

지주회사

비중확대

삼성전자 분할 이슈 점검

여소야대의 국회 상황에서 고조되는 지배구조 관련 법안

여소야대의 국회 상황, 제일모직-삼성물산의 매수청구가 인상 판결, 야당의 기업 지배구조 관련 법안 발의 등으로 삼성의 지배구조개편 방향에 대한 시장 관심이 높다. 19대 국회에서는 관련 법안이 발의된 후 실제 국회 통과가 이루어지지 못했다. 그러나 여소야대의 정치 상황에서는 법안이 현실화 될 가능성도 배제할 수 없기에 시장의 관심이 재차 높아지는 상황이다. 각 당의 대선 준비가 본격화 되는 내년에는 경제민주화 정책이 더욱 활발히 논의될 것으로 예상된다. 새누리당이 총선의 패배를 딛고 대선을 승리로 이끌기 위해서 2012년 대선 승리의 주요 공약이었던 경제민주화 정책 이슈를 재점화할 가능성도 배제할 수 없다. 따라서 각 당의 공약과 정책 방향이 지배구조개편을 준비 중인 기업에게 우호적이지는 않을 것으로 판단된다. 우리가 주목하는 법안은 더불어민주당이 최근 발의한 지주사 전환 시 자사주 의결권 제한 법안이다. 통과여부에 따라 자사주를 활용한 기업의 지주 전환이 몹시 어려워진다. 따라서 자사주를 상당 기간 매입한 삼성전자 분할과 지주 전환 계획에도 차질이 생길 수 있다. 법안의 통과 가시성과 시기를 가늠할 수 없지만, 현 시점 삼성전자 분할 시 예상되는 지배구조 쟁점을 정리했다.

<표 1> 20대 국회 발의 제벌개혁 법안 내역

발의자	법률	내용
더불어민주당		
최운열 의원	상법	다중대표소송제 도입, 모회사 발행주식의 1% 이상을 가진 주주들이 자회사 경영진의 부실경영이 있을 때 책임을 추궁하는 소송을 제기할 수 있도록 함
	집중투표제와 전자투표제를 단계적으로 의무화해 지배주주와 기타 주주간의 견제와 균형을 도모	
박영선 의원	공정거래법	지배주주 일가의 계열사에 대한 지배권 강화 관행을 해결하고자 계열사 주식을 공익법인에 기부한 후 의결권을 행사하는 것을 제한
	상속세 및 증여세법	편법 상속 증여나 계열사에 대한 지배력 강화 수단으로 악용될 소지가 있는 '성실공익법인제도' 폐지 → 공익재단 활용을 통한 의결권 행사 불가
	상법	자사주 처분 시 주식평등의 원칙에 따라 처분 → 특정인에게 매각 불가(ex. KCC의 삼성물산 자사주 매입 사례)
	법인세법	자기주식에 대해 분할신주를 배정하는 경우 법인세 부과 → 세금 부담으로 실질 지주사 전환 유인 약해짐
박용진 의원	공정거래법	제벌 계열사의 주식을 소유한 공익법인의 경우 해당 주식에 대한 의결권 행사 원천적으로 금지
	상법개정안	회사가 분할 또는 분할합병할 경우 단순분할신설회사와 분할합병신설회사는 분할회사가 보유하는 자기주식에 대하여 신주의 배정을 금지하고, 분할승계회사에 대해서도 신주발행 뿐만 아니라 자기주식을 교부하는 행위도 금지 → 지주 회사 전환 시 자사주를 활용한 지주회사 - 사업회사 설립 불가
이종걸의원	보험업법 개정안	보험사 자산운용 비율 취득원가에서 시가로 변경 → 삼성생명 보유 삼성전자 지분 매각 필요(취득가 기준으로 전자 지분가치는 자산의 0.3% 이하 공정이 기준 7.0%) 보험사는 총자산의 3% 이상을 계열사 주식 보유 금지
국민의당		
김성식 의원	공정거래법, 상속세 및 증여세법	- 일감몰아주기 규제대상 강화
		- 증여세 정상거래비율과 한계지분을 차감규정 삭제로 총수 일가의 증여세 과세액 증액
		- 내부거래 인정 대상
김동철 의원	공정거래법	일감몰아주기 규제 대상을 총수 가족 소유 지분 30%(상장사), 20%(비상장사) 이상에서 10%로 강화

