



삼성그룹 지배구조 이슈(I)

Meritz Research

은행/증권/지주
박선호

6309-2627 / sunho.park@meritz.co.kr

건설/조선
김형근

6309-4530 / hyunggun.kim@meritz.co.kr

가전/전자부품
지목현

6309-4650 / mokhyun.ji@meritz.co.kr

반도체/디스플레이
박유악

6309-4523 / yuak.pak@meritz.co.kr

화학/정유
황유식

6309-4747 / yousik.hwang@meritz.co.kr

RA
김성은

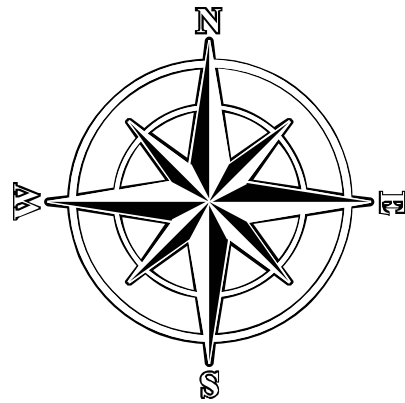
6309-2674 / sungeun.kim@meritz.co.kr

RA
은경완

6309-2697 / kyungwan.eun@meritz.co.kr

RA
김재윤

6309-2656 / jaeyoon.kim@meritz.co.kr



Part I

삼성그룹 지배구조 특징



Executive Summary



▶ 삼성그룹 지배구조 변화

- 현재의 지배구조를 유지하더라도 삼성생명, 삼성물산을 통한 3세 경영체제의 지배구조를 지속할 수 있음
- 반면 낮은 주력회사 지분율, 향후 3세간 지분 정리, 중간금융지주 등을 감안시 **지주 체제로 변화할 가능성 높다는 판단**

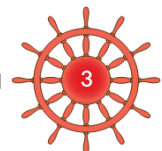
	현상태의 지배구조를 유지시	삼성그룹 지주체제로 변화시
장점	<ul style="list-style-type: none"> - 큰 변화없이 현재의 지배구조 체제 유지 가능 - 삼성생명 중심의 금융회사 보유 가능 	<ul style="list-style-type: none"> - 그룹전체에 대한 지배권 강화 (Owner의 비금융 계열사에 대한 지분 확보 가능) - 인적분할 활용시 삼성전자, 삼성물산에 대한 Owner 지배권 강화 가능 - 향후 3세간 지분정리 용이 - 향후 중간금융지주 제도 도입시 지배구조 변화 영향 적음
단점	<ul style="list-style-type: none"> - 그룹 전체에 대한 지배권 약함 - Owner의 삼성생명 지분율 변화시 지주체제로 전환하여야 함 - 중간금융지주제도 도입시 지주체제로 전환하여야 함 - 3세간 지분 정리시 지배구조 변화해야 함 	<ul style="list-style-type: none"> - 지주회사 전환시 삼성생명 등 금융회사 보유 금지 (중간금융지주제도 도입시 보유 가능)

▶ 지주체제 전환시 지배구조 정리 방향

- 지주체제 전환시 발생할 규제(신규순환출자, 자회사간 지분소유 금지 등) 해결키 위한 **지분단순화 작업** 선행될 것으로 판단
- 지분구조 단순화 이후 Owner의 지분율이 가장 높은 에버랜드가 지배구조의 정점에 위치
- 특히 에버랜드의 삼성전자 및 삼성물산에 대한 연결고리가 생성되어야 함
- 자금 확보 등 현실적 한계 감안시 주력회사의 인적분할을 통한 holdings 설립 이후 **지주회사간 M&A 채택**할 것으로 판단

▶ 투자 Idea

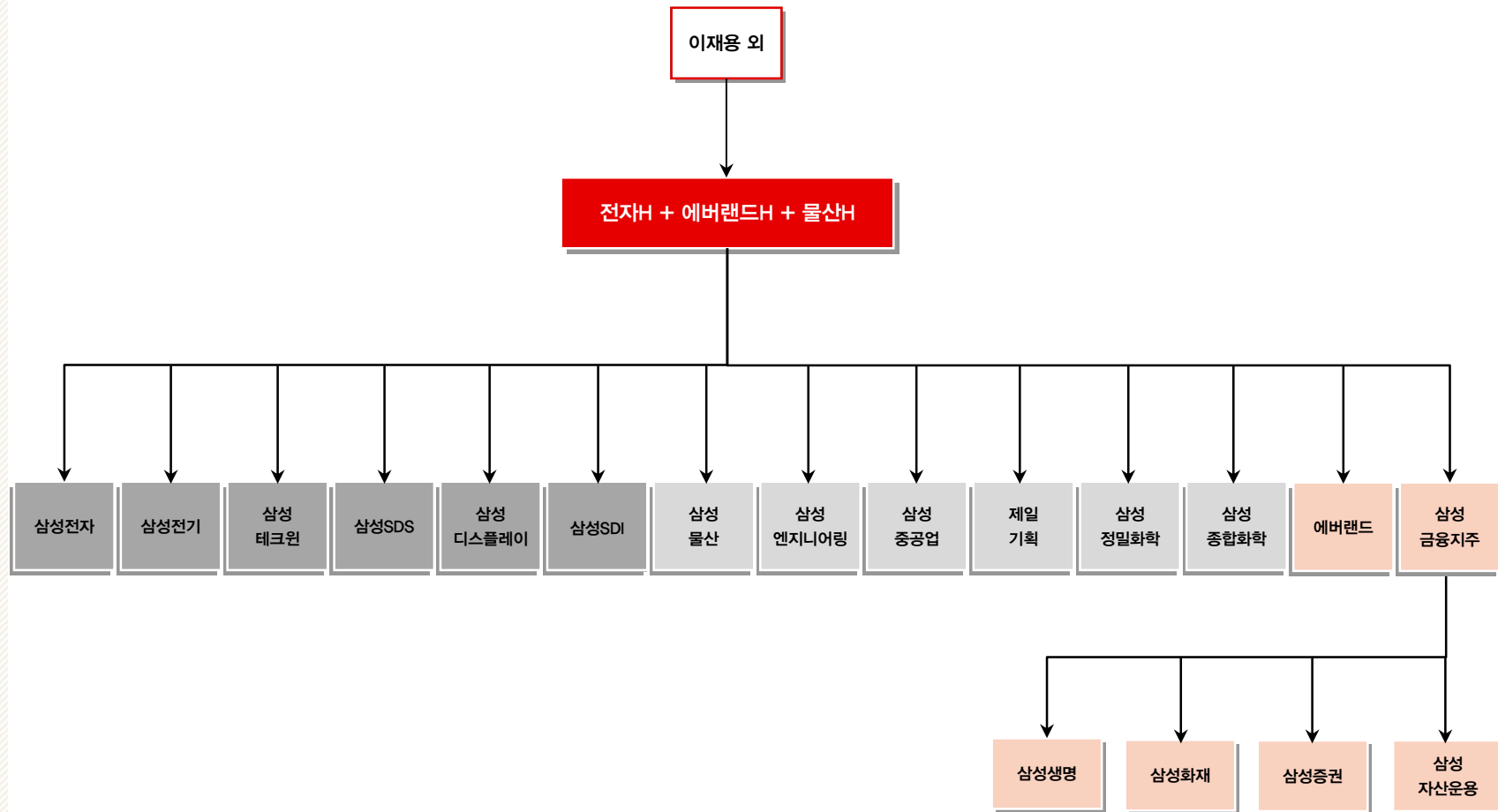
- 지배구조 변화 과정에서 보유 지분 매각 및 매입에 따른 영향
 - 삼성SDI, 삼성물산, 삼성생명, 삼성전자, KCC 등
- 인적 분할 대상 주력 회사의 자회사 행위 요건 충족을 위한 자사주 매입 가능성
- 합병시 가치 산정을 위한 자산재평가 등



삼성그룹 최종 예상 지배구조



삼성그룹 최종 예상 지배구조



보유 지분 매입, 매각관련 회사별 영향



▶ 지배구조 변화 과정에서 계열사별 보유 지분의 매입, 매각 이슈 발생

- 지주회사 규제(자회사간 지분 소유 금지, 자회사 행위요건 등)와 신규 순환출자금지 시행 등에 대비한 계열사간 지분 매입, 매각 진행될 것으로 판단
- 지주 전환대상 기업인 삼성전자, 삼성물산, 삼성생명의 경우 매입, 매각을 동시에 고려
- 비상장사(에버랜드, 삼성SDS)의 가치 변화에 따른 지분가치 변동할 전망

[표] 계열사별 지분 매각, 매입 필요 금액

(단위: 십억원)	보유지분 매각 금액 (A)	추가 필요지분 매입 금액 (B)	시가총액 (C)	비율 (A-B)/C	비고
삼성SDI	6,651	-	6,993	95.1%	에버랜드 장부가 5.2조원으로 반영
삼성물산	10,912	1,389	11,404	83.5%	지주회사 전환 위한 자사주 매입 등
삼성전기	1,522	-	4,825	31.5%	에버랜드 장부가 5.2조원으로 반영
삼성생명	16,591	3,147	21,200	63.4%	금융지주법상 자회사 행위요건 충족
삼성화재	2,990	-	12,839	23.3%	
삼성카드	642	-	4,629	13.8%	에버랜드 장부가 5.3조원으로 반영

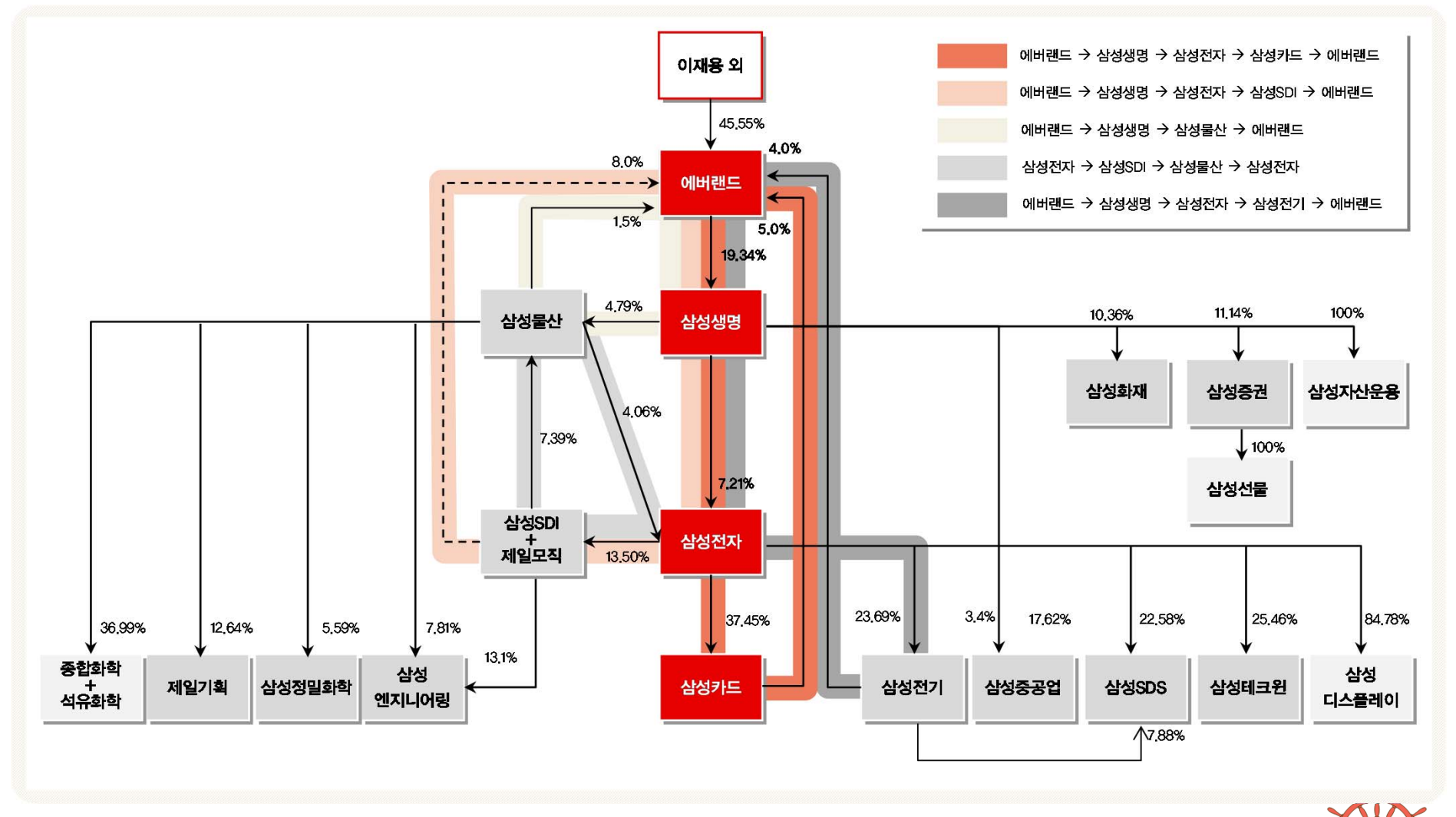
자료: KRX, 금감원, 메리츠증권리서치센터 추정



삼성그룹 지배구조 요약



삼성그룹 지배구조내 주요 5개 순환출자 고리



삼성그룹 지배구조 특징 I

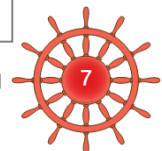


- ▶ **중심 축은 에버랜드 → 삼성생명 → 삼성전자 → 삼성카드 → 에버랜드로 이어지는 순환출자 구조**
 - Owner 관련 지분이 집중된 회사는 **삼성생명** (이건희)과 **에버랜드**, **삼성SDS** (이재용, 이부진, 이서현)
 - 이견희 회장 총 지분가치 12조원 중 삼성전자 60.1%, 삼성생명 36.7%
 - 이재용 부회장 총 지분가치 3.8조원 중 삼성전자 31.7%, 에버랜드 34.2%, 삼성SDS 34.1%
- ▶ **삼성전자 지분가치가 금액상 가장 크나, Owner 지분율은 약 4%에 불과**
 - 대신 삼성생명 (7.2%), 삼성물산 (4.1%)을 통해 삼성전자에 대한 지배력 유지 (삼성물산은 삼성생명을 통해 지배)
 - **삼성생명에 대해서는 이견희 회장 20.8%, 에버랜드 19.3%를 통해 강력한 지배권 행사**

