

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈

18

지주

Event Driven



# 18

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈

## Overweight

### Top Picks

종목	투자판단	적정주가
삼성물산(028260)	Buy	190,000원

### 관심 종목

종목	투자판단	적정주가
SK(034730)	Buy	370,000원
LG(003550)	Buy	100,000원
CJ(001040)	Buy	195,000원



은행/지주

Analyst 은경완

02. 6098-6653

kw.eun@meritz.co.kr

# 지주 Event Driven



## Contents

<b>Part I</b>	<b>[Strategy] 3가지 투자 스킴</b>	<b>7</b>
<b>Part II</b>	<b>[삼성그룹] 선택이 아닌 필수</b>	<b>17</b>
<b>Part III</b>	<b>[현대차그룹] 과정은 달라도 목적은 동일</b>	<b>35</b>
<b>Part IV</b>	<b>[SK그룹] 변화의 명분과 실익</b>	<b>47</b>
<b>Part V</b>	<b>[Regulation] 주요 개정 법안 점검</b>	<b>56</b>
<b>기업분석</b>	<b>삼성물산(028260) 본업 개선과 함께 지배구조 개편 기대</b>	<b>77</b>
	<b>SK(034730) 순항중인 비상장 자회사</b>	<b>80</b>
	<b>LG(003550) 불편한 동행</b>	<b>83</b>
	<b>CJ(001040) 부정적인 하반기 내수 경기 전망 투영</b>	<b>86</b>

## I Strategy – 3가지 투자 스킴

- 주식시장에서 바라본 지주회사에 대한 투자 스킴은 크게 3가지
- 1) 자회사 동조화, 2) Hidden Value Seeking, 3) Event Driven
- 하반기 재계 1, 2위인 삼성과 현대차 지배구조 개편 임박
- 가치주가 아닌 모멘텀 주식으로서의 접근이 필요한 시점

## III 현대차그룹 – 과정은 달라도 목적은 동일

- 지난 3월, 순환출자 고리 해소 위한 개편안 발표
- 분할비율 논란 제기 → 의결권 자문기관 반대 → 개편안 철회
- 자사주 활용의 부담, 금융사 처리 등 지주사 전환 가능성엔 회의적
- 원안에서 분할합병 비율 재 산정 후 정부 및 주주 기대 부응 예상

## V Regulation – 주요 개정 법안 점검

- 지주회사 관련 각종 개정 법안 국회에 발의
- 공정거래법, 상법, 자본시장법, 조특법, 금융그룹통합감독제도 등
- 지배구조의 급격한 변화를 초래할 법안의 통과 가능성은 제한적
- 그럼에도 투자자 입장에서 관련 영향 점검은 반드시 필요

## II 삼성그룹 – 선택이 아닌 필수

- 보호예수 풀리는 7월 중순 이후 순환출자 완전 해소 기대
- 지주비율 강화와 금산분리 해결을 동시에 충족하는 방안은 부재
- 당사가 제시했던 삼바로 활용안도 현재로선 기대하기 힘든 여건
- 정부와 삼성간의 중간 합의점 도출 필요 → 전자 최대주주 변경

## IV SK그룹 – 변화의 명분과 실익

- 안정적 지배구조 보유로 순환출자, 금산분리 이슈와는 무관
- 다만 공정거래법 개정안 중 자회사 행위요건 강화 관련 법안은 부담
- 실제 SKT, SK하이닉스 추가 지분 취득에 약 7조원의 자금 필요
- SKT의 인적 or 물적 분할을 가정하더라도 SK하이닉스 지분 확보 난망

## VI Top Pick – 삼성물산(028260), TP 190,000원

- 하반기 건설과 상사 부문의 이익 개선 본격화
- 지배구조 개편의 기대감 보단 불확실성만 반영하고 있는 주가 수준
- 향후 생명 보유 전자 지분 일부 매입 후, 전자 최대주주로 등극할 전망
- 4% 오버행 이슈 소멸을 기점으로 본격적인 주가 재평가 예상

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈

# 18

지주

## Part I

[Strategy]

3가지 투자 스킴

## Strategy – Intro

- 현 정권 출범 후, 주식시장 내에서 가장 주목 받았던 업종 중 하나는 지주회사
- 지배구조 개선 기대감 부각 및 NAV 대비 할인율 확대로 저평가 매력에 돋보였기 때문
- 반면 재벌 지배구조 관련 규제 강화, 스튜어드십 코드 도입 지연 등의 이유로 '18년 4월 이후 약세 전환
- 실제 당사가 추정하는 지주회사 Index는 연초대비 6.9% 하락하며 KOSPI 대비 6.5%p Underperform

## 지주회사 Index와 KOSPI 추이



주: 1) 1조원 이상의 상장 지주회사(18개)의 시가총액 가중평균 Index 기준

2) 삼성물산, SK, LG, 아모레G, 현대중공업지주, GS, 한미사이언스, CJ, 롯데지주, 한화, 두산, LS, 효성, 한국타이어월드와이드, 한진칼, 삼양홀딩스, AK홀딩스, 쿠팡홀딩스  
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터



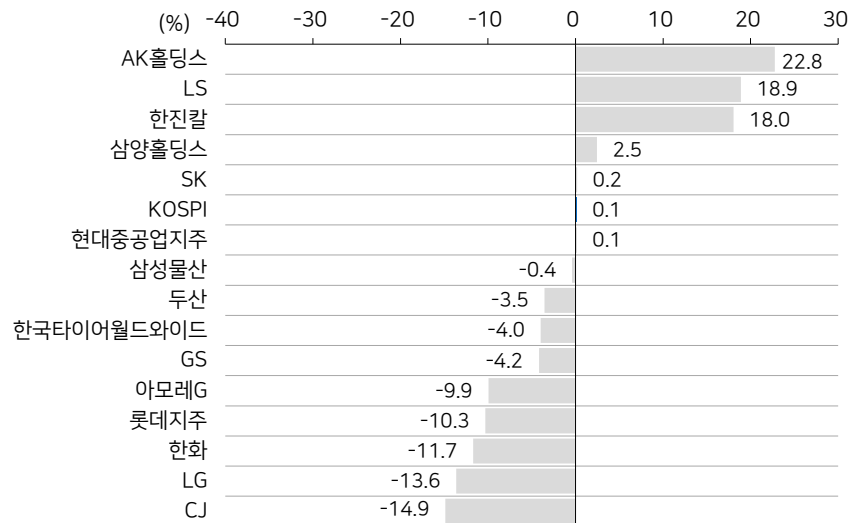
# 투자심리 위축 지속 예상

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 18  
지주\_Event Driven

## Strategy – Review

- 종목별로는 개별 모멘텀이 부재한 순수지주회사의 주가 수익률이 유독 부진
- 주력 상장 자회사의 주가 하락과 정책 불확실성 지속에 따른 NAV 할인율 확대가 맞물린 결과
- 현재 지주회사 시가총액은 자체 영업가치를 제외한 보유 지분가치를 하회하는 Deep Value 상태
- 다만 공정거래법 개편 등 규제 강화 기조 유지된다는 점에서 본격적인 투자심리 회복 기대는 시기상조

## 주요 지주회사 YTD 주가 수익률



자료: Quantiwise, 메리츠증권증권 리서치센터

## 보유 지분가치 > 지주회사 시가총액



주: 당사 커버리지 4개사(삼성물산, SK, LG, CJ) 기준  
자료: Quantiwise, 메리츠증권증권 리서치센터

# 투자자가 바라보는 지주회사

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 18  
지주\_Event Driven

## Strategy – Overall

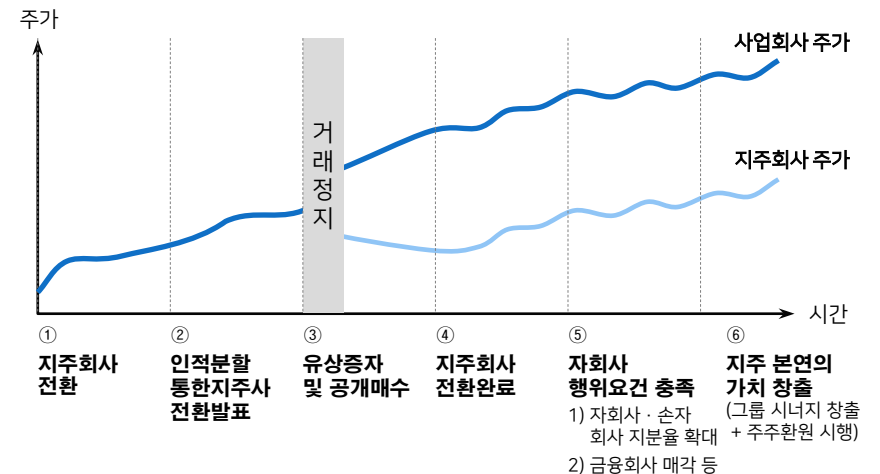
- 법이나 제도 등이 아닌 주식시장 투자자 입장에서 지주회사에 대한 분류는 크게 3가지
- 1) 주력 상장 자회사 주가 동행, 2) 비상장 자회사 Hidden Value, 3) 지배구조 변화 관련 Event Driven
- 그룹 컨트롤 타워로서의 지주회사 본연의 가치 보다는 단기 모멘텀 발생 여부에 주목하는 현실
- 지주사 전환, 지배구조 개편 과정에서의 Long-Short Idea 등은 모두 당위적 접근, 시나리오 분석에 불과
- 그럼에도 시가총액이 큰 종목의 단기 주가 변동성을 유발한다는 점에서 시장의 높은 관심은 당연

## 2017년 이후 지주회사 전환 기업

지주회사	인적분할설립회사	물적분할설립회사	분할기일	방법
유비쿼스홀딩스	유비쿼스	유비쿼스이앤엔	2017.03.01	인적분할 + 물적분할
APS홀딩스	AP시스템		2017.03.01	인적분할
크라온해태홀딩스	크라온제과		2017.03.01	인적분할
현대로보틱스	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, 언론보도, 메리츠증권증권 리서치센터

## 인적분할을 통한 지주회사 전환 과정에서의 주요 이벤트 Summary



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

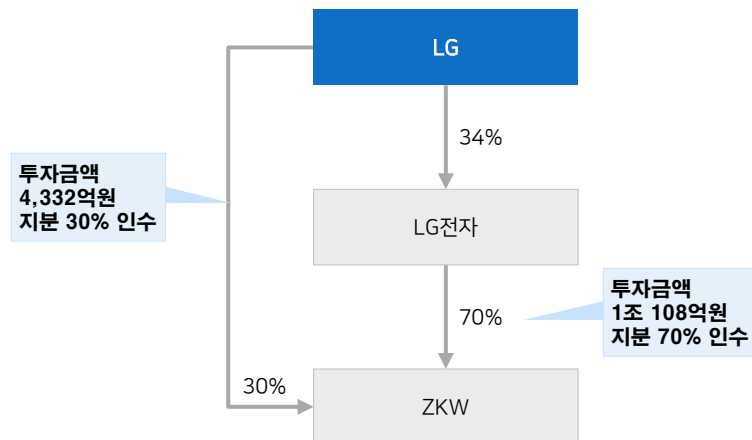
## 투자현금흐름 > 단순현금흐름

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 18  
지주\_ Event Driven

### Strategy – Overall

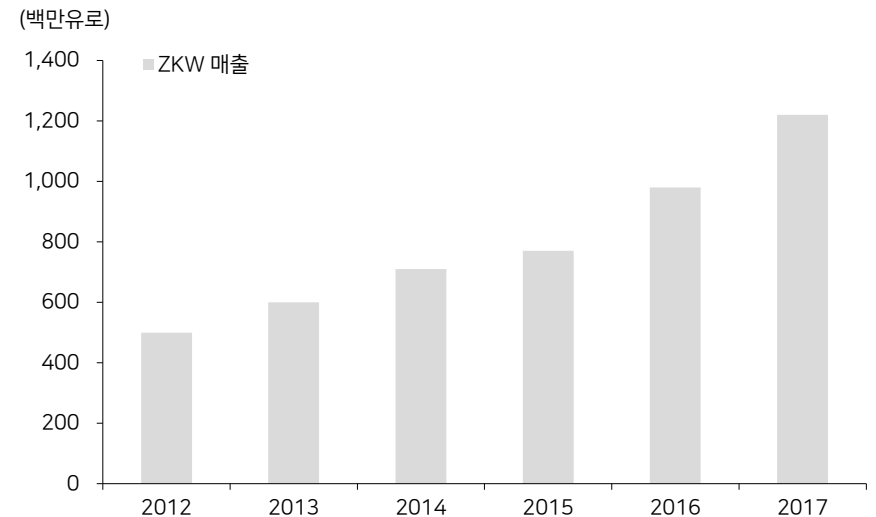
- 투자자들이 주목하는 지주회사의 안정적인 현금흐름은 주가 상승의 필요조건에 불과
- 자회사로부터 수취하는 로열티, 배당 등은 일반적인 수익인식 보다는 투자회수 개념과 유사하기 때문
- 정량적인 투자 지표로 전체현금흐름이 아닌 투자활동현금흐름에 주목해야 하는 이유
- 최근 전장 부품 사업 수직 계열화를 위해 오스트리아 헤드램프 업체 ZKW를 인수한 LG가 대표 사례
- 안정적 현금흐름에 기반한 그룹 차원의 활발한 투자활동으로 사업 포트폴리오 강화

### ZKW 인수 후 LG 지배구조



자료: LG, 메리츠증권증권 리서치센터

### ZKW 매출추이



자료: ZKW, 메리츠증권증권 리서치센터

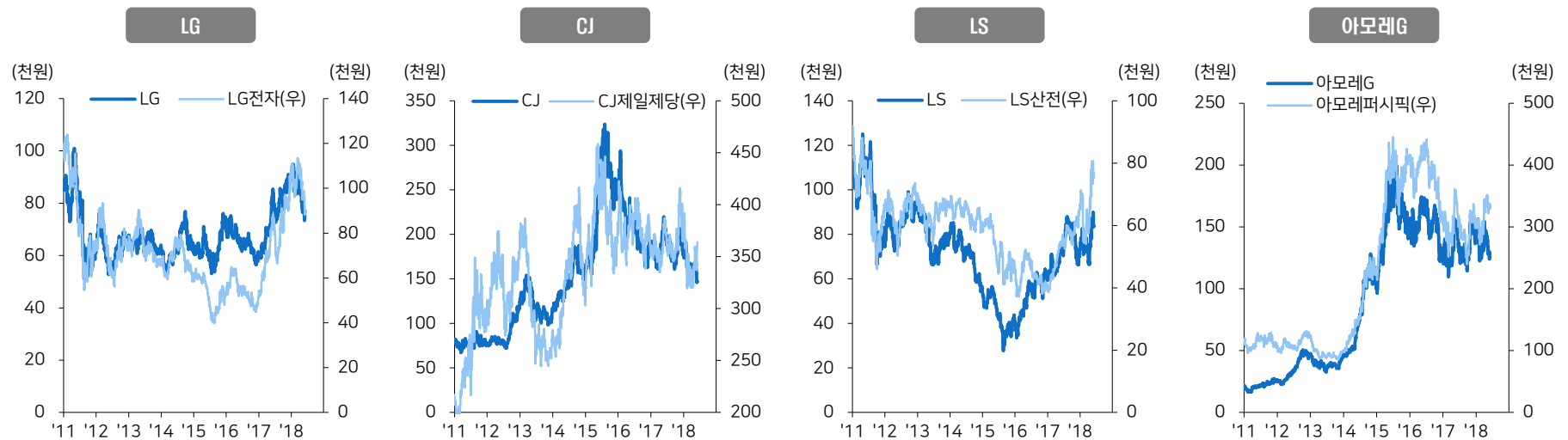
# 주력 자회사와의 동조화

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 18  
지주\_Event Driven

## Strategy - 1) 순수지주회사

- 국내 지주회사의 대부분은 주력 자회사를 인적 분할해 설립된 순수지주회사
- 지배권을 소유한 일종의 투자회사 → 1) 브랜드 로열티 + 2) 배당금 + 3) 임대수익 및 기타
- 즉, 자회사 Top line의 성장성과 Bottom line의 수익성을 동시에 반영하는 수익구조 보유
- 주가 역시 '자회사 실적 개선 및 주가 상승 → 지주회사 NAV 증가 → 지주회사 주가 상승'의 매커니즘

## 순수지주회사와 주력자회사의 주가 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

## Strategy - 1) 순수지주회사

- 국내 주식시장에서 순수지주회사의 적정가치는 NAV 합에 대한 과거 평균 할인율 수준으로 해석
- 원론적으로 주식으로서 순수지주회사의 매수 시점은 주력 자회사 대비 Outperform이 기대되는 국면
- 과거 평균 할인율 대비 스프레드 확대 국면에서 매수, 축소 국면에서 매도로 대응하는 것도 같은 맥락
- 할인율 적용에 대한 정당성 여부 논란은 끊이지 않고 있으나 핵심은 할인율의 축소 가능 여부
- 현재는 규제에 의해 지주회사가 가진 이중 사업 포트폴리오 효과 퇴색되며 할인율 추가 확대

### 주요 NAV 할인 요인

할인 요인	내용
구조적 후순위성	지주회사의 현금흐름인 자회사로부터의 배당은 자회사의 채권자, 우선주 주주에 비해 후순위 (순수지주회사는 그 자회사보다 대개 낮은 신용등급을 부여 받음)
유동성 결여	대주주의 높은 지분율로 유가증권의 유동성 결여
대리인 비용	경영진이 회사의 이익이 아닌 지배주주 일가의 지배권을 유지하는 등 개인적 이익 추구 반면 그 비용은 지분비율로 주주가 부담
자원배분 왜곡	우량 자회사로부터의 배당으로 신사업 설립 및 부실 자회사 지원 우려
포트폴리오 이론	지주회사는 투자자의 기호에 맞는 우량 자회사들만 선별해 투자 불가
터널링	지배주주의 이익을 위해 비효율적인 부당 내부거래를 통한 부의 이전
더블카운팅	지주회사와 자회사가 동시 상장된 경우, 시가총액 중복 계상

자료: 메리츠증권리서치센터

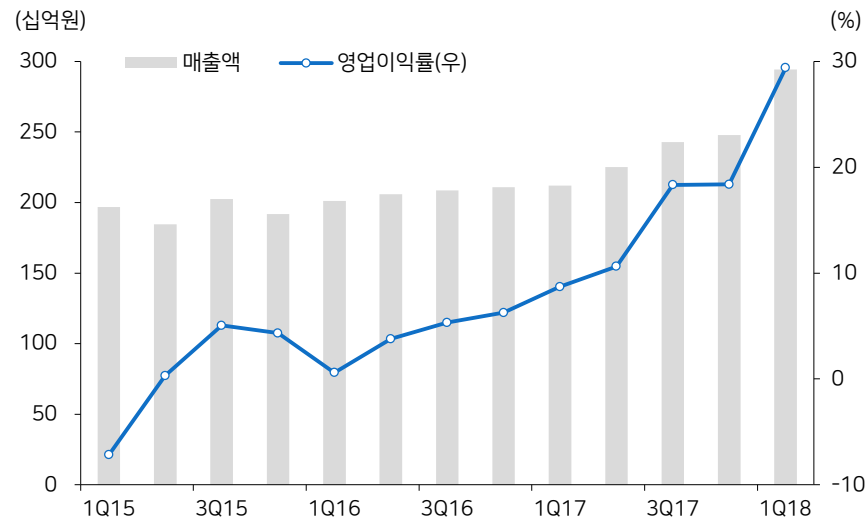
# 비상장 자회사의 시차

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 18  
지주\_Event Driven

## Strategy - 2) Hidden Value

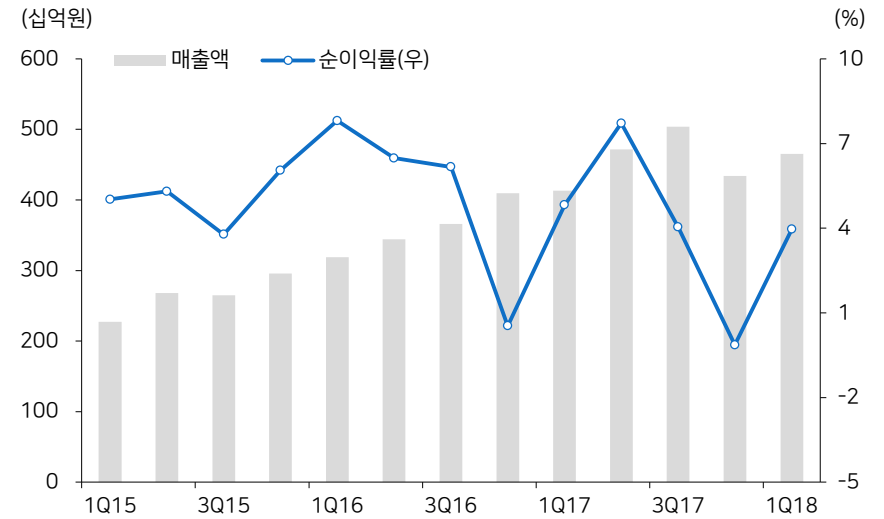
- 지주회사가 보유하고 있는 주력 자회사의 경우 대부분 주식시장에 상장 → 가치 변화 즉각 반영
- 반면 지주회사가 영위하고 있는 자체사업, 비상장 자회사 가치의 경우 단기적인 Mispricing 가능
- 일시적 가치 괴리에 의한 투자 기회는 인정하나, NAV 할인율을 본질적으로 축소시키기엔 한계가 존재
- 또한 비상장 자회사에 대한 자의적 가치 평가는 시장의 전반적 동의를 얻기까지 상당 기간 필요

### SK실트론 실적 추이



자료: SK실트론, 메리츠증권증권 리서치센터

### CJ올리브네트웍스 실적 추이

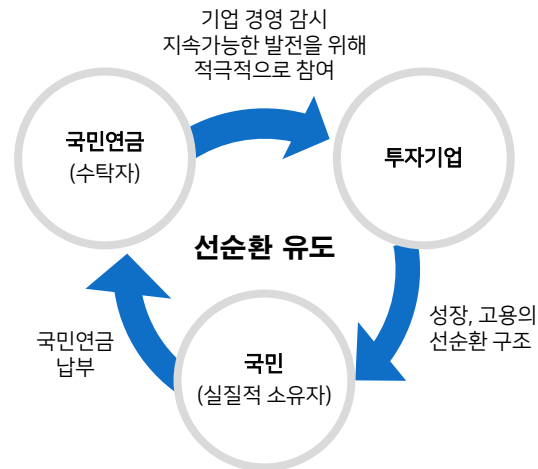


자료: CJ, 메리츠증권증권 리서치센터

## Strategy – 3) Event Driven

- '18년은 현 정부가 예고한 재벌개혁 정책이 본격적으로 시행되는 시기
- 기업집단의 지배력 남용을 견제하고 공정거래 환경 조성을 목적으로 3가지 방향으로 진행 중
  - 1) 기업 총수가 낮은 지분율로 대기업 계열에 막대한 영향력을 행사하는 것을 견제
  - 2) 담합이나 일감몰아주기를 막고 경제범죄에 대한 처벌 강화
  - 3) 기관 및 소액주주 영향력 강화로 경영자 도덕적 해이 방지(스튜어드십코드, 전자투표제 등)

## 신정부의 Big Picture : 2018년부터 본격적으로 시행중인 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: 메리츠증권리서치센터

## Strategy – 3) Event Driven

- 신 정부 재벌개혁 정책은 공정거래위원회가 주도 → 행정, 사법, 입법권 모두를 갖춘 독립규제위원회
- 공정거래법상 수단적 제약을 극복할 수 있도록 법무부, 금융위 등 타 부처와의 긴밀한 공조체제 구축
- (공정위) 공정거래법 개편 예고 + (법무부) 상법 개정 검토 + (금융위) 금융그룹통합감독시스템 도입
- 하반기 재계 1, 2위인 삼성그룹과 현대차그룹의 순환출자 및 금산분리 해소 작업 본격화 기대
- 가치주가 아닌 모멘텀 주식으로의 지주회사 관련 투자 기회 발굴에 투자자들의 관심 집중 예상

## 정부 부처간 동시다발적으로 진행중인 재벌개혁 정책

국민을 위한 재벌 개혁, 경제정의 입법 실현으로 경제 투명성, 기업 경쟁력 강화			
공정거래위원회	대기업 집단 경제력 남용 방지	대기업-중소기업 간 공정한 거래기반 조성	<b>기업지배구조 개선을 위한 상법 개정 적극 추진, 경제정의 입법</b> <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>
공정거래위원회	<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% → (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>▪ 인력시설 공동 이용 등을 위한 중소기업의 공동 행위 허용</li> <li>▪ 최저임금 인상에 따른 중상공인 부담 완화를 위한 제도시행 점검, 독려</li> </ul>	<b>금융위</b>
			<b>금융위원회</b>
공정거래위원회	<b>대기업-중소기업 간 공정한 거래기반 조성</b> <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>대기업-중소기업 간 공정한 거래기반 조성</b> <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>금융위</b>
			<b>금융위원회</b>

