

# AI 분석

## 삼성전자 자사주 매입 이벤트, 우선주에 주목하자

### SUMMARY

- 삼성전자, 삼성화재, NAVER 등 자사주 매입을 포함한 주주환원정책 발표 기업 증가 추세
- 삼성전자, 11.3조 원 규모 자사주 매입 계획 발표. 1월말까지 4.2조 원 자사주 매입 후 소각
- 주목해야할 부분은 우선주 매입으로 우선주 일평균 거래량의 29배 규모(1차 매입 기준)
- 할인을 감안하면 향후 우선주 매입 비중 높을 것. 우선주와 우선주-보통주 차익거래 주목
- 인덱스 추종자금에서 삼성전자 비중 축소 불가피. 리밸런싱이 우선주 매수 기회될 수도

[파생상품]

김영성

02-768-4120

youngsung.kim@dwsec.com

삼성전자를 비롯해  
여러 기업들이  
자사주 매입을 포함한  
주주환원정책을 발표

### 자사주 매입 등 주주환원정책에 주목

실적시즌을 맞아 기업들이 실적을 발표하면서 자사주 매입 등 주주환원정책을 동시에 발표하는 사례가 늘고 있다. 대표적으로 삼성전자, 삼성화재, 삼성증권, NAVER 등이 자사주 매입을 발표하였다.

자사주 매입을 발표하는 기업이 늘어난 것은 배당 확대 등 주주환원정책에 대한 기대감이 높아졌기 때문이며 올해부터 적용되는 기업소득환류세제 영향이 일정 부분 기여를 한 것으로 보인다. 배당확대보다 자사주 매입이 늘고 있는 것은 배당은 직접적이고 영구적인 현금 유출인데다가, 배당은 한 번 늘리면 줄이기 쉽지 않기 때문으로 보인다. 특히, 최근 기업이익이 하향되고 매크로 변수가 불안정한 상황에서 기업들이 배당 확대 정책을 택하기는 어려웠다는 측면도 있을 것이다.

반면, 자사주 매입은 동일하게 기업소득환류세제상 배당으로 인정받으면서도 회사 여건에 따라 자사주 매각을 통해 유동성을 확보하거나 경영권 방어/승계 등 다목적으로 활용이 가능하다는 점에서 유리한 측면이 있었다. 또한, 자사주 정책은 배당에 비해 주주의 저항이 크지 않다는 점에서 기업의 부담이 적은 편이다.

자사주 매입 외에도  
펀더멘탈에 대한 고려가 필요

일반적으로 자사주 매입은 주주 가치 제고에 긍정적이며 수급적으로도 우호적이지만 자사주 매입 자체가 주가 부양을 하기는 어려운 측면이 있다. 펀더멘탈이 양호하지 않을 때 자사주 매입은 매도의 기회가 될 수 있기 때문이다. 주가 방어의 측면에서는 긍정적이나 항상 주가 상승을 이끄는 것은 아니므로 자사주 매입 자체보다는 펀더멘탈과 함께 고려하는 전략이 필요할 것이다.

표 1. 10월 이후 자사주 매입을 발표한 주요 종목 내역

종목코드	종목명	종목구분	매입/소각 여부	취득 주식수 (주)	발행주식수 대비 (%)	취득 예정 기간	취득 목적
A016360	삼성증권	보통주	취득	2,450,000	3.21	2015.10.23~2016.01.22	주가 안정화를 통한 주주가치 제고
A000810	삼성화재	보통주	취득	1,660,000	3.50	2015.10.28~2016.01.27	주가안정을 통한 주주가치 제고
A035420	NAVER	보통주	취득	329,627	1.00	2015.10.29~2016.01.28	주가안정 도모 및 주주가치 환원
A088350	한화생명	보통주	취득	65,139,750	7.50	2015.10.28~2015.10.29	주가 안정을 통한 주주가치 제고 (예보 보유 물량)
A005930	삼성전자	보통주	취득 후 소각	2,230,000	1.51	2015.10.30~2016.01.29	이익 소각 (1 차분만 반영)
A005935	삼성전자	우선주	취득 후 소각	1,240,000	5.43	2015.10.30~2016.01.29	이익 소각 (1 차분만 반영)

자료: 전자공시, KDB대우증권 리서치센터

### 삼성전자 자사주 매입, 우선주에 주목하자

#### 자사주 매입, 배당 증가 효과 + 높은 우선주 매입 비중

삼성전자,  
1차 4.2조 원, 총 11.3조 원  
자사주 매입 발표

삼성전자는 3~4차에 걸쳐 11.3조 원 가량의 자사주를 매입하는 계획을 발표하였으며 1차로 보통주 223만 주, 우선주 124만 주, 총 4.18조 원 규모의 자사주를 2016년 1월말까지 매입하기로 발표하였다.