자료: 언론 자료 취합, 한국투자증권

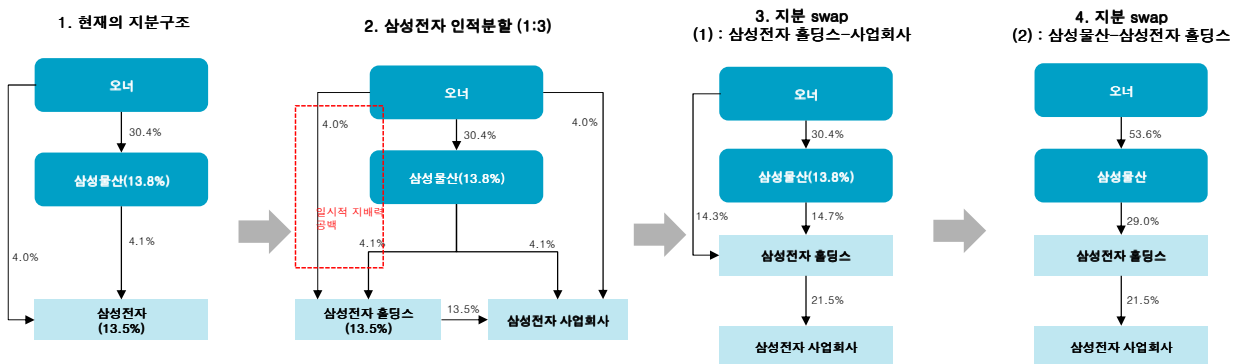
윤태호 3276-5956
taeho3123@truefriend.com

김서연 3276-6246
seoyeon.kim@truefriend.com

삼성전자 분할 시나리오와 삼성물산(1)

6월말 기준 오너 일가의 삼성전자 지분은 4.0%, 삼성물산의 삼성전자 지분은 4.1%이다. 삼성전자를 삼성전자홀딩스 - 삼성전자 사업회사로 분할 시 오너(+삼성물산)은 양사를 각 8.1% 지배하게 된다. 일반적인 지주사 전환 과정은 분할 이후 홀딩스 주가 대비 사업회사 주가를 극대화해서 오너 일가가 홀딩스 지분과 사업회사 지분을 교환하는 것이 일반적이다. 오너 일가의 홀딩스 지배력을 극대화 할 수 있기 때문이다. 삼성전자를 분할 시 시장참여자가 홀딩스는 숏 포지션을 선택하고, 사업회사는 롱 포지션을 선택하면 오너, 삼성물산 입장에서 지분 스왑이 몹시 유리해진다. 그러나 삼성전자의 경우 분할 후 재상장되는 홀딩스, 사업회사의 주가를 가늠하기가 어렵다. 사업회사는 밸류에이션 재평가로 주가 상승이 예상되고, 사업회사 지분을 20%+α 보유하는 홀딩스도 차회사 지분가치 증가로 NAV가 증가하기 때문이다. 따라서 삼성전자의 지주 전환은 일반적인 지주사 투자전략과는 매우 다른 상황이다.

