



2017년 5월 29일 | Equity Research

지주회사/ 투자전략

스튜어드십 코드 도입과 KOSPI, 그리고 지주회사

KOSPI, 멀티플 재평가의 초입 국면으로 진입

중시, 멀티플 재평가를 위해서는 미국 중심의 금리 상승 여부도 중요하지만, 내부적인 변화에 보다 관심을 가질 필요가 있는 시기다. 우선 지난해 발표된 ‘스튜어드십 코드 도입’이 신청권에서는 보다 가속화 될 수 있을 것으로 예상된다. 한편 2004~07년 노무현 정권의 재벌개혁 정책으로 기업의 자본효율성이 높아졌고 멀티플 재평가로 이어졌다. 신청권 의지 중 하나가 재벌개혁과 경제민주화라는 점에서 국내 기업 자본효율성은 개선 가능하다. 1차적으로 KOSPI PER은 이전 상단까지 재평가 될 것이다. PER 12배를 적용 시 2017년 하반기 KOSPI 예상 상단 2,600pt로 제시한다.

지주회사의 대주주/ 소액주주간 간극이 좁아지는 계기

지주회사 전반의 주가 반등이 확산되고 있다. 상이한 업종을 영위하는 지주회사 전반의 주가 상승이라는 점에서 밸류에이션 회복을 주목할 만 하다. 이는, 신정부 출범 이후 속도를 내고 있는 스튜어드십 코드 활성화 및 다중대표소송제 등의 제도 도입 가능성이 마중물이 되고 있다. 먼저, 스튜어드십 코드의 도입은 배당/자사주 등 적극적인 주주환원책 집행과 소액주주 권리 확대라는 측면에서 지주회사의 현금흐름 개선 및 실효 지분을 상승을 견인할 뿐 아니라, 펀더멘탈과 무관한 지배구조상 할인요인을 해소시켜 줄 것이다. 또한 다중대표소송제의 도입은 지주회사가 보유한 계열사에 대한 소액주주의 의결권을 강화시킨다는 점에서 50%까지도 부여받았던 과도한 지분가치 대비 할인율의 축소 계기가 될 전망이다.

지주회사 주가 강세 이어질 전망.

SK, CJ 최선호주 유지.

신정부 출범 이후 경제민주화 정책은 이제 출발선에 섰을 뿐이다. 해외 스튜어드십 코드 도입 사례에서 관찰되는 배당성향 상향 및 밸류에이션 상승은 귀중한 시사점을 제공한다. 특히 타 국가 대비 배당성향이 낮은 국내 상장사 현황을 고려시 향후 지주회사의 현금흐름 개선 여력은 보다 부각될 수 있을 것이다. 업종 전반의 밸류에이션 회복 뿐만 아니라, 실적의 구조적 성장요인(SK E&S, CJ올리브네트웍스)을 보유하고 있는 SK, CJ 최선호주를 지속 제시한다.

Collaboration

Overweight



주식전략 이재만
02-3771-7547
duke7594@hanafn.com



Analyst 오진원
02-3771-7525
jw.oh@hanafn.com

RA 임수연
02-3771-7090
sy.lim@hanafn.com

RA 문다솔
02-3771-7509
dasolmoon@hanafn.com

KOSPI 신고가 경신 국면의 필요조건: PER 재평가

하반기에는 새로운 정부 출범을 감안 해 국내 내부적인 변화에 보다 관심을 가질 필요가 있는 시기다.

04~07년 이익 성장이 정체되었던 반면 KOSPI는 900pt에서 2,000pt까지 상승

2004~07년 국내 상장기업 순이익의 규모는 50~60조원대로 절대적인 이익 규모의 레벨업 이후 이익 성장이 정체되어 있던 시기였다. 그러나 KOSPI는 900pt에서 2,000pt까지 상승하는 강세장이 연출됐었다.

이익 보다는 멀티플의 확장이 진행. 1) 중국의 경제성장 2)적립식 펀드 붐

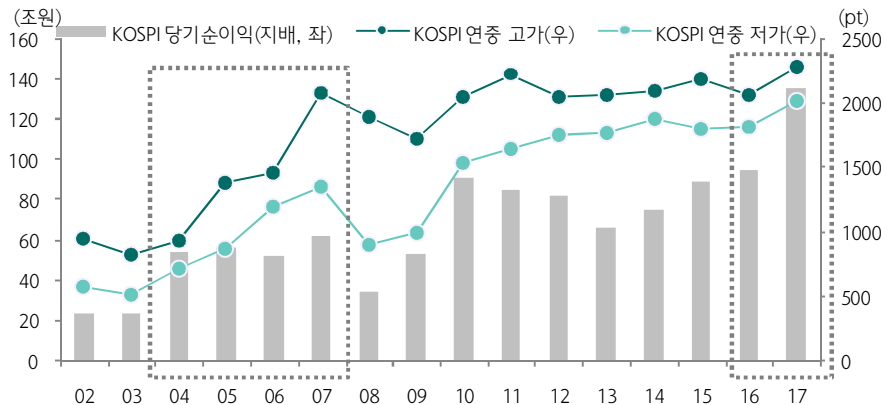
당시 국내 증시의 특징 중 하나는 이익 보다는 멀티플(PER) 확장 속도가 보다 빠르게 진행됐다. 표면적으로는 두 가지 이유가 있었다. 하나는 중국의 경제성장률이 두 자리대를 기록했다는 점, 또 다른 하나는 적립식 펀드의 붐(Boom)으로 인해 유동성 팽창이 진행됐다는 점이다.

당시와 같은 두 가지 변화를 기대하기 어려운 현재 상황에서 어떤 변화가 국내 증시 멀티플 확장을 지원해 줄 수 있을까?

그림 1. 2004~07년 순이익은 정체. 그러나 KOSPI 계단식 상승

2004~07년 상장기업 이익 증가율 정체, 추가적인 이익 레벨업이 없었음에도 불구하고 장기적으로 KOSPI는 계단식 상승 진행

2016년 KOSPI 순이익 95조원으로 사상 최고치 경신. 2017년 137조원 전망(YoY +44%)

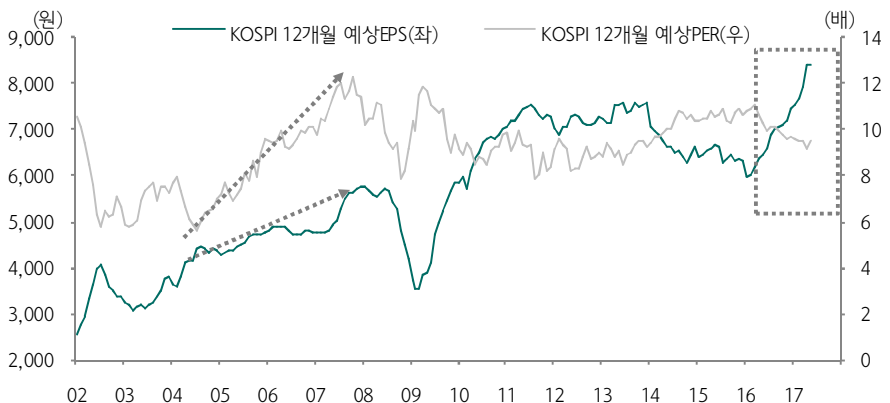


자료: Quantwise, 하나금융투자

그림 2. 2004년~07년 KOSPI 계단식 상승은 PER 재평가 때문임

2004년 KOSPI 12개월 예상PER은 6배 수준. 2007년 12.3배까지 상승: PER 재평가 시기

지수 신고가 경신의 필요 조건: 이익의 성장도 중요하지만 PER 재평가



자료: Quantwise, 하나금융투자

PER 재평가의 발판: 스튜어드십 코드

신정권에서 가속화 될 ‘스튜어드십 코드 우선 지난해 발표된 ‘스튜어드십 코드(Stewardship 기관투자가 주주권한 강조)’ 도입이 (기관투자가 주주권한 강조)’ 신정권에서는 보다 가속화 될 수 있을 것으로 예상된다. 문재인 대통령도 이 부문을 강조하고 있다.

