

AUG.2017



SK INDUSTRY ANALYSIS

# 지주회사

## 알아두면 쓸데있는 신비한 지주상식

지주/통신. 최관순 | 3773-8812, ks1.choi@sk.com

연구원. 이진만 | 3773-9957, kid\_a@sk.com

# SK INDUSTRY Analysis



**Analyst**

**최관순**

ks1.choi@sk.com  
02-3773-8812



**R.A**

**이진만**

kid\_a@sk.com  
02-3773-9957

## 지주회사

### 알아두면 쓸데있는 신비한 지주상식

- 지주회사 전환을 위한 인적분할은 실제로 주가 상승을 기대하게 하는 이벤트
- 이벤트 별로는 지주사 선언 이후부터 거래 정지일까지의 주가 상승률이 가장 높았음
- 지주사 전환 공시했으나 분할 재상장 이전의 기업 중 현물출자 가능성이 높은 롯데쇼핑과 SK 케미칼 사업회사가 분할 이후 주가 흐름이 양호할 전망
- 향후 지주사 전환이 유력한 기업은 광동제약, NAVER 등 8개 사

### 주가 상승을 기대하게 하는 지주사 전환을 위한 인적분할

일반적으로 지주회사 전환을 위한 인적분할은 주가 상승을 기대하게 한다. 주가 상승을 기대하게 하는 요인으로는 ① 분할 재상장 이후 지주회사와 사업회사의 배당(성향) 확대, ② 지주회사의 브랜드 로열티 수취와 배당금 익금불산입으로 인한 안정적인 현금 창출, ③ 사업회사 지분에 대한 오너 일가의 현물출자 기대감, ④ 분할 이후 사업회사의 가치 정당화 등이 있다.

### 실제로 높았던 지주회사 전환 선언 이후 주가 상승 비율

실제로 지주회사 전환을 선언한 기업의 주가는 상승하는 경우가 많았다. 시기를 나눠보면 2010년 이후 지주회사 전환을 선언한 기업들 중 70%가 전환 선언일부터 거래정지일까지 주가 상승을 경험하였으며, 거래정지 이후 분할 재상장 시에는 분할 이후 기대감과 차익 실현 물량의 부담으로 혼조세를 보였다. 하지만, 결론적으로 지주사 선언 공시일부터 분할 재상장일까지 주가가 상승한 기업은 전체의 60%였으며, 분할 재상장일에는 사업회사의 주가 상승 비율이 지주회사보다 미세하게 높았다.

### 분할 재상장 이전 기업군 투자전략

현재 지주회사 전환을 선언했으나 분할 재상장 전인 기업은 롯데쇼핑, 롯데제과, 롯데칠성, 롯데푸드 등 롯데 그룹 기업과 BGF 리테일, 케이씨텍, 동아타이어, SK 케미칼이 있다. 롯데의 경우 오너의 지분 가치가 가장 크고 현물출자 가능성이 있는 롯데쇼핑 사업회사의 주가 흐름이 분할 재상장 이후 양호할 것으로 예상되며, 자사주 소각 이후 현물출자를 통해 지주사 전환이 유력한 SK 케미칼의 사업회사도 분할 재상장 이후 주가 상승 탄력이 높을 것으로 예상된다.

### 오너 지분을 낮고, 자사주 많은 지주사 전환 유력 기업군에 관심

지주사 전환을 통해 오너는 지배력을 강화할 수 있기 때문에 오너의 지분율이 낮은 기업의 향후 지주회사 전환이 유력하다. 또한, 지주회사는 자사주를 통해 사업회사의 지분을 안정적으로 확보할 수 있어 자사주 비율이 높은 기업도 지주사 전환이 유력하다. 국내 상장사 중 자사주 10% 이상, 최대주주지분율 30% 이하, 자산 5,000 억 원 이상, 부채비율 200% 미만인 지주사 전환 유력 기업군은 동일방직, SK 케미칼(이미 지주사 전환 선언), 대덕전자, 광동제약, 금호석유, 에스원, SK 텔레콤, 제일기획, NAVER 등이 있다.

# Contents

Investment Summary	3
1. 인적분할을 통한 지주사 전환 과정	4
2. 인적분할은 주가 상승 이벤트인가?	6
3. 지주회사 선언 전 자사주 비율과 주가 상승의 관계는?	14
4. 최대주주 보유 지분율과 주가 상승의 관계는?	16
5. 지주회사 선언 이후 배당은 증가하는가?	18
6. 지주회사 선언 이후 멀티플 변화는?	25
7. 지주회사 전환 선언 기업에 대한 투자 전략	30
8. 지주회사 전환 유력 기업군	35

## Compliance Notice

- 작성자(최관순)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 8월 22일 기준)

매수	91.56%	중립	8.44%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## Investment Summary

### 지주사 전환을 위한 인적분할은 주가 상승을 기대하게 하는 이벤트

일반적으로 지주회사는 인적분할과 오너의 현물출자를 통해 완성된다. 인적분할 이후 분할 재상장을 거치는데, 분할 재상장된 투자회사와 사업회사의 합산 시가총액은 상승한다. 분할 재상장 이후 합산 시가총액이 상승하는 이유는 사업회사의 경우 ①자사주 신주 배정의 반대급부로 풍부한 현금을 보유함으로 인한 배당 여력 확대, ②사업회사가 치의 정당화 등이 반영된 결과이다. 투자회사의 경우에는 ①브랜드로열티 수취와 자회사로부터의 배당금에 대한 익금불산입으로 안정적인 현금창출이 가능하며, ② 현물출자 이후 오너일가의 지분확대에 따른 배당금 상향 기대감이 반영되기 때문이다. 이와 같은 요인으로 지주사 전환을 위한 인적분할을 결정한 기업의 주가는 상승하는 비중이 높았다.

### 지주사 전환 선언하였으나 분할 재상장 이전의 기업: 롯데쇼핑, 제과, 칠성, 푸드 BGF 리테일, 케이씨텍, 동아타이어, SK 케미칼

현재 지주회사 전환을 선언하였으나, 분할 재상장이 이루어지지 않은 상장사는 롯데쇼핑, 롯데제과, 롯데칠성, 롯데푸드 등 롯데그룹 기업과 BGF 리테일, 케이씨텍, 동아타이어, SK 케미칼이 있다. 롯데 그룹은 4사의 분할합병을 통해 지주회사로 전환할 예정이며, 나머지 기업은 인적분할을 통해 지주회사로 전환할 예정이다.

### 롯데그룹: 분할 재상장 이후 롯데쇼핑 사업회사의 주가 상승이 오너일가에 유리

롯데그룹의 경우 지주회사의 자회사 지분 요건 충족을 위해 오너의 현물출자가 진행될 것으로 예상된다. 특히 경영권 분쟁을 겪고 있는 롯데는 신동빈 회장의 안정적 경영권 행사를 위해서 롯데지주 지분을 많이 보유하는 것이 유리하다. 신동빈 회장은 롯데쇼핑에 대한 지분가치가 어느 계열사 보다 크기 때문에 분할 재상장 이후 롯데쇼핑 사업회사의 주가가 상승할수록 많은 롯데지주의 지분을 확보할 수 있다. 분할 재상장 이후 롯데쇼핑 사업회사의 주가 상승을 예상한다.

### SK 케미칼: 자사주 소각과 분할 재상장 이후 사업회사 주가 상승 가능성 높음

SK 케미칼은 일반적인 지주회사 전환 과정의 자사주 신주배정을 배제하고, 자사주의 매각 및 소각을 결정하였다. 자사주 5.3%를 이미 매각하였으며, 나머지 8.0%에 대해서도 소각할 예정이다. 소각 이후 SK 케미칼은 자사주를 보유하고 있지 않기 때문에 투자회사의 사업회사 지분 확보를 위해 오너의 현물출자가 불가피 할 전망이다. 자사주 소각 이후 오너일가 지분은 20.7%에서 22.5%로 상향될 전망이다. 이 지분을 현물출자한다면 투자회사의 사업회사 지분 요건을 충족시킬 수 있다. SK 케미칼의 경우 투자회사와 사업회사의 분할 비율이 0.48:0.52 로 유사하게 분할되기 때문에 분할 재상장 이후 투자회사의 주가 상승보다는 사업회사의 주가 상승이 오너일가의 지분확보에 유리할 것으로 예상된다.

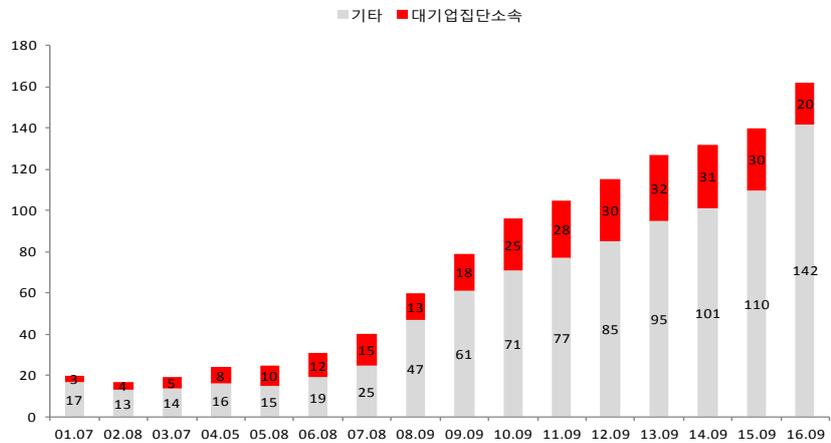
## 1. 인적분할을 통한 지주사 전환 과정

### 07년 이후 지주회사 전환 가속화

지주회사 제도는 1999년 국내에 처음으로 도입되었으나 도입 초기에는 지주회사 전환이 활발하지 않았다. 지배구조 투명화, 배당금의 익금불산입 등 기업 입장에서 유리한 측면이 많지만, 지주회사의 자회사 지분 요건이 상장사 30%, 비상장사 50%로 부담스러운 수준이었기 때문이다. 하지만 2007년 관련법 개정을 통해 지분 소유 요건이 상장사 20%, 비상장사 40%로 완화되면서 국내 기업들의 지주사 전환이 가속화되었다.

연도별 국내 지주회사 추이

(단위: 개)



자료: 공정거래위원회

주: 2016년 대기업 집단 지주회사의 감소는 대기업 집단 지정요건이 자산규모 5조원에서 10조원으로 완화되었기 때문

### 지주회사의 배당수익 익금불산입 규정

#### 법인세법

제18조의2(지주회사 수입배당금액의 익금불산입)

- 1호: 상장 자회사 40%, 비상장 자회사 지분 80% 초과 출자 시 자회사로 받은 수입배당금액 전액을 익금불산입
- 2호: 상장 자회사 40%, 비상장 자회사 지분 80% 이하 출자 시 자회사로 받은 수입배당금액 80%를 익금불산입

자료: 법제처

### 지주회사 전환 요건 강화 법안 발의로 향후에도 지주사 전환 기업 확대 전망

2017년 7월 1일 자로 지주회사의 자산 요건이 1,000억 원에서 5,000억 원으로 강화되고, 자회사 보유 지분 요건(현행: 상장사 20%, 비상장사 40% → 추진: 상장사 30%, 비상장사 50%)과 부채비율(현행: 200% → 추진: 100%)이 강화될 움직임이 보이면서 2016년부터 지주회사 전환 기업의 수가 증가하게 되었다. 또한, 사업회사 자사주의 신주배정 금지 움직임도 2016년도 지주회사 전환 가속화의 요인으로 작용했다.

지주회사의 행위제한 요건 강화 법안

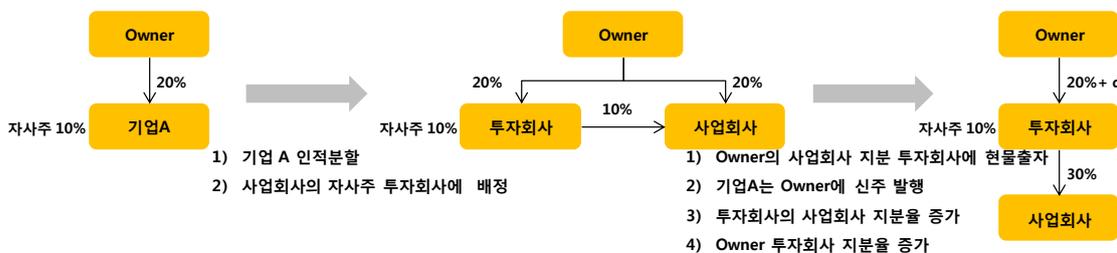
제안자	제안일자	제안이유
채이배의원 등 20인	2016-10-21	<p>본래 지주회사는 경제력 집중을 조장할 수 있어 설립 및 허용을 금지해 왔으나, 재벌그룹의 복잡한 출자구조로 인한 불투명성을 해소하기 위해 엄격한 행위제한을 조건으로 제도가 도입되었음. 그러나 2007년 두 차례에 걸친 「독점규제 및 공정거래에 관한 법률」 개정으로 오히려 지배주주의 지배권을 강화하고 경제력 집중을 심화하는 부작용을 낳고 있음.</p> <p>특히 현행법이 실질적 지배 여부와 무관하게 단순히 보유 주식수와 재무제표 수치를 기준으로 지주회사 해당 여부를 판단함으로써 인해 규제공백이 발생하는 실정임. 현행법 시행령은 '주된 사업요건'을 판단할 때에 계열사의 주식가액 합계 대신 자회사의 주식가액 합계를 기준으로 삼도록 하고 있음. 이로 인해 '주식의 소유를 통하여 국내회사의 사업내용을 지배하여 실질적으로 지주회사 역할을 하면서도 지주회사 규제는 적용받지 않는 회사'가 존재하게 됨. 이에 지주회사의 요건 중 '주된 사업요건'을 판단할 때 회사가 보유한 계열회사 주식가치의 합계액을 기준으로 삼도록 하며, 주식가치는 공정가치를 기준으로 평가하도록 함(안 제2조).</p> <p>또한 현행법의 허점으로 인해 두 개의 자회사가 하나의 손자회사를 동시에 보유할 수 있어 지주회사제도의 도입 취지와 반대로 계열사 간 시스템 리스크의 전이를 차단하지도 못하고, 오히려 소유관계가 복잡해지는 문제가 있으므로 이를 바로잡아 두 개 자회사의 손자회사 공동지배 금지를 명문화함(안 제8조의2제3항).</p> <p>아울러 지주회사에 대한 행위제한의 완화로 지배주주들이 지주회사 전환에 따른 각종 혜택만 누리면서 제도 본래의 도입 취지는 퇴색시키는 문제가 있으므로, <b>지주회사에 대한 행위제한을 최초 제도 도입 수준까지 강화함</b>(안 제2조 및 제8조의2).</p>

자료: SK 증권

인적분할 통한 지주사 전환으로  
기업의 실질적 혜택 확대

지주회사 전환은 일반적으로 인적분할, 자사주 신주배정, 그리고 대주주 현물출자의 과정을 거쳐 완성된다. 이 과정에서 사업회사의 자사주 의결권이 부활하고, 투자회사는 자사주 금액만큼의 사업회사 지분을 확보하게 된다. 또한, 지주회사의 자회사 지분 요건인 20%를 확보하기 위해 최대주주는 사업회사 보유 지분을 투자회사에 현물출자하게 되는데, 이 때 조세특례제한법(제 38 조의 2. 주식의 현물출자 등에 의한 지주회사의 설립 등에 대한 과세특례) 상 지주사 전환 시 주주의 양도차익 과세 이연 혜택도 발생한다.

