

# 삼성그룹: 제일모직-삼성물산 합병 관련 Comment

## 제일모직 합병법인 예상 시가총액은 35.7조원

- 제일모직 주식수는 1억 3천5백만주에서 합병신주 5천 5백만주 발행으로 1억 9천만주로 증가, 전일 증가 적용 시 합병 예상 시가총액은 35.7조원
- 삼성물산 보통주, 우선주 모두 1주당 제일모직 0.35주를 교부
- 제일모직의 합병신주는 보통주 54,690,043주, 종류주식 1,627,440주
- 양사 모두 주총 특별결의(참석주주 의결권의 2/3, 발행주식총수의 1/3 이상의 승인을 득해야 함) 필요한 합병. 주총 결의일은 7월 17일
- 보통주 주식매수청구권 행사가격은 제일모직 156,493원, 삼성물산 57,234원으로 청구기간은 7월 17일~8월 6일
- 양사 주식매수청구가액 합계가 1조 5천억원 초과할 경우 합병계약 해제 가능

## 성장스토리는 중장기적 관점에서 지켜볼 필요, 합병법인은 삼성전자 지분 4.1% 확보

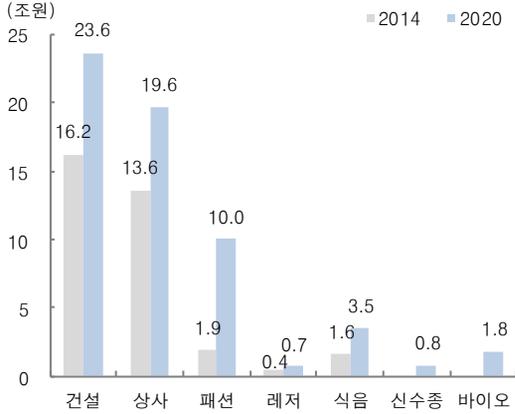
- 양사는 1) 건설사업 통합으로 사업시너지 강화, 2) 제일모직 패션/식품부문의 삼성물산 해외 영업 인프라 활용, 3) 바이오로직스 최대주주 지위를 바탕으로 바이오사업 육성 등을 제시
- 합병법인의 14년 매출 34조원에서 2020년 60조원으로 확대하는 것이 목표치
- 성장스토리는 중장기적 관점에서 지켜보아야 할 것으로 판단
- 양사 간 공통영역이었던 건축사업부문에서의 경쟁 소멸의 수혜 예상되며 조경 및 에너지 사업부문에서 시너지 발굴할 계획
- 패션/식품부문은 상사부문이 구축하고 있는 미주지역 패션 인프라 사업 등을 활용 가능
- 바이오로직스 지분은 합병법인 51.2%, 삼성전자 46.3%로 합병법인이 최대주주로 등극
- 합병법인이 전자 지분 4.1% 확보, 이재용 부회장 보유분 합산 시 전자 지분 4.7%로 확대