2010년 이후 스튜어드십 코드를 도입한 영국(2010년), 일본(2014년), 대만(2016년)의 사례를 보면,

영국, 스튜어드십 도입 후 주주친화정책 중심의 고배당주/ESG지수 각광

영국은 도입 이후 주주친화정책 중심의 고배당주와 ESG지수가 상대적으로 각광을 받았다. 2010년~13년 영국 고배당주지수 29% 상승하며 유럽의 14%를 압도하는 수익률을 기록했다. MSCI 영국 ESG지수(ESG지수: 개별종목의 환경(E)/사회(S)/지배구조(G) 평가를 통해 높은 수치의 ESG 점수를 받은 종목을 선정해 구성)의 12개월 예상PER 15.7배로 영국지수 (12.4배)에 비해서 평균 42% 할증되어 있다.

일본, 스튜어드십 도입 후 배당과 자사주 매입 큰 폭 증가

일본은 배당과 자사주매입이 크게 증가했다는 특징이 있다. 아베노믹스 정책 중 기업지배구조 개선의 일환으로 2014년에 스튜어드십 코드를 도입했다. 도입 이후 일본 기업은 자사주 매입, 배당 등 주주환원 정책을 강화했다. 2015년 배당금은 565억 달러, 2016년 자사주 매입금액은 301억 달러로 사상 최고치를 경신했다. TOPIX 배당성향과 배당수익률 2013년 각각 1.6%와 26%에서 2016년 2.1%와 34%로 개선됐다.

대만, 지배구조 양호한 기업의 PER이 재평가. 대표적으로 디스카운트 되어있던 지주회사의 재평가 부각

대만은 지배구조가 양호한 기업 주가의 PER이 재평가를 받는 발판을 마련했다. 2016년 6월 대만은 스튜어드십 코드를 도입했다. 대만 기업 거버넌스 100지수는 상대적으로 높은 수익률을 유지했고, 디스카운트 되어 있던 대만 지주회사들의 PER이 최근 들어 빠르게 재평가 되고 있다는 점에 주목할 필요가 있다. 대만 3대 지주회사의 가권지수 상대PER 2016년 74% 수준에서 2017년 96% 수준까지 높아졌다는 점이 이를 반증하고 있다.

표 1. 기관투자자의 주주권 강화를 촉구하는 스튜어드십 코드

의의	- 기관투자자의 수탁자 책임을 강조 - 기관투자자들에 대한 행동원칙을 규정한 자율규범
주요 취지	- 기업의 의사결정에 적극 참여해 기업 대주주의 전횡 차단 및 불투명한 경영을 견제 - 기업들의 지배구조 및 경영상 문제점들을 개선하기 위한 주주책임론과 기관투자자의 경영감시 기능을 강조
적용 대상	- 국내 상장사 주식을 보유한 기관투자자, 수탁자책임 이행을 지원하는 의결권 자문기관 및 투자자문사 등
적용 방식	- 기관투자자는 원칙 참여에 대한 강제성 X - 단 코드를 수용하겠다고 공시할 경우 원칙의 이행여부를 공시하여야 하는 책무가 발생
7대 원칙	- 원칙 1. 수탁자 책임 정책 제공 공개 - 원칙 2. 이해상충 방지정책 제정 · 공개 - 원칙 3. 투자대상회사에 대한 주기적 점검 - 원칙 4. 수탁자 책임 활동 수행에 관한 내부지침 마련 - 원칙 5. 의결권 정책 제정 · 공개, 의결권 행사내역과 그 사유 공개 - 원칙 6. 의결권 행사, 수탁자 책임 이행 활동의 주기적 보고 - 원칙 7. 수탁자 책임의 효과적 이행을 위한 역량 · 전문성 확보

자료: 하나금융투자

그림 3. 신(新) 정권이 가지고 있는 의지: 재벌개혁, 경제민주화, 스튜어드십 코드 정립

재벌개혁 & 경제민주화

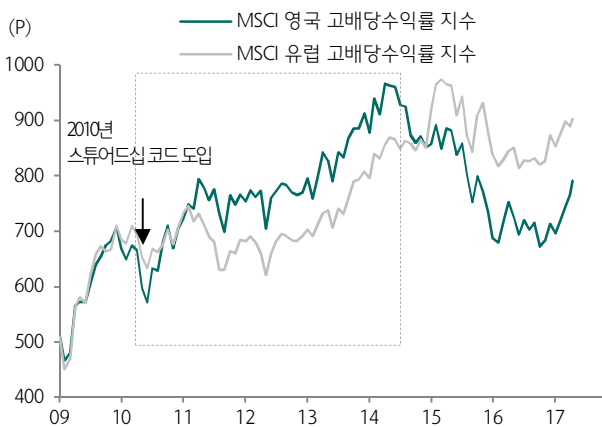
- 4대 재벌개혁 집중(삼성, 현대차, SK, LG 등)
- 기업 대상 규제 강화: 금산분리
- 초고소득 법인의 법인세 최저한세율 상향
- 대기업의 비과세 감면 원칙적 축소
- 다중대표 소송제, 전자투표제, 서면투표제 도입

스튜어드십 코드(Stewardship Code)

- 2016년 12월 국내에 도입된 스튜어드십 코드의 실효성 제고
- 국민연금 등 기관투자자의 참여를 높이기 위한 제도 개선
- 사회책임 투자 원칙에 입각한 국민연금의 주주권 행사 강화
→ 건전한 시장질서 확립을 도모

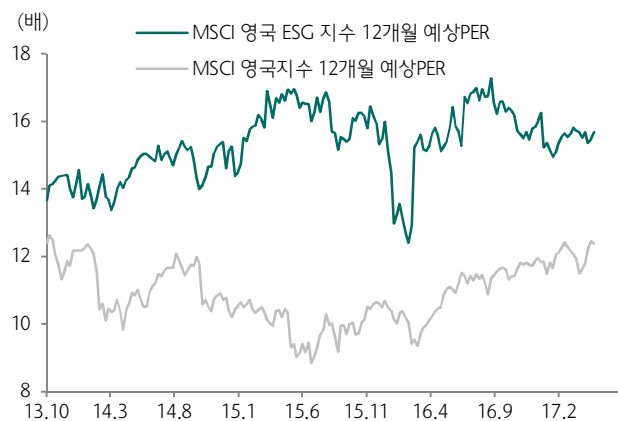
자료: 하나금융투자

그림 4. 스튜어드십 코드 도입 이후 영국 고배당주 강세



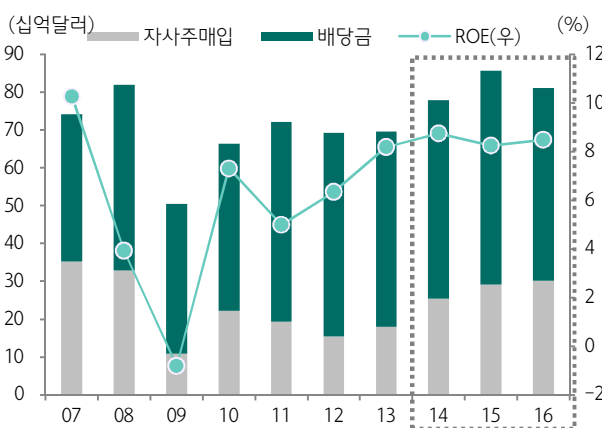
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 5. 영국 ESG지수 상대적으로 높은 주가 프리미엄 형성



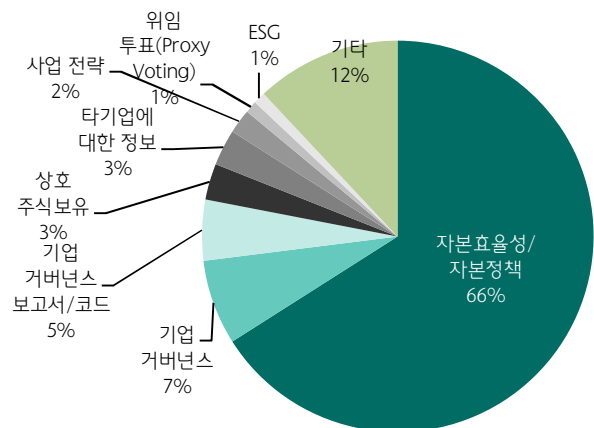
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 6. 일본 기업 스튜어드십 도입 이후 배당과 자사주 매입 확대



