

# 삼성물산(028260)

## 삼성물산을 둘러싼 쟁점 점검

### 삼성의 결정을 기다리는 정부와 시장

현대차의 의사결정 이후 삼성의 지배구조 개편에 대한 시장의 관심이 매우 높다. 지배구조 개편 대상으로 삼성만이 남은 상황이고, JY부회장의 경영 복귀, 김기식 금감원장 취임 등 여건을 고려 시 삼성이 무한정 결정을 미루기도 어려워 보인다. 삼성생명의 삼성전자 지분 매각, 삼성물산의 전자 지분 매입, 자금 확보 방안, 삼성물산의 사업개편 등 최근의 쟁점사항을 점검했다.

### 삼성바이오로직스/삼성생명/삼성SDS 지분 매각 가능성은?

일부 시장에서 제기한 삼성물산의 삼성바이오로직스 지분 매각 가능성에 대해서는 회의적이다. 삼성물산이 보유한 삼성바이오로직스 지분 43.4% 가치는 14.2조원으로 법인세를 제외해도 10조원 이상의 현금 확보가 가능하다. 해당 재원으로 삼성전자 지분 3% 이상 매입이 가능해 보인다. 문제는 현재 삼성전자가 대규모 자금을 들여 바이오사업에 투자할 명분이 부족하다는 점이다.

중국의 반도체 굴기 우려 속에 삼성전자 주주들은 성장 전략을 기대하는데, 삼성전자가 14.3조원이라는 자금을 계열사 지분 매입에 투입한다는 접근은 현실성이 낮다. 2016년 삼성전자는 하만 인수에 9.3조원을 투자했지만, 커넥티드카 진출 및 시너지 효과에 대한 명분이 충분했다. 바이오로직스 지분 투자는 엄연히 다른 사안이다. 삼성전자의 주주 구성 및 성향이 삼성물산 주주와 다르다는 점에서 득보다 실이 큰 결정으로 판단한다.

## 매수(유지)

목표주가: 184,000원(유지)

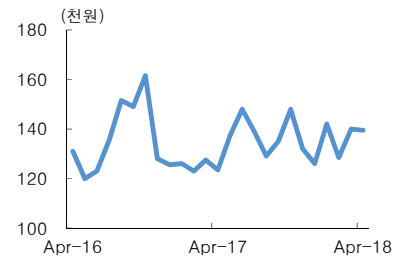
### Stock Data

KOSPI(4/6)	2,430
주가(4/6)	139,500
시가총액(십억원)	26,462
발행주식수(백만)	190
52주 최고/최저(개월)	149,500/122,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	51,134
유동주식비율/외국인지분율(%)	45.7/10.1
주요주주(%)	이재용 외 11 인 39.4
케이씨씨	9.0

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	8.1	3.3	10.7
KOSPI 대비(%p)	7.4	1.9	(2.1)

### 주가추이



자료: WISEfn

	2015A	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액(십억원)	13,345	28,103	29,279	26,002	26,211
증가율(%)	160.2	110.6	4.2	(11.2)	0.8
영업이익(십억원)	727	1,912	881	878	1,063
순이익(십억원)	2,747	107	640	790	980
EPS(원)	413	13	3,851	4,752	5,888
증가율(%)	381.7	(96.9)	29,521.9	23.4	23.9
EBITDA(십억원)	1,008	2,412	1,228	1,229	1,418
PER(x)	339.0	9,653.8	32.7	29.4	23.7
EV/EBITDA(x)	32.6	11.6	23.1	23.1	20.6
PBR(x)	74.6	59.4	1.2	1.1	1.1
ROE(%)	25.2	0.6	3.2	3.4	4.1
DY(%)	0.4	0.4	1.6	1.4	1.4

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

윤태호

taeho3123@truefriend.com

또한, 삼성물산은 전자 지분 14.1조원을 보유 중인데 전자 2% 내외(6조원)를 일시 매입한다면(삼성생명 2% 내외 축소), 지주사 요건 충족으로 강제 지주전환 될 개연성이 있다(삼성물산의 연말 자산 39.6조원, 전자 지분이 자산 50% 초과). 삼성물산이 전자의 1대 주주로 되어 지주 전환 요건을 충족하면 20%까지 지분을 추가 확보해야 한다(규제 강화 시 30%). 따라서 급진적인 바이오 지분 매각과 삼성전자 지분 대거 매입은 삼성에게 쉽지 않은 결정이다. 단계적인 진행을 예상한다.

