

삼성물산(028260)

Above

In line

Below

매수(유지)

목표주가: 167,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(1/25)	2,067
주가(1/25)	125,000
시가총액(십억원)	23,711
발행주식수(백만)	190
52주 최고/최저가(원)	169,000/114,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	68,625
유동주식비율/외국인지분율(%)	44.4/8.8
주요주주(%)	이재용 외 12인 39.4
케이씨씨	9.0

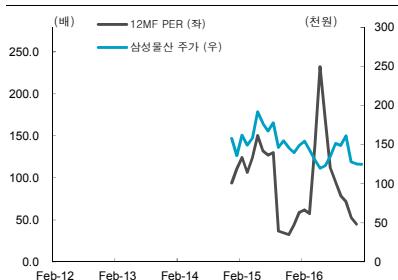
Valuation 지표

	2015A	2016F	2017F
PER(x)	339.0	196.1	28.5
PBR(x)	74.6	1.2	1.1
ROE(%)	25.2	0.6	3.9
DY(%)	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(x)	32.6	58.6	28.6
EPS(원)	413	640	4,392
BPS(원)	1,877	103,272	109,705

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(2.7)	(6.4)	(16.7)
상대주가(%)	(4.2)	(9.1)	(25.8)

12MF PER 추이



악재는 주가에 선반영

What's new : 컨센서스 부합하는 양호한 실적

삼성물산의 4Q16 매출은 7,9조원, 영업이익은 2,110억원, 지배주주 순이익은 2,339억원으로 우리의 추정치와 컨센서스에 부합하는 실적을 시현했다. 실적 개선의 배경은 1) 건설사업 정상화로 건설부문 영업이익이 1,780억원(OPM 4.5%)으로 전분기 대비 16.3% 증가, 2) 상사부문의 영업이익이 440억원(OPM 1.6%)으로 전분기 대비 238.4% 증가, 3) 바이오부문의 영업손실이 120억원으로 전분기 250억원 대비 축소, 4) 전년 15.4%의 전사 판관비율이 11.1%로 하락했기 때문이다. 지배주주 순이익이 큰 폭 증가했는데 연결대상 법인인 삼성바이오에피스의 누적 영업손실에 대한 법인세 조정 효과가 반영되었다.

Positives : 1) 건설사업 정상화, 2) 삼성전자/삼성생명 배당금 증가로 실적 개선 기조

건설사업은 2Q 이후 경상적 이익체력을 회복함에 따라 4Q16에도 영업이익률 4.5%를 기록했다. 해외 건설현장의 눈에 띄는 손실이 없었고, 평택 P-프로젝트의 고마진 계열사 매출 약 1.5조원이 이익으로 연결되었기 때문이다. 경쟁 건설사와는 달리 전년 말부터 연초까지 해외 프로젝트 현장의 잠재손실을 선반영했기에 2017년 우발적 손실 가능성은 제한적이다. 1) 2017년은 건설사업 정상화, 바이오 부문의 영업손실 축소를 연간 영업이익 6,896억원을 달성할 것으로 전망한다. 2) 1Q17에는 전년 호실적을 달성한 삼성전자, 삼성생명의 배당금 수령, 3) 2Q 삼성전자의 분기배당 지급으로 2017년 삼성물산의 지배주주 순이익은 7,419억원으로 기존 전망치 대비 49.9% 증가할 전망이다.

Negatives : 신규 수주 부진이 과제

4Q16 신규 수주는 3.2조원으로 2016년 누적 수주는 9.8조원이다. 2016년 초 제시한 가이던스 16.4조원 대비 달성률은 59.8%, 전 분기 발표한 신규 수주 목표 10.8조원 대비 달성률은 90.7%로 부진하다. 환율 변동, 신규 수주 부진, 장기화된 프로젝트를 수주 잔고에서 제외함에 따라 수주잔고는 31.6조원으로 3분기 말 35.5조원 대비 10.8% 감소했다. 2015년 말 41.6조원 대비는 24.0% 감소했다. 건설사업 정상화, 판관비율 개선 효과로 단기 수익성 유지는 가능하겠지만, 신규 수주 부진과 수주 잔고 감소는 향후 실적 개선에 부담 요인이다. 삼성그룹의 계열사 capex는 매해 4~5조원 수준을 유지했기에 삼성전자의 2017년 capex 여부가 향후 신규 수주의 가능자가 될 전망이다. 삼성물산의 2016년 신규 수주 내 계열사 물량은 4.3조원이다.

