

2024. 6. 27



▲ 자동차/타이어

Analyst 김준성

02. 6454-4866

joonsung.kim@meritz.co.kr

자동차

우선주, '24년 현대차 = '14년 삼성전자

- ✓ 삼성전자 우선주의 보통주 대비 주가 비율, 2013년 초 55% → 2015년 말 88%
- ✓ 이유는 세 가지. 1) 지배구조 개편 과정에서의 보통주 의결권 무용론, 2) 실적 개선에 근거한 가파른 배당 확대, 3) 초대형 자사주 매입 과정에서 우선주 매입 비율 상향
- ✓ 현재의 현대차와 당시의 삼성전자, 상당한 유사성 존재
- ✓ 자사주 매입 시 우선주 매입 비중 확대는 같은 규모의 자금으로 더 많은 주식 소각 가능하며, 이는 기존 주주의 주당 이익, 주당 배당금, 주당 시가총액 상향 근거
- ✓ 우선주 매수 추천. 현 주가 기준 배당 수익률 7.5%에 달한다는 점 또한 매력적

Overweight

현대차 우선주, 배당 수익률 차이에 근거한 단순 등락 기록 중

현대차 우선주 주가는 2023년 10월부터 2024년 2월까지 현대차 보통주 대비 상대 주가 수익률 +18%를 기록했다 (현대차 2우b 기준). 그러나 2024년 3월부터 현재까지의 상대주가 수익률은 -10%다 (보통주 대비 우선주 주가 비율: 2023년 10월 55% → 2024년 2월 65% → 2024년 현재 59%).

이 같은 등락은 기말 배당 (배당기준일 2024년 2월 29일)을 앞두고 우선주의 보통주 대비 더 높은 배당금과 배당 수익률에 근거한 단기 매력이 부각됐기에 만들어졌다. 산술 논리에 근거한 단순한 움직임이다.

2013~2015년 삼성전자 우선주에서 얻을 수 있는 교훈

우선주에 대한 새로운 생각을 제안한다. 2013~2015년 삼성전자 우선주 주가 변동에서 아이디어를 얻을 수 있다. 2013년 초 삼성전자 우선주의 보통주 대비 주가 비율은 55%였다. 이후 이 비율은 지속 상승했고 2015년 12월에는 88%를 기록했다. 같은 기간 우선주의 보통주 대비 상대주가 수익률은 +60%다. 이유는 세 가지였다.

1) 우선주 대비 보통주의 주가 프리미엄 근거인 **의결권에 대한 무용론**이 지배구조 개편 과정에서 각인됐다. 실제로 당시 삼성전자에 대한 오너 일가와 특수관계인의 높은 지분율 (18%)을 고려했을 때, 보통주 일반 주주의 의결권은 사실상 지배구조 개편을 위한 의사결정 과정에서 의미가 없었다. 이에 따라 허울뿐인 의결권을 보유했다는 이유로 더 낮은 배당금을 받는 보통주가 우선주 대비 프리미엄을 받아야 할 이유가 부재하다는 인식이 확산됐다.

2) 이 같은 인식은 당시 삼성전자가 호실적 전개와 동행해 역대 최대치를 경신해 간 현금 공간을 풀며 더욱 부각됐다. **배당이 가파르게 증가**했기 때문이다. (우선주 배당금: 2011년 5,550원 → 2012년 8,050원 → 2013년 14,350원 → 2014년 20,050원 → 2015년 21,050원 → 2016년 28,550원).

3) 결정적 한 방은 2015년 10월에 발생했다. 당시 삼성전자는 직전 년도 대비 5배에 달하는 규모의 **자사주 매입을 전격 발표**했다 (자사주 매입 규모: 2014년 12월 시작 2.4조원 매입, 2015년 11월 시작 11.3조원 매입). (2페이지에서 계속)

규모도 올라왔지만, 핵심은 자사주 매입액 중 보통주와 우선주 배분 비율이었다. 2014년 12월 자사주 매입 당시 보통주와 우선주 배분 비율은 90:10이었다 그러나 2015년 11월에는 이 비율이 65:35으로 바뀐다. **우선주 매입 비율을 대폭 상향**한 것이다.

