삼성물산(028260.KS)



복합기업 담당 한병화
Tel. 02)368-6171 / bhh1026@eugenefn.com

BUY(유지)

목표주가(12M, 유지)	201,000원
현재주가(02/01)	141,500원

Key Data	(기준일: 2018.02.01)
KOSPI(pt)	2,568.5
KOSDAQ(pt)	908.2
액면가(원)	100
시가총액(십억원)	26,841.1
52주 최고/최저(원)	151,500 / 118,000
52주 일간 Beta	1.57
발행주식수(천주)	189,690
평균거래량(3M,천주)	329
평균거래대금(3M,백만원)	44,411
배당수익률(18F, %)	1.4
외국인 지분율(%)	9.9
주요주주 지분율(%)	
이재용외 12인	39.4
㈜KCC	9.0
국민연금	5.6

Company vs KOSPI composite				
주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	12.3	-5.4	1.4	11.4
KOSPI 대비상대수익률	8.2	-5.8	-4.6	-12.0

Company Performance			
결산기(12월)	2016A	2017F	2018F
매출액(십억원)	28,102.7	29,279.2	29,532.2
영업이익(십억원)	139.5	881.1	910.4
세전계속사업손익(십억원)	89.8	825.1	1,033.5
당기순이익(십억원)	20.8	480.8	806.2
EPS(원)	566	3,374	3,849
증감률(%)	-96.9	496.2	14.1
PER(배)	221.7	41.9	36.8
ROE(%)	0.6	3.1	3.2
PBR(배)	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA(배)	42.3	21.4	20.8

자료: 유진투자증권

팔방미인의 매력 인정받는 시점 올 것

4분기, 패션과 바이오부문 선전으로 영업이익 전년대비 35% 증가

- 삼성물산의 4분기 매출액, 영업이익은 각각 7.7조원, 2,830억원으로 시장 컨센서스(7.7조원, 2,370억원) 영업이익을 상회했다. 패션부문이 전년동기 약 400억원 적자에서 380억원 흑자로 전환했고, 바이오부문도 121억원 적자에서 360억원 흑자로 턴어라운드 한 것이 실적호전의 원인이다. 2018년 매출액과 영업이익은 각각 29.5조원, 9,104억원으로 2017년 대비 각각 0.9%, 2.8% 증가할 것으로 예상된다. 건설/상사 부문에서 일회성 손실이 발생할 가능성이 낮고, 레저/식자재부문도 2017년 대비 영업이익이 소폭 증가할 것으로 예상된다. 1분기 강추위로 인한 동복수요의 증가와 소비경기 개선에 따른 의류산업의 회복 싸이클 진입으로 패션부문도 영업이익이 전년의 330억원 대비 증가한 496억원을 기록할 것으로 예상된다. 바이오부문은 바이오에피스의 매출증가와 바이오젠 아이덱의 옵션행사로 인한 평가손실 계상 중단 및 환입으로 지분법 손실이 대폭 줄면서 순이익이 흑자전환 할 것으로 추정된다(도표 3번 참조). 이 외에 한화종합화학과 서초사옥 매각이 예정대로 이루어지면 영업외 이익이 큰 폭으로 증가할 가능성이 있다.

