

## 지주회사 (비중확대)

# 지배구조 정책 변화 전망

정대로  
02-768-4160  
daero.jeong@dwsec.com

서윤석  
02-768-4127  
yoonseok.seo@dwsec.com



## C O N T E N T S

---

<b>지주회사 Summary</b>	<b>3</b>
---------------------	----------

---

<b>지배구조 관련 정책 변화</b>	<b>5</b>
1. 순환출자 규제 논의: 기존 순환출자 역시 규제 대상 포함	5
2. 지주회사 규제 논의: 부채비율 하향 조정 및 자회사 지분을 요건 강화	6
3. 금산분리 규제 논의: 중간금융지주회사 도입	7
4. 자사주 규제 논의: 인적분할 시 자사주 의결권 부활 제한 등	8

---

<b>지주회사 전환 A to Z</b>	<b>9</b>
1. 지주회사 전환 절차	9
2. 지주회사 전환 시 세제혜택	10
3. 지주회사 전환 시 투자전략	11

---

<b>기업분할 과정에서의 투자전략</b>	<b>12</b>
------------------------	-----------

---

<b>사업재편 관련 정책 변화</b>	<b>14</b>
1. 기업활력제고특별법	14
2. 기업구조조정촉진법	16
3. 상법개정안	17

---

<b>Top Picks 및 관심종목</b>	<b>18</b>
SK (034730)	19
LG (003550)	22

지주회사 Summary

# 지배구조 정책 변화 전망

## 지주회사 전환 움직임이 보다 빨라질 것으로 전망

### I. 지배구조 관련 정책의 변화

- 1. 순환출자 시대의 종언(終焉):** 순환출자는 더 이상 경영권 유지를 위한 합리적 수단이 될 수 없음
  - 공정거래법상 규제 시행(14.7.25~)으로 신규 순환출자 형성 및 기존 순환출자 강화 조치 불가
  - '17년 대통령 선거를 앞두고 하반기부터 기존 순환출자 역시 일정기간 해소 등 추가 제제 논의 예상
  - 따라서 탈(脫)순환출자를 위해 기존 순환출자의 정리 및 지주회사 전환 본격화로 이어질 전망
- 2. 인적분할 시 자사주 의결권 부활 제한:** 지주회사 자사주에 자회사 분할신주 배정 금지 추진
  - 통상 지주회사 전환 전 자사주의 보유는 지주회사 전환 후 자회사 지분율 요건 충족이 용이해짐
  - 이는 분할 이후 지주회사의 자사주에 대해서도 자회사의 신주를 배정하기 때문
  - 그러나 자회사 주주구성 변화 등의 이유로 지주회사 자사주에 자회사 신주 배정 금지안 추진 가능
  - 이러한 불확실성을 해소하고자 실제 입법화에 앞서 지주회사 전환을 추진·완료할 것으로 예상

### II. 향후 2년 정도가 지주회사 전환을 위한 적기

- 중간금융지주, 조세제한특별법 등 지주회사 전환을 위한 우호적 정책 도입 추진, 진행
- 중간금융지주 법제화 시 대기업 내 금융사 지분 정리없이 지주회사 전환 가능
- 조세제한특별법 상 지주회사 전환 과정에서 현물출자 시 과세특례 ~2018년말까지 한시 적용 중
- 지주회사 발표 이후 공개매수-현물출자까지 완료 기간은 평균적으로 8개월 이상 소요됨을 감안 시, 지주회사 전환의 적기는 현재부터 현 정권 임기말까지 약 1년 6개월 수준으로 판단됨

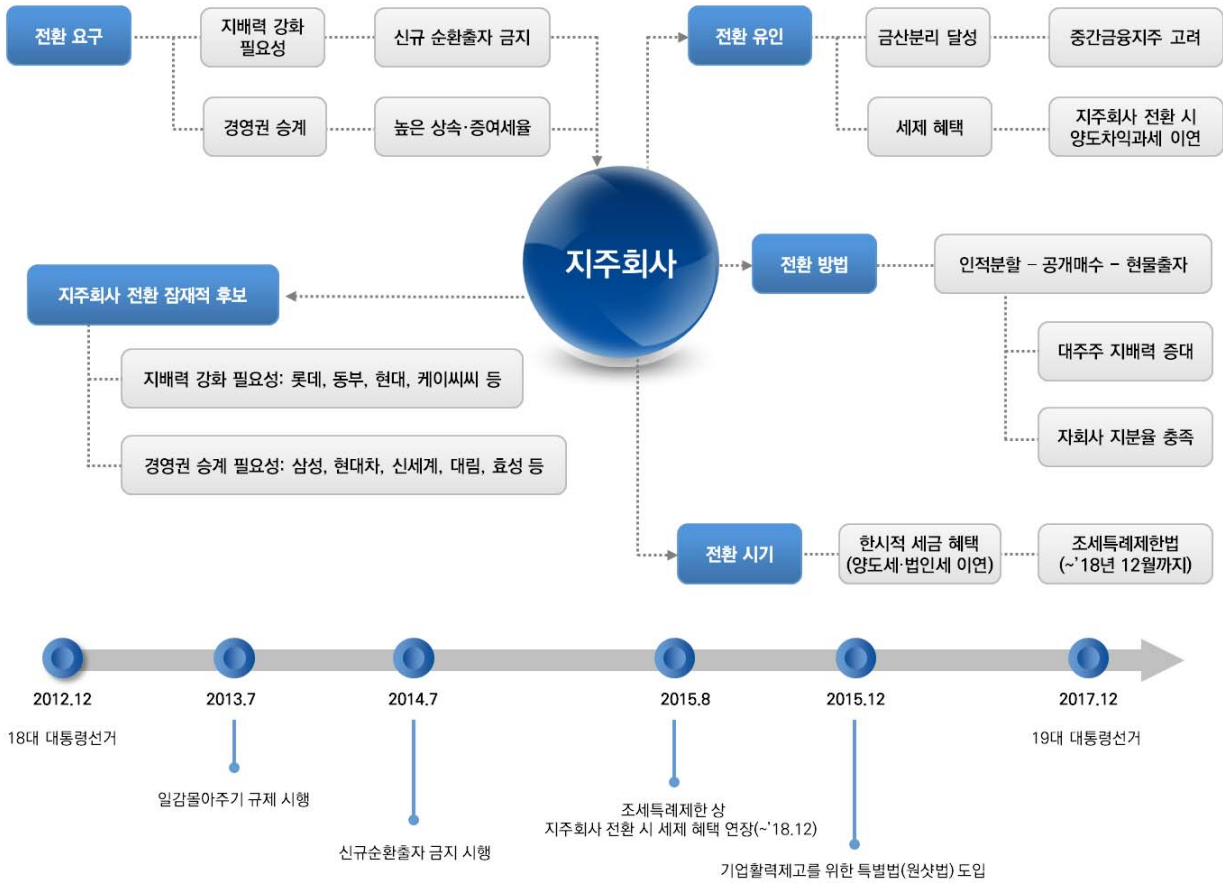
### III. 지주회사 전환 과정에서의 투자기회

- 지주회사 전환을 위한 인적분할에 있어 분할 전 시가총액보다 분할 후 시가총액 합이 더 크게 형성
- 경험적으로 분할된 사업 자회사의 가치가 부각되면서 분할 이후 합산 기준 시가총액 증가를 견인

### IV. 지주회사 체제 완성 이후, 화두(話頭)는 배당

- 삼성, 현대차, 롯데그룹 등 지주회사 체제 완성 이후 그룹 내 전반적인 배당성향 증대 예상
- 일감몰아주기 규제(공정거래법, 상속세및증여세법)로 인해 내부거래로 인한 부의 증대는 제한적
- 세대간 승계 시 상속·증여세 등 재원 마련을 위해 소명할 수 있는 합법적인 현금창출 수단 확보 필요
- 순환출자로 경영권 유지 시 배당 증대는 그룹 내 현금의 외부 유출 인식으로 선택에 소극적이었으나, 결국 지주회사 체제 완성 이후 그룹 내 배당 증대에 대한 직접적인 유인이 높아질 것으로 판단

지주회사 전환, 향후 2년이 적기로 판단



자료: 미래에셋대우 리서치센터

대기업집단 순환출자·금융사 보유 현황

순위	기업집단명	총수	순환출자	금융사	순위	기업집단명	총수	순환출자	금융사 보유
1	삼성	이건희	○	○	21	효성	조석래	X	○
2	현대자동차	정몽구	○	○	22	동국제강	장세주	X	X
3	SK	최태원	지주회사 전환(2007.7.3)		23	영풍	장형진	○	X
4	LG	구본무	지주회사 전환(2001.4.3)		24	미래에셋	박현주	X	○
5	롯데	신격호	○	○	25	코오롱	이웅열	지주회사 전환(2010.1.1)	
6	현대중공업	정몽준	○	○	26	한진중공업	조남호	지주회사 전환(2007.8.1)	
7	GS	허창수	지주회사 전환(2004.7.7)		27	KCC	정몽진	X	X
8	한진	조양호	지주회사 전환(2013.8.1)		28	한라	정몽원	지주회사 전환(2014.9.2)	
9	한화	김승연	X	○	29	한국타이어	조양래	지주회사 전환(2013.7.6)	
10	두산	박용곤	지주회사 전환('09.1.1), 해제('14.12.31)		30	태광	이호진	X	○
11	신세계	이명희	X	X	31	대성	김영대	지주회사 전환(2011.1.1)	
12	CJ	이재현	지주회사 전환(2007.9.4)		32	현대산업개발	정몽규	○	○
13	LS	구태희	지주회사 전환(2008.7.2)		33	교보생명보험	신창재	X	○
14	금호아시아나	박삼구	○	X	34	세아	이순형	지주회사 전환(2001.7.3)	
15	동부	김준기	X	○	35	이랜드	박성수	X	○
16	대림	이준용	○	X	36	태영	윤세영	X	X
17	부영	이중근	지주회사 전환(2009.12.30)		37	하이트진로	박문덕	지주회사 전환(2008.7.3)	
18	현대	현정은	○	○	38	아모레퍼시픽	서경배	지주회사 전환(2007.7.1)	
19	OCI	이수영	X	X	39	삼천리	이만득	X	○
20	현대백화점	정지선	○	X	40	한솔	이인희	지주회사 전환(2015.1.1)	

주: 공기업 제외, 2015년 기준

자료: 공정거래위원회, 미래에셋대우 리서치센터

## 지배구조 관련 정책 변화

### 1. 순환출자 규제 논의: 기존 순환출자 역시 규제 대상 포함

▶ 순환출자 관련: 신규 순환출자 외 기존 순환출자 역시 해소해야 하는가?

구분	새누리당	더불어민주당	국민의당	정의당	전망
입장	기타	찬성	반대	찬성	기존 순환출자 규제 논의 가능
이유	강제도입 반대, 자발적 해소 유도	소유-지배 괴리 개선, 경제 집중 억제	현재 자발적 해소 중, 입법 불필요	부패·배임, 경영악화 시 연쇄부도 우려	

자료: 경실련, 미래에셋대우 리서치센터

#### (현황) 현행법상 신규 및 기존 순환출자 강화 조치 불가

순환출자가 외부 자금의 유입 없이 가공의결권을 생성함으로써 '1주=1표' 원칙을 훼손하고, 대기업 총수일가가 실제 소유 지분보다 훨씬 많은 의결권의 행사가 가능해 지배력 유지 및 강화, 승계를 위한 방법으로 활용되는 등 경제력 집중에 따른 폐해를 유발하고 있다는 비판. 따라서 상호출자의 변형된 형태에 불과한 순환출자 역시 상호출자와 마찬가지로 제한하는 것이 타당하다는 주장에서 검토됨.

2012년 제 18대 대통령 선거에서 대기업집단 소속 계열회사 간 신규 순환출자를 금지시키는 한편, 기존 순환출자 부문에 대해서는 3년 이내에 해소하거나, 또는 관련 주식의 의결권 행사를 금지시키는 방안이 제시된 바 있음. 현 정권에서는 2014년 7월, 새로운 순환출자를 형성하는 경우와 기존 순환출자 고리를 강화하는 추가 출자를 금지하는 공정거래법 개정안이 통과되어 현재 시행 중.

#### (전망) 기존 순환출자 역시 규제 대상에 포함 논의 가능

2017년 대통령 선거에서도 현행법상 인정되는 기존 순환출자 역시 일정 기간 내 의무 해소 등 다양한 형태로 직접적인 규제 대상에 포함시키려는 정치권의 논의가 충분히 진행될 수 있다는 판단임.

