

지주

Bad Company  
Good Stock



## Overweight

### Top Picks

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

지주

Bad Company  
Good Stock



은행/지주

Analyst 은경완

02. 6454-4870

kw.eun@meritz.co.kr



## Contents

<b>Part I</b>	<b>Asia &amp; Japan Activism</b>	7
<b>Part II</b>	<b>지배구조 시나리오 점검</b>	21
<b>Part III</b>	<b>한국 자본주의의 도전과 한계</b>	49
<b>기업분석</b>	<b>삼성물산(028260) 3가지 악재 반영</b>	60
	<b>SK(034730) 하반기 투자 회수기 진입</b>	62

### I Asia & Japan Activism

- 지주업종 투자 아이디어가 부재한 상황에서 한진칼 이슈 불거지며 주주 행동주의에 대한 관심 증대
- 실제 대부분의 아시아 국가, 투자자들의 기업 관여 활동과 기업 지배구조에 있어 글로벌 기준 도입 중
- 아시아에서 가장 많은 행동주의 투자가 진행되고 있는 곳은 단연 일본
- Case Study → 1) Third Point LLC, 2) ValueAct Capital, 3) King Street Capital Management, 4) Oasis Management

### II 지배구조 시나리오 점검

- 각종 법, 제도 입법화가 지연되며 기업 지배구조 개편 관련 불확실성은 상당 부분 소멸
- 예측 가능 범위 내에 지배구조 개편이 예상되는 회사는 삼성그룹, 현대차그룹, SK그룹
- 1) 삼성그룹 - 삼성물산이 보유 현금 등을 활용해 삼성생명 보유 삼성전자 지분 매입 후 지배회사 등극 예상
- 2) 현대차그룹 - 현대차 지분을 활용(모비스에 현물출자)한 지배구조 개편 시나리오에 주목
- 3) SK그룹 - 1) SK건설: 하반기 내 지분 정리 필요, 2) SK텔레콤: 인적분할 보다는 물적분할 가능성에 무게

### III 한국 자본주의의 도전과 한계

- '19년 지주회사 Main Theme으로 주주 행동주의가 가져올 기업 가치 재평가 가능성에 이목 집중
- 주로 오너 지분율이 낮고 주주환원에 소극적이며 기관투자자 비중이 높은 기업이 주요 타깃으로 지목
- 국민연금의 스튜어드십 코드 도입, 사모펀드 운용규제 일원화 등의 제도 변화도 투자 심리에 긍정적 작용
- 아직은 주주제안이 증가하는 초입 단계에 위치해 있으나 '오너' 중심에서 '주주' 중심으로 넘어가는 과도기
- 투자전략 → 역설적으로 지배구조 수준이 낮고 개선 여지가 큰 기업 주가의 초과 상승 전망

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈

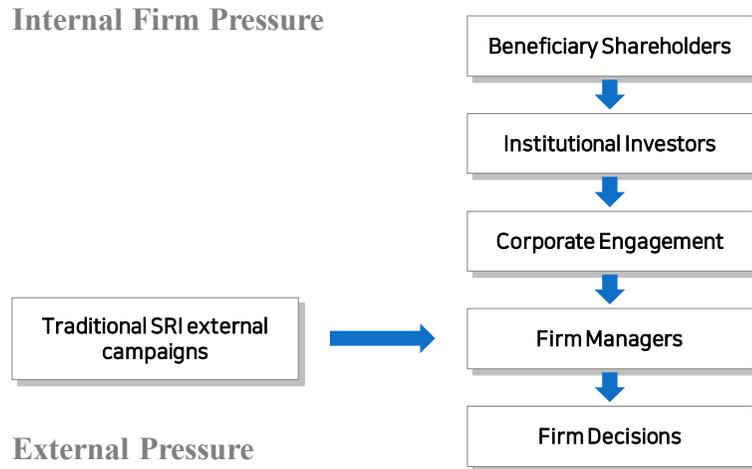
5

# Part I

## Asia & Japan Activism

- 지주업종 투자 아이디어가 부재한 상황에서 한진칼 이슈 불거지며 주주 행동주의에 대한 관심 증대
- 경제 성장 부진, 후진적 기업 지배구조, 신 정부의 공정경제 실현 의지 등이 맞물리며 나타난 결과물
- 연금펀드 중심의 자본시장 발달로 기업의 장기적인 주주가치 제고의 중요도가 높아진 것도 주요 배경
- 지속 가능한 발전을 위한 기관투자자들의 기업 경영 관여가 본격화되는 추세

## 대내적, 대외적 기업 관여 활동 종류



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

## 간접투자 시장에서 발생할 수 있는 Agency Cost와 Activism 시장 방향성



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# '규제의 변화'가 가장 큰 촉매제

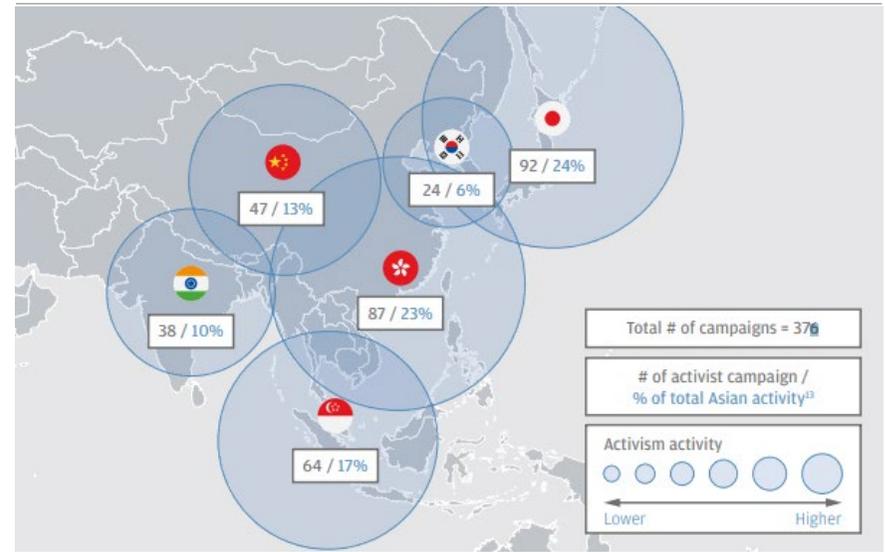
- 대부분의 아시아 국가, 투자자들의 기업관여 활동과 기업지배구조에 있어 글로벌 기준 도입 중
- 법, 규제 등 강제성이 아닌 주주들에 의해 기업 자발적으로 투명성과 효율성을 제고시키는 계기로 작용
- 또한 소액 주주권 강화되며 소수의 이해관계자가 아닌 전체 주주가치 증대 압력으로 연결
- 아시아에서 가장 많은 행동주의 투자가 진행되고 있는 곳은 단연 일본('17년 Asia 캠페인 중 32% 차지)

## 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 제도우보팅 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 공개하게끔 요구. 2015년 기업지배구조 코드 도입, 최소 2명의 독립 사외이사 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

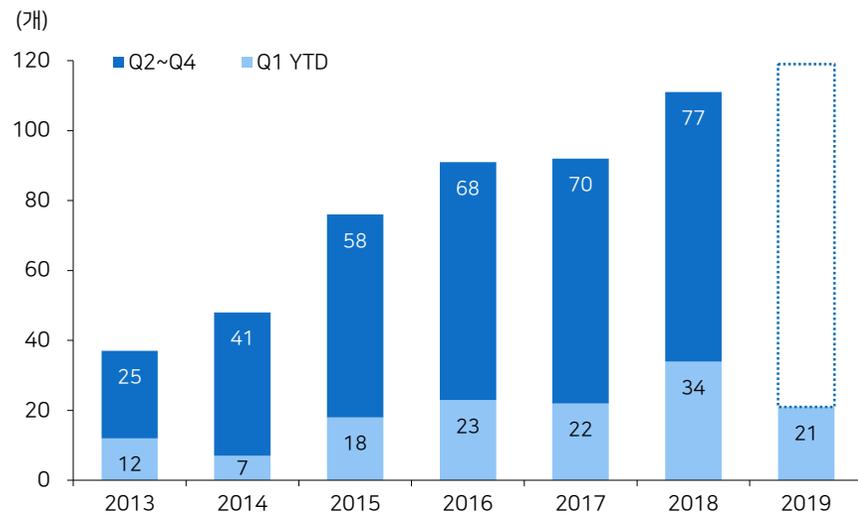
## 2011~2017년 진행된 아시아지역 내 행동주의 펀드 캠페인 개수



자료: JP Morgan (2018), 메리츠증권증권 리서치센터

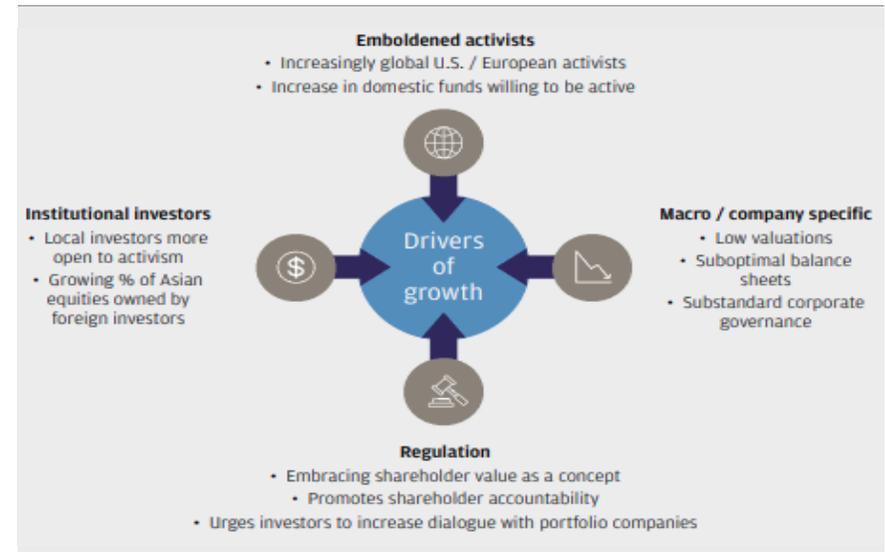
- 미국, 유럽 등과 달리 아시아 국가들의 경우 보수적인 투자 문화 영향으로 행동주의 투자 침투 한계
- 특히 순환출자, 정부 소유, 가족경영 등 폐쇄적이고 복잡한 기업 지배구조도 한 몫
- 그러나 불투명한 지배구조 개선, 스튜어드십 코드 도입 장려 등 투자 문화 변화 움직임 시작
- 실제 아시아 시장에서의 액티비스트 활동은 매년 증가세 유지('13년 37건 → '18년 111건)

## Asia Activist Targets



자료: Activist Insight, 메리츠증권증권 리서치센터

## 아시아지역 행동주의 투자 증가의 원동력

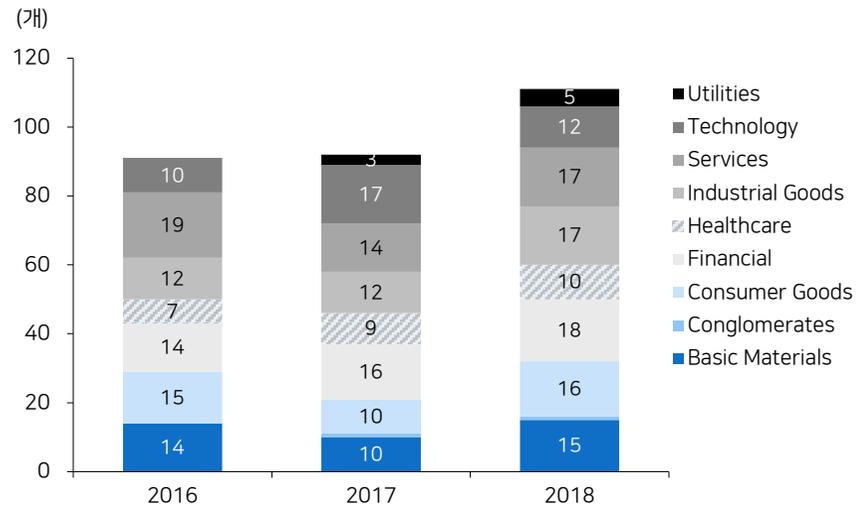


자료: JP Morgan(2018), 메리츠증권증권 리서치센터

# Asia Activism (2)

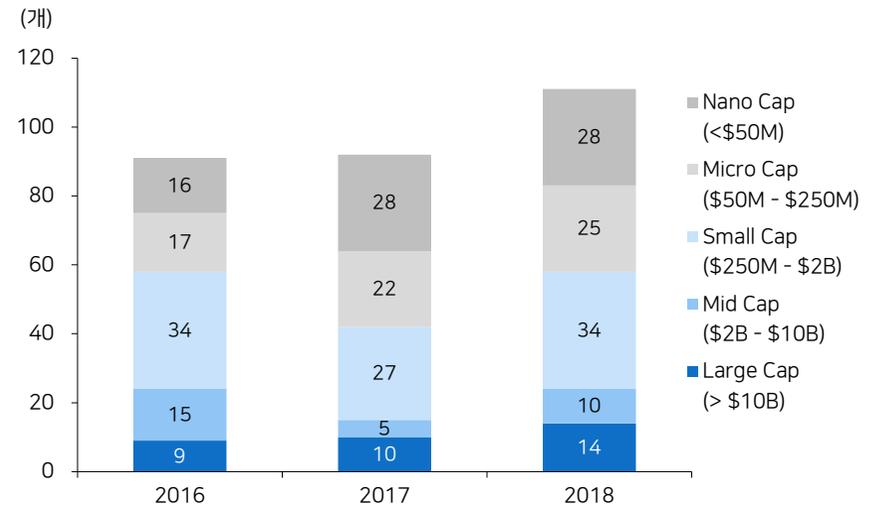
- 아시아 지역 내 행동주의 펀드는 특정 산업에 국한되지 않고 다양한 기업에 투자
- '18년 기준 금융 16.2%, 산업재 및 서비스 15.3%, 소비재 16.2%, 소재 13.5% 순
- 또한 과거 중소기업 투자 중심에서 대기업 까지 영역을 확장 중

Asia Activist Targets by Sector



자료: Activist Insight, 메리츠증권증권 리서치센터

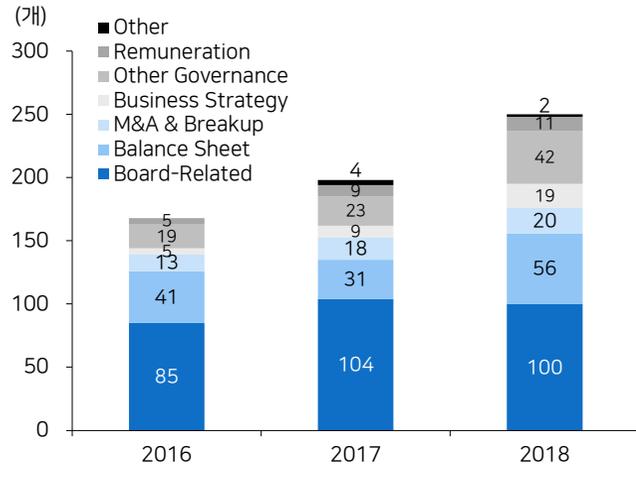
Asia Activist Targets by Market Cap



자료: Activist Insight, 메리츠증권증권 리서치센터

- 아시아 기업을 상대로 하는 행동주의 펀드의 가장 큰 요구 사항은 경영진(40.0%) 교체와 관련된 부분
- 이어 재무비율 개선(22.4%), 지배구조 개편(16.8%), M&A 관련(8.0%) 순
- 한국 - '18년 Elliot, 현대차와 현대모비스에 지배구조 개편과 재무비율 개선 요구
- 일본 - '19년 Taiyo Pacific Partners, Lixil 그룹 CEO인 Yoichiro Ushioda의 교체 요구  
 - '18년 King Street과 Oasis, Toshiba에게 자사주 매입 요구

## Asia Activist Demands by Type



자료: Activist Insight, 메리츠증권증권 리서치센터

## Key Asia Campaigns Summary

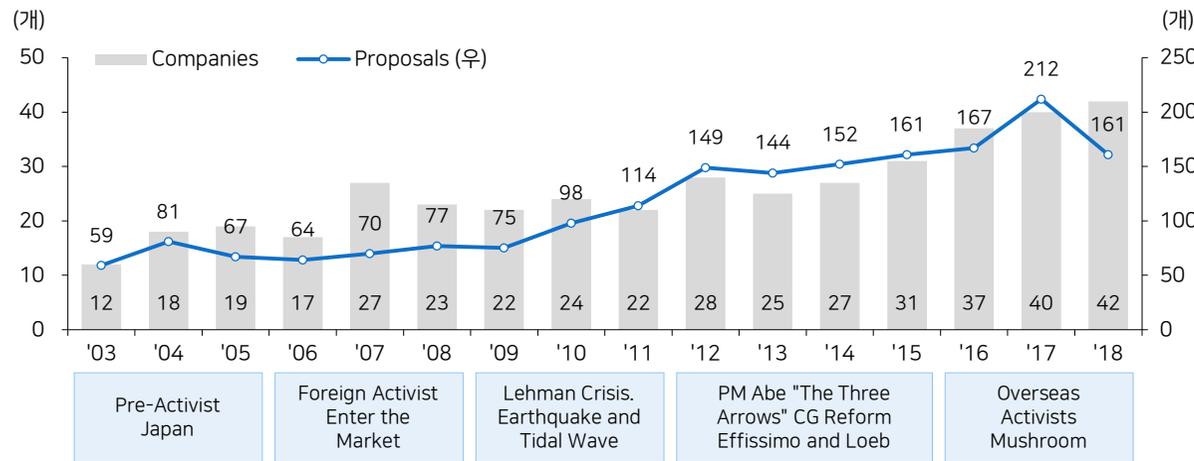
Year	Activist	Company	Highlights
2019	Elliot	Hyundai Motor / Hyundai Mobis	▪ 3월 주주총회 표 대결에서 이사회 교체와 고배당 정책을 요구한 Elliott 완패하며 회사 측 원안대로 통과.
	King Street	Toshiba	▪ King Street은 Toshiba 전반의 개혁을 요구하며 이사회 장악을 위한 계획 발표
	Taiyo Pacific Partners	Lixil	▪ Taiyo Partners, Marathon Asset Management와 Indus Capital 은 Lixil Group의 CEO, Yoichiro Ushioda의 퇴진을 요구
	Olympus	ValueAct Capital	▪ 1월, ValueAct Capital Partners는 Olympus의 지분 5%를 확보한지 8개월 만에 이사회 투표권 확보
2018	Elliot	Hyundai Motor / Hyundai Mobis	▪ Elliot은 현대차의 지주사 전환, 배당지급률 상향, 자사주 소각 등을 요구하며 회사의 지배구조 개편안을 공개적으로 반대
	King Street / Oasis	Toshiba	▪ King Street과 Oasis는 Toshiba의 경영효율 개선과 자사주매입 확대 방안을 담은 계획서를 공개적으로 발표 ▪ 이에 따라, Toshiba는 메모리 사업부 매각을 통해 63억달러 규모의 자사주 매입 계획
	Olympus	ValueAct Capital	▪ ValueAct Capital Partners는 Olympus에게 마진율 개선과 해외사업 확대를 요구

