



하나금융그룹

2018년 4월 26일 | Equity Research

삼성물산 (028260)

실적 서프라이즈. 펀더멘탈 개선은 주주환원 확대로 이어질 전망

1Q 지배순익 3,986억원(YoY +86.1%) 컨센서스 대폭 상회

1분기 영업익은 2,092억원(YoY +52.3%), 지배순익은 3,986억원(YoY +86.1%)으로 시장 컨센서스를 대폭 상회했다. 실적 호조는 건설/ 상사 부문의 매출 및 영업익의 동반 증가에 기인한다. 먼저, 건설은 고마진 하이테크 매출 증대로 그간의 매출 감소세에서 탈피하는 동시에 5.3%의 양호한 수익성을 시현했다. 1분기에 성과급 비용 또한 반영되었음을 감안시 수익성 개선이 두드러진 호실적이라 평가한다. 상사는 원자재 가격 상승이라는 우호적 환경과 오거나이징 수수료 수익 증가로 수익성 개선을 나타냈다. 영업외손의 개선은 삼성전자, 삼성생명, 삼성SDS 지분 관련 배당수익 2,350억원과 금전 물류센터 매각의 850억원 등이 반영되었다.

올해 매 분기별 순익 증가 및 현금흐름 개선 지속될 전망

올해 분기별 순익 체력은 전년 대비 한층 강화될 것으로 전망한다. 1분기 지배순익은 전년동기 대비 87.8% 증가에 이어 2분기에도 85% 성장한 2,239억원의 지배순익을 예상하며 연간 지배순익은 74.7% 증가한 1.1조원대를 전망한다. 순익체력 개선은 첫째, 전년도 6.0조원의 수주를 기록한 건설 하이테크 매출 인식 본격화에 따른 건설부문 수익성 개선과 둘째, 삼성전자 4.65% 지분 관련 분기별 약 1천억원대 배당수입이 예상되며 셋째, 차입금의 현저한 축소로 인한 현금흐름 개선이 수반되고 있기 때문이다. 1분기말 순차입금은 2.48조원으로 합병 이후 5조원 중반대에서 절반 이하로 감소하였다.

목표가 21만원, 투자의견 BUY 유지

주주총회에서 13.8% 자사주 관련 소각 검토 언급 긍정적

투자의견 BUY와 목표주가 21만원을 유지한다. 다양한 측면에서의 펀더멘탈 개선이 동시에 진행되고 있다. 상장/ 비상장 합산 지분가치는 38조원 이상까지 상승하였고 지분가치로부터의 배당수입 또한 전년 대비 59% 증가한 약 5,600억원대로 추산된다. 건설/ 상사 등 사업부 호조로 연간 영업익은 1조원을 상회할 것으로 예상되며 재무구조 또한 가파른 순차입금 감소가 눈에 띈다. 이러한 영업/ 지분/ 재무구조 측면의 협력한 개선은 결국 주주 환원 증대 기대감으로 이어지고 있는데 지난 3/22일 주주총회에서 현재 보유한 13.8% 자사주 소각 관련 검토를 언급했다는 점을 주목할 만 하다.

BUY

| TP(12M): 210,000원 | CP(4월 25일): 135,000원

Key Data

	2017	2018
KOSPI 지수 (pt)	2,448.81	
52주 최고/최저(원)	149,500/122,000	
시가총액(십억원)	25,608.2	
시가총액비중(%)	2.13	
발행주식수(천주)	189,690.0	
60일 평균 거래량(천주)	563.3	
60일 평균 거래대금(십억원)	77.4	
17년 배당금(예상,원)	2,000	
17년 배당수익률(예상, %)	1.48	
외국인지분율(%)	11.04	
주요주주 지분율(%)		
이재용 외 10 인	37.28	
케이씨씨	8.97	
주가상승률	1M 6M 12M	
절대	4.7 (7.8) 3.4	
상대	3.3 (6.2) (7.2)	

Consensus Data

	2017	2018
매출액(십억원)	29,728.2	
영업이익(십억원)	966.2	
순이익(십억원)	878.3	
EPS(원)	4,663	
BPS(원)	134,419	

