, 자산 규모 등을 고려하여 대통령령으로 정하는 상장회사의 사외이사 는 3명 이상으로 하되, 이사 총수의 과반수가 되도록 하여야 한다.	제542조의8(<u>독립이사</u> 의 선임) ① 상장회사는 자산 규모 등을 고려하여 대통령령으로 정하는 경우를 제외하고는 이사 총수의 3분의 1 이상을 독립이사(제382조 제3항의 사외이사로서 사내이사, 집행임원 및 업무집행자(자로부터 독립적인 기능을 수행하는 이사를 말한다. 이하 같다)) 로 하여야 한다. 다만, 자산 규모 등을 고려하여 대통령령으로 정하는 상장회사의 독립이사는 3명 이상으로 하되, 이사 총수의 과반수가 되도록 하여야 한다.

자료: 국가법령정보센터, IBK투자증권

3) 감사위원 선임·해임 시
3%를 적용
→ 소액 주주의 권리 강화

3) 감사위원 선임·해임 시 3%를 적용: 실질적으로 경영주 혹은 오너를 견제할 수 있는 구조이다. 기존에는 사내이사인 감사위원 선임·해임 시 최대주주와 특수관계인 지분 합산 3%, 사외이사인 감사위원 선임·해임 시 각각 3%를 합산하여 행사할 수 있었다. 개정안은 모든 감사위원 선임·해임 시 합산 3%를 적용시키며, 이를 통해 총수 일가 실질 의결권을 축소하면서 사외이사 선임에 대한 소액주주의 권리를 강화시킬 가능성이 높다.

표 3. 상법개정: 감사위원 선임·해임 시 최대주주 의결권 제한 강화(3% 룰)

구분	기존	개정안
법안내용	제542조의12(감사위원회의 구성 등) ④ 제1항에 따른 감사위원회위원을 선임 또는 해임할 때에는 상장회사의 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식총수의 100분의 3(정관에서 더 낮은 주식보유비율을 정할 수 있으며, 정관에서 더 낮은 주식 보유비율을 정한 경우에는 그 비율로 한다)을 초과하는 수의 주식을 가진 주주(최대주주인 경우에는 사외이사가 아닌 감사위원회위원을 선임 또는 해임할 때에 그의 특수관계인 , 그 밖에 대통령령으로 정하는 자가 소유하는 주식을 합산한다)는 그 초과하는 주식에 관하여 의결권을 행사하지 못한다. ⑦ 제4항은 상장회사가 감사를 선임하거나 해임할 때에 준용한다. 이 경우 주주가 최대주주인 경우에는 그의 특수관계인, 그 밖에 대통령령으로 정하는 자가 소유하는 주식을 합산한다.	제542조의12(감사위원회의 구성 등) ④ 제1항에 따른 감사위원회위원을 선임 또는 해임할 때에는 상장회사의 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식총수의 100분의 3(정관에서 더 낮은 주식보유비율을 정할 수 있으며, 정관에서 더 낮은 주식 보유비율을 정한 경우에는 그 비율로 한다)을 초과하는 수의 주식을 가진 주주(최대주주인 경우에는 그의 특수관계인 , 그 밖에 대통령령으로 정하는 자가 소유하는 주식을 합산한다)는 그 초과하는 주식에 관하여 의결권을 행사하지 못한다. ⑦ 제4항은 상장회사가 감사를 선임하거나 해임할 때에 준용한다. 〈후단 삭제〉

자료: 국가법령정보센터, IBK투자증권

2차 상법개정안

1. 집중투표제 의무화
→ 자산총액 2조원 이상
집중투표제 배제 불가능

2차 상법개정안은 집중투표제/분리선출을 확대하는 부분이 주된 내용으로 구성되어 있다. 우선 집중투표제를 의무화하였다. 기존 상법상에는 회사가 정관에 집중투표를 배제할 수 있는 조항을 두어 실질적으로 회피할 수 있었다. 하지만, 이번 개정으로 자산총액 2조원 이상인 상장회사는 정관으로 집중투표제를 배제할 수 없게 되었다.

2. 감사위원 분리 선출
→ 소액주주 의견 반영
확대

이는 소수주주의 이사 선임권이 실질적으로 강화될 수 있음을 시사한다. 감사위원 분리선출도 기존 1명에서 2명으로 확대되면서 감사위원회의 구성 요소가 과반을 상회하는 구조로 전환됨에 따라 감사위원회의 의결을 실질적으로 주도할 수 있는 구조가 될 수 있다. 1차와 2차 상법 개정안 통과는 3%를 + 집중투표제 시행에 따라 소액주주가 추천하는 이사가 감사위원회에 진입할 가능성을 높일 수밖에 없다는 점에서 의미가 있는 구조로 판단한다.

표 4. 상법개정: 집중투표제 의무화, 감사위원 분리선출 확대

구분	기존	개정안
법안내용	제542조의7(집중투표에 관한 특례) ③ 제2항의 상장회사가 정관으로 집중투표를 배제하거나 그 배제된 정관을 변경하려는 경우에는 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식총수의 100분의 3을 초과하는 수의 주식을 가진 주주는 그 초과하는 주식에 관하여 의결권을 행사하지 못한다. 다만, 정관에서 이보다 낮은 주식 보유비율을 정할 수 있다. ④ 제2항의 상장회사가 <u>주주총회의 목적사항으로 제3항에 따른 집중투표 배제에 관한 정관 변경에 관한 의안을 상정</u>하려는 경우에는 그 밖의 사항의 정관 변경에 관한 의안과 별도로 상정하여 의결하여야 한다.	제542조의7(집중투표에 관한 특례) ③ 제2항의 상장회사는 제382조의2제1항에도 불구하고 <u>정관으로 집중투표를 배제할 수 없다.</u> 제33조(집중투표에 관한 특례의 대상 회사) 제542조의7제2항에서 “대통령령으로 정하는 상장회사”란 최근 사업연도 말 현재의 <u>자산총액이 2조원 이상인 상장회사</u>를 말한다. ④ <삭 제>
	제542조의12(감사위원회의 구성 등) ② 제542조의11제1항의 상장회사는 주주총회에서 이사를 선임한 후 선임된 이사 중에서 감사위원회위원을 선임하여야 한다. 다만, <u>감사위원회위원 중 1명</u>(정관에서 2명 이상으로 정할 수 있으며, 정관으로 정한 경우에는 그에 따른 인원으로 한다)은 주주총회 결의로 다른 이사들과 분리하여 감사위원회 위원이 되는 이사로 선임하여야 한다.	제542조의12(감사위원회의 구성 등) ② 제542조의11제1항의 상장회사는 주주총회에서 이사를 선임한 후 선임된 이사 중에서 감사위원회위원을 선임하여야 한다. 다만, <u>감사위원회위원 중 2명</u>(정관에서 3명 이상으로 정할 수 있으며, 정관으로 정한 경우에는 그에 따른 인원으로 한다)은 주주총회 결의로 다른 이사들과 분리하여 감사위원회 위원이 되는 이사로 선임하여야 한다.

자료: 국가법령정보센터, IBK투자증권

3차 상법개정안
자사주 의무 소각
→ 주주환원 확대

3차 개정안은 자사주 의무 소각이다. 상장사 및 비상장사를 포함 전체 회사가 포함되며 자사주를 의무적으로 소각해야 하는 법이다. 이는 그동안 자사주 보유를 통해 1) 최대 주주의 지배력 강화, 2) 순환출자 구조 구축, 3) 실질적인 주주환원 미이행을 방지하겠다는 차원이다.

표 5. 상법개정: 자기주식 소각 의무화

구분	기존	개정안
법안내용	〈신 설〉	제341조의4(자기주식의 소각의무 등) ① <u>회사가 자기주식을 취득한 때에는 그 취득한 날부터 1년 이내에 소각하여야 한다.</u> 이하 생략
	제343조(주식의 소각) ① 주식은 자본금 감소에 관한 규정에 따라서만 소각(消却)할 수 있다. 다만, <u>이사회 결의에 의하여 회사가 보유하는 자기주식을 소각하는 경우에는 그러하지 아니하다.</u>	제343조(주식의 소각) ① 주식은 자본금 감소에 관한 규정에 따라서만 소각(消却)할 수 있다. 다만, <u>회사가 보유한 자기주식은 그 취득 사유에 관계없이 이사회 결의로 소각할 수 있다.</u>

자료: 국가법령정보센터, IBK투자증권

상법개정안 핵심은
전체 주주 중심의
지배구조 체계 구축
→ 디스카운트 해소

상법개정안의 핵심은 크게 최대주주가 아닌 전체 주주 중심의 지배구조 체계를 구축하겠다는 취지이다. 이사 행동 의무(1차) → 이사회 구성 민주화(2차) → 자본 환원(3차)의 3단계를 통해 권한과 수익이 공동으로 배분될 수 있게 하는 것이다. 이는 여러 가지 의미를 가질 수 있지만, 주주참여가 적극적으로 반영되면서 ▶ 기업을 경영하는 과정에서의 합리적인 의사결정, ▶ 주주를 위한 정책 확대, ▶ 이익 배분의 공정함을 통해 기업의 지배구조가 좀 더 투명하게 이루어질 수 있는 기반을 마련할 것으로 판단한다.

즉, 지배구조 개편에 따른 디스카운트 해소를 통해서 기업의 지속 가능 이익이 주주들에게 귀속될 수 있다는 의미로 해석할 수 있다. 하지만, 이는 실질적인 효과보다는 밸류에이션 관점으로 접근할 수 있는 부분이다.

중복상장 금지에 대한 득과 실

중복상장 금지
→ 실질 지배 자회사에
대한 상장 제한

중복상장 금지에 대한 부분은 주주의 이익을 보전하는 규제라 판단한다. 국내 중복상장과 관련된 규제는 2022년 9월 ‘물적분할 자회사 상장 관련 일반주주권의 제공방안’을 통해서 시행되었고, 이후 2026년 3월 ‘원칙 금지·예외 허용’으로 전면 개편하겠다고 밝혔다. 기존에는 물적분할 후 상장에만 규정이 적용되었으나, 향후에는 인수 신설한 자회사도 실질적 지배력이 있으면 중복상장 유형으로 심사를 강화하겠다는 취지다.

이는 예외규정이 있지만 실질적으로 지배하고 있는 자회사에 대한 상장을 제한시키는 정책으로 평가한다. 중복상장을 제한시킨 이유는 1) 모회사 할인, 2) 이해관계 충돌, 3) 지배주주 이익 편취, 4) 동일 사업에 대한 중복 투자 요인 때문이다.

상장 예외규정에도 불구하고,
중복상장의 난도 증가

실제로 일부 대기업 계열사들이 모회사 주주가치를 훼손시키는 중복상장으로 인해 소액 주주의 권리가 침해된 사례가 늘어난 것이 규제를 강화시킨 이유로 판단한다.

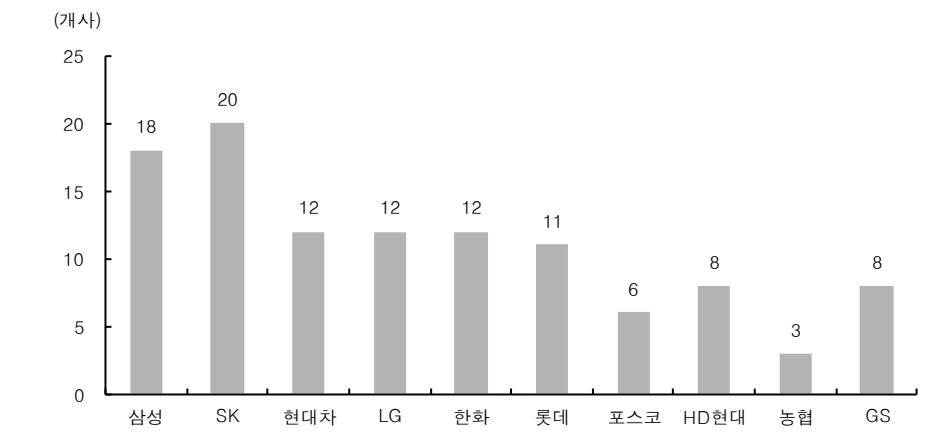
중복상장에 대한 예외규정은 있다. ① 상장 필요성(자본 조달의 필요성과 대안이 없음을 입증), ② 주주소통(모회사 주주가치 영향 평가 및 주주 의견 수렴 결과), ③ 이해상충 해소(모회사 주주 동의), ④ 경영 독립성(독립적 이사회, 모회사와 별도의 사업구조)이다. 예외규정이 있음에도 불구하고 실질적으로 중복상장은 쉽지 않을 가능성이 높다.

그림 1. 중복상장 규제 타임라인



자료: 한국거래소, IBK투자증권

그림 2. 10대 대기업집단 상장 계열사 수



주: 2026년 4월 공정위 자산총액 발표순
 자료: 공정거래위원회, 한국거래소, IBK투자증권

중복상장 금지에 따른
 기업가치 상승 전망
 다만, 반대적 효과 유의
 필요

시장에서는 중복상장 금지에 따른 코리아 디스카운트 해소를 유발할 것으로 보고 있으며, 이에 따라 기업가치 상승에 도움이 될 것으로 해석하고 있다. 필자도 이에 대해서 어느 정도는 동의하고 있다. 하지만, 반대로 ▶ 자본조달 방법이 제한적일 가능성이 높고, ▶ 모기업의 재무적 부담이 가중될 수 있으며, ▶ 성장 사업부에 투자하기 위해서는 모기업 전체를 투자해야 한다는 반대적 효과도 유의해야 할 필요성은 있다.

중복상장 금지는 궁극적으로 밸류업에 있어서 중요한 정책 수단으로 작용할 가능성이 높다. 다만, 쪼개기 상장과 중복상장에 대해 명확하게 규정할 필요성도 있다는 판단이다.

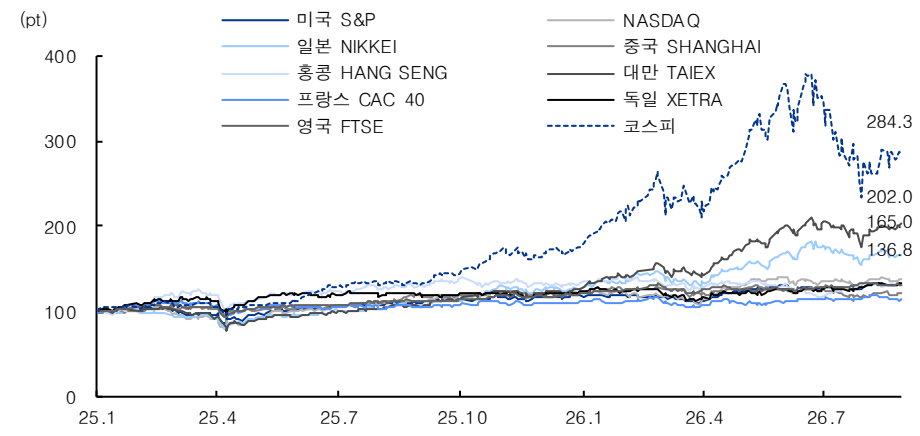
3. 진정한 밸류업은 이제 시작

거버넌스 개정과 맞물린 국내 주식 시장 밸리! 하지만, 여전히 부족한 이유는?

2025년 이후 국내
주식시장 폭발적 상승
하지만 밸류업은 미완성
단계

2025년 이후 국내 주식시장 상승률은 전 세계와 비교할 때 가장 앞선 수치를 기록하고 있다. 반도체 산업의 슈퍼사이클과 주식시장 상승에 따른 내국인 투자 비중 확대가 맞물리면서 지수 상승을 견인하고 있다. 물론, 여기에 상법개정안 처리 및 배당소득세 완화 등 우호적인 정부 정책이 맞물린 영향도 존재한다. 하지만, 당사에서는 진정한 밸류업은 이루어지지 않았다고 보고 있다.

그림 3. 2025년 이후 국내 및 해외 주식 시장 비교



주1: 2026년 8월 31일 종가 기준
주2: 2025년 1월 2일 기준 100pt로 치환
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

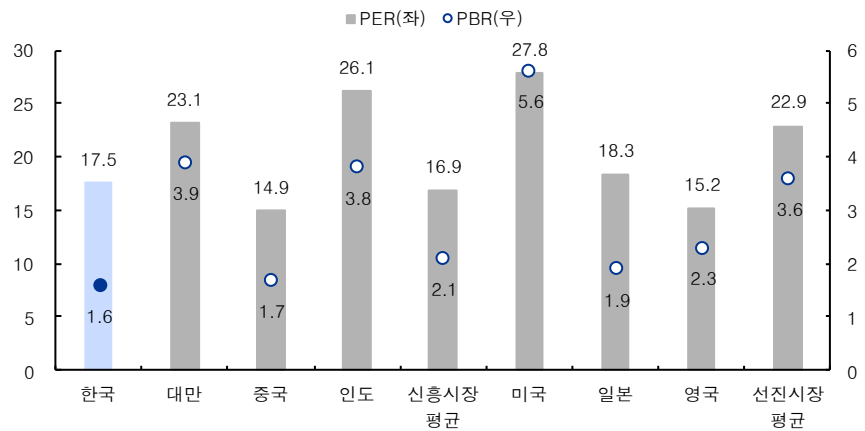
밸류업을 표방하는 이유
: 자본조달시장 기능 회복

밸류업이란 무엇인가? 우리가 밸류업을 표방하는 이유는 무엇일까? 밸류업을 표방한 이유는 한국이 가지고 있는 지배구조의 문제점과 후진국형 거버넌스로 인해 적절한 가치를 반영하지 못하였고, 이에 따른 자본시장(금융시장)의 기능이 한정적으로 작용하였다고 판단하였기 때문이다. 단순히 보면 가치를 적절히 받지 못했기에 외부 투자자들이 이를 디스카운트 요인으로 인식하였고, 이에 자본조달시장 기능을 정상적으로 회복시키자는 취지의 정책으로 해석할 수 있다.

거버넌스 개선
→ 기업이익의 균등 분배

거버넌스를 개선시키는 것은 무엇보다 중요하다. 그러한 이유는 ► 특정 주주에게만 유리한 정책적 방향을 제한시키고, ► 이를 견제해 기업이 창출하는 이익이 모든 주주들에게 귀속될 수 있는 구조로 만들어야 하기 때문이다. 상법개정안을 통한 거버넌스 개선은 기업의 합리적인 의사결정과 이익 배분의 권한이 모든 주주에게 균등하게 이루어질 수 있는 장치를 마련했다는 점에서 의미가 있는 부분이다.

그림 4. 한국과 해외 주요 국가 PER, PBR 비교



주: 2025년 말 기준
자료: Bloomberg, IBK투자증권

표 6. 코리아디스카운트 지속 원인

순위	원인
1위	기업지배구조
2위	미흡한 주주환원
3위	정책 일관성 부족
4위	조세 제도
5위	국내 투자자의 단기투자성향
6위	노사관계 불안
7위	회계 불투명성
8위	지정학적 리스크

자료: 언론보도, IBK투자증권

기업가치 결정 요소

- 1) 멀티플 = 거버넌스
- 2) 현금흐름 = 주주귀속분

기업의 가치는 크게 2가지 요소가 결정한다고 볼 수 있다. 첫째는 그 기업을 평가하는 눈높이 즉 멀티플에 대한 개념이고, 둘째는 기업에서 창출되는 현금이 실제로 얼마나 주주에게 귀속되는지 여부이다. 거버넌스는 기업이 가치를 정확하게 반영시키기 위한 정책적 작용이라는 점에서 멀티플에 대한 개념으로 해석할 수 있다.

하지만, 실질적으로 주주에게 귀속되는 현금흐름은 다른 문제로 작용할 수 있다. 현대재무학에서는 기업은 영구적으로 사업활동을 영위하고 주주에게 귀속되는 현금유입의 합이 가치를 결정짓는다고 정의한다. 즉, 멀티플과 현금흐름이 가치의 핵심 변수인 것이다.

그림 5. 기업가치 평가모델

DCF Discounted Cash Flow 현금흐름할인법 미래 기업잉여현금흐름(FCFF)을 가중평균자본비용으로 할인해 기업가치를 산출. $EV = \sum \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t}$ + 잔존가치(TV)의 현재가치 현금흐름 FCFF_t: 기업잉여현금흐름. 영업이 창출해 주주·채권자에게 귀속되는 현금 할인율 WACC: 가중평균자본비용. 자본 제공자의 요구수익률을 가중평균한 할인율 기타 TV: 잔존가치 · n: 추정기간 · g: 영구성장률	DDM Dividend Discount Model 배당할인모형 주주에게 실제 귀속되는 배당의 현재가치 합으로 주가치를 산출 (Gordon 모형). $P_0 = \frac{D_1}{r_e - g}$ 현금흐름 D₁: 차기 예상배당 = D₀(1+g). 주주에게 직접 지급되는 현금흐름. 할인율 r_e: 자기자본비용(주주 요구수익률), g는 배당성장률 (g < r_e). 기타 P₀: 현재 주가 · g: 배당성장률	RIM Residual Income Model 잔여이익모형 자기자본 장부가치에 미래 초과이익(잔여이익)의 현재가치를 더해 주가치를 산출. $P_0 = B_0 + \sum \frac{RI_t}{(1 + r_e)^t}$ 현금흐름 RI_t: 잔여이익 = NI_t - r_eB_{t-1}. 자본비용을 초과해 번 이익(현금흐름 성격). 할인율 r_e: 자기자본비용. 잔여이익을 현재가치로 환산하는 할인율. 기타 B₀: 자기자본 장부가치 · NI_t: 순이익 · B_{t-1}: 전기말 장부가치
--	---	---

자료: IBK투자증권

주주에게 귀속되는 실질적 혜택에 대한 고민? 자사주 매입 소각 or 배당

3차 상법개정안
자기주식 활용 제한, 배당

3차 상법개정안에서 가장 중요하게 다루어진 부분은 자기주식에 대한 활용 제한 그리고 배당과 관련된 내용이다.

자기주식 활용 제한 내용
1) 자기주식 용도 제한
2) 소각 의무화
3) 예외적 보유·처분 요건

우선 자기주식에 대해서 살펴보자.

관련 내용은 크게 세 가지로 ① 자기주식 활용 제한: 자사주 기반 EB발행 금지, ② 소각 의무화: 자사주 취득 후 1년 내 소각을 원칙으로 도입(예외적 보유·처분을 위한 자기주식 보유·처분 계획 및 주주총회 승인을 의무화) ③ 예외적 보유·처분 요건(임직원 보상, 우리사주, 스톡옵션 행사, 인수합병 등 일정한 목적을 위해 계속 보유 또는 처분하는 것은 가능. 이사회에서 자기주식 보유·처분계획을 작성하여 주주총회의 승인을 받아야 하며, 매년 정기 주총에서 갱신 승인을 받아야 함)이다.

일부 예외조항을 두었지만, 본 정책의 핵심은 기업이 주주들과 나누어야 할 이익을 기업의 경영권 방어 혹은 자본조달로 활용하지 말라는 것이다.