(단위: 십억원, %, %p)

	4Q16P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	7,916	7,943	0.3	7,359	20.0	10.0	26,644	28,265
영업이익	215	211	(1.9)	208	13.0	NA	690	726
영업이익률	2.7	2.7	(0.1)	2.8	(0.2)	3.7	2.6	2.6
세전이익	115	157	36.5	131	(47.5)	NA	957	675
순이익	89	234	162.1	78	38.5	NA	742	519

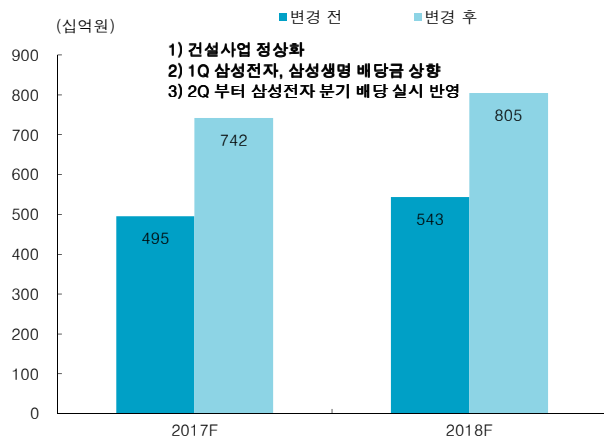
윤태호 3276-5956
taeho3123@truefriend.com

김서연 3276-6246
seoyeon.kim@truefriend.com

결론: 지배구조 모멘텀 부재 구간이나 악재는 주가에 선반영

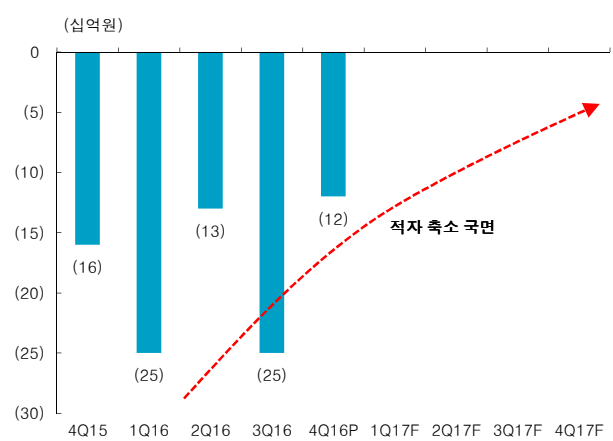
우리는 2017년 매출을 26.6조원, 영업이익 6,896억원, 지배주주순이익을 7,419억원으로 전망한다. 1) 건설사업 정상화, 2) 1Q 삼성전자/삼성생명 배당금 상향, 2) 2Q부터 삼성전자 분기 배당 실시로 삼성물산의 2017년 지배주주 순이익을 기존 4,950억원 대비 49.9% 상향 조정했다. 현재 손실을 기록 중인 삼성바이오로직스는 2017년 하반기부터 손실 폭 축소, 2018년 흑자 전환이 예상되기에 점진적 실적 개선에 도움이 될 전망이다. 지배구조 개편 모멘텀은 부재하지만, 현 주가는 부정적 요인을 상당 부분 반영했다. 현 주가에서는 추가 매도의 실익이 없어 보이며 추가 하락 가능성은 제한적으로 판단한다. 건설사업 영업가치를 재조정하고, 삼성전자/삼성생명 지분가치를 현재가로 조정 시 NAV는 27.8조원이며 NAVPS는 171,000원이다. 우리의 기존 목표주가 167,000원과 유사하기에 기존 목표주가를 유지한다.

