

지주회사 (비중확대)

지배구조 개편의 열쇠, 지주회사



CONTENTS

I. 2013년 하반기 전망	5
1. 투자전략 및 Valuation	5
2. 산업전망: 지배구조 개편 가시화	9
II. 일감몰아주기 규제	10
1. 일감몰아주기 규제 이해	10
2. 일감몰아주기 규제 추진현황	12
3. 일감몰아주기 증여의제 과세	15
4. 일감몰아주기 규제 영향과 투자기회	19
III. 중간금융지주회사 도입	22
1. 중간지주회사 도입 의미	22
2. 대기업 및 지주회사 현황	23
3. 중간금융지주회사 추진현황	25
4. 투자기회와 사례분석	26
IV. 금산분리 강화	28
1. 금산분리 강화 의미	28
2. 금산분리 정책 현황	29
3. 금산분리 강화 영향 및 사례분석	31
V. 지주회사 전환	35
1. 경제민주화 관련 규제 강화	35
2. 지주회사 전환 목적	36
3. 지주회사 전환 방식	39
4. 지주회사 전환의 투자기회	41
지주회사 Top Picks	43
SK (003600)	44
LG (003550)	50

경제민주화 관련 정책 강화 → 지주회사 전환 선택을 유도

1) 일감몰아주기 규제 강화: 부당이득 환수 등 대기업 지배주주의 사익편취 행위 근절

2013년 7월부터 일감몰아주기에 따른 증여의제 세금 매년 과세. 일감몰아주기 해당 기업들은 내부매출 비중의 축소 노력과 함께 과세 부담의 완화를 위해 지주회사로의 전환이 이루어질 가능성도 있음

2) 금산분리 강화: 금융보험사 의결권 제한 강화, 금융회사 대주주에 대한 적격성 심사 확대 등

금산복합 대기업집단은 현 체제를 유지하기 위해 금산분리 강화를 감수하는 것보다 금산분리 전제로 중간금융지주회사 도입과 연계, 금융사를 보유하면서 지주회사 체제로의 전환-선택을 유도

3) 중간금융지주회사 도입: 일반지주회사의 금융회사 보유 허용

금산융합의 폐해 예방과 동시에 다수의 금융계열사를 소유한 기업들은 금융자회사 보유 지분의 외부처리 없이 지주회사 체제로 전환할 수 있는 길이 마련, 궁극적으로는 지주회사 전환을 유도

4) 지주회사 전환 혜택: 조세특례제한법 상 현물출자에 의한 지주회사 설립 등 과세특례

지주회사 전환을 유도하기 위해 지주회사 설립을 위한 현물출자의 경우, 지주회사와 자회사의 주식교환에 따라 발생하는 주식양도 차익에 대한 양도소득세를 유예(~2015년 12월말까지 한시적)

지주회사 Top Picks: SK(003600), LG(003550)

SK는 자회사 SK E&S의 대안투자로서 지주회사인 동사가 주목을 받을 수 있다는 판단이다. 일부 원전의 가동 중단 등 국내 전력공급의 어려움이 지속되는 가운데 SK E&S의 LNG 발전사업 부문 영업 가치가 재차 부각될 것으로 예상된다.

LG는 저평가 국면 탈피가 현재 단계적으로 진행되고 있다. 그 시작은 LG전자를 중심으로 그룹 내 전자 계열사의 경쟁력 회복에 대한 기대감에서 비롯된다. 특히 동사의 주가에 있어 저평가의 매듭이었던 LG전자의 MC사업부가 최근 스마트폰 판매 증가와 함께 본격적인 성장의 가능성이 높아졌다.

그림 1. 경제민주화 관련 규제 강화 → 지주회사 전환 선택 유도

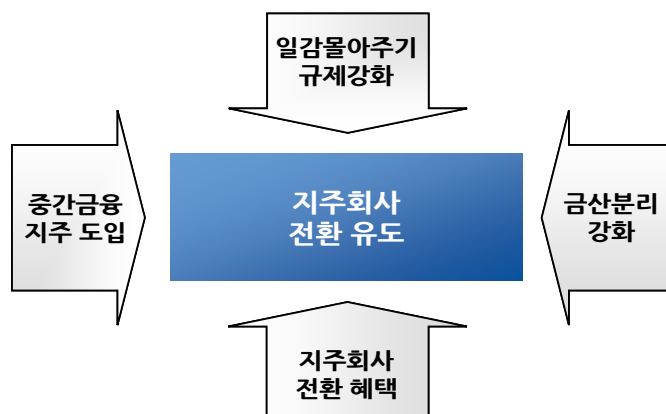
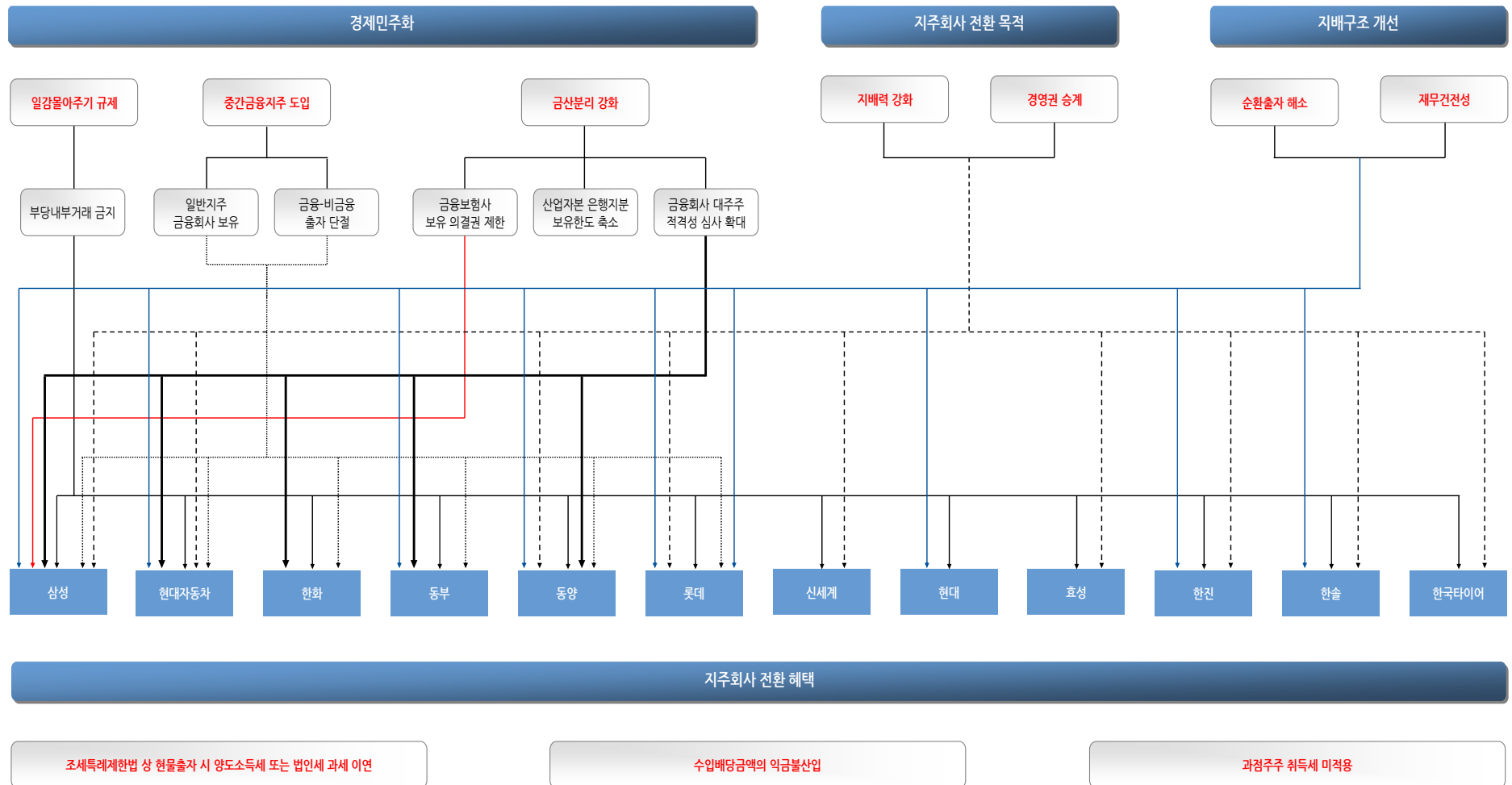


그림 2. 대기업집단 현황: 필요와 선택에 의한 지주회사 전환 예상



I. 2013년 하반기 전망

1. 투자전략 및 Valuation

2013년 하반기 지주회사 선택의 기준은 저평가라는 Valuation 매력과 함께 경기 불확실성 높아지는 가운데 성장이 가능한 자회사 및 사업 포트폴리오의 보유여부를 중점적으로 고려하고자 하였다. 성장성이 담보된 자회사를 보유하고 있는 지주회사 역시 동반 성장이 충분히 가능하다는 판단 하에 SK(003600)와 LG(003550)를 지주회사 업종 내 Top Picks로 제시한다.

SK는 자회사 SK E&S의 대안투자로서 지주회사인 동사가 주목을 받을 수 있다는 판단이다. 일부 원전의 가동 중단 등 국내 전력공급의 어려움이 지속되는 가운데 SK E&S의 LNG 발전사업 부문 영업 가치가 재차 부각될 것으로 예상한다. 자회사 SK이노베이션 또한 2분기 실적은 유가하락 등으로 부진할 것으로 예상되나, 원유 및 석유제품 수급 개선으로 3분기부터 실적이 빠르게 개선되면서 동사 NAV 증대에 일조할 수 있을 전망이다.

LG는 저평가 국면 탈피가 현재 단계적으로 진행되고 있다는 판단이다. 그 시작은 LG전자를 중심으로 그룹 내 전자 계열사의 경쟁력 회복에 대한 기대감에서 비롯되고 있다. 특히 그 동안 동사의 주가에 있어 저평가의 매듭이었던 LG전자의 MC사업부가 지난 1분기 스마트폰 1,030만대를 판매하면서 향후 본격적인 성장의 가능성이 높아졌다는 점이 긍정적이다. 아울러 동사는 배당금, 상표권사용수익, 임대수입 등을 통해 연간 2,000억원에 달하는 현금흐름 창출능력 역시 탁월하다.

표 1. 지주회사 유니버스 투자 의견 및 목표주가

(원,배)

종목	코드번호	투자 의견	목표주가	현재주가	상승여력	PER	PBR	할인율
SK	003600	매수	235,000	173,000	36.0%	6.6	1.9	44.3
LG	003550	매수	90,000	69,700	29.0%	11.2	1.0	45.7
두산	000150	매수	160,000	138,000	16.0%	16.3	1.1	31.9
한화	000880	매수	42,000	31,500	33.0%	3.9	0.4	42.8

주: PER, PBR은 2013년말, 주가 2013년 6월 4일 종가 기준

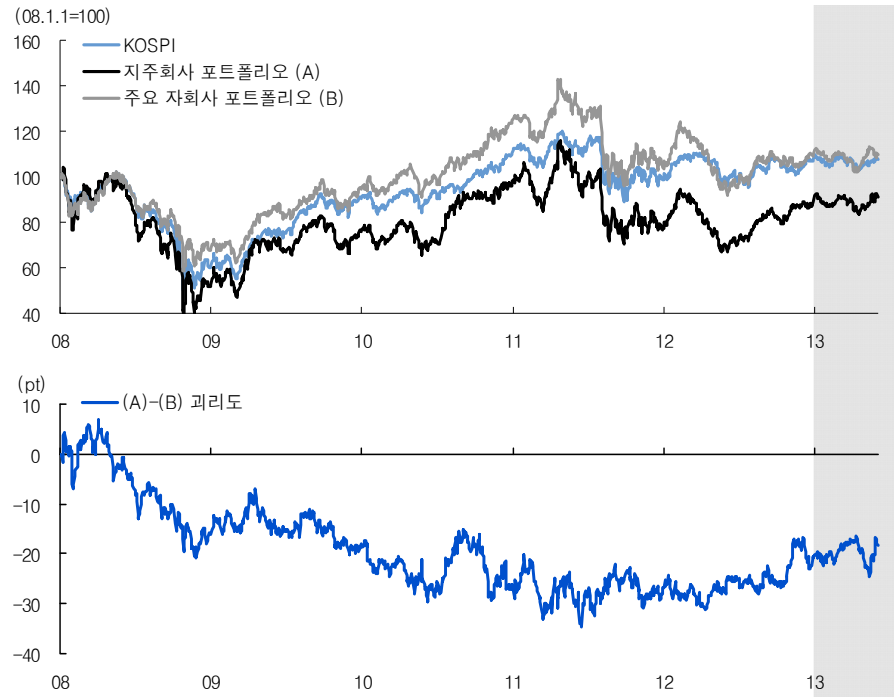
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 지주회사 상대주가 추이



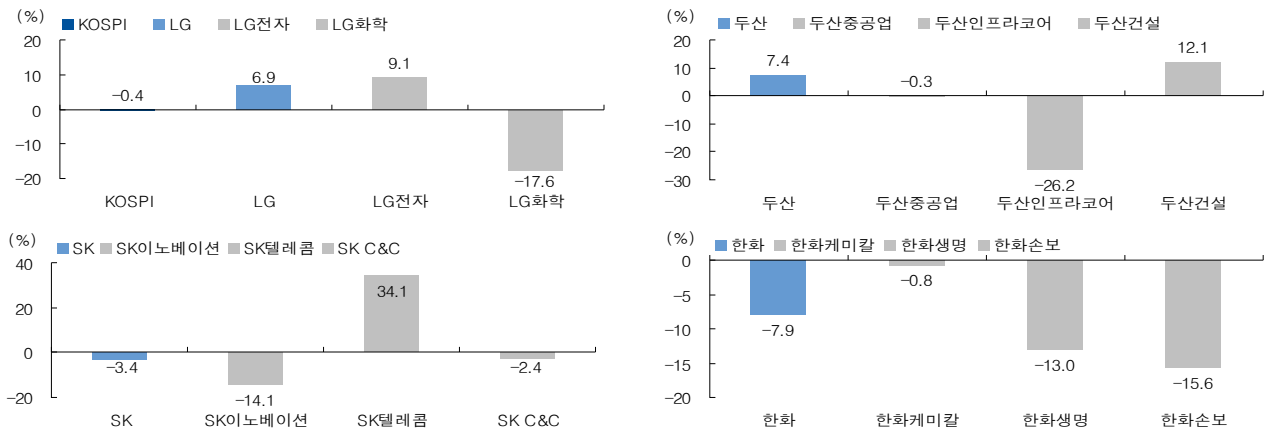
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 지주회사 자회사 포트폴리오 상대주가 추이



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 지주회사 및 주요 자회사 연초 대비 주가 변동폭 비교



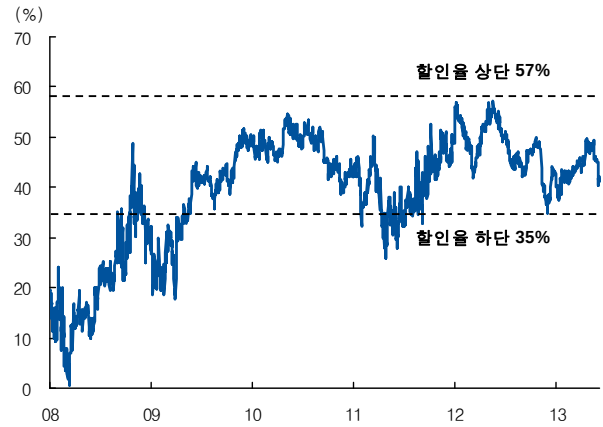
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 6. LG의 NAV 대비 할인율 추이



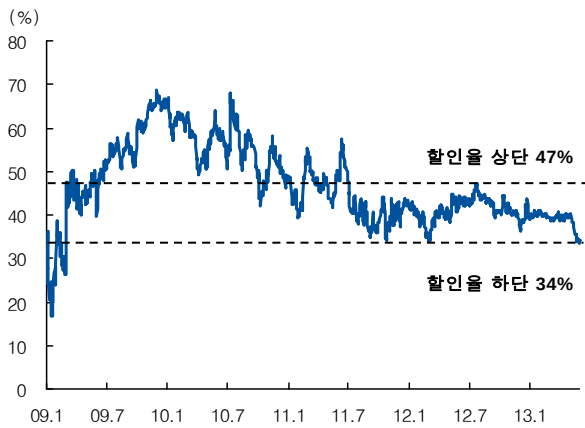
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 7. SK의 NAV 대비 할인율 추이



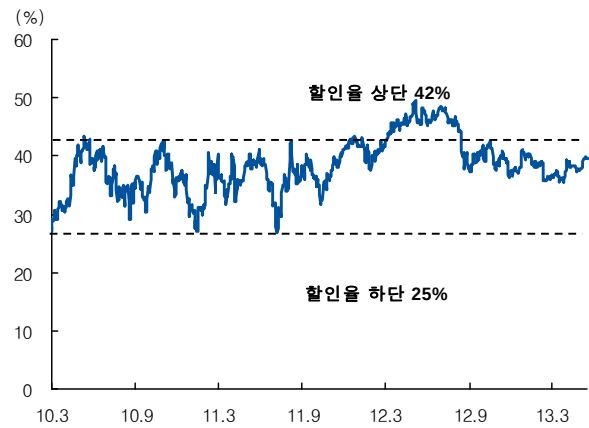
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 8. 두산의 NAV 대비 할인율 추이



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 9. 한화의 NAV 대비 할인율 추이



자료: KDB대우증권 리서치센터

표 2. 주요 지주회사 주가추이 및 할인율

(원,십억원,%)

	목표주가	현재주가	상승여력	주가 추이				NAV	시가총액	할인율	월간 누적 순매수	
				1 W	1 M	3M	YTD				기관	외국인
KOSPI	-	2,001.05	-	1.4	1.9	-1.3	0.2	-	1,160,688	-	370.4	764.7
지주회사(20개사)	-	-	-	2.3	2.2	-3.3	-3.6	-	37,202	-	-	-
LG	90,000	70,300	28.0	2.3	7.2	6.7	7.8	22,205	12,131	45.4	1.0	43.1
SK	235,000	178,000	32.0	6.3	12.3	1.1	-0.6	14,758	8,359	43.4	69.8	-9.5
두산	160,000	142,000	12.7	2.2	15.4	10.1	10.1	4,325	2,964	31.5	10.4	6.0
한화	42,000	31,700	32.5	-0.2	1.6	-9.2	-7.3	4,175	2,376	43.1	-12.0	15.0

주: 13. 5. 31 종가 기준, 자료: KDB대우증권 리서치센터

표 3. LG와 주요 자회사 주가 상관계수

(원,십억원,%)

	Code	현재주가	주가 추이				시가총액	지분율	NAV	NAV 기여도	주가 상관계수 (2012년 ~)
			1 W	1 M	3M	YTD					
LG	003550	70,300	2.3	7.2	6.7	7.8	12,131	-	22,205	-	-
LG화학	051910	273,500	5.4	5.2	-7.8	-17.1	18,125	33.5	6,072	27.3	0.49
LG전자	066570	81,200	1.5	-7.8	3.7	10.3	13,288	33.7	4,478	20.2	0.82
LG생활건강	051900	624,000	-1.6	0.8	0.5	-5.0	9,746	34.0	3,314	14.9	-0.27
LG유플러스	032640	11,700	-3.3	12.5	37.6	50.0	5,108	30.6	1,563	7.0	0.40
LG생명과학	068870	50,500	-1.2	-8.0	-10.1	12.1	837	30.4	254	1.1	0.37

주: 13. 5. 31 종가 기준, 자료: KDB대우증권 리서치센터

표 4. SK와 주요 자회사 주가 상관계수

(원,십억원,%)

	Code	현재주가	주가 추이				시가총액	지분율	NAV	NAV 기여도	주가 상관계수 (2012년 ~)
			1 W	1 M	3M	YTD					
SK	003600	178,000	6.3	12.3	1.1	-0.6	8,359	-	14,758	-	-
SK이노베이션	096770	149,500	2.0	-0.3	-16.0	-14.1	13,824	33.4	4,617	31.3	0.58
SK텔레콤	017670	209,500	-5.0	8.3	17.4	37.4	16,916	25.2	4,263	28.9	0.55
SK E&S	비상장	-	-	-	-	-	-	94.1	4,379	29.7	-
SK네트웍스	001740	7,000	0.6	-4.1	-12.4	-17.2	1,737	39.1	679	4.6	-0.27
SKC	011790	209,500	-0.1	2.4	-3.0	-19.2	1,231	42.5	523	3.5	-0.21
SK C&C	034730	102,500	0.0	10.9	-0.5	-0.5	5,125	모회사	-	-	-0.06
하이닉스	000660	32,200	2.5	7.7	21.5	25.0	22,352	손자회사	-	-	0.20

주: 13. 5. 31 종가 기준, 자료: KDB대우증권 리서치센터

표 5. 두산과 주요 자회사 주가 상관계수

(원,십억원,%)

	Code	현재주가	주가 추이				시가총액	지분율	NAV	NAV 기여도	주가 상관계수 (2012년 ~)
			1 W	1 M	3M	YTD					
두산	000150	142,000	2.2	15.4	10.1	10.1	2,964	-	4,325	-	-
두산중공업	034020	47,050	5.7	14.9	7.3	4.1	4,981	41.2	2,054	47.5	0.83
두산인프라코어	042670	47,050	0.8	0.0	-17.4	-23.2	2,201	손자회사	-	-	0.73
두산건설	011160	2,750	0.0	11.8	-1.6	9.3	1,518	손자회사	-	-	0.79
오리콤	010470	3,185	0.5	-0.5	11.0	16.7	34	71.7	24	0.6	0.33

주: 13. 5. 31 종가 기준, 자료: KDB대우증권 리서치센터

표 6. 한화와 주요 자회사 주가 상관계수

(원,십억원,%)

	Code	현재주가	주가 추이				시가총액	지분율	NAV	NAV 기여도	주가 상관계수 (2012년 ~)
			1 W	1 M	3M	YTD					
한화	000880	31,700	-0.2	1.6	-9.2	-7.3	2,376	-	4,175	-	-
한화케미칼	009830	18,050	-0.8	10.4	-9.3	-1.6	2,532	37.6	951	22.8	0.43
대한생명	003550	6,990	-0.6	4.3	-3.5	-9.9	6,071	21.7	1,316	31.5	0.72
한화건설	비상장	-	-	-	-	-	-	100.0	1,059	25.4	-
한화증권	003530	4,250	0.0	6.5	-8.6	0.8	354	계열사	-	-	0.62
한화손보	000370	5,230	0.0	1.6	-9.2	-14.1	255	계열사	-	-	0.47

주: 13. 5. 31 종가 기준, 자료: KDB대우증권 리서치센터

2. 산업전망: 지배구조 개편 가시화

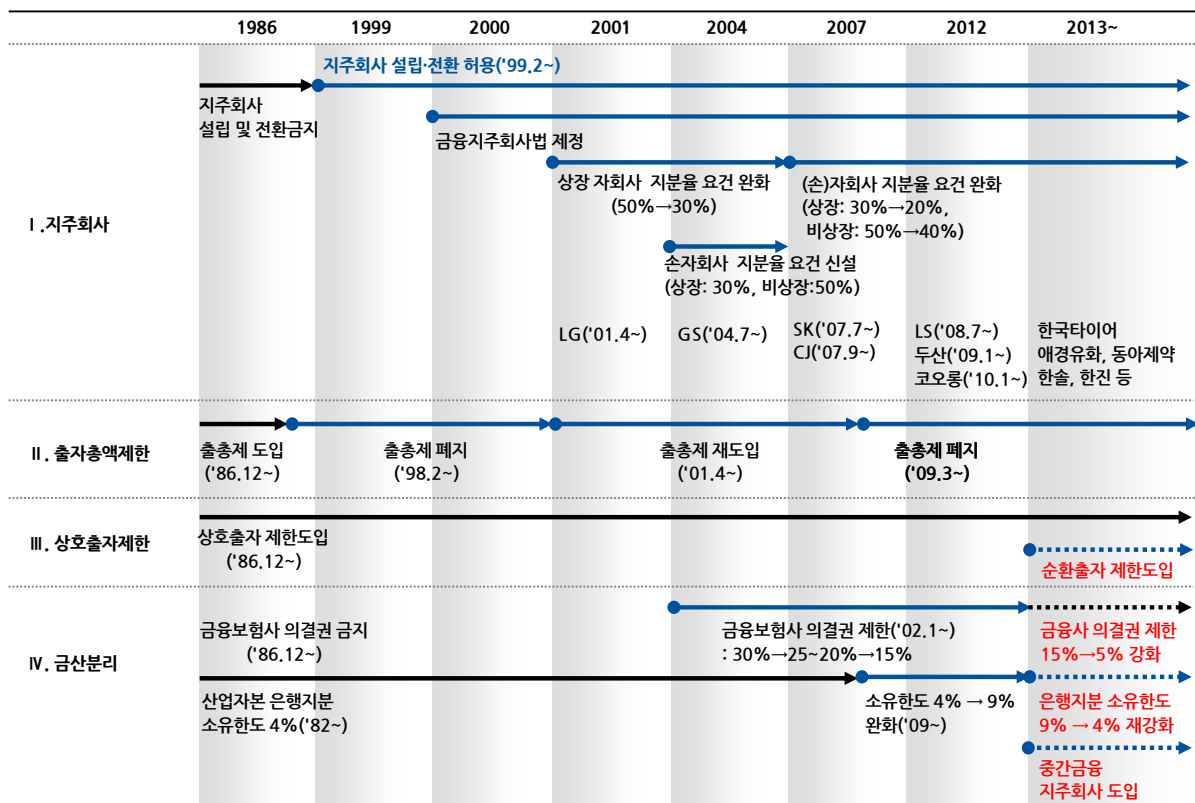
지주회사로 전환하고자 의도했던 상당수의 기업집단은 이미 지주회사로 전환을 한 상태이며, 지금까지 지주회사로 전환하지 않은 기업집단은 지주회사로 전환을 할 의지가 약하거나, 의지는 있으나 관련 법률 등의 문제로 지주회사로의 전환이 쉽지 않은 경우이다.

