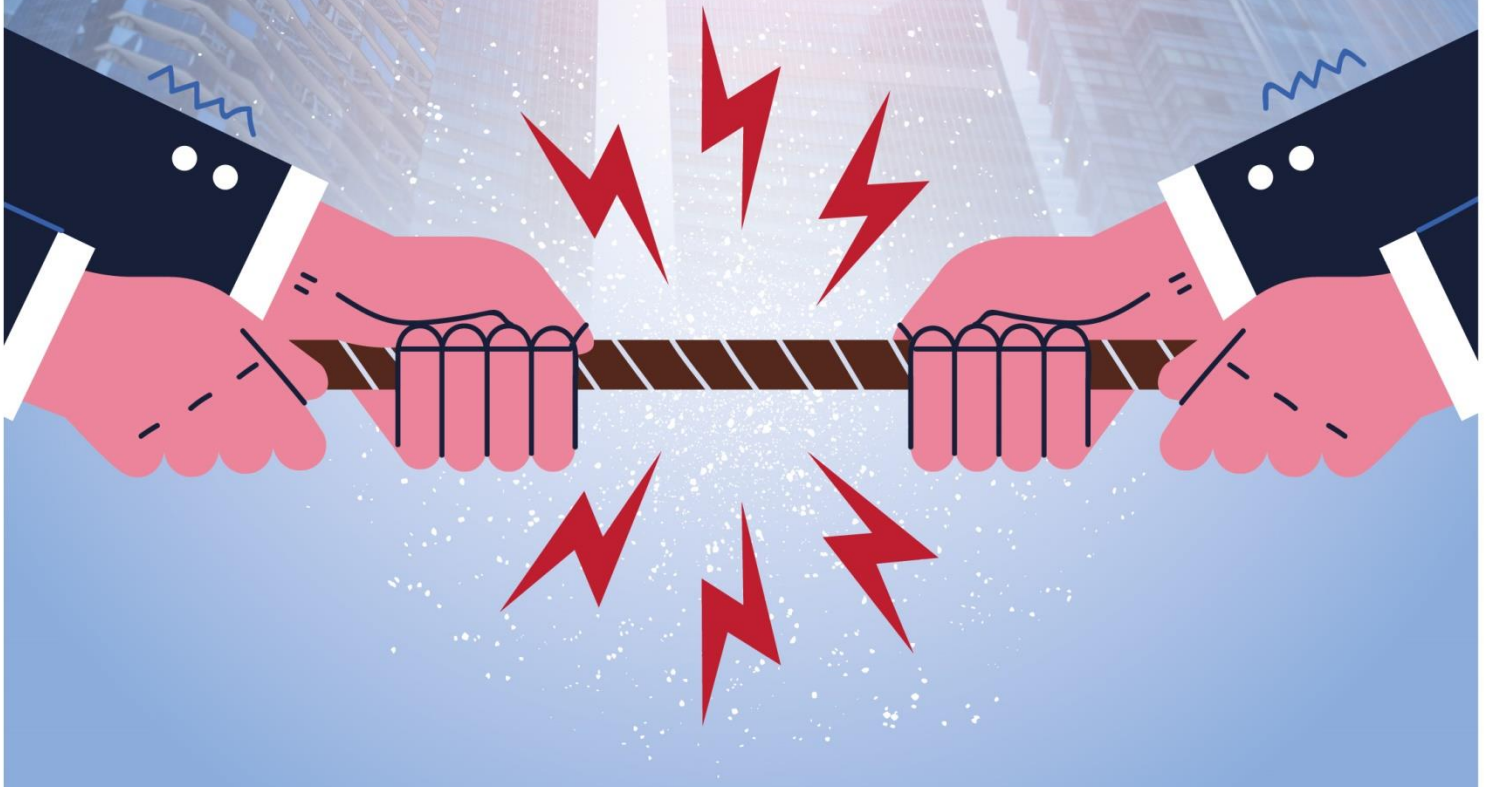


경영권 분쟁의 모든 것



김수현 지주회사·미드스몰캡·비상장

02-709-2650
seankim@ds-sec.co.kr

2023.11.27

Con- tents



현대엘리베이터의 소송 분쟁과 전망	10
LG그룹, 가족 간 분쟁 상황에서 영국계 실체스터의 지분 매입	21
DB 그룹의 예상되는 변화	25
삼성 총수 일가의 상속세와 자사주 소각과의 관계	28
CJ그룹, 올리브영과 우선주가 경영권 승계의 핵심 vehicle	30
기업 지배구조 가이드라인의 시사점	33
자사주 관련 정부 정책	35
기업분석	37
삼성물산(028260)_ 이익과 자산 가치로 결국 저평가는 해소된다	38
CJ(001040)_ 올리브영 IPO는 사실상 철회	42
LG(003550)_ 전향적인 주주환원 정책 기대	48

지주회사

경영권 분쟁의 모든 것

현대엘리베이터 분쟁과 전망

2대주주 선들리의 주주 대표 소송에서 패소한 현정은 회장은 2,300억원의 손해 배상금을 현대엘리베이터 측에 지급했다. 선들리와의 누적된 갈등과 다른 주주들과의 문제까지 돌출되며 경영권 방어 측면에서 현 회장 측은 3,000억원이 넘는 자금을 조달했다.

현대엘리베이터는 상당한 규모의 배당금 증가는 물론 매우 높은 수준의 주가 부양 인센티브가 발생했다. 그 과정과 원인들을 분석해 보았다.

LG 가족간 소송 혼란 속에 지분을 늘린 실체스터의 특이한 과거 행보

그 누구도 예상치 못한 LG가의 가족간 분쟁이 발생했다. 2차 변론일 이후 무리한 소송이라는 것이 중론이다. 이러한 혼란 속에 영국계 실체스터는 지분을 늘려 3대주주로 등극한다. 사측은 실체스터가 우호적이며 오래된 주주라고 밝혔다. 다만 실체스터의 과거 일본에서의 행보는 매우 특이하다. 현재 LG가 안고 있는 구조적 문제점과 일부 주주들이 제기할 수 있는 요구에 대해서 분석했다.

DB그룹의 궁극적 목표는 DB손해보험의 금융지주 전환

올해 상반기 DB그룹 중 시장의 관심사는 단연 DB하이텍이었다. 행동주의 펀드의 주주행동과 김남호 회장과 김준기 전 회장의 갈등설이 제기되면서다. 하지만 그룹의 전체적인 그림에서 더 주의 깊게 살펴봐야 하는 것은 DB하이텍이 아닌 금융 계열사들이다. 일부에서 제기된 부자지간의 갈등설도 표면화될 수 없다. 그 근거는 DB손해보험을 중심으로 한 금융그룹 전환의 필요성에 있다.

삼성그룹 적극적인 주주 친화 정책 유지 전망

삼성물산은 올해 초 자사주 전량 소각을 발표했다. 삼성전자의 적극적인 주주환원 정책과 궤를 같이 한다. 삼성그룹의 주주환원은 국내 대표적인 모범 사례로 손꼽힌다. 삼성은 이처럼 글로벌 스탠다드 수준의 주주환원을 지속할 전망이다.

그 근거는 다음과 같다. 자사주 소각은 주주환원 효과와 더불어 대주주의 지분을 가장 효과적으로 높일 수 있는 수단이다. 총수 일가는 최근 4차 상속세 납부를 위해 삼성전자 지분과 삼성물산 지분을 매각했다. 하락한 총수 일가의 삼성전자 지분율은 자사주 소각을 통해 회복된다. 결론적으로 총수 일가의 삼성전자 지분율 회복을 위해서 필요한 자사주 매입 소각 규모는 최소 34조원으로 추정된다. 다만 사측은 이에 대한 구체적인 계획은 없다고 밝혔다.

김수현 지주회사·미드스몰캡·비상장
02-709-2650
seankim@ds-sec.co.kr

2023.11.27

비중확대 (유지)

Top Picks

삼성물산 028260

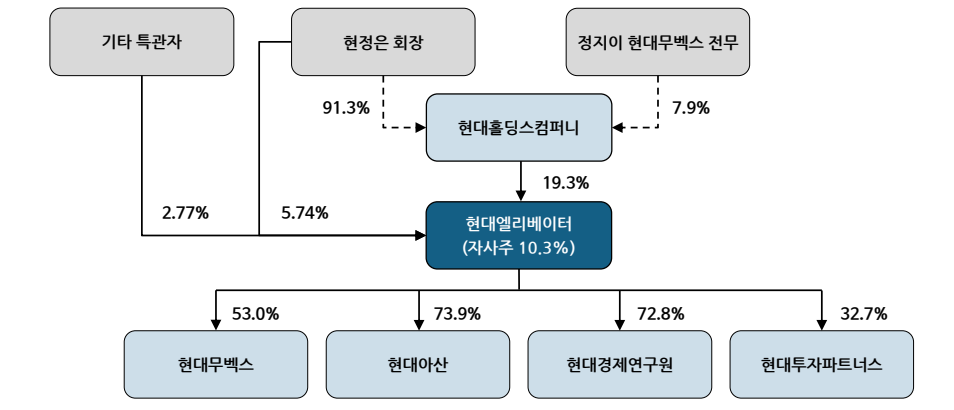
투자의견(유지)	매수
목표주가(유지)	170,000원
상승여력	46.4%

CI 001040

투자의견(유지)	매수
목표주가(유지)	135,000원
상승여력	50.8%

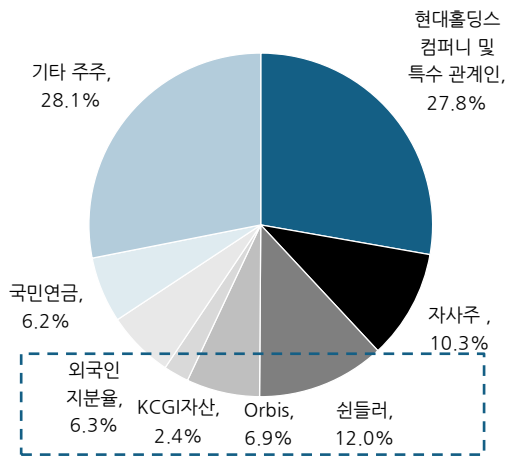
Key Chart

그림1 현대엘리베이터 지배구조 및 주요 자회사



자료: Dart, 언론보도, DS투자증권 리서치센터

그림2 현대엘리베이터 주주 현황



자료: Dart, Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림3 현대엘리베이터 주주별 성격

주주	성격 분석
신들러	- 현정은 회장 상대로 주주 대표 소송
Orbis	- 목적은 기업 가치 제고
KCGI 자산	- 이사회 투명성 제고 등 주주제안
기타 외국인	- 목적은 기업가치 제고

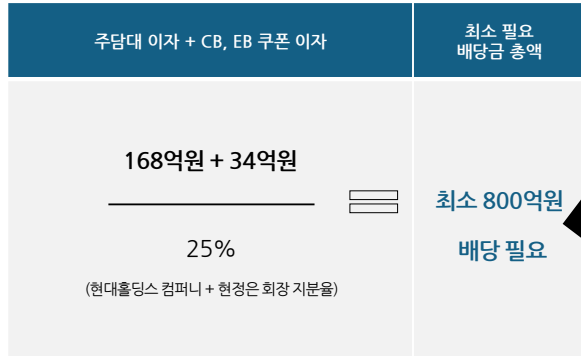
자료: 언론보도, DS투자증권 리서치센터

표1 현대홀딩스컴퍼니 - H&Q 코리아 SPA 계약 내역

	내용	비고
투자금액	약 3,100억원	
투자방식	CB, EB, RCPS	
주식근질권 설정	현대홀딩스컴퍼니가 보유한 현대엘리베이터 보통주 전량	752만 7,380주
발행규모	CB 1,800억원, EB 800억원, 구주 400억원	
EB 교환 대상 주식	현대엘리베이터 보통주 4.87%	190만 주
만기	CB 5년, EB 7년	4년 6개월 안에 두 차례 콜옵션 행사 가능(CB, RCPS)
Coupon rate	CB 연 8%, EB 연 3%	연 금리로 환산 시 6% 안팎
IRR	12~20%	
만기보장수익률	9%	

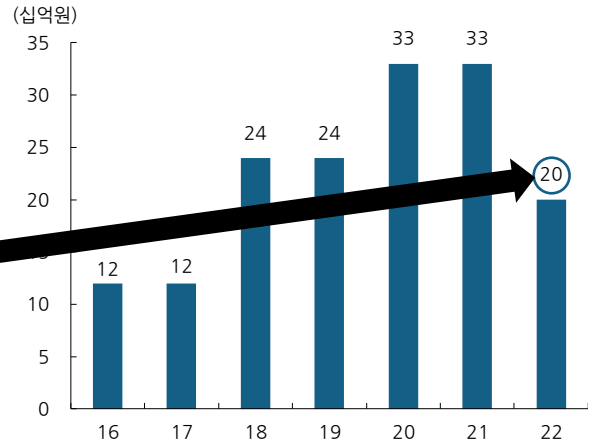
자료: 언론보도, 업계 자료, DS투자증권 리서치센터 정리

그림4 현대엘리베이터 배당 증가 유인



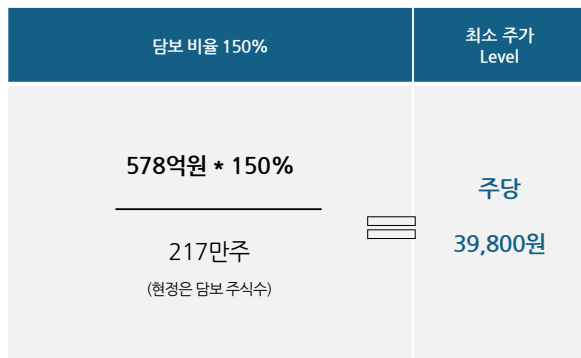
자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림5 현대엘리베이터 배당금 총액 추이



자료: Qunatwise, DS투자증권 리서치센터

그림6 주식 담보 대출 조건 유지를 위한 최소 주가 Level



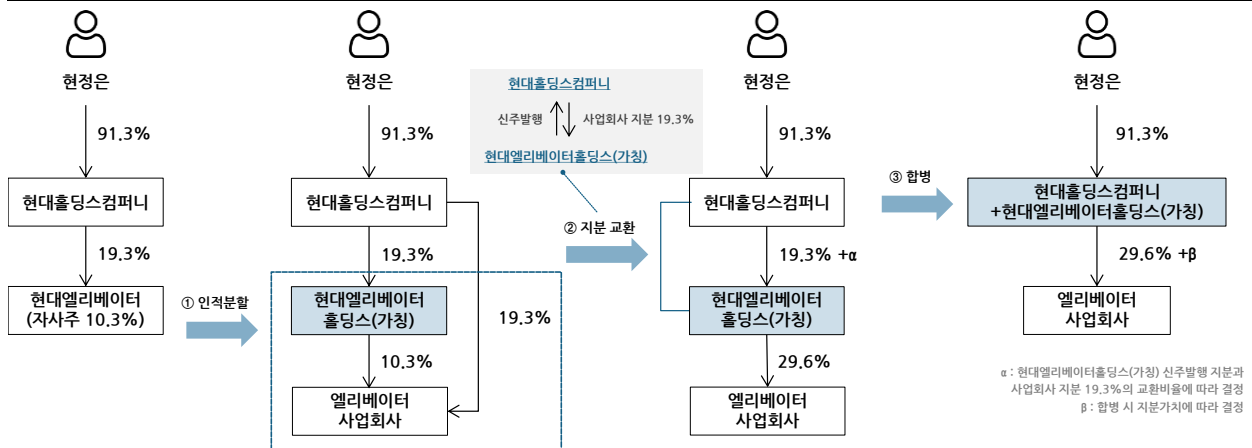
자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림7 현대엘리베이터 주가 추이



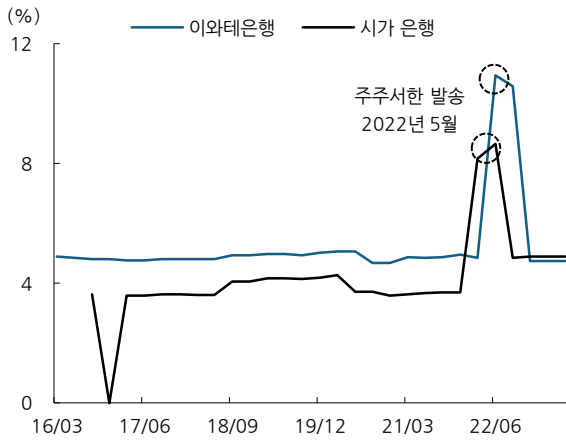
자료: Dart, Qunatwise, DS투자증권 리서치센터

그림8 자사주를 활용한 지배력 강화 → 현대엘리베이터 인적 분할과 합병 시나리오



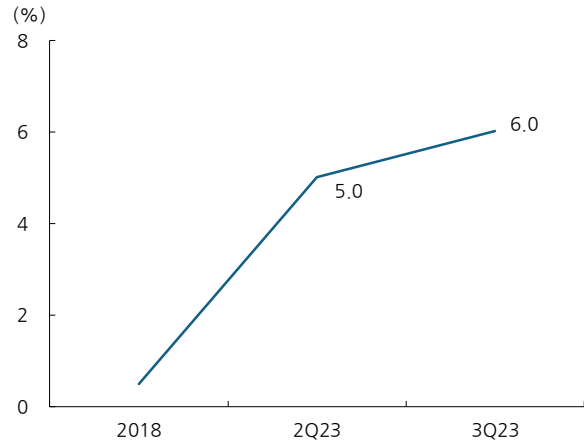
자료: 현대엘리베이터, DS투자증권 리서치센터 추정

그림9 이와테 은행, 시가 은행에 대한 실체스터의 지분을 변화



자료: 실체스터, Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림10 (주)LG에 대한 실체스터의 지분을 변화



자료: 실체스터, Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

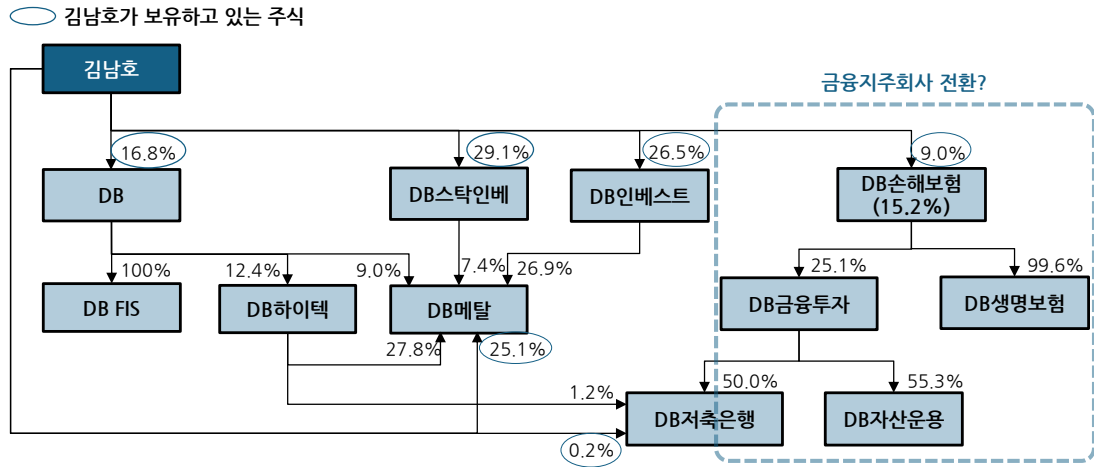
그림11 LG그룹 NAV 할인율 vs. LG엔솔 가치 감안한 실제 NAV 할인율

(조원, %)	지분율	기업가치 (시가총액)	지분 가치	(조원, %)	지분율	기업가치 (시가총액)	지분 가치
LG전자	34%	17.3	5.9	LG전자	34%	17.3	5.9
LG화학	33%	34.2	11.3	LG화학	33%	102	33.6
LG유플러스	38%	4.6	1.7	LG에너지솔루션	81.8%	126.8	
LG생활건강	34%	5.3	1.8	LG유플러스	38%	4.7	1.8
지투알	35%	0.1	0.0	LG생활건강	34%	7.3	2.5
보유 상장사 지분 가치 (a)			20.7	지투알	35%	0.1	0.0
비상장 자회사 지분 가치 (b)			3.4	보유 상장사 지분 가치 (a)			43.8
기타 수익 가치 (c)			2.6	비상장 자회사 지분 가치 (b)			3.4
NAV (a+b+c)			26.7	기타 수익 가치 (c)			2.6
(주)LG 시총			13.4	NAV (a+b+c)			49.8
할인율			49.8	(주)LG 시총			13.4
				할인율			73.1

LG화학의 가치 산정	보유 주식 가치	비고
투자자산 가치	3.7	(LG생명과학, 고려아연, 토레이 헝가리 등)
LG 엔솔	102	81.8% 지분율
Total	106	영업가치 70조는 제외

