

삼성물산(028260)

지분/건물 매각 시 올해 순이익 2조원 육박

건설사업 호조로 어닝서프라이즈
매각 차익 규모에 따라 2018년 순이익 2조원 육박
성장성 있는 신규 사업 진출 시 멀티플 리레이팅

Facts : 건설사업 호조로 어닝서프라이즈

2분기 영업이익은 3,781억원(+80.8% QoQ, +48.0% YoY), 지배주주순이익 3,658억원(-8.2% QoQ, +207.2%)으로 우수한 실적을 시현했다. 하반기 예정된 고마진 하이테크 건설 매출이 조기에 인식되며 건설부문의 영업이익은 2,433억원(+54.0% QoQ, +59.0% YoY), 영업이익률은 7.8%(+2.5%p QoQ, +3.0%p YoY)를 시현했다. 이외 상사부문의 영업이익은 570억원(-1.7% QoQ, +23.9% YoY)으로 전분기에 이어 우수한 실적을 시현했다. 영업외손익에서는 삼성전자의 분기배당금 1,083억원 인식으로 지배주주 순이익도 우수했다.

Pros & cons : 매각 차익 규모에 따라 2018년 순이익 2조원 육박

삼성물산의 2018년 순이익을 전년 대비 80.9% 증가한 1조 1,573억원을 전망한다. 현재 진행 중인 서초동 사옥, 한화중합화학 지분 20.1% 매각이 성사되면 올해 순이익은 2조원에 육박할 것으로 판단한다. 서초동 사옥의 장부가는 5,600억원, 한화중합화학 지분의 장부가는 2,749억원인데, 일부 언론에 따르면 건물 매각가는 7,000억~8,000억원, 지분 매각가는 8,000억원 수준으로 알려져 있다. 매각 후 삼성물산은 약 1.5조~1.6조원의 현금 확보가 가능할 것으로 보인다. 이외 1분기 수령한 계열사 배당금 2,350억원, 2~4분기 삼성전자 분기 배당 3,000억원, 올해 영업이익 1.1조원을 합산 시 연내 현금흐름은 2조~3조원에 달할 전망이다.

Action : 성장성 있는 신규 사업 진출 시 멀티플 리레이팅

SoTP에 기반한 삼성물산의 NAV는 35조원, NAVS는 183,000원, 상승여력은 53.8%이다. 그러나 자체사업의 매력 부재, 올해 PER 17.1배로 타 지주회사 대비는 상대 매력도가 낮다. 연내 확보한 현금흐름으로 성장성이 부각되는 신규사업에 진출에 성공한다면 멀티플 리레이팅이 가능할 것으로 판단한다. 하반기 삼성전기, 삼성화재가 보유한 4% 지분 매각이 예상되는데, 신사업에 대한 삼성물산의 방향성이 구체화되면 지분 해소에 도움이 될 것으로 판단한다. 투자의견 매수 및 목표주가 184,000원을 유지한다.

하 회 부 합 상 회

지배주주순이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 184,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(7/25)	2,273
주가(7/25)	119,000
시가총액(십억원)	22,573
발행주식수(백만)	190
52주 최고/최저가(원)	149,500/112,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	62,927
유동주식비율/외국인지분율(%)	48.1/11.3
주요주주(%)	이재용 외 10 인 37.3
케이씨씨	9.0

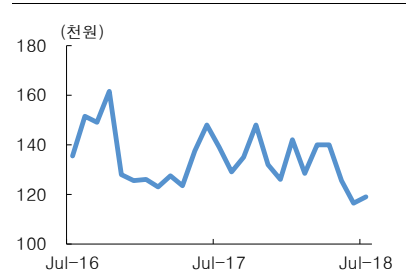
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	32.5	17.1	16.9
PBR(x)	1.0	0.9	0.8
ROE(%)	3.1	5.0	4.8
DY(%)	1.6	1.7	1.7
EV/EBITDA(x)	21.6	17.6	15.9
EPS(원)	3,879	6,974	7,062
BPS(원)	127,899	134,008	140,026

