



▲ 은행/지주  
Analyst **은경완**  
02. 6454-4870  
kw.eun@meritz.co.kr

## 2021년 전망 시리즈 6

### 지주\_711조원 (해설판)

- ✓ [711조원] '삼성그룹 + 현대차그룹 + SK그룹' 지배구조 관련 종목 합산 시가총액
- ✓ [삼성그룹]故 이건희 회장 삼성전자 지분 → 이재용 부회장 상속 → 삼성전자 배당 정책 강화 예상
- ✓ [현대차그룹] 그룹 지배권 확보 및 일감몰아주기/순환출자 해소 → 현대모비스 분할 여부에 따른 2가지 시나리오 제시
- ✓ [SK그룹] SK텔레콤 중간지주회사 전환 → SK하이닉스 자회사 편입(인적분할) 또는 지분율 확대(물적분할) 가능

#### [삼성그룹] 513조원

故 이건희 회장이 보유한 주요 지분은 삼성전자 4.2%, 삼성물산 2.9%, 삼성생명 20.7% 등이다. 삼성그룹의 급격한 지배구조 개편 가능성은 낮아 보이나 상속 절차가 개시된 만큼 상기 지분의 상속 향방에 따른 영향은 점검할 필요가 있다.

우선 삼성물산 지분은 오너3세가 충분한 지배권을 확보하고 있다는 점에서 중요도가 낮다. 반면 삼성생명 지분은 삼성전자의 대주주 지분이기에 오너3세에게 상속될 가능성이 높으며, 현재로서는 대주주 변경과 관련해 금융당국의 사전 승인을 득해둔 이재용 부회장이 유력하다.

문제는 삼성전자다. 이론적으로 삼성물산 증여, 공익법인 출연 등의 시나리오도 가능하나 세 부담 회피를 위한 편법 증여 논란, 배당수익 및 지배권 상실 리스크 등을 감안시 선택하기 어려운 방안들이다.

즉, 오너3세가 삼성전자 지분을 직접 상속 받을 가능성이 높은 가운데, 약 10조원에 육박하는 막대한 세 부담을 어떻게 해소할 것이냐가 고민의 핵심이다.

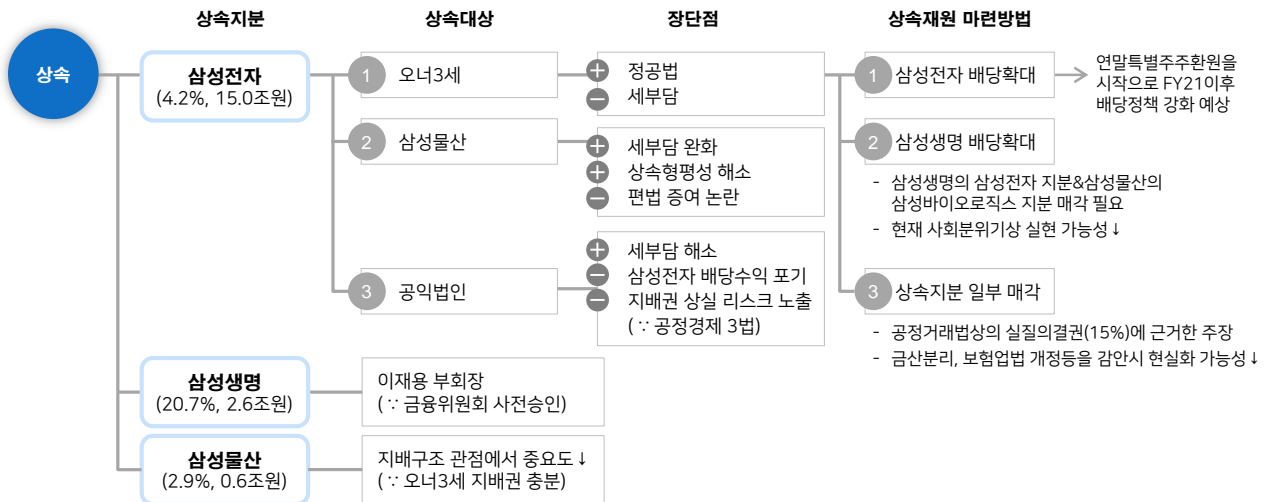
상속세 재원 마련 방안은 크게 2가지다. 보유 지분을 매각 하거나 주식담보대출 활용 및 배당 수입 확대로 현재 시장에서 언급되는 오너가 보유 삼성전자 지분 일부 매각 가능성에 대해선 회의적인 입장이다.