따라서 과거와 달리 순환출자를 이용한 그룹 내 경영권 유지 및 지배력 확대는 어려운 상황. 이에 따라 중국에는 기존 순환출자의 추가 정리를 통한 지배구조 개선 및 지주회사 전환 작업의 본격화 예상

표 1. 2012년 대통령 후보 별 순환출자 관련 선거 공약

구분	박근혜	문재인	안철수
신규 순환출자	금지	금지	금지
기존 순환출자	기존 순환출자 인정	3년 유예기간 이내 전면 해소	자율 해소 유도 후 개입 여부 판단
기타	-	불이행 시 의결권 제한 및 이행 강제금 부과	불이행 시 단계적 처분 명령 추진

자료: 미래에셋대우 리서치센터 정리

표 2. 주요 대기업 순환출자 현황

(개)

그룹	2013년 기준	2014년 기준	2015년	비고
삼성	30	14	7	금융사 보유
현대자동차	2	5	4	금융사 보유
롯데	5,851	299	67	금융사 보유
현대중공업	1	1	1	
한진	2	3	0	
동부	5	0	0	금융사 보유
대림	1	1	1	
현대	4	6	0	금융사 보유
현대백화점	3	3	3	
영풍	9	6	6	
현대산업개발	4	4	4	금융사 보유

주: 1% 이상 지분을 대상

자료: 미래에셋대우 리서치센터

## 2. 지주회사 규제 논의: 부채비율 하향 조정 및 자회사 지분율 요건 강화

▶ 지주회사 규제 강화: 지주회사 부채비율, 자회사 지분율 요건을 강화해야 하는가?

구분	새누리당	더불어민주당	국민의당	정의당	전망
입장	반대	찬성	찬성	찬성	지주회사 규제 강화 예상
이유	기업부담 가중, 지주회사 전환 저해	대기업 부실화 예방, 경제력 집중 억제	지배권 강화 악용 방지, 도입 당시 기준 환원	지배력 확장, 사익추구 등 재벌 체제의 문제점 극복	

자료: 경실련, 미래에셋대우 리서치센터

### (현황) 현행법상 신규 및 기존 순환출자 강화 조치 불가

지주회사는 주식의 소유를 통하여 국내회사의 사업내용을 지배하는 것을 주된 사업으로 하는 회사로, 과도한 지배력 확장 및 지배주주와 소수주주 간 이해상충 문제를 해소하기 위해 자회사-손자회사 최소 지분율 보유 의무를 부여해왔음. 이후 지속적으로 지주회사의 설립 및 전환을 유도하는 정책이 이루어졌고, 특히 2007년 부채비율 및 지분율 요건 완화, 사업관련성 요건 폐지 등에 따라 적은 예산으로 지주회사의 다단계 출자를 통해 경제력 집중이 오히려 심화되었다는 비판이 형성.

### (결론) 지주회사 부채비율 하향 조정 및 자회사 지분율 요건 강화

우선 지주회사 부채비율 강화(200%→100%) 추진 예상. 이는 부채를 이용해 계열회사를 계속 늘려 나갈 경우 자칫 그룹 전체가 부실화될 수 있으므로 부채비율을 강화해야 한다는 논리. 그러나 현재 대기업 소속 지주회사의 부채비율이 대부분 50% 수준으로 도입 실효성이 크지 않을 것으로 판단됨

또한 자(손자)회사 지분비율 강화(상장: 20% → 30%, 비상장: 40% → 50%) 추진 예상. 현행의 지분율 요건 하에서는 ① 소유지배권리 축소나 경제력 집중 억제가 쉽지 않고, ② 지주회사(자회사)의 소액주주와 자회사(손자회사)의 소액주주간 이해충돌의 문제가 발생할 여지가 많기 때문. 지주회사의 자회사 지분율 추가 충족을 위한 자금 확보 문제 불가피.

표 3. 지주회사 설립·전환 요건

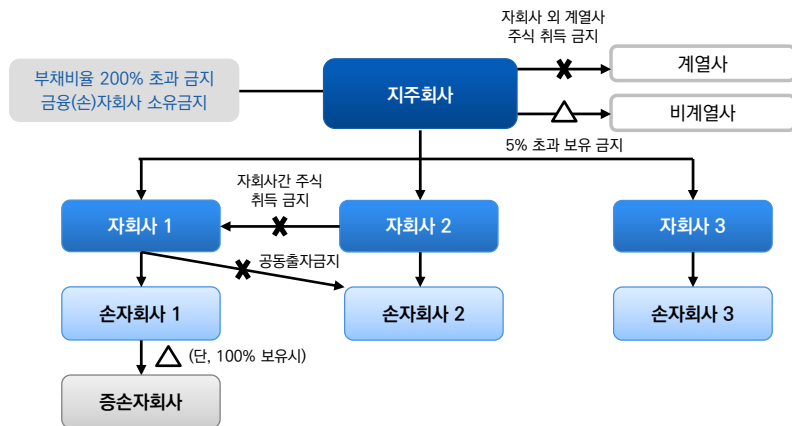
구분	내용
설립·전환 요건	자산총액 지분비율
행위제한 요건	부채비율 금산분리 지분율 증손회사 소유 비계열사 지분 공동출자 금지

자산총액 1,000억원 이상  
자회사 주식가액 합이 자산총액(별도기준)의 50% 이상

200% 초과 금지  
금융자회사(손자회사, 증손회사) 소유금지  
상장 (손)자회사 지분 20%, 비상장 (손)자회사 지분 40% 이상  
원칙적 증손회사 보유 금지, 예외로 손자회사가 증손회사 지분 100% 소유 시 허용  
지주회사는 비계열사 주식 5% 초과 보유 금지  
지주회사는 자회사에만 출자 가능, 자회사 이외 출자금지

자료: 공정거래위원회, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 지주회사 행위제한 요건



자료: 미래에셋대우 리서치센터

### 3. 금산분리 규제 논의: 중간금융지주회사 도입

▶ 금산분리 규제 강화: 금융계열사와 일반계열사, 금융지주회사와 일반지주회사를 완전 분리해야 하는가?

구분	새누리당	더불어민주당	국민의당	정의당	전망
답변	기타	찬성	반대	찬성	중간금융지주회사 도입 예상
이유	금산복합 기업집단의 지주체제 전환 곤란, 중간금융지주 도입 필요	대주주의 전횡 방지	순환출자 해소 위해 일반지주회사 전환 시 중간금융지주 허용	금산분리 원칙으로 재벌지배구조 개혁 필요	

자료: 경실련, 미래에셋대우 리서치센터

#### (현황) 일반지주회사 전환 시 금융사 지분 처분 불가피

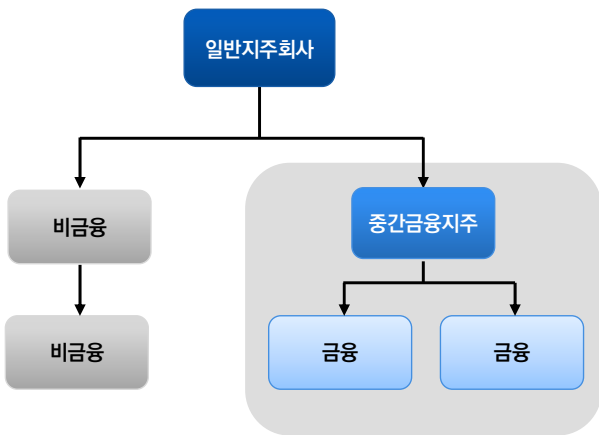
지주회사로 전환하지 않은 대부분의 그룹들은 현재 다수의 금융·보험사를 보유하고 있음. 현행 공정거래법상 일반지주회사는 금융자회사를 보유할 수 없도록 하는 규정 때문에 이들이 지주회사로 전환하고자 하는 경우, 보유 금융 계열사를 매각하지 않는 한 지주회사 전환이 어려운 상황.

#### (전망) 중간금융지주 도입 예상, 일반지주회사 내 금융사 보유 허용

일반지주회사의 금융자회사 보유를 허용하고, 일정요건 충족 시 중간금융지주회사 설치를 의무화하는 공정거래법 개정안에 대한 정부의 추진의지가 재차 확인되고 있음. 중간금융지주회사 도입이 허용되면, 아직 지주회사 체제가 아닌 그룹들은 금융자회사 지분의 외부 처리 없이 지주회사 체제로 전환할 수 있는 길이 열리게 됨. 즉 중간금융지주회사 도입에 따른 일반지주회사 내 금융자회사 보유 허용은 현재의 대기업 지배구조에서 실현 가능성이 높은 금산분리 제도의 마련인 한편, 궁극적으로는 지주회사 전환을 유도할 수 있을 것으로 판단.

현재 공정거래위원회 지정 상호출자제한 대기업집단 65개사 중 제조업을 기반으로 하면서 금융회사를 계열회사로 보유하고 있는 그룹사는 총 30개사에 해당. 이 중 지주회사로 전환 시 중간금융지주회사 설치 의무(보험사 포함 금융사가 3개 이상 또는 금융·보험사 자산총액 합이 20조원 이상)에 해당되는 그룹은 삼성, 현대자동차, 롯데, 한화, 동부그룹 등. 따라서 일반지주회사의 금융자회사 보유가 허용되면, 이들 그룹들은 지분을 강화 내지 경영권 승계 등의 필요성에 따라 금융 계열사 지분의 처리 없이 지주회사 체제로의 선택 전환이 가능.

그림 2. 중간금융지주 도입 시 일반지주회사 내 금융회사 보유 가능



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 중간금융지주 도입 추진 현황

시기	추진 내용
(‘12.9.26) 공정거래법 개정 국회 발의	일반지주회사의 금융회사 소유 인정 중간금융지주회사 제도 도입 (제8조의5 신설)
(‘13.3.21) 대통령직인수위원회 국정과제	일반지주회사의 금융자회사 보유 허용 중간금융지주회사 설치 의무 예) 보험사 포함, 금융보험사 3개 이상 또는 금융보험사 자산 20조원 이상
(‘13.4.24) 공정위 청와대 업무보고	
(‘14.3.6) M&A활성화 방안	
(‘14.7.2) 공정거래위원회 국회 정무위 업무보고	중간금융지주회사 의무화 입법 계획 : 대기업집단 소유지배구조 개편 촉진 등
(‘14.7.30) 새 경제팀 경제정책 발표	경제민주화: 중간금융지주회사 의무화 등
현재 ~	19대 국회 법률안 자동 폐기 20대 국회 중간금융지주 도입 재추진

자료: 미래에셋대우 리서치센터

#### 4. 자사주 규제 논의: 인적분할 시 자사주 의결권 부활 제한 등

▶ 자사주 규제 강화: 지주회사 전환을 위한 인적분할 시 자사주에 분할 신주 배정을 제한 여부

구분	새누리당	더불어민주당	국민의당	정의당	전망
답변	-	찬성	-	-	인적분할 시 자사주 의결권 부활 제한 논의 예상
이유	-	분할 시 분할되는 회사의 자사주에 대해 분할 신주 배정 금지	-	-	

자료: 경실련, 미래에셋대우 리서치센터

#### (현황) 지주회사 전환 시 자사주에 자회사 분할신주 배정으로 자회사 지분율 요건 충족 용이

최근 대기업들이 지주회사로 전환하는 경우, 지주회사 전환 전 자사주 보유를 적극적으로 확대한 뒤 이후 인적분할 방식으로 자회사를 설립하면서 지주회사의 자사주에 대해서도 자회사의 분할신주를 배정해 공정거래법에 따른 자회사의 지분율 요건을 용이하게 충족하게 되는 것이 일반적임.

그러나 이러한 지주회사 자사주에 대한 자회사 주식 배정은 분할 전·후 자회사의 지배구조에 대한 변경을 가져오게 됨. 즉 지주회사는 분할 전·후에 동일하게 기존 주주의 지분 비율에 따라 지배되는 구조를 가지나, 자회사는 기존 주주 외에 지주회사가 주주로 등장하게 되어 분할 전과 지배구조 자체가 달라짐. 이는 단순히 분할법인이 자사주를 가지고 있다는 이유만으로 인적분할 후 자회사의 지배 구조가 분할 전과 달라지는 것으로 지배주주가 지주회사를 지배하고 있다는 전제하에 자회사의 지배 구조는 급격히 지배주주에게 쏠리게 되어 그만큼 다른 주주의 권리가 침해된 것으로 볼 수 있음.

#### (전망) 지주회사 전환을 위한 인적분할 시 자사주에 분할 신주 배정을 제한

회사합병이나 분할 시 자사주를 활용하는 것은 회사의 자율적 선택이나, 해당 자사주에 신주를 배정하는 것은 지배구조의 변화를 가져와 인적분할 제도의 취지에 부합하지 않을 뿐만 아니라 지주회사 전환 과정에서 주주평등의 원칙을 해하는 문제가 있다는 판단.

이미 일본(회사법 제453조)에서는 회사가 분할 또는 분할합병을 할 경우에는 분할로 인하여 새로 설립되는 회사가 신주를 배정할 때 분할되는 회사의 자사주에 대하여는 분할 신주의 배정을 금지하여 회사의 자본을 통한 대주주의 부당한 지배력 강화를 방지하고 있음. 국내 역시 이미 지난 19대 국회에서 다양하게 입법 발의가 이루어 졌으며, 향후에도 이러한 논의가 충분히 진행될 것으로 예상됨.

