

삼성물산(028260)

2017년 배당성향 48.9%, 배당수익률 1.5%

삼성물산, 주당 2,000원 배당 결정

삼성물산은 8일 이사회를 열고 3년 동안(2017년~2019년 결산기) 매년 3,300억 원(주당 2000원)의 주주 배당을 지급하기로 결정했다. 연간 배당 규모로는 2016년 결산기 배당금 908억원(주당 550원)보다 3.6배 증가한 수치다. 우리의 추정치기준 배당성향은 2017년 48.9%, 2018년 40.9%, 2019년 33.5%에 달하고 배당수익률은 1.5%이다.

이유 있는 자신감, Cash Flow 변화 기대

2018년은 사상 최대 이익을 경신 중인 삼성전자/삼성생명의 배당금 증가로 삼성물산의 영업외손익 개선이 예상되고, 삼성바이오로직스의 실적 정상화로 삼성물산의 영업이익에 본격 반영될 전망이다. 이외 현재 진행 중인 삼성중합화학 지분 20.05% 매각으로 현금흐름의 YoY/QoQ 뚜렷한 개선이 예상된다. Cash Flow의 의미 있는 변화가 감지되기에 삼성물산의 통 큰 의사 결정이 가능했다. 내부 유보보다 지속성 있는 배당정책을 결정했다는 점에서 주가 부양에 대한 의지를 확고히 했다.

2018년 기업가치 변곡점 될 것

2018년 Cash flow 개선, 상반기 삼성전자 자사주 소각에 따른 지분가치 증가, 사상 최대 이익을 경신 중인 자회사, 주주환원정책, 중기적 삼성물산 자사주 소각 가능성을 고려 시 2018년은 기업가치 변곡점이 될 것으로 판단한다. 삼성물산의 오랜 약점이던 배당 문제를 해결했다는 점에서 타 지주사와 동일한 선상에서 평가가 가능할 것이다. 삼성SDI의 오버행 2.0% 보다 삼성물산의 구조적 개선에 주목할 것을 권한다. 매물 출회는 오히려 좋은 매수 기회가 될 것으로 판단한다. SoTP에 기반한 삼성물산의 NAV는 186,000원으로 현재 주가 대비 42.1% 상승 여력이 있다.

매수(유지)

목표주가: 184,000원(유지)

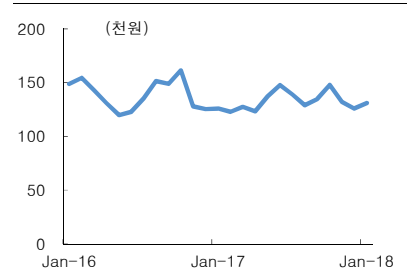
Stock Data

KOSPI(1/8)	2,513
주가(1/8)	131,000
시가총액(십억원)	24,849
발행주식수(백만)	190
52주 최고/최저(원)	149,500/119,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	48,550
유동주식비율/외국인지분율(%)	45.7/9.9
주요주주(%)	이재용 외 12 인 39.4
케이씨씨	9.0

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(0.8)	(9.7)	1.6
KOSPI 대비(%p)	(2.8)	(15.3)	(21.1)

주가추이



자료: WISEfn

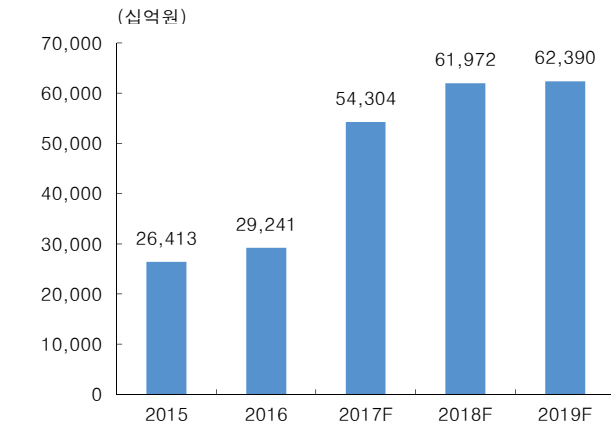
	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2015A	13,345	727	2,747	413	381.7	1,008	339.0	32.6	1.42	25.2	0.4
2016A	28,103	1,912	107	13	(96.9)	2,412	9,653.8	11.6	1.13	0.6	0.4
2017F	26,175	840	675	4,063	31,152.9	1,187	31.0	24.7	0.95	3.5	1.5
2018F	26,341	870	806	4,850	19.4	1,220	27.0	25.0	0.85	3.7	1.5
2019F	27,178	1,081	986	5,926	22.2	1,436	22.1	21.4	0.77	4.0	1.5

