

지주회사 (비중확대)

중요한 것은 지주회사 지분율의 확보

정대로
02-768-4160
daero.jeong@dwsec.com

지주회사 전환의 공식: 인적분할 후 공개매수 & 현물출자

현재 지주회사 전환을 추진하고 있는 기업들(한국타이어, 애경유화, 한국콜마 등)을 살펴보면 경영권 승계가 필요하거나 지배주주의 지분율이 높지 않은 그룹들로서 **인적분할 후 공개매수 방식의 현물출자를 선택하여 진행**하고 있다는 공통점을 발견할 수 있다. 이러한 방식이 선호되는 이유는 지배주주가 지주회사에 대한 지분 확대와 동시에 지주회사의 자회사에 대한 지분 확대에 매우 효과적이기 때문이다. 이미 LG, SK, CJ, 농심홀딩스 등 대부분의 회사가 동일한 방식으로 지주회사 전환을 완성하였다.

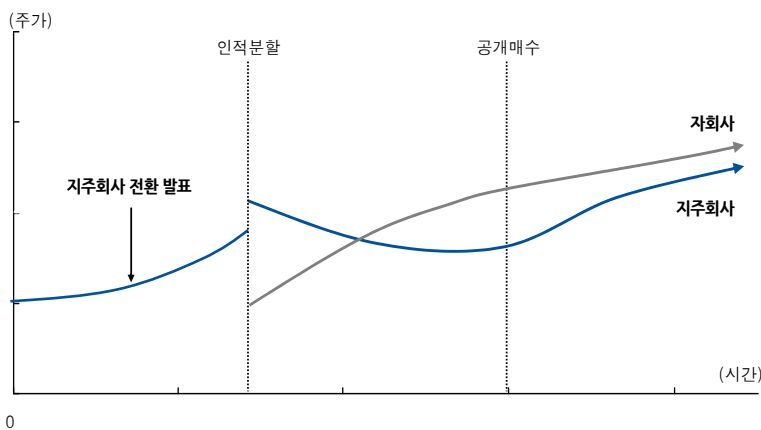
지배주주, 지주회사 지분율 확보가 가장 중요

지배주주에게 있어서 **지주회사로 전환할 경우 가장 중요한 점은 지주회사에 대한 안정적인 지분율의 확보**이다. 자회사에 대한 지배력은 지주회사를 통해 유지할 수 있으므로 별도로 자회사 지분을 직접 보유할 필요가 없다. 현재 일부 주요 그룹들은 주력 계열사의 지분을 소유한 지배주주가 계열사 간 복잡한 순환출자를 통해 그룹 전체의 지배권을 유지하고 있는 구조가 많은 상황인데, 향후 순환출자금지 등 경제민주화 정책에 의해 차선의 선택으로 진행되는 지주회사로의 전환도 지배력 강화를 위해 동일한 방식을 따를 것으로 예상된다.

지주회사 전환 시 투자전략

안정적인 지분율 확보를 위해 지주회사로 전환하는 과정에서 지배주주와 이해관계를 같이함으로써 수익을 향유할 수 있는 투자전략의 수립이 가능하다는 판단이다. 인적분할로 지주회사와 사업자회사가 분리된 뒤, 지주회사의 자회사 지분에 대한 공개매수가 이루어질 때까지는 사업자회사에 투자하고, **공개매수 이후에는 보유자산 대비 저평가가 부각되며 급격한 할인율의 축소**가 이루어질 수 있는 **지주회사에 투자**하는 것이다. 물론 이러한 투자전략에는 분할된 사업자회사의 영업가치 확보가 전제되어야 함은 두말할 필요가 없다.

