



**CITY OF LONDON**  
Investment Management Company Limited

정병석 삼성물산 이사회 의장

서울 송파구 올림픽로35길, 123, 29층, 05510 대한민국

2023년 9월 19일

정병석 의장 귀하,

**Re: 삼성물산 주식회사(이하 "삼성물산" 또는 "귀사")**

시티 오브 런던 인베스트먼트 매니지먼트(이하 "CLIM")는 2017년부터 귀사의 주주가 된 고객들의 투자 자문사입니다. 2023년 8월 31일 현재 CLIM의 고객들은 총 882,543주의 삼성물산 주식을 보유하고 있으며, 이는 전체 지분의 0.48%에 해당합니다.

2020년 9월, CLIM은 2015년 제일모직과의 합병 이후 주식이 내재가치 대비 상당한 수준(60% 이상)으로 할인된 가격에 거래되고, 코스피 지수를 크게 하회한 것에 대해 유감을 표명하는 서한을 귀사에 보냈습니다. 우리는 주주 가치를 제고하기 위한 여러 가지 방안을 제시했습니다.

2022년 9월, CLIM은 귀사의 송규종 CFO와 미팅 자리에서 2015년 이후 귀사 주가가 코스피 지수 대비 현저히 저조한 성과를 보이고 있는 점에 대해 우려를 표명했습니다. 또한, 귀사 주가와 내재가치 사이에 벌어진 극심한 밸류에이션 차이에 대해서도 논의했습니다. 이 자리에서 CLIM은 자본배분 정책 개선을 통해 귀사 주식의 매력을 제고하고 지나치게 큰 할인폭을 축소하기 위한 종합적인 방안을 제시했습니다.

2022년 10월 21일에 보낸 후속 서한에서 우리는 CFO와 논의한 제안을 공식적으로 확인하고 이사회에 조치를 취해줄 것을 요청했습니다(참조용 서한 첨부). 다른 주주들도 우리의 우려를 공유했으며, CLIM과 다른 주주들이 다음 주주총회에서 이러한 제안을 표결에 부칠 것을 고려하고 있다는 점을 언급했습니다.

77 Gracechurch Street London EC3V 0AS  
전화 + 44 (0)20 7711 0771 팩시밀리: + 44 (0)20 7711 0774

영국 금융감독청의 승인 및 규제를 받음.  
미국 증권거래위원회에 투자 고문으로 등록되어 있음.  
위와 같은 등록 사무소. 영국 등록 번호 2851236. VAT 번호 629690893

2023년 3월, CLIM은 발행 주식의 1% 이상을 대표하는 다른 기관 주주들과 함께 다가오는 정기 주주총회에서 고려할 여러 가지 제안을 제출했습니다. 이 제안에는 보유 자사주 전량 즉시 소각, 장기 자사주 매입 정책 도입, 보다 점진적인 배당 정책을 통한 배당금 인상 등이 포함되었습니다. 이러한 제안은 완만한 성장 이니셔티브에 자금을 지원할 수 있는 적절한 자본을 유지하면서 내재가치 대비 높은 할인을 해결하기 위한 것이었습니다.

비록 귀사는 주주총회 전에 보유 자사주를 5년에 걸쳐 모두 소각하겠다고 발표했지만, 내재가치 대비 높은 할인 폭을 축소하고, 자본 배분 정책을 개선하기 위한 CLIM의 다른 제안은 채택하지 않았습니다. CLIM의 제안에 대한 응답으로 우리는 아래와 같이 통보를 받았습니다.

- 이사회는 '신성장 동력'을 확충할 필요가 있다고 판단했습니다. 이에 따라 2023~25 회계연도 동안 총 3~4조원을 투자해 친환경 에너지, 바이오/헬스케어 분야 신사업 진출 및 핵심 사업 경쟁력 강화에 나설 계획입니다.
- 향후 3년간 매년 1.6조원의 FCF(계열사 배당수익 포함)가 창출될 것으로 예상되지만, 신규 사업과 설비투자에 연간 약 1.2조원이 배정되어 주주에게 분배할 수 있는 금액은 0.4조원에 불과합니다.
- 배당 소득에 대한 실효 세율이 20% 미만이고 2023년부터 세율이 인하되었음에도 불구하고, 새로운 3개년 주주환원 정책에 따라 상장 계열사로부터 받는 연간 배당 소득의 60~70%만 현금 배당으로 환원됩니다.
- 이사회는 운영 사업에서 발생하는 잉여현금흐름(FCF)을 포함하여 배당을 늘리는 방안을 검토했지만 최종적으로 거부했습니다.
- 이사회는 자사주 매입 프로그램을 검토했습니다. 하지만, 귀사의 "투자 성과 및 현금 흐름 상황"을 우선적으로 고려해야 한다는 이유로 이 안건은 최종적으로 거부되었습니다..

CLIM 입장에서는 이러한 결정이 납득하기 어렵습니다.