자료: 메리츠증권 리서치센터



메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈

# 18

지주

## Part II

[삼성그룹]

선택이 아닌 필수

- 향후 지배구조 변화에 따른 가장 큰 변화가 예고되는 기업 집단은 단연 삼성그룹
- 당사는 지난 4월 2일, ‘기업 지배구조 시리즈 1편’을 통해 삼성그룹 지배구조 변화 시나리오를 제시
- 주 내용은 삼성바이오로직스를 활용해 금산분리를 끊고, 삼성물산 중심의 지배구조를 확립 한다는 것
- 지난 2달 간의 삼성그룹의 변화, 정부의 발언, 언론 보도 등을 참고해 시나리오 재점검

[illegible]

Meritz Research 18

# 순환출자 해소 작업 시작

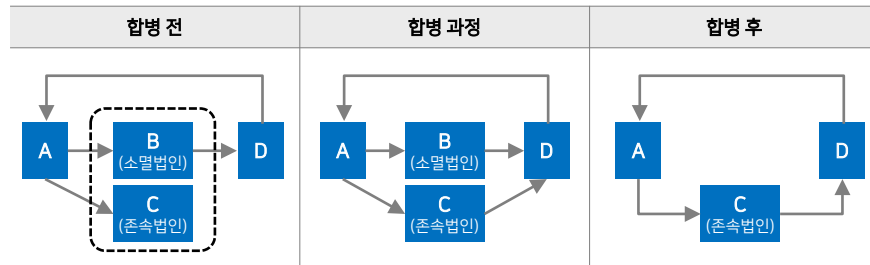
메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 18  
지주 Event Driven

## 삼성그룹 - 2달간의 변화

- 4월 10일 → SDI 보유 물산 지분 2.13% 처분 → 삼성그룹 순환출자 고리 4개로 축소
- '18년 8월 26일까지 매각이 강제되던 상황에서 정부 요구에 선제적으로 대응
- 지배구조 변화를 요구하는 정부의 압박과 오너가 부재한 현실적 상황을 고려한 최선의 선택
- 즉, 삼성그룹의 지배구조 변화는 선택사항이 아닌 강제사항에서 출발

## 합병 관련 신규 순환출자 금지 법 집행 가이드라인 변경 내용

기존 순환출자 고리 내 소멸법인과 고리 밖 존속법인이 합병하는 경우



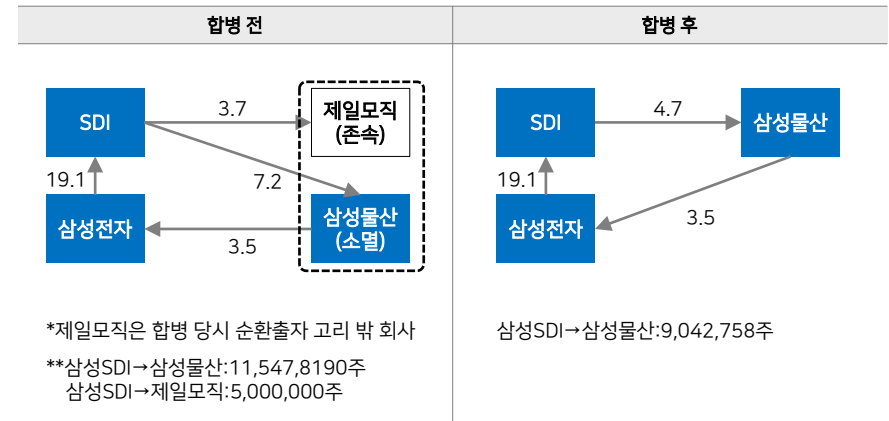
(기존) 순환출자 강화 → (개정) 순환출자 형성

### 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, 메리츠증권리서치센터

## 제일모직과 삼성물산 합병 사례



\*제일모직은 합병 당시 순환출자 고리 밖 회사

\*\*삼성SDI→삼성물산: 11,547,8190주  
삼성SDI→제일모직: 5,000,000주

자료: 공정위, 메리츠증권리서치센터

# 보호예수 설정의 의미

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 18  
지주\_ Event Driven

## 삼성그룹 - 2달간의 변화

- SDI 보유 물량 처분과 동시에 화재-전기가 보유하고 있는 물산 지분에 대해 90일 보호예수 설정
- 투자자 보호가 표면적 이유이나, 공정위의 상반기 내 지배구조 개편 요구에 대한 답변도 자연스레 연기
- 현행법상 물산이 전자 지분을 추가 취득하는 경우 공정거래법(∴ 기존 순환출자 강화)에 위반되기 때문
- 보호예수가 풀리는 7월 중순 이후 블록딜 등을 통해 순환출자 해소 작업 마무리 예상

## 삼성그룹 순환출자 현황

### 삼현재 순환출자 현황 (%)

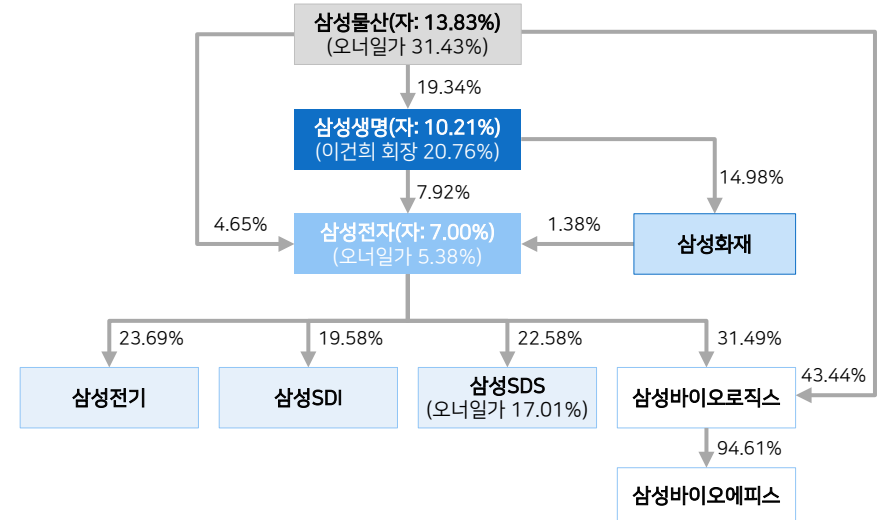
- ① 삼성물산 19.3 → 삼성생명 15.0 → 삼성화재 1.4 → 삼성물산
- ② 삼성물산 19.3 → 삼성생명 7.9 → 삼성전자 23.6 → 삼성전기 2.6 → 삼성물산
- ③ 삼성물산 19.3 → 삼성생명 14.9 → 삼성화재 1.4 → 삼성전자 23.7 → 삼성전기 2.6 → 삼성물산
- ④ 삼성물산 4.7 → 삼성전자 23.7 → 삼성전기 2.6 → 삼성물산

### 삼성SDI가 삼성물산 주식 처분으로 3개의 순환출자 고리 해소

- ① 삼성물산 → 삼성생명 → 삼성전자 → SDI → 삼성물산
- ② 삼성물산 → 삼성생명 → 삼성화재 → 삼성전자 → SDI → 삼성물산
- ③ 삼성물산 → 삼성전자 → SDI → 삼성물산

자료: Dart, 메리츠증권증권 리서치센터

## 순환출자 해소 후 삼성그룹 요약 지배구조



자료: Dart, 메리츠증권증권 리서치센터

## 전자지분 일부 매각

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 18  
지주 Event Driven

### 삼성그룹 - 2달간의 변화

- 5월 30일 → 생명과 화재가 각각 보유하고 있는 전자지분 0.36%, 0.06% 처분
- 금산법 24조 → 대기업 계열 금융사들(생명, 화재)은 비금융회사(전자) 지분 10% 초과 보유 금지
- 생명(8.27%)·화재(1.45%) 보유 지분 9.72%에 불과하나, 전자 자사주(7.0%) 소각 가정시 10.45%로 증가
- 본격적인 금산분리 해소 작업이 아닌 관련 법안 충족을 위한 선제적 대응의 성격으로 해석

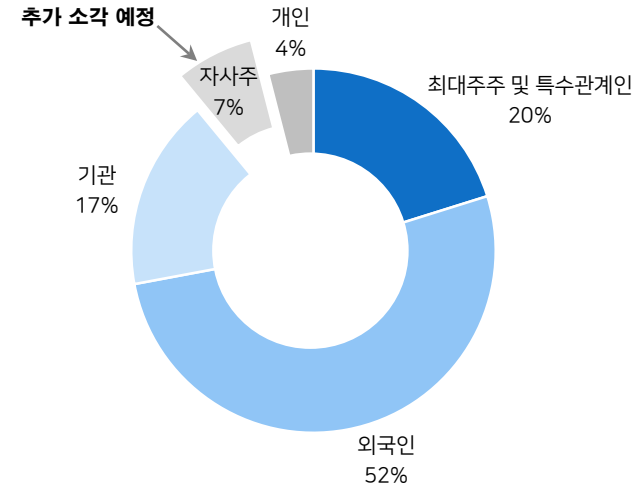
### 금융산업의 구조개선에 관한 법률(금산법) 24조 내용

#### 다른 회사의 주식소유한도

- ① 금융기관 및 그 금융기관과 같은 기업집단에 속하는 금융기관은 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 행위를 하려면 대통령령으로 정하는 기준에 따라 미리 금융위원회의 승인을 받아야 한다.
1. 다른 회사의 의결권 있는 발행주식 총수의 100분의 20 이상을 소유하게 되는 경우
  2. 다른 회사의 의결권 있는 발행주식 총수의 100분의 5 이상을 소유하고 동일계열 금융기관이나 동일계열 금융기관이 속하는 기업집단이 그 회사를 사실상 지배하는 것으로 인정되는 경우로서 대통령령으로 정하는 경우
  3. 다른 회사의 의결권 있는 발행주식 총수의 100분의 10 이상을 소유하고 동일계열 금융기관이나 동일계열 금융기관이 속하는 기업집단이 그 회사를 사실상 지배하는 것으로 인정되는 경우로서 대통령령으로 정하는 경우
  4. 다른 회사의 의결권 있는 발행주식 총수의 100분의 15 이상을 소유하고 동일계열 금융기관이나 동일계열 금융기관이 속하는 기업집단이 그 회사를 사실상 지배하는 것으로 인정되는 경우로서 대통령령으로 정하는 경우

자료: 국가법령정보센터, 메리츠증권리서치센터

### 연내 삼성전자 자사주 7% 소각 예정



주: 2018년 3월말 기준  
자료: Dart, 메리츠증권리서치센터

# 지배권 영향 無

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 18  
지주\_ Event Driven

## 삼성그룹 - 2달간의 변화

- 전자 지분 매각으로 그룹 내 전자에 대한 지분율은 19.84%에서 19.42%로 감소
- 주력 자회사 지분을 외부 매각할 수 있었던 배경은 공정거래법상 제한 받고 있는 의결권 때문
- 공정거래법 11조에 근거해 전자에 대한 실질적 지배권은 표면 지분율과 달리 15% 수준
- 같은 이유로 생명 및 화재가 보유하고 있는 전자 지분의 추가 외부 매각 가능성도 존재
- 1) 자사주 소각, 2) 지배권 15% 유지 조건 하에 외부로 매각할 수 있는 최대 지분은 단순 계산시 5.9%

## 공정거래법 11조 내용

### 금융회사 또는 보험회사의 의결권 제한 中

상호출자제한기업집단에 속하는 회사로서 금융업 또는 보험업을 영위하는 회사는 취득 또는 소유하고 있는 국내계열회사주식에 대하여 의결권을 행사할 수 없다. 다만, 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 경우에는 그러하지 아니하다.

...

3. 당해 국내 계열회사(상장법인에 한한다)의 주주총회에서 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 사항을 결의하는 경우. 이 경우 그 계열회사의 주식중 의결권을 행사할 수 있는 주식의 수는 그 계열회사에 대하여 특수관계인중 대통령령이 정하는 자를 제외한 자가 행사할 수 있는 주식수를 합하여 그 계열회사 발행주식총수의 100분의 15를 초과할 수 없다.

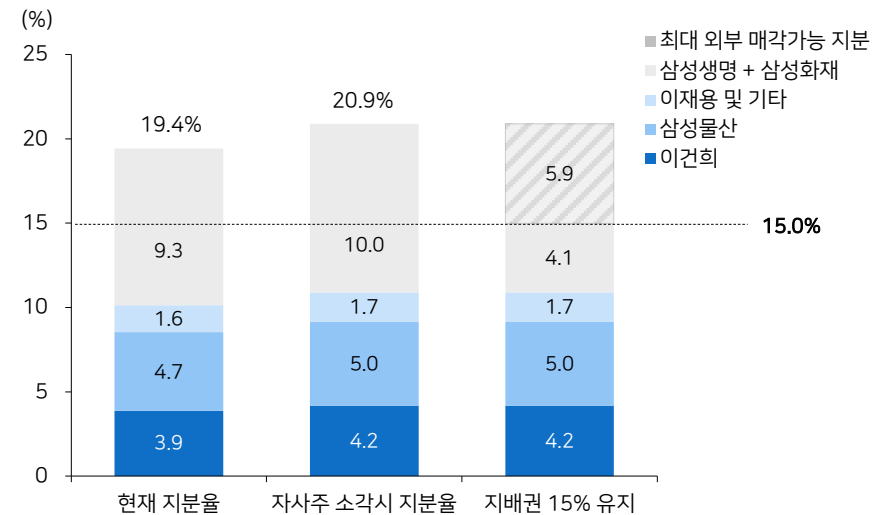
가. 임원의 선임 또는 해임

나. 정관 변경

다. 그 계열회사의 다른 회사로의 합병, 영업의 전부 또는 주요부분의 다른 회사로의 양도

자료: 국가법령정보센터, 메리츠증권리서치센터

## 삼성전자 지분율과 지배권

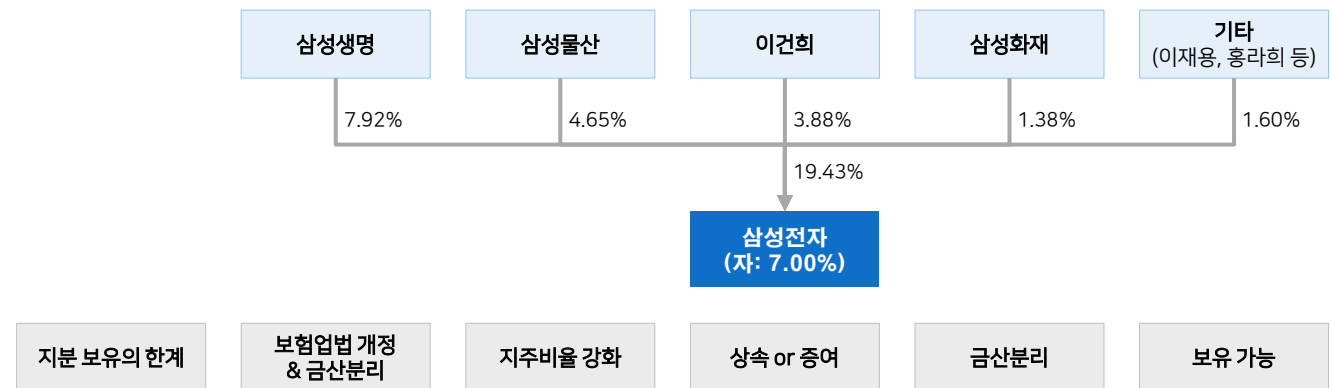


자료: Dart, 메리츠증권리서치센터

## 삼성그룹 - 변화의 전제조건

- 현재 삼성그룹 지배구조의 중심축은 '오너-물산-생명-전자-기타 계열사' 구조
- 앞으로 전개될 삼성그룹 지배구조 변화의 대전제는 크게 3가지
- 1) 전자에 대한 지배권 유지, 2) 대주주와 소액주주 Win-Win 방안, 3) 강화되는 법 개정 대응
- 전자의 지주사 전환 검토 백지화 결정도 소액주주와 관련된 노이즈를 최소화 하기 위함으로 해석
- 순환출자 고리의 경우 7월 이후 빠르게 해소될 가능성이 높다는 점에서 결국 금산분리가 핵심

## 흔들리는 삼성전자 지배력



자료: Dart, 메리츠증권증권 리서치센터

# 변화를 강제하는 보험업법

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 18  
지주\_ Event Driven

## 삼성그룹 - 보험업법

- 보험업법(= 삼성생명법) 개정안 통과시 생명 보유 전자 지분 대부분 매각 불가피
- 생명의 금융지주사 전환 가능성은 과거 전자와 물산의 지주회사 전환 가정하에 나왔던 시나리오
- 현재로선 생명의 지주사 전환의 실익이 없으며, 지주사 전환 여부와 보험업법 개정도 별개의 이슈
- 또한 금융회사 분할 과정에서 야기되는 자본 감소도 생명의 자본 적정성 및 안정성을 훼손시킬 요인

## 보험업법 개정안 제106조 발의 내용

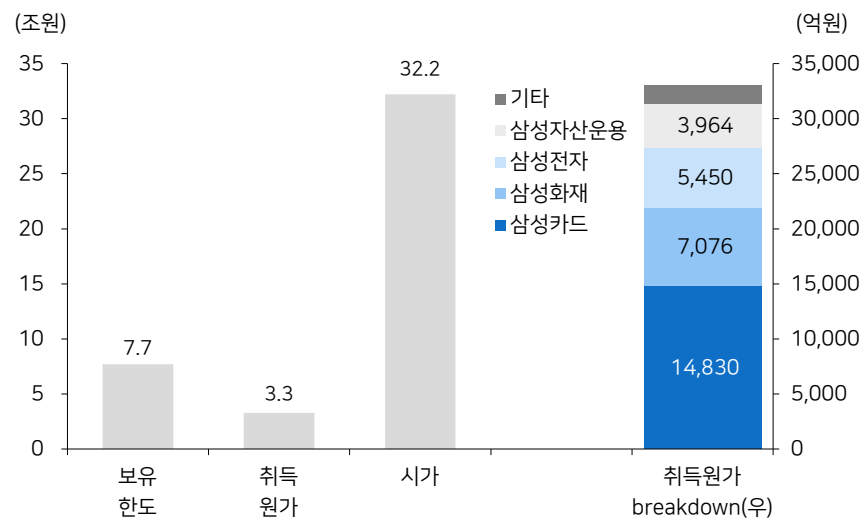
### 자산운용의 방법 및 비율 中

**개정안 발의내용** (신설) 자산운용비율을 산정하기 위한 총자산, 자기자본, 채권 및 주식 소유의 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 더불어민주당당 이종걸 의원 발의  
자료: 의안정보시스템, 메리츠증권증권 리서치센터

## 삼성생명 자산운용 한도 및 주요 계열사 지분 금액



주: 시가는 '18.6.11 기준  
자료: Dart, 메리츠증권증권 리서치센터



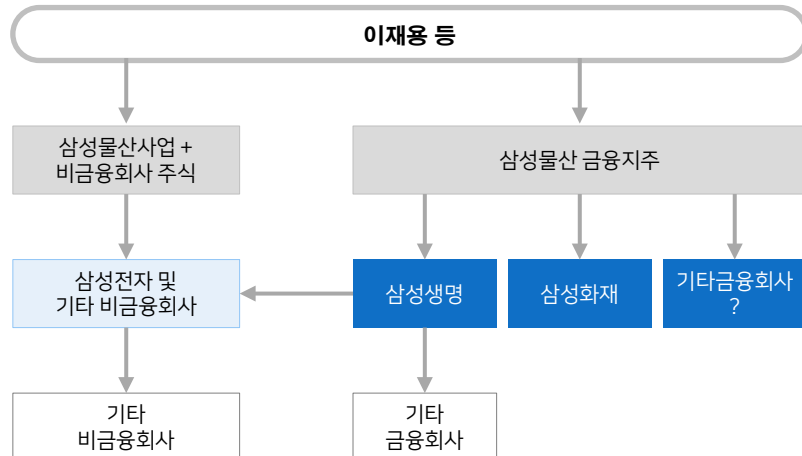
## 공정위원장이 제시했던 시나리오

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 18  
지주\_ Event Driven

### 삼성그룹 - 경제개혁연대

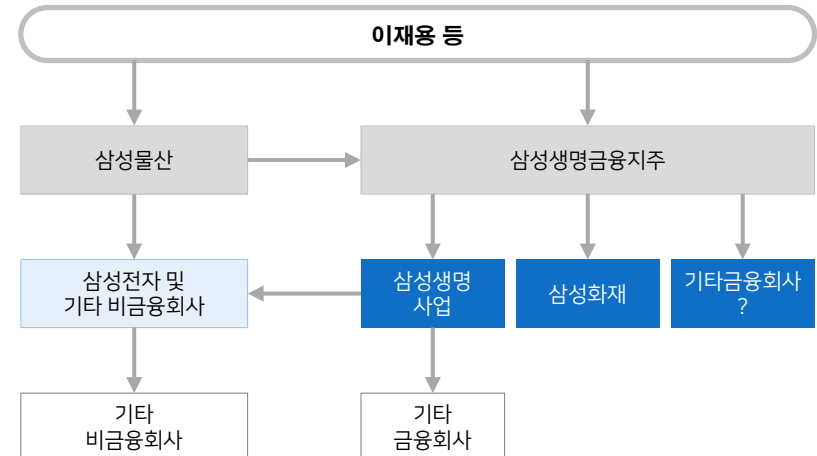
- 김상조 공정위원장, 삼성 지배구조 향방과 관련해 경제개혁연대 소장 시절 작성한 레포트 언급
- 1단계) 삼성생명을 중심으로 한 금융부분의 금융지주회사 설립(물산 인적분할 or 생명 인적분할),  
2단계) 삼성전자를 중심으로 한 비금융계열사들의 일반지주회사 설립,  
3단계) 중간금융지주회사제도 허용시 상기 2개의 지주회사를 수직으로 연결해 최종지주회사 설립
- 1) 전자 지주사 전환 계획 철회, 2) 중간금융지주 법안 미발의 등을 고려시 실현 가능성 낮은 시나리오

#### Case1) 물산금융지주회사 설립 이후 출자구조



자료: 경제개혁연대, 메리츠증권증권 리서치센터

#### Case2) 생명금융지주회사 설립 이후 출자구조



자료: 경제개혁연대, 메리츠증권증권 리서치센터

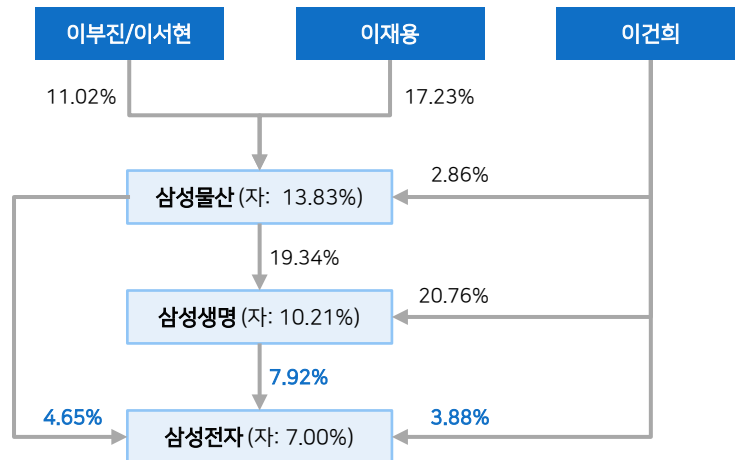
# 물산에 대한 합리적 의심

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 18  
지주\_ Event Driven

## 삼성그룹 - 삼성물산

- 언론과 주식시장에서 가장 많이 언급되는 시나리오는 여전히 물산의 전자 지분 인수 가능성
- 1) 오너 3세 지분을 집중 + 2) 지배구조 최상단 위치 + 3) 비 영업용 자산 처분 및 현금 확보 노력 지속
- 현재 물산의 운전자본을 제외한 가용 현금 규모는 약 2조원으로 추정
- 서초사옥 매각익, 한화종합화학 지분 처분익, 추가 차입 등을 감안시 5~6조원 수준으로 확대

## 오너 중심의 삼성그룹 지배구조 요약



자료: Dart, 메리츠증권증권 리서치센터

## 삼성물산 사업부 축소 및 비 영업용 자산 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
2018.04.26	한화종합화학 지분 20.05% 매각 우선협상대상자로 베인 캐피탈 선정 딜 세부 조건 조율한 뒤 조만간 주식매매계약 체결할 예정