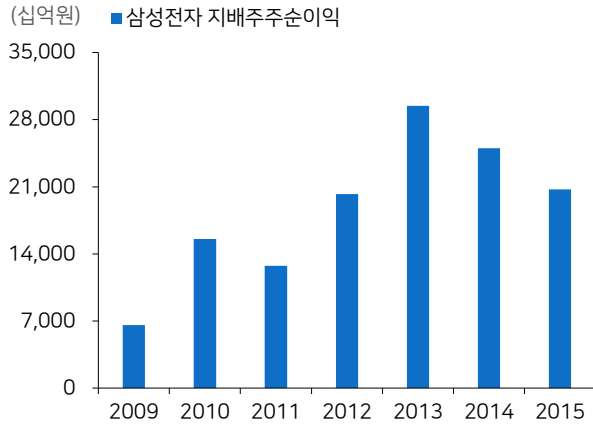
당시 삼성전자는 이 같은 결정에 대해 다음과 같이 설명했다. “사상 최대 규모의 자사주 매입-소각을 통해 주주가치 제고에 큰 기여를 할 것이다. 우선주 비중을 35%로 하는 배경은 이사회 결의일 전일 기준으로 우선주 주가가 보통주에 비해 22% 낮은 가격으로 거래되고 있기 때문이다. 우선주 매입 비중을 높임으로써 동일한 금액으로 더 많은 수량의 주식을 소각할 수 있다. 이 같은 더 많은 자사주 소각을 통해 향후 주당 배당금의 증가 효과가 더욱 커질 것으로 기대한다. 결과적으로 보통주와 우선주 주주 모두에게 긍정적 효과를 가져올 것이다.” 발표 직후 우선주 주가는 +11% 급등했다 (보통주 +4%).

2024년의 현대차 우선주 = 2014년의 삼성전자 우선주

현재 현대차와 당시 삼성전자는 상당한 유사성이 존재한다. 먼저 오너일가 및 특수관계인 지분율이 높아 보통주 일반주주의 의결권 가치가 제한적이라는 점이 같다. 당시 삼성전자는 18%였으며, 현재 현대차는 30%다. 다음으로 실적 호조에 근거한 배당금의 가파른 확장 전개도 흡사하다. 현대차 배당 (우선주 기준)은 2020년 3,100원 → 2021년 5,100원 → 2022년 7,100원 → 2023년 11,500원 → 2024년 전망 13,100원으로 지속 증가하고 있다. 마지막으로 대규모 자사주 매입 가능성이다. 지금까지 현대차는 주주가치 제고 관점에서의 대규모 자사주 매입을 실행한 바 없다. 그러나 이번은 다르다. 자사주 매입 추진을 명백히 밝히고 있으며, 이미 이를 진행한 기아와 동일한 2023년 이익 대비 환원을 31%로 진행할 시 약 1.0조원 규모가 예상된다. 지배구조 개편을 추진 시, 이 규모가 더 확대될 수 있다는 기대감 또한 공존한다. 2014년 당시 삼성전자가 제시했던 논리와 마찬가지로 우선주 매입 비중을 늘릴 경우, 같은 규모의 매입으로 더 많은 주식 소각이 가능하며 이는 오너일가를 비롯한 기존 주주들의 주당 이익, 주당 배당금, 주당 기업가치의 상승 논리가 된다.

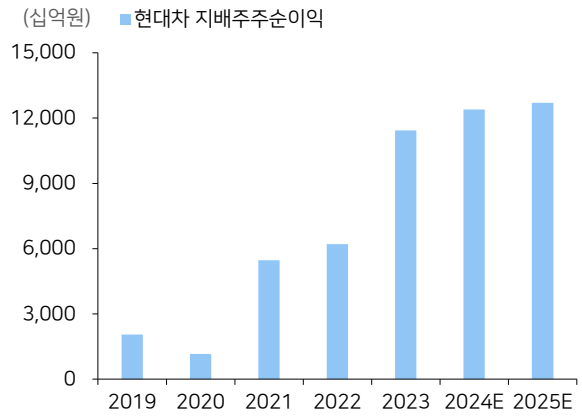
현대차 우선주에 대한 관심이 필요하다. 그리고 지금 우선주는 이와 같은 논리를 배제하고 보더라도 매력적이다. 2024년 13,100원의 배당금 (2023년과 같은 25% 배당성장 적용)을 가정했을 때, 배당수익률이 7.5%에 달한다 (보통주 배당수익률 4.5%). 같은 맥락에서 Price to Dividend Ratio도 매력적이다. 현재 12.8배이다. 이는 과거 20년 평균 26.6배의 절반에도 못 미친다. 주주가치 제고를 위한 자사주 매입의 세부 사항 공개를 앞둔 지금 현대차 우선주 매수를 추천한다.

