



2018년 10월 10일 | Equity Research

삼성물산 (028260)

3Q Preview: 견조한 실적과 M&A 기대감

3Q 영업익 2,702억원(YoY +28.6%) 컨센서스 소폭 상회 추정

3분기 영업익은 2,702억원(YoY +28.6%), 지배순익은 3,594억원(YoY +138.1%)으로 컨센서스를 소폭 상회할 전망이다. 견조한 실적 증가는 무엇보다 건설 부문 호조에 기인한다. 하이테크 매출 인식이 집중되었던 상반기 대비 매출 규모는 감소하나, 해외부문 호조의 영향으로 건설 영업이익률은 3분기에도 5% 전후로 추정된다. 컨센서스 대비 지배순익 상회 폭이 큰 것은 서초사옥 매각에 따른 영업외손익 1,900억원 증가의 영향이다. 이 밖에도 삼성전자 분기배당 약 1,050억원이 반영되었다. 4분기에는 10월말로 예정된 바이오젠아이텍의 콜옵션 행사로 인해, 삼성바이오로직스의 바이오에피스처분이익 4,330억원의 영업외손익이 반영될 예정이다.

순환출자 이슈 해소, 보유 현금 활용한 신규 투자 기대감

지난 9월 삼성전기 및 삼성화재가 보유한 삼성물산 약 4% 지분 블록딜로 순환출자 이슈는 완전 해소되었다. 향후 이슈는 삼성물산이 100% 지분으로 보유한 삼성웰스토리 지분의 처리 가능성이 있다. 11월 국회 통과를 추진 중인 공정거래법 전면 개편안에 따르면, 규제대상 총수일가가 20% 이상 보유한 기업이 50% 이상 지분을 보유한 자회사 또한 일감몰아주기 규제에 포함되기 때문이다. 현재 웰스토리는 2017년 매출액 기준 1/3 이상이 그룹 계열사와의 수의계약을 통해 이루어지고 있다. 처리 방안으로는 외부 매각, 호텔신라 등에 대한 매각, 호텔신라와의 합병 추진 등이 가능할 것으로 보인다. 한편, 삼성물산은 지속적인 자산 유동화를 통해 금번 서초사옥 매각 이후 보유 현금은 4조원 전후로 추정된다. 영업활동을 위한 현금을 제외하더라도 최소 2조원 이상의 유동현금을 활용한 신규 투자 혹은 M&A 가능성이 존재한다.

투자의견 BUY 및 목표주가 175,000원 유지

투자의견 BUY 및 목표주가 175,000원을 유지한다. 건설 사업 실적호조가 이어지는 가운데, 오버행 이슈의 해소로 수급상 불확실성이 해소되었고 약 4조원에 달하는 현금을 활용한 M&A 기대감이 조성될 전망이다. 배당 중대/ 자사주 소각 등 주주환원 이슈는 '17~'19년 3개년 배당 계획이 종료되는 '19년 하반기에 재차 부각될 것으로 보인다.

BUY

| TP(12M): 175,000원 | CP(10월 8일): 124,000원

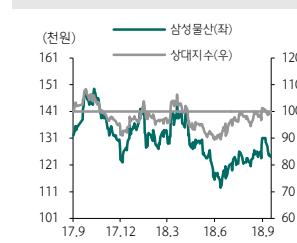
Key Data

	2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,253.83	
52주 최고/최저(원)	149,500/112,500	
시가총액(십억원)	23,521.6	
시가총액비중(%)	1.95	
발행주식수(천주)	189,690.0	
60일 평균 거래량(천주)	496.3	
60일 평균 거래대금(십억원)	61.6	
18년 배당금(예상,원)	2,000	
18년 배당수익률(예상,%)	1.6	
외국인지분율(%)	14.28	
주요주주 지분율(%)		
이재용 외 8 인	33.26	
케이씨씨	8.97	
주가상승률	1M 6M 12M	
절대	(0.8) (11.1) (8.1)	
상대	0.4 (4.2) (2.4)	