삼성물산의 삼성생명 지분 19.4%는 정부의 정책 방향성이 제조업의 금융계열사 지분 보유를 불허한다는 점에서 중기적으로 해소해야 할 필요성이 있다. 다만, 삼성생명 19.4%는 대규모 지분(4.5조원)으로 장내 매각이 불가능하고, 삼성생명이 여전히 삼성전자의 1대 주주 지배력을 유지하는 점에서 지분 정리는 후순위로 미룰 가능성이 높다. 제조업의 금융계열사 지배는 삼성, 현대차그룹, 한화가 동일한 이슈로 삼성이 선제적으로 대응할 이유가 없고, 추후 재계 차원에서 대응할 가능성이 높다.

삼성물산이 보유한 삼성SDS 지분 17.1%는 3개 계열사(전자/생명/SDS) 중에서는 그나마 가시성이 높아 보인다. 물류를 제외하면 삼성물산과 삼성SDS의 시너지 효과는 모호하고, 삼성전자가 삼성SDS 22.6%를 보유한 1대 주주라는 점에서 삼성전자의 지분 매입이 상대적으로 현실성이 있다. 물론, 이 가정도 납득할 만한 설명이 필요할 것이다.

### 삼성물산의 순환출자 해소, 정공법 가능성 높아

삼성이 잔여 순환출자를 해소하기 위해서 계열사가 보유한 삼성물산 지분 6.1%(삼성SDI 2.11%, 삼성전기 2.61%, 삼성화재 1.38%, 지분가치 1.6조원) 해소가 예상된다. 그러나 삼성전기와 삼성SDI가 인위적인 지분스왑(연관성 없는 타사 지분과 교환/연관성 없는 사업과 교환)을 택하거나, 오너일가가 삼성SDS 지분 9.2%를 시장에 매각하고 삼성물산 지분을 매입한다는 가정에는 부정적이다.

그룹과 오너에게 삼성물산이 중요한 회사지만 엘리엇 사태 이후 주주권익위원회를 운영하는 삼성 입장에서는 삼성전기, 삼성SDI, 삼성화재, 삼성SDS의 주주의 입장을 모두 고려해야 하기 때문이다. 따라서 삼성전기/삼성SDI는 삼성물산 지분 해소를 투자재원/배당을 위한 현금 확보 투자포인트가 유효하다.

삼성물산의 전자 지배력이 높아짐을 고려하면 JY부회장의 물산 지분 매입의 당위성이 크다. 그러나 개인이 일시에 1.6조원을 마련하기는 쉽지 않고, 우호세력 KCC가 삼성물산 8.97%를 보유 중이라는 점에서도 JY부회장이 현 시점 무리하게 지분을 높일 필요는 없어 보인다(오너+재단+KCC=41.8%). 따라서 우리는 일시 주가 영향이 있더라도 삼성이 논란이 없는 정공법을 택할 가능성이 높다고 판단한다.

오버행 소화 시 JY 부회장의 소수 지분 매입, 삼성물산의 호재(보유 중인 자사주 소각/장내 자사주 매입 등)가 동시 발표된다면 장내 지분 매각 및 주가 영향을 최소화 할 수 있을 것이다. 삼성물산 오버행 지분을 기다리는 시장 수요도 상당하다는 점에서 주가 충격은 일시적일 것으로 판단한다.

### 삼성물산의 사업효율화에 관심 높여야

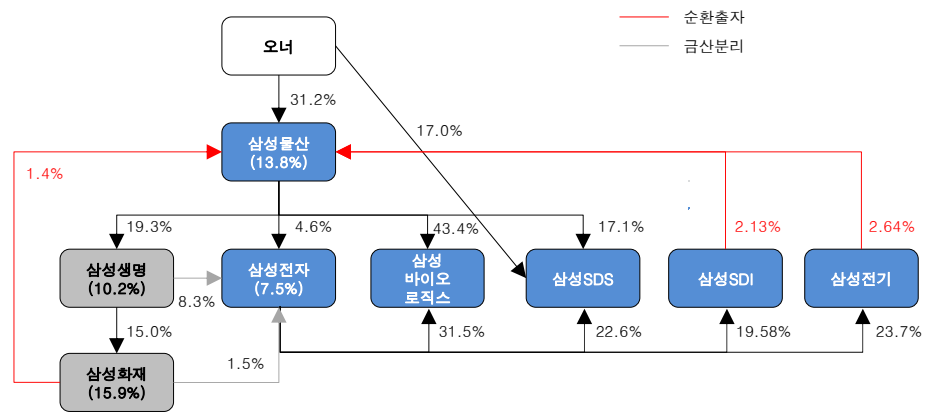
우리는 상기 지분 변화(계열사 지분 매각, 오너의 물산 지분 매입 등) 변수보다 삼성물산의 내부사업 효율화에 주목한다. 2018년 삼성물산을 긍정적으로 바라보는 이유이다. 예상치 못한 엘리엇/국정농단 사태 이후 삼성물산의 사업개편 시계는 2015년 5월 합병부터 멈춰 있다. 2015년 이후 회사의 모든 자원과 역량을 합병 통과 및 소송에 집중했기 때문이다. 그룹의 여유도 없었고 여건도 조성되지 못했다.

