

2018. 7. 26



▲ 은행/지주

Analyst 은경완

02. 6098-6653

kw.eun@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 170,000 원

현재주가 (7.25) 119,000 원

상승여력 42.9%

KOSPI 2,273.03pt

시가총액 225,731억원

발행주식수 18,969만주

유동주식비율 48.07%

외국인비중 11.25%

52주 최고/최저가 149,500원/112,500원

평균거래대금 484.7억원

주요주주(%)

이재용 외 10 인 37.27

케이씨씨 8.97

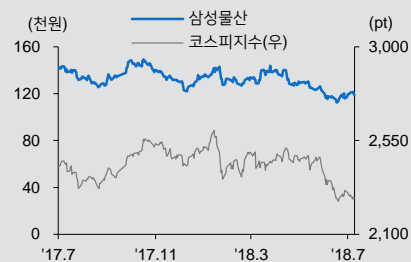
국민연금 5.70

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 1.7 -12.8 -16.2

상대주가 5.5 -1.7 -10.0

주가그래프



삼성물산 028260

2Q18 Review: 실적은 거들 뿐

- ✓ 지주회사 Top pick 투자의견 유지. 모멘텀 주식으로의 접근 필요
- ✓ 2Q18P 영업이익 3,781억원(+50.9% YoY) 기록하며 컨센서스 큰 폭 상회
- ✓ 호실적이 지속된다는 점은 긍정적이나 주가는 실적 보다는 지배구조 이슈에 민감
- ✓ 향후 지배구조 불확실성에 대한 합리적 추정 → 물산 중심의 삼성그룹 재편 예상
- ✓ 단기적으로 순환출자 해소를 위한 4% 오버행 출회 시점이 주가의 변곡점

2Q18 Earnings review

건설부문에서는 그룹공사 매출 증가와 함께 수익성 개선이 나타났으며, 상사부문은 매출 감소에도 원자재 시황이 양호하게 반영됨에 따라 1분기와 유사한 영업이익을 기록했다. 리조트 부문의 경우 성수기 진입에 따른 이익 증가로 전분기대비 흑자전환 하며 600억원의 영업이익을 시현했다. 또한 전반적인 매출 증가에도 상여 등 판관비가 감소하며 실적 개선을 견인했다. 다만 그룹공사 비중이 감소하는 하반기 이후 실적 둔화는 불가피해 보인다.

불확실성에 대한 합리적 추정

실적 호조세가 이어지며 분기 최대 영업이익을 달성했다. 문제는 삼성물산의 주가 방향성은 단기 실적 흐름 보단 삼성그룹 지배구조 개편의 향방과 그 궤를 같이 한다는 것이다. 보험업법, 지주비율, 금융그룹통합감독 등 삼성그룹을 옥죄는 법안 및 제도는 산재해 있으며, 자회사인 삼성바이오로직스 분식회계 관련 노이즈도 점증되고 있다. 대부분의 지주회사 수익률이 부진한 가운데 NAV대비 할인율이 높다라는 빈약한 논리보단 향후 불확실성에 대한 합리적 추정이 필요하다.

지주회사 Top pick 투자의견 유지

어떠한 형태의 변화가 진행되더라도 삼성물산 중심의 삼성그룹 재편은 비교적 명확하다. 하반기 내 1) 남아있는 4개의 순환출자 고리를 끊고, 2) 금산분리 해소 노력을 보여줄 가능성에 주목한다. 단기적으로 삼성전기와 삼성화재가 보유하고 있는 4%의 오버행 이슈가 소멸되는 시점이 주가의 변곡점이 될 가능성이 높다. 가치주가 아닌 모멘텀 주식으로의 기대감을 감안해 지주업종 Top pick 투자의견을 유지한다. 반면 적정주가의 경우 1) 상장 지분가치 하락, 2) 규제 리스크 부각에 따른 할인율 확대 등을 근거로 기존 190,000원에서 170,000원으로 하향 조정한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	28,102.7	139.5	107.4	561	-99.4	95,661	223.6	1.3	49.9	0.6	110.6
2017	29,279.1	881.3	639.8	3,357	2,295.1	117,902	37.5	1.1	23.0	3.1	95.0
2018E	28,120.0	1,268.8	1,363.4	7,187	168.1	120,525	16.9	1.0	14.5	6.0	86.9
2019E	29,244.4	1,262.1	1,162.5	6,128	-13.6	124,721	19.8	1.0	14.9	5.0	84.2
2020E	30,018.5	1,270.5	1,175.8	6,199	1.1	128,731	19.6	0.9	15.5	4.8	83.0

