

# The Collaboration

## 삼성그룹 지배구조 개선 스토리 - 상속이 배당에 미칠 영향을 보라



2014. 6. 2

Analyst 김지웅

02.3779-8808

[jwkim@etrade.co.kr](mailto:jwkim@etrade.co.kr)

Analyst 김준섭

02.3779-8919

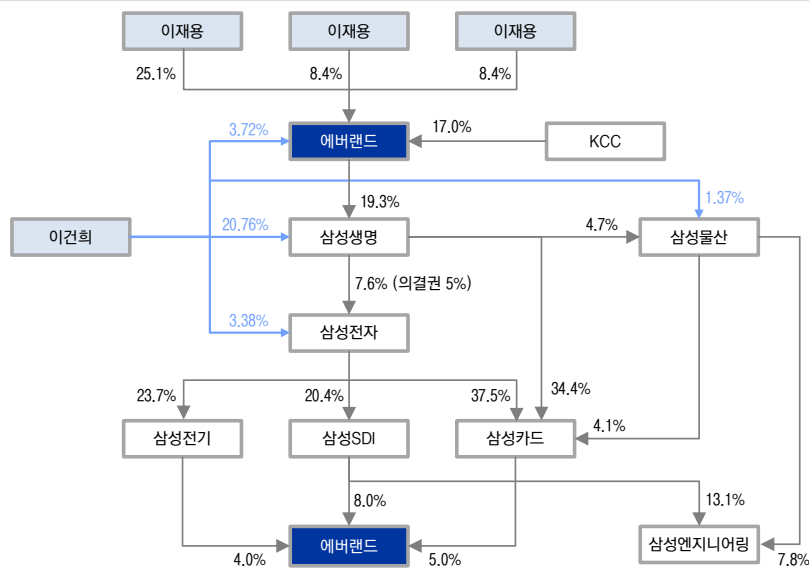
[jskim@etrade.co.kr](mailto:jskim@etrade.co.kr)

금번 리포트에서 전달하고자 하는 메시지는 삼성家に 속해 있는 그들 역시 상속으로 동네 세무사를 찾는 우리 지역 유지들과 크게 다르지 않다는 것이다. 다른 것이 있다면 삼성이라는 기업집단에 속해 있는 수많은 법인을 움직일 수 있는 지배력이 있다는 점이 다를까?

그들이 지배하고 있는 수많은 법인 중 삼성전자라는 회사. 쌓여있는 순현금만 50조다. 우리는 상속이 이루어지면 발생할 막대한 상속세에 주목하였으며, 천문학적 액수의 상속세를 삼성전자에 보유하고 있는 거대한 이익잉여금을 활용할 수 있는 방법으로 지배구조가 바뀌리라 전망한다. 이익잉여금을 활용하기 전에 최대주주 편에 서자.

세상 일과 마찬가지로 금번 리포트에서 제시하는 삼성전자 지배구조 관련 스토리는 스토리일 뿐이다. 또, 결론 역시도 삼성주요 계열사의 배당이 크게 증가할 것이며, 이에 따라 주가가 재평가될 것이라는 결론이다. 하지만, 상속세라는 항목을 삼성그룹 지배구조 개선 퍼즐에 끼워 넣으면서, 그 당위성과 필연성에 힘이 실릴 것이라고 생각한다. 다시 한번 강조해도 좋다. 지배력 있는 최대주주 편에 서자.

단순화한 삼성그룹의 지배구조



자료: 이트레이드증권 리서치본부

## Contents

<b>I. 삼성전자 12개월 투자의견 상황 - 'Strong Buy'</b>	<b>3</b>
<b>II. 삼성그룹 지배구조 개선 스토리</b>	<b>4</b>
1. 소유와 지배의 선택	4
2. 경영과 상속을 위한 소유 - 직접 보유 지분	6
3. 이견희 회장 지분 승계 시나리오	8
<b>III. 상속대상 12조, 상속세액 6조원을 어떻게 마련할까</b>	<b>16</b>
1. 삼성家の 상속세액은 얼마일까	16
2. 상속받기 위해서는, 상속인들의 보유한 투자지분매각으로 현금을 마련해야 한다	18
<b>IV. Mission, 상속으로 흔들릴 수 있는 경영권을 잡아라</b>	<b>21</b>
1. 삼성전자는 이견희 회장이 지배할까, 국민연금에 지배할까	21
2. 상속인(이재용 부회장 등)은 어떤 방안을 취하는게 최선일까	23
3. 삼성전자 지분: 누구를 위하여 공간은 열리나	24
4. 삼성생명 지분: 삼성그룹 지배력의 근간, 주의가 필요하다	28
<b>V. 저평가되고 있는 삼성생명의 본질가치에서 상속세의 재원 마련</b>	<b>29</b>
1. 저평가되고 있는 삼성생명의 본질가치가 삼성지배구조조정 의 실마리	30
<b>VI. 삼성전자 배당여력과 배당성향 점검</b>	<b>35</b>
1. 삼성전자 배당여력은 급격히 개선되었으나, 실제 배당은...	35
2. 삼성전자의 배당증가 시점과 규모가 문제	36
<b>기업분석) 삼성전자(005930): 주주환원정책이 기대된다. 주주가 되자</b>	<b>38</b>

## I. 삼성전자 12개월 투자의견 상향 - 'Strong Buy'

### 1. 2012년말 SK하이닉스 투자의견에 이은 두 번째 'Strong Buy'

#### 오랜 만의 삼성전자 In-depth Report

올해 1월 말 삼성전자 투자의견 'Buy' 상향 리포트 'Buy Low And Sell High' 이후 4개월 만이다. 당시 삼성전자 주가 1,292,000원이었으니 현재 11% 가량의 수익률이다. 다행히 성과는 만족스럽다.

다만 그 동안 삼성전자 Long / SK하이닉스 Short 전략을 제시하였는데 막상 SK하이닉스의 가파른 주가 상승으로 투자자 여러분들에게 송구스러울 따름이다. 의견 제시 시점이 너무 일렀다. 아직 SK하이닉스에 대한 투자의견 변화는 없다. 관련된 내용은 지난 5월 7일자 SK하이닉스 리포트에 자세히 담겨있으니 참조하시길 권해드린다.

금번 리포트는 삼성전자의 투자의견 업그레이드 리포트다. 글쓴이의 보수적인 성향을 감안해도 삼성전자에 대한 시각은 매우 긍정적이다. 2012년 11월 SK하이닉스 투자의견 이후 두 번째 'Strong Buy' 의견이다.

#### 첫 콜라보레이션 자료 - 삼성전자 담당 애널리스트는 손가락만 있었을 뿐

먼저 현재 이트레이드 리서치에서 지주회사 / 통신 / 미디어라는 방대한 섹터를 커버하는 김준섭 애널리스트에 대해 소개할 필요가 있다.

김준섭 애널리스트는 서울대학교에서 재료공학과 경영학을 전공하던 중 2007년 검색엔진업체 Rebase를 창업하였다. 2009년 졸업 이후 Nomura Research Institute Analyst, EON Group Consultant라는 좀처럼 보기 힘든 다양하고 화려한 경력을 쌓았다. 특히 그간 컨설턴트와 애널리스트로서 그룹 지배구조 개선 관련 실무에 수 차례 직접적으로 참여 또는 자문 역할을 수행했던 사실을 강조하고 싶다.

어쩌다 삼성전자 담당자와 엮이게 되었는지 모르겠지만 김준섭 애널리스트는 본인의 다양한 실무 경험과 객관적인 자료 그리고 날카로운 통찰력으로 금번 리포트 대부분의 작업을 (수많은 밤을 지새우며) 홀로 처리하였다. 그는 아마도 앞으로 다시는 선배 애널리스트와 이러한 공동 작업을 하지 않으려 하겠지만 세상 일은 늘 생각처럼 되지 않는 법이다.

#### 스토리는 스토리일 뿐

세상 일과 마찬가지로 금번 리포트에서 제시하는 삼성전자 지배구조 관련 스토리는 스토리일 뿐이다.

우리가 제시한 시나리오대로 삼성 그룹이 지배구조를 변화시킬 수도 있지만 한편으로는 이러한 시나리오가 제시됨에 따라 그에 따른 반사작용(reflex)으로 비슷한 시나리오를 사전에 폐기할 수도 있다. 아니면 우리가 전제한 제반 제도와 법규의 틀 자체가 변화될 수도 있다.

확신할 수 있는 것은 아무 것도 없다.

### 뻘한 결론에 도달하는 분석의 의미

그렇다면 이러한 분석은 무슨 의미가 있을까? 아마도 그것은 적법한 논리와 타당성 검증에 있을 것이다. 그리고 기업을 분석하고 투자 의견을 제시함에 있어 공허한 전달과 나열 또는 상상이 아닌 당위성과 필연성을 도출하고자 하는 노력이다. 이러한 노력이 합리성으로 보상된다면 우리의 분석은 의미를 가진다.

결론은 뻘하고 시시하다.

- 1) 상속세 재원을 위해 삼성 주요 계열사 배당이 크게 증가할 것이며
- 2) 이에 따른 배당성향 상향이 주가를 재평가(re-rating)할 것이다.

막상 보면 그 과정은 더욱 심플할 수 있다. 그러나 이 단순함 속에 담긴 수 많은 고민과 팔이 아플 정도로 칠판에 그리고 지웠던 다양한 가능성들은 결코 단순하지 않았다.

본격적인 분석에 앞서 김준섭 애널리스트의 해박한 식견에 깊은 존경을 표하며 그 간의 엄청난 노고에 진심으로 감사 드린다.

## II. 삼성그룹 지배구조 개선 스토리

### 1. 소유와 지배의 선택

#### 왜? 상속과 지배구조

삼성 그룹은 왜 지배구조를 개선해야 하는가?

답은 상속 이슈 때문이다. 그렇다면 왜 상속이 중요한 이슈가 되는가? 이는 본질적으로 부의 세습에 대한 질문과 연관된다.

지배구조는 소유와 지배(경영)로 구분된다. 소유하며 지배할 수 있고 소유하되 지배하지 않을 수도 있으며 지배하되 소유하지 않을 수도 있다.

삼성 그룹은 고 이병철 선대 회장부터 소유과 지배하는 지배구조를 유지했다. 이는 이건희 회장에게 세습되었고 현재 이재용 부회장 또한 소유하며 경영하는 지배구조 체제를 유지하고 있다.

다음의 발췌한 기사를 읽어보자.

#### 재계 상속 패러다임 변화 - 뉴스핌 기획 기사 발췌

“고(故) 이병철 삼성그룹 창업주는 공익법인을 적절히 활용한 케이스로 손꼽힌다. 주로 삼성문화재단에 주요 계열사의 지분을 이전하고 이건희 삼성전자 회장이 이를 사들이는 방법을 취했다. 당시 공익사업 기부 재산은 상속세 및 증여세가 부과되지 않았기 때문에 큰 세금부담 없이도 가업승계가 가능했다. 이병철 창업주는 1965년 삼성문화재단을 설립하고 1977년 이후부터 지분 승계를 진행했다. 당시 이건희 회장이 납부한 증여세와 상속세는 약 181억원에 불과했다.

(중략) 하지만 요즘 이 방법은 사용이 불가능하거나 효율성이 상당 부분 떨어지게 됐다. 1990년대 법률개정으로 인해 공익법인에 출연하더라도 발행주식의 20%를 초과하는 출연분에 대해서는 상속 및 증여세를 과세하도록 변경됐고, 현재는 5%를 초과하는 부분에 대해 과세하고 있다.

(중략) 삼성그룹은 이재용 삼성전자 부회장에게 가업승계를 위한 방법으로 당시만 해도 낮은 기법인 신주인수권부사채(BW)와 전환사채(CB)를 꺼냈다. 삼성그룹 지주회사인 삼성에버랜드의 CB를 저가로 발행해 이를 이재용 부회장이 취득할 수 있도록 한 것이다. 아울러 삼성SDS의 BW워런트를 싸게 인수하면서 적잖은 편법 승계 논란이 일기도 했었다.

결과적으로 이 같은 승계 방법은 최근 들어서 사실상 막힌 상태다. BW에서 워런트 분할을 금지하는 방안이 논의 중이고, CB 저가 발행은 회사 관계자의 배임죄라는 판시를 남기기도 했기 때문이다.<sup>1</sup>

“독일의 글로벌 제약·석유화학기업 머크그룹은 올해(2013년 기준) 창업 344주년을 맞는다. 머크그룹이 이처럼 장수할 수 있었던 것 중 하나는 바로 소유와 경영의 분리 때문이다.

경영을 전문경영인에게 맡기고, 오너일가는 ‘파트너위원회’를 통해 그룹을 소유하는 한편 경영을 관리, 감독한다. 오너일가가 세대교체를 통해 약 130명에 달한다는 점도 이 같은 체제구축의 이유가 됐다.

이들은 모회사 이머크를 통해 그룹을 지배하고 있지만 파트너위원회에 참여하는 것은 오너가 5명 외부인사 4명에 불과하다. 오너일가가 머크에서 근무하기 위해서는 남들과 마찬가지로 능력을 검증받고 경쟁에서 살아남아야만 한다.

스웨덴 경제의 한 축을 맡고 있는 발렌베리그룹도 소유와 경영이 분리된 사례에서 단골로 꼽히는 기업이다.

발렌베리그룹의 지배구조는 발렌베리의 후계자들이 기업의 주식을 직접 소유하지 않는 것이 특징이다. 주식은 투자 및 지주회사인 인베스터가 갖고 있으며 이 회사의 주식들을 다시 발렌베리가 4개의 공익재단들이 소유하고 있다. 이들 재단이 지배구조의 핵심인 것. 모든 기업의 이익은 배당 형태로 투자 지주회사인 인베스트를 통해 4개의 공익재단으로 들어간다.

때문에 발렌베리 가문 사람들은 이 돈을 개인적 용도로는 사용할 수 없다. 오로지 재단이나 기업에 재직하며 급여를 받을 수 있을 뿐이다. 발렌베리그룹은 이 이익금 중 80% 이상을 법인세 및 공익사업 기부에 쓰고 있다. 경영권을 갖되 소유권은 사회에 돌려준 경우다.

미국에는 한 걸음 더 나아가 소유에 대한 인식도 희박하다. 미국 근대화 과정에 대부호였던 카네기와 록펠러는 아예 대부분의 자산을 사회에 환원해 공익 재단을 설립했다. 이는 지배보다는 공익 목적이 대부분이었다. 현재 카네기와 록펠러 가문은 지배주주가 아닌 개인 주주 정도의 역할만 맡고 있다.

실제 미국 사회는 이미 법원에서 독점에 대한 강력한 제재를 해왔고 이사회 독립성 및 주주의 권한이 강화되면서 오너의 권한에 한계가 생겼다.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> 뉴스핌 / 2013-07-12 / [재계, 상속 패러다임 변화②] 불법과 편법 사이..오너 상속史 / 발췌

<sup>2</sup> 뉴스핌 / 2013-07-24 / [재계, 상속 패러다임 변화⑥] 경영-소유 분리 "로열 패밀리로 남는다" / 발췌

### 한국의 경제 민주화 흐름

다시 말해서 삼성그룹의 지배구조는 전형적인 한국 기업들에게서 보여지는 소유하며 경영하는 체제이며 이를 유지하기 위해 갖은 수단을 동원해 왔다.

그러나 미국과 유럽의 지배구조는 이와 다른 경우가 많다. 소유와 지배, 소유와 경영이 분리되는 경우가 많고 세속에 대한 인식도 한국의 재벌 기업과 다르다.

최근 우리나라의 경제 민주화 흐름은 이러한 인식의 변화를 유도하고 있다. 앞서 논의한 여러 상속 증여세법의 변화, 일감 몰아주기 규제는 경제 민주화를 실현시키는 중요한 제도적 변화다.

### 삼성그룹의 지배구조 - 소유&지배 체제

만약 소유와 지배를 분리하는 형태의 지배구조라면 삼성그룹의 상속 이슈는 우리의 분석과 다른 방향으로 전개될 가능성이 높다.

그러나 지금까지 상속에 동원된 다양한 사례와 현재의 복잡한 순환출자 구조를 볼 때 삼성그룹의 지배구조가 소유와 지배가 분리되는 형태로 진행될 가능성은 낮다. 적어도 이재용 부회장 체제까지는 그렇다. 삼성그룹의 지배구조는 소유와 지배를 병행하는 구조다.

### 현재보다 개선될 가능성이 높은 주주 환원 정책 - 주주에게 긍정적인 변화

향후 현재와 같이 소유하고 지배하고자 한다면 그에 따른 규제 요건을 충족시켜야 한다. 그 중 가장 중요한 이슈는 납세다.

이를 위해서 향후 삼성 그룹은 선택의 기로에 놓인다. 이러한 선택의 결과는 지배구조의 변화를 초래하고 현재보다 주주 환원 정책이 강화될 가능성이 높다.

삼성전자의 주주에게 매우 긍정적인 변화다.

## 2. 경영과 상속을 위한 소유 - 직접 보유 지분

### 직접적 소유 측면에서 상대적으로 기부 또는 법인 증여 가능성은 낮다

소유하고 지배하기 위해서는 개인의 지분 확보가 필요하다.

결론을 서둘러 말하자면 이건희 회장 보유 지분이 공익재단에 기부 또는 에버랜드에 증여될 가능성은 낮다.

### 의결권을 유지한 기부와 증여의 목적 - 절세

이건희 회장의 지분을 삼성 계열 공익재단 또는 계열사에 기부, 증여하는 것은 상속세 또는 증여세를 줄일 수 있는 방법이다. 이는 의결권을 보존하는 방법이기도 하다.

다만 삼성생명 지분의 경우 5%를 초과하는 부분에 대해서는 재단에 기부하여도 증여세가 과세되며 그 외 지분의 경우 오너 일가가 주주로 참여하지 않은 영리 법인에 증여할 때에는 22%의 법인세가 과세된다.

참고로 정부는 작년 개정 세법을 통해 변칙 상속에 대한 과세를 강화하였는데 영리법인의 주주 또는 출자자 중 상속인과 그 상속인의 직계비속이 있는 경우 법인이 납부할 상속세는 종전과 동일하게 면제하되, 당사자가 그 상속세를 납부하도록 했다.

상속자가 부담해야 할 상속세는 (영리법인이 면제받은 상속세 - 영리법인이 유증·사인증여받은 상속재산가액의 10%) × 상속인 및 직계비속의 영리법인 주식 지분율로 계산된다.

예컨대 만약 이진희 회장의 삼성전자 지분 3.38%의 가치를 7조원 가량으로 가정할 때 이를 옌 일가가 주주로 참여하는 삼성 계열사, 이를 테면 에버랜드에 증여할 경우 이재용 부회장 등 옌 일가는 상속세 3.5조원에서 상속재산의 10%인 0.7조원을 뺀 2.8조에 에버랜드의 이재용 부회장 등 상속자 지분율 41.9%를 곱한 1.17조 가량의 상속세를 납부하게 된다.

이는 직접 상속에 비해 상속자의 부담을 크게 감소시킬 수 있다.

한편으로 이진희 회장의 주요 지분이 공익재단에 기부될 경우 그 중 삼성생명 보유 지분 20.76%는 5% 초과지분에 대해 증여세 과세대상이 되어 어차피 재단의 막대한 과세부담을 피할 수 없다.

따라서 보유 지분 가운데 삼성생명 지분 5% 이상이 삼성 계열 재단에 기부될 가능성은 낮다. 따라서 관련 재단에 기부할 수 있는 지분은 삼성전자와 삼성물산 지분이 될 수 있다.

이와 같은 방법은 상속자의 세금 부담을 완화시킬 수 있다는 점에서 가능성이 있는 시나리오다.

#### 지금까지 사례로 볼 때 현재 필요한 것은 직접적 지분 소유 - 세금이 문제일 뿐

그러나 궁극적으로 재단 또는 계열사로의 지분 기부, 증여는 소유와 경영의 분리를 의미한다. 공익 재단이 의결권을 가져갈 경우 지배에 대한 권한, 경영권 방어에는 기여할 수 있으나 소유할 수는 없는 지배구조가 형성된다.

더구나 이는 이진희 회장의 의지에 달린 것인데 지금까지 이재용 부회장의 에버랜드 CB, 삼성 SDS BW 사례는 지분 상속 의지를 뒷받침한다. 뿐만 아니라 이진희 회장 보유지분이 삼성 계열 재단 또는 법인으로 증여될 경우 상속세 회피를 위한 편법이라는 부정적 인상과 논란을 초래할 부담이 존재한다.

물론 이미 에버랜드 최대주주 지분을 확보한 이재용 부회장 등에게 이진희 회장 보유지분 상속이 경영권 유지에 절대적으로 필요한 것은 아니다.

하지만 이진희 회장 보유지분을 재단에 기부 또는 계열사에 증여할 경우 이재용 부회장 등의 전체적인 그룹 지분은 이진희 회장에 비해 크게 감소하며 상대적으로 이진희 회장 경영 체제보다 소유하지 않는 경영 참여 지배구조가 되는데 이는 기존 이진희 회장의 소유를 통한 제왕적 지배 체제에 비해 그 권한이 약화될 수 밖에 없다.

이는 경영 승계 초기 이진희 회장의 과거 명성을 부담으로 안고 새롭게 경영 실무 능력을 입증해야 하는 이재용 부회장 등 후계입장에서는 달갑지 않은 상황이다.

적어도 후계 경영 체제가 안정적으로 자리를 잡을 때까지는 오히려 더욱 강화된 경영권한이 필요할 것으로 예상됨에 따라 지분 상속 필요성이 부각된다.

마지막으로 가장 중요한 사실은 지분 상속이 없을 경우 3세에게 상속할 수 있는 가능성이 현격히 떨어진다는 점이다. 50%에 이르는 상속세 때문이다.

이재용 부회장 등이 자손에게 충분한 현금과 지분을 넘겨주지 못한다면 향후 삼성그룹 오너 일가의 지배력은 급격히 감소하게 된다.