## 향후 지분 이동 시나리오는 합병법인의 삼성전자 지분 확대 관점에서 접근

### [합병 관련 주요 이슈 정리]

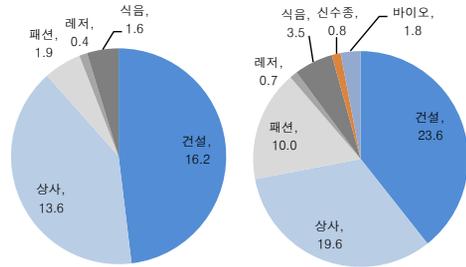
- 1) 삼성화재와 삼성SDI의 합병법인 지분보유가 신규순환출자로 인식될 경우 매각 필요
  - 관련된 기존 순환출자는 제일모직-삼성생명-삼성화재-(삼성물산-제일모직), 제일모직-삼성생명-삼성전자-삼성SDI-(삼성물산-제일모직)
  - 삼성화재와 삼성SDI의 합병법인 지분 보유가 합병에 따른 신규순환출자 형식으로 처리될 경우 합병법인 지분 (총 6.1% : 삼성화재 1.4%, 삼성SDI 4.8%)은 공정거래법상 합병기일로부터 6개월 내에 매각 필요
- 2) 내부거래 비중은 30% 미만으로 과세대상에 해당 없으나 총수 일가 지분율 30% 이상으로 규제대상에는 여전히 해당
- 3) 합병법인의 법적 지주회사 전환은 당장은 부담이 크다고 판단. 그룹 내 상장사들의 규모가 크고 계열회사 간 공동출자가 많은 특성상 공정거래법상의 자회사, 손자회사 지분을 규제(상장 20%, 비상장 40%) 및 자회사 아닌 계열회사 보유 금지 (수평출자 불허) 요건 충족이 녹록치 않을 전망. 별개로, 중간금융지주회사 설립은 가능
- 4) 그러나 합병법인은 그룹 최상단 회사로, 향후 합병법인의 삼성전자 지분 확대 관점에서 지분 이동이 추진될 가능성 높다고 판단
  - 우리는 전자와 SDS의 합병을 통한 제일모직 합병법인의 전자 지분 확대 → 전자의 인적분할 후 투자회사와 제일모직 합병법인의 추가 합병 가능성을 주목. 전자와 SDS 합병을 가정하면 제일모직 합병법인의 전자 지분은 현 4.1%에서 포함주식 신주발행 여부에 따라 5.3~5.4%까지 확대될 수 있을 전망(전자 자사주를 합병신주로 활용하지 않음을 가정)
  - 상기 이슈에 대한 기대감을 높이는 지분이동이 발생할 때마다 그룹 지주회사 역할에 대한 기대감으로 제일모직 합병법인 주가가 긍정적으로 반응할 전망

그림 1. 2014 vs. 2020 합병법인 매출액



자료: DART, 대신증권 리서치센터

그림 2. 2014 vs. 2020 합병법인 매출액 (단위: 조원)



자료: DART, 대신증권 리서치센터

그림 3. 제일모직-삼성물산 합병 전후 주주구성 변화

(단위: 주, %)

주주	제일모직		삼성물산		합병신주		합병법인	
	주식수	지분율	주식수	지분율	삼성물산	제일모직	주식수	지분율
이재용	31,369,500	23.24					31,369,500	16.54
이건희	4,653,400	3.45	2,206,110	1.41	2,206,110	772,333	5,425,733	2.86
이부진	10,456,450	7.75					10,456,450	5.51
이서현	10,456,450	7.75					10,456,450	5.51
이유정	600,000	0.44					600,000	0.32
조운해	100,000	0.07					100,000	0.05
삼성전기	5,000,000	3.70					5,000,000	2.64
삼성SDI	5,000,000	3.70	11,547,819	7.39	11,547,819	4,042,758	9,042,758	4.77
삼성물산	1,849,850	1.37						
삼성문화재단	1,101,000	0.82	123,072	0.08	123,072	43,086	1,144,086	0.60
삼성화재			7,476,102	4.79	7,476,102	2,617,297	2,617,297	1.38
삼성생명(고객계정)			351,172	0.22	351,172	122,941	122,941	0.06
삼성복지재단			231,217	0.15	231,217	80,946	80,946	0.04
김신			26,261	0.02	26,261	9,193	9,193	0.00
특수관계인계	70,586,650	52.29	21,961,753	14.06	21,961,753	7,688,554	76,425,354	40.29
소액주주	39,629,560	29.36	125,265,454	80.19	125,265,454	43,853,996	83,483,556	44.01
우리사주	5,749,990	4.26					5,749,990	3.03
자기주식	19,033,800	14.10	8,990,557	5.76	8,990,557	3,147,490	24,031,140	12.67
주식의총수	135,000,000	100.0	156,217,764	100.00		54,690,043	189,690,040	100.00

주: 보통주 지분율, 1분기 분기보고서 기준

제일모직 우리사주는 2015년 12월 17일까지 한국증권금융에 의무예탁

제일모직 자사주 존속, 삼성물산 자사주에 대해 합병신주 교부하여 합병법인 자사주 지분율은 12.7%

자료: 대신증권 리서치센터

그림 4. 제일모직-삼성물산 합병 전후 계열회사 보유지분 변화

(단위: 천주, %)

