

지주 한국 자본주의의 도전



18

지주

한국 자본주의의 도전

Overweight

Top Picks

종목	투자판단	적정주가
SK(034730)	Buy	360,000원
삼성물산(028260)	Buy	155,000원



은행/지주

Analyst 은경완

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



주식시황

Analyst 정다이

02. 6098-6692
daijeong@meritz.co.kr

Contents

Part I	한국 자본주의의 도전	7
Part II	행동주의와 스튜어드십 코드	23
Part III	2019년 지주회사 투자전략	43
기업분석	SK(034730) Unlock the Hidden Value	64
	삼성물산(028260) 불확실성 해소가 우선	69

I 지주회사 ≡ 기업지배구조

- 압축성장의 부산물로 소위 재벌 중심의 경제 구조 유지
- '99년 경영권 방어, 계열사 정리 등을 목적으로 지주회사 도입
- 삼성, 현대차를 제외하고 대부분의 기업이 지주회사 체제 전환

III 현 정부의 재벌 개혁 정책

- 기업 집단의 지배력 남용 금지 및 공정거래 환경 조성이 목적
- 공정위를 필두로 법무부, 금융위 등 관계부처간 동시다발 진행
- 국민연금의 스튜어드십 코드 도입도 재벌 개혁의 일환

V 일본 Activism Case Study

- 1) 사업전략 관여 – Third Point, 'Seven&I Holdings'
- 2) 지배구조 반대 – Oasis Management, 'Alpine Electronics'
- 3) 이사회 교체 – Siam Partners, '21 Lady'

VII Strategy Idea

- 지주회사 Overweight 투자 의견 유지
- '19년 지주회사 Main Theme은 행동주의 투자자가 가져올 변화
- 부진한 주가, 낮은 배당성향, 높은 기관비중 관련 종목에 주목

II 심화되는 양극화와 경제 민주화

- 장기 저성장 및 양극화 심화로 중산층 이하의 불만 표출 시작
- 선진국의 해법은 유동성 공급을 통한 자산 가격 인플레이션 경로
- 한국의 경우 소득주도성장이라는 경제민주주의로 직접 해결 시도

IV 행동주의 투자자의 부상

- Activist들의 공략 대상이 'US' 중심에서 'Non-US'로 확산되는 추세
- 아시아에서 가장 많은 행동주의 투자가 진행되는 곳은 단연 일본
- 기업 경영 관여, 지배구조 개선, 이사회 교체 등 다양한 전략 구사

VI 전통 투자 Scheme의 한계

- 1) NAV Spread play – 주력 상장 자회사 Deep Value
- 2) Hidden Value Seeking – 추가적인 주가 상승을 위한 명분
- 3) Event Driven – 규제 관련 불확실성 상당 부분 해소

VIII Top picks

- 지주회사 최선호주로 SK와 삼성물산 추천
- SK(034730) – 비상장 자회사 상장 모멘텀 + 주주환원정책 강화 기조
- 삼성물산(028260) – 보유 지분가치 + 본업 개선 + 지배구조 개편

18

Part I

한국 자본주의의 도전

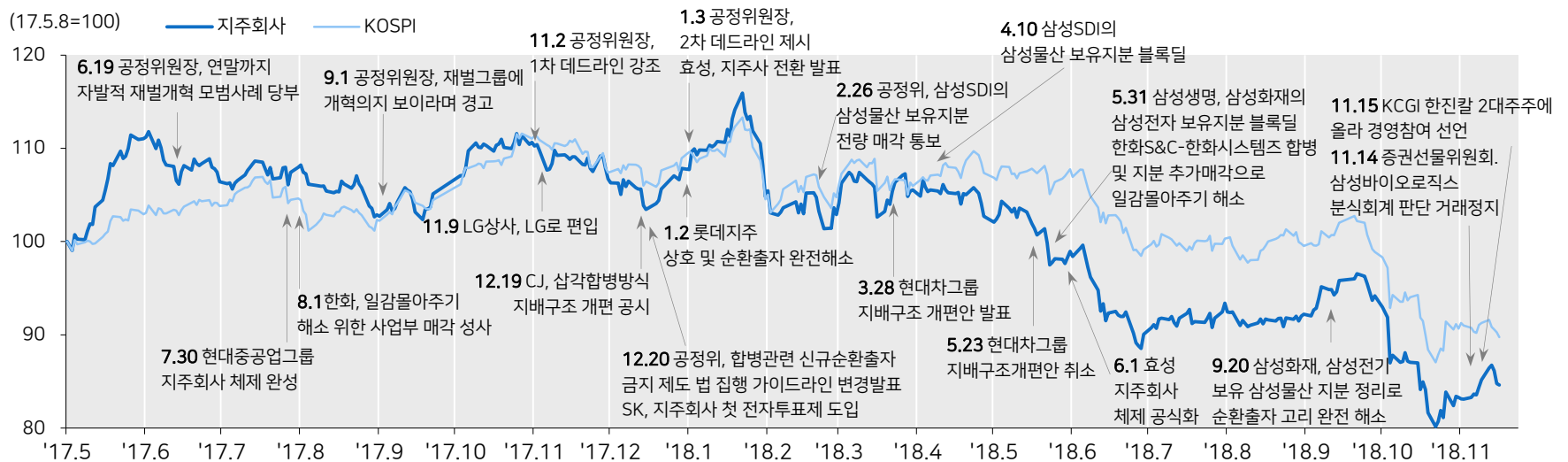
지주회사 = 기업지배구조

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 18
지주_ 한국 자본주의의 도전

FY18 Event Review

- 주식시장 내에서 기업지배구조 이슈와 가장 밀접한 관련이 있는 업종은 단연 지주회사
- 주력 자회사와 중복상장 되어있는 태생적 한계로 평소에는 투자자에게 무관심의 대상
- 반면 지배구조 관련 이벤트 발생시 Event driven 성격의 자금 유출입이 심하게 나타나는 경우 빈번
- 상반기 삼성, 현대차 등 지배구조 개편 가능성, 9월 공정거래법 개편안, 최근 한진칼 이슈 등이 대표적

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: Quantiwise, 메리츠증권증권 리서치센터

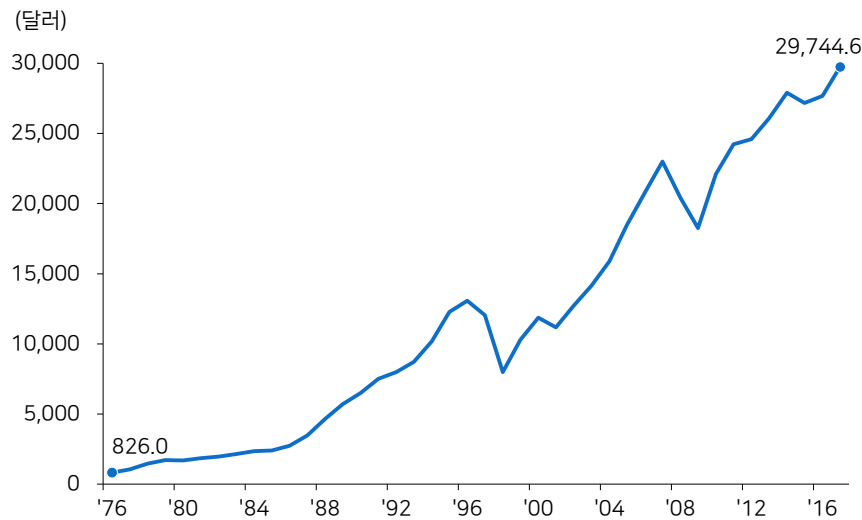
압축 성장의 신화

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 18
지주_ 한국 자본주의의 도전

한강의 기적

- 대표적인 압축 성장 국가답게 국내 경제는 대기업 소위 재벌 중심으로 성장
- 부족한 자본력을 극복하기 위한 과도한 레버리지, 문어발식 확장은 불가피 했으며 정부 역시 이를 중용
- 향후 발생할 후유증 보다는 당장의 수출 주도 경제제일주의에 집중하며 경제 대국(12위) 대열에 합류
- 실제 '50년대 60불 수준에 머물던 1인당 GNI는 '18년 현재 3만불에 육박

국내 1인당 실질 GNI 추이



자료: OECD, 메리츠증권증권 리서치센터

국가 경제력 순위 (2017년 명목 GDP기준)

순위	국가	규모 (십억달러)	순위	국가	규모 (십억달러)
1	United States	19,417.14	11	Russia	1,560.71
2	China	11,795.30	12	Korea	1,498.07
3	Japan	4,841.22	13	Australia	1,359.72
4	Germany	3,423.29	14	Spain	1,232.44
5	United Kingdom	2,496.76	15	Indonesia	1,020.52
6	India	2,454.46	16	Mexico	987.30
7	France	2,420.44	17	Turkey	793.70
8	Brazil	2,140.94	18	Netherlands	762.69
9	Italy	1,807.43	19	Saudi Arabia	707.38
10	Canada	1,600.27	20	Switzerland	659.37

자료: IMF, 메리츠증권증권 리서치센터

지주회사 History

- 원래 지주회사 제도는 현 정부가 강조하고 있는 경제민주화의 대척점에 위치
- '99년 이전까지만 하더라도 재벌에게 과도한 경제력이 집중되는 것을 막기 위해 지주회사 설립 금지
- 일례로 '86년 '경제력 집중 억제 정책'에 출자총액제한제도 실시 및 지주회사 설립 · 전환 금지 포함
- 공정거래위원회 역시 이 때를 기점으로 재벌그룹 감시기관으로 자리잡기 시작

지주회사 관련 공정거래법 History

개정일	주요 내용	비고
1986년 12월	지주회사 설립·전환 금지	지주회사 체제 이용한 경제력 집중 우려 반영
1999년 2월	지주회사 설립·전환 허용 - 2단계 이상 출자금지 - 자회사 지분율 요건 (비상장사 50%, 상장사 30%) - 자회사-손자회사간 사업관련성 요건 - 부채비율 제한(100%) - 금융·비금융 동시 소유 금지	정부제출안 법개정
1999년 3월	지주회사 기준 도입 - 자산총액 100억원 이상 등	시행령 개정
2001년 3월	자산총액 요건 변경(300억원 이상)	시행령 개정
2002년 3월	자산총액 요건 변경(1,000억원 이상)	시행령 개정
2004년 12월	자회사간 출자 금지 공동출자법인 정의 - 손자회사 지분율 요건(비상장 50%, 상장사 30%) - 지주회사 비계열사 주식 5% 초과 소유 금지 - 행위제한 규정에 대한 유예기간 부여	정부제출안 법개정
2007년 4월	행위제한 요건 완화 - 부채비율 제한 상향(200%) - 자회사-손자회사 지분율 요건 완화(비상장사 40%, 상장사 20%) - 불가피한 사유 시 행위제한 의무 유예기간 2년 추가 연장	정부제출안 법개정
2007년 8월	자회사-손자회사 사업관련성 요건 폐지 100% 증손회사 제한적 허용 합병분할에 따른 법 위반 시 1년 유예기간 부여	정부제출안 법개정
2016년 9월	지주회사 자산총액 요건 변경(5,000억원 이상)	시행령 개정
2018년 9월	지주회사 규제 - (지분율 상향) 상장 30%, 비상장 50%으로 상향 - 지분율을 상향하되, 적용대상을 신규 설립 · 전환 지주회사로 한정 상출집단 기준 변경 - 명목 GDP 0.5%로 변경 - 공시집단은 현행 5조원 기준 유지 사익편취 규제 대상 - 상장 · 비상장 모두 20% 회사 및 이들 회사의 자회사(50% 초과 지분 보유)까지 확대 기존 순환출자에 대한 의결권 제한 금융보험사 의결권 제한제도 개편 대기업진단 소속 공익법인 규제	법개정

자료: 언론자료, 메리츠증권증권 리서치센터

경제 민주화의 정의

대한민국 헌법 119조

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, 경제주체간의 조화를 통한 경제의 민주화를 위하여 경제에 관한 규제와 조정을 할 수 있다

존 롤스(John Rawls)의 정의론(A Theory of Justice)

- 사회적, 경제적 불평등은 다음의 두 조건을 충족시켜야 한다
 - (a) 사회의 최소 수혜자 성원에게 최대의 기대 이익이 되어야 하고, 그리고
 - (b) 공정한 기회균등이라는 조건 아래 모든 이에게 개방된 직책과 직위에 결부되어야 한다

경제 민주화

- 헌법 119조, 사회 정의론에 입각해 자본주의가 만들어낸 불평등과 양극화를 해소하고, 특정 세력의 과도한 집종을 방지, 정의로운 경제를 만드는 것
- 신자유주의(시장 근본주의)에 대한 폐해가 서구에서도 크게 나타나는 상황. '정의'가 아닌 '성장'의 관점에서도 새로운 자본주의가 요구되는 상황
- 정치권 등에서 언급되는 경제민주화는 협의의 의미로 사용. 주로 재벌에 대한 규제, 지배구조 개혁 등에 초점이 맞춰지고 있음

IMF의 나비효과

- 압축 성장의 후유증이 표면화 된 시기는 '98년 외환위기
- 대우그룹 부도, 종합금융회사 파산 등 '대마불사'라는 사회 전반적인 막연한 안도감 소멸
- 이에 '99년 정부는 기업 경영권 방어, 부실 계열사 정리 목적 등을 이유로 지주회사 제도 부활
- 아이러니하게도 경제 위기가 살아남은 재벌에겐 지주회사 설립의 대의명분으로 작용
- 정부 역시 경제 회복을 위해선 재계의 투자 및 기업 구조조정 참여 등이 필요했던 현실

대우그룹 부도



자료:MBC, 메리츠증권증권 리서치센터

IMF 외환 위기 이후 30대 그룹 순위 변화

		그룹 해체	신규 진입
1998년 재계 순위		2017년 재계순위	
현대	1	삼성	
삼성	2	현대차	
대우	3	SK	
LG	4	LG	
SK	5	롯데	
한진	6	포스코	
쌍용	7	GS	
한화	8	한화	
금호	9	현대중공업	
동아	10	농협	
롯데	11	신세계	
한라	12	KT	
대림	13	두산	
두산	14	한진	
한솔	15	CJ	
효성	16	부영	
고합	17	LS	
코오롱	18	대림	
동국제강	19	금호아시아나	
동부	20	대우조선해양	
아남	21	미래에셋	
진로	22	에쓰오일	
동양	23	현대백화점	
해태	24	OCI	
신호	25	효성	
대상	26	영풍	
뉴코아	27	KT&G	
거평	28	한국투자금융	
강원산업(현 삼표)	29	대우건설	
새한	30	하림	

자료: 언론 보도, 메리츠증권증권 리서치센터

심화되는 양극화 (1)

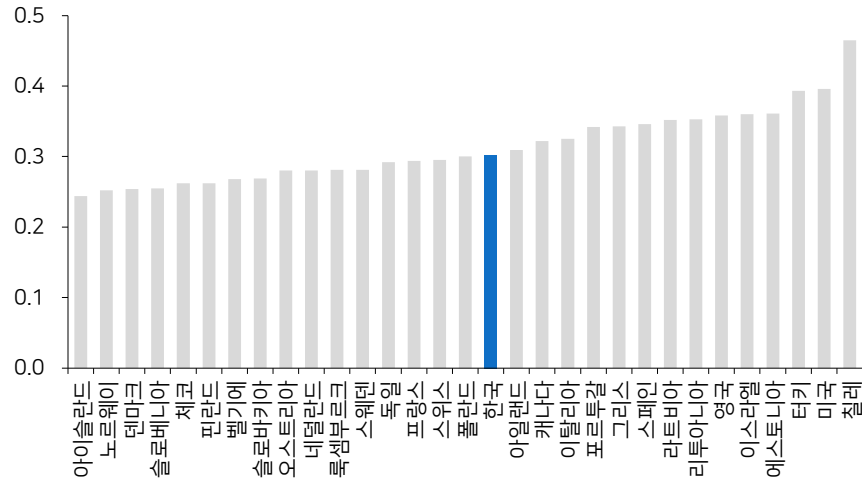
메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 18
지주_ 한국 자본주의의 도전

한강의 비극?

- OECD가 집계한 지니계수 기준으로 한국의 소득 불평등은 중간 정도
- 반면 일부 학계에선 OECD 결과와 달리 실제로는 미국 등과 함께 소득 불평등이 가장 심한 국가로 평가
- 특히 외환위기, 금융위기 이후 한국의 양극화는 급격하게 심화
- 장하성 교수 → '01~'10년 동안 중간 소득 계층 5.8%p 감소, 이중 62%는 저소득층으로 전락

국가별 지니계수 비교

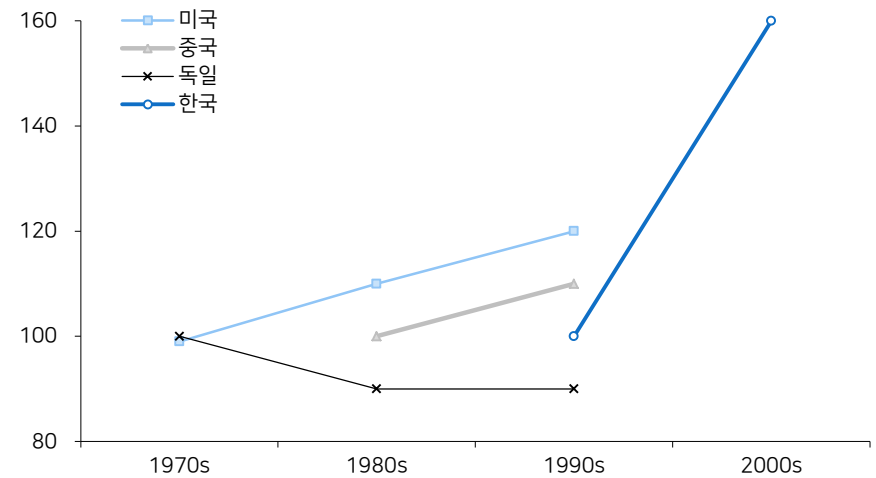
(지니계수)



자료: OECD, 메리츠증권증권 리서치센터

양극화 지수의 국제 비교

(지수)



자료: 한국경제연구원, 메리츠증권증권 리서치센터

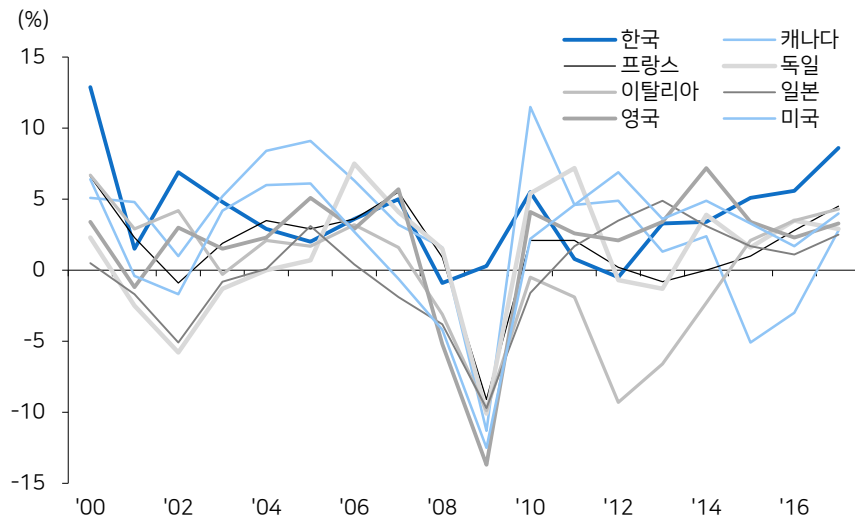
투자 위주 성장모델의 실패

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 18
지주_ 한국 자본주의의 도전

한강의 비극?

