지주회사

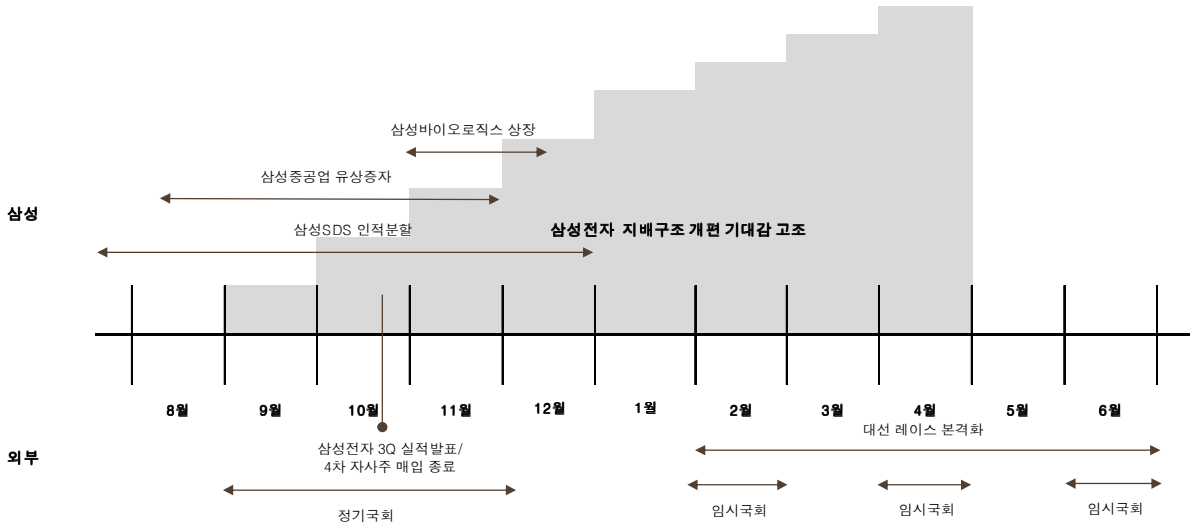
비중확대

삼성의 위기와 지배구조개편의 방향

국회와 경제민주화는 내년 갤럭시S 8을 기다리지 않아

갤럭시 노트 7 사태가 악화되며 삼성이 시련의 시기를 지나는 중이다. 최근 사태 이후 투자자들 사이에서 삼성의 지배구조개편이 예상대로 진행되지 못할 것이라는 우려가 증가했다. 그러나 냉정히 보면 삼성이 막연히 지배구조개편을 미루기가 쉽지 않다. 갤럭시 노트 7 사태 해결과 무관하게 국회의 시계는 흘러가고, 야당의 경제민주화 요구는 강화될 전망이기 때문이다. 대선 레이스를 눈앞에 둔 상황에서 정치권이 합심해서 삼성의 갤럭시 노트 7 사태 해결을 기다리거나, 야당이 경제민주화 법안 발의를 미룰 가능성은 낮다. 국회와 삼성의 시계는 다르기 때문이다. 삼성이 지배구조개편을 자발적으로 연기하고, 내년 국회에서 경제민주화 법안(분할 시 자사주의 의결권 제한 등)이 통과됨을 가정하자. 삼성은 삼성전자 자사주 활용이 어려워지기에 삼성전자 인적분할을 포기하고 새로운 방안을 찾아야 할 것이다. 여소야대의 상황이 최근 삼성의 발 빠른 행보의 원인이라면, 정치권의 상황이 변하지 않는 한 삼성은 지배구조개편을 예정대로 진행할 가능성이 높다. 갤럭시 노트 7 사태가 주주의 신뢰를 떨어뜨려 불편한 상황이지만, 지배구조개편이 기존 스케줄에서 크게 벗어나기도 쉽지 않다.