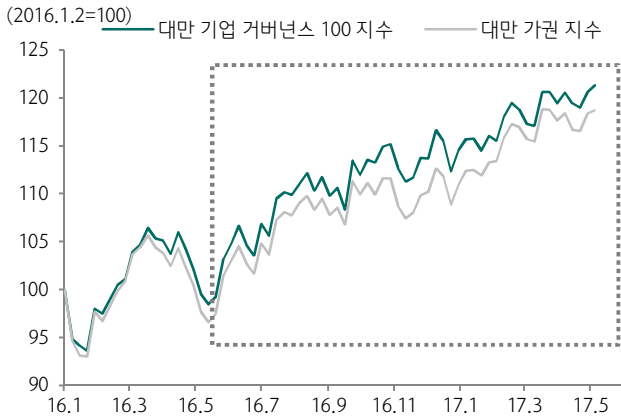
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 7. 스튜어드십 코드 도입 이후 자본효율성이 높아진 일본 기업



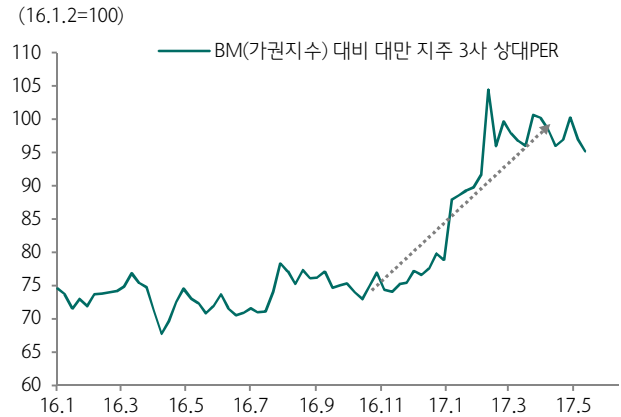
자료: GPIF, 하나금융투자

그림 8. 2016년 6월 대만도 스튜어드십 코드 도입



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 9. 대만, 지주회사 PER 재평가 과정 진행 중



자료: GPIF, 하나금융투자

스튜어드십 코드 도입: COE(할인율) 하락으로 이어짐

스튜어드십 코드 도입한 영국/일본/대만 증시의 COE(요구수익률, Cost of Equity) 하락했다는 점을 감안 시 디스카운트 요인이 완화됐다고 판단할 수 있다. 국내 증시 COE는 10%(10.5%)를 상회하고 있다는 점을 감안 시 스튜어드십 코드의 도입을 발판으로 주주 중심의 경영으로 변하는 과정에서 기업들의 디스카운트는 완화되고, 프리미엄은 높아질 수 있다.

아시아, 가족 경영/정부 소유 비중 높 아시안의 경우 주주가 아닌 가족 경영 및 정부소유 비중이 높아 기업 가치 평가 시 디스카운트 요소로 작용한다. 환경/사회/거버넌스(지배구조)가 좋은 기업 투자하는 펀드인 사회책임투자(SRI)의 자산 비중이 0.8%로 유럽(53%), 캐나다(38%), 미국(22%), 일본(3%)에 비해 현저히 낮다.

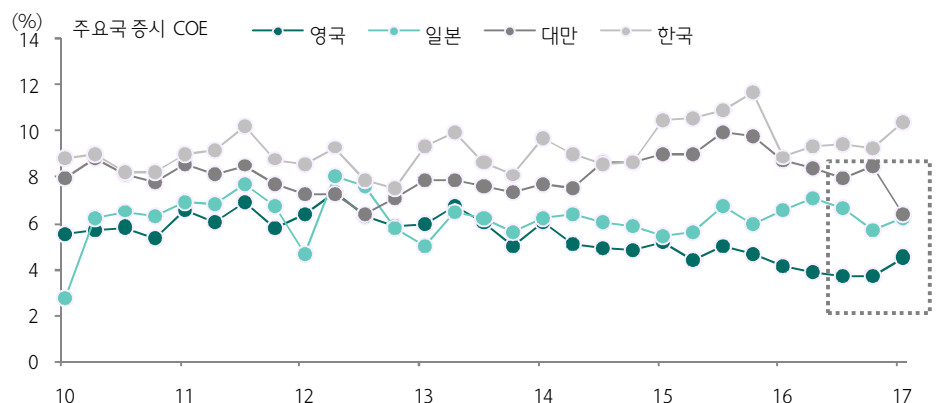
아시아 내 스튜어드십 코드 도입 확산 최근 말레이시아, 홍콩, 대만, 싱가포르, 한국 등 아시아 내 스튜어드십 코드 도입 확산으로 행동주의 투자펀드의 타깃 기업 행동주의 투자펀드의 타깃이 되고 있는 아시아 기업 수가 빠르게 증가(2015년 행동주의 투자펀드 아시아 타깃 기업 수는 전년대비 85% 증가)하고 있다. 기존과 같은 수동적인 형태가 아닌 능동적인 주주 참여 형태의 투자가 확산되고 있음을 보여주는 실제 사례다.

그림 10. 스튜어드십 코드를 도입한 국가들의 증시 COE 하락

스튜어드십 도입한 영국, 일본, 대만
증시의 COE(할인율) 하락

영국 5%→4%, 일본 6%→5%, 대만
8%→6%

한국 증시 10%대의 COE 하락 가능



주) 할인율(Cost of Equity: $PBR=ROE/r$ 을 이용해 추정)

자료: Bloomberg, 하나금융투자

표 2. 사회책임투자(SRI) 비중이 현저히 낮은 아시아

지역	2014년 SRI 비중	2016년 SRI 비중
유럽	58.80%	52.60%
미국	17.90%	21.60%
캐나다	31.30%	37.80%
호주/뉴질랜드	16.60%	50.60%
아시아	0.80%	0.80%
일본	-	3.40%

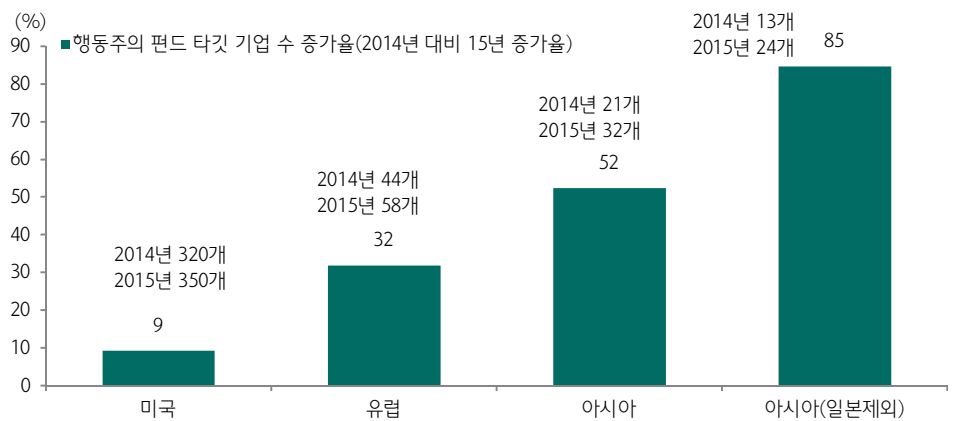
주1) 총 관리자산 대비 SRI 관련 투자 비중, 주2) 2014년 아시아에는 일본 포함, 2016년 아시아에는 일본 제외
 자료: Global Sustainable Investment Alliance, 하나금융투자

그림 11. 행동주의 펀드에 타깃이 되고 있는 아시아 기업 수 증가

말레이시아, 홍콩, 대만, 싱가포르, 한국 등 아시아 내 스튜어드십 코드 도입 확산

행동주의 투자펀드의 타깃이 되고 있는 아시아 기업 수 빠르게 증가

주주가치 제고를 기다리는 수동적인 형태가 아닌 능동적인 형태의 투자 확산



자료: Activist Insight, 하나금융투자

기업의 자본효율성이 높아질 수 있음

과거 04~07년 재벌개혁 정책, 기업의 멀티플 재평가 주도

당시 국내 기업의 현금 보유비중 사상 최고 수준

신정권, 재벌개혁/경제민주화 중점 두며 노무현 정권 당시와 유사한 점 다수. KOSPI 현금비중 사상 최고치

한편 2004~07년 노무현 정권의 재벌개혁 정책(=기업 감시인)으로 기업의 자본효율성 높아졌고, 이는 기업의 멀티플 재평가로 이어졌다는 특징이 있다.