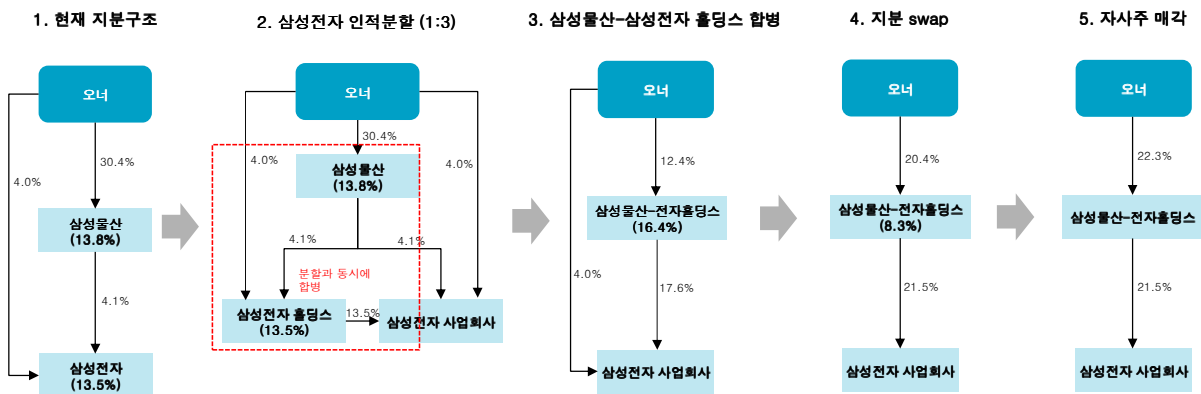
[그림 1] 합병 없이 삼성전자 인적분할 이후 지분 swap



자료: 한국투자증권

삼성전자 분할 후 오너+삼성물산의 홀딩스 지분은 8.1%에 불과하다. 외국인 지분율은 50.6%에 달한다. 지분 스왑을 위해서 한 달 내외의 시간이 소요된다는 점에서 동기간 오너 일가의 홀딩스에 대한 지배력 공백이 예상된다. 217조원의 8.1%와 52조원의 8.1%는 엄연히 다르기 때문이다. 따라서 지배력 공백 문제를 해소하기 위해 양 사의 이사회가 삼성전자 분할과 동시에 전자홀딩스와 삼성물산의 합병 결정을 내리는 것이 이상적인 시나리오다. 양사 합병 시 합병법인에 대한 오너 일가의 지분율은 12.7%이다. 오너 일가는 사업회사 지분도 4.1% 보유하게 되는데 합병 삼성물산(+전자홀딩스) - 사업회사의 지분스왑을 통해서 합병 삼성물산(+삼성전자 홀딩스)에 대한 지분을 20.4%까지 높일 수 있다. 이후 합병법인(삼성물산-전자홀딩스)의 자사주 8.3%를 소각하면 오너 일가의 합병 법인 지분율은 22.3%로 상승한다. 삼성물산과 삼성전자의 자사주가 중요한 또 다른 이유다.

[그림 2] 삼성물산-삼성전자 홀딩스 합병



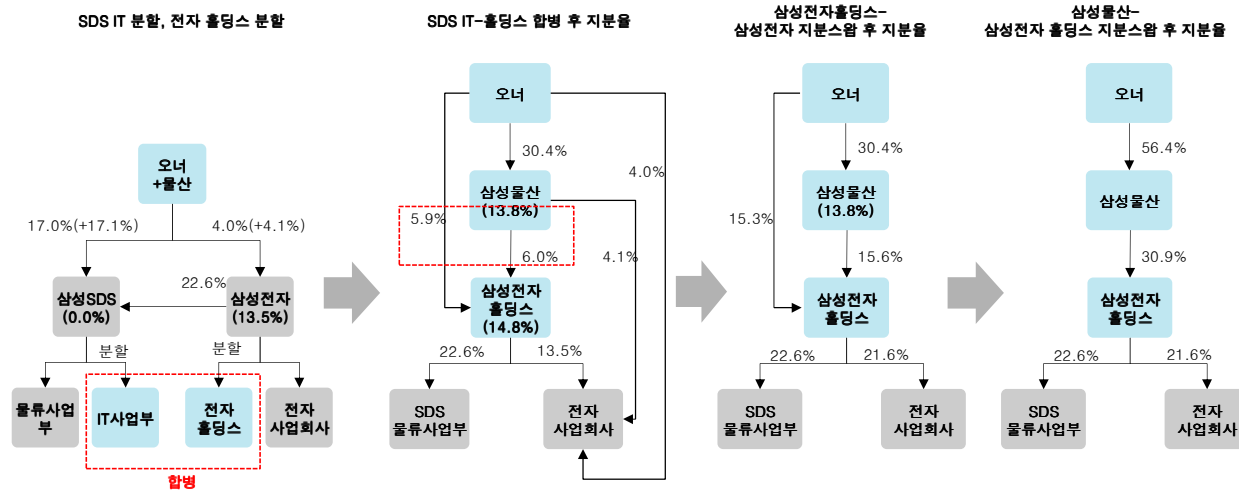
자료: 한국투자증권

1단계로 삼성전자를 분할하고, 2단계 주가 추이를 지켜보고 삼성전자홀딩스/삼성물산 합병을 나누어 진행할 수도 있다. 고민스러운 점은 재상장되는 삼성전자 사업회사 주가 재평가로 전자홀딩스의 주가 추이를 예상하기 어렵다. 오너 일가의 합병법인 지분율이 크게 오차가 생기고, 동기간 주주 구성도 예측하기 어려워 쉬운 결정이 아닐 것이다. 삼성전자 분할을 위한 주주총회, 전자홀딩스-삼성물산 합병을 위한 주주총회를 2회 연달아 진행하는 것도 쉬운 과정은 아니다. 따라서 삼성전자 분할과 동시에 삼성물산과 합병하는 것이 이상적인 것으로 판단한다.

