

Palliser



삼성물산

초저평가 자산의 잠재력을 끌어낼 분명한 변화의 기폭제

본 프레젠테이션은 영문 원본에 대한 번역본입니다. 영문 원본과 국문 번역본 사이에 불일치가 있는 경우 영문 원본 프레젠테이션이 우선합니다.

2023. 12. 6.

본 문서는 잉글랜드와 웨일스에 등기되고 영국 금융감독청("FCA")에 의하여 인가 및 규제되는 회사인 PALLISER CAPITAL (UK) LIMITED ("PALLISER UK")에 의해 발행되었습니다. 본 문서에 포함된 그 어떠한 내용도 PALLISER UK가 직간접적으로 운용하거나 관리하는 펀드("PALLISER 펀드")를 홍보하는 수단인 아니며 그러한 의도로 작성되지 않았고 그렇게 해석되어서는 안 됩니다.

본 문서에 포함된 견해는 본 문서의 작성일 기준 PALLISER UK 및 그 계열사(총칭하여 "PALLISER")의 의견을 나타냅니다. PALLISER는 언제든지 어떠한 이유로든 본 문서에 기재된 모든 의견을 수정하거나 변경할 권리를 유지하며, 본 문서에 포함된 정보를 정정, 업데이트 또는 수정하거나 달리 추가 자료를 제공할 의무를 명시적으로 부인합니다.

본 문서는 일반적인 논의와 정보 제공을 위한 목적으로 작성된 것으로, (A) 어떠한 증권 또는 기타 금융상품에 대한 매매의 청약, 유인이나 매매 청약의 권유 또는 어떠한 증권 또는 기타 금융상품에 관한 투자사업의 수행이나 투자 서비스의 제공, 사용에 대한 권유에 해당하지 않고, 발행으로 인해 어떠한 법률관계도 발생하지 않으며, (B) 영국의 2000년 금융서비스시장법(개정사항 포함)상 "금융서비스 홍보", (C) 영국 FCA 규정 및 지침 핸드북("FCA 핸드북")에 규정된 "투자자문", (D) FCA 핸드북에 규정된 "투자자사" 또는 (E) EU 규정 제596/2014호 및 2018년 유럽연합(탈퇴)법("2018년 탈퇴법") 제8조에 따라 공표된 규정에 의하여 개정된 내용을 포함한 2018년 탈퇴법 제3조를 근거로 영국 국내법의 일부를 구성하는 EU 규정 제596/2014호에 규정된 "투자 권유"에 해당하지 않습니다. 본 문서에 포함된 어떠한 정보도 PALLISER의 권고로 해석되어서는 안 됩니다. 본 문서는 어떠한 투자 결정의 근거를 구성하거나 투자 전략을 제안하기 위한 의도로 작성되지 않았습니다. 본 문서는 법률, 조세, 투자, 금융 또는 기타 다른 자문에 해당하지 아니하며 해당하는 것으로 간주되어서도 안 됩니다.

본 문서에 포함된 모든 정보는 삼성물산 주식회사("회사") 및 본 문서에 언급된 기타 다른 회사에 관한 공개적으로 이용 가능한 정보를 기반으로 하며 이는 회사가 공시한 자료 및 다른 공개 자료를 포함하며 이에 대한 PALLISER의 분석에 기초합니다. 본 문서에 포함되거나 언급된 일체의 시장 데이터는 달리 기재되어 있지 않은 한 2023. 12. 1. 한국거래소의 거래마감시간을 기준으로 합니다. PALLISER는 별도의 독자적인 검증 없이 공개 출처를 통해 얻은 모든 데이터와

정보가 정확하고 완전하다고 믿고 추정하였으며, 이러한 데이터나 정보가 정확하다는 점을 진술하거나 보장하지 않습니다. PALLISER는 회사가 PALLISER의 의견 및/또는 결론과 일치하지 않는 결과에 이르도록 하고, PALLISER가 알고 있었다면 의견이 달라질 수 있는 기밀정보 또는 기타 비공개 정보를 회사가 보유하고 있을 가능성을 인정합니다.

본 문서에 포함된 역사적 정보를 제외한 정보와 의견은 회사의 기대 영업 실적, 회사의 증권, 부채 또는 회사의 증권 가치에 근거하거나 관련된 관련 금융상품(총칭하여 "회사 증권 등")의 가치, 일반적인 경제 및 시장 상황과 기타 미래의 사건들과 관련하여 마련된 추정 가치와 및 예측을 포함하지만 이에 한정되지 않는 미래 예측적 진술을 포함할 수 있습니다. 모든 미래 예측적 진술, 추정 및 예측은 본질적으로 불확실하며, 상당한 경제적, 경쟁적 및 기타 불확실성과 우발성을 전제로 하고 단지 예시를 위한 목적으로만 포함되었음에 유의하시기 바랍니다. 실제적인 결과는 예측 가능하거나 예측할 수 없는 이유들로 인해 본 문서에 포함된 추정, 예측 또는 가정과 상당한 차이가 있을 수 있습니다.

PALLISER, PALLISER 펀드 또는 이들의 각 이사, 임직원, 대리인 또는 고문(각각 "PALLISER 인사")은 (I) 본 문서에 포함된 정보 및 의견의 정확성, 공정성, 완전성, 또는 최신성 여부를 포함한 본 문서 및 내용, (II) 본 문서에 포함된 정보 및 의견에 대한 업데이트 형식 또는 본 문서의 작성일 이후 수신자에게 별도로 제공하는 형식을 통한 추가 정보의 제공에 관하여, 또는 (III) PALLISER나 PALLISER 펀드의 투자 절차 또는 투자 목표가 달성되거나 성공적일 것이라거나 달성 또는 성공할 가능성이 있다는 점 또는 PALLISER나 PALLISER 펀드의 투자자산이 수익을 내거나 손실이 없을 것이라는 점에 대하여 그 어떠한 명시적이거나 묵시적인 진술 및 보장 또는 확약을 제공하지 않으며 어떠한 책임 또는 주의의무도 부담하지 않으며, 앞으로도 부담하지 않을 것입니다. 과거 실적은 미래 결과에 대한 지표가 되지 않습니다. 모든 PALLISER 인사는 본 문서의 수신인 또는 기타 제3자가 본 문서를 의존하여 발생한 실질이익, 손해, 비용, 청구 또는 경비를 포함한 모든 직간접적 또는 결과적 손해에 대해 법이 허용하는 최대 한도 내에서 어떠한 책임도 부담하지 않습니다.

본 문서를 제공하였다는 이유로 PALLISER와 본 문서에 언급된 어느 회사, 본 문서의 어느 수신인 또는 기타 다른 자 사이에 계약, 확약, 합의 또는 기타 법률관계가 발생하지 않으며 발생하는 것으로 간주되지 않습니다. PALLISER는 본 문서의

어느 수신인도 대리하지 않으며, 어떠한 자문 또는 서비스도 제공하지 않습니다. PALLISER는 본 문서의 주제에 관하여 자문을 제공한 어떠한 자에 대해서도 책임을 부담하지 않습니다. 수신인은 행동방침을 결정하기 전에 관련 리스크 및 영향을 고려하고 필요하다고 판단되는 경우 독립된 자문을 받아야 합니다.

PALLISER 펀드는 회사에 대하여 직간접적인 투자가 존재할 수 있습니다. 따라서, PALLISER는 회사에 대한 PALLISER 펀드의 포지션의 수익성에 대하여 경제적 이해관계를 가지고 있습니다. 이에 따라, PALLISER는 이해상충이 존재할 수 있고, 본 문서는 공정하다고 간주되어서는 안 됩니다. 본 문서의 그 어떠한 내용도 언제든지 변경될 수 있는 PALLISER나 PALLISER 펀드의 현재 또는 미래의 거래 또는 의결권 행사에 대한 의도를 나타내는 것으로 이해되어서는 안 됩니다.

PALLISER는 회사의 재무상태 및 전략적 방향, 회사와 진행한 논의의 결과, 전반적인 시장 상황, PALLISER의 기타 투자기회, 회사의 주식 등을 매매하기에 바람직한 가격에 회사의 주식 등을 매매할 수 있는 가능성을 포함하지만 이에 국한되지 않는 다양한 요소를 기준으로 회사에 대한 투자를 지속적으로 검토하고자 합니다. PALLISER는 증권투자·매매업을 영위합니다. PALLISER는 법상 허용되는 범위 내에서 (장외 또는 장내 거래를 통하여) PALLISER 펀드의 투자자산(본 문서에 언급된 어느 회사의 주식 등을 포함함)을 매수, 매도, 담보 또는 헷지하거나 그 형태 또는 구성을 달리 변경할 수 있으며, 이러한 변경을 다른 자들에게 통지할 의무를 명시적으로 부인합니다. PALLISER는 다른 투자자, 주주, 업계 참가자, 전문가 및/또는 관계자와 본 문서에 언급된 어느 회사에 관한 소통을 포함하나 이에 한정되지 않는, 적절하다고 판단되는 행동을 할 권리를 유보합니다.

PALLISER는 본 문서에 포함된 진술이나 정보를 사용하기 위해 제3자의 동의를 구하거나 받지 않았습니. 해당 진술이나 정보는 본 문서에 기재된 의견에 대한 해당 제3자의 지지를 표명하는 것으로 간주되어서는 안 됩니다. 본 문서에 사용된 모든 상표와 상호는 해당 소유자의 독점적 재산입니다.

삼성물산은 한국 경제에서 중요한 부분을 차지하는 상징적인 회사입니다. 안타깝게도, 회사의 우량 자산은 최적화되지 않은 자본배분과 오래된 기업지배구조 문제, 복잡한 기업구조로 인해 시장에서 상당히 저평가되어 왔습니다.

당사는 투자자 신뢰를 재건하고 33조원의 규모에 달하는 회사의 시장가치와 내재가치 간의 격차를 줄이기 위한 단기적, 장기적 조치들을 제안합니다. 이는 최대 약 170%의 주가상승에 해당합니다. 중요한 사실은 이러한 변화들이 삼성의 내재가치를 더 상승시키고 한국의 발전 및 번영의 다음 단계로의 도약을 촉진하기 위해 핵심 전략 산업에 대한 투자 확대를 가능하게 할 것입니다.

핵심 요약	5
삼성그룹 - 역사적으로 중요한 시점에서 서 있는 대한민국의 챔피언	10
삼성물산 - 내재가치의 검토	17
삼성물산 - SCT 가치 격차의 원인	27
가치 제고 조치	36
결론	45
<i>부록 A - SCT 가치 격차의 내용</i>	47
<i>부록 B - SCT의 운영 사업에 대한 환기</i>	49
<i>부록 C - 지주회사 중심의 그룹 구조 정비의 예시로서의 수평적 분할-합병</i>	55

핵심 요약

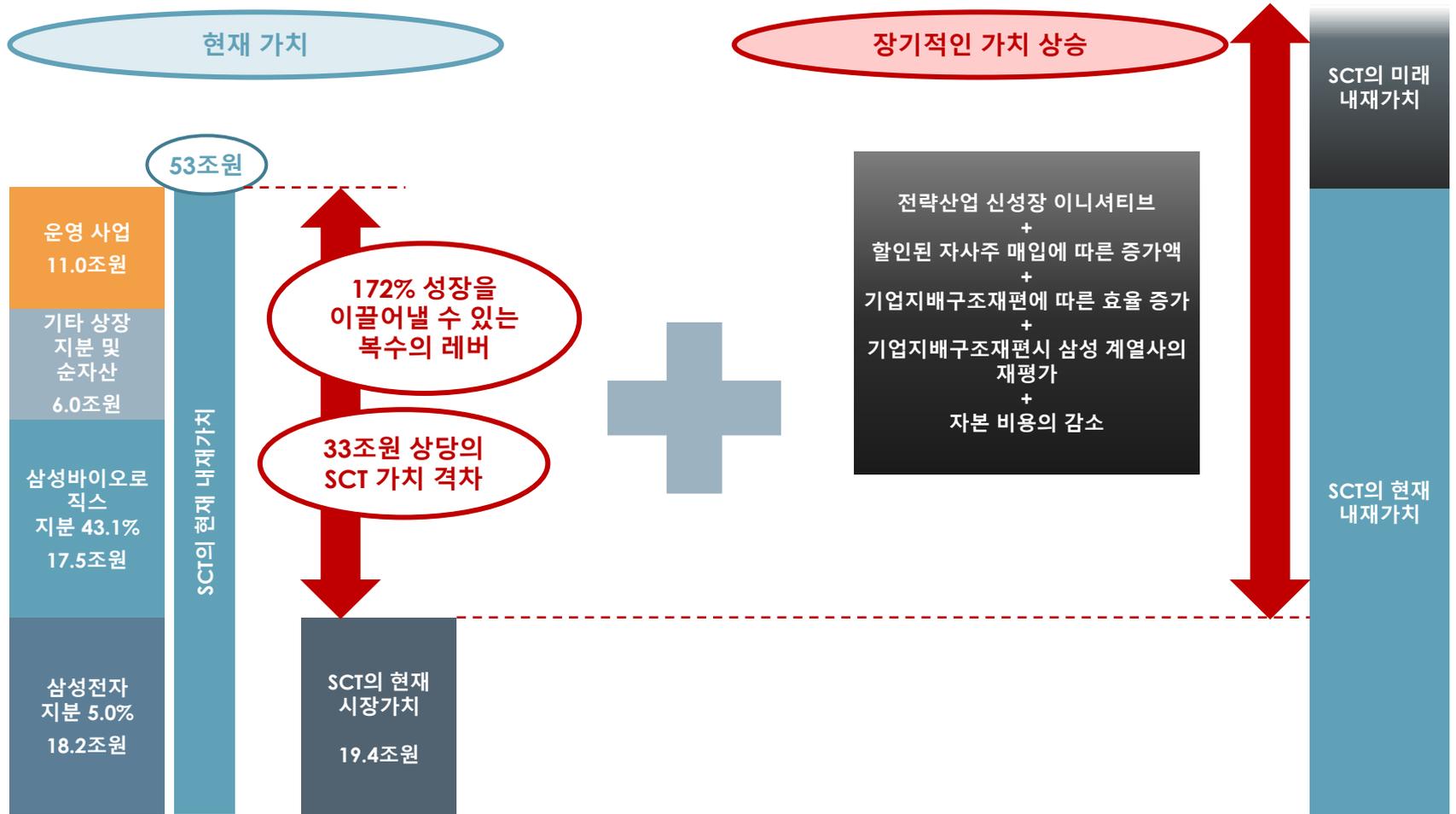


삼성물산 주식회사(028260 KS) – “SCT” – 분명한 변화의 기폭제를 포함하는 초저평가 자산(Deep Value) 투자 기회

<p>시가총액(1): 19.4조원 NAV: 52.7조원</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 삼성물산(“SCT”)은 한국 최대 기업집단인 삼성그룹의 실질적인 지주회사임
<p>NAV 대비 63% 할인율 NAV 중 약 ¼는 상장사</p>	<ul style="list-style-type: none"> • SCT를 그 내재가치의 63%라는 대폭 할인된 가격에 매수할 수 있는 기회 – 33조원 상당의 가치 불균형(“SCT 가치 격차”) • 내재가치 중 77%는 유동성이 있는 상장 증권으로 보유 중인 전략적 지분으로 구성(세후 시장가치 기준) • 매출액 39조원, EBIT 1.8조원을 창출하는 비상장 운영 사업은 시장에서 전혀 평가받지 못함 • 지나치게 높은 할인율의 원인이 되는 요인들은 영구적이지 않으며, 충분히 해소될 수 있음
<p>기폭제 – 가치 실현 성장 촉진 모든 이해관계자들을 위한 이익</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Palliser는 설득력 있는 에쿼티 스토리를 마련하고 주주들의 관심을 이끌어 낼 여러 단기적 및 장기적 가치 제고 조치들을 경영진에게 제안함 <ul style="list-style-type: none"> • 주주들에게 적절한 수익을 제공하면서 자본을 최선의 기회에 분배하는 신중하고 향상된 자본배분체계를 통해 내재가치의 장기 성장 촉진 • 투자자 신뢰 재건, 의사결정 최적화 및 시장이 SCT의 자산 및 투자 계획을 제대로 이해하고 평가할 수 있도록 하기 위한 지배구조 및 투명성 개선 • 삼성의 복잡한 그룹구조에 대한 검토를 통해 구조적 비효율성 해소 • 이러한 조치는 (주주들 뿐만 아니라) 모든 이해관계자들을 위한 긍정적인 변화를 이끌어낼 것임
<p>개선되고 있는 한국의 기업지배구조</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 한국의 기업지배구조는 투명성이 확대되고 투자자 중심으로 전환되는 변화의 조짐을 보이고 있음 • 국내 투자자들이 이끄는 주주참여를 받아들이고 있는 추세 • 정부는 “코리아 디스카운트”를 해소하고 지배구조를 개선할 필요성을 인지하고 있음 • 일본은 지배구조 변화의 긍정적 영향 및 기업들이 자본 효율성 및 수익성을 개선하도록 장려하는 유의미한 사례가 되고 있음
<p>Palliser Capital</p>	<ul style="list-style-type: none"> • SCT 지분 0.62%를 보유하고 있는 주요 투자자인 Palliser Capital은 SCT에 대하여 수차례 주주관여활동을 진행해왔고 SCT 투자 기회에 대해 강한 확신을 가지고 있음 • Palliser의 투자팀은 수십년간 한국 및 아시아에 투자한 경험을 바탕으로 서로에게 유익한 변화를 달성하기 위한 수단으로 장기적이고 건설적인 주주관여 활동에 초점을 두고 있음

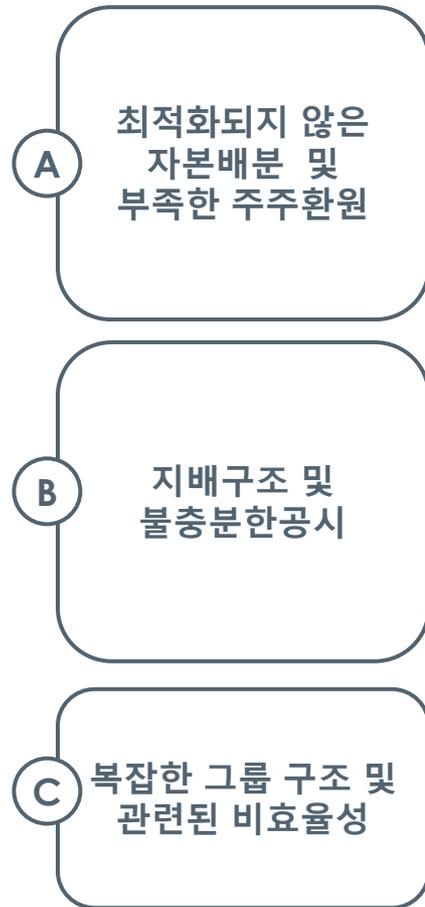
SCT - 대폭 할인된 우량 자산

NAV 대비 63%라는 SCT의 할인율은 과도하며, 33조원 상당의 잠재가치는 충분히 현실화될 수 있습니다. 장기적으로는 기업구조조정과 추가적인 성장 투자를 통하여 지속적인 가치 상승을 이끌어낼 수 있습니다.