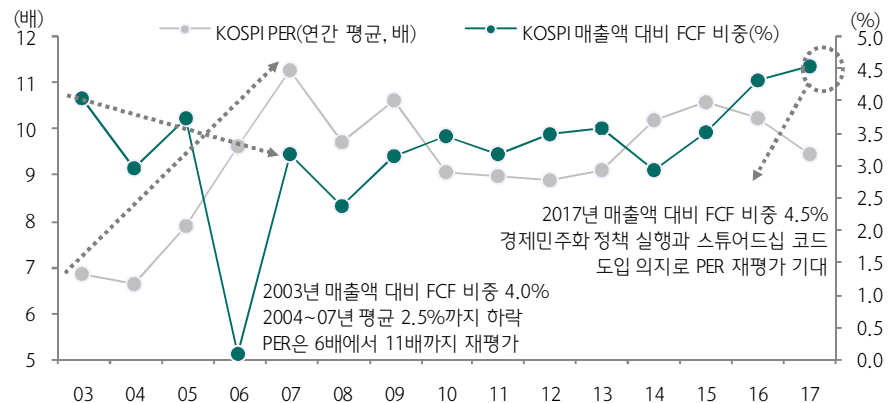
2003년 국내 기업들은 구조조정(IT버블붕괴, 카드채 사태 등)으로 인해 상당히 많은 현금을 보유하고 있었던 것으로 파악된다. 당시 KOSPI 상장기업 매출대비 잉여현금흐름(FCF) 비중은 4%로 사상 최고 수준을 기록하고 있었다. 2004~07년까지 해당 비중이 평균 2%대로 낮아졌고, 쌓여 있던 자금은 기업의 성장(설비 투자 중심) 또는 주주친화정책(배당금 확대)에 활용됐다.

신정권 의지 중 하나가 재벌개혁과 경제민주화라는 점에서 노무현 정권과 유사한 점이 많다. 특히 현재 KOSPI 상장기업의 매출액 대비 FCF비중은 4.5%로 사상 최고치 재차 경신했다. 주주들의 감시 정책이 강화되면, 기업 경영진은 자금 및 자본을 효율적으로 활용해야 해야 하는 부담(일반적인 주주입장에서는 긍정적)이 발생한다.

그림 12. 기업이 자본효율성을 높여도 PER은 재평가

2003년 노무현 대통령 집권 당시 재벌 개혁(경영투명성 제고, 상호출자 및 지급보증 금지, 부당세습 근절 등) 정책 실행

2003년 KOSPI 매출액 대비 FCF 비중은 4.0%에서 2.5%(2004~07년 평균)까지 낮아졌고, PER 재평가 현재 KOSPI 매출 대비 FCF 비중은 4.5%로 사상 최고치 재차 경신



자료: Quantwise, 하나금융투자

자본효율성이 높아지면, 기업의 프리미엄은 높아진다

실제로 미국과 일본의 주요 기업들이 자본의 효율성을 높여, 멀티플이 재평가 받고 있다.

구글, 자금의 효율적 활용
: 성장성 확보 위한 투자

우선 구글의 경우 R&D와 M&A 등을 통해 자금을 투자에 효율적으로 활용하고 있다. 구글의 매출대비 R&D+M&A 금액 비중은 30%다. 그만큼 기업의 성장성 확보를 위한 투자를 잘 진행하고 있다는 의미다.

동사의 PER도 30배로 미국 IT섹터 PER(25배)을 상회하고 있다.

GE, 자사주/매입 소각 규모 확대

GE의 경우는 좀 다르다. 해당 기업은 속한 산업이 대단한 성장성을 보유했다고 평가 받기는 어렵다. 하지만 동사의 경우 2014년 이후 자사주 매입을 늘렸고, 자사주 소각도 이전 보다 큰 규모로 진행하고 있다. 순이익 규모는 이전 최고 수준에 95%에 불과하지만, 주당순이익(EPS)는 이미 사상 최고치를 경신했다.

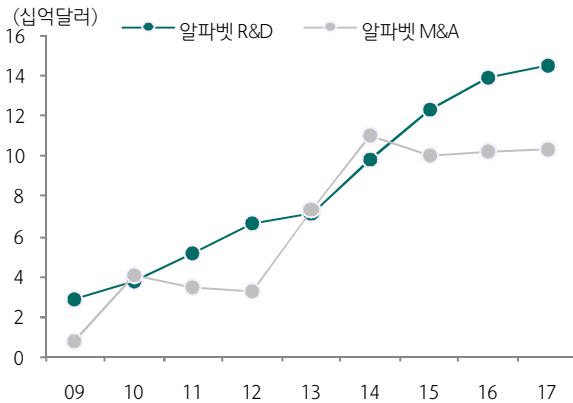
동사의 PER은 26배로, 미국 산업재 섹터의 평균 PER인 20배보다 높다. 성장성이 같더라도, 자본 효율성이 높아지면 시장에서의 평가는 달라진다.

일본의 파낙과 같은 전통적인 공작기계 제조 및 유통 회사도 변했다. 파낙의 배당성향은 일본 증시 전체 평균과 유사한 20~30% 수준을 유지했다.

파낙, 주요주주 변경(행동주의 투자펀드) 이후 배당성향 급증

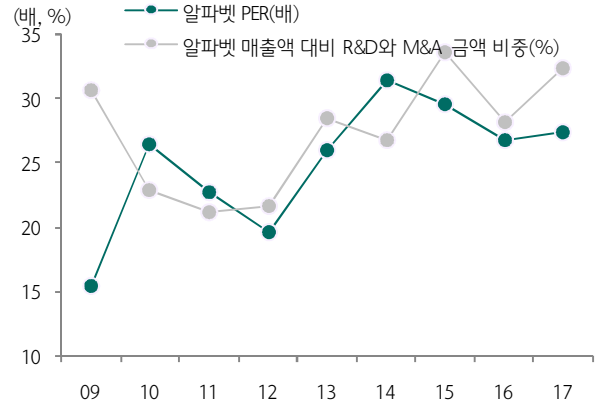
그러나 2015년 행동주의 투자펀드 중 하나인 서드포인트가 주요 주주로 등극하면서 외국인 지분율이 50%를 상회하기 시작했다. 주주들의 주주권 행사가 강해졌고, 현금을 기업이 들고 있는 방식보다는 주주들에게 분배할 수 있는 정책을 요구했다. 현재 파낙의 배당성향은 60%로 높아졌고, PER은 34배로 일본 산업재 섹터(14배)를 크게 상회하고 있다.

그림 13. 알파벳, 기업 성장을 위한 꾸준한 투자 진행



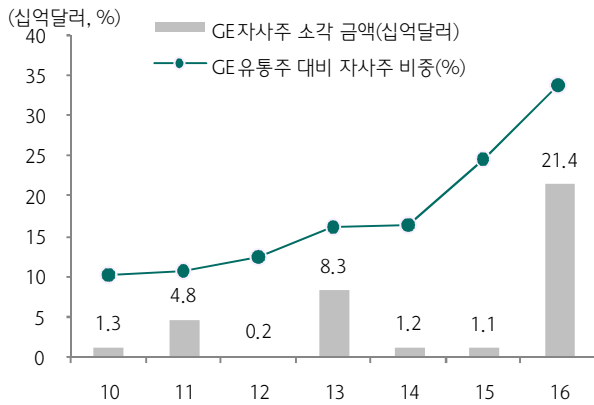
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 14. 알파벳, 매출액 대비 R&D와 M&A 금액 비중 27%



