

# 삼성물산(028260)

## 실적, 모멘텀, 밸류에이션 모두 갖췄다

### 2018년 영업이익 +36.2%, 지배주주 순이익 +108.3%

삼성물산의 2018년 예상 영업이익은 1.2조원으로 전년 대비 36.2% 증가, 지배주주 순이익은 1.3조원으로 전년 대비 108.3% 증가할 전망이다. 건설사업의 실적 안정화로 영업이익 체력이 큰 폭으로 개선되었고, 자회사 삼성바이오로직스가 흑자 구간에 진입함에 따라 연간 1조원 이상의 안정적 영업이익 구조를 갖췄다. 올해 계열사 배당수익 5,300억원, 부동산 매각차익 2,750억원(서초사옥, 물류센터) 등 일회성 이익에 힘입어 지배주주 순이익의 큰 폭 증가를 전망한다.

### 4조~5조원 내외 현금 사용처에 쏠리는 관심

계열사 배당, 부동산 매각, 영업실적 호조로 2018년 상반기 연결기준 현금성자산은 3.4조원으로 증가했다(별도기준 2.2조원). 3분기 단행된 서초사옥 매각 7,480억원(매각차익 1,900억원), 연내 한화중합화학 지분을 7,000억~8,000억원에 매각 시 보유 현금은 약 4조~5조원으로 증가할 전망이다. 연간 자체사업의 영업이익이 1조원 이상이기엔 연말 현금흐름의 추가 개선이 예상된다. 우리는 연내 삼성그룹의 대규모 투자계획에 주목하는데 신규 투자에서 삼성물산의 역할에 주목한다. 합병 후 기형적인 사업구조를 3년 이상 유지해 개선이 필요한 시점이고, 계열사 중 투자여력이 높고, 일감몰아주기 규제가 계열사 의존 사업을 축소하되 신사업 진출 명분을 세워줄 것으로 판단하기 때문이다(웰스토리 등). 전자 지분보다 사업 효율화가 주가 멀티플 상향 계기가 될 것으로 판단한다. 상반기 기대감이 일었던 바이오에피스 등 바이오사업 투자 등이 단행되면 시장은 화답할 것으로 전망한다.

### 하방을 다진 주가, 하반기 주주환원 모멘텀도 기대

SoTP 기준 NAV는 203,000원, 상승여력은 62.4%, 배당수익률은 1.6%이다. 현재 주가는 여러 악재 후 주가 하단을 다졌다는 점에서 편안한 접근이 가능하다. 연내 삼성전자의 잔여 자사주 소각 후 삼성물산을 비롯 계열사의 자사주 소각 등 활용 방안이 기대되는 점은 추가 관전 포인트이다. 삼성전기, 삼성화재가 보유한 4.0% 오버행은 부담이나 실적, 밸류에이션, 모멘텀에서 저평가가 분명하고, 마지막 매각 지분이라는 점에서 지분 출회 후 주가는 빠르게 회복할 것으로 전망한다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	28,103	140	107	650	(96.9)	639	193.1	46.9	1.2	0.6	0.4
2017A	29,279	881	640	3,879	496.8	1,361	32.5	21.6	1.0	3.1	1.6
2018F	30,052	1,206	1,333	8,031	107.0	1,518	15.6	17.6	0.9	5.7	1.6
2019F	30,052	1,330	1,220	7,345	(8.5)	1,630	17.0	15.9	0.9	5.0	1.6
2020F	30,382	1,489	1,348	8,111	10.4	1,776	15.4	14.6	0.8	5.2	1.6

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

## 매수(유지)

목표주가: 184,000원(유지)

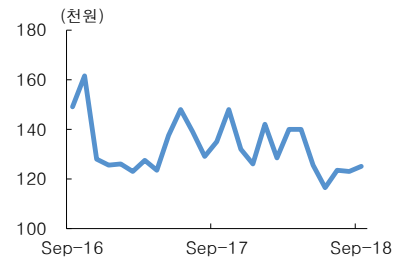
### Stock Data

KOSPI(9/4)	2,316
주가(9/4)	125,000
시가총액(십억원)	23,711
발행주식수(백만)	190
52주 최고/최저(원)	149,500/112,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	55,582
유동주식비율/외국인지분율(%)	48.1/11.9
주요주주(%)	이재용 외 10 인 37.3
케이씨씨	9.0

