



하나금융그룹

2018년 7월 26일 | Equity Research

삼성물산 (028260)

2Q Review: 건설부문 호조로 시장 기대치 상회

2Q 지배순익 3,658억원(YoY +207.2%) 컨센서스 대폭 상회

2분기 영업익은 3,781억원(YoY +50.9%), 지배순익은 3,658억원(YoY +207.2%)으로 시장 컨센서스를 대폭 상회했다. 시장 기대치를 넘어서 호실적은 건설/ 상사 부문 호조에 주로 기인한다. 건설부문은 하이테크 매출 비중의 상승과 판관비율 개선으로 전년 동기 대비 59% 증가한 2,430억원의 영업익(영업이익률 7.8%)을 기록했다. 상사부문은 유가 등 원자재 가격호조에 따른 트레이딩 실적 개선으로 전년 동기 대비 24% 증가한 570억원의 영업익을 시현했다. 그 밖에 식음부문의 식단가 인상과 레저부문의 성수기 진입에 따른 이익 증가를 나타냈다. 영업외손익은 1,058억원의 삼성전자 분기 배당 유입, 바이오에피스 299억원 지분법손실이 반영되었다.

하반기는 상반기 대비 이익 모멘텀 둔화되나, 전년 대비 실적 개선 기조 유효할 전망

2분기 실적 호조 주 요인에는 판관비율의 개선 이외, 하이테크 매출의 조기 실현 또한 작용하였다기 때문에 3분기에는 동 매출 감소로 2분기 대비 실적 감소가 예상된다. 다만, 전년 대비 판관비율 개선과 해외 프로젝트의 양호한 수익성 흐름, 국내 부문 이익 레벨업 등으로 전년 대비 실적 증가 기조는 유효할 전망이다. 하반기 주요 이슈로는, 지난 4월 삼성SDI가 보유한 삼성물산 지분의 블록딜 처분 이후 3개월간 적용된 삼성전기 2.61%, 삼성화재 1.37% 삼성물산 보유 지분의 학업이 7월에 해제되었다. 따라서 동 순환출자 지분의 처리 가능성성이 상존하고, 베인 캐피탈이 우선협상대상자로 선정된 한화종합화학 매각 관련해서도 하반기 중 확정될 예정이다.

투자의견 BUY 유지. 목표가는 상장 지분가치 하락과 할인율 40% 적용으로 175,000원 하향

투자의견 BUY를 유지하나, 목표주가는 175,000원으로 기존 21만원에서 하향했다. 이는 삼성생명, 삼성전자, 삼성바이오로직스 등 상장 지분가치의 하락과 증시 환경 악화에 따라 상장 지분가치에 대한 할인율을 기존 30%에서 40%로 확대 적용했기 때문이다. 펀더멘탈 개선 방향성은 분명하다는 점에서 바이오로직스 관련 불확실성 및 오버행 이슈 해소시 주가 상승 계기가 될 전망이다.

BUY

| TP(12M): 175,000원(하향) | CP(7월 25일): 119,000원

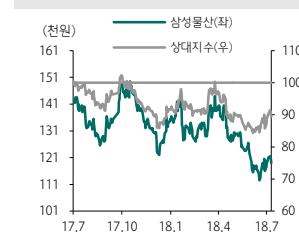
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,273.03
52주 최고/최저(원)	149,500/112,500
시가총액(십억원)	22,573.1
시가총액비중(%)	1.87
발행주식수(천주)	189,690.0
60일 평균 거래량(천주)	385.7
60일 평균 거래대금(십억원)	48.5
18년 배당금(예상,원)	2,000
18년 배당수익률(예상, %)	1.68
외국인지분율(%)	11.25
주요주주 지분율(%)	
이재용 외 10 인	37.27
케이씨씨	8.97
주가상승률	1M 6M 12M
절대	1.7 (12.8) (16.2)
상대	5.5 (1.7) (10.0)

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	30,405.7	31,164.6
영업이익(십억원)	1,023.1	1,197.8
순이익(십억원)	1,079.4	1,054.8
EPS(원)	5,970	5,742
BPS(원)	141,253	147,403

