

삼성  
현대차  
SK







**은행/지주**  
Analyst 은경완  
02. 6098-6653  
kw.eun@meritz.co.kr



**반도체/디스플레이**  
Analyst 김선우  
02. 6098-6688  
sunwoo.kim@meritz.co.kr



**자동차/타이어**  
Analyst 김준성  
02. 6098-6690  
joonsung.kim@meritz.co.kr



**통신/미디어**  
Analyst 정지수  
02. 6098-6681  
jisoo.jeong@meritz.co.kr



**건설**  
Analyst 박형렬  
02. 6098-6695  
hr.park@meritz.co.kr



**제약/바이오**  
Analyst 이태영  
02. 6098-6658  
taeyeong.lee@meritz.co.kr



**주식시황**  
Analyst 정다이  
02. 6098-6692  
daijeong@meritz.co.kr



# Contents

---

<b>Summary</b>	<b>6</b>	
<b>Part I</b>	<b>신정부 재벌개혁, 이젠 실전이다</b>	<b>11</b>
<b>Part II</b>	<b>지주회사 관련 주요 법안 정리</b>	<b>23</b>
<b>Part III</b>	<b>[삼성] 변화가 필요한 시점</b>	<b>43</b>
<b>Part IV</b>	<b>[현대차] 공식화된 지배구조 개편, 쟁점과 전망</b>	<b>81</b>
<b>Part V</b>	<b>[SK] 주주가치 중심의 지배구조 변화</b>	<b>101</b>
<b>기업분석</b>	<b>삼성물산(028260) 2017년 이후 진행된 가치 변화</b>	<b>116</b>
	<b>현대모비스(012330) 불확실성은 오히려 줄어들고 있다</b>	<b>124</b>
	<b>SK텔레콤(017670) 분할 후 기업가치 상승은 자명</b>	<b>128</b>

## I

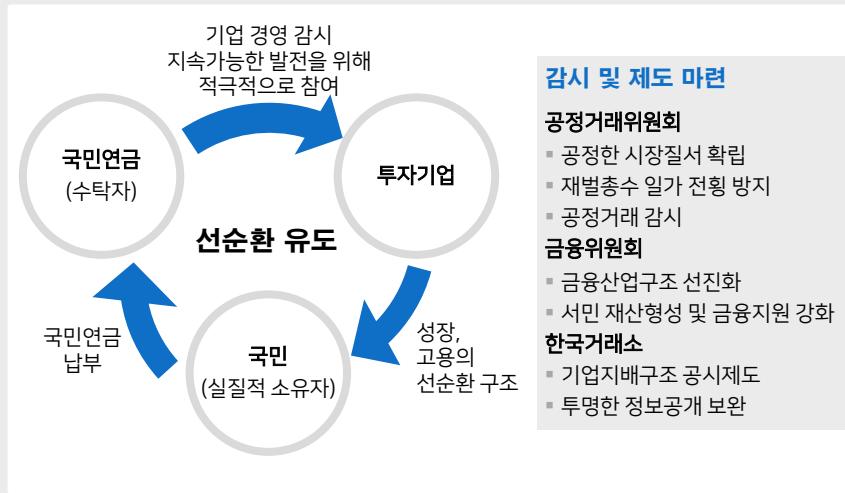
## 한국 재벌개혁 Big Picture, 맞물린 세가지 변화

- 재벌개혁은 기업집단의 지배력 남용을 경제하고 공정거래 환경을 조성하는 것을 목적으로 하며 세가지 방향으로 진행 중
  - 기업 총수 낮은 지분율로 대기업 계열에 막대한 영향력을 행사하는 것을 견제
  - 담합이나 일감몰아주기 막고 경제범죄에 대한 처벌 강화
  - 기관 및 소액주주 영향력 강화로 경영자 도덕적 해이 방지(스튜어드십 코드, 전자투표제, 소액주주 운동 등)

## II

## 2018년 본격화되는 신정부 재벌개혁 정책

- 신정부 재벌개혁 정책은 공정거래위원회가 주도하는 한편, 공정거래법상 수단적 제약을 극복할 수 있도록 법무부, 금융위원회 등 타부처와의 긴밀한 공조체제 구축, 재벌개혁 압박 진행중. 법무부 상법개정 검토, 금융위 금융그룹통합감독시스템 시행 예정



감시 및 제도 마련	
<b>공정거래위원회</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>공정한 시장질서 확립</li> <li>재벌총수 일가 전횡 방지</li> <li>공정거래 감시</li> </ul>
<b>금융위원회</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>금융산업구조 선진화</li> <li>서민 재산형성 및 금융지원 강화</li> </ul>
<b>한국거래소</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>기업지배구조 공시제도</li> <li>투명한 정보공개 보완</li> </ul>

국민을 위한 재벌 개혁, 경제정의 입법 실현으로 경제 투명성, 기업 경쟁력 강화		
<b>공정거래위원회</b>	<b>법무부</b>	<b>기업지배구조 개선을 위한 상법 개정 적극 추진, 경제정의 입법</b>
<b>대기업 집단 경제력 남용 방지</b>	<b>금융위원회</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>다중대표 소송제 도입, 일정한 대규모 상장회사에 대한 전자투표제 및 집중 투표제 의무화 등 상법개정안에 포함</li> </ul>
<b>성장, 고용의 선순환 구조</b>		<b>금융그룹 통합감독 시스템 올해 7월 도입</b>
		<ul style="list-style-type: none"> <li>그룹 내 부실이 금융회사에 까지 옮겨 올 수 있을 가능성 미리 감독하는 제도</li> <li>대상은 삼성, 한화, 교보 등 7개 금융그룹 97개 계열사</li> <li>비금융계열사에 대한 총 익스포저 한도를 관리, 매출 수익의존도도 관리</li> </ul>

지주회사 전환 전		지주회사 전환	지주회사
공정거래법	<ul style="list-style-type: none"> <li>지주비율 산정 기준 강화 (자회사 → 계열회사/ 원가법, 지분법, 공정가치 → 공정가치)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>일반지주회사 금융회사 보유 금지 (2년간 유예 가능)</li> <li>지주회사 자산요건 상향 조정 (1천억 → 5천억 이상)</li> <li>공익법인 의결권 제한</li> <li>일감몰아주기 규제 확대, 기존 순환출자 3년 내 해소</li> <li>지주회사 부채비율 한도 하향 조정 (200% → 100%)</li> <li>손자회사 공동출자 금지, 사업연관성 없는 손자회사 보유 금지</li> <li>자회사 행위요건 상향조정(상장 20% → 30%, 비상장 40% → 50%)</li> </ul>	
자본시장법	<ul style="list-style-type: none"> <li>계열사 보유지분을 자사주로 취득 금지</li> <li>특정 주주 지분매각 강제시 매수자를 찾을 수 없는 경우에 계열사 보유지분 자사주로 취득 가능</li> </ul>		
상법	<ul style="list-style-type: none"> <li>분할/합병 진행시 주총 특별결의 필요</li> <li>인적 분할시 자사주 의결권 제한</li> <li>분할/합병시 분할회사가 보유하는 자사주 신주배정 금지</li> <li>지주회사 전환시 회사가 보유한 자사주 의무 소각 or 주주에게 배분</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>소액주주 의결권 강화 (다중대표소송제, 집중투표제, 전자투표제 등)</li> </ul>
세법	<ul style="list-style-type: none"> <li>자사주를 분할 신주로 배정시 양도소득으로 인정해 과세</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>상증세 최고세율 50% (5년 연부연납, 물납 가능, 단 유가증권 물납은 불가)</li> </ul>
조특법	<ul style="list-style-type: none"> <li>지주회사 전환시 현물출자로 인해 취득한 주식의 양도차익 이익 → '18년 말 일정 예정</li> </ul>		
보험업법	<ul style="list-style-type: none"> <li>보험사 자산운용비율 취득원가에서 시가로 변경</li> </ul>		

주: 기울임체의 경우 지주회사 관련 현행 주요 법안

자료: 국가법령정보센터, 의안정보시스템, 메리츠종금증권 리서치센터

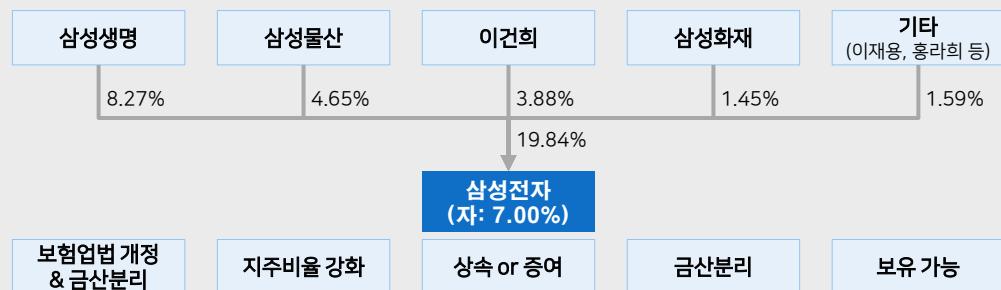
## I

## 삼성그룹 지배구조 변화 임박

- 재계의 활발한 지배구조 개편 노력 지속되며 삼성그룹의 향후 행보에 주목할 시점
- 1) 순환출자 고리 해소 후, 2) 물산이 보유하고 있는 계열회사(삼성생명, 삼성SDS, 삼성바이오로직스 → 약 22조원) 지분을 매각하고, 3) 매각 대금으로 생명이 소유하고 있는 전자 지분(8.27%, 약 26조원)을 물산이 매입, 4) 금산분리를 완전 해소하는 방향의 지배구조 개편 예상
- 삼성전자의 물산 보유 바이오로직스 지분매입 가능성은, 1) 순환출자 해소 목적으로, 2) 전자그룹의 외형 성장 한계 극복과 함께 이익 안정성 보완, 그리고 3) CMO와 반도체 파운드리 사업 유사성에 기반한 투자집중도 개선을 위해 발생할 가능성 높음

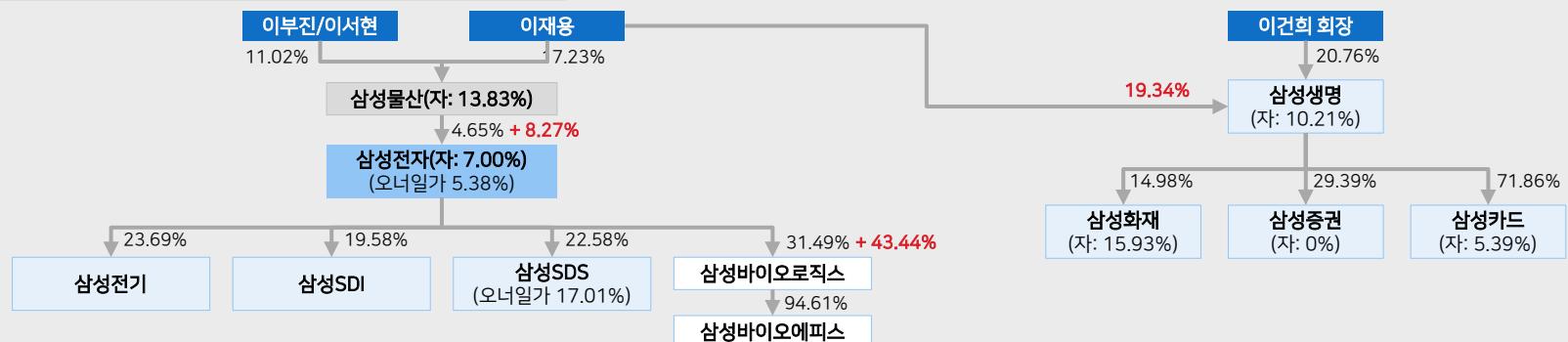
## II

## 삼성전자 지배력 보유의 한계



## III

## 순환출자 및 금산분리 해소 후 삼성그룹 지배구조

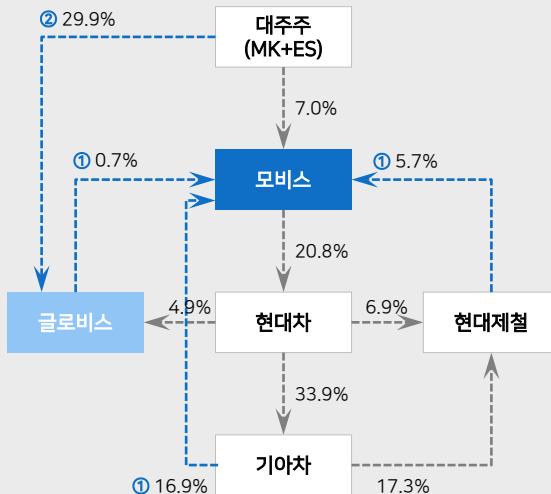


## I

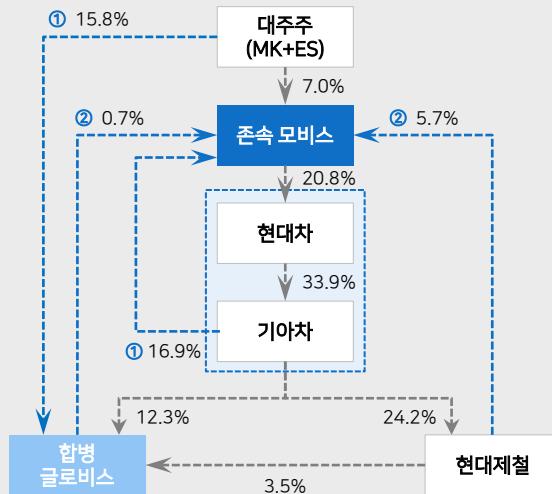
## 현대차그룹: 마침내 발현된 지배구조 개편, 개편안의 적정성에 대한 논쟁이 존재하나 큰 맥락에서의 불확실성은 대폭 축소

- 지배구조 변화 발표 이후 개편안의 적정성에 대한 논쟁 심화 (글로비스와 합병될 분할 부문의 낮은 가치산정 우려)로 주가는 원점 회귀
- 그러나 큰 맥락에서의 불확실성은 축소 중. 1) 대내외적 환경 압박으로 현대차그룹의 빠른 지배구조 개편은 불가피, 향후 현대차그룹은 주주 공감을 얻을 수 있는 더욱 구체화된 성장전략 (M&A, 배당)과 개선안을 추가로 공개할 수 밖에 없으며, 2) 영업 펀더멘탈 관점에서는 성공적인 신차 Cycle 안착을 통해 3월을 기점으로 중국, 7월에는 미국의 판매 플러스 성장전환이 예상되고, 내수 · 유럽 · 신흥국 판매개선은 이미 시작
- 현재 시가총액은 순현금 · 투자자산 가치 · 분할 부문 시장가치를 배제한 존속 부문 영업가치를 1.3조원으로 인정하고 있으며, 이는 18년 예상 손익 기준 PER 1.4배에 불과. 지배구조 개편 전 1yr forward PER 9.1배를 영업가치에 적용한 적정 시가총액은 현재 대비 34% 높은 30.6조원

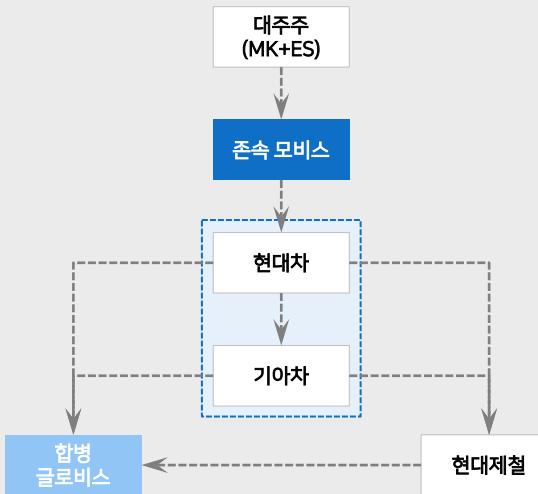
기존 현대차그룹 지분구조



분할합병 이후의 현대차그룹 지배구조



순환출자 해소후 지배 구조

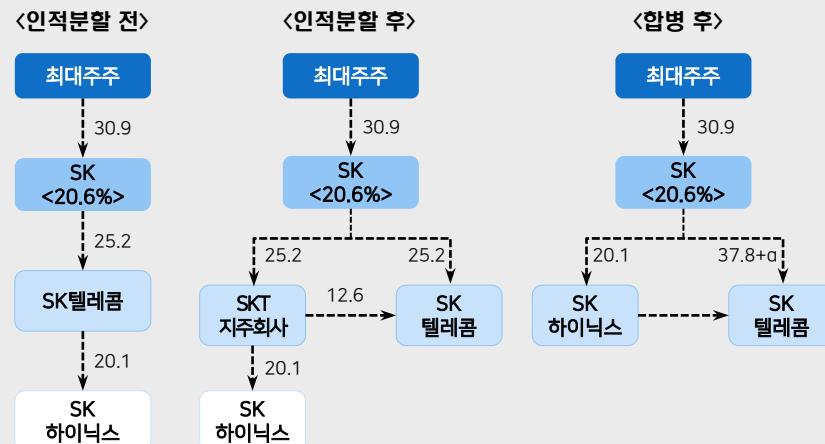


## I

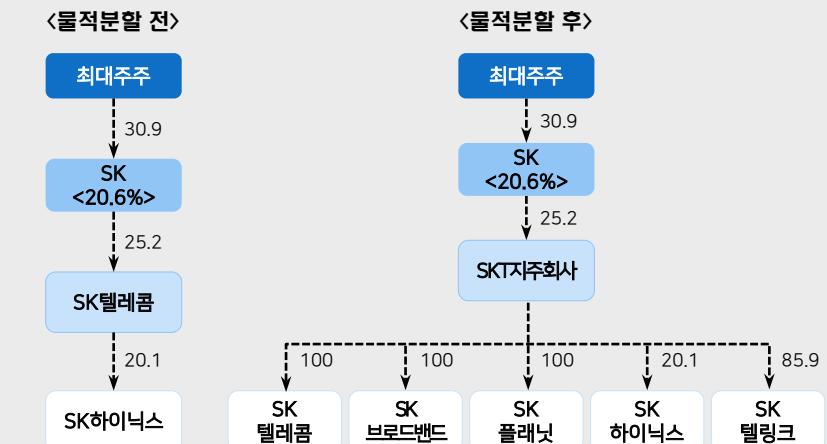
## SK – 높아진 지배구조 개편 가능성

- 공정거래법 개정안 중 SK그룹은 '자회사 행위요건 강화' 해당 (자회사 의무 보유지분: 상장사 20% → 30%, 비상장사 40% → 50%)  
⇒ 이 경우 SK그룹은 SK텔레콤과 SK하이닉스 추가 지분 취득에 약 6.7조원 이상의 현금 필요
- 법안 발의와 별개로 SK그룹 내부적인 경영 효율화(SK하이닉스 수직 계열화, SK텔레콤 비통신 사업 확장 등)로 변화가 필요한 시점
- SK텔레콤 인적분할 인적분할 시 그 동안 반영되지 않았던 SK하이닉스의 지분가치 해소로 SK텔레콤 기업가치 상승
- SK텔레콤 물적분할 시 SK텔레콤 재상장 후 조달된 자금을 배당에 활용하여 주주가치 재고 예상

인적분할 시나리오: SK텔레콤 중간지주사 설립 후 SK와 합병



물적분할 시나리오: 물적분할 후 중간지주사가 ICT 사업을 총괄





주식시황  
Analyst 정다이  
02. 6098-6692  
daijeong@meritz.co.kr

## Part I

신정부 재벌개혁,  
이젠 실전이다



## I

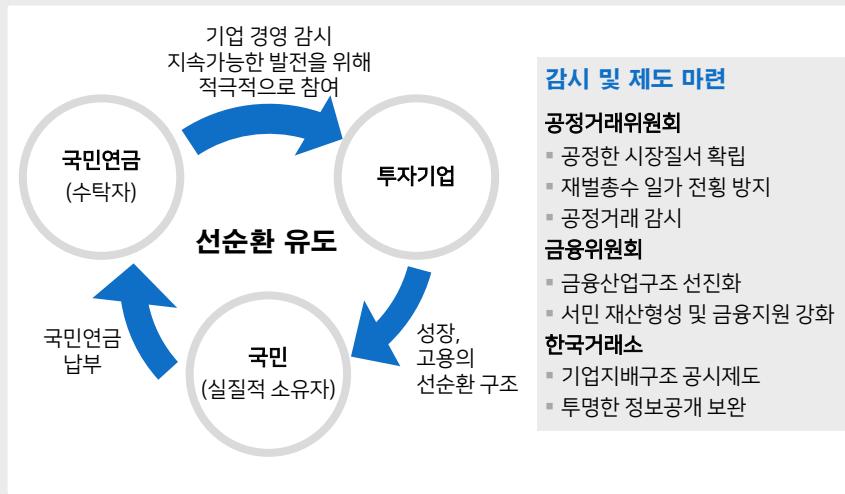
## 한국 재벌개혁 Big Picture, 맞물린 세가지 변화

- 재벌개혁은 기업집단의 지배력 남용을 경제하고 공정거래 환경을 조성하는 것을 목적으로 하며 세가지 방향으로 진행 중
  - 기업 총수 낮은 지분율로 대기업 계열에 막대한 영향력을 행사하는 것을 견제
  - 담합이나 일감몰아주기 막고 경제범죄에 대한 처벌 강화
  - 기관 및 소액주주 영향력 강화로 경영자 도덕적 해이 방지(스튜어드십 코드, 전자투표제, 소액주주 운동 등)

## II

## 2018년 본격화되는 신정부 재벌개혁 정책

- 신정부 재벌개혁 정책은 공정거래위원회가 주도하는 한편, 공정거래법상 수단적 제약을 극복할 수 있도록 법무부, 금융위원회 등 타부처와의 긴밀한 공조체제 구축, 재벌개혁 압박 진행중. 법무부 상법개정 검토, 금융위 금융그룹통합감독시스템 시행 예정

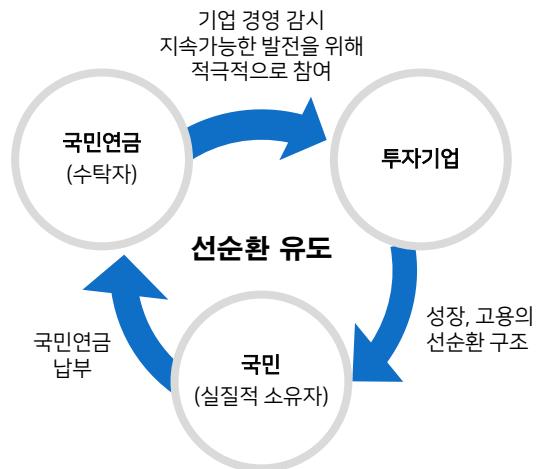


국민을 위한 재벌 개혁, 경제정의 입법 실현으로 경제 투명성, 기업 경쟁력 강화		
<p><b>공정거래위원회</b></p> <p><b>대기업 집단 경제력 남용 방지</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 일감 몰아주기 제재</li> <li>▪ 공익법인, 지주회사 수익구조 실태조사</li> <li>▪ 사익편취 규제대상 확대</li> <li>▪ 공시실태 전수조사</li> <li>▪ 기업집단포털시스템 고도화</li> <li>▪ 재계 간담회 등 포지티브 캠페인 방행</li> </ul> <p><b>대기업-중소기업 간 공정한 거래기반 조성</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 인력시설 공동 이용 등을 위한 중소기업의 공동 행위 허용</li> <li>▪ 최저임금 인상에 따른 중상공인 부담 완화를 위한 제도시행 점검, 독려</li> </ul>	<b>법무부</b>	<b>기업지배구조 개선을 위한 상법 개정 적극 추진, 경제정의 입법</b>
<p><b>금융위원회</b></p> <p><b>금융그룹 통합감독 시스템 올해 7월 도입</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 그룹 내 부실이 금융회사에 까지 옮겨 올 수 있을 가능성 미리 감독하는 제도</li> <li>▪ 대상은 삼성, 한화, 교보 등 7개 금융그룹 97개 계열사</li> <li>▪ 비금융계열사에 대한 총 익스포저 한도를 관리, 매출 수익의존도도 관리</li> </ul>	<b>금융위</b>	

## 재벌개혁 정책

- 18년은 신정부가 예고한 재벌개혁 정책이 본격적으로 시행되는 시기
- 재벌개혁은 기업집단의 지배력 남용을 견제하고 공정거래 환경을 조성하는 것을 목적으로 하며 세가지 방향으로 진행 중
- 1) 기업 총수 낮은 지분율로 대기업 계열에 막대한 영향력을 행사하는 것을 견제  
2) 담합이나 일감몰아주기 막고 경제범죄에 대한 처벌 강화  
3) 기관 및 소액주주 영향력 강화로 경영자 도덕적 해이 방지(스튜어드십 코드, 전자투표제, 소액주주 운동 등)

## 신정부의 Big Picture : 2018년부터 본격적으로 시행되는 재벌개혁 정책



### 감시 및 제도 마련

#### <정부>

##### 공정거래위원회

- 공정한 시장질서 확립
- 재벌총수 일가 전횡 방지
- 공정거래 감시

##### 금융위원회

- 금융산업구조 선진화
- 서민 재산형성 및 금융지원 강화

##### 한국거래소

- 기업지배구조 공시제도
- 투명한 정보공개 보완

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

## 재벌개혁 정책

- 대통령 헌법 개정안 '경제민주화' 개념 보완. "국가는 균형 있는 국민경제의 성장 및 안정과 적정한 소득의 분배를 유지하고 시장의 지배와 경제력의 남용을 방지하며 경제 주체간의 조화를 통한 경제의 민주화를 위하여 경제에 관한 규제와 조정을 할 수 있다" 문구에 "상생"을 추가
- 대기업 자본집중으로 야기된 빈부격차 등을 해소하기 위한 헌법적 당위성 확보

## 헌법개정안 수정 내용

### 제10장 경제

#### 제125조

- ① 대한민국의 경제 질서는 개인과 기업의 경제상의 자유와 창의를 존중함을 기본으로 한다.
- ② 국가는 균형 있는 국민경제의 성장 및 안정과 적정한 소득의 분배를 유지하고, 시장의 지배와 경제력의 남용을 방지하며, 경제 주체 간의 상생과 조화를 통한 경제의 민주화를 실현하기 위하여 경제에 관한 규제와 조정을 할 수 있다.
- ③ 국가는 지역 간의 균형 있는 발전을 위하여 지역경제를 육성할 의무를 진다.

자료: 청와대

## 재벌개혁 정책

- 신정부 재벌개혁 정책은 공정거래위원회가 주도 중. 공정거래위원회는 행정, 사법, 입법권 모두 갖춘 독립 규제위원회로서 시장 경쟁질서 유지를 위해 광범위한 권한 보유
- 공정거래위원장 '상반기까지 재벌들의 자체 개선 노력 지켜보겠다'라고 언급하는 한편 공정거래법상 수단적 제약을 극복할 수 있도록 법무부, 금융위원회 등 타부처와의 긴밀한 공조체제 구축, 재벌개혁 압박 진행 중. 법무부 상법개정 검토, 금융위 금융그룹통합감독시스템 시행 예정

## 재벌개혁 부처간 동시다발적으로 진행 중

국민을 위한 재벌 개혁, 경제정의 입법 실현으로 경제 투명성, 기업 경쟁력 강화			
<b>공정거래위원회</b>			
<b>대기업 집단 경제력 남용 방지</b>	<b>법무부</b>	<b>기업지배구조 개선을 위한 상법 개정 적극 추진, 경제정의 입법</b>	
<ul style="list-style-type: none"><li>▪ 일감 몰아주기 제재</li><li>▪ 공익법인, 지주회사 수익구조 실태조사 및 제도 개선</li><li>▪ 친족분리 기업 사익편취 적발시 분리 취소</li><li>▪ 사익편취 규제대상 확대: (현행) 상장 30%, 비상장 20% -&gt; (개정) 모두 20%</li><li>▪ 공시실태 전수조사</li><li>▪ 기업집단포털시스템 고도화</li><li>▪ 재계 간담회 등 포지티브 캠페인 병행</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ 다중대표 소송제 도입, 일정한 대규모 상장회사에 대한 전자투표제 및 집중투표제 의무화 등을 상법개정안에 포함</li><li>▪ 경영의 투명성 제고, 소수주주 권리 보호하고 공정하고 정의로운 지배구조 정착</li></ul>	<b>금융위원회</b>	<b>금융그룹 통합감독 시스템 올해 7월 도입</b>
<b>대기업-중소기업 간 공정한 거래기반 조성</b>			<ul style="list-style-type: none"><li>▪ 그룹 내 부실이 금융회사에 까지 옮겨올 수 있을 가능성을 미리 감독하는 제도</li><li>▪ 대상은 삼성, 현화, 교보 등 7개 금융그룹 97개 계열사</li><li>▪ 중장기 검토과제로 금융사와 비금융사 임원 겸직을 제한</li><li>▪ 비금융계열사에 대한 총 익스포저 한도를 관리, 매출 수익의존도도 관리</li></ul>

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

# 대기업 소유 지배구조 개편은 현재 진행형

MERITZ Collaboration Report  
기업 지배구조 시리즈

1 편

## 재벌개혁 정책

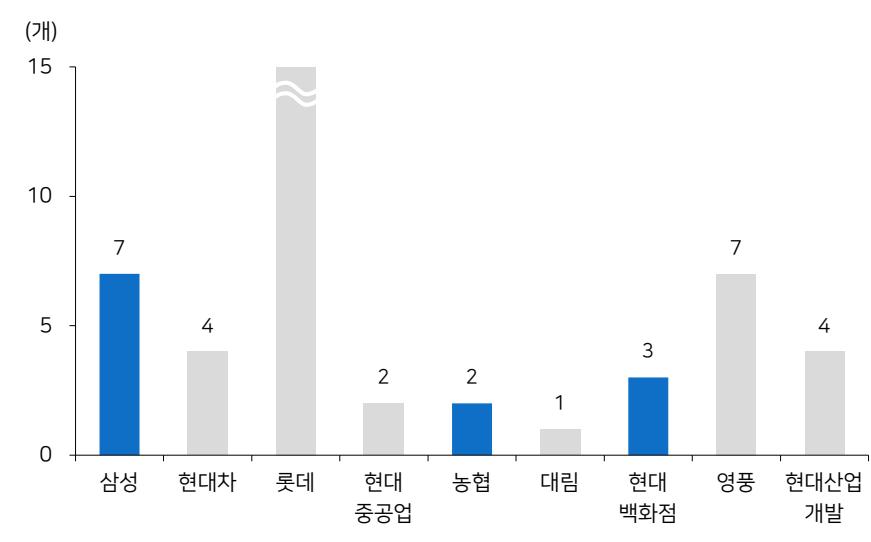
- 공시대상 기업집단 중 소유지배 구조 개편안을 발표하거나 추진한 곳 10개 집단
- '효성' 기업집단 지주사 체제로 전환할 계획이라고 발표. '17년 9월 말 기준 상호출자제한 기업집단(31개) 중 지주회사 전환집단(지주회사 및 소속 자, 손자, 증손자 회사의 자산총액 합계액이 기업집단 전체 소속회사 자산총액 합계액이 50% 이상인 집단) 총 11개로 '18년 조특법 일몰 전 지주회사 전환 활발히 진행될 것으로 기대
- 현대중공업, 대림 '18년 중 순환출자 완전 해소 계획을 발표. 현대산업개발, 영풍 순환출자 해소를 위한 지배구조 개편 진행중. 삼성, 농협, 현대백화점의 경우 아직 구체적인 방안 발표 전

## 공시대상 기업집단 중 소유지배구조 개편안을 발표하거나 추진한 곳

개편 유형	개편 방식	해당 집단
소유구조 개선	순환출자 해소	롯데, 현대중공업, 대림
	지주회사 전환	롯데, 효성
	지주회사 구조 개선	엘지, 에스케이, 씨제이, 엘에스
내부거래 개선	사익편취규제대상회사 총수일가 지분 해소	대림, 태광
	사익편취규제대상회사 내부거래 중단	대림
지배구조 개선	전자투표제 도입	에스케이
	주주 추천 사외이사 선임	현대차

자료: 공정거래위원회, 메리츠종금증권 리서치센터

## 상호출자제한 기업집단(2017년 9월) 순환출자 개수



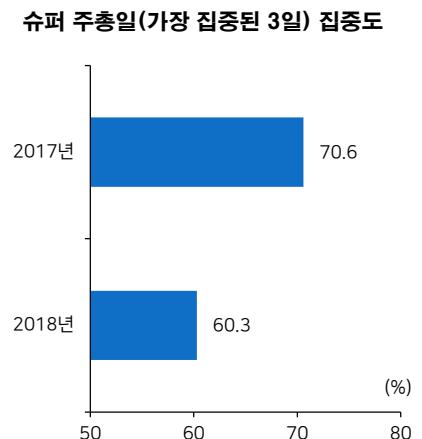
자료: 공정거래위원회, 메리츠종금증권 리서치센터

## 재벌개혁 정책

- 3월 말은 공정거래위원회에서 제시한 자발적 개혁 2차 시한. 4월 대기업 간담회 앞두고 일어날 수 있는 변화에 시장에 관심 높아져
- 금년도 쟁도우 보팅 폐지한 첫번째 해. 전자 투표 이용해 의결권 행사한 주주 크게 증가. 주총일 집중 사유 공시 제도 도입 후 슈퍼 주총일 집중도 완화 ('17년 70.6% → '18년 60.3%)
- 기관운용사 스튜어드십 코드 도입 이후 진행되는 첫번째 주주총회. 안건분석 전문으로 하는 의결권 자문사의 영향력 증진 보다 커졌음. 금융감독원 운용사 스튜어드십 코드 이행 내역 점검 시사하기도
- 18년 1차 기금운용위원회 개최. 보건복지부 장관 7월 국민연금 스튜어드십 코드 도입 예고

## 정기 주주총회 전자투표 이용, 슈퍼 주총일 집중도 변화

	2017년 정기총회			2018년 정기총회		
	계약 회사수	이용회사수 (12월 결산)	행사 주주수	계약 회사수	이용회사수 (12월 결산)	행사 주주수
코스피	353	210	4,737	360	156	11,825
코스닥	807	478	6,201	842	330	116,830
합계	1,160	688	10,938	1,202	486	28,655



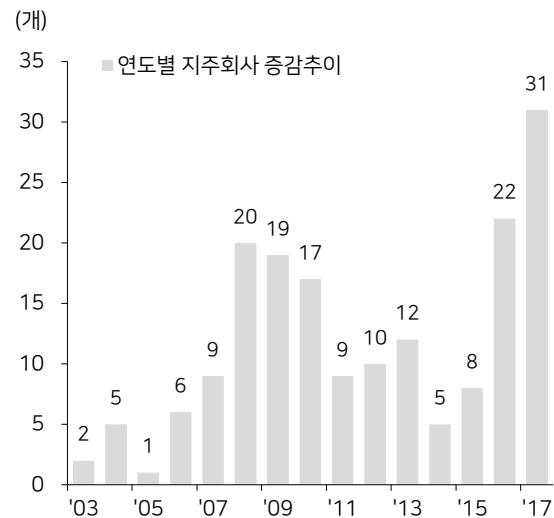
주: 2017년 전체 정기총회 기간, 2018년 3월 23일 기준

자료: 금융위원회, 메리츠종금증권 리서치센터

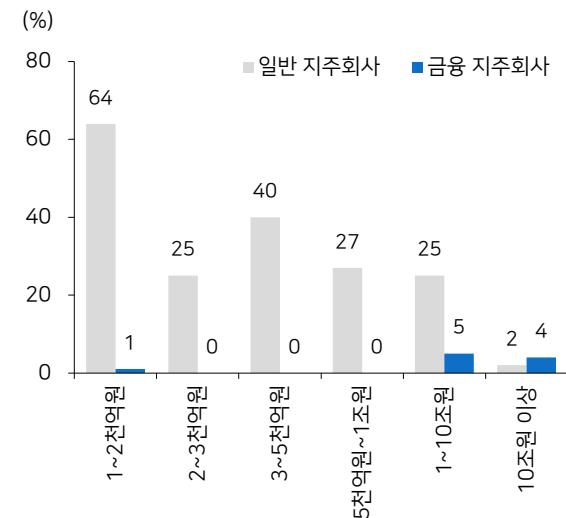
## 재벌개혁 정책

- 한국 공정거래법은 기업집단의 경제력 집중을 완화하는 방향으로 발전
- 일감몰아주기 등 공정한 경쟁 환경을 저해하는 관습을 방지하고, 순환출자 등과 같은 방식으로 낮은 지분율로 기업집단에 큰 영향력을 행사하는 기존 지배구조를 개선시키는 것이 목표
- 외환위기 이후 기업지배구조 개선 방안으로 활용되어 온 것이 지주사 체제로의 전환
- 투명한 지배구조와 낮은 소유지배도 고리도로 최대주주의 대리인 문제 해결할 수 있는 대안으로 부상

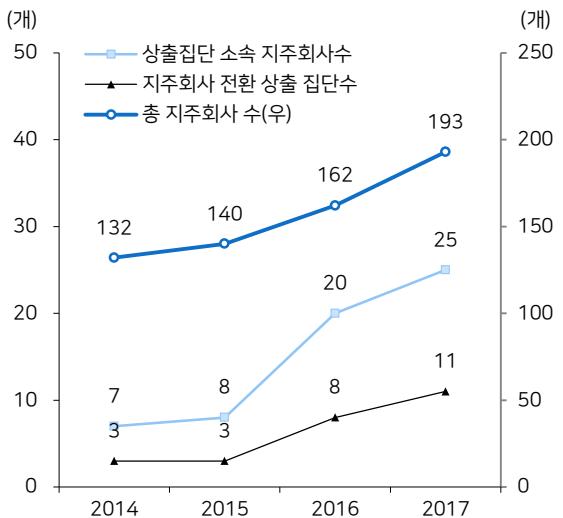
## 급증하는 지주회사 전환 기업 수



## 자산규모별 지주회사 수



## 최근 3년간 지주회사 및 전환집단 수 변동 추이



자료: 공정거래위원회, 메리츠종금증권 리서치센터

자료: 공정거래위원회, 메리츠종금증권 리서치센터

주: 상호출자제한 기업집단(자산 규모 10조원 이상, 31개사)  
자료: 공정거래위원회, 메리츠종금증권 리서치센터

# 지주회사 정의와 설립 방식

MERITZ Collaboration Report

기업 지배구조 시리즈

1 편

## 재벌개혁 정책

- 공정거래법상 지주회사는 자회사의 사업내용을 지배하는 것을 주요 사업으로 하는 회사. 자산총액 5천억 원 이상, 회사가 소유하고 있는 자회사 주식 합계가 자산 총액의 50% 이상을 차지하는 회사
- 지주회사를 설립하는 방법은 공개매수형, 주식교환형, 회사분할형(인적, 물적 분할)로 구분
- 한국에서는 막대한 현금 들이지 않고 자회사 지분을 확보할 수 있는 인적분할, 주식교환 방식 선호

## 지주회사의 구분

요건	지주회사 구분		
지주회사 자체 사업 영위 여부	순수 지주회사	사업 지주회사	
자회사 영위사업	금융 지주회사	일반 지주회사	
자회사의 상장여부	완전 소유형	불완전 소유형	
지주회사의 역할	재무 관리형	전략 협의형	전략 통제형

자료: 공정거래위원회, 메리츠종금증권 리서치센터

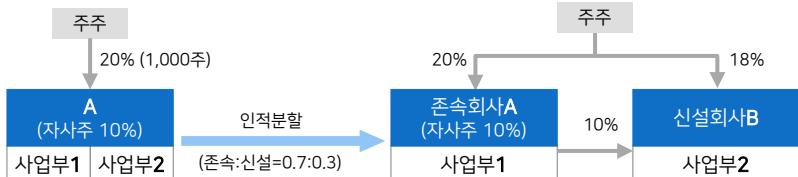
## 지주회사 설립 방식

방식	설립 방식	설립 방식
공개 매수형	매입조건을 미리 공시해 불특정 다수로부터 주식을 매입하는 방식	
주식 교환형	두 회사가 양도 및 신주 배정으로 주식을 맞바꾸는 방식	
회사 분할형	물적 분할	인적 분할

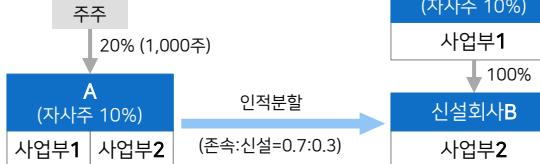
자료: CGS, 메리츠종금증권 리서치센터

## 물적분할과 인적분할 비교

### 1. 인적분할



### 2. 물적분할



자료: CGS, 메리츠종금증권 리서치센터

# 인적분할 방식의 지주회사 체제가 선호되는 이유?

MERITZ Collaboration Report

기업 지배구조 시리즈

1 편

## 재벌개혁 정책

- 한국 대체로 인적분할 방식을 통해 지주회사 체제로 전환. 최대주주 지배력 강화에 유리하기 때문
- 인적 분할시 신규 자회사 주식을 분할 전 회사 주주들이 기존 지분을 대로 나눠 갖는 방식. 분할 후 신규 자회사 주주 대상으로 공개매수 진행. 모회사 신주 발행 후 지급하는데 자회사 소수 주주들이 공개매수 불응할 때, 최대주주가 참여함으로써 지분율 늘리는 기회로 삼음
- 한국 법 체계상 자사주를 자산으로 취급하기 때문에 분할시 모회사가 보유하고 있는 모회사 자사주는 자본 차감 계정이지만 모회사가 보유한 자회사 자사주는 투자자산으로 계상돼 인적분할 직후부터 모회사 간 지분관계가 형성됨

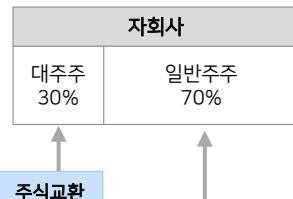
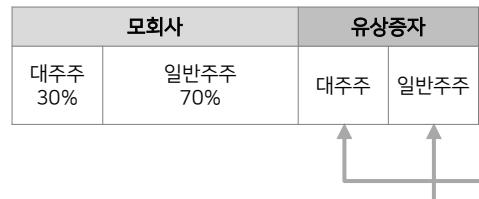
## 인적분할 후 주식교환 공개매수

## 상호출자제한 기업집단(2017년)

사업회사	
대주주 30%	일반주주 70%



사업회사		
대주주 30%	자사주 15%	일반주주 55%



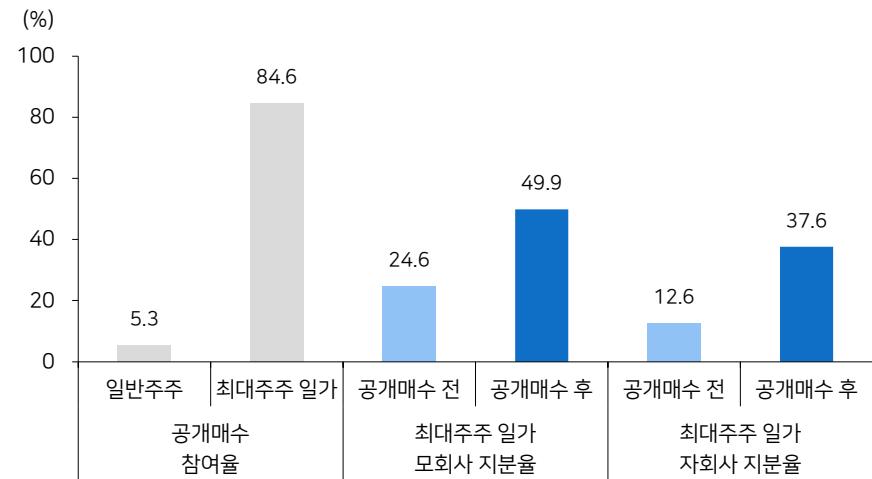
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

## 재벌개혁 정책

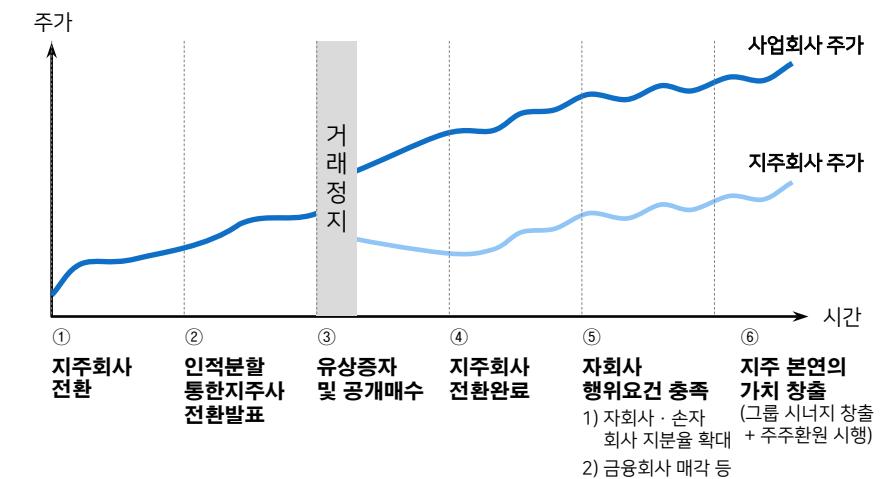
- 인적분할을 통한 지주회사 전환 과정에서 최대주주의 목표는 신규 자회사 주식을 반납하면서 모회사 신주를 최대한 많이 받는 것임
- 교환비율은 자본시장 규정에 따라 정해지고, 기본적으로 공개매수 시점 전후 시장에서 형성된 가격이 기준이 됨. 즉 공개매수 시점에 신규 자회사 주가가 상대적으로 더 많이 올라야 최대주주가 모회사 지분 더 많이 확보할 수 있는 것
- 본질가치에 근거한 교환비율에 비해 신규 자회사 주식이 모회사 주식 보다 고평가된 상태에서 실제 교환비율이 결정된다면 이는 모회사 신주를 저가에 인수할 수 있는 기회. 즉, 신규 자회사 주주는 공개 매수에 응하는 것이 유리한 상황

