

삼성전자 가치 증대를 위한 제안 사항

중요한 정보

본 프레젠테이션은 엘리엇의 계열회사인 블레이크 캐피탈 엘엘씨 (Blake Capital LLC) (“블레이크”)와 포터 캐피탈 엘엘씨 (Potter Capital LLC) (“포터”)가 독자적으로 작성하여, 삼성전자 주식회사 (“삼성전자”) 이사진들에게 보내는 공개 서신과 동봉하여 발송한 자료입니다. 본 프레젠테이션에서 사용된 용어들은 별도로 명시된 경우를 제외하고 공개 서신 내에서 부여된 의미를 갖습니다. 본 프레젠테이션에 진술된 많은 내용은 공개적으로 접근 가능한 정보를 분석한 것을 토대로 구성된 블레이크 및/또는 포터의 의견 및/또는 믿음입니다. 본 프레젠테이션에 표현되거나 내포된 모든 진술이나 의견은 수령인이 투자 관련 결정이나 기타 목적으로 해당 내용에 의존하지 않는다는 전제 하에 선의로 제공되는 것입니다. 본 프레젠테이션, 서신 및 이와 관련된 자료에 진술된 내용은 어떠한 경우에도 삼성전자 주주의 구체적인 또는 예상 가능한 결과를 의미하거나 내포하지 않습니다.

블레이크, 포터, 엘리엇 및/또는 각자의 모든 계열회사들은 각각의 경우에 ‘삼성전자 가치 증대를 위한 제안 사항’의 일부 또는 전부가 실행되거나 실행이 예상되는지의 여부와 관계없이 (i) 미래 어느 때든지 (관련 법령에 따라 요구되는 경우 또는 관련 법령을 준수하기 위해 필요한 경우를 제외하고는) 누구에게도 통지하지 아니하고 삼성 그룹 내 어느 회사의 주식이나 다른 지분 또는 채권 보유를 늘리거나 줄이거나 및/또는 어느 때든지 삼성 그룹 회사의 주식이나 다른 지분 또는 채권과 관련한 롱(long), 숏(short), 중립(neutral) 또는 비경제적(no economic) 익스포저(exposure) 또는 기타 다른 익스포저(exposure)를 보유할 수 있고; 및/또는 (ii) 현재 또는 미래 어느 때든지 (관련 법령에 따라 요구되는 경우 또는 관련 법령을 준수하기 위해 필요한 경우를 제외하고는) 누구에게도 통지하지 아니하고 삼성 그룹 내 어느 회사의 주식 또는 지분증권이나 채권과 관련하여 롱 포지션(long position)이나 숏 포지션(short position)을 설정, 증가 및/또는 감소시킬 수 있습니다.

본 프레젠테이션은 오로지 정보제공을 위한 목적으로만 공개 및 발표되었으며, 투자, 금융, 법률, 조세 및 기타 다른 자문에 해당하지 않고, 그렇게 해석되어서도 안됩니다.

본 프레젠테이션은 공개적으로 접근 가능한 정보를 근거로 작성되었으며 (블레이크, 포터, 엘리엇이나 그 계열회사들이 해당 정보를 별도로 확인하거나 검증하지 않았습니다):

- i. 완전하거나 포괄적이라는 취지를 내포하고 있지 않으며; 또는
- ii. (본 프레젠테이션에 명시된 바에 의하거나 달리 나타난 바에 의해) 계약, 청약, 청약의 권유, 또는 어떠한 거래를 착수하거나 완결하거나, 기타 다른 조치를 취하도록 하거나 취하지 못하도록 하는 것을 권장하는 조언이나 제안이 아닙니다.

본 프레젠테이션에 포함되거나 본 프레젠테이션을 작성할 목적으로 활용된 시장데이터는 (구체적으로 명시된 경우를 제외하고) 2016년 10월 4일 거래 마감 시점을 기준으로 합니다. 이러한 시장 데이터와 관련하여 변경 사항이 발생하였거나 장차 발생할 수 있으며, 블레이크, 포터, 엘리엇이나 그 계열회사들이 본 프레젠테이션과 관련하여 업데이트된 정보나 추가적인 정보를 제공하거나 부정확한 부분을 수정하여야 할 어떠한 의무도 없습니다.

본 프레젠테이션은 “미래 예측적 진술”(forward looking statement)을 포함합니다. 미래 예측적 진술은 “~일 수 있다”, “~할 것이다”, “예상된다”, “믿는다”, “예측된다”, “잠정한다”, “계획한다”, “추정한다”, “기대한다”, “목적으로 한다”, “예보한다”, “모색한다”, “~할 수 있다”, “~하려 한다” 등의 단어 또는 이의 부정형 및 변형된 형태나, 기타 이에 국한되지 않는 유사한 용어를 포함하며, 과거나 현재의 사실과 엄밀하게 연관되어 있지 않은 사실들을 의미합니다. 이와 유사하게, 블레이크 및/또는 포터의 목적, 계획 또는 목표를 설명하는 진술도 미래 예측적 진술에 해당합니다. 모든 미래 예측적 진술은 블레이크 및/또는 포터의 현재 의도, 믿음, 예상, 예측 및 예보에 근거한 것입니다. 이러한 진술은 미래의 성과를 보장하지 않으며, 위험, 불확실성, 가장 및 예측이 어렵고 실제 결과와 현저한 차이를 가져올 수 있는 요소들을 포함하고 있습니다. 그러므로, 미래 예측적 진술에 의존하여 실제 결과를 예측해서는 아니 되며, 실제 결과는 미래 예측적 진술에 명시되었거나 함의된 내용과 현저하게 다를 수 있습니다.

본 프레젠테이션에 포함된 정보의 정확성, 완전성 또는 신뢰성과 관련하여 명시적이거나 묵시적인 어떠한 진술이나 보장을 하지 않으며 완전한 진술이거나 본 프레젠테이션에서 언급하고 있는 증권, 시장 또는 사안과 관련한 완전한 요약으로 의도된 것이 아닙니다. 또한 정보 수신자는 본 프레젠테이션을 각자의 판단을 대체하는 용도로 사용하여서는 안됩니다. 본 프레젠테이션의 내용과 관련하여 개별적으로 전문가 조언을 구하고 본 프레젠테이션에 포함된 내용과 관련하여 스스로 별도의 평가를 하여야 합니다. 본 프레젠테이션에 포함된 정보는 정보 수신자가 해당 정보 수신자가 위치한 관할 법령에 따라 이러한 정보를 적법하게 수령할 수 있는 자임을 전제로 하여 제공되었습니다.

블레이크, 포터, 엘리엇 및 그 계열회사들은 본 프레젠테이션 또는 그 내용의 전부 또는 일부를 신뢰하고 이를 사용함으로써 발생하는 모든 손해나 본 프레젠테이션과 관련하여 달리 발생하는 모든 손해에 대하여서 어떠한 의무나 책임도 부담하지 않는다는 것을 명백히 밝히는 바입니다.

본 프레젠테이션은 편의를 위하여 영문으로 작성된 원본을 한국어로 번역한 것이며, 영문 원본과 국문 번역본 간에 일치하지 않는 내용이 있을 경우, 영문 원본의 의미가 우선합니다.

주요 사안 요약

주요 사안 요약

삼성전자는 선도적인 글로벌 테크놀로지 기업이나, 수년간 적절한 주주 가치 창출에 미흡하였습니다.

- 삼성전자는 최상의 테크놀로지 사업 분야를 기반으로 한국의 대표기업으로 발돋움하였습니다.
- 인상적인 기업 성과에도 불구하고 삼성전자 보통주는 삼성전자와 유사한 다른 기업과 비교하여 현저하게 (약 30% 내지 70%) 저평가된 수준에서 거래되고 있습니다.
- 이렇듯 저평가된 주식 가치는 아래와 같은 여러 가치 잠식 요소들이 결합되어 나타나는 징후로 보입니다:
 - 불필요하게 복잡한 삼성 그룹 구조 및 구조 개편 가능성을 둘러싸고 지속되는 불확실성
 - 최적화되지 못한 자본 관리 및 하위권에 속하는 주주 환원
 - 삼성전자의 핵심 운영 사업에 대한 효율적인 해외 증시 상장 부재
 - 삼성 그룹의 글로벌 기준에 못미치는 기업경영구조

주요 사안 요약 (계속)

특별한 기회- 삼성전자 가치 증대를 위한 제안 사항

■ ‘삼성전자 가치 증대를 위한 제안 사항’은 다음과 같이 이러한 요소들에 대응하기 위한 고안된 방안들을 포함합니다:

✓ **삼성그룹 기업구조 합리화의 일환으로 삼성전자가 보유중인 자사주의 가치를 실현하는 방안**

➤ **기업구조 합리화를 위해:**

- 삼성전자를 상장 지주회사(삼성 홀드코(Samsung Holdco))와 별도의 상장 사업회사(삼성 오피코(Samsung Opco))로 분할;
- 삼성 홀드코가 공개 매수를 통해 삼성 오피코 주식을 추가 취득한 후;
- 삼성 홀드코를 공정한 조건에 따라 삼성물산(KRX 종목코드 028260:KS)과 합병.

➤ 이러한 절차를 통해 창업주 가족의 지배 지분을 유지하는 동시에 투명하면서도 좀더 가치 평가가 용이한 기업구조를 달성할 수 있으므로, 모든 이해 관계자들에게 이익이 될 것입니다.

✓ **삼성 오피코의 자본 운용 및 배당 정책을 최적화함으로써 국제적 기업 기준에 부합한 재무제표와 주주 환원 달성**

- 삼성 오피코가 30조원 규모 또는 2016년 10월 4일 기준으로 삼성전자 주가 1,614,000 원의 15%에 해당하는 1주당 245,000 원의 일회성 특별 현금 배당 실시
- 향후 지속적으로 삼성 오피코의 잉여현금흐름의 75%를 주주들에게 환원할 것을 선언

✓ **투자자 접근성 향상**

- 삼성이 삼성 오피코의 나스닥 상장을 추진(한국거래소 상장 외 추가적으로)

✓ **기업경영구조 개선**

- 삼성 홀드코와 삼성 오피코의 이사회 구성 및 기업경영 정책 개선

■ 이는 삼성전자가 일류 사업 분야에 걸맞는 주가를 달성할 수 있도록 주주 가치, 기업경영구조 및 투명성을 향상시킬 수 있는 훌륭한 기회입니다.

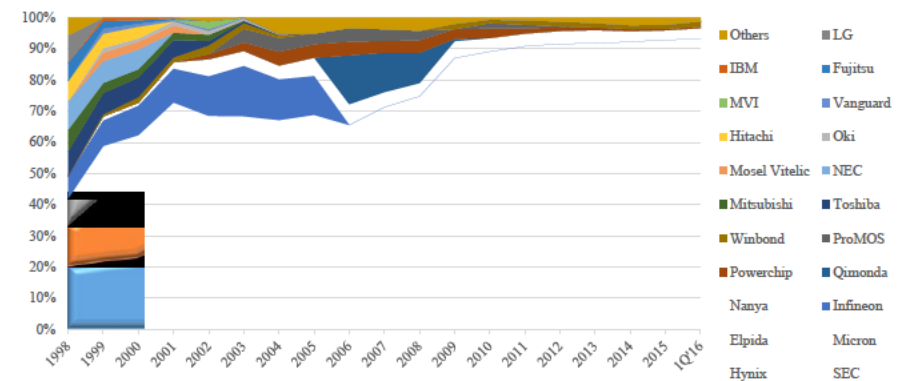
1. 삼성전자는 주목할 만한 투자 대상 기업입니다.