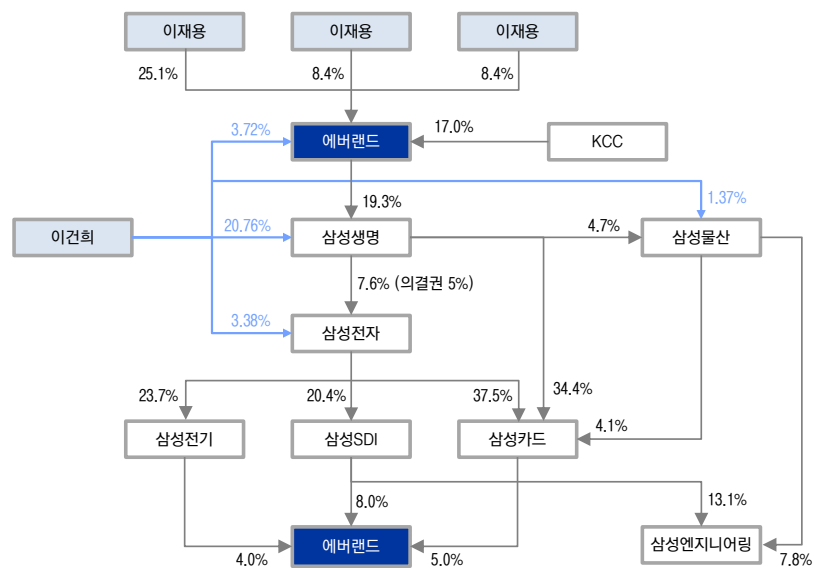
다시 말해서 이재용 부회장 등이 상속지분을 직접 상속받지 않고서는 보유한 에버랜드 지분만으로 그 후손에게 물려줄 충분한 계열사 지분과 현금을 확보할 방안이 마땅치 않다는 점이다.

따라서 이진희 회장 보유 지분을 상속받지 않는다면 한 세대를 거쳐 다음 세대에서 삼성그룹은 소유와 지배가 분리될 수 밖에 없다. 그리고 지금까지의 그룹 지분 변동 사례로 보아 그러한 지배구조의 변화를 기대할 만한 근거 역시 찾을 수 없다.

따라서 현재로서 삼성 그룹의 직접적 지분 상속에 대한 필요성이 제기된다. 문제는 세금이다. 세상 일이 다 내 뜻대로 되지는 않는 법이다.

### 3. 이진희 회장 지분 승계 시나리오

[그림1] 단순화한 삼성그룹의 지배구조



자료: 이트레이드증권 리서치본부



### 삼성전자와 삼성생명 그리고 상속, 증여, 기부의 함수

수 많은 고민과 토론이 있었지만 최대한 간단히 하자. 사실 간단히 말해도 너무 복잡하다.

이건희 회장의 보유 지분에 있어서 핵심인 삼성전자 3.72%(보통주 3.38%), 가치 7조원 가량  
와 삼성생명 20.76%, 가치 4조원 가량 승계 시나리오를 살펴보자.

승계 방안은 세 가지로 상속여부와 상속받지 않을 경우 증여, 기부로 나뉘어 진다.

여기서 증여는 의결권을 유지하는 계열 영리법인으로의 '증여'와 계열 비영리 재단으로의 증여  
(기부)로 다시 나눌 수 있다. 편의상 계열 재단으로의 증여는 '기부' 그리고 순수하게 소유를 포  
기하는 즉, 의결권마저 포기하는 기부를 '사회환원'으로 구분하였다.

앞서 말한 바와 같이 글쓴이는 이 가운데 상속의 가능성이 가장 높다고 판단한다. 그 당위성과  
필연성을 증여와 기부의 시나리오를 통해 비교해보겠다.

결론적으로 소유와 지배를 분리하지 않는다면 삼성전자의 배당이 증대될 수 밖에 없기에 삼성  
전자에 긍정적이다.

### 3-1. 삼성전자 지분을 상속받지 않는 경우

[표1] 삼성전자 최대주주 및 특수관계인 / 5% 이상 주식 소유 현황

성명	관계	종류	주식수(주)	지분율(%)
이건희	본인	보통주	4,985,464	3.38
이건희	본인	우선주	12,398	0.05
삼성물산	특수관계인	보통주	5,976,362	4.06
삼성복지재단	특수관계인	보통주	89,683	0.06
삼성문화재단	특수관계인	보통주	37,615	0.03
홍라희	특수관계인	보통주	1,083,072	0.74
이재용	특수관계인	보통주	840,403	0.57
삼성생명	특수관계인	보통주	10,622,814	7.21
삼성생명	특수관계인	우선주	879	0
삼성생명 (특별계정)	특수관계인	보통주	501,062	0.34
삼성생명 (특별계정)	특수관계인	우선주	24,222	0.11
삼성화재	특수관계인	보통주	1,856,370	1.26
삼성화재	특수관계인	보통주	143	0
삼성화재 (특별계정)	특수관계인	우선주	53	0
제일모직	특수관계인	보통주	9,679	0.01
권오현	특수관계인	보통주	3,000	0
이상훈	특수관계인	보통주	1,473	0
계		보통주	26,007,140	17.66
		우선주	37,552	0.16
국민연금	5% 이상 주주		11,359,651	7.71

주: 최대주주 및 특수관계인 2014년 3월 31일 기준 / 5% 이상 주주 2013년 12월 31일 기준

자료: 전자공시, 이트레이드증권 리서치본부

## 삼성전자 지분을 상속받지 않는 경우 1. 증여

### 가) 증여 대상 법인

삼성물산, 삼성생명, 에버랜드 가운데 에버랜드가 될 가능성이 높다. 오너 일가의 소유권에 가장 근접하기 때문이다.

### 나) 증여세

에버랜드에 증여할 경우 이재용 부회장 등 오너 일가는 상속세 3.5조원에서 상속재산의 10%인 0.7조원을 뺀 2.8조에 에버랜드의 이재용 부회장 등 상속자 지분을 41.9%를 곱한 1.17조 가량의 상속세를 납부하게 된다. 에버랜드는 법인세를 면제받는다.

### 다) 의미

직접 상속에 비해 세금 부담을 크게 줄일 수 있다. 그러나 향후 삼성전자의 배당 증가 소득에 대한 수혜는 오너 일가에게 크게 감소된다. 이재용 부회장의 경우 에버랜드 지분 25.1%이므로 삼성전자 배당권한 비중은 1% 이하로 감소된다. 이렇게만 보면 삼성전자의 배당 수혜를 기대하기 어렵게 된다.

그러나 문제는 2014년 3월말 기준 에버랜드의 자산총계는 8조원 가량으로 삼성전자 지분 7조원 가량이 증여될 경우 총 자산 50% 이상을 넘는 자회사 가치로 인해 산업 지주회사 지정 요건에 해당된다는 점이다.

에버랜드가 산업 지주회사로 지정될 경우 금산 분리 원칙에 따라 삼성생명 보유 지분을 매각 또는 분할해야 하는 필요성이 제기된다. 현재 지배구조에서 상호출자를 피해 삼성생명을 매각할 다른 법인을 찾기 힘들 것으로 전망되어 분할의 가능성이 높다. 또한 에버랜드의 순환출자 고리를 끊어야 하는 숙제가 발생한다.

이 경우 이진희 회장의 삼성생명 최대주주 지분이 유지되어야 에버랜드에서 분할된 삼성생명 지배회사(holding company)의 금융지주회사(보험지주회사) 지정을 피할 수 있다. 금융지주회사 요건을 피하기 위해서는 이진희 회장의 삼성생명 지분이 1인(아마도 이재용 부회장)에게 상속되어야 하는 조건이 수반된다. 물론 삼성생명 지분 상속세 부담도 같이 물려받게 된다. 이는 잠시 후 삼성생명 관련 시나리오에서 자세히 논의하도록 하겠다.

만약 삼성생명 지배회사에 금융지주회사 요건이 형성된다면 삼성생명은 보유하고 있는 삼성전자 최대주주 지분 7.6%가량을 매각해야 하기 때문이다. 이 막대한 14조 가량의 지분을 금융지주회사를 제외한 에버랜드 또는 오너 일가가 매입해야 하는데 실행할 방도는 매입할 삼성전자 지분을 담보로 차입을 일으키는 LBO(Leveraged Buy Out)가 유력하다. 그러나 이는 막대한 오너일가와 에버랜드에 막대한 이자부담을 초래하게 된다. 결국 삼성전자의 차입금에 대한 이자를 상회하는 대규모 배당 지급이 필요하다.

결론적으로 삼성전자의 지분을 에버랜드에 증여할 경우 관련 세금 부담은 완화시킬 수 있으나 이재용 부회장의 삼성생명 지분 상속과 그에 따른 세금 부담이 불가피하게 수반된다. 만약 삼성생명 지분을 상속받지 않을 경우 삼성생명의 삼성전자 지분 매각 필요성이 제기되어 결과적으로 에버랜드 또는 오너일가가 삼성전자 지분을 추가로 확보해야 하는 부담이 맞물리게 된다.

다시 말해서 삼성생명과 삼성전자가 지주회사 지정 요건과 금산 분리 원칙에 의해 맞물려 있다. 결국 소유와 지배를 함께하는 하는 지배구조를 유지할 것인가의 선택인 것이다.

## 삼성전자 지분을 상속받지 않는 경우 2. 기부

### 가) 기부 대상 재단

기부가 완전한 사회 환원이 아니라면 삼성 관련 재단인 삼성 복지 재단 또는 삼성 문화 재단이 대상이 될 수 있다. 5% 미만 지분의 기부에 대해서는 증여세가 면제되므로 세금 부담이 없다.

### 나) 경영권한

의결권은 여전히 유지된다. 지배의 측면에서 변화는 없다.

### 다) 의미

해당 지분의 현실적인 소유를 포기하게 된다. 재단으로부터 해당 지분을 되찾아 오기 위해서는 7조원의 자금이 필요하다. 현실적으로 불가능하기에 이렇게 될 경우 소유와 지배가 분리되는 지배구조가 형성된다.

더구나 이재용 부회장 등의 다음 세대로 갈 경우 삼성전자의 배당을 통한 상속세 자금 확보 방법이 차단되므로 에버랜드 등 지분 승계 방법이 쉽지 않게 된다. 즉, 차세대 상속에 있어서 배당 확보 수단이 없을 경우 승계 지분이 대폭 축소됨에 따라 오너 일가 삼성 그룹 소유 지분은 더욱 약화된다.

삼성전자 지분을 기부할 경우 삼성전자의 배당 증가 가능성은 매우 희박해진다. 그렇지만 이러한 삼성 그룹의 소유와 지배의 분리 결정 역시 그리 실현 가능성이 높지는 않다.

## 삼성전자 지분을 상속받지 않는 경우 3. 사회환원

### 가) 의미

궁극적으로 소유하지 않는 것을 의미한다. 소유하지 않기에 당연히 즉각적으로 지배(경영) 권한의 축소가 초래된다. 현실적으로 실현 가능성은 낮다.

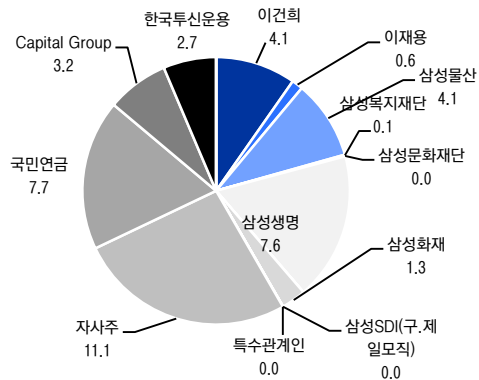
중요한 부분은 이 경우 오너 일가의 삼성전자 의결권마저 축소되어 최대주주 자격이 위협받게 된다는 사실이다.

즉, 이견회회장의 의결권이 사라지면 삼성생명(금융회사의 의결권 제한) 5%, 삼성물산 4.06%, 재단 0.09%, 홍라희 0.74%, 이재용 0.57%, 제일모직 0.01% 등 삼성전자의 10.47% 의결권을 보유하게 된다.

이때 현재 7% 가량을 보유한 국민연금과 의결권에서 3% 포인트 가량 차이에 불과하여 향후 경영 권한에 제한이 발생할 가능성이 높다.

결론적으로 삼성전자 지분의 사회환원 실현 가능성은 낮지만 현실화 될 경우 삼성전자가 주주들의 배당 증대 등 주주 환원 정책 요구를 적극적으로 반영할 수 밖에 없다.

[그림2] 삼성전자의 주요 지분소유자 분포



주: 기타지분 71.2% 표시 생략  
자료: 감사보고서, 이트레이드증권 리서치본부

[그림3] 이건설 후계 주요 경력

이재용	이부진	이서현
<ul style="list-style-type: none"> <li>1996. 01 삼성전자 기획부장</li> <li>2001. 03 삼성전자 상무</li> <li>2010. 01 삼성전자 COO</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>1997. 06 삼성일본담당 과장</li> <li>1999. 07 삼성전자 국제경영연구소 차장</li> <li>2001. 08 호텔신라 기획담당 부장</li> <li>2004. 01 호텔신라 전략담당 상무</li> <li>2009. 09 에버랜드 전무</li> <li>2010. 12 호텔신라 대표</li> <li>2010. 12 삼성물산 상사부문 고문</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2002. 07 제일모직 패션연구소 부장</li> <li>2005. 01 제일모직 기획담당 상무</li> <li>2010. 12 제일모직, 제일기획 부사장</li> </ul>

자료: 이트레이드증권 리서치본부

### 3-2. 삼성전자 지분을 상속받는 경우

#### 삼성전자 지분을 상속받는 경우 - 소유와 지배 체제 유지, 삼성전자 배당 대폭 상승 가능성

현실적으로 삼성전자 지분은 후계 상속 및 현재 이재용 부회장의 경영권 강화를 위해 상속될 가능성이 높다.

이재용 부회장에게 상속될 경우 상속세 3.5조 부담 발생에 따른 자금 필요한데 1) 삼성 SDS 지분 매각을 통해 2조원 가량을 확보하고 2) 남은 1.5조원에 대해 5년간 분납으로 연간 3천억 원 가량이 필요하다.

궁극적으로 이 상속세 분납 자금을 삼성전자 배당 증대를 통해 마련할 가능성이 높다.

또한 삼성전자의 지분을 상속받고 삼성전자의 배당이 증대하여 배당 수입을 확보할 경우 세금 납부 이후로도 직접적인 오너 일가의 지속적 현금 확보 체제가 가능하여 후계 상속 기틀이 마련된다.

따라서 세금 납부 이후로도 삼성전자의 향후 지속적인 배당 큰 폭 증가 가능성이 있다.

중요한 점은 과연 삼성전자의 연간 배당총액이 증가 폭이다.

만약 삼성전자가 연간 10조원 가량을 배당할 경우 상속 지분에 대한 배당금액은 연간 3700억 가량이다. 배당 소득에 대한 세금 등을 고려할 경우 이 수준보다 더 높은 배당금액이 상속세 재원으로 요구된다. 작년 삼성전자의 배당총액은 2조원 가량으로 주당 배당금은 14,300원 가량에 불과했다.

이 부분이 금번 리포트의 하이라이트다. 삼성생명 지분 상속과 관련하여 뒤에서 자세히 설명하기로 하겠다.

### 3-3. 삼성생명 지분을 상속 받지 않는 경우

#### 삼성생명 지분을 상속받지 않는 경우 1. 증여

##### 가) 증여 대상 법인

상호출자를 피할 수 있고 소유 권한에 가장 근접한 대상은 에버랜드다.

##### 나) 증여세

영리 법인인 에버랜드에 증여할 경우 이재용 부회장 등 오너 일가는 상속세 2조원 가량에서 상속재산의 10%인 0.4조원을 뺀 1.6조원에 에버랜드의 이재용 부회장 등 상속자 지분을 41.9%를 곱한 0.67조 가량의 상속세를 납부하게 된다. 이 때 에버랜드의 법인세는 면제된다.

##### 다) 의미

우선 상속세 부담은 크게 경감된다. 에버랜드의 보유 지분은 40% 가량으로 증가한다. 또한 현재 에버랜드 자산규모 8조원에서 4조원의 삼성생명 지분이 추가되면 자산총계 12조원이 되고 4조원의 이익잉여금이 증가되어 자본총계는 4조원 가량에서 8조원을 상회하게 된다.

무엇보다 핵심은 자회사 삼성생명 지분을 증여받을 경우, 에버랜드는 인가대상 금융지주회사가 된다는 점이다. 에버랜드가 금융지주회사, 정확히 보험지주가 될 경우 삼성생명이 보유한 삼성전자의 지분을 매각해야 하는 이슈가 발생한다. 이는 앞서 언급한 에버랜드의 금융지주회사 분할 필요성 및 금융지주회사를 제외한 에버랜드와 오너일가와 삼성전자 지분 매입 부담이 발생한다. 세금 피하려다 떠안는祸이 더 큰 상황이다.

참고로 에버랜드 이외 자산총액 8조원 미만의 영리법인에 증여할 경우 해당 법인 또한 삼성생명의 최대주주로서 금융지주회사 요건에 해당되어 마찬가지로 삼성생명이 삼성전자 지분을 매각해야 할 가능성이 높다.

결론적으로 삼성생명 지분의 계열사 증여 가능성은 낮다. 그리고 삼성생명의 삼성전자 지분 매각 필요성은 결국 차입을 통한 오너 일가 및 특수관계인의 매입과 궁극적인 삼성전자의 배당 증대 가능성으로 이어진다.

#### 삼성생명 지분을 상속받지 않는 경우 2. 기부

##### 가) 증여 대상 법인

경영권 안정화 이슈로 인해 삼성 계열 재단이 증여 대상 비영리 법인일 가능성이 높다.

##### 나) 증여세

지분 5%를 초과하는 15.76%에 대해서 비영리 법인이 증여세를 납부해야 한다. 즉 3.2조원 가량의 50%에 해당하는 1.6조원 가량의 증여세를 납부해야 한다.

##### 다) 의미

현실적으로 삼성 계열 재단이 막대한 증여세를 납부할 능력은 부족하다. 따라서 실현 가능성은 낮다. 물론 이 경우에도 재단의 금융지주회사 지정 이슈가 발생한다.

### 삼성생명 지분을 상속받지 않는 경우 3. 사회환원

#### 가) 의미

기타 공익 재단에 기부할 경우에도 증여세 부담은 여전히 존재함에 따라 현실적 실현 가능성은 낮다. 다만 조개어 여러 단체에 기부할 가능성은 있다.

최종적으로 삼성생명 지분에 대한 소유의 포기가 직접적으로 삼성전자의 지배권한에 영향을 주지는 않지만 삼성생명 지분을 포기할 경우 이는 그 만큼의 배당수입이 감소하게 되고 그 감소분이 에버랜드와 오너 일가의 삼성전자 지분 확대 필요성으로 연결되어 결과적으로 삼성전자의 배당 증가 당위성을 높이게 된다.

### 3-4 삼성생명 지분을 상속 받는 경우

#### 삼성전자 지분을 에버랜드에 증여하고 삼성생명 지분만 상속 받는 경우

##### 가) 세금 부담

삼성전자 증여에 대한 부분은 이재용, 이부진, 이서현의 에버랜드 지분 비중에 따라 부과되며 오너 일가는 삼성전자 증여에 대한 세금 총 1.2조 가량을 납부하고 이재용 부회장 등은 삼성생명 상속세 2조원 가량을 납부하게 된다.

이재용 부회장 입장에서 2조원 가량의 세금 부담은 삼성SDS 지분 매각으로 충당할 수 있다.

##### 나) 의미

**이 시나리오는 상당히 실현 가능성이 높다.** 세금 부담 감소와 의결권 유지를 동시에 달성할 수 있다.

다만 에버랜드가 지주회사 요건에 해당됨에 따라 삼성생명 지분을 분할하고 순환 출자 구조를 꾸려야 한다. 삼성SDI 8%, 삼성카드 5%, 삼성전기 4%, 삼성물산 1.5% 등 18.5%의 에버랜드 지분 매각이 필요하며 오너 일가의 매입 가능성이 높을 것으로 예상된다.

결론적으로 오너 일가가 삼성 그룹의 소유와 경영 지배구조를 유지하기 위해서는 에버랜드, 삼성생명 그리고 삼성전자를 통한 높은 배당 수입이 필요하다. 다만 오너 일가에 직접적인 배당 수혜가 낮다는 점이 구조적 한계다.

따라서 이러한 구조적 한계를 제거하기 위해 삼성전자 지분을 에버랜드에 증여하기 이전에 먼저 오너 일가가 순환 출자되는 지분 18.5%를 매입할 가능성도 있다. 현재 에버랜드의 자본총계는 4.2조 가량으로 장부가 기준으로는 8천억 가량의 자금으로 매입이 가능하다.

만약 이재용 부회장이 삼성SDS 지분 매각으로 2조원 가량의 자금을 조달하여 에버랜드 순환 출자 지분을 모두 확보할 경우 43.6%의 높은 지분율을 확보할 수 있게 된다.

이후 삼성전자 지분이 에버랜드에 증여될 경우 에버랜드는 삼성전자 지분을 보유한 지주회사로 지정되며 삼성생명 지분은 분할되어야 한다.

그리고 삼성전자, 삼성생명, 에버랜드의 배당 증대를 통해 상속세 자금을 마련하는 방안을 예상할 수 있다.

이 경우 삼성전자의 배당수입 30%(익금 불산입률)에 대해 지주회사인 에버랜드는 세금을 면제받을 수 있다. 그리고 이재용 부회장은 에버랜드의 배당 43.6% 가량을 수령할 수 있다.

예컨대 삼성전자의 배당총액이 10조원을 기록할 경우 에버랜드의 해당 배당 수입은 3380억 가량이 되고 법인세율 25%를 가정할 때 에버랜드 순배당수입은 2800억 가량이다. 이에 대한 이재용 부회장의 43.6%에 해당하는 배당수입 가능 금액은 세전으로 1,200억 가량이다. 세금을 분납하기에 충분하다.

해당 시나리오의 실현 가능성도 높고 향후 삼성전자 배당 증대 가능성도 높다.

### 삼성전자 지분과 삼성생명 지분 모두 상속받는 경우

이건희 회장의 주요 지분에 대해 그 자손들이 상속을 받는 가정이다. 소유하고 경영하는 지배구조 체제 유지다.

현실적으로 일부 재단 기부 또는 사회 환원이 있을 수도 있지만 앞서 언급한 소유와 지배의 체제를 유지하기 위해 기본적으로 그룹 소유의 핵심인 에버랜드, 삼성생명, 삼성전자 지분은 대부분 상속될 가능성이 높다.

