

## 삼성물산(028260)

## 매수(유지)

목표주가: 184,000원(상향)

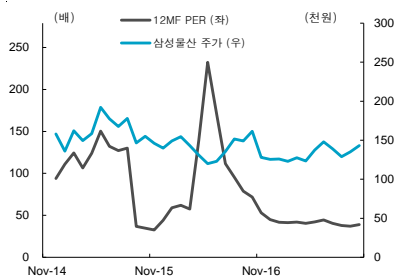
## Stock Data

KOSPI(10/12)	2,475
주가(10/12)	143,000
시가총액(십억원)	27,126
발행주식수(백만)	190
52주 최고/최저가(원)	169,000/119,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	59,838
유동주식비율/외국인지분율(%)	45.7/10.0
주요주주(%)	이재용 외 12인 39.4
	케이씨씨 9.0

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	10.9	14.4	(11.5)
상대주가(%p)	6.2	(1.8)	(33.1)

## 12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

## 반도체/바이오시밀러/금리펄리의 최적 대안 주

## 거침없는 삼성전자, 삼성바이오로직스의 신고가 행렬

삼성전자, 삼성바이오로직스, 삼성SDS, 삼성생명이 신고가 랠리 구간이다. 슈퍼사이클에 진입한 반도체 업황, 바이오시밀러 멀티플 리레이팅, 금리 상승 사이클로 연초 대비 삼성전자는 51.2% 상승, 삼성바이오로직스는 141.2% 상승, 삼성SDS는 31.4% 상승, 삼성생명은 11.3% 상승했다. 반면, 모회사 격인 삼성물산의 주가 상승폭은 13.9%에 불과했기에 NAV 할인율이 25%로 높아져 가격 부담은 상당부분 소멸되었다. 밸류에이션으로 설명 가능하다는 점에서 삼성물산이 전자/바이오로직스 랠리의 대안주로 충분히 보인다.

## 바이오로직스 흑자전환, 삼성전자/삼성생명 배당수익으로 삼성물산의 이익레벨업

2017년 3분기 매출은 6조 688억원(YoY -8.4%, QoQ -12.8%), 영업이익은 2,238억원(YoY +19.7%, QoQ -16.0%), 지배주주 순이익은 1,628억원(YoY -3.7%, QoQ +34.5%)을 전망한다. 건설사업 정상화와 전자 분기 배당이 반영된 정상적 수준이다. 그러나 2018년에는 바이오로직스의 흑자전환/실적정상화, 삼성전자/삼성생명의 배당수익 증가로 삼성물산의 이익 레벨업이 예상된다. 자회사 바이오로직스는 2017년 3분기 흑자 전환 후 2018년 영업이익 1,049억원, 2019년 영업이익 3,243억원을 시현해 삼성물산의 실적에 본격 기여할 전망이다. 실적 호황기에 진입한 삼성전자/삼성생명의 배당수익 증가로 2018년 삼성물산의 지배주주 순이익도 점차 개선될 전망이다. 삼성물산은 삼성전자 4.61%, 삼성생명 19.4%, 삼성SDS 17.1%를 보유 중인데, 2018년 세전 배당수익은 4,543억원 수준으로 추정된다(삼성전자 15.4%, 삼성생명 30%, 삼성SDS 12.6% 배당성향 가정). 따라서 2018년 지배주주 순이익 8,060억원(YoY +19.0%)은 무난해 보인다. 2019년 바이오로직스의 당기순이익 2,700억원을 가정하면 지분 43.4%를 보유한 삼성물산의 연간 순이익은 1조원에 육박할 전망이다(삼성바이오로직스 콜옵션 행사에 따른 현금유입 미반영).

## 삼성전자 자사주 소각 시 삼성물산의 지분가치 1.3조원 증가

삼성전자는 2018년 상반기 자사주를 전량 소각할 계획이다. 자사주 소각 후 삼성물산의 삼성전자 지분율은 기존 4.6%에서 4.9%로 상승하고, 지분가치는 약 1.3조원 증가할 전망이다. 삼성생명의 경우는 삼성전자 지분율이 8.2%에서 8.8%로 상승하고 지분가치는 약 2.3조원 증가할 전망이다. 삼성전자 지분가치가 삼성물산 NAV의 31.7%를 차지한다.