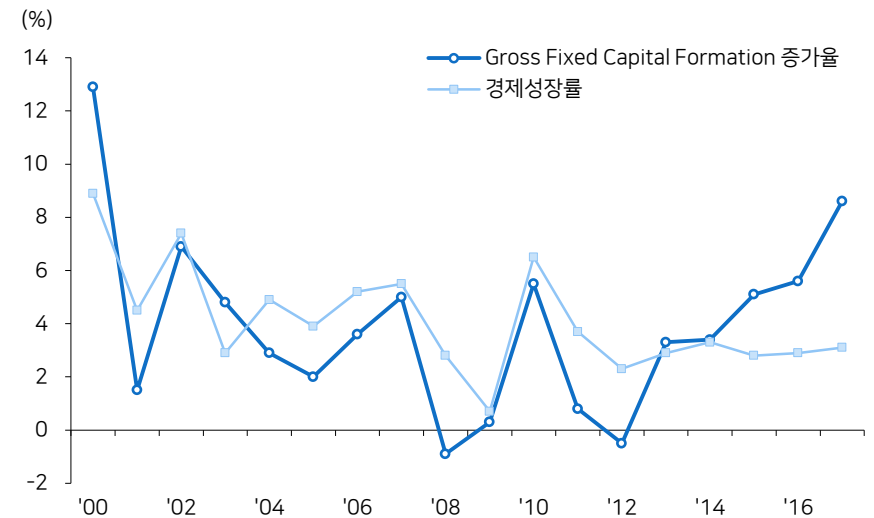
- 한국에서는 '성장=기업투자'라는 생각이 공식처럼 형성
- 그러나 한국은 투자가 부족한 국가도 아닐 뿐 더러 투자의 성장 기여도 역시 낮아지는 현실
- 실제 한국은 G7 국가 내에서 가장 높은 수준의 설비 투자 증가율 시현
- 그럼에도 '14년을 기점으로 설비 투자 증가율과 경제성장률은 De-coupling

Gross Fixed Capital Formation 증가율 추이



자료: OECD, 한국은행, 메리츠증권증권 리서치센터

Gross Fixed Capital Formation 증가율과 경제성장률 추이



자료: OECD, 한국은행, 메리츠증권증권 리서치센터

한국 자본주의의 도전

- 장기 저성장 및 기업간·가계간 양극화 심화로 중산층 이하의 불만이 본격적으로 표출되기 시작
- 선진국의 해법은 '유동성 공급 → 실물 경제 회복 → 자산 가격 인플레이션'의 경로
- 반면 한국의 경우 소득주도성장이라는 경제 민주주의로 양극화를 직접 해결하려 시도
- 올해 초, 대통령 헌법 개정안에 '상생'이라는 문구를 추가
- 재벌 중심 자본 집중으로 야기된 빈부격차 등을 해소하기 위한 헌법적 당위성을 확보하려는 의도

헌법개정안 수정 내용

제10장 경제

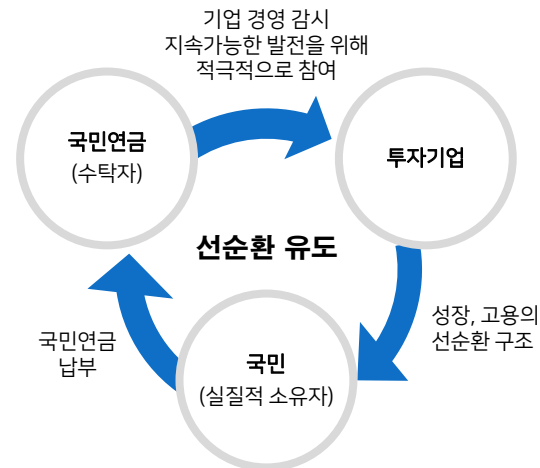
제125조

- 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 **상생**과 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.

한국 자본주의의 도전

- 현 정부의 재벌 개혁은 기업 집단의 지배력 남용을 견제하고 공정거래 환경을 조성하는 것을 목적
- 법적 강제성 강화와 함께 외부주주 목소리를 높일 수 있는 방안들이 동시에 진행 중
- 1) 기업 총수가 낮은 지분율로 대기업 계열에 막대한 영향력을 행사하는 것을 견제
- 2) 담합이나 일감몰아주기를 막고 경제 범죄에 대한 처벌 강화
- 3) 기관 및 소액주주 영향력 강화로 (오너)경영자 도덕적 해이 방지

현 정부의 재벌 개혁 Big Picture



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: 메리츠증권증권 리서치센터

공정위 주도의 강제적 변화 촉구

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 18
지주_ 한국 자본주의의 도전

한국 자본주의의 도전

- 재벌 개혁 정책은 공정거래위원회가 주도 → '18년 9월, 38년 만의 공정거래법 전면 개편안 발표
- 행정, 사법, 입법권 모두를 갖춘 독립 규제위원회로서 시장 경쟁질서 유지를 위한 광범위한 권한 보유
- 공정거래법상 수단적 제약을 극복할 수 있도록 법무부, 금융위 등 관계부처와 긴밀한 공조 체제 구축
- 법무부는 상법 개정을 검토 중이며, 금융그룹통합감독 제정안은 지난 11월 15일 발의되어 있는 상태

부처간 동시다발적으로 진행 중인 재벌 개혁 정책

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

자료: 언론자료, 메리츠증권리서치센터

[참고] 기업집단법제 관련 특위 권고안 및 공정위 입법 예고안

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 18
지주_한국 자본주의의 도전

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 * 규제혼란을 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 ▶ 총수일가가 20% 이상 지분 보유한 해외계열사 및 그 자회사 현황 공시의무를 동일인에게 부과	▶ 특위안 수용 ▶ 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 ▶ (해외계열사) 현재는 규제가 없으나, 국내계열사와 기준과 동일하게 상장·비상장 모두 20% 회사 및 이들 회사의 자회사까지 확대	▶ (국내계열사) 특위안 수용 - 지분율 조정 등을 통한 규제회피의 사각지대 해소를 위해 적용대상 확대 필요 ▶ (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·영업양도' 제외 * ① 임원 선임, ② 정관변경, ③ 다른 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 * 원칙 금지, 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 행사 한도 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 적용하되 유예기간을 부여하는 안으로 나뉨 ▶ (부채비율 요건) 부채비율 요건을 200% → 100%로 강화하는 안과 현행유지안으로 나뉨 ▶ (벤처지주회사) 벤처기업의 M&A 저변확대를 위해 공정거래법상 벤처지주회사제도를 활성화하자는 것이 다수 의견	▶ 규제 강도가 낮은 특위안 수용 - 지분율을 상향하되, 적용대상을 신규 설립·전환 지주회사로 한정 * 기존 지주회사는 익금불산입을 조정(금년 세법개정안 반영 예정)을 통한 자발적 상향 유도 ▶ 현행 유지 - 규제 강화 실익이 크지 않은 점을 고려 ▶ 벤처지주회사 설립요건 완화 및 행위제한 규제 대폭 완화(비계열사 주식취득 한도 5%를 적용배제 등)

자료: 공정거래위원회, 메리츠증권리서치센터

국민연금 스튜어드십 코드 도입

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 18
지주_ 한국 자본주의의 도전

한국 자본주의의 도전

- 국민연금기금운용위원회 '국민연금 수탁자책임에 관한 원칙 도입 방안'을 심의·의결
- 기금 적립금 규모 '18년 7월말 기준 643조원 중 국내 주식은 123조원 → 이 중 45%는 위탁운용
- NPS는 자산 소유자의 지위로 스튜어드십 코드 참여 → 위탁운용사의 활동을 관리함으로써 책임 이행
- '19년은 위탁운용사에 의결권 행사를 위임하고 스튜어드십 코드 이행 여부에 가산점을 부과하는 첫 해

국민연금 스튜어드십 코드 도입 내용

분류	내용
주주권 행사 범위	<ul style="list-style-type: none"> ■ 수탁자 책임에 관한 원칙 도입 초기에는 자본시장법상 경영 참여에 해당하지 않는 주주권 부터 우선 도입 <ul style="list-style-type: none"> * 경영 참여에 해당하지 않는 주주권 : 기업명 공개, 공개서한 발송, 주주제안 및 기업에서 상정하는 관련 안건에 대한 의결권 행사와 연계, 의결권 행사 사전공시 ■ 경영참여에 해당하는 주주권은 제반여건이 구비된 이후 이행사항 마련해 시행. 기금운용위원회 결의사항은 예외. 법령 개정 등 제반여건 구비되면 경영감시 역할 충실 <ul style="list-style-type: none"> * 경영 참여에 해당하는 주주권: 임원 선임, 해임 관련 주주제안 등 회사에 사실상 영향력을 행사하는 주주권
위탁운용사 의결권 행사 위임, 코드 도입 및 이행여부 가점 부여	<ul style="list-style-type: none"> ■ 자본시장법 시행령 개정 후, 위탁운용사에 의결권 행사 위임을 추진(* 투자일임업자의 의결권 위임 행사 허용하는 자본시장 시행령 개정 필요) ■ 위탁운용사의 영업상 이해상충 문제를 해소하고 수탁자 책임의 충실한 이행 차원에서 코드 도입 및 이행여부에 대해 가점을 부여 ■ 의결권 행사 위임시에는 '의결권행사 위임 가이드라인'등을 수립하여 시행하고, 위탁운용사의 의결권 행사가 국민연금 수익 제고에 반할 경우 의결권 회수 ■ 개별운용사의 코드 내용, 의결권 행사 세부 기준 등에대해서는 자율성 보장, 중소 자산운용사의 여건 고려(유예기간 적용 검토)해 시행할 계획
투명하고 독립적인 주주활동 이행	<ul style="list-style-type: none"> ■ 국민연금의 주주권 행사 등 수탁자 책임 활동은 기금운용위원회가 정한 기준, 방법 및 절차 등에 따라 기금운용본부가 이행 ■ 가입자 대표 추천 전문가 중심으로 구성된 <수탁자책임 전문위원회>를 설치, 의결권 주주권행사, 책임투자 관련 주요 사항에 대해 검토 또는 결정하게 하고 기금운용본부의 수탁자 책임활동도 검토하게끔 함 ■ 동 전문위는 정부인사 배제, 각계 대표 추천 전문가로 균형있게 구성하며 대표성과 전문성을 갖추고 이해상충 방지와 독립성을 강화할 수 있음
연차별, 단계별 주주활동 이행	<ul style="list-style-type: none"> ■ 18년 하반기 배당정책 수립요구 강화: 비공개 대화 대상 기업 확대, 직접 주주제안권 행사 ■ 19년에는 횡령, 배임 등을 중점관리사안으로 정하고 해당기업과 비공개 대화를 추진: 통상 1년간 비공개 대화를 진행(원칙), 개선여지가 없을 경우 수탁자책임전문위 의결을 거쳐 즉각 기업명 공개, 공개서한 발송, 의결권 행사 연계 등 조치. 위탁운용사 의결권 행사 위임 및 코드도입, 이행여부 평가, 이사회 구성과 운영 등 일반 원칙 마련 ■ 20년 비공개대화에도 미개선했던 기업, 기업명 공개와 공개 주주활동으로 전환, 관련 의결권 안건에도 반대

자료: 보건복지부, 메리츠증권증권 리서치센터

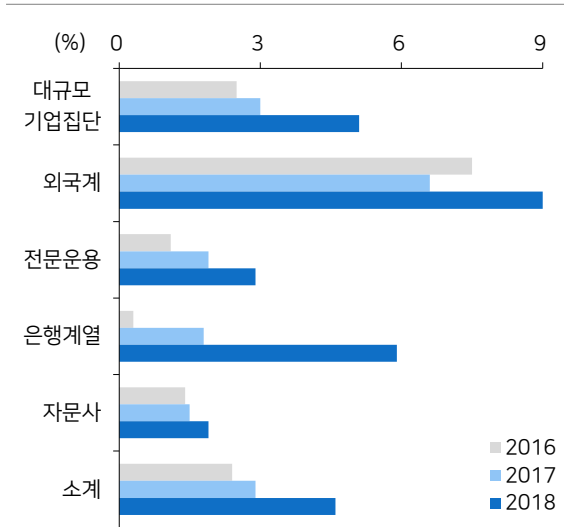
기관투자자 주주권 행사 강화가 가져올 변화

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 18
지주_ 한국 자본주의의 도전

한국 자본주의의 도전

- 국내 기관투자자의 의결권 반대율이 증가하는 추세
- 의결권 반대율은 주주 경영감시 기능이 원활하게 작동되고 있는지를 판단하는 지표
- 기관투자자의 의결권 행사를 자문하는 '의결권 자문기관'의 영향력 역시 확대
- 또한 의결권 행사를 주도하는 행동주의 펀드에 대한 수요 커지며 관련 펀드로의 자금 유입 규모도 증가
- '오너' 중심의 기업지배구조 → '주주' 중심의 기업지배구조로의 변화는 불가피

한국 기관투자자 의결권 반대율



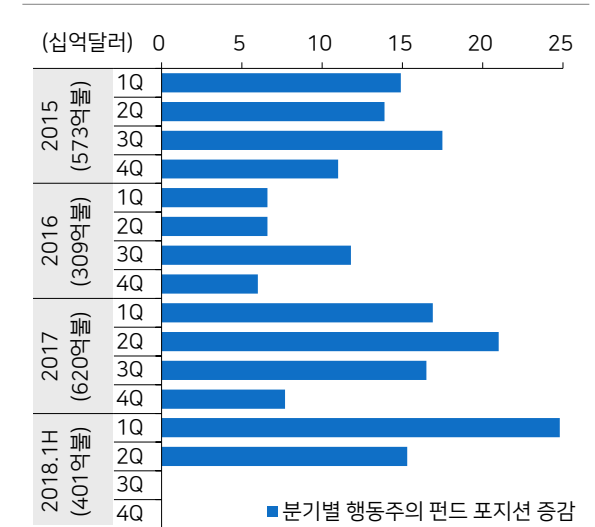
자료: 한국 기업지배구조 연구원, 메리츠증권증권 리서치센터

한국 의결권 자문회사 현황

구분	회사와 설명	시작일
한국	대신지배구조연구소 ▪ 시장 참여 경력 연구원 ▪ 빅데이터 분석능력 확보	2014
	한국기업지배구조원(CGSI) ▪ 한국거래소, 금투협 사원기관 ▪ 스튜어드십코드 제정 및 평가	2012
	서스틴베스트 ▪ 사회책임투자 데이터 중심 ▪ 기업 사회적 책임 강조	2012
외국	ISS ▪ 세계최대 의결권자문사 ▪ 117개국 약 4만개 종목 분석	1986
	글래스루이스 ▪ 세계 2위 자문사 ▪ 약 100개국 2만개 종목 분석	2003

자료: 동아일보, 메리츠증권증권 리서치센터

행동주의 펀드 분기별 신규 캠페인 집행 규모



자료: LAZARD, 메리츠증권증권 리서치센터

18

Part II

행동주의와 스튜어드십 코드

Intro

- 기업지배구조? 기업을 소유하고 경영하는 체계로 시장 발전 단계에 따라 변화
- 기업이 성장하고 자본주의가 발전할수록 주주권은 창업주에게서 기관 및 개인 투자자들에게 분산
- 또한 금융시장의 복잡성과 다양한 이해관계 등을 이유로 연금 시장 중심으로 간접투자 활성화
- 연기금의 운용 규모 거대화, 의결권이 집중되는 과정에서 기관투자자의 對 기업 영향력 확대

자본주의 발전의 5단계

	Actor	Object	
1단계	창업자	사적기업	창업자가 사적기업 운영
2단계	관리자	상장회사	전문경영인이 창업자의 역할 대신해서 운영, 상장회사의 개념 탄생(1930s)
3단계	포트폴리오 매니저	금융중개사	금융 중개자의 등장과 함께 포트폴리오 매니저 영향력 높아져
4단계	수익자	Professional Savings Function	수익자들의 영향력 강화, 저축 기능의 전문화(1970s-1980s) 연금사회주의 개념 탄생. 분산화된 주주권리, 메커니즘 본격화되지 못했음
5단계	기관투자자	피투자회사	연금회사가 소극적 다수의 수익자를 대표해서 주주권 행사

자료: Gordon L. Clark(2004), 메리츠증권증권 리서치센터

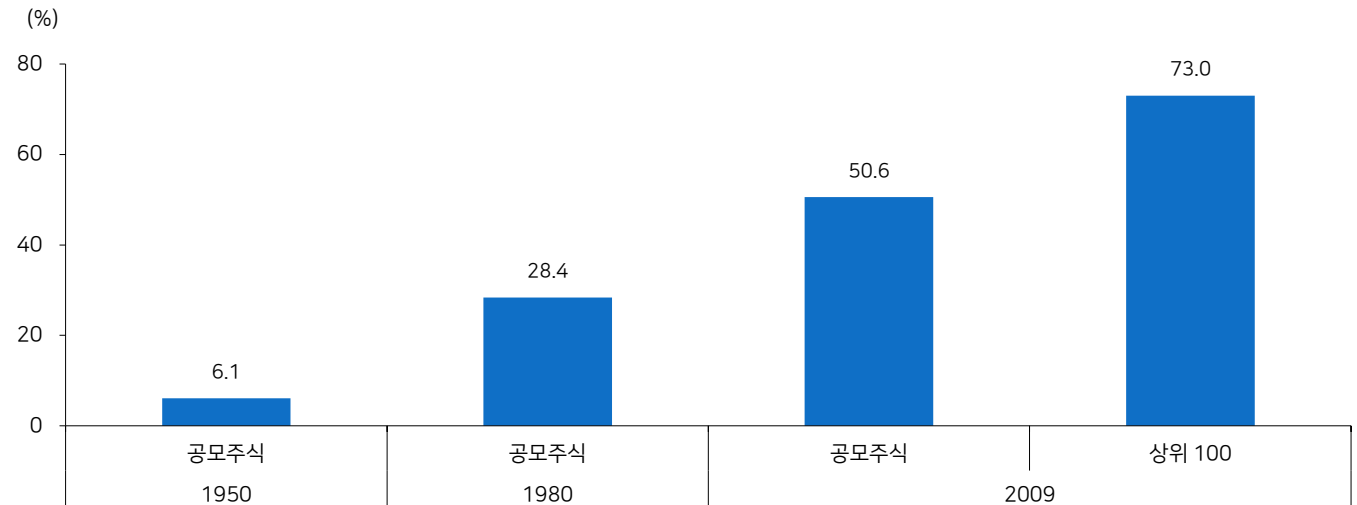
기관 투자자 수탁자 책임이 제도화 되는 이유

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 18
지주_ 한국 자본주의의 도전

기관 투자자의 부상

- 미국 주주권은 퇴직연금 민영화, 저비용 투자 선호 등을 이유로 기관투자자들 손에 집결
- '09년 기준 미국 상위 100개 종목의 기관투자자 보유비중 73%에 육박
- 문제는 기관투자자와 수익자(실제 주주)간의 정보 불균형으로 새로운 개념의 '대리인 비용' 발생
- 펀드 비즈니스 모델 상 운용 자산을 늘리는 것이 최우선이며 수익성 확보 유인은 상대적으로 낮기 때문

기관투자자의 미국 공모주식보유비중



자료: Ronald J. Gilson and Jeffrey N. Gordon (2013), 메리츠증권증권 리서치센터

왜 행동주의와 스튜어드십 코드로 귀결될 수 밖에 없는가?