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	30,485.9	31,190.9
영업이익(십억원)	1,145.5	1,234.0
순이익(십억원)	1,330.5	1,207.9
EPS(원)	7,104	6,437
BPS(원)	141,635	147,748

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	1,162.6	1,485.7	1,714.3
세전이익	십억원	89.8	825.0	1,787.1	1,709.1	1,937.7
지배순이익	십억원	107.4	639.8	1,372.1	1,144.4	1,263.7
EPS	원	561	3,344	7,172	5,981	6,605
증감률	%	(96.9)	496.1	114.5	(16.6)	10.4
PER	배	223.65	37.68	17.29	20.73	18.77
PBR	배	1.19	0.99	0.93	0.90	0.87
EV/EBITDA	배	49.87	23.01	19.73	16.63	14.77
ROE	%	0.62	3.13	5.95	4.77	5.08
BPS	원	105,657	127,899	133,346	137,618	142,515
DPS	원	550	2,000	2,000	2,000	2,000



Analyst 오진원

02-3771-7525

jw.oh@hanafn.com

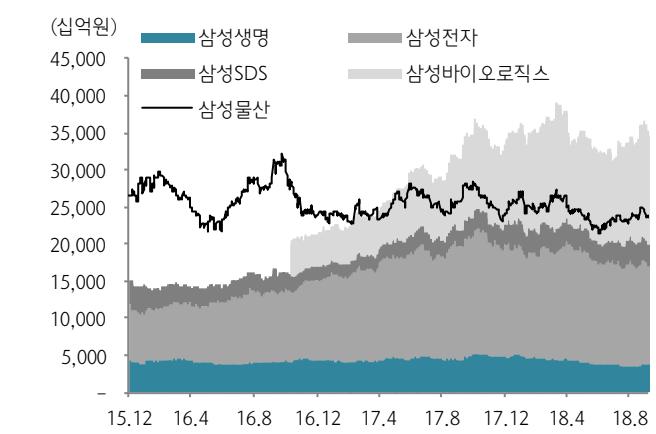
RA 박은규

02-3771-8532

ek.p@hanafn.com

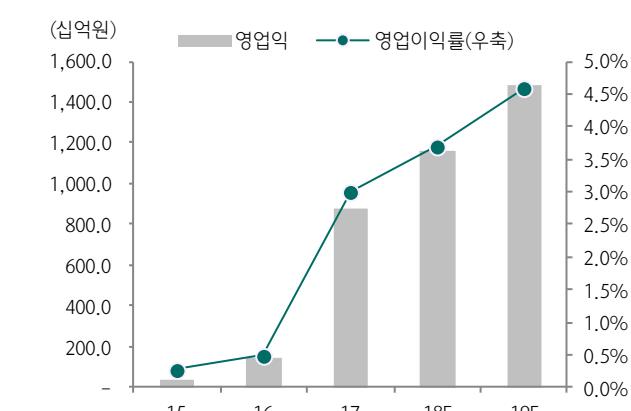
하나금융투자

그림 1. 주요 상장사 지분가치와 삼성물산 시가총액 추이



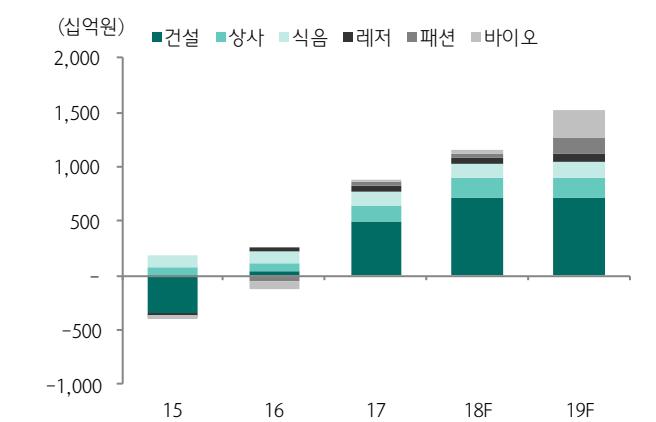
자료: Dataguide, 하나금융투자

그림 2. 삼성물산 합병 이후 영업익 급격한 개선세



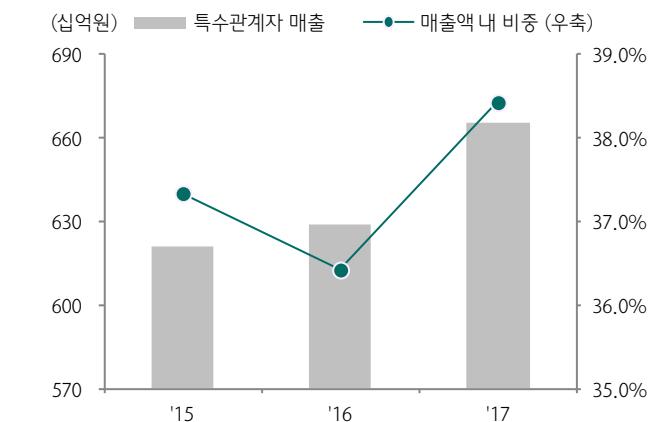
자료: 삼성물산, 하나금융투자

그림 3. 건설 실적 개선이 자체사업 호조의 핵심요인



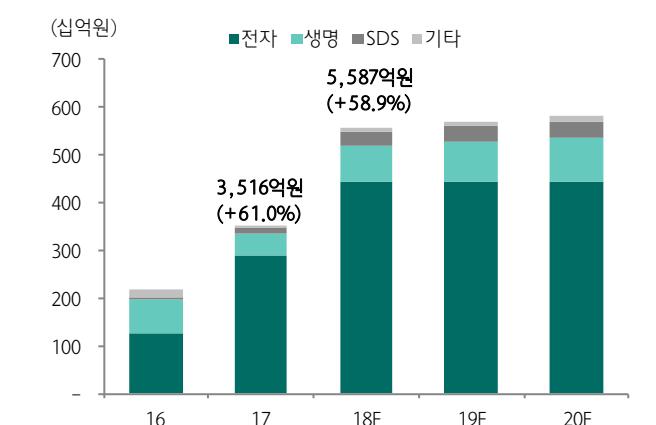
자료: 삼성물산, 하나금융투자

그림 4. 삼성엘스토리 특수관계자 매출 추이



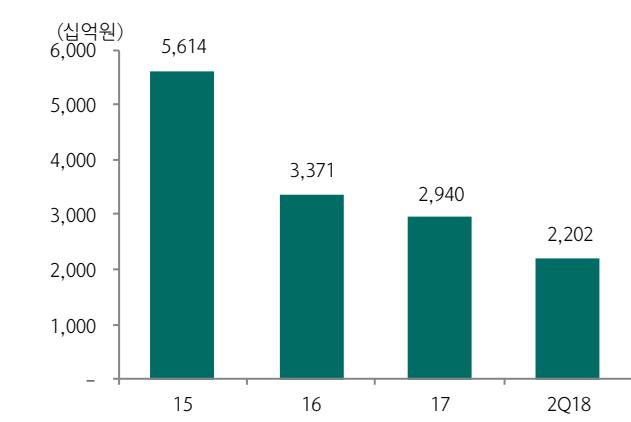