일반적인 지주회사 전환 과정



자료: SK 증권

## 2. 인적분할은 주가 상승 이벤트인가?

### 주주의 부에 변동이 없는 인적분할을 통한 주가상승 이유

일반적으로 지주회사 전환은 인적분할의 과정을 거치게 된다. 특히 상장사의 경우 인적분할을 통해 지주회사와 사업회사가 분할 상장하게 된다. 인적분할이기 때문에 주주의 부는 변동이 없고 이 때문에 주식매수청구권도 발생하지 않는다. 하지만 분할 재상장을 거치면서 일반적으로 양사의 합산 시가총액은 분할 전 대비 상승하는 것으로 알려져 있다. 이를 검증하기 위해 2010년 이후 지주회사 전환을 위해 인적분할을 했거나 할 예정인 41개 상장사의 분할 재상장 전후 합산 시가총액을 비교해 상승 여부를 확인해 보았다.

### 2010년 이후 지주사 전환 기업 중 거래정지일까지 69.7% 기업의 주가 상승

41개 사 중 분할 재상장이 이루어진 기업은 33개이다. 기간을 지주회사 전환 선언일 부터 거래정지일까지로 한정해 보면 33개 중 23개 사(69.7%)의 주가가 상승했고 평균 주가 상승률은 13.0%였다. 지주회사 선언 이후 거래정지일까지 주가가 상승한 것은 분할 재상장 이후 합산 시가총액이 상승하리라는 기대감이 반영된 것으로 보인다. 이 기대감은 투자회사와 사업회사로 나누어 설명할 수 있다.

### 분할 재상장 이후 투자회사와 사업회사 모두 주가 상승에 대한 기대감 유효

투자회사의 경우 지주회사 전환 이후 ① 사업회사의 배당이 확대되어 펀더멘탈이 개선될 것이라는 기대감과 ② 오너 지분율이 높은 지주회사의 배당도 확대될 것이라는 기대감이 반영된 것으로 판단한다. 분할 전 주력 사업부였을 확률이 높은 사업회사의 주가 상승은 ① 분할 후 적정 가치가 주가에 반영될 것이라는 기대감과 ② 오너 현물출자를 고려했을 때 사업회사 주가 상승이 오너에게 유리할 것이라는 믿음에 기인한다.

### 분할재상장 이후에도 주가 상승에 대한 기대감 유효

거래정지일 대비 분할 재상장일 합산 시가총액을 보면, 합산 시총이 상승한 기업은 17개이다. 지주회사 선언일부터 상승한 주가가 분할 재상장 이후 하락한 것은 펀더멘탈 요인이라기 보다는 평균 13.0% 상승한 주가에 대한 차익 실현 때문인 것으로 보인다. 다만 분할 재상장일 당일 합산 시가총액이 평균 2.2% 상승한 것을 고려하면 분할 재상장 이후의 주가 상승에 대한 기대감은 계속 남아 있는 것으로 판단된다.

### 지주회사 선언 이후 주가 상승 확률 확대

결론적으로, 지주회사 선언일부터 분할 재상장일까지 주가가 상승한 기업은 33개 중 20개 사로 전체 기업의 60.6%가 주가 상승을 경험하였으며 평균 주가 상승률은 15.3%였다. 따라서 지주회사 전환을 위한 인적분할 공시는 분할 재상장까지 주가 상승을 견인할 수 있는 이벤트고 볼 수 있다.

## 2010년 이후 지주회사 선언 상장 기업 리스트

구분	지주사 선언 공시일	존속법인	신설법인	존속법인 분할비율	신설법인 분할비율
한국화장품제조	2010-02-12	한국화장품제조	한국화장품	0.220000	0.780000
한미사이언스	2010-03-26	한미사이언스	한미약품	0.250000	0.750000
대성합동지주	2010-04-12	대성합동지주	대성산업	0.260000	0.740000
메리츠화재	2010-07-01	메리츠화재	메리츠금융지주	0.704925	0.295075
하림홀딩스	2010-10-12	하림홀딩스	하림	0.430000	0.570000
AK홀딩스	2012-04-24	AK홀딩스	애경유화	0.640000	0.360000
한국타이어월드와이드	2012-04-25	한국타이어월드와이드	한국타이어	0.186050	0.813951
동아쏘시오홀딩스	2012-10-23	동아쏘시오홀딩스	동아에스티	0.371209	0.627891
대한항공	2013-03-22	대한항공	한진칼	0.186050	0.813950
종근당홀딩스	2013-07-01	종근당홀딩스	종근당	0.279000	0.721000
코스맥스비티아이	2013-10-23	코스맥스비티아이	코스맥스	0.337917	0.662083
한라홀딩스	2014-04-07	한라홀딩스	만도	0.478239	0.521761
디와이	2014-07-04	디와이	디와이파워	0.651299	0.348701
한솔홀딩스	2014-08-07	한솔홀딩스	한솔제지	0.620935	0.379065
골프존뉴딘	2014-10-16	골프존유원홀딩스	골프존	0.829700	0.170300
우리산업홀딩스	2014-10-17	우리산업홀딩스	우리산업	0.416451	0.583549
심택홀딩스	2015-02-23	심택홀딩스	심택	0.460140	0.539860
부방	2015-03-20	부방	쿠첸	0.695017	0.304983
현대상사	2015-05-27	현대종합상사	현대코퍼레이션홀딩스	0.592435	0.407565
휴온스글로벌	2015-11-24	휴온스글로벌	휴온스	0.482680	0.517321
원익홀딩스	2015-12-29	원익홀딩스	원익PS	0.487291	0.512710
샘표	2016-02-23	샘표	샘표식품	0.486016	0.513984
일동홀딩스	2016-03-09	일동홀딩스	일동제약	0.288128	0.711872
유비쿼스홀딩스	2016-10-07	유비쿼스홀딩스	유비쿼스	0.241696	0.758304
APS홀딩스	2016-10-14	APS홀딩스	AP시스템	0.465871	0.534129
크라온해태홀딩스	2016-10-21	크라온해태홀딩스	크라온제과	0.660030	0.339970
경동인베스트	2016-11-10	경동인베스트	경동도시가스	0.548678	0.451322
			현대로보틱스		0.745598
현대중공업	2016-11-15	현대중공업	현대일렉트릭	0.158427	0.048817
			현대건설기계		0.047159
매일홀딩스	2016-11-22	매일홀딩스	매일유업	0.526829	0.473171
오리온홀딩스	2016-11-22	오리온홀딩스	오리온	0.342033	0.657967
미원홀딩스	2016-12-12	미원홀딩스	미원에스씨	0.265000	0.735000
이녹스	2017-03-10	이녹스	이녹스첨단소재	0.300883	0.699118
제일파마홀딩스	2017-01-16	제일파마홀딩스	제일약품	0.292627	0.707373
롯데쇼핑	2017-04-26		롯데쇼핑	0.106978	0.893022
롯데제과	2017-04-26		롯데제과	0.703876	0.296124
롯데칠성	2017-04-26	롯데지주	롯데칠성	0.353909	0.646091
롯데푸드	2017-04-26		롯데푸드	0.173477	0.826523
BGF리테일	2017-06-08	BGF	BGF리테일	0.651166	0.348834
케이씨텍	2017-06-12	케이씨	케이씨텍	0.405890	0.594110
동아타이어	2017-06-12	디티알오토모티브	동아타이어	0.421208	0.578792
SK케미칼	2017-06-21	SK케미칼홀딩스	SK케미칼	0.480543	0.519457

자료: SK 증권

이벤트 별 지주회사 선언 기업 수익률

(단위: 억원)

구분	지주사 선언일	거래정지일	분할 재상장일 존속회사	분할 재상장일 신설회사	수익률①	수익률②	수익률③
한국화장품제조	564	813	261	552	44.0%	0.0%	44.0%
한미사이언스	11,161	8,223	1,197	7,147	-26.3%	1.5%	-25.2%
대성합동지주	4,116	4,296	1,648	2,582	4.4%	-1.5%	2.8%
메리츠화재	9,570	12,813	10,123	2,020	33.9%	-5.2%	26.9%
하림홀딩스	3,601	4,103	1,471	3,830	13.9%	29.2%	47.2%
AK홀딩스	2,488	3,217	1,321	1,695	29.3%	-6.2%	21.3%
한국타이어월드와이드	70,616	63,311	5,337	60,203	-10.3%	3.5%	-7.2%
동아쏘시오홀딩스	10,556	13,807	4,319	10,397	30.8%	6.6%	39.4%
대한항공	30,015	20,544	21,475	3,445	-31.6%	21.3%	-17.0%
종근당홀딩스	7,425	10,401	1,748	6,775	40.1%	-18.1%	14.8%
코스맥스비티아이	6,504	8,156	2,407	6,048	25.4%	3.7%	30.0%
한라홀딩스	24,299	24,659	4,889	18,548	1.5%	-5.0%	-3.5%
디와이	3,214	2,394	1,165	1,336	-25.5%	4.5%	-22.2%
한솔홀딩스	5,846	4,646	1,942	2,786	-20.5%	1.8%	-19.1%
골프존뉴딘	9,397	11,018	4,005	3,715	17.3%	-29.9%	-17.8%
우리산업홀딩스	1,972	1,847	399	1,425	-6.3%	-1.3%	-7.5%
심택홀딩스	3,933	3,167	601	2,051	-19.5%	-16.3%	-32.6%
부방	3,521	5,869	1,520	3,174	66.7%	-20.0%	33.3%
현대상사	8,284	8,028	4,260	3,163	-3.1%	-7.5%	-10.4%
휴온스글로벌	11,465	10,348	3,608	6,084	-9.7%	-6.3%	-15.5%
원익홀딩스	8,654	8,936	3,111	10,174	3.3%	48.7%	53.5%
샘표	1,938	2,880	1,097	2,421	48.6%	22.2%	81.6%
일동홀딩스	6,468	7,144	2,719	4,533	10.5%	1.5%	12.1%
유비쿼스홀딩스	2,173	2,427	1,157	1,253	11.7%	-0.7%	10.9%
APS홀딩스	6,518	7,132	1,957	5,704	9.4%	7.4%	17.5%
크라운해태홀딩스	4,369	4,892	2,242	2,780	12.0%	2.7%	14.9%
경동인베스트	2,439	2,516	1,140	1,375	3.1%	-0.1%	3.1%
현대중공업	111,340	125,400	102,281	65,948	12.6%	34.2%	51.1%
매일홀딩스	5,302	7,365	1,881	6,122	38.9%	8.7%	50.9%
오리온홀딩스	40,797	47,947	6,761	32,536	17.5%	-18.0%	-3.7%
미원홀딩스	3,025	4,707	1,139	3,480	55.6%	-1.9%	52.7%
이녹스	3,492	6,054	782	6,347	73.4%	17.7%	104.1%
제일파마홀딩스	13,098	10,187	2,681	6,912	-22.2%	-5.8%	-26.8%
<b>평균수익률</b>					<b>13.0%</b>	<b>2.2%</b>	<b>15.3%</b>
<b>상승업체</b>					<b>23</b>	<b>17</b>	<b>20</b>
<b>하락업체</b>					<b>10</b>	<b>16</b>	<b>13</b>
<b>상승업체 비율</b>					<b>69.7%</b>	<b>51.5%</b>	<b>60.6%</b>

자료: SK 증권

주: 수익률①: 지주회사 선언일 ~ 거래정지일

수익률②: 거래정지일 ~ 분할 재상장일

수익률③: 지주회사 선언일 ~ 분할 재상장일

지주회사 전환 과정에서 최대주주는 현물출자를 하기도 한다. 목적은 지주회사의 자회사 지분 요건 충족(자사주만으로 불가능할 경우)과 최대주주의 지주회사 지분 확대이다. 이 과정에서 사업회사의 주가가 올라야 최대주주에게 유리하다. 현물출자 할 사업회사의 가치가 상승해야 최대주주가 확보 가능한 지주회사 지분이 증가하기 때문이다.

하지만, 실제로 검증해 보면 분할 재상장 이후 현물출자 공시일까지 사업회사의 주가 상승 확률은 57.1%로 지주회사의 주가 상승 확률 52.4% 대비 유의미하게 높다고 할 수 없다. 이는 다소 의외의 결과인데 그 이유를 유추해보면, ① 일반적으로 사업회사의 분할 비율이 크기 때문에 인위적으로 사업회사의 시가총액을 크게 상승시키지 않아도 최대주주는 충분한 지주회사 지분을 확보할 수 있으며, ② 지주회사 요건을 성립하기 위한 시간이 2년으로 한정되어 있어 사업회사의 충분한 주가 상승을 위한 시간이 부족할 수 있기 때문이다.