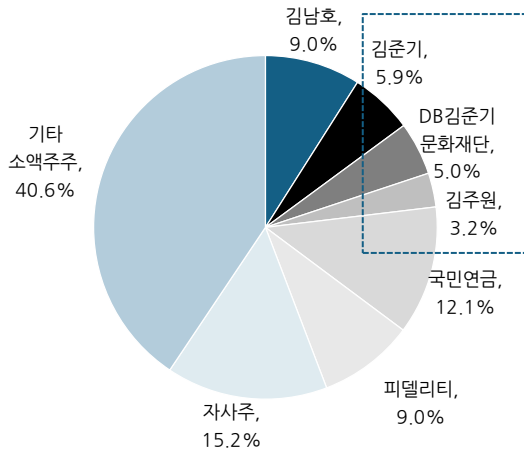
자료: Dart, DS투자증권 리서치센터 추정

그림12 DB그룹 지배구조도(DB 김남호 회장 중심 version)



자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

그림13 DB손해보험 주주 현황



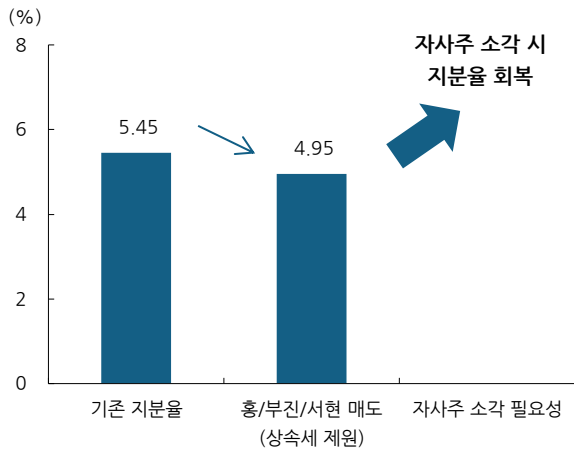
자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

그림14 김남호 회장 이력

시기	내용
20년 07월~	DB그룹 회장
18년 1월	DB손해보험 부사장
17년 1월	동부금융연구소 상무
15년 4월	동부금융연구소 부장

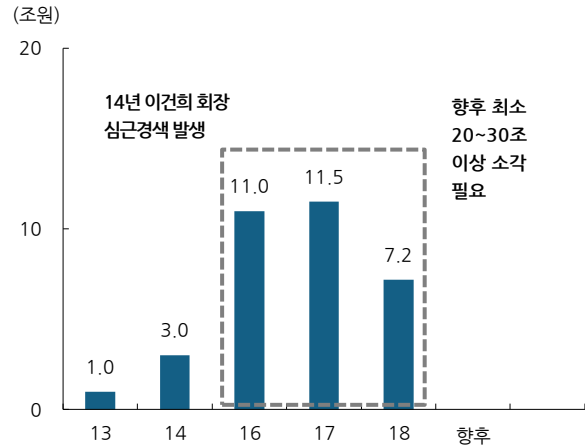
자료: 언론보도, DS투자증권 리서치센터

그림15 총수 일가의 삼성전자 지분 변화 예상도



자료: Dart, DS투자증권 리서치센터 추정

그림16 삼성전자 연도별 자사주 소각 규모



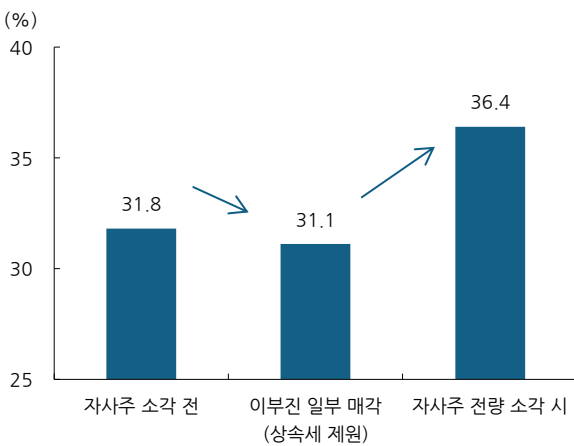
자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

그림17 총수 일가 지분을 회복을 위한 삼성전자 소각 규모

삼성전자 자사주 소각규모	0원 (현재)	4.7조원	20.8조원	37.5조원
삼성전자 총수 지분율	4.95%	5.0%	5.2%	5.45%

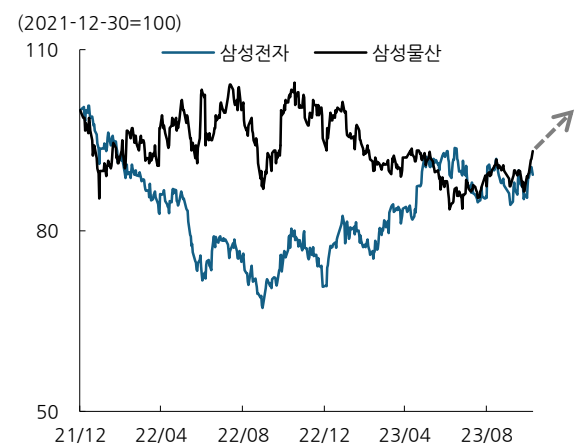
자료: Dart, DS투자증권 리서치센터 추정

그림18 총수 일가의 삼성물산 지분 변화 예상도



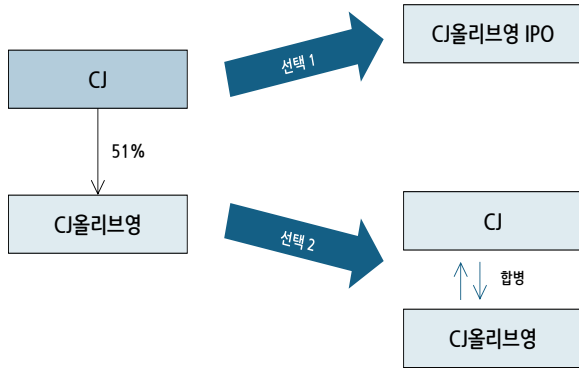
자료: Dart, DS투자증권 리서치센터 추정

그림19 삼성전자 & 삼성물산 상대주가 추이



자료: Quantwise, DS투자증권 리서치센터

그림20 올리브영 IPO 외 합병 옵션



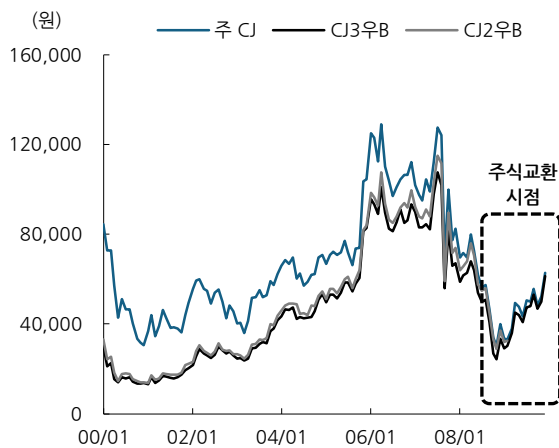
자료: DS투자증권 리서치센터

그림21 CJ와 올리브영의 합병 시 민감도 분석

(조원, %)	CJ올리브영 가치		
	4조원	4.5조원	5조원
CJ 시가총액 (a)	2.4	2.4	2.4
CJ올리브영 가치 (b)	4	4.5	5
이선희 지분율 (c)	11	11	11
지분 가치 (d) = (b)*(c)	0.44	0.495	0.55
이선희의 CJ 확보 지분율 = (d/a)*100	18.3	20.6	22.9

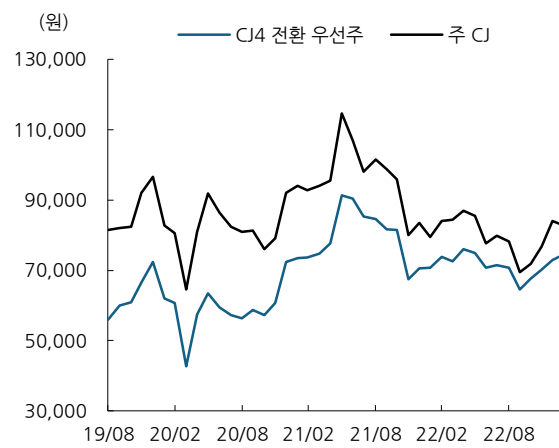
자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림22 과거 우선주와 CJ 주가의 교환 전까지 주가 흐름



자료: Quantwise, DS투자증권 리서치센터

그림23 CJ4 전환 우선주와 CJ 주가 흐름



자료: Quantwise, DS투자증권 리서치센터

그림24 자사주 소각 비율 Top 11

기업명	소각비율
KISCO 홀딩스	12.4
SK 텔레콤	10.8
삼영엔텍	10.2
디아이	10.1
경농	10
한국철강	7.8
풍산홀딩스	6.3
하이룩코리아	5.6
블루콤	5.5
에스맥	5.4
한미반도체	2.8

자료: DataGuide, DS투자증권 리서치센터

주: 다수의 소각 진행 시 평균값 처리

풍산홀딩스 2건: 각각 8.6%, 3.9% 소각

한미반도체 2건: 각각 4%, 1.6% 소각

그림25 자사주 보유 비율 Top 10

기업명	자사주 보유 비율(%)
신영증권	36.2
엘엠에스	35
코아시스템웬	34.9
매커스	33.2
SNT 다이내믹스	32.7
롯데지주	32.5
대한방직	31.8
샘표	29.9
티와이홀딩스	29.8
한샘	29.5

자료: DataGuide, DS투자증권 리서치센터

현대엘리베이터의 소송 분쟁과 전망

현정은 회장과 신들러의 소송 분쟁 내막

신들러와의 주주 대표 소송
에서 현정은 회장 패소

과거 현대엘리베이터는 현대상선 경영권 방어를 위해 5개 금융사가 우호지분을 매입해 주는 대가로 거액의 파생상품 계약을 맺었다. 이후 현대상선(現 HMM)의 부실이 드러나면서 현대엘리베이터의 주가는 폭락했고 이에 따른 거액의 파생상품 손실이 발생했다. 이에 2대주주인 신들러는 현정은 및 현대엘리베이터 주요 경영진을 대상으로 약 7,000억원대 손해 배상 소송을 제기했다.

주주 대표 소송에서 현정은 회장 측은 패소했고 주식 담보 대출을 통해 배상금 및 지연이자 2,300억원을 현대엘리베이터 측에 지급했다. 이 중 일부는 현 회장이 보유한 현대무비스 주식을 현대엘리베이터에 매각하는 대물 변제 방식을 택했다.

표2 2대주주 신들러의 주주 대표 소송 내용 및 결과

타임 라인	내용
2014~ 2023	- 2014년 2대주주 신들러가 현정은과 현대엘리베이터 주요 임원에게 7,000억원의 손해 배상 주주대표 소송 제기 - 내용은 현대상선 경영권 방어를 위해 5개 금융사의 우호 지분 매입을 대가로 파생상품 계약 - 현대상선 주가 폭락으로 파생상품 관련 거액 손실
2023-03-30	- 대법원은 현정은이 배상금 1,700억원 + 지연이자를 포함하여 총 2,300억원을 현대엘리베이터에게 지급하라고 판결
2023-04-13	- 현정은 회장 신규 대출 2,300억원 통해 배상금 및 지연 이자 전액 지급

자료: 언론 보도, DS투자증권 리서치센터

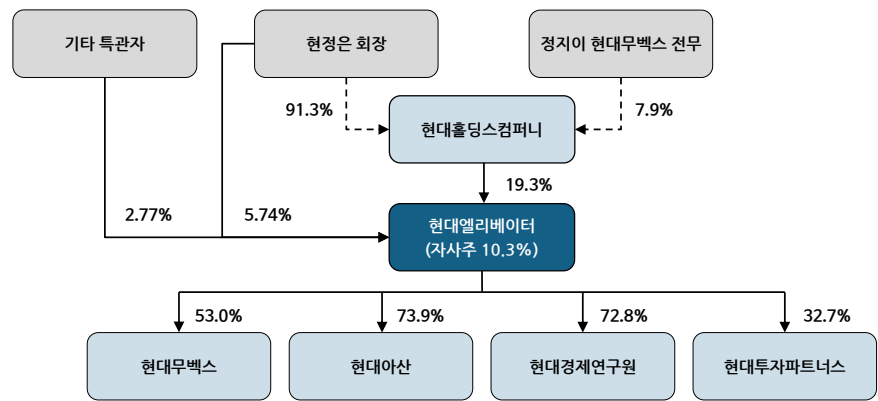
현대엘리베이터 지배구조

현정은의 현대엘리베이터
주식 → 중간 지주회사
현대홀딩스컴퍼니에 매각

최근 지배구조 변화를 통해 현정은 회장은 지배력을 더욱 공고히 하게 된다. 1) 지난 7월 28일 현정은 회장은 기존에 보유한 현대엘리베이터 주식 8.2%를 현대홀딩스컴퍼니에 매각했다 (매각 금액 1,580억원). 2) 이후 8월 현정은 회장은 모친인 김문희 여사로부터 현대엘리베이터 지분 5.7%를 증여받았다.

현재는 현정은 → 현대홀딩스컴퍼니 → 현대엘리베이터의 옥상옥 구조를 만든다. 현정은 회장이 현대홀딩스컴퍼니 지분 91.3%를 보유하고 있고 장녀 정지이 전무가 나머지 7.9%를 보유 중이다. 현대홀딩스컴퍼니는 현대엘리베이터 지분 19.3%를 보유하고 있고 현정은 회장 및 특수 관계인도 현대엘리베이터 지분을 각각 5.74%, 2.77% 직접 보유 중이다. 특히 이 과정에서 현대엘리베이터 자체적으로 자사주를 꾸준히 매입하면서 현재 자사주 비중은 10.3%이다.

그림26 현대엘리베이터 지배구조 및 주요 자회사



자료: Dart, 언론보도, DS투자증권 리서치센터

그림27 2023년 현대엘리베이터 주가 추이 및 자사주 매입 시기



자료: Dart, 언론보도, DS투자증권 리서치센터

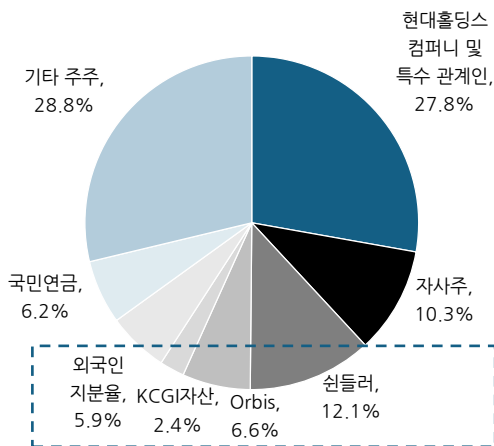
반(反) 대주주 성향의 소액 주주 비율은 약 27.6% + 내외로 추정

최대주주 및 자사주 38% vs. 반대 성향 27.6%로 추정

현대홀딩스컴퍼니, 현정은 및 특수 관계인의 현대엘리베이터 지분율은 27.8%이다. 여기에 자사주 10.3%를 포함할 경우 최대주주의 직·간접 지배력은 약 38%이다.

현정은 회장을 상대로 주주 대표 소송에서 승소한 선들러의 지분율은 12.05%다. 여기에 3대 주주인 Orbis는 6.6%를 보유하고 있으며 최근 이사회 독립성 등의 주주제안을 펼친 KCGI자산운용이 2.4%를 보유하고 있다. 그 외 외국인 지분율은 5.9%이다. 외국인과 소액주주는 swing voter이나 이 중 일부는 기업가치 제고 및 주주환원 개선 제안 등에 동조 가능성이 높다. 따라서 이들 일부는 선들러 및 Orbis와 기업가치 제고 요구 등의 주주행동을 할 수 있는 그룹으로 분류할 수 있다. 선들러, Orbis, KCGI자산 및 외국인의 총지분율은 27.6%로 추정된다.

그림28 현대엘리베이터 주주 현황



자료: Dart, Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림29 현대엘리베이터 주주별 성향

주주	성격 분석
선들러	- 현정은 회장 상대로 주주 대표 소송
Orbis	- 목적은 기업 가치 제고
KCGI 자산	- 이사회 투명성 제고 등 주주제안
기타 외국인	- 목적은 기업가치 제고

자료: 언론보도, DS투자증권 리서치센터

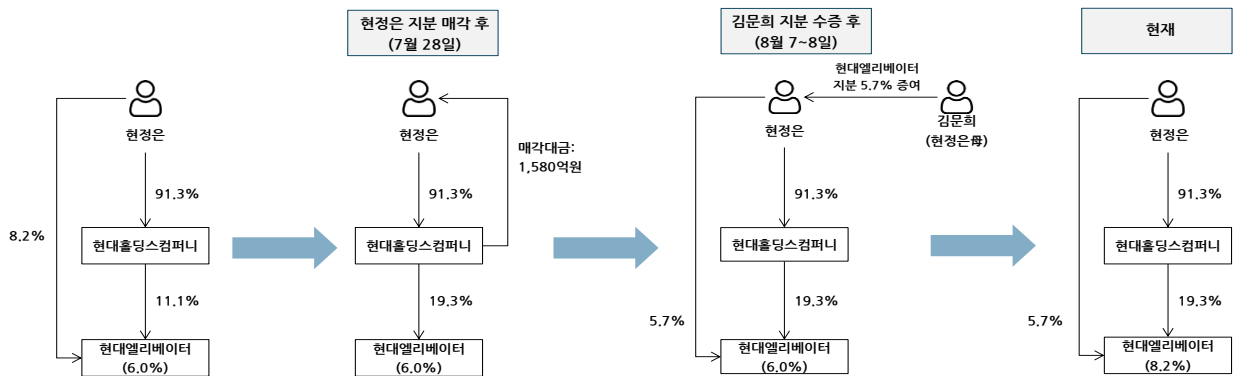
최근의 지배구조 변화와 그 이유는?

지분 구조 변화에 대한 의문은 남아 있어

7월 28일 현정은 회장은 현대네트워에서 분할된 현대홀딩스컴퍼니에게 지분 8.2%를 매각했다. 매각 대금은 1,580억원이다. 이로 인해 현대홀딩스컴퍼니의 현대엘리베이터 지분은 기존 11.1%에서 19.3%로 증가했다. 현대홀딩스컴퍼니는 현 회장 일가가 100% 소유한 회사다.

지분 구조 변화 이유에 대해서는 알 수 없다. 다만 산들러 주주 대표 소송에 대한 배상금을 현정은 회장이 아닌 현대홀딩스컴퍼니 (당시 현대네트워)가 부채를 일으켜 지급했는데 여기서 발생할 수 있는 논란을 해소하기 위한 것일 수 있다. 산들러의 주주 대표 소송에서 패소한 현정은 회장이 배상금과 지연 이자 2,300억원을 직접 조달하지 않고 현대홀딩스컴퍼니(당시 현대네트워)가 엠캐피탈로부터 조달 (12%의 금리)했기 때문이다. 당시 현정은 회장은 연대보증을 섰다.

그림30 현대엘리베이터 지분 변화



자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

그림31 엠캐피탈 주식 담보 대출 계약 내용

연번	성명 (명칭)	보고자와의 관계	생년월일 또는 사업자등록번호 등	주식등의 종류	주식등의 수	계약 상대방	계약의 종류
1	현대네트웍(주)	특수관계인	101-86-16129	의결권있는주식	4,831,171	엠캐피탈	주식담보계약
2	현정은	본인	550126	의결권있는주식	3,196,209	엠캐피탈	주식담보계약

연번	주식등의 수	대출금액	채무자	이자율	담보유지비율	기타
1	4,331,171	230,000,000,000	-	12.00	-	-
2	3,196,209	-	-	-	-	연번 1번 연대보증

자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

사모펀드 H&Q 코리아의 등장

일부에서는 백기사 등장으로 해석

언론보도와 공시에 따르면 현대홀딩스컴퍼니는 H&Q 코리아로부터 3,100억원의 자금을 유치했다. 이는 3개의 트랜치로 구성되어 있으며 1) CB (현대홀딩스컴퍼니 전환사채) 1,800억원, 2) EB (현대엘리베이터 주식 대상 교환사채) 800억원, 3) RCPS (상환 전환 우선주) 400억원이다.

현대엘리베이터
보통주 대상 EB 발행

일각에서는 H&Q 코리아를 현정은 회장의 경영권 안정을 위한 백기사 등장으로 본다. 현대홀딩스컴퍼니가 보유한 현대엘리베이터 보통주 지분 전량이 주식 근질권 설정되어 있으며 EB 교환 대상 주식도 현대엘리베이터 보통주 지분 4.87%이기 때문이다.

3,100억원의 자금 용도는 알 수 없으나 1) 현대홀딩스컴퍼니가 보유한 주식담보 대출 1,000억원의 대환 성격, 2) 현대엘리베이터 지분 매입 등의 가능성이 있다.