## 인적분할 과정에서 강화되는 최대주주 일가의 지배력



주: 2000~2010년 지주회사 전환 사례 21개 분석 결과  
자료: 동아비즈니스리뷰, 메리츠종금증권 리서치센터

## 인적분할을 통한 지주회사 전환 과정에서의 주요 이벤트 Summary



자료: 메리츠종금증권 리서치센터



## Part II

지주회사 관련  
주요 법안 정리



은행/지주  
Analyst 은경완  
02. 6098-6653  
kw.eun@meritz.co.kr



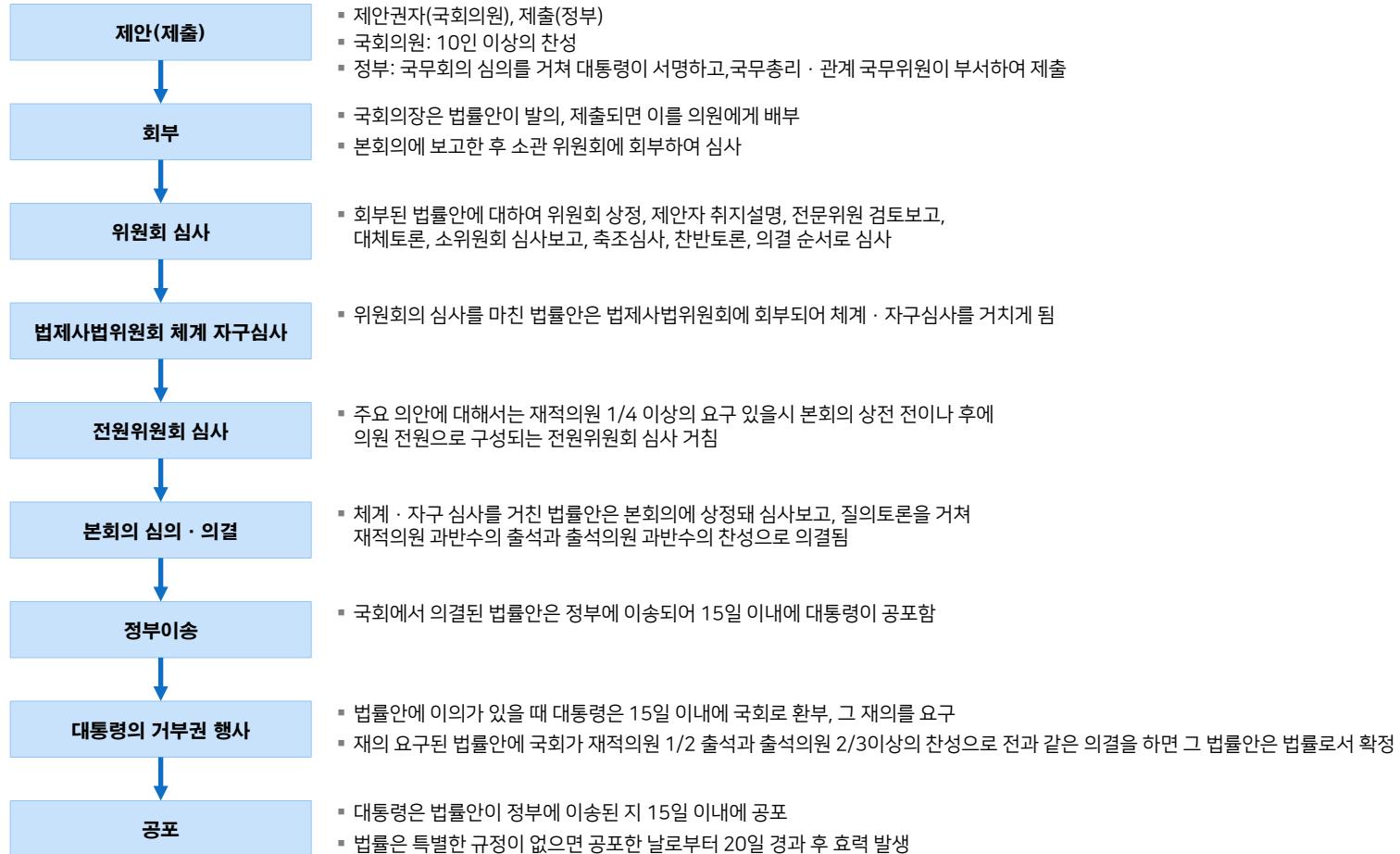
## Summary

# 지주회사 관련 주요 법의 법안

	지주회사 전환 전	지주회사 전환	지주회사
공정거래법	<ul style="list-style-type: none"> <li>지주비율 산정 기준 강화 (자회사 → 계열회사/ 원가법, 지분법, 공정가치 → 공정가치)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>일반지주회사 금융회사 보유 금지 (2년간 유예 가능)</li> <li>지주회사 자산요건 상향 조정 (1천억 → 5천억 이상)</li> <li>공익법인 의결권 제한</li> <li>일감몰아주기 규제 확대, 기존 순환출자 3년 내 해소</li> <li>지주회사 부채비율 한도 하향 조정 (200% → 100%)</li> <li>손자회사 공동출자 금지, 사업연관성 없는 손자회사 보유 금지</li> <li>자회사 행위요건 상향조정(상장 20% → 30%, 비상장 40% → 50%)</li> </ul>	
자본시장법	<ul style="list-style-type: none"> <li>계열사 보유지분을 자사주로 취득 금지</li> <li>특정 주주 지분매각 강제시 매수자를 찾을 수 없는 경우에 계열사 보유지분 자사주로 취득 가능</li> </ul>		
상법	<ul style="list-style-type: none"> <li>분할/합병 진행시 주총 특별결의 필요</li> <li>인적 분할시 자사주 의결권 제한</li> <li>분할/합병시 분할회사가 보유하는 자사주 신주배정 금지</li> <li>지주회사 전환시 회사가 보유한 자사주 의무 소각 or 주주에게 배분</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>소액주주 의결권 강화 (다중대표소송제, 집중투표제, 전자투표제 등)</li> </ul>
세법	<ul style="list-style-type: none"> <li>자사주를 분할 신주로 배정시 양도소득으로 인정해 과세</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>상증세 최고세율 50% (5년 연부연납, 물납 가능, 단 유가증권 물납은 불가)</li> </ul>
조특법	<ul style="list-style-type: none"> <li>지주회사 전환시 현물출자로 인해 취득한 주식의 양도차익 이익 → '18년 말 일정 예정</li> </ul>		
보험업법	<ul style="list-style-type: none"> <li>보험사 자산운용비율 취득원가에서 시가로 변경</li> </ul>		

주: 기울임체의 경우 지주회사 관련 현행 주요 법안

자료: 국가법령정보센터, 의안정보시스템, 메리츠종금증권 리서치센터



## 1-1. 공정거래법 개정안

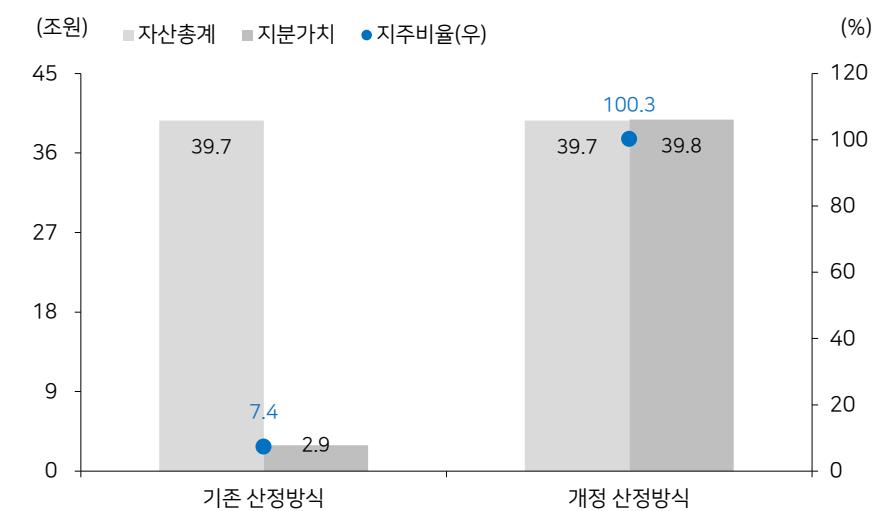
- 지주회사의 법률적 정의는 공정거래법에 명시
- 1) 주식의 소유를 통하여 국내 회사의 사업 내용을 지배하는 것을 주된 사업으로 하는 회사로서,
  - 2) 직전 사업연도 종료일 현재의 재무상태표상 자산 총액이 5천억 원 이상이며, (2017년 7월 1일, 지주회사 자산요건 1천억 원 → 5천억 원으로 상향)
  - 3) 자산 총액 중 자회사의 주식가액 합계액이 차지하는 비율(=지주비율)이 50% 이상인 회사를 의미
- 지주비율 산식 변경[자회사 주식가액(원가법, 지분법, 공정가치 중 택 1)/자산총액 → 계열회사 주식가액(공정가치)/자산총액]을 가정시 삼성물산의 지주비율은 100.3%로 상승하며 강제 지주 전환

### 공정거래법 개정안 제2조의1 발의 내용

지주회사 정의 中	
<b>현행</b>	“지주회사”라 함은 주식의 소유를 통하여 국내회사의 사업내용을 지배하는 것을 주된 사업으로 하는 회사로서 자산총액이 대통령령이 정하는 금액이상인 회사를 말한다. 이 경우 주된 사업의 기준은 대통령령으로 정한다
<b>개정안 발의내용</b>	“지주회사”란 주식의 소유를 통하여 국내회사의 사업내용을 지배하는 것을 주된 사업으로 하는 회사로서 자산총액이 대통령령이 정하는 금액이상인 회사를 말한다. 이 경우 주된 사업의 기준은 회사가 보유하고 있는 계열회사 주식가액의 합계액이 해당 회사 자산총액에 대하여 대통령령으로 정하는 비율 이상인 것으로 하며, 가액은 공정가치를 기준으로 대통령령으로 정하는 방법에 따라 산정한다

주: 2016.10.21 국민의당 채이배 의원 발의  
자료: 의안정보시스템, 메리츠종금증권 리서치센터

### 지주비율 산정 기준 변경시 삼성물산 강제 지주 전환



주: 지분가치는 '18년 3월말 기준  
자료: Dart, 메리츠종금증권 리서치센터

## 1-2. 공정거래법

- 현행 공정거래법상 일반 지주회사의 경우 금융회사 보유가 금지 (: 금산분리)
- 지주회사로 전환하지 않은 삼성, 현대차, 한화 그룹 모두 금융회사를 보유 → 지주회사 전환의 걸림돌
- 다만 대기업 집단의 대부분이 지주회사 전환 or 설립 당시에 금융회사를 보유하고 있다는 점을 감안해 2년의 유예기간을 부여  
→ '17년 10월 지주회사로 전환한 롯데그룹의 경우 '19년 10월(현행법상 2년 내 매각이 원칙. 다만 매각 지분이 큰 경우 등에 한해 공정위가 2년의 추가 기한 부여(ex. 두산, SK)까지 관련 지분 해소 필요)
- 19대 국회 때 발의 되었던 중간금융지주 법안은 20대 국회에는 발의 조차 되지 않음

## 공정거래법 제8조의2 4항 내용

지주회사 등의 행위제한 中		
<b>현행</b>	금융업 또는 보험업을 영위하는 자회사의 주식을 소유하는 지주회사인 경우 금융업 또는 보험업을 영위하는 회사 외의 국내회사의 주식을 소유하는 행위. 다만, 금융지주회사로 전환하거나 설립될 당시에 금융업 또는 보험업을 영위하는 회사 외의 국내회사 주식을 소유하고 있는 때에는 금융지주회사로 전환하거나 설립된 날부터 2년간은 그 국내회사의 주식을 소유할 수 있다.	

자료: 국가법령정보센터, 메리츠종금증권 리서치센터

## 삼성, 현대차, 롯데, 한화 그룹 금융계열사 현황

기업집단	금융계열사	주요주주
삼성	삼성생명	이건희(20.76%), 삼성물산(19.34%), 삼성문화재단(4.68%)
	삼성화재	삼성생명(14.98%), 삼성문화재단(3.06%)
	삼성카드	삼성생명(71.86%)
	삼성증권	삼성생명(29.39%)
현대차	현대카드	현대차(36.96%), 현대커머셜(24.54%), 기아차(11.48%)
	현대차투자증권	현대차(27.49%), 현대모비스(16.99%), 기아차(4.90%)
	현대캐피탈	현대차(59.68%), 기아차(20.10%)
	현대커머셜	현대자동차(50.00%), 정명이(33.33%)
	현대라이프생명	Fubon life insurance(48.62%), 현대모비스(30.28%), 현대커머셜(20.37%)
한화	한화생명	한화건설(25.09%), 한화(18.15%)
	한화손해보험	한화생명(53.75%)
	한화투자증권	한화첨단소재(15.50%), 한화호텔앤파크리조트(10.85%)
롯데	롯데카드	롯데쇼핑(93.78%), 롯데캐피탈(4.59%)
	롯데캐피탈	호텔롯데(26.60%), 롯데쇼핑(22.36%), 롯데건설(11.81%), 부산롯데호텔(8.23%)
	롯데손해보험	호텔롯데(23.68%), 대홍기획(16.22%), 롯데역사(7.10%), 부산롯데호텔(5.47%)
	롯데멤버스	롯데쇼핑(93.88%), 롯데캐피탈(4.60%)

자료: Dart, 메리츠종금증권 리서치센터

## 1-3. 공정거래법 개정안

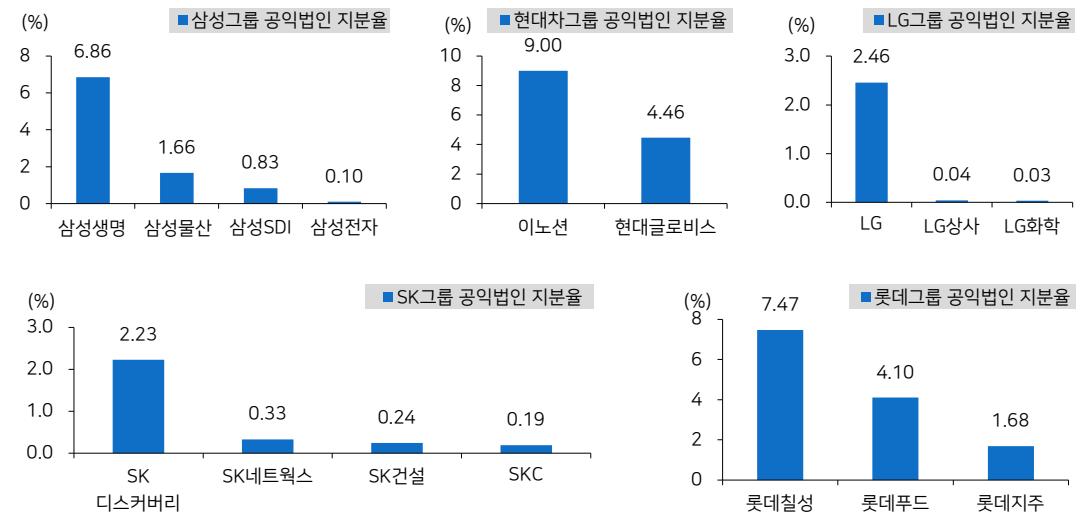
- 공익법인? 장학 · 학술 · 종교 · 문화 · 자선 등 공익목적으로 설립한 비영리 재단법인 또는 사단법인
- 미국, 유럽 등의 선진국가에서는 경영권 승계의 방법 중 하나로 공익법인을 활용  
→ ex) 지배구조의 최상위에 공익법인 위치, 차등의결권 주식 부여, 공익법인 출연 재산 세제 혜택 등
- 국내의 경우 1) 출연재산의 100% & 배당금 등 운용소득의 70% 이상을 공익 목적으로만 사용,  
2) 5%(성실공익법인의 경우 10%)의 지분 증여 까지만 증여세를 면제 등의 이유로 미미한 지분율 보유
- 5대 기업의 공익법인의 의결권 제한을 가정하더라도 그룹 지배력 유지에 미치는 영향은 제한적

## 공정거래법 개정안 제11조 발의 내용

<b>현행</b>	(제목) 금융회사 또는 보험회사의 의결권 제한
<b>개정안 발의내용</b>	(제목) 금융회사 · 보험회사 및 공익법인의 의결권 제한 (신설) 상호출자제한기업집단에 속하는 회사를 지배하는 동일인의 특수관계인에 해당하는 공익법인은 취득 또는 소유하고 있는 주식 중 그 동일인이 지배하는 회사의 국내 계열회사 주식에 대하여 의결권을 행사할 수 없다.

주: 2016.06.08 더불어민주당 박용진 의원 발의  
자료: 의안정보시스템, 메리츠종금증권 리서치센터

## 대기업집단 공익법인 지분율



자료: Dart, 메리츠종금증권 리서치센터

## 1-4. 공정거래법 개정안

- 현행 법은 상호출자는 금지하고 있으나 기존 순환출자에 대해서는 별도의 규정이 없는 상태
- 기존 순환출자 금지에 대한 법안이 통과될 경우 가장 문제가 되는 기업 집단은 현대자동차 그룹
- 김상조 공정위원장도 '순환출자 중 경영권과 실질적으로 관련 있는 것은 현대자동차 하나' 라고 발언
- 또한 법 개정을 통한 강제적 조정보다는 자발적 지배구조 개선을 촉구 → 데드라인 '18년 3월말'
- 반면 10대 기업 중 가장 많은 순환출자를 보유하고 있던 롯데 그룹의 경우 '17년 10월 지주회사 전환, '18년 2월 비상장 계열사의 투자부문 합병 등을 통해 완전히 해소

### 공정거래법 개정안 제9조의3 발의 내용

개정안 발의내용	(신설) 순환출자 금지에 관한 특례
	① 상호출자제한기업집단으로 지정된 기업집단에 속한 회사는 2014년 7월 24일 이전에 형성한 순환출자를 3년 이내에 해소하여야 한다.
	② 2014년 7월 24일 이후에 상호출자 제한기업집단으로 지정된 기업집단에 속한 회사는 지정일 이전에 형성한 순환출자를 3년 이내에 해소하여야 한다.

주: 2016.09.02 더불어민주당 최운열 의원 발의  
자료: 의안정보시스템, 메리츠종금증권 리서치센터

### 대기업집단 순환출자 현황

그룹	주요 순환출자
삼성	①삼성물산 19.3→ 삼성생명 14.9→ 삼성화재 1.4→ 삼성물산 ②삼성물산 19.3→ 삼성생명 8.2→ 삼성전자 19.5→ SDI 2.1→ 삼성물산 ③삼성물산 19.3→ 삼성생명 14.0→ 삼성화재 1.2→ 삼성전자 19.1→ SDI 2.1→ 삼성물산 ④삼성물산 19.3→ 삼성생명 8.2→ 삼성전자 23.6→ 삼성전기 2.6→ 삼성물산 ⑤삼성물산 19.3→ 삼성생명 14.9→ 삼성화재 1.4→ 삼성전자 23.6→ 삼성전기 2.6→ 삼성물산 ⑥삼성물산 4.6→ 삼성전자 23.6→ 삼성전기 2.6→ 삼성물산 ⑦삼성물산 4.6→ 삼성전자 19.5→ SDI 2.1→ 삼성물산
현대차	①현대제철 5.7→ 현대모비스 20.8→ 현대차 8.0→ 기아차 17.3→ 현대제철 ②현대제철 5.7→ 현대모비스 20.8→ 현대차 6.9→ 현대제철 ③현대글로비스 0.7→ 현대모비스 20.8→ 현대차 4.9→ 현대글로비스 ④현대모비스 20.8→ 현대차 33.9→ 기아차 16.9→ 현대모비스
현대산업개발	①현대산업개발 46.3→ 현대EP →14.8→ 아이콘트롤스 3.4→ 현대산업개발 ②현대산업개발 56.5→ 아이서비스 6.7→ 아이콘트롤스 3.4→ 현대산업개발 ③현대산업개발 95.2→ 아이엔콘스 6.4→ 아이콘트롤스 3.4→ 현대산업개발
현대백화점	①현대백화점 100→ 현대쇼핑 7.8→ 현대그린푸드 12.0→ 현대백화점 ②현대백화점 100→ 현대쇼핑 7.8→ 현대그린푸드 10.4→ 현대에이앤아이 4.3→ 현대백화점 ③현대백화점 100→ 현대쇼핑 21.3→ 현대에이앤아이 4.3→ 현대백화점
대림	①대림코퍼레이션 21→ 대림산업 100→ 오라관광 4.3→ 대림코퍼레이션

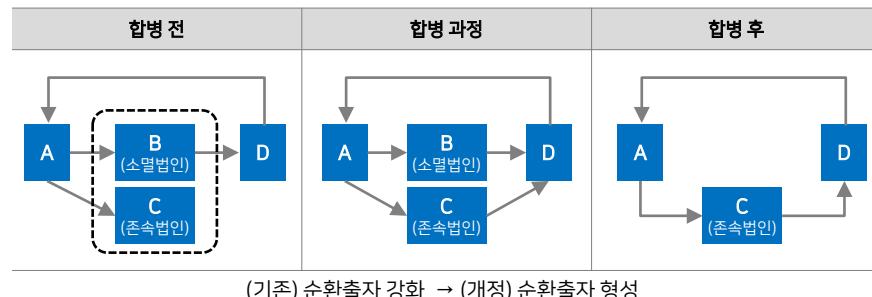
자료: Dart, 메리츠종금증권 리서치센터

## 1-5. 공정거래법 개정안

- '18.2.26 공정위, 공정거래법 제9조의2 순환출자의 금지 규정의 해석기준 가이드라인 변경 및 시행
- 기존 순환출자 고리 내 소멸법인과 고리 밖 존속법인 간의 합병에 의한 계열출자를 순환출자 '강화' → 순환출자 '형성'으로 변경
- 기존에 강화로 판단했던 '삼성물산→삼성전자→삼성SDI→삼성물산' 고리를 순환출자 형성으로 변경
- 따라서 삼성SDI는 6개월의 유예기간인 '18.8.26 까지 이미 처분한 삼성물산 주식 500만주 외에 나머지 보유분 404만주를 추가로 처분해 순환출자 고리를 해소해야 함

## 합병 관련 신규 순환출자 금지 법집행 가이드라인 변경 내용

### 기존 순환출자 고리 내 소멸법인과 고리 밖 존속법인이 합병하는 경우

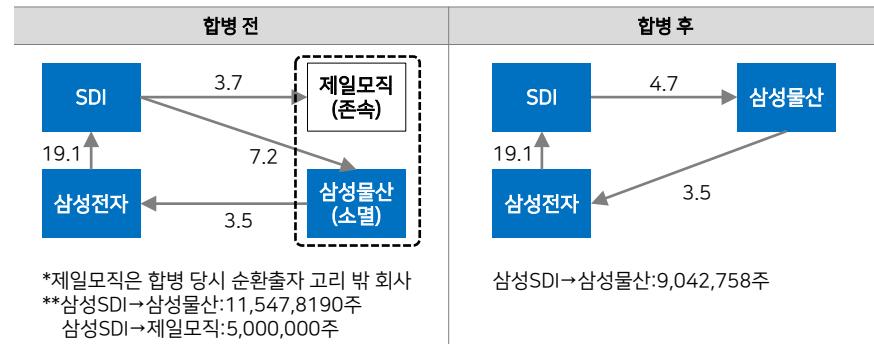


### 순환출자 형성 · 강화 시 처분 대상 주식

순환출자 형성	순환출자를 형성하는 계열출자를 한 회사가 취득 또는 소유한 주식 전부
순환출자 강화	기존 순환출자 고리를 기준으로 합병에 의해 추가되는 출자분 *합병으로 2개 고리가 모두 순환출자 강화에 해당될 경우, 추가 출자분중 더 큰 추가 출자분을 처분

자료: 공정위, 메리츠종금증권 리서치센터

## 제일모직과 삼성물산 합병 사례



### 삼성SDI가 삼성물산 주식 처분시 3개의 순환출자 고리 해소

- 삼성물산→생명보험→삼성전자→SDI→삼성물산
- 삼성물산→생명보험→화재보험→삼성전자→SDI→삼성물산
- 삼성물산→삼성전자→SDI→삼성물산

자료: 공정위, 메리츠종금증권 리서치센터

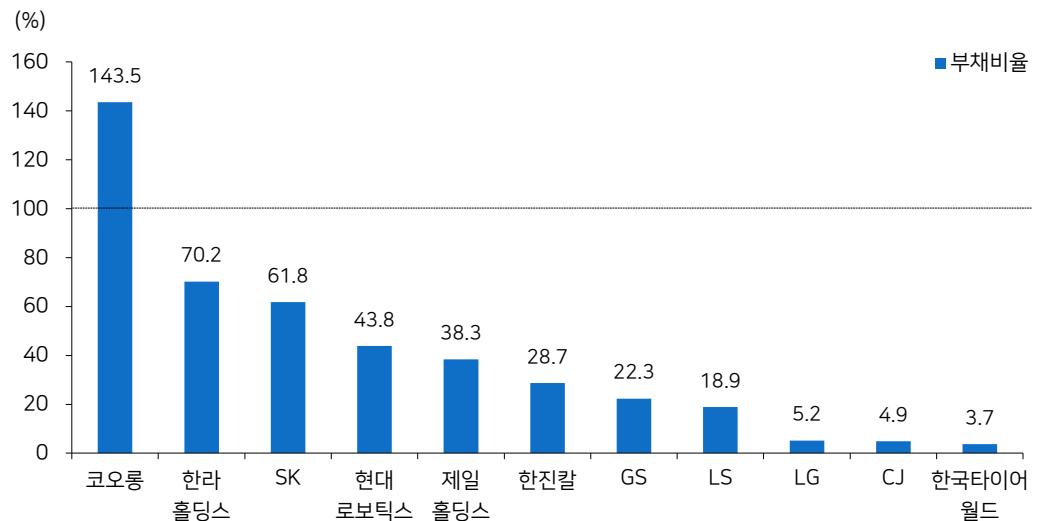
## 1-6. 공정거래법 개정안

- '07년 지주회사 체제로의 변화를 독려하기 위해 지주회사 부채비율 한도를 100% → 200%로 상향 조정
- 지주회사 설립 요건 강화의 일환으로 과거 규제 수준인 100%로 하향 조정하는 법안이 발의
- '17년말 기준 국내 193개 지주회사의 평균 부채비율은 38.4%(일반지주 39.0%, 금융지주 27.6%)로 현행법상 규제(200%) 대비 크게 낮은 수준에서 관리
- 지주회사로의 전환을 마친 대기업들의 재무 부담에 미치는 영향은 제한적. 다만 상대적으로 재무 여력이 취약한 중소 지주회사의 자금조달 부담은 확대될 개연성이 있음

## 공정거래법 개정안 제8조의2 발의 내용

지주회사 등의 행위제한 中	
<b>현행</b>	<u>자본총액의 2배</u> 를 초과하는 부채액을 보유하는 행위. 다만, 지주회사로 전환하거나 설립될 당시에 <u>자본총액의 2배</u> 를 초과하는 부채액을 보유하고 있는 때에는 지주회사로 전환하거나 설립된 날부터 2년간은 <u>자본총액의 2배</u> 를 초과하는 부채액을 보유할 수 있다.
<b>개정안 발의내용</b>	<u>자본총액</u> 을 초과하는 부채액을 보유하는 행위. 다만, 지주회사로 전환하거나 설립될 당시에 <u>자본총액</u> 을 초과하는 부채액을 보유하고 있는 때에는 지주회사로 전환하거나 설립된 날부터 2년간은 <u>자본총액</u> 을 초과하는 부채액을 보유할 수 있다.

## 주요 지주회사 부채비율 현황 [17년말 기준]



주: 2016.10.21 국민의당 채이배 의원 발의  
자료: 의안정보시스템, 메리츠종금증권 리서치센터

자료: 각사, 메리츠종금증권 리서치센터

## 1-7. 공정거래법 개정안

- 지주회사의 편법적 지배력 강화를 차단하기 위한 목적으로 자회사 행위요건 강화 (상장 20% → 30%, 비상장 40% → 50%) 관련 법안이 발의. 이는 문재인 대통령의 대선 후보시절 공약 중 하나
- 지주회사 설립 · 전환을 추진하는 기업의 전환비용 가중과 함께 기 전환 지주회사의 추가 지분 확보를 위한 자금 부담 증가가 예상
- 특히 가장 큰 영향이 예상되는 기업은 SK. 단순 계산시 SK텔레콤과 SK하이닉스의 추가 지분 취득에만 약 6.7조원의 현금이 필요한 것으로 추정
- SK텔레콤의 중간지주회사 전환 이슈가 지속적으로 불거지고 있는 결정적 배경

## 공정거래법 개정안 제8조의2 발의 내용

지주회사 등의 행위제한 中	
<b>현행</b>	자회사의 주식을 그 자회사 발행주식총수의 <u>100분의 40</u> [자회사가 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」에 따른 주권상장법인인 경우, 주식 소유의 분산요건 등 상장요건이 같은 법에 따른 증권시장으로서 대통령령으로 정하는 국내 증권시장의 상장요건에 상당하는 것으로 공정거래위원회가 고시하는 국외 증권거래소에 상장된 법인인 경우, 공동출자법인인 경우 또는 벤처지주회사의 자회사인 경우에는 <u>100분의 20</u> 으로 한다.
<b>개정안 발의내용</b>	자회사의 주식을 그 자회사 발행주식총수의 <u>100분의 50</u> [자회사가 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」에 따른 주권상장법인인 경우, 주식 소유의 분산요건 등 상장요건이 같은 법에 따른 증권시장으로서 대통령령으로 정하는 국내 증권시장의 상장요건에 상당하는 것으로 공정거래위원회가 고시하는 국외 증권거래소에 상장된 법인인 경우, 공동출자법인인 경우 또는 벤처지주회사의 자회사인 경우에는 <u>100분의 30</u> 으로 한다.

주: 2016.10.21 국민의당 채이배 의원 발의  
자료: 의안정보시스템, 메리츠종금증권 리서치센터

## 주요 지주회사의 자회사 의무 지분 비율 상승 시 예상 소요 금액

지주회사	자회사	손자회사	지분율 (%)	예상소요금액 (억원)
SK	SK텔레콤		25.2	9,050
	SK하이닉스		20.1	58,595
	SK바이오랜드		27.9	68
합계				67,712
롯데지주	롯데제과		8.2	1,597
	롯데쇼핑		25.9	2,704
	롯데칠성		19.3	1,312
	롯데푸드		22.1	592
합계				6,204
현대로보티스	현대중공업		27.8	2,009
코오롱	코오롱생명과학		20.3	975

주: 예상소요금액은 '18년 3월말 종가 기준  
자료: Dart, 메리츠종금증권 리서치센터

## 1-8. 공정거래법 개정안

- 복수의 자회사가 공동 출자하여 손자회사를 지배하는 것이 금지되는 법안이 국회에 계류 중
- 수직적 출자구조를 통해 소유구조의 투명성을 확보하고 계열사간 위험 전이를 방지하기 위한 목적
- 지난 해 12월, CJ 그룹은 지주회사 산하 두 개의 자회사(CJ제일제당, KX홀딩스)가 공동출자한 손자회사인 CJ대한통운을 단독 손자회사로 전환하며 정부 규제 강화에 대비해 선제적으로 대응
- CJ 그룹을 제외한 다른 대형 지주회사의 경우 상기 법안 통과의 영향은 없는 것으로 파악

### 공정거래법 개정안 제8조의2 발의 내용

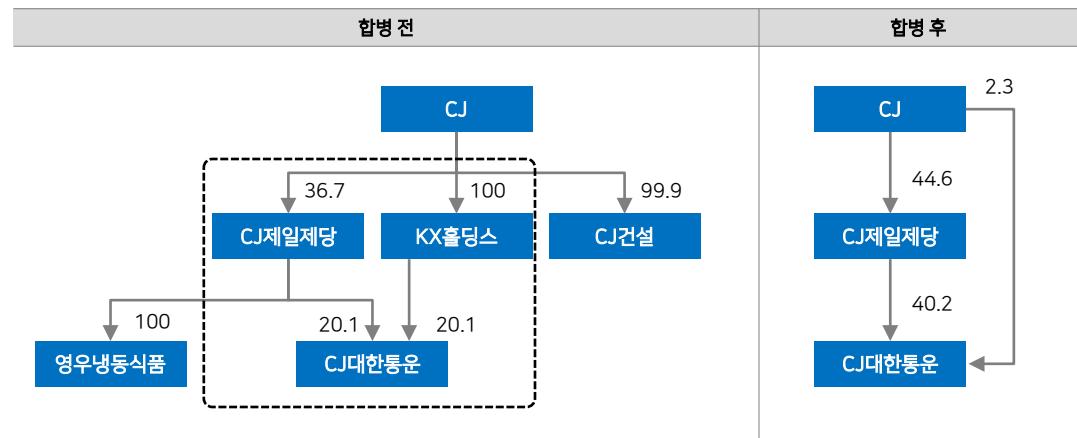
#### 지주회사 등의 행위제한 中

- 개정안** (신설)  
**발의내용** 두 개의 자회사가 하나의 손자회사를 지배하는 행위.  
 다만, 자회사가 될 당시에 두개의 자회사가 하나의 손자회사를 보유하고 있는 경우에는 자회사에 해당하게 된 날부터 2년간 그 손자회사를 지배할 수 있다.

주: 2016.10.21 국민의당 채이배 의원 발의  
 자료: 의안정보시스템, 메리츠종금증권 리서치센터

### CJ 대한통운 - CJ 제일제당 - KX 홀딩스

#### 영우냉동식품-KX홀딩스, CJ대한통운-CJ건설, CJ제일제당-영우냉동식품 흡수합병



자료: CJ, 메리츠종금증권 리서치센터

## 1-9. 공정거래법 개정안

- 현행법상 일감몰아주기(사익편취) 규제는 5조원 이상의 기업집단(=공시대상기업집단) 중 총수일가의 지분율이 30%(상장사 기준, 비상장사는 20%) 이상일 경우에 적용
- 반면 국회에 발의된 공정거래법 개정안은 상장/비상장 구분 없이 모두 20% 이상으로 강화 추진
- 다른 법안들과 달리 공정거래법 자체가 아닌 공정거래법 시행령에서 30% 지분율을 규정짓고 있다는 점에서 이론적으로는 국회 통과 없이 정부의 시행령 개정만으로 규제 강화 가능
- 다만 지난 1월 공정위는 1) 총수일가 사익편취 규제 대상과 관련하여 기준이 되는 특수관계인 지분율 산정시 간접지분을 함께 포함할지 여부, 2) 현행 시행령에서 규정하고 있는 총수일가 사익편취 규제 대상 관련 지분요건을 법률 또는 시행령으로 개정할지 여부에 대해서는 결정된 바 없다고 밝힘

## 공정거래법 개정안 제23조의2 발의 내용

특수관계인에 대한 부당한 이익제공 등 금지	
<b>현행</b>	일정규모 이상의 자산총액 등 대통령령으로 정하는 기준에 해당하는 기업집단에 속하는 회사는 특수관계인이나 특수관계인이 <u>대통령령으로 정하는 비율</u> 이상의 주식을 보유한 계열회사와 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 행위를 통하여 특수관계인에게 부당한 이익을 귀속시키는 행위를 하여서는 아니된다.
<b>개정안 발의내용</b>	일정규모 이상의 자산총액 등 대통령령으로 정하는 기준에 해당하는 기업집단에 속하는 회사는 특수관계인이나 특수관계인이 <u>발행주식총수의 100분의 20 이상의 주식을 보유한</u> 계열회사와 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 행위를 통하여 특수관계인에게 부당한 이익을 귀속시키는 행위를 하여서는 아니된다.

주: 2016.08.05 국민의당 채이배 의원 발의  
자료: 의안정보시스템, 메리츠종금증권 리서치센터

## 일감 몰아주기 신규 규제대상 기업

기업	오너 일가 지분율 합 (%)	오너 일가 지분율 상세 (%)
현대글로비스	30.0	정의선(23.29), 정몽구(6.71)
이노션	29.99	정성이(27.99), 정의선(2.0)
현대그린푸드	29.92	정교선(15.28), 정지선(12.67), 정몽근(1.97)
이마트	28.05	이명희(18.22), 정용진(9.83)
신세계	28.05	이명희(18.22), 정유경(9.83)
GS건설	27.72	허창수(10.78), 허진수(5.46), 허정수(4.18) 등 총 17명
SK D&D	24.0	최창원(24.0)
신세계인터내셔널	22.22	정재은(21.68), 정유경(0.43), 정용진(0.11)
삼성생명	20.82	이건희(20.76), 이재용(0.06)

자료: Dart, 언론자료, 메리츠종금증권 리서치센터

## 2-1. 상법 개정안

- 국내 지주회사의 대부분은 인적분할을 통해 설립된 순수 지주회사
- 실제 '17년 이후 지주회사로 전환한 19개의 기업 중 이건홀딩스(이건창호 물적분할)를 제외한 18개 기업은 인적분할을 활용해 지주회사로 전환
- 인적분할의 과정에서의 핵심은 자사주 → 지주회사 전환시 주력 자회사가 보유한 자사주를 활용해 지배구조 개편과 지배권 강화를 동시에 달성할 수 있기 때문
- 통상적으로 자사주 의결권 부활에 따른 시가총액 증대 효과도 존재

## 상법 제530조의8 및 공정거래법 제11조 개정안 발의 내용

<b>현행</b>	상법 제369조2항 회사가 가진 자기주식은 의결권이 없다.
<b>개정안 발의내용</b>	<p>(신설) 상호출자제한기업집단에 속하는 회사가 분할 또는 분할합병하여 존속회사가 분할에 의하여 새로 설립되는 회사의 신주를 배정받은 경우, 존속회사는 그 신주에 대하여 의결권을 행사할 수 없다.</p> <p>(신설) 분할 및 분할합병 시 자기주식에 대한 특칙</p> <p>① 단순분할신설회사와 분할합병신설회사는 분할 또는 분할합병의 때에 분할회사가 보유하는 자기주식에 대하여 신주를 배정할 수 없다.</p> <p>② 분할승계회사는 분할합병의 때에 분할회사가 보유하는 자기주식에 대하여 신주 또는 분할승계회사의 자기주식을 배정할 수 없다.</p>

주: 2017.02.14 바른정당 오신환 의원, 2016.12.29 더불어민주당

박용진 의원 발의

자료: 국가법령정보센터, 의안정보시스템, 메리츠종금증권 리서치센터

## 2017년 이후 지주회사 전환 기업

지주회사	인적분할설립회사	물적분할설립회사	분할기일	방법
유비쿼스홀딩스	유비쿼스	유비쿼스이엔엠	2017.03.01	인적분할 + 물적분할
APS홀딩스	AP시스템		2017.03.01	인적분할
크라운해태홀딩스	크라운제과		2017.03.01	인적분할
현대로보티кс	현대일렉트릭, 현대건설기계		2017.04.01	인적분할
경동인베스트	경동도시가스	경동에너아이	2017.04.01	인적분할 + 물적분할
이건홀딩스		이건창호	2017.04.01	물적분할
매일홀딩스	매일유업		2017.05.01	인적분할
미원홀딩스	미원에스씨		2017.05.01	인적분할
오리온홀딩스	오리온		2017.06.01	인적분할
이녹스	이녹스첨단소재		2017.06.01	인적분할
제일파마홀딩스	제일약품		2017.06.01	인적분할
롯데지주	롯데제과, 롯데쇼핑, 롯데칠성, 롯데푸드		2017.10.01	인적분할
BGF	BGF리테일		2017.11.01	인적분할
디티알오토모티브	동아타이어공업		2017.11.01	인적분할
SK디스커버리	SK케미칼		2017.12.01	인적분할
쿠쿠홀딩스	쿠쿠홈시스	쿠쿠전자	2017.12.01	인적분할 + 물적분할
HDC	HDC현대산업개발		2018.05.01	인적분할
효성	효성티앤씨, 효성중공업, 효성첨단소재, 효성화학		2018.06.01	인적분할
한일홀딩스	한일시멘트		2018.07.01	인적분할

자료: Dart, 메리츠종금증권 리서치센터

## 2-2. 상법 개정안

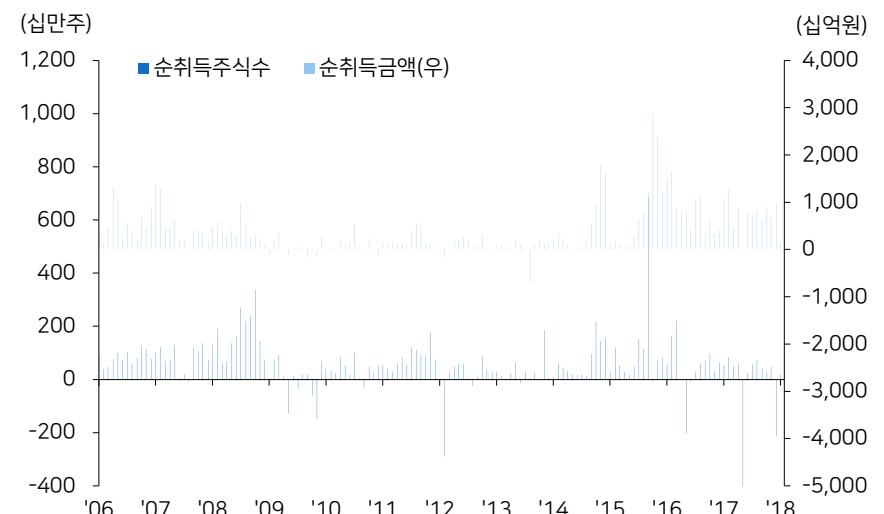
- '15년 이후 삼성전자 등 자사주 매입이 활발해지고 있는 것도 지배구조 개편 이슈와 맞닿아 있는 부분
- 자산 승계율이 낮고, 잉여현금 흐름이 많은 기업일수록 자사주 매입을 선호 하는 추세
- 자사주 매입 & 소각이 아닌 자사주 매입은 당장의 주주환원과는 거리가 존재
- 그럼에도 지배구조 개편(= 지주회사 전환)의 신호로 해석되며 주가 상승 모멘텀으로 작용
- 또한 중장기적으로 지주회사 전환 이후 배당 확대 등 주주환원 강화 기대감 형성도 주가 상승에 기여

### 상법 개정안 제 342조 발의 내용

자기주식의 처분 中	
<b>현행</b>	회사가 보유하는 자기의 주식을 처분하는 경우에 다음 각 호의 사항으로서 정관에 규정이 없는 것은 이사회가 결정한다.
	<ol style="list-style-type: none"> <li>처분할 주식의 종류와 수</li> <li>처분할 주식의 처분가액과 납입기일</li> <li>주식을 처분할 상대방 및 처분방법</li> </ol>
<b>개정안 발의내용</b>	<p>회사는 제341조제2항제3호에서 정한 기간을 초과한 경우에는 즉시, 제341조의 2 각 호와 제341조의 3 단서의 경우에는 자기의 주식을 취득 또는 질권의 목적으로 한 날로부터 3개월 이내에 주식 또는 질권의 처분을 하여야 한다.</p> <p>② 회사는 제1항에 따라 자기의 주식을 처분하는 경우에는 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 방법으로 처분하여야 한다.</p> <ol style="list-style-type: none"> <li><b>소각</b></li> <li>주주에게 그가 가지고 있는 주식수에 따라 균등하게 배분</li> </ol>

주: 2016.11.29 더불어민주당 이종걸 의원 발의  
자료: 의안정보시스템, 메리츠종금증권 리서치센터

### KOSPI + KOSDAQ 자사주 매입 금액 및 주수: 2015년 이후 확대 추세



자료: KRX, 메리츠종금증권 리서치센터

## 2-3. 상법 개정안

- 소수주주권은 일정 비율 이상의 지분율 보유하고 있는 주주 또는 주주들이 모여 행사할 수 있는 권리
- 기업 지배주주의 권리 남용 방지하기 위해 권리행사 요건 강화한 것이 특징. 규정을 충족하는 주주는 주주총회 6주 전까지 서면이나 전자문서로 기업에 주주제안 가능
- 최근 6년간(2011~2016) 122사 대상 334건의 주주제안 제기했으나 201건이 부결(60.2%)
- 특히 임원 선임 등 경영권에 영향을 미치는 212건의 주주제안의 부결비율은 78.3%
- 주주제안 배제조항이 구체적이지 않아 자의적 해석이 가능하며 정당한 사유 없이 거부하더라도 제재조치가 없는 현실

### 상법 개정안 제406조의2, 제542조의7 발의 내용

다중대표소송제 도입	
<b>개정안</b>	(신설) 다중대표소송
<b>발의내용</b>	
	모회사의 발행주식총수의 100분의 1 이상에 해당하는 주식을 가진 주주는 자회사에 대하여 자회사 이사의 책임을 추궁할 소의 제기를 청구할 수 있다.
<b>집중투표제 단계적 의무화</b>	
<b>현행</b>	상장회사에 대하여 집중투표의 방법으로 이사를 선임할 것을 청구하는 경우 주주총회일의 6주 전까지 서면 또는 전자문서로 회사에 청구하여야 한다.
<b>개정안</b>	자산 규모 등을 고려하여 대통령령으로 정하는 상장회사에서 2인 이상의 이사의 선임을 목적으로 하는 총회가 있는 경우 주식을 보유한 주주는 회사에 대하여 집중투표의 방법으로 이사를 선임할 것을 청구할 수 있다.

주: 2016.07.04 더불어민주당 김종인 의원 발의  
자료: 의안정보시스템, 메리츠종금증권 리서치센터

### 주요 소수주주권 행사 요건

종류	요건	특례규정 (제 542조 6)
주주총회 소집청구 (제 366조)	3%	6개월, 1%(0.5%) 이상
회계장부 열람권 (제 466조)	3%	6개월, 0.1%(0.05%)
주주제안권 (제 363조의 2)	3%	6개월, 1%(0.05%)
이사해임 청구 (제 385조)	3%	6개월, 0.5%(0.25%)
주주대표 소송	1%	6개월, 0.01%

주: 1) 자산총액 2조원 이상인 회사의 경우  
괄호 안 비율에 의함  
2) 의결권 없는 주식 등을 제외한 발행주식  
총수 기준

자료: 한국기업지배구조 연구원,  
메리츠종금증권 리서치센터

### 주주제안 요건 비교 [한국 vs. 미국]

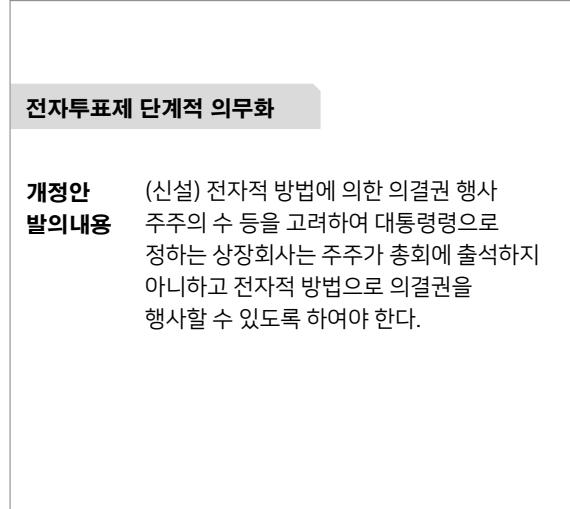
	한국	미국
관련법	상법 제 363조	Exchange Act(14a-8)
요건	1% 6개월 이상 보유	1% 보유 또는 시가 2천달러 ↑ 1년 이상 보유
제안시기	6주(42일) 전	120일 전
형식	(서면 또는 전자문서로) 일정 사항 전달	목적사항 및 부연설명 등 500단어 미만
특이사항	당일 설명 기회 부여	1인 1제안, 참석의무
배제 조항	해당사항X	거부시 SEC 사유 제출
	개인고총 임기종에 있는 임원 해임에 관한 사항 실현할수 없는 사항 거짓이거나 명예훼손	법 및 규정 위반 사항 개인적인 불만 사항 사업내용과 관련 X 자산총액, 순이익, 매출액 5% 미만에 해당 실행 X, 일상적 영업 이사선임에 관한 사항

자료: 한국기업지배구조 연구원, Dart, 메리츠종금증권 리서치센터

## 2-4. 상법 개정안

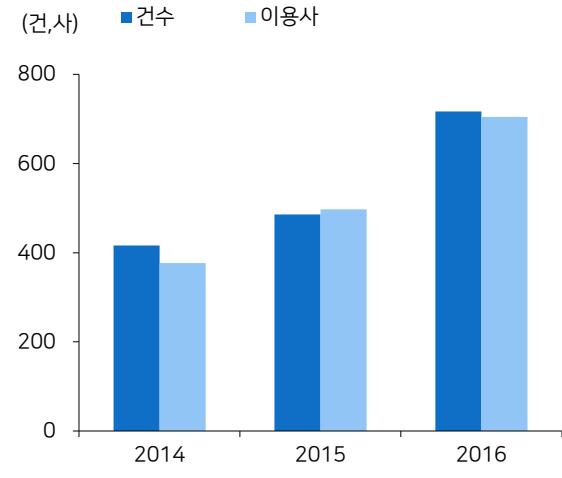
- 새도보팅은 주주총회에 참석하지 않은 주주의 의결권을 예탁결제원이 대리행사하는 제도. 정족수 미달로 주주총회 무산 방지 목적. 보통결의 → 출석주주 의결권 과반수와 발행주식 총수 25%이상, 특별결의 → 출석 주주의 2/3, 발행주식 총수의 1/3 이상이 찬성해야 통과되기 때문
- 2013년 5월 자본시장법 개정으로 2015년 1월 폐지될 예정이었으나 1% 미만 소액주주 비율이 2/3 넘는 기업과 전자투표 도입 가능 기업에 한정해 '17년 말까지 유예(현재 폐지)
- 대다수의 기업이 특정한 날짜에 집중해 주주총회 개최 → 주주권 행사의 물리적 제약 요인
- 전자투표제 활성화는 주주총회의 물리적 한계를 극복해주는 수단으로 활용 가능하며 소액주주의 주주총회 참여도와 이용도도 높여줄 것으로 기대

### 상법 개정안 제542조의14 발의 내용



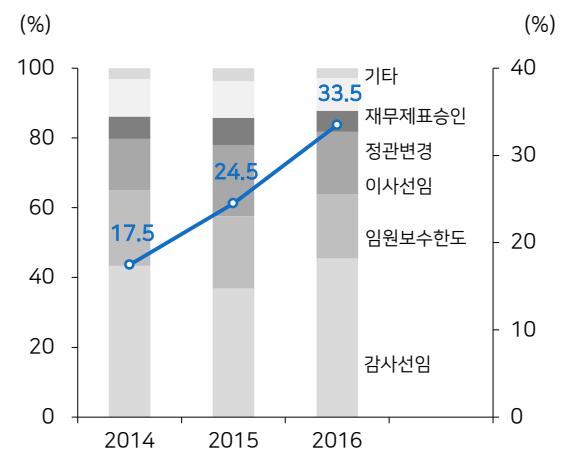
주: 2016.07.04 더불어민주당 김종인 의원 발의  
자료: 의안정보시스템, 메리츠종금증권 리서치센터

### 전자투표, 전자위임장 이용 현황



자료: 예탁결제원, 메리츠종금증권 리서치센터

### 한국 예탁결제원 새도보팅 요청 현황



자료: 예탁결제원, 메리츠종금증권 리서치센터

## 3-1. 자본시장법 개정안

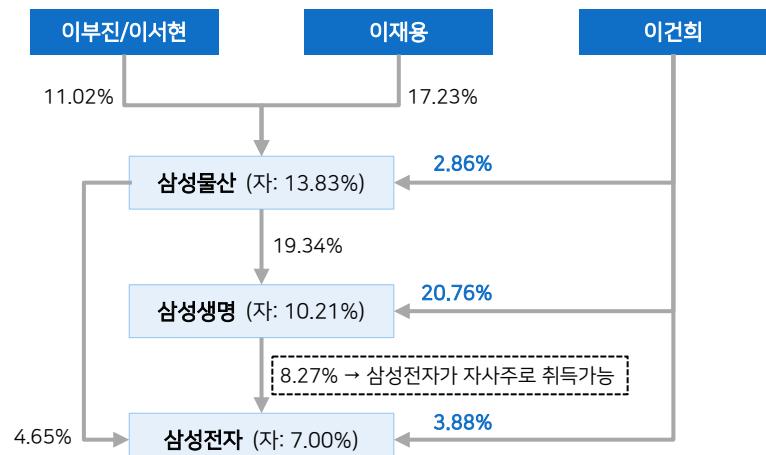
- '17년 8월, 박용진 의원은 특별한 경우(ex. 법률이나 규정의 제·개정으로 지분 매각이 강제)에 한해 자사주를 불특정 다수가 아닌 특정인에게서도 매입할 수 있도록 하는 자본시장법 개정안을 발의
- 현행법상 상장 법인은 증권시장에서 불특정 다수를 상대로만 자사주 취득이 가능
- 일례로 삼성생명이 보유하고 있는 삼성전자 지분 8.27%가 보험업법 개정을 통해 매각이 강제되는 경우 삼성전자가 이를 자사주로 사들일 수 있는 법적 근거가 마련되는 셈

### 자본시장법 개정안 제165조의3 발의 내용

현행	자기주식 취득 방법의 종류 등 中
	1.회사가 모든 주주에게 자기주식 취득의 통지 또는 공고를 하여 주식을 취득 2.「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」제133조부터 제146조까지의 규정에 따른 <u>공개매수의 방법</u>
개정안 발의내용	자기주식 취득 및 처분의 특례 中 (신설) 특정 주주의 지분매각이 강제되는 경우로서, 매수자를 찾을 수 없는 등 불가피한 사유에 한하여 해당 특정주주로부터 매입하는 방법. 이 경우 해당 특정주주로부터 매입한 자기주식은 자체 없이 소각하여야 한다.