출처: 회사 데이터, Palliser 분석, 2023. 12. 1. 기준 시장 데이터
 주: -상장 지분의 가치는 추정된 양도소득세 공제 후 기준으로 산정되었습니다.

SCT 가치 격차의 핵심 원인



해결방안 - 가치 제고 조치

1 자본배분체계의 최적화 및 성장의 촉진

- 체계적이고 수익 지향적인 방식으로 자본을 최선의 기회에 배분
- 초과자본을 파악하고 최적화된 체계에 따라 재배분
- 주주환원을 핵심 사업의 실적 뿐만 아니라 계열사 배당금과 연동

2 종합적인 지배구조 및 IR 개선

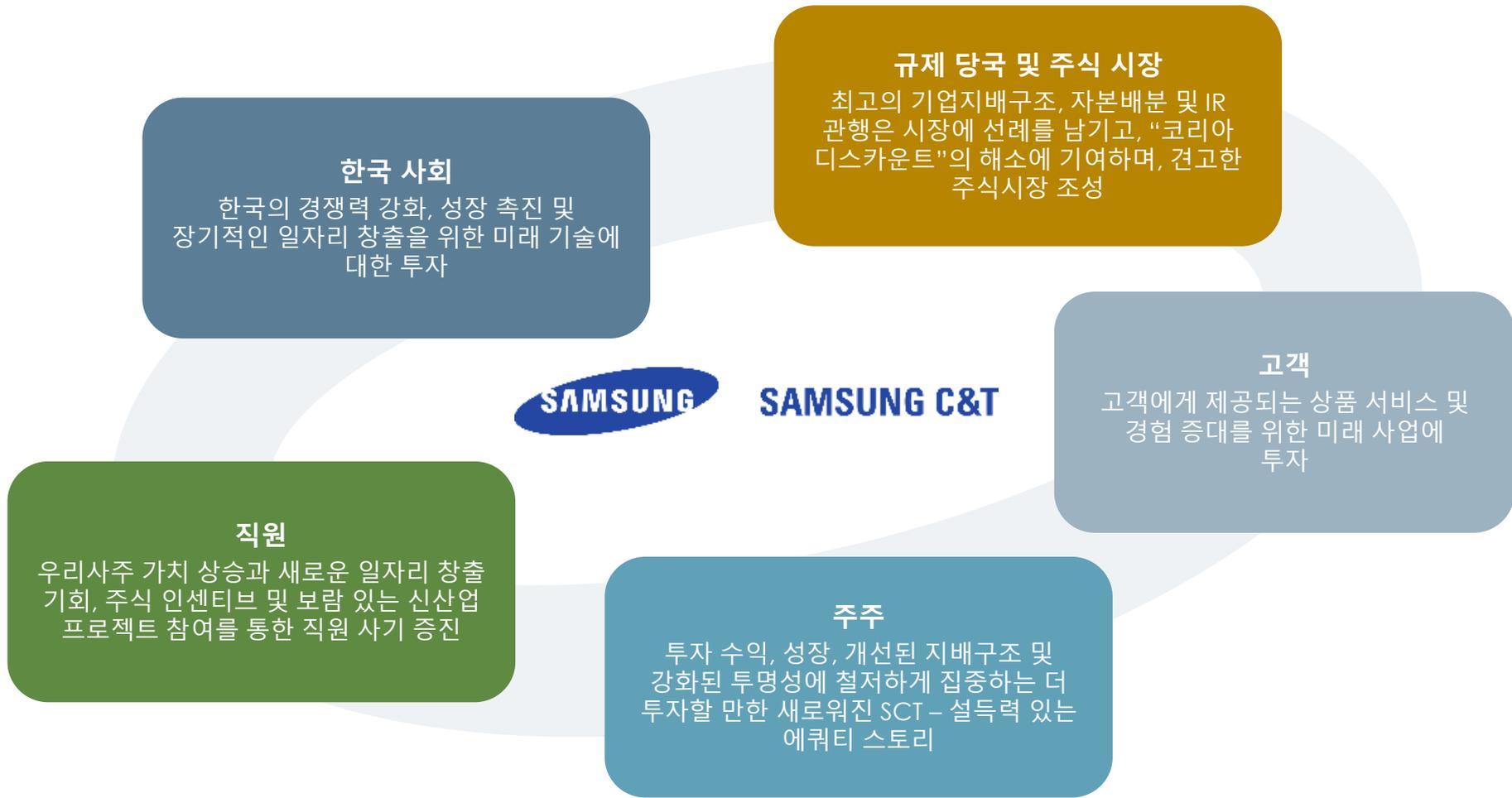
- 단기간 내에 2.8조원 상당의 자사주 소각을 통한 투자자 신뢰 재건
- 리더십, 이사회 및 보수 구조의 개선
- 투자자에 대한 소통 및 공시 개선을 통한 투명성 제고

3 삼성그룹의 구조에 대한 전략적 검토

- 그룹 전반의 비효율성 감소를 위한 지주회사 전환에 대한 공개적인 검토 수행

... 모든 이해관계자들을 위한 이익

가치 제고 조치들은 자본배분 최적화 및 지속가능한 미래 성장에 대한 분명한 전략과 강한 의지를 토대로 개선된 SCT를 통해 모든 이해관계자들에게 상당한 이익 실현을 제공할 것입니다.





**삼성그룹 - 역사적으로 중요한 시점에서 서 있는
대한민국의 챔피언**

삼성그룹은 한국의 발전에 핵심적인 역할을 담당하였습니다.

삼성그룹은 다양한 산업에 걸쳐 혁신을 주도함으로써 한국이 급격한 현대화를 통해 주요 경제 선진국으로 발돋움하는 데에 중요한 역할을 담당하였습니다.



- 대한민국의 경제 성장에 있어 삼성 일가의 영향력 및 기여는 한국과 전세계에서 높게 인정받고 있습니다.



삼성그룹은 여전히 한국의 최대 대기업입니다.

삼성의 상장 자산 가치는 약 \$5000억(650조원)이며 그중 대부분은 기술 및 바이오 부문에 해당합니다. 그러나, 아직도 상당한 자본과 노력이 삼성의 미래 비전과 현대화된 한국의 발전 니즈에 더 이상 적합하지 않은 구(舊)경제 하에서의 사업에 투입된 채로 있습니다.

SAMSUNG



코스피의
약 30%

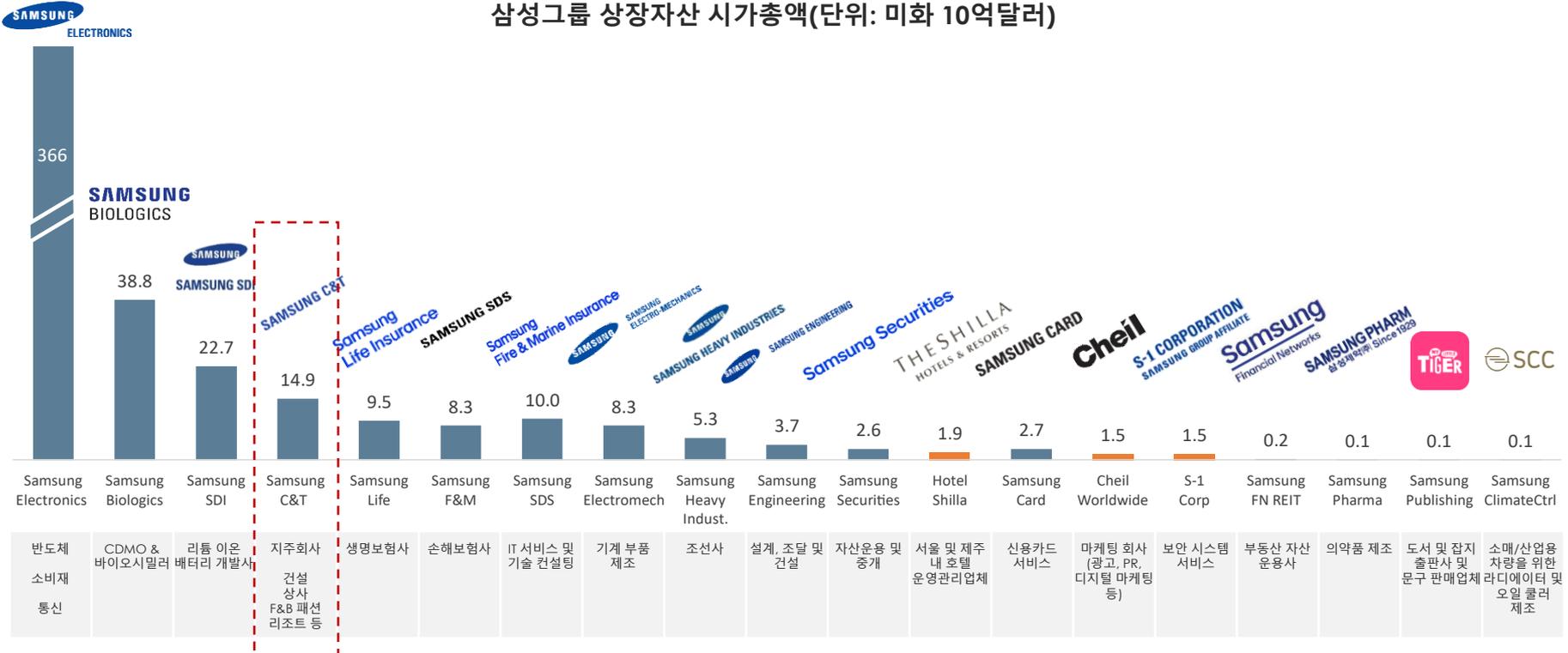


한국 GDP의
약 20%



전세계 직원 수
40만+

삼성그룹 상장자산 시가총액(단위: 미화 10억달러)



출처: 회사, 닛케이, 코리아헤럴드, 코리아타임즈; 2023. 12. 1. 기준 시장 데이터

삼성그룹은 과거 여러 도전과제를 직면하였습니다 ... 그러나 삼성은 한국의 발전 및 성장에 중요한 역할을 수행할 것입니다.

2015년 SCT-제일모직 합병 이후의 기간은 삼성그룹에 도전적인 시간이었으나, 이제 기업의 재활성화와 한국의 글로벌 경쟁력 제고에 다시 새롭게 초점이 집중되고 있습니다.



• 주요 지배구조개편 계획은 SCT-제일모직 합병으로 **2015년 시작**

• 그룹 구조를 단순화하고 조직 구조를 개선하려는 데에 목적을 둠

• SCT가 **궁극적으로** 수평적인 지배구조와 효율적인 자본배분을 기반으로 하는 **지주회사로 전환하기 위해** 추가적인 기업지배구조개편 과정을 거칠 것이라고 예상됨

• 지배구조개편은 SCT-제일모직 합병이 조사 대상이 되면서 **중단됨**

• 이재용 부회장은 경영 일선에서 일시적으로 물러남

• 삼성그룹의 컨트롤 타워였던 미래전략실이 해체됨

• 그룹을 세계적인 기업으로 성장시킨 **이건희 회장의** 별세로 그의 지분은 직계가족에 승계됨

• 삼성 창업주 일가는 귀속된 상속세 납부를 위해 일부 주식을 매도함

• 삼성그룹의 성장 및 수익성이 최근 수년 동안 둔화되어 다음 단계의 성장이 어디에서 올 것인지에 대한 시장의 의문 존재

• 이재용 회장은 삼성그룹의 수장으로 복귀하면서 **미래 기술, 혁신 및 창의력에** 투자할 것을 약속함



앞으로 더욱 열심히 뛰어서 기업인의 책무와 소임을 다하겠다. 지속적인 투자와 청년 일자리 창출로 경제에 힘을 보태고, 국민 여러분이 기대와 정부의 배려에 보답하겠다.

이재용, 2022년 8월

출처: 한국경제, 2022년 8월 12일

지금은 더 과감하고 도전적으로 나서야 할 때 [...] 세상에 없는 기술에 투자해야 한다. 미래 기술에 우리의 생존이 달려있다.

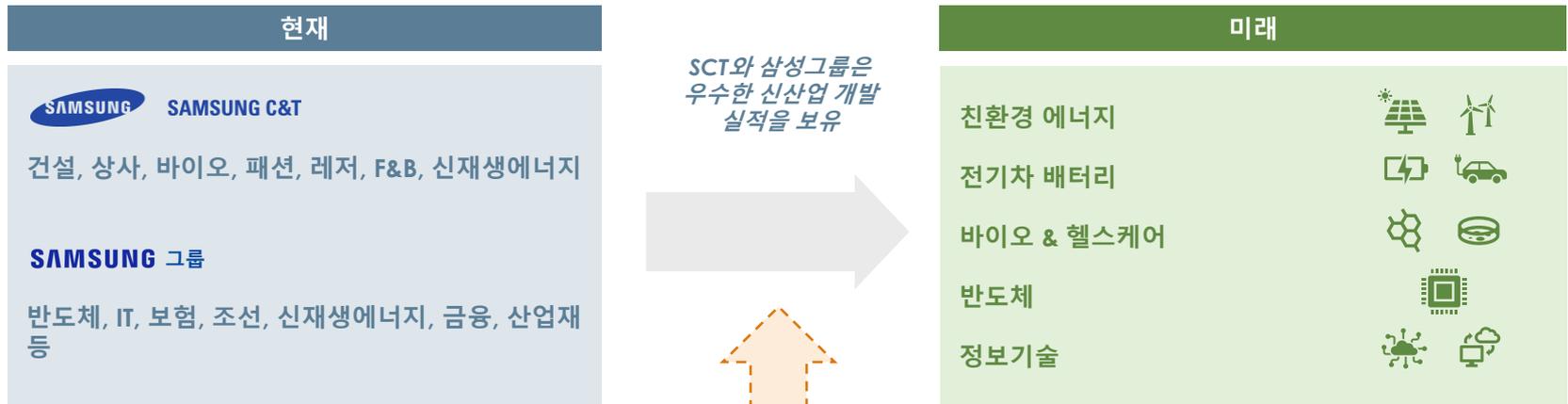
이재용, 2022년 10월

출처: 헤럴드 경제, 2022년 10월 27일

SCT는 신사업 분야에 투자함으로써 기술 및 바이오/헬스케어 부문에 관한 그룹의 과감한 미래 성장 로드맵에 기여하고 있습니다.

역동적 혁신성장을 위한 삼성의 미래: ... 삼성전자 및 관계사들은 향후 5년간 반도체, 바이오 및 IT에 450조원(약 US\$3,550 억)을 투자할 계획임

— 삼성전자, 2022년 5월

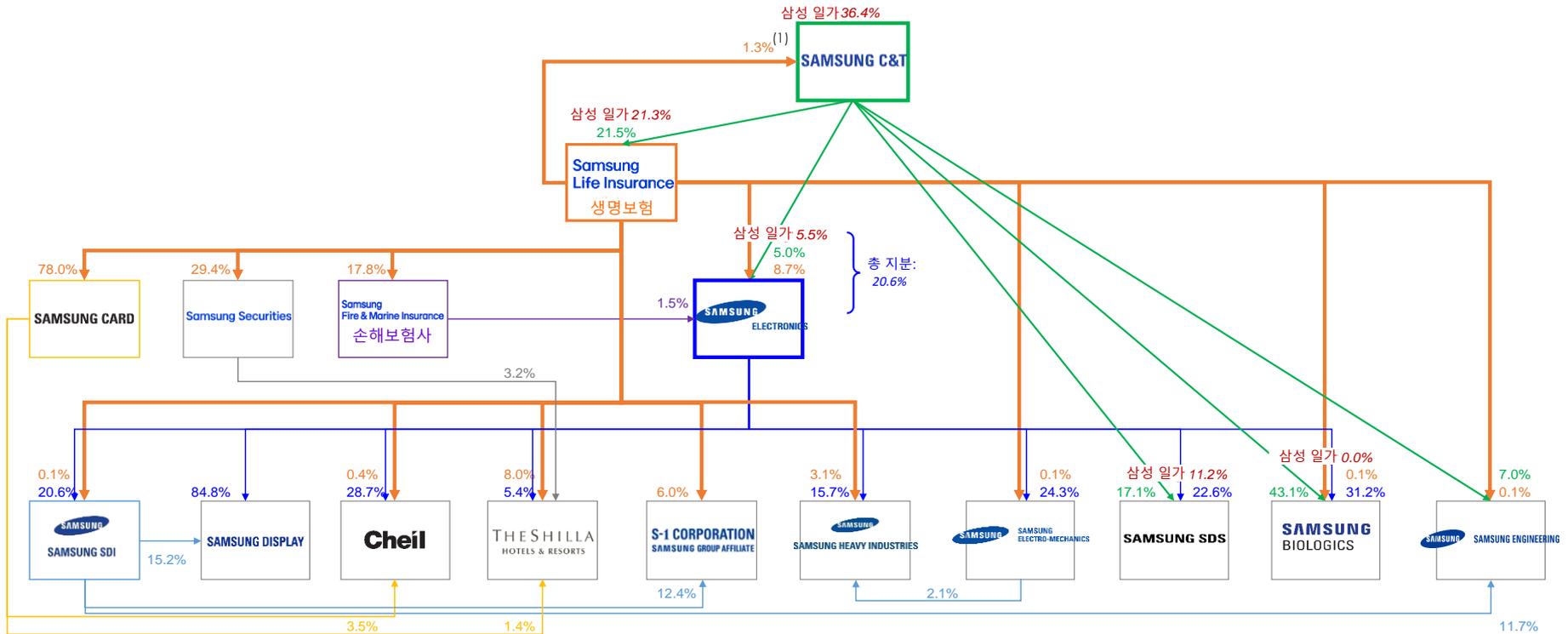


전략적 질문:

- 기술/바이오 이외 부문의 성숙사업들은 SCT와 삼성그룹의 새로운 여정에서 어떠한 역할을 할 것인가? (주요 일자리 제공자 vs. 제한적인 성장 잠재력, 제한적인 시너지, 자본 및 경영 자원 소비)
- 현재의 그룹 구조 및 포트폴리오를 유지하는 것이 삼성의 경쟁우위와 유연성을 감소시켜 중요한 신성장 분야에서 기회를 포착하기 위한 삼성의 능력에 핸디캡으로 작용할 가능성이 있는가?

삼성의 기업구조는 불필요하게 복잡하고 비효율적입니다 - 전체적인 기업구조개편은 미래에 투자를 더 촉진시킬 것입니다.