지주회사 전환 시 지주회사, 자회사 주가의 방향성



자료: KDB대우증권 리서치센터

지주회사 전환 방식으로
인적분할 후 공개매수,
현물출자를 선호

1. 지주회사 전환의 공식: 인적분할 후 공개매수 & 현물출자

한국타이어, 애경유화, 한국콜마 등 현재 지주회사 전환을 추진하고 있는 기업들을 살펴보면 경영권 승계가 필요하거나 지배주주의 지분율이 높지 않은 그룹들로서 **인적분할 후 공개매수 방식의 현물출자를 선택하여 진행**하고 있다는 공통점을 발견할 수 있다. 즉 지주회사와 사업자회사로 인적분할 후 지주회사 요건(상장자회사 20%, 비상장자회사 40% 지분 보유)을 충족하기 위해 지주회사가 자회사 지분을 공개매수하고, 주주들은 자신의 자회사 지분을 지주회사에게 현물출자로 제공함으로써 그 대가로 지주회사의 유상증자를 통해 신주를 지급받는 방식이 선호되고 있다.

이러한 방식이 선호되는 이유는 **지배주주가 기존 지주회사에 대한 지분 확대와 동시에 지주회사의 자회사에 대한 지분 확대에 매우 효과적**이기 때문이다. 지주회사가 시장에서 계열사 지분을 매수하는 경우 상당히 많은 자금이 소요되나, 공개매수 후 지주회사의 유상증자 방법을 사용하게 되면 추가적인 자금을 투여하지 않고 지주회사가 손쉽게 자회사의 지분을 확보할 수 있게 되어 적은 비용으로 지배주주의 지주회사에 대한 지배력 강화 및 지주회사의 자회사 지분율 요건을 충족시킬 수 있다. 이미 LG, SK, CJ, 농심홀딩스 등 대부분의 회사가 동일한 방식으로 지주회사 전환을 완성하였다.

표 1. 지주회사 전환 중인 기업

지주회사	사업자회사	지주회사 전환발표	분할비율 (지주: 자회사)	재상장	현재 진행 단계
삼양홀딩스	삼양사	2011.8.10	0.57:0.43	2011.12.5	공개매수, 현물출자 완료
AK홀딩스	애경유화	2012.4.24	0.64:0.36	2012.9.17	인적분할 후 재상장
한국타이어월드와이드	한국타이어	2012.4.25	0.19:0.81	2012.10.4	인적분할 후 재상장
한국콜마홀딩스	한국콜마	2012.6.4	0.33:0.67	2012.10.19	매매거래정지 기간

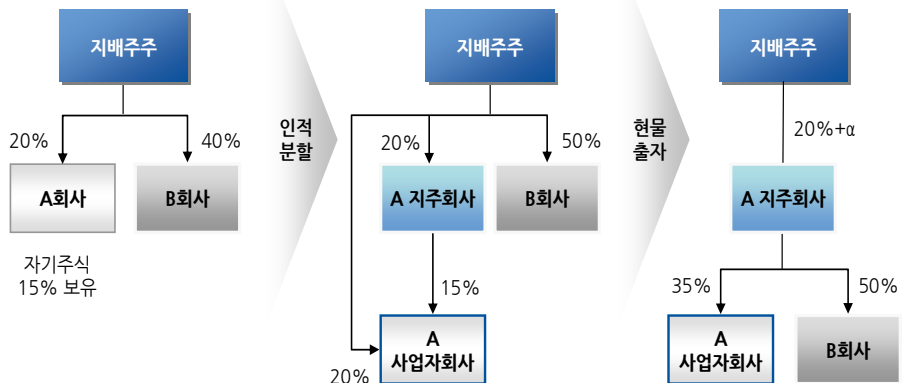
자료: KDB대우증권 리서치센터 정리

표 2. 지주회사 전환유형

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

자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 1. 인적분할, 현물출자를 통한 지주회사 전환과정



자료: KDB대우증권 리서치센터

2. 지주회사 지분율 확보가 가장 중요

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

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

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

표 3. 공개매수 전후 지배주주의 지분율 증감 (%,%p)