주: 2017.08.11 더불어민주당 박용진 의원 발의  
자료: 의안정보시스템, 메리츠종금증권 리서치센터

### 삼성생명 삼성전자 지분 매각 관련



자료: Dart, 메리츠종금증권 리서치센터

## 4-1. 조특법 일몰

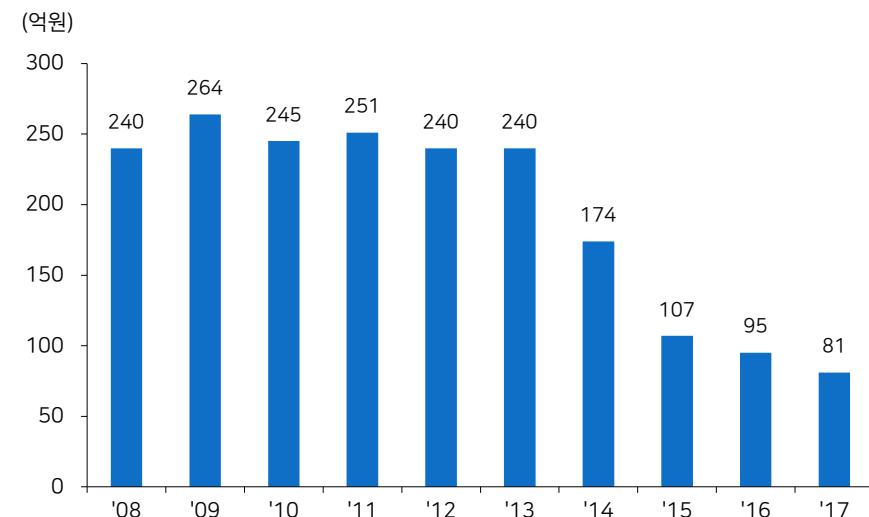
- 지주회사 전환시 특수관계인의 현물출자에 대한 양도차익 과세를 이연 해주는 조세특례제한법 제38조 2항이 '18년 12월 일몰 예정
- 이 과세 특례는 지주회사 설립 촉진을 통한 기업지배구조의 투명성 확보 및 기업구조조정 활성화를 도모하기 위해 '00년에 도입. 이후 5차례 연장되어 시행되고 있는 상황
- 대주주 및 특수관계인이 지배구조의 정점에 있는 지주회사 지분을 처분할 가능성은 제한적
- 사실상 대주주 및 재벌의 과세 회피 용도의 법안이라는 비판 증가 → 법안 추가 연장 가능성 낮음

## 조세특례제한법 제38조의2 내용

### 주식의 현물출자 등에 의한 지주회사의 설립 등에 대한 과세특례 中

**현행** 내국법인의 내국인 주주가 2018년 12월 31일까지 다음 각 호의 요건을 모두 갖추어 주식을 현물출자함에 따라 「독점규제 및 공정거래에 관한 법률」에 따른 지주회사를 새로 설립하거나 기존의 내국법인을 지주회사로 전환하는 경우, 그 현물출자로 인하여 취득한 주식의 가액 중 그 현물출자로 인하여 발생한 양도차익에 상당하는 금액에 대하여는 대통령령으로 정하는 바에 따라 그 주주가 해당 지주회사의 주식을 처분할 때까지 양도소득세 또는 법인세의 과세를 이연 받을 수 있다.

### 주식 현물출자 등에 따른 지주사 전환 과세특례(소득세, 법인세 이연) 현황



자료: 국세법령정보시스템, 메리츠종금증권 리서치센터

주: 16, 17년은 전망치

자료: 국회예산정책처, 메리츠종금증권 리서치센터

## 5-1. 보험업법 개정안

- 삼성생명이 보유하고 있는 삼성전자 지분 8.27% 관련 가장 큰 리스크는 보험업법 개정안 통과 여부
- 현행 보험업법상 자산운용 한도는 자기자본의 100분의 60(총 자산의 100분의 3이 더 큰 경우에는 100분의 3을 기준)을 초과할 수 없음. 여기서 주식 또는 채권의 취득금액은 취득원가를 기준으로 계산
- 현재는 취득가액 기준으로 3% 률을 적용 받고 있으나 개정안 통과시 시가 기준으로 변경
- 삼성생명이 보유한 삼성전자 지분 매각 이슈 발생 가능 (단, 시행일로부터 7년간의 유예기간 부여)

## 보험업법 개정안 제106조 발의 내용

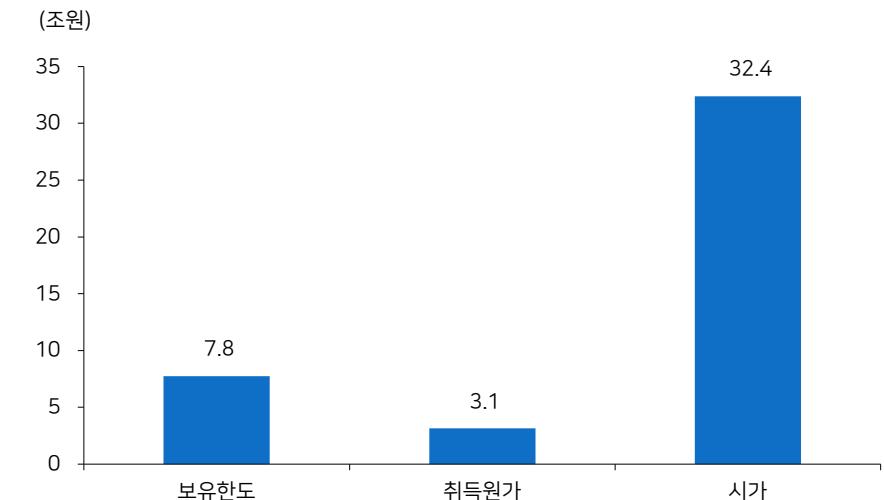
**자산운용의 방법 및 비율 中**

**개정안** (신설) 자산운용비율을 산정하기 위한 총자산, 자기자본, 채권 및 주식 소유의 **발의내용** 합계액은 「주식회사의 외부감사에 관한 법률」 제13조에 따른 회계처리 기준에 따라 작성된 재무제표 상의 가액을 기준으로 한다.

(자산운용 비율을 초과하는 보험회사에 대한 경과조치)  
(중략...) 이 법 시행일로부터 7년 이내에 제 106조에 적합하도록 해야 한다.

주: 2016.06.22 더불어민주당 이종걸 의원 발의  
자료: 의안정보시스템, 메리츠종금증권 리서치센터

## 삼성생명 자산운용 한도 및 주요 계열사 지분 금액



주: 시가는 '18년 3월말 기준  
자료: Dart, 메리츠종금증권 리서치센터





**은행/지주**  
Analyst 은경완  
02. 6098-6653  
kw.eun@meritz.co.kr



**반도체/디스플레이**  
Analyst 김선우  
02. 6098-6688  
sunwoo.kim@meritz.co.kr



**제약/바이오**  
Analyst 이태영  
02. 6098-6658  
taeyoung.lee@meritz.co.kr

## Part III

[삼성]  
변화가 필요한 시점



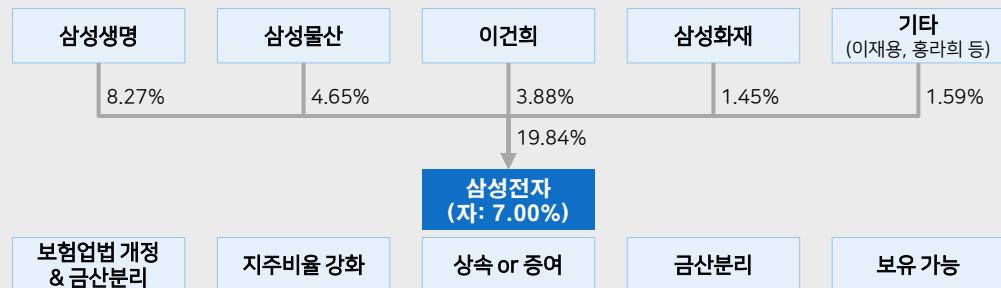
## I

## 삼성그룹 지배구조 변화 임박

- 재계의 활발한 지배구조 개편 노력 지속되며 삼성그룹의 향후 행보에 주목할 시점
- 1) 순환출자 고리 해소 후, 2) 물산이 보유하고 있는 계열회사(삼성생명, 삼성SDS, 삼성바이오로직스 → 약 22조원) 지분을 매각하고, 3) 매각 대금으로 생명이 소유하고 있는 전자 지분(8.27%, 약 26조원)을 물산이 매입, 4) 금산분리를 완전 해소하는 방향의 지배구조 개편 예상
- 삼성전자의 물산 보유 바이오로직스 지분매입 가능성은, 1) 순환출자 해소 목적으로, 2) 전자그룹의 외형 성장 한계 극복과 함께 이익 안정성 보완, 그리고 3) CMO와 반도체 파운드리 사업 유사성에 기반한 투자집중도 개선을 위해 발생할 가능성 높음

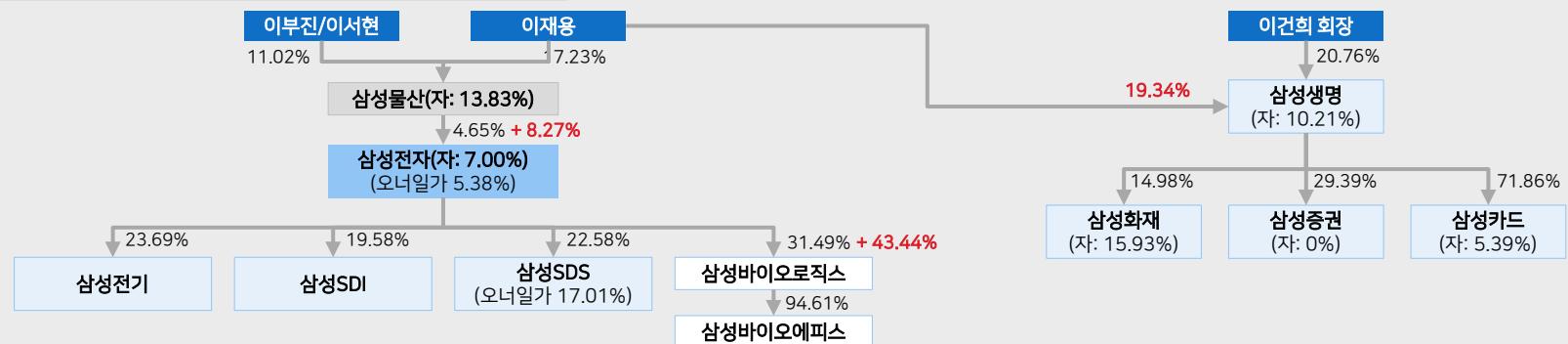
## II

## 삼성전자 지배력 보유의 한계



## III

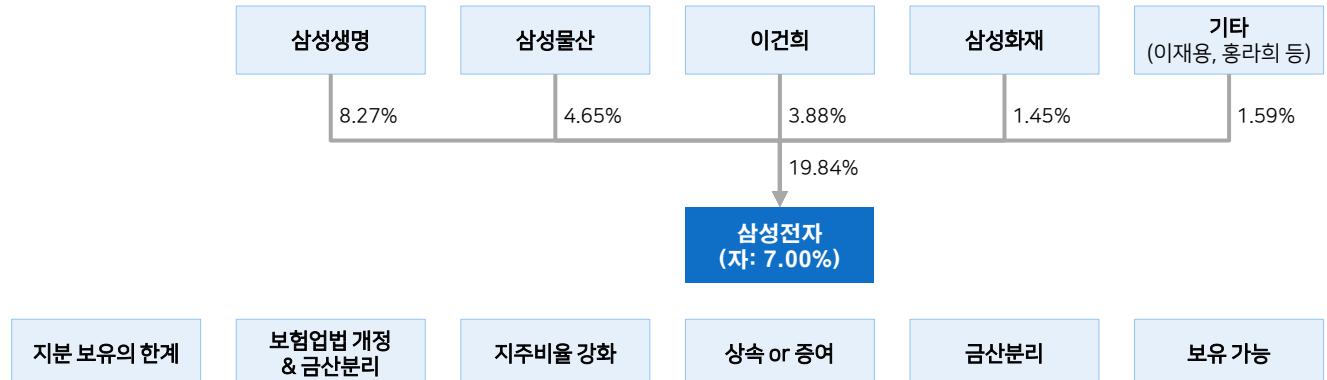
## 순환출자 및 금산분리 해소 후 삼성그룹 지배구조



## 재계의 활발한 지배구조 개선 노력

- 롯데(지주회사 전환 및 순환출자 해소), LG(LG상사 계열사 편입), CJ(자회사간 삼각합병으로 CJ대한통운 단독 자회사 편입), 현대차(현대모비스-현대글로비스 분할 합병) 등 재계의 지배구조 개편 노력은 그 어느 때 보다 활발 → 향후 삼성그룹의 지배구조 개편 행보에 주목할 수 밖에 없는 이유
- 실제 현대차 지배구조 개편안이 발표된 후 삼성물산의 주가가 급등했다는 점은 이러한 시장의 심리를 보여주는 단적인 예
- 삼성그룹의 경우 1) 기존 순환출자 해소, 2) 금산분리(삼성생명 보유 삼성전자 지분), 3) 삼성물산 강제 지주 전환 등 해결해야 할 과제들이 산적. 특히 다른 기업들과 달리 핵심 계열사인 삼성전자에 대한 지배권을 약화시킬 수 있는 공정거래법, 보험업법 등이 발의되어 있는 상황 → 관련 영향 점검 필요

## 흔들리는 삼성전자 지배력



자료: Dart, 메리츠종금증권 리서치센터

# 지난 5년간 삼성그룹 변화의 흐름 |

MERITZ Collaboration Report  
기업 지배구조 시리즈

1 편

## 지배구조 변화의 Implication

- ① 회사 합병 및 매각 → 핵심 주력 사업에 대한 선택과 집중 전략
- ② 계열사 주식 변동 → 생명과 전자 중심의 사업구조 재편
- ③ 주식시장 상장 → 오너3세 보유 지분 가치 극대화

## 2013~2017년 삼성그룹 주요 지배구조 변화 – 회사 합병 및 매각 / 상장 추진

2013	2014	2015	2016	2017
2003. 9. 27 삼성SDS, 삼성SNS 흡수합병	2013. 12. 17			
	2014. 3. 31 삼성SDI, 제일모직 흡수합병	2014. 7. 1		
	2014. 4. 2 삼성중합화학, 삼성석유화학 흡수합병	2014. 6. 1		
	2014. 5. 8 삼성SDS, 상장 발표	2014. 11. 14		
	2014. 6. 3 삼성에버랜드, 상장 발표	2014. 12. 18		
	2014. 9. 1 삼성중공업, 삼성엔지니어링 흡수합병	2014. 12. 1		
	2014. 11. 19 삼성중공업, 삼성엔지니어링 합병 무산	2014. 11. 19		
	2014. 11. 26 삼성테크윈, 삼성탈레스, 삼성중합화학, 삼성토탈 한화그룹에 1.9조원 매각	2015년 상반기 종		
			2016. 8. 12 삼성바이오로직스, 상장 발표	2017.2.17 삼성전자, 하만 인수합병
		2015. 5. 26 제일모직, 삼성물산 흡수합병 및 상호변경(삼성물산)	2015. 9. 1	2017.3.11
		2015. 10. 30 삼성정밀화학, 롯데케미칼에 4,650억원 매각	2016. 2. 29	
		2015. 11. 13 삼성SDI, 케미칼 사업부문 분할하여 롯데케미칼에 1조원 매각	2016. 2. 1	
			2016. 11.10 삼성전자, 프린팅 솔루션 사업부 HP에 매각	
			2016.9.12 2017.11.1	

공시일	합병 및 매각일
내용	
발표일	상장일 및 예정일
내용	

자료: Dart, 메리츠종금증권 리서치센터

# 지난 5년간 삼성그룹 변화의 흐름 II

MERITZ Collaboration Report  
기업 지배구조 시리즈 1 편

## 2013~2017년 삼성그룹 주요 지배구조 변화 – 계열사 주식 변동

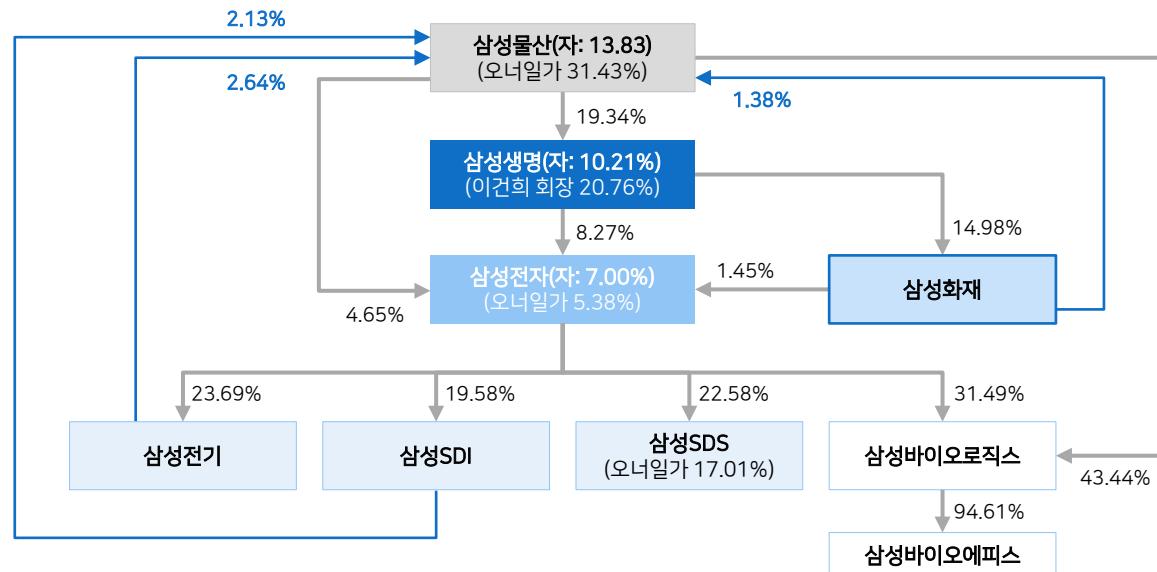
2013	2014	2015	2016	2017
2013. 12. 13 삼성생명, 삼성전자 제외 계열사 보유 카드 주식 전량 취득 (지분율 28.02% → 34.41%) 삼성물산, 삼성SDI 보유 삼성엔지니어링 지분 5.09% 취득 (지분율 7.81%)	2014. 4. 22 삼성생명, 삼성카드 보유 삼성화재 지분 0.63% 전량 인수 2014. 4. 22 삼성전기 등 4개 계열사 보유 삼성생명 지분 외부 매각 2014. 5. 9 삼성생명, 삼성자산운용 지분 100% 인수 발표 2014. 5. 9 삼성증권, 삼성선물 지분 100% 인수 발표 2014. 6. 3 삼성전자, 삼성SDI 자사주 4.8% 전량 취득 삼성전자, 제일모직 자사주 3.95% 전량 취득 삼성전자, 삼성카드 보유 제일모직 지분 4.67% 전량 취득 2014. 6. 13 삼성생명, 삼성화재 자사주 4% 취득 삼성화재, 삼성생명 보유 삼성물산 주식 4.79% 전량 취득 2014. 10. 30 삼성카드, 제일모직 보유 지분 5% 전량 구주 매출 결정 (공모가 53,000원) 삼성SDI, 제일모직 보유 지분 8% 중 4% 구주 매출 결정 (공모가 53,000원)		2016. 1. 28 삼성전자, 자사주 1.58% 소각 결정 2016. 1. 28 삼성생명, 삼성전자 보유 삼성카드 지분 37.45% 취득 2016. 2. 25 삼성SDI, 삼성물산 지분 2.61% 처분 2016. 8. 18 삼성생명, 삼성화재 보유 삼성증권 지분 8.02% 취득	2017. 1. 24 삼성전자, 자사주 0.8% 소각 결정 2017. 4. 27 삼성전자, 자사주 0.7% 소각 결정 2017. 4. 27 삼성전자, 자사주 13.3% 소각 결정 2017. 7. 27 삼성전자, 자사주 0.6% 소각 결정 2017. 10. 31 삼성전자, 자사주 0.6% 소각 결정 2018. 1. 31

자료: Dart, 메리츠종금증권 리서치센터

## 삼성전자에 대한 지배권 유지 + 대주주와 소액주주 Win-Win + 변화되는 법 개정에 대응

- 현재 삼성그룹 지배구조의 중심축은 '오너 → 삼성물산 → 삼성생명 → 삼성전자 → 기타 계열사' 구조
- 지난 몇 년간의 노력으로 삼성전자 중심의 IT계열, 삼성생명의 금융계열로 수직계열화
- 앞으로 전개될 삼성그룹 지배구조 변화의 대전제는 크게 3가지. 1) 오너 3세의 '삼성전자'에 대한 지배권 유지 또는 강화 2) 대주주와 소액주주 'Win-Win' 방안, 3) 강화되는 법안 개정에 대응
- 삼성전자가 인적분할을 통한 지주회사 전환 검토를 백지화한 것도 비슷한 논리일 것으로 추정

## 삼성그룹 요약 지배구조



자료: Dart, 메리츠종금증권 리서치센터

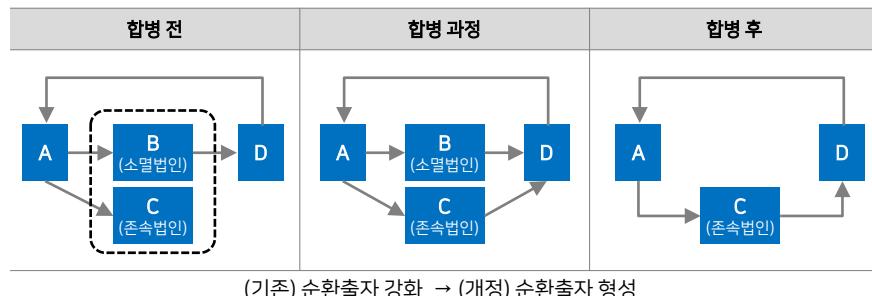
# 변화의 시작은 선택사항이 아닌 강제사항부터

## '18.8.26까지 SDI가 보유한 삼성물산 지분 매각 강제

- 현 문재인 정부의 재벌개혁 목적 중 하나는 대기업의 경제력 집중 방지. 그리고 대표적인 규제 방법으로 1) 순환출자 금지와 2) 금산분리 강화를 예시로 거론
- 현재 삼성그룹은 7개의 순환출자 고리 존재. '18년 8월 26일까지 삼성SDI가 보유한 삼성물산 지분 404만주(약 5.5천억원, '17년 12월 공정위의 합병 관련 신규 순환출자 금지 제도 법 집행 가이드 라인 변경)의 매각이 예정된 만큼 3개의 순환출자 고리는 해소 가능
- 매각 형태는 1) 오너 일가 및 공익/문화 재단이 인수('16년 5백만 주 처분시와 같은 방법) or 2) 외부 매각(오버행 이슈 발생 가능) 등이 예상

## 합병 관련 신규 순환출자 금지 법집행 가이드라인 변경 내용

### 기존 순환출자 고리 내 소멸법인과 고리 밖 존속법인이 합병하는 경우

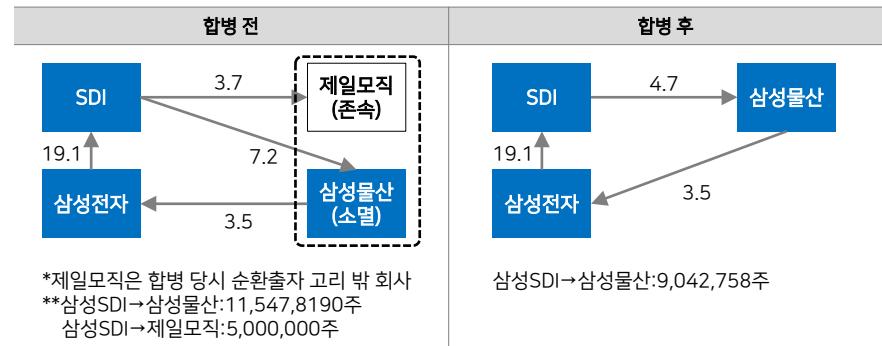


### 순환출자 형성 · 강화 시 처분 대상 주식

순환출자 형성	순환출자를 형성하는 계열출자를 한 회사가 취득 또는 소유한 주식 전부
순환출자 강화	기존 순환출자 고리를 기준으로 합병에 의해 추가되는 출자분 *합병으로 2개 고리가 모두 순환출자 강화에 해당될 경우, 추가 출자분중 더 큰 추가 출자분을 처분

자료: 공정위, 메리츠종금증권 리서치센터

## 제일모직과 삼성물산 합병 사례



### 삼성SDI가 삼성물산 주식 처분시 3개의 순환출자 고리 해소

- 삼성물산→생명보험→삼성전자→SDI→삼성물산
- 삼성물산→생명보험→화재보험→삼성전자→SDI→삼성물산
- 삼성물산→삼성전자→SDI→삼성물산

자료: 공정위, 메리츠종금증권 리서치센터

## 삼성전기, 삼성화재가 보유한 삼성물산 지분 매각 가능성 ↑

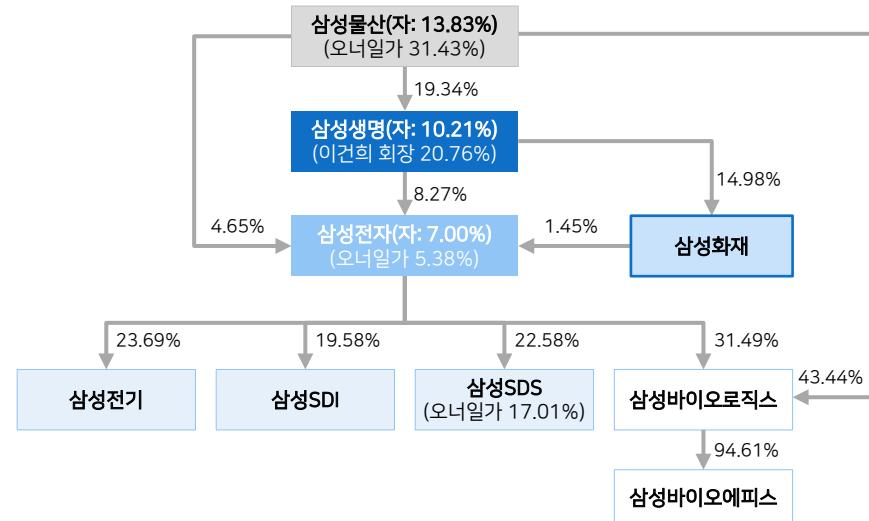
- 삼성SDI의 삼성물산 지분 매각 이후에도 삼성그룹에는 4개의 순환출자 고리 존재
- 문제가 되는 계열회사 지분은 삼성전기(2.64%)와 삼성화재(1.38%)가 보유하고 있는 삼성물산 지분
- 두 지분 모두 금액이 크지 않고, 지분 매각에 따른 핵심 계열사의 지배력 변동이 없다는 점에서 빠른 시일 내에 매각을 통한 순환출자 해소 예상
- 단, 자본시장법 165조의3(39Page 참고) 개정안이 통과될 경우 삼성물산이 자사주로도 취득 가능

## 삼성그룹의 7개의 순환출자

그룹	현재 순환출자 현황
삼성	①삼성물산 19.3 → 삼성생명 14.9 → 삼성화재 1.4 → 삼성물산 ②삼성물산 19.3 → 삼성생명 8.2 → 삼성전자 19.5 → SDI 2.1 → 삼성물산 ③삼성물산 19.3 → 삼성생명 14.0 → 삼성화재 1.2 → 삼성전자 19.1 → SDI 2.1 → 삼성물산 ④삼성물산 19.3 → 삼성생명 8.2 → 삼성전자 23.6 → 삼성전기 2.6 → 삼성물산 ⑤삼성물산 19.3 → 삼성생명 14.9 → 삼성화재 1.4 → 삼성전자 23.6 → 삼성전기 2.6 → 삼성물산 ⑥삼성물산 4.6 → 삼성전자 23.6 → 삼성전기 2.6 → 삼성물산 ⑦삼성물산 4.6 → 삼성전자 19.5 → SDI 2.1 → 삼성물산

- 삼성SDI가 삼성물산 주식 처분시 3개의 순환출자 고리 해소**
- ② 삼성물산 → 삼성생명 → 삼성전자 → SDI → 삼성물산
  - ③ 삼성물산 → 삼성생명 → 삼성화재 → 삼성전자 → SDI → 삼성물산
  - ⑦ 삼성물산 → 삼성전자 → SDI → 삼성물산

## 순환출자 해소 후 삼성그룹 요약 지배구조



자료: Dart, 메리츠종금증권 리서치센터

자료: Dart, 메리츠종금증권 리서치센터

# 순환출자 해소 후 다음 행보는 금산분리 이슈 해결 노력

MERITZ Collaboration Report  
기업 지배구조 시리즈

1 편

## 공정위 → 금산분리 문제의 대표기업으로 삼성그룹 지목

- 순환출자 해소 후 삼성그룹의 두 번째 과제는 삼성생명을 중심으로 한 금산분리 이슈 해결
- 실제 김상조 공정위원장은 순환출자 문제의 대표기업으로 현대자동차 그룹을, 금산분리와 관련해서는 삼성그룹을 지목
- 금융당국 역시 금산분리 원칙 강화의 일환으로 금융그룹 통합감독제도 도입을 추진 중에 있음
- 금융그룹 통합감독대상 예상 7개사 → 삼성, 한화, 교보생명, 미래에셋, 현대차, DB, 롯데

## 금융그룹 통합감독제도 도입방안

3개 분야	8개 추진과제	
금융그룹 통합감독 체계 구축	1. 감독체계 정비	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ 금융그룹 감독조직 개편 및 감독부서 협의체 구성</li><li>▪ 감독부서간 역할 및 책임 배분</li></ul>
	2. 감독대상 선정	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ 금융자산 5조원 이상 복합금융그룹 → 7개 그룹(97개 계열금융사)</li></ul>
	3. 보고 · 공시체계 운영	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ 주요 그룹위험의 감독당국 보고 및 시장공시(사업보고서 기재) 의무화</li></ul>
금융그룹별 통합 위험관리 시스템 운영	4. 그룹위험 통합관리체계 운영	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ 금융그룹별 대표회사 선정 → 위험관리정책 수립, 보고 · 공시</li><li>▪ 금융그룹별 위험관리기구 구성 → 그룹차원의 통합위험 점검 · 관리</li></ul>
	5. 금융그룹 통합 자본적정성 평가	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ 금융부문 전체의 실제 손실흡수능력(적격자본) &gt; 업권별 최소규제자본의 합계(필요자본)</li><li>▪ 비적격자본 평가: 금융계열사간 출자, 차입을 통한 자회사 자본확충 등</li></ul>
	6. 내부거래 · 편중위험 점검 · 관리	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ 그룹위험 모니터링: ① 그룹계열사 총 신용공여, ② 계열사간 내부거래 비중, ③ 특정 산업에 대한 편중 의스포져, ④ 그룹 평판리스크 영향 등</li><li>▪ 위험요인별 취약성 평가 · 위기대응계획 마련</li></ul>
기업집단 소속 금융그룹의 동반부실 위험 예방	7. 동반부실위험 평가체계 구축	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ 부실전이경로별 위험수준 평가: 내부거래, 지배구조, 평판리스크 측면</li><li>▪ 평가결과 위험회피조치 의무 부과: 계열사 의존도 축소, 추가자본적립 등</li></ul>
	8. 금융 ↔ 비금융 방화벽(firewall) 강화	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ 이해상충 방지 위한 제도적 장치 강구: 이사회 독립성 강화, 내부거래 제한 등</li></ul>

자료: 금융위원회, 메리츠종금증권 리서치센터

## 법 개정시 생명이 보유한 전자 지분 매각 필요

- 국회에 발의된 보험업법(≒ 삼성생명법) 개정안이 통과되는 경우 삼성생명이 보유한 삼성전자 지분 8.27%의 대부분은 7년 이내에 매각이 불가피
- 참고로 삼성생명의 금융지주사 전환 가능성은 과거 삼성전자와 삼성물산의 지주회사 전환을 가정하여 나왔던 시나리오로 현재로서는 전환에 따른 큰 실익이 없음
- 지주회사 전환 여부와 보험업법 개정안 통과에 따른 삼성전자 지분 매각은 별개의 이슈이기 때문

## 보험업법 개정안 제106조 발의 내용

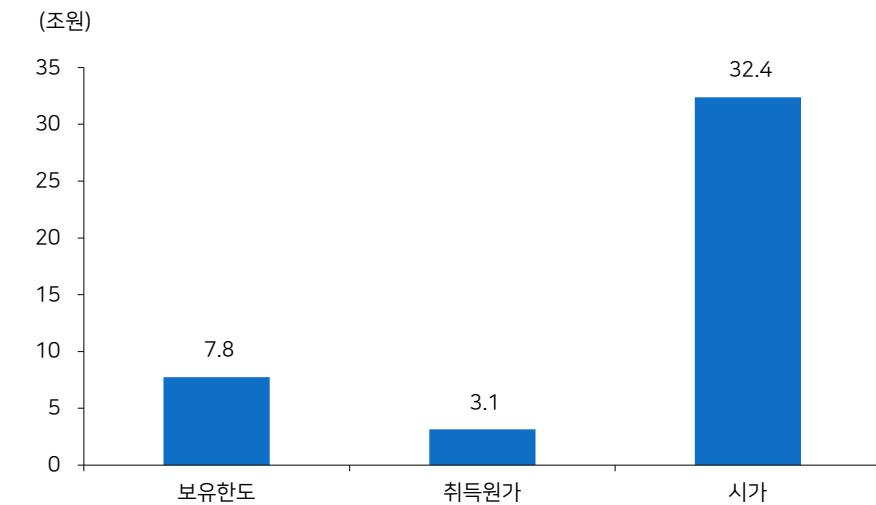
### 자산운용의 방법 및 비율 中

**개정안** (신설) 자산운용비율을 산정하기 위한 총자산, 자기자본, 채권 및 주식 소유의  
**발의내용** 합계액은 「주식회사의 외부감사에 관한 법률」 제13조에 따른 회계처리 기준에  
따라 작성된 재무제표 상의 가액을 기준으로 한다.

(자산운용 비율을 초과하는 보험회사에 대한 경과조치)  
(중략...) 이 법 시행일로부터 7년 이내에 제 106조에 적합하도록 해야 한다.

주: 2016.06.22 더불어민주당 이종걸 의원 발의  
자료: 의안정보시스템, 메리츠종금증권 리서치센터

## 삼성생명 자산운용 한도 및 주요 계열사 지분 금액



주: 시가는 '18년 3월말 기준  
자료: Dart, 메리츠종금증권 리서치센터

## 보험업법과 관계없이 삼성그룹의 금산분리 해결 노력은 진행될 가능성 ↑

- 정부의 강력한 금산분리 강화 의지와 각종 법안 개정 가능성 등을 고려할 때 삼성그룹 입장에서 '삼성생명 중심의 삼성전자 지배구조' 개편은 선택이 아닌 필수
- 현재 삼성생명이 보유하고 있는 삼성전자의 지분 가치는 26조원. 1) 핵심 계열사 대주주 지분이라는 점에서 외부 매각 가능성은 제한적이며, 2) 계열사내 26조원의 현금 동원이 가능한 계열사는 삼성전자뿐[현행법상 특정인(삼성물산)으로부터 자사주(삼성전자 지분)를 매입하는 행위는 금지]
- 당사는 2가지 법안 개정안에 주목 → 공정거래법(제2조의 1) Vs. 자본시장법(제165조의 3)

## 공정거래법 개정안 제2조의1 발의 내용

### 지주회사 정의 中

**현행** “지주회사”라 함은 주식의 소유를 통하여 국내회사의 사업내용을 지배하는 것을 주된 사업으로 하는 회사로서 자산총액이 대통령령이 정하는 금액이상인 회사를 말한다. 이 경우 주된 사업의 기준은 대통령령으로 정한다

**개정안  
발의내용** “지주회사”란 주식의 소유를 통하여 국내회사의 사업내용을 지배하는 것을 주된 사업으로 하는 회사로서 자산총액이 대통령령이 정하는 금액이상인 회사를 말한다.  
이 경우 주된 사업의 기준은 회사가 보유하고 있는 계열회사 주식가액의 합계액이 해당 회사 자산총액에 대하여 대통령령으로 정하는 비율 이상인 것으로 하며, 가액은 공정가치를 기준으로 대통령령으로 정하는 방법에 따라 산정한다

## 자본시장법 개정안 제165조의3 발의 내용

### 현행

### 자기주식 취득 방법의 종류 등 中

- 회사가 모든 주주에게 자기주식 취득의 통지 또는 공고를 하여 주식을 취득
- 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 제133조부터 제146조까지의 규정에 따른 공개매수의 방법

### 개정안 발의내용

### 자기주식 취득 및 처분의 특례 中

- (신설) 특정 주주의 지분 매각이 강제되는 경우로서, 매수자를 찾을 수 없는 등 불가피한 사유에 한하여 해당 특정주주로부터 매입하는 방법.  
이 경우 해당 특정주주로부터 매입한 자기주식은 자체 없이 소각하여야 한다.

# 가장 유력한 시나리오는 삼성물산의 지분 인수?

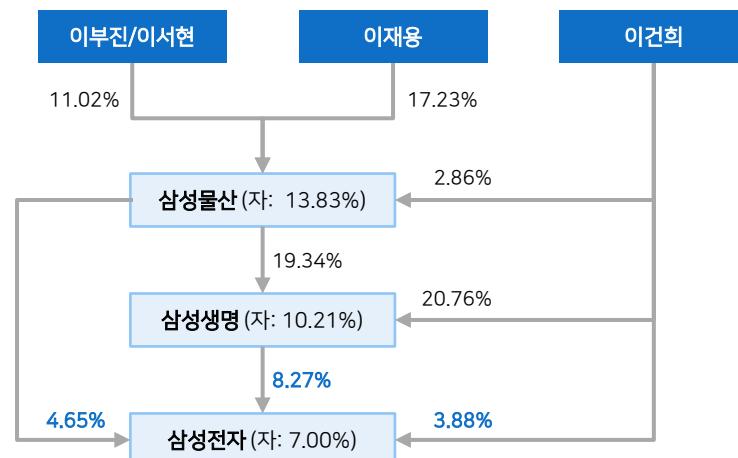
MERITZ Collaboration Report  
기업 지배구조 시리즈

1 편

- 1) 오너 3세 지분 집중
- 2) 지배구조 최 상단 위치
- 3) 비 영업용 자산 매각

- 언론과 주식시장에서 가장 많이 언급되는 시나리오는 삼성물산의 삼성전자 지분 인수 가능성
- 1) 오너 3세의 지분율이 집중되어 있고, 2) 지배구조상 그룹의 최 상단에 위치해 있으며, 3) 삼성물산의 지속적인 비 영업용 자산(ex. 현재 서초사옥 매각 추진) 매각 작업이 삼성전자 지분 확보를 위한 사전작업으로 간주되고 있기 때문
- 문제는 지주비율 강화 법안(공정거래법 제2조의 1)이 발의 되어 있다는 것

## 오너 중심의 삼성그룹 지배구조 요약



자료: Dart, 메리츠종금증권 리서치센터

## 삼성물산 사업부 축소 및 비영업용자산 매각 노력

일자	내용
2016.09.01	주택사업부 축소 등 빌딩사업부 조직개편
2016.10.27	제일기획 지분 12.64% 삼성전자에 2,675억원에 매각
2016.11.04	서초구 소재 부동산 삼성생명에 182억원에 매각
2017.10.27	용인 소재 부동산(공세동 건설기술원 등) 삼성SDI에 315억원에 매각
2017.11.08	한화종합화학 지분 20.05% 매각 추진, 매각가 1조~1조 5,000억원 추정
2017.12.07	가산동 물류센터 매각 추진, 현대건설 컨소시엄이 인수가로 2,400억원 제시
2018.02.01	서초사옥(장부가 5,600억원) 매각 결정

자료: 언론자료, 메리츠종금증권 리서치센터

# 변화가 강제되는 공정거래법 개정안

MERITZ Collaboration Report

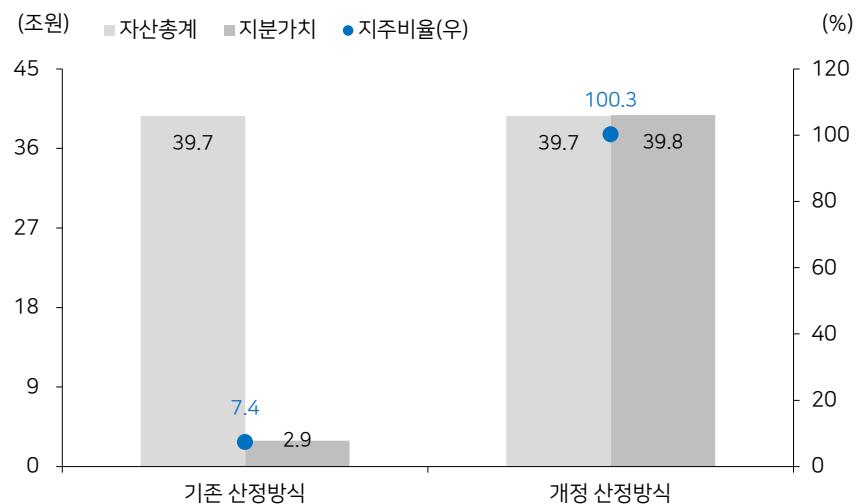
기업 지배구조 시리즈

1 편

## 지주비율 강화시 삼성물산 강제 지주회사 전환

- 그룹 지배구조의 정점에 있는 삼성물산의 지주비율은 7.4%(현행 법 기준으로 산출)로 지주회사 전환 요건에 해당되지 않음
- 반면 개정 법안 기준으로 지주비율을 재산출시 100.3%로 상승하며 강제 지주회사 전환 요건에 해당
- 현행 지주비율 → **자회사의 주식가액(원가법, 지분법, 공정가치 중 택 1) 합계액 / 자산총액**
- 개정 지주비율 → **계열회사의 주식가액(공정가치) 합계액 / 자산총액**

## 지주비율 산정 기준 변경시 삼성물산 강제 지주 전환



주: 지분가치는 '18년 3월말 기준  
자료: Dart, 메리츠종금증권 리서치센터

## 삼성물산이 보유하고 있는 주요 계열사 지분의 공정가치

	종가 (원)	보유주식수 (주)	지분율 (%)	공정가 (십억원)
삼성전자	2,461,000	5,976,362	4.65%	14,708
삼성바이오로직스	487,000	28,742,466	43.44%	13,998
삼성생명	116,000	38,688,000	19.34%	4,488
삼성SDS	255,500	13,215,822	17.08%	3,377
삼성엔지니어링	18,100	13,668,989	6.97%	247
삼성중공업	7,720	486,698	0.12%	4
상장 계열회사 주식 공정가치 합				36,821

주: 종가는 '18년 3월말 기준  
자료: Dart, 메리츠종금증권 리서치센터

## 1) 삼성전자 행위요건 충족

## 2) 삼성생명 지분매각 필요

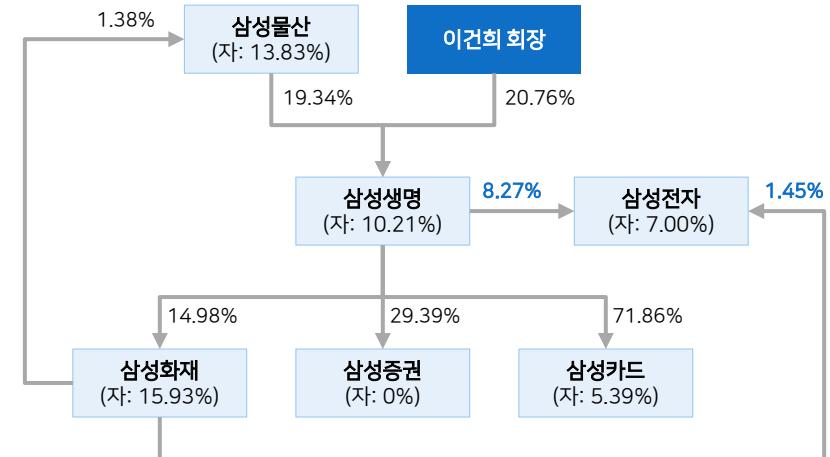
- 삼성물산의 지주회사 전환을 가정시 야기되는 리스크는 크게 2가지
- 1) 자회사로 편입될 삼성전자 행위요건(상장 자회사 20% 가정) 충족을 위해서는 현행법상 약 15.4%의 추가 지분 확보가 필요한데 현재 삼성전자 시총 대입시 약 50조원의 자금이 필요 → 현실적으로 불가능
- 2) 일반 지주회사의 경우 금융회사 보유가 금지. 박근혜 정부 시절 추진되었던 중간금융지주회사 도입도 무산 → 지주회사 전환 후 2년 내 삼성생명, 삼성화재, 삼성증권 등 금융 계열사 매각 이슈 발생

지주회사 행위요건 → 1) 자회사 지분 의무 소유비율, 2) 금융회사 소유 금지

지주회사 등의 행위제한 中	
<b>현행</b>	자회사의 주식을 그 자회사 발행주식총수의 <u>100분의 40</u> [자회사가 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」에 따른 주권상장법인인 경우, 주식 소유의 분산요건 등 상장요건이 같은 법에 따른 증권시장으로서 대통령령으로 정하는 국내 증권시장의 상장요건에 상당하는 것으로 공정거래위원회가 고시하는 국외 증권 거래소에 상장된 법인인 경우, 공동출자법인인 경우 또는 벤처지주회사의 자회사인 경우에는 <u>100분의 20</u> 으로 한다.
지주회사 등의 행위제한 中	
<b>현행</b>	금융업 또는 보험업을 영위하는 자회사의 주식을 소유하는 지주회사인 경우 금융업 또는 보험업을 영위하는 회사외의 국내회사의 주식을 소유하는 행위. 다만, 금융지주회사로 전환하거나 설립될 당시에 금융업 또는 보험업을 영위하는 회사 외의 국내회사 주식을 소유하고 있는 때에는 금융지주회사로 전환하거나 설립된 날부터 2년간은 그 국내회사의 주식을 소유할 수 있다.