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	1.7	(12.8)	(16.2)
KOSPI 대비(%p)	5.3	(1.5)	(9.4)

주가추이



자료: WISEfn

윤태호

taeho3123@truefriend.com

〈표 1〉 2분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	7,319	7,493	7,765	7,476	7,928	6.0	8.3	7,438
영업이익	255	220	269	209	378	80.8	48.0	269
영업이익률(%)	3.5	2.9	3.5	2.8	4.8	2.0	1.3	3.6
세전이익	167	176	202	478	458	(4.3)	174.3	284
순이익	121	159	148	399	366	(8.2)	207.2	215

주: IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주순이익

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
매출	6,487	7,051	6,622	7,944	6,702	7,319	7,493	7,765	7,476	7,928	7,305	7,343	7,381	7,732	7,425	7,513	7,374	7,973	7,732	7,213
리조트	91	210	201	175	103	232	198	157	96	216	204	162	99	222	210	167	102	229	216	172
식음	433	446	458	461	447	456	472	467	460	491	507	502	495	528	545	540	532	567	586	580
패션	477	439	390	537	465	401	374	509	460	416	381	519	469	424	389	530	479	433	397	540
건설	2,793	3,222	2,977	3,961	2,711	3,163	3,126	2,983	2,995	3,133	2,871	3,424	2,792	2,723	2,769	3,422	2,569	2,828	2,944	2,994
상사	2,605	2,687	2,543	2,704	2,869	3,004	3,195	3,487	3,329	3,547	3,227	2,578	3,362	3,582	3,259	2,603	3,396	3,618	3,292	2,629
바이오	88	47	53	106	107	63	128	162	136	125	114	158	164	252	253	252	297	297	297	297
영업이익	(435)	177	187	211	137	255	210	283	210	378	311	245	228	410	379	241	277	455	427	256
리조트	(30)	21	42	14	(19)	29	47	6	(25)	23	48	6	(26)	24	50	6	(27)	24	51	7
식음	26	39	18	27	31	38	27	21	17	37	29	23	18	40	31	24	20	43	34	26
패션	7	1	(14)	(40)	(1)	9	(13)	38	(0)	6	(13)	39	(5)	7	(14)	40	(10)	7	(14)	40
건설	(415)	118	153	178.0	91	153	96	167	158	243	191	192	147	198	184	181	136	205	195	159
상사	2	11	13	44.0	43	46	44	15	58	57	44	(40)	59	75	61	(74)	59	76	62	(75)
바이오	(25)	(13)	(25)	(12)	(8)	(20)	9	36	2	12	12	25	34	67	67	64	99	99	99	99
영업이익률	(6.7)	2.5	2.8	2.7	2.0	3.5	2.8	3.6	2.8	4.8	4.3	3.3	3.1	5.3	5.1	3.2	3.8	5.7	5.5	3.5
리조트	(33.0)	10.0	20.9	8.0	(18.4)	12.5	23.7	3.8	(26.0)	10.6	23.7	3.8	(26.0)	10.6	23.7	3.8	(26.0)	10.6	23.7	3.8
식음	6.0	8.7	3.9	5.9	6.9	8.3	5.7	4.5	3.7	7.5	5.7	4.5	3.7	7.5	5.7	4.5	3.7	7.5	5.7	4.5
패션	1.5	0.2	(3.6)	(7.4)	(0.2)	2.2	(3.5)	7.5	(0.1)	1.4	(3.5)	7.5	(1.1)	1.5	(3.5)	7.5	(2.1)	1.6	(3.5)	7.5
건설	(14.9)	3.7	5.1	4.5	3.4	4.8	3.1	5.6	5.3	7.8	6.6	5.6	5.3	7.3	6.6	5.3	5.3	7.3	6.6	5.3
상사	0.1	0.4	0.5	1.6	1.5	1.5	1.4	0.4	1.7	1.6	1.4	(1.5)	1.7	2.1	1.9	(2.9)	1.7	2.1	1.9	(2.9)
바이오	(28.4)	(27.7)	(47.2)	(11.3)	(7.5)	(31.7)	7.1	22.2	1.5	9.6	10.3	16.0	21.0	26.5	26.5	25.5	33.4	33.4	33.4	33.4
당기순이익(지배)	(450)	155	169	234	212	121	159	148	399	366	243	154	240	358	295	287	320	390	326	266