삼성전자 분할 시나리오와 삼성SDS IT사업회사(2)

삼성SDS의 인적분할이 빠르게는 연내 진행될 예정이다. 오너 일가의 삼성전자 지배력 강화를 위해 전자홀딩스와 분할된 삼성SDS의 IT 사업회사 합병에 대한 이슈와 영향은 아래와 같다. 삼성SDS가 2:8 비율로 물류와 IT가 분할되었다고 가정하자. 전자홀딩스 + 삼성SDS IT 사업부 합병 시 오너 일가의 지분율은 오너(+삼성물산)을 포함해 11.9%이다. 이후 1) 삼성전자 홀딩스-삼성전자 사업회사 지분스왑(공개매수와 현물출자), 2) 삼성물산-삼성전자 홀딩스 지분스왑(공개매수-현물출자)의 과정을 거치면 오너-삼성물산-삼성전자 홀딩스(+삼성SDS IT)-삼성전자 사업회사의 지배구조가 완성된다. 지배력의 공백 없이 두 번의 지분스왑(공개매수-현물출자)가 성공적으로 이루어지면 이상적이나 우리의 고민은 다음과 같다. 1) 삼성은 삼성SDS의 경쟁력 강화 방안으로 물류사업과 IT사업을 분할하는데, IT사업을 다시 지주사인 전자홀딩스와 합병할 명분은 부족해 보인다. 사업 경쟁력 재고에서 설득력이 약하다. 2) 오너 일가의 배당도 아쉬움이 남는다. 삼성전자 사업회사 → 전자 홀딩스(+삼성SDS IT사업회사) → 삼성물산 → 오너 일가의 4단계를 거치면서 삼성전자 사업회사에서 발생하는 배당수익이 오너 일가에게 충분히 반영되지 못할 것이다. 3) 삼성에 대한 상표권 지분은 삼성전자가 상당 부분 가지고 있을 것으로 추정된다. 삼성전자 홀딩스가 삼성SDS IT와 합병하면 삼성물산이 브랜드로얄티 수취 주체가 되기 어렵다.

[그림 3] 삼성SDS IT 사업부 - 삼성전자 홀딩스 합병



자료: 한국투자증권

<표 2> 시나리오별 오너 일가의 삼성전자 배당금 비교

(단위: 십억원)

(1) 삼성전자홀딩스-삼성물산 합병	
삼성전자 NP	22,530
삼성전자 사업회사 배당성향	30.0%
삼성전자홀딩스(+삼성물산)-사업회사 지분율	21.5%
삼성전자 홀딩스(+삼성물산) 수취 배당	1,102
삼성전자 홀딩스(+삼성물산) 배당성향	30.0%
오너-전자홀딩스(+삼성물산) 지분율	22.5%
오너 수취 배당	56
(2) 삼성전자홀딩스-삼성 SDS IT 사업부 합병	
삼성전자 NP	22,530
삼성전자 사업회사 배당성향	30.0%
삼성전자홀딩스(+삼성 SDS IT)-사업회사 지분율	21.6%
삼성전자 홀딩스(+삼성 SDS IT) 수취 배당	1,107
삼성전자 홀딩스(+삼성 SDS IT) 배당성향	30.0%
삼성물산-삼성전자 홀딩스(+삼성 SDS IT) 지분율	30.9%
삼성물산 수취 배당	78
오너-물산 지분율	56.4%
물산 배당성향	30.0%
오너 수취 배당	10
(1)/(2)	559.8%

주: (1)은 삼성전자의 배당금이 삼성물산(+삼성전자 홀딩스) - 오너 일가로 이어진다는 가정. (2)는 삼성전자의 순수 배당금이 삼성전자 홀딩스 - 삼성물산 - 오너 일가로 이어진다는 가정. 삼성전자 홀딩스 1:3 분할 가정, 삼성SDS IT 사업부 8:2 분할 가정.

자료: FnGuide, 한국투자증권

<표 3> 브랜드로열티 수취 시 시나리오별 오너 배당금 비교

(단위: 십억원)

(1) 삼성전자홀딩스-삼성물산 합병(브랜드로열티 수취 주체 삼성전자홀딩스+삼성물산 합병법인)	
삼성전자홀딩스(+삼성물산) 수취 배당	1,102
삼성전자홀딩스(+삼성물산) 수취 브랜드로열티	2,000
삼성전자 홀딩스(+삼성물산) 배당성향	30.0%
오너-전자홀딩스(+삼성물산) 지분율	22.3%
오너 수취 배당	157
(2) 삼성전자홀딩스-삼성 SDS IT 사업부 합병(브랜드로열티 수취 주체 삼성전자홀딩스)	
삼성전자 홀딩스(+삼성 SDS IT) 수취 배당	1,107
삼성전자홀딩스(+삼성 SDS IT) 삼성 수취 브랜드로열티	2,000
삼성전자 홀딩스(+삼성 SDS IT) 배당성향	30.0%
삼성물산-삼성전자 홀딩스(+삼성 SDS IT) 지분율	30.9%
삼성물산 수취 배당	218
오너-물산 지분율	56.4%
물산 배당성향	30.0%
오너 수취 배당	28
(1)/(2)	561.7%