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

윤태호

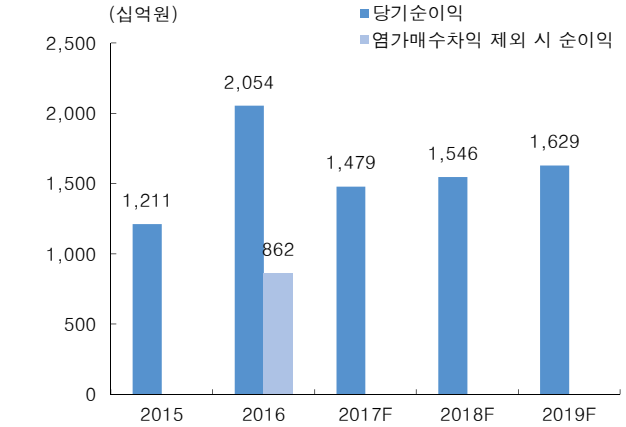
taeho3123@truefriend.com

[그림 1] 삼성전자 영업이익 컨센서스 추이



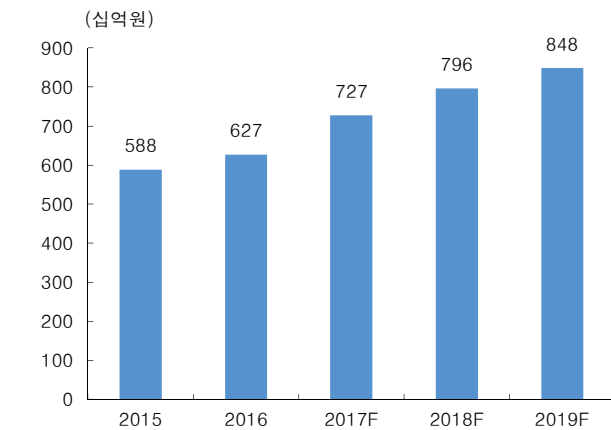
주: 컨센서스 기준
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 2] 삼성생명 지배주주 당기순이익 컨센서스 추이



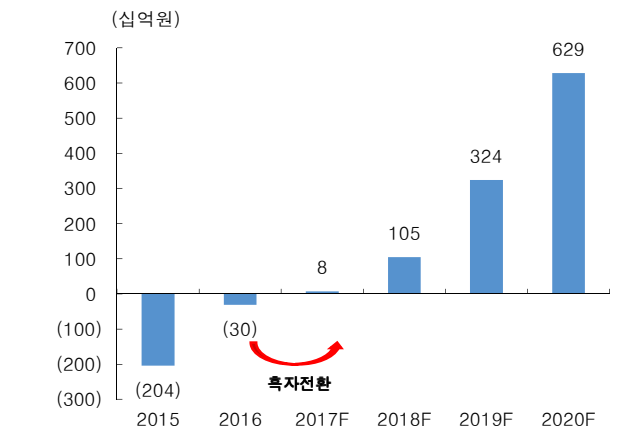
주: 2016년 영업매수차익 1.2조원 제외, 컨센서스 기준
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 3] 삼성SDS 영업이익 컨센서스 추이



주: 컨센서스 기준
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 4] 삼성바이오로직스 영업이익 추이



