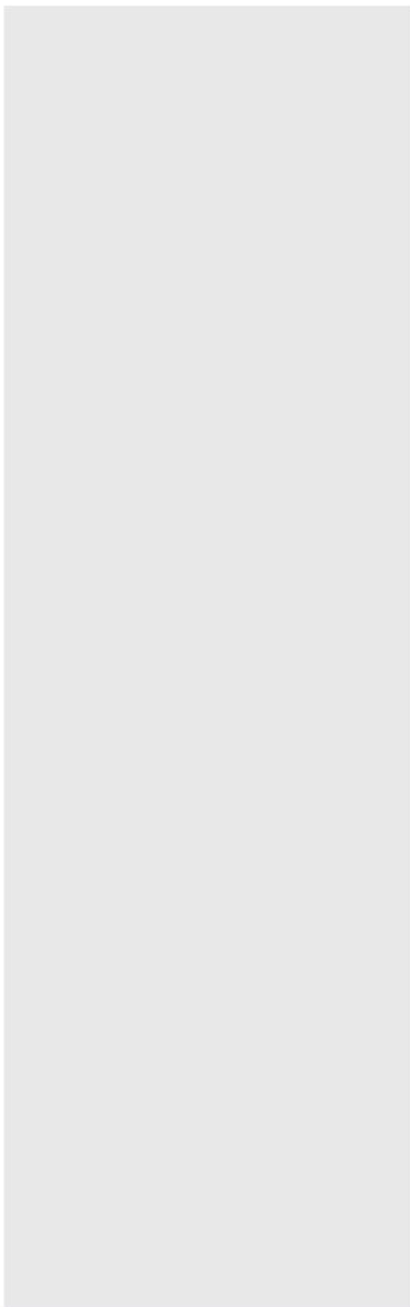




# 제일모직과 삼성물산의 합병

소액주주를 위한 투자전략 제안 (2)

▶센터장 김철범 cbkim65@hanwha.com ▶Analyst 이상원 sw.lee@hanwha.com



## 분석종목

종목명(의견)	목표주가(원)
제일모직(Not Rated)	(N/A)
삼성물산(Not Rated)	(N/A)

제일모직과 삼성물산의 합병에 관한 보고서를 발간한 뒤로 2 주 동안 삼성 그룹과 엘리트 간의 표대결 승리를 위한 공방이 점점 더 가열됐고, 이로 인해 투자자들의 혼란도 더욱 가중됐습니다. 이에 우리는 그간 일어난 변화와 쟁점들을 정리하며 합병 성사의 가능성을 재점검하고, 소액주주에게 올바른 투자전략을 제시하고자 합니다.

ISS 반대의견과 삼성의 반박자료로 혼란 가중, 핵심은 합병비용  
지난 7월 3일, ISS(의결권 자문사)는 삼성 합병건에 반대의견을 발표했고 삼성측은 반박자료를 제시했다. 양측의 여러 논쟁이 있지만, 우리는 삼성물산 주주에게 가장 중요한 것은 합병비용이라고 판단한다. 즉 합병산정비용의 적법성이나 도덕성이 중요한 것이 아니라, 합병기준가 5.5만원이 적정가치 대비 낮은 수준이었기 때문에, 삼성물산 주주 입장에서 이번 합병이 무산되고 향후 재추진을 원할 것이라고 판단한다.

합병 성사에 중요한 외국인과 국민연금의 의견은 반대쪽으로  
외국인 투자자들은 과거에 대체로 ISS의 의견을 수용했던 것을 감안하면, 엘리엇을 포함한 외국인(33%)중 다수는 이번에도 ISS의 반대의견을 따를 것으로 예상된다. 국민연금(10.2%)도 이번 합병건과 성격이 유사한 SK그룹의 합병건에 대해 반대했기 때문에, 형평성이나 일관성 측면에서 이번 합병건에 찬성을 확신하기는 어려운 상황이다.

법원의 KCC 관련 판결은 삼성의 승소, 다만 해외소송이 부담  
7월 6일, 법원은 엘리엇이 제기한 삼성물산 자사주 주식처분금지 소송을 기각했다. 그러나 우리는 향후 엘리엇이 항소할 수도 있으며, 장기적으로는 해외소송(USD)까지 갈 수도 있다고 판단한다. 국내에 이미 반대되는 판례도 있고, 법원 판결의 애매한 법적 기준 때문이다. 이러한 잠재적 위험요소로 삼성측의 부담감은 더욱 커질 것으로 예상된다.

합병 무산 가능성은 더 높아져, 우리의 투자전략은 여전히 유효  
주춤까지 아직 많은 변수가 있으나, 지난 2주간의 변화를 감안하면 합병이 무산될 가능성은 좀 더 높아졌다고 우리는 판단한다. 따라서 기존 보고서에서 제시했던대로, 저평가 매력이 부각될 삼성물산에 대해서는 매수전략을 유지한다. 반면, 합병 발표 이전의 주가 수준으로 회귀할



## I. 더욱 혼란스러워진 제일모직-삼성물산 합병

2주 동안 투자자들의  
혼란은 더욱 가중

순탄하게 진행되는 듯했던 제일모직과 삼성물산의 합병이 미국의 헤지펀드 엘리엇이 반대 의사를 표시함으로써 양사 모두 높은 주가 변동성을 보였고, 6월 15일 당시 우리는 첫번째 보고서를 통해 소액주주를 위한 투자전략을 제시했다. 그 후 2주 동안 삼성그룹과 엘리엇 간 표대결 승리를 위한 공방은 한층 가열됐고, 이로 인해 소액 투자자들의 혼란도 더욱 가중됐다.

더욱이 최근 부각된 쟁점들에 대한 일부 언론의 보도가 삼성 또는 엘리엇의 일방적 주장을 여과 없이 보도하여 오히려 합병 가능성에 대한 객관적 전망을 더욱 어렵게 하고 있다. 이에 따라 우리는 지난 2주간 일어난 변화와 부각된 쟁점들을 정리하며 다시 한번 합병 성사 가능성을 점검해보고, 제일모직과 삼성물산의 소액주주에게 올바른 투자 전략을 제시하고자 한다.

### ISS의 반대의견 발표와 삼성의 반박자료로 혼란은 최고점

ISS의 반대의견에 대해  
삼성측이 즉각적으로 반박

[표1]에서 볼 수 있듯이, 국내외 의결권 자문사들이 이번 합병안에 대해 속속 의견을 제시했다. 국내에서는 서스틴베스트와 한국기업지배구조원이 반대의견을 발표했고, 세계 의결권 자문 시장에서 1, 2위를 차지하고 있는 ISS와 글라스루이스 역시 반대의견을 냈다. 특히 ISS는 외국인 투자자들 사이에 신뢰도가 높고 그들의 의견이 실제 의사결정에 미치는 영향이 크기 때문에 삼성은 즉각적으로 반박하는 내용의 공식 입장을 밝혔다.