출자회사	제일모직		삼성물산		합병법인	
	수량	지분율	수량	지분율	수량	지분율
삼성생명보험	38,688	19.3			38,688	19.3
삼성중공업	300	0.1			300	0.1
삼성전자(주)			5,976	4.1	5,976	4.1
삼성테크윈(주)			2,273	4.3	2,273	4.3
삼성정밀화학(주)			1,442	5.6	1,442	5.6
삼성증권(주)			202	0.3	202	0.3
삼성에스디에스(주)			13,216	17.1	13,216	17.1
(주)제일기획			14,539	12.6	14,539	12.6
삼성엔지니어링(주)			3,124	7.8	3,124	7.8
제일모직(주)			1,850	1.4	자사주化	
시큐아이	1,000	8.7			1,000	8.7
울넷	300	30.0			300	30.0
삼성바이오로직스	11,067	46.3	1,171	4.9	12,238	51.2
서울레이크사이드	24	20.0	94	80.0	118	100.0
삼성웰스토리(주)	2,000	100.0			2,000	100.0
콜롬보코리아(주)	900	100.0			900	100.0
네추럴나인(주)	510	51.0			510	51.0
삼성종합화학(주)			21,273	38.3	21,273	38.3
(주)삼성경제연구소			120	1.0	120	1.0
삼성라이온즈(주)			15	7.5	15	7.5

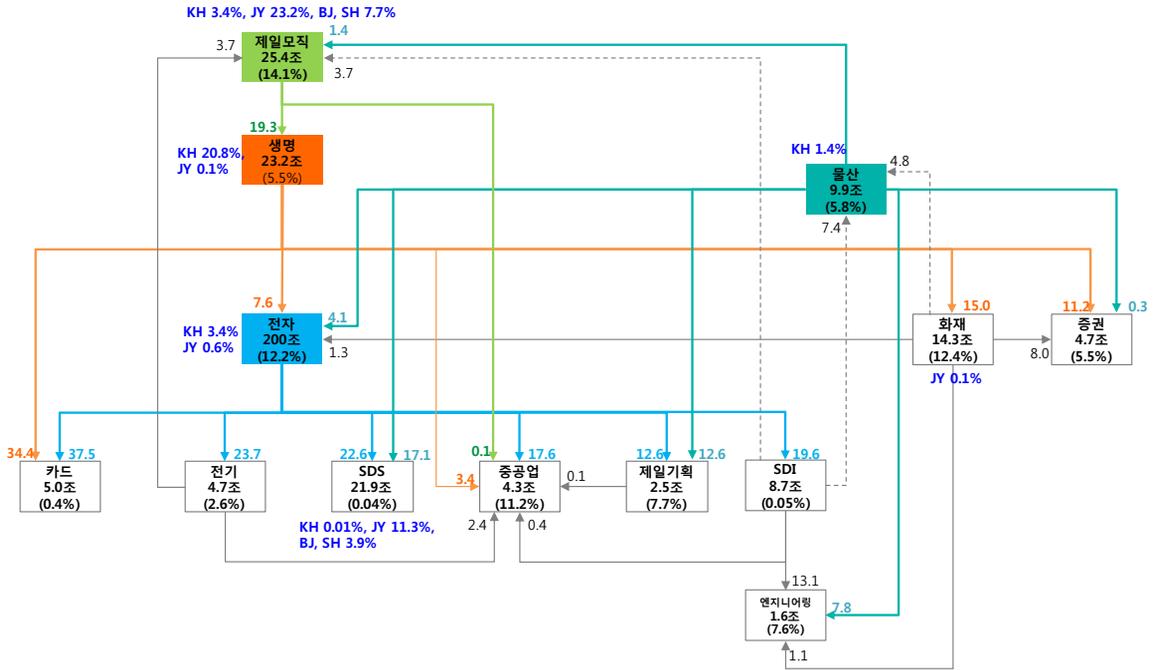
자료: 대신증권 리서치센터

그림 5. 주요일정

구분		
주주총회 반대의사통지기한		2015-07-14
주주총회예정일자		2015-07-17
주식매수청구기간	시작일	2015-07-17
	종료일	2015-08-06
구주권제출기간	시작일	-
	종료일	-
매매거래정지 예정기간	시작일	-
	종료일	-
채권자이의제출기간	시작일	2015-07-18
	종료일	2015-08-18
합병기일		2015-09-01
합병등기예정일자		2015-09-04
신주권교부예정일		2015-09-14
신주의 상장예정일		2015-09-15

