

Overweight  
(Maintain)

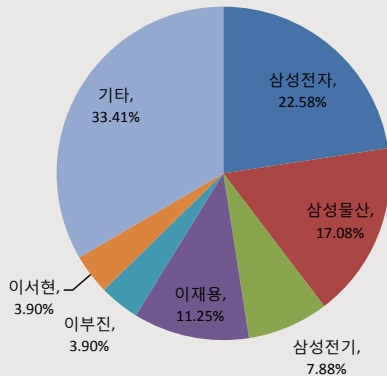
지주/화학

Analyst 박중선

02) 3787-4945

jspark@kiwoom.com

삼성SDS 지분 구성



- 당사는 5월 9일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 지주

## 삼성그룹 지주회사 전환 시나리오



삼성SDS상장을 시작으로 삼성그룹 3세로의 경영권 승계 작업이 본격화 될 것으로 판단됩니다. 이에 현재 삼성그룹의 지배구조를 정리하고, 향후 전개 방향을 예상해 보았습니다.

## &gt;&gt;&gt; 삼성SDS 상장 계획 발표

그룹3세가 지분을 갖고 있는 비상장 기업 중 삼성SDS가 먼저 연내 상장 계획을 발표하였다. 삼성SDS는 이재용이 11.25%, 이부진과 이서현이 각각 3.9%의 지분을 보유하고 있으며, 지난해 매출액 약 7조원의 SI 및 물류업체이다. 현재 장외거래시장에서 주당 약 20만원에 거래되고 있으며, 이를 적용한 장외 시가총액은 약 16조원이다. 만약, 이 가격 수준에서 IPO가 이뤄질 경우 그룹3세의 보유지분가치는 세전 약 3조원이다.

이러한 지분가치는 향후 주식맞교환이나 구주매출, 담보설정 등을 통해 이 건희회장의 지분을 상속받는데 필요한 세금이나 그룹 내 지분확보가 필요한 계열사 주식 매입에 동원될 것으로 판단된다.

## &gt;&gt;&gt; 삼성그룹 지주회사 전환 시나리오

삼성그룹의 지배구조는 삼성에버랜드 → 삼성생명 → 삼성전자 → 삼성SDI → 삼성물산이 큰 축이다. 이미 지배력이 확고한 삼성에버랜드와 삼성생명을 제외하고 삼성전자, 삼성물산, 삼성SDI의 최대주주 관계자 지분율은 20%미만이며, 상속으로 지분율이 일부 상실된다고 가정하면 지배력이 취약한 측면이 있다.

또한 상속이 이뤄질 경우 삼성에버랜드가 삼성생명의 최대주주로 등극하면서 금융지주회사가 되고, 금융지주회사의 비금융계열사 소유를 금지한 현행 법에 따라 그룹구조개편의 필요성이 대두되게 된다.

이를 피하기 위해서는 삼성전자, 삼성물산 등은 보유한 자사주를 바탕으로 인적분할을 한 후 삼성에버랜드와 합병하고 삼성생명은 중간지주회사로 전환하여 지배하는 시나리오가 유력하다고 판단된다.

## >>> 삼성그룹 3세로의 경영권 승계 작업 본격화

### 삼성SDS 상장 계획 발표

삼성SDS는 그룹 지배구조상 하단에 위치한 주요 기업이며, 삼성전자(22.6%), 삼성물산(17.1%), 삼성전기(7.9%)가 충분한 지분을 갖고 있기 때문에, 그룹3세가 그룹의 경영권을 승계받는데 삼성SDS의 지분율을 유지할 필요는 없다고 판단된다.

현재 이견희 회장의 보유지분 중 삼성전자 3.38%(6.7조원), 삼성생명 20.76%(3.9조원), 삼성물산 1.37%(1.4조원)의 가치는 총 약 11.9조원이며, 이를 그룹3세에 상속할 경우 상속세만 약 6조원이 필요하게 된다. 이 중 경영권 방어에 큰 문제가 없는 삼성생명을 제외한다면 4조원의 현금이 필요하다.

현재 장외시장에서 삼성SDS는 시가총액 약 15.9조원(주당 20.5만원)에 거래되고 있으며, 이재용(11.25%), 이부진(3.9%), 이서현(3.9%)의 지분가치는 각각 약 1.8조원, 약 6천억원, 약 6천억원이다.