그렇다면 문제는 막대한 재산 상속에 따른 상속세가 문제다. 누가 상속을 받게 되든 상속 재산에 대한 50% 가량의 상속세를 납부해야 한다. 이건희 회장의 재산 가치는 대략 12조 가량으로 추정된다. 상속세는 대략 6조원이라는 어마어마한 금액이다.

상속자는 지분 상속과 함께 지분을 유지하며 이 막대한 상속세를 감당할 수 있어야 한다. 이에 대해 본격적으로 자세히 살펴보자

[그림4] 주요 상속대상 자산별 처리 방안

	상속인에게 상속	에버랜드에 증여	재단에 기부
<b>삼성전자 지분</b> 3.38% (6.4조)	<ul style="list-style-type: none"> <li>상속세 3.2조원 발생</li> <li>배당소득으로 상속세 (5년간 연납시 연간 6,400억원)를 낸다고 가정시, 연간 6,924억원의 배당 필요</li> <li>이재용 부회장 보유 0.6% 포함 상속인이 4.0%지분을 소유하게 된다는 것 외에는 현재와 경영권이 달라지는 것이 없음</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>영리법인에 대한 증여세 발생 : 최대주주와 특수관계인이 지분을 만큼 증여세 납세 - 상속인(이재용외 2인 보유 지분 41.9%) 1.34조원 납세</li> <li>현재 에버랜드의 자산규모 8.2조원을 감안시 강제로 지주회사 지정될 가능성이 높음 : 에버랜드</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>비영리법인에 대해 5%미만 지분에 대한 면세</li> <li>경영권은 유지되나 세대간 재산승계 측면에서 부정적</li> </ul>
<b>삼성생명 지분</b> 20.1% (3.9조)	<ul style="list-style-type: none"> <li>상속세 1.98조원 발생</li> <li>배당소득으로 상속세 (5년간 연납시 연간 3,960억원)를 낸다고 가정시, 연간 914억원의 배당 필요</li> <li>상속인이 이견희회장 지분을 모두 소유하게 된다는 것 외에는 경영권 측면에서 현재와 동일한 상황</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>영리법인에 대한 증여세 발생 : 최대주주와 특수관계인이 지분을만큼 증여세 납세 - 상속인(이재용외 2인 보유 지분 41.9%) 0.83조원</li> <li>현재 에버랜드의 자산규모 8.2조, 삼성생명의 1대주주임을 감안시 강제로 금융지주회사 지정될 확률이 높음 : 삼성생명 보유 삼성전자 지분 7.2%를 매각 필요</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>비영리법인이 수증시 5% 초과지분에 대한 증여세 발생 : 생명보험 15.1% 지분에 대한 증여세 1.46조원 발생 - 재단이 1.46조 규모 조달이 어려움</li> <li>경영권은 유지되나 세대간 상속 측면에서 부정적</li> </ul>

자료: 이트레이드증권 리서치본부



### III. 상속대상 12조, 상속세액 6조원을 어떻게 마련할까

#### 1. 삼성家の 상속세액은 얼마일까

##### 상속 증여의 기술(技術): 과세대상재산규모(과세표준), 적용세율 산출

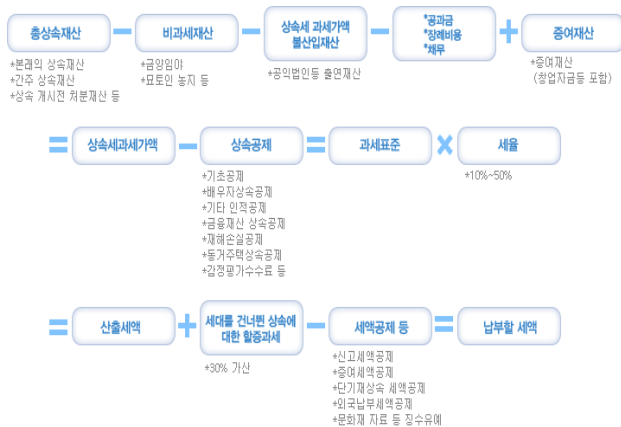
지난 5월초 삼성그룹의 이건희 회장의 건강악화가 이슈 제기됨에 따라, 삼성그룹의 상속관련 논의가 본격화되기 시작하였다. 이건희 회장의 상속 또는 증여가 불가피할 것으로 여겨짐에 따라, 삼성그룹의 지배구조 변화와 그로 인한 기회를 찾는 움직임이 많아졌기 때문이다. 당사는 이건희 회장이 보유한 재산을 상속하는 과정에서 발생하는 과정에서 불가피하게 발생하는 상속세에 주목하였다.

상속세는 자연인의 사망으로 인하여 상속이 개시됨에 따라 그 사망자가 남긴 재산을 상속받거나 유증(유서)에 의하여 재산을 취득하는 자에게 물려받는 상속재산에 대하여 과세하는 세금이다. 실제 물려받는 재산에 상속재산으로 간주하는 재산들(피상속인의 상속 전 2년까지 현금 인출 분, 부동산 등 기타 재산 처분, 부채 증가분)을 포함하여 세금을 부과하게 되며, 공익법인에 대해 출연한 재산과 같은 불산입재산과 상속공제를 고려하여 상속세를 과세하는 과세표준을 산출한다.

상속세의 세율은 상속세를 부과하는 재산인 과세표준에 대하여 5단계 누진세율을 적용하며, 30억원을 초과할 경우 과세표준의 50%를 산출세액으로 계산한다. 즉, 이건희 회장이 상속 또는 증여하는 재산이 30억원은 초과할 것이므로, 3세들이 상속받는 재산의 50%는 상속세로 납부하게 된다.

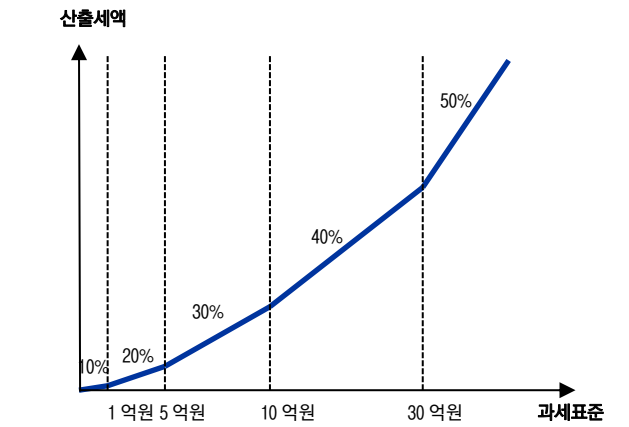
상속세는 매년도 분할 납부(연부연납)가 가능하며, 연부연납을 허가 받은 이후 5년 이내의 범위에서 분할납부가 가능하게 된다. 만일 10조원을 상속받다고 하면 5조원 가량의 상속세가 발생할 것이며, 이를 전액 분할 납부하게 되면, 매년 1조원의 현금이 필요하다. 분할납부(연부연납) 대상 재산에 대해 국세환급가산금의 이자율(연리 3%)로 가산금이 붙는 구조다.

[그림5] 상속세 산출 절차



자료: 이트레이드증권리서치본부

[그림6] 상속세율(증여세율)



자료: 이트레이드증권 리서치본부



### 상속대상 재산(과세표준) 11조원, 상속세 5.5조원, 상속인은 흑자 도산해야 하나

각종 공시자료 등으로 미루어 본 이견희 회장이 보유하고 있는 재산은 상장회사인 삼성전자 지분 3.38%(약 7조원), 삼성생명 지분 20.8% (약 4조원), 삼성물산 보유지분 1.4%(약 1,500억 원)와 비상장회사인 삼성 에버랜드 지분 3.7%(약 1,900억원) 그리고 부동산 재산이 약 400여억 원이다. 게다가, 최근 10년간 삼성전자와 삼성생명에서 받은 배당액을 모두 현금성 자산으로 보유하고 있다면, 약 5,500억원의 현금을 보유하고 있다. (배당소득세 약 15.4% 가정) 즉, 이견희 회장의 신뢰할 만한 재산의 규모는 약 11조원 가량으로 보인다. 이 재산을 모두 상속(증여)할 경우 상속재산의 50%에 달하는 5.5조원의 현금 지출을 수반한다. 상속인들은 상속대상 재산을 받을 준비가 되어 있는가?

특히나, 삼성그룹의 지배력의 근간인 삼성전자와 삼성생명의 경영권을 훼손하지 않아야 한다는 게 문제다. 상속세를 물납(현물납부)형태로도 납부 가능하지만, 그 경우 삼성전자의 취약한 경영권이 문제다. 삼성그룹의 경영권을 훼손하지 않은 채로 상속인들이 이견희 회장의 재산을 상속받기 위해서는, 상속인의 가용 현금성 자산이 충분해야 할 것이다.

하지만, 상속인(이재용 부회장 등)이 보유하고 있는 금융재산(삼성전자 및 에버랜드 지분이 아닌 투자주식, 현금화 가능한 투자자산)을 살펴보면, 삼성SDS에 대한 투자지분 19% 등 약 2.6조원 가량의 가치를 갖고 있을 것으로 판단된다. 과거 삼성카드가 보유한 에버랜드 지분을 KCC로 넘겼던 것을 떠올려보면 상속인들은 대규모 현금을 보유하고 있지 못할 것으로 판단한다. 이재용 부회장이 삼성전자 및 삼성SDS로부터 지난 10년간 받은 배당은 810억원이다. 상속인의 가용 현금성 자산은 보유하고 있는 투자자산을 현금화하던지, 보유하고 있는 투자자산으로부터 배당을 받는 방법을 취하던지 해야 한다.

상속인(이재용 부회장 등) 입장에서는 대규모 배당이 가능한(배당가능이익이 높은) 회사를 보유하고, 나머지는 현금화하는 방법을 취해야 할 것이다. 삼성전자 및 에버랜드 지분 외의 투자주식을 모두 현금화하여 상속세 일부를 선납(먼저 납부)하면 연납하는 상속세액은 줄어들 것이다. 예를 들어, 상속인(이재용 등)이 2조원을 조달하여 상속세를 선납하면, 약 3조원 가량의 상속세를 5년간 연납하여 납부하며, 연간 6,000억원의 현금을 필요로 하는 구조다

[그림7] 상속세 납부로 인해 흑자도산이 연출될 수도



자료: 이트레이드증권 리서치본부

[그림8] 피상속인 및 상속인 보유한 지분가치 현황

이견희 회장 보유 지분	• 삼성생명	20.76%	3.9 조원
	• 삼성전자	3.38%	6.2 조원
	• 삼성에버랜드	3.72%	1,940 억원
	• 삼성물산	1.37%	1,370 억원
홍라희 보유	• 삼성전자	0.74%	1.3 조원
이재용 외 2인 보유 지분	• 삼성전자	0.57%	1.0 조원
	• 삼성 SDS	19.06%	1.5 조원
	• 삼성에버랜드	41.84%	2.2 조원
	• 삼성석유화학	33.19%	1,300 억원

자료: Wisereport, 각사 사업보고서, 이트레이드증권 리서치본부

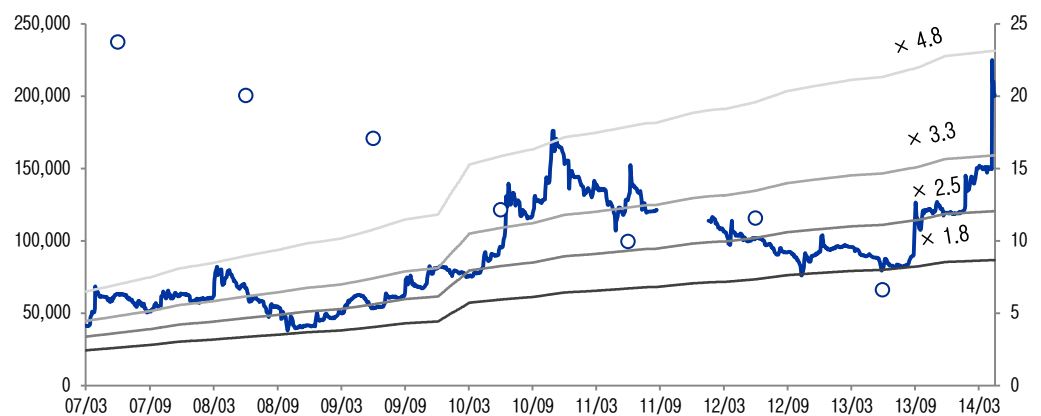
## 2. 상속받기 위해서는, 상속인들의 보유한 투자지분매각으로 현금을 마련해야 한다

### 상속인들은 삼성SDS를 어떻게 활용할까

지난 5월, 삼성SDS가 연내 상장하는 것으로 결정되었다. 그로 인해 삼성SDS는 장외시장에서 약 20만원의 호가를 보이고 있으며, 이를 바탕으로 시가총액을 산정해보면 약 15.4조원 가량의 가치를 지니고 있을 것으로 보인다.

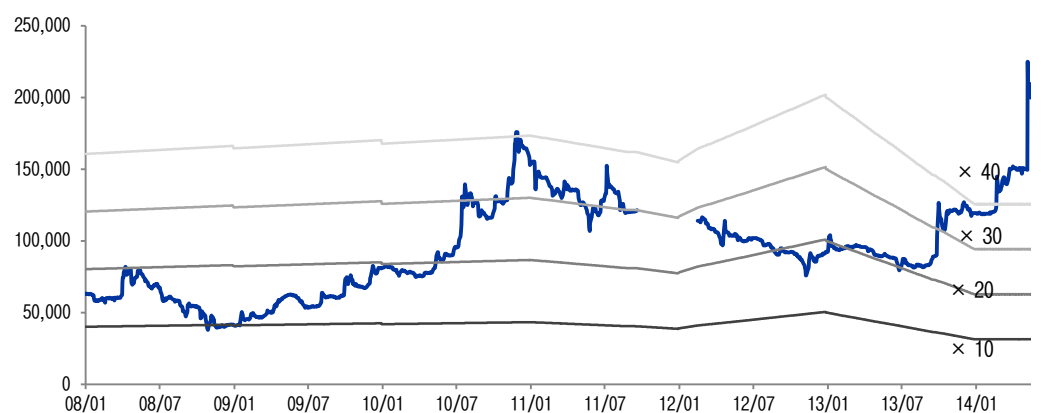
상속인들에게 있어서 삼성SDS의 역할은 어떤 역할을 할까? 장외시장에서 거래되고 있는 가격 기준, 이재용 부회장이 보유하고 있는 삼성SDS지분은 1.6조원 상당 (11.25%), 이부진 사장과 이서현 사장이 보유하고 있는 지분은 각각 5,000억원 상당 (3.9%)다. 상속인들 관점에서 보유하고 있는 삼성SDS지분 매각에 따른 현금유입을 원할 수도 있으며, 삼성SDS로부터 지속적으로 현금 유입하는 구조를 원할 수도 있다.

[그림9] 삼성SDS의 장외거래 기준 PBR-ROE



자료: 프리스탁, 이트레이드증권 리서치본부

[그림10] 삼성SDS의 PER Band

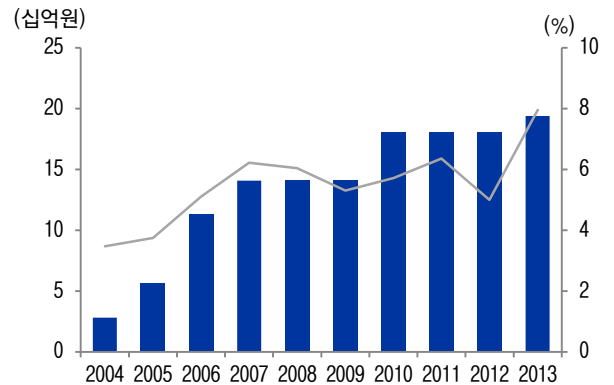


자료: 프리스탁, 이트레이드증권 리서치본부

### 삼성SDS에 대한 배당기대는 크지 않을 것으로 보여

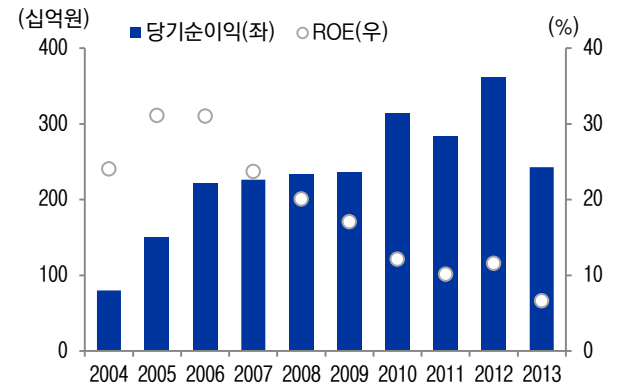
당사는 삼성SDS가 상속인들에게 배당의 형태로 제공할 수 있는 현금이 크지 않을 것으로 예상한다. 삼성SDS의 지난 10년간 주당 배당액과 지난 10년간 발생했던 이익잉여금을 고려시, 배당을 높이기 힘든 구조로 보이기 때문이다. 따라서, 상속인들은 삼성SDS에 높은 수준의 배당으로 지속적인 현금흐름이 발생하는 구조를 취하기 보다는 주식 매출에 따른 대규모 현금을 취할 가능성이 높다고 생각한다.

[그림11] 삼성SDS의 배당총액 Trend 및 배당성향



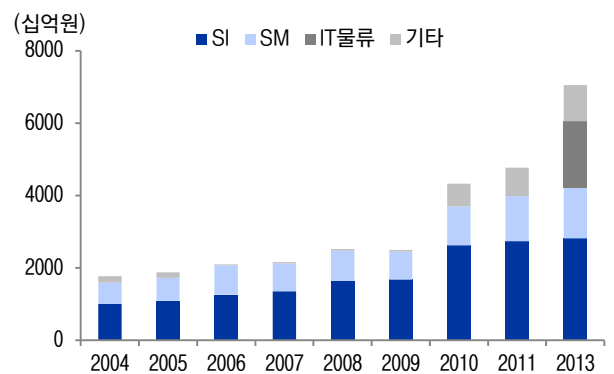
자료: 이트레이드증권 리서치본부

[그림12] 삼성SDS의 당기순이익 및 ROE Trend



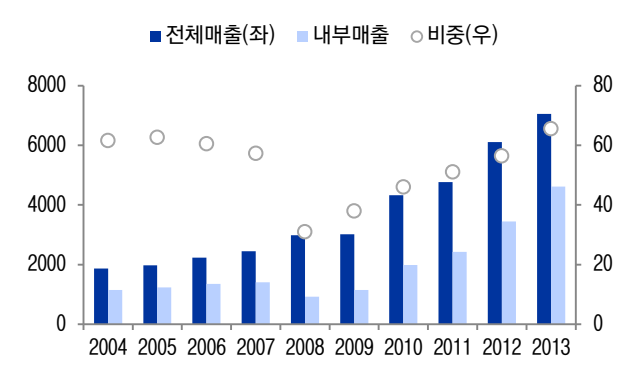
자료: 이트레이드증권 리서치본부

[그림13] 삼성SDS의 매출추이



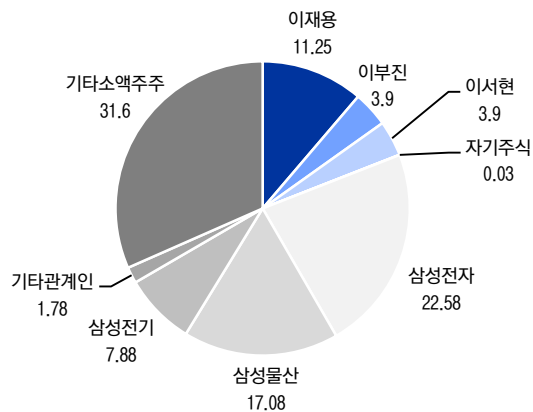
자료: 이트레이드증권 리서치본부

[그림14] 삼성SDS의 매출 및 내부매출



자료: 이트레이드증권 리서치본부

[그림15] 삼성SDS의 지분구조



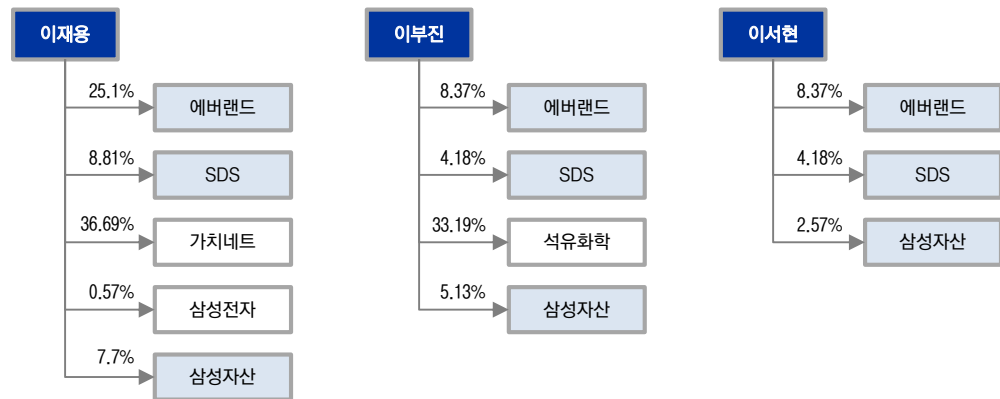
자료: 이트레이드증권 리서치본부

[그림16] 삼성SDS에 대한 약식 Valuation

<b>PER 기준가치</b>	2012년 당기순이익 3,600억 및 PER 50배 (2012년 기준 Global 주요 SI업체의 평균)를 적용할 경우 삼성 SDS는 18조원 규모의 가치
<b>PBR 기준가치</b>	2013년 삼성 SDS의 별도 기준 자본총계 3.67조원, PBR 2.5배 (SK C&C의 현재 PBR 수준)를 적용할 경우 9.1조원 규모의 가치