표 7. 상법개정: 자기주식 규제 및 활용

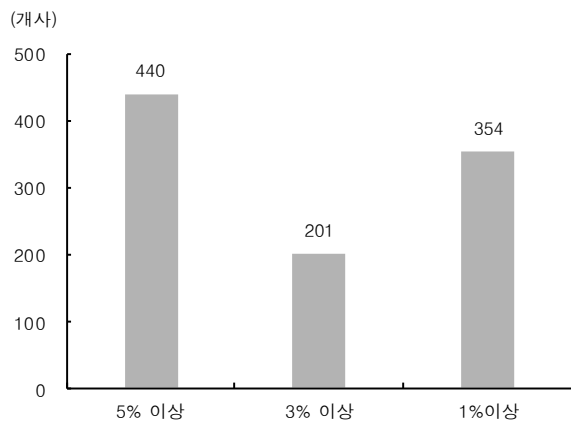
구분	기존	개정안
법안내용	제341조의3(자기주식의 질취) 회사는 발행주식총수의 20분의 1을 초과하여 자기의 주식을 질권의 목적으로 받지 못한다. 다만, 제341조의2제1호 및 제2호의 경우에는 그 한도를 초과하여 질권의 목적으로 할 수 있다.	제341조의3(자기주식의 권리제한 등) ① 회사는 자기주식에 관하여 제369조의 의결권, 제418조의 신주인수권, 제461조제2항에 따른 주식을 발행받을 권리, 제462조 및 제462조의2부터 제462조의4까지에 따른 배당을 받을 권리 등 주주로서의 권리를 행사하지 못한다. ② 회사는 제469조에도 불구하고 자기주식으로 교환 또는 상환할 수 있는 사채를 발행할 수 없다. ③ 회사가 보유하는 자기주식은 질권의 목적으로 하지 못한다. ④ 회사는 발행주식총수의 20분의 1을 초과하여 자기의 주식을 질권의 목적으로 받지 못한다. 다만, 제341조의2제1호 및 제2호의 경우에는 그 한도를 초과하여 질권의 목적으로 받을 수 있다.
	<신 설>	제341조의4(자기주식의 소각의무 등) ① 회사가 자기주식을 취득한 때에는 그 취득한 날부터 1년 이내에 소각하여야 한다. ② 제1항에도 불구하고 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 경우로서 회사가 자기주식보유처분계획을 작성하여 주주총회의 승인을 받은 때에는 그 승인된 계획에 따라 자기주식을 보유 또는 처분 할 수 있다. 1. 회사가 각 주주에게 그가 가진 주식 수에 비례하여 균등한 조건으로 처분하는 경우 2. 회사가 제340조의2 또는 제542조의3에 따라 주식매수선택권을 부여하는 등 임직원 보상의 목적으로 활용하는 경우 3. 회사가 「근로복지기본법」에 따라 회사주주매수선택권을 부여하는 등 회사주주제도 실시의 목적으로 활용하는 경우 4. 회사가 제360조의2제2항, 제360조의15제2항, 제523조제3호 등 법령에서 정하는 바에 따라 활용하는 경우 5. 회사가 신기술의 도입, 재무구조의 개선 등 회사의 경영상 목적을 달성하기 위하여 필요한 경우로서 제434조에 따른 주주총회의 결의로 정관에 그 사유를 규정한 경우 ③ 회사는 제2항에 따른 자기주식보유처분계획을 매년 주주총회에서 승인 받아야 한다. ④ 제2항에 따른 자기주식보유처분계획에는 다음 각 호의 사항을 기재하고 이사 전원이 기명날인 또는 서명 하여야 한다. 1. 자기주식의 보유 또는 처분 목적 2. 보유 또는 처분 대상이 되는 자기주식의 종류와 수, 취득방법 3. 보유 개시시점 및 예정된 처분시점을 기준으로 하는 다음 각 목의 사항 가. 자기주식의 종류와 수, 취득방법 나. 발행주식총수에서 자기주식을 제외한 나머지 주식의 종류와 수 다. 발행주식총수 대비 자기주식 비율의 변화 4. 예정된 보유 기간 5. 예정된 처분 시기

자료: 국가법령정보센터, IBK투자증권

자사주 매입·소각 효과
다만, 일시적 효과 가능성

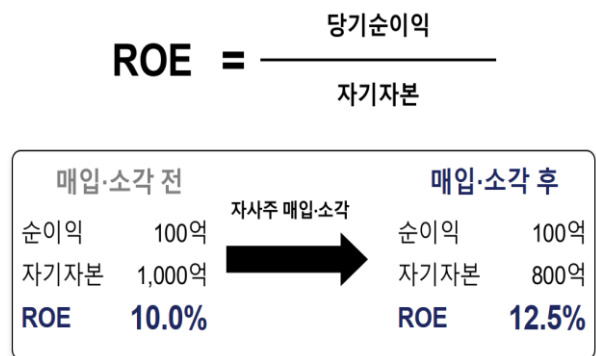
이에 시장에서는 자사주 비율이 높은 기업의 가치 상승을 기대하고 있다. 주식수 감소에 따라 주당 이익 증가가 영향을 미칠 것으로 보기 때문이다. 자사주 매입 혹은 소각을 하게 되면 ROE는 상승한다. ROE는 주주에게 귀속되는 이익의 비율을 이야기하는 만큼 주당 가치 상승이 이루어진다는 점은 합당하다. 다만, 이는 일시적인 효과일 가능성이 높다.

그림 6. 자사주/발행주식총수 비율별 기업 수



주: 2026년 8월 31일 기준
자료: 에프앤가이드 QuantWise, IBK투자증권

그림 7. 자사주 매입·소각 이후 ROE 상승 프로세스



자료: IBK투자증권

배당소득세 분리과세
→ 주주보상 확대

배당소득세 분리과세 시행령도 주목해야 하는 부분이다. 이는 실질적으로 주주에게 환원되는 실질적인 현금 흐름이라는 측면에서 중요한 사항이다. 배당의 개념은 그해 연도 기업의 실질적인 성과에 대한 보상이라는 측면이 강하다. 기업의 가치 상승이 주주의 가치를 올릴 수 있다는 기대감에 대한 결과물이라면, 배당은 이를 1년 단위로 지급되는 실현화된 가치로 정의 내릴 수 있다.

배당소득세 분리과세는 배당을 통한 주주보상을 한층 더 레벨업시킨 제도로 해석할 수 있다. 그렇게 생각하는 이유는 1) 실질적인 보상 체계라는 점에서 지속 가능성이 높고, 2) 주주들에게 확정된 이익을 실현 시켜주기 때문이다.

표 8. 배당소득세 분리과세(104조의 27 고배당기업 주식 배당소득에 대한 과세특례)

구분	현행	개정										
대상기업	〈신설〉	주권상장법인인 중 ① 또는 ② ① 직전 사업연도 배당성향 40% 이상 ② 직전 사업연도 배당성향 25% 이상 + 전년 사업연도 대비 배당금액 10% 이상 증가										
세율	〈신설〉	<table><tr><th>특례배당소득</th><th>세율</th></tr><tr><td>2천만원 이하</td><td>14%</td></tr><tr><td>2천만원~3억원</td><td>20%</td></tr><tr><td>3억원~50억원</td><td>25%</td></tr><tr><td>50억원 초과</td><td>30%</td></tr></table>	특례배당소득	세율	2천만원 이하	14%	2천만원~3억원	20%	3억원~50억원	25%	50억원 초과	30%
특례배당소득	세율											
2천만원 이하	14%											
2천만원~3억원	20%											
3억원~50억원	25%											
50억원 초과	30%											
적용기한	〈신설〉	2026년 지급 배당분부터 2028년 사업연도 귀속 배당소득까지										

자료: 국가법령정보센터, IBK투자증권

4. 주주환원: 자사주 매입 소각 vs 배당

자사주 매입 소각: 주주환원을 위한 정책의 양면성

주주환원
자사주 매입·소각+배당

주주환원이라 함은 자사주 매입·소각과 배당수익을 합산한 것을 말한다. 주식수 감소를 통해 주당 가치 상승과 배당을 통해서 한 주당 실질적으로 유입되는 현금흐름이 주주에게 귀속되는 환원을 의미하는 것이다. 당사에서는 주주환원에 있어서 어떤 정책이 더욱 합리적일지에 대해서 논할 필요성이 있다고 본다.

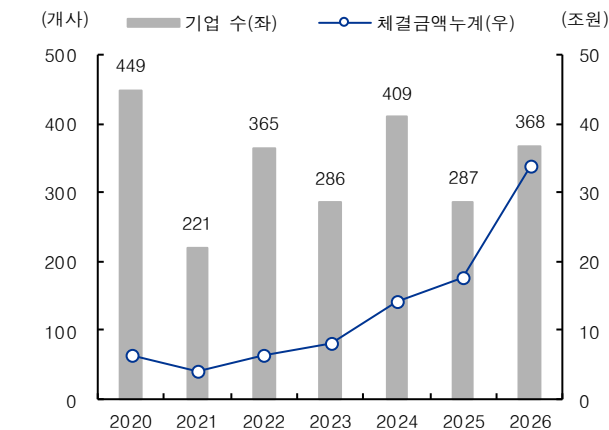
자사주 매입·소각의
양면성에 대한 고민

당사에서는 자사주 매입·소각은 주주환원을 위한 정책 측면에서 양면성을 가지고 있다고 판단한다. 그렇게 생각하는 이유는 크게 세 가지이다.

1) 자사주 매입·소각은
단발성 이벤트 성격

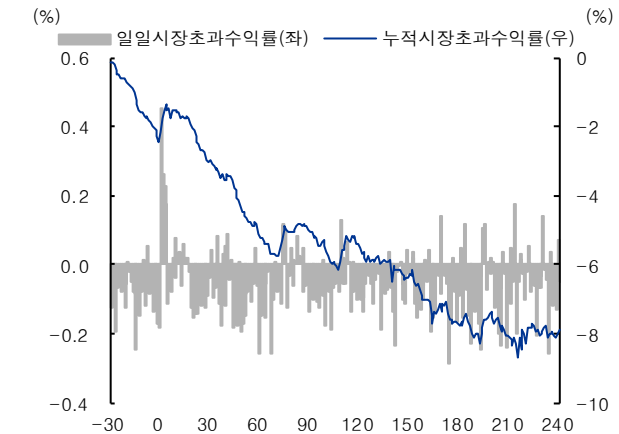
첫째, 자사주 매입·소각이 영구적으로 지속되기 어렵다는 점이다. 자사주 매입·소각은 이론적으로는 주식수 감소에 따른 EPS 증가를 수반하는 게 맞다. 하지만, 이는 본질적으로 단발적 자본 이벤트 성격이 강하기에 배당처럼 지속적으로 수행하기는 쉽지 않은 게 사실이다. 또한, 유통발행 주식수 감소를 불러일으킨다는 점은 향후 유동성에 대한 프리미엄을 감소시킬 수 있다는 점에서 장기적으로 밸류에이션에 대한 고민이 생길 수 있다.

그림 8. 연도별 자사주 매입 공시 기업 및 체결금액 추이



주: 2020년 1월 3일~2026년 8월 31일 기준
자료: 한국거래소, IBK투자증권

그림 9. 자사주 매입 공시 이후 시장 대비 초과 수익률 변화 추이



주: 2020년 1월 3일~2026년 8월 31일 자사주 매입 공시 기업 대상
자료: 에프앤가이드 QuantWise, IBK투자증권

2) 주주환원의 실질 성과
제한적

둘째, 주주환원에 대한 실질적 효익이 크지 않을 가능성도 있다. 자사주 매입·소각은 결국 주당 가치 상승을 통한 주주환원의 방식이다. 이는 현금을 직접, 정기적으로 수령하지 않기에 주가 상승이라는 간접적이고 불확실한 경로를 통해 실현된다. 소각 이후 주가가 오르지 않게 되면 일반 주주 입장에서는 환원율이 하락하게 되고, 각자의 환원 시점도 차이가 발생할 가능성이 높다.

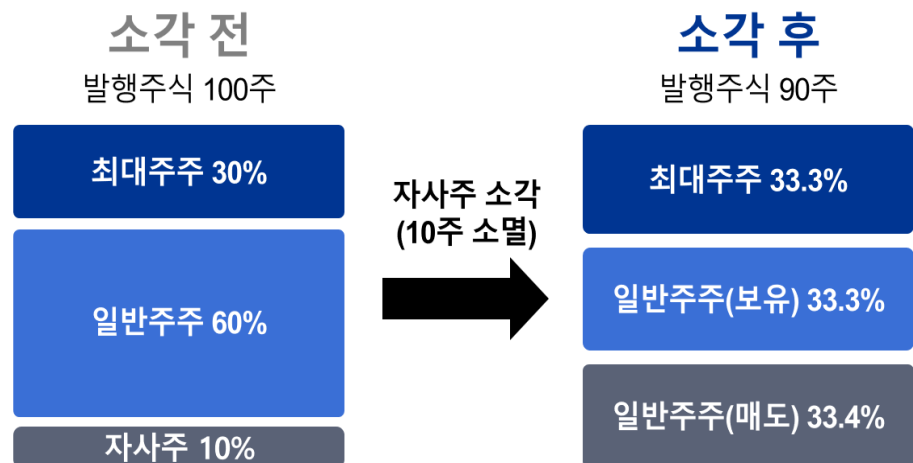
주식의 가치는 미래에 대한 기대치의 변수가 크게 작용한다. 하지만, 주주환원은 당해 연도 투자자에 대한 수익의 배분이라는 개념이 더욱 강하게 작용하기에 영구적인 투자자가 아닐 경우 실질적 효익과 성과는 상이하게 작용할 가능성도 있다.

3) 최대주주 지분율 확대

셋째, 최대주주 지분율 확대가 수반되는 구조라는 점이다. 자사주 매입·소각을 하게 되면 최대주주를 포함한 모든 주주들의 지분율은 상승하게 된다. 하지만, 최대주주와 일반주주의 장기적 지분율 차이는 발생할 수밖에 없는데, 이는 소유자와 투자의 관점이 다를 수밖에 없기 때문이다.

일반 주주는 앞서 언급한 주당 가치 상승을 통한 주주환원을 실현하기 위해 주식을 매도할 가능성이 높다. 하지만, 최대주주의 경우 지배의 목적이 강하기에 영구적인 보유를 목적으로 한다. 자사주를 소각하게 되면 주식수 감소에 따라 최대주주의 지분율은 증가할 수밖에 없다. 소각은 결과적으로 최대주주에게 중장기적으로 유리한 구조로 재편될 수 있다. 특히, 최대 주주 지분율이 낮은 기업일수록 이 효과가 극대화될 가능성이 높은 것이다.

그림 10. 자사주 매입·소각 후 주주별 지분율 변화 프로세스



주: 소각 이후 개인주주 50% 매도 가정
자료: IBK투자증권

대주주 지분율 확대는
소액주주 권리 보장 효과
축소 유발

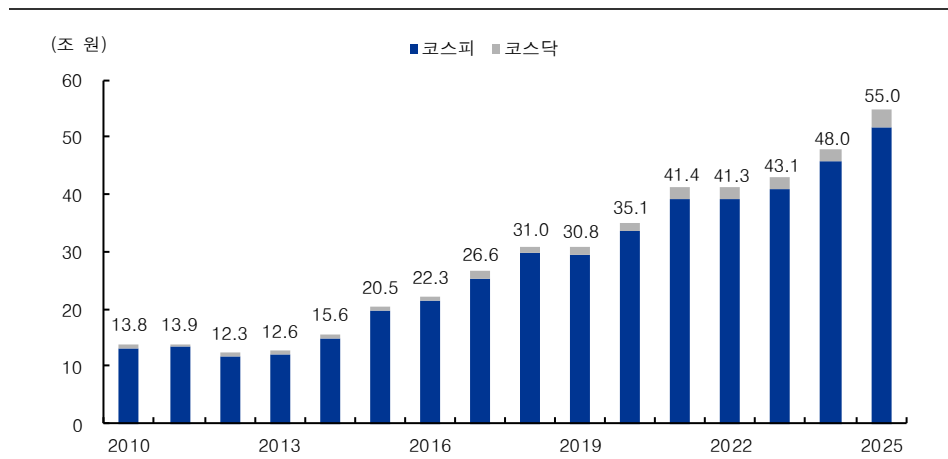
특히, 최대주주의 지분율 확대는 한 가지 고민을 낳는다. 최대주주 지배력이 강화되고, 동 기업의 투자자 비중이 낮아진다는 점이다. 상법개정안을 통해 소액주주의 권리를 보장하는 장치를 마련하고는 있지만, 결국 최대주주 지분율이 높아지면 이에 대한 효과는 낮아질 수밖에 없기에 고민이 되는 부분이다. 자사주 매입·소각이 주주가치에 미치는 영향이 낮다는 것은 아니다. 다만, 지속 가능성과 이면에 있는 부분을 고려할 경우 주주환원에 있어서 고민할 필요도 있다는 의미이다.

배당 정책을 긍정적으로 생각하는 이유

배당정책, 주주환원
정책으로 긍정적이라 판단

당사에서는 배당을 통한 주주환원 정책을 긍정적으로 판단하고 있다. 그러한 이유는 1) 배당은 1년의 수익을 주주들에게 나누어주는 개념으로 수익에 대한 공정한 배분이 가능하고, 2) 배당정책 수립 시 수익의 예측 가능성과 연속성에 대한 가시성이 높으며, 3) 배당정책을 유지하기 위한 중장기적 전략을 취할 가능성이 높기 때문이다.

그림 11. 코스피, 코스닥 기업 배당금 합계 추이



자료: 한국거래소정보시스템, IBK투자증권

배당정책 제한 요인

- 1) 기업의 배당정책 수립 의지
- 2) 배당기업에 대한 인식
- 3) 낮은 세율 구간

주주환원에 있어 배당을 적극적으로 활용하지 않았던 이유는 여러 가지 있으나 크게 보면 세 가지로 요약할 수 있다. 첫째, 배당정책을 수립하고 이를 지키기 위한 기업들의 의지가 제한적이었고, 둘째, 고배당 기업을 막연하게 성장의 한계가 있는 회사로 인식하는 경향이 컸으며, 셋째, 세율 구간이 상대적으로 낮아(배당소득세 분리과세 구간) 실질적인 소득이 크지 않았기 때문이다.

배당정책 활성화 필수요소
: 기업의 정책 일관성

배당을 중심으로 주주환원이 이루어지려면 무엇보다 기업들의 정책 일관성이 중요하다. ▶ 중장기적인 목표를 제시하고, ▶ 목표 부합을 위한 사업 전략을 공유해야 하며, ▶ 이를 통한 예측 가능한 이익의 가시성이 전망되어야 한다. 밸류업 정책이 발표되기 전까지는 이러한 구조를 제시한 기업은 제한적이었다. 막연하게 이익의 몇% 수준을 유지하겠다는 의례적 기대치를 제시하는 수준이었고, 사업의 목표와 실적에 대한 가이드를 제시하는 기업들도 한정적이었다.

표 9. 주요 지주사 배당정책 정리

기업	최근 배당정책	배당총액(억 원)	주당배당금(원)	배당성향	비고
현대제이프홀딩스	- '26년 부 주당배당금 441원 이상 지급(결산배당+중간배당) - 중간배당 배당총액 100억 이상 지급 - 정책기간: 2년('26년 중간배당~'27년 결산배당)	461	300	11.2%	26.05 기준
오리온홀딩스	- '25~'27년 주당배당금 800원 이상 지급 - 중간배당 관련 조항 신설	662	1,100	54.7%	26.05 기준
신세계	- '27년까지 주당배당금 30% 이상 점진적 확대('24년 대비) - 주당배당금 4,000원 이상 지급 - 배당 지급의 예측가능성 제고	456	5,200	327.1%	26.03 기준
삼성물산	- '26~'28년 배당총액 1,3조원 이상 - 주당배당금 2,500원 이상 지급 - 관계사 배당수익 60~70% 재배당	4,583	2,800	18.8%	26.02 기준
SK스퀘어	- '26~'28년 경상배당수입의 30% 이상+투자 성과 일부 배당 - 자사주 매입 후 전량 소각 또는 현금배당 - '26년 현금배당 2,000억 원 목표	-	-	-	26.03 기준
롯데지주	- '24~'26 주주환원율 35% 이상 - '24~'25년 결산배당 시, 선 배당금 확정 후 배당기준일 설정 - 중간배당 지급 검토 지속	960	1,250	25%	26.03 기준
SK	- '24~'26년 주당배당금 5,000원 이상 지급 - 자산매각 이익 등 활용하여 시가총액의1~2% 규모 자사주 매입·소각 또는 정기 배당 시 추가 배당금	4,407	8,000	27.6%	26.03 기준
POSCO홀딩스	- '26~'28년 조정지배 순이익 35~40% 현금 배당 및 자사주 매입·소각 - 기존 최소 주당배당금 10,000원 대신 실적 연동형 주주환원	7,562	10,000	115.0%	26.04 기준
LG	- 별도 기준 배당성향 10%p 상향(기준 50% → 60%) - 중간 배당 실시 및 배당기준일 유연화	4,782	3,100	64.90%	26.03 기준
HD현대	- '25~'27년 배당성향 70% 이상 추진 - 분기 배당 지속	2,827	4,000	29.40%	26.04 기준
GS	- '25~'27년 별도 기준 배당성향 40% 이상 유지 - 주당배당금 2,000원 이상 지급	2,841	3,000	35.60%	26.03 기준

주1: 배당총액, 주당배당금, 배당성향은 2025년 말 기준

주2: 롯데지주의 배당성향 25%는 조세특례제한법 시행령 제104조의24 제5항 기준

자료: 각 사, IBK투자증권

상법개정안과 밸류업
프로그램으로 배당정책
지속성 및 일관성 강화

하지만, 상법개정안 및 밸류업 프로그램 강화를 강조하기 시작하면서 이러한 요인은 점차 해소되고 있는 상황이다. 밸류업 프로그램에서 강조한 부분 중 하나는 공시의 적정성과 지속성이다. 연 1회 대상 상장기업들에게 기업가치 제고 계획을 자율적으로 공시하게 하고 있다.

2025년에는 자산 5,000억 원 이상이 대상이었으나, 2026년부터는 코스피 전체 상장사로 확대하였다. 이러한 조치는 배당정책의 지속성 및 일관성을 강화시킬 가능성이 높다.