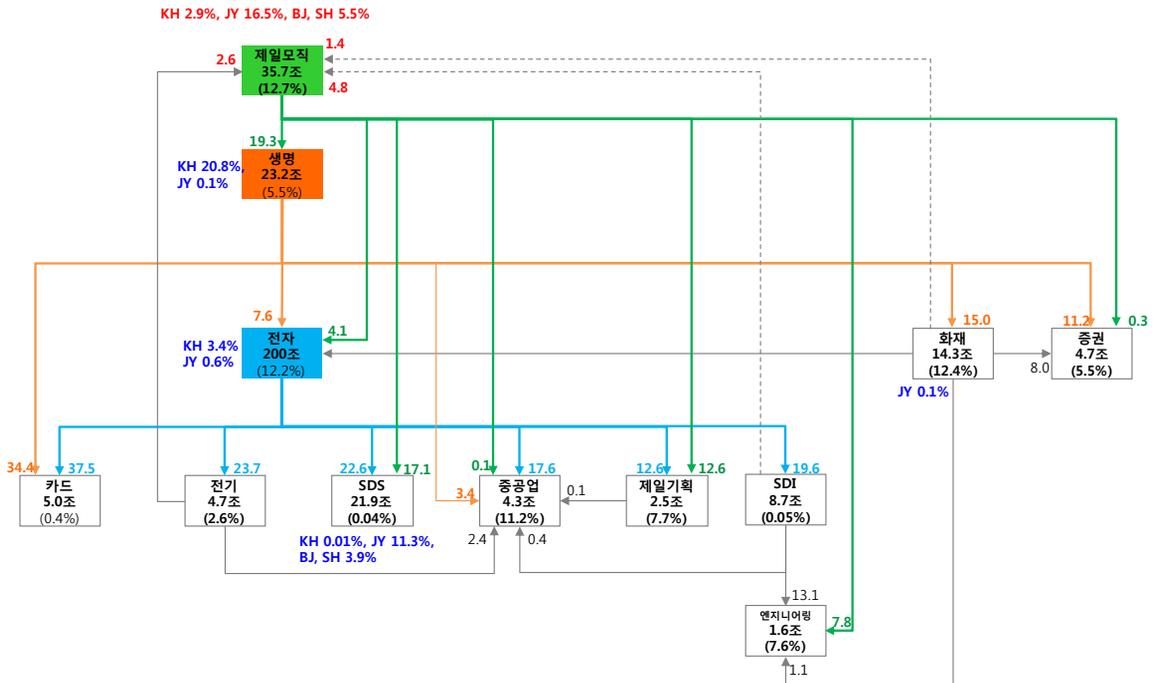
자료: 대신증권 리서치센터

그림 1. 삼성그룹 주요 상장사 지분구조 (현재)



주: 보통주 지분율, 1분기 분기보고서 기준. 괄호안은 자사주 지분율, 시가총액은 전일 종가 기준  
 자료: 대신증권 리서치센터

그림 2. 삼성그룹 주요 상장사 지분구조 (현재)



주: 보통주 지분율, 1분기 분기보고서 기준. 괄호안은 자사주 지분율, 시가총액은 전일 종가 기준  
 자료: 대신증권 리서치센터

그림 6. 삼성전자-삼성에스디에스 합병 가정 시 지분을 변화 (포함주식 신주발행)

(단위: 주, %)