자료: 언론자료, 메리츠증권증권 리서치센터

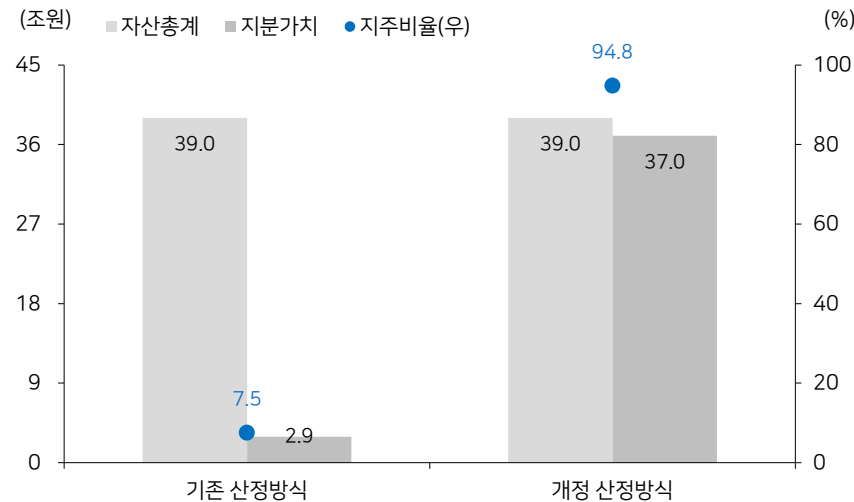
# 지주비율 강화의 영향

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 18  
지주\_Event Driven

## 삼성그룹 - 삼성물산

- 그룹 지배구조 정점에 있는 삼성물산의 지주비율은 현행법상 7.5%
- 문제는 지주비율 강화 법안이 통과될 경우 94.8%로 상승하며 강제 지주회사 전환
- 현재 삼성물산의 유일한 자회사는 삼성바이오로직스 → 취득가액 0.5조원 Vs. 공정가액 12조원
- 반면 삼성전자의 경우 현재 지주비율 산정 과정에 불포함 (∴ 자회사가 아닌 계열회사)

## 지주비율 산정 기준 변경시 삼성물산 강제 지주 전환



주: 지분가치는 '18.6.11 기준  
자료: Dart, 메리츠증권증권 리서치센터

## 삼성물산이 보유하고 있는 주요 계열사 지분의 공정가치

	종가 (원)	보유주식수 (주)	지분율 (%)	공정가 (십억원)
삼성전자	49,900	298,818,100	4.65%	14,911
삼성바이오로직스	420,000	28,742,466	43.44%	12,072
삼성생명	103,500	38,688,000	19.34%	4,004
삼성SDS	230,000	13,215,822	17.08%	3,040
삼성엔지니어링	16,850	13,668,989	6.97%	230
삼성중공업	7,530	486,698	0.12%	4
상장 계열회사 주식 공정가치 합				34,261

주: 종가는 '18.6.11 기준  
자료: Dart, 메리츠증권증권 리서치센터

# 물산의 지주회사 전환은 불가능

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 18  
지주\_Event Driven

## 삼성그룹 - 삼성물산

- 삼성물산의 지주회사 전환을 가정시 야기되는 리스크는 크게 2가지
- 1) 자회사 행위요건 충족 → 삼성전자 자회사 의무 보유 지분을 확보를 위해서는 50조원 이상 필요
- 2) 일반 지주회사 금융회사 보유 금지 → 지주회사 전환 후 2년 내 생명, 화재, 증권 등 매각 이슈 발생

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

### 지주회사 등의 행위제한 중

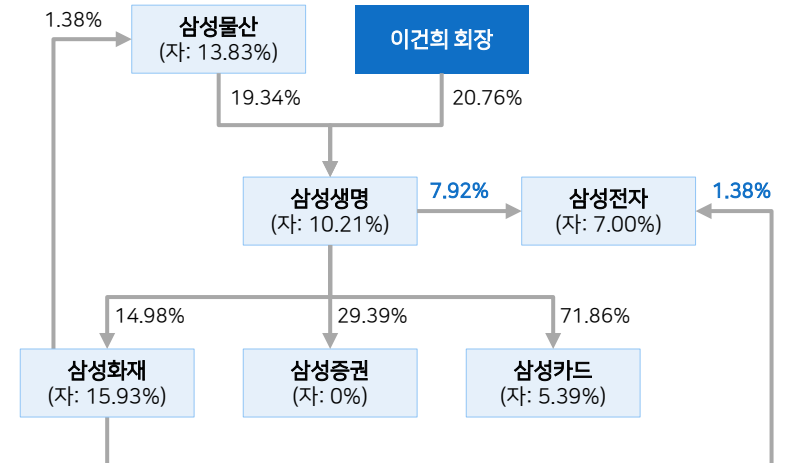
**현행** 자회사의 주식을 그 자회사 발행주식총수의 100분의 40 [자회사가 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」에 따른 주권상장법인인 경우, 주식 소유의 분산요건 등 상장요건이 같은 법에 따른 증권시장으로서 대통령령으로 정하는 국내 증권시장의 상장요건에 상당하는 것으로 공정거래위원회가 고시하는 국외 증권 거래소에 상장된 법인인 경우, 공동출자법인인 경우 또는 벤처지주회사의 자회사인 경우에는 100분의 20으로 한다.

### 지주회사 등의 행위제한 중

**현행** 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, 메리츠증권리서치센터

## 삼성그룹 금융 계열사 지배구조 현황



자료: Dart, 메리츠증권리서치센터

## 지배구조 개편의 Hidden card

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 18  
지주 Event Driven

### 삼성그룹 - 삼성바이오로직스

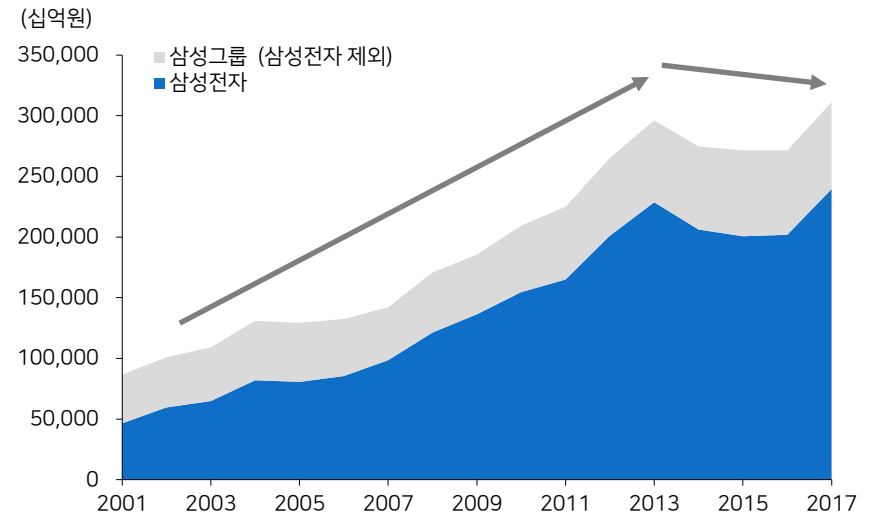
- 당사는 물산 지주 전환을 방지하며 금산분리를 해소할 수 있었던 방안 중 하나로 삼바로 활용안 제시
- 물산의 삼바로 매각은 2가지 의미를 보유 → 1) 물산 지주비율 하락, 2) 전자 지분 매입 대금 확보
- 대규모 오버행 이슈 발생은 불가피하나 삼성 역시 딱히 다른 방안을 제시하기 어려웠던 상황
- 당사는 관련 노이즈 최소화를 위해 전자가 일부 or 전량 인수할 것으로 예상
- 전자 역시 그룹 전반적인 외형성장 속도가 둔화되는 상황에서 새로운 먹거리가 필요하기 때문

### 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, 메리츠증권증권 리서치센터

### 삼성전자와 삼성그룹 장기 매출 성장은 둔화되는 추세



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

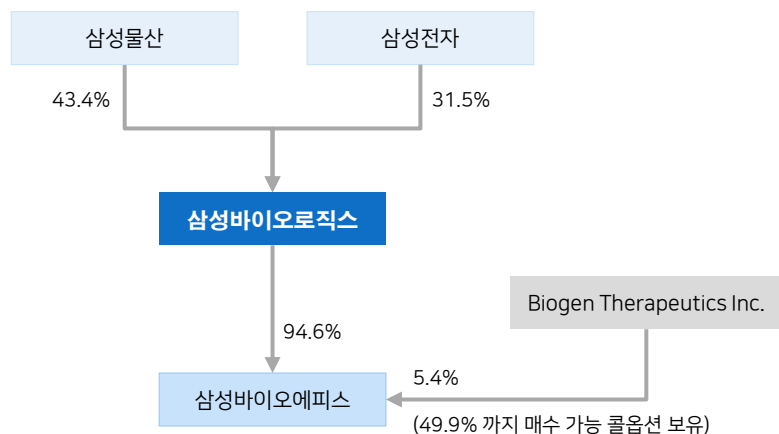
# 삼성바이오로직스 분식회계 논란

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 18  
지주\_ Event Driven

## 삼성그룹 - 삼성바이오로직스

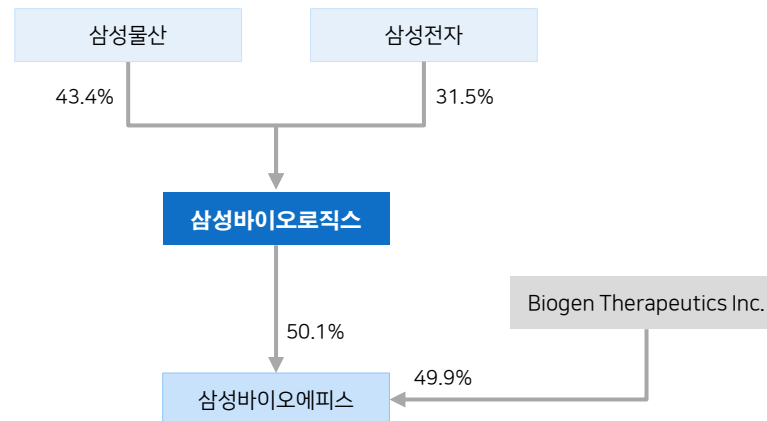
- 지난 5월 1일 금감원, 삼성바이오로직스 회계 처리 기준 위반으로 잠정 결론
- 쟁점의 핵심은 삼바로가 상장되기 전 '15년 말 삼성바이오에피스 관련 회계 처리의 적정성 여부
- 바이오젠 콜옵션 행사 가능성에 대비해 종속회사에서 관계회사로 변경 → 2.7조원의 평가차익 발생
- 결론을 예단하기 어려우나 삼성그룹 입장에선 지배구조 과정에서의 삼바로 카드를 잃어버린 격

## 현재 삼성바이오로직스 및 삼성바이오에피스 지분구조



자료: Dart, 메리츠증권증권 리서치센터

## 바이오젠 콜옵션 행사 후 예상 지배구조



자료: Dart, Biogen, 메리츠증권증권 리서치센터

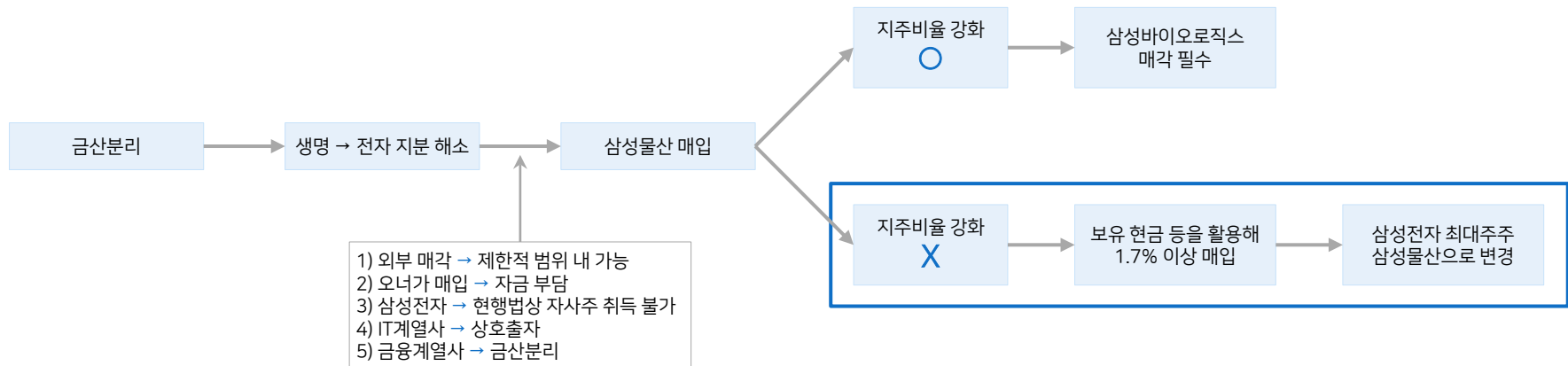
## 정부와 삼성간의 합의 필요

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 18  
지주\_ Event Driven

### 삼성그룹 - 결론

- 1) 금산분리 완전 해소, 2) 지주비율 강화 두 조건 모두를 충족시킬 수 있는 방안은 현재로선 부재
- 정부가 원하는 점진적이고 자발적 개편 취지를 감안시 지배권 상실을 가져올 법안 통과 가능성 제한적
- 단, 정부 압박의 취지가 생명이 전자의 최대주주라는 점에서 출발한 만큼 관련 논란 해소는 필요
- 우선적으로 물산이 보유한 현금 등을 활용해 1.7% 이상의 생명 보유 전자 지분 매입 예상
- 1.7% 매입을 가정시 전자의 최대주주는 기존 생명(7.92% → 6.22%)에서 물산(4.65% → 6.35%)으로 변경

### 삼성그룹 지배구조 개편 예상 시나리오



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## [Appendix] 삼성그룹 변화 History I

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 18  
지주\_ Event Driven

### 삼성그룹 - 변화의 Implication

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

### 2013~2018년 삼성그룹 주요 지배구조 변화 - 회사 합병 및 매각 / 상장 추진

2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>2013. 9. 27</b> 2013. 12. 17 삼성SDS, 삼성SNS 흡수합병	<b>2014. 3. 31</b> 2014. 7. 1 삼성SDI, 제일모직 흡수합병  <b>2014. 4. 2</b> 2014. 6. 1 삼성중합화학, 삼성석유화학 흡수합병  <b>2014. 5. 8</b> 2014. 11. 14 삼성SDS, 상장 발표  <b>2014. 6. 3</b> 2014. 12. 18 삼성에버랜드, 상장 발표  <b>2014. 9. 1</b> 2014. 12. 1 삼성중공업, 삼성엔지니어링 흡수합병  <b>2014. 11. 19</b> 2014. 11. 19 삼성중공업, 삼성엔지니어링 합병 무산  <b>2014. 11. 26</b> 2015년 상반기 중 삼성테크윈, 삼성탈레스, 삼성중합화학, 삼성토탈 한화그룹에 1.9조원 매각	<b>2015. 5. 26</b> 2015. 9. 1 제일모직, 삼성물산 흡수합병 및 상호변경(삼성물산)  <b>2015. 10. 30</b> 2016. 2. 29 삼성정밀화학, 롯데케미칼에 4,650억원 매각  <b>2015. 11. 13</b> 2016. 2. 1 삼성SDI, 케미칼 사업부문 분할하여 롯데케미칼에 1조원 매각	<b>2016. 8. 12</b> 2016. 11. 10 삼성바이오로직스, 상장 발표  <b>2016. 9. 12</b> 2017. 11. 1 삼성전자, 프린팅 솔루션 사업부 HP에 매각	<b>2017. 2. 17</b> 2017. 3. 11 삼성전자, 하만 인수합병	

공시일	합병 및 매각일
	내용
발표일	상장일 및 예정일
	내용

자료: Dart, 메리츠증권증권 리서치센터



## [Appendix] 삼성그룹 변화 History II

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 18  
지주 Event Driven

### 2013~2018년 삼성그룹 주요 지배구조 변화 - 계열사 주식 변동

2013		2014		2015		2016		2017		2018	
2013. 12. 13	2013. 12. 13	2014. 4. 22	2014. 4. 22			2016. 1. 28	2016. 4. 28	2017. 1.24	2017.4.24	2018. 1.31	2018.5.16
삼성생명, 삼성전자 제외 계열사 보유 카드 주식 전량 취득 (지분율 28.02% → 34.41%)		삼성생명, 삼성카드 보유 삼성화재 지분 0.63% 전량 인수				삼성전자, 자사주 1.58% 소각 결정		삼성전자, 자사주 0.8% 소각 결정		삼성전자, 50:1 주식 액면분할 결정	
삼성물산, 삼성SDI 보유 삼성엔지니어링 지분 5.09% 취득 (지분율 7.81%)		2014. 4. 22	2014. 4. 23			2016. 1. 28	2016. 1. 28	2017. 4. 27	2017. 7. 27	2018. 4.10	2018.4.11
		삼성전기 등 4개 계열사 보유 삼성생명 지분 외부 매각				삼성생명, 삼성전자 보유 삼성카드 지분 37.45% 취득		삼성전자, 자사주 0.7% 소각 결정		삼성SDI, 삼성물산 지분 2.11% 처분	
		2014. 5. 9	2014년 3분기 중			2016. 2. 25	2016. 2. 26	2017. 4. 27	2017. 5. 2	2018. 5. 30	2018. 5. 31
		삼성생명, 삼성자산운용 지분 100% 인수 발표				삼성SDI, 삼성물산 지분 2.61% 처분		삼성전자, 자사주 13.3% 소각 결정		삼성생명, 삼성전자 지분 0.36% 처분	
		2014. 5. 9	2014년 5월 중			2016. 8. 18	2016. 8. 18	2017. 7.27	2017.10.27	2018. 5. 30	2018. 5. 31
		삼성증권, 삼성선물 지분 100% 인수 발표				삼성생명, 삼성화재 보유 삼성증권 지분 8.02% 취득		삼성전자, 자사주 0.6% 소각 결정		삼성화재, 삼성전자 지분 0.06% 처분	
		2014. 6. 3	2014. 6. 3					2017. 10.31	2018.1.31		
		삼성전자, 삼성SDI 자사주 4.8% 전량 취득 삼성전자, 제일모직 자사주 3.95% 전량 취득 삼성전자, 삼성카드 보유 제일모직 지분 4.67% 전량 취득						삼성전자, 자사주 0.6% 소각 결정			
		2014. 6. 13	2014. 6. 16								
		삼성생명, 삼성화재 자사주 4% 취득 삼성화재, 삼성생명 보유 삼성물산 주식 4.79% 전량 취득									
		2014. 10. 30	2014. 12. 15								
		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)									
										공시일	변동일
										변동 내용	

자료: Dart, 메리츠증권증권 리서치센터



메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈

# 18

지주

## Part III

[현대차그룹]

과정은 달라도 목적은 동일

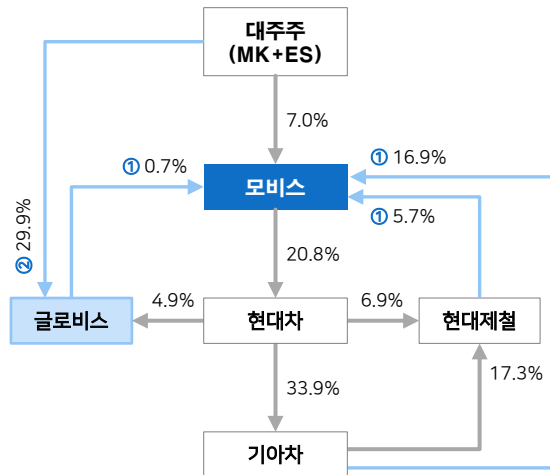
# 지배구조 개편 공식화

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 18  
지주 Event Driven

## 현대차 - Intro

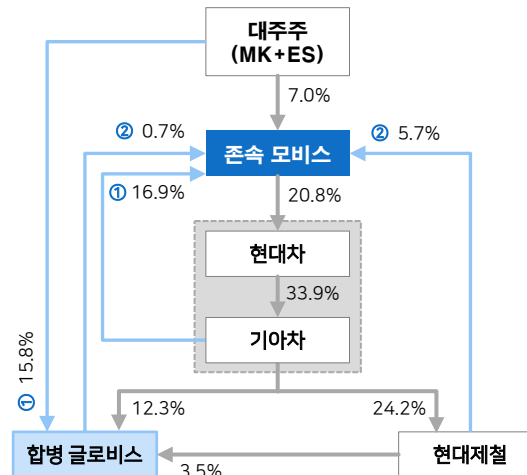
- 3월 28일, 현대차그룹 순환출자 고리 해소 위한 지배구조 개편안을 발표
- 지난 '07년 처음으로 순환출자 문제가 부각된 이후 11년 만의 결정
- 공정위원장이 대표적인 순환출자 관련 기업으로 지목한 만큼 정부 요구에 능동적으로 대응
- 주 내용은 우선 1) 모비스를 인적 분할 후 2) 분할 된 모비스의 사업 부문과 글로비스를 합병
- 이후 3) 대주주가 보유한 글로비스 지분과 기아차가 보유한 모비스의 지분 스왑을 통해 순환출자 해소

### 기존 현대차그룹 지분구조



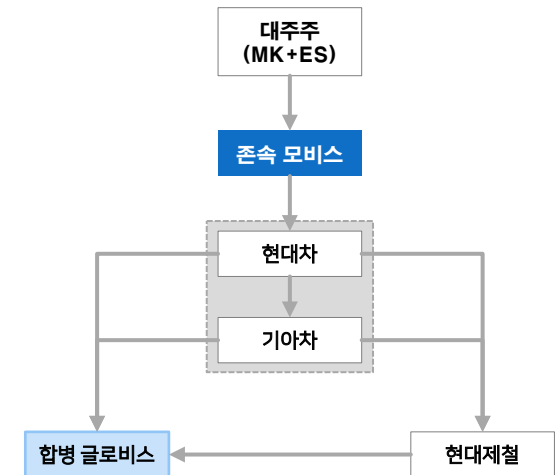
주: 1) 대주주는 현대차 7.5%, 기아차 1.7%, 제철 11.8% 보유  
2) ①은 순환출자해소, ②는 일감몰아주기 논란해소  
자료: 모비스, 글로비스, 메리츠증권증권 리서치센터

### 분할합병 이후의 현대차그룹 지배구조



주: 1) 대주주의 합병글로비스 주식↔기아차의 존속모비스 주식  
2) 대주주는 계열사 보유 존속모비스 주식 추가매입 → 순환출자 및 일감몰아주기 논란 해소  
자료: 모비스, 글로비스, 메리츠증권증권 리서치센터

### 순환출자 해소 후 예상 지배구조



자료: 모비스, 글로비스, 메리츠증권증권 리서치센터

## 분할비율과 합병비율

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 18  
지주\_ Event Driven

### 현대차 - 지배구조개편안 제시

- 모비스의 분할비율은 존속 부문과 사업 부문이 각각 79 : 21 (순자산가치 평가 기준)
- 모비스 분할 부문과 글로비스 간의 합병비율은 1 : 0.6148
- 만약 기존 모비스 주식을 100주 보유했을 경우, 존속 모비스 79주와 합병 글로비스 61주 배정

### 순자산가치에 근거해 분할비율 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
<b>분할비율 (%)</b>	<b>1.0</b>	<b>0.7895305</b>	<b>0.2104695</b>
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, 메리츠증권리서치센터