그림1 삼성전자, 2009-2015년 지배주주 순이익 추이



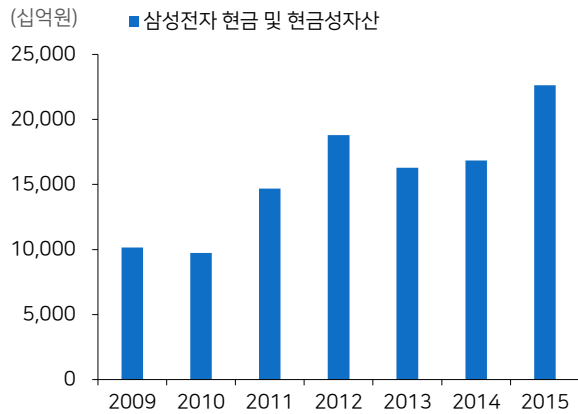
자료: Bloomberg, 삼성전자, 메리츠증권 리서치센터

그림2 현대차, 2019-2025년 지배주주 순이익 추이



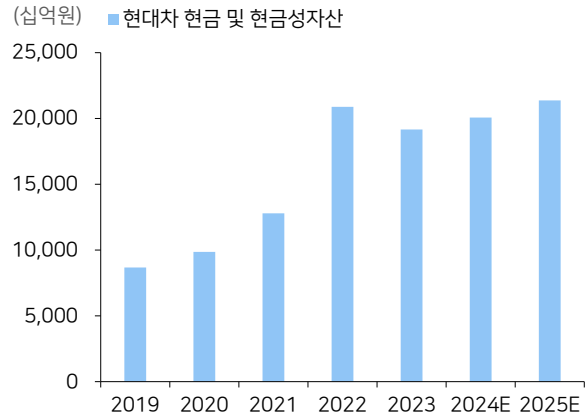
자료: Bloomberg, 현대차, 메리츠증권 리서치센터

그림3 삼성전자, 2009-2015년 현금성 자산 추이



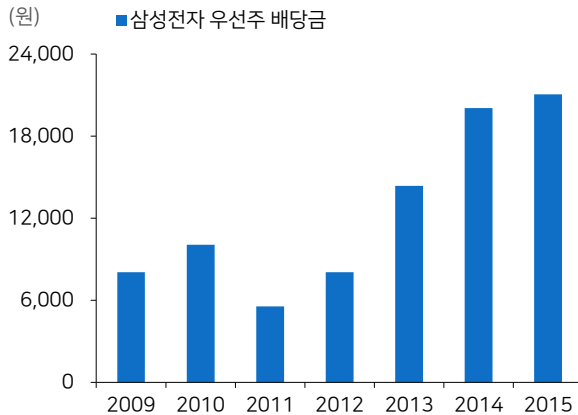
자료: Bloomberg, 삼성전자, 메리츠증권 리서치센터

그림4 현대차, 2009-2025년 현금성 자산 추이



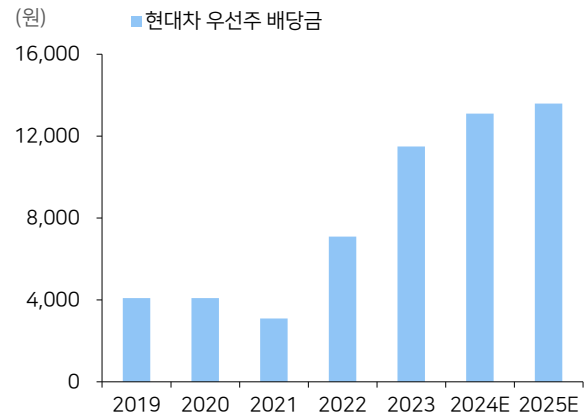
자료: Bloomberg, 현대차, 메리츠증권 리서치센터

그림5 삼성전자, 2009-2015년 배당금 추이



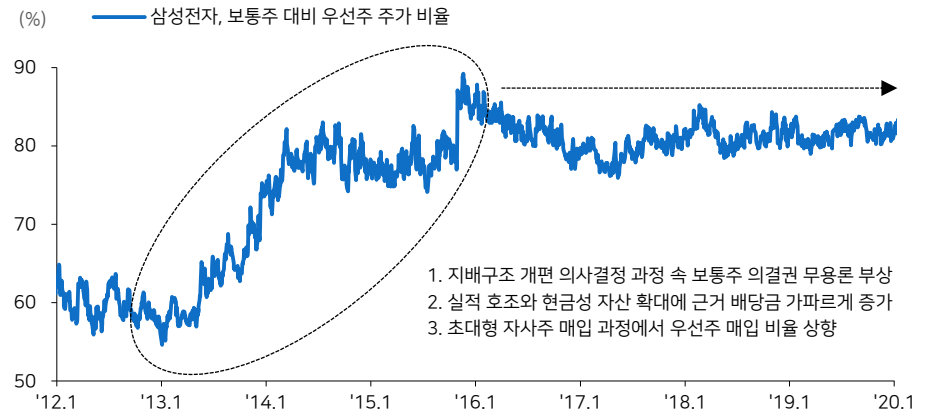
자료: Bloomberg, 삼성전자, 메리츠증권 리서치센터

그림6 현대차, 2009-2025년 배당금 추이



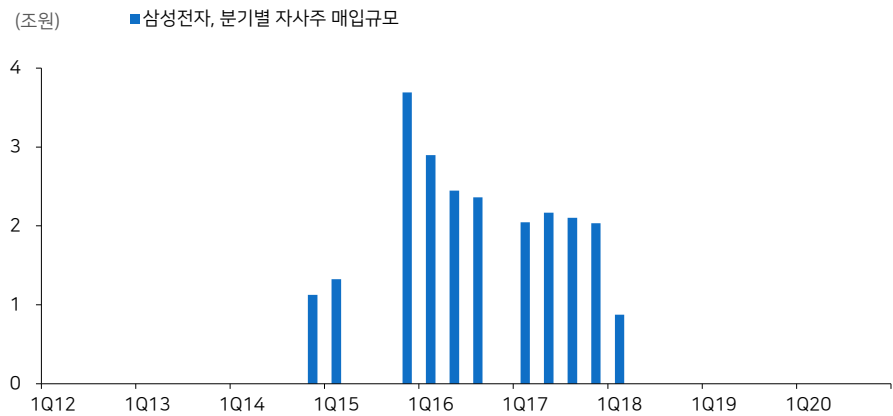
자료: Bloomberg, 현대차, 메리츠증권 리서치센터

그림7 삼성전자 보통주 대비 우선주 주가 비율, 2013-2015년 지속 상승





자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 삼성전자, 2013-2015년 유례 없는 대규모 자사주 매입 전개



자료: 삼성전자, 메리츠증권 리서치센터