삼성전자 – 최고 이익률을 자랑하는 세계 최대 규모의 메모리칩 제조기업

DRAM (Dynamic Random Access Memory) 메모리칩

- 삼성전자는 20년 이상 세계 1위를 유지해온 DRAM 제조기업이며, 매출액 기준 50%에 육박하는 시장 점유율을 차지하고 있습니다.
- 삼성전자의 원가경쟁력 및 우수한 마진은 경쟁사에 비해 더 신속하게 지오메트리(geometry)를 실행하고 도입할 수 있는 능력을 보유하고 있다는 증거입니다.
- 삼성전자는 2016년 3분기에 경쟁사보다 적어도 9-12개월 앞선 18nm 급 DRAM 대량 생산을 달성함으로써 DRAM 메모리 칩 분야에서의 기술 우위를 다시 한번 입증하였습니다.

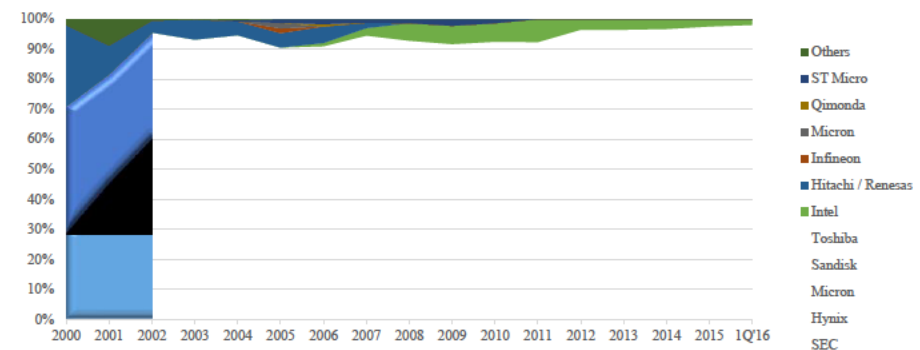
DRAM market share¹



NAND (Flash Memory) 메모리칩

- 삼성전자는 세계 1위 NAND 제조기업이며, 매출액 기준 40%에 육박하는 시장 점유율을 차지하고 있습니다.
- 삼성전자는 3D NAND 기술 분야의 선구자로서 상당한 규모의 상업적 양산을 가능케 하는 기술력을 보유하고 있으며, 결과적으로 경쟁사에 비하여 우수한 원가 경쟁력을 가지고 있습니다.
- 앞선 3D NAND 기술력으로 인해 삼성전자는 SSD(Solid State Drive) 시장에서 시장점유율 선두를 차지하고 있습니다.

NAND market share¹

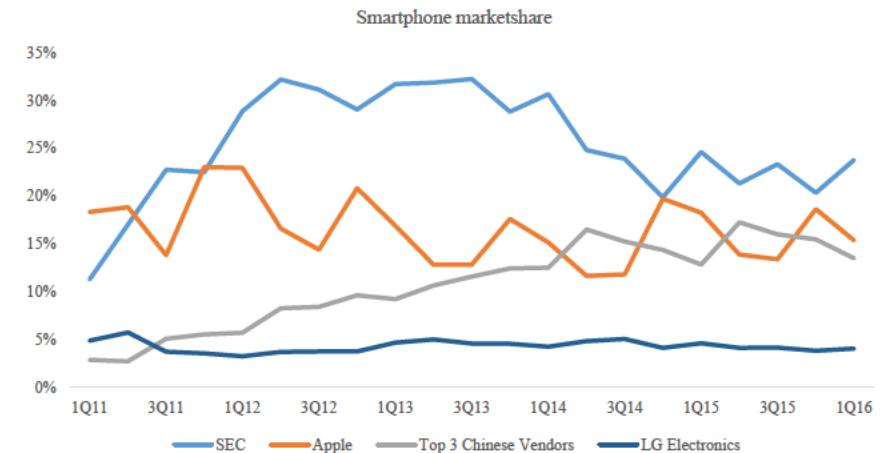


출처: IDC Research, Inc. ("IDC").
각주: 1. 미국달러 매출 기준으로 한 시장 점유율.

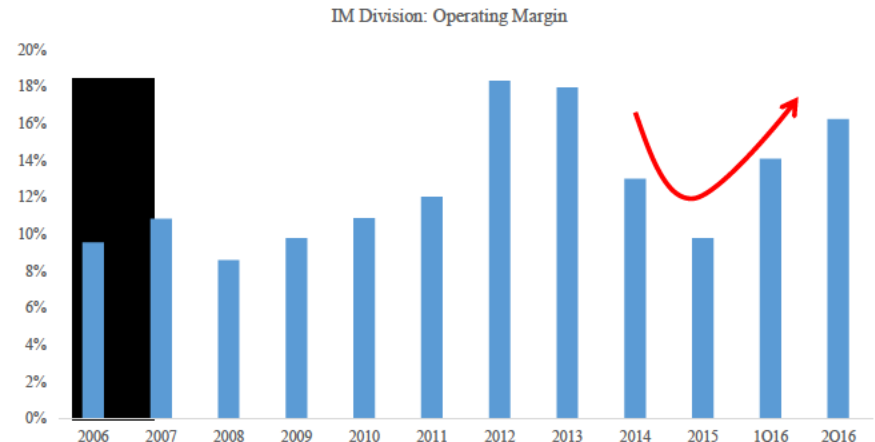
삼성전자 – 모든 가격대에서 꾸준히 선두를 차지하는 최대 스마트폰 판매사

- 하드웨어 혁신 및 폼 팩터 (예를 들어, 곡선형 아몰레드 (AMOLED) 디스플레이 스크린 및 무선 급속 충전)로 인해 삼성전자는 프리미엄 스마트폰 시장에서 실제적인 경쟁 우위를 차지하게 되었습니다.
- 최근 갤럭시 노트7 배터리와 관련된 안타까운 사건에도 불구하고, 삼성전자는 스마트폰 시장 점유율과 수익성 측면에서 여전히 안정적인 지위에 있습니다.
- 규모의 경제 및 수직적 통합을 통해 삼성전자는 격화되는 시장 경쟁에도 불구하고 중저가 스마트폰 시장에서도 여전히 원가 경쟁력을 유지하고 있습니다.
- 모든 가격대에 걸친 제품 포트폴리오 구성을 기반으로 삼성전자는 수익성 개선과 더불어 전반적인 우위를 성공적으로 지켜왔습니다.
- 삼성전자는 광범위한 소매 판매망과 글로벌하게 형성된 콘텐츠 서비스 제공업자와의 관계들에 힘입어 강력한 유통망을 구축하였습니다.
- 삼성 페이나 녹스(KNOX)와 같은 선별된 모바일 서비스의 확대에 의해 삼성전자 제품은 더 차별화될 것이고, 삼성이 안드로이드 운영체제 플랫폼에서 선두를 유지하는 데에 일조할 것입니다.

Smartphone market share by units



Improved profitability



삼성전자 – 혁신적인 디스플레이 및 가전제품 솔루션 제공기업

디스플레이

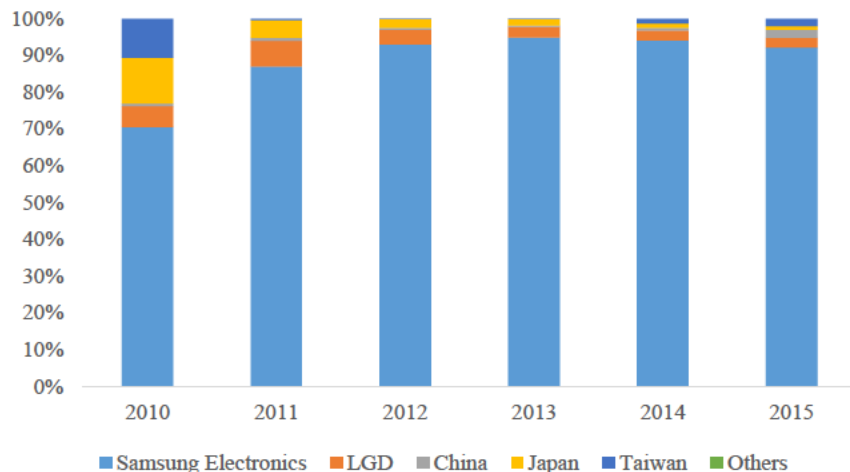
- 삼성전자는 우수한 AMOLED 패널 기술을 통해 디스플레이 분야에서 차별화된 제품을 지속적으로 제공하고 있습니다.
- 삼성전자는 모바일 AMOLED 패널 산업에서 압도적인 시장 지위(90% 이상의 시장점유)를 차지하고 있습니다.
- 삼성전자는 이미 포화된 TFT-LCD 시장에서는 대형 및 프리미엄 고급 모니터 애플리케이션에 역량을 집중하고 있습니다.

가전 제품

- 삼성전자는 삼성의 글로벌 브랜드 이미지를 활용하여 가전제품 분야에서 괄목할 만한 장기 성장기반을 구축했습니다.
- 삼성전자는 십년여간 유지해온 전세계 TV 판매량 선두에 더하여 2015년도 4분기에 처음으로 북미 생활가전 제품 시장에서 1위를 달성하였습니다.
- 삼성전자가 보유한 다양한 오픈 플랫폼과의 (예를 들어, 아틱(Artik)과 스마트싱스(SmartThings)) 협력 관계에 미루어 볼 때 삼성전자는 사물 인터넷(Internet of Things, 'IoT') 시장을 선점할 수 있는 유리한 위치에 있습니다.

Undisputed technological leadership in display

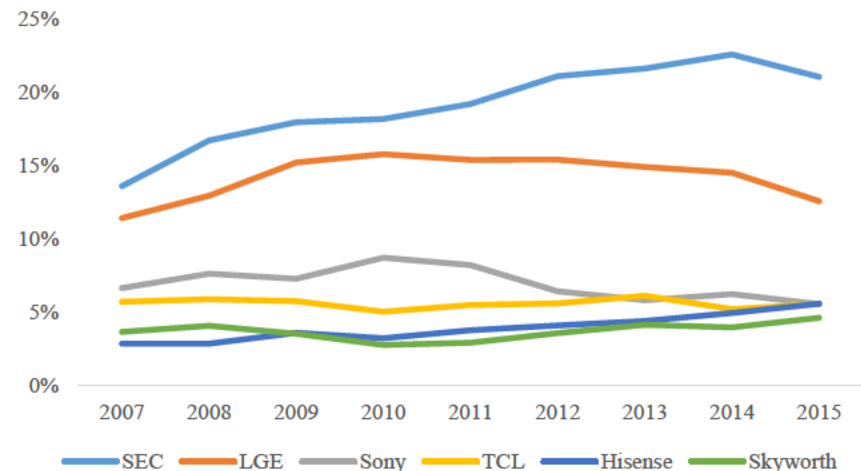
Global <6G AMOLED Market Share



출처: IHS Global Pte. Ltd. 제공 정보 포함, copyright © 2016. All rights reserved.