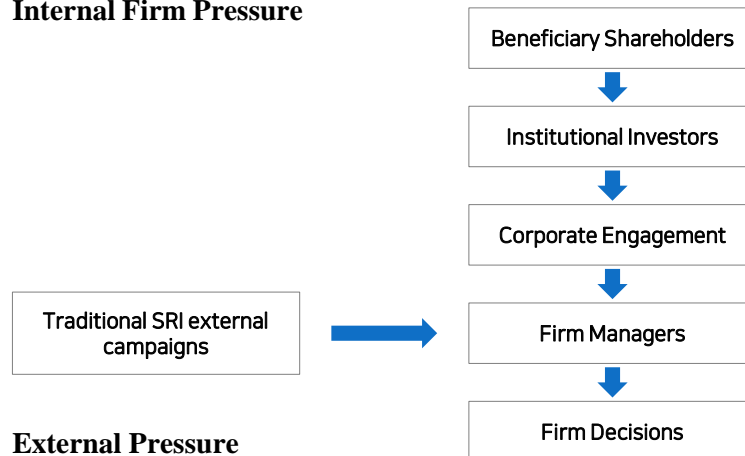
메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 18
지주_ 한국 자본주의의 도전

기관 투자자의 부상

- 연금펀드 중심의 자본시장 발달로 개별 주가나 산업 성장 보다 장기적인 주주가치 제고가 중요
- 그 과정에서 기관투자자의 역할 확대는 불가피 → 지속 가능한 발전 위해 기업 경영 관여 시작
- 행동주의 투자는 간접투자 시장에서 발생할 수 있는 '대리인 비용'을 낮추는 방향으로 진행
- Activist의 부상, 기관투자자의 스튜어드십 코드 도입 활성화로 이어질 수 밖에 없었던 배경

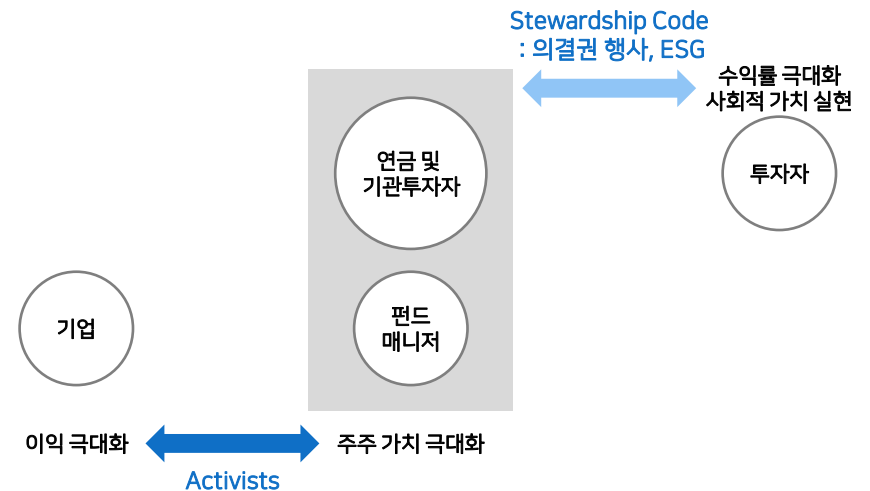
대내적, 대외적 기업 관여 활동 종류

Internal Firm Pressure



자료: Gordon L. Clark(2004) , 메리츠종금증권 리서치센터

간접투자 시장에서 발생할 수 있는 Agency Cost와 Activism 시장 방향성

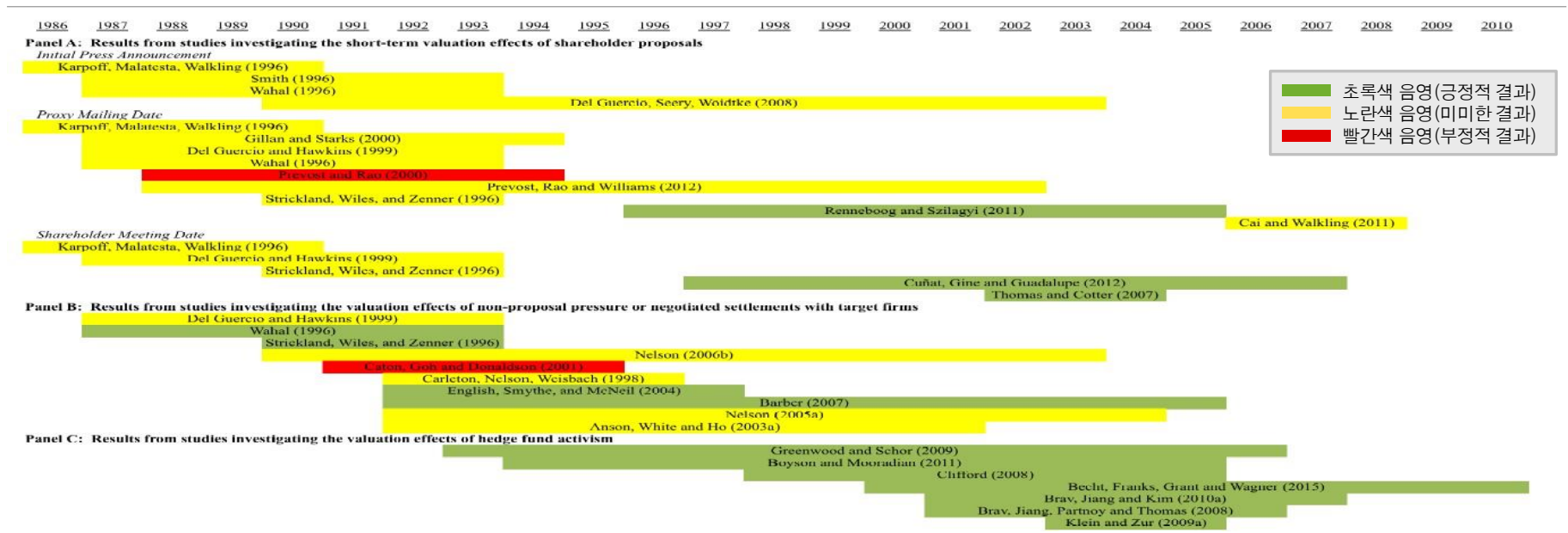


자료: 메리츠종금증권 리서치센터

Matthew Denes Report

- '15년, Matthew Denes(현 Carnegie Mellon Univ. 교수)는 '30년간의 주주행동'에 대한 논문 작성
- 행동주의 투자가 처음으로 부상했던 '86년 이후 67개의 케이스를 분석 후 2개의 결론 도출
- 1) 투자자가 상당한 지분을 확보하는 행동주의 투자전략이 주가와외의 상관관계가 가장 높음
- 2) 주주 행동주의는 단기적인 투기 보다는 장기적인 기업 가치를 높이는 방향으로 발전

미국 행동주의 투자 연구 결과 : 연구에 사용한 데이터 기간과 행동주의 투자와 주가의 상관관계



자료: Matthew Denes(2015) , 메리츠증권 리서치센터

Activist Hedge Fund는 가장 적극적인 행동주의 행태

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 18
지주_ 한국 자본주의의 도전

Matthew Denes Report

- 가장 적극적인 Activist는 Hedge Fund
- 다른 주주관여 활동 보다 수익성을 개선 시키고, 기업 구조조정 및 배당성향 높이는 데에 주력
- 행동주의 투자의 대상이 되는 회사의 주요 특징은 크게 4가지
- 1) 상대적으로 부진한 주가, 2) 높은 레버리지 비율, 3) 낮은 배당성향, 4) 높은 기관투자자 비중

주주 행동주의 유형과 기업 변화 (33개 연구결과 분석)

Panel A: Earnings variables

	ROA			ROE			OPM		
	주주제안	기타 대화	헷지펀드	주주제안	기타 대화	헷지펀드	주주제안	기타 대화	헷지펀드
No Change	5	2	4	4	2		4	1	
Decrease	1								
Increase		2	6						1

Panel B: Operations variables

	Capital Expenditures			Payout of Earnings			구조조정		
	주주제안	기타 대화	헷지펀드	주주제안	기타 대화	헷지펀드	주주제안	기타 대화	헷지펀드
No Change	1		1	2		1	1		1
Decrease	1		3						
Increase						6	1	1	3

Panel C: Governance Features

	CEO Turnover			지배구조 변화			CEO 보상		
	주주제안	기타 대화	헷지펀드	주주제안	기타 대화	헷지펀드	주주제안	기타 대화	헷지펀드
No Change	3	1		2			2		
Decrease	1	1					1		
Increase		2	2		1			1	

자료: Matthew Denes(2015), 메리츠증권 리서치센터

주주행동주의 대상이 되는 기업의 특성 (29개 연구 결과 분석)

Panel A: Stock Price Performance

	Market-adjusted stock return		
	주주제안	기타 대화	헷지펀드
Low	3	4	3
Same	2	1	
High			1

Panel B: Accounting Measures of Performance

	Sales Growth			ROA			Market to Book Ratio		
	주주제안	기타 대화	헷지펀드	주주제안	기타 대화	헷지펀드	주주제안	기타 대화	헷지펀드
Low	2		4	2	2		2		
Same		1		1	1		3	1	1
High				1	1	6			5

Panel C: Other firm characteristics

	Leverage			Insider Ownership			Insitutional Ownership		
	주주제안	기타 대화	헷지펀드	주주제안	기타 대화	헷지펀드	주주제안	기타 대화	헷지펀드
Low			1	3	1		3		
Same	1	2	1	2					
High	4		2				6	1	2

자료: Matthew Denes(2015), 메리츠증권 리서치센터

주가에 가장 긍정적인 행동주의 전략은?

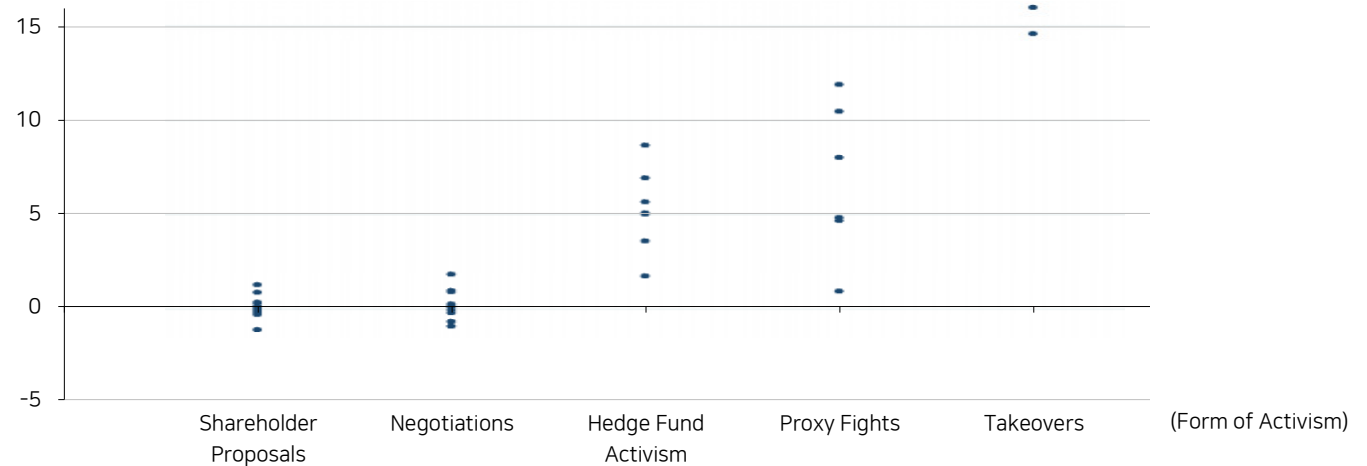
메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 18
지주_ 한국 자본주의의 도전

Matthew Denes Report

- Matthew Denes 교수, 33개의 케이스 분석을 통해 주주행동주의와 단기 주가 성과(2일~31일) 결과 발표
- 대규모 지분을 확보하는 '기업 인수'방식이 평균 15% 상승하며 가장 높은 수익률 시현
- 이어 의결권 대결과 Hedge Fund Activism이 각각 9.9%, 8.8%의 수익률 기록하며 유의미한 성과 기록
- 반면 주주제안 및 대화와 같은 소극적인 방법은 영향력이 거의 전무

행동주의의 방법론과 주가 반응

(Valuation Effects)



자료: Matthew Denes(2015), 메리츠증권증권 리서치센터

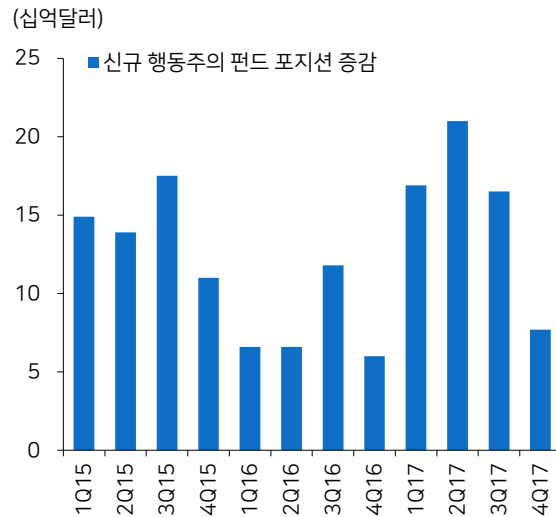
'17년 행동주의 펀드 활동 크게 증가

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 18
지주_ 한국 자본주의의 도전

Case Study – LAZARD

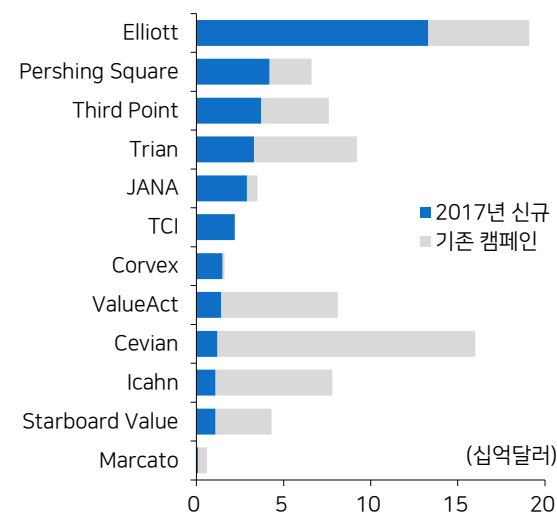
- '17년 108개 Activists 펀드 약 620억 달러 운용, 193개의 캠페인 진행 → '16년 대비 두 배 이상 증가
- Activist들의 공략 대상이 되고 있는 기업은 'US' 중심에서 'Non-US'로 확산되는 추세
- 특히 글로벌 대표 행동주의 펀드들의 유럽에서의 활동이 크게 증가
- '17년 기준 유럽 내 행동주의 펀드 운용자산은 220억 달러까지 성장 → Global 전체의 30% 수준

글로벌 행동주의 펀드 분기별 신규 포지션



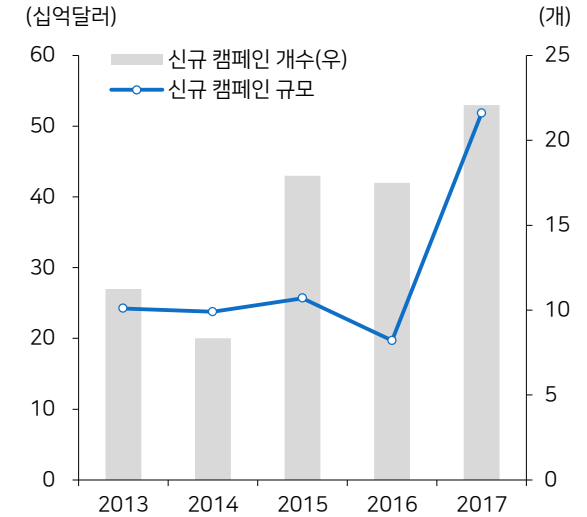
자료: LAZARD, 메리츠증권 리서치센터

대표 행동주의 펀드 진행 Campaigns 규모



자료: LAZARD, 메리츠증권 리서치센터

유럽 행동주의 펀드 신규 포지션



자료: LAZARD, 메리츠증권 리서치센터

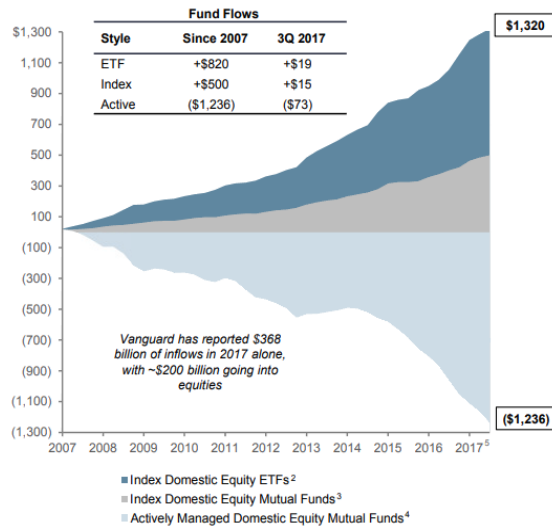
Passive Fund 영향력 강화

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 18
지주_ 한국 자본주의의 도전

Case Study – LAZARD

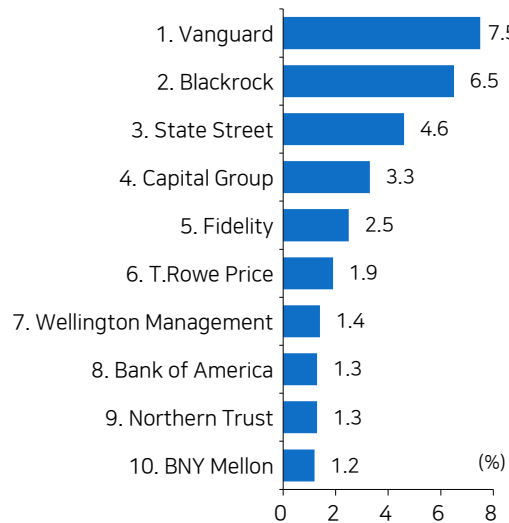
- 전 세계적으로 인덱스 펀드의 자본시장 영향력 확대 → Activism 시장으로의 진출
- 상위 3개 인덱스 펀드의 S&P 500 내 지분율은 5년 전 대비 3.8%p 증가한 18.5% 기록
- Event Driven 전략의 투자 매력도가 높아지며, Activism과 M&A의 상관관계도 높아지는 추세
- Activist들은 M&A 시장의 주요 참여자로 부상했고, 전략적 인수자 역시 Activism을 전술로 활용

글로벌 펀드플로우 : ETF, Index, Active



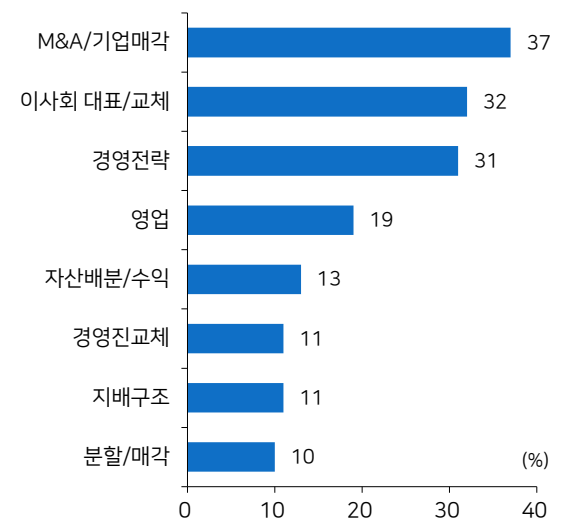
자료: LAZARD, 메리츠증권 리서치센터

S&P500 Top 10 Shareholders



자료: LAZARD, 메리츠증권 리서치센터

목적별 행동주의 Campaigns



자료: LAZARD, 메리츠증권 리서치센터

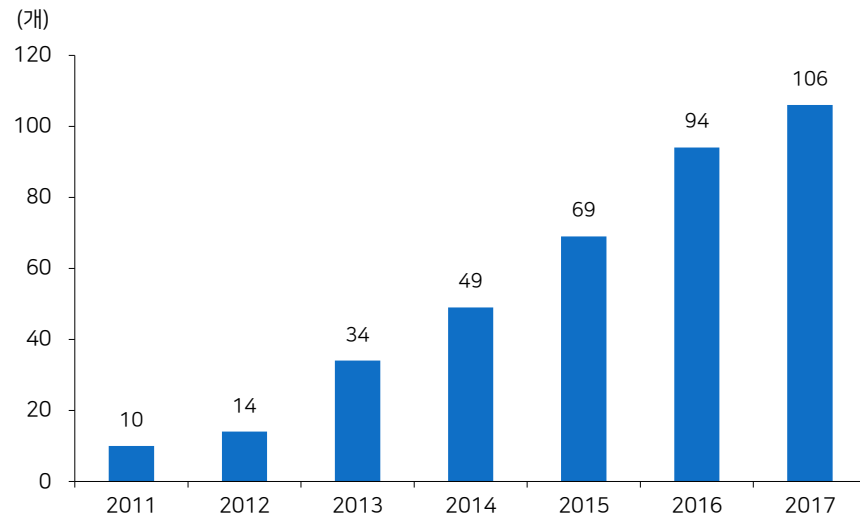
아시아 투자자들의 Activism에 대한 태도 변화

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 18
지주_ 한국 자본주의의 도전

Asia Activism

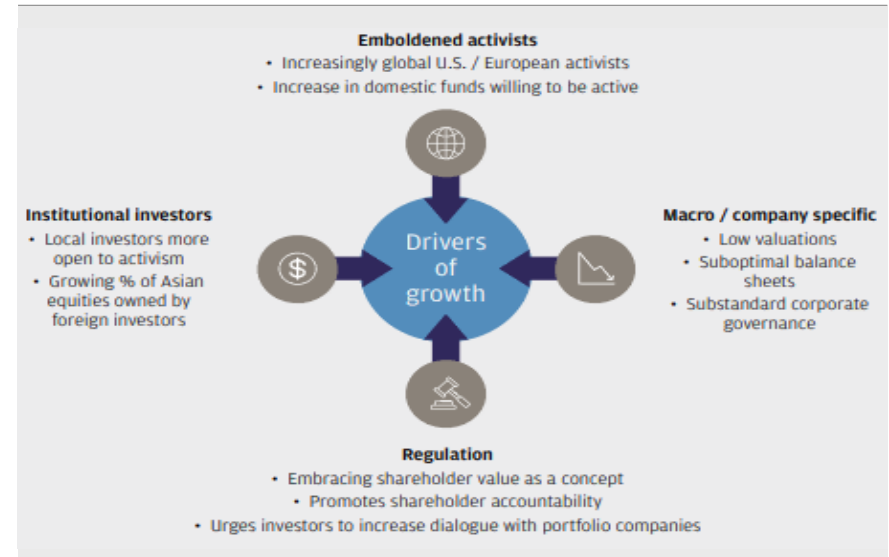
- 미국, 유럽 등과 달리 아시아 국가들의 경우 보수적인 투자 문화 영향으로 행동주의 투자 침투 한계
- 특히 순환출자, 정부 소유, 가족경영 등 폐쇄적이고 복잡한 기업지배구조도 한 몫
- 그러나 불투명한 지배구조 개선, 스튜어드십 코드 도입 장려 등 투자 문화 변화 움직임 시작
- 행동주의 펀드가 아시아 시장에서 빠른 성장세를 보이고 있는 것도 같은 맥락
- 실제 '17년 아시아 지역에서의 행동주의 캠페인 개수 106개로 증가(미국 외 지역 캠페인의 30% 수준)

