

# 삼성물산(028260)

## 소모적인 공방전 소멸 기대

### 삼성바이오로직스 불확실성 해소

- 삼성바이오로직스의 분식회계 이슈는 소멸국면에 진입
- 삼성바이오로직스는 이슈가 제기된 지난 4월 최고가 대비 44.3% 하락, 삼성물산의 보유지분가치 43.4%도 7.6조원 감소(삼성물산 NAV는 32.5조원)
- 예상보다 복잡하고 길어진 금감원과의 재감리 분쟁이 경영권 이슈로 확대되어 삼성물산의 경영계획과 사업개편 등 의사결정에 차질이 빚어진 것이 사실임
- 전일 불확실성 해소로 삼성물산은 삼성바이오로직스 주가 반등에 따른 NAV 회복, 이슈 종료 후에는 바이오사업을 포함한 자체 사업개편의 운신의 폭도 넓어질 것으로 판단

### 삼성바이오로직스 거래정지기간, 삼성물산이 대안주

- 삼성바이오로직스는 일차적으로 15일간 거래정지 되고, 추가 조사가 필요한 경우 15일의 기간 연장이 가능
- 작년 거래정지를 거친 KAI는 동일한 과정을 거쳤지만 7일 후 거래 재개
- 공은 증선위에서 거래소로 넘어갔고, 상장 폐지가 아니라면 최악의 상황은 지났다고 판단됨
- 2009년 2월 상장적격성 실질심사제도 도입 이후 상장 폐지된 사례는 없었음
- 소모적인 공방전보다 모두를 위한 증권거래소의 의사 결정을 기대할 시기
- 삼성바이오로직스는 정지 재개 시점 주가 반등에 나설 가능성이 높아 보임
- 삼성바이오로직스의 주가 회복은 삼성물산의 NAV에 반영이 예상되고, 불확실성이 해소된 삼성물산은 거래정지 기간 대안주
- 상기 요인을 제외해도 삼성물산의 밸류에이션, 실적 개선 추이, 신사업 기대감을 고려하면 최근 신저가는 지나치다고 판단

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액(십억원)	28,103	29,279	30,054	30,023	30,337
증가율(%)	110.6	4.2	2.6	(0.1)	1.0
영업이익(십억원)	140	881	1,119	1,256	1,401
순이익(십억원)	107	640	1,203	1,172	1,290
EPS(원)	650	3,879	7,248	7,055	7,767
증가율(%)	(96.9)	496.8	86.8	(2.7)	10.1
EBITDA(십억원)	639	1,361	1,431	1,555	1,688
PER(x)	193.1	32.5	14.6	15.0	13.6
EV/EBITDA(x)	46.9	21.6	16.1	14.2	13.2
PBR(x)	1.2	1.0	0.8	0.8	0.7
ROE(%)	0.6	3.1	5.2	4.8	5.0
DY(%)	0.4	1.6	1.9	1.9	1.9

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

## 매수(유지)

목표주가: 184,000원(유지)

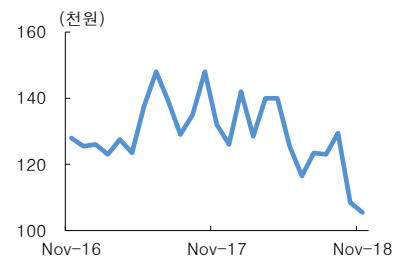
### Stock Data

KOSPI(11/14)	2,068
주가(11/14)	105,500
시가총액(십억원)	20,127
발행주식수(백만)	190
52주 최고/최저(원)	144,000/102,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	51,910
유동주식비율/외국인지분율(%)	52.1/14.5
주요주주(%)	이재용 외 8 인 33.3
케이씨씨	9.0

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(9.8)	(17.3)	(24.6)
KOSPI 대비(%p)	(5.5)	(0.8)	(6.5)