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2015	2016	2017	2018F	2019F
매출액	십억원	13,344.7	28,102.7	29,279.0	30,818.5	31,638.9
영업이익	십억원	37.1	139.5	895.6	1,074.0	1,401.6
세전이익	십억원	2,775.7	89.8	825.0	1,446.9	1,625.0
지배순이익	십억원	2,746.8	107.4	639.8	1,118.0	1,137.0
EPS	원	17,857	561	3,344	5,844	5,943
증감률	%	391.7	(96.9)	496.1	74.8	1.7
PER	배	7.03	224.54	40.37	23.10	22.72
PBR	배	1.34	1.19	1.24	1.20	1.15
EV/EBITDA	배	99.19	47.08	23.90	21.82	17.96
ROE	%	25.22	0.62	3.44	5.81	5.67
BPS	원	93,863	105,657	108,527	112,662	116,896
DPS	원	500	550	2,000	2,000	2,000



Analyst 오진원

02-3771-7525

jw.oh@hanafn.com

RA 박은규

02-3771-8532

ek.p@hanafn.com

표 1. 삼성물산 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F
매출	6,702	7,319	7,493	7,765	7,476	7,372	7,444	8,526	28,103	29,279	30,818
YoY %	3.3%	3.8%	13.2%	-2.2%	11.5%	0.7%	-0.7%	9.8%	110.6%	4.2%	5.3%
건설	2,711	3,163	3,126	2,983	2,995	3,033	2,804	3,442	12,953	11,983	12,274
상사	2,869	3,004	3,195	3,487	3,329	3,004	3,195	3,487	10,539	12,555	13,015
패션	465	456	374	509	460	527	544	733	1,843	1,804	2,264
리조트/건설 등	550	688	670	624	556	658	731	694	2,768	2,937	2,640
영업익	133	255	210	283	209.2	282	253	330	139.5	881.3	1,074.2
YoY %	흑전	44.5%	12.5%	34.4%	57.8%	10.4%	20.6%	16.4%	275.7%	531.6%	21.9%
건설	85	153	96	167	158	168	113	173	34	501	612
상사	45	46	44	15	58	45	46	44	70	150	193
패션	-1	9	-	13	38	-0	2	-	43	-46	33
리조트/건설 등	4	47	83	63	-6	67	94	69	82	197	224
영업이익률	2.0%	3.5%	2.8%	3.6%	2.8%	3.8%	3.4%	3.9%	0.5%	3.0%	3.5%
건설	3.1%	4.8%	3.1%	5.6%	5.3%	5.6%	4.0%	5.0%	0.3%	4.2%	5.0%
상사	1.6%	1.5%	1.4%	0.4%	1.7%	1.5%	1.4%	1.3%	0.7%	1.2%	1.5%
패션	-0.2%	2.0%	-3.5%	7.5%	-0.1%	0.3%	0.0%	5.9%	-2.5%	1.8%	2.0%
리조트/건설 등	0.6%	6.9%	12.4%	10.1%	-1.2%	10.2%	12.9%	10.0%	2.9%	6.7%	8.5%
세전이익	279	167	166	213	478	300	294	375	90	825	1,447
지배순익	212	121	151	156	398.6	223.9	217.2	278.3	107	640	1,118
YoY %	-147.1%	-21.9%	-10.7%	-33.5%	87.8%	85.0%	43.9%	78.8%	-96.1%	496.0%	74.7%

