



▲ 은행/지주

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

Overweight

Top Pick

삼성물산(028260) Buy 170,000원

지주

삼성그룹 순환출자 완전 해소, 다음 행보는?

- ✓ 삼성전기 · 화재 보유 삼성물산 4% 지분 오버행 출회 → 순환출자 완전 해소
- ✓ 지배구조 관점에서 삼성에게 남은 숙제는 역시나 '삼성생명 → 삼성전자' 지분구조
- ✓ 1) 자회사 행위요건, 2) 일반지주회사 금융회사 보유 금지 → 지주회사 전환 불가능
- ✓ 금산분리 문제의 핵심은 삼성생명이 삼성전자를 지배(최대주주)하고 있다는 점
- ✓ 삼성물산, 삼생생명 보유 삼성전자 1.7% 이상의 지분 매입하며 최대주주 등극 예상

삼성그룹 순환출자 완전 해소

삼성전기(500만주, 2.6%)와 삼성화재(262만주, 1.4%)가 보유한 삼성물산 지분 4%가 블록딜로 막각됐다. 올해 진행된 1) 4월 10일 공정위의 '합병' 관련 순환출자 금리법 집행 가이드라인 변경에 따른 삼성SDI 보유 삼성물산 지분 매각, 2) 5월 30일 삼성전자 자사주 소각 및 금산법 24조 종족을 위한 삼성생명 · 화재 보유 삼성전자 지분 매각에 이은 3번째 지배구조 개편 이벤트다. 법으로 강제되었던 앞선 이벤트들과 달리 자발적 노력으로 그룹 내 순환출자 고리를 모두 해소시켰다는 점은 긍정적이나 '생명→전자'로 이어지는 금산분리 해결은 여전히 숙제로 남아있다.