자료: 이트레이드증권 리서치본부

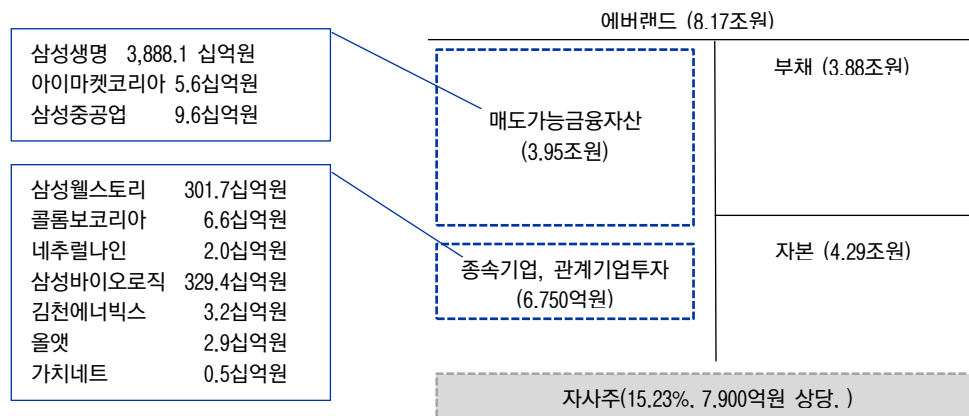
[그림17] 상속인들이 보유한 회사



주: 자료 전에 위치함

자료: 이트레이드증권 리서치본부

[그림18] 에버랜드의 재무상태표 개괄



주) 14년 1분기말 별도 기준,

자료: 이트레이드증권 리서치본부

## IV. Mission, 상속으로 흔들릴 수 있는 경영권을 잡아라

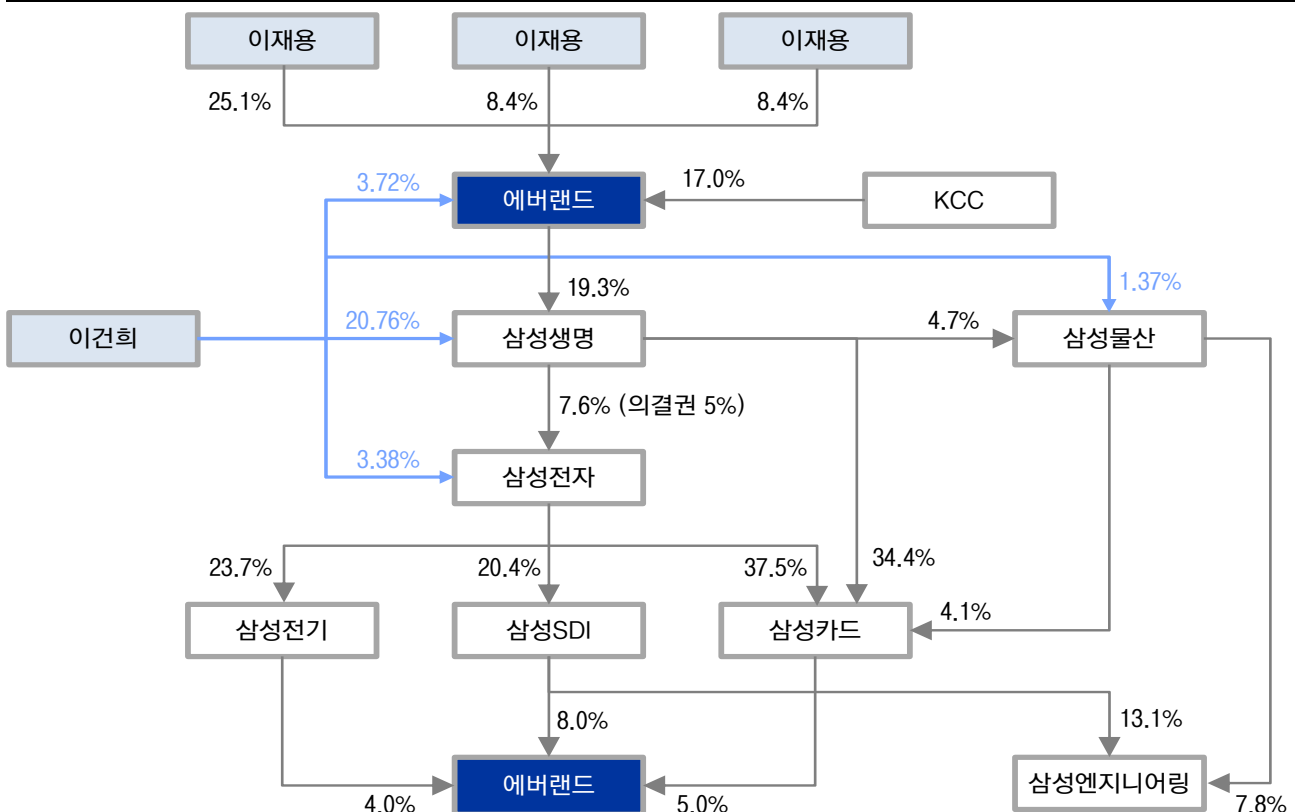
### 1. 삼성전자는 이건희 회장이 지배할까, 국민연금이 지배할까

#### 삼성전자의 신입사원은 왜 이건희 회장의 앞을 지날 때 겁을 먹는가

이건희 회장은 삼성전자의 지분을 단지 3.38%를 소유하고 있을 뿐이다. 삼성전자에 대한 가장 지분이 많은 소유 주체는 국민연금(7.71% 지분 보유)이다. 그럼에도 불구하고 삼성전자에 대한 의결권에 최상위에는 이건희 회장이 있다는 것은 부정할 수 없는 사실이다. 이건희 회장의 막대한 권한은 어디에서 나오게 되는 것일까?

결론부터 이야기하면, 이건희 회장의 막대한 권한은 본인 소유 의결권 3.38%, 삼성생명을 통한 보유 의결권 5%, 삼성물산을 통한 보유의결권 보유 의결권 4.1%에서 발생한다. 지분이라는 표현과 구분하여 의결권이라는 표현을 굳이 쓴 이유는 소유와 지배는 다르기 때문이다. 이건희 회장은 삼성생명을 100% 소유하지 않고 20.76%만 소유하고 있지만 삼성생명의 의결권을 지배하기 때문에 삼성전자에서 5%<sup>3</sup>만큼의 의사를 관철시킬 수 있다. 삼성물산의 사례 역시 마찬가지다. 이건희 회장은 삼성물산을 통하여 삼성전자에 4.1%만큼의 의결권을 행사할 수 있다. 삼성전자에 대한 이건희 회장의 영향력은 국민연금보다 크다. 소유와 지배는 다르기 때문이다.

[그림19] 단순화한 삼성그룹의 지배구조



자료: 이트레이드증권 리서치본부

<sup>3</sup> 삼성생명은 삼성전자에 대한 지분 7.6%를 소유하고 있지만, 금융 산업의 구조개선에 관한 법률에 따라 의결권이 제한되는 금융회사기 때문에 5%의 의결권만 행사 가능하다.

### 이건희 회장이 보유하고 있는 지분을 모두 상속하고 물납의 방법으로 상속세를 낸다면...

이건희 회장이 보유하고 있는 지분을 모두 상속하고 이를 물납형태로 상속세를 납부한다면 어떻게 될까? 단순히 말해서, 이건희 회장이 보유하고 있는 지분이 모두 절반으로 줄어들게 된다면 어떻게 될 것인가? 삼성그룹의 경영권은 여전히 삼성家の 지배력 하에 있을 것인가?

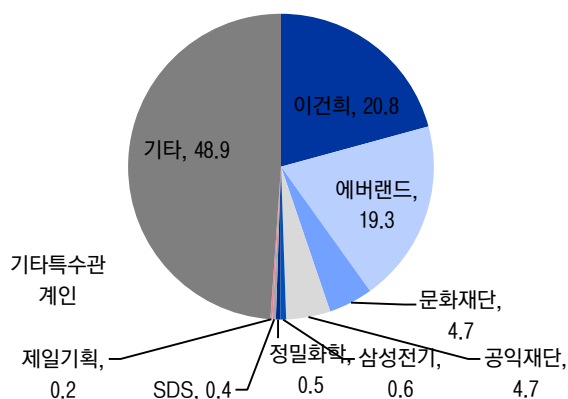
먼저 삼성생명에 일어날 수 있는 일부터 생각해 보면, 삼성생명 최대주주인 이건희 회장의 지분 중 10.4%가 상속인의 소유로 되고, 나머지 10.4% 기타의 소유로 된다. 에버랜드가 삼성생명의 지분 19.3%를 확보하게 있기에, 최대주주가 될 것이고 더 이상 매도가능금융증권으로 관리할 수 없게 된다. 금산분리 이슈로 인해 자칫 삼성생명을 매각하는 이슈가 발생할지도 모른다.

시선을 삼성전자로 옮겨 보면, 문제는 더욱더 심각할 수 있다. 이건희 회장이 보유하고 있던 3.4% 중 1.7%만이 남는 상황이다. 게다가, 삼성물산의 지분구조를 보면, 이미 국민연금이 보유하고 있는 지분율이 12.6%로 이건희 회장 보유지분이 절반으로 줄어든다고 가정시 삼성그룹의 지분율 12.9%와 큰 차이가 없다. 삼성전자에 대한 삼성물산의 의결권 4.1% 역시 애매한 상황이 된다. 즉, 실제로 삼성그룹의 컨트롤 타워인 삼성전자에 대한 삼성家の 의미있는 의결권은 4%대로 내려와 버린다. 국민연금이 보유하고 있는 의결권 7.7%보다 모자라는 수준이다.

삼성그룹의 지배구조는 일견 매우 복잡한 구조를 띄고 있으나, (이건희 회장 + 삼성에버랜드)가 보유한 삼성생명 지분에서, 삼성전자를 거쳐 예하 증손자 회사로 흘러가는 지배구조가 핵심이다. 이 중 삼성그룹의 금융계열사의 핵심인 삼성생명의 의결권은 보존하더라도, 제조업계열사의 핵심인 삼성전자에 대한 의결권을 보존하기 어려울 수 있다. 즉, 삼성에버랜드, 삼성생명 그리고 삼성전자의 경영권을 불안하게 만들기는 어려울 것이라고 예상된다. 이와 같은 시나리오대로라면 삼성그룹의 제조업계열은 계열 분리 후 국민연금그룹이 될지도 모르는 일이다.

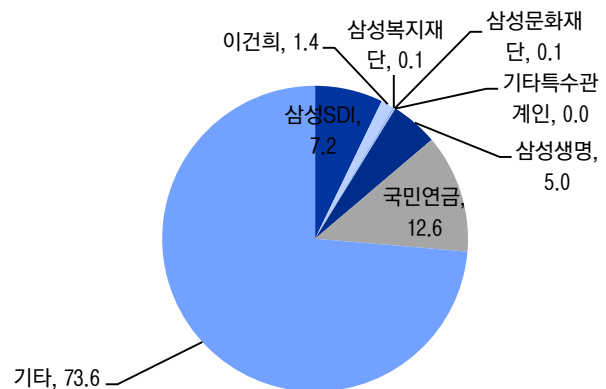
상속받는 것을 모두 물납의 형태로 납부한다는 가정으로 시나리오를 구성해 보면, 이건희 회장의 상속이라는 이벤트는 장고(長考)에 걸쳐 답을 낼 수 밖에 없다는 결론으로 회귀한다.

[그림20] 삼성생명의 지분구조



자료: 이트레이드증권 리서치본부

[그림21] 삼성물산의 지분구조



자료: 이트레이드증권 리서치본부

## 2. 상속인(이재용 부회장 등)은 어떤 방안을 취하는 게 최선일까?

### 상속자산 별로 접근해보면 어느 정도 답이 보인다

각종 공시자료를 보면, 이건희 회장이 보유한 자산은 삼성전자 지분 3.38%(약 7조원), 삼성생명 지분 20.8%(약 4조원), 에버랜드 지분 3.72%(약 1,900억원), 삼성물산 지분 1.37%(약 1,500억원), 그리고 부동산 600억원에, 삼성전자 및 삼성생명으로부터 받은 배당형태의 현금 이 배당소득세를 제외하고도 약 5,500억원 정도일 것으로 예상된다. 더구나 2008년까지 명의 신탁으로 관리되어오던 삼성생명지분까지 고려하면, 이건희 회장이 보유한 현금의 규모는 그보다 훨씬 클 것으로 예상된다.

이건희 회장이 보유하고 있는 자산 중 굵직한 삼성전자 지분 3.38%(6.4조원 상당), 삼성생명 지분 20.1%(3.9조원 상당) 그리고 보유하고 있는 현금 약 5,000억원에 대해 상속 및 증여 대상이 상속/증여 받게 될 때 필요하게 되는 현금의 유무(배당수취 형태의 조달방안), 삼성그룹 특히 삼성전자와 삼성생명의 경영권의 변동 관점에서 취하게 될 방안을 살펴볼 수 있다.

[그림22] 주요 상속대상 자산별 처리 방안

	상속인에게 상속	에버랜드에 증여	재단에 기부
<b>삼성전자 지분</b> 3.38% (6.4조)	<ul style="list-style-type: none"> <li>상속세 3.2조원 발생</li> <li>배당소득으로 상속세 (5년간 연납시 연간 6,400억원)를 낸다고 가정시, 연간 6,924억의 배당 필요</li> <li>이재용 부회장 보유 0.6% 포함 상속인이 4.0%지분을 소유하게 된다는 것 외에는 현재와 경영권이 달라지는 것이 없음</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>영리법인에 대한 증여세 발생 : 최대주주와 특수관계인이 지분을 만큼 증여세 납세 - 상속인(이재용외 2인 보유 지분 41.9%) 1.34조원 납세</li> <li>현재 에버랜드의 자산규모 8.2조원을 감안시 강제로 지주회사 지정될 가능성이 높음 : 에버랜드</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>비영리법인에 대해 5%미만 지분에 대한 면세</li> <li>경영권은 유지되나 세대간 재산승계 측면에서 부정적</li> </ul>
<b>삼성생명 지분</b> 20.1% (3.9조)	<ul style="list-style-type: none"> <li>상속세 1.98조원 발생</li> <li>배당소득으로 상속세 (5년간 연납시 연간 3,960억원)를 낸다고 가정시, 연간 914억원의 배당 필요</li> <li>상속인이 이건희회장 지분을 모두 소유하게 된다는 것 외에는 경영권 측면에서 현재와 동일한 상황</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>영리법인에 대한 증여세 발생 : 최대주주와 특수관계인이 지분율만큼 증여세 납세 - 상속인(이재용외 2인 보유 지분 41.9%) 0.83조원</li> <li>현재 에버랜드의 자산규모 8.2조, 삼성생명의 1대주주임을 감안시 강제로 금융지주회사 지정될 확률이 높음 : 삼성생명 보유 삼성전자 지분 7.2%를 매각 필요</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>비영리법인인 수증시 5% 초과지분에 대한 증여세 발생 : 생명보험 15.1% 지분에 대한 증여세 1.46조원 발생 - 재단이 1.46조 규모 조달이 어려움</li> <li>경영권은 유지되나 세대간 상속 측면에서 부정적</li> </ul>

자료: 이트레이드증권 리서치본부

## 3. 삼성전자 지분: 누구를 위하여 공간은 열리나

## 삼성그룹의 공간은 아무래도 삼성전자, 상속할 때까지는 열릴 준비가 되지 않았다

삼성그룹 지배구조 개편의 또 다른 방향성은 삼성전자에 모이기 시작한 현금에 주목해야 한다고 생각한다. 삼성전자에는 2009년부터 본격적으로 현금이 축적되기 시작하였으며, 2013년에는 별도 재무제표 기준으로 28조원(연결기준으로는 43조원)의 순현금상태다. 그럼에도 불구하고 삼성전자의 2013년 배당성향 12%로 2013년 기준 글로벌 기업의 평균 배당성향인 36.8%를 큰 폭 하회하는 수준이다. 이처럼 낮은 배당성향의 이유가 지배구조에 있을 것으로 예상된다. 현재 이진희 회장 등 일가(삼성그룹 특수관계법인 제외)가 직접 보유한 삼성전자 지분은 약 4.7% 수준으로, 삼성전자가 8조원의 배당을 실시할 경우 전체 배당금 중 3,760억원에 불과한 배당이 이루어지는 구조다. 따라서, 현재와 같은 상황에서 굳이 대규모 배당을 실시하여 외부로 자금이 유출시킬 이유가 없었기 때문이다.

상속 이슈에 있어서 삼성전자에 모인 현금을 활용하기 위한 방안은 1) 삼성전자가 상속자가 보유한 여타 회사를 매입하거나, 2) 상속자의 지분을 높인 후 배당을 높여주는 방법이 있다. 상속자가 지분을 높이기 어려운 상황이라면, 상속자가 보유한 회사가 간접적으로라도 삼성전자 지분을 갖게 된 이후 배당을 극대화하는 전략을 취할 것으로 보인다.

[표2] 삼성그룹내 자회사의 현금성 자산 규모

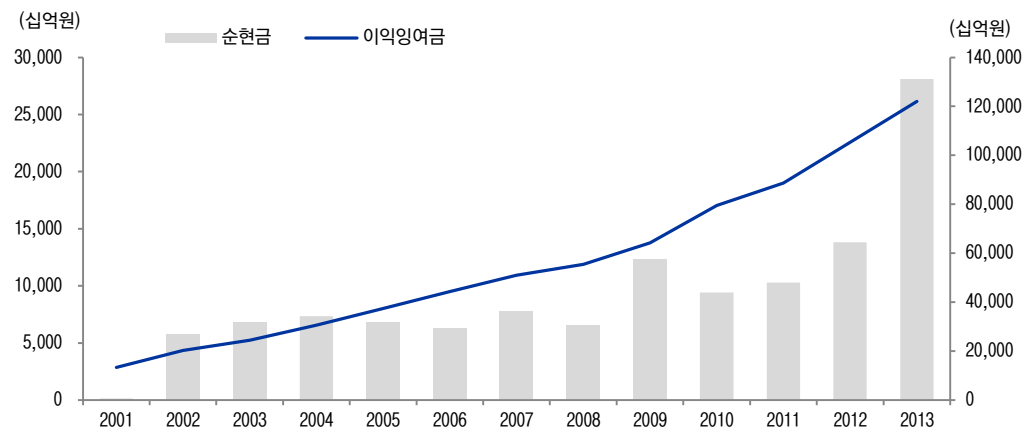
(단위: 십억원)

	보유 현금성 자산	운전자본 규모	상호출자가능성 (삼성전자가 보유한지분)
삼성생명	2,030.3		
삼성화재	675.1		
삼성카드	320.0		37.45%
삼성증권	170.3		
삼성전자	29,493.7	33,005.8	
삼성SDI	307.6	10.4	20.38%
삼성SDS	682.8	1,421.4	22.58%
삼성전기	612.9	842.2	23.69%
삼성테크윈	260.7	333.1	25.46%
삼성에버랜드	74.2	-194.6	
삼성정밀화학	84.7	302.4	8.39%
삼성종합화학	356.4	359.9	12.96%
삼성토탈	166.0	304.4	
삼성물산	640.5	569.1	17.61%
삼성중공업	1,037.3	1,399.9	
삼성엔지니어링	217.3	349.2	
제일모직	875.8	838.2	
제일기획	115.5	210.1	2.61%
호텔신라	218.1	269.3	5.10%

자료: Dataguide, 이트레이드증권 리서치본부

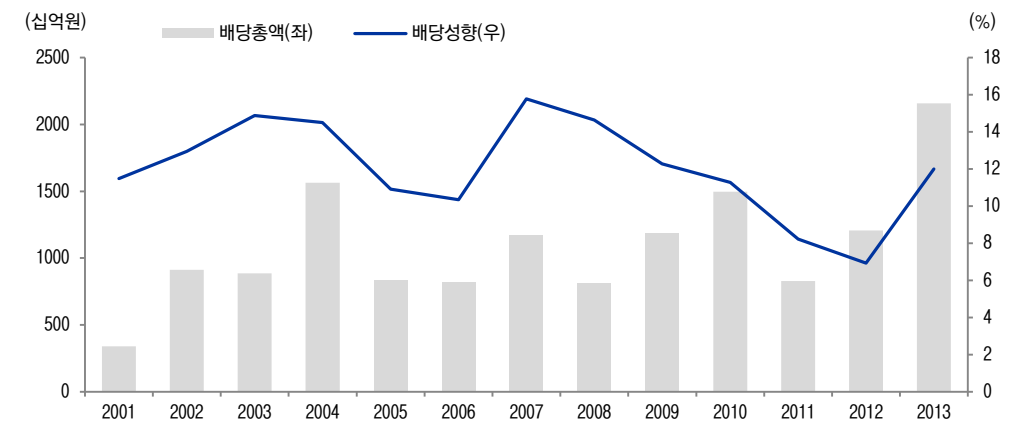


[그림23] 삼성전자의 별도기준 순현금 및 누적이익잉여금 추이



자료: Dataguide, 이트레이드증권 리서치본부

[그림24] 삼성전자의 배당총액 및 배당성향



자료: 사업보고서, 이트레이드증권 리서치본부

## 누가? 상속세 조달과 납부의 주체

당연해 보일 수 있지만 실제로 상속세를 감당할 수 있는 현재 삼성그룹의 핵심인 에버랜드, 삼성생명, 삼성전자 지분을 상속 받을 승계자는 이재용 부회장일 가능성이 높다.

삼성전자 의결권을 포기하면 지배권한의 축소가 불가피하다. 또한 후계 상속 방안도 불안정해진다. 의결권을 유지한 채 상속세 부담을 벗어나고자 하면 에버랜드의 지주회사 요건이 해당되어 에버랜드의 삼성생명 지분 분할과 삼성생명 지분의 1인 상속 필요성이 수반된다.

현재 이재용 부회장의 보유 지분은 에버랜드와 삼성SDS, 삼성전자 등으로 이부진 사장과 이서현 사장의 재산 규모를 상회한다. 특히 삼성SDS 올해 상장으로 보유지분 11.25%의 가치가 더 부각될 전망이다.

현재 삼성SDS 장외가 기준으로 이재용 부회장의 보유지분 가치는 2조원 가량에 달한다. 이는 그룹 핵심 지분인 에버랜드, 삼성생명, 삼성전자 지분 이외 현금화 할 수 있고 주요 지분의 상속세를 감당할 수 있는 유일한 후계자라는 점을 의미한다.

다시 말해서 이재용 부회장이 주요 상속 지분을 매각하지 않고 상속세를 납부할 수 있다는 점이 이부진 사장과 이서현 사장과 승계 구도에서 가장 중요한 차이점을 보인다. 이는 바로 상속세 납부에 관한 세법상의 제약을 감당할 수 있다는 점이다.

그러기 위해서 먼저 상속세 납부에 관한 법률적 규정을 살펴볼 필요가 있다.