그러나 공정거래법의 개정으로 순환출자가 전면 금지되거나 출자총액제한제도가 부활되는 등 기업지배구조 관련 규제 측면에서 현재보다 강화되는 움직임이 나타난다면 이를 회피하기 위한 방안으로 지주회사 전환을 선택할 여지는 커질 수 있다. 즉, 일련의 경제민주화 관련 정책의 도입은 대기업 및 중견기업들로 하여금 최선 내지 차선책으로 지주회사 전환선택을 검토하게 할 수 있다.

현재 논의되고 있는 지배구조 관련 정책은 크게 1) 일감몰아주기 규제, 2) 중간금융지주 도입, 3) 금산분리 강화, 그리고 4) 지주회사 전환 혜택 등으로 요약된다. 이러한 환경 아래 각 기업집단은 **향후 규제의 불확실성과 현실적 필요에 따라 지주회사로 전환할 가능성이 있으며**, 이러한 움직임은 관련 규제의 입법화 속도에 따라 예상보다 빨라질 수 있다는 판단이다.

지주회사 전환을 선택하는 현실적 필요성은 지배력 강화 내지 경영권 승계가 핵심이다. 우선 지배주주들은 지주회사 전환을 통해 지주회사에 대한 지분율만 확보함으로써 추가적인 자금 소요 없이 그룹 전체에 대한 지배력 강화가 가능하다. 또한 2세, 3세를 위한 경영권 승계 목적에 있어서도 지주회사 전환을 선택할 여지가 있다. 대부분의 주요 그룹들은 계열사 간 복잡한 순환출자 등을 통해 그룹 전체의 지배권을 유지하고 있는 경우가 많은데, 이러한 경우 지주회사 전환을 통해 지주회사 지분율을 확보하게 해줌으로써 자연스럽게 2세·3세로의 경영권 승계가 이루어 질 수 있기 때문이다.

그림 10. 2013년 대기업 관련 정책의 강화 전망



자료: KDB대우증권 리서치센터

II. 일감몰아주기 규제

1. 일감몰아주기 규제 이해

(1) 대기업 내부거래 현황

일감몰아주기란 일반적으로 지배주주 일가가 지분을 많이 보유한 특정 계열사에 다른 계열사들이 일감을 몰아줌으로써 특정 계열사가 이익을 얻고, 이를 통해 종국적으로 지배주주 일가가 이익을 얻는 것을 말하는 지원성 거래를 말한다.

공정거래위원회가 발표한 대기업 내부거래 현황을 살펴보면 46개 대기업집단 매출액 가운데 계열사에 대한 매출액 비중은 2011년 말 13.2%로 전년도인 2010년 말 12.0%보다 더 높아졌다. 특히 비상장사의 내부거래 비중은 24.5%로 상장사의 세 배 수준에 달했다. 또한 총수가 있는 대기업의 내부거래 비중은 13.6%로 총수가 없는 그룹의 11.1%보다 더 높게 나타났다.

공정위는 총수일가가 지분율이 높고 규모가 작은 비상장사의 내부거래 비중이 높다는 사실로부터 재산 증식을 위한 일감몰아주기의 개연성이 존재한다고 판단한다. 총수일가가 상대적으로 내부거래에 용이한 소규모 비상장사를 설립(지분취득)한 후 계열사들이 일감을 몰아줄 가능성이 높으며, 특히 SI, 부동산, 도매, 광고, 물류 등 특정업종에서 문제의 소지가 높은 것으로 분석하고 있다.

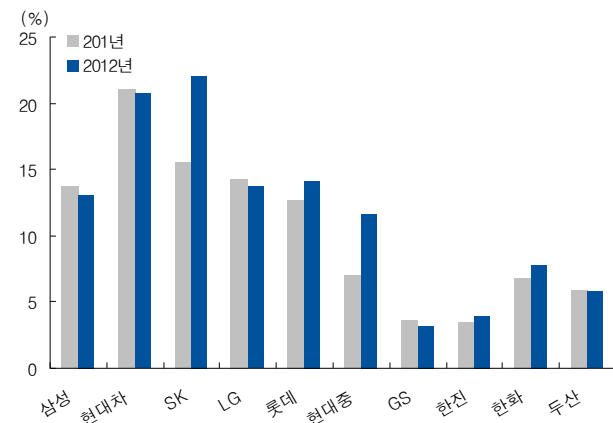
표 7. 대기업 내부거래비중 현황

(%,조원,개사)

구 분		모든 계열사 내부거래		상장회사 내부거래		비상장회사 내부거래	
		비중(금액)	회사수	비중(금액)	회사수	비중(금액)	회사수
전체 집단	2011년(43개)	12.04 (144.7)	1,083	8.82 (81.3)	216	22.59 (63.4)	867
	2012년(46개)	13.24 (186.3)	1,373	8.62 (86.0)	237	24.52 (100.2)	1,136
	증감(%p)	1.20 (41.6)	290	-0.20 (4.7)	21	1.93 (36.8)	269
총수있는 집단	2011년(35개)	12.48 (129.9)	975	9.30 (74.5)	197	23.11 (55.4)	778
	2012년(38개)	13.57 (165.0)	1,236	8.57 (73.8)	217	25.64 (91.3)	1,019
	증감(%p)	1.09 (35.1)	261	-0.73 (-0.7)	20	2.53 (35.9)	241
총수없는 집단	2011년(8개)	9.18 (14.8)	108	5.63 (6.8)	19	19.55 (8.0)	89
	2012년(8개)	11.12 (21.2)	137	8.89 (12.3)	20	16.95 (9.0)	117
	증감(%p)	1.94 (6.4)	29	3.26 (5.5)	1	△2.60 (1.0)	28

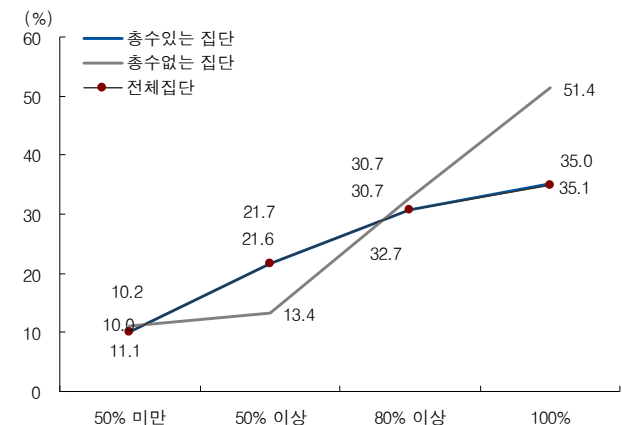
주: 46개 민간대기업집단 대상, 각각 2010년말, 2011년말 기준, 자료: 공정거래위원회, KDB대우증권 리서치센터

그림 11. 상위 10개 그룹 내부거래 현황



주: 총수있는 기업집단 기준, 자료: 공정거래위원회, KDB대우증권 리서치센터

그림 12. 계열사 지분율과 내부거래비중



자료: 공정거래위원회, KDB대우증권 리서치센터

(2) 현행 일감몰아주기 규제

공정거래위원회에서는 일감몰아주기를 독점규제 및 공정거래에 관한 법률(공정거래법)상 불공정행위 중의 한 유형으로 분류하여 규제하고 있다. 현행 공정거래법상 불공정거래행위란 1) **부당하게 특수관계인 또는 다른 회사에 대하여 상품·용역 등을 제공하거나**, 2) **현저히 유리한 조건으로 거래하여 특수관계인 또는 다른 회사를 지원하는 행위**를 말한다. 따라서 일감몰아주기 행위 역시 공정거래법상 불공정행위에 해당하려면 부당성 및 현저성 요건을 충족해야만 한다.

표 8. 공정거래법상 일감몰아주기 규제

구분	공정거래법 제23조 7항
불공정거래행위	부당하게 특수관계인 또는 다른 회사에 대하여 상품·용역 등을 제공하거나 (부당성 요건) 현저히 유리한 조건으로 거래하여 특수관계인 또는 다른 회사를 지원하는 행위 (현저성 요건)
현저히 유리한 조건	1) 현저히 낮거나 높은 대가로 거래하여 경제상 이익을 제공하는 행위 (가격기준) 2) 현저한 규모로 거래하여 경제상 이익을 제공하는 행위 (물량기준)

자료: KDB대우증권 리서치센터

부당성 요건은 원칙적으로 지원행위로 인해 지원객체의 관련 시장에서 경쟁이 저해되거나 경제력 집중이 야기되는 등으로 공정한 거래를 저해할 우려가 있는지 여부에 따라 판단된다. 그리고 현저성 요건은 현저히 낮거나 높은 가격으로 거래하는 경우 또는 현저한 규모로 거래하는 경우에 해당해야 한다. 현저히 낮거나 높은 가격으로 거래한다는 의미는 정상가격과 비교해 낮거나 높다는 것을 의미하고, 현저한 규모로 거래하는 경우는 거래가격이 정상가격의 범위 내에 있다고 하더라도 불공정거래행위에 해당한다.

현실에서 대부분의 일감몰아주기는 거래금액은 비록 정상적일지라도 총수일가가 출자한 회사에게 현저한 규모의 물량을 지원함으로써 지배주주에게 실질적인 부의 이전이 나타나는 경우가 많다. 이는 공정거래법상 부당한 지원행위의 유형 중 ‘현저한 규모로 거래하여 과다한 경제상 이익을 제공함으로써 지원하는 행위’에 해당할 수 있다. 그러나 물량을 거의 100% 몰아주는 극단적인 경우를 제외하고 계열사들 간에 대규모 거래관계를 형성하는 행위만으로 일감몰아주기에 따른 부당지원 행위로까지 실제 성립된 경우는 거의 없었고, 대부분 현저한 규모의 거래행위뿐만 아니라 유리한 가격으로 인한 과다한 경제상 이익의 제공도 인정되어야 일감몰아주기에 따른 불공정거래행위로 판단했다.

이는 대법원이 ‘현저한 규모의 거래라 하여 바로 과다한 경제상 이익을 준 것이라고 할 수 없다’고 판시한 점을 통해서도 확인할 수 있다. 따라서 **현행법에서는 소속 계열사들 간에 대규모 거래관계를 형성·유지하였다고 하더라도 그 거래조건이 정상 수준으로 형성된 경우, 일감몰아주기에 따른 부당지원 행위의 성립이 어려운 것이 사실이다.**

그림 13. 일감몰아주기의 부당성: 지배주주의 재산가치 증가



자료: KDB대우증권 리서치센터

2. 일감몰아주기 규제 추진현황

(1) 정부와 공정거래위원회

일감몰아주기 규제에 대한 새정부의 입장은 지난 2월 대통령직인수위원회에서 제시된 '원칙이 바로 선 시장경제 질서 확립'이라는 국정과제 속에서 확인할 수 있다. 대부분 선거 전 박근혜 대통령이 제시한 공약에서 확인할 수 있는 내용으로, 그 핵심은 대기업 지배주주의 사익편취행위 근절이다.

대기업집단 지배주주의 사익편취행위 금지와 관련해 ① 총수일가의 사익편취행위 규제 규정을 공정거래법에 신설하고, ② 이익을 본 총수일가에게도 직접 과징금을 부과하여 부당이익의 환수 방안을 제시하였다. 또한 현행 부당지원금지 규정을 강화하는 측면에서 ① 부당지원행위의 현행 위법성 성립요건인 '현저히 유리한 조건'에서 '현저히'를 삭제하거나 '상당히'로 완화하며, ② 부당 지원을 받지 않을 의무와 ③ 통행세 관행을 부당지원 유형으로 신설함으로써 이를 위반 시 제재하고자 하였다.

표 9. 대통령직인수위원회 제안 국정과제(2013.2.21)

국정과제	내용
대기업 집단 지배주주의 사익편취행위 근절	1) 총수일가의 사익편취행위 금지규정 추가 신설, ① 공정거래법(제3장)에 규정 신설 ② 이익을 본 총수일가에게도 직접 과징금 부과, 부당이익 환수
	2) 현행 부당지원금지 규정 강화 ① 부당지원행위의 위법성 성립요건 중 '현저히'를 삭제하거나 '상당히'로 완화 ② 수혜자에게도 부당지원을 받지 않을 의무 신설, 위반시 제재 ③ 부당지원의 한 유형으로 통행세 관행 신설 제재
	3) 대기업 현황공시 개선: 총수일가 지분을, 내부거래비중 추이 등 분기별 공시

자료: 제18대 대통령직인수위원회, KDB대우증권 리서치센터

이에 대한 구체화는 공정거래위원회의 2013년 대통령 업무계획 보고에서 이루어졌다. 현행 부당내부거래 금지규정(공정거래법 제5장) 중에서 ① 위법성 성립요건 중 '현저히'에서 '상당히'로 완화, ② 지원객체에게 부당지원을 받지 않을 의무를 신설, ③ 부당내부거래의 한 유형으로 통행세 관행 신설 등을 통해 대기업이 리스크없이 부당하게 보상받는 행위를 근절하기로 했다.

한편 현행 규정의 강화로 해결할 수 없는 총수일가 사익편취 행위 등은 별도 규제를 신설(공정거래법 제3장)함으로써 ① 계열사간 거래는 원칙적으로 허용하되, 예외적으로 부당하게 특혜성거래를 통해 총수일가에게 경제상 이익을 귀속시키는 행위를 규제하기로 하였다. 이렇게 사익편취 규제가 신설되면 현행 부당내부거래 금지규정으로 규제할 수 없는 총수일가 개인에 대한 지원, 정상가격과 차이가 없거나 산정이 곤란한 일감몰아주기, 사업기회유용 등 부당한 거래에 대해 규제 가능할 수 있다.

또한 ② 대부분의 공정거래법 위반행위와 마찬가지로 공정위가 계열사간 거래의 부당성을 입증한다는 점이 명확하도록 관련 조문을 정비하기로 하였으며, ③ 내부거래를 통해 일감을 지원한 회사뿐 아니라 일감을 받은 회사에 대해서도 과징금을 부과하여 부당이익을 환수하기로 하였다. 다만 ④ 총수일가 지분이 30% 이상일 경우 총수일가의 관여·지시 사실을 추정하는 부분은 과잉규제 논란이 있으므로 관련 규정을 삭제하기로 하였다.

표 10. 공정거래위원회 업무보고(2013.4.24)

구분	내용
현행 부당내부거래 금지규정 강화 (공정거래법 제5장)	① 위법성 성립요건 중 '현저히 유리한 조건'에서 '상당히'로 완화 ② 지원객체에게 부당지원을 받지 않을 의무를 신설하고 위반 시 제재 ③ 부당내부거래의 한 유형으로 통행세 관행 신설
총수일가 사익편취 행위 등 규제 신설 (공정거래법 제3장)	① 계열사간 거래 원칙적 허용, 예외적으로 부당한 특혜성거래 행위 규제 ② 공정위의 계열사간 거래 부당성 입증 책임 등 관련 조문 정비 ③ 지원주체뿐만 아니라 지원객체에도 과징금을 부과, 부당이익 환수 ④ 총수일가 지분이 30% 이상일 경우 관여·지시 사실 추정하는 관련규정 삭제

자료: 공정거래위원회, KDB대우증권 리서치센터

(2) 국회 논의 현황

일감몰아주기 규제 관련 현재 국회 정부위원회에서 논의 중인 공정거래법 개정안의 주요 내용은 크게 부당한 일감몰아주기의 판단 기준 강화와 처벌 수준 강화의 두 가지로 요약할 수 있다.

첫째, 부당한 일감몰아주기의 판단 기준에 있어 공정거래법 제3장에 '경제력 집중을 유지하거나 강화하는 거래의 제한' 항목(11조의 5)을 신설하고, 공정거래법 제11조에 '정당한 이유 없이' 총수 일가의 재산 증식이나 편법 상속을 목적으로 이뤄지는 내부거래를 부당 내부거래로 규정하기로 하였다.

특히 부당 내부거래 유형으로 ① 정상적인 거래보다 상당히 유리한 조건으로 거래, ② 비계열 독립기업은 얻기 어려운 특혜성 거래 기회 제공, ③ 총수일가가 회사의 사업기회를 유용하는 행위로 구분하였고, 특혜성 거래기회의 제외 사유로는 ① 계열사 외에는 필요한 부품을 만들지 않을 때, ② 계열사가 아닌 다른 곳에서 납품받는 것이 더 비쌀 때, ③ 경쟁 입찰 결과 계열사의 납품 조건이 가장 좋을 때 등이 검토되고 있다. 또한 현행 공정거래법상 불공정거래행위 규정의 기준인 '현저히 유리한' 조건을 '상당히 유리한' 조건으로 변경함으로써 일감몰아주기의 규제 대상 범위를 확대하려 하고 있다.

둘째 일감몰아주기로 적발에 대한 처벌 수준도 강화도 검토되고 있다.

① 일감 몰아주기를 지시하거나 유도·관여한 재벌 총수에 대한 처벌을 3년 이하의 징역이나 2억원 이하 벌금으로 강화하고, ② 일감을 몰아준 회사와 받은 회사 모두 매출액의 최대 5%의 과징금을 부과하는 방안을 추진 중이다. 특히 ③ 총수일가 지분율이 30% 이상인 계열사에서 부당 내부거래 적발 시 명확한 증거 없이도 정황만으로도 총수 등이 관여한 것으로 보고 추가 조사를 통해 처벌하는 등이 검토 되기도 하였다.

표 11. 일감몰아주기 규제 관련 의원 주요 발의 현황

구분	민병두 의원안	정호준 의원안	김기식 의원안	이종훈 의원안
부당지원 요건완화	제3장 부당성 요건 신설 : 경쟁제한성 → 경제력집중 여부	제5장 현저성 요건 삭제	제3장 부당성 요건 신설 : 경쟁제한성 → 경제력집중 여부	제3장 부당성 요건 신설 : 경쟁제한성 → 경제력집중 여부 제5장 현저성 요건 삭제
제재대상 변경	-	-	원칙: 수혜 특수관계인 예외: 수혜법인 (특수관계인납부 불능 시)	부당지원 지원회사 또는 수혜회사
사전 규제	-	-	-	사익편취 우려 계열회사 신규 편입 금지
과징금 상한	지원받은 금액의 10%	대통령령이 정한 매출액의 5%	지원액산정 가능 시 : 지원받은 금액 지원액산정 불능 시 : 해당 지원 거래규모의 20%	지원받은 금액
기타	-	공정위 실태조사 및 공표의무	-	공표 등 조치 수단 추가 이행강제금 부과

자료: 정부위원회, KDB대우증권 리서치센터

(3) 공정거래법 개정안 전망

일감몰아주기 규제의 방향성은 현행 수준보다 강화하는 쪽으로 결정된 것은 자명하다. 이는 대통령직 인수위원회에서 제시된 국정과제와 공정거래위원회의 대통령 업무계획 보고에서 확인할 수 있다.

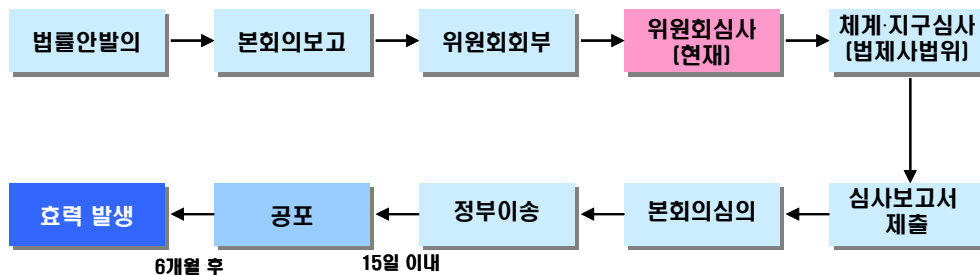
현재 일감몰아주기 규제를 강화하는 내용의 공정거래법 개정안은 현재 소관 상임위원 정무위원회에서 논의 중이다. 일감몰아주기 관련 규제 강화와 관련한 공정거래법 개정안은 이미 지난 4월 여야 6인 협의체에서 상반기까지 우선 처리하기로 정한 민생 관련 83개 법안에 포함되어 있을 뿐만 아니라, 공정위 역시 조속한 입법을 위해 기 발의된 의원안과 연계함으로써 6월 국회 통과를 위해 노력 중인 만큼 6월 국회에서의 통과가 가능할 수 있다는 판단이다.

표 12. 일감몰아주기 관련 공정거래법 개정안 전망

대통령 국정의제		공정거래위원회	의원 발의
규제 신설	총수일가 사익편취행위 별도 규제 신설	총수일가 사익편취행위 별도 규제 신설	경제력 집중 유지, 강화 (공정거래법 11조의5 신설)
규정 강화	공정거래법 제23조 '현저히' 유리한 → '상당히' 유리한	공정거래법 제23조 '현저히' 유리한 → '상당히' 유리한	공정거래법 제23조 '현저히' 유리한 → '상당히' 유리한
제재대상 및 과징금	이익을 본 총수일가에게도 직접 과징금 부과	수혜회사에 부당지원을 받지 않을 의무 신설	1. 수혜 및 지원회사 : 모두 매출액의 최대 5%의 과징금 2. 총수처벌 : 3년 이하 징역이나 2억원 이하 벌금
기타	총수일가 지분을, 내부거래비중 등 분기별 공시	공정위의 계열사간 거래 부당성 입증 책임 명시 등	총수일가 지분을 30% 이상 계열사, 부당내부거래 적발 시 정황만으로 총수 관여 추정

자료: KDB대우증권 리서치센터 정리

그림 14. 공정거래법 개정안 입법절차



자료: 법제처, KDB대우증권 리서치센터

3. 일감몰아주기 증여의제 과세

(1) 증여의제 과세 메커니즘

과거 공정거래법상 과징금 부과는 부당하게 일감을 부여한 법인에게만 부과되는 것으로 일감몰아주기를 통해 총수일가가 획득한 부에는 아무런 제재가 가해지지 않았다. 따라서 정부는 일감몰아주기가 재벌 2, 3세의 편법적 상속·증여 수단으로 활용되는 등 변칙적 증여를 방지하기 위해 **특수관계법인가 일감몰아주기를 증여로 의제하여 2011년말 상속세및증여세법상 증여세 과세**를 시행하기로 하였다.

이러한 증여의제 규정은 수혜법인의 지배주주와 특수관계에 있는 법인이 수혜법인에 일감을 몰아주어 발생한 영업이익을 기준으로 과세하는 것이다. 즉, 법인의 영업이익은 주가상승을 통하여 주주의 이익으로 전환되므로 수혜법인의 영업이익과 주주의 수증이익은 장기적으로 높은 상관관계가 있다고 보아 **수혜법인의 영업이익 중 일감몰아주기와 관련된 부분을 수혜법인의 지배주주 등이 증여받은 것으로 의제하여 과세**하는 것이다.

그 내용을 살펴보면 ① 수혜법인의 지배주주 및 특수관계인 개인이 ② 수혜법인의 지분을 3% 이상 보유하고 있는 경우, ③ 수혜법인이 특수관계법인가의 매출이 정상거래비율 30%(2014년 과세부터 15%로 조정)를 초과하는 부분에 대해 ④ 수혜법인의 사업연도말 세후영업이익을 기준으로 증여의제 세금을 산정해 납부하여야 한다.