[그림 1] 삼성그룹 지배구조 개편 타임라인 예상



자료: 한국투자증권

엘리엇 제안과 삼성의 대응에 쏠린 주주의 시선

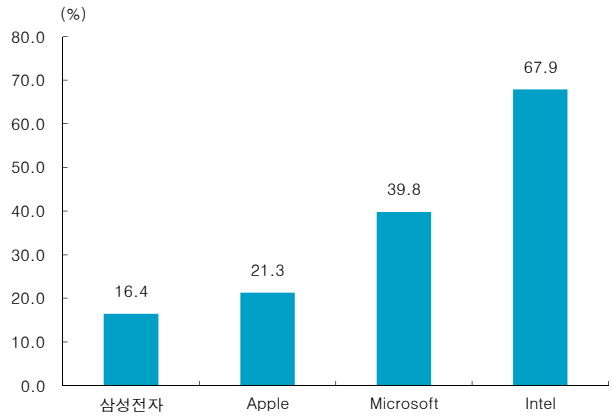
당사 반도체/디스플레이 담당 유종우 위원 의견에 따르면 갤럭시 노트 7의 판매중단과 2차 리콜 시 추가적으로 예상되는 영업이익 감소는 2016년 전체 영업이익 추정치의 9% 수준이다. 삼성전자 주가는 이틀 동안 9.4% 하락하며 일단락 된 모습이다. 이후 투자자의 관심은 엘리엇의 제안에 대한 삼성의 대응이다. 엘리엇의 제안이 급진적이지만 1) 삼성전자의 저평가 해소 명분을 내세웠고 2) 주주를 위한 대규모 배당을 제안했다는 점에서 국내/해외 투자자의 관심이 높아진 상황이다. 일부 외국계 기관투자자가 공식적으로 지지 의사를 밝혔고, 최근 우리의 국내/해외 투자자 미팅으로 짐작

윤태호 3276-5956
taeho3123@truefriend.com

김서연 3276-6246
seoyeon.kim@truefriend.com

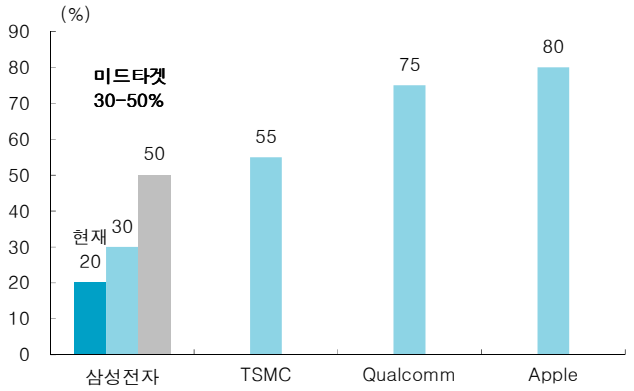
해보면 기존 주주의 기대감이 점차 고조되는 상황이다. 따라서 삼성은 머지 않은 시점 엘리엇의 제안에 대한 대답을 할 가능성이 높다. 1) 전년 삼성전자의 특별자사주 11.3조원 매입 사례, 2) 삼성전자 인적분할/전자홀딩스-삼성물산 합병 이전 주주들의 지지 필요, 3) 갤럭시 노트 7 사태 후 주주의 신뢰 회복을 위해서도 삼성이 통 큰 의사 결정을 할 가능성을 염두에 두어야 한다.

[그림 2] 삼성전자와 외국 peer 기업 배당성향 비교 (2015)



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 3] 삼성전자와 외국 peer 기업 FCF 대비 배당성향 비교 (2015)



주: 삼성전자 타겟 주주환원율은 배당과 자사주 매입 포함
자료: Elliott Management, 한국투자증권

삼성전자 사업회사 특별배당 30조원의 이면

엘리엇의 30조원 특별배당은 삼성전자의 연간 순이익 23조원을 고려 시 과해 보인다. 그러나 우리는 과거에 오너 일가의 상속세 재원 마련, 삼성그룹의 지주 전환 비용 마련을 위해서 지배구조개편 이후 삼성전자 사업회사/삼성전자 홀딩스(+삼성물산)가 수년간 대규모 배당을 지급할 것으로 예상했다. 삼성전자 분할과 동시에 전격적인 주주친화정책이 예상된다는 점에서 결국 최종 규모, 지급 시기, 방법(배당/자사주)에서 주주와 눈높이를 맞출 것이다. 삼성전자 사업회사의 배당은 삼성의 오너일가, 계열사, 특수관계인이 활용할 수 있다는 점에서 특별배당의 이면에 대한 검토도 필요하다.