[표] 이견희 회장 일가 지분가치

(단위: 십억원)	총 지분가치	삼성전자	삼성생명	삼성물산	에버랜드	삼성SDS	삼성종합화학
이견희 (지분율)	12,003	7,219 (3.38%)	4,401 (20.76%)	161 (1.41%)	195 (3.72%)	1.5 (0.01%)	25.6 (0.96%)
이재용 (지분율)	3,834	1,217 (0.57%)			1,311 (25.10%)	1,306 (11.25%)	
이부진 (지분율)	1,020				437 (8.37%)	453 (3.90%)	131 (4.91%)
이서현 (지분율)	890				437 (8.37%)	453 (3.90%)	
Total	17,747	8,436	4,401	161	2,380	2,214	157

자료: KRX, 금감원, 메리츠증권리서치센터 추정





▶ 삼성생명을 통한 삼성전자 지배구조의 약화 가능성

- 금융규제 관련 변경 감안시 삼성생명을 통한 지배구조를 장기간 유지하기 어려워 짐

① 중간금융지주회사 제도 도입

- 대통령직 인수위원회 140대 국정과제 내용
- 금산분리 원칙에 의거하여 일반지주의 금융회사 보유가 금지되어 있으나, (14년 5월 금융지주법 개정으로 비은행지주의 비금융회사 보유도 금지됨)
- 대형 그룹사들이 이미 금융회사를 소유하고 있는 현실성을 반영하여 일반지주회사의 금융회사 보유를 허용하는 제도
- 단, 금산분리 원칙 적용을 위해 일반지주가 금융회사를 지배시 중간금융지주 형태로만 보유토록 하며 중간금융지주는 비금융회사를 소유치 못하도록 하여 일반지주내 산업자본과 금융자본간의 교류는 차단
- [강제 조항] 보험사 포함 금융, 보험사 3개 이상 또는 자산 20조원 이상의 금융회사 소유시 의무조항

② 보험업법 개정 가능성

- 보험업법상 보험회사는 자산의 3% 이내에서만 계열사 주식 보유 가능
- 현재 취득원가를 기준으로 비율 산정하나, 최근 야당 의원들의 발의로 산정 기준을 시가로 변경하고자 함
- 이 경우, 삼성생명은 보유하고 있는 삼성전자 지분 중 약 90%를 매각해야 함

③ 금융회사의 비금융회사에 대한 의결권 제한 강화

- 경제민주화 조치 일환으로 금융회사의 비금융회사에 대한 의결권 제한이 강화됨
- 기존 15%였던 제한선을 2013년 10%로 낮춘 이후, 매년 1%씩 감소시킴
- 단순계산시 2016년경 삼성생명의 삼성전자에 대한 의결권은 7% 이하로 하락할 전망



삼성그룹 지배구조 특징 III



▶ 3세 경영체제를 위한 상속시 변화

- 3세 경영체제를 위한 상속이 이루어질 경우, 지분가치상 단순 계산시에도 **상속세 규모는 약 6조원 수준**
- 상속세 주요 규정
 - 상속개시 시점부터 6개월이내 상속세 과세가액 및 과세표준 신고
 - 상속세 납부 신고 이후 5년간 분할납부 가능
 - 현금 및 현물로 납부 가능 (물납의 경우 해당 자산으로만 납부 가능)

▶ 상속 지분 규모는 삼성전자 7.0조원, 삼성생명 4.1조원, 기타 0.34조원

- 상속세 납부를 위해 보유 지분을 매도시 양도세 부과된다는 점에서 **현금, 현물납부가 동시에 이루어질 것으로 판단**

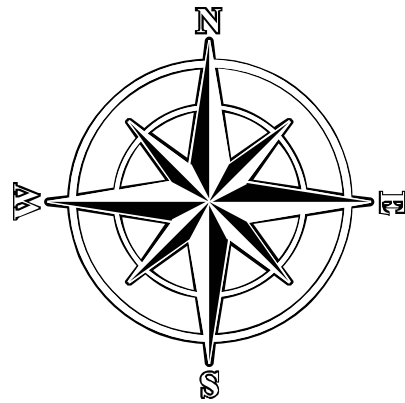
▶ 삼성생명 지분은 Untouchable

- **삼성생명 지분을 현물 납부하는 것은 현실적으로 불가능**
- 현재 삼성생명은 이견희 회장이 20.76%로 최대주주, 에버랜드가 19.34%로 2대 주주
- 결국 삼성생명 지분이 1.42% 이상 감소할 경우 최대주주가 에버랜드로 바뀌게 됨
- 이 경우 자회사 자산규모가 모회사 자산규모의 50%를 상회한다는 점에서 에버랜드는 지주회사 강제 전환 요건에 해당
- 삼성생명이 금융회사라는 점에서 에버랜드는 금융지주로 전환되며 일반 회사를 소유 못함

▶ 삼성전자 지분 감소 최소화 or 지주 전환 이후 납부가 유리

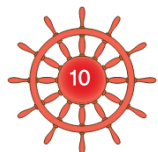
- 삼성전자를 통한 현물납부가 가장 손쉬운 방법이나, Owner 지분율이 높지 않다는 점에서 지분 감소 최소화가 유리
- 특히 향후 인적분할 통한 **현물출자 감안시 지분율 유지가 효율적**
- 지배구조 변화에 큰 영향이 없는 계열사 주식 매각을 통한 세금 납부





Part II

지배구조 정리 방향



향후 지배구조의 모양은?



▶ 지배구조 변화의 대원칙

- 3세의 그룹 지배권 확보 (3세간 지분 정리)
- 금산분리 관련 비금융회사에 대한 지배권 유지

▶ 현 상태의 지배구조를 유지할 경우

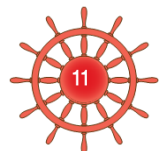
- [장점] 상속세를 납부하더라도 삼성생명, 삼성물산을 통한 3세 경영체제의 지배구조를 지속할 수 있음
- [단점] ① 그룹 전체에 대한 지배권 약함
 - ② Owner의 삼성생명 지분 변화시 지주체제로 전환하여야 함
 - ③ 중간금융지주제도 도입시 지주체제로 전환하여야 함
 - ④ 3세간 지분 정리시 지배구조 변화하여야 함

▶ 삼성그룹을 지주 체제로 변화할 경우

- [장점] ① 그룹 전체에 대한 지배권 강화 (비금융 계열사에 대한 지분 확보 가능)
 - ② 향후 3세간 지분 정리 용이
 - ③ 향후 중간금융지주 도입시 지배구조 변화에 대한 영향 적음
 - ④ 인적분할 활용시 삼성전자, 삼성물산에 대한 Owner의 지배권 강화 가능
- [단점] 지주회사 전환시 삼성생명 등 금융회사 보유 금지 (중간금융지주제도 도입시 보유 가능)

▶ 향후 지배구조 변화의 방향은?

- 낮은 주력회사 지분율, 향후 3세간 지분 정리 등을 감안시 지주회사 체제로 변화할 가능성 높다는 판단
- 삼성생명을 중심으로 한 금융회사 지배 위해서도 지주 체제 전환이 유리





▶ 지주회사 전환을 가정시 가장 큰 걸림돌은?

① 삼성생명이 보유한 삼성전자 지분 7.21% 처리

- 금산 분리를 가정시 삼성그룹 지주회사 전환은 삼성생명의 삼성전자 보유지분 7.21% 매각으로부터 출발
- 삼성생명의 7.21%와 삼성화재의 1.26% 가치 약 18.1조원을 매수할 주체가 제한적
- 특히 신규 순환출자 금지, 지배권 변화 최소화의 전제 조건 안에서 행해져야 함
- 삼성생명 매각 주식: 삼성전자 7.21%(153,818억원), 삼성물산 4.79%(5,458억원), 삼성중공업 3.38%(2,219억원), 삼성테크윈 0.61%(190억원), 호텔신라 7.3%(2,584억원), 에스원 5.34%(1,624억원), 삼성SDI 0.02%(20억원) **총 +16.6조원**
- 삼성화재 매각 주식: 삼성전자 1.26%(26,880억원), 삼성엔지니어링 1.09%(362억원) **총 +2.7조원**
- 삼성생명이 매입해야 되는 주식: 삼성생명 24.54%(5.2조원), 화재 19.64%(2.5조원), 증권 18.86%(0.62조원) **총 -8.3조원**

② 낮은 비금융부문에 대한 지배권

- 삼성전자 지분율: 삼성물산 4.06%, 이건희 3.38%, 홍라희 0.74%, 이재용 0.57%
- 삼성물산 지분율: 삼성SDI 7.39%, 이건희 1.41%에 불과 (금융회사 보유 지분 처분을 가정시)



해결 방안은?



① 삼성생명이 보유한 삼성전자 지분 7.2% 처리 문제

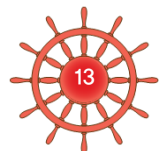
- 현실적으로 계열사내 약 18조원의 현금 동원력을 보유한 회사는 삼성전자 뿐
- 삼성전자의 계열사 지분을 감안시 기타 계열사가 지분 매입할 경우 신규 순환출자 발생 가능성 높음
- 삼성전자가 자사주 형식으로 매입할 가능성이 가장 높다는 판단
- [Implication] 삼성전자가 높아진 자사주를 활용할 방법 및 가능성

② 낮은 비금융부문에 대한 지배권 문제

- 주력 회사인 삼성전자에 대한 지배권을 강화하는 방법은
- 첫째, 기존 지배구조하에서의 지배권 강화
 - 예) 삼성물산이 추가로 삼성전자에 대한 지배권을 강화하고 Owner는 삼성물산에 대한 지배권을 강화
 - 신규 순환출자 금지법 적용으로 실행 불가능
- 둘째, Owner 혹은 Owner가 다수 지분을 가진 계열사가 삼성전자 지배권을 확보
 - 지배권 확보를 위한 자금확보 한계, 기존 계열사의 경우 대부분 신규 순환출자 금지에 해당
- 셋째, 인적분할 방식의 지주회사 전환과 현물출자를 통한 지배권 강화
- [Implication] 삼성전자, 삼성물산의 인적분할 통한 지주회사 전환 가능성

③ 지주회사 전환시 자회사 행위요건 충족 여부

- 지주 체제로의 전환 가정시 지주회사의 자회사 행위 요건상 상장사 20%, 비상장사 40%를 충족해야 함
- 삼성물산만 지주체제 변화시 삼성전자 지분율이 4.06%로 추가 지분 약 16% 확보에 약 34조원이 필요
- 삼성전자가 지주체제 변화시 삼성전자 자사주 20% 이상 확보한다면 행위요건 자동 충족
- [Implication] 삼성전자 지주 전환시 자회사 행위요건 충족을 위해 자사주 비율 추가 확대 가능성
- 삼성물산, 삼성전자 각각 지주체제로 전환할 가능성



삼성지주회사로의 전환 준비과정



▶ 삼성전자, 삼성물산의 지주회사 전환 가정시

- 삼성전자, 삼성물산 인적분할시 신규 순환출자가 발생
- 결국 인적분할이 이루어지기 이전에 순환출자가 발생하지 않도록 지분구조를 정리하는 작업이 선행되어야 함
- **업종별 지분 단순화 및 순환출자 구조의 Key가 되는 지분 구조 해소 이후 지주회사 전환할 것으로 판단**

▶ 최근 삼성그룹 지배구조 관련 주요 변화

- ① 제일모직의 패션 사업부 삼성에버랜드로 이전 (2013년 10월)
 - 삼성SDI와 제일모직 합병시 사업연관성이 낮은 패션부문을 유사업종 회사로 이전 목적
- ② 삼성SDI와 제일모직의 합병 (2014년 3월)
 - 업종별 지분 단순화
 - 향후 계열사간 지분 단순화 작업 진행시 발생할 신규 순환출자 대비
- ③ 삼성종합화학과 삼성석유화학의 합병 (2014년 4월)
 - 업종별 지분 단순화
- ④ 삼성생명보험의 삼성자산운용 100% 자회사 편입 (2014년 5월)
 - 금융지주 전환에 대비한 지분 단순화
- ⑤ 삼성증권의 삼성선물 100% 자회사 편입 (2014년 5월)
 - 금융지주 전환에 대비한 지분 단순화
- ⑥ 삼성SDS 연내 상장 계획 발표 (2014년 5월)
 - Owner 보유 비핵심 계열사 지분가치 증대



지배구조상 지분 정리 방향 예상



▶ 금융, IT, 물산 중심으로의 지분 단순화

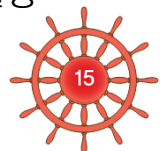
- 삼성생명을 중심으로 한 금융부문 지분구조 단순화
- 삼성전자를 중심으로 한 IT부문 지분구조 단순화
- 삼성물산을 중심으로 한 기타부문 지분구조 단순화

▶ 지분구조 단순화 이후에는?

