

삼성물산(028260)

Above

In line

Below

매수(유지)

목표주가: 222,000원(하향)

Stock Data

KOSPI(4/27)	2,015
주가(4/27)	134,000
시가총액(십억원)	25,418
발행주식수(백만)	190
52주 최고/최저가(원)	197,000/131,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	66,518
유동주식비율/외국인지분율(%)	45.9/7.9
주요주주(%)	이재용 외 12인 39.4
케이씨씨	9.0

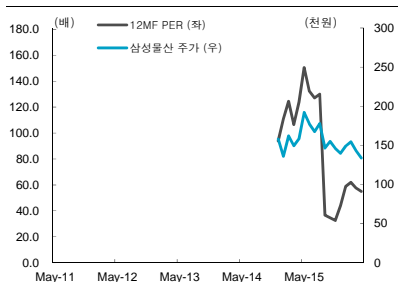
Valuation 지표

	2015A	2016F	2017F
PER(x)	9.8	NM	59.4
PBR(x)	64.9	1.2	1.2
ROE(%)	25.2	(0.5)	2.5
EV/EBITDA(x)	32.6	75.7	29.1
EPS(원)	14,357	(470)	2,256
BPS(원)	2,156	108,908	114,089

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(6.3)	(15.2)	(19.3)
상대주가(%p)	(7.9)	(13.8)	(12.7)

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

잠재손실 선반영으로 2분기 연속 적자

What's new : 수주산업 회계 투명성 강화 목적으로 잠재손실 인식

삼성물산의 1Q16 영업이익은 -4,348억원, 지배주주 순이익은 -4,505억원으로 전 분기에 이어 대규모 손실을 시현했다. 수주산업의 회계 투명성 강화 목적으로 중동을 비롯 전 세계 25개 프로젝트 예상손실 약 3,600억원과 퇴직위로금 500억원을 반영해 영업적자를 시현했다. 세전이익에서는 계열사 배당이익 2,100억원, 로이힐 보증예치금 -1,300억원을 대손충당금 설정, 광구권 손상차손 -900억원, 지분법 손실 -320억원, 이자비용 -410억원이 반영되어 순이익도 몹시 부진했다.

Positives : 로이힐 악몽은 해소 국면

이재용 부회장의 지분 매입 이후 주가 부진이 길어지는 상황에서 삼성물산이 2분기 연속 적자를 허용한 점은 이례적이다. 1) 경쟁 건설사가 모두 1분기 영업흑자를 시현한 상황이고, 2) 손실을 반영한 해외프로젝트 상당수는 완공 예정일이 2017~2018년에 걸쳐 있어 향후 나눠 반영할 수 있었기 때문이다. 공교롭게도 상사, 패션, 리조트, 바이오 전 영역이 모두 부진하다. 예단이지만 향후 각 사업부 개편과 지주 전환 이전 각 사업부별 부담이 되는 잠재손실을 적극적으로 선반영한 것으로 판단된다. 부진한 실적이 장기간 이어지는 것보다 선제적 대응이었다는 것이 우리의 판단이다. 우려에도 불구하고 2분기부터는 실적 정상화가 가능할 것으로 판단한다.

2월 1일 기준으로 로이힐 프로젝트는 발주처로 운영권을 넘겼고, LD 지급 의무는 소멸되었다. 향후 소규모 보수 비용이 발생할 수 있지만, 제한적 이슈다. 협상이 진행 중인 로이힐 예치보증금 1,300억원은 보수적 기조로 대손충당금을 미리 설정했다. 협상 결과가 긍정적이면 일부 환입이 가능할 것이다.

Negatives : 삼성바이오로직스 상장 시 지분을 하락에 따른 NAV 조정

언론보도를 참고 시 삼성물산의 자회사인 삼성바이오로직스의 상장이 빨라질 전망이다. 1) 삼성물산의 기업가치 제고, 2) 바이오 CMO 3, 4공장의 건립 재원 확보를 위해서 조기 상장을 결정한 것으로 판단된다. 삼성바이오로직스의 분기 영업이익이 -250억원에 불과하고, 최근 바이오산업 투자심리가 약화된 상황이기엔 흥행을 위해서는 상장 시 주식시장 분위기와 peer 그룹의 밸류에이션이 중요해질 전망이다. 현재 삼성물산은 삼성바이오로직스 지분을 51.4% 보유 중인데, 신주 발행에 따른 지분을 하락이 예상되며 이에 따른 NAV 조정이 추후 목표주가에 반영될 것이다.