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	2.5	(2.3)	(1.6)
KOSPI 대비(%p)	1.2	1.3	(1.0)

### 주가추이



자료: WISEfn

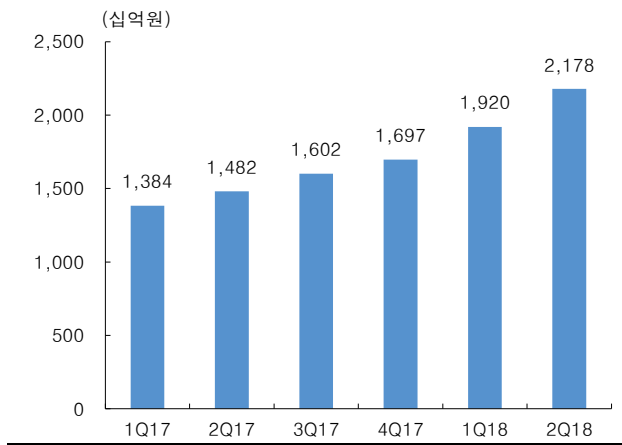
### 윤태호

taeho3123@truefriend.com

### 차주영

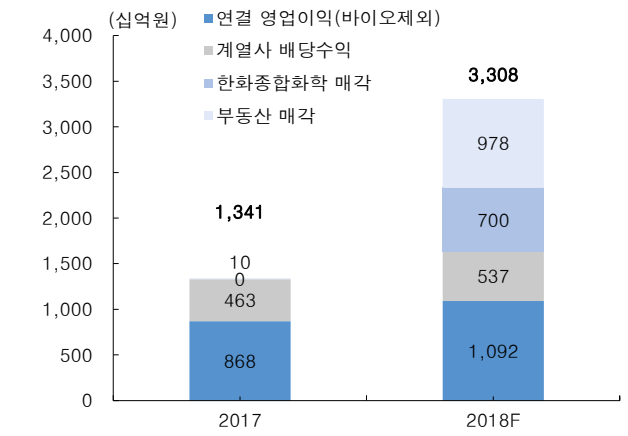
jooyoung.cha@truefriend.com

[그림 1] 삼성물산의 현금 및 현금성자산 추이



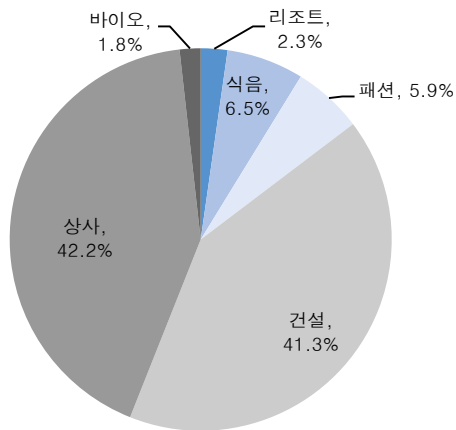
주: 별도 기준  
자료: DART, 한국투자증권

[그림 2] 삼성물산 연간 현금유입 비교



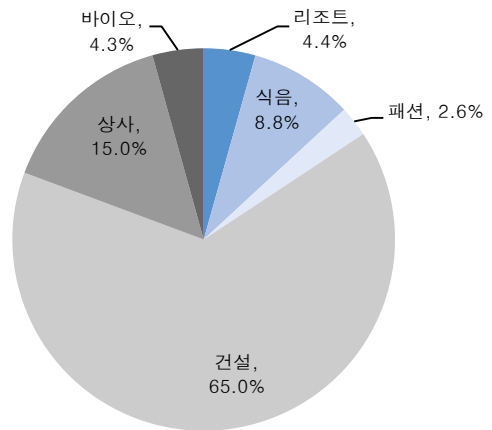
주: 1. 연결 영업이익에서 바이오 제외 기준, 2018년 영업이익과 배당수익은 추정치 기준  
2. 한화종합화학 지분 예상 매각이익 8,000억원 기준  
3. 2018년 부동산 매각은 서울 가산동 물류센터 매각이익 2,300억원과 서초 사옥 매각이익 7,500억원 기준  
자료: DART, 한국투자증권