자료: Activist Insight, Lazard, 메리츠증권증권 리서치센터

# 일본 주주 행동주의 (1)

- '13년 이후 일본의 주주제안 대상 회사와 건수는 꾸준한 성장세
- 주주환원과 지배구조 개선을 내세우며 외국 자본에 우호적인 태도를 보인 아베노믹스의 영향
- 또한 성장성이 부재한 가운데 행동주의 헤지펀드가 대체 투자 대안으로 부상한 것도 한 몫
- 최근엔 헤지펀드들이 낮은 지분율로 언론 등을 이용해 캠페인을 진행하는 사례 증가

## Shareholder Proposals in Japan



자료: IR Japan, 메리츠증권증권 리서치센터

## 일본의 소수주주권

권리	요구 지분율 (최소 보유기간)
주주제안권 (회사법 제 303,304,305조)	1% (6개월)
주주총회 감사 요구 (회사법 제 306조)	1%
주주총회 소집청구 (회사법 제 297조)	3%
이사해임 청구 (회사법 제 854조)	3%
회계장부열람권 (회사법 제 433조)	3%

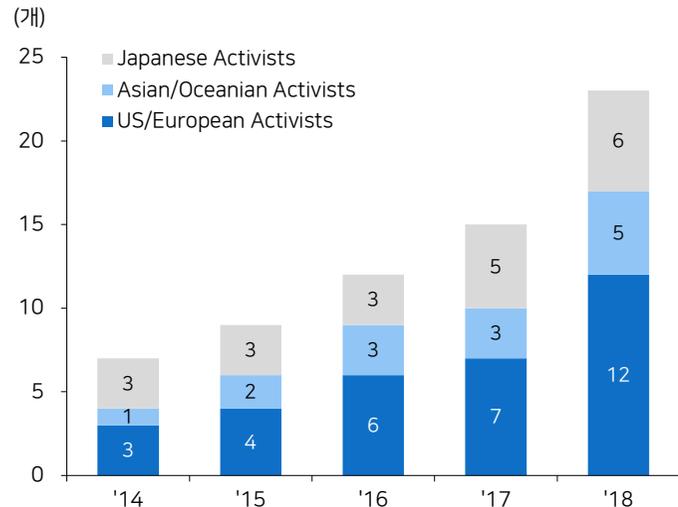
자료: IR Japan, 메리츠증권증권 리서치센터

## 일본 주식 행동주의 (2)

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 5  
지주\_ Bad Company Good Stock

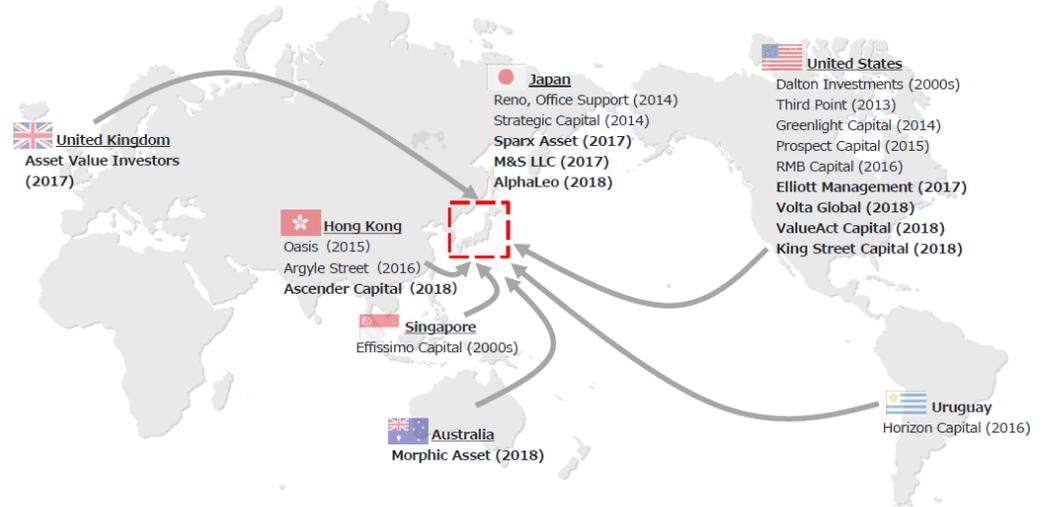
- 일본 행동주의를 이끌고 있는 주도 세력은 자국 투자자 보다는 외국계 자본
- '18년 기준 캠페인 주체는 미국 및 유럽 52.2%, 자국 26.1%, 아시아 및 기타 21.7% 순
- 대표 펀드로는 Elliot Management, ValueAct Capital, King Street Capital Management 등

### 일본 행동주의 캠페인 주체 현황



자료: IR Japan, 메리츠증권증권 리서치센터

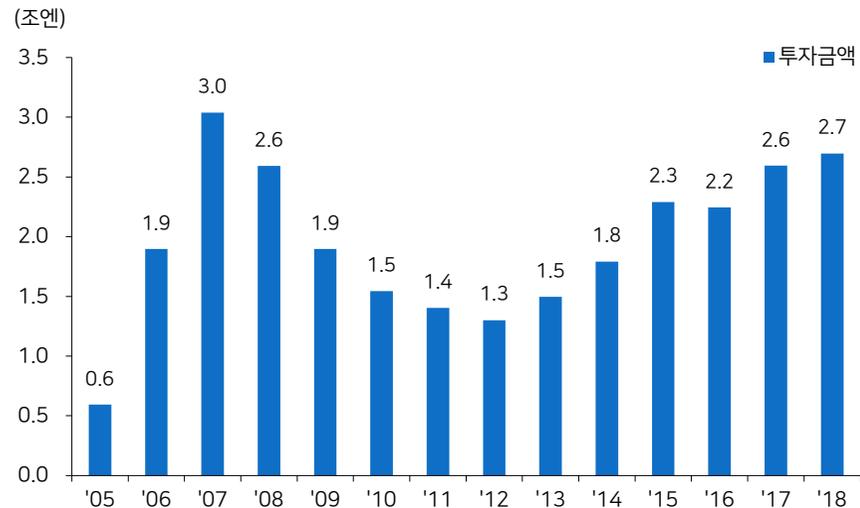
### 국가별 행동주의 펀드의 일본 투자



자료: IR Japan, 메리츠증권증권 리서치센터

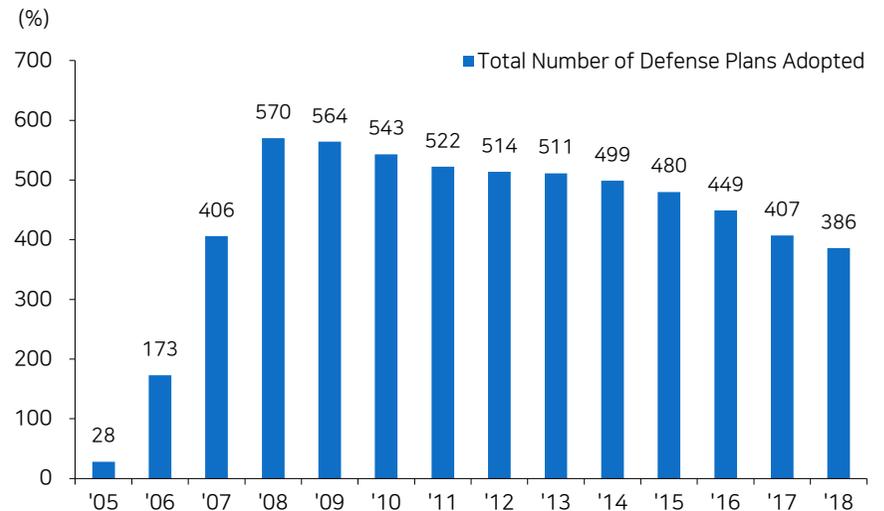
- 2000년대 초중반까지 일본에서 활동한 대다수의 행동주의 헤지펀드는 투기 성격
- 낮은 가격에 주식을 매수해 주주제안, 지분을 경쟁 등을 통해 차익 실현 후 주주 지위 포기
- 이에 일본 기업들은 헤지펀드의 무리한 현금배당 요구, 적대적 M&A 등에 맞서 대응책을 빠르게 마련
- 실제 '05년 28개에 불과했던 헤지펀드 방어 전략은 '08년 570개까지 확대
- 과거와 달리 최근 행동주의 펀드는 중장기 투자를 통해 경영 성과를 올리는데 기여하는 모습

행동주의 펀드 일본 투자 추이



자료: SMBC Nikko, 메리츠증권증권 리서치센터

Japan' s Adoption of Takeover Defense Plans

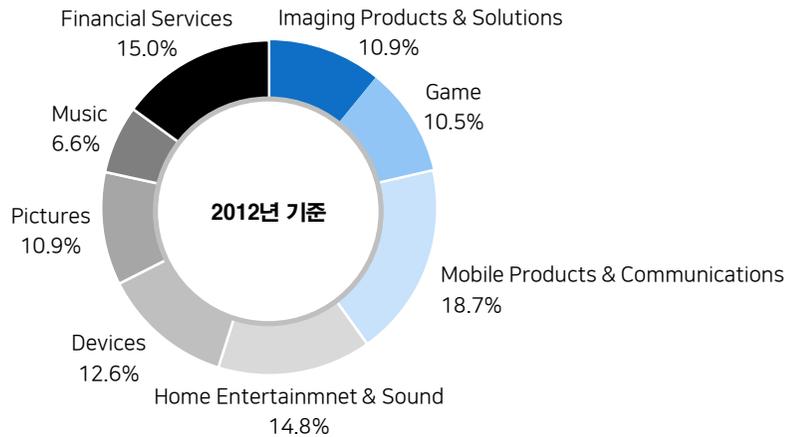


주: As of the end of June 2018  
자료: IR Japan, 메리츠증권증권 리서치센터

# Case Study) 1. Third Point LLC

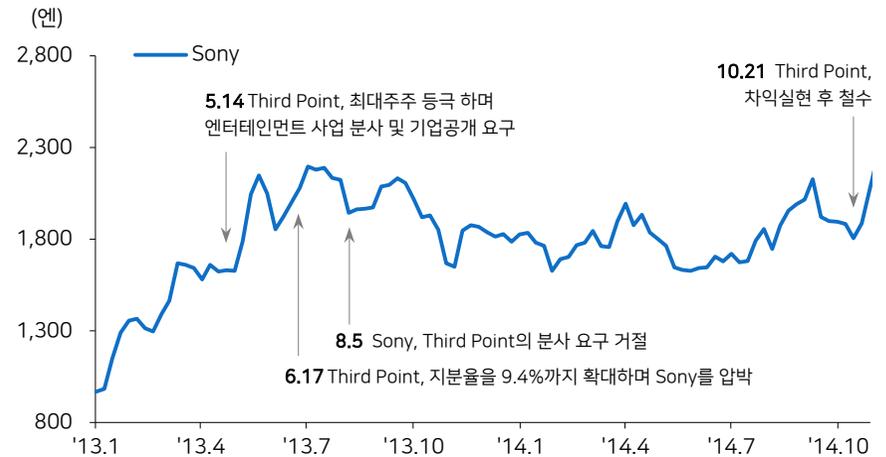
- '13년 Third Point LLC는 현금 스왑 등을 통해 6%의 지분을 확보하며 Sony의 최대주주로 등극
- 아베 정권의 개혁 의지에 부응하라는 명분을 앞세워 Sony 엔터테인먼트 사업 분사 및 기업 공개 요구
- 결과적으로 이사회는 엔터테인먼트는 Sony의 핵심 사업임을 주장하며 Third Point의 요구 거절
- 주주제안 실패에도 캠페인을 진행하면서 미디어를 통한 여론 물이 전략으로 20%의 단기차익 실현
- '19년 4월, Third Point는 향후 5,000만~1억달러 추가적인 투자를 언급하면 또 한번의 공격을 예고

## Sony 사업별 매출 비중



주: Fiscal Year Ended March 31, 2013  
자료: Sony, 메리츠증권증권 리서치센터

## Third Point의 등장부터 퇴장까지의 Sony 주가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

## Case Study) 2. ValueAct Capital

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 5  
지주\_ Bad Company Good Stock

- 미국계 행동주의 헤지펀드 ValueAct Capital은 Olympus Corp 5.0%를 보유한 주요 주주
- ValueAct는 장기적 관점에서 Olympus의 마진을 개선과 해외사업 확대를 요구하는 비공개 캠페인 진행
- '19년 1월, 사측은 ValueAct의 Partner인 Rob Hale을 포함한 3명의 외국인 이사회 멤버를 추천 제안
- 또한 연내 현 CEO Hiroyuki Sasa가 물러나고 Yasuo Takeuchi를 신임 CEO로 임명 계획
- 새로운 경영진 체제 아래 전면적인 회사 개혁 예고

### Olympus Corp 주가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

### 행동주의 펀드에 의해 교체 되는 CEO



자료: Financial Times, 메리츠증권증권 리서치센터

# Case Study) 3. King Street Capital Management

- King Street Capital Management는 Toshiba Corp.의 6.5%를 보유한 주요 주주
- 경영효율 개선과 자사주 매입 방안을 담은 계획서를 공개적으로 발표
- 이에 Toshiba는 메모리 사업부를 180억달러에 매각 후, 63억달러(7,000억엔) 규모의 자사주 매입 예고
- 그러나 자사주 매입이 지연되자 'Toshiba, Unlocking Value'를 통해 비판 및 1.1조엔으로 추가 확대 요구
- 또한 6월 주총에서 구조조정 전문가 등을 포함한 복수의 사외이사 추천을 예고하며 압박 강화

## Toshiba 추가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

## Toshiba Unlocking Value의 일부 발췌

- Given Toshiba's tremendous future value creation opportunity and excess cash position, a ¥1.1 trillion share buyback implemented on an accelerated basis will have an exponential impact on Toshiba's equity value and is the best and highest use of capital
- The share buyback is a prime example of Prime Minister Abe's Third Arrow call for corporate revitalization and more efficient use of capital
- A successful execution of the transformative Toshiba Next Plan combined with the implementation of the accelerated share buyback benefits ALL stakeholders
- Toshiba has the unique opportunity to transform into a profitable, sustainable and revitalized company, allowing it to return to its status as a crown jewel of corporate Japan's industrial and engineering capabilities

*Toshiba's management and Board should take full advantage of the historic opportunity to realize the virtually unprecedented returns that would be generated by an accelerated and increased ¥1.1 trillion share buyback, combined with a properly executed Toshiba Next Plan.*

자료: www.unlockingtoshibavalue.com, 메리츠증권증권 리서치센터

# Case Study) 4-1. Oasis Management

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 5  
지주\_ Bad Company Good Stock

- 홍콩기반 행동주의 헤지펀드 Oasis Management는 합병 전 Alpine Electronics 9.9% 보유한 주요 주주
- 불공정한 기업결합을 반대하는 주주서한을 '17년 1월 이후 6차례 발송
- 또한 'www.protectalpine.com'에서 다른 소액 주주들에게 부당함을 알리고 도움을 받을 수 있도록 조치
- 그럼에도 '18년 12월 특별 주주총회에서 Elliot Management를 등에 업은 회사측의 합병안 통과
- 현재 Oasis는 합병 Alps Alpine Co(합병법인)를 상대로 384억엔 상당의 합병 무효 소송 제기

## 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
<p>알파인 300억엔 상당의 현금을 영업현금흐름으로 간주했음. 현금은 단순히 운전자본으로 간주하며 EV(기업가치)에서 제거할 수 없는 부분</p>	<p>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 증가를, 2020년 33.3%의 증가를 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</p>	<p>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% 영업이익의 증가가 발표된 이후 오르는 것이라고 보임. 과정의 왜곡이 결과의 왜곡으로 이어졌음</p>	<p>유일하게 비교 가능한 회사인 Clarion (EV/EBITDA 5.6배)과 peer analysis 진행하는 대신에 SMBC 닛코는 비교 업체로 Pinoneer 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</p>	<p>Alpine 인수 가치의 정당성을 SMBC Nikko에서 판단한 공정가치에서 찾고 있는데, SMBC Nikko가 독립적이라고 보기 어려움. SMBC Nikko는 alps의 중요한 채권자임</p>	<p>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</p>