안정적인 소비재, 경기에 민감한 산업재에 바이오까지… 균형잡힌 사업구조에 주목해야

- 투자자들의 삼성물산에 대한 관심은 삼성그룹의 지배구조의 변화에 집중되어 있다. 작년부터 진행된 주가약세의 원인도 단기적으로는 지배구조 변화의 가능성이 낮아졌기 때문이다. 하지만, **그룹내의 실질적인 지주회사로서의 위상을 가지기 위한 삼성물산의 사업구조의 진화에 주목할 시점이라고 판단된다.** 동사는 안정적인 식자재와 레져사업의 캐시카우를 보유하고 있고, 국내 최대의 의류업체이기도 하다. 해외 건설, 토목, 플랜트, 종합상사 사업은 유가, 철강, 화학제품 가격 등 산업재 경기에 민감해 글로벌 경기의 호황세가 확장되는 현재 국면이 성장의 호기이다. 바이오부문은 동사의 구조적인 성장을 견인한다. CMO와 바이오시밀러 사업은 2018년을 기점으로 동사의 순이익에 4%를 차지하고, 2019년에는 22%, 2020년에는 32%에 달할 것으로 추정된다(도표 4번 참조). 안정과 성장 모두를 충족하는 사업구조에 대해 투자자들의 마음이 돌아설 시점이 멀지 않았다.

목표주가 201,000원 유지, 투자 위험은 낮고 기대 이익은 높은 시점

- 동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 201,000원을 유지한다. 목표주가는 2018년 사업부문별 적정가치와 보유지분가치(현재가 대비 20% 할인적용)의 합계를 고려해 산정했다. 바이오부문 가치는 사업부문별 가치에는 산입하지 않고 보유지분가치에 합산했다. 삼성전자, 삼성생명, 삼성바이오로직스, 삼성에스디에스 등 상장주식의 보유지분 가치는 전일 종가 기준 약 36조원으로 동사의 시가총액을 30% 이상 상회하고 있다. **2018년 실적기준 동사의 PBR은 1.2배에 불과하다. 안정적인 수익원을 확보하고 바이오부문이 성장을 견인하는 업체라는 점을 감안하면 절대적인 저평가 상태인 것으로 판단된다.** 참고로 삼성바이오로직스의 2018년 실적기준 PBR은 약 7배수준이다.

도표 1 삼성물산 연결기준 실적추정

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17P	2016A	2017P	2018F
매출액	**6,487.0**	**7,050.7**	**6,621.5**	**7,943.4**	**6,702.3**	**7,319.2**	**7,492.6**	**7,765.0**	**28,102.7**	**29,279.2**	**29,532.2**
%YoY	409.7%	437.6%	87.1%	10.0%	3.3%	3.8%	13.2%	-2.2%	110.6%	4.2%	0.9%
건설(구 삼성물산 합산)	5,397.5	5,908.7	5,520.2	6,664.4	5,579.7	6,167.0	6,321.1	6,470.6	23,490.8	24,538.4	24,158.0
급식/식자재·유통	432.5	445.8	458.0	460.7	447.0	456.0	472.0	467.0	1,797.0	1,842.0	2,024.0
레져	91.3	209.8	200.8	175.0	103.0	232.0	198.0	157.0	676.9	690.0	760.0
패션	477.0	438.9	389.7	537.4	465.0	401.0	374.0	509.0	1,843.0	1,749.0	2,066.0
바이오	88.6	47.6	52.8	106.0	107.6	63.2	127.5	161.4	295.0	459.7	524.2
매출비중											
건설(구 삼성물산 합산)	83.2%	83.8%	83.4%	83.9%	83.2%	84.3%	84.4%	83.3%	83.6%	83.8%	81.8%
급식/식자재·유통	6.7%	6.3%	6.9%	5.8%	6.7%	6.2%	6.3%	6.0%	6.4%	6.3%	6.9%
레져	1.4%	3.0%	3.0%	2.2%	1.5%	3.2%	2.6%	2.0%	2.4%	2.4%	2.6%
패션	7.4%	6.2%	5.9%	6.8%	6.9%	5.5%	5.0%	6.6%	6.6%	6.0%	7.0%
바이오	1.4%	0.7%	0.8%	1.3%	1.6%	0.9%	1.7%	2.1%	1.0%	1.6%	1.8%
매출원가	6,124.8	6,122.3	5,670.5	6,853.4	5,824.9	6,389.1	6,633.0	6,780.0	24,771.0	25,627.0	25,555.3
매출원가율	94.4%	86.8%	85.6%	86.3%	86.9%	87.3%	88.5%	87.3%	88.1%	87.5%	86.5%
판관비	797.1	751.6	764.3	879.2	740.4	679.1	649.6	702.0	3,192.2	2,771.1	3,066.4
영업이익	**(434.8)**	**176.8**	**186.7**	**210.8**	**137.0**	**251.1**	**210.0**	**283.0**	**139.5**	**881.1**	**910.4**
%YoY	적자전환	352.5%	174.2%	흑자전환	흑자전환	42.0%	12.5%	34.3%	275.7%	531.5%	2.8%
영업이익률	-6.7%	2.5%	2.8%	2.7%	2.0%	3.4%	2.8%	3.6%	0.5%	3.0%	3.1%
영업외손익	-118.6	10.4	112.4	-54.0	138.1	-84.7	-44.2	-70.0	-49.7	-56.0	123.1
세전이익	(553.4)	187.2	299.2	156.8	279.9	166.4	165.8	213.0	89.8	825.1	1,033.5
법인세	(36.8)	52.6	154.6	(101.5)	93.0	56.5	33.8	161.0	68.9	344.3	227.4
법인세율	6.6%	28.1%	51.7%	-64.7%	33.2%	34.0%	20.4%	75.6%	76.8%	41.7%	22.0%
당기순이익	**(516.6)**	**134.6**	**144.6**	**258.3**	**186.9**	**109.9**	**132.0**	**52.0**	**20.8**	**480.8**	**806.2**