자료: 삼성물산, 한국투자증권

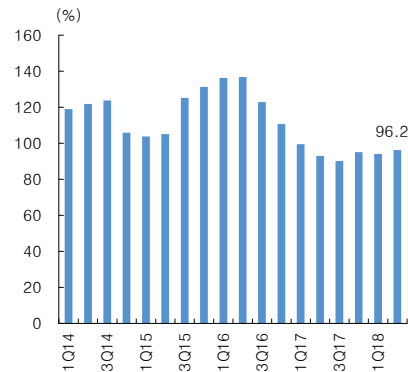
〈표 3〉 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출	28,104	29,279	30,052	30,052	30,292
리조트	677	690	678	698	719
식품	1,798	1,842	1,960	2,107	2,266
패션	1,843	1,749	1,777	1,812	1,848
건설	12,953	11,983	12,423	11,706	11,335
상사	10,539	12,555	12,681	12,807	12,935
바이오	294	460	533	921	1,188
영업이익	140	885	1,143	1,259	1,415
리조트	47	63	53	54	56
식품	110	117	106	114	122
패션	(46)	33	31	27	24
건설	34	507	783	710	695
상사	70	148	120	121	122
바이오	(75)	17	51	233	397
영업이익률	0.5	3.0	3.8	4.2	4.7
리조트	6.9	9.1	7.8	7.8	7.8
식품	6.1	6.4	5.4	5.4	5.4
패션	(2.5)	1.9	1.8	1.5	1.3
건설	0.3	4.2	6.3	6.1	6.1
상사	0.7	1.2	0.9	0.9	0.9
바이오	(25.5)	3.7	9.6	25.2	33.4
지배주주순이익	107	640	1,162	1,180	1,302