- **에버랜드**는 삼성생명을 보유하고 있으며, Owner 지분율이 가장 높다는 점에서 **지배구조상 정점에 위치해야 함**
- 반면 삼성생명의 비금융회사 지분 매각 이후에는 삼성전자, 삼성물산에 대한 지배권이 너무 낮음
- 지배구조상 **에버랜드의 삼성전자 및 삼성물산에 대한 연결고리가 생성**되어야 함
- 반면 현금 매입 방식으로 지분 확대시키기에는 자금 확보 측면에서 현실적인 한계가 존재
- **각 회사의 인적 분할을 통한 Holdings 설립 이후 지주회사간 M&A 채택**할 가능성 높을 것으로 판단
- 이 경우 Owner의 지분율 높은 회사의 가치가 증대되는 것이 유리

▶ 지주회사 전환 및 M&A에 대한 근거는?

- 에버랜드: 비금융회사에 대한 지배권 확보할 수 있는 유일한 방법
- 삼성전자: 자금동원력 측면에서 자사주 매입을 제외하고는 삼성전자에 대한 지분을 확대시킬 방법이 전무
높아진 자사주를 활용할 수 있는 가장 효율적인 방법은 인적분할 이후 합병
- 삼성물산: 기타부문 계열사 지분 확보 가능
지주회사 미전환시, 삼성물산이 보유한 계열사가 지주회사의 증손자로 편입되며 100% 지분 확보 문제 발생
금융, IT 제외한 계열사에 대한 지분 보유로 인해 신규 순환출자 발생 가능성 높음

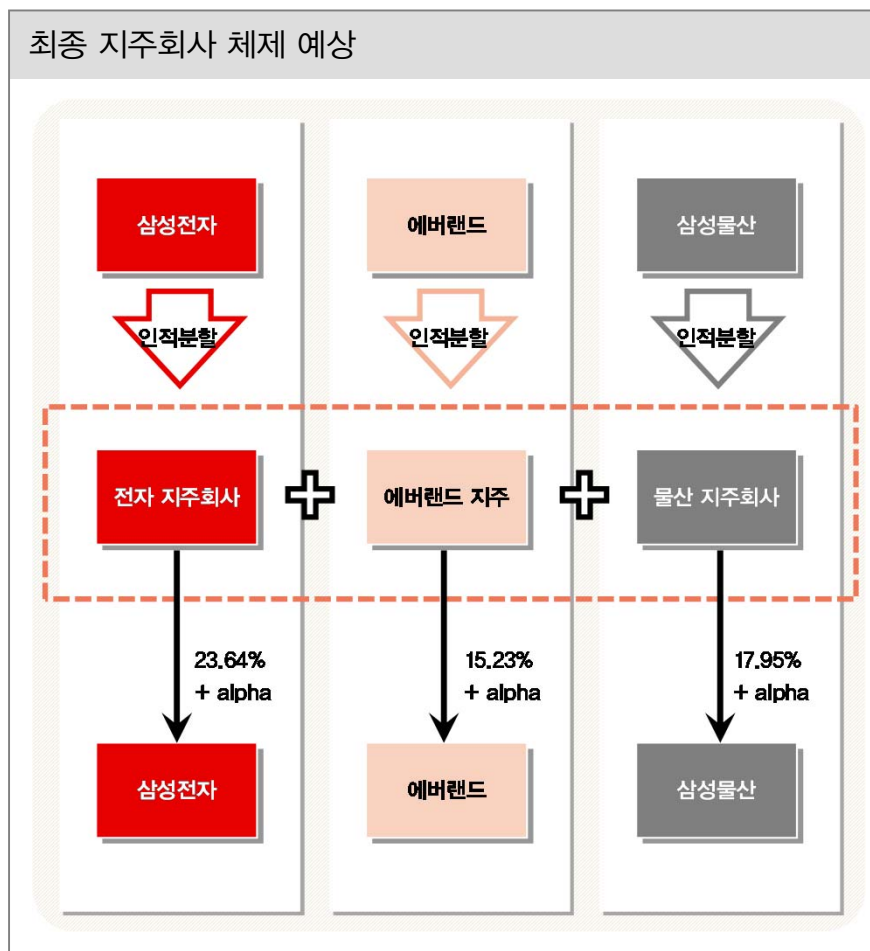


지주회사간 M&A 시나리오

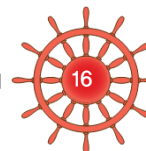


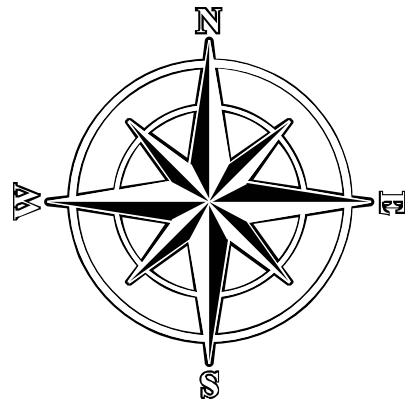
▶ 에버랜드 Holdings + 삼성전자 Holdings + 삼성물산 Holdings를 통한 지배구조 가정

- 지배구조 단순화 작업 이후 삼성전자의 자사주 비율은 23.64% 이상일 것으로 추정
(기존 11.11% + 삼성생명,화재 보유분 8.47% + 삼성물산 보유분 4.06% = 23.64%)
- 단, 인적분할시 현물출자 요건을 충족키 위해 자사주 비율 20% 소폭 하회할 것으로 판단
- 향후 삼성전자 holdings는 삼성전자를 23.64% +alpha 보유하며 자회사 요건 충족시킴
- 지배구조 단순화 작업 이후 삼성물산의 자사주 비율은 17.95% +alpha 일 것으로 추정
(기존 5.77% + 삼성생명 보유분 4.79% + 삼성SDI 보유분 7.39% = 17.95%)
- 에버랜드 자사주 비율은 15.23%
합병 이전에 보유 토지 등 자산재평가를 통한 가치 현실화 실시할 것으로 판단



자료: 금감원, 메리츠증권증권 리서치센터 추정





Part III

지배구조 변화과정 예상





삼성생명의 비금융회사 지분 처분으로부터 시작

▶ 삼성생명이 보유한 삼성전자 지분 7.2% 처분

→ 주황색, 핑크색, 회색 순환출자 해소

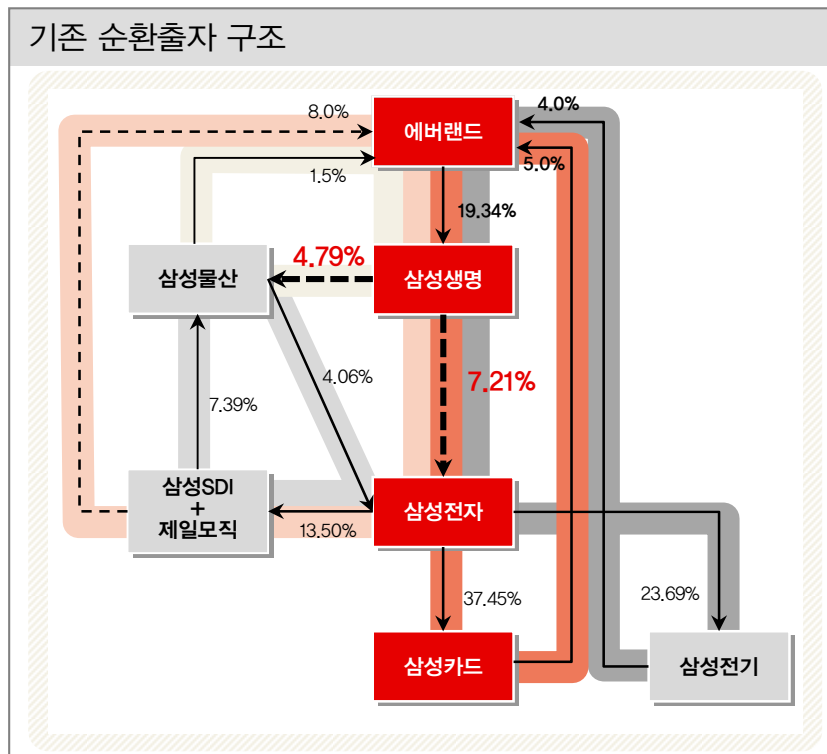
- 삼성전자가 자사주로 매입 (15.4조원)
- 추가로 삼성화재가 보유한 1.26% 매입 (2.7조원)

▶ 삼성생명이 보유한 삼성물산 지분 4.79% 처분

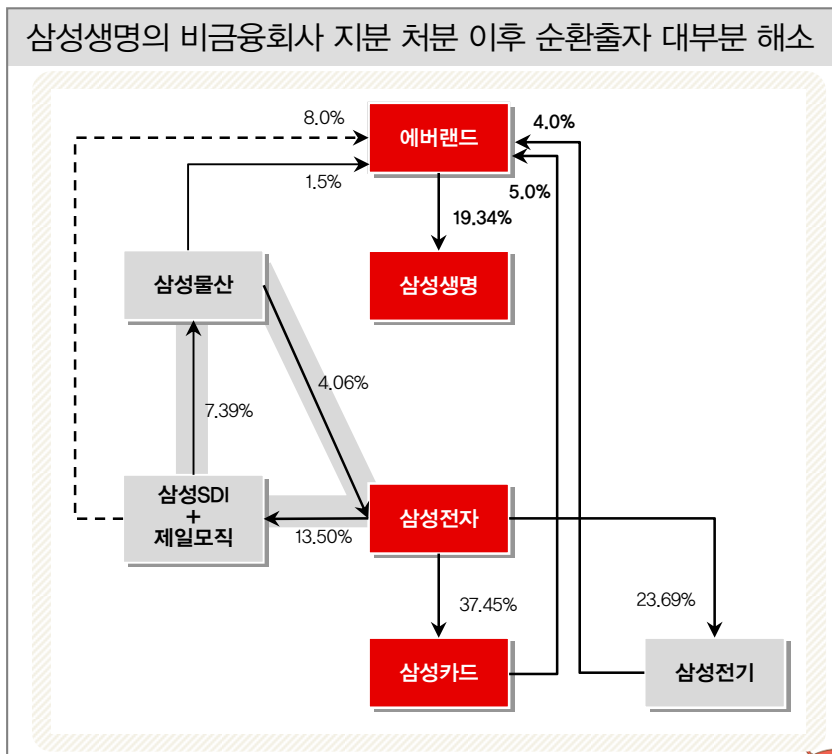
→ 갈색 순환출자 해소

- 삼성물산이 자사주로 매입 (약 0.5조원)

▶ 삼성생명이 보유한 비금융회사 지분 처분



자료: 금감원, 메리츠증권증권 리서치센터



자료: 금감원, 메리츠증권증권 리서치센터

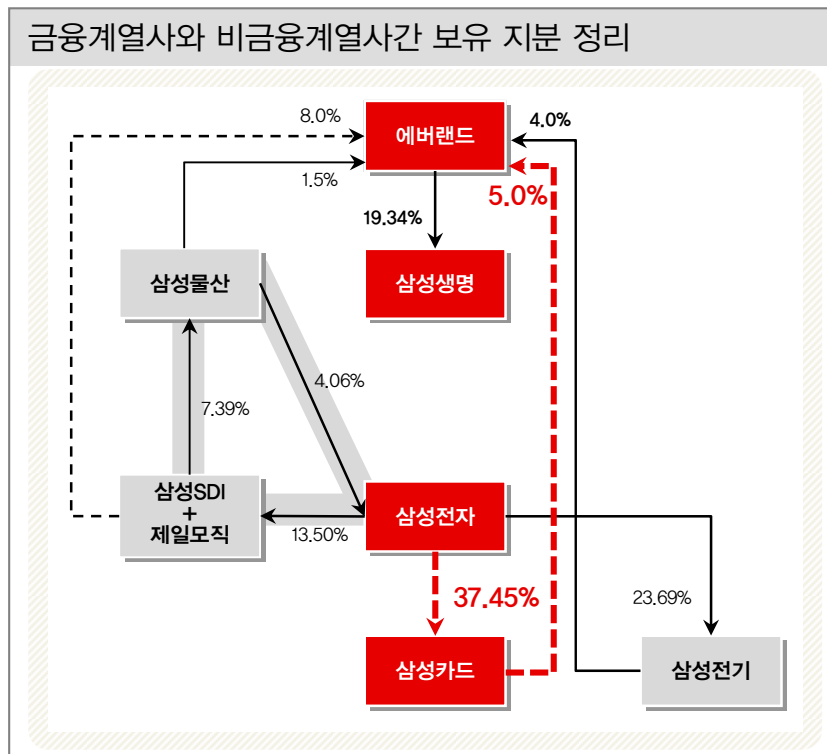
메리츠증권증권 리서치센터



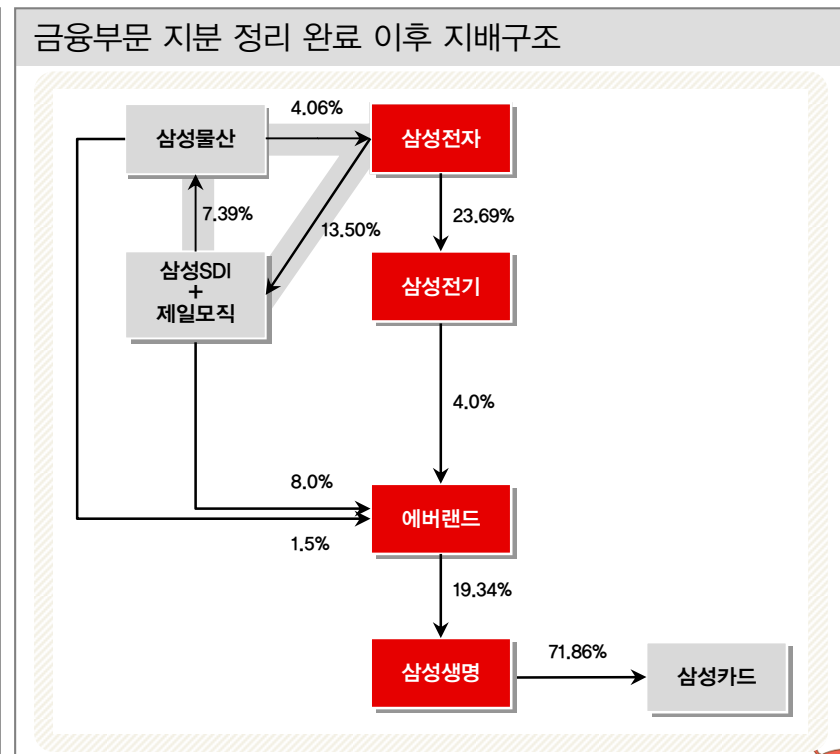
금융계열사와 비금융계열사간 보유 지분 정리



- ▶ 삼성전자가 보유한 삼성카드 지분 37.45% 처분
 - 삼성생명이 매입 (약 1.7조원)
 - 삼성생명의 삼성카드 지분을 71.86%로 증대
- ▶ 삼성카드가 보유한 에버랜드 지분 5.0% 처분
- ▶ 금융부문 지분 정리 완료
 - 향후 삼성금융지주 전환시 자회사 행위요건 충족 위한 추가매입 진행될 전망