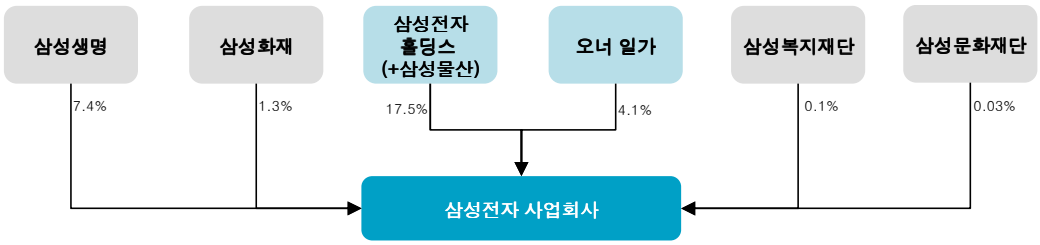
엘리엇의 제안대로 삼성전자 인적분할 → 삼성전자 홀딩스와 삼성물산 합병 → 삼성전자 사업회사 특별배당 30조원 지급을 가정하자. 상기 과정에서 특별배당의 약 30%는 삼성전자 홀딩스(+삼성물산), 오너일가, 삼성계열사(삼성생명/삼성화재), 공익재단(삼성복지재단/삼성문화재단)으로 지급된다. 삼성전자 홀딩스 5.2조원, 오너일가는 1.2조원, 삼성생명은 2.2조원, 삼성화재는 3,895억원, 공익재단은 267억원의 배당금 수익이 예상된다(법인세 및 배당소득세 미반영 기준).

- 삼성전자 홀딩스(+삼성물산)는 삼성생명이 보유하는 삼성전자 사업회사 지분 7.4% 매입을 위한 현금 재원 마련이 가능하다
- 오너 일가는 이건희 회장 보유 지분(삼성전자 3.5%, 삼성생명 20.8%) 상속을 위한 상속 재원 일부 마련이 가능하다
- 삼성생명에는 1) IFRS4 phase2, 신지급여력제도 등 자본건전성을 대비하는 자본확충 방안, 2) 금융계열사 지분 매입 방안(삼성화재 등)이 될 수 있다

상기 과제 해결을 위해서도 삼성전자 홀딩스(+삼성물산), 오너일가, 삼성생명은 현금 재원이 필요한 상황이다. 특별배당은 우리의 예상과 시기, 방법, 규모의 차이일 뿐 오너 일가 및 특수관계인의 현금 확보 결과는 동일하다. 특별배당 이후 지속적인 주주친화정책(배당)이 이어진다면, 삼성전자홀딩스(+삼성물산), 오너일가, 삼성생명은 추가 재원을 확보할 수 있을 것이다.

따라서 엘리엇의 특별배당 30조원은 직관적으로 해석하면 과하지만 삼성전자, 오너일가, 삼성생명이 놓인 특수 상황에 대한 고려도 필요하다. 배당 규모의 차이가 있겠지만 삼성이 단기, 중기, 장기 target 주주환원율을 제시하고 주주와 눈높이를 맞출 가능성이 높다. 삼성전자의 밸류에이션 멀티플에도 영향을 줄 개연성이 충분하다.