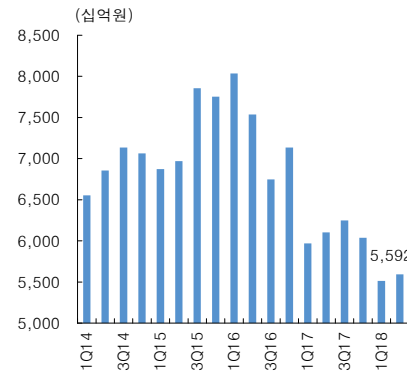
자료: 삼성물산, 한국투자증권

[그림 1] 부채비율 추이



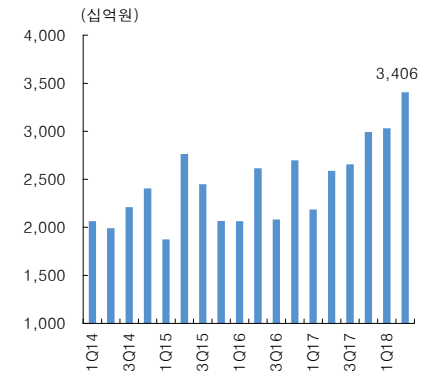
주: 연결 기준
 자료: 삼성물산, Quantiwise, 한국투자증권

[그림 2] 연결 차입금 추이



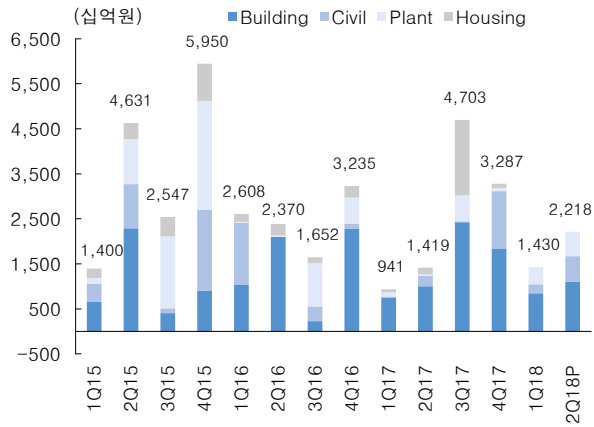
주: 연결 기준
 자료: 삼성물산, Quantiwise, 한국투자증권

[그림 3] 현금성자산 추이



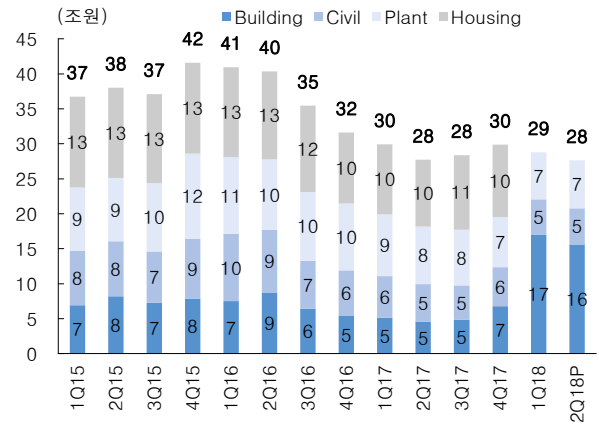
주: 1. 연결 기준.
 2. 2018년 2분기 현금성자산은 단기금융상품을 포함
 자료: 삼성물산, Quantiwise, 한국투자증권

[그림 4] 분기별 수주실적 추이



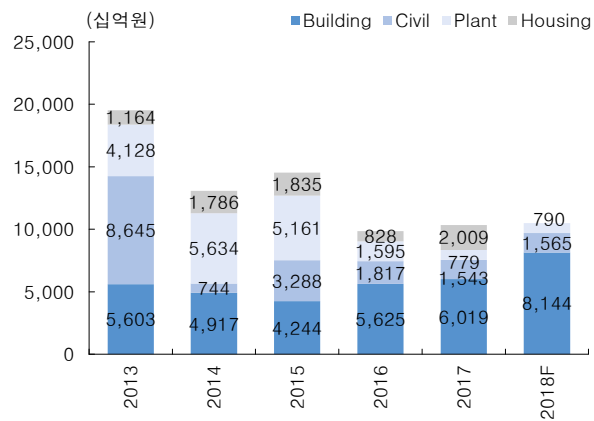
주: 2018년 1분기부터 Building에 Housing 부문 포함
자료: 삼성물산, 한국투자증권

[그림 5] 분기별 수주잔고 추이



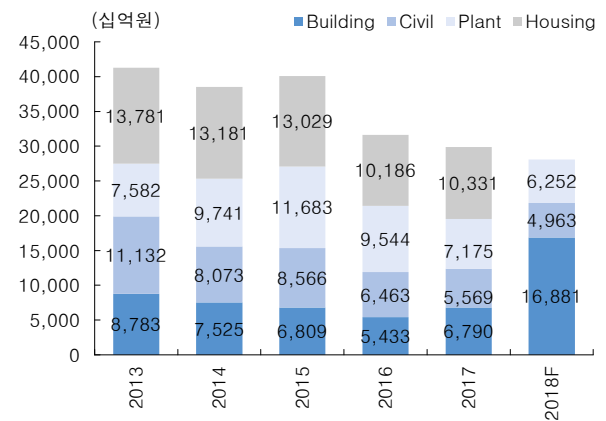
주: 2018년 1분기부터 Building에 Housing 부문 포함
자료: 삼성물산, 한국투자증권

[그림 6] 연간 수주실적 추이



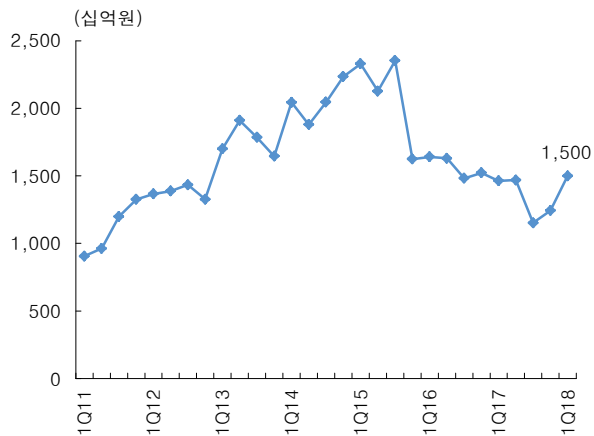
주: 2018년 1분기부터 Building에 Housing 부문 포함
자료: 한국투자증권