그룹3세는 삼성SDS의 IPO를 이용해 구주매출, 지분맞교환, 담보설정 등을 통해 삼성전자, 삼성생명 등 이견희 회장의 보유 지분을 상속받는데 필요한 현금(양도세)을 확보하거나 삼성물산, 호텔신라, 제일기획과 같이 지배구조가 취약한 계열사에 대한 지분율을 높이는데 활용될 가능성이 높다고 예상된다.

### 삼성SDS 실적 추이 (단위: 십억원)

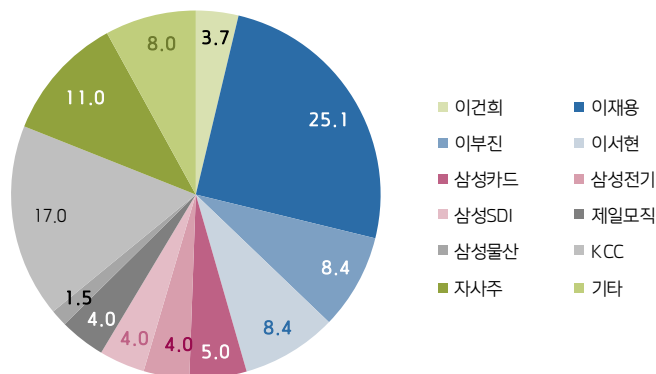
	2010	2011	2012	2013
매출액	4,330	4,765	6,106	7,047
영업이익	392	414	558	505
순이익	331	335	407	326
순자산	2,629	2,935	3,245	3,883

자료: 삼성종합화학 전자공시, 키움증권 정리

### 삼성에버랜드 상장?

삼성에버랜드의 경우 삼성카드, 삼성전기, 삼성SDI, 삼성물산이 총 18.48%의 지분을 갖고 있는데, 모두 순환출자 고리에 속한다. 이를 모두 외부주주에게 매각하더라도 이재용 등 특수관계인이 45.56%의 지분이 있고, 자사주 15.22% 및 KCC가 보유한 17.0%의 우호지분을 포함하면 77.78%의 지분이 있기 때문에 경영권방어에 문제가 없다. 따라서 삼성에버랜드는 상장을 통해 순환출자 계열사들이 삼성에버랜드의 지분을 시장에 매각하고, 이 자금으로 삼성SDI, 삼성물산, 삼성카드 등이 자사주 지분율을 높이는데 활용할 수 있겠다.

### 삼성에버랜드 지분구조



자료: 전자공시, 키움증권 정리

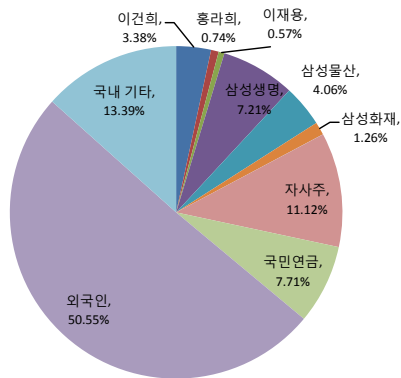
## >>> 삼성그룹 지주회사 전환 시나리오

### 삼성전자, 삼성물산에 대한 지배력 높이는 작업 필요

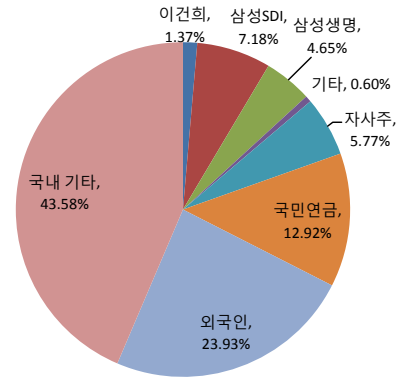
삼성그룹의 지배구조는 삼성에버랜드 → 삼성생명 → 삼성전자 → 삼성SDI → 삼성물산이 큰 축이다.

이미 지배력이 확고한 삼성에버랜드와 삼성생명을 제외하고 삼성전자, 삼성물산, 삼성SDI의 최대주주 관계자 지분율은 20%미만이며, 상속으로 지분율이 일부 상실된다고 가정하면 지배력이 취약한 측면이 있다.