### 상속세 납부 규정

삼성 그룹 주요 지분 상속 규모는 12조원 가량이다. 가업상속 등의 자잘한 공제규모와는 차원이 다르다. 따라서 상속세의 연부연납을 신청하고 허가를 받은 이후 5년 이내 분할 납부할 수 있다. 분납의 경우 연간 4% 가량의 금리로 가산금액이 추가된다.

예상되는 상속세액이 6조원 가량이라면 가산금액을 제외하고도 매년 1.2조원 가량을 납부해야 한다. 현재 보유 지분을 통해 이를 실행할 수 있는 후계자는 이재용 부회장뿐이다.

### 어떻게? SDS 매각과 배당 증대를 통한 상속 세원 마련

이재용 부회장은 어떻게 6조원에 달하는 상속세를 마련할 것인가?

우선은 SDS 지분 매각을 통한 2조원 가량의 현금 마련이 가능하다. 그렇다면 남은 4조원 가량의 세금은 어떻게 납부할 수 있을까? 그것도 최대 5년 내에 납부한다면 순수 상속세만 매년 8,000 억원을 납부해야 한다.

결론은 배당이다. 삼성전자, 삼성생명의 배당 증대를 통해 현금을 최대한 확보하는 것이다.

물론 그렇게 하기 위해 배당 수입을 최대화하기 위한 지배구조 개선이 필요하다.

### Case 1. 이건희 회장 보유 삼성전자 지분 3.38%를 이재용 부회장(상속인)이 상속받는다면.....

이건희 회장이 보유하고 있던 삼성전자 지분 3.38%를 이재용 부회장이 상속받는다면, 이재용 부회장이 보유한 삼성전자의 지분은 3.95%를 소유하게 된다. 삼성전자가 매년 13년 배당한 수준으로 배당하게 되면, 12%의 배당성향으로 이재용 부회장은 연간 852억원을 배당 받는다. 배당소득세를 15.4% 납부한다고 하면, 721억원이 수중에 현금으로 남게 된다.

하지만, 앞서 살펴본 것과 같이 순현금과 이익잉여금이 쌓여있는 상태에서는, 삼성전자는 배당성향을 글로벌 기업들과 유사하게 높이는 방법을 택할 수도 있을 것이다. 동일한 순이익이 발생하고 배당성향을 40%로 높인다고 가정하면, 현금 배당금총액은 7.17조원이며 그 중 2,833억원이 이재용 부회장에게 배당될 것이다. 마찬가지로 배당소득세 15.4%를 고려하면, 2,400억원의 현금이 발생한다.

즉, 이건희 회장 보유 삼성전자 지분에서 발생하는 3.2조원의 상속세 중 1.2조원은 삼성전자의 배당에서 충당이 가능한 수준이다. 약 2조원 가량의 현금이 추가 소요되는데, 현재 이재용회장이 보유하고 있는 삼성SDS의 지분 11.2%의 장외거래 시가총액이 약 1.5조원이다. 즉, 삼성전자가 배당성향을 글로벌 기업들과 유사한 수준으로 높이기만 하더라도, 이재용 부회장의 삼성전자 지분 3.38%의 상속은 무리한 수준은 아닐 것으로 본다.

### Case 2. 이건희 회장 보유 삼성전자 지분 3.38%를 에버랜드에 증여한다면.....

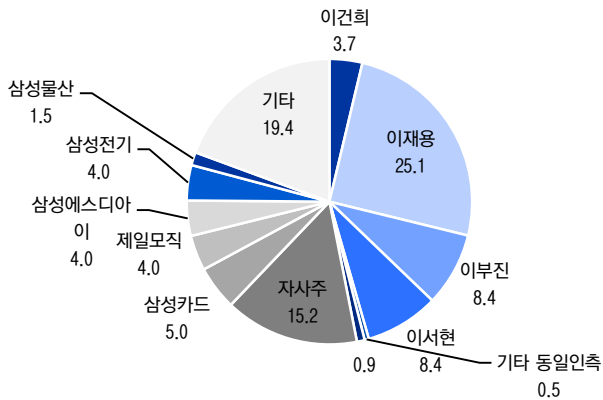
영리법인에 대한 증여세가 발생하는 이슈다. 기존까지 영리법인에 대한 재산 유증하는 경우에는 납부할 상속세를 과세하지 않았으나, 13년 개정된 세법으로 인해 영리법인에 대한 증여세는 상속인 및 직계비속이 보유한 지분을 만큼 증여세를 납세할 의무가 있다. 즉, 이건희 회장이 보유한 삼성전자 지분 3.38% (6.4조원 상당)를 에버랜드에 증여한 경우, 에버랜드의 지분을 41.9% 갖고 있는 이재용 부회장 외 2인이 1.21조원의 증여세를 납부해야 한다. 이재용 부회장 외 2인이 보유하고 있는 삼성SDS의 현재 장외거래가치는 약 2.5조원 가량이라고 한다. 하지만, 이 경우 배당소득세를 이중으로 과세할 수 있다는 점에서 부정적이다.

다만, 이건희 회장이 보유한 삼성전자 지분 3.38% (6.4조원 상당)를 에버랜드에 증여할 경우, 강제적으로 지주회사로 지정될 우려가 있다. 지주회사법으로 일컬어지는 독점규제 및 공정거래에 관한 법률 시행령으로 인해 자산 중 종속기업투자지분 가치가 50%가 넘어서면 지주회사로 인정받는다. 현재 에버랜드의 지분투자회사가치는 7,000억원으로 전체 자산 8.1조원대비 10%가 넘지 않는다. 하지만, 삼성전자 지분 6.4조원 상당이 들어오면 전체 자산은 14.5조원이 되나 투자지분이 7.1조원으로 전체 자산대비 49.0%가 된다. 만일 에버랜드가 일반지주회사로 지정이 된다고 하면, 보유하고 있는 삼성생명 지분을 처분해야 한다.

### Case 3. 이건희 회장 보유 삼성전자 지분 3.38%를 비영리재단에 증여한다면.....

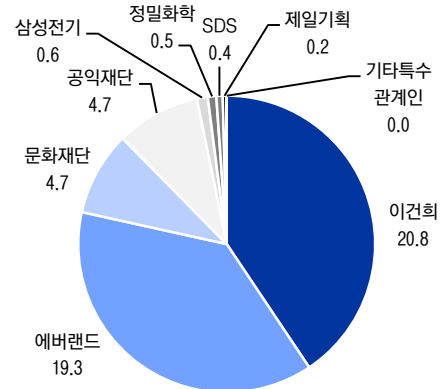
비영리법인이 타인의 증여에 의하여 재산을 취득할 경우로 증여 대상인 재산이 지분일 경우 5% 미만이면, 증여세가 발생하지 않는다. 하지만, 비영리재단에 증여한 재산은 지배력(경영권)을 보존할 수는 있어도, 보유한 재산의 세대간 상속 측면에서는 부정적인 이슈라고 할 수 있다.

[그림25] 현재 에버랜드의 지분구조



자료: 이트레이드증권 리서치본부

[그림26] 현재 삼성생명의 지분구조



자료: 이트레이드증권 리서치본부

#### 4. 삼성생명 지분: 삼성그룹 지배력의 근간, 주의가 필요하다

##### 삼성그룹 지배력의 근간, 지분 처리에 주의가 필요하다 – 삼성생명이 보유한 삼성전자가 핵심

이건희 회장이 삼성그룹을 지배하는 근간에는 삼성생명이 있다는 점을 부정할 수는 없다. 이건희 회장의 삼성생명 최대주주라는 지위로 인해, 삼성생명 예하로 가는 금융계열사뿐만 아니라, 삼성전자 및 삼성물자를 필두로 하는 제조업계열사의 지배력을 확보하고 있다. 따라서, 삼성그룹의 지배력은 삼성생명에서 발생한다고 할 수 있으며, 이건희 회장이 보유한 삼성생명 지분 20.1%를 어떻게 처리해야 할지 심사숙고 해야 할 필요가 있다.

더구나, 삼성생명이 삼성전자 지분과 성격이 다른 이유는 배당을 매우 높일 수 없다는 약점이 존재한다. 삼성생명과 같은 보험업은 정부의 감독 및 유배당 계약자들의 수익 제공 등으로 인해 배당을 마냥 높일 수는 없는 구조다. 따라서, 삼성생명의 경우에는 배당수익 관점에서 상속한다기 삼성생명이 보유한 삼성전자의 지분이 핵심이다.

##### 삼성생명 증여, 에버랜드 이외에는 증여할 곳도 없다

삼성그룹 내에서 삼성생명을 증여할 곳이 마땅치 않다. 그 이유는 금산분리법으로 제조업계열 회사가 금융회사지분을 취득하기가 어렵게 되었으며, 삼성그룹 내 금융계열사에게 삼성생명 지분을 증여하려고 해도, 상호출자 이슈로 인해 쉽사리 증여하기가 힘들다. 삼성생명 지분을 유일하게 증여받을 수 있는 법인이 에버랜드다.

증여의 경우, 상속인과 존비속이 증여를 받는 법인의 지분율만큼 증여세를 내게된다. 상속인인 이재용외 2인이 보유한 에버랜드의 지분은 41.9%로 영리법인에 대한 증여세 1.98조원이 발생할 것이다.

게다가, 이건희 회장이 보유한 삼성생명 지분 20.1%를 에버랜드에 증여함에 따라 애초에 에버랜드에서 보유하고 있던 삼성생명 지분 19.3%와 합산하면 39.4%의 지분이다. 삼성생명 내 1대 주주가 되는 것이다. 금융지주회사법 및 그 시행령으로 인해, 에버랜드는 금융지주회사로 지정될 것이다. 즉, 에버랜드의 자회사로 있는 삼성생명이 보유하고 있는 삼성전자 지분 7.2%를 점진적으로 매각하여야 하는 상황이 발생한다.

##### 삼성생명의 비영리 재단에 기부 – 현실적으로 실현 가능성 낮음

비영리법인이 타인의 증여에 의하여 재산을 취득할 경우로 증여 대상인 재산이 지분일 경우 5% 이상이면, 5%를 초과하는 분에 대한 증여세가 발생한다. 즉, 삼성생명 지분의 20.1%를 증여하는 것이므로 5%를 초과하는 15.1%에 대한 증여세가 발생한다. 증여세는 1.46조원 가량 발생할 것으로 보인다.

또, 비영리재단에 증여한 재산은 지배력(경영권)을 보존할 수는 있어도, 보유한 재산의 세대간 상속 측면에서 역시 부정적인 이슈라고 할 수 있다.

## V. 저평가되고 있는 삼성생명의 본질가치에서 상속세의 자원 마련

### 배당 확보 지배 체제로의 변화 필요성

현재 지분 소유 구조에서 매년 8천억원 이상을 배당으로 조달하는 것은 불가능하다.

이건희 회장이 지난 5년간 삼성생명을 통해 받은 배당 수입은 3천억원 가량에 불과하다. 삼성전자를 통해 받은 지난 5년간의 배당 수입은 그보다 낮은 2천 3백억원 가량이다. 실제 소득세를 제할 경우 이보다 더 낮은 수준의 배당 수입이다.

특히 삼성생명의 경우 지급 여력 비율과 영업이익 규모를 크게 벗어나지 못하는 배당금 지급의 한계로 향후에도 지난 5년에 비해 크게 높은 배당을 기대하기 어렵다.

그러나 삼성전자의 경우는 다르다. 삼성전자는 현재 154조에 달하는 이익잉여금을 쌓고 있으며 올해 연말에는 주당 2만원 가량의 배당을 가정할 때 이익잉여금 규모는 177조 가량, 순현금은 70조에 가깝게 쌓일 전망이다. 다시 말해서 삼성전자의 배당 증가 여력은 차고 넘친다.

그러나 삼성전자는 작년 30조원이 넘는 순이익을 기록했음에도 배당금액은 2.2조원 가량, 배당성향은 7% 가량에 불과했다. 지난 5년 평균 배당성향 7% 가량이다.

이처럼 지금까지 삼성전자의 낮은 배당성향을 초래한 주요 원인으로 삼성생명, 에버랜드, 삼성물산 등 여러 단계를 거쳐 흩어진 지분 구조로 인해 오너 일가에 직접적인 배당 수혜가 돌아갈 수 없었던 점을 꼽을 수 있다.

만약 직접적 지분 소유 비중이 높아진다면 삼성전자는 배당금액이 급격히 증가할 가능성이 높다. 그리고 이재용 부회장 입장에서는 높은 삼성전자 배당금을 통해 상속세원 마련과 추가적인 지배구조 강화 그리고 현금 확보라는 여러 가지 문제를 해결할 수 있다.

결론적으로 이건희 부회장과 에버랜드의 직접적 소유 지분을 확대한다면 향후 삼성전자의 급격한 배당 성향 증가를 기대할 수 있다. 그리고 그 배당 규모는 어마어마한 상속세 규모를 충당할 만큼 막대할 것으로 예상된다.

### 삼성전자에 대한 직접적 소유 지분 확대 필요성

현재 삼성전자의 시가총액은 현재 보통주 215조 가량 우선주 26조 가량이다.

이재용 부회장과 에버랜드가 직접 소유 지분을 확대하기 위해 목표로 삼는 계열사 보유 삼성전자의 지분은 이건희 회장 보유지분 3.38%, 삼성생명 보유 지분 7.6% 그리고 삼성물산 보유 지분 4.1% 가량이다. 각각 7조, 16조, 9조원 가량이다. 물론 이재용 부회장과 에버랜드가 이를 매입할 수 있는 자금은 충분하지 않다.

어떻게 하면 삼성전자의 지분을 확보할 수 있을까?

다시 한번 강조하지만 지금 추정하는 모든 시나리오는 하나의 가설일 뿐이다.

스토리를 그려보자.

### 삼성생명의 인적 분할을 통한 삼성전자 지분 확보 시나리오

앞서 논의한 바와 같이 우선 이견희 회장 보유 지분은 이재용 부회장에게 상속되는 것으로 가정하자. 물론 상속세 부담도 함께.

다음으로 삼성생명 보유 지분이다. 매우 까다로운 절차와 분석이 필요하지만 시나리오의 결론은 심플하다. 바로 삼성생명의 인적 분할이다.

먼저 이재용 부회장에게 이견희 회장의 삼성생명 지분 20.76%가 상속되어야 한다. 그리고 이재용 부회장과 에버랜드는 인적분할된 (가칭) 삼성생명 사업회사 지분과 (가칭) 삼성생명 홀딩스가 보유한 삼성전자 지분을 스왑하는 것이다.

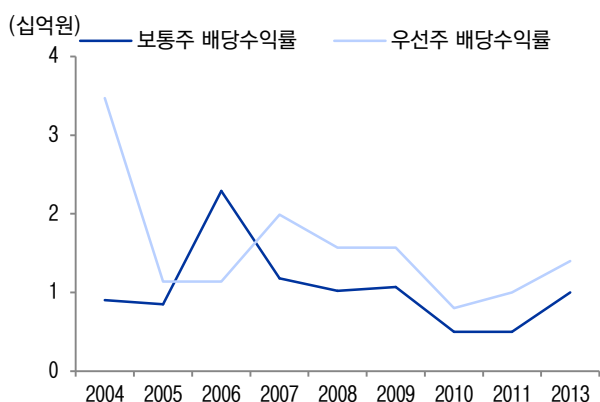
## 1. 저평가되고 있는 삼성생명의 본질가치가 삼성 지배구조 조정의 실마리

### 현저히 저평가되고 있는 삼성생명의 사업가치

삼성생명의 사업가치는 어느 정도가 적정하다고 판단되는가? 삼성생명의 시가총액은 현재 약 20조원 수준으로 보유하고 있는 삼성전자 지분 7.6%의 시가인 14조원, 삼성화재와 삼성카드 등의 지분가치 3조원을 고려 시, 삼성전자 지분을 매각한다고 가정 시, 삼성생명의 사업가치는 3조원에 불과하다는 단순 계산을 할 수 있다. 삼성생명의 ROE가 약 5% 수준이며, 낮은 금리에 따른 역마진 상황이라 사업가치가 낮게 평가할 수 있다고는 하지만, 이를 감안하더라도 사업부문의 가치를 10조원 정도는 감안해야 한다는 사실이 시장 컨센서스인 것처럼 보인다.

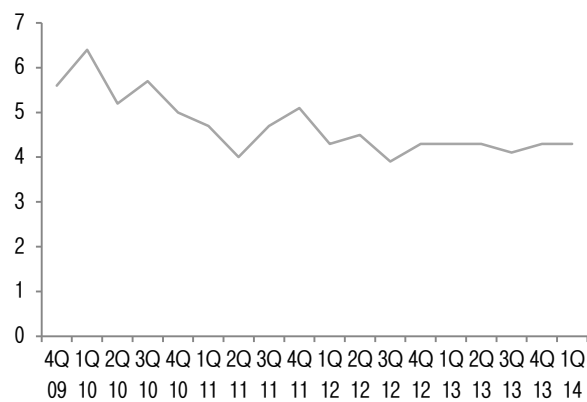
게다가, 삼성전자의 현금배당수익률이 1%에 불과하기 때문에, 삼성생명의 운용자산이익률이 낮을 수 있다고 하면 오버하는 것일까? 따라서, 삼성생명이 보유한 운용자산 중 삼성전자 지분 7.6%가 차지하는 수준은 9.6%이므로, 적지 않은 수준을 차지하고 있는 것으로 보인다. 삼성그룹의 지배구조 이슈로 삼성생명이 보유하고 있는 삼성전자 지분을 처분하면, 삼성생명의 가치 평가는 재평가 될 수 있는 이슈로 생각된다.

[그림27] 삼성전자 배당수익률



자료: 이트레이드증권 리서치본부

[그림28] 삼성생명의 운용자산 이익률



자료: 이트레이드증권 리서치본부

### 삼성생명의 삼성전자 지분은 유배당보험 계약자 이슈로 논란 중

삼성생명의 유배당보험 계약자에 대한 배당 이슈<sup>4</sup>로 삼성생명이 보유하고 있는 삼성전자 지분에 대한 논란이 많다. 삼성생명이 보유주식 매각으로 인하여 차익이 발생하면, 유배당 가입자 몫인 30%만큼 현금으로 돌려줘야 한다. 자본계정과 운용계정이 매도가능금융자산별로 다르겠지만 평가손익 중 계약자 지분조정으로의 배부액이 약 30% 가량되기 때문이다.

유배당보험 가입자의 몫은 재무제표상 계약자 지분조정 항목으로 계상하고 있는데, 2013년말 기준 계약자 지분조정 규모는 5.7조원에 달한다. 계약자 지분조정은 평가익으로 지분매각으로 인한 차익 실현시 유배당 가입자에게 돌아간다. 하지만, 삼성생명에는 6조원에 달하는 현금이 어렵다는 이유로, RBC(지급여력)비율<sup>5</sup>이 낮아지게 된다는 이유로 삼성생명이 보유한 삼성전자 지분을 처분하지 ‘못’ 할 것이라는 예측도 있다.

하지만, 누군가 삼성생명의 삼성전자 지분(7.6%, 15조원 상당)을 인수해 줄 여력만 있다면 유배당보험 계약자 이슈는 넘어설 수 있다고 판단한다. 지분 매각시 유입되는 현금으로 유배당보험 가입자에게 배당으로 유입되는 현금의 32%만큼을 현금으로 배당하면 되기 때문이다. 게다가 유계약자에게 실현이익을 배당하는 건 5년 이내에 해주면 된다. 또 RBC(지급여력) 비율이 낮아지게 된다고 하지만, 유입되는 현금의 68%는 삼성생명에 남게 된다. RBC(지급여력)비율이 낮아질 이슈인가? 현재 삼성생명의 RBC 비율은 355.7%이다. 따라서, 유배당계약자 이슈는 큰 문제가 아니다.

[표3] 14년 1분기 기준 매도가능금융자산평가손익의 배부액 (단위: 십억원)

	평가손익	비중
매도가능금융자산평가손익	19,519.2	100%
계약자지분조정으로의 배부액	5,790.9	29.7%
이연법인세부채로의 배부액	3,322.2	17.0%
기타포괄손익누계액으로의 배부액	10,406.0	53.3%

자료: 이트레이드증권 리서치본부

#### 4 유배당보험 계약자에 대한 배당 이슈

유배당보험 계약은 보험사가 보험을 계약할 당시 보험사가 보험료 운용수익 이외에 별도의 이익이 발생할 경우 가입자에게 배당을 약속한 계약이다. 통상적으로 유배당보험은 무배당보험에 비해 보험료가 통상 10~15%가량 높지만 별도 이익 발생시 배당의무를 지게 된다.

과거 삼성생명의 유배당 계약자 2,802명은 미지급 배당금을 달라며 삼성생명을 상대로 낸 배당금 청구 소송을 진행하였는데, 원고 패소 판결된바 있다. 그 당시 유배당 계약자 2,802명은 삼성생명의 처분이익만 배당하고 평가이익 배당을 유보하여왔다는 이유로, 평가이익에 대한 배당을 청구하였다. 따라서, 삼성생명이 삼성전자의 지분을 정리하게 될 경우, 삼성전자지분에 대해 발생한 평가차익은 실현이익이 되므로, 삼성생명은 이 실현 이익을 유배당 계약자에게 배당해야 한다.

#### 5 RBC (Risk Based Capital) 비율

보험회사에 내재된 다양한 리스크를 체계적이고 계량적으로 파악하여 이에 적합한 자기자본을 보유하게 함으로써 보험회사의 재무건전성을 높이고 미래의 불확실성에 대비하는 건전성 규제다. 가용자본을 요구자본으로 나눈 값이며, 보험사가 예상하지 못한 손실이 생겨도 보험금을 지급할 수 있는 자본이 어느 정도 있는지를 보여주는 지표다. 수치가 높을수록 지급여력이 좋다는 의미다. 14년 3월말 보험사들 평균 RBC비율은 298.5%인 반면, 삼성생명의 RBC비율은 355.7% 수준이다.



### 삼성생명의 인적분할을 기회로 삼성전자 지분을 매입가능

삼성생명을 사업회사와 지분소유회사로 인적 분할하는 과정에서, 상속인(이재용 부회장 등)은 삼성생명이 보유하고 있던 삼성전자의 지분을 매입할 수 있다.

일반적으로 지주회사를 설립할 때, 사업회사와 지분소유회사로 인적 분할 후 최대주주가 보유한 사업회사에 대한 지분을 지분소유회사에 현물 출자하는 과정을 거친다. 최대주주는 사업회사 보유분을 현물 출자하는 반대급부로 지주회사의 지분을 받아오며, 최대주주의 지주회사에 대한 지분율을 높인다.