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q16P				증감률		2016F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	8,158	6,487	(20.5)	7,251	(10.2)	NA	29,540	31,053
영업이익	81	(435)	NA	73	NA	NA	65	645
영업이익률	1.0	(6.7)	(7.7)	1.0	(5.5)	NA	0.2	2.1
세전이익	27	(553)	NA	102	NA	NA	(80)	563
순이익	21	(451)	NA	91	NA	NA	(92)	430

윤태호 3276-5956
taeho3123@truefriend.com

김서연 3276-6246
seoyeon.kim@truefriend.com

결론: 목표주가 222,000원으로 12.9% 하향 조정

우리는 최근 부진한 영업실적과 개별 사업부(건설, 레저, 식음료, 패션)의 멀티플을 재조정했다. 1분기는 경상적이 아닌 이례적인 손실이 상당 부분 반영되어 있기에 이를 제외한 영업가치를 산출하고, peer group의 현재 멀티플을 재조정했다. 건설사업부는 6.6조원에서 4.2조원, 패션사업부는 2.2조원에서 6,600억원, 식음료사업부는 2.8조원에서 2.1조원, 레저사업부는 4,770억원에서 710억원으로 조정했다. 이에 따라 산출된 기업가치는 36.2조원이며 목표주가는 222,000원이다.

2분기 연속 적자로 투자자의 신뢰도 및 주가 영향은 불가피해 보인다. 그러나 우리는 1Q가 잠재 손실의 마지막 반영일 것으로 판단한다. 실적 후유증으로 주가 모멘텀이 부재하지만, 긴 그림에서 삼성물산의 지배구조 투자포인트는 여전히 유효하다. 1분기에 과도해 보이는 잠재 손실 반응을 big bath로, 사업구조재편 선행 작업으로 해석한다면 추후 이벤트까지 기다려야 한다는 판단이다.

1) 2분기 연속 적자 시현에 따른 자본력 약화, 2) 차입금 증가에 따른 이자비용 증가 (2015년 5.7조원), 3) 자사주 매입(매수청구권) 이후 현금성 자산 부족, 4) 삼성바이오 투자(지분율 확대) 등을 고려 시 중요 사업부 개편 가능성이 높다는 것이 우리의 판단이다. 최근의 주가 부진은 몹시 아쉽지만, 해당 재원이 전자 등 핵심계열사 지분 혹은 그룹 captive 확보가 가능한 사업부 인수로 이어진다면 주가는 빠르게 회복할 것으로 판단한다.

〈표 1〉 삼성물산 SotP Valuation

(단위: 십억원, 배, 원, 평)