[표1] 국내외 의결권 자문사들의 반대의견 발표 내역

발표일	의결권 자문사	합병 반대의 주요 이유
2015.06.10	서스틴베스트	- 합병비율 산정 시점에 삼성물산의 PBR이 0.68로 저점 - 지금 합병해야 하는 시급한 이유가 없음
2015.07.01	글라스루이스	- 합병비율은 삼성물산 투자자에게 불리, 제일모직 투자자에게 과도한 이득 - 합병 이후 회사의 성장 전망이 불투명하거나 위험성이 높음
2015.07.03	ISS	- 삼성물산은 자평기인 반면, 제일모직은 고평가 상황 - 합병 후 시너지 전망이 지나치게 긍정적

자료: 국내외 언론, 한화투자증권 리서치센터

ISS와 삼성물산의 논쟁에서  
주목해야 할 것은 합병비율

이에 우리는 국내외 언론과 삼성물산의 홈페이지에 게재된 ISS의견 및 삼성측의 반박 의견을 비교 분석해보았다. 결과적으로 우리는 ISS와 삼성물산의 논쟁에서 주목해야 할 것은 합병비율이라고 판단한다. 삼성물산 주주가 보유한 1주가 향후 몇 주의 합병법인 주식과 교환될 것인가 하는 현재 확실성(certainty)이 있는 사안이 불확실성(uncertainty)이 큰 합병 시너지보다 중요하기 때문이다.

삼성물산 주주의 입장에서 보면, 합병안의 기준가격인 5.5만원이 적정수준보다 낮기 때문에 제시된 합병비율로는 잠재손실이 있고, 이를 삼성이 주장하는 합병법인의 시너지가 보상한다고 확신하기가 어렵다고 판단할 수 있다. 따라서 삼성물산 주주는 이번 합병은 무산되고, 향후 삼성물산의 주가가 상승할 때 합병이 다시 추진되기를 원할 것이



라고 우리는 판단한다.

ISS와 삼성물산의 논쟁을 구체적으로 살펴보면, 양측의 주장에서 논란이 되는 부분이 여러 가지 있지만 그 가운데 핵심은 크게 보아 두 가지로 파악된다. 그것은 합병비율과 합병시너지에 대한 판단이다.

**ISS는 합병비율이 1:0.950야 한다고 밝힘**

첫째, 양측은 합병비율에 대해 상당히 큰 의견차이를 보였다. ISS는 삼성물산이 순자산 가치(NAV)에 비해 49.8% 저평가돼있고, 반대로 제일모직은 41.4% 고평가돼있기 때문에 제일모직 대 삼성물산의 합병비율이 1 대 0.95는 돼야 한다고 주장했다. 반면에 삼성물산은 합병안에서 제시한 합병비율 1 대 0.35는 협상을 통해서가 아니라 대한민국의 법 규정에 따라 결정된 것이기 때문에 아무런 문제가 없다고 반박했다.

**삼성**은 ISS가 추정하 삼성물산의 기업가치가 상장 이후 한 번도 실현된 적 없는 수준이라고 반박

삼성은 특히 ISS가 자체 추정을 근거로 제시한 합병비율이 타당하지 않은 이유의 하나로 삼성물산과 제일모직의 기업가치를 평가할 때 영업실적과 세금 같은 경제적 현실을 반영하지 않았다는 점을 내세웠다. 더욱이 ISS가 추정하 삼성물산의 기업가치는 주가 보면 상장 이후 한 번도 실현된 적이 없는 110,234원에 해당하며, 이에 대한 시장 컨센서스 전망치 또한 존재하지 않기 때문에 비현실적이고 신뢰하기 어렵다고 지적했다.

제일모직의 기업가치 평가에서는 바이오 부문에 대해서 엇갈렸다. ISS는 바이오 두 회사의 미래 매출은 전망치일 뿐이며, 설령 삼성의 매출 예상치를 그대로 적용해도 스위스 론자, 미국 호스피라 등의 동종기업을 고려할 때 2020년 삼성바이오로직스의 가치는 2.4조원에 불과하다고 지적했다. 반면, 삼성은 국내 애널리스트들이 바이오 부문의 가치를 7.5조원으로 평가한다는 점을 들어 ISS의 추정치는 지나친 저평가라고 반박했다.

**소액주주라면 삼성의 의견보다 ISS의 의견에 동조할 가능성이 높다고 판단됨**

이런 논쟁에서 우리는 삼성물산의 소액주주라면 삼성의 의견보다 ISS의 의견에 동조할 가능성이 높다고 판단한다. 삼성이 제시한 합병비율 1 대 0.35가 국내 자본법에 근거했지만, 삼성물산 보유지분 가치만 해도 12조원이고 제일모직 시가총액이 23조 원임을 감안하면 합병비율을 최소한 1:0.52까지도 끌어올리는 것이 가능하며, 여기에 매년 평균 7,000억원의 EBITDA를 창출하는 건설/상사의 사업가치만 더해도 합병비율을 ISS가 제시한 1 대 0.95에 근접시킬 수 있기 때문이다.

둘째, 양측은 합병 이후 시너지 효과에 대해서도 입장차이를 보였다. ISS는 합병법인의 매출목표를 어떻게 달성할 수 있을지가 불분명하고, 제시된 수치가 지나치게(hugely) 긍정적이라고 지적했다. 그러나 삼성은 시장에서 투자자들이 이번 합병에 따른 시너지 효과를 믿지 않았다면 삼성물산과 제일모직의 기업가치를 4.5조원이나 증가시킬 정도로 상승한 현재의 주가 수준에서 주식이 거래되고 있지 않았을 것이라고 반박했다.

**양사의 합병을 통한 시너지를 삼성이 과도하게**

그러나 시너지 효과에 대해서도 삼성물산 주주는 ISS의 의견에 동의할 가능성이 높다. 삼성측은 합병법인의 매출액이 시너지를 통해 2014년 34조에서 2020년 60조원으로 증가할 것이라고 발표했다. 그러나 양사가 겹치는 부문은 건설이 유일하고, 그 건설부문마저도 대규모 매출이 발생할 수 있는 해외 EPC(설계·조달·시공)에는 제일모직이 진출해 있지 않다. 따라서 삼성물산의 소액주주가 이 점을 감안한다면 합병 시너지 역시 삼성



전망했다고 소액주주는  
평가할 것

이 과도하게 전망했다고 평가할 것이다.

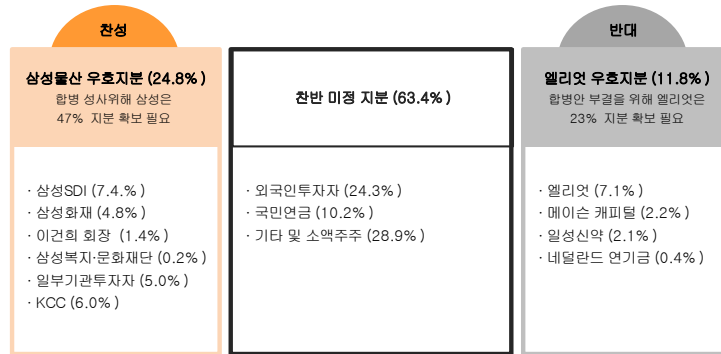
## II. 지난 2 주간의 쟁점이 주요 주주들에게 미칠 영향

지난 2주간 불거진  
쟁점들은 향후 표대결에  
어떤 영향을 미칠까?