아시아 지역 내 주주 행동주의 캠페인 개수



자료: SharkReplent and Activist Insights as of March 1, 2018, JP Morgan

아시아지역 행동주의 투자 증가의 원동력



자료: JP Morgan (2018), 메리츠증권 리서치센터

‘규제의 변화’가 가장 큰 촉매제

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 18
지주_ 한국 자본주의의 도전

Asia Activism

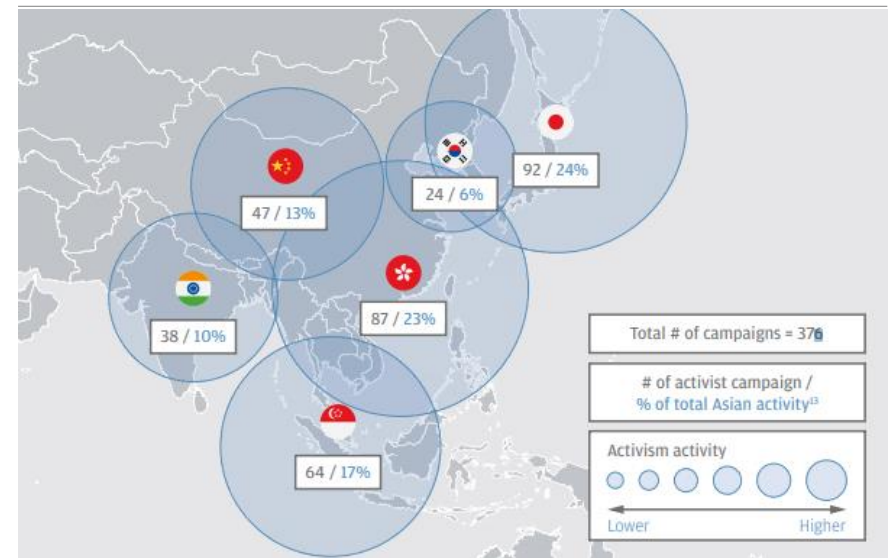
- 대부분의 아시아 국가, 투자자들의 기업관여 활동과 기업지배구조에 있어 글로벌 기준 도입 중
- 법, 규제 등 강제성이 아닌 주주들에 의해 기업 자발적으로 투명성과 효율성을 제고시키는 계기로 작용
- 또한 소액 주주권 강화되며 소수의 이해관계자가 아닌 전체 주주가치 증대 압력으로 연결
- 아시아에서 가장 많은 행동주의 투자가 진행되고 있는 곳은 단연 일본(17년 Asia 캠페인 중 32% 차지)

아시아 국가별 규제 변화

국가	변화
싱가포르	2018.1 기업지배구조 위원회 ‘기업지배구조 코드’ 수정 위한 제안서와 연구용역 발표. 이사회 교체와 독립성, 다양성 강화 필요성 제안, 가치창출과 보수 관계 공개 필요성
한국	2016년 스튜어드십 코드 도입, 기업지배구조 코드 개정 2017.12 세도우보팅 폐지, 전자투표제 확대. 주주총회 접근성 높이는 효과 2018.2 금융위원회 소수주주 참여 독려하는 계획을 발표
홍콩	2017.11 홍콩 거래소 기업지배구조와 상장법안 변화할 수 있도록 공공제안 수령. 이사회 임명과 다양성, 독립성 확보 필요성 지적
인도	2017.10 기업지배구조위원회 핵심 지배구조 문제를 명시하고, 증권거래소 규정을 수정할 것 제안. 이사회 독립성과 자격, 기업지배구조의 투명성, 투자자와의 관계에 초점
일본	2017.5 FSA 스튜어드십 코드 정립. 개정된 코드는 투자기관 자체의 지배구조 강화하고, 이해상충 방지, 의결권 자문기관으로 하여금 근거와 이해상충 방지를 관리하는 방법을 공개 하게끔 요구. 2015년 기업지배구조 코드 도입, 최소 2명의 독립 사회이사 임명할 것을 요구
대만	2016년 기관투자자를 위한 스튜어드십 원칙 공개. 2017년 모든 회사들은 두명의 독립 사외이사를 임명해야 하고 이사회 성별을 공개해야 함. 대만 거래소 기업지배구조 평가시스템을 강화하고 영문 공시, 전자투표 강조

자료: JP Morgan (2018), 메리츠증권증권 리서치센터

2011~2017년 진행된 아시아지역 내 행동주의 펀드 캠페인 개수



자료: JP Morgan (2018), 메리츠증권증권 리서치센터

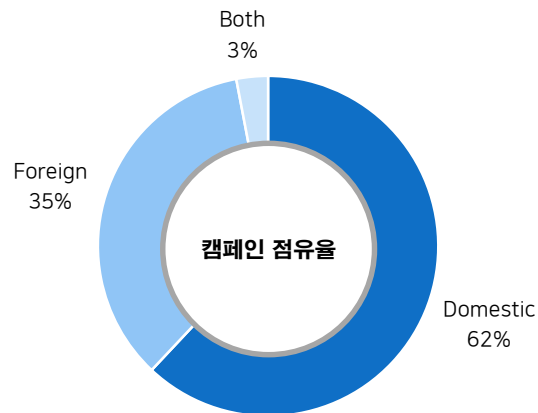
아시아 지역 행동주의 활동 특징

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 18
지주_ 한국 자본주의의 도전

Asia Activism

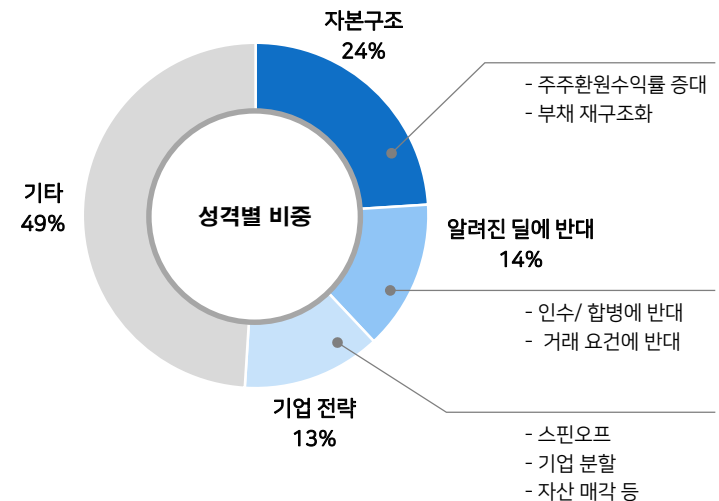
- 아시아 지역 행동주의에 자국 투자자 활발히 참여 → '11~'17년 자국 투자자 점유율 62%(해외 35%)
- 행동주의 전문 펀드가 출현하고 '행동주의'가 새로운 Asset Class로 성장하는 추세
- 아시아 지역에서 활발히 활동하는 해외 행동주의 펀드는 Third Point, Elliott Management, Value Act 등
- 불투명한 재무제표 공격, 자본구조 변화 요구, 기존 딜에 반대, 기업전략 관여 등 다양한 전략 구사

아시아지역 행동주의 캠페인 점유율



자료: SharkReplent and Activist Insights as of March 1, 2018, JP Morgan

전체 행동주의 활동 중 성격별 비중



자료: SharkReplent and Activist Insights as of March 1, 2018, JP Morgan

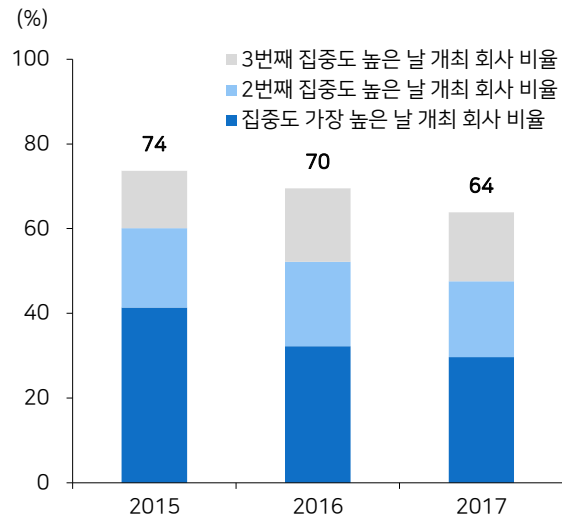
일본에서 확인되고 있는 변화

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 18
지주_ 한국 자본주의의 도전

Japan Activism

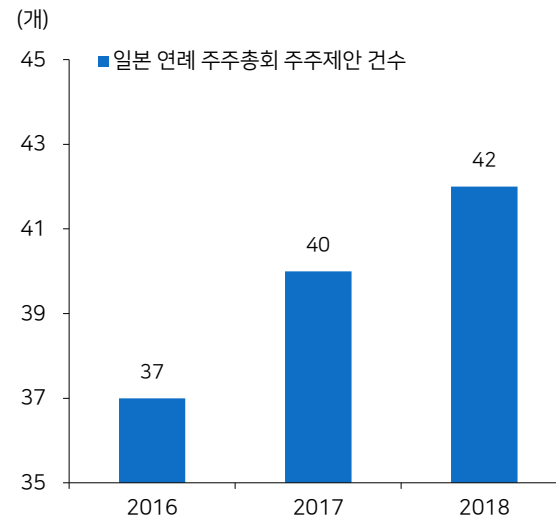
- 일본 상장회사의 주주총회 개최 집중도 낮아지는 추세
- 만약 주주총회 집중일에 개최할 경우 그 사유에 대한 의사결정 결의가 필요
- 연례 주주총회에서 주주제안 건수도 최근 3년간 13.5% 증가 → '17년 42건 중 10건이 행동주의자 주도
- 일례로 일본 기업의 중장기 사업계획 목표에 ROE, ROA Target 채택률 최근 3년간 17.9%p 증가

일본 상장회사 주주총회 개최 집중도 변화



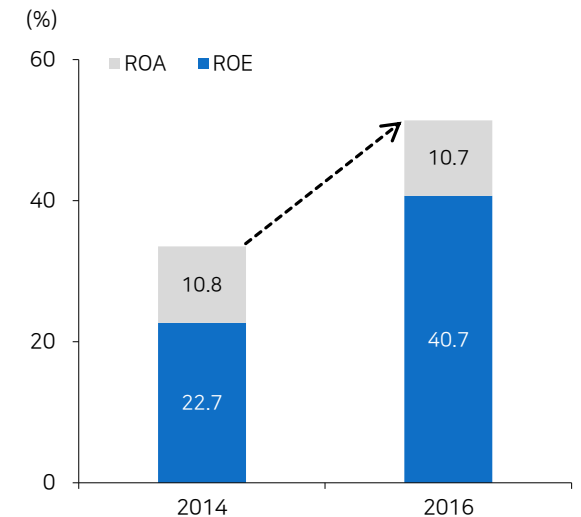
자료: Japan Exchange Group, 메리츠증권증권 리서치센터

일본 연례 주주총회 주주제안 건수 추이



자료: Mitsubishi UFJ Trust and Banking Corporation, White & Case, 메리츠증권증권 리서치센터

중장기 사업계획 ROE/ROA 타겟 채택률



자료: Japan IR Association, 메리츠증권증권 리서치센터

Case Study 1) 기업 사업 전략에 관여 - Third Point 'Seven & I' 주주서한

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 18
지주_ 한국 자본주의의 도전

Japan Activism

- '15년 3분기 Third Point는 'Seven & I Holdings' 지분 보유 알리며 주주서한 발송
- 부채 활용도가 낮고 EBITDA 7.2배 수준에 거래되는 등 저평가 구간에 위치하고 있다고 판단하여 매수
- 그리고 Peer(EBITDA 10~19배) 대비 할인 받고 이유로 일부 유통채널(Ito Yokado 슈퍼마켓) 부진을 지목

Seven & I Holdings Peer Table

기업명	시총 (십억달러)	EV/EBITDA(배)				부채비율(%)				ROE(%)				영업이익률(%)			
		2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2017
세븐 & 아이 홀딩스	36.3	7.0	7.7	7.0	6.6	46.9	43.3	45.5	46.7	8.8	7.9	6.9	4.1	7.3	6.9	7.2	7.8
알리안타시옹 쿠슈타르	26.3	11.1	14.1	11.7	12.3	65.8	78.9	56.3	55.8	22.6	23.7	26.7	21.9	2.7	3.8	4.9	4.5
월그린스 부츠 얼라이언스	68.2	12.2	17.4	12.6	13.3	21.9	46.6	63.7	47.1	9.7	16.4	13.7	14.2	4.7	4.2	5.1	4.6
데어리 팜 인터내셔널	11.8	16.0	13.7	15.6	19.3	13.1	53.8	64.1	55.3	37.6	30.3	32.6	25.3	4.8	3.9	4.1	3.2
센코수드	7.0	10.1	8.4	7.9	7.5	73.9	82.6	80.7	80.1	3.9	5.6	9.6	10.9	4.7	5.4	7.9	7.9

자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

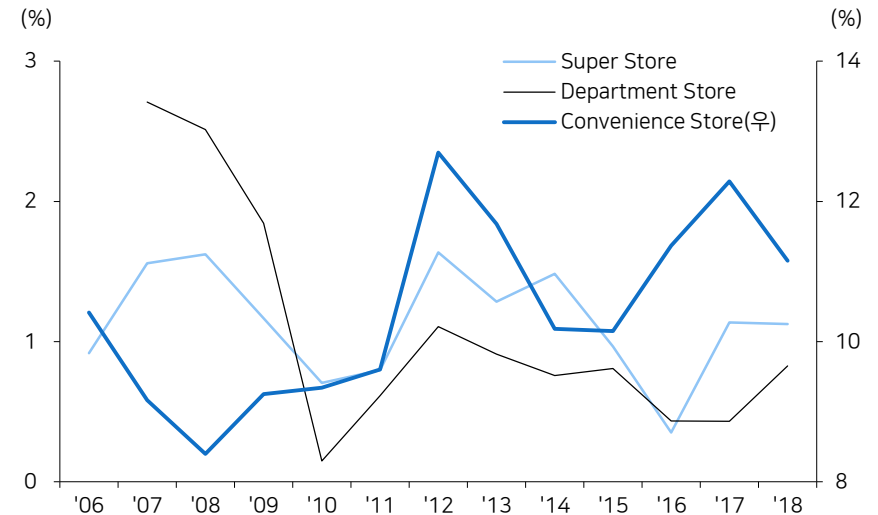
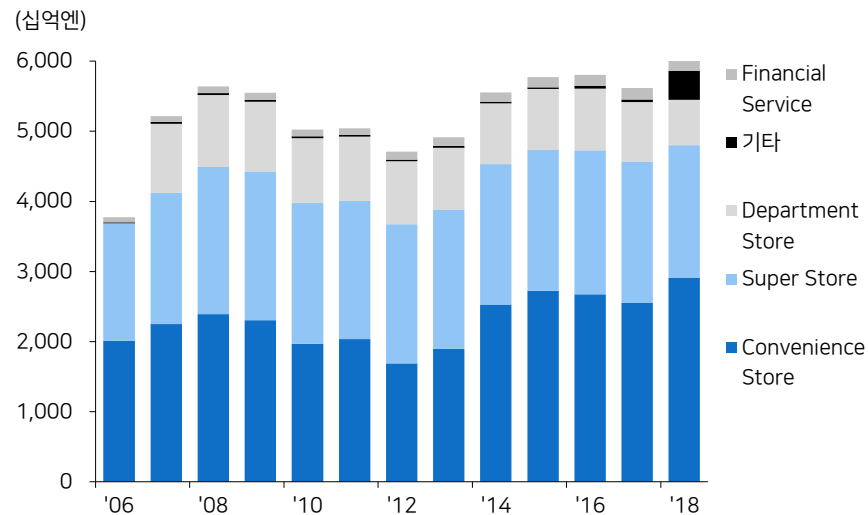
Case Study 1) 기업 사업 전략에 관여 - Third Point 'Seven & I' 주주서한

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 18
지주_ 한국 자본주의의 도전

Japan Activism

- Third Point는 주가 Re-rating 방법으로 구조조정을 통한 편의점 부분 효율성 개선 피력
- 또한 자본 효율화(배당 확대 등), 미국 사업부분 상장을 통한 가치 재평가 등도 제안
- 이에 CEO는 Ito Yokado store 중 20% 철수, 오피스 근무자 30% 구조조정 계획 등을 발표
- 그럼에도 Ito Yokado 사업부를 그룹에서 분리하고, 독립 기업지배구조로 전환할 것을 요구

Seven & I Holdings 부문별 매출액, 영업이익률 추이



주: Ito Yokado - Super Store에 해당
자료: Seven & I Holdings, 메리츠증권 리서치센터

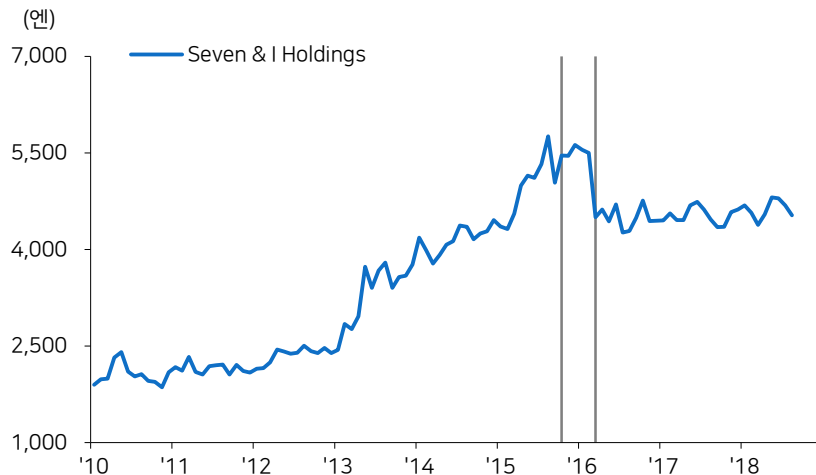
Case Study 1) 기업 사업 전략에 관여 - Third Point 'Seven & I' 주주서한

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 18
지주_ 한국 자본주의의 도전

Japan Activism

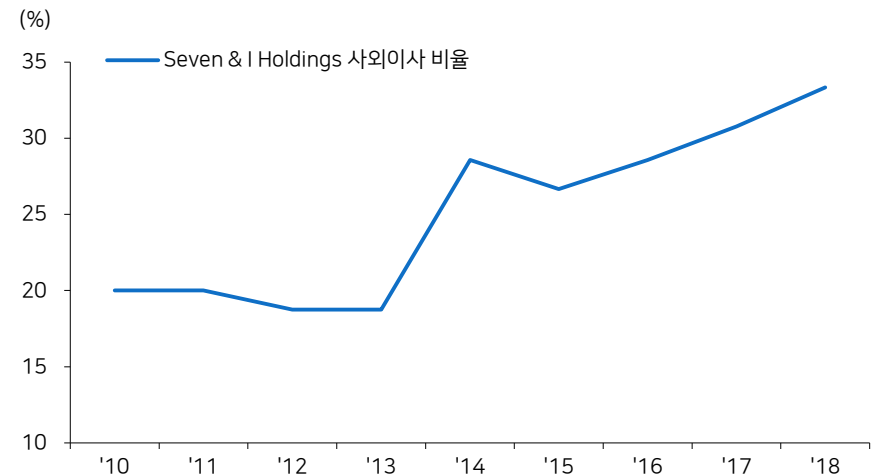
- Third Point, 주가 부양에는 실패했으나 일회성 개입이 아닌 주주로서 기업 경영에 지속적으로 관여
- '16년 3월, Daniel Loeb(Third Point CEO)은 창립자 은퇴와 경영권 승계 루머에 대해 재차 의견 발송
- 주 내용은 창립자를 제외한 이사회 결의를 통해 새로운 대표를 결정하는 방안 제안
- “이것은 왕조가 아닌 기업이며, 기업은 왕조가 아닌 능력주의(meritocracy)에 기반”