공정거래법상 삼성전자의 의결권이 15%로 제한 받고 있는 것은 사실이나 금산분리 및 보험업법 개정안 등 삼성생명 보유 삼성전자 지배권이 흔들릴 수 있는 상황에서 삼성전자 지분을 매각하는 결정은 쉽지 않아 보이기 때문이다.

삼성생명의 급격한 배당정책 확대 가능성도 제한적이다. 본업 회복만으로는 한계가 있기에 '삼성전자 지분 매각 → 삼성물산의 삼성전자 지분 매입 → 삼성물산 보유 삼성바이오로직스 지분 매각'과 같은 공격적인 가정이 추가적으로 필요한데, 이재용 부회장의 사법 처리 관련 불확실성이 잔존하는 만큼 현실화 가능성은 높지 않다.

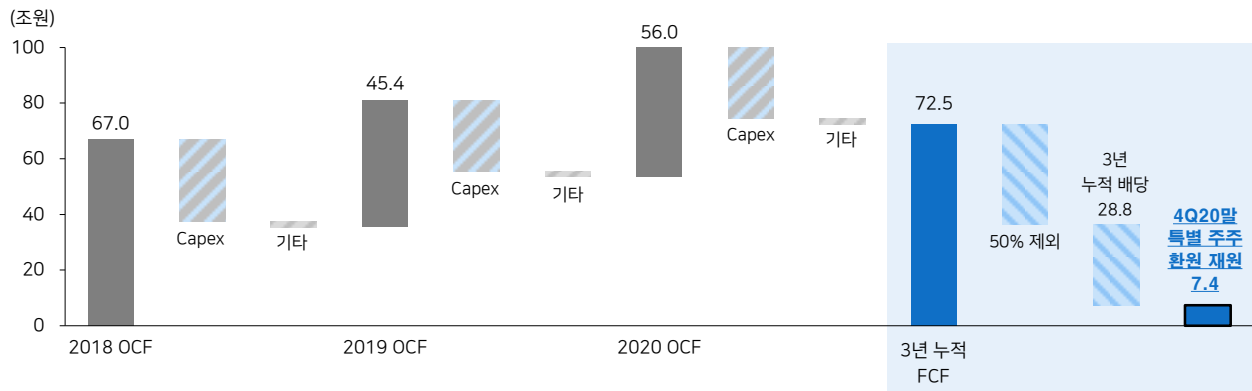
결국 유일한 해법은 삼성전자의 강도 높은 주주환원정책 시행뿐이다. 우리는 연말 약 7.4조원의 특별주주환원을 시작으로 특수관계인 및 모든 주주를 위한 강도 높은 주주환원정책 시행을 기대하고 있다. 지배구조 관점에서 삼성전자, 삼성전자 우선주의 수혜가 예상되며, 관계사 배당수익의 60~70% 재배당 정책을 실시하고 있는 삼성물산에 대한 관심도 필요하다는 판단이다.

그림1 삼성그룹 상속 관련 시나리오



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 삼성전자 3개년 주주환원계획 현금흐름 분해도, 연말 주주환원 재원 7.4조원



자료: 메리츠증권 리서치센터

## [현대차그룹] 101조원

지난 10월 14일 정의선 현대자동차 그룹 수석 부회장이 그룹 회장으로 취임했다. 하지만 오너경영인이라고 하기엔 핵심 계열사 보유 지분은 미미하며, 일감몰아주기 및 순환출자 등 법 개정에 따른 외풍도 존재한다.

