

## 삼성물산(028260)

## 매수(유지)

목표주가: 167,000원(유지)

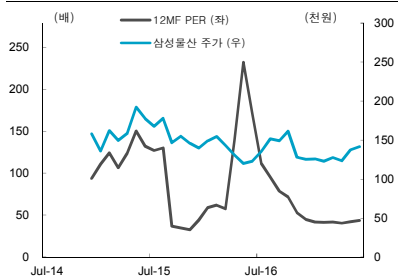
## Stock Data

KOSPI(6/2)	2,372
주가(6/2)	141,500
시가총액(십억원)	26,841
발행주식수(백만)	190
52주 최고/최저가(원)	169,000/114,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	58,161
유동주식비율/외국인지분율(%)	45.7/9.5
주요주주(%)	이재용 외 12인 39.4
	케이씨씨 9.0

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	15.5	12.7	24.1
상대주가(%p)	8.7	(7.6)	4.6

## 12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

## 계열사 지분가치 증가로 하방경직성 확보한 주가

## 보유계열사 지분가치 연초 대비 6.4조원 증가

1) 보유계열사의 주가 상승(연초 후 시가총액 증가: 삼성전자 +18.5%, 삼성생명 +8.9%, 삼성바이오로직스 +53.3%, 삼성SDS +20.1%, 삼성물산 +12.7%), 2) 삼성전자의 1차 자사주 소각에 따른 지분율 변화(4.25% → 4.57%)로 삼성물산의 보유 지분가치가 전년 말 대비 6.4조원 증가했다. 삼성물산의 보유 지분가치에 30% 할인을 적용한 NAVS는 159,000원이고 삼성전자의 2차 자사주 소각 시 1조원 이상의 지분가치 증가(지분율은 4.91%로 상승)가 예상된다는 점에서 주가는 바닥을 다진 것으로 판단한다.

## 할인을 30% → 20% 적용 시 NAVS는 176,000원, 상승여력 24.4%

지주사 적정 할인율에 대한 시장 평가가 과거 대비 완화되는 추세이다. “5/19 지배구조 투명성, 주주 권리 강화로 지주사 할인율 축소 기대” 자료에서 밝혔던 것처럼 자의적인 할인율에 대한 시장의 재평가가 진행 중이다. 계열사 지분가치와 자사주의 합이 32.4조원으로 현재 시가총액 26.8조원을 초과하기에 지분가치 할인에 따른 NAV 변화 폭이 크다. 삼성물산 보유 지분가치에 30% 할인을 적용 시 NAVS는 159,000원, 20% 할인을 적용 시 176,000원, 10%할인을 적용 시 191,000원, 할인을 적용하지 않으면 206,000원이다.

## 투자의견 매수, 목표주가 167,000원

투자의견 매수, 목표주가 167,000원을 유지한다. 목표주가는 계열사 지분가치에 30% 할인을 적용한 NAVS 159,000원과 20% 할인율을 적용한 NAVS 176,000원의 중간 가격이다. 최근 지주사 할인율에 대한 시장의 완화된 평가를 고려해서 중간가격을 적용했다. 지주사 내 밸류에이션 매력은 열위이다. 그러나 연초 이후 주가 상승폭이 타 지주사 대비 낮은 편이고, 수급상 유리한 상황, 삼성전자 2차 자사주 소각을 고려 시 주가는 하방경직성을 확보했다고 판단한다. 이재용 부회장 재판이 무혐의로 결론이 나면 단기적으로 경영정상화, 지배구조개편 기대감이 부각될 수 있기에 투자センチ멘트 개선 요인이 상존한다.

다만, 시장의 관심이 높아진 삼성물산의 강제 지주전환 요건이 투자포인트가 되기는 부족해 보인다. 지난 10월 국민의당은 특정회사의 계열사 지분가치가 총자산의 50%를 초과 시 지주사로 강제 전환하는 공정거래법 개정안을 발표했다. 현재 공정거래법은 1대 주주인 자회사 지분을 대상으로 하지만 개정안은 모든 계열사 지분을 대상으로 한다. 삼성물산의 경우 계열사 지분가치 합이 자산의 81.4%로 관련 요건을 충족한다. 문제는 법안 통과 시 1) 2~3대 주주로 있는 회사 지분가치의 합이 총자산의 50% 이상을 초과해도 지주회사로 강제 전환된다(실제 1대 주주는 지주가 아닌 다른 회사임), 2) 지분율에 따라서 그룹 내 지주 조건을 충족하는 여러 회사가 동시 발생한다. 3) 규모가 작은 벤처/중소기업은

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	종가률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2015A	13,345	727	2,747	413	381.7	1,008	339.0	32.6	74.6	25.2	0.4
2016A	28,103	1,912	107	13	(96.9)	2,412	9,653.8	11.6	59.4	0.6	0.4
2017F	26,644	690	751	4,521	34,680.1	1,037	31.3	30.1	19.0	1.7	0.4
2018F	28,132	752	799	4,809	6.4	1,103	29.4	28.8	10.8	0.8	0.4