주주	삼성전자		삼성 SDS		합병신주		전자 합병법인	
	주식수	지분율	주식수	지분율	SDS	전자	주식수	지분율
이건희	4,985,464	3.38	9,701	0.01	9,701	1,961	4,987,425	3.06
이재용	840,403	0.57	8,704,312	11.25	8,704,312	1,760,130	2,600,533	1.60
이부진			3,018,859	3.90	3,018,859	610,454	610,454	0.37
이서현			3,018,859	3.90	3,018,859	610,454	610,454	0.37
홍라희	1,083,072	0.74					1,083,072	0.66
제일모직 합병법인	5,976,362	4.06	13,215,822	17.08	13,215,822	2,672,419	8,648,781	5.31
삼성복지재단	89,683	0.06					89,683	0.06
삼성문화재단	37,615	0.03					37,615	0.02
삼성생명	10,622,814	7.21					10,622,814	6.52
삼성생명(특별계정)	501,128	0.34					501,128	0.31
삼성화재	1,856,370	1.26					1,856,370	1.14
권오현	3,000	0.00					3,000	0.00
이상훈	1,473	0.00					1,473	0.00
삼성전자			17,472,110	22.58	17,472,110	3,533,098		
박성태			524	0.00	524	105	105	0.00
특수관계인계	25,997,384	17.65	45,440,187	58.73	45,440,187	9,188,621	31,652,907	19.43
자기주식	17,986,686	12.21	27,614	0.04	27,614	5,583	21,525,367	13.21
일반주주	103,315,267	70.14	31,909,999	41.24	31,909,999	6,452,636	109,767,903	67.36
주식의총수	147,299,337	100.00	77,377,800	100.00		<b>15,646,840</b>	162,946,177	100.00

주: 합병비율은 전일 기준으로 산출. 전자 : SDS = 1 : 0.2022  
 자사주 일부 교부 가정 시 소규모합병 성립  
 자료: 대신증권 리서치센터

그림 7. 삼성전자-삼성에스디에스 합병 가정 시 지분을 변화 (포함주식 신주발행 없음)

(단위: 주, %)

주주	삼성전자		삼성 SDS		합병신주		전자 합병법인	
	주식수	지분율	주식수	지분율	SDS	전자	주식수	지분율
이건희	4,985,464	3.38	9,701	0.01	9,701	1,961	4,987,425	3.13
이재용	840,403	0.57	8,704,312	11.25	8,704,312	1,760,130	2,600,533	1.63
이부진			3,018,859	3.90	3,018,859	610,454	610,454	0.38
이서현			3,018,859	3.90	3,018,859	610,454	610,454	0.38
홍라희	1,083,072	0.74					1,083,072	0.68
제일모직 합병법인	5,976,362	4.06	13,215,822	17.08	13,215,822	2,672,419	8,648,781	5.43
삼성복지재단	89,683	0.06					89,683	0.06
삼성문화재단	37,615	0.03					37,615	0.02
삼성생명	10,622,814	7.21					10,622,814	6.66
삼성생명(특별계정)	501,128	0.34					501,128	0.31
삼성화재	1,856,370	1.26					1,856,370	1.16
권오현	3,000	0.00					3,000	0.00
이상훈	1,473	0.00					1,473	0.00
삼성전자			17,472,110	22.58				
박성태			524	0.00	524	105	105	0.00
특수관계인계	25,997,384	17.65	45,440,187	58.73	27,968,077	5,655,523	31,652,907	19.86
자기주식	17,986,686	12.21	27,614	0.04	27,614	5,583	17,992,269	11.29
일반주주	103,315,267	70.14	31,909,999	41.24	31,909,999	6,452,636	109,767,903	68.86
주식의총수	147,299,337	100.00	77,377,800	100.00		<b>12,113,742</b>	159,413,079	100.00

주: 합병비율은 전일 기준으로 산출. 전자 : SDS = 1 : 0.2022, 소규모합병 성립  
 자료: 대신증권 리서치센터

## [Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:김한이)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

## [투자등급관련사항]

산업 투자의견	기업 투자의견
Overweight(비중확대): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상	Buy(매수): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
Neutral(중립): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상	Marketperform(시장수익률): 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
Underweight(비중축소): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상	Underperform(시장수익률 하회): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상