### 모비스 분할 부문과 글로비스 합병비율 산정

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

자료: 모비스, 글로비스, 메리츠증권리서치센터

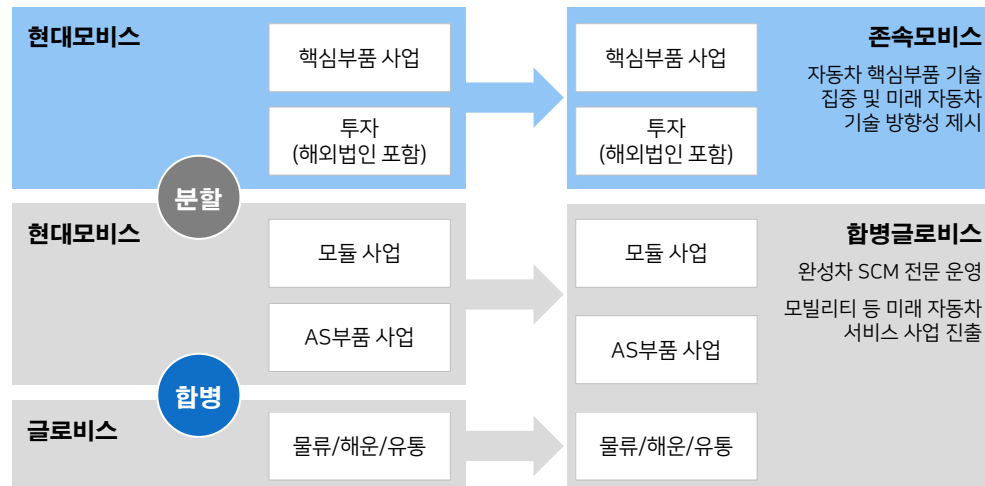
# 문제는 분할비율

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 18  
지주\_ Event Driven

## 현대차 - 지배구조개편안 제시

- 개편안에서 공개된 존속 부문과 분할 부문의 17년 기준 세전이익은 46.5 : 53.5의 비율
- 이는 순자산가치 평가 기준 분할비율 79.0 : 21.0과 큰 차이 존재
- 과거 5년 평균 46%의 세전이익을 기여한 분할부문을 전체 사업가치의 21%로 분할하기로 한 방식
- 높은 이익을 창출해 온 분할부문 가치 산정에 대한 투자자들의 혈값 논쟁 야기

## 모비스 분할 및 글로벌비스 합병 구조



자료: 모비스, 글로벌비스, 메리츠증권증권

## 분할합병 기준 주체 별 손익 현황 (17년 기준)

항목	2017년		
	매출 (조원)	세전이익 (조원)	이익률 (%)
존속 모비스	26.77 <sup>1)</sup>	1.25 <sup>2)</sup>	4.7%
모비스 분할부문	14.01 <sup>1)</sup>	1.44	10.3%
글로벌비스	16.36	0.89	5.4%
합병글로벌비스 <sup>3)</sup>	30.37	2.33	7.7%

1) 모비스 연결매출 35.1조 → 분할 후 합산매출 40.8조  
(차이 5.7조 → 부문간 거래 외부화 1.6조 + 내부거래제거 취소 4.1조)

2) 모비스 연결 세전이익 2.7조 → 분할 후 합산손익 1.3조

3) 단순 합산 기준

자료: 모비스, 글로벌비스, 메리츠증권증권 리서치센터

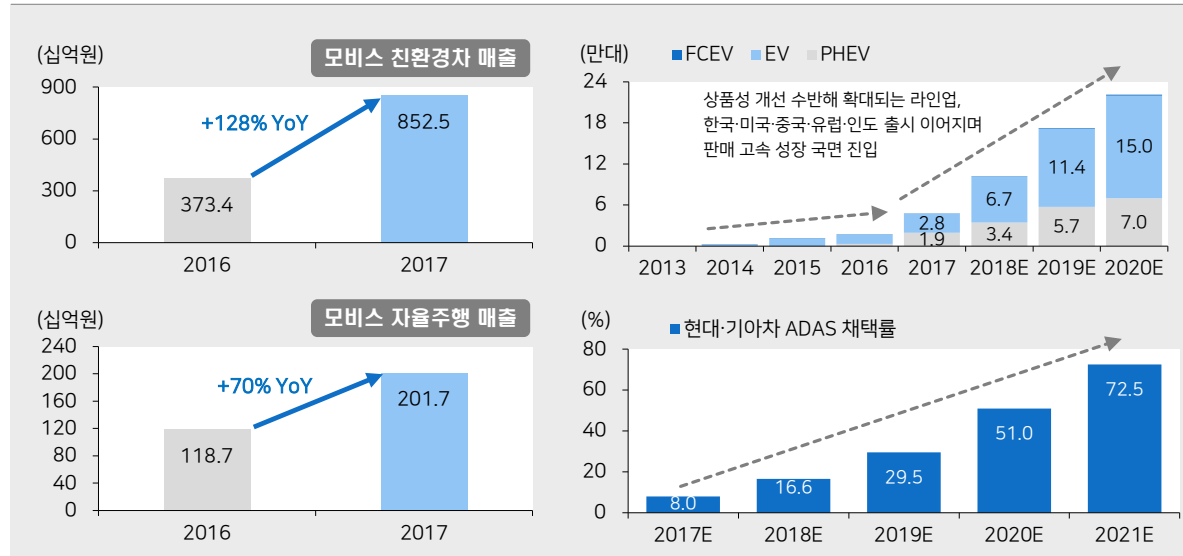
# 주주의 생각과 배치되는 개편안

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 18  
지주 Event Driven

## 현대차 - 지배구조개편안 제시

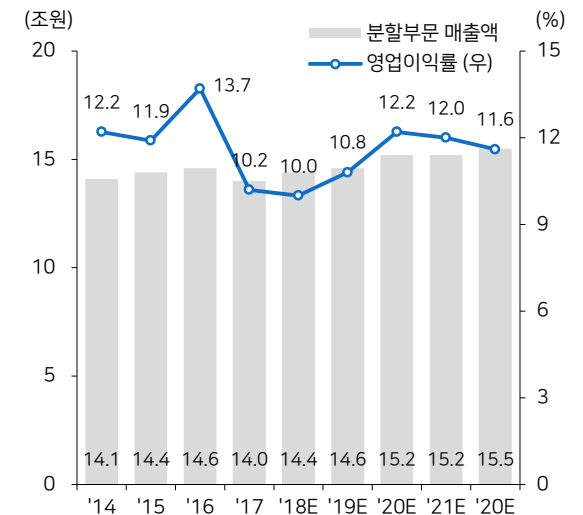
- 지난 14년 이후 현대·기아차 판매부진 지속, 모비스의 부품 사업(모듈 + 핵심부품) 손익 하향세
- 투자자들은 안정적인 판매볼륨과 높은 수익성을 기록해온 모비스의 AS사업에 포커스
- 하지만 부품 사업에 높은 밸류에이션 부여 + 국내 AS와 모듈에 기대보다 낮은 가치산정을 제시
- 이는 주주 입장에서 쉽게 공감할 수 없었던 방식

## 존속 부문의 잠재적 성장성은 자명하나, 아직 낮은 이익기여로 주가 동력으로는 한계



자료: 모비스, 메리츠증권증권 리서치센터

## 시장은 AS의 안정성에 높은 프리미엄 부여



자료: 모비스, 메리츠증권증권 리서치센터

# 대부분의 의결권 자문기관이 개편안 반대의사 표명

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 18  
지주 Event Driven

## 국내외 대부분 의결권 자문기관들, 현대차그룹의 지배구조 개편안이 기존 모비스 주주들에게 불리하다고 판단

자문기관		반대이유
국 내	서스틴베스트	<ul style="list-style-type: none"> <li>분할·합병의 비율과 목적 모두 모비스 주주 관점에서 설득력이 없다고 판단</li> <li>순환출자 해소를 위해 필요한 절차라고 평가하면서도, 합병비율 산정에서 존속부문의 추가수익배율(PER)이 분할부문에 비해 고평가됐다고 주장</li> <li>합병 목적에 대해서도 "합병의 불가피한 이유가 존재하거나, 합병을 통해 기존의 구조에서 기대할 수 없던 큰 효익이 기대된다면 합병을 긍정적으로 볼 여지가 있다"면서도 "그러나 합병은 지배구조 개선에도 영향이 없으며, 합병 이후 합병글로벌비스의 시너지 효과 불분명 하다"고 언급</li> <li>중장기 사업전략에 대해서는 "낙관적인 전망과 목표만 있을 뿐 각 목표에 대한 근거제시가 미흡하다"고 주장</li> </ul>
	대신지배구조연구소	<ul style="list-style-type: none"> <li>분할합병 절차에 문제가 있다고 판단</li> <li>모비스에서 분할되는 사업 부문이 비상장회사로 간주되면서 공정가치를 평가 받지 못한다는 점을 지적</li> <li>분할되는 사업 부문을 시장에 상장해 가치를 제대로 평가 받고 나서 글로벌비스와 합병해야 주주 권익을 높일 수 있다고 의견 제시</li> <li>재상장 후 합병한다면 분할 부문을 비상장 법인화함에 따른 주주의 지위 변화(상장 주주에서 비상장 주주)가 나타나지 않고 밸류에이션(평가가치) 논란을 일으키는 수익가치</li> <li>추정을 따로 할 필요도 없으며 글로벌비스의 최대주주인 총수 일가의 수혜 가능성을 불식하면서 공정하게 합병할 수 있다"고 지적</li> <li>모비스와 현대차의 자사주 소각, 최대주주의 1조원 자금 부담 등의 주주환원 정책에 대해서는 긍정적으로 평가</li> </ul>
	한국기업지배구조원	<ul style="list-style-type: none"> <li>합병 비율보다는 합병 효과에 대해 의문을 제기</li> <li>글로벌비스가 투자부문(해외법인)이 분리되는 모비스와 합병해 시너지가 클지에 대한 의문을 제시. 모비스로 해외 모듈과 AS물류 법인이 넘어가는 형태여서 오히려 역량이 분산되는 역효과가 발생할 수 있다고 판단</li> <li>분할합병을 통해 추구하는 책임경영 논리도 설득력이 미흡하다고 판단</li> </ul>
해 외	ISS	<ul style="list-style-type: none"> <li>거래 조건이 한국 법을 준수하고 있지만, 거래에 따른 결과값이 모비스 주주들에게 불리해 보인다고 지적</li> <li>분할·합병을 포함한 현대차그룹의 지배구조 개편안이 모비스에 대한 가치를 떨어뜨리고 분할·합병에 대한 전략적 이유 역시 불투명하다고 언급</li> <li>지배구조 개편안에 대한 명확한 사업 근거나 시너지도 밝히지 않고 있다고 비판</li> <li>순환출자 구조 문제도 해소할 수 있을지 불명확하다고 분석</li> <li>모비스 분할부문에 대한 수익가치 평가기재가 동종 업계 평균과 비교해보면 낮다는 점에서 문제점이 있다고 언급</li> </ul>
	글래스루이스	<ul style="list-style-type: none"> <li>의심스러운 경영논리에 바탕을 두었을 뿐 아니라 가치평가가 불충분하게 이뤄졌다고 지적</li> <li>분할·합병의 근거가 설득력이 없으며 글로벌비스 주주들에게만 유리한 내용이라고 주장</li> <li>모비스 이사회가 수익성 있는 사업부문과 상당량의 현금을 관련성이 떨어지는 물류업과 합병하려고 분할한다면 설득력 없는 근거만 내놓고 있다고 언급</li> <li>분할합병의 조건을 정당화하기 위해 현저하게 부적절한 주장을 펼치고 있으며, 글로벌비스 주주들에게만 상당한 가치를 옮겨주는 결과를 가져올 것이라 비판</li> </ul>

자료: 언론종합, 메리츠증권증권 리서치센터



# 결국 현대차그룹 개편안 공식 철회

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 18  
지주 Event Driven

## 현대차 - 지배구조개편안 철회

- 지난 5월 21일, 모비스는 이사회 소집 이후 29일로 예정됐던 임시주주총회 철회를 공식
- 일반주주들의 반대의사 표명을 반영해 기존 개편안을 보완, 개선하여 새롭게 재추진 하겠다고 밝힘
- 공정위의 긍정적인 평가 Vs. 주주의 반대 → 정부 요구 부응 뿐 아니라 주주 권익 제고 노력 필요
- 향후 현대차 지배구조 개편안의 전제 조건은 크게 3가지
- 1) 순환출자 해소, 2) 일감몰아주기 탈피 + 3) 분할, 합병, 지주사 전환 등의 과정에서 합리적 가치 산정

## 21일 발표된 모비스의 임시주주총회 철회 공식

### 기타 경영사항(자율공시)

1. 제목	임시주주총회소집 철회
2. 주요내용	당사와 현대글로비스(주) 사이의 분할합병계약이 2018년 5월 21일자로 해제됨에 따라 당사는 2018년 5월 29일로 예정된 임시주주총회의 소집 결의를 철회하기로 하였습니다.
3. 결정(확인)일자	2018-05-21
4. 기타 투자판단과 관련한 중요사항	-
※ 관련공시	2018-05-21 주주총회소집 공고 2018-05-21 회사분할합병 결정 2018-05-09 참고서류 2018-04-26 주주총회소집 결의

자료: 모비스, 메리츠증권리서치센터

## 철회 발표 이후 발송된 모비스 대표이사의 주주서한

그러나 개편안 발표 이후 주주 분들과 투자자 및 시장에서는 다양한 비판적 견해와 고언을 주셨습니다. 또한 저희는 여러 주주 분들 및 시장과의 소통도 많이 부족했음을 절감했습니다.

이를 고려해, 당사는 회사 내부의 신중한 검토 및 논의를 거쳐 현재 제안된 분할합병 방안을 보완·개선하기 위해, 2018년 5월 21일 당사의 이사회에서 현재 체결되어 있는 분할합병계약을 일단 해제한 후 다시 추진하기로 했습니다.

어떠한 구조개편 방안도 주주 분들과 시장의 충분한 신뢰와 지지를 확보하지 않고서는 효과적으로 추진되기 어렵다고 생각합니다.

당사는 글로벌 사업경쟁력 및 투명한 지배구조를 갖추고, 주주와 시장의 충분한 신뢰와 성원을 받을 수 있도록 거듭나기 위해, 더욱 적극적이고, 겸허한 자세로 주주 및 시장의 의견을 받아들이고 살펴보겠습니다. 감사합니다.

자료: 모비스, 메리츠증권리서치센터

# 하반기 내 새로운 지배구조 개편안 발표 예상

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 18  
지주\_ Event Driven

## 현대차 - 향후 지배구조개편안

- 그룹 스스로도 지배구조 개편에 대한 의지가 높은 만큼 하반기 내 새로운 지배구조 개편안 발표 기대
- MK와 ES의 대외활동 비교에서도 알 수 있듯이, 승계구도 작업은 이미 상당 부분 진행된 상태이기 때문
- 법인장 회의 주관, 내부 조직변경 및 인사 이동 결정 등 정의선 부회장 중심의 그룹 경영 시대 시작

2015

### 정의선 부회장의 행보

- 15.01 ■ CES 참석  
■ 디트로이트 모터쇼 참석, 사업전략 발표
- 15.03 ■ 체코 총리와 울산공장 방문  
■ 중국 4공장, 5공장 현장 점검
- 15.04 ■ UAE 두바이에서 열리는 '2015 전세계 대리점 대회' 참가  
■ 중국 4공장 착공식 참석
- 15.05 ■ 러시아 시장 현장 점검  
■ 서울, 인도 모디 총리 면담
- 15.06 ■ 중국 5공장 착공식 참석
- 15.09 ■ 브라질 시장 현장 점검  
■ 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  
■ 한국 정재계 방문단의 일원으로 인도 방문하여 모디 총리 면담  
■ 올 뉴 K7 발표회 참석  
■ 디트로이트모터쇼 '제네시스' 브랜드 전략 발표
- 16.02 ■ 한국에서 열린 2016 베이징현대 딜러대회 참석
- 16.03 ■ 박근혜대통령 아산공장 방문 현장 안내  
■ 스위스 제네바 모터쇼 참석  
■ 제주 국제전기차엑스포 참석
- 16.04 ■ 본사에서 시스코 CEO 면담  
■ 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 창저우 4공장 준공식 참석
- 16.11 ■ 중국 방문, 중국의 차세대 유력 대권 후보자로 떠오르고 있는 3인방과 회동  
■ 중국 방문, 첫 빅데이터센터 구축
- 16.12 ■ 정몽구 현대차그룹 회장을 대신해 현대차 글로벌 전략회의를 주재

### 정몽구 회장의 행보

- 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 장더장 전인대 상무위원장 면담
- 15.07 ■ 상반기 해외법인장 회의 주재  
■ 청와대에서 진행한 '창조경제혁신센터장 및 지원기업 대표 간담회'에 참석
- 15.08 ■ 중국 귀수칭 산둥 성장과 회동
- 15.09 ■ 양재동 사옥서 미국 워싱턴 주지사 회동
- 15.11 ■ 리커창 총리 간담회 참석  
■ 국무총리 주재 재계 간담회 참석  
■ 현대제철 당진제철소 방문
- 15.12 ■ 제네시스 EQ900 신차발표회 참석
- 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 창저우 4공장 준공식 참석, 자오퉁 서기 면담
- 16.11 ■ 검찰 소환 조사
- 16.12 ■ 국회 청문회 참석. 두통호소하며 청문회 도중 병원행  
■ 글로벌 전략회의 참석차 본사를 방문한 해외법인장들과 회동

자료: 언론, 메리츠증권증권 리서치센터

# '17년 이후 정의선 부회장 중심의 그룹 경영 시작

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 18  
지주\_ Event Driven

2017

## 정의선 부회장의 행보

- 17.01   ▪ CES 기조연설, 엔비디아·시스코 CEO 등과 회동  
          ▪ 3년만에 스위스 제네바 다보스 포럼 참석
- 17.02   ▪ 현대자동차그룹 신기술 개발과 신사업 등을 총괄하는 전략기술연구소 신설 주도  
          ▪ 국내영업본부 내 커뮤니케이션실을 확대해 영업전략실 신설 주도
- 17.03   ▪ 스위스 제네바 모터쇼 참석  
          ▪ 러시아 시장 점검 출장
- 17.04   ▪ 미국 뉴욕모터쇼 참석  
          ▪ 중국 시장 점검 출장  
          ▪ 서울 모터쇼 참석
- 17.05   ▪ 이스라엘 모빌아이 본사 방문  
          ▪ 2017 전 세계 대리점 대회 개최식 참석
- 17.06   ▪ 문재인 대통령 미국 순방길 동행  
          ▪ 코나 월드프리미어 발표회 참석, ICT기업과의 적극적인 협업 노력 언급
- 17.07   ▪ 문대통령 기업인 간담회 참석  
          ▪ 중국 충칭공장 생산기념식 참석
- 상반기 해외 법인장 회의 주재
- 인도 시장 점검 출장
- 제네시스 전담 사업부 확대 신설 (4월 7팀 체제), 외부인재 영입 확대
- 17.09   ▪ 덴마크 시장 점검 출장  
          ▪ 독일 시장 점검 출장
- 17.10   ▪ 사슈아 모빌아이 창업자 회동
- 2020년까지 글로벌 시장을 9개 권역으로 나눠 분리경영 발표 주도
- 10월30일자로 연말 임원인사 앞서 해외 생산법인장 대거 교체
- 17.11   ▪ 이스라엘 오픈이노베이션센터 18년 설립 발표 주도  
          ▪ 중국 베이징 현대모터스튜디오 개관식 참석 (정치이슈 완화 목적)  
          ▪ 트럼프 방한 국민만찬 참석  
          ▪ NAFTA 재협상 현장 점검 목적, 멕시코 방문
- 미래차 아이디어 구상 해커톤 대회 '해커로드' 주도
- 미국 실리콘밸리에 AI/ 자율주행/ 스마시티 연구 및 스타트업 투자법인 현대크래들 설립 주도
- 18.01   ▪ 2018년 CES 참석  
          ▪ 김동연 경제부총리 현대차그룹 현장방문 및 간담회 응대  
          ▪ 다보스 포럼 참석
- 18.02   ▪ 한-인도 비즈니스 서밋 참석, 모디총리와 면담
- 18.03   ▪ 현대제철 사내이사 선임

## 정몽구 회장의 행보

- 17.09   ▪ 중국 긴급 대책회의 주재

- 18.03   ▪ 현대건설 등기이사 사퇴

2018

자료: 언론, 메리츠증권증권 리서치센터

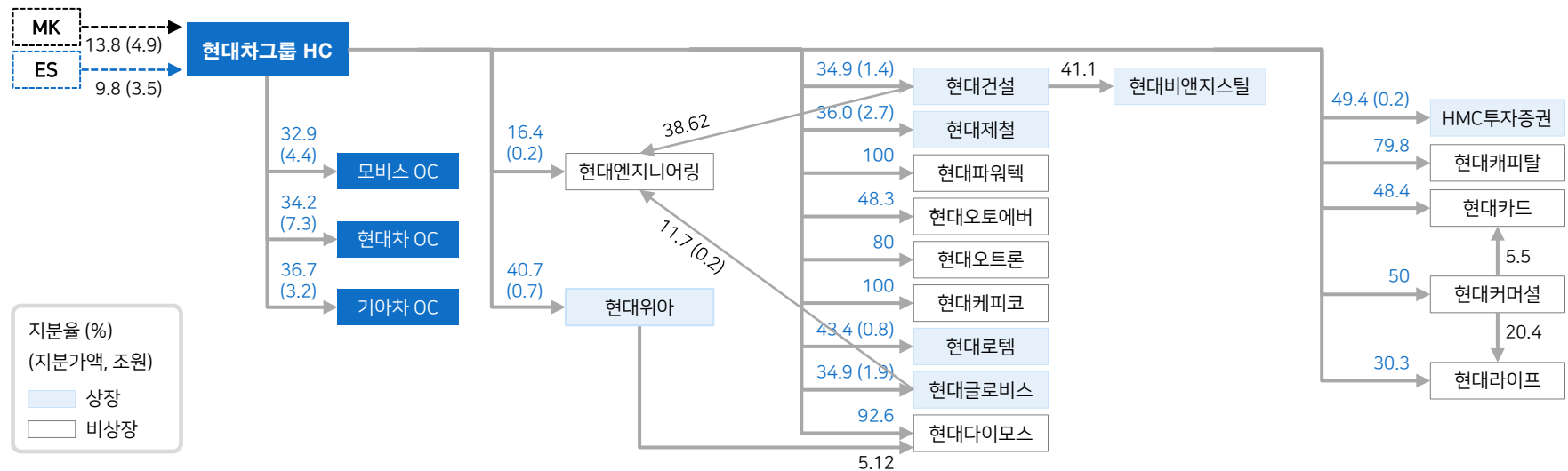
# 지주회사로의 전환 가능성은 제한적

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 18  
지주 Event Driven

## 현대차 - 향후 지배구조개편안

- 현대차 그룹이 기존 지배구조개편안을 발표하기 전 고려했던 시나리오는 크게 2가지로 파악
- 1) 현대차·기아차·모비스 삼각 분할을 통한 지주회사 체제, 2) 이번에 제시된 지배구조 개편안
- 자사주 활용에 대한 언론 및 정부의 부정적인 스탠스, 금융사 처리 등을 감안시 지주사 전환은 제한적
- 기존 개편안의 분할·합병 비율 재 산정을 통해 주주 및 정부 요구에 부응하는 방안을 예상

## 삼각 분할을 통한 지주회사 체제 추진 시, 예상 가능한 현대차그룹 지분구조



자료: 각 사, 메리츠증권리서치센터

## 현대차 - 향후 지배구조개편안

- 이번 개편안 추진 과정에서 현대차와 모비스는 자사주 매입소각, 배당 등 주주친화정책을 발표
- 현대차그룹은 과거 일반주주의 동의를 얻지 못하는 의사결정(한전부지 매입)과 지속된 실적 부진 고충
- 주주의 신뢰를 잃어왔기에 새로운 개편안 추진 과정에서는 주주가치 침해 요인을 배제할 것
- 또한 주주가치의 알파를 창출할 수 있는 새로운 주주친화정책을 제시할 가능성 높다고 판단
- 실제 언론 인터뷰에서 정의선 부회장은 추가적인 주주친화정책이 준비되어 있다고 언급

## 개편안 추진 과정에서 공개됐던 현대차·모비스 주주친화정책 → 이번 개편안 철회와 무관하게 그대로 시행될 예정

	구분	내용
현대차	자사주 매입·소각	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 보통주, 1우선주, 2우선주: 기존 보유 지분 2%와 신규 매입예정 지분 1%를 포함해 3% 소각</li> <li>▪ 기존 보유 지분이 적은 3우선주는 2% 소각</li> <li>▪ 신규 자사주 매입 기간은 4월 30일부터 7월 27일까지이며, 7월 27일 전량 소각</li> </ul>
	배당	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ N/A</li> </ul>
모비스	자사주 매입·소각	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 19년부터 3년간 총 1,875억 규모의 자사주 매입 및 소각</li> <li>▪ 19년 중 기보유 자사주 4,000억 규모 소각</li> </ul>
	배당	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 19년부터 연간 배당총액의 1/3 수준의 반기배당 실시</li> <li>▪ FCF 20~40% 배당정책은 유지</li> </ul>

자료: 현대차, 모비스, 메리츠증권증권 리서치센터



# 18

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈

## 지주

# Part IV

[SK그룹]  
변화의 명분과 실익

## SK그룹 - Intro

- 다수의 공정거래법 개정안 중 SK그룹에 해당되는 사항은 자회사 행위요건 강화와 관련된 부분
- 자회사(SKT) 및 손자회사(SK Hynix) 의무 보유 지분 비율 상향 조정시 약 7.4조원의 현금 필요
- 순환출자, 금산분리와 같이 빠른 시일 내에 변화를 요구하는 사항이 아닌 만큼 점진적인 변화 예상