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	28,102.7	29,279.0	31,373.9	32,282.1	32,881.6
영업이익	십억원	139.5	881.3	1,170.1	1,488.2	1,716.8
세전이익	십억원	89.8	825.0	1,604.6	1,711.6	1,940.2
지배순이익	십억원	107.4	639.8	1,260.0	1,202.7	1,329.5
EPS	원	561	3,344	6,586	6,286	6,949
증감률	%	(96.9)	496.1	96.9	(4.6)	10.5
PER	배	223.65	37.68	18.07	18.93	17.12
PBR	배	1.19	0.99	0.90	0.87	0.83
EV/EBITDA	배	49.87	23.01	19.11	16.12	14.27
ROE	%	0.62	3.13	5.47	5.03	5.35
BPS	원	105,657	127,899	132,760	137,337	142,578
DPS	원	550	2,000	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	1Q18	2Q18P	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F
매출	6,702	7,319	7,493	7,765	7,476	7,928	7,444	8,526	28,103	29,279	31,374
YoY %	3.3%	3.8%	13.2%	-2.2%	11.5%	8.3%	-0.7%	9.8%	110.6%	4.2%	7.2%
건설	2,711	3,163	3,126	2,983	2,995	3,133	2,804	3,442	12,953	11,983	12,374
상사	2,869	3,004	3,195	3,487	3,329	3,547	3,195	3,487	10,539	12,555	13,558
패션	465	456	374	509	460	416	544	733	1,843	1,804	2,153
리조트/건설 등	550	688	670	624	556	707	731	694	2,768	2,937	2,688
영업익	133	255	210	283	209	378	253	330	139.5	881.3	1,170.4
YoY %	흑전	44.5%	12.5%	34.4%	57.8%	48.0%	20.6%	16.4%	275.7%	531.6%	32.8%
건설	85	153	96	167	158	243	113	173	34	501	687
상사	45	46	44	15	58	57	46	44	70	150	205
패션	- 1	9	-13	38	- 0	6	-	43	- 46	33	49
리조트/건설 등	4	47	83	63	- 6	72	94	69	82	197	229
영업이익률	2.0%	3.5%	2.8%	3.6%	2.8%	4.8%	3.4%	3.9%	0.5%	3.0%	3.7%
건설	3.1%	4.8%	3.1%	5.6%	5.3%	7.8%	4.0%	5.0%	0.3%	4.2%	5.6%
상사	1.6%	1.5%	1.4%	0.4%	1.7%	1.6%	1.4%	1.3%	0.7%	1.2%	1.5%
패션	-0.2%	2.0%	-3.5%	7.5%	-0.1%	1.4%	0.0%	5.9%	-2.5%	1.8%	2.3%
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	458	294	375	90	825	1,605
지배순이익	212	121	151	156	399	366	217	278	107	640	1,260
YoY %	-147.1%	-21.9%	-10.7%	-33.5%	87.8%	202.2%	43.9%	78.8%	-96.1%	496.0%	96.9%

자료: 삼성물산, 하나금융투자

표 2. 삼성물산 SOTP Valuation

(단위: 십억원, 원)	가치평가액	Valuation method
영업가치* (A)	8,168	2018년 예상 세후 영업익 대비 10배수 적용
보유지분가치 (B)	33,257	
상장지분	31,639	18/7/25일 종가 기준. 상장 지분가치는 하단에서 할인율 40% 적용
삼성생명보험	3,768	
삼성전자	13,790	
삼성SDS	2,729	
삼성바이오로직스	11,166	
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)	2,186	2Q18 기준
총 기업가치(E)=(A)+(B)+(C)-(D)	41,505	
상장사 지분가치 40% 할인 후 기업가치	28,849	시장환경 악화를 고려해 상장 지분가치 할인율을 기존 30%에서 40%로 변경 적용
주식수(천주)	164,932	
주당 적정가치(원)	175,000	
현재가	119,000	18/7/25일 종가
NAV 대비 할인율	52.7%	할인율 적용전 주당 NAV 대비 현재주가의 할인율
상승여력	47.1%	목표주가 기준 연 주가 대비 상승여력

