

# 국정조사 특별위원회 요구자료

## <제출자료 목록>

< 자료요구 : 2016. 11. 30. >

- 제일모직 및 삼성물산 적정가치 산출 보고서

제출일자 : 2016. 12. 1.



붙임

---

# 제일모직/삼성물산 적정가치 산출 보고서

---

2015. 7. 10.

기금운용본부  
리서치팀

## 1. 합병가액 및 적정주가

### ▣ 합병 주요 정보

	제일모직 (합병주체)	삼성물산
합병 기준주가(원)	159,294	55,767
기준 시가총액	21.5조원	8.7조원
합병비율	1.00	0.3500885
주식매수청구가격(원)	156,493	57,234

### ▣ 국민연금 리서치팀 - 상황별 적정주가

종목명	비관	중립	낙관
제일모직(원)	111,954	150,348	190,688
삼성물산(원)	65,212	69,677	75,621

### ▣ 합병기준가 분석

- Case별 적정주가대비 합병기준가와의 괴리율<sup>주)</sup>

종목명 (합병기준가)	구분	비관	중립	낙관
제일모직 (159,294원)	적정주가(원)	111,954	150,348	190,688
	괴리율(%)	-30	-6	+20
삼성물산 (55,767원)	적정주가(원)	65,212	69,677	75,621
	괴리율(%)	+17	+25	+36

주) 괴리율 = 적정주가/합병기준가 - 1

## 2. 합병비율 기관별 비교

### ▣ 상황별 합병비율

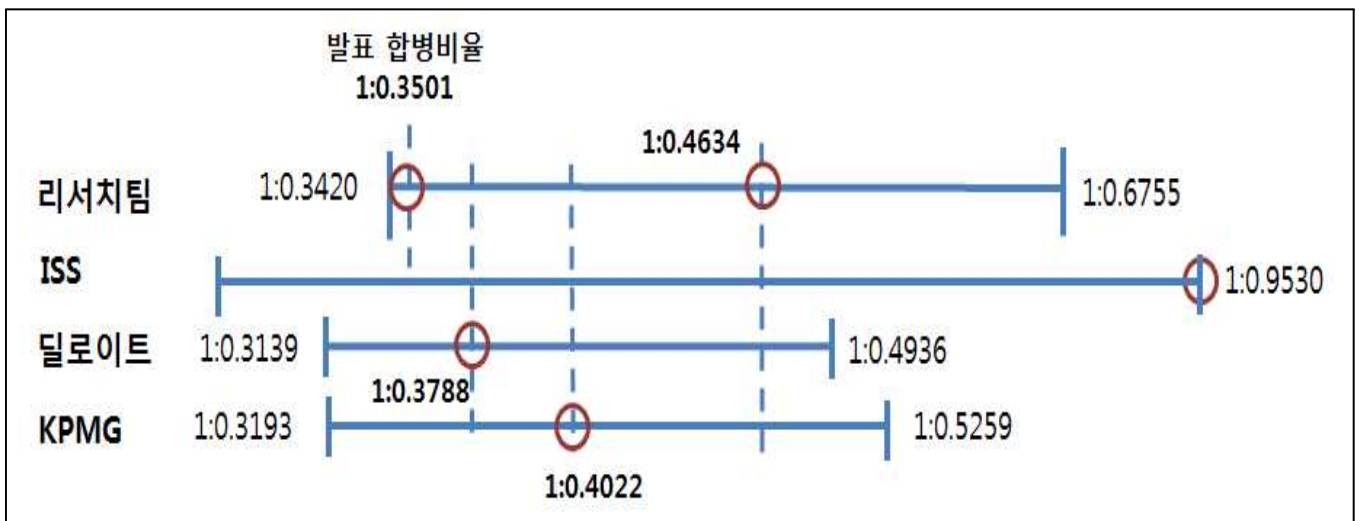
- (합병비율) 두 종목 모두 중립적 상황의 합병비율은 1 대 0.4634. 제일모직 대비 삼성물산의 합병 비율 범위는 '0.3420 ~ 0.6755'로 분포됨

상황		합병비율	
제일모직	삼성물산	제일모직	삼성물산
낙관	낙관	1	0.3966
	중립	1	0.3654
	비관	1	0.3420
중립	낙관	1	0.5030
	중립	1	0.4634
	비관	1	0.4337
비관	낙관	1	0.6755
	중립	1	0.6224
	비관	1	0.5825