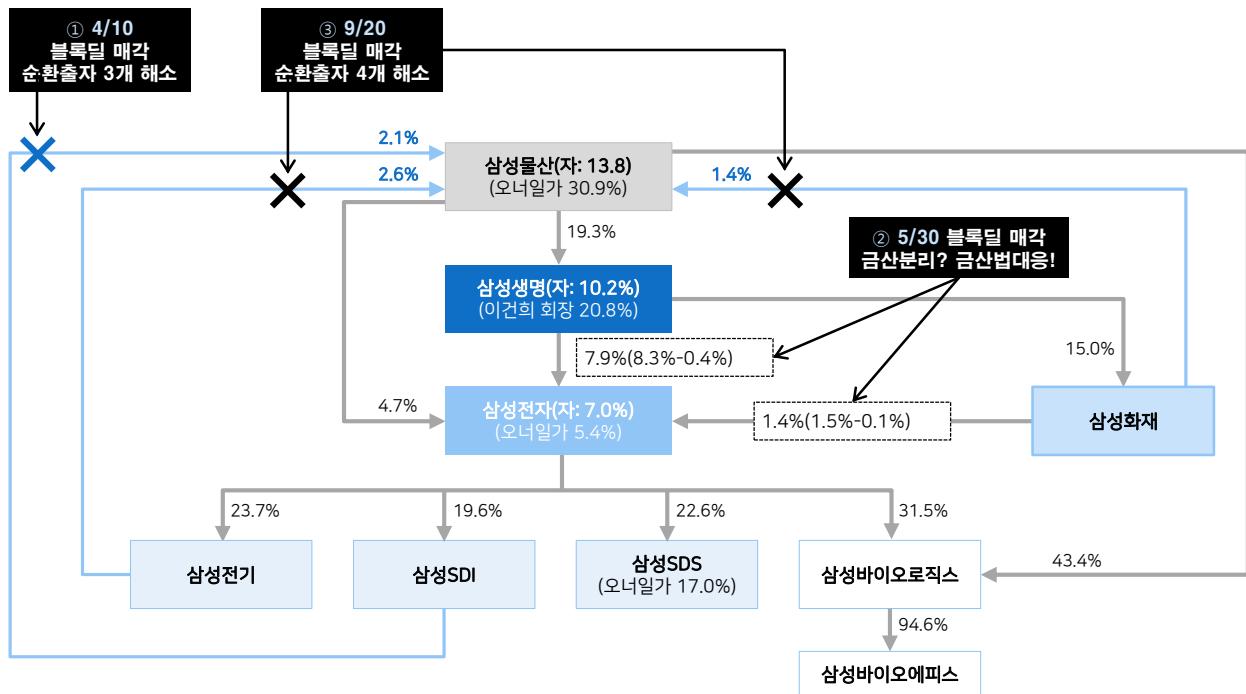
지주회사로의 전환 가능성은 제한적

현실적으로 삼성그룹이 삼성물산 중심의 지주회사로 전환하는 것은 불가능하다. 당장에 자회사로 편입될 삼성전자의 지분율을 (현행법상) 20%까지 확보해야 하는데 현 시가총액 대비 약 46조원의 자금이 필요하기 때문이다. 보유 계열사 지분 중 가장 큰 규모인 삼성바이오로직스 지분(43.4%, 약 15조원) 매각을 가정해도 턱없이 부족한 액수다. 여기에 공정거래법 개정으로 자회사 행위요건이 30%로 강화될 경우 현실성은 더 떨어진다. 또한 일반지주회사의 금융회사 소유가 금지된다는 점에서 삼성전자의 대주주 지분(7.9%)을 보유하고 있는 삼성생명을 매각해야 하는 이슈도 발생할 수 있다. 최근 김상조 공정거래위원장이 언론 인터뷰를 통해 제시한 3년이라는 유예기간에도 상기 요인을 해결하기엔 쉽지 않아 보인다.

정부와의 합의점 필요 → 삼성전자의 최대주주 삼성물산으로 변경

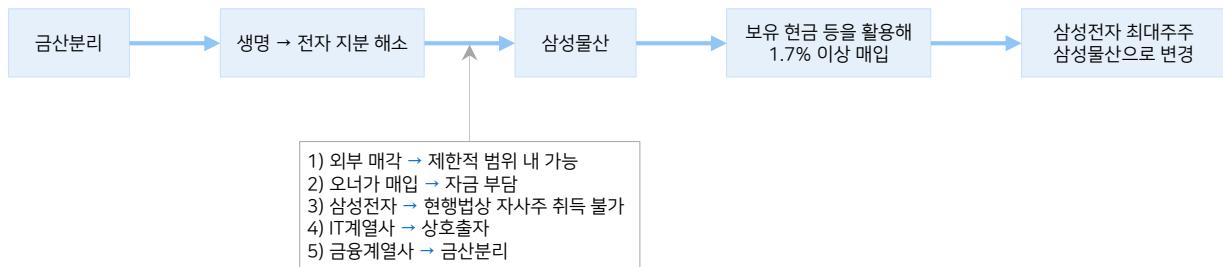
8월 27일 발표된 공정거래법 입법예고안에 삼성물산을 강제 지주전환 시킬 수 있었던 지주비율 강화 법안이 빠져있다. 삼성전자의 지배권 상실을 가져올 급진적 법안에 대해서 한 발 물러선 결정으로 해석되며, 이에 삼성그룹도 정부의 금산분리 해소 요구에 일정 부분 부응할 것으로 예상된다. 금산분리 문제의 핵심은 삼성생명이 삼성전자를 지배하고 있다는 점이며, 여기서 지배라 함은 최대주주 중 최다출자자임을 뜻한다. 삼성물산이 보유한 현금 등을 활용해 삼성생명 보유 삼성전자 지분 1.7% 이상을 매입 후, 삼성전자의 최대주주로 등극할 가능성에 주목한다.

그림1 2018년 삼성그룹 지배구조 변화



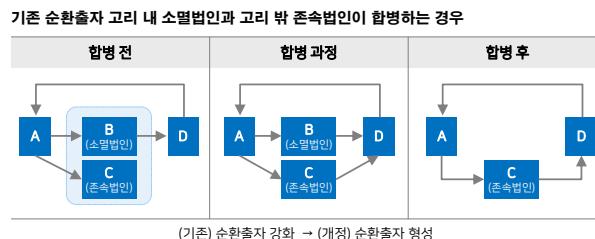
자료: Dart, 메리츠종금증권 리서치센터

그림2 향후 삼성그룹 지배구조 개편 예상 시나리오



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림3 합병 관련 신규 순환출자 금지 법 집행 가이드라인 변경