표1 삼성물산 2Q18 실적 Review

(십억원)	2Q18P	2Q17	(% YoY)	1Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	7,927.7	7,319.2	8.3	7,476.3	6.0	7,419.9	6.8
영업이익	378.1	255.5	48.0	209.2	80.8	261.4	44.7
세전이익	457.9	166.9	174.3	478.3	-4.3	309.0	48.2
순이익	365.8	121.0	202.2	398.6	-8.2	229.4	59.4
영업이익률(%)	4.8	3.5		2.8		3.5	
순이익률(%)	4.6	1.7		5.3		3.1	

자료: 삼성물산, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 삼성물산 NAV Valuation Table

(십억원)	지분율/주식수 (%)	장부가	현재가	평가액	비고
1) 보유지분가치				33,434	7월 25일 종가기준
삼성전자	4.7	296,252	13,924		
삼성SDS	17.1	19,480	3,327		
삼성생명	19.3	15,979	3,084		
삼성바이오로직스	43.4	25,705	11,166		
삼성엔지니어링	7.0	3,195	223		
토지 및 시장성 없는 매도가능증권		1,710.5	1,711		
2) 영업가치				10,602	NOPLAT에 12배 적용
3) 순차입금				2,186	'18년 6월말 기준
4) NAV				41,850	
5) 할인율 (%)				35.0	35% 할인율 적용
6) Target NAV				27,203	
7) 유통주식수 (주)	163,464,540				보통주 기준
8) 주당 NAV				166,413	
9) 적정주가 (원)				170,000	
10) 현재주가 (원)				119,000	7월 25일 종가기준
11) 상승여력 (%)				42.9	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

삼성물산 (028260)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	28,102.7	29,279.1	28,120.0	29,244.4	30,018.5
매출액증가율 (%)	110.6	4.2	-4.0	4.0	2.6
매출원가	24,771.0	25,627.0	24,116.1	25,128.1	25,804.4
매출총이익	3,331.7	3,652.1	4,003.9	4,116.3	4,214.1
판매관리비	3,192.2	2,770.8	2,735.1	2,854.1	2,943.6
영업이익	139.5	881.3	1,268.8	1,262.1	1,270.5
영업이익률	0.5	3.0	4.5	4.3	4.2
금융손익	-34.0	-92.5	-26.4	7.0	20.7
종속/관계기업손익	-151.0	-124.0	-66.3	0.0	0.0
기타영업외손익	135.3	160.3	527.3	205.0	200.0
세전계속사업이익	89.8	825.0	1,703.3	1,474.1	1,491.2
법인세비용	68.9	343.9	421.4	367.0	371.4
당기순이익	20.8	481.1	1,281.9	1,107.1	1,119.8
지배주주지분 순이익	107.4	639.8	1,363.4	1,162.5	1,175.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	1,355.4	1,312.4	889.6	1,109.7	1,474.2
당기순이익(손실)	20.8	481.1	1,281.9	1,107.1	1,119.8
유형자산상각비	499.6	480.0	456.9	389.7	329.3
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	715.2	-159.8	-677.5	-387.2	25.0
투자활동 현금흐름	-812.1	279.9	4,376.1	-444.0	-1,327.6
유형자산의증가(CAPEX)	-484.7	-678.0	-146.8	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-1,730.0	-5,898.0	4,408.0	-438.3	-1,312.4
재무활동 현금흐름	122.4	-1,116.7	-1,109.0	-481.8	-612.0
차입금의 증감	1,018.5	-1,045.4	-1,106.7	-154.8	-252.4
자본의 증가	428.6	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	632.1	294.6	4,160.7	184.0	-465.5
기초현금	2,066.4	2,698.5	2,993.2	7,153.9	7,337.8
기말현금	2,698.5	2,993.2	7,153.9	7,337.8	6,872.4