현물출자까지 지주회사 및 사업회사 수익률

(단위: 억원)

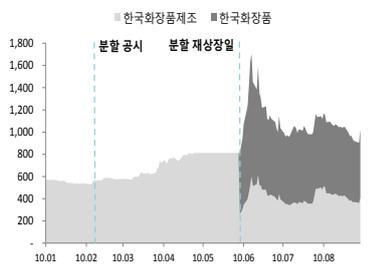
구분	분할 재상장일 지주회사	분할 재상장일 사업회사	현물출자 공시일 지주회사	현물출자 공시일 사업회사	지주회사 수익률	사업회사 수익률
한미사이언스	1,197	7,147	903	8,263	-24.6%	15.6%
대성합동지주	1,648	2,582	1,528	1,944	-7.3%	-24.7%
메리츠화재	2,020	10,123	1,039	10,298	-48.6%	1.7%
AK홀딩스	1,321	1,695	1,376	1,970	4.1%	16.3%
한국타이어월드와이드	5,337	60,203	5,847	65,406	9.5%	8.6%
대한항공	3,445	21,475	8,038	21,915	133.3%	2.0%
종근당홀딩스	1,748	6,775	2,734	6,737	56.5%	-0.6%
코스맥스비티아이	2,407	6,048	2,310	8,802	-4.0%	45.5%
한라홀딩스	4,889	18,548	5,612	18,032	14.8%	-2.8%
디와이	1,165	1,336	1,211	1,014	3.9%	-24.1%
한솔홀딩스	1,942	2,786	2,852	3,646	46.9%	30.9%
골프존뉴딘	4,005	3,715	3,883	7,970	-3.1%	114.5%
우리산업홀딩스	399	1,425	416	1,598	4.4%	12.2%
심텍홀딩스	601	2,051	550	2,078	-8.5%	1.3%
부방	1,520	3,174	1,605	2,853	5.6%	-10.1%
휴온스글로벌	3,608	6,084	3,306	5,807	-8.4%	-4.6%
원익홀딩스	3,111	10,174	3,052	9,844	-1.9%	-3.2%
샘표	1,097	2,421	879	1,462	-19.9%	-39.6%
일동홀딩스	2,719	4,533	1,578	3,569	-42.0%	-21.3%
현대중공업	46,958	121,271	47,018	128,855	0.1%	6.3%
미원홀딩스	1,139	3,480	1,707	3,242	49.8%	-6.8%
<b>수익률</b>					<b>7.7%</b>	<b>5.6%</b>
<b>상승기업</b>					<b>11</b>	<b>12</b>
<b>하락기업</b>					<b>10</b>	<b>9</b>
<b>상승업체비율</b>					<b>52.4%</b>	<b>57.1%</b>

자료: SK 증권

결론짓자면, 지주회사 전환을 위한 인적분할은 주가 상승을 기대할 수 있는 이벤트라 할 수 있으며, 분할 재상장 이후 최대주주의 현물출자 가능성이 높은 경우 사업회사의 주가 상승을 기대하는 것이 일반적이지만 보통 사업회사의 분할 비율이 크기 때문에 분할 재상장 이후 사업회사의 주가가 상승할 가능성은 확률적으로 그리 높지 않다.