자료: 국가법령정보센터, 메리츠종금증권 리서치센터

## 삼성그룹 금융 계열사 지배구조 현황



자료: Dart, 메리츠종금증권 리서치센터

# 삼성물산의 지주회사 전환을 막기 위한 방법은?

MERITZ Collaboration Report  
기업 지배구조 시리즈

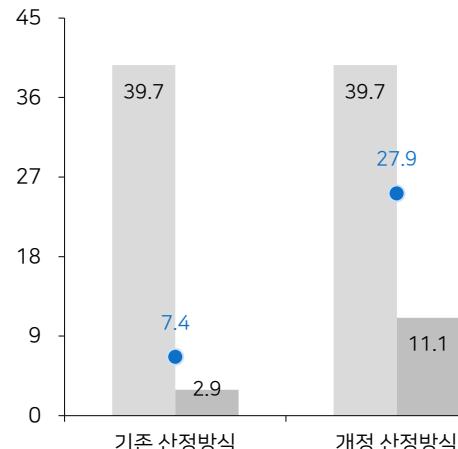
1 편

삼성물산이 보유한 삼성전자  
or 삼성바이오로직스 지분  
매각 필수

- 현재 삼성그룹 입장에서 삼성물산의 지주회사 전환을 막기 위한 유일한 방법은 보유 계열사 주식 처분. 삼성물산이 보유하고 있는 계열회사 지분 가치 크기는 삼성전자(14.7조원) 삼성바이오로직스(14.0조원), 삼성생명(4.5조원), 삼성SDS(3.4조원) 순
- 단순계산시 지주비율을 50% 이하로 유지하기 위한 방안은 3가지. 다만 현실적으로 삼성전자의 지배권이 약화되는 방안을 선택할 확률은 낮으므로 Case③ 유력
  - Case① 삼성전자 + 삼성바이오로직스 지분 매각
  - Case② 삼성전자 + 삼성생명 + 삼성SDS 지분 매각
  - Case③ 삼성바이오로직스 + 삼성생명 + 삼성SDS 지분 매각

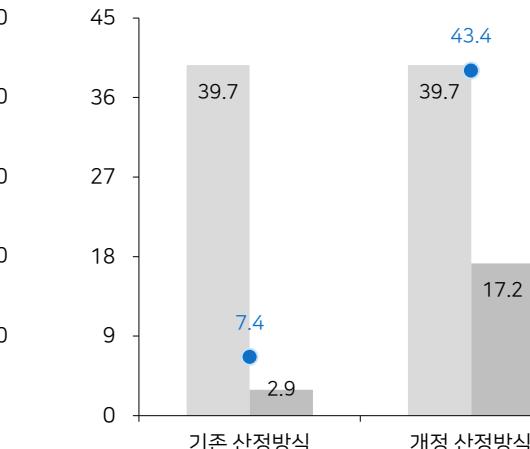
Case1) 삼성전자 + 삼성바이오로직스 매각

(조원) ■ 자산총계 ■ 지분가치 ● 지주비율(우)



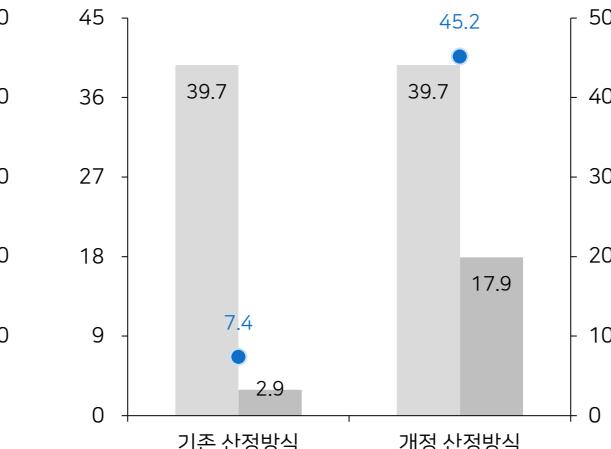
Case2) 삼성전자 + 삼성생명 + 삼성SDS 매각

(조원) ■ 자산총계 ■ 지분가치 ● 지주비율(우)



Case3) 삼성바이오로직스 + 삼성생명 + 삼성SDS 매각

(조원) ■ 자산총계 ■ 지분가치 ● 지주비율(우)



주: 지분가치는 '18년 3월말 기준

자료: Dart, 메리츠종금증권 리서치센터

# 지주비율 강화시 물산의 전자추가지분 취득은 사실상 불가능

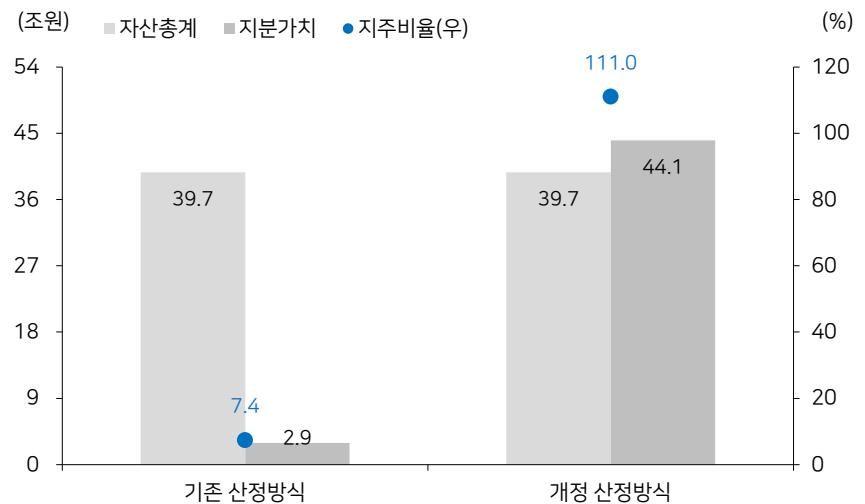
MERITZ Collaboration Report  
기업 지배구조 시리즈

1 편

## 자본시장법 개정안 통과시 삼성전자가 자사주로 취득 可

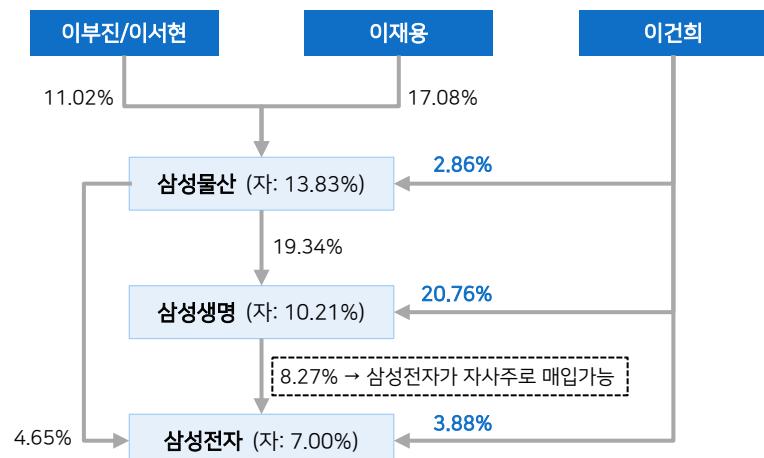
- Case③ 가정시 삼성물산은 강제 지주회사 전환에서는 벗어날 수 있음. 그러나 삼성생명이 보유한 삼성전자 지분을 매입하는 순간 지주비율 재차 상승하며 강제 지주전환 이슈 발생
- 따라서 지주비율 산정 기준 강화시 삼성물산의 삼성전자 지분 추가 매입 가능성은 극히 제한적. 이를 해결하기 위한 법안 중 하나가 '17년 8월 발의된 자본시장법 개정안. 특별한 경우(ex. 법률이나 규정의 제·개정으로 지분 매각이 강제)에 한해 자사주를 불특정 다수가 아닌 특정인에게서도 매입 가능
- 즉, 삼성생명이 보유하고 있는 삼성전자 지분 8.27%가 보험업법 개정을 통해 매각이 강제되는 경우 삼성전자가 이를 자사주로 사들일 수 있는 법적 근거가 마련되는 셈 → 삼성전자 지배권 위협 가능

## Case ③ + 삼성전자 지분 추가 매입시 지주비율 111.0%로 상승



주: 지분가치는 '18년 3월말 기준  
자료: Dart, 메리츠종금증권 리서치센터

## 자본시장법 통과시 삼성생명 보유 삼성전자 지분 자사주로 매입 가능



자료: Dart, 메리츠종금증권 리서치센터

# 너무 급격한 변화를 초래할 법안은 통과 가능성 낮아

MERITZ Collaboration Report

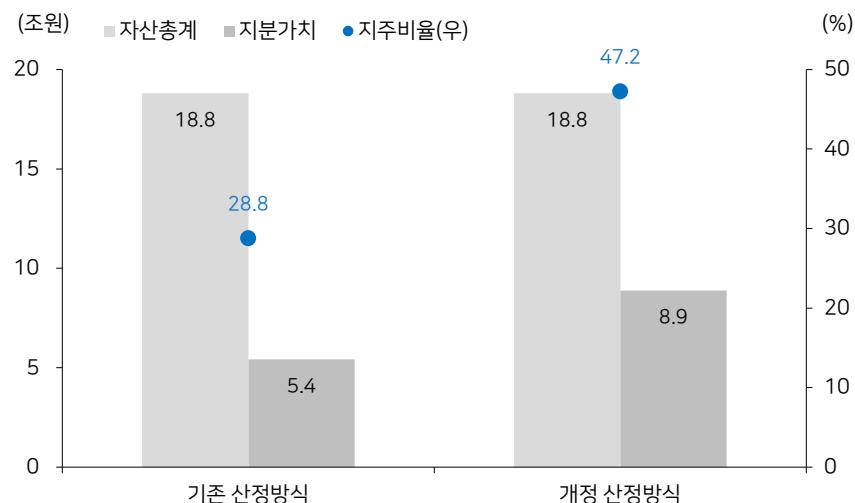
기업 지배구조 시리즈

1 편

## 공정거래법 제2조의 1 개정 가능성은 낮음

- 현 정부가 원하는 점진적이고 자발적인 지배구조 개편과 지주비율 강화 법안은 상충되는 면이 많음
- 실제 김상조 공정위원장은 지난 3월 현대차그룹의 지배구조 개편을 긍정적으로 평가한다고 밝혔으나, 1) 지주비율 산식 개편 + 2) 상장 계열회사 주가 10% 상승 가정시 현대모비스는 지주회사로 강제 전환해야 하는 이슈가 발생할 수 있음 (현재 지주비율 47.2% → 지분가치 10% 상승시 51.0%)
- 1) 재벌개혁의 핵심이 대기업 해체가 아닌 경제력 집중 방지 및 중소기업과의 상생이라는 점, 2) 초일류기업인(김상조 공정위원장 발언) 지배권 상실이 가져올 경제적 손해, 3) 변동성이 큰 주식의 공정가치를 기준으로 계산되는 산식의 한계 등을 감안시 관련 법안 통과 가능성은 낮다고 판단

## 지주비율 산정 기준 변경시 현대모비스의 지주비율은 47.2%로 추정



주: 지분가치는 '18년 3월말 기준  
자료: Dart, 메리츠종금증권 리서치센터

## 현대모비스가 보유하고 있는 주요 계열사 지분의 공정가치

	증가 (원)	보유주식수 (주)	지분율 (%)	공정가 (십억원)
현대자동차	143,500	45,782,000	21	6,569
현대건설	43,700	9,720,000	9	424
현대차투자증권	10,550	4,983,000	17	52
현대산업개발	38,450	438,000	1	16
상장 계열회사 주식 공정가치 합				7,063

주: 증가는 '18년 3월말 기준  
자료: Dart, 메리츠종금증권 리서치센터

# 삼성그룹 지배구조 변화 예상 시나리오

MERITZ Collaboration Report

기업 지배구조 시리즈

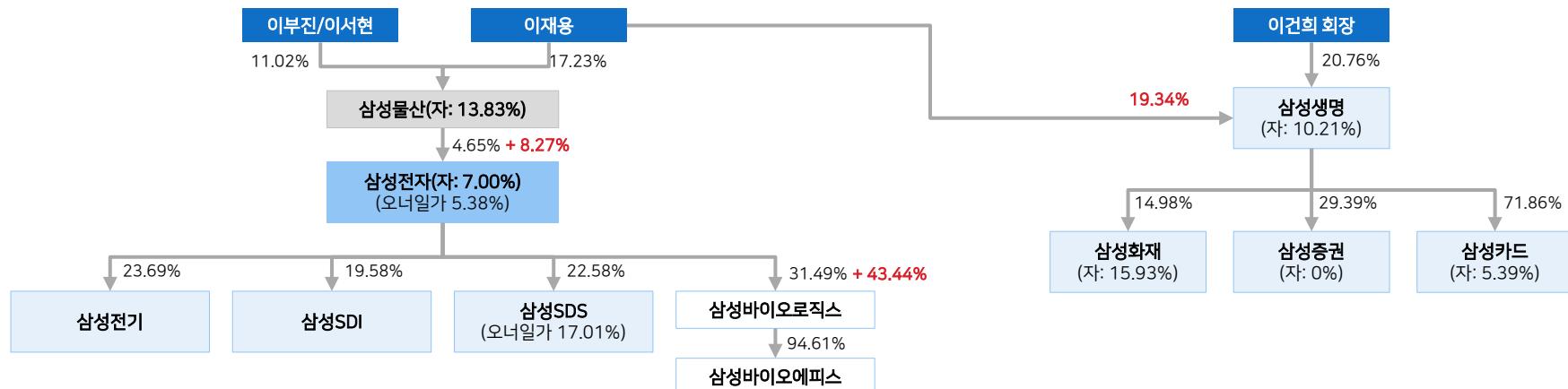
1 편

삼성바이오로직스 → 삼성전자

삼성생명 → 이재용 부회장

- 지난 1년간 진행된 모든 대기업의 지배구조 개편은 '현행'법 안에서 '강화될 것으로 예상되는' 법을 고려하여 '정부 의지'에 부합하는 형태로 진행. 같은 관점에서 삼성그룹 지배구조의 단기 변화는 '금산분리' 자체를 해소하는 방향으로 전개될 가능성이 높음
- 1) 순환출자 고리 해소 후, 2) 물산이 보유하고 있는 계열회사(삼성생명, 삼성SDS, 삼성바이오로직스 → 약 22조원) 지분을 매각하고, 3) 매각 대금으로 생명이 소유하고 있는 전자 지분(8.27%, 약 26조원)을 물산이 매입, 4) 금산분리를 완전 해소하는 방향의 지배구조 개편 기대  
① 삼성바이오로직스(43.44%, 13.4조원) → 1) 계열사내 현금 동원 여력이 가장 많고, 2) 신수종 사업(태양광, LED, 의료기기, 자동차전지, 바이오 · 제약) 추진의 핵심인 '삼성전자'가 인수 예상  
② 삼성생명(19.34%, 4.5조원) → 오너 3세 중 유일하게 보험사 지분 매입이 가능한 '이재용 부회장'이 매입할 가능성이 높음(∴ '14년 11월, 이재용 부회장 삼성생명, 삼성화재 지분 0.1% 취득. 특수관계인으로 보험사 지분을 매입하려면 금융당국의 승인 필요)

## 순환출자 해소 + 삼성물산 보유지분 처분 후 삼성그룹 요약 지배구조



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

Meritz Research 60

# 삼성전자: 인적분할 카드는 사실상 내려놓은 상태

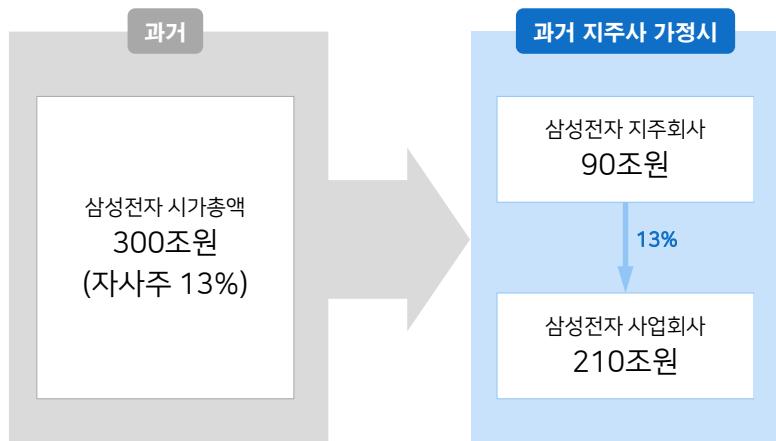
MERITZ Collaboration Report  
기업 지배구조 시리즈

1 편

한때 관심을 모았던  
삼성전자의 인적분할 가능성은  
현저히 저하된 상태

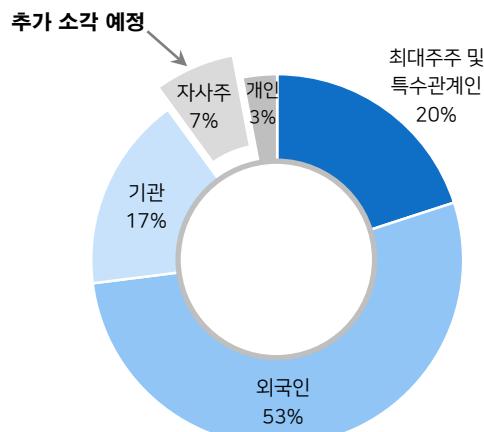
- 당사가 과거 예상했던 삼성전자의 인적분할을 통한 지주회사 전환 가능성은 현저히 낮아졌다는 판단
- 이는 삼성전자가 작년 기보유자사주의 전량소각을 공시했기 때문
- 인적분할 시 사업회사의 지배력으로 변모되는 자사주의 소각은 즉각적인 인적분할 가능성을 일축
- 현재의 삼성전자 지배력을 유지하며 최대주주 지위를 고수할 수 있을지가 관건

## 자사주 보유 시 가능했던 인적분할을 통한 지주사 설립 가능성 (추정)



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

## 작년 기보유 자사주 반절 소각 이후 잔여지분 역시 금년 중 소각 예정



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

# 액면분할? 펀더멘털 변화와 무관. 투자자구성 다양성과 주가 변동성 확대

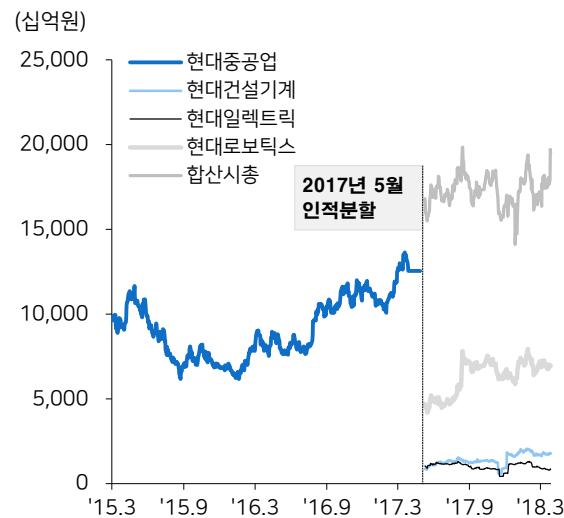
## 삼성전자의 액면분할 관련

4/30에 거래정지 예정

전형적인 거래정지전 매수  
전략은 인적분할 시에만 통용

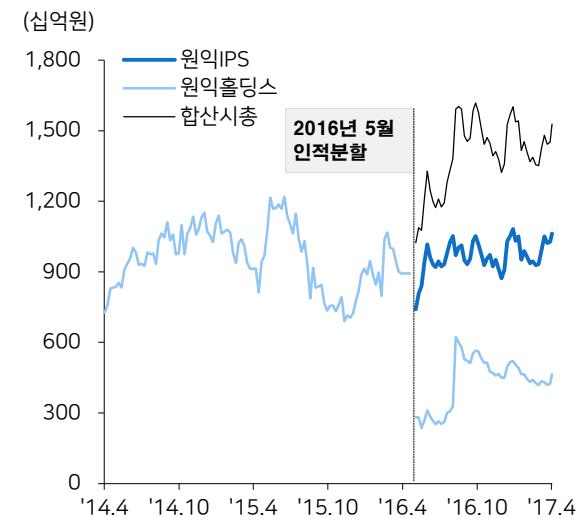
- 인적분할 이후 합산 시총의 증가 사례 = 현금 및 자사주 지분가치의 인식 때문
- 이를 노린 거래정지기간 전 매집 전략은 사실상 액면분할 사례에서는 적용되기 어려움
- 오히려 액면분할 이후 개인주주들의 신규 유입 예상되며 이는 주가 변동성 확대를 야기할 전망
- 결국 동사의 액면분할은 1) 개인주주들의 진입 문턱을 낮춤과 동시에, 2) 향후 추가 강화될 전망인 주주환원정책의 수혜 범위를 확대하려는 목적으로 이해

## 인적분할 후 - 현대중공업 시가총액 증가



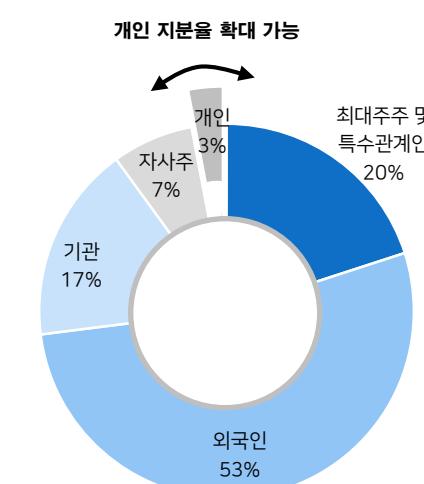
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

## 인적분할 후 - 원익홀딩스 시가총액 증가



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

## 개인지분율 일부 증가 및 주가 변동성 확대 예상



자료: 삼성전자, 메리츠종금증권 리서치센터

# 삼성전자의 장기 매출성장 속도는 둔화되는 중

MERITZ Collaboration Report  
기업 지배구조 시리즈

1 편

## 큰 그림에서 삼성전자의 외형성장 속도는 점차 둔화되는 중

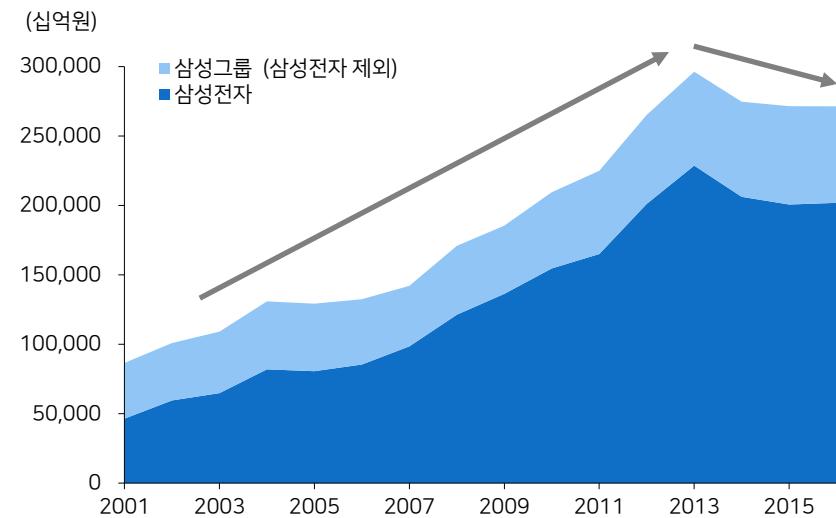
- 2010년 삼성그룹이 발표한 5대 신수종 사업: 태양전지, LED, 자동차전지, 바이오제약, 의료기기
- 현재 사업 구체화 과정을 겪고 성장하고 있는 사업은 자동차전지와 바이오제약 뿐
- 태양전지, LED, 의료기기사업의 추가 투자는 현재 중단된 상태
- 향후 삼성그룹 매출 및 수익 증대는 현 사업의 개선보다는 신규 사업 또는 M&A를 통한 inorganic 성장 전략을 구사할 가능성이 높음

## 2010년 삼성그룹의 5대 신수종사업 – 현재 남아있는 사업 분야는?

구분	관련계열사	현황
바이오 제약	삼성바이오로직스 삼성바이오에피스	기업공개 그룹차원의 대규모 투자집중
자동차용 전지	삼성SDI	전기차 배터리 중심 사업 개편 진행 중
의료기기	삼성전자 삼성메디슨	초음파 진단기기 등에 한해 사업확장 지속
태양전지	삼성SDI	사업철수
LED	삼성전자	사업부 → 사업팀 축소

자료: 언론자료, 메리츠종금증권 리서치센터

## 삼성전자와 삼성그룹 장기 매출 성장은 둔화되는 추세



참고: 삼성그룹은 전자, 전기, SDI, 증권, 생명, 화재, 엔지니어링, 제일기획 합계

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

# 삼성전자의 사업 포트폴리오의 한계

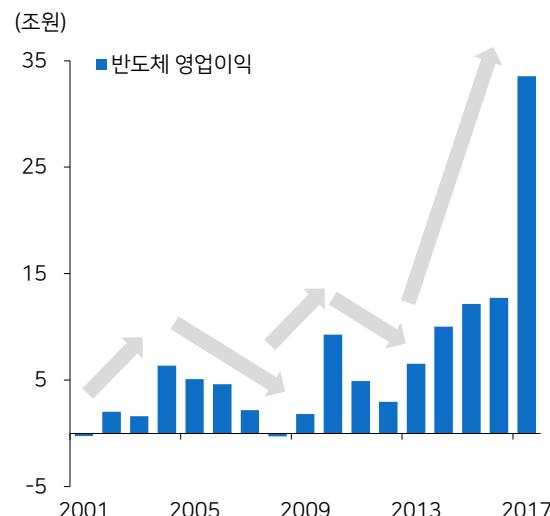
MERITZ Collaboration Report  
기업 지배구조 시리즈

1 편

이익단에서의 삼성전자의  
한계는 시클리컬 산업부의  
높은 노출도

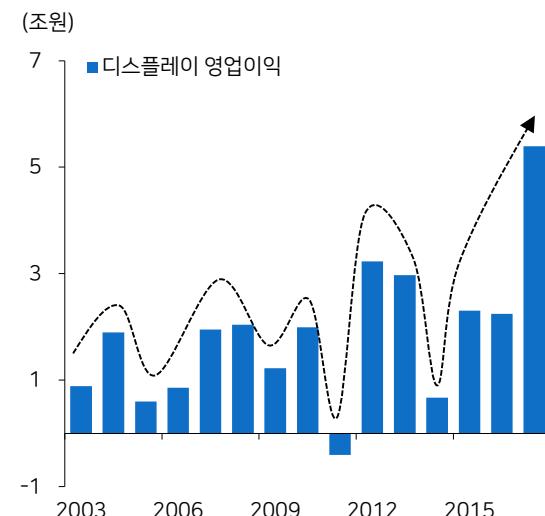
- 삼성전자의 이익 성장성에 대한 의구심은 2019-2020년에는 크게 대두될 수 있음
- 극심한 시크리컬 기반의 반도체/디스플레이 산업이 주력으로 자리잡은 탓이 큼
- 감가상각이 끝난 13/15라인 등 메모리 생산시설을 비메모리로 전환하는 등 신규영역의 사업 확장을 시도하고 있지만, 수익기여 시점은 아직 요원한 상황
- 현재 자본시장 내 바이오산업, 그리고 삼성바이오로직스의 장기 성장성은 크게 부각되는 중

## 반도체 영업이익: 극심한 시클리컬 특징 보임



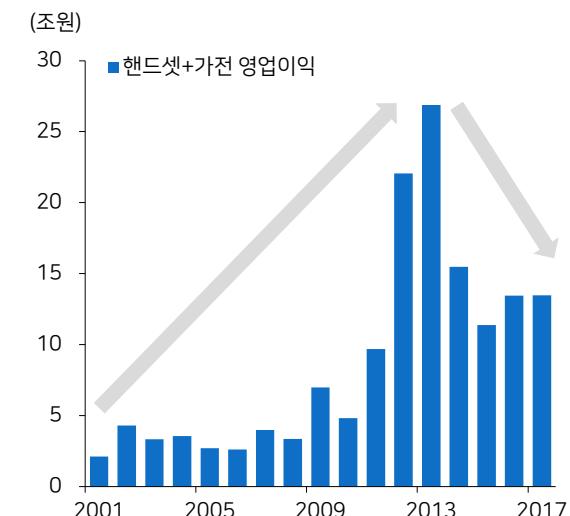
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

## 디스플레이: 단기실적 변동성 부각



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

## 세트: 시장 성숙에 따른 영업이익 하락추세



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

# 삼성전자의 사업 포트폴리오의 재구성 = 시클리컬의 평탄화 노력 필요

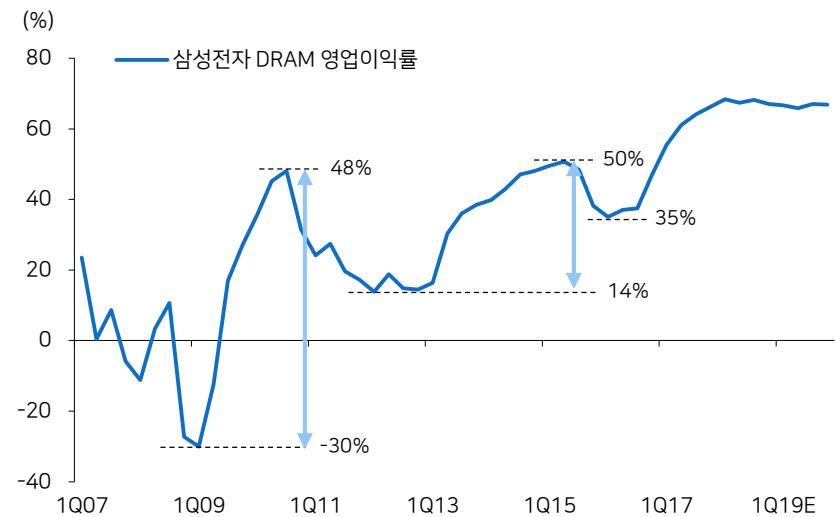
MERITZ Collaboration Report  
기업 지배구조 시리즈

1 편

## 시클리컬 산업의 대표적 예인 DRAM의 경우 업황 평탄화 노력이 지속되고 있다는 판단

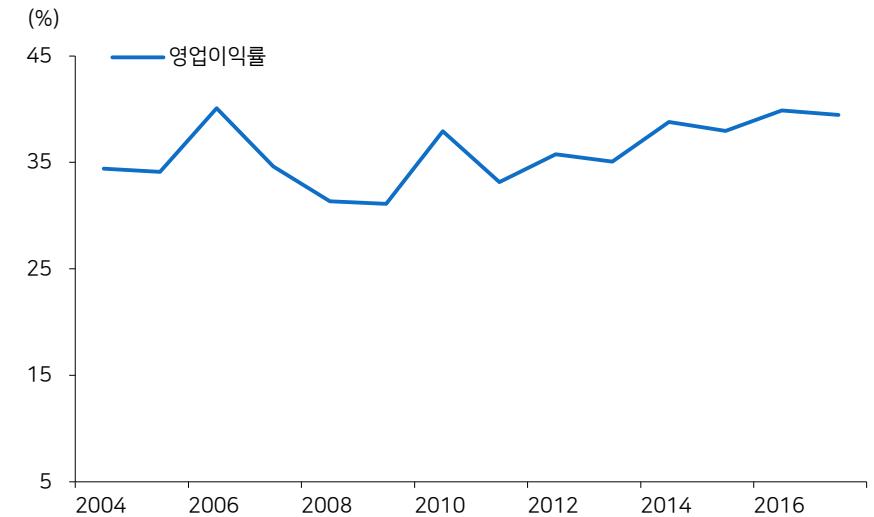
- 시클리컬 산업의 안정화 및 평탄화 전략 대두가 예상되며, 이는 주로 DRAM 등 메모리 반도체의 고질적 속성에 기반함
- 다수의 제조업체와 품질별 동일가격에 거래되는 커머디티의 고유 속성은 쉽게 변화될 수 없으나, DRAM의 경우 후발주자들의 안정적 경영전략 속 선두업체의 의욕 제한이 시클리컬의 평탄화를 유도
- 반면, 반도체의 파운드리 (위탁계약)의 경우 더욱 안정적 수익성 특징을 보임. 물론 선두업체에 국한된 특성이긴하나 이는 본질적으로 커머디티가 아닌 수익성이 보장된 제조계약이기 때문

## 삼성전자 장기 DRAM 영업이익률은 점차 평탄화 구조로 변모될 전망



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

## 파운드리 선두업체 TSMC의 장기 영업이익률은 늘 안정적 흐름을 유지



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

# 설비투자 집중형 산업. 질하기 위한 전제조건

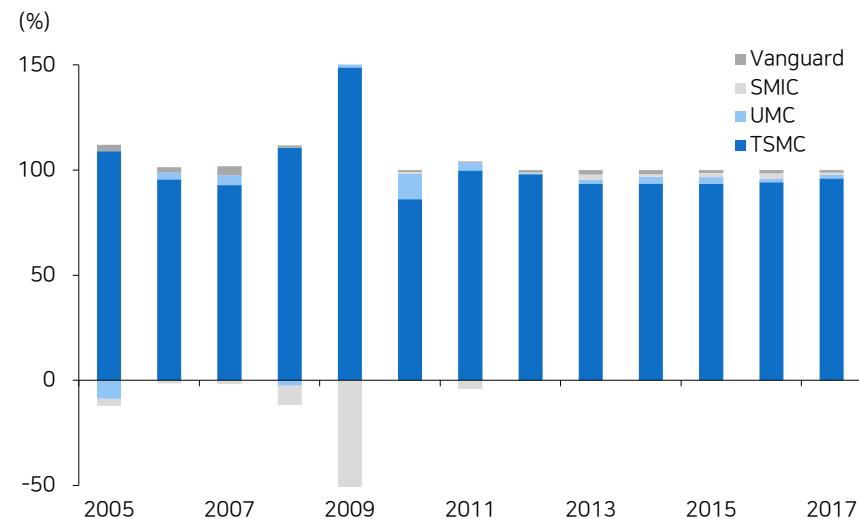
MERITZ Collaboration Report  
기업 지배구조 시리즈

1 편

## 파운드리 (반도체 위탁제조) 사업의 성공요인 분석

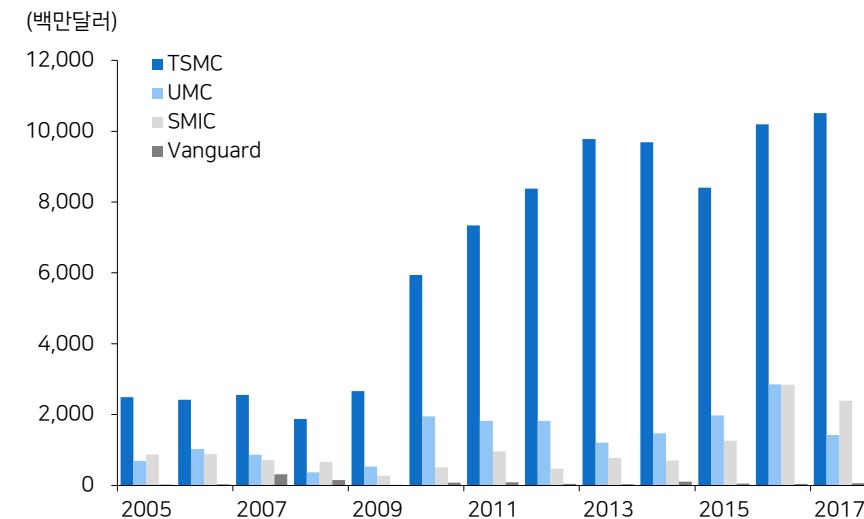
- 반도체의 위탁제조인 파운드리 산업 내 승자독식 구도는 명확함. TSMC는 UMC, SMIC, Vanguard 등에 비해 산업 내 영업이익의 대부분을 차지함
- 수율, 공정능력, 매출채널관리 등 기본적 속성 외에 성공을 위한 기초적 전제조건은 바로 설비투자 집중도 (Capex Intensity). 매출 성장과 무관하게 지속 투자할 수 있는 여건이 성패를 좌우함
- CMO 사업의 경우 이와 경쟁 요소가 유사한 특성이 있음에 주목

## 영업이익 집중도 – TSMC의 영업이익 독식 구도는 장기 지속 중



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

## 본격적인 성장 궤도를 유지하기 위한 설비투자 집중도가 성패 좌우 관건



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

# 삼성전자가 삼성바이오로직스의 최대주주로 등극한다면?

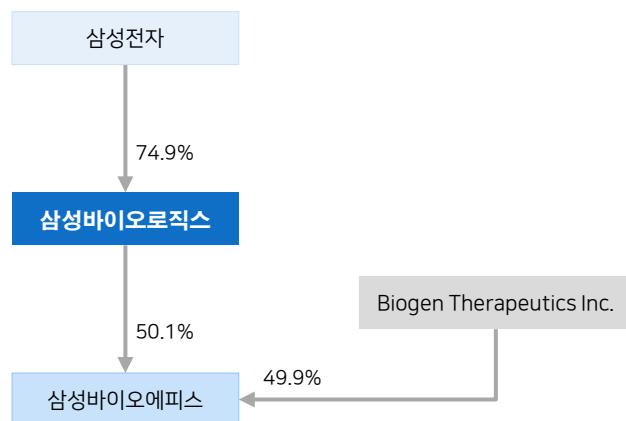
MERITZ Collaboration Report  
기업 지배구조 시리즈

1 편

## 삼성전자의 삼성바이오로직스 지분인수 가능할까?

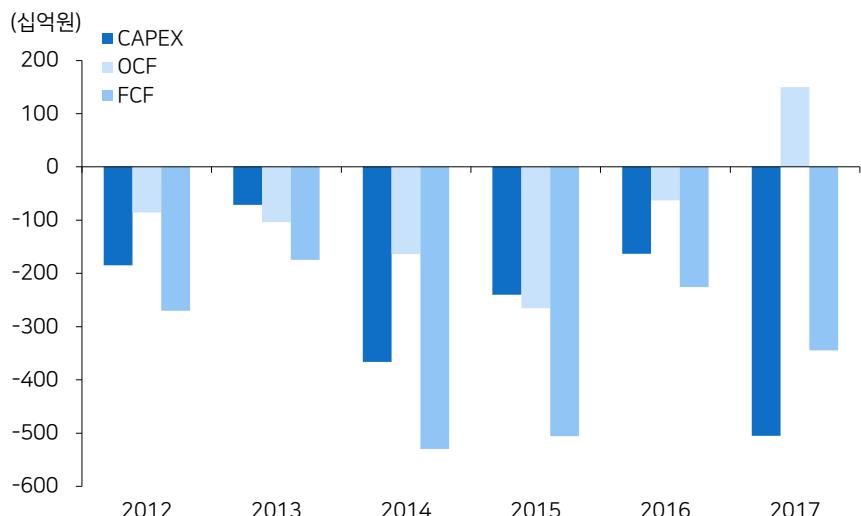
- 삼성전자의 삼성바이오로직스 지분확대는 바이오로직스의 장기성장을 위해 추진될 가능성 존재
- 삼성바이오로직스의 경우 지속적인 설비투자가 요구되고 있으며, 아직 영업현금흐름이 안정적 개선은 발생하지 않은 상태 (2017년의 경우 운전자본 변화도 개선)
- 이는 TSMC 사례와 비교할 필요. 만약 바이오로직스가 1) 업계 선두권에 진출하며, 2) 지속적인 추가투자 필요할 경우 투자여력이 풍부한 삼성전자 하에 위치할 필요성은 존재함 (삼성전자 2017년말 순현금 65조원)

## 삼성전자의 삼성물산 삼성바이오로직스 지분 인수를 감안한 지배구조



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

## 삼성바이오로직스 설비투자와 잉여현금흐름 – 투자여력의 필요성 대두

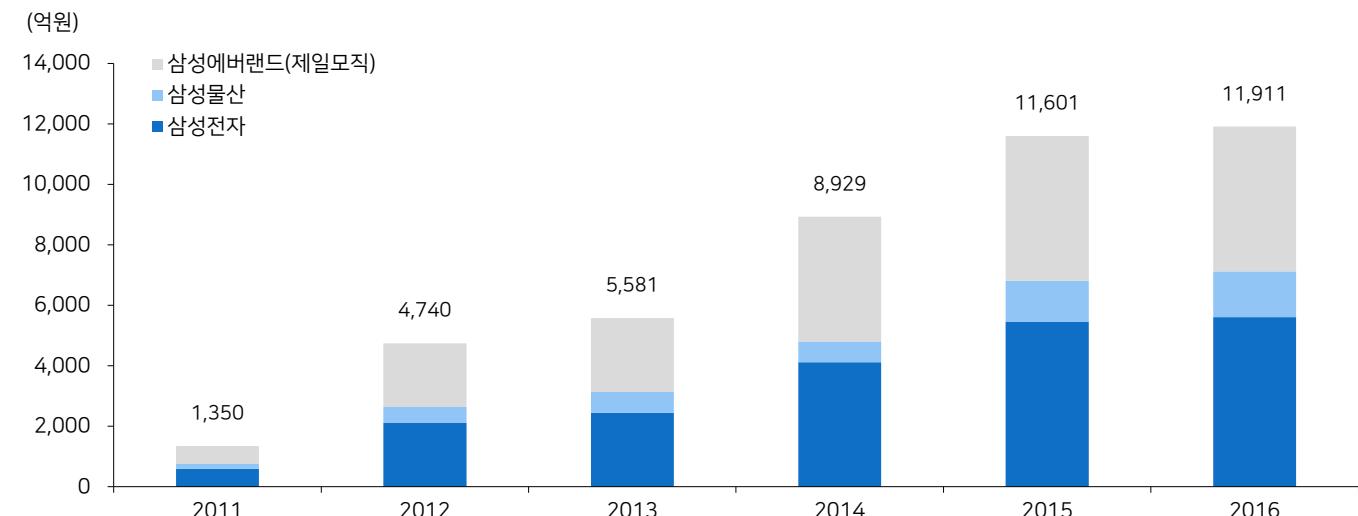


자료: 메리츠종금증권 리서치센터

## 상장 전 까지 1조 1,910억원 투자

- 삼성바이오로직스는 2011년 4월 생물학적 의약품(바이오의약품) 제조를 목적으로 설립 되었음
- 당시 삼성전자와 삼성에버랜드가 각각 40%, 삼성물산과 미국 바이오제약 업체인 쿤타일즈가 각각 10%씩의 지분을 출자해 총 3,000억원의 자본규모로 출범
- 이후 '16년 11월 상장에 이르기 까지 총 1조 1,910억원의 투자 집행하여 총 36만리터 규모의 상업화(예정) 공장과 삼성바이오에피스가 개발한 6종의 바이오시밀러 파이프라인 확보
- 상장 직전 지분은 삼성물산 51.1%, 삼성전자 47.8%, 쿤타일즈 0.1% 이었으며, 상장 후 희석 기준 삼성전자가 8.3%를 구주 매출하고 16.7%를 신주 발행하여 총 2조 2,496억원 추가 조달

## 삼성그룹의 삼성바이오로직스 투자 현황



자료: 금융감독원 전자공시, 메리츠종금증권 리서치센터

# 로직스와 Biogen이 낳은 의약품 개발 회사 삼성바이오에피스

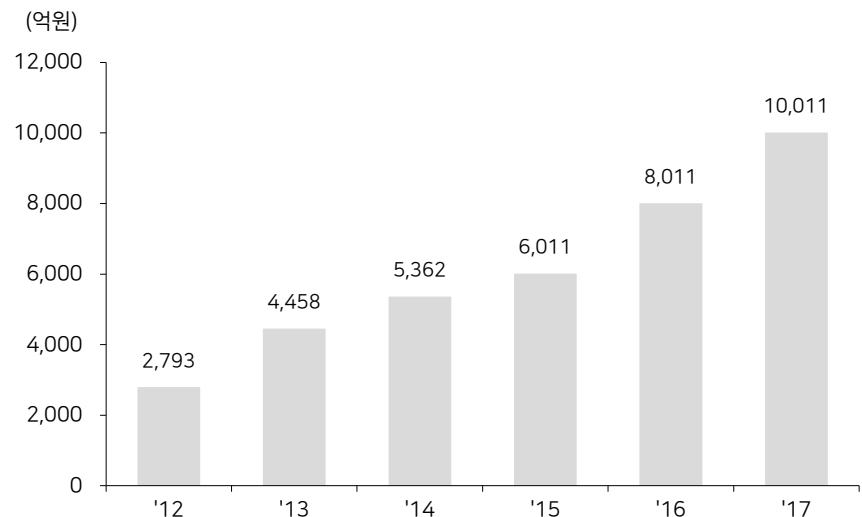
MERITZ Collaboration Report  
기업 지배구조 시리즈

1 편

## 콜옵션 행사 통해 로직스에 약 5,000억원의 현금 유입

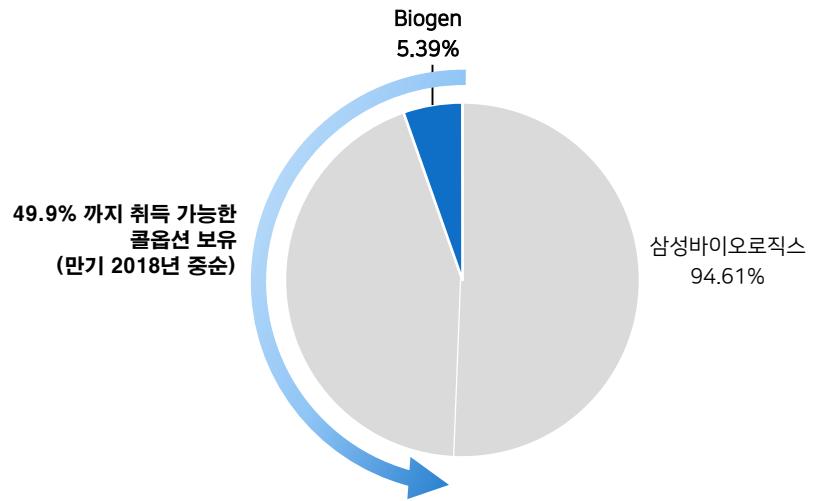
- 삼성바이오로직스는 지난 2012년 미국의 Biogen과 바이오시밀러의 개발, 생산 및 시판을 위한 JV 설립. 삼성바이오에피스 설립. 로직스와 Biogen 각각 2,805억원(85%), 495억원(15%), 총 3,300억원 출자
- Biogen은 추가적인 투자에 대한 의무 없이 삼성바이오로직스가 투자한 금액에 ROC(자본이익률)을 반영하여 가산된 금액으로 전체 지분의 49.9%를 인수 할 수 있는 콜옵션 보유
- 삼성바이오로직스는 JV설립 이후 에피스에 1조 11억원 추가 출자하여 총 1조 2,816억원 투자
- 바이오젠의 콜옵션 행사금액 약 5,000억원 예상