[그림 4] 삼성전자 인적분할 → 전자홀딩스-삼성물산 합병 이후 삼성전자 사업회사의 주주구성



주: 삼성전자 인적분할(1:3) 이후 삼성전자 홀딩스와 삼성물산 합병 가정
자료: 각 사, 한국투자증권

<표 1> 삼성전자 사업회사 배당에 따른 주주별 현금유입

(단위: %, 십억원)

		주주별 지분율					
		삼성전자 홀딩스	오너일가	삼성생명	삼성화재	삼성복지재단	삼성문화재단
		17.5	4.1	7.4	1.3	0.1	0.03
삼성전자 사업회사 배당금	40,000	6,991	1,630	2,972	519	25	11
	30,000	**5,243**	**1,222**	**2,229**	**390**	**19**	**8**
	20,000	3,495	815	1,486	260	13	5
	10,000	1,748	407	743	130	6	3

주: 법인세 및 배당소득세 미반영 기준
자료: 삼성전자, 한국투자증권

삼성물산 차선호 제시와 현실적인 고민

투자자 입장에서 갤럭시노트 7 사태를 겪은 삼성전자, 지주 전환 모멘텀이 있는 삼성물산 양자 사이의 고민의 시기이다. 최근 삼성물산 주가가 삼성전자 대비 탄력적이였던 배경은 1) 신고가를 경신한 삼성전자 추가 매입에 대한 부담, 2) 삼성전자 대안주(Proxy) 접근(삼성전자 홀딩스와 합병), 3) 펀드 내 종목 편입 한도 등 때문으로 추정된다. 그럼에도 불구하고 현재의 밸류에이션, 지배구조 모멘텀, 개편 이후 수혜 수준을 고려한다면 우리의 선택은 삼성전자 최선호, 삼성물산 차선호이다.

지분가치 재평가 및 브랜드로얄티가 예상되는 삼성물산을 차선호로 제시한다(삼성전자 최선호). 삼성전자 홀딩스와 합병 기대감이 지속된다는 점에서 삼성전자와 주가는 동행할 것으로 판단된다. 우리의 현실적인 고민은 삼성물산의 과한 주가 상승은 양사간의 합병비율 문제를 부각시켜서 삼성물산의 투자포인트를 소멸시킬 수 있다는 점이다. 삼성물산은 현재 추정 NAV 대비 10%~0% 할인 거래 중이지만, 지배구조개편이 순탄히 진행되지 않을 시 삼성물산의 할인율은 타 지주사처럼 확대될 가능성이 있다.

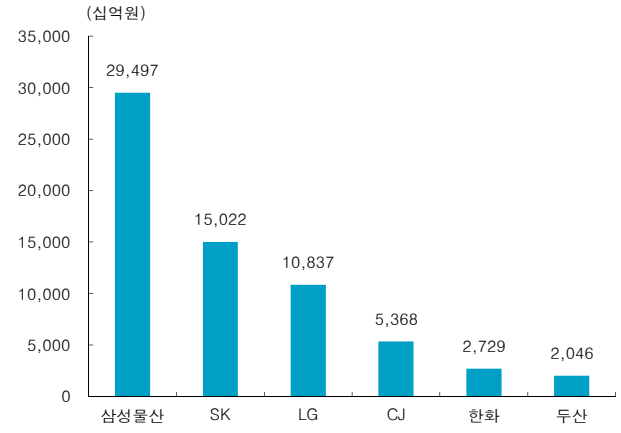
양사 2017F PBR을 비교 시 삼성물산은 1.6배, 삼성전자 홀딩스는 1배로 순자산 기준으로 차이가 있다. 양사 합병의 성패는 삼성물산이 아닌 삼성전자 주주의 적극적인 지지에 있다는 점에서 삼성물산에게 유리한 합병비율은 지배구조개편에 부담이 될 여지는 있다. 그 동안 국내/해외 투자자의 반응을 지켜본 우리의 입장에서는 삼성물산-삼성전자 홀딩스 합병에 대한 투자자 생각이 모두 일치하

지는 않기 때문이다. 엘리엇도 외국인 주주 51.7%를 대표하지는 않는다. 전년 삼성물산-제일모직 합병이 주가 상승으로 이어지지 못했기에 삼성전자 홀딩스-삼성물산 합병 명분과 이로 인한 투자자의 실리가 중요해 보인다. 엘리엇이 기존 주주에게 특별배당 30조원을 제시하고, 반대급부로 삼성물산-삼성전자 홀딩스 합병을 제안했지만 엘리엇의 전제는 양사간의 fair term이다.