지난 2주간 앞에서 거론한 ISS의 반대의견 보고서 발표와 그에 대한 삼성의 반박 외에도 SK그룹 합병 건과의 비교, 엘리엇이 제기한 가치분소송에 대한 법원 판결 등 여러 쟁점이 있었다. 특히 삼성과 엘리엇은 언론을 통해 주총 표대결 승리를 위한 공방전을 치열하게 벌였다. 우리는 이러한 쟁점들이 향후 표대결에 미칠 영향을 분석하고, 주총의 결과를 다시 전망해보았다.

우선 [그림1]에서 볼 수 있듯이 현재 삼성과 엘리엇이 확보한 우호지분은 각각 24.8%와 11.8%다. 따라서 향후 표대결에서 외국인 투자자와 국민연금, 그리고 기타 소액주주의 결정이 중요한 역할을 할 것이다. 다만 우리는 소액주주의 결정은 전망에서 제외했다. 과거 사례를 보면, 주총을 앞두고 소액주주의 개인정보를 업데이트하기가 쉽지 않아 위임장을 확보하기가 어려울 뿐 아니라 소액주주는 투자금이 적어 주총의 표결에 적극적으로 참여하지 않아 주총 결과에 큰 영향을 미치지 않았기 때문이다.

[그림1] 삼성과 엘리엇이 확보한 우호지분 현황



자료: 언론자료, 한화투자증권 리서치센터

주총 참여율을 80%로  
가정할 때 삼성과 엘리엇  
양측은 우호지분을 포함해  
각각 53.3%와 26.7%  
확보해야

주총 결과를 전망할 때 중요한 요소가 주총 당일의 의결권 참여율이다. 우리는 이번 합병의 특수성을 감안하여 이를 평소의 일반적인 주총참여 지분 70%보다 높은 80%로 가정했다. 이렇게 가정하는 데는 지난 6월 26일 SK그룹 합병 건에서 주주위임을 포함해 의결권 있는 발행주식의 81.5%(자사주 24%는 소각으로 제외)가 참여했던 전례를 참고했다. [표2]에서 볼 수 있듯이 주총 참여율을 80%로 가정할 경우 삼성과 엘리엇 양측은 우호지분을 포함해 각각 53.3%와 26.7%를 확보해야 승리를 장담할 수 있다.

[표2] 주주총회 참여 의결권 지분 시나리오와 양측이 확보해야 할 지분 (단위 %)

주주총회 참여 의결권 지분 시나리오	양측이 우호지분 포함해 확보해야 하는 지분	
	삼성측	엘리엇측
참여율 70%	46.7	23.3
<b>참여율 80%</b>	<b>53.3</b>	<b>26.7</b>
참여율 90%	60.0	30.0

자료: 한화투자증권 리서치센터

### 1. ISS의 반대의견 발표로 외국인인 엘리엇 쪽으로 기울 듯

외국인 투자자들은 국내 기업이나 법률에 대한 포괄적 지식이 부족하여 ISS의 의견을 따르는 경우가 많아

첫 번째 관건은 외국인 투자자들의 결정이다. 외국인 투자자들은 대부분 ISS가 제시한 의견의 영향을 받을 것으로 전망한다. [표3]을 보면, ISS는 세계 주요 기업들의 주총 안건을 분석하고 기관투자자 1,700여 곳에 어떻게 의결권을 행사해야 하는지를 조언한다. 특히 외국인 투자자들은 국내 기업이나 법률에 대한 포괄적 지식이 부족한데다가 ISS와 다르게 투자판단을 내릴 경우에는 회사 내부 심의위원회 등의 심의를 받는 등 복잡한 절차를 거쳐야 하기 때문에 ISS의 의견을 따르는 경우가 많다.

이렇게 볼 때 향후 엘리엇을 포함한 외국인 투자자(33%) 중 다수가 ISS의 반대의견에 따라 이번 삼성의 합병안에 반대할 가능성이 높아졌다고 우리는 판단한다. 더욱이 지난 7월 2일 ISS와 함께 세계 의결권 자문 시장의 양대 축으로 꼽히는 글라스루이스 역시 합병비율의 불합리함과 합병에 따른 전략적 이점의 모호함에 대해 의문을 제기하며 합병에 대한 반대의견을 제시했다. 이 모두를 감안하면 엘리엇은 향후 표대결에서 보다 유리한 위치를 확보할 수 있게 됐다고 볼 수 있다.

[표3] ISS(Institutional Shareholder Services)의 활동 내역

구분	내용
개요	- 1985년에 설립된 세계 최대 의결권 자문사로서, 미국 모건스탠리 캐피털 인터내셔널이 소유하고 있었으나 2014년에 Vestar Capital 이 인수함
주요 업무	- 세계 주요 기업들의 주주총회 안건을 분석하여 찬성과 반대를 표명하거나 의결권 행사 방향을 각국 기관투자자(헤지펀드, 투자은행, 연기금, 국부펀드, 운용사 등)에 조언
실적	- 세계 115개국 3만 9,000여 개 주총 안건 분석, 기관투자자 1,700여 곳에 의결권 자문

자료: 국내외 언론, 한화투자증권 리서치센터

엘리엇을 제외한 외국인 투자자의 80%가 반대하면 국민연금이나 소액주주의 항방과 상관없이 합병이 무산될 가능성 높아

우리는 엘리엇을 제외한 지분 26%의 외국인 투자자들 가운데 합병에 반대하는 비중에 따른 합병 성사여부를 시나리오식으로 분석해보았다[표4]. 7월 17일 주총 참여의결권을 80%로 가정할 경우 엘리엇을 제외한 외국인 투자자들 가운데 80%가 반대한다면 국민연금이나 소액주주의 항방과 상관없이 이번 합병 건은 무산될 가능성이 높다. 만약 외국인 투자자들의 100%가 ISS의 의견에 동조한다면 반대 의견이 34%가 되어 주총 참여의결권이 어느 정도인지와 상관없이 합병이 무산된다.

물론 일부 외국인 투자자들이 찬성의견을 표시할 수도 있다. 그러나 우리는 ISS의 반대의견에 동조하는 국내 기관 및 소액주주들도 충분히 있다고 가정하기 때문에 그 영향은 미미할 것으로 전망한다.