## 삼성바이오로직스의 삼성바이오에피스 누적 투자 현황



자료: 금융감독원 전자공시, 메리츠종금증권 리서치센터

## 삼삼성바이오에피스의 지분 현황



자료: 금융감독원 전자공시, 메리츠종금증권 리서치센터

# 지배구조 개편, 콜옵션 행사에 따른 지분 변동 시나리오

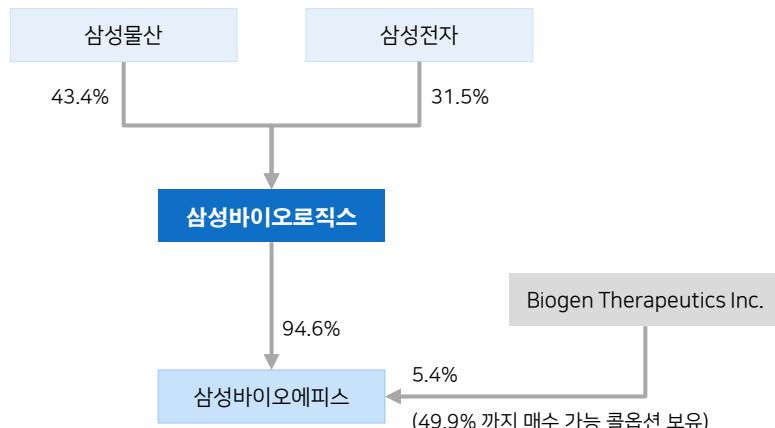
MERITZ Collaboration Report  
기업 지배구조 시리즈

1 편

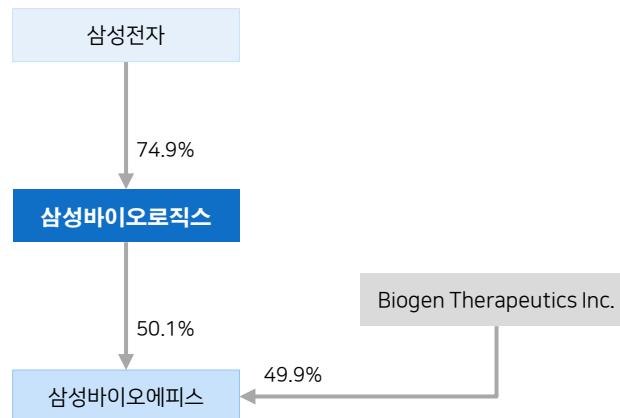
## 물산→전자

- 삼성물산이 로직스 지분을 삼성전자에 매각하여 전자 → 로직스 → 에피스로 이어지는 구조 예상
- 바이오젠은 2018년 중순(mid-2018) 만기 예정인 콜옵션 행사하여 바이오에피스에 대한 지배력 유지
- 이에 따라 삼성바이오로직스에 약 5,000억원의 현금 유입 전망

## 2017년 말 기준 삼성바이오로직스 및 삼성바이오에피스 지분구조



## 향후 예상 지배구조 변동 시나리오



자료: 금융감독원 전자공시, 메리츠종금증권 리서치센터

자료: 금융감독원 전자공시, Biogen, 메리츠종금증권 리서치센터

# 전자(투자) → 로직스(생산) → 에피스(개발) 구조가 만드는 선순환

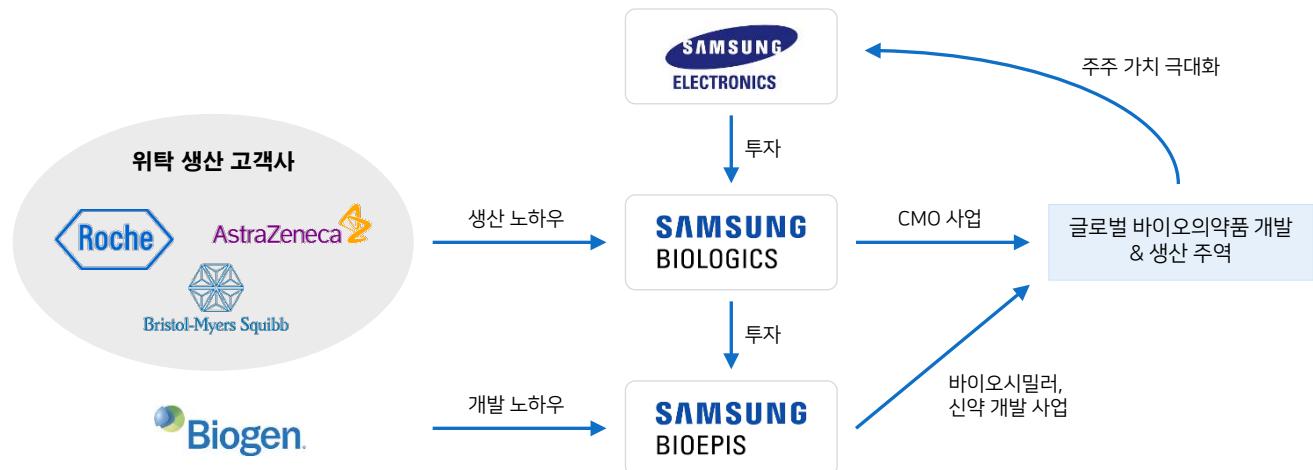
MERITZ Collaboration Report  
기업 지배구조 시리즈

1 편

## 바이오의약품 시장에 안정적 진입

- '전자(투자) → 로직스(생산) → 에피스(개발) → 바이오의약품 시장 지배력 확대 → 주주가치 극대화'로 이어지는 선순환 구조 완성
- 이후 바이오젠의 콜옵션 행사를 통해 유입된 현금 활용하여 4공장 증설 여력 마련 및 바이오에피스 향 추가 투자 자금 확보 가능
- 2022년 약 360조원 규모로 성장할 바이오의약품 시장에서 중점적 역할 수행 전망

## 삼성그룹의 삼성바이오로직스 투자 현황



자료: 금융감독원 전자공시, 메리츠종금증권 리서치센터

# 지배구조 변화 이후? 삼성전자의 주주친화 가속화 예상

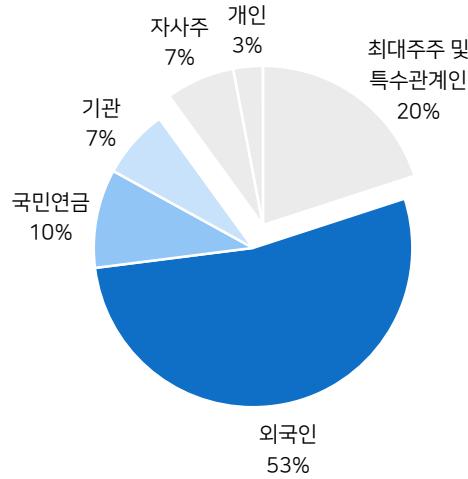
MERITZ Collaboration Report  
기업 지배구조 시리즈

1 편

## 지배구조변화 이벤트 이후 삼성전자는 더욱 적극적인 주주친화정책이 필수적

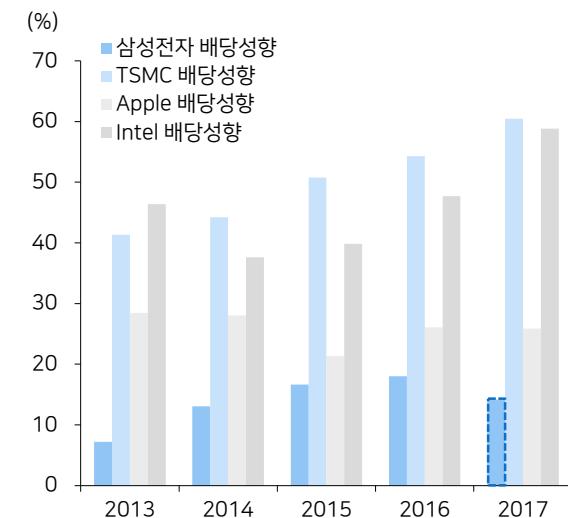
- 삼성전자의 인적분할이 사실 상 어려운 상황에서 순환출자의 해소를 구사할 경우 최대주주의 지배력은 약화될 전망
- 이를 위해 외국인, 기관 등 투자집단의 영향력은 강화될 전망이며 견조한 실적 상승 등 영업가치 극대화 노력 외에도 주주환원 중심의 주주친화정책 가속화가 예상됨
- 삼성전자는 배당성향 및 배당수익률 관점에서 최근 빠르게 주주친화적 움직임을 보이고 있으나, 여전히 TSMC, 애플, 인텔 등 경쟁사 대비 미흡한 상황

## 투자집단의 영향력은 지속 강화될 전망



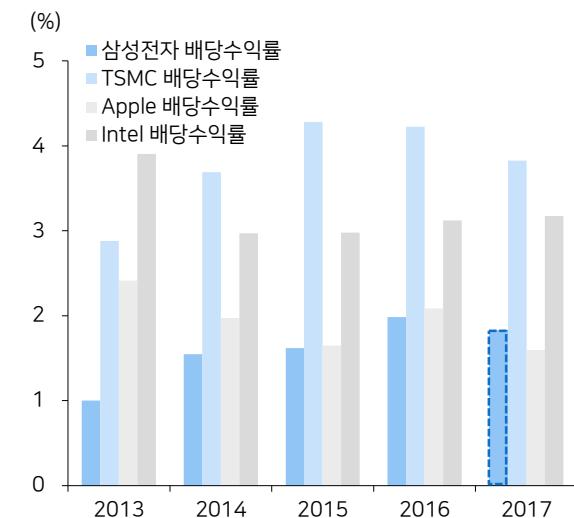
자료: 삼성전자, 메리츠종금증권 리서치센터

## 삼성전자의 배당 성향 [vs TSMC, Apple, Intel]



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

## 삼성전자의 배당수익률 [vs TSMC, Apple, Intel]

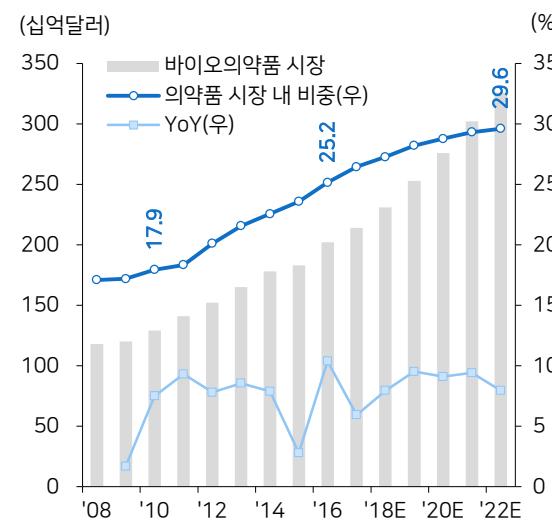


자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

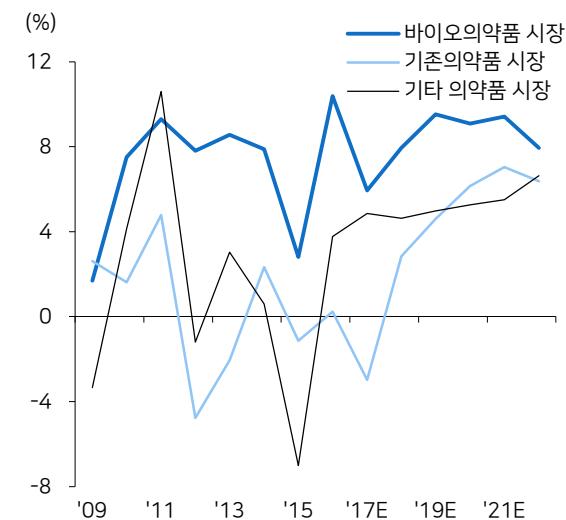
## 연평균 8.3% 성장 전망

- Evaluate Pharma에 따르면 바이오의약품 시장은 '16년 2,020억 달러 규모에서 연평균 8.3% 성장하여 '22년 3,260억 달러에 달할 전망
- 그에 따라 '16년 전체 의약품 시장의 25%를 차지했던 바이오의약품은 '22년 전체 시장의 약 30% 점유
- 매출액 상위 100개 의약품 중 52개를 바이오의약품이 차지할 것으로 예상되며 평균 매출액 역시 바이오의약품이 35억 달러로 기존 치료제들의 평균인 30억 달러 대비 16.6% 상회 예상

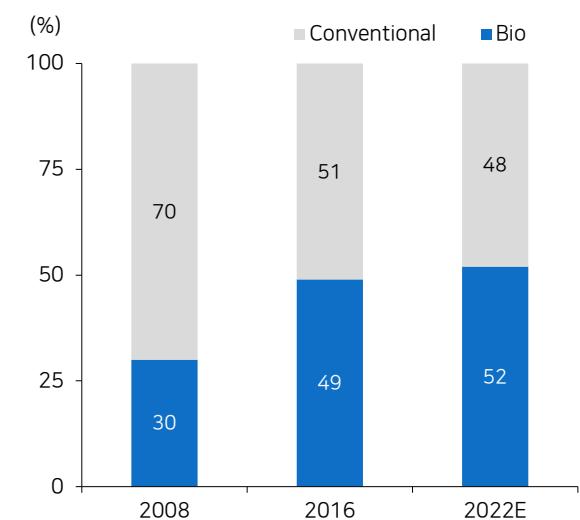
## 글로벌 바이오의약품 시장 현황 및 전망



## 분야별 성장을 추이



## 상위 100개 의약품 분류



자료: Evaluate Pharma, 메리츠종금증권 리서치센터

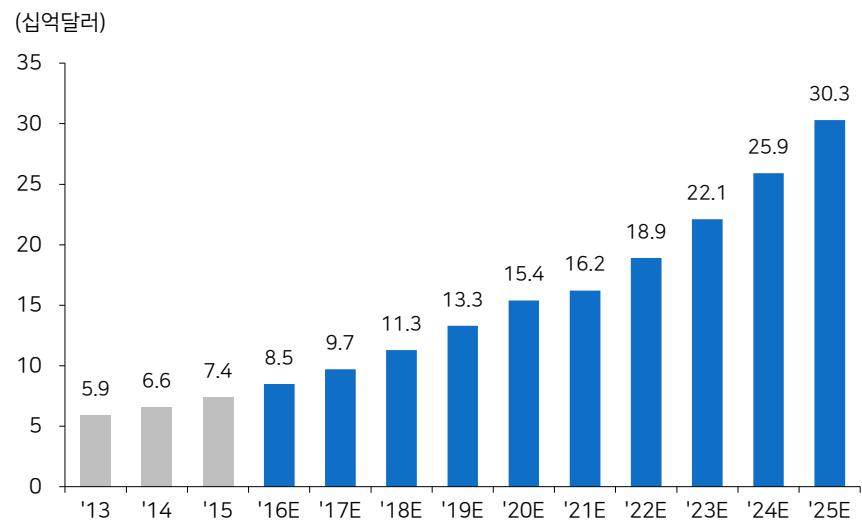
자료: Evaluate Pharma, 메리츠종금증권 리서치센터

자료: Evaluate Pharma, 메리츠종금증권 리서치센터

시장 확대에 따른 근본적 capa.  
부족 등이 원인

- 신약 개발사들이 위탁생산업체를 이용하는 요인은
  - 1) 다수의 글로벌 제약사들이 바이오의약품 개발에 뛰어들고 있고, 공장이 없는 바이오텍들이 의약품을 개발해 나가고 있는데 따른 근본적 capa. 부족, 2) 2,500억원이 넘는 높은 투자 금액과 4년 이상이 걸리는 오랜 건설 및 허가 기간에 대한 리스크 분산 수요, 3) 기존의 방식으로는 대량 생산이 불가능한 새로운 방식의 치료제 증가 때문
  - 그에 따라 바이오의약품 위탁생산시장은 '25년 303억달러에 이를 전망'

## 바이오의약품 위탁생산 시장 및 전망



자료: Frost&Sullivan, 메리츠종금증권 리서치센터

## 오리지널 제약사의 전략적 선택 방향

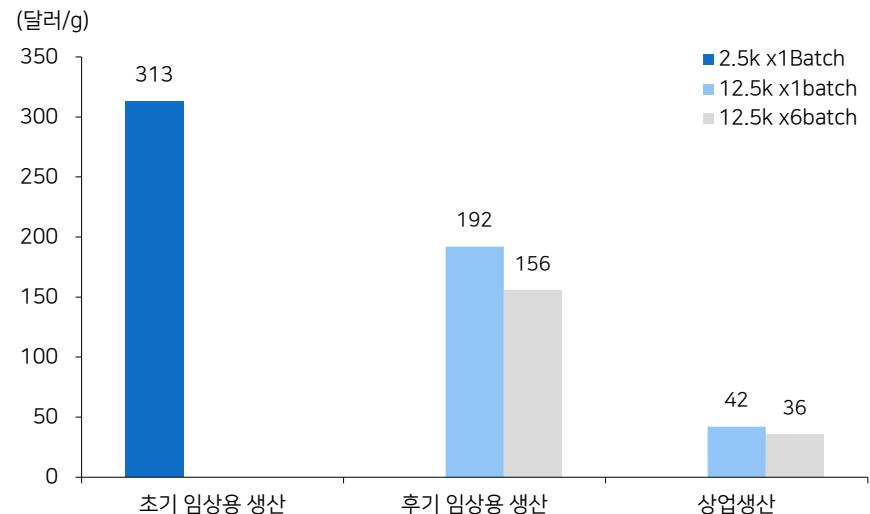


자료: McKinsey, 메리츠종금증권 리서치센터

### 대형화/최적화를 통한 수율 개선

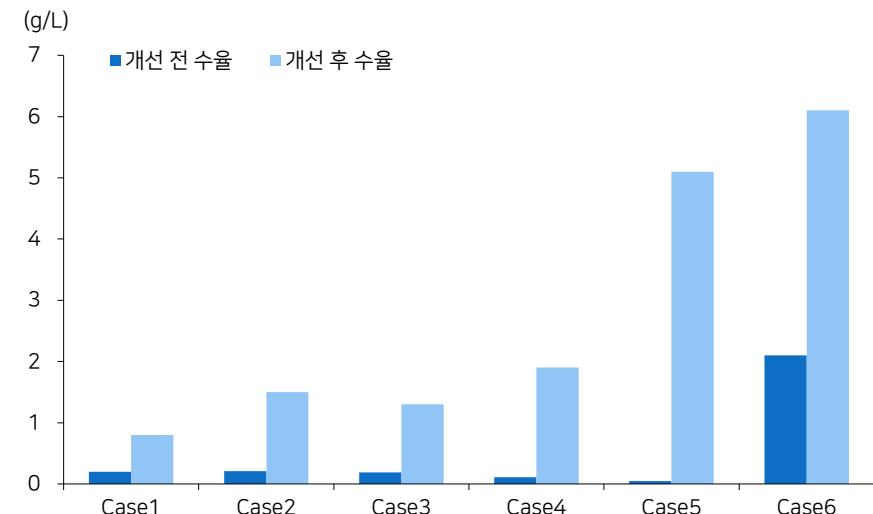
- 바이오의약품의 제조 원가는 반응용기의 크기 및 생산 방식에 따라 달라짐
- Biotechnology Journal에 따르면 임상 1상, 2상을 위한 2,500L 소량 생산의 경우 원료의약품 1g당 313달러의 제조원가가 소요되는 반면, 상업생산을 위한 12,500Lx6배치(batch) 생산의 경우 제조원가는 1g당 36달러 수준
- 뿐만 아니라 최근 CMO업체들의 기술적 수준이 높아짐에 따라 생산 과정 효율화에 따른 수율 개선 입증

### 대형화는 원가경쟁력을 위한 핵심요소



자료: Biotechnol J., 메리츠종금증권 리서치센터

### 최적화 기술 발달에 따른 수율 개선 사례



자료: McKinsey, 메리츠종금증권 리서치센터

## 1, 2공장을 통해 이미 입증

- 일반적으로 바이오의약품 생산 공장 건립에는 4년 이상의 시간과 수천억원~ 수조원의 비용 소요
- 삼성바이오로직스는 3만리터 규모의 1공장을 25개월만에 3,500억원이라는 비교적 적은 비용을 투자해 건설 하였으며, 당시 FDA로부터 단 한 건의 Form 483 letter 없이 승인 받는 놀라운 성과 거둠
- 이후 생산능력 기준 5배가 큰 2공장 건립은 29개월 만에 완료하였으며, 6배 큰 3공장 건립에는 36개월이 소요될 전망
- 향후 4공장, 5공장 건설을 통해 추가적으로 시장 지배력을 확장해 나갈 수 있음을 입증

## 삼성바이오로직스 생산공장 전경



자료: 삼성바이오로직스, 메리츠종금증권 리서치센터

## 삼성바이오로직스 생산공장 현황

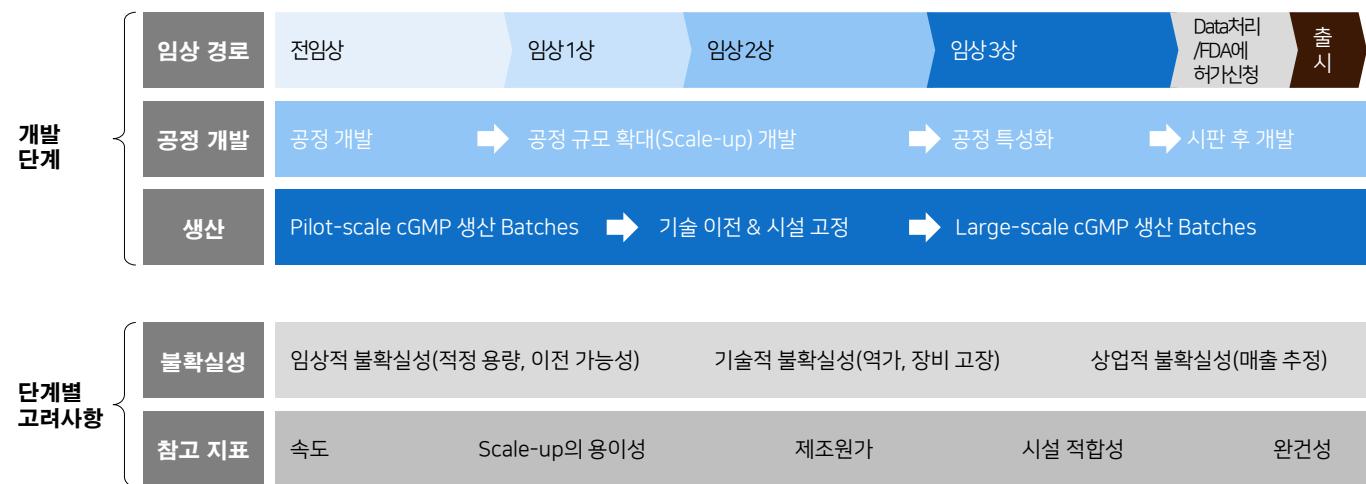
	제 1공장	제 2공장	제 3공장
배양 종류	동물세포배양	동물세포배양	동물세포배양
설비 용량	30,000	150,000	180,000
세분화	5,000x6	15,000x10 / 1,000x2	15,000x12
공사 기간	13개월	17개월	24개월
공장 인증 기간	12개월	12개월	12개월
공사비용	3,500억원	7,000억원	8,500억원 예상
현황	가동 중	가동 중	시 생산 중

자료: 삼성바이오로직스, 메리츠종금증권 리서치센터

## 계약→공정승인→안정적 매출

- 바이오의약품은 추가로 개별 제조공정에 대한 승인이 있어야 허가 가능. 이 후 공정 변경 사유 발생시마다 허가당국이 요구하는 자료를 제출해야 함. 이에 따라 초기 허가된 공정에 대한 변경이 쉽지 않음
- 때문에 개발과정부터 공정개발을 함께 진행하는 경우가 많고, 허가 이후에도 제조계약이 발생할 경우 장기계약 위주
- 따라서 공장 및 생산기술을 필요로 하는 바이오텍과 초기단계부터 함께 발전해 나가는 CDMO(Contract Development and Manufacturing Organization) 사업모델로 확장시 장기적인 안전성과 성장성 동시 확보

## 임상단계와 함께 개발되는 제조공정과 그 단계별 고려사항

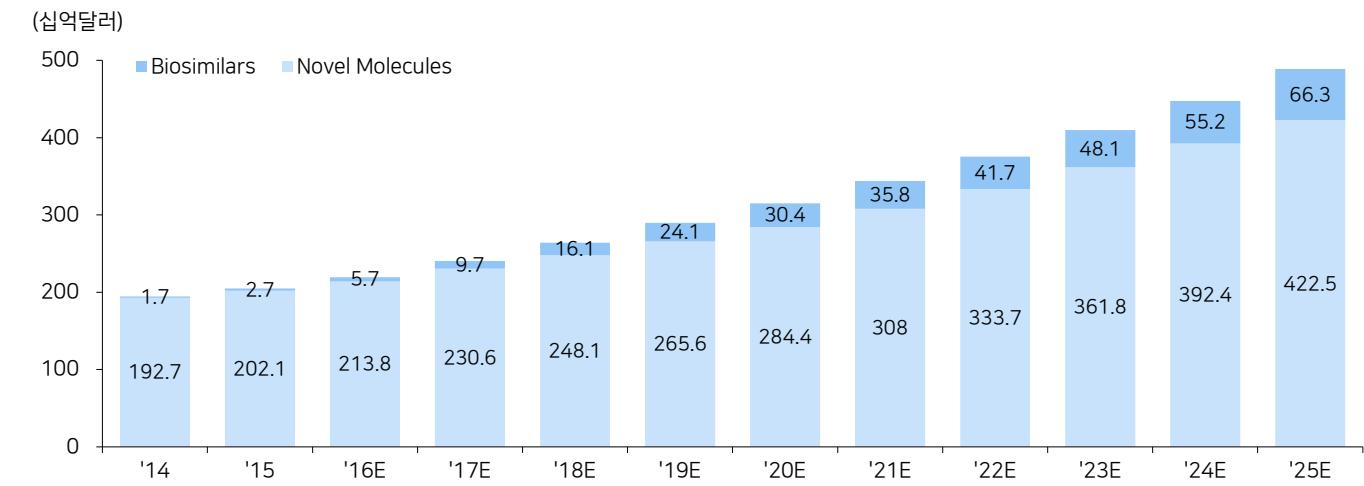


자료: In Biopharmaceutical Production Technology, 메리츠종금증권 리서치센터

### 바이오젠으로부터 개발 노하우 전수

- 삼성바이오에피스는 2012년 미국의 바이오회사인 Biogen과 설립한 합작법인으로, 바이오시밀러 개발 및 판매사업체. 현재 전체 파이프라인 6개중 4개가 허가신청 혹은 시판 승인 단계로, 가장 많은 최종단계 후보물질 보유 회사
- 글로벌 바이오시밀러 시장은 2015년 27억달러에서 2025년 663억달러로 연평균 38%에 달하는 급성장세가 예상됨
- 개발된 제품의 판매는 Merck(ex-EU)와 Biogen(EU)이 맡음. 개발 중인 후보 제품이 일정 개발단계를 성공할 경우마다 마일스톤을 지급 받게 되며, 제품이 판매된 이후부터는 총 매출액에서 제조원가와 판관비를 제한 수익을 판매사와 에피스가 50:50으로 나누도록 되어 있음

### 세계 바이오의약품 및 바이오시밀러 시장 전망

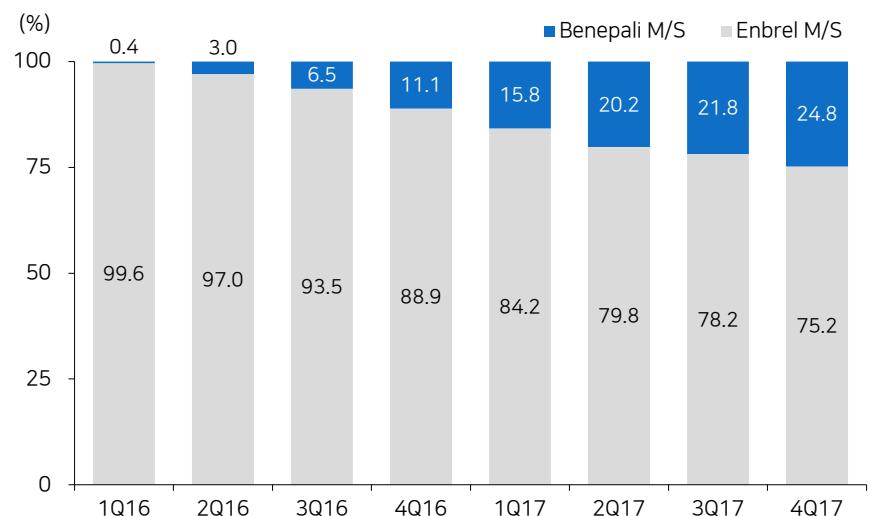


자료: Frost & Sullivan(2016), 삼성바이오로직스, 메리츠종금증권 리서치센터

## 시장 지배력 확대 중

- 세계 최초로 유럽시장에 출시한 Enbrel 바이오시밀러 Benepali '17년 3억 7,100만달러 판매되며 '17년 4분기 기준 점유율 24.8% 달성
- 레미케이드 바이오시밀러의 경우 고전하고 있으나 그외 제품 빠르게 허가 획득하며 시장 진입 예정
- 허셉틴 바이오시밀러 최근 유럽 출시되어 추가적인 매출 성장 기대

## 유럽 Benepali의 시장 점유율 추이



자료: Biogen, Pfizer, 메리츠종금증권 리서치센터

## 삼성바이오에피스의 바이오시밀러 개발 현황

코드명	성분명	오리지널	오리지널 '17년 매출 (십억달러)	현황
SB4	Etanercept	엔브렐	8.3	'16.1 유럽 허가
SB2	Infliximab	레미케이드	7.8	'16.5 유럽 허가 '17.4 미국 허가
SB5	Adlimumab	휴미라	18.8	'17.8 유럽 허가
SB9	Insulin Glargine	란투스	5.2	'17.1 유럽 허가 '17.7 미국 허가(잠정)
SB3	Trastuzumab	허셉틴	7.1	'17.11 유럽 허가 '17.12 미국 허가 신청
SB8	Bavacizumab	아바스틴	6.8	'임상 3상 진행 중

자료: 삼성바이오에피스, 메리츠종금증권 리서치센터



## Part IV

[현대차]  
공식화된 지배구조 개편,  
쟁점과 전망



자동차/타이어  
Analyst 김준성  
02. 6098-6690  
joonsung.kim@meritz.co.kr



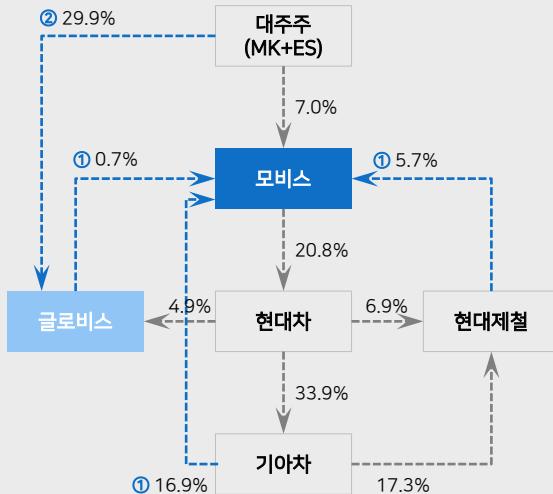
# [현대차] 공식화된 지배구조 개편, 쟁점과 전망

## I

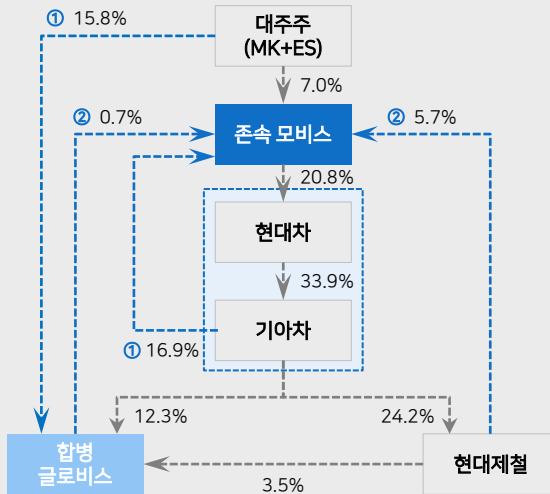
## 현대차그룹: 마침내 발현된 지배구조 개편, 개편안의 적정성에 대한 논쟁이 존재하나 큰 맥락에서의 불확실성은 대폭 축소

- 지배구조 변화 발표 이후 개편안의 적정성에 대한 논쟁 심화 (글로비스와 합병될 분할 부문의 낮은 가치산정 우려)로 주가는 원점 회귀
- 그러나 큰 맥락에서의 불확실성은 축소 중. 1) 대내외적 환경 압박으로 현대차그룹의 빠른 지배구조 개편은 불가피, 향후 현대차그룹은 주주 공감을 얻을 수 있는 더욱 구체화된 성장전략 (M&A, 배당)과 개선안을 추가로 공개할 수 밖에 없으며, 2) 영업 펀더멘탈 관점에서는 성공적인 신차 Cycle 안착을 통해 3월을 기점으로 중국, 7월에는 미국의 판매 플러스 성장전환이 예상되고, 내수 · 유럽 · 신흥국 판매개선은 이미 시작
- 현재 시가총액은 순현금 · 투자자산 가치 · 분할 부문 시장가치를 배제한 존속 부문 영업가치를 1.3조원으로 인정하고 있으며, 이는 18년 예상 손익 기준 PER 1.4배에 불과. 지배구조 개편 전 1yr forward PER 9.1배를 영업가치에 적용한 적정 시가총액은 현재 대비 34% 높은 30.6조원

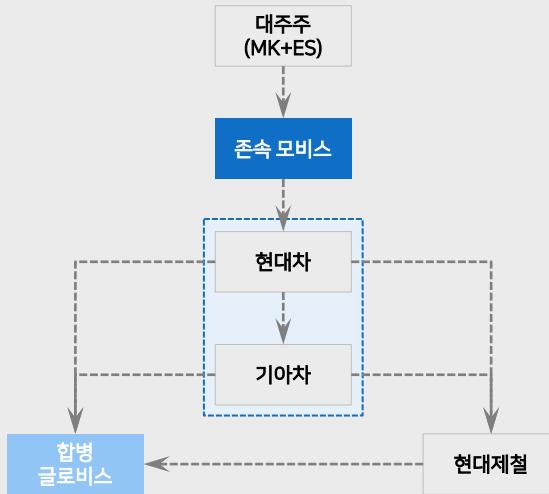
기존 현대차그룹 지분구조



분할합병 이후의 현대차그룹 지배구조



순환출자 해소후 지배 구조



# 현대차그룹, 순환출자 고리 해제를 위한 지배구조 개편안 발표

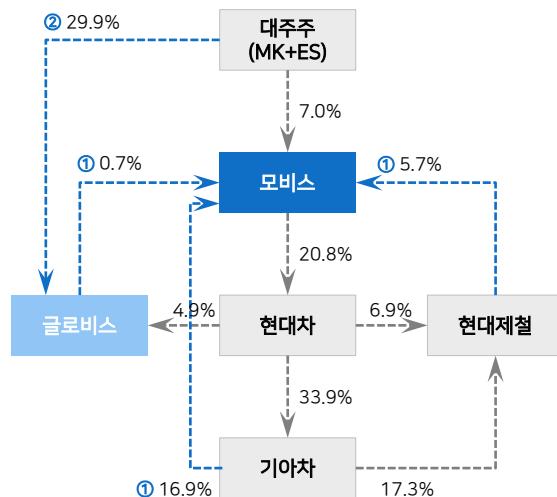
MERITZ Collaboration Report  
기업 지배구조 시리즈

1 편

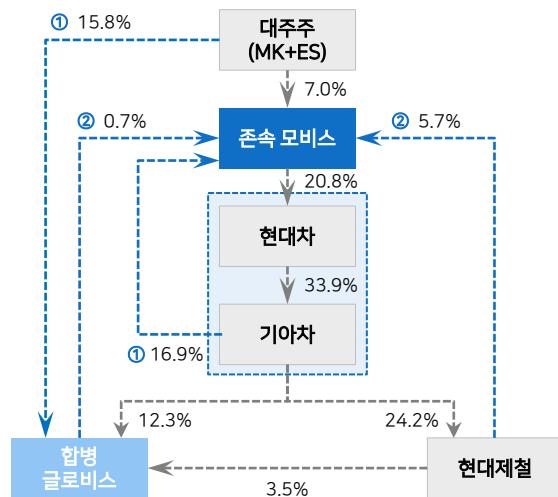
## 현대차그룹, 지배구조 개편안 발표

- 지난 3월 28일 현대차그룹은 지속적으로 문제가 되어온 그룹 내 순환출자 고리를 끊기 위해 지배구조 개편안을 발표. 이는 지난 2007년 처음으로 순환출자 문제가 부각된 이후 11년 만의 결정
- 개편안의 주요 내용은 모비스의 인적분할과 분할된 모비스 사업과 글로비스의 합병, 그리고 대주주가 보유한 글로비스 지분과 기아차가 보유한 모비스 지분의 교환 등으로 구성

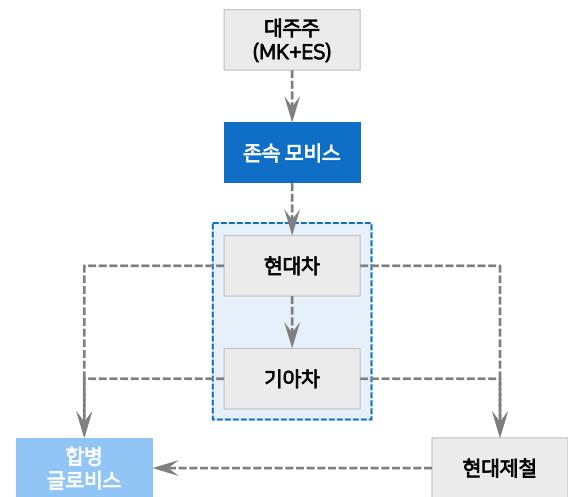
## 기존 현대차그룹 지분구조



## 분할합병 이후의 현대차그룹 지배구조



## 순환출자 해소후 지배 구조



주: 1) 대주주는 현대차 7.5%, 기아차 1.7%, 제철 11.8% 보유

2) ①은 순환출자해소, ②는 일감몰아주기 논란해소

자료: 모비스, 글로비스, 메리츠종금증권 리서치센터

주: 1) 대주주의 합병글로비스 주식↔기아차의 존속모비스 주식

2) 대주주는 계약사 보유 존속모비스 주식 추가매입 →  
순환출자 및 일감몰아주기 논란 해소

자료: 모비스, 글로비스, 메리츠종금증권 리서치센터

자료: 모비스, 글로비스, 메리츠종금증권 리서치센터

# 개편에 따른 기대와 우려가 뒤섞이며, 모비스·글로비스 주가 변동성 확대

MERITZ Collaboration Report  
기업 지배구조 시리즈

1 편

## 지배구조개편 발표 후, 모비스·글로비스 주가 변동성 확대

- 지배구조 개편 발표되기 전 한달 간 횡보 국면 이어졌던 모비스·글로비스 주가, 발표 후 변동성 급증
- 3월 12일 주, 정의선 보유 글로비스 지분의 PEF 매각설 부각
- 3월 19일 주, 모비스 인적분할 뒤 글로비스 합병설 부각
- 3월 28일 오전 11시경, 모비스 인적분할 위한 이사회 소집 기사 공개
- 3월 28일 장 마감 후, 모비스 인적분할 및 분할 부문의 글로비스 합병 공시
- 3월 29일 모비스 '분할 부문 가치 혈값 산정 논란'으로 모비스 급락, 글로비스 급등
- 3월 29일 장 마감 후, 모비스·글로비스 투자자 간담회에서의 불명확한 설명으로 분할 무산 가능성 ↑
- 3월 30일 '분할 무산 가능성 고조'로 모비스·글로비스 주가 동반 급락

## 인적 분할 기대감과 혈값 분할 우려로 급등락을 보인 모비스 주가



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

## 가치확대 기대감과 분할합병 무산 우려로 급등락을 보인 글로비스 주가



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

# 지배구조 개편 가능할까? 일반 주주의 동의 없는 개편은 난망

MERITZ Collaboration Report  
기업 지배구조 시리즈

1 편

## 일반 주주의 동의 없이는 지배구조 개편 난망

- 이번 지배구조 개편안은 반대의사 표시 주주의 매수청구권 신청 규모가 기준점을 상회할 시 무산 가능
- 지배구조 개편안 재조정 심의를 위해 필요한 매수청구권 규모  
모비스 2.0조원 (매수청구권 행사가격 233,000원, 필요주식 수 858만주, 필요주식 비율 8.8%)  
글로비스 0.5조원 (매수청구권 행사가격 151,000원, 필요주식 수 331만주, 필요주식 비율 8.8%)
- 현재 반대를 위해 필요한 주식비율 이상의 지분을 가지고 있는 국민연금이나 외국인 투자자들에게 절대적 영향력을 행사하는 ISS (Institutional Shareholder Services, 세계 최대 의결권 자문기구), APG (All Pension Group, 네덜란드 연기금으로 연기금 중 자산규모 세계 3위)가 반대한다면 이번 안은 무산

### 분할 무산을 위한 반대 주주비율 기준 8.8%에 불과, 일반 주주의 공감 부족하다면 개편안 현실화 불가능

구분	모비스	글로비스
분할합병 무산 위해 필요한 매수청구권 규모 (원)	2,000,000,000,000	500,000,000,000
매수청구권 행사가격 (원)	233,429	151,156
분할합병 무산 위해 필요한 주식수 (주)	8,567,916	3,307,841
발행 주식수 (주)	97,343,863	37,500,000
분할합병 무산 위해 필요한 주식비율 (%)	8.8	8.8

### 특수관계인 외 주요주주 지분율 (%)

국민연금	9.8	10.6
외국인	47.9	33.1
Capital	4.0	
Fidelity	2.6	
Blackrock	2.1	1.6
Vanguard	1.7	1.2
Norges Bank (노르웨이 국부펀드)	0.9	0.9

자료: Bloomberg, 모비스, 글로비스, 메리츠종금증권 리서치센터

# 반대 매수청구권 발동의 핵심 쟁점, 분할 사업에 대한 가치평가의 정당성

MERITZ Collaboration Report  
기업 지배구조 시리즈 1 편

## 쟁점은 분할 부문에 대한 가치평가 정당성

- 현재 제시된 모비스의 분할 비율은 존속 부문과 사업 부문이 각각 78.95 : 21.05 (순자산 평가 기준) 모비스 분할 부문과 글로비스 간의 합병비율은 1 : 0.6148 (기존 모비스를 100주 보유했을 경우, 존속 모비스 79주와 합병 글로비스 61주를 확보할 수 있음)
- 쟁점은 기존 모비스 주주가 받게 될 분할 부문의 가치가 정당한지에 대한 판단
- 제시된 비율에 따라 산정된 가치는 9.3조원 (17년 기준 PER 8.9배, 글로비스 합병가액 154,911원 기준). 이 가치는 분할합병기일 글로비스 주가에 따라 연동 (3월 30일 글로비스 종가 기준 10.1조원, PER 9.7배)

## 모비스, 순자산 가치에 근거한 분할 비율 산정

구분 (억원)	분할 전 모비스	존속 부문	분할 부문
자산총액	253,624	188,116	65,508
부채총액	41,295	21,189	20,106
순자산	212,329	166,927	45,402
분할비율	1.0	0.7895305	0.2104695
발행주식총수(보통주)	97,343,863	76,855,949	20,487,914
발행주식총수(우선주)	3,974	3,138	836

주: 17년 말 모비스 별도재무제표 기준

자료: 모비스, 글로비스, 메리츠종금증권 리서치센터

## 모비스 분할 부문과 글로비스 합병비율 산정

구분	글로비스 (합병법인)	모비스 분할 부문
A. 분할 전 주식수	37,500,000주	97,343,863주
B. 주당 분할비율	-	0.2104695
C. 분할 후 주식수	37,500,000주	20,487,914주
D. 기준시가	154,911원	-
E. 본질가치	-	452,523원
- 자산가치	-	221,599원
- 수익가치	-	606,472원
F. 합병가액	154,911원	452,523원
G. 합병비율	1	2.9211852
H. 분할합병비율(B x G)	1	0.6148203
I. 분할합병으로 인한 신규 발행주식수 (A x H)	-	59,848,983주

자료: 모비스, 글로비스, 메리츠종금증권 리서치센터

# 지난 17년 더 많은 이익을 창출했던 분할 부문의 혈값 분할 논쟁 심화

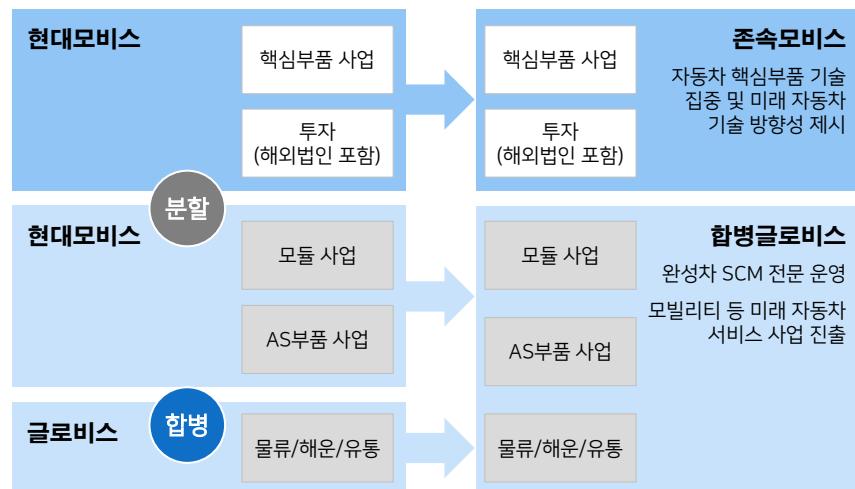
MERITZ Collaboration Report  
기업 지배구조 시리즈

1 편

## 공감 얻기 어려운 분할 부문의 가치 산정

- 분할합병 공시에 기재된 존속 부문과 분할 부문의 17년 기준 세전이익은 각각 1.25조원, 1.44조원
- 물론 지난 17년은 상대적으로 안정적 흐름을 이어가는 국내 사업에 비해, 1) 모델 노후화, 2) 중국 정치 이슈, 3) 미국 Sedan 모델 생산조정 등의 이유로 해외 사업이 크게 부진했기에 존속 부문의 손익이 과거 5년과 비교해 극히 낮았던 해였음
- 그러나 과거 5년 평균으로 산정해도 46%의 세전이익을 기여한 분할 부문을 전체 사업가치의 21%로 분할하기로 한 결정은 많은 투자자의 손쉬운 공감을 얻기 어려운 상황

## 모비스 분할 및 글로비스 합병 구조



자료: 모비스, 글로비스, 메리츠종금증권

## 분할합병 기준 주체 별 손익 현황 (17년 기준)

항목 (조원, %)	2017년		
	매출	세전이익	이익률
존속 모비스	26.77 <sup>1)</sup>	1.25 <sup>2)</sup>	4.7%

항목 (조원, %)	2017년		
	매출	세전이익	이익률
모비스 분할부문	14.01 <sup>1)</sup>	1.44	10.3%
글로비스	16.36	0.89	5.4%
합병글로비스 <sup>3)</sup>	30.37	2.33	7.7%

<sup>1)</sup> 모비스 연결매출 35.1조 → 분할 후 합산매출 40.8조

(차이 5.7조 → 부문간 거래 외부화 1.6조 + 내부거래제거 취소 4.1조)

