

투자포커스

Buyback(자사주매입) 투자전략

Strategist 오승훈 oshoon99@daishin.com

벤치마크를 상회하는 자사주매입 지수

*주주보상 구조의 변화

지난 20년 한국 기업의 주주 보상구조는 주주환원보다 과감한 투자를 통한 수익성 개선과 이에 따른 자본차익(주가상승) 보상이었다.

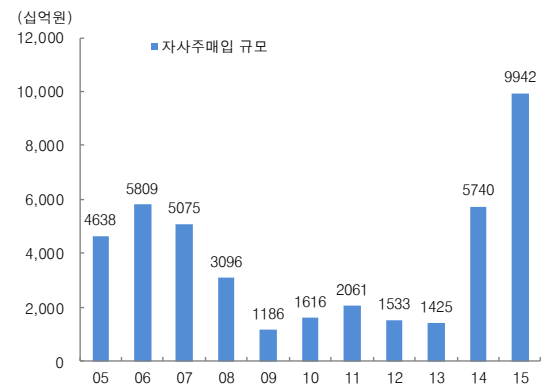
지난 4년간 저성장이 고착화되면서 과감한 투자를 통한 선제적 대응이 어려워졌으며 투자 기회 또한 작아지고 있다. 더 이상 이전의 주주 보상구조가 작동되지 않는 환경으로 변하고 있는 것이다. 삼성전자의 주주환원 정책은 주주보상 구조의 근본적 변화가 시작되었음을 의미한다. 미래 경기에 대한 불확실성과 투자기회의 축소가 결국 삼성전자 주주보상 정책의 근본적 변화를 이끌었다고 볼 수 있다.

*자사주 매입에 대한 인식 변화

그동안 자사주 매입은 주가 하락을 방어하는 수단으로 투자자들에게 인식되어 왔다. 그러나 2014년부터 자사주매입이 크게 늘어나면서 상황이 바뀌고 있다. 2014년 자사주 매입규모가 5.7조원에 달한데 이어 2015년 자사주매입 규모는 10조원에 육박할 것으로 추정되고 있다(자사주매입 발표 기업의 취득예정금액 포함). 자사주 매입이 급증하면서 2014년 이후 KOSPI Buyback index는 높은 수익률을 기록하고 있다. 이번 삼성전자의 사례처럼 중장기 주주환원 정책의 일환으로서 자사주 매입 소각이 활성화 될 경우 자사주 정책은 실질적인 주주환원 정책으로 자리매김 할 수 있다. 이를 통해 자사주 매입이 주가 방어수단이 아닌 주가 부양수단이라는 인식은 더욱 강화 될 수 있다.

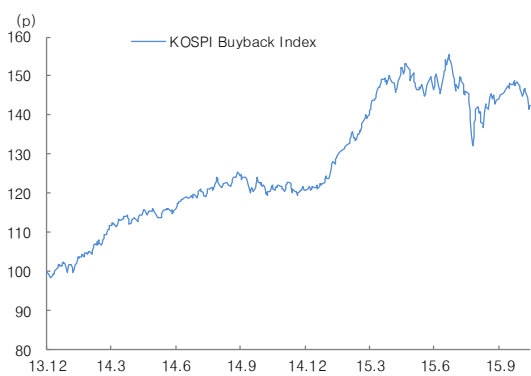
2016년은 변동성이 큰 해가 될 것으로 전망한다. 변동성 확대 시기에 자사주 매입등 주주환원 정책은 한국 주식시장의 안정성을 높이는 동력이 될 수 있다. 오늘 자료를 통해 자사주 매입과 FCF(잉여현금흐름)을 결합한 코스피 Buyback FCF index를 소개하고자 한다.