그림 12. 기업가치 제고 계획 가이드라인



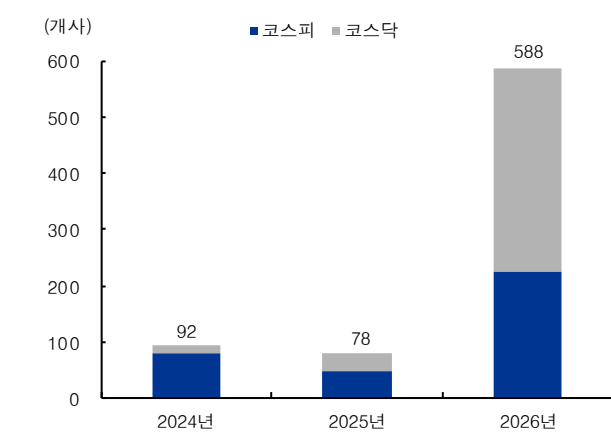
자료: 한국거래소, IBK투자증권

그림 13. 밸류업 지수와 시장 지수 비교



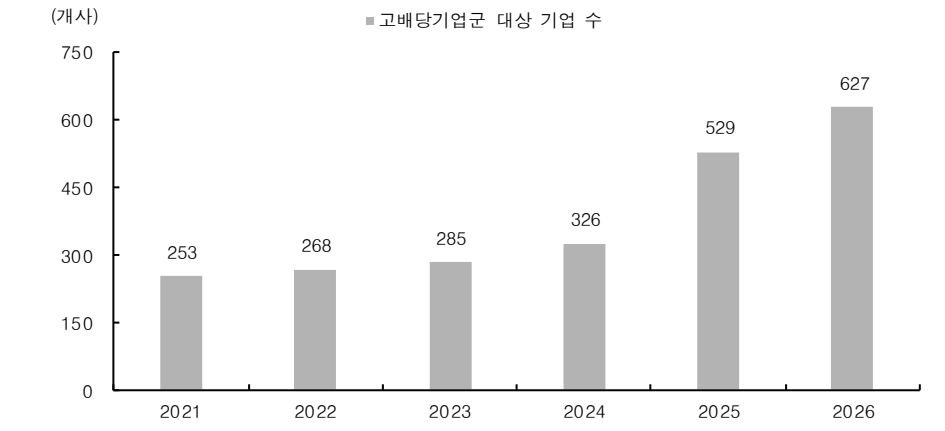
주1: 2024년 1월 2일~2026년 8월 31일 기준, 2024년 1월 2일 기준 100pt로 치환
자료: 한국거래소, IBK투자증권

그림 14. 연도별 기업가치 제고 계획 공시 현황



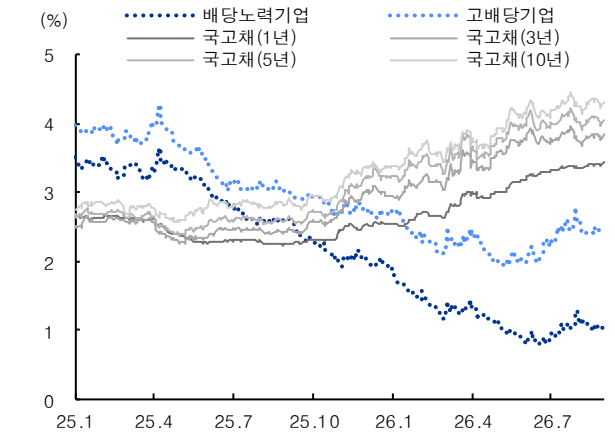
주: 2026년 8월 31일 기준, 재공시, 반복 공시 제외
자료: 한국거래소, IBK투자증권

그림 15. 연도별 고배당기업 기준 충족 기업 수 추이(2026년 고배당기업 기준 적용)



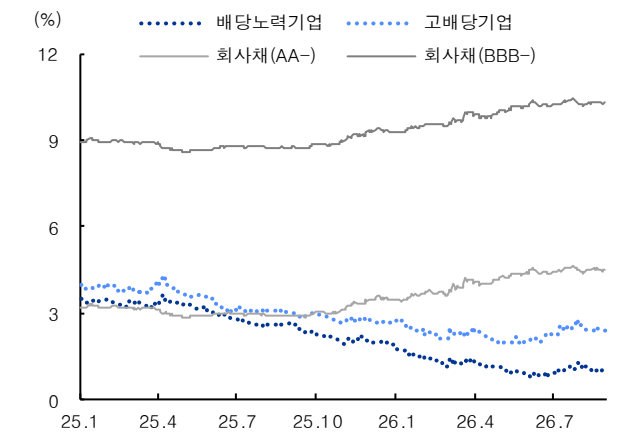
자료: 한국거래소정보데이터시스템, IBK투자증권

그림 16. 고배당기업군의 시가배당률과 국채수익률 비교



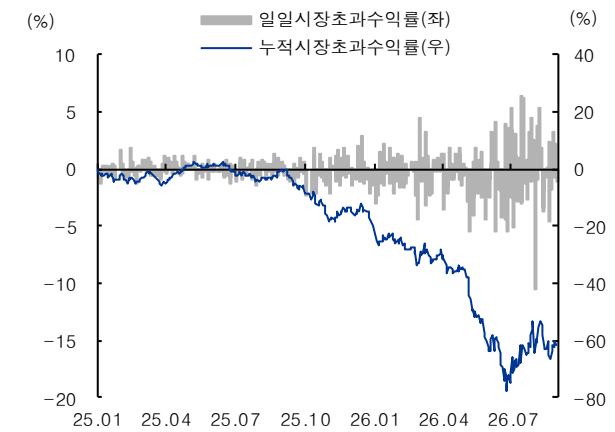
주1: 25년 이후 상장 기업 대상 제외 / 주2: 25년 1월 2일~26년 8월 31일 기준
자료: 한국거래소, 금융투자협회 채권정보센터, IBK투자증권

그림 17. 고배당기업군의 시가배당률과 회사채수익률 비교



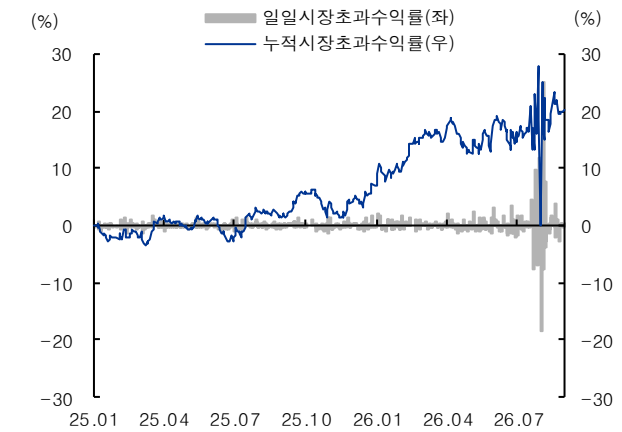
주1: 25년 이후 상장 기업 대상 제외 / 주2: 25년 1월 2일~26년 8월 31일 기준
자료: 한국거래소, 금융투자협회 채권정보센터, IBK투자증권

그림 18. 고배당기업의 시장 대비 초과 수익률 변화 추이



주1: 25년 이후 상장 기업 대상 제외 / 주2: 25년 1월 2일~26년 8월 31일 기준
자료: 한국거래소, 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 19. 배당노력기업의 시장 대비 초과 수익률 변화 추이



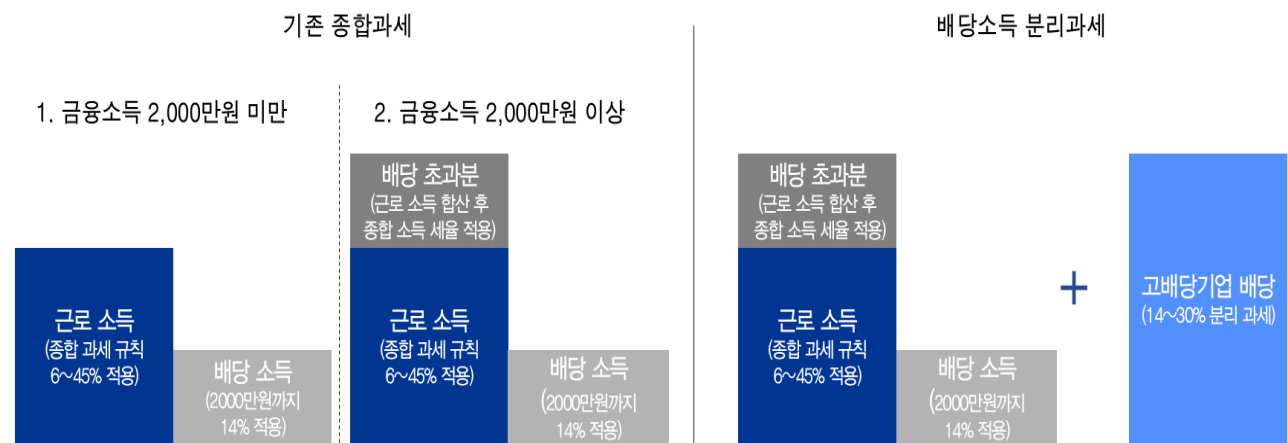
주1: 25년 이후 상장 기업 대상 제외 / 주2: 25년 1월 2일~26년 8월 31일 기준
자료: 한국거래소, 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

배당소득세 분리과세
시행령으로 배당정책 한계
해소

배당소득세 분리과세 한시적 적용도 한계성을 해소할 수 있는 부분으로 평가할 수 있다. 그동안 배당을 적극적으로 활용해 주주환원을 이루지 않았던 이유 중 하나는 세율의 차이였다. 기존 제도는 금융소득(배당소득 포함)이 2,000만원이 넘어가면 종합소득세와 합산되어 누진세율이 적용되었다. 이에 따라 최대주주 및 주요 주주들은 배당소득에 대한 세율이 최고 49.5%를 적용받을 가능성이 높았다.

배당소득세 분리과세 적용이 시행되면서 배당에 적용되는 세율적 부담은 상당히 완화되었다. 주주환원을 및 배당액 증가가 지속되어야 하지만, 최대주주를 포함한 주주들의 실질적 이익이 증가한다는 점에서 주주환원 정책으로 합리적이라 판단할 수 있다.

그림 20. 기존 세제와 배당소득 분리과세 비교



자료: IBK투자증권

5. 배당 확대를 위한 방향

배당소득세 완화 추가적으로 필요

배당소득세 완화를 위한
추가 정책 방안 필요

배당소득세 완화는 추가적으로 필요하다고 본다. 앞서 언급했듯이 주주환원에 사용되는 정책 중 배당소득이 합리적이라 판단하고 있기 때문이다. 이에 정책적으로 이를 활용할 수 있는 방안을 마련할 필요성이 있다고 본다. 당사에서는 크게 2가지를 제시한다.

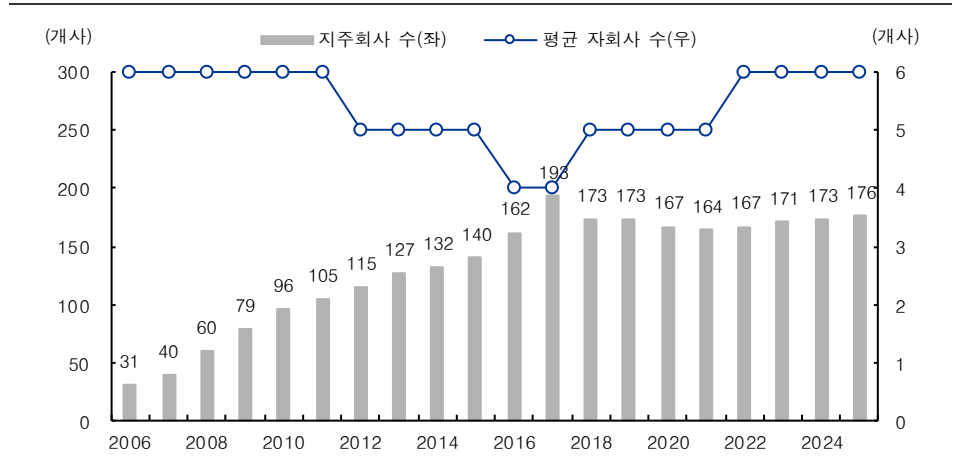
1) 배당소득세 분리과세의
지속 가능성 필요

첫째, 배당소득세 분리과세의 지속 가능성을 명시화할 필요성이다. 현재는 시행령으로 적용되고 있고, 2028년까지 한시적으로 운영되고 있다. 배당을 통한 주주환원을 정착화시키기 위해서는 시행령보다는 소득세법 세제개편안을 통해 지속 가능한 정책으로 자리매김 할 필요성이 있다. 이를 통해 기업들의 정책적 기초가 유지될 수 있는 토대를 마련해야 주주환원 정책으로써의 기능이 강화될 가능성이 높다.

2) 고배당기업 요건을
별도기준으로 전환

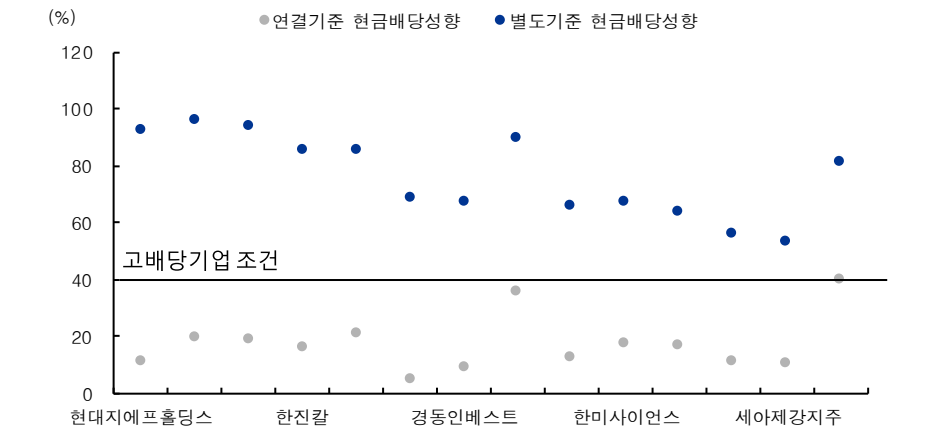
둘째, 별도기준의 도입이 필요하다는 판단이다. 단일 회사의 경우 이에 해당되지 않지만, 연결종속회사를 거느리고 있는 지주사 혹은 주요 회사들은 연결기준으로 이를 충족하기란 쉽지 않다. 그러한 이유는 일시적 손익이 발생할 가능성이 높고, 기업들이 실질적인 배당가능금액과 배당재원이 상이할 가능성이 높기 때문이다. 배당은 실질적으로 현금 유출이 발생하는 부분이지만, 배당성향은 회계적 손익에 의해서 결정되기 때문이다.

그림 21. 연도별 지주회사 및 평균 자회사 수 추이



자료: 기업집단포털, IBK투자증권

그림 22. 국내 상장 지주사 재무제표 기준별 현금배당성향 변화



주1: 국내 상장 지주사 중 고배당기업이 아닌 기업 대상

주2: 별도기준 현금배당성향이 100% 초과하는 기업은 데이터 표기상 제외

자료: 기업집단포털, DART, 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

별도 기준 산정 효과
→ 현금흐름주의와 회계
발생주의의 간극 축소

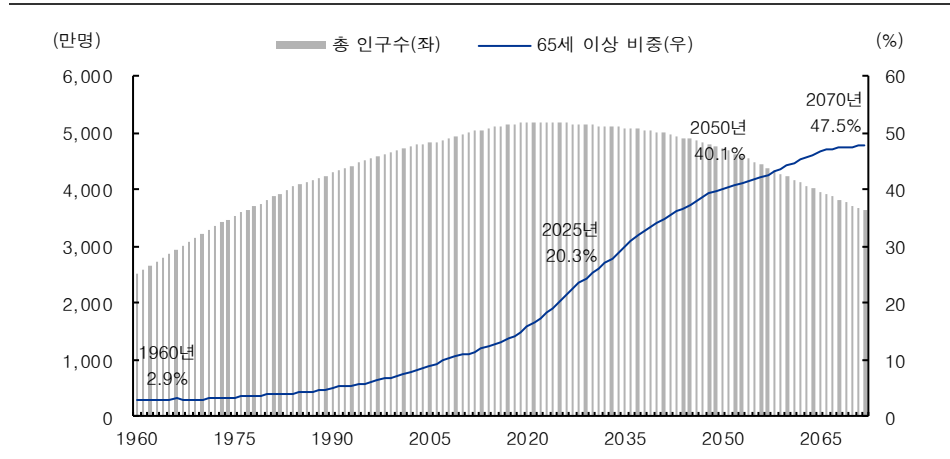
배당은 철저히 현금흐름주의를 따르고 있다. 하지만, 회계기준 손익은 발생주의이기에 이러한 간극은 실질적 차이가 높다. 물론 별도나 연결이냐의 문제보다는 일시적 손익에 미치는 영향과 실질적 자원 배분 문제를 보는 것이 합당하다. 하지만, 이러한 경우 너무 복잡하고 다양한 케이스를 적용해야 하기에 상대적으로 관련 손익 영향이 덜 미치는 방식인 별도 기준으로 산정하는 것이 바람직하다는 판단이다.

초고령사회 진입 상황 속
배당 확대에 대한 적극적
정책 지원 필요

배당 확대는 필연적?

당사에서는 배당 확대를 위한 적극적인 정책적 지원이 필요하다고 보고 있다. 국내 인구 구조상 고령화 비중이 증가하는 만큼 금융소득을 통한 경제활동을 유도할 필요성이 높다. 국내 인구구조를 보면 고령화 속도는 상당히 빠르게 진행 중이다. 65세 이상이 차지하는 비율은 1960년대 2.9% 수준에 불과하였지만, 2025년 20.3%, 2070년에는 47.5%에 이를 것으로 예측되고 있다. 통상적으로 전체 인구수에서 65세 이상이 차지하는 비중이 7% 이상이면 고령화사회, 14% 이상이면 고령사회, 20% 이상이면 초고령 사회로 구분되는데, 국내의 경우 2024년 12월 이후 초고령사회로 이미 진입하기 시작했다.

그림 23. 총인구 대비 65세 이상 인구 비중 추이



자료: 국가데이터처, IBK투자증권

2026년 노인 복지 분야
예산은 2015년 대비
3배 증가

초고령사회 진입은 정부의 정책적 지원이 더욱 필요하다는 의미로 해석할 수 있다. 실제 정부예산 편성을 보면 이러한 기조는 유지되고 있다. 2026년 보건복지부 노인복지 분야 본예산은 약 29.1조원으로 편성되어 있으며, 동 규모는 2015년 8.8조원 이후 약 3배가량 증가한 수치이다.

국내 자산 구조 내 부동산
자산 비중 71.1% 차지

국내 자산구조는 금융자산과 실물자산으로 나누어져 있다. 이중 75.8%가 실물자산으로 구성되어 있으며, 전체 자산 중 부동산이 차지하는 비중은 71.1%를 차지하고 있다.

그림 24. 보건복지부 노인 복지 분야 본예산 추이

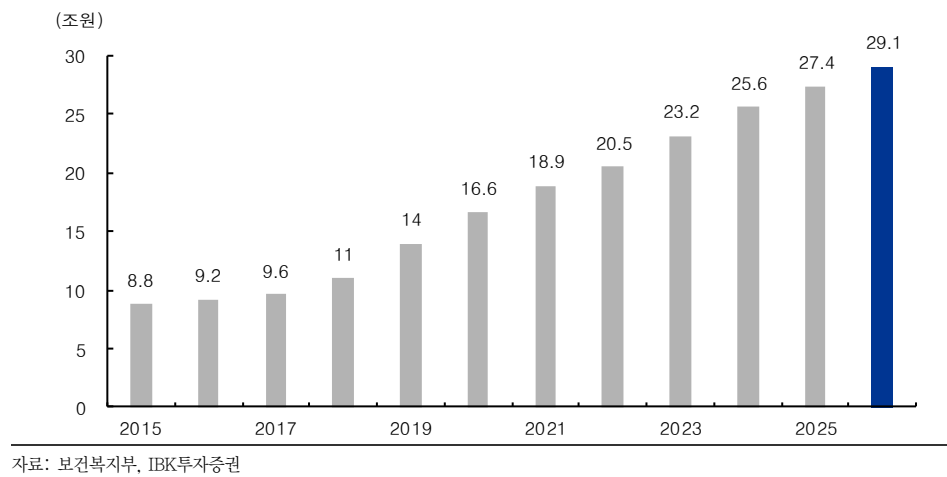
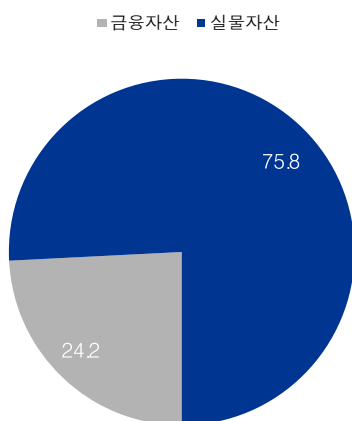
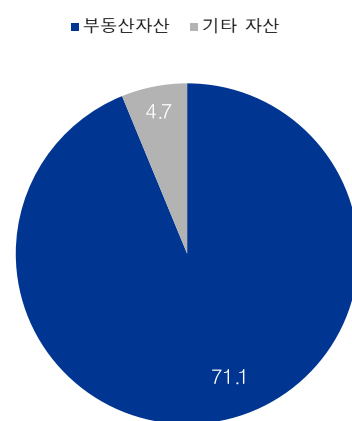


그림 25. 국내 자산 유형별 구성비



자료: 국가데이터처, 금융감독원, 한국은행, IBK투자증권

그림 26. 실물자산 내 부동산자산 구성비



자료: 국가데이터처, 금융감독원, 한국은행, IBK투자증권

초고령 사회 진입 의미

- 1) 노인층 확대
→ 복지 비용 증가
- 2) 생산가능인구수 감소
→ 세수감소

초고령사회로 진입했다는 의미는 근로소득을 통해서 경제활동을 영위하기란 쉽지 않다는 것을 의미한다. 즉, 자산을 활용한 소득 활동을 영위해야 한다는 것이다. 정부가 부담해야 할 노인복지 관련 비용은 구조적으로 증가할 수밖에 없다. 하지만, 향후 인구수 감소에 따른 세수감소를 감안할 경우 이를 감당하기란 쉽지 않을 가능성이 높다.

현금흐름 안정적인
배당 소득으로의
유인 정책 필요

이를 위해 정부는 금융자산을 활용해 소득을 보전할 수 있는 정책적 마련을 독려할 가능성이 높다. 아니 할 수밖에 없다. 이에 자산소득을 활용한 정책적 요인이 필요하다는 판단이다. 국내는 부동산 자산이 상당한 비중을 차지하고 있으나, 1) 임대료 수익률이 점점 낮아지고 있다는 점과, 2) 부동산 가격을 고려할 경우 접근성이 떨어지고, 3) 거주 안전성을 고려할 경우 금융자산으로 유인하는 것이 합리적인 정책으로 평가한다. 금융자산에서 상대적으로 안정적 현금흐름을 확보할 수 있는 것은 배당을 통한 소득이다. 그러려면 배당 유인을 유발해야 하고, 배당소득을 통한 실질적 소득 비율을 높이는 것이 중요한 부분으로 판단한다.