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

자료: KDB대우증권 리서치센터

3. 지주회사 전환 시 투자전략

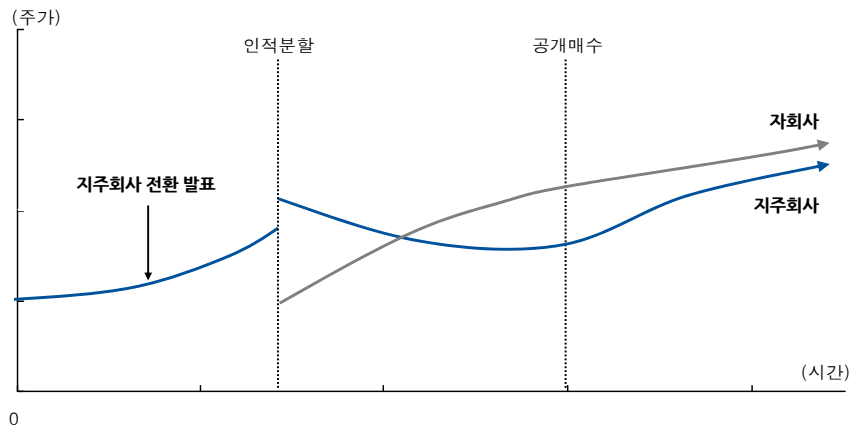
공개매수 전 사업자회사에
공개매수 후 지주회사에 투자

안정적인 지분을 확보를 위해 지주회사로 전환하는 과정에서 지배주주와 이해관계를 같이함으로써 수익을 향유할 수 있는 투자전략의 수립이 가능하다는 판단이다. 지주회사 전환을 발표하고, 인적분할로 지주회사와 사업자회사가 분리된 뒤, 지주회사의 자회사 지분에 대한 공개매수가 이루어질 때까지는 사업자회사에 투자하고, **공개매수 이후에는 보유자산 대비 저평가가 부각되며 급격한 할인율의 축소가 이루어질 수 있는 지주회사에 투자하는 것이다.** 물론 이러한 투자전략에는 분할된 사업자회사의 영업가치 확보가 전제되어야 함은 두말할 필요가 없다.

지배주주의 입장에서는 사업자회사의 주가가 높을수록 지주회사와의 주식교환에 있어 지주회사의 신주를 더 많이 확보할 수 있기 때문에 공개매수가 이루어지기 전까지 사업자회사의 가치를 높이기 위해 적극적으로 노력하려는 유인이 크다. 이후 공개매수의 주식교환 비율이 확정되면 지주회사의 주가는 신주발행에 대한 불확실성도 떨쳐낼 수 있어 긍정적이다.

한국타이어는 존속법인 한국타이어월드와이드(지주회사)와 신설법인 新한국타이어(사업자회사)로 분할되어 10월 4일부터 재상장될 예정으로 동일한 관점에서의 관심도 필요하다는 판단이다.

그림 2. 지주회사 전환 시 지주 - 자회사 주가 방향성



자료: KDB대우증권 리서치센터

표 4. 아모레퍼시픽그룹 지주회사 전환

(원,%)

구분	일자	아모레퍼시픽그룹		아모레퍼시픽	
		주가	기간 상승률	주가	기간 상승률
지주회사 전환 발표	2006.3.15	365,000	-	-	-
주식매매거래정지	2006.5.25~6.29	320,000	-12.3	-	-
인적분할 후 상장	2006.6.29	183,000	-	385,000	-
공개매수/유상증자 발표	2006.10.9	127,000	-30.6	455,500	18.3
유상증자 가격 공시	2006.11.14	139,000	9.4	509,000	11.7
지주회사 고점	2006.12.26	171,000	23.0	563,000	10.6

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 5. SK㈜ 지주회사 전환

(원,%)