삼성전자 지분구조

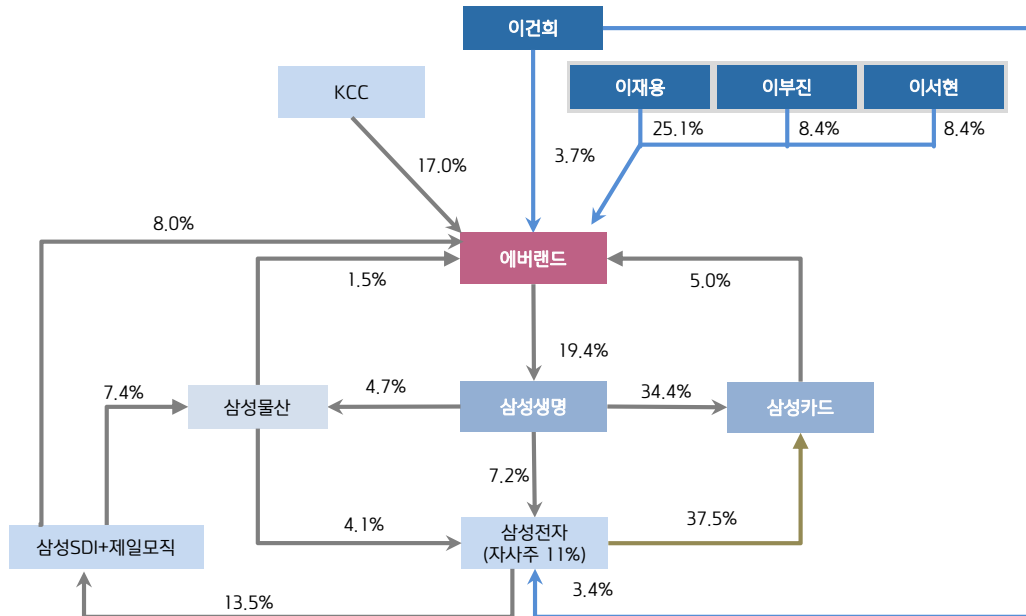


삼성물산 지분구조



자료: 키움증권 정리

삼성그룹 지배구조 (순환출자 구조 일부)

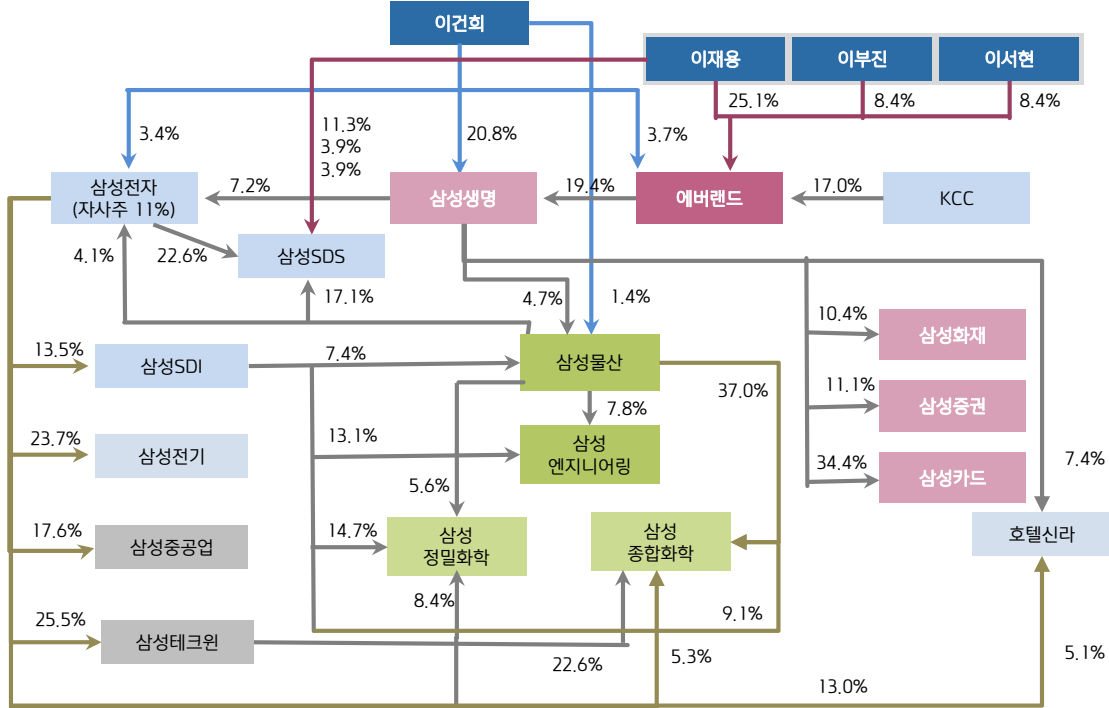


자료: 키움증권 정리

## 삼성전자, 삼성생명, 삼성물산 지주회사 전환을 통한 지배력 높이기 필요

또한 상속이 이뤄질 경우 삼성에버랜드가 삼성생명의 단일 최대주주로 등극하면서 금융지주회사가 되고, 금융지주회사의 비금융계열사 소유를 금지한 현행법에 따라 그룹구조개편의 필요성이 대두되게 된다. 이를 피하기 위해서는 삼성전자, 삼성물산 등은 보유한 자사주를 바탕으로 인적분할을 한 후 삼성에버랜드와 합병하고 삼성생명은 중간지주회사로 전환하여 지배하는 시나리오가 유력하다고 판단된다.