[그림 7] 연간 수주잔고 추이



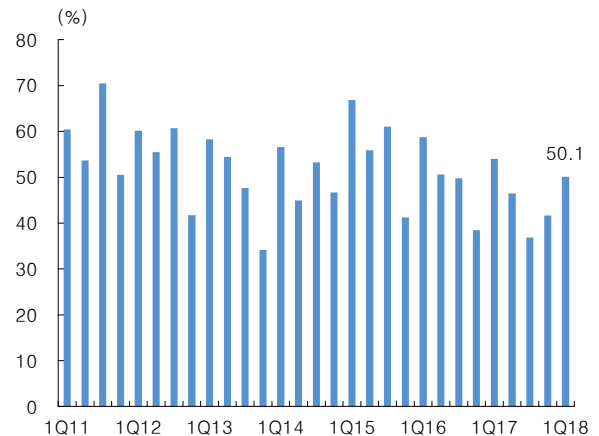
주: 2018년 1분기부터 Building에 Housing 부문 포함
자료: 한국투자증권

[그림 8] 삼성물산 미청구공사



자료: 삼성물산, 한국투자증권

[그림 9] 미청구공사/건설부문 매출액 비중 추이



자료: 삼성물산, 한국투자증권

〈표 4〉 삼성물산 NAV Valuation

(단위: 십억원, 배, 만, 평, 원)

	30% 할인	Base 20% 할인	10% 할인	Best 0%할인	가정
(A) 영업가치 = (a) + (b) + (c) + (d) + (e)	5,804	5,804	5,804	5,804	
(a) 패션사업영업가치	581	581	581	581	
EBITDA	49	49	49	49	2018F EBITDA
EV/EBITDA	11.9	11.9	11.9	11.9	한섬(제조업체)과 신세계인터(수입업체) 멀티플 중간
(b) 식품사업영업가치	811	811	811	811	
EBITDA	117	117	117	117	2018F EBITDA
EV/EBITDA	6.9	6.9	6.9	6.9	현대그린푸드, CJ프레시웨이, 신세계푸드 average
(c) 건설사업영업가치	2,821	2,821	2,821	2,821	
EBITDA	700	700	700	700	2018F EBITDA, BEST는 2018F 영업이익률 4.4% 가정
EV/EBITDA	4.0	4.0	4.0	4.0	대우, GS, 대림, 현대산업개발 등 산업평균 대비 10% 할인
(d) 상사사업영업가치	1,014	1,014	1,014	1,014	
EBITDA	171	171	171	171	2018F EBITDA
EV/EBITDA	5.9	5.9	5.9	5.9	산업평균 대비 20% 할인
(e) 조정 레저사업영업가치	577	577	577	577	산출된 영업가치에서 테마파크가 사용하는 시설 부지 50만평을 추정 장부가 기준으로 차감
레저사업영업가치	653	653	653	653	
EBITDA	89	89	89	89	2018F EBITDA
EV/EBITDA	7.3	7.3	7.3	7.3	해외 peer 평균 대비 40% 할인
(B) 비영업가치 = (f) + (g) + (h)	30,665	34,262	37,859	41,456	
(f) 부동산	2,365	2,365	2,365	2,365	경사지 50% - 에버랜드 공시지가 대표지의 2014년 공시지가 개발가능지 27% - 근교 지역(임야/주택용지) 토지가격 감안 시설용지 23% - 레이크사이드 토지가격 적용
평당가격	1,046,264	1,046,264	1,046,264	1,046,264	
용인단지 내 제일모직 소유 부지	226	226	226	226	
(g) 주식	25,179	28,776	32,374	35,971	
- 삼성전자 4.57%	9,643	11,021	12,398	13,776	
- 바이오로직스 43.4%	7,809	8,925	10,040	11,156	
- 삼성생명 19.34%	2,637	3,014	3,391	3,767	
- 삼성SDS 17.08%	1,910	2,183	2,456	2,729	
- 삼성엔지니어링 6.97%	156	178	200	223	
- 삼성중공업 0.13%	4	4	5	5	
- 한화중합화학 20.05%	561	642	722	802	20.05% 지분가치를 8,000억원으로 평가(100% 기준 4조)
- 아이마켓코리아 0.47%	1	1	1	1	비상장주식 장부가 합산
- 기타지분가치	137	156	176	195	
(h) 자사주	3,121	3,121	3,121	3,121	
(D) 순차입금	1,835	1,835	1,835	1,835	2018년 1분기 기준 순차입금
현재차입금	3,754	3,754	3,754	3,754	
현금성자산	1,920	1,920	1,920	1,920	
(E) 기업가치 합계 = (A) + (B) + (C) - (D)	34,634	38,231	41,829	45,426	
주식수(백만)	189,690,043	189,690,043	189,690,043	189,690,043	보통주 기준
NAV/Shares	183,000	202,000	221,000	240,000	
기준일 증가	119,000	119,000	119,000	119,000	20180725
할인율	35.0%	41.1%	46.2%	50.4%	
상승여력	53.8%	69.7%	85.7%	101.7%	