자료: 유진투자증권

도표 2 삼성물산 기업가치 산정

(십억원, 원)	2014	2015	2016	2017P	2018F
부문별 EBITDA					
건설/상사	76.4	98.3	437.9	877.8	861.8
레져	66.5	38.4	114.8	146.2	168.0
급식/식자재 유통	134.5	138.1	152.8	166.0	183.3
패션	80.0	30.8	8.9	94.8	113.7
합계	**357.4**	**305.6**	**714.5**	**1,284.7**	**1,326.7**
EBITDA 적정배수					
건설/상사					9.0
레져					13.0
급식/식자재 유통					12.0
패션					9.0
부문별 적정 사업가치					
건설/상사					7,755.9
레져					2,183.6
급식/식자재 유통					2,199.3
패션					1,023.2
합계(A)					**13,162.1**
보유지분가치					
삼성생명					4,971.4
삼성전자					14,887.1
삼성에스디에스					3,383.3
삼성바이오로직스					12,747.3
합계					**35,989.1**
할인율 적용(20%)(B)					**28,791.2**
부동산가치(C)					949.4
순차입금(D)					3,173.6
총기업가치(E=A+B+C-D)					**39,729.1**
상장주식수(주, F)					189,690,043
적정주가(E/F)					**209,442**

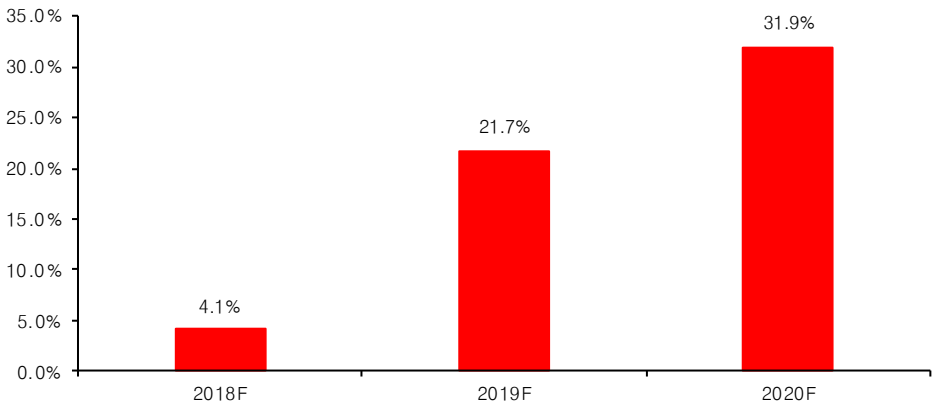
자료: 유진투자증권

도표 3 삼성바이오로직스 매출 추정

(십억원)	2016	2017F	2018F	2019F	2020F
영업수익	**294.6**	**459.8**	**524.2**	**805.0**	**1,122.9**
매출원가	268.1	331.8	366.9	515.2	696.2
판관비	57.0	65.0	75.0	87.0	101.0
영업이익(손실)	**(30.4)**	**63.0**	**82.2**	**202.8**	**325.7**
영업이익률	-10.3%	13.7%	15.7%	25.2%	29.0%
영업외손익	(200.5)	(182.0)	(41.2)	57.5	143.9
세전이익	(230.9)	(119.0)	41.1	260.3	469.6
법인세	(54.1)	(19.7)	7.8	40.2	67.3
당기순이익	**(176.8)**	**(99.2)**	**33.3**	**220.1**	**402.4**