주: 한국투자증권 추정치 기준
자료: Quantwise, 한국투자증권

〈표 1〉 삼성물산 분기별 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17F	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F
매출	1,249	1,311	7,862	7,709	6,487	7,051	6,622	7,943	6,702	6,957.9	6,069	6,446	6,553	6,868	6,596	6,323
리조트	66	119	142	152	91	210	201	175	103	232	207	180	106	239	213	186
식품	373	416	457	441	433	446	458	461	447	456	492	496	481	490	529	533
패션	463	397	344	534	477	439	390	537	465	401	398	548	474	409	406	559
건설	3,483	3,805	3,854	3,938	2,793	3,222	2,977	3,961	2,711	3,092	2,301	2,611	2,450	2,812	2,638	2,264
상사	2,971	2,847	3,064	2,596	2,605	2,687	2,543	2,704	2,869	2,714	2,568	2,493	2,898	2,741	2,594	2,518
바이오				48	88	47	53	106	107	63	102	119	145	177	216	264
영업이익	16	51	(259)	(94)	(435)	177	187	211	137	267	224	213	153	283	269	165
리조트	(31)	(0)	21	(9)	(30)	21	42	14	(19)	29	43	14	(20)	30	45	15
식품	28	33	23	25	26	39	18	27	31	38	24	34	33	41	26	37
패션	0	(3)	(22)	16	7	1	(14)	(40)	(1)	9	(14)	1	1	9	(15)	1
건설	18	21	(282)	(138)	(415)	118	153	178.0	91	153	121	110	82	139	138	95
상사	0	23	30	28	2	11	13	44.0	43	46	47	46	43	46	47	(27)
바이오				(16)	(25)	(13)	(25)	(12)	(8)	(9)	4	8	12	17	28	44
영업이익률	1.3	3.9	(3.3)	(1.2)	(6.7)	2.5	2.8	2.7	2.0	3.8	3.7	3.3	2.3	4.1	4.1	2.6
리조트	(46.5)	(0.1)	15.0	(6.0)	(33.0)	10.0	20.9	8.0	(18.4)	12.5	20.9	8.0	(18.4)	12.5	20.9	8.0
식품	7.5	8.0	5.0	5.7	6.0	8.7	3.9	5.9	6.9	8.3	4.9	6.9	6.9	8.3	4.9	6.9
패션	0.1	(0.8)	(6.3)	3.0	1.5	0.2	(3.6)	(7.4)	(0.2)	2.2	(3.6)	0.3	0.3	2.2	(3.6)	0.3
건설	0.5	0.5	(7.3)	(3.5)	(14.9)	3.7	5.1	4.5	3.4	4.9	5.2	4.2	3.4	4.9	5.2	4.2
상사	0.0	0.8	1.0	1.1	0.1	0.4	0.5	1.6	1.5	1.7	1.8	1.8	1.5	1.7	1.8	(1.1)
바이오				(33.3)	(28.4)	(27.7)	(47.2)	(11.3)	(7.5)	(13.5)	3.4	6.8	8.3	9.8	12.8	16.6
지배주주순이익	12	(26)	2,857	(49)	(450)	155	169	234	257	121	163	179	266	196	171	174

자료: 삼성물산, 한국투자증권

〈표 2〉 삼성물산 연간 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출	13,345	28,104	26,175	26,341	27,178
리조트	426	677	722	744	766
식품	1,687	1,798	1,891	2,033	2,185
패션	1,738	1,843	1,812	1,848	1,885
건설	5,843	12,953	10,715	10,164	9,696
상사	4,244	10,539	10,644	10,751	10,858
바이오	54	294	391	802	1,787
영업이익	37	140	840	870	1,081
리조트	(19)	47	68	70	72
식품	110	110	127	137	147
패션	(9)	(46)	(5)	(3)	(7)
건설	(77)	34	474	455	434
상사	52	70	181	110	111
바이오	(20)	(75)	(5)	101	324
영업이익률	0.3	0.5	3.2	3.3	15.8
리조트	(4.4)	6.9	9.4	9.4	22.9
식품	6.5	6.1	6.7	6.7	27.1
패션	(0.5)	(2.5)	(0.3)	(0.1)	(1.7)
건설	(1.3)	0.3	4.4	4.5	17.7
상사	1.5	0.7	1.7	1.0	3.9
바이오		(25.5)	(1.3)	12.6	71.8
지배주주순이익	2,686	21	675	806	986