자료: Quantwise, Bloomberg, 한국투자증권

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	13,359	12,321	11,900	12,051	12,147
현금성자산	2,699	2,993	3,005	3,306	3,332
매출채권및기타채권	6,886	6,205	6,010	5,860	5,907
재고자산	1,313	1,533	1,503	1,503	1,515
비유동자산	31,100	36,728	37,092	37,504	41,515
투자자산	23,197	28,971	29,451	30,053	34,230
유형자산	5,281	4,986	4,796	4,607	4,417
무형자산	1,601	1,311	1,346	1,346	1,357
자산총계	44,459	49,049	48,992	49,555	53,662
유동부채	14,705	14,458	13,658	13,608	16,194
매입채무및기타채무	4,943	4,692	4,815	4,816	4,854
단기차입금및단기사채	1,866	2,093	2,321	2,548	2,776
유동성장기부채	1,607	1,347	1,086	826	565
비유동부채	8,648	9,439	8,902	8,133	8,119
사채	2,375	1,607	838	70	0
장기차입금및금융부채	1,282	987	1,037	1,037	1,037
부채총계	23,353	23,898	22,559	21,742	24,313
지배주주지분	18,302	22,557	23,726	24,877	26,185
자본금	19	19	19	19	19
자본잉여금	10,468	10,468	10,468	10,468	10,468
기타자본	(2,158)	(2,158)	(2,158)	(2,158)	(2,158)
이익잉여금	5,230	5,755	6,583	7,425	8,393
비지배주주지분	2,804	2,594	2,707	2,937	3,163
자본총계	21,106	25,151	26,433	27,814	29,348

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	1,355	1,312	1,286	1,966	4,591
당기순이익	21	481	1,244	1,355	1,477
유형자산감가상각비	500	480	312	299	287
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	715	(160)	(392)	83	2,598
기타	119	511	122	229	229
투자활동현금흐름	(812)	280	(156)	(403)	(3,952)
유형자산투자	(485)	(678)	(195)	(183)	(170)
유형자산매각	108	73	73	73	73
투자자산순증	(574)	974	(138)	(294)	(3,836)
무형자산순증	(47)	(5)	(35)	(0)	(11)
기타	186	(84)	139	1	(8)
재무활동현금흐름	122	(1,117)	(1,118)	(1,262)	(612)
자본의증가	1,468	0	0	0	0
차입금의순증	(582)	(1,020)	(701)	(751)	(102)
배당금지급	(87)	(96)	(330)	(330)	(330)
기타	(677)	(1)	(87)	(181)	(180)
기타현금흐름	(34)	(181)	0	0	0
현금의증가	632	295	12	301	26