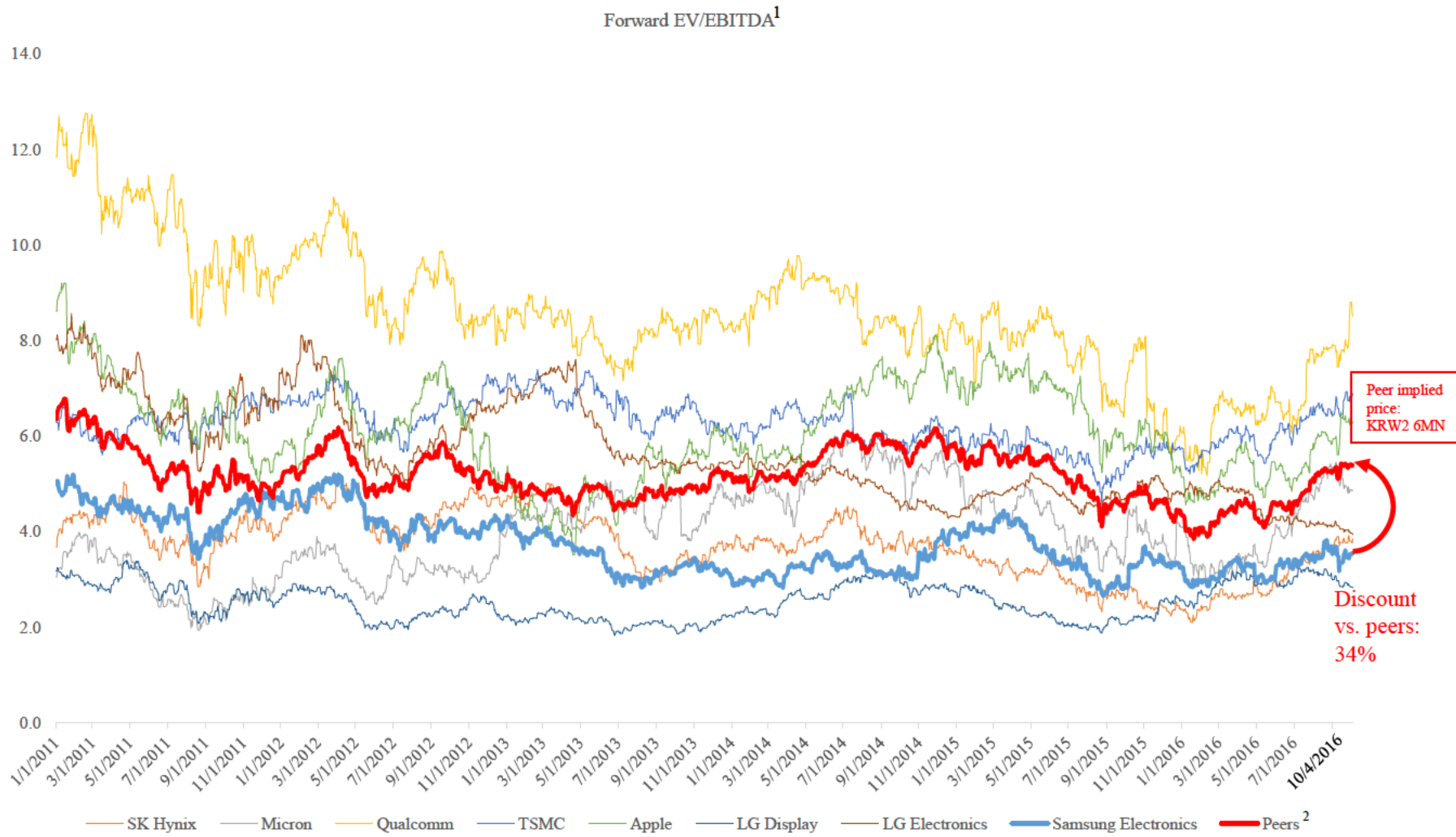
#1 market share in televisions since 2006

Global TV Market Share by Shipments



2. 삼성전자의 주주들은 오랜 기간 동안 주가 저평가 문제에 직면하고 있습니다.

삼성전자 주식은 글로벌 경쟁 기업들과 비교할 때 어떠한 기준으로도 현저하게 저평가된 가격에 거래되고 있습니다.



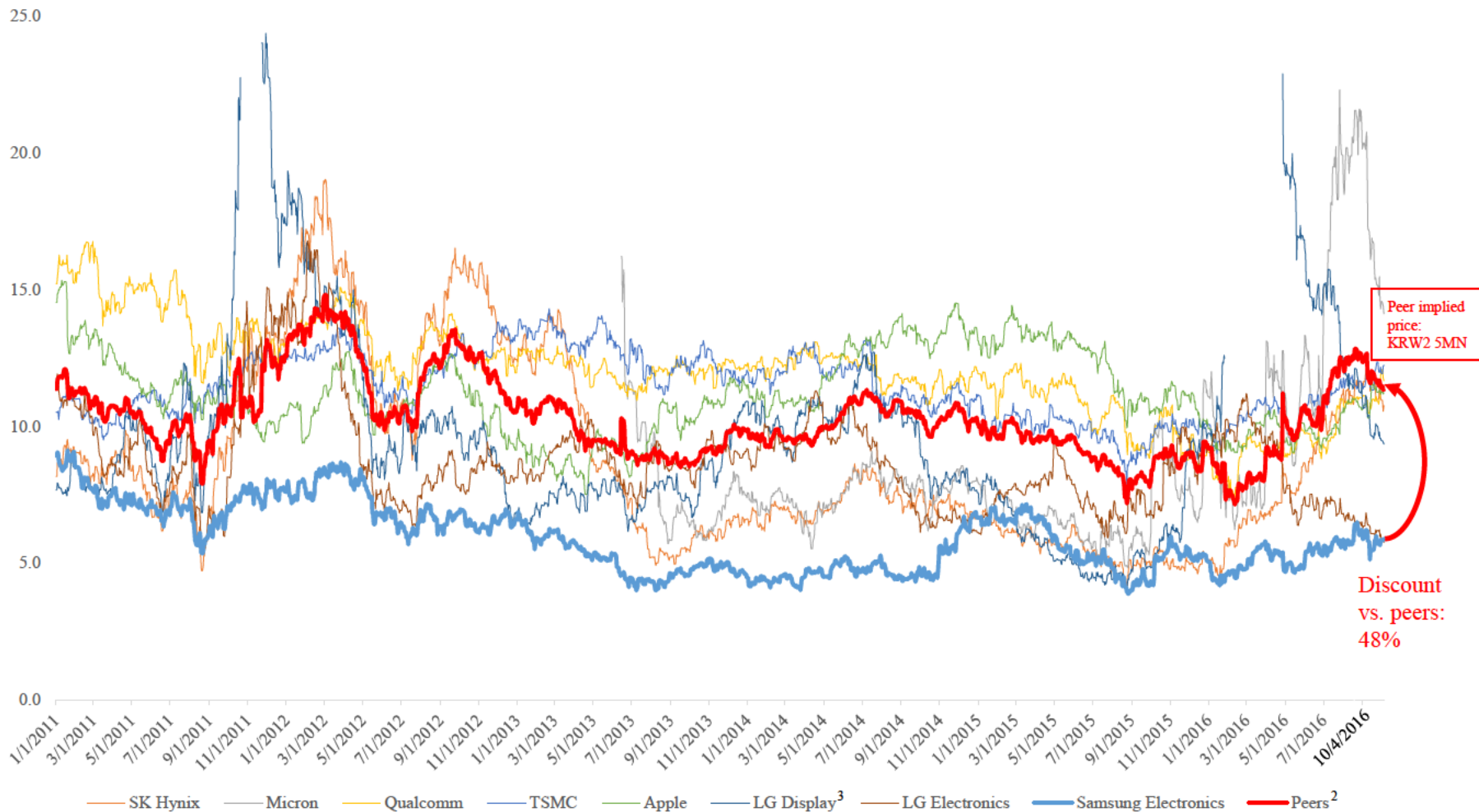
각주:

1. 중개인의 추정치에 근거한 forward EBITDA.

2. 영업 부문별 삼성전자 2015년도 영업이익의 기여도에 근거한 글로벌 경쟁 기업들 바스켓 가중치. 영업 부문은 반도체, IM (모바일), 디스플레이, 그리고 가전제품을 포함.

... 이는 주가수익률(Price-to-Earnings)과 비교하여도 마찬가지입니다.

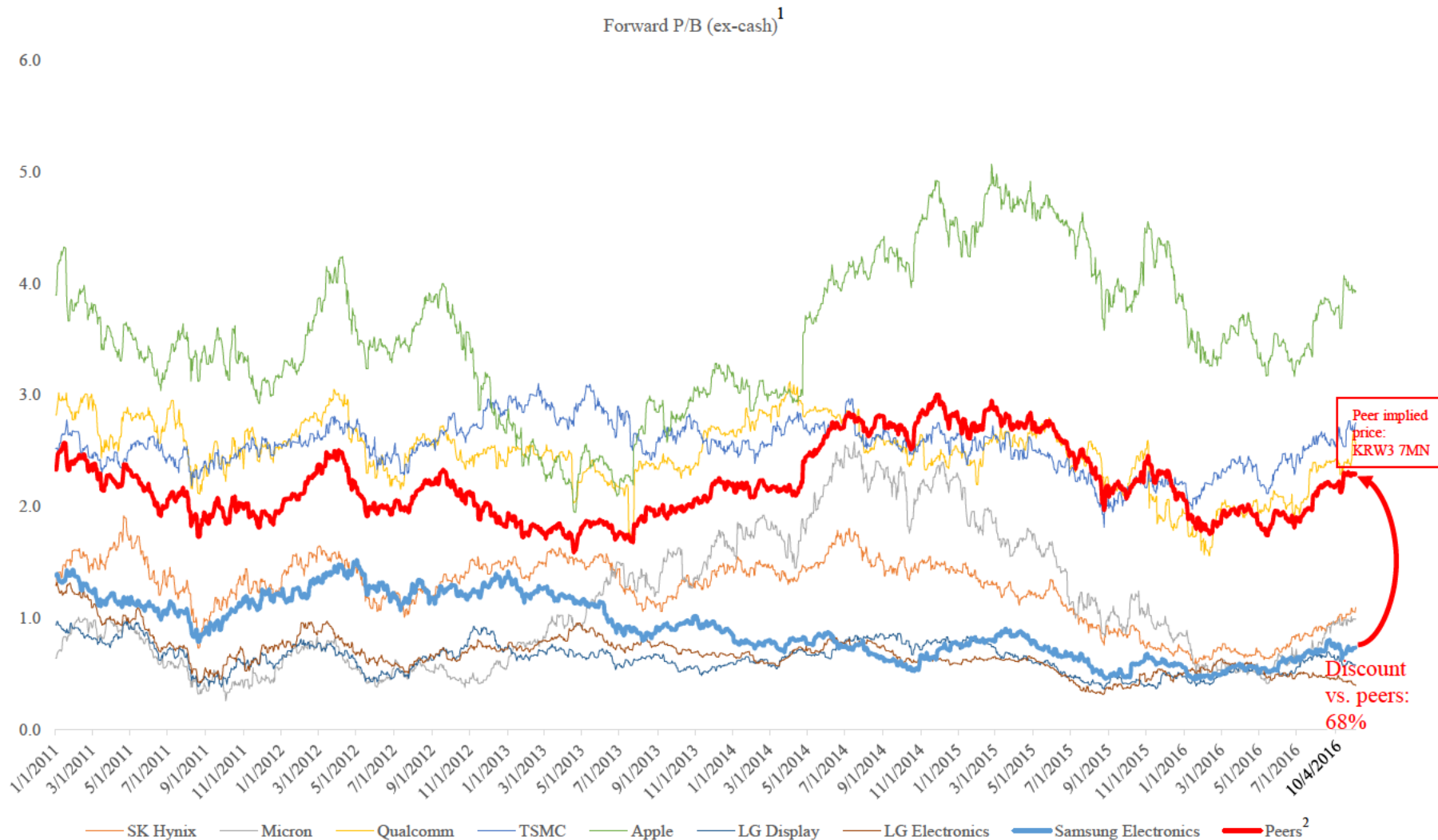
Forward P/E (ex-cash)¹



각주:

1. 중개인의 추정치에 근거한 포워드 어닝 (Forward Earnings). 현금 및 현금성 자산 (cash equivalent), 단기금융상품 및 단기유가증권을 차감한 시가총액.
2. 영업 부문별 삼성전자 2015년도 영업이익의 기여도에 근거한 글로벌 경쟁 기업들 바스켓 가중치. 영업 부문은 반도체, IM (모바일), 디스플레이, 그리고 가전제품을 포함.
3. LG 디스플레이의 25배를 초과하는 포워드 주가수익률 (Forward Price to Earnings) 제외.

... 주가순자산비율(Peace-to-Book)과 비교하여도 마찬가지입니다.

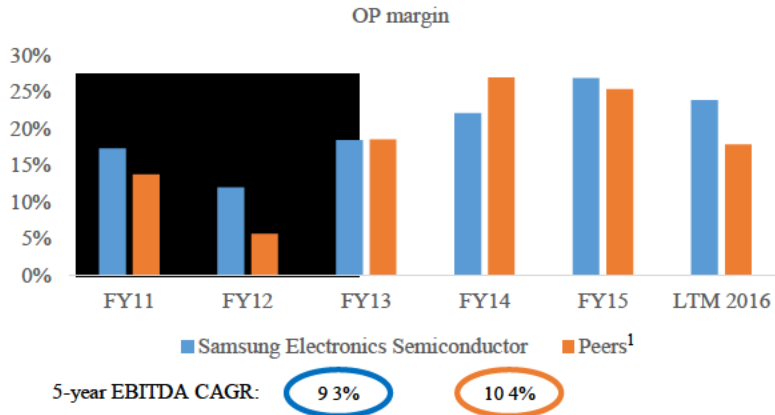


각주: 1. 중개인의 추정치에 근거한 포워드 순자산가치 (Forward Book Value). 현금 및 현금성 자산 (cash equivalent), 단기금융상품 및 단기유가증권을 차감한 시가총액.
2. 영업 부문별 삼성전자 2015년도 영업이익 기여도에 근거한 글로벌 경쟁 기업들 바스켓 가중치. 영업 부문은 반도체, IM (모바일), 디스플레이, 그리고 가전제품을 포함.

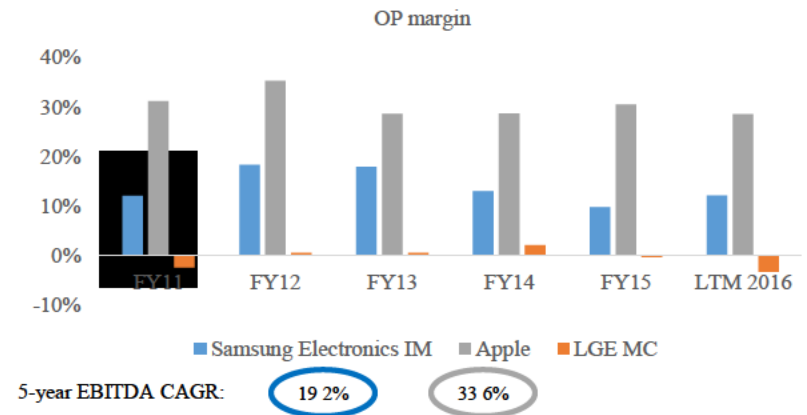
높은 마진에도 불구하고 삼성전자의 평가 절하는 계속되고 있습니다.

- 삼성전자는 반도체, 디스플레이 및 가전제품 부문의 이익률 측면에서 동종 업계의 글로벌 경쟁 기업들을 압도하였고, 최근 2분기간의 보고서에 따르면, 모바일 사업 부문의 수익성에서도 상당한 두각을 나타내고 있습니다.

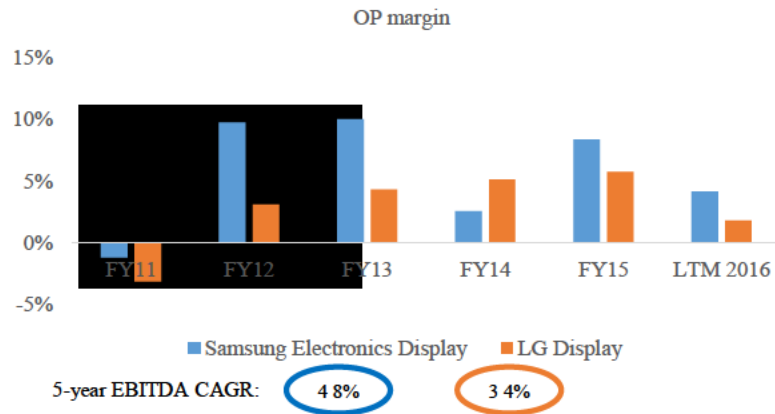
Superior margins in semiconductor



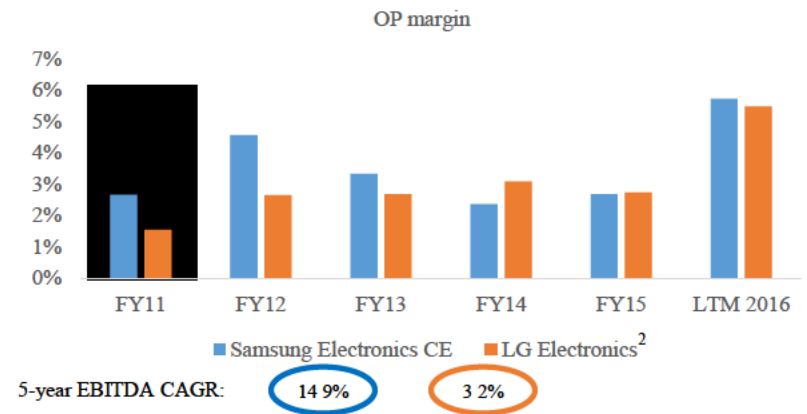
Improving profitability in mobile



Consistent outperformance in display



and consumer electronics

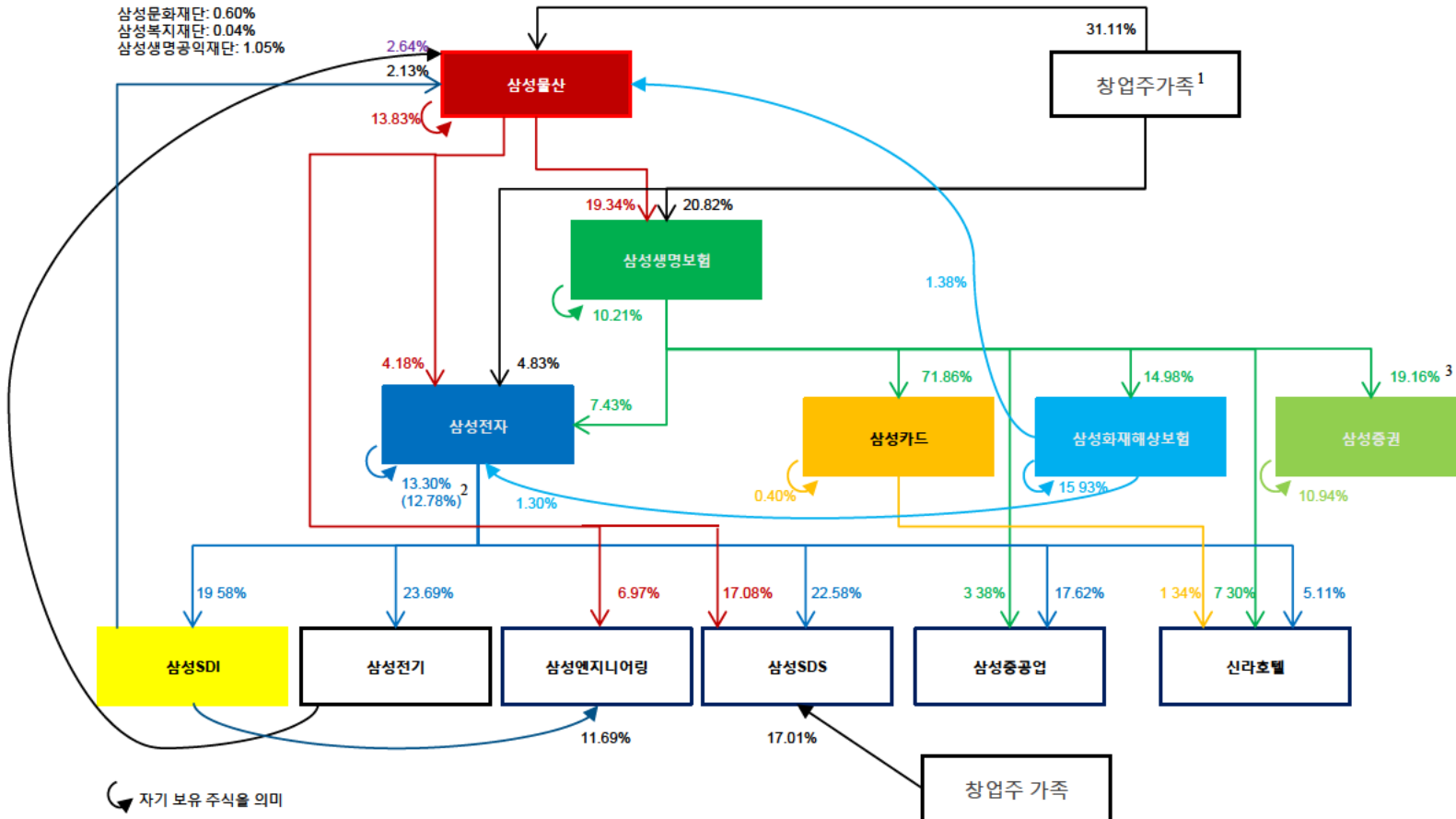


출처: 회사 공시 정보 및 가장 최근 보고된 분기의 LTM 데이터: 삼성전자, SK Hynix, LG 디스플레이, LG 전자 및 Taiwan Semiconductor Manufacturing Company Limited ("TSMC")는 2016년 6월 30일 기준; Micron은 2016년 6월 2일 기준; Qualcomm은 2016년 6월 26일 기준; Apple은 2016년 6월 25일 기준.
 각주: 1. 반도체 동종 업계의 경쟁 기업들은 SK Hynix, Micron, Qualcomm 및 TSMC (메모리와 시스템 LSI 부문) 포함.
 2. LG 이노텍과 LG 전자의 모바일 커뮤니케이션 부문은 제외.