그림9 삼성전자, 2015년 10월 11조원을 상회하는 초대형 자사주 매입 내 우선주 매입 비중 35%로 상향 (기존 10%)

Samsung
Newsroom기업뉴스 | 제품뉴스 | 미래동행 | 프레젠테이션  

이번 자사주 매입-소각은 삼성전자의 주가가 회사의 가치 대비 과도하게 저평가되어 있다고 판단했기 때문이며, 사상 최대 규모의 자사주 매입-소각을 통해 주주가치 제고에 큰 기여를 할 것으로 보인다.

삼성전자 이사회는 1회차 자사주 매입 규모를 4.2조 원으로 결의하고, 10월 30일부터 3개월간 보통주 223만 주와 우선주 124만 주를 매입할 예정이다.

1회차 매입에서 우선주 비중을 35%로 하는 배경은 이사회 결의일 전일 기준으로 우선주 주가가 보통주에 비해 22% 낮은 가격으로 거래되고 있어, 우선주 매입 비중을 높임으로써 동일한 금액으로 더 많은 수량의 주식을 소각할 수 있기 때문이다.

앞으로도 우선주 주가가 보통주에 비해 10% 이상 낮은 경우, 우선주 매입 비중을 높임으로써 동일한 금액으로 더 많은 주식을 소각할 계획이다.

이를 통해, 자사주 소각으로 인한 향후 주당 배당금의 증가 효과가 더욱 커질 것으로 기대되며, 결과적으로 보통주와 우선주 주주 모두에게 긍정적인 효과를 가져올 것으로 기대된다.

또한, 삼성전자는 다음과 같은 내용의 향후 3년간 주주환원 계획을 발표하였다.

연간 발생하는 잉여현금흐름(Free Cash Flow)의 30~50%를 배당과 자사주 매입 방식으로 주주환원에 활용할 것이며, 특히, 향후 3년 간은 배당에 중점을 두고 주주환원을 진행하되, 잔여 자원 발생 시에는 자사주 매입을 실시할 것이라고 밝혔다.

마찬가지로 매입한 자사주는 전량 소각할 예정이다.