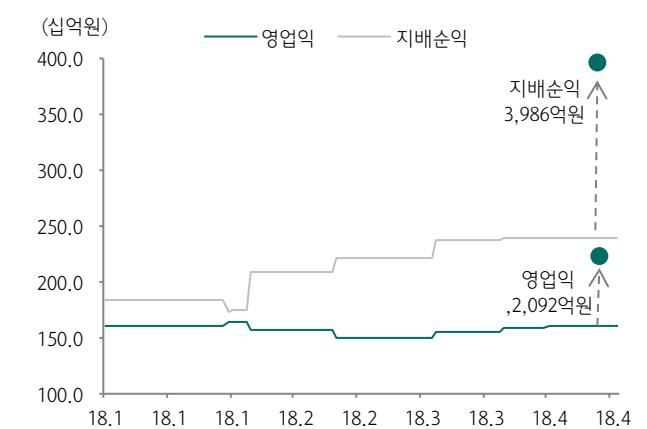
자료: 삼성물산, 하나금융투자

표 2. 삼성물산 SOTP Valuation

(단위: 십억원, 원)	가치평가액	Valuation method
영업가치* (A)	7,486	2018년 예상 세후 영업익 대비 10배수 적용
보유지분가치 (B)	38,355	
상장지분	36,737	18/4/25일 종가 기준. 상장 지분가치는 하단에서 할인율 30% 적용
삼성생명보험	4,526	
삼성전자	15,060	
삼성SDS	3,211	
삼성바이오로직스	13,753	
기타	185	
비상장지분	1,618	장부가
장기적 관점에서 반영 가능성 (C)	2,265	
에버랜드 비영업용 보유 토지	2,265	녹지를 제외한 개발 가능지에 대해 근접 토지가격 감안 재평가
순차입금 (D)	2,480	1Q18 기준
총 기업가치(E) = (A)+(B)+(C) - (D)	45,626	
상장사 지분가치 30% 할인 후 기업가치	34,605	
주식수(천주)	164,932	
주당 적정가치(원)	210,000	
현재가	135,000	18/4/25일 종가
NAV 대비 할인율	51.2%	할인율 적용전 주당 NAV 대비 현재주가의 할인율
상승여력	55.6%	목표주가 기준 현 주가 대비 상승여력

