유진투자증권

삼성물산(028260.KS)



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

BUY(유지)

목표주가(12M, 유지)	201,000원
현재주가(04/25)	135,000원

Key Data	(기준일: 2018.04.25)
KOSPI(pt)	2,449
KOSDAQ(pt)	870
액면가(원)	100
시가총액(십억원)	25,608
52주 최고/최저(원)	151,500 / 120,500
52주 일간 Beta	1.32
발행주식수(천주)	189,690
평균거래량(3M,천주)	555
평균거래대금(3M,백만원)	76,229
배당수익률(18F, %)	1.5
외국인 지분율(%)	11.0
주요주주 지분율(%)	
이재용외 10인	37.3
㈜KCC	9.0
국민연금	5.6

Company vs KOSPI composite

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.7	-1.1	-7.8	3.4
KOSPI 대비상대수익률	3.3	3.3	-6.1	-8.0

Company Performance

결산기(12월)	2017A	2018F	2019F
매출액(십억원)	29,279	30,346	31,050
영업이익(십억원)	881	1,001	1,151
세전계속사업손익(십억원)	825	1,392	1,570
당기순이익(십억원)	481	1,057	1,193
EPS(원)	3,373	6,132	6,794
증감률(%)	496.0	81.8	10.8
PER(배)	37.4	22.0	19.9
ROE(%)	3.1	5.0	5.4
PBR(배)	1.1	1.1	1.1
EV/EBITDA(배)	21.0	18.9	16.9

자료: 유진투자증권

체질개선으로 실적호전세 지속 예상

1분기 어닝스 서프라이즈 시현

- 삼성물산의 1분기 매출액, 영업이익은 각각 7.5조원, 2,092억원으로 시장 컨센서스(6.8조원, 1,608억원)를 대폭 상회했다. 건설과 상사부문의 매출과 영업이익률이 모두 개선되었다. 건설은 저마진 사업장 정리, 조직합리화, 하이테크 매출(그룹사 매출) 증가 등으로 영업이익률이 전년동기 3.3%에서 5.3%로 개선되었다. 상사 부문은 상품가격 상승에 따른 트레이딩 물량 증가로 매출이 전년동기 대비 16% 증가했다. 바이오부문도 매출액이 전년동기 대비 27% 증가하면서 영업적자 80억원에서 20억원 흑자로 전환했다. 2분기에는 매출액과 영업이익이 각각 7.4조원, 2,770억원을 기록해 전년대비(매출액 7.3조원, 영업이익 2,554억원) 매출액은 유사한 수준이나 영업이익은 8% 증가할 것으로 추정된다. 건설부문의 하이테크 매출비중 증가, 레저의 계절적 성수기와 식음료부문의 비용효율화 작업으로 영업이익률이 소폭 개선될 것으로 추정된다.

체질개선으로 실적호전세 이어질 것

- 동사의 실적 개선세는 중장기적으로 진행될 것으로 판단된다. 그 이유는 1) 건설/상사부문의 우발손실을 상당부분 제거하고 이익률을 사업추진의 가장 중요한 판단기준으로 삼고 있고, 2) 합병으로 인한 사업 구조조정으로 고정비용을 낮추었고, 3) 바이오부문의 영업이익 증가가 2019년부터 본격화되기 때문이다. 따라서, 유가 등 상품가격의 급락을 유발하는 경제위기만 없다면 삼성물산의 중장기 이익성장은 가시성이 높다. 동사의 2017년 판관비는 2.8조원으로 2016년 3.2조원 대비 13% 감소하면서, 판관비가 매출액에서 차지하는 비중도 2016년 11.4%에서 2017년 9.5%로 낮아졌다. 건설/상사부문의 구조합리화가 진행되면서 연간 급여가 약 4천억원 낮아졌기 때문이다. 또한 전반적인 해외건설/플랜트 수주약세에도 불구하고 하이테크(그룹향) 수주는 2017년 약 6조원으로 과거 연간 3~5조원 대비 1조원 이상 높아 향후 전반적인 이익률 개선에 기여할 것으로 추정된다. 연결자회사인 삼성바이로직스의 영업이익 기여도도 2018년 6.7%에서 2019년 17.6%까지 급상승 할 것으로 판단된다. 3공장 가동의 효과가 본격화되기 때문이다.