<sup>2)</sup> 모비스 연결 세전이익 2.7조 → 분할 후 합산손익 1.3조

<sup>3)</sup> 단순 합산 기준

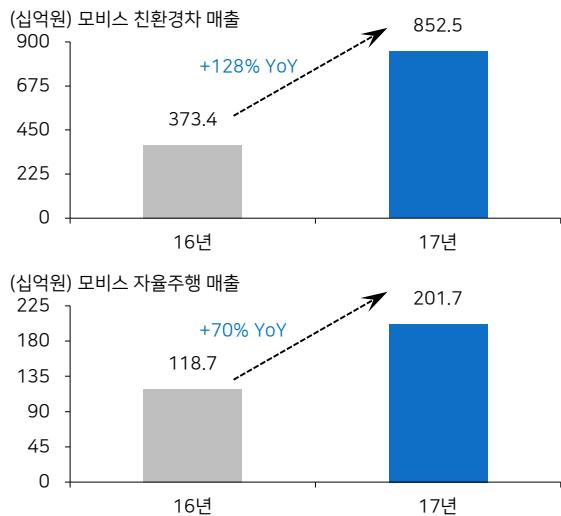
자료: 모비스, 글로비스, 메리츠종금증권 리서치센터

# 그룹의 입장, 존속 사업 성장성에 프리미엄·분할 사업 안정성에 no 프리미엄

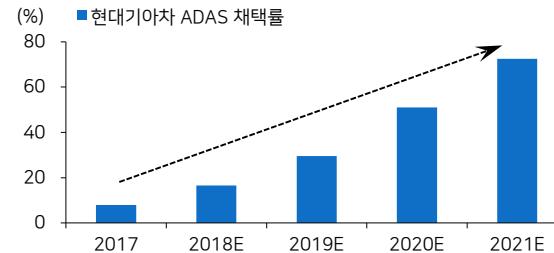
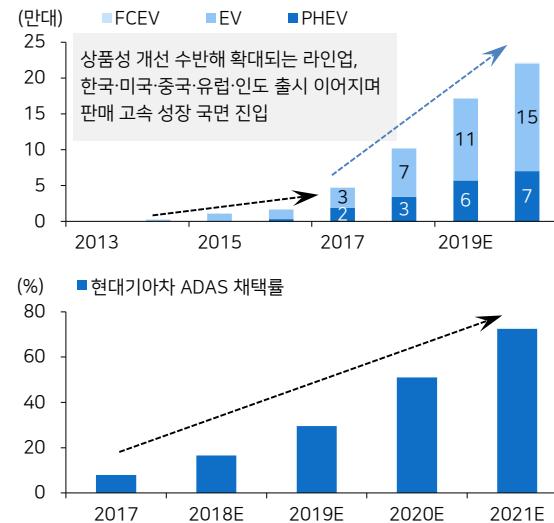
## 그룹의 입장은 분할 부문 안정성에 프리미엄 미부여

- 지난 14년 이후 현대차·기아차의 부진이 이어지며, 모비스의 부품 사업 (모듈 + 핵심부품) 손익 또한 우하향 방향성을 지속. 이에 따라 지금까지 모비스에 대한 투자 프레임은 현재의 신차 판매가 아닌 과거의 신차 판매를 바탕으로 높은 수익성을 기록하는 AS 사업을 통해 차별화된 실적 안정성을 보여주는 점에 무게중심이 놓여왔음
- 이 같은 상황에서 아직 회복 또는 성장을 보이지 못한 부품 사업에 대해 높은 밸류에이션을 부여하고, 이익안정성 차별화의 중심이었던 국내 AS와 모듈에 낮은 가치산정을 제시하는 방법을 주주 입장에서 쉽게 공감할 수 없는 것이 팩트

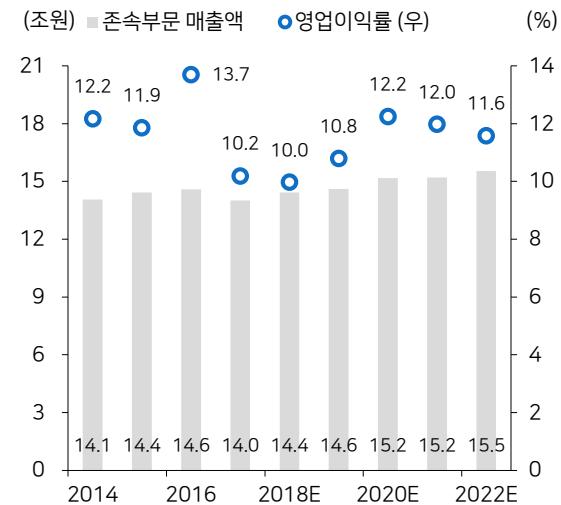
## 존속 부문의 잠재적 성장성은 자명하나, 아직 낮은 이익기여로 주가 동력이 되어오지 못했음



자료: 모비스, 메리츠종금증권 리서치센터



## 시장은 오히려 AS의 안정성에 프리미엄 부여



자료: 모비스, 메리츠종금증권 리서치센터

# 주주 동의를 위해 꼭 필요한 존속 부문의 구체적 성장 전략·전망은 부재

MERITZ Collaboration Report  
기업 지배구조 시리즈

1 편

## 존속 부문의 구체적 성장 전략·전망 부재

- 어려운 부품 사업, 안정적 AS 사업에 익숙한 주주들의 공감을 얻기 위해서는 왜 앞으로 모비스의 이익 성장동력이 부품 사업이 될 수 있는지에 대한 구체적인 근거 제시가 필요
- 그러나 합병보고서에서는 분할 부문에 대해서는 매우 구체적인 손익 구성요소 분류와 실적 전망 만이 담겨 있지만, 존속 부문에 대해서는 어떠한 구체적인 성장 전략 (미래자동차 시장에서의 그룹 내 역할, 잠재적 M&A, non-captive 수주 확보 방안 등)이나 실적 전망도 포함되어 있지 않음
- 주주에게 주어진 존속 부문에 대한 숫자는 극악으로 치달았던 17년의 부진한 실적 뿐

## 현재 공개된 모든 자료를 취합해 산정한 과거 5년 분할 부문과 존속 부문의 손익 추이

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017	비고
<b>분할 부문과 존속 부문의 국내 손익 산출</b>						
분할 부문과 존속 부문의 단순 합산 국내 매출	21,184.9	22,511.0	23,222.0	24,099.2	23,057.3	분할 부문과 존속 부문간의 내부거래가 제거되기 전 국내 매출
<b>국내 총 매출</b>	<b>18,864.7</b>	<b>18,908.8</b>	<b>19,596.0</b>	<b>20,461.8</b>	<b>19,997.3</b>	17년 연결 감사보고서 공시 자료
분할 부문의 매출 (국내 AS/모듈 사업)	13,492.9	14,060.2	14,431.8	14,590.6	14,010.6	합병보고서 공시 자료
분할 부문의 내수 매출	9,137.4	10,006.1	10,180.0	9,708.3	9,813.9	합병보고서 공시 자료
분할 부문의 수출 매출 (AS/CKD 해외 수출 매출)	4,355.5	4,054.1	4,251.8	4,882.2	4,196.7	합병보고서 공시 자료
존속 부문의 국내 매출 (국내 핵심부품 사업)	7,692.0	8,450.8	8,790.2	9,508.7	9,046.8	존속 부문의 내수 및 수출 매출 합산 값
존속 부문의 내수 매출 (분할 부문에 보내는 부품 매출)	2,320.2	3,602.2	3,626.0	3,637.4	3,060.0	국내 핵심부품 매출에서 존속 부문의 수출 매출을 뺀 값
존속 부문의 수출 매출 (해외공장에 보내는 부품 매출)	5,371.8	4,848.6	5,164.2	5,871.3	5,986.7	양 부문간 내부거래 제거된 국내 매출에서 분할 부문 매출을 뺀 값
<b>국내 총 영업이익</b>	<b>2,225.0</b>	<b>1,924.7</b>	<b>1,929.8</b>	<b>2,064.5</b>	<b>1,375.8</b>	17년 연결 감사보고서 공시 자료
분할 부문 영업이익	1,994.4	1,711.3	1,711.1	1,997.6	1,427.1	합병보고서 공시 자료
존속 부문 국내 영업이익 (분할 부문에 대한 이익 제거)	230.6	213.4	218.6	67.0	-51.2	존속 부문의 내수 영업이익이 분할 부문 영업이익에 중복 반영되었으며, 이 수치는 존속 부문의 수출 영업이익
<b>분할 부문과 존속 부문의 총 영업이익 비교</b>						
분할 부문 총 영업이익	1,994.4	1,711.3	1,711.1	1,997.6	1,427.1	
존속 부문 총 영업이익	1,092.4	1,682.1	1,477.2	1,161.7	812.1	
해외 총 영업이익 (존속 부문 귀속)	699.4	1,216.5	1,004.8	840.2	649.1	17년 연결 감사보고서 공시 자료
존속 부문 국내 영업이익 (분할 부문에 대한 이익 추가)	393.0	465.6	472.4	321.6	163.0	분할 부문에게 보내는 존속 부문의 내수 영업이익률 8% 가정

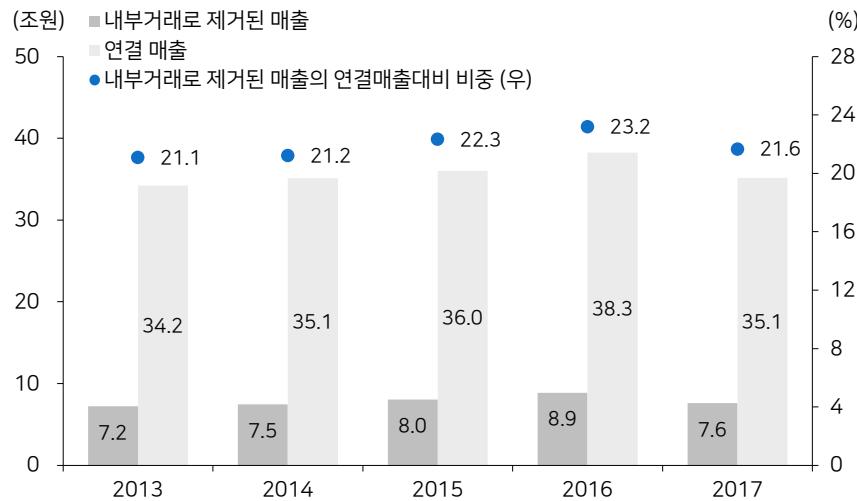
자료: 모비스, 메리츠종금증권 리서치센터

# 분할 부문의 손익을 존속 부문으로 이전할 수 있다는 기대도 존재하나…

## 분할 부문의 손익을 존속 부문으로 이전할 수 있다는 기대 존재

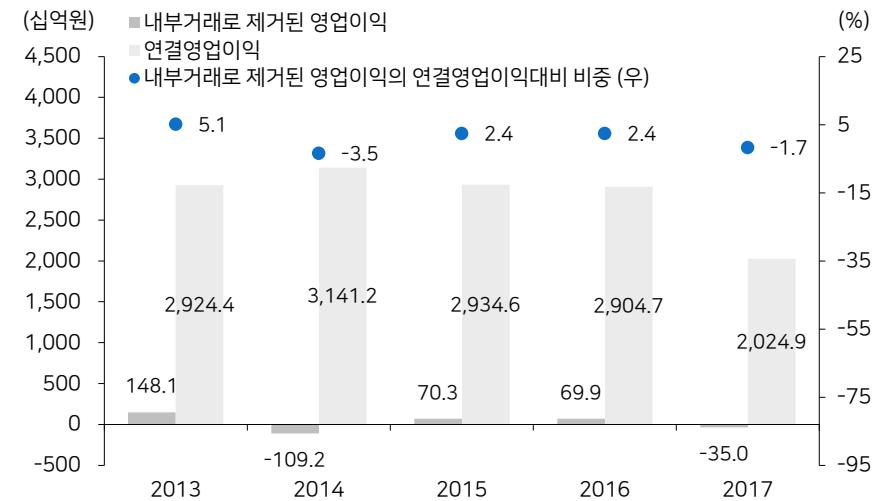
- 존속 부문의 회복 및 성장에 대한 밑그림이 공감되지 않는 상황에서 일반 주주의 '매각 전 글로비스 가치산정 극대화, 매각 후 존속 모비스 이익배분 극대화 (전형적인 대주주 수혜 중심 판단)' 기대는 당연
- 분할 부문인 국내 AS · 모듈 사업은 존속 부문의 핵심부품 사업으로부터 제품을 받아 재가공 · 유통. 최종적으로 발생하는 이익의 배분을 국내 AS · 모듈 사업에서는 최소화하고 핵심부품 사업에 최대한 유보할 수 있다는 추정 가능
- 실제로 기존 모비스는 중요 사업부에 대한 이익유보 정책을 지속. 과거 5년 내부거래 제거된 매출은 연결매출의 20% 이상이었으나, 내부거래 제거된 영업이익 규모는 미미했음. 이는 매출을 중복 인식할 때 (예: 국내법인에서 해외법인으로 수출) 이익을 한 쪽에만 일괄 반영했기에 나타나는 현상

## 연결매출 대비 내부거래로 제거된 매출 비중은 20% 이상 유지



자료: 모비스, 메리츠종금증권 리서치센터

## 그러나 내부거래로 제거된 영업이익 비중은 극히 미미



자료: 모비스, 메리츠종금증권 리서치센터

# 기대는 기대일 뿐, 이미 실적 전망이 공시된 상황에서의 인위적 조정은 불가

MERITZ Collaboration Report  
기업 지배구조 시리즈

1 편

## 존속 모비스 이익의 인위적 조정 어려운 상황

- 그러나 이 같은 기대가 현실화되기는 어렵다고 판단. 모비스는 이미 합병보고서에서 2022년까지의 분할 부문 손익 전망을 구체적으로 제시
- 만약 분할합병 이후 분할 부문의 손익이 존속 부문의 핵심부품에 대한 이익유보로 크게 조정된다면, 이는 공시 위반 사유이며 분할합병 뒤 글로비스 주주로부터의 법적 비난 직면 가능

## 합병보고서에서 제시한 현대모비스 분할 부문의 과거 실적 및 향후 추정 세후 영업이익

(십억원, %)	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
<b>매출액</b>	13,492.9	14,060.2	14,431.8	14,590.6	14,010.6	14,421.3	14,601.4	15,174.7	15,198.2	15,536.0
(증가율, %)	4.20%	2.64%	1.10%	-3.98%	2.93%	1.25%	3.93%	0.16%	2.22%	
모듈 사업부문	8,998.7	9,807.1	10,041.1	10,011.7	9,282.3	9,794.9	9,900.3	10,283.4	10,249.9	10,534.5
AS부품사업부문	4,494.2	4,253.1	4,390.7	4,578.8	4,728.3	4,626.4	4,701.1	4,891.3	4,948.3	5,001.5
<b>매출원가</b>	<b>10,837.6</b>	<b>11,616.7</b>	<b>11,951.8</b>	<b>11,800.5</b>	<b>11,811.4</b>	<b>12,178.3</b>	<b>12,191.6</b>	<b>12,453.4</b>	<b>12,478.7</b>	<b>12,799.8</b>
모듈 사업부문	8,117.2	8,980.8	9,288.7	9,126.0	9,048.6	9,362.7	9,318.6	9,520.6	9,495.8	9,768.2
AS부품사업부문	2,720.3	2,636.0	2,663.1	2,674.5	2,762.8	2,815.5	2,873.0	2,932.8	2,982.9	3,031.6
<b>매출총이익</b>	<b>2,655.3</b>	<b>2,443.5</b>	<b>2,480.0</b>	<b>2,790.1</b>	<b>2,199.2</b>	<b>2,243.0</b>	<b>2,409.9</b>	<b>2,721.3</b>	<b>2,719.5</b>	<b>2,736.2</b>
(매출총이익률, %)	19.68%	17.38%	17.18%	19.12%	15.70%	15.55%	16.50%	17.93%	17.89%	17.61%
모듈 사업부문	881.5	826.4	752.4	885.7	233.7	432.2	581.7	762.8	754.1	766.3
(매출총이익률, %)	9.80%	8.43%	7.49%	8.85%	2.52%	4.41%	5.88%	7.42%	7.36%	7.27%
AS부품사업부문	1,773.8	1,617.1	1,727.6	1,904.4	1,965.6	1,810.8	1,828.2	1,958.5	1,965.4	1,969.9
(매출총이익률, %)	39.47%	38.02%	39.35%	41.59%	41.57%	39.14%	38.89%	40.04%	39.72%	39.39%
<b>판매비와 관리비</b>	<b>660.9</b>	<b>732.2</b>	<b>768.8</b>	<b>792.5</b>	<b>772.2</b>	<b>805.5</b>	<b>835.0</b>	<b>864.4</b>	<b>898.3</b>	<b>936.8</b>
급여 및 상여	261.4	275.9	271.8	260.5	255.5	266.0	276.6	285.9	297.9	310.9
퇴직급여	8.8	21.4	22.9	23.4	20.8	22.2	23.0	23.8	24.8	25.9
복리후생비 등	61.7	71.0	72.5	74.1	69.5	70.0	72.8	75.3	78.4	81.8
물류비	139.4	152.5	153.4	155.0	156.8	162.6	167.2	173.2	177.6	183.4
연구개발비	69.8	83.7	99.9	109.4	118.4	126.3	131.2	135.8	141.6	148.0
감가상각비 등	27.9	30.5	41.2	53.0	42.3	47.5	51.4	56.0	61.5	67.8
기타고정비	91.9	97.1	107.1	117.1	108.9	110.9	112.8	114.4	116.6	119.0
<b>영업이익</b>	<b>1,994.4</b>	<b>1,711.3</b>	<b>1,711.1</b>	<b>1,997.6</b>	<b>1,427.1</b>	<b>1,437.5</b>	<b>1,574.9</b>	<b>1,856.9</b>	<b>1,821.2</b>	<b>1,799.5</b>
(영업이익률, %)	14.78%	12.17%	11.86%	13.69%	10.19%	9.97%	10.79%	12.24%	11.98%	11.58%
<b>법인세비용</b>	<b>482.2</b>	<b>413.7</b>	<b>413.6</b>	<b>483.0</b>	<b>382.1</b>	<b>385.0</b>	<b>422.7</b>	<b>500.3</b>	<b>490.5</b>	<b>484.5</b>
<b>세후 영업이익</b>	<b>1,512.2</b>	<b>1,297.6</b>	<b>1,297.5</b>	<b>1,514.6</b>	<b>1,045.0</b>	<b>1,052.6</b>	<b>1,152.1</b>	<b>1,356.6</b>	<b>1,330.8</b>	<b>1,315.0</b>

자료: 모비스, 삼일회계법인, 메리츠종금증권 리서치센터

# 더 많은 주주 공감을 얻기 위해서는 더욱 구체화된 성장 전략 제시가 필요

MERITZ Collaboration Report  
기업 지배구조 시리즈

1 편

## 주주 동의 위해서는 구체적 성장 전략 제시 필요

- 이번 개편안에서 모비스는 1) 미래 자동차 시장 투자 확대, 2) 대주주 책임 경영, 3) 지배구조 불확실성 해소에 따른 그룹과의 동반 성장, 4) 그룹 외 매출 확대라는 다소 당연하면서도 모호한 방향성을 제시
- 지배구조 개편안이 명백한 주주 동의를 얻기 위해서는 1) 근거에 기반한 구체적인 중장기 손익 전망과 이에 근거한 명확한 주주친화 정책 (배당) 제시, 2) 성장에 대한 뚜렷한 밑그림 공개 (예: 삼성전자의 Harman 인수) 등이 필요

## 모비스가 제시한 매우 모호한 지배구조 개편 효과

### 미래 자동차 기술에 집중하는 핵심부품회사로서의 역할 명확화

- 사업 성격이 상이한 모듈, AS부품 사업을 분할, 기술 중심 부품업체로 변화
- 자율주행, 커넥티비티 등 미래자동차 선별적 / 집중적 투자 추진  
(미래 자동차 관련 핵심부품 기술 확보 적극 추진)

### 대주주 책임 경영으로 미래 기술 확보 과정에서의 효율성 제고

- 대주주 책임 경영 → 미래 기술 투자에 대한 빠른 의사 결정 가능

### 그룹 지배구조 불확실성 해소 및 그룹과의 동반 성장 기대

- 그룹 지배구조 안정화에 따른 불확실성 해소
- 그룹 성장에 따른 동반 성장 기대

### 현대·기아차 외 매출 확대 기대

- 기존 완성차의 계열사로서 그룹 외 매출 확대에 한계  
→ 지배회사이자 미래 핵심부품 기술 기업으로서, 그룹 외 매출에 대한 자율성 확대

자료: 모비스, 메리츠종금증권

## 9.4조원을 들여 Harman을 인수하고 갈채를 받은 삼성전자



자료: 삼성전자, 메리츠종금증권

# 원점으로 돌아온 주가, 그러나 이제 과거 (07, 14, 17년)와는 전혀 다른 상황

MERITZ Collaboration Report  
기업 지배구조 시리즈

1 편

## 지배구조 개편 불확실성으로 원점으로 돌아온 주가

- 지배구조 개편 불확실성으로 모비스의 주가는 지배구조 개편 전 수준으로 회귀했으며, 매수청구권 가격 (233,429원 vs. 현 주가 239,500원) 내외에서 하방경직성을 보일 예정
- 지금의 지배구조 개편은 과거 세 차례 기대감만 존재했을 때와는 완전히 다른 상황. 지배구조 개편에 대해 시장참여자 스스로만의 기대와 실망을 반복한 것이 과거였다면, 이제 현대차그룹은 공식적인 지배구조 개편을 시작했고 정부의 요구와 정몽구·정의선 부자의 사내 역학구도 변화도 구체화됐음
- 현대차그룹은 대내외적인 변화 요구에 직면 중이며 주주들은 이 같은 변화의 강도와 방향에 영향을 미칠 수 있음. 이번 개편안이 무산된다면 그룹은 더 구체화된 성장전략과 공감 가능한 개선책을 제시해야 함

## 시장참여자 만의 기대감으로 발현됐던 지난 07년, 14년, 17년의 지배구조 모멘텀 확대 국면



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권

# 이미 반대로 가고 있었던 정의선 부회장 vs. 정몽구 회장의 대외 행보

MERITZ Collaboration Report  
기업 지배구조 시리즈 1 편

## 정반대의 양상을 보이는 정의선 부회장 vs. 정몽구 회장 행보

- 지난 3년간 언론에 노출된 정의선 부회장 (이하 ES)의 행보 지속적으로 증가. 15년에는 월평균 1회 정도 등장했던 ES의 소식이 이번 11월에는 7회에 달할 정도로 빈도 수가 늘어난 상황
- 반면 그룹의 총수인 정몽구 회장 (이하 MK)의 행보는 정반대의 양상을 보이고 있고, 17년 들어서는 지난 9월 단 한 번 대외활동에 모습을 보였음

### 정의선 부회장의 행보

2015

- 15.01 CES 참석
- 15.01 디트로이트 모터쇼 참석, 사업전략 발표
- 15.03 체코 총리와 울산공장 방문
- 15.03 중국 4공장, 5공장 현장 점검
- 15.04 UAE 두바이에서 열리는 '2015 전세계 대리점 대회' 참가
- 15.04 중국 4공장 착공식 참석
- 15.05 러시아 시장 현장 점검
- 15.05 서울, 인도 모디 총리 면담
- 15.06 중국 5공장 착공식 참석
- 15.09 브리질 시장 현장 점검
- 15.09 프랑크푸르트 모터쇼 참석, 고성능 N브랜드 론칭
- 15.11 제네시스 브랜드 출범, 직접 공식행사 발표 (정의선 현대차그룹 부회장 4년 만에 공식석상 등장)
- 15.12 제네시스 EQ900 신차발표회 참석

2016

- 16.01 CES 참석
- 16.01 한국 정부 방문단의 일원으로 인도 방문하여 모디 총리 면담
- 16.01 올 뉴 K7 발표회 참석
- 16.01 디트로이트 모터쇼 '제네시스' 브랜드 전략 발표
- 16.02 한국에서 열린 2016 베이징현대 딜러대회 참석
- 16.03 박근혜 대통령 아산공장 방문 현장 안내
- 16.03 스위스 제네바 모터쇼 참석
- 16.03 제주 국제전기차엑스포 참석
- 16.04 본사에서 시스코 CEO 면담
- 16.04 중국 베이징 모터쇼 참석, 중국 시장 점검
- 16.05 정몽구 회장과 함께 현대차 본사에서 중국 장쑤성 성장 회동
- 16.08 브라질 리우 올림픽 참관
- 16.09 파리 모터쇼 참석
- 16.10 중국 청저우 4공장 준공식 참석
- 16.11 중국 방문, 중국의 차세대 유력 대권 후보자로 떠오르고 있는 3인방과 회동
- 16.11 중국 방문, 첫 빅데이터센터 구축
- 16.12 정몽구 현대차그룹 회장을 대신해 현대차 글로벌 전략회의를 주재

### 정몽구 회장의 행보

2015

- 15.01 서울에서 중국 왕양 부총리와 면담
- 15.03 미국 · 멕시코 시장 현장 점검
- 15.05 서울, 인도 모디 총리 면담
- 15.06 양재동 본사에서 중국 장수장 전인대 상무위원장 면담
- 15.07 상반기 해외법인장 회의 주재
- 15.07 청와대에서 진행한 '청조경제혁신센터장 및 지원기업 대표 간담회'에 참석
- 15.08 중국 규수청 산동 성장과 회동
- 15.09 양재동 사옥서 미국 워싱턴 주지사 회동
- 15.11 리커창 총리 간담회 참석
- 15.11 국무총리 주재 재계 간담회 참석
- 15.11 현대제철 당진제철소 방문
- 15.12 제네시스 EQ900 신차발표회 참석

2016

- 16.03 현대기아차 방문한 미국 상하원 의원들 면담
- 16.05 현대차 본사에서 중국 장쑤성 성장 회동
- 16.07 상반기 해외법인장 회의 주재
- 16.08 러시아 유럽 공장 및 시장 현장 점검
- 16.09 미국 시장점검, 멕시코 공장 준공식 참석
- 16.10 중국 청저우 4공장 준공식 참석, 자오크즈 서기 면담
- 16.11 검찰 소환 조사
- 16.12 국회 청문회 참석, 두통호소하며 청문회 도중 병원행
- 16.12 글로벌 전략회의 참석차 본사를 방문한 해외법인장들과 회동

자료: 언론, 메리츠증권 리서치센터

Meritz Research 94

# 17년 이후 그룹 인사·조직 관리 및 비전 제시, 모두 정의선 부회장의 뜻

MERITZ Collaboration Report  
기업 지배구조 시리즈 1 편

## 17년 이후, 그룹 주요 활동 모두 정의선 부회장의 뜻

- 17년 이후 변화된 ES 행보: 1) 법인장 회의 주관 (16년까지 MK), 2) 내부 조직변경 및 인사 이동 결정, 3) 미래기술 관련 법인·연구소 설립, 4) 해외 시장·법인 방문 확대, 5) 그룹 계열사 등기이사 신규 선임

### 정의선 부회장의 행보

2017

- 17.01 CES 기조연설, 앤비디아·시스코 CEO 등과 회동
- 17.01 3년만에 스위스 제네바 다보스 포럼 참석
- 17.02 현대자동차그룹 신기술 개발과 신사업 등을 총괄하는 전략기술연구소 신설 주도
- 17.02 국내영업본부 내 커뮤니케이션실을 확대해 영업전략실 신설 주도
- 17.03 스위스 제네바 모터쇼 참석
- 17.03 러시아 시장 점검 출장
- 17.04 미국 뉴욕모터쇼 참석
- 17.04 중국 시장 점검 출장
- 17.04 서울 모터쇼 참석
- 17.05 이스라엘 모빌아이 본사 방문
- 17.05 2017 전 세계 대리점 대회 개회식 참석
- 17.06 문재인 대통령 미국 순방길 동행
- 17.06 코나 월드프리미어 발표회 참석, ICT기업과의 적극적인 협업 노력 언급
- 17.07 문대통령 기업인 간담회 참석
- 17.07 중국 충칭공장 생산기념식 참석
- 17.07 상반기 해외 법인장 회의 주재
- 17.07 인도 시장 점검 출장
- 17.07 제네시스 전담 사업부 확대 신설 (4실 7팀 체제), 외부인재 영입 확대
- 17.09 덴마크 시장 점검 출장
- 17.09 독일 시장 점검 출장
- 17.10 사우아 모빌아이 창업자 회동
- 17.10 2020년까지 글로벌 시장을 9개 권역으로 나눠 분리경영 발표 주도
- 17.10 10월30일자로 연말 임원인사 앞서 해외 생산법인장 대거 교체
- 17.11 이스라엘 오픈이노베이션센터 18년 설립 발표 주도
- 17.11 중국 베이징 현대모터스튜디오 개관식 참석 (정치이슈 완화 목적)
- 17.11 트럼프 방한 국빈만찬 참석
- 17.11 NAFTA 재협상 현장 점검 목적, 멕시코 방문
- 17.11 미래자 아이디어 구상 해커톤 대회 '해커톤' 주도
- 17.11 미국 실리콘밸리에 AI/ 자율주행/ 스마스시티 연구 및 스타트업 투자법인 현대크래들 설립 주도

2018

- 18.01 2018년 CES 참석
- 18.01 김동연 경제부총리 현대차그룹 현장방문 및 간담회 응대
- 18.01 다보스 포럼 참석
- 18.02 한-인도 비즈니스 서밋 참석, 모디총리와 면담
- 18.03 현대제철 사내이사 선임

### 정동구 회장의 행보

- 17.09 중국 긴급 대책회의 주재

- 18.03 현대건설 등기이사 사퇴

## 빠르게 이루어지고 있는 현대차그룹의 인적 쇄신

- 기존 경영집단의 인사변동 (부회장단 인사보직 변동 연초 이후 집중적으로 발생)
- 정몽구 회장 두 번째 등기임원 사퇴 (14년 현대제철 사퇴 → 18년 현대건설 사퇴)
- 17년 10월 발표된 권역별 분리경영 발표로 대부분의 해외법인 인사이동 실현

## 현대차그룹 부회장단 인사이동 내역

부회장	소속 기업	등기/ 미등기	부회장 재직기간	역할
정의선	현대차	등기	2009~현재	
윤여철	현대차	미등기	2008~현재	그룹 노무·국내생산
김용환	현대차	미등기	2009~현재	그룹 기획조정
양웅철	현대차	미등기	2011~현재	연구개발총괄
권문식	현대차	미등기	2015~현재	연구개발본부장
이형근	기아차	등기	2010~2018.1	기아차 대표이사
우유철	현대제철	등기	2014~현재	현대제철 대표이사
김해진	현대파워텍	등기	2015~2018.1	현대파워텍 대표이사
정태영	현대카드	등기	2015~현재	현대카드 대표이사

자료: 각 사, 메리츠종금증권 리서치센터

## 해외법인 인사이동 내용

	소속기업	구분	날짜	내용
현대차	북미생산법인	변동	17.10.30	러시아 생산법인장 최동열 전무가 이동
	북미판매법인	변동	17.09.16	9개월간 공백이었던 자리에 이경수 법인장 선임
	러시아생산법인	변동	17.10.30	브라질법인 공장장 이영택전무가 러시아 생산법인장으로, 전임 법인장 최동열 전무는 북미생산법인장으로 이동
	브라질법인	변동	17.10.30	앨라바마공장 관리팀장 엄태신 상무가 브라질법인 공장장으로, 전임 이영택전무가 러시아 생산법인장으로 이동
	체코생산법인	변동	17.10.30	파워트레인생기센터장 양동환전무가 체코생산법인 법인장으로, 전임 최동우 전무는 유럽관리사업부장 이동
	인도법인	유지		16년부터 구영기 부사장이 인도법인장으로 재직
	중국법인	변동	17.09.04	담도광 부사장이 장신원 부사장을 대신해 BHMC 총경리로 이동
기아차	미국생산법인	변동	17.11.03	전임 신현종 부사장은 고문으로 발령. 본사에서 신장수 전무가 승진 이동
	러시아판매법인	변동	17.10	박용규 전무에서 정원정 영업팀장 이사로 교체
	유럽법인	변동	17.10	박용규 러시아법인장 전무가 유럽 법인장으로, 전임 송호성 전무는 신설 글로벌운영본부 수석부사장으로 이동

자료: 각 사, 메리츠종금증권 리서치센터

# 분할 가부와 무관하게 자산가치 재평가에 근거한 주당 NAV는 32만원

MERITZ Collaboration Report  
기업 지배구조 시리즈 1 편

## 분할 전·후 NAV대비 할인 받고 있는 현 주가

- 순자산가치 평가를 통한 분할 전·후 주당 NAV는 약 32만원 수준으로 현 주가는 할인 국면

### 분할 전 기준 기준 모비스 기업가치 산정

	지분율 (%)	평가액 (십억원) (또는 장부가액)	비고
<b>투자자산가치</b>		5,887.9	할인율 30% 적용
<b>상장사</b>		7,401.4	
현대차	20.78	6,934.7	3월 29일 종가 적용
현대건설	8.73	415.1	
에이치엠씨투자증권	16.99	51.6	
<b>비상장사</b>		1,009.9	
에이치엘그린파워	51.00	18.3	2017년 기말 장부가 적용
현대파워텍	24.85	362.1	
현대파워텍 아메리카	20.00	26.7	
현대엠앤티씨	25.67	38.0	
현대라이프	30.28	113.3	
현대엔지니어링	9.35	303.7	
현대오트론	20.00	26.0	
현대오토에버	19.37	79.7	
기타	20.00	42.0	
<b>영업가치</b>		18,945.3	Ownership Premium 반영 적정 PER를 기준 9.1배에 10% 할증, 이를 지분법이의 배제한 순이익에 적용
<b>순차입금</b>		-5,977.2	
<b>적정 NAV (십억원)</b>		30,810.3	
주식수 (주)		97,343,863	
<b>적정 주당 NAV (원)</b>		<b>316,510</b>	

자료: Bloomberg, 모비스, 메리츠종금증권 리서치센터

### 분할 뒤 기준 존속 부문과 분할 부문 합산 기업가치 산정

	평가액 (십억원) (또는 장부가액)	비고
<b>존속 모비스</b>		
투자자산가치	5,887.9	할인율 30% 적용
현대차	6,934.7	
기타	1,476.6	
<b>영업가치</b>	14,311.0	Ownership Premium 반영 적정 PER를 기준 9.1배에 10% 할증, 지분법이의 배제한 순이익에 적용
<b>순차입금</b>	-4,694.3	분할 회사로 이전되는 순현금 1.28조원을 배제
<b>적정 NAV (a)</b>	24,893.2	
주식수 (주)	76,855,949	
<b>적정 주당 NAV (원)</b>	<b>323,894</b>	
<b>분할 모비스</b>		
투자자산가치	0	이전되는 관계회사 없음
영업가치	4,595.0	국내 모듈/AS 사업의 낮은 Q 성장 추이를 반영해 적정 PER 5.0배 적용
<b>순차입금</b>	-1,282.8	
<b>적정 NAV (b)</b>	5,877.8	
주식수 (주)	20,487,914	
<b>적정 주당 NAV (원)</b>	<b>286,893</b>	
<b>합산 NAV</b>	<b>평가액</b>	<b>비고</b>
존속 모비스와 분할 부문 합산 NAV (십억원)	30,771.0	a+b
주식수 (주)	97,343,863	
<b>적정 주당 NAV (원)</b>	<b>316,106</b>	

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

# 현재 시가총액은 존속 부문의 가치를 PER 1.4배로 반영 중

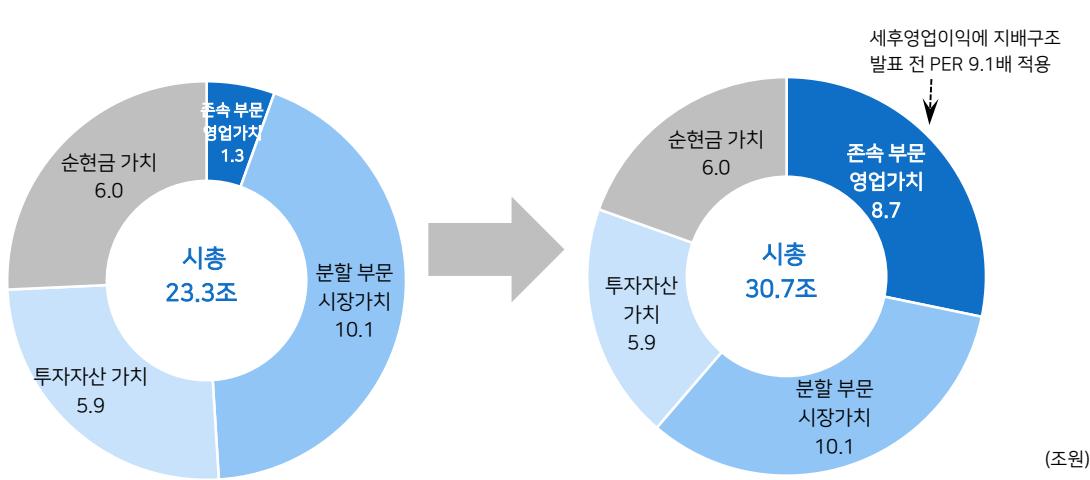
MERITZ Collaboration Report  
기업 지배구조 시리즈

1 편

존속 부문 가치 PER 9.1배  
적용시 적정 시가총액 30.6조원

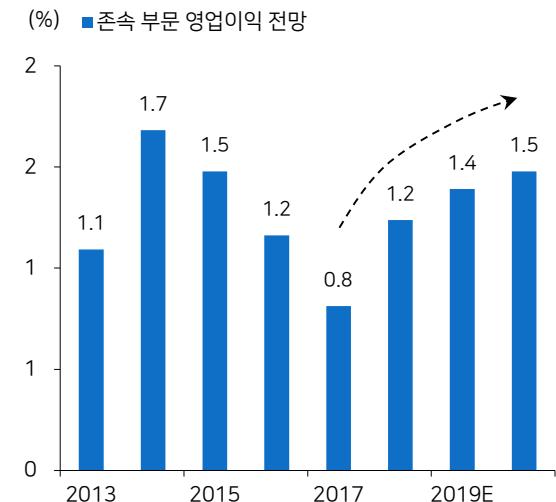
- 현재 시가총액 23.3조원에서 순현금 6.0조원, 투자자산 가치 (현대차 등 계열사 지분가치에 30% 할인) 5.9조원, 글로비스와 합병될 분할 부문의 시장가치 10.1조원 (현재 글로비스 주가 기준)을 제거한 존속 부문 (국내 핵심부품 및 해외 사업)의 영업가치는 1.3조원에 불과
- 3월 이후 본격화될 중국 판매회복과 7월 이후 시작될 미국 판매회복, 점유율 상승세가 시작된 내수 및 유럽, 경기 회복 및 개선의 수혜가 이루어지고 있는 브라질 · 러시아 · 인도에 힘입어 존속 부문의 손익은 18년을 기점으로 꾸준한 회복세를 이어갈 전망
- 존속 부문의 18년 세후 영업이익에 지배구조 개편 전 PER 9.1배를 적용하면 적정 시가총액은 30.6조원

## 현재 시총에서 PER 1.4배로 인정되고 있는 존속 부문의 가치를 정상화할 경우 시총 30.6조원



자료: 모비스, 메리츠종금증권 리서치센터

## 판매회복을 통한 존속 부문 손익 개선 전망



자료: 모비스, 메리츠종금증권 리서치센터

# 분할 기대감보다 더 중요한 펀더멘털 개선 마침내 시작

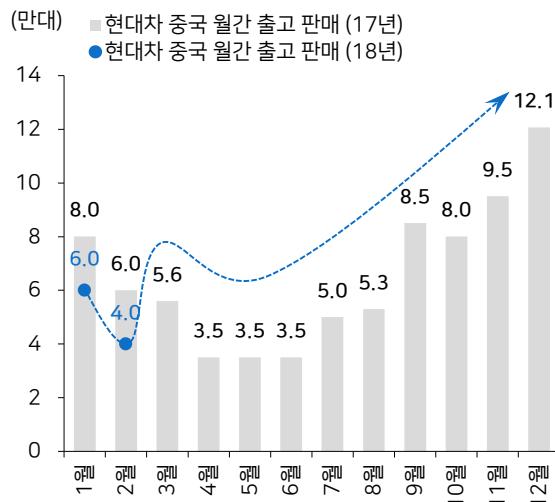
MERITZ Collaboration Report  
기업 지배구조 시리즈

1 편

## 중국·미국·국내시장, 펀더멘털 개선 가시성 확대

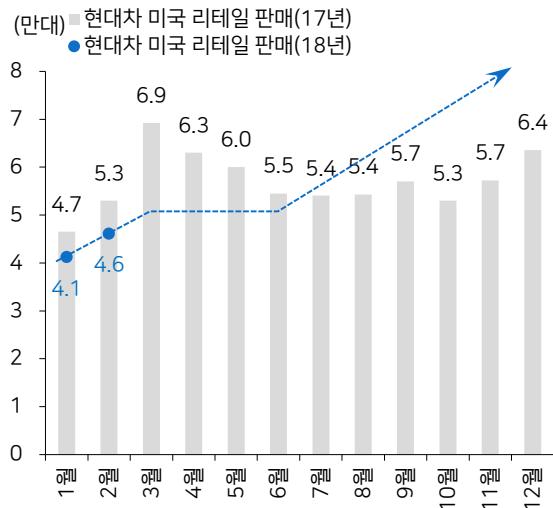
- 지난 3월 상반월 기준 현대·기아차의 중국 판매는 전년동월 대비 +20-30% 증가했으며, 이는 각각 12개월·15개월 만의 플러스 성장 전환. 1) 정치이슈의 완화와 2) 신차 효과를 통해 양사는 오는 4월 이후 3개월 동안 매월 각각 80%, 120% 이상의 판매성장을 예고하고 있음
- 내수 시장에서는 지난해 5년만의 점유율 반등을 기록했으며, 지난 1월·2월에도 상승세를 지속. 볼륨모델 신차 출시가 이루어진 3월을 기점으로 양 사의 내수 점유율 추가 확대 전망
- 지난해 7월 이후 구형 Sedan 모델 생산조정에 나섰던 미국시장은, 재고감소에 힘입어 오는 2분기 중 6년만의 판매 인센티브 YoY 감소가 예상되며 신 모델 공장투입이 예정된 7월 이후 판매 성장전환 예정

## 중국 판매, 3월 이후 YoY 개선 전망



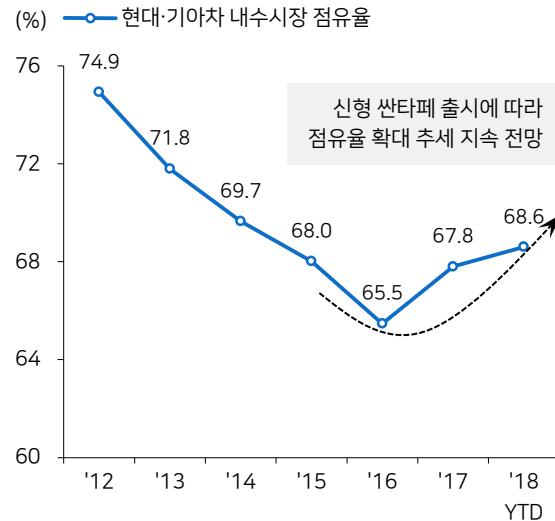
자료: 현대차, 메리츠종금증권 리서치센터

## 미국 판매, 7월 이후 성장 전환 전망



자료: 현대차, 메리츠종금증권 리서치센터

## 국내 판매, 점유율 개선 추세 지속 전망



자료: 현대차, 메리츠종금증권 리서치센터





통신/미디어  
Analyst 정지수  
02. 6098-6681  
jisoo.jeong@meritz.co.kr

Part V

[SK]  
주주가치 중심의  
지배구조 변화



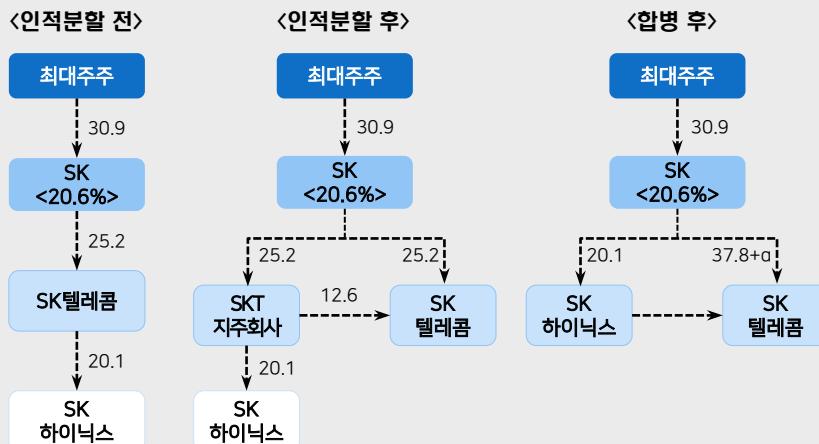
# [SK] 주주가치 중심의 지배구조 변화

## I

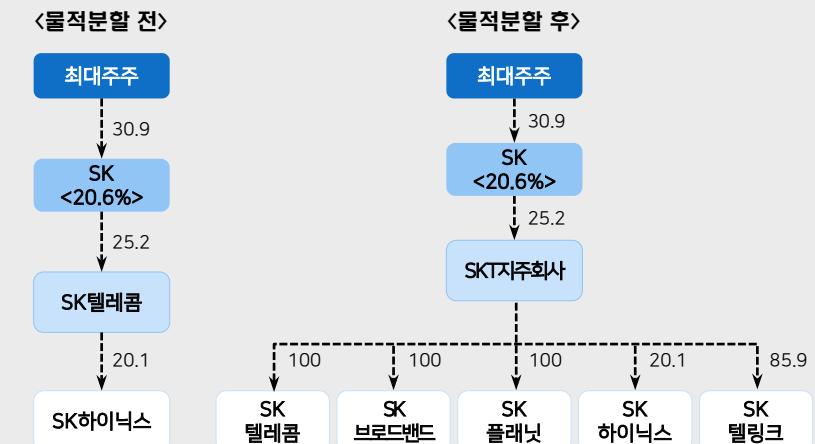
## SK – 높아진 지배구조 개편 가능성

- 공정거래법 개정안 중 SK그룹은 '자회사 행위요건 강화' 해당 (자회사 의무 보유지분: 상장사 20% → 30%, 비상장사 40% → 50%)  
⇒ 이 경우 SK그룹은 SK텔레콤과 SK하이닉스 추가 지분 취득에 약 6.7조원 이상의 현금 필요
- 법안 발의와 별개로 SK그룹 내부적인 경영 효율화(SK하이닉스 수직 계열화, SK텔레콤 비통신 사업 확장 등)로 변화가 필요한 시점
- SK텔레콤 인적분할 인적분할 시 그 동안 반영되지 않았던 SK하이닉스의 지분가치 해소로 SK텔레콤 기업가치 상승
- SK텔레콤 물적분할 시 SK텔레콤 재상장 후 조달된 자금을 배당에 활용하여 주주가치 재고 예상

인적분할 시나리오: SK텔레콤 중간지주사 설립 후 SK와 합병



물적분할 시나리오: 물적분할 후 중간지주사가 ICT 사업을 총괄



## 공정거래법 개정안 도입 시 지배구조 개편 불가피

- 공정거래법 개정안 중 SK그룹에 해당되는 법안은 '자회사 행위요건 강화'
- 지주회사의 편법적 지배력 강화를 차단하기 위해 자회사 의무 보유지분을 상장사의 경우 20% → 30%, 비상자사의 경우 40% → 50%로 상향  
⇒ 이 경우, SK그룹은 SK텔레콤과 SK하이닉스 추가 지분 취득에 약 6.7조원 이상의 현금 필요
- 다만, 삼성(금산분리 강화)이나 현대(순환출자 금지) 등 시일 내에 변화를 요구하는 상황이 아닌 만큼 시간적 여유를 가지고 변화를 추진할 전망

## 공정거래법 개정안 제8조의2 발의 내용

지주회사 등의 행위제한 中	
<b>현행</b>	자회사의 주식을 그 자회사 발행주식총수의 <u>100분의 40</u> [자회사가 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」에 따른 주권상장법인인 경우, 주식 소유의 분산요건 등 상장요건이 같은 법에 따른 증권시장으로서 대통령령으로 정하는 국내 증권시장의 상장요건에 상당하는 것으로 공정거래위원회가 고시하는 국외 증권거래소에 상장된 법인인 경우, 공동출자법인인 경우 또는 벤처지주회사의 자회사인 경우에는 <u>100분의 20</u> 으로 한다.
<b>개정안 발의내용</b>	자회사의 주식을 그 자회사 발행주식총수의 <u>100분의 50</u> [자회사가 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」에 따른 주권상장법인인 경우, 주식 소유의 분산요건 등 상장요건이 같은 법에 따른 증권시장으로서 대통령령으로 정하는 국내 증권시장의 상장요건에 상당하는 것으로 공정거래위원회가 고시하는 국외 증권거래소에 상장된 법인인 경우, 공동출자법인인 경우 또는 벤처지주회사의 자회사인 경우에는 <u>100분의 30</u> 으로 한다.