구분	일자	SK㈜		SK에너지	
		주가	기간 상승률	주가	기간 상승률
지주회사 전환 발표	2007.4.11	93,000	-	-	-
주식매매거래정지	2007.6.28~7.24	134,000	44.1	-	-
인적분할 후 상장	2007.7.25	205,000	-	169,500	-
공개매수/유상증자 발표	2007.9.17	182,500	-11.0	157,000	-7.4
유상증자 가격 공시	2007.9.21	178,000	-2.5	151,000	-3.8
지주회사 고점	2007.11.24	285,500	60.4	200,000	32.5

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 6. 한국타이어의 지주회사 전환: 인적분할 후 재상장

(주,십억원,원)

	舊한국타이어	한국타이어월드와이드	新한국타이어	비고
수권주식수	250,000,000	250,000,000	250,000,000	
발행주식수	152,189,929	28,314,860	123,875,069	
자본금 분할비율	1.00	0.19	0.81	순자산 분할비율
시가총액	6,331	1,167	5,165	거래정지 전일 시가총액 분할
시가총액 분할비율		0.18	0.82	자사주 공정가치 반영
기준가		41,200	41,750	분할 시가총액/주식수
시초가 상한		82,400	83,500	기준가의 200%
시초가 하한		20,600	20,900	기준가의 50%
거래 상한			시초가 기준 +15%	
거래 하한			시초가 기준 -15%	

자료: 전자공시시스템, KDB대우증권 리서치센터

표 7. 재상장 후 지배주주 및 특수관계인 주식수와 지분율

(주)

성명	한국타이어		한국타이어월드와이드		新한국타이어	
	주식수	지분율	주식수	지분율	주식수	지분율
조양래	24,335,507	15.99%	4,527,546	15.99%	19,807,624	15.99%
조현범	10,798,251	7.10%	2,010,355	7.10%	8,795,130	7.10%
조현식	8,817,786	5.79%	1,639,430	5.79%	7,172,366	5.79%
특수관계인	5,431,804	3.57%	1,010,841	3.57%	7,928,004	3.57%
신양관광개발(주)	1,443,157	0.95%	268,991	0.95%	1,176,813	0.95%
소계	55,138,135	36.23%	10,258,474	36.23%	44,879,712	36.23%
총계	152,189,929	100.00%	28,314,860	100.00%	123,875,069	100.00%

자료: 전자공시시스템, KDB대우증권 리서치센터

표 8. 지주회사 요건 충족에 따른 공개매수

(주,배)

구분	비율
한국타이어월드와이드의 신설법인 한국타이어 보유 주식(1)	5,697,654
신설법인 한국타이어 총주식 (2)	123,875,069
한국타이어월드와이드의 신설법인 한국타이어 보유 지분율 (1)/(2)	4.6%
지주회사 요건(상장 자회사)	20.0% 이상
추가 요구 지분율 (3)	15.4%
공개매수 주식수 (2)x(3)	19,077,360
지배주주(조양래, 조현범, 조현식) 보유 지분율 (4)	28.9%
지배주주 가능 현물출자 (2)x(4)	35,775,120

자료: 전자공시시스템, KDB대우증권 리서치센터

표 9. 한국타이어 현물출자 시 지배주주의 지주회사 지분율 변화

(주)

한국타이어월드와이드-新한국타이어 교환비율

예) 한국타이어월드와이드 37,000원, 한국타이어 60,000원 가정 시,
교환비율: 60,000원/37,000원=1.62

	현물출자 전 지분율	신주수량	총주식수	현물출자 후 지분율
1) 조양래 회장 참여 시				
조양래	16.0%	32,120,471	36,648,017	42.5%
조현범	7.1%	14,262,373	16,272,728	18.8%
조현식	5.8%	11,630,865	13,270,295	15.4%
2) 조양래 회장 불참 시				
조양래	16.0%	0	4,527,546	8.4%
조현범	7.1%	14,262,373	16,272,728	30.0%
조현식	5.8%	11,630,865	13,270,295	24.5%

자료: KDB대우증권 리서치센터

▶ Compliance Notice

- 당사는 자료작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인함.
- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.