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

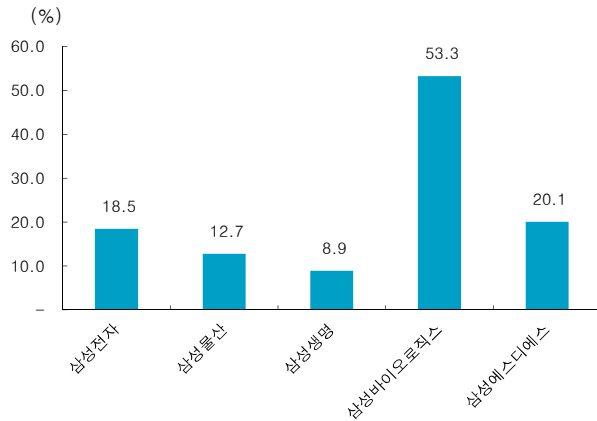
지주 전환을 원치 않더라도 과거 투자한 자회사/손자회사가 상장하거나 주가가 상승하면 지분가치가 재평가되면서 강제로 지주 전환된다. 지주회사 사각지대를 규제하는 법안 취지는 명백하지만 1) 대기업 외 중소/중견기업의 연쇄적 지주 전환 파급효과가 상당하고, 2) 국민의당의 법안 발의 이후 국회 내 공감대 형성이 이뤄지지 않은 상황이기에 통과 가능성에 대해서는 다소 보수적이다. 따라서 1) 계열사 지분 상승에 따른 NAV 증가, 2) 할인율 축소, 3) 잠재적 삼성전자 지분 매입이 주요 투자포인트가 될 전망이다.

<표 1> 삼성물산 SotP Valuation

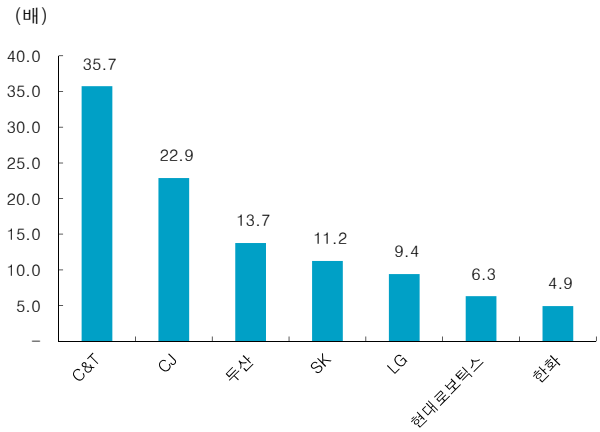
(단위: 십억원, 원)