다행스러운 점은 NAV 기준으로는 양사간의 합병 설명력이 높다. 전일 종가로 계열사 주가를 조정한 삼성물산의 NAVPS는 174,000원(1배)이다. 현 주가 대비 NAVPS 할인율은 약 11%이다. 우리가 추정한 삼성바이오로직스 지분가치(지분율 52.4% 기준)가 희망 공모가격 range(전체 시가총액 7.5조~9.0조원) 보다 높다는 점에서 삼성바이오로직스 상장 시 삼성물산 NAV의 10% 내외 변동은 가능하다. 이를 반영하면 NAV는 1배 내외 수준이다. 삼성전자 홀딩스는 보유 지분가치의 합으로 약 54.3조원(NAV 1배)가 예상된다. NAV 기준으로는 양사 간 대등한 수준이다. 현재 삼성물산 주가 수준에서는 프리미엄 논란이 과거 삼성물산-제일모직 합병 사례처럼 확대될 가능성은 낮다.

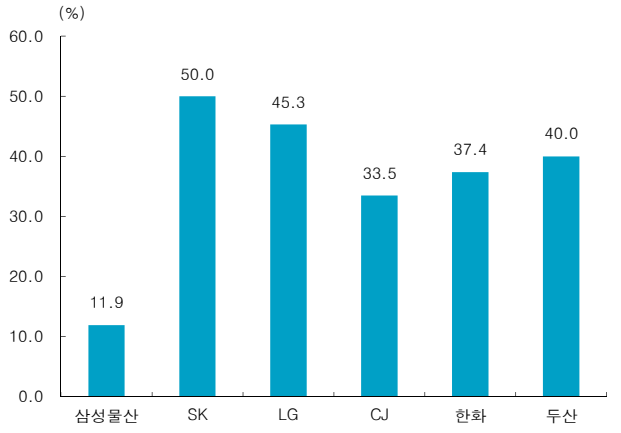
지배구조 모멘텀으로 삼성물산의 주가 상승세가 점쳐진다. 주가 방향성은 결국 시장이 결정하는 것이기 때문이다. 그러나 삼성물산이 지배구조 모멘텀으로 오버슈팅 하는 점은 고민스럽다. 삼성에게 최상의 시나리오는 이에 상응하는 삼성전자 주가 상승과 키 맞추기이다. 아이러니하지만 삼성전자 주가가 상승할수록 지배구조개편 성공 가능성이 높아진다(삼성전자 주주의 지지 필요).

[그림 5] 지주회사 시가총액 비교



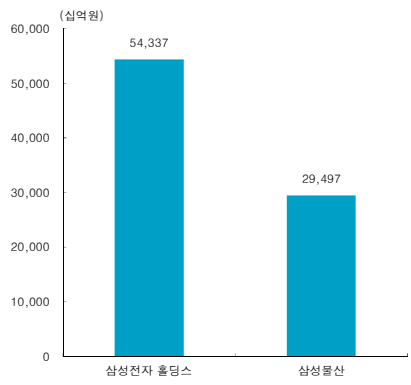
자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 6] 지주회사 NAV 할인율 비교



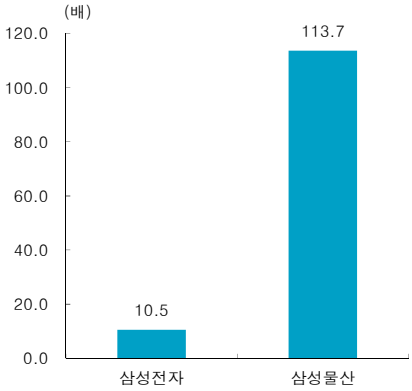
자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 7] 삼성전자 홀딩스 NAV, 삼성물산 시총