SCT는 삼성그룹의 실질적인 지주회사로서 핵심적인 역할을 합니다. 그룹의 복잡한 구조는 비효율성을 초래하여 민첩성을 저해하고 의사결정과정을 지연시키며 그룹사들의 저평가로 이어집니다.



출처: 회사, 언론, 애널리스트 리서치
 주: - % 수치는 추정된 의결권 지분(자사주 제외)임
 (1) 삼성생명공익재단 지분 포함

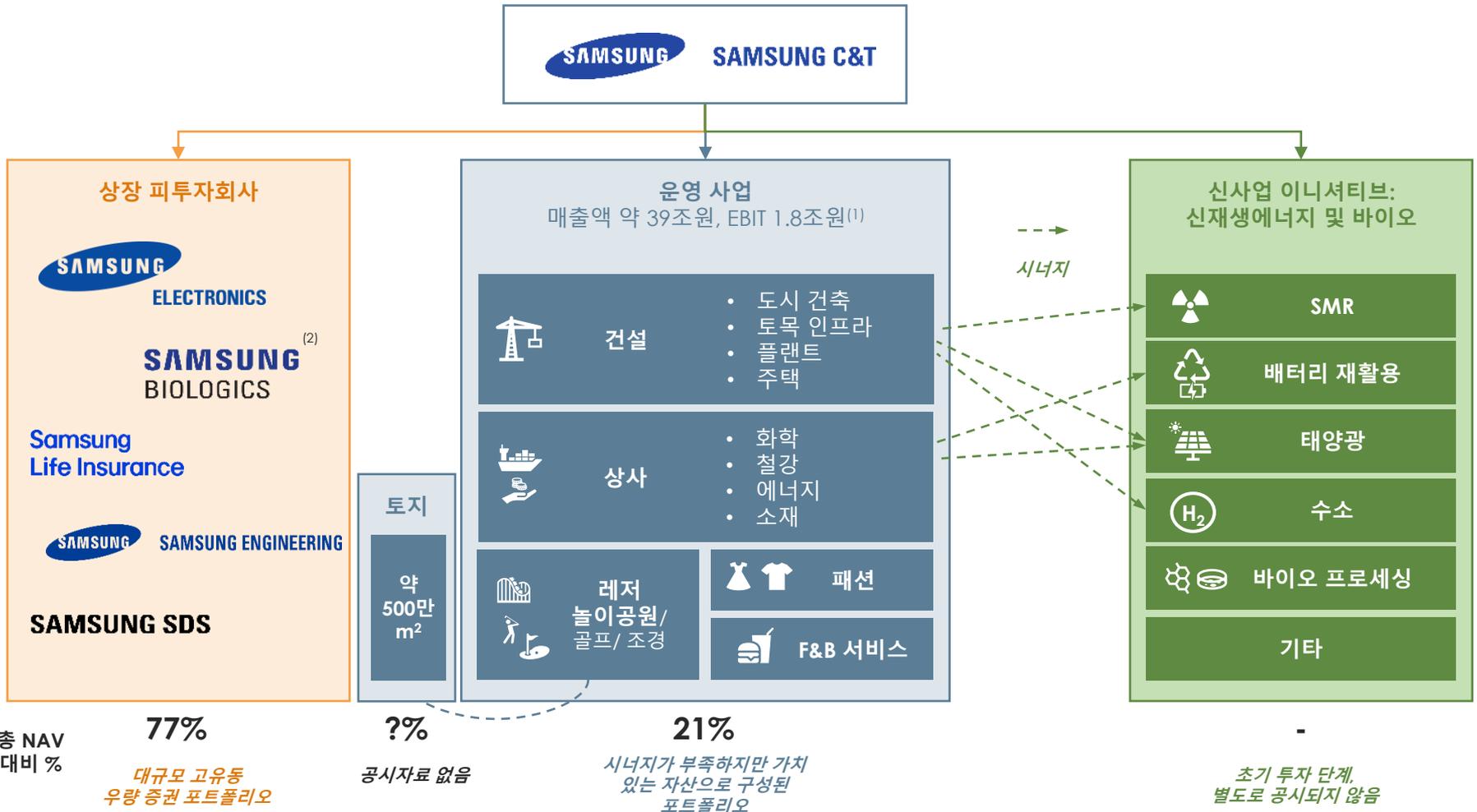
- 삼성 일가 = 홍라희 / 이재용 / 이부진 / 이서현

삼성물산 - 내재가치의 검토



SCT 개요 - 가치 있는 자산의 폭넓은 집합체

일련의 M&A 거래를 통해 설립된 SCT는 다양한 매력적인 사업들 간에 시너지 창출 효과가 제한적입니다. 경영진은 최근 신재생에너지 및 바이오 투자를 중심으로 전략적 초점을 재설정하였다고 발표하였습니다.



출처: 회사, 애널리스트 리서치, Palliser 분석
 주: (1) FY23E (2) 삼성바이오로직스는 SCT의 회계연결대상이지만 경영진은 다름

SCT의 내재가치는 현재 시가총액의 약 3배이며, 그 중 77%는 유동성 있는 상장 증권이 차지하고 있습니다.

SCT 주가는 회사가 보유하고 있는 상장자산이 상당히 저평가 되고 있을 뿐만 아니라 독립된 핵심 사업들에 아무런 가치(zero-value)가 부여되지 않고 있음을 보여줍니다.

	지분율 %	세후	세후	내재가치	내재가치
		지분가치 \$10억	지분가치 1조원	대비 % %	대비 % %
상장 자산					
삼성바이오로직스	43.1%	13.4	17.5	33%	90%
삼성전자	5.0%	13.9	18.2	35%	94%
삼성생명	19.3%	1.6	2.1	4%	11%
삼성SDS	17.1%	1.7	2.2	4%	11%
삼성엔지니어링	7.0%	0.3	0.3	1%	2%
총 상장 자산		30.9	40.4	77%	208%

	컨센서스	내재	주식가치	주식가치	내재가치	내재가치
	EBITDA 24E \$10억	EV/EBITDA 배수 x				
운영 사업						
건설	0.90	4.8x	4.3	5.6	11%	29%
상사	0.27	5.5x	1.5	2.0	4%	10%
패션	0.18	5.4x	1.0	1.3	2%	7%
레저	0.08	4.1x	0.3	0.4	1%	2%
F&B	0.11	11.7x	1.3	1.7	3%	9%
바이오로직스 외 운영 사업	1.55	5.5x	8.4	11.0	21%	57%
현금 및 현금성자산			2.2	2.8	5%	15%
금융상품 및 자산			1.3	1.7	3%	9%
부채			(2.4)	(3.2)	(6%)	(16%)
초과토지			?	?		

내재가치(NAV)	40.4	52.7	100%	272%
삼성물산 시가총액(자사주 제외)	14.9	19.4		
	\$	KRW		
발행주식수(백만)	164 ⁽⁴⁾	164		
주당 내재가치	246.7	322,118		
주가	90.8	118,600		
내재가치(NAV)에 대한 할인율	(63%)	(63%)		

유사기업 비교분석법, EV/EBITDA 24E⁽¹⁾

유사기업 비교분석법, EV/EBITDA 24E⁽²⁾

유사기업 비교분석법, EV/EBITDA 24E⁽³⁾

9.4%의 가중평균자본비용 & 2.0%의 영구성장률에 기초한 현금흐름할인법

8.3%의 가중평균자본비용 & 2.0%의 영구성장률에 기초한 현금흐름할인법

당기손익 공정가치 측정 자산 & 기타포괄손익 공정가치 측정 자산, 관계기업 공동기업, 금융상품 등

공시된 자료가 제한적이어서 에버랜드 인근 토지 가치는 반영되지 않았으나 그 가치가 최대 \$13억일 것으로 추정됨.

**33조원의 가치
실현 기회**

출처: 회사, 블룸버그, 애널리스트 리서치, Palliser 분석, 2023. 12. 1. 기준 시장 데이터; 2023. 9. 30. 기준 대차대조표 데이터

주: 1. 건설부문 유사상장기업: 현대건설, 대우건설 및 GS건설

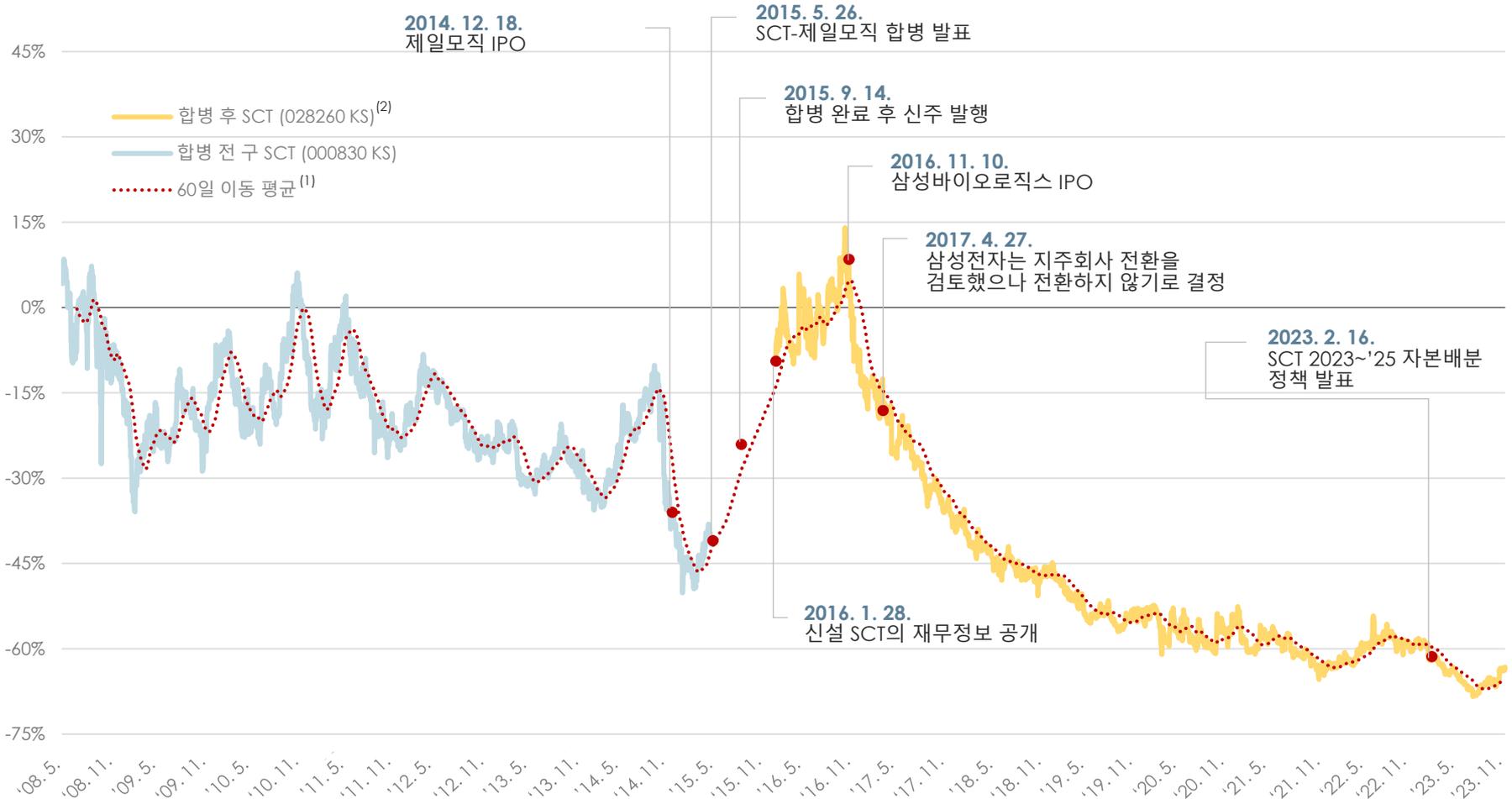
3. 패션부문 유사상장기업: 신세계인터내셔널

2. 상사부문 유사상장기업: 포스코인터내셔널, LX인터내셔널

4. 주식 수 = 164백만, 우선주 조정, 자사주 제외

내재가치 대비 주가 할인율은 역대 가장 높은 수준입니다.

할인폭은 수년동안 증가해왔습니다. 최근의 자본배분정책 업데이트를 포함한 SCT의 노력은 SCT 가치 격차 축소를 촉진시키기에는 역부족입니다.



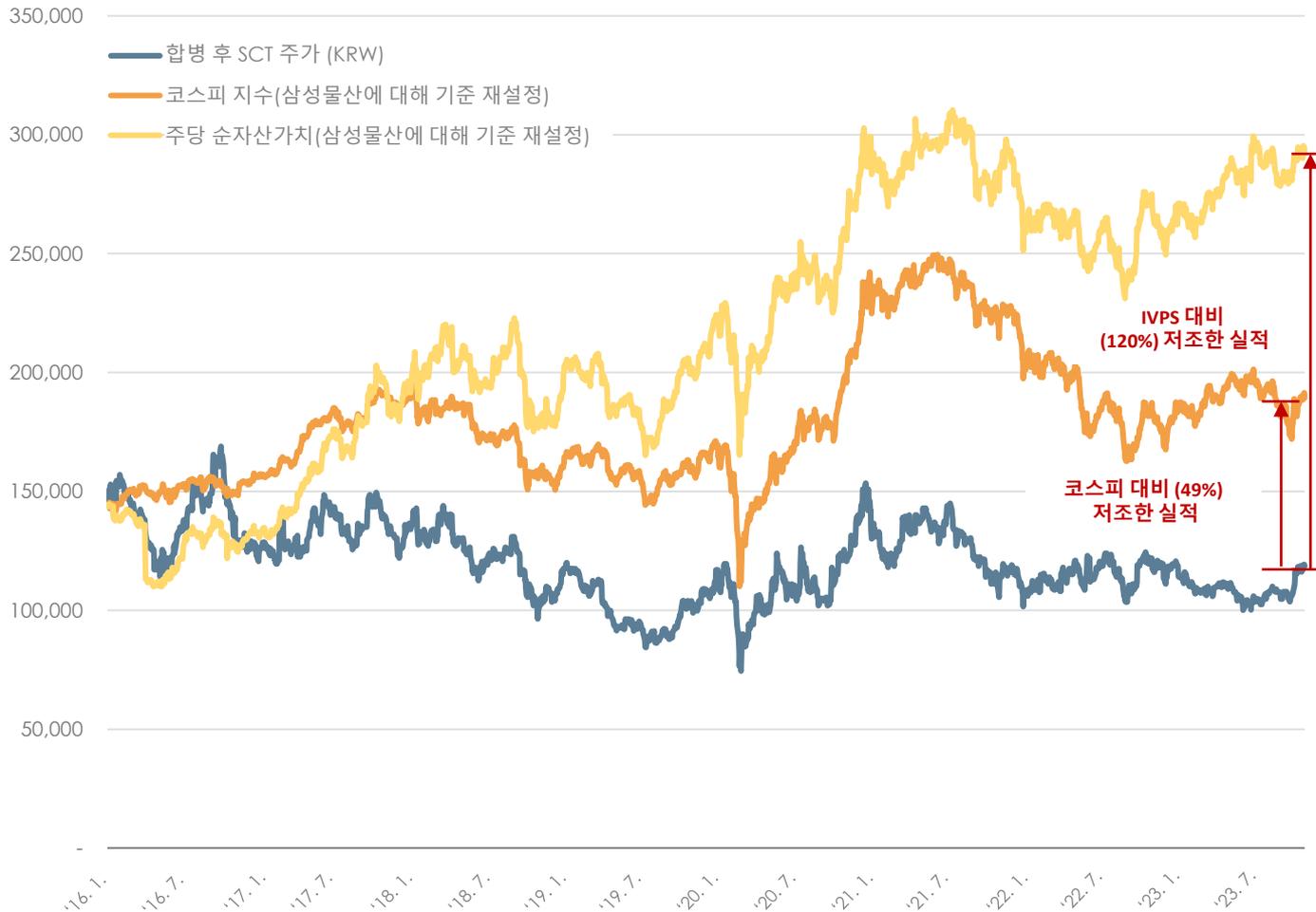
출처: 회사, 블룸버그, 언론, 애널리스트 리서치; Palliser 분석, 2023. 12. 1. 기준 시장 데이터

주: (1) 제일모직-삼성물산의 합병 발표일부터 합병 후 합병법인의 재무공시자료가 공개된 시점까지의 이동평균선을 선형보간한 도표

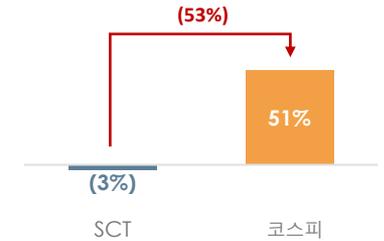
(2) 합병 후 역사적 NAV는 다음과 같이 산정됩니다. i) 상장 자산의 세후 시장가치를 사용, ii) 건설, 상사, 패션 및 F&B 부문에 유사상장기업의 선행 EV/EBITDA 배수를 적용, iii) 코스피 EV/EBITDA 배수를 레저부문에 할인 적용. 합병 후 신설 SCT의 NAV 대비 할인율은 합병된 법인의 재무공시자료가 최초로 공개된 시점부터 산정되었습니다.

SCT 주식은 사업의 실적이 우수했음에도 불구하고 제일모직 합병 이후로 코스피보다 저조한 실적을 기록하였습니다.

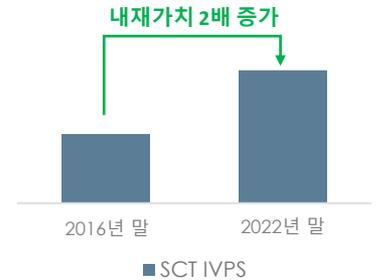
SCT의 주가는 핵심 사업 성장을 반영하고 있지 않습니다. 내재가치는 2배가 되었지만, 주가는 제일모직 합병 이후로 18% 하락했습니다.