	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	339.2	32.6	1.5	23.9	0.4
2016A	28,103	1,912	107	13	(96.9)	2,412	9,653.8	11.6	1.1	0.6	0.4
2017F	26,175	840	675	4,063	31,152.9	1,187	32.9	23.8	1.1	2.9	0.4
2018F	26,341	870	806	4,850	19.4	1,220	27.5	23.8	1.1	3.2	0.4
2019F	27,178	1,081	986	5,926	22.2	1,436	22.5	20.9	1.0	3.8	0.4

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

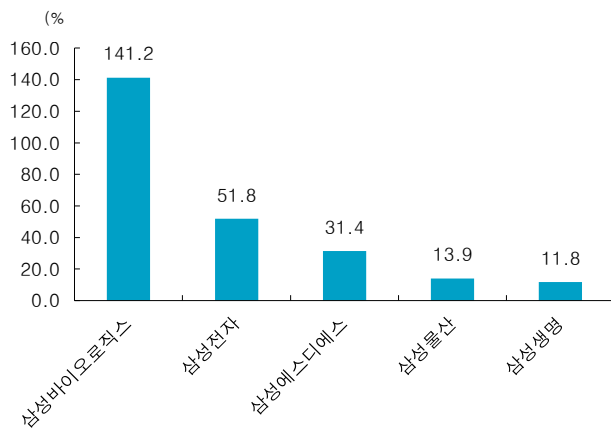
윤태호

taeho3123@truefriend.com

### 계열사 지분가치 증가 반영, 목표주가 10.2% 상향

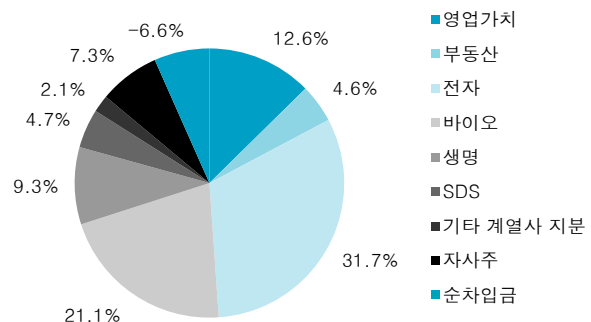
삼성전자, 삼성바이오로직스, 삼성SDS, 삼성생명 지분가치 변화를 고려해서 삼성물산의 목표주가를 기존 167,000원에서 184,000원을 10.2% 상향한다. 지분가치에 할인율 30%를 적용 시 NAVS는 178,000원, 할인율 20%를 적용 시 NAVS는 198,000원이다. 삼성전자/삼성바이오로직스/삼성생명 지분 가치는 39조원으로는 삼성물산 NAV의 71.5%를 차지하는 만큼, 전자/바이오로직스/생명 주가가 상승에 따른 NAV/할인율 변동 폭이 크다. 우리는 할인율 30%를 적용하되 내년 삼성전자 자사주 소각 효과 1.3조원을 고려했다. 전일 주가 대비 상승여력은 28.7%로 가격 부담은 소멸되었다. 삼성물산의 자체 모멘텀은 부재하지만, 주가 상승을 기대할 수 있는 밸류에이션이라는 점에서 반도체/바이오시밀러/금리 랠리의 대안주가 되기에 충분히 보인다.

[그림 1] 연초 이후 삼성계열사 주가 상승폭



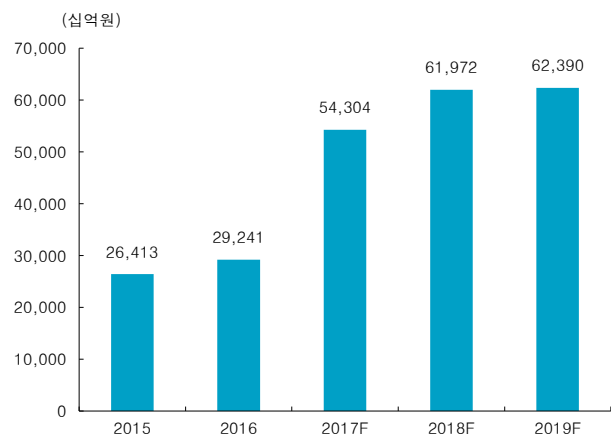
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 2] 삼성물산의 NAV 구성