이는 결국 기업 및 지배주주 입장에서 지주회사 전환 부담을 증가시키게 될 것이 분명하며, 이러한 불확실성을 해소하기 위해 실제 입법화에 앞서 지주회사 전환을 완료하려는 움직임이 본격화될 가능성이 높다는 판단임.

표 4. 제 19대 국회, 자사주 처리에 대한 다양한 입법 발의 진행

의원	개정 법률	주요 내용
김기춘	공정거래법	상호출자제한기업집단 소속 회사가 지주회사 전환 위해 인적분할을 하려는 경우 자사주를 처분
	상법	회사가 분할 또는 분할합병을 할 경우 분할로 인하여 새로 설립되는 회사가 신주를 배정할 때 분할되는 회사의 자기주식에 대하여는 분할신주의 배정을 금지
박영선	상법	자기주식의 처분에 관하여 주주평등의 원칙에 따라 처분하도록 하되 신기술의 도입, 재무구조의 개선 등 회사의 경영상 목적을 달성하기 위하여 필요한 경우에는 특정한 자에게 처분
	법인세법	기업의 인적분할 시 자사주에 분할신주를 배정할 경우 양도손익에 대해 과세
김기식	자본시장법	소각목적, 합병, 단주처리 등의 경우에 한해 법 절차에 따라 자사주를 취득할 수 있도록 하고, 취득한 자사주에 대해서는 소각하도록 하며, 자사주의 처분 방식도 제한
	상법	소각목적, 합병, 단주처리 등의 경우에 한해 법정 절차에 따라 자사주를 취득 취득한 자사주에 대해서는 소각하도록 하며, 자사주의 처분 방식도 제한

자료: 미래에셋대우 리서치센터

# 지주회사 전환 A to Z

## 1. 지주회사 전환 절차

### 지주회사 전환 발표 이후 현물출자까지 평균 8개월 소요

지주회사 전환 절차는 ① 인적분할을 통한 지주회사 전환/설립 단계와 ② 공개매수-현물출자를 통한 사업회사의 자회사 편입 단계로 구분

기업분할 이사회, 주주총회-분할재상장(평균 4개월)+ 현물출자 및 주식 교환, 신주 상장(평균 4개월). 다만 업황 둔화 등으로 사업회사 주가 부진 시 지배주주 입장에서 유리한 교환비율 형성을 위해 추가 시간 소요는 불가피(12개월 이상).

지주회사 전환을 추진하였던 기업들을 살펴보면 인적분할 후 공개매수, 그리고 현물출자라는 방식을 선택하여 진행했다는 공통점을 발견할 수 있음. 이는 지주회사와 사업회사로 인적분할 후 지주회사 요건(상장자회사 20%, 비상장자회사 40% 지분 의무보유)을 충족하기 위해 지주회사가 자회사 지분을 공개매수하는 과정에서, 지배주주들이 보유한 자회사 지분을 지주회사에게 현물출자로 제공하고 그 대가로 지주회사의 유상증자를 통해 신주를 지급받는 방식임.

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

표 5. 지주회사 전환 발표 이후 현물출자까지 평균 8개월(약 247일) 소요

지주회사	지주회사 전환 발표	분할기일	지주-자회사 재상장	현물출자 (유상증자)	지주 전환~ 현물출자
한라홀딩스	'14년 04월 07일	'14년 09월 01일	'14년 10월 06일	'14년 11월 06일	213일
한진칼	'13년 03월 22일	'13년 08월 01일	'13년 09월 16일	'14년 09월 23일	550일
한국콜마홀딩스	'12년 06월 04일	'12년 10월 01일	'12년 10월 19일	'12년 12월 11일	190일
한국타이어월드와이드	'12년 04월 25일	'12년 09월 01일	'12년 10월 04일	'13년 05월 20일	390일
AK홀딩스	'12년 04월 24일	'12년 09월 01일	'12년 09월 17일	'12년 11월 14일	204일
삼양홀딩스	'11년 08월 10일	'11년 11월 01일	'11년 12월 05일	'12년 06월 01일	296일
코오롱	'09년 10월 15일	'09년 12월 31일	'10년 02월 01일	'10년 05월 24일	221일
케이씨그린홀딩스	'09년 09월 28일	'10년 01월 01일	'10년 01월 29일	'10년 05월 14일	228일
영원무역홀딩스	'09년 04월 14일	'09년 07월 01일	'09년 07월 30일	'09년 08월 31일	139일
일진홀딩스	'08년 04월 16일	'08년 07월 01일	'08년 08월 01일	'08년 09월 08일	145일
하이트진로홀딩스	'08년 04월 16일	'08년 07월 01일	'08년 07월 30일	'09년 07월 22일	462일
한진중공업홀딩스	'07년 05월 15일	'07년 08월 01일	'07년 08월 31일	'07년 10월 08일	146일
SK	'07년 04월 11일	'07년 07월 01일	'07년 07월 25일	'07년 08월 29일	140일
웅진	'07년 02월 15일	'07년 05월 01일	'07년 05월 31일	'07년 08월 02일	168일
CJ	'07년 06월 12일	'07년 09월 01일	'07년 10월 04일	'07년 11월 08일	149일
아모레퍼시픽그룹	'06년 03월 15일	'06년 06월 01일	'06년 06월 29일	'06년 10월 09일	208일
LG	'00년 11월 15일	'01년 04월 01일	'01년 05월 02일	'01년 11월 08일	358일
<b>지주회사 전환 시 현물출자까지 평균 소요 시간</b>					<b>247일</b>

자료: 미래에셋대우 리서치센터

## 2. 지주회사 전환 시 세제혜택

### 지주회사 전환 시 현물출자로 발생하는 양도소득세(법인세)에 대한 과세이연 제도 마련

지주회사 전환 과정에서 필연적으로 주식 이전이 수반, 이와 관련해 조세부담의 거래비용이 발생함. 지주회사 전환 과정에서 발생하는 가장 큰 조세부담은 주식의 현물출자 시 발생하는 양도소득세(법인인 경우 법인세). 일반적으로 상장 주식을 매매하는 경우에는 양도차익에 대해 양도소득세가 과세되지 않으나 해당 주식의 보유자가 대주주인 경우에는 주식 매매에 대해 양도소득세가 과세됨.

현행 세법상 대주주를 판단하는 기준은 지분율 요건과 시가총액 요건이 있는데, 두 가지 요건 중 하나만 충족하게 되면 대주주에 해당. 주의할 점은 대주주를 판단함에 있어 본인뿐만 아니라 법에서 정한 친족, 그 밖의 특수관계에 있는 자의 주식을 모두 포함하여 대주주 여부를 판단하게 됨. 따라서 대부분의 상장 기업 내 지배주주 일가는 주식 거래 시 양도소득세를 회피하기 어려운 상황.

우리나라는 지주회사 전환을 유도하기 위해 지주회사를 설립하는 과정에서 주식을 양도하는 경우 발생하는 양도차익에 대한 과세이연 제도를 마련하여 세제지원을 시행. 즉 조세특례제한법에 의하면, 대주주가 주식을 현물출자함에 따라 지주회사로 전환하는 경우, 그 현물출자로 인해 발생한 양도차익에 대해서는 현물출자 대가로 교부받은 지주회사의 주식을 처분할 때까지 양도소득세 또는 법인세의 과세를 이연 받을 수 있음(조세특례제한법 제38조의2). 통상 그룹의 경영권과 직결되는 지주회사 지분은 처분하는 경우가 드물기 때문에 실제 과세 부담은 상당부분 소멸되는 효과를 거둬.

이러한 세제 혜택은 2018년 12월31일까지 한시적으로 적용됨. 결국 이는 지주회사 전환에 따른 대주주의 자금 부담을 완화시킴으로써 지주회사 전환을 유도하기 위한 조세정책의 일환임.

표 6. 대주주 요건 판단 기준 및 양도소득세율 현황

구분	유가증권	코스닥	양도소득세율
지분율 요건	2%(→1%)	4%(→2%)	
시가총액 요건	50억원(→25억원) 이상	40억원(→20억원) 이상	
구분			양도소득세율
유가증권·코스닥 상장 주식	대주주	중소기업 발행주식	10%(→20%)
		대기업 발행주식	1년 이상 보유
			1년 미만 보유
	소액주주(장내거래)		비과세
비상장 주식	중소기업 발행주식		10%
	대기업 발행주식	소액주주, 대주주 1년 이상 보유	20%
		대주주 1년 미만 보유	30%

주: 2016년 4월부터 괄호안 세율로 변경 적용  
자료: 미래에셋대우 리서치센터

### 3. 지주회사 전환 시 투자전략

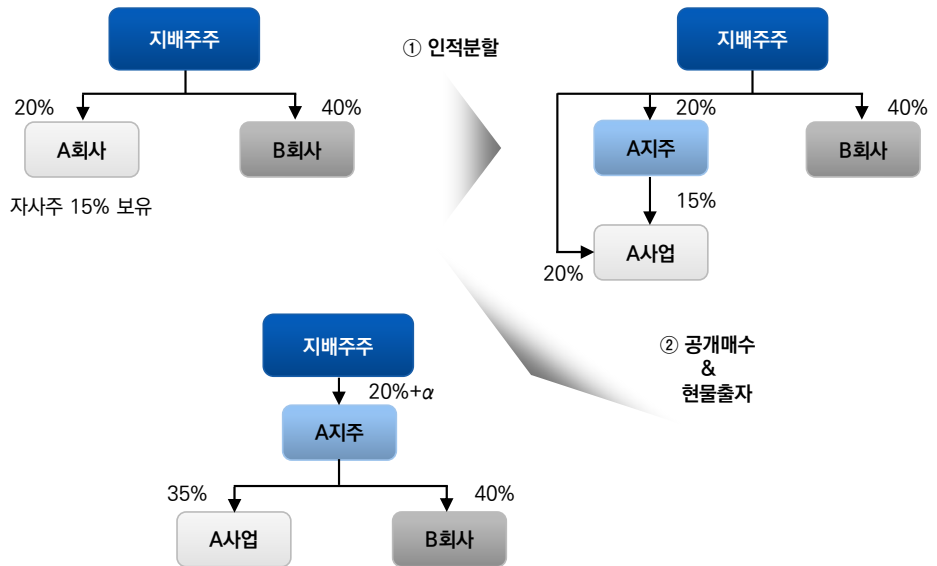
#### 지주회사 전환 과정에서 지배주주와 이해관계를 같이하며 수익을 향유하는 투자전략 수립

지주회사로의 전환을 발표하고, 인적분할로 지주회사와 사업자회사가 분리된 뒤, 지주회사의 자회사 지분에 대한 공개매수가 이루어질 때까지는 사업자회사에 투자.

공개매수 이후에는 보유자산 대비 저평가가 부각되며 급격한 할인율의 축소가 이루어질 수 있는 지주회사에 투자. 이러한 투자전략에는 분할된 사업자회사의 영업가치에 대한 확신이 전제되어야 함.

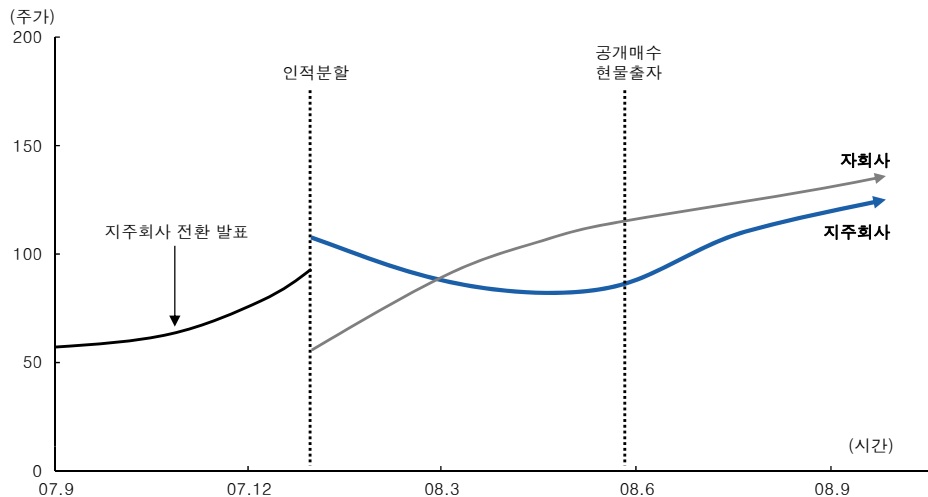
지배주주의 입장에서는 사업자회사의 주가가 높을수록 지주회사와의 주식교환에 있어 지주회사의 신주를 더 많이 확보할 수 있기 때문에 공개매수가 이루어지기 전까지 사업자회사의 가치를 높이기 위해 적극적으로 노력하려는 유인이 높음. 이후 공개매수 가격이 공표되면 지주회사-자회사간 주식교환비율이 확정되면서 지주회사의 주가는 신주발행에 대한 불확실성이 사라지게 되는데, 그간의 저평가 상태에서 높은 밸류에이션 매력이 부각되어 자회사 주가보다 빠르게 회복할 수 있다는 판단.