Seven & I Holdings 주가추이



주: 음영표시 Daniel Loeb의 주주레터
자료: JP Morgan(2018), 메리츠증권리서치센터

Seven & I Holdings 이사회 구성 변화



자료: JP Morgan(2018), 메리츠증권리서치센터

Case Study 2) 기업지배구조 변화 관여 - Oasis Management

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 18
지주_ 한국 자본주의의 도전

Japan Activism

- 홍콩기반 Hedge Fund Oasis Management는 Alpine Electronics 9.36% 보유한 주요 주주
- 불공정한 기업결합을 반대하는 주주서한을 '17년 1월 이후 6차례 발송 (아래 표 참고)
- 또한 'www.protectalpine.com'에서 다른 소액 주주들에게 부담함을 알리고 도움을 받을 수 있도록 조치
- '18년 5월 주주서한에는 기업 결합의 부담함 뿐 아니라 새로운 주주제안 내용도 포함
- 1) 특별 배당 배분 요구, 2) 지정 사외이사 임명, 3) 독립 사외이사 겸 감사위원 임명 등

Oasis Management의 Alpine Electronics-Alps Electric 기업결합 반대 관련 주주서한

The Missing Cash	Where has the growth gone? To Alps!	Why such a long lead time? Alps doesn't want Alpine's price to go up	Comparable Companies—or finding companies with lower multiples to justify a lower takeover price?	SMBC Are Independent, Except When They're Not	No Go Shop
알파인 300억엔 상당의 현금을 영업현금흐름으로 간주했음. 현금만 단순히 운전자본으로 간주하며 EV (기업가치)에서 제거할 수 없는 부분	DCF 방법론에서 예측기간(3년) 동안 Alpine 매년 30% 성장할 것으로 가정했지만, 영구성장률은 0%라고 평가. 가정치에 의문. Alpine 2017년 5월 2018년 회계연도에는 전년 동기 대비 15.8%의 이익 증가율을 전망. 이는 7월 말 전망치와 일관되며 2019년 38.5%의 증가율, 2020년 33.3%의 증가율을 기록할 것으로 전망했음. 또한 중장기 계획에서 2021년까지 10%의 매출액 증가를 기록할 것이라고 전망했고, 이는 2021년까지 37.5%의 영업이익 증가로 이어질 수 있는 부분. Oasis에서는 DCF 방법론을 사용하기 위해서는 최소 10년의 전망치가 필요하며, 0%의 영구성장률을 적용하는 것이 보다 합리적으로 설명될 필요가 있다고 판단. 또한 3%의 영구성장률 적용이 적절하다고 봤음. 오아시스 는 Alpine의 합리적인 주가가 주당 4,943엔 수준이라고 판단	합병 진행 기간이 최근 일본 주식 시장 역사상 가장 길었음. Alpine에서는 미국 SEC의 F-4 공시 요건을 따라 18개월의 기간을 준수하는 것이라고 하고 있지만, 일반적으로 3~4개월 걸리는 일. 또한 투기적 투자와 Alpine 주가 변동성 완화하기 위해서라고 Alpine에서 언급했지만 그들이 진정으로 경계하는 일은 Alpine의 주가가 38.5% 영업이익 증가가 발표된 이후 오르는 것이라고 보임. 과정의 왜곡이 결과의 왜곡으로 이어졌음	유일하게 비교 가능한 회사인 Clarion (EV/EBITDA 5.6배)과 peer analysis 진행하는 대신에 SMBC 닛코는 비교 업체로 Pioneer Corporate(과거 5년 중 3년 적자, 러시아와 브라질 비중 높아 EV/EBITDA 3배에서 거래)와 JVC Kenwood Corporation (EV/EBITDA 4배)를 선정. 밸류에이션 Target EV/EBITDA 3.4-4.6배 가정은 너무 낮다고 보이며, 5배 이상의 밸류에이션을 부여해야 한다고 보임	Alpine 인수 가치의 정당성을 SMBC Nikko에서 판단한 공정가치에서 찾고 있는데, SMBC Nikko가 독립적이라고 보기 어려움. SMBC Nikko는 alps의 중요한 채권자임	더 중요한 것은 Alpine은 독립적인 이사회와 다른 인수자를 검토하고 있지 않으며, 제 3자에게 Alpine의 가치가 어느 수준으로 평가되고 있는지 간과. 시장 공정가액을 판단하지 않고 독립된 조언자의 의견을 수렴하지 않았음. 기업가치 검토 과정이 미비했음

자료: Oasis Management, 메리츠증권증권 리서치센터

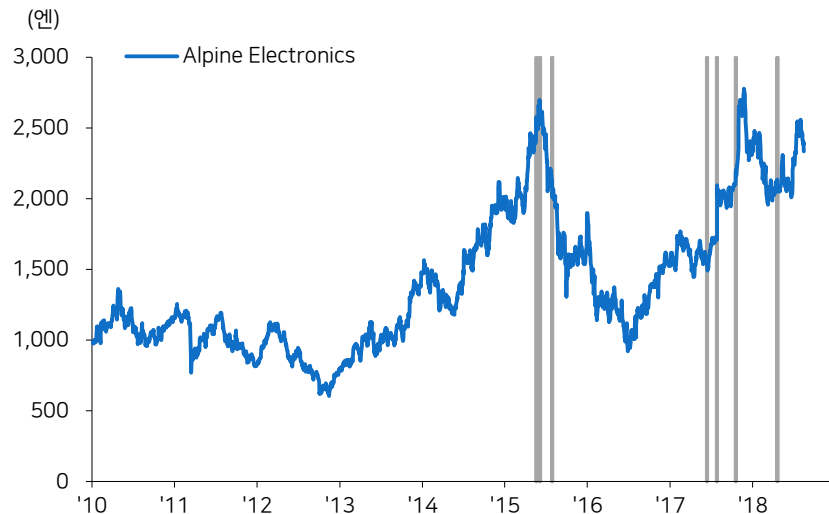
Case Study 2) 기업지배구조 변화 관여 - Oasis Management

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 18
지주_ 한국 자본주의의 도전

Japan Activism

- Oasis Management가 보여준 행동주의 펀드의 시사점은 크게 3가지
- 1) 높은 지분율을 보유하고 있는 자산운용사가 소액 주주 운동을 주도하며 소액 주주권 신장
- 2) 기업의 전략적 선택에 대해 합리적 의문을 제기, 기업이 응답하는 형태로 정보 공개의 투명성에 기여
- 3) 이사회, 감사 위원 추천 등 오너가 아닌 주주들이 적극적으로 경영에 관여하며 기업가치 제고

Alpine Electronics 주가 추이



주: 음영표시 Oasis Management가 Alpine에 관여(Engagement)했던 날 표시
자료: JP Morgan (2018), 메리츠증권 리서치센터

www.protectAlpine.com

English

PROTECT ALPINE'S
MINORITY
SHAREHOLDERS
CURRENT SHARE
EXCHANGE RATIO IS
DISADVANTAGEOUS
WHO IS PLAYING THE
MONEY GAME? IT'S
ALPINE!
PLANNED
ACCELERATION OF
THE BUSINESS
INTEGRATION IS A
BREACH OF
FIDUCIARY DUTY
BACKGROUND
LATEST UPDATES
WHO IS OASIS
OASIS HISTORY OF
ENGAGEMENT WITH
ALPINE
NEWS

DISSENTING SHAREHOLDERS CAN AND WILL BLOCK THE MERGER AT AN UNFAIR PRICE

The current merger price dramatically undervalues Alpine. But the merger at these proposed terms can be stopped and, we believe, will be stopped.

Only one-third of Alpine shareholders need to vote against the merger at the December 2018 EGM to stop it and there are more than enough dissenting shareholders to achieve this:

- At the most recent AGM, almost 30% of shareholders voted against Alpine's management and in favor of the Oasis proposals - these are tacit votes against the merger
- There has been a significant increase in the number of dissenting shareholders acquiring additional stakes in Alpine following the AGM
- We believe that over 42% of Alpine's shareholders will vote against the deal at the current at the current valuation

What should you be doing to raise Alpine's awareness?

- Speak to your broker and/or custodian to register your shares in your own name before record date to ensure that you can vote at the AGM
- Send a letter to Alpine informing them of size of your shareholding, your opposition to the merger at the current valuation and, if possible, your fair value of Alpine

What is a fair price?

We asked two independent valuation experts, EVCJ and Zecoo Partners, to calculate a fair value range.

- The Zecoo Partners' lowest valuation of Alpine was JPY3,774 per share
- The EVCJ valuation as at November 1, 2017, prior to the final revision and higher earnings was between JPY3,965 and JPY6,734 per share

자료: www.protectalpine.com, 메리츠증권 리서치센터

Case Study 3) 창립자 교체 - Siam Partners

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 18
지주_한국 자본주의의 도전

Japan Activism

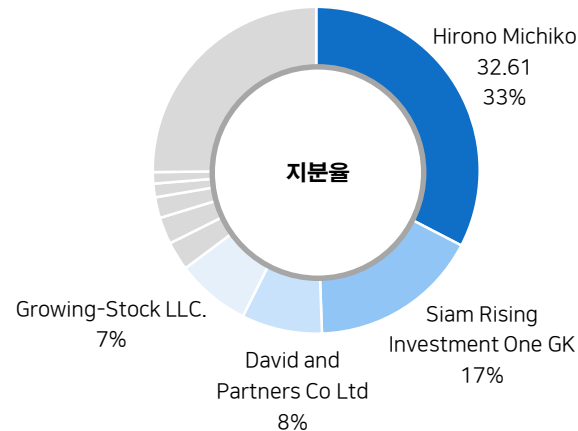
- 히로노 미치코 사장은 '00년 '21 LADY'를 창업하고 33.4%의 지분율을 확보하고 있는 최대주주
- 그러나 '18년 6월 주주총회에서 이사 4명 선임 의안에서 43.5%의 찬성표만을 확보하며 연임에 실패
- '18년 5월, 지분율 16.8%를 보유한 Siam Partners는 이사 선임과 관련된 주주제안 발송
- 현재 이사로 활동 중인 Siam Partners의 대표와 신임이사 3명을 선임하는 안건 제안
- 참고로 히로노 미치코 사장의 연임안에는 반대표 행사

21 Lady 기업개요

기업명	21 LADY 주식회사
설립일	2000-03-07
사업내용	<p>라이프스타일 지원 사업</p> <p>1. 히로타 사업(동양과자점)</p> <p>HIROTA Since 1924</p> <p>2. 이루무스 사업(인테리어)</p> <p>ILLUMS SCANDINAVIAN INTERIOR CULTURE</p>
그룹전체 직원 수	117명

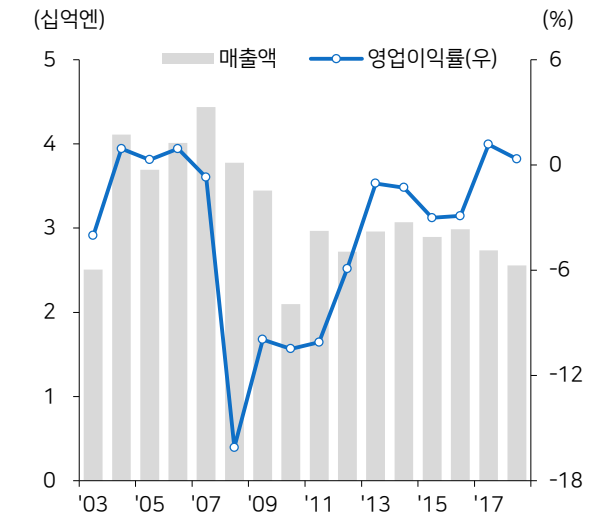
자료: 21 LADY, 메리츠증권리서치센터

21 LADY 지분율



자료: 21 LADY, 메리츠증권리서치센터

21 LADY 매출액, 영업이익률 추이



자료: 21 LADY, 메리츠증권리서치센터

Part III

2019년 지주회사 투자전략

Strategy – Intro

- 국내 주식시장에 상장된 대부분의 지주회사는 주력 상장 자회사를 인적 분할해 설립한 순수 지주회사
- 주력 자회사와의 중복 상장으로 지주회사 주가는 구조적으로 주력 자회사와 동행 또는 후행
- 지주회사에 대한 가치 평가 역시 자회사 보유지분 가치의 합으로 계산되는 NAV 방식이 주로 활용
- NAV 대비 스프레드 확대 국면에서는 매수, 축소 국면에서는 매도 전략을 취하는 관성적인 투자 스킴

2017년 이후 지주회사 전환 기업

지주회사	인적분할설립회사	물적분할설립회사	분할기일	방법
유비쿼스홀딩스	유비쿼스	유비쿼스이앤엠	2017.03.01	인적분할 + 물적분할
APS홀딩스	AP시스템		2017.03.01	인적분할
크라운해태홀딩스	크라운제과		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
세아제강지주	세아제강		2018.09.01	인적분할

자료: Dart, 언론보도, 메리츠증권증권 리서치센터

NAV 대비 할인율 축소는 가능한가?

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 18
지주_ 한국 자본주의의 도전

Strategy – Cash Flow

- NAV 할인율 적용의 정당성에 대한 논란은 차치하고 시장의 관심은 NAV 할인율 축소 여부에 집중
- 본래 지주회사 본연의 가치는 그룹 컨트롤 타워로서의 역할이나 정량화가 불가능하다는 단점
- 투자자들이 주목했던 안정된 현금흐름 역시 주가 상승의 필요조건에 불과
- 자회사로부터 수취하는 배당, 로열티 등은 일반적인 수익인식 보다는 투자회수 개념과 유사하기 때문
- 정량적인 투자 지표로 전체 현금흐름이 아닌 투자활동현금흐름이 중요하나 예측이 불가하다는 한계

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: 메리츠증권증권 리서치센터

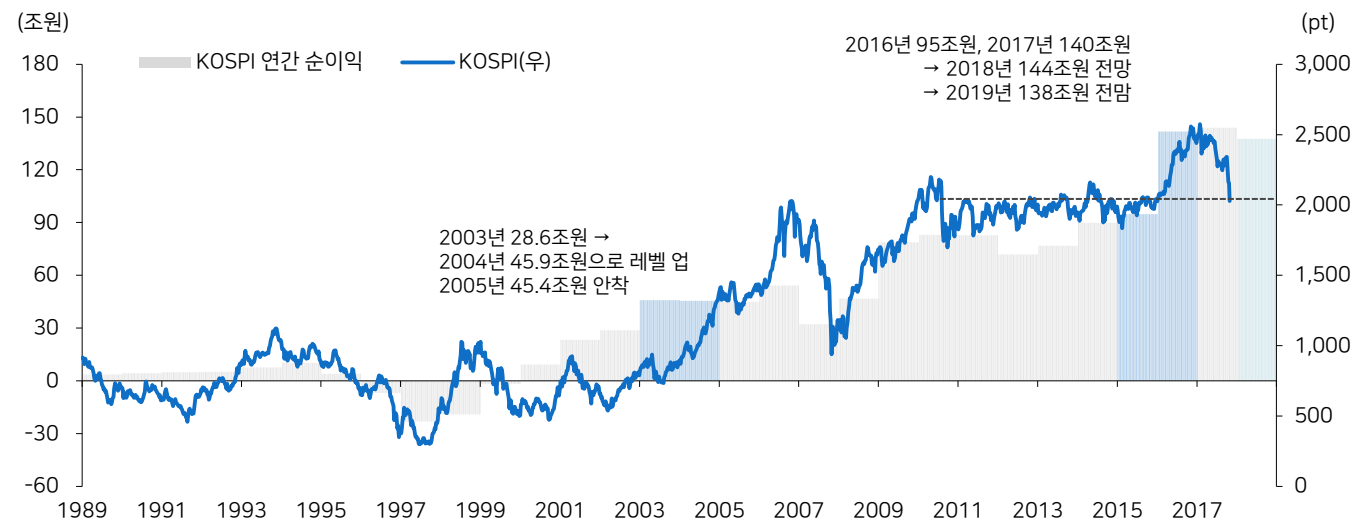
약세장에선 통하지 않는 Hidden Value

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 18
지주_ 한국 자본주의의 도전

Strategy – Hidden Value

- 직관적으로 지주회사 주가의 하방은 보유 (상장)자회사 지분 가치 합이 지지
- 상방의 경우 Hidden Value(ex. 비상장 자회사 가치 재평가, 자체 사업 호조 등)가 결정
- 즉, 추가적인 주가 상승을 위한 명분으로 작용했던 경우가 대다수
- 10월 이후 주식시장 급락으로 대부분의 주식이 Deep Value 상태 + '19년 코스피 역성장 예상
- '19년 Hidden Value에 근거한 지주회사 주가 상승은 제한적이라는 판단

2019년 KOSPI 예상 순이익 138조원(-4.4% YoY)



자료: DataGuide, 메리츠증권증권 리서치센터

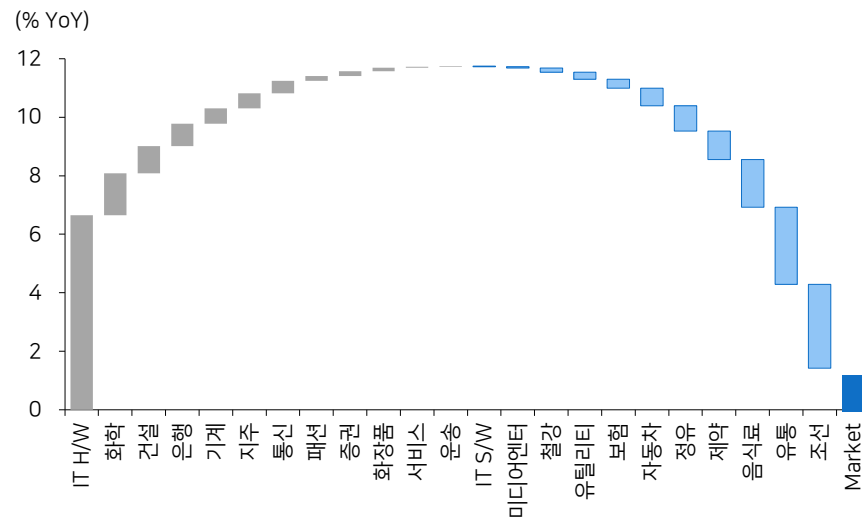
그나마 기댈 곳은 턴어라운드 업종 지주회사

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 18
지주_ 한국 자본주의의 도전

Strategy – Turn Around

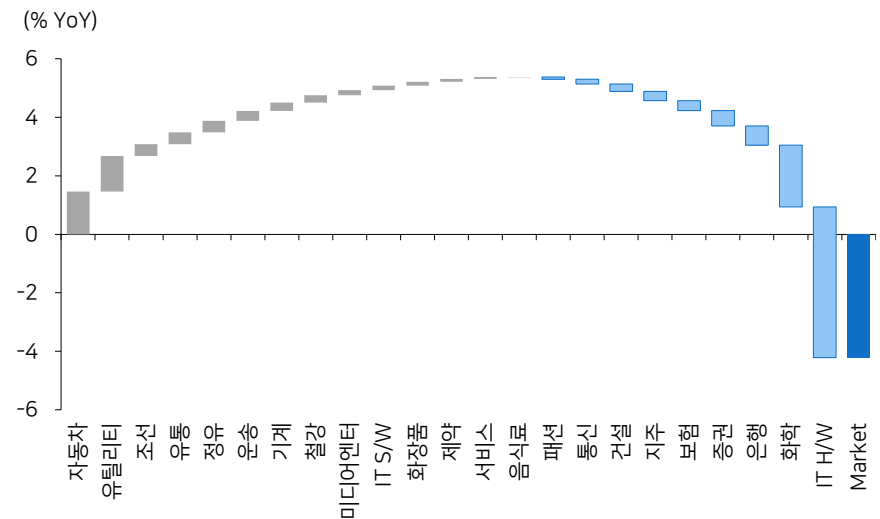
- '18년은 IT H/W 주도의 이익성장으로 상반기까지 시장 주도주 역할 수행
- 또한 화학, 건설, 은행의 선전 역시 이익기여도로 설명 가능
- '19년에는 자동차, 유틸리티, 조선, 유통 등이 대표적인 턴어라운드 업종으로 지목
- 주력 자회사가 상기 업종을 영위하고 있는 지주회사의 상대적 우위 예상

2018년 KOSPI 순이익 성장을 기여도



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

2019년 KOSPI 순이익 성장을 기여도



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

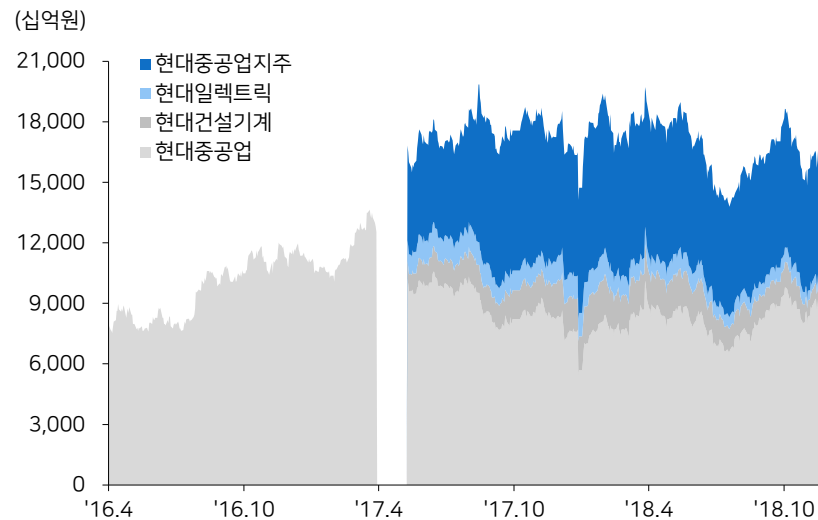
기업분할 ≡ 기업가치 상승?