표3 현대홀딩스컴퍼니 - H&Q 코리아 SPA 계약 내역

	내용	비고
투자금액	약 3,100억원	
투자방식	CB, EB, RCPS	
주식근질권 설정	현대홀딩스컴퍼니가 보유한 현대엘리베이터 보통주 전량	752만 7,380주
발행규모	CB 1,800억원, EB 800억원, 구주 400억원	
EB 교환 대상 주식	현대엘리베이터 보통주 4.87%	190만 주
만기	CB 5년, EB 7년	4년 6개월 안에 두 차례 콜옵션 행사 가능(CB, RCPS)
Coupon rate	CB 연 8%, EB 연 3%	연 금리로 환산 시 6% 안팎
IRR	12~20%	
만기보장수익률	9%	

자료: 언론보도, 업계 자료, DS투자증권 리서치센터 정리

현대엘리베이터 배당 최소 4배 이상 증액 필요

현정은 회장 및 현대홀딩스 컴퍼니가 지급해야 할 연간 이자 규모는 202억원 수준

현정은 회장의 현대엘리베이터 주식 담보 대출 규모는 578억원이다. 대출은 총 9개 계약으로 이뤄졌으며 금리는 5.3%~6.3%이다. 자금의 용도는 알 수 없으나 증여세와 배상금 등으로 추정된다. 현대홀딩스컴퍼니 또한 현 회장으로부터 현대엘리베이터 주식을 취득하면서 주식 담보 대출 1,000억원을 받았으나 이는 H&Q 코리아로부터 조달한 자금으로 차환한다고 가정한다.

현대홀딩스컴퍼니가 H&Q 코리아로부터 조달한 자금 중 CB 1,800억원에 대한 연 쿠폰 금리는 8%이다. 연간 이자 규모만 144억이다. EB 800억원에 대한 연 쿠폰 금리는 3%로 연간 이자는 24억이다. 총 168억원의 이자를 내야 한다.

배당을 통한 이자비용 조달을 가정하면 현대엘리베이터 매년 800억원 이상 배당 필요

결론적으로 1) 현정은 회장의 주식 담보 대출 연간 이자 규모 34억원과, 2) 현대홀딩스컴퍼니가 H&Q에게 지급해야 하는 연 쿠폰 이자 규모 168억원을 합친 총 202억원의 이자를 지급해야 한다. 이 자금은 현대엘리베이터의 배당을 통해 조달될 것으로 예상된다. 따라서 이를 충족하기 위해 현대엘리베이터의 배당 총액은 최소 800억원 이상이 되어야 한다. 이는 22년 배당 금액의 4배가 넘는 수준이다.

표4 현정은 회장 주식 담보 대출 계약

(십억원)	주식 담보 대출 금액	담보 주식	대출 금리
현정은	57.8	2,174,111	5.3%~6.3%
현대 홀딩스 컴퍼니	100	4,596,263	5.3%~5.8%

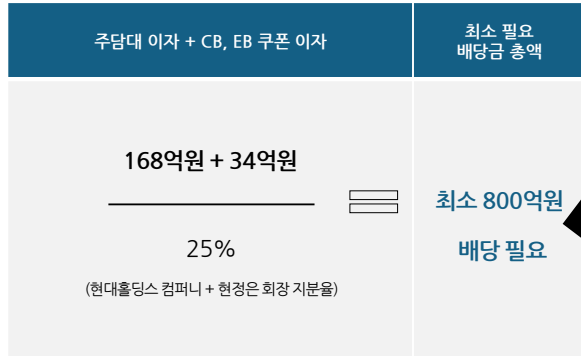
자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

표5 현대 홀딩스 컴퍼니 - H&Q 코리아 트렌치별 쿠폰

(십억원)	금액	연 쿠폰 금리	만기
CB	180	8%	5년
EB	80	3%	7년
RCPS	40		

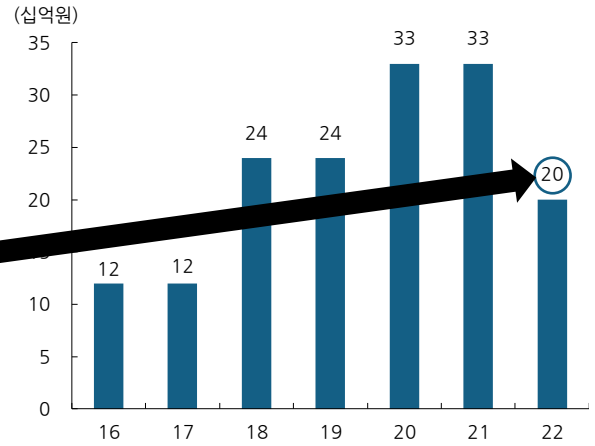
자료: 언론 보도, Dart, DS투자증권 리서치센터

그림32 현대엘리베이터 배당 증가 유인



자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림33 현대엘리베이터 배당금 총액 추이



자료: Qunatwise, DS투자증권 리서치센터

연 IRR 12~20%를 충족하기 위해서 주가 부양 인센티브가 높을 것

IRR 타겟 충족을 위해 주가 부양 인센티브 높을 것

이번 계약 조건의 연 내부 수익률 (IRR)은 12~20%로 알려져 있다. 사실상 현대홀딩스컴퍼니가 보유한 자회사는 현대엘리베이터뿐이기 때문에 20%의 IRR 타겟을 충족하기 위해서는 현대엘리베이터의 기업 가치 상승만이 유일한 방법이다. 추가로 CB, EB 등의 만기 보장 수익률은 9%이다.

또한 현대엘리베이터 주식으로 교환되는 EB의 쿠폰 금리는 3%로 현재 시중 금리와 비교 시 비정상적으로 낮은 점도 눈에 띈다. 사실상 현대 측이 콜옵션을 행사할 가능성이 낮을 수 있다. EB 만기 시점에 현대엘리베이터 주식 보통주 4.87%로 교환된다고 가정할 경우 IRR 타겟을 위해서 상당한 주가 상승이 있어야 한다.

마지막으로 Target IRR 외에도 3,100억원의 원리금 상환도 해야 한다. 이번에 조달한 3,100억원 중 1,000억원을 주식 담보 대출 상환에 사용하고 남은 일부 자금은 경영권 방어를 위해 현대엘리베이터 주식 매입에 활용할 수 있다. 단기적으로 경영권 분쟁 가능성에 대비하여 현대엘리베이터 지분을 추가 매입할 수 있으며 만기 시점인 5~7년 내에 분쟁이 종료될 경우에는 이후 매각이 가능하다. 이 과정에서 원리금 상환 자금 마련을 위한 상당한 차익을 내기 위해서 주가 부양 인센티브가 높을 수밖에 없다.

표6 현대홀딩스컴퍼니 - H&Q 코리아 SPA 계약 내역

	내용	비고
투자금액	약 3,100억원	
투자방식	CB, EB, RCPS	
주식근질권 설정	현대홀딩스컴퍼니가 보유한 현대엘리베이터 보통주 전량	752만 7,380주
발행규모	CB 1,800억원, EB 800억원, 구주 400억원	
EB 교환 대상 주식	현대엘리베이터 보통주 4.87%	190만 주
만기	CB 5년, EB 7년	4년 6개월 안에 두 차례 콜옵션 행사 가능(CB, RCPS)
Coupon rate	CB 연 8%, EB 연 3%	연 금리로 환산 시 6% 안팎
IRR	12~20%	
만기보장수익률	0.09	

자료: 언론보도, 업계 자료, DS투자증권 리서치센터 정리

최소 주가 39,800원 이하에서는 주가 관리 불가피

현정은 회장이 보유한 주식 담보 대출의 담보 유지 비율 140~150%

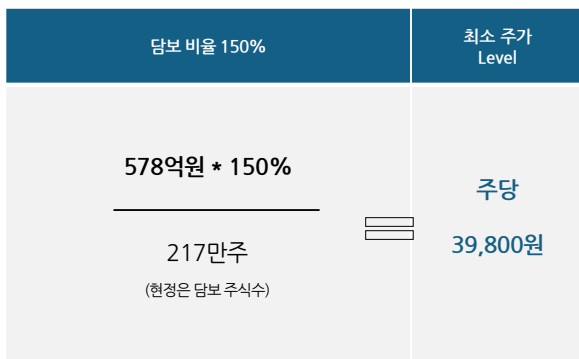
현정은 회장의 주식 담보 대출에 대한 담보 유지 비율은 150%이다. 추가 담보 여력이 없기 때문에 이를 감안하면 최소 주가는 39,800원 이상에서 관리되어야 한다. 이를 위해 동사는 자사주 매입과 기보유 자사주 소각 등을 발표하여 주가 방어를 위해 노력 중에 있는 것으로 판단된다.

표7 현정은 회장 주식 담보 대출 계약

(십억원)	주식 담보 대출 금액	담보 주식	담보 유지 비율
현정은	57.8	2,174,111	140%~150%

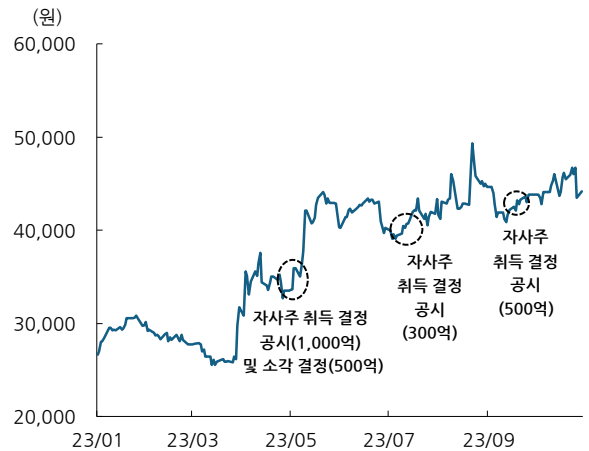
자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

그림34 주식 담보 대출 조건 유지를 위한 최소 주가 Level



자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림35 현대엘리베이터 주가 추이



자료: Dart, Qunatiwise, DS투자증권 리서치센터

현대엘리베이터는 왜 의결권 없는 자사주를 계속 사고 있을까?

자사주 일부 우리사주 조합에 매각

올해 들어 총 세 차례 자사주를 취득했다. 현재 자사주 비중은 10.3%이다. 이 중 일부인 2.97%를 우리사주 조합에 넘겼다.

추가적인 자사주 매입 가능성 → 인적분할 혹은 제 3자 매각

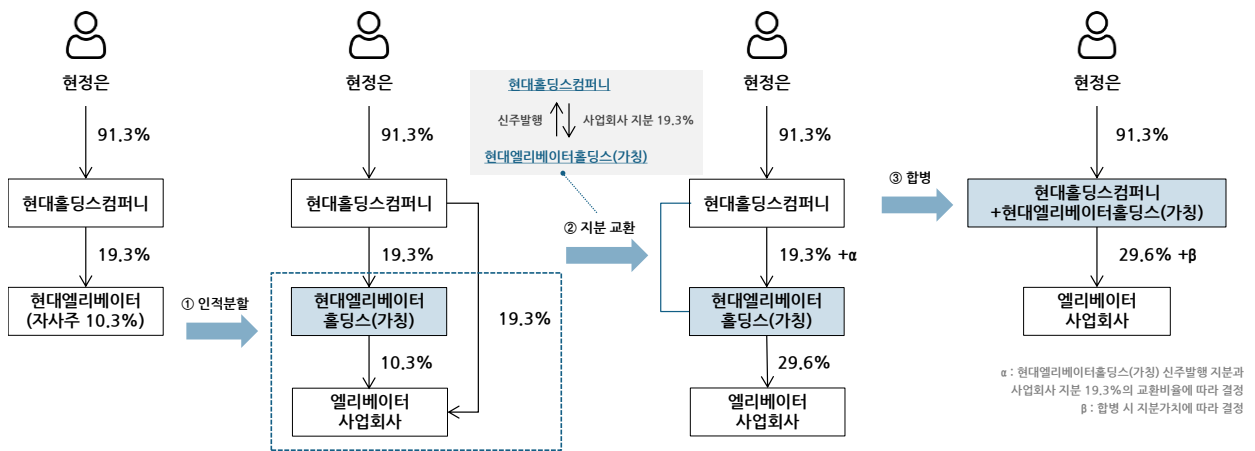
향후에도 자사주 추가 매입은 지속될 것으로 보인다. 다만 소각 가능성은 높지 않을 것으로 보는데 그 이유는 소각을 할 경우 지배주주에게 비우호적인 주주들의 지분율도 올라가기 때문이다. 결국 의결권 없는 자사주를 소각하지 않는다면 1) 인적분할을 통한 현대엘리베이터 사업 부문의 지배력 확대 혹은 2) 우호적인 제 3자에게 처분(상호주)이 가능하다. 이번 우리사주 조합으로의 매각도 상호주로 분류할 수 있다.

또는 인적 분할을 통한 지배력 확대도 가능하다. 현대엘리베이터의 인적 분할 시 분할된 지주 사업 부문(중간지주회사 형태, 가칭 현대엘리베이터 홀딩스)과 현대엘리베이터 사업부문으로 나뉜다. 이후 현대홀딩스컴퍼니는 현대엘리베이터 사업 부문 지분 19.3%를 현대엘리베이터 홀딩스에 넘기고 그 대가로 현대엘리베이터 홀딩스는 신주를 발행하여 현대홀딩스컴퍼니에 넘긴다. 이후 현대홀딩스컴퍼니와 현대엘리베이터 홀딩스가 합병한다.

인적 분할과 합병 시 현대엘리베이터 사업에 대한 지배력 강화

최종적으로 현정은 회장 → 현대홀딩스 컴퍼니 + 인적분할된 홀딩스 → 현대엘리베이터 사업부문의 옥상옥 구조로 구성된다. 합병으로 탄생한 새로운 지주회사 (현대홀딩스컴퍼니 + 현대엘리베이터 홀딩스)의 현대엘리베이터 사업에 대한 지분율은 기존 19.3%에서 최소 29.6%까지 확대된다(그림 13 참조).

그림36 자사주를 활용한 지배력 강화 → 현대엘리베이터 인적 분할과 합병 시나리오



자료: 현대엘리베이터, DS투자증권 리서치센터 추정

자사주 매각 시 대주주의 의결권 확산 vs. 주주 입장에서는 신주 발행과 동일

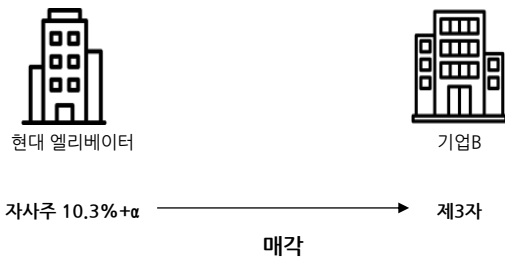
국내 상당수 기업은 자사주 소각보다는 우호적인 기업에 매각하는 사례 빈번

자사주는 의결권이 제한된다. 하지만 매입한 자사주를 우호 세력 (기업 등)에게 양도할 경우 의결권은 부활한다. 사실상 자사주 매각은 대주주의 의결권을 확산시킨다.

자사주 매각은 주주 입장에서는 신주 발행과 같은 효과다. 자사주는 자산이 아니기 때문인데 실제 자사주를 매입하면 자본이 감소하는 것이 그 근거다. 따라서 자사주를 다시 시장에 내놓는 것은 신주 발행과 같다고 볼 수 있다.

국내 많은 기업들은 자사주를 경영권 방어를 위한 도구로 사용한다. 자사주를 우호적인 제 3자에 매각하는 사례가 빈번하다. 현행법 상 ‘경영권 방어를 위한 유상증자’는 법으로 금지되어 있으나 ‘경영권 방어를 위한 자사주 양도’는 법으로 금지하고 있지 않다. 다만 경영권 분쟁 상황에서 다른 주주에게 매수 기회를 주지 않고 이사회가 일방적으로 한 곳에 팔 수 없다는 하급심 판례도 과거에 존재한 바 있다. 경영권 방어를 위한 자사주 처분은 주주 평등 원칙에 위배되는 것이 사실이다.

그림37 자사주를 활용한 지배력 강화 → 제 3자 매각



1. 우호적인 의결권 부활
2. 주주 입장에서는 유상증자와 같은 효과 (자사주 3자에게 처분 = 신주 발행)
3. 법적 해석 논란 발생
 - 경영권 방어를 위한 유상증자는 법으로 금지
 - 경영권 방어를 위한 자사주 처분도 금지 (?)

경영권 방어 목적의 자사주 처분은 인정되지 않는다는 일부 하급심 판례도 있었으나(서울 서부지법 2006. 3. 24 결정, 2006카합393), 그 이후 상당수의 하급심 판결 및 대법원 판결 (대법원 2010. 10. 28 선고 2010다51413)에서는 자기주식 처분에 대해 신주의 발행과는 달리 주주평등의 원칙을 적용하지 않았다.⁴⁾ 이와 같은 자사주 처분과 신주 발행에 대한 이원적인 접근 방식은 개정 상법을 통해 명문화 되었으며, 대법원의 입장도 삼성물산의 KCC에 대한 자사주 매각을 인정한 결정에서 다시 한 번 확인되었다.

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

자사주 활용에 있어 주주들의 견제 상당할 전망 + 유휴 자산 활용 가능성 요구

자사주 처리에 있어 기존 주주들의 견제 상당할 전망

주주 대표 소송을 제기한 선들러와 기업가치 및 이사회 투명성 제고 등을 제안한 KCGI 자산, 그 외 Orbis 및 기타 외국인 지분은 총 27.6%로 높은 수준이다. 따라서 자사주 소각이 아닌 다른 형식의 활용에 있어서 기타 주주들의 반발이 상당할 것으로 보인다.

비핵심 자산 매각을 통한 효율화 가능성

오히려 지난 5년간 핵심사업과 무관한 비핵심 자산 투자가 일부 있었다. 2017년 현대 그룹 사옥 인수 금액은 약 2,450억원으로 알려져 있다. 22년 용산 나진전자 월드 인수 금액은 약 1,000억원 규모로 추정된다. 아파트 분양이 몰려 있는 24년까지는 본업인 엘리베이터 업황이 양호할 것으로 보인다. 이후에는 비핵심 자산에 대한 효율화 요구 가능성도 있다.

그림38 나진전자월드 상가



취득가액	1,050 억원
취득일	2022-02-03

자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

그림39 종로 연지동 현대그룹 사옥



취득가액	2,450 억원
취득일	2017-11-01

자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

LG그룹, 가족 간 분쟁 상황에서 영국계 실체스터의 지분 매입

구광모 회장 상대 상속 소송 진행 중

가족 간 소송 분쟁 중 영국계 실체스터의 지분 확대

고 구본무 회장의 부인 김영식 여사는 구광모 회장 상대로 상속 소송을 진행 중에 있다. 총 두 차례 변론 기일 이후 무리한 소송이라는 컨센서스가 형성되고 있다. 그 이유로는 1) 제척 기간 (3년)이 경과됐고, 2) 구광모 & 부친인 구본능의 지분이 19%로 압도적으로 높기 때문이다. 일각에서는 각각 4.48%, 2.04%이 지분을 보유한 구본식 & 구본준 회장의 의중이 변수라는 의견도 있으나 LG가의 장자 승계 전통을 중요시 여기는 가족 간의 유교적 문화 등을 고려하면 그 가능성은 낮다고 판단된다.

다만 최근 영국계 실체스터 인터내셔널의 지분 확대는 눈에 띈다. 실체스터는 한 때 정부 지분이 압도적으로 높았던 한국전력 대상으로도 1) 전기 요금 인상 촉구, 2) 배당 요구 등 적극적인 주주 의견을 개진한 바 있다. 아직까지 (주)LG에 대한 적극적인 움직임은 없지만 LG가 보유한 1.5조원의 현금 활용에 있어서 향후 적극적으로 의견을 피력할 수 있다고 판단된다.