그림 4. 지주회사 전환 과정: 인적분할-공개매수-현물출자



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 지주회사 전환 시 지주회사-자회사 주가 방향성



자료: 미래에셋대우 리서치센터

## 기업분할 과정에서의 투자전략

### 기업 분할의 이유

기업들은 생존과 발전을 위하여 급변하는 영업환경에서 최적의 형태로 적응하고자 노력하고 있음. 특히 다각화된 사업구조를 가지고 있는 우리나라 기업집단에게 있어 특정 사업을 중심으로 역량을 집중시키는 사업 구조조정의 필요성은 상당히 높음. 따라서 각 기업들은 분할합병의 선택을 통해 적정 기업규모의 도출 및 사업부문별 효율화를 추구하고자 함.

기업의 지배주주 입장에서 결정되는 기업분할의 동기요인은 크게 세가지로 판단됨.

첫째, 사업전문화를 통한 경영효율성 제고 측면. 기업분할을 통해 각 사업 부문의 역량을 강화하여 분할한 기업과 존속기업의 시장가치 재평가를 개별적으로 이끌어낼 수 있음.

둘째, 지주회사 전환 등을 통한 지배구조 개선. 분할 과정을 통해 지주회사로의 전환을 추진함으로써 안정적인 지배구조 확보가 가능하며, 적대적 M&A를 방어하는 수단으로도 활용할 수도 있음.

셋째, 구조조정을 통한 부진한 사업의 정리 목적. 기업분할을 통해 성과가 좋지 못한 사업을 분리하여 매각함으로써 존속회사의 수익성과 경쟁력을 강화하여 주주의 부를 증진시킬 수 있음.

기업분할의 궁극적 목적은 기업 경쟁력을 향상시키는 것이지만 분할의 과정에서 지배주주의 선택에 의해 분할의 목적이 달라질 수 있음. 결국 각기 다른 분할의 목적은 분할법인과 분할신설법인의 기업 가치 결정에 영향을 미칠 수 있다는 판단임. 향후 선택과 집중의 방식을 통한 기업 경쟁력 향상을 위해 기업분할이 점차 증가할 것으로 예상되는 바, 특히 기업분할의 목적에 주목할 필요가 있음.

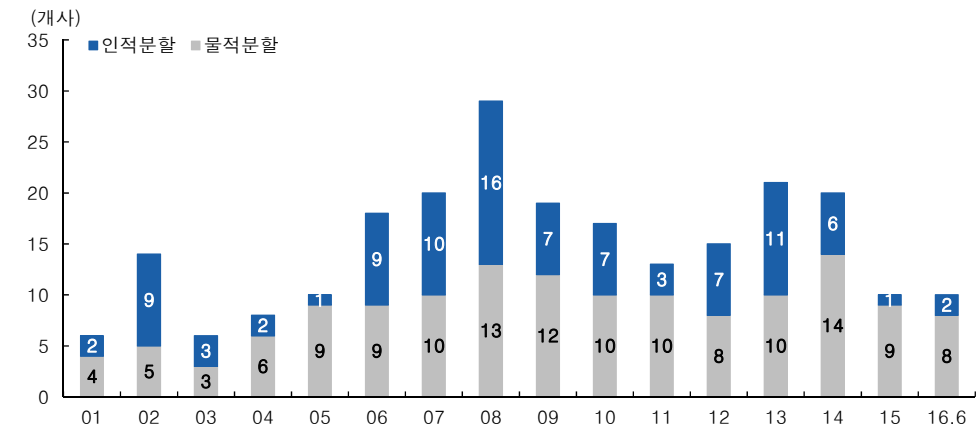
표 7. 유가증권시장 상장법인 회사분할 공시 현황

(건)

	인적분할		물적분할	전체 공시건수
		지주회사 전환		
2016년(1.1~5.31)	2	1	8	10
2015년	1	0	9	10
2014년	6	4	14	20
2013년	11	7	10	21
2012년	7	5	8	15
2011년	3	1	10	13

자료: 한국거래소, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 국내 기업분할 추이



자료: 미래에셋대우 리서치센터

### 분할 전 시가총액 < 분할 후 시가총액의 합

기업분할 목적 중에서 지배구조 개선을 목적으로 기업분할을 실시하는 경우를 주목할 필요. 경험적으로 지배구조 개선 목적의 분할인 경우에 주가가 가장 많이 오른 것으로 파악되기 때문. 따라서 기업이 지주회사 전환을 위해 인적분할을 실시하는 가운데 투자기회의 확보가 가능하다는 판단. 즉 지주회사 전환을 위한 인적분할 후 지주회사와 자회사의 재상장을 위해 매매거래 정지기간(15일~30일 정도)이 발생하는 불확실성에도 불구하고, 인적분할 전의 자회사 시가총액보다 인적분할 후 지주회사와 자회사의 시가총액 합이 더 크게 형성됨을 확인할 수 있음. 이로써 분할 전 기존 주주들은 인적분할에 따른 시가총액 증분을 향유할 수 있음.

지주회사 체제로 전환되면 사업과 투자부문이 혼재되어 있는 경영자원을 분리, 집중화함으로써 효율적인 자원 분배가 가능해짐. 또한 지배구조가 개선되는 효과와 함께 경영성과의 책임소재가 분명해지는 책임경영의 효과도 기대할 수 있음. 따라서 기업지배구조 개선을 위한 기업분할의 경우, 지주회사 전환으로 인해 지배구조가 개선되고 출자구조가 단순화되면서 경영 효율성이 높아질 것이라는 기대감이 사업전문화의 분할 목적 이외에 추가적인 프리미엄으로 반영될 수 있다는 판단

그림 7. 대한항공 인적분할 전·후 시총 비교

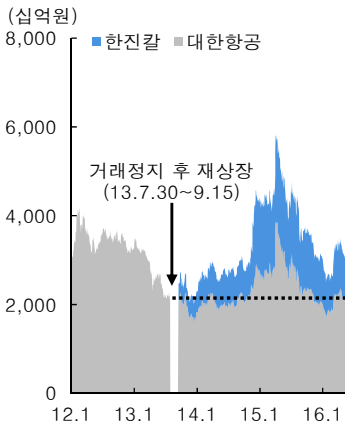


그림 8. 코스맥스 인적분할 전·후 시총 비교

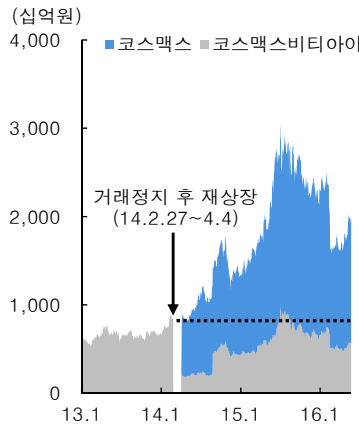


그림 9. 아세아시멘트 인적분할 전·후 시총 비교

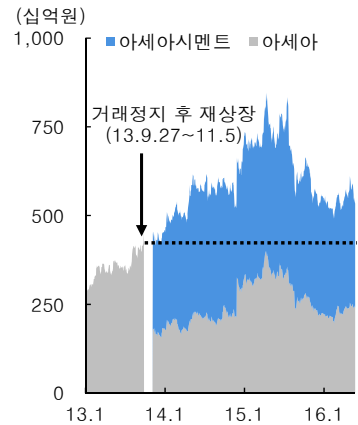


그림 10. 한솔제지 인적분할 전·후 시총 비교

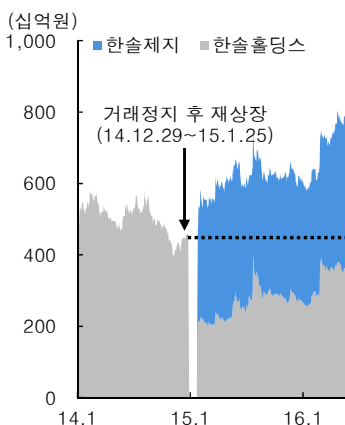


그림 11. 덕산하이메탈 인적분할 전·후 시총 비교

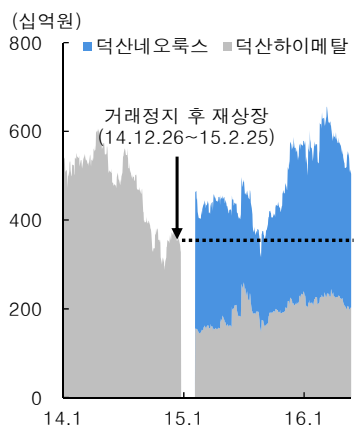
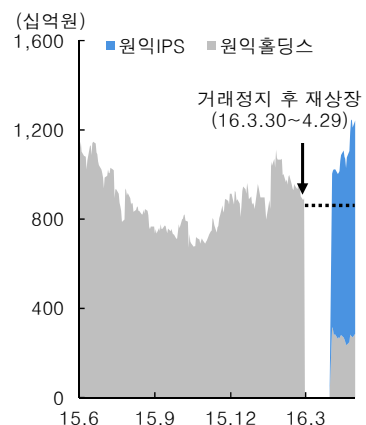


그림 12. 원익IPS 인적분할 전·후 시총 비교



자료: 미래에셋대우 리서치센터

# 사업재편 관련 정책 변화

## 1. 기업활력제고특별법

### 사업재편 시 절차 특례, 세제 혜택 등을 패키지로 3년간 한시적 지원

기업활력제고특별법(원샷법)은 정상적인 기업이 과잉공급 해소를 통해 생산성을 향상하기 위해 자발적이고 선제적으로 사업재편을 추진할 때 상법, 공정거래법 등의 각종 규제와 세제문제 등을 한 번에 해결해 주어 신속하게 사업재편을 할 수 있도록 지원하는 3년 한시 특별법. 8월 13일 시행 예정

#### ■ 적용 대상: 기업규모나 업종 제한 없이 사업재편을 추진하는 과잉공급 업종 내 정상기업

- ① 사업재편 유형: 합병, 분할 등 생산성 향상을 목적으로 하는 다양한 구조변경 및 사업혁신 활동
- ② 과잉공급 기준: 업종 가동률, 재고율, 영업이익률, 매출원가변화율 등 고려해 실시지침으로 규정
- \* 제조업, 금융업, 건설업 등 업종에 따른 구분 없이 과잉공급 분야 내 모든 업종에 적용

평가: 부실기업 대상으로 사후 구체적 성격의 기업구조조정촉진법 등과 구분 필요, 과점상태에 있는 대기업보다 경쟁이 심한 중소·중견기업이 직접적인 수혜를 받게 될 가능성이 높음.

#### ■ 심의·승인 절차: 생산성·재무건전성 목표 등을 검토해 주무부처와 심의위원회가 60일 내 승인

- ① 처리 과정: 주무부처 사전상담 → 사업재편 계획 신청 → 주무부처 검토(1개월) → 심의위원회 심의(1개월) → 주무부처 승인 → 사업재편(3년)
- ② 생산성·재무건전성 지표: 자산순이익률, 근로자 1인당 부가가치율, 부채비율, 이자보상비율 등
- ③ 특혜 시비 차단: 사업재편 목적이 경영권 승계 및 재벌 총수일가 지배구조 강화일 경우 승인 거부 및 승인 이후 판명 시 사후 승인 취소와 지원액 3배 규모 과징금 부과

평가: 신속한 심의·승인 절차로 불확실성 해소, 직접적인 제외 요건 제시로 대기업 총수일가가 보유한 회사들의 동법 수혜는 불가능

표 8. 원샷법 주요 내용

구분	주요 내용
지원 대상	과잉공급 산업 분야에 속한 사업재편 기업(예; 조선, 철강, 석유화학, 자동차 등)에 한함. 규모 및 업종에 제한 없음 *과잉공급 산업 기준의 예 국내외의 과잉 경쟁으로 다수의 한계 기업이 존재하거나 급속한 기술 변화로 대체산업이 출현해 경쟁력이 약화된 분야 해당 업종의 최근 3년간 매출액, 영업이익률의 평균값이 직전 10년간의 평균값보다 현저히 감소하거나 3년간 제품가격 상승률이 원료가격 상승률보다 낮을 경우, 원가절감이 어려워 당분간 공급과잉 해소가 어려운 경우 → 산업부, 공급과잉 업종의 기준을 세우기 위한 세부지침 준비 중
지원 시기	한시적으로 3년간 사업재편 지원
심사위원회	위원장 2인 포함 20인 이내로 구성. 단, 국회 소관 상임위원회에서 추천한 경제 전문가 4인 포함 당연직 위원으로 기획재정부와 공정거래위원회, 금융위원회 1급 상당의 공무원 참여 심의위원회에 대한 제척·기피 사유: 심의대상 기업의 주식 보유 여부 등
사업재편계획 승인절차	사업재편계획 작성, 신청 → 주무부처 산하 민관합동 위원회 심의, 공정거래위원회 검토 → 승인 여부 결정 (신청 후 승인까지 2개월 이내 소요 예상) 총 자산규모 약 100억원 이하의 중소기업의 경우 별도의 심의위원회 절차 없이 중소기업청의 판단으로 원샷법 적용 가능
승인 기준	생산성 향상* 및 재무건전성 목표** 달성, 과잉공급 해소, 투자창출 등 종합평가 *1인당 부가가치를 5%이상 증가, ROE 3%p 향상, 유형 고정자산 회전율 3% 이상 상승 등 3가지 중 1개 충족 시 **이자보상비율 100%, 유동부채비율 200%
승인 거부/취소	경영권 승계 및 지배구조 강화, 상호출자제한기업 집단 계열사에 대한 부당한 이익 제공 등을 위한 사업재편일 경우 승인 거부 : 승인 이후라도 경영권 승계, 지배력 확장 또는 일감 몰아주기 목적이 명백해질 경우, 사후 승인 취소 및 과징금* 병과 * 과징금은 정부로부터 받은 금전적 지원액 중 대통령령으로 정하는 금액의 3배 부과 * 대기업의 경우 정부로부터의 지원액이 없는 관계로 사후 승인 취소 시 공정거래법에 의거하여 처벌 사업재편 승인 심사 시 사업재편 계획이 근로자의 이익을 부당하게 침해하는지 여부 고려