우리는 정의선 회장이 지배구조 개편을 통해 지배권을 강화하고 오너로서의 정당성을 확보하는 가능성에 주목한다. 특히 자본시장과의 소통, 주주가치제고 등을 강조한 만큼 효율성 보단 공정성에 방점을 둔 개편안이 필요하다.

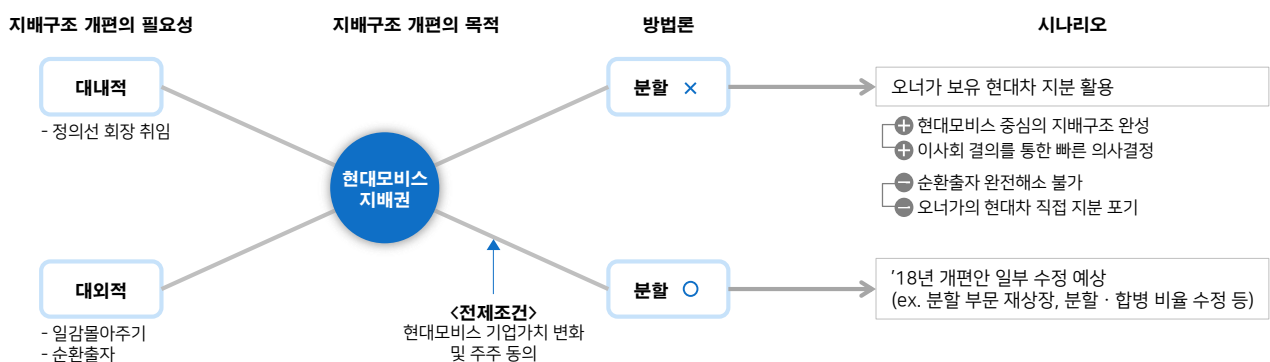
정공법은 정의선 회장의 현대모비스 순환출자 지분 23.7%(약 5.5조원)을 직접 매입하는 것이나 문제는 돈이다. 오너가 보유 지분가치(현대차·현대모비스 지분 제외시 약 4.2조원)에 지분 매각 과정에서의 주가 하락, 세금 등을 고려시 가용 현금금은 약 3조원 내외로 추정되기 때문이다.

현대차그룹 지배구조 개편 성공의 핵심은 오너가의 부족한 자금력의 간극을 어떻게 해소 하느냐에 달려있다. 현대모비스 지분 매입 부담은 낮추고, 보유 지분 가치는 높일 수 있는 개편안이 필요하다. 전자는 기업 분할이 유일한 대안이며, 후자는 실적 개선, 신 사업 진출 등이 기업 가치 상승에 일조 가능하다. 최근 현대글로비스의 가파른 주가 상승 역시 이와 무관해 보이지 않는다.

먼저 현대모비스가 분할하지 않는 경우, 현대모비스에 오너가 보유 현대차 주식을 현물출자 후 신주배정을 통해 지배권을 유지 및 강화하는 방안이 유력해 보인다. 오너가의 현대차 직접 지분 포기는 아쉬운 부분이나 현대모비스 중심의 지배구조 확립, 이사회 결의를 통한 빠른 의사결정 등은 장점인 시나리오다.

분할의 경우 정답은 이미 '18년에 현대차 그룹이 공개했다. 다만 단순 방법론의 변경만으로는 주주 동의를 얻기에 한계가 있는 만큼 명확한 분할·합병 근거 및 미래 비전 제시 등이 전제조건으로 필요하다. 투자자 입장에서선 방법론에 대한 소모적인 논의보단 현대모비스 기업가치 변화 여부에 좀 더 집중할 필요가 있다.

그림3 현대차그룹 지배구조 개편 시나리오



## [SK그룹] 97조원

SK그룹 지배구조에서 아쉬운 점은 SK하이닉스의 위치(손자회사)와 보유 지분율(20.1%)이다. 그룹 내 가장 높은 현금 창출력과 성장성 보유에도 손자회사로 편입된 까닭에 여러 제약 요건이 존재한다.