[그림 3] 삼성물산 2018년 예상 매출 구조



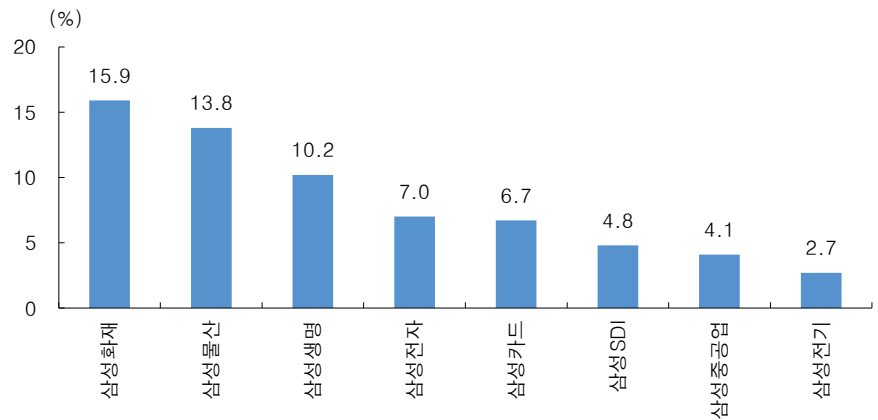
자료: DART, 한국투자증권

[그림 4] 삼성물산 2018년 예상 영업이익 구조



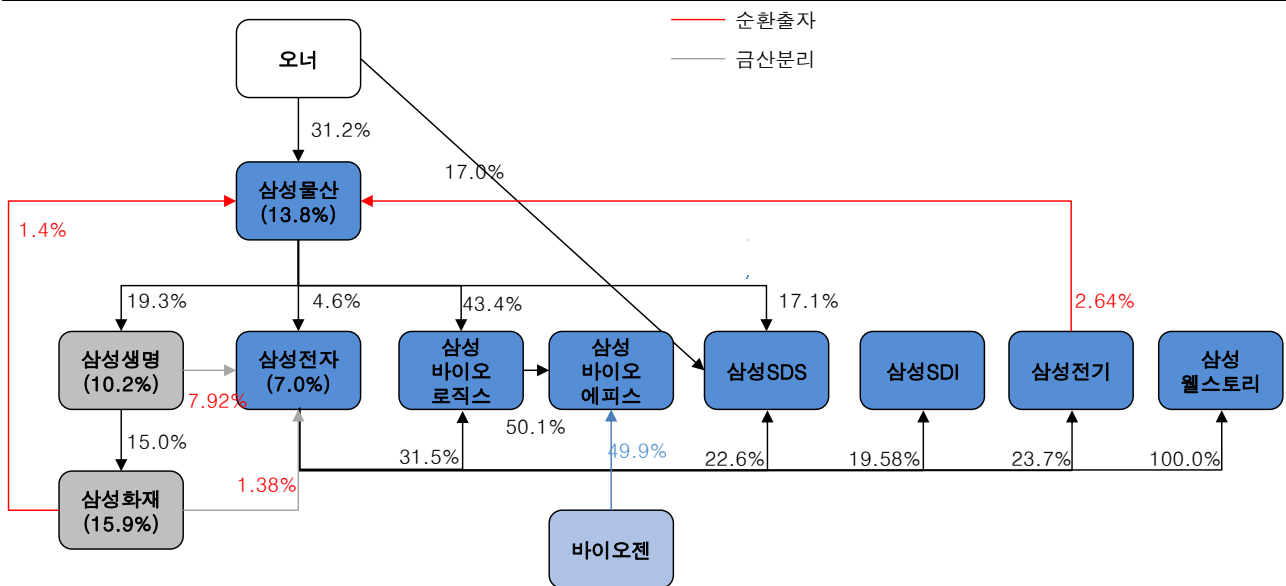
자료: DART, 한국투자증권

[그림 5] 삼성그룹 계열사 자사주 보유 현황



주: 2018년 2분기 말 기준  
자료: DART, 한국투자증권

[그림 6] 삼성 지배구조



주: 2018년 6월 말 기준  
자료: DART, 한국투자증권

〈표 1〉 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	7,492	7,765	7,476	7,928	7,305	7,343	7,381	7,732	7,425	7,513	7,397	7,998	7,755	7,231
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	3,419	3,643	3,315	2,648
바이오	88	47	53	106	107	63	127	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	307	228	392	373	337	277	438	421	353
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	21	59	58	55	22	60	59	56	22
바이오	(25)	(13)	(25)	(12)	(8)	(20)	9	36	2	12	12	26	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	4.2	3.1	5.1	5.0	4.5	3.8	5.5	5.4	4.9
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	0.8	1.7	1.6	1.7	0.8	1.7	1.6	1.7	0.8
바이오	(28.4)	(27.7)	(47.2)	(11.3)	(7.5)	(31.7)	7.1	22.2	1.5	9.6	10.6	16.5	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	386	182	239	418	290	273	322	452	321	253

자료: 삼성물산, 한국투자증권

〈표 2〉 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출	28,104	29,278	30,052	30,052	30,382
리조트	677	690	678	698	719
식음	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	13,025
바이오	294	459	533	921	1,188
영업이익	140	885	1,206	1,330	1,489
리조트	47	63	53	54	56
식음	110	117	106	114	122
패션	(46)	33	31	27	24
건설	34	507	784	710	695
상사	70	148	181	192	196
바이오	(75)	17	52	233	397
영업이익률	0.5	3.0	4.0	4.4	4.9
리조트	6.9	9.1	7.8	7.8	7.8
식음	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	1.4	1.5	1.5
바이오	(25.5)	3.7	9.8	25.2	33.4
지배주주순이익	107	640	1,333	1,220	1,348

자료: 삼성물산, 한국투자증권