Company Analysis

기업명	투자의견	목표주가
SK스퀘어 (402340)	매수(신규)	1,500,000원(신규)
현대차 (005380)	매수(유지)	670,000원(유지)
삼성물산 (028260)	매수(유지)	540,000원(하향)
현대지에프홀딩스 (005440)	매수(유지)	19,000원(유지)
오리온홀딩스 (001800)	매수(유지)	33,000원(유지)

매수 (신규)

목표주가 (신규) 1,500,000원
현재가 (9/1) 1,067,000원

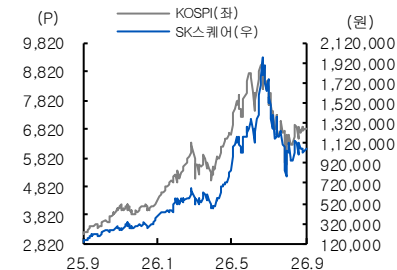
KOSPI (9/1) 6,835.80pt
시가총액 140,763십억원
발행주식수 131,924천주
액면가 100원
52주 최고가 1,970,000원
최저가 143,600원
60일 일평균거래대금 1,339십억원
외국인 지분율 46.3%
배당수익률 (2026F) 0.1%

주주구성
SK 외 10 인 32.22%
국민연금공단 8.84%

	1M	6M	12M
주가상승률			
상대기준	-1%	51%	238%
절대기준	3%	65%	636%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	-	-
목표주가	1,500,000	-	-
EPS(26)	413,395	-	-
EPS(27)	495,649	-	-

SK스퀘어 상대주가 (%)



SK스퀘어 (402340)

주주환원 체급이 달라진다

더 크고 오래 갈 주주환원의 첫 단추

SK스퀘어의 주주환원 정책이 더욱 강화될 것으로 전망한다. 상반기 동사는 첫 현금배당(2,000억 원)과, 자본준비금(5.89조 원)의 이익잉여금 전입을 결정했다. 동사는 23년부터 "정상배당수입의 30% 이상 및 투자성과 일부 환원" 정책을 이어가고 있다. 24~25년 배당수익 대비 주주환원율은 약 56%로 첫 시행연도(23년 30.7%)를 제외하면 정책 대비 높은 주주환원율을 기록 중이다. 자본준비금 전입도 주주환원에 긍정적 요소이다. 자사주 매입 한도와 배당 모두 배당가능이익(이익잉여금) 기준으로 정해지기 때문이다. 5.89조 원의 추가 주주환원 여력을 확보한 것으로 판단한다.

관계기업 배당 확대에 따른 주주환원 강화 기대

주주환원 강화의 배경은 SK하이닉스의 실적 성장이다. SK하이닉스는 25~27년 FCF의 50% 이상을 주주환원 재원으로 활용할 예정이다. 당사 FCF 추정치(26년 134.0조 원, 27년 295.4조 원) 기준 227.6조 원 수준이다. 3분기 실적발표에서 추가 배당 지급 방안 공개가 기대되고, 26년 DPS는 전년 대비 270.8% 증가한 11,125원으로 전망한다. 이에 따른 올해 배당수익은 SK하이닉스만으로도 1.6조 원으로, 과거 환원을 적용 시 약 9,100억 원 수준의 주주환원이 기대된다. 동사와 SK하이닉스의 상장 이후 주가 수익률 상관계수는 0.79로 높은 동행성을 보인다. 현재 NAV 중 SK하이닉스 비중이 98%에 달하는 만큼 향후 SK하이닉스 주주환원 확대에 따른 기업가치 상승이 동사 추가에도 반영될 것으로 기대한다.

투자의견 매수, 목표주가 1,500,000원 커버리지 개시

SK스퀘어에 대해 투자의견 매수, 목표주가 1,500,000원으로 커버리지를 개시한다. SK하이닉스 지분가치 상승과 주주환원 기대감에 NAV 할인율은 45% 수준까지 하락했으나, 동사의 28년도 목표 할인율(30%)과는 아직 약 15%p 괴리가 있다. 할인율이 높을 시 기업가치 제고 목표 달성을 위해 자사주 매입·소각을 확대할 계획인 만큼 주주환원 확대는 지속될 전망이며, 현재 주가 대비 상승여력은 충분하다고 판단한다.

(단위:십억원,배)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	5,882	10,456	60,062	70,582	69,995
영업이익	3,921	8,797	57,374	68,831	68,004
세전이익	3,853	9,507	58,470	69,841	69,931
지배주주순이익	3,714	8,824	54,558	65,388	65,472
EPS(원)	27,346	66,468	413,395	495,649	496,288
증가율(%)	-399.3	143.1	521.9	19.9	0.1
영업이익률(%)	66.7	84.1	95.5	97.5	97.2
순이익률(%)	62.1	84.3	90.8	92.6	93.5
ROE(%)	21.7	37.8	99.2	56.9	36.4
PER	2.9	5.5	2.5	2.1	2.1
PBR	0.6	1.8	1.7	0.9	0.6
EV/EBITDA	2.4	5.3	1.9	0.6	-0.3

자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 10. SK스퀘어 실적 테이블

(단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	345.9	355.7	407.9	194.2	300.3	328.5	297.4	307.4	1,303.8	1,233.6	1,191.9
YoY(%)	-30.6	-24.1	3.1	-32.4	-13.2	-7.6	-27.1	58.2	-21.0	-5.4	-3.4
지분법손익	1,684.8	1,464.6	2,660.1	3,120.9	8,312.6	19,267.2	13,302.9	17,913.7	8,930.4	58,796.3	69,390.0
YoY(%)	334.9	77.6	121.5	84.2	393.4	1,215.5	400.1	474.0	117.5	558.4	18.0
영업이익	1,654.1	1,401.1	2,645.5	3,098.5	8,278.3	19,235.4	12,912.9	16,947.6	8,799.2	57,374.2	68,831.5
YoY(%)	410.9	80.8	127.7	86.6	400.5	1,272.9	388.1	447.0	124.4	552.0	20.0
OPM(%)	478.1	393.9	648.6	1,595.3	2,756.2	5,854.7	4,342.5	5,513.8	674.9	4,650.9	5,775.2

자료: SK스퀘어, IBK투자증권

표 11. SK스퀘어 주주환원 정책

시기	내용
2023.03.30	- 2023~2025년 경상배당수입의 30% 이상 및 포트폴리오 회사 투자성과 일부 주주환원 - 자본준비금 중 1조 원을 이익잉여금으로 전입
2024.03.28	- 2024년 주주환원 비중을 2023년 대비 두 배로 늘리는 1,000억 원 자사주 매입 계획 발표 (2023년 자사주 매입 · 소각 경상배당수입의 약 30% → 2024년 60%)
2024.11.21	- 2027년까지 NAV 할인을 50% 이하 축소 - 2025~2027년 COE 초과하는 ROE 달성 - 2027년까지 PBR 1배 이상 달성 계획 발표
2025.11.24	- 2028년까지 NAV 할인을 30% 이하 목표 - 2028년까지 COE를 초과하는 ROE 실현 지속 - 2028년까지 PBR 1배 이상 유지
2026.03.25	- 2026~2028년 경상배당수입의 30% 이상 및 포트폴리오 회사 투자성과 일부 주주환원 - 2026년부터 2027년 초까지 총 3,100억 원 주주환원 예정 (현금배당 2,000억 원, 자사주 매입 1,100억 원) - 자본준비금 5,89조 원 이익잉여금으로 전입

자료: SK스퀘어, IBK투자증권

표 12. SK스퀘어 연도별 주주환원 내역

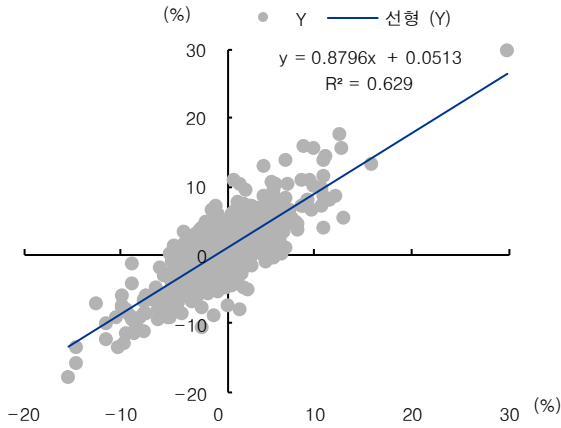
(단위: 십억 원)

		2021	2022	2023	2024	2025
자사주 매입	이사회 결의	-	-	310	200	200
	실행	-	-	267	155	190
배당총액		-	-	-	-	-
주당 배당금(원)		-	-	-	-	-
배당성향(%)		0%	0%	-	0%	0%
배당수익률(%)		0%	0%	0%	0%	0%
주주환원 합계	이사회 결의	-	-	310	200	200
	실행	-	-	267	155	190
배당수익 대비 주주 환원율(%)		-	-	30.70%	56.50%	56.60%

자료: SK스퀘어, IBK투자증권

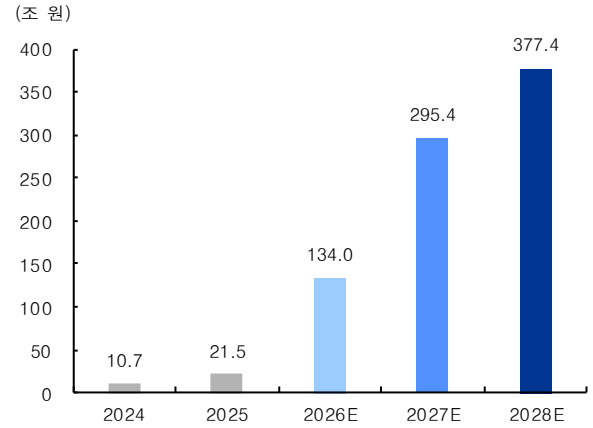
주: 2022년도 재무제표가 확정된 2023년부터 상법상 주주환원 실행 가능

그림 27. SK하이닉스(X축)-SK스퀘어(Y축) 주가 수익률 상관관계



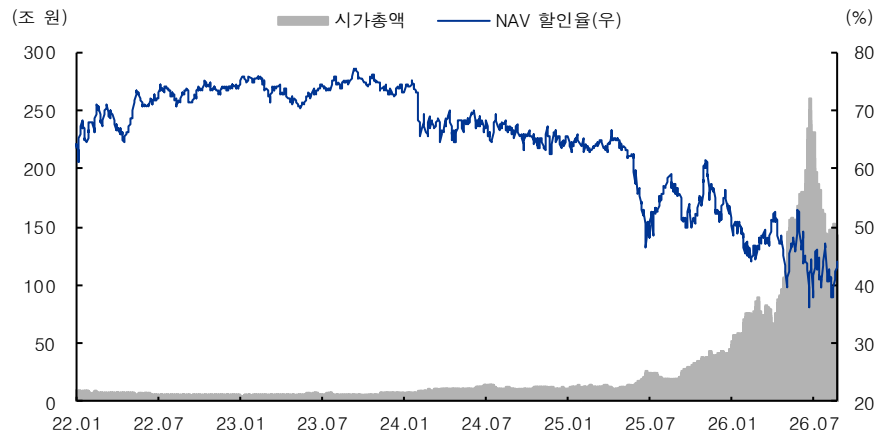
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권
 주1: 베타 0.88(95% CI 0.84~0.92, $p < 0.001$)
 주2: 2026.08.12 기준

그림 28. SK하이닉스 FCF 추이 및 전망



자료: SK하이닉스, IBK투자증권
 주: 당사 추정치 기준

그림 29. SK스퀘어 주가 및 NAV 할인율 추이



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

표 13. SK스퀘어 자사주 소각 내역

소각일	소각수량	총 발행주식 수	
		소각 전	소각 후
23.10.04	2,486,535주 (1,063억 원)	141,467,571주	138,981,036주
24.04.02	4,231,076주 (1,965억 원)	138,981,036주	134,749,960주
25.01.06	1,201,904주 (902억 원)	134,749,960주	133,548,056주
25.04.01	1,007,198주 (906억 원)	133,548,056주	132,540,858주
25.11.24	453,743주 (779억 원)	132,540,858주	132,087,115주
26.04.01	128,729주 (766억 원)	132,087,115주	131,958,386주
26.07.31	34,388주 (431억 원)	131,958,386주	131,923,998주

자료: SK스퀘어, IBK투자증권

SK스퀘어 (402340)

포괄손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	5,882	10,456	60,062	70,582	69,995
증가율(%)	158.1	77.8	474.5	17.5	-0.8
매출원가	125	114	32	0	0
매출총이익	5,757	10,342	60,030	70,582	69,995
매출총이익률 (%)	97.9	98.9	99.9	100.0	100.0
판매비	1,836	1,545	2,656	1,750	1,991
판매비율(%)	31.2	14.8	4.4	2.5	2.8
영업이익	3,921	8,797	57,374	68,831	68,004
증가율(%)	-267.6	124.4	552.2	20.0	-1.2
영업이익률(%)	66.7	84.1	95.5	97.5	97.2
순금융손익	-79	-46	-4	1,009	1,927
이자손익	56	48	109	1,102	2,020
기타	-135	-94	-113	-93	-93
기타영업외손익	-18	13	-5	0	0
종속/관계기업손익	30	743	1,105	0	0
세전이익	3,853	9,507	58,470	69,841	69,931
법인세	184	674	3,958	4,509	4,515
법인세율	4.8	7.1	6.8	6.5	6.5
계속사업이익	3,669	8,833	54,512	65,332	65,416
중단사업손익	-18	-15	0	0	0
당기순이익	3,651	8,819	54,512	65,332	65,416
증가율(%)	-377.6	141.6	518.1	19.8	0.1
당기순이익률 (%)	62.1	84.3	90.8	92.6	93.5
지배주주당기순이익	3,714	8,824	54,558	65,388	65,472
기타포괄이익	257	62	371	0	0
총포괄이익	3,908	8,881	54,883	65,332	65,416
EBITDA	4,024	8,880	57,425	68,858	68,023
증가율(%)	-283.2	120.7	546.7	19.9	-1.2
EBITDA마진율(%)	68.4	84.9	95.6	97.6	97.2

투자지표

(12월 결산)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	27,346	66,468	413,395	495,649	496,288
BPS	141,243	209,230	624,094	1,116,646	1,609,839
DPS	0	0	1,550	1,550	1,550
밸류에이션(배)					
PER	2.9	5.5	2.5	2.1	2.1
PBR	0.6	1.8	1.7	0.9	0.6
EV/EBITDA	2.4	5.3	1.9	0.6	-0.3
성장성지표(%)					
매출증가율	158.1	77.8	474.5	17.5	-0.8
EPS증가율	-399.3	143.1	521.9	19.9	0.1
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
ROE	21.7	37.8	99.2	56.9	36.4
ROA	18.3	33.6	93.7	55.2	35.7
ROIC	1,165.8	4,816.0	-90,558.1	-139,046.8	-101,546.4
안정성지표(%)					
부채비율(%)	11.9	9.0	4.1	2.2	1.5
순차입금 비율(%)	-7.7	-5.5	-33.6	-62.7	-73.4
이자보상배율(배)	229.0	568.8	7,655.8	10,641.7	10,510.7
활동성지표(배)					
매출채권회전율	28.4	66.9	471.7	600.0	604.4
재고자산회전율	75.6	365.4	4,789.4	7,069.1	7,121.4
총자산회전율	0.3	0.4	1.0	0.6	0.4

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	2,703	2,255	28,097	92,831	156,321
현금및현금성자산	1,368	1,311	27,708	92,450	155,943
유가증권	193	318	78	76	76
매출채권	177	136	119	116	115
재고자산	42	15	10	10	10
비유동자산	19,218	28,249	57,762	57,877	59,368
유형자산	170	153	88	61	43
무형자산	477	235	222	222	222
투자자산	18,403	27,765	57,364	57,508	59,018
자산총계	21,921	30,505	85,859	150,707	215,689
유동부채	1,396	975	663	648	643
매입채무및기타채무	84	27	25	25	25
단기차입금	16	0	4	4	4
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	939	1,547	2,723	2,662	2,641
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	2,336	2,521	3,386	3,310	3,283
지배주주지분	19,033	27,637	82,333	147,312	212,376
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	5,912	5,912	22	22	22
자본조정등	8,807	8,791	8,806	8,806	8,806
기타포괄이익누계액	391	405	798	798	798
이익잉여금	3,908	12,514	72,694	137,673	202,737
비지배주주지분	553	347	141	85	29
자본총계	19,585	27,983	82,474	147,397	212,405
비이자부채	2222	2434	3320	3244	3217
총차입금	114	87	66	66	66
순차입금	-1,512	-1,542	-27,719	-92,460	-155,953

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	190	387	27,857	65,918	66,146
당기순이익	3,651	8,819	54,512	65,332	65,416
비현금성 비용 및 수익	-3,680	-8,823	-27,143	-1,075	-2,001
유형자산감가상각비	104	83	51	27	19
무형자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본변동	66	-47	-64	2	1
매출채권등의 감소	54	-2	12	3	1
재고자산의 감소	59	4	5	0	0
매입채무등의 증가	-14	-9	-4	-1	0
기타 영업현금흐름	153	438	552	1659	2730
투자활동 현금흐름	90	30	-614	-135	-1,508
유형자산의 증가(CAPEX)	-39	-23	-18	0	0
유형자산의 감소	3	146	1	0	0
무형자산의 감소(증가)	1	-7	-3	0	0
투자자산의 감소(증가)	-22	93	-911	-143	-1,510
기타	147	-179	317	8	2
재무활동 현금흐름	-201	-419	-915	-1,040	-1,145
차입금의 증가(감소)	0	-1	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-201	-418	-915	-1040	-1145
기타 및 조정	18	-56	69	-1	0
현금의 증가	97	-58	26,397	64,742	63,493
기초현금	1,271	1,368	1,311	27,708	92,450
기말현금	1,368	1,311	27,708	92,450	155,943

매수 (유지)

목표주가 (유지) 670,000원
현재가 (9/1) 400,500원

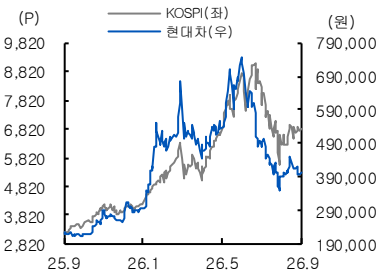
KOSPI (9/1)	6,835.80pt
시가총액	93,567십억원
발행주식수	262,885천주
액면가	5,000원
52주 최고가	750,000원
최저가	214,000원
60일 일평균거래대금	451십억원
외국인 지분율	24.4%
배당수익률 (2026F)	1.8%

주주구성	
현대모비스 외 11 인	30.67%
국민연금공단	7.31%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	0%	-46%	-16%
절대기준	3%	-41%	82%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	670,000	670,000	-
EPS(26)	38,315	38,315	-
EPS(27)	41,955	41,955	-

현대차 상대주가 (%)



현대차 (005380)

주주환원의 기어를 바꾼다

배당성향 25%에서 TPR 35%로

현대차의 주주환원 정책은 단순한 배당 확대보다 예측 가능성을 높이는 방향으로 발전했다. 2023년 중장기 주주환원 정책을 통해 연간 연결 지배주주순이익의 25% 이상을 배당하고, 기존 연 2회 배당을 분기 배당으로 확대했다. 또한 2023년부터 2025년까지 기보유 자사주를 매년 발행주식 수의 1%씩 소각했다. 2024년 CEO Investor Day에서는 정책 범위를 총주주환원율(TPR)로 확대해 2025년부터 2027년까지 TPR 35% 이상, 연간 최소 보통주 DPS 10,000원, 3년간 최대 4조원의 자사주 매입 계획을 제시했다.

이익 감소에도 지켜낸 DPS 10,000원

2025년 지배주주순이익은 9조 4,460억원으로 전년 대비 24.6% 감소했지만, 현대차는 분기별 2,500원씩 연간 DPS 10,000원을 지급했다. 총배당금은 2024년 3.1조원에서 2025년 2.6조원으로 감소했으나 배당성향은 25.1%에서 27.7%로 상승했다. 2025년 CEO Investor Day에서도 TPR 35% 이상과 연간 최소 DPS 10,000원을 재확인했으며, 배당만으로 부족한 환원은 자사주 매입과 소각을 통해 보완하는 구조를 유지했다.

2026년에도 이어지는 주주환원

2026년에도 1분기와 2분기 각각 주당 2,500원의 배당을 결정하며 기존 기조를 이어가고 있다. 상반기 귀속 배당총액은 약 1.3조원이며, 상반기 지배주주순이익 대비 잠정 배당성향은 약 27%로 추산된다. 향후 포인트는 관세와 원가 부담으로 수익성이 둔화되는 상황에서도 연간 DPS 10,000원과 TPR 35% 이상을 유지할 수 있는지 여부다. 안정적인 현금배당과 자사주 매입 및 소각이 병행된다면 충분히 달성 가능할 것으로 예상된다.

(단위:십억원,배)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	175,231	186,254	193,440	203,651	218,741
영업이익	14,240	11,468	11,357	12,994	14,299
세전이익	17,781	13,842	15,567	17,083	18,603
지배주주순이익	12,527	9,446	10,168	11,135	12,132
EPS(원)	46,042	35,331	38,315	41,955	45,712
증가율(%)	5.6	-23.3	8.4	9.5	9.0
영업이익률(%)	8.1	6.2	5.9	6.4	6.5
순이익률(%)	7.6	5.6	5.9	6.1	6.2
ROE(%)	12.4	8.4	8.5	8.8	9.0
PER	4.6	8.4	10.5	9.6	8.8
PBR	0.5	0.7	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	10.5	14.4	15.7	14.4	13.5

자료: Company data, IBK투자증권 예상

현대차 주주환원정책 변화

2023년 정책: 배당의
예측 가능성을 높인
첫 단계

현대차는 2023년 지배주주 순이익의 25% 이상을 배당하는 중장기 주주환원정책과 분기배당을 도입한 데 이어, 2024 CEO Investor Day에서 2025년부터 2027년까지 TPR 35% 이상, 연간 최소 DPS 10,000원, 3년간 최대 4조원의 자사주 매입을 골자로 한 밸류업 프로그램을 발표했다.

2024 CID: 배당정책에서
총주주환원정책으로 전환

2025 CEO Investor Day에서는 미국 관세 영향으로 중장기 수익성 목표를 낮추고 2026년부터 2030년까지 77.3조원의 투자계획을 제시하면서도 기존 TPR과 최소 DPS 목표를 유지했다. 이는 성장투자 확대와 수익성 둔화 국면에서도 주주환원을 자본배분의 핵심 축으로 유지하겠다는 의미다.

2025 CID: 정책 상향보다
'유지'에 의미

실제로 2025년 지배주주 순이익이 전년 대비 약 25% 감소했음에도 연간 DPS 10,000원을 지급하며 정책의 하방 신뢰성을 입증했다. 향후에는 2027년 이후 차기 주주환원정책에서 최소 DPS 상향 여부와 신규 자사주 매입 후 소각 규모가 기업가치 제고의 핵심 변수가 될 전망이다.

실제 배당 이행 현황 DPS
및 배당 성향
2022년 7,000원(24.9%)
2023년 11,400원(25.1%)
2024년 12,000원(25.1%)
2025년 10,000원(27.7%)

2024년 DPS는 총 12,000원이었다. 분기배당 2,000원씩 세 차례와 기말배당 6,000원으로 구성됐다. 2025년부터는 2024 CID에서 제시한 분기 2,500원 정책이 적용됐다. 1분기부터 4분기까지 각각 2,500원을 지급해 연간 DPS 10,000원을 기록했다.