자료: 금감원, 메리츠증권증권 리서치센터



자료: 금감원, 메리츠증권증권 리서치센터

삼성전자, 삼성물산의 지주회사 전환 필요성



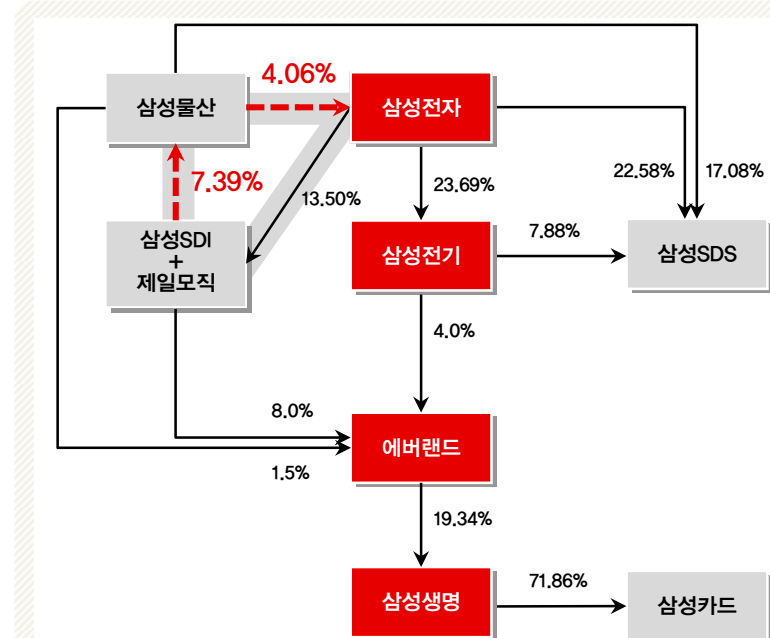
▶ 에버랜드가 지배구조 정점에 위치해야 한다

- 에버랜드가 계열사 지분을 확보해야 하나, 비금융 계열사 지분은 삼성전자, 삼성물산 중심으로 이루어져 있음
- 삼성전자, 삼성물산이 지주회사 체제로 전환해야 하는 가장 큰 이유

▶ 삼성물산의 삼성전자 보유 지분과 삼성SDI의 삼성물산 보유 지분 등을 처리한 이후에 인적 분할이 가능

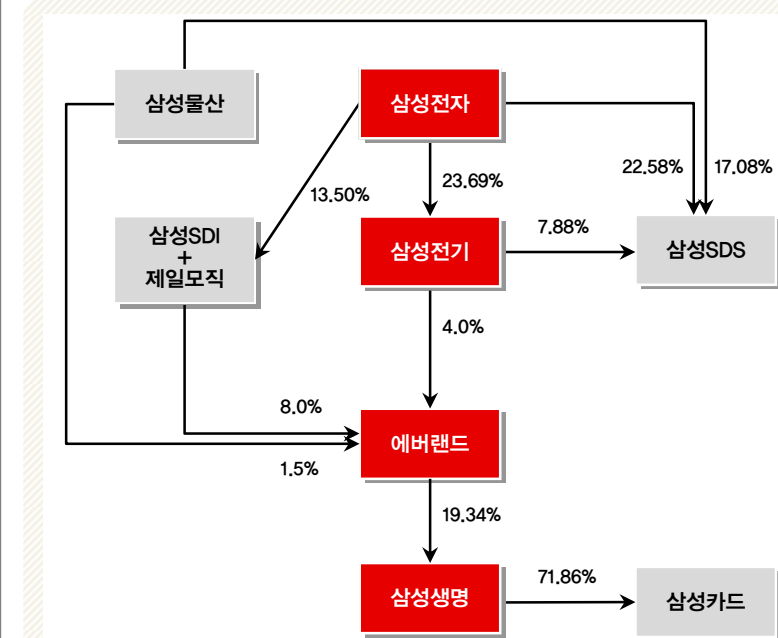
- 삼성전자 지분 매매각시 삼성물산은 자본 11조원, 지분가치 9.5조원으로 지주회사 분할비율이 1:9로 비정상적으로 산정
- 삼성SDI 지분 매매각시 삼성물산 보유 계열사는 전자holdings의 증손자로 편입된다는 점에서 삼성SDI 지분도 매각해야 함
- **마지막 순환출자 고리가 해소**

삼성물산관련 지분 정리가 이루어져야 인적분할이 가능



자료: 금감원, 메리츠증권증권 리서치센터

마지막 순환출자고리의 해소



자료: 금감원, 메리츠증권증권 리서치센터

메리츠증권증권 리서치센터





- [illegible]

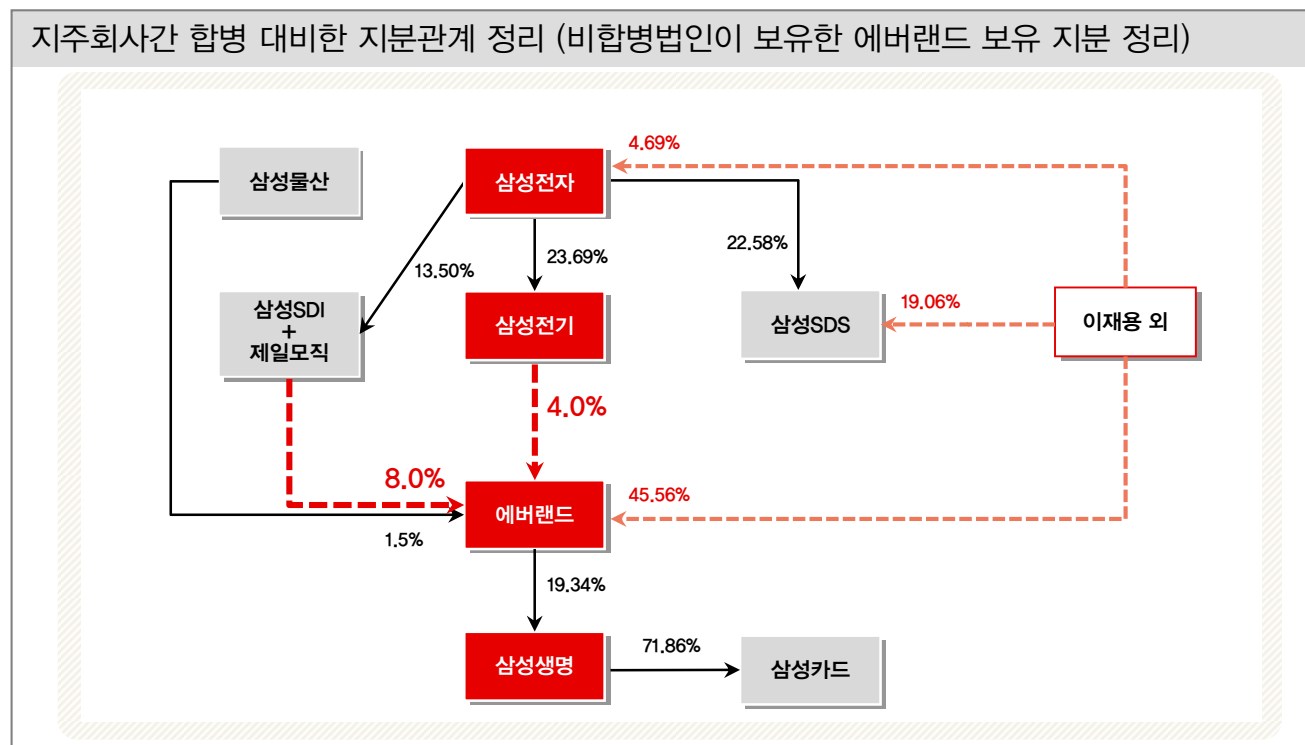


지주회사간 합병시 걸림돌 제거



▶ 에버랜드와 삼성전자 Holdings, 삼성물산 Holdings의 합병 가정시 걸림돌 제거

- 삼성전기가 보유한 에버랜드 지분 4% (2,090억원) 매각 가능성
- 삼성전기는 자사주 비율이 0.01%로 너무 낮아서 인적분할 방식 채택 효용성이 떨어지기 때문
- 삼성SDI가 보유한 에버랜드 지분 8% (4,179억원) 매각 가능성
- 삼성SDI는 자사주 비율이 3.17%로 너무 낮아서 인적분할 방식 채택 효용성이 떨어지기 때문



자료: 메리츠증권증권 리서치센터 추정





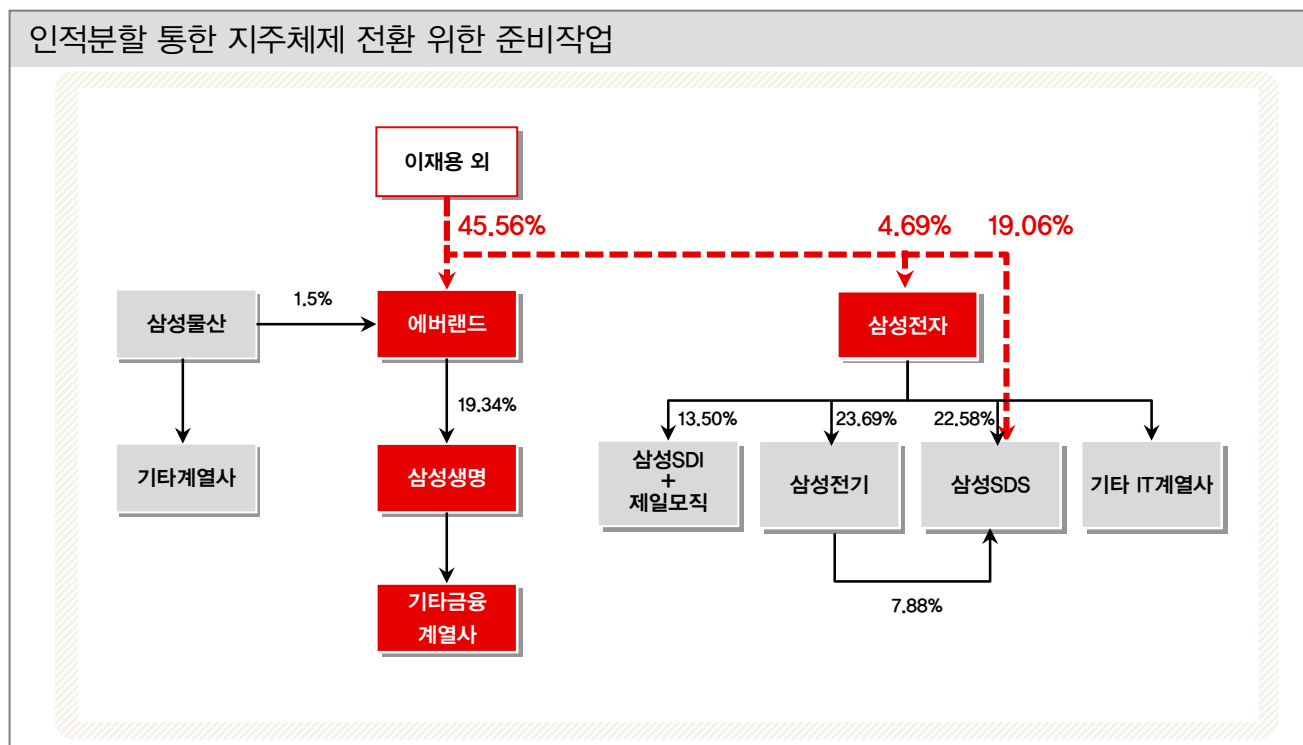
삼성그룹에 대한 지배권을 높여라

▶ 삼성전자에 대한 지배권을 높여라

- 삼성전자 지분보유를 위해서는 막대한 자금이 소요
- 돈을 안들이고 삼성전자의 지분을 확보하는 방법은?
- 삼성전자를 지주회사로 전환한 이후, 지주회사간 합병