그림40 (주)LG 주주 구성

구광모 (자)	15.95%	} 19%
구본능 (부)	3.05%	
국민연금	6.83%	} 7.84%
실체스터	6.03%	
김영식	4.20%	
구연경	2.92%	
구연수	0.72%	
구본식	4.48%	
구본준	2.04%	
기타 친인척 및 재단	8.3%	
기타 주주	45.45%	

자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

그림41 한국 전력 주주 구성

산업은행	32.9
대한민국정부	18.2
국민연금	6.55
실체스터	1.26
기타 주주	41.1

주주서한 발송

- 1) 전기 요금 인상 촉구
- 2) 최근 2년간 배당하지 않은 것에 대한 항의

자료: 언론보도, DS투자증권 리서치센터

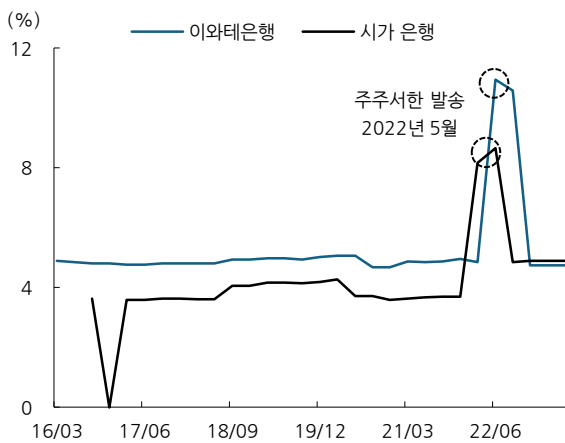
과거 실체스터의 행보와 특징 → 지분 매입 6~7년 시점에 주주 행동 전개

일본 등 아시아에서 공격적
인 행동주의 전개 이력

실체스터는 과거 일본에서 적극적인 주주 행동을 전개한 펀드다. 그 대상은 일본 이와테 은행, 시가 은행 등 지방은행들이었다. 실체스터는 22년 동시 다발적으로 이와테 및 시가 은행 등에게 1) 상당한 규모의 배당 요구, 2) CEO 해임 등의 적극적인 주주 행동을 전개했다. 실체스터는 첫 지분 매입 후 6년 이상 회사를 지켜본 이후 적극적인 주주 행동을 전개한다는 특징을 가진다. 이와테, 시가은행 모두 지분 매입 후 6~7년이 경과한 시점에 주주행동을 전개했다.

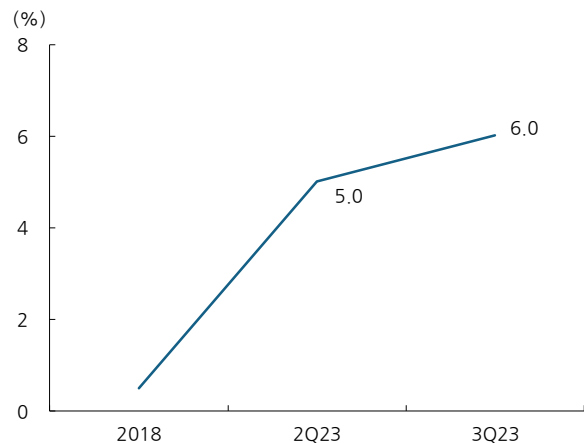
실체스터는 올해 초 LG에 대해서 5% 지분 신고 이후 8월에 추가로 6%까지 지분을 늘리면서 3대 주주로 등극했다. 언론 보도에서 LG의 가족 간 지분 분쟁에 대해서는 개입할 의사가 없다고 밝혔다. 다만 가족 간 경영권 분쟁 상황이기 때문에 필요에 따라서는 LG 경영진과 지배주주를 압박할 수 있는 유리한 환경임은 분명해 보인다. 향후 (주)LG가 보유한 1.5조원의 현금 활용과 관련 적극적인 주주환원 등의 요구 가능성이 있다. 무엇보다 LG에너지솔루션 지분을 과도하게 보유하면서 이로 인해 높은 할인율을 받고 있는 LG화학으로 인해 그룹 전체의 enterprise 가치가 저평가되어 있다는 점도 문제점으로 꼽힌다. 이러한 부분은 LG그룹 전체적으로 향후 실체스터 등을 포함하여 외국인 주주들의 적극적인 움직임도 가능하다는 판단한다.

그림42 이와테 은행, 시가 은행에 대한 실체스터의 지분을 변화



자료: 실체스터, Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림43 (주)LG에 대한 실체스터의 지분을 변화



자료: 실체스터, Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

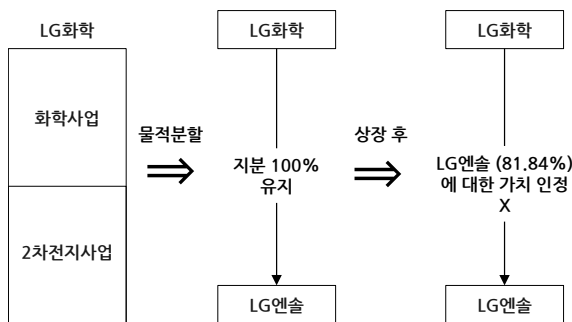
LG에너지솔루션 물적 분할 이후 (주)LG 더블 카운팅 할인율 심화

LG화학 할인율은 지주회사보다 높은 수준

물적 분할한 회사가 상장하는 것에 대한 정부의 규제가 강화된 계기는 LG에너지솔루션의 상장이었다. LG화학의 사례를 보면 시장은 물적 분할한 회사가 상장한 이후에는 모회사에 대해서 그 가치를 인정하지 않는 경향이 강하다.

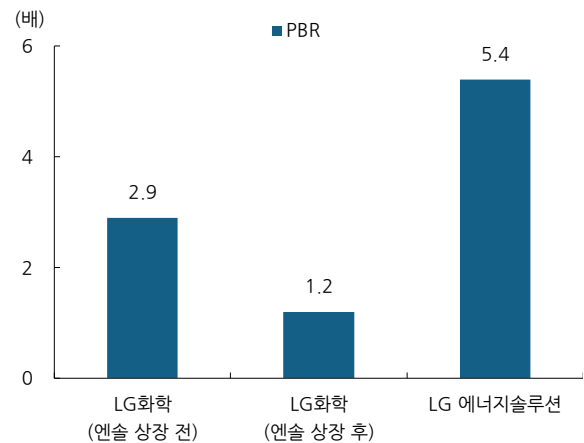
LG에너지솔루션 상장 전 100% 지분을 보유한 LG화학의 평균 PBR은 2.9배 수준이었다. LG에너지솔루션 상장 이후에도 LG화학이 81.8%의 높은 지분율을 가지고 있음에도 불구하고 PBR은 1.7배 미만으로 크게 하락했다. LG화학의 현재 NAV 할인율은 지주회사보다 높은 80%에 육박한다.

그림44 물적 분할 후 상장에 대한 시장의 부정적 시각



자료: DS투자증권 리서치센터

그림45 LG화학 PBR 변화와 LG엔솔과의 비교



자료: Quantwise, DS투자증권 리서치센터
주: Trailing PBR 기준

LG화학의 높은 할인율로 인해 LG그룹 전체의 enterprise value는 크게 저평가된 상황

LG그룹의 가치 산출에서 사실상 LG에너지솔루션의 가치는 전혀 반영되지 않고 있다. 현재 LG화학의 할인율은 80%에 육박 (보유 지분 가치 106조 + 영업가치 70조) 하는 것으로 판단된다. 결과적으로는 LG화학의 순자산 대비 시가 총액이 크게 할인되어 (주)LG의 NAV에 계상된다. 결국 LG에너지솔루션의 가치는 두 번 할인되어 (LG화학과 (주)LG) 사실상 LG 그룹 가치에 LG에너지솔루션의 가치는 전혀 반영되지 못하고 있는 것이 현실이다. 이를 감안하면 현재 LG의 NAV 할인율은 50%가 아닌 73% 수준이다.

결국 (주)LG가 제대로 그룹 가치를 인정받기 위해서는 LG화학이 LG에너지솔루션 지분 일부를 매각하여 자본 효율화하는 것이 필요하다. 이 재원은 1) 모회사인 LG화학의 주주환원과, 2) 그룹의 성장 동력의 재원으로 활용할 필요가 있다.

그림46 LG그룹 NAV 할인율 vs. LG엔솔 가치 감안한 실제 NAV 할인율

(조원, %)	지분율	기업가치 (시가총액)	지분 가치	(조원, %)	지분율	기업가치 (시가총액)	지분 가치
LG전자	34%	17.3	5.9	LG전자	34%	17.3	5.9
LG화학	33%	34.2	11.3	LG화학	33%	102	33.6
LG유플러스	38%	4.6	1.7	LG에너지솔루션	81.8%	126.8	
LG생활건강	34%	5.3	1.8	LG유플러스	38%	4.7	1.8
지투알	35%	0.1	0.0	LG생활건강	34%	7.3	2.5
보유 상장사 지분 가치 (a)			20.7	지투알	35%	0.1	0.0
비상장 자회사 지분 가치 (b)			3.4	보유 상장사 지분 가치 (a)			43.8
기타 수익 가치 (c)			2.6	비상장 자회사 지분 가치 (b)			3.4
NAV (a+b+c)			26.7	기타 수익 가치 (c)			2.6
(주)LG 시총			13.4	NAV (a+b+c)			49.8
할인율			49.8	(주)LG 시총			13.4
				Implied 할인율			73.1

LG화학의 가치 산정	보유 주식 가치	비고
투자자산 가치	3.7	(LG생명과학, 고려아연, 토레이 헝가리 등)
LG 엔솔	102	81.8% 지분율
Total	106	영업가치70조는 제외

자료: Dart, DS투자증권 리서치센터 추정

DB 그룹의 예상되는 변화

DB하이텍을 둘러싼 분쟁과 김준기 전 회장의 (주)DB 지분 매입

김준기 전 회장과 김남호 회장의 갈등설 제기

창업자 김준기 전 회장은 22년 당시 79세 나이에 (주)DB 지분을 기존 11.6%에서 15.9%로 늘렸다. 이는 현재 DB 김남호 회장(아들)의 지분 16.8%를 위협하는 수준이다. 이를 근거로 행동주의 펀드 KCGI의 DB하이텍 지분 신고 직후 언론에서는 김남호 회장과 KCGI 연합 가능성에 대해 보도한 바 있다.

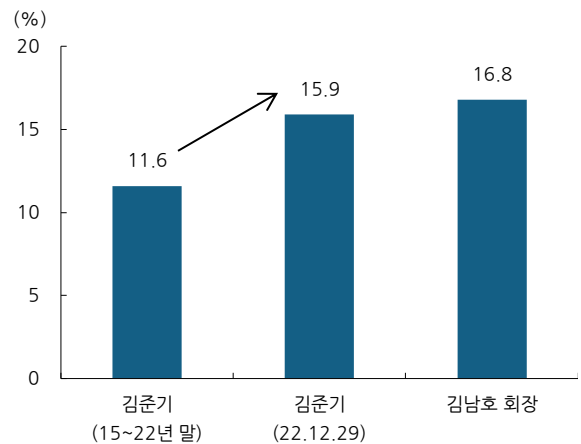
(주)DB 내 지분은 김준기 전 회장과 장녀 김주원이 25.8%로 김남호 회장 지분 16.8%를 넘어선다. DB하이텍의 지분구조는 (주)DB와 재단 및 가족들 지분을 합쳐 17%로 KCGI 7.1% 대비 월등히 높다.

그림47 DB그룹 주요 Timeline

시기	내용
23년 03월	KCGI의 DB하이텍 지분 7.1% 매입
22년 12월	김준기 시간외매매로 (주)DB 지분 4.3% 매입 (기존: 11.6% → 15.9%)
21년 04월	집행유예 선고 후 DB하이텍에 미등기 경영자문역으로 복귀
19년 10월	김준기 가사도우미 성폭행 혐의로 구속

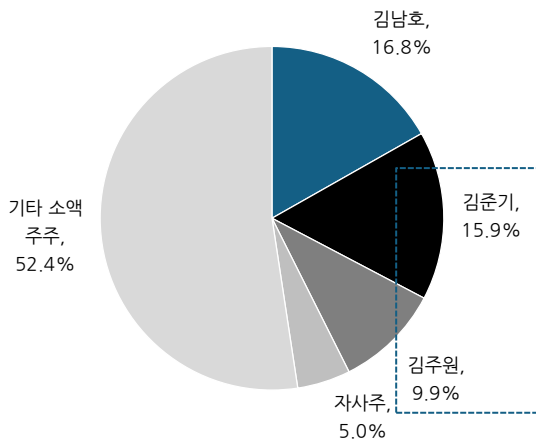
자료: 언론보도, Dart, DS투자증권 리서치센터

그림48 김준기 창업주와 김남호 DB회장 지분(주 DB 지분율)



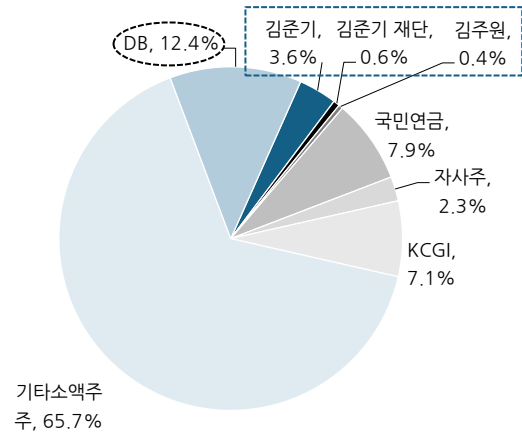
자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

그림49 (주)DB 주주현황



자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

그림50 DB하이텍 주주현황



자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

증장기적으로 DB손해보험의 금융 지주회사 전환 예상

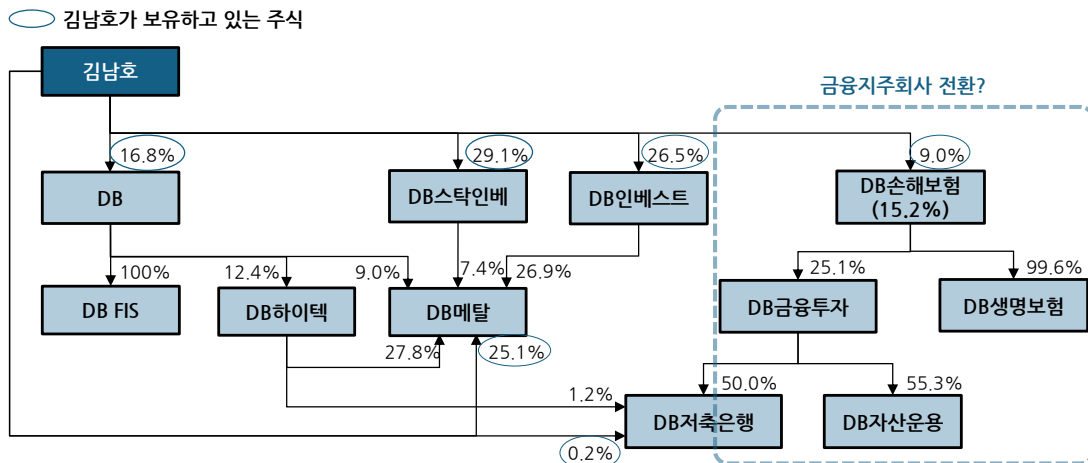
DB손해보험의 금융지주회사 전환이 김남호 회장 입장에서 가장 유리한 시나리오

김남호 회장을 중심으로 DB 지배구조를 살펴보면 중요도 측면에서 DB, DB메탈 그리고 DB손해보험이 눈에 띈다. 사실상 그룹의 cash cow 역할을 해 온 금융 계열사를 지배하는 DB손해보험은 김남호 입장에서도 금융 자회사를 지배하는 vehicle이다. 다만 지분율은 9%로 상당히 낮다. 참고로 DB하이텍에 대한 직접 지분은 없다.

DB손해보험 자사주 활용한 인적분할 예상

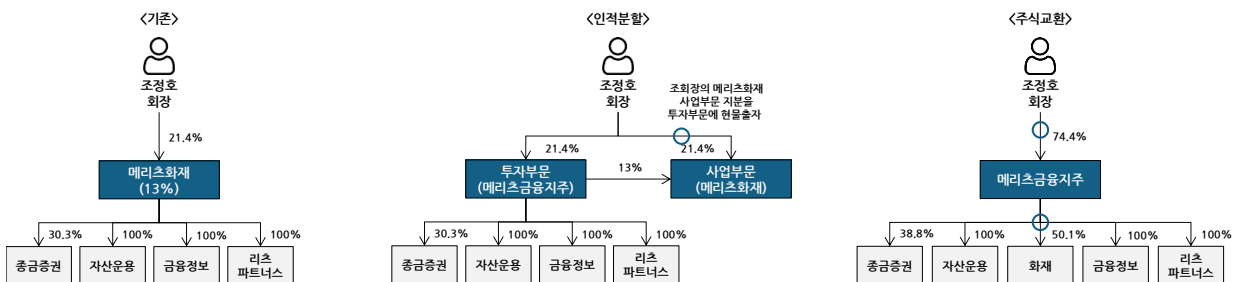
DB손해보험은 자사주 15.2%를 보유 중에 있다. 소각은 단 한 차례도 없었다. 결론적으로 자사주는 향후 인적 분할에 활용될 소지가 높다. 현재 김남호 회장의 DB손해보험 지분율은 9.0%에 불과하기 때문에 인적 분할을 통해 금융 계열사 지배력 확대 인센티브가 높다고 판단된다. 과거 메리츠화재의 금융지주회사 전환 사례와 유사하다. 당시 조정호 회장의 메리츠화재 지분 21.4%는 지주사 전환을 통해 크게 증가한 바 있다.

그림51 DB그룹 지배구조도(DB 김남호 회장 중심 version)



자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

그림52 메리츠금융지주 설립 과정



자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

DB손해보험 지주회사 전환 시 금융 계열사에 대한 지배력 크게 증가

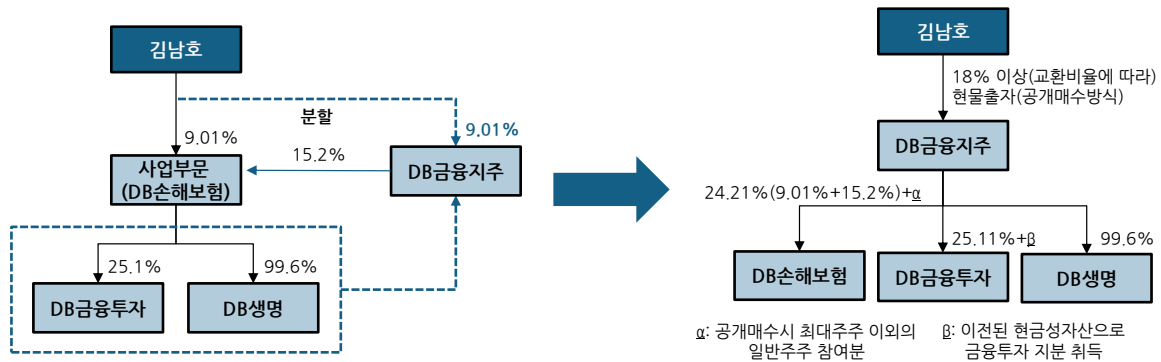
DB손해보험 → DB금융지주로 전환 시 김남호 회장의 금융지주 지분율은 2배 이상 증가

지주회사 전환 가정은 다음과 같다. DB손해보험은 1) 사업부문, 2) 투자부문 (금융지주사)로 인적 분할한다. 이후 김남호 회장의 손해보험 사업부문과 금융지주 지분을 스왑한다. 결과적으로 신설되는 DB금융지주의 김남호 회장 지분율은 교환 비율에 따라 18% 이상이 된다. DB금융지주의 DB손해보험 지분율도 24.2%+ α 가 된다. 여기서 α 는 공개 매수 시 최대주주 이외의 일반 주주 참여 분이다. DB금융지주의 DB금융투자 지분 확대도 용이하다. 분할 과정에서 DB금융지주로 이전된 현금성 자산으로 DB금융투자 지분을 취득할 수 있다.

DB손해보험 지주회사 전환을 위해서는 지분 구조상 김준기 전 회장의 영향력 높아

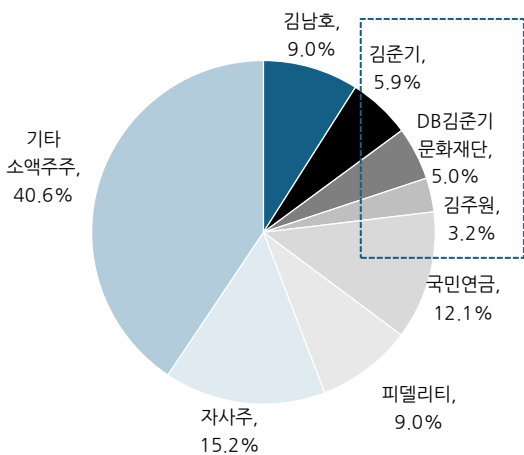
DB손해보험에 대한 김준기 전 회장과 장녀 김주원 씨의 지분율은 총 14.1%로 김남호 회장 지분율 9.0%를 넘어선다. 향후 지주회사 전환을 위한 이사회 및 주총 통과를 위해 서라면 언론 보도에 나온 김준기 전 회장과의 갈등은 피해야 하는 상황으로 보여진다.