자료: 삼성물산, 하나금융투자

추정 재무제표

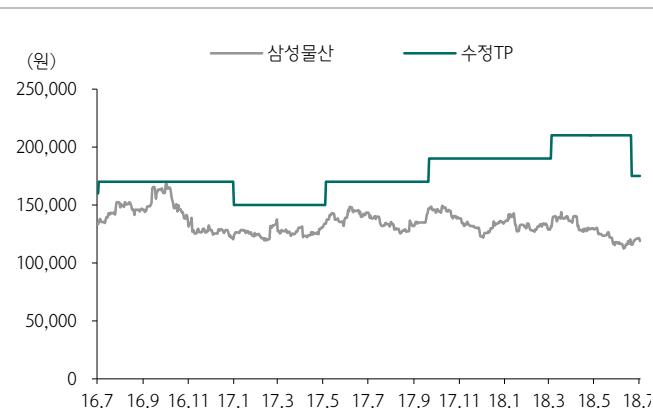
손익계산서		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	28,102.7	29,279.0	31,373.9	32,282.1	32,881.6	
매출원가	24,771.0	25,627.0	27,112.8	27,703.0	28,073.9	
매출총이익	3,331.7	3,652.0	4,261.1	4,579.1	4,807.7	
판관비	3,192.2	2,770.8	3,091.0	3,091.0	3,091.0	
영업이익	139.5	881.3	1,170.1	1,488.2	1,716.8	
금융손익	(34.0)	(92.5)	213.2	217.7	237.1	
종속/관계기업손익	(151.0)	(124.0)	221.4	5.7	(13.7)	
기타영업외손익	135.3	160.3	0.0	0.0	0.0	
세전이익	89.8	825.0	1,604.6	1,711.6	1,940.2	
법인세	68.9	343.9	391.6	414.2	469.5	
계속사업이익	20.8	481.1	1,213.0	1,297.4	1,470.7	
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
당기순이익	20.8	481.1	1,213.0	1,297.4	1,470.7	
비지배주주지분						
순이익	(86.5)	(158.7)	(47.0)	94.7	141.1	
지배주주순이익	107.4	639.8	1,260.0	1,202.7	1,329.5	
지배주주지분포괄이익	1,475.7	4,362.2	1,271.5	1,359.9	1,541.6	
NOPAT	32.4	513.9	884.5	1,128.0	1,301.3	
EBITDA	639.2	1,361.3	1,581.3	1,840.6	2,018.7	
성장성(%)						
매출액증가율	110.6	4.2	7.2	2.9	1.9	
NOPAT증가율	(9.7)	1,486.1	72.1	27.5	15.4	
EBITDA증가율	100.9	113.0	16.2	16.4	9.7	
영업이익증가율	276.0	531.8	32.8	27.2	15.4	
(지배주주)순익증가율	(96.1)	495.7	96.9	(4.5)	10.5	
EPS증가율	(96.9)	496.1	96.9	(4.6)	10.5	
수익성(%)						
매출총이익률	11.9	12.5	13.6	14.2	14.6	
EBITDAO이익률	2.3	4.6	5.0	5.7	6.1	
영업이익률	0.5	3.0	3.7	4.6	5.2	
계속사업이익률	0.1	1.6	3.9	4.0	4.5	
투자지표						
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)						
EPS	561	3,344	6,586	6,286	6,949	
BPS	105,657	127,899	132,760	137,337	142,578	
CFPS	3,639	6,537	8,761	9,001	9,831	
EBITDAPS	3,341	7,115	8,266	9,620	10,552	
SPS	146,890	153,039	163,989	168,736	171,869	
DPS	550	2,000	2,000	2,000	2,000	
주가지표(배)						
PER	223.6	37.7	18.1	18.9	17.1	
PBR	1.2	1.0	0.9	0.9	0.8	
PCFR	34.5	19.3	13.6	13.2	12.1	
EV/EBITDA	49.9	23.0	19.1	16.1	14.3	
PSR	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7	
재무비율(%)						
ROE	0.6	3.1	5.5	5.0	5.3	
ROA	0.2	1.4	2.5	2.4	2.6	
ROIC	0.4	7.0	13.3	17.9	21.8	
부채비율	110.6	95.0	91.5	90.3	87.9	
순부채비율	24.3	18.7	19.1	16.1	11.9	
이자보상배율(배)	0.7	5.1	7.9	10.8	12.4	