삼성물산의 지배주주 순이익은 2018년 7,897억원(+23.4% YoY), 2019년 9,796억원(+24.0% YoY)로 예상되지만, 호실적의 배경은 삼성물산의 자체 실적 개선이 아닌 자회사 삼성바이오로직 기여도 증가와 계열사 삼성전자/삼성생명/삼성SDS의 배당 때문이다.

따라서 JY부회장이 경영에 복귀하면 삼성물산도 그간 미뤄두었던 자체사업 효율화(건설/상사/식음료/패션/레저) 작업을 진행할 가능성이 높다고 판단한다. 현재 삼성물산은 5개 사업을 영위 중이지만, 건설부문(건축/토목/플랜트/주택)은 계열사 수주를 제외하고는 성장성/수익성을 기대하기 어렵고, 이마저도 삼성엔지니어링/삼성중공업과 중복 사업 정리 및 효율화 작업이 필요하다. 이외 상사/패션/식음료/레저는 사양산업으로 경쟁력 약화가 쉽게 해소될 부분이 아니다.

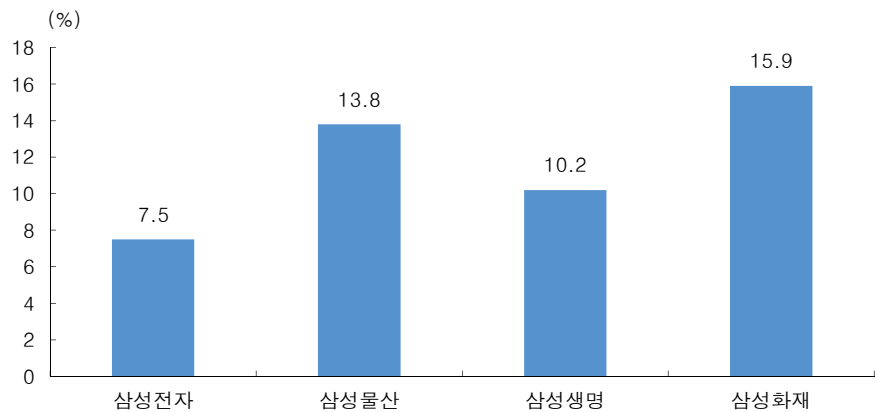
최근 진행한 삼성물산의 한화중합화학 지분 매각, 강남 사옥 매각, EPC 경쟁력 강화 TF도 삼성물산의 사업효율화/포트폴리오 조정의 연장선에 있다고 판단한다. 오너가 경영에 복귀하면 필요 시에는 과거 한화, 롯데와의 빅딜처럼 포트폴리오 조정을 위한 중요 의사결정도 가능할 것으로 판단한다. 상기 변화는 기업가치 개선을 고민한 결과로 시장도 화답할 것으로 전망한다.