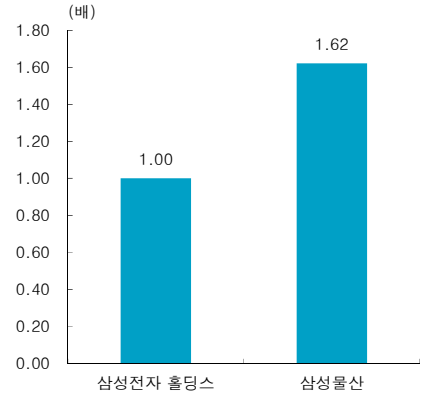
주: 삼성전자 1:3 분할 가정
자료: 각 사, Quantiwise, 한국투자증권

[그림 8] 삼성전자, 삼성물산 PER 비교



주: 2017F 기준
자료: 각 사, Quantiwise, 한국투자증권

[그림 9] 삼성전자 홀딩스, 삼성물산 PBR 비교



주: 삼성전자 홀딩스는 NAV 기준
자료: 각 사, 한국투자증권

<표 2> 삼성물산 SotP Valuation

(단위: 십억원, 원)

		가정
(A) 영업가치 = (a)+(b)+(c)+(d)+(e)	**8,840**	
(a) 패션사업영업가치	494	
EBITDA	45	2016F EBITDA
EV/EBITDA	11.1	한섬(제조업체)과 신세계인터(수입업체) 멀티플 중간
(b) 식품사업영업가치	2,057	
EBITDA	136	2016F EBITDA
EV/EBITDA	15.1	현대그린푸드, 신세계푸드 average
(c) 건설사업영업가치	4,589	
EBITDA	578	2016F EBITDA
EV/EBITDA	7.9	산업평균 대비 20% 할인
(d) 상사사업영업가치	1,503	
EBITDA	170	2016F EBITDA
EV/EBITDA	8.9	산업평균 대비 20% 할인
(e) 조정 레저사업영업가치	196	산출된 영업가치에서 테마파크가 사용하는 시설 부지 50 만평을 추정 장부가 기준으로 차감
레저사업영업가치	271	
EBITDA	42	2015F EBITDA
EV/EBITDA	6.4	해외 peer 평균 대비 40% 할인
(B) 비영업가치 = (f)+(g)+(h)	**24,371**	
(f) 부동산	2,365	경사지 50% – 에버랜드 공시지가 대표지의 2014 년 공시지가 개발가용지 27% – 근교 지역(임야/주택용지) 토지가격 감안 시설용지 23% – 레이크사이드 토지가격 적용
평당가격	1,046,264	
용인단지 내 제일모직 소유 부지	226	
(g) 주식	16,117	2016 년 10 월 11 일 종가
– 삼성전자 4.18%	9,085	
– 삼성생명 19.34%	4,100	
– 삼성 SDS 17.08%	2,095	
– 제일기획 12.64%	236	
– 삼성엔지니어링 6.97%	156	
– 삼성중공업 0.13%	3	
– 아이마켓코리아 0.47%	2	
– 기타지분가치	440	비상장주식 장부가 합산
(h)삼성바이오 지분가치	5,889	최고 추정치 (8.2 조원) 과 장부가액 (3.6 조원) 의 평균
(C) 순차입금	**4,917**	**2016 2Q 기준 장기차입금, 단기차입금에서 현금 및 예치금 등 단기금융자산 차감**
현재차입금	7,531	
현금성자산	2,614	
(D)기업가치 합계 = (A)+(B)–(C)	**28,294**	
주식수	189,690,043	보통주 기준
자사주	26,225,503	자사주 13.8%
자사주 차감 NAV/Shares	174,000	자사주 차감
(E) 목표주가	**167,000**	

자료: 삼성물산, 한국투자증권

삼성전자 vs 삼성물산 선택의 갈림길에서는 삼성전자

삼성전자 주주는 삼성전자 인적분할 시 삼성전자 홀딩스와 삼성전자 사업회사를 동시 보유하게 된다.