뿐만 아니라, 앞으로 연간 잉여현금흐름의 30~50% 규모의 주주환원정책(배당+ 자사주 매입 등)을 실시하기로 하였다. 컨센서스 기준, 삼성전자의 FCF는 2015년 14.92조 원, 2016년 16.90조 원으로 30%를 가정하더라도 4.5조 원 이상의 추가적인 배당과 자사주 매입이 가능할 것으로 보인다.

우선주 매입 비중이  
높다는 점에 주목

우선, 삼성전자의 자사주 매입에서 주목할만한 사항은 우선주의 매입이다. 삼성전자 우선주는 의결권이 없는 대신 보통주 배당률보다 +1%p 초과 배당을 받을 수 있으며 삼성전자 우선주는 평균적으로 보통주 주가의 78% 수준에서 거래되고 있다. 따라서 우선주를 매입할 경우, 동일한 매입 대금이라도 더 많은 우선주를 매입할 수 있으며, 우선주 매입 규모가 커질수록 우선주에 추가로 지급해야할 배당금 규모 역시 줄어들게 된다. 즉, 기업 입장에서는 배당금 부담이 줄일 수 있으며, 투자자 입장에서는 DPS 증가로 이어지는 효과를 가질 수 있는 것이다<표1 참조>.

표 2. 연간 총 현금배당 규모를 동일하다고 가정할 때, 1차 및 전체 자사주 매입에 따른 예상 DPS 추정

	보통주			우선주		
	현재	1차	전체 환산	현재	1차	전체 환산
발행주식수-자사주	129,312,651	127,082,651	123,290,118	19,603,734	18,363,734	16,254,882
예상 DPS	20,000	20,478	21,344	20,050	20,528	21,394
시가 배당률 (%)	1.53	1.57	1.63	1.96	2.01	2.09

주: 현재 기준 DPS(20,000원)은 2014년 연간 DPS와 2015년 연간 DPS 컨센서스 중간값 기준임

'전체 환산'은 우선주, 보통주 매입 단가와 비율이 1차 계획과 동일하다는 가정 하에 11.3조 원 자사주 매입이 완료되었을 경우임

자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 1. 삼성전자 우선주는 평균적으로 보통주 주가의 78% 수준에서 거래



자료: KDB대우증권 리서치센터

우선주의 할인을 감안하면  
향후에도 우선주 매입 비중  
높을 듯

또 한 가지 주목해야할 점으로 앞으로 삼성전자 자사주 매입에서 우선주의 비중이 높을 것이라는 점이다. 전일 삼성전자는 우선주가 보통주 대비 10% 이상 저평가 되면 우선주 매입 비중을 늘리겠다고 하였다. 최근 1년간 삼성전자의 우선주/보통주 주가 비율은 74~83% 수준이었으며 평균적으로 78%(할인율 22%) 수준이었다. 보통주 대비 20% 가량 저평가되어 있으므로 향후 자사주 매입은 우선주의 매입 비중이 높을 것으로 보인다<그림1 참조>.

우선주가 보통주보다  
DPS에 대한 민감도가 높고  
유동성이 부족하기 때문에  
자사주 매입 시 우선주의  
상승 압력이 높을 듯

### 자사주 매입 효과, 우선주에 호재

이러한 측면에서 삼성전자 우선주에 주목할 필요가 있을 것이다. 우선주 매입으로 인한 DPS 증가 효과는 보통주, 우선주에 동일할 것이지만, 동일한 DPS가 증가하더라도 채권의 성격에 가까운 우선주는 가치 상승이 더 클 수밖에 없다.

그리고 우선주는 보통주 대비 유동성이 부족하기 때문에 수급의 영향을 많이 받을 수 밖에 없어 자사주 매입으로 인한 상승 압력이 높을 것으로 보인다. 이번 자사주 매입 규모는 보통주 223만 주, 우선주 124만 주이지만, 상장주식수 대비로는 각각 1.51%, 5.43%이며 20일 일평균 거래량 대비로는 7.77배, 28.80배로 우선주의 매입 규모가 상대적으로 크다(공시 기준, 자사주 매입 예정 기간은 총 63거래일임). 29일 삼성전자 우선주 주가는 전일대비 +5.48% 상승했으나 보통주는 +1.30% 상승에 그친 것도 이러한 배경으로 작용한 것으로 보인다.

자사주 매입으로 인한  
우선주 할인을 축소에  
베풀는 전략도 유효할 듯

그 외에도, 삼성전자 보통주-우선주 차익거래 또는 보통주를 우선주를 스위칭하는 전략도 검토해볼 필요가 있을 것이다.