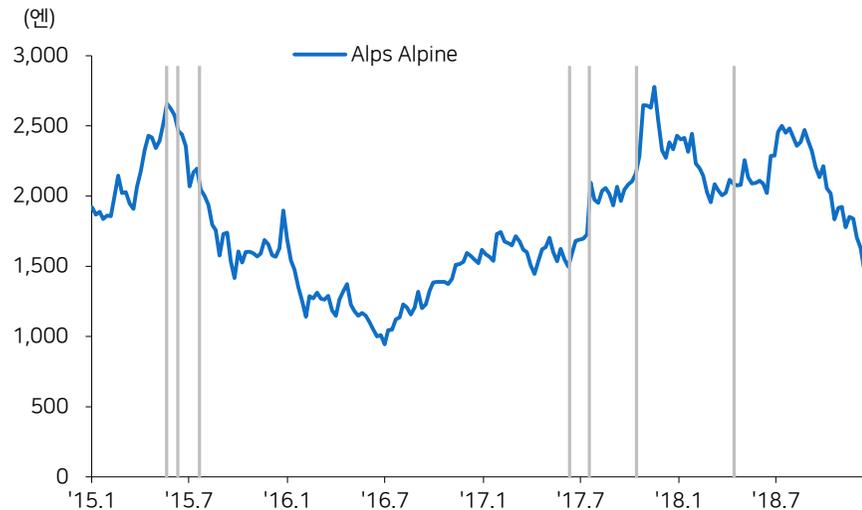
자료: Oasis Management, 메리츠증권증권 리서치센터

## Case Study) 4-2. Oasis Management

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 5  
지주\_ Bad Company Good Stock

- 비록 합병은 막지 못했지만 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

### 합병 전 Alpine Electronics 주가 추이



주: 음영표시 Oasis Management가 Alpine에 관여(Engagement)했던 날 표시  
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

### 소액 주주들에게 합병 반대 호소 (www.protectAlpine.com 일부 발췌)

- Questionable Corporate Governance - have shareholders been misled?
- The risks of the Alps merger do not make sense at the current valuation
- Current Valuation:
  - 70% of market cap is in cash and liquid securities
  - Alpine has generated JPY24.9 billion in EBITDA in last 12 months
  - Alps proposing to buy Alpine at 1.5x EV/TTM EBITDA net of non-operating assets
- The offer would need to be dramatically increased to justify the merger in light of the following:
  - Alps has failed to grow its auto business to date and cannot be trusted to grow it going forward
  - Alps planned strategy is focused on hardware which is becoming more commoditized
  - Alpine's medium to long-term corporate value will increase more as an independent company than by merging
  - Alpine shareholder are getting ZERO value for a control transaction
  - Alpine shareholders are getting ZERO value for the synergies in the business

**Alpine is saving Alps - Not the other way around!**

자료: www.protectalpine.com, 메리츠증권증권 리서치센터

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈

5

# Part II

## 지배구조 시나리오 점검

- '18년 9월, 38년만의 공정거래법 전면 개정안 발의
- 현 정부의 경제 목표 중 하나인 '공정 경제'를 실현시키기 위한 법적 근거 마련의 일환
- 주 내용은 1) 사익 편취 규제 대상 확대, 2) 순환 출자 및 자회사 행위 요건 강화 등으로 요약
- 현재 국회 분위기 상 법안 통과 가능성은 높지 않으나 기업의 자발적인 지배구조 변화 노력은 지속

## 공정거래법 전면 개편안 주요 내용

구분	주요 내용
지주회사의 자회사 · 손자회사 요건 강화	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 지주회사의 자회사 및 손자회사 지분율 상향: 상장사 20% ⇒ 30%, 비상장사 40% ⇒ 50%</li> <li>▪ 새로 설립되거나 전환된 지주회사 및 편입된 자회사 · 손자회사가 대상</li> </ul>
사익편취 규제대상 확대	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 현행 총수일가 지분 상장계열사 30%, 비상장 20% 이상 ⇒ 상장 · 비상장 20% 이상으로 확대</li> <li>▪ 또한, 특수관계인(동일인 및 친족) 20%이상 보유 계열사가 50% 이상 지분을 가진 자회사도 사익편취 규제대상에 포함</li> </ul>
상호출자제한기업집단 지정기준 개선	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 현행 자산규모 10조원 ⇒ 명목 GDP 0.5%로 변경 (명목 GDP 0.5%가 10조원을 초과하는 다음해 부터 시행)</li> </ul>
기존 순환출자 의결권 제한	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 상호출자제한기업집단 지정 시 기존 순환출자도 의결권제한</li> <li>▪ 법 시행 이후 새로 지정되는 기업집단에 한정</li> </ul>
금융회사 의결권 제한 강화	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 합병, 영업양도의 경우, 특수관계인 합산 15% 내에서 의결권 행사 가능하였으나, 합병 등의 상대방이 계열사인 경우는 금지</li> </ul>
경성담합에 대한 전속고발권 폐지	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 경성담합(가격 · 공급제한 · 시장분할 · 입찰 담합)에 대한 공정위 전속고발권 폐지</li> </ul>
정보 교환 행위 규제	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 가격 · 생산량 등의 정보를 교환함으로써 실질적으로 경쟁을 제한하는 행위 등 규제</li> </ul>
공익법인 의결권 제한	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 상호출자제한기업집단 소속 공익법인의 국내 계열사 의결권 제한, 계열사가 상장사인 경우 임원임명, 합병 등에 한하여 특수관계인 합산 15%내에서 허용(금융회사 의결권 제한과 예외조건 동일)</li> </ul>

자료: 공정거래위원회, 메리츠증권증권 리서치센터

- 언론 보도에 따르면 오는 7월 2일 시행 예정이었던 금융그룹 통합감독 시범 운영이 1년 연기
- 현 정부 출범 후 빠르게 추진했으나 법제화 실패 후 모범규준 시행기간까지 재차 연기되며 동력 상실
- 참고로 복잡한 출자구조를 이용한 과도한 레버리지 확대를 제한하는 것이 제도 도입의 주 목적
- 이를 위해 금융 부문의 적격자본을 필요자본 이상으로 유지할 필요

## 통합 자본적정성 주요 평가 항목

평가항목	관련 문제점
금융계열사간 출자 (순환출자 포함)	외부자금 수혈 없는 가공자본 생산
모회사의 차입금으로 계열사 자본확충 지원	위기사 지급여력 제약, 차입금 상환을 위한 무리한 배당 압박
복잡한 그룹 내 출자구조	그룹 자본의 실제 손실흡수능력 평가 곤란, 그룹 자본여력의 과대평가 가능성

자료: 금융감독원, 메리츠증권증권 리서치센터

## 자본적정성 평가 방안

적격자본 (① - ②)	필요자본 (① + ② + ③)
① 금융계열사 자본 합계	① 규제 금융회사: 금융업권별 최소요구자본
② (-) 금융계열사간 출자액	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

- 각종 법, 제도의 입법화가 지연되며 기업 지배구조 개편 관련 불확실성은 상당 부분 소멸
- 설사 통과된다 해도 기업들의 선제적인 대응으로 충분히 감내 가능
- 급진적인 지배구조 개편 압박은 부재한 가운데 사익 편취 규제 대상 확대 정도만이 실질적 영향
- 일감몰아주기 → 공시대상기업집단 중 총수일가 지분율이 20%(기존 30%) 이상인 경우에 해당

## 공정거래법상 내부거래 규제

### 불공정거래행위의 금지 (공정거래법 제23조 제1항 제7호)

- 부당한 행위를 통하여 특수관계인 또는 다른 회사를 지원하는 행위
- 1. 가지급금 · 대여금 · 인력 · 부동산 · 유가증권 · 상품 · 용역 · 무체재산권 등을 제공하거나 상당히 유리한 조건으로 거래
- 2. 다른 사업자와의 거래가 상당히 유리함에도 불구하고, 실질적인 역할이 없는 특수관계인이나 다른 회사를 매개로 거래

### 부당한 이익제공 등 금지 (공정거래법 제 23조의2)

- 공시대상기업집단(동일인이 자연인인 기업집단 한정) 소속 회사가 특수관계인(동일인 및 그 친족) 또는 특수관계인이 20% (상장 30%, 의결권 유무 무관) 이상 보유한 계열회사와 다음 행위를 통해 부당 이익을 귀속하는 경우
- 1. 정상적인 조건보다 상당히 유리한 조건의 거래
- 2. 회사가 직접 또는 지배하는 회사를 통하여 상당한 이익의 사업기회 제공
- 3. 특수관계인과 현금 및 기타 금융상품을 상당히 유리한 조건으로 거래
- 4. 사업능력, 재무상태, 신용도, 기술력, 품질, 가격, 거래조건 등에 대한 합리적 고려나 다른 사업자와의 비교 없는 상당한 규모의 거래

자료: 법제처, 메리츠증권리서치센터

## 일감 몰아주기 대상 기업 List

기업 (%)	오너 일가 지분율합	오너 일가 지분율상세
현대글로비스	29.9	정의선(23.2), 정몽구(6.7)
이노션	29.9	정성이(27.99), 정의선(2.0)
현대그린푸드	37.6	정교선(23.0), 정지선(12.7), 정몽근(1.9)
이마트	28.2	이명희(18.2), 정용진(10.0)
신세계	28.0	이명희(18.2), 정유경(9.8)
GS건설	24.5	허창수(9.3), 허진수(4.9), 허정수(3.8) 등 총 17명
삼성생명	20.9	이건희(20.8), 이재용(0.1)
대림코퍼레이션	52.8	이해욱(52.3), 이해승(0.5)
금호고속	71.2	박삼구 등 총 9명
하림지주	22.7	김홍국(22.64) 등 총 4명
서영이앤티	99.9	박태영(58.4), 박재홍(21.6), 박문덕(14.7), 박문호 (5.2)
LS글로벌	49.0	구자열 등 총 12명

자료: 메리츠증권리서치센터

- 지난 몇 년간 지주회사 투자 스킴의 한 축으로 지배구조 개편 과정에서의 룡숯 투자 아이디어 부각
- 1) 오너 지분율이 낮고 자사주를 매입하면 인적 분할을 통한 지주사 전환 시그널로 간주
- 2) 오너가의 자금줄이 되는 회사는 Long Vs. 오너가가 매입해야 할 회사는 Short
- 3) 지주회사 전환 후 자회사 행위요건 충족 과정에서의 투자 기회 등이 대표적인 예
- 이제 예측 가능 범위 내에 지배구조 개편이 예상되는 회사는 삼성, 현대차, SK 뿐

## 2017년 이후 지주회사 전환 기업

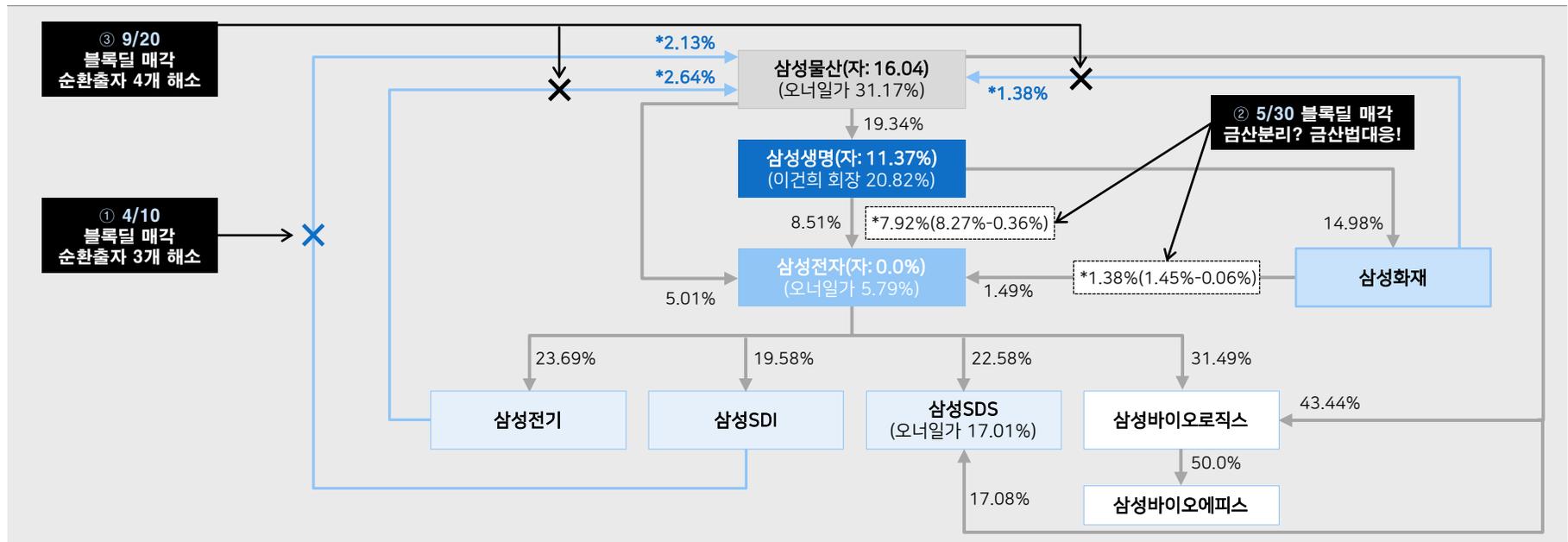
지주회사	인적분할설립회사	물적분할설립회사	분할기일	방법
유비쿼스홀딩스	유비쿼스	유비쿼스이앤엠	2017.03.01	인적분할 + 물적분할
APS홀딩스	AP시스템		2017.03.01	인적분할
크라온해태홀딩스	크라온제과		2017.03.01	인적분할
현대로보틱스	현대일렉트릭, 현대건설기계		2017.04.01	인적분할
경동인베스트	경동도시가스	경동에너아이	2017.04.01	인적분할 + 물적분할
이건홀딩스		이건창호	2017.04.01	물적분할
매일홀딩스	매일유업		2017.05.01	인적분할
미원홀딩스	미원에스씨		2017.05.01	인적분할
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
SK디스크버리	SK케미칼		2017.12.01	인적분할
에스코홀딩스		에스코	2018.04.03	물적분할
HDC	HDC현대산업개발		2018.05.01	인적분할
쿠쿠홀딩스	쿠쿠홈시스	쿠쿠전자	2018.05.15	인적분할 + 물적분할
효성	효성티앤씨, 효성중공업, 효성첨단소재, 효성화학		2018.06.01	인적분할
한일홀딩스	한일시멘트		2018.07.01	인적분할
세아제강지주	세아제강		2018.09.01	인적분할
유비쿼스홀딩스	유비쿼스		2019.01.01	인적분할
우리금융지주			2019.01.11	포괄적 주식 이전

자료: Dart, 언론보도, 메리츠증권증권 리서치센터

# 삼성그룹) '18년 순환출자 완전 해소

- '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  
→ 금산법 24조: 대기업 계열 금융사들(생명, 화재)은 비금융회사(전자) 지분 10% 초과 보유 금지
- 3) 9월 20일, 전기, 화재 보유 물산 지분 매각 → 순환출자 완전 해소

## 2018년 삼성그룹 지배구조 변화



주: 각 이벤트 당시 기준 지분을  
자료: Dart, 메리츠증권증권 리서치센터

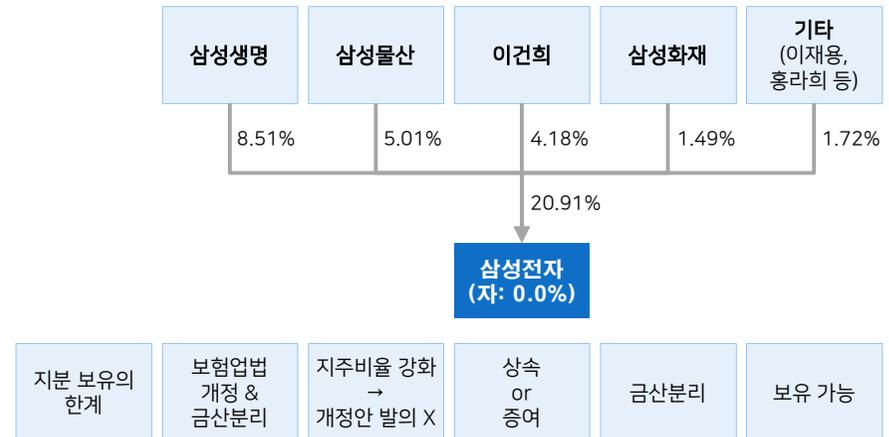
- 삼성그룹의 요약 지배 구조는 '오너 → 삼성물산 → 삼성생명 → 삼성전자 → 기타 계열사'
- 지난 몇 년간의 노력으로 삼성전자 중심의 IT, 삼성생명 중심의 금융회사 구조로 수직 계열화
- 이제 남은 숙제는 '삼성생명 → 삼성전자'로 이어지는 금산분리 이슈
- 물산의 강제 지주 전환을 야기시킬 수 있었던 지주비율 강화 법안은 공정거래법 입법 예고안에서 제외

## 공정거래법 개정안 제2조의1 발의 내용 (지주비율 강화 관련)

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

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

## 오너가의 삼성전자 지분을 현황



자료: Dart, 메리츠증권리서치센터

- 현행 보험업법상 자산운용 한도는 자기자본의 100분의 60
- 단, 총 자산의 100분의 3이 더 큰 경우에는 100분의 3을 초과할 수 없음
- 주식 또는 채권의 취득금액은 취득원가를 기준으로 계산
- 현재는 취득원가 기준으로 3% 룰을 적용 받고 있으나 개정안 통과시 시가 기준으로 변경
- 삼성생명이 보유한 삼성전자 지분 매각 이슈 발생 가능 (단, 시행일로부터 7년간의 유예기간 부여)