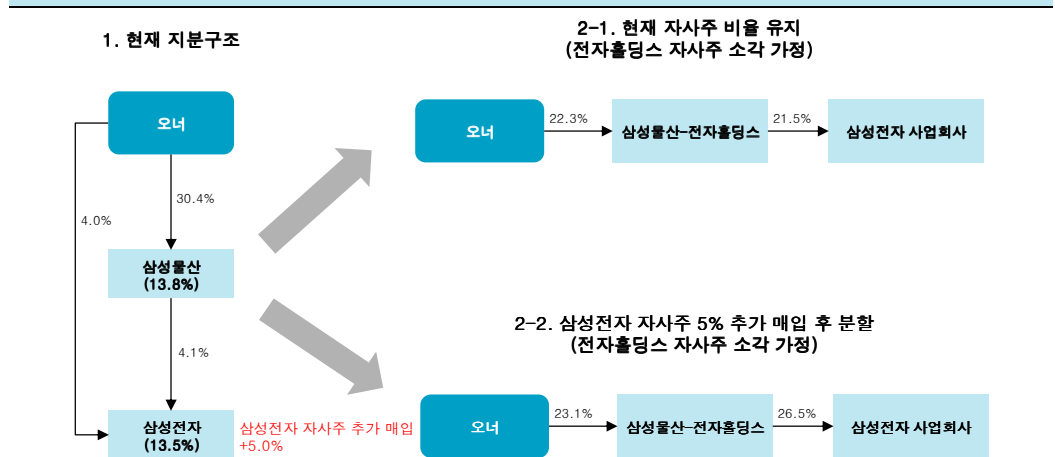
주: 배당수익은 순수 삼성전자 사업회사에서 발생하는 배당금을 기준으로 함. 삼성전자 홀딩스 1:3 분할 가정, 삼성SDS IT 사업부 8:2 분할 가정.

자료: FnGuide, 한국투자증권

연례 행사가 된 삼성전자의 자사주 매입과 인적분할 효과

삼성전자는 전년 자사주 매입 장기 정책을 발표하고 올해 11.3조원 수준의 자사주를 취득, 소각할 예정이다(7월 기준 4.0% 매입, 2.4% 소각). 삼성전자는 연간 FCF의 최소 30~50%를 주주 환원할 예정이기에 자사주 매입은 올해, 내년, 내후년에도 진행될 전망이다. 핵심은 삼성전자가 자사주를 매입하는 과정에서 삼성전자가 분할하면 오너 일가의 지배력 강화와 주주환원정책 이행이 동시에 가능하다는 점이다. 삼성전자가 자사주를 5% 추가 매입한 상태에서 삼성전자 분할을 가정하자. 삼성전자 자사주 매입 도중에 삼성전자가 분할하면 삼성전자의 자사주는 전자홀딩스 자사주 13.5% + 5.0%로 변하고, 삼성전자 홀딩스의 삼성전자 사업회사 지분율도 현재 13.5% + 5.0%로 상승한다. 분할 이후 삼성전자 홀딩스가 자사주 소각을 진행하면 오너 일가의 지분율은 상승한다. 분할 이후에도 삼성전자 홀딩스와 삼성전자 사업회사는 모두 자사주 매입을 진행할 것으로 예상되기에 주주에게 약속한 기존 계획(FCF 대비 최소 30~50% 주주환원율)을 무난히 지킬 수 있을 것이다. SK의 경우 SK와 SK C&C는 합병 이전까지 양사 모두 자사주를 취득했고, 합병 시 일부 소각 그리고 합병 이후에도 여전히 자사주를 취득하고 있다. 향후 SK-SK텔레콤-SK하이닉스의 지배구조 변화에서도 자사주가 유용하게 활용될 것이다.