목표주가 201,000원 유지

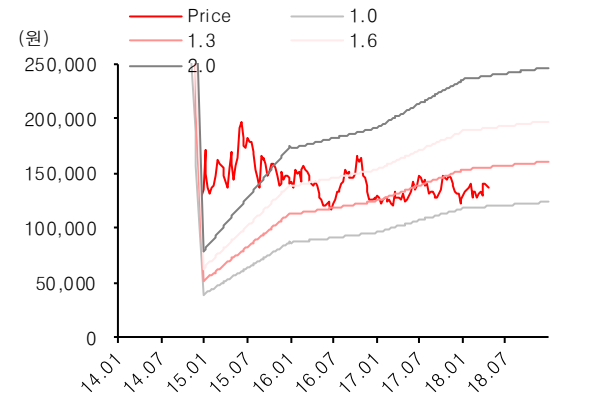
- 동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 201,000원을 유지한다. 1분기 어닝스 서프라이즈로 동사의 실적개선세가 강하게 유지되고 있음을 확인했다. 삼성전자, 삼성바이로직스 등 보유지분 가치가 지난 2년간 급상승했음에도 불구하고 동사의 주가는 정체되어 있다. 지배구조 변화에 따른 수혜 기대감이 낮아져 있기 때문이다. 사회적인 상황변화에 따라 단기간에 급격한 지배구조 변화가 일어날 가능성은 낮다. 하지만, 삼성물산의 그룹내의 실질적인 지배회사로서의 위상이 변할 가능성은 낮다. 실적개선과 이로 인한 배당확대를 위한 삼아 기다리면 주가상승으로 화답할 날이 올 것이다. 2018년 실적기준 동사의 PBR은 1.1배 수준으로 역사적인 저점 수준이고, 실적개선은 추세적일 것이다.

도표 1 삼성물산 연결기준 실적추정

(십억원)	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17A	1Q18P	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017A	2018F	2019F
매출액	**6,702.3**	**7,319.2**	**7,492.6**	**7,764.9**	**7,476.3**	**7,385.0**	**7,714.0**	**7,771.2**	**29,279.0**	**30,346.5**	**31,050.0**
%YoY	3.3%	3.8%	13.2%	-2.2%	11.5%	0.9%	3.0%	0.1%	4.2%	3.6%	2.3%
건설/상사	5,579.7	6,167.0	6,321.1	6,470.5	6,324.3	6,150.0	6,475.0	6,436.0	24,538.3	25,385.3	25,512.0
급식/식자재·유통	447.0	456.0	472.0	467.0	460.0	500.0	513.0	521.0	1,842.0	1,994.0	2,134.0
레져	103.0	232.0	198.0	157.0	96.0	216.0	210.0	165.0	690.0	687.0	763.0
패션	465.0	401.0	374.0	509.0	460.0	396.0	382.0	518.0	1,749.0	1,756.0	1,836.0
바이오	107.6	63.2	127.5	161.4	136.0	123.0	134.0	131.2	459.7	524.2	805.0
매출비중											
건설/상사	83.2%	84.3%	84.4%	83.3%	84.6%	83.3%	83.9%	82.8%	83.8%	83.7%	82.2%
급식/식자재·유통	6.7%	6.2%	6.3%	6.0%	6.2%	6.8%	6.7%	6.7%	6.3%	6.6%	6.9%
레져	1.5%	3.2%	2.6%	2.0%	1.3%	2.9%	2.7%	2.1%	2.4%	2.3%	2.5%
패션	6.9%	5.5%	5.0%	6.6%	6.2%	5.4%	5.0%	6.7%	6.0%	5.8%	5.9%
바이오	1.6%	0.9%	1.7%	2.1%	1.8%	1.7%	1.7%	1.7%	1.6%	1.7%	2.6%
매출원가	5,824.9	6,389.1	6,633.0	6,779.9	6,493.6	6,394.9	6,792.6	6,741.8	25,627.0	26,422.9	26,874.8
매출원가율	86.9%	87.3%	88.5%	87.3%	86.9%	86.6%	88.1%	86.8%	87.5%	87.1%	86.6%
판관비	740.4	675.0	639.4	716.3	773.5	713.2	675.9	760.2	2,771.1	2,922.8	3,024.3
영업이익	**137.0**	**255.4**	**220.2**	**268.6**	**209.2**	**277.0**	**245.6**	**269.1**	**881.3**	**1,000.8**	**1,150.9**
%YoY	흑자전환	44.5%	17.9%	27.5%	52.7%	8.4%	11.5%	0.2%	531.6%	13.6%	15.0%
영업이익률	2.0%	3.5%	2.9%	3.5%	2.8%	3.8%	3.2%	3.5%	3.0%	3.3%	3.7%
영업외손익	138.1	-88.5	-44.4	-66.2	269.1	80.0	3.0	39.0	-56.3	391.1	419.2
세전이익	279.9	166.9	175.8	202.5	478.3	357.0	248.6	308.1	825.0	1,391.9	1,570.2
법인세	94.4	55.3	36.8	157.5	115.2	85.7	59.7	73.9	343.9	334.4	376.8
법인세율	33.7%	33.1%	20.9%	77.8%	24.1%	24.0%	24.0%	24.0%	41.7%	24.0%	24.0%
당기순이익	**185.5**	**111.6**	**132.0**	**52.0**	**363.1**	**271.3**	**188.9**	**234.1**	**481.1**	**1,057.4**	**1,193.3**