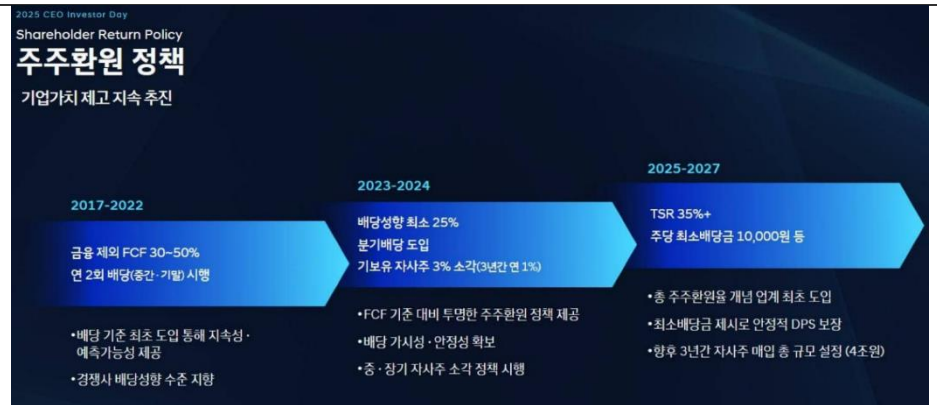
2025년 DPS는 전년 대비 감소했으나 배당성향은 25.1%에서 27.7%로 상승했다. 이는 최소 DPS가 이익 감소기에 실질적인 하방으로 작동했다는 의미다. 반면 이익이 늘어나더라도 최소 DPS 이상의 배당 확대가 자동으로 보장되는 구조는 아니므로, 현재 정책은 배당 성장정책보다 배당 하방 보장정책에 가깝다.

표 14. 현대차 주주환원정책 변화

구분	2023년 중장기 정책	2024년 CID	2025년 CID
발표 시점	2023년 4월	2024년 8월 28일	2025년 9월 18일
핵심 성격	배당 예측 가능성 확대	밸류업 정책 신설	기존 정책 재확인
배당 기준	지배주주 순이익의 25% 이상	최소 연간 DPS 10,000원	최소 연간 DPS 10,000원 유지
지급 주기	2023년 2분기부터 분기배당	2025년부터 분기배당 2,500원	분기배당 체계 유지
TPR	별도 목표 없음	2025~2027년 35% 이상	2025~2027년 35% 이상 유지
자사주	기존 보유 자사주 3% 소각	3년간 최대 4조원 매입	배당, 매입, 소각을 탄력적으로 조합
ROE	별도 목표 없음	3년 평균 11~12%	기존 정책 방향성 유지
정책적 의미	배당성향 중심	배당과 자사주를 결합한 자본정책	수익성 하향에도 환원 약속 유지

자료: 현대차, IBK투자증권

그림 30. 현대차 주주환원 정책



자료: 현대차그룹, IBK투자증권

표 15. 현대차 실적 및 주주환원 추이

구분 (단위: 조원)	2021	2022	2023	2024	2025
영업이익	6.5	9.8	15.1	14.2	11.5
당기순이익	5.7	8.0	12.3	13.2	10.4
지배주주 귀속순이익	4.9	7.4	12.0	12.5	9.4
연간 배당금	1.3	1.8	3.0	3.1	2.6
자사주 소각액	—	—	0.4	0.6	0.5
자사주 매입액	—	—	—	—	0.2
자사주 매입 및 소각 합계	—	—	0.4	0.6	0.7
총주주환원액	1.3	1.8	3.4	3.8	3.3
배당성향	26.3%	24.9%	25.1%	25.1%	27.7%
총주주환원율 TPR	26.3%	24.9%	28.6%	30.0%	35.0%

자료: 현대차, IBK투자증권

표 16. 현대차 주식 종류별 배당수익률

구분	현재가	2025년 연간 DPS	연간 배당수익률	결산 DPS	결산배당수익률	보통주 대비 괴리율
현대차	400,500원	10,000원	2.50%	2,500원	0.62%	
현대차우	190,800원	10,050원	5.27%	2,550원	1.34%	52.4%
현대차2우B	190,800원	10,100원	5.29%	2,600원	1.36%	52.4%
현대차3우B	187,900원	10,050원	5.35%	2,550원	1.36%	53.1%

자료: IBK투자증권 / 주: 2026년 9월 1일 종가 기준

표 17. 현대차 실적 비교

(단위: 십억원, %)	3Q26F	3Q25	2Q26	3Q26 Con	YoY	QoQ	vs Con
매출액	48,783	46,721	49,215	49,090	4.4%	-0.9%	-0.6%
영업이익	3,117	2,537	2,851	3,114	22.8%	9.3%	0.1%
OPM(%)	6.4%	5.4%	5.8%	6.3%	1.0%p	0.6%p	0.1%p

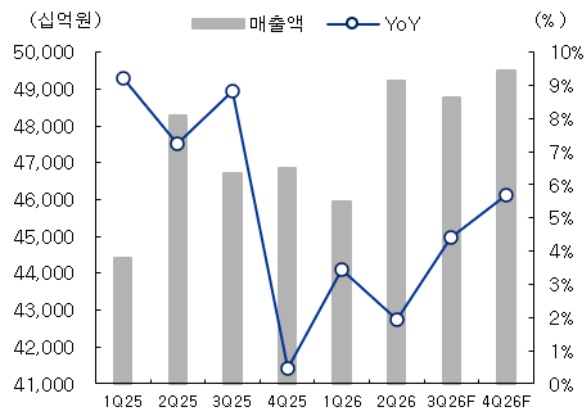
자료: 현대차, IBK투자증권

표 18. 현대차의 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, 천대, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	44,408	48,287	46,721	46,839	45,939	49,215	48,783	49,503	186,255	193,440	203,651
QoQ	-4.8%	8.7%	-3.2%	0.3%	-1.9%	7.1%	-0.9%	1.5%			
YoY	9.2%	7.3%	8.8%	0.5%	3.4%	1.9%	4.4%	5.7%	6.3%	3.9%	5.3%
자동차	34,718	37,030	36,715	36,590	34,539	36,832	38,357	38,907	145,053	148,635	157,551
금융	7,398	8,269	7,189	7,432	8,991	9,504	7,532	7,723	30,288	33,750	34,286
기타	2,292	2,988	2,817	2,817	2,409	2,879	2,893	2,874	10,914	11,055	11,814
영업이익	3,634	3,602	2,537	1,696	2,515	2,851	3,117	2,875	11,469	11,358	12,994
QoQ	28.8%	-0.9%	-29.6%	-33.1%	48.3%	13.4%	9.3%	-7.7%			
YoY	2.2%	-15.8%	-29.2%	-39.9%	-30.8%	-20.8%	22.8%	69.5%	-19.5%	-1.0%	14.4%
자동차	2,859	2,692	1,711	1,210	1,788	1,971	2,378	2,218	8,472	8,355	9,768
금융	571	653	576	364	579	759	490	425	2,164	2,252	2,221
기타	204	257	250	122	148	121	249	233	833	751	1,004
OPM	8.2%	7.5%	5.4%	3.6%	5.5%	5.8%	6.4%	5.8%	6.2%	5.9%	6.4%
자동차(조정)	8.2%	7.3%	4.7%	3.3%	5.2%	5.4%	6.2%	5.7%	5.8%	5.6%	6.2%
금융	7.7%	7.9%	8.0%	4.9%	6.4%	8.0%	6.5%	5.5%	7.1%	6.7%	6.5%
기타	8.9%	8.6%	8.9%	4.3%	6.1%	4.2%	8.6%	8.1%	7.6%	6.8%	8.5%

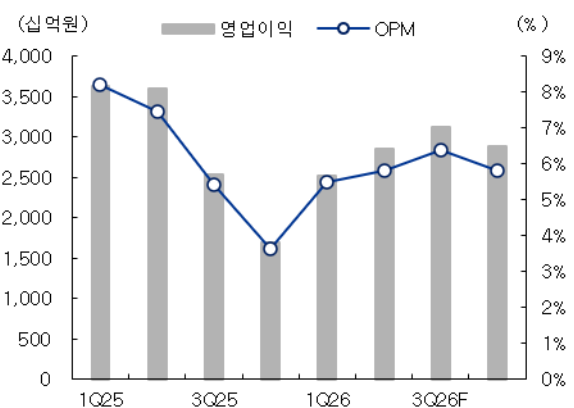
자료: 현대차, IBK투자증권

그림 31. 현대차 분기별 매출액 및 YoY 추이



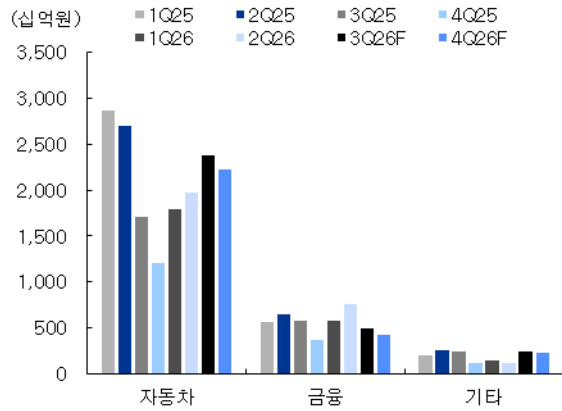
자료: 현대차, IBK투자증권

그림 32. 현대차 분기별 영업이익 및 OPM 추이



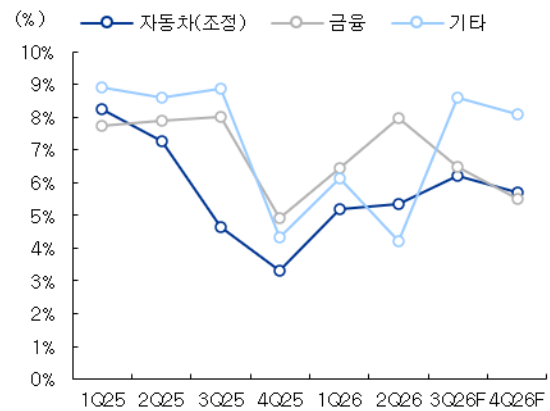
자료: 현대차, IBK투자증권

그림 33. 현대차 부문별 영업이익 추이



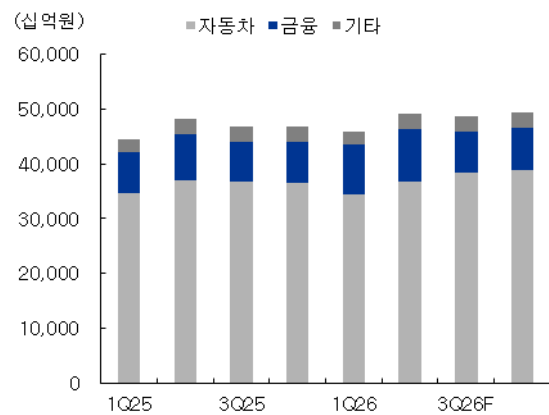
자료: 현대차, IBK투자증권

그림 34. 현대차 부문별 OPM 추이



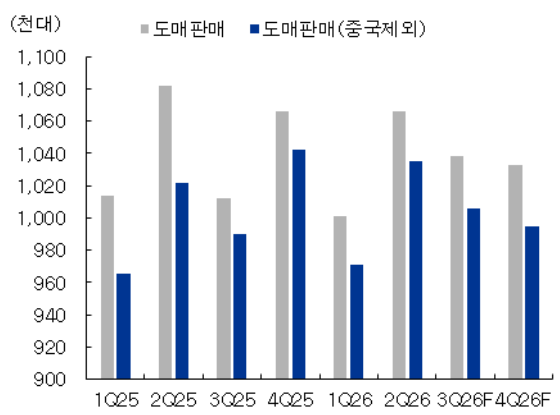
자료: 현대차, IBK투자증권

그림 35. 현대차 부문별 분기별 매출 추이



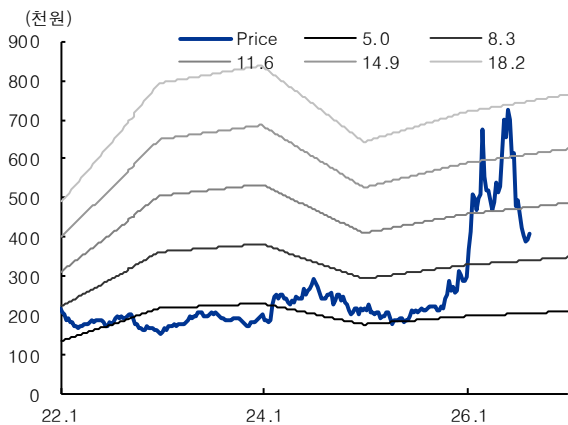
자료: 현대차, IBK투자증권

그림 36. 현대차 분기별 도매판매 추이



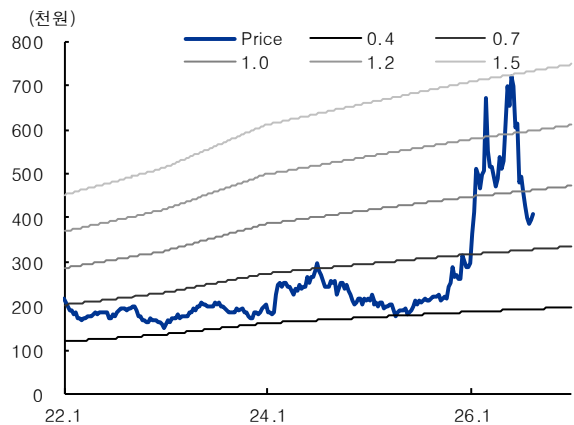
자료: 현대차, IBK투자증권

그림 37. 현대차 12MF PER



자료: 현대차, IBK투자증권

그림 38. 현대차 12MF PBR



자료: 현대차, IBK투자증권

현대차 (005380)

포괄손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	175,231	186,254	193,440	203,651	218,741
증가율(%)	7.7	6.3	3.9	5.3	7.4
매출원가	139,482	152,038	159,043	167,682	180,005
매출총이익	35,749	34,217	34,397	35,969	38,735
매출총이익률 (%)	20.4	18.4	17.8	17.7	17.7
판매비	21,510	22,749	23,039	22,975	24,437
판매비율(%)	12.3	12.2	11.9	11.3	11.2
영업이익	14,240	11,468	11,357	12,994	14,299
증가율(%)	-5.9	-19.5	-1.0	14.4	10.0
영업이익률(%)	8.1	6.2	5.9	6.4	6.5
순금융손익	633	289	478	449	493
이자손익	529	328	331	421	445
기타	104	-39	147	28	48
기타영업외손익	-205	-425	449	128	138
종속/관계기업손익	3,114	2,510	3,283	3,512	3,674
세전이익	17,781	13,842	15,567	17,083	18,603
법인세	4,232	3,477	4,155	4,574	4,978
법인세율	23.8	25.1	26.7	26.8	26.8
계속사업이익	13,549	10,365	11,413	12,509	13,626
중단사업손익	-319	0	0	0	0
당기순이익	13,230	10,365	11,413	12,509	13,626
증가율(%)	7.8	-21.7	10.1	9.6	8.9
당기순이익률 (%)	7.6	5.6	5.9	6.1	6.2
지배주주당기순이익	12,527	9,446	10,168	11,135	12,132
기타포괄이익	5,025	717	1,055	846	871
총포괄이익	18,255	11,082	12,468	13,355	14,497
EBITDA	18,527	16,484	17,116	18,712	20,048
증가율(%)	-7.7	-11.0	3.8	9.3	7.1
EBITDA마진율(%)	10.6	8.9	8.8	9.2	9.2

투자지표

(12월 결산)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	46,042	35,331	38,315	41,955	45,712
BPS	401,961	435,007	465,284	491,221	520,780
DPS	12,000	10,000	12,500	12,750	13,000
밸류에이션(배)					
PER	4.6	8.4	10.5	9.6	8.8
PBR	0.5	0.7	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	10.5	14.4	15.7	14.4	13.5
성장성지표(%)					
매출증가율	7.7	6.3	3.9	5.3	7.4
EPS증가율	5.6	-23.3	8.4	9.5	9.0
수익성지표(%)					
배당수익률	5.7	3.4	1.8	1.8	1.9
ROE	12.4	8.4	8.5	8.8	9.0
ROA	4.3	2.9	2.9	3.0	3.1
ROIC	33.9	21.8	21.5	22.7	24.0
안정성지표(%)					
부채비율(%)	182.5	189.0	201.9	195.1	190.0
순차입금 비율(%)	108.1	119.0	117.6	110.6	103.3
이자보상배율(배)	31.5	20.0	16.8	17.3	18.7
활동성지표(배)					
매출채권회전율	33.1	25.7	25.4	30.2	31.1
재고자산회전율	9.4	9.2	9.3	9.6	9.9
총자산회전율	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	115,764	120,777	142,680	146,958	154,754
현금및현금성자산	19,015	18,361	35,622	37,807	42,750
유가증권	8,473	5,858	7,137	7,551	8,092
매출채권	5,908	8,600	6,640	6,869	7,195
재고자산	19,791	20,662	20,843	21,598	22,675
비유동자산	224,034	248,067	271,155	281,963	293,827
유형자산	44,534	48,750	50,970	52,925	54,516
무형자산	7,683	9,268	12,694	13,821	15,080
투자자산	117,804	124,261	131,165	134,473	137,719
자산총계	339,798	368,845	413,835	428,921	448,580
유동부채	79,510	88,579	118,497	122,258	127,203
매입채무및기타채무	12,550	12,287	14,085	14,902	15,968
단기차입금	9,327	10,388	12,177	12,883	13,805
유동성장기부채	26,742	33,761	57,337	57,552	57,867
비유동부채	140,013	152,617	158,248	161,315	166,690
사채	96,134	106,900	109,171	109,171	109,171
장기차입금	24,286	24,340	24,455	25,740	28,925
부채총계	219,522	241,197	276,744	283,573	293,893
자배주주지분	109,103	115,447	123,482	130,365	138,210
자본금	1,489	1,489	1,489	1,489	1,489
자본잉여금	7,656	7,780	7,764	7,764	7,764
자본조정등	-850	-375	-583	-583	-583
기타포괄이익누계액	4,213	5,240	5,976	6,822	7,693
이익잉여금	96,596	101,312	108,836	114,873	121,847
비지배주주지분	11,173	12,202	13,609	14,983	16,477
자본총계	120,276	127,648	137,091	145,348	154,687
비이자부채	62007	64978	72760	77383	83281
총차입금	157,515	176,219	203,984	206,190	210,612
순차입금	129,988	151,944	161,171	160,777	159,716

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	-5,662	-5,991	36,761	15,146	16,024
당기순이익	13,230	10,365	11,413	12,509	13,626
비현금성 비용 및 수익	23,950	25,920	28,600	1,629	1,445
유형자산감가상각비	3,398	3,745	4,500	4,645	4,809
무형자산상각비	889	1,272	1,259	1,073	940
운전자본변동	-35,160	-34,325	-1,475	587	509
매출채권등의 감소	-590	-2,548	2,590	-229	-326
재고자산의 감소	-1,159	-466	650	-754	-1,078
매입채무등의 증가	476	-294	1,283	817	1,066
기타 영업현금흐름	-7682	-7951	-1777	421	444
투자활동 현금흐름	-14,623	-10,347	-22,780	-17,636	-19,062
유형자산의 증가(CAPEX)	-8,061	-8,367	-8,021	-6,600	-6,400
유형자산의 감소	172	246	70	0	0
무형자산의 감소(증가)	-2,180	-2,674	-4,524	-2,200	-2,200
투자자산의 감소(증가)	-3,398	-2,947	-3,478	-3,308	-3,246
기타	-1156	3395	-6827	-5528	-7216
재무활동 현금흐름	19,493	15,425	2,922	4,676	7,980
차입금의 증가(감소)	19,650	19,068	1,440	1,285	3,185
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-157	-3643	1482	3391	4795
기타 및 조정	640	259	358	-1	1
현금의 증가	-152	-654	17,261	2,185	4,943
기초현금	19,167	19,015	18,361	35,622	37,807
기말현금	19,015	18,361	35,622	37,807	42,750

매수 (유지)

목표주가 (하향) 540,000원
현재가 (9/1) 390,500원

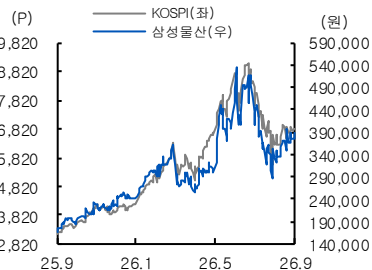
KOSPI (9/1) 6,835.80pt
시가총액 63,691십억원
발행주식수 163,635천주
액면가 100원
52주 최고가 535,000원
최저가 166,400원
60일 일평균거래대금 237십억원
외국인 지분율 30.9%
배당수익률 (2026F) 0.9%

주주구성
이재용 외 11 인 38.12%
케이씨씨 10.49%

	1M	6M	12M
주가상승률			
상대기준	7%	2%	8%
절대기준	11%	11%	135%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	540,000	620,000	▼
EPS(26)	17,647	17,960	▼
EPS(27)	16,934	18,200	▼

삼성물산 상대주가 (%)



삼성물산 (028260)

주주환원의 밑그림은 그려졌다

2023년, 본격화된 주주환원 정책

삼성물산의 주주환원 정책은 관계사로부터 유입되는 배당수익을 주주에게 재배분하는 현금배당과 보유 자사주 소각으로 시행해왔다. 2023년 발표한 3개년 주주환원 정책에서는 2023~2025년 관계사 배당수익의 60~70%를 주주에게 환원하고, 보통주 기준 최소 DPS 2,000원을 유지하기로 했다.

동시에 당시 보유하고 있던 보통주 2,472만 주, 발행주식 수의 13.2%에 해당하는 자사주를 전량 소각하기로 결정했다. 이후 동사는 정책기간 동안 매년 관계사 배당수익의 70%를 환원하며 정책상 최대 지급률을 적용했고, 자사주 역시 단계적으로 소각하며 주당가치 제고를 병행했다.

정책은 유지됐지만, 배당재원은 달라진다

동사는 2026~2028년 주주환원 정책에서도 관계사 배당수익의 60~70%를 환원하는 기존 틀은 유지했다. 다만 실질적인 주주환원 규모를 결정할 핵심 변수는 관계사인 삼성전자의 배당 확대다.

삼성전자는 8월 21일 2024~2026년 누적 FCF의 50% 환원 정책에 따라 2026년 잔여 주주환원 재원을 약 90~110조 원으로 제시했다. 3분기에는 정규배당을 포함해 약 30조 원의 현금배당을 우선 시행할 예정이다. 이에 따라, 삼성전자 보통주 5.11%를 보유 중인 동사는 관계사 배당수익 증가를 통해 향후 주주환원 여력 확대에 이어질 가능성이 높다고 판단한다.

주주환원 효과는 배당 수익뿐만 아니라, NAV 경로로도 나타날 것으로 전망한다. 삼성전자의 자사주 매입 및 소각은 삼성전자 지분가치 상승을 통해 동사의 NAV 개선에 기여할 것이기 때문이다. 즉, 삼성물산의 주주환원 정책 자체는 크게 변하지 않았지만, 관계사에서 유입되는 현금흐름과 보유지분 가치가 동시에 증가한다는 점에서 실질적인 주주가치 제고 여력은 이전보다 확대될 수 있다고 판단한다.