자료: 삼성엘스토리, 하나금융투자

그림 5. 삼성물산 연도별 배당수입 추이



자료: 삼성물산, 하나금융투자

그림 6. 삼성물산 연결 순차입금 추이



자료: 삼성물산, 하나금융투자

표 1. 공정거래법 전면 개편방안 내 집단법제 관련 내용 요약

	현행	특위 권고안	공정위 입법 예고안
상호출자제한 기업집단 지정기준	자산총액 10 조 원 이상 (시행령에 규정)	명목 GDP의 0.5% 이상 (법에 규정, 시행시기는 0.5%가 10 조원을 초과하는 해의 다음 해부터 시행)	특위안 수용 (규제혼란을 최소화하기 위해 명목 GDP 0.5%가 10 조원을 초과하는 해의 다음해부터 시행)
기준 순환출자 규제	규정 없음	기존 순환출자에 대한 의결권 제한	특위안 수정수용 (법 시행후 새롭게 상호출자기업집단으로 지정되는 기업집단에 한정하여 적용) * 현재 상호출자기업집단은 대부분 자발적으로 순환출자를 해소하여 규제 미적용
금융보험사 의결권 제한제도	특수관계인 합산 15%	특수관계인 합산 15%에 추가하여 금융보험사만의 의결권 행사 한도 5% 신설 계열사간 합병·영업양도는 제외	현행 유지 (금융·보험사만의 5% 한도 미도입) - 규제효과가 크지 않고 규제강화 논란만 확산 특위안 수용 계열사간 합병은 적대적 M&A 방어와 관련이 없고, 오히려 사익편취 위험이 가장 높은 유형 (불합리한 합병비율 찬성 등 문제)
공익법인	규정 없음	특수관계인 합산 15%, 공익법인만의 의결권 행사 한도 5%, 계열사간 합병·영업양도는 제외	특위안 단계적 수용 특수관계인과 합산 15% 한도 규정은 2년간 시행 유예 후 3년에 걸쳐 5%씩 단계적 행사한도 축소 (30%→25%→20%→15%)
사익편취 규제 대상	총수일가 지분 30%(상장), 20%(비상장) 이상 보유회사	총수일가 지분 20%(상장, 비상장) 이상 보유회사 총수일가 지분 20% 이상 회사의 50% 초과 지분 보유 자회사	(국내계열사) 특위안 수용 (해외계열사) 규제 미도입
지주회사 규제	자·손자회사 의무 지분율 (상장 20% 비상장 40%)	자·손자회사 의무 지분율 요건 상향 (상장 30%, 비상장 50%) 공동손자회사 금지 내부거래 공시 강화	규제 강도가 낮은 특위안 수용 지분율을 상향하되, 적용대상을 신규 설립·전환 지주회사로 한정 기존 지주회사는 익금불산입률 조정(금년 세법개정안 반영 예정)을 통한 자발적 상향 유도