[표4] 외국인 투자자들 가운데 반대 비중별 시나리오  
(단위: %)

외국인 투자자들의 합병 반대 시나리오	
엘리엇을 제외한 외국인 투자자 26% 중 시나리오	엘리엇을 포함한 총 외국인 투자자의 반대 의견 지분
60% 반대시	23.2
<b>80% 반대시</b>	<b>26.6</b>
100% 반대시	34.0

자료: 한화투자증권 리서치센터

## 2. 아직 국민연금의 판단은 미지수이지만, 반대 가능성 높아

삼성의 입장에서  
국민연금의 찬성을 확신할  
수 없음

외국인 투자자들의 결정에 이어 두 번째 관건은 국민연금의 판단이다. 특히 ISS의 반대 의견 발표로 외국인 투자자들의 표심이 엘리엇 측으로 기울어졌기 때문에 국민연금(10.2%)의 의견이 삼성 측에 더 중요하게 됐다. 그러나 지난 6월 25일 SK C&C와 SK 간 합병 건에 대해 국민연금이 시장의 예상과 달리 반대의사를 표시함에 따라 삼성 입장에서 국민연금의 찬성을 확신할 수 없게 됐다.

국민연금은 SK그룹 합병  
건과의 형평성과 일관성도  
고려할 듯

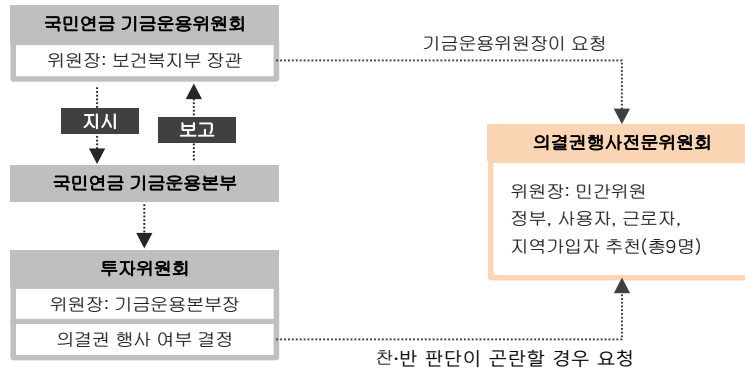
SK그룹의 합병 건에 대해서는 국민연금이 의결권행사 전문위원회(이하 의결권위)를 통해 반대를 표시했다. [그림2]에서 보듯이 의결권위는 정부, 사용자단체, 근로자단체, 연구기관 등에서 추천한 민간 전문가들로 구성된 위원회다. 국민연금은 SK그룹의 합병 건처럼 사회적으로 중하고 민감한 사안일 경우 의결권위에 판단을 요청하는데, 의결권위는 판단의 기준으로 시장원칙과 주주가치를 중시하기 때문에 SK그룹의 합병 건에 대해 반대의견을 제출한 것으로 보인다.

언론에서는 이번 삼성그룹의 합병 건에 대해서도 국민연금이 의결권위를 열어 찬반의사를 결정할 것으로 보고 있다. SK 건보다 삼성 건에 대해서 국민연금 의결권의 영향력이 훨씬 더 큰데다 국민연금이 신중한 판단 과정을 필요로 하기 때문이다. 따라서 삼성 건에 대한 국민연금의 판단이 실제로 의결권위로 넘어갈 경우 SK건과의 형평성과 일관성 측면에서 국민연금이 삼성 건에 대해서만 찬성하리라고 확신하기가 쉽지 않다. 그만큼 삼성그룹의 이번 합병이 무산될 가능성이 더 높다고 우리는 판단한다.

국민연금은 원칙적으로 적법 절차에 의해 이번 삼성그룹의 합병에 대한 독립적인 의견을 결정할 것이다. 그러나 세계 1, 2위 의결권 자문사인 ISS와 글라스루이스가 잇달아 반대의견을 발표하고, 국내에서 국민연금이 의결권 자문을 의뢰하는 서스틴베스트와 한국기업지배구조원까지도 반대의견을 낸 상황에서 향후 이들과 완전히 다른 의견을 국민연금이 제시하기는 쉽지 않은 상황일 것이다.

[그림2] 국민연금의 의결권 행사 체계





자료: 보건복지부, 한화투자증권 리서치센터



### 3. 법원의 KCC 의결권 유효 판결은 향후 해외소송으로 갈 수도

법원은 엘리엇이 제기한 삼성물산 자사주 주식처분 금지 가처분 신청을 기각

7월 7일, 법원은 엘리엇이 제기한 삼성물산 자사주 주식처분 금지 가처분 신청을 기각했다. 재판부는 일반적으로 회사는 주주들에게 먼저 자기 주식을 매수할 기회를 부여할 필요 없이 처분 목적에 적합한 상대방을 선정해 자기 주식을 처분할 수 있다고 했다. 즉 자사주 매각 상대방인 KCC가 제일모직 주주라는 이유만으로 특별한 이해관계를 가진 자라고 볼 수 없다고 판단한 것이다.

이번 삼성물산의 자사주 매각에 대한 법률적 판단의 핵심은 KCC가 적법한 매각 대상자였느냐는 것이다. 엘리엇은 KCC가 제일모직의 2대 주주로서 상법 368조에서 말하는 '특별한 이해관계'를 가진 자에 해당하기 때문에 삼성물산이 합병 당사자인 제일모직의 주주인 KCC에 주식을 판 것은 잘못된 일이라고 주장해왔기 때문이다. 따라서 재판부의 이번 판결로 지난 주총금지 가처분 신청이 기각된 데 이어 엘리엇이 제기한 모든 가처분 신청이 기각됐다. ([표5] 참고)

[표5] 지금까지 엘리엇이 제기한 소송의 내용과 결과

날짜	주요 내용	결과
2015.06.09	합병결의 임시 주주총회 금지 가처분 소송 제기	기각 → 항고
2015.06.11	삼성물산 자사주 매각과 관련해 주식처분 금지 가처분 소송 제기	7월 7일 기각
2015.06.12	앞서 삼성물산이 KCC와 자사주 매매 거래를 끝마치자 가처분 신청 이유와 취지 변경 (언론에 따르면 KCC가 매입한 주식에 대해 의결권 행사를 금지해달라는 취지)	

주: 2015년 7월 7일 기준

자료: 국내언론, 한화투자증권 리서치센터

결국은 국제소송(ISD)으로까지 끌고 갈 수 있다고 판단됨

다만 엘리엇이 주주총회 금지 가처분 소송에 대한 판결에 불복해 항고한 것을 감안하면 이번 자사주 매각 건도 항고할 가능성이 높으며, 결국은 법적분쟁을 국제소송(ISD)으로까지 끌고 갈 수 있다고 우리는 판단한다. 이유는 상법 제342조에 자사주 처분은 정관에 따르되 규정이 없을 경우 이사회가 결정하도록 돼 있어 기준이 다소 애매하고, 과거 자사주 매각과 관련해 정반대되는 판례가 있어 국내 언론에서도 논란이 되기 때문이다.