앞서 밝혔듯이, 최근 우선주 할인율은 20% 내외 수준이었으나 회사가 제시한 보통주-우선주 매입 비중을 결정하는 할인율은 10%였다. 따라서 현재 할인율 20% 수준에서 낮아지는 시도가 있을 것으로 보인다. 29일 종가 기준, 우선주/보통주 비율은 최근 1년간 비율의 최대치(82.56%)에 근접한 81.36%(28일 78.13% 대비 +3.22%p)였다.

두 종목의 스프레드가 축소될 것이라고 판단한다면 우선주 매수+보통주 매도하는 룡숏 전략이나, 기존 보통주를 우선주로 스위칭할 경우 +a를 얻을 수 있을 것으로 보인다.

### 인덱스 리밸런싱, 우선주 매수할 또 다른 기회

삼성전자 자사주 소각,  
유통주식수 감소로  
지수에서 비중 축소될 것

자사주 매입 및 소각은 기업가치 증대 측면에서는 호재이지만 동시에 해당 종목을 구성종목으로 하는 인덱스 입장에서는 비중 축소의 요인이다.

한국 증시와 관련된 인덱스 펀드는 주로 KOSPI200, MSCI EM, FTSE All-world 계열 지수를 추종하는 자금들이다. 세 지수 모두 유통주식수를 기반으로 하는 지수 산출 방식을 사용하고 있다. 자사주 소각은 유통주식수를 낮추는 요인이므로 인덱스 추종 자금에서 매도가 불가피하다.

세 지수 계열은 모두 삼성전자 보통주를 편입하고 있으며, 보통주로만 구성되어있는 K200 지수와 달리 MSCI, FTSE 계열 지수는 삼성전자 우선주를 포함하고 있다. 1차 자사주 매입 규모는 발행주식수 대비 각각 보통주 1.51%, 우선주 5.43%이며, 우선주, 보통주 매입 단가와 비율이 1차 계획과 동일하다는 가정 하에 전체 매입 규모(11.3조 원)으로 단순 환산할 경우 보통주는 4.09%, 우선주는 14.67%이다.

그러나 평소 리밸런싱 규모  
감안하면 감당 가능한 수준임  
리밸런싱으로 주가 조정 시  
우선주 추가 매수 기회될 듯

상대적으로 우선주의 비중 감소폭이 클 것으로 보이며 우선주의 유동성 부족을 감안할 때, 지수의 리밸런싱은 보통주보다는 우선주에게 다소 부담이 될 수 있다. 1차 자사주 매입 계획을 바탕으로 예상되는 인덱스 추종 자금의 삼성전자 보통주 매도 수요는 K200 지수 922억 원, MSCI 1,177억 원, FTSE 213억 원으로 전체 2,313억 원이며, 지수별로 일평균 거래대금 대비 0.06~0.33배에 이르는 수준이다. 반면, 우선주 매도 수요는 MSCI 639억 원, FTSE 123억 원으로 총 762억 원이며 일평균 거래대금 대비 1.47배, 0.28배 수준이다.

우선주의 유동성 대비 매도 수요가 많은 편이지만 과거 관련 지수들의 리밸런싱 사례와 당시 규모를 감안할 때 크게 부담스럽지 않은 수준이다. 자사주 소각이 완료된 이후에 지수에 반영될 것이므로 리밸런싱은 1차 자사주 매입 종료 이후 시점이 될 것이다. 만약, 리밸런싱이 2차 자사주 매입과 겹친다면 상황에 따라서 영향이 상쇄가 가능할 것이다.

지수의 리밸런싱은 일시적인 수급의 왜곡이다. 리밸런싱 때문에 주가가 조정을 받는다면 이는 우선주 매수의 기회가 될 수도 있을 것이다.

표 3. 삼성전자 자사주 매입에 따른 한국 관련 지수 추종자금의 보통주, 우선주 매도 수요 추정

	삼성전자 보통주				삼성전자 우선주			
	1차		전체 환산		1차		전체 환산	
	예상 매도 수요	거래대금 대비	예상 매도 수요	거래대금 대비	예상 매도 수요	거래대금 대비	예상 매도 수요	거래대금 대비
KOSPI200	-922	-0.26	-2,504	-0.70				
MSCI	-1,177	-0.33	-3,184	-0.89	-639	-1.47	-1,728	-3.97
FTSE	-213	-0.06	-1,164	-0.33	-123	-0.28	-317	-0.73
전체	-2,313	-0.65	-6,852	-1.92	-762	-1.75	-2,045	-4.69

주: 보통주 20거래일 일평균 거래대금 3,576억 원, 우선주 436억 원  
 '전체 환산'은 우선주, 보통주 매입 단가와 비율이 1차 계획과 동일하다는 가정 하에 11.3조 원 자사주 매입이 완료되었을 경우임  
 자료: KDB대우증권 리서치센터