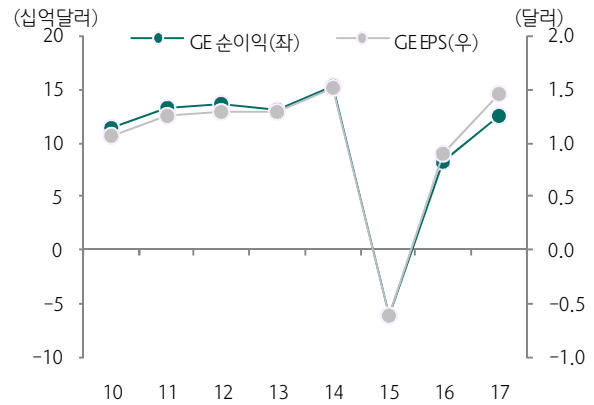
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 15. GE, 유동주 대비 자사주 34%. 2016년 자사주 소각 증가



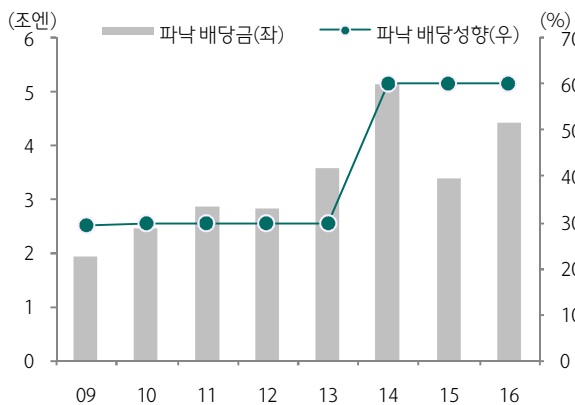
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 16. GE, 빠른 EPS 개선 효과



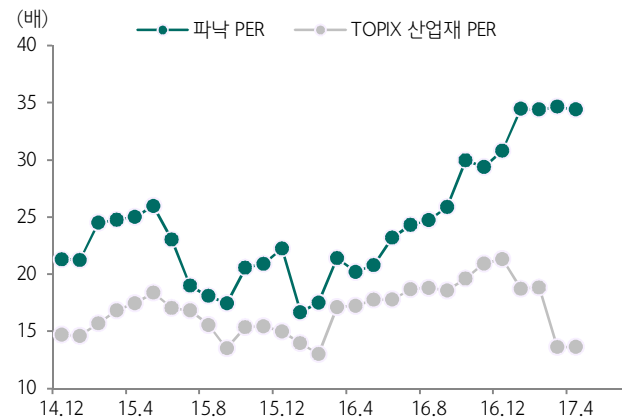
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 17. 파낙, 배당성향 2배 상향 조정



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 18. 파낙, PER의 재평가



자료: Bloomberg, 하나금융투자

국내에서도 위에서 언급한 기업들과 비슷한 행보를 걷고 있는 기업이 나타나고 있다.

NAVER & 알파벳, 자본효율성 제고

NAVER는 알파벳과 비교할 수 있다. NAVER의 매출액 대비 R&D와 M&A금액 비중 30% 수준으로 현재 PER도 30배 정도 된다. 성장에 대한 투자를 진행하면서, 자본효율성을 높인 대표적인 기업이다.

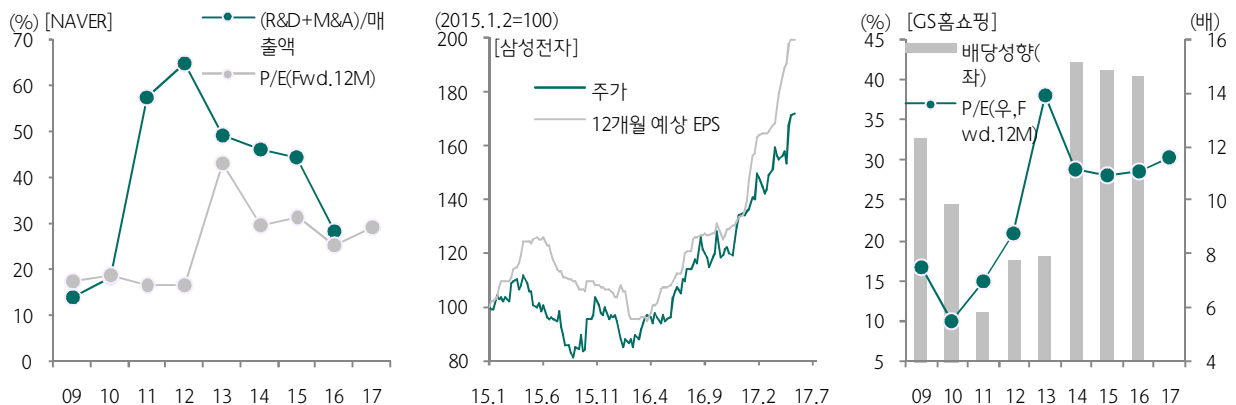
삼성전자 & GE, 자사주 매입/소각 확대

삼성전자는 GE와 비교할 수 있다. 올해 국내 기업의 이익성장을 주도하고 있고, 4차산업의 혁명이라는 변화에 수요가 증가할 수 있는 대표적인 제품군 반도체를 가지고 있다는 점은 분명한 차이점이다. 하지만 2017년 자사주 매입과 소각을 발표 했고, 총 자사주 소각 규모도 49조원에 이른다는 점에서 보면 비교가 가능하다. PER 재평가 기대가 높은 기업에 해당한다.

GS홈쇼핑 & 파낙, 배당성향의 상향 조정

GS홈쇼핑은 파낙과 비슷하다. 배당성향을 기존 10%대에서 40%대로 상향 조정했다. 2010~12년 7~8배 수준에 불과했던 PER은 현재 11~12배로 높아졌다. 자본의 효율성을 높여서 재평가를 받고 있는 대표적인 기업의 사례가 될 수 있다.

그림 19. 국내 기업도 자본효율성의 개선을 통해 재평가



자료: Quantwise, Bloomberg, 하나금융투자

가 보지 않은 길: KOSPI PER 재평가 초입 국면 진입

KOSPI는 2017년 순이익 전망치(137조원/보통주 시가총액 1,450조원) 기준으로 현재 PER 10.6배다.

앞서 언급했던 국가를 포함한 영국, 말레이시아, 독일, 대만의 경우 스튜어드십 코드를 도입해 기업 할인률 또는 주주들의 요구수익률 하락을 유도했다. 해당 국가들의 평균 PER은 15배다.

한편 미국, 호주, 캐나다, 일본과 같이 자본효율성이 높은 기업군이 많은 증시의 평균 PER은 17배다.

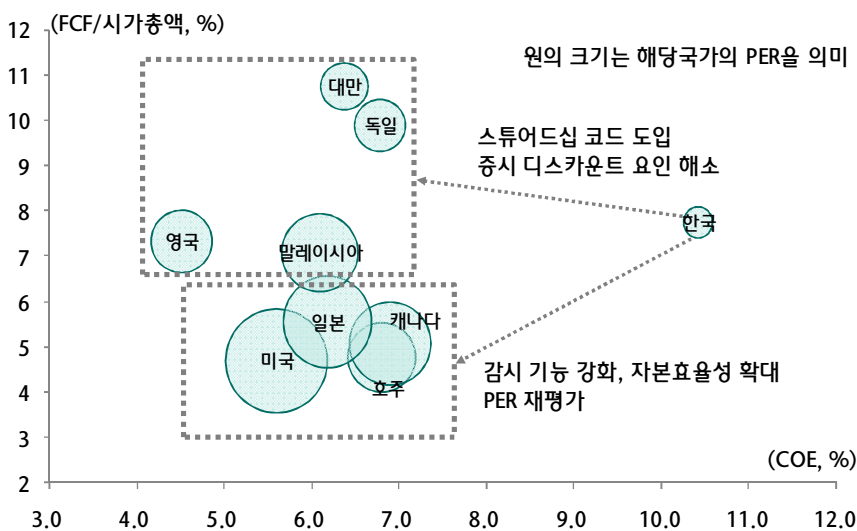
국내 증시의 멀티플 재평가 기대가 가능한 국면

2017년 하반기 KOSPI 예상밴드
: 2,200~2,600pt

국내 증시의 멀티플 재평가를 기대해 볼 수 있는 국면으로 진입하고 있다는 생각이 된다. 따라서 올해 하반기 KOSPI PER은 이전 상단 수준까지 재평가될 수 있을 것으로 기대된다.