[그림 1] 삼성 지배구조



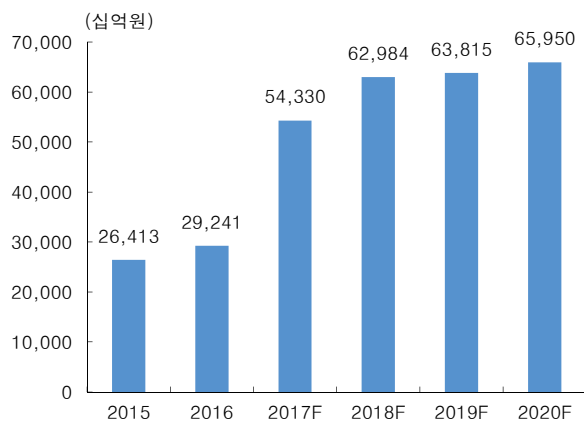
주: 2017년 12월 기준  
자료: DART, 한국투자증권

[그림 2] 삼성그룹 자사주 보유 현황



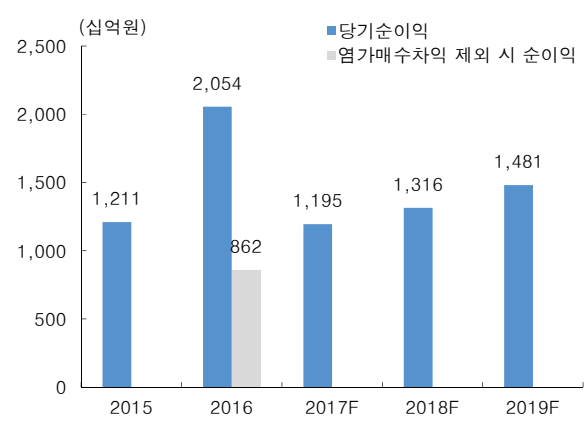
주: 2017년 말 기준  
자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 3] 삼성전자 영업이익 컨센서스 추이



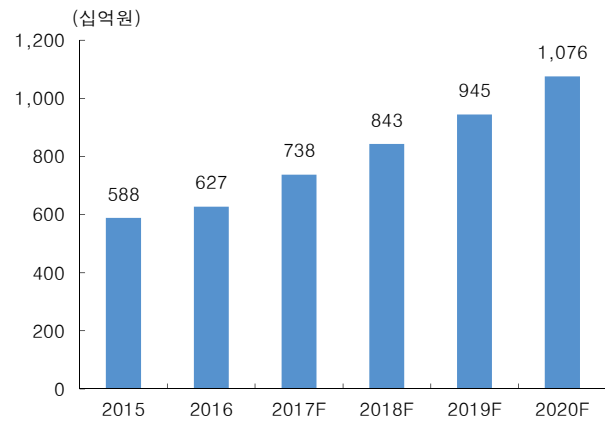
주: 컨센서스 기준  
자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 4] 삼성생명 지배주주 당기순이익 컨센서스 추이



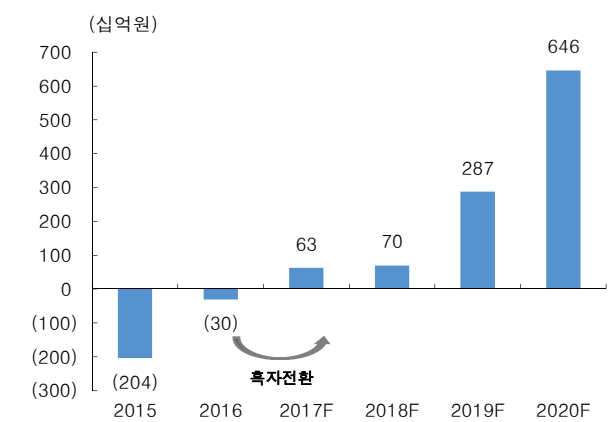
주: 2016년 영업매수차익 1.2조원 제외, 컨센서스 기준  
자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 5] 삼성SDS 영업이익 컨세서스 추이



주: 컨세서스 기준  
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 6] 삼성바이오로직스 영업이익 추이