## 공정거래법 개정안 제8조의2 발의 내용

### 지주회사 등의 행위제한 중

<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, 메리츠증권증권 리서치센터

## 주요 지주회사의 자회사 의무 지분 비율 상승시 예상 소요 금액

지주회사	자회사	손자회사	지분율 (%)	예상소요금액 (억원)
SK	SK텔레콤		25.2	9,341
		SK하이닉스	20.1	64,288
		SK바이오랜드	27.9	61
	합계			73,691
롯데지주	롯데제과		8.2	1,688
			25.9	2,537
			19.3	1,386
			22.1	723
	합계			6,334
현대로보틱스	현대중공업		27.8	1,894
코오롱	코오롱생명과학		20.3	813

주: 예상소요금액은 '18.6.11 증가 기준  
자료: Dart, 메리츠증권증권 리서치센터



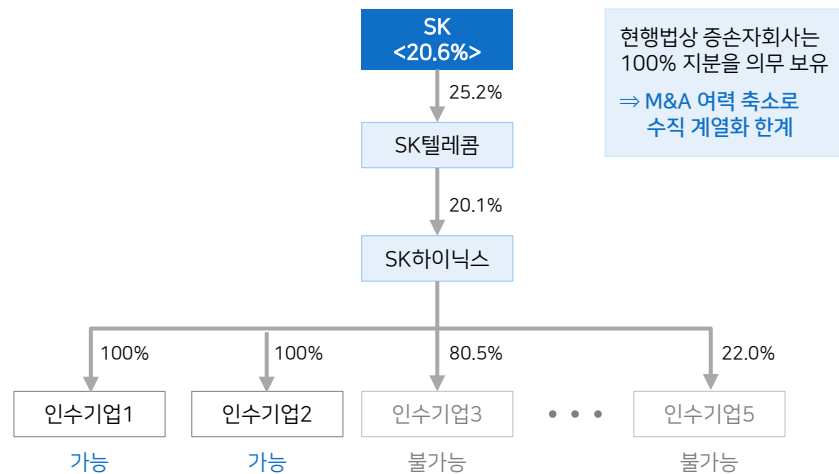
# 내부적인 변화 명분

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 18  
지주\_ Event Driven

## SK그룹 - Intro

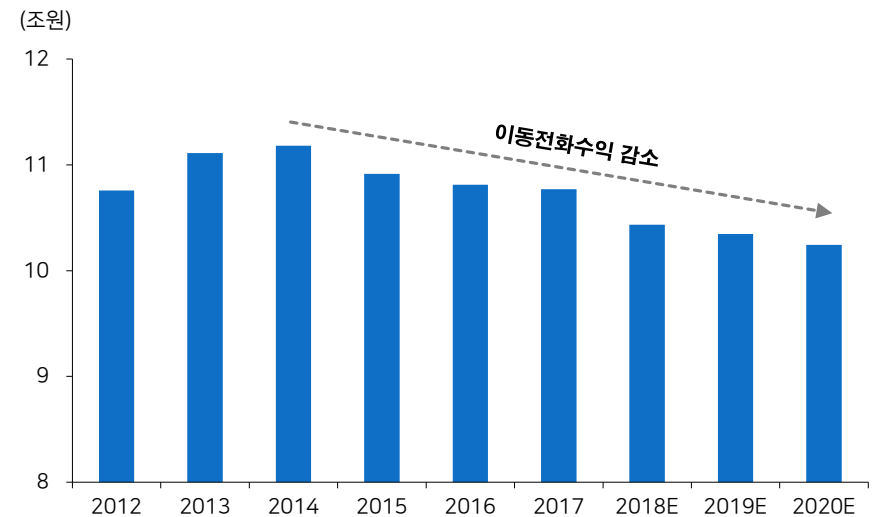
- 법안 개정과 별개로 SK그룹 내부적으로 경영 효율화를 위한 자발적 변화가 필요한 시점
- 이통통신 업황 부진으로 SKT의 비통신 사업 전문성 및 독립성 강화 위한 지배구조 개편 필요성 대두
- SK하이닉스는 증손회사 의무 보유 지분율(100%) 부담으로 M&A 여력 축소 → 수직계열화 한계

## 현행법 상 SK하이닉스 수직 계열화 한계



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## SKT 이동전화수익 매년 감소 추세



자료: SKT, 메리츠증권증권 리서치센터

# SKT 조직 개편 및 인수합병 추진

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 18  
지주\_ Event Driven

## SK그룹 - SKT의 변화

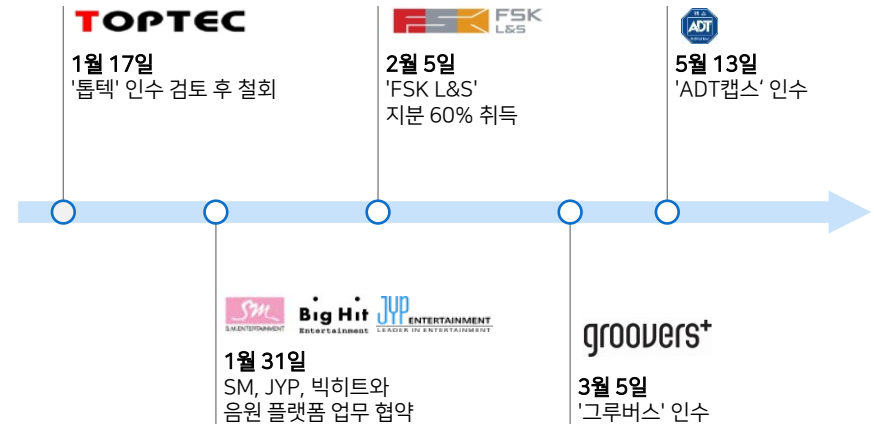
- SK텔레콤은 올해 초 조직을 이동통신(MNO), 미디어, 서비스플랫폼, IoT/Data 4대 사업부로 개편
- 미디어, IoT 등 신사업을 전통 수익원인 MNO와 같은 규모로 구성해 사업을 키우겠다는 의도
- 작년 한두 건에 불과했던 중소 M&A 사례도 올해 들어 이미 다섯 차례 진행 중
- 자금력이 풍부한 SK텔레콤을 통해 비통신 사업 분야로 확장하는 과정
- 사업의 전문성 및 독립성 부여를 위해서는 분할이 필수적인 만큼 분할을 위한 사전작업으로 해석

## SKT 조직 개편: New ICT 생태계 전략



자료: 언론, 메리츠증권증권 리서치센터

## SKT 2018년 기업 인수합병(M&A) 현황



자료: SKT, 메리츠증권증권 리서치센터

## SK그룹 - 변화의 향방은?

- SKT 박정호 사장 부임 이후, 기업 지배구조 개편에 대한 긍정적인 발언을 쏟아내는 중
- 최근 SKT 물적분할 가능성이 높아지고 있으나, 인적분할 가능성도 여전히 배제하지 않은 상황
- 과거와 달리 대주주 이익만을 생각한 지배구조 개편 방안은 불가능
- 타 기업들과 마찬가지로 일반 주주의 이해관계와 향후 그룹 발전 도모를 동시에 고려한 방안 필요

## SKT 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"

### WIS2018(18/05/23)

"부정적인 요소를 최소화한 완벽한 시나리오를 만들고 세밀하게 준비하겠다"

자료: 언론, 메리츠증권증권 리서치센터

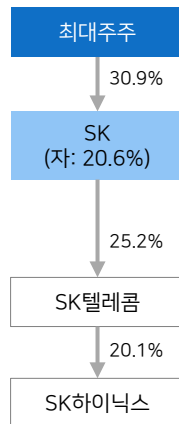
## SKT 분할 시나리오 - 1) 인적분할

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 18  
지주\_ Event Driven

### SK그룹 - SKT 인적분할

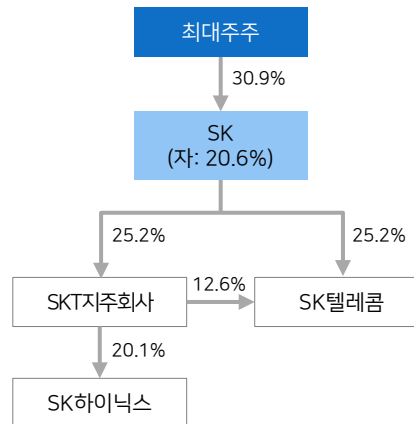
- SKT를 인적분할 후 중간 지주회사를 설립하고 SK와 합병하는 방안
- 장점은 SKT의 자회사 의무 보유 지분율 충족, SK하이닉스 자회사 편입으로 반도체 수직 계열화 가능
- 반면 각 과정에 주총 특별결의가 필요하며, 자사주 활용에 대한 곱지 않은 시선을 감내해야 하는 부담

#### 인적분할 전



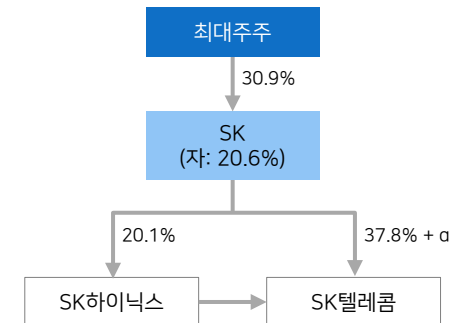
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

#### 인적분할 후



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

#### 합병 후



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

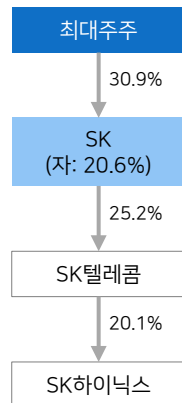
## SKT 분할 시나리오 - 2) 물적분할

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 18  
지주\_ Event Driven

### SK그룹 - SKT 물적분할

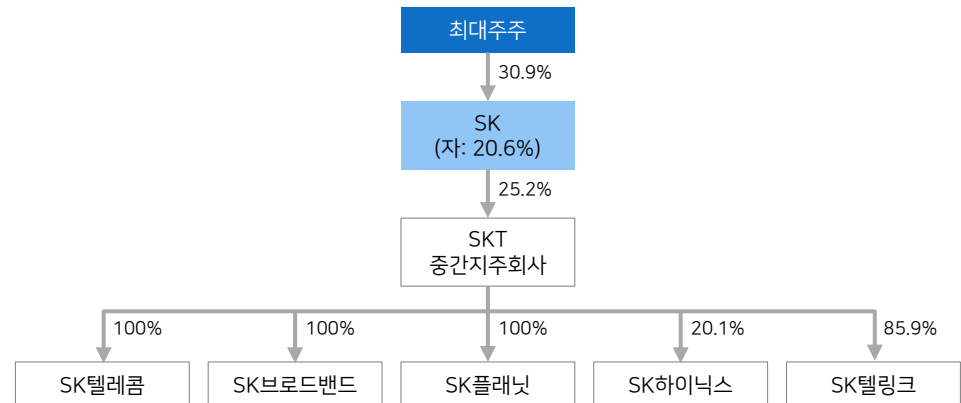
- SKT 물적분할 후, 중간지주회사가 통신업을 포함한 ICT 사업을 총괄하는 방안
- 신사업 확장에 따르는 위험을 분산하고, 각각의 사업부 가치를 재평가 받을 수 있다는 장점
- 또한 SKT의 사업회사가 비상장회사로 전환되며 정부 규제로부터 보다 자유로운 의사결정이 가능
- 1) 자회사 의무 보유 지분율 미충족, 2) SK하이닉스가 여전히 손자회사로 남는다는 숙제는 여전히 잔존

### 물적분할 전



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

### 물적분할 후



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

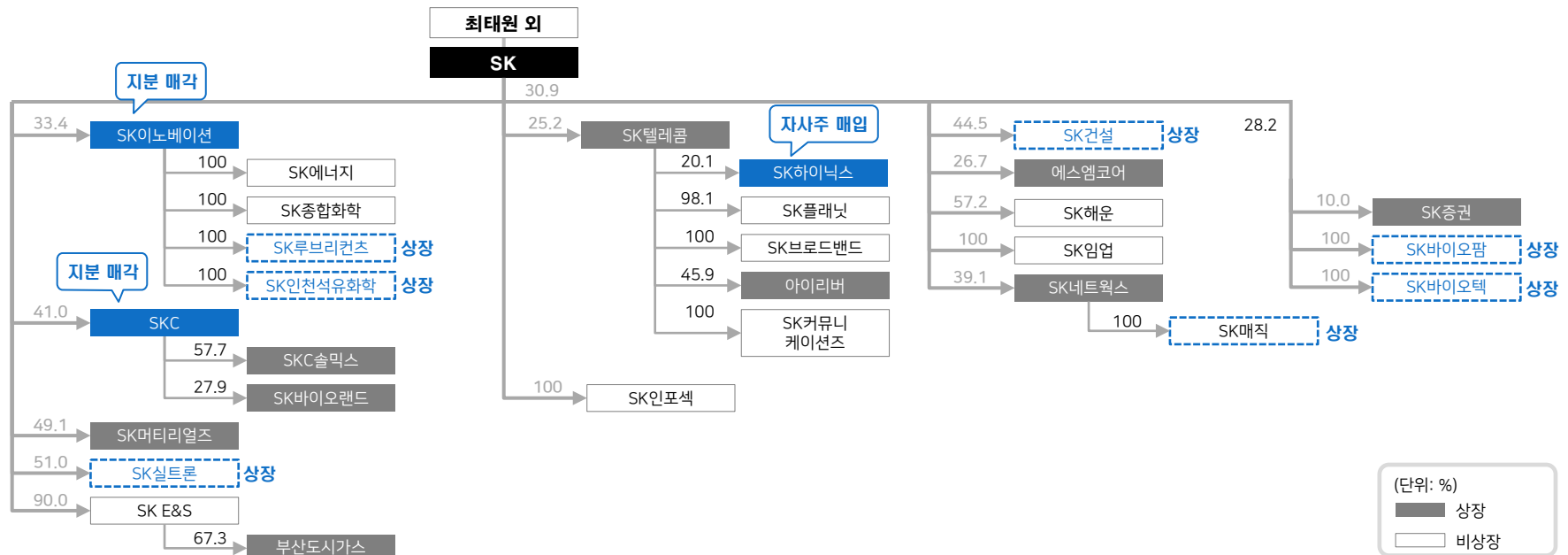
# 쉽지 않은 공정거래법 개정안 대응

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 18  
지주\_ Event Driven

## SK그룹 - 결론

- 분할 방식과 무관하게 공정거래법 개정안 개편에 따른 SK하이닉스 추가 지분 확보는 난망
- 만약 법안 통과로 관련 이벤트가 강제될 경우 복합적인 방안이 동시에 추진될 것으로 예상
- 1) SK의 보유 지분 및 자회사 매각, 2) SK하이닉스 자사주 매입 및 소각, 3) 주요 자회사 IPO 등

## 자회사 의무 보유지분 해결을 위한 방안



자료: SK, 메리츠증권증권 리서치센터



메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈

18

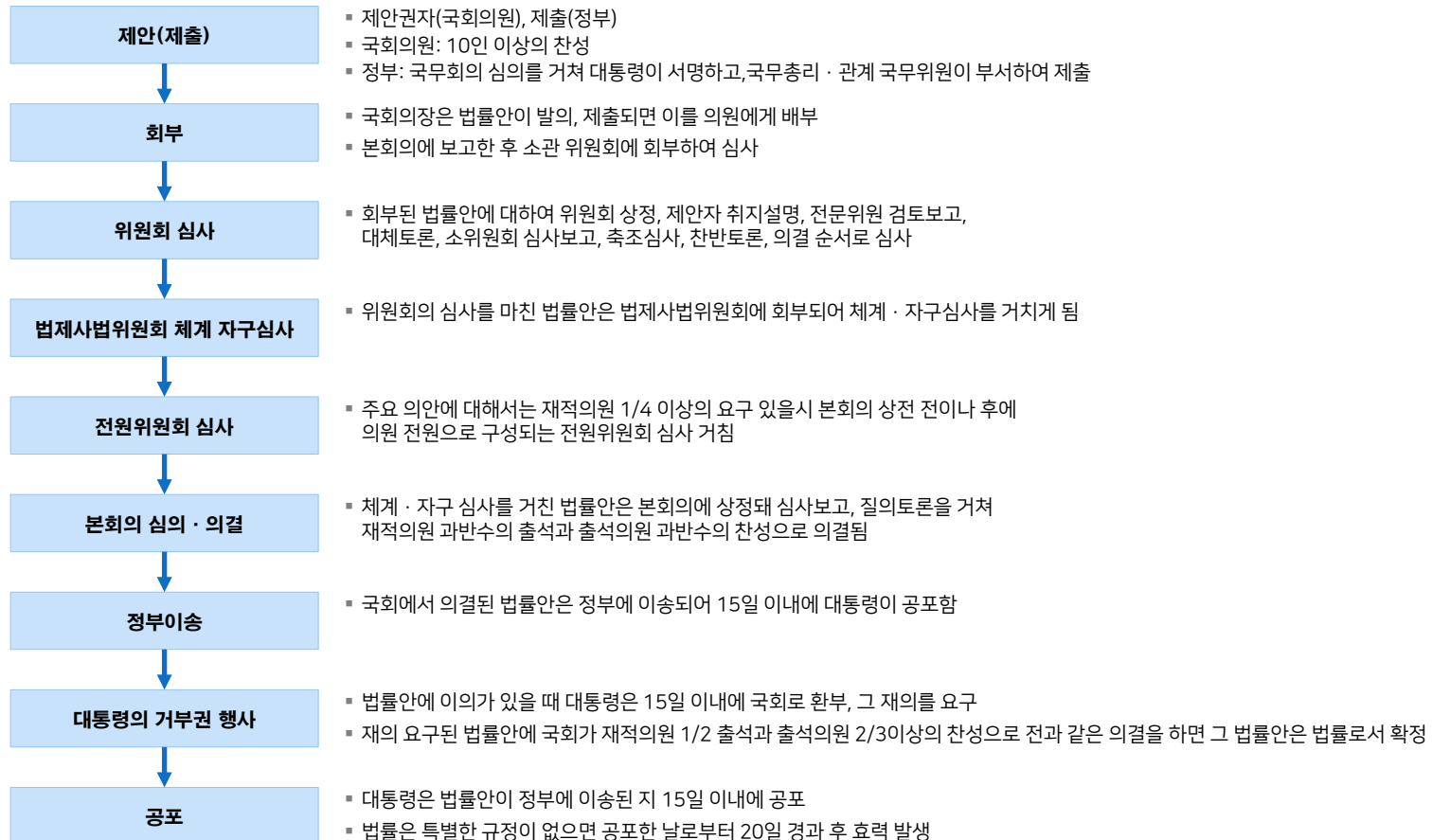
지주

Part V

[Regulation]

주요 개정 법안 점검





# 지주비율 산정 기준 강화

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 18  
지주\_Event Driven

## 1-1. 공정거래법 개정안

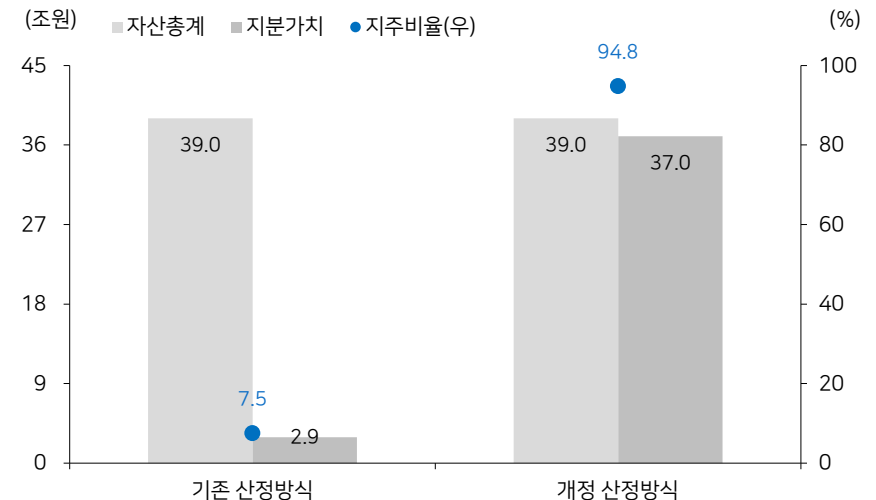
- 지주회사의 법률적 정의는 공정거래법에 명시
- 1) 주식의 소유를 통하여 국내 회사의 사업 내용을 지배하는 것을 주된 사업으로 하는 회사로서,  
2) 직전 사업연도 종료일 현재의 재무상태표상 자산 총액이 5천억 원 이상이며,  
3) 자산 총액 중 자회사의 주식가액 합계액이 차지하는 비율(=지주비율)이 50% 이상인 회사를 의미
- 자회사 주식가액(원가법, 지분법, 공정가치 중 택 1)/자산총액 → 계열사 주식가액(공정가치)/자산총액

## 공정거래법 개정안 제2조의1 발의 내용

지주회사 정의 중	
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

주: 2016.10.21 국민의당 채이배 의원 발의  
자료: 의안정보시스템, 메리츠증권리서치센터

## 지주비율 산정 기준 변경시 삼성전자 강제 지주 전환



주: 지분가치는 '18.6.11 기준  
자료: Dart, 메리츠증권리서치센터

# 일반 지주회사의 금융회사 보유 금지

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 18  
지주\_ Event Driven

## 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
- 19대 국회 때 발의 되었던 중간금융지주 법안은 20대 국회에는 발의 조차 되지 않은 상황
- 지주회사 전환 또는 설립 당시에 금융회사를 보유하고 있는 경우에는 2년의 유예기간 부여
- 다만 매각 지분이 큰 경우 등에 한해 공정위가 2년의 추가 기한 부여 (ex. 두산, SK)

## 공정거래법 제8조의2 4항 내용

### 지주회사 등의 행위제한 中

**현행** 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.

## 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(51.36%)
	한화투자증권	한화첨단소재(15.50%), 한화호텔앤드리조트(10.85%)
롯데	롯데카드	롯데지주(93.78%), 롯데캐피탈(4.59%)
	롯데캐피탈	호텔롯데(39.37%), 롯데지주(25.64%), 롯데건설(11.81%), 부산롯데호텔(11.47%)
	롯데손해보험	호텔롯데(23.68%), 부산롯데호텔(21.69%), 롯데역사(7.10%)
	롯데멤버스	롯데지주(93.88%), 롯데캐피탈(4.60%)

자료: 국가법령정보센터, 메리츠증권리서치센터

자료: Dart, 메리츠증권리서치센터

# 공익법인 의결권 제한

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 18  
지주 Event Driven

## 1-3. 공정거래법 개정안

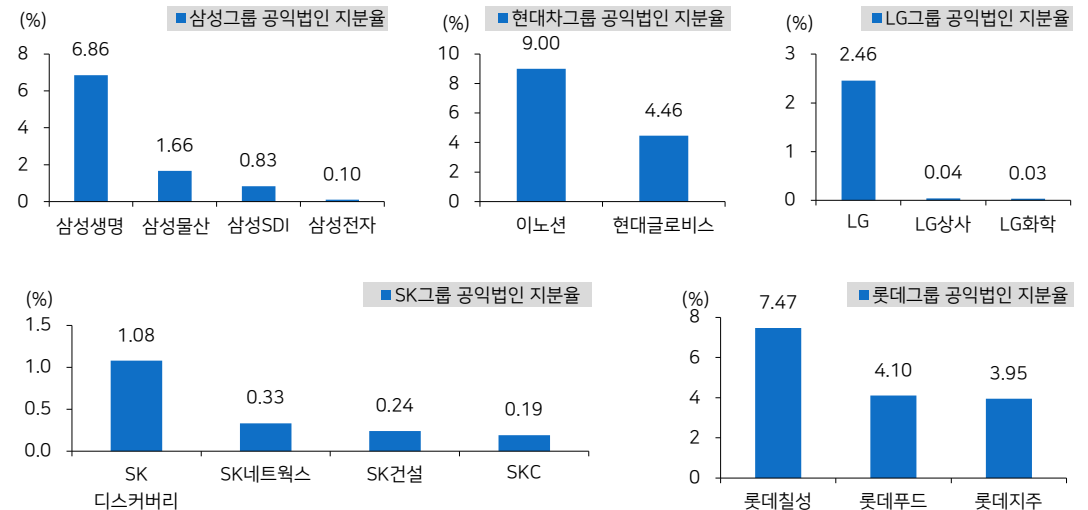
- 공익법인? 장학 · 학술 · 종교 · 문화 · 자선 등 공익목적으로 설립한 비영리 재단법인 또는 사단법인
- 미국, 유럽 등의 선진국가에서는 경영권 승계의 방법 중 하나로 공익법인을 활용
- 지배구조의 최상위에 공익법인 위치, 차등의결권 주식 부여, 공익법인 출연 재산 세제 혜택 등
- 국내의 경우 운용 소득의 70% 이상을 공익 목적으로만 사용 등의 이유로 미미한 지분을 보유
- 5대 기업의 공익법인의 의결권 제한을 가정하더라도 그룹 지배력 유지에 미치는 영향은 제한적