[그림 4] 삼성전자 자사주 비율에 따른 삼성물산-전자홀딩스 합병 이후 지배구조

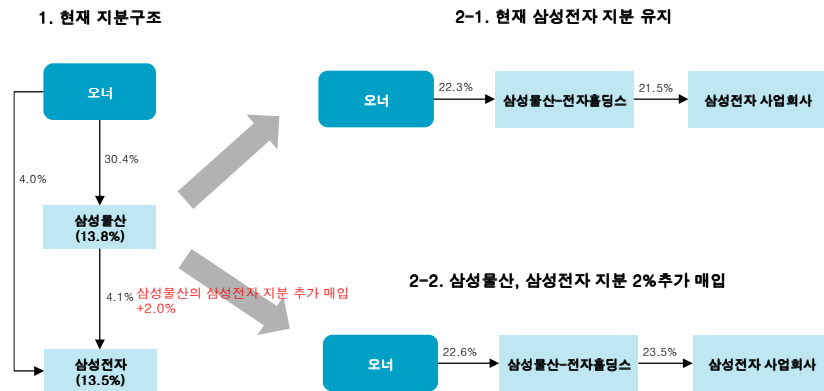


자료: 한국투자증권

삼성생명의 삼성전자 지분 처리 방안은?

궁극적으로 삼성물산과 전자홀딩스의 합병을 가정해도 오너-합병법인-전자 사업회사의 지배력이 충분하다고 보기는 어렵다. 오너와 삼성물산의 삼성전자의 지분이 8.1%에 불과하기 때문이다. 만약, 삼성물산이 삼성전자 분할 이전에 삼성전자 지분을 확대한다면 오너 일가-삼성물산-삼성전자 사업회사의 지배력은 더욱 강화될 수 있을 것이다. 우리는 사전 단계로 삼성물산의 주요 사업부를 매각(건설사업부, 웰스토리, 제일기획 등)하고 마련된 재원으로 삼성생명이 보유한 삼성전자 지분 7.2% 중 일부를 여러 해에 걸쳐 나누어 취득할 것으로 예상했다. 보험업법, 공정거래법 등 정부 정책의 변화가 아니더라도 IFRS4 phase2, 신지급여력제도 도입을 준비하는 보험업계의 상황을 고려 시 삼성생명의 삼성전자 지분 보유는 매우 부담스러운 상황이기 때문이다. 삼성생명이 삼성전자 지분 7.2% 중 일부를 일정 기간 동안 나누어 삼성물산으로 매각한다면 양사는 현재 고민을 상당 부분 덜어낼 수 있을 것이다. 그러나 현 시점에서는 삼성물산의 주요사업부 매각은 먼 이야기가 되어버렸고, 자체 현금흐름도 충분하지 않다는 점에서 우리의 전망은 실현 가능성이 낮아졌다. 해당 시나리오는 삼성물산의 현금흐름이 보완되면 논의 가능할 것이다.

[그림 5] 삼성물산의 삼성전자 지분 추가 확보 시 최종 지배구조 변화



자료: 한국투자증권

삼성전자 분할 시 투자전략

일부 시장에서는 삼성전자 분할 시 전자홀딩스 슛-사업회사 룡의 전통적인 투자전략을 고민하나 우리는 회의적이다. 삼성전자 3:1 인적분할 시 사업회사 163조원, 전자 홀딩스 52.3조원으로 추정된다. PER 8.0배, 시가총액 163조의 사업회사는 현재 밸류에이션을 회복하면서 PER 10.8배, 시가총액 220조원 회복이 예상된다. 전자홀딩스는 삼성전자 사업회사 지분을 최소 20%+α 보유할 것으로 판단하기에 자회사 재평가로 NAV가 최소 16.4% 상승한다. 분할 이후 1) 삼성전자 사업회사의 배당 증가, 2) 브랜드 로열티 수취가 예상되기에 전자홀딩스의 매력도 높다. 낙관적 시나리오로 삼성그룹의 연간매출을 400조원, 브랜드수수료율 50bp를 적용했을 때 연간 브랜드 로열티는 2조원이다. 10% 할인율을 적용해서 10년 현금흐름을 계산하면 브랜드로열티 현가는 약 12.3조원이다(매출 성장 0% 가정). 따라서 삼성전자 분할에서 룡-스� 전략에는 신중한 접근이 필요하다.