표 13. 상증법상 일감몰아주기 증여의제 과세 산정

구분	내용
1단계	일감몰아주기 수혜법인의 지배주주 확정 ① 최대주주 등 그룹 확정 ② 그 중 직·간접 주식보유 지분이 가장 큰 개인주주를 지배주주로 선정
2단계	특수관계법인가의 매출액 비율 30% 초과여부 확인 ① 지배주주와 특수관계에 있는 법인 선정 ② 그 법인들에 대한 매출액 합계액이 수혜법인의 총 매출액에서 차지하는 비율이 30%를 초과하는지 여부 확인 *특수관계법인가에서 제외되는 법인 (a) 수혜법인이 50%이상 출자한 법인 및 그 법인이 50%이상 출자한 다른 법인 (b) 수혜법인이 공정거래법상 지주회사인 경우 수혜 법인의 자회사 손자회사 증손회사 (c) 수혜법인이 상호출자제한기업집단에 소속된 경우 다른 상호출자제한기업집단 소속 계열회사 *특수관계법인가의 거래비율에서 차감하는 거래 (a) 수혜법인이 제품 상품의 수출을 목적으로 해외 특수관계법인과 거래한 매출액 (b) 다른 법률에 따라 의무적으로 거래한 매출액
3단계	납세의무자 확정(주식 보유비율 3% 초과자) ① 지배주주와 그 친족(배우자, 6촌이내 혈족, 4촌이내 인척) 선정 ② 이 중 직·간접 주식보유비율이 3%를 초과하는 개인주주 확정 *간접보유비율 산정 (a) 지배주주 등이 발행주식총수 등의 30% 이상을 출자하고 있는 법인 (b) 지배주주 등 및 (a)에 해당하는 법인이 발행주식총수 등의 50% 이상을 출자하고 있는 법인 (c) (a) 및 (b)의 법인과 수혜법인 사이 주식 등 보유를 통해 하나 이상의 법인이 개재되어 있는 경우에는 해당 법인 *지배주주와 친족이 50% 미만으로 출자한 지주회사를 제외하는 규정은 2014년 적용부터 폐지
4단계	증여의제이익 산정 ① 세후 영업이익 ② 특수관계법인가들의 거래비율 - 30% ③ 수증자의 직·간접 주식보유비율 - 3% ④ 증여의제 이익 산정: ①×②×③ 즉, 세후영업이익 X (특수관계법인가의 거래비율 - 30%) X (주식보유비율 - 3%) X 증여세율-누진공제 *2014년부터는 15%로 조정
적용시기	2012년 1월 1일 이후 거래부터
증여의제시기	수혜법인의 각 사업연도 종료일
신고납부시기	수혜법인의 사업연도 종료일부터 6월

자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 15. 지배주주 및 특수관계인 주식보유비율 예시

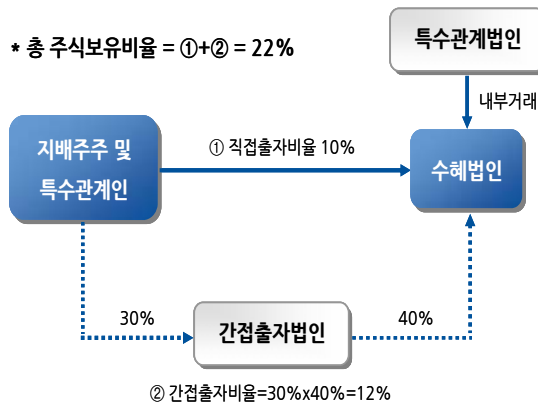
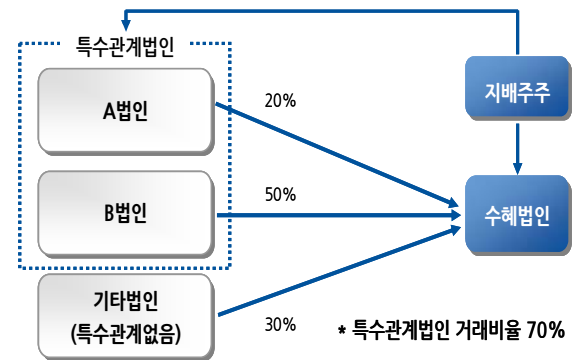


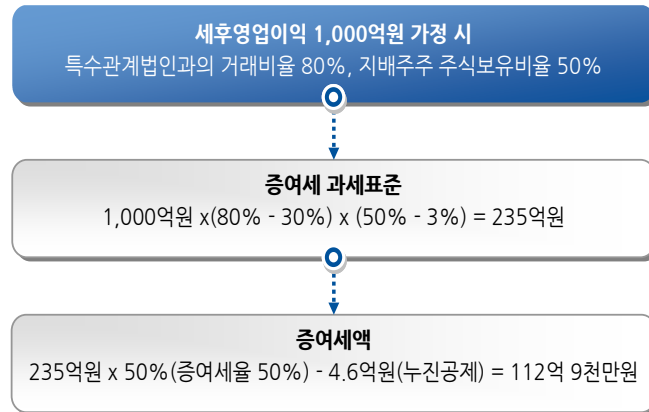
그림 16. 특수관계법인과 거래비율 예시



자료: KDB대우증권 리서치센터

자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 17. 일감몰아주기 증여의제 예시



자료: KDB대우증권 리서치센터

표 14. 주요 기업집단 총수 일가에 대한 일감몰아주기 세액

(백만원)

그룹	회사명	영업이익	특수관계 거래액	특수관계 거래액 비중	지분 보유자	지분율	증여과표	증여세액
삼성	에버랜드	162,310	909,095	40.97%	이재용	25.10%	3,149	1,115
					이재용	8.81%	1,221	329
	SDS	390,865	1,331,770	36.72%	이부진	4.18%	248	40
					이서현	4.18%	248	40
현대차	통신기술	24,424	182,003	37.78%	이재용	45.90%	652	136
	글로벌비스	226,894	5,211,346	89.33%	정의선	31.88%	31,100	15,090
					정몽구	20.29%	18,619	8,850
	모비스	1,803,290	11,101,821	81.06%	정몽구	6.96%	29,170	14,125
	엠코	77,086	711,926	57.34%	정몽구	10.00%	1,180	312
					정의선	25.06%	3,719	1,400
	위스코	12,646	270,979	70.77%	정의선	57.87%	2,263	745
					정몽구	20.00%	1,260	344
	이노션	47,736	142,238	49.41%	정의선	40.00%	2,742	937
					정성이	40.00%	2,742	937
SK	오토에버	34,423	511,866	90.89%	정몽구	10.00%	1,174	127
					정의선	20.10%	2,868	974
	SK C&C	162,301	940,447	63.75%	최태원	44.50%	18,186	8,633
					최기원	10.50%	3,287	1,183
	SK D&D	1,895	50,695	58.06%	최창원	38.76%	152	38
	SKC	168,238	446,744	30.53%	최신원	3.40%	3	0

주: 2010년 기준으로 산정, 자료: 민주통합당

(2) 과세에 대한 오해

첫째, 대기업 혹은 재벌 계열사만 과세 대상이다?

기업 규모에 관계 없이 대상이 된다. 일감몰아주기에 대한 과세 논의가 대기업 혹은 재벌 계열사들을 대상으로 이루어졌기 때문에 일감몰아주기 규제에 의한 과세 대상에 중견 혹은 중소기업은 포함되지 않는 것으로 생각하는 경우가 있다. 그러나 **상증법상 해당 요건에 해당되면 회사 규모에 관계없이 과세 대상**이 되므로, 중소기업의 지배주주의 경우에도 일감몰아주기 증여의제 과세 대상이 될 수 있다.

둘째, 동일 그룹 내 계열사간 거래만 과세 대상이다?

계열사 여부와 무관하다. 일감몰아주기 증여의제 과세는 수혜법인 자체와 특수관계에 있는 법인으로 부터의 일감을 대상으로 하는 것이 아니라, 수혜법인의 지배주주와 특수관계에 있는 법인으로부터의 일감을 대상으로 하고 있기 때문이다. 따라서 일감몰아주기 수혜법인과 동일 그룹 내지 계열사의 관계에 있지 아니하더라도 **지배주주간에 친인척 관계나 혼인 등을 통해 특수관계가 있을 경우에는 해당 그룹 혹은 계열사로부터의 매출 역시 일감 몰아주기 과세 대상에 포함될 수 있다.**

표 15. 지배주주와 특수관계에 있는 법인

상증법 시행령 제12조의 2 제3~8호 내용

- ① 본인 또는 본인 친족 등 해당 관계에 있는 자가 임원 임면권 행사 등 경영에 사실상 영향력을 행사하는 기업집단의 소속기업
 - ② 본인, 친족등, 사용인등, ①에 해당하는 자가 각각 또는 공동으로 재산 출연해 설립하거나 이사의 과반수 차지하는 비영리법인
 - ③ ①에 해당하는 기업의 임원이 이사장인 비영리법인
 - ④ 본인, 친족등, 사용인등, ①부터 ③에 해당하는 자가 각각 또는 공동으로 발행주식총수 또는 출자총액의 30% 이상을 출자
 - ⑤ 본인, 친족등, 사용인등, ①부터 ④까지의 자가 각각 또는 공동으로 발행주식총수 또는 출자총액의 50% 이상을 출자
 - ⑥ 본인, 친족등, 사용인등, ①부터 ⑤까지의 자가 각각 또는 공동으로 재산 출연해 설립하거나 이사 과반수 차지하는 비영리법인
- 자료: 법제처, KDB대우증권 리서치센터

셋째, 해외 관계사와의 거래는 일감몰아주기 규제 대상이 아니다?

과세 대상이 될 수 있다. 일감몰아주기 증여과세의 기준이 되는 상속세 및 증여세법에서는 수혜법인이 제품·상품의 수출을 목적에 한하여 국외에 소재하는 특수관계법인과 거래한 매출액을 특수관계법인에 대한 매출액에서 제외하는 예외규정을 두고 있지만, 용역매출의 경우는 제외되지 않기 때문이다. 즉, 해외에서 관계사간 거래가 상증법상에서 정하는 일감몰아주기를 통한 증여의제 이익에 해당된다면 내국 법인간 내부거래와 마찬가지로 일감몰아주기에 따른 과세 대상으로 볼 수 있다.

넷째, 재화 또는 용역 거래만 과세 대상이다?

일감몰아주기 수혜법인의 영업손익은 모두 포함된다. 즉, 재화나 용역의 공급과 같은 능동적인 활동에서 발생하는 이익뿐만 아니라, 이자, 배당, 주식의 매매 등 자본이익 혹은 수동적 이익도 영업이익으로 분류되는 경우에는 일감몰아주기에 따른 과세 대상이 될 수 있다. 이는 일감 몰아주기를 통한 증여의제 과세 대상을 기업회계상 영업손익을 기초로 하도록 포괄적으로 규정하고 있기 때문이다.

(3) 지주회사와 일감몰아주기 과세

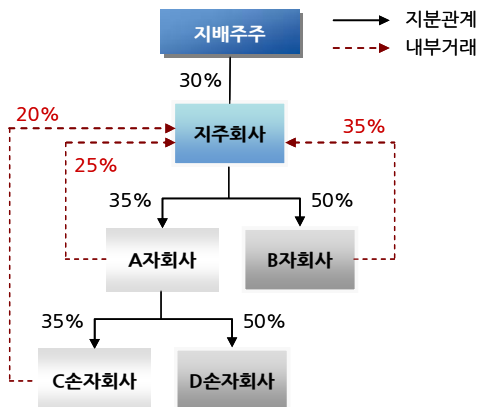
일감몰아주기 증여의제 과세 산정에 있어 지주회사에 대해 예외적으로 혜택을 부여하고 있다. 즉 일감몰아주기 증여세제에서 수혜법인이 공정거래법상 지주회사인 경우에는 그 지주회사의 자회사, 손자회사 및 증손회사를 지배주주의 특수관계 범위에서 제외시킴으로써 수혜법인인 지주회사와 자회사 간의 거래에서 발생하는 모든 매출은 일감몰아주기 과세대상 거래에서 배제하도록 규정하고 있다.

여기에서 일감몰아주기 증여세제에서 특혜규정의 대상이 되는 지주회사는 ‘공정거래법상 지주회사’에 국한된다. 즉 실질적으로 지주회사의 역할을 수행하는 회사라 할지라도 공정거래법상 지주회사가 아닌 경우에는 일감몰아주기 과세제도의 예외규정을 적용 받을 수 없다.

공정거래법상 지주회사는 주식의 소유를 통해 국내 회사의 사업내용을 지배하는 것을 주된 사업으로 하는 회사로서 일반 회사와 달리 배당금수익과 지분법이익을 회계상 매출로 계상하게 된다. 따라서 지주회사 특혜규정이 없을 경우, 지주회사는 배당금수익과 지분법이익을 포함한 매출액 중 특수관계 법인거래비율이 30%에 이르게 되면 일감몰아주기 증여의제이익이 발생하게 될 것이다. 그러나 지주회사 존립의 목적상 배당금수익과 지분법이익은 투자에 대한 반대급부이지 일감을 제공한 것이 아니라는 점을 고려해 세법은 공정거래법상 지주회사에 특혜를 제공하고 있는 것으로 판단된다.

또한 정부는 지주회사제도가 기업지배구조 개선에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 판단해 2003년을 기점으로 지주회사의 설립 및 전환을 장려하고 있으며, 공정거래법상 지주회사 설립 및 전환 관련 규제를 완화함으로써 지주회사로의 전환비용을 감소시킬 수 있는 정책을 시행해 오고 있다. 이에 대한 일환으로써 세제상의 혜택을 부여하기도 하는데, 일감몰아주기 증여세제의 특혜규정 역시 복잡한 기업의 지배구조를 지주회사 체제로 단순화함으로써 투명성 제고를 유도하기 위해 마련된 지주회사에 대한 세제상 지원으로 이해될 수 있을 것이다.

그림 18. 일감몰아주기 과세 관련 지주회사 특례 예시



일감몰아주기 증여의제 세금 산출

구분	(십억원)		
	특례가 없을 경우①	특례가 있을 경우②	차이(①-②)
세후영업이익	100	100	-
특수관계법인 거래비율-30%	50%	0%	50%
주식보유비율-3%	27%	27%	-
증여의제이익	13.5	0	13.5

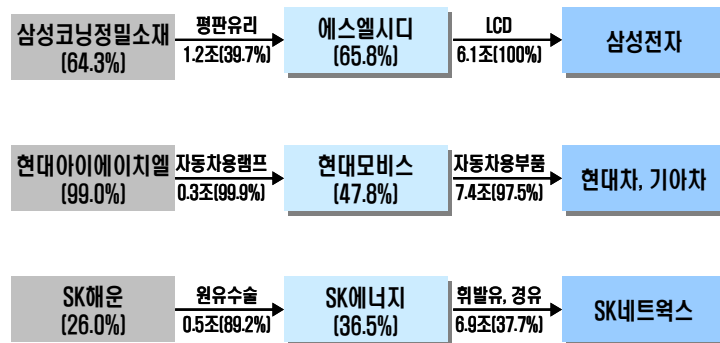
자료: KDB대우증권 리서치센터

4. 일감몰아주기 규제 영향과 투자기회

(1) 규제 영향

일감몰아주기 규제 강화로 인해 예를 들어 현재 내부거래 비중 60%이 30%로 급격히 감소하는 등 당장의 변화는 이루어지기는 힘들다는 판단이다. 특히 기업집단 내 주력 계열사로부터 수직 계열화된 회사의 경우에는 그 구조적 특성상 전·후방 연관관계이므로 특정 계열사에 대해서만 매출이 발생하며, 내부거래비중이 높을 수밖에 없고, 기업이 보안문제나 비용절감, 효율성 확보 등을 이유로 내부거래를 해야 하는 것이 필수적인 경우에서도 이를 일률적으로 일감몰아주기에 따른 부당지원 내부거래로 판정해 그 물량을 현격히 줄일 수 있는 문제가 아니기 때문이다. 또한 소속 계열사들 간에 대규모 거래관계를 형성·유지하였다고 하더라도 거래조건이 정상 수준에서 형성된다면 부당지원행위에 대한 인정이 어려워 직접적인 규제가 불가능할 수 있다. 따라서 일감몰아주기에 대한 규제 강화의 불확실 아래 관련 기업들은 결국 우선적으로 내부매출 비중의 축소를 위한 노력이 강화될 것으로 예상된다.

그림 19. 공정거래위원회 제시 주요 수직 계열화 구조 사례



자료: 공정거래위원회, KDB대우증권 리서치센터

우선 영업측면에서는 경쟁입찰을 통한 사업기회 외부 개방 및 신사업 추진, 해외매출의 확대 등 비계열사 매출비중을 높이기 위해 노력할 것으로 판단된다. 먼저 사업기회 개방에 관해서는 실제로 이미 지난 3월 SK그룹 내 SK텔레콤과 SK이노베이션의 경우 계열사인 SK C&C와의 2013년 거래규모를 각각 10% 이상 줄이기로 발표했으며, 현대차그룹 역시 물류와 광고분야에서 약 6,000억원 규모의 계열사 간 내부거래를 축소하고 이를 중소기업에 직접 발주하거나 경쟁입찰로 전환하기로 결정하였다. 이와 함께 그간 일감몰아주기 수혜 업종으로 판단되었던 SI, 광고, 물류업종을 중심으로 해외부문에서의 시장개척 및 사업기회 확보를 위해 적극적으로 노력하고 있다.

비영업측면에서는 인수합병 등을 통한 새로운 성장동력을 확보하고자 하는 노력이 이루어질 것으로 예상된다. 이는 내부 계열사 물량 기반에서 벗어난 외형 성장으로 궁극적으로 내부 매출비중을 낮추는 역할이 가능하기 때문이다. 특히 과거 문어발식 계열사 확장과 최근 일감몰아주기에 대한 여론이 거세지면서 지난 3년간 대기업집단 내 크고 작은 흡수합병 건수가 증가하고 있음에서 확인할 수 있다.

다른 한편으로는 대기업집단 총수일가들이 해당 지분을 직접 매각하거나 지주회사 체제로 전환 등 지배구조 측면에서의 변화가 이루어질 가능성이 있다. 지분매각의 경우 일감몰아주기 관련 규제의 원천적 해소와 동시에 매각차익 확보의 목적에서 이루어질 것으로 판단된다. 또한 계열사 내부거래 비중이 높은 수혜법인을 중심으로 지주회사 체제로의 전환이 가능한데, 이는 상증법상 일감몰아주기 과세의 특례 규정에 의거 지주회사와 자회사의 내부거래 매출은 일감몰아주기 과세대상 거래에서 배제하도록 규정하고 있기 때문이다.

표 16. 주요 그룹 일감몰아주기 대응 현황

그룹	일시	내용
SK	2012.03.20	MRO코리아, 사회적기업 '행복나라'로 전환
	2013.02.25	SK텔레콤-SK이노베이션, SK C&C와 거래 물량을 10%로 축소
	2013.03.22	SK C&C의 SK엔카네트워크 합병 결정
현대차	2013.04.17	현대글로비스-이노션, 중소기업 및 경쟁입찰을 통해 외부 개방
롯데	2013.02.25	롯데시네마 내 매점 사업을 직영 체제로 전환

자료: KDB대우증권 리서치센터

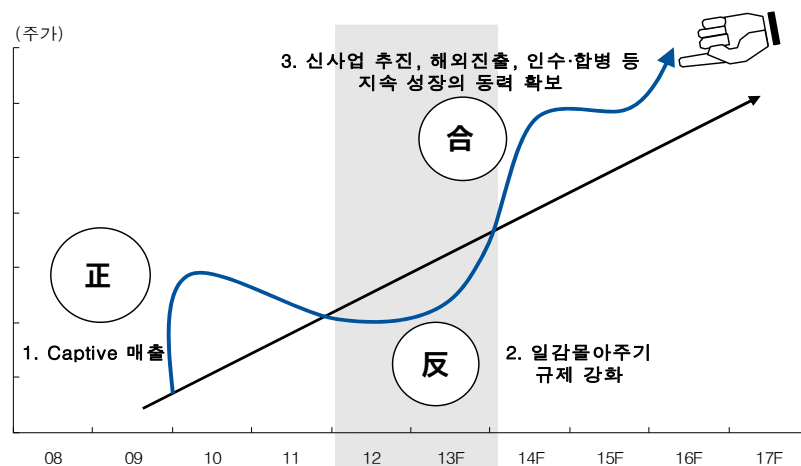
(2) 투자기회

계열사 매출비중이 높은 수혜법인은 대부분 지배주주 일가가 해당 지분을 직접 보유하는 경우가 많은데, 이는 현재 재산가치 형성뿐만 아니라 추후 경영승계 등의 수단으로 활용될 가능성이 높다. 그렇기 때문에 지배주주 입장에서는 현재 논의되고 있는 바와 같이 일감몰아주기 수혜기업을 둘러싼 규제 방안이 강화될수록 지속적인 성장 동력의 확보 등을 통해 규제 리스크를 해소하고자 하는 유인이 커질 수밖에 없다. 따라서 관련 회사가 일감몰아주기 규제 강화로 인해 영업가치를 하회하는 주가 저평가 구간에 진입한다면, 추후 규제 해소를 위한 과정이 확인되는 시기에 **지배주주와 이해관계를 같이함으로써 영업가치 상승과 함께 수익을 향유할 수 있는 투자전략의 수립이 가능**하다는 판단이다.

또한 당장 2013년부터 과세가 시작되는 상증법상 일감몰아주기 증여의제 세금과 관련해 이를 납부해야 하는 지배주주들의 부담을 경감시키기 위해 점차적인 배당 증가도 예상할 수 있다.

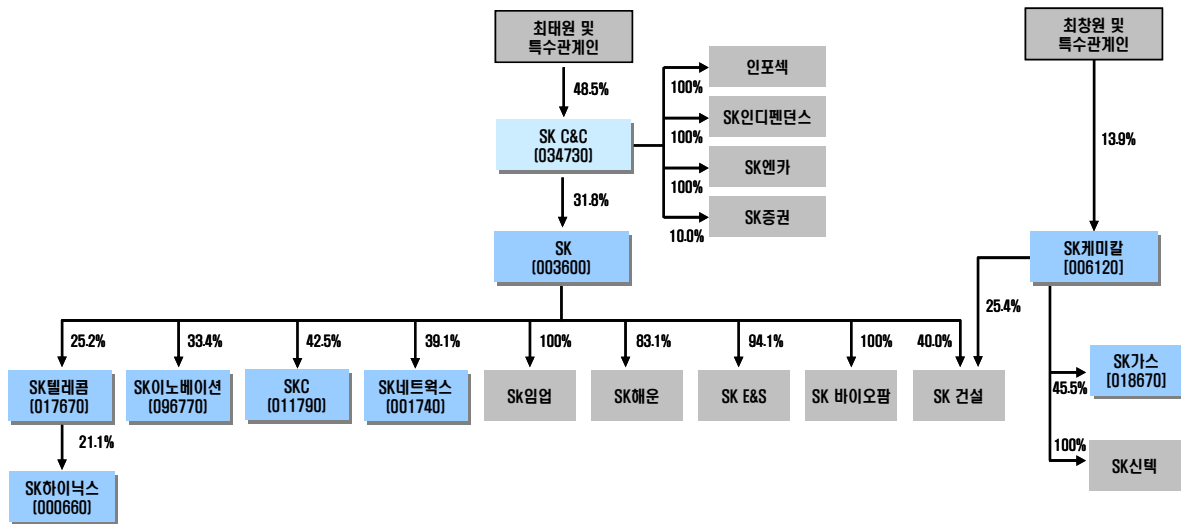
한편 일감몰아주기 규제 강화에 따라 불가피하게 감소된 계열사 내부 물량분이 시장으로 나올 경우, 동종업계 내 중·소형 경쟁사의 물량 인수가 이루어지면서 해당 기업의 매출성장은 이전보다 비약적으로 향상될 수 있다. 따라서 그룹 계열사에 속하지 않는 기업들이면서 역량을 확보한 기업에게는 기회가 될 수 있으며, 성격상 내부거래 비중이 높은 업종인 SI, 광고업, 물류업 등을 주목할 필요가 있다.

그림 20. 일감몰아주기 규제와 투자기회



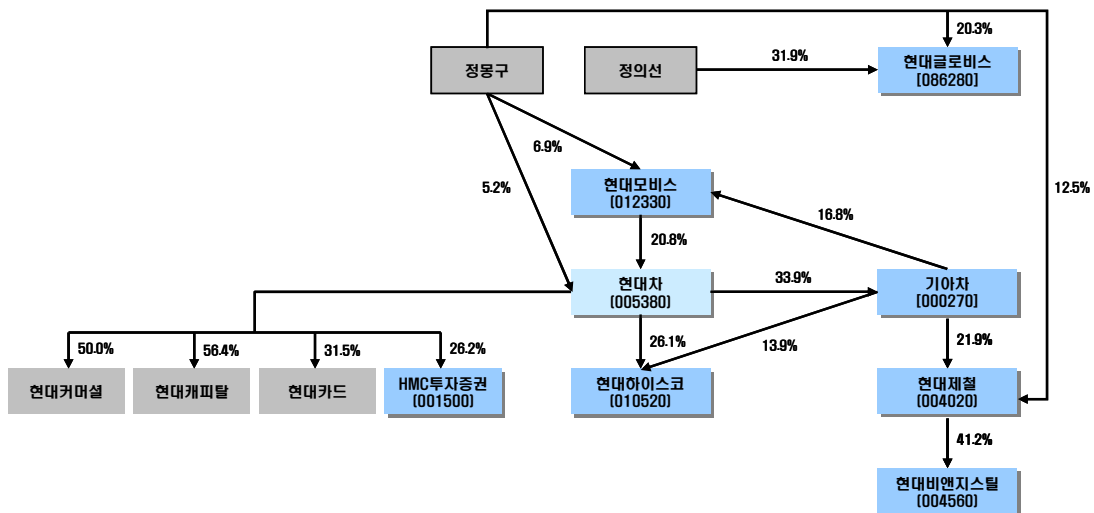
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 21. SK그룹 지배구조 요약



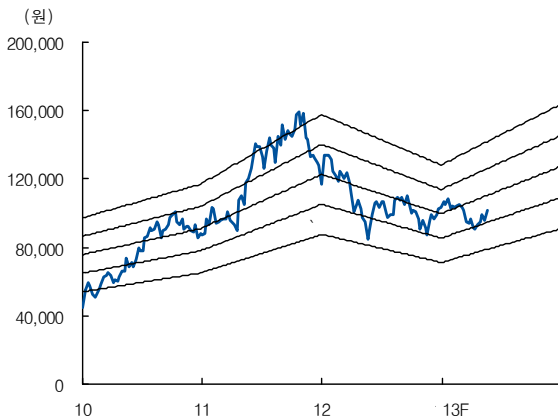
주: 2013.5.31 SK엔카 합병예정, 자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 22. 현대차그룹 지배구조 요약



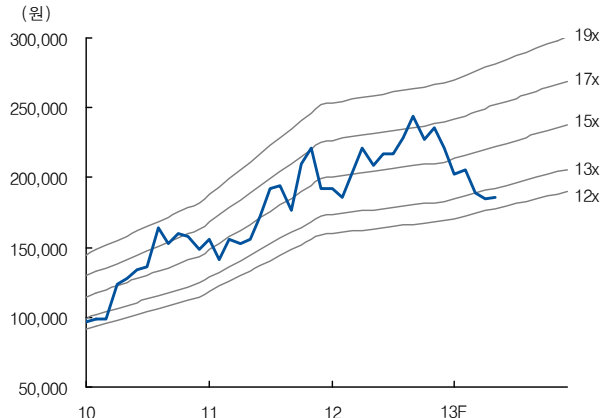
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 23. SK C&C P/E밴드



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 24. 현대글로비스 P/E밴드



자료: KDB대우증권 리서치센터

III. 중간금융지주회사 도입

1. 중간지주회사 도입 의미

최근 일반지주회사의 금융자회사 보유를 허용하고, 일정요건 충족 시 중간금융지주회사 설치를 의무화하는 공정거래법 개정안이 정부 및 국회에서 논의되고 있다.

중간금융지주회사 체제란 일반지주회사의 금융자회사 보유를 허용하되, **금융자회사의 수와 규모 등의 측면에서 일정 기준**(예컨대 ① 보험사 포함, 금융보험사가 3개 이상 또는 ② 금융보험사 자산규모가 20조원 이상인 경우)을 넘으면 **중간금융지주회사를 설치하고, 그 산하에 금융자회사 등을 모두 배치**하도록 함으로써 산업부문과 금융부문 간 조직 내 분리를 실현하는 것을 말한다.