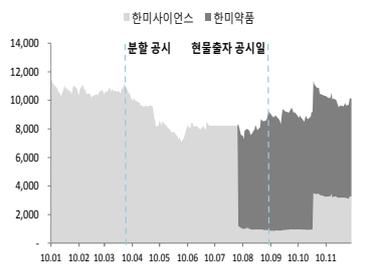
**참고. 지주회사 전환 전후 시가총액 비교**

한국화장품제조 시총 추이



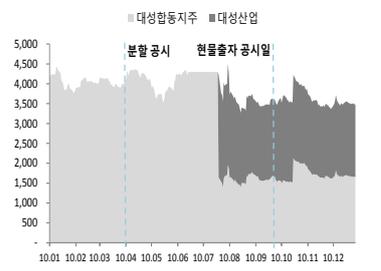
자료: Quantwise

한미사이언스 시총 추이



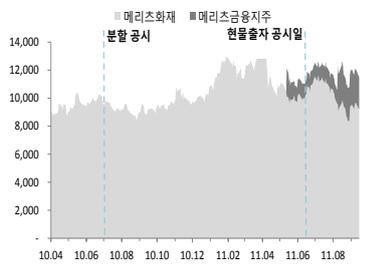
자료: Quantwise

대성합동지주 시총 추이



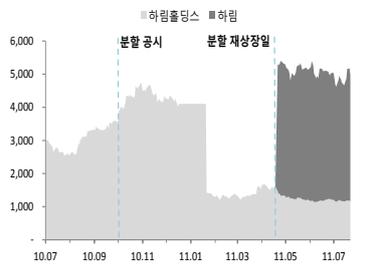
자료: Quantwise

메리츠화재 시총 추이



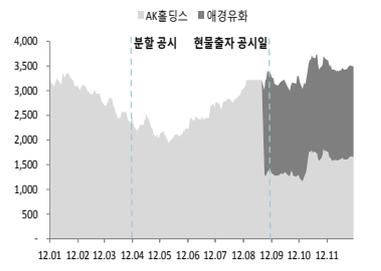
자료: Quantwise

하림홀딩스 시총 추이



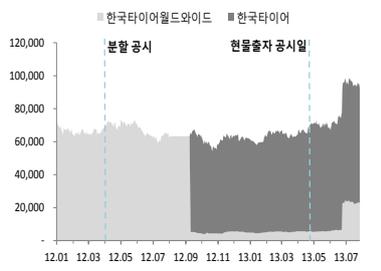
자료: Quantwise

AK홀딩스 시총 추이



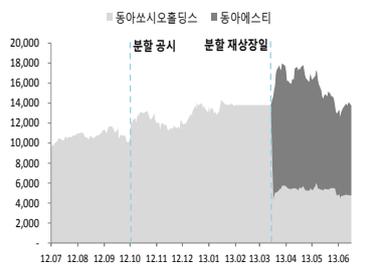
자료: Quantwise

한국타이어월드와이드 시총 추이



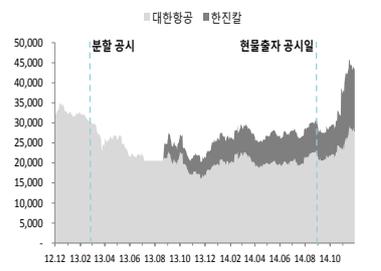
자료: Quantwise

동아쏘시오홀딩스 시총 추이



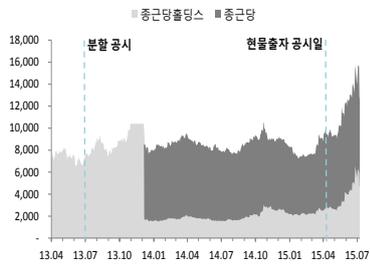
자료: Quantwise

대한항공 시총 추이



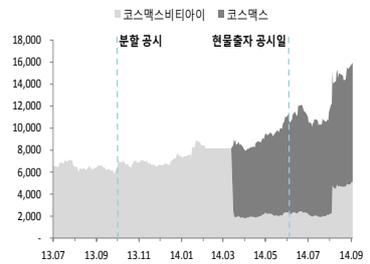
자료: Quantwise

### 증권당홀딩스 시총 추이



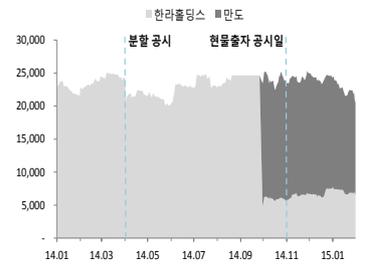
자료: Quantwise

### 코스맥스비티아이 시총 추이



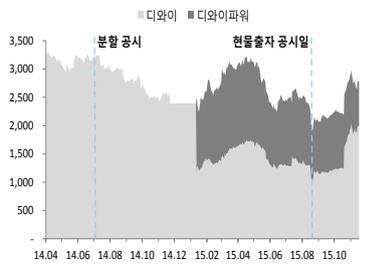
자료: Quantwise

### 한라홀딩스 시총 추이



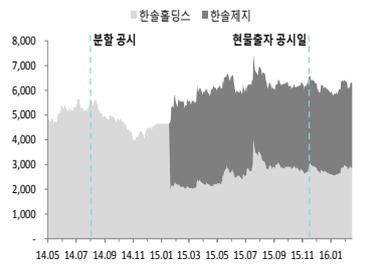
자료: Quantwise

### 디와이 시총 추이



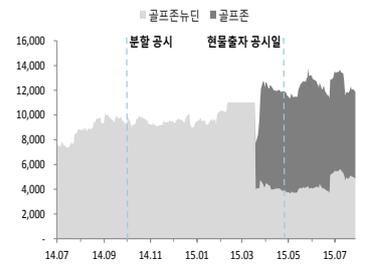
자료: Quantwise

### 한솔홀딩스 시총 추이



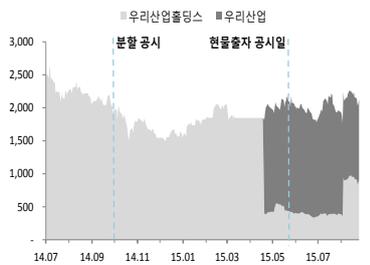
자료: Quantwise

### 골프존뉴딘 시총 추이



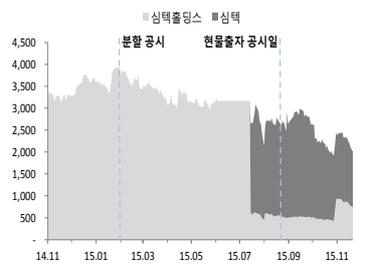
자료: Quantwise

### 우리산업홀딩스 시총 추이



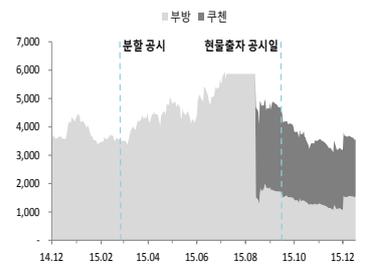
자료: Quantwise

### 심텍홀딩스 시총 추이



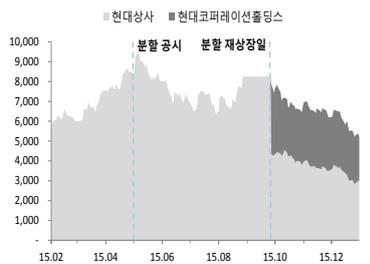
자료: Quantwise

### 부방 시총 추이



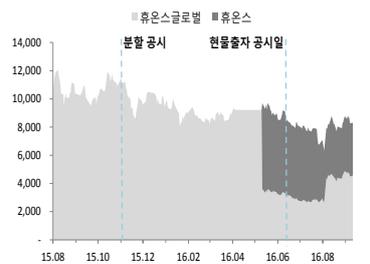
자료: Quantwise

### 현대상사 시총 추이



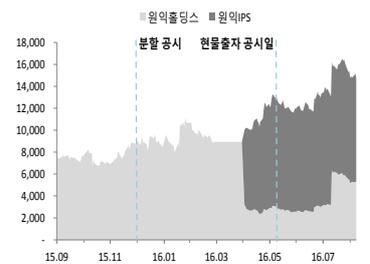
자료: Quantwise

### 휴온스글로벌 시총 추이



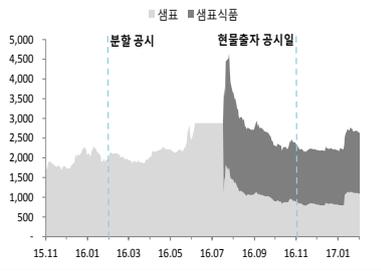
자료: Quantwise

### 원익홀딩스 시총 추이



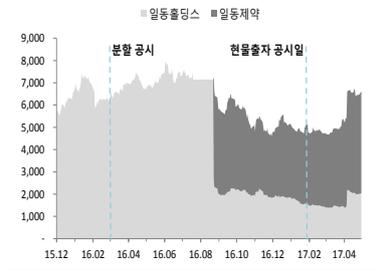
자료: Quantwise

샘표 시총 추이



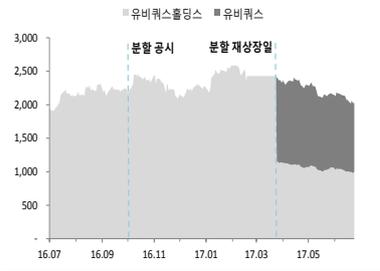
자료: Quantwise

일동홀딩스 시총 추이



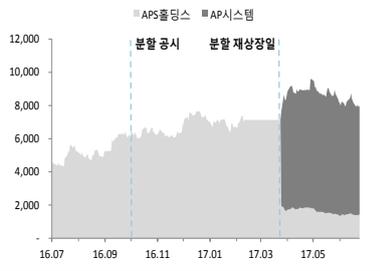
자료: Quantwise

유비쿼스홀딩스 시총 추이



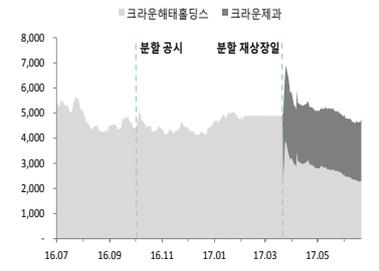
자료: Quantwise

APS 홀딩스 시총 추이



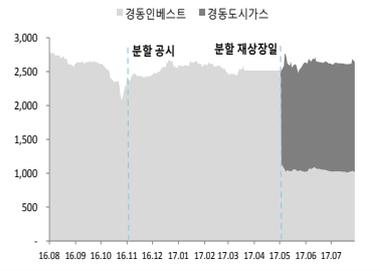
자료: Quantwise

크라온해태홀딩스 시총 추이



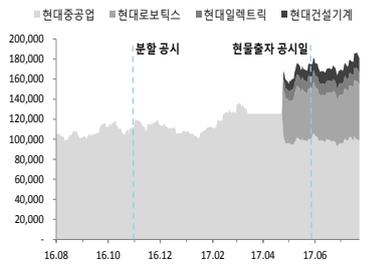
자료: Quantwise

경동인베스트 시총 추이



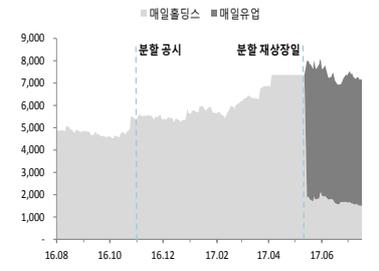
자료: Quantwise

현대중공업 시총 추이



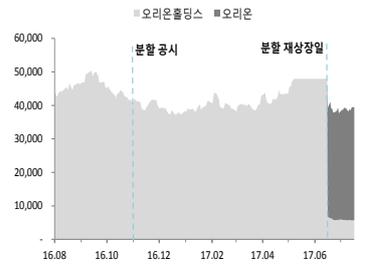
자료: Quantwise

매일홀딩스 시총 추이



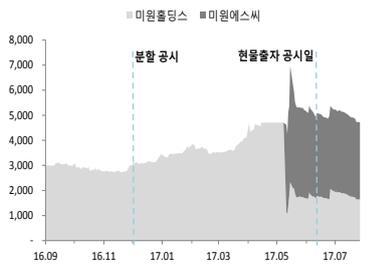
자료: Quantwise

오리온홀딩스 시총 추이



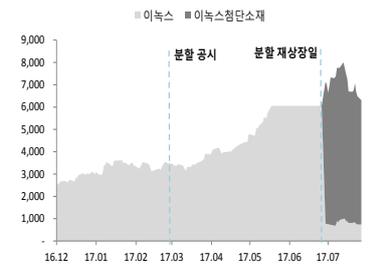
자료: Quantwise

미원홀딩스 시총 추이



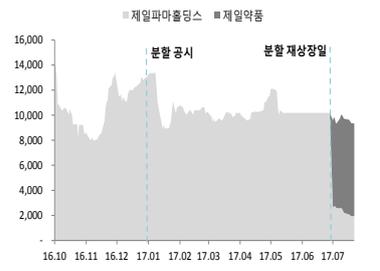
자료: Quantwise

이녹스 시총 추이



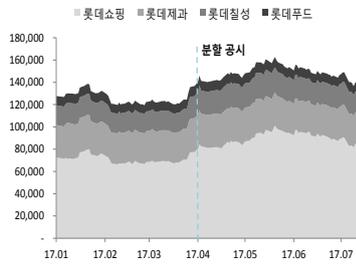
자료: Quantwise

제일파마홀딩스 시총 추이



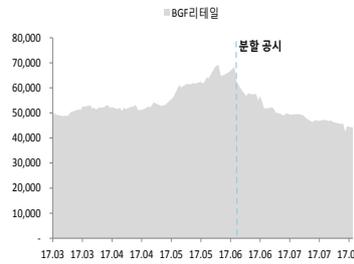
자료: Quantwise

### 롯데쇼핑 시총 추이



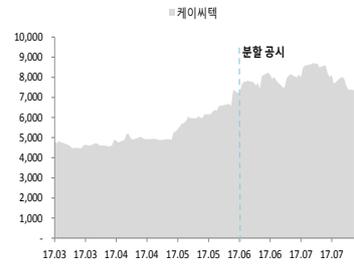
자료: Quantwise

### BGF 리테일 시총 추이



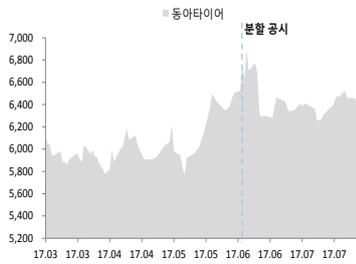
자료: Quantwise

### 케이씨텍 시총 추이



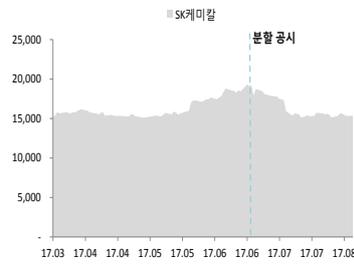
자료: Quantwise

### 동아타이어 시총 추이



자료: Quantwise

### SK 케미칼 시총 추이



자료: Quantwise

### 3. 지주회사 선언 전 자사주 비율과 주가 상승의 관계는?

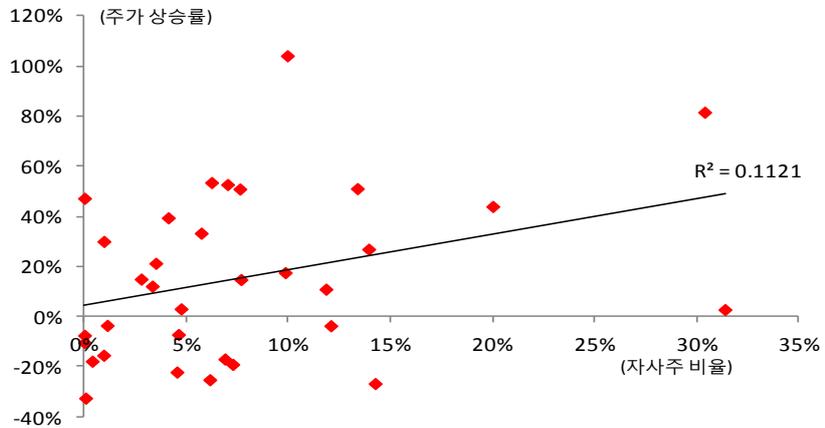
자사주 비율 높다면 지주회사와  
사업회사 모두에게 유리

지주회사 전환을 위한 인적분할 과정에서 자사주는 중요한 역할을 한다. 지주회사의 자회사 지분 보유 요건(상장사 20%, 비상장사 40%)을 충족시키기 위해 분할 전 사업회사가 보유하던 자사주를 지주회사에 배정하면 지주회사가 사업회사 지분을 확보할 수 있기 때문이다. 이 경우 사업회사 자사주의 의결권이 부활하게 된다. 또한, 자사주를 배정한 사업회사는 자사주에 대한 반대급부로 현금을 더 많이 확보할 수 있어 향후 투자재원으로 활용할 수 있다. 따라서 자사주 비율이 높다면 지주회사와 사업회사 모두에게 유리하다.

지사주 비율과 주가는 약한 정의  
상관관계를 지님

실제로 자사주 보유비율과 주가 상승률 관계를 비교해 보면 정의 상관관계를 확인할 수 있다. 즉 자사주 보유 비율이 높은 기업은 지주회사 전환 이후 주가 상승 확률이 높다는 뜻이다. 다만 정의 상관관계가 강하게 나타나고 있지는 않는데, 그 이유를 유추해 보면 자사주 보유 비율이 높아 사업회사의 주가 상승을 불러올 수 있는 오너 현물출자의 가능성은 오히려 하락하기 때문인 것으로 판단된다.

자사주 보유 비율과 수익률 관계



## 지주회사 선언 기업의 자사주 보유 비율

기업명	분할 선언 당시 보유 자사주	수익률
한국화장품제조	20.0%	44.0%
한미사이언스	6.1%	-25.2%
대성합동지주	31.4%	2.8%
메리츠화재	13.9%	26.9%
하림홀딩스	0.0%	47.2%
AK홀딩스	3.5%	21.3%
한국타이어월드와이드	4.6%	-7.2%
동아쏘시오홀딩스	4.1%	39.4%
대한항공	6.9%	-17.0%
종근당홀딩스	7.7%	14.8%
코스맥스비티아이	0.9%	30.0%
한라홀딩스	1.1%	-3.5%
디와이	4.5%	-22.2%
한솔홀딩스	7.3%	-19.1%
골프존뉴딘	0.4%	-17.8%
우리산업홀딩스	0.0%	-7.5%
심텍홀딩스	0.1%	-32.6%
부방	5.7%	33.3%
현대상사	0.0%	-10.4%
휴온스글로벌	0.9%	-15.5%
원익홀딩스	6.2%	53.5%
샘표	30.4%	81.6%
일동홀딩스	3.3%	12.1%
유비쿼스홀딩스	11.8%	10.9%
APS홀딩스	9.8%	17.5%
크라운해태홀딩스	2.8%	14.9%
경동인베스트	4.7%	3.1%
현대중공업	13.4%	51.1%
매일홀딩스	7.6%	50.9%
오리온홀딩스	12.1%	-3.7%
미원홀딩스	7.0%	52.7%
이녹스	9.9%	104.1%
제일파마홀딩스	14.2%	-26.8%
<b>평균</b>	<b>7.6%</b>	<b>15.3%</b>

자료: SK 증권

주: 수익률은 지주회사 선언일부터 분할 재상장까지 기준

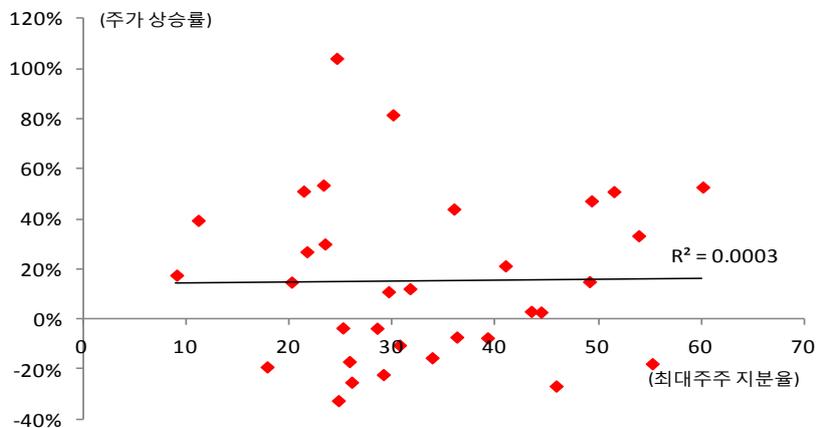
#### 4. 최대주주 보유 지분율과 주가 상승의 관계는?

최대주주 보유 지분율과 주가와의 상관 관계는 낮음

지주회사 전환 과정에서 최대주주는 현물출자를 통해 지주회사의 지분을 확보할 수 있다. 그리고 현물출자 과정에서 사업회사의 주가가 상승할 경우 최대주주는 더욱 많은 지분을 확보할 수 있게 되어 유리하다. 하지만, 사업회사가 이미 자사주를 충분히 보유하고 있다면 지주회사의 자회사 지분 확보를 위한 현물출자 과정이 필요 없어지기 때문에 최대주주의 지분율이 높다고 하더라도 지주회사 전환 과정에서 주가 상승을 기대하기 어려울 것이다.

또한, 현물출자를 통해 지주회사의 지분을 추가 확보하는 과정에서 지주회사의 주가 하락과 사업회사의 주가 상승이 이루어질 경우 최대주주는 더욱 많은 지주회사 지분을 확보하게 된다. 즉 일반적으로 사업회사의 분할 비율이 높기 때문에 최대주주의 지분율이 낮을수록 지주회사 전환과정에서 주가 상승을 기대할 수 있는 상황도 발생하는 것이다. 결론적으로 최대주주의 지분율과 지주회사 선언 이후의 주가 상관 관계는 낮다.

##### 최대주주 지분율과 수익률 관계



자료: SK 증권

주: 주가 상승률은 지주회사 선언일부터 분할 재상장까지 기준

## 지주회사 선언 기업의 자사주 보유 비율

기업명	최대주주 지분율	분할 이후 수익률
한국화장품제조	36.0	44.0%
한미사이언스	26.0	-25.2%
대성합동지주	44.4	2.8%
메리츠화재	21.7	26.9%
하림홀딩스	49.3	47.2%
AK홀딩스	41.0	21.3%
한국타이어월드와이드	36.2	-7.2%
동아쏘시오홀딩스	11.1	39.4%
대한항공	25.8	-17.0%
종근당홀딩스	20.2	14.8%
코스맥스비티아이	23.4	30.0%
한라홀딩스	25.1	-3.5%
디와이	29.1	-22.2%
한솔홀딩스	17.8	-19.1%
골프존뉴딘	55.2	-17.8%
우리산업홀딩스	39.2	-7.5%
심텍홀딩스	24.7	-32.6%
부방	53.9	33.3%
현대상사	30.7	-10.4%
휴온스글로벌	33.8	-15.5%
원익홀딩스	23.3	53.5%
샘표	30.0	81.6%
일동홀딩스	31.7	12.1%
유비쿼스홀딩스	29.6	10.9%
APS홀딩스	9.0	17.5%
크라운해태홀딩스	49.1	14.9%
경동인베스트	43.5	3.1%
현대중공업	21.3	51.1%
매일홀딩스	51.5	50.9%
오리온홀딩스	28.5	-3.7%
미원홀딩스	60.2	52.7%
이녹스	24.6	104.1%
제일파마홀딩스	45.9	-26.8%

자료: SK 증권

주: 수익률은 지주회사 선언일부터 분할 재상장까지 기준

## 5. 지주회사 선언 이후 배당은 증가하는가?

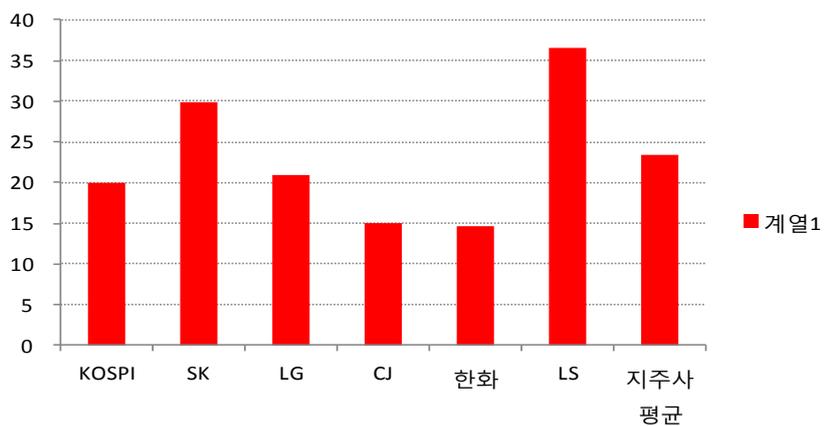
앞서 언급한 바와 같이 지주회사 선언 이후 주가 상승을 기대하게 하는 가장 큰 요인 중에 하나가 배당 확대에 대한 기대감이다. 실제로 분할 재상장 전후를 비교해 보면 배당(성향)이 상승한 기업이 다수였다. 사업회사와 투자회사 모두 배당(성향)이 상승할 것으로 기대된다.