3. 저희는 삼성전자의 만성적 저평가를 가치 잠식 요소들이 혼합되어 나타나는 징후인 것으로 보고 있습니다.

1. 불필요하게 복잡한 삼성 그룹 구조 및 구조 개편 가능성을 둘러싼 지속적인 불확실성

- 삼성 그룹 기업구조는 과거로부터 비롯된 자사주 보유, 여러 순환 출자 및 상호 출자 고리로 인해 불필요하게 복잡하며, 그것이 바로 주주 가치 저평가에 큰 요인으로 작용하여 왔습니다.
- 삼성전자에 대한 창업주 가족의 상대적으로 적은 직접 지분과 이로부터 파생되는 구조 개편 가능성으로 인한 불확실성 또한 삼성전자의 주가 저평가에 기여하고 있습니다.



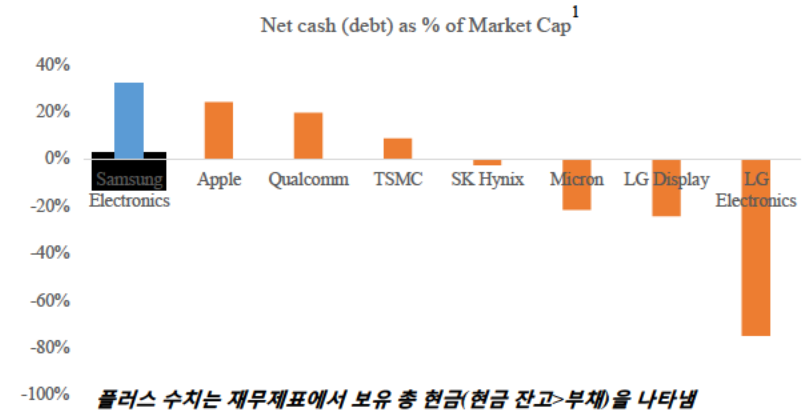
출처: 2016년 6월 30일자 회사 공시자료.
각주: 1. 창업주 가족의 주식은 이근희, 홍라희, 이재용, 이부진 및 이서현이 소유한 주식을 포함.
2. 자사주의 수는 2016년 3분기까지를 포함하여 금 회계연도에 취득한 자사주가 모두 소각됨을 전제로 산정.
3. 2016년 8월 18일에 공시된 바에 따라 삼성생명보험이 삼성증권의 주식 8.02%를 추가 소유하는 상황을 반영.

2. 삼성전자의 최적화 되지 못한 자본관리

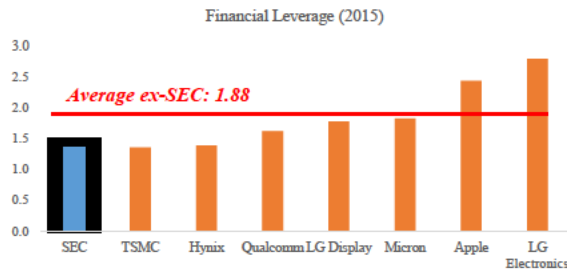
최적화 되지 못한 자본관리

- 삼성전자는 재무제표에 현금 및 현금대차 (near cash balance)으로 77조 원이 계상되어 있습니다. 이는 주당 540,000원에 해당하는 동시에 총자산의 32%에 해당하는 바, 과대자본화 상태에 있습니다.
- 비록 최근에 경영진이 자사주 매입 절차를 밟는 등으로 자본 효율성 개선을 위한 첫 발을 내디뎠으나, 삼성전자의 과도한 현금대차 (cash balance)는 주주들에게 직접적이고 실질적인 부담을 지우고, 동종 업계의 경쟁 기업들과 비교할 때 이례적이며 비합리적입니다.
- 기존의 삼성 자사주 지분이 소각되지 않는 한, 삼성전자의 주주 가치의 정당한 평가에 계속적인 장애물이 될 것 입니다.³
- 과도한 잉여현금포지션과 계속 남아있는 자사주 지분으로 인한 재무제표상의 비효율성이 삼성전자의 자기자본이익률을 압박하고 있으며, 이는 해당 산업 부문에서 최저치를 기록하고 있습니다.

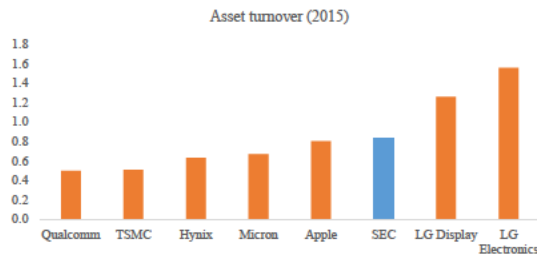
경쟁사들 중 가장 높은 순현금 및 현금대차 (cash balance)



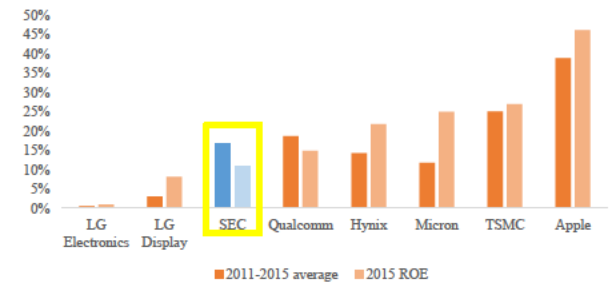
삼성전자의 재무제표는 비효율적임



자산회전율은 상대적으로 높으나



높은 마진에도 불구하고 자기자본이익률(ROE)은 평범함



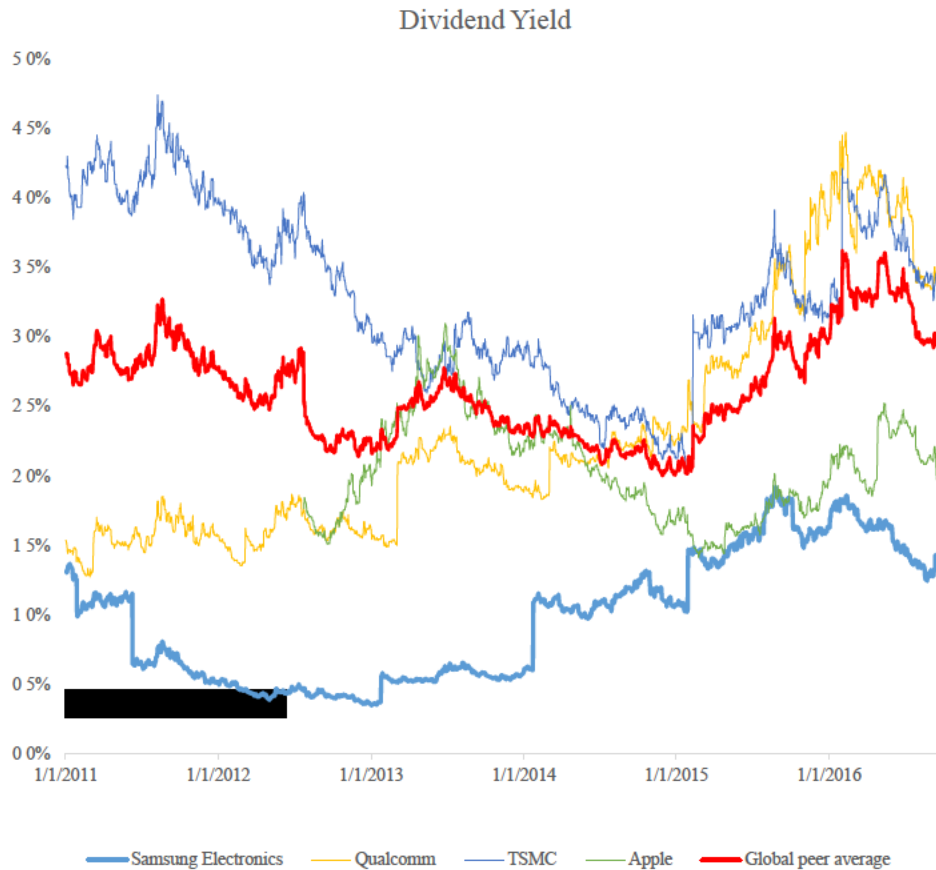
출처: 회사 공시자료

각주:

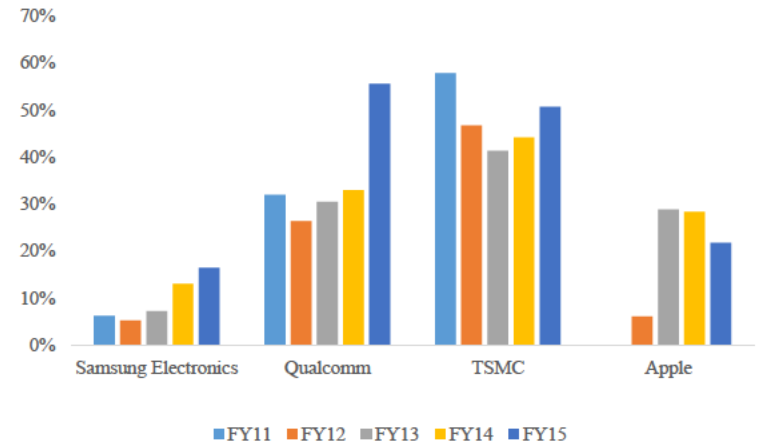
1. 2016년 2분기 기준 총 부채(단기 및 장기차입 - 현금 및 현금성 자산 (cash equivalent) - 단기금융상품 - 유가증권): 삼성전자, SK Hynix, LG 디스플레이, LG전자, 그리고 TSMC는 2016년 6월 30일; Micron은 2016년 6월 2일; Qualcomm에 대하여서는 2016년 6월 26일; 그리고 Apple은 2016년 6월 25일 기준. 시가총액은 2016년 10월 4일 기준.
2. 삼성전자는 2015년 10월 29일, 11조 3천억 원에 상당하는 일회성 자사주 취득 후 소각 계획 및 3년에 걸쳐 잉여현금흐름의 30~50%를 주주에게 환원하는 계획을 발표하였음.
3. 2016년 6월 30일 기준 재무제표에 기재되어 있는 19,010,776 자사 보통주 (이 중 1,083,090주는 최근 단행된 특별 자사주 매입/소각 프로그램을 통해 매입되었으며, 그에 따라 소각될 예정)의 가치는 10조 2,510 억원임. 10월 4일 기준 삼성전자 19,010,776주의 가치는 30조 6,830 억원이며 이는 20조 4,320 억원의 가치 차이를 나타냄 (미화 약 \$180억).