▶ 삼성물산도 유사한 논리 적용 가능

- 에버랜드를 중심으로 삼성전자 holdings와 삼성물산 holdings의 합병 가능성



자료: 메리츠증권증권 리서치센터 추정



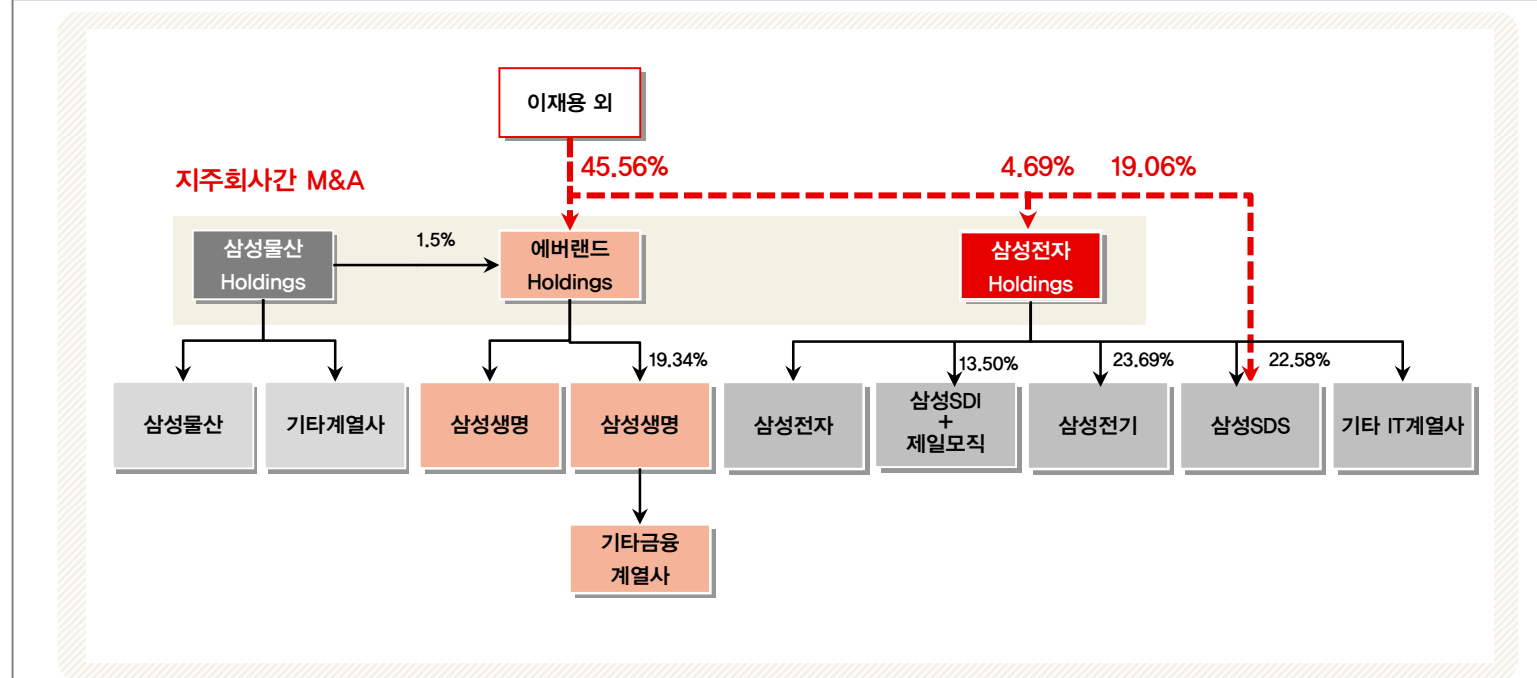
지주회사간 M&A를 통해 해결



▶ 삼성전자 holdings + 삼성물산 holdings + 에버랜드 holdings의 합병

- 합병비율은 지주회사 분할 비율에 따라 결정될 전망
(현재 시총 감안시 삼성전자, 삼성물산의 분할비율은 약 26 대 74로 추정. 산출 과정은 appendix 참고)
- 삼성전자, 삼성물산은 상장사로 시장가 존재
- 에버랜드는 합병시 비상장사 가격산정방식을 준용하게 됨 (본질가치 = 자산가치 + 수익가치)
- 특수관계인의 에버랜드 지분이 가장 높으며, 비상장사의 본질가치 증대를 위해 합병 이전 에버랜드의 자산재평가 이루어질 것으로 판단

삼성전자, 삼성물산 인적분할 이후 삼성그룹 지배구조 요약



자료: 메리츠증권증권 리서치센터 추정

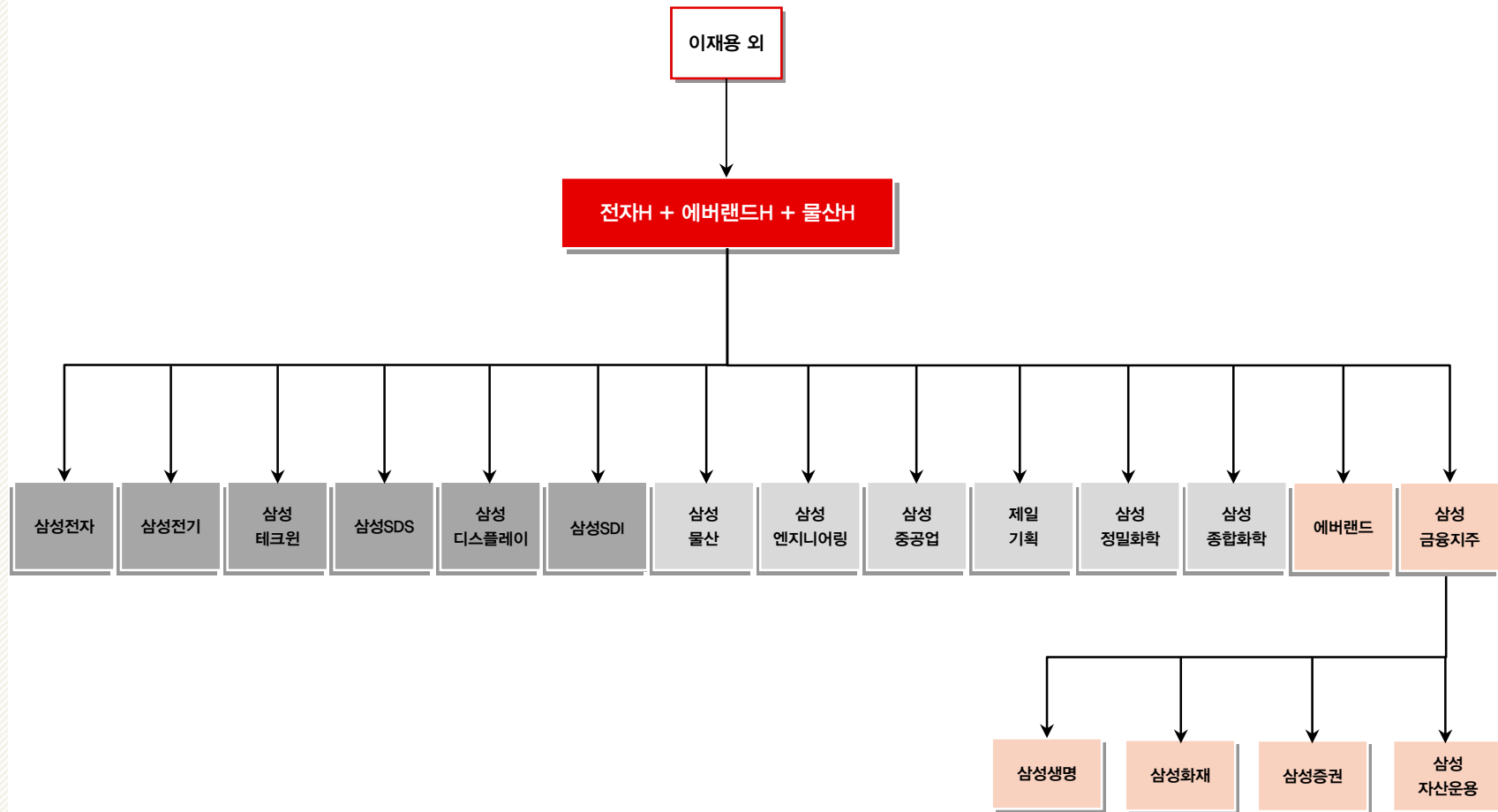
메리츠증권증권 리서치센터



삼성그룹 최종 예상 지배구조



삼성그룹 최종 예상 지배구조



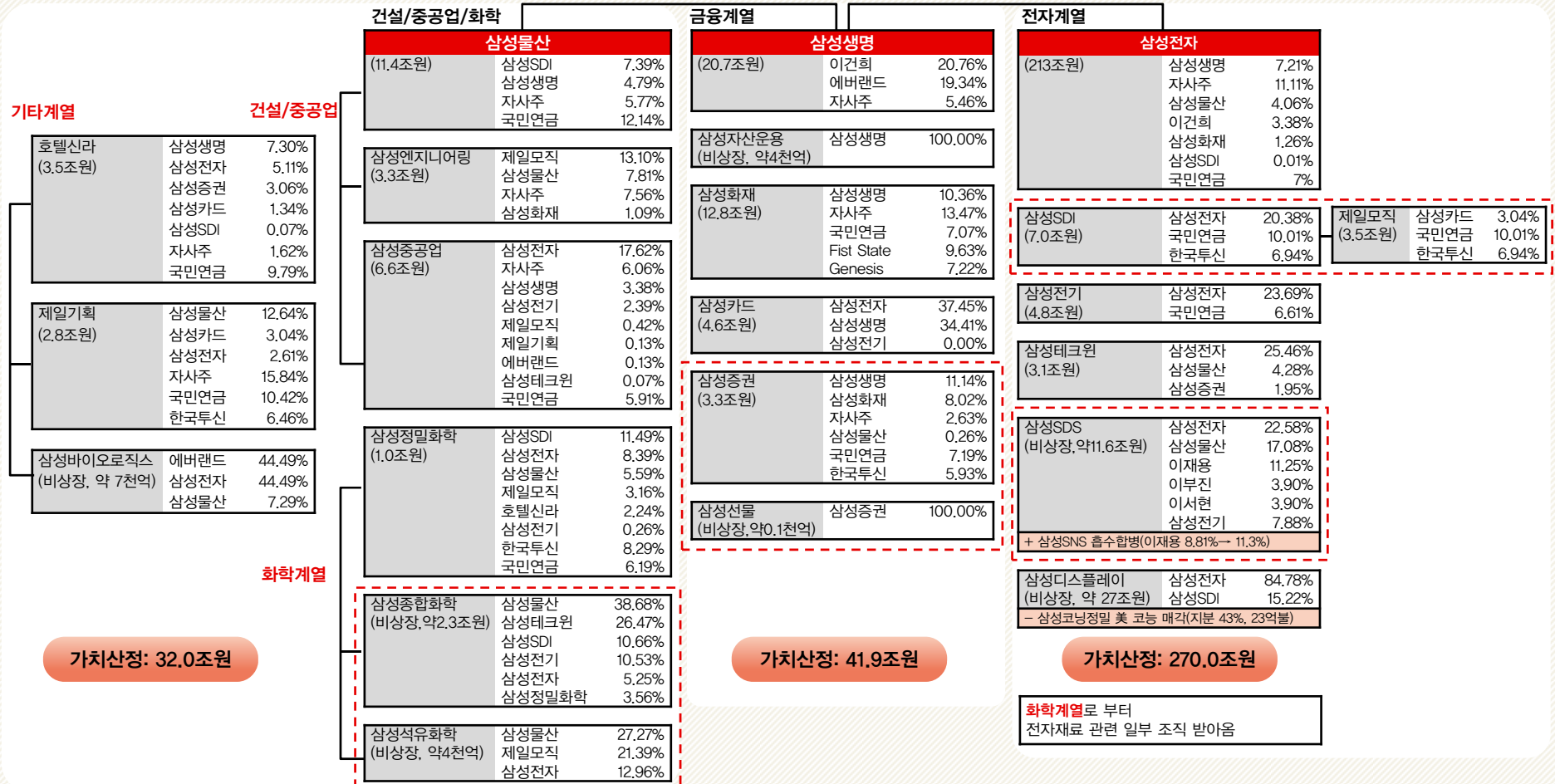
[Appendix] 삼성그룹 대주주 현황



지분스왑(Swap) 통한 지배구조 완성 1
: 현재 지분으로 삼성그룹 지주회사 가상도

최근 지분변동

에버랜드		
(약 5.2조원)	이재용	25.10%
	KCC	17.00%
	이부진	8.37%
	이서현	8.37%
	삼성SDI	4.00%
	삼성전기	4.00%
	삼성물산	1.48%
	제일모직	4.00%
	삼성카드	5.00%



[Appendix] 삼성전자회사 분할비율 및 지분율 추정



삼성전자 (단위: 십억원)	
시가총액	213,289
자산	162,241
부채	37,132
자기자본	125,109
자사주율 추정	19.58%
보유지분가치	50,497

삼성물산 (단위: 십억원)	
시가총액	11,404
자산	22,490
부채	11,713
자기자본	10,777
자사주율 추정	17.95%
보유지분가치	4,320

에버랜드 (단위: 십억원)	
시가총액	5,224
자산	8,396
부채	4,383
자기자본	4,013
자사주율 추정	15.23%
보유지분가치	4,887

인적분할 가정시 (단위: 십억원)		
	삼성전자 Holdings	삼성전자
자산	50,497	111,745
부채	16,832	20,300
부채비율(%)	50.0	22.2
자기자본	33,664	91,445
분할비율	26.9%	73.1%
시가총액	57,392	155,898
지분율	4.69%	4.69%
이건희	3.38%	3.38%
홍라희	0.74%	0.74%
이재용	0.57%	0.57%
이부진	-	-
이서현	-	-
지분가치	2,692	7,312
이건희	1,940	5,269
홍라희	425	1,154
이재용	327	889
이부진	-	-
이서현	-	-