(단위:십억원,배)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	42,103	40,742	45,478	49,085	51,592
영업이익	2,983	3,293	3,685	4,245	4,898
세전이익	3,722	4,260	4,852	5,275	6,248
지배주주순이익	2,230	2,439	2,914	2,771	3,257
EPS(원)	12,280	14,165	17,647	16,934	19,907
증가율(%)	3.9	15.4	24.6	-4.0	17.6
영업이익률(%)	7.1	8.1	8.1	8.6	9.5
순이익률(%)	6.6	9.6	10.4	8.4	9.5
ROE(%)	6.8	6.0	3.7	2.5	2.8
PER	9.3	16.9	21.3	22.2	18.9
PBR	0.7	0.8	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	6.6	10.8	13.6	10.8	8.9

자료: Company data, IBK투자증권 예상

삼성물산 주주환원정책 변화

2023년 정책: 배당과
자사주 소각의 두 축

삼성물산은 2023년 3개년 주주환원 정책을 통해 관계사 배당수익의 60~70%를 주주에게 환원하고 보통주 기준 최소 DPS 2,000원을 유지하기로 했다. 여기에 당시 보유하던 보통주 2,472만 주, 발행주식 수의 13.2%에 해당하는 자사주를 전량 소각하기로 결정하면서 현금배당과 자사주 소각을 주주환원의 두 축으로 제시했다. 이후 실제 실행단계에서는 2023~2025년 매년 관계사 배당수익의 70%를 환원해 정책상 최대 지급률을 적용했고, 자사주 역시 단계적으로 소각했다.

2026년 정책: 최소 DPS
2,500원으로 상향

2026~2028년 신규 주주환원 정책에서는 관계사 배당수익의 60~70%를 환원하는 기존 정책을 유지하되, 최소 보통주 DPS를 기존 2,000원에서 2,500원으로 25% 상향했다. 동시에 에너지와 바이오를 중심으로 2026~2028년 8.0~9.4조 원의 투자를 계획하고 있어, 성장투자를 확대하면서도 배당의 하방을 높였다는 점에 의미가 있다.

정책은 유지됐지만,
관계사 배당재원은 커진다

최소 배당을 제외하면 정책 자체의 변화 폭은 크지 않지만 향후 실질적인 주주환원 규모를 결정할 핵심 변수는 삼성전자다. 삼성전자는 8월 21일 2026년 주주환원 규모를 약 90~110조 원으로 제시했으며, 3분기에 정규배당을 포함해 약 30조 원의 현금배당을 우선 시행할 계획이다. 나머지 환원은 2027년 1월 이사회에서 현금배당과 자사주 매입·소각으로 확정할 예정이다. 동사의 입장에서는 삼성전자의 현금배당 확대가 관계사 배당수익 증가와 향후 DPS 상승 여력으로 연결되고, 삼성전자의 자사주 소각은 보유 지분가치와 NAV 상승에 기여할 것으로 판단한다.

실제 배당 이행 현황 DPS
및 배당 성향

2022년 2,300원(18.4%)
2023년 2,550원(18.8%)
2024년 2,600원(19.1%)
2025년 2,800원(18.8%)

2023년 이후 DPS는 2,550원에서 2025년 2,800원까지 꾸준히 상승했으며, 2023~2025년 모두 관계사 배당수익의 70%를 환원해 정책상 최대 환원율을 적용했다. 2026년부터는 최소 DPS가 2,500원으로 상향되면서 배당 하방이 한 단계 높아졌다. 여기에 앞서 이야기하였듯 삼성전자의 대규모 주주환원으로 관계사 배당수익이 증가할 경우 실제 DPS는 최소 지급액을 의미 있게 상회할 가능성이 있다. 과거 자사주 소각이 주식 수 감소를 통한 주당가치 제고의 핵심이었다면, 향후 주주환원의 핵심은 관계사 배당 증가가 삼성물산의 현금배당 확대로 얼마나 전이되는지에 있다고 판단한다.

표 19. 삼성물산 주주환원정책 변화

구분	20~22년 3개년 주주환원 정책	23~25년 3개년 주주환원 정책	26~28년 3개년 주주환원 정책
발표 시점	2020년 2월	2023년 2월	2026년 2월
핵심 성격	배당 예측 가능성 확대	안정적 배당 기조 유지	기존 주주환원정책 재확립
배당 기준	관계사 배당수익의 60~70% 수준 최소 연간 DPS 2,000원 보장	관계사 배당수익의 60~70% 수준 최소 연간 DPS 2,000원 보장	관계사 배당수익의 60~70% 수준 최소 연간 DPS 2,500원 확대
지급 주기	연례배당	연례배당	연례배당
자사주	기존 보유 자사주 1.5% 소각	향후 5년간 보유 자사주 전량 소각	별도 목표 없음
정책적 의미	최소배당 지급을 통한 주가 하방 보장	배당과 자사주를 결합한 자본정책	최소배당 규모 확대를 통한 주가치 제고

자료: 삼성물산, Dart, IBK투자증권

주주환원 각서, 시장의 질을 높인다.

그림 39. 삼성물산 주주환원 정책



자료: 삼성물산, IBK투자증권

표 20. 삼성물산 실적 및 주주환원 추이

구분 (단위: 조 원)	2021	2022	2023	2024	2025
영업이익	1.2	2.5	2.9	3.0	3.3
당기순이익	1.8	2.5	2.7	2.8	3.9
지배주주 귀속순이익	1.6	2.0	2.2	2.2	2.4
연간 배당금	0.4	0.7	0.4	0.4	0.4
자사주 소각액	—	—	0.1	0.8	1.0
자사주 매입액	—	—	—	—	—
자사주 매입 및 소각 합계	—	—	0.1	0.8	1.0
총주주환원액	0.4	0.7	0.5	1.2	1.4
배당성향	42.4%	18.4%	18.8%	19.1%	18.8%

자료: 삼성물산, IBK투자증권

표 21. 삼성물산 주식 종류별 배당수익률

구분	현재가	2025년 연간 DPS	연간 배당수익률	결산 DPS	결산배당수익률	보통주 대비 괴리율
삼성물산	390,500원	2,800원	0.72%	2,800원	0.72%	
삼성물산우B	248,500원	2,850원	1.15%	2,850원	1.15%	36.4%

자료: IBK투자증권 / 주: 2026년 9월 1일 종가 기준

표 22. 삼성물산 실적 비교

(단위: 십억원, %)	3Q26F	3Q25	2Q26	3Q26 Con	YoY	QoQ	vs Con
매출액	11,344	10,151	11,995	11,395	11.8	-5.4	-0.4
영업이익	909	993	1,032	1,022	-8.5	-11.9	-11.1
OPM(%)	8.0	9.8	8.6	9.0	-1.8	-0.6	-1.0

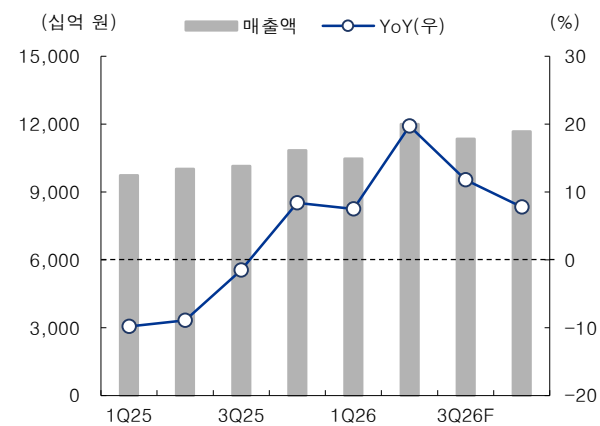
자료: 삼성물산, IBK투자증권

표 23. 삼성물산 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	9,737	10,022	10,151	10,832	10,466	11,995	11,344	11,674	40,742	45,478	49,085
YoY	-9.8	-8.9	-1.5	8.4	7.5	19.7	11.8	7.8	-3.2	11.6	7.9
건설	3,620	3,395	3,090	4,044	3,413	3,988	4,129	4,669	14,149	16,199	18,981
상사	3,436	3,776	3,885	3,540	4,114	4,703	3,982	3,593	14,637	16,392	16,574
패션	504	510	445	560	573	593	474	565	2,019	2,205	2,233
레저	108	223	205	186	105	206	198	187	722	696	710
식음	771	828	866	799	825	886	903	819	3,264	3,433	3,552
바이오	1,298	1,290	1,660	1,703	1,436	1,619	1,657	1,841	5,951	6,553	7,035
영업이익	724	753	993	822	720	1,032	909	1,023	3,293	3,685	4,245
YoY	1.7	-16.4	34.9	29.6	-0.6	37.1	-8.5	24.4	10.4	11.9	15.2
건설	159	118	111	148	111	202	202	233	536	749	1,167
상사	63	80	76	53	109	142	80	57	272	388	338
패션	34	33	12	45	38	54	17	35	124	144	141
레저	-31	9	20	20	-35	0	23	19	18	7	28
식음	19	45	53	35	14	48	55	38	152	155	168
바이오	480	468	722	521	483	586	532	640	2,191	2,241	2,403
OPM	7.4	7.5	9.8	7.6	6.9	8.6	8.0	8.8	8.1	8.1	8.6
건설	4.4	3.5	3.6	3.7	3.3	5.1	4.9	5.0	3.8	4.6	6.1
상사	1.8	2.1	2.0	1.5	2.6	3.0	2.0	1.6	1.9	2.4	2.0
패션	6.7	6.5	2.7	8.0	6.6	9.1	3.6	6.1	6.1	6.5	6.3
레저	-28.7	4.0	9.8	10.8	-33.3	0.0	11.6	10.4	2.5	1.1	3.9
식음	2.5	5.4	6.1	4.4	1.7	5.4	6.1	4.6	4.7	4.5	4.7
바이오	37.0	36.3	43.5	30.6	33.6	36.2	32.1	34.8	36.8	34.2	34.2

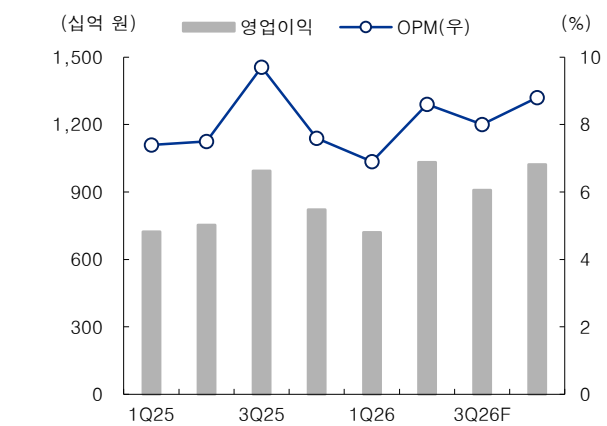
자료: 삼성물산, IBK투자증권

그림 40. 삼성물산 분기별 매출액 및 YoY 추이



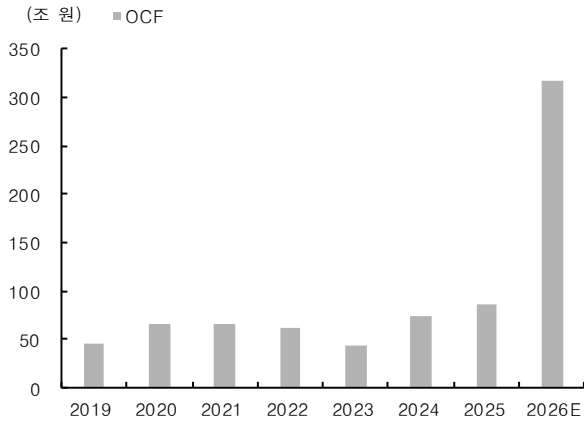
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 41. 삼성물산 분기별 영업이익 및 OPM 추이



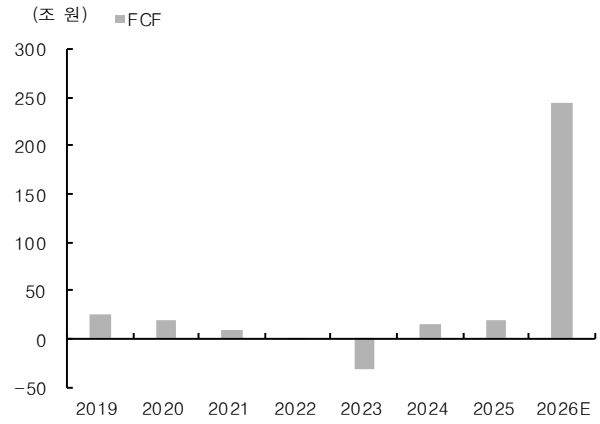
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 42. 삼성전자 OCF 추이



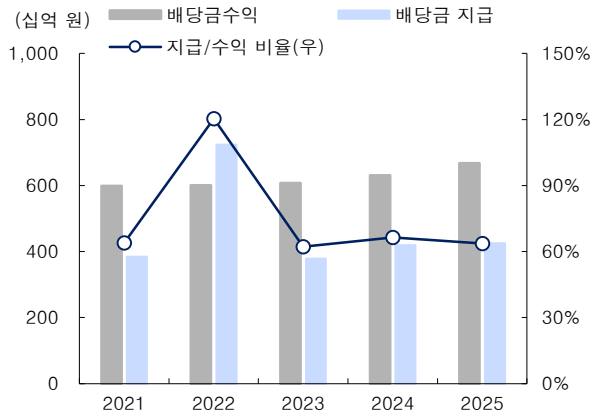
자료: 에프앤가이드 QuantWise, IBK투자증권

그림 43. 삼성전자 FCF 추이



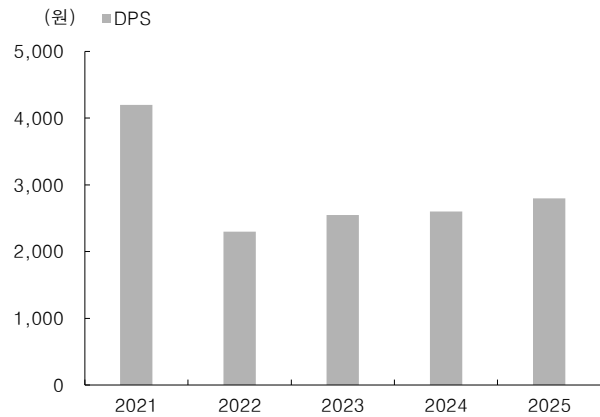
자료: 에프앤가이드 QuantWise, IBK투자증권

그림 44. 삼성물산 연간 배당금 수취&지급액 추이



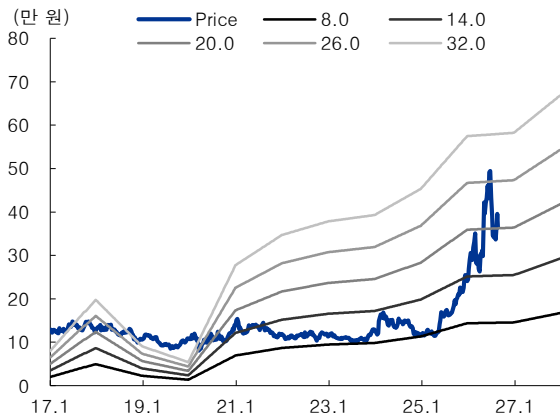
자료: 에프앤가이드 QuantWise, IBK투자증권

그림 45. 삼성물산 연간 DPS 추이



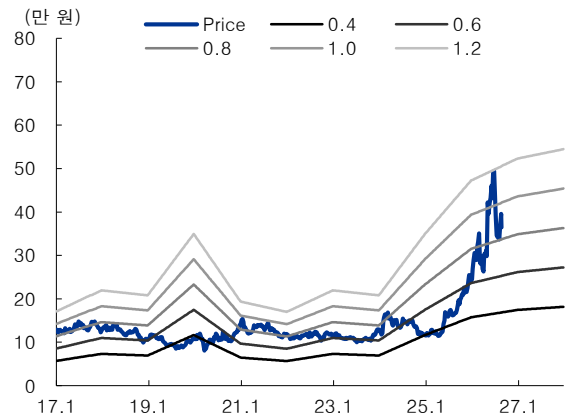
자료: 에프앤가이드 QuantWise, IBK투자증권

그림 46. 삼성물산 PER 밴드 차트



자료: 에프앤가이드 QuantWise, IBK투자증권

그림 47. 삼성물산 PBR 밴드 차트



자료: 에프앤가이드 QuantWise, IBK투자증권

삼성물산 (028260)

포괄손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	42,103	40,742	45,478	49,085	51,592
증가율(%)	0.5	-3.2	11.6	7.9	5.1
매출원가	34,996	33,055	37,202	40,241	42,048
매출총이익	7,108	7,688	8,277	8,844	9,544
매출총이익률 (%)	16.9	18.9	18.2	18.0	18.5
판매비	4,124	4,395	4,592	4,599	4,646
판매비율(%)	9.8	10.8	10.1	9.4	9.0
영업이익	2,983	3,293	3,685	4,245	4,898
증가율(%)	3.9	10.4	11.9	15.2	15.4
영업이익률(%)	7.1	8.1	8.1	8.6	9.5
순금융손익	76	75	174	382	550
이자손익	1	66	103	354	522
기타	75	9	71	28	28
기타영업외손익	606	814	898	570	722
종속/관계기업손익	56	78	95	78	77
세전이익	3,722	4,260	4,852	5,275	6,248
법인세	950	354	143	1,149	1,361
법인세율	25.5	8.3	2.9	21.8	21.8
계속사업이익	2,772	3,907	4,709	4,126	4,887
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,772	3,907	4,709	4,126	4,887
증가율(%)	1.9	40.9	20.5	-12.4	18.4
당기순이익률 (%)	6.6	9.6	10.4	8.4	9.5
지배주주당기순이익	2,230	2,439	2,914	2,771	3,257
기타포괄이익	-5,003	16,849	54,666	2,200	0
총포괄이익	-2,231	20,756	59,375	6,326	4,887
EBITDA	3,916	4,351	4,749	5,173	5,710
증가율(%)	6.1	11.1	9.1	8.9	10.4
EBITDA마진율(%)	9.3	10.7	10.4	10.5	11.1

투자지표

(12월 결산)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	12,280	14,165	17,647	16,934	19,907
BPS	173,324	291,126	654,064	694,185	710,567
DPS	2,600	2,800	3,700	3,700	3,700
밸류에이션(배)					
PER	9.3	16.9	21.3	22.2	18.9
PBR	0.7	0.8	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	6.6	10.8	13.6	10.8	8.9
성장성지표(%)					
매출증가율	0.5	-3.2	11.6	7.9	5.1
EPS증가율	3.9	15.4	24.6	-4.0	17.6
수익성지표(%)					
배당수익률	2.3	1.2	0.9	0.9	0.9
ROE	6.8	6.0	3.7	2.5	2.8
ROA	4.3	5.3	3.7	2.4	2.7
ROIC	17.2	21.4	25.2	23.0	27.9
안정성지표(%)					
부채비율(%)	66.4	50.5	41.9	41.5	42.1
순차입금 비율(%)	-1.8	-2.8	-5.4	-13.0	-17.7
이자보상배율(배)	13.3	23.9	26.0	32.4	37.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	8.6	7.5	7.4	7.1	7.1
재고자산회전율	8.8	7.6	7.7	7.8	7.7
총자산회전율	0.7	0.5	0.4	0.3	0.3

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	20,181	21,356	26,053	36,960	44,435
현금및현금성자산	3,622	3,458	7,410	17,193	23,669
유가증권	1,398	1,998	2,630	2,790	2,933
매출채권	5,203	5,659	6,708	7,117	7,481
재고자산	5,126	5,642	6,138	6,512	6,845
비유동자산	41,809	65,176	139,150	138,987	138,331
유형자산	8,650	9,674	9,798	9,380	8,568
무형자산	6,187	5,964	5,896	5,976	5,976
투자자산	23,417	46,543	120,614	120,616	120,617
자산총계	61,990	86,533	165,202	175,946	182,765
유동부채	14,747	13,872	15,600	16,493	17,286
매입채무및기타채무	2,438	2,474	3,017	3,201	3,364
단기차입금	822	981	1,235	1,310	1,377
유동성장기부채	1,276	771	960	960	960
비유동부채	9,985	15,164	33,186	35,117	36,833
사채	1,616	969	769	769	769
장기차입금	126	643	47	47	47
부채총계	24,732	29,036	48,786	51,610	54,119
지배주주지분	31,069	49,912	107,028	113,593	116,274
자본금	19	19	19	19	19
자본잉여금	10,695	10,651	10,651	10,651	10,651
자본조정등	-1,887	-1,221	-575	-575	-575
기타포괄이익누계액	8,228	24,954	79,613	84,013	84,013
이익잉여금	14,014	15,510	17,320	19,485	22,166
비지배주주지분	6,190	7,585	9,388	10,743	12,373
자본총계	37,259	57,497	116,416	124,337	128,647
비이자부채	20,398	25,198	45,060	47,808	50,250
총차입금	4,334	3,838	3,726	3,802	3,869
순차입금	-686	-1,618	-6,313	-16,181	-22,733

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	3,307	3,024	7,068	3,830	4,387
당기순이익	2,772	3,907	4,709	4,126	4,887
비현금성 비용 및 수익	1,370	798	532	-74	-510
유형자산감가상각비	933	1,058	1,064	928	811
무형자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본변동	-727	-1,335	1,832	-576	-512
매출채권등의 감소	-966	-127	678	-409	-364
재고자산의 감소	-655	-517	-398	-374	-333
매입채무등의 증가	-285	43	556	184	163
기타 영업현금흐름	-108	-346	-5	354	522
투자활동 현금흐름	-1,759	-1,840	-1,672	-1,104	-457
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,628	-1,736	-449	-600	0
유형자산의 감소	42	108	27	90	0
무형자산의 감소(증가)	-164	-165	-95	-80	0
투자자산의 감소(증가)	-27	-7	126	-2	-1
기타	18	-40	-1281	-512	-456
재무활동 현금흐름	-1,298	-1,277	-1,597	7,057	2,545
차입금의 증가(감소)	142	726	-490	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-1440	-2003	-1107	7057	2545
기타 및 조정	253	-71	153	0	1
현금의 증가	503	-164	3,952	9,783	6,476
기초현금	3,120	3,622	3,458	7,410	17,193
기말현금	3,622	3,458	7,410	17,193	23,669

매수 (유지)

목표주가 (유지) 19,000원
현재가 (9/1) 12,110원

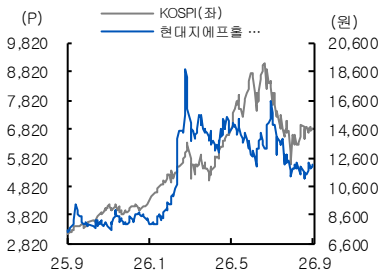
KOSPI (9/1) 6,835.80pt
시가총액 2,221십억원
발행주식수 183,397천주
액면가 500원
52주 최고가 18,750원
최저가 7,360원
60일 일평균거래대금 4십억원
외국인 지분율 9.9%
배당수익률 (2026F) 4.3%

주주구성
정지선 외 2 인 77.15%
국민연금공단 5.00%

	1M	6M	12M
주가상승률			
상대기준	-1%	-31%	-26%
절대기준	3%	-24%	62%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	19,000	19,000	-
EPS(26)	1,342	1,342	-
EPS(27)	1,296	1,296	-

현대지에프홀딩스 상대주가 (%)



현대지에프홀딩스 (005440)

주주와의 동행

주주의 이익을 최선으로 생각하는 회사

현대지에프홀딩스의 배당정책은 더욱 강화될 것으로 예상하며, 동시에 주주 환원율도 확대될 가능성이 높은 것으로 판단한다. 현대홈쇼핑과 현대지에프홀딩스의 주식 교환이 이루어졌으며, 이에 따라 현대홈쇼핑은 100% 자회사로 편입되었다. 여기서 주목할 점은 현대지에프홀딩스가 약 1,000억 원에 달하는 자사주 매입 소각을 통해 지분 희석을 최소화시키고, 현대홈쇼핑 주주의 기존 배당 수준을 유지시키기 위해 현대지에프홀딩스 배당 규모도 상향한다는 점이다. 그룹내 지배구조 재편을 마무리하면서 기존 주주에게 발생할 수 있는 주주환원율을 최소화하는 장치를 마련하는 것으로 판단된다.