그림53 DB금융그룹 전환 가상도



자료: Dart, DS투자증권 리서치센터 추정

그림54 DB손해보험 주주 현황



자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

그림55 김남호 회장 이력

시기	내용
20년 07월~	DB그룹 회장
18년 1월	DB손해보험 부사장
17년 1월	동부금융연구소 상무
15년 4월	동부금융연구소 부장

자료: 언론보도, DS투자증권 리서치센터

삼성 총수 일가의 상속세와 자사주 소각과의 관계

상속세 납부 → 총수 지분을 하락 → 자사주 소각 → 총수 지분을 회복

4차 상속세 납부를 위해
삼성전자 지분 일부 매각

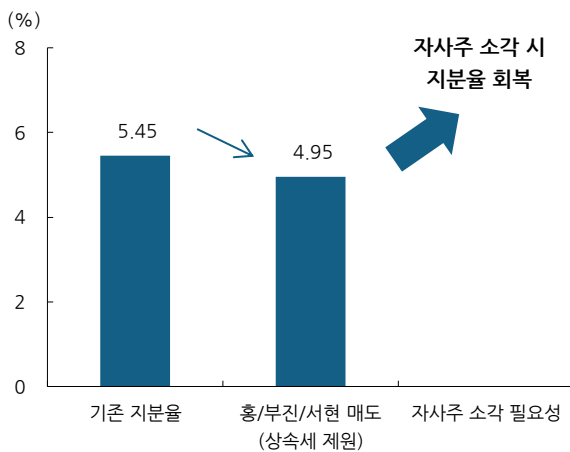
삼성 총수 일가는 이번 4차 상속세 납부 준비를 위해 삼성전자 지분 매도 계약을 맺었다. 이로 인해 총수 일가의 삼성전자 지분율은 기존 5.45%에서 4.95%로 하락했다. 상속세 납부를 위한 지분 매각으로 총수 지분율은 하락하나 회사가 다시 자사주 매입/소각을 하면서 총수 지분율은 회복된다.

총수 일가 지분을 회복을 위해 필요한 자사주 매입 소각 규모는 34조 이상

총수 일가 지분율이 회복하는 유일한 방법은 삼성전자의 자사주 대규모 매입 후 소각

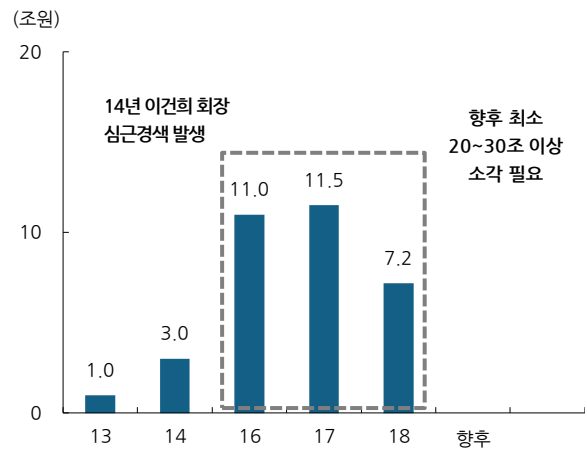
고 이진희 회장 심근경색 발생 해인 2014년을 기점으로 삼성전자는 30조원이 넘는 자사주 매입을 진행한 후 전량 소각했다. 이는 적극적인 주주환원의 일환이라는 긍정적 평가를 받았지만 또 다른 측면에서는 가장 효과적으로 총수 일가의 지배력을 유지하는 데 기여했다. 이번엔 하락한 총수 일가 지분율을 기존 5.45%로 회복시키기 위한 자사주 매입 소각 규모는 약 37.5조원이다. 향후 메모리 반도체 업황 회복과 수익 개선 이후 총수 일가 지분을 회복을 위한 삼성전자의 자사주 매입 소각 규모는 약 30조원이 넘는다. 다만 사측은 이에 대한 계획은 없다고 밝혔다.

그림56 총수 일가의 삼성전자 지분 변화 예상도



자료: Dart, DS투자증권 리서치센터 추정

그림57 삼성전자 연도별 자사주 소각 규모



자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

그림58 총수 일가 지분을 회복을 위한 삼성전자 소각 규모

삼성전자 자사주 소각규모	0원 (현재)	4.7조	20.8조	37.5조
삼성전자 총수 지분율	4.95%	5.0%	5.2%	5.45%

자료: Dart, DS투자증권 리서치센터 추정

삼성물산도 자사주 전량 소각에 동참

상속세 납부를 위해 총수 일가 삼성물산 지분도 일부 매각 → 회사는 자사주 전량 소각 계획 중

이번 4차 상속세 납부 준비를 위해 이부진 사장은 삼성물산 지분 0.65%에 대한 매각 신탁 계약을 체결했다. 이로 인해 총수 일가의 삼성물산 지분율은 기존 31.8%에서 31.1%로 하락했다.

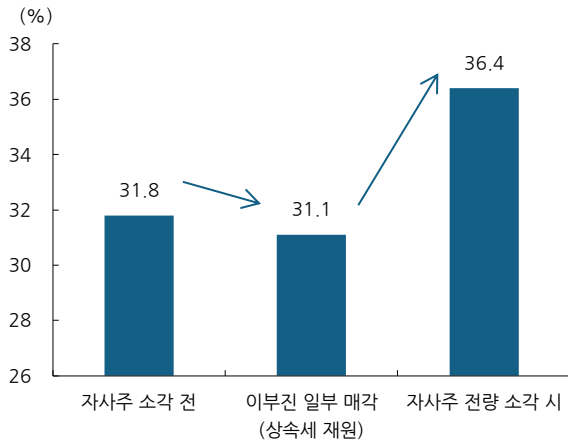
이미 올해 초 삼성물산은 향후 5년간 보유 중인 자사주를 전량 소각한다고 발표했다. 시장은 적극적인 주주환원이자 글로벌 스탠다드에 부합하는 정책이라고 평가했다. 물론 적극적인 주주환원의 일환이기도 하지만 결국 대주주의 지분율을 가장 효과적으로 올리는 방법이다. 상속세 납부 → 총수 지분율 하락 → 자사주 소각 → 총수 지분율 회복의 고리가 다시 확인되는 부분이다.

자사주 전량 소각 시 총수 일가 지분율 36.4%로 역대 최대로 증가

이번 상속세 납부로 하락한 총수 일가의 삼성물산 지분율은 향후 자사주 전량 소각을 하게 될 경우 36.4%로 역대 최대로 증가하게 된다.

삼성물산은 빠른 시일 내에 자사주 소각에 대한 구체적 계획을 발표할 것으로 보인다. 또한 24년 메모리 반도체 업황 개선 시 삼성전자의 지분가치 증가가 기대되는데 이로 인한 삼성물산의 할인율도 역대 최저 수준까지 회복될 수 있다고 판단된다.

그림59 총수 일가의 삼성물산 지분 변화 예상도



자료: Dart, DS투자증권 리서치센터 추정

그림60 삼성전자 & 삼성물산 상대주가 추이



자료: Quantwise, DS투자증권 리서치센터

CJ그룹, 올리브영과 우선주가 경영권 승계의 핵심 vehicle

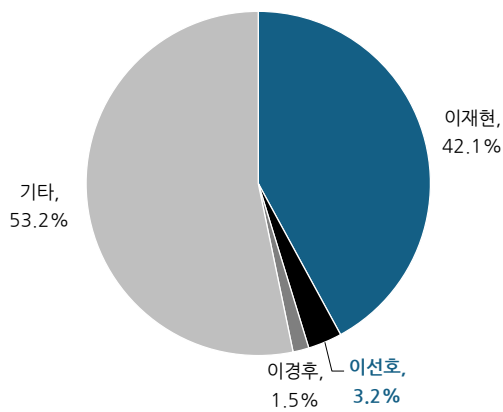
7년간 폭발적으로 성장한 올리브영

올리브영은 3세 이선호가 CJ 지분을 늘리기 위한 수단

CJ올리브영은 경영권 승계에 있어 핵심 vehicle이다. 3세인 이선호가 그룹 내 유일하게 보유한 자회사이기 때문이다. 이선호의 올리브영 지분율은 11%이다. 반면 (주)CJ 지분율은 3.2%로 매우 낮은 상황이다. 따라서 올리브영 매각 자금으로 (주)CJ의 지분율을 확대하는 것이 가능성 높은 시나리오다.

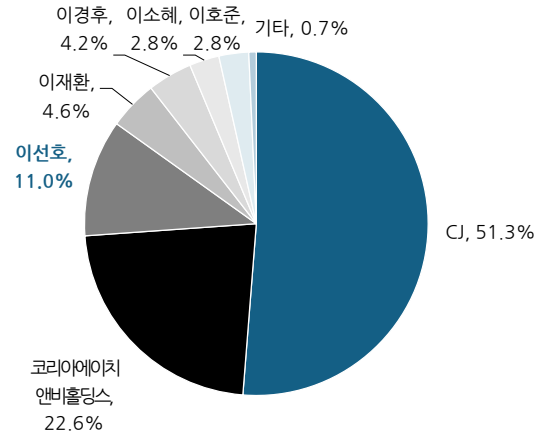
올리브영은 지난 7년간 폭발적인 성장을 이뤄왔다. 23년 3분기를 기점으로 분기 매출 1조원을 돌파했다. 국내 중소 화장품 판매 채널에서의 영향력은 매우 높아졌다.

그림61 CJ지분구조



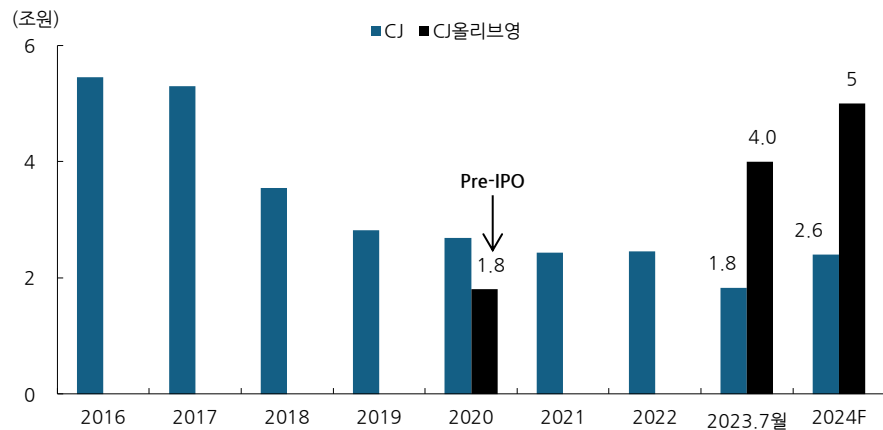
자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

그림62 CJ올리브영 지분구조



자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

그림63 CJ 올리브영 기업 가치와 주 CJ 기업 가치 추이



자료: Quantwise, DS투자증권 리서치센터 추정

올리브영 IPO보다는 합병 등 다른 방식의 옵션 검토될 전망

올리브영의 IPO 가능성은 낮아짐

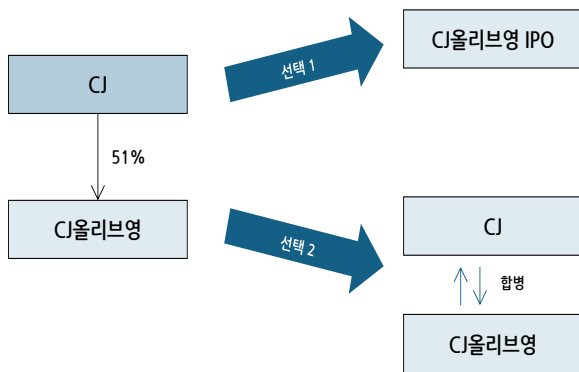
올리브영의 IPO는 22년 다소 무리하게 추진되었지만 무산됐다. 오히려 폭발적인 성장과 실적을 보이고 있는 올해와 내년이 기대되지만 회사는 IPO를 검토하고 있지 않은 것으로 확인된다. IPO의 경우 이선희의 구주 매출과 세금, CJ지분 매입 등의 복잡한 과정을 거쳐야 한다. 따라서 CJ와의 합병 혹은 포괄적 주식교환 등이 검토될 수 있다고 판단된다.

올리브영의 신규 출점은 23년 4분기가 그 정점에 다다른다. 현재 1,339개의 점포는 4분기 1,340개로 마무리된다. 24년 신규 출점은 사실상 0으로 가정해도 무방하다. 현재는 점포 리뉴얼 작업을 통해 매장당 매출을 끌어올린다는 전략이다. 이와 더불어 온라인 매출 성장이 전체 성장의 일부를 견인한다. 이러한 organic한 성장 전략으로 현재의 40%가 넘는 초고성장을 지속할 수는 없다고 판단된다. 따라서 신규 출점 효과가 소멸되고 점포당 매출 증가율이 둔화되는 시기를 우리는 24년 하반기로 예상한다. 이 시점이 합병 등이 실행될 수 있는 시기라고 판단한다.

올리브영 IPO보다는 합병 등이 주 CJ에게 유리

CJ 주주들의 찬성을 이끌어 내기 위해 올리브영의 기업가치가 쟁점이 되겠지만 올리브영을 100% 품은 CJ의 사업 지주회사로서의 프리미엄을 감안하면 (주)CJ 주주들에게도 부정적이지 않다.

그림64 올리브영 IPO 외 합병 옵션



자료: DS투자증권 리서치센터

그림65 CJ와 올리브영의 합병 시 민감도 분석

(조원, %)	CJ올리브영 가치		
	4조원	4.5조원	5조원
CJ 시가총액 (a)	2.4	2.4	2.4
CJ올리브영 가치 (b)	4	4.5	5
이선희 지분율 (c)	11	11	11
지분 가치 (d) = (b)*(c)	0.44	0.495	0.55
이선희의 CJ 확보 지분율 = (d/a)*100	18.3	20.6	22.9

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

CJ가 승계에 우선주를 활용하는 이유

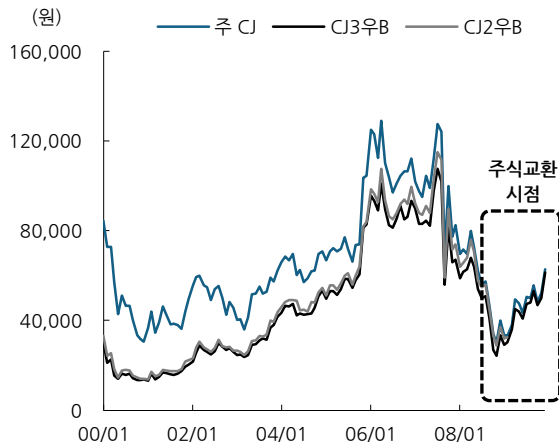
CJ4 우선주 증여를 통해 경영권 승계 도모 예상

우선주는 의결권이 없는 대신 보통주보다 우선적으로 배당을 한다. 다만 오랜 기간 배당을 하지 못할 경우 정관에 따라 우선주에도 의결권이 부여된다. 또한 우선주는 발행 초기 보통주 대비 낮은 가격에 거래되기 때문에 1) 증여세 절감, 2) 저가에 장내 매입 등에 용이하다.

장기적으로 우선주 주가는 보통주에 수렴

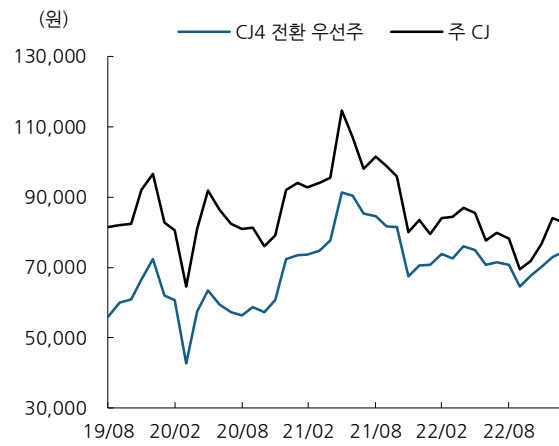
전환 우선주는 전환 시점에 보통주 주가에 수렴하게 된다. 2000년 이전 CJ가 발행한 신형 우선주 (2우B, 3우B) 모두 상장 초기에는 크게 할인되어 거래되었으나 결국 전환 시점에 보통주 가격에 수렴하는 것을 볼 수 있다. 당시에도 이재현 회장은 우선주 지분을 통해 보통주 지분을 늘렸다. CJ4 우선주 또한 이선희의 경영권 승계 목적으로 발행된 전환 우선주라고 보면 된다.

그림66 과거 우선주와 CJ 주가의 교환 전까지 주가 흐름



자료: Quantwise, DS투자증권 리서치센터

그림67 CJ4 전환 우선주와 CJ 주가 흐름



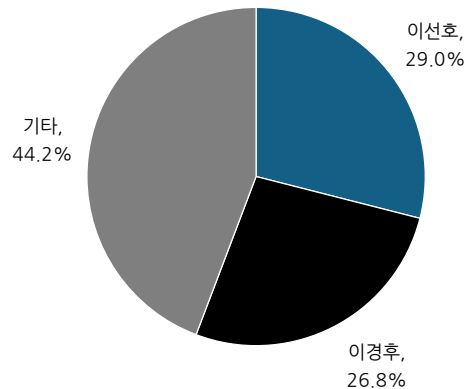
자료: Quantwise, DS투자증권 리서치센터

그림68 CJ4 전환 우선주

구분	내용
발행일자	2019년 03월 27일
발행 주식수	4,226,512주
전환 조건	발행 후 10년이 되는 날 보통주로 전환
전환 예정일	2029년 03월 27일
전환 비율	1:1

자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

그림69 CJ4 전환 우선주 지분 구조



자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

기업 지배구조 가이드라인 개정과 시사점

정부가 메자닌 등 자본 조달 측면에서 대주주와 소액주주의 이해충돌 인정

메자닌 발행에 있어 소액 주주 보호에 대한 필요성 첫 인정

정부는 2023년 기업 지배구조 가이드라인을 발표했다. 크게 1) 배당 예측 가능성 제공, 2) 소액주주 및 기관투자자 소통 강화, 3) 메자닌 채권 등을 통한 자금 조달에서의 소액 주주 보호 등이 주요 내용이다.

개정에 따르면 배당 기준일 이전에 배당을 결정하여 주주들에게 배당 예측 가능성을 제공했는지 여부를 기재해야 한다. 이를 통해 정확한 배당 규모가 결정된 후 투자자가 투자 여부를 결정하게 한다.

가장 눈에 띄는 것은 메자닌 등 자본 조달 측면에서 대주주와 소액주주의 이해충돌이 있다는 것을 정부가 처음으로 인정했다는 점이다. 주주 간 이해관계가 상이할 수 밖에 없는 메자닌 자금 조달에서 이사회가 소액주주 보호를 고려했는지 여부 공시를 의무화하겠다는 점이다. 메자닌이 주주 간(대주주와 소액주주) 이해관계가 다른 자본 거래라는 것을 정부가 처음 공식적으로 인정한 것이다.

그림70 2023년 기업지배구조 보고서 가이드라인 개정의 내용

1) 배당예측 가능성 제공

- 배당 기준일 이전에 배당 결정을 하여 주주들에게 배당관련 예측가능성을 제공하였는지 여부를 기재
- 주주환원 정책을 수립하고 주주가 접근 가능한 방법으로 연 1회 통지해야 하며 영문 주주환원 정책의 제공 여부를 추가로 기재

2) 소액주주, 기관투자자 소통 강화

- 주주총회 의결사항 중 반대 비율이 높거나 부결된 안건이 있는 경우 주주와의 소통을 위한 노력 및 내역을 기재
- 주주와의 의사소통 관련사항으로 주요 IR뿐만 아니라 소액 주주들 또는 해외투자자와 따로 소통한 행사 개최 여부 및 그 내용을 기재

3) 메자닌채권 등을 통한 자금조달

- 전환사채 등 주식 전환 가능 채권 조건부자본증권 등의 존재 여부 등 관련 자본조달 여부에 대한 발행 현황/ 의사결정과정에서 소액주주 등의 이해를 고려하였는지 여부 기재
- 주식관련사채 등으로 인한 지배주주 변동 내용을 기재

4) 보수정책 및 임원배상책임보험

- 임원의 성과 평가와 연계된 보수 정책 공개 여부/ 임원배상책임보험 가입 여부/ 회사의 지속 성장과 중장기 이익에 영향을 주는 이해관계자들의 이익을 고려하는지 여부 기재

5) 조건

- 자산 규모 5천억원 이상과 KOSPI 기업에 한에서만 적용

자료: 금융 위원회, DS투자증권 리서치센터

주주에 대한 선관 의무/충실 의무에 대한 개정은 빠져 있어

회사의 이사는 직무의 충실 의무뿐만 아니라 일반 주주의 이익도 고려해야

이번 기업 지배구조 가이드라인 개정에 따라 소위 껌껌이 배당, 메자닌 발행의 남발 등 기존 대한민국 자본시장이 가지고 있는 부정적인 면들이 일부 해소될 것으로 기대된다. 하지만 여전히 갈 길이 멀다. 여전히 이사의 주주에 대한 선관 의무 / 충실 의무에 대한 상법 개정 움직임은 보이지 않는다. 현재 상법 제382조의 3에서는 회사의 이사가 회사를 위해 직무를 충실하게 수행하도록 하고 있으나 일반 주주에 대해서는 같은 의무를 지고 있지 않다. 하지만 주주의 비례적 이익 보호 장치를 위한 사회적 요구는 지속적으로 증대되고 있다.