	부채비율 200%	부채비율 100% 강화 또는 현행 유지	현행 유지 (규제 강화 실익이 크지 않은 점을 고려)
	-	벤처기업의 M&A 저변확대를 위해 공정거래법상 벤처지주회사제도를 활성화하자는 것이 다수 의견	벤처지주회사 설립요건 완화 (자산총액 요건 5천억→3백억) 행위제한 규제 대폭 완화(비계열사 주식취득 한도 5%를 적용배제 등)

자료: 공정거래위원회, 하나금융투자

표 2. 삼성물산 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	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
기타	550	688	670	624	556	707	731	694	2,768	2,937	2,688
영업이익	133	255	210	283	209	378	270.2	305	140	881	1,163
YoY %	흑전	44.5%	12.5%	34.4%	57.8%	48.0%	28.6%	7.8%	275.7%	531.6%	32.0%
건설	85	153	96	167	158	243	135	173	34	501	709
상사	45	46	44	15	58	57	46	20	70	150	181
패션	- 1	9	-13	38	- 0	6	-	43	- 46	33	49
기타	4	47	83	63	- 6	72	89	69	82	197	224
영업이익률	2.0%	3.5%	2.8%	3.6%	2.8%	4.8%	3.6%	3.6%	0.5%	3.0%	3.7%
건설	3.1%	4.8%	3.1%	5.6%	5.3%	7.8%	4.8%	5.0%	0.3%	4.2%	5.7%
상사	1.6%	1.5%	1.4%	0.4%	1.7%	1.6%	1.4%	0.6%	0.7%	1.2%	1.3%
패션	-0.2%	2.0%	-3.5%	7.5%	-0.1%	1.4%	0.0%	5.9%	-2.5%	1.8%	2.3%
기타	0.6%	6.9%	12.4%	10.1%	-1.2%	10.2%	12.2%	10.0%	2.9%	6.7%	8.3%
세전이익	279	167	166	213	478	458	501	350	90	825	1,787
지배순이익	212	121	151	156	399	366	359.4	248.3	107	640	1,372
YoY %	-147.1%	-21.9%	-10.7%	-33.5%	87.8%	202.2%	138.1%	59.5%	-96.1%	496.0%	114.5%