아울러 2015년 배당은 내년 1월 이사회 결의 후 발표될 예정이며, 삼성전자는 2016년부터 분기배당 제도의 도입 시행도 검토하고 있다.

삼성전자는 그 동안 미래 성장을 위한 기술 리더십과 안정적 재무 구조를 확보하기 위해 매년 200억 불 이상의 시설투자과 120억 불 이상의 연구개발 투자를 집행하면서도, 장기적 관점에서 주주와 회사 모두의 가치 제고를 위한 현금 활용 방안에 대해 고민해 왔다.

앞으로도 삼성전자는 일관되고 지속적인 주주환원 정책을 통해 사업 성장뿐만 아니라 주주가치를 극대화하는 데 최선을 다한다는 방침이다.

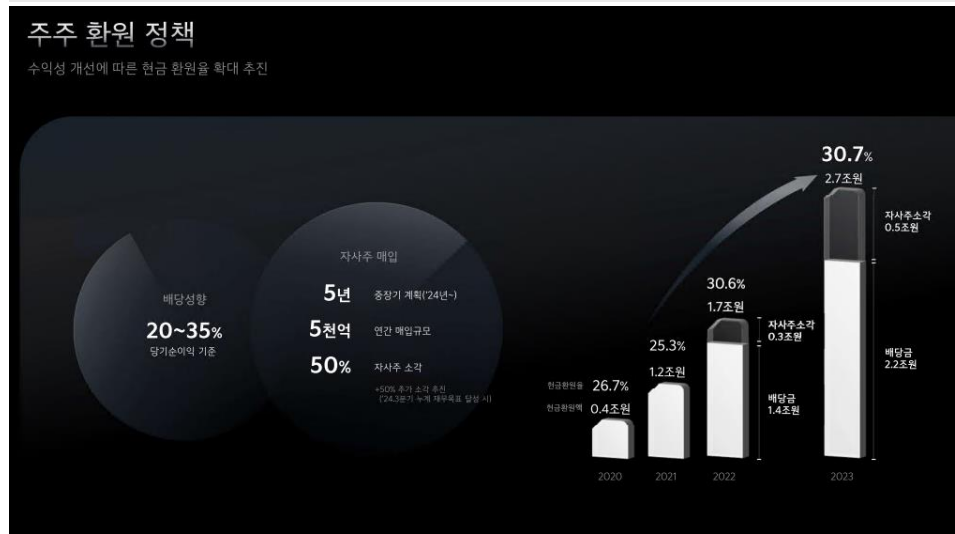
자료: 삼성그룹

그림10 현대차 우선주의 보통주 대비 상대주가, 배당 수익률에 근거한 단순 움직임 기록 중



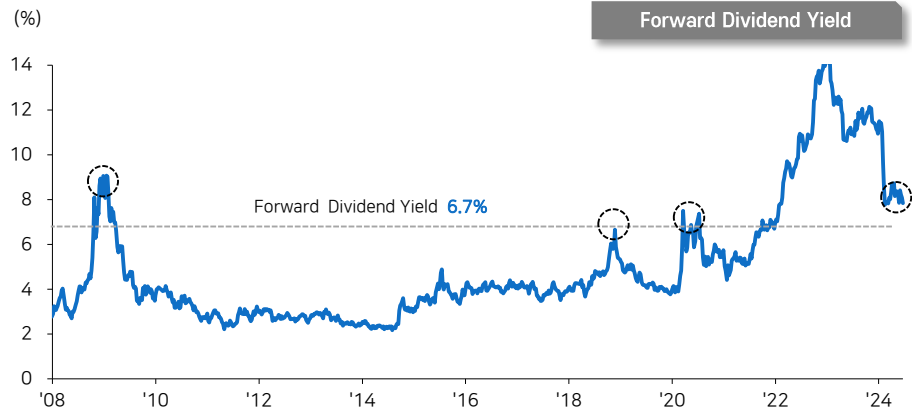
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림11 이미 자사주 매입 발표한 기아. 현대차의 주주가치 제고 위한 자사주 매입 또한 임박. 주당 이익, 주당 배당금, 주당 기업가치 상향 위한 우선주 매입 비중 확대 가능성 존재



자료: 기아 (2024년 인베스터 데이)

그림12 현대차 우선주 (2우b 기준) 배당수익률 (7.5%) 매력적



자료: Bloomberg, 현대차, 메리츠증권 리서치센터

그림13 현대차 우선주 (2우b 기준) Price to Dividend Ratio 12.8배 (과거 20년 평균 26.6배)



자료: Bloomberg, 현대차, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.