▣ 적정주가 및 합병비율 비교

구분	국민연금 리서치팀	ISS	딜로이트	KPMG
제일모직 적정주가(원)	150,348	115,665	158,090	148,971
삼성물산 적정주가(원)	69,677	110,234	59,879	59,909
합병비율(제일모직 1기준)	1 : 0.4634	1 : 0.9530	1 : 0.3788	1 : 0.4022
(밴드 범위)	0.3420~0.6755	-	0.3139~0.4936	0.3193~0.5259

주) 발표 합병비율 '1 : 0.3500885'으로 합병기준가는 제일모직 159,294원, 삼성물산 55,767원



### 3. 적정주가 산출

#### ▣ 삼성물산 적정주가 산출

(단위: 십억원, 배, 원)

구분	비관	중립	낙관
<b>1) 영업가치(=A+B)</b>	<b>3,152</b>	<b>3,591</b>	<b>4,260</b>
A) 건설부문	<b>2,406</b>	<b>2,811</b>	<b>3,333</b>
세후영업이익("15년)	290	290	290
목표배수	8.3	9.7	11.5
근거	현대건설 5월말 PER	최근 5년간 내재PER 하위25%(삼성전자 등 지 분가치 41%할인후 제외)	최근 5년간 내재PER 중간값(삼성전자 등 지 분가치 41%할인후 제외)
<b>B) 상사부문(=a+b+c)</b>	<b>747</b>	<b>779</b>	<b>927</b>
a) Trading	181	214	362
세후영업이익("15년)	33	33	33
목표배수	5.5	6.5	11.0
근거	시장 PER 50%할인 (일본상사시장 대비 50%할인거래)	일본 상사업체 과거5년간 평균PER	한국 상사업체 과거5년간 평균PER
b) 광업권	406	406	406
c) 캐나다 Ontario 신재생에너지 운영 <sup>1)</sup>	160	160	160
<b>2) 비영업가치</b>	<b>9,621</b>	<b>9,880</b>	<b>10,139</b>
A) 매도가능증권 (할인을 41% 적용)	7,091	7,091	7,091
B) 주요비상장주식 <sup>2)</sup> (장부가)	2,250	2,509	2,768
C) 레이크사이드cc (장부가)	280	280	280
<b>3) 순차입금<sup>3)</sup></b>	<b>2,378</b>	<b>2,378</b>	<b>2,378</b>
<b>4) 우선주 주주가치</b>	<b>208</b>	<b>208</b>	<b>208</b>
<b>삼성물산주주가치 (1+2-3-4)</b>	<b>10,187</b>	<b>10,885</b>	<b>11,813</b>
<b>주당가치(원)</b>	<b>65,212</b>	<b>69,677</b>	<b>75,621</b>

1) PER 8배, 연간 운영수입 200억원 가정

2) 삼성바이오로직스의 지분가치(4.9%)는 제일모직의 지분가치 평가로직과 동일

3) 2015년 1분기말 순차입금(2.9조원)을 기준으로 자사주 매각 5,111억원 제외

[표] 삼성물산 Valuation 비교(중립적 상황)

(단위: 십억원, 원)	국민연금 리서치팀	ISS	CGS	딜로이트	KPMG	비고
1) 영업가치	3,591	6,175	4,791	3,319	3,050	- ISS: EV/EBIT(건설과 상사 통합) - CGS: EV/EBITDA(2014년, Peer Group 최소치) - 딜로이트, KPMG: 현금흐름할인모형(DCF)방식 - 국민연금: PER 배수 모형적용
A) 건설부문	2,811	6,175	3,804	2,905	2,336	
B) 상사부문	779		988	413	714	
2) 비영업자산	9,880	13,533	9,229	10,935	11,718	
A) 투자자산 <sup>1)</sup>	9,600	12,445	9,229	11,293	11,041	
B) 기타	280	1,088	-	142	677	
C) 비지배지분	-	-	-	(500)	-	
3) 순차입금	2,378	3,063	3,138	5,291	5,947	순차입금 평가 방식 - 국민연금: '(총차입금-현금-자사주 매각)'으로 산출 - ISS, CGS: (총차입금-현금) - 딜로이트, KPMG: 총차입금 적용. 현금 제외
4) 자기주식/우선주	208	-	-	392	539	
5) 기업가치	10,885	16,645	10,882	9,354	9,359	
6) 주당가치(원)	69,677	110,234	68,393	59,879	59,909	발행주식수: 156,217,764주(보통주)