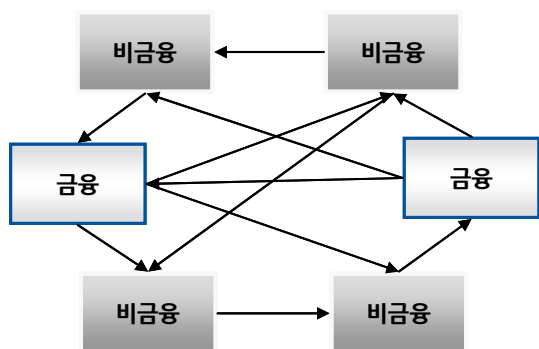
한편 중간금융지주회사는 비금융회사인 일반지주회사가 금융회사를 소유하는 것을 허용하는 대신 이로 인하여 발생할 수 있는 부작용을 방지 내지는 최소화하기 위하여 일정한 조건에 해당하면 의무적으로 설치해야 한다. 만약 검토중인 위의 ①, ②의 조건에 해당하지 않으면 일반지주회사는 중간금융지주회사를 별도로 설치할 필요 없이 금융자회사를 직접 소유할 수 있을 것이다.

현재 대부분의 기업들은 다수의 금융·보험사를 보유하고 있는 상황에서 고객자금을 활용해 총수일가의 지배력을 유지·확장하려는 사익추구 유인이 발생할 수 있다. 따라서 중간금융지주회사 체제의 도입은 이러한 금산융합의 폐해 예방과 동시에 복잡한 지배구조 체제를 개선하기 위한 목적에서 **지주회사 내 금융회사 보유를 허용함으로써 궁극적으로는 지주회사 전환을 유도**하는 것으로 판단된다.

일반지주회사의 금융자회사 보유가 허용되면, 다수의 금융계열사를 소유한 기업들은 금융자회사 보유 지분의 외부 처리 없이 지주회사 체제로 전환할 수 있는 길이 열리기 때문이다. 즉, 금융자회사 보유 허용으로 기존 기업집단 지배구조의 골간을 인정해주면서 동시에 중간금융지주회사 설립을 통해 실질적으로 금산분리를 추구할 수 있을 것으로 예상된다.

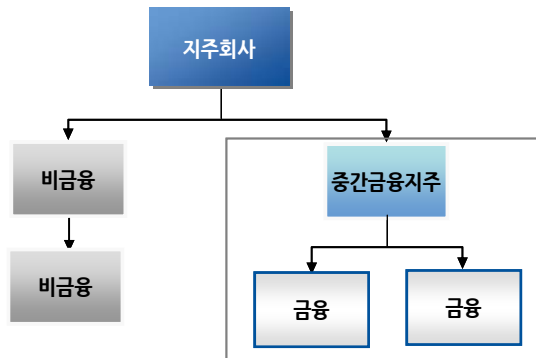
결론적으로 말하면 중간금융지주회사 도입을 통해 일반지주회사의 금융자회사 보유가 법적으로 허용된다고 하더라도 **결국 기업들의 지주회사 전환 문제는 필요와 선택에 따라 이루어지겠지만, 적어도 현재의 지배구조 체제를 가급적 유지하면서 지주회사로 전환할 수 있는 환경이 조성된 것이 커다란 유인으로 작용할 수 있음에 큰 의의를 둘 수 있다는 판단이다.**

그림 25. 일반 대기업집단: 금융·비금융간 교차출자



자료: 공정거래위원회, KDB대우증권 리서치센터

그림 26. 중간금융지주회사: 금융·비금융간 출자 단절, 지배구조 개선



자료: 공정거래위원회, KDB대우증권 리서치센터

2. 대기업 및 지주회사 현황

(1) 대기업 금융사 보유 현황

2013년 4월 기준으로 공정거래위원회에서 지정한 기업집단은 총 62개이며, 이 중 제조업을 기반으로 하면서 금융회사를 계열회사로 보유하고 있는 기업집단은 28개에 해당한다.

금융계열사가 있는 28개 기업집단 중 기업집단이 지주회사로 전환하는 경우 중간금융지주회사를 설치해야 하는 기업집단은 그 설치의무 기준을 금융회사가 3개 이상이거나 금융회사 자산총액의 합이 20 조원 이상인 경우로 할 경우 14개 그룹이 해당된다. 특히 대기업집단 중 보험회사를 계열사로 보유하고 있는 곳은 삼성, 현대자동차, 롯데, 한화, 동부, 동양, 태광그룹 등 총 7개 기업집단이다.

표 17. 주요 그룹사(지주 체제 이전)별 금융사 보유현황

그룹	순위	개수	소속 금융사
삼성	1	11개사	생보부동산신탁, 삼성벤처투자, 삼성생명보험, 삼성선물 삼성증권, 삼성카드, 삼성자산운용, 삼성화재손해사정서비스 삼성화재해상보험, 애니카자동차손해사정서비스, 삼성생명서비스손해사정
현대차	4	5개사	HMC투자증권, 현대카드, 현대캐피탈, 현대커머셜, 현대라이프생명보험
롯데	7	10개사	롯데손해보험, 롯데카드, 롯데캐피탈, 마이비, 한페이시스, 부산하나로카드 이비카드, 경기스마트카드, 인천스마트카드, 충남스마트카드
한화	16	8개사	한화저축은행, 한화손해사정, 한화생명보험, 한화티엠에스 한화인베스트먼트, 한화손해보험, 한화증권, 한화자산운용
동부	25	10개사	동부저축은행, 동부생명보험, 동부자동차보험손해사정, 동부자산운용 동부증권, 동부캐피탈, 동부화재해상보험, 동부씨앤에스자동차손해사정 동부씨에스아이손해사정, 동부씨에이에스손해사정
동양	46	6개사	동양생명보험, 동양증권, 동양인베스트먼트 동양자산운용, 동양파이낸셜대부, 티와이머니대부

주: 2012년말 기준, 자료: KDB대우증권 리서치센터

표 18. 상호출자제한기업 내 금융·보험계열사 소유 현황

(개사)

순위	그룹	금융보험계열사			순위	그룹	금융보험계열사		
		2008	2012	증감			2008	2012	증감
1	삼성	10	11	1	30	부영	1	1	0
4	현대자동차	3	5	2	32	효성	2	3	1
5	Sk	1	1	0	38	코오롱	1	2	1
6	LG	0	1	1	39	웅진	2	7	5
7	롯데	3	10	7	42	농협	5	16	11
8	포스코	1	2	1	43	미래에셋	14	18	4
9	현대중공업	3	5	2	46	동양	7	6	-1
10	GS	0	1	1	48	현대산업	1	1	0
14	한화	7	8	1	50	대성	2	2	0
15	KT	1	8	7	53	태광	6	7	1
16	두산	2	4	2	56	교보생명보험	5	6	1
17	STX	1	1	0	57	한국투자금융	0	13	13
20	CJ	3	1	-2	59	대한전선	2	2	0
21	한국철도공사	1	1	0	60	한국타이어	1	1	0
22	LS	1	1	0	61	이랜드	0	1	1
26	동부	7	10	3	62	유진	4	3	-1
28	현대	1	5	4	합계		98	165	67

주: 2012년말 기준, 자료: 공정거래위원회, KDB대우증권 리서치센터

(2) 일반지주회사와 금산분리

현행 공정거래법상 일반지주회사는 금융자회사를 보유하지 못한다. 금산분리 강화의 필요성이 그 이유인데 금융자본이 산업자본을 지배하도록 방지하면 금융자본의 사금고화와 함께 금융자본을 통한 계열사 확대 등으로 악용될 소지가 있기 때문이다. 뿐만 아니라 금융자본의 산업자본 투자로 인해 산업자본이 부실화 될 경우 금융자본도 동반 부실화 될 우려도 있다. 결국 금융자본이 부실화될 경우 공적 자금이 투입될 수밖에 없는 만큼 부실화 방지를 위한 예방적 조치에서 제한한 것으로 판단된다.

그러나 현재 대부분의 기업들이 다수의 금융-보험사를 보유하고 있는 상황에서 일반지주회사는 금융자회사를 보유할 수 없는 규정 때문에 금융계열사를 매각하지 않는 한 지주회사 전환이 곤란한 상황이다. 또한 현재의 규제만으로 지주회사 체제 밖에서 금융회사를 지배하는 것까지 금지할 수 없기 때문에 위험전이의 가능성을 완전히 차단하기도 어려운 형편이다. 따라서 현행 일반지주회사 제도에서의 엄격한 금산분리 규제는 지주회사 체제 전환의 유인을 감소시키는 반면 현 체제의 유지를 오히려 강화시키는 의도하지 않은 결과를 초래할 수도 있다는 문제가 제기되고 있다.

이러한 상황을 고려할 때 지주회사 내 금융자회사 보유는 허용하는 한편, 중간금융지주회사의 설치를 의무화하는 것은 금융자본과 산업자본 사이에 자본의 이동을 차단할 수 있도록 방화벽을 제도화한 실현 가능성이 높은 금산분리 제도의 마련이라 할 수 있다. 한편 2009년 12월, 금융지주회사법 개정을 통해 은행을 제외한 비은행 금융지주회사는 일반 제조업 자회사의 보유가 가능해진 바, 이와 비교할 때에도 형평성 측면에서도 일반지주회사의 금융자회사 보유가 허용될 필요성이 있다는 판단이다.

표 19. 현행 공정거래법상 지주회사 관련 주요 행위제한

행위제한	공정거래법	주요 내용
강제 전환	제2조	자산총액이 1,000억 원 이상인 기업의 자회사 주식가액의 합계액이 자산총액의 50% 이상인 경우 지주회사로 강제 전환
부채비율 제한	제8조의2제2항	자본대비 200% 초과 금지
금산분리	제8조의2제2항, 3항, 4항	일반지주회사의 금융자회사, 금융손자회사, 금융증손회사 소유금지
공동출자 금지	제8조의2제2항제2, 3호	지주회사는 자회사에만 출자하도록 규정, 자회사 이외의 회사에 출자금지 자회사는 손자회사 이외의 계열사 출자금지 자회사가 자신의 손자회사 또는 다른 자회사와 공동으로 손자회사에 출자금지
(손)자회사 지분율	제8조의2제2항	지주회사는 상장 자회사의 지분 20%, 비상장 자회사의 지분 40% 이상 소유 자회사는 상장 손자회사의 지분 20%, 비상장 손자회사의 지분 40% 이상 소유
증손회사 소유	-	원칙적으로 증손회사 보유 금지 다만 예외적으로 손자회사가 증손회사 주식 100%를 소유하는 경우 허용
비계열사 지분 소유	제8조의2제2항	지주회사는 비계열사 주식 5% 초과 보유 금지
기타	-	지주회사 설립·전환 시점으로부터 2년(공정위 승인시 2년 연장 가능)

자료: 법제처, KDB대우증권 리서치센터

표 20. 일반지주회사와 금융지주회사 비교

요건	일반지주회사	금융지주회사
지주회사 요건	지주회사가 계열회사의 최대출자자 자회사 주식가액의 합계액이 총자산 50% 이상 자산총액 1천억원 이상 자회사는 국내 회사로 한정	좌동 자회사 지배 및 주된 사업에서의 자회사는 금융기관인 자회사만을 의미
진입규제	설립·전환 시 공정위 사후신고 자회사 등 편입 시 별도 규제 없음	설립·전환 시 금융위 사전인가 자회사 등 편입 시 금융위 사전 승인
업무범위	순수지주, 사업지주회사 모두 허용	순수지주회사만 허용 자회사의 경영관리 및 그에 부수하는 업무외에 영리 목적의 다른 업무 영위 금지
지주회사 행위제한	부채비율 200% 이내 유지 자회사 최소지분 보유의무(상장 20%, 비상장 40%) 비계열회사 주식은 5%까지만 보유 자회사 이외 계열회사 주식소유금지	부채비율 200% 이내 유지 자회사 최소지분 보유의무(상장 30%, 비상장 50%) 비계열회사 주식은 5%까지만 보유 자회사 이외 계열회사 주식소유금지
자회사 행위제한	손자회사 최소지분 보유의무(상장 20%, 비상장 40%) 손자회사 이외 계열회사 주식소유 금지 금융회사 지배 금지	손자회사 최소지분 보유의무(상장 30%, 비상장 50%) 업무관련성 있는 회사만 지배 허용 비금융회사 지배 가능

자료: KDB대우증권 리서치센터

3. 중간금융지주회사 추진현황

공정위 주도, 연내 입법화 예상

중간금융지주회사 도입에 대한 새정부의 입장은 지난 2월 대통령직인수위원회에서 제시된 국정과제 속에서 확인할 수 있으며, 공정거래위원회의 2013년 대통령 업무계획 보고에서 구체화되었다. 중간금융지주회사의 구체적인 설치 기준 및 적용 규제안을 마련하기 위해서는 충분한 논의가 필요하므로 이에 대해 다음 6월 임시국회뿐만 아니라 하반기 국회에서도 집중적으로 심의될 것으로 판단된다.

주무부서인 공정거래위원회는 이를 정부입법으로 추진할 경우 상당한 시일이 소요되는 만큼 조속한 입법을 위해 기존에 발의된 의원안과 연계하여 금년 내 입법화를 추진하겠다는 입장이다.

표 21. 대통령직인수위원회 제안 국정과제(2013.2.21)

국정과제	내용
기업지배구조 개선	금산분리 강화 ① 일반지주의 금융자회사 보유 허용, 일정요건 시 중간금융지주회사 설치 의무 ② 금융보험사 보유 비금융계열사 주식에 대한 의결권 제한 강화 ③ 산업자본의 은행지분 보유한도 축소 대기업집단 계열회사간 신규 순환출자 금지 조항 신설 대기업집단 지배시스템 개선 국민연금 등 공적 연기금의 의결권 행사 강화 등

자료: 제18대 대통령직인수위원회, KDB대우증권 리서치센터

표 22. 공정거래위원회 업무보고(2013.4.24)

구분	내용
지주회사 전환촉진을 위한 금융자회사 규제 개편	일반지주회사의 금융자회사 보유를 허용하되 일정요건 충족 시 중간금융지주회사 설치를 의무화 예: 보험사 포함, 금융보험사 3개 이상 또는 금융보험사 자산규모 20조원 이상

자료: 공정거래위원회, KDB대우증권 리서치센터

표 23. 국회의원 발의 현황(2012.9.26)

공정거래법 개정안	내용
중간금융지주회사 설치 의무	일반지주회사의 금융회사 소유는 인정하되, 금융자본과 산업자본 사이 출자관계 등 자본 이동을 차단하기 위하여 중간금융지주회사 제도 도입(제8조의5 신설)

자료: 정무위원회(김상민의원 대표 발의), KDB대우증권 리서치센터

4. 투자기회와 사례분석

(1) 투자기회

기업들이 지주회사 전환을 선택하는 이유는 다양할 수 있겠지만, 그 중에서도 지주회사 전환을 통해 지배주주들이 지주회사에 대한 지분율만 강화함으로써 추가적인 자금 소요 없이 그룹 전체에 대한 소유권 강화가 가능하다는 점을 들 수 있다. 또한 2세, 3세 경영을 위한 경영권 승계 목적에 있어서도 지주회사 전환을 선택할 여지가 있다고 판단된다.

그러나 중간금융지주회사 도입에 따른 일반지주회사의 금융자회사 보유 허용의 유인과 지분을 강화 내지 2세·3세 경영권 승계 등의 필요성이 맞물려 지주회사 체제가 선택되더라도, 지주회사로 전환되는 과정에서 순환출자 해소, 지주회사-자회사 지분을 요건 충족 및 금융·비금융회사간의 지분정리 과정은 반드시 요구된다. 이러한 경우 지배주주 입장에서는 자신이 원하는 방향으로 지배구조를 구축하기 위해 보유한 지분가치를 활용하고자 하는 유인이 클 수밖에 없다. 따라서 우선적으로는 지주회사 전환의 목적을 파악하는 한편, 지주회사로 전환하는 과정에서 안정적인 지분율의 확보를 위해 노력하는 지배주주와 이해관계를 같이함으로써 수익을 향유할 수 있는 투자전략의 수립이 가능하다는 판단이다.

(2) 사례 분석: 현대자동차그룹

현대차그룹이 지주회사 체제로 선택·전환하는 필요성은 경영권 승계에서 찾을 수 있다. 현대차그룹의 승계 주체인 정의선 부회장이 아직까지 승계를 위한 충분한 지분을 확보하지 못한 상황에서 그룹에 대한 정의선 부회장의 지배권을 강화하는데 지주회사 전환은 최선의 방안이 될 수 있기 때문이다.

현대차그룹의 지주회사 전환에 있어 현대카드, 현대캐피탈 등 금융계열사 지분과 기존 순환출자 지분 정리가 핵심이다. 중간금융지주회사 체제의 도입을 염두에 두었을 때 지금의 현대자동차 중심으로 지주부문과 사업자회사 부문을 인적분할하여 지주회사를 설립하는 방식을 고려할 수 있다. 그룹 내 금융계열사 지분 또한 대부분의 금융 계열사 지분을 보유하고 있는 현대자동차 아래로 모아준 다음, 지주부문을 금융부문과 비금융부문으로 분할함으로써 중간금융지주회사를 설립하면 현대차그룹은 일반 지주회사 체제에서도 중간금융지주회사를 보유할 수 있을 것으로 판단된다. 이후 비용을 최소화 할 수 있는 순환출자 지분의 해소 및 자회사 지분율 요건 등 지주회사 요건의 충족 과정이 예상된다.

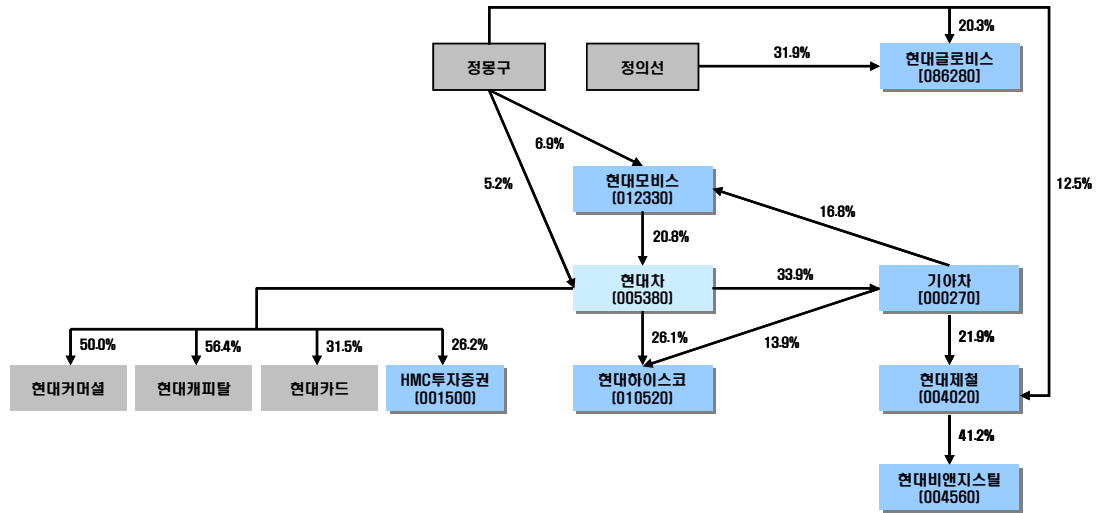
표 24. 현대자동차그룹 지배주주 주식보유 현황

(십억원)

지배주주	보유주식	지분율	지분가치
정의선	현대글로비스	31.9	2,218
	기아자동차	1.7	427
	현대엘코	25.1	106
	이노션	40.0	57
	현대위스코	57.9	47
	현대오토에버	20.1	27
	서림개발	100.0	12
	현대자동차	0.0	1
	합계	-	2,895
정몽구	현대자동차	5.2	2,448
	현대모비스	7.0	1,924
	현대제철	12.5	786
	현대글로비스	20.3	1,411
	현대하이스코	10.0	271
	현대엘코	10.0	42
	이노션	20.0	28
	현대오토에버	10.0	13
	합계	-	6,925

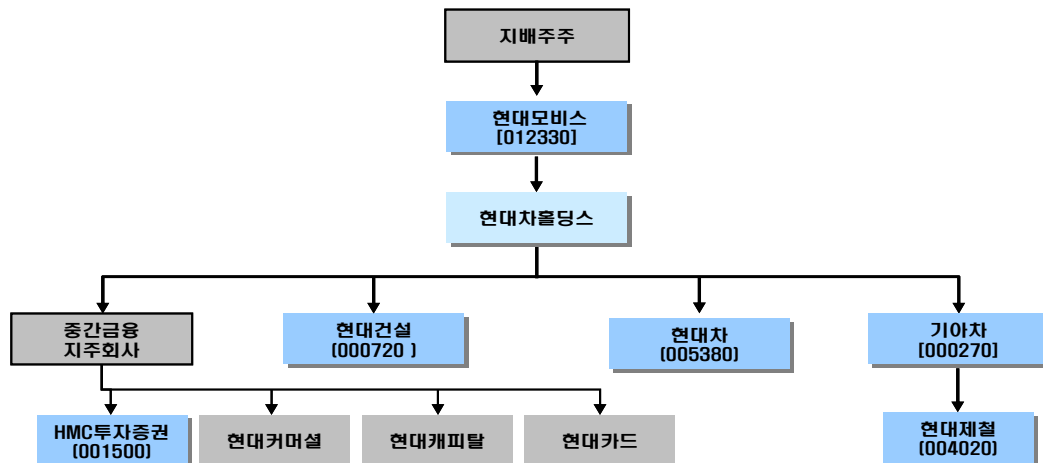
주: 상장사는 2013.6.4 종가, 비상장사는 2013년 3월말 순자산 기준, 자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 27. 현대차그룹 지배구조 요약



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 28. 중간금융지주회사 도입에 따른 현대자동차그룹 지배구조 개편 예상



자료: KDB대우증권 리서치센터

IV. 금산분리 강화

1. 금산분리 강화 의미

금산분리 규제가 강화하는 방향으로 추진 중이다. 현재 논의 중인 금산분리의 강화의 주요 내용은 1) 금융계열사가 소유한 동일 계열 비금융상장사에 주식에 대한 의결권 제한, 2) 산업자본의 은행 및 은행지주회사 지분 보유한도 축소, 3) 금융회사 대주주에 대한 적격성 심사확대 등으로 요약할 수 있다.

금융·보험사의 의결권 제한 강화는 삼성그룹 내 일부 회사의 경우처럼 계열 금융사가 계열 내 비금융사 주식을 상당히 보유하고 있는 상황에서만 영향을 받을 수 있으며, 산업자본의 은행 지분 보유한도 축소는 현재 산업자본이 4%를 초과하여 은행 주식을 보유하고 있는 사례가 없는 것으로 확인되는 바 도입에 따른 영향은 제한적일 것으로 판단된다. 그러나 금융회사 대주주에 대한 적격성 심사 확대는 현재 검토되고 있는 바와 같이 심사대상 대주주의 범위와 요건 불충족 시 처벌내용이 확정되는 양상에 따라 파급되는 영향력이 커질 수 있다는 판단이다.

금산분리 강화의 취지를 중간금융지주회사 설립을 통한 일반지주회사의 금융자회사 보유 허용과 연계해서 살펴보면, 결국 금산복합 대기업집단을 대상으로 지주회사 체제로의 전환선택을 유도하는 것으로 판단된다. 비(非)지주회사 체제를 유지하기 위해 금산분리 강화를 감수하는 것보다 중간금융지주회사 설립을 통해 금산분리를 전제로 금융사를 보유하면서 지주회사로 전환하는 것이 유리하도록 선택을 이끌어가고 있기 때문이다. 이는 일반지주회사의 금융자회사 보유를 원칙적 금지로부터 허용한다는 측면에서 금산분리 완화라고 할 수 있지만, 중간금융지주회사 설립을 통해 금융-비금융간 출자고리가 단절되므로 금산분리가 강화되는 효과를 얻을 수 있고, 궁극적으로는 대기업의 지주회사 전환을 통해 소유-지배구조의 개선까지 기대된다는 점에서 긍정적이라 판단할 수 있다.

표 25. 금산분리 강화 주요 내용

구분	주요 내용
금융보험사 보유주식 의결권제한	금융·보험 계열사가 보유중인 비금융계열사 주식에 대한 의결권제한 강화 (향후 5년간 단계적으로 5%까지 강화)
산업자본의 은행지분 보유한도 축소	산업자본이 은행을 사급고로 이용하는 일이 없도록 산업자본의 은행 지분 보유한도 축소
금융회사 대주주 적격성 심사 확대	현재 은행과 저축은행에 대해서만 시행되는 대주주 적격성 심사를 전 금융회사로 확대

자료: 제18대 대통령직인수위원회, KDB대우증권 리서치센터

표 26. 상호출자제한기업 중 금융·보험계열사 소유 현황

(개사)

순위	그룹	금융·보험계열사			순위	그룹	금융·보험계열사		
		2008	2012	증감			2008	2012	증감
1	삼성	10	11	1	30	부영	1	1	0
4	현대자동차	3	5	2	32	효성	2	3	1
5	Sk	1	1	0	38	코오롱	1	2	1
6	LG	0	1	1	39	웅진	2	7	5
7	롯데	3	10	7	42	농협	5	16	11
8	포스코	1	2	1	43	미래에셋	14	18	4
9	현대중공업	3	5	2	46	동양	7	6	-1
10	GS	0	1	1	48	현대산업	1	1	0
14	한화	7	8	1	50	대성	2	2	0
15	KT	1	8	7	53	태광	6	7	1
16	두산	2	4	2	56	교보생명보험	5	6	1
17	STX	1	1	0	57	한국투자금융	0	13	13
20	CJ	3	1	-2	59	대한전선	2	2	0
21	한국철도공사	1	1	0	60	한국타이어	1	1	0
22	LS	1	1	0	61	이랜드	0	1	1
26	동부	7	10	3	62	유진	4	3	-1
28	현대	1	5	4	합계		98	165	67

주: 2012년말 기준, 자료: 공정거래위원회, KDB대우증권 리서치센터

2. 금산분리 정책 현황

(1) 우리나라 금산분리 제도

금산분리(金産分離)란 금융자본과 산업자본을 분리하는 것으로, 자기자본비율이 낮고 대부분 고객의 자금으로 영업을 하는 금융업의 특성을 감안하여 금융자본과 산업자본의 결합을 제한하는 것이다. 우리나라 금산분리는 두 가지 측면에서 이루어지고 있는데, 하나는 산업자본이 금융자본을 지배하지 못하도록 규제하는 것으로서 산업자본이 은행 또는 은행지주회사의 지분을 일정 수준 이상으로 소유하지 못하도록 하는 소유 규제, 다른 하나는 금융자본이 산업자본을 지배하지 못하도록 규제하는 것으로서 계열사 지원으로 과도한 위험부담을 하지 못하도록 하는 자산운용 규제로 적용되고 있다.