순환출자 형성·강화 시 처분 대상 주식	
순환출자 형성	순환출자를 형성하는 계열출자를 한 회사가 취득 또는 소유한 주식 전부
순환출자 강화	<p>기존 순환출자 고리를 기준으로 병합에 의해 추가되는 출자분 * 병합으로 2개 고리가 모두 순환출자 강화에 해당될 경우, 추가 출자분은 더 큰 추가 출자분을 처분</p>

자료: 공정위, 메리츠종금증권 리서치센터

그림5 금융산업의 구조개선에 관한 법률(금산법) 24조 내용

다른 회사의 주식소유한도中

- 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: 국회, 메리츠종금증권 리서치센터

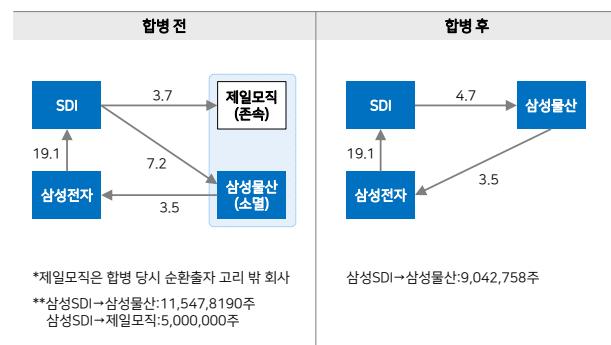
그림7 공정거래법 개정안 제2조의1 발의 내용

지주회사 정의 中

현행	"기주회사"라 함은 주식의 소유를 통하여 국내회사의 사업내용을 지배하는 것을 주된 사업으로 하는 회사로서 자산총액이 대통령령이 정하는 금액 이상인 회사를 말한다. 이 경우 주된 사업의 기준은 대통령령으로 정한다
개정안 발의내용	"기주회사"라 함은 주식의 소유를 통하여 국내회사의 사업내용을 지배하는 것을 주된 사업으로 하는 회사로서 자산총액이 대통령령이 정하는 금액 이상인 회사를 말한다. 이 경우 주된 사업의 기준은 회사가 보유하고 있는 계열회사 주식가액의 합계액이 해당 회사 자산총액에 대하여 대통령령으로 정하는 비율 이상인 것으로 하며, 가액은 곤정가치를 기준으로 대통령령으로 정하는 방법에 따라 산정한다