자료: 삼성물산, 하나금융투자

표 3. 삼성물산 SOTP Valuation

(단위: 십억원, 원)	가치평가액	Valuation method
영업가치* (A)	8,150	2018년 예상 세후 영업익 대비 10배수 적용
보유지분가치 (B)	36,487	
상장지분	34,869	18/10/8일 종가 기준. 상장 지분가치는 하단에서 할인율 40% 적용
삼성생명보험	3,660	
삼성전자	13,432	
삼성SDS	2,874	
삼성바이오로직스	14,630	
기타	273	
비상장지분	1,618	장부가
순차입금 (C)	2,202	2Q18 기준
총 기업가치(D)= (A)+(B) - (C)	42,435	
상장사 지분가치 40% 할인 후 기업가치	28,487	
주식수(천주)	164,932	
주당 적정가치(원)	173,000	
현재가	124,000	18/10/8일 종가
NAV 대비 할인율	51.8%	할인율 적용전 주당 NAV 대비 현재주가의 할인율
상승여력	39.5%	목표주가 기준 연 주가 대비 상승여력

주: 기준 목표주가 175,000원과 산출 주당 적정 NAV 173,000원과의 차이가 1%에 불과해 연 목표주가 유지

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	27,120.4	27,705.5	28,076.4
매출총이익	3,331.7	3,652.0	4,253.5	4,576.6	4,805.2
판관비	3,192.2	2,770.8	3,091.0	3,091.0	3,091.0
영업이익	139.5	881.3	1,162.6	1,485.7	1,714.3
금융순익	(34.0)	(92.5)	237.8	261.9	265.7
종속/관계기업손익	(151.0)	(124.0)	386.7	(38.5)	(42.3)
기타영업외손익	135.3	160.3	0.0	0.0	0.0
세전이익	89.8	825.0	1,787.1	1,709.1	1,937.7
법인세	68.9	343.9	463.9	470.0	532.9
계속사업이익	20.8	481.1	1,323.2	1,239.1	1,404.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	20.8	481.1	1,323.2	1,239.1	1,404.8
비지배주주지분					
순이익	(86.5)	(158.7)	(48.8)	94.7	141.1
지배주주순이익	107.4	639.8	1,372.1	1,144.4	1,263.7
지배주주지분포괄이익	1,475.7	4,362.2	1,387.0	1,298.8	1,472.6
NOPAT	32.4	513.9	860.8	1,077.1	1,242.9
EBITDA	639.2	1,361.3	1,573.8	1,838.1	2,016.2
성장성(%)					
매출액증가율	110.6	4.2	7.2	2.9	1.9
NOPAT증가율	(9.7)	1,486.1	67.5	25.1	15.4
EBITDA증가율	100.9	113.0	15.6	16.8	9.7
영업이익증가율	276.0	531.8	31.9	27.8	15.4
(지배주주)순이익증가율	(96.1)	495.7	114.5	(16.6)	10.4
EPS증가율	(96.9)	496.1	114.5	(16.6)	10.4
수익성(%)					
매출총이익률	11.9	12.5	13.6	14.2	14.6
EBITDA이익률	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	4.2	3.8	4.3