삼성그룹 지배구조 (2014년 상반기말 추정)



자료: 키움증권 정리

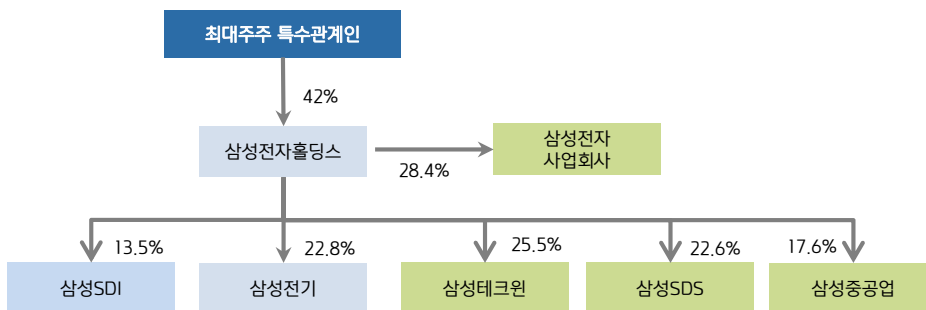
## 삼성전자 인적분할

삼성전자의 경우 자사주 11.1%를 보유하고 있으며, 유가증권은 장부가 기준으로 45.3조원(2013년말)을 보유하고 있다. 이 부분을 바탕으로 인적분할을 하고 시가총액은 분할전후에 변화가 없다고 가정하면, 삼성전자홀딩스(가칭)의 예상 시가총액은 약 60조원(자사주 가치 21.9조원 + 지분법대상 유가증권 38.2조원)이며, 삼성전자사업회사(가칭)의 예상 시가총액은 약 137조원이 된다.

삼성전자의 2013년 연결영업이익은 약 37조원이었으며, 이를 감안하면 삼성전자사업회사의 시가총액은 한국시장평균 대비 상대적으로 저평가되는 측면이 발생한다.

만약 삼성전자 사업회사의 시가총액이 150조원으로 상승한다고 가정하고, 이견희 회장 및 특수관계자가 보유한 삼성전자사업회사의 지분가치 약 26조원을 삼성전자홀딩스로 현물출자할 경우 삼성전자홀딩스에 대한 최대주주 특수관계인의 지분율은 약 42%로 급증하게 되고, 삼성전자홀딩스가 보유한 삼성전자 사업회사의 지분율은 28.4%로 상승하게 된다.

## 삼성전자홀딩스 예상 지분구조



단, 이 경우 삼성전자홀딩스에 대한 삼성생명과 삼성화재의 지분율이 각각 약 17.6%, 3.1%까지 증가하게 되어, 개별 금융회사가 비금융회사에 대한 의결권이 5% 이내로 제한을 받게 된다면 삼성전자 경영권 방어에 약점을 보이게 된다.

이를 해소하기 위해서는 다음과 같은 시나리오를 생각할 수 있겠다.