주: 2016.10.21 국민의당 채이배 의원 발의  
자료: 의안정보시스템, 메리츠종금증권 리서치센터

## 주요 지주회사의 자회사 의무 지분 비율 상승 시 예상 소요 금액

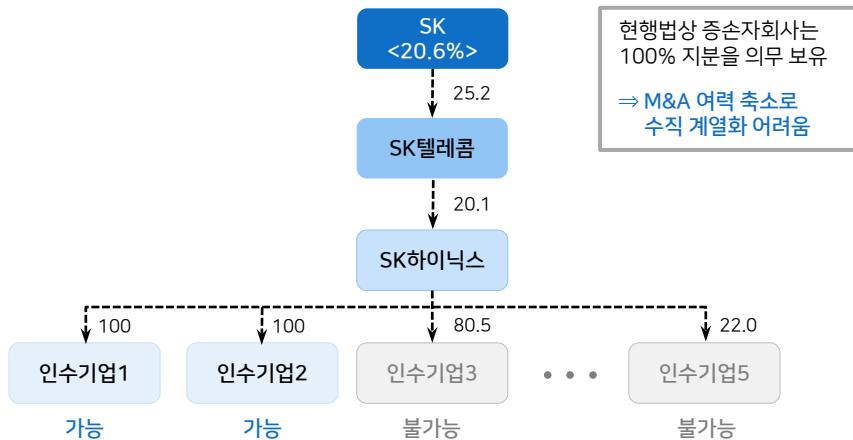
지주회사	자회사	손자회사	지분율 (%)	예상소요금액 (억원)
SK	SK텔레콤		25.2	9,050
	SK하이닉스		20.1	58,595
	SK바이오랜드		27.9	68
합계				67,712
롯데지주	롯데제과		8.2	1,597
	롯데쇼핑		25.9	2,704
	롯데칠성		19.3	1,312
	롯데푸드		22.1	592
합계				6,204
현대로보티스	현대중공업		27.8	2,009
코오롱	코오롱생명과학		20.3	975

주: 예상소요금액은 '18년 3월말 종가 기준  
자료: Dart, 메리츠종금증권 리서치센터

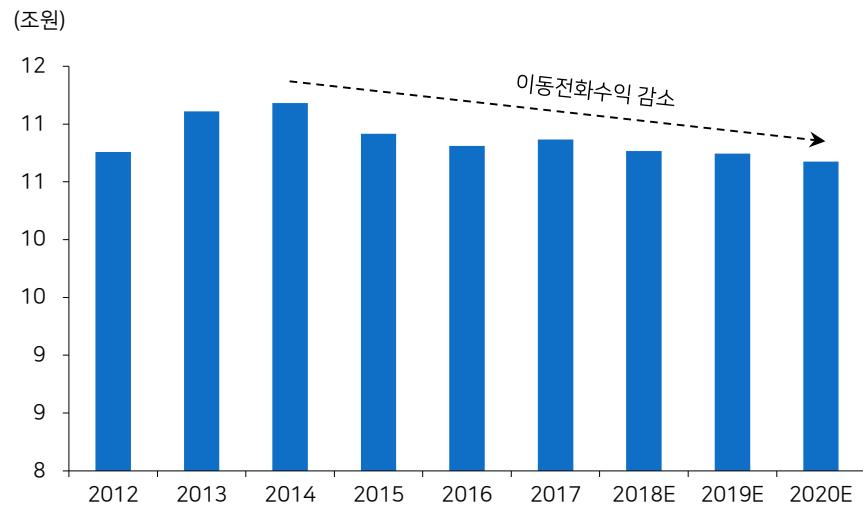
## SK그룹 경영 효율화를 위한 자발적 변화가 필요한 시점

- 공정거래법 개정안과 별개로 SK그룹 내부적으로 경영 효율화를 위한 자발적인 변화가 필요한 시점
- SK하이닉스는 현행 공정거래법상 증손자회사 지분을 100% 보유해야 하는 의무로 M&A 여력이 축소
- SK텔레콤은 통신비 인하 규제 등 영업 환경의 악화로 4차 산업혁명 시대를 맞아 기존 이동통신(MNO) 사업 외 비통신 사업 비중을 크게 확대할 계획  
⇒ 비통신 사업의 전문성 및 독립성 강화를 위한 지배구조 개편 필요성 대두

## 현행법 상 SK하이닉스 수직 계열화의 어려움



## SK텔레콤 이동전화수의 매년 감소 추세



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

자료: SK텔레콤, 메리츠종금증권 리서치센터

## 지속 성장을 목표로 또 한번의 지배구조 개편 가능성

- 2015년 SK C&C와의 합병을 통해 지주회사 체제 정비를 완료한 SK는 중장기 성장 비전을 함께 제시
- SK는 5대 핵심사업(IT서비스, ICT융합, 반도체, 바이오/제약, LNG)을 육성해 2020년까지 매출 200조원, 세전이익 10조원 목표
- 이 중, 반도체 사업 목표를 달성하기 위해서는 SK하이닉스와 시너지를 낼 수 있는 사업 구조가 유리

## SK 5대 신규 성장사업 추진 목표

(억원)			2015	2018	2020
제약/바이오	신약개발	매출		1,750	10,000
		영업이익		100	6,000
	CMO	매출	757		15,000
		영업이익	200		3,000
Global LNG		매출	46,542		82,000
		영업이익	2,870		8,400
	반도체소재	매출	3,380		15,000
		영업이익	1,128		5,000
반도체모듈		매출	5,400		20,000
		영업이익	388		2,000
	Cloud	매출		3,000	6,000
		영업이익		150	600
ICT	Smart Factory	매출		3,000	5,000
		영업이익		300	500
	Smart Logistics	매출		6,000	10,000
		영업이익		180	600
	A.I	매출		800	4,000
		영업이익		BEP	800
	합계	매출	56,079		167,000
		영업이익	4,586		26,900

자료: SK, 메리츠종금증권 리서치센터

## SK텔레콤 조직 개편 및 인수합병 가속화

- SK텔레콤은 올해 초 조직을 이동통신(MNO), 미디어, 서비스플랫폼, IoT/Data 4대 사업부로 개편  
⇒ 미디어, IoT 등 신사업을 전통 수익원인 MNO와 같은 규모로 구성해 사업을 키우겠다는 의도
- 작년 한두 건에 불과했던 중소 M&A 사례도 올해 들어 이미 다섯 차례 성사 혹은 진행 중  
⇒ 자금력이 풍부한 SK텔레콤을 통해 비통신 사업 분야로 확장하는 과정  
⇒ 사업의 전문성 및 독립성 부여를 위해서는 분할이 필수적인 만큼 분할을 위한 사전작업으로 해석

## SK텔레콤 조직 개편: New ICT 생태계 전략



자료: 언론, 메리츠종금증권 리서치센터

## SK텔레콤 2018년 기업 인수합병(M&A) 현황



자료: SK텔레콤, 메리츠종금증권 리서치센터

## 지배구조 개편 가능성을 높이는 CEO 발언

- 현대중공업, 현대차, 효성 등 경제민주화법 통과를 앞두고 주요 기업들의 지배구조 개편 사례 증가
- SK텔레콤 박정호 사장은 부임 이후 기업 지배구조 개편에 대한 긍정적인 발언을 쏟아내는 중
  - (2017.09) 애널리스트 간담회, “한국의 알파벳(Alphabet)이 될 수 있다”
  - (2018.01) CES 2018, “(중간지주사 전환을) 고려할 만한 여건은 된다고 본다”
  - (2018.02) MWC 2018, “일본 소프트뱅크 형태의 종합 ICT 회사가 나와야 한다”
  - (2018.03) 주주총회, “인적분할 후 중간 지주사 설립보다 더 나은 방법 구상 중”

## SK텔레콤 박정호 사장 지배구조 개편 발언 정리



### 제주도 애널리스트 간담회[17/09/12]

“한국의 알파벳(Alphabet)이 될 수 있다”, “고려할 만한 여건이 됐다”

### CES2018[18/01/06]

“거시 경기가 좋은 점을 고려했을 때  
(전환을) 고려할 만한 여건은 된다고 본다”

### 4Q17 실적 컨퍼런스콜[18/02/05]

“중간지주사 전환 등을 다각도로 고려 중”

### MWC2018[18/02/28]

“하이닉스 자회사 구조를 어떻게 하면 잘 만들 수 있을까 고민 중”  
“일본 소프트뱅크 형태의 종합 ICT 회사가 나와야 한다”

### 주주총회 후 기자간담회[18/03/21]

“인적분할 후 중간 지주사 설립보다 더 나은 방법 구상 중”

자료: 언론, 메리츠종금증권 리서치센터

## SK그룹 지배구조 개편은 시기가 아닌 방법의 문제

- 김상조 공정거래위원장, '5대 핵심 업무 과제'에서 대기업집단의 경제력남용 방지 명시  
⇒ 편법적 경영승계 등 대주주 이익만을 생각한 과거와 같은 방식은 용인되지 않는 분위기  
⇒ SK그룹 역시 대주주와 소액주주의 이익을 모두 고려해야 한다는 점이 지배구조 개편의 전제조건
- 최근 SK텔레콤 물적분할 가능성성이 높아지고 있으나, 인적분할 가능성도 여전히 배제하지 않는 상황  
⇒ 즉, SK텔레콤의 인적분할과 물적분할을 모두 고려하여 대응함이 바람직

## 김상조 공정거래위원장 '5대 핵심 업무 과제' 발표

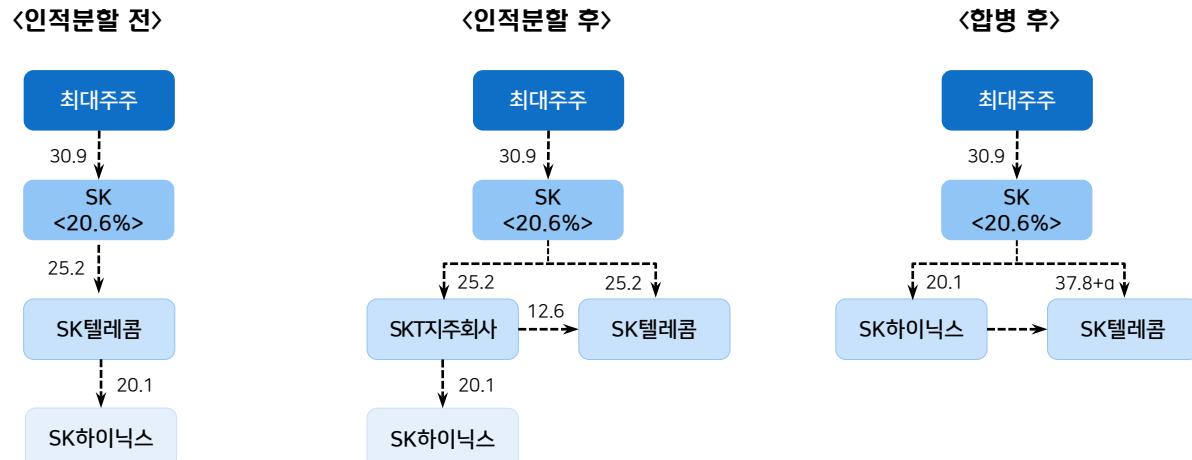
활력이 넘치는 공정경제 구현	
핵심 과제	추진방향
대기업집단의 경제력남용 방지	<ul style="list-style-type: none"><li>✓ 총수일가 사익편취 근절</li><li>✓ 편법적 지배력 확대 차단을 위한 제도개선</li></ul>
중소기업 · 소상공인의 공정한 경쟁기회 보장	<ul style="list-style-type: none"><li>✓ 하도급 분야 공정한 거래질서 확립</li><li>✓ 가맹 · 유통 · 대리점분야 불공정 거래관행 개선</li><li>✓ 중소기업 · 소상공인의 거래조건 등에 대한 협상력 강화</li></ul>
혁신경쟁 촉진	<ul style="list-style-type: none"><li>✓ 지식재산권 등 시장지배력 남용 방지</li><li>✓ 담합 행위 근절 / 독과점 시장구조 개선</li></ul>
소비자 권리 증진	<ul style="list-style-type: none"><li>✓ 소비자분야 집단소송제 도입 / 소비자권익증진 사업의 안정적 수행</li><li>✓ 소비자 안전문에 대한 선제적 적극적 대응</li><li>✓ 온라인 · 신유형 거래에서의 소비자피해 예방</li></ul>
신뢰회복 및 공정거래 법집행체계 혁신	<ul style="list-style-type: none"><li>✓ 신뢰회복 및 조직쇄신 방안 마련 · 추진</li><li>✓ 공정거래 법집행체계 혁신</li><li>✓ 공정위-지자체간 협업체계 구축</li></ul>

자료: 공정거래위원회, 메리츠종금증권 리서치센터

## 인적분할 시나리오 I

- SK텔레콤 인적분할 후 중간지주사에 SK하이닉스 지분을 넘기고 SK와 합병하는 시나리오
- 장점은 SK텔레콤에 대한 SK 지분율(약 37.8%) 확대로 자회사 의무 보유지분자동충족 SK하이닉스가 SK 자회사로 전환되며 향후 M&A를 통한 반도체 수직 계열화에 유리
- 단점은 합병 성사를 위해서 각 주주총회 특별결의 통과가 필요하며, 중간지주사와 SK 합병 과정에서 인위적인 주가 하락이나 대주주 지분율 희석 가능성 존재

## 인적분할 시나리오: SK텔레콤 중간지주사 설립 후 SK와 합병

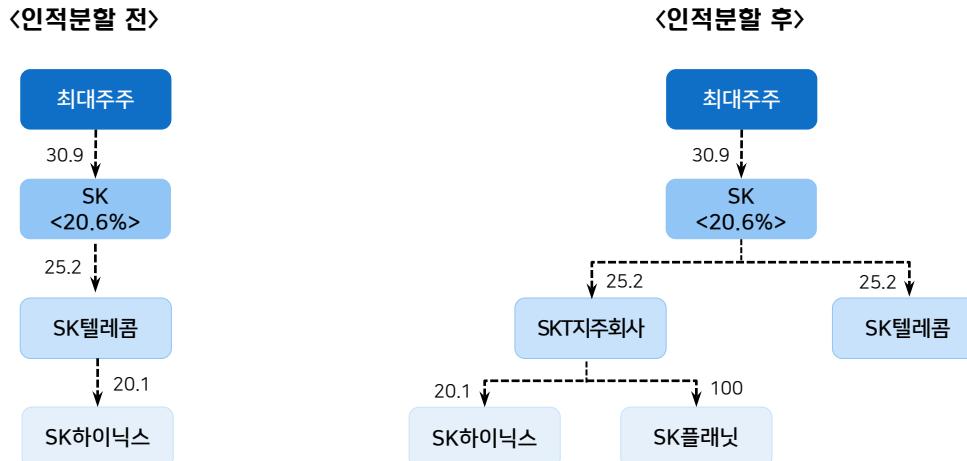


자료: 메리츠종금증권 리서치센터

## 인적분할 시나리오 II

- SK텔레콤 인적분할 후 순수 통신업을 담당하는 사업회사와 비통신 사업을 관리하는 투자회사로 분리
- 장점은 중간지주사와 SK의 합병이 성사되지 않기 때문에 소액주주 권익을 보호할 수 있고, SK텔레콤의 경우 순수 통신업만을 영위하게 되면서 주가의 할인 요인이 사라진다는 점
- 단점은 추가 지분 확보 문제와 SK하이닉스의 수직 계열화 어려움은 해결되지 않는다는 점

### 인적분할 시나리오: 통신업을 담당하는 사업회사와 비통신 사업을 관리하는 투자회사로 분리

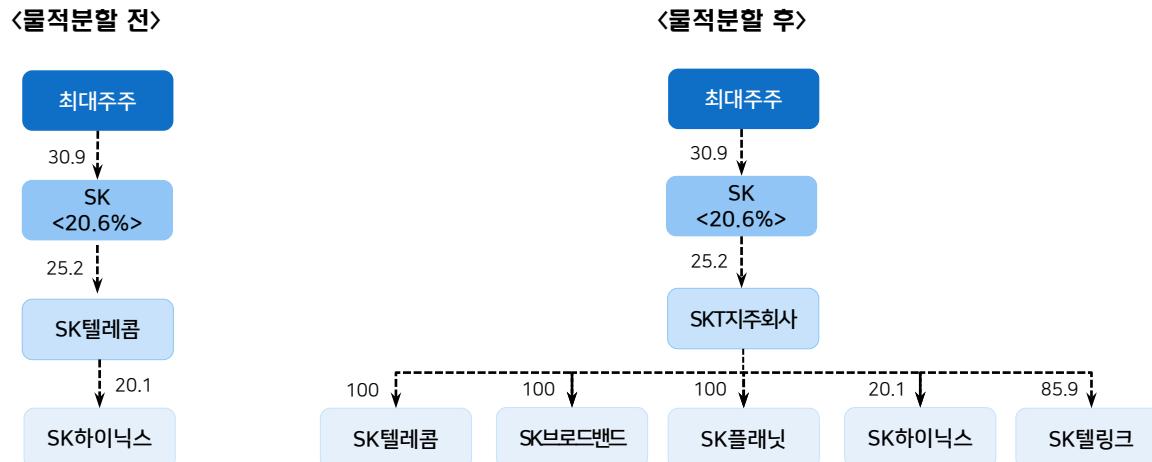


자료: 메리츠종금증권 리서치센터

## 물적분할 시나리오

- SK텔레콤 물적분할 후 중간지주사가 통신업을 포함해 ICT 사업을 총괄하는 시나리오
- 장점은 신사업에 따르는 위험을 분산하고, 독립성 및 자율성이 보장된 각각의 사업 가치 부각이 가능  
SK텔레콤은 비상장사로 전환되나 정부 규제로부터 보다 자유로운 의사결정이 가능
- 단점은 여전히 자회사 의무 지분보유와 M&A를 위한 대규모 자본비용이 발생한다는 점과,  
업의 성격이 지주회사로 바뀜에 따라 통신주를 매매한 기존 주주들의 이탈이 가능하다는 점  
⇒ 이러한 이유로 SK텔레콤 재상장 후 조달된 자금을 배당에 활용하는 방안 논의

### 물적분할 시나리오: 물적분할 후 중간지주사가 통신업을 포함 ICT 사업을 총괄



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

# 해외 지배구조 개편 사례 I - 구글(Google)

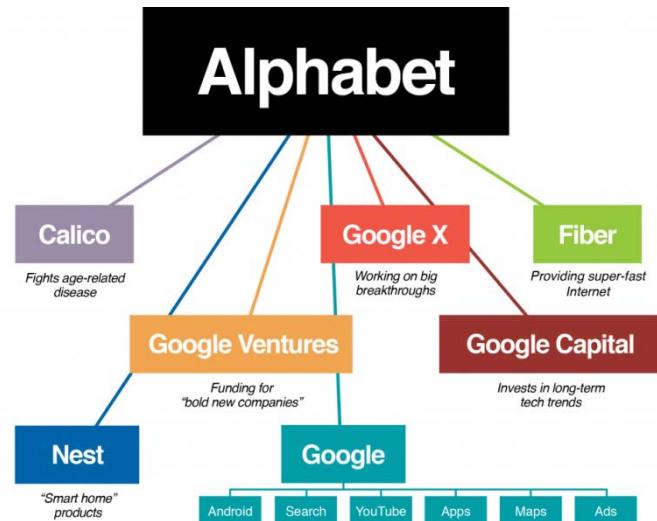
MERITZ Collaboration Report  
기업 지배구조 시리즈

1 편

## 구글 중간지주사 전환으로 기업가치 증대 효과 뚜렷

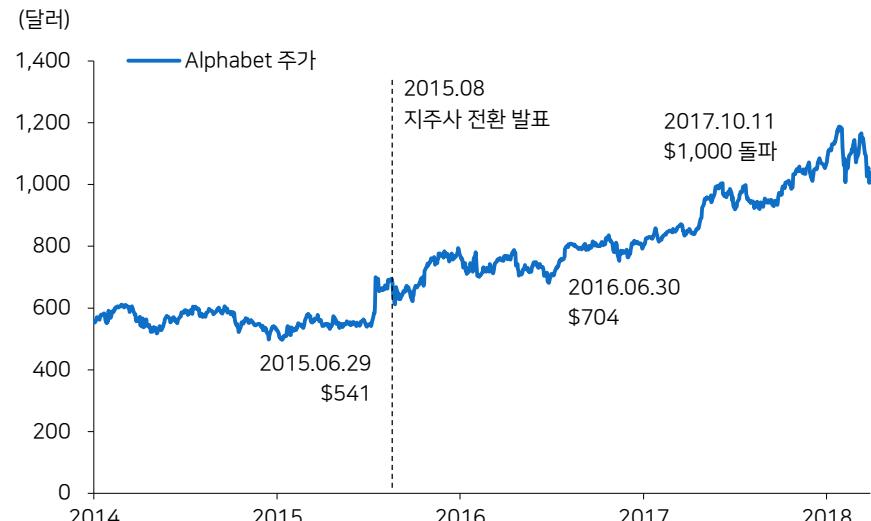
- 구글은 2015년 8월 지배구조를 개편해 알파벳을 지주회사로, 구글을 자회사로 편입시키는 방안 발표
- 인터넷 분야를 제외한 사업분야를 분리함으로써 자회사들의 전문성과 투명성을 강화
- 분할 자회사 대부분이 적자 사업부임에 불구하고 각자 사업의 성장성을 인정받아  
구글 시가총액은 지배구조 개편 1년 후 50% 가까이 상승

## 구글의 알파벳(Alphabet) 중간지주사 전환 후 지배구조



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

## 지배구조 개편 전후 알파벳(Alphabet) 주가



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

# 해외 지배구조 개편 사례 II - 소프트뱅크(Softbank)

MERITZ Collaboration Report  
기업 지배구조 시리즈

1 편

## 소프트뱅크그룹의 이동통신 자회사 재상장은 긍정적 요인

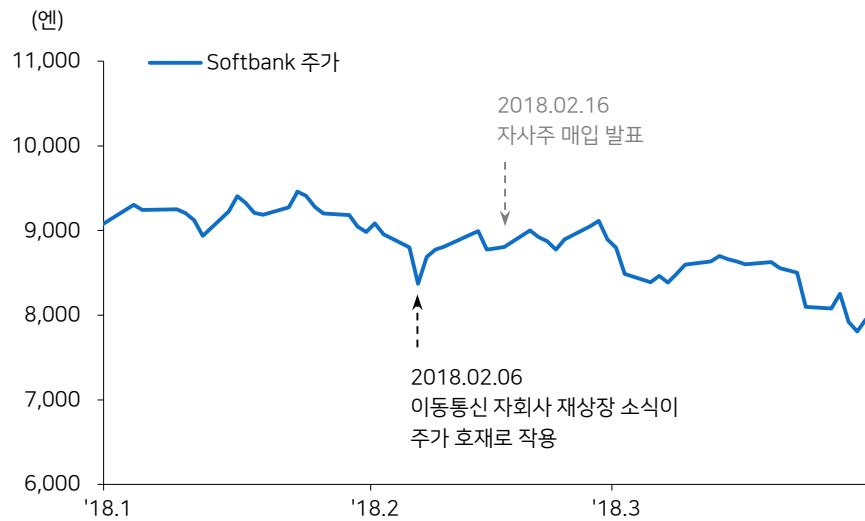
- 소프트뱅크그룹(SBG)은 올해 안에 이동통신 자회사를 도쿄 증권거래소에 재상장할 전망
- 상장 후 지분 70%를 유지하고 전체 주식의 30%만 시장에 유통하는 구체적인 방안까지 논의
- 런던 증권거래소 등 해외 증시 동시 상장도 검토 중이며, 소프트뱅크 상장을 통해 약 19조원 조달 계획
- 소프트뱅크그룹(SBG) 주가는 소프트뱅크 재상장 소식에 일주일 간 약 +7.4% 상승

## 소프트뱅크 주요 자회사 현황

Major Subsidiaries	
 SoftBank	SoftBank Corp. (a pure holding company)
SoftBank Mobile Corp. Voting rights: 100%	 Sprint Corporation Voting rights: 79.9%
Wireless City Planning Inc. Voting rights: 33.3%	 Brightstar Global Group Inc. Voting rights: 62.3%
 SoftBank	 SoftBank BB Corp. Voting rights: 100%
Wireless City Planning Inc. Voting rights: 33.3%	 GungHo Online Entertainment, Inc. Voting rights: 58.8%
 SoftBank Telecom Corp. Voting rights: 100%	 Yahoo! Japan Corporation Voting rights: 42.9%
 Supercell Oy Voting rights: 54.9%	 Ymobile Corporation Voting rights: 33.3%
Major Equity Method Associates	
 Alibaba Group Holding Limited Voting rights: 36.3%	 Renren Inc. Voting rights: 42.2%
 InMobi Pte. Ltd. Voting right: 35.0%	 Mobile Communications Segment  Fixed-line Telecommunications Segment  Sprint Segment  Internet Segment

자료: Softbank, 메리츠종금증권 리서치센터

## 소프트뱅크 이동통신 자회사 재상장 발표 후 주가흐름



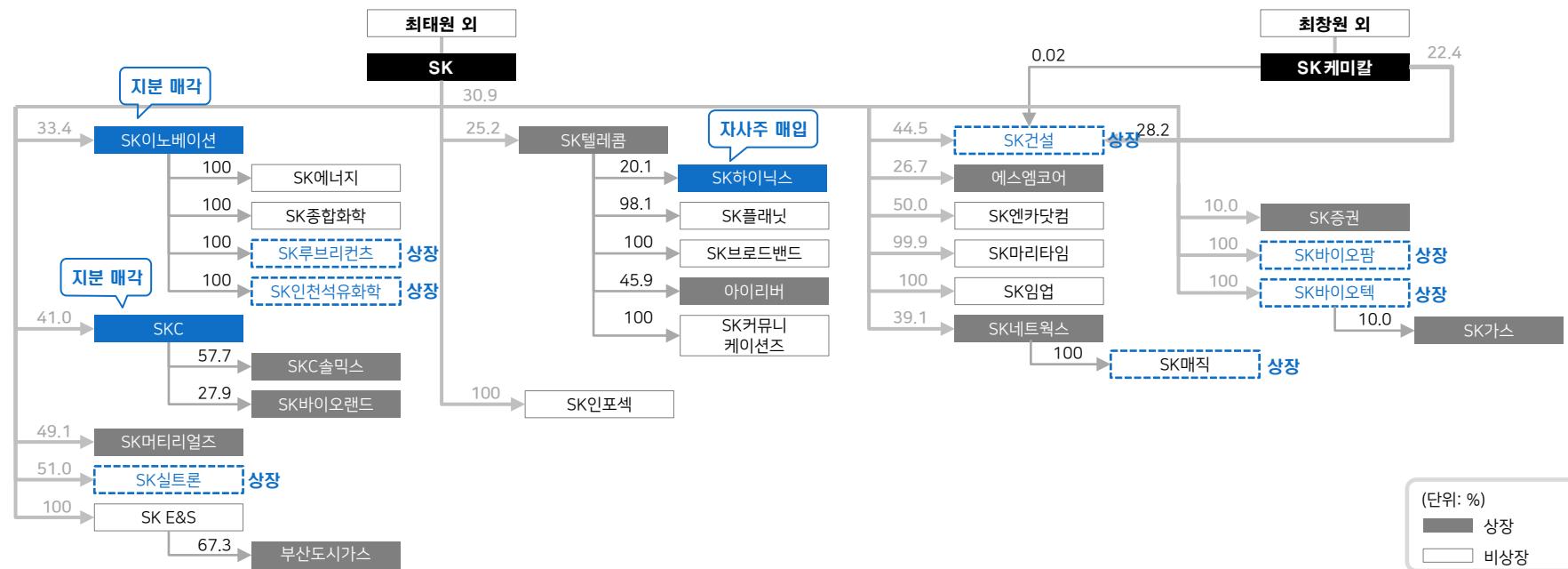
자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

# SK그룹 지배구조 개편 후에도 여전히 남는 숙제

## 법안 강제 시 복합적 해결 방안이 동시에 추진 전망

- 분할 방식과 무관하게 분할 후 SK하이닉스 지분의 추가 매입 필요성은 여전한 숙제
- SK그룹 특수성이 인정되어 일부 감면이나 2~3년의 유예기간이 주어질 전망
- 다만, 법안이 강제될 경우 해결책으로 1) SK의 보유 지분 매각 + 2) SK하이닉스 자사주 매입 후 소각 + 3) 주요 자회사 IPO 추진 등 복합적인 방안이 동시에 추진될 전망

## 자회사 의무 보유지분 해결을 위한 방안



자료: SK, 메리츠종금증권 리서치센터



## 기업분석

종목	투자판단	적정주가
삼성물산(028260)	Buy	190,000원
현대모비스(012330)	Buy	320,000원
SK텔레콤(017670)	Buy	300,000원

# 삼성물산(028260) 2017년 이후 진행된 가치 변화

Analyst 은경완 02. 6309-6653 Analyst 박형렬 02. 6309-6695  
kw.eun@meritz.co.kr hr.park@meritz.co.kr

Buy

적정주가(12개월)	190,000 원	
현재주가(3.30)	140,000원	
상승여력	35.7%	
KOSPI	2,445.85Pt	
시가총액	265,566억원	
발행주식수	18,969만주	
유동주식비율	45.70%	
외국인비중	10.11%	
52주 최고/최저가	149,500원 / 122,000원	
평균거래대금	528.6억원	
주요주주		
이재용 외 11인	39.40%	
KCC	8.97%	
국민연금	5.57	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	8.9	8.1
6개월	3.7	1.5
12개월	9.4	-3.2
주가그래프		



## 건설과 상사 부문의 이익 증가 본격화

- 2016년까지 영업 적자를 기록한 건설부문은 해외 손실 감소와 그룹공사 중심으로 턴어라운드
- 특히 판관비 절감에 따른 효율성 개선이 두드러지게 나타남
- 2017년 건설부문은 흑자 전환하여 5,010억원의 영업이익을 기록
- 상사부문의 경우 유가 상승 등에 따라 영업이익 증가, 2017년 1,500억원을 기록
- 2017년 건설과 상사 중심의 이익 성장으로 전체 연결영업이익은 크게 증가한 8,813억원을 기록
- 2018년 이후 건설부문과 상사부문의 실적은 시황 개선에 따라 추가 성장이 가능할 전망

## 보유 지분가치 증가

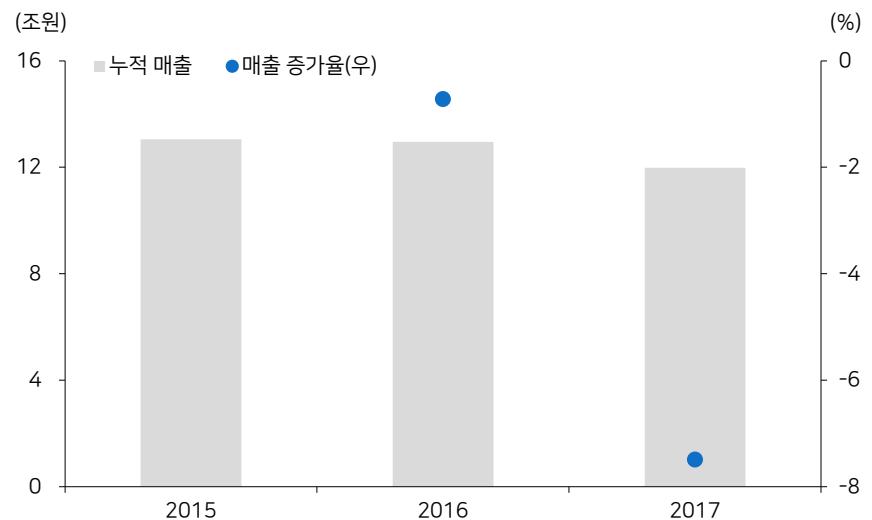
- 삼성전자 주가 상승 및 자사주 소각에 따라 보유 지분 비율 및 가치 상승
- 삼성바이오로직스 시가총액이 급증하면서, 보유지분의 시가는 14조원으로 상승
- 영업가치 증가 및 보유 지분가치 증가를 반영하여 적정 주가 조정
- 적정가치를 178,000만원에서 190,000원으로 상향, 투자의견 매수 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
2015	13,344.7	37.1	2,746.8	17,915	382.9	86,253	7.8	1.6	107.9	25.2
2016	28,102.7	139.5	107.4	561	-99.4	95,661	223.6	1.3	49.9	0.6
2017	29,279.1	881.3	639.8	3,357	2,295.1	117,902	37.5	1.1	23.0	3.1
2018E	29,515.5	1,017.9	846.0	4,460	68.5	120,615	30.7	1.1	21.4	3.7
2029E	31,075.0	1,150.2	957.6	5,048	13.2	123,741	27.1	1.1	21.3	4.1

## 해외 손실 감소와 그룹공사 중심의 안정적인 실적, 수익성 개선에 주력

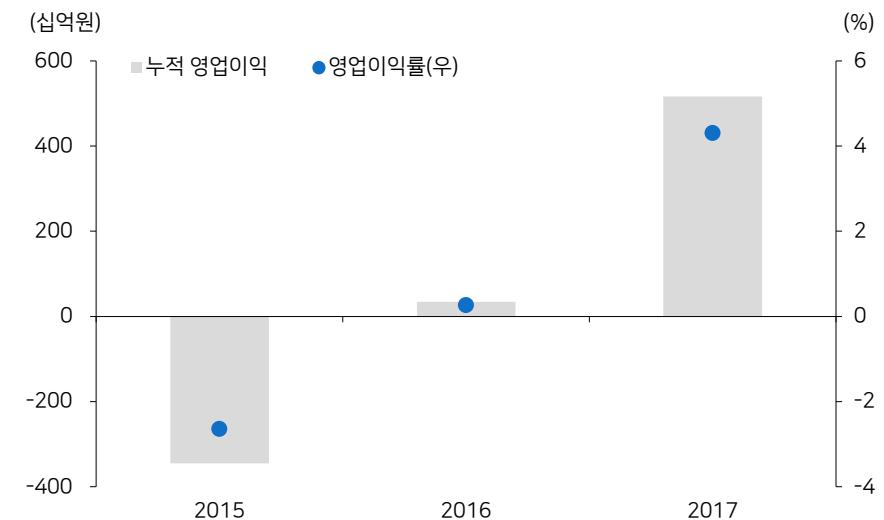
- 대규모 손실을 반영하였던 해외 부문의 경우 기존 악성 현장의 준공에 따라 손실 규모 감소
- 신규 수주가 정체됨에 따라 외형은 둔화되고 있으나, 수익성은 크게 개선
- 삼성전자의 CAPEX 증가에 따라 건축 부문을 중심으로 건설부문 실적 개선 지속
- 판관비율 절감 효과가 나타나면서 2017년 분기 건설부문 영업이익률은 3.4%~5.6% 사이에서 형성
- 연간 건설부문 영업이익률이 4.3%로 개선되면서 전체 영업이익 성장을 주도

### 매출과 매출증가율 추이



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

### 영업이익과 영업이익률 추이

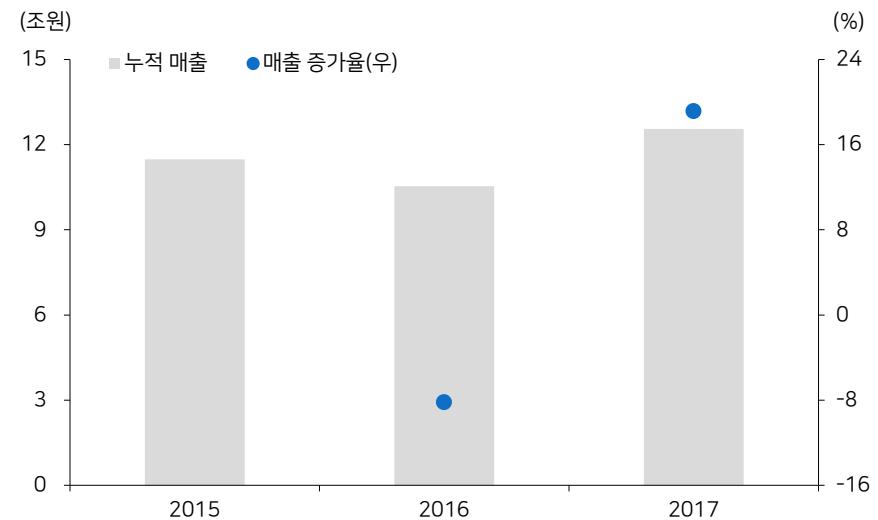


자료: 메리츠종금증권 리서치센터

## 유가 상승에 따른 실적 개선

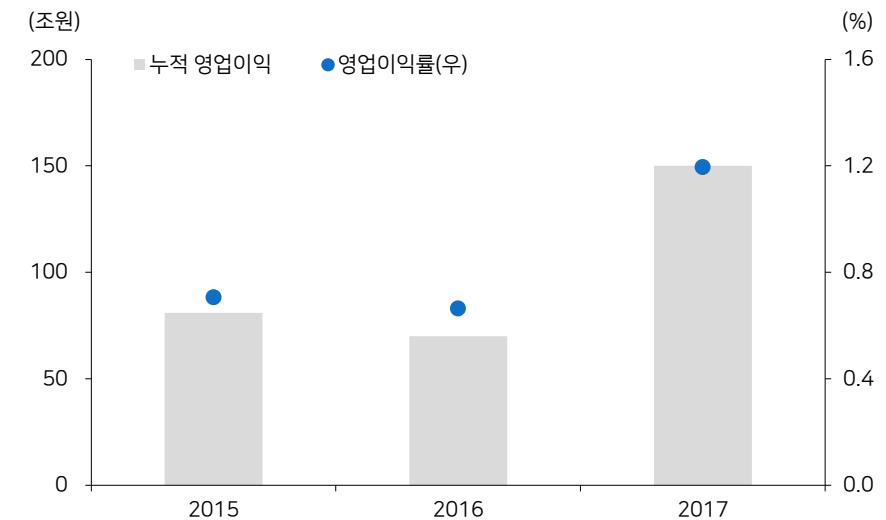
- 전통적으로 경쟁업체 대비 낮은 이익률은 보여왔던 상사부문의 이익률 개선 추세
- 특히 2017년 유가 및 원자재 가격 상승에 따라 영업이익률이 1.2% 수준까지 개선
- 분기별 영업이익률 역시 낮은 변동성을 보이면서 안정적인 수익성을 보이고 있음
- 2018년 유가가 추가 상승함에 따라 수익성 개선이 지속될 전망

## 매출과 매출증가율 추이



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

## 영업이익과 영업이익률 추이



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

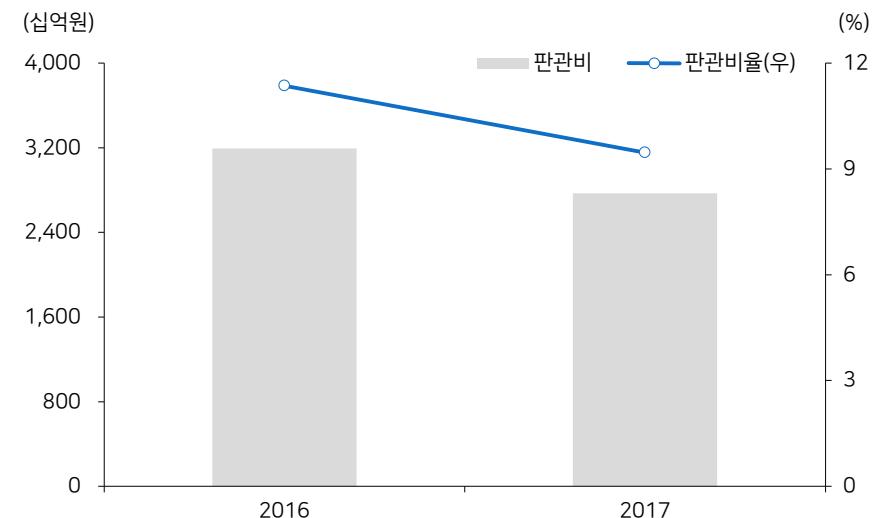
# 판관비 및 영업이익률

2018년 산업 전망 **지주**  
Hold me

## 판관비 및 판관비율 감소

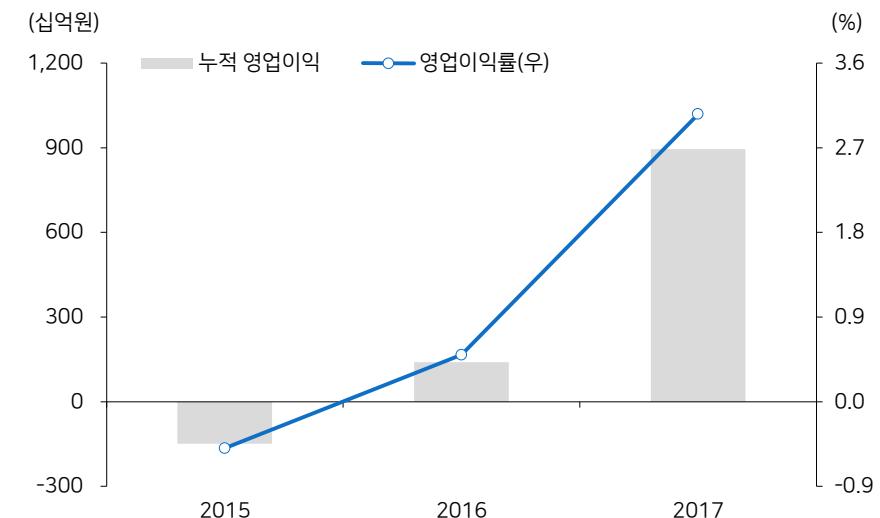
- 건설과 상사 부문을 중심으로 한 수익성 개선과 더불어 판관비 감소 효과가 크게 나타남
- 2017년 판관비율은 2016년 11.4%에서 크게 감소한 9.5%를 기록
- 영업이익률은 2015년 적자, 2016년 0.5%, 2017년 3.1% 수준까지 상승
- 2018년 유가 상승 지속 및 그룹공사 중심의 건설부문 실적 개선이 이어짐에 따라 영업이익 성장 전망

## 판관비 추이



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

## 영업이익과 영업이익률 추이



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

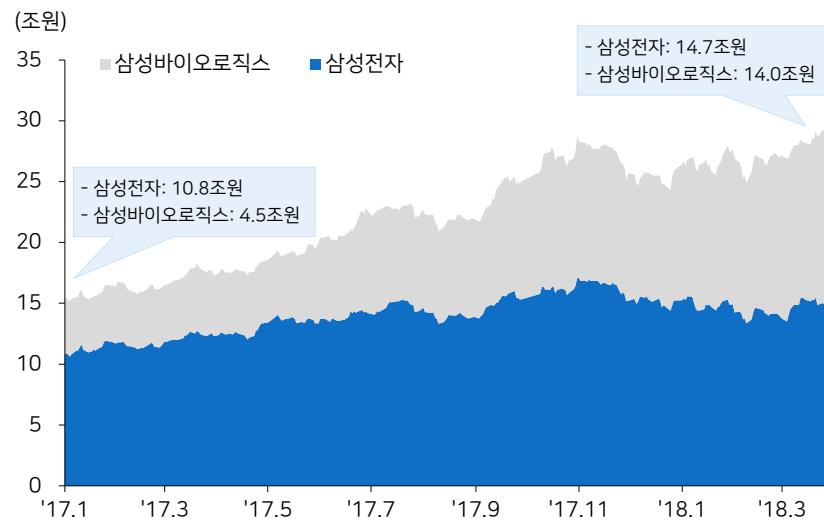
# 삼성물산 보유 상장 지분가치 증가

2018년 산업 전망 지주  
Hold me

## 삼성바이오로직스 관련 지분가치 급증

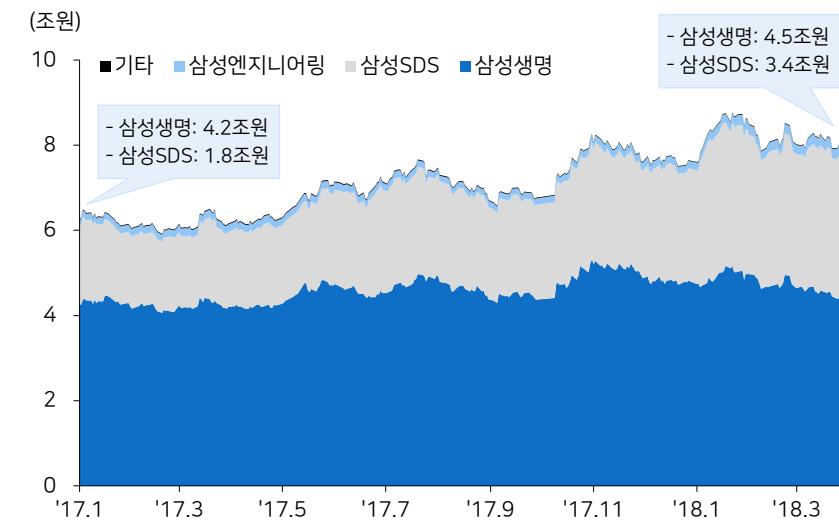
- 2017년 이후 삼성물산이 보유하고 있는 상장 지분가치는 21.5조원에서 36.8조원으로 평가(+71% 증가)
- 특히 삼성바이오로직스 지분가치 상승이 가장 큰 원인
- 삼성바이오로직스 지분 43.44%에 대한 가치는 2017년 이후 211% 상승한 14조원을 기록 중
- 기타 상장 지분은 삼성 SDS 와 삼성생명이며 동일 기간 상승률은 각각 85%와 5.5%
- 결국 상승률 측면에서는 삼성바이오로직스와 삼성SDS 중심으로 보유 지분가치 증가

## 삼성전자, 삼성바이오로직스 지분가치



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

## 삼성생명, 삼성SDS, 삼성엔지니어링, 그 외 시장성 있는 주식 지분가치



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

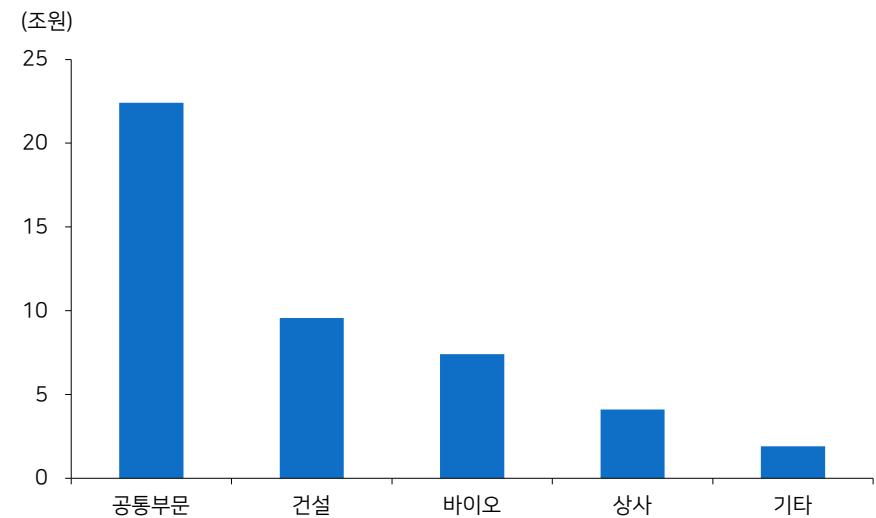
# 사업 부문별 자산 배분

2018년 산업 전망 **지주**  
Hold me

## 대부분의 지분 가치는 공통 부문으로 편입

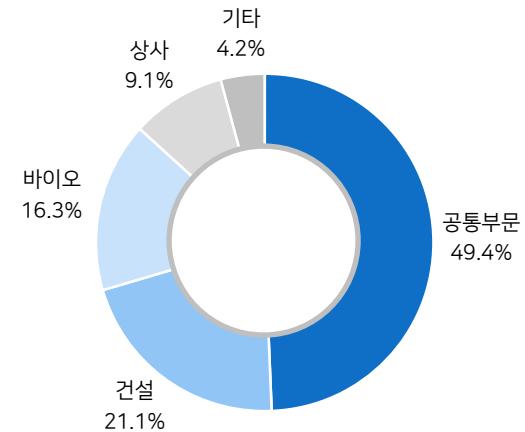
- 2017년 3분기말 기준 전체 자산 47.9조원
- 이 중 공통부문의 자산은 22.4조원으로 대부분의 지분 자산은 공통자산으로 편입 중
- 건설부문의 자산 규모는 9.6조원이며, 이외 바이오 부문의 자산이 7.4조원