배당 정책 강화될 가능성 농후

동사의 배당 정책은 강화될 것으로 전망한다. 그렇게 생각하는 이유는 1) 현대홈쇼핑 지분 확대에 따른 효과, 2) 주요 종속회사(현대백화점, 현대그린푸드 등) 영업실적 개선에 따라 배당수익 증가, 3) 주요 종속회사 자사주 일괄 소각에 따른 전체적인 지분율 상승 효과와, 4) 한섬 및 현대퓨처넷 효과가(손자회사 → 자회사) 기대되기 때문이다.

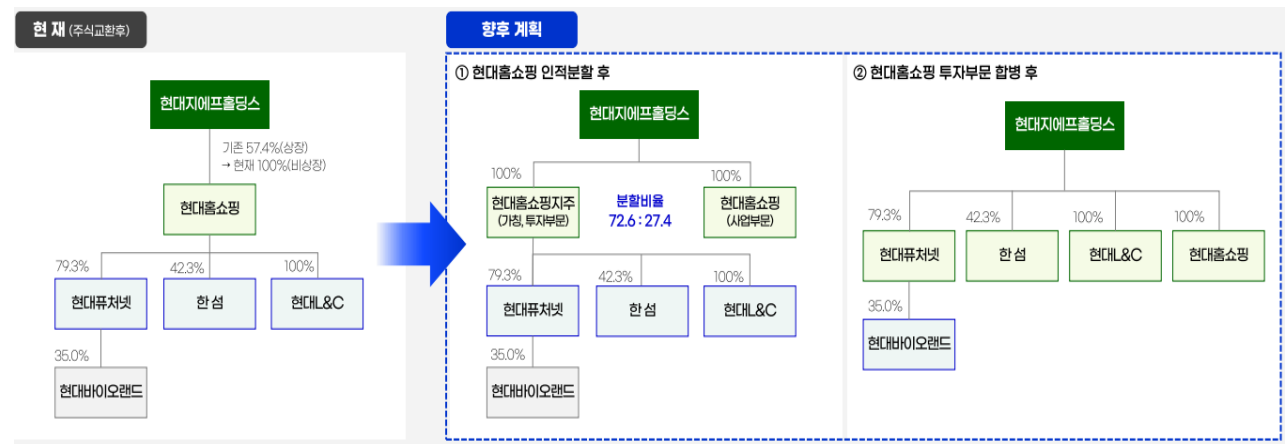
동사는 지난 5월 주주가치제고계획을 수정 발표하면서 2026년 주당 441원 이상 배당(결산 + 중간)한다고 밝혔다. 자기주식 약 1,000억 원 매입 소각도 진행하는 만큼 주주환원율을 지속적으로 확대하는 추세이다. 향후 그룹내 지배력 강화와 종속회사 실적이 개선되고 있는 만큼 주주환원율은 상승할 것으로 보고 있으며, 이는 배당 형태로 진행될 것으로 예상된다.

투자의견 매수, 목표주가 19,000원 유지

(단위:십억원,배)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	7,409	8,092	8,602	9,102	9,396
영업이익	198	274	362	423	475
세전이익	739	641	419	425	494
지배주주순이익	699	412	228	238	277
EPS(원)	4,483	2,643	1,342	1,296	1,509
증가율(%)	-59.9	-41.0	-49.2	-3.4	16.4
영업이익률(%)	2.7	3.4	4.2	4.6	5.1
순이익률(%)	10.7	6.4	3.8	3.7	4.2
ROE(%)	23.0	11.2	5.6	5.6	6.3
PER	1.1	3.1	8.9	9.2	7.9
PBR	0.2	0.3	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	11.9	9.8	9.5	7.2	6.5

자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 48. 현대지에프홀딩스 지배구조 개편 계획



자료: 현대지에프홀딩스, IBK투자증권

표 24. 현대백화점그룹 자기주식 취득 및 소각 계획(2026년 8월 7일 기준)

구분	자기주식 소각계획		기보유 자기주식		'26년 취득 진행 중인 자기주식	
	지분율	금액(억원)	지분율	금액(억원)	지분율	금액(억원)
현대지에프홀딩스	약 4~6%	1,000	4.2%	1,000	4.2%(1.9% 취득)	1,000(500억 취득)
현대백화점	5.7%	1,361	1.1%	210	1.1%(취득 완료)	210
현대홈쇼핑	6.6%	531	-	-	-	-
현대그린푸드	약 3%	155	2.4%	133	약 3%(1.4% 취득)	133억(80억 취득)
현대리바트	2.1%	29	-	-	-	-
한섬	4.3%	204	-	-	-	-
현대에버다임	0.4%	7	-	-	-	-
지누스	1.5%	40	-	-	-	-
현대이지웰	5.3%	68	-	-	-	-
현대퓨처넷	2.2%	82	2.4%	82	2.4%(1.3% 취득)	82(47억 취득)
삼원강재	0.7%	6	-	-	-	-
합산	-	3,483억원	-	1,425억원	-	1,215억원

자료: 현대지에프홀딩스, IBK투자증권

표 25. 현대백화점그룹 주주환원 정책 현황(2026년 8월 7일 기준)

구분	그룹 상장사 배당 계획
현대지에프홀딩스	26년 부 주당 441원 이상 지급(결산+중간배당 기준) / 중간배당 배당총액 100억 이상 지급 / 26년 중간배당~27년 결산배당
현대백화점	25년 부 중간배당 100억원 이상 실시 / 배당지급일 기준 27년 배당금 총액 500억 수준까지 단계적 확대 / 24년 결산배당~27년 중간배당
현대그린푸드	25년 중간배당 도입 / 연간 배당금 200억 이상(결산+중간배당 각 100억) / 24년 결산배당~27년 중간배당 / 24~28년 자기주식 10.6% 매입-소각
현대리바트	별도 영업이익의 10% 이상 배당 / 23년 사업연도~26년 사업연도
한섬	별도 영업이익의 15% 이상 배당 / 최소 주당 750원 배당 / 24년 사업연도~27년 사업연도
현대에버다임	연결 당기순이익의 10% 이상 배당 / 23년 사업연도~26년 사업연도
현대바이오랜드	별도 영업이익의 10% 이상 배당 / 24년 사업연도~26년 사업연도
지누스	연결 당기순이익의 25% 이상 배당 / 23년 사업연도~26년 사업연도
현대이지웰	별도 영업이익의 20% 이상 배당 / 최소 주당 90원 배당 / 24년 사업연도~26년 사업연도
대원강업	별도 영업이익의 22% 이상 배당 / 최소 주당 110원 배당 / 26년 사업연도~28년 사업연도
현대퓨처넷	배당지급일 기준 28년도 배당금 총액 250억 수준까지 단계적 확대 / 최소 주당 110원 배당 / 25년 결산배당~27년 결산배당
삼원강재	별도 영업이익의 20% 이상 배당 / 최소 주당 100원 배당 / 25년 사업연도~28년 사업연도

자료: 현대지에프홀딩스, IBK투자증권

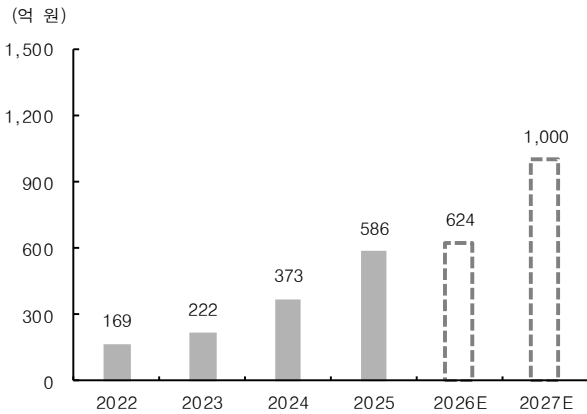
표 26. 현대지에프홀딩스 주요 지배구조 변동 현황

(단위: %)

구분		23년 말	25년 초	26년 8월 7일(현재)
종속(연결)	현대홈쇼핑	25.0	50.0	100
	현대그린푸드	38.1	38.1	39.8
	현대리바트	41.2	41.2	42.0
	현대에버다임	45.2	45.2	45.4
	씨엔에스푸드시스템	100	100	100
	현대드림투어	100	100	100
	현대이지웰	30.0	50.0	52.8
관계사(지분법)	현대백화점	30.0	32.6	37.4
	대원강업	22.7	22.7	39.4

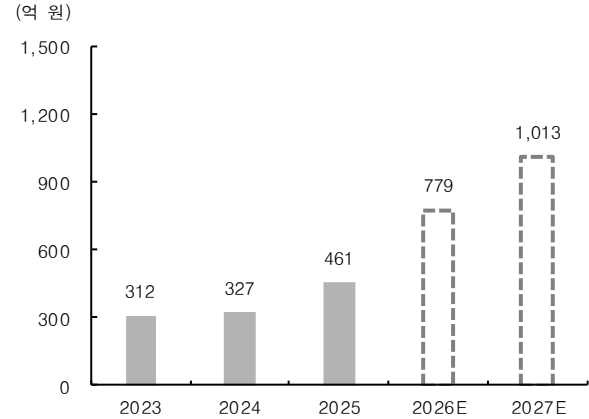
자료: 현대지에프홀딩스, IBK투자증권

그림 49. 현대지에프홀딩스 배당수익 추이 및 전망



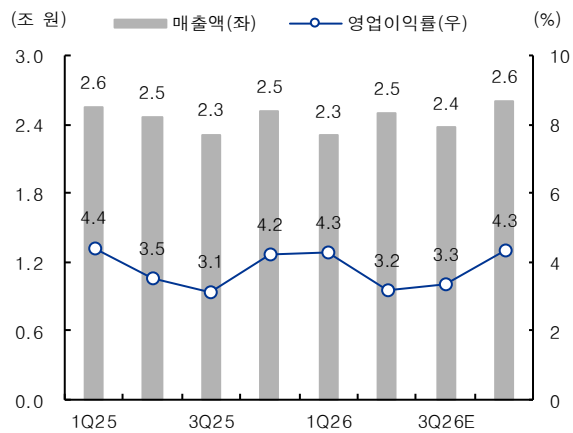
자료: 현대지에프홀딩스, IBK투자증권

그림 50. 현대지에프홀딩스 연간 배당총액 추이 및 전망



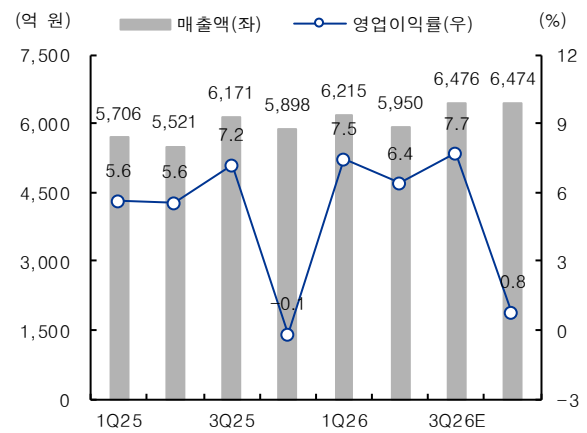
자료: 현대지에프홀딩스, IBK투자증권

그림 51. 현대백화점 실적 추이 및 전망



자료: 현대백화점, IBK투자증권

그림 52. 현대그린푸드 실적 추이 및 전망



자료: 현대그린푸드, IBK투자증권

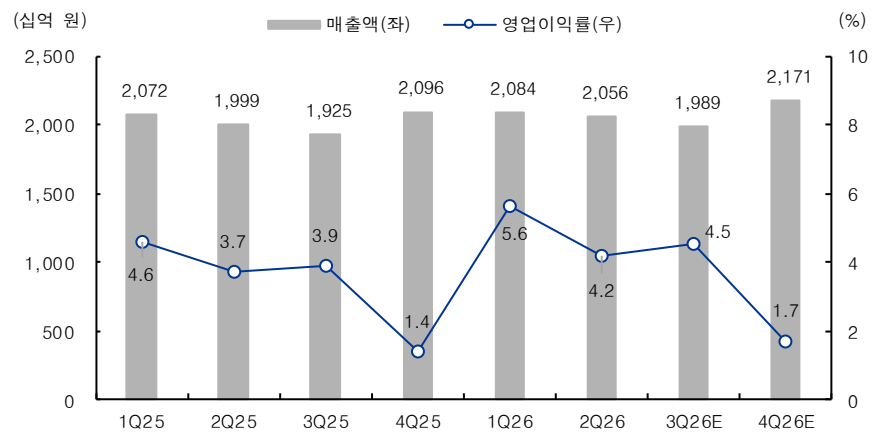
표 27. 현대지에프홀딩스 실적테이블

(단위: 억 원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
연결매출액	20,721	19,988	19,252	20,955	20,837	20,557	19,885	21,709	80,916	82,988	87,421
별도	85	447	151	106	90	513	185	113	789	900	1,064
_임대수익	9	9	10	10	10	11	10	10	38	42	43
_경영자문	58	60	62	95	60	63	73	103	275	298	361
_배당수익	17	376	79	0	20	439	102	0	472	561	661
_현대홈쇼핑	9,350	9,001	8,482	10,156	9,893	9,357	8,861	10,637	36,989	38,747	40,752
_현대그린푸드	5,706	5,521	6,171	5,898	6,215	5,950	6,476	6,474	23,296	25,115	26,778
_현대리바트	4,378	4,098	3,407	3,579	3,559	3,732	3,307	3,229	15,462	13,827	14,245
_현대에버다임	621	853	647	775	820	797	630	782	2,896	3,029	3,030
_드림투어	104	105	89	101	82	95	88	100	399	364	403
_C&S푸드	87	88	92	84	87	92	94	86	351	359	366
_연결 조정	-39	-422	-123	-108	-372	-280	-117	-103	-692	-871	-828
매출원가	13,792	13,491	12,731	14,288	14,789	13,936	13,481	14,717	54,302	56,923	59,265
매출총이익	6,929	6,497	6,521	6,667	7,224	6,621	6,405	6,992	26,614	27,242	28,157
GPM	33.4%	32.5%	33.9%	31.8%	34.7%	32.2%	32.2%	32.2%	32.9%	32.8%	32.2%
판관비	5,974	5,758	5,773	6,374	6,048	5,767	5,500	6,619	23,879	23,935	23,723
영업이익	956	745	748	293	1,176	854	904	373	2,742	3,307	4,433
OPM	4.6%	3.7%	3.9%	1.4%	5.6%	4.2%	4.5%	1.7%	3.4%	4.0%	5.1%

자료: 현대지에프홀딩스, IBK투자증권

그림 53. 현대지에프홀딩스 연결실적 추이 및 전망



자료: 현대지에프홀딩스, IBK투자증권

현대지에프홀딩스 (005440)

포괄손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	7,409	8,092	8,602	9,102	9,396
증가율(%)	181.8	9.2	6.3	5.8	3.2
매출원가	5,300	5,430	5,806	6,206	6,407
매출총이익	2,109	2,661	2,796	2,896	2,990
매출총이익률 (%)	28.5	32.9	32.5	31.8	31.8
판매비	1,911	2,387	2,434	2,473	2,515
판매비율(%)	25.8	29.5	28.3	27.2	26.8
영업이익	198	274	362	423	475
증가율(%)	-1,895.4	38.4	32.2	16.7	12.3
영업이익률(%)	2.7	3.4	4.2	4.6	5.1
순금융손익	19	21	-13	2	19
이자손익	-2	-2	-15	2	19
기타	21	23	2	0	0
기타영업외손익	390	5	8	0	0
종속/관계기업손익	131	340	60	0	0
세전이익	739	641	419	425	494
법인세	-58	111	88	89	104
법인세율	-7.8	17.3	21.0	20.9	21.1
계속사업이익	798	530	331	336	390
중단사업손익	-6	-11	0	0	0
당기순이익	792	519	331	336	390
증가율(%)	-28.1	-34.5	-36.2	1.4	16.3
당기순이익률 (%)	10.7	6.4	3.8	3.7	4.2
지배주주당기순이익	699	412	228	238	277
기타포괄이익	-34	67	91	0	0
총포괄이익	758	586	422	336	390
EBITDA	416	534	610	646	680
증가율(%)	777.5	28.5	14.2	6.0	5.2
EBITDA마진율(%)	5.6	6.6	7.1	7.1	7.2

투자지표

(12월 결산)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	4,483	2,643	1,342	1,296	1,509
BPS	21,615	25,658	22,934	23,506	24,065
DPS	210	300	600	750	850
밸류에이션(배)					
PER	1.1	3.1	8.9	9.2	7.9
PBR	0.2	0.3	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	11.9	9.8	9.5	7.2	6.5
성장성지표(%)					
매출증가율	181.8	9.2	6.3	5.8	3.2
EPS증가율	-59.9	-41.0	-49.2	-3.4	16.4
수익성지표(%)					
배당수익률	4.3	3.6	4.3	5.4	6.1
ROE	23.0	11.2	5.6	5.6	6.3
ROA	10.4	5.0	3.1	3.0	3.5
ROIC	29.7	13.0	7.4	7.5	10.1
안정성지표(%)					
부채비율(%)	44.3	43.6	45.0	44.0	42.3
순차입금 비율(%)	7.9	8.7	3.5	-13.2	-16.7
이자보상배율(배)	5.5	7.3	9.3	10.5	12.2
활동성지표(배)					
매출채권회전율	10.0	9.1	8.9	8.6	8.6
재고자산회전율	8.5	6.3	6.8	6.7	6.6
총자산회전율	1.0	0.8	0.8	0.8	0.8

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	3,883	3,544	4,574	4,996	5,360
현금및현금성자산	256	257	766	2,013	2,280
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	898	886	1,038	1,074	1,107
재고자산	1,318	1,233	1,307	1,398	1,440
비유동자산	6,227	6,946	6,401	6,197	6,009
유형자산	2,020	2,044	1,934	1,779	1,637
무형자산	908	847	809	740	677
투자자산	2,495	3,168	3,296	3,303	3,308
자산총계	10,110	10,490	10,975	11,193	11,369
유동부채	2,025	1,819	2,010	1,989	1,941
매입채무및기타채무	529	442	473	466	480
단기차입금	612	483	584	539	497
유동성장기부채	7	56	76	76	76
비유동부채	1,077	1,364	1,396	1,432	1,440
사채	0	200	200	200	200
장기차입금	50	20	40	40	40
부채총계	3,102	3,184	3,405	3,421	3,381
지배주주지분	3,370	4,000	4,206	4,311	4,413
자본금	79	79	93	93	93
자본잉여금	144	344	346	346	346
자본조정등	-45	-44	-89	-89	-89
기타포괄이익누계액	167	220	312	312	312
이익잉여금	3,024	3,402	3,544	3,649	3,751
비지배주주지분	3,638	3,306	3,363	3,461	3,575
자본총계	7,008	7,306	7,570	7,772	7,989
비이자부채	2293	2291	2375	2436	2438
총차입금	809	893	1,030	985	943
순차입금	553	636	265	-1,028	-1,337

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	360	405	299	428	537
당기순이익	792	519	331	336	390
비현금성 비용 및 수익	-299	94	243	222	186
유형자산감가상각비	151	179	171	154	142
무형자산상각비	66	82	77	69	63
운전자본변동	-89	-152	-251	-131	-59
매출채권등의 감소	78	7	-127	-37	-32
재고자산의 감소	-15	84	-64	-90	-42
매입채무등의 증가	-85	-87	24	-7	14
기타 영업현금흐름	-44	-56	-24	1	20
투자활동 현금흐름	-196	-145	180	933	-39
유형자산의 증가(CAPEX)	-93	-148	-33	0	0
유형자산의 감소	2	3	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-25	-45	-21	0	0
투자자산의 감소(증가)	-34	-68	430	-6	-6
기타	-46	113	-196	939	-33
재무활동 현금흐름	13	-259	27	-113	-231
차입금의 증가(감소)	50	219	60	0	0
자본의 증가	0	0	14	0	0
기타	-37	-478	-47	-113	-231
기타 및 조정	2	0	3	-1	0
현금의 증가	179	1	509	1,247	267
기초현금	77	256	257	766	2,013
기말현금	256	257	766	2,013	2,280

매수 (유지)

목표주가 (유지) 33,000원
현재가 (9/1) 25,500원

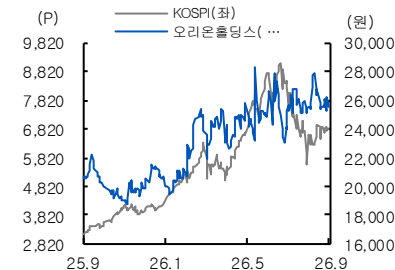
KOSPI (9/1)	6,835.80pt
시가총액	1,534십억원
발행주식수	60,157천주
액면가	500원
52주 최고가	28,300원
최저가	18,690원
60일 일평균거래대금	3십억원
외국인 지분율	10.0%
배당수익률 (2026F)	5.8%

주주구성	
이화경 외 5 인	66.54%
국민연금공단	6.27%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-4%	-2%	-43%
절대기준	0%	7%	23%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	33,000	33,000	-
EPS(26)	2,897	2,523	▲
EPS(27)	3,195	2,847	▲

오리온홀딩스 상대주가 (%)



오리온홀딩스 (001800)

성장하는 만큼 나누는 회사

2026년 이익 성장과 걸맞은 배당정책 기대

오리온홀딩스의 영업실적 개선 추세는 지속될 것으로 판단한다. 2분기 연결기준 매출액은 9,605억 원(YoY +20.7%), 영업이익 1,277억 원(YoY +28.6%)를 기록하면서 호 실적을 달성하였다. 이는 1) 오리온 중국, 러시아 등 해외법인 사업부 호조가 1분기에 이어 지속되었고, 2) 쇼박스 영업실적, 3) 주요 종속회사 배당금액 확대에 따른 효과가 있었기 때문이다.

하반기도 동 추세는 유지될 가능성이 높다. ▶ 상반기 오리온제과 베트남 법인 비용 증가와 수요 둔화가 있었지만, 하반기로 진입할수록 비용에 대한 부담이 완화될 가능성이 높고, ▶ 중국법인 실적 개선 흐름이 하반기에도 이어질 가능성이 높으며, ▶ 러시아 공장 가동률이 100%를 상회하면서 강력한 수요가 이어지고 있고, ▶ 오디세이, 스파이더맨 등 영화시장 라인업 확대에 따른 쇼박스 실적 개선 가능성이 높기 때문이다. 2026년 매출액과 영업이익은 각각 3조 9,428억 원(YoY +16.2%), 6,071억 원(YoY +24.5%)으로 추정한다.