1)삼성전자 주주는 삼성전자 인적분할 이후 삼성전자 사업회사 지분가치 재평가의 직접적인 수혜(Capital gain)을 얻을 수 있다. 삼성전자 인적분할 시 삼성전자 사업회사 PER 7배가 기존 10배 수준으로 회귀하면 35%+α의 주가 상승이 예상된다. 인적분할 이후 삼성전자 사업회사의 밸류에이션 멀티플에 따라 추가 업사이드가 가능할 것이다.

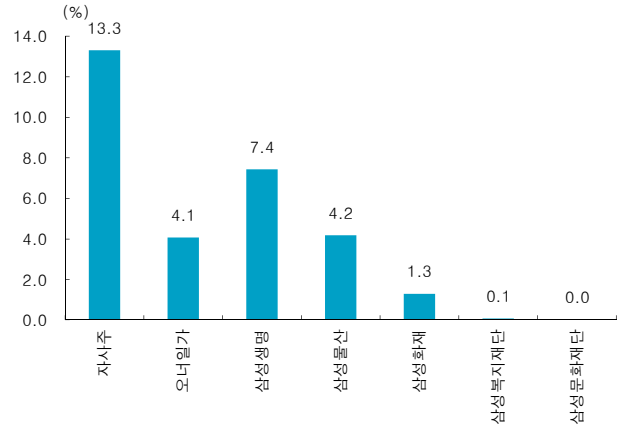
<표 3> 삼성전자 사업회사 분할 후 Valuation (단위: 십억원, 배)

목표 PER	목표 시총	분할 후 시총	Upside (%)	비고
7.0	163,012	163,012		분할 직후
9.5	220,888	163,012	35.5	분할 전 밸류에이션 적용
10.0	232,495	163,012	42.6	
11.0	255,745	163,012	56.9	
12.0	278,994	163,012	71.1	분할 후 삼성 미래계획 발표 (자사주, 배당 등)후 리레이팅
13.0	302,244	163,012	85.4	

자료: Quantiwise, 한국투자증권

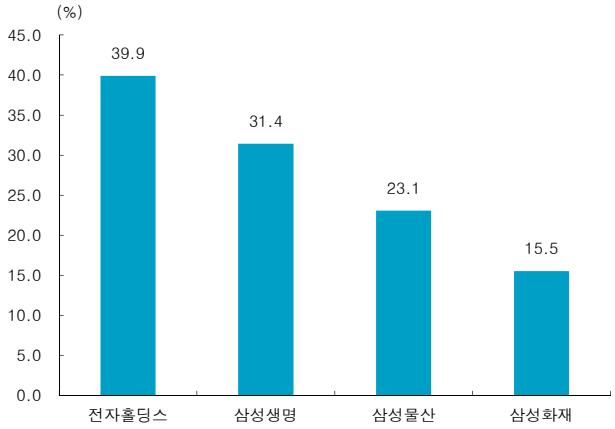
2) 삼성전자 인적분할 시 수혜주는 삼성전자 사업회사 지분을 최대한 보유한 회사이다. 삼성전자 인적분할 시 삼성전자 사업회사 지분은 계열사 별로 삼성전자 홀딩스 13.3%, 삼성물산 4.2%, 삼성생명 7.4%, 삼성화재가 1.3%를 보유하게 된다. 따라서 삼성전자 사업회사 지분가치 재평가 효과 기준으로 삼성전자 홀딩스 수혜가 가장 크다.