우선, 유사한 자사주 매각을 적법하다고 본 판례의 예로 2003년 SK와 소버린이 경영권 분쟁을 벌인 경우를 들 수 있다. 당시 SK는 우호지분이 14%에 불과하여 14.8%를 보유한 소버린과의 표대결에서 이기기 위해 자사주의 일부를 국내 주요 은행들에 매각했다. 그러자 소버린이 법원에 의결권 침해 금지 가처분 신청을 냈고, 법원은 이를 적절한 경영권 방어 행위로 보고 신청을 기각했다.

반면, 유사한 자사주 매각을 무효화한 판례의 예로는 2006년 대림통상이 내부 경영권 분쟁에 휘말린 경우를 들 수 있다. 당시 대림통상은 이재우 회장에게 자사주를 매각했지만, 법원은 이에 대해 처분무효 판결을 내렸다. 법원은 자사주를 일방적으로 특정 주주에게 매각한 것은 기존 주주의 이해관계에 영향을 미쳐 신주를 발행한 것과 유사하며, 특정 주주에게만 주식을 매도한 것은 주주평등의 원칙에 반한다고 판결했다.



엘리엇은 앞서 언급한 무효화 판례와 같이 주주평등 원칙을 주장하고 있음

엘리엇은 방금 소개한 무효화 판례와 같이 주주평등 원칙을 주장하고 있다. 엘리엇은 자체 홈페이지를 통해 삼성물산 이사회가 삼성물산 주주들의 가치와 의결권을 희석시키는 행위를 함으로써 그들의 권리를 침해했다고 주장하고 있다. 또한 국내 언론보도를 인용하며 자사주는 회사 및 모든 주주의 자산이기 때문에 특정 주주나 지배주주의 이익을 위해 사용되어서는 안 된다고 강조하고 있다.

외국인 투자자 개인이 직접 중재기관에 손해배상을 청구할 수 있는 것이 ISD의 특징임

더욱이 해외의 자사주 관련 법규정을 살펴보면 영국은 자사주 처분도 주주의 신주인수권 대상이라고 법규에 명기하고 있고, 독일은 법적 절차에 의하지 않은 자사주 처분에 대해 주주평등의 원칙을 따를 것을 요구하고 있다. 일본 역시 자사주 처분은 신주발행과 동일한 절차를 거칠 것을 명시적으로 규정하고 있다. 이런 점에서 해외소송으로 갈 경우에는 그 결과를 예측하기가 어렵다.

시장의 일각에서는 엘리엇이 ISD로 가는 것 자체가 어렵다고 말한다. 엘리엇이 주장하는 피해가 투자대상 국가의 법률 탓이 아니므로 한국정부가 FTA를 위반했다는 예외적인 상황을 내세워야 하기 때문이다. 그러나 우리는 국가를 관여시키지 않고도 외국인 투자자 개인이 직접 중재기관에 손해배상을 청구할 수 있는 것이 ISD의 특징이기 때문에 엘리엇이 ISD에 제소할 가능성은 완전히 배제할 수는 없다고 판단한다.

또한 소송이 진행되어도 ISD의 판결은 투자자와 정부간의 문제로 귀결되고, 삼성은 소송의 당사자가 아니기 때문에 손해배상 판결이 내려져도 정부는 삼성에 대한 구상권 행사가 불가능하여 삼성의 영향은 크지 않다는 주장도 있다. 그러나 [표7]을 보면 최근 론스타가 한국정부를 상대로 ISD에 제기한 소송이 장기화되면서 정부가 법률자문비용 등에 투입하는 예산이 빠르게 늘어나고 있다. 이는 해외소송에 따른 국가재정 손실이 크다는 것이며, 엘리엇이 해외소송시 손해배상 청구 금액이 2~3조원에 이를 수도 있다는 점을 감안하면 삼성이 완전히 자유로운 입장은 아니라고 판단한다.

[표6] ISD(Investor-State Dispute)의 개요

의미	해외투자자가 상대국의 법령, 정책 등에 의해 피해를 입은 경우 국제중재를 통해 손해배상을 받도록 하는 제도로, 세계은행(IBRD) 산하 민간기구인 국제투자분쟁해결기구(CSID)가 중재절차를 관장
목적	투자유치국의 정책 변화에 대한 예측 가능성을 확보하고, 불합리한 차별대우로 발생하는 피해로부터 투자자를 보호하기 위함
논란	국가의 합리적인 법령이나 공공정책을 통한 정부의 역할을 무력화시킬 수 있고, 강대국과 약소국의 협정에서 강대국의 영향력이 큰 국제기구의 중재절차가 중립적이지 못할 수 있다는 점
영향력	자유무역협정(FTA)에 포함되어 국내법보다 우선됨
쟁점	ISD 소송에서 피고는 삼성그룹이 아니라 한국정부라는 점에서 정부를 통해 삼성그룹 압박

자료: 국내언론, 한화투자증권 리서치센터

[표7] ISD 대응을 위한 정부의 지출예산 추이 (단위: 억 원 %)

	2013년	2014년	2015년
당초 예산	39.6	59.5	112.3
추가 예산	7.9	46.5	76.2
총 지출 예산	47.5	106	188.5



전년 대비 예산 증가율	123.2	77.8
<b>3년 누적 지출 예산</b>		<b>342.0</b>

자료: 국내언론, 한화투자증권 리서치센터

## II. 소액주주의 투자전략은?

삼성물산에 대해 '매수',  
제일모직에 대해  
'차익실현'의 전략을 제안함

앞서 언급한 이유들로 인해 삼성그룹의 이번 합병은 무산될 가능성이 높다고 우리는 판단한다. 따라서 우리는 여전히 소액주주들에게 삼성물산은 '매수'하고 제일모직은 '차익 실현'하는 전략을 제안한다.

### 1. 삼성물산: 여전히 매수하는 전략이 유리

자산만 12조 원에 이르며,  
이는 현재 시가총액 10조  
원을 넘는 수준

우리가 제시한 삼성물산의 기존 투자포인트는 여전히 유효하다고 판단한다. 첫째, 이번 엘리엇의 반대를 통해 삼성물산의 밸류에이션 매력에 부각됐고, 향후 삼성물산이 보유한 계열사 지분에 대한 재평가(re-rating)가 이뤄질 수 있다고 보기 때문이다. 이는 [표 8]에서 보듯이 삼성물산이 보유한 자산만 12조 원에 이르며, 이는 현재 시가총액 10조 원을 넘는 수준이기 때문이다.

우리는 삼성전자를 비롯한 계열사 지분가치에 평균 할인을 30%를 적용하여 구한 8조 원의 지분가치에 더해 매년 평균 7,603억 원의 EBITDA(2014년~16년 컨센서스 전망치)를 창출하는 삼성물산의 건설/상사 사업 영업가치(평균 EBITDA에 9.1배 적용)도 주가에 반영된다고 본다. 이를 근거로 우리는 삼성물산 주가가 현재보다 약 40% 더 상승할 여력이 있다고 전망한다.