## 보험업법 개정안 제106조 발의 내용

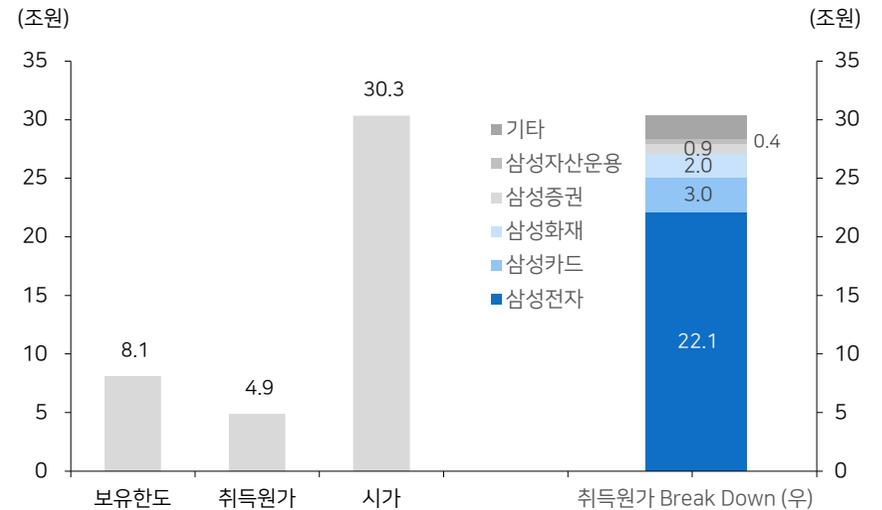
### 자산운용의 방법 및 비율 中

**개정안 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 이종걸 의원 발의  
자료: 의안정보시스템, 메리츠증권증권 리서치센터

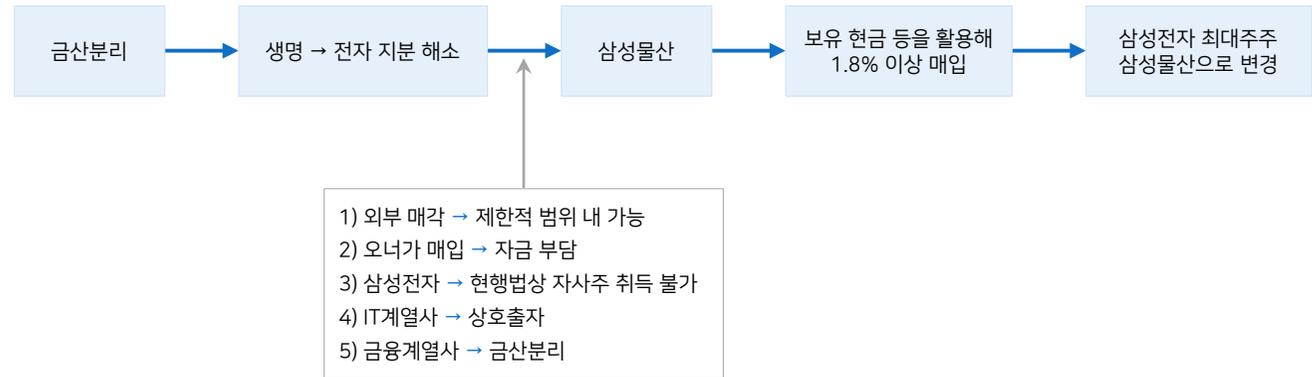
## 삼성생명 자산운용 한도 및 주요 계열사 지분 금액



자료: Dart, 메리츠증권증권 리서치센터

- 과거와 달리 삼성그룹의 금산분리 이슈 해결은 '필수'가 아닌 '선택'
- 생명 보유 전자 지분 매각이 법(보험업법, 공정거래법)이나 제도(통합감독)로 강제되지 않기 때문
- 금산분리 문제의 핵심은 생명이 전자를 지배하고 있다는 점이며 여기서 지배는 최대주주임을 의미
- 물산이 보유 현금(2.5조원) 등을 활용한 생명 보유 전자 지분(1.8%, 4.4조원) 매입 가능성에 주목

## 향후 삼성그룹 지배구조 개편 예상 시나리오

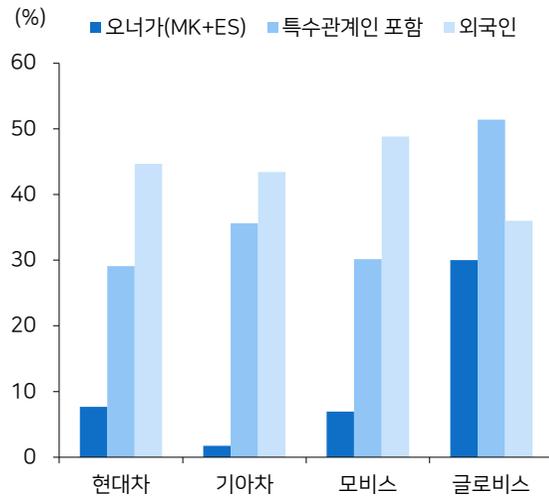


자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# 현대차그룹) 지배구조 개편의 필요성

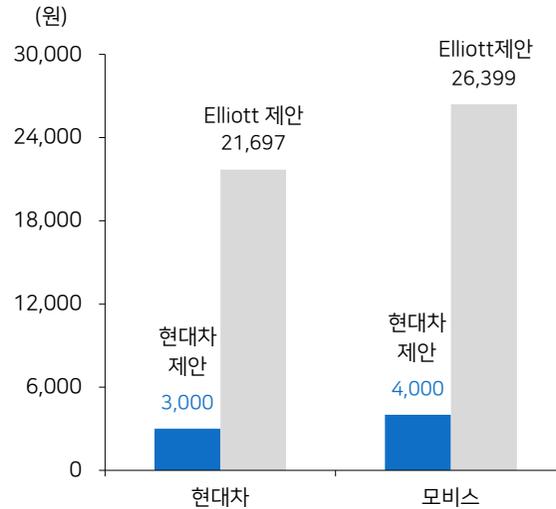
- '18년 9월 그룹 수석 부회장으로 취임한 정의선 부회장 중심의 경영 체제 완성
- '19년 시무식 주재, 기아차 사내이사 선임, 현대차 및 현대모비스 대표이사 선임 등
- 이제 남은건 주력 계열사 지배권 확보에 따른 경영 안정성 도모
- 또한 취약한 지배구조에서 오는 법안 개정에 따른 외풍, 외국인 주주의 경영 간섭 등을 극복할 필요

현대차 그룹 핵심 계열사 지분을 현황



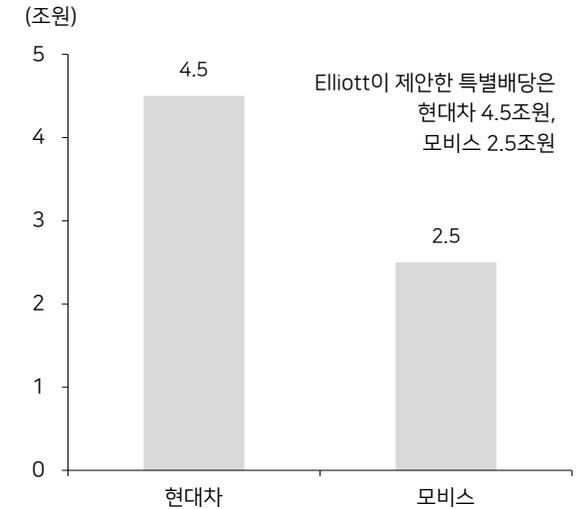
자료: Dart, 메리츠증권증권 리서치센터

Elliott은 특별배당을 통해 잉여현금 효율화를 제안



자료: Elliott, 메리츠증권증권 리서치센터

Elliott이 제안한 특별배당 총액은 약 7.0조원

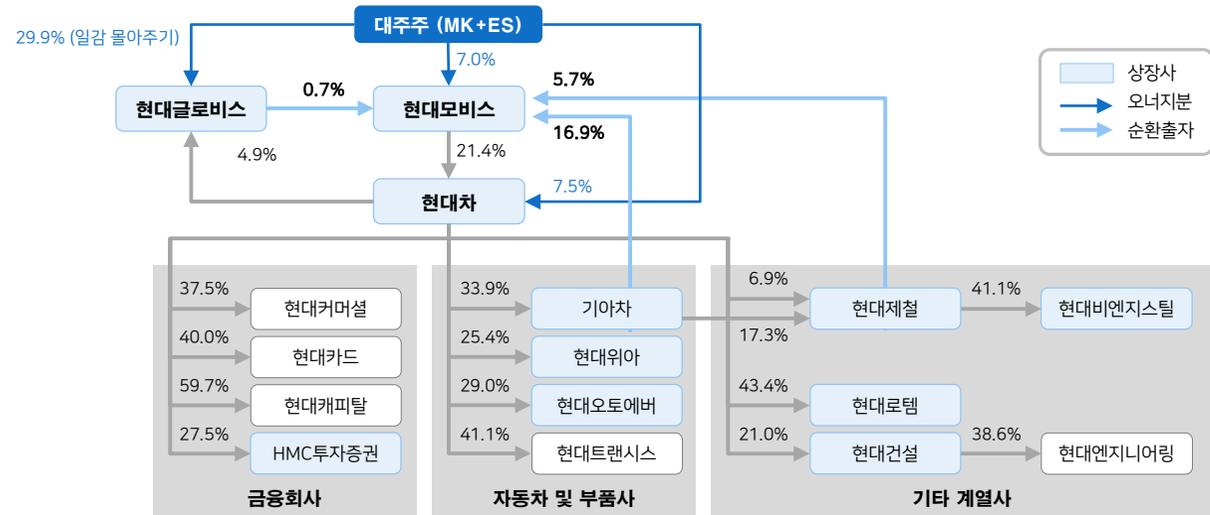


자료: Elliott, 메리츠증권증권 리서치센터

# 현대차그룹) 4개의 순환출자 고리와 일감몰아주기

- 현대차 그룹은 '대주주 → 현대모비스 → 현대차 → 계열사'로 이어지는 지배구조
- 핵심 계열사인 현대차의 자회사는 크게 1) 금융회사, 2) 자동차 및 부품사, 3) 기타 계열사로 분류
- 지배구조의 정점(지배회사)에 있는 현대모비스의 경우 그룹 내 4개의 순환출자 고리 형성의 핵심
- 공정거래법이 강화될 경우 현대글로벌비스(29.9%), 이노션(29.9%)의 대주주 지분 매각 강제

## 현대차 그룹 요약 지배구조



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

- 지배구조 개편안에 대해 여러 방법론이 논의되고 있으나 결론은 비교적 명확
- 현대차를 중심으로 계열사 정리가 마무리 되어 있기에 현대차의 대주주인 모비스 지분 확보가 핵심
- 지배구조 개편 이슈가 불거질 때마다 모비스의 주가가 하락했던 것도 같은 맥락
- 오너가의 자금줄인 글로벌비스는 상승하고 오너가가 매입해야 할 모비스는 하락할 것이라는 인식 때문

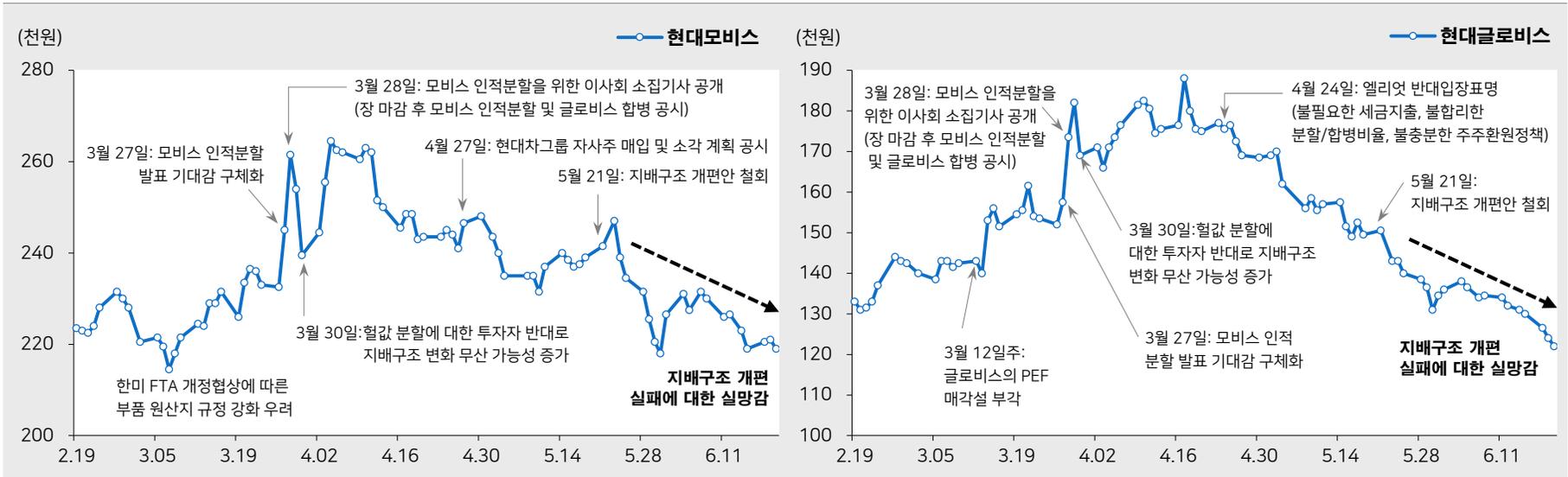
## 현대모비스와 현대글로벌비스 주가에 투영된 현대차 지배구조 개편 기대감



자료: 현대모비스, 현대글로벌비스, 메리츠증권증권 리서치센터

- 원론적으로 다른 변수의 영향이 없다면 지배구조 개편은 그룹 전반의 기업가치를 상승
- 반면, 이벤트 드리븐에 민감한 주식시장 특성상 시나리오 차이에 따른 종목별 단기 주가 급등락 불가피
- 일례로 '18년 3월 현대차 지배구조 개편안 발표에 현대차 그룹 주가 변동성 큰 폭으로 확대
- 투자자들이 지배구조 개편의 '결론'을 알고 있음에도 '과정'에 집착할 수 밖에 없는 현실적인 이유

2018년 3월, 지배구조 개편안 발표에 따른 기대와 우려 속에 현대모비스·현대글로벌비스 주가 변동성 확대



자료: 언론자료, 메리츠증권증권 리서치센터

- 우선 가장 현실성이 없는 낮은 시나리오는 현대차 그룹의 지주회사 전환 가능성
- 지주회사 체제로 전환할 경우 가장 큰 부담은 금융회사 처리 문제
- 현행 공정거래법(제8조의 2)에 따르면 일반 지주회사의 경우 금융회사 보유가 전면 금지
- '19대 국회 때 중간금융지주 제도 도입을 통해 해결하려 했으나 현재는 발의 조차 안되어 있는 상황
- 주요 글로벌 완성차 업체 대부분도 금융 계열사를 자회사로 보유

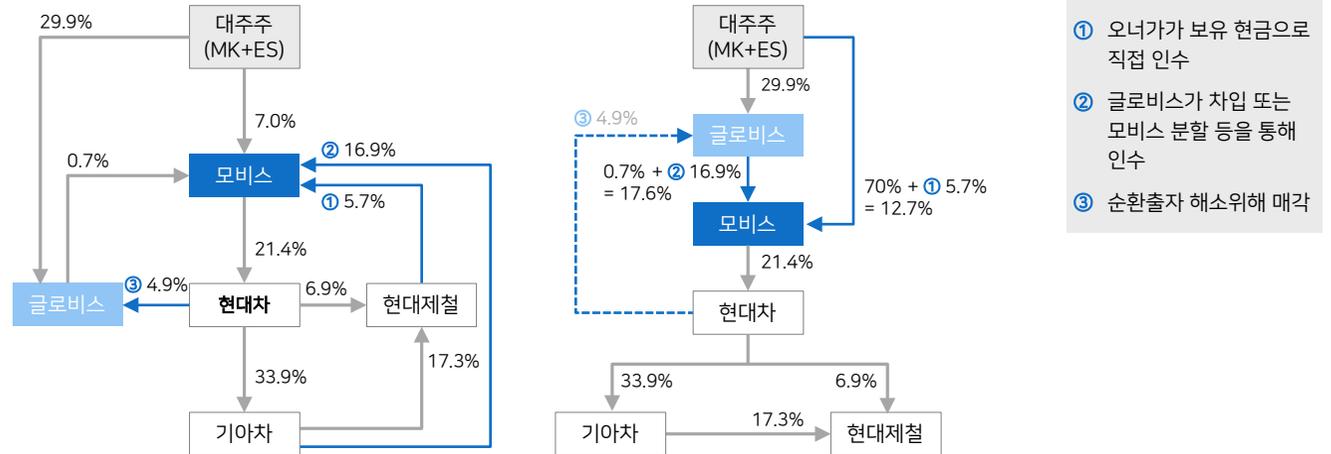
## 글로벌 완성차 업체 금융회사 소유 현황

그룹 (국가)	주요 금융계열사	보유 지분율
Volkswagen AG (독일)	Volkswagen Bank GmbH	100.0%
	Volkswagen Financial Services AG	100.0%
BMW AG (독일)	BMW Bank GmbH	100.0%
	BMW Finance S.N.C.	100.0%
Daimler AG (독일)	Daimler Financial Services AG	100.0%
	Mercedes-Benz Bank AG	100.0% (Daimler Financial Services AG 자회사)
Toyota Motor Corporation (일본)	Toyota Financial Services	100.0%
General Motors Company (미국)	General Motors Financial Company, Inc.	100.0%
Ford Motor Company (미국)	Ford Motor Credit Company LLC	100.0%
Hyundai Motor Company (한국)	Hyundai Capital Services, Inc	59.7%
	Hyundai Card Corp	40.0%
	Hyundai Commercial Inc.	37.5%