### 주가추이



자료: FnGuide

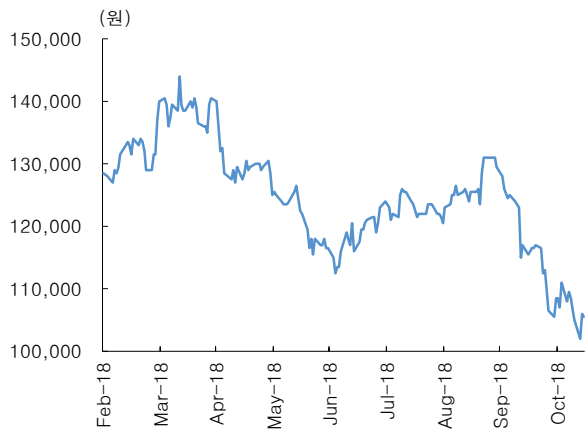
윤태호

taeho3123@truefriend.com

차주영

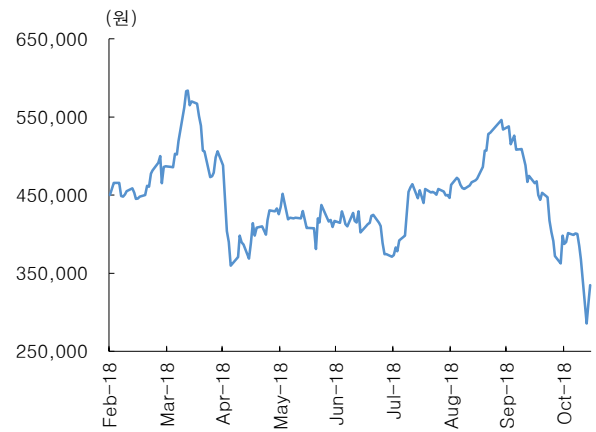
jooyoung.cha@truefriend.com

[그림 1] 삼성물산 주가 추이



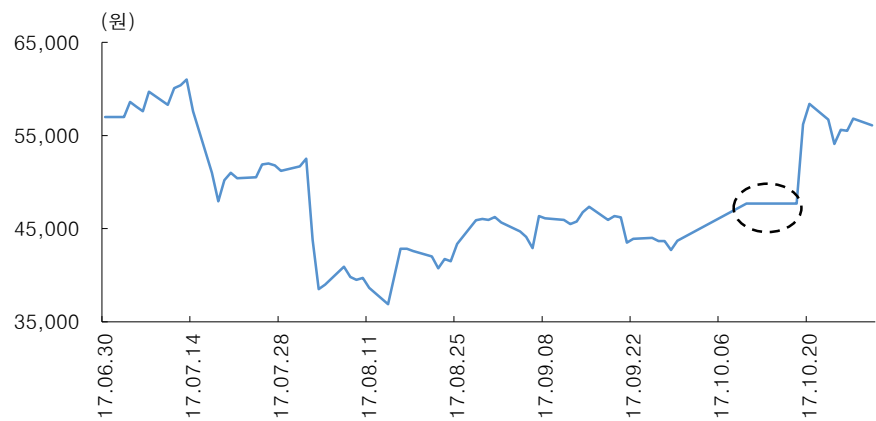
자료: FnGuide, 한국투자증권

[그림 2] 삼성바이오로직스 주가 추이



자료: FnGuide, 한국투자증권

[그림 3] 한국항공우주 거래정지기간(2017년 10월 11일~2017년 10월 18일)



자료: FnGuide, 한국투자증권

## 〈표 1〉 삼성물산 NAV valuation

(단위: 십억원, 배, 만평, 원)