이전 상단인 PER 12배를 적용 시 2017년 하반기 KOSPI 예상 상단 2,600pt으로 제시할 수 있다. 한편 KOSPI 하단은 2017년 이후 평균 수준인 PBR 0.95배를 적용 할 경우 KOSPI 2,200pt로 제시할 수 있다. 강세장이라는 기존 시각을 유지하며, 하반기에는 기업들의 질적인 변화에 보다 관심을 둘 필요가 있다.

그림 20. 한국 기업, 중장기 PER 재평가 경로



구분		COE(%)	FCF/Mkt(%)	PER(배)
자본 효율성	미국	5.60	4.70	18.46
	호주	6.81	4.77	16.06
	캐나다	6.90	5.09	16.84
	일본	6.18	5.55	17.33
	한국	10.42	7.75	9.96
스튜어드십 코드	영국	4.51	7.33	15.18
	말레이	6.09	7.09	16.75
	독일	6.78	9.88	13.97
	대만	6.37	10.76	13.97
	한국	10.42	7.75	9.96

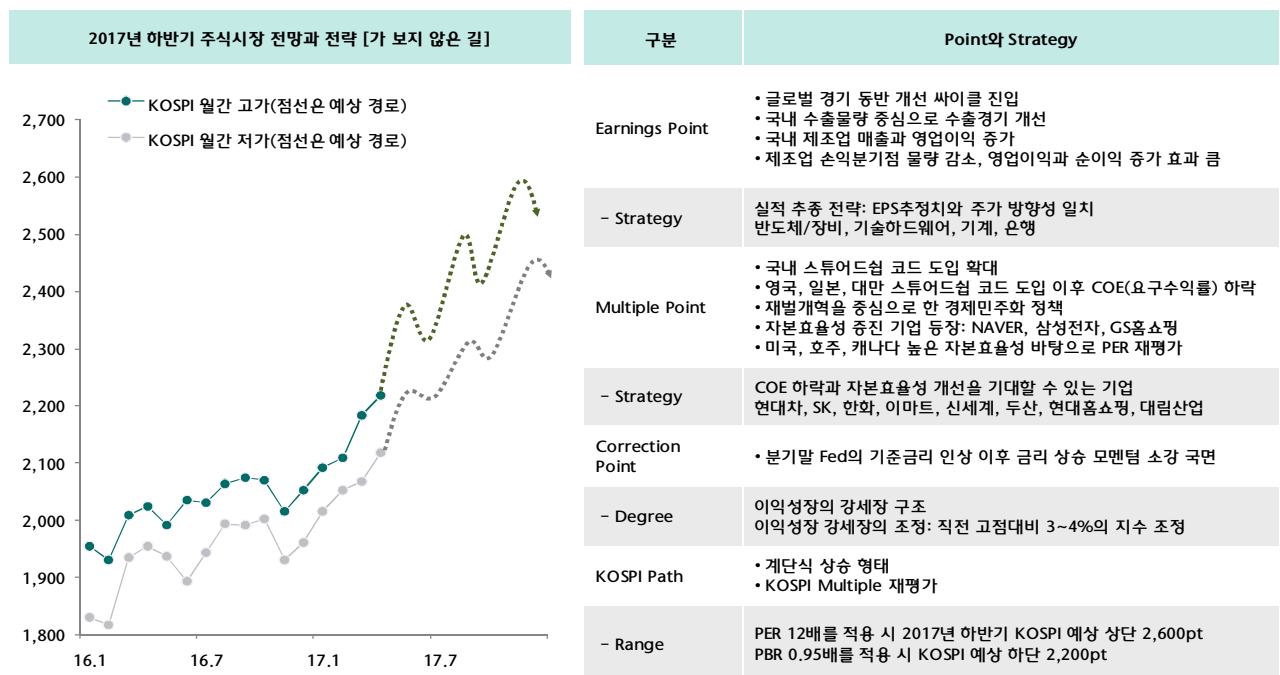
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 21. PER 변화에 따른 KOSPI 예상 상단. 2017년 하반기 이전 PER 상단 수준인 12배로 재평가 될 수 있음

2017년 KOSPI 순이익 전망치	136.6조원		
KOSPI (현재/2017년 5.12일 기준)	PER(배)	Pt	시가총액(조원, 우선주 제외)
	10.6	2,290	1,450
예상 PER 시나리오	11.0	2,370	1,502
	11.5	2,480	1,570
	12.0	2,580	1,640
	12.5	2,700	1,710

자료: Quantwise, 하나금융투자

그림 22. 2017년 하반기 주식시장 전망과 전략[요약]



자료: 하나금융투자

지주회사 할인율에 대한 본질적 고민이 필요한 상황

지주회사,
왜 보유지분가치 대비
할인 거래되는가?

지주회사에 대한 시장의 논의 중 끊임없이 제기되는 본질적인 질문이 있다. 지주회사가 보유한 지분가치에 대한 할인율 부여의 이슈이다. 1999년 공정거래법상 지주회사 제도가 허용되고 실로 오랜 기간에 증시 내에서 관찰되어 온 것이 바로 지분가치 대비 할인율이다. 실제 상장된 주요 지주회사인 LG, SK, CJ 등을 살펴보면, 보유 상장 지분가치에도 크게 미달하는 시가총액을 지속 형성해 왔다.

이중 상장 이슈,
매각시 법인세 적용이
일반적인 근거

지주회사의 보유 지분가치에 대한 할인율 적용에 있어, 시장에서 가장 많이 제기하는 근거는 이중 상장. 그리고 지분매각시 적용되는 법인세율이다. 먼저, 이중 상장은 이미 상장되어 증시에 반영되어 있는 자회사 가치를 지주회사를 통해 중복 반영한다는 것이다.

이중 상장은 투자시
수급 분산을 야기한다는 측면
이외에 그 한계가 명확

자회사와 지주회사의 이중 상장 이슈는, 물론 자회사와 지주회사가 동시 상장되어 투자시 수급적 분산을 야기한다는 측면에서 배제할 수 없는 요인이다. 다만, 이중 상장에 따른 지주회사의 지분가치 할인율 부여 논리는 여러가지 측면에서 그 한계가 명확하다.

동시 상장되어 있기에
적정 할인율이 얼마인가에
대한 답변 불가

먼저, 이중 상장되어 있기에 할인율 부여가 필요하다 가정하더라도 적정 할인율이 얼마인가에 대해선 아무런 답을 줄 수 없다. 또한, 동시상장에 대한 할인율 부여에 대해서 반문을 한다면 대답하기 어려운 질문들이 너무나 많다.

동시 상장된 수많은 지주회사의
할인율이 서로 다른 이유,
역사적 할인율 변동 이유,
, 비상장사 지분가치의 할인 및
ETF는 할인거래되지 않는 이유는
무엇인지 답변 불가

동시 상장된 수많은 지주회사의 NAV 대비 할인율이 모두 다른 이유는 무엇인가? 또한 할인율이 축소되기도 확대되기도 하는 이유는 무엇인가? 또, 수년 이상의 장기간 동안 지주회사별 할인율 격차가 좁아지지 않는 이유는 무엇인가? 증시 내 비상장사에 대한 할인율을 부여하려는 투자자들도 존재하는데 동시 상장되지 않은 비상장사는 그럼 왜 할인하는가? 상장되어 거래되고 있는 ETF는 그럼 왜 할인되지 않고 거래되고 있는가?

그림 23. 지주회사의 보유 지분가치 할인에 대한 일반적 논의

지주회사의 보유 지분가치
할인율을 적용하는 일반적 논의는
중복 상장 및
지분 매각시 법인세 발생.
양 논의 공히
할인율 변동과
회사별 할인율 차이를
설명하지 못함

1) 이중 상장 이슈

근거

투자 수요 분산에 따른 수급 약영향
지주회사 보유 비상장 지분 상장 이후 추가 하락

한계

적정 할인율에 대한 정의 불가
회사별 할인율 차이의 존재에 대한 설명 불가
회사의 역사적 할인율 변동 설명 불가
ETF는 왜 할인받지 않는지 설명 불가
비상장 지분가치를 할인하려는 이유는 무엇인지?

2) 지분 매각시 법인세 발생

근거

법인세 약 24.2%로 적정 할인율 접근 가능

한계

역사적 할인율 변동 설명 불가
회사별 할인율 차이 존재에 대한 설명 불가
매각 가정시 발생하는 경영권 프리미엄 가능성 미고려
동일 법인세율임에도 수년이상 장기간 할인율 격차 이유는?