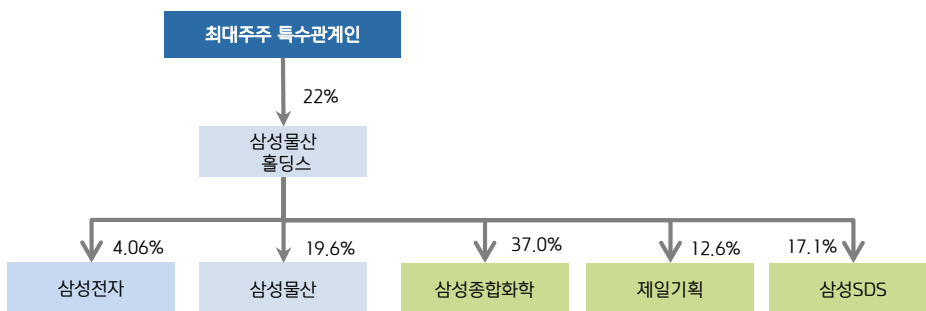
- 1) 삼성전자홀딩스는 삼성카드 지분 37.5%(약 1.6조원)를 삼성생명에 매각하고, 삼성생명이 소유한 삼성전자홀딩스 지분 1.9%를 교환받는다. 이를 통해 삼성생명은 삼성카드에 대한 지분율을 72%로 끌어올리고, 삼성전자홀딩스는 자사주 비율을 13%로 끌어올리게 된다.
- 2) 삼성에버랜드와 이견희씨가 소유한 삼성생명지분 40.1%(약 7.5조원)를 삼성전자홀딩스에 현물출자하고, 삼성전자홀딩스로부터 유상신주 지분율 8.0%를 교환받는다. 이 경우 삼성전자홀딩스의 시가총액은 93.5조원으로 증가하고, 이견희 일가 및 삼성에버랜드의 지분율은 18.5%로 증가하게 된다.
- 3) 이렇게 되면 삼성생명과 삼성전자홀딩스가 서로 지분을 상호출자하는 관계가 된다. 이를 피하기 위해 삼성생명이 삼성전자홀딩스 지분을 외부에 매각을 하고, 이 때 삼성에버랜드가 일부 지분매각에 참여할 경우 삼성전자홀딩스에 대한 이견희 일가 및 삼성에버랜드의 지분율은 20%이상으로 증가하게 된다.
- 4) 마지막으로 삼성에버랜드(이견희 일가 지분율 45.6%, 자사주 )와 삼성전자홀딩스(이견희 일가 지분율 20%이상)가 합병을 하게 되면, 삼성에버랜드+삼성전자홀딩스 → 삼성생명(금융중간지주회사) + 삼성전자사업회사 등 기타 자회사의 지배구조가 수립되게 된다.

## 삼성물산 인적분할

삼성물산의 경우 자사주 5.8%를 보유하고 있으며, 유가증권은 장부가 기준으로 12.5조원(2013년말)을 보유하고 있다. 이 부분을 바탕으로 인적분할을 하고 시가총액은 분할전후에 변화가 없다고 가정하면, 삼성물산 사업회사(순차입금 약 3조원)의 시가총액은 적어도 대우건설이 부여받고 있는 3.6조원을 상회할 것으로 판단되며, 이를 감안하면 삼성물산홀딩스의 시가총액은 약 7조원으로 추정된다. (참가로 삼성물산 자사주 가치 0.6조원 + 지분법대상 유가증권 10.8조원)

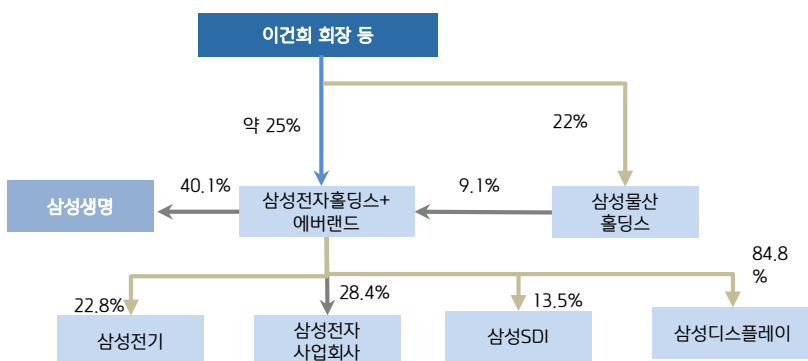
만약 삼성전자 사업회사의 시가총액이 5조원으로 상승한다고 가정하고, 삼성SDI 등이 보유한 삼성물산사업회사의 지분가치 약 7천억원을 삼성물산홀딩스로 현물출자할 경우 삼성물산홀딩스에 대한 최대주주 특수관계인의 지분율은 약 22%로 상승하게 되고, 삼성물산홀딩스가 보유한 삼성물산사업회사의 지분율은 19.57%로 상승하게 된다.

## 삼성물산홀딩스 예상 지분구조



단, 이때 삼성물산의 현재 주주구성을 보았을 때 삼성SDI는 삼성전자→삼성SDI→삼성물산→삼성의 순환출자 고리에 속하는 주주이고, 삼성생명도 금산분리에 위배되는 측면이 있기 때문에, 이러한 지주회사 전환 작업을 하기 전에 타 계열사와의 지분맞교환 또는 그룹3세의 지분매입 등의 작업이 필요하다고 판단된다.

## 삼성그룹 지주회사 체제전환 시나리오상 예상 지분구조



## 투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상