구분	값	가정
(A) 영업가치 = (a)+(b)+(c)+(d)+(e)	8,377	
(a) 패션사업영업가치	656	
EBITDA	59	2016F EBITDA
EV/EBITDA	11.1	한섬(제조업체)과 신세계인터(수입업체) 멀티플 중간
(b) 식품사업영업가치	2,070	
EBITDA	137	2016F EBITDA
EV/EBITDA	15.1	현대그린푸드, 신세계푸드 average
(c) 건설사업영업가치	4,195	
EBITDA	529	2016F EBITDA
EV/EBITDA	7.9	산업평균 대비 20% 할인
(d) 상사사업영업가치	1,384	
EBITDA	156	2016F EBITDA
EV/EBITDA	8.9	산업평균 대비 20% 할인
(e) 조정 레저사업영업가치	71	산출된 영업가치에서 테마파크가 사용하는 시설 부지 50 만평을 추정 장부가 기준으로 차감
레저사업영업가치	147	
EBITDA	23	2016F EBITDA
EV/EBITDA	6.4	해외 peer 평균 대비 40% 할인
(B) 비영업가치 = (f)+(g)+(h)	25,635	
(f) 부동산	2,365	경사지 50% - 에버랜드 공시지가 대표지의 2014 년 공시지가
평당가격	1,046,264	개발가용지 27% - 근교 지역(임야/주택용지) 토지가격 감안
용인단지 내 제일모직 소유 부지	226	시설용지 23% - 레이크사이드 토지가격 적용
(g) 주식	15,063	2016 년 4 월 27 일 종가
- 삼성전자 4.06%	7,657	
- 삼성생명 19.34%	4,332	
- 삼성 SDS 17.08%	2,194	
- 제일기획 12.64%	244	
- 삼성엔지니어링 7.81%	190	
- 삼성중공업 0.13%	3	
- 아이마켓코리아 0.47%	3	
- 기타지분가치	440	비상장주식 장부가 합산 (2015 년 12 월 장부가)
(h) 삼성바이오 지분가치	8,207	삼성바이오로직스와 삼성바이오에피스 영업가치 산출 후 순차입금을 차감
- 삼성바이오로직스 추정 시가총액	15,968	바이오로직스: 셀트리온/이수엘지스 PSR 적용/바이오에피스: 파이프라인 NPV 적용
- 지분율	51.4%	
(C) 지주 프리미엄	4,780	
할인율	0.70	미래 가치인점을 고려해 할인율 적용
- 지주전환가치	15,932	지주 전환 후 5 년간 계열사 배당과 브랜드로얄티를 WACC 7.0%로 할인해 현재화
- 계열사배당	9,525	제조업계열사 배당 성향 20%
- 브랜드로얄티	6,406	삼성전자, 삼성물산, 삼성생명, 삼성화재 매출의 0.5%를 브랜드수수료로 계산
(D) 순차입금	2,616	2015 4Q 기준 장기차입금, 단기차입금에서 현금 및 예치금 등 단기금융자산 차감
현재차입금	5,700	
단기차입금	1,258	
유동성장기부채	1,493	
장기차입금	249	
사채	2,700	
현금성자산	1,272	
현금 및 현금성자산	1,213	
단기금융상품	59	
(E) 기업가치 합계 = (A)+(B)+(C)-(D)	36,176	
주식수	189,690,043	보통주 기준
자사주	26,225,503	자사주 13.8%(엘리엇 공개매수 포함)
자사주 차감 NAV/Shares	222,000	자사주 차감

자료: 삼성물산, 한국투자증권

〈표 2〉 삼성물산 기업가치 산출 변경내역

(단위: 십억원, 원, %)

	기존	변경	변동폭	비고
영업가치	12,099	8,377	(30.8)	
(1) 패션	2,153	656	(69.5)	기존에는 건설가치에 포함
(2) 식품	2,783	2,070	(25.6)	
(3) 건설	6,685	4,195	(37.3)	
(4) 상사		1,384	NA	
(5) 레저	477	71	(85.0)	
비영업가치	30,226	30,415	0.6	
(1) 부동산	2,365	2,365	0.0	순차입금 조정
(2) 주식	15,063	15,063	0.0	
(3) 삼성바이오 지분가치	8,018	8,207	2.4	
(4) 지주 프리미엄	4,780	4,780	0.0	
EV	39,708	36,176	(8.9)	
목표주가	255,000	222,000	(12.9)	

자료: Bloomberg, 삼성물산, 한국투자증권

〈표 3〉 삼성물산 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2014	2015	2016F	2017F
매출액	5,130	17,623	29,540	30,854
리조트	1,999	2,166	2,344	2,500
패션	1,851	1,738	1,856	1,899
건설	1,279	8,010	13,478	14,505
상사		5,660	11,593	11,709
영업이익	213	(273)	65	695
리조트	132	96	120	141
패션	56	(8)	45	42
건설	75	(381)	(156)	397
상사		58	81	115
영업이익률	4.2	(1.6)	0.2	2.3
리조트	6.6	4.4	5.1	5.7
패션	3.0	(0.5)	2.4	2.2
건설	5.9	(4.8)	(1.2)	2.7
상사		1.0	0.7	1.0
당기순이익	455	2,686	(92)	422