[그림 1] 삼성물산 지배주주순이익 전망치 변경 내역



자료: 삼성물산, 한국투자증권

[그림 2] 삼성물산 바이오부문 영업이익 추이와 전망



자료: 삼성물산, 한국투자증권

<표 1> 삼성물산 수익추정 변경 내역

(단위: 십억원, %, %p)

	2017F			2018F		
	전	후	변경폭	전	후	변경폭
매출액	28,314	26,644	(5.9)	29,896	28,132	(5.9)
영업이익	640	690	7.7	711	752	5.7
영업이익률	2.3	2.6	0.3	2.4	2.7	0.3
세전이익	638	957	49.9	700	1,072	53.2
지배주주순이익	495	742	49.9	543	805	48.3

자료: 한국투자증권

<표 2> 삼성물산 연간 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	2014	2015	2016P	2017F	2018F
매출	5,130	13,345	28,102	26,644	28,132
리조트	430	426	677	697	718
식음	1,570	1,687	1,798	1,933	2,078
패션	1,851	1,738	1,843	1,880	1,917
건설	1,279	5,843	12,953	10,772	11,069
상사		4,244	10,539	10,644	10,751
바이오		54	294	717	1,598
영업이익	263	37	140	690	752
리조트	14	(19)	47	59	60
식음	118	110	110	116	125
패션	56	(9)	(46)	(6)	(3)
건설	75	(77)	34	446	459
상사		52	70	109	110
바이오		(20)	(75)	(35)	1
영업이익률	5.1	0.3	0.5	2.6	2.7
리조트	3.2	(4.4)	6.9	8.4	8.4
식음	7.5	6.5	6.1	6.0	6.0
패션	3.0	(0.5)	(2.5)	(0.3)	(0.2)
건설	0.5	(1.3)	0.3	4.1	4.1
상사		1.5	0.7	1.0	1.0
바이오			(25.5)	(4.8)	0.1
지배주주순이익	456	2,747	107	742	805

자료: 삼성물산, 한국투자증권

<표 3> 삼성물산 분기별 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F
매출	1,153	1,240	1,222	1,515	1,249	1,311	7,862	7,709	6,487	7,051	6,622	7,943	5,867	6,574	6,580	7,623
리조트	66	120	144	100	66	119	142	152	91	210	201	175	94	216	207	180
식음	373	389	396	412	373	416	457	441	433	446	458	461	465	479	492	496
패션	469	426	402	554	463	397	344	534	477	439	390	537	487	448	398	548
건설	3,602	4,183	3,839	4,529	3,483	3,805	3,854	3,938	2,793	3,222	2,977	3,961	2,061	2,558	2,721	3,432
상사	3,117	3,564	3,322	3,570	2,971	2,847	3,064	2,596	2,605	2,687	2,543	2,704	2,631	2,714	2,568	2,731
바이오								48	88	47	53	106	130	158	193	236
영업이익	32	79	66	85	16	51	(259)	(94)	(435)	177	187	211	116	175	184	214
리조트	(16)	13	11	6	(31)	(0)	21	(9)	(30)	21	42	14	(21)	22	43	14
식음	16	26	45	32	28	33	23	25	26	39	18	27	28	30	24	34
패션	26	22	(9)	17	0	(3)	(22)	16	7	1	(14)	(40)	7	0	(14)	1
건설	7	18	19	31	18	21	(282)	(138)	(415)	118	153	178.0	85	106	113	142
상사	5	15	50	13	0	23	30	28	2	11	13	44.0	27	28	26	28
바이오								(16)	(25)	(13)	(25)	(12)	(11)	(10)	(8)	(5)
영업이익률	2.8	6.3	5.4	5.6	1.3	3.9	(3.3)	(1.2)	(6.7)	2.5	2.8	2.7	2.0	2.7	2.8	2.8
리조트	(24.1)	10.8	7.7	5.6	(46.5)	(0.1)	15.0	(6.0)	(33.0)	10.0	20.9	8.0	(22.0)	10.0	20.9	8.0
식음	4.2	6.6	11.3	7.7	7.5	8.0	5.0	5.7	6.0	8.7	3.9	5.9	6.0	6.2	4.9	6.9
패션	5.6	5.1	(2.2)	3.1	0.1	(0.8)	(6.3)	3.0	1.5	0.2	(3.6)	(7.4)	1.5	0.0	(3.6)	0.3
건설	0.2	0.4	0.5	0.7	0.5	0.5	(7.3)	(3.5)	(14.9)	3.7	5.1	4.5	4.1	4.1	4.1	4.1
상사	0.2	0.4	1.5	0.4	0.0	0.8	1.0	1.1	0.1	0.4	0.5	1.6	1.0	1.0	1.0	1.0
바이오								(33.3)	(28.4)	(27.7)	(47.2)	(11.3)	(8.3)	(6.3)	(4.3)	(2.3)
지배주주순이익	383	29	18	26	12	(26)	2,857	(49)	(450)	155	169	234	238	183	188	133