자료: 미래에셋대우 리서치센터 정리

### 기업활력제고특별법 주요 내용

#### ■ 공정거래법상 각종 규제 완화

- ① 지주회사 규제 특례: 사업재편계획 제출 당시 지주회사에 해당되는 경우 한정해 3년간 유예
  - 지주회사: 부채비율 200% 이내 유예, 자회사 지분 40%(상장사 20%) 이상 보유 유예, 비계열사 지분 5% 이상 보유 금지 유예 등
  - 자회사: 손자회사 지분 40%(상장사 20%) 이상 보유 유예, 손자회사에 대한 지주회사 내 다른 자회사의 출자 유예, 지주회사의 자회사(2개 이하)가 동일 손자회사에 50%씩 공동출자 유예 등
  - 손자회사: 증손회사 인수 시 지분 100% 보유 유예(단 3년 동안 증손회사 지분 50% 이상 보유)
- ② 기업결합심사 특례: 사업재편계획 제출 시점에 자동으로 공정거래위원회 기업결합심사 개시
- ③ 상호·순환출자 제한 규제 특례: 해소기간 기존 6개월 → 1년으로 연장
- ④ 채무보증 제한 규제 특례: 채무보증제한 기업집단 내 계열사간 채무보증 금지 3년간 유예

#### ■ 상법상 사업재편 절차 축소

- ① 이사회 결의만으로 대체: 소규모분할 신설, 소규모합병 및 간이합병 범위 확대
- ② 주주총회 절차 간소화: 주총 전·후 기간 축소로 사업재편 소요기간 최대 44일 단축 가능
- ③ 주식매수청구대금 지급기한 연장: 상장법인 1개월 → 3개월, 비상장법인 2개월 → 6개월

#### ■ 세제 지원: 이연 및 면제로 자금부담 완화

- ① 기업간 주식교환 시 주식 양도차익에 대한 법인세(24.2%)를 교환주식 처분 시까지 이연, 해당주식교환에 대한 증권거래세(0.5%)도 면제
- ② 합병 후 중복자산을 처분하고 새로운 자산 취득 시 중복자산 양도차익 법인세가 3년간 이연
- ③ 모회사가 자회사의 금융채무를 인수·변제 시 모회사의 법인세가 감면, 자회사의 채무면제 이익에 대한 법인세도 4년간 이연, 모회사의 증여세(24.2%)도 비과세
- ④ 합병·증자·회사설립 등에 따른 자본금 증가 시 등록면허세(자산증가분 0.4%) 50% 감면 등

평가: 기 전환된 지주회사 체제 내 사업포트폴리오 재편 시 활용 극대화. 다만 유예기간 이후에는 현행법상 요건을 다시 충족해야 함. 세제 지원 역시 대부분 이연으로 유예기간 이후 납부 의무

표 9. 기업활력제고특별법 주요 내용

구분	적용 대상	주요 내용
비용 부담 경감	주식매수청구권	주식매수 의무기한 연장: 상장사 현행 1개월 → 3개월로 확장(비상장사 현행 2개월 → 6개월) M&A시 반대 주주 주식매수청구기간: 주주총회 후 20일 이내 → 10일 이내로 단축
	등록면허세	사업재편 시 등록면허세 50% 감면
	자금 지원	사업재편 승인 기업에 대해 국가 및 지방자치단체는 자금의 보조, 융자 또는 출연 등의 지원 가능 다만 대기업은 자금 지원 대상에서 제외
지주회사 규제완화	증손회사 소유	50% 이상 시 보유 허용(현재 증손회사 원칙적 소유 금지, 100% 지분 보유 시만 허용)
	총족기간	사업재편 기간 내 지주회사 행위요건 총족 의무기간 연장 (기존 2년 → 사업재편기간 3+1년)
	채무보증	사업재편 기간 내 채무보증제한 기업집단 내 채무보증 허용(사업재편기간 3+1년)
	순환출자, 상호출자	순환출자 및 상호출자 해소 유예기간을 현행 6개월 → 1년으로 연장
	공동출자	사업재편 기간 내 복수의 자회사간 손자회사에 대한 공동출자 허용(사업재편기간 3+1년)
절차 간소화	소규모합병 기준	<b>합병 시 신규발행 주식이 기존 주식 현행 10% 이내 → 20% 이내일 경우 주총 특별결의 면제, 이사회 결의 가능</b> ※ 다만 남용방지를 위해 존속법인의 주주 10% 이상이 반대하는 경우 소규모합병이 무산되도록 보완장치 강화 (기존에는 20% 이상 반대하는 경우 소규모 합병 무산)
	주주총회 절차	주주총회 전 공고 및 주주 통지, 재무제표 공시 등 진행 기간 현행 2주일 → 7일로 단축 (기간 선정 시 토요일 및 공휴일, 근로자의 날 제외)
	간이합병 요건	합병회사가 피합병회사 주식 80% 이상 취득 시 피합병회사 주총 특별결의 면제(현재 90% 이상 취득 시 가능)
	소규모 분할	분할 신설회사 총 자산액이 승인기업 총 자산액의 10% 미만 시 주총 특별결의 면제, 이사회 결의 가능 다만 남용방지를 위해 소규모 분할 횟수는 사업재편 기간 동안 1회로 제한
기타	특례 적용 제외	상호출자제한기업집단 내 부채비율 200% 초과 계열사 채무보증 특례적용 제외

자료: 미래에셋대우 리서치센터 정리

## 2. 기업구조조정촉진법

### 부실징후기업의 기업개선 작업이 원활히 추진될 수 있도록 규정한 법적 장치

2015년말 일몰 폐지된 기업구조조정촉진법(기촉법)이 2개월간의 공백을 거쳐 2016년 3월 국회 본회의를 통과. 지난 4월말에는 시행령이 심의·의결되며 적용 범위 수정 및 일부 항목들이 구체화됨. 기촉법은 2001년 제정된 이후로 총 4차례 연장된 바 있음. 금번에 시행되고 있는 기촉법 역시 2년 6개월의 한시법으로 일몰 시기는 2018년 6월 30일임.

기촉법은 부실징후기업의 기업개선이 신속하고 원활하게 추진될 수 있도록 규정한 법적 장치. 채권단 주도로 부실 징후가 있는 기업에게 채무상환을 유예하고 신규자금을 지원하는 등 기업의 회생을 지원하는 제도. 채권단이 가진 기업의 총 채권액 가운데 75%가 찬성 시 부실기업의 정상화 추진. 다만 75% 이상 보유 채권단이 단일 기관일 경우 의결 불가능. 이 때 금융채권자수의 2/5이상 동의가 필요.

최근 의결된 시행령에 따르면 기촉법 적용대상을 대기업에서 중소기업으로 확대함. 기존에는 신용위험평가 대상을 신용공여액 500억원 이상의 대기업에 한정했으나 이번에는 적용 범위를 50억원 이상으로 확대하여 실시. 금융위원회는 신용위험평가를 마무리한 뒤 구조조정 대상 대기업은 2016년 7월 초에, 중소기업은 11월 초에 결정할 예정. 신용위험평가 C등급을 받는 기업은 기촉법을 근거로 채권단의 의결을 거쳐 구조조정(워크아웃)에 돌입할 전망이다.

금번 기촉법은 채권자와 구조조정 대상 기업의 범위를 기존 법률보다 확대했다는 점이 주된 특징임. 포괄주의를 적용하여 채권자의 적용범위를 기존 채권금융회사에서 모든 금융채권자로 확대했으며, 채무기업의 범위도 상법에 따른 회사와 그 밖에 영리활동을 하는 자 등 모든 기업으로 확대함. 또한 기촉법의 제정 및 개정에 따라 채권자와 채무자 간의 자율적 합의로 진행되는 ‘사적 구조조정’의 제도적 근간이 마련됨. 조선·해운·철강업 등에서 많은 한계기업이 발생하고 있는 국내 상황에서 기촉법은 기업 구조조정을 활성화시켜 부실징후기업에 대한 신속한 기업개선이 가능해질 전망.

표 10. 기업구조조정촉진법 과거 일몰 내역

차수	일몰날짜	주요내용
제정	2001년 7월~2005년 12월 31일	채권단 중심 워크아웃을 특별법으로 명문화
1차 연장	2010년 12월 31일	부실기업 워크아웃 무산을 계기로 재입법
2차 연장	2013년 12월 31일	워크아웃 신청주체에서 채권단 배제
3차 연장	2015년 12월 31일	이전 기촉법에서 시한만 연장
<b>4차 연장</b>	<b>2018년 6월 30일</b>	-

자료: 미래에셋대우 리서치센터 정리

표 11. 기업구조조정촉진법 주요 내용

구분	舊기업구조조정촉진법	新기업구조조정촉진법
일몰기한	2015-12-31	2018-06-30
채권자 적용범위	은행, 보험 등 채권금융회사에 국한	공제회, 기금, 외국 금융회사 등 모든 금융채권자(포괄주의 적용) - 다만, 주채권은행, 운영상 필요한 경우 적정 참여범위 달리 적용 가능
적용대상기업	채권금융회사 총신용공여액 500억원 이상 대기업에 한정	신용공여액 500억원 이상 중소기업으로 확대
협의 의결요건	채권액 비중 기준 75%이상 채권기관 찬성시 의결 가능 75% 이상 채권액 보유 단일 채권기관 찬성시에도 의결 가능	채권액 75% 이상 단일채권자 찬성에도 불구, 금융채권자수 2/5 이상의 찬성없이 의결 불가
주채권은행 변경	금융위원장, 주채권은행 변경시 채권단에 변경 사실만 통보	금융위원장, 주채권은행 변경시 채권단에 변경 사실과 이유 모두 통보
금융채권자 협의회	소집 통보일부터 7일 이내에 개최	소집 통보일부터 14일 이내에 개최
금융채권자 조정위원회	위원회의 위원 임기 1년으로 하되 연임 가능	위원회의 위원 임기 2년으로 하되, 1회에 한하여 연임 가능
신용공여액 범위	-	대출, 어음 및 채권 매입, 사실대여, 지급보증 등
구조조정 장기화 방지	-	구조조정 평가주기 3년 3년후 종료되지 아니할 시, 경영평가위원회 계속지원 여부 판단 후 금융채권자협의회에 보고 주채권은행은 보고일 이후 7일 이내에 평가결과를 대통령령으로 정하는 방법에 따라 공개
채권매수청구권	-	찬성채권자, 반대채권자와 합의시 해당기업 또는 제3자로 하여금 반대채권자 채권 매수 가능 합의가 이루어지지 않은 경우, 조정위원회에 대하여 채권의 매수가액 및 조건 조정신청 가능
고충처리위원회	-	부실기업징후기업의 고충 처리 목적 '고충처리위원회' 신설