사업회사는 ① 분할 시 자사주의 신주배정에 대한 반대급부로 많은 현금을 보유하고 있을 가능성이 높아 배당을 늘린다 하더라도 투자 재원이 충분할 가능성이 높고, ② 자체 사업을 보유하고 있지 않은 지주회사의 주 수입원이 자회사가 지급하는 배당이기 때문에 사업회사 배당 증가에 대한 필요성이 커질 것으로 판단하여 배당 성향 확대가 기대된다.

투자회사는 ① 일반적으로 지주사 전환 이후 브랜드 로열티라는 추가 수입원이 발생하고, ② 자회사 배당이 법인세법상 익금불산입되어 안정적인 현금흐름을 기대할 수 있으며, ③ 자산이 지주회사 주식에 집중되는 오너 일가에게 배당을 통해 안정적으로 현금을 지급할 필요가 있기 때문에 배당 성향 확대가 기대된다.

국내 대형 지주사와 코스피 최근 5년 평균 배당 성향 비교

(단위 : %)



자료: Quantwise

## 분할 전후 DPS 비교

(단위: 원)

기업명	분할 재상장 전연도	분할재상장 연도	분할 재상장 다음해
한국화장품제조	20	20	-
한국화장품		-	-
한미사이언스	625	-	-
한미약품		-	-
대성합동지주	1,000	1,000	1,000
대성산업		1,000	-
메리츠화재	450	550	300
메리츠금융지주	-	-	75
하림홀딩스	-	-	-
하림		50	-
AK홀딩스	750	150	200
애경유화		500	1,500
한국타이어월드와이드	400	400	300
한국타이어		400	400
동아쏘시오홀딩스	1,000	1,000	1,000
동아에스티		250	750
대한항공	-	-	-
한진칼		-	75
종근당홀딩스	700	1,700	700
종근당		300	800
코스맥스비티아이	330	240	130
코스맥스		500	700
한라홀딩스	1,200	500	1,200
만도		2,000	4,800
디와이	230	110	140
디와이파워	-	100	120
한솔홀딩스	-	-	-
한솔제지		500	700
골프존뉴딘	500	580	117
골프존		4,000	1,600
우리산업홀딩스	30	50	50
우리산업		50	50
심텍홀딩스	-	-	-
심텍		260	200
부방	-	-	-
쿠첸		-	-
현대상사	500	750	500
현대코퍼레이션홀딩스		200	400

자료: Quantwise

## 분할 전후 배당성향 비교

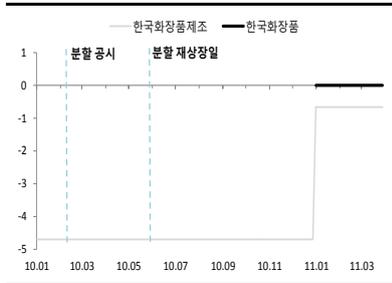
(단위: 원)

기업명	분할 재상장 전연도	분할재상장 연도	분할 재상장 다음해
한국화장품제조	-4.7	-0.7	-
한국화장품	-	-	-
한미사이언스	10.6	-	-
한미약품	-	-	-
대성합동지주	15.8	12.4	-6.6
대성산업	-	30.0	-
메리츠화재	22.8	32.5	33.2
메리츠금융지주	-	-	10.5
하림홀딩스	-	-	-
하림	-	20.1	-
AK홀딩스	15.8	0.9	2.8
애경유화	-	22.1	17.7
한국타이어월드와이드	16.3	0.3	17.2
한국타이어	-	21.4	6.7
동아쏘시오홀딩스	14.4	29.2	273.2
동아에스티	-	-3.3	15.4
대한항공	-	-	-
한진칼	-	-	1.8
종근당홀딩스	26.7	1.4	24.8
종근당	-	63.9	21.4
코스맥스비티아이	20.3	16.9	15.5
코스맥스	-	27.1	29.6
한라홀딩스	12.0	0.5	17.0
만도	-	39.4	35.7
디와이	8.7	15.7	23.9
디와이파워	-	65.6	13.8
한솔홀딩스	-	-	-
한솔제지	-	34.3	33.1
골프존뉴딘	23.2	2.9	124.3
골프존	-	68.7	27.5
우리산업홀딩스	3.3	3.9	11.6
우리산업	-	4.5	3.5
심텍홀딩스	-	-	-
심텍	-	54.8	15.3
부방	-	-	-
쿠첸	-	-	-
현대상사	33.1	6.7	81.0
현대코퍼레이션홀딩스	-	10.0	56.7