지난 8월 28일, SK텔레콤은 5천억 규모의 자사주 매입을 공시했다. 보유 자사주 규모가 9.4%에 달하고 당시 주가 역시 견조했다는 점에서 의문이 남는 자사주 매입 결정이다. 이에 우리는 SK 자사주 매입, SK바이오팜 상장 등에 이은 SK그룹 지배구조 개편 과정의 일환으로 해석하고 있다.

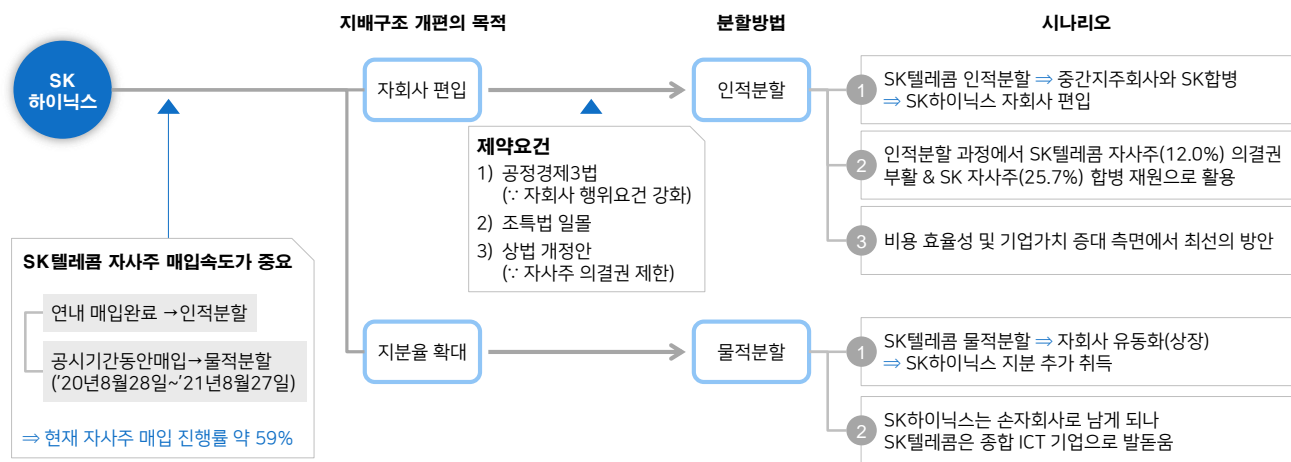
SK텔레콤의 중간지주사 전환 이슈는 시점의 문제일 뿐 기정사실화 된지 오래다. 다만 기업 분할 및 지주사 전환 과정에서 SK하이닉스의 자회사 편입 또는 지분율 확대를 동시에 해결할 수는 없기에 방법론에 대한 고민은 필요하다. 전자는 인적분할이, 후자는 물적분할이 좀 더 유리하다.

먼저 인적분할은 1) SK텔레콤을 인적분할 후 2) 중간지주회사와 SK를 합병해 3) SK하이닉스를 자회사로 편입하는 시나리오다. 비용 효율성 및 기업가치 증대 측면에서 SK가 선택할 수 있는 최선의 방법이나 1) 자사주 관련 법안, 2) 조특법 일몰, 3) 공정거래3법 등을 감안시 시간적 여유는 많지 않다.

물적분할은 이보다 더 간단하다. SK텔레콤을 물적분할 후 자회사 상장과정에서 확보한 현금으로 SK하이닉스 추가 지분을 취득해 종합 ICT 기업으로 발돋움 하는 시나리오이다. 물론 이 경우 SK하이닉스는 여전히 손자회사로 남게 된다.

현재로서는 SK 그룹이 어떤 방법을 택할지 알 수 없으나 SK텔레콤의 자사주 매입 속도가 하나의 Signal이 될 수 있다. 연내 자사주 매입을 마친다면 이는 인적분할에 힘을 실어주는 요인이다. 참고로 현재 자사주 매입 진행률은 59%다.

그림4 SK그룹 지배구조 개편 시나리오



## Compliance Notice

---

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.