## 〈표 3〉 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)	7,051	7,051	7,051	7,051	
(a) 패션사업영업가치	555	555	555	555	
EBITDA	46	46	46	46	2018F EBITDA
EV/EBITDA	12.2	12.2	12.2	12.2	한섬(제조업체)과 신세계인터(수입업체) 멀티플 중간
(b) 식품사업영업가치	816	816	816	816	
EBITDA	113	113	113	113	2018F EBITDA
EV/EBITDA	7.2	7.2	7.2	7.2	현대그린푸드, CJ프레시웨이, 신세계푸드 average
(c) 건설사업영업가치	3,824	3,824	3,824	3,824	
EBITDA	893	893	893	893	2018F EBITDA
EV/EBITDA	4.3	4.3	4.3	4.3	대우건설, GS건설, 대림산업, 현대산업개발 등 산업평균 대비 10% 할인
(d) 상사사업영업가치	1,318	1,318	1,318	1,318	
EBITDA	233	233	233	233	2018F EBITDA
EV/EBITDA	5.7	5.7	5.7	5.7	대우인터내셔널, LG상사 등 산업평균 대비 30% 할인
(e) 조정 레저사업영업가치	538	538	538	538	산출된 영업가치에서 테마파크가 사용하는 시설 부지 50만평을 추정 장부가 기준으로 차감
레저사업영업가치	613	613	613	613	
EBITDA	83	83	83	83	2018F EBITDA
EV/EBITDA	7.4	7.4	7.4	7.4	해외 peer 평균 대비 40% 할인
(B) 비영업가치 = (f) + (g) + (h)	33,055	36,971	40,887	44,803	
(f) 부동산	2,365	2,365	2,365	2,365	경사지 50% - 에버랜드 공시지가 대표지의 2014년 공시지가 개발가용지 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	27,412	31,328	35,245	39,161	
- 삼성전자 4.57%	9,956	11,379	12,801	14,223	Worst: 30% 할인
- 바이오로직스 43.4%	9,447	10,797	12,147	13,496	
- 삼성생명 19.34%	2,494	2,850	3,206	3,562	
- 삼성SDS 17.08%	2,225	2,543	2,861	3,178	
- 삼성엔지니어링 6.97%	155	178	200	222	
- 삼성중공업 0.13%	4	5	5	6	
- 한화종합화학 20.05%	561	642	722	802	
- 아이마켓코리아 0.47%	1	1	1	1	
- 기타지분가치	137	156	176	195	비상장주식 장부가 합산(2018년 3월 장부가)/ Worst: 30% 할인
(h) 자사주	3,278	3,278	3,278	3,278	
(D) 순차입금	1,419	1,419	1,419	1,419	2018년 2분기 기준 별도 순차입금
현재차입금	3,598	3,598	3,598	3,598	
현금성자산	2,178	2,178	2,178	2,178	
(E) 기업가치 합계 = (A) + (B) + (C) - (D)	38,687	42,603	46,519	50,435	
주식수(백만)	189,690,043	189,690,043	189,690,043	189,690,043	보통주 기준
NAV/Shares	204,000	225,000	246,000	266,000	
기준일 증가	125,000	125,000	125,000	125,000	
할인율	38.7%	44.4%	49.2%	53.0%	
상승여력	63.2%	80.0%	96.8%	112.8%	