2009년 은행법 및 금융지주회사법 개정으로 금산분리의 소유 규제 및 자산운용 규제가 대폭 완화되었다. 따라서 산업자본의 은행 또는 은행지주회사 소유한도가 4%에서 현재 수준의 9%로 상향 조정되었고, 은행지주회사와 비은행 금융지주회사 모두 비금융자회사를 보유할 수 없었으나, 법개정으로 비은행지주회사는 비금융자회사를 자회사(상장회사 20%, 비상장회사 40%)로 둘 수 있게 되었다.

표 27. 주요 그룹사별 금융사 보유현황

그룹	순위	개수	소속 금융사
삼성	1	11개사	생보부동산신탁, 삼성벤처투자, 삼성생명보험, 삼성선물 삼성증권, 삼성카드, 삼성자산운용, 삼성화재손해사정서비스 삼성화재해상보험, 애니카자동차손해사정서비스, 삼성생명서비스손해사정
현대차	4	5개사	HMC투자증권, 현대카드, 현대캐피탈, 현대커머셜, 현대라이프생명보험
롯데	7	10개사	롯데손해보험, 롯데카드, 롯데캐피탈, 마이비, 한페이시스, 부산하나로카드 이비카드, 경기스마트카드, 인천스마트카드, 충남스마트카드
한화	16	8개사	한화저축은행, 한화손해사정, 한화생명보험, 한화티엠에스 한화인베스트먼트, 한화손해보험, 한화증권, 한화자산운용
동부	25	10개사	동부저축은행, 동부생명보험, 동부자동차보험손해사정, 동부자산운용 동부증권, 동부캐피탈, 동부화재해상보험, 동부씨앤에스자동차손해사정 동부씨에스아이손해사정, 동부씨에이에스손해사정
동양	46	6개사	동양생명보험, 동양증권, 동양인베스트먼트 동양자산운용, 동양파이낸셜대부, 티와이머니대부

주: 2012년말 기준, 자료: KDB대우증권 리서치센터

표 28. 우리나라 금산분리 관련 제도

구분	주요 내용	법 조항
금융자본의 산업자본 소유 제한	동일계열 금융기관이 타 회사 의결권 주식을 20% 이상 소유하거나 주식을 5% 이상 소유하면서 최대출자자, 지배관계 형성이 되는 경우 금융위의 사전승인 필요	금산법 제24조
	금융지주회사	비금융회사의 주식 소유 금지 금융지주회사법
	금융투자지주회사	금융투자지주회사의 자회사 금융투자업자는 자회사로 비금융회사 소유 가능 제6조, 제20조,
	보험지주회사	보험지주회사의 자회사인 보험사는 비금융회사 지배 불가, 보험회사의 손자회사는 총 발행주식을 소유하는 경우 은행과 국내 비금융회사를 제외한 소유 가능 제25조, 제31조
	보험업법	다른 회사의 의결권 있는 발행 주식 총수의 15% 초과하는 주식 소유 불가, 다만, 자회사인 경우 급감위 승인이나 신고 하여 15%를 초과 소유 가능 보험업법 제109조
산업자본의 금융자본 소유 제한	시중은행	원칙적으로 의결권주의 9% 초과보유 금지 (단, 의결권 미행사 조건, 금융위 승인 하 10%까지 보유가능) 은행법 제15조
	정부 및 예금보호공사	제한 없음
	지방은행	15% 이내
	은행 및 은행지주회사	산업자본 참여 사모투자전문회사도 산업자본으로 간주, 은행주식 보유 규제 비금융주주자는 은행지주회사의 의결권 있는 주식을 9% 초과금지 (의결권 미행사 조건으로 10%까지 소유 가능) 은행법 제15조, 제16조
	일반지주회사	금융회사의 주식 보유 금지, 일반지주회사의 자회사는 금융회사를 (손)자회사 지배 금지 공정거래법 제8조의2

자료: 법제처, KDB대우증권 리서치센터

(2) 금산분리 강화 추진현황

금산분리 강화에 대한 새정부의 입장은 지난 2월 대통령직인수위원회에서 제시된 국정과제 속에서 확인할 수 있으며, 이는 대부분 선거 전 박근혜 대통령이 제시한 공약에 포함되어 있던 내용이다. 이후 공정거래위원회와 금융위원회의 2013년 대통령 업무계획 보고에서 보다 구체화되었다.

금산분리 강화에 대한 여야의 공감대 형성 및 주무부서인 공정위와 금융위 역시 의욕적으로 추진하는 만큼 금산분리 강화의 내용을 담고 있는 공정거래법 및 금융지주회사법 개정안 등은 6월 및 하반기 국회에서 본격적인 논의를 거쳐 연내 입법화될 수 있을 것으로 전망된다.

표 29. 박근혜 대통령의 경제민주화 관련 공약(2012.12.10)

구분	추진과제	내용
경제민주화	금산분리 강화	금융·보험회사 보유 비금융계열사 주식에 대한 의결권 상한 5%까지 강화 (단독금융회사 기준, 향후 5년간 단계적으로 5%까지) 산업자본의 은행지분 보유한도 축소 대주주 적격성 유지심사를 모든 금융회사로 확대

자료: 정책공약집, KDB대우증권 리서치센터

표 30. 대통령직인수위원회 제안 국정과제(2013.2.21)

국정과제	내용
기업지배구조 개선	금산분리 강화 ① 일반지주의 금융자회사 보유 허용, 일정요건 시 중간금융지주회사 설치 의무 ② 금융보험사 보유 비금융계열사 주식에 대한 의결권 제한 강화 ③ 산업자본의 은행지분 보유한도 축소 대기업집단 계열회사간 신규 순환출자 금지 조항 신설 대기업집단 지배시스템 개선 국민연금 등 공적 연금의 의결권 행사 강화 등

자료: 제18대 대통령직인수위원회, KDB대우증권 리서치센터

표 31. 공정거래위원회 업무보고(2013.4.24)

구분	내용
금융보험사 보유주식 의결권제한 강화	특수관계인과 합하여 15%까지 의결권 행사를 인정하나 금융보험사가 합하여 행사할 수 있는 지분율을 5%로 제한 (금융보험사 의결권 상한 10% 설정, 5년간 1%p씩 인하하여 5%까지 강화)
산업자본의 은행지분 보유한도 축소	은행법 개정(12월, 금융위)

자료: 공정거래위원회, KDB대우증권 리서치센터

표 32. 국회의원 발의 현황(2012.9.26)

공정거래법 개정안	내용
금융보험사 보유주식 의결권 제한 강화	상호출자제한기업집단에 속하는 회사로서 금융업 또는 보험업을 영위하는 회사는 취득 또는 소유하고 있는 국내계열회사주식에 대하여 일정한 경우 행사할 수 있는 의결권을 그 계열회사 발행 주식총수의 100분의 5로 낮춤
중간금융지주회사 설치 의무	일반지주회사의 금융회사 소유는 인정하되, 금융자본과 산업자본 사이 출자관계 등 자본 이동을 차단하기 위하여 중간금융지주회사 제도를 도입

자료: 정무위원회(김상민의원 대표 발의), KDB대우증권 리서치센터

3. 금신분리 강화 영향 및 사례분석

(1) 금융보험사 보유주식 의결권제한

의결권 제한 내용 분석

현행 공정거래법상 대기업집단 소속의 금융·보험회사가 보유하고 있는 국내 계열회사 주식에 대한 의결권 행사는 원칙적 금지, 예외적 허용이다. 예외적인 의결권 행사의 허용은 **국내 상장회사의 주주총회에서 주요안건의 결의 시 특수관계인과 합하여 총발행주식의 15%까지는 의결권을 행사**하는 경우이다. 여기서 주요안건이란 임원의 선임 및 해임, 정관변경, 합병 및 영업 양도 등의 경우이고, 15%까지 의결권을 행사한다는 의미는 지배주주 및 특수관계인과 합하여 의결권이 15%를 초과하는 경우 그 초과분에 대해 금융회사의 의결권만을 제한하는 것이다. 예컨대 A사 지분을 금융보험계열사가 합하여 10% 보유하고, 다른 특수관계인(총수일가, 비금융계열사 등)이 10% 보유하는 경우, 총 15%(금융보험계열사 5%+ 특수관계인 10%)까지만 의결권 행사가 가능하다.

최근 이와 같은 예외적 의결권 행사 내용에서 더 나아가 적대적 M&A에 대한 방어 수단을 확보하면서 금융보험사를 활용한 지배력 확장을 억제하는 방식의 의결권 제한 강화가 추진되고 있다. 즉, 적대적 M&A에 대한 방어를 위해 **현행처럼 특수관계인과 합하여는 15%까지 의결권 행사를 인정하되, 금융보험사가 합하여 행사할 수 있는 의결권 상한의 시작을 10%로 설정하고 이를 5년간 1%p씩 인하여 5%까지 축소시킴으로써 의결권 제한을 강화**하는 방안을 추진 중이다.

표 33. 현행 공정거래법상 금융회사의 의결권 제한

조항	내용
	상호출자제한기업집단 소속 회사로 금융업 또는 보험업을 영위하는 회사는 취득 또는 소유하고 있는 국내 계열회사 주식에 대하여 의결권을 행사할 수 없다. 다만, 다음 각 호에 해당하는 경우에는 그러하지 아니하다.
공정거래법 제11조 (현행)	1. 금융업 또는 보험업을 영위하기 위하여 주식을 취득 또는 소유 2. 보험자산의 효율적인 운용·관리를 위하여 「보험업법」 등에 의한 승인 등을 얻어 주식을 취득 또는 소유 3. 국내 계열회사(상장법인에 한함)의 주주총회에서 다음의 어느 하나에 해당하는 사항을 결의하는 경우, 계열회사의 주식 중 의결권을 행사할 수 있는 주식의 수는 그 계열회사에 대하여 특수관계인이 행사할 수 있는 주식수를 합하여 그 계열회사 발행주식총수의 100분의 15를 초과할 수 없다. 가. 임원의 선임 또는 해임 나. 정관변경 다. 그 계열회사의 다른 회사로의 합병, 영업의 전부 또는 주요부분의 다른 회사로의 양도
공정거래법 제11조 (개정안)	(국회 발의) 국내계열회사주식에 대하여 일정한 경우 행사할 수 있는 의결권을 그 계열회사 발행 주식총수의 100분의 5로 낮춤 (공정거래위원회) 특수관계인과 합하여 15%까지 의결권 행사를 인정하나 금융보험사가 합해 행사할 수 있는 지분을 5%로 제한 (금융보험사 의결권 상한 10% 설정, 5년간 1%p씩 인하여 5%까지 강화)

자료: 법제처, KDB대우증권 리서치센터

그간 대기업집단 소속 금융보험사의 의결권 행사 실태조사 결과를 살펴보면 일부 대기업집단 소속 금융보험사는 예외조항에 의거하여 임원임면·정관변경 등을 위해 비금융 상장계열사에 대해 의결권을 행사하였음이 확인된다. 따라서 상당수 대기업집단이 금융보험사를 통해 계열사 주식을 다수 보유하면서 고객자금을 이용해 지배력을 확장하는 것에 대한 우려가 커지는 것이 사실이다.

금번 의결권 제한 강화의 취지는 단연 금융기관이 기업의 지배력 확장에 이용되는 것을 차단하는데 있다. 금융회사는 불특정다수의 고객으로부터 자금을 조성, 운영하는데 이들이 계열회사 주식취득으로 계열확장 등에 동원되는 경우 심각한 경제력집중의 폐해를 야기할 수 있기 때문이다. 따라서 금융회사의 과다한 계열회사 주식취득에 대한 규제의 필요는 있으나, 주식취득이 금융회사의 주요한 자산 운용 수단임 등을 감안해 취득은 제한하지 않고, 최소 방식으로 규제하기 위해 의결권만을 제한하는 제도라고 이해된다. 따라서 M&A에 대한 방어 수단을 확보해 주면서 금융보험사를 활용한 지배력 확장을 억제하는 목적으로 의결권 제한의 추가적인 강화가 추진되고 있다는 판단이다.

영향 및 사례분석

금융·보험회사의 의결권 제한 강화가 실제 작용할 수 있는 경우는 1) 특수관계인의 보유 지분율을 포함해 총 지분율이 낮은 상황에서 2) 계열 금융·보험회사의 의결권까지 추가로 제한을 받게 되면 의결권 행사 비율이 더 낮아지는 경우이다.

2013년 4월 현재 공정거래위원회에서 지정한 대기업집단은 총 62개이며 이 중 공정거래법 11조의 단서조항에 따라 의결권 제한대상이 되는 이른바 금융회사가 지분을 보유하고 있는 계열 내 비금융 상장회사는 총 21개로 파악된다.(표 10 참고)

표 34. 공정거래법상 금융보험회사의 의결권 제한 적용 회사

(개사)

그룹	회사수	회사명
삼성그룹	10	에스원, 제일기획, 호텔신라, 삼성물산, 삼성SDI, 삼성엔지니어링, 삼성전기, 삼성전자, 삼성중공업, 삼성테크윈, 제일모직
동양그룹	4	동양, 동양밸류오션기업인수목적회사, 동양시멘트, 동양시스템즈
동부그룹	2	동부건설, 동부제철
현대차그룹	1	기아자동차
롯데그룹	1	롯데칠성음료
웅진그룹	1	웅진케미칼
현대그룹	1	현대엘리베이터
대한전선그룹	1	남광토건
총계	21	

자료: KDB대우증권 리서치센터

삼성그룹 내에서 계열회사에 대한 지배주주 및 특수관계인 보유지분이 낮고 금융회사가 보유한 지분이 높은 회사들을 살펴보면 표 11과 같다. 금융회사가 계열 내 비금융회사 주식을 상당히 많이 보유하고 있는 삼성그룹 내 일부 기업의 입장에서는 이러한 금융회사에 대한 의결권 제한이 경영권 유지에 관해 매우 중요한 문제일 수 있다.

만약 추후에 의결권 행사 규제가 더욱 강화할 경우 그룹 내 계열 금융·보험회사를 통해 경영권을 유지하고 있는 대기업들은 현행 지배력을 유지하기 위해 지배구조의 개편이 불가피할 것으로 예상된다.

표 35. 금융·보험회사 의결권 제한 시 삼성그룹 내 의결권 행사가능 지분을 예시

(%)

구분	특수관계인 지분			의결권 행사가능 내부지분율			
	금융계열사	금융계열사 외 특수관계인	합계	특수관계인 합산 15% (현행, A)	특수관계인 합산 15% & 금융보험사 합산 5% (개정안, B)	A - B	
삼성	삼성전자	8.74	8.93	17.67	15.00	13.93	1.07
	호텔신라	11.70	5.24	16.94	15.00	10.24	4.76
	삼성물산	4.79	9.16	13.95	13.95	13.95	0
	제일모직	4.68	2.62	7.31	7.31	7.31	0
	에스원	9.54	11.11	20.65	15.00	15.00	0

자료: 전자공시시스템, KDB대우증권 리서치센터

(2) 산업자본 은행지분 보유한도 축소

산업자본의 은행 또는 은행지주회사 지분에 대한 보유한도 축소가 논의 중이다. 이와 관련해서는 이미 2012년 국회에서 구체적으로 입법·발의 되었으며, 박근혜 대통령의 선거공약과 대통령직인수위원회에서 제시된 국정과제에서는 물론 공정거래위원회 및 금융위원회의 2013년 대통령 업무계획 보고에도 포함된 사안으로 연내 통과가능성이 높다고 판단된다.

현재 산업자본의 은행 및 은행지주회사 지분 보유한도는 9%로 되어있다. 지난 2009년에 정부는 규제완화를 통한 경쟁력 제고를 위해 비금융주력자가 은행 및 은행지주회사의 의결권 있는 주식을 발행주식 총수의 9%(종전 4%)까지 보유할 수 있도록 금산분리제도를 완화했다. 즉 은행법이나 금융지주회사법에서 비금융주력자의 은행 및 은행지주회사 주식 보유한도를 9%로 제한하되, 의결권을 행사하지 않는 조건으로 금융위원회 승인을 받은 경우에는 10%까지 보유할 수 있도록 했다. 한편 비금융주력자가 최대주주가 되거나 임원 임면 등의 방법으로 경영에 관여하기 위해 의결권 있는 발행주식의 4%를 초과하여 보유하는 경우에는 금융위원회의 승인을 받도록 하는 것이다.

표 36. 비금융주력자 은행 및 은행지주회사 주식 보유 한도

종전(~2009.12.1)	현행(2009.12.1~)
4%이하: 제한 없음	4%이하: 제한 없음
4%초과~10%: 금융위 승인(4% 초과분은 의결권 제한)	4%초과~9%이하 + 비최대주주(또는 경영 비관여): 제한 없음 4%초과~9%이하 + 최대주주(또는 경영 관여): 금융위 승인 9%초과~10%이하: 금융위 승인(9% 초과분은 의결권 제한)
10%초과: 보유 금지	10%초과: 보유 금지

자료: 법제처, KDB대우증권 리서치센터

그러나 산업자본의 은행 또는 은행지주회사 지분에 대한 보유한도는 현재 논의되는 바와 같이 다시 4% 수준으로 제한될 것으로 예상된다. 현재 우리나라 은행 및 은행지주회사에 대한 주식 소유 현황을 살펴보면 외환은행(하나금융지주가 60% 보유)을 제외하고는 은행지주회사가 해당 은행 주식을 100% 소유하고 있으며, 은행지주회사 역시 비금융주력자에 해당하는 자가 4%를 초과하여 주식을 보유하고 있는 경우는 없는 것으로 확인된다. 따라서 금번 검토되는 **은행 또는 은행지주회사 지분 보유 한도 축소**에 따른 영향은 작을 것으로 판단된다.

표 37. 산업자본의 은행 지분보유 한도 축소 추진현황

공정거래위원회, 금융위원회	새누리당 (은행법 개정안: 김상민 의원 등)	민주통합당 (금융지주회사법 개정안: 김기식 의원 등)
구체적 한도 등은 의견수렴을 거쳐 은행법 및 금융지주회사법 개정을 통해 추진(~12월)	비금융주력자는 은행의 의결권 있는 발행주식총수의 4%까지만 보유, 비금융주력자가 되는 투자회사 등의 범위 확대	비금융주력자는 은행지주회사의 의결권 있는 발행주식총수 4%를 초과하여 보유할 수 없음

자료:정무위원회, KDB대우증권 리서치센터

(3) 대주주 적격성 심사 확대

대주주 적격성 심사 확대란 현재 은행과 저축은행에서만 시행 중인 대주주 적격성 심사제도를 전금융업권으로 확대함을 말한다. 금융위원회는 국회에 기 제출된 관련 법안과의 논의를 통해 2013년중 대주주 적격성 심사 확대 제도의 입법화를 추진하기로 계획하였다.

현행 금융업법상 대주주 자격심사는 3단계(① 인·허가시 자격심사 → ② 대주주 변경승인시 자격심사 → ③ 사후유지: 대주주 적격성 심사)로 이루어지는데, 제2금융권은 3번째 단계인 대주주 적격성 심사제도가 없다. 현행 은행법과 저축은행법은 각각 대주주에 대한 주기적 적격성 심사를 하도록 규정하고 있으나, 그 외 금융기관에 대해서는 규정하지 않고 있기 때문이다.

표 38. 금융업권별 대주주 적격성 심사 여부 및 형태

구분	은행, 은행지주	금융투자	저축은행	비은행지주, 보험, 여신전문
심사여부	△	X	O	X
형태	한도초과보유주주 적격성 심사	진입요건 유지의무만 부과	대주주 자격심사	X
주기	매반기	-	2년(대형 매년)	X

자료: 금융위원회, KDB대우증권 리서치센터

이러한 규제격차에 따라 은행과 저축은행을 제외한 나머지 금융회사 대주주는 중대한 범법행위를 저지른다 하더라도 대주주의 지위에는 아무런 변동이 생기지 않는 문제가 발생한다. 따라서 전 금융회사의 대주주에 대해 적격성 심사제도를 도입하여 금융산업의 건전성 및 대주주의 책임을 강화하려는 움직임이 나타나고 있는 것으로 판단된다.

동 제도를 도입함에 있어 가장 중요한 사항은 ① **심사대상 대주주의 범위**와 ② **대주주 적격성 요건을 충족하지 못한 경우 그 처벌내용**을 확정하는 것이다. 특히 검토되는 바와 같이 대주주의 범위를 정함에 있어 최대주주가 법인인 경우, 그 법인의 중요한 경영에 사실상 영향력을 행사하는 자를 대주주 변경 및 적격성 심사 대상에 포함한다면 그 파급 영향력이 커질 수 있다. 이는 대주주 적격성 요건을 충족하지 못한 경우에 처벌내용으로 일정기간 내 의결권 있는 발행주식 총수의 100분의 10 이상 보유하는 주식에 대해 의결권 제한, 주식처분, 이행강제금 등이 검토되고 있기 때문이다.

결국 현재 진행중인 관련법 마련에 따라 결정되겠지만 사실상 영향력을 행사하는 대주주에 해당하는 사람이 특정경제범죄 가중처벌 등에 관한 법률에 따라 횡령·배임 등의 죄를 범해 형사 처벌을 받게 되면 자신이 보유한 금융사 지분의 의결권을 제한 받거나 지분 강제 매각 등의 리스크에 노출될 수 있는 가능성이 높아졌다는 판단이다.

표 39. 대주주 적격성 확대 관련 추진현황

금융위원회	새누리당 (이이재 의원 등)	민주통합당 (김기식, 김기준 의원 등)
대주주 적격성 심사제도 전 금융업권 확대 계획 (상반기 법제정 추진, 연내 지배구조법 제정)	① 대주주적격성요건 충족 명령 ② 의결권 있는 발행주식 총수의 10% 이상 보유 주식에 대해 의결권 제한, 처분 명령 ③ 주식취득가액의 5%를 초과하지 않는 범위에서 이행강제금 부과 등	① 대주주적격성요건 충족 명령 ② 최대주주가 법인인 경우, 그 법인의 중요한 경영사항에 대하여 사실상 영향력을 행사하고 있는 주주로서 대통령령으로 정하는 자를 포함 ③ 의결권 있는 발행주식 총수의 10% 이상 보유 주식에 대해 의결권 제한, 처분 명령 등

자료:정무위원회, KDB대우증권 리서치센터

V. 지주회사 전환

1. 경제민주화 관련 규제 강화

지주회사로 전환하고자 의도했던 상당수의 기업집단은 이미 지주회사로 전환을 한 상태이며, 지금까지 지주회사로 전환하지 않은 기업집단은 지주회사로 전환을 할 의지가 약하거나, 의지는 있으나 관련 법률 등의 문제로 지주회사로의 전환이 쉽지 않은 경우이다. 그러나 공정거래법의 개정으로 순환출자가 전면 금지되거나 출자총액제한제도가 부활되는 등 기업지배구조 관련 규제 측면에서 현재보다 강화되는 움직임이 나타난다면 이를 회피하기 위한 방안으로 지주회사 전환을 선택할 여지는 커질 수 있다. 즉, 일련의 경제민주화 관련 정책의 도입은 대기업 및 중견기업들로 하여금 최선 내지 차선책으로 지주회사 전환 선택을 검토하게 할 수 있다.

현재 논의되고 있는 지배구조 관련 정책은 크게 ① 일감몰아주기 규제, ② 중간금융지주 도입, ③ 금산분리 강화, 그리고 ④ 지주회사 전환 혜택 등으로 요약된다. 이러한 환경 아래에서 각 기업집단은 향후 규제환경의 불확실성과 현실적인 필요성에 따라 얼마든지 지주회사로 전환할 가능성이 있으며, 관련 규제의 입법화 속도에 따라 이러한 움직임은 보다 빨라질 수 있다는 판단이다.