이와 같은 지주회사 전환의 마법이 동일한 원리로, 삼성생명을 물려받은 1인 상속인(이재용 부회장 가정)이 삼성생명으로부터 삼성전자의 지분을 매입하는 것이 가능하다. 가칭 삼성생명지주회사의 지분 대신 삼성전자의 지분을 받아오더라도 최대 주주는 여전히 1인 상속인이므로 에버랜드는 지주회사 요건에 해당되지 않는다.

삼성생명 역시 사업회사와 지주회사로 인적 분할하고, 최대주주가 갖고 있는 사업회사의 지분을 지주회사에 현물 출자하는 작업을 거친다. 일반적인 지주회사 전환 프로세스와 다른 점은 삼성생명 지주회사의 지분을 받는 것이 아니라, 삼성전자의 지분을 받아오게 된다는 점이 일반적인 지주회사 설립프로세스와는 다른 점이다. 이렇게 하기 위해서는 삼성생명 지주회사에 삼성전자 지분을 포함하여 인적 분할해야 한다.

이 시나리오가 가능한 이유는 삼성그룹의 삼성생명에 대한 지분이 이미 51%를 상회하기 때문이다. 다시 말해서 지주회사에 대한 지분율을 추가로 증대시킬 필요가 없다. 따라서 사업회사의 지분가치는 고스란히 삼성전자의 직접적 소유로 전환시킬 수 있다.

결론적으로 삼성생명의 사업가치 저평가를 해소하고 그 수혜를 통해 삼성전자의 지분을 추가로 확보하는 것이다.

### 에버랜드와 상속인의 삼성전자 지분 LBO (Leveraged Buy Out) 가능성

만약 자본을 반으로 나누어 보험 지주회사를 설립한다고 가정하자.

가칭 삼성생명 홀딩스 가치에 PBR 1배를 적용하고 삼성생명 사업자회사 가치에 PBR 1.2배를 적용할 때 각각의 기업가치는 10조원, 12조원 가량으로 현재 20조원 보다 10% 가량 증가할 것으로 예상된다.

사업 자회사 가치 평가에 프리미엄을 주는 이유는 배당수입이 저조했던 계열회사 지분들을 분할 함에 따라 ROE가 기존 삼성생명보다 두 배 이상 증가할 것으로 예상되기 때문이다. 게다가 향후 운용자산 가운데 삼성전자로부터의 배당 수입이 급증할 것으로 예상됨에 따라 더 높은 가치 기준이 적용될 가능성이 높다.

따라서 사업자회사 가치를 PBR 1.2배 수준으로 평가한다고 할 때 기업가치는 12조원 가량이며 에버랜드와 삼성생명 지분 상속인(예컨대 이재용 부회장)의 지분가치는 4.8조원 가량이 된다. 가칭 삼성생명 홀딩스가 보유한 삼성전자 지분 10조원 가량을 매입하기에는 5.2조원이 부족하다.

따라서 에버랜드와 삼성생명 지분 상속자는 매수 대상인 삼성전자 지분을 담보로 차입을 조달하는 방법을 고려할 수 있다.



### 에버랜드는 지주회사 요건을 회피하는 한편 추가 재원 확보

가칭 삼성생명 홀딩스 가치를 10조원으로 가정하자.

당초 에버랜드의 경우 총 자산규모 8조원 가량 가운데 기존 삼성생명 보유지분 4조원이다.

삼성생명의 분할 및 스왑 이후 가칭 삼성생명 홀딩스 지분가치는 2조원 가량 그리고 삼성생명 사업자회사 지분과 스왑한 삼성전자 지분가치가 2.4조원 가량이 될 것으로 예상되며 차입을 통해 확보한 삼성전자의 지분 또한 2.5조 가량이 되어 총 자산규모는 11조원 가량이 될 전망이다.

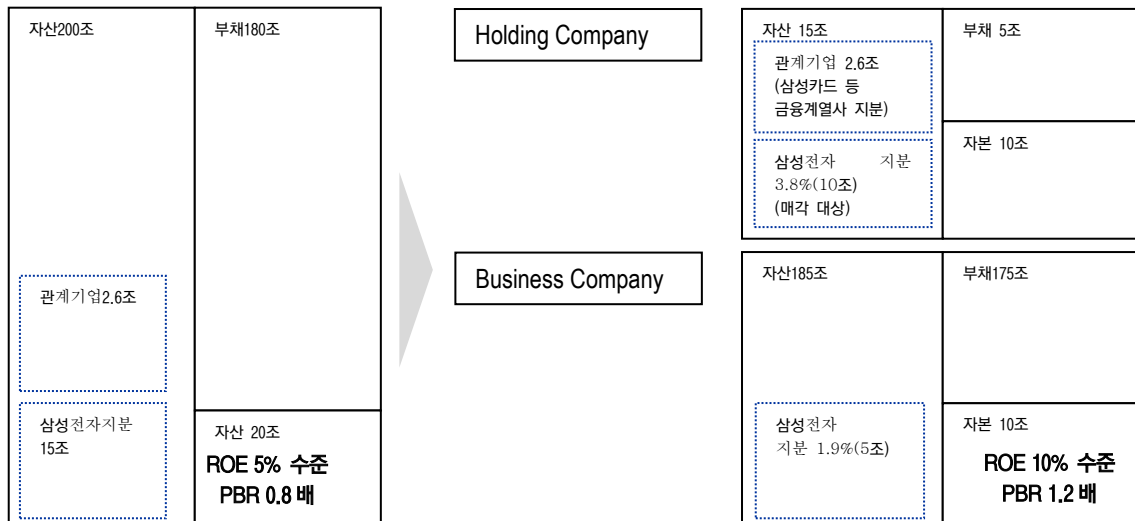
따라서 에버랜드는 스왑 및 LBO 이후 삼성전자의 지분 5조원 가량(지분을 2.4% 가량)이 자산에 포함되어도 지주회사 요건에 해당 되지 않는다.

또한 향후 삼성전자의 배당 확대를 고려할 때 에버랜드는 차입에 따른 이자비용을 제외하고도 막대한 배당 수입이 예상된다.

예컨대 삼성전자의 배당총액이 10조원가량으로 크게 증가할 경우 에버랜드의 해당 배당수익은 2400억 가량이며 이는 2.5조 차입에 대한 이자를 제외하고도 세전으로 연간 1,000억원 이상의 수익 증가가 예상된다.

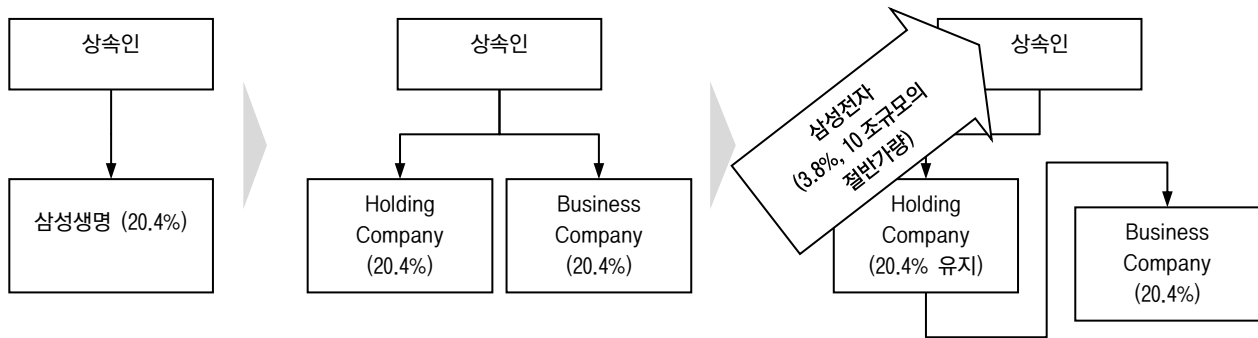
에버랜드는 이를 통해 추가적인 자산 규모 확대가 가능할 것으로 예상되며 향후에도 지주회사 전환 없이 계열사 지분에 대한 자유로운 투자 재원을 확보할 수 있을 것으로 예상된다.

[그림29] 삼성생명의 인적분할 시나리오



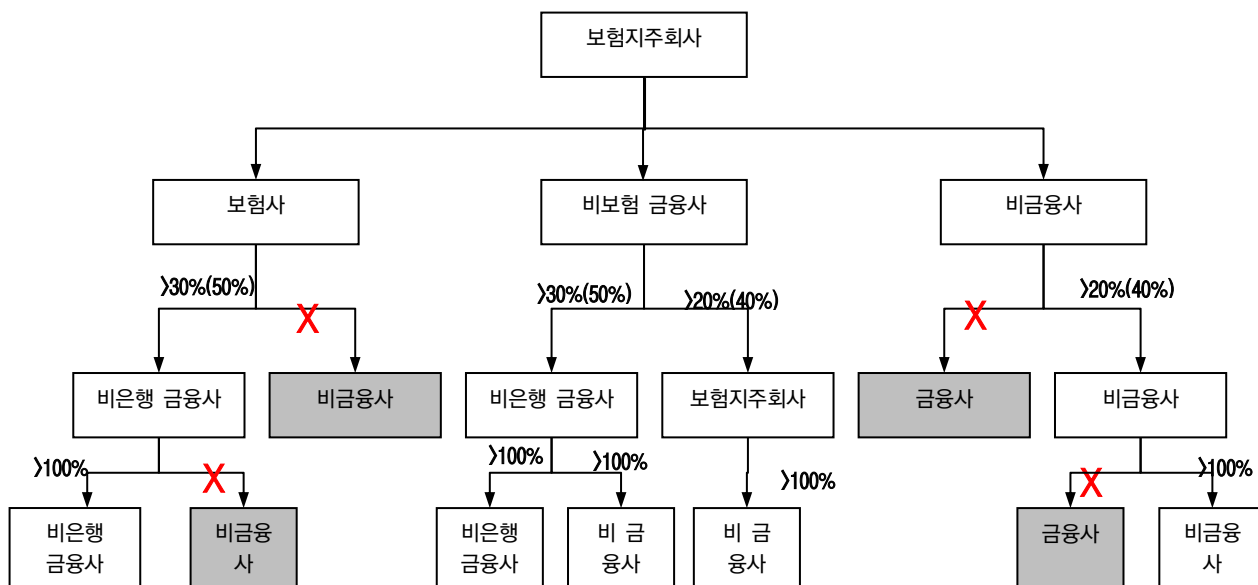
자료: 이트레이드증권 리서치본부

[그림30] 삼성생명의 인적분할 시나리오



자료: 이트레이드증권 리서치본부

[그림31] 보험지주회사 인가 및 행위제한 사항



자료: 이트레이드증권 리서치본부

### 이재용 부회장의 삼성전자 배당 소득과 상속세의 함수 - 삼성전자의 연간 배당총액 17조원

여기서 중요한 점은 이재용 부회장으로 예상되는 지분 상속인도 같은 수혜가 기대된다는 점이다. 이재용 부회장이 이진희 회장의 삼성전자의 지분 3.4%도 상속한 상황이라면 총 삼성전자에 대한 직접적 지분은 기 보유지분 0.6%와 삼성생명 사업자회사 지분 스왑과 차입을 통해 확보한 2.5%를 합쳐 총 6.5% 가량이 될 것으로 예상된다.

마찬가지로 삼성전자의 10조원 배당을 예상할 때 이재용 부회장은 삼성전자를 통해 세전으로 한해 6,500억원에 가까운 배당수입을 기대할 수 있다. 여기에 차입에 대한 이자와 배당소득세 등을 제하면 대략 4,500억원 가량의 수입이 예상된다.

물론 6조원의 예상 상속세에 대하여 2조원의 삼성 SDS지분 매각을 통한 납부를 가정하고 5년간 분납을 가정한 연간 8천억원에는 여전히 부족하다. 순수하게 삼성전자의 배당 수익으로 상속세 납부를 가정한다면 삼성전자의 연간 배당총액은 무려 17조원 가량에 육박하게 된다.

그렇다면 지금부터 삼성전자의 대규모 배당 증대 가능성을 살펴보자

## VI. 삼성전자 배당여력과 배당성향

### 1. 삼성전자 배당여력은 급격히 개선되었으나, 실제 배당은...

#### 잉여현금흐름, 배당여력을 판단하는 잣대

통상적으로 배당여력은 기업의 잉여현금흐름<sup>6</sup>으로 평가한다. 기업이 영업활동에서 벌어들인 현금흐름에서 투자에 사용하고 남은 현금인 잉여현금흐름에서 파악되어야 할 것이다. 배당은 기업의 이익을 원천으로 지급되며, 이익은 배당 이외에도 설비투자 등과 같은 중요한 용도가 있기 때문에, 기업이 영업활동에서 벌어들인 현금흐름에서 투자에 사용하고 남은 현금흐름인 잉여현금흐름관점에서 보는 것이 옳을 것으로 판단된다.

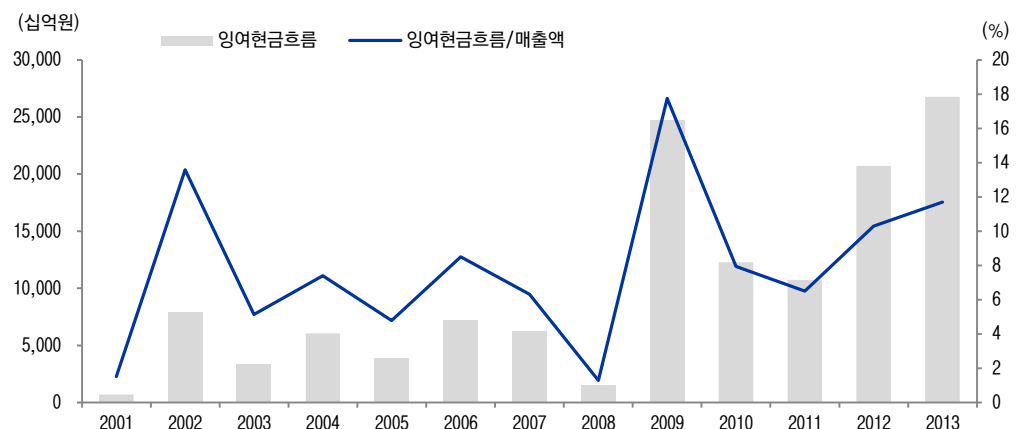
#### 급격하게 증가한 삼성전자의 배당여력 대비 떨어져 온 배당성향

삼성전자의 잉여현금흐름은 2009년부터 급격하게 증가하였다. 2008년 이후 삼성전자의 잉여현금흐름은 약 25조원대로 과거 5조원 수준의 잉여현금흐름이 발생하던 상황대비, 확연히 증가하였다고 할 수 있다.

하지만, 그에 반해 배당총액과 배당성향이 크게 개선되지는 않은 것으로 보인다. 배당성향이 떨어져왔던 이유는 삼성전자의 순이익은 증가한 반면, 삼성전자의 주당 배당금이 중간 배당 500원, 기말배당이 5,000원이라는 틀을 벗어나지 않은 때문이다. 삼성전자가 영위하고 있는 IT산업(특히, 반도체)이 대규모 CAPEX 투자 시점이 중요하다는 측면에서 배당을 최소화하는 것이 유리한 것도 있지만, 전술한 바와 같이 지배구조 이슈도 컸을 것으로 예상된다.

현 상황에서 배당을 실시하게 되면, 삼성전자를 지배하고 있는 최대주주 일가의 소유권 자체가 적기 때문에 배당의 실익이 적기 때문이다.

[그림32] 삼성전자의 잉여현금흐름, 잉여현금흐름/매출액

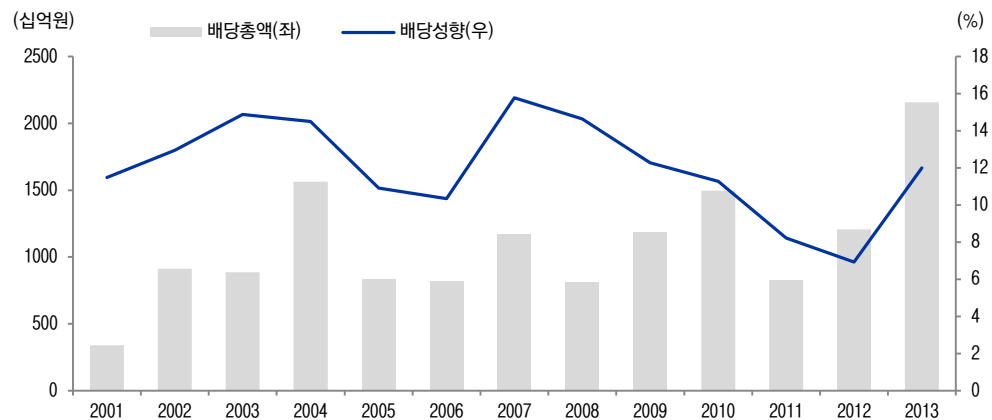


주) 별도기준

자료: Dataguide, 이트레이드증권 리서치본부

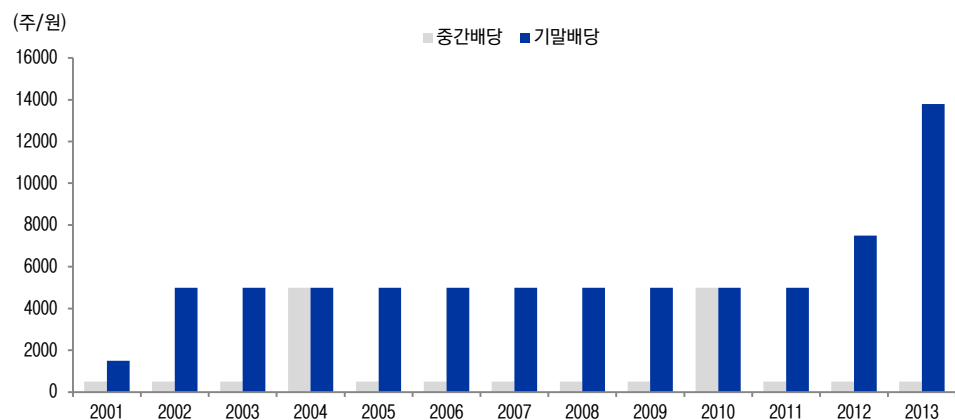
<sup>6</sup> 잉여현금흐름(FCF) = 세후영업이익 + 감가상각비 - CAPEX - 운전자본 증가

[그림33] 삼성전자의 배당총액 및 배당성향



자료: 사업보고서, 이트레이드증권 리서치본부

[그림34] 삼성전자의 보통주 주당 배당금 추이



자료: 사업보고서, 이트레이드증권 리서치본부

## 2. 삼성전자의 배당증가 시점과 규모가 문제

### 삼성전자의 배당증가 시점은...

삼성전자의 배당증가 시점은 최대주주일가가 배당의 수혜를 받을 수 있는 시점이 아닐까 조심스레 예측해본다. 하지만, 우리가 예측한 시나리오대로 삼성생명이 보유한 삼성전자의 지분을 최대주주 일가가 취득하기 위해서는 삼성전자의 주가가 오르는 상황은 좋지 않기 때문에, 삼성생명의 인적분할 및 지분교환은 빠르게 이루어질 가능성이 크다.

### 삼성전자의 예상 배당규모는 상속세를 커버하는 수준 이상일 것

삼성전자의 상속 관점에서는, 상속인들(이재용 등)의 보유 현금에 대해 정확히 알 수는 없지만, 상속인들의 상속세(증여세)를 커버하는 수준 이상이 될 것이라고 예상해본다. 그들도 재산을 소유한 자연인이다.

## 기업분석



삼성전자      (005930):    주주환원 정책이 기대된다. 주주가 되자      38

# 삼성전자 (005930)

2014. 6. 2 반도체

## Strong Buy(upgrade)

Analyst 김지웅, 김준섭

02.3779-8808,8919

jwkim@etrade.co.kr, jskim@etrade.co.kr



## 주주 환원 정책이 기대된다. 주주가 되자.

### 상속세원 확보를 위한 현금 마련 필요성

상속을 받으면 50%에 달하는 세금을 내야 한다. 분할 납부를 하든 상속 재산을 처분하든 자금 출처가 분명한 돈이어야 한다. 그룹 승계 차원에서 상속 지분을 처분한다는 것은 지배의 약화를 의미한다. 상속이 중요한 변화의 계기다.

### 소유를 통한 경영 체제를 유지하려면 지분 확보를 통한 배당 수입 필요

배당소득에 대한 세금을 제외하더라도 여전히 핵심적인 현금 확보 수단은 안정적인 지분 확보를 통한 배당 소득이다. 상속을 위해 지분을 매각하면 경영권도 약화될뿐더러 배당 소득도 사라진다.

### 기존과 차원이 다른 규모의 배당 증가 가능성

이건희 회장이 지난 5년간 삼성생명을 통해 받은 배당 수입은 3천억원 가량에 불과하다. 삼성전자를 통해 받은 지난 5년간의 배당 수입은 그보다 낮은 2천3백억원 가량이다. 실제 소득세를 제할 경우 이보다 더 낮은 수준의 배당 수입이다. 만약 이건희 회장 재산을 모두 상속받을 경우 예상되는 상속세 규모는 6조원 가량에 육박하며 이를 상속 이후 5년 내 납부해야 한다.

### 올해와 내년 BPS 평균에 PBR 2.0배 적용, 투자조건 및 목표주가 상향

삼성 그룹 내 가장 배당 여력이 큰 회사는 삼성전자다. 배당성향을 상향하는 회사는 두 가지 차원에서 가치평가 기준이 개선된다. 1) 배당이익 그 자체와 2) 적용 PER 배수 상향이다. 삼성 그룹 지배구조 변화는 삼성전자의 배당 증대로 이어질 가능성이 높다. 향후 삼성전자의 배당성향은 40% 이상, 총 배당 금액은 10조원 이상 증가할 것으로 예상된다.