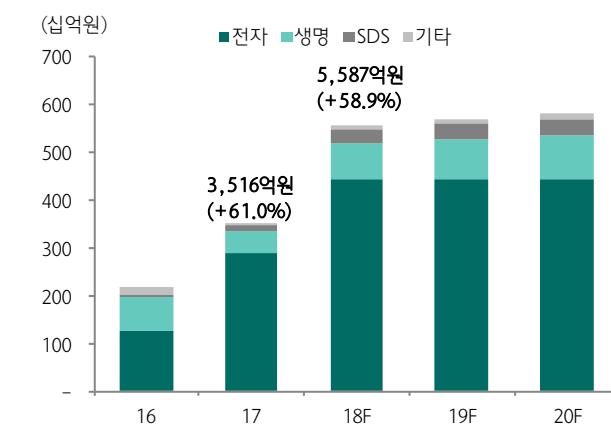
자료: 삼성물산, 하나금융투자

그림 1. 컨센서스 대비 영업익, 지배순익 대폭 상회



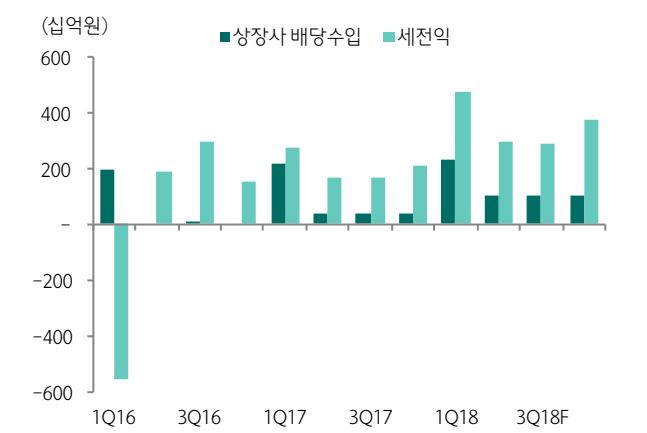
자료: Dataguide, 하나금융투자

그림 2. 상장지분으로부터의 배당수입 급증. '16년 대비 155.8% 증가



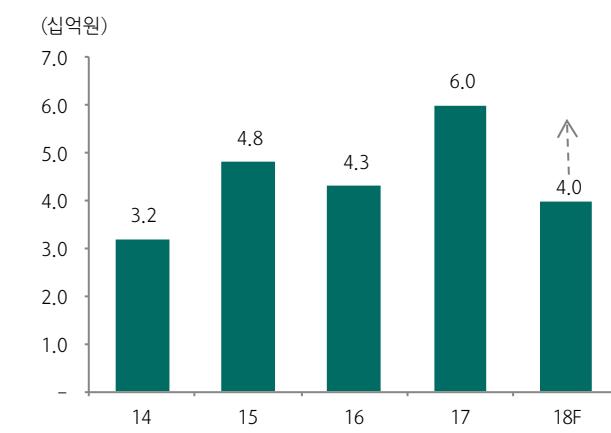
자료: 삼성물산, 하나금융투자

그림 3. 분기별 배당수입과 세전익 추이



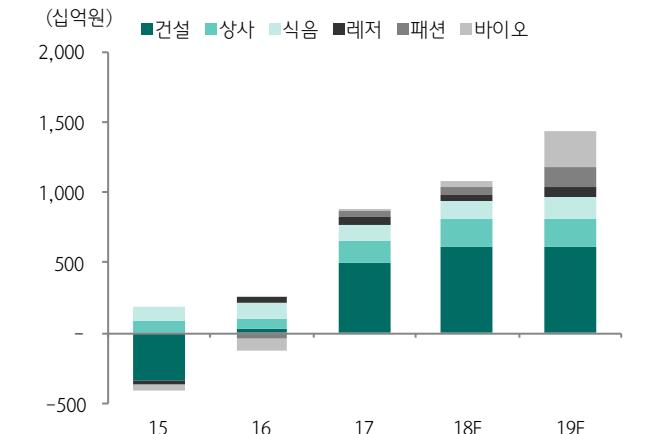
자료: 삼성물산, 하나금융투자

그림 4. 삼성물산 하이테크 수주 연도별 추이



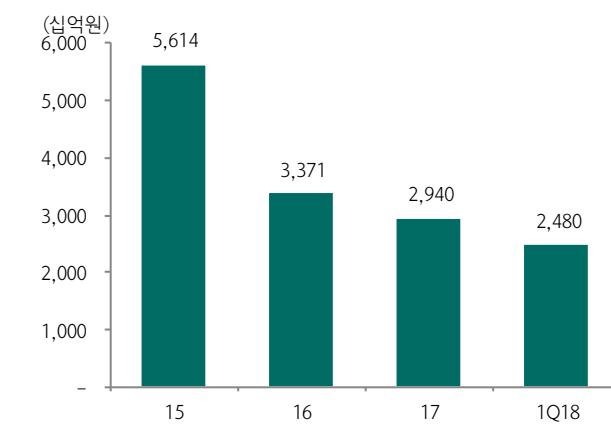
자료: 삼성물산, 하나금융투자

그림 5. 완연한 삼성물산 영업익 개선 추이



자료: 삼성물산, 하나금융투자

그림 6. 삼성물산 연결 순차입금 추이



자료: 삼성물산, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017	2018F	2019F
매출액	13,344.7	28,102.7	29,279.0	30,818.5	31,638.9
매출원가	11,198.7	24,771.0	25,626.9	26,168.6	26,661.5
매출총이익	2,146.0	3,331.7	3,652.1	4,649.9	4,977.4
판관비	2,108.8	3,192.2	2,756.5	3,575.9	3,575.9
영업이익	37.1	139.5	895.6	1,074.0	1,401.6
금융손익	(52.8)	(34.0)	33.7	255.1	277.6