자료: 각사, 메리츠증권증권 리서치센터

- 일각에서 주목하는 글로벌 중심의 지배구조 개편 가능성에 대해서도 회의적
  - 1) 차입 등을 통해 글로벌이 기아차 보유 모비스 지분 직접 취득 또는,
  - 2) 모비스 인적 분할 후 글로벌이 기아차 보유 모비스 홀딩스(가칭) 주식을 인수 하는 방법 등
- 주총 결의 부담이 최소화된다는 것은 긍정적이나 옥상옥 구조에서 오는 부정적 시선 감내 부담
- 글로벌이 그룹 지배회사로서 그룹 방향성을 제시할 역량을 갖췄는지도 의문
- 결정적으로 일감몰아주기 규제 충족을 위해 오너가가 글로벌 지분 처분할 경우 지배권 리스크 부각

## 현대글로벌 지배회사 등극 시나리오 예시



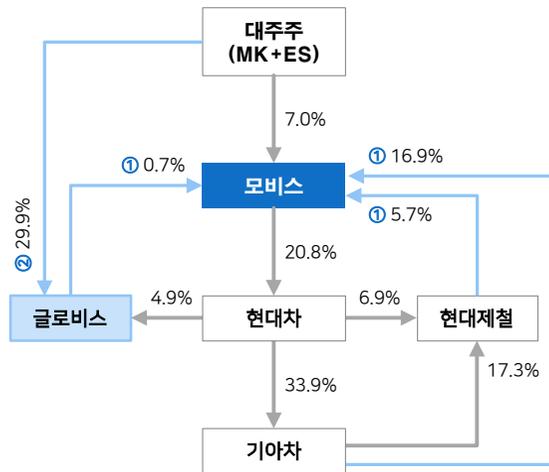
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# 현대차그룹) Scenario 3-1, 모비스 분할 및 글로벌리스와의 합병

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 5  
지주\_Bad Company Good Stock

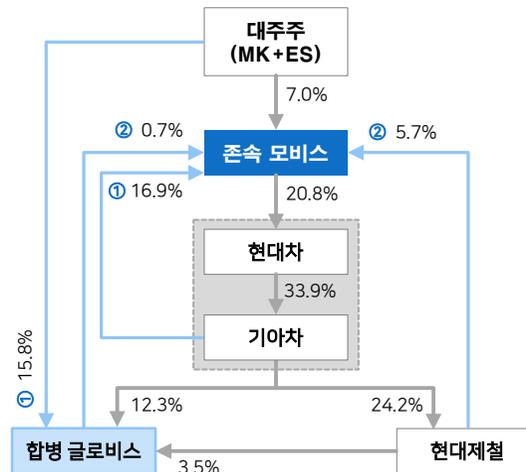
- '18년 3월 현대차 그룹, 지배구조 개편안 발표
  - 1) 기아차 보유 모비스 지분은 오너가가 보유한 글로벌리스 지분으로 충당하고,
  - 2) 현대제철 보유 모비스 지분은 오너가가 직접 매입하여 순환출자 및 일감몰아주기 해소
- 당시 기아차 보유 모비스 지분 가치 4.3조원, 오너가 보유 글로벌리스 지분 가치는 1.9조원
- 글로벌리스에 유리한 분할·합병 비율은 약 2.4조원의 차이를 좁히기 위한 어쩔 수 없는 선택

기존 현대차그룹 지분구조



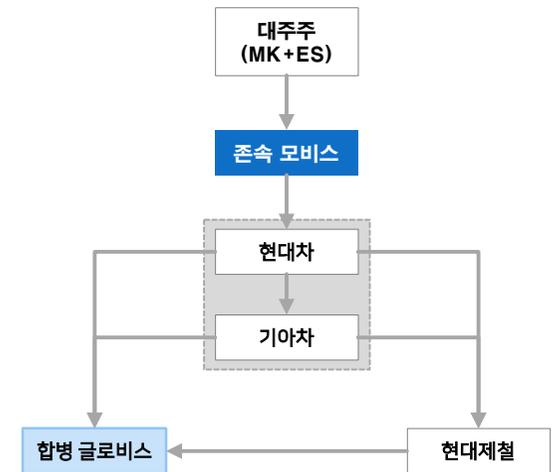
주: 1) 대주주는 현대차 7.5%, 기아차 1.7%, 제철 11.8% 보유  
2) ①은 순환출자해소, ②는 일감몰아주기 논란해소  
자료: 모비스, 글로벌리스, 메리츠증권증권 리서치센터

분할합병 이후의 현대차그룹 지배구조



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

순환출자 해소 후 예상 지배구조



자료: 모비스, 글로벌리스, 메리츠증권증권 리서치센터

# 현대차그룹) Scenario 3-2, 모비스 분할 및 글로벌비스와의 합병

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 5  
지주\_ Bad Company Good Stock

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

자문기관		반대이유
국내	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 주가수익배율(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>
해외	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 분할한다면서 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: 언론보도, 메리츠증권증권 리서치센터

- 여전히 시장에서 가장 주목하는 시나리오는 모비스 인적 분할 및 글로벌비사와의 합병
- 지난 해 실패의 경험을 토대로 분할되는 모비스의 재상장을 통해 관련 노이즈를 최소화 할 것이란 기대
- 모비스를 분할할 경우 연초에 발표한 모비스의 3개년 주주환원 계획을 재차 수정해야 한다는 부담
- 또한 작년 대다수의 의결권 자문기관이 '비율'뿐 아니라 '효과', '목적' 등에 대해서도 부정적인 입장 전달
- 단순 비율 조정만으로 사업구조 재편의 정당성을 확보하고 투자자들의 신뢰를 얻을 수 있을지 의문

## 향후 3년간 모비스의 주주환원 계획

### 3년간 총 2.6조원 규모의 주주환원 추진

배당 1.1조원 + 자기주식매입 1조원 + 자기주식소각 4,600억원

배당 및 배당정책		잉여현금흐름 기반의 안정적 배당 시행		자기주식 매입 및 소각		중장기 계획에 기반한 투명한 주주환원	
배당정책	<ul style="list-style-type: none"> <li>◎ 잉여현금흐름(FCF) 20~40%를 배당                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- 매년 독립적인 사외이사로 구성된 투명경영위원회에서 정기적 검토 진행</li> <li>- 단, GBC 건축투자비는 FCF계산에서 제외</li> </ul> </li> <li>◎ FCF 계산방식 공개                             <ul style="list-style-type: none"> <li>영업이익, 법인세비용, 감가상각비, 운전자본 및 시설투자 자료 공개(사업보고서 기준)</li> </ul> </li> </ul>	자기주식 매입	<ul style="list-style-type: none"> <li>◎ 3년간 총 1조원 규모의 자기주식 매입                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- 2018년 5월 발표한 3년간 1,875억 매입계획을 상향조정</li> <li>- 시행시기: 2019년 하반기</li> </ul> </li> <li>◎ 매년 발행주식대비 1.5% 수준의 매입진행</li> </ul>				
기말배당 (제42기)	<ul style="list-style-type: none"> <li>◎ 기말배당 주당 4,000원 (3,788억)                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- 제41기 (FY2017) 3,500원 대비 +500원 상향</li> <li>- FCF 대비 25.2%, 배당성향 20.1%</li> </ul> </li> <li>◎ 어려운 경영환경에도 안정적 배당 유지</li> </ul>	기보유 자기주식 소각	<ul style="list-style-type: none"> <li>◎ 보유 자기주식 2.6백만주 중 이사회결의로 소각가능한 2백만주 소각                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- 발행주식 대비 2.1%, 현시가 기준 4,590억 상당</li> <li>- 시행시기: 2019년 하반기</li> </ul> </li> </ul>				
분기배당 (2019년~)	<ul style="list-style-type: none"> <li>◎ 2019년 상반기 최초시행                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- 장기보유 주주의 배당 현금흐름 개선</li> </ul> </li> </ul>						

자료: 모비스, 메리츠증권증권 리서치센터

- 현대차 그룹 지배구조 개편의 핵심 가정은 4가지
- 1) 오너가 보유 지분을 활용함에도, 2) 비용 효율성 보다는 절차의 공정성이 중요하며, 3) 금융회사를 매각하지 않는 방법으로, 4) 향후 법 개정에 대응하며 지배권을 유지할 필요
- 오너가가 순환출자 지분(약 4.7조원)을 직접 매입하는 것이 가장 깔끔하나 자금 제약 존재
- 현재 오너가 보유 지분 가치 약 7.4조원이나 매각 가능성이 낮은 현대차, 모비스 지분 제외시 약 3.8조원
- 여기에 매각 과정에서의 주가 하락, 세금 효과 등을 감안시 가용 현금은 3조원 미만으로 추정

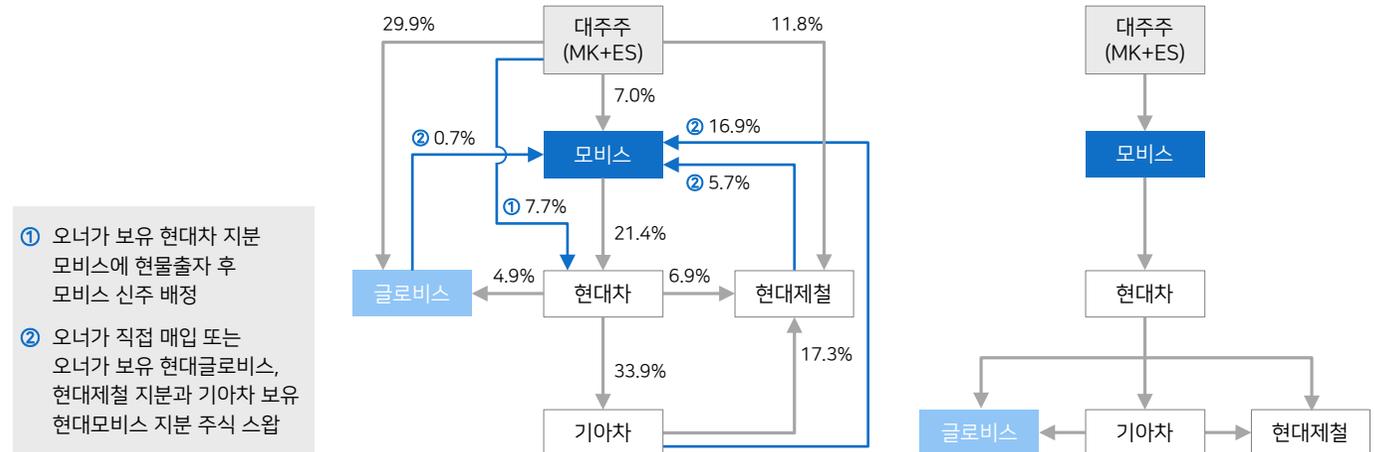
## 오너가 보유 지분 가치 약 7.4조원

		회사	발행주식수 (주)	자기주식수 (주)	보유주식수 (주)	종가 (원)	지분율 (%)	자기주식비율 (%)	평가액 (억원)
정통구	상장사	현대모비스	95,306,694	606,026	6,778,966	212,000	7.11	0.64	14,371
		현대글로비스	37,500,000	0	2,517,701	154,500	6.71	0.00	3,890
		현대차	213,668,187	10,939,667	11,395,859	127,500	5.33	5.12	14,530
		현대제철	133,445,785	2,175,140	15,761,674	40,250	11.81	1.63	6,344
		소계							39,135
	비상장사	현대엔지니어링	7,595,341	348,335	355,234	820,000	4.68	4.59	2,913
	소계							2,913	
	합계							42,048	
정의선	상장사	현대글로비스	37,500,000	0	8,732,290	154,500	23.29	0.00	13,491
		현대차	213,668,187	10,939,667	5,017,145	127,500	2.35	5.12	6,397
		현대위아	27,195,083	633,354	531,095	41,850	1.95	2.33	222
		기아차	405,363,347	4,432,084	7,061,331	40,800	1.74	1.09	2,881
		이노션	20,000,000	0	400,000	73,300	2.00	0.00	293
		소계							23,285
	비상장사	현대엔지니어링	7,595,341	348,335	890,327	820,000	11.72	4.59	7,301
		현대오토에버	21,000,000	0	2,010,000	62,700	9.57	0.00	1,260
	소계							8,561	
	합계							31,846	

자료: Dart, 메리츠증권증권 리서치센터

- 오너가가 보유하고 있는 현대차 지분의 가치는 약 2조원
- 주력 계열사 지분이라는 점에서 외부 매각은 불가능하나 내부 현물출자 재원으로는 활용 가능
  - 1) 현 주가 기준 현대차 지분을 모비스에 현물출자 할 경우 약 10%의 지배권을 확보할 수 있으며,
  - 2) 오너가 보유 현금, 계열사 지분 매각 등을 통해 현재의 모비스 지배권(30.2%) 유지 예상
- 단, 순환출자 지분 전부를 인수할 수는 없기에 모비스 일부 지분의 외부 매각은 불가피

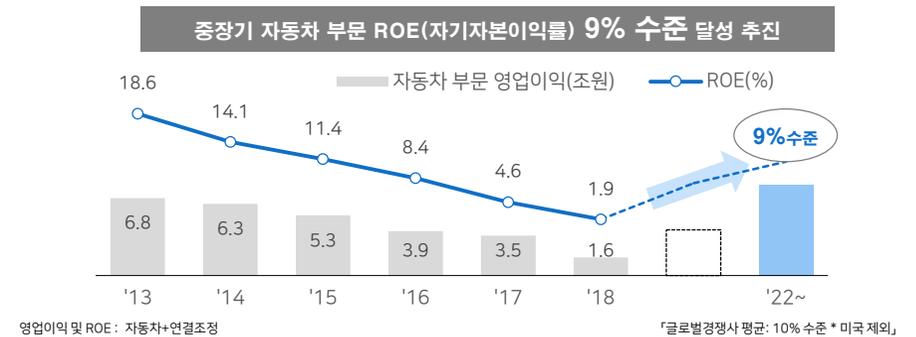
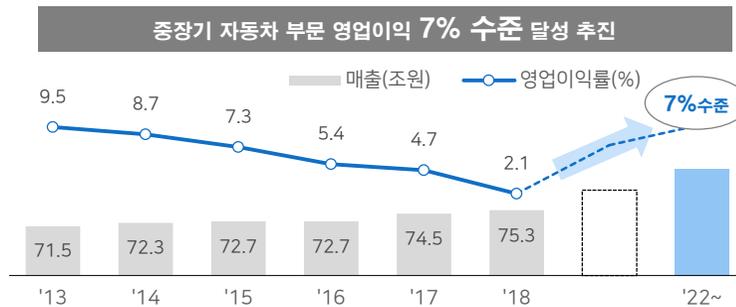
## 현대차 지분을 활용한 지배구조 개편안 예상



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

- 표면적으로 현대차, 모비스 두 기업 모두 주가 부양에 힘쓰고 있으나 방향성은 차별화
- 현대차: 공격적 실적 가이드스 제시 및 달성(1Q19 어닝서프라이즈) Vs. 모비스: 불투명한 주주환원 계획
- 이는 지금 당장 오너에게 필요한 건 모비스가 아닌 현대차 주가 상승이기 때문
- 반면 모비스의 자기주식 매입 및 소각은 향후 오너가의 자금 유출 없이 지배권을 강화시켜 줄 요인
- 일종의 지배권 확대의 Hidden card로 오너가가 충분한 지배권을 확보한 뒤에 진행하는 것이 더 유리

## 현대차, 지난 2월 27일 CEO 간담회를 통해 구체적인 실적 Guideline 제시



<b>수익성 개선전략</b>	<b>글로벌 점유율 확대</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 경쟁력 갖춘 신차 지속 출시로 주력시장 점유율 회복</li> <li>▪ 우월적 신중국 시장지위 유지+ 신규시장 진출 추진</li> </ul>
	<b>원가구조 · 경영효율성 개선</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 신규 플랫폼 적용 등 원가 혁신 최적화 노력</li> <li>▪ 권역별 생산 · 판매 · 수익성 통합 관리</li> </ul>
	<b>제품믹스 개선 · 브랜드 제고</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ SUV · 제네시스 비중확대 통한 믹스 개선 · 브랜드 제고</li> <li>▪ 효율적 마케팅 · 인센티브 운영 전략 지속 추진</li> </ul>

매출 및 영업이익: 자동차+연결조정

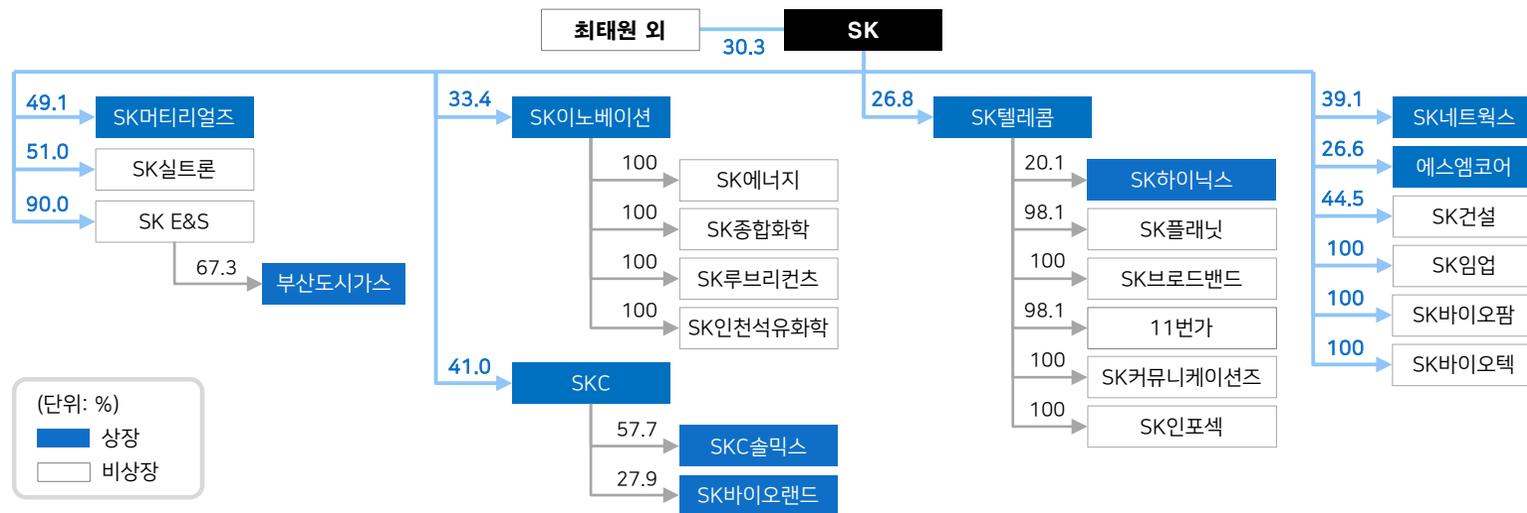
<b>ROE 제고위한 우선 순위</b>	<b>수익성 개선</b>	▪ 믹스 개선 + 원가 혁신 + 점유율 회복
	<b>주주환원 제고</b>	▪ 향후 수익성 개선과 연동된 주주환원 정책 운영
	<b>효율적인 자본 운용 정책</b>	▪ 자산 배분 및 자금조달 정책 등 다양한 방안 검토