미국, 유럽은 이사의 주주에 대한 신의 성실 의무 제도화

미국과 유럽은 물론 최근 일본에서도 이사의 주주에 대한 신의 성실 의무는 여러 제도에서 명시하고 있다. 미국, 영국 등 유럽은 물론 주요 선진국의 benchmark로 참고되는 G20 / OECD에서도 이사의 주주에 대한 의무를 원칙으로 한다. 하지만 국내는 아직도 ‘주주의 손해’에 대해서는 사전 가치분 및 사후 책임 소송이 불가능한 상태다.

그림71 주요 국가별 이사의 주주에 대한 충실 의무 비교

미국 델라웨어법

제 102조 정관의 내용

- (7) 이사로서의 신의의무(fiduciary duty)를 위반하여 발생한 금전적인 손해에 관하여 회사 또는 회사의 주주에 대한 이사의 책임 감면에 관한 규정을 둘 수 있으나 다음의 경우에는 그러하지 아니하다.
- (i) 회사 또는 회사의 주주에 대한 이사의 충실의무(duty of loyalty)의 위반의 경우

미국 모범 회사법

§ 8.31. 이사의 책임의 기준

- (a)(2)(v) **이사의 행동이 “이사가 회사 및 그 주주를 공정하게 대할 의무”를 위반한 것인 경우, 또는 그 위반의 결과인 경우에는,** 이사는 관련 법에 따라 소송이 가능한 바에 따라 “회사 또는 주주”에게 책임을 진다.

영국 회사법 제172조 제1항

회사의 성공을 촉진해야 할 의무(Duty to promote the success of the company)

회사의 이사는 전제로서의 주주의 이익을 위하여 회사의 성공을 가장 촉진할 것이라고 성실히 생각하는 방법으로 행위 하여야 하며, 이때 (다른 것들보다) 다음 각 호의 사항을 고려하여야 한다

G20 / OECD 기업지배구조 원칙

이사회는 회사의 주주에 대한 책임성을 보장해야 한다

자료: 이사의 주주에 대한 충실 의무 2022년 8월 (이상훈 경북대학교 법학전문대학원 교수), DS투자증권 리서치센터

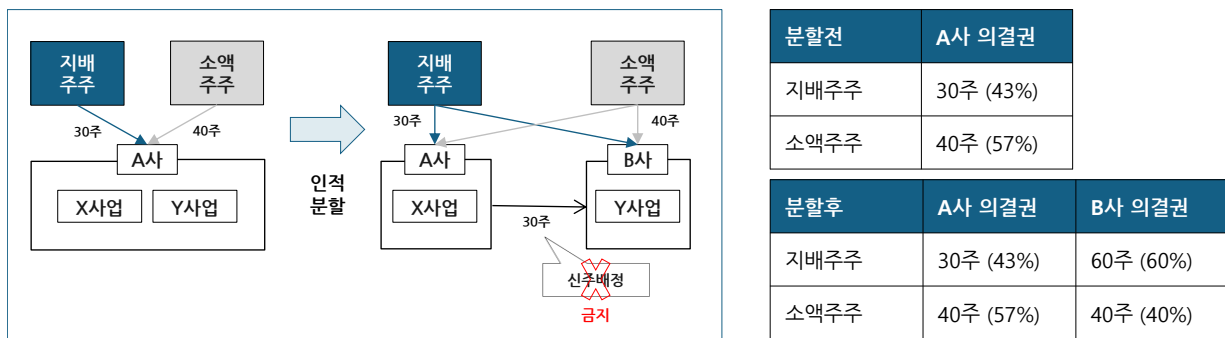
자사주 관련 정부 정책

검토 1안. 자사주의 모든 권리 정지

자사주를 활용한
인적 분할 금지 검토

올해 금융위원회의 자문 기구인 금융발전심의회가 자사주 소각 의무화를 제안한 바 있다. 이후 진행된 ‘상장법인의 자기 주식 제도 개선 세미나’에서 총 두 가지의 주제가 제안됐다. 첫 번째는 자사주의 모든 권리를 정지하는 것이다. 이는 합병 혹은 인적 분할 시 신주 배정을 포함하여 그 어떤 권리도 모두 정지한다는 방안이다. 국내의 경우 지주회사 전환 과정에서 자사주 신주 배정을 통해 자회사 지분 요건(상장자회사 30%)을 맞춘 경우가 상당수 존재한다.

그림72 자사주에 대한 신주 배정 시 문제점



자료: 금융연구원, DS투자증권 리서치센터

검토 2안. 강제 소각, 한도 설정 그리고 자사주 매각에 대한 법적 제한

자사주 소각 의무화와 더불어 매각에 있어서도 규제 검토 중

그 외에 강제 소각 혹은 자사주 매입에 대한 한도 설정 등이 제안됐다. 강제 소각은 자사주가 총 발행 주식의 10%를 넘어가는 부분에 대해서 강제 소각하는 방안이다. 두 번째는 자사주 보유 한도를 발행 주식의 10%로 제한하는 것이다.

마지막으로 자사주 처분을 신주 발행과 함께 취급하는 방식이다. 이 경우 경영권 방어를 위한 자사주 매각이 금지된다. 그 이유는 현행법상 경영권 방어를 위한 유상증자(신주 발행)를 금지하고 있기 때문이다. 현재는 자사주 처분과 신주발행 효과가 같음에도 불구하고 경영권 방어를 위한 자사주 처분에 대한 제약은 없다.

그림73 국내 자사주 보유 기업의 90%가 자사주를 10% 이내로 보유 중

자사주 비율	유가	비율(%)	코스닥	비율(%)	합계	비율(%)
0% ~ 5%	622	74.2%	1,382	85.3%	2,004	81.5%
5% ~ 10%	96	11.5%	161	9.9%	257	10.5%
10% ~ 15%	52	6.2%	45	2.8%	97	3.9%
15% ~ 20%	28	3.3%	17	1.0%	45	1.8%
20% ~	40	4.8%	16	1.0%	56	2.3%
합계	838	100.0%	1,621	100.0%	2,459	100.0%

자료: 금융연구원, DS투자증권 리서치센터

지난 2년간 순수한 의도의 자사주 소각을 진행한 기업도 일부 존재

지난 2년간 순수한 의도로 자사주를 소각한 기업들의 내역과 그 목적을 추적해 보면 1) 대주주의 주식 담보 대출 비율 관련 주가 부양 의도, 2) 대주주의 효과적인 지분을 확대 등의 목적이 있었던 것으로 보인다. 하지만 이 중에서 일부는 정말 순수한 의도의 자사주 매입/소각을 진행한 기업도 있어 흥미롭다. 대표적으로 하이록코리아와 한미반도체 등이 있다.

그림74 자사주 소각 비율 Top 11

기업명	소각비율
KISCO 홀딩스	12.4
SK 텔레콤	10.8
삼영엠텍	10.2
디아이	10.1
경농	10
한국철강	7.8
풍산홀딩스	6.3
하이록코리아	5.6
블루콤	5.5
에스맥	5.4
한미반도체	2.8

자료: DataGuide, DS투자증권 리서치센터

주: 다수의 소각 진행 시 평균값 처리

풍산홀딩스 2건: 각각 8.6%, 3.9% 소각

한미반도체 2건: 각각 4%, 1.6% 소각

그림75 자사주 보유 비율 Top 10

기업명	자사주 보유 비율(%)
신영증권	36.2
엘엠에스	35
코아시스템웬	34.9
매커스	33.2
SNT 다이내믹스	32.7
롯데지주	32.5
대한방직	31.8
샘표	29.9
티와이홀딩스	29.8
한샘	29.5

자료: DataGuide, DS투자증권 리서치센터

Company Analysis

·**삼성물산** 028260

이익과 자산 가치로 결국 저평가는 해소된다

·**CJ** 001040

올리브영 IPO는 사실상 철회

·**LG** 003550

전향적인 주주환원 정책 기대



삼성물산

028260

이익과 자산 가치로 결국 저평가는 해소된다

김수현 지주회사·미드스윙·비상장
02-709-2650
seankim@ds-sec.co.kr

2023.11.27

매수(유지)

목표주가(유지)	170,000원
현재주가(11/24)	116,100원
상승여력	46.4%

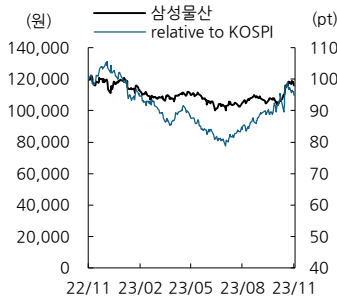
Stock Data

KOSPI	2,496.6pt
시가총액(보통주)	21,547십억원
발행주식수	185,592천주
액면가	100원
자본금	19십억원
60일 평균거래량	200천주
60일 평균거래대금	21,755백만원
외국인 지분율	19.2%
52주 최고가	123,000원
52주 최저가	99,300원
주요주주	
이재용(외 14인)	33.9%
자사주(외 1인)	12.6%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	11.0	6.2
3M	11.0	12.6
6M	4.3	7.1

주가차트



우수한 실적 인정받을 것

국내 주택과 EPC 등으로 인해 수주 계획과 양호한 수익성은 유지될 전망이다. 특히 여전히 하이테크 (P5는 현재 토목공사) 관련 수주는 지속될 수 있다는 점에서 중장기적으로 건설 부문에서의 안정적 실적이 기대된다. 향후 평택 P6 마무리 이후에도 용인 클러스터 진행으로 지속적으로 하이테크의 고수익 수주는 유지될 것이다. 하이테크 마진율은 약 10% 초중반으로 추정되며 이는 전사 수익성을 크게 상회한다. 또한 네움시티 옥사곤항 모듈러 사업이 24년 본격화되며 네움 더 라인 등 추가 수주 가능성도 높아 매출 및 수익성 개선이 기대된다.

4Q 연결 매출은 11.1조원(+4.4% YoY), 영업이익 6,690억원(+5.6% YoY, OPM 6.0%)이 전망된다.

24F 삼성전자의 지분 가치 증가에 따른 역대 최저 NAV 할인을 예상

보유 중인 삼성전자 등의 보유 지분 가치가 45조원에 달하며 영업가치 8조원 대비 현재 시가총액 21조원으로 극심한 저평가 구간이다. 특히 24년 메모리 반도체 업황 회복에 따른 삼성전자의 지분 가치의 재평가가 기대된다. 그 동안 누적된 실적에 대한 신뢰를 기반으로 보유 지분 가치 재평가에 따른 주가 리레이팅도 가능한 구간이다. 최근 주가 상승인 이에 기반한다.

향후 상속세 2차례 추가 납부 과정에서 추가 자사주 매입도 기대

총수 일가가 보유한 자회사 중 동사의 지분율이 가장 높다. 이는 남아 있는 두 차례의 상속세 납부 (약 4조원) 과정에서 동사의 총수 지분율 일부가 매각될 수 있다는 뜻이다. 그 경우 자사주 매입 후 소각을 통해 총수 지분율을 회복시킬 수 있다. 이미 연초 자사주 전량 소각을 발표한 이후 상속세 납부를 위해 이부진 사장이 삼성물산 지분 일부를 매각했다. 일시적으로 총수 일가 지분율이 31.1%로 하락했으나 약속대로 자사주 전량이 소각될 경우 총수 지분율은 36.4%로 역대 최대치로 증가한다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	30,216	34,455	43,162	42,912	45,933
영업이익	857	1,196	2,529	2,912	3,087
영업이익률(%)	2.8	3.5	5.9	6.8	6.7
세전이익	1,465	2,480	3,335	3,754	3,638
지배주주지분순이익	1,035	1,635	2,044	2,324	2,173
EPS(원)	5,522	8,715	12,467	14,177	13,245
증감률(%)	0.0	57.8	43.0	13.7	-6.6
ROE(%)	3.8	5.4	7.2	7.7	6.3
PER(배)	25.0	13.7	9.1	8.2	8.8
PBR(배)	0.9	0.7	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA(배)	19.0	13.3	6.7	5.0	4.4

자료: 삼성물산, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표8 삼성물산 3Q23 실적 VS. 컨센서스

(십억원, %)	3Q23 실적	YoY	QoQ	3Q23 DS 추정치	차이 (%)	3Q23 컨센서스	차이 (%)
매출액	10,971	-2.5	3.6	10,619	3.3	10,790	1.7
영업이익	830	4.1	7.5	769	7.9	735	12.9

자료: 삼성물산, DS투자증권 리서치센터 추정

표9 삼성물산 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2022	2023F	YoY 증감률 (% , %p)
매출액	10,440	10,819	11,256	10,648	10,239	10,586	10,971	11,116	43,163	42,912	-0.6
건설	3,019	3,359	4,189	4,031	4,600	4,751	5,282	4,393	14,598	19,026	30.3
상사	5,781	5,415	4,796	4,226	3,604	3,516	3,254	4,163	20,218	14,537	-28.1
패션	474	514	471	542	526	524	456	542	2,001	2,048	2.3
리조트	87	220	227	223	124	225	219	234	757	802	6.0
급식/식자재	568	655	703	660	664	704	726	690	2,586	2,784	7.6
바이오	511	655	870	966	721	866	1,034	1,094	3,002	3,715	23.8
영업이익	542	556	797	634	641	772	830	669	2,529	2,912	15.2
건설	155	155	324	241	292	292	303	245	875	1,132	29.4
상사	190	129	59	18	99	114	89	26	396	328	-17.1
패션	42	62	29	48	57	57	33	50	181	197	8.8
리조트	-24	22	48	11	-22	12	53	11	57	54	-4.4
급식/식자재	14	34	24	1	29	37	40	8	73	114	56.4
바이오	165	154	313	315	186	247	312	328	947	1,073	13.3
지배순이익	561	515	495	473	677	583	570	494	2,044	2,324	13.7
영업이익률	5.2	5.1	7.1	6.0	6.3	7.3	7.6	6.0	5.9	6.8	0.9
건설	5.1	4.6	7.7	6.0	6.3	6.1	5.7	5.6	6.0	5.9	0.0
상사	3.3	2.4	1.2	0.4	2.7	3.2	2.7	0.6	2.0	2.3	0.3
패션	8.9	12.1	6.2	8.9	10.8	10.9	7.2	9.2	9.0	9.6	0.6
리조트	-27.6	10.0	21.1	4.9	-17.7	5.3	24.2	4.9	7.5	6.8	-0.7
급식/식자재	2.5	5.2	3.4	0.2	4.4	5.3	5.5	1.2	2.8	4.1	1.3
바이오	32.3	23.5	36.0	32.6	25.8	28.5	30.2	30.0	31.5	28.9	-2.7
순이익률	5.4	4.8	4.4	4.4	5.4	4.8	4.4	4.4	4.7	5.4	0.7

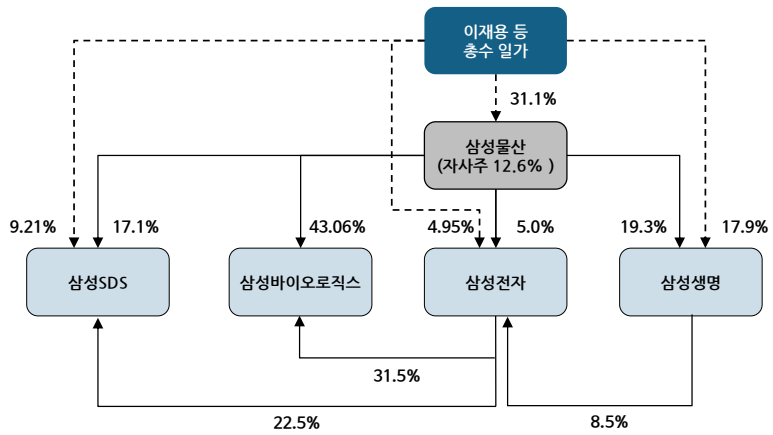
자료: 삼성물산, DS투자증권 리서치센터 추정

표10 삼성물산 목표주가 산정 테이블

(십억원, %)	적정가치	가정	NAV 내 비중
영업가치 (a)	8,437		31.4
건설부문/상사	5,622	적정 PER 적용	
패션	1,516	적정 PER 적용	
리조트	419	적정 PER 적용	
급식/식자재	879	적정 PER 적용	
상장회사 가치 (b)	18,146		67.5
삼성전자	18,229		
삼성생명	2,810		
삼성에스디에스	1,811		
삼성엔지니어링	397		
삼성바이오로직스	22,119		
순차입금 (c)	-291		-1.1
Target NAV (a+b-c)	26,874	중복상장 이슈로 30% 이상 할인	100
유통주식수 (백만주)	162		
주당 NAV (원)	170,000		
현재주가 (원)	116,100		
상승여력 (%)	46		

자료: 삼성물산, DS투자증권 리서치센터 추정

그림76 총수 일가 중심의 그룹



자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

[삼성물산 028260]

재무상태표	(십억원)					손익계산서	(십억원)				
	2020	2021	2022	2023F	2024F		2020	2021	2022	2023F	2024F
유동자산	12,924	15,144	20,313	25,361	27,363	매출액	30,216	34,455	43,162	42,912	45,933
현금 및 현금성자산	2,402	2,255	4,200	8,469	9,562	매출원가	26,851	30,434	37,123	36,361	38,952
매출채권 및 기타채권	4,604	6,924	7,846	8,113	8,586	매출총이익	3,365	4,021	6,039	6,550	6,982
재고자산	2,019	2,810	4,109	4,459	4,719	판매비 및 관리비	2,508	2,825	3,511	3,639	3,895
기타	3,898	3,155	4,157	4,320	4,495	영업이익	857	1,196	2,529	2,912	3,087
비유동자산	41,408	40,101	38,661	41,771	42,164	(EBITDA)	1,401	1,718	3,156	3,617	3,783
관계기업투자등	33,895	31,814	22,578	25,208	25,208	금융손익	495	1,071	452	62	-280
유형자산	4,851	5,232	6,401	6,548	6,568	이자비용	94	93	188	278	280
무형자산	780	739	6,667	6,827	7,071	관계기업등 투자손익	162	111	143	20	0
자산총계	54,332	55,245	58,974	67,133	69,527	기타영업외손익	-49	103	211	761	832
유동부채	10,890	11,675	16,413	16,685	17,328	세전계속사업이익	1,465	2,480	3,335	3,754	3,638
매입채무 및 기타채무	4,836	5,246	6,599	7,643	8,089	계속사업법인세비용	305	651	790	911	955
단기금융부채	2,277	1,678	3,865	4,200	4,200	계속사업이익	1,161	1,829	2,545	2,844	2,683
기타유동부채	3,776	4,751	5,950	4,842	5,038	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	10,497	10,218	10,604	11,445	11,766	당기순이익	1,161	1,829	2,545	2,844	2,683
장기금융부채	1,380	1,622	2,620	2,654	2,654	지배주주	1,035	1,635	2,044	2,324	2,173
기타비유동부채	9,117	8,596	7,984	8,791	9,113	총포괄이익	6,521	816	2,545	2,844	2,683
부채총계	21,386	21,893	27,017	28,130	29,094	매출총이익률 (%)	11.1	11.7	14.0	15.3	15.2
지배주주지분	30,198	30,406	26,681	33,645	35,076	영업이익률 (%)	2.8	3.5	5.9	6.8	6.7
자본금	19	19	19	19	19	EBITDA마진률 (%)	4.6	5.0	7.3	8.4	8.2
자본잉여금	10,482	10,482	10,620	10,696	10,696	당기순이익률 (%)	3.8	5.3	5.9	6.6	5.8
이익잉여금	8,327	9,548	10,847	12,794	14,225	ROA (%)	2.1	3.0	3.6	3.7	3.2
비지배주주지분(연결)	2,748	2,947	5,283	5,358	5,358	ROE (%)	3.8	5.4	7.2	7.7	6.3
자본총계	32,945	33,352	31,964	39,002	40,433	ROIC (%)	n/a	n/a	35.2	23.0	22.3