자료: 삼성물산, 한국투자증권

<표 4> 삼성물산 SotP Valuation

(단위: 십억원, 원)

	Worst	Base	가정
(A) 영업가치 = (a)+(b)+(c)+(d)+(e)	6,827	6,827	
(a) 패션사업영업가치	180	180	
EBITDA	18	18	2017F EBITDA
EV/EBITDA	10.0	10.0	한섬(제조업체)과 신세계인터(수입업체) 멀티플 중간
(b) 식품사업영업가치	1,270	1,270	
EBITDA	126	126	2017F EBITDA
EV/EBITDA	10.1	10.1	현대그린푸드, 신세계푸드 average
(c) 건설사업영업가치	3,412	3,412	
EBITDA	603	603	2017F EBITDA
EV/EBITDA	5.7	5.7	산업평균 대비 20% 할인
(d) 상사사업영업가치	1,414	1,414	
EBITDA	167	167	2017F EBITDA
EV/EBITDA	8.5	8.5	산업평균 대비 20% 할인
(e) 조정 레저사업영업가치	552	552	산출된 영업가치에서 테마파크가 사용하는 시설 부지 50 만평을 추정 장부가 기준으로 차감
레저사업영업가치	627	627	
EBITDA	101	101	2017F EBITDA
EV/EBITDA	6.2	6.2	해외 peer 평균 대비 40% 할인
(B) 비영업가치 = (f)+(g)+(h)	18,508	25,426	
(f) 부동산	2,365	2,365	경사지 50% - 에버랜드 공시지가 대표지의 2014 년 공시지가 개발가용지 27% - 근교 지역(임야/주택용지) 토지가격 감안 시설용지 23% - 레이크사이드 토지가격 적용
평당가격	1,046,264	1,046,264	
용인단지 내 제일모직 소유 부지	226	226	
(g) 주식	13,056	18,652	2017 년 1 월 25 일 종가
- 삼성전자 4.25%	8,245	11,778	
- 삼성생명 19.34%	3,033	4,332	
- 삼성 SDS 17.08%	1,170	1,672	
- 제일기획 12.64%	172	245	
- 삼성엔지니어링 7.81%	124	177	
- 삼성중공업 0.13%	4	5	
- 아이마켓코리아 0.47%	1	2	
- 기타지분가치	308	440	비상장주식 장부가 합산
(h) 삼성바이오 지분가치	3,087	4,410	2017 년 1 월 25 일 종가
(C) 순차입금	4,431	4,431	2016 4Q 기준 차입금에서 현금성자산 차감
차입금	7,130	7,130	
현금성자산	2,699	2,699	
(D) 기업가치 합계 = (A)+(B)-(C)	20,904	27,822	
주식수	189,690,043	189,690,043	보통주 기준
자사주	26,225,503	26,225,503	자사주 13.8%
자사주 차감 NAV/Shares	128,000	171,000	자사주 차감
(E) 목표주가		167,000	NAV/share 와 큰 차이 없어 유지