주: 9월 4일 증가 기준

자료: Quantwise, Bloomberg, 한국투자증권

## 기업개요 및 용어해설

2015년 9월 2일 삼성물산과의 합병을 통해 제일모직에서 삼성물산으로 사명 변경. 사업부문은 건설부문, 상사부문, 패션부문, 조경사업, 리조트 및 식자재유통사업(삼성웰스토리)을 영위 운영하는 리조트부문과 바이오의약품 위탁생산사업 및 바이오시밀러 사업으로 구성. 현재 종속회사는 국내 상장되어 있는 삼성바이오로직스를 포함 119개(국내 7개, 해외 112개).

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	13,359	12,321	11,900	12,051	12,183
현금성자산	2,699	2,993	3,005	3,306	3,342
매출채권및기타채권	6,886	6,205	6,010	5,860	5,924
재고자산	1,313	1,533	1,503	1,503	1,519
비유동자산	31,100	36,728	37,092	37,504	41,625
투자자산	23,197	28,971	29,451	30,053	34,332
유형자산	5,281	4,986	4,796	4,607	4,417
무형자산	1,601	1,311	1,346	1,346	1,361
자산총계	44,459	49,049	48,992	49,555	53,808
유동부채	14,705	14,458	13,413	13,295	15,934
매입채무및기타채무	4,943	4,692	4,815	4,816	4,868
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	8,140
사채	2,375	1,607	838	70	0
장기차입금및금융부채	1,282	987	1,037	1,037	1,037
부채총계	23,353	23,898	22,315	21,428	24,074
지배주주지분	18,302	22,557	23,953	25,164	26,536
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	6,758	7,648	8,666
비지배주주지분	2,804	2,594	2,724	2,963	3,198
자본총계	21,106	25,151	26,678	28,127	29,734

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	1,355	1,312	1,298	2,012	4,702
당기순이익	21	481	1,433	1,409	1,534
유형자산감가상각비	500	480	312	299	287
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	715	(160)	(585)	65	2,643
기타	119	511	138	239	238
투자활동현금흐름	(812)	280	(104)	(391)	(4,048)
유형자산투자	(485)	(678)	(195)	(183)	(170)
유형자산매각	108	73	73	73	73
투자자산순증	(574)	974	(86)	(281)	(3,925)
무형자산순증	(47)	(5)	(35)	(0)	(15)
기타	186	(84)	139	0	(11)
재무활동현금흐름	122	(1,117)	(1,182)	(1,321)	(619)
자본의증가	1,468	0	0	0	0
차입금의순증	(582)	(1,020)	(752)	(801)	(102)
배당금지급	(87)	(96)	(330)	(330)	(330)
기타	(677)	(1)	(100)	(190)	(187)
기타현금흐름	(34)	(181)	0	0	0
현금의증가	632	295	12	301	36