■ 제일모직 적정주가 산출

(단위: 십억원, 배, 원)

구분	비관	중립	낙관
<b>1) 영업가치(=A+B+C+D)</b>	<b>5,819</b>	<b>6,978</b>	<b>8,223</b>
A) 건설부문	1,032	1,257	1,498
EBITDA('15~16년 평균)	103	120	136
목표배수	10.0	10.5	11.0
B) 급식/식자재유통부문	2,724	3,177	3,661
EBITDA('15~16년)	162	180	197
목표배수	16.8	17.7	18.6
C) 레저부문	995	1,116	1,243
EBITDA('15~16년)	68	72	77
목표배수	14.6	15.4	16.2
D) 패션부문	1,068	1,428	1,819
EBITDA('15~16년)	78	99	120
목표배수	13.7	14.4	15.1
<b>2) 비영업가치(=E+F+G)</b>	<b>8,913</b>	<b>12,296</b>	<b>15,825</b>
E) 부동산가치 <sup>1)</sup>	2,323	3,260	4,342
F) 매도가능증권 등	2,484	2,484	2,484
삼성생명 19.34% <sup>2)</sup>	2,442	2,442	2,442
G) 삼성바이오가치 <sup>3)</sup>	4,106	6,552	8,999
<b>3) 순차입금</b>	<b>1,485</b>	<b>1,485</b>	<b>1,485</b>
<b>4) 자기주식</b>	<b>1,868</b>	<b>2,508</b>	<b>3,181</b>
<b>제일모직주주가치(1+2-3+4)</b>	<b>15,114</b>	<b>20,297</b>	<b>25,743</b>
<b>주당가치(원)</b>	<b>111,954</b>	<b>150,348</b>	<b>190,688</b>

1) 총 437만평 상당 토지 중 비영업용토지 229만평은 용도와 인근 시세 등을 고려해 산출

2) 삼성생명 시가 4.3조원 대비 삼성물산과 동일하게 41%할인 반영

3) 의약품 위탁생산 업체(CMO)인 삼성바이오로직스는 현 생산규모 18만리터에 증장기 생산규모 40만리터 생산규모를 기준으로 산출했고, 바이오시밀러업체인 삼성바이오에피스는 파이프라인을 감안해 산출



[표] 제일모직 Valuation 비교(중립적 상황)

(단위: 십억원, 원)	리서치팀	ISS	딜로이트	KPMG	비고
1) 영업가치	6,978	5,672 <sup>1)</sup>	5,814	5,796	부문별 가치차이가 존재하나 합계는 유사
A) 건설부문	1,257	1,206	1,477	1,001	<b>급식/식자재부문 비교</b> - 국민연금: Peer Group 과거 3년평균 EV/EBITDA Multiple 적용 - ISS: Peer EV/EBIT(19.4배 적용) - 회계법인: 현금흐름할인모형(DCF)방식 적용
B) 급식/식자재부문	3,177	2,293	2,498	2,786	
C) 레저부문	1,116	978	493	501	
D) 패션부문	1,428	2,045	1,346	1,508	
2) 비영업가치	12,296	9,162	14,097	12,939	
A) 부동산가치	3,260	141	1,857	946	ISS는 부동산가치를 장부가로 평가
B) 보유지분가치	2,484	7,501 <sup>2)</sup>	3,304	3,429	ISS는 보유지분을 시가 평가
C) 삼성바이오가치	6,552	1,520	8,936	8,564	삼성바이오 장부가 4,788억원
3) 순차입금	1,485	1,421	1,578	1,697	
4) 자기주식	2,508	-	3,009	2,797	
5) 기업가치	20,297	13,414	21,342	19,841	
6) 주당가치(원)	150,348	115,665	158,090	146,971	발행주식수: 135,000,000주

주) 정렬순은 리서치팀 Valuation 구성 순으로 딜로이트와 KPMG 항목 재조정(삼성바이오가치 영업가치에서 비영업가치로 전환)

1) 영업가치는 4개 사업부문별 영업가치에 미배부부문 가치 8,500억원 차감

2) ISS는 삼성생명 보유지분에 대해 시가평가를 하면서 지분율을 19.3%가 아닌 34.8%로 적용