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 18
지주_ 한국 자본주의의 도전

Strategy – Event Driven

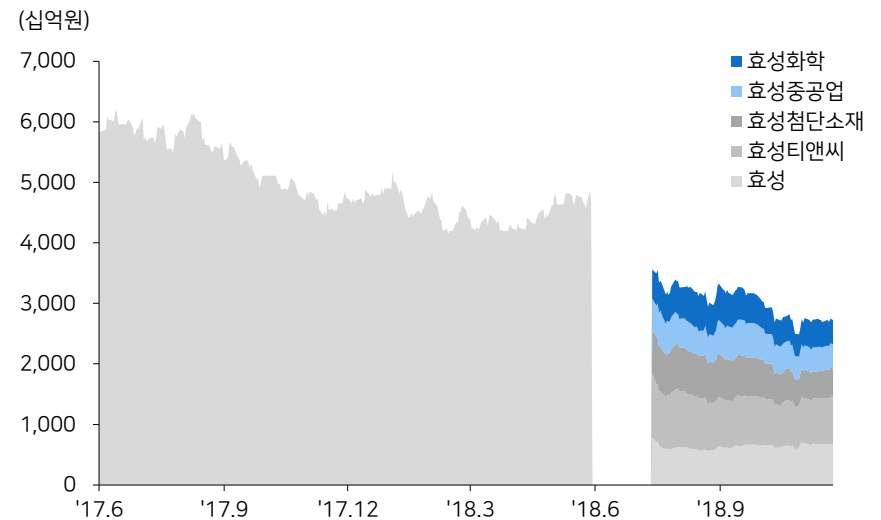
- 지난 몇 년간 투자자들은 재계의 활발한 지주회사 전환 과정에서의 투자 기회 발굴에 집중
- 일례로 오너 지분율이 낮고 자사주를 매입하는 경우 지주회사 전환 Signal로 인식
- 실제 인적분할을 통한 지주회사 설립시 자사주 가치 부활로 대다수 기업이 분할 후 시가총액 증가
- 또한 '18년 상반기까지 각종 경제민주화 관련 법안 발의로 모멘텀 주식으로의 접근 기대감 유효

분할 후 기업가치 증가 사례 – 현대중공업그룹



자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

분할 후 기업가치 감소 사례 – 효성그룹



자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

규제 불확실성 상당 부분 감소

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 18
지주_ 한국 자본주의의 도전

Strategy – Regulation

- 지난 9월, 38년만의 공정거래법 전면 개편안 발표로 규제 관련 불확실성은 상당 부분 해소
- 지주비율 강화 가능성은 소멸했고 순환출자와 행위요건 강화 규정도 시장의 우려보다는 완화된 수준
- 급진적인 지배구조 개편 압박은 부재한 가운데 일감몰아주기 규제 확대 정도만이 실질적 영향
- 일감몰아주기 규제 대상 → 공시대상기업집단 중 총수일가 지분율이 20%(기존 30%) 이상인 경우 해당

공정거래법 개정안 제2조의1 발의 내용

지주회사 정의 中

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

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

일감몰아주기 대상 기업 List

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	37.64	정교선(23.0), 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	24.81	허창수(9.40), 허진수(4.96), 허정수(3.80) 등 총 17명
SK D&D	23.40	최창원(23.40)
신세계인터내셔널	19.34	정유경(19.34)
삼성생명	20.82	이건희(20.76), 이재용(0.06)
대림코퍼레이션	52.78	이해욱(52.26), 이해승(0.52)
태광산업	26.77	이호진(15.82), 이원준(7.49) 등 총 9명
금호고속	71.20	박삼구 외 8명
하림지주	22.67	김흥국(22.64) 등 총 3명

자료: 언론 자료, Dart, 메리츠증권리서치센터

삼성과 현대차그룹 지배구조 개편

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 18
지주_ 한국 자본주의의 도전

Strategy – SAMSUNG, HMG

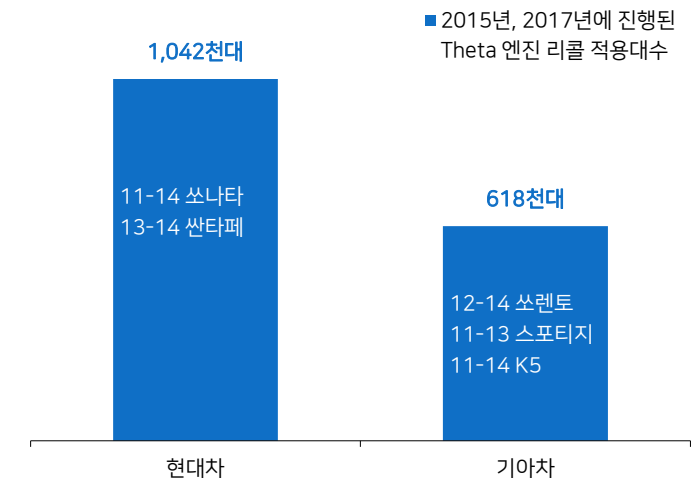
- 주요 대기업 중 지주회사 체계로 가지 않은 기업 집단은 재계 1, 2위인 삼성과 현대차 뿐
- 두 기업 모두 '19년 내 유의미한 지배구조 개편안 제시 가능성이 높은 상황
- 법안에 따른 강제성은 약해졌으나, 정부 요구에 부응하는 모습을 보여줄 공산이 크기 때문
- 다만 삼성은 삼성바이오로직스 거래정지, 현대차는 리콜 상태 등 지금 당장 풀어야 할 과제 산적

삼성바이오로직스 관련 일지 및 의혹

	2011년	삼성바이오로직스 설립	
삼성바이오로직스, 삼성바이오에피스에 대한 지배력 상실 주장하며 2015 회계연도부터 회계처리 방식 변경	2012년 2월	삼성바이오에피스 설립	
	2015년 9월	삼성물산-제일모직 합병	바이오 분야 성장 가치 등을 이유로 제일모직 고평가 논란 (당시 제일모직, 삼성바이오로직스 지분 46.3% 소유)
상장 과정에서 규정 변경, 특혜 논란	2016년	삼성바이오로직스 상장	
	2017년 3월	금감원, 삼성바이오로직스 특별감리	분식회계를 통해 제일모직 고평가에 정당성 부여 의혹
	2018년 5월	금감원, 삼성바이오로직스에 회계위반 사전통보	
	2018년 11월	증권선물위원회, 삼성바이오로직스 회계 원칙 위반 발표, 거래정지	

자료: 금융감독원, 언론보도, 메리츠증권증권 리서치센터

Theta 엔진 이슈로 현재까지 진행된 현대·기아차 리콜



자료: 현대차, 기아차, 메리츠증권증권 리서치센터

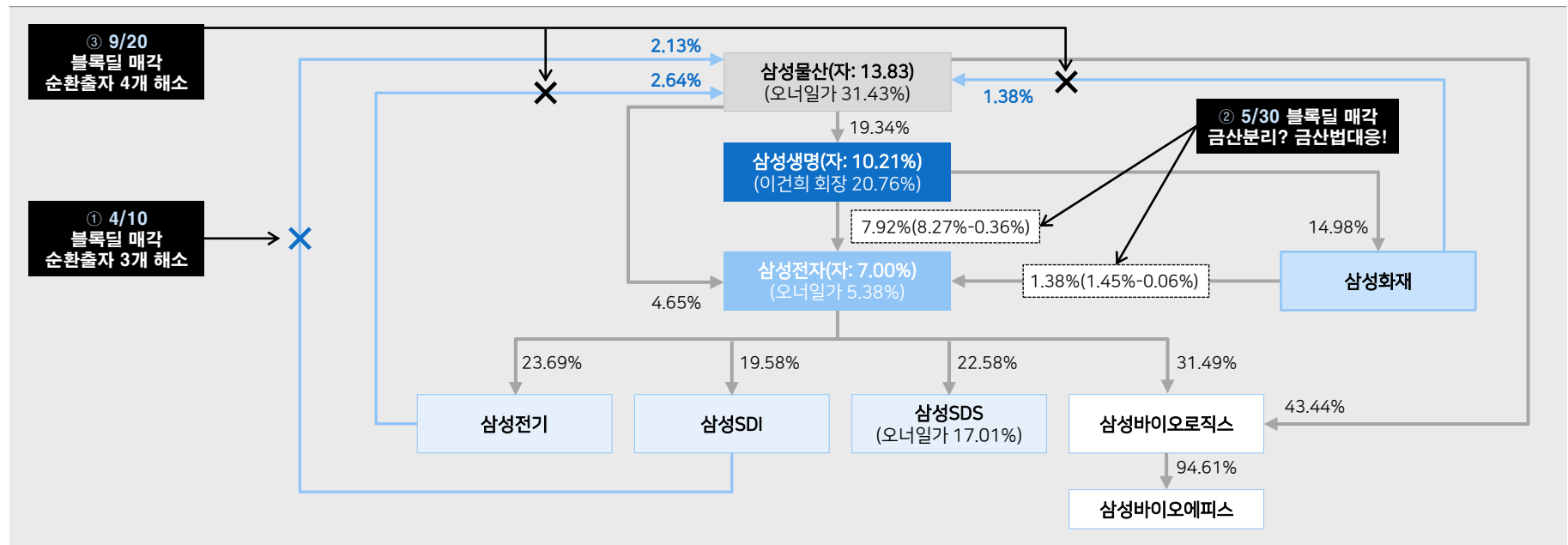
삼성그룹) 순환출자 완전 해소

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 18
지주_ 한국 자본주의의 도전

삼성그룹 - 지배구조 개편

- '18년 삼성그룹의 지배구조 관련 이벤트는 크게 3가지
- 1) 4월 10일, SDI 보유 물산 지분 매각 → 합병 관련 순환출자 금지법 집행 가이드라인 변경에 따른 매각
- 2) 5월 30일, 생명, 화재 보유 전자 지분 매각 → 전자 자사주 소각 및 금산법 24조 충족에 대비
- 3) 9월 20일, 전기, 화재 보유 물산 지분 매각 → 순환출자 완전 해소

2018년 삼성그룹 지배구조 변화

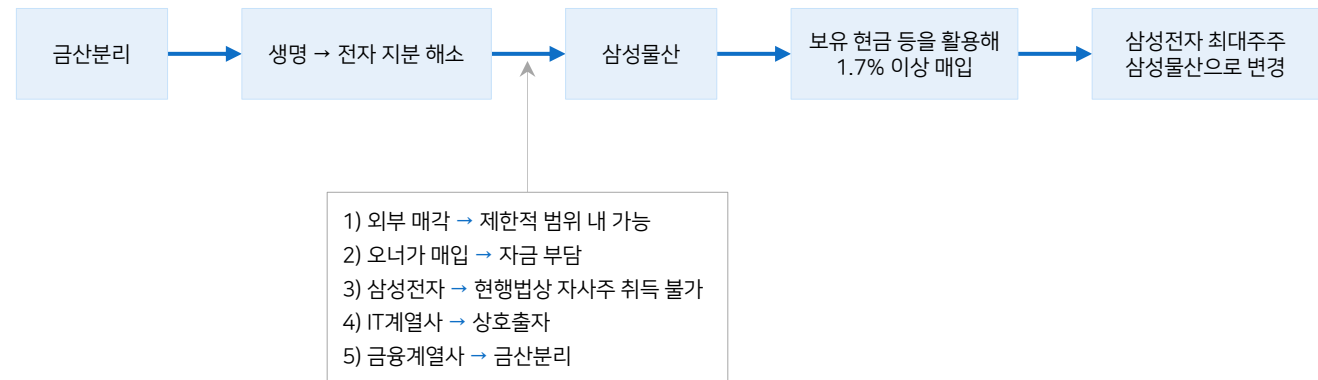


자료: Dart, 메리츠증권증권 리서치센터

삼성그룹 - 지배구조 개편

- 삼성그룹의 지주회사 체제로의 전환은 현실적으로 불가능 → 전자 추가 지분 확보 난망
- 다만 '생명 → 전자'로 이어지는 금산분리 문제는 해소할 필요
- 금산분리 문제의 핵심은 생명이 전자를 지배하고 있다는 점이며 여기서 지배는 최대주주임을 의미
- 물산이 보유 현금 등을 활용해 생명 보유 전자 지분(1.7%) 매입 후 최대주주로 등극할 가능성에 주목

향후 삼성그룹 지배구조 개편 예상 시나리오



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

현대차그룹) 3월 지배구조 개편안 발표

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 18
지주_ 한국 자본주의의 도전

현대차그룹 - 지배구조 개편

- 3월 28일, 현대차그룹 순환출자 고리 해소 위한 지배구조 개편안을 발표
- 지난 '07년 처음으로 순환출자 문제가 부각된 이후 11년 만의 결정
- 결론적으로 현대차그룹의 첫 번째 지배구조 개편 시도는 모비스 주주가치 훼손 문제로 무산
- 쟁점이 된 부분은 모비스의 분할 비율 → 오너가 높은 지분 보유한 글로비스에게 유리하다는 인식 팽배

지난 3월 문제가 됐던 존속 부문과 분할 부문의 분할 비율

(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 (%)	100.0	79.0	21.0
발행주식총수(보통주)	97,343,863	7,685,594,883	2,048,791,417
발행주식총수(우선주)	3,974	3,138	836
2017년 세전이익	2.69	1.25	1.44
이익비율 (%)	100.0	46.5	53.5

자료: 모비스, 메리츠증권증권 리서치센터

분할 부문의 가치를 낮게 책정해 글로비스 주주에게만 유리했던 방안

(원)	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	2,048,791,417
D. 기준시가	154,911	-
E. 본질가치	-	452,523
- 자산가치	-	221,599
- 수익가치	-	606,472
F. 합병가액	154,911	452,523
G. 합병비율 (%)	1	2.9211852
H. 분할합병비율(B x G) (%)	1.00	0.61
I. 분할합병으로 인한 신규 발행주식수 (A x H) (주)	-	59,848,983

자료: 모비스, 메리츠증권증권 리서치센터

현대차그룹) 대부분의 의결권 자문기관 반대의사 표명

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 18
지주_ 한국 자본주의의 도전

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

자료: 언론종합, 메리츠증권증권 리서치센터

현대차그룹) 새로운 개편안, 주주친화정책 확대 기대

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 18
지주_ 한국 자본주의의 도전

현대차그룹 - 지배구조 개편

- 현대차그룹은 과거 일반주주의 동의를 얻지 못하는 의사결정(한전부지 매입)과 지속된 실적 부진 고충
- 오너의 지분을 확대 및 순환출자 해소만을 위한 새로운 지배구조 개편안은 주주 동의를 얻기에 한계
- 분할·합병으로 당장의 시너지를 확인·보상 받을 수 없다면, 추가적인 주주가치 제고 노력 병행 필요
- 지배구조 개편안 발표와 함께 지난 3월에 제시됐던 자사주 매입·소각 이상의 주주친화정책 시행 기대

1차 개편 과정에서 공개됐던 현대차·모비스 주주친화정책, 시장의 호응을 얻기에는 친화정책 규모 자체가 미미

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

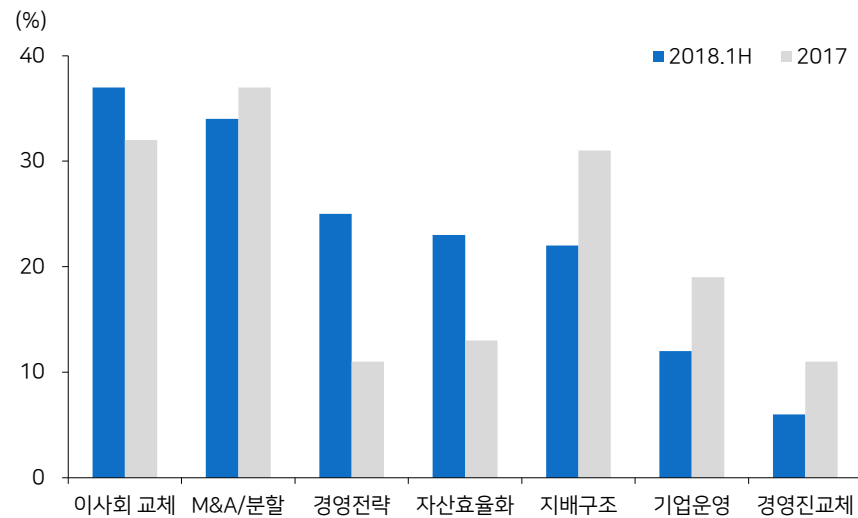
자료: 현대차, 모비스, 메리츠증권증권 리서치센터

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 18
지주_한국 자본주의의 도전

'19년 Outlook

- 전술하였듯이 NAV Spread Play, Hidden Value Seeking, 지배구조 관련 Event Driven 모두 한계점에 봉착
- '19년 지주회사 Main Theme으로 주주 행동주의가 가져올 기업 가치 재평가 가능성에 주목
- 행동주의 방법론 중 수익률 측면에서는 대규모 지분을 확보하는 '기업 인수'방식이 가장 우수
- 최근 ETF 시장에서 합병 관련 ETF의 성과가 높은 것도 같은 맥락으로 해석 가능
- 국내 역시 소극적인 주주제안에서 벗어나 기업인수, 의결권 대결 등 적극적인 주주권 행사 예상

행동주의 투자 캠페인 목적별 점유율



주: 글로벌 행동주의 펀드의 대상이 된 시가총액 5억 달러 이상 기업 기준
자료: LAZARD, 메리츠증권증권 리서치센터

대안투자 ETF 수익률 순위

	평균수익률 (%)		Fund flow (백만달러)		AUM (백만달러)		Flow/AUM (%)		ETF 개수
	순위	3개월	순위	3개월	순위	3개월	순위	3개월	
Merger Arbitrage	1	2.2	1	114	2	739	1	15.4	2
Managed Futures	2	0.7	2	39	4	281	2	13.8	6
Hedge Fund	3	-2.1	4	11	1	1,365	5	0.8	10
Real Return	4	-3.0	3	11	5	201	3	5.6	3
Long/Short	5	-4.5	5	8	3	538	4	1.5	15

자료: ETFdb, 메리츠증권증권 리서치센터

[참고] IQ Merger Arbitrage ETF

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 18
지주_ 한국 자본주의의 도전

- 자산군: 대안투자
- AUM: \$744.3 M
- 3개월 평균 거래량: 129,423주
- 추종지수: IQ Merger Arbitrage Index
- 상위 보유종목:
Red Hat(RHT) 8.99%,
Express Scripts Holding (ESRX) 7.68%,
L3 Technologies (LLL) 6.77%,
Aetna(AET) 6.41%,
Shire(SHP:LSE) 5.72%,
Vectren(WVC) 4.79%,
Energen (EGN) 4.40% 등

IQ Merger Arbitrage ETF



자료: Stockcharts.com, 메리츠증권리서치센터

행동주의 타겟 회사 뿐만 아니라 Peer Group에도 영향

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 18
 지주_ 한국 자본주의의 도전

'19년 Outlook

- 'Governance under the Gun: Spillover Effects of Hedge Fund Activism, 2014'
- '00~'11년 행동주의 타겟 회사의 Peer Group 재무, 투자, 영업 전략 변화에 대한 연구 결과 발표
- Peer 그룹도 레버리지 활용도 높아지고, 배당 성향 확대, ROA와 자산회전율 개선되는 영향 존재

행동주의 타겟 회사의 Peer Group 정책 변화 다변량 회귀분석

		Policy Variables			Performance Variables		
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
		Book Leverage	Pay Out/Market Cap	Capex/Assets	Return on Assets	Return on Sales	Asset Turnover
Main Variables	Threat dummy	-0.001 (0.006)	0.001 (0.001)	-0.003 (0.003)	0.002 (0.005)	0.045*** (0.016)	0.02 (0.018)
	High target prob. dummy	0.004** (0.002)	0.002*** (0.000)	-0.001 (0.001)	0.003*** (0.001)	-0.007 (0.004)	0.022*** (0.004)
	Threat dummy x High target prob. dummy	0.015*** (0.006)	0.003** (0.002)	-0.005* (0.003)	0.015*** (0.005)	0.019 (0.012)	0.017* (0.010)
	Threat dummy x Improved ind. Dummy	0.102*** (0.008)	0.022*** (0.002)	-0.029*** (0.005)	0.027*** (0.009)	0.046** (0.023)	0.098*** (0.014)
	Threat dummy x Not improved ind. Dummy	-0.055*** (0.010)	-0.012*** (0.002)	0.001 (0.004)	0.004 (0.005)	0.01 (0.015)	-0.014 (0.013)
	Default dummy	-0.012 (0.021)	-0.007*** (0.002)	-0.017*** (0.005)	0.005 (0.007)	0.003 (0.017)	0.067*** (0.016)
	In(MCAP)	0.004*** (0.001)	0.003*** (0.000)	-0.001*** (0.000)	0.002*** (0.001)	0.005*** (0.002)	-0.011*** (0.001)
Control variables	Industry FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES
	Calendar year FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES
	Policy quintile FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES
	Observations	39,621	39,621	39,621	36,943	36,177	36,943
	R-squared (within)	0.092	0.165	0.098	0.042	0.042	0.064

주: 1) *, **, ***는 다음에 해당하는 통계적 유의 수준: 10%, 5%, 1%.