	Base			Best	가정
	30% 할인	20% 할인	10% 할인	0%할인	
<b>(A) 영업가치 =</b>					
<b>(a)+(b)+(c)+(d)+(e)</b>	<b>7,302</b>	<b>7,302</b>	<b>7,302</b>	<b>7,302</b>	
(a) 패션사업영업가치	98	98	98	98	
EBITDA	10	10	10	10	2017F EBITDA
EV/EBITDA	10.0	10.0	10.0	10.0	한섬(제조업체)과 신세계인터(수입업체) 멀티플 중간
(b) 식품사업영업가치	1,300	1,300	1,300	1,300	
EBITDA	129	129	129	129	2017F EBITDA
EV/EBITDA	10.1	10.1	10.1	10.1	현대그린푸드, 신세계푸드 average
(c) 건설사업영업가치	3,734	3,734	3,734	3,734	
EBITDA	660	660	660	660	2017F EBITDA, BEST 는 2017F 영업이익률 5.1% 가정
EV/EBITDA	5.7	5.7	5.7	5.7	산업평균 대비 20% 할인
(d) 상사사업영업가치	1,414	1,414	1,414	1,414	
EBITDA	167	167	167	167	2017F EBITDA
EV/EBITDA	8.5	8.5	8.5	8.5	산업평균 대비 20% 할인
(e) 조정 레저사업영업가치	755	755	755	755	산출된 영업가치에서 테마파크가 사용하는 시설 부지 50 만평을 추정 장부가 기준으로 차감
레저사업영업가치	830	830	830	830	
EBITDA	133	133	133	133	2015F EBITDA
EV/EBITDA	6.2	6.2	6.2	6.2	해외 peer 평균 대비 40% 할인
<b>(B) 비영업가치 = (f)+(g)+(h)</b>	<b>25,796</b>	<b>28,966</b>	<b>31,828</b>	<b>34,691</b>	
(f) 부동산	2,365	2,365	2,365	2,365	경사지 50% - 에버랜드 공시지가 대표지의 2014 년 공시지가
평당가격	1,046,264	1,046,264	1,046,264	1,046,264	개발가용지 27% - 근교 지역(임야/주택용지) 토지가격 감안
용인단지 내 삼성물산 소유 부지	226	226	226	226	시설용지 23% - 레이크사이드 토지가격 적용 2017 년 6 월 0 일 종가
(g) 주식	19,727	22,898	25,760	28,622	
- 삼성전자 4.57%	9,606	10,978	12,350	13,723	
- 삼성생명 19.34%	3,317	3,791	4,264	4,738	
- 삼성 SDS 17.08%	1,550	1,771	1,992	2,214	
- 제일기획 12.64%	195	223	251	278	
- 삼성엔지니어링 6.97%	136	155	174	194	
- 삼성중공업 0.13%	4	5	5	6	
- 아이마켓코리아 0.47%	2	2	2	2	
- 기타지분가치	308	352	396	440	비상장주식 장부가 합산 (2016 년 12 월 장부가)
- 삼성바이오로직스 43.4%	4,610	5,269	5,928	6,586	
(h)자사주	3,704	3,704	3,704	3,704	
<b>(D) 순차입금</b>	<b>2,986</b>	<b>2,986</b>	<b>2,986</b>	<b>2,986</b>	1Q17 장기차입금, 단기차입금에서 현금 및 예치금 등 단기금융자산 차감
현재 차입금	4,369	4,369	4,369	4,369	
현금성자산	1,384	1,384	1,384	1,384	
<b>(E)기업가치 합계(십억원) =</b>	<b>30,112</b>	<b>33,282</b>	<b>36,145</b>	<b>39,007</b>	
<b>(A)+(B)+(C)-(D)</b>					
주식수(백만주)	189.7	189.7	189.7	189.7	보통주 기준
NAV/Shares(원)	159,000	176,000	191,000	206,000	
기준일 종가	<b>141,500</b>	<b>141,500</b>	<b>141,500</b>	<b>141,500</b>	20170602
할인율	11.0%	19.6%	25.9%	31.3%	20170602
상승여력	12.4%	24.4%	35.0%	45.6%	

[그림 1] 삼성물산 보유 계열사의 YTD 시총 변화



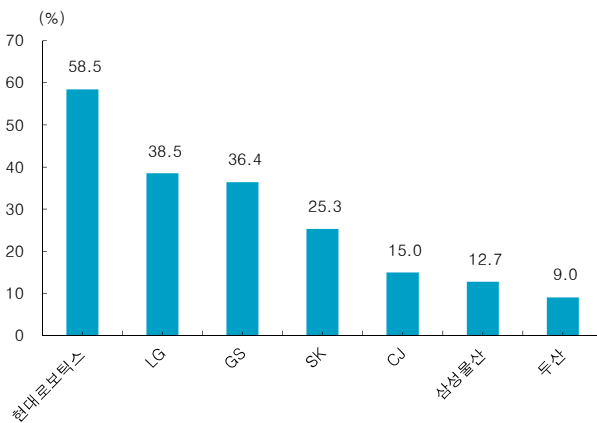
[그림 2] 지주사 PER 비교



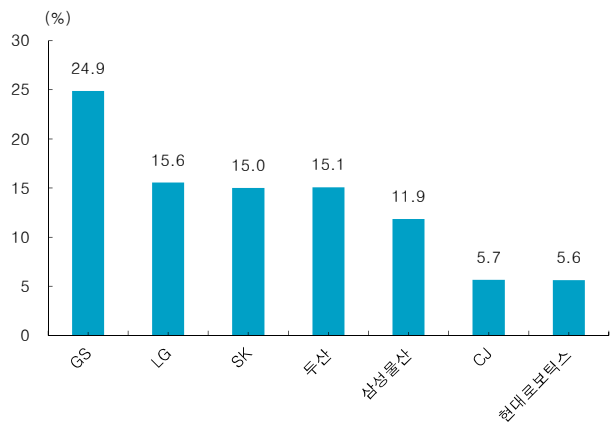
주: 6월 2일 기준 연초 이후 시가총액 증분  
자료: 각사, 한국투자증권 리서치센터

주: 2017년 지배주주 손이익 대비 PER  
자료: 각사, 한국투자증권 리서치센터

[그림 3] 연초 이후 지주회사의 주가상승률



[그림 4] 대선 이후 지주회사의 주가상승률



주: 6월 2일 기준 연초 이후 주가상승폭, 현대로보틱스는 분할 기준가 260,000원 대비 주가 상승폭  
자료: 각사, 한국투자증권 리서치센터

주: 6월 2일 기준 대선 이후 주가상승폭, 현대로보틱스는 재상장일 주가 대비 상승폭  
자료: 각사, 한국투자증권 리서치센터