자료: 현대차, 메리츠증권증권 리서치센터

# SK그룹) 변화는 선택의 문제

- '15년 8월, SK C&C와 SK의 합병으로 그룹 내 옥상옥 구조 해결하며 안정된 지배구조 보유
- 삼성(금산분리), 현대차(순환출자 및 일감몰아주기)와 달리 각종 법 개정안에도 자유로움
- SK그룹이 지배구조 변화를 꾀한다면 외부 압박이 아닌 그룹 자체적인 경쟁력 확보 차원
- 시장에서 기대하는 SKT의 중간전환지주 이슈도 '딥 체인지'라는 그룹 슬로건의 연장선상에 있는 이벤트

## SK그룹 지배구조



자료: 메리츠증권증권 리서치센터



- 연초 박정호 SKT 사장, '올해는 꼭 중간지주사 전환을 하도록 하겠다'며 지배구조 개편 방안 공론화
- 또한 'MNO를 분할 후 재상장 시켜 투자 받는 모델을 생각하고 있다'라고 밝히며 물적분할 가능성 대두
- 그러나 주주총회에서 '올해 중간지주사 전환이 된다는 보장을 100% 갖고 있지는 않다'며 계획 번복
- 그 이유로 SK하이닉스 지분 30% 확보 문제를 거론

## SK텔레콤 박정호 사장의 지배구조 개편 발언



### 제주도 애널리스트 간담회 (2017.9.12)

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

### CES2018 (2018.1.6)

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

### 4Q17 실적 컨퍼런스 콜 (2018.2.5)

"중간지주사 전환 등을 다각도로 고려 중"

### MWC2018 (2018.2.28)

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

### 주주총회 후 기자간담회 (2018.3.21)

"인적분할 후 중간 지주사 설립보다 더 나은 방법 구상 중"

### CES2019 (2019.1.18)

중간지주회사로 가려면 지분 30%를 가져야 한다. 하이닉스 주가만 보면 지금이 기회일 수도 있다.

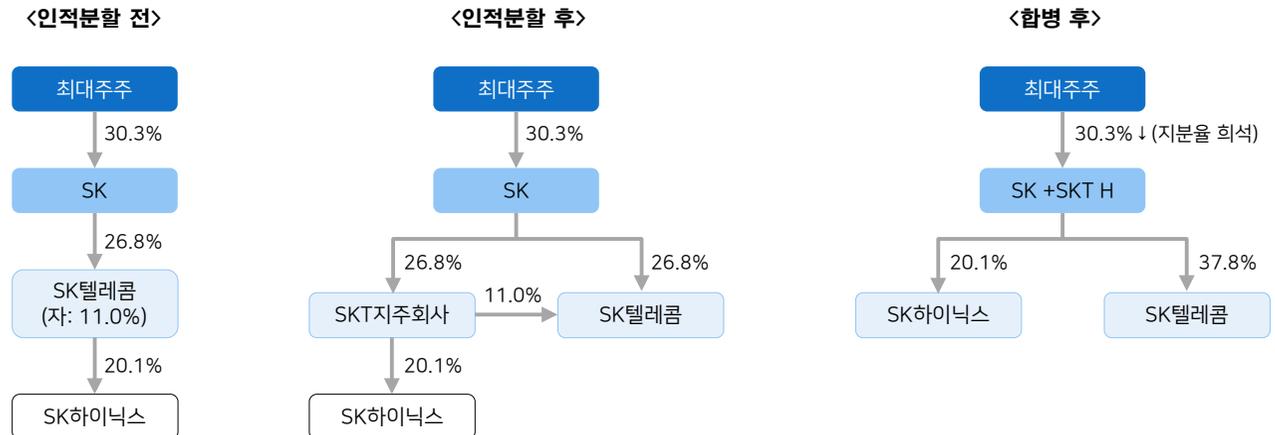
### 주주총회 후 기자간담회 (2019.3.26)

"빈틈없이 철저히 준비하고 있지만, 올해 (중간지주사 전환)된다는 보장을 100% 갖고 있지는 않다.  
하반기부터 거시적으로, 경제적으로 어려운 시장을 헤쳐가야 한다"

자료: 언론자료, 메리츠증권증권 리서치센터

- SKT 지배구조 개편안의 가장 중요한 가정은 손자회사인 하이닉스 지분율에 대한 부분
- 실제 '15년 관련 이슈가 처음 불거졌을 때도 시장의 관심은 하이닉스 자회사 편입 시나리오에 집중  
1) SKT 인적 분할 후, 2) 홀딩스를 SK와 합병, 3) 하이닉스를 자회사로 편입시키는 시나리오가 대표적
- 하이닉스를 자회사로 편입할 수 있다는 장점은 있으나 분할 및 합병 과정에서 주총 특별결의가 필요
- 또한 SKT 자사주 11.0%를 활용하는 과정에서 언론과 정부의 부정적 시선을 감내해야 하는 부담도 상존

## SK텔레콤 인적 분할 시나리오



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

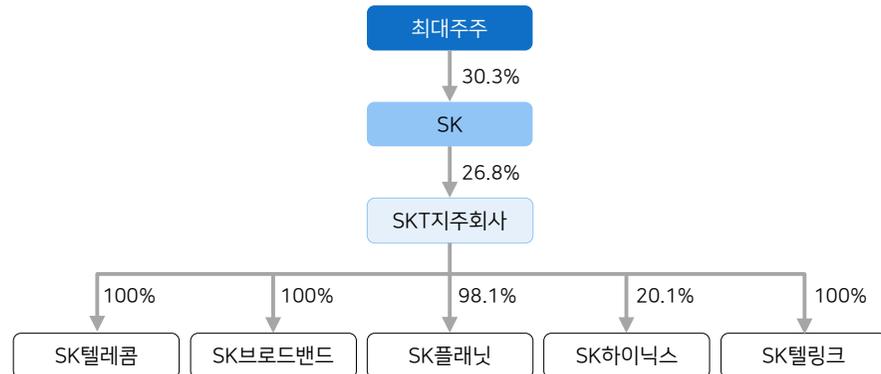
- SKT를 물적 분할 하는 경우 중간지주사가 통신업을 포함해 ICT 사업을 총괄하는 지배구조
- 신 사업 진출에 따르는 위험을 분산하고, 독립성 및 자율성이 보장된 각각의 사업 가치 부각이 가능
- 실제 SKT는 무선통신 뿐 아니라 성장성 높은 보안, 커머스, 미디어 등의 다양한 사업 영위 중
- 지주회사를 제외한 나머지 사업부는 비상장 되는 구조이나 재원 마련 등을 위해 재상장 될 가능성 높음

## SK텔레콤 물적 분할 시나리오

<물적분할 전>



<물적분할 후>



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

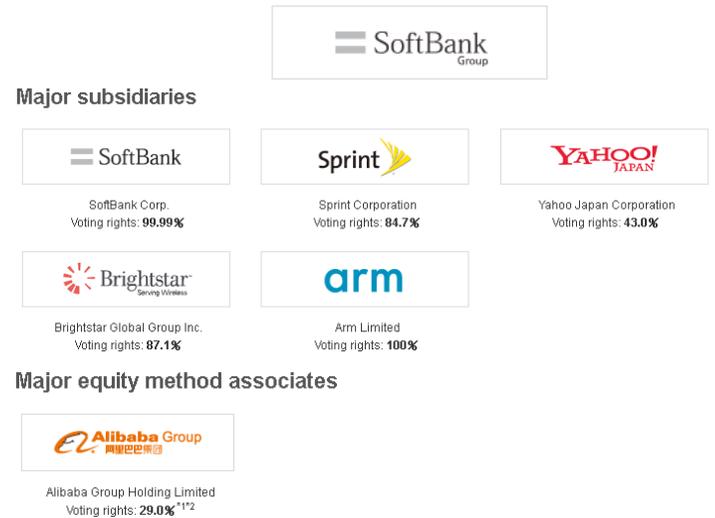
- 인적분할이든 물적분할이든 지배구조 개편 만으로는 하이닉스 지분 추가 확보 불가
- 최소한의 비용으로 하이닉스를 자회사로 편입시키는 것이 목적이라면 인적 분할이 유리
- 자사주 관련 법안(상법 등) 개정안이 통과되지 않고 있다는 점에서 불가능 하지도 않은 선택지
- 반면 알파벳이나 소프트뱅크와 같은 지배구조를 위해선 물적 분할 가능성에 좀 더 무게
- 물적 분할 후 자회사 유동화 과정에서 확보한 현금으로 하이닉스 지분 매입 예상

## 알파벳 지배구조



자료: Alphabet, 메리츠증권증권 리서치센터

## 소프트뱅크 지배구조



자료: Softbank, 메리츠증권증권 리서치센터

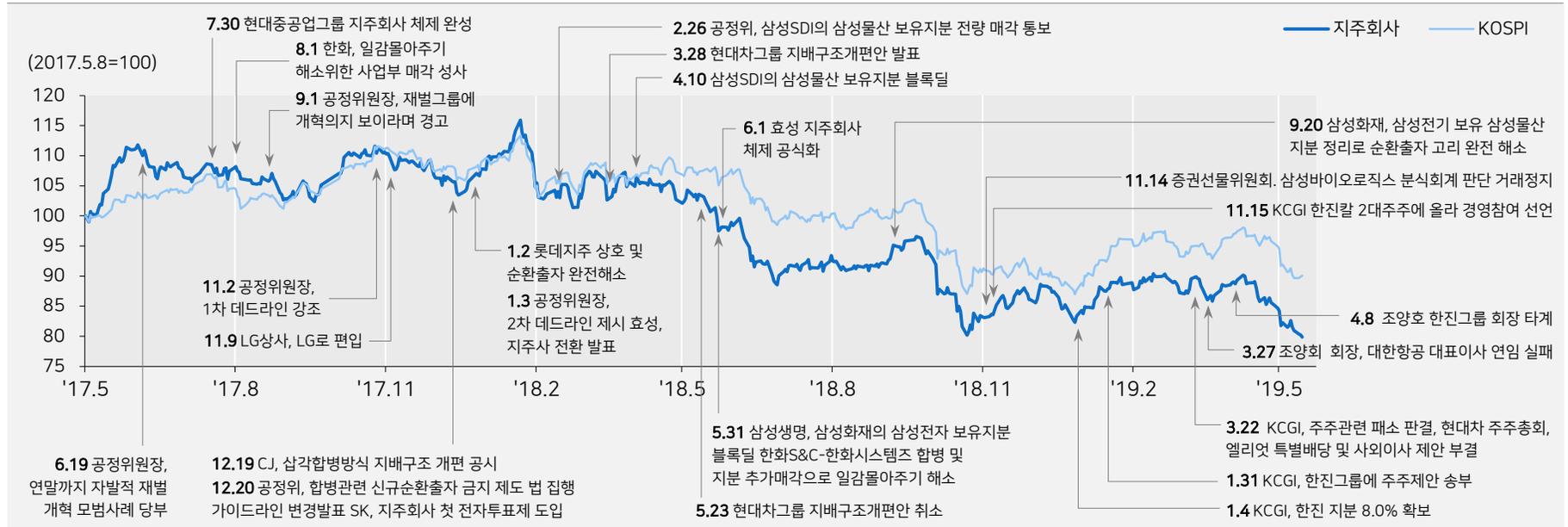


# Part III

## 한국 자본주의의 도전과 한계

- 국내 주식시장에서 지주회사에 대한 투자 아이디어는 몇 년째 답보 상태
- 1) 역대 최고 수준의 NAV(Net Asset Value) 대비 할인율은 좁혀질 기미가 보이지 않고,  
2) 비상장 자회사에 대한 임의적인 가치 평가는 시장의 전반적인 동의를 구하기 어려우며,  
3) 안정적인 현금 흐름 등에 기반한 주주환원 확대 기대감은 다른 섹터와 차별화 되지 않기 때문
- '19년 현재 당사가 추정하는 지주회사 Index는 KOSPI에 동행하며 지지부진한 주가 흐름 지속

## 지주회사 Index와 KOSPI 추이



주: 1) 1조원 이상의 상장 지주회사(16개)의 시가총액 가중평균 Index 기준

2) 삼성물산, SK, LG, 아모레G, 현대중공업지주, GS, 한미사이언스, CJ, 롯데지주, 한화, 두산, LS, 효성, 한국타이어월드와이드, 한진칼, 쿠쿠홀딩스

자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

# 주주 행동주의에 거는 기대

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 5  
지주\_Bad Company Good Stock

- '19년 지주회사 Main Theme으로 주주 행동주의가 가져올 기업 가치 재평가 가능성에 이목 집중
- 공정거래법 및 상법 개정안, 스튜어드십 코드 도입, 사모펀드 규제 완화 등도 투자 심리에 긍정적 요인
- 주로 오너 지분율이 낮고 주주환원에 소극적이며 기관투자자 비중이 높은 기업이 주요 타깃으로 지목
- 기존 '오너' 중심의 기업 지배구조에서 '주주' 중심의 기업 지배구조로 변화해 나가는 과정

## 국내 주요 소수주주권 행사 요건

종류	요건	특례규정 (제 542조의6)
주주총회 소집청구 (제366조)	3%	6개월 전부터 계속하여 상장회사 발행주식 총수의 1천분의 15
회계장부열람권 (제466조)	3%	6개월 전부터 계속하여 상장회사 발행주식 총수의 1만분의 10 (대통령령으로 정하는 상장회사의 경우에는 1만분의 5)
주주제안권 (제 363조의 2)	3%	6개월 전부터 계속하여 상장회사의 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식총수의 1천분의 10(대통령령으로 정하는 상장회사의 경우에는 1천분의 5)
이사해임 청구 (제 385조)	3%	6개월 전부터 계속하여 상장회사 발행주식 총수의 1만분의 50(대통령령으로 정하는 상장회사의 경우에는 1만분의 25)
주주대표소송 (제 403조)	1%	6개월 전부터 계속하여 상장회사 발행주식 총수의 1만분의 1

자료: 법제처, 메리츠증권증권 리서치센터

## 국내 행동주의 펀드 개입 사례

투자자	대상회사	시기	주요 내용
소버린	SK	2003~2005	<ul style="list-style-type: none"> <li>SK(주) 지분 14.9% 취득 후 경영 개입</li> <li>과감한 개혁 청사진 요구 (사업계획 재조정, 지배구조 개혁 등)</li> </ul>
헤르메스	삼성물산	2003~2004	<ul style="list-style-type: none"> <li>삼성물산 지분 5.0% 매입 후 삼성전자 지분 매각, 우선주 소각 요구</li> </ul>
칼라이칸	KT&G	2005~2006	<ul style="list-style-type: none"> <li>KT&amp;G 지분 6.6% 매입 후 경영 개입</li> <li>공개매수 통한 적대적 M&amp;A 시도</li> </ul>
라자드자산운용	태광산업, 대한화섬	2006~2012	<ul style="list-style-type: none"> <li>태광그룹 계열의 대한화섬 지분 5.2% 매입한 후, 언론에 기업의 경영 상 문제점 등을 밝히고 '주주명부열람' 가처분 소송</li> <li>소액주주 권리 개선, 독립적인 이사회 운영, 계열사 거래 투명성 개선, 배당금 증액, 유류자산 매각 등을 회사측에 요구</li> </ul>
엘리엇	삼성물산, 삼성전자	2015~2016	<ul style="list-style-type: none"> <li>삼성물산 지분 7.1% 매입 후, 제일모직-삼성물산 합병 반대</li> <li>삼성전자 인적분할, 배당 요구 등</li> </ul>
머스트자산운용	에이블씨엔씨	2017	<ul style="list-style-type: none"> <li>에이블씨엔씨에 유상증자 목적을 공개질의</li> <li>법원에 신주 발행을 금지해 달라는 내용의 가처분 신청</li> </ul>
VIP자산운용, 달튼인베스트먼트, 벨류파트너스자산운용	현대홈쇼핑	2017~현재	<ul style="list-style-type: none"> <li>합산 6.0% 이상 지분 보유 중. 이사회 독립성 강화와 자본효율 정상화 등을 촉구</li> <li>합리적인 자본배분 정책, 자사주 매입소각, 배당 증대 등 요구</li> </ul>
엘리엇	현대차, 현대모비스	2018~현재	<ul style="list-style-type: none"> <li>현대모비스-글로벌비스 분할 합병 반대, 특별 배당 요구</li> </ul>
KCGI	한진칼, (주)한진	2018~현재	<ul style="list-style-type: none"> <li>한진칼 지분 9.0%, (주)한진 지분 8.0% 취득 후 경영 개입 초석 마련</li> <li>그를 지배구조 개선 및 물의를 빚은 임원 경영 일선에서 배제 요구</li> </ul>