종속/관계기업손익	(160.8)	(151.0)	(104.3)	117.9	(54.2)
기타영업외손익	2,952.2	135.3	0.0	0.0	0.0
세전이익	2,775.7	89.8	825.0	1,446.9	1,625.0
법인세	90.1	68.9	343.9	349.6	393.2
계속사업이익	2,685.7	20.8	481.1	1,097.3	1,231.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	2,685.7	20.8	481.1	1,097.3	1,231.7
비지배주주지분					
순이익	(61.2)	(86.5)	(158.7)	(20.7)	94.7
지배주주순이익	2,746.8	107.4	639.8	1,118.0	1,137.0
지배주주지분포괄이익	3,193.2	1,475.7	507.6	1,157.8	1,299.6
NOPAT	35.9	32.4	522.3	814.5	1,062.4
EBITDA	318.2	639.2	1,318.8	1,432.3	1,705.1
성장성(%)					
매출액증가율	160.2	110.6	4.2	5.3	2.7
NOPAT증가율	(73.0)	(9.7)	1,512.0	55.9	30.4
EBITDA증가율	(11.0)	100.9	106.3	8.6	19.0
영업이익증가율	(82.6)	276.0	542.0	19.9	30.5
(지배주주)순익증가율	502.9	(96.1)	495.7	74.7	1.7
EPS증가율	391.7	(96.9)	496.1	74.8	1.7
수익성(%)					
매출총이익률	16.1	11.9	12.5	15.1	15.7
EBITDA이익률	2.4	2.3	4.5	4.6	5.4
영업이익률	0.3	0.5	3.1	3.5	4.4
계속사업이익률	20.1	0.1	1.6	3.6	3.9