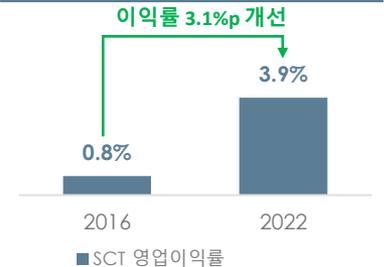
제일모직 합병 후 총 수익



주당 내재가치 (IVPS)



영업이익률 (바이오 외)⁽¹⁾



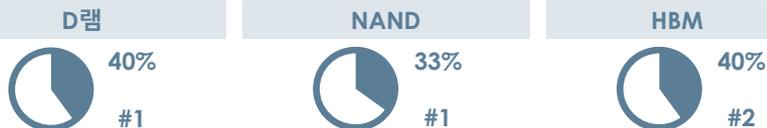
출처: 회사, 블룸버그, 애널리스트 리서치, 2023. 12. 1. 기준 시장 데이터
주: -도표 시작일은 합병 완료 후 합병법인의 재무공시자료가 최초로 공개된 시점(2016. 1. 28.)을 기준으로 산정되었습니다.
(1) 삼성바이오로직스 제외

SCT 주식은 수년 간 볼 수 없었던 수준에 세계적인 두 기업에 간접 투자할 수 있는 기회를 제공합니다 - (1) 삼성전자

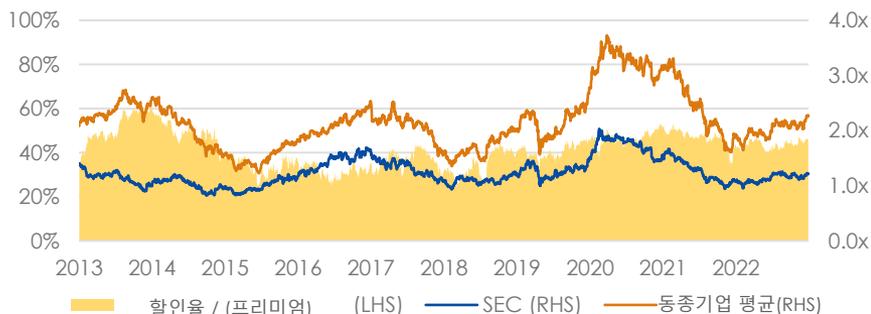
SCT 주식을 통한 저렴한 진입점에 더해, 삼성전자는 그룹 구조 개편 후 이익이 성장하고 동종기업 대비 할인율이 줄면서 재평가될 가능성이 큼니다.

- 세계 유수의 글로벌 반도체(메모리, S.LSI, 파운드리), 통신 및 소비자 가전제품 회사 - 한국의 대표 기업
- 시가총액 477조원(\$3660억), 순현금 보유액 83조원(\$610억)
- 스마트폰 출고량 기준 세계 시장 점유율 1위, 애플과 함께 프리미엄 부문에서 지배적인 업체
- SEC는 메모리칩 사이클이 하한을 기록한 와중에 더 완만한 자본적 지출을 기록하면서 D램(DRAM) 및 낸드(NAND) 주기가 상승국면에 접어들 준비가 되어있음
- 주기의 회복, 대규모 현금보유액을 활용한 미래 성장 이니셔티브 및 HBM AI 메모리칩 시장에서의 상승 여력에 힘입어 이익이 성장할 높은 잠재력

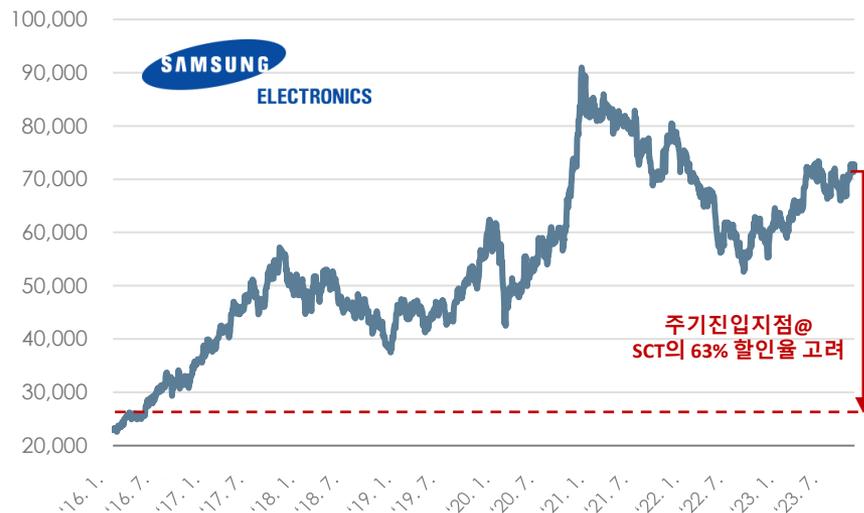
메모리칩 부문에서의 지배적인 시장점유율



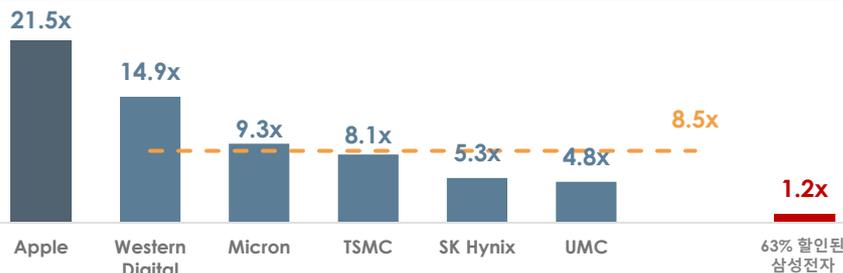
P / B (후행)⁽¹⁾



제일모직 합병 이후 주가 실적(단위: 원)



유사상장기업 EV / EBITDA 24E



출처: 회사, 블룸버그, 애널리스트 리서치, 카운터포인트; 2023. 12. 1. 기준 시장 데이터
 주: (1) 동종기업에는 SK하이닉스(000660 KS), 마이크론(MU US), 웨스턴디지털(WDC US), TSMC(2330 TT), UMC(2303 TT)가 포함됩니다.

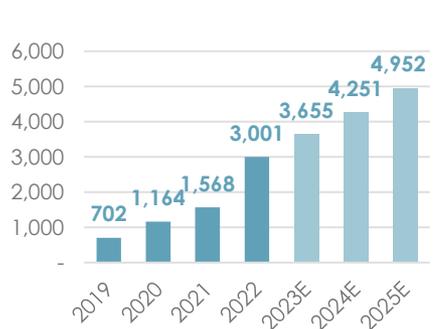
SCT 주식은 수년 간 볼 수 없었던 수준에 세계적인 두 기업에 간접 투자할 수 있는 기회를 제공합니다 - (2) 삼성바이오로직스

삼성바이오로직스는 탑티어 글로벌 CDMO 회사 대열에 속합니다. SCT의 높은 거래 할인율은 이러한 우량 주식을 보유하기 위한 매우 매력적인 진입 밸류에이션을 제공합니다.

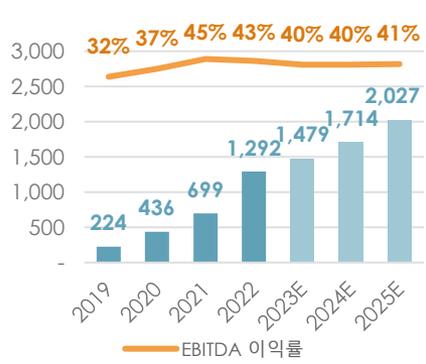
- 글로벌 바이오 제약사와 협업하는 세계 유수의 CDMO 서비스 제공자 및 바이오시밀러 개발사
- 시가총액 51조원(\$390억)
- 총 604KL 용량의 CDMO 공장 4개 보유 + 2025년까지 5번째 공장 증설 예정
- 14개 대형 제약사와의 장기 계약 보유
- 삼성바이오로직스는 2011년에 설립되어 2016년 SCT에서 분할됨

CMO 포트폴리오		CDO 제품	바이오시밀러 파트너
항체	mRNA	항체 치료제 생산에 필요한 세포주 대량배양	
	세포·유전자 치료제		
	ADC ⁽¹⁾		

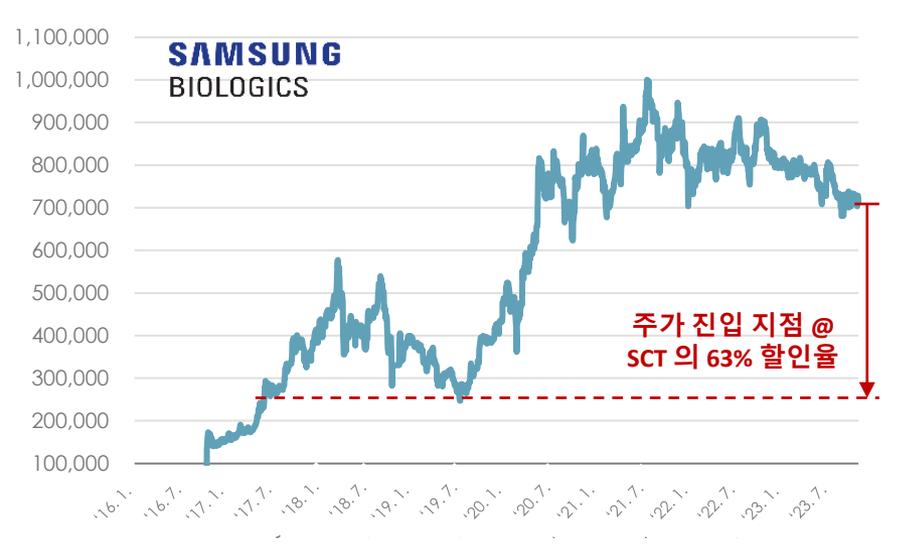
매출액(10억원)



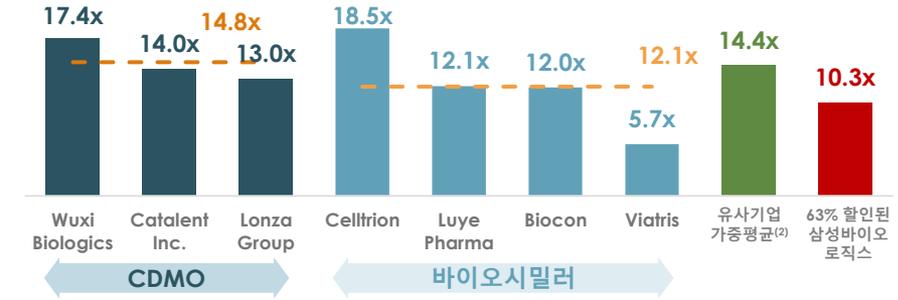
EBITDA (10억원)



(제일모직 합병 후) IPO 이후 주가 실적(단위: 원)



유사상장기업 EV / EBITDA 24E



출처: 회사, 블룸버그, 애널리스트 리서처; 2023. 12. 1. 기준 시장 데이터

주: (1) ADC: 항체-약물 접합체 (2) 삼성바이오로직스의 CDMO / 바이오시밀러 영업이익 비중을 기준으로 가중치가 적용된 CDMO 유사기업 평균과 바이오시밀러 유사기업 평균의 평균

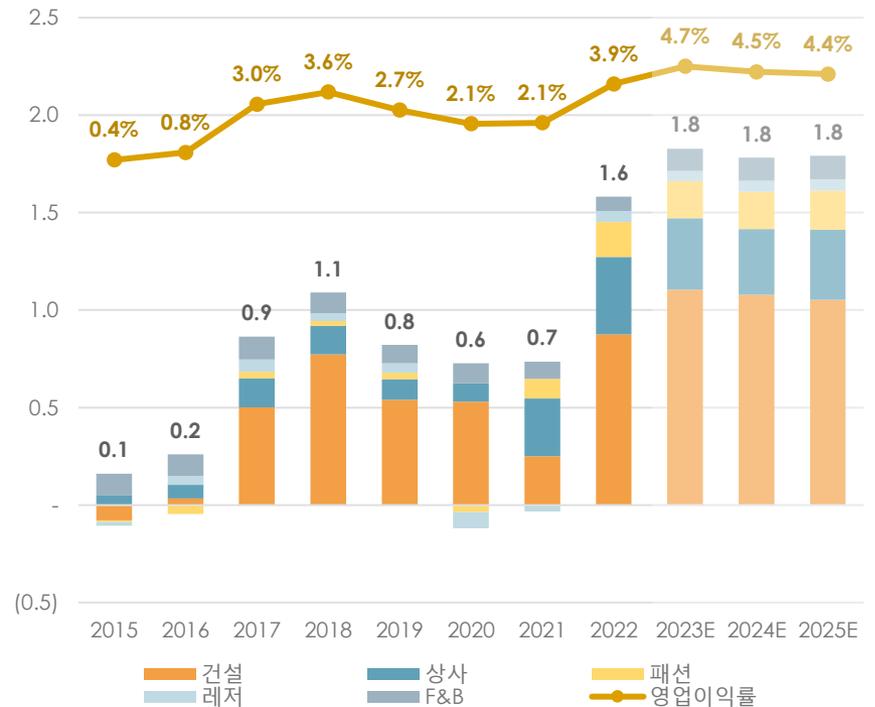
SCT의 운영 사업 - 시장의 가치평가에서 누락된, SCT 시가총액의 약 60%에 달하는, 상당한 가치의 근원

현재 SCT에서 잘 운영 중인 사업들에는 아무런 가치가 부여되고 있지 않습니다. 일부 부문은 GDP 성장률에 가까운 수준으로 성숙하였지만, 시장점유율이 높고 꾸준한 현금흐름을 창출하고 있습니다.

순 매출액(삼성바이오로직스 제외) (조원)



영업이익(삼성바이오로직스 제외) (조원)

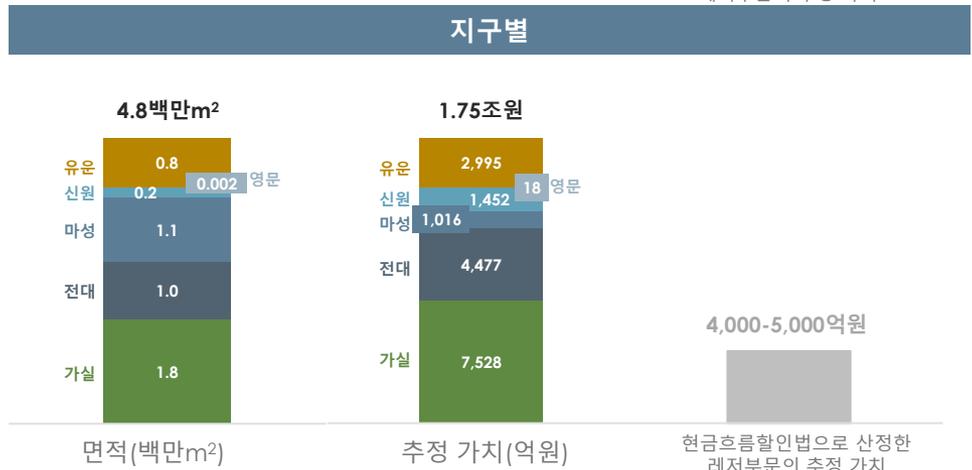
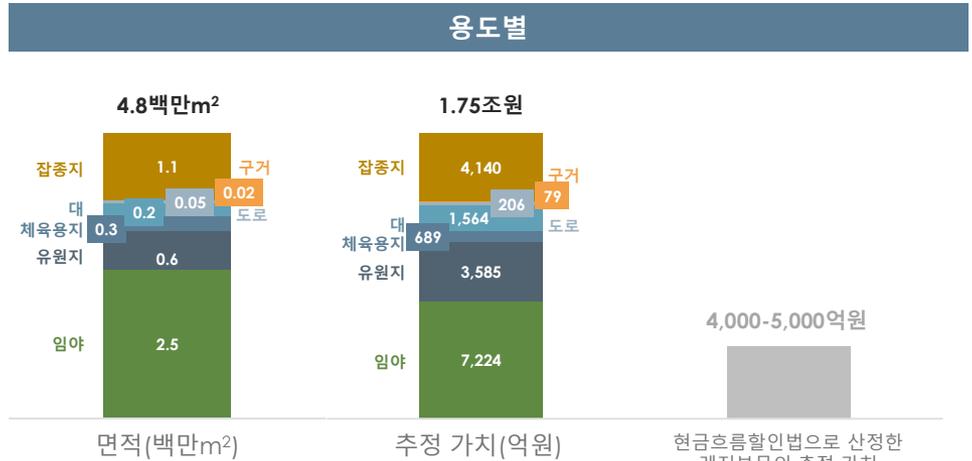


- 당사는 SCT 운영 사업의 가치가 11조원을 초과한다고 평가하고 있습니다. 안타깝게도, 이에 관한 공시자료는 도움이 안 될 정도로 개괄적이고 잉여 현금 흐름은 주주들에게 환원되지 않고 있기 때문에 시장은 이러한 자산들에 거의 주목하지 않고 있습니다.
- 건설부문과 상사부문은 국제적인 사업으로서, 신사업 이니셔티브 및 전체 그룹과의 시너지를 통해 성장 잠재력을 제공하는 반면, 다른 사업부문들은 내수에 집중된 사업으로 성장 잠재력이 낮습니다(자세한 내용은 부록 B 참조).
- 운영 사업들은 잘 관리되고 있습니다. 최근에 이익이 크게 개선되어 정상화 수준에 도달하였습니다.

출처: 회사, 애널리스트 리서치
 주: - 삼성바이오로직스는 삼성물산의 연결 대상이나 별개의 상장회사이므로 분석에서 제외되며, 삼성물산의 운영 사업으로도 분류하지 않음

가치 있는 미인식 토지자산을 방치하고 있는 SCT 레저부문

SCT 레저부문은 에버랜드 주변 지역에 약 1.7-1.8조원 상당의 토지(사용 중 + 미개발)를 보유하고 있는데, 이 수치는 레저부문 내재가치 추정치의 약 4배입니다 (Palliser의 내재가치 산정에 포함하지 않음).



출처: 회사, 유수의 국제 부동산 컨설팅 회사
 주: 토지의 가치 평가는 유수의 국제 부동산 회사와의 실사 기준으로 산정되었습니다.

SCT의 신사업 이니셔티브 - 유망한 부분에서의 투자가 상당한 규모이나 그에 대한 시장의 이해가 부족합니다.

잉여현금흐름은 친환경 에너지 및 바이오/헬스케어 프로젝트에 재투자되고 있습니다. 삼성은 우수한 신사업 개발 역력이 있음에도 이에 대한 공시가 제한적이기 때문에 시장에서 삼성물산의 중요한 프로젝트에 적절한 가치를 부여하지 못하고 있습니다.