인적분할 가정시 (단위: 십억원)		
	삼성물산 Holdings	삼성물산
자산	4,320	18,170
부채	1,440	10,274
부채비율(%)	50.0	130.1
자기자본	2,880	7,897
분할비율	26.7%	73.3%
시가총액	3,048	8,356
지분율	1.41%	1.41%
이건희	1.41%	1.41%
홍라희	-	-
이재용	-	-
이부진	-	-
이서현	-	-
지분가치	43	118
이건희	43	118
홍라희	-	-
이재용	-	-
이부진	-	-
이서현	-	-

인적분할 가정시 (단위: 십억원)		
	에버랜드 Holdings	에버랜드
자산	4,887	3,508
부채	1,629	2,754
부채비율(%)	50.0	365.0
자기자본	3,258	755
분할비율	81.2%	18.8%
시가총액	4,242	982
지분율	45.56%	45.56%
이건희	3.72%	3.72%
홍라희	-	-
이재용	25.10%	25.10%
이부진	8.37%	8.37%
이서현	8.37%	8.37%
지분가치	1,932	448
이건희	158	37
홍라희	-	-
이재용	1,065	247
이부진	355	82
이서현	355	82

현물출자 가정시		
시가총액	64,703	155,898
지분율	15.5%	-
이건희	11.1%	-
홍라희	2.4%	-
이재용	1.9%	-
이부진	-	-
이서현	-	-
지분가치	10,003	-
이건희	7,209	-
홍라희	1,578	-
이재용	1,216	-
이부진	-	-
이서현	-	-

현물출자 가정시		
시가총액	3,165	8,356
지분율	5.1%	-
이건희	5.1%	-
홍라희	-	-
이재용	-	-
이부진	-	-
이서현	-	-
지분가치	161	-
이건희	161	-
홍라희	-	-
이재용	-	-
이부진	-	-
이서현	-	-

현물출자 가정시		
시가총액	4,689	982
지분율	50.8%	-
이건희	4.1%	-
홍라희	0.0%	-
이재용	28.0%	-
이부진	9.3%	-
이서현	9.3%	-
지분가치	2,380	-
이건희	194	-
홍라희	-	-
이재용	1,311	-
이부진	437	-
이서현	437	-

합병시 합병비율	0.89
----------	------

합병시 합병비율	0.04
----------	------

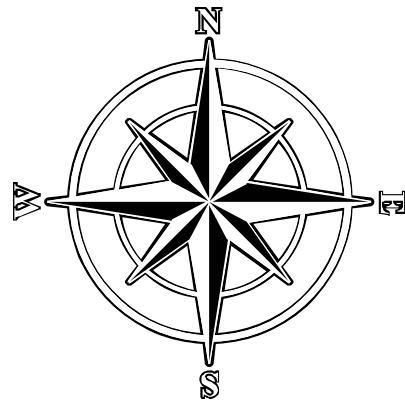
합병시 합병비율	0.06
----------	------



[Appendix] 삼성그룹 주요 계열사 및 Owner 지분율 정리

Code No.		005930	032830	000830	028050	010140	009150	012450	004000	008700	030000	016360	029780	000810	012750	비상장	비상장	상장예정	합병뒤재상장	비상장	비상장	비상장
출자 / 피출자		삼성전자	삼성생명	삼성물산	삼성엔지니어링	삼성중공업	삼성전기	삼성테크윈	삼성정밀화학	호텔신라	제일기획	삼성증권	삼성카드	삼성화재	에스원	에버랜드	삼성디스플레이	삼성SDS	삼성SDI	삼성종합화학	삼성자산운용	삼성선물
2014-05-19	시기총액(억원)	2,132,894	212,000	114,039	33,320	65,684	48,252	31,134	10,139	35,402	28,473	33,135	46,286	128,386	128,386	52,240	268,066	116,067	105,327	26,585	3,951	698
이건희	지분율(%)	3.38	20.76	1.41												3.72		0.01		0.96		
	지분가치(억원)	72,190	44,010	1,610												1,945		15		256		
홍라희	지분율(%)	0.74																				
	지분가치(억원)	15,683																				
이재용	지분율(%)	0.57														25.10		11.25				
	지분가치(억원)	12,169														13,110		13,056				
이부진	지분율(%)															8.37		3.90		4.91		
	지분가치(억원)															4,370		4,528		1,305		
이서현	지분율(%)															8.37		3.90				
	지분가치(억원)															4,370		4,528				
삼성전자	지분율(%)	11.11				17.62	23.69	25.46	8.39	5.11	2.61		37.45				84.78	22.58	13.50	5.25		
	지분가치(억원)	236,901				11,572	11,430	7,927	851	1,808	742		17,336				227,259	26,208	14,218	1,395		
삼성생명	지분율(%)	7.21	5.46	4.79		3.38		0.61		7.30		11.14	34.41	10.36	5.34				0.02		100.00	
	지분가치(억원)	153,818	11,581	5,458		2,219		190		2,584		3,691	15,926	13,294	1,624				20		3,951	
삼성물산	지분율(%)	4.06		5.77	7.81			4.28	5.59		12.64	0.26				1.48		17.08		36.99		
	지분가치(억원)	86,538		6,576	2,602			1,332	567		3,598	87				773		19,824		9,835		
삼성엔지니어링	지분율(%)				7.56																	
	지분가치(억원)				2,519																	
삼성중공업	지분율(%)					6.06																
	지분가치(억원)					3,981																
삼성전기	지분율(%)				2.39	0.00		0.26								4.00		7.88		8.97		
	지분가치(억원)				1,567	1		26								2,090		9,149		2,385		
삼성테크윈	지분율(%)				0.07			0.00												22.56		
	지분가치(억원)				46			0												5,997		
삼성정밀화학	지분율(%)								1.28											3.03		
	지분가치(억원)								130											807		
호텔신라	지분율(%)							2.24	1.62													
	지분가치(억원)							227	574													
제일기획	지분율(%)				0.13						15.84									0.28		
	지분가치(억원)				86						4,509									76		
삼성증권	지분율(%)						1.95		3.06			2.63										100.00
	지분가치(억원)						608		1,082			872										698
삼성카드	지분율(%)								1.34		3.04		0.40	0.63		5.00			1.58			
	지분가치(억원)								473		866		183	809		2,612			1,661			
삼성화재	지분율(%)	1.26			1.09						0.00	8.02		13.47								
	지분가치(억원)	26,880			362						0	2,659		17,294								
에스원	지분율(%)														11.02							
	지분가치(억원)														3,351							
에버랜드	지분율(%)		19.34		0.13											15.23						
	지분가치(억원)		41,009		85											7,955						
삼성디스플레이	지분율(%)																0.00					
	지분가치(억원)																0					
삼성SDS	지분율(%)																	0.04				
	지분가치(억원)																	41				
삼성SDI	지분율(%)	0.01		7.39	13.10	0.42		14.65	0.07					11.03	8.00	15.22			3.17	13.00		
	지분가치(억원)	140		8,430	4,364	274		1,486	26					3,353	4,179	40,807			3,337	3,455		
삼성종합화학	지분율(%)																			3.91		
	지분가치(억원)																			1,040		
삼성자산운용	지분율(%)																				0.00	
	지분가치(억원)																				0	
삼성선물	지분율(%)																					0.00
	지분가치(억원)																					0

주: 삼성SDI의 보유 지분은 제일모직과의 합병했을 경우를 가정



Top Picks.

삼성전자(005930)

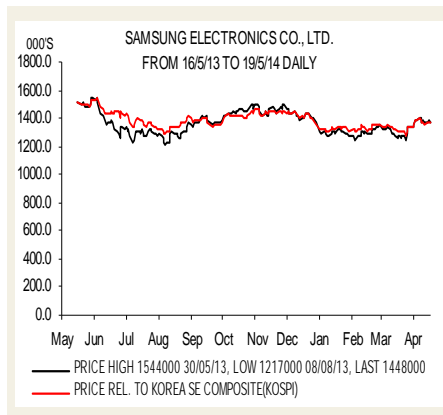
삼성물산(000830)



삼성전자(005930) : 적극적 주주환원 정책, 주가 Multiple 상승으로 직결

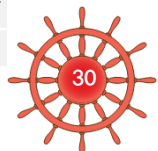


업종 : 반도체 / 2014.5.20	
Analyst 박유악	
(6309-4523 / yuak.pak@meritz.co.kr)	
Rating & Target Price	
Buy(Maintain)	1,700,000원
종가(5.19) :	1,448,000원
Market Data	
KOSPI	2,015.14pt
KOSDAQ	546.81pt
시가총액(5.19) :	2,132,894억원
발행주식수	14,730만주
외국인지분율	50.70%
DPS(2013)	14,300 원
배당수익률(2013)	1.0%



- **투자 의견 매수, 목표주가 170만원 유지**
 - 1) 삼성전자 적극적인 주주환원 정책 변화 언급, 당사는 그룹의 지배구조 강화를 위한 삼성전자의 자사주 매입 및 배당성향 증가를 예상
 - 2) 2Q14 주가에 선 반영되며, 주가 Multiple(P/E 9배) 상승할 것으로 판단
- **자사주 취득 기대감에 따른 주가 상승은 2Q14**
 - 1) 2000년 이후 자사주 취득 총 10회, 취득 기간 중 주가 상승은 3회에 불과
 - 자사주 취득 직전 1개월간 주가 상승 8회
- **배당성향 증가 → Multiple 상승으로 직결, 현 주가 대비 상승 여력 20% 수준**
 - 1) 과거 20년간, 삼성전자의 P/E 와 배당성향의 상관관계 84%
 - 2) 배당성향 14%로 증가하며, 주가 Multiple 상승(P/E 7배 → 9배) 이끌 것으로 판단

(십억원, 원, 배, %)	2013	2014E	2015E	2016E
매출액	228,693	229,832	234,281	239,670
영업이익	36,785	35,363	36,693	38,023
순이익	29,821	28,739	29,231	30,005
EPS(지배주주)	200,519	191,055	194,312	199,457
증감율(%)	47.1	-4.7	1.7	2.6
BPS	825,602	970,334	1,109,502	1,252,236
PER	6.8	7.6	7.5	7.3
PBR	1.7	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	3.5	3.5	3.1	2.7
ROE	22.8	18.4	16.3	14.7
부채비율	42.7	37.3	32.3	28.0



삼성전자(005930)



- 자사주 취득 기대감에 따른 주가 상승은 2Q14

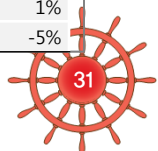
2000년 이후 자사주 취득 총 10회, 취득 기간 중 주가 상승은 3회에 불과

자사주 취득 직전 1개월간 주가 상승 8회. 따라서, 자사주 취득 직전인 2Q14 주가 상승 예상됨.

삼성전자 자사주 취득/처분과 주가 상관성 분석

시작일	종료일			변동 주식수	자사주 총계	총발행주식수	자사주비율	시작일 증가	종료일 증가	변동률	시작일 직전 1개월간 주가 수익률
2000.10.20	2000.12.26	보통주	취득	3,000,000	6,449,625	152,441,599	4.2%	166,500	158,000	-5%	-28%
		우선주		400,000	1,269,693	23,893,427	5.3%	73,100	69,000	-6%	-27%
2002.04.02	2002.04.23	보통주	취득	1,330,000	7,779,625	153,135,680	5.1%	398,500	427,000	7%	14%
		우선주		210,000	1,479,693	23,893,427	6.2%	224,000	220,000	-2%	41%
2002.08.06	2002.08.28	보통주	취득	2,660,000	10,439,625	153,919,115	6.8%	300,000	328,000	9%	-16%
		우선주		400,000	1,879,693	23,893,427	7.9%	144,000	160,000	11%	-19%
2003.03.11	2003.04.10	보통주	취득	3,100,000	13,539,625	154,969,563	8.7%	287,000	288,000	0%	6%
		우선주		470,000	2,349,693	23,893,427	9.8%	139,500	141,500	1%	9%
2003.04.14	-	보통주	처분	-3,100,000	10,439,625	151,869,563	6.9%	285,000	-	-	-4%
		우선주		-470,000	1,879,693	23,423,427		142,000	-	-	0%
2003.09.02	-	보통주	처분	-2,000	10,437,625	151,989,603	6.9%	430,500	-	-	2%
2003.10.21	2003.12.29	보통주	취득	2,150,000	12,582,625	152,054,866	8.3%	462,000	440,000	-5%	15%
		우선주		330,000	2,209,693	23,423,427	9.4%	229,000	238,000	4%	17%
2004.01.08	2004.04.09	보통주	처분	-2,331,826	10,299,009	150,359,337	6.8%	469,000	595,000	27%	4%
2004.01.15	2004.01.15	우선주		-330,000	1,879,693	23,093,427		282,000	-	-	10%
2004.04.12	2004.04.30	보통주	취득	3,060,000	13,160,077	150,359,337	8.8%	610,000	557,000	-9%	16%
		우선주		260,000	2,139,693	23,093,427	9.3%	364,500	324,000	-11%	19%
2004.04.12	2004.04.30	보통주	처분	-164,255	13,146,544	150,359,337	8.7%	610,000	557,000	-9%	16%
2004.05.04	-	보통주	처분	-3,060,000	10,086,544	147,299,337	6.8%	555,000	-	-	-7%
		우선주	처분	-260,000	1,879,693	22,833,427	8.2%	335,000	-	-	-3%
2004.05.06	2004.05.06	보통주	처분	-110,759	9,975,785	147,299,337	6.8%	528,000	-	-	-11%
2004.09.17	2004.11.18	보통주	취득	4,000,000	13,965,442	147,299,337	9.5%	469,500	463,500	-1%	10%
2004.11.18	2005.06.09	보통주	처분	-188,948	13,776,494	147,299,337	9.5%	463,500	480,000	4%	7%
2005.06.14	2005.08.29	보통주	취득	3,800,000	17,576,494	147,299,337	11.9%	496,500	540,000	9%	2%
		우선주		300,000	2,179,693	22,833,427	9.6%	334,500	375,000	12%	4%
2005.08.31	2006.04.17	보통주	처분	-996,571	16,294,058	147,299,337	11.1%	544,000	648,000	19%	-4%
2006.04.18	2006.06.30	보통주	취득	2,600,000	18,852,673	147,299,337	12.8%	655,000	603,000	-8%	3%
		우선주		400,000	2,579,693	22,833,427	11.3%	517,000	463,000	-10%	3%
2007.01.16	2007.03.16	보통주	취득	2,800,000	21,216,106	147,299,337	14.4%	613,000	589,000	-2%	1%
		우선주		400,000	2,979,693	22,833,427	13.1%	466,000	446,000	-4%	-5%