[표8] 삼성물산과 제일모직이 보유한 계열사 지분가치 (단위: 십억 원 %)

삼성물산				제일모직			
기업명	시가총액	지분율	지분가치	기업명	시가총액	지분율	지분가치
삼성전자	182,651	4.1	7,489	삼성생명	20,800	19.3	4,014
제일기획	2,048	12.6	258	삼성중공업	4,260	0.1	4
삼성SDS	19,615	17.1	3,354				
삼성엔지니어링	1,300	7.8	101				
제일모직	23,895	1.4	335				
<b>지분가치 합계</b>			<b>11,625</b>	<b>지분가치 합계</b>			<b>4,019</b>
<b>삼성물산 시총</b>			<b>10,060</b>	<b>제일모직 시총</b>			<b>23,895</b>

주: 2015년 7월 7일 종가 기준, 핵심 상장 계열사

자료: 한화투자증권 리서치센터

삼성그룹이 삼성물산에  
대한 지분을 늘리는 것을  
통해 수급 측면에서  
주가상승에 기여할 것

둘째, 합병 건이 무산된다면 삼성물산 주가 부양을 위한 엘리엇의 요구사항이 더욱 많아질 것이기 때문이다. 삼성물산 스스로도 보다 적극적인 주주친화 정책으로 엘리엇을 비롯한 주주들과의 불필요한 논쟁을 피하려고 할 가능성이 높다. 또한 삼성그룹의 삼성물산 지분이 적다는 것이 이번 합병 건이 쟁점화한 주된 원인이라는 점에서 향후 삼성그룹이 삼성물산 지분을 늘리는 것을 통해 수급 측면에서 주가상승에 기여할 것으로 우



리는 판단한다.

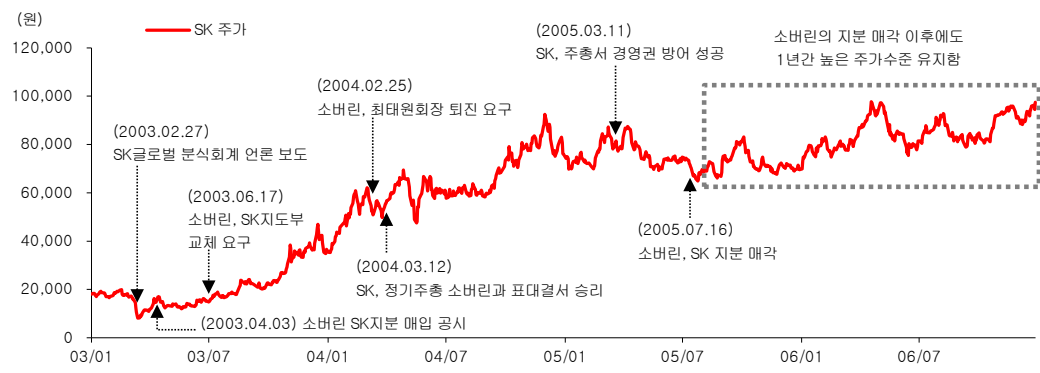
또한 ISS 역시 이번 합병이 무산될 경우 삼성물산의 주가가 일시적으로는 하락할 가능성이 높지만, 중장기적으로는 삼성물산의 자체 기업가치를 기반으로 주가가 오를 가능성이 크다고 분석했다. 뿐만 아니라 삼성그룹의 지배구조가 개편되는 과정에 삼성물산이 연관될 가능성이 있고, 이는 삼성그룹의 삼성물산 지분 추가매입으로 이어질 수 있다는 점도 주가에 긍정적이라는 것이다.

2003년 3월 7,861원에  
불과했던 SK 주가는  
2004년 12월 9만 원까지  
상승

비슷한 예인 SK의 주가를 돌아볼 필요가 있다. [그림3]에서 2003년 SK와 소버린 간의 경영권 분쟁 당시의 상황을 살펴보면, SK 주가가 바로 그러한 이유로 상승했음을 알 수 있다. 당시 소버린은 'SK그룹 내 분식회계 사건'으로 SK 주가가 급락하자, 적은 돈으로 SK주식 14.99%를 매입해 2대 주주가 되어 SK그룹의 공격적인 경영개입을 시작했으며 이로 인해 지분경쟁이 시작되었다.

결과적으로 SK그룹은 1조 원 가량을 투입해 경영권을 방어하는 데 성공했다. 그 과정에서 2003년 3월 7,861원에 불과했던 SK주가는 1년 사이에 6만원까지 상승했으며, 지속적인 지분경쟁이 이어지면서 주가는 결국 2004년 12월 9만원까지 상승했다. 또한 우리가 주목하는 것은 이러한 높은 주가 수준은 소버린이 지분을 매각한 뒤에도 상당기간 유지된 점이다.

[그림3] SK-소버린 경영권 분쟁 당시와 이후 SK 주가 추이



주: 기간은 2003.01.01~2006.12.28  
자료: 국내언론, 한화투자증권 리서치센터

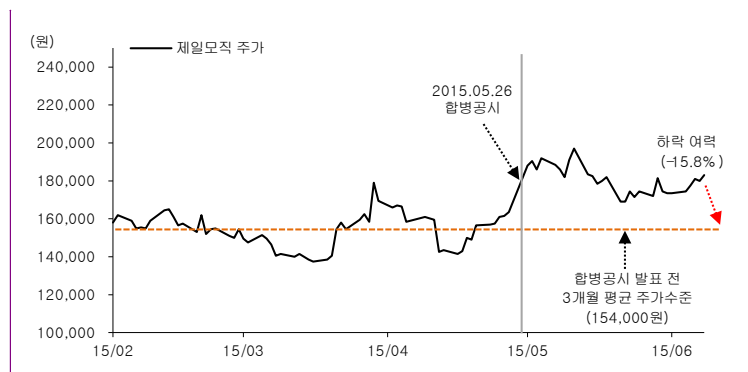
## 2. 제일모직: 합병 발표 이전 주가수준으로 회귀할 듯

제일모직의 소액주주 입장에서는 현 주가 수준에서 여전히 차익실현을 하는 것이 유리한 전략이라고 우리는 판단한다. 이는 크게 두 가지 이유 때문이다.

합병 발표 이전의 주가 수준으로 회귀할 가능성이 높음

첫째, 이번 합병이 무산된다해도 제일모직의 기업가치에는 변화가 없기 때문에 향후 주가는 합병 발표 이전의 평균 수준으로 회귀할 것으로 전망된다(그림4). 제일모직 주가는 합병 발표 직전 거래일인 5월 22일 163,500원으로 마감됐고, 합병 발표 거래일인 5월 26일 상한가를 기록하며 상승한 뒤 현재는 177,000원 수준이다. 합병 발표 이후 상승폭을 보면 합병에 따른 시너지에 대한 기대감이 이미 주가에 상당히 반영된 것으로 보인다. 따라서 향후 주가가 다시 16만 원 수준으로 회귀할 가능성이 높다고 판단된다.

[그림4] 제일모직의 최근 주가 추이



주: 기간은 2015.02.26~2015.07.03

자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

메모 [이1]: 그래프에서 '합병이전'은 '합병 발표 이전'으로 바꾸는 게 좋겠습니다.