목표주가: 2,200,000원  
현재주가: 1,443,000원

### Stock Data

KOSPI(5/30)	1,994.96pt
시가총액	2,125,529억원
발행주식수	147,299천주
액면가	5,000원
52주 최고가 / 최저가	1,217,000/1,540,000원
90일 일평균 거래대금	3,083억원
외국인 지분율	50.9%
배당수익률(14.12E)	1.4%
BPS(14.12E)	1,025,670원

### 주주구성

이건희 외 12인	17.7%
국민연금공단	7.7%

### Stock Data



### Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2012	201,104	29,049	29,915	23,845	157,403	73.2	44,671	9.7	4.9	2.2	21.6
2013	228,693	36,785	38,364	30,475	225,677	43.4	53,230	6.1	3.4	1.6	22.8
2014E	218,312	34,262	39,481	31,121	234,056	3.7	53,592	6.2	3.2	1.4	19.5
2015E	220,495	34,508	39,488	31,168	225,998	-3.4	55,723	6.4	2.6	1.2	16.5
2016E	222,700	34,822	39,925	31,513	227,879	0.8	57,119	6.3	2.3	1.1	14.8

자료: 이트레이드증권 리서치본부

## I. 각 사업부별 실적 및 전망

### 1. IM 사업부

[표1] IM 사업부 실적 추정

(단위: 십억원)

	2013 P				2014 E					
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	2013	2014
매출액	32,820	35,540	36,570	33,890	32,440	34,079	32,047	29,970	138,820	128,535
무선사업부	31,770	34,580	35,198	32,170	31,360	32,804	30,772	28,695	133,719	123,630
Q/Q, Y/Y	7.3%	8.8%	1.8%	-8.6%	-2.5%	4.6%	-6.2%	-6.7%	31.6%	-7.5%
모바일	31,770	34,580	35,198	32,170	31,360	32,804	30,772	28,695	133,719	123,630
기타	1,050	960	1,372	1,720	1,080	1,275	1,275	1,275	5,101	4,905
영업이익	6,510	6,280	6,700	5,470	6,430	5,759	5,129	4,501	24,960	21,819
모바일	6,756	6,432	6,541	5,470	6,176	5,814	5,180	4,548	25,198	21,718
영업이익률	19.8%	17.7%	18.3%	16.1%	19.8%	16.9%	16.0%	15.0%	18.0%	17.0%
모바일	21.3%	18.6%	18.6%	17.0%	19.7%	17.7%	16.8%	15.8%	18.8%	17.6%
모바일출하량(백만)	120.6	120.7	128.8	127.8	127.4	128.2	124.2	118.4	498	498
Y/Y	25.8%	23.5%	19.2%	6.0%	5.6%	6.2%	-3.6%	-7.3%	17.9%	0.0%
Q/Q	0.1%	0.1%	6.7%	-0.8%	-0.3%	0.6%	-3.2%	-4.6%		
핸셋 출하량(백만)	108.1	108.3	115.8	112.8	111.4	112.5	106.9	97.7	445.0	428.4
Q/Q, Y/Y	-4.1%	0.2%	6.9%	-2.7%	-1.2%	1.0%	-5.0%	-8.6%	9.2%	-3.7%
스마트 폰	68.6	75.1	84.8	83.0	87.6	91.1	86.5	77.9	312	343
Q/Q, Y/Y	3.9%	9.6%	12.9%	-2.1%	5.5%	4.0%	-5.0%	-10.0%	42.8%	10.1%
피쳐 폰	39.5	33.2	31.0	29.8	23.8	21.4	20.4	19.8	133	85
Q/Q, Y/Y	-15.3%	-16.0%	-6.6%	5.8%	-20.0%	-10.0%	-5.0%	-2.5%	-29.5%	-36.0%
태블릿 + PC	12.5	12.4	13.0	15.0	16.0	15.7	17.3	20.7	53	70
Q/Q, Y/Y	60.5%	-0.8%	4.8%	15.4%	2.0%	-1.9%	10.1%	20.0%	220.8%	31.8%
비중	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
스마트 폰	57%	62%	66%	65%	69%	71%	70%	66%	63%	69%
피쳐 폰	33%	27%	24%	23%	19%	17%	16%	17%	27%	17%
태블릿 + PC	10%	10%	10%	12%	13%	12%	14%	18%	11%	14%
리테일 모바일 ASP (\$)	278	313	308	296	283	302	295	288	299	292
Q/Q, Y/Y	0.8%	12.6%	-1.6%	-4.0%	-4.3%	6.6%	-2.2%	-2.3%	18.0%	-2.2%
스마트 폰	377	407	374	357	319	340	330	320	379	327
Q/Q, Y/Y	-6.9%	8.2%	-8.2%	-4.6%	-10.5%	6.5%	-3.0%	-3.0%	-4.2%	-13.6%
피쳐 폰	73	72	58	48	44	44	43	43	63	43
Q/Q, Y/Y	2.3%	-1.3%	-19.8%	-16.8%	-8.7%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-12.6%	-31.1%
태블릿 + PC	384	386	473	448	439	430	417	405	423	423
Q/Q, Y/Y	-5.6%	0.7%	22.4%	-5.3%	-2.0%	-2.0%	-3.0%	-3.0%	-10.0%	0.0%
적용 환율	948	915	888	852	870	849	840	840	901	850
Q/Q, Y/Y	6.4%	-3.5%	-3.0%	-4.0%	2.2%	-2.5%	-1.0%	0.0%	-5.1%	-5.6%

자료: 이트레이드증권 리서치본부

## 2. 반도체 사업부

[표4] 반도체 사업부 실적 추정

(단위: 십억원)

	2013 P				2014 E					
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	2013	2014
<b>매출</b>	<b>8,578</b>	<b>8,680</b>	<b>9,741</b>	<b>10,440</b>	<b>9,392</b>	<b>9,900</b>	<b>10,047</b>	<b>10,275</b>	<b>37,439</b>	<b>39,614</b>
QoQ/YoY	-10.6%	1.2%	12.2%	7.2%	-10.0%	5.4%	1.5%	2.3%	7.3%	5.8%
메모리	5,124	5,701	6,373	6,521	6,291	6,602	6,688	6,832	23,719	26,413
DRAM	2,609	3,009	3,479	3,875	3,758	3,961	3,890	3,847	12,972	15,456
NAND	2,515	2,692	2,894	2,646	2,533	2,641	2,798	2,985	10,747	10,957
시스템 LSI 외	3,454	2,979	3,368	3,919	3,101	3,298	3,359	3,443	13,720	13,201
<b>매출비중</b>										
DRAM	30%	35%	36%	37%	40%	40%	39%	37%	35%	39%
NAND	29%	31%	30%	25%	27%	27%	28%	29%	29%	28%
시스템 LSI 외	40%	34%	35%	38%	33%	33%	33%	34%	37%	33%
계	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
<b>영업이익</b>	<b>1,071</b>	<b>1,760</b>	<b>2,060</b>	<b>1,989</b>	<b>1,948</b>	<b>2,332</b>	<b>2,742</b>	<b>3,214</b>	<b>6,880</b>	<b>10,236</b>
QoQ/YoY	-24.6%	64.3%	17.0%	-3.4%	-2.1%	19.7%	17.6%	17.2%	65.0%	48.8%
DRAM	266	767	1,064	1,226	1,220	1,450	1,577	1,720	3,323	5,967
NAND	376	722	870	570	520	589	801	1,055	2,538	2,965
시스템 LSI 등	429	271	126	193	208	293	364	439	1,019	1,304
<b>영업이익 비중</b>										
DRAM	25%	44%	52%	62%	63%	62%	58%	54%	48%	58%
NAND	35%	41%	42%	29%	27%	25%	29%	33%	37%	29%
시스템 LSI 등	40%	15%	6%	10%	11%	13%	13%	14%	15%	13%
계	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
<b>영업이익률</b>	<b>12.5%</b>	<b>20.3%</b>	<b>21.1%</b>	<b>19.1%</b>	<b>20.7%</b>	<b>23.6%</b>	<b>27.3%</b>	<b>31.3%</b>	<b>18.4%</b>	<b>25.8%</b>
DRAM	10.2%	25.5%	30.6%	31.6%	32.5%	36.6%	40.5%	44.7%	25.6%	38.6%
NAND	15.0%	26.8%	30.1%	21.5%	20.5%	22.3%	28.6%	35.3%	23.6%	27.1%
시스템 LSI 등	12.4%	9.1%	3.7%	4.9%	6.7%	8.9%	10.8%	12.8%	7.4%	9.9%
<b>Shipment %</b>										
DRAM	-6.0%	5.1%	15.1%	14.3%	3.2%	15.1%	2.0%	2.0%	24.9%	38.9%
NAND	4.8%	7.5%	11.7%	4.1%	5.3%	17.6%	10.0%	10.0%	51.4%	42.2%
시스템 LSI	-12.2%	-8.3%	19.3%	22.0%	-22.1%	8.8%	2.8%	2.8%	19.3%	4.2%
<b>ASP %</b>										
DRAM	0.0%	7.5%	2.5%	1.5%	-7.0%	-7.0%	-3.0%	-3.0%	-3.2%	-10.9%
NAND	-6.3%	-2.5%	-1.8%	-8.5%	-10.0%	-10.0%	-3.0%	-3.0%	-22.9%	-25.4%
시스템 LSI	-10.5%	-9.4%	-4.0%	-0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-18.7%	-4.6%
<b>원가 %</b>										
DRAM	-2.3%	-10.8%	-4.5%	0.0%	-8.1%	-12.7%	-9.0%	-9.8%	-18.7%	-26.5%
NAND	-6.4%	-16.1%	-6.1%	2.6%	-8.9%	-12.0%	-10.9%	-12.1%	-32.5%	-28.8%
시스템 LSI	-2.1%	-5.7%	2.4%	-2.0%	-2.4%	-2.4%	-2.4%	-2.4%	-11.9%	-7.6%
<b>환율%</b>	<b>1.3%</b>	<b>2.2%</b>	<b>-2.0%</b>	<b>-4.0%</b>	<b>1.1%</b>	<b>-1.5%</b>	<b>-0.7%</b>	<b>0.0%</b>	<b>-2.3%</b>	<b>-3.9%</b>

자료: 이트레이드증권 리서치본부



[표5] 미세화 공정 구성비

(단위: %)

DRAM	공정(nm)	2013P				2014E			
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
	46	10	10						
	38	50	50	45	40	30	20	10	
	28	40	40	50	50	50	50	50	50
	25			5	10	20	30	40	50
	계	100	100	100	100	100	100	100	100
NAND	32								
	26	10							
	21	90	100	90	60	50	40	30	20
	18			10	40	50	60	65	60
	16							5	20
	계	100	100	100	100	100	100	100	100

자료: 이트레이드증권 리서치본부

### 3. 디스플레이 사업부

[표6] 디스플레이 사업부 실적 추정

(단위: 십억원)

	2013 P				2014 E					
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	2013	2014
매출	7,110	8,180	8,090	6,445	6,103	6,882	6,863	6,563	29,825	26,412
Q/Q, Y/Y	-8.3%	15.0%	-1.1%	-20.3%	-5.3%	12.8%	-0.3%	-4.4%	-9.6%	-11.4%
LCD	4,117	3,828	3,598	3,075	2,835	3,124	3,217	3,282	14,618	12,458
Q/Q, Y/Y	0.1%	-7.0%	-6.0%	-14.5%	-7.8%	10.2%	3.0%	2.0%	-29.7%	-14.8%
OLED	2,993	4,352	4,492	3,369	3,268	3,758	3,646	3,281	15,207	13,953
Q/Q, Y/Y	-17.7%	45.4%	3.2%	-25.0%	-3.0%	15.0%	-3.0%	-10.0%	24.6%	-8.2%
영업이익	770	1120	980	132	(81)	210	195	154	3002	479
LCD	156	89	39	(171)	(221)	(166)	(151)	(141)	114	(679)
OLED	614	1031	941	303	141	376	346	295	2888	1158
영업이익률	10.8%	13.7%	12.1%	2.0%	-1.3%	3.0%	2.8%	2.4%	10.1%	1.8%
LCD	3.8%	2.3%	1.1%	-5.6%	-7.8%	-5.3%	-4.7%	-4.3%	0.8%	-5.5%
OLED	20.5%	23.7%	20.9%	9.0%	4.3%	10.0%	9.5%	9.0%	19.0%	8.3%
LCD 출하량(천개)	43,136	42,705	43,559	44,430	42,208	47,695	48,649	49,622	173,829	188,175
Q/Q, Y/Y	-3.0%	-1.0%	2.0%	2.0%	-5.0%	13.0%	2.0%	2.0%	-1.4%	8.3%
LCD ASP (\$)	101	98	93	81	77	77	79	79	93	78
Q/Q, Y/Y	-3.0%	-2.7%	-5.0%	-12.7%	-5.0%	0.0%	2.0%	0.0%	-16.9%	-16.4%
적용환율 (평균)	948	915	888	852	870	849	840	840	901	850
Q/Q, Y/Y	6.4%	-3.5%	-3.0%	-4.0%	2.2%	-2.5%	-1.0%	0.0%	-14.0%	-5.6%

자료: 이트레이드증권 리서치본부

## II. 전사 실적 전망

[표7] 삼성전자 사업부별 실적 추정

(단위: 조원)

매출액	2013				2014						
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	2012	2013	2014
가전	11.24	12.78	12.05	14.27	11.32	13.15	12.40	14.69	51.11	50.33	51.81
VD	7.43	7.94	7.68	10.07	7.39	8.59	8.10	9.59	35.04	33.12	33.66
IT&Mobile	32.82	35.54	36.57	33.89	32.44	34.08	32.05	29.97	105.84	138.82	128.53
무선	31.77	34.58	35.20	32.17	31.36	32.80	30.77	28.69	101.64	133.72	123.63
반도체	8.58	8.68	9.74	10.44	9.39	9.90	10.05	10.28	34.89	37.44	39.61
메모리	5.12	5.70	6.37	6.52	6.29	6.60	6.69	6.83	20.80	23.72	26.41
디스플레이	7.11	8.18	8.09	6.44	6.10	6.88	6.86	6.56	33.00	29.82	26.41
기타	(6.88)	(7.72)	(7.37)	(5.76)	(5.57)	(8.60)	(7.65)	(5.98)	(24.38)	(27.73)	(27.81)
<b>합계</b>	<b>52.87</b>	<b>57.46</b>	<b>59.08</b>	<b>59.28</b>	<b>53.68</b>	<b>55.41</b>	<b>53.71</b>	<b>55.52</b>	<b>201.11</b>	<b>228.69</b>	<b>218.32</b>
<b>영업이익</b>											
가전	0.23	0.43	0.35	0.66	0.19	0.46	0.37	0.70	2.33	1.67	1.77
IT&Mobile	6.51	6.28	6.70	5.47	6.43	5.76	5.13	4.50	19.41	24.96	21.82
반도체	1.07	1.76	2.06	1.99	1.95	2.33	2.74	3.21	4.17	6.89	10.24
디스플레이	0.77	1.12	0.98	0.13	(0.08)	0.21	0.20	0.15	3.22	3.00	0.48
기타	0.20	(0.06)	0.07	0.08	0.00	0.00	0.00	0.00	(0.08)	0.27	0.01
<b>합계</b>	<b>8.78</b>	<b>9.53</b>	<b>10.16</b>	<b>8.33</b>	<b>8.49</b>	<b>8.76</b>	<b>8.44</b>	<b>8.57</b>	<b>29.05</b>	<b>36.79</b>	<b>34.26</b>
<b>영업이익률</b>											
가전	2.0%	3.4%	2.9%	4.6%	1.7%	3.5%	3.0%	4.8%	4.6%	3.3%	3.4%
IT&Mobile	19.8%	17.7%	18.3%	16.1%	19.8%	16.9%	16.0%	15.0%	18.3%	18.0%	17.0%
반도체	12.5%	20.3%	21.1%	19.1%	20.7%	23.6%	27.3%	31.3%	12.0%	18.4%	25.8%
디스플레이	10.8%	13.7%	12.1%	2.0%	-1.3%	3.0%	2.8%	2.4%	9.8%	10.1%	1.8%
<b>전체</b>	<b>16.6%</b>	<b>16.6%</b>	<b>17.2%</b>	<b>14.1%</b>	<b>15.8%</b>	<b>15.8%</b>	<b>15.7%</b>	<b>15.4%</b>	<b>14.4%</b>	<b>16.1%</b>	<b>15.7%</b>
<b>세전이익</b>	<b>9.05</b>	<b>9.83</b>	<b>10.24</b>	<b>9.25</b>	<b>9.65</b>	<b>10.20</b>	<b>9.67</b>	<b>9.66</b>	<b>29.92</b>	<b>38.36</b>	<b>39.18</b>
<b>순이익</b>	<b>7.15</b>	<b>7.77</b>	<b>8.24</b>	<b>7.30</b>	<b>7.57</b>	<b>8.05</b>	<b>7.64</b>	<b>7.62</b>	<b>23.85</b>	<b>30.47</b>	<b>30.88</b>

자료: 이트레이드증권 리서치본부

### III. Valuation 및 투자의견

#### 상속세원 확보를 위한 현금 마련 필요성 1) 지배구조 개선 2) 배당 증가

상속을 받으면 50%에 달하는 세금을 내야 한다. 분할 납부를 하든 상속 재산을 처분하든 자금 출처가 분명한 돈이어야 한다. 그룹 승계 차원에서 상속 지분을 처분한다는 것은 지배권 약화를 의미한다. 결국 세금 납부를 위한 그룹 지배체제를 확보해야 한다.

이건희 회장의 경우 삼성생명 지분 21% 가량을 보유한 최대주주로서 배당을 통한 현금 확보가 가능했다. 삼성생명의 경우 2011년부터 올해까지 5년간 각각 2000원, 2000원, 1500원, 850원, 850원의 현금 배당을 실시했다. 그럼에도 불구하고 지난 5년간 이건희 회장이 삼성생명으로부터 받은 배당금액은 세전 3천억원 가량에 불과하다. 삼성전자로부터의 배당은 이보다 적은 5년간 2천3백억원 수준이다.

실제 소득세를 제할 경우 이보다 더 낮은 수준의 배당 수입이다. 만약 이건희 회장 재산을 모두 상속받을 경우 예상되는 상속세 규모는 6조원 가량에 육박한다. 상속 이후 5년 내 납부해야 한다. 기존과는 차원이 다른 배당 수입이 필요하다. 따라서 지배구조의 변화가 예상된다.

배당소득에 대한 세금을 제외하더라도 여전히 핵심적인 현금 확보 수단은 안정적 지분 확보를 통한 배당 소득이다. 상속을 위해 지분을 매각하면 경영권도 약화될뿐더러 배당 소득도 사라진다.

삼성 그룹 내 가장 배당 여력이 큰 회사는 물론 삼성전자다. 올해 말 예상 보유 순현금은 67조원에 달할 전망이다. 즉, 삼성전자에 대한 직접적 소유 지분을 확대하고 삼성전자의 배당금을 증대시킬 것으로 예상된다.

배당성향, 배당금을 상향하는 회사는 두 가지 차원에서 가치평가 기준이 개선된다. 1) 배당이익 그 자체와 2) PER 멀티플 개선에 따른 주주 가치 증대다.

#### 무수한 시나리오의 가이드 라인 - 1) 경영권 강화를 위한 지분 확보 2) 배당 소득 증대

상속세를 피하려면 상속을 받지 않으면 된다. 이는 경영에 있어 소유를 포기한 지배구조로의 전환을 의미한다. 앞서 살펴본 바와 같이 지금까지 사례로 볼 때 현재 삼성그룹이 소유와 경영 분리를 선택할 것으로 예상되지 않는다. 따라서 이건희 회장의 지분은 상속될 가능성이 높으며 특히 삼성전자 지분의 경우 직접적 지분 소유 가능성이 높다.

여러 시나리오 가운데 현실적인 가능성은 1) 삼성전자의 에버랜드 증여와 삼성생명의 상속 그리고 2) 삼성전자와 삼성생명 지분 모두 상속하는 방안이다. 두 가지 시나리오를 포함 다양한 시나리오에서도 삼성전자에 대한 지분 확보 후 배당 증대를 통한 상속세원 마련이라는 가이드 라인을 벗어날 가능성은 낮다.

물론 시나리오는 시나리오일 뿐이다. 중요한 것은 오너 일가가 상속을 계기로 배당을 통한 현금 확보의 필요성이 높아졌다는 점이며 이를 위해 삼성그룹 지배구조 개선과 주주 환원 정책 실행 가능성이 높아졌다는 점이다.

**현재 수익 규모에서 급감하는 ROE – 2015년 이후 배당성향 40%, 주당 8만원 배당 기대**

삼성전자의 가치평가 기준에서 큰 문제는 ROE의 급격한 둔화다.

현재 수익규모를 유지할 경우 배당성향을 40% 가량, 배당총액을 12조 이상으로 대폭 증가하여도 이를 피할 수 없다.

물론 이익이 크게 증가하는 과정이 부정적인 것은 아니다. 다만 기업의 가치평가 기준에 있어 ROE의 둔화는 PBR 배수의 하향 조정 요인이다. 즉, 주주 가치 수익성이 둔화되는 부분에 대한 할인이다.

삼성전자는 막대한 규모의 이익과 보유현금으로 인해 배당성향을 20%대로 유지하거나 40%대로 유지할 경우 ROE의 차이가 나지 않을 정도다. 이렇게 불가피한 ROE 둔화는 향후 배당증가의 당위성을 더욱 높이게 된다.

따라서 향후 삼성전자의 배당성향을 40% 가량으로 예상하며 2015년 이후 주당 80,000원 이상의 배당을 기대한다.