## 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, 메리츠증권증권 리서치센터

## 대기업집단 공익법인 지분율



자료: Dart, 메리츠증권증권 리서치센터

# 기존 순환출자 3년 내 해소

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 18  
지주\_ Event Driven

## 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 개선 촉구
- '18년 4월 20일 현재, 57개의 공시대상기업집단 가운데 6개 집단에서 41개의 순환출자 고리 잔존
- 삼성 4개 + 현대차 4개 + 현대산업개발 4개 + 현대중공업 1개 + 영풍 1개 + SM 27개 = 41개

## 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, 메리츠증권 리서치센터

## 주요 대기업집단 순환출자 현황

그룹	주요 순환출자 (%)
삼성	① 삼성물산 19.3→ 삼성생명 15.0→ 삼성화재 1.4→ 삼성물산 ② 삼성물산 19.3→ 삼성생명 7.9→ 삼성전자 23.6→ 삼성전기 2.6→ 삼성물산 ③ 삼성물산 19.3→ 삼성생명 15.0→ 삼성화재 1.4→ 삼성전자 23.7→ 삼성전기 2.6→ 삼성물산 ④ 삼성물산 4.7→ 삼성전자 23.7→ 삼성전기 2.6→ 삼성물산
현대차	① 현대제철 5.7→ 현대모비스 20.8→ 현대차 33.9→ 기아차 17.3→ 현대제철 ② 현대제철 5.7→ 현대모비스 20.8→ 현대차 6.9→ 현대제철 ③ 현대글로비스 0.7→ 현대모비스 20.8→ 현대차 4.9→ 현대글로비스 ④ 현대모비스 20.8→ 현대차 33.9→ 기아차 16.9→ 현대모비스
현대산업개발	① 현대산업개발 46.3→ 현대EP 14.8→ 아이콘트롤스 3.4→ 현대산업개발 ② 현대산업개발 56.6→ 아이서비스 6.7→ 아이콘트롤스 3.4→ 현대산업개발 ③ 현대산업개발 95.2→ 아이앤콘스 6.4→ 아이콘트롤스 3.4→ 현대산업개발 ④ 현대산업개발 56.6→ 아이서비스 2.0→ 현대EP 14.8→ 아이콘트롤스 3.4→ 현대산업개발

자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

# 지주회사 부채비율 한도 하향 조정

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 18  
지주\_ Event Driven

## 1-5. 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 법안 발의
- 법안 개정시에도 지주회사로 전환을 마친 대기업들의 재무 부담에 미치는 영향은 제한적
- 상대적으로 재무 여력이 취약한 중소 지주회사의 자금조달 부담은 확대될 개연성 존재

## 공정거래법 개정안 제8조의2 발의 내용

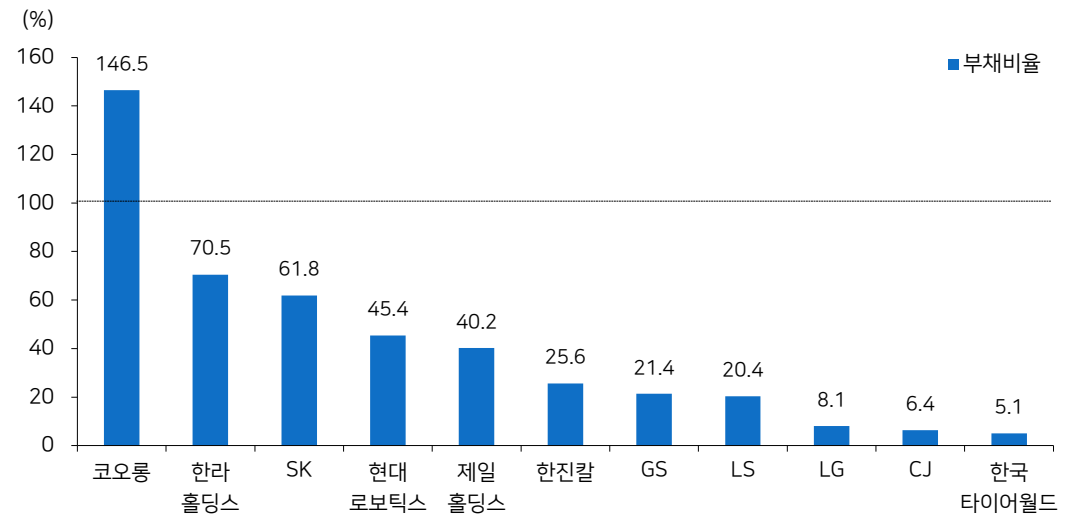
### 지주회사 등의 행위제한 중

**현행** 자본총액의 2배를 초과하는 부채액을 보유하는 행위.  
다만, 지주회사로 전환하거나 설립될 당시에 자본총액의 2배를 초과하는 부채액을 보유하고 있는 때에는 지주회사로 전환하거나 설립된 날부터 2년간은 자본총액의 2배를 초과하는 부채액을 보유할 수 있다.

**개정안 발의내용** 자본총액을 초과하는 부채액을 보유하는 행위.  
다만, 지주회사로 전환하거나 설립될 당시에 자본총액을 초과하는 부채액을 보유하고 있는 때에는 지주회사로 전환하거나 설립된 날부터 2년간은 자본총액을 초과하는 부채액을 보유할 수 있다.

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

## 주요 지주회사 부채비율 현황 [18년 3월말 기준]



자료: 각사, 메리츠증권증권 리서치센터

## 1-6. 공정거래법 개정안

- 지주회사의 편법적 지배력 강화를 차단하기 위한 목적으로 자회사 행위요건 강화 법안 발의
- 상장사 20% → 30%, 비상장사 40% → 50%로 의무 보유지분비율 상향
- 지주회사 설립·전환을 추진하는 기업, 추가 지분 확보가 필요한 지주사 모두 자금 부담 발생 가능
- SK그룹 → 단순 계산시 SK텔레콤과 SK하이닉스의 추가 지분 취득에 약 7.4조원의 현금이 필요

### 공정거래법 개정안 제8조의2 발의 내용

지주회사 등의 행위제한 중	
<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, 메리츠증권증권 리서치센터

### 주요 지주회사의 자회사 의무 지분 비율 상승시 예상 소요 금액

지주회사	자회사	손자회사	지분율 (%)	예상소요금액 (억원)
SK	SK텔레콤		25.2	9,341
		SK하이닉스	20.1	64,288
		SK바이오랜드	27.9	61
합계				73,691
롯데지주	롯데제과		8.2	1,688
	롯데쇼핑		25.9	2,537
	롯데칠성		19.3	1,386
	롯데푸드		22.1	723
합계				6,334
현대로보틱스	현대중공업		27.7	1,894
코오롱	코오롱생명과학		20.4	813

주: 예상소요금액은 '18.6.11 종가 기준  
자료: Dart, 메리츠증권증권 리서치센터

## 1-7. 공정거래법 개정안

- 복수의 자회사가 공동 출자하여 손자회사를 지배하는 것이 금지되는 법안 국회에 계류 중
- 수직적 출자구조를 통해 소유구조의 투명성을 확보하고 계열사간 위험 전이를 방지하기 위한 목적
- 지난 해 12월, CJ그룹은 CJ대한통운을 단독 손자회사로 전환하며 정부 규제 강화에 선제적으로 대응
- CJ그룹을 제외한 다른 대형 지주회사의 경우 상기 법안 통과에 영향은 없는 것으로 파악

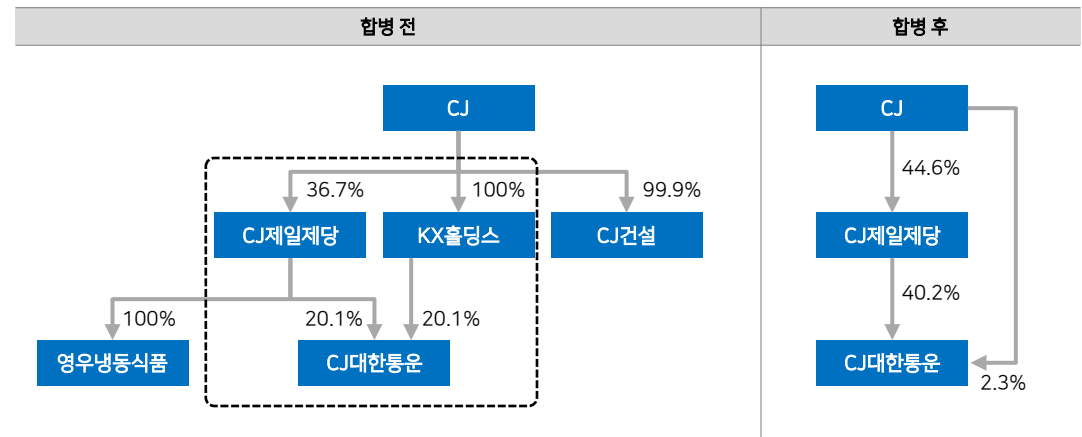
## 공정거래법 개정안 제8조의2 발의 내용

### 지주회사 등의 행위제한 中

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

## CJ 대한통운 - CJ 제일제당 - KX 홀딩스

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



주: 2016.10.21 국민의당 채이배 의원 발의  
자료: 의안정보시스템, 메리츠증권리서치센터

자료: CJ, 메리츠증권리서치센터



# 일감몰아주기 규제 확대

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 18  
지주\_ Event Driven

## 1-8. 공정거래법 개정안

- 일감몰아주기 규제 대상은 공시대상기업집단 중 총수일가의 지분율이 30%(비상장 20%) 이상인 경우
- 개정안은 상장/비상장 구분 없이 20% 이상으로 강화 추진(간접지분 포함여부는 미정)
- 다른 법안과 달리 시행령에서 30%의 지분율 규정 → 국회 통과 없이 시행령 개정만으로 규제 가능
- 상기 사항에 대해 공정위는 법률 개정 또는 시행령 개정 여부에 대해서는 결정된 바 없다고 밝힘

## 공정거래법 개정안 제23조의2 발의 내용

### 특수관계인에 대한 부당한 이익제공 등 금지中

<b>현행</b>	일정규모 이상의 자산총액 등 대통령령으로 정하는 기준에 해당하는 기업집단에 속하는 회사는 특수관계인이나 특수관계인이 대통령령으로 정하는 비율 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 발행주식총수의 100분의 20 이상의 주식을 보유한 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, 메리츠증권증권 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(10.51), 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, 메리츠증권증권 리서치센터

# 자사주 의결권 제한 및 신주배정 금지

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 18  
지주\_Event Driven

## 2-1. 상법 개정안

- 국내 지주회사의 대부분은 인적분할을 통해 설립된 순수 지주회사
- 실제 '17년 이후 지주회사로 전환한 19개의 기업 중 18개 기업은 인적분할을 활용해 지주회사로 전환
- 인적분할 과정에서의 핵심은 자사주 → 지배구조 개편과 지배권 강화를 동시에 달성 가능
- 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, 메리츠증권증권 리서치센터

## 2017년 이후 지주회사 전환 기업

지주회사	인적분할설립회사	물적분할설립회사	분할기일	방법
유비쿼스홀딩스	유비쿼스	유비쿼스이앤엠	2017.03.01	인적분할 + 물적분할
APS홀딩스	AP시스템		2017.03.01	인적분할
크라온해태홀딩스	크라온제과		2017.03.01	인적분할
현대로보틱스	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, 메리츠증권증권 리서치센터

# 자사주 의무소각 및 주주에게 배분

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 18  
지주\_ Event Driven

## 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

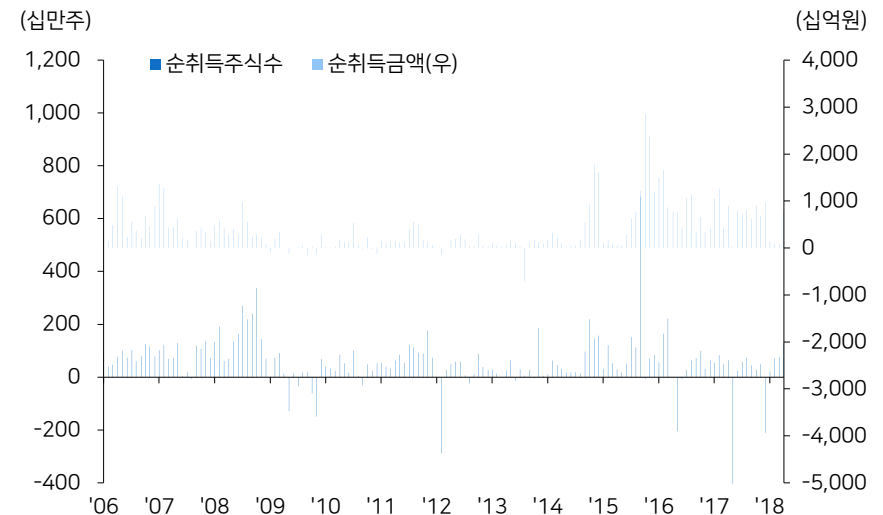
## 상법 개정안 제 342조 발의 내용

### 자기주식의 처분 중

<b>현행</b>	회사가 보유하는 자기의 주식을 처분하는 경우에 다음 각 호의 사항으로서 정관에 규정이 없는 것은 이사회가 결정한다. 1. 처분할 주식의 종류와 수 2. 처분할 주식의 처분가액과 납입기일 3. 주식을 처분할 상대방 및 처분방법
<b>개정안 발의내용</b>	회사는 제341조제2항제3호에서 정한 기간을 초과한 경우에는 즉시, 제341조의 2 각 호와 제341조의3 단서의 경우에는 자기의 주식을 취득 또는 질권의 목적으로 한 날로부터 3개월 이내에 주식 또는 질권의 처분을 하여야 한다. ② 회사는 제1항에 따라 자기의 주식을 처분하는 경우에는 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 방법으로 처분하여야 한다. 1. 소각 2. 주주에게 그가 가지고 있는 주식수에 따라 균등하게 배분

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

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



자료: KRX, 메리츠증권증권 리서치센터

## 2-4. 상법 개정안

- 집중투표제? 선임하는 이사 수 만큼 의결권을 갖고 특정 후보에게 표를 몰아줄 수 있도록 한 제도
- '17년 5월 기준 대기업집단 중 집중투표제를 도입한 회사는 7곳('16년 8곳 대비 감소)
- 대부분의 회사가 정관에서 배제하고 있고, 실제 집중투표제 방식으로 의결권이 행사된 경우도 부재
- '18년 4월 법무부는 집중투표제 의무화, 다중대표소송제 도입 관련 상법 개정 의견 국회에 제출
- 향후 제도 정착에 따른 경영진의 부당한 사익 추구 견제 및 소수주주 권한 행사 가능성 확대 기대

### 상법 개정안 제406조의2, 제542조의7 발의 내용

다중대표소송제 도입	
<b>개정안 발의내용</b>	(신설) 다중대표소송 모회사의 발행주식총수의 100분의 1 이상에 해당하는 주식을 가진 주주는 자회사에 대하여 자회사 이사의 책임을 추궁할 소의 제기를 청구할 수 있다.
집중투표제 단계적 의무화	
<b>현행</b>	상장회사에 대하여 집중투표의 방법으로 이사를 선임할 것을 청구하는 경우 주주총회의 6주 전까지 서면 또는 전자문서로 회사에 청구하여야 한다.
<b>개정안 발의내용</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, 메리츠증권 리서치센터

### 집중·서면·전자투표제 도입률 및 실시율

구분 (%)	도입률		실시율	
	전체 상장사	기업집단 상장사	전체 상장사	기업집단 상장사
집중투표제	5.5	4.1	0.0	0.0
서면투표제	10.9	8.9	6.9	7.1
전자투표제	57.0	23.1	36.0	21.3

주: 2017년 5월 기준  
자료: 공정거래위원회, 메리츠증권 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,  
메리츠증권 리서치센터

# 전자투표제 단계적 의무화

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 18  
지주\_ Event Driven

## 2-4. 상법 개정안

- 새도보팅은 주주총회에 참석하지 않은 주주의 의결권을 위탁결제원이 대리 행사하는 제도('17년 폐지)
- 대다수 기업이 특정한 날짜에 주주총회 집중 개최 → 주주권 행사의 물리적 제약 요인
- '18년은 새도보팅 폐지후 첫 번째 해로 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%)
- 전자투표제 활성화 → 공간적·시간적 제약 극복 → 소액주주의 주주총회 참여도 제고

## 상법 개정안 제542조의14 발의 내용

### 전자투표제 단계적 의무화

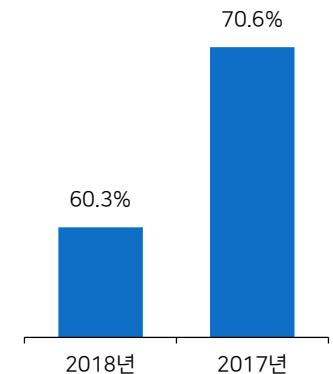
**개정안 발의내용** (신설) 전자적 방법에 의한 의결권 행사 주주의 수 등을 고려하여 대통령령으로 정하는 상장회사는 주주가 총회에 출석하지 아니하고 전자적 방법으로 의결권을 행사할 수 있도록 하여야 한다.

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

## 정기 주주총회 전자투표 이용, 슈퍼 주총일 집중도 변화

(개)	2017년 정기총회			2018년 정기총회		
	계약 회사수	이용 회사수 (12월 결산)	행사 주주수 (주)	계약 회사수	이용 회사수 (12월 결산)	행사 주주수 (주)
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

### 슈퍼 주총일(가장 집중된 3일) 집중도



주: 2017년 전체 정기총회 기간, 2018년 3월 23일 기준  
자료: 금융위원회, 메리츠증권 리서치센터

# 계열사 보유지분 자사주로 매입 가능

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 18  
지주\_ Event Driven

## 3-1. 자본시장법 개정안

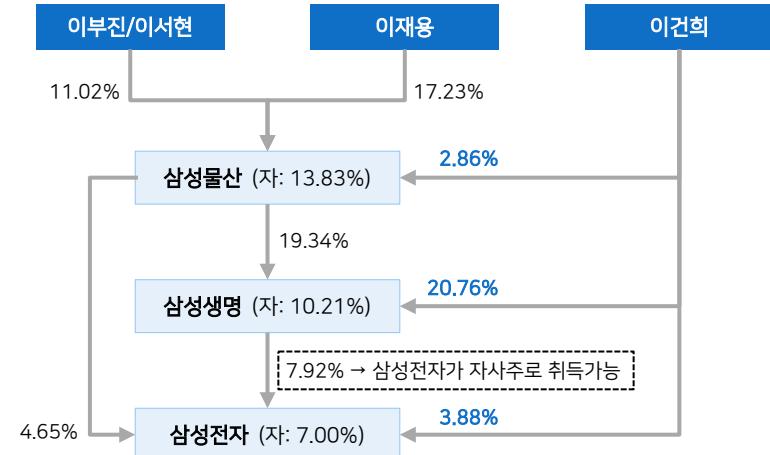
- 현행법상 상장 법인은 증권시장에서 불특정 다수를 상대로만 자사주 취득 가능
- 특별한 경우에 한해 자사주를 특정인에게서도 매입할 수 있도록 하는 자본시장법 개정안 발의
- 일례로 법률이나 규정의 제·개정으로 보유 지분 매각이 강제되는 경우
- 보험업법 개정시 → 삼성생명 보유 삼성전자 지분 강제 매각 → 삼성전자가 자사주로 매입 가능

## 자본시장법 개정안 제165조의3 발의 내용

<b>현행</b>	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 공개매수의 방법
<b>개정안 발의내용</b>	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 지체 없이 소각하여야 한다.

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

## 삼성생명 삼성전자 지분 매각 관련



자료: Dart, 메리츠증권증권 리서치센터

## 조특법 38조 일몰 예정

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 18  
지주\_ Event Driven

### 4-1. 조세특례제한법

- '18년 조특법 38조 일몰 예정 → 지주회사 전환시 특수관계인의 현물출자에 대한 양도차익 과세 이연
- 지주회사 설립 촉진을 통한 지배구조 투명성 확보 및 구조조정 활성화를 도모하기 위해 '00년 도입
- 현실적으로 대주주의 지주회사 지분 처분 가능성은 제한적 → 과세 회피 용도의 법안이라는 비판 증가
- '00년 도입 이후 3년씩 5차례 연장되어 현재까지 시행되고 있으나, 추가 연장 가능성은 낮다는 판단

### 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.

자료: 국세법령정보시스템, 메리츠증권증권 리서치센터

### 조특법 38조 연장 내역

시점	시한
2000년 도입	2003년 12월까지
1차 연장	2006년 12월까지
2차 연장	2009년 12월까지
3차 연장	2012년 12월까지
4차 연장	2015년 12월까지
5차 연장	2018년 12월까지

자료: 법제처, 메리츠증권증권 리서치센터

# 보험사 자산운용한도 산식 변경

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 18  
지주\_ Event Driven

## 5-1. 보험업법 개정안

- 현행 보험업법상 자산운용 한도는 Max(자기자본의 100분의 60, 총 자산의 100분의 3)
- 삼성생명의 경우 취득가액을 기준으로 3%를 적용 받고 있으나 개정안 통과시 시가 기준으로 변경
- 삼성전자 지분 매각 이슈 발생 불가피(단, 7년의 유예기간) → 취득원가 5,450억원 Vs. 시가 25.4조원

## 보험업법 개정안 제106조 발의 내용

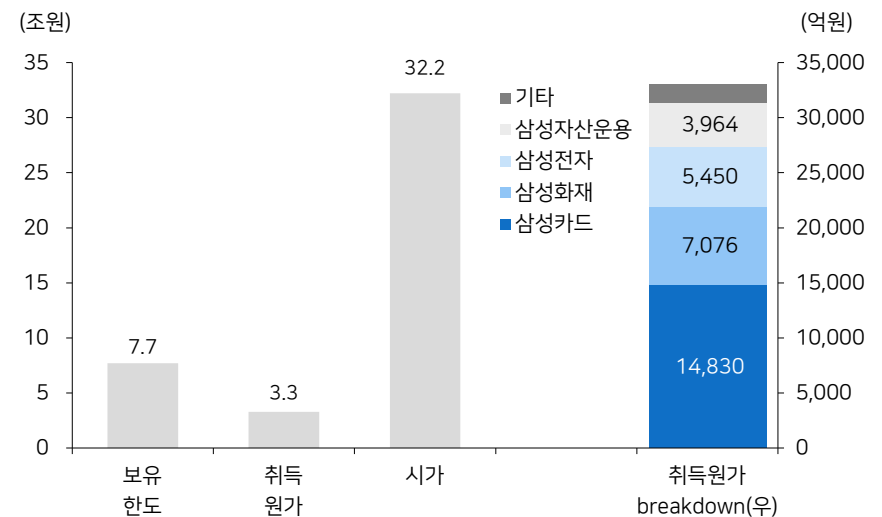
### 자산운용의 방법 및 비율 中

**개정안 발의내용** (신설) 자산운용비율을 산정하기 위한 총자산, 자기자본, 채권 및 주식 소유의 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 당 이종걸 의원 발의  
자료: 의안정보시스템, 메리츠증권리서치센터

## 삼성생명 자산운용 한도 및 주요 계열사 지분 금액



주: 시가는 '18.6.11 기준  
자료: Dart, 메리츠증권리서치센터



# 금융위, 금융그룹 통합감독 제도 도입

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 18  
지주\_ Event Driven

## 6. 금융그룹통합감독제도

- '18년 4월, '금융그룹 통합감독 모범규준' 초안 마련 → 6월 중 최종안 확정할 계획
- 대상 금융그룹은 삼성, 한화, 미래에셋, 교보생명, 현대차, DB, 롯데 총 7개
- 현행상 주요 문제점은 1) 자본 중복 계상 위험, 2) 내부 거래 규제 미비, 3) 그룹 리스크 전이 가능성
- 금융 부문의 적격자본을 업권별 자본 규제에서 요구하는 필요자본 이상으로 유지
- 연내 동반부실위험 평가 세부 규제 확정 → 계열사 의존도 축소, 추가 자본적립 등의 의무 부과 예정