자료: 언론보도, 메리츠증권증권 리서치센터

# 국내 제도 변화) 1. 스튜어드십 코드 도입

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 5  
지주\_ Bad Company Good Stock

- 국민연금기금운용위원회 '국민연금 수탁자책임에 관한 원칙 도입 방안'을 심의·의결
- '19년 2월말 기준 기금 적립금 규모 667조원 중 국내 주식은 121조원 → 이 중 46%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"> <li>▪ 수탁자 책임에 관한 원칙 도입 초기에는 자본시장법상 경영 참여에 해당하지 않는 주주권 부터 우선 도입</li> <li>* 경영 참여에 해당하지 않는 주주권 : 기업명 공개, 공개서한 발송, 주주제안 및 기업에서 상정하는 관련 안건에 대한 의결권 행사와 연계, 의결권 행사 사전공시</li> <li>▪ 경영참여에 해당하는 주주권은 제반 여건이 구비된 이후 이행사항 마련해 시행. 기금운용위원회 결의사항은 예외. 법령 개정 등 제반 여건 구비되면 경영감시 역할 충실</li> <li>* 경영 참여에 해당하는 주주권: 임원 선임, 해임 관련 주주제안 등 회사에 사실상 영향력을 행사하는 주주권</li> </ul>
위탁운용사 의결권 행사 위임, 코드 도입 및 이행여부 가점 부여	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 자본시장법 시행령 개정 후, 위탁운용사에 의결권 행사 위임을 추진(* 투자일임업자의 의결권 위임 행사 허용하는 자본시장 시행령 개정 필요)</li> <li>▪ 위탁운용사의 영업상 이해상충 문제를 해소하고 수탁자 책임의 충실한 이행 차원에서 코드 도입 및 이행여부에 대해 가점을 부여</li> <li>▪ 의결권 행사 위임시에는 '의결권행사 위임 가이드라인' 등을 수립하여 시행하고, 위탁운용사의 의결권 행사가 국민연금 수익 제고에 반할 경우 의결권 회수</li> <li>▪ 개별운용사의 코드 내용, 의결권 행사 세부 기준 등에 대해서는 자율성 보장, 중소 자산운용사의 여건 고려(유예기간 적용 검토)해 시행할 계획</li> </ul>
투명하고 독립적인 주주활동 이행	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 국민연금의 주주권 행사 등 수탁자 책임 활동은 기금운용위원회가 정한 기준, 방법 및 절차 등에 따라 기금운용본부가 이행</li> <li>▪ 가입자 대표 추천 전문가 중심으로 구성된 &lt;수탁자책임 전문위원회&gt;를 설치, 의결권 주주권행사, 책임투자 관련 주요 사항에 대해 검토 또는 결정하게 하고 기금운용본부의 수탁자 책임활동도 검토하게끔 함</li> <li>▪ 동 전문위는 정부인사 배제, 각계 대표 추천 전문가로 균형 있게 구성하며 대표성과 전문성을 갖추고 이해상충 방지와 독립성을 강화할 수 있음</li> </ul>
연차별, 단계별 주주활동 이행	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 2018년 하반기 배당정책 수립요구 강화: 비공개 대화 대상 기업 확대, 직접 주주제안권 행사</li> <li>▪ 2019년에는 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</li> <li>▪ 2020년 비공개대화에도 미개선된 기업, 기업명 공개와 공개 주주활동으로 전환, 관련 의결권 안건에도 반대</li> </ul>

자료: 보건복지부, 메리츠증권증권 리서치센터

## 국내 제도 변화) 2.사모펀드 운용규제 일원화

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 5  
지주\_Bad Company Good Stock

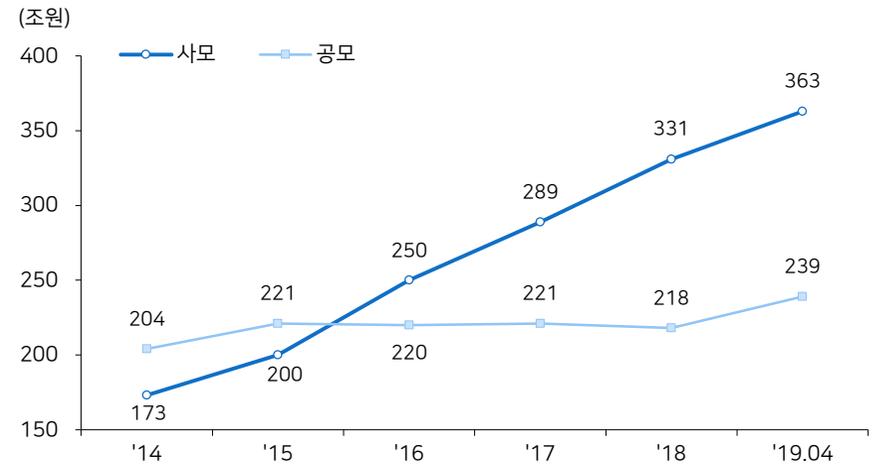
- '15년 10월, 사모펀드 제도개편을 통해 PEF의 설립·운용 관련 규제를 대폭 완화한 이후 성장세 지속 중
- '18년 9월, 금융위원회 자본시장법을 개정하여 사모펀드 운용규제를 일원화하는 계획안 발표
- 최종구 금융위원장, "국내 대기업 지배구조 개선 논의는 국내 사모펀드가 배제...기울어진 운동장을 바로잡고 사모펀드가 글로벌 수준으로 도약할 수 있도록 제도개편을 추진"
- '18년 11월, 김병욱 더불어민주당 의원, 사모펀드 규제 완화를 골자로 한 자본시장법 개정안 대표발의
- 사모펀드 제도개선 추진 및 정책자금 확대 등으로 헤지펀드 규모는 지속 증가 예상

### 사모펀드 제도 일원화 개편안 (18.11 발의)

구분	전문투자형(헤지펀드)	경영참여형(PEF)	사모펀드 일원화
지분보유 의무	해당 없음	<ul style="list-style-type: none"> <li>출자금 50% 이상 2년내 주식 투자</li> <li>의결권 있는 주식 10% 이상 취득 후 6개월 이상 보유</li> </ul>	규제 폐지
의결권 제한	보유주식의 10% 초과분에 대한 의결권 행사 제한	해당 없음	규제 폐지
차입	순자산 400% 이내 (금전차입, 대여, 채무보증, 파생상품 투자)	PEF 재산 10% 이내 (단, 특수목적회사를 활용할 경우 300%까지 가능)	순자산 400% 이내 (금전차입, 대여, 채무보증, 파생상품 투자)
대출	허용 (단, 개인대출 금지)	불가	허용 (단, 개인대출 금지)

자료: 금융위원회, 메리츠증권증권 리서치센터

### 국내 사모/공모펀드 규모 추이



자료: 금융투자협회, 메리츠증권증권 리서치센터

# 국내 주주 행동주의 사례) - 1. 장하성 펀드

- '06년 라자드 자산운용의 한국지배구조개선펀드(장하성 펀드)가 국내 주주행동주의 펀드의 시초
- 국내외 투자자들을 대상으로 1,300억원 가량을 모집. 첫 번째 투자대상 대한화섬의 지분 5.2% 매입
- 언론에 기업의 경영상 문제점 등을 밝히고 '주주명부열람' 가처분 소송 등을 진행
- 하지만 자금 규모가 크지 않았고 비우호적이었던 사회 환경을 극복하지 못하며 '12년 펀드 청산

2006년 대한화섬 주가 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

## 국내 주주 행동주의 사례) - 2. KCGI

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 5  
지주\_Bad Company Good Stock

- '18년 11월, 한국형 행동주의 펀드 KCGI는 한진칼 지분 9.0%를 매수하고 경영참여 선언  
1) 낮은 총수익률 지분율, 2) 저평가된 기업가치, 3) 비우호적 여론 등을 고려해 투자 대상으로 선정
- '19년 1월, 한진칼 지분 8.0%까지 취득 후 '한진 그룹 신뢰회복을 위한 프로그램 5개년 계획' 발표  
1) 지배구조개선, 2) 기업가치제고, 3) 고객 만족도 개선 및 사회적 신뢰 제고 등을 공개 제안
- 3월 열린 주주총회에서 상법 제 542조의6 '지분 6개월 보유' 조건을 충족하지 못해 주주제안 무산
- 그럼에도 최근 한진칼 지분을 15.0%까지 늘리며 강도 높은 압박을 이어가는 중

### 한진 / 한진칼 주가 추이

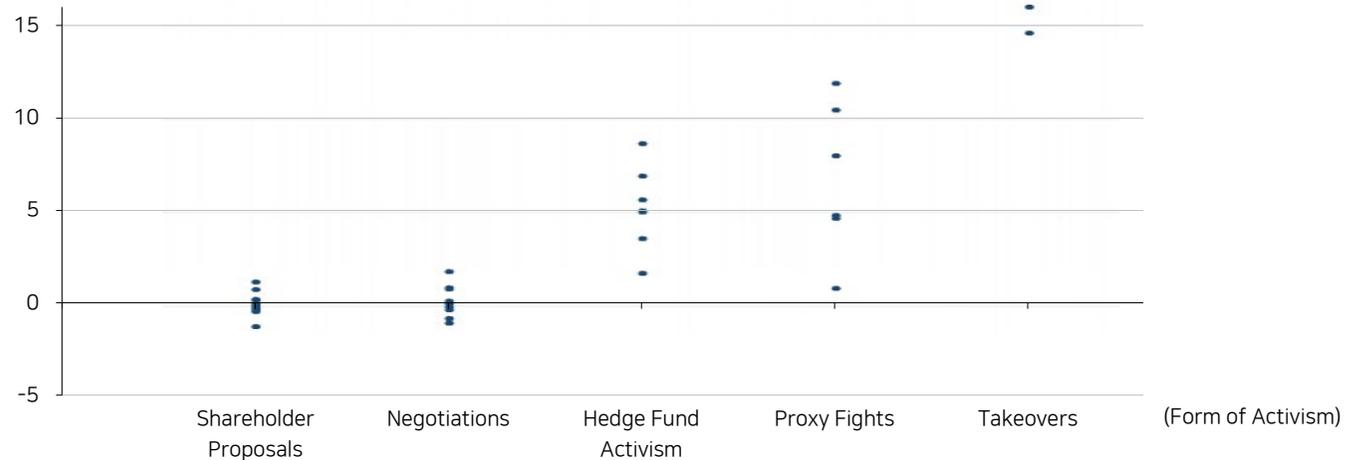


자료: Quantwise, 언론보도, 메리츠증권리서치센터

- 투자자 입장에서 가장 중요한 건 결국 수익률
- 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 주가에 미치는 영향력 미미

## 행동주의의 방법론과 주가 반응

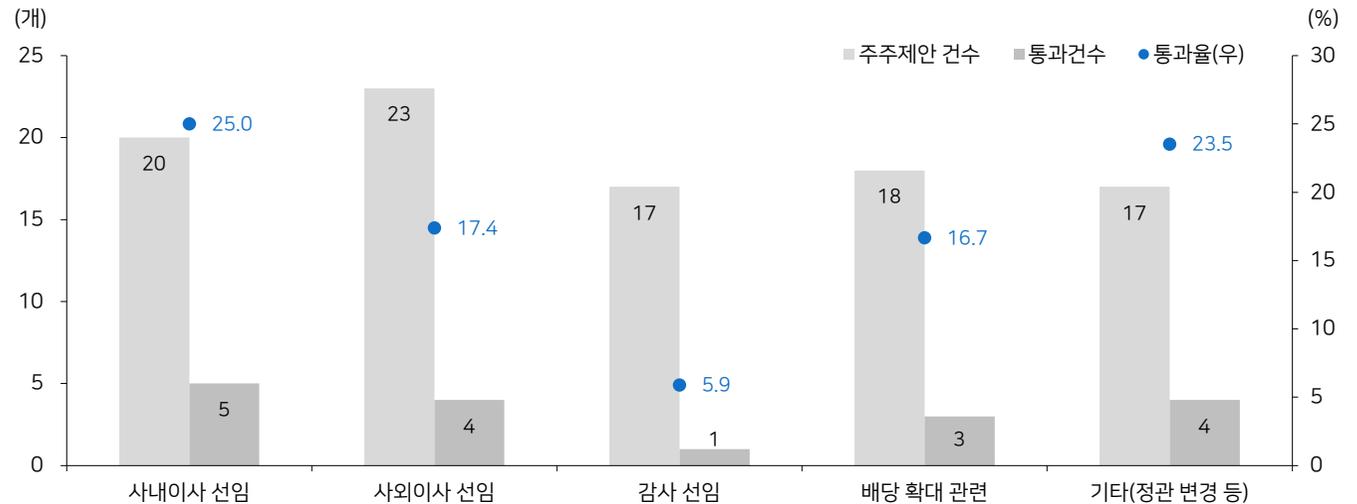
(Valuation Effects)



자료: Matthew Denes(2015), 메리츠증권증권 리서치센터

- '19년 상장사들의 정기 주주총회에서 주주제안 안건은 총 95건
- 세부적으로는 사외이사 선임 23건, 사내이사 선임 20건, 배당확대 요구 18건, 감사 선임 17건 등
- 일부 기업의 총수 퇴진 등의 유의미한 결과도 있었으나 전체 주주제안 통과율은 17.9%에 불과
- 소수 지분 보유만으로 대주주 지분율과의 표 차이를 극복하기엔 현실적 한계
- 일부 주주제안(ex. 엘리엇)의 경우 납득하기 힘든 과도한 요구로 다른 주주들의 공감을 얻는데 실패

2019년 정기 주주총회 주주제안 안건 유형별 통과 현황



자료: 금감원, 언론보도, 메리츠증권증권 리서치센터

- 스튜어드십 코드, 주주 행동주의 등은 비정상 상태인 기업의 정상화를 촉진하는 수단
- 실제 지배구조 수준이 낮을수록 스튜어드십 코드 도입에 따른 CAAR이 높게 나타나는 결과
- 이는 투자자들이 주주제안 등을 통해 지배구조가 개선되고 주주가치가 향상될 것으로 기대하기 때문
- 역설적으로 하반기엔 ESG점수가 낮은 기업 주가의 초과 상승 가능성을 염두할 필요

## 역설적으로 ESG(환경, 사회, 지배구조) 점수가 낮은 기업에 투자

전체 표본 기업 (194개)	기업지배구조 수준이 상대적으로 낮은 기업	기업지배구조 수준이 상대적으로 높은 기업
CAAR	<b>1.1857%</b>	0.4617%
t-statistic	3.11	1.48

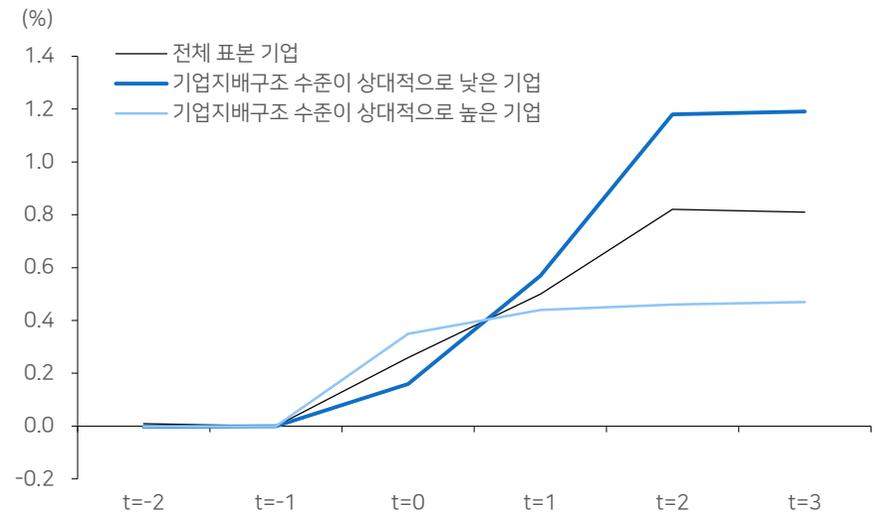
전체 표본 기업 (194개)	환경 경영 수준이 상대적으로 낮은 기업	환경 경영 수준이 상대적으로 높은 기업
CAAR	<b>1.0836%</b>	0.5544%
t-statistic	2.92	1.67

전체 표본 기업 (194개)	사회적 기여 수준이 상대적으로 낮은 기업	사회적 기여 수준이 상대적으로 높은 기업
CAAR	<b>0.9865%</b>	0.6609%
t-statistic	3.11	1.48

자료: 한국기업지배구조원, 메리츠증권증권 리서치센터

## 국민연금 스튜어드십 코드 도입에 따른 CAAR(누적평균수익률)의 변화



자료: 한국기업지배구조원, 메리츠증권증권 리서치센터

## 기업분석

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

# 삼성물산(028260) 3가지 악재 반영

Analyst **은경완** 02. 6454-4870 kw.eun@meritz.co.kr  
 Analyst **박형렬** 02. 6454-4872 hr.park@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	155,000원		
현재주가 (5.23)	94,500원		
상승여력	64.0%		
KOSPI	2,059.59pt		
시가총액	179,257억원		
발행주식수	18,969만주		
유동주식비율	52.08%		
외국인비중	14.37%		
52주 최고/최저가	131,000원/94,500원		
평균거래대금	257.3억원		
<b>주요주주(%)</b>			
이재용 외 8 인	33.25		
케이씨씨	8.97		
국민연금	5.70		
<b>주가상승률(%)</b>			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	-16.0	-4.7	-27.3
상대주가	-9.4	-4.8	-12.8
<b>주가그래프</b>			