- 이렇게 큰 폭으로 할인된 주가에 거래되는 동안 귀사에게 자사주 매입보다 좋은 투자 대안이 없습니다. 실제로 향후 3년간 예상되는 신규 투자의 50%만 자사주 매입에 사용해도 발행 주식의 약 10%를 매입할 수 있으며, 이를 통해 주당순이익은 11% 이상, 주당 내재가치는 8% 가까이 향상시킬 수 있습니다.
- 기존 비즈니스의 실적 개선으로 현금이 창출되고 있습니다. 이 현금은 귀사 주주들에게 100% 가치가 있습니다. 그러나, 귀사가 재투자하면 그 가치는 40% 미만으로 떨어집니다! 이 현금을

77 Gracechurch Street London EC3V 0AS  
전화 +44 (0)20 7711 0771 팩시밀리: +44 (0)20 7711 0774

영국 금융감독청의 승인 및 규제를 받음.  
미국 증권거래위원회에 투자 고문으로 등록되어 있음.  
위와 같은 등록 사무소. 영국 등록 번호 2851236. VAT 번호 629690893

주주에게 돌려주고 주주가 귀사에 재투자할지 여부를 결정할 수 있도록 하십시오.

- 2023~25 회계연도 주주환원 정책 발표 이후 8월 말까지 순자산 대비 할인율은 64%에서 68%로 확대되었으며, 귀사의 주가는 5.9% 하락하여 코스피 지수 대비 11.7% 하회했습니다. 이는 주주환원 정책 발표 이후 우호적인 언론과 애널리스트의 논평을 인용하며 귀사가 공표한 긍정적인 견해와는 상반되는 것으로 판단됩니다. 이는 주식 시장이 새로운 3개년 주주환원 정책이 실제로 주주가치를 떨어뜨린다고 생각한다는 것을 의미합니다. CLIM은 시장의 의견에 동의합니다.
- 2023년 7월 26일에 발표된 최근 2분기 실적은 기존 비즈니스 여건과 운영 성과가 개선되었음을 보여줍니다. 그러나, 3월에 귀사가 구상했던 신규 투자에 대한 진전의 증거는 보이지 않습니다. 2023년 8월 31일 현재 주가는 내재가치 대비 68% 할인된 가격에 거래되고 있으며, 연초부터 현재까지 7.8% 하락하여, 코스피 지수 대비 22.6% 하회하고 있습니다.<sup>1</sup>

표 1

단위(원)	23. 6. 30.	22. 12. 29.	22. 6. 30.	20. 6. 30.	18. 6. 29.	제일 합병 <sup>2</sup>
삼성물산 주가	105,700	113,500	123,000	116,000	116,500	163,000
삼성물산 내재가치	325,776	302,894	309,141	282,997	243,766	134,990
(할인)/프리미엄	-67.6%	-62.5%	-60.2%	-59.0%	-52.2%	20.7%

총 수익률(원)	3개월	6개월	1년	3년	5년	합병 이후
삼성물산 주가	-2.3%	-6.9%	-12.4%	-2.1%	1.2%	-26.0%
삼성물산 내재가치 <sup>3</sup>	5.0%	8.3%	6.1%	18.2%	38.9%	153.1%
(할인)/프리미엄	3.8%	15.2%	12.4%	29.7%	22.8%	55.8%

참고: 2023년 6월 30일까지의 누적 총 수익률입니다.

출처: 블룸버그, CLIM 분석

<sup>1</sup> 2018년 8월 31일 기준 총 수익률(원화 기준)

<sup>2</sup> 제일모직과 삼성물산의 합병은 2015년 9월 15일에 완료되었습니다.

<sup>3</sup> 소유하고 있는 모든 상장 계열사/법인의 시장 가치와 핵심 비즈니스에 대한 CLIM의 추정가치가 합산되어 계산되었습니다.

CLIM은 2024년 주주총회에서 다음과 같은 결의안을 제안할 계획입니다.

- 1) 2023 회계연도 배당금으로 보통주 1주당 4,500원, 우선주 1주당 4,550원을 제안<sup>4</sup>
- 2) 2024 회계연도 중 귀사의 자사주 매입을 위해 5,000억원을 배정하는 자사주 매입 프로그램을 즉시 도입할 것을 제안<sup>5</sup>

과거에도 이사회에 말씀드린 바와 같이, CLIM은 삼성물산이 매우 가치 있는 자산 포트폴리오를 보유하고 있다고 믿어 의심치 않으며, 이제 그 가치가 귀사의 주가에 반영되어야 할 시점입니다.

귀사가 이러한 사안에 대해 긍정적으로 검토하는데 동의하지 않는 경우, 2023년 10월 말까지 이 서한을 공개하여 2024년 주주총회시 우리의 의사를 공개함으로써, 주주들이 우리의 제안에 대해 충분히 고려할 시간을 갖도록 할 생각입니다.

조만간 여러분의 의견을 기다리겠습니다.

마크 드와이어

최고 투자 책임자 배상

---

<sup>4</sup> 계열사로부터의 세후 배당수익 100%와 영업현금흐름(FCF)의 25%를 배분한다고 가정하여 계산한 수치입니다(예: 삼성바이오로직스). 후자의 경우, 2023~2025 회계연도 연간 FCF에 대한 귀사 자체의 추정치를 사용했습니다.

<sup>5</sup> 2023~2025 회계연도 귀사 자체 추산에 따라 연간 영업현금흐름(예: 삼성바이오로직스)의 약 50%에 해당한다고 가정하고 계산한 결과입니다.