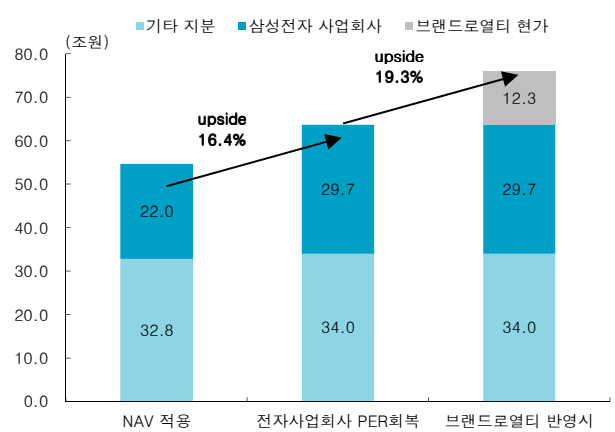
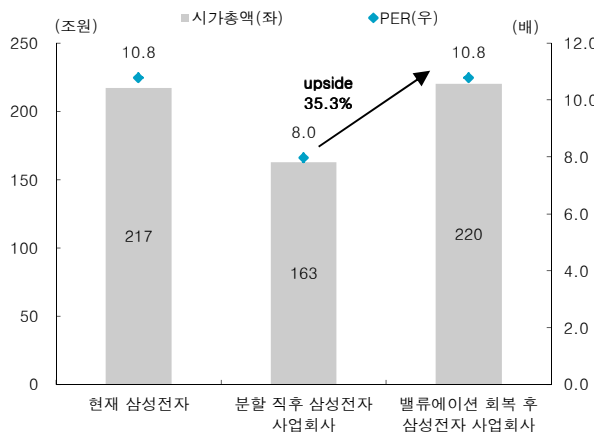
<표 4> 추정 삼성전자 홀딩스 보유 계열사 지분가치

(단위: %, 십억원)

계열사	지분율(%)	시가총액	공정가
삼성전자 홀딩스 자사주	13.5	54,257	7,325
삼성전자 사업회사	13.5	162,771	21,974
삼성바이오로직스	47.8		546
삼성디스플레이	84.8		18,509
삼성메디슨	68.5		478
삼성 SDI	19.6	7,461	1,461
삼성전기	23.7	3,884	920
삼성중공업	17.6	2,343	413
삼성에스디에스	22.6	11,529	2,603
제일기획	12.6	1,979	250
호텔신라	5.1	2,520	129
삼성경제연구소	29.8		25
삼성벤처투자	16.3		7
삼성라이온즈	27.5		(0)
스테코	70.0		36
세메스	91.5		72
지분가치 합			54,746
3:1 으로 인적분할한 홀딩스 가치			54,257
차이			(489)

자료: 삼성전자, 한국투자증권

[그림 6] 삼성전자 사업회사 분할 직후/밸류에이션 회복 이후 시가총액 비교 [그림 7] 사업회사 시가총액 회복 이후 전자홀딩스 시가총액 변화



자료: 한국투자증권

주: 삼성전자홀딩스의 삼성전자 사업회사 지분 13.5% 가정 (삼성물산 보유지분 미만 영)
 자료: 한국투자증권

<표 5> 삼성전자 사업회사 분할 후 Valuation

(단위: 십억원, 배, %)

목표 PER	목표 시총	분할 직후 시총	상승여력	비고
8.0	162,771	162,771	NM	분할 직후 밸류에이션
9.0	183,977	162,771	13.0	
10.0	204,419	162,771	25.6	
10.8	220,215	162,771	35.3	분할 전 밸류에이션

자료: 한국투자증권

신규 인수한 비상장 회사 활용 시 삼성전자 홀딩스 NAV 추가 개선

삼성전자는 2011년을 기준으로 적극적인 M&A 인수 정책을 펼쳐왔다. 삼성페이, S헬스, 삼성노스, 조이언트 등 기존 스마트폰 관련 SW분야에서 차별화된 서비스를 제공, 증가하는 클라우드 수요에 대비하는 자체 기술 확보에 주력하고 있다. 최근에는 SW능력 향상을 위해 차세대 모바일로 꼽히는 AI, VR, 스마트카, IoT 등 인수에 주력하고 있다. 만약, 삼성전자 분할 시 보유 비상장 자회사를 삼

성전자 홀딩스로 이전하고 추후 주식시장에 상장한다면 전자홀딩스의 NAV의 추가 개선이 가능하다. 아직은 사업체 규모가 영세해 실적 기여도는 낮지만, 공격적인 SW 투자가 장기간 이뤄짐을 가정 시 기업가치 개선 요인이 될 것이다. 삼성물산은 삼성바이오로직스 지분을 52.1%, 삼성전자가 삼성바이오로직스 지분을 47.8% 보유하지만 양사 합병으로 지분 일원화가 가능할 것이다.