① 일감몰아주기 규제 강화: 부당이득 환수 등 대기업 지배주주의 사익편취 행위 근절

2013년 7월부터 일감몰아주기에 따른 증여의제 세금 매년 과세. 일감몰아주기 해당 기업들은 내부매출 비중의 축소 노력과 함께 과세 부담의 완화를 위해 지주회사로의 전환이 이루어질 가능성도 있음

② 금산분리 강화: 금융·보험사 의결권 제한 강화, 금융회사 대주주에 대한 적격성 심사 확대 등

금산복합 대기업집단을 대상으로 현 체제를 유지하기 위해 금산분리 강화를 감수하는 것보다 중간금융지주회사 도입과 연계, 금산분리 전제로 금융사를 보유하면서 지주회사 체제로의 전환 선택을 유도

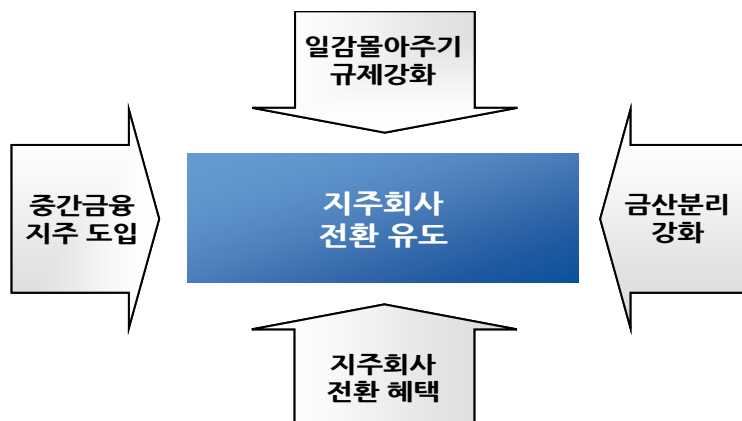
③ 중간금융지주회사 도입: 일반지주회사의 금융회사 보유 허용

금산융합의 폐해 예방과 동시에 다수의 금융계열사를 소유한 기업들은 금융자회사 보유 지분의 외부처리 없이 지주회사 체제로 전환할 수 있는 길이 마련, 궁극적으로는 지주회사 전환을 유도

④ 지주회사 전환 혜택: 조세특례제한법 상 현물출자에 의한 지주회사 설립 등 과세특례

지주회사 전환을 유도하기 위해 지주회사 설립을 위한 현물출자의 경우, 지주회사와 자회사의 주식교환에 따라 발생하는 주식양도 차익에 대한 양도소득세를 유예(~2015년 12월말까지)

그림 29. 경제민주화 관련 정책 강화 → 지주회사 전환 유도



2. 지주회사 전환 목적

기업들이 지주회사 체제로의 전환을 선택하는 이유는 다양할 수 있겠지만, 그 중에서도 지주회사 전환을 통해 지배주주들이 지주회사에 대한 지분율만 강화함으로써 추가적인 자금 소요 없이 그룹 전체에 대한 소유권 강화가 가능하다는 점을 들 수 있다. 한편으로는 2세, 3세 경영을 위한 경영권 승계 목적에 있어서도 지주회사 체제로의 전환을 선택할 여지가 있다고 판단된다.

먼저 최대주주의 지분율이 높지 않은 그룹들의 경우, 지주회사로 전환하는 과정에서 현재 한 자리 수준에 불과한 지주회사에 대한 지분율을 지주회사 전환 종료 이후 두 자릿수로 상승시킬 수 있는 효과가 기대된다. 이는 바로 뒤 「지주회사 전환의 공식」에서 자세히 살펴보겠지만, 지주회사 전환의 방식 중 인적분할 후 공개매수, 그리고 현물출자라는 방식을 선택하여 진행함으로써 가능하다.

이러한 사실은 2012년 지주회사 전환을 발표하고 공정거래법상 지주회사의 자회사에 대한 지분율 보유 요건을 맞추기 위해 최근 공개매수, 현물출자까지 완료한 애경유화와 한국콜마의 사례에서도 살펴볼 수 있다.

애경유화의 경우, 인적분할-공개매수-현물출자 방식에 의한 지주회사 전환 이전에 지배주주인 채형석 애경그룹 부회장의 지분율은 9.81%에 불과했는데, 지주회사 전환 이후에는 지분율이 18.57%까지 상승(지배주주 및 특수관계인 지분율은 33.2% → 53.2%로 상승)하였다. 한국콜마 역시 지주회사 전환 이전 지배주주 윤동한 회장의 지분율은 16.3%였지만, 지주회사 전환 이후에는 지분율이 45.78%까지 상승(지배주주 및 특수관계인 지분율은 19.4% → 53.9%로 상승)했음을 확인할 수 있다.

따라서 **지배주주 입장에서는 지주회사 체제로의 전환과 동시에** 지주회사에 대한 지분율을 끌어올림으로써 기존 주력회사에 대한 낮은 지분율의 우려에서 벗어나면서 **그룹 지배력 강화 및 경영권 방어 등의 효과**까지 기대할 수 있는 것이다.

표 40. 지주회사 전환 후 지분율 변화 (1) 애경유화

(주,%)

지배주주 및 특수관계인	지주회사 전환			
	애경유화(전환 전)		AK홀딩스(전환 후)	
	주식수	지분율	주식수	지분율
채형석	873,116	9.81	2,023,595	18.57
장영신	557,297	6.26	1,080,297	9.91
채동석	666,875	7.49	1,171,080	10.75
채승석	584,443	6.57	1,040,622	9.55
채은정	268,829	3.02	483,289	4.43
합계	2,950,560	33.15	5,798,883	53.21

자료: 전자공시시스템, KDB대우증권 리서치센터

표 41. 지주회사 전환 후 지분율 변화 (2) 한국콜마

(주,%)

지배주주 및 특수관계인	지주회사 전환			
	한국콜마(전환 전)		한국콜마홀딩스(전환 후)	
	주식수	지분율	주식수	지분율
윤동한	4,704,071	16.3	7,504,533	45.78
윤상현	814,864	2.82	1,306,475	7.97
윤여원	43,266	0.15	0	0
김성애	48,650	0.17	15,811	0.1
합계	5,610,851	19.44	8,826,819	53.85

자료: 전자공시시스템, KDB대우증권 리서치센터

한편 2세·3세로의 경영권 승계를 목적으로도 지주회사 체제로의 전환이 선택될 수 있다. 대부분의 주요 그룹들은 계열사 간 복잡한 순환출자 등을 통해 그룹 전체의 지배권을 유지하고 있는 경우가 많은데, 이러한 경우 여러 계열사의 지분을 나누어 주는 것보다 지주회사 전환을 통해 지주회사 지분율을 확보하게 해줌으로써 경영권 승계가 이루어 질 수 있기 때문이다. 경영권을 승계하는 입장에서는 지주회사를 통해 자회사에 대한 지배권을 행사할 수 있으므로 별도로 자회사 지분을 보유할 필요가 없다.

표 42. 현대자동차그룹 총수일가 주식보유 현황

(%,십억원)

지배주주	관계	그룹 내 직함	보유주식	지분율	지분가치
정몽구 (1938)	-	현대자동차그룹 회장	현대자동차	5.17%	2,448
			현대모비스	6.96%	1,924
			현대제철	12.52%	786
			현대글로벌비스	20.29%	1,411
			현대하이스코	10.00%	271
			현대엠코	10.00%	42
			이노션	20.00%	28
			현대오토에버	10.00%	13
			해비치호텔앤드리조트	8.00%	0
			합계		6,925
정의선 (1970)	장남	현대자동차 부회장	현대글로벌비스	31.88%	2,218
			기아자동차	1.73%	427
			현대엠코	25.06%	106
			이노션	40.00%	57
			현대위스코	57.87%	47
			현대오토에버	20.10%	27
			서림개발	100%	12
			현대자동차	0.00%	1

주: 2013.6.4 기준, 비상장사는 장부가 기준, 자료: 전자공시시스템, KDB대우증권 리서치센터 추정

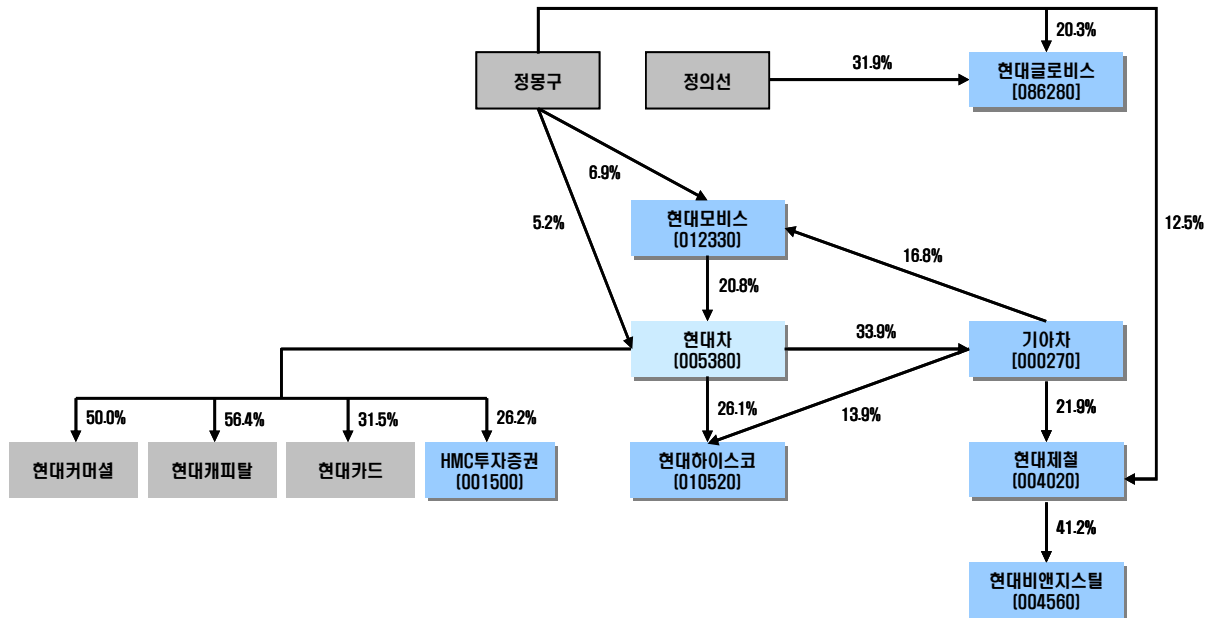
표 43. 삼성그룹 총수일가 주식보유 현황

(%,십억원)

지배주주	관계	그룹 내 직함	보유주식	지분율	지분가치
이건희 (1942)	-	삼성전자 회장	삼성전자	3.38	7,667
			삼성생명	20.76	4,505
			삼성종합화학	1.13	331
			삼성물산	1.37	1
			삼성에버랜드	3.72	169
			삼성SDS	0.01	1
			삼성라이온즈	2.5	0
			합계		12,684
이재용 (1968)	장남	삼성전자 부회장	삼성에버랜드	25.1	1,142
			삼성전자	0.57	3,980
			삼성SDS	8.81	572
			삼성SNS	45.9	317
			삼성자산운용	7.7	14
			가치네트	36.69	1
		합계		6,025	
이부진 (1970)	장녀	호텔신라 대표이사 사장 삼성에버랜드 경영전략 사장 삼성물산 상사부문 고문	삼성에버랜드	8.37	381
			삼성석유화학	33.19	130
			삼성SDS	4.18	271
			삼성자산운용	5.13	9
		합계		791	
이서현 (1973)	차녀	제일모직 부사장 제일기획 부사장	삼성에버랜드	8.37	381
			삼성SDS	4.18	271
			삼성자산운용	2.57	5
		합계		657	

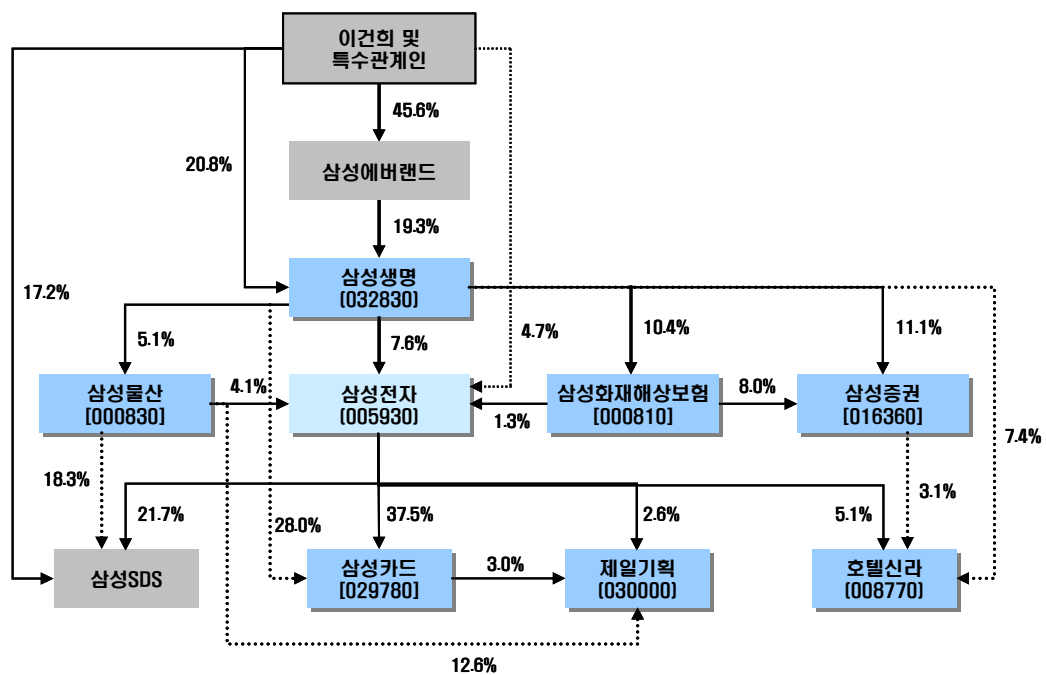
주: 2013.6.4 기준, 삼성에버랜드 주당 182만원, 삼성SDS, 삼성SNS는 장외가 기준, 자료: 전자공시시스템, KDB대우증권 리서치센터 추정

그림 30. 현대차그룹 지배구조 요약



자료: 전자공시시스템, KDB대우증권 리서치센터

그림 31. 삼성그룹 지배구조 요약



자료: 전자공시시스템, KDB대우증권 리서치센터

3. 지주회사 전환 방식

(1) 지주회사 전환 공식: 인적분할, 공개매수&현물출자

현재 지주회사 전환을 추진하고 있는 기업들을 살펴보면 인적분할 후 공개매수, 그리고 현물출자라는 방식을 선택하여 진행하고 있다는 공통점을 발견할 수 있다. 이는 지주회사와 사업자회사로 인적분할 후 지주회사 요건(상장자회사 20%, 비상장자회사 40% 지분 의무보유)을 충족하기 위해 지주회사 자회사 지분을 공개매수하는 과정에서, 지배주주들이 보유한 자회사 지분을 지주회사에게 현물출자로 제공하고 그 대가로 지주회사의 유상증자를 통해 신주를 지급받는 방식이다.

이러한 방식이 선호되는 이유는 **지배주주가 지주회사에 대한 지분 확대와 동시에 지주회사의 자회사에 대한 지분 확대에 매우 효과적이기** 때문이다. 지주회사가 시장에서 계열사 지분을 매수하는 경우 많은 자금이 소요되나, 공개매수-현물출자-유상증자를 통한 지주회사 신주발행의 방법을 사용하면 추가적인 자금 투입 없이 지주회사가 손쉽게 자회사의 지분을 확보할 수 있게 되어 적은 비용으로 지배주주의 지주회사에 대한 지배력 강화 및 지주회사의 자회사 지분율 요건을 충족시킬 수 있다.

표 44. 최근 지주회사 전환 내역

지주회사	사업자회사	지주회사 전환발표	분할비율 (지주: 자회사)	재상장	현재 진행 단계
AK홀딩스	애경유화	2012.4.24	0.64:0.36	2012.9.17	공개매수, 현물출자 완료
한국타이어월드와이드	한국타이어	2012.4.25	0.19:0.81	2012.10.4	공개매수, 현물출자 완료
한국콜마홀딩스	한국콜마	2012.6.4	0.33:0.67	2012.10.19	공개매수, 현물출자 완료
한솔홀딩스	한솔제지 한솔CSN	2013.4.8	0.54:0.46 0.48:0.52	2013.9.27	지주회사-자회사 인적분할 이전
한진칼홀딩스	대한항공	2013.3.22	0.40:0.60	2013.9.16	지주회사-자회사 인적분할 이전

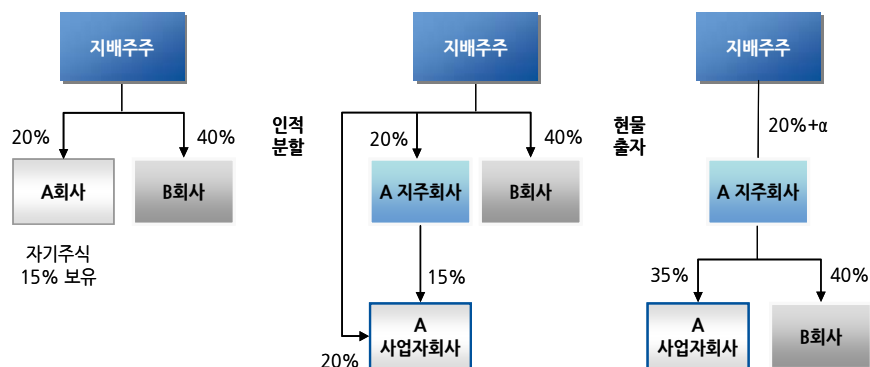
자료: KDB대우증권 리서치센터

표 45. 지주회사 전환유형

전환유형	지주회사
인적분할	공개매수 SK, LG, GS홀딩스, 태평양, 한진중공업홀딩스, 농심홀딩스 대상홀딩스, 에이치씨엔, 대웅, 평화홀딩스, 네오위즈, CJ
	제3자배정 유상증자 대교홀딩스, 케이씨씨홀딩스, 이수, 디피아이홀딩스, 케이이씨홀딩스
	인적분할 세아홀딩스
물적분할	- 넥슨홀딩스, 동화홀딩스, 풀무원, 한국컴퓨터지주

자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 32. 인적분할, 현물출자를 통한 지주회사 전환과정



자료: KDB대우증권 리서치센터

(2) 중요한 것은 지주회사 지분율의 확보

대부분의 주요 그룹들은 현재 주력 계열사의 지분을 소유한 지배주주가 계열사 간 복잡한 순환출자 등을 통해 그룹 전체의 지배권을 유지하고 있는 구조가 많은 상황인데, 향후 경제민주화 정책에 의해 차선의 선택으로 진행되는 지주회사로의 전환도 동일한 방식을 따를 것으로 예상된다.

이렇게 지주회사로 전환할 경우 **지배주주에게 있어서 가장 중요한 점은 지주회사에 대한 안정적인 지분율의 확보**이다. 지배주주의 입장에서 자회사에 대한 지배력은 지주회사를 통해 유지할 수 있으므로 별도로 자회사 지분을 직접 보유할 필요가 없다. 따라서 지배주주는 현물출자를 통해 자회사 지분을 지주회사 지분으로 교환함으로써 지주회사 지분율을 높일 수 있고, 자회사의 지배력은 지주회사를 통해 유지할 수 있기 때문이다.

반면 소액주주 입장에서는 투자나 관리 목적의 지주회사 지분을 보유하는 것에 큰 투자 유인이 없고, 오히려 사업부문이 있는 자회사에 대한 지분을 선호한다. 따라서 지주회사 전환 시 공개매수를 실시하게 되는 경우에는 소액주주들은 공개매수에 적극적으로 참여하지 않는 경우가 많고, 결과적으로 지배주주의 지주회사 지분 증가가 지주회사의 자회사 지분 증가보다 크게 나타날 수 있다.

표 46. 공개매수 전후 지배주주의 지분율 증감

(%, %p)

지주회사	공개매수 전 지배주주 지분율	공개매수 후 지배주주 지분율	증감
웅진홀딩스	36.4	87.2	50.8
LGEI(현 LG)	33.8	78.3	44.5
대상홀딩스	33.5	67.4	33.9
한진중공업홀딩스	16.9	50.1	33.2
태평양	31.7	62.6	30.9
CJ	20.2	50.1	29.9
LGC(현 LG)	12.7	41.6	28.9
농심홀딩스	36.4	61.3	24.9
대웅	55.0	76.9	21.9
중외홀딩스	33.5	54.4	20.9
네오위즈	41.5	60.7	19.2
케이씨홀딩스	29.6	48.0	18.4
SK	15.7	29.6	13.9
디피아이홀딩스	33.0	45.5	12.5
케이씨홀딩스	48.5	56.7	8.2
평화홀딩스	33.6	39.1	5.5

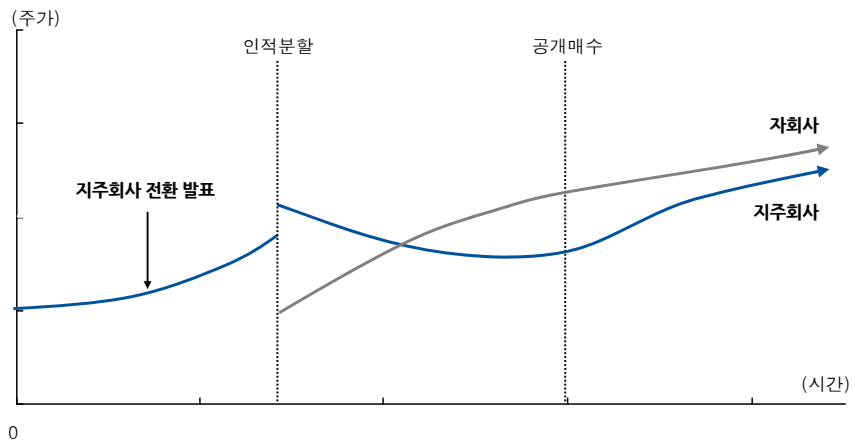
자료: KDB대우증권 리서치센터

4. 지주회사 전환의 투자기회

지주회사로 전환하는 과정에서 지주회사 지분율을 안정적으로 확보하기 원하는 지배주주와 이해관계를 같이함으로써 수익을 향유할 수 있는 투자전략 수립이 가능하다는 판단이다. ① 지주회사로의 전환을 발표하고, ② 인적분할로 지주회사와 사업자회사가 분리된 뒤, ③ 지주회사의 자회사 지분에 대한 공개매수가 이루어질 때까지는 사업자회사에 투자하고, 공개매수 이후에는 보유자산 대비 저평가가 부각되며 급격한 할인율의 축소가 이루어질 수 있는 지주회사에 투자하는 것이다. 물론 이러한 투자전략에는 분할된 사업자회사의 영업가치에 대한 확신이 전제되어야 함은 두말할 필요가 없다.

또한 지배주주의 입장에서는 사업자회사의 주가가 높을수록 지주회사와의 주식교환에 있어 지주회사의 신주를 더 많이 확보할 수 있기 때문에 공개매수가 이루어지기 전까지 사업자회사의 가치를 높이기 위해 적극적으로 노력하려는 유인이 크다. 이후 공개매수 가격이 공표되면 지주회사-자회사간 주식교환 비율이 확정되고, 지주회사의 주가는 신주발행에 대한 불확실성이 떨쳐지면서 긍정적이다.

그림 33. 지주회사 전환 시 지주회사, 자회사 주가 방향성



자료: KDB대우증권 리서치센터

표 47. 아모레퍼시픽그룹 지주회사 전환

(원, %)

구분	일자	아모레퍼시픽그룹		아모레퍼시픽	
		주가	기간 상승률	주가	기간 상승률
지주회사 전환 발표	2006.3.15	365,000	-	-	-
주식매매거레정지	2006.5.25~6.29	320,000	-12.3	-	-
인적분할 후 상장	2006.6.29	183,000	-	385,000	-
공개매수/유상증자 발표	2006.10.9	127,000	-30.6	455,500	18.3
유상증자 가격 공시	2006.11.14	139,000	9.4	509,000	11.7
지주회사 고점	2006.12.26	171,000	23	563,000	10.6

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 48. SK 지주회사 전환

(원, %)

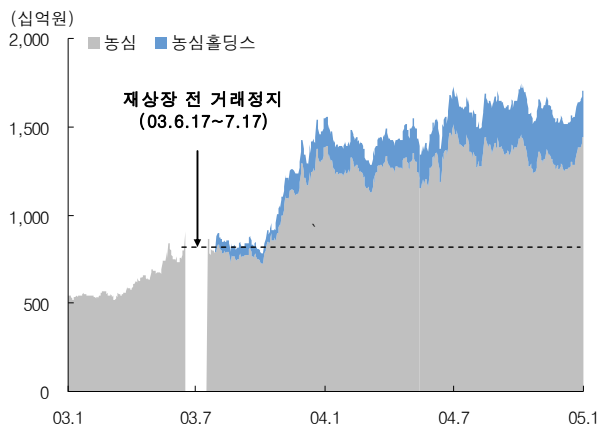
구분	일자	SK㈜		SK에너지	
		주가	기간 상승률	주가	기간 상승률
지주회사 전환 발표	2007.4.11	93,000	-	-	-
주식매매거레정지	2007.6.28~7.24	134,000	44.1	-	-
인적분할 후 상장	2007.7.25	205,000	-	169,500	-
공개매수/유상증자 발표	2007.9.17	182,500	-11	157,000	-7.4
유상증자 가격 공시	2007.9.21	178,000	-2.5	151,000	-3.8
지주회사 고점	2007.11.24	285,500	60.4	200,000	32.5

자료: KDB대우증권 리서치센터

지주회사 전환 전후의 시가총액 비교도 지주회사 전환 과정의 투자에 있어 유의미한 판단을 제공할 수 있다. 지주회사 전환을 위한 인적분할 후 지주회사와 자회사의 재(변경)상장을 위해 매매거래 정지기간(15일~30일 정도)이 발생하는 불확실성에도 불구하고, 대체로 인적분할 전의 지회사 시가총액보다 인적분할 후 지주회사와 자회사의 시가총액 합이 더 크게 형성됨을 확인할 수 있다.

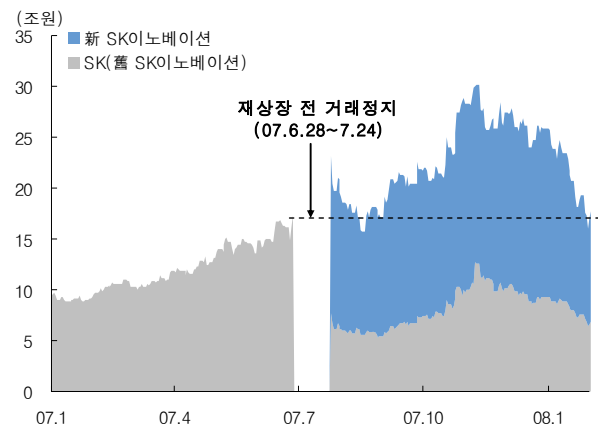
이는 하나의 사업자회사가 분할을 통해 지주회사와 자회사로 분리된 것이므로 이론적으로 기업가치 측면에서 불변이라 할 수 있으나, 지주회사 체제로의 전환에 따라 지주회사와 자회사의 역할이 구분되면서 각각 독립경영과 전문성 강화 등을 기대하는 긍정적인 심리적 효과가 기업가치에 일부 반영되는 측면도 고려할 수 있다는 판단이다. 따라서 지주회사 전환 발표라는 이벤트 자체가 단순히 지배구조 개선 효과라는 것에서 더 나아가 명확한 역할분담을 통해 지주회사 그룹 전체의 효율성을 증대시킬 수 있다는 측면에서 지주회사 전환에 대한 시장의 평가는 우호적으로 나타날 수 있다.