펀더멘탈 상승은 주주환원으로 연결

연간 영업실적 증가에 따라 주주환원액도 상승할 가능성이 높다. 동사는 당초 배당소득세분리과세 노력형(배당성향 25%, 전년대비 배당액 +10% 이상 증가)에 해당되어 DPS(주당배당액) 1,210원을 예상했지만, 영업실적이 추정치를 상회하면서 2026년 DPS는 1,500원에 달할 것으로 전망한다. 이를 적극적인 주주환원 정책으로 연결시키고 있다. 실적 개선이 지속될 가능성이 높고, 현 기조를 유지할 것으로 보여 DPS는 지속적으로 상승할 것으로 보인다.

투자의견 매수와 목표주가 33,000원을 유지한다.

(단위:십억원,배)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	3,195	3,393	3,943	4,013	4,215
영업이익	506	488	607	629	675
세전이익	644	478	649	688	756
지배주주순이익	161	121	178	192	211
EPS(원)	2,564	1,931	2,897	3,195	3,506
증가율(%)	87.6	-24.7	50.0	10.3	9.7
영업이익률(%)	15.8	14.4	15.4	15.7	16.0
순이익률(%)	15.0	10.0	12.5	13.3	13.9
ROE(%)	7.0	5.0	7.0	7.2	7.6
PER	5.9	10.7	8.9	8.1	7.4
PBR	0.4	0.5	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	3.3	3.8	3.4	3.4	3.1

자료: Company data, IBK투자증권 예상

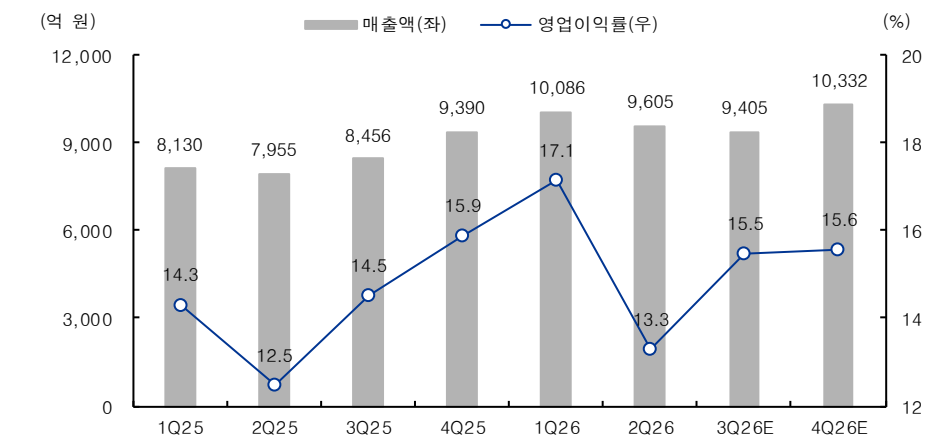
표 28. 오리온홀딩스 실적테이블

(단위: 억 원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	8,130	7,955	8,456	9,390	10,086	9,605	9,405	10,332	33,931	39,428	40,128
YoY, %	0.3	8.1	8.5	8.0	24.1	20.7	11.2	10.0	6.2	16.2	1.8
_오리온홀딩스	506	76	84	94	614	97	93	102	761	906	998
_제과	8,007	7,761	8,279	9,235	9,293	8,925	9,232	10,232	33,282	37,682	39,430
_소박스(영상)	117	189	173	148	789	676	182	89	627	1,735	622
_기타	36	48	51	39	33	43	44	49	174	169	189
_연결조정	-537	-119	-131	-126	-642	-136	-146	-140	-913	-1,063	-1,111
매출원가	5,128	5,157	5,402	5,714	6,354	6,182	5,990	6,267	21,401	24,793	25,143
YoY, %	3.0	15.3	14.1	7.7	23.9	19.9	10.9	9.7	9.8	15.9	1.4
매출총이익	3,002	2,798	3,053	3,676	3,732	3,423	3,415	4,066	12,530	14,635	14,984
YoY, %	-4.1	-3.0	-0.1	8.6	24.3	22.3	11.8	10.6	0.6	16.8	2.4
판매비	1,838	1,806	1,825	2,184	2,003	2,146	1,959	2,457	7,653	8,564	8,694
YoY, %	0.7	1.9	-0.5	11.3	9.0	18.8	7.3	12.5	3.5	11.9	1.5
영업이익	1,164	993	1,229	1,492	1,729	1,277	1,456	1,609	4,877	6,071	6,291
YoY, %	-10.7	-11.0	0.6	4.9	48.5	28.6	18.5	7.8	-3.7	24.5	3.6
영업이익률, %	14.3	12.5	14.5	15.9	17.1	13.3	15.5	15.6	14.4	15.4	15.7

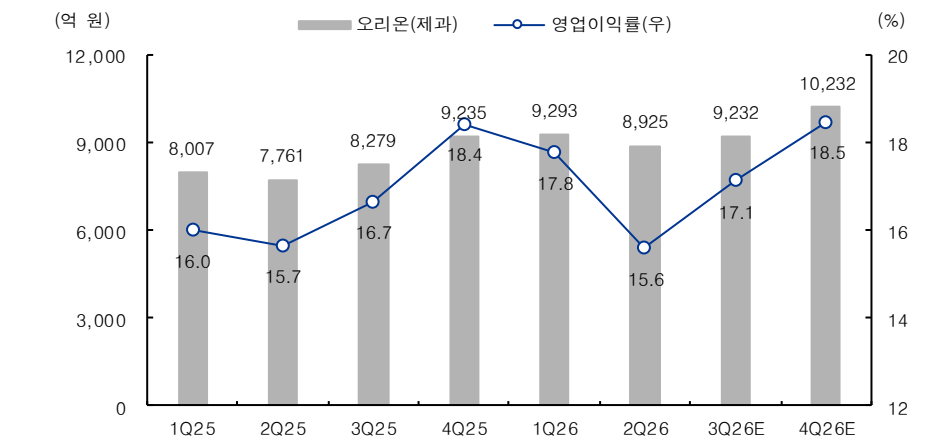
자료: 오리온홀딩스, IBK투자증권

그림 54. 오리온홀딩스 분기별 영업실적 추이



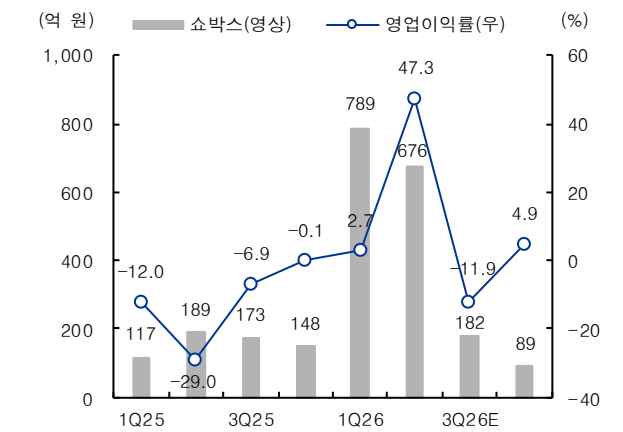
자료: 오리온홀딩스, IBK투자증권

그림 55. 오리온홀딩스 제과 사업부 매출액 추이 및 전망



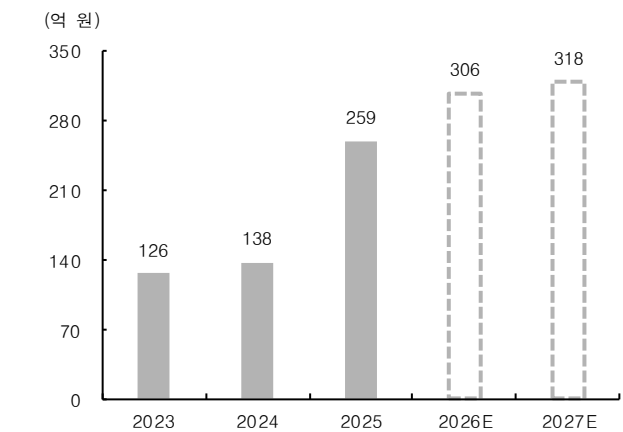
자료: IBK투자증권

그림 56. 쇼박스(영상) 영업실적 추이 및 전망



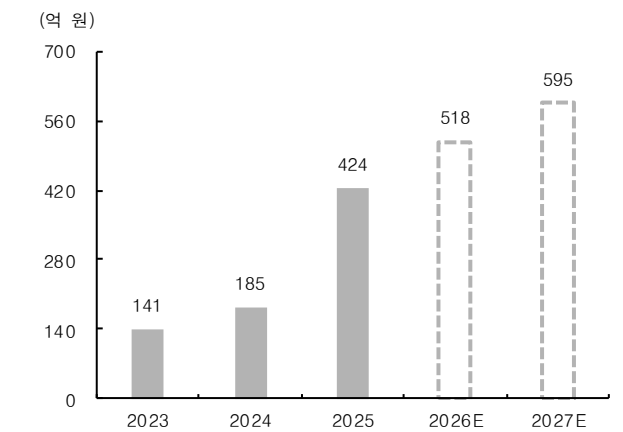
자료: 오리온홀딩스, IBK투자증권

그림 57. 오리온홀딩스 로열티수익 추이 및 전망



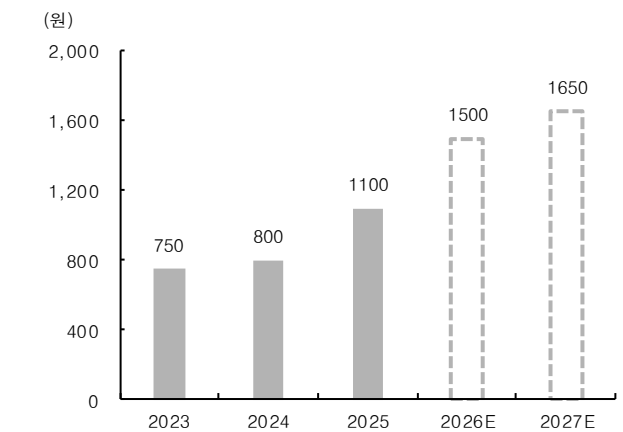
자료: 오리온홀딩스, IBK투자증권

그림 58. 오리온홀딩스 배당금수익 추이 및 전망



자료: 오리온홀딩스, IBK투자증권

그림 59. 오리온홀딩스 DPS 추이 및 전망



자료: 오리온홀딩스, IBK투자증권

오리온홀딩스 (001800)

포괄손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	3,195	3,393	3,943	4,013	4,215
증가율(%)	8.2	6.2	16.2	1.8	5.0
매출원가	1,959	2,166	2,479	2,514	2,632
매출총이익	1,236	1,227	1,464	1,498	1,583
매출총이익률 (%)	38.7	36.2	37.1	37.3	37.6
판매비	730	739	856	869	908
판매비율(%)	22.8	21.8	21.7	21.7	21.5
영업이익	506	488	607	629	675
증가율(%)	24.9	-3.7	24.5	3.6	7.2
영업이익률(%)	15.8	14.4	15.4	15.7	16.0
순금융손익	175	26	60	68	81
이자손익	25	31	49	66	81
기타	150	-5	11	2	0
기타영업외손익	-29	-9	-5	-4	0
종속/관계기업손익	-7	-28	-14	-4	0
세전이익	644	478	649	688	756
법인세	165	140	155	155	170
법인세율	25.6	29.3	23.9	22.5	22.5
계속사업이익	480	338	494	534	586
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	480	338	494	534	586
증가율(%)	65.1	-29.6	46.2	8.0	9.8
당기순이익률 (%)	15.0	10.0	12.5	13.3	13.9
지배주주당기순이익	161	121	178	192	211
기타포괄이익	160	73	117	0	0
총포괄이익	640	411	610	534	586
EBITDA	763	753	845	850	888
증가율(%)	13.8	-1.4	12.3	0.5	4.5
EBITDA마진율(%)	23.9	22.2	21.4	21.2	21.1

투자지표

(12월 결산)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	2,564	1,931	2,897	3,195	3,506
BPS	37,844	39,326	43,475	45,170	47,094
DPS	800	1,100	1,500	1,650	1,820
밸류에이션(배)					
PER	5.9	10.7	8.9	8.1	7.4
PBR	0.4	0.5	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	3.3	3.8	3.4	3.4	3.1
성장성지표(%)					
매출증가율	8.2	6.2	16.2	1.8	5.0
EPS증가율	87.6	-24.7	50.0	10.3	9.7
수익성지표(%)					
배당수익률	5.3	5.3	5.8	6.4	7.1
ROE	7.0	5.0	7.0	7.2	7.6
ROA	8.7	5.6	7.6	7.5	7.7
ROIC	14.8	10.4	15.2	16.4	17.7
안정성지표(%)					
부채비율(%)	21.6	19.9	22.9	21.8	21.0
순차입금 비율(%)	-19.8	-21.9	-29.3	-33.6	-38.1
이자보상배율(배)	104.7	89.0	107.6	107.5	118.9
활동성지표(배)					
매출채권회전율	16.9	18.5	20.3	19.2	19.2
재고자산회전율	11.0	10.6	11.9	11.5	11.5
총자산회전율	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	1,736	1,978	2,588	2,998	3,495
현금및현금성자산	535	353	785	1,105	1,503
유가증권	606	986	1,085	1,140	1,201
매출채권	181	185	203	214	225
재고자산	318	324	341	358	377
비유동자산	4,198	4,206	4,308	4,378	4,424
유형자산	2,053	2,102	2,255	2,341	2,427
무형자산	1,142	1,091	1,062	1,037	987
투자자산	777	772	752	752	752
자산총계	5,933	6,183	6,896	7,376	7,919
유동부채	707	707	944	964	999
매입채무및기타채무	165	143	196	206	217
단기차입금	150	190	202	211	219
유동성장기부채	0	0	0	-20	-28
비유동부채	347	320	340	356	374
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	1,054	1,027	1,284	1,320	1,373
지배주주지분	2,371	2,464	2,615	2,717	2,833
자본금	31	31	30	30	30
자본잉여금	1,570	1,570	1,570	1,570	1,570
자본조정등	-205	-209	-210	-210	-210
기타포괄이익누계액	96	119	161	161	161
이익잉여금	878	952	1,064	1,166	1,281
비지배주주지분	2,508	2,692	2,997	3,338	3,713
자본총계	4,879	5,156	5,612	6,056	6,546
비이자부채	880	815	1,060	1,108	1,160
총차입금	174	212	224	212	213
순차입금	-968	-1,128	-1,646	-2,033	-2,491

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	676	514	745	739	780
당기순이익	480	338	494	534	586
비현금성 비용 및 수익	281	433	247	157	133
유형자산감가상각비	156	164	151	156	164
무형자산상각비	101	101	87	65	49
운전자본변동	37	-122	11	-18	-20
매출채권등의 감소	17	4	-11	-10	-11
재고자산의 감소	-43	-1	-4	-17	-19
매입채무등의 증가	32	-24	44	10	11
기타 영업현금흐름	-122	-135	-7	66	81
투자활동 현금흐름	-517	-613	-350	-351	-327
유형자산의 증가(CAPEX)	-122	-159	-235	-242	-249
유형자산의 감소	2	1	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-15	-29	-35	-39	0
투자자산의 감소(증가)	-366	-403	-75	0	0
기타	-16	-23	-5	-70	-78
재무활동 현금흐름	-38	-95	32	-67	-55
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	-1	0	0
기타	-38	-95	33	-67	-55
기타 및 조정	10	12	5	-1	0
현금의 증가	131	-182	432	320	398
기초현금	405	535	353	785	1,105
기말현금	535	353	785	1,105	1,503

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상	유가증권	계열사	공개매수	IPO	회사채	중대한	M&A
		수량	취득가	취득일	보유여부	발행관련	관계여부	사무취급		지급보증	이해관계	관련
해당 사항 없음												

투자 의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자 의견 (절대 수익률 기준)			
매수 15% 이상	Trading Buy (중립) 0%~15%	중립 -15%~0%	축소 -15% 이상 하락
업종 투자 의견 (상대 수익률 기준)			
비중 확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중 축소 ~ -10%	

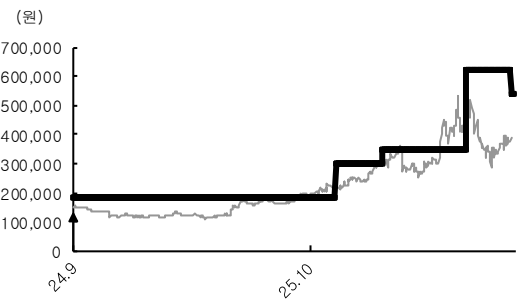
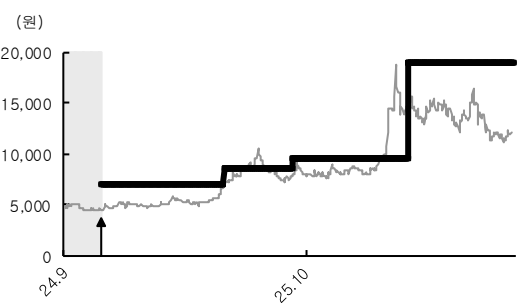
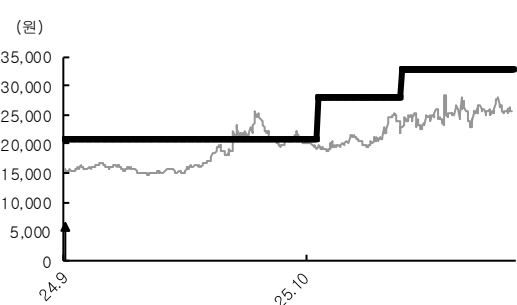
투자 등급 통계 (2025.07.01~2026.06.30)

투자 등급 구분	건수	비율(%)
매수	143	95.3
Trading Buy (중립)	6	4
중립	1	0.7
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(▲) 매수, (■) Trading Buy (중립), (●) 중립, (◆) 축소, (■) Not Rated / 담당자 변경

SK스퀘어	추천일자	투자 의견	목표가(원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저
	2026.09.01	매수	1,500,000		
현대차	추천일자	투자 의견	목표가(원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저
	2024.02.27	매수	280,000	-9.56	6.43
	2024.09.10	담당자 변경		-	-
	2024.09.13	매수	330,000	-35.81	-21.52
	2025.04.25	매수	260,000	-18.36	1.92
	2025.10.31	매수	310,000	-7.97	18.06
	2026.01.10	매수	430,000	17.81	56.74
	2026.03.23	매수	650,000	-11.88	15.38
	2026.06.08	매수	770,000	-39.20	-15.97
	2026.08.24	매수	670,000	-39.40	-37.16
	2026.09.01	매수	670,000		

삼성물산	추천일자	투자의견	목표가(원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저
	2024.02.13	매수	180,000	-22.79	-5.11
	2025.02.13	1년경과	180,000	-12.03	28.33
	2025.11.12	매수	300,000	-15.86	1.83
	2026.01.29	매수	350,000	-3.00	52.86
	2026.06.17	매수	620,000	-38.04	-16.13
	2026.09.01	매수	540,000		
현대제철홀딩스	추천일자	투자의견	목표가(원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저
	2024.11.01	매수	7,000	-26.63	-4.29
	2025.05.20	매수	8,500	-2.65	22.82
	2025.09.09	매수	9,500	-0.74	97.37
	2026.03.16	매수	19,000	-28.58	-13.11
	2026.09.01	매수	19,000		
오리온홀딩스	추천일자	투자의견	목표가(원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저
	2024.03.04	매수	21,000	-27.37	-19.71
	2025.03.04	1년경과	21,000	-5.98	21.90
	2025.10.20	매수	28,000	-25.55	-9.29
	2026.03.06	매수	33,000	-23.83	-14.24
	2026.09.01	매수	33,000		



IBKS Research Center

성명	직급	담당업종	전화	이메일
용대인	전무(부문장)	총괄	6915-5400	daeinyong@ibks.com
이승훈	상무대우(본부장)	AI/인터넷/게임	6915-5680	dozed@ibks.com

투자분석부

변준호	연구위원	Strategy	6915-5670	ymaezono@ibks.com
정용택	수석 Economist	Economy	6915-5701	ytjeong0815@ibks.com
정형주	연구위원	채권/크레딧	6915-5654	hj.jeong@ibks.com
김예슬	연구원	글로벌 전략	6915-5526	chchu93@ibks.com

기간산업분석부

이동욱	연구위원	에너지/소재	6915-5671	treestump@ibks.com
남성현	연구위원	유통·식자재/지주	6915-5672	rockrole@ibks.com
이현욱	연구원	자동차/2차전지	6915-5659	hwle1125@ibks.com
장성호	연구원	조선/기계/운송	6915-5661	cpszoo9080@ibks.com

혁신기업분석부

김운호	연구위원	IT/반도체	6915-5656	unokim88@ibks.com
김태현	연구위원	유틸리티/통신/방산	6915-5658	kith0923@ibks.com
조경진	연구위원	화장품	6915-5464	ckjins@ibks.com
조정현	연구원	건설/부동산	6915-5660	controlh@ibks.com

코스닥리서치센터

이건재	연구위원	코스닥 리서치	6915-5676	geonjaelee83@ibks.com
조은애	연구위원	코스닥 헬스케어	6915-5689	goodkid@ibks.com
정이수	연구위원	코스닥 제약/바이오	6915-5677	ysjeong306@ibks.com
강민구	연구원	코스닥 반도체/장비	6915-5473	kmg@ibks.com
김혜빈	연구원	코스닥 로봇	6915-5669	hyebhinkim@ibks.com
유창근	연구원	코스닥 스톡캡	6915-5655	changsic12@ibks.com

신뢰를 바탕으로 함께 성장 하는 IBK투자증권



서울특별시 영등포구 여의도동 국제금융로 6길 11
대표번호 02-6915-5000
고객지원부 1588-0030, 1544-0050

IBKS Family Office	02) 536-4070	IBK WM센터 대구	053) 752-3535
영업부	02) 6915-2626	IBK WM센터 광주	062) 382-6611
강남센터	02) 2051-5858	IBK WM센터 일산	031) 904-3450
강남역 금융센터	02) 532-0210	IBK WM센터 판교	031) 724-2630
분당센터	031) 705-3600	IBK WM센터 평촌	031) 476-1020
IBK WM센터 강남센트럴	02) 556-4999	IBK WM센터 천안	041) 569-8130
IBK WM센터 목동	02) 2062-3002	IBK WM센터 부산	051) 741-8810
IBK WM센터 도곡	02) 2057-9300	IBK WM센터 창원	055) 282-1650
IBK WM센터 한남동	02) 796-8500	IBK WM센터 울산	052) 271-3050
IBK WM센터 중계동	02) 948-0270	IBK WM센터 시화공단	031) 498-7900
IBK WM센터 반포자이	02) 3481-6900	IBK WM센터 남동산단	032) 822-6200
IBK WM센터 동부이촌동	02) 798-1030		