...그리고 하위권에 속하는 주주환원

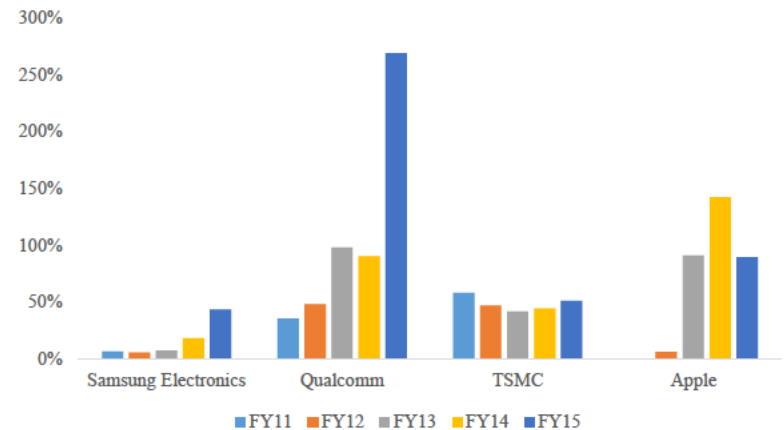
■ 삼성전자는 삼성전자와 유사한 다른 글로벌 기업들에 비하여 미흡한 주주환원 실적을 보여주고 있습니다.



One of the lowest dividend payout ratios



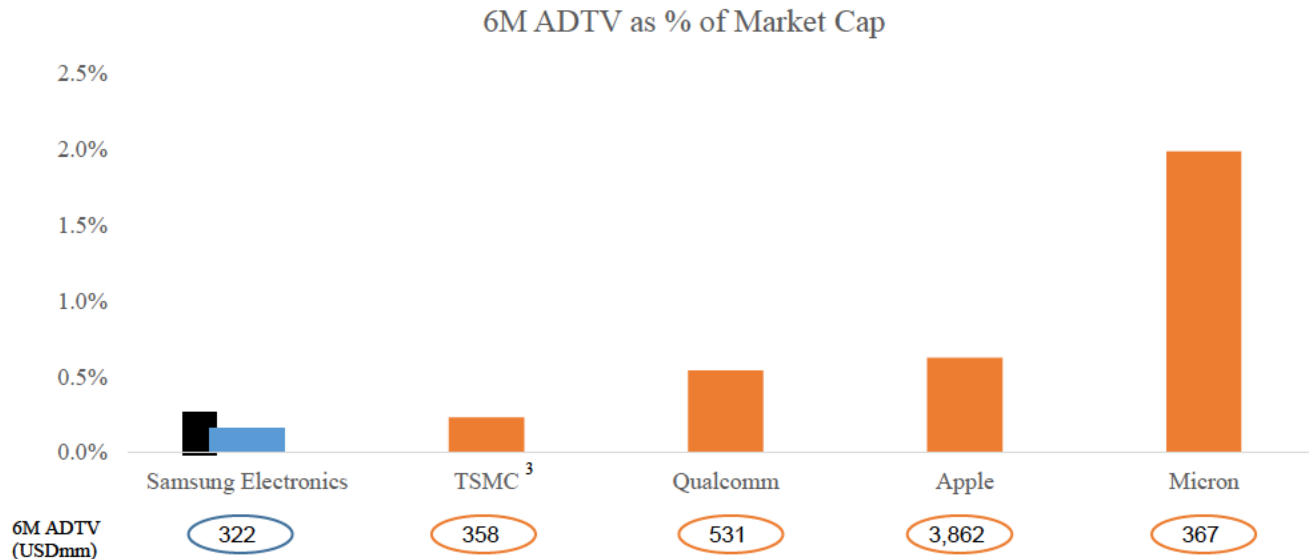
...even after including share buybacks



출처: 회사 공시자료, 시장분석결과.

3. 삼성전자의 핵심 사업에 대한 해외 증시 상장 부재

- 삼성전자 핵심 사업의 규모와 글로벌 시장에서의 영향력에도 불구하고 현재 해외 증시 상장¹(한국거래소 외 추가적으로)으로 인한 효과를 누리지 못하고 있습니다.
- 삼성전자는 시가총액이 2,000억 달러임에도 불구하고 하루 평균 주식 거래량의 주가 기준은 3억 달러입니다.
- Micron의 경우, 시가총액이 삼성전자의 10%에 미치지 못함에도 불구하고 절대적 기준에서 삼성전자 보다 높은 유동성을 보이고 있습니다.
- TSMC의 경우, 미국 증권시장에 상장함에 따라 미국식 기업지배구조 기준의 도입 등 유형적인 이득뿐만 아니라 하루 2억 달러 이상의 거래량 증가를 가져왔습니다.²



출처:
각주:

회사 공시자료

1. 삼성은 런던 증권거래소에 해외주식예탁증서(GDR)를 상장하였는데, 하루 평균 약 2~3천만 달러만 거래되고 있음.

2. TSMC는 뉴욕증권거래소에 상장되었고 따라서 뉴욕증권거래소 상장규정 및 2002년 사베인스 옥슬리법에 근거하여 마련된 기업지배구조 관련 원칙들을 준수하여야 함.

3. TSMC의 ADR 상장 포함.

4. 삼성전자와 유사한 다른 글로벌 경쟁사들에 비하여 미흡한 기업경영구조 기준

- 삼성전자가 국제적 위상에 걸맞는 이사회 구조를 갖추고 적용 가능한 한국 최고 수준의 기업경영구조 기준을 따르겠다는 선언과 함께 향후 기업경영구조를 개선한다면, 주주들이 큰 혜택을 볼 것으로 믿습니다.
- 대표이사가 아닌 이사도 이사회 의장이 될 수 있도록 허용하는 삼성전자의 최근 정관 개정은 삼성전자의 *"laying the foundation for building a [proper] governance system that is in keeping with our status as a leading company"* (삼성전자의 2016년 정기주주총회 보도 자료)라는 목표에 있어 작은 첫걸음에 불과합니다.
- 삼성전자의 이사회 구성은 독립성, 현 이사진들의 관련 업무에 대한 경험, 그리고 다양성 측면에서 삼성전자와 유사한 다른 글로벌 기업에 비하여 상당히 뒤떨어져 있습니다.

	사내이사 대 사외이사의 비율	다국적 경험	사외이사의 배경/ 관련 부문 경험의 다양성	이사회의 성별 다양성
삼성전자	4 : 5	전원이 한국인이고 해외 경험이 적음	사외이사들은 기술 분야에 관한 경험 및 공개기업 경험이 매우 적음	아니오
TSMC	3 : 5	미국, 영국 및 대만계 등 다양한 배경	많은 수의 사외이사가 기술 분야 및 관련 분야에서 폭넓은 경험 보유	예
Micron	1 : 6	대부분 미국인이고 다양한 국적의 기업 경험 보유	대부분의 사외이사가 반도체 부문 관련 상당한 경험 보유	예
Qualcomm	2 : 9	미국, 인도 및 스페니쉬계로 다양	다양한 기업 배경	예
Apple	1 : 7	대부분 미국인이고 다국적 배경	다양한 기업 배경	예

4. 삼성전자 가치 증대를 위한 제안 사항

1. 공정하고 투명한 방식으로 삼성 그룹 구조 개편

삼성그룹 기업구조 합리화의 일환으로 삼성전자가 보유중인 자사주의 가치를 실현하는 방안 – 창업주 가족의 지배 지분을 유지하는 동시에 투명하면서도 가치 평가가 보다 용이한 기업구조를 달성함으로써 모든 이해관계자의 이익 증대

■ 저희는 아래 항목들과 본 프레젠테이션 부록 28-31 페이지를 통하여 ‘삼성전자 가치 증대를 위한 제안 사항’을 실현하기 위한 핵심 지배구조 개편 단계들을 제시하는 바 입니다.

- ① 삼성전자를 상장지주회사(“삼성 홀드코(Samsung Holdco)”)와 별도의 상장사업회사(“삼성 오피코(Samsung Opco)”)로 분할합니다 – 이는 삼성전자가 현재 보유중인 자사주의 가치를 실현하는 방안으로, 자사주는 분할을 통하여 (i) 일부는 삼성 오피코에 대한 삼성 홀드코의 지분이 되고, (ii) 나머지는 삼성 홀드코의 자사주가 되어 다음 단계인 공개매수에 활용됩니다.¹
- ② 삼성 홀드코가 삼성 오피코 주식에 대한 공개매수를 실행하여 삼성 오피코 주식과 삼성 홀드코의 자사주를 교환하고, 이로 인하여 삼성 홀드코의 삼성 오피코에 대한 지분이 증가할 것입니다.
- ③ 삼성물산과 삼성 홀드코가 공정한 조건으로 합병하여 확장된 합병 지주 회사를 형성합니다.
 - 이와 같은 합병으로 인하여 삼성의 두 핵심 계열회사인 삼성 오피코와 삼성 생명에 대하여 보다 확대된 지분을 보유하는 하나의 지주회사를 설립할 수 있습니다.
 - 삼성 홀드코는 삼성 오피코 지분을 17.0% 이상 확보할 수 있습니다.²

■ 저희의 제안과 같이 그룹 기업구조 합리화의 일환으로 삼성전자의 잔여 자사주의 가치가 실현되지 않는다면, 더 이상 가치를 잠식하지 않도록 최근에 단행된 특별 자사주 매입/소각 프로그램 취지에 걸맞게 전량 소각되어야 합니다.

각주: 1. 2016년 6월 30일 기준 재무제표에 기재되어 있는 19,010,776 자사 보통주 (이 중 1,083,090주는 최근 단행된 특별 자사주 매입/소각 프로그램을 통해 매입되었으며, 그에 따라 소각될 예정)의 가치는 10조 2,510 억원임. 10월 4일 기준 삼성전자 19,010,776주의 가치는 30조 6,830 억원이며 이는 20조 4,320 억원의 가치 차이를 나타냄 (미화 약 \$180 억).

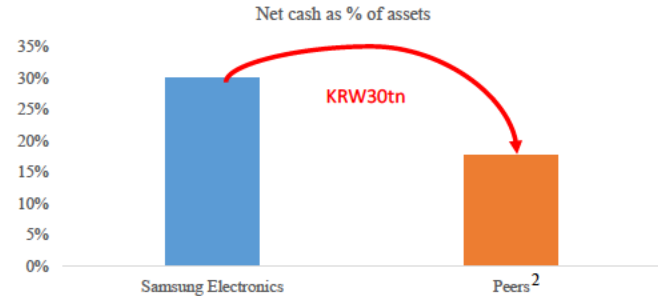
2. 삼성 홀드코와 삼성물산의 합병을 통하여 신설된 법인의 삼성 오피코에 대한 지분은 17.0%에 이를 것임(이는 합병 전 삼성 홀드코가 삼성 오피코 주식에 대한 공개매수를 실행하여 삼성 홀드코의 삼성 오피코에 대한 지분이 증가하는 것을 고려하지 않음을 전제). 공개매수를 통한 삼성 홀드코의 삼성 오피코 지분 증가 정도는 공개매수의 조건 및 그에 따른 결과에 따라 결정될 것임.

2. 삼성 오피코의 자본관리 및 배당정책 최적화

- 저희는 아래와 같은 두 가지의 삼성 오피코 자본관리 및 배당정책 변경 방안이 삼성전자가 글로벌 경쟁 기업들에 상응하는 수준의 주주환원을 달성하는데 반드시 필요하다고 믿습니다.