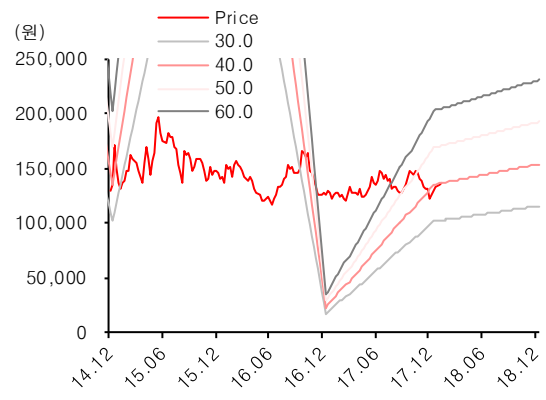
자료: 유진투자증권

도표 4 삼성물산 연결순이익 중 바이오로직스 비중 전망



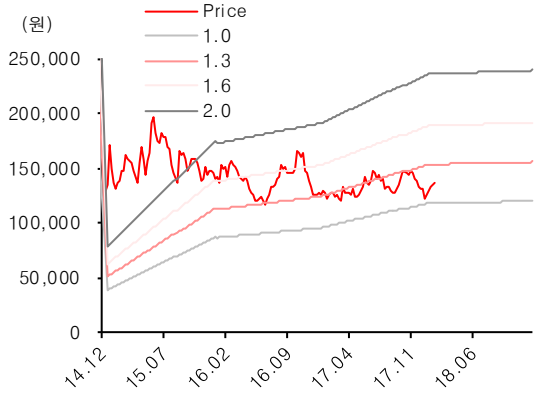
자료: 유진투자증권

도표 5 PER 밴드



자료: 유진투자증권

도표 6 PBR 밴드



자료: 유진투자증권

삼성물산(028260.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
자산총계	**42,361.4**	**44,458.5**	**49,247.1**	**50,277.1**	**51,342.5**
유동자산	12,541.1	13,358.6	12,820.1	12,617.0	12,396.7
현금성자산	2,254.9	3,908.8	3,876.5	3,108.2	2,565.7
매출채권	6,383.5	6,229.2	5,455.2	5,879.6	6,114.9
재고자산	1,386.0	1,312.8	1,561.6	1,683.1	1,750.5
비유동자산	29,820.3	31,100.0	36,427.0	37,660.2	38,945.8
투자자산	22,845.8	24,217.4	30,029.6	31,248.9	32,517.7
유형자산	5,134.3	5,281.2	4,967.9	4,936.0	4,907.1
기타	1,840.2	1,601.3	1,429.5	1,475.3	1,521.0
부채총계	**24,047.5**	**23,352.8**	**23,925.5**	**24,608.4**	**25,139.7**
유동부채	15,074.4	14,704.9	14,910.9	15,342.3	15,612.0
매입채무	5,004.3	4,586.7	4,687.1	5,051.8	5,254.0
유동성이자부채	4,111.7	3,508.1	3,547.6	3,547.6	3,547.6
기타	5,958.3	6,610.1	6,676.2	6,743.0	6,810.4
비유동부채	8,973.1	8,647.9	9,014.6	9,266.1	9,527.8
비유동기타부채	3,943.0	3,657.3	2,734.2	2,734.2	2,734.2
기타	5,030.1	4,990.6	6,280.5	6,532.0	6,793.6
자본총계	**18,313.9**	**21,105.7**	**25,321.6**	**25,668.7**	**26,202.8**
지배지분	16,501.7	18,301.6	22,600.8	22,948.0	23,482.0
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
이익잉여금	5,210.9	5,230.0	5,781.2	6,128.3	6,662.4
기타	1,232.0	2,584.2	6,332.2	6,332.2	6,332.2
비지배지분	1,812.3	2,804.1	2,720.8	2,720.8	2,720.8