자료: 미래에셋대우 리서치센터 정리

### 3. 상법개정안

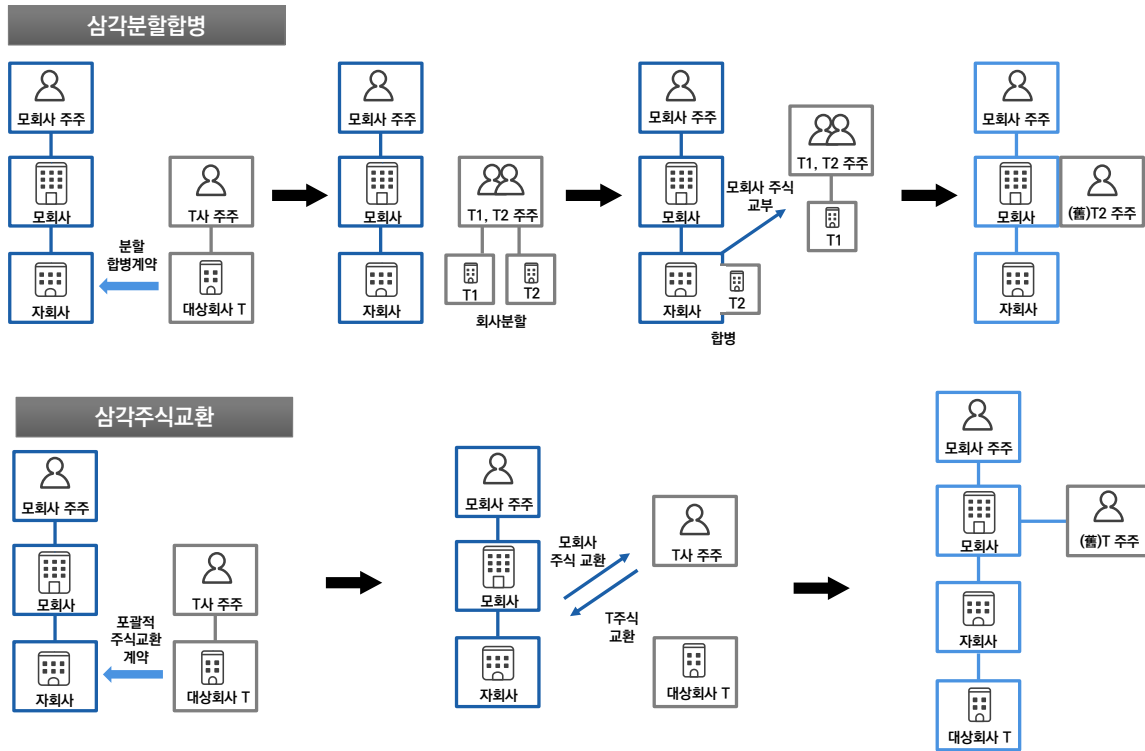
#### 삼각분할합병, 삼각주식교환 등 다양한 형태의 기업 인수·합병 가능

2015년 11월, 상법개정안의 국회 본회의 통과 후 2016년 3월부터 시행 중. 금번 상법개정안은 신사업 진출 및 사업 재편을 용이하게 하기 위해 다양한 형태의 기업 인수·합병 제도 도입에 의미가 있음.

주요 내용을 살펴보면, 자회사가 피인수기업의 특정 사업부분을 분할하여 합병할 시 그 대가로 모회사의 주식을 피인수기업의 주주에게 교부하는 삼각분할합병 제도를 도입함. 또한 자회사가 포괄적 주식교환을 할 시 그 대가로 모회사의 주식을 피인수기업의 주주에게 교부하는 삼각주식교환도 도입함. 소규모 주식교환 요건도 완화(발행주식총수의 100분의 5 이하 → 100분의 10 이하)했으며 인수주체가 피인수기업 발행주식총수의 90% 이상 보유 시, 이사회 결의로 영업양수가 가능하도록 명문화함.

개정 상법을 통해 다양한 형태의 M&A가 가능해진 바, 대기업은 물론 중견 및 중소기업들은 보다 용이하게 투자금 회수가 가능해짐. 동 법이 시행됨에 따라 향후 그룹 집단 내 사업재편이 보다 활발해질 전망이며, 기업들은 보다 전략적이고 신속하게 사업포트폴리오 다각화할 수 있을 것으로 판단

그림 13. 삼각분할합병 및 삼각주식교환



자료: 법무부, 미래에셋대우 리서치센터

표 12. 과거 소규모 주식교환 사례

이사회 결의일	인수기업	피인수기업	교환비율(피인수:인수)	교환목적
2015.10.02	CJ대한통운	한국복합물류	보통주 1:0.099291	독점규제 및 공정거래에 관한 법률 요건 충족 및 경영 효율성 및 시너지 극대화
2015.07.20	SIMPAC	심팩인더스트리	보통주 1:0.753232	심팩인더스트리를 100% 자회사로 편입하여 경영효율성 제고
2015.03.20	SK텔레콤	SK브로드밴드	보통주 1:0.016894	경영상의 효율성 증대 및 시너지 효과 창출
2015.03.16	나노엔텍	바이오포커스	보통주 1:2.405620	사업 확대를 통한 미래성장동력 확보 및 연구 생산의 협력을 통한 R&D 및 제조역량 강화 등
2014.01.27	SK하이닉스	실리콘화일	보통주 1:0.223244	경영상의 효율성 증대 및 시너지 효과 창출
2012.12.04	아모레퍼시픽그룹	태평양제약	보통주 1:0.063871 우선주 1:0.119622	태평양제약을 아모레G의 100% 자회사로 편입
2009.10.13	한국금융지주	한국투자상호저축은행	보통주 1:0.0297283	한국투자상호저축은행을 한국투자금융지주의 100% 자회사로 편입
2007.05.28	신한지주	LG카드	보통주 1:0.849320	LG카드를 신한지주의 완전자회사로 편입

자료: 전자공시시스템, 미래에셋대우 리서치센터 정리

## Top Picks 및 관심종목

### SK (034730/매수) 5대 성장 사업의 순차적 진행

- 5대 성장사업 순차적 진행 중
- 순차적으로 시현될수록 동사 영업가치 및 자회사 지분가치 증대가 예상
- 투자의견 매수, 목표주가 330,000원 제시

---

### LG (003550/매수) 저평가 진입, 반등을 기대

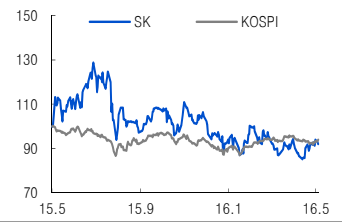
- LG전자 중심으로 그룹 사업 포트폴리오 재편 진행
- 전자계열사 경쟁력 회복이 동사 저평가 달피를 이끌 것
- 투자의견 매수, 목표주가 90,000원 제시

## SK (034730)

### 5대 성장 사업의 순차적 진행

#### 지주

(Maintain)	매수		
목표주가(월, 12M)	330,000		
현재주가(16/05/31, 원)	229,000		
상승여력	44%		
영업이익(16F, 십억원)	5,560		
Consensus 영업이익(16F, 십억원)	5,144		
EPS 성장률(16F, %)	-82.0		
MKT EPS 성장률(16F, %)	16.6		
P/E(16F, x)	13.5		
MKT P/E(16F, x)	10.6		
KOSPI	1,983.40		
시가총액(십억원)	16,113		
발행주식수(백만주)	71		
유동주식비율(%)	48.4		
외국인 보유비중(%)	24.4		
베타(12M) 일간수익률	1.46		
52주 최저가(원)	212,000		
52주 최고가(원)	320,500		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.2	-15.2	-8.2
상대주가	2.8	-14.8	-2.1



#### 5대 성장사업 순차적으로 진행 중

1) IT서비스 확장(자체사업): 파트너십을 이용한 글로벌 거점 확보

Cloud, Big Data, IoT 등을 활용한 Global Top tier 수준 IT서비스 역량 확대. 이에 대한 일환으로 중국 혼하이그룹 내 팍스콘과 합작기업 FSK홀딩스(팍스콘 70%, 동사 30%) 설립, 향후 팍스콘의 중국 충칭 공장 등 스마트 팩토리 구현에 관한 다양한 사업기회 확보 예상

2) ICT 융합보안, 스마트물류 진출(자체사업): ICT 역량 바탕으로 신사업 확대

융합보안 서비스 플랫폼 구축, 디바이스 제조 및 바이오 인식, 영상감시 등의 소프트웨어 분야로 사업 확장. 한편 스마트 물류사업 추진, 그룹 자체 수요 기반으로 역량 강화(~'16년), 이후 혼하이 그룹 등과의 파트너십을 활용해 중국 중심으로 사업 확대('17년~) 추진 계획

3) 바이오/제약(SK바이오팜, SK바이오텍): 의약사업에서의 새로운 가치 창출

2018년까지 신약개발-생산-마케팅까지 의약사업 내 전 부분의 Value chain 통합 및 이후 IPO 추진 및 성장 잠재력이 큰 신약개발업체 대상 M&A 추진 예정. SK바이오팜은 현재 중추신경계 분야에 역량을 집중하여 다수 신약후보물질 개발 후 글로벌 제약사 대상 L/O 진행. 특히 자체 역량 기반으로 뇌전증 치료제(YKP3089)의 성공적 2상 후기 결과 확보 예상 및 3상 진입 예정. '18년부터 직접 제조·판매 진행 시 연 매출 1조원 달성 예상

4) LNG(SK E&S): 그룹 내 LNG Value chain 통합/확장, 중국 내 신규 사업 확보

저가 LNG 소싱(미국, 호주 등)을 통한 가격 경쟁력 확보로 2020년까지 500만톤 규모 사업으로 성장 추진. 특히 중국 현지 기업과의 파트너십 구축을 통해 LNG 사업기회 창출 예상

5) 반도체 모듈(에센코어) 및 소재(OCI머티리얼즈, JV 설립): 고성장, 고수익 사업모델 확충

에센코어 중심으로 반도체 모듈 사업 본격화(2020년 매출 2조원 목표). 특히 반도체 소재 시장 성장의 예상으로 SK머티리얼즈를 중심으로 추가 M&A 및 역량 강화, JV 체결 등을 통해 신규 고성장, 고수익 사업포트폴리오 확보 추진 계획

#### 투자 의견 매수, 목표주가 330,000원 제시

동사는 사업형 지주회사로서 지속성장을 위한 5대 성장 사업 계획을 진행. 이는 기존 SK C&C의 ICT 역량을 기반으로 SK의 현금흐름을 적극 활용함으로써 달성 가능. 이러한 사업 계획이 순차적으로 실현될수록 동사 영업가치 및 자회사 지분가치 증대가 예상되므로 동사 투자매력이 높음. 투자 의견 매수, 목표주가 330,000원 유지

결산기 (12월)	12/12	12/13	12/14	12/15	12/16F	12/17F
매출액 (십억원)	2,242	2,302	2,426	39,570	87,100	92,471
영업이익 (십억원)	201	225	272	1,403	5,560	5,362
영업이익률 (%)	9.0	9.8	11.2	3.5	6.4	5.8
순이익 (십억원)	356	202	127	5,346	1,199	1,239
EPS (원)	7,122	4,045	2,546	93,713	16,903	17,466
ROE (%)	15.8	8.5	5.0	70.6	9.2	8.8
P/E (배)	14.5	33.4	83.9	2.6	13.5	13.1
P/B (배)	1.9	2.2	3.3	1.3	1.1	1.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: SK, 미래에셋대우 리서치센터

표 13. SK의 5대 성장 사업 추진 계획

성장 전략	5대 성장축	관련기업	2020년 목표	내용
ICT 통합기반 성장성 강화	(1) IT서비스	SK 자체사업	*클라우드 매출액 6,000억원 영업익 600억원 *스마트 팩토리 매출액 5,000억원 영업익 500억원	IT서비스 커버리지 확대, 파트너십을 이용한 글로벌 거점 및 클라우드 기반 사업 확보
	(2) ICT 융합	SK, 인포섹, NSOK 등	*스마트물류 매출액 1조원 영업익 600억원 *AI 매출액 4,000억원 영업익 800억원	융합보안(정보보안+물리보안) 서비스 플랫폼 구축 센서 등 디바이스 제조 및 바이오 인식, 영상감시 등의 소프트웨어 분야 육성 계획
신성장 포트폴리오	(3) Bio/제약	SK바이오팜 SK바이오텍	매출액 1조원 영업익 6,000억원 매출액 1.5조원 영업익 3,000억원	(~2018년) 신약개발-생산-마케팅까지 의약사업 내 Value chain 통합 (2018년~) IPO 추진, 이후 성장 잠재력이 큰 신약개발업체 대상 M&A 추진 계획
	(4) LNG	SK E&S 등	매출액 8.2조원 영업익 8,400억원	그룹 내 LNG Value chain의 통합 및 확장, 2020년 500만톤 규모의 사업으로 성장 추진 저가 LNG 소싱으로 가격 경쟁력 확보 및 그룹 내 Captive 수요 기반으로 안정적 고수익 창출 중국 현지 기업과의 파트너십 구축을 통해 LNG 사업기회 확보 예상
	(5) 반도체 모듈/소재	SK, 에센코어 SK머티리얼즈	매출액 2조원 영업익 2,000억원 매출액 1.5조원 영업익 5,000억원	에센코어 중심으로 반도체 모듈 사업 본격화 진행(~2020년 매출 2조원 목표) 글로벌 Top-tier 기술 보유 업체와 M&A, JV를 통해 반도체 소재 시장으로의 안정적 진입 추진