자료: 하나금융투자

매각시 법인세율 적용 때문에 할인율이 반영된다는 접근 또한 한계 존재. 법인세율은 동일한데 회사별 할인율 차이가 왜 존재하며 역사적 할인율 변동 설명 불가. 매각시 법인세율을 고려한다면 경영 프리미엄은 왜 배제하는가

최근의 예로, LG는 실트론을 장부가 대비 2배 이상의 가격으로 매각. 기존 장부가 대비 할인율 부여는 의미는 접근에 불과

NAV 대비 할인율의 회사별 비교 및 수치 상 비교의 실익 제한적이라 평가.

NAV 대비 주가 할인율 접근시 비상장사는 분석상 편의를 위해 장부가로 평가. 올리브네트웍스는 올해 순익에도 크게 미달하는 장부가로 평가

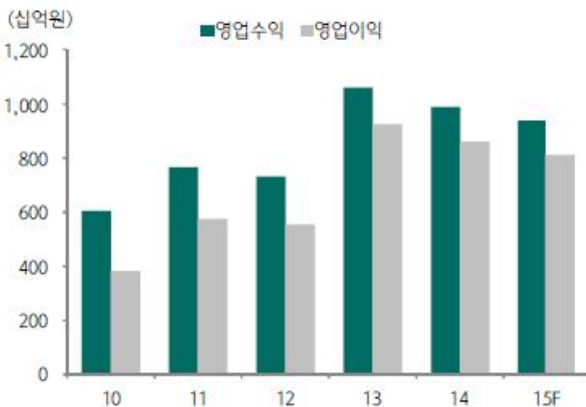
두번째, 지분 매각시 발생하는 법인세율을 고려한다는 주장 또한 설득력이 떨어진다. 모든 지주회사에게 부여되는 법인세율이 동일한데 회사별 할인율 격차가 2배 이상 차이가 나기도 하는 이유는 무엇인지, 한 회사에 있어서 할인율 축소 및 확대가 일어나는 이유는 무엇인지, 또한 매각을 가정한다면 지주회사는 자회사에 대한 경영권 프리미엄을 가지고 있기에 오히려 지분가치 대비 할증 받는다는 측면은 왜 배제하는지에 대한 논리적 근거를 줄 수 없다.

예를 들어, LG는 연초 보유 비상장사인 실트론을 SK그룹에 매각하기로 발표했다. 51% 지분을 6,200억원에 매각 발표했는데 이는 보유 기존 장부가 2,396억원 대비 159%에 달하는 가격이다. 그럼에도 불구하고, 기존 시장에서는 지분가치이므로 30~50% 할인하는 경우가 많았다. 심지어 비상장사라서 동시 상장 이슈 또한 없음에도 말이다.

하나금융투자는, 지주회사의 NAV 대비 할인율에 대해서 지난 '15년 3월 23일 발간한 '저성장 시대의 고성장 사업모델' 자료를 통해, NAV 대비 주가 할인율의 회사별 비교는 그 실효성이 제한적이며, NAV 대비 주가 할인율은 지주회사의 현금흐름과 유사한 방향성을 지니며 NAV 대비 할인율의 '수치'보다는 NAV를 분해하여 가치 구성요인을 점검하는 '구조'에 보다 초점을 둘 것을 강조한 바 있다.

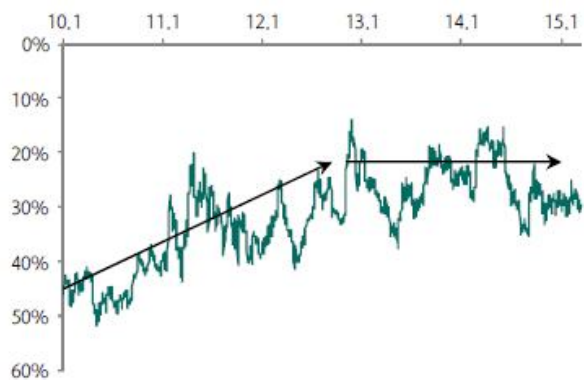
증시 내 애널리스트의 NAV 대비 주가 할인율 측정시 상장 지분가치는 시가를 통해 산출하므로 이견의 여지가 제한적이나, 비상장사는 분석 편의상 장부가를 준용하기 때문에 이미 그 산출치는 실제 지주회사의 펀더멘탈을 오도하는 수치이다. 예를 들어, CJ의 경우 올리브네트웍스 보유 장부가는 900억원대에 불과하지만 '17년 예상 순익이 1,200억원에 육박하므로 이를 장부가를 통해 NAV 대비 주가 할인율을 산출하면 펀더멘탈을 아예 왜곡한 채, NAV 대비 할증을 받고 있어 타 지주회사 대비 비싸다는 결론에 도달하게 된다.

그림 24. 구. SK의 개별 현금흐름 추이



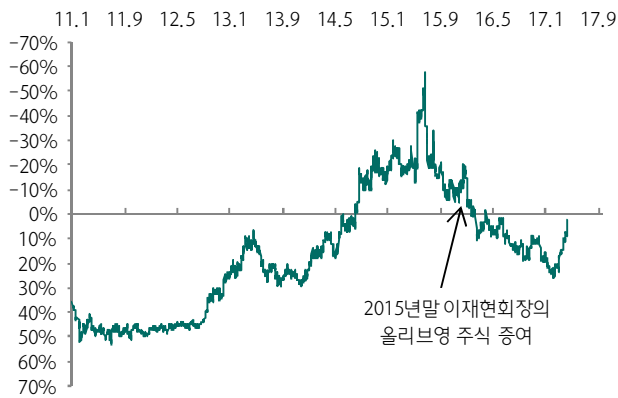
주: 자의성을 배제하기 위해 합병 전 순수지주회사인 SK의 현금흐름과 NAV 할인율 비교
자료: SK, 하나금융투자

그림 25. 구. SK의 NAV 대비 주가 할인율 축소 이후 정세



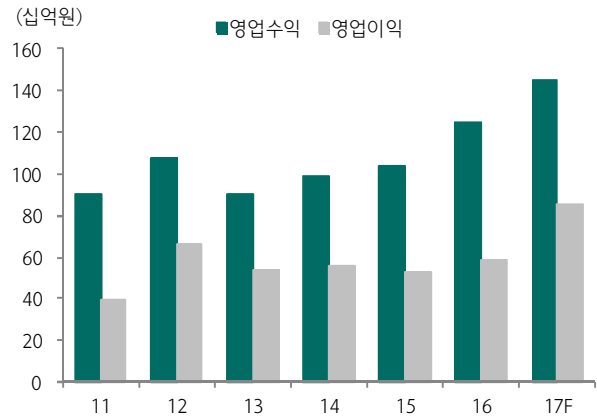
주: 자의성을 배제하기 위해 합병 전 순수지주회사인 SK의 현금흐름과 NAV 할인율 비교
자료: SK, 하나금융투자

그림 26. CJ, 꾸준한 NAV 대비 할인율 축소 진행



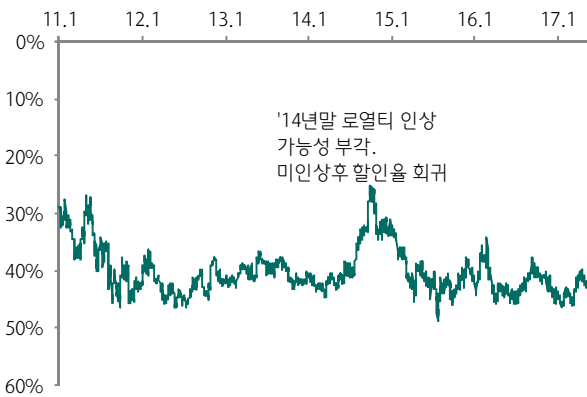
주: '15년말 이재현 회장의 올리브영 주식 증여 이후 지배구조 리스크 부각. NAV 할인을 산출시 상장사는 시가, 비상장사는 장부가 준용
자료: CJ, Dataguide, 하나금융투자