- **주요 초점:** SCT 건설 및 상사부문과 일정 시너지를 내는 한국의 미래 성장 산업
- 적용된 투자체계 및 기회에 관한 제한적인 정보로 인해 시장에서 신사업 이니셔티브를 더 신중하게 평가했을 수 있음

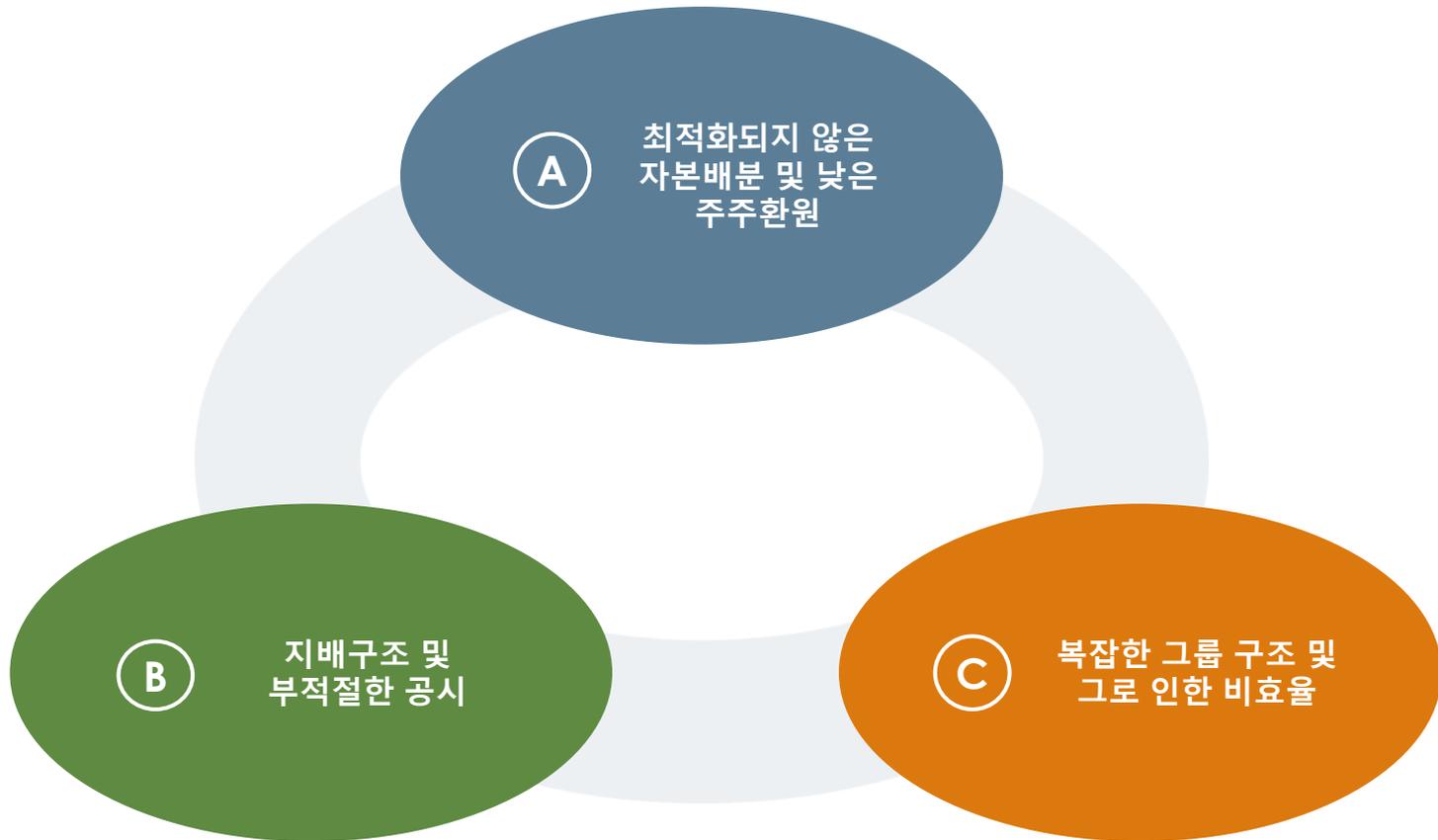


출처: 회사, 애널리스트 리서치
주: 회사와의 의사소통 내용에 기초한 Palliser의 추정치에 따른, 3-4조원 상당일 것으로 발표된 자본적 지출 내역

삼성물산 – SCT 가치 격차의 원인



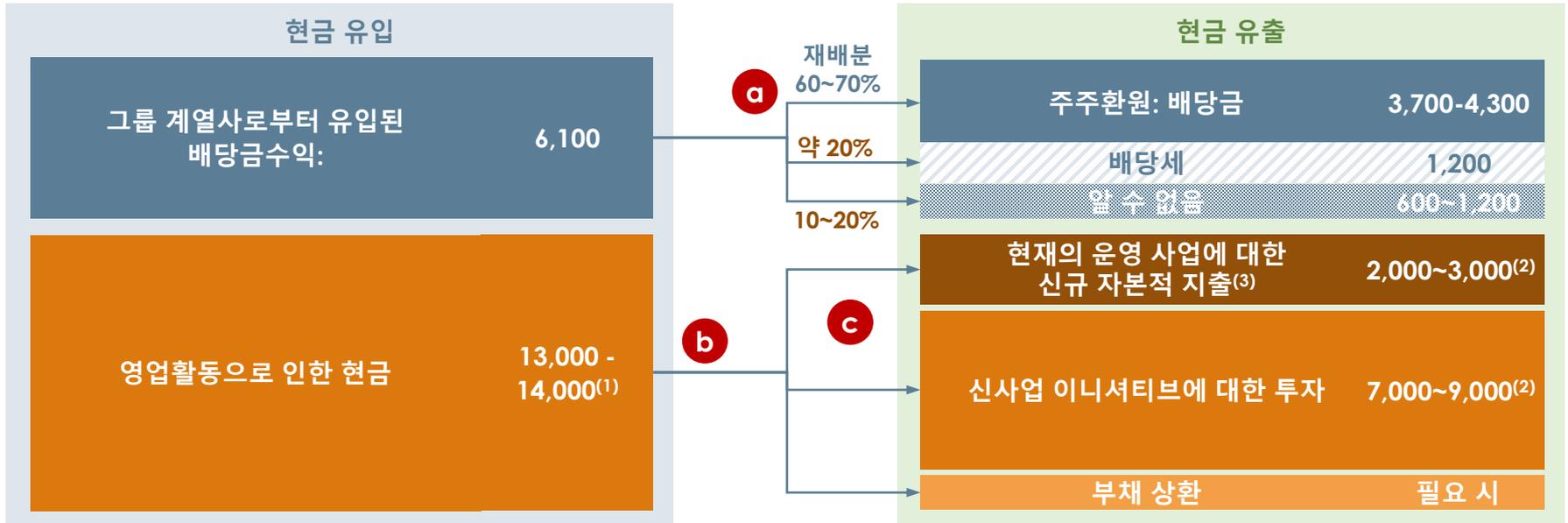
과도한 디스카운트의 발생요인은 여러가지가 있으나, 이러한 요인들은 모두 비교적 용이하게 해소될 수 있는 것들입니다.



A 자본배분: 현행 체계는 강력하지도, 효과적이지도 않습니다.

SCT의 자본배분체계와 이를 뒷받침하는 전략적 근거는 모호하고 이해하기 어렵습니다. 운영 사업에서 발생한 잉여현금흐름은 주주들에게 전혀 환원되지 않음으로써 인하여 많은 이들이 당해 사업의 가치 평가를 불가능하게 하고 있습니다.

현행 '24~'25 자본배분의 설명 (단위: 억원)



- a** • 주주환원책: 단순히 계열사로부터 지급받는 배당금 중 60~70%를 SCT를 거쳐 주주들에게 배당
- a** • 자사주 매입 없이 배당금만: 주주환원책은 NAV 대비 63% 할인된 가격으로 자사주를 매입할 수 있는, 가치를 크게 증가시킬 수 있는 기회를 배제함. 또한, 배당금은 많은 주주들의 입장에서는 자사주 매입 대비 세금 측면에서 비효율적임.
- b** • 영업활동으로 인한 잉여현금흐름이 주주 환원에 사용되지 않음: 전반적으로 낮은 주주환원율로 이어짐(가용 현금흐름의 약 25%가 주주들에게 환원됨)
- c** • 불분명한 투자체계, 기준수익률 또는 예상수익률: 따라서, 시장은 잠재적 가치가 있을 수 있는 투자를 위해 유보된 자본에 적은 가치를 부여함

출처: 회사, 애널리스트 리서치

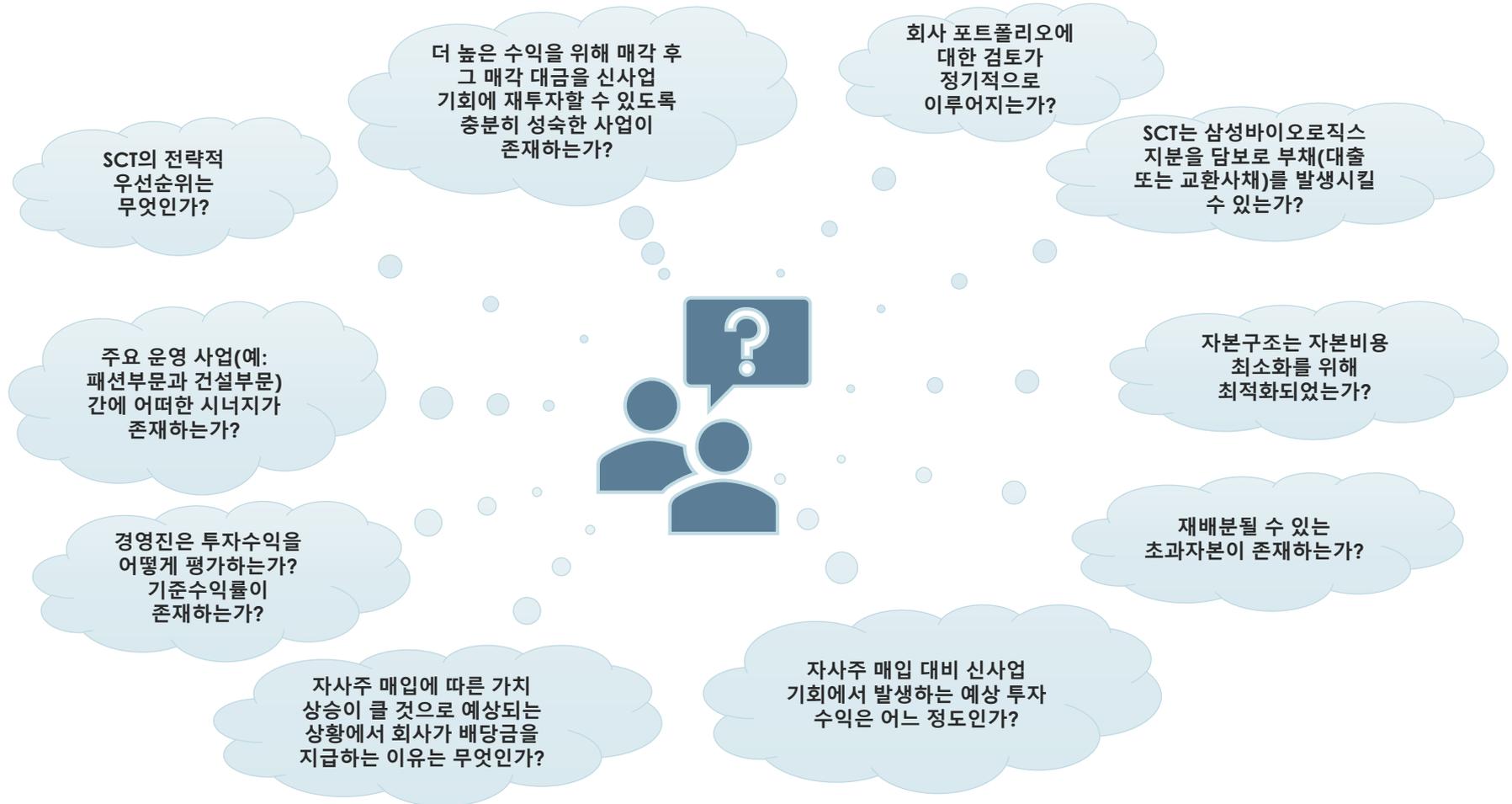
주: (1) 운영사업으로 인한 잉여현금흐름 1.3조 - 1.4조원에서 현재 집행되고 있는 약 3000억원 상당의 자본적 지출을 공제한 값

(2) 회사와의 의사소통에 기초한 Palliser의 추정치에 따른 자본적 지출 내역

(3) 현재 운영 중인 사업의 신규 자본적 지출은 운영 사업의 경쟁력을 더 강화하기 위해 현재 집행되고 있는 약 3000억원 상당의 자본적 지출에 더한 자본적 지출임.

A 자본배분: 풀리지 않은 투자자들의 의문들

투자자들이 자주 제기하는 의문의 유형을 보면 장기적으로 이해관계자들의 가치를 극대화하기 위해 SCT의 자본배분체계를 최적화함에 있어 어떤 부분이 시정되어야 하는지 알 수 있습니다.



B 지배구조: 추가적인 개선이 필요한 이사회 및 리더십 구조

최근에 있었던 지배구조 개선 조치를 환영하고, 이사회는 훌륭한 이사들로 구성되었으나, SCT는 더 나아가 i) 성별, 산업 및 고위경영자로서의 경험 등 다양성 측면에서 개선하여 이사회를 최적화해야 하고, ii) 명확한 경영 리더십을 선보여야 합니다.

사외이사



정병석
의장, 사외이사

학계, 정부

* (경력)



필립 코웨
사외이사

전력산업



제니스 리
사외이사

재무, 회계 및 인사



이상승
사외이사

학계



최중경
사외이사

정부

- 관련 산업 또는 (사장급) 고위경영자로서의 경험 부족
- 포트폴리오 관리 및 자본배분에 관한 입증된 전문성 제한적
- 성별 다양성의 부족
- 시차임기제
- 이사회가 경영진에 대해 이익/조언/지원을 제기/제공하기 위해서는 능력 및 경험의 다양성이 필요함

사내이사



고정석
대표이사 사장
(상사부문)⁽¹⁾



오세철
대표이사 사장
(건설부문)



정해린
대표이사 사장
(리조트부문)



이준서
부사장
(패션부문)

- 총 4명의 부문별로 공동 대표/리더가 존재하나, **회사 전체의 대표가 불분명함**
- 전 부문을 아우르는 대표가 없을 경우, 포트폴리오 최적화와 같은 어렵지만 꼭 필요한 자본배분 관련 의사결정이 회피 또는 지연될 수 있음

출처: 회사 데이터

주: (1) 2024. 3.에 임기가 종료되는 고정석 삼성물산 상사부문 대표이사 사장의 후임으로 이재연이 임명되었음이 2023. 11. 30. 발표됨.

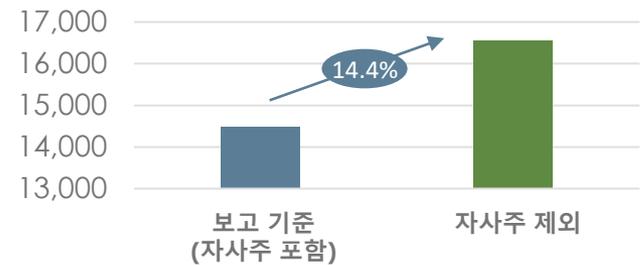
자사주는 주식수의 차이를 발생시키고 희석 위험을 제기합니다. 5년에 걸쳐 이러한 주식을 소각하고자 하는 현행 계획은 지나치게 오래 걸릴 뿐 아니라 자본환원이라고 잘못 표현되고 있습니다.

자사주면서도 자사주가 아닌

- 일반적으로 한국 투자자들은 주당 가치 또는 순이익을 산정할 때 자사주를 총 주식수에 포함시킴
- 그 이유는 타 관할권 대비 더 느슨한 자사주 규제로 인해 자사주가 경제적이지 못한 조건으로 재발행되어 소수주주의 지분을 희석시킬 수 있기 때문임
- 결과적으로, 상당한 수량의 SCT 미소각 자사주(발행주식의 13%)는 주요 오버행임

SCT 자사주 소각의 영향

LTM EPS ('23. Q2 현재)



보통주 신주 발행 vs. 자사주의 처분

	신주 발행	자사주의 처분
성격	회사는 주식 청약자로부터 대가를 받고 신주를 발행	회사는 매수인으로부터 대금을 받고 자사주를 이전
희석 위험	상법에 따라 원칙적으로 모든 주주들에게 비례적으로 <u>균등한 기회</u> 가 제공되어야 함	주주 평등 대우에 관한 규제의 부재
	정관에 따라 발행주식 총수의 30%를 초과하지 않는 범위까지 특정 제3자에게 배정이 허용됨	<u>회사 임의로</u> 특정 제3자에게 배정
평가	상법 및 정관에 따라 처분의 목적 및 범위가 제한됨	<u>이사회 결의</u> 만으로 특정 제3자에 처분 가능

공시

공시자료가 부족하면 투자자들이 회사, 특히 그 운영 사업을 제대로 이해하기 어려워져 당해 사업의 가치를 간과하게 됩니다.

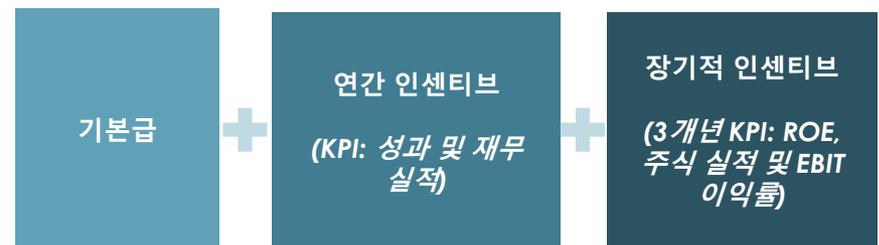
- ✘ 투자자의 고위 경영진에 대한 가시성이 부족함 – 예: 회사 경영진과의 분기별 인베스터 콜(investor call) 부재
- ✘ 회사 목표 및 자본배분체계에 대한 명확성 부족
- ✘ 제한적인 부문 수준의 정보 – 예: KPI, ROIC, 운전자본 등과 같은 추가 정보
- ✘ 기준/예상 수익, 투자 기간, 시장 규모 데이터, 예상 이익률 등과 같은 신사업 기회에 대한 정보 부족
- ✘ 영국의 공시 기준은 한국 공시와 동일하지 않음

경영진 보수 / 인센티브

SCT 가치 격차를 해소하기 위한 조치가 부족하다는 점은 경영진과 주주들의 이해관계가 충분히 조율되지 않았음을 역설합니다.

- ✘ 현행 경영진 보수 구조에 대한 공시는 그 적합성을 평가하기에는 충분하지 않음
- ✘ 경영진 KPI, 보수 목표액/기준 및 가중치가 공시되지 않음
- ✘ 상장 계열사들과 비교하여 인센티브가 운영 사업의 실적에 얼마나 연관되는지 명확하지 않음

현행 경영진 보수 구조의 설명



삼성그룹의 복잡한 그룹 구조는 삼성의 발전을 저해하는 비효율을 유발하고 핵심 그룹사들의 상당한 저평가로 이어집니다.