주: Worst 가정은 보유 지분가치 30% 할인 적용

자료: 삼성물산, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

삼성물산은 2015년 9월 제일모직과 삼성물산의 합병을 통하여 설립된 회사. 사업부문은 국내외의 건축, 토목, 플랜트, 주택 분야의 사업을 영위하고 있는 건설부문(구 물산) 과 자원개발, 철강, 화학, 산업소재, 섬유 등 다양한 방면에서 국제무역을 하고 있는 상사부문, 의류제품 제조·판매사업과 모제품(직물)가공·판매사업을 하는 패션부문, 건축·소방·플랜트·에너지절감(ESCO) 및 조경 공사업을 하는 건설부문(구 모직), 전문급식 및 식자재유통사업을 영위하는 급식/식자재유통 부문(삼성웰스토리)과 에버랜드(드라이파크), 캐리비안베이(워터파크), 골프장을 운영하는 레저부문, 바이오의약품 위탁생산사업 및 바이오시밀러 사업을 하는 바이오 부문으로 구성되어 있음

재무상태표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
유동자산	1,980	12,541	13,338	13,482	13,588
현금성자산	305	2,066	2,699	2,931	3,291
매출채권및기타채권	979	7,287	7,026	6,661	7,314
재고자산	536	1,386	1,405	1,332	1,407
비유동자산	7,531	29,820	31,121	33,588	35,642
투자자산	4,935	21,619	22,204	23,980	25,319
유형자산	2,132	5,098	5,598	6,118	6,638
무형자산	275	1,840	1,967	2,132	2,251
자산총계	9,511	42,361	44,459	47,070	49,230
유동부채	1,266	15,074	14,705	16,243	16,668
매입채무및기타채무	531	6,770	6,745	6,661	6,470
단기차입금및단기사채	63	2,287	2,587	2,887	3,187
유동성장기부채	312	1,517	1,617	1,717	1,817
비유동부채	2,961	8,973	8,648	8,520	8,897
사채	1,297	2,745	2,845	2,945	3,045
장기차입금및금융부채	88	1,198	1,398	1,498	1,548
부채총계	4,226	24,047	23,353	24,763	25,565
지배주주지분	5,283	16,502	18,302	19,533	20,875
자본금	14	19	19	19	19
자본잉여금	575	10,040	10,040	10,040	10,040
기타자본	(693)	(2,137)	(372)	(372)	(372)
이익잉여금	2,482	5,211	5,226	5,876	6,588
비지배주주지분	2	1,812	2,804	2,775	2,789
자본총계	5,285	18,314	21,106	22,307	23,664

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
영업활동현금흐름	143	(62)	(39)	2,025	1,693
당기순이익	455	2,686	21	725	813
유형자산감가상각비	144	281	392	398	431
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(118)	(212)	(1,541)	879	418
기타	(338)	(2,817)	1,089	23	31
투자활동현금흐름	54	2,369	(1,788)	(2,318)	(1,782)
유형자산투자	(186)	(259)	(896)	(922)	(956)
유형자산매각	5	26	4	4	4
투자자산순증	(301)	(79)	(716)	(1,263)	(709)
무형자산순증	(16)	(38)	(127)	(164)	(119)
기타	552	2,719	(53)	27	(2)
재무활동현금흐름	(46)	(527)	2,459	525	450
자본의증가	525	1	0	0	0
차입금의순증	(570)	(86)	700	600	550
배당금지급	0	(4)	(4)	(4)	(92)
기타	(1)	(438)	1,763	(71)	(8)
기타현금흐름	1	(17)	0	0	0
현금의증가	153	1,762	633	232	361