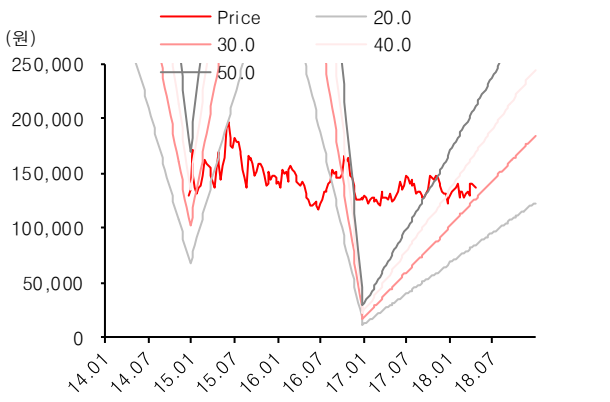
자료: 유진투자증권

도표 2 PBR 밴드



자료: 유진투자증권

도표 3 PER 밴드



자료: 유진투자증권

도표 4 삼성물산 기업가치 산정

(십억원, 원)	2018F
부문별 EBITDA	
건설/상사	992.6
레져	161.8
급식/식자재 유통	167.0
패션	99.5
합계	**1,420.9**
EBITDA 적정배수	
건설/상사	7.0
레져	10.0
급식/식자재 유통	11.0
패션	7.0
부문별 적정 사업가치	
건설/상사	6,948.2
레져	1,617.6
급식/식자재 유통	1,837.5
패션	696.6
합계(A)	**11,099.9**
보유지분가치	
삼성생명	4,526.5
삼성전자	15,060.4
삼성에스디에스	3,211.4
삼성바이오로직스	13,753.3
합계	**36,551.6**
할인율 적용(20%)(B)	**29,241.3**
부동산가치(C)	949.4
순차입금(D)	3,230.7
총기업가치(E=A+B+C-D)	38,059.8
상장주식수(주, F)	189,690,043
적정주가(E/F)	**200,642**