자료: 삼성물산, 한국투자증권

〈표 3〉 삼성바이오로직스 분기 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출액	89	48	53	106	108	63	108	139	295	418	578
YoY	-	-	-	-	21.3	32.9	105.1	31.8	-	41.9	38.3
1 공장					55	30	50	55	189	190	154
가동률					100.0	55.0	90.0	100.0	90.0	86.3	70.0
2 공장					53	33	59	84	106	228	384
가동률					37.6	23.5	42.0	60.0	19.2	40.8	63.0
3 공장											40
가동률											5%
영업이익	(14)	(3)	(13)	(1)	3	(8)	4	9	(30)	8	105
YoY	-	-	-	-	흑전	적지	흑전	흑전	적지	흑전	1,242.6
OPM	(15.4)	(6.7)	(24.2)	(0.7)	3.2	(13.4)	3.4	6.7	(10.3)	1.9	18.1

자료: 삼성바이오로직스, 한국투자증권

〈표 4〉 삼성바이오로직스 연간 실적 추이

(단위: 십억원)

	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F
매출액	105.4	91.3	295	418	578	944	1,332	1,498	1,651	1,780
YoY	140.9%	-13.4%	222.8%	41.9%	38.3%	63.2%	41.0%	12.5%	10.2%	7.8%
1 공장	29.0	67.4	189	190	154	192	225	250	260	260
가동률	16%	37%	90%	86%	70%	80%	90%	100%	100%	100%
2 공장			106	228	384	512	650	660	660	660
가동률			19%	41%	63%	80%	100%	100%	100%	100%
3 공장					40	240	457	588	731	860
가동률					5%	30%	55%	70%	85%	100%
영업이익	(105.2)	(203.6)	(30.4)	8	105	324	629	751	862	954
YoY	RR	RR	RR	흑전	1242.6%	209.2%	93.8%	19.4%	14.8%	10.6%
OPM	-99.8%	-223.1%	-10.3%	1.9%	18.1%	34.4%	47.2%	50.1%	52.2%	53.6%
영업외손익	21.3	2,691.7	(200)	(135)	434	(10)	23	67	120	155
지분법손익	(32.7)	4,524.2	(129)	(125)	(120)	(34)	(9)	17	43	50
파생손익		(1,820.4)	(54)	(20)	551	-	-	-	-	-
이자손익			(16)	5	3	18	24	40	62	85
기타	50.9	(13.3)	(5)	(12)	(15)	(7)	(6)	(4)	1	6
순이익	-81.9	1,904.9	(177)	(127)	528	270	554	683	797	901
YoY	RR	흑전	적전	적지	흑전	-48.8%	104.9%	23.4%	16.7%	13.0%
NPM	-77.7%	2087.0%	-60.0%	-30.5%	91.3%	28.6%	41.6%	45.6%	48.3%	50.6%

주: 2018년 삼성바이오로직스는 삼성바이오에피스 콜옵션 사용에 따른 일시적 현금유입을 가정(삼성물산 2018년 실적 추정에는 반영하지 않음)