비효율적
자본배분

- 자본을 위험 조정 수익이 가장 높은 기회에 (재)배분할 수 있는 자유의 제한
- 주주환원은 부족하고, 개별 회사 및 그 주주들에 대한 최적화가 이루어졌는지 여부가 불분명함



지배구조 /
(부적합한) 조율

- 잠재적인 이해 상충
- 법인별 경영진 인센티브의 명확성 및 주주에 대한 그 조율의 부재



투자자 불확실성

- 미래 구조조정 계획 및 소수주주 대우 방식에 대한 명확성 부재는 SCT 주식의 위험 요소



세금 비효율

- SCT가 상장 계열사(주로 SEC)로부터 지급받는 배당금 수익에 대해서는 상당한 세금(약 20%)이 부과됨
- SCT가 만약 계열사 지분을 20% 이상 보유한다면(그룹 구조 재편 시 가능함), 배당금에 대해 (30%가 아닌) 80%의 익금불산입률을 누릴 수 있음



삼성전자
경영권에 관한
의문

- 독점규제 및 공정거래에 관한 법률("공정거래법")은 금융회사가 보유한 의결권을 15%로 제한함. 따라서, 삼성생명 및 그 계열사(즉, 기타 삼성그룹 계열사 및 총수 일가)의 삼성전자에 대한 지배력은 15%로 제한됨
- 보험업법 개정안은 삼성생명으로 하여금 계열사에 대한 보험회사의 익스포저 제한 요건을 충족하기 위해 SEC 지분의 상당 부분을 매도하도록 할 수 있음

내재가치 대비 높은 할인율(33조원의 가치 격차)은 자본 투자 및 가치 창출에 대한 시장의 일부 우려를 반영한 것입니다. 그러나 이러한 현상을 유지할 필요는 없습니다. 장기적인 성장을 견인하면서 모든 주주들을 위한 가치를 이끌어낼 일련의 장단기 조치를 통해 SCT의 에쿼티 스토리에 대한 투자자 신뢰를 제고할 기회가 존재합니다.

대한민국을 대표하는 기업집단으로서, 삼성은 이제 지배구조 및 자본배분 개선에 앞장서고 한국 시장과 사회 전체가 이득을 얻을 수 있도록 “코리아 디스카운트”의 해소를 도와야 할 때입니다. Palliser는 SCT가 긍정적인 변화를 이끄는 선제적인 결정을 내릴 수 있도록 지원할 준비가 되어있습니다.

가치 제고 조치



SCT 가치 격차의 핵심 원인

A 최적화되지 않은
자본배분 및
부족한 주주환원

B 지배구조 및
부적절한 공시

C 복잡한 그룹 구조 및
그로 인한 비효율

솔루션 - 가치 제고 조치

1 자본배분체계의 최적화 및 성장의 촉진

- 통제되고 수익 지향적인 방식으로 자본을 이용가능한 최선의 기회에 배분
- 초과자본을 파악하고 최적화된 체계에 따라 재배분
- 주주환원을 핵심 사업의 실적뿐만 아니라 계열사 배당금과 연결

2 종합적인 지배구조 및 IR 개선

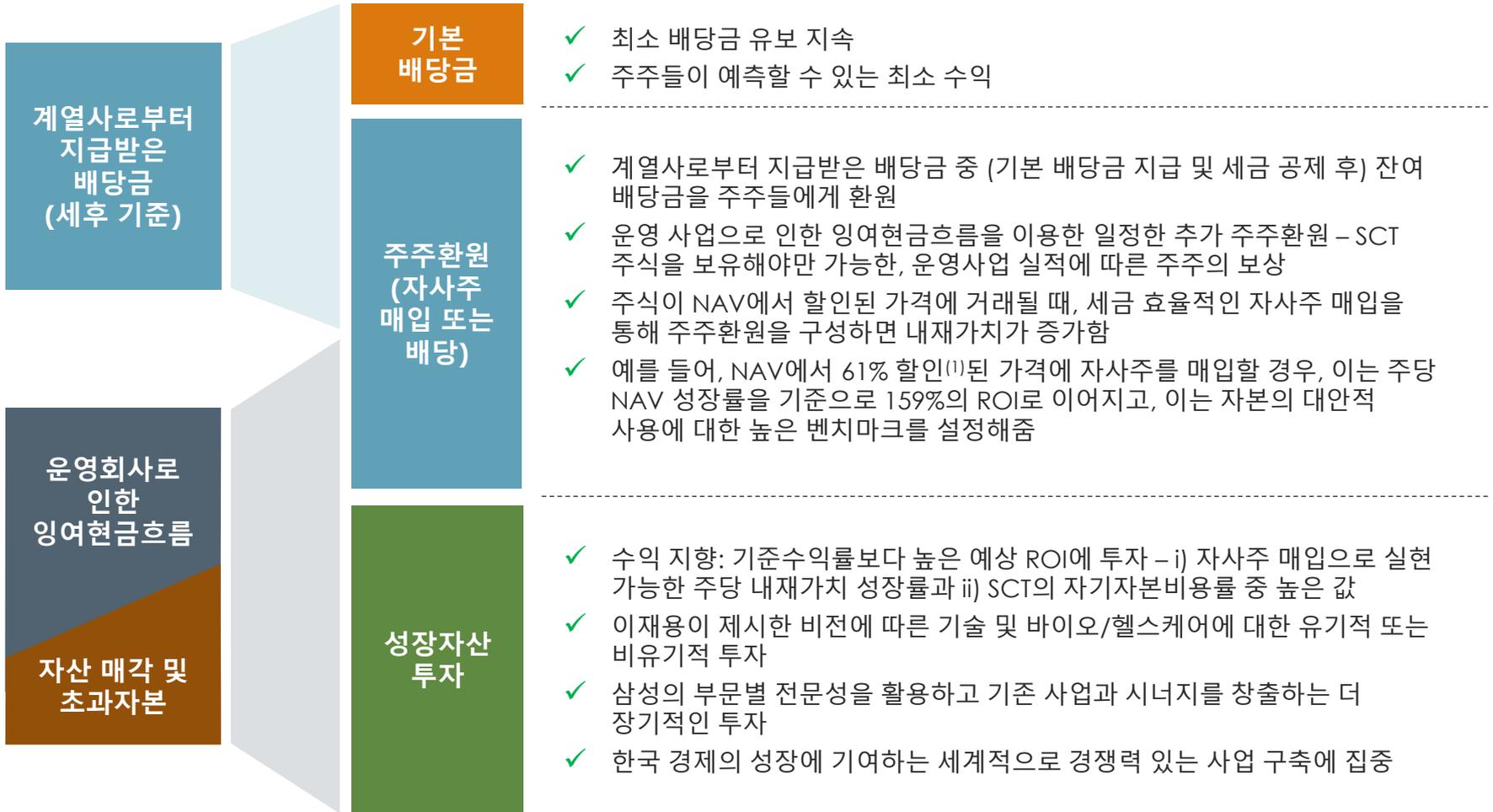
- 단기적인 2.8조원 상당의 자사주 소각을 통한 투자자 신뢰 재건
- 리더십, 이사회 및 보수 구조의 개선
- 투자자에 대한 소통 및 공시 개선을 통한 투명성 제고

3 삼성그룹의 구조에 대한 전략적 검토

- 그룹 전체의 비효율 축소를 위한 지주회사 전환에 대한 투명한 검토를 수행

1 강력하고 유연한 자본배분체계의 도입

수익성이 가장 높은 자본활용을 가능케하는 투명한 절차와 공정한 주주환원책이 결합하면 설득력 있는 에쿼티 스토리를 마련하는 데에 도움이 될 것입니다.



출처: 회사, 블룸버그, 애널리스트 리서치, 2023. 12. 1. 기준 시장 데이터
 주: (1) 2023. 12. 1. 주가에 5% 프리미엄을 적용한 자사주 매입을 한 가격

1 초과자본의 파악 및 새로운 자본배분체계에 따른 재배분

더 큰 수익 창출 및 장기 성장률과 ROE를 개선하기 위해, SCT는 더 잘 활용될 수 있는 초과자본을 파악하여야 하며, 이를 위해 자본구조 및 자산 포트폴리오를 세부적으로 분석해야 합니다.

검토	자본구조	자산 포트폴리오
<p>초과자본의 파악</p>	<p>핵심 사업을 위한 적당한 유동성을 유지하면서 자본비용을 최소화하기 위한 자본구조(부채 및 자기자본) 최적화</p> <p>수행되어야 하는 분석:</p> <ul style="list-style-type: none"> 가중평균자본비용(WACC)은 얼마인가? 운영 사업들의 유동성 요건은 어떻게 되는가? 회사는 부채를 어느 수준으로 유지할 수 있는가? 	<p>시너지 또는 전략적 가치가 부족하고 투입된 자본에 대해 적절한 수익률을 창출하지 못하는 자산의 파악</p> <p>수행되어야 하는 분석:</p> <ul style="list-style-type: none"> 해당 자산은 SCT 및 삼성그룹의 전략적 초점과 일치하는가? 시너지가 존재하는가? 해당 자산은 기준수익률/자본비용을 초과하는 적절한 수익을 창출하는가(또는 위험 조정 기준으로 이러한 수익을 창출할 것인가)? 매각 또는 분할을 통해 추가로 확보할 수 있는 자본은 얼마나 되는가?
<p>Palliser의 의견</p>	<p>SCT는 견고한 자본 포지션과 풍부한 유동성을 보유함: i) 순현금 보유액⁽¹⁾; ii) 투자등급 신용등급(A-/A2); iii) 가용 신용공여한도; iv) 고유동 자산 포트폴리오</p> <p>SCT는 WACC를 줄이고 ROE를 개선하면서 성장 자산 투자 및/또는 주주환원에 재투입하기 위해 2~3조원 상당의 저비용 부채를 추가로 발생시킬 충분한 여력이 있음</p>	<p>레저, 패션 및 F&B(웰스토리) 사업부문은 비핵심 사업으로 보이는데, 장기 ROE를 개선하면서 성장 자산 투자 및/또는 주주환원에 재투입하기 위해 이러한 사업들을 매각하거나 분할하여 상장할 경우, 3~4조원의 자금이 조달 가능할 것으로 사료됨</p>

출처: 회사, 블룸버그, 애널리스트 리서치
 주: (1) 2023년 말 기준 삼성바이오로직스를 제외한 삼성물산에 대해 추정

1 투자 기준수익률을 참고한 자본 배분

전략적 고려사항에 더해, 성장 자산 투자는 자사주 매입으로 실현 가능한 수익을 포함한 자본의 대안적 사용과, 자본비용 중 더 높은 값을 벤치마크로 참고하여 이루어져야 합니다.

자사주 매입의 수익

- 현재 수준에 5% 프리미엄이 붙은(즉, NAV에서 61% 할인된) 가격에 SCT 주식을 환매하는 것은 가치가 100원인 자산을 39원에 인수하는 것에 상응함
- 현재의 할인율을 기준으로, 성장 투자자산의 기준수익률은 매우 높음
- 자사주 매입으로 인한 수익은 더 긴 기간에 걸쳐 수익을 제공할 성장 투자 기회와의 비교를 위해 적절한 기간에 걸쳐 연단위로 환산할 수 있음

자사주 매입에 소요된 5000억원마다⁽¹⁾

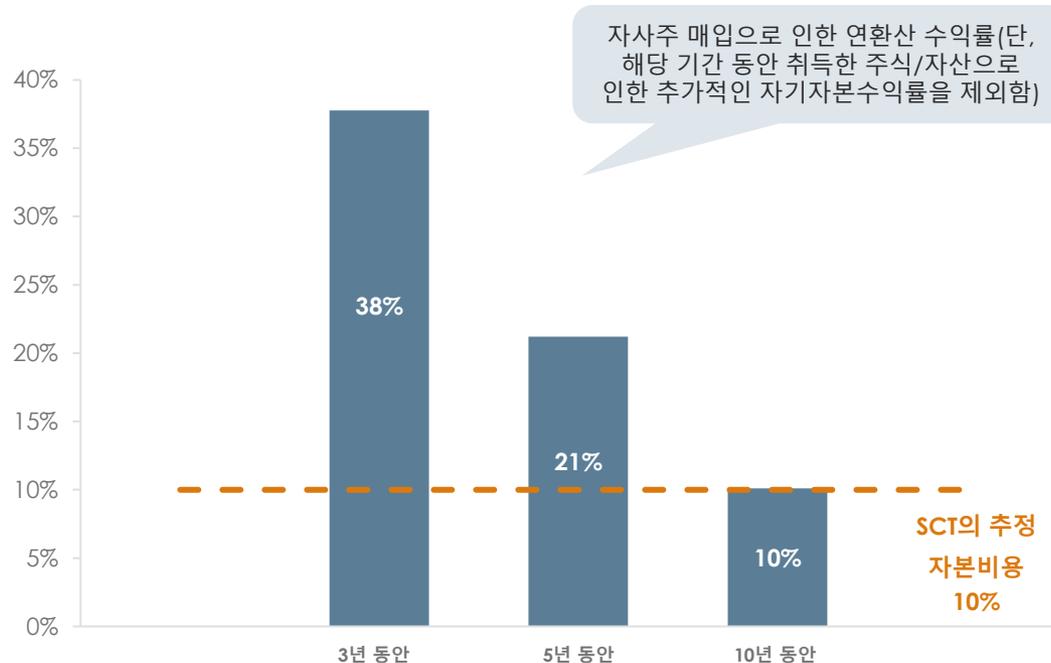
자사주 매입 평균 할인율 (61%)

자사주 매입에 소요된 주당 현금(원) (A) 3,132

주당 NAV 증가(원) (B) 4,970

수익 = (B) / (A) 159%

자사주 매입 ROI 및 자본비용을 기준으로 한 예시적인 기준수익률



높은 수익을 감안하면, 자사주 매입에 대한 높은 ROI는 자사주를 매입하고 궁극적으로 그저 주주들을 위해 SEC, 삼성바이오로직스와 같은 우량 자산을 크게 할인된 가격에 취득하는 데에 자본을 배분할 여력이 존재함을 시사합니다.

출처: 회사, 블룸버그; 2023. 12. 1. 기준 시장 데이터

주: (1) 현재 SCT 현물 주가에 5% 프리미엄이 붙은 가격 기준의 자사주 매입 가정; 자사주 매입에 소요된 주당 현금 = 5000억원을 자사주 매입 후 주식수로 나눈 값; 주당 NAV 증가는 5000억원의 자산 가치 감소로 상쇄된 주식수 감소가 전인함

2 종합적인 지배구조 및 IR 개선

기업 지배 구조에 대한 시장의 회의적인 태도는 회사의 주식에 상당한 위험요소가 되어왔습니다. SCT는 업계 최고의 자본 배분 및 성장의 문화를 조성하기 위해 핵심적인 지배구조 변경을 실행해야 합니다.

<p>2.8조원 상당의 자사주 소각을 통한 즉각적인 투자자 신뢰 재건</p>	<ul style="list-style-type: none"> • SCT의 자사주가 13%라는 점은 투자자들에게 있어 장래 지분 희석 리스크로 작용하여 불확실성을 증대시킴 • 현재의 자사주 소각 계획은 위 불확실성을 해결하기에는 턱없이 부족하고, SCT에 의해 주주환원이라고 잘못 표현됨. 또한, 이 계획은 2017년 당시 삼성전자의 접근 방식과도 부합하지 않음. • 모든 자사주는 가능한 한 빠른 시일 내에 소각되어야 하고, SCT는 자사주 매입을 통해 얻은 장래 자사주도 즉시 소각될 것임을 확실히 해야 함 • SCT는 적절한 사업 목적을 위해 필요한 경우 언제든지 신주 발행이 가능
<p>명확한 대표의 임명</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 전체 SCT 포트폴리오와 회사의 자본배분을 직접 책임질, 회사 전체를 위한 단일 대표를 선임
<p>보수 구조를 통한 임원과 주주의 이해관계 일치</p>	<ul style="list-style-type: none"> • SCT의 가치 격차 축소에 연동되는 적절한 인센티브를 부여하는 등 고위경영진의 이해관계와 SCT 주주를 포함하는 이해관계자들의 이해관계를 일치시키기 위하여, 분명하고 투명한 KPI를 바탕으로 개선된 주식연계형 보상 및 인센티브 체계 채택
<p>이사회 개선</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 다양성을 높이면서 자본배분 및 산업에 관한 전문성이 입증된 사외이사를 선임함으로써 이사회 구성 개선 • 이사회로 하여금 회사뿐만 아니라 모든 주주들의 이익을 위해 행동하도록 요구하기 위한 정관 개정 - 이는 상법⁽¹⁾의 일부개정안과도 같은 맥락임
<p>투자자에 대한 소통 및 공시 개선</p>	<ul style="list-style-type: none"> • SCT의 내재가치뿐만 아니라 성장 기회에 대한 투자자들의 이해 제고 • 사업부문별 KPI 및 ROIC의 공시 확대 • 한국어 공시자료를 정확히 반영하는, 분기별 IR 영문 콜 실시 및 IR 영문 자료 제공

주: (1) 한국 상법

3 삼성그룹의 기업구조에 대한 전략적 검토 수행

삼성그룹은 지주회사로의 전환을 통해 상당한 이점을 누릴 수 있습니다. 따라서, SCT는 계열사와 협력하여 모든 삼성그룹 이해관계자들의 이익을 위해 현재 기업구조와 미래 대안에 대한 종합적이고 투명한 전략적 검토를 수행해야 합니다.