현금흐름표	(십억원)					주요투자지표	(원, 배)				
	2020	2021	2022	2023F	2024F		2020	2021	2022	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	1,268	1,196	2,618	5,887	3,009	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	1,161	1,829	2,545	2,843	2,683	P/E	25.0	13.7	9.1	8.2	8.8
비현금수익비용가감	316	-44	849	4,172	508	P/B	0.9	0.7	0.8	0.7	0.6
유형자산감가상각비	544	522	627	705	696	P/S	0.9	0.7	0.5	0.5	0.5
무형자산상각비	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	19.0	13.3	6.7	5.0	4.4
기타현금수익비용	-228	-565	-477	3,164	-188	P/CF	17.6	12.6	6.3	3.1	6.9
영업활동 자산부채변동	-562	-1,317	-440	-1,129	-181	배당수익률 (%)	1.7	3.5	3.7	3.9	4.7
매출채권 감소(증가)	-871	-625	-1,051	15	-473	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-168	-814	-70	-349	-260	매출액	-1.8	14.0	25.3	-0.6	7.0
매입채무 증가(감소)	443	501	-128	792	446	영업이익	-1.1	39.5	111.4	15.2	6.0
기타자산 부채변동	34	-379	809	-1,586	106	세전이익	-4.0	69.3	34.4	12.6	-3.1
투자활동 현금	-848	-804	-3,196	-1,307	-1,174	당기순이익	10.8	57.6	39.1	11.7	-5.7
유형자산처분(취득)	-245	-497	-1,067	-979	-716	EPS	0.0	57.8	43.0	13.7	-6.6
무형자산 감소(증가)	-35	-44	-139	-243	-244	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-504	-464	-966	89	-85	부채비율	64.9	65.6	84.5	72.1	72.0
기타투자활동	-63	201	-1,023	-174	-129	유동비율	118.7	129.7	123.8	152.0	157.9
재무활동 현금	-616	-685	2,561	-311	-742	순차입금/자기자본(x)	1.9	1.0	-0.9	-9.5	-12.1
차입금의 증가(감소)	-331	-285	1,504	299	0	영업이익/금융비용(x)	9.1	12.9	13.4	10.5	11.0
자본의 증가(감소)	-333	-385	-891	-611	-742	총차입금 (십억원)	3,657	3,300	6,485	6,854	6,854
배당금의 지급	333	385	693	693	742	순차입금 (십억원)	620	346	-291	-3,705	-4,883
기타재무활동	48	-15	1,948	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-302	-148	1,946	4,269	1,093	EPS	5,522	8,715	12,467	14,177	13,245
기초현금	2,704	2,402	2,255	4,200	8,469	BPS	160,189	161,290	141,531	178,473	186,064
기말현금	2,402	2,255	4,200	8,469	9,562	SPS	160,285	182,772	228,957	227,631	243,660
NOPLAT	679	882	1,930	2,206	2,276	CFPS	7,834	9,470	18,005	37,215	16,926
FCF	66	-336	-241	4,580	1,835	DPS	2,300	4,200	2,300	4,500	5,500

자료: 삼성물산, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

CJ

001040

올리브영 IPO는 사실상 철회

김수현 지주회사·미드스몰캡·비상장
02-709-2650
seankim@ds-sec.co.kr

2023.11.27

매수(유지)

목표주가(유지)	135,000원
현재주가(11/24)	89,500원
상승여력	50.8%

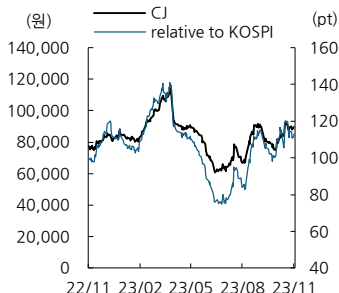
Stock Data

KOSPI	2,496.6pt
시가총액(보통주)	2,611십억원
발행주식수	29,177천주
액면가	5,000원
자본금	179십억원
60일 평균거래량	229천주
60일 평균거래대금	18,541백만원
외국인 지분율	11.3%
52주 최고가	115,100원
52주 최저가	60,300원
주요주주	
이재현(외 8인)	47.3%
국민연금공단(외 1인)	11.0%

추가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	16.1	11.3
3M	33.0	34.6
6M	-1.3	1.4

주가차트



그룹 전반적인 체질 개선 시작의 모습

그룹의 핵심 자회사 모두 ‘개선, 바닥 확인’의 시그널이 동시에 나타나고 있다. 그룹의 연결 매출액은 10.6조원 (+3.2% QoQ), 영업이익 6,375억원 (+27.8% QoQ, OPM 6%)으로 전분기 대비 큰 폭의 실적 개선을 기록했다. 올리브영이 실적 호조를 보인 가운데 주력 자회사인 제일제당도 3분기 업황 저점이 확인됐다. 이번 3분기 가공 식품 성장률이 상승 추세로 돌아서면서 24년 수익 개선 가능성은 좀 더 명확해졌다. ENM은 조직 효율화 효과와 영화 드라마 부문의 손실 규모가 대폭 축소되면서 흑자전환의 서프라이즈를 기록했다. 내년도 미디어 플랫폼과 영화 드라마의 수익 개선 가능성을 논할 수 있는 분위기다. 지난 2주간 CJ의 주가 상승을 견인한 것은 CGV 실적 서프라이즈다. 아직 남아있는 극장 업황 부진에 대한 부담에도 불구하고 슬림화를 통해 수익 개선을 이뤘다.

올리브영 실적 호조 지속 / 푸드빌에서도 Good News

올리브영의 3분기 매출 1조원 (+35.5% YoY, +3.4% QoQ), 영업이익 1,300억원 (추정 OPM 13%), 순이익 945억원 (+70% YoY)의 실적 호조가 지속됐다. 중소 화장품 채널로서의 헤게모니를 가지고 있어 24년에도 40% 가까운 고성장이 지속될 전망이다. 푸드빌의 경우 올해 미국 신규 출점 10개를 포함 총 100개의 가맹점을 미주에 보유 중인데 조지아에 공장을 착공한다. 최근 5,000억원 밸류에 700억원을 투자 받았다. 우리는 CJ 가치 산정에서 푸드빌 가치를 장부가 1,020억원만 평가한 상태다

CJ, 7년간의 주가 부진에서 벗어날 수 있는 기회

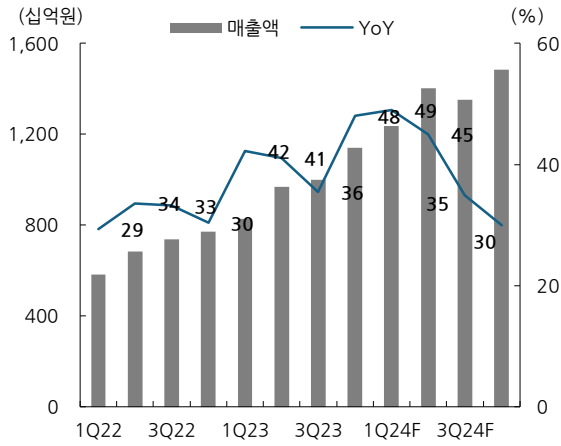
투자 포인트는 핵심 자회사들의 24년 턴어라운드와 올리브영 합병에 있다. 사실상 회사는 올리브영 IPO 계획은 철회한 것으로 파악된다. 중복 상장 리스크를 방지하기 위해 주 CJ와의 합병 혹은 100% 자회사라는 경우의 수가 검토될 수 있다. 올리브영을 100% 품은 CJ의 사업 지주회사 가능성을 감안할 필요가 있다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	31,999	34,484	40,925	42,193	47,656
영업이익	1,390	1,882	2,154	2,189	3,036
영업이익률(%)	4.3	5.5	5.3	5.2	6.4
세전이익	514	1,301	1,056	987	1,659
지배주주지분순이익	87	275	202	285	678
EPS(원)	2,522	8,910	6,367	9,914	24,460
증감률(%)	-71.1	253.3	-28.5	55.7	146.7
ROE(%)	1.9	5.7	3.9	5.4	11.8
PER(배)	36.5	9.4	13.2	9.0	3.7
PBR(배)	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA(배)	4.2	3.7	3.4	3.8	3.1

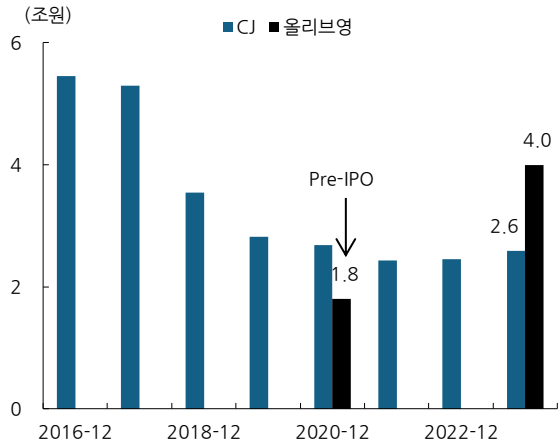
자료: CJ, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

그림77 올리브영 매출액 추이 및 전망



자료: CJ, DS투자증권 리서치센터 추정

그림78 주 CJ와 올리브영의 기업가치 추이



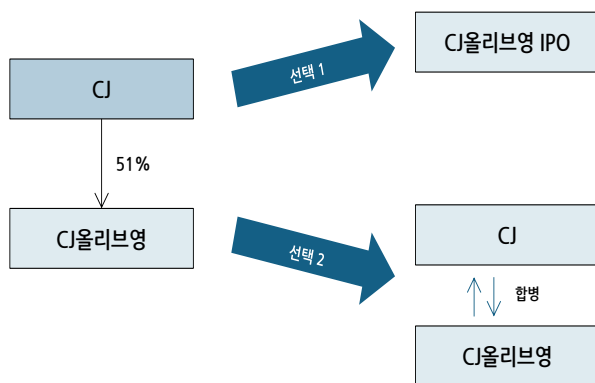
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

표11 올리브영 분기별 점포수 및 점포당 매출 평균

(억원, 개)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23
올리브영 매출액	4,503	5,133	5,541	5,914	5,827	6,856	7,382	7,710	8,291	9,675	10,005
온라인 비중	23.4%	23.4%	24.8%	25.3%	25.0%	24.3%	24.5%	24.3%	27.9%	25.2%	25.9%
온라인 매출액	1,054	1,201	1,374	1,496	1,457	1,666	1,809	1,874	2,313	2,438	2,591
오프라인 매출액	3,449	3,932	4,167	4,418	4,370	5,190	5,573	5,836	5,978	7,237	7,414
국내 점포수	1,252	1,256	1,260	1,265	1,272	1,275	1,289	1,298	1,298	1,320	1,339
직영점	1016	1,021	1,025	1,032	1,038	1,041	1,056	1,065	1,065	1,090	1,111
가맹점	236	235	235	233	234	234	233	233	233	230	228
점포당 평균 매출	2.8	3.1	3.3	3.5	3.4	4.1	4.3	4.5	4.6	5.5	5.5

자료: CJ, DS투자증권 리서치센터 추정

그림79 올리브영 IPO 외 합병 옵션



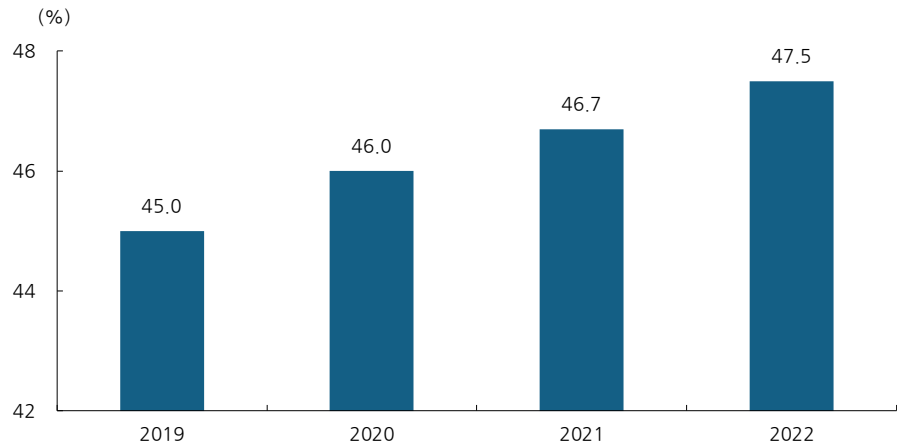
자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림80 CJ와 올리브영의 합병 시 민감도 분석

(조원, %)	CJ 올리브영 가치		
	4조원	4.5조원	5조원
CJ 시가총액 (a)	2.4	2.4	2.4
CJ 올리브영 가치 (b)	4	4.5	5
이선호 지분율 (c)	11	11	11
지분 가치 (d) = (b)*(c)	0.44	0.495	0.55
이선호의 CJ 확보 지분율 = (d/a)*100	18.3	20.6	22.9

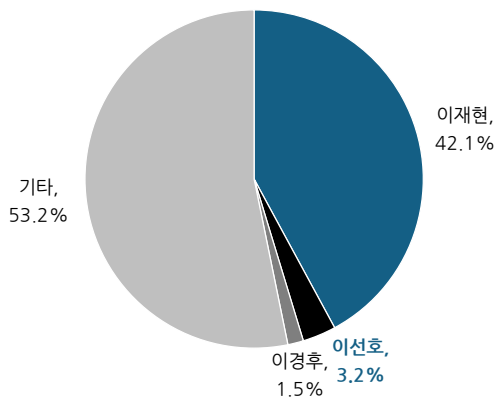
자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림81 올리브영 GPM 추이



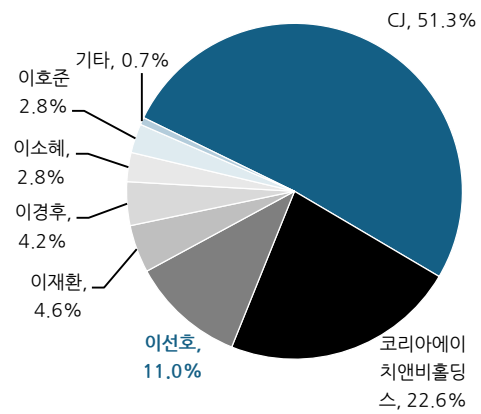
자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

그림82 CJ 주주 구성



자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

그림83 CJ올리브영 주주 구성



자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

표12 CJ 3Q23 실적 VS. 컨센서스

(십억원, %)	3Q23 실적	YoY	QoQ	3Q23 DS 추정치	차이 (%)	3Q23 컨센서스	차이 (%)
매출액	10,619	(2.5)	3.2	11,575	(8.3)	11,367	(6.6)
영업이익	638	(0.4)	27.8	735	(13.3)	654.8	(2.6)

자료: CJ, DS투자증권 리서치센터 추정

표13 CJ 및 상장 자회사 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023F	2024F	증감률 (%, %p)
매출액	9,777	10,290	10,619	11,506	10,921	11,880	12,444	12,412	42,193	47,656	12.9
CJ 제일제당	7,071	7,219	7,443	7,886	7,583	7,998	8,555	8,281	29,620	32,417	9.4
CJ ENM	949	1,049	1,111	1,527	1,198	1,360	1,470	1,679	4,635	5,708	23.1
CJ CGV	394	402	408	327	327	327	327	327	1,529	1,307	(14.6)
CJ 프레시웨이	697	779	809	765	714	858	881	826	3,051	3,280	7.5
영업이익	329	499	638	724	521	635	836	1,044	2,189	3,036	38.7
CJ 제일제당	253	345	396	366	356	427	554	439	1,360	1,776	30.6
CJ ENM	(50)	(30)	7	72	37	36	128	173	(1)	373	흑전
CJ CGV	(14)	16	31	(15)	(15)	(15)	(15)	(15)	17	(60)	적전
CJ 프레시웨이	13	32	30	25	14	42	45	29	100	130	30.1
지배순이익	11	12	137	124	198	110	151	219	285	678	138.3
영업이익률	3.4	4.8	6.0	6.3	4.8	5.3	6.7	8.4	5.2	6.4	1.2
CJ 제일제당	3.6	4.8	5.3	4.6	4.7	5.3	6.5	5.3	4.6	5.5	0.9
CJ ENM	(5.3)	(2.9)	0.7	4.7	3.0	2.6	8.7	10.3	(0.0)	6.5	6.6
CJ CGV	(3.6)	3.9	7.5	(4.6)	(4.6)	(4.6)	(4.6)	(4.6)	1.1	(4.6)	(5.7)
CJ 프레시웨이	1.8	4.1	3.7	3.3	2.0	5.0	5.1	3.5	3.3	4.0	0.7
순이익률	0.1	0.1	1.3	1.1	1.8	0.9	1.2	1.8	0.7	1.4	0.7

자료: CJ, DS투자증권 리서치센터 추정

표14 비상장 자회사 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023F	2024F	증감률 (%, %p)
매출액											
CJ푸드빌	199	207	204	191	199	208	204	192	802	803	0.1
CJ 올리브네트웍스	145	173	165	214	153	181	173	225	697	732	5.0
CJ 올리브영	829	968	1,001	1,141	1,235	1,403	1,351	1,483	3,938	5,472	39.0
순이익											
CJ푸드빌	5	11	6	(61)	(13)	2	(1)	(1)	(39)	(14)	적지
CJ 올리브네트웍스	5	9	13	7	8	14	6	12	33	39	17.0
CJ 올리브영	77	102	95	82	115	148	128	107	356	498	39.8
순이익률											
CJ푸드빌	2.7	5.1	2.9	(31.6)	(6.6)	0.7	(0.5)	(0.5)	(4.8)	(1.7)	3.1
CJ 올리브네트웍스	3.3	5.2	7.6	3.3	5.2	7.6	3.3	5.2	4.8	5.3	0.5
CJ 올리브영	9.3	10.6	9.4	7.2	9.3	10.6	9.4	7.2	9.0	9.1	0.1

자료: CJ, DS투자증권 리서치센터 추정

표15 CJ 목표주가 산정 테이블

(십억원, %)	지분율	시가총액/장부가액	적정가치	NAV 내 비중	비고
상장회사 가치 (a)			604	16.4	80% 할인
C제일제당	45%	4,622	2,059		
CJ ENM	40%	1,465	587		
CJ CGV	37%	678	248		
C프레시웨이	47%	269	127		
비상장회사 가치 (b)			2,819	76.8	
C푸드빌	96%	102	98		장부가액
C올리브영	51%	356	2,721		23F 순이익*시장가격 적용 (15배 적용)
기타자산 (c)			508	13.8	개별 순이익 * 5배 적용 (브랜드 로열티/ 임대수익 등)
순차입금 (d)			258	(7.0)	
Target NAV (a+b+c-d)			3,672	100.0	
발행주식수			29		보통주 기준
자사주			2		
주당 NAV (원)			135,000		
전일 증가			89,500		
상승여력 (%)			51		

자료: CJ, DS투자증권 리서치센터 추정

[CJ001040]

재무상태표	(십억원)					손익계산서	(십억원)				
	2020	2021	2022	2023F	2024F		2020	2021	2022	2023F	2024F
유동자산	11,118	12,052	15,174	14,694	15,148	매출액	31,999	34,484	40,925	42,193	47,656
현금 및 현금성자산	2,603	3,194	4,021	4,476	4,952	매출원가	23,392	24,788	29,696	30,365	33,831
매출채권 및 기타채권	3,679	4,007	4,822	3,152	2,720	매출총이익	8,608	9,696	11,229	11,828	13,825
재고자산	2,238	2,736	3,707	4,199	4,529	판매비 및 관리비	7,217	7,814	9,075	9,639	10,789
기타	2,597	2,116	2,623	2,867	2,946	영업이익	1,390	1,882	2,154	2,189	3,036
비유동자산	28,907	29,904	33,067	33,952	34,501	(EBITDA)	3,864	4,329	5,362	5,443	6,596
관계기업투자등	2,793	3,352	3,191	2,873	2,746	금융손익	-530	-463	-580	-1,369	-2,679
유형자산	13,003	13,453	14,277	14,565	14,793	이자비용	582	521	676	1,369	2,679
무형자산	6,562	6,742	8,334	8,934	9,074	관계기업등 투자손익	95	344	-148	-7	0
자산총계	40,025	41,956	48,240	48,647	49,649	기타영업외손익	-442	-461	-370	174	1,302
유동부채	11,423	12,546	16,950	16,371	16,727	세전계속사업이익	514	1,301	1,056	987	1,659
매입채무 및 기타채무	4,578	5,197	6,198	3,402	3,670	계속사업법인세비용	310	494	369	469	415
단기금융부채	5,792	6,260	9,233	10,797	10,797	계속사업이익	204	807	687	519	1,244
기타유동부채	1,053	1,089	1,519	2,172	2,260	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	13,206	12,946	13,556	14,306	14,358	당기순이익	204	807	687	519	1,244
장기금융부채	11,286	10,809	11,062	12,320	12,300	지배주주	87	275	202	285	678
기타비유동부채	1,920	2,138	2,494	1,987	2,058	총포괄이익	150	984	745	519	1,244
부채총계	24,629	25,492	30,507	30,678	31,085	매출총이익률 (%)	26.9	28.1	27.4	28.0	29.0
지배주주지분	4,643	5,066	5,183	5,430	6,024	영업이익률 (%)	4.3	5.5	5.3	5.2	6.4
자본금	179	179	179	179	179	EBITDA마진률 (%)	12.1	12.6	13.1	12.9	13.8
자본잉여금	993	993	993	1,019	1,019	당기순이익률 (%)	0.6	2.3	1.7	1.2	2.6
이익잉여금	3,605	3,810	3,963	4,183	4,778	ROA (%)	0.2	0.7	0.4	0.6	1.4
비지배주주지분(연결)	10,753	11,398	12,551	12,540	12,540	ROE (%)	1.9	5.7	3.9	5.4	11.8
자본총계	15,396	16,464	17,734	17,969	18,564	ROIC (%)	2.1	4.5	5.0	3.7	6.9