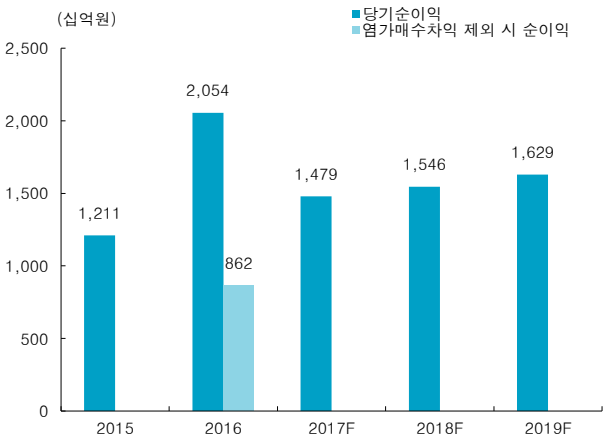
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 3] 삼성전자 영업이익 컨센서스 추이



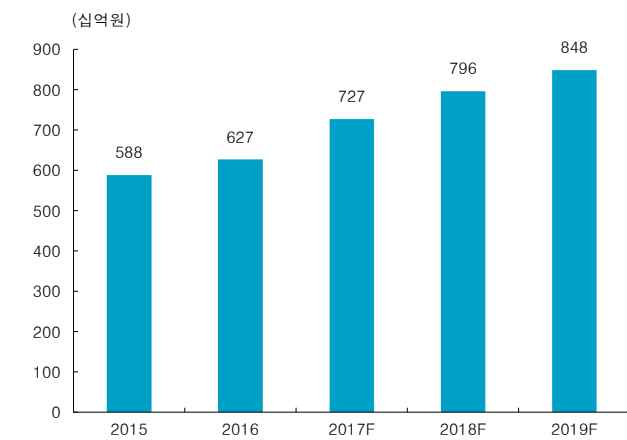
주: 컨센서스 기준  
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 4] 삼성생명 지배주주 당기순이익 컨센서스 추이



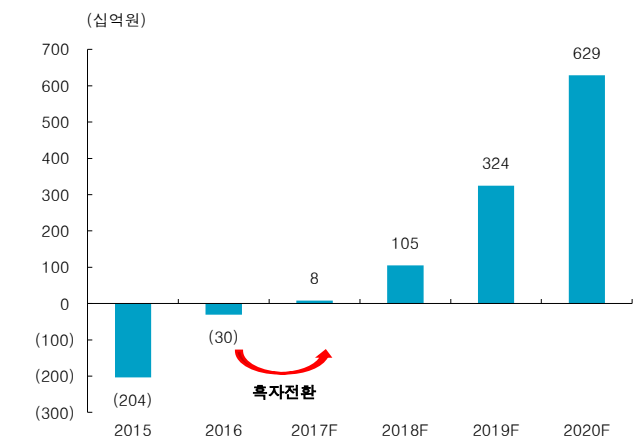
주: 2016년 영업매수차익 1.2조원 제외, 컨센서스 기준  
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 5] 삼성SDS 영업이익 컨센서스 추이



주: 컨센서스 기준  
자료: Qunatwise, 한국투자증권

[그림 6] 삼성바이오로직스 영업이익 추이



주: 한국투자증권 추정치 기준  
자료: Quantwise, 한국투자증권

<표 1> 2018년 삼성물산 배당수익 추정

(단위: 십억원)

	삼성전자	삼성생명	삼성 SDS	합산
지배주주 순이익	46,672	1,546	559	48,778
배당성향	15.4%	30.0%	12.6%	-
총 배당금	7,180	464	70	7,715
지분율	4.9%	19.3%	17.1%	-
세전배당	353	90	12	454
실제 현금유입	267	68	9	344

주: 2017년 각 사 지배주주 순이익 기준, 법인세를 24.2% 가정. 2018년 배당성향은 추정 기준  
자료: 한국투자증권

<표 2> 삼성전자 자사주 소각 효과

(단위: %, 십억원)

	현재		소각		차이	
	지분율	지분가치	지분율	지분가치	지분율	지분가치
삼성물산	4.61%	16,375	4.97%	17,688	0.4%	1,313
삼성생명	8.19%	29,107	8.84%	31,440	0.7%	2,333