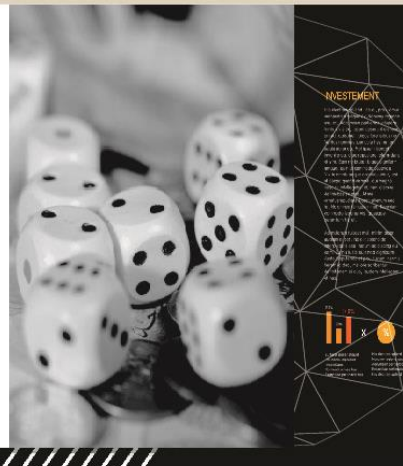
너무 높은 제일모직의 밸류에이션

둘째, 제일모직의 밸류에이션이 너무 높다. 현재 제일모직의 밸류에이션인 2015~16년 ROE 3~5%, PBR 4.0~4.2배는 LG생명과학의 ROE 3~5%, PBR 3.9~4.0배와 비슷한 수준이다. 그러나 제일모직의 바이오 사업이 전체 매출에서 차지하는 비중은 5% (2014~15년) 안팎에 그치고 있다. 최근 시장에서는 제일모직의 자회사인 바이오 사업에 주목하고 있지만 가시적인 성장성은 2018년 이후에나 확인이 가능하며, 미국 나스닥 상장 역시 아직 구체적으로 정해진 바가 없다. 따라서 현 시점은 기존의 바이오 사업 가치 이외의 추가적으로 긍정적인 사항이 주가에 반영되기에는 시기상조라고 우리는 판단한다.



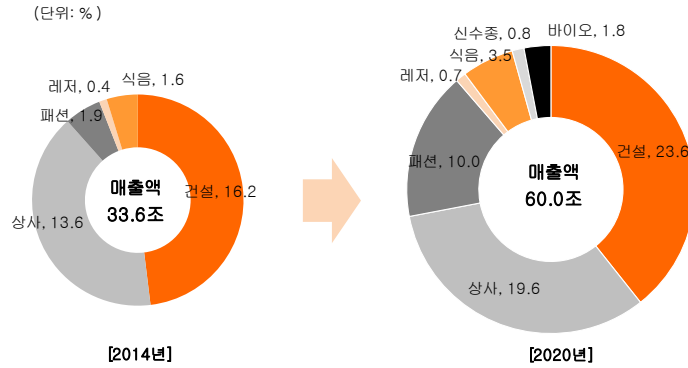
#### IV. 별첨

1. 합병 내용 정리
2. 용어 해설



## 별첨 1. 합병 내용 정리

[그림5] 2014년 제일모직과 2020년 합병법인의 매출구성 비교



자료: 제일모직, 한화투자증권 리서치센터

[표9] 합병 관련 기본 정보

(단위: 천)

보통주	합병가액	합병비율	반대매수청구권 가격	종가
제일모직	159,294	1	156,493	188,000
삼성물산	55,767	0.35	57,234	63,500
우선주	합병가액	합병비율	반대매수청구권 가격	종가
제일모직		1		
삼성물산		0.35	34,886	40,050

주: 합병기준일은 2015년 5월 25일, 종가는 2015년 5월 26일 기준

자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

[표10] 합병법인 주주 및 지분율 변화

주주	제일모직(합병 전)		삼성물산(합병 전)		삼성물산(합병법인)	
	주식수(주)	지분율(%)	주식수(주)	지분율(%)	주식수(주)	지분율(%)
전체주식수	135,000,000	100	156,217,764	100	189,690,045	100
자사주	19,033,800	14.1	8,990,557	5.8	24,031,141	12.7
이재용	31,369,500	23.2			31,369,500	16.5
이건희	4,653,400	3.5	2,206,110	1.4	5,425,734	2.9
이부진	10,456,450	7.8			10,456,450	5.5
이서현	10,456,450	7.8			10,456,450	5.5
삼성전기	5,000,000	3.7			5,000,000	2.6
삼성SDI	5,000,000	3.7	11,547,819	7.4	9,042,759	4.8
삼성화재			7,476,102	4.8	2,617,297	1.4
삼성문화재단	1,101,000	0.8	123,072	0.1	1,144,086	0.6
삼성복지재단			231,217	0.2	80,946	0.1
국민연금			15,850,861	10.2	7,189,844	3.8
<b>최대주주 지분율(이재용 외 3인)</b>	<b>56,935,800</b>	<b>42.2</b>	<b>2,206,110</b>	<b>1.4</b>	<b>57,708,134</b>	<b>30.4</b>
삼성그룹 계열사 지분율	11,101,000	8.2	19,378,210	12.4	17,885,088	9.4

---

최대주주+삼성그룹 계열사 지분율	68,036,800	50.4	21,584,320	13.8	75,593,222	39.9
-------------------	------------	------	------------	------	------------	------

---

자료: 전자공시시스템 한화투자증권 리서치센터





[표11] 합병가액 계산

(단위 주, 원)

항목/업명	제일모직	삼성물산
1 개월		
1 개월 거래량 합계	9,594,333	12,372,953
(일별 거래량 x 종가)의 1 개월 합	1,474,684,024,000	704,679,663,600
1 개월 가중평균	153,704	56,953
1 주	1,158,769	
1 주 거래량 합계	1,158,769	2,547,641
(일별 거래량 x 종가)의 1 주 합		140,240,400,500
1 주 가중평균	160,678	55,047
전일종가(5/25)	163,500	55,300
<b>합병가액(평균)</b>	<b>159,294</b>	<b>55,767</b>

주: 합병기준일자는 2015년 05월 25일

자료: 각사, FnGuide, 한화투자증권 리서치센터

[표12] 반대매수청구권 가격 계산

(단위 주, 원)

항목/업명	제일모직	삼성물산
2 개월		
2 개월 거래량 합계	27,065,452	40,426,697
(일별 거래량 x 종가)의 2 개월 합	4,197,798,788,000	2,413,582,110,500
2 개월 가중평균	155,098	59,703
1 개월		
1 개월 거래량 합계	9,594,333	12,372,953
(일별 거래량 x 종가)의 1 개월 합	1,474,684,024,000	704,679,663,600
1 개월 가중평균	153,704	56,953
1 주		
1 주 거래량 합계	1,158,769	2,547,641
(일별 거래량 x 종가)의 1 주 합	186,189,182,500	140,240,400,500
1 주 가중평균	160,678	55,047
반대매수청구권 가격(평균)	156,493	57,234

주: 합병기준일자는 2015년 05월 25일

자료: 각사, FnGuide, 한화투자증권 리서치센터

[표13] 삼성물산 합병 스케줄 정리

합병스케줄	일정	합병스케줄	일정
주주총회예정일자	2015.07.17	합병기일	2015.09.01
구주권제출기간	2015.07.18~2015.08.28	합병등기예정일자	2015.09.04
매매거래정지 예정기간	2015.08.27~2015.09.14	신주권교부예정일	2015.09.14
채권자의제출기간	2015.07.18~2015.08.18	신주의 상장예정일	2015.09.15