현금흐름표	(십억원)					주요투자지표	(원, 배)				
	2020	2021	2022	2023F	2024F		2020	2021	2022	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	3,033	3,353	4,045	5,480	4,689	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	204	807	687	519	1,244	P/E	36.5	9.4	13.2	9.0	3.7
비현금수익비용가감	3,346	3,168	4,315	3,623	3,066	P/B	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5
유형자산감가상각비	1,843	1,801	1,830	1,973	2,004	P/S	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
무형자산상각비	631	647	1,378	1,281	1,556	EV/EBITDA	4.2	3.7	3.4	3.8	3.1
기타현금수익비용	872	720	1,107	2	-494	P/CF	0.9	0.7	0.6	0.8	0.7
영업활동 자산부채변동	-374	-572	-786	1,364	379	배당수익률 (%)	2.2	2.8	3.0	2.8	2.8
매출채권 감소(증가)	143	-476	-622	1,810	432	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	241	-406	-897	-524	-330	매출액	-5.3	7.8	18.7	3.1	12.9
매입채무 증가(감소)	-359	472	589	61	268	영업이익	-7.9	35.3	14.5	1.6	38.7
기타자산 부채변동	-400	-161	143	17	10	세전이익	-14.0	153.2	-18.8	-6.5	68.0
투자활동 현금	-1,444	-1,623	-4,611	-3,433	-4,108	당기순이익	-37.0	295.6	-14.9	-24.5	139.9
유형자산처분(취득)	-966	-1,314	-1,725	-1,723	-2,232	EPS	-71.1	253.3	-28.5	55.7	146.7
무형자산 감소(증가)	-646	-841	-1,514	-1,864	-1,696	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	8	-64	-83	290	127	부채비율	160.0	154.8	172.0	170.7	167.5
기타투자활동	160	595	-1,289	-135	-308	유동비율	97.3	96.1	89.5	89.8	90.6
재무활동 현금	-537	-1,230	1,379	-1,570	-104	순차입금/자기자본(x)	84.9	79.5	85.7	98.6	92.7
차입금의 증가(감소)	-202	-251	1,811	-896	-20	영업이익/금융비용(x)	2.4	3.6	3.2	1.6	1.1
자본의 증가(감소)	-199	-257	-345	-84	-84	총차입금 (십억원)	17,078	17,069	20,296	23,116	23,096
배당금의 지급	199	257	345	84	84	순차입금 (십억원)	13,077	13,086	15,200	17,710	17,214
기타재무활동	-136	-722	-87	-590	0	주당지표(원)					
현금의 증가	1,000	591	827	455	476	EPS	2,522	8,910	6,367	9,914	24,460
기초현금	1,603	2,603	3,194	4,021	4,476	BPS	130,202	142,050	145,321	152,246	168,909
기말현금	2,603	3,194	4,021	4,476	4,952	SPS	897,245	966,921	1,147,521	1,183,074	1,336,257
NOPLAT	552	1,167	1,401	1,150	2,277	CFPS	99,542	111,446	140,254	116,127	120,848
FCF	1,732	1,779	-395	2,072	580	DPS	2,000	2,300	2,500	2,510	2,520

자료: CJ, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

LG

003550

전향적인 주주환원 정책 기대

김수현 지주회사·미드스몰캡·비상장
02-709-2650
seankim@ds-sec.co.kr

2023.11.27

매수(유지)

목표주가(하향)	95,000원
현재주가(11/24)	82,200원
상승여력	15.6%

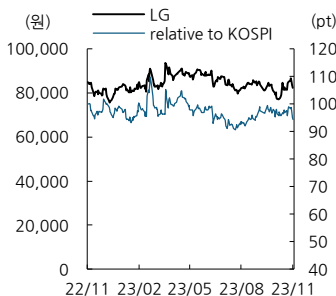
Stock Data

KOSPI	2,496.6pt
시가총액(보통주)	12,930십억원
발행주식수	157,301천주
액면가	5,000원
자본금	802십억원
60일 평균거래량	141천주
60일 평균거래대금	11,658백만원
외국인 지분율	36.3%
52주 최고가	98,000원
52주 최저가	74,200원
주요주주	
구광모(외 30인)	41.7%
국민연금공단(외 1인)	8.0%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	3.8	-1.0
3M	0.2	1.9
6M	-7.7	-5.0

주가차트



가족 간 소송 분쟁 과정에서 실체스터 3대 주주 등극

가족간의 소송 분쟁에서 2차 변론일 이후 전반적으로 무리한 소송이라는 컨센서스가 형성되고 있다. 일각에서는 각각 4.48%, 2.04%이 지분을 보유한 구본식 & 구본준 회장의 의중이 변수라는 의견도 있으나 LG가의 장자 승계 전통을 중요시 여기는 가족간의 유교적 문화 등을 고려하면 그 가능성은 낮다고 판단된다.

이러한 가운데 영국계 실체스터 인터내셔널의 지분 확대는 눈에 띈다. 실체스터는 한때 정부 지분이 압도적으로 높았던 한국전력 대상으로도 1) 전기 요금 인상 촉구, 2) 배당 요구 등 적극적인 주주 의견을 개진한 바 있다.

적극적인 주주 환원 정책 기대

실체스터는 과거 일본에서 적극적인 주주 행동을 전개한 펀드다. 22년 동시 다발적으로 이와테와 시가 은행 등에게 1) 상당한 규모의 배당 요구, 2) CEO 해임 등의 적극적인 주주 행동을 전개했다. 실체스터는 첫 지분 매입 후 6년 이상 회사를 지켜본 이후 적극적인 주주 행동을 전개한다는 특징을 가진다. 이와테, 시가은행 모두 지분 매입 후 6~7년이 경과한 시점에 주주행동을 전개했다. 가족간 경영권 분쟁 상황이기 때문에 필요에 따라서는 LG 경영진과 지배주주를 압박할 수 있는 유리한 환경은 분명해 보인다. 향후 (주)LG가 보유한 1.5조원의 현금 활용과 관련 적극적인 주주환원 등의 요구 가능성이 있다.

그룹의 시가총액 전체가 크게 저평가 받는 중

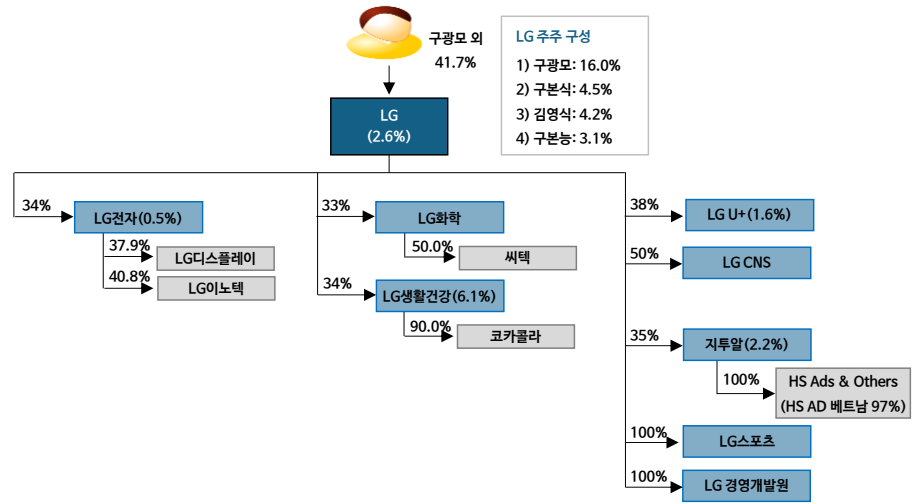
LG에너지솔루션 지분을 과도하게 보유하면서 이로 인해 높은 할인율을 받고 있는 LG화학으로 인해 그룹 전체의 enterprise 가치가 저평가되어 있다는 점이 문제점으로 꼽힌다. (주)LG가 제대로 그룹 가치를 인정받기 위해서는 LG화학이 LG엔솔 지분 일부를 매각하여 자본 효율화하는 것이 필요하다. 이 재원은 1) 모회사인 LG화학의 주주환원과, 2) 그룹의 성장 동력의 재원으로 활용할 필요가 있다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	5,199	6,859	7,186	7,512	8,107
영업이익	1,586	2,460	1,941	1,702	1,503
영업이익률(%)	30.5	35.9	27.0	22.7	18.5
세전이익	1,643	2,391	2,046	1,752	1,637
지배주주지분순이익	1,466	2,565	1,980	1,408	1,140
EPS(원)	8,445	16,255	12,526	8,893	7,189
증감률(%)	35.9	92.5	-22.9	-29.0	-19.2
ROE(%)	7.5	12.4	8.5	5.4	4.3
PER(배)	10.4	5.0	6.2	9.2	11.4
PBR(배)	0.8	0.6	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	7.8	4.1	4.9	6.2	5.1

자료: LG, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

그림1 LG 지배구조도



자료: LG, DS투자증권 리서치센터

표16 LG 별도 및 지분법 손익 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2022	2023F	증감률 (%, %p)
별도											
매출액	644	121	169	133	620	121	529	140	1,068	1,410	32
영업이익	594	54	111	63	564	56	363	69	821	1,053	28
순이익	568	42	97	30	547	44	319	33	737	943	28
OPM	92.2	44.4	65.4	47.2	91.1	46.6	68.6	49.6	76.9	74.7	(2.2)
NPM	88.2	34.4	57.4	22.6	88.3	36.2	60.2	23.8	69.1	66.9	(2.2)
지분법 손익	688	355	341	(351)	368	284	355	220	1,033	1,227	19
LG 전자	387	48	17	(91)	135	26	127	155	362	444	23
LG 화학	210	199	187	(26)	135	146	125	225	569	631	11
LG 유플러스	51	54	81	62	49	80	60	64	248	253	2
LG 생활건강	35	38	38	(36)	30	28	26	37	75	121	61
지투알	(1)	1	0	5	(2)	1	2	5	5	7	32
연결 자회사											
매출액	999	1,287	1,302	1,900	1,188	1,525	1,431	1,922	5,488	6,065	11
영업이익	72	93	101	123	72	121	109	126	389	428	10
순이익	631	109	95	133	69	107	102	97	968	375	(61)

자료: LG, DS투자증권 리서치센터 추정

표17 LG 주요 연결 비상장 자회사 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2022	2023F	증감률 (%, %p)
LG CNS											
매출액	885	1,150	1,168	1,767	1,049	1,373	1,277	1,785	4,970	5,484	10.3
영업이익	65	87	95	138	63	114	89	139	385	405	5.2
순이익	39	64	70	91	42	75	63	92	265	273	3.0
OPM	7.3	7.6	8.2	7.8	6.0	8.3	7.0	7.8	7.8	7.4	-0.4
NPM	4.4	5.6	6.0	5.1	4.0	5.5	5.0	5.1	5.3	5.0	-0.4
LG 경영개발원											
매출액	41	57	50	57	54	58	57	59	205	227	11.0
영업이익	1	6	1	-1	4	5	1	0	7	10	34.4
순이익	-2	7	1	0	3	4	1	0	6	8	45.1
OPM	3.2	10.6	1.0	-0.9	7.9	8.4	1.3	0.0	3.6	4.3	0.8
NPM	-3.9	12.9	1.0	-0.7	6.3	6.9	1.8	0.0	2.8	3.7	0.9

자료: LG, DS투자증권 리서치센터 추정

표18 LG 연결 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2022	2023F	증감률 (%, %p)
연결											
매출액	1,786	1,738	1,745	1,917	1,649	1,899	1,862	2,102	7,186	7,512	4.5
영업이익	828	500	509	103	505	455	510	233	1,941	1,702	-12.3
순이익	1,332	446	413	-211	453	397	424	134	1,980	1,408	-28.9
OPM	46.4	28.8	29.2	5.4	30.6	23.9	27.4	11.1	27.0	22.7	-271.7
NPM	74.6	25.6	23.6	-11.0	27.5	20.9	22.8	6.4	27.5	18.7	-636.4

자료: LG, DS투자증권 리서치센터 추정

표19 LG 목표주가 산정 테이블

(십억원, %)	지분율	시가총액/장부가액	적정가치	NAV 내 비중	비고
상장회사 가치 (a)			12,814	54.7	40% 할인
LG전자	34%	17,167	5,837		
LG화학	33%	36,284	11,974		
LG유플러스	38%	4,519	1,717		
LG생활건강	34%	5,271	1,792		
지투알	35%	105	37		
비상장회사 가치 (b)			3,873	16.5	
디앤오	100%	250.1	250.1		장부가액
LG CNS	50%	7,000.0	3,500		시장 밸류
기타		123.3	123.3		장부가액
기타자산 (c)			5,008.9	21.4	
로열티			3,659		연간 유입 * 적정 PER 적용
임대수익			1,349.7		연간 유입 * 적정 PER 적용
순차입금 (d)			(1,724)	7.4	
Target NAV (a+b+c-d)			23,420	100	
유통주식수 (백만주)			155		보통주 기준
주당 NAV (원)			95,000		
현재주가			82,200		
상승여력(%)			16		

자료: LG, DS투자증권 리서치센터 추정

[LG 003550]

재무상태표	(십억원)					손익계산서	(십억원)				
	2020	2021	2022	2023F	2024F		2020	2021	2022	2023F	2024F
유동자산	5,896	5,548	5,083	4,774	7,287	매출액	5,199	6,859	7,186	7,512	8,107
현금 및 현금성자산	1,493	1,133	1,051	643	3,556	매출원가	3,303	4,065	4,853	5,398	6,181
매출채권 및 기타채권	1,354	1,233	1,522	1,497	1,006	매출총이익	1,896	2,794	2,333	2,114	1,926
재고자산	42	54	58	111	108	판매비 및 관리비	310	333	391	412	423
기타	3,008	3,128	2,452	2,523	2,617	영업이익	1,586	2,460	1,941	1,702	1,503
비유동자산	18,386	20,122	24,550	25,511	23,640	(EBITDA)	1,760	2,636	2,120	1,891	1,697
관계기업투자등	15,098	16,922	20,969	22,074	20,065	금융손익	-2	8	46	71	-24
유형자산	1,590	1,509	1,524	1,539	1,563	이자비용	30	23	20	37	24
무형자산	132	160	151	152	196	관계기업등 투자손익	70	-191	7	0	0
자산총계	24,282	25,670	29,634	30,285	30,927	기타영업외손익	-11	114	51	-21	158
유동부채	2,133	2,819	2,524	1,919	1,896	세전계속사업이익	1,643	2,391	2,046	1,752	1,637
매입채무 및 기타채무	1,425	1,347	1,368	1,197	1,161	계속사업법인세비용	304	209	527	217	422
단기금융부채	324	291	676	413	413	계속사업이익	1,339	2,182	1,519	1,535	1,215
기타유동부채	384	1,180	480	309	322	중단사업이익	202	502	597	0	0
비유동부채	1,288	910	875	1,321	1,321	당기순이익	1,541	2,684	2,116	1,535	1,215
장기금융부채	1,002	573	185	585	585	지배주주	1,466	2,565	1,980	1,408	1,140
기타비유동부채	285	338	690	736	736	총포괄이익	1,287	3,199	4,762	1,535	1,215
부채총계	3,421	3,730	3,399	3,240	3,217	매출총이익률 (%)	36.5	40.7	32.5	28.1	23.8
지배주주지분	20,258	21,247	25,452	26,234	26,899	영업이익률 (%)	30.5	35.9	27.0	22.7	18.5
자본금	879	802	802	802	802	EBITDA마진률 (%)	33.8	38.4	29.5	25.2	20.9
자본잉여금	2,965	2,969	2,968	2,968	2,968	당기순이익률 (%)	29.6	39.1	29.4	20.4	15.0
이익잉여금	16,782	18,891	20,621	21,564	22,230	ROA (%)	6.3	10.3	7.2	4.7	3.7
비지배주주지분(연결)	603	694	782	811	811	ROE (%)	7.5	12.4	8.5	5.4	4.3
자본총계	20,861	21,940	26,234	27,045	27,710	ROIC (%)	35.5	63.5	47.1	44.3	32.9

현금흐름표	(십억원)					주요투자지표	(원, 배)				
	2020	2021	2022	2023F	2024F		2020	2021	2022	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	739	1,020	641	219	1,783	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	1,541	2,684	2,116	1,535	1,215	P/E	10.4	5.0	6.2	9.2	11.4
비현금수익비용가감	-826	-1,801	-1,212	-1,063	118	P/B	0.8	0.6	0.5	0.5	0.5
유형자산감가상각비	152	147	150	156	157	P/S	3.0	1.9	1.7	1.8	1.6
무형자산상각비	22	29	29	32	36	EV/EBITDA	7.8	4.1	4.9	6.2	5.1
기타현금수익비용	-999	-1,976	-1,391	-3,282	-75	P/CF	21.5	14.7	13.9	27.9	9.9
영업활동 자산부채변동	105	-274	-453	-487	449	배당수익률 (%)	2.9	3.5	3.8	3.6	3.6
매출채권 감소(증가)	141	-343	-254	31	492	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	21	-13	-4	-53	3	매출액	-20.4	31.9	4.8	4.5	7.9
매입채무 증가(감소)	-35	295	21	-153	-36	영업이익	59.5	55.1	-21.1	-12.3	-11.7
기타자산 부채변동	-21	-213	-215	-313	-10	세전이익	67.6	45.5	-14.4	-14.3	-6.6
투자활동 현금	-1,278	-272	-175	-60	1,605	당기순이익	39.2	74.2	-21.2	-27.5	-20.8
유형자산처분(취득)	-37	-23	-141	-131	-181	EPS	35.9	92.5	-22.9	-29.0	-19.2
무형자산 감소(증가)	-49	-70	-32	-36	-80	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	1,089	2,747	3,653	2,839	1,937	부채비율	16.4	17.0	13.0	12.0	11.6
기타투자활동	-2,281	-2,927	-3,656	-2,732	-71	유동비율	276.4	196.8	201.4	248.7	384.3
재무활동 현금	694	-1,008	-653	-571	-475	순차입금/자기자본(x)	-7.8	-9.5	-8.0	-5.3	-15.9
차입금의 증가(감소)	102	-360	11	118	0	영업이익/금융비용(x)	53.4	106.5	95.1	45.5	62.8
자본의 증가(감소)	-402	-475	-664	-637	-475	총차입금 (십억원)	1,326	864	861	998	998
배당금의 지급	402	477	496	475	475	순차입금 (십억원)	-1,636	-2,080	-2,086	-1,423	-4,408
기타재무활동	994	-173	0	-52	0	주당지표(원)					
현금의 증가	156	-254	-188	-407	2,913	EPS	8,445	16,255	12,526	8,893	7,189
기초현금	1,337	1,493	1,239	1,051	643	BPS	115,188	132,524	158,757	163,632	167,783
기말현금	1,493	1,239	1,051	643	3,556	SPS	29,562	42,783	44,822	46,855	50,567
NOPLAT	1,292	2,245	1,441	1,491	1,116	CFPS	4,066	5,507	5,636	2,944	8,318
FCF	-457	337	275	-75	3,387	DPS	2,500	2,800	3,000	3,000	3,000

자료: LG, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

삼성물산 (028260) 투자 의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2023-02-13	담당자변경				
2023-02-13	매수	150,000	-28.3	-22.6	
2023-05-15	매수	150,000	-29.1	-25.5	
2023-07-27	매수	150,000	-29.3	-26.7	
2023-10-19	매수	150,000	-29.3	-28.2	
2023-10-26	매수	170,000	-33.8	-30.2	
2023-11-27	매수	170,000			

CJ (001040) 투자 의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2023-02-13	담당자변경				
2023-02-13	매수	110,000	-24.3	4.5	
2023-05-18	매수	110,000	-33.3	-17.6	
2023-09-11	매수	130,000	-35.0	-29.0	
2023-10-11	매수	130,000	-36.5	-29.0	
2023-11-15	매수	135,000	-34.3	-33.3	
2023-11-27	매수	135,000			

LG (003550) 투자 의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2023-02-13	담당자변경				
2023-02-13	매수	98,000	-14.0	-4.6	
2023-04-14	매수	108,000	-21.1	-14.7	
2023-11-27	매수	95,000			

투자 의견 및 적용 기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업	투자 의견	산업
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소

업종별 투자 의견은 해당업종 투자 비중에 대한 의견

투자 의견 비율

기준일 2023.09.30

매수	중립	매도
100.0%	0.0%	0.0%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

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 하시기를 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.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 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.