## 지분 가치 하락 + 실적 부진

- 현재 보유 상장 지분 가치 27.8조원 Vs. 삼성물산 시가총액 17.9조원
- 주력 상장 자회사 주가 하락과 함께 1분기 실적 부진이 맞물리며 역사적 저점 수준에서 거래

## 지배구조 개편 관련 기대감도 약화

- '18년 삼성그룹 순환출자 해소 과정에서 오버행 리스크 완전 소멸
- 이후 시장의 관심은 비영업용 자산 매각 & 사업 축소 등으로 확보한 보유 현금 활용 방안에 집중
- 전자 또는 에피스 지분 매입 가능성 등이 대두되었으나 재무구조 개선에 사용되며 관련 기대감 약화

## 시차의 문제, '물산' 중심의 지배구조 재편 전망

- 최고 경영진 관련 불확실성이 지속되고 있다는 점에서 투자 심리 회복은 쉽지 않은 상황
- 지배구조 개편 역시 법적·제도적 강제성(공정거래법 등) 약화로 '필수'가 아닌 '선택' 사항
- 그럼에도 당사는 시차의 문제일 뿐 '물산' 중심의 지배구조 재정립이 이뤄질 것으로 전망
- 투자의견 Buy, 적정주가 155,000원 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
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
2018	31,155.6	1,103.9	1,712.8	9,014	265.0	104,259	11.7	1.0	14.9	8.1	88.1
2019E	31,800.8	1,007.2	1,069.8	5,640	-43.7	114,998	16.8	0.8	0.0	5.1	80.7
2020E	32,373.4	1,158.4	1,233.9	6,505	16.3	119,312	14.5	0.8	-0.6	5.5	78.3
2021E	33,132.7	1,277.8	1,378.6	7,268	11.7	124,210	13.0	0.8	-1.3	5.9	77.8

# 삼성물산 (028260)

## Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>29,279.1</b>	<b>31,155.6</b>	<b>31,800.8</b>	<b>32,373.4</b>	<b>33,132.7</b>
매출액증가율(%)	4.2	6.4	2.1	1.8	2.3
매출원가	25,627.0	27,170.3	27,734.2	28,111.5	28,678.0
매출총이익	3,652.1	3,985.3	4,066.6	4,261.9	4,454.7
판매비와관리비	2,770.8	2,881.4	3,059.5	3,103.6	3,176.9
<b>영업이익</b>	<b>881.3</b>	<b>1,103.9</b>	<b>1,007.2</b>	<b>1,158.4</b>	<b>1,277.8</b>
영업이익률(%)	3.0	3.5	3.2	3.6	3.9
금융손익	-92.5	-44.3	389.4	684.6	724.4
중속/관계기업관련손익	-124.0	171.9	5.9	0.0	0.0
기타영업외손익	160.3	1,151.3	59.2	-157.7	-121.9
세전계속사업이익	825.0	2,382.7	1,461.7	1,685.3	1,880.3
법인세비용	343.9	634.5	479.6	542.8	603.9
<b>당기순이익</b>	<b>481.1</b>	<b>1,748.2</b>	<b>982.1</b>	<b>1,142.5</b>	<b>1,276.5</b>
지배주주지분 순이익	639.8	1,712.8	1,069.8	1,233.9	1,378.6

## Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	<b>12,291.4</b>	<b>13,671.3</b>	<b>33,866.2</b>	<b>34,957.0</b>	<b>36,575.8</b>
현금및현금성자산	2,993.2	2,903.5	23,757.1	24,361.2	25,404.4
매출채권	3,839.6	4,091.5	3,477.8	3,825.6	3,928.0
재고자산	1,533.0	1,699.3	1,714.5	1,752.7	1,799.6
비유동자산	36,757.5	28,735.4	10,440.1	10,058.2	9,800.3
유형자산	4,985.9	5,024.4	4,665.3	4,246.8	3,889.8
무형자산	1,311.5	1,061.5	1,052.9	1,052.9	1,052.9
투자자산	29,000.3	21,756.4	3,665.0	3,701.6	3,800.7
<b>자산총계</b>	<b>49,048.9</b>	<b>42,406.7</b>	<b>44,306.3</b>	<b>45,015.2</b>	<b>46,376.1</b>
<b>유동부채</b>	<b>14,458.3</b>	<b>13,016.8</b>	<b>12,696.2</b>	<b>12,745.5</b>	<b>13,017.2</b>
매입채무	1,785.6	1,685.6	1,719.4	1,753.7	1,800.7
단기차입금	2,093.3	1,369.5	1,301.4	1,201.4	1,201.4
유동성장기부채	1,346.8	1,893.8	1,448.3	1,398.3	1,398.3
비유동부채	9,439.4	6,840.9	7,094.3	7,020.0	7,274.2
사채	0.0	0.0	678.6	578.6	678.6
장기차입금	2,594.1	1,253.3	420.8	320.8	320.8
<b>부채총계</b>	<b>23,897.7</b>	<b>19,857.7</b>	<b>19,790.5</b>	<b>19,765.5</b>	<b>20,291.4</b>
자본금	19.1	19.1	19.1	19.1	19.1
자본잉여금	10,468.3	10,468.9	10,468.9	10,468.9	10,468.9
기타포괄이익누계액	8,471.5	4,666.7	6,352.1	6,352.1	6,352.1
이익잉여금	5,755.4	6,949.5	7,318.5	8,143.8	9,081.0
비지배주주지분	2,594.5	2,602.4	2,514.7	2,423.3	2,321.2
<b>자본총계</b>	<b>25,151.3</b>	<b>22,548.9</b>	<b>24,515.8</b>	<b>25,249.7</b>	<b>26,084.8</b>

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>1,312.4</b>	<b>1,678.4</b>	<b>1,022.2</b>	<b>1,371.6</b>	<b>1,476.9</b>
당기순이익(손실)	481.1	1,748.2	982.1	1,142.5	1,276.5
유형자산감가상각비	480.0	463.1	484.8	418.6	356.9
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-159.8	-468.7	-357.3	-189.5	-156.5
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>279.9</b>	<b>167.8</b>	<b>20,651.1</b>	<b>-59.1</b>	<b>-126.7</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-678.0	-540.4	-124.4	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	-5,927.1	7,406.6	18,097.3	-36.7	-99.1
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-1,116.7</b>	<b>-1,884.7</b>	<b>-841.9</b>	<b>-708.4</b>	<b>-307.1</b>
차입금증감	-1,045.4	-3,454.3	-309.7	-348.7	101.6
자본의증가	0.0	0.6	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>294.6</b>	<b>-89.6</b>	<b>20,853.6</b>	<b>604.1</b>	<b>1,043.1</b>
기초현금	2,698.5	2,993.2	2,903.5	23,757.1	24,361.2
기말현금	2,993.2	2,903.5	23,757.1	24,361.2	25,404.4

## Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	154,352	164,245	167,646	170,665	174,668
EPS(지배주주)	3,357	9,014	5,640	6,505	7,268
CFPS	6,594	8,804	7,125	7,482	7,975
EBITDAPS	7,176	8,261	7,865	8,313	8,618
BPS	117,902	104,259	114,998	119,312	124,210
DPS	2,000	2,000	2,200	2,500	2,500
배당수익률(%)	1.6	1.9	2.3	2.6	2.6
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	37.5	11.7	16.8	14.5	13.0
PCR	19.1	12.0	13.3	12.6	11.8
PSR	0.8	0.6	0.6	0.6	0.5
PBR	1.1	1.0	0.8	0.8	0.8
EBITDA	1,361.3	1,567.0	1,491.9	1,576.9	1,634.7
EV/EBITDA	23.0	14.9	0.0	-0.6	-1.3
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	3.1	8.1	5.1	5.5	5.9
EBITDA이익률	4.6	5.0	4.7	4.9	4.9
부채비율	95.0	88.1	80.7	78.3	77.8
금융비용부담률	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
이자보상배율(x)	5.1	5.9	5.5	6.7	7.8
매출채권회전율(x)	7.5	7.9	8.4	8.9	8.5
재고자산회전율(x)	20.6	19.3	18.6	18.7	18.7

## Buy

적정주가 (12개월)	360,000원
현재주가 (5. 23)	237,500원
상승여력	51.6%
KOSPI	2,059.59pt
시가총액	167,106억원
발행주식수	7,036만주
유동주식비율	49.23%
외국인비중	27.37%
52주 최고/최저가	301,500원/237,500원
평균거래대금	243.7억원
<b>주요주주(%)</b>	
최태원 외 23 인	30.08
국민연금	8.37

<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	-11.0	-12.2	-21.2
상대주가	-4.1	-12.3	-5.5

### 주가그래프



## 상장 및 비상장 자회사 가치 동반 하락

- 연일 주가 하락하며 52주 신저가 상태. NAV 대비 할인율 역시 최대 수준
- 직접적으로는 주식시장 약세에 따른 주력 상장 자회사(SK이노베이션, SK텔레콤) 주가 하락이 원인
- 또한 성장성 높은 IT, 바이오에 대한 투자심리 훼손으로 비상장 자회사(실트론, 바이오팜) 가치도 평가절하

## SK바이오팜 IPO이 가지는 의미

- 연내 SK바이오팜(지분율 100% 보유)의 KOSPI 상장 예정. 적정 가치는 약 5~6조원 내외로 평가
- SK바이오팜이 상장될 경우 비상장 지분가치가 현실화되며 NAV 증가 요인으로 작용
- 또한 유동화 과정에서 일부 차액은 주주에게 특별배당 형태로 지급될 가능성 높음

## 투자의견 Buy, 적정주가 360,000원 유지

- 국내 대표적인 투자 지주회사로서의 지위는 견고
- 다만 관련 프리미엄에 대한 계량화가 불가능하기에 당장의 주가 재평가를 기대하기엔 요원
- SK바이오팜 상장이 가시화되는 시점까진 주력 상장 자회사에 동행 또는 후행하는 주가 흐름 예상

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	90,612.8	5,745.0	1,677.4	23,808	79.6	192,595	11.9	1.5	6.5	12.5	139.9
2018	101,502.0	4,688.1	2,253.1	31,982	21.4	234,433	8.1	1.1	7.5	14.9	134.7
2019E	104,437.1	6,166.1	1,496.8	21,274	-38.2	250,815	11.2	1.0	5.9	8.7	125.7
2020E	107,039.4	6,214.7	2,293.6	32,598	60.0	277,643	7.3	0.9	5.9	12.2	114.1
2021E	109,461.8	6,448.9	2,336.4	33,207	0.5	304,681	7.2	0.8	5.8	11.3	104.2

**Income Statement**

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>90,612.8</b>	<b>101,502.0</b>	<b>104,437.1</b>	<b>107,039.4</b>	<b>109,461.8</b>
매출액증가율(%)	9.5	12.0	2.9	2.5	2.3
매출원가	79,918.9	91,851.2	93,289.5	95,623.9	97,697.1
매출총이익	10,694.0	9,650.8	11,147.6	11,415.5	11,764.7
판매비와관리비	4,948.9	4,962.7	4,981.5	5,200.8	5,315.8
<b>영업이익</b>	<b>5,745.0</b>	<b>4,688.1</b>	<b>6,166.1</b>	<b>6,214.7</b>	<b>6,448.9</b>
영업이익률(%)	6.3	4.6	5.9	5.8	5.9
금융손익	-311.6	-630.5	-2,153.0	458.0	187.2
중속/관계기업관련손익	2,485.0	3,665.5	1,310.3	1,886.8	1,972.7
기타영업외손익	-475.3	-194.7	-166.4	-234.0	-241.7
세전계속사업이익	7,443.2	7,528.4	5,157.1	8,325.5	8,367.1
법인세비용	2,251.8	1,924.6	1,358.6	2,247.9	2,259.1
<b>당기순이익</b>	<b>5,066.5</b>	<b>6,151.1</b>	<b>3,798.5</b>	<b>6,077.6</b>	<b>6,108.0</b>
지배주주지분 손이익	1,677.4	2,253.1	1,496.8	2,293.6	2,336.4

**Balance Sheet**

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	<b>35,199.9</b>	<b>37,128.4</b>	<b>41,037.3</b>	<b>44,373.2</b>	<b>46,830.0</b>
현금및현금성자산	7,145.8	6,783.0	9,133.4	10,882.2	11,676.9
매출채권	10,727.6	10,231.8	10,743.4	11,173.2	11,620.1
재고자산	8,178.9	8,992.7	9,523.3	10,113.8	10,740.8
비유동자산	74,583.6	82,328.6	81,649.0	84,149.0	87,398.6
유형자산	41,295.5	39,715.9	40,604.1	42,018.6	44,153.8
무형자산	12,331.4	16,190.7	15,714.1	15,154.9	14,495.2
투자자산	17,088.0	22,021.9	20,974.6	22,619.3	24,393.4
<b>자산총계</b>	<b>109,783.5</b>	<b>119,457.0</b>	<b>122,686.3</b>	<b>128,522.3</b>	<b>134,228.6</b>
<b>유동부채</b>	<b>31,368.1</b>	<b>30,007.8</b>	<b>30,369.2</b>	<b>30,693.2</b>	<b>31,038.7</b>
매입채무	9,588.6	9,028.5	9,289.6	9,475.4	9,664.9
단기차입금	2,999.0	3,426.3	3,484.3	3,501.3	3,488.3
유동성장기부채	6,548.2	5,024.9	4,704.9	4,504.9	4,374.9
비유동부채	32,659.0	38,561.3	37,965.7	37,790.8	37,462.4
사채	18,194.0	21,930.6	21,272.7	21,060.0	20,638.8
장기차입금	5,165.6	6,959.9	6,751.1	6,548.6	6,417.6
<b>부채총계</b>	<b>64,027.0</b>	<b>68,569.1</b>	<b>68,334.9</b>	<b>68,484.0</b>	<b>68,501.1</b>
자본금	15.4	15.4	15.4	15.4	15.4
자본잉여금	5,017.0	5,536.5	5,536.5	5,536.5	5,536.5
기타포괄이익누계액	-305.4	-237.1	-237.1	-237.1	-237.1
이익잉여금	9,837.6	12,217.3	13,379.2	15,282.0	17,199.8
비지배주주지분	32,096.3	34,260.4	36,562.0	40,346.0	44,117.6
<b>자본총계</b>	<b>45,756.4</b>	<b>50,887.9</b>	<b>54,351.4</b>	<b>60,038.3</b>	<b>65,727.6</b>

**Statement of Cash Flow**

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>6,930.1</b>	<b>7,856.5</b>	<b>9,985.1</b>	<b>12,257.2</b>	<b>12,499.5</b>
당기순이익(손실)	5,066.5	6,151.1	3,798.5	6,077.6	6,108.0
유형자산감가상각비	4,318.2	4,538.3	5,171.9	5,424.5	5,805.8
무형자산상각비	1,323.5	1,332.8	1,606.6	1,539.2	1,459.7
운전자본의 증감	-2,559.8	-1,736.2	-591.9	-784.1	-874.0
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-6,292.9</b>	<b>-10,181.8</b>	<b>-6,270.5</b>	<b>-9,577.1</b>	<b>-10,620.6</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-4,971.9	-6,275.6	-7,592.0	-8,351.0	-9,210.0
투자자산의 감소(증가)	-817.6	-1,268.5	1,047.4	-1,644.7	-1,774.1
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-408.0</b>	<b>1,929.7</b>	<b>-1,408.0</b>	<b>-931.3</b>	<b>-1,084.2</b>
차입금증감	1,403.7	4,608.6	-1,126.6	-596.4	-693.4
자본의증가	-628.7	519.5	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>58.9</b>	<b>-362.8</b>	<b>2,350.4</b>	<b>1,748.8</b>	<b>794.7</b>
기초현금	7,087.0	7,145.8	6,783.0	9,133.4	10,882.2
기말현금	7,145.8	6,783.0	9,133.4	10,882.2	11,676.9

**Key Financial Data**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	1,287,840	1,442,604	1,484,318	1,521,304	1,555,733
EPS(지배주주)	23,808	31,982	21,274	32,598	33,207
CFPS	165,536	167,373	181,861	228,511	232,704
EBITDAPS	161,834	150,074	183,975	187,299	194,916
BPS	192,595	234,433	250,815	277,643	304,681
DPS	4,000	5,000	6,000	7,000	7,500
배당수익률(%)	1.4	1.9	2.5	2.9	3.1
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	11.9	8.1	11.2	7.3	7.2
PCR	1.7	1.6	1.3	1.0	1.0
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
PBR	1.5	1.1	1.0	0.9	0.8
EBITDA	11,386.7	10,559.2	12,944.6	13,178.4	13,714.4
EV/EBITDA	6.5	7.5	5.9	5.9	5.8
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	12.5	14.9	8.7	12.2	11.3
EBITDA이익률	12.6	10.4	12.4	12.3	12.5
부채비율	139.9	134.7	125.7	114.1	104.2
금융비용부담률	0.9	1.1	1.1	1.0	1.0
이자보상배율(x)	7.3	4.4	5.5	5.7	6.0
매출채권회전율(x)	8.6	9.7	10.0	9.8	9.6
재고자산회전율(x)	12.8	11.8	11.3	10.9	10.5

## Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 5월 24일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 5월 24일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 5월 24일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 은경원, 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 하시기를 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	97.7%
중립	2.3%
매도	0%

2017년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

### 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	-29.6	-22.6	
2019.05.24	산업분석	Buy	155,000	은경완	-	-	

### SK (0347300) 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	
2018.11.20	1년 경과				-26.1	-24.2	
2018.11.27	산업분석	Buy	360,000	은경완	-26.3	-21.8	
2019.05.24	산업분석	Buy	360,000	은경완	-	-	