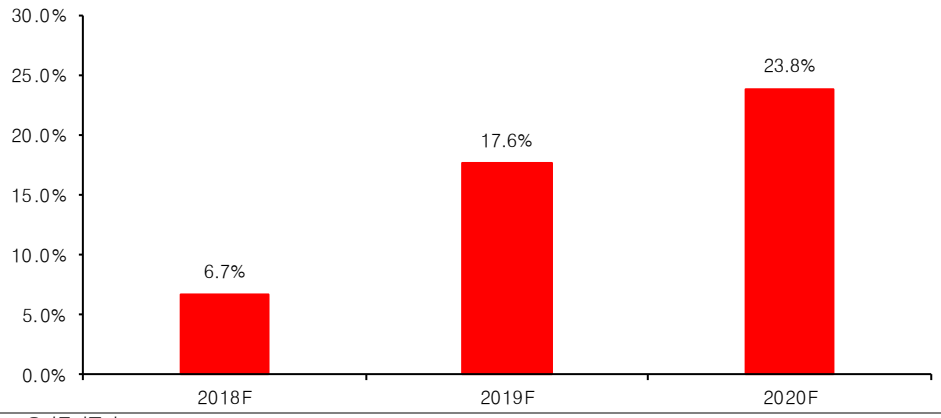
자료: 유진투자증권

도표 5 삼성바이오로직스 매출 추정

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업수익	**294.6**	**464.6**	**524.2**	**805.0**	**1,122.9**
매출원가	268.1	332.8	332.8	515.2	696.2
판관비	57.0	65.8	80.0	87.0	101.0
영업이익(손실)	**(30.4)**	**66.0**	**90.9**	**202.8**	**325.7**
영업이익률	-10.3%	14.2%	17.3%	25.2%	29.0%
영업외손익	(200.5)	(182.0)	(57.6)	28.2	98.1
세전이익	(230.9)	(115.99)	33.3	231.0	423.8
법인세	(54.1)	(19.0)	6.3	40.2	67.3
당기순이익	**(176.8)**	**(97.0)**	**27.0**	**190.8**	**356.6**

자료: 유진투자증권

도표 6 삼성물산 영업이익 중 바이오로직스 비중 전망



자료: 유진투자증권

삼성물산(028260.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
자산총계	**44,459**	**49,049**	**51,340**	**52,952**	**54,861**
유동자산	13,359	12,321	13,717	14,540	15,760
현금성자산	3,951	3,333	4,897	5,418	6,042
매출채권	5,964	5,558	5,352	5,571	6,018
재고자산	1,313	1,533	1,553	1,616	1,746
비유동자산	31,100	36,728	37,623	38,412	39,101
투자자산	24,217	30,431	31,074	31,611	32,038
유형자산	5,281	4,986	5,158	5,329	5,512
기타	1,601	1,311	1,391	1,471	1,551
부채총계	**23,353**	**23,898**	**25,117**	**25,822**	**26,582**
유동부채	14,705	14,458	15,303	15,512	15,874
매입채무	2,679	2,794	3,576	3,722	4,021
유동성이자부채	5,416	5,434	5,434	5,434	5,434
기타	6,610	6,231	6,293	6,356	6,420
비유동부채	8,648	9,439	9,814	10,310	10,708
비유동기타부채	3,657	2,594	2,694	2,904	3,004
기타	4,991	6,845	7,120	7,406	7,704
자본총계	**21,106**	**25,151**	**26,224**	**27,130**	**28,279**
지배지분	18,302	22,557	23,629	24,535	25,685
자본금	19	19	19	19	19
자본잉여금	10,468	10,468	10,468	10,468	10,468
이익잉여금	5,230	5,755	6,828	7,734	8,884
기타	2,584	6,314	6,314	6,314	6,314
비지배지분	2,804	2,594	2,594	2,594	2,594
자본총계	**21,106**	**25,151**	**26,224**	**27,130**	**28,279**
총차입금	9,073	8,028	8,128	8,338	8,438
순차입금	5,122	4,695	3,231	2,920	2,396