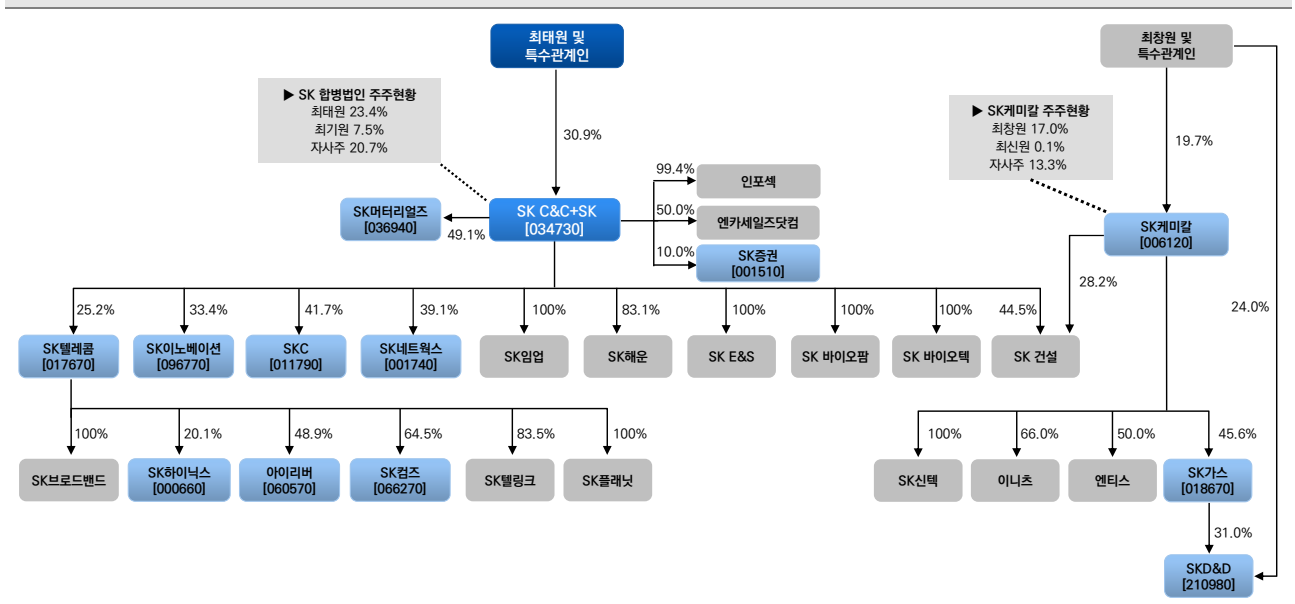
자료: SK, 미래에셋대우 리서치센터

표 14. 바이오팜 주요 파이프라인 추진 현황

신약 구분	개발 단계(현재)	주요 내용
수면장애(SKL-N05)	임상 3상 진입	미국 Jazz사에 기술 수출, 2018년 신약 시판 계획 임상시험 기술료 및 매출액에 따른 로열티 수입 예상 아시아 주요 12개국 판권 보유 및 직접 마케팅 예정
뇌전증(간질)(YKP3089)	임상 2상 후기 결과 확보, 3상 진입	2018년 전세계 시장 신약 출시 목표, 직접 매출 발생 연 매출 1조원 규모 블록버스터급 성공 기대
만성변비/과민성대장증후군(YKP10811)	임상 2상 후기 진행	2016년 글로벌 전문 제약사에 기술 수출(L/O) 추진
급성발작(PLUMIAZ)	NDA(New Drug Application/신약승인 신청)	2010년 미국 Acorda사(중추신경제약사)에 기술 수출
치매/인지장애(SKL 15508)	임상 2상 전기	독자 임상 2상 전기 시험 중

자료: SK, 미래에셋대우 리서치센터

그림 14. SK그룹 지배구조



자료: 미래에셋대우 리서치센터

SK (034730)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/14	12/15	12/16F	12/17F
<b>매출액</b>	<b>2,426</b>	<b>39,570</b>	<b>87,100</b>	<b>92,471</b>
매출원가	2,143	35,495	78,183	83,694
매출총이익	283	4,075	8,917	8,777
판매비와관리비	11	2,671	3,356	3,415
조정영업이익	272	1,403	5,560	5,362
영업이익	272	1,403	5,560	5,362
비영업손익	-85	4,836	-1,044	-1,120
금융손익	-55	-282	0	0
관계기업등 투자손익	-39	665	366	555
세전계속사업손익	187	6,239	4,516	4,242
계속사업법인세비용	57	580	1,157	1,086
계속사업이익	130	5,659	3,359	3,155
중단사업이익	0	-109	0	0
당기순이익	130	5,549	3,359	3,155
지배주주	127	5,346	1,199	1,239
비지배주주	3	203	2,160	1,916
<b>총포괄이익</b>	<b>174</b>	<b>5,453</b>	<b>3,359</b>	<b>3,155</b>
지배주주	171	5,363	-310	-291
비지배주주	3	90	3,669	3,447
EBITDA	329	3,604	10,321	9,502
FCF	31	2,351	699	7,166
EBITDA 마진을 (%)	13.6	9.1	11.8	10.3
영업이익률 (%)	11.2	3.5	6.4	5.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	5.2	13.5	1.4	1.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/14	12/15	12/16F	12/17F
<b>유동자산</b>	<b>927</b>	<b>29,765</b>	<b>27,947</b>	<b>30,933</b>
현금 및 현금성자산	246	6,995	8,220	10,913
매출채권 및 기타채권	456	11,833	12,000	12,289
재고자산	142	5,643	5,723	5,861
기타유동자산	83	5,294	2,004	1,870
<b>비유동자산</b>	<b>4,380</b>	<b>66,869</b>	<b>54,608</b>	<b>46,928</b>
관계기업투자등	3,315	11,158	3,602	0
유형자산	574	39,445	35,879	32,787
무형자산	102	9,749	8,575	7,526
<b>자산총계</b>	<b>5,307</b>	<b>96,634</b>	<b>82,555</b>	<b>77,862</b>
<b>유동부채</b>	<b>641</b>	<b>25,919</b>	<b>18,574</b>	<b>18,747</b>
매입채무 및 기타채무	258	9,823	9,962	10,202
단기금융부채	214	8,324	8,226	8,228
기타유동부채	169	7,772	386	317
<b>비유동부채</b>	<b>2,064</b>	<b>30,637</b>	<b>20,736</b>	<b>12,907</b>
장기금융부채	1,376	23,650	13,650	5,650
기타비유동부채	688	6,987	7,086	7,257
<b>부채총계</b>	<b>2,705</b>	<b>56,557</b>	<b>39,310</b>	<b>31,654</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>2,585</b>	<b>12,566</b>	<b>13,574</b>	<b>14,621</b>
자본금	10	15	15	15
자본잉여금	81	5,678	5,678	5,678
이익잉여금	3,179	7,802	8,809	9,856
비지배주주지분	17	27,511	29,671	31,587
<b>자본총계</b>	<b>2,602</b>	<b>40,077</b>	<b>43,245</b>	<b>46,208</b>

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/14	12/15	12/16F	12/17F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>185</b>	<b>4,589</b>	<b>699</b>	<b>7,166</b>
당기순이익	130	5,549	3,359	3,155
비현금수익비용가감	232	-1,641	5,918	5,227
유형자산감가상각비	43	1,713	3,567	3,091
무형자산상각비	14	487	1,194	1,049
기타	175	-3,841	1,157	1,087
영업활동으로인한자산및부채의변동	-118	1,504	-7,421	-130
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	35	1,250	-144	-249
재고자산 감소(증가)	-61	1,421	-80	-138
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-69	-591	105	181
법인세납부	-66	-553	-1,157	-1,086
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-101</b>	<b>-4,033</b>	<b>3,260</b>	<b>115</b>
유형자산처분(취득)	-153	-2,053	0	0
무형자산감소(증가)	-12	-210	-20	0
장단기금융자산의 감소(증가)	3	-5,616	3,280	115
기타투자활동	61	3,846	0	0
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-98</b>	<b>-2,225</b>	<b>-10,290</b>	<b>-8,189</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	-47	30,384	-10,099	-7,997
자본의 증가(감소)	81	5,603	0	0
배당금의 지급	-67	-165	-192	-192
기타재무활동	-65	-38,047	1	0
<b>현금의 증가</b>	<b>-13</b>	<b>6,749</b>	<b>1,225</b>	<b>2,693</b>
기초현금	259	246	6,995	8,220
기말현금	246	6,995	8,220	10,913

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/14	12/15	12/16F	12/17F
P/E (x)	83.9	2.6	13.5	13.1
P/CF (x)	29.5	3.5	1.8	1.9
P/B (x)	3.3	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA (x)	36.4	18.3	5.7	5.3
EPS (원)	2,546	93,713	16,903	17,466
CFPS (원)	7,234	68,519	130,794	118,175
BPS (원)	64,429	189,929	204,129	218,891
DPS (원)	2,000	3,400	3,400	3,400
배당성향 (%)	67.7	3.4	5.7	6.0
배당수익률 (%)	0.9	1.4	1.5	1.5
매출액증가율 (%)	5.4	1,531.1	120.1	6.2
EBITDA증가율 (%)	17.9	995.4	186.4	-7.9
조정영업이익증가율 (%)	20.9	415.8	296.3	-3.6
EPS증가율 (%)	-37.1	3,580.8	-82.0	3.3
매출채권 회전을 (회)	5.2	7.4	8.5	8.9
재고자산 회전을 (회)	21.5	13.7	15.3	16.0
매입채무 회전을 (회)	10.4	9.3	10.4	11.0
ROA (%)	2.5	10.9	3.7	3.9
ROE (%)	5.0	70.6	9.2	8.8
ROIC (%)	23.0	4.7	7.5	7.3
부채비율 (%)	103.9	141.1	90.9	68.5
유동비율 (%)	144.7	114.8	150.5	165.0
순차입금/자기자본 (%)	49.1	53.6	31.2	6.4
조정영업이익/금융비용 (x)	4.1	3.9	0.0	0.0

자료: SK, 미래에셋대우 리서치센터

## LG (003550)

### 저평가 진입, 반등을 기대

#### 지주

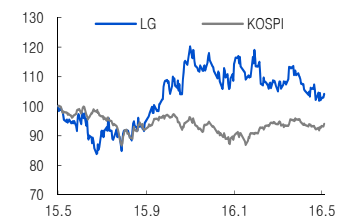
(Maintain)	매수
목표주가(월,12M)	90,000
현재주가(16/05/31, 원)	65,900
상승여력	37%

영업이익(16F,십억원)	1,370
Consensus 영업이익(16F,십억원)	1,412

EPS 성장률(16F,%)	19.5
MKT EPS 성장률(16F,%)	16.6
P/E(16F,x)	10.3
MKT P/E(16F,x)	10.6
KOSPI	1,983.40

시가총액(십억원)	11,372
발행주식수(백만주)	176
유동주식비율(%)	51.5
외국인 보유비중(%)	26.6
베타(12M) 일간수익률	0.72
52주 최저가(원)	53,100
52주 최고가(원)	76,100

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.2	-10.5	5.8
상대주가	-2.7	-10.1	12.8



#### LG전자 중심으로 그룹 사업 포트폴리오 재편 진행

LG전자를 중심으로 자동차 전장사업 수직계열화 달성: LG전자(인포테인먼트, 모터 등)-LG 화학(배터리)-LG이노텍(센서, LED)-LG디스플레이(차량용 디스플레이) 등

에너지솔루션 Value Chain 완성: LG전자(태양광 모듈, ESS)-LG화학(배터리)-LG CNS(스마트 마이크로그리드) 등, 2017년 매출 4조원 후반 달성 목표

#### 전자계열사 경쟁력 회복이 동사 저평가 탈피를 이끌 것

지주회사 투자전략은 1) 상장 자회사 지분가치 상승 시 Catch-up play, 2) 비상장 자회사 대안투자, 3) 지주회사 고유 매력(브랜드로열티, 배당, 지배구조 등)인데, 이러한 기준에 근거해 판단한 동사에 대한 우선적 투자전략은 1)로 제시함

현재 LG그룹의 사업포트폴리오는 전자, 화학, 통신, 서비스 등으로 구성되어 있으며, 이 중에서 LG전자 중심의 전자부문이 매출 및 영업이익의 약 50% 이상을 차지함. 따라서 최근 동사 NAV 구성에서 전자 비중의 축소에도 불구하고, 연결 이익기여도에 기반해 동사 주가는 전자 부문과 상당히 연계되어 움직이는 상황

그러므로 자동차 전장 부품 및 에너지 솔루션 사업 등을 통한 전자 계열의 경쟁력 회복이 동사 주가 상승을 지속 견인할 수 있을 것으로 판단됨. 과거 동사 NAV에서 차지하는 LG전자 지분의 비중 상승 시 할인을 축소를 이루며 단계적으로 저평가 탈피를 기록한 바 있음

#### 투자의견 매수, 목표주가 90,000원 제시

동사에 대한 투자의견 매수, 목표주가 90,000원을 제시. 2016년 예상 P/E 10.2배, NAV 할인율 51% 수준임. 경험적으로 동사 주가는 최근 3년간 NAV 할인율 50% 수준, P/E 10배 수준에서 반등을 시현, 따라서 현재 동사 주가는 현저한 저평가 구간에 진입했음을 확인