[표8] 삼성전자 현재 수익규모 유지할 경우 향후 20% 내외 배당성향 가정 배당 규모 및 ROE 추이 예상

	2013.12Y	2014.12Y	2015.12Y	2016.12Y	2017.12Y	2018.12Y	2019.12Y	2020.12Y
<b>현금배당(당기발생, 십억원)</b>	<b>2,156</b>	<b>3,016</b>	<b>4,523</b>	<b>6,030</b>	<b>7,538</b>	<b>7,570</b>	<b>7,653</b>	<b>7,734</b>
보통주배당금(십억원)	1,872	2,618	3,926	5,235	6,544	6,567	6,639	6,710
우선주배당금(십억원)	285	398	597	795	994	1,002	1,014	1,024
<b>보통주 주당배당금(원)</b>	<b>14,310</b>	<b>20,010</b>	<b>30,010</b>	<b>40,010</b>	<b>50,010</b>	<b>50,180</b>	<b>50,730</b>	<b>51,270</b>
<b>배당성향</b>	<b>7.1%</b>	<b>9.7%</b>	<b>14.5%</b>	<b>19.1%</b>	<b>23.7%</b>	<b>23.7%</b>	<b>23.7%</b>	<b>23.7%</b>
우선주주당배당금(원)	14,310	20,010	30,010	40,010	50,010	50,490	51,050	51,590
<b>수정 ROE (%)</b>	<b>22.6%</b>	<b>18.8%</b>	<b>16.0%</b>	<b>14.2%</b>	<b>12.8%</b>	<b>11.8%</b>	<b>10.9%</b>	<b>10.2%</b>

주: IFRS 기준

자료: 이트레이드증권 리서치본부

[표9] 삼성전자 현재 수익규모 유지할 경우 향후 40% 내외 배당성향 가정 배당규모 및 ROE 추이 예상

	2013.12Y	2014.12Y	2015.12Y	2016.12Y	2017.12Y	2018.12Y	2019.12Y	2020.12Y
<b>현금배당(당기발생, 십억원)</b>	<b>2,156</b>	<b>3,016</b>	<b>12,060</b>	<b>12,813</b>	<b>13,567</b>	<b>13,627</b>	<b>13,775</b>	<b>13,921</b>
보통주배당금(십억원)	1,872	2,618	10,470	11,125	11,779	11,822	11,951	12,077
우선주배당금(십억원)	285	398	1,589	1,689	1,788	1,805	1,824	1,844
<b>보통주 주당배당금(원)</b>	<b>14,310</b>	<b>20,010</b>	<b>80,010</b>	<b>85,010</b>	<b>90,010</b>	<b>90,330</b>	<b>91,310</b>	<b>92,280</b>
<b>배당성향</b>	<b>7.1%</b>	<b>9.7%</b>	<b>38.7%</b>	<b>40.7%</b>	<b>42.6%</b>	<b>42.6%</b>	<b>42.6%</b>	<b>42.6%</b>
우선주주당배당금(원)	14,310	20,010	80,010	85,010	90,010	90,890	91,880	92,860
<b>수정 ROE (%)</b>	<b>22.6%</b>	<b>18.8%</b>	<b>16.0%</b>	<b>14.5%</b>	<b>13.4%</b>	<b>12.6%</b>	<b>11.9%</b>	<b>11.2%</b>

주: IFRS 기준

자료: 이트레이드증권 리서치본부

**투자자의견 'Strong Buy'로 상향, 신규 목표주가 220만원 제시 – 삼성전자 우선주에도 관심 필요**

삼성전자의 ROE 하락은 어쩔 수 없다. 이에 따른 Trough Cycle에서 PBR 기준 1.17~1.55배 구간이다.

다만 높은 배당성향 증가에 따른 PER 멀티플 상향 가능성에 주목해야 한다. 기존 IFRS 기준 7% 가량에서 40%를 상회하는 큰 폭의 중기적 배당정책 변화는 PER 멀티플 업그레이드를 가능하게 한다.

PER 밴드의 Mid Cycle 구간은 8.0~9.5배 수준이며 실적 성장이 뒷받침 될 경우 Peak Cycle 구간의 9.5~12.5배까지 적용이 가능하다.

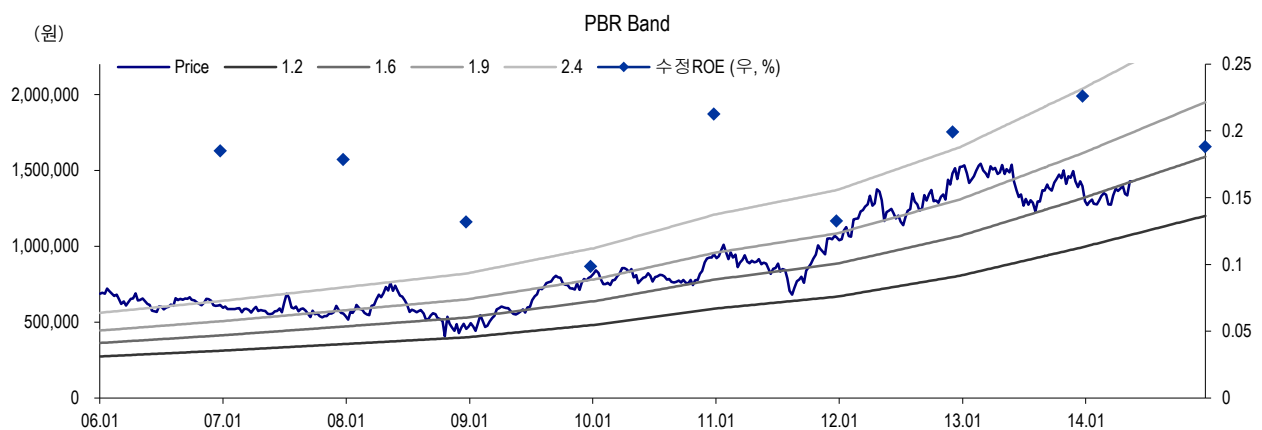
Peak Cycle까지의 업그레이드를 가능케 하는 것은 펀더멘털 실적의 개선과 향후 배당성향의 지속적 개선 여부다.

글쓴이는 향후 5년간의 상속세 납부 이슈 이후로도 삼성전자의 배당 수입을 기반으로 한 지배구조 강화 움직임이 지속될 것으로 전망한다. 이는 경제 민주화 흐름에 의해 소유와 지배를 병행하는 경영 체제를 지속하는 부담이 더욱 증가하기 때문이다. 상속 이슈 이후로도 오너 일가의 현금 확보 필요성은 지속될 것으로 예상되며 이에 따라 삼성전자의 배당 성향 또한 점진적으로 상향될 전망이다. 물론 이는 오너 일가의 삼성전자 직접적 소유 지분 확대와 동시에 진행될 것으로 예상된다.

따라서 PBR Mid Cycle 상단 2.0배를 적용하며 올해와 내년 BPS 평균값을 적용, 신규 목표주가를 기존 1,700,000원에서 2,200,000원으로 29% 상향 제시한다. 이는 현 주가 대비 상승 잠재력 52% 가량에 해당된다. 높은 상승 잠재력을 바탕으로 투자 의견 또한 기존 'Buy'에서 신규 'Strong Buy'로 상향한다.

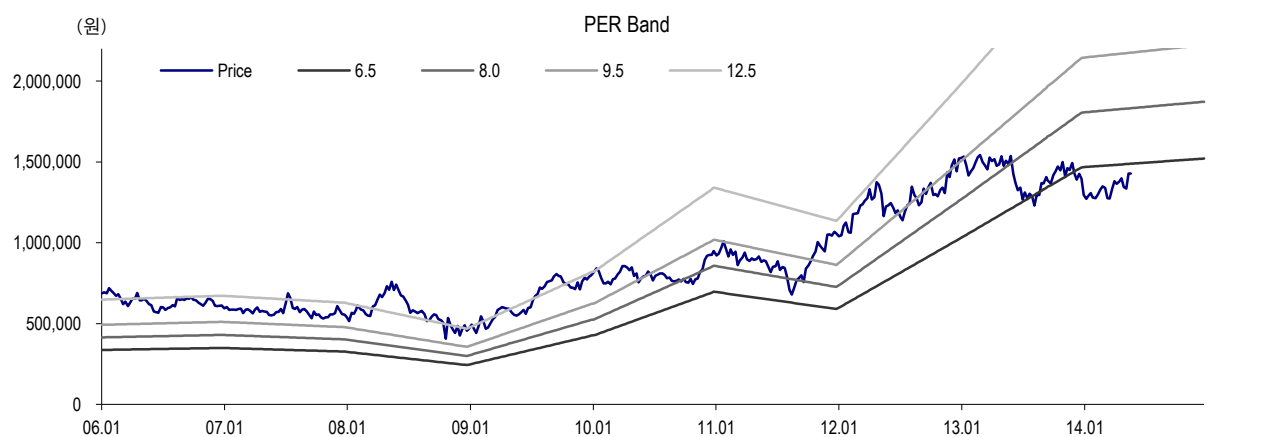
정책적 변화에 따른 주주 가치 증대가 기대된다. 삼성전자의 주주가 되자. 또한 배당 수익률 측면에서 삼성전자 우선주에 대한 관심도 필요하다.

[그림35] 삼성전자 PBR 밴드 및 ROE 추이



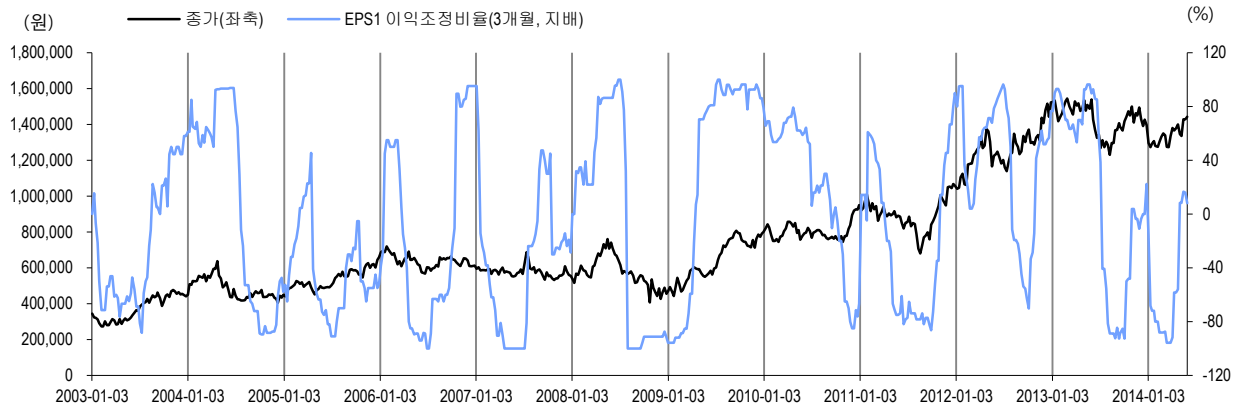
자료: 이트레이드증권 리서치본부

[그림36] 삼성전자 PER 밴드



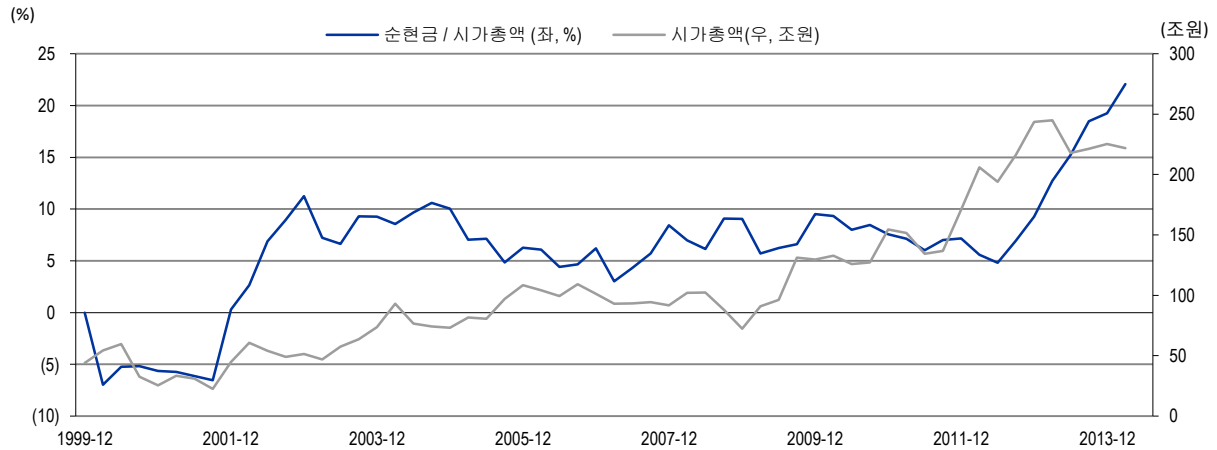
자료: 이트레이드증권 리서치본부

[그림37] 삼성전자 Earnings Revision Ratio



자료: Quantwise, 이트레이드증권 리서치 본부

[그림38] 삼성전자 보통주와 우선주 포함 총 시가총액대비 순현금 비중 및 시가총액 추이



자료: Quantwise, 이트레이드증권 리서치본부

삼성전자 (005930)

재무상태표					
(단위: 십억원)					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>유동자산</b>	<b>87,269</b>	<b>110,760</b>	<b>137,310</b>	<b>160,077</b>	<b>174,946</b>
현금 및 현금성자산	18,791	16,285	36,023	56,411	68,822
매출채권 및 기타채권	26,675	27,876	28,435	28,719	29,007
재고자산	17,747	19,135	20,322	20,526	20,731
기타유동자산	24,056	47,465	52,529	54,421	56,387
<b>비유동자산</b>	<b>93,803</b>	<b>103,315</b>	<b>114,436</b>	<b>120,658</b>	<b>126,098</b>
관계기업투자등	14,015	12,661	15,122	15,736	16,375
유형자산	68,485	75,496	80,946	85,868	89,980
무형자산	3,730	3,981	4,222	4,334	4,424
<b>자산총계</b>	<b>181,072</b>	<b>214,075</b>	<b>251,746</b>	<b>280,735</b>	<b>301,044</b>
<b>유동부채</b>	<b>46,933</b>	<b>51,315</b>	<b>55,931</b>	<b>56,405</b>	<b>56,884</b>
매입채무 및 기타채무	16,889	17,634	22,640	22,866	23,095
단기금융부채	9,443	8,864	8,505	8,505	8,505
기타유동부채	20,601	24,817	24,786	25,034	25,284
<b>비유동부채</b>	<b>12,658</b>	<b>12,744</b>	<b>15,635</b>	<b>15,997</b>	<b>16,374</b>
장기금융부채	5,452	2,296	3,974	3,974	3,974
기타비유동부채	7,206	10,447	11,660	12,023	12,399
<b>부채총계</b>	<b>59,591</b>	<b>64,059</b>	<b>71,566</b>	<b>72,402</b>	<b>73,258</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>117,094</b>	<b>144,443</b>	<b>174,500</b>	<b>202,652</b>	<b>222,105</b>
자본금	898	898	898	898	898
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404	4,404
이익잉여금	119,986	148,600	177,550	205,702	225,155
비지배주주지분(연결)	4,386	5,573	5,680	5,680	5,680
<b>자본총계</b>	<b>121,480</b>	<b>150,016</b>	<b>180,180</b>	<b>208,332</b>	<b>227,786</b>

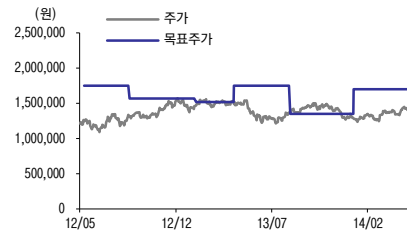
현금흐름표					
(단위: 십억원)					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>37,973</b>	<b>46,707</b>	<b>57,999</b>	<b>52,532</b>	<b>53,973</b>
당기순이익(손실)	23,845	30,475	31,121	31,168	31,513
<b>비현금수익비용가감</b>	<b>22,760</b>	<b>23,805</b>	<b>27,184</b>	<b>21,456</b>	<b>22,554</b>
유형자산감가상각비	14,835	15,470	18,378	20,258	21,319
무형자산상각비	787	975	952	956	978
기타현금수익비용	-809	7,359	7,853	242	256
<b>영업활동 자산부채변동</b>	<b>-5,778</b>	<b>-1,313</b>	<b>-306</b>	<b>-92</b>	<b>-93</b>
매출채권 감소(증가)	-2,568	-1,802	-300	-284	-287
재고자산 감소(증가)	-4,012	-3,098	-1,188	-203	-205
매입채무 증가(감소)	-882	331	5,098	226	229
기타자산, 부채변동	1,684	3,256	-3,915	169	171
<b>투자활동 현금</b>	<b>-31,322</b>	<b>-44,747</b>	<b>-37,363</b>	<b>-29,129</b>	<b>-29,502</b>
유형자산처분(취득)	-22,321	-22,780	-24,655	-25,180	-25,432
무형자산 감소(증가)	-589	-930	-1,067	-1,069	-1,069
투자자산 감소(증가)	-7,319	-19,198	-8,672	-2,306	-2,405
기타투자활동	-1,092	-1,839	-2,969	-574	-598
<b>재무활동 현금</b>	<b>-1,865</b>	<b>-4,137</b>	<b>-897</b>	<b>-3,016</b>	<b>-12,060</b>
차입금의 증가(감소)	539	-3,203	1,248	0	0
자본의 증가(감소)	-1,177	-1,215	-2,145	-3,016	-12,060
배당금의 지급	1,265	1,250	2,156	3,016	12,060
기타재무활동	-1,227	282	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>4,100</b>	<b>-2,507</b>	<b>19,739</b>	<b>20,387</b>	<b>12,411</b>
기초현금	14,692	18,791	16,285	36,023	56,411
기말현금	18,791	16,285	36,023	56,411	68,822

자료: 이트레이드증권 리서치본부 주: 2011년 이후 IFRS 연결 기준

손익계산서					
(단위: 십억원)					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>매출액</b>	<b>201,104</b>	<b>228,693</b>	<b>218,312</b>	<b>220,495</b>	<b>222,700</b>
매출원가	126,652	137,696	133,652	136,046	137,406
<b>매출총이익</b>	<b>74,452</b>	<b>90,996</b>	<b>84,660</b>	<b>84,450</b>	<b>85,294</b>
판매비 및 관리비	45,402	54,211	50,398	49,941	50,472
<b>영업이익</b>	<b>29,049</b>	<b>36,785</b>	<b>34,262</b>	<b>34,508</b>	<b>34,822</b>
<b>(EBITDA)</b>	<b>44,671</b>	<b>53,230</b>	<b>53,592</b>	<b>55,723</b>	<b>57,119</b>
금융손익	103	512	2,662	1,657	1,749
<b>이자비용</b>	<b>599</b>	<b>510</b>	<b>594</b>	<b>602</b>	<b>602</b>
관계기업등 투자손익	987	504	121	121	121
기타영업외손익	-223	563	2,436	3,202	3,234
세전계속사업이익	29,915	38,364	39,481	39,488	39,925
계속사업법인세비용	6,070	7,890	8,360	8,320	8,412
계속사업이익	23,845	30,475	31,121	31,168	31,513
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>23,845</b>	<b>30,475</b>	<b>31,121</b>	<b>31,168</b>	<b>31,513</b>
지배주주	23,185	29,821	31,031	31,168	31,513
<b>총포괄이익</b>	<b>22,159</b>	<b>30,662</b>	<b>31,046</b>	<b>31,168</b>	<b>31,513</b>
<b>매출총이익률</b>	<b>37.0</b>	<b>39.8</b>	<b>38.8</b>	<b>38.3</b>	<b>38.3</b>
<b>영업이익률</b>	<b>14.4</b>	<b>16.1</b>	<b>15.7</b>	<b>15.7</b>	<b>15.6</b>
<b>EBITDA마진률</b>	<b>22.2</b>	<b>23.3</b>	<b>24.5</b>	<b>25.3</b>	<b>25.6</b>
<b>당기순이익률</b>	<b>11.9</b>	<b>13.3</b>	<b>14.3</b>	<b>14.1</b>	<b>14.2</b>
<b>ROA</b>	<b>13.8</b>	<b>15.1</b>	<b>13.3</b>	<b>11.7</b>	<b>10.8</b>
<b>ROE</b>	<b>21.6</b>	<b>22.8</b>	<b>19.5</b>	<b>16.5</b>	<b>14.8</b>
<b>ROIC</b>	<b>28.7</b>	<b>32.7</b>	<b>28.3</b>	<b>27.4</b>	<b>26.3</b>

주요 투자지표					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>투자지표(배, %)</b>					
P/E	9.7	6.1	6.2	6.4	6.3
P/B	2.2	1.6	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	4.9	3.4	3.2	2.6	2.3
P/CF	5.6	4.3	4.2	4.7	4.5
배당수익률(%)	0.5	1.0	1.4	5.5	5.9
<b>성장성(%)</b>					
매출액	21.9	13.7	-4.5	1.0	1.0
영업이익	85.7	26.6	-6.9	0.7	0.9
세전이익	74.0	28.2	2.9	0.0	1.1
당기순이익	73.3	27.8	2.1	0.2	1.1
EPS	73.2	43.4	3.7	-3.4	0.8
<b>안정성(%, 십억원)</b>					
부채비율	49.1	42.7	39.7	34.8	32.2
유동비율	185.9	215.8	245.5	283.8	307.5
순차입금/자기자본	-18.6	-28.9	-37.8	-43.4	-46.0
영업이익/금융비용	48.5	72.2	57.7	57.3	57.8
총차입금	14,895	11,161	12,479	12,479	12,479
순차입금	-22,553	-43,335	-68,185	-90,385	-104,683
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	157,403	225,677	234,056	225,998	227,879
BPS	688,251	848,999	1,025,670	1,191,140	1,305,483
CFPS	273,932	319,043	342,699	309,311	317,791
DPS	8,000	14,310	20,010	80,010	85,010

### 삼성전자 목표주가 추이



### 투자 의견 변동내역

일	시	2012.09.16	2012.09.16	2012.10.29	2013.02.12	2013.05.07	2013.09.09	2013.10.08	2014.01.28
투자 의견	담당자 변경	Buy	Buy	Marketperform	Buy	Marketperform	Marketperform	Buy	
목표 가격	김지웅	1,570,000	1,570,000	1,520,000	1,750,000	1,350,000	1,350,000	1,700,000	

일	시	2014.04.09	2014.04.30	2014.06.02
투자 의견	Buy	Buy	Strong Buy	
목표 가격		1,700,000	2,200,000	

## Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 김지웅, 김준성).  
본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.  
본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

종목투자등급 guide line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계 (Strong Buy/ Buy/ Marketperform/ Sell)  
업종투자등급 guide line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계 (Overweight/ Neutral/ Underweight)  
2012년 5월 14일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 (Buy/ Hold/ Sell)에서 4단계 (Strong Buy/ Buy/ Marketperform/ Sell)로 변경

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급	적용기준(향후12개월)
Sector(업종)	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	
Report(기업)	Strong Buy (강력매수)	절대수익률 기준 50% 이상 기대
	Buy (매수)	절대수익률 기준 15%~50% 기대
	Marketperform(시장수익률)	절대수익률 기준 -15%~15% 기대
	Sell(매도)	절대수익률 기준 -15% 이하 기대
	N.R.(Not Rated)	등급보류