주: 3Q15~4Q15는 (구)제일모직, (구)삼성물산 합계(7~9월 전체 포함). 이전은 (구)제일모직 실적
 자료: 삼성물산, 한국투자증권

〈표 4〉 삼성물산 분기별 실적 추이

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	QoQ
매출	1,153	1,240	1,222	1,515	1,249	1,311	7,843	7,221	6,487	(10.2)
리조트	438	508	541	512	439	536	599	593	524	(11.6)
패션	469	426	402	554	463	397	344	534	477	(10.6)
건설	246	306	280	448	347	378	3,835	3,450	2,793	(19.0)
상사							3,064	2,596	2,605	0.3
바이오								48	88	83.3
영업이익	15	65	55	78	6	39	(229)	(89)	(435)	NA
리조트	(0)	39	56	37	(3)	33	44	21	(4)	NA
패션	26	22	(9)	17	0	(3)	(22)	16	7	(56.3)
건설	7	18	19	31	18	21	(282)	(138)	(415)	NA
상사							30	28	2	(92.9)
바이오							(266)	(16)	(25)	NA
영업이익률	1.3	5.3	4.5	5.2	0.5	3.0	(2.9)	(1.2)	(6.7)	(5.5)
리조트	(0.1)	7.6	10.4	7.3	(0.6)	6.2	7.4	3.5	(0.8)	(4.3)
패션	5.6	5.1	(2.2)	3.1	0.1	(0.8)	(6.3)	3.0	1.5	(1.5)
건설	2.7	6.0	6.8	6.9	5.3	5.5	(7.4)	(4.0)	(14.9)	(10.9)
상사							1.0	1.1	0.1	(1.0)
바이오								(33.3)	(28.4)	4.9
당기순이익	383	29	17	26	11	(26)	2,852	(162)	(517)	NA

주: 3Q15~4Q15는 (구)제일모직, (구)삼성물산 합계(7~9월 전제 포함). 이전은 (구)제일모직 실적
 자료: 삼성물산, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

삼성물산은 2015년 9월 제일모직과 삼성물산의 합병을 통하여 설립된 회사. 사업부문은 국내외의 건축, 토목, 플랜트, 주택 분야의 사업을 영위하고 있는 건설부문(구 물산) 과 자원개발, 철강, 화학, 산업소재, 섬유 등 다양한 방면에서 국제무역을 하고 있는 상사부문, 의류제품 제조·판매사업과 모제품(직물)가공·판매사업을 하는 패션부문, 건축·소방·플랜트·에너지절감(ESCO) 및 조경 공사업을 하는 건설부문(구 모직), 전문급식 및 식자재유통사업을 영위하는 급식/식자재유통 부문(삼성웰스토리)과 에버랜드(드라이파크), 캐리비안베이(워터파크), 골프장을 운영하는 레저부문, 바이오의약품 위탁생산사업 및 바이오시밀러 사업을 하는 바이오 부문으로 구성되어 있음

재무상태표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
유동자산	1,980	12,541	12,879	13,761	15,095
현금성자산	305	2,066	2,363	2,777	3,415
매출채권및기타채권	979	7,287	7,385	7,714	8,297
재고자산	536	1,386	1,477	1,543	1,596
비유동자산	7,531	29,820	28,643	30,195	31,548
투자자산	4,935	21,619	20,089	20,981	21,701
유형자산	2,132	5,098	5,502	6,026	6,550
무형자산	275	1,840	1,772	1,851	1,915
자산총계	9,511	42,361	41,522	43,957	46,643
유동부채	1,266	15,074	13,986	15,102	16,297
매입채무및기타채무	531	6,770	6,203	6,171	6,383
단기차입금및단기사채	63	2,287	2,387	2,487	2,587
유동성장기부채	312	1,517	1,717	1,817	1,917
비유동부채	2,961	8,973	8,836	9,164	9,476
사채	1,297	2,745	2,845	2,945	3,045
장기차입금및금융부채	88	1,198	1,398	1,498	1,548
부채총계	4,226	24,047	22,823	24,266	25,772
지배주주지분	5,283	16,502	16,903	17,918	19,127
자본금	14	19	19	19	19
자본잉여금	575	10,040	10,040	10,040	10,040
기타자본	(693)	(2,137)	(2,137)	(2,137)	(2,137)
이익잉여금	2,482	5,211	5,037	5,385	5,892
비지배주주지분	2	1,812	1,797	1,772	1,743
자본총계	5,285	18,314	18,699	19,691	20,871

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
영업활동현금흐름	143	(62)	(1,551)	1,347	1,409
당기순이익	455	2,686	(92)	422	578
유형자산감가상각비	144	281	358	392	426
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(118)	(212)	(1,814)	506	405
기타	(338)	(2,817)	(3)	27	0
투자활동현금흐름	54	2,369	1,330	(1,260)	(1,051)
유형자산투자	(186)	(259)	(765)	(919)	(953)
유형자산매각	5	26	4	4	4
투자자산순증	(301)	(79)	2,055	(262)	(35)
무형자산순증	(16)	(38)	68	(79)	(64)
기타	552	2,719	(32)	(4)	(3)
재무활동현금흐름	(46)	(527)	518	326	279
자본의증가	525	1	0	0	0
차입금의순증	(570)	(86)	600	400	350
배당금지급	0	(4)	(4)	(4)	(84)
기타	(1)	(438)	(78)	(70)	13
기타현금흐름	1	(17)	0	0	0
현금의증가	153	1,762	297	414	638