그림 34. 농심 지주회사 전환 전·후 시총비교



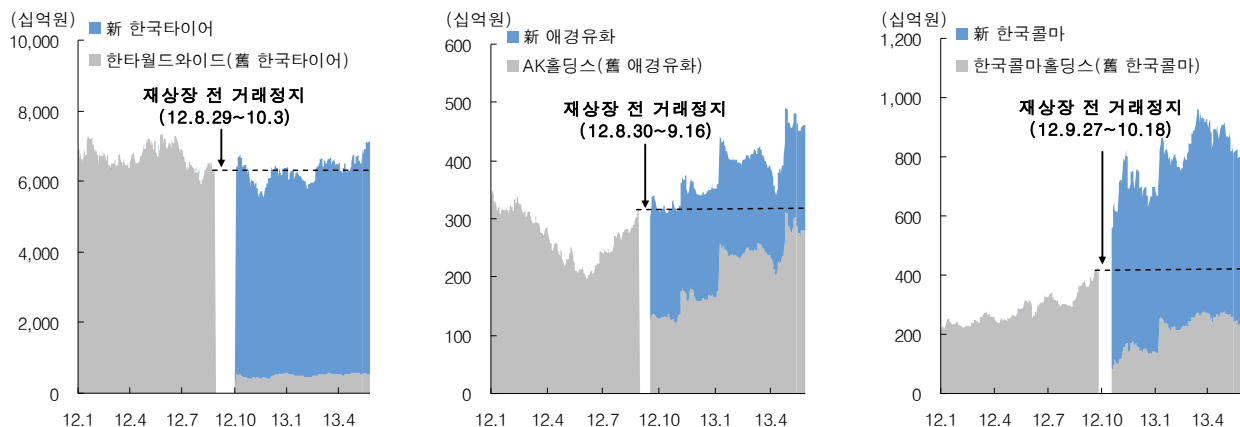
자료: KDE대우증권 리서치센터

그림 35. SK 지주회사 전환 전·후 시총비교



자료: KDE대우증권 리서치센터

그림 36. 한국타이어, 애경유화, 한국콜마 지주회사 전환 전·후 시총비교



자료: KDE대우증권 리서치센터

지주회사 Top Picks

SK (003600/매수) SK E&S 가치의 재조명

- 하반기 전망: 자회사 SK E&S 발전부문 영업가치의 재부각
- 2013년 하반기 전력난 지속(이상기온 등 전력수요 증가, 기저발전의 고장/정비 등 전력공급 불확실성)
- 원가경쟁력과 신규 발전설비 용량까지 확보한 SK E&S 발전사업 부문의 양호한 영업실적 예상

LG (003550/매수) 저평가 탈피의 단계적 진행

- LG전자를 중심으로 그룹 내 전자 계열사의 경쟁력 회복에 대한 기대감 증대
- 동사 NAV 내 LG전자 비중이 증가하는 경우, 할인율의 축소와 함께 자회사 대비 아웃퍼폼 시현 가능
- 할인율 45% 수준의 저평가, 연간 2,000억원 규모의 현금흐름 창출로 지주회사 본연의 매력 부각

SK (003600)

SK E&S 가치의 재조명

하반기 전망: SK E&S 발전부문 영업가치의 재부각

2013년 하반기에도 국내 전력공급의 어려움이 여전히 지속되는 가운데 **원가경쟁력과 신규 발전설비 용량까지 확보한 자회사 SK E&S의 발전사업 부문 영업가치가 재차 부각**되면서 이에 대한 대안투자로 SK가 주목 받을 수 있다는 판단이다.

2013년 역시 이상기온 등으로 전력수요 증가가 예상되는 한편, 기저발전기들의 예상치 않은 고장/정비 증가 등 전력공급 측면의 불확실성 증대로 전력난이 불가피할 것으로 예상된다. 이러한 경우 부족한 전력공급은 첨두부하 발전인 민자발전이 담당하게 되는데, 그 중에서 SK E&S는 타 민자발전사들 대비 기확보한 원가경쟁력을 통해 양호한 가동률과 실적 시현이 가능하다. SK E&S는 인도네시아 탕구(Tangguh) 가스전으로부터 장기 공급계약(2006년~2025년)을 체결, 발전원료인 LNG를 직도입함으로써 생산원가가 낮기 때문이다.

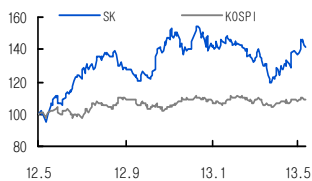
한편 SK E&S의 자회사 평택에너지서비스가 오성 LNG 복합화력발전소(833MW)를 완공, 2분기부터 본격적으로 가동함으로써 SK E&S의 매출 및 수익 창출규모는 증가추세를 유지할 것으로 판단한다. 물론 오성 복합화력발전은 대부분의 민자발전사들과 같이 한국가스공사로부터 LNG를 구매하기 때문에 원가경쟁력을 확보한 광양 복합화력발전만을 고려했을 때보다 SK E&S 발전부문 수익성의 소폭 희석은 불가피하다. 그러나 오성 발전소 역시 신규설비로서 효율성이 담보되기 때문에 기존 민자발전 대비 전력시장에 우선적으로 투입될 가능성이 높고, 따라서 양호한 가동률과 영업실적 시현이 가능할 것으로 예상된다.

투자 의견 매수, 목표주가 235,000원 유지

동사에 대한 투자 의견 매수, 목표주가 235,000원을 유지한다. 동사의 주가는 연초 이후 전 고점 대비 약 20% 이상 하락하였다가 반등 중이다. 주가하락 국면에서는 유가 및 정제마진 급락으로 인한 SK이노베이션의 실적 둔화 예상과 함께 SK건설의 해외 사업장 손실 우려가 반영되어 있었다. 그러나 하반기 유가 반등 시 SK이노베이션 실적의 개선 가능성도 높고, SK건설 또한 1분기 사우디 와사이트(Wasit) 등의 지역에서 대규모 충당금의 설정으로 이후 추가적 부담은 제한적이라는 판단이다.

최근 원전 제어케이블의 시험성적서 위조로 원전 2기(신월성 1호기, 신고리 2호기)가 추가 가동중단에 들어감에 따라 전력공급에 대한 우려가 가시화되고 있는 상황이다. 이에 따라 SK E&S의 양호한 2, 3분기 실적전망이 예상된다. 발전의 원칙은 가장 효율적(발전단가가 낮은)인 발전소가 가동에 먼저 투입된다는 사실을 상기할 필요가 있다.

(Maintain)	매수
목표주가 (원, 12M)	235,000
현재주가(13/06/04, 원)	173,000
상승여력	36%
영업이익(13F, 십억원)	5,529
Consensus 영업이익(13F, 십억원)	5,751
EPS 성장률(13F, %)	18.1
MKT EPS 성장률(13F, %)	23.0
P/E(13F, x)	6.6
MKT P/E(13F, x)	9.6
KOSPI	1,989.51
시가총액(십억원)	8,124
발행주식수(백만주)	47
유동주식비율(%)	54.3
외국인 보유비중(%)	31.0
배당수익률(13F, %)	0.81
52주 최저가(원)	115,000
52주 최고가(원)	190,000
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	10.9 -5.7 49.1
상대주가	9.7 -8.5 37.6



결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	90,533	110,574	119,678	120,448	128,836	134,690
영업이익 (십억원)	5,647	6,421	4,597	5,529	6,441	7,089
영업이익률 (%)	6.2	5.8	3.8	4.6	5.0	5.3
순이익 (십억원)	925	1,673	1,049	1,240	1,383	1,579
EPS (원)	19,484	35,244	22,095	26,091	29,129	33,266
ROE (%)	11.5	17.0	9.5	10.5	10.9	11.4
P/E (배)	7.2	3.4	8.1	6.6	5.9	5.2
P/B (배)	3.4	2.3	2.6	1.9	1.4	1.2

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: SK, KDB대우증권 리서치센터

표 49. SK 분기별 영업실적 추이와 전망

(십억원)

(십억원)	2012					2013F					2Q13 증감률	
	1Q	2Q	3Q	4Q	연간	1Q	2QF	3QF	4QF	연간	QoQ	YoY
매출액	30,715	30,240	29,761	28,961	119,677	29,579	29,049	30,361	31,460	120,448	-1.8	-3.9
매출원가	27,935	28,228	27,060	26,543	109,766	27,373	26,260	27,567	28,502	109,702	-4.1	-7.0
매출총이익	2,780	2,244	2,700	2,187	9,911	2,206	2,789	2,793	2,957	10,745	26.4	24.3
판매비와관리비	1,183	1,556	1,330	1,245	5,314	1,140	1,333	1,304	1,439	5,216	17.0	-14.3
영업이익	1,597	456	1,371	1,173	4,597	1,066	1,456	1,489	1,518	5,529	36.5	219.2
기타영업외손익	93	78	119	-151	230	-227	-4	60	100	-71	적축	적전
지분법손익	23	2	-8	66	82	92	83	85	86	345	-9.9	5,381.5
금융손익	-65	-300	-450	-64	-880	-411	-289	-139	-222	-1,061	적축	적축
세전이익	1,647	368	931	1,084	4,029	521	1,246	1,494	1,482	4,743	139.2	238.8
당기순이익	1,175	29	713	713	2,631	354	871	1,118	981	3,324	145.7	2,894.1
지배주주지분순이익	460	78	250	261	1,049	199	305	392	344	1,240	53.1	289.8

자료: KDB대우증권 리서치센터 예상

표 50. SK 연결대상 주요 자회사 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)

	2012					2013F					2Q13 증감률	
	1Q	2Q	3Q	4Q	연간	1Q	2QF	3QF	4QF	연간	QoQ	YoY
SK이노베이션 매출액	18,834	18,878	18,458	17,160	73,330	18,108	17,285	17,862	18,150	71,405	-4.5	-8.4
영업이익	738	-132	884	210	1,699	696	420	588	563	2,266	-39.7	-417.9
영업이익률	3.9	-0.7	4.8	1.2	2.3	3.8	2.4	3.3	3.1	3.2	-1.4	3.1
순이익	648	-238	510	262	1,182	258	308	443	468	1,477	19.6	-229.5
SK텔레콤 매출액	3,970	4,008	4,126	4,197	16,300	4,113	4,242	4,354	4,470	17,179	3.1	5.8
영업이익	452	385	301	623	1,760	411	556	566	554	2,087	35.4	44.4
영업이익률	11.4	9.6	7.3	14.8	10.8	10.0	13.1	13.0	12.4	12.2	3.1	3.5
순이익	300	121	176	519	1,116	354	441	463	448	1,705	24.4	264.0
SKC 매출액	598	677	667	687	2,629	560	698	713	777	2,748	24.7	3.1
영업이익	28	47	42	29	145	24	46	52	54	176	92.7	-2.6
영업이익률	4.6	6.9	6.3	4.2	6.0	4.2	6.6	7.3	7.0	6.4	2.3	-0.3
순이익	12	23	24	-28	32	13	30	35	36	113	137.3	29.1
SK하이닉스 매출액	2,388	2,632	2,423	2,719	10,162	2,781	3,328	3,453	3,463	13,025	19.6	26.4
영업이익	-260	23	-15	25	-227	317	616	734	736	2,402	94.2	2,576.1
영업이익률	-10.9	0.9	-0.6	0.9	-2.2	11.4	18.5	21.3	21.2	18.4	7.1	17.6
순이익	-271	-53	2	163	-159	179	573	686	698	2,135	220.7	흑전

자료: Fn가이드 컨센서스, KDB대우증권 리서치센터

표 51. SK E&S 분기 실적 추이와 전망

(십억원, %, %p)

	2012					2013F					2Q13 증감률	
	1Q	2Q	3Q	4Q	연간	1Q	2QF	3QF	4QF	연간	QoQ	YoY
매출액	2,029.4	1,103.7	989.1	1,653.5	5,775.7	2,021.0	1,366.3	1,256.0	1,940.7	6,584.0	-32.4	23.8
영업이익	290.6	191.8	143.2	134.5	760.1	199.0	207.0	213.5	200.2	819.6	4.1	7.9
영업이익률	14.3	17.4	14.5	8.1	13.2	9.8	15.2	17.0	10.3	12.4	5.3	-2.2
당기순이익	223.9	160.1	122.1	103.6	609.7	159.2	172.7	182.0	154.2	668.1	8.5	7.9
가동률(%)	89.2	78.9	88.6	73.3	82.5	71.3	79.5	86.0	84.0	80.2	8.2	0.6
SMP(원/kWh)	161.8	169.3	160.0	151.7	160.7	151.7	158.0	160.0	156.0	156.4	4.2	-6.6

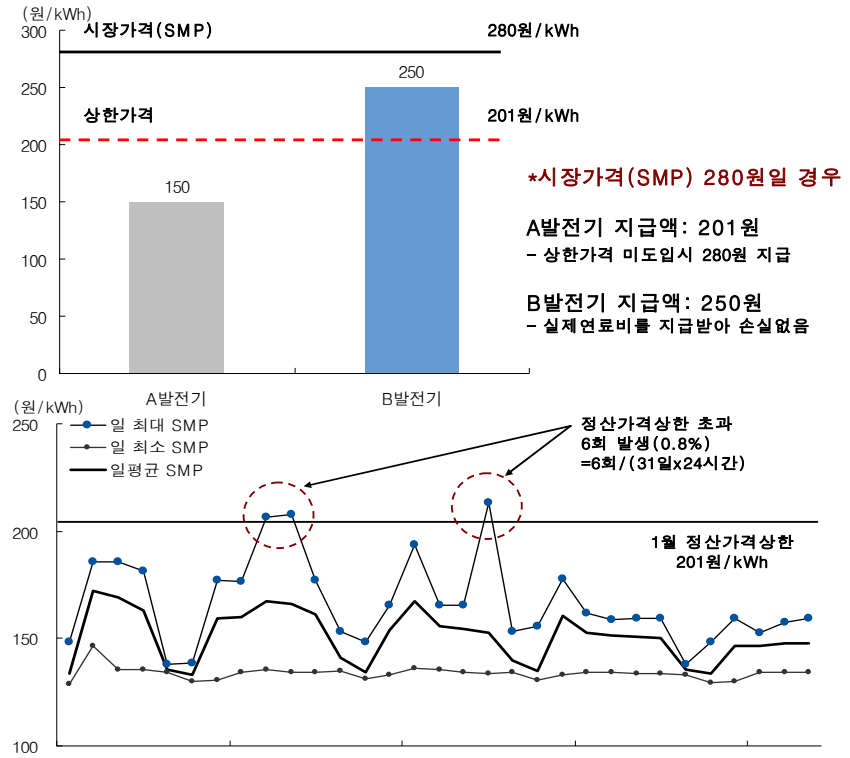
자료: KDB대우증권 리서치센터 예상

표 52. SK E&S 발전부문과 타 민자발전사 비교

	SK E&S 발전부문		타 민자 발전사
	현재	진행 중	
LNG 공급	인도네시아 탕구(Tangguh)가스전 연 50~60만톤(2006.1.1 ~ 2025.12.31)	인도네시아 칼리만탄 가스전 LNG 적도입 주요조건합의서(HOA) 체결	한국가스공사
전력요금 정산방식	CBP(Cost Based Pool) 정산방식 : 용량요금 + (SMP-변동비)*송전량	연 150만톤(2016 ~)	PPA(Power Purchase Agreement) 정산방식 : 용량요금 + 연료비 100% 보전

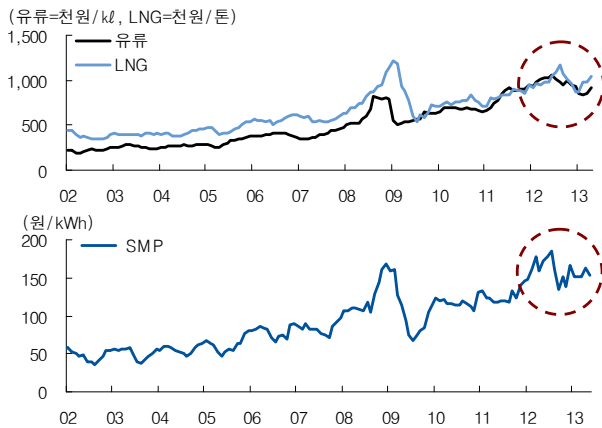
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 37. 정산상한가격제도 1월 실제 적용 사례: 도입 영향은 제한적



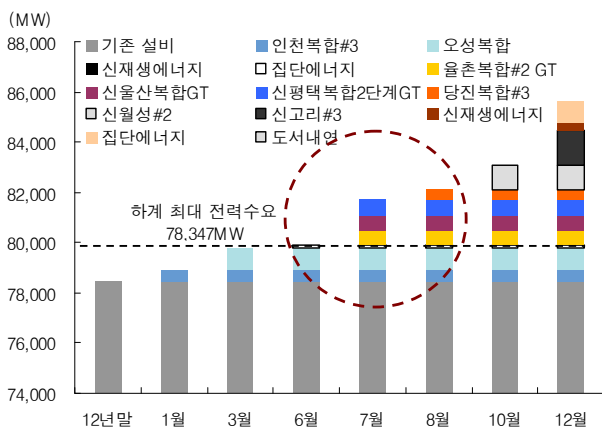
자료: 지식경제부, 전력거래소, KDB대우증권 리서치센터

그림 38. 발전 연료와 SMP 추이: 전력 계통한계가격(P) 결정



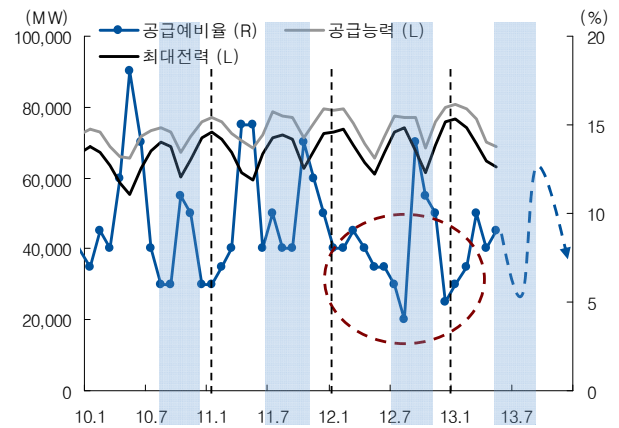
자료: 전력거래소, KDB대우증권 리서치센터

그림 40. 2013년 전력 설비용량 계획과 최대 전력수요 예상



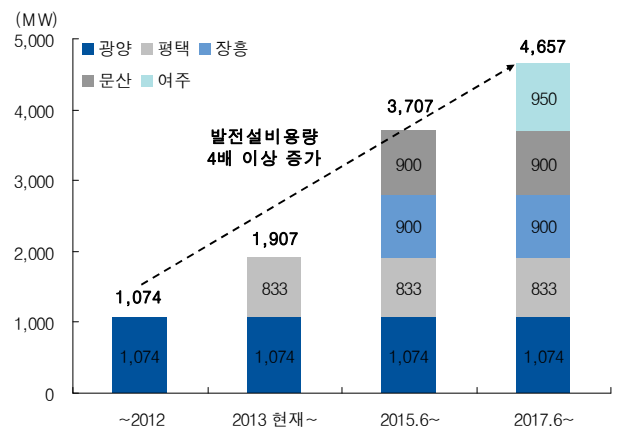
자료: 지식경제부, KDB대우증권 리서치센터

그림 39. 전력 공급예비율 추이: 민자발전 가동률(Q) 결정



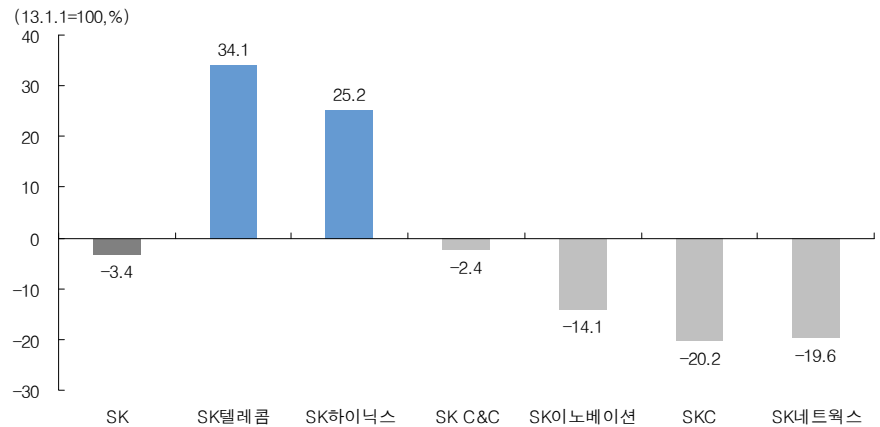
자료: 전력거래소, KDB대우증권 리서치센터

그림 41. SK E&S의 LNG 발전설비용량 확충 예정



자료: SK, KDB대우증권 리서치센터

그림 42. 연초 이후 SK그룹주 주가 상승률 비교



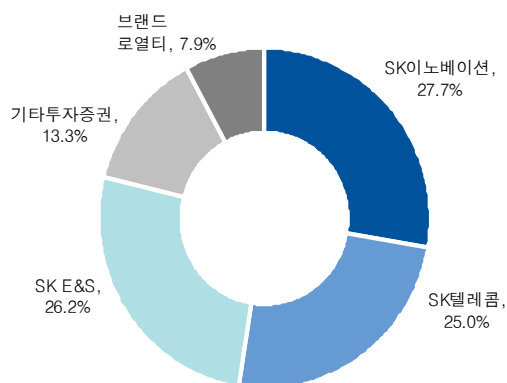
즈: 2013.6.4 기준, 자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 43. SK-SK이노베이션 주가 상관관계



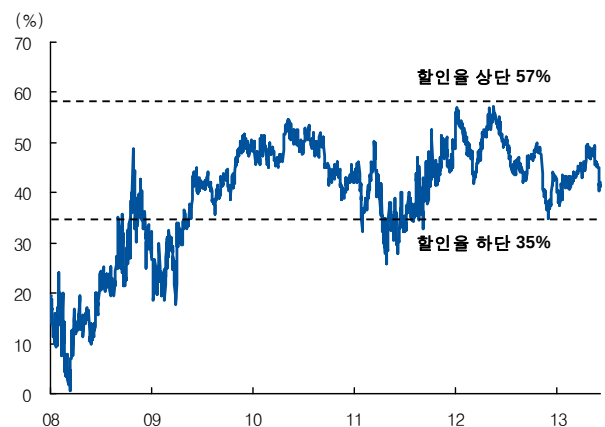
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 44. SK의 NAV 기여도



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 45. SK NAV 대비 할인율 추이



자료: KDB대우증권 리서치센터

표 53. SK의 목표주가 산출 내역

(십억원, 원, %)

	평가액	비고
1. 영업가치	1,311	
자회사	-	순수지주회사
브랜드수익	1,311	영구성장률 g=2%, WACC=11%
부동산		
2. 투자자산 가치	15,374	
상장자회사	9,958	
비상장자회사	5,416	
3. 총자산가치(1+2)	16,685	
4. 순차입금(-)	3,210	2013년 3월말 기준
자사주 시가총액(+)	1,122	
5. NAV(3+4)	14,597	
시가총액	8,124	
NAV 대비 할인율	44.3	
6. 주식수(천주)	40,987	유통주식수(우선주 포함)
7. 주당 NAV	356,130	
8. 목표주가	235,000	NAV Discount 30% 적용
현재주가	173,000	2013.6.4 종가 기준
상승여력	35.8	

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 54. SK의 투자유가증권 가치 산출 내역

(십억원, 원)

	지분율	장부가	현재가	평가액	비고
상장자회사				9,958	2013.6.4 종가 기준
SK이노베이션	33.40%	-	149,500	4,617	
SK텔레콤	25.20%	-	204,500	4,164	
SK네트웍스	39.10%	-	6,790	659	
SKC	42.50%	-	33,600	517	
비상장자회사				5,416	
SK건설	40.00%	485		98	장외주가 반영
SK E&S	94.10%	1,026		4,379	2013년 예상 순이익 기준, PER 7배 적용
SK해운	100.00%	608		608	
SK바이오팜	100.00%	229		229	
기타		102		102	