자료: Quantwise

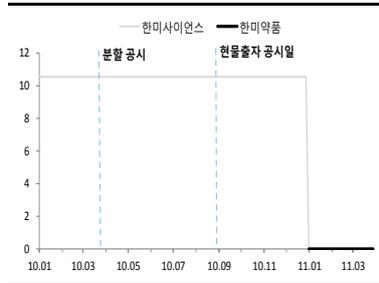
참고 지주회사 전환 전후 배당성향 비교

한국화장품제조 배당성향 추이



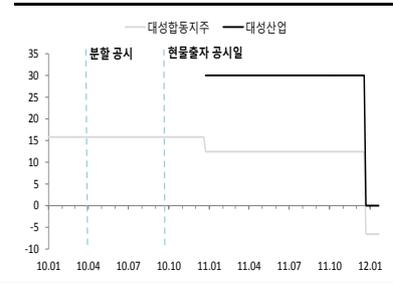
자료: Quantwise

한미사이언스 배당성향 추이



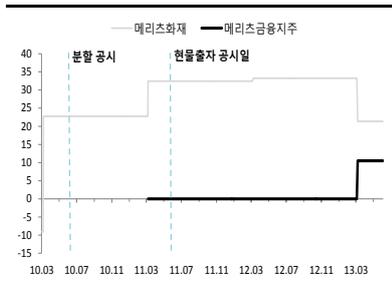
자료: Quantwise

대성합동지주 배당성향 추이



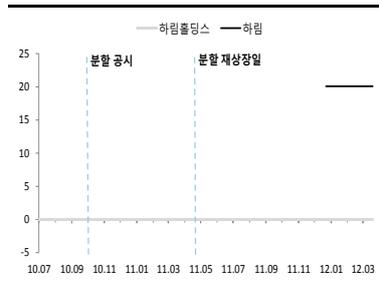
자료: Quantwise

메리츠화재 배당성향 추이



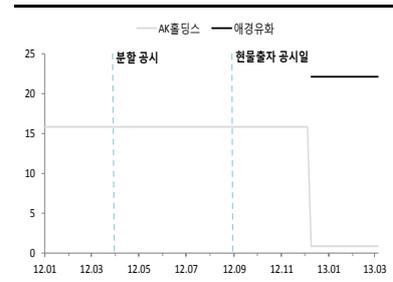
자료: Quantwise

하림홀딩스 배당성향 추이



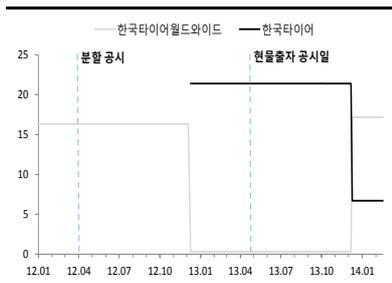
자료: Quantwise

AK홀딩스 배당성향 추이



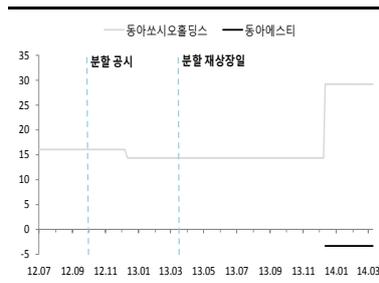
자료: Quantwise

한국타이어월드와이드 배당성향 추이



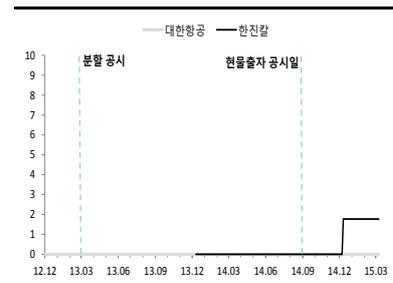
자료: Quantwise

동아쏘시오홀딩스 배당성향 추이



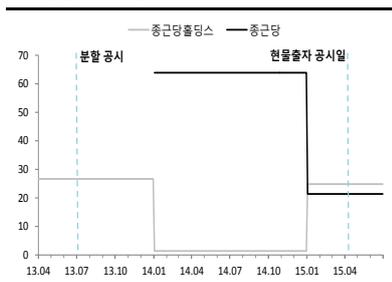
자료: Quantwise

대한항공 배당성향 추이



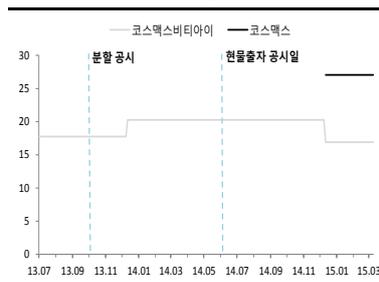
자료: Quantwise

종근당홀딩스 배당성향 추이



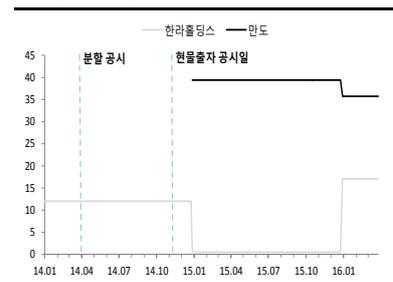
자료: Quantwise

코스맥스비티아이 배당성향 추이



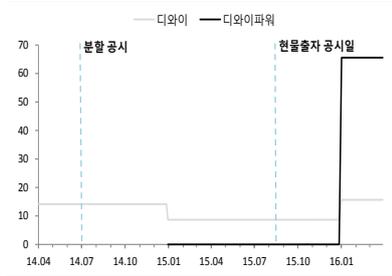
자료: Quantwise

한라홀딩스 배당성향 추이



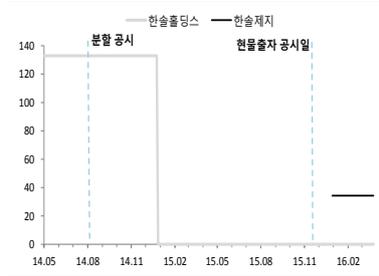
자료: Quantwise

디와이 배당성향 추이



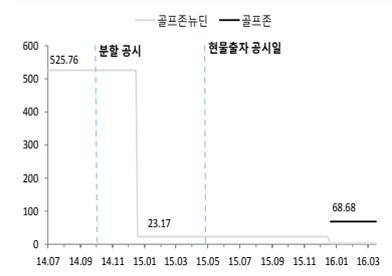
자료: Quantwise

한솔홀딩스 배당성향 추이



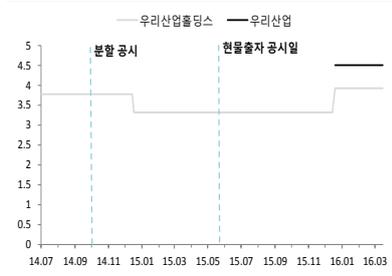
자료: Quantwise

골프존뉴딘 배당성향 추이



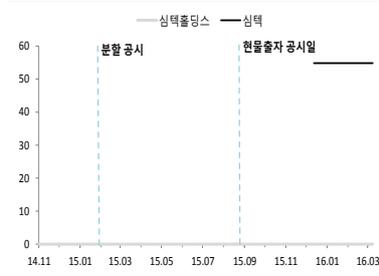
자료: Quantwise

우리산업홀딩스 배당성향 추이



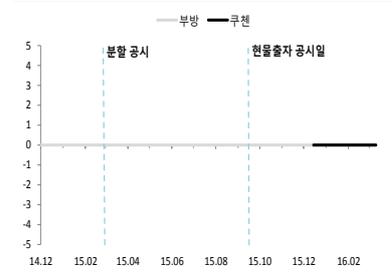
자료: Quantwise

심텍홀딩스 배당성향 추이



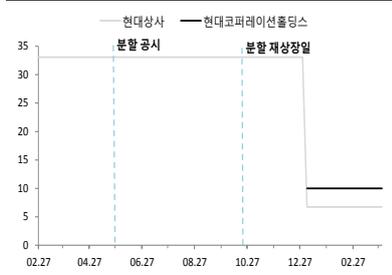
자료: Quantwise

부방 배당성향 추이



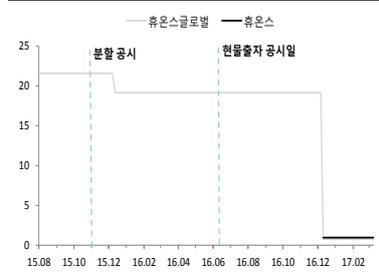
자료: Quantwise

현대상사 배당성향 추이



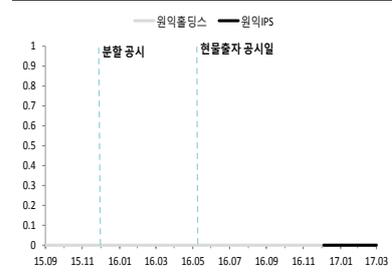
자료: Quantwise

휴온스글로벌 배당성향 추이



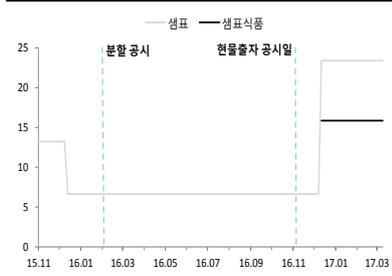
자료: Quantwise

원익홀딩스 배당성향 추이



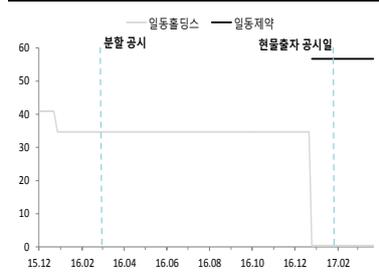
자료: Quantwise

샘표 배당성향 추이



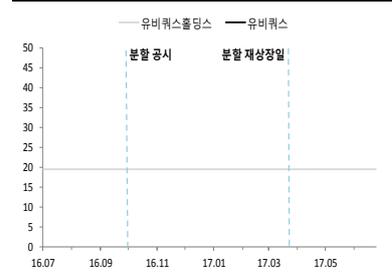
자료: Quantwise

일동홀딩스 배당성향 추이



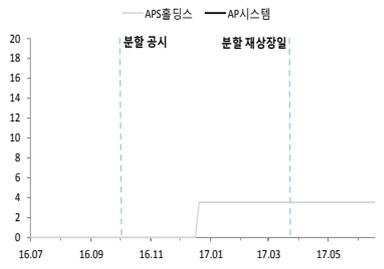
자료: Quantwise

유비쿼스홀딩스 배당성향 추이



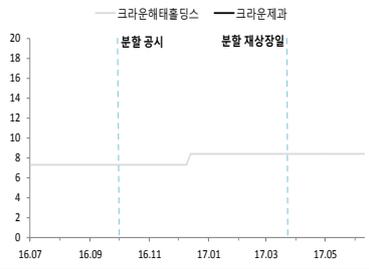
자료: Quantwise

APS 홀딩스 배당성향 추이



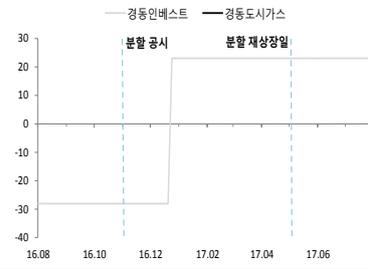
자료: Quantwise

크라온해태홀딩스 배당성향 추이



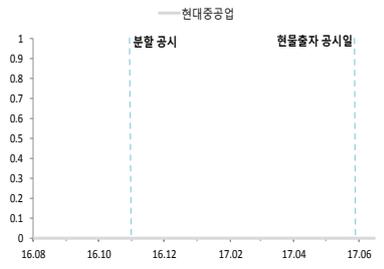
자료: Quantwise

경동인베스트 배당성향 추이



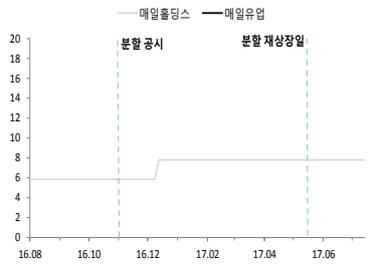
자료: Quantwise

현대중공업 배당성향 추이



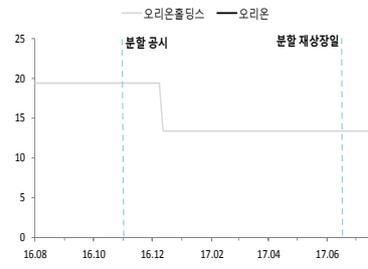
자료: Quantwise

매일홀딩스 배당성향 추이



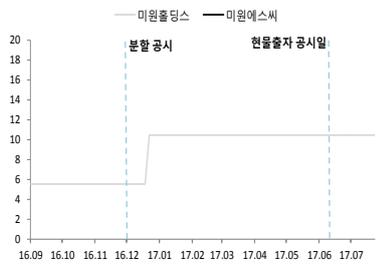
자료: Quantwise

오리온홀딩스 배당성향 추이



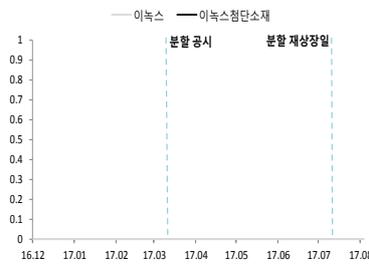
자료: Quantwise

미원홀딩스 배당성향 추이



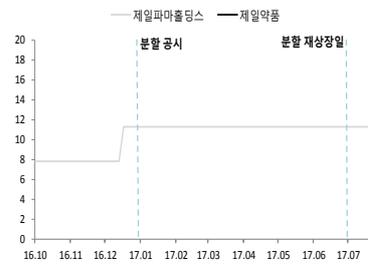
자료: Quantwise

이녹스 배당성향 추이



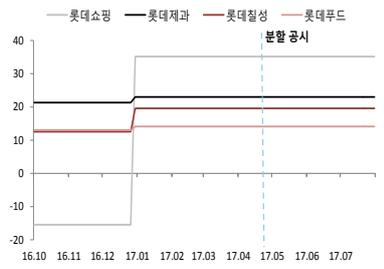
자료: Quantwise

제일파마홀딩스 배당성향 추이



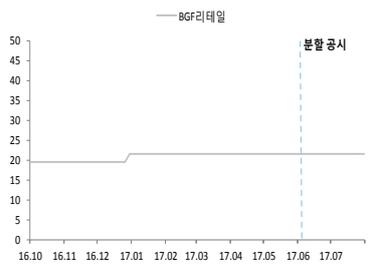
자료: Quantwise

롯데쇼핑 배당성향 추이



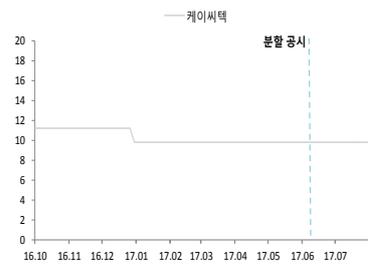
자료: Quantwise

BGF 리테일 배당성향 추이



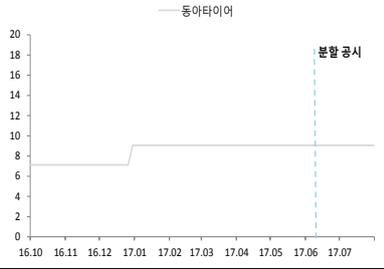
자료: Quantwise

케이씨텍 배당성향 추이



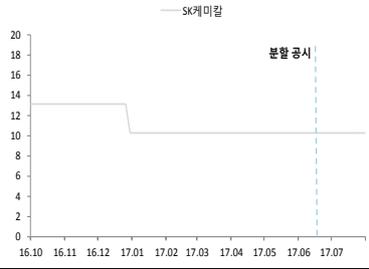
자료: Quantwise

동아타이어 배당성향 추이



자료: Quantwise

SK 케미칼 배당성향 추이



자료: Quantwise

## 6. 지주회사 선언 이후 멀티플 변화는?

### 분할 재상장 이후 사업회사의 멀티플 상승

지주회사와 사업회사로 분할 재상장된 각각의 회사 멀티플은 다른 양상을 보인다. 지주회사는 보유하고 있는 자산(자회사)의 유동성, 더블카운트 이슈 등으로 인해 할인되는 것이 일반적인데, 실제로 분할 이후 멀티플(PBR 기준)은 분할 전 대비 대부분 하락하였다. 반면 사업회사는 분할 전 보유 자산에 대한 디스카운트 요소가 해소되고 정당한 사업 가치에 대한 멀티플이 적용되면서 멀티플 상승 기업의 비중이 68.2%에 달했다.

### 지주사 선언 전후 PBR 비교

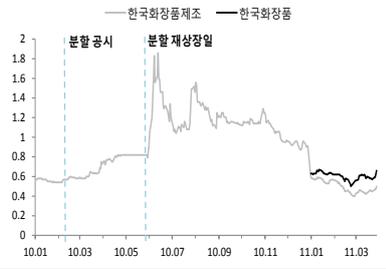
(단위: 배)

기업명	지주사 선언 전 PBR	지주사 선언 당 PBR	멀티플 상승률	기업명	지주사 선언 전 PBR	지주사 선언 당 PBR	멀티플 상승률
한국화장품제조	0.38	0.6	57.9%	한국화장품	0.38	0.63	65.8%
한미사이언스	2.62	0.85	-67.6%	한미약품	2.62	2.17	-17.2%
대성합동지주	0.32	0.29	-9.4%	대성산업	0.32	0.28	-12.5%
메리츠금융지주	1.15	0.37	-67.8%	메리츠화재	1.15	1.47	27.8%
하림홀딩스	1.32	1.38	4.5%	하림	1.32	1.35	2.3%
AK홀딩스	1.02	0.65	-36.3%	애경유화	1.02	1.35	32.4%
한국타이어월드와이드	2.05	0.65	-68.3%	한국타이어	2.05	1.81	-11.7%
동아쏘시오홀딩스	1.26	1.51	19.8%	동아에스티	1.26	1.75	38.9%
한진칼	1.19	0.75	-37.0%	대한항공	1.19	0.7	-41.2%
종근당홀딩스	1.26	0.96	-23.8%	종근당	1.26	2.15	70.6%
코스맥스비티아이	7.55	7.07	-6.4%	코스맥스	7.55	11.1	47.0%
한라홀딩스	1.35	0.81	-40.0%	만도	1.35	1.62	20.0%
디와이	1	0.54	-46.0%	디와이파워	1	0.74	-26.0%
한솔홀딩스	0.62	1.18	90.3%	한솔제지	0.62	1.02	64.5%
골프존뉴딘	1.75	1.91	9.1%	골프존	1.75	5.07	189.7%
우리산업홀딩스	2.29	1.85	-19.2%	우리산업	2.29	4.68	104.4%
심텍홀딩스	1.91	0.8	-58.1%	심텍	1.91	0.93	-51.3%
부방	2.03	0.77	-62.1%	쿠첸	2.03	3.49	71.9%
현대상사	1.01	0.77	-23.8%	현대코퍼레이션홀딩스	1.01	1.45	43.6%
휴온스글로벌	4.01	6.13	52.9%	휴온스	4.01	4	-0.2%
원익홀딩스	2.94	2.04	-30.6%	원익PS	2.94	4.94	68.0%
샘표	0.79	0.52	-34.2%	샘표식품	0.79	1.35	70.9%
<b>지주회사 중 상승기업 비중</b>			<b>36.4%</b>	<b>사업회사 중 상승기업 비중</b>			<b>68.2%</b>