자료: 하나금융투자

대차대조표		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산		13,358.6	12,320.5	11,460.2	12,431.9	13,644.1
금융자산		3,951.1	3,332.9	1,848.5	2,549.6	3,583.2
현금성자산		2,698.5	2,993.2	1,484.4	2,174.9	3,201.6
매출채권 등		6,885.7	6,205.1	6,649.0	6,841.5	6,968.6
재고자산		1,312.8	1,533.0	1,642.7	1,690.3	1,721.7
기타유동자산		1,209.0	1,249.5	1,320.0	1,350.5	1,370.6
비유동자산		31,100.0	36,728.4	38,394.3	38,940.6	39,231.9
투자자산		23,197.5	28,971.1	31,043.9	31,942.6	32,535.8
금융자산		17,497.8	23,229.4	24,891.4	25,612.0	26,087.6
유형자산		5,283.7	4,988.1	4,579.1	4,226.7	3,924.7
무형자산		1,601.3	1,311.5	1,311.5	1,311.5	1,311.5
기타비유동자산		1,017.5	1,457.7	1,459.8	1,459.8	1,459.8
자산총계		44,458.5	49,048.9	49,854.5	51,372.5	52,876.0
유동부채		14,704.9	14,458.3	13,896.1	14,236.3	14,460.8
금융부채		5,415.9	5,433.7	4,229.5	4,291.4	4,332.2
매입채무 등		4,943.3	4,691.7	5,027.3	5,172.9	5,268.9
기타유동부채		4,345.7	4,332.9	4,639.3	4,772.0	4,859.7
비유동부채		8,647.9	9,439.3	9,929.1	10,141.4	10,281.6
금융부채		3,657.3	2,594.1	2,594.1	2,594.1	2,594.1
기타비유동부채		4,990.6	6,845.2	7,335.0	7,547.3	7,687.5
부채총계		23,352.8	23,897.7	23,825.2	24,377.7	24,742.5
지배주주지분		18,301.6	22,556.8	23,486.8	24,362.5	25,365.1
자본금		19.1	19.1	19.1	19.1	19.1
자본잉여금		10,468.3	10,468.3	10,468.3	10,468.3	10,468.3
자본조정		(2,157.5)	(2,157.5)	(2,157.5)	(2,157.5)	(2,157.5)
기타포괄이익누계액		4,741.8	8,471.5	8,471.5	8,471.5	8,471.5
이익잉여금		5,230.0	5,755.4	6,685.4	7,561.2	8,563.7
비지배주주지분		2,804.1	2,594.5	2,542.5	2,632.3	2,768.5
자본총계		21,105.7	25,151.3	26,029.3	26,994.8	28,133.6
순금융부채		5,122.1	4,694.8	4,975.1	4,335.9	3,343.1
현금흐름표		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름		1,355.4	1,312.4	2,131.8	1,869.8	1,917.9
당기순이익		20.8	481.1	1,213.0	1,297.4	1,470.7
조정		619.4	991.1	411.2	352.3	301.9
감가상각비		499.6	480.0	411.3	352.4	301.9
외환거래손익		22.7	74.7	0.0	0.0	0.0
지분법손익		72.9	45.5	0.0	0.0	0.0
기타		24.2	390.9	(0.1)	(0.1)	0.0
영업활동		715.2	(159.8)	507.6	220.1	145.3
변동						
투자활동 현금흐름		(812.1)	279.9	(2,102.1)	(914.2)	(605.1)
투자자산감소(증가)		(1,394.5)	(5,611.0)	(2,077.8)	(903.6)	(598.2)
유형자산감소(증가)		(377.0)	(605.1)	0.0	0.0	0.0
기타		959.4	6,496.0	(24.3)	(10.6)	(6.9)
재무활동 현금흐름		122.4	(1,116.7)	(1,534.1)	(265.1)	(286.1)
금융부채증가(감소)		1,018.5	(1,045.4)	(1,204.2)	61.8	40.8
자본증가(감소)		428.6	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동		(1,238.0)	24.4	0.0	(0.0)	(0.0)
배당지급		(86.7)	(95.7)	(329.9)	(326.9)	(326.9)
현금의 증감		632.1	294.6	(1,508.8)	690.5	1,026.6
Unlevered CFO		696.1	1,250.7	1,676.2	1,722.0	1,880.8
Free Cash Flow		870.7	634.4	2,131.8	1,869.8	1,917.9

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

삼성물산



날짜	투자의견	목표주가	파리울	
			평균	최고/최저
18.7.25	BUY	175,000		
18.3.29	BUY	210,000	-39.02%	-31.43%
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%
16.7.24	BUY	160,000	-16.56%	-16.56%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율구성

- 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	93.6%	5.5%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2018년 07월 26일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원)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 07월 26일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원)는 2018년 07월 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.