자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터





## 별첨2. 용어 해설

### 1) 지주회사 용어 해설

용어	정의
지주회사	다른 회사의 주식을 소유함으로써 사업활동을 지배하는 것을 주된 사업으로 하는 회사이다.
사업지주회사	순수지주회사는 자체사업 활동은 하지 않고 자회사를 관리, 지배하는 것을 업무로 하는 회사이다. 반면 사업지주회사는 스스로 직접 사업 활동을 하면서 자회사를 보유 및 관리하는 회사를 말한다.
주주친화 정책	배당과 자사주 매입이 대표적인 주주친화 정책의 사례로, 회사의 이익을 주주에게 환원하는 행위이다.
사내유보금	기업이 영업활동을 통해 창출한 영업이익인에서 이자비용, 법인세 등을 제외하고 남은 당기순이익에서 배당으로 투자자에게 유출한 금액 외에 사내에 유보시켜 놓은 금액이다.
NAV	Net Asset Value의 약자로 순자산가치라는 뜻임. 이는 기업이 보유하고 있는 자산을 부분별로 평가하여 합친 금액이다.
NAV 대비 할인율 /할증율	순자산/시가총액의 숫자로, 할인율과 할증율을 사용한다.
보유계열사 자산가치	NAV를 구성하는 항목으로, 지주회사 혹은 기업이 보유하고 있는 그룹 내 계열사의 지분가치를 일컫는다.
자체사업 가치	사업지주회사의 자체사업 부분이 가진 가치이다.
유형무형자산 가치	지주회사는 현금유입으로 브랜드 로열티와 임대료를 받고 있다. 이를 DCF로 계산한 현가로 반영하여 자산으로 정의하고 있다.
가타 비상장자회사 혹은 투자자산 가치	상장계열사 이외의 보유 비상장자회사의 가치, 혹은 투자자산으로 분류된 자산의 가치이다.
배당성향	당기순이익에 대한 현금배당액의 비율로 배당지급률, 사외분배율이라고도 한다.
주식매수청구권	주식회사의 합병, 영업양도 등 주주의 이익과 종대한 관계가 있는 법정 사항에 관하여 주주총회의 결의가 있는 경우, 이에 반대하는 주주가 보유 주식을 공정한 가격으로 매수하도록 회사에 요구할 수 있는 권리이다.
구주매출	상장전 대주(기준주주)가 보유한 지분 중 일부를 일반인에게 공개적으로 파는 것이다.
부채비율	부채총액(타인자본)을 자기자본으로 나눈 비율로, 타인자본에 대한 의존도를 나타낸다.
유상증자	주주로부터 자금을 납입받아 자본을 늘리는 행위이다. 자금이 필요할 때 채권을 발행하면 이자를 지급하고 만기에 원금을 상환해야 하지만, 주주로부터 자금을 납입받는 경우에는 상환의무가 없으므로 기업이 그 자금을 장기간 안정적으로 활용할 수 있다.
기업 M&A	기업의 인수와 합병을 의미한다. 기업의 인수한 한 기업이 다른 기업의 주식이나 자산을 취득하면서 경영권을 획득하는 것이며, 합병이란 두 개 이상의 기업이 법률적으로나 사실적으로 하나의 기업으로 합치는 것을 말한다.
현물출자	금전 이외의 재산, 예를 들어 영업용 토지, 건물, 특허권 등을 사업을 영위하기 위한 자본으로 내는 행위이다.
IPO	기업공개(Initial Public Offering)는 기업이 최초로 외부 투자자에게 주식을 공개하고 재무상태를 공시하는 것을 말한다. IPO는 기업에 주식이치의 공정한 결정, 세제상의 혜택, 자금조달 능력 증대라는 이점이 있다.

### 2) 증권 용어 해설

용어	정의
EPS	주당순이익(Earning Per Share)의 약자로, 기업이 벌어들인 순이익을 발행주식수로 나눈 값을 의미한다. 1주당 이익을 얼마나 창출하는지를 나타내는 지표이다.
BPS	주당순자산가치(Book-value Per Share)는 기업의 순자산을 발행주식수로 나눈 값으로, 청산가치를 의미한다.
EV	기업의 총가치(Enterprise Value)를 의미하며, 기업의 미래주의 창출 능력을 현재가치로 환산한 것이다. EV가 현재 주가보다 높은 기업은 향후 주가상승이 기대된다고 볼 수 있다.
EBITDA	이자, 법인세, 감가상각비 차감 전 영업이익(Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization)은 영업활동을 통한 기업의 현금창출 능력을 나타내는 수익성 지표이다.
EV/EBITDA	기업의 총가치를 이자, 법인세, 감가상각비 차감 전 영업이익으로 나눈 값으로, 기업가치가 순수한 영업활동을 통한 이익의 몇 배인가를 알려주는 지표이다. 이 비율이 낮다면 회사의 주가가 기업가치에 비해 저평가되고 있음을 의미한다. 이 비율이 10배라고 하면 해당 기업은 시장가격으로 매수했을 때 그 기업이 벌어들이는 이익을 10년간 모으면 투자원금과 같게 된다고 볼 수 있다.
ROE	자기자본이익률(Return On Equity)이다. 기업이 자기자본(주주자본)을 활용하여 얼마만큼의 이익을 창출했는지를 나타내는 수익성 지표이다.
DCF	현금흐름할인법(Discounted Cash Flow). 기업가치를 측정하는 방법으로, 현금흐름을 적정 할인율로 할인하여 구한 현재가치이다.



<b>CAGR</b>	CAGR(Compound Annual Growth Rate)는 여러 해 동안의 성장률을 매년 일정한 성장률을 지속한다는 가정(기하 평균)아래 평균 성장률로 환산한 것이다.
-------------	---



**[Compliance Notice]**

(공표일 2015년 7월 8일)

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.  
(김철범, 이상완)

상기종목에 대하여 공표일 기준 조사분석 담당자는 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없습니다.

당사는 본 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3 자에게 사전제공한 사실이 없습니다.

당사는 공표일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 안전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용할 수 없습니다.

**[ 종목 투자등급 ]**

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +10% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 투자 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -10~+10%가 예상되는 종목에 대해서는 Hold(보유), -10% 이하가 예상되는 종목에 대해서는 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률의 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며 목표주가 산정이나 투자 의견의 변경 주기는 종목별로 상이합니다.

**[ 산업 투자 의견 ]**

당사는 산업 투자 의견에 대해 향후 1년간 해당 업종의 과거 수익률 대비 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 대해 Positive(공정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 과거 수익률 대비 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 대해 Neutral(중립적), 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 대해 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업 전망에 대해서는 업종 내 분석대상 종목들을 기반으로 담당 업종 애널리스트의 판단에 따릅니다.

**[ 조사분석자료 투자등급 비율 ]**

(기준일 20150630)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비율	66.7%	25.0%	8.3%	100.0%