투자지표

	2015	2016	2017	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	17,857	561	3,344	5,844	5,943
BPS	93,863	105,657	108,527	112,662	116,896
CFPS	2,828	3,639	5,490	8,221	8,758
EBITDAPS	2,068	3,341	6,893	7,487	8,912
SPS	86,753	146,890	153,039	161,085	165,374
DPS	500	550	2,000	2,000	2,000
주가지표(배)					
PER	7.0	224.5	40.4	23.1	22.7
PBR	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2
PCFR	44.4	34.6	24.6	16.4	15.4
EV/EBITDA	99.2	47.1	23.9	21.8	18.0
PSR	1.4	0.9	0.9	0.8	0.8
재무비율(%)					
ROE	25.2	0.6	3.4	5.8	5.7
ROA	10.6	0.2	1.4	2.5	2.5
ROIC	0.7	0.5	9.3	15.8	22.4
부채비율	131.3	110.6	104.3	104.7	102.7
순부채비율	31.7	15.4	14.6	13.0	9.4
이자보상배율(배)	0.4	0.7	5.1	7.0	9.2

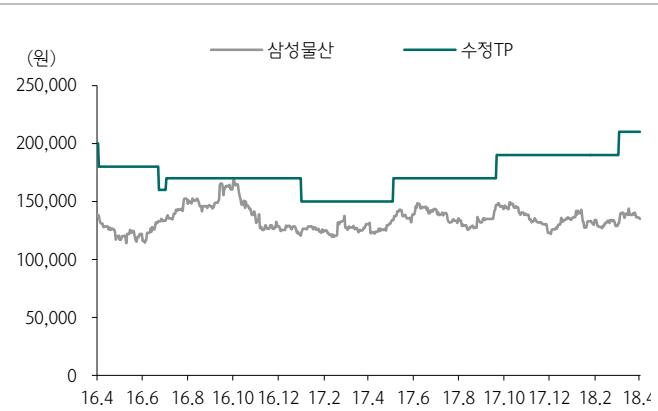
자료: 하나금융투자

대차대조표

	2015	2016	2017	2018F	2019F
유동자산	12,541.1	13,358.6	12,262.7	13,003.8	14,004.1
금융자산	2,254.9	3,908.8	2,426.0	2,660.7	3,391.2
현금성자산	2,066.4	2,698.5	1,165.1	1,333.5	2,028.6
매출채권 등	7,287.2	6,927.9	7,217.9	7,597.4	7,799.7
재고자산	1,386.0	1,312.8	1,367.8	1,439.7	1,478.0
기타유동자산	1,613.0	1,209.1	1,251.0	1,306.0	1,335.2
비유동자산	29,820.3	31,100.0	31,652.9	32,565.2	32,939.0
투자자산	21,618.5	23,197.5	24,168.5	25,439.2	26,116.5
금융자산	15,976.5	17,497.8	18,230.2	19,188.7	19,699.6
유형자산	5,136.7	5,283.7	4,863.1	4,504.7	4,201.2
무형자산	1,840.2	1,601.3	1,601.3	1,601.3	1,601.3
기타비유동자산	1,224.9	1,017.5	1,020.0	1,020.0	1,020.0
자산총계	42,361.4	44,458.5	43,915.6	45,569.0	46,943.1
유동부채	15,074.4	14,704.9	13,565.6	14,178.0	14,504.4
금융부채	4,111.7	3,508.1	1,902.2	1,904.2	1,905.2
매입채무 등	6,769.9	6,851.1	7,137.9	7,513.2	7,713.2
기타유동부채	4,192.8	4,345.7	4,525.5	4,760.6	4,886.0
비유동부채	8,973.1	8,647.9	8,856.8	9,130.1	9,275.8
금융부채	3,943.0	3,657.3	3,657.3	3,657.3	3,657.3
기타비유동부채	5,030.1	4,990.6	5,199.5	5,472.8	5,618.5
부채총계	24,047.5	23,352.8	22,422.3	23,308.1	23,780.3
지배주주지분	16,501.6	18,301.6	18,850.6	19,641.7	20,451.8
자본금	19.1	19.1	19.1	19.1	19.1
자본잉여금	10,039.7	10,468.3	10,468.3	10,468.3	10,468.3
자본조정	(2,136.6)	(2,157.5)	(2,157.5)	(2,157.5)	(2,157.5)
기타포괄이익누계액	3,368.5	4,741.8	4,741.8	4,741.8	4,741.8
이익잉여금	5,210.9	5,230.0	5,779.0	6,570.1	7,380.2
비지배주주지분	1,812.3	2,804.1	2,642.6	2,619.1	2,711.0
자본총계	18,313.9	21,105.7	21,493.2	22,260.8	23,162.8
순금융부채	5,799.8	3,256.6	3,133.5	2,900.7	2,171.3
현금흐름표					
	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	(62.3)	1,355.4	1,231.8	1,833.3	1,736.5
당기순이익	2,685.7	20.8	481.1	1,097.3	1,231.7
조정	(2,536.3)	619.4	462.2	358.5	303.6
감가상각비	281.0	499.6	423.1	358.4	303.5
외환거래손익	(12.8)	22.7	0.0	0.0	0.0
지분법손익	144.0	72.9	39.0	0.0	0.0
기타	(2,948.5)	24.2	0.1	0.1	0.1
영업활동	(211.7)	715.2	288.5	377.5	201.2
변동					
투자활동 현금흐름	2,368.6	(812.1)	(1,063.5)	(1,339.8)	(715.4)
투자자산감소(증가)	(16,516.6)	(1,394.5)	(1,012.8)	(1,273.5)	(680.1)
유형자산감소(증가)	(233.1)	(377.0)	0.0	0.0	0.0
기타	19,118.3	959.4	(50.7)	(66.3)	(35.3)
자산부채					
재무활동 현금흐름	(527.4)	122.4	(1,696.7)	(325.0)	(325.9)
금융부채증가(감소)	6,294.8	(889.3)	(1,605.9)	1.9	1.0
자본증가(감소)	9,470.0	428.6	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(16,288.6)	669.8	0.0	0.0	0.0
배당지급	(3.6)	(86.7)	(90.8)	(326.9)	(326.9)
현금의 증감	1,761.7	632.1	(1,533.4)	168.4	695.1
Unlevered CFO	435.0	696.1	1,050.4	1,572.7	1,675.6
Free Cash Flow	(321.8)	870.7	1,231.8	1,833.3	1,736.5

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

삼성물산



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
18.3.29	BUY	210,000		
17.10.15	BUY	190,000	-28.70%	-21.32%
17.5.29	BUY	170,000	-19.32%	-12.65%
17.1.25	BUY	150,000	-15.48%	-8.33%
16.7.27	BUY	170,000	-16.37%	-0.59%
16.7.17	BUY	160,000	-16.41%	-15.63%
16.4.27	BUY	180,000	-31.49%	-25.56%
16.4.24	BUY	200,000	-31.50%	-31.50%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

- BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

- Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.9%	7.5%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2000년 0월 0일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(0)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 04월 26일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(0)는 2018년 04월 26일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.