자본총계	**18,313.9**	**21,105.7**	**25,321.6**	**25,668.7**	**26,202.8**
총차입금	8,054.7	7,165.4	6,281.7	6,281.7	6,281.7
순차입금	5,799.8	3,256.6	2,405.2	3,173.6	3,716.0

손익계산서

(단위:십억원)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	**13,344.7**	**28,102.7**	**29,279.2**	**29,532.2**	**31,205.4**
증가율(%)	160.2	110.6	4.2	0.9	5.7
매출원가	11,198.7	24,771.0	25,627.1	25,555.3	26,875.7
매출총이익	**2,146.0**	**3,331.7**	**3,652.1**	**3,976.9**	**4,329.6**
판매 및 일반관리비	2,108.8	3,192.2	2,771.1	3,066.4	3,259.1
기타영업손익	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
영업이익	**37.1**	**139.5**	**881.1**	**910.4**	**1,070.5**
증가율(%)	(82.6)	275.7	531.5	3.3	17.6
EBITDA	**318.2**	**639.2**	**1,370.4**	**1,451.6**	**1,637.6**
증가율(%)	(11.0)	100.9	114.4	5.9	12.8
영업외손익	**2,738.6**	**(49.7)**	**(60.1)**	**123.1**	**227.6**
금융수익	105.4	348.1	419.3	468.2	502.9
금융비용	100.6	209.2	173.5	176.7	176.7
지분법손익	(144.0)	(72.9)	(123.6)	12.0	80.2
기타영업손익	2,877.8	(115.7)	(182.3)	(180.4)	(178.8)
세전순이익	**2,775.7**	**89.8**	**825.1**	**1,033.5**	**1,298.1**
증가율(%)	1,789.9	(96.8)	819.0	25.3	25.6
법인세비용	90.1	68.9	344.3	227.4	285.6
당기순이익	**2,685.7**	**20.8**	**480.8**	**806.2**	**1,012.5**
증가율 (%)	490.2	(99.2)	2,206.7	67.7	25.6
지배주주지분	2,746.8	107.4	640.1	730.1	917.0
증가율(%)	502.8	(96.1)	496.2	14.1	25.6
비지배지분	(61.2)	(86.5)	(39.8)	76.1	95.6
EPS	**18,179**	**566**	**3,374**	**3,849**	**4,834**
증가율 (%)	438.6	(96.9)	496.2	14.1	25.6
수정EPS	18,179	566	3,356	3,830	4,815
증가율 (%)	438.6	(96.9)	492.9	14.1	25.7