<표 6> 삼성벤처투자에서 투자한 글로벌회사 내역

기업	주요 기술/서비스
이디본	클라우드 기반 언어 인식/처리
익스펙트랩스	대화 내용을 기반으로 각종 서비스 추천
비캐리어스	이미지 인식 소프트웨어
지보	가정용 로봇
리액터랩	그래프, 지식, 자연어 등 지능형 검색
오토메이티드인사이츠	AI 활용한 자료 정리, 리포트 작성
말루바	안드로이드 기반 지능형 개인비서
킨진	문장 인식 검색 엔진

자료: 언론자료 정리, 한국투자증권

<표 7> 삼성전자 M&A 일지

거래상대방	업태	거래일자
AdGear Technology	디지털 광고 소프트웨어 개발사	16-Jun
YESCO Electronics	상업용 LED display 업체	15-Mar
LoopPay, Inc.	모바일 결제	15-Feb
Simpres Com�rcio Loca�o e Servi�os SA	브라질 최대 프린팅업체	14-Dec
Proximal Data, Inc.	서버용 SSD 소프트웨어 업체	14-Nov
PrinterOn Corp.	모바일 클라우드 업체	14-Sep
Physical Graph Corp.		14-Aug
Boxee, Inc.	동영상 스트리밍 업체	13-Jul
MOVL, LLC	스마트 TV 앱 개발사	13-May
Shenzhen CPT Display Technology Co. Ltd.		13-Mar
NeuroLogica Corp.	헬스케어 전문업체	13-Jan

자료: FactSet, 한국투자증권

<표 8> 삼성전자 보유 계열사 주식 현황

(단위: %, 십억원)

계열사	지분율(%)	시가총액	공정가
상장사			
삼성전자 홀딩스 자사주	13.5	54,257	7,325
삼성전자 사업회사	13.5	162,771	21,974
삼성에스디에스	22.6	11,529	2,603
삼성 SDI	19.6	7,461	1,461
삼성전기	23.7	3,884	920
삼성중공업	17.6	2,343	413
제일기획	12.6	1,979	250
호텔신라	5.1	2,520	129
비상장사			
삼성바이오로직스	47.8		546
삼성디스플레이	84.8		18,509
삼성메디슨	68.5		478
삼성경제연구소	29.8		25
삼성벤처투자	16.3		7
삼성라이온즈	27.5		(0)
스테코	70.0		36
세메스	91.5		72
지분가치 합			54,746

자료: 한국투자증권

대선 이전까지 고조될 지배구조 개편 기대감

여소야대의 상황, 정책의 변화로 지배구조 조기 재편 기대감이 높아졌다. 그 동안 지배구조 개편 기대감으로 수혜주가 단기 급등과 하락을 오랜 기간 반복했다. 투자자의 입장에서 기대와 실망이 반복됐다. 삼성 입장에서도 정부정책, 시장상황, 주주 이해 관계에 따라서 지배구조개편의 시기와 절차를 수정해야 하기에 최종 의사결정을 내리기 쉽지 않았을 것으로 판단된다. 1) 삼성SDS 분할을 준비했지만 주주와의 이해관계로 인해 의사 결정을 내리지 못하는 상황, 2) 예상치 못한 삼성엔지니어링, 삼성중공업의 유상증자(정상화), 3) 삼성바이오로직스/삼성바이오에피스 상장 노이즈 등 변수가 대표적인 예이다.

그러나 대선을 앞두고 각 정당의 정책 압박을 삼성이 과거처럼 간과하기는 힘들 것으로 판단된다. 삼성전자 분할의 가장 큰 목적이 삼성전자 홀딩스-삼성전자 사업회사에 대한 오너 일가의 지배력 강화인 만큼 삼성의 확신이 설 때(주주총회 무사 통과) 최종결정을 내릴 수 있을 것이다. 엘리엇이 단지 삼성물산 7% 지분으로 삼성그룹을 흔들었던 점을 상기하면 오너 일가의 지배력 강화에 대한 확신이 최우선이기 때문이다. 또한 삼성전자가 분할되면 보유 지분가치의 변화로 상속세가 큰 폭으로 증가하기에 이견회 회장이 보유한 삼성전자 지분 3.38%, 삼성생명 20.8%의 지분 증여는 삼성전자 분할 이전에 단행되는 것이 유리해 보인다. 다행히 최근 삼성전자의 실적 개선과 주가 상승으로 삼성에 대한 시장과 주주의 지지도는 점차 개선 중인 것으로 판단된다. 삼성전자 분할 시점에 대한 예측은 불가능하지만 대선 이전 지배구조 관련 법안 발의가 본격화되는 내년까지는 지배구조 개편 기대감이 높아질 것으로 판단한다.

■ Compliance notice

- 당사는 2016년 7월 14일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석담당자와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2016.6.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
80.8%	17.9%	1.3%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.