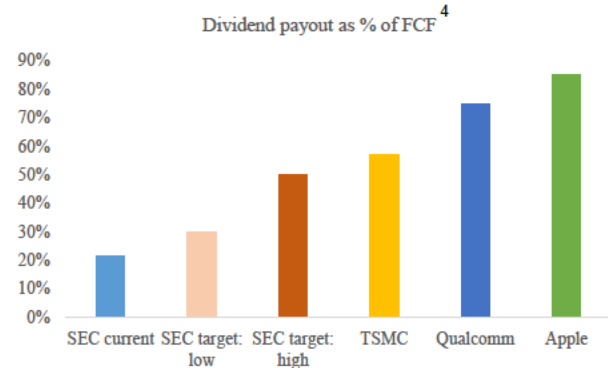
① 30조 원 또는 주당 245,000원의 1회성 배당¹, 이는 2016년 10월 4일 기준 주당 1,614,000원인 삼성전자 주가의 합계액의 15%에 해당하는 금액

- 30조원의 일회성 특별현금배당은 삼성 오피코의 과도한 현금대차 (cash balance)를 다른 동종 업계의 경쟁 기업들과 유사한 합리적인 수준으로 내려줄 것입니다.
- 삼성 오피코는 특별현금배당 후에도 재무제표상 50조원에 육박하는 현금을 보유하게 되며, 향후 주요 투자나 자본 지출을 위한 재정적 유연성을 유지할 수 있습니다.



② 잉여현금흐름의 75%를 주주들에게 환원하기 위한 삼성 오피코의 지속적인 노력

- 삼성전자는 2015년 잉여현금흐름의 약 20% 정도만을 주주들에게 환원하였는데, 이는 주주들에게 환원하기로 약속한 잉여현금흐름의 30~50%³ 수준에 미치지 못하는 것입니다.
- 삼성전자의 목표 지급 범위는 동종 업계의 글로벌 경쟁 기업들에 비하여 상당히 낮은 수준입니다.
- 잉여현금흐름의 75%를 환원하려는 노력은 삼성전자의 배당정책을 글로벌 기준으로 끌어올리기 위한 최소한의 노력입니다.



출처: 회사 공시자료

각주:

1. 삼성 오피코가 보유하게 될 1억2,270만주에 기초 (삼성전자의 발행 보통주 수와 같으며 이는 금 회계연도에 삼성전자가 취득한, 소각 예정인 자사주를 제외한 수치).
2. 최근 분기 기준 순 부채(단기 및 장기차입 - 현금 및 현금성 자산 (cash equivalent) - 단기 금융 상품 - 유가증권): 삼성전자 및 TSMC는 2016년 6월 30일, SK Hynix, LG 디스플레이, LG전자는 2016년 3월 31일; Micron은 2016년 6월 2일; Qualcomm은 2016년 6월 26일; Apple은 2016년 6월 25일 기준.
3. 2015년 10월 29일 발표
4. TSMC의 2015년 환원, 2015년 3월 9일에 발표된 Qualcomm의 최소 지불 목표인 잉여현금흐름의 75%, 그리고 2018년 3월까지 Apple의 목표 총 자본수익인 2,500억 달러에 기초

3. 삼성 오피코의 나스닥 상장

나스닥 상장을 통하여 삼성 오피코와 그 주주들 모두의 이익 극대화

- 삼성 오피코가 나스닥 상장을 할 경우 주주들에게 상당한 이익을 가져올 것으로 보고 있고, 그러한 이익에는 다음과 같은 사항이 포함됩니다:
 - ✓ 투자자들을 위한 개선된 접근성 및 유동성
 - ✓ 애널리스트 보고서 증가 (비슷한 수준의 미국 상장 기업을 기준으로 할 때, 애널리스트 보고서 수가 상당히 증가할 것으로 예상됨)
 - ✓ 모든 이해관계자들을 위하여 투명성 및 정보 흐름 제고
- 삼성 오피코의 나스닥 상장은 지속적인 주주 가치 향상에 긍정적 영향을 미칠 것입니다.
- 현 주가를 기준으로 삼성 오피코는 나스닥 시가총액 기준 가장 큰 기업들 중 하나가 될 것입니다.

Name	Market Capitalization (USD billion)
Apple Inc.	609
Alphabet Inc.	542
Microsoft Corp.	446
Amazon.com Inc.	395
Facebook Inc.	368
Samsung Electronics	206
Intel Corp.	177

4. 삼성 홀드코와 삼성 오피코 이사회 관련 개선 방안 도입

삼성 홀드코와 삼성 오피코 이사회에 적어도 각 3인의 독립성이 보장되는 이사들을 추가

- ‘삼성전자 가치 증대를 위한 제안 사항’이 받아들여 진다면, 삼성전자의 글로벌 브랜드와 사업 규모에 걸맞는 기업경영구조 향상으로 이어질 것입니다.
- 적절한 국제적인 경영 이력을 보유하며 독립성이 보장되는 최소 3명의 이사들을 추가하여 (다양성도 제고하면서) 이사회는 각 주주 구성원을 보다 적절히 대표할 수 있게 될 것입니다.
- 사내이사 대비 사외이사 수가 증가함에 따라 감독기능과 책무성이 향상될 것입니다.
- 창업주 가족이 삼성 그룹 내에서 차지하는 위치에는 변함이 없을 것으로 예상되며 이들의 영향력은 삼성 홀드코와 삼성 오피코의 이사회 구성에도 반영 될 것입니다.

리서치 애널리스트들의 평가

- 독립적인 리서치 애널리스트들은 '삼성전자 가치 증대를 위한 제안 사항'에 기재된 몇몇 방안들에 대해 이미 개별적으로 논평한 바 있습니다.¹

“잉여현금흐름 (FCF) 수준은 갈수록 높아지는 설비 투자 비용에도 불구하고 향후 2년간 증가할 것입니다. 결과적으로 현금 배당 증가 외에도 자사주 매입 및 소각이 매년 예상됩니다. 이에 더하여, 전 분기 대비 6% 증가한 2016년 2분기의 64조9천억에 달하는, 계속 증가 추세에 있는 순 현금대차 (net cash balance)를 고려했을 때, 삼성전자는 장래에 다시 한번 ‘특별’ 자사주 매입/소각 프로그램을 단행해야 할 것입니다.”

맥쿼리, 2016년 7월 28일

“가치를 실현하는 방안 중 하나는 지주회사와 사업회사로의 분리입니다. . . . 장점으로 (i) 그룹 차원의 이슈보다 사업 전략에 집중할 수 있도록 기업경영구조의 합리화; (ii) 투명성 향상 및 지주회사에게 득이 되는 높은 배당의 가능성; 그리고 (iii) 비핵심 자산 처분 및 재평가를 통한 수익 등이 있을 수 있습니다.”

모건스탠리, 2016년 7월 2일

“시장의 낮은, 심지어 부정적인 기대치를 고려했을 때, 자발적으로나 주주들의 요구에 의해서 주주환원 정책을 향상시킨다면 상당 수준의 목표가 재산정 및 상향 조정 가능성이 높아 보입니다.”

씨티은행, 2015년 10월 27일

“삼성전자가 보유한 비영업자산의 가치는 적극적인 주주환원 및 기업구조 개편을 통해 보다 명확해져야 합니다.”

바클레이즈, 2015년 10월 7일

각주: 1. 본 프레젠테이션에 열거된 애널리스트의 견해는 (i) 해당 주제들에 관련하여 발행된 모든 보고서들의 대표 표본이 아니며, (ii) 보고서들의 저자, 발행 은행 또는 브로커들이 '삼성전자 가치 증대를 위한 제안 사항'이나 본 프레젠테이션에 담긴 제안을 지지하는 것으로 해석되어서는 안됨. 본 프레젠테이션에 쓰인 애널리스트 견해 원문의 일부는 강조를 위해 굵은체로 표기.

리서치 애널리스트들의 평가 (계속)

“회사의 미흡한 자본관리로 인하여 현재 시가총액의 44%에 육박하는 현금 및 투자자산의 가치가 상당히 평가절하 되어 있는 것으로 판단됩니다. 하지만 기업구조 개편이 대략 완료될 시점에는 삼성전자가 자사주 매입과 좀더 높은 배당을 통해 주주 환원을 증대시킬 수 있으리라 예측하며, 이는 주가에도 긍정적인 효과를 미칠 것으로 보입니다.”

JP 모건, 2015년 6월 15일

“사업회사가 배당을 통해 영업 이익을 분배할만한 유인이 더해지면, [새로 설립될] 삼성전자 사업회사의 모든 투자자들에게 이익이 될 것으로 예상됩니다. 전반적으로 높아지는 배당률 및 주요 가치 잠식 요소 (투명성 결여, 상호 출자구조, 일관성 있는 배당 정책 도입의 지연, 현금 적체로 인한 자본 비율 과대화)들의 해소를 통해 다양한 측면에서 가치 상승이 예상됩니다.”

크레디트 스위스, 2015년 1월 12일

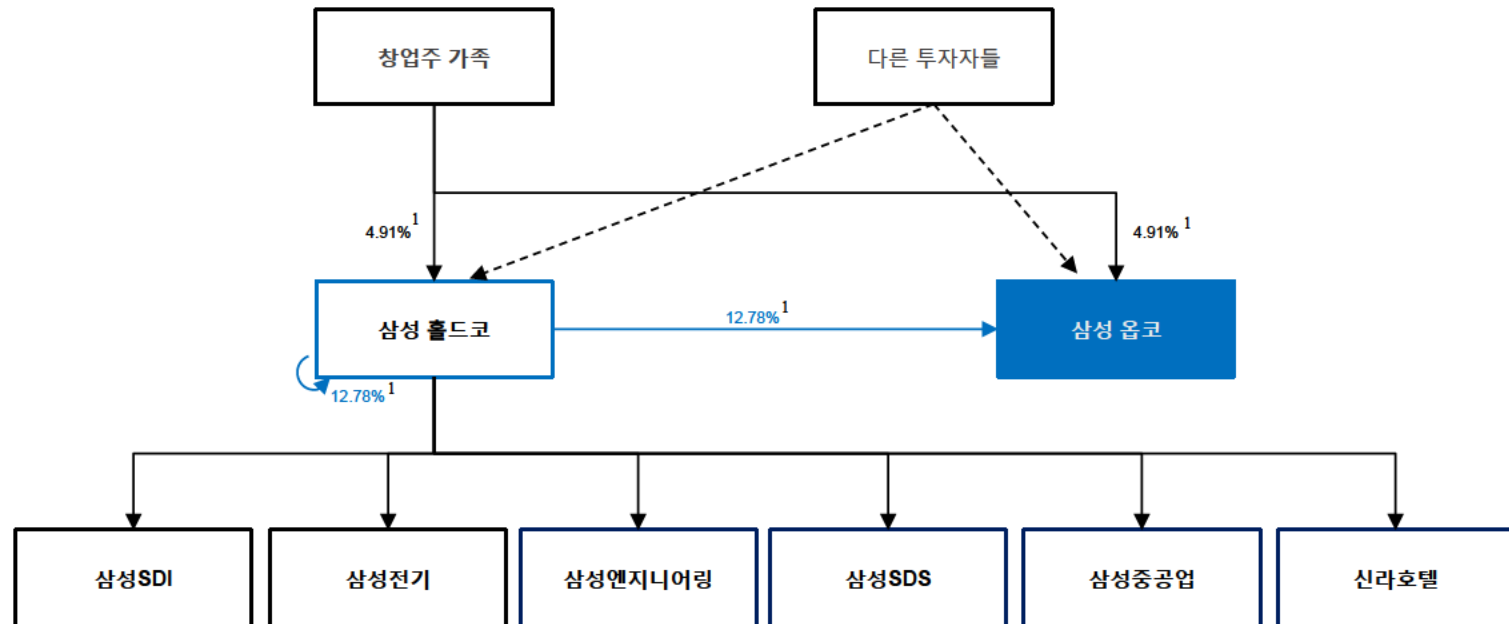
“저희의 사례 연구에 비추어 볼 때, 삼성그룹이 지주회사로 기업구조를 개편한다면 주가에 긍정적인 영향을 미칠 가능성이 높습니다. LG그룹의 가치는 (지주회사로) 개편한 후 첫 6개월간 38.5% 증가했으며 SK그룹의 가치 역시 지주회사로 재상장 후 34% 증가하였습니다.”