### 금융그룹위험을 반영한 필요자본 산정방식

그룹위험의 유형	점검대상 위험	자본규제 방식(안)
① 자본의 손실 흡수능력 제약	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 자본의 중복이용                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- 금융계열사간 출자</li> <li>- 상호 · 순환출자</li> </ul> </li> <li>▪ 그룹간 교차출자</li> <li>▪ 차입을 통한 자본확충</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 적격자본에서 차감</li> <li>- 적격자본 - 중복계상자본</li> </ul>
② 위험집중 (Risk Concentration)	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 대주주 익스포저</li> <li>▪ 산업별 위험편중</li> <li>▪ 내부거래 의존도</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 필요자본에 가산</li> <li>- 적정수준 초과분에 대해 비례가산 : (측정위험 - 적정수준) x α</li> </ul>
③ 그룹내 전이위험 (Risk Contagion)	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 그룹 위험관리체계의 적정성 (governance structure)</li> <li>▪ 비금융부문으로부터의 부실</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 필요자본에 가산: (총자산 또는 자기자본) x β<sub>i</sub></li> <li>* β<sub>i</sub> : 그룹위험 관리실태 평가등급에 따라 차등 가산</li> <li>※ 운영위험 자본규제 방식 등 참고</li> </ul>

자료: 금융감독원, 메리츠증권증권 리서치센터

### 자본적정성 평가 방안

적격자본 (① - ②)	필요자본 (① + ② + ③)
① 금융계열사 자본 합계 ② (-) 금융계열사간 출자액	① 규제 금융회사: 금융업권별 최소요구자본 ② 비규제 금융회사: 대안지표(proxy)로 산출한 최소요구자본 (예: 총자산의 8%) ③ 추가위험 가산: 금융부문 외 출자관계로 인한 전이위험 등

\*그룹 자본적정성 지표 = 그룹 적격자본/통합 필요자본 (최소 100% 이상)

자료: 금융감독원, 메리츠증권증권 리서치센터

# 생명 보유 전자 지분 매각 압박 증대

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 18  
지주\_ Event Driven

## 6. 금융그룹통합감독제도

- 삼성금융그룹 → 금융회사간 지분 관계 단순화 → 적격자본 이슈는 제한적
- 다만 비금융 계열사 출자분에 대한 추가 자본확충 규제 구체화될 경우 통합 자본적정성 하락폭 확대
- 금산분리, 보험업법 개정안 등과 더불어 삼성생명 보유 삼성전자 지분 매각 압박 증대시키는 요인

## 삼성 금융그룹 통합감독 비율 추정(한신평, 3Q17 기준)

### 삼성금융그룹 자본적정성 지표(적격자본/필요자본) 분석 결과

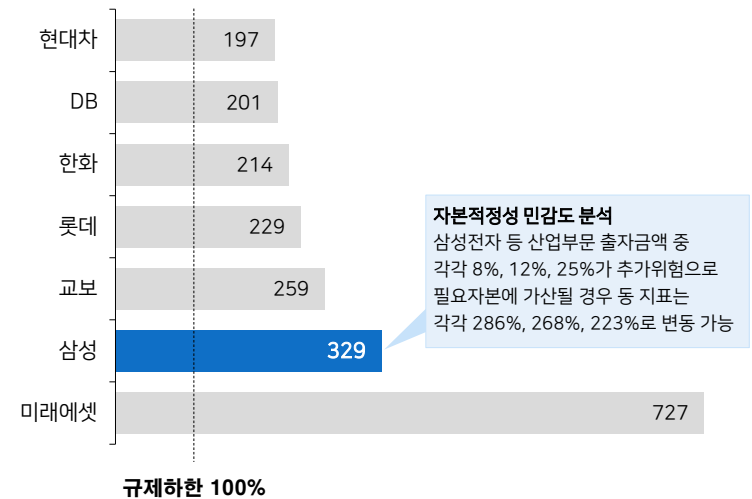
(억원)	삼성생명	삼성화재	삼성증권	삼성카드	기타	그룹합산
자본(A)	393,650	129,531	43,051	66,432	7,071	639,735
금융계열사출자액(B)	62,684	-	1,887	647	400	65,618
적격자본(C=A-B)	330,966	129,531	41,164	65,785	6,671	574,117
최소요구자본(D)	119,307	35,897	1,302	17,450	291	174,246
자본적정성(C/D)	277%	361%	3162%	377%	2296%	329%

### 산업부문에 대한 신용공여 및 출자 현황

(억원)	삼성생명	삼성화재	삼성증권	삼성카드	기타	그룹합산
신용공여잔액	-	-	-	19,318	-	19,318
출자액	278,275	51,933	698	1,041	-	331,946
신용공여 및 출자합계	278,275	51,933	698	20,359	-	351,265

자료: 한국신용평가, 메리츠증권증권 리서치센터

## 금융그룹 자본적정성 지표 분석 결과



자료: 한국신용평가, 메리츠증권증권 리서치센터



# 18

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈

지주

## 기업분석

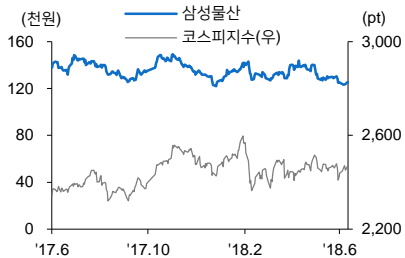
종목	투자판단	적정주가
삼성물산(028260)	Buy	190,000원
SK(034730)	Buy	370,000원
LG(003550)	Buy	100,000원
CJ(001040)	Buy	195,000원

# 삼성물산(028260) 본업 개선과 함께 지배구조 개편 기대

Analyst 은경완 02. 6098-6653 kw.eun@meritz.co.kr  
Analyst 박형렬 02. 6098-6695 hr.park@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	190,000원
현재주가 (6. 11)	125,500원
상승여력	51.4%
KOSPI	2,470.15pt
시가총액	238,061억원
발행주식수	18,969만주
유동주식비율	48.05%
외국인비중	11.14%
52주 최고/최저가	149,500원/122,000원
평균거래대금	792.9억원
<b>주요주주(%)</b>	
이재용 외 10 인	37.28
케이씨씨	8.97
<b>주가상승률(%)</b>	
절대주가	상대주가
1개월	-3.1
6개월	-4.9
12개월	-8.7
<b>주가그래프</b>	



## 건설과 상사 부문의 이익 개선 본격화

- 건설 부문은 '17년 이후 해외 손실 감소와 그룹 공사 중심으로 본격적인 턴어라운드 진행
- 실제 건설 부문의 1Q18 영업이익은 1,580억원으로 금융위기 이후 최대 수준 기록
- 상사 부문 역시 원자재 및 유가 상승에 따라 수익성 개선 추세 진입
- 패션 및 리조트 부문은 여전히 부진하나, 건설과 상사가 이끄는 실적 개선 국면은 하반기에도 지속될 전망

## 지배구조 개편의 불확실성만 반영하고 있는 주가

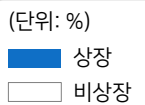
- 보유지분 가치 상승에도 NAV 할인을 역대 최고치로 확대되며 저평가 국면 지속
- 지배구조 개편의 수혜 보다는 관련 불확실성이 투자 심리를 위축시키고 있기 때문
- 향후 어떠한 형태의 변화가 진행되더라도 삼성물산 중심의 삼성그룹 재편은 명확
- 당사는 생명이 보유한 전자 지분을 물산이 일부 매입 후, 전자의 최대주주로 등극할 것으로 예상

## 지주회사 업종 Top pick 투자의견 유지

- 하반기 삼성그룹 지배구조 변화가 가시화되고 있는 만큼 모멘텀 주식으로서의 접근이 유효한 시점
- 전기, 화재가 보유하고 있는 4%의 오버행 이슈가 소멸되는 시점을 전후로 본격적인 주가 재평가 예상
- 적정주가 190,000원을 유지하며 지주회사 내 Top pick으로 지속 추천

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	28,102.7	139.5	107.4	561	-99.4	95,661	223.6	1.3	49.9	0.6	110.6
2017	29,279.1	881.3	639.8	3,357	2,295.1	117,902	37.5	1.1	23.0	3.1	95.0
2018E	30,097.1	1,062.0	1,095.7	5,776	114.8	119,126	21.4	1.0	19.1	4.8	91.7
2019E	31,075.0	1,150.2	1,033.2	5,447	-4.2	122,646	22.7	1.0	18.4	4.5	92.1
2020E	31,924.7	941.4	873.7	4,606	-15.4	125,077	26.8	1.0	22.6	3.7	94.7

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 18  
지주\_ Event Driven



## 삼성물산 (028260)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	28,102.7	29,279.1	30,097.1	31,075.0	31,924.7
매출액증가율(%)	110.6	4.2	2.8	3.2	2.7
매출원가	24,771.0	25,627.0	26,016.9	26,856.0	27,597.7
매출총이익	3,331.7	3,652.1	4,080.3	4,219.0	4,327.0
판매비와관리비	3,192.2	2,770.8	3,018.2	3,068.8	3,385.6
영업이익	139.5	881.3	1,062.0	1,150.2	941.4
영업이익률(%)	0.5	3.0	3.5	3.7	2.9
금융손익	-34.0	-92.5	-56.4	-37.5	-27.3
중속/관계기업관련손익	-151.0	-124.0	-66.3	0.0	0.0
기타영업외손익	135.3	160.3	431.9	205.0	200.0
세전계속사업이익	89.8	825.0	1,371.2	1,317.7	1,114.1
법인세비용	68.9	343.9	344.2	333.7	282.0
당기순이익	20.8	481.1	1,027.0	984.0	832.1
지배주주지분 순이익	107.4	639.8	1,095.7	1,033.2	873.7
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	13,358.6	12,320.5	12,965.1	14,154.3	14,482.3
현금및현금성자산	2,698.5	2,993.2	3,845.9	4,634.7	4,461.6
매출채권	3,934.8	3,839.6	3,762.8	3,875.7	4,079.7
재고자산	1,312.8	1,533.0	1,484.7	1,659.4	1,746.8
비유동자산	31,100.0	36,728.4	35,385.3	35,501.2	36,675.3
유형자산	5,281.2	4,985.9	4,623.4	4,233.7	3,904.4
무형자산	1,601.3	1,311.5	1,279.7	1,279.7	1,279.7
투자자산	23,197.5	28,971.2	28,058.4	28,564.0	30,067.4
자산총계	44,458.5	49,048.9	48,350.5	49,655.5	51,157.6
유동부채	14,705.0	14,458.3	14,128.6	13,929.4	14,518.0
매입채무	1,823.8	1,785.6	1,803.5	1,929.7	2,031.3
단기차입금	1,865.8	2,093.3	1,352.5	1,352.5	1,352.5
유동성장기부채	1,607.4	1,346.8	1,593.1	1,393.1	1,393.1
비유동부채	8,647.9	9,439.4	8,996.2	9,876.1	10,366.1
사채	2,375.2	1,606.8	1,557.3	1,657.3	1,757.3
장기차입금	1,282.1	987.3	808.7	808.7	808.7
부채총계	23,352.8	23,897.7	23,124.8	23,805.5	24,884.1
자본금	19.1	19.1	19.1	19.1	19.1
자본잉여금	10,468.3	10,468.3	10,468.3	10,468.3	10,468.3
기타포괄이익누계액	4,741.8	8,471.5	8,448.2	8,448.2	8,448.2
이익잉여금	5,230.0	5,755.4	6,012.8	6,686.3	7,151.3
비지배주주지분	2,804.1	2,594.5	2,434.8	2,385.6	2,344.0
자본총계	21,105.7	25,151.3	25,225.7	25,850.0	26,273.5

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	1,355.4	1,312.4	867.6	1,500.7	1,494.0
당기순이익(손실)	20.8	481.1	1,027.0	984.0	832.1
유형자산감가상각비	499.6	480.0	456.9	389.7	329.3
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	715.2	-159.8	-444.6	127.1	332.6
투자활동 현금흐름	-812.1	279.9	768.2	-512.2	-1,521.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-484.7	-678.0	-146.8	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	-1,730.0	-5,898.0	846.4	-505.6	-1,503.4
재무활동 현금흐름	122.4	-1,116.7	-787.1	-199.8	-146.1
차입금증감	1,018.5	-1,045.4	-784.8	127.2	213.6
자본의증가	428.6	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	632.1	294.6	852.7	788.8	-173.1
기초현금	2,066.4	2,698.5	2,993.2	3,845.9	4,634.7
기말현금	2,698.5	2,993.2	3,845.9	4,634.7	4,461.6
Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	148,151	154,352	158,665	163,820	168,299
EPS(지배주주)	561	3,357	5,776	5,447	4,606
CFPS	3,670	6,594	8,365	9,199	7,753
EBITDAPS	3,370	7,176	8,007	8,118	6,699
BPS	95,661	117,902	119,126	122,646	125,077
DPS	550	2,000	2,000	2,200	2,500
배당수익률(%)	0.4	1.6	1.6	1.8	2.0
Valuation(Multiple)					
PER	223.6	37.5	21.4	22.7	26.8
PCR	34.2	19.1	14.8	13.4	15.9
PSR	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7
PBR	1.3	1.1	1.0	1.0	1.0
EBITDA	639.2	1,361.3	1,518.9	1,539.9	1,270.7
EV/EBITDA	49.9	23.0	19.1	18.4	22.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	0.6	3.1	4.8	4.5	3.7
EBITDA이익률	2.3	4.6	5.0	5.0	4.0
부채비율	110.6	95.0	91.7	92.1	94.7
금융비용부담률	0.7	0.6	0.5	0.4	0.4
이자보상배율(x)	0.7	5.1	7.6	8.6	7.1
매출채권회전율(x)	7.1	7.5	7.9	8.1	8.0
재고자산회전율(x)	20.8	20.6	19.9	19.8	18.7

# SK(034730) 순항중인 비상장 자회사

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

Buy

적정주가 (12개월)	370,000원
현재주가 (6. 11)	283,500원
상승여력	30.5%
KOSPI	2,470.15pt
시가총액	199,471억원
발행주식수	7,036만주
유동주식비율	48.43%
외국인비중	25.05%
52주 최고/최저가	328,500원/258,500원
평균거래대금	284.1억원
<b>주요주주(%)</b>	
최태원 외 4인	30.88
국민연금	9.21
<b>주가상승률(%)</b>	
절대주가	상대주가
1개월	-6.7 -6.5
6개월	-1.6 -1.5
12개월	0.2 -3.4
<b>주가그래프</b>	



## 투자 지주회사로서의 역할 충실

- '15년 SK가 중장기 비전으로 제시했던 5대 핵심 사업 → IT 서비스, ICT 융합, 반도체, 바이오/제약, LNG
- 이에 그룹 컨트롤타워로서 비주력 사업은 과감히 매각, 신 성장 사업에 대해서는 공격적 투자 진행
- 반도체 부문은 이미 상당부분 수직계열화에 성공했으며, SKT의 지배구조 개편 논의도 같은 맥락으로 이해

## 비상장 자회사 상승 모멘텀 유효

- NAV 구성 내역 중 상장 자회사와 비상장 자회사가 유사한 비중을 차지
- 타 대형 지주회사와 달리 주력 상장 자회사와 주가 동조화 현상이 약한 것도 같은 이유
- SK E&S, 실트론 실적 개선, 바이오 가치 재평가 등 하반기에도 비상장 자회사 투자 모멘텀 유효

## 지배구조 관련 영향은 중립적

- 투자의견 Buy, 적정주가 370,000원을 유지하며 지주회사 내 차선호주로 추천
- 자회사 행위요건 강화 관련 법안이 불편하나 급격한 지배구조 변화를 야기할 법안 통과 가능성은 제한적
- 향후 SKT가 인적분할 되는 경우 SK하이닉스가 자회사로 편입될 수 있으나, 당사는 물적분할 가능성에 무게
- 지배구조와 관련된 영향은 대체로 중립적인 것으로 판단하며 비상장 지분가치 상승에 보다 집중할 필요

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	82,729.9	5,280.8	765.6	10,851	-58.9	184,873	21.2	1.2	6.2	6.0	143.5
2017	93,296.4	5,861.0	1,677.4	23,808	79.6	192,595	11.9	1.5	6.4	12.5	139.9
2018E	99,731.9	6,263.3	1,833.8	26,063	3.0	215,302	10.9	1.3	5.7	12.7	125.0
2019E	101,872.4	6,617.0	2,041.9	29,021	12.2	240,943	9.8	1.2	5.5	12.6	110.6
2020E	104,296.1	6,872.9	2,097.5	29,811	3.0	267,368	9.5	1.1	5.4	11.6	99.3



# SK그룹 지배구조('18년 3월말 기준)

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 18  
지주\_ Event Driven



## Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	82,729.9	93,296.4	99,731.9	101,872.4	104,296.1
매출액증가율(%)	110.5	12.8	6.9	2.1	2.4
매출원가	73,005.6	82,399.7	88,378.3	90,055.2	92,093.5
매출총이익	9,724.3	10,896.7	11,353.6	11,817.2	12,202.7
판매비와관리비	4,443.5	5,035.7	5,090.3	5,200.2	5,329.8
영업이익	5,280.8	5,861.0	6,263.3	6,617.0	6,872.9
영업이익률(%)	6.4	6.3	6.3	6.5	6.6
금융손익	-813.6	-432.4	-1,303.0	-934.1	-1,062.4
종속/관계기업관련손익	721.8	2,487.8	2,361.2	2,486.0	2,602.6
기타영업외손익	-799.3	-474.4	-39.8	-40.6	-41.5
세전계속사업이익	4,389.7	7,442.2	7,281.6	8,128.3	8,371.6
법인세비용	1,359.6	2,260.8	2,066.1	2,275.9	2,344.1
당기순이익	2,822.5	5,066.5	5,215.6	5,852.3	6,027.6
지배주주지분 순이익	765.6	1,677.4	1,833.8	2,041.9	2,097.5

## Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	32,450.0	35,198.9	39,230.1	42,216.6	45,006.3
현금및현금성자산	7,087.0	7,145.8	8,977.0	10,332.1	11,461.2
매출채권	10,398.5	11,538.5	12,461.6	13,209.2	13,869.7
재고자산	6,018.9	8,177.9	8,832.2	9,353.3	9,933.2
비유동자산	70,597.3	74,578.0	74,929.3	76,517.1	78,929.1
유형자산	41,032.5	41,286.4	40,364.8	41,208.7	42,582.0
무형자산	11,772.4	12,350.8	12,283.8	12,023.3	11,658.4
투자자산	13,785.4	17,088.0	18,427.9	19,432.3	20,836.0
자산총계	103,047.3	109,776.9	114,159.3	118,733.7	123,935.4
유동부채	28,716.6	31,368.1	31,530.2	31,768.9	32,162.8
매입채무	8,897.3	9,588.6	10,250.1	10,470.1	10,719.2
단기차입금	2,614.1	2,999.0	3,188.0	3,246.0	3,233.0
유동성장기부채	5,629.6	6,548.2	5,016.2	4,696.2	4,536.2
비유동부채	32,004.0	32,652.5	31,880.4	30,587.1	29,590.6
사채	19,376.8	18,194.0	16,939.0	15,583.8	14,493.0
장기차입금	3,756.8	5,165.6	5,010.6	4,860.3	4,714.5
부채총계	60,720.6	64,020.5	63,410.6	62,356.0	61,753.4
자본금	15.4	15.4	15.4	15.4	15.4
자본잉여금	5,645.6	5,017.0	5,017.0	5,017.0	5,017.0
기타포괄이익누계액	-12.3	-305.4	-305.4	-305.4	-305.4
이익잉여금	8,368.1	9,837.6	11,448.1	13,266.8	15,141.0
비지배주주지분	29,214.4	32,096.3	35,478.1	39,288.5	43,218.5
자본총계	42,326.7	45,756.4	50,748.7	56,377.8	62,182.0

## Statement of Cash Flow

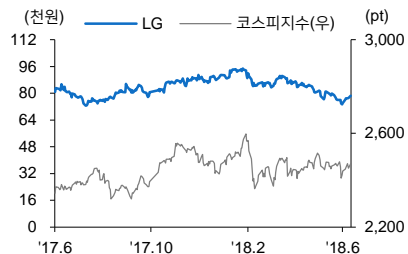
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	9,110.7	6,930.1	11,913.6	11,629.0	12,085.3
당기순이익(손실)	2,822.5	5,066.5	5,215.6	5,852.3	6,027.6
유형자산감가상각비	4,052.1	4,318.2	5,062.6	5,216.1	5,465.8
무형자산상각비	1,161.1	1,323.5	1,423.1	1,390.5	1,344.9
운전자본의 증감	130.4	-2,559.8	212.3	-829.9	-752.9
투자활동 현금흐름	-7,380.5	-6,292.9	-7,114.1	-8,286.6	-9,327.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-4,935.4	-4,971.9	-5,210.0	-7,592.0	-8,351.0
투자자산의 감소(증가)	651.7	-814.8	-1,339.9	-1,004.4	-1,403.7
재무활동 현금흐름	-1,622.4	-408.0	-2,968.3	-1,987.3	-1,629.1
차입금증감	-276.2	1,403.7	-2,742.7	-1,764.0	-1,405.8
자본의증가	-32.8	-628.7	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	91.7	58.9	1,831.2	1,355.1	1,129.1
기초현금	6,995.2	7,087.0	7,145.8	8,977.0	10,332.1
기말현금	7,087.0	7,145.8	8,977.0	10,332.1	11,461.2

## Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	1,175,803	1,325,980	1,417,446	1,447,868	1,482,315
EPS(지배주주)	10,851	23,808	26,063	29,021	29,811
CFPS	155,878	165,536	205,137	217,516	222,887
EBITDAPS	149,146	163,483	181,196	187,940	194,478
BPS	184,873	192,595	215,302	240,943	267,368
DPS	3,700	4,000	4,000	4,000	4,000
배당수익률(%)	1.6	1.4	1.4	1.4	1.4
Valuation(Multiple)					
PER	21.2	11.9	10.9	9.8	9.5
PCR	1.5	1.7	1.4	1.3	1.3
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
PBR	1.2	1.5	1.3	1.2	1.1
EBITDA	10,494.0	11,502.7	12,749.0	13,223.5	13,683.5
EV/EBITDA	6.2	6.4	5.7	5.5	5.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.0	12.5	12.7	12.6	11.6
EBITDA이익률	12.7	12.3	12.8	13.0	13.1
부채비율	143.5	139.9	125.0	110.6	99.3
금융비용부담률	1.0	1.0	0.9	0.8	0.8
이자보상배율(x)	6.6	6.4	7.0	8.0	8.8
매출채권회전율(x)	8.0	8.5	8.3	7.9	7.7
재고자산회전율(x)	14.2	13.1	11.7	11.2	10.8

## Buy

적정주가 (12개월)	100,000원	
현재주가 (6. 11)	78,600원	
상승여력	27.2%	
KOSPI	2,470.15pt	
시가총액	135,630억원	
발행주식수	17,256만주	
유통주식비율	53.27%	
외국인비중	33.86%	
52주 최고/최저가	94,900원/72,600원	
평균거래대금	200.3억원	
주요주주(%)		
LG연암학원 외 31인	46.68	
국민연금	7.99	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-3.1	-2.8
6개월	-9.8	-9.7
12개월	-8.0	-11.3
주가그래프		



## 주력 자회사와의 주가 동조화

- 순수 지주회사가 주식시장에서 주목 받기 위한 조건은 크게 3가지
- 1) 비상장 자회사 모멘텀, 2) 지배구조 개편 과정에서의 이벤트 발생, 3) 그룹 컨트롤 타워로서의 역할 부각
- 일찌감치 완성된 안정적 지배구조 체제는 되려 투자자들의 무관심을 초래
- 또한 비상장 자회사(LG CNS, 서브원)의 실적 개선 역시 NAV에 미치는 영향이 미미
- 주력 자회사인 LG전자, LG화학의 유독 높은 동조화 현상을 보이는 근본적인 이유

## 가시적인 성과 확인 필요

- 지난 4월, LG와 LG전자는 오스트리아 차량용 헤드램프 업체인 ZKW를 1.45조원에 인수
- 그룹 차원에서 집중 육성하고 있는 자동차 전장부품 사업 관련 수직계열화를 완성시키기 위함
- 과거 M&A에 소극적이던 모습과 달리 미래 성장 동력 확보를 위한 공격적인 행보가 지속되는 건 긍정적
- 단, 컨트롤 타워로서의 역할 부각되며 NAV 할인율이 축소되기 위해서는 향후 가시적 성과 확인이 필요