자료 : 메리츠증권증권 리서치센터





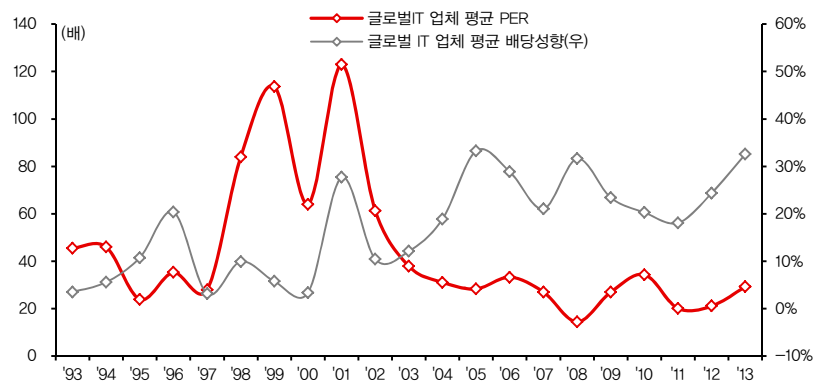
- 배당성향 증가 → Multiple 상승 직결!

2013년 삼성전자 배당성향은 글로벌 IT 업체 평균과의 차이 사상 최대치 기록, 삼성전자 적극적인 주주환원 정책 언급하며 배당 증가에 대한 기대감 상승

과거 20년간, 삼성전자의 P/E Ratio와 배당성향과의 상관 관계는 84%. 2014년 예상되는 배당성향 증가는 주가 Multiple 상승으로 직결될 것으로 판단

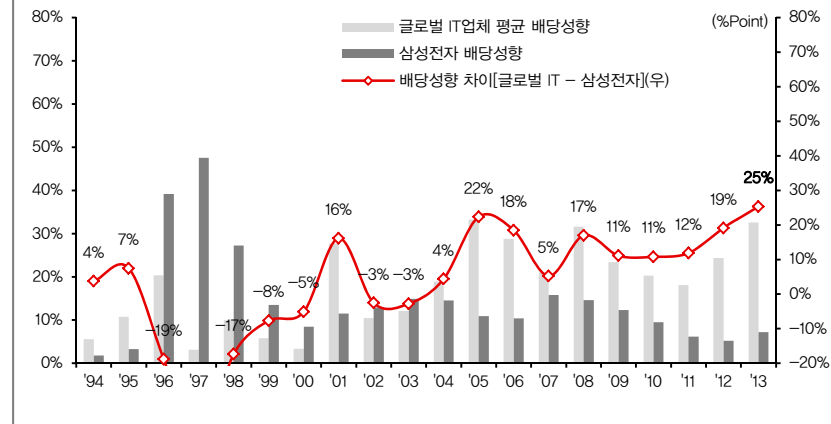
- 2014년 배당성향 14%, 적용 P/E 9배 예상 현 주가 대비 상승 여력 20% 수준

글로벌 IT업체, 주가와 배당성향 상관관계 29%



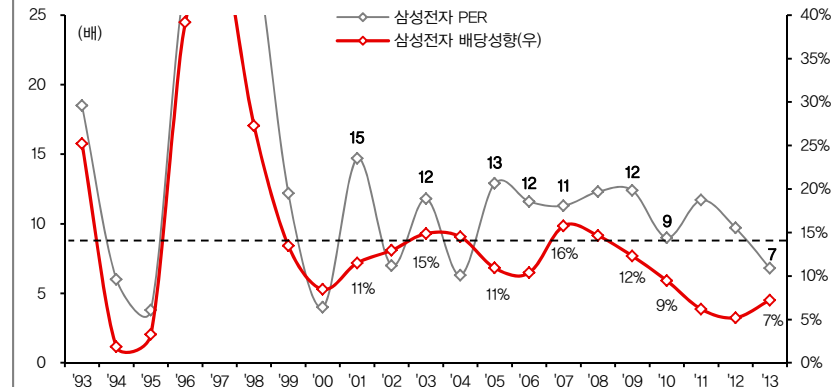
자료 : 메리츠증권리서치센터

글로벌 IT 평균과 삼성전자 배당성향 차이 사상 최대치 근접

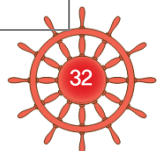


자료 : 메리츠증권리서치센터

삼성전자, 주가와 배당 상관관계 84%, 배당→P/E 상승 직결



자료 : 메리츠증권리서치센터



삼성전자(005930)



삼성전자 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14E	3Q14E	4Q14E	2013	2014E	2015E
매출액	52,868	57,464	59,084	59,277	53,675	56,301	58,845	61,010	228,693	229,832	234,281
%QoQ/%YoY	-6%	9%	3%	0%	-9%	5%	5%	4%	14%	0%	2%
IT & Mobile	32,820	35,538	36,572	33,887	32,443	35,619	37,224	36,638	138,817	141,923	142,604
무선사업부	31,770	34,580	35,201	32,170	31,359	34,534	35,885	34,923	133,721	136,701	137,291
네트워크/기타	1,050	958	1,371	1,717	1,084	1,085	1,338	1,715	5,096	5,222	5,313
Semiconductor	8,576	8,679	9,742	10,439	9,388	9,387	10,281	10,362	37,437	39,418	44,039
Memory	5,120	5,699	6,370	6,518	6,288	6,630	6,900	6,836	23,707	26,654	29,217
System LSI	3,291	2,832	3,296	3,521	2,899	2,620	3,217	3,347	12,940	12,082	14,131
Display Panel	7,108	8,182	8,085	6,462	6,106	6,583	6,572	6,432	29,837	25,692	25,790
Large Panel	3,362	3,407	3,466	3,070	3,049	3,101	2,826	2,771	13,304	11,746	10,890
Mobile & Tablet	3,274	3,674	3,509	3,989	3,014	3,428	3,690	3,628	14,445	13,761	14,784
Consumer Electronics	11,243	12,775	12,048	14,265	11,321	12,268	12,103	13,523	50,332	49,216	48,804
VD	7,430	7,940	7,680	10,070	7,393	7,696	7,840	9,373	33,120	32,302	31,902
매출원가	31,379	34,341	35,528	36,448	32,693	34,265	36,142	38,048	137,696	141,148	142,138
매출원가율	59%	60%	60%	61%	61%	61%	61%	62%	60%	61%	61%
매출총이익	21,489	23,123	23,556	22,829	20,982	22,037	22,703	22,962	90,996	88,684	92,143
판매비와관리비	12,709	13,592	13,392	14,517	12,494	13,231	13,407	14,189	54,211	53,321	55,450
영업이익	8,779	9,531	10,164	8,311	8,488	8,806	9,296	8,772	36,785	35,363	36,693
%QoQ/%YoY	-3%	9%	7%	-18%	2%	4%	6%	-6%	27%	-4%	4%
IT & Mobile	6,507	6,284	6,696	5,470	6,427	6,126	6,402	5,789	24,958	24,745	23,870
%QoQ/%YoY	19%	-3%	7%	-18%	17%	-5%	5%	-10%	29%	-1%	-4%
Semiconductor	1,072	1,759	2,063	1,995	1,946	1,917	2,085	2,037	6,888	7,985	9,534
%QoQ/%YoY	-25%	64%	17%	-3%	-2%	-1%	9%	-2%	65%	16%	19%
Display Panel	767	1,122	985	107	-81	342	491	362	2,981	1,114	1,754
%QoQ/%YoY	-31%	46%	-12%	-89%	적전	흑전	43%	-26%	-7%	-63%	57%
Consumer Electronics	234	429	351	659	192	417	315	582	1,673	1,506	1,522
%QoQ/%YoY	-67%	83%	-18%	88%	-71%	117%	-25%	85%	-28%	-10%	1%
법인세차감전순이익	9,045	9,828	10,239	9,252	9,649	9,074	9,606	9,096	38,364	37,425	38,164
법인세비용	1,891	2,054	1,994	1,951	2,074	1,951	2,065	1,956	7,890	8,046	8,205
당기순이익	7,155	7,774	8,245	7,301	7,574	7,123	7,541	7,140	30,475	29,379	29,959
당기순이익률	14%	14%	14%	12%	14%	13%	13%	12%	13%	13%	13%
총포괄손익	8,381	9,344	6,141	5,602	8,872	8,562	5,617	5,478	29,468	28,529	28,826
지배주주지분	8,166	9,103	6,023	5,545	8,782	8,475	5,560	5,422	28,838	28,239	28,532
KRW/USD	1,085	1,122	1,110	1,062	1,070	1,040	1,040	1,030	1,081	1,044	1,030

자료 : 메리츠증권증권 리서치센터

메리츠증권증권 리서치센터



삼성물산(000830) : 삼성의 지배구조를 보라! (2편)



2014. 05. 20
투자의견: BUY
목표주가: 70,200원

주가(5/19)	73,000원
시가총액(5/19)	11.4조원
발행주식수	15,622만주

평균거래대금(60일)	361.8억원
외국인지분율	23.94%

주요주주	
삼성SDI	7.39%
삼성생명	4.79%
이건희	1.41%

▶ 투자의견 Buy 및 목표가 70,200원 유지

■ 결론: 관계사 지분가치 현실화로 기업의 내재가치 증가 후 삼성의 지배구조 위한 소요자금 활용

- 전자(상장)+SDS(상장)+종합화학(합병)의 지분가치 현실화에 따른 Book Value 약 2.07조원 증가

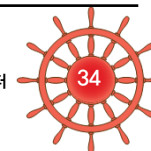
- ① 삼성SDS 지분 17.08%→ 상장시 지분가치 19,824억원으로 약 1.07조원 증가(장부가 9,159억원)
- ② 삼성종합+삼성석유화학 지분 37%→ 합병가치 9,835억원으로 약 0.56조원 증가(장부가 4,185억원)
- ③ 삼성전자 지분 4.06%→ 매각시 지분가치 8.6조원으로 약 0.44억원 증가(장부가치 8.2조원)

- 지배구조 완성 전까지 풍부한 유동성(Cash In)으로 지분정리 활용 자금으로 이용 할 가능성 높음

- ① 현재 삼성물산 자사주 5.8%를 약 20% 늘려야 한다는 전제조건 시 자사주 매입으로 약 1.39조원 소요
 - 1) 삼성SDI+제일모직 보유 7.39% 매입 → 삼성물산 시가(시총 약 11조원) 반영으로 약 8,427억원 현금사용
 - 2) 삼성생명 보유 4.79% 매입 → 삼성물산 시가(시총 약 11조원) 반영으로 약 5,462억원 현금사용
 → 삼성물산 자사주 17.98% 보유가능: 기존 5.8%+삼성SDI(제일모직 합병) 보유 7.39%+삼성생명 보유 4.79%

- ② 현재 삼성물산이 보유한 삼성엔지니어링 지분 7.81%
 - 삼성SDI 보유한 삼성엔지니어링 13.1% 지분변동 가능성 열려있음
 - 삼성종합화학+삼성석유화학(합병): 2014년 6월 1일
 - 삼성SDI+제일모직(합병) : 2014년 7월 1일
 - 삼성SDS(상장) : 2014년 하반기 예정

(IFRS 연결)	매출 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS(지배) (원)	증감율 (%)	BPS(지배) (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2012	253,259	4,903	4,506	2,870	10.2	64,383	21.8	1.0	4.3	122.1
2013	284,334	4,333	2,424	1,537	-46.4	60,286	39.4	1.0	2.1	123.0
2014E	303,322	5,058	3,976	2,531	64.6	62,278	28.5	1.2	3.6	122.1
2015E	322,633	6,579	5,079	3,237	27.9	64,956	22.2	1.1	4.4	120.1



삼성물산(000830) : 삼성의 지배구조를 보라! (2편)



▶ 삼성SDS 상장 시, 삼성물산 보유 삼성SDS 지분가치 약 1.07조원 증가 : 2014년 하반기 상장

- ① 삼성물산이 보유한 삼성SDS 17.08% 장부가 9,159억원→ 삼성SDS 상장시 지분가치 19,824억원으로 변화
- ② 상장의 현실화에 따른 추가가치 약 1조원 증가할 것으로 예상

삼성SDS	
장외주가(원)	201,000
시가총액(억원)	155,529
유통주식수	77,350,189
자기주식수	27,611
발행주식총수	77,377,800
삼성물산 보유 지분	17.08%
장부가치	9,159
현재가치	26,564
차익	17,405
(2013.12.31 기준)	
매출액	70,468
영업이익	5,056
당기순이익	3,260
자본총계	38,834
EPS(원)	4,312
BPS(원)	50,187
PER	46.6
PBR	4.0