자료: 삼성바이오로직스, 한국투자증권

〈표 5〉 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)	6,111	6,111	6,111	6,111	
(a) 패션사업영업가치	130	130	130	130	
EBITDA	14	14	14	14	2017F EBITDA
EV/EBITDA	9.2	9.2	9.2	9.2	한섬(제조업체)과 신세계인터(수입업체) 멀티플 중간
(b) 식품사업영업가치	1,182	1,182	1,182	1,182	
EBITDA	137	137	137	137	2017F EBITDA
EV/EBITDA	8.6	8.6	8.6	8.6	현대그린푸드, 신세계푸드 average
(c) 건설사업영업가치	2,394	2,394	2,394	2,394	
EBITDA	557	557	557	557	2017F EBITDA, BEST 는 2017F 영업이익률 4.4% 가정
EV/EBITDA	4.3	4.3	4.3	4.3	대우, GS, 대림, 현대산업개발 등 산업평균 대비 10% 할인
(d) 상사사업영업가치	1,865	1,865	1,865	1,865	
EBITDA	220	220	220	220	2017F EBITDA
EV/EBITDA	8.5	8.5	8.5	8.5	산업평균 대비 20% 할인
(e) 조정 레저사업영업가치	540	540	540	540	산출된 영업가치에서 테마파크가 사용하는 시설 부지 50 만평을 추정 장부가 기준으로 차감
레저사업영업가치	616	616	616	616	
EBITDA	105	105	105	105	2017F EBITDA
EV/EBITDA	5.9	5.9	5.9	5.9	해외 peer 평균 대비 40% 할인
(B) 비영업가치 = (f)+(g)+(h)	33,805	37,806	41,806	45,807	
(f) 부동산	2,365	2,365	2,365	2,365	경사지 50% - 에버랜드 공시지가 대표지의 2014 년 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	28,005	32,005	36,006	40,007	
- 삼성전자 4.57%	10,742	12,276	13,811	15,345	
- 바이오로직스 43.4%	8,030	9,178	10,325	11,472	
- 삼성생명 19.34%	3,330	3,806	4,282	4,758	
- 삼성 SDS 17.08%	2,294	2,622	2,950	3,278	
- 삼성엔지니어링 6.97%	133	152	171	190	
- 삼성중공업 0.13%	3	3	4	4	
- 한화종합화학 20.05%	561	642	722	802	20.05% 지분가치를 8,000 억원으로 평가(100% 기준 4 조)
- 아이마켓 코리아 0.47%	1	1	1	2	비상장주식 장부가 합산
- 기타지분가치	252	288	324	361	
(h)자사주	3,436	3,436	3,436	3,436	
(D) 순차입금	4,794	4,794	4,794	4,794	장기차입금, 단기차입금에서 현금 및 예치금 등 단기금융자산 차감
현재차입금	7,536	7,536	7,536	7,536	
현금성자산	2,742	2,742	2,742	2,742	
(E)기업가치 합계 = (A)+(B)+(C)-(D)	35,122	39,123	43,123	47,124	
주식수(백만)	189.7	189.7	189.7	189.7	보통주 기준
NAV/Shares	186,000	207,000	228,000	249,000	
기준일 증가	131,000	131,000	131,000	131,000	20180108
할인율	29.6%	36.7%	42.5%	47.4%	
상승여력	42.0%	58.0%	74.0%	90.1%	

자료: Quantwise, Bloomberg, 한국투자증권

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	12,541	13,359	13,244	12,723	13,127
현금성자산	2,066	2,699	2,879	3,082	3,180
매출채권및기타채권	7,287	6,928	6,544	6,849	7,066
재고자산	1,386	1,313	1,309	1,317	1,359
비유동자산	29,820	31,100	32,270	32,500	33,019
투자자산	21,619	23,197	23,557	23,707	24,060
유형자산	5,134	5,281	5,340	5,398	5,456
무형자산	1,840	1,601	2,094	2,107	2,174
자산총계	42,361	44,459	45,515	45,223	46,146
유동부채	15,074	14,705	14,446	12,721	11,886
매입채무및기타채무	6,770	6,851	6,544	6,058	6,251
단기차입금및단기사채	2,287	1,866	1,966	2,066	2,166
유동성장기부채	1,517	1,607	1,707	1,807	1,907
비유동부채	8,973	8,648	7,607	7,781	8,000
사채	2,745	2,375	2,475	2,575	2,675
장기차입금및금융부채	1,198	1,282	1,382	1,432	1,432
부채총계	24,047	23,353	22,052	20,502	19,887
지배주주지분	16,502	18,302	22,324	25,881	25,973
자본금	19	19	19	19	19
자본잉여금	10,040	10,468	10,468	10,468	10,468
기타자본	(2,137)	(2,158)	(2,158)	(2,158)	(2,158)
이익잉여금	5,211	5,230	5,843	6,634	7,603
비지배주주지분	1,812	2,804	2,757	2,784	2,816
자본총계	18,314	21,106	25,207	27,996	30,574