그림 27. CJ 개별 영업수익/ 영업이익의 꾸준한 성장세



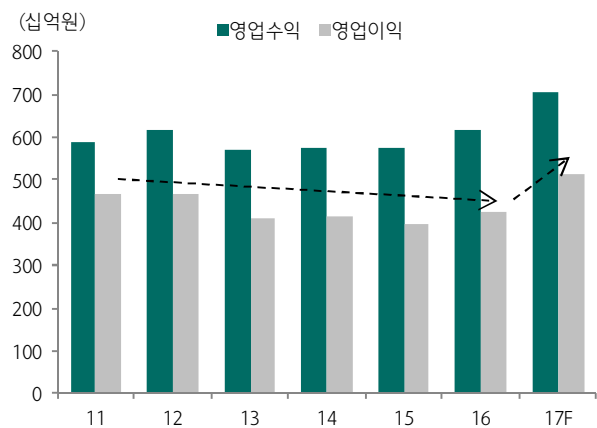
주: 지주회사 개별 현금흐름 Proxy로 개별 영업수익과 영업이익의 활용
자료: CJ, Dataguide, 하나금융투자

그림 28. LG NAV 대비 할인율 정체 지속



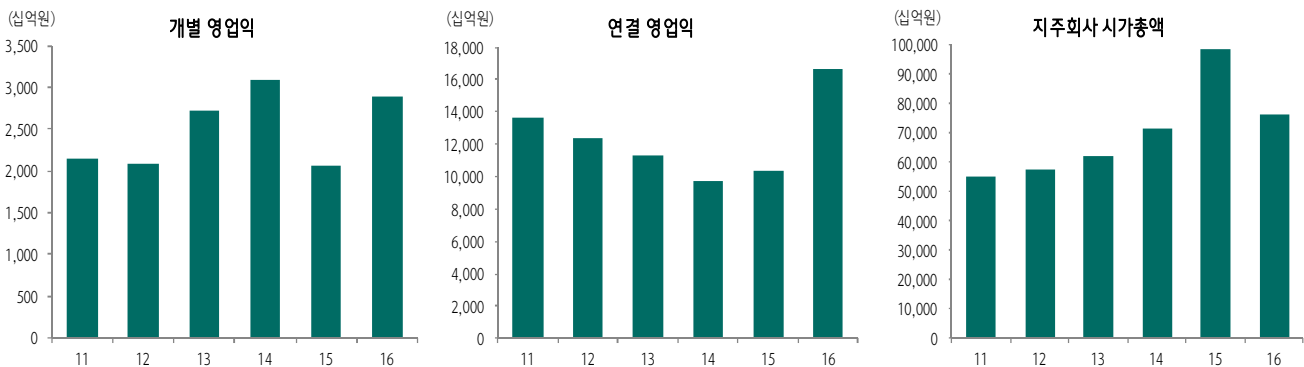
주: '14년말 로열티 인상 가능성 부각. 미인상후 할인율 회귀. NAV 할인을 산출시 상장사는 시가, 비상장사는 장부가 준용
자료: LG, Dataguide, 하나금융투자

그림 29. 현금흐름이 장기 정체되었던 LG, '17년 개선 전망



주: 지주회사 개별 현금흐름 Proxy로 개별 영업수익과 영업이익의 활용
자료: LG, Dataguide, 하나금융투자

그림 30. 상장 지주회사 합산 개별/ 연결 영업익 및 지주회사 시가총액 추이



주: 유사 지주회사인 한화 포함 상장 지주회사 41개사 기준
자료: 각사, 하나금융투자

스튜어드십 코드 활성화로 지주회사의 현금흐름 대폭 개선 전망

지주회사는 보유 지분가치 뿐만 아니라, 지분에서 발생하는 현금흐름이 매우 중요
PEF적 속성을 감안시
보유 지분가치가 동일해도 현금흐름에 따라 할인율이 상승/하락하는 경향

스튜어드십 코드 활성화로
자회사 배당 수입 증가 전망.
지주회사의 현금흐름
대폭 개선될 전망.
또한 지분가치 상승 및
실효 지분을 상승 또한 가능

다중대표소송제 도입시
지주회사 보유 비상장사 지분에
대한 소액주주 권리 강화
지배구조상 피해주 Concept
해소될 전망

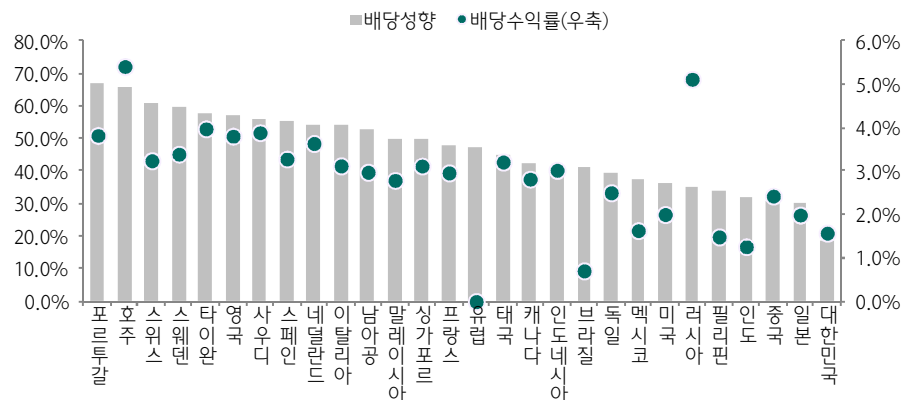
전세계적으로 낮은
KOSPI의 배당성향과
배당수익률 감안시
지주회사 보유 지분가치에서
발생하는 현금흐름의
대폭 개선 전망

결론적으로, 지주회사가 보유한 지분가치 뿐만 아니라 지분가치에서 발생하는 현금흐름에 대해서 주목할 필요가 있다 판단한다. 미국 내 PEF(Private Equity Fund)와 유사한 국내 지주회사의 속성상 동일한 NAV를 보유하고 있더라도 그로부터 발생하는 현금흐름이 지속 상승하고 있는 회사와 감소하고 있는 회사는 같은 시가총액으로 평가받을리 만무하기 때문이다. 따라서, 단순 보유 지분가치 대비 할인율을 보고 싸다/비싸다는 논리는 펀더멘탈은 가리고 주가만을 보고 투자를 권하는 접근과 다를 것이 없다 판단한다.

스튜어드십 코드 활성화와 다중대표소송제 도입의 영향에 앞서 이러한 지주회사의 주가 및 밸류에이션 접근을 먼저 언급한 이유는 자명하다. 스튜어드십 코드 활성화를 통해서 지주회사가 보유한 지분가치로부터의 현금흐름은 현격히 개선될 것으로 보이기 때문이다. 글로벌 대비 배당성향이 낮은 국내 증시라는 측면에서 지주회사의 현금흐름은 보유 지분가치 대비 빈약하였으나, 거꾸로 보면 향후 개선 여지가 풍부하다. 자사주 취득과 소각이 많아진다면 보유 지분가치의 상승을 견인할 뿐 아니라, 지주회사의 실효 지분을 또한 상승한다는 측면을 주목할 필요가 있다.

다중대표소송제 도입은 지주회사의 보유 자회사에 대해서 향후 소액주주의 의결권 참여가 보다 적극적으로 가능해진다는 점에서 지분가치에 대한 과도한 할인율 부여에서 벗어나는 계기가 될 것으로 전망한다. 다중대표소송제는 모회사 주주가 (손)자회사의 위법행위시 모회사 지분 1% 이상을 보유한 주주가 손해를 입힌 자회사 경영진을 대상으로 소송 청구가 가능하다. 지배주주 일가를 위한 비상장 계열사 활용 가능성을 대폭 차단할 수 있다는 점에서 증시 내 거론되었던 지배구조상 피해주 할인요인의 해소 계기가 될 수 있다.(올리브네트웍스 대비 CJ, 한화S&C 대비 한화 등)

그림 31. 배당성향과 배당수익률이 전세계적으로 낮은 편인 KOSPI



자료: Bloomberg, 하나금융투자

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

- 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	87.6%	11.7%	0.7%	100.0%

* 기준일: 2017년 5월 27일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이재만, 오진원)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하에 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2017년 5월 29일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이재만, 오진원)는 2017년 5월 29일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.