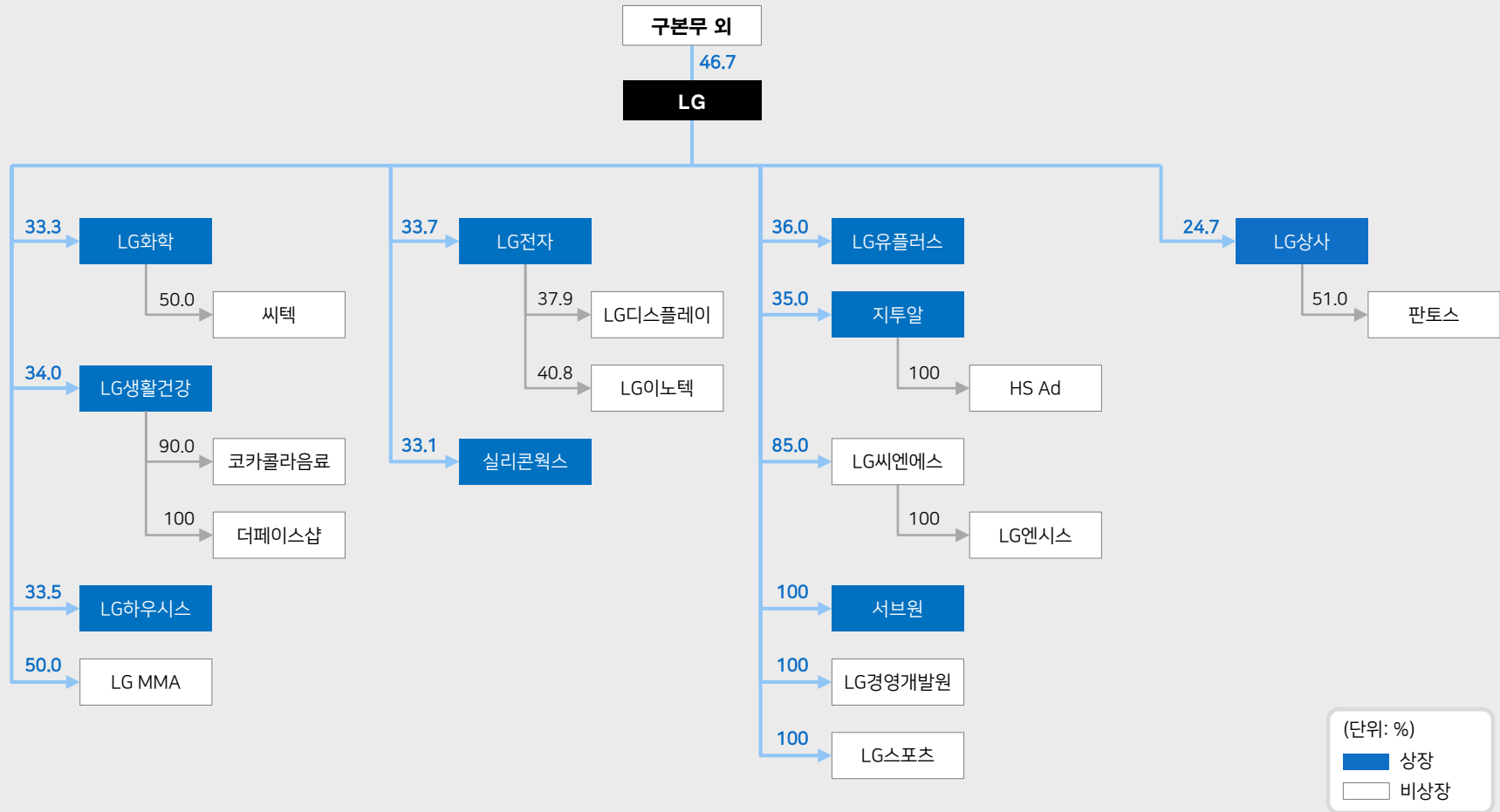
## 불편한 동행 관계는 하반기에도 지속

- 자체 모멘텀이 부재한만큼 하반기 주가의 향방 역시 LG전자, LG화학의 동행 or 후행 하는 흐름 불가피
- 투자자의견 Buy, 적정주가 100,000원 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	9,673.9	1,322.7	1,074.8	6,203	15.7	78,889	9.7	0.8	7.0	8.0	37.1
2017	11,841.1	2,185.8	2,395.9	13,859	123.7	90,990	6.6	1.0	6.4	16.0	33.8
2018E	12,204.7	2,296.5	1,984.1	11,472	-17.2	100,971	6.4	0.7	4.9	11.8	31.1
2019E	13,063.0	2,387.3	2,050.9	11,860	3.5	111,332	6.2	0.7	4.4	11.0	28.7
2020E	13,723.7	2,487.3	2,135.8	12,352	4.1	122,176	6.0	0.6	3.9	10.4	26.5

# LG그룹 지배구조 ('18년 3월말 기준)

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 18  
지주\_ Event Driven



Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	9,673.9	11,841.1	12,204.7	13,063.0	13,723.7
매출액증가율(%)	-2.9	22.4	3.1	7.0	5.1
매출원가	7,960.8	9,293.9	9,533.5	10,265.8	10,796.4
매출총이익	1,713.1	2,547.2	2,671.2	2,797.3	2,927.2
판매비와관리비	390.3	361.3	374.7	409.9	439.9
영업이익	1,322.7	2,185.8	2,296.5	2,387.3	2,487.3
영업이익률(%)	13.7	18.5	18.8	18.3	18.1
금융손익	-25.3	-25.7	-16.2	-16.2	-16.2
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-6.9	581.1	17.2	15.5	14.0
세전계속사업이익	1,290.5	2,741.3	2,297.5	2,386.6	2,485.1
법인세비용	187.1	328.6	279.1	298.3	310.6
당기순이익	1,091.3	2,435.6	2,018.4	2,088.3	2,174.4
지배주주지분 순이익	1,074.8	2,395.9	1,984.1	2,050.9	2,135.8
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	4,663.1	5,367.8	4,989.8	5,972.6	6,902.7
현금및현금성자산	1,129.0	1,310.0	938.0	1,624.4	2,334.6
매출채권	2,551.4	3,023.3	3,116.2	3,335.3	3,504.0
재고자산	322.9	110.0	143.0	164.4	172.8
비유동자산	14,826.3	16,279.9	18,570.8	19,550.1	20,636.1
유형자산	2,481.4	1,911.5	2,557.6	2,676.8	2,850.3
무형자산	114.0	94.4	77.6	64.2	53.3
투자자산	11,070.2	12,875.0	14,536.7	15,410.2	16,333.6
자산총계	19,489.4	21,647.7	23,560.6	25,522.7	27,538.8
유동부채	3,567.3	3,943.6	4,273.1	4,459.4	4,584.2
매입채무	1,635.4	2,261.6	2,331.1	2,495.0	2,621.2
단기차입금	190.8	59.1	94.1	103.1	101.1
유동성장기부채	507.0	320.7	505.7	424.7	352.7
비유동부채	1,702.1	1,524.6	1,318.3	1,234.4	1,179.9
사채	827.7	867.5	619.5	535.5	467.5
장기차입금	352.1	145.4	171.4	134.4	119.4
부채총계	5,269.4	5,468.2	5,591.3	5,693.8	5,764.2
자본금	879.4	879.4	879.4	879.4	879.4
자본잉여금	2,364.9	2,365.6	2,365.6	2,365.6	2,365.6
기타포괄이익누계액	-159.6	-250.4	-250.4	-250.4	-250.4
이익잉여금	10,792.1	13,010.4	14,765.8	16,588.1	18,495.2
비지배주주지분	345.7	177.0	211.3	248.7	287.3
자본총계	14,220.1	16,179.5	17,969.3	19,828.9	21,774.7

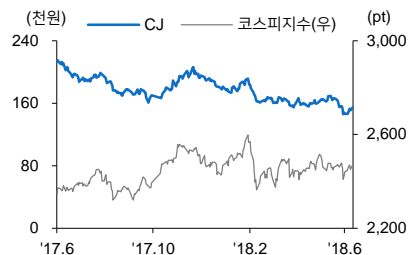
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	878.2	1,058.4	2,517.8	2,526.3	2,644.7
당기순이익(손실)	1,091.3	2,435.6	2,018.4	2,088.3	2,174.4
유형자산감가상각비	269.6	229.4	363.0	386.8	421.5
무형자산상각비	27.2	28.1	24.8	20.4	16.9
운전자본의 증감	-87.1	-54.9	144.6	30.8	31.9
투자활동 현금흐름	-343.8	-689.3	-2,692.2	-1,418.4	-1,548.9
유형자산의 증가(CAPEX)	-274.5	-292.1	-1,222.0	-617.0	-595.0
투자자산의 감소(증가)	-631.4	-1,804.9	-1,661.7	-873.5	-923.4
재무활동 현금흐름	-275.5	-139.8	-230.6	-421.5	-385.6
차입금증감	-37.8	-487.4	-1.9	-192.9	-156.9
자본의증가	3.3	0.6	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	258.6	213.8	-405.0	686.4	710.3
기초현금	870.4	1,129.0	1,342.9	937.9	1,624.3
기말현금	1,129.0	1,342.9	937.9	1,624.3	2,334.5
Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	56,062	68,621	70,728	75,703	79,531
EPS(지배주주)	6,203	13,859	11,472	11,860	12,352
CFPS	5,355	5,934	15,433	16,228	16,904
EBITDAPS	9,386	14,159	15,556	16,195	16,955
BPS	78,889	90,990	100,971	111,332	122,176
DPS	1,300	1,300	1,300	1,300	1,300
배당수익률(%)	2.2	1.4	1.8	1.8	1.8
Valuation(Multiple)					
PER	9.7	6.6	6.4	6.2	6.0
PCR	11.2	15.3	4.8	4.6	4.4
PSR	1.1	1.3	1.0	1.0	0.9
PBR	0.8	1.0	0.7	0.7	0.6
EBITDA	1,619.6	2,443.2	2,684.2	2,794.5	2,925.7
EV/EBITDA	7.0	6.4	4.9	4.4	3.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.0	16.0	11.8	11.0	10.4
EBITDA이익률	16.7	20.6	22.0	21.4	21.3
부채비율	37.1	33.8	31.1	28.7	26.5
금융비용부담률	0.5	0.3	0.3	0.2	0.2
이자보상배율(x)	29.1	57.9	71.5	79.9	96.2
매출채권회전율(x)	4.1	4.2	4.0	4.0	4.0
재고자산회전율(x)	29.0	54.7	96.5	85.0	81.4

# CJ(001040) 부정적인 하반기 내수 경기 전망 투영

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

Buy

적정주가 (12개월)	195,000원
현재주가 (6. 11)	145,500원
상승여력	26.2%
KOSPI	2,470.15pt
시가총액	45,078억원
발행주식수	2,918만주
유동주식비율	46.53%
외국인비중	19.22%
52주 최고/최저가	211,000원/146,000원
평균거래대금	121.1억원
<b>주요주주(%)</b>	
이재현 외 7인	43.28
국민연금	9.50
<b>주가상승률(%)</b>	
절대주가	상대주가
1개월	-8.6 -8.3
6개월	-19.5 -19.5
12개월	-26.8 -29.4
<b>주가그래프</b>	



## 부정적 내수 경기 전망으로 할인율 역대 최대

- CJ의 주가가 연일 하락하며 NAV 대비 할인율 역대 최대 수준에서 거래 중
- 후퇴하고 있는 소비자 심리 개선세, 고용여건 악화 등 하반기 불투명한 내수 경기 전망이 주가에 부담
- 공정거래법, 상법 등 각종 법안 개편에서 자유롭다는 점은 그나마 긍정적인 요인

## 올리브영 성장성에 대한 의구심

- 초기투자를 통한 즉각적인 이익 창출 보다는 중장기적으로 이익을 회수 하는 것이 내수산업의 일반적 특징
- 비교적 낮은 수익성이 유지되고 있던 올리브영의 성장성을 인정하고 높은 밸류에이션을 부여했던 이유
- 문제는 경쟁 업체의 공격적인 외형 전략으로 점포 출점 속도는 둔화되고, 수익성 역시 악화되고 있다는 것
- 올리브영이 고성장 국면임을 감안해 적용했던 고 Multiple은 더 이상 정당화되기 어렵다는 판단

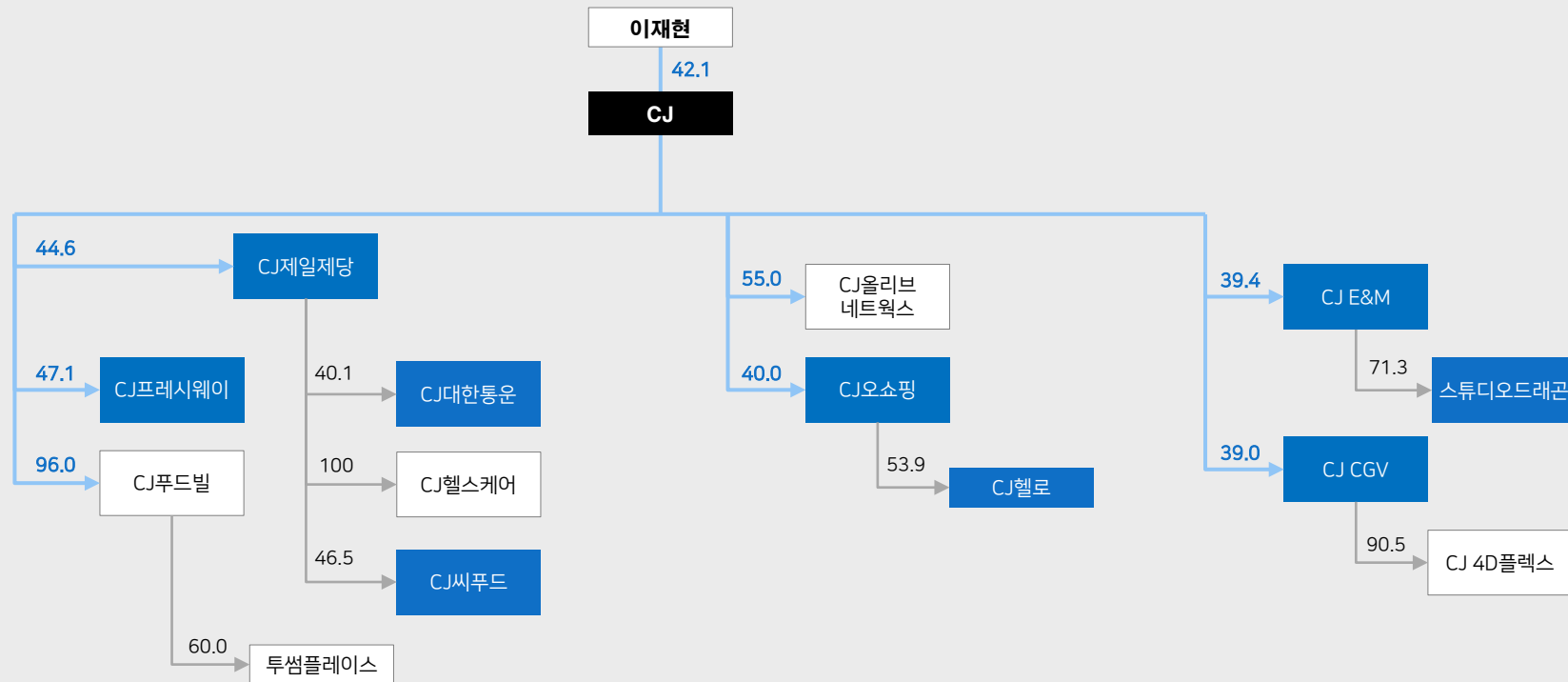
## 투자 매력도는 높지 않은 국면

- 상장 지분가치 하락, 올리브영 가치 조정 등을 감안한 적정주가는 195,000원으로 추정
- 현 주가가 NAV 대비 할인율이 40%를 상회하고 있는 만큼 추가적인 주가 하방 리스크는 제한적
- 다만 지주회사 전반의 규제 리스크와 내수 부진 우려가 공존한다는 점에서 투자매력도는 높지 않은 국면

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	23,954.2	1,252.9	223.0	7,541	3.3	118,834	24.8	1.6	7.8	6.1	140.0
2017	26,898.6	1,326.0	463.7	15,777	100.0	125,004	11.5	1.5	8.0	12.1	144.5
2018E	28,820.7	1,422.7	550.2	18,740	22.1	141,188	7.8	1.0	7.2	13.1	133.2
2019E	30,789.7	1,639.1	388.4	13,196	-33.2	152,226	11.1	1.0	7.0	8.4	128.2
2020E	33,055.4	1,826.3	437.5	14,877	12.8	164,825	9.8	0.9	7.0	8.8	122.3

# CJ그룹 지배구조 ('18년 3월말 기준)

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 18  
지주\_ Event Driven



(단위: %)  
 상장  
 비상장

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	23,954.2	26,898.6	28,820.7	30,789.7	33,055.4
매출액증가율(%)	13.2	12.3	7.1	6.8	7.4
매출원가	16,502.0	18,608.6	20,029.9	21,349.3	22,946.0
매출총이익	7,452.2	8,290.0	8,790.8	9,440.3	10,109.4
판매비와관리비	6,199.3	6,964.1	7,368.0	7,801.3	8,283.1
영업이익	1,252.9	1,326.0	1,422.7	1,639.1	1,826.3
영업이익률(%)	5.2	4.9	4.9	5.3	5.5
금융손익	-311.0	25.7	114.2	-287.5	105.1
종속/관계기업관련손익	70.0	86.6	50.7	29.4	16.3
기타영업외손익	-216.7	136.9	257.2	-142.2	-551.1
세전계속사업이익	795.3	1,575.2	1,844.8	1,238.8	1,396.6
법인세비용	225.4	437.5	456.2	309.7	349.1
당기순이익	569.8	1,137.7	1,388.6	929.1	1,047.4
지배주주지분 순이익	223.0	463.7	550.2	388.4	437.5
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	7,862.5	8,333.3	9,316.3	9,904.8	10,501.9
현금및현금성자산	1,169.3	1,219.6	1,694.2	1,762.1	1,760.0
매출채권	3,284.7	3,551.8	3,805.6	4,065.6	4,364.7
재고자산	1,699.4	1,733.0	1,856.8	1,983.7	2,129.7
비유동자산	19,147.1	20,992.1	21,790.5	22,562.0	23,360.3
유형자산	10,372.8	11,492.9	12,022.9	12,765.9	13,603.9
무형자산	5,736.1	6,039.0	6,214.0	6,149.0	6,022.0
투자자산	2,006.9	2,310.0	2,403.4	2,496.9	2,584.2
자산총계	27,009.6	29,325.4	31,106.7	32,466.8	33,862.2
유동부채	8,662.2	9,363.3	9,759.5	9,962.8	9,943.1
매입채무	1,763.0	2,035.0	2,180.4	2,329.4	2,500.8
단기차입금	2,882.2	2,920.1	3,052.1	3,118.1	3,151.1
유동성장기부채	1,350.9	1,402.9	1,559.9	1,611.9	1,393.9
비유동부채	7,093.0	7,970.0	8,007.9	8,277.0	8,686.0
사채	3,728.2	4,682.1	4,514.1	4,819.1	5,237.1
장기차입금	1,835.0	1,592.7	1,692.7	1,547.7	1,415.7
부채총계	15,755.1	17,333.2	17,767.4	18,239.8	18,629.1
자본금	157.9	157.9	157.9	157.9	157.9
자본잉여금	993.0	993.0	993.0	993.0	993.0
기타포괄이익누계액	142.1	-112.8	-112.8	-112.8	-112.8
이익잉여금	2,699.5	3,115.3	3,624.1	3,971.1	4,367.2
비지배주주지분	7,518.7	8,062.4	8,900.8	9,441.5	10,051.4
자본총계	11,254.5	11,992.2	13,339.3	14,227.1	15,233.1

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	2,091.8	2,240.4	3,045.9	2,541.9	2,583.1
당기순이익(손실)	569.8	1,137.7	1,388.6	929.1	1,047.4
유형자산감가상각비	832.1	922.2	1,212.0	1,257.0	1,294.0
무형자산상각비	629.9	586.7	425.0	365.0	227.0
운전자본의 증감	-231.4	-269.7	-270.1	-300.7	-281.3
투자활동 현금흐름	-3,344.7	-2,863.8	-2,429.7	-2,381.7	-2,312.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,374.4	-2,273.0	-1,742.0	-2,000.0	-2,132.0
투자자산의 감소(증가)	26.3	-216.5	-93.4	-93.5	-87.3
재무활동 현금흐름	1,230.5	718.2	-141.6	-92.3	-273.1
차입금증감	1,191.2	1,072.6	237.5	295.0	120.5
자본의증가	4.3	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-25.8	50.3	474.7	67.9	-2.1
기초현금	1,195.1	1,169.3	1,219.6	1,694.2	1,762.1
기말현금	1,169.3	1,219.6	1,694.2	1,762.1	1,760.0
Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	821,560	921,911	987,787	1,055,272	1,132,926
EPS(지배주주)	7,541	15,777	18,740	13,196	14,877
CFPS	80,011	78,587	129,287	108,038	110,139
EBITDAPS	93,112	97,161	104,868	111,769	114,723
BPS	118,834	125,004	141,188	152,226	164,825
DPS	1,350	1,450	1,450	1,450	1,450
배당수익률(%)	0.7	0.8	1.0	1.0	1.0
Valuation(Multiple)					
PER	24.8	11.5	7.8	11.1	9.8
PCR	2.3	2.3	1.1	1.4	1.3
PSR	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
PBR	1.6	1.5	1.0	1.0	0.9
EBITDA	2,714.9	2,834.9	3,059.7	3,261.1	3,347.3
EV/EBITDA	7.8	8.0	7.2	7.0	7.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.1	12.1	13.1	8.4	8.8
EBITDA이익률	11.3	10.5	10.6	10.6	10.1
부채비율	140.0	144.5	133.2	128.2	122.3
금융비용부담률	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1
이자보상배율(x)	4.3	4.2	4.2	4.7	5.2
매출채권회전율(x)	8.1	7.9	7.8	7.8	7.8
재고자산회전율(x)	15.0	15.7	16.1	16.0	16.1



Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.  
당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 6월 12일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다.  
당사는 2018년 6월 12일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.  
당사의 조사분석 담당자는 2018년 6월 12일 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: 은경완)

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.  
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	96.0%
중립	4.0%
매도	0%

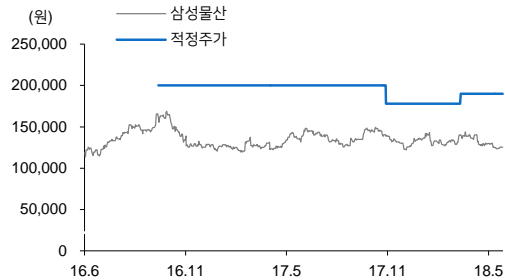
2018년 3월 31일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에  
대하여 공표한 최근일  
투자등급의 비율

### 삼성물산 (028260) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*	
					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	-30.1	-24.2
2018.06.12	산업분석	Buy	190,000	은경완	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

\* 적정가격 대상시점: 1년

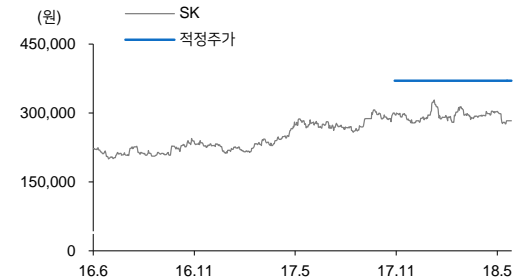


### SK (034730) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*	
					평균	최고(최저)
2017.11.20	산업분석	Buy	370,000	은경완	-20.4	-11.2
2018.06.12	산업분석	Buy	370,000	은경완	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

\* 적정가격 대상시점: 1년

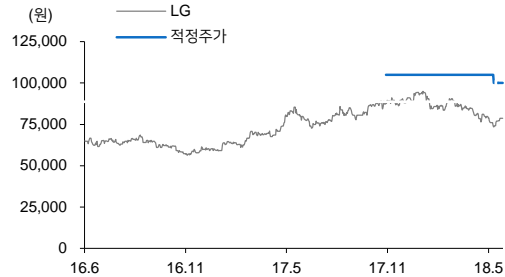


### LG (003550) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*	
					평균	최고(최저)
2017.11.20	산업분석	Buy	105,000	은경완	-17.6	-9.6
2018.05.31	기업브리프	Buy	100,000	은경완	-23.8	-21.4
2018.06.12	산업분석	Buy	100,000	은경완	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

\* 적정가격 대상시점: 1년



### CJ (001040) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*	
					평균	최고(최저)
2017.11.20	산업분석	Buy	250,000	은경완	-31.2	-17.4
2018.05.31	기업브리프	Buy	195,000	은경완	-23.3	-20.8
2018.06.12	산업분석	Buy	195,000	은경완	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

\* 적정가격 대상시점: 1년