대형 지주회사 내 유일한 순현금 상태(별도 기준), 동사가 창출하는 연간 잉여현금흐름(경상적 순현금흐름)은 배당금, 상표권사용수익, 임대수입 등을 통해 약 2,500억원 수준. 향후 상표권 사용 계약 갱신 시 요율 인상(현재 20bp)이 가능하다면, 10bp당 약 1,100억원 이상의 현금흐름 추가확보도 가능함. 동사는 순수지주회사로서 설비투자 등의 자금 활용이 제한되는 바, 배당 등의 주주환원 정책에 대한 기대감이 동사에 대해 지속적으로 높아질 수 있음

동사는 이미 지주회사 체제의 안정적인 지배구조를 이루었는 바, 이후 자동차부품, 에너지 솔루션 외 리빙에코, 헬스케어 등도 그룹 미래 신성장 사업으로 진행됨에 따라 가시적인 성과가 확인될 경우 동사의 투자 매력도 한층 높아질 것으로 기대

결산기 (12월)	12/12	12/13	12/14	12/15	12/16F	12/17F
매출액 (십억원)	9,695	9,799	9,865	9,968	9,935	10,238
영업이익 (십억원)	1,232	1,154	1,044	1,138	1,370	1,422
영업이익률 (%)	12.7	11.8	10.6	11.4	13.8	13.9
순이익 (십억원)	938	896	845	944	1,129	1,164
EPS (원)	5,334	5,095	4,802	5,369	6,418	6,621
ROE (%)	8.7	7.8	7.0	7.5	8.4	8.1
P/E (배)	12.2	12.6	12.7	13.2	10.3	10.0
P/B (배)	1.0	1.0	0.9	1.0	0.8	0.8

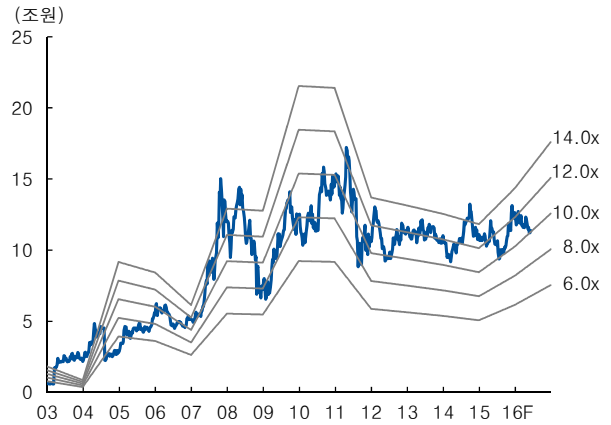
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: LG, 미래에셋대우 리서치센터

그림 15. LG NAV 할인율 추이



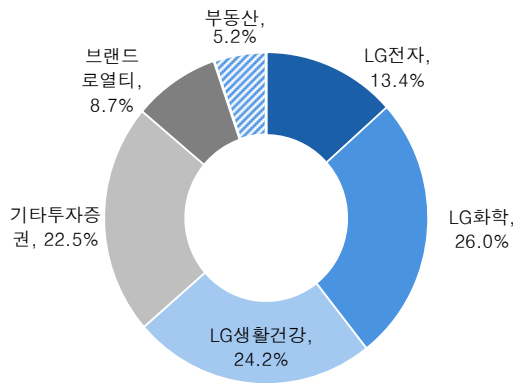
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 16. LG P/E 밴드 차트



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 17. LG NAV 구성 내역



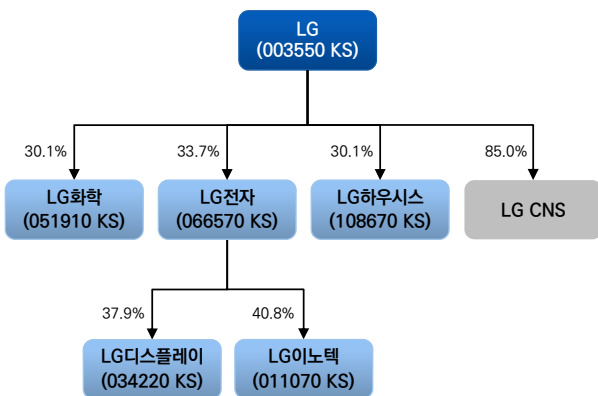
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 18. LG 현금흐름 추이

(십억원)	11	12	13	14	15
경상적 현금유입	589.5	616.6	568.0	575.7	574.1
배당금	260.9	252.6	200.3	209.4	214.4
<b>상표권사용수익</b>	<b>264.9</b>	<b>271.1</b>	<b>269.1</b>	<b>264.9</b>	<b>256.8</b>
임대수익	63.7	92.9	98.7	101.5	102.8
경상적 현금유출	434.1	376.1	399.1	376.3	392.6
관리비(감가상각제외)	107.5	131.3	141.3	141.5	161.5
법인세	64.2	68.8	67.7	60.6	57.3
배당금지급	175.9	175.9	175.9	175.9	175.9
유무형자산투자	88.0	3.1	20.6	5.5	3.2
순금융비용	-1.5	-3.1	-6.5	-7.2	-5.4
순경상적 현금유입	155.4	240.5	169.0	199.4	181.5

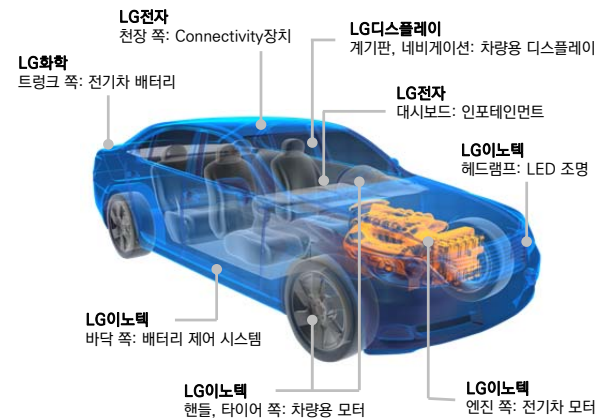
자료: 전자공시시스템, 미래에셋대우 리서치센터

그림 19. LG그룹 자동차 전장 사업 Value Chain



자료: 전자공시시스템, 미래에셋대우 리서치센터

그림 20. LG그룹 자동차 전장사업 생태계



자료: 미래에셋대우 리서치센터

LG (003550)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/14	12/15	12/16F	12/17F
<b>매출액</b>	<b>9,865</b>	<b>9,968</b>	<b>9,935</b>	<b>10,238</b>
매출원가	8,362	8,341	8,132	8,378
매출총이익	1,503	1,627	1,803	1,860
판매비와관리비	459	489	433	438
조정영업이익	1,044	1,138	1,370	1,422
영업이익	1,044	1,138	1,370	1,422
비영업손익	-88	-63	-73	-69
금융손익	-60	-61	-24	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	956	1,075	1,297	1,353
계속사업법인세비용	127	132	155	169
계속사업이익	829	944	1,142	1,184
중단사업이익	6	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>834</b>	<b>944</b>	<b>1,142</b>	<b>1,184</b>
지배주주	845	944	1,129	1,164
비지배주주	-10	0	14	20
<b>총포괄이익</b>	<b>659</b>	<b>900</b>	<b>1,142</b>	<b>1,184</b>
지배주주	674	901	905	938
비지배주주	-15	0	238	247
EBITDA	1,347	1,447	1,646	1,657
FCF	239	623	1,488	1,422
EBITDA 마진율 (%)	13.7	14.5	16.6	16.2
영업이익률 (%)	10.6	11.4	13.8	13.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	8.6	9.5	11.4	11.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/14	12/15	12/16F	12/17F
<b>유동자산</b>	<b>3,851</b>	<b>4,156</b>	<b>5,028</b>	<b>5,901</b>
현금 및 현금성자산	497	870	2,444	3,197
매출채권 및 기타채권	2,317	2,222	1,952	2,042
재고자산	308	344	302	316
기타유동자산	729	720	330	346
<b>비유동자산</b>	<b>13,482</b>	<b>13,968</b>	<b>12,423</b>	<b>12,613</b>
관계기업투자등	9,815	10,346	9,089	9,510
유형자산	2,478	2,471	2,218	2,002
무형자산	134	117	93	75
<b>자산총계</b>	<b>17,333</b>	<b>18,123</b>	<b>17,451</b>	<b>18,514</b>
<b>유동부채</b>	<b>2,897</b>	<b>2,713</b>	<b>2,042</b>	<b>2,133</b>
매입채무 및 기타채무	1,605	1,536	1,349	1,412
단기금융부채	686	492	92	92
기타유동부채	606	685	601	629
<b>비유동부채</b>	<b>1,850</b>	<b>2,103</b>	<b>1,187</b>	<b>1,204</b>
장기금융부채	1,196	1,428	828	828
기타비유동부채	654	675	359	376
<b>부채총계</b>	<b>4,747</b>	<b>4,815</b>	<b>3,229</b>	<b>3,337</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>12,252</b>	<b>12,975</b>	<b>13,876</b>	<b>14,812</b>
자본금	879	879	879	879
자본잉여금	2,363	2,362	2,362	2,362
이익잉여금	9,153	9,872	10,772	11,708
<b>비지배주주지분</b>	<b>334</b>	<b>333</b>	<b>346</b>	<b>366</b>
<b>자본총계</b>	<b>12,586</b>	<b>13,308</b>	<b>14,222</b>	<b>15,178</b>

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/14	12/15	12/16F	12/17F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>600</b>	<b>886</b>	<b>1,488</b>	<b>1,422</b>
당기순이익	834	944	1,142	1,184
비현금수익비용가감	-7	-113	455	404
유형자산감가상각비	274	282	253	217
무형자산상각비	29	27	23	19
기타	-310	-422	179	168
영업활동으로인한자산및부채의변동	-223	53	69	3
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-252	72	267	-90
재고자산 감소(증가)	30	-47	42	-14
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	108	-25	-164	55
법인세납부	-128	-134	-155	-169
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-721</b>	<b>-368</b>	<b>57</b>	<b>-19</b>
유형자산처분(취득)	-356	-256	0	0
무형자산감소(증가)	-27	-10	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-21	-29	57	-19
기타투자활동	-317	-73	0	0
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-60</b>	<b>-145</b>	<b>-1,229</b>	<b>-229</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	129	37	-1,000	0
자본의 증가(감소)	-3	-1	0	0
배당금의 지급	-179	-179	-229	-229
기타재무활동	-7	-2	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>-185</b>	<b>373</b>	<b>1,573</b>	<b>753</b>
기초현금	682	498	870	2,444
기말현금	498	870	2,444	3,197

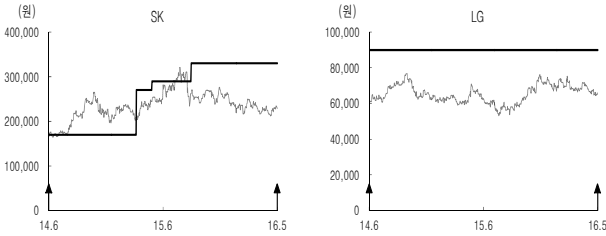
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/14	12/15	12/16F	12/17F
P/E (x)	12.7	13.2	10.3	10.0
P/CF (x)	13.0	15.0	7.3	7.3
P/B (x)	0.9	1.0	0.8	0.8
EV/EBITDA (x)	9.0	9.2	6.1	5.6
EPS (원)	4,802	5,369	6,418	6,621
CFPS (원)	4,701	4,723	9,081	9,033
BPS (원)	69,678	73,792	78,910	84,230
DPS (원)	1,000	1,300	1,300	1,300
배당성향 (%)	20.7	23.8	19.6	18.9
배당수익률 (%)	1.6	1.8	2.0	2.0
매출액증가율 (%)	0.7	1.0	-0.3	3.0
EBITDA증가율 (%)	-8.9	7.4	13.8	0.7
조정영업이익증가율 (%)	-9.5	9.0	20.4	3.8
EPS증가율 (%)	-5.8	11.8	19.5	3.2
매출채권 회전을 (회)	4.6	4.5	4.8	5.2
재고자산 회전을 (회)	30.9	30.6	30.8	33.2
매입채무 회전을 (회)	6.4	6.1	6.4	6.9
ROA (%)	4.9	5.3	6.4	6.6
ROE (%)	7.0	7.5	8.4	8.1
ROIC (%)	26.2	28.7	39.3	47.3
부채비율 (%)	37.7	36.2	22.7	22.0
유동비율 (%)	132.9	153.2	246.2	276.7
순차입금/자기자본 (%)	8.3	5.1	-13.0	-17.3
조정영업이익/금융비용 (x)	12.2	14.2	32.3	38.0

자료: LG, 미래에셋대우 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

종목명(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가(원)	종목명(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가(원)
SK(034730)	2015.08.30	매수	330,000원	LG(003550)	2014.05.08	매수	170,000원
	2015.04.27	매수	290,000원		2013.12.02	매수	90,000원
	2015.03.08	매수	270,000원				



투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화
비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
68.29%	17.56%	14.15%	0.00%

\* 2016년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.  
 - 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.  
 - 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.  
 - 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.