자료: KDB대우증권 리서치센터

SK (003600)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액	119,678	120,448	128,836	134,690
매출원가	109,766	109,703	116,743	121,729
매출총이익	9,911	10,745	12,094	12,961
판매비와관리비	5,314	5,216	5,653	5,873
조정영업이익	4,597	5,529	6,441	7,089
발표영업이익	4,597	5,529	6,441	7,089
비영업손익	-568	-786	-781	-633
순금융비용	993	1,060	987	981
관계기업등 투자손익	100	345	347	354
세전계속사업손익	4,029	4,743	5,660	6,456
계속사업법인세비용	1,241	1,419	1,715	1,950
계속사업이익	2,788	3,324	3,945	4,506
중단사업이익	-158	0	0	0
당기순이익	2,631	3,324	3,945	4,506
지배주주	1,049	1,240	1,383	1,579
비지배주주	1,582	2,084	2,562	2,926
총포괄이익	1,856	2,545	3,170	3,731
지배주주	782	972	1,116	1,312
비지배주주	1,074	1,573	2,055	2,419
EBITDA	8,295	8,138	8,841	9,295
FCF	-218	5,997	6,046	6,442
EBITDA마진율(%)	6.9	6.8	6.9	6.9
영업이익률(%)	3.8	4.6	5.0	5.3
지배주주귀속 순이익률(%)	0.9	1.0	1.1	1.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
유동자산	35,546	40,753	47,786	54,600
현금 및 현금성자산	7,146	12,216	17,411	22,961
매출채권 및 기타채권	14,897	14,976	16,037	16,766
재고자산	9,168	9,217	9,870	10,318
기타유동자산	1,781	1,790	1,915	2,001
비유동자산	55,099	53,329	51,805	50,454
관계기업투자등	7,592	7,938	8,285	8,639
유형자산	33,200	31,292	29,554	27,970
무형자산	8,523	8,221	7,966	7,750
자산총계	90,645	94,082	99,592	105,053
유동부채	31,331	31,441	32,915	33,928
매입채무 및 기타채무	13,706	13,779	14,755	15,425
단기금융부채	10,617	10,617	10,617	10,617
기타유동부채	7,008	7,045	7,543	7,886
비유동부채	23,899	24,783	25,749	26,569
장기금융부채	18,088	18,088	18,088	18,088
기타비유동부채	5,507	6,392	7,358	8,177
부채총계	55,230	56,224	58,665	60,497
지배주주지분	11,352	12,221	13,235	14,446
자본금	239	239	239	239
자본잉여금	6,027	6,027	6,027	6,027
이익잉여금	5,906	7,042	8,324	9,802
비지배주주지분	24,064	25,637	27,692	30,111
자본총계	35,416	37,858	40,927	44,557

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
영업활동으로 인한 현금흐름	6,269	6,638	6,689	7,039
당기순이익	2,631	3,320	3,945	4,506
비현금수익비용가감	6,272	4,819	4,896	4,789
유형자산감가상각비	2,943	1,908	1,738	1,584
무형자산상각비	755	708	661	622
기타	-648	-71	-141	-6
영업활동으로인한자산및부채의변동	-1,370	-82	-437	-306
매출채권 및 기타채권의 (증가)감소	-600	-79	-1,061	-729
재고자산 감소(증가)	389	-49	-653	-448
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-864	73	976	670
법인세납부	-1,263	-1,417	-1,715	-1,950
투자활동으로 인한 현금흐름	-9,011	2,685	2,886	2,997
유형자산처분(취득)	-5,838	0	0	0
무형자산감소(증가)	-406	-406	-406	-406
장단기금융자산의 감소(증가)	1	0	0	0
기타투자활동	-2,769	3,091	3,292	3,403
재무활동으로 인한 현금흐름	551	-4,254	-4,381	-4,485
장단기금융부채의 감소(증가)	1,440	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-77	-103	-101	-101
기타재무활동	-812	-4,151	-4,279	-4,384
현금의증가	-2,226	5,070	5,195	5,550
기초현금	9,372	7,146	12,216	17,411
기말현금	7,146	12,216	17,411	22,961

자료: SK, KDB대우증권 리서치센터

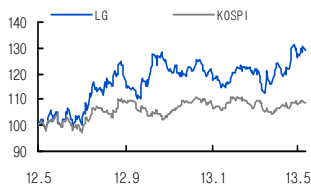
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
P/E(x)	8.1	6.6	5.9	5.2
P/CF(x)	1.8	2.1	2.2	2.2
P/B(x)	2.6	1.9	1.4	1.2
EV/EBITDA(x)	6.7	6.3	5.5	4.9
EPS(원)	22,095	26,091	29,129	33,266
CFPS(원)	99,997	81,183	79,676	79,737
BPS(원)	68,390	93,053	119,798	149,850
DPS(원)	2,500	2,500	2,500	2,500
배당성향(%)	9.8	8.2	7.3	6.4
배당수익률(%)	1.4	1.5	1.5	1.5
매출액증가율(%)	8.2	0.5	7.1	4.5
EBITDA증가율(%)	-16.4	-1.9	8.6	5.1
조정영업이익증가율(%)	-28.4	20.1	16.6	10.1
EPS증가율(%)	-37.3	18.1	11.6	14.2
매출채권 회전율 (회)	9.6	9.5	9.8	9.7
재고자산 회전율 (회)	12.7	13.1	13.5	13.3
매입채무 회전율 (회)	10.7	11.2	11.5	11.4
ROA(%)	2.9	3.6	4.1	4.4
ROE(%)	9.5	10.5	10.9	11.4
ROIC(%)	7.5	8.3	10.0	11.4
부채비율(%)	156.0	148.5	143.3	135.8
유동비율(%)	113.5	129.6	145.2	160.9
순차입금/자기자본(%)	53.7	36.8	21.4	7.2
조정영업이익/금융비용(x)	3.4	1.3	1.5	1.6

LG (003550)

저평가 탈피의 단계적 진행

(Maintain)	매수
목표주가 (원, 12M)	90,000
현재주가(13/06/04, 원)	69,700
상승여력	29%
영업이익(13F, 십억원)	1,323
Consensus 영업이익(13F, 십억원)	1,656
EPS 성장률(13F, %)	17.4
MKT EPS 성장률(13F, %)	23.0
P/E(13F, x)	11.2
MKT P/E(13F, x)	9.6
KOSPI	1,989.51
시가총액(십억원)	12,027
발행주식수(백만주)	176
유동주식비율(%)	51.4
외국인 보유비중(%)	26.2
배당수익률(13F, %)	1.00
52주 최저가(원)	52,600
52주 최고가(원)	71,400
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	8.4 5.5 31.5
상대주가	7.2 2.6 19.9



하반기 전망: 전자계열 중심으로 저평가 탈피

LG의 저평가 국면 탈피가 현재 단계적으로 진행되고 있다는 판단이다. 그 시작은 LG전자를 중심으로 그룹 내 전자 계열사의 경쟁력 회복에 대한 기대감에서 비롯되고 있다. 그 동안 동사 주가에 있어 가장 큰 저평가의 매듭이었던 LG전자의 MC사업부가 옵티머스 G의 판매 국가 확대, 옵티머스 G 후속 모델인 G Pro 출시 등에 힘입어 1분기 스마트폰 판매수량이 1,030만대로 분기 첫 1,000만대를 돌파함과 동시에, 영업이익률은 4.1%로 지난 2009년 3분기 8.8% 이후 가장 높은 수익성을 확보하였기 때문이다.

LG전자의 스마트폰 사업은 제품 군 다변화를 통해 2013년 4,700만대 이상의 스마트폰 판매가 예상되는 등 향후 본격적인 성장이 가능할 전망이다. 동사 역시 재평가가 가능할 것으로 판단된다. 더욱 긍정적인 것은 향후 스마트폰 시장이 동사에 우호적일 것이라는 점인데 스마트폰이 점차 평준화되면서 LG전자를 중심으로 LG디스플레이, LG유플러스 등 LG그룹의 수직계열화된 공급측면(Supply Chain)이 강력한 효과를 발휘할 것으로 기대된다.

이에 따라 동사 LG전자 지분의 절대 가치는 지속적으로 증가할 것으로 예상된다. 과거 LG전자의 지분가치 상승에 따라 동사의 NAV 내 LG전자의 비중이 증가하는 경우, 동사는 할인율의 급격한 축소를 나타내며 자회사를 넘어서는 주가 상승을 기록했음을 확인할 수 있다.

투자의견 매수, 목표주가 90,000원 제시

동사에 대한 투자의견 매수, 목표주가 90,000원을 유지한다. 최근 50%를 상회했던 동사의 NAV대비 할인율은 현재 45% 수준까지 축소되고 있지만, 동사의 시가총액은 여전히 동사가 보유한 LG전자와 LG화학의 지분가치 합에 지나지 않은 저평가 상태라고 판단된다. 따라서 전자 계열사들의 경쟁력 회복을 바탕으로 그간 반영되지 못했던 LG생활건강 등의 지분가치까지 고려된다면 현재 진행중인 동사의 할인율 축소는 더욱 빠르게 이루어질 수 있다.

한편 동사의 비상장 자회사 LG CNS, 서버윈, LG실트론 등은 업황부진과 규제 지속의 영향으로 당분간 이익 성장 모멘텀은 제한적이라 판단한다. 반면 동사가 배당금, 상표권사용수익, 임대수입 등을 통해 창출하는 연간 2,000억원 규모의 잉여현금흐름은 그룹 내 가능성 있는 투자 안을 모색하고 실행하는 지주회사 본연의 역할을 부각시킬 수 있다는 판단이다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	9,480	10,059	9,835	10,231	10,991	11,327
영업이익 (십억원)	1,859	1,351	1,191	1,323	1,487	1,551
영업이익률 (%)	19.6	13.4	12.1	12.9	13.5	13.7
순이익 (십억원)	1,529	978	938	1,093	1,183	1,237
EPS (원)	8,693	5,563	5,334	6,212	6,729	7,036
ROE (%)	16.8	9.6	8.6	9.4	9.5	9.3
P/E (배)	10.0	11.0	12.2	11.2	10.4	9.9
P/B (배)	1.6	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: LG, KDB대우증권 리서치센터

표 55. LG 분기별 영업실적 추이와 전망

(십억원, %)

	2012					2013F					2Q13 증감률	
	1Q	2Q	3Q	4Q	연간	1Q	2QF	3QF	4QF	연간	QoQ	YoY
매출액	2,104.2	2,565.1	2,426.8	2,738.9	9,835.0	2,153.8	2,457.5	2,428.4	3,191.2	10,230.9	14.1	-4.2
일반매출 등	1,870.2	2,372.1	2,213.4	2,787.9	9,243.6	1,996.0	2,210.4	2,163.1	2,929.9	9,299.4	10.7	-6.8
지분법손익	234.0	192.9	213.5	-49.0	591.3	157.8	247.1	265.3	261.2	931.4	56.6	28.1
매출원가	1,678.7	2,102.6	1,979.3	2,454.6	8,215.2	1,832.3	2,020.1	1,975.8	2,651.9	8,480.1	10.2	-3.9
매출총이익	425.4	462.5	447.6	284.3	1,619.8	321.5	437.4	452.6	539.3	1,750.8	36.1	-5.4
판매비와관리비	103.0	118.1	115.8	91.8	428.6	116.8	104.3	109.5	97.2	427.7	-10.7	-11.7
영업이익	322.5	344.4	331.8	192.5	1,191.1	204.7	333.1	343.1	442.1	1,323.1	62.7	-3.3
금융손익	-7.2	-20.6	-16.4	-28.0	-72.2	-14.6	-11.5	-3.9	-20.6	-50.5	적축	적축
기타영업외수익	-2.8	7.5	1.7	-11.7	-5.3	-1.7	2.6	-1.2	-9.0	-9.4	흑전	-65.7
세전이익	312.4	331.3	317.1	152.8	1,113.6	188.4	324.2	338.0	412.5	1,263.1	72.1	-2.1
당기순이익	277.2	283.8	283.1	117.6	961.7	177.8	282.5	294.5	359.4	1,114.2	58.9	-0.4
지배주주지분순이익	273.0	276.5	278.2	110.5	938.2	193.5	272.0	281.6	345.5	1,092.5	40.6	-1.6

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 56. LG 수익예상 변경

(십억원, %, %p)

	수정 전			수정 후			변경률			변경 내역
	2013F	2014F	2015F	2013F	2014F	2015F	2013F	2014F	2015F	
매출액	10,993	11,083	11,410	10,231	10,991	11,327	-6.9	-0.8	-0.7	LG전자, LG화학 등 자회사 2013년~2015년 실적 변경 반영
영업이익	1,459	1,512	1,576	1,323	1,487	1,551	-9.3	-1.6	-1.6	
당기순이익	1,211	1,256	1,314	1,114	1,233	1,293	-8.0	-1.8	-1.5	
영업이익률	13.3	13.6	13.8	12.9	13.5	13.7	-0.3	-0.1	-0.1	
순이익률	11.0	11.3	11.5	10.9	11.2	11.4	-0.1	-0.1	-0.1	

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 57. LG의 연결대상 주요 자회사 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)

	2012					2013F					2Q13 증감률	
	1Q	2Q	3Q	4Q	연간	1Q	2QF	3QF	4QF	연간	QoQ	YoY
서브원 매출액	946.9	1,151.7	1,102.1	1,178.5	4,379.2	1,052.7	1,172.3	1,173.8	1,333.8	4,732.5	11.4	1.8
영업이익	32.6	52.6	32.3	91.0	208.4	29.5	52.3	46.9	92.5	221.2	77.4	-0.5
영업이익률	3.4	4.6	2.9	7.7	4.8	2.8	4.5	4.0	6.9	4.7	1.7	-0.1
세전이익	27.1	47.0	26.0	45.4	145.5	25.3	64.0	58.7	72.8	220.8	152.6	36.1
LG실트론 매출액	260.4	285.6	279.7	242.6	1,068.3	232.8	242.7	259.2	273.6	1,008.3	4.2	-15.0
영업이익	20.3	27.4	19.8	-19.9	47.5	-25.4	-7.7	15.1	16.3	-1.6	적축	적전
영업이익률	7.8	9.6	7.1	-8.2	4.4	-10.9	-3.2	5.8	6.0	-0.2	7.7	-12.7
세전이익	17.6	17.5	9.9	-14.9	30.2	-33.4	-12.4	9.2	14.6	-22.1	적축	적전
LG CNS 매출액	519.3	777.3	687.7	1,265.3	3,249.6	564.4	798.4	754.7	1,306.4	3,423.9	41.5	2.7
영업이익	-17.8	7.2	11.3	122.7	123.4	-11.8	13.5	22.7	114.0	138.4	흑전	88.3
영업이익률	-3.4	0.9	1.6	9.7	3.8	-2.1	1.7	3.0	8.7	4.0	3.8	0.8
세전이익	-22.4	4.8	10.6	128.4	121.4	-18.4	12.4	20.1	104.6	118.7	흑전	160.5

자료: KDB대우증권 리서치센터

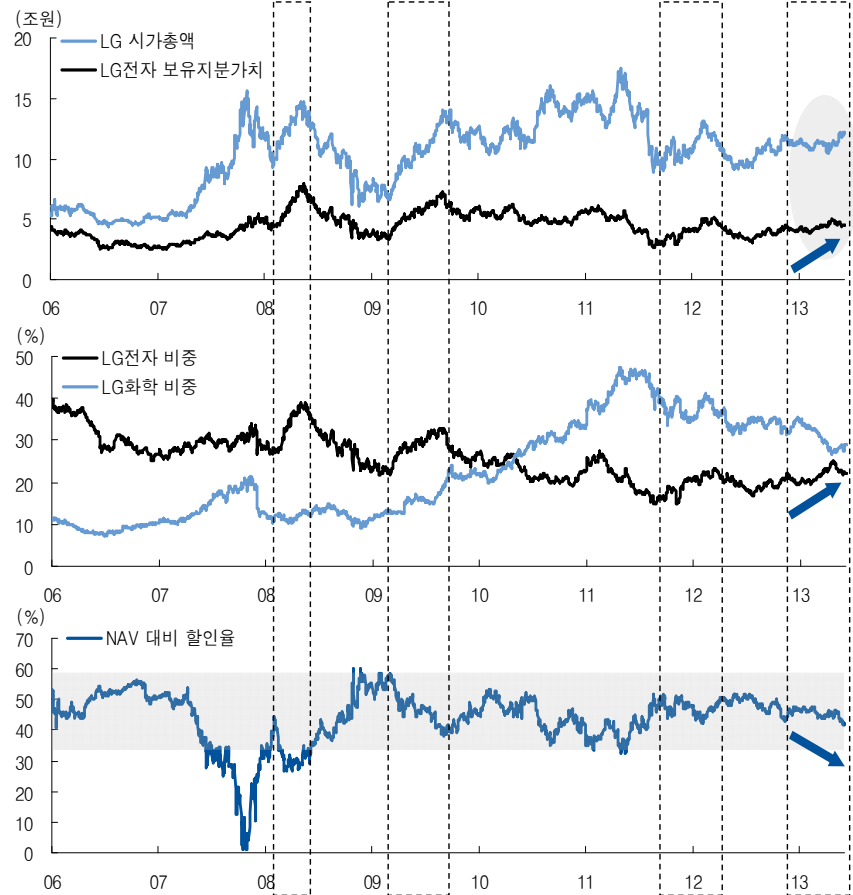
표 58. LG 현금흐름 추이와 전망

(십억원)

	05	06	07	08	09	10	11	12	13F
경상적 현금유입	301	302	330	474	455	591	589	617	580
배당금	145	130	128	242	182	280	261	253	200
상표권사용수익	135	139	164	192	224	253	265	271	282
임대수익	20	33	38	39	50	58	64	93	98
경상적 현금유출	217	222	412	339	421	421	434	376	391
관리비(감가상각제외)	78	85	123	91	116	106	107	131	133
법인세	83	42	35	21	62	49	64	69	72
배당금지급	44	89	89	132	132	176	176	176	176
유무형자산투자	0	1	157	87	94	80	88	3	13
순금융비용	12	6	8	8	18	10	-1	-3	-3
순경상적 현금유입	83	80	-81	135	35	170	155	241	189

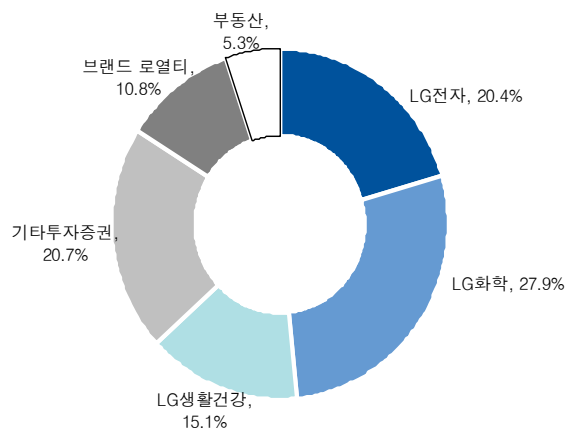
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 46. NAV 내 LG전자의 비중이 높아질 때 → 할인율의 추세적 축소 가능



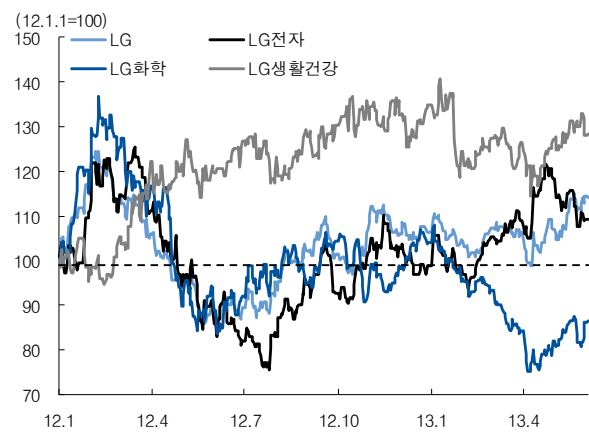
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 47. LG NAV 기여도



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 48. 주요 LG그룹주 상대주가 추이



자료: KDB대우증권 리서치센터

표 59. LG의 목표주가 산출 내역

(십억원, 원, %)

	평가액	비고
1. 영업가치	3,506	
자회사	-	순수지주회사
브랜드수익	2,335	영구성장률 g=2%, WACC=11%
부동산	1,171	
2. 투자자산 가치	18,441	
상장자회사	16,063	
비상장자회사	2,378	
3. 총자산가치(1+2)	21,947	
4. 순차입금(-)	-273	2013년 3월말 기준
자사주 시가총액(+)	8	
5. NAV(3+4)	22,227	
시가총액	12,079	
NAV 대비 할인율	45.7	
6. 주식수(천주)	175,771	유통주식수(우선주 포함)
7. 주당 NAV	126,455	
8. 목표주가	90,000	NAV Discount 30% 적용
현재주가	70,000	2013.6.4 종가 기준
상승여력	28.6	

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 60. LG의 투자유가증권 가치 산출 내역

(십억원, 원)

	지분율	장부가	현재가	평가액	비고
상장자회사				16,063	
LG전자	33.7%	2,559	81,300	4,484	
LG화학	33.5%	1,278	275,000	6,111	
LG유플러스	30.6%	1,162	11,550	1,542	
LG하우시스	33.5%	184	100,500	302	
LG생활건강	34.0%	142	625,000	3,322	
LG생명과학	30.4%	83	50,200	253	
GIIIR	35.0%	39	8,550	50	
비상장자회사				2,378	
LG CNS	85.0%	331		856	장외 시장가 반영
서브원	100.0%	223		723	Target P/E multiple 적용 (7.0배)
LG실트론	51.0%	240		596	유니버스 반도체업종 P/E (10배) 적용
LG MMA	50.0%	115		115	
LG솔라에너지	100.0%	27		27	
루셈	64.8%	29		29	
LG경영개발원	100.0%	17		17	
LG히다씨	49.0%	14		14	
LG스포츠	100.0%	1		1	

자료: KDB대우증권 리서치센터

LG (003550)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액	9,835	10,231	10,991	11,327
매출원가	8,215	8,480	9,030	9,295
매출총이익	1,620	1,751	1,961	2,033
판매비와관리비	429	428	474	482
조정영업이익	1,191	1,323	1,487	1,551
발표영업이익	1,191	1,323	1,487	1,551
비영업손익	-78	-60	-72	-71
순금융비용	0	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	1,114	1,263	1,415	1,480
계속사업법인세비용	143	149	182	191
계속사업이익	970	1,114	1,233	1,289
중단사업이익	-9	0	0	0
당기순이익	962	1,114	1,233	1,289
지배주주	938	1,093	1,183	1,237
비지배주주	24	22	50	52
총포괄이익	849	1,002	1,120	1,177
지배주주	828	982	1,073	1,127
비지배주주	22	20	48	50
EBITDA	1,457	1,558	1,695	1,735
FCF	1,265	1,335	1,440	1,491
EBITDA마진율(%)	14.8	15.2	15.4	15.3
영업이익률(%)	12.1	12.9	13.5	13.7
지배주주귀속 순이익률(%)	9.5	10.7	10.8	10.9

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
유동자산	3,619	4,742	5,985	7,329
현금 및 현금성자산	974	1,535	2,036	3,186
매출채권 및 기타채권	2,005	2,086	2,240	2,309
재고자산	320	332	357	368
기타유동자산	92	95	101	104
비유동자산	12,125	12,125	12,155	12,007
관계기업투자등	8,782	8,782	8,782	8,782
유형자산	2,042	1,833	1,653	1,496
무형자산	132	142	141	145
자산총계	15,744	16,867	18,141	19,336
자본부채	2,417	2,585	2,791	2,870
매입채무 및 기타채무	1,913	1,990	2,138	2,204
단기금융부채	311	395	438	445
기타유동부채	193	200	215	222
비유동부채	1,694	1,823	1,946	2,062
장기금융부채	946	937	929	922
기타비유동부채	670	808	939	1,062
부채총계	4,110	4,408	4,737	4,932
지배주주지분	11,201	12,007	12,904	13,855
자본금	879	879	879	879
자본잉여금	2,367	2,367	2,367	2,367
이익잉여금	8,133	9,049	10,057	11,118
비지배주주지분	432	452	500	549
자본총계	11,634	12,459	13,404	14,404

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
영업활동으로 인한 현금흐름	1,302	1,378	1,476	1,531
당기순이익	962	1,114	1,233	1,289
비현금수익비용가감	487	444	462	445
유형자산감가상각비	241	209	181	156
무형자산상각비	24	26	27	28
기타	-5	-9	-7	-8
영업활동으로인한자산및부채의변동	-3	-31	-37	-13
매출채권 및 기타채권의 (증가)감소	46	-81	-155	-69
재고자산 감소(증가)	7	-13	-25	-11
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-44	77	148	65
법인세납부	-143	-149	-182	-191
투자활동으로 인한 현금흐름	-302	-606	-713	-85
유형자산처분(취득)	0	0	0	0
무형자산감소(증가)	-32	-36	-27	-31
장단기금융자산의 감소(증가)	-321	-630	-742	-112
기타투자활동	51	61	56	58
재무활동으로 인한 현금흐름	-467	-212	-262	-297
장단기금융부채의 감소(증가)	-168	75	35	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-176	-176	-176	-176
기타재무활동	-123	-111	-121	-121
현금의증가	533	560	502	1,150
기초현금	441	974	1,535	2,036
기말현금	974	1,535	2,036	3,186

자료: LG, KDB대우증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
P/E(x)	12.2	11.2	10.4	9.9
P/CF(x)	9.5	9.2	8.8	8.6
P/B(x)	1.0	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA(x)	8.3	7.7	6.5	5.6
EPS(원)	5,334	6,212	6,729	7,036
CFPS(원)	6,844	7,548	7,911	8,081
BPS(원)	62,954	67,481	72,583	77,969
DPS(원)	1,000	1,000	1,000	1,000
배당성향(%)	18.8	16.1	14.9	14.2
배당수익률(%)	1.5	1.4	1.4	1.4
매출액증가율(%)	-2.2	4.0	7.4	3.1
EBITDA증가율(%)	-13.2	7.0	8.8	2.3
조정영업이익증가율(%)	-11.8	11.1	12.4	4.3
EPS증가율(%)	-4.1	16.5	8.3	4.6
매출채권 회전율 (회)	4.9	5.0	5.1	5.0
재고자산 회전율 (회)	30.4	31.4	31.9	31.2
매입채무 회전율 (회)	5.1	5.2	5.3	5.2
ROA(%)	6.2	6.8	7.0	6.9
ROE(%)	8.6	9.4	9.5	9.3
ROIC(%)	38.2	46.5	45.1	43.1
부채비율(%)	35.3	35.4	35.3	34.2
유동비율(%)	149.8	183.4	214.5	255.4
순차입금/자기자본(%)	0.5	-7.2	-14.3	-22.1
조정영업이익/금융비용(x)	9.6	11.9	12.3	12.9

Compliance Notice

- LG, SK: 회사가 LP업무를 수행하는 ELW의 기초자산 발행법인. LG, SK: 회사가 발행한 ELW의 기초자산 발행 법인.
- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 투자의견 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주가(—), 목표주가(==), Not covered(☒))
 ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되거나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), ●중립(±10% 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락)