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

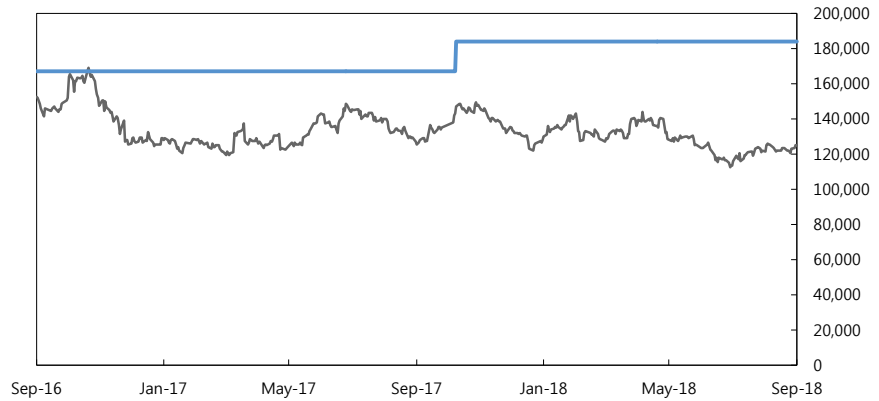
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	28,103	29,279	30,052	30,052	30,382
매출원가	24,771	25,627	26,146	26,013	26,211
매출총이익	3,332	3,652	3,906	4,040	4,171
판매관리비	3,192	2,771	2,700	2,709	2,682
영업이익	140	881	1,206	1,330	1,489
금융수익	320	220	223	225	229
이자수익	130	86	88	90	95
금융비용	354	313	249	238	232
이자비용	209	171	107	96	90
기타영업외손익	135	160	536	562	586
관계기업관련손익	(151)	(124)	0	0	0
세전계속사업이익	90	825	1,906	1,879	2,073
법인세비용	69	344	472	470	539
연결당기순이익	21	481	1,433	1,409	1,534
지배주주지분순이익	107	640	1,333	1,220	1,348
기타포괄이익	1,378	3,680	423	370	403
총포괄이익	1,399	4,162	1,857	1,779	1,937
지배주주지분포괄이익	1,476	4,362	1,727	1,541	1,702
EBITDA	639	1,361	1,518	1,630	1,776

## 주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	650	3,879	8,031	7,345	8,111
BPS	105,657	127,899	135,198	141,527	148,696
DPS	550	2,000	2,000	2,000	2,000
성장성(% , YoY)					
매출증가율	110.6	4.2	2.6	0.0	1.1
영업이익증가율	275.7	531.6	36.8	10.3	11.9
순이익증가율	(96.1)	496.0	108.4	(8.5)	10.4
EPS증가율	(96.9)	496.8	107.0	(8.5)	10.4
EBITDA증가율	100.9	113.0	11.5	7.4	9.0
수익성(%)					
영업이익률	0.5	3.0	4.0	4.4	4.9
순이익률	0.4	2.2	4.4	4.1	4.4
EBITDA Margin	2.3	4.6	5.0	5.4	5.8
ROA	0.0	1.0	2.9	2.9	3.0
ROE	0.6	3.1	5.7	5.0	5.2
배당수익률	0.4	1.6	1.6	1.6	1.6
배당성향	84.6	51.6	24.8	27.1	24.5
안정성					
순차입금(십억원)	5,122	4,695	2,097	995	854
차입금/자본총계비율(%)	43.0	31.9	19.8	15.9	14.7
Valuation(X)					
PER	193.1	32.5	15.6	17.0	15.4
PBR	1.2	1.0	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	46.9	21.6	17.6	15.9	14.6

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
삼성물산(028260)	2016.07.27	매수	167,000원	-18.0	1.2
	2017.07.27	1년경과		-20.0	-14.4
	2017.10.13	매수	184,000원	-	-



## ■ Compliance notice

- 당사는 2018년 9월 5일 현재 삼성물산 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 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 투자의견은 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 투자의견은 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.