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	13,358.6	12,320.5	15,794.1	16,447.1	16,440.7
현금및현금성자산	2,698.5	2,993.2	7,153.9	7,337.8	6,872.4
매출채권	3,934.8	3,839.6	3,647.7	3,720.6	3,832.2
재고자산	1,312.8	1,533.0	1,275.6	1,425.7	1,500.8
비유동자산	31,100.0	36,728.4	31,823.8	31,872.4	32,855.4
유형자산	5,281.2	4,985.9	4,623.4	4,233.7	3,904.4
무형자산	1,601.3	1,311.5	1,279.7	1,279.7	1,279.7
투자자산	23,197.5	28,971.2	24,496.9	24,935.2	26,247.6
자산총계	44,458.5	49,048.9	47,617.9	48,319.5	49,296.1
유동부채	14,705.0	14,458.3	14,124.7	13,558.7	13,689.1
매입채무	1,823.8	1,785.6	1,803.5	1,839.5	1,876.3
단기차입금	1,865.8	2,093.3	1,352.5	1,252.5	1,152.5
유동성장기부채	1,607.4	1,346.8	1,593.1	1,493.1	1,443.1
비유동부채	8,647.9	9,439.4	8,012.6	8,532.7	8,667.7
사채	2,375.2	1,606.8	1,557.3	1,457.3	1,357.3
장기차입금	1,282.1	987.3	758.7	708.7	608.7
부채총계	23,352.8	23,897.7	22,137.2	22,091.3	22,356.9
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
기타포괄이익누계액	4,741.8	8,471.5	8,448.2	8,448.2	8,448.2
이익잉여금	5,230.0	5,755.4	6,280.4	7,083.3	7,850.4
비지배주주지분	2,804.1	2,594.5	2,422.1	2,366.7	2,310.8
자본총계	21,105.7	25,151.3	25,480.6	26,228.1	26,939.3

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	148,151	154,352	148,242	154,169	158,250
EPS(지배주주)	561	3,357	7,187	6,128	6,199
CFPS	3,670	6,594	9,958	9,789	9,488
EBITDAPS	3,370	7,176	9,097	8,708	8,434
BPS	95,661	117,902	120,525	124,721	128,731
DPS	550	2,000	2,000	2,200	2,500
배당수익률(%)	0.4	1.6	1.6	1.8	2.1
Valuation(Multiple)					
PER	223.6	37.5	16.9	19.8	19.6
PCR	34.2	19.1	12.2	12.4	12.8
PSR	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
PBR	1.3	1.1	1.0	1.0	0.9
EBITDA	639.2	1,361.3	1,725.6	1,651.9	1,599.8
EV/EBITDA	49.9	23.0	14.5	14.9	15.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	0.6	3.1	6.0	5.0	4.8
EBITDA 이익률	2.3	4.6	6.1	5.6	5.3
부채비율	110.6	95.0	86.9	84.2	83.0
금융비용부담률	0.7	0.6	0.5	0.4	0.4
이자보상배율(x)	0.7	5.1	9.2	9.7	10.3
매출채권회전율(x)	7.1	7.5	7.5	7.9	7.9
재고자산회전율(x)	20.8	20.6	20.0	21.7	20.5

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 7월 26일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 7월 26일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 7월 26일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:은경완)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	97.1%
중립	2.9%
매도	0.0%

2018년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

삼성물산 (028260) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1년