주: 한국투자증권 추정치 기준  
자료: Quantwise, 한국투자증권

<표 1> 삼성물산 분기별 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
매출	6,487	7,051	6,622	7,944	6,702	7,319	7,493	7,765	6,615	7,191	7,154	5,043	6,747	7,349	7,247	4,868	6,938	7,656	7,361	4,562
리조트	91	210	201	175	103	232	198	157	106	239	204	162	109	246	210	167	113	254	216	172
식품	433	446	458	461	447	456	472	467	481	490	507	502	517	527	545	540	555	566	586	580
패션	477	439	390	537	465	401	374	509	474	409	381	519	484	417	389	530	493	426	397	540
건설	2,793	3,222	2,977	3,961	2,711	3,163	3,126	2,983	2,468	2,835	2,630	2,231	2,379	2,758	2,501	2,057	2,350	2,838	2,383	1,733
상사	2,605	2,687	2,543	2,704	2,869	3,004	3,195	3,487	2,941	3,079	3,275	1,456	3,015	3,156	3,357	1,330	3,090	3,235	3,441	1,200
바이오	88	47	53	106	107	63	128	162	145	138	156	173	244	244	244	244	337	337	337	337
영업이익	(435)	177	187	211	137	255	210	283	168	286	218	206	215	344	269	235	270	411	327	162
리조트	(30)	21	42	14	(19)	29	47	6	(20)	30	48	6	(20)	31	50	6	(21)	32	51	7
식품	26	39	18	27	31	38	27	21	33	41	29	23	36	44	31	24	39	47	34	26
패션	7	1	(14)	(40)	(1)	9	(13)	38	1	9	(13)	39	(3)	10	(14)	40	(8)	10	(14)	40
건설	(415)	118	153	178.0	91	153	96	167	83	137	81	125	80	133	77	115	79	137	73	97
상사	2	11	13	44.0	43	46	44	15	44	47	45	(26)	45	48	46	(29)	46	50	47	(143)
바이오	(25)	(13)	(25)	(12)	(8)	(20)	9	36	26	22	28	40	78	78	78	78	135	135	135	135
영업이익률	(6.7)	2.5	2.8	2.7	2.0	3.5	2.8	3.6	2.5	4.0	3.0	4.1	3.2	4.7	3.7	4.8	3.9	5.4	4.4	3.5
리조트	(33.0)	10.0	20.9	8.0	(18.4)	12.5	23.7	3.8	(18.4)	12.5	23.7	3.8	(18.4)	12.5	23.7	3.8	(18.4)	12.5	23.7	3.8
식품	6.0	8.7	3.9	5.9	6.9	8.3	5.7	4.5	6.9	8.3	5.7	4.5	6.9	8.3	5.7	4.5	6.9	8.3	5.7	4.5
패션	1.5	0.2	(3.6)	(7.4)	(0.2)	2.2	(3.5)	7.5	0.3	2.2	(3.5)	7.5	(0.7)	2.3	(3.5)	7.5	(1.7)	2.4	(3.5)	7.5
건설	(14.9)	3.7	5.1	4.5	3.4	4.8	3.1	5.6	3.4	4.8	3.1	5.6	3.4	4.8	3.1	5.6	3.4	4.8	3.1	5.6
상사	0.1	0.4	0.5	1.6	1.5	1.5	1.4	0.4	1.5	1.5	1.4	(1.8)	1.5	1.5	1.4	(2.1)	1.5	1.5	1.4	(11.9)
바이오	(28.4)	(27.7)	(47.2)	(11.3)	(7.5)	(31.7)	7.0	22.2	18.1	15.9	17.8	22.8	32.0	32.0	32.0	32.0	40.1	40.1	40.1	40.1
당기순이익(지배)	(450)	155	169	234	214	119	151	156	256	191	130	212	308	224	159	288	371	271	200	200

자료: 삼성물산, 한국투자증권

〈표 2〉 삼성물산 연간 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출	28,104	29,279	26,002	26,211	26,402
리조트	677	690	711	732	735
식음	1,798	1,842	1,980	2,129	2,167
패션	1,843	1,749	1,784	1,820	1,829
건설	12,953	11,983	10,164	9,696	9,667
상사	10,539	12,555	10,751	10,858	10,934
바이오	294	460	613	976	1,069
영업이익	140	885	878	1,063	1,118
리조트	47	63	65	67	66
식음	110	117	126	135	138
패션	(46)	33	36	32	27
건설	34	507	426	405	404
상사	70	148	110	111	112
바이오	(75)	17	116	313	370
영업이익률	0.5	3.0	3.4	16.4	17.1
리조트	6.9	9.1	9.1	21.6	21.6
식음	6.1	6.4	6.4	25.5	25.5
패션	(2.5)	1.9	2.0	5.6	4.6
건설	0.3	4.2	4.2	16.9	16.9
상사	0.7	1.2	1.0	2.3	2.3
바이오	(25.5)	3.7	18.9	128.1	136.2
지배주주순이익	107	640	790	980	1,043