메리츠 (단위: 억원)	
주가(임의 산정)	150,000
시가총액(억원)	116,067
장부가치	9,159
임의 산정 가치	19,824
차익	10,665
EPS(원)	4,312
BPS(원)	50,187
PER	34.8
PBR	3.0



삼성물산(000830) : 삼성의 지배구조를 보라! (2편)



▶ 삼성종합화학+삼성석유화학 합병시, 삼성물산 보유 지분가치 약 5,651억원 증가 : 합병일 2014년 6월 1일

- ① 삼성물산이 보유한 삼성종합+삼성석유화학 장부가 4,185억원 → 합병으로 지분가치 9,835억원으로 변화
- ② 합병의 현실화에 따른 추가가치 약 5,651억원 증가 할 것으로 예상

삼성종합화학		삼성석유화학	
발행주식총수	48,998,305	발행주식총수	3,965,981
삼성물산 보유 지분	38.68%	삼성물산 보유 지분	27.27%
삼성물산 보유 주식수	18,953,592	삼성물산 보유 주식수	1,081,600
장부가치	3,649	장부가치	536
주식매수청구 행사가(원)	46,234	주식매수청구 행사가(원)	99,132
행사가 기준 가치	8,763	행사가 기준 가치	1,072
차익	5,114	차익	536
합병 후			
장부가치	4,185		
행사가 기준 가치	9,835		
차익	5,651		
(2013.12.31 기준)	(연결)	(2013.12.31 기준)	(별도)
매출액	78,574	매출액	23,642
영업이익	5,506	영업이익	578
당기순이익	4,152	당기순이익	422
자본총계	24,611	자본총계	3,902
EPS(원)	8,473	EPS(원)	10,635
BPS(원)	50,228	BPS(원)	98,392
PER	5.5	PER	9.3
PBR	0.9	PBR	1.0



삼성물산(000830) : 삼성의 지배구조를 보라! (2편)



▶ 삼성전자의 자사주 매입시, 삼성전자의 지분 4.06% 지분가치 약 0.44조원 증가 : 지배구조 가시화

① 삼성물산이 보유한 삼성전자 지분가치 8.6조원 → 장부가 8.2조원으로 매각 시, 4,363억원 증가

삼성전자 지분	
	(단위: 억원, 원)
주가	1,445,000
시가총액(억원)	2,128,475
유통주식수	130,938,776
자기주식수	16,360,561
발행주식총수	147,299,337
삼성물산 보유 지분	4.06%
삼성물산 보유 주식수	5,976,362
최초취득금액	3,951
장부가치	81,996
지분가치	86,358
차익	4,363

▶ 삼성전자+삼성SDS(상장)+삼성종합화학(합병) 지분가치 현실화로 약 2.07조원으로 지분정리에 활용

– 삼성SDI(제일모직 합병) 보유한 삼성물산 지분 7.39%+삼성엔지니어링 지분 13.1%을 삼성물산으로 매각 및 지분스왑

① 삼성SDI(제일모직 합병) 보유한 삼성물산 지분 7.39% → 삼성물산 시가총액 약 11조원 기준시(자사주 매입 비용 약 8,427억원)

② 삼성생명 보유한 삼성물산 지분 4.79% → 삼성물산 시가총액 약 11조원 기준시(자사주 매입 비용 약 5,462억원)



삼성물산(000830) : 삼성의 지배구조를 보라! (2편)



	삼성전자	삼성SDS	삼성종합화학(합병)		합계
			삼성종합화학	삼성석유화학	
주가	1,445,000	150,000			
주식매수청구 행사가			46,234	99,132	
시가총액(억원)	2,128,475	116,067			
유통주식수	130,938,776	77,350,189			
자기주식수	16,360,561	27,611			
발행주식총수	147,299,337	77,377,800	48,998,305	3,965,981	
삼성물산 보유 지분	4.06%	17.08%	38.68%	27.27%	
삼성물산 보유 주식수	5,976,362	13,215,822	18,953,592	1,081,600	

B/S	(단위: 억원)				
장부가치	81,996	9,159	3,649	536	95,340
지분가치 현실화(시가)	86,358	19,824	8,763	1,072	116,017
차익	4,363	10,664	5,114	536	20,678

Cash Flow	(단위: 억원)				
최초 취득금액	3,951	1,804	1,166	372	7,294
지분차익	65,926	14,415	6,078	560	86,979
지분가치 현실화(시가)	86,358	19,824	8,763	1,072	116,017
Cash Out (양도세 20% 부과)	-16,481	-3,604	-1,519	-140	-21,745
Cash Out (삼성SDI+제일모직 보유 삼성물산 지분 7.39% 자사주 취득)					-8,427
Cash Out (삼성생명 보유 삼성물산 지분 4.79% 자사주 취득)					-5,462
					73,089

삼성물산	
주가	73,000
시가총액	114,039
유통주식수	147,210,207
자기주식수	9,007,557
발행주식총수	156,217,764
우선주	4,648,653
발행주식총수(보통주+우선주)	160,866,417

B/S	(단위: 억원, 원)
자본총계	113,271
BPS	70,413
자본총계	113,271
지분가치 증가	20,678
자본총계	133,949
BPS	83,267
자본총계	133,949
양도세 20% 적용	-21,745
자본총계(양도세 차감)	112,204
BPS	69,750





Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2014년 5월 20일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2014년 5월 20일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2014년 5월 20일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 박선호, 김형근, 지목현, 박유악, 황유식, 김성은, 은경완, 김재윤)

투자등급 관련사항

1. 종목추천관련 투자등급(추천기준일 종가대비 4등급)

→아래 종목투자의견은 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Strong Buy : 추천기준일 종가대비 +50%이상.
- Buy : 추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만.
- Hold : 추천기준일 종가대비 +5%이상 ~ +15%미만.
- Reduce : 추천기준일 종가대비 +5%미만.

2. 산업추천관련 투자등급(추천기준일 시장지수대비 3등급)

→아래 산업투자의견은 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천하는 것.

- 비중확대(Overweight).
- 중립(Neutral).
- 비중축소(Underweight)





삼성전자(005930)의 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료의 형식	투자의견	목표주가	담당자	주가 및 목표주가 변동주이
2012.05.21	기업브리프	Buy	2,000,000	이세철	
2012.05.23	산업브리프	Buy	2,000,000	이세철	
2012.05.29	산업분석	Buy	2,000,000	이세철	
2012.05.31	산업브리프	Buy	2,000,000	이세철	
2012.06.04	산업브리프	Buy	2,000,000	이세철	
2012.06.07	산업브리프	Buy	2,000,000	이세철	
2012.06.11	산업브리프	Buy	2,000,000	이세철	
2012.06.13	산업브리프	Buy	2,000,000	이세철	
2012.06.19	산업브리프	Buy	2,000,000	이세철	
2012.06.25	산업브리프	Buy	2,000,000	이세철	
2012.07.09	산업브리프	Buy	2,000,000	이세철	
2012.07.10	기업브리프	Buy	2,000,000	이세철	
2012.07.16	산업브리프	Buy	2,000,000	이세철	
2012.07.30	기업브리프	Buy	1,800,000	이세철	
2012.08.06	기업브리프	Buy	1,800,000	이세철	
2012.08.14	기업브리프	Buy	1,800,000	이세철	
2012.08.21	기업브리프	Buy	1,800,000	이세철	
2012.08.27	기업브리프	Buy	1,800,000	이세철	
2012.09.04	기업브리프	Buy	1,800,000	이세철	
2012.09.11	산업분석	Buy	1,800,000	이세철	
2012.09.18	산업브리프	Buy	1,800,000	이세철	
2012.09.25	산업브리프	Buy	1,800,000	이세철	
2012.09.27	기업브리프	Buy	1,800,000	이세철	
2012.10.02	산업브리프	Buy	1,800,000	이세철	
2012.10.04	산업브리프	Buy	1,800,000	이세철	
2012.10.16	산업브리프	Buy	1,800,000	이세철	
2012.10.17	산업브리프	Buy	1,800,000	이세철	
2012.10.29	산업브리프	Buy	1,800,000	이세철	
2012.10.30	산업브리프	Buy	1,800,000	이세철	
2012.10.31	산업브리프	Buy	1,800,000	이세철	
2012.11.14	산업분석	Buy	1,800,000	이세철	
2012.11.15	산업브리프	Buy	1,800,000	이세철	
2012.11.16	산업브리프	Buy	1,800,000	이세철	
2012.11.20	산업브리프	Buy	1,800,000	이세철	
2012.11.21	산업브리프	Buy	1,800,000	이세철	
2012.11.26	산업브리프	Buy	1,800,000	이세철	
2012.11.29	산업브리프	Buy	1,800,000	이세철	
2012.12.03	산업브리프	Buy	1,800,000	이세철	
2012.12.04	산업브리프	Buy	1,800,000	이세철	
2012.12.06	산업브리프	Buy	1,800,000	이세철	
2012.12.10	산업브리프	Buy	1,800,000	이세철	
2012.12.17	산업브리프	Buy	1,800,000	이세철	
2013.01.02	산업브리프	Buy	1,800,000	이세철	
2013.01.03	기업브리프	Buy	1,970,000	이세철	
2013.01.08	기업브리프	Buy	1,970,000	이세철	
2013.01.14	산업브리프	Buy	1,970,000	이세철	
2013.01.16	산업브리프	Buy	1,970,000	이세철	
2013.01.28	기업브리프	Buy	1,970,000	이세철	
2013.01.30	산업브리프	Buy	1,970,000	이세철	
2013.02.06	산업브리프	Buy	1,970,000	이세철	
2013.02.12	산업브리프	Buy	1,970,000	이세철	
2013.02.26	산업브리프	Buy	1,970,000	이세철	
2013.02.27	산업브리프	Buy	1,970,000	이세철	
2013.03.04	기업브리프	Buy	1,970,000	이세철	
2013.03.05	산업분석	Buy	1,970,000	이세철	
2013.03.11	기업브리프	Buy	1,970,000	이세철	
2013.03.18	산업브리프	Buy	1,970,000	이세철	
2013.03.25	기업브리프	Buy	1,970,000	이세철	
2013.03.27	기업브리프	Buy	1,970,000	이세철	
2013.04.01	산업브리프	Buy	1,970,000	이세철	
2013.04.08	기업브리프	Buy	1,970,000	이세철	
2013.04.15	산업브리프	Buy	1,970,000	이세철	
2013.04.29	기업브리프	Buy	1,970,000	이세철	
2013.05.14	산업분석	Buy	1,970,000	이세철	
2013.05.20	산업브리프	Buy	1,970,000	이세철	
2013.05.21	산업브리프	Buy	1,970,000	이세철	
2013.05.22	산업브리프	Buy	1,970,000	이세철	
2013.05.27	산업브리프	Buy	1,970,000	이세철	
2013.06.03	산업브리프	Buy	1,970,000	이세철	
2013.06.04	기업브리프	Buy	1,970,000	이세철	
2013.06.07	산업브리프	Buy	1,970,000	이세철	
2013.06.10	기업브리프	Buy	1,970,000	이세철	
2013.06.25	기업브리프	Buy	1,970,000	이세철	
2013.07.08	기업브리프	Buy	1,970,000	이세철	
담당 매널리스트 변경					
2013.12.16	산업분석	Buy	1,900,000	박유악	
2014.01.03	기업브리프	Buy	1,900,000	박유악	
2014.01.06	산업브리프	Buy	1,900,000	박유악	
2014.01.08	기업브리프	Buy	1,800,000	박유악	
2014.01.15	산업브리프	Buy	1,800,000	박유악	
2014.01.27	기업브리프	Buy	1,800,000	박유악	
2014.01.29	산업브리프	Buy	1,800,000	박유악	
2014.02.17	산업브리프	Buy	1,800,000	박유악	
2014.02.25	산업분석	Buy	1,800,000	박유악	
2014.02.26	산업분석	Buy	1,800,000	박유악	
2014.03.21	기업브리프	Buy	1,700,000	박유악	
2014.03.28	산업브리프	Buy	1,700,000	박유악	
2014.04.04	산업브리프	Buy	1,700,000	박유악	
2014.04.09	기업브리프	Buy	1,700,000	박유악	
2014.04.14	산업브리프	Buy	1,700,000	박유악	
2014.04.22	산업브리프	Buy	1,700,000	박유악	
2014.04.30	기업브리프	Buy	1,700,000	박유악	
2014.05.15	산업분석	Buy	1,700,000	박유악	
2014.05.20	산업분석	Buy	1,700,000	박유악	

삼성물산(000830)의 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료의 형식	투자의견	목표주가	담당자	주가 및 목표주가 변동주이
2013.05.21	기업분석	Buy	84,600	김형근	
2013.06.04	기업분석	Buy	84,600	김형근	
2013.06.11	산업분석	Buy	84,600	김형근	
2013.07.16	산업분석	Buy	84,600	김형근	
2013.08.26	산업분석	Buy	84,600	김형근	
2013.08.27	기업브리프	Buy	84,600	김형근	
2013.10.15	산업분석	Buy	84,600	김형근	
2013.11.07	산업분석	Buy	84,600	김형근	
2013.11.26	산업분석	Buy	84,600	김형근	
2013.12.20	산업브리프	Buy	84,600	김형근	
2014.01.06	산업분석	Buy	70,200	김형근	
2014.03.26	산업분석	Buy	70,200	김형근	
2014.04.22	산업브리프	Buy	70,200	김형근	
2014.05.20	산업분석	Buy	70,200	김형근	