자료: Quantwise

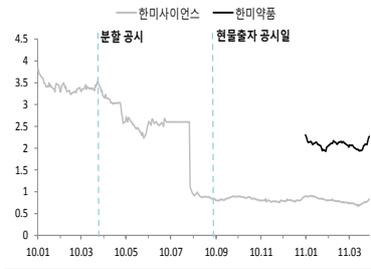
참고. 지주회사 전환 전후 PBR 비교

한국화장품제조 PBR 멀티플 추이



자료: Quantwise

한미사이언스 PBR 멀티플 추이



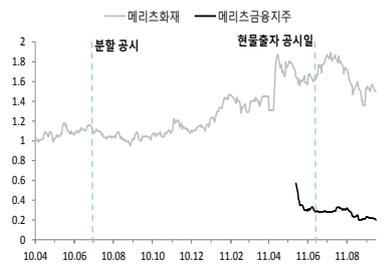
자료: Quantwise

대성합동지주 PBR 멀티플 추이



자료: Quantwise

메리츠화재 PBR 멀티플 추이



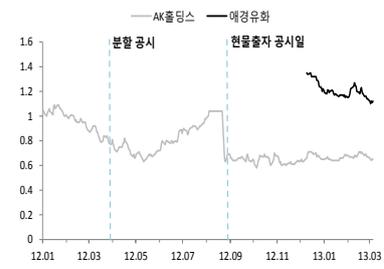
자료: Quantwise

하림홀딩스 PBR 멀티플 추이



자료: Quantwise

AK 홀딩스 PBR 멀티플 추이



자료: Quantwise

한국타이어월드와이드 PBR 멀티플 추이



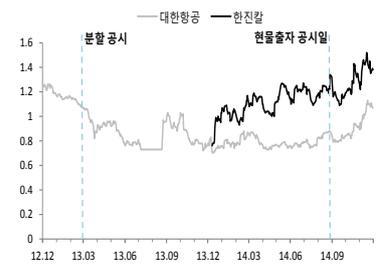
자료: Quantwise

동아쏘시오홀딩스 PBR 멀티플 추이



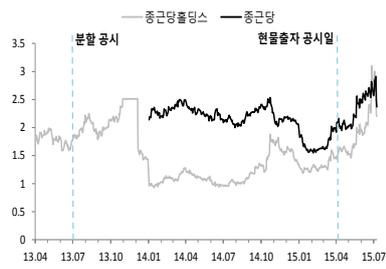
자료: Quantwise

대한항공 PBR 멀티플 추이



자료: Quantwise

종근당홀딩스 PBR 멀티플 추이



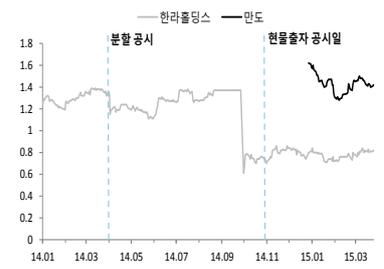
자료: Quantwise

코스맥스비티아이 PBR 멀티플 추이



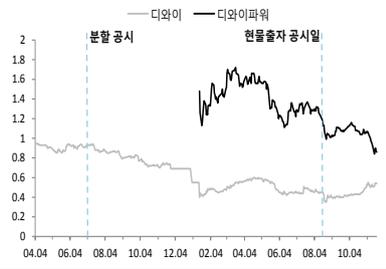
자료: Quantwise

한라홀딩스 PBR 멀티플 추이



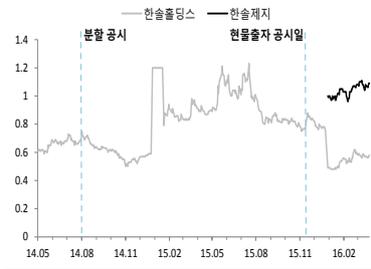
자료: Quantwise

디와이 PBR 멀티플 추이



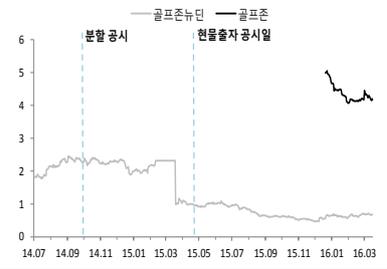
자료: Quantwise

한솔홀딩스 PBR 멀티플 추이



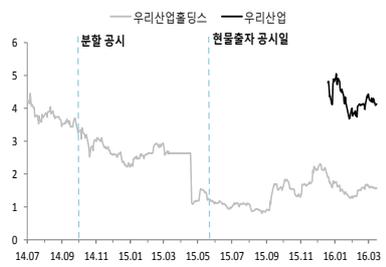
자료: Quantwise

골프존뉴딘 PBR 멀티플 추이



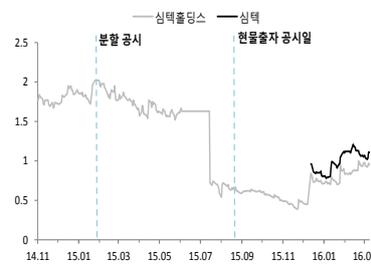
자료: Quantwise

우리산업홀딩스 PBR 멀티플 추이



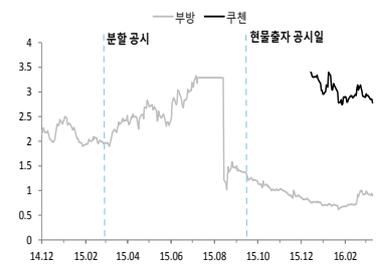
자료: Quantwise

심텍홀딩스 PBR 멀티플 추이



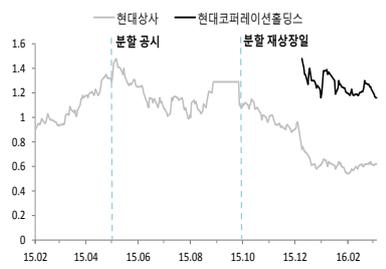
자료: Quantwise

부방 PBR 멀티플 추이



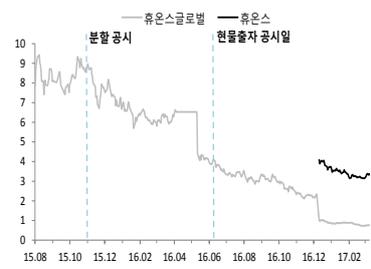
자료: Quantwise

현대상사 PBR 멀티플 추이



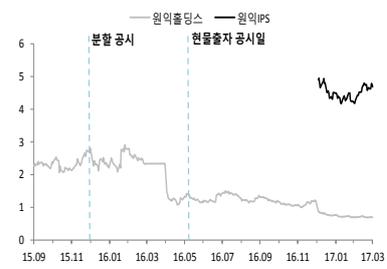
자료: Quantwise

휴온스글로벌 PBR 멀티플 추이



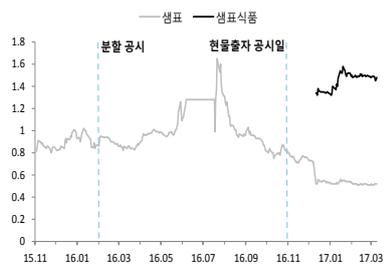
자료: Quantwise

원익홀딩스 PBR 멀티플 추이



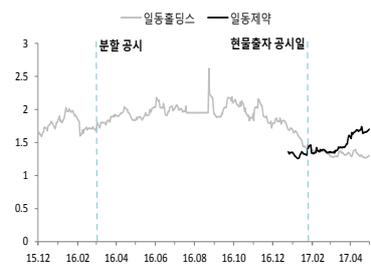
자료: Quantwise

샘표 PBR 멀티플 추이



자료: Quantwise

일동홀딩스 PBR 멀티플 추이



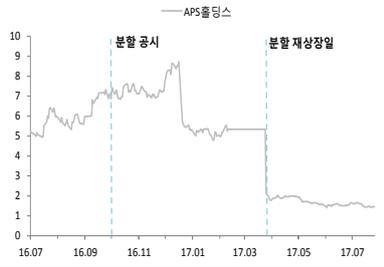
자료: Quantwise

유비쿼스홀딩스 PBR 멀티플 추이



자료: Quantwise

APS 홀딩스 PBR 멀티플 추이



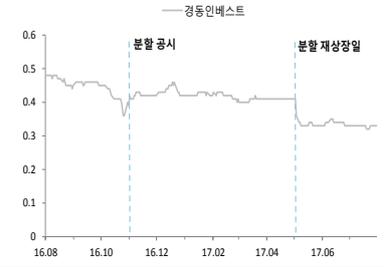
자료: Quantwise

크라운해태홀딩스 PBR 멀티플 추이



자료: Quantwise

경동인베스트 PBR 멀티플 추이



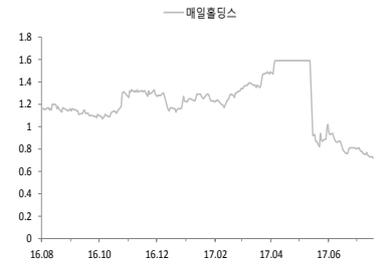
자료: Quantwise

현대중공업 PBR 멀티플 추이



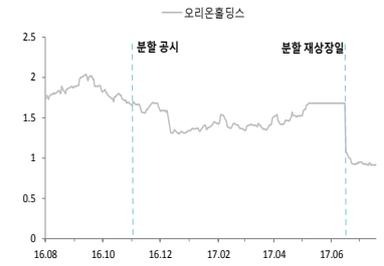
자료: Quantwise

매일홀딩스 PBR 멀티플 추이



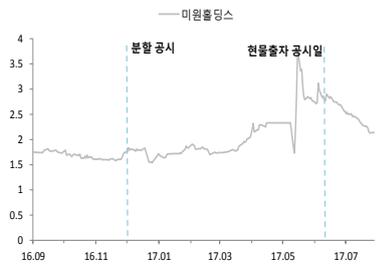
자료: Quantwise

오리온홀딩스 PBR 멀티플 추이



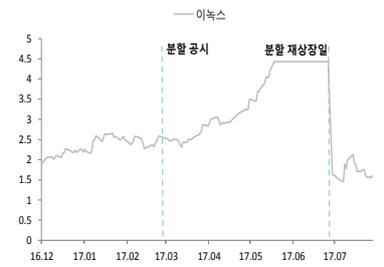
자료: Quantwise

미원홀딩스 PBR 멀티플 추이



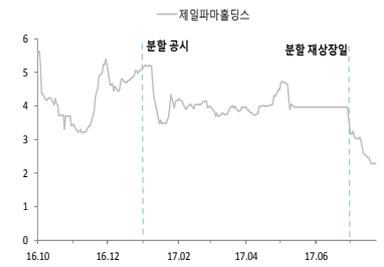
자료: Quantwise

이녹스 PBR 멀티플 추이



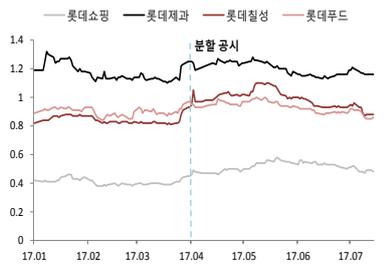
자료: Quantwise

제일파마홀딩스 PBR 멀티플 추이



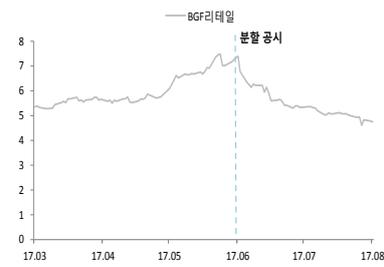
자료: Quantwise

롯데쇼핑 PBR 멀티플 추이



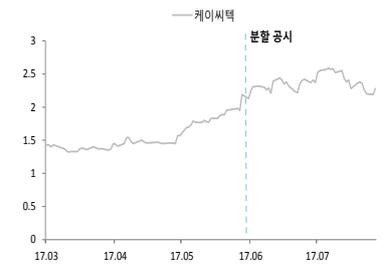
자료: Quantwise

BGF 리테일 PBR 멀티플 추이



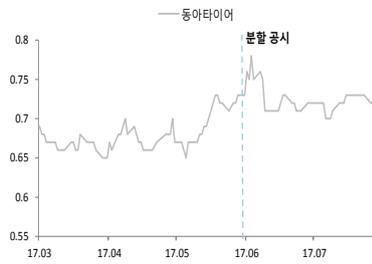
자료: Quantwise

케이씨텍 PBR 멀티플 추이



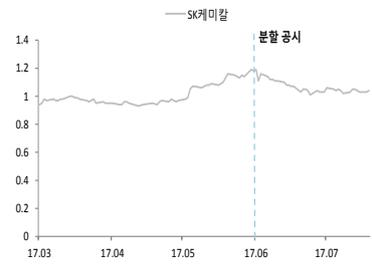
자료: Quantwise

동아타이어 PBR 멀티플 추이



자료: Quantwise

SK 케미칼 PBR 멀티플 추이



자료: Quantwise

## 7. 지주회사 전환 선언 기업에 대한 투자 전략

현재 지주회사 전환 선언을 하였으나, 분할이 이루어지지 않은 기업은 롯데쇼핑, 롯데제과, 롯데칠성, 롯데푸드 등 롯데그룹 기업과 BGF 리테일, 케이씨텍, 동아타이어, SK케미칼이 있다. 롯데 그룹은 4 사의 분할합병을 통해 지주회사로 전환할 예정이며, 나머지 기업은 인적분할을 통해 지주회사로 전환할 예정이다.

지주회사 전환 선언 기업

구분	공시일자	존속법인	신설법인	존속법인 분할비율	신설법인 분할비율	거래정지 예정일	분할 재상장 예정일
롯데쇼핑	2017-04-26	롯데지주(롯데제과)	롯데쇼핑	0.1069784	0.8930216	2017-09-28	2017-10-30
롯데제과	2017-04-26		롯데제과	0.7038762	0.2961238		
롯데칠성	2017-04-26		롯데칠성	0.3539094	0.6460906		
롯데푸드	2017-04-26		롯데푸드	0.1734773	0.8265227		
BGF리테일	2017-06-08	BGF	BGF리테일	0.6511658	0.3488342	2017-10-30	2017-12-08
케이씨텍	2017-06-12	케이씨	케이씨텍	0.4058901	0.5941099	2017-10-30	2017-12-05
동아타이어	2017-06-12	디티알오토모티브	동아타이어	0.4212078	0.5787922	2017-10-30	2017-11-29
SK케미칼	2017-06-21	SK케미칼홀딩스	SK케미칼	0.4805434	0.5194566	2017-11-29	2018-01-05

자료: SK 증권

지주회사 전환 선언 기업

(단위: 원 배)

기업명	자사주 비율	최대주주 지분율	2016년 DPS	2016년 PBR
롯데쇼핑	6.2%	64.6%	2,000	0.4
롯데제과	0.0%	62.7%	1,130	1.04
롯데칠성	0.0%	54.2%	10,000	0.84
롯데푸드	0.0%	50.2%	6,000	0.94
BGF리테일	0.0%	55.5%	800	4.39
케이씨텍	8.2%	38.9%	150	1.6
동아타이어	12.7%	52.2%	350	0.66
SK케미칼	13.3%	20.7%	350	1.01

자료: SK 증권

**롯데제과 사업회사의 지분 확보 필요**

롯데의 경우 롯데쇼핑을 제외한 제과, 칠성, 푸드는 보유한 자사주가 거의 없지만 분할된 투자회사 간의 합병을 통해 상당한 사업회사 지분 확보가 가능하다. 다만 롯데제과의 경우에는 자사주도 없고 합병을 통해 출범할 투자회사 역시 제과 사업회사의 지분을 보유하고 있지 않다. 따라서 롯데제과 사업회사에 대한 지분 확보 문제가 남아있다. 최대주주의 현물출자 가능성을 고려한다면 현물출자 만으로도 롯데제과 사업회사의 지분 확보에는 문제가 없다. 하지만 4사 분할 합병을 반대하고 있는 신격호 총괄회장과 신동주 전 회장의 현물출자 불참 가능성도 존재한다. 이 경우에는 공개매수, 타 계열사의 지분 매입 등의 방법이 동시에 진행되어야 한다.

**롯데쇼핑 사업회사의 주가 상승 가능성 주시**

한편 쇼핑과 칠성은 회장의 현물출자 만으로도 지분요건을 완성할 수 있는데, 사업회사의 주가가 상승한다면 신동빈 회장의 지주회사 보유 지분율도 증가할 수 있어 분할 재상장 이후 이들 사업회사에 주목할 필요가 있다. 특히 신동빈 회장의 지분가치가 가장 큰 롯데쇼핑의 경우 사업회사 지분 현물출자를 통한 최대주주의 지분확보 레버리지 효과가 가장 클 것으로 예상된다.

**롯데그룹 간 주식소유 현황**

투자회사	롯데제과	롯데쇼핑	롯데칠성	롯데푸드	합병법인 합계	지주회사 요건	오너일가 지분율
롯데제과						X	22.4%
롯데쇼핑	7.9%	6.2%	3.9%		18.0%	X	23.1%
롯데칠성	19.3%				19.3%	X	12.5%
롯데푸드	9.3%	3.5%	9.3%		22.1%	O	5.4%

자료: SK 증권

주: 롯데제과의 경우 오너일가의 지분은 신동빈 9.1%, 신격호 6.8%, 신동주 4.0%, 신영자 2.5%로 신격호, 신동주가 현물출자에 참여하지 않을 경우 지주사의 자회사 지분요건을 충족시키지 못함

**BGF 리테일: 분할 재상장 이후  
사업회사의 주가 강세 전망**

BGF 리테일의 경우 분할 시 편의점 사업을 영위하지 않는 자회사가 편의점과 동일하게 높은 밸류에이션을 받던 현상이 사라질 것이기 때문에(지주회사 주가 하락) 지주사 선언 이후 주가가 하락하였다. 또한 최대주주의 지분 매각으로 인해 센터먼트가 악화된 점도 부정적으로 작용하였다. 다만 분할 재상장 이후에는 편의점 부분의 재평가와 BGF 리테일이 지주회사의 자회사로 편입되기 위한 오너 일가의 현물출자 가능성이 높아 사업회사의 주가가 강세를 보일 것으로 예상된다.

**케이씨텍: 분할 이후에도 추가적인  
주가 상승 예상**

케이씨텍의 경우 존속회사가 신설회사의 자사주 신주배정을 통해 8.2%의 지분을 확보하게 될 예정이다. 향후 현물출자를 통해 지주회사는 사업회사의 지분을 확대해 나갈 것으로 예상된다. 오너일가는 38.9%의 지분을 확보하고 있어 현물출자 이후 지주회사 전환에는 문제가 없을 전망이다. 케이씨텍의 PER 은 올해 컨센서스 기준 12.5 배이다. 분할 이후 존속회사는 자동차용 부품을 주요 사업으로 영위할 예정인데, 관련 자회사의 적정 가치가 반영될 것이며, 사업회사의 경우 반도체/디스플레이 산업의 업황 호조를 고려한다면 향후 추가적인 주가 상승이 가능할 것으로 예상된다.