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	(62)	1,355	(1,584)	86	207
당기순이익	2,686	21	688	891	1,071
유형자산감가상각비	281	500	347	351	355
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(212)	715	(2,611)	(1,184)	(1,262)
기타	(2,817)	119	(8)	28	43
투자활동현금흐름	2,369	(812)	1,058	1,192	1,278
유형자산투자	(259)	(485)	(513)	(517)	(521)
유형자산매각	26	108	108	108	108
투자자산순증	(79)	(574)	984	1,617	1,770
무형자산순증	(38)	(47)	(493)	(13)	(67)
기타	2,719	186	972	(3)	(12)
재무활동현금흐름	(527)	122	325	250	199
자본의증가	0	1,468	0	0	0
차입금의순증	(86)	(582)	401	350	300
배당금지급	(4)	(87)	(87)	(91)	(91)
기타	(437)	(677)	11	(9)	(10)
기타현금흐름	(17)	(34)	0	0	0
현금의증가	1,762	632	(201)	1,528	1,684

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	13,345	28,103	26,175	26,341	27,178
매출원가	11,199	24,771	22,426	22,445	22,879
매출총이익	2,146	3,332	3,749	3,896	4,298
판매관리비	1,419	1,419	2,909	3,026	3,217
영업이익	727	1,912	840	870	1,081
금융수익	103	320	281	272	276
이자수익	34	130	90	82	86
금융비용	156	354	293	300	307
이자비용	101	209	147	155	161
기타영업외손익	2,952	135	134	333	396
관계기업관련손익	(161)	(151)	(65)	0	0
세전계속사업이익	2,776	90	1,005	1,175	1,447
법인세비용	90	69	317	284	376
연결당기순이익	2,686	21	688	891	1,071
지배주주지분순이익	2,747	107	675	806	986
기타포괄이익	458	1,378	1,378	1,784	2,145
총포괄이익	3,144	1,399	2,066	2,675	3,215
지배주주지분포괄이익	3,193	1,476	2,113	2,648	3,183
EBITDA	1,008	2,412	1,187	1,220	1,436

주요투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	413	13	4,063	4,850	5,926
BPS	99,305	111,961	137,341	154,234	169,811
DPS	500	550	2,000	2,000	2,000
성장성(% , YoY)					
매출증가율	160.2	110.6	(6.9)	0.6	3.2
영업이익증가율	240.5	163.2	(56.1)	3.5	24.3
순이익증가율	502.8	(96.1)	528.8	19.4	22.3
EPS증가율	381.7	(96.9)	31,152.9	19.4	22.2
EBITDA증가율	182.0	139.4	(50.8)	2.8	17.6
수익성(%)					
영업이익률	5.4	6.8	3.2	3.3	4.0
순이익률	20.6	0.4	2.6	3.1	3.6
EBITDA Margin	7.6	8.6	4.5	4.6	5.3
ROA	10.4	0.0	1.5	2.0	2.3
ROE	25.2	0.6	3.5	3.7	4.0
배당수익률	0.4	0.4	1.5	1.5	1.5
배당성향	3.1	84.6	48.9	40.9	33.5
안정성					
순차입금(십억원)	5,800	3,257	4,494	4,641	4,838
차입금/자본총계비율(%)	44.0	34.0	32.6	30.7	28.4
Valuation(X)					
PER	339.0	9,653.8	31.0	27.0	22.1
PBR	1.42	1.13	0.95	0.85	0.77
EV/EBITDA	32.6	11.6	24.7	25.0	21.4

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
삼성물산(028260)	2015.10.28	매수	255,000원	-42.8	-38.4
	2016.04.28	매수	222,000원	-44.9	-41.0
	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 1월 9일 현재 삼성물산 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 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 추가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 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 (2017.9.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.6%	20.4%	1.0%

※ 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
- 중립 : 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.