2) High target prob. dummy 행동주의 타겟 가능성 높은 기업

자료: Nickolay Gantchev, Oleg Gredil and Chotibhak Jokikasthira <Governance under the Gun: Spillover Effects of Hedge Fund Activism, 2014>, 메리츠증권증권 리서치센터

기업 지배구조 개편 + 낮은 배당성향...주주제안 대상 될 가능성

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 18
지주_ 한국 자본주의의 도전

'19년 Strategy Idea

- 국내 대기업의 높은 글로벌 경쟁력 보유에도 지배구조 점수는 타 국가 대비 낮은 수준
- 오너 중심 경영 문화와 상대적으로 낮은 정보의 투명성 때문
- '19년 기업 지배구조 개편, M&A 이슈 등이 행동주의 투자자들에게 공격의 단초를 제공할 가능성 농후
- 또한 타 국가대비 낮은 배당성향으로 초과자본 환원에 대한 요구도 지속 → Ex. 엘리엇-현대차그룹

2016년 아시아 시장 기업지배구조 부문별 순위

전체	원칙 & 시행	강제성	정책 & 규제	회계 & 감사	문화
1. 싱가포르	=2	=2	3	1	2
2. 홍콩	=2	1	=1	=6	3
3. 일본	7	=2	=1	5	1
4. 대만	=5	=4	4	=3	=4
5. 태국	1	=6	8	=3	=4
6. 말레이시아	=5	=4	7	2	7
7. 인도	4	=6	5	=10	6
8. 한국	8	8	6	=6	8
9. 중국	9	9	10	8	9
10. 필리핀	=10	11	9	9	10
11. 인도네시아	=10	10	11	=10	11

자료: Asian Corporate Governance Association, 메리츠증권증권 리서치센터

국민연금 저배당 기업 선정 과정

기업과의 대화

- '과소배당 판단기준'에 따른 '저배당 기업'
- 투자기업 경영진과 의사소통을 통해 적정배당 유도

비공개중점 관리기업

- 대상기업 중 대화 거부기업 또는 개선가능성이 낮아 집중관리가 필요 기업
- 비공개 중점감시기업 지정
- 국민연금이 주주총회 재무제표 승인에 반대한 기업
(남양유업, 현대그린푸드, 한국공항, 현대리바트, 원익IPS 등 총 10개 기업)

공개중점 관리기업

- 2단계 대상기업 중 개선 가능성 낮아 공개적인 집중관리 필요한 기업
- 공개 중점감시 기업 지정 (총 2개 기업: 남양유업, 현대그린푸드)

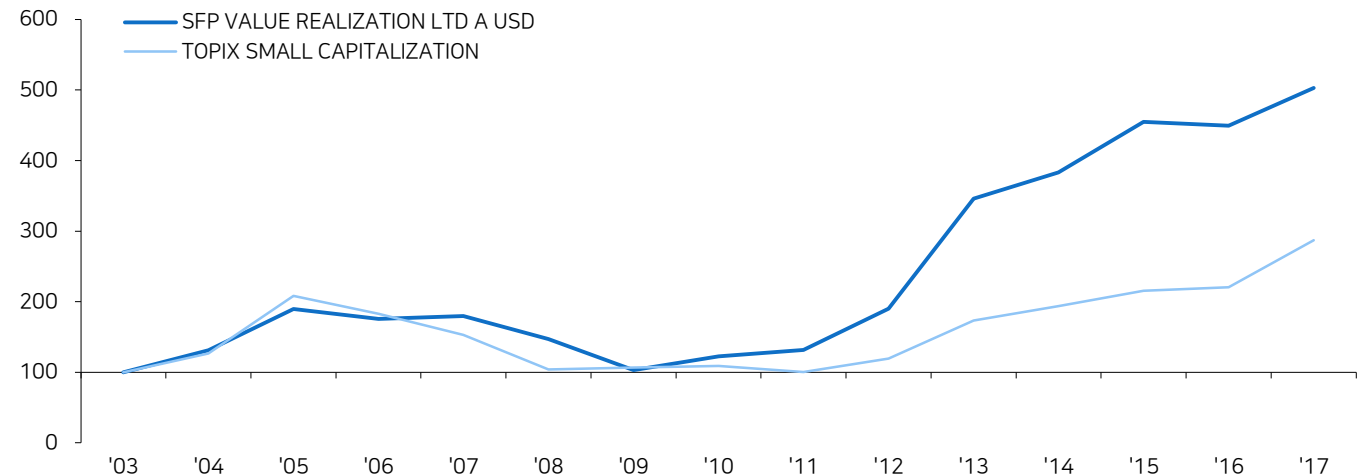
자료: 국민연금공단, 메리츠증권증권 리서치센터

'19년 Strategy Idea

- SFP(Symphony Financial Partners) Value Realization Fund → 일본 중소형주에 집중 투자하는 헷지펀드
- 주로 오너 지분 비중이 높고 시가총액(주로 50억엔 미만)이 낮은 기업을 투자 대상으로 고려
- 지분율 15~20% 확보 → 경영진 의사결정에 관여 → 자사주, 배당확대 등 기업가치 제고 방안 제안
- '03년 11월 펀드 런칭 이후 연 수익률 29.0%를 기록하며 TOPIX Small Cap Index 대비 큰 폭의 초과수익

SFP Value Realization Fund vs. TOPIX Small Cap index

(2003년 말=100)



자료: Thomson Reuters, 메리츠증권증권 리서치센터

기관투자자 영향력 높아질 수 있는 기업군

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 18
지주_ 한국 자본주의의 도전

'19년 Strategy Idea

- 스튜어드십 코드 도입에 따라 기관투자자 영향력(비중)이 높은 기업군이 주목을 받을 가능성
- 주주환원에 대한 기관투자자의 의결권이 행사되거나, 요구가 반영될 수 있기 때문
- 기관투자자 보유 비중 10% 이상이고 배당여력 있음에도 불구하고 배당성향 20% 미만인 기업 선별

기관투자자의 영향력 높아질 수 있는 기업 List

기업개요				오너 및 특수관계인 지분율 (%)			5% 이상 보유 기관투자자 지분율 (%)			외국인 지분율	배당(%) (3년 평균)		수익성(%) (3년 평균)			투자기회(%) (3년 평균)		자본구조(%) (3년 평균)	
기업코드	기업명	시가 총액 (십억원)	종가 (원)	오너 및 특수 관계인	자기 주식	소계	주요기관 (10% 이상)	주요 기관투자자 (10% 미만)	소계	(%)	배당 성향	배당 수익률	ROA	ROE	OPM	FCF/ 매출액	자본지출/ 유형자산	부채 비율	이익 잉여금/ 총자산
A000720	현대건설	5,857	52,600	34.92	0.00	34.92	국민연금 11.23		11.23	23.54	13.98	1.17	3.07	7.76	5.89	1.57	8.92	141.32	23.45
A139480	이마트	5,198	186,500	28.06	0.04	28.10		국민연금 9.99	9.99	48.70	9.15	0.78	3.25	6.26	3.72	-0.40	7.95	91.10	13.21
A081660	휠라코리아	3,398	55,600	20.11	0.00	20.11		국민연금, KB자산, 템플턴 23.00	23.00	44.60	3.46	0.26	1.47	6.00	6.56	-1.40	10.63	137.91	22.05
A000210	대림산업	3,059	87,900	23.12	0.00	23.12	국민연금 14.13		14.13	40.26	5.78	0.63	2.75	6.65	3.85	-2.66	11.68	142.42	31.67
A004170	신세계	2,944	299,000	28.06	0.09	28.15	국민연금 13.18		13.18	28.14	4.55	0.52	3.74	7.73	9.23	-2.42	9.80	104.49	22.28
A069960	현대백화점	2,141	91,500	36.08	3.61	39.69	국민연금 11.52		11.52	29.42	6.48	0.75	4.76	7.21	21.37	0.16	8.34	50.81	46.56
A180640	한진칼	1,715	29,000	28.95	0.00	28.95		국민연금, 크레딧스위스, 그레이스홀딩스 21.27	21.27	9.45	-2.83	0.28	-5.77	-9.41	10.10	4.26	1.64	69.95	-11.12
A005440	현대그린푸드	1,285	13,150	37.68	10.64	48.32	국민연금 12.60		12.60	11.10	5.84	0.46	4.91	6.64	3.92	2.36	8.71	35.26	40.46
A020000	한섬	936	38,000	34.64	10.80	45.44	국민연금 12.26		12.26	25.93	11.30	0.88	5.88	7.12	8.44	-1.00	11.37	22.80	70.35

주: 1) 기관투자자 보유비중 및 종가는 11월 23일 기준

2) 종목 선별 조건 1) 시가총액 5천억원 이상 2) 5% 이상 보유 기관투자자 합산 지분율 비중 10% 이상, 3) 오너 및 특수관계인 지분율 40% 미만

4) 배당성향 20%, 배당수익률 예금금리 미만, 5) 3년 평균 OPM (+) 6) 자본지출/유형자산 15% 미만 7) 부채비율 150% 미만으로 필터링

자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

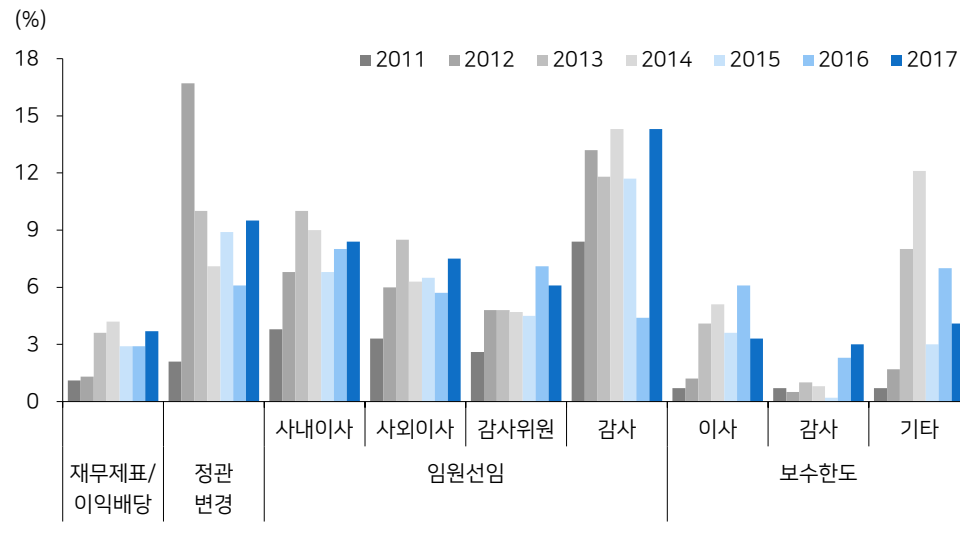
기관투자자 주주총회 안건 반대율 증가

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 18
지주_ 한국 자본주의의 도전

'19년 Strategy Idea

- 실제 주주총회 안건별 반대율이 증가하는 추세 → 기관투자자의 참여 늘어난 결과
- '17년 105개 기관투자자 평균 반대율은 1.9%, 국내 및 해외 연기금 경영진 안건 반대율 평균 10% 상회
- 기업지배구조원이 '양호(의결권 충실성 항목 10개 중 4개 이상 충족)'로 분류하는 비중은 14.3%에 불과
- 국민연금의 스튜어드십 코드 도입은 위탁운용사의 적극적 의결권 행사로 이어질 것으로 예상

주주총회 안건별 반대율 현황



자료: 한국 기업지배구조원, 메리츠증권증권 리서치센터

국내외 주요 연기금의 의결권 행사 현황(경영진 안건, FY15)

(개)	구분	의결권 행사 현황(경영진 안건)				
		전체	찬성	반대	중립	불행사
국내 연기금	공무원연금공단	235	221 (94.0%)	9 (3.8%)	5 (2.1%)	0 (0.0%)
	국민연금공단	2,687	2,280 (84.9%)	390 (14.5%)	0 (0.0%)	24 (0.9%)
	사학연금공단	412	405 (98.3%)	7 (1.7%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)
	소계	3,334	2,906 (87.2%)	406 (12.2%)	5 (0.1%)	24 (0.7%)
해외 연기금	APG	1,042	600 (57.6%)	218 (20.8%)	0 (0.0%)	224 (21.6%)
	CalPERS	1,729	1,528 (88.4%)	201 (11.6%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)
	CPPIB	897	850 (94.8%)	45 (4.9%)	0 (0.0%)	2 (0.2%)
	NBIM	2,038	1,842 (90.4%)	161 (7.9%)	0 (0.0%)	35 (1.7%)
	소계	5,706	4,820 (84.5%)	625 (11.0%)	0 (0.0%)	261 (4.6%)

자료: 한국기업지배구조원, 메리츠증권증권 리서치센터

기업분석

종목	투자판단	적정주가
SK(034730)	Buy	360,000원
삼성물산(028260)	Buy	155,000원

SK(034730) Unlocking the Hidden Value

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

Buy

적정주가 (12개월)	360,000원
현재주가 (11. 26)	270,000원
상승여력	33.3%
KOSPI	2,083.02pt
시가총액	189,973억원
발행주식수	7,036만주
유동주식비율	48.43%
외국인비중	25.50%
52주 최고/최저가	328,500원/249,000원
평균거래대금	210.6억원
주요주주(%)	
최태원 외 27인	30.88
국민연금	8.37
주가상승률(%)	
절대주가	상대주가
1개월	4.0 1.3
6개월	-9.5 6.9
12개월	-9.5 10.5
주가그래프	



긍정적인 지배구조 변화 기대감

- 자회사 행위요건 강화 규정이 신규 설립 또는 전환 지주회사로 한정되며 법안 관련 불확실성 해소
- 향후 SK의 지배구조 변화는 법안 대응 보다는 자체 경쟁력 확보 차원에서 진행될 가능성이 높다는 판단
- 당장 '19년에 지배구조 관점에서 변화가 예상되는 자회사는 단연 SK텔레콤
- SK에겐 SKT의 인적분할 및 SK하이닉스 자회사 편입 시나리오가 최선이나 당사는 물적분할 가능성에 무게

Unlocking the Hidden Value

- 타 대형 지주회사와 달리 NAV 구성 내역 중 상장 자회사와 비상장 자회사가 유사한 비중을 차지
- 실제 비상장 자회사 중 성장성이 높은 다수의 기업 보유 → SK바이오팜, SK바이오텍, SK실트론, SK E&S 등
- 특히 전일 바이오팜 뇌전증 치료제의 美 FDA 신약 판매 승인 신청으로 바이오 부문에 대한 관심 재차 증대
- 바이오팜, 실트론 등 '19년 내 상장 가능성이 높은 만큼 비상장 가치 재평가에 따른 주가 상승 기대

투자의견 Buy, 적정주가 360,000원 제시, 지주업종 Top pick 추천

- '18년 중간배당 실시 및 배당정책 변경 등 주주환원정책 강화 기조 지속
- SK 배당수익의 30% 수준의 배당 + 자회사 IPO, 지분매각 등에 따른 투자금 회수시 특별배당 지급

(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	103,364.8	6,397.2	1,965.0	27,928	10.1	216,758	9.7	1.2	5.5	13.5	125.1
2019E	104,885.7	6,830.8	2,146.7	30,511	10.7	243,089	8.9	1.1	5.3	13.2	110.1
2020E	107,299.6	6,860.4	2,163.3	30,746	0.5	269,261	8.8	1.0	5.3	11.9	98.8

NAV Valuation

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 18
지주_ 한국 자본주의의 도전

적정주가 360,000원
Upside Potential 33.3%

- NAV = (상장사 13.7조원 + 비상장사 11.8조원 + 영업가치 5.3조원 - 순차입금 7.0조원) X 할인율 15%
- 브랜드로열티와 임대료수익은 WACC 10% 적용을 통한 DCF 방식으로 적정가치 산출
- SK 바이오팜 → 주요 파이프라인(YKP-3089, SKL-N05, JZP-110)의 NPV 가치를 합산한 수치
- SK 바이오텍 → '18년 예상 순이익에 신약 API 제조업 평균 12M Fwd PER 15배 적용

NAV Valuation Table

(십억원)	회사명	지분율/주식수 (%)	장부가	현재가	평가액	비고
1) 상장사 지분가치					13,686	11월 26일 종가
	SK 이노베이션	33.4		18,215.7	6,084	
	SK 텔레콤	25.2		22,568.4	5,692	
	SK 네트워크	39.1		1,239.7	485	
	SK 머티리얼즈	49.1		1,705.6	837	
	SKC	41.0		1,300.6	533	
	에스엠코어	26.7		203.3	54	
2) 비상장사 지분가치					11,828	
	SK E&S	90.0	2,600.0		2,340	'18년 9월말 기준
	SK 실트론	51.0			2,530	'18년 예상 순이익 PER 10배 적용
	SK 건설	44.5		1,004.5	447	장외주가 준용
	SK 바이오팜	100.0			3,131	주요 3개 파이프라인 NPV
	SK 바이오텍	100.0			682	'18년 예상 순이익 PER 15배 적용
	기타				2,698	'18년 9월말 기준
3) 영업가치					5,348	
	자체사업				2,642	'18년 예상 EBITDA 10배 적용
	브랜드로열티				2,216	영구성장률 3%, WACC 10% 가정
	임대료				490	영구성장률 2%, WACC 10% 가정
4) 순차입금					7,044	별도 기준
5) NAV					23,818	
6) 할인율 (%)					15%	15% 할인율 적용
7) Target NAV					20,245	
8) 유통주식수 (주)		56,388,674				보통주 기준
9) 주당 NAV (원)					359,029	
10) 적정주가 (원)					360,000	
11) 현재주가 (원)					270,000	11월 26일 종가
12) 상승여력 (%)					33.3	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