그림 1. 2014년 이후 급증하는 자사주 매입 규모



주: 2015년 자사주 매입규모에는 미체결된 삼성전자 등 자사주취득 발표기업 예상 금액 포함
자료: KRX KIND, 대신증권 리서치센터

그림 2. KOSPI Buyback index



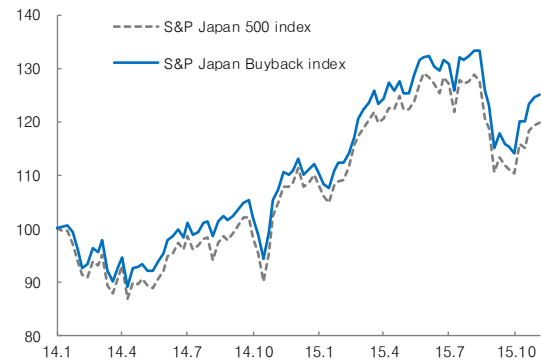
주: 직전4분기 동안 자사주 매입한 기업의 동일가중 지수. 분기 리밸런싱
자료: WISEIN, 대신증권 리서치센터

일본의 사례 – 자사주 매입 지수의 성과

우선 일본의 사례를 점검해보자. 일본은 아베노믹스의 한 분야로 기업 지배구조 개선이 추진되고 있다. 2014년 기관투자자의 의결권 행사 준칙인 Stewardship Code를 도입한 데 이어, 2015년 6월에는 독립 사외이사를 의무화한 Corporate Governance Code를 도입해 시행중이다. 2015년에는 행동주의 펀드의 공격 때문에 화낙, 교세라등 일본의 대표기업들은 대규모 주주환원 정책을 발표했다.

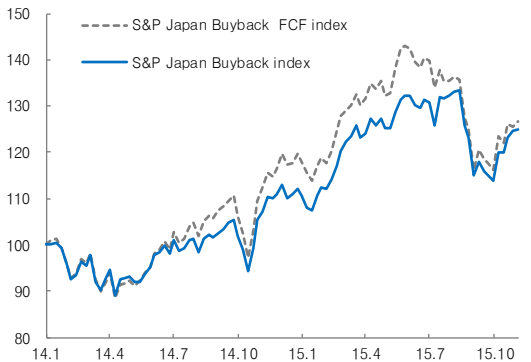
주주환원 정책은 일본 자사주 매입 지수의 성과개선으로 이어지고 있다. [그림3]은 S&P Japan Buyback index와 벤치마크를 비교한 것이다. 자사주 매입 지수의 수익률이 벤치마크를 아웃퍼폼하고 있다. 여기에 더해 일본 자사주 매입 기업중 FCFY(Free Cash Flow Yield)가 높은 종목으로 구성된 S&P Japan 500 Buyback FCF index는 자사주 매입 지수대비 더 좋은 성과를 보이고 있다[그림4].

그림 3. 일본 자사주매입 지수, 벤치마크 대비 아웃퍼폼



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 4. 자사주매입과 FCF(잉여현금결합)가 결합된 Buyback FCF index의 성과



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

KOSPI Buyback(자사주매입) FCF index

S&P Buyback FCF index의 구성 기준을 코스피에 적용해 KOSPI Buyback FCF index를 산출했다.

산출방법은 다음과 같다.

- 1) 직전 4분기 동안 자사주매입 실시한 코스피 기업 대상
- 2) 2014년 이후 매 분기말 종목 리밸런싱 진행
- 3) 리밸런싱 시점의 60일 평균거래대금 상위 30종목 중 잉여현금흐름(FCF) 상위 종목 추출
- 4) 개별종목 가중치는 각 종목의 FCFY비중

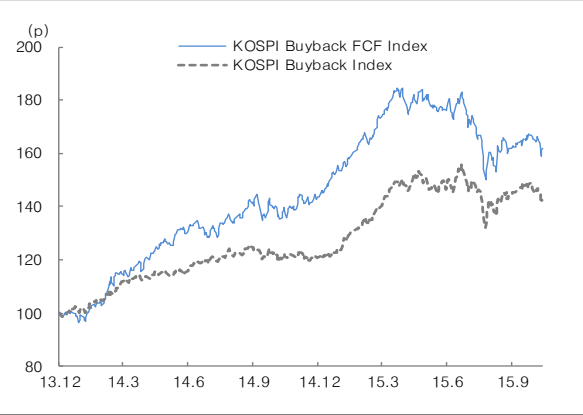
FCFY 산출방식: (지난 4분기 FCF누계)/산출일 기준 시가총액

단, 비중 상한은 7.5%. 나머지 비중은 나머지 종목들에 동일하게 배분

[그림5]는 산출된 KOSPI Buyback FCF index와 KOSPI Buyback index의 성과를 비교한 것이다. 자사주 매입 대비 더 좋은 성과를 보이고 있다. 현재 KOSPI Buyback FCF index는 삼성전자, NAVER, 현대제철, 제일기획, SBS등 15개 종목으로 구성되어 있다 [그림6].