지주회사 전환의 이점

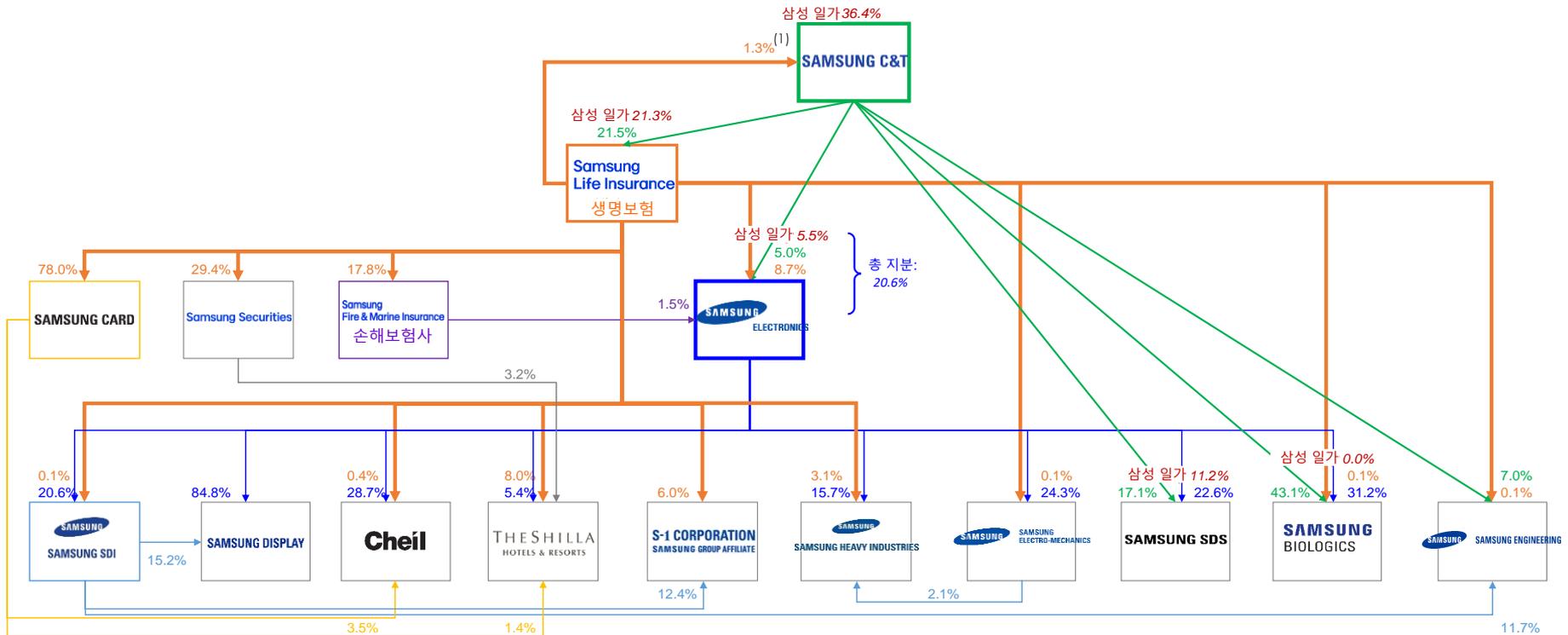
- ✓ 복잡성 감소 및 투명성 제고
- ✓ 순환출자가 없는 지주회사는 경쟁우위 강화를 위한 그룹에 걸친 정보 및 전문성의 컨트롤타워 역할 수행 가능
- ✓ 그룹 전체에 걸친 자본배분의 효율성 개선 및 그룹 포트폴리오 관리/자사주 매입을 포함한 주주환원의 유연성 증가
- ✓ 자회사로부터 지급받는 배당금에 대한 세금 대폭 축소
- ✓ 지배구조 개선 및 비효율 감소로 주요 그룹사들의 투자매력도가 증가하면서 이들의 가치하락위험 제거
- ✓ 보험업법의 개정 가능성에 관한 삼성그룹의 위험 제거
- ✓ 삼성이 확장성이 있는 고성장/고수익 기회에 투자하기에 더 좋은 위치에 서게 되면 대한민국 경제에도 긍정적인 영향을 미칠 수 있음

성공적인 구조재편의 핵심 요건

- 지주회사 규제의 준수 - 예: 자회사 지분 30% 보유 및 일반지주회사와 금융자회사의 분리
- 가격적정성 - 개편 관련 비용 및 SEC 주식 취득원가의 최적화
- 최종 구조는 훨씬 단순하며, 불필요한 세금 지출을 막을 수 있게 함
- 모든 주주들에게 공정한 조건 및 모든 이해관계자들의 win-win

3 현재의 기업구조 - 복잡하고 비효율적

삼성물산은 현재의 그룹구조상 최상위 위치에 있으나, 한국 법률에 따른 지주회사에 해당하지 않습니다.

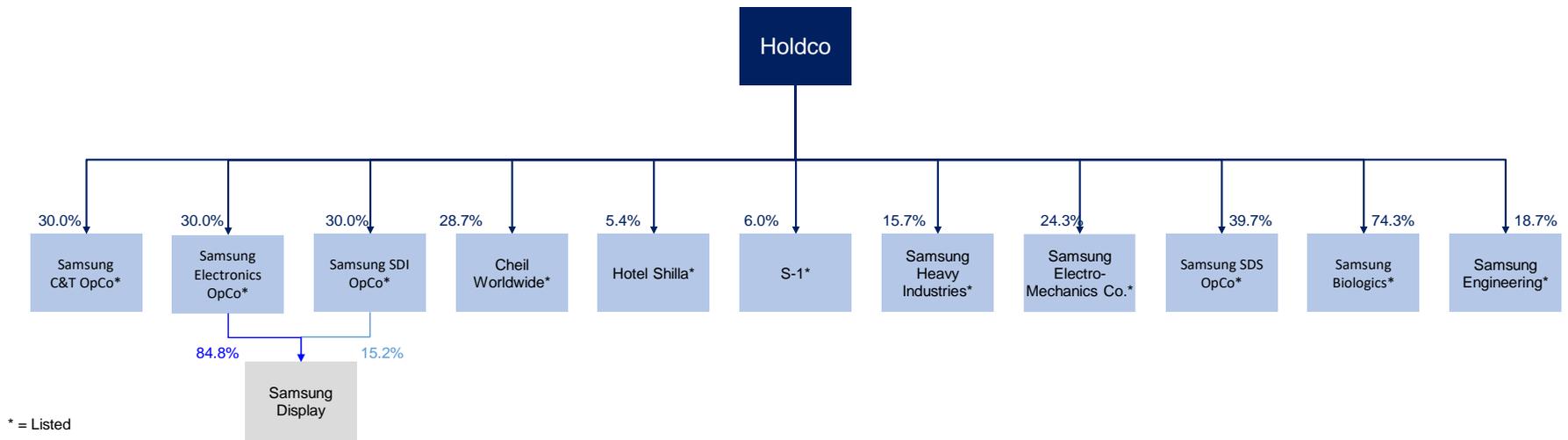


• Palliser는 적절한 비용으로 SCT를 지주회사로 개편하기 위한 잠재적인 접근법에 대해 법률, 세무 및 재무 자문사들과 긴밀히 협력하였습니다.

출처: 회사, 언론, 애널리스트 리서치
 주: - % 수치는 추정된 의결권 지분(자사주 제외)임
 (1) 삼성생명공익재단 지분 포함

3 기업구조 재편의 방식 - 단순, 투명 및 효율적

기업구조 재편의 한 방식으로 분할합병을 통해 수평적이고 단순화된 지배구조를 만드는 것입니다. 자세한 사항은 부록 C(슬라이드 56~59)를 참조하시기 바랍니다.



- 분할, 합병 및 지분 조정의 과정을 통해, 한국의 지주회사 관련 규제를 모두 충족하면서 간결화된 지배 구조를 달성할 수 있습니다.
- 삼성생명(또는 그 지분)은 신설 HoldCo의 지배 하에 있지 않으므로 위 구조도에 표기되지 않았습니다.

결론



- SCT는 시장에서 **상당히 저평가된 우량 자산**(핵심 운영 사업 및 그 상장 지분) **집합체**를 보유하고 있습니다.
- Palliser는 **모든 이해관계자들에게 이득을 가져다 줄 분명하고 실행 가능한 가치 제고 조치**를 경영진에 제안하였습니다.
- SCT의 가치 격차를 제거하면, 회사의 주가가 최대 약 170% 상승할 수 있습니다.
- 미래 지향적 산업의 **장기적인 성장을 촉진함으로써 내재가치를 상당히 끌어올릴 수 있는 잠재력이 있습니다.**
- 경영진과 이사회는 약 33조원에 달하는 가치 격차를 해소하기 위해 **더 적극적인 조치**를 취해야 합니다.
- 이제 삼성은 **한국 시장과 사회 전체에 이득을 가져다주기 위해 지배구조 및 자본배분 개선에 앞장설, "코리아 디스카운트"의 제거를 지원해야 할 때입니다.**
- Palliser는 회사가 지속적인 긍정적 변화와 장기적으로 지속가능한 성장 및 가치를 극대화하는 과정을 지원하기 위해 **삼성물산 경영진 및 기타 주요 이해관계자와의 기존 대화를 토대로 계속 이어갈 수 있기를 바랍니다.**

부록 A – SCT 가치 격차의 내용



SCT 가치 격차 – 10대 주주

상당한 잠재가치가 전략적 주주, 한국의 국민연금가입자, 한국 및 외국 자산운용사 및 삼성물산 직원들이 직간접적으로 보유하는 삼성물산 주식에 녹아 있습니다.

	주식수	지분율 ⁽¹⁾ 자사주 제외	시장가치	내재가치	가치 격차	가치 격차
	백만주	%	10 억원	10 억원	10 억원	\$ 백만
Founding Family	59.0	36.4%	6,999	19,020	12,022	9,207
KCC	17.0	10.5%	2,017	5,482	3,465	2,654
National Pension Service	13.5	8.3%	1,596	4,337	2,741	2,100
Vanguard	2.8	1.7%	335	910	575	441
BlackRock	2.7	1.7%	324	880	556	426
Samsung Life Insurance	2.1	1.3%	255	693	438	335
Fidelity	2.0	1.2%	240	652	412	316
Norges Bank	1.6	1.0%	188	512	323	248
Yacktman Asset Management	1.2	0.8%	148	402	254	194
Mirae Asset Global Investment	0.9	0.6%	111	301	190	146
Samsung C&T Corp ESOP	0.9	0.5%	102	276	174	134

출처: 블룸버그; 2023. 12. 1. 기준 시장 데이터
주: (1) 보통주

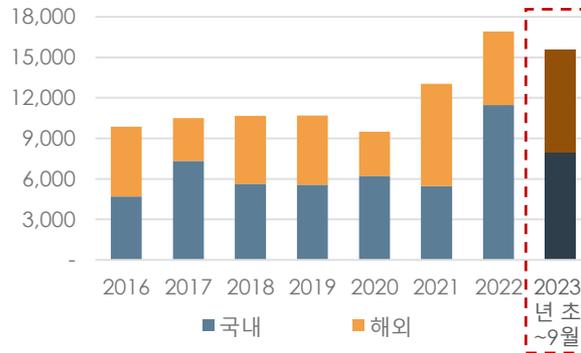
부록 B -SCT의 운영 사업에 대한 환기

장기 수주 잔고 및 복잡한 글로벌 프로젝트를 예산과 기한 안에 수행한 업계 최고의 이력을 보유하고 있는, 국내외 여러 건설 하위부문에서의 일류 기업

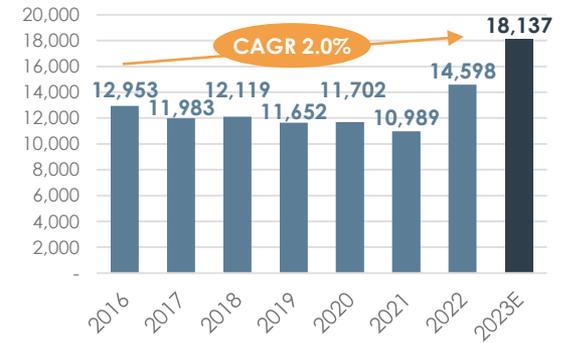
사업 개요

- 약 32조원 상당의 수주잔고(2.5년)
- 역량 기준 국내 1위 건설사
- 딜로이트의 2023년 Top 100 글로벌 건설강자 순위에서 15위 차지
- 경험이 풍부한 기술시설 건설사 - 삼성전자 및 기타 그룹사와의 상당한 시너지
- 부담 위험과 운전자본 요건이 적고, 비용이 일반적으로 전가되는, 다양한 전문화된 하위부문에서 좋은 평판을 쌓은 사업

신규 주문(십억원)



매출액(십억원)



건축

- 초고층 빌딩 및 공항
- 첨단 기술(반도체 Fab)
- 주택



토목

- 도로, 교량 및 터널
- 철도 및 지하철
- 해양 및 수자원 인프라



플랜트

- 발전플랜트(CCPP)
- 가스플랜트(LNG/LPG)
- 신재생에너지(풍력/태양광)



영업이익(십억원)



일정한 현금을 창출하는 상사사업과 높은 성장을 이끄는 프로젝트 개발 사업이 결합되어 있습니다. 두 사업은 모두 낮은 수준의 운전자본을 필요로 하고 SCT의 다른 부문 및 삼성그룹과 상당한 시너지를 냅니다.

사업 개요

- 위험이 적은 상사사업 - 수요와 공급을 연결하고 그 마진을 얻음
- 운영 사업 - 수요 증가에 대비한 시설 개조 및 생산성 확대
- 프로젝트 개발 - 신에너지 프로젝트, 보통 이익률/IRR과 성장률이 더 높은 사업으로, 이 부문의 수익성 증가를 견인함
- 삼성그룹사뿐만 아니라 SCT 건설부문과도 상당한 시너지를 이룸

상사

- 글로벌 원자재 소싱 / 판매
- 철강, 비료, 산업재



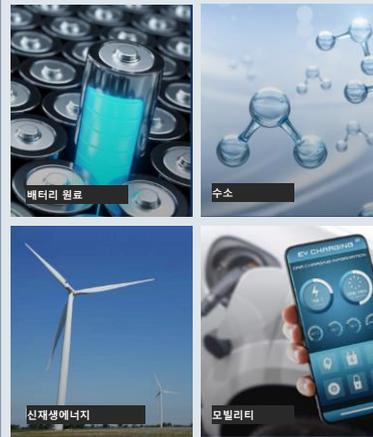
운영 사업

- 프로세싱, 에너지 생산
- 스테인리스 생산 공장, 팜 농장, 온타리오 복합발전단지(태양광 + 풍력)

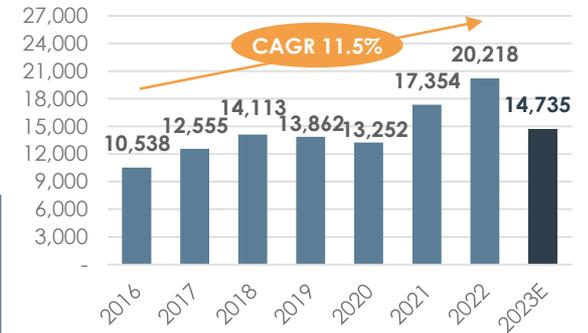


프로젝트 개발

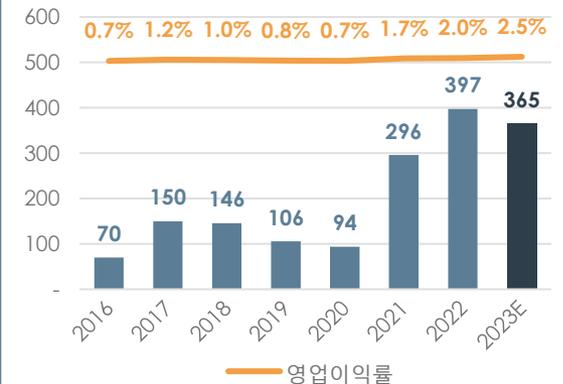
- 프로젝트 오거나이징 및 금융
- 미국/호주 태양광, 수소, 배터리 재활용, 전기차 충전기



매출액(십억원)



영업이익(십억원)



국내 최대 규모를 자랑하는 SCT의 패션사업은 최근 수년 동안 수익성이 크게 반등하였습니다. 내수시장에 높은 시장점유율을 보유하고 있음에도 불구하고, 주로 내수시장에 집중되어 있어 매출액은 다소 낮은 성장세를 보여왔습니다.

사업 개요

- 32개의 브랜드 운영(자체 브랜드 19개, 수입 브랜드 13개)
- 다각화가 잘 된 포트폴리오로 한국에서 매출액 기준 1위
- 수익성은 2016년~2020년 부진에서 회복세로 전환
- 중장기 성장이 낮을 것으로 전망되지만, SCT는 지속적인 디지털 전환과 제품 출시를 통한 유기적 수익성 개선에 힘입어 상대적으로 높은 이익률 수준을 달성함

남성복 및 여성복

- 매출의 약 23%
- 온라인 판매 증가를 통한 젊은층 고객용 브랜드 확대를 목표로 함

GALAXY
ROGATIS
KUHO
LEBEIGE

수입 브랜드

- 매출의 약 36%
- 하위브랜드 육성을 통한 지속가능한 성장 확보에 집중

Theory
ISSEY MIYAKE
MAISON KITSUNÉ
PARIS
ami
alexandre mattiussi

캐주얼웨어

- 매출의 약 17%
- 빈폴(남성복, 여성복, 아동복, 골프웨어 등)

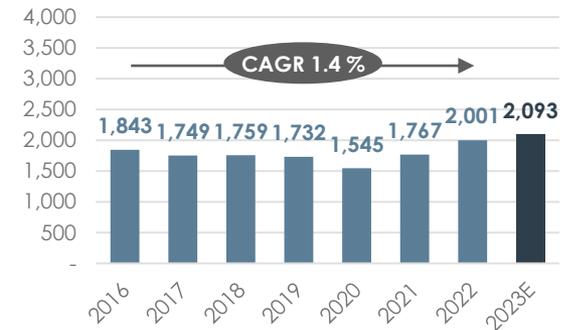
BEANPOLE
BEANPOLE GOLF

패스트 패션 - 에잇세컨즈

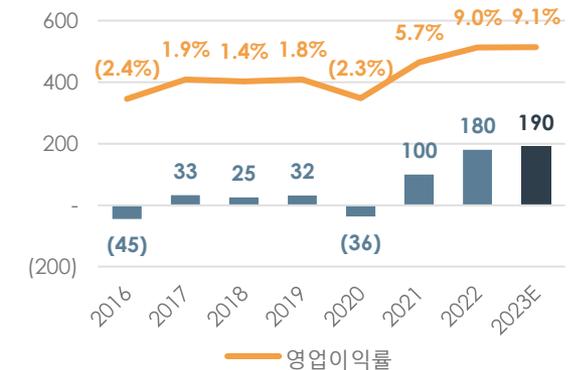
- 매출의 약 14%
- 품질 및 온라인 매출 성장에 집중
- 국내 유통 확대 및 글로벌 진출 기회 탐색을 목표로 함

8 seconds
8 세컨즈
8 秒

매출액(십억원)



영업이익(십억원)



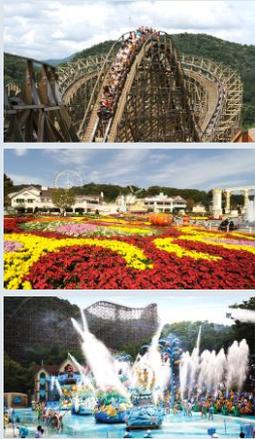
인기 있는 놀이공원과 골프장은 안정적인 사업이지만, 매출액을 유지하기 위해서는 유지보수를 위한 자본적 지출과 새로운 어트랙션을 위한 자본이 투입되어야 합니다.