SK(034730) 연결 실적 Table

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 18
지주_ 한국 자본주의의 도전

분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	FY17	FY18E	FY19E
매출액	24,615	25,232	26,776	26,741	25,185	26,717	27,095	25,888	93,296	103,365	104,886
상장자회사	20,464	21,751	23,365	23,777	22,203	23,706	24,058	22,832	81,637	89,355	92,799
% of Sales	83.1%	86.2%	87.3%	88.9%	88.2%	88.7%	88.8%	88.2%	87.5%	86.4%	88.5%
SK 이노베이션	12,166	13,438	14,959	14,854	13,488	13,983	14,724	15,199	46,261	55,417	57,393
SK 텔레콤	4,182	4,154	4,186	4,351	4,279	4,320	4,355	4,467	17,520	16,873	17,422
SK 네트워크	3,477	3,432	3,530	3,804	3,760	4,672	4,212	2,359	15,202	14,244	15,004
SKC	639	726	689	767	676	731	767	806	2,654	2,821	2,980
비상장 및 기타	4,446	3,809	3,764	2,965	2,982	3,012	3,037	3,056	12,150	14,984	12,087
매출원가	21,900	22,382	24,077	23,775	22,387	23,712	24,070	22,977	82,400	92,133	93,145
매출총이익	2,715	2,851	2,699	2,967	2,799	3,005	3,025	2,911	10,897	11,232	11,740
GP Margin (%)	11.0%	11.3%	10.1%	11.1%	11.1%	11.2%	11.2%	11.2%	11.7%	10.9%	11.2%
판관비	1,134	1,217	1,233	1,251	1,184	1,245	1,268	1,212	5,036	4,834	4,910
영업이익	1,581	1,634	1,466	1,716	1,615	1,760	1,757	1,699	5,861	6,397	6,831
OP Margin (%)	6.4%	6.5%	5.5%	6.4%	6.4%	6.6%	6.5%	6.6%	6.3%	6.2%	6.5%
상장자회사	1,103	1,273	1,235	1,146	1,287	1,255	1,192	1,216	5,089	4,757	4,951
% of OP	69.7%	77.9%	84.3%	66.8%	79.7%	71.3%	67.8%	71.6%	86.8%	74.4%	72.5%
SK 이노베이션	712	852	836	723	822	770	713	776	3,234	3,122	3,081
SK 텔레콤	325	347	304	322	377	391	371	313	1,537	1,298	1,452
SK 네트워크	25	21	41	46	31	32	57	64	143	133	184
SKC	41	53	54	56	57	62	52	63	176	204	234
비상장 및 기타	479	361	231	570	328	505	565	483	772	1,640	1,880
영업외손익	435	543	779	286	666	373	584	598	1,581	2,043	2,221
세전이익	2,017	2,177	2,245	2,002	2,281	2,133	2,341	2,297	7,442	8,440	9,052
법인세비용	594	624	630	550	627	587	644	632	2,261	2,399	2,489
당기순이익	1,555	1,585	1,625	1,451	1,653	1,546	1,697	1,665	5,066	6,216	6,562
지배주주	661	531	497	501	567	537	594	583	1,677	2,191	2,282
NP Margin (%)	2.7%	2.1%	1.9%	1.9%	2.3%	2.0%	2.2%	2.3%	1.8%	2.1%	2.2%
비지배주주	894	1,054	1,128	950	1,086	1,009	1,103	1,082	3,389	4,026	4,281

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

SK그룹 지배구조('18년 9월말 기준)

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 18
지주_ 한국 자본주의의 도전



Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	82,729.9	93,296.4	103,364.8	104,885.7	107,299.6
매출액증가율(%)	110.5	12.8	10.8	1.5	2.3
매출원가	73,005.6	82,399.7	92,133.1	93,145.4	95,420.7
매출총이익	9,724.3	10,896.7	11,231.7	11,740.3	11,878.9
판매비와관리비	4,443.5	5,035.7	4,834.4	4,909.6	5,018.5
영업이익	5,280.8	5,861.0	6,397.2	6,830.8	6,860.4
영업이익률(%)	6.4	6.3	6.2	6.5	6.4
금융손익	-813.6	-432.4	-1,926.4	-1,543.5	-1,382.3
종속/관계기업관련손익	721.8	2,487.8	3,473.5	3,647.2	3,422.7
기타영업외손익	-799.3	-474.4	-153.6	-418.7	-344.6
세전계속사업이익	4,389.7	7,442.2	7,790.7	8,515.8	8,556.2
법인세비용	1,359.6	2,260.8	2,214.5	2,341.8	2,353.0
당기순이익	2,822.5	5,066.5	5,576.3	6,173.9	6,203.3
지배주주지분 손익	765.6	1,677.4	1,965.0	2,146.7	2,163.3

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	32,450.0	35,198.9	39,968.4	43,087.4	46,011.7
현금및현금성자산	7,087.0	7,145.8	9,558.9	11,073.1	12,337.2
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	75,025.0	76,596.5	79,008.3
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	18,523.7	19,511.7	20,915.2
자산총계	103,047.3	109,776.9	114,993.4	119,683.9	125,019.9
유동부채	28,716.6	31,368.1	32,379.9	32,473.7	32,865.2
매입채무	8,897.3	9,588.6	10,623.4	10,779.8	11,027.8
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	31,532.0	30,234.0	29,282.2
사채	19,376.8	18,194.0	16,230.5	14,932.1	13,886.8
장기차입금	3,756.8	5,165.6	5,010.6	4,860.3	4,714.5
부채총계	60,720.6	64,020.5	63,911.9	62,707.6	62,147.4
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	11,551.4	13,419.0	15,275.3
비지배주주지분	29,214.4	32,096.3	35,707.6	39,734.8	43,774.8
자본총계	42,326.7	45,756.4	51,081.5	56,976.3	62,872.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	9,110.7	6,930.1	13,450.3	11,717.4	12,229.8
당기순이익(손실)	2,822.5	5,066.5	5,576.3	6,173.9	6,203.3
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	1,388.3	-1,063.2	-784.1
투자활동 현금흐름	-7,380.5	-6,292.9	-7,366.3	-8,243.6	-9,326.4
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	-1,435.7	-988.1	-1,403.4
재무활동 현금흐름	-1,622.4	-408.0	-3,670.9	-1,959.5	-1,639.3
차입금증감	-276.2	1,403.7	-3,445.4	-1,708.3	-1,360.2
자본의증가	-32.8	-628.7	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	91.7	58.9	2,413.1	1,514.2	1,264.1
기초현금	6,995.2	7,087.0	7,145.8	9,558.9	11,073.1
기말현금	7,087.0	7,145.8	9,558.9	11,073.1	12,337.2

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	1,175,803	1,325,980	1,469,078	1,490,695	1,525,002
EPS(지배주주)	10,851	23,808	27,928	30,511	30,746
CFPS	155,878	165,536	212,135	222,541	225,013
EBITDAPS	149,146	163,483	183,100	190,979	194,301
BPS	184,873	192,595	216,758	243,089	269,261
DPS	3,700	4,000	4,500	5,000	5,500
배당수익률(%)	1.6	1.4	1.7	1.8	2.0
Valuation(Multiple)					
PER	21.2	11.9	9.7	8.9	8.8
PCR	1.5	1.7	1.3	1.2	1.2
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
PBR	1.2	1.5	1.2	1.1	1.0
EBITDA	10,494.0	11,502.7	12,883.0	13,437.4	13,671.1
EV/EBITDA	6.2	6.4	5.5	5.3	5.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.0	12.5	13.5	13.2	11.9
EBITDA이익률	12.7	12.3	12.5	12.8	12.7
부채비율	143.5	139.9	125.1	110.1	98.8
금융비용부담률	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7
이자보상배율(x)	6.6	6.4	7.2	8.4	8.9
매출채권회전율(x)	8.0	8.5	8.6	8.2	7.9
재고자산회전율(x)	14.2	13.1	12.2	11.5	11.1

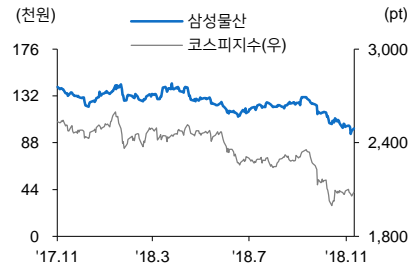
삼성물산(028260) 불확실성 해소가 우선

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

Analyst 박형철 02. 6098-6695
hr.park@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	155,000원
현재주가 (11. 26)	101,500원
상승여력	52.7%
KOSPI	2,083.02pt
시가총액	192,535억원
발행주식수	18,969만주
유동주식비율	52.06%
외국인비중	14.44%
52주 최고/최저가	144,000원/96,400원
평균거래대금	710.8억원
주요주주(%)	
이재용 외 8 인	33.27
케이씨씨	8.97
국민연금	5.70
주가상승률(%)	
절대주가	상대주가
1개월	-4.7 -7.3
6개월	-21.6 -7.4
12개월	-26.7 -10.5
주가그래프	



건설이 이끄는 실적 성장 및 해외 수주 재개 전망

- '18년은 그룹공사 매출 증가 및 수익성 개선 효과로 건설부문이 이끄는 실적 성장
- '19년 해외수주 확대 계획이며, 안정적인 수익성은 지속될 것
- 상사부문의 경우 4분기 이후 원자재 가격 변동성 확대에 따라 실적은 다소 둔화될 전망

외부 요인에 무너진 주가

- 9월 20일, 전기·화재 보유 물산 4% 지분 블록딜로 출회되며 그룹 순환출자 고리 완전 해소
- 이후 시장의 관심은 보유 현금 약 4조원 활용 방안에 집중 → M&A, 계열사(전자, 에피스 등) 지분 매입 등
- 그럼에도 주가는 주식시장 급락 및 삼성바이오로직스 거래 정지 등의 영향으로 고점 대비 약 25% 하락

투자의견 Buy, 적정주가 155,000원으로 하향

- 1) 보유 지분가치 28조원, 2) 건설 본업가치 개선 등을 감안시 현 주가는 극심한 저평가 구간
- 또한 삼성그룹 정점에 위치해있는 만큼 '19년 지배구조 개편에 따른 다양한 투자 기회도 모색 가능
- 다만 본격적인 주가 상승을 위해서는 삼성바이오로직스 관련 불확실성 해소가 선행될 필요
- 자회사 지분 가치 하락 및 투자심리 훼손에 따른 할인율 확대 등을 근거로 적정주가 155,000원으로 하향

(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	30,936.9	1,153.0	1,290.6	6,804	145.5	112,972	14.6	0.9	14.6	5.8	95.2
2019E	30,313.3	1,115.5	970.0	5,114	-21.3	116,163	19.4	0.9	13.0	4.4	89.3
2020E	31,094.9	1,171.0	1,025.8	5,408	5.8	119,389	18.3	0.8	12.7	4.6	88.4

NAV Valuation

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 18
지주_ 한국 자본주의의 도전

적정주가 155,000원
Upside Potential 52.7%

- NAV = (보유지분가치 28.2조원 + 영업가치 9.8조원 - 순차입금 1.8조원) X 할인율 30%
- 영업가치는 '19년 사업부 예상 NOPLAT에 시장 평균 Multiple인 9배 적용한 수치

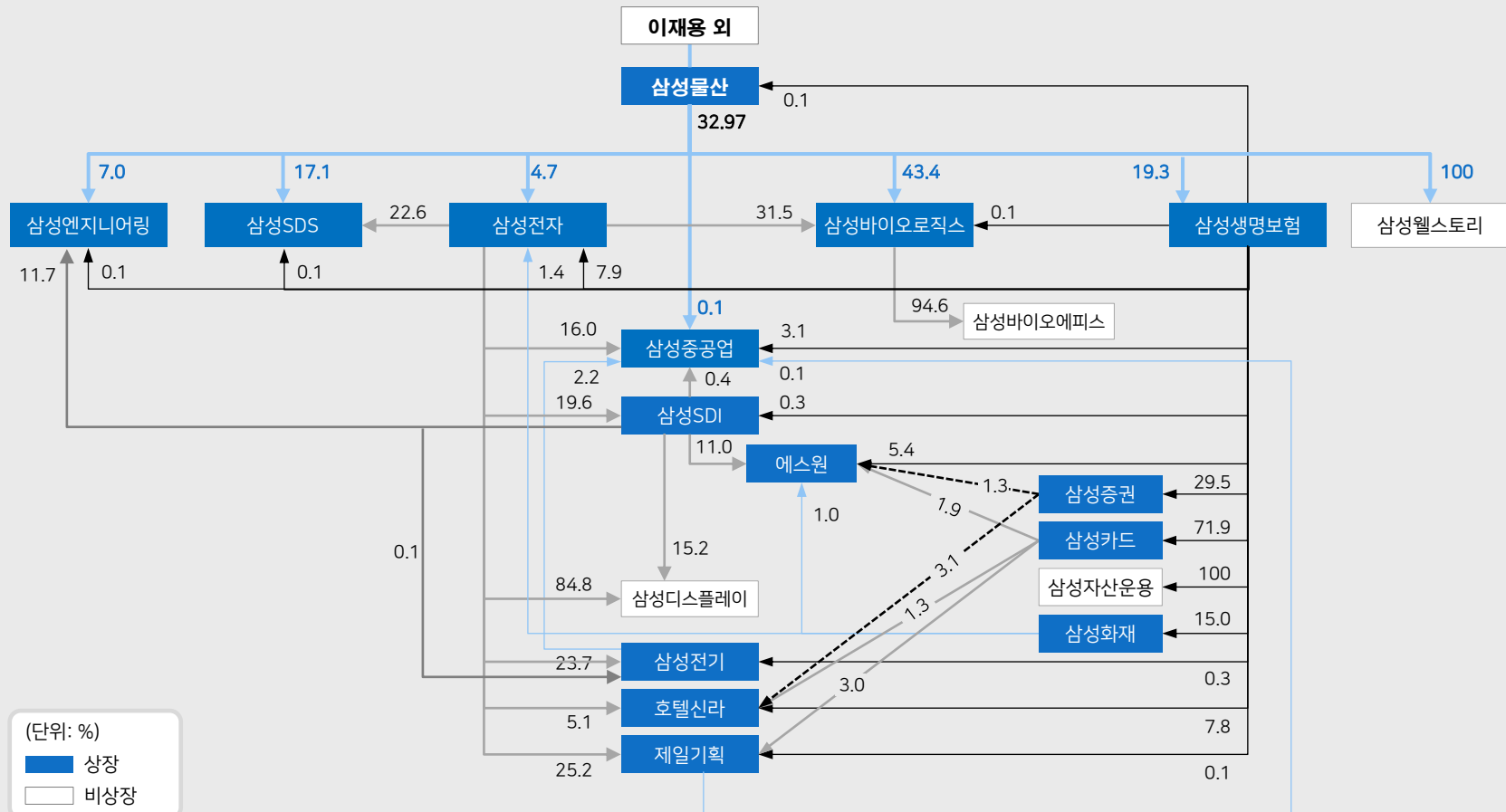
NAV Valuation Table

(십억원)	회사명	지분율/주식수 (%)	현재가	평가액	비고
1) 보유지분가치				28,192	11월 26일 종가기준
	삼성전자	4.6	273,463.2	12,607	
	삼성SDS	17.1	14,121.4	2,412	
	삼성생명	19.3	17,160.0	3,319	
	삼성바이오로직스	43.4	22,132.2	9,614	
	삼성엔지니어링	7.0	3,449.6	240	
2) 영업가치				9,836	2019년 예상 NOPLAT에 시장 평균 9배 적용
3) 순차입금				1,840	2018년 9월말 기준
4) NAV				36,188	
5) 할인율 (%)				30%	30% 할인율 적용
6) Target NAV				25,332	
7) 유통주식수 (주)		163,464,540			보통주 기준
8) 주당 NAV (원)				154,969	
9) 적정주가 (원)				155,000	
10) 현재주가 (원)				101,500	11월 26일 종가
11) 상승여력 (%)				52.7	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

삼성그룹 지배구조('18년 9월말 기준)

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 18
지주_ 한국 자본주의의 도전



삼성물산 (028260)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	28,102.7	29,279.1	30,936.9	30,313.3	31,094.9
매출액증가율(%)	110.6	4.2	5.7	-2.0	2.6
매출원가	24,771.0	25,627.0	26,857.4	26,256.3	26,944.1
매출총이익	3,331.7	3,652.1	4,079.5	4,056.9	4,150.9
판매비와관리비	3,192.2	2,770.8	2,926.5	2,941.5	2,979.9
영업이익	139.5	881.3	1,153.0	1,115.5	1,171.0
영업이익률(%)	0.5	3.0	3.7	3.7	3.8
금융손익	-34.0	-92.5	-15.1	-14.7	9.4
중속/관계기업관련손익	-151.0	-124.0	-133.9	0.0	0.0
기타영업외손익	135.3	160.3	628.1	205.0	200.0
세전계속사업이익	89.8	825.0	1,632.1	1,305.8	1,380.4
법인세비용	68.9	343.9	458.5	381.9	403.5
당기순이익	20.8	481.1	1,173.6	923.8	977.0
지배주주지분 순이익	107.4	639.8	1,290.6	970.0	1,025.8
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	13,358.6	12,320.5	12,801.6	13,533.4	14,455.9
현금및현금성자산	2,698.5	2,993.2	2,446.9	3,120.3	3,716.0
매출채권	3,934.8	3,839.6	3,647.7	3,720.6	3,832.2
재고자산	1,312.8	1,533.0	1,530.6	1,454.0	1,530.6
비유동자산	31,100.0	36,728.4	34,056.3	32,975.2	32,904.4
유형자산	5,281.2	4,985.9	4,813.3	4,150.1	3,578.3
무형자산	1,601.3	1,311.5	1,234.9	1,234.9	1,234.9
투자자산	23,197.5	28,971.2	27,785.3	27,367.4	27,868.4
자산총계	44,458.5	49,048.9	46,857.9	46,508.6	47,360.3
유동부채	14,705.0	14,458.3	14,193.8	13,772.0	13,913.6
매입채무	1,823.8	1,785.6	1,803.5	1,839.5	1,876.3
단기차입금	1,865.8	2,093.3	1,172.7	1,072.7	972.7
유동성장기부채	1,607.4	1,346.8	1,490.3	1,390.3	1,340.3
비유동부채	8,647.9	9,439.4	8,663.6	8,171.9	8,313.6
사채	2,375.2	1,606.8	1,192.2	1,092.2	992.2
장기차입금	1,282.1	987.3	637.3	587.3	487.3
부채총계	23,352.8	23,897.7	22,857.5	21,943.9	22,227.3
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	7,076.5	7,076.5	7,076.5
이익잉여금	5,230.0	5,755.4	6,207.2	6,817.6	7,434.7
비지배주주지분	2,804.1	2,594.5	2,386.9	2,340.8	2,291.9
자본총계	21,105.7	25,151.3	24,000.5	24,564.7	25,133.0

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	1,355.4	1,312.4	3,318.0	1,052.3	1,761.5
당기순이익(손실)	20.8	481.1	1,173.6	923.8	977.0
유형자산감가상각비	499.6	480.0	512.6	663.2	571.8
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	715.2	-159.8	1,246.9	-534.7	212.7
투자활동 현금흐름	-812.1	279.9	-1,928.6	397.5	-555.7
유형자산의 증가(CAPEX)	-484.7	-678.0	-355.7	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	-1,730.0	-5,898.0	1,042.8	417.9	-501.0
재무활동 현금흐름	122.4	-1,116.7	-1,928.7	-776.5	-610.1
차입금증감	1,018.5	-1,045.4	-1,545.0	-449.5	-250.5
자본의증가	428.6	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	632.1	294.6	-546.2	673.4	595.7
기초현금	2,066.4	2,698.5	2,993.2	2,446.9	3,120.3
기말현금	2,698.5	2,993.2	2,446.9	3,120.3	3,716.0
Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	148,151	154,352	163,092	159,804	163,925
EPS(지배주주)	561	3,357	6,804	5,114	5,408
CFPS	3,670	6,594	9,440	10,457	10,242
EBITDAPS	3,370	7,176	8,781	9,377	9,188
BPS	95,661	117,902	112,972	116,163	119,389
DPS	550	2,000	2,000	2,200	2,500
배당수익률(%)	0.4	1.6	2.0	2.2	2.5
Valuation(Multiple)					
PER	223.6	37.5	14.6	19.4	18.3
PCR	34.2	19.1	10.5	9.5	9.7
PSR	0.8	0.8	0.6	0.6	0.6
PBR	1.3	1.1	0.9	0.9	0.8
EBITDA	639.2	1,361.3	1,665.6	1,778.7	1,742.8
EV/EBITDA	49.9	23.0	14.6	13.0	12.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	0.6	3.1	5.8	4.4	4.6
EBITDA이익률	2.3	4.6	5.4	5.9	5.6
부채비율	110.6	95.0	95.2	89.3	88.4
금융비용부담률	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4
이자보상배율(x)	0.7	5.1	7.3	7.8	8.6
매출채권회전율(x)	7.1	7.5	8.3	8.2	8.2
재고자산회전율(x)	20.8	20.6	20.2	20.3	20.8

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 11월 27일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 11월 27일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 11월 27일 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, 정다이, 박형렬)

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

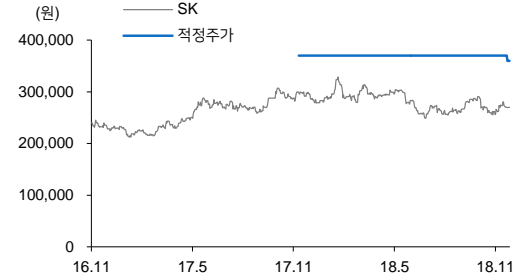
투자의견	비율
매수	96.3%
중립	3.8%
매도	0%

2018년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에
대하여 공표한 최근일
투자등급의 비율

SK (034730) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.11.20	산업분석	Buy	370,000	은경완	-20.4	-11.2	
2018.06.12	산업분석	Buy	370,000	은경완	-23.8	-11.2	
2018.11.27	산업분석	Buy	360,000	은경완	-	-	



삼성물산 (028260) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	-27.2	-24.4	
2018.09.21	산업브리프	Buy	170,000	은경완	-30.6	-22.9	
2018.11.27	산업분석	Buy	155,000	은경완	-	-	