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	561	3,344	7,172	5,981	6,605
BPS	105,657	127,899	133,346	137,618	142,515
CFPS	3,639	6,537	9,586	8,757	9,668
EBITDAPS	3,341	7,115	8,226	9,607	10,539
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	17.3	20.7	18.8
PBR	1.2	1.0	0.9	0.9	0.9
PCFR	34.5	19.3	12.9	14.2	12.8
EV/EBITDA	49.9	23.0	18.5	15.7	14.4
PSR	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7
재무비율(%)					
ROE	0.6	3.1	5.9	4.8	5.1
ROA	0.2	1.4	2.8	2.2	2.4
ROIC	0.4	7.0	15.1	24.0	26.1
부채비율	110.6	95.0	93.0	90.4	87.0
순부채비율	24.3	18.7	11.0	9.9	9.2
이자보상배율(배)	0.7	5.1	7.8	10.8	12.4

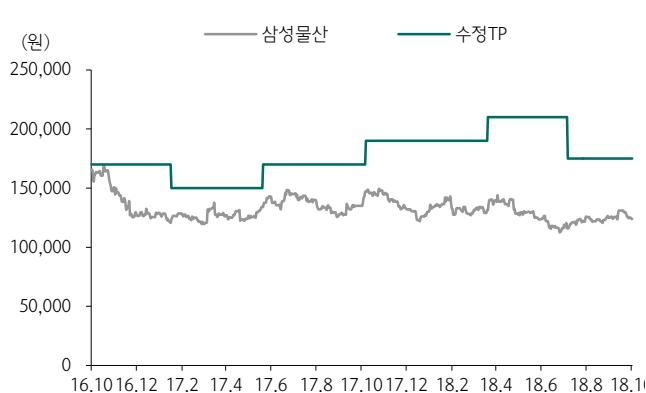
자료: 하나금융투자

대차대조표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	13,358.6	12,320.5	12,056.9	12,558.4	13,354.7
금융자산	3,951.1	3,332.9	3,941.7	4,216.0	4,349.7
현금성자산	2,698.5	2,993.2	3,577.6	3,841.3	3,968.1
매출채권 등	6,885.7	6,205.1	5,584.6	5,746.2	6,320.9
재고자산	1,312.8	1,533.0	1,379.7	1,419.7	1,490.7
기타유동자산	1,209.0	1,249.5	1,150.9	1,176.5	1,193.4
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	50,451.2	51,499.0	52,586.6
유동부채	14,704.9	14,458.3	14,382.5	14,310.8	14,185.3
금융부채	5,415.9	5,433.7	4,229.5	4,291.4	4,332.2
매입채무 등	4,943.3	4,691.7	5,395.4	5,125.7	4,869.4
기타유동부채	4,345.7	4,332.9	4,757.6	4,893.7	4,983.7
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	24,311.6	24,452.3	24,466.9
지배주주지분	18,301.6	22,556.8	23,598.9	24,416.3	25,353.1
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	6,797.5	7,615.0	8,551.7
비지배주주지분	2,804.1	2,594.5	2,540.7	2,630.4	2,766.6
자본총계	21,105.7	25,151.3	26,139.6	27,046.7	28,119.7
순금융부채	5,122.1	4,694.8	2,881.9	2,669.5	2,576.6
현금흐름표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	1,355.4	1,312.4	4,225.0	1,443.0	1,018.0
당기순이익	20.8	481.1	1,323.2	1,239.1	1,404.8
조정	619.4	991.1	411.3	352.4	302.0
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	0.0	0.0	0.1
영업활동 자산부채	715.2	(159.8)	2,490.5	(148.5)	(688.8)
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	584.5	263.7	126.8
Unlevered CFO	696.1	1,250.7	1,834.0	1,675.3	1,849.7
Free Cash Flow	870.7	634.4	4,225.0	1,443.0	1,018.0

투자의견 변동 내역 및 목표주가 평균

삼성물산



날짜	투자의견	목표주가	평균		고리율
			평균	최고/최저	
18.7.15	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%	
16.10.9	BUY	170,000	-18.00%	-0.59%	
16.7.24	BUY	160,000	-8.74%	3.44%	

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율구성

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 연주가 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	92.5%	6.6%	0.9%	100.0%

* 기준일: 0000년 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 10월 10일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(0)는 2018년 10월 10일 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.