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

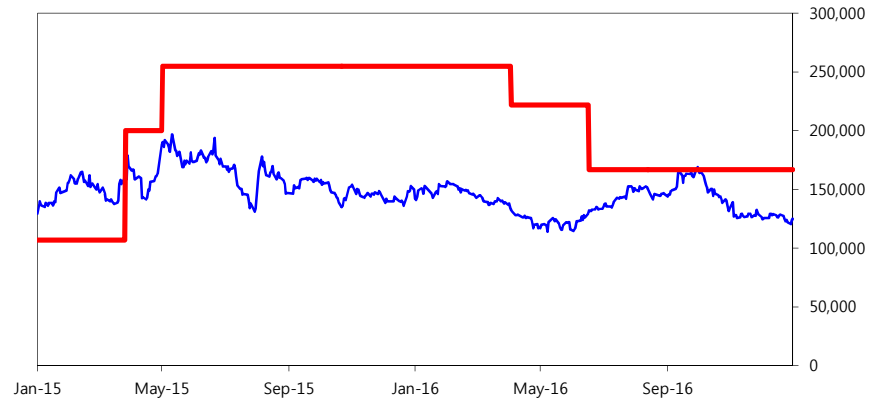
	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
매출액	5,130	13,345	28,104	26,644	28,132
매출원가	3,497	11,199	24,771	22,979	24,040
매출총이익	1,633	2,146	3,333	3,665	4,092
판매관리비	1,419	1,419	3,193	2,976	3,340
영업이익	213	727	140	690	752
금융수익	12	103	211	237	245
이자수익	12	34	51	77	85
금융비용	65	156	245	258	270
이자비용	65	101	168	181	193
기타영업외손익	24	2,952	135	356	345
관계기업관련손익	(37)	(161)	(151)	(68)	0
세전계속사업이익	147	2,776	90	957	1,072
법인세비용	55	90	69	232	259
연결당기순이익	455	2,686	21	725	813
지배주주지분순이익	456	2,747	107	742	805
기타포괄이익	356	458	16	568	637
총포괄이익	812	3,144	37	1,294	1,449
지배주주지분포괄이익	812	3,193	46	1,323	1,435
EBITDA	357	1,008	532	1,087	1,183

주요 투자지표

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	86	413	640	4,392	4,764
BPS	885	1,877	103,272	109,705	116,723
DPS	0	500	550	550	550
성장성(%, YoY)					
매출증가율	59.0	160.2	110.6	(5.2)	5.6
영업이익증가율	92.1	240.5	(80.7)	392.6	9.0
순이익증가율	907.7	502.8	(96.1)	591.0	8.5
EPS증가율	914.9	381.7	55.0	586.7	8.5
EBITDA증가율	69.8	182.0	(47.2)	104.4	8.8
수익성(%)					
영업이익률	4.2	5.4	0.5	2.6	2.7
순이익률	8.9	20.6	0.4	2.8	2.9
EBITDA Margin	7.0	7.6	1.9	4.1	4.2
ROA	5.0	10.4	0.0	1.6	1.7
ROE	9.9	25.2	0.6	3.9	4.0
배당수익률	-	0.4	0.4	0.4	0.4
배당성향	0.0	3.1	86.0	12.4	11.5
안정성					
순차입금(십억원)	1,385	5,800	5,887	5,956	6,136
차입금/자본총계비율(%)	33.3	44.0	41.5	40.6	40.6
Valuation(X)					
PER	1,837.2	339.0	196.1	28.5	26.2
PBR	178.5	74.6	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	61.7	32.6	58.6	28.6	26.5

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
삼성물산(028260)	2015.04.21	매수	200,000 원
	2015.05.27	매수	255,000 원
	2016.04.28	매수	222,000 원
	2016.07.12	매수	167,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 1월 25일 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 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 (2016.12.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.6%	21.1%	1.3%

※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.