자료: Quantwise, 한국투자증권

<표 3> 삼성물산 3Q17 실적

(단위: %, 십억원)

	3Q17	YoY	QoQ	컨센서스	차이	2016	2017F
매출액	6,069	-8.4	-12.8	6,753	-10.1	28,104	26,341
영업이익	224	19.7	-16.0	235	-4.8	140	840
순이익(지배)	163	-3.7	34.5	154	6.0	21	675

자료: Quantwise, 한국투자증권

&lt;표 4&gt; 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
식음	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
식음	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
식음	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

&lt;표 5&gt; 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
식음	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
식음	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
식음	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 6> 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 7> 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

&lt;표 8&gt; 삼성물산 NAV Valuation

(단위: 십억원, 배, 만, 평, 원)

	30% 할인	Base 20% 할인	10% 할인	Best 0%할인	가정
<b>(A) 영업가치 = (a)+(b)+(c)+(d)+(e)</b>	<b>6,478</b>	<b>6,478</b>	<b>6,478</b>	<b>6,478</b>	
(a) 패션사업영업가치	144	144	144	144	
EBITDA	16	16	16	16	2017F EBITDA
EV/EBITDA	9.2	9.2	9.2	9.2	한섬(제조업체)과 신세계인터(수입업체) 멀티플 중간
(b) 식품사업영업가치	1,172	1,172	1,172	1,172	
EBITDA	136	136	136	136	2017F EBITDA
EV/EBITDA	8.6	8.6	8.6	8.6	현대그린푸드, 신세계푸드 average
(c) 건설사업영업가치	2,624	2,624	2,624	2,624	
EBITDA	611	611	611	611	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	1,963	1,963	1,963	1,963	
EBITDA	232	232	232	232	2017F EBITDA
EV/EBITDA	8.5	8.5	8.5	8.5	산업평균 대비 20% 할인
(e) 조정 레저사업영업가치	574	574	574	574	산출된 영업가치에서 테마파크가 사용하는 시설 부지 50 만평을 추정 장부가 기준으로 차감
레저사업영업가치	650	650	650	650	
EBITDA	104	104	104	104	2017F 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>30,528</b>	<b>34,369</b>	<b>37,902</b>	<b>41,434</b>	
(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	24,420	28,261	31,794	35,327	2017 년 4 월 3 일 종가
- 삼성전자 4.57%	11,375	12,999	14,624	16,249	Worst: 30% 할인
- 삼성생명 19.34%	3,330	3,806	4,282	4,758	
- 삼성 SDS 17.08%	1,684	1,924	2,165	2,405	
- 삼성엔지니어링 6.97%	123	141	158	176	
- 삼성중공업 0.13%	4	5	5	6	
- 아이마켓코리아 0.47%	1	1	1	2	
- 기타지분가치	308	352	396	440	비상장주식 장부가 합산 (2015 년 12 월 장부가)/ Worst: 30% 할인
- 삼성바이오 43.4%	7,595	8,680	9,765	10,850	Worst: 30% 할인
(h)자사주	3,743	3,743	3,743	3,743	
<b>(D) 순차입금</b>	<b>3,406</b>	<b>3,406</b>	<b>3,406</b>	<b>3,406</b>	장기차입금, 단기차입금에서 현금 및 예치금 등 단기금융자산 차감
현재차입금	6,104	6,104	6,104	6,104	
현금성자산	2,698	2,698	2,698	2,698	
<b>(E)기업가치 합계 = (A)+(B)+(C)-(D)</b>	<b>33,601</b>	<b>37,441</b>	<b>40,974</b>	<b>44,507</b>	
주식수	189,690,043	189,690,043	189,690,043	189,690,043	보통주 기준
NAV/Shares	178,000	198,000	217,000	235,000	
기준일 종가	143,000	143,000	143,000	143,000	20171012
할인율	19.7%	27.8%	34.1%	39.1%	
상승여력	24.5%	38.5%	51.7%	64.3%	

자료: Quantwise, Bloomberg, 한국투자증권

■ Compliance notice

- 당사는 2017년 10월 13일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석담당자와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 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 (2017.6.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
78.9%	20.3%	0.9%

※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.