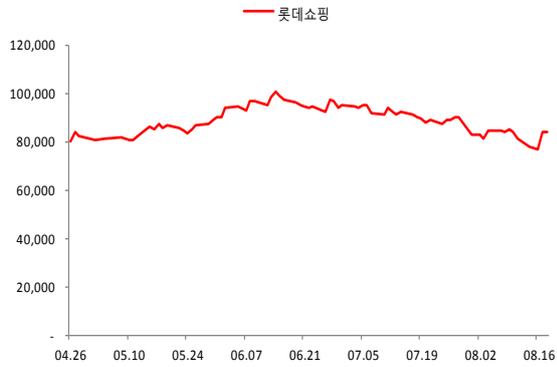
**동아타이어: 구체적인 지주사 전환  
계획은 없음**

동아타이어의 경우 지주회사 전환에 대해 구체적인 계획을 공시하지는 않았다. 이에 따라 현물출자 등의 추가적인 이벤트 시기가 불확실해 주가가 하락한 것으로 보인다. 하지만 자사주를 12.7% 보유하고 있어 현물출자 과정을 거치면 지주회사 전환이 가능할 전망이며 지주회사 전환 선언을 하고 배터리 사업부의 적정 가치가 반영된다면 주가 상승이 가능할 것으로 예상된다.

**SK 케미칼: 자사주 소각으로 주가  
반등전망 분할 재상장 이후에는  
사업회사에 주목**

SK 케미칼의 인적분할 목적은 지주회사 전환이다. 다만, SK 케미칼은 일반적인 자사주 활용을 통한 지주회사의 자회사 지분 확보 대신 자사주 매각을 결정하였다. 보유하고 있던 자사주 중 5.3%를 매각하여 현재 남은 자사주는 8.0%이며, 이 자사주도 소각 예정이다. 자사주 소각 이후 오너 일가의 지분율은 20.7%에서 22.5%로 소폭 상승하게 된다. 자사주 물량 출회에 따라 주가는 하락하였으나 출회 물량이 소화되고 향후 자사주 소각된다면 주가는 반등할 가능성이 높다. 또한 향후 지주회사 전환을 위한 오너 일가의 현물출자가 유력하기 때문에 지주회사보다는 사업회사의 주가 상승 가능성이 높다고 판단한다. 지주회사와 사업회사가 유사한 비율로 분할된다는 점도 분할 재상장 이후 사업회사의 주가 상승을 예상할 수 있게 하는 요인이다.

지주사 선언 이후 롯데쇼핑 시가총액 추이 (단위: 억원)



자료: Quantwise

지주사 선언 이후 롯데제과 시가총액 추이 (단위: 억원)



자료: Quantwise

지주사 선언 이후 롯데제과 시가총액 추이 (단위: 억원)



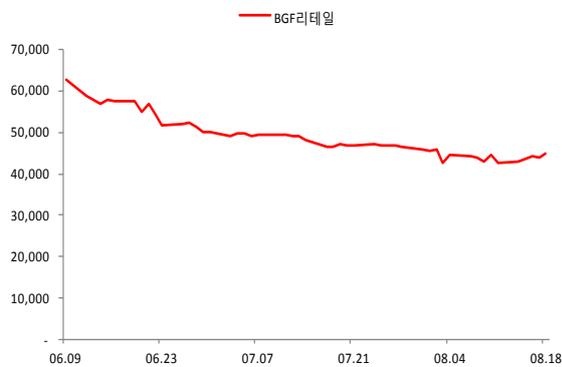
자료: Quantwise

지주사 선언 이후 롯데푸드 시가총액 추이 (단위: 억원)



자료: Quantwise

지주사 선언 이후 BGF 리테일 시가총액 추이 (단위: 억원)



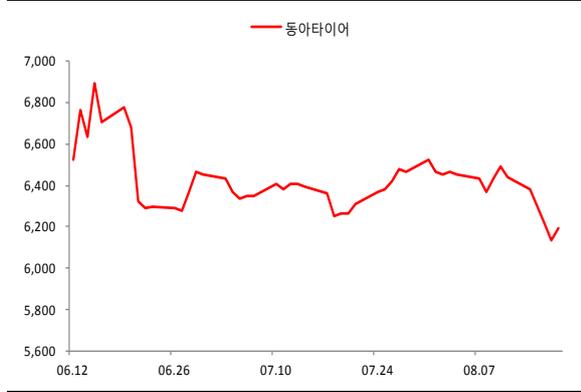
자료: Quantwise

지주사 선언 이후 케이씨텍 시가총액 추이 (단위: 억원)



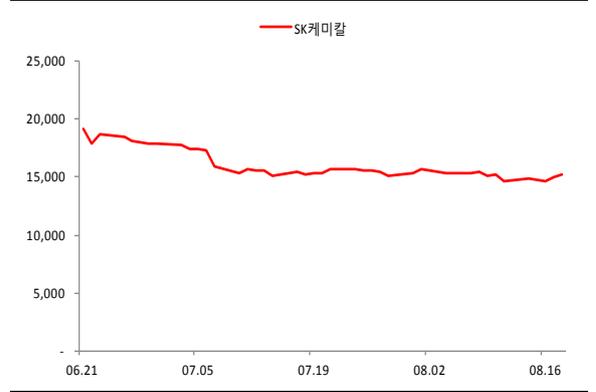
자료: Quantwise

지주사 선언 이후 동아타이어 시가총액 추이 (단위: 억원)



자료: Quantwise

지주사 선언 이후 SK 케미칼 시가총액 추이 (단위: 억원)



자료: Quantwise

## 8. 지주회사 전환 유력 기업군

### 오너 입장에서 유리한 지주회사 전환

지주회사 전환의 목적은 사업별 특성에 맞는 성장 전략 추진과 독립 경영을 통한 책임 경영 체제 확립, 합리적 지배 구조 구축 등을 들 수 있다. 하지만, 좀 더 현실적으로 접근해 보면 지주회사 전환은 지분율이 낮아 경영권 유지가 불안정한 최대주주가 현물출자를 통해 지배력을 강화시키는 목적으로도 사용된다. 그리고 지주회사의 브랜드 로열티, 익금불산입되는 배당금 등 안정적인 현금흐름을 기반으로 한 지주회사 배당금 확대는 오너 일가의 배당 수익 증가에도 기여한다. 만약 사업회사의 자사주 비중이 높다면 자사주를 지주회사에 배정해 안정적인 지배 구조 확립도 꾀할 수 있다.

### 자사주 비중 높고, 오너 지분율 낮으며, 자산, 부채비율 등 요건을 만족하는 기업의 지주사 전환 유력

현재 사업회사의 자사주에 대한 신주배정을 금지시키는 법안이 논의 중에 있으며, 부채비율 강화, 지주회사의 사업회사 지분요건 강화 등 지주회사 전환이 어려워질 가능성이 높아 기업들의 지주회사 전환은 관련 규제들이 확정되기 전에 가속화 될 가능성이 높다. 실제로 지주회사의 자산 요건이 1,000 억원에서 5,000 억 원으로 상향되었던 2017년 7 월을 앞두고 다수의 지주회사 전환이 발생하였다.

종합해보면, 향후 지주회사 전환이 유력한 기업들은 자사주 비중이 높고, 최대주주의 지분율이 낮으며, 부채비율, 자산 기준 등의 요건을 충족하는 기업들이다. 아래의 표는 이러한 기업들을 정리한 것이다.

지주사 전환 유력 기업군 1

기업명	보통주자사주지분율	최대주주보유보통주지분율	최대주주명	자산총계	부채비율
동일방직	27.2	20.8	(재)정헌재단외 16인	9,791	84
SK케미칼	14.5	20.7	최창원외 11인	66,392	132
대덕전자	14.7	25.5	김영재외 6인	5,691	18
광동제약	22.6	17.8	최성원외 20인	7,046	73
금호석유	18.4	24.6	박철완외 6인	46,179	146
에스원	11.0	25.7	일본 SECOM(주)	14,977	32
SK텔레콤	12.6	25.2	SK(주)외 4인	307,778	85
제일기획	12.0	28.4	삼성전자외 5인	20,239	158
NAVER	10.9	10.8	국민연금공단	72,015	46

자료: Quantwise

주: 보통주자사주지분율 10% 이상, 최대주주보유 보통주 지분율 30% 이하, 자산총계 5,000 억 원 이상 부채비율 200% 이하 기준

주: SK 케미칼은 이미 지주회사 전환 선언

지주사 전환 유력 기업군 2

(단위 % 억원)

기업명	보통주자사주지분율	최대주주보유보통주지분율	최대주주명	자산총계	부채비율
유한양행	9.7	15.5	유한재단외 2인	20,510	34
삼화페인트	8.4	34.2	김장연외 4인	5,390	86
동양	13.9	30.0	유진기업(주)외 3인	9,832	15
동일방직	27.2	20.8	(재)정헌재단외 16인	9,791	84
한솔홀딩스	9.0	19.4	조동길외 5인	16,707	167
삼천리	12.1	32.5	이만득외 20인	34,464	147
POSCO	8.2	11.0	국민연금공단	795,084	70
삼성전자	7.4	18.5	이건희외 9인	2,775,894	38
SK케미칼	14.5	20.7	최창원외 11인	66,392	132
LS	13.8	33.4	구자열외 39인	100,418	197
대덕전자	14.7	25.5	김영재외 6인	5,691	18
한샘	25.1	33.2	조창걸외 25인	9,517	103
광동제약	22.6	17.8	최성원외 20인	7,046	73
금호석유	18.4	24.6	박철완외 6인	46,179	146
에스원	11.0	25.7	일본 SECOM(주)	14,977	32
금강공업	10.3	34.8	안영순외 3인	7,692	140
SK텔레콤	12.6	25.2	SK(주)외 4인	307,778	85
한섬	10.8	34.6	(주)현대홈쇼핑	12,268	35
GS홈쇼핑	7.8	30.0	(주)지에스의 1인	13,211	37
제일기획	12.0	28.4	삼성전자외 5인	20,239	158
KT&G	8.0	8.7	국민연금공단	91,640	28
SK	20.7	30.9	최태원외 4인	1,009,397	132
NAVER	10.9	10.8	국민연금공단	72,015	46

자료: Quantwise

주: 보통주자사주지분율 7% 이상, 최대주주보유 보통주 지분율 35% 이하, 자산총계 5,000억 원 이상, 부채비율 200% 이하 기준

주: SK 케미칼은 이미 지주회사 전환 선언. SK와 LS, 한솔홀딩스는 이미 지주회사 체제

## 지주사 전환 유력 기업군 3

(단위: %, 억원)

기업명	보통주자사주지분율	최대주주보유보통주지분율	최대주주명	자산총계	부채비율
유한양행	9.7	15.5	유한재단외 2인	20,510	34
삼화페인트	8.4	34.2	김장연외 4인	5,390	86
가온전선	5.6	37.6	구자홍외 16인	5,431	105
동양	13.9	30.0	유진기업(주)외 3인	9,832	15
동일방직	27.2	20.8	(재)정헌재단외 16인	9,791	84
KCC	6.8	38.8	정몽진외 10인	100,931	54
삼익약기	5.5	38.6	김종섭외 3인	5,791	162
S&T중공업	6.8	35.6	(주)S&T홀딩스	8,848	35
한솔홀딩스	9.0	19.4	조동길외 5인	16,707	167
삼천리	12.1	32.5	이만득외 20인	34,464	147
빙그레	10.2	37.9	김호연외 3인	6,711	29
현대차	6.0	28.2	현대모비스외 5인	1,787,569	143
현대그린푸드	10.7	37.7	정교선외 4인	22,625	34
POSCO	8.2	11.0	국민연금공단	795,084	70
삼성전자	7.4	18.5	이건희외 9인	2,775,894	38
SK케미칼	14.5	20.7	최창원외 11인	66,392	132
LS	13.8	33.4	구자열외 39인	100,418	197
대덕전자	14.7	25.5	김영재외 6인	5,691	18
한샘	25.1	33.2	조창걸외 25인	9,517	103
광동제약	22.6	17.8	최성원외 20인	7,046	73
삼성중공업	6.7	23.3	삼성전자외 8인	149,478	137
금호석유	18.4	24.6	박철완외 6인	46,179	146
현대산업	7.0	18.6	정몽규외 8인	59,693	117
에스원	11.0	25.7	일본 SECOM(주)	14,977	32
대창	15.6	38.7	(주)서원외 2인	5,572	193
금강공업	10.3	34.8	안영순외 3인	7,692	140
SK텔레콤	12.6	25.2	SK(주)외 4인	307,778	85
한섬	10.8	34.6	(주)현대홈쇼핑	12,268	35
GS홈쇼핑	7.8	30.0	(주)지애스외 1인	13,211	37
삼성물산	13.8	39.1	이재용외 12인	471,793	93
케이씨텍	8.2	38.9	고석태외 2인	5,224	43
제일기획	12.0	28.4	삼성전자외 5인	20,239	158
KT	6.2	10.5	국민연금공단	278,255	113
엠케이전자	5.5	30.4	(주)오션비홀딩스외 2인	14,638	115
자화전자	6.0	34.1	김상면외 5인	5,412	89
KT&G	8.0	8.7	국민연금공단	91,640	28
SK	20.7	30.9	최태원외 4인	1,009,397	132
강원랜드	5.2	36.3	한국관광관리공단	38,243	16
NAVER	10.9	10.8	국민연금공단	72,015	46
LG생활건강	6.1	34.0	(주)LG외 1인	44,971	59
아이디스홀딩스	10.4	33.3	김영달외 4인	5,489	17

자료: Quantwise

주: 보통주자사주지분율 5% 이상, 최대주주보유 보통주 지분율 40% 이하, 자산총계 5,000 억 원 이상, 부채비율 200% 이하 기준

주: SK 케미칼, 케이씨텍은 이미 지주회사 전환 선언. SK와 LS, 한솔홀딩스는 이미 지주회사 체제