	Base 30% 할인	20% 할인	10% 할인	Best 0%할인	가정
(A) 영업가치 = (a) + (b) + (c) + (d) + (e)	6,209	6,209	6,209	6,209	
(a) 패션사업영업가치	360	360	360	360	
EBITDA	33	33	33	33	2018F EBITDA
EV/EBITDA	10.9	10.9	10.9	10.9	한섬(제조업체)과 신세계인터(수입업체) 멀티플 중간
(b) 식품사업영업가치	666	666	666	666	
EBITDA	96	96	96	96	2018F EBITDA
EV/EBITDA	6.9	6.9	6.9	6.9	현대그린푸드, CJ프레시웨이, 신세계푸드 average
(c) 건설사업영업가치	3,502	3,502	3,502	3,502	
EBITDA	877	877	877	877	2018F EBITDA
EV/EBITDA	4.0	4.0	4.0	4.0	대우건설, GS건설, 대림산업, 현대산업개발 등 산업평균 대비 10% 할인
(d) 상사사업영업가치	1,285	1,285	1,285	1,285	
EBITDA	221	221	221	221	2018F EBITDA
EV/EBITDA	5.8	5.8	5.8	5.8	대우인터내셔널, LG상사 등 산업평균 대비 30% 할인
(e) 조정 레저사업영업가치	397	397	397	397	산출된 영업가치에서 테마파크가 사용하는 시설 부지 50만평을 추정 장부가 기준으로 차감
레저사업영업가치	473	473	473	473	
EBITDA	68	68	68	68	2018F EBITDA
EV/EBITDA	6.9	6.9	6.9	6.9	해외 peer 평균 대비 40% 할인
(B) 비영업가치 = (f) + (g) + (h)	28,181	31,474	34,767	38,060	
(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	23,050	26,343	29,635	32,928	Worst: 30% 할인
- 삼성전자 4.57%	9,215	10,531	11,847	13,164	
- 바이오로직스 43.4%	6,724	7,684	8,645	9,605	
- 삼성생명 19.34%	2,483	2,838	3,192	3,547	
- 삼성SDS 17.08%	1,688	1,930	2,171	2,412	
- 삼성엔지니어링 6.97%	164	187	210	234	
- 삼성중공업 0.13%	4	5	5	6	
- 한화총합화학 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%
(h) 자사주	2,767	2,767	2,767	2,767	
(D) 순차입금	1,800	1,800	1,800	1,800	3Q18 연결 기준
(E) 기업가치 합계 = (A) + (B) + (C) - (D)	32,591	35,883	39,176	42,469	
주식수(백만)	189,690,043	189,690,043	189,690,043	189,690,043	보통주 기준
NAV/Shares	172,000	190,000	207,000	224,000	
기준일 증가	105,500	105,500	105,500	105,500	
할인율	38.7%	44.5%	49.0%	52.9%	
상승여력	63.0%	80.1%	96.2%	112.3%	

주: 11월 14일 종가 기준

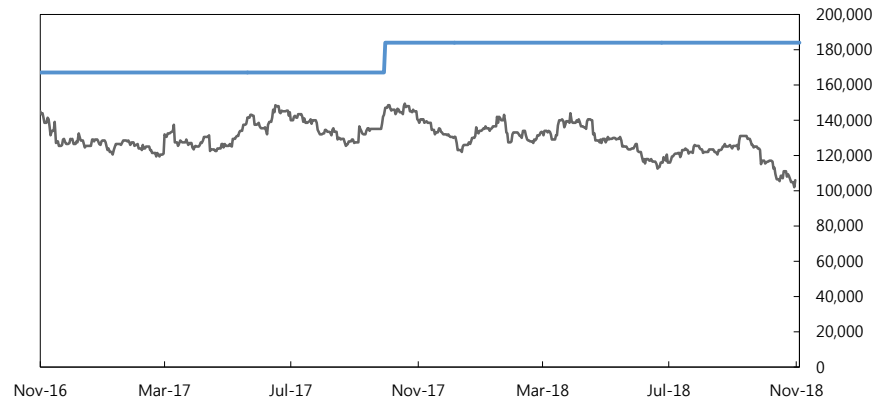
자료: Quantwise, Bloomberg, 한국투자증권

## 기업개요

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).

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				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	-29.2	-18.8
	2018.10.13	1년경과		-	-



## ■ Compliance notice

- 당사는 2018년 11월 14일 현재 삼성물산 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 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 (2018. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
77.8%	22.2%	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 높게 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.