도이치 뱅크, 2014년 11월 3일

각주: 1. 본 프레젠테이션에 열거된 애널리스트의 견해는 (i) 해당 주제들에 관련하여 발행된 모든 보고서들의 대표 표본이 아니며, (ii) 보고서들의 저자, 발행 은행 또는 브로커들이 '삼성전자 가치 증대를 위한 제안 사항'이나 본 프레젠테이션에 담긴 제안을 지지하는 것으로 해석되어서는 안됨. 본 프레젠테이션에 쓰인 애널리스트 견해 원문의 일부는 강조를 위해 굵은체로 표기.

5. 부록

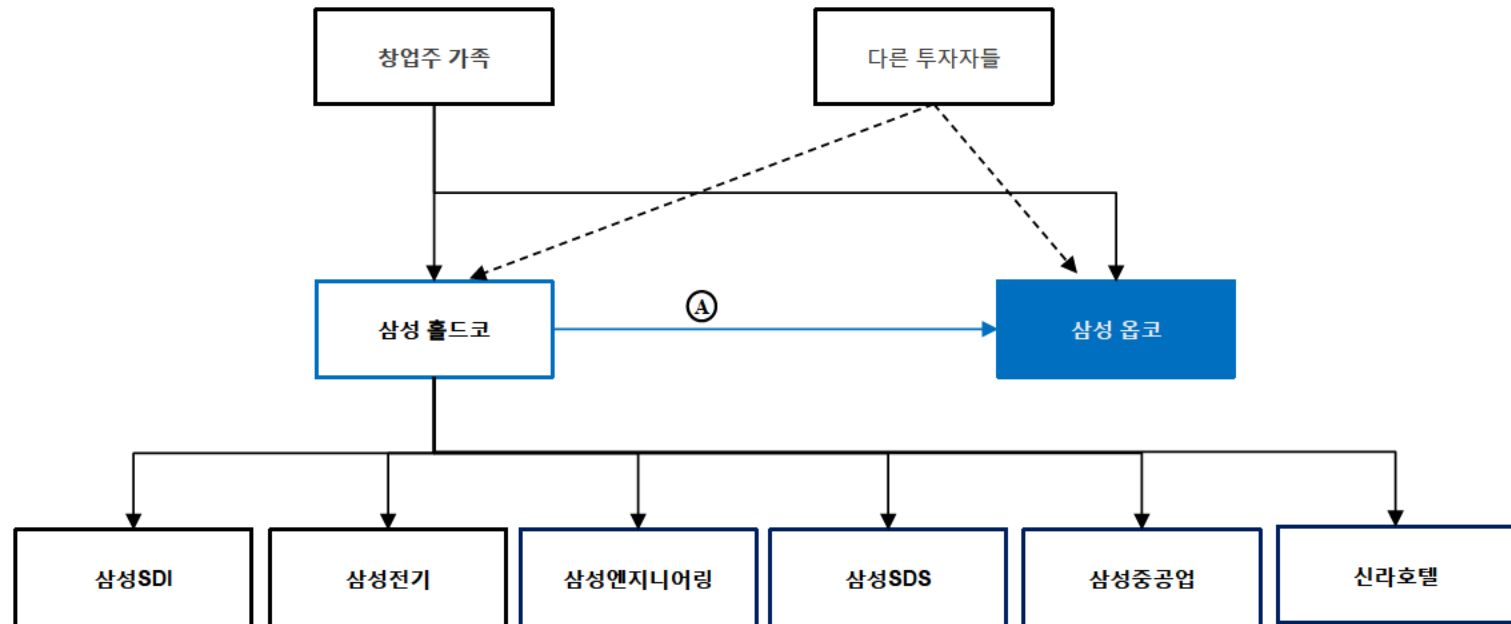
1. 삼성전자를 삼성 홀드코와 삼성 오픈코로 분할



- 삼성전자를 지주회사와 사업회사로 분리하고 삼성 홀드코가 삼성 오픈코의 지분을 상당부분 보유하도록 (삼성전자가 보유하고 있던 자사주는 분할을 통하여 (i) 일부는 삼성 오픈코에 대한 삼성 홀드코의 지분이 되고, (ii) 나머지는 삼성 홀드코의 자사주가 되어 이후 공개매수에 활용) 설계된 분할 절차입니다.
- 재상장 이후 삼성 오픈코는 적절한 시기에 삼성 오픈코 주주들에게 30조 원의 특별 현금 배당을 실시할 수 있을 것입니다.

각주: 1. 2015년 4분기에서 2016년 3분기까지 취득한 자사주가 전량 소각됨을 전제

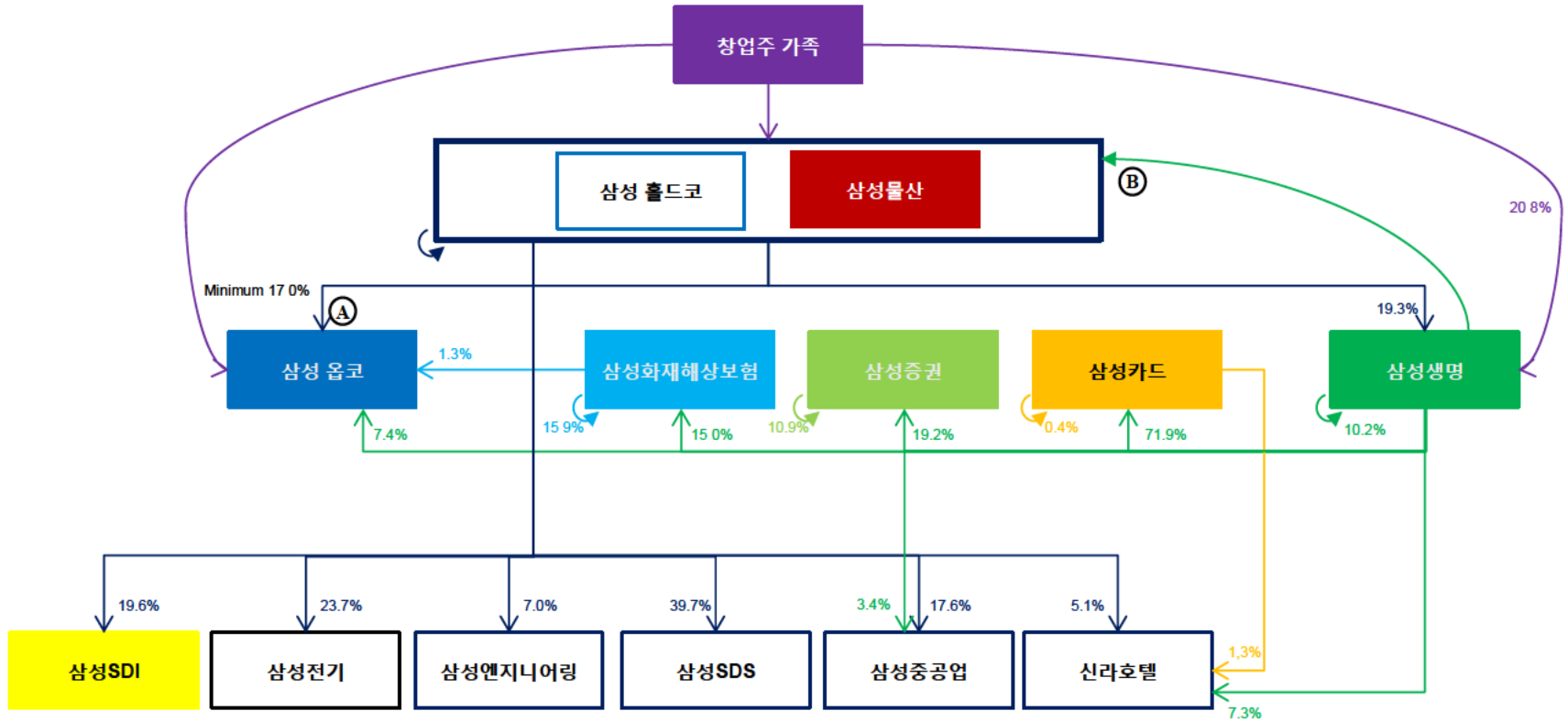
2. 삼성 오피 주식에 대한 삼성 홀드코의 공개매수



- 삼성 홀드코는 삼성 오피의 주주들을 대상으로 실시하는 공개매수 절차를 통하여 (삼성 홀드코 자사주를 교환하는 방식으로) 삼성 오피에 대한 지분을 늘릴 수 있을 것입니다.

Ⓐ 공개매수 후 삼성 홀드코의 삼성 오피에 대한 지분 증가 정도는 공개매수의 조건 및 그 결과에 따라 결정될 것입니다.

3. 삼성 홀드코와 삼성물산이 합병하여 확장된 규모의 삼성지주회사를 형성



① 삼성 홀드코와 삼성물산의 합병을 통하여 신설된 법인의 삼성 오피스에 대한 지분은 17.0%에 이를 전망입니다 (이는 합병 전 삼성 홀드코가 삼성 오피스 주식에 대한 공개매수절차를 진행하여 삼성 홀드코의 삼성 오피스에 대한 지분이 증가하는 것을 고려하지 않음을 전제). 공개매수를 통한 삼성 홀드코의 삼성 오피스 지분 증가 정도는 공개매수의 조건 및 그 결과에 따라 결정될 것입니다.

② 삼성 홀드코와 삼성물산의 합병 이후 과거에 형성된 순환 출자 및 상호 출자 구조를 해소시키는 절차가 뒤따를 수 있는데, 이는, 예를 들어, 삼성 홀드코를 삼성일반지주회사("Samsung GHC")와 삼성금융지주회사("Samsung FHC")로 분할하여 삼성그룹의 주요 비금융 계열회사들에 대한 지분은 Samsung GHC로, 핵심 금융 계열회사들의 지분은 Samsung FHC로 집중시킬 수 있습니다. 이는 삼성과 같은 기업집단에 대하여 산업 자본과 금융 자본을 분리하고 순환 출자 및 상호 출자 구조 해소 등을 통하여 투명성을 제고할 것을 지속적으로 요구하는 규제 요구에도 부합하는 것입니다.