사업 부문별 자산



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

사업 부문별 자산 비중



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

## 영업부문 Valuation

(십억원)	2015	2016	2017	2018E	2019E
건설 영업이익	-345	-72	501	529	621
NOPAT(세율20% 가정)	-276	-57	401	423	496
적용 Multiple (x)	12	12	12	12	12
영업가치	-3,307	-690	4,810	5,075	5,957
상사 NOPAT	81	51	150	168	181
NOPAT(세율20% 가정)	65	41	120	134	145
적용 Multiple (x)	11	11	11	11	11
영업가치	715	446	1,320	1,476	1,592
패션 NOPAT	-7	20	33	71	74
NOPAT(세율20% 가정)	-6	16	26	57	60
적용 Multiple (x)	20	20	20	20	20
영업가치	-112	320	528	1,135	1,191
리조트+식음 NOPAT	154	161	180	207	217
NOPAT(세율20% 가정)	123	129	144	166	173
적용 Multiple (x)	20	20	20	20	20
영업가치	2,461	2,577	2,880	3,320	3,469
<b>전체 영업가치</b>	<b>312</b>	<b>1,172</b>	<b>7,403</b>	<b>8,550</b>	<b>9,662</b>

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

## Sum-of-the-parts Valuation

### 1) 영업가치

(십억원)	2015	2016	2017	2018E	2019E
전체 영업가치	312	1,172	7,403	8,550	9,662

### 2) 기타 자산의 시장가치

(십억원)	평가액	장부가	취득가액
* 시장성 있는 매도가능증권			
삼성전자(4.65%)	12,258.7	15,323.4	6,484.4
삼성생명보험(19.34%)	3,497.4	4,371.7	34.8
삼성SDS(17.08%)	1,781.5	2,226.9	3,396.5
삼성바이오로직스(43.44%)	11,197.9	852.9	
삼성증공업 외	141.2	176.5	
* 토지 및 시장성 없는 매도가능증권			
전체	30,587.3	24,662.0	9,915.6

(십억원)	2015	2016	2017	2018E	2019E
1) 영업가치	312.0	1,172.0	7,402.7	8,550.0	9,661.6
2) 기타 자산의 시장가치	30,587.3				
3) 순차입금	5,799.8	5,122.1	4,694.8	3,486.5	4,501.4
4) 순기업가치	25,099.4	26,637.2	33,295.1	35,650.8	35,747.5
주당 순기업가치(원)	132,318	140,425	175,524	187,943	188,452
자사주 제외시 순기업가치(원)	153,547	162,954	203,684	218,095	218,686

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

## Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>13,344.7</b>	<b>28,102.7</b>	<b>29,279.1</b>	<b>29,515.5</b>	<b>31,075.0</b>
매출액증가율(%)	160.2	110.6	4.2	0.8	5.3
<b>매출원가</b>	<b>11,198.7</b>	<b>24,771.0</b>	<b>25,627.0</b>	<b>25,474.0</b>	<b>26,856.0</b>
매출총이익	2,146.0	3,331.7	3,652.1	4,041.5	4,219.0
판매비와관리비	2,108.8	3,192.2	2,770.8	3,023.6	3,068.8
<b>영업이익</b>	<b>37.1</b>	<b>139.5</b>	<b>881.3</b>	<b>1,017.9</b>	<b>1,150.2</b>
영업이익률(%)	0.3	0.5	3.0	3.4	3.7
금융손익	-52.8	-34.0	-92.5	-63.8	-52.3
종속/관계기업관련손익	-160.8	-151.0	-124.0	0.0	0.0
기타영업외손익	2,952.2	135.3	160.3	197.0	205.0
세전계속사업이익	2,775.7	89.8	825.0	1,151.0	1,302.9
법인세비용	90.1	68.9	343.9	345.3	390.9
<b>당기순이익</b>	<b>2,685.7</b>	<b>20.8</b>	<b>481.1</b>	<b>805.7</b>	<b>912.0</b>
지배주주지분 순이익	2,746.8	107.4	639.8	846.0	957.6

## Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	<b>12,541.1</b>	<b>13,358.6</b>	<b>12,320.5</b>	<b>13,436.9</b>	<b>12,954.0</b>
현금및현금성자산	2,066.4	2,698.5	2,993.2	3,949.4	3,055.1
매출채권	4,010.6	3,934.8	3,839.6	3,878.0	3,994.4
재고자산	1,386.1	1,312.8	1,533.0	1,484.7	1,659.4
비유동자산	29,820.3	31,100.0	36,728.4	35,328.0	37,625.6
유형자산	5,134.3	5,281.2	4,985.9	4,498.3	4,093.5
무형자산	1,840.2	1,601.3	1,311.5	1,311.5	1,311.5
투자자산	21,618.5	23,197.5	28,971.2	28,058.4	30,760.8
<b>자산총계</b>	<b>42,361.4</b>	<b>44,458.5</b>	<b>49,048.9</b>	<b>48,764.9</b>	<b>50,579.6</b>
<b>유동부채</b>	<b>15,074.4</b>	<b>14,705.0</b>	<b>14,458.3</b>	<b>13,811.2</b>	<b>14,193.6</b>
매입채무	1,738.4	1,823.8	1,785.6	1,729.4	1,932.8
단기차입금	2,286.5	1,865.8	2,093.3	1,793.3	1,793.3
유동성장기부채	1,516.7	1,607.4	1,346.8	1,346.8	1,146.8
비유동부채	8,973.1	8,647.9	9,439.4	9,323.7	10,203.6
사채	2,744.8	2,375.2	1,606.8	1,706.8	1,806.8
장기차입금	1,198.2	1,282.1	987.3	987.3	987.3
<b>부채총계</b>	<b>24,047.5</b>	<b>23,352.8</b>	<b>23,897.7</b>	<b>23,134.9</b>	<b>24,397.2</b>
자본금	19.1	19.1	19.1	19.1	19.1
자본잉여금	10,039.7	10,468.3	10,468.3	10,468.3	10,468.3
기타포괄이익누계액	3,368.5	4,741.8	8,471.5	8,471.5	8,471.5
이익잉여금	5,210.9	5,230.0	5,755.4	6,274.5	6,872.5
비지배주주지분	1,812.3	2,804.1	2,594.5	2,554.2	2,508.6
<b>자본총계</b>	<b>18,313.9</b>	<b>21,105.7</b>	<b>25,151.3</b>	<b>25,630.0</b>	<b>26,182.4</b>

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>-62.4</b>	<b>1,355.4</b>	<b>1,312.4</b>	<b>625.6</b>	<b>2,014.4</b>
당기순이익(손실)	2,685.7	20.8	481.1	805.7	912.0
유형자산감가상각비	281.0	499.6	480.0	487.6	404.8
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-211.7	715.2	-159.8	-667.8	697.6
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>2,368.6</b>	<b>-812.1</b>	<b>279.9</b>	<b>923.4</b>	<b>-2,709.0</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-259.5	-484.7	-678.0	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	-16,843.9	-1,730.0	-5,898.0	912.7	-2,702.4
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-527.4</b>	<b>122.4</b>	<b>-1,116.7</b>	<b>-592.8</b>	<b>-199.8</b>
차입금증감	6,294.8	1,018.5	-1,045.4	-262.8	127.2
자본의증가	9,470.0	428.6	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>1,761.7</b>	<b>632.1</b>	<b>294.6</b>	<b>956.3</b>	<b>-894.3</b>
기초현금	304.7	2,066.4	2,698.5	2,993.2	3,949.4
기말현금	2,066.4	2,698.5	2,993.2	3,949.4	3,055.1

## Key Financial Data

(원,%,배)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	87,061	148,151	154,352	155,599	163,820
EPS(지배주주)	17,915	561	3,357	4,460	5,048
CFPS	2,838	3,670	6,594	8,975	9,278
EBITDAPS	2,076	3,370	7,176	7,937	8,198
BPS	86,253	95,661	117,902	120,615	123,741
DPS	500	550	2,000	2,000	2,200
배당수익률(%)	0.4	0.4	1.6	1.5	1.6
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	7.8	223.6	37.5	30.7	27.1
PCR	49.3	34.2	19.1	15.3	14.8
PSR	1.6	0.8	0.8	0.9	0.8
PBR	1.6	1.3	1.1	1.1	1.1
EBITDA	318.2	639.2	1,361.3	1,505.5	1,555.0
EV/EBITDA	107.9	49.9	23.0	21.4	21.3
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	25.2	0.6	3.1	3.7	4.1
EBITDA이익률	2.4	2.3	4.6	5.1	5.0
부채비율	131.3	110.6	95.0	90.3	93.2
금융비용부담률	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5
이자보상배율(x)	0.4	0.7	5.1	6.6	7.7
매출채권회전율(x)	5.5	7.1	7.5	7.6	7.9
재고자산회전율(x)	13.9	20.8	20.6	19.6	19.8

## Buy

적정주가(12개월)	320,000원	
현재주가(3.30)	239,500원	
상승여력	33.6%	
KOSPI	2,445.85pt	
시가총액	233,139억원	
발행주식수	9,734만주	
유동주식비율	67.12%	
외국인비중	47.94%	
52주 최고/최저가	283,000원 / 213,500원	
평균거래대금	805.9억원	
주요주주(%)		
기아자동차 외 3인	30.17	
국민연금	9.84	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	5.0	4.2
6개월	-0.2	-2.3
12개월	1.9	-9.8
주가그래프		



## 11년을 끌어온 지배구조 개편 기대감 마침내 실현

- 지난 11년간 이어져온 지배구조 개편 기대감은 지난 3월 28일 현대차그룹의 발표를 통해 마침내 공식화
- 현재 제시된 지배구조 개편안에 대한 기존 주주의 불편함 (분할 부문 헐값 산정)이 존재하나, 1) 이를 반영해 이미 주가는 지배구조 개편 발표 전 수준으로 회귀했으며 매수청구권 가격 (233,429원)을 통해 하방경직성이 확보되었음. 또한 2) 빠른 지배구조 개편이 불가피한 현대차그룹이 주주들의 니즈에 발맞춰 구체적인 성장전략 (M&A, 실적 전망)을 공개하거나, 이번 개편안이 무산될 경우 더 주주 친화적인 방안 (배당정책 구체화, 새로운 분할비율 또는 분할방법 제안)을 제시할 수 있다는 점은 기존 주주에게 유리
- 현재 시가총액은 순현금 · 투자자산 가치 · 분할 부문 시장가치를 제외한 존속 부문 영업가치를 1.3조원 (PER 1.4배)으로 산정하고 있음. 지배구조 개편 발표 전 PER 9.1배를 적용 시 적정 시가총액은 30.6조원

## 현대차그룹 6년만의 판매 개선 Cycle 진입

- 이번 개편안에서 존속 부문의 실현이익이 분할 부문보다 낮은 이유는 결국 지난 6년 동안의 실패한 Cycle 국면에서의 전방업체 현대 · 기아차의 판매부진 때문
- 오는 3월을 기점으로 중국시장은 높은 수준의 판매회복세를 시작할 전망이며, 7월을 기점으로 미국시장에서의 판매호름도 플러스 성장 전환 예정. 내수와 유럽시장에서의 점유율은 이미 신차 Cycle의 수혜를 통해 구조적으로 개선 중이며, 신흥국 판매 또한 해당 시장의 경기호조에 힘입어 지속적으로 늘어나는 중

(십억원)	매출액	영업이익 (지배주주)	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	38,261.7	2,904.7	3,037.8	31,207	-0.6	293,360	7.7	0.8	5.2	11.2	46.1
2017	35,144.6	2,038.2	1,587.0	16,303	-47.8	302,613	14.7	0.8	6.5	5.5	38.9
2018E	38,990.5	2,464.2	2,706.7	27,806	70.6	325,530	8.6	0.7	5.3	8.9	42.4
2019E	43,161.0	2,786.1	3,016.6	30,989	11.5	350,915	7.7	0.7	4.5	9.2	44.7
2020E	46,397.7	2,938.1	3,215.4	33,031	6.6	383,832	7.3	0.6	4.0	9.0	41.4

**현대차의 판매회복  
→ 단가인하 강도 약화**

- 지난 4Q17 실적에서 보여진 중국에서의 대규모 단가인하 압력 발생과 실적 훼손으로 향후 중국시장 손익 방향성에 대한 시장의 불확실성 확대된 상황
- 이 같은 우려는 정확히 1년 전과 2년 전에도 발생한 바 있으며, 주가 흐름도 유사한 패턴을 보였음
- ASP를 통해 확인할 수 있듯 타 지역에서는 단가인하 압력 부재해왔음. 그러나 현대차의 실적이 부진하기 시작한 15년 이후부터 매년 4분기마다 단가인하가 존재했음을 확인 가능
- 당사는 1Q18 단가인하 발생 가능성은 매우 제한적이라 판단하며, 오는 4Q18에 계절적 단가인하 발생이 가능하겠지만 전년 대비 현대차의 판매 회복세가 실현될 것임을 고려했을 때 전년보다는 강도가 낮아질 수 있다고 판단

**모비스, 지역별 부품 ASP 추이**

		1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17
미주 ASP	(천달러)	4.2	4.0	4.0	3.8	4.0	3.8	3.8	3.6	4.1	3.9	3.8	3.8	4.2	3.6	3.8	3.6
	(백만원)	4.5	4.1	4.1	4.2	4.4	4.2	4.5	4.2	4.9	4.5	4.2	4.3	4.8	4.1	4.3	4.0
유럽 ASP	(천달러)	3.0	2.9	2.7	2.6	2.5	2.5	2.8	2.7	3.0	3.1	3.1	3.0	3.0	3.6	3.1	4.2
	(백만원)	3.2	3.0	2.8	2.8	2.8	2.8	3.2	3.1	3.6	3.6	3.5	3.4	3.5	4.1	3.5	4.6
중국 ASP	(천달러)	5.6	5.6	5.9	5.7	5.5	5.7	5.7	4.6	5.6	5.5	5.6	4.2	6.5	5.2	5.2	4.8
	(백만원)	5.9	5.8	6.0	6.2	6.1	6.2	6.6	5.4	6.7	6.4	6.3	4.9	7.5	5.9	5.9	5.3
	(천위안)	33.9	35.1	36.1	35.1	34.5	35.1	35.7	29.6	36.7	35.8	37.3	29.0	45.0	35.7	34.8	31.8
기타지역 ASP	(천달러)	1.2	1.1	1.3	1.2	1.4	1.2	1.4	1.3	1.5	1.3	1.4	1.3	1.4	1.5	1.5	1.4
	(백만원)	1.3	1.1	1.4	1.3	1.5	1.3	1.7	1.5	1.8	1.5	1.6	1.5	1.6	1.7	1.6	1.6

자료: 모비스, 메리츠종금증권 리서치센터

# 부품·AS의 ASP 상승 Cycle 도래와 중국 회복으로 이익 개선 시작

MERITZ Collaboration Report  
기업 지배구조 시리즈 1 편

## 모비스 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
<b>매출액</b>	9,267.7	8,282.4	8,772.8	8,821.6	9,267.3	9,919.7	9,317.4	10,486.1	35,144.6	38,990.5	43,161.0
(% YoY)	-0.8	-16.0	-0.1	-14.3	0.0	19.8	6.2	18.9	-8.1	10.9	10.7
모듈	7,511.9	6,657.3	6,983.5	7,108.1	7,416.7	8,127.7	7,453.2	8,609.1	28,260.9	31,606.8	35,523.8
(% YoY)	-2.2	-18.9	-2.1	-16.9	-1.3	22.1	6.7	21.1	-10.5	11.8	12.4
AS	1,755.8	1,625.0	1,789.3	1,713.5	1,850.5	1,792.0	1,864.2	1,877.0	6,883.7	7,383.7	7,637.3
(% YoY)	5.6	-1.3	9.0	-1.3	5.4	10.3	4.2	9.5	2.9	7.3	3.4
한국	3,380.8	3,596.3	3,384.8	3,296.7	3,494.8	3,922.0	3,461.5	3,754.9	13,658.6	14,633.2	15,310.9
(% YoY)	5.2	10.1	26.7	-13.2	3.4	9.1	2.3	13.9	5.5	7.1	4.6
미주	2,217.7	2,155.5	2,237.0	2,168.3	2,139.0	2,235.0	2,245.6	2,395.7	8,778.5	9,015.3	10,244.6
(% YoY)	4.1	-5.3	0.7	3.8	-3.6	3.7	0.4	10.5	0.7	2.7	13.6
유럽	1,292.1	1,288.7	1,239.8	2,248.0	1,413.1	1,378.7	1,240.7	1,320.9	6,068.6	5,353.5	5,797.5
(% YoY)	6.1	-0.9	9.1	80.7	9.4	7.0	0.1	-41.2	23.9	-11.8	8.3
중국	1,890.2	752.0	1,377.8	2,403.5	1,693.6	1,840.5	1,828.4	2,435.6	6,423.4	7,798.0	9,699.2
(% YoY)	-17.7	-70.5	-39.4	-9.9	-10.4	144.8	32.7	1.3	-34.4	21.4	24.4
기타	487.0	489.9	533.4	534.7	526.7	543.6	541.2	579.0	2,045.0	2,190.4	2,386.5
(% YoY)	1.0	7.1	11.7	8.9	8.2	10.9	1.5	8.3	7.2	7.1	8.9
<b>OP</b>	668.7	492.4	544.4	332.7	592.0	659.3	654.4	558.4	2,038.2	2,464.2	2,786.1
(%, YoY)	-6.9	-37.3	-24.6	-51.1	-11.5	33.9	20.2	67.8	-29.8	20.9	13.1
모듈	250.5	83.8	93.2	-119.4	138.7	202.3	180.9	79.8	308.1	601.7	838.6
(% YoY)	-27.6	-80.5	-73.0	-143.0	-44.6	141.4	94.1	-166.8	-78.0	95.3	39.4
AS	418.2	408.6	451.2	452.1	453.4	457.0	473.5	478.6	1,730.1	1,862.5	1,947.5
(% YoY)	12.2	14.9	19.9	12.5	8.4	11.8	4.9	5.9	14.8	7.6	4.6
<b>RP</b>	963.3	689.9	738.2	364.0	879.9	978.0	934.8	852.4	2,755.3	3,645.2	4,062.7
(% YoY)	-12.5	-40.6	-23.0	-59.1	-8.7	41.8	26.6	134.2	-33.0	32.3	11.5
<b>NP</b>	761.2	481.2	482.2	-137.6	653.3	726.1	694.0	633.3	1,587.0	2,706.7	3,016.6
(% YoY)	-4.0	-43.1	-31.6	적자전환	-14.2	50.9	43.9	흑자전환	-47.8	70.6	11.5
<b>OP margin (%)</b>	7.2	5.9	6.2	3.8	6.4	6.6	7.0	5.3	5.8	6.3	6.5
모듈	3.3	1.3	1.3	-1.7	1.9	2.5	2.4	0.9	1.1	1.9	2.4
AS	23.8	25.1	25.2	26.4	24.5	25.5	25.4	25.5	25.1	25.2	25.5
<b>RP margin (%)</b>	10.4	8.3	8.4	4.1	9.5	9.9	10.0	8.1	7.8	9.3	9.4
<b>NP margin (%)</b>	8.2	5.8	5.5	-1.6	7.1	7.3	7.4	6.0	4.5	6.9	7.0

자료: 모비스, 메리종금증권 리서치센터

## Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>38,261.7</b>	<b>35,144.6</b>	<b>38,990.5</b>	<b>43,161.0</b>	<b>46,397.7</b>
매출액증가율(%)	6.2	-8.1	10.9	10.7	7.5
매출원가	32,966.0	30,666.1	33,929.2	37,461.2	40,309.2
매출총이익	5,295.7	4,478.5	5,061.3	5,699.9	6,088.5
판매비와관리비	2,391.0	2,440.3	2,597.1	2,913.8	3,150.4
<b>영업이익</b>	<b>2,904.7</b>	<b>2,038.2</b>	<b>2,464.2</b>	<b>2,786.1</b>	<b>2,938.1</b>
영업이익률(%)	7.6	5.8	6.3	6.5	6.3
금융순익	174.6	-93.6	-84.1	-98.6	-83.7
증속/관계기업관련손익	1,090.0	685.1	1,128.7	1,237.3	1,336.6
기타영업외손익	-58.2	125.6	136.5	137.8	139.2
세전계속사업이익	4,111.2	2,755.3	3,645.2	4,062.7	4,330.2
법인세비용	1,063.9	1,176.7	947.8	1,056.3	1,125.9
<b>당기순이익</b>	<b>3,047.3</b>	<b>1,578.7</b>	<b>2,697.5</b>	<b>3,006.4</b>	<b>3,204.4</b>
지배주주지분 순이익	3,037.8	1,587.0	2,706.7	3,016.6	3,215.4

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	<b>18,263.1</b>	<b>18,391.2</b>	<b>20,841.0</b>	<b>23,419.2</b>	<b>25,405.6</b>
현금및현금성자산	2,049.3	2,741.3	3,041.3	3,366.6	3,619.0
매출채권	7,143.3	6,326.0	7,135.3	8,200.6	8,815.6
재고자산	2,830.1	2,811.6	3,314.2	3,668.7	3,943.8
<b>비유동자산</b>	<b>23,448.5</b>	<b>22,538.9</b>	<b>24,289.7</b>	<b>26,006.2</b>	<b>27,438.3</b>
유형자산	8,516.4	8,783.1	8,924.6	9,104.4	9,321.1
무형자산	961.0	958.2	974.9	1,015.5	1,085.9
투자자산	13,738.8	12,619.5	14,231.5	15,753.8	16,935.2
<b>자산총계</b>	<b>41,711.6</b>	<b>40,930.1</b>	<b>45,130.7</b>	<b>49,425.5</b>	<b>52,843.9</b>
<b>유동부채</b>	<b>8,833.4</b>	<b>7,334.4</b>	<b>9,313.7</b>	<b>11,144.6</b>	<b>11,370.4</b>
매입채무	5,270.5	4,217.3	4,678.9	5,179.3	5,567.7
단기차입금	1,453.4	1,409.8	1,395.7	1,381.7	1,367.9
유동성장기부채	170.5	255.7	253.2	250.6	248.1
<b>비유동부채</b>	<b>4,320.2</b>	<b>4,137.0</b>	<b>4,127.4</b>	<b>4,120.0</b>	<b>4,108.3</b>
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	1,666.9	1,500.2	1,470.2	1,440.8	1,412.0
<b>부채총계</b>	<b>13,153.6</b>	<b>11,471.5</b>	<b>13,441.0</b>	<b>15,264.7</b>	<b>15,478.8</b>
자본금	491.1	491.1	491.1	491.1	491.1
자본잉여금	1,405.0	1,405.0	1,405.0	1,405.0	1,405.0
기타포괄이익누계액	-583.6	-583.6	-583.6	-583.6	-583.6
이익잉여금	27,520.9	28,421.6	30,652.5	33,123.7	36,328.0
비지배주주지분	63.5	63.5	63.5	63.5	63.5
<b>자본총계</b>	<b>28,558.0</b>	<b>29,458.7</b>	<b>31,689.7</b>	<b>34,160.8</b>	<b>37,365.2</b>

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>2,017.8</b>	<b>1,747.0</b>	<b>1,655.7</b>	<b>1,825.6</b>	<b>2,349.4</b>
당기순이익(손실)	3,047.3	1,578.7	2,697.5	3,006.4	3,204.4
유형자산감가상각비	577.4	627.1	642.6	635.7	631.4
무형자산상각비	68.9	72.1	73.4	76.4	81.7
운전자본의 증감	-1,293.4	-361.1	-850.4	-919.4	-501.7
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-2,124.5</b>	<b>-575.9</b>	<b>-963.5</b>	<b>-1,108.8</b>	<b>-1,706.2</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,296.1	-712.9	-784.2	-815.5	-848.1
투자자산의 감소(증가)	-6.5	1,485.3	-1,612.1	-1,522.2	-1,181.4
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-336.3</b>	<b>-479.0</b>	<b>-392.2</b>	<b>-391.5</b>	<b>-390.7</b>
차입금증감	-513.9	-173.6	-16.7	-16.5	-16.3
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>-448.6</b>	<b>692.0</b>	<b>300.0</b>	<b>325.3</b>	<b>252.5</b>
기초현금	2,499.2	2,049.3	2,741.3	3,041.3	3,366.6
기말현금	2,049.3	2,741.3	3,041.3	3,366.6	3,619.0

## Key Financial Data

(원%, 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	393,058	361,035	400,544	443,387	476,638
EPS(지배주주)	31,207	16,303	27,806	30,989	33,031
CFPS	40,494	25,134	25,744	28,197	29,288
EBITDAPS	36,479	28,122	32,669	35,937	37,509
BPS	293,360	302,613	325,530	350,915	383,832
DPS	3,500	3,550	3,550	3,550	3,550
배당수익률(%)	1.4	1.5	1.5	1.5	1.5
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	7.7	14.7	8.6	7.7	7.3
PCR	5.9	9.5	9.3	8.5	8.2
PSR	0.6	0.7	0.6	0.5	0.5
PBR	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6
EBITDA	3,551.0	2,737.5	3,180.1	3,498.2	3,651.2
EV/EBITDA	5.2	6.5	5.3	4.5	4.0
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	11.2	5.5	8.9	9.2	9.0
EBITDA이익률	9.3	7.8	8.2	8.1	7.9
부채비율	46.1	38.9	42.4	44.7	41.4
금융비용부담률	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)	7.0	4.1	4.8	5.3	5.5
매출채권회전율(x)	5.7	5.2	5.8	5.6	5.5
재고자산회전율(x)	14.2	12.5	12.7	12.4	12.2

## Buy

적정주가(12개월)	300,000원	
현재주가(3.30)	233,500원	
상승여력	28.5%	
KOSPI	2,445.85pt	
시가총액	188,541억원	
발행주식수	8,075만주	
유동주식비율	62.23%	
외국인비중	40.18%	
52주 최고/최저가	283,500원/226,500원	
평균거래대금	446.2억원	
주요주주(%)		
SK(%)	25.22	
국민연금공단	9.02	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-2.7	-3.4
6개월	-8.4	-10.4
12개월	-8.6	-19.1
주가그래프		



## 가능성 높아진 SK그룹 지배구조 개편

- 분할의 세부적인 방식에는 차이가 있으나, 분할 후 SK텔레콤의 기업가치는 상승 전망
- 인적분할 시 그 동안 반영되지 않았던 SK하이닉스의 지분가치 해소로 SK텔레콤 기업가치 상승
- 물적분할 시 SK텔레콤 재상장 후 조달된 자금을 배당에 활용하여 주주가치 재고 예상

## 마무리 국면인 수급 이슈 & 회계 변경 리스크 해소

- 수급 측면에서 현재 외국인 지분율 40.2%로 2010년 이후로 최저점(2016/02/11 39.2%)에 근접
- 통신비 인하 규제로 영업 환경은 악화됐으나, 글로벌 통신주 중 가장 낮은 밸류에이션은 여전히 매력적
- IFRS 15 도입에 따른 회계기준 변경에도 재무제표상 미치는 영향은 통신 3사 중 가장 적은 수준

## 투자의견 Trading Buy에서 Buy, 적정주가는 29만원에서 30만원으로 상향

- 2018년 영업이익은 무선 서비스수익 악화에도 자회사 실적 개선 효과로 1.63조원(+6.0% YoY) 전망
- SK하이닉스 지분가치를 제외한 순수 MNO를 가정한 SK텔레콤 기업가치는 6.6조원 수준
- 경쟁사와 유무선 가입자 규모 비교 시, 가입자당 가치에 20% 할인 부여해도 Upside +27%

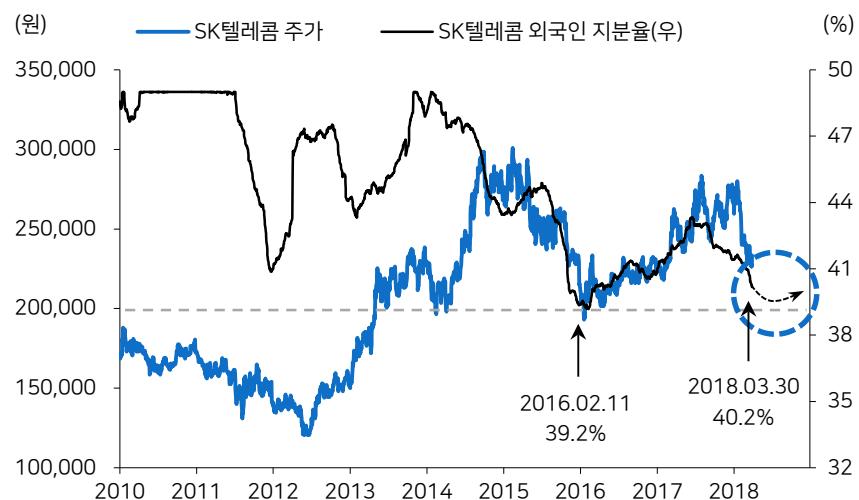
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS(원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	17,091.8	1,535.7	1,676.0	20,756	9.5	197,799	10.8	1.1	5.2	10.7	94.2
2017	17,520.0	1,536.5	2,373.4	29,393	60.1	218,447	9.1	1.2	5.6	14.1	82.2
2018E	17,569.9	1,628.2	2,721.1	33,700	14.7	242,528	7.8	1.1	5.3	14.6	72.5
2019E	17,850.8	1,720.5	3,154.0	39,061	15.9	271,970	6.7	1.0	5.0	15.2	63.8
2020E	18,136.9	1,816.5	3,239.0	40,114	2.7	302,465	6.5	0.9	4.7	14.0	54.5

# 더 이상 빠지기 힘든 주가

## SK텔레콤 외국인 지분율 추가 하락은 제한적

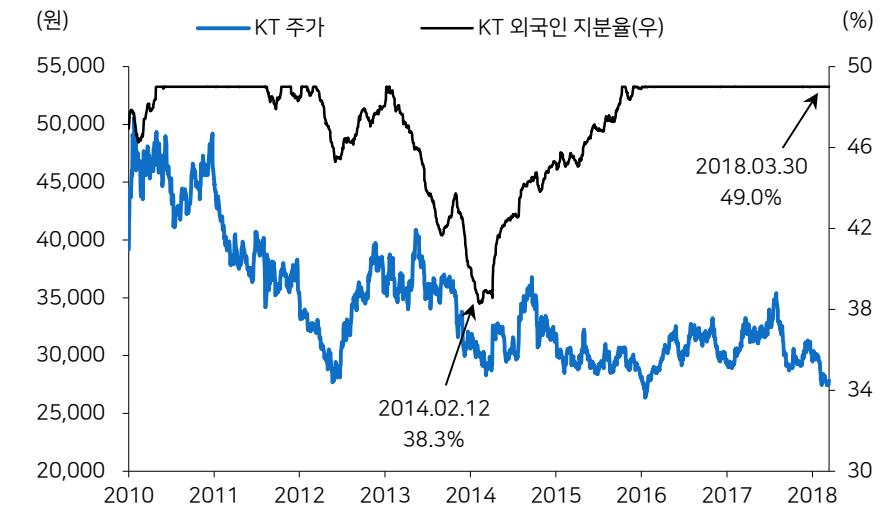
- SK텔레콤 외국인 지분율은 거래일 기준 일평균 2.5bp 하락,  
⇒ 이러한 추세가 지속될 경우 4월 말 혹은 5월 초에는 최저점 수준에 도달할 전망
- 국내 통신업종에 대한 센티멘트가 과거 대비 악화된 것은 사실이나  
글로벌 통신주 중 가장 낮은 밸류에이션은 여전히 매력적이라는 판단  
⇒ 실제로 KT는 정부의 통신비 인하 규제 시행 전후에도 외국인 이탈 없이 지분율 49.0% 유지

## SK텔레콤 주가 & 외국인 지분율 추이 및 전망



자료: WiseFn, 메리츠종금증권 리서치센터

## KT 주가 & 외국인 지분율 추이



자료: WiseFn, 메리츠종금증권 리서치센터

# 분할 후 SK텔레콤 기업가치 전망

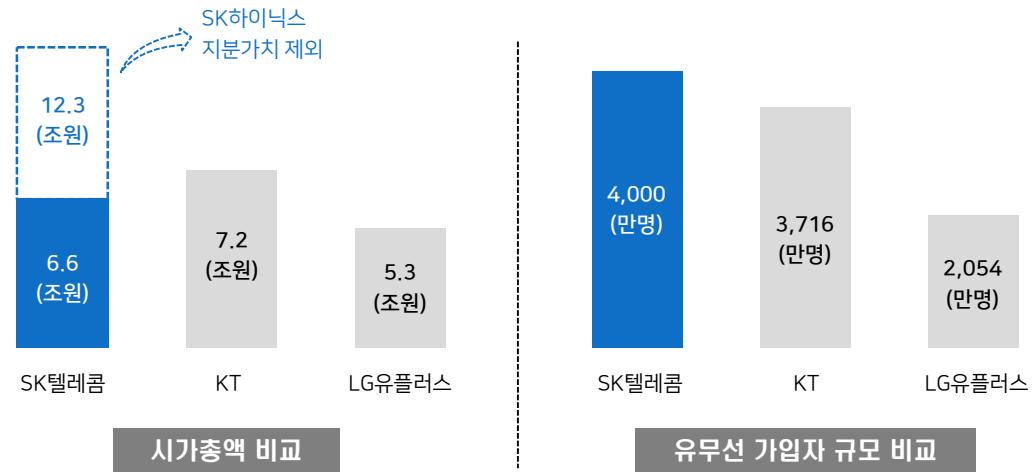
MERITZ Collaboration Report  
기업 지배구조 시리즈

1 편

## 인적분할 후 SK텔레콤 기업가치 상승 예상

- 인적분할 후 순수 통신업을 영위하는 SK텔레콤의 기업가치 상승은 자명
- SK하이닉스 지분가치를 제외한 순수 MNO를 가정한 SK텔레콤 기업가치는 6.6조원 수준
- 경쟁사와 유무선 가입자 규모 비교 시, 가입자당 가치에 20% 할인 부여해도 Upside +27%

## 통신 3사 시가총액 및 유무선 가입자 규모 비교

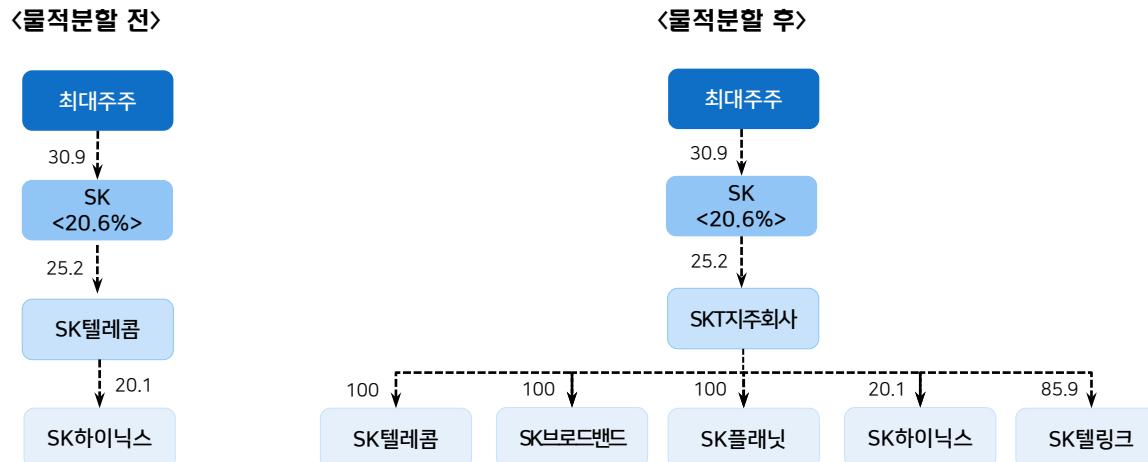


자료: 메리츠종금증권 리서치센터

## 물적분할 후 배당소득 + 자본이득 예상

- 공정위가 명시한 바와 같이 분할의 전제조건은 대주주뿐만 아니라 소액주주의 권리 보호도 포함
- 물적분할 시 업의 성격이 지주회사로 바뀜에 따라 통신주를 매매한 기존 주주들의 이탈 가능  
⇒ 이를 해소하기 위해 이동통신 자회사인 SK텔레콤을 재상장 후 조달된 자금을 배당에 활용할 전망
- 재상장된 SK텔레콤은 순수 통신사업자인 만큼 Hidden Value 해소로 기업가치 상승 전망

### 물적분할 시나리오: 물적분할 후 중간지주사가 통신업을 포함 ICT 사업을 총괄



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

## 투자의견 Trading Buy에서 Buy로 상향

- 투자의견은 기존 Trading Buy에서 Buy로 상향
- 적정주가는 SOTP 밸류에이션을 활용, SK하이닉스 주가 상승분을 반영해 기존 290,000원에서 300,000원으로 상향

### SK텔레콤 SOTP Valuation

	12Mfw EBITDA (십억원)	적용 EV/EBITDA (배)	적정가치 (십억원)	비고
영업가치 (A)	4,123.9	4.1	16,769.2	과거 4년 평균 25% 할인
비영업가치 (B)			11,762.9	
SKH 지분가치			8,286.1	시장가치 30% 할인
SKB 지분가치			1,496.5	공정가치 20% 할인
SKP 지분가치			1,038.6	공정가치 20% 할인
기타계열사 지분가치			941.7	공정가치 20% 할인
순차입금 (C)			4,021.8	2018년 추정치
총기업가치 (D=A+B-C)			24,510.3	
발행주식수 (E)	(천주)		80,746	
<b>적정주가 (D/E)</b>	(원)		<b>303,550</b>	
현재주가	(원)		233,500	
Upside/Downside	(%)		28.5%	

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

## Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	17,091.8	17,520.0	17,569.9	17,850.8	18,136.9
매출액증가율(%)	-0.3	2.5	0.3	1.6	1.6
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>매출총이익</b>	17,091.8	17,520.0	17,569.9	17,850.8	18,136.9
판매비와관리비	15,556.1	15,983.5	15,941.6	16,130.3	16,320.4
<b>영업이익</b>	1,535.7	1,536.5	1,628.2	1,720.5	1,816.5
영업이익률(%)	9.0	8.8	9.3	9.6	10.0
금융순익	248.2	-67.1	-136.5	-71.4	-68.8
증속/관계기업관련순익	544.5	2,245.7	2,616.4	3,067.7	3,092.6
기타영업외순익	-232.3	-312.1	-176.5	-159.8	-160.5
세전계속사업이익	2,096.1	3,403.3	3,931.6	4,557.1	4,679.9
법인세비용	436.0	745.7	884.6	1,025.3	1,053.0
<b>당기순이익</b>	1,660.1	2,657.6	3,047.0	3,531.7	3,626.9
지배주주지분 순이익	1,676.0	2,373.4	2,721.1	3,154.0	3,239.0

## Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>					
현금및현금성자산	5,996.6	6,549.3	7,460.1	8,758.7	9,460.1
매출채권	1,505.2	1,777.5	2,435.2	3,425.6	4,041.6
재고자산	2,240.9	2,465.0	2,711.5	2,982.7	3,030.5
비유동자산	25,301.0	26,372.7	27,618.2	29,073.1	30,629.5
유형자산	10,374.2	10,155.3	10,087.0	10,116.9	10,165.8
무형자산	5,708.8	5,638.8	5,638.8	5,638.8	5,638.8
투자자산	8,514.0	9,874.6	11,188.4	12,613.3	14,121.0
<b>자산총계</b>	<b>31,297.7</b>	<b>32,922.1</b>	<b>35,078.3</b>	<b>37,831.8</b>	<b>40,089.7</b>
<b>유동부채</b>					
매입채무	6,444.1	6,151.4	6,110.7	6,145.1	5,582.0
단기차입금	402.5	412.5	413.7	420.3	427.1
유동성장기부채	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6
비유동부채	1,190.2	766.0	710.0	658.0	7.0
사채	8,737.1	8,702.7	8,629.3	8,593.4	8,564.2
장기차입금	6,338.9	6,263.9	6,193.9	6,128.9	6,068.9
<b>부채총계</b>	<b>15,181.2</b>	<b>14,854.1</b>	<b>14,740.0</b>	<b>14,738.5</b>	<b>14,146.2</b>
자본금	44.6	44.6	44.6	44.6	44.6
자본잉여금	2,915.9	2,915.9	2,915.9	2,915.9	2,915.9
기타포괄이익누계액	-226.2	-226.2	-226.2	-226.2	-226.2
이익잉여금	15,953.2	17,620.4	19,564.9	21,942.2	24,404.5
비지배주주지분	145.0	429.3	755.2	1,132.9	1,520.8
<b>자본총계</b>	<b>16,116.4</b>	<b>18,067.9</b>	<b>20,338.2</b>	<b>23,093.3</b>	<b>25,943.5</b>

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>4,243.2</b>	<b>5,882.2</b>	<b>6,028.0</b>	<b>6,676.8</b>	<b>7,070.9</b>
당기순이익(손실)	1,660.1	2,657.6	3,047.0	3,531.7	3,626.9
유형자산감가상각비	3,068.6	3,247.1	3,248.0	3,276.8	3,357.2
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의증감	13.8	-78.6	-300.2	-175.7	49.4
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-2,462.2</b>	<b>-4,372.7</b>	<b>-4,511.2</b>	<b>-4,769.1</b>	<b>-4,945.7</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-2,490.5	-3,028.2	-3,179.6	-3,306.8	-3,406.0
투자자산의감소(증가)	-171.0	-1,360.6	-1,313.8	-1,424.9	-1,507.6
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-1,044.8</b>	<b>-1,237.2</b>	<b>-859.1</b>	<b>-917.3</b>	<b>-1,509.2</b>
차입금증감	25.4	-513.1	-135.8	-123.6	-716.5
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>736.3</b>	<b>272.2</b>	<b>657.7</b>	<b>990.5</b>	<b>616.0</b>
기초현금	768.9	1,505.2	1,777.5	2,435.2	3,425.6
기말현금	1,505.2	1,777.5	2,435.2	3,425.6	4,041.6

## Key Financial Data

(원, %, 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	211,675	216,978	217,595	221,075	224,618
EPS(지배주주)	20,756	29,393	33,700	39,061	40,114
CFPS	58,203	85,342	91,260	99,163	101,112
EBITDAPS	57,022	59,243	60,390	61,890	64,074
BPS	197,799	218,447	242,528	271,970	302,465
DPS	10,000	10,000	11,000	11,000	11,000
배당수익률(%)	4.5	3.7	4.2	4.2	4.2

## Valuation(Multiple)

PER	10.8	9.1	7.8	6.7	6.5
PCR	3.8	3.1	2.9	2.6	2.6
PSR	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2
PBR	1.1	1.2	1.1	1.0	0.9
EBITDA	4,604.3	4,783.6	4,876.2	4,997.4	5,173.7
EV/EBITDA	5.2	5.6	5.3	5.0	4.7

## Key Financial Ratio(%)

자기자본이익률(ROE)	10.7	14.1	14.6	15.2	14.0
EBITDA이익률	26.9	27.3	27.8	28.0	28.5
부채비율	94.2	82.2	72.5	63.8	54.5
금융비용부담률	1.7	1.6	1.5	1.5	1.4
이자보상배율(x)	5.3	5.5	6.0	6.5	7.3
매출채권회전율(x)	7.5	7.4	6.8	6.3	6.0
재고자산회전율(x)	64.1	66.6	65.9	66.3	66.3

## Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.

당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 4월 2일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유기증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않습니다.

당사는 2018년 4월 2일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사의 조사분석 담당자는 2018년 4월 2일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.

본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자: 은경원, 김선우, 김준성, 정지수, 박형렬, 이태영, 정다이)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다.

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.

과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.

동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

## 투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

## 투자의견 비율

투자의견	비율
매수	96.1%
중립	3.9%
매도	0.0%

2017년 12월 31일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에  
대하여 공표한 최근일  
투자등급의 비율

### 삼성물산 (028260) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.10.10	산업분석	Buy	200,000	은경완	-32.9	-15.5	
2017.10.10		1년 경과			-27.7	-25.3	
2017.11.20	산업분석	Buy	178,000	은경완	-25.4	-19.7	
2018.04.02	산업분석	Buy	190,000	은경완	-	-	

### 현대모비스(012330) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.04.12	기업브리프	Buy	300,000	김준성	-16.9	-9.7	
2016.04.28	기업브리프	Buy	300,000	김준성	-15.9	-9.7	
2016.07.04	산업분석	Buy	300,000	김준성	-15.5	-9.7	
2016.07.29	기업브리프	Buy	325,000	김준성	-20.8	-18.0	
2016.09.05	산업브리프	Buy	325,000	김준성	-17.3	-11.4	
2016.10.13	기업브리프	Buy	325,000	김준성	-17.6	-11.4	
2016.10.31	기업브리프	Buy	325,000	김준성	-18.0	-11.4	
2016.11.16	산업분석	Buy	325,000	김준성	-18.9	-11.4	
2017.01.09	산업분석	Buy	325,000	김준성	-18.5	-11.4	
2017.01.31	기업브리프	Buy	325,000	김준성	-19.7	-11.4	
2017.03.27	산업분석	Buy	325,000	김준성	-21.2	-11.4	
2017.05.22	산업분석	Buy	325,000	김준성	-20.9	-11.4	
2017.07.10	산업브리프	Buy	325,000	김준성	-21.1	-11.4	
2017.07.29		1년 경과			-	-	
2017.07.31	기업브리프	Buy	325,000	김준성	-26.7	-20.8	
2017.10.18	기업브리프	Buy	325,000	김준성	-24.4	-16.0	
2017.11.27	산업분석	Buy	325,000	김준성	-	-	
2018.01.15	산업분석	Buy	325,000	김준성	-22.9	-15.8	
2018.01.26	기업브리프	Trading Buy	290,000	김준성	-19.6	-9.8	
2018.03.29	산업브리프	Buy	320,000	김준성	-22.9	-20.6	
2018.04.02	산업분석	Buy	320,000	김준성	-	-	

## SK텔레콤(017670) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가	담당자	괴리율(%)*		(원)	주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)		
2016.06.28	산업분석	Buy	239,000	정지수	-8.9	-6.7		
2016.07.20	산업브리프	Buy	239,000	정지수	-7.6	-2.9		
2016.08.01	기업브리프	Hold	239,000	정지수	-7.4	-2.9		
2016.09.29	산업분석	Trading Buy	250,000	정지수	-11.2	-9.6		
2016.10.11	기업브리프	Trading Buy	250,000	정지수	-10.3	-7.0		
2016.10.28	기업브리프	Trading Buy	260,000	정지수	-15.0	-13.1		
2016.11.21	산업분석	Trading Buy	260,000	정지수	-13.3	-10.6		
2017.01.10	산업브리프	Trading Buy	260,000	정지수	-13.3	-10.6		
2017.01.24	기업분석	Buy	280,000	정지수	-18.5	-11.4		
2017.03.13	산업분석	Buy	300,000	정지수	-15.1	-12.5		
2017.04.05	기업브리프	Buy	300,000	정지수	-16.1	-12.5		
2017.04.27	기업브리프	Buy	300,000	정지수	-17.3	-12.5		
2017.05.31	산업분석	Buy	300,000	정지수	-16.6	-8.5		
2017.07.06	기업브리프	Buy	300,000	정지수	-14.8	-5.5		
2017.09.06	산업분석	Trading Buy	280,000	정지수	-11.4	-9.6		
2017.09.26	산업브리프	Trading Buy	280,000	정지수	-7.9	-3.0		
2017.11.07	기업브리프	Trading Buy	280,000	정지수	-8.2	-3.0		
2017.11.28	산업분석	Trading Buy	280,000	정지수	-6.6	-0.7		
2018.01.11	산업브리프	Trading Buy	290,000	정지수	-7.3	-3.4		
2018.02.05	기업브리프	Trading Buy	290,000	정지수	-14.7	-3.4		
2018.04.02	산업분석	Buy	300,000	정지수	-	-		