사업 개요

- 한국 최대 놀이공원 및 워터파크의 소유자 및 운영사
- 골프장 운영사, 조경회사
- 대규모 토지 소유자
- 유지보수를 위한 자본적 지출이 요구되는 안정 사업
- 약 500만m²의 토지를 보유하고, 그중 상당 부분이 현재 미사용 상태임

놀이공원 - 에버랜드

- 한국 최대 놀이공원



워터파크 - 캐리비안베이

- 세계 최대 워터파크



골프클럽

- 골프클럽 6곳에서 총 162개 홀 운영

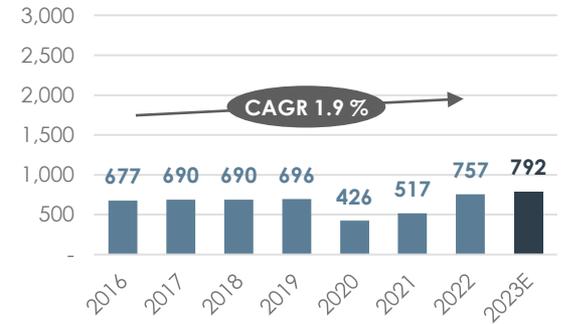


조경

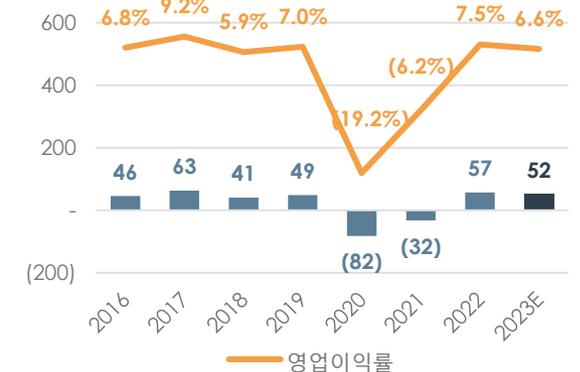
- 한국 1위 조경회사



매출액(십억원)



영업이익(십억원)



SCT가 물류 투자를 위한 자본이 요구되는 식자재유통을 확대하고 있는 가운데, 지속적인 현금 흐름을 창출하는 단체급식 서비스는 개방된 시장에서의 경쟁에 직면하고 있습니다.

사업 개요

- 단체급식 및 식자재유통 서비스 제공자(웰스토리)
- 단체급식 사업은 주로 계열사 내에서 운영되었으나, 이제 업계가 외부에 개방되어 공개입찰이 진행됨
- 단체급식 사업은 안정적인 이익률, 높은 매출액 가시성 및 낮은 자본집약도를 가진 일반적인 비즈니스 서비스임
- 식자재유통 사업은 물류 투자를 위한 자본이 요구되지만 이보다 더 낮은 (혹은 더 변동적인) 이익률을 가짐

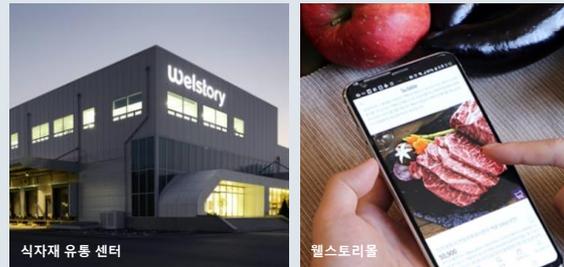
단체급식

- 국내외 650개 사업장
- 일식수 약 100만식
- 사업장의 효율 개선 및 비계열사 고객에 대한 매출 확대를 목표로 함
- 구내식당, 골프장 식당 등으로의 다각화

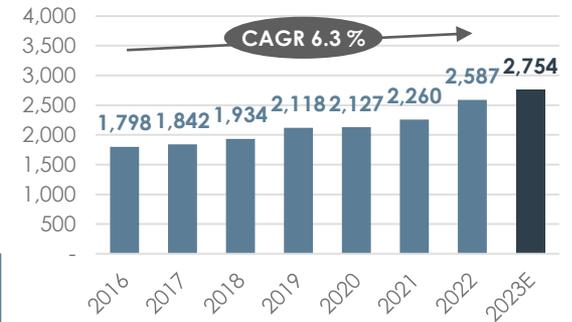


식자재유통

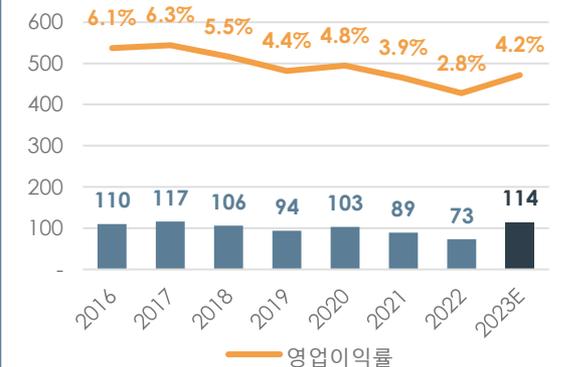
- 한국 전역 약 8500개 사업장에 식자재 유통
- 한국 내 6개 물류센터 보유
- 물류 효율 최적화뿐만 아니라 서비스 확대에 집중



매출액(십억원)



영업이익(십억원)



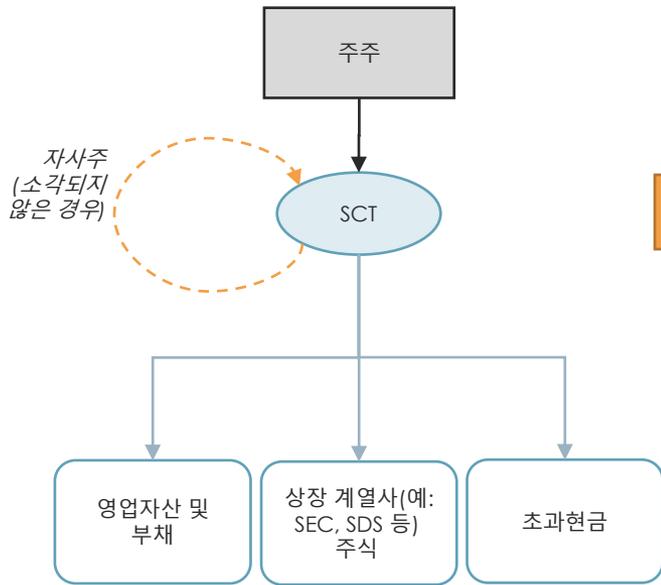


**부록 C - 지주회사 중심의 그룹 구조 정비의
예시로서의 수평적 분할·합병**

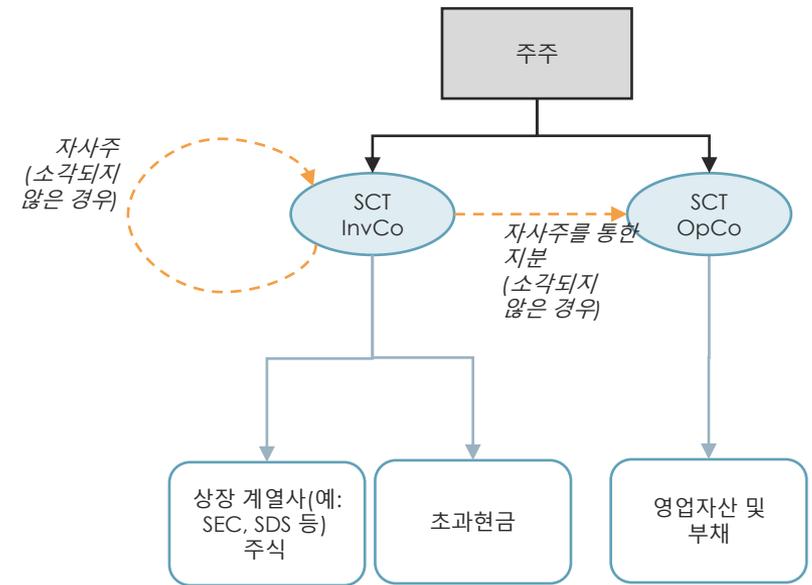
잠재적인 구조 재편의 주요 단계 - 1A단계: 분할

인적분할을 통해 SCT를 투자회사(SCT InvCo)와 운영회사(SCT OpCo)로 분할

현재의 SCT



(인적분할 후) 결과적 SCT 구조

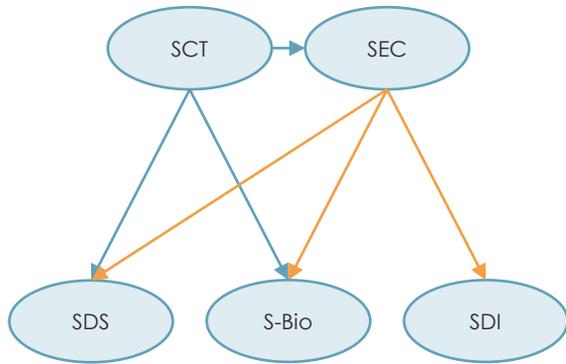


- SCT의 투자회사("InvCo") 및 운영회사("OpCo")로의 분할/인적 분할
- 거래가 적격분할의 구조로 이루어질 수 있도록, SCT의 삼성 계열사 지분, 자사주 및 초과현금은 SCT InvCo로 이전되고, 모든 영업자산 및 부채는 SCT OpCo에 유지됨
- SCT의 주주들은 결국 각자의 분할 전 SCT 지분에 비례한 SCT OpCo 및 SCT InvCo(SCT InvCo가 통합된 절차의 다음 단계의 일환으로 신설되는 다른 InvCo들과 합병되기 전까지는 권리의 형태로) 주식을 보유하게 됨

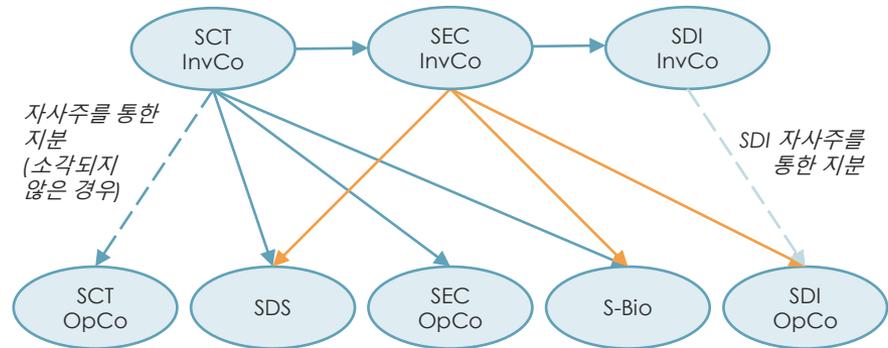
잠재적인 구조 재편의 주요 단계 - 1A단계: 분할(계속)

동일한 조건으로 SEC 및 SDI를 각각 OpCo와 InvCo로 동시 분할

현재의 그룹구조(간소화됨 - 주요 법인만 포함)



(1A단계의 수평적 분할 후) 결과적 그룹구조

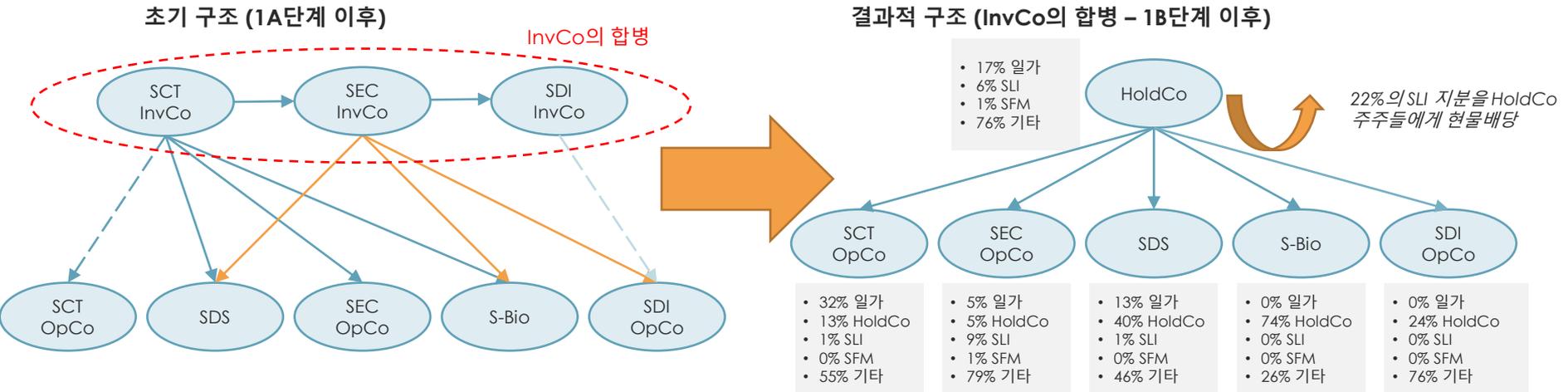


- 직전 슬라이드에 나타낸 SCT의 인적분할을 SEC 및 SDI에 동일한 조건으로 반복
- SEC 및 SDI는 각각의 InvCo에 이전되어 아래 2단계 거래에 이용할 수 있는 유의미한 초과현금을 Holdco가 자회사 지분을 최소 30% 보유해야 하는 요건을 충족하기 위해 보유한다고 전제

주: - SCT = 삼성물산, SEC = 삼성전자, SDS = 삼성SDS, SDI = 삼성SDI, S-Bio = 삼성바이오로직스

잠재적인 구조 재편의 주요 단계 - 1B단계: 합병

1B단계: (1A단계에 바로 이어서) 모든 InvCo를 하나의 지주회사로 합병

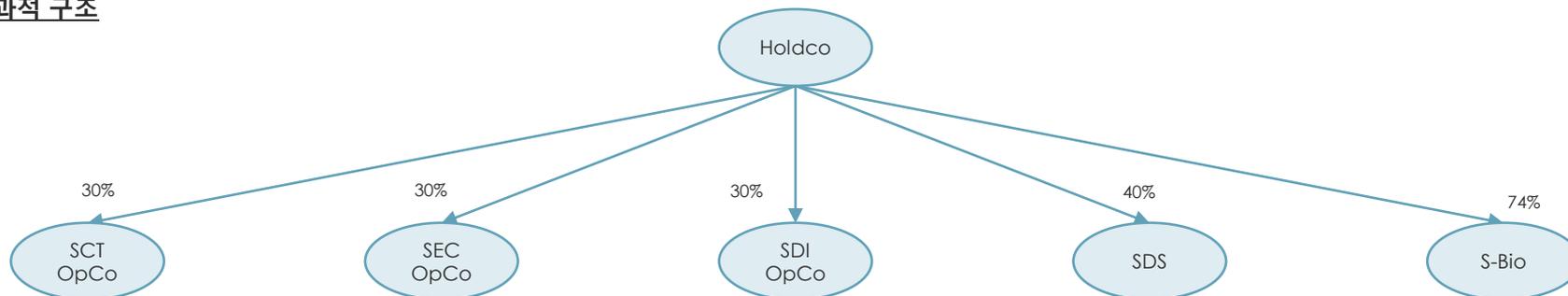


- 모든 주주 및 이해관계자들에게 공정한 조건으로, 분할을 통해 설립된 모든 InvCo(SCT InvCo, SEC InvCo 및 SDI InvCo)를 하나의 새로운 삼성그룹 지주회사("Holdco")로 합병
- 법적으로 통합된 절차의 일환으로 1A단계(분할)에 바로 이어서 수행. 즉, 각 InvCo는 신설된 독립 법인으로 존재하지 않음
- SCT, SEC 및 SDI의 주주들은 각 OpCo에 대한 지분을 유지하고, SCT InvCo, SEC InvCo 및 SDI InvCo의 합병비율에 따라 HoldCo의 신주도 받음.
- InvCo들의 수익가치는 합병비용 산정과 관련성이 있음 - 상장주식의 수익가치는 보통 회계전문가의 인풋에 따라 시장가격에 기초하는데, 이는 합병비율이 공정한 기준으로 산정 가능하도록 간단해야 함을 의미함
- 신설된 Holdco는 (관련 규정에 따라 인정된 지주회사로서) 금융기관 지분을 보유할 수 없으므로 22%의 SLI 지분을 HoldCo 주주들에게 현물지급할 것임

주: - SCT = 삼성물산, SEC = 삼성전자, SDS = 삼성SDS, SDI = 삼성SDI, S-Bio = 삼성바이오로직스, Eng = 삼성엔지니어링, SLI = 삼성생명, SFM = 삼성화재
 - 일가 = 삼성 일가 (홍라희 / 이재용 / 이부진 / 이서현)
 - HoldCo 주식 보유액: InvCo들에 대한 지분의 합을 기준으로 산정된 삼성 일가의 지분 가치; InvCos의 자사주 및 순환출자 가치의 합을 기준으로 산정된 자사주 가치; 계열사에 대한 SLI의 주식 보유액의 합을 기준으로 산정된 SLI의 지분 가치; 자사주 제외 각 시가총액의 합에서 순환출자 지분 가치와 자사주 가치를 차감한 값을 기준으로 산정된, 자사주 제외 총 시가총액
 - 구조재편 예시는 SCT의 자사주가 구조재편 전에 소각되지 않았다고 가정함

Holdco는 설립 2년 이내에 모든 OpCo에 대한 지분을 최소 30%로 확대

결과적 구조



- Holdco는 관련 규정의 적용대상인 지주회사로서 그 직접 소유 상장 자회사에 대해 최소 30%의 지분을 보유해야 함. 따라서, Holdco는 (관련 규정에 따른 유예기간인) 2년 이내에 OpCo들(및 기타 상장 자회사)에 대한 지분을 최소한 위 수준까지 확대해야 함. 이는 아래와 같은 다양한 방식으로 달성 가능함:
 - (1) **공개매수** - Holdco 신주 및/또는 Holdco 기존 자사주(구조재편 전에 소각되지 않은 경우)를 “현물” 대가로 지급하는 조건으로 OpCo 지분 매수
 - 삼성 일가로 하여금 Holdco 주식을 대가로 OpCo 지분을 매도하도록 할 가능성이 있음
 - (2) **삼성생명(“SLI”) 및 삼성화재(“SFM”)가 보유하는 OpCo 지분을 직접 매수**
 - 개정 가능성이 있는 보험업법(각 투자로 인한 자산기여는 보험사의 시장가치 기준 총 자산의 3%를 초과할 수 없음)을 준수할 필요성을 고려했을 때, SLI 및 SFM에게 이익이 됨
 - (SEC, SDI 및 SCT에서 분할된 초과현금에서 조달된) Holdco의 기존 현금잔액을 이용해 수행
 - (3) **OpCo 주식을 추가 매수** - 만약 Holdco가 어느 OpCo에 대해 보유하는 지분이 30% 미만으로 유지될 경우, 다음의 방법으로 추가 매수: (i) 현금을 이용한 장내 거래 및/또는 (ii) Holdco 신주 또는 Holdco의 기존 자사주를 대가로 하고 (기존에 제안한 것보다) 더 높은 프리미엄이 붙은 가격을 기준으로 한 OpCo 주식 공개매수
 - 기업의 소유 구조 및 지배 구조를 단순화하는 과정이 종료된 후, 총수일가가 주로 HoldCo의 주식을 소유할 것으로 예상.



Palliser Capital