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

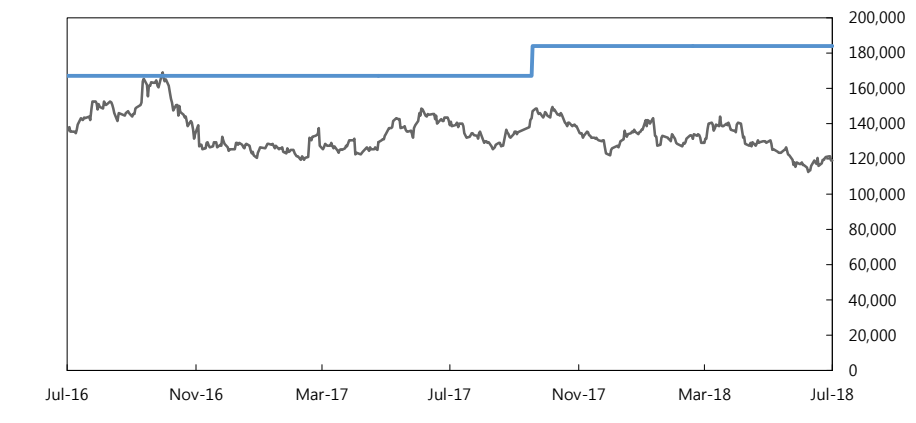
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	28,103	29,279	30,052	30,052	30,292
매출원가	24,771	25,627	26,146	26,013	26,128
매출총이익	3,332	3,652	3,906	4,040	4,164
판매관리비	3,192	2,771	2,762	2,781	2,749
영업이익	140	881	1,143	1,259	1,415
금융수익	320	220	223	225	229
이자수익	130	86	88	90	94
금융비용	354	313	249	239	233
이자비용	209	171	107	97	91
기타영업외손익	135	160	537	562	584
관계기업관련손익	(151)	(124)	0	0	0
세전계속사업이익	90	825	1,654	1,806	1,996
법인세비용	69	344	410	452	519
연결당기순이익	21	481	1,244	1,355	1,477
지배주주지분순이익	107	640	1,157	1,173	1,298
기타포괄이익	1,378	3,680	367	356	388
총포괄이익	1,399	4,162	1,612	1,711	1,865
지배주주지분포괄이익	1,476	4,362	1,499	1,481	1,639
EBITDA	639	1,361	1,455	1,558	1,702

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	650	3,879	6,974	7,062	7,811
BPS	105,657	127,899	134,008	140,026	146,866
DPS	550	2,000	2,000	2,000	2,000
성장성(% , YoY)					
매출증가율	110.6	4.2	2.6	0.0	0.8
영업이익증가율	275.7	531.6	29.7	10.1	12.4
순이익증가율	(96.1)	496.0	80.9	1.4	10.6
EPS증가율	(96.9)	496.8	79.8	1.3	10.6
EBITDA증가율	100.9	113.0	6.9	7.1	9.3
수익성(%)					
영업이익률	0.5	3.0	3.8	4.2	4.7
순이익률	0.4	2.2	3.9	3.9	4.3
EBITDA Margin	2.3	4.6	4.8	5.2	5.6
ROA	0.0	1.0	2.5	2.7	2.9
ROE	0.6	3.1	5.0	4.8	5.1
배당수익률	0.4	1.6	1.7	1.7	1.7
배당성향	84.6	51.6	28.5	28.1	25.4
안정성					
순차입금(십억원)	5,122	4,695	2,097	995	864
차입금/자본총계비율(%)	43.0	31.9	20.0	16.1	14.9
Valuation(X)					
PER	193.1	32.5	17.1	16.9	15.2
PBR	1.2	1.0	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	46.9	21.6	17.6	15.9	14.6

투자 의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자 의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
삼성물산(028260)	2016.07.12	매수	167,000원	-18.3	1.2
	2017.07.12	1년경과		-19.1	-13.5
	2017.10.13	매수	184,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 7월 26일 현재 삼성물산 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배주자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 삼성물산 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	0.5%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.