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

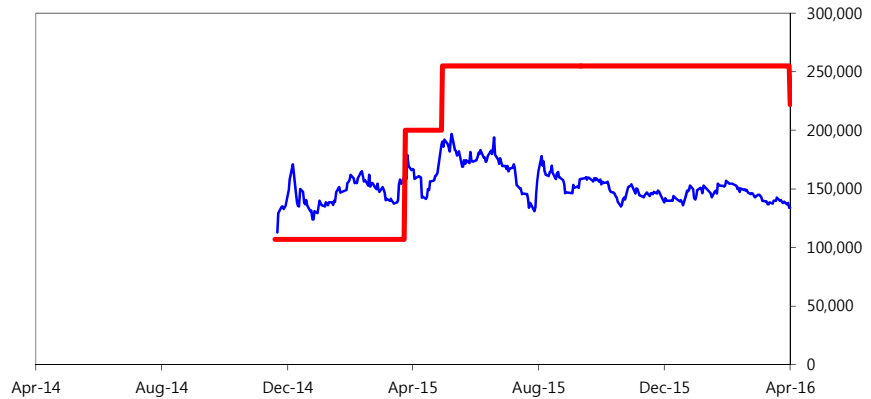
	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
매출액	5,130	13,345	29,540	30,855	31,913
매출원가	3,497	11,199	26,631	27,174	27,976
매출총이익	1,633	2,146	2,909	3,681	3,937
판매관리비	1,419	1,419	2,843	2,986	3,076
영업이익	213	727	65	695	861
금융수익	12	103	117	118	128
이자수익	12	34	48	50	59
금융비용	65	156	180	188	193
이자비용	65	101	125	133	138
기타영업외손익	24	2,952	(32)	(31)	(16)
관계기업관련손익	(37)	(161)	(49)	(38)	(17)
세전계속사업이익	147	2,776	(80)	557	763
법인세비용	55	90	12	135	185
연결당기순이익	455	2,686	(92)	422	578
지배주주지분순이익	456	2,747	(90)	432	591
기타포괄이익	356	458	588	653	686
총포괄이익	812	3,144	496	1,075	1,264
지배주주지분포괄이익	812	3,193	485	1,100	1,293
EBITDA	357	1,008	423	1,087	1,287

주요 투자지표

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	3,375	14,357	(470)	2,256	3,503
BPS	886	2,156	108,908	114,089	107,586
DPS	0	500	500	500	500
성장성(% , YoY)					
매출증가율	59.0	160.2	121.4	4.5	3.4
영업이익증가율	92.1	240.5	(91.0)	963.1	23.9
순이익증가율	907.7	502.8	NM	NM	37.1
EPS증가율	(81.3)	325.4	NM	NM	55.3
EBITDA증가율	69.8	182.0	(58.0)	156.9	18.4
수익성(%)					
영업이익률	4.2	5.4	0.2	2.3	2.7
순이익률	8.9	20.6	(0.3)	1.4	1.9
EBITDA Margin	7.0	7.6	1.4	3.5	4.0
ROA	5.0	10.4	(0.2)	1.0	1.3
ROE	9.9	25.2	(0.5)	2.5	3.2
배당수익률	-	0.4	0.4	0.4	0.4
배당성향	0.0	3.1	NM	19.4	14.2
안정성					
순차입금(십억원)	1,385	5,800	6,114	5,784	5,490
차입금/자본총계비율(%)	33.3	44.0	46.3	44.4	43.6
Valuation(X)					
PER	46.8	9.8	NM	59.4	38.3
PBR	178.3	64.9	1.2	1.2	1.2
EV/EBITDA	61.7	32.6	75.7	29.1	24.4

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
삼성물산(028260)	2014.12.16	매수	107,000 원
	2015.04.21	매수	200,000 원
	2015.05.27	매수	255,000 원
	2016.04.28	매수	222,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2016년 4월 28일 현재 삼성물산 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 삼성물산 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 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 (2016.3.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
79.1%	19.1%	1.8%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 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 기재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.