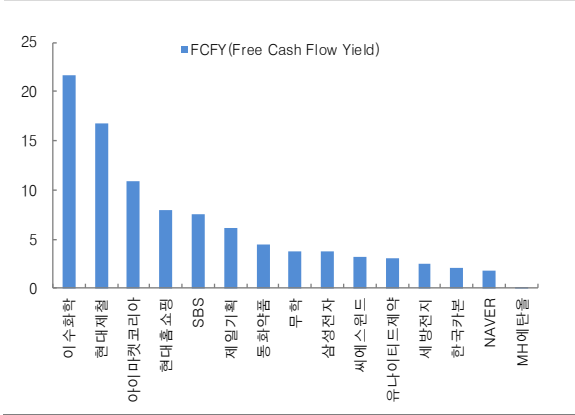
현재 KOSPI Buyback FCF index에 포함되어 있지만 자사주 매입시 양호한 잉여현금흐름으로 인덱스 편입이 가능한 종목군을 주목할 필요가 있다. 직전 4분기 분기 잉여현금흐름이 연속적으로 양의 값을 가지면서 FCFY가 높은 대우인터내셔널, 현대산업, 한국타이어월드와이드, CJ제일제당, LG 등이 추가 조정 시기 방어적 선택이 될 수 있다[그림7].

그림 5. KOSPI Buyback FCF index 의 성과



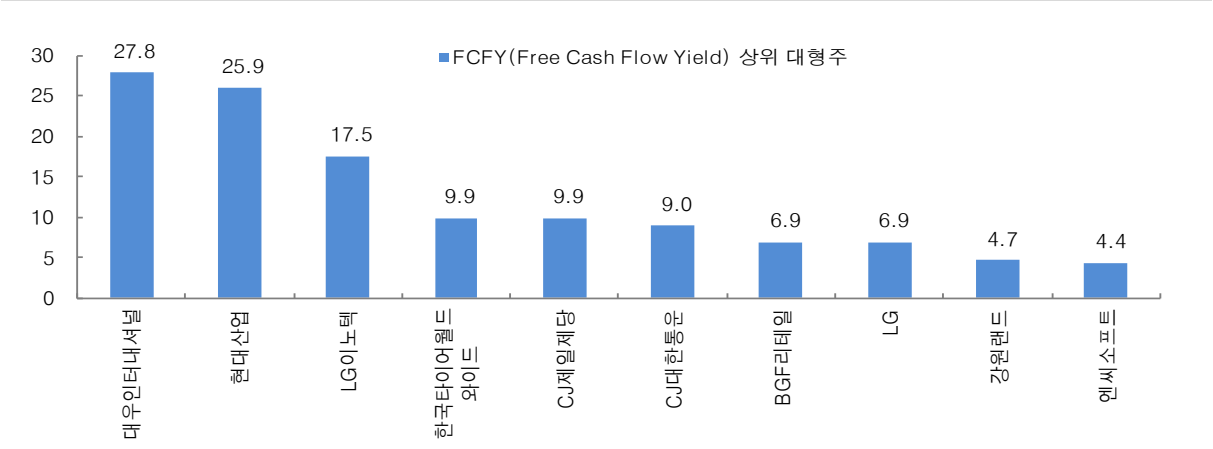
자료: WISEIN, 대산증권 리서치센터

그림 6. KOSPI Buyback FCF index 구성종목



자료: WISEIN, 대산증권 리서치센터

그림 7. FCFY 상위 대형주 : 4분기 연속 Free Cash Flow 양의 값



자료: Wsetn, 대신증권 리서치센터

▶ Compliance Notice

- ✓ 본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- ✓ 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 위 애널리스트는 재산적 이해관계가 없습니다.
- ✓ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

FOCUS

동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.