[그림 10] 삼성전자 지분 보유 현황



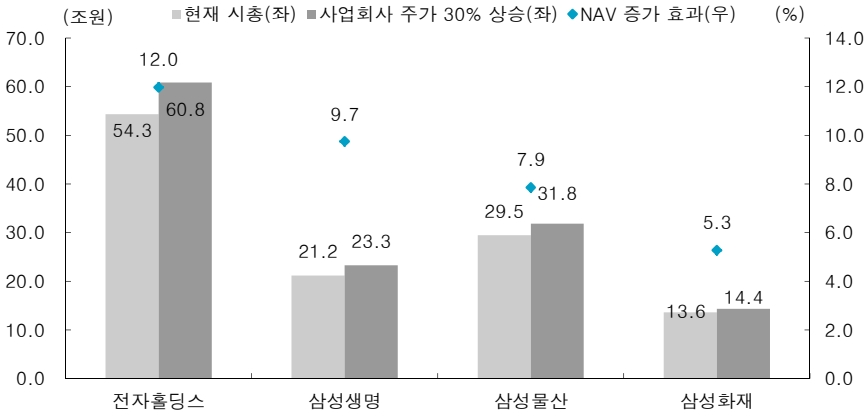
주: 2016년 2분기 말 보통주 기준
자료: DART, 한국투자증권

[그림 11] 시가총액 대비 삼성전자 사업회사 지분 비중



주: 삼성전자 1:3 분할 기준. 삼성생명은 유배당계약자 지분 제외
자료: Quantiwise, 한국투자증권

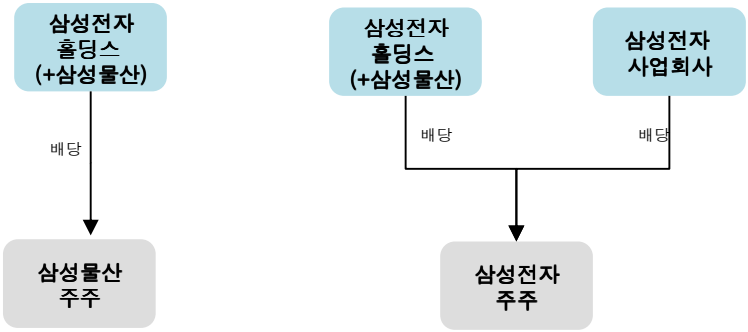
[그림 12] 삼성전자 사업회사 주가 30% 상승 시 시가총액 변화와 증분의 시가총액 비중



주: 삼성전자 1:3 분할 기준. 삼성생명은 유배당계약자 지분 제외
자료: Quantiwise, 한국투자증권

3) 삼성지배구조 개편 이후의 배당 증가의 원천은 삼성전자 사업회사의 배당이다. 주주입장에서 삼성전자 사업회사 지분을 보유하면 삼성전자 사업회사와 삼성전자 홀딩스 배당성향의 직접 수혜를 누릴 수 있다. 삼성물산 주주는 삼성전자 홀딩스가 삼성전자 홀딩스와 합병 시 한 단계를 거친 배당을 지급받게 될 것이다. 배당금 규모의 차이가 있다.

[그림 13] 삼성전자 홀딩스와 삼성물산 합병 이후 물산-전자 지분구조도



자료: 한국투자증권

4) 지주 전환 이후 브랜드로얄티는 삼성전자 홀딩스와 삼성물산 모두에게 공통되는 사안이다. 삼성전가가 그룹 상표권에 대한 지분이 가장 많을 것으로 추정되기에(매출 기준) 브랜드로얄티를 삼성전자가 삼성물산에게 일부 나누어주는 격이다.

삼성물산의 투자포인트는 삼성전자 분할 및 전자홀딩스와의 조합으로 가시화 된다. 삼성물산과 삼성전자 홀딩스와 합병이 전제되어야 그 이후의 수혜도 기대할 수 있다. 삼성전자와 삼성물산을 놓고 투자자의 객관적인 접근이 필요한 시기이다. 우리의 최선호는 삼성전자, 차선호는 삼성물산이다.

■ Compliance notice
- 당사는 2016년 10월 11일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석담당자와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 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 (2016.9.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
81.1%	17.6%	1.3%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 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.