자료: 삼성물산, 한국투자증권

## 〈표 3〉 삼성물산 NAV Valuation

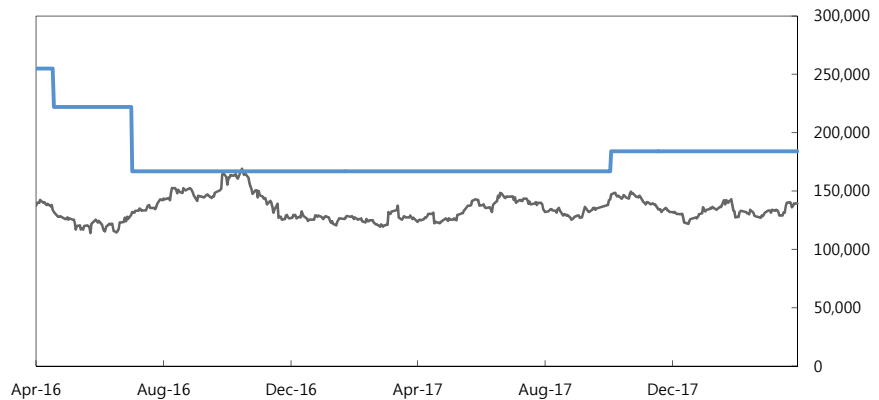
(단위: 십억원, 배, 만, 평, 원)

	30% 할인	Base 20% 할인	10% 할인	Best 0%할인	가정
(A) 영업가치 = (a) + (b) + (c) + (d) + (e)	5,623	5,623	5,623	5,623	
(a) 패션사업영업가치	513	513	513	513	
EBITDA	50	50	50	50	2017F EBITDA
EV/EBITDA	10.2	10.2	10.2	10.2	한섬(제조업체)과 신세계인터(수입업체) 멀티플 중간
(b) 식품사업영업가치	923	923	923	923	
EBITDA	144	144	144	144	2017F EBITDA
EV/EBITDA	6.4	6.4	6.4	6.4	현대그린푸드, 신세계푸드 average
(c) 건설사업영업가치	2,438	2,438	2,438	2,438	
EBITDA	537	537	537	537	2017F EBITDA, BEST는 2017F 영업이익률 4.4% 가정
EV/EBITDA	4.5	4.5	4.5	4.5	대우, GS, 대림, 현대산업개발 등 산업평균 대비 10% 할인
(d) 상사사업영업가치	1,128	1,128	1,128	1,128	
EBITDA	168	168	168	168	2017F EBITDA
EV/EBITDA	6.7	6.7	6.7	6.7	산업평균 대비 20% 할인
(e) 조정 레저사업영업가치	621	621	621	621	산출된 영업가치에서 테마파크가 사용하는 시설 부지 50만평을 추정 장부가 기준으로 차감
레저사업영업가치	696	696	696	696	
EBITDA	101	101	101	101	2017F EBITDA
EV/EBITDA	6.9	6.9	6.9	6.9	해외 peer 평균 대비 40% 할인
(B) 비영업가치 = (f) + (g) + (h)	35,542	39,759	43,976	48,193	
(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	29,519	33,736	37,953	42,170	
- 삼성전자 4.57%	9,939	11,359	12,779	14,199	
- 바이오로직스 43.4%	10,432	11,923	13,413	14,903	
- 삼성생명 19.34%	3,127	3,574	4,021	4,468	
- 삼성SDS 17.08%	2,216	2,532	2,849	3,165	
- 삼성엔지니어링 6.97%	174	198	223	248	
- 삼성중공업 0.13%	3	3	4	4	
- 한화종합화학 20.05%	561	642	722	802	20.05% 지분가치를 8,000억원으로 평가(100% 기준 4조)
- 아이마켓코리아 0.47%	1	1	1	2	비상장주식 장부가 합산
- 기타지분가치	252	288	324	361	
(h) 자사주	3,658	3,658	3,658	3,658	
(D) 순차입금	4,572	4,572	4,572	4,572	장기차입금, 단기차입금에서 현금 및 예치금 등 단기금융자산 차감
현재차입금	6,747	6,747	6,747	6,747	
현금성자산	2,175	2,175	2,175	2,175	
(E) 기업가치 합계 = (A) + (B) + (C) - (D)	36,593	40,810	45,027	49,244	
주식수(백만)	189,690,043	189,690,043	189,690,043	189,690,043	보통주 기준
NAV/Shares	193,000	216,000	238,000	260,000	
기준일 증가	139,500	139,500	139,500	139,500	20180406
할인율	27.7%	35.4%	41.4%	46.3%	
상승여력	38.4%	54.8%	70.6%	86.4%	

자료: Quantwise, Bloomberg, 한국투자증권

## 투자 의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자 의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
삼성물산(028260)	2016.01.29	매수	255,000원	-42.7	-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 4월 9일 현재 삼성물산 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 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 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매수 : 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 (2017.12.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.6%	19.9%	0.5%

\* 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 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.