현금흐름표

(단위:십억원)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	**(62.3)**	**1,355.4**	**2,015.4**	**1,377.0**	**1,613.0**
당기순이익	2,685.7	20.8	602.3	806.2	1,012.5
자산상각비	281.0	499.6	489.3	541.2	567.1
기타비현금성손익	156.9	100.8	150.9	163.4	85.9
운전자본증감	(211.7)	715.2	598.3	(133.8)	(52.5)
매출채권감소(증가)	539.7	187.8	534.4	(424.4)	(235.3)
재고자산감소(증가)	(51.8)	84.0	(200.7)	(121.5)	(67.4)
매입채무증가(감소)	(944.0)	106.6	(141.8)	364.7	202.2
기타	244.4	336.8	406.4	47.5	48.0
투자활동현금흐름	**2,368.6**	**(812.1)**	**(127.5)**	**(1,774.2)**	**(1,784.9)**
단기투자자산감소	49.9	(948.1)	973.3	(11.9)	(12.4)
장기투자증권감소	(7.4)	317.6	(264.8)	(1,147.8)	(1,126.6)
설비투자	(259.5)	(484.7)	(648.3)	(509.3)	(538.2)
유형자산처분	26.4	107.6	36.4	0.0	0.0
무형자산처분	(37.7)	(46.8)	(0.7)	(45.7)	(45.7)
재무활동현금흐름	**(527.4)**	**122.4**	**(975.6)**	**(382.9)**	**(382.9)**
차입금증가	(106.2)	(581.9)	(880.0)	0.0	0.0
자본증가	(3.6)	(86.7)	(90.8)	(382.9)	(382.9)
배당금지급	3.6	86.7	90.8	382.9	382.9
현금 증감	**1,761.7**	**632.1**	**885.2**	**(780.2)**	**(554.8)**
기초현금	304.7	2,066.4	2,698.5	3,583.7	2,803.5
기말현금	2,066.4	2,698.5	3,583.7	2,803.5	2,248.7
Gross cash flow	435.0	696.1	1,242.4	1,510.7	1,665.5
Gross investment	(2,107.0)	(851.1)	502.5	1,896.1	1,825.0
Free cash flow	**2,542.0**	**1,547.3**	**739.9**	**(385.4)**	**(159.5)**

주요투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	18,179	566	3,374	3,849	4,834
BPS	86,253	95,661	118,132	119,947	122,738
DPS	500	550	2,000	2,000	2,000
밸류에이션(배,%)					
PER	7.7	221.7	41.9	36.8	29.3
PBR	1.6	1.3	1.2	1.2	1.2
EV/ EBITDA	101.7	42.3	21.4	20.8	18.7
배당수익율	0.4	0.4	1.4	1.4	1.4
PCR	49.2	34.5	21.8	17.9	16.3
수익성 (%)					
영업이익율	0.3	0.5	3.0	3.1	3.4
EBITDA이익율	2.4	2.3	4.7	4.9	5.2
순이익율	20.1	0.1	1.6	2.7	3.2
ROE	25.2	0.6	3.1	3.2	3.9
ROIC	1.7	1.8	n/a	n/a	n/a
안정성(%,배)					
순차입금/자기자본	31.7	15.4	9.5	12.4	14.2
유동비율	83.2	90.8	86.0	82.2	79.4
이자보상배율	0.4	0.7	5.1	5.2	6.1
활동성 (회)					
총자산회전율	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
매출채권회전율	3.6	4.5	5.0	5.2	5.2
재고자산회전율	13.9	20.8	20.4	18.2	18.2
매입채무회전율	4.9	5.9	6.3	6.1	6.1

자료: 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간 : 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

		당사 투자의견 비율(%)
• STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
• BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	89%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	11%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2017.12.31 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가 대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가대비
2016-04-20	Buy	201,000	1년	-33.4	-15.9
2016-04-20	Buy	201,000	1년	-33.4	-15.9
2016-07-28	Buy	201,000	1년	-31.9	-15.9
2016-10-27	Buy	201,000	1년	-33.7	-17.9
2017-04-27	Buy	201,000	1년	-32.2	-25.6
2017-10-27	Buy	201,000	1년	-32.5	-25.6
2018-02-02	Buy	201,000	1년		

삼성물산(028260.KS) 주가 및 목표주가 추이