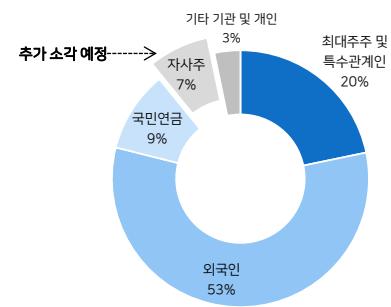
자료: 국회 메리츠종금증권 리서치센터

그림4 제일모직과 삼성물산 합병 사례



자료: 공정위, 메리츠종금증권 리서치센터

그림6 연내 삼성전자 자사주 7% 소각 예정



자료: Dart, 메리츠종금증권 리서치센터

그림8 보험업법 개정안 제106조 발의 내용

자산운용의 바탕 및 비율

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

자료: 국회 메리츠종금증권 리서치센터

표1 기업집단법제 관련 특위 권고안 및 공정위 입법 예고안

주요과제	특위 권고안	공정위 입법 예고안
기업집단 지정기준	▶ 상출집단 기준을 현행 10조원→ 명목 GDP의 0.5%로 변경 * 공시집단은 현행 5조원 기준 유지	▶ 특위안 수용 * 규제호란을 최소화하기 위해 명목 GDP 0.5%가 10조원을 초과하는 해의 다음해부터 시행
해외계열사 공시	▶ 국내계열사에 직·간접 출자한 해외계열사 주식소유(주주 및 출자)와 순환출자 현황 공시 의무를 동일인에게 부과	▶ 특위안 수용
	▶ 총수일가가 20% 이상 지분 보유한 해외계열사 및 그 자회사 현황 공시의무를 동일인에게 부과	▶ 특위안 수정수용 - 공시대상을 총수일가가 20% 이상 지분 보유 해외계열사로 한정(자회사는 제외)
사익편취 규제 대상	▶ (국내계열사) 현행 총수일가 지분 상장 30%, 비상장 20% 회사 → 상장·비상장 모두 20% 회사 및 이들 회사의 자회사(50% 초과 지분 보유)까지 확대	▶ (국내계열사) 특위안 수용 - 지분율 조정 등을 통한 규제회피의 사각지대 해소를 위해 적용대상 확대 필요
	▶ (해외계열사) 현재는 규제가 없으나, 국내계열사와 기준과 동일하게 상장·비상장 모두 20% 회사 및 이들 회사의 자회사까지 확대	▶ (해외계열사) 규제 미 도입 - 집행(역외적용 등)이 쉽지 않은 만큼 해외계열사 공시제도 도입을 통해 현황 파악주력
기존 순환출자 규제	▶ 현행은 신규 순환출자만 규제하나, 기존 순환출자도 의결권 제한방식 *으로 규제신설 * 순환출자 고리를 완성시킨 계열사가 소유하고 있는 계열출자에 대한 의결권 제한	▶ 특위안 수정수용 - 법 시행후 새롭게 상호출자기업집단으로 지정되는 기업집단에 한정하여 적용 * 현재 상호출자기업집단은 대부분 자발적으로 순환출자를 해소하여 규제 미적용
금융보험사 의결권 제한제도	▶ 현행 특수관계인 합산 15% 한도에 추가하여 금융·보험사만의 한도 5% 신설 ▶ 현행 예외적 의결권 행사 허용사유 * 중 악용우려가 있는 계열사간 합병·영업양도는 제외 * ①임원 선임, ②정관변경, ③다른 회사(계열사·비계열사 모두 포함)로의 합병·영업양도	▶ 현행 유지(금융·보험사만의 5% 한도 미도입) - 규제효과가 크지 않고 규제강화 논란만 확산 ▶ 특위안 수용 - 계열사간 합병은 적대적 M&A 방어와 관련이 없고, 오히려 사익편취 위험이 가장 높은 유형(불합리한 합병비율 찬성 등 문제)
공익법인	▶ 상출집단 소속 공익법인의 의결권행사를 현행 금융보험사 의결권 제한과 동일한 방식 *으로 제한하는 규제 신설 * 원칙금지, 임원선임 등 예외적 경우 특수관계인과 합산 15%까지 의결권 행사 가능	▶ 특위안 단계적 수용 - 특수관계인과 합산 15% 한도 규정은 2년간 시행 유예 후 3년에 걸쳐 5%씩 단계적 행사한도 축소(30%→25%→20%→15%)
지주회사 규제	▶ (지분율 상향) 현행 20%(비상장 40%)→ 30%(비상장 50%)로 상향은 공감대 형성 - 단, 적용대상은 신규 설립·전환 지주회사만 우선 적용하는 안과 모든 지주회사에 적용되며 유예기간을 부여하는 안으로 나뉨	▶ 규제 강도가 낮은 특위안 수용 - 지분율을 상향하되, 적용대상을 신규 설립·전환 지주회사로 한정 * 기존 지주회사는 익금불산입률 조정(금년 세법개정안 반영 예정)을 통한 자발적 상향 유도
	▶ (부채비율 요건) 부채비율 요건을 200%→100%로 강화하는 안과 현행유지안으로 나뉨	▶ 현행 유지 - 규제 강화 실익이 크지 않은 점을 고려
	▶ (벤처지주회사) 벤처기업의 M&A 저변확대를 위해 공정거래법상 벤처지주회사제도를 활성화하자는 것이 다수 의견	▶ 벤처지주회사 설립요건 완화 및 행위제한 규제 대폭 완화(비계열사 주식취득 한도 5%를 적용배제 등)

자료: 공정거래위원회, 메리츠종금증권 리서치센터

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 9월 21일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 9월 21일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 9월 21일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:은경완)

동 자료는 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 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	97.1%
중립	2.9%
매도	0.0%

2018년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

삼성물산 (028260) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	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	-30.1	-24.2	
2018.06.12	산업분석	Buy	190,000	은경완	-33.2	-24.2	
2018.07.26	기업브리프	Buy	170,000	은경완	-27.3	-25.6	
2018.09.21	산업브리프	Buy	170,000	은경완	-	-	