손익계산서

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	**28,103**	**29,279**	**30,346**	**31,050**	**33,487**
증가율(%)	110.6	4.2	3.6	2.3	7.9
매출원가	24,771	25,627	26,423	26,875	28,853
매출총이익	**3,332**	**3,652**	**3,924**	**4,175**	**4,634**
판매 및 일반관리비	3,192	2,771	2,923	3,024	3,267
기타영업손익	(0)	0	0	0	0
영업이익	**140**	**881**	**1,001**	**1,151**	**1,368**
증가율(%)	275.7	531.6	13.6	15.0	18.8
EBITDA	**639**	**1,361**	**1,532**	**1,698**	**1,960**
증가율(%)	100.9	113.0	12.5	10.9	15.4
영업외손익	**(50)**	**(56)**	**391**	**419**	**499**
금융수익	348	437	433	506	543
금융비용	209	171	190	191	196
지분법손익	(73)	(46)	(58)	54	104
기타영업손익	(116)	(277)	205	51	48
세전순이익	**90**	**825**	**1,392**	**1,570**	**1,867**
증가율(%)	(96.8)	818.9	68.7	12.8	18.9
법인세비용	69	344	334	377	448
당기순이익	**21**	**481**	**1,057**	**1,193**	**1,419**
증가율 (%)	(99.2)	2,208.3	119.8	12.9	18.9
지배주주지분	107	640	1,163	1,289	1,532
증가율(%)	(96.1)	496.0	81.8	10.8	18.9
비지배지분	(87)	(159)	(106)	(95)	(114)
EPS	**566**	**3,373**	**6,132**	**6,794**	**8,078**
증가율 (%)	(96.9)	496.0	81.8	10.8	18.9
수정EPS	566	3,373	6,115	6,777	8,061
증가율 (%)	(96.9)	496.0	81.3	10.8	18.9

현금흐름표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	**1,355**	**1,312**	**3,038**	**1,976**	**2,084**
당기순이익	21	481	1,057	1,193	1,419
자산상각비	500	480	531	547	592
기타비현금성손익	101	145	438	328	307
운전자본증감	715	(160)	1,012	(92)	(234)
매출채권감소(증가)	188	172	206	(219)	(447)
재고자산감소(증가)	84	(207)	(20)	(64)	(130)
매입채무증가(감소)	107	24	782	146	299
기타	337	(148)	43	44	44
투자활동현금흐름	**(812)**	**280**	**(1,497)**	**(1,297)**	**(1,193)**
단기투자자산감소	(948)	954	(14)	(14)	(15)
장기투자증권감소	318	0	(641)	(422)	(258)
설비투자	(485)	(678)	(703)	(719)	(775)
유형자산처분	108	73	0	0	0
무형자산처분	(47)	(5)	(80)	(80)	(80)
재무활동현금흐름	**122**	**(1,117)**	**9**	**(173)**	**(283)**
차입금증가	(582)	(1,020)	100	210	100
자본증가	(87)	(96)	(91)	(383)	(383)
배당금지급	87	96	91	383	383
현금 증감	**632**	**295**	**1,550**	**507**	**609**
기초현금	2,066	2,699	2,993	4,543	5,050
기말현금	2,699	2,993	4,543	5,050	5,659
Gross cash flow	696	1,251	2,027	2,069	2,318
Gross investment	(851)	834	472	1,375	1,412
Free cash flow	**1,547**	**417**	**1,555**	**694**	**907**

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	566	3,373	6,132	6,794	8,078
BPS	95,661	117,902	123,508	128,244	134,253
DPS	550	2,000	2,000	2,000	2,000
밸류에이션(배,%)					
PER	221.7	37.4	22.0	19.9	16.7
PBR	1.3	1.1	1.1	1.1	1.0
EV/ EBITDA	45.3	21.0	18.9	16.9	14.4
배당수익율	0.4	1.6	1.5	1.5	1.5
PCR	34.5	19.3	12.7	12.5	11.1
수익성 (%)					
영업이익율	0.5	3.0	3.3	3.7	4.1
EBITDA이익율	2.3	4.6	5.0	5.5	5.9
순이익율	0.1	1.6	3.5	3.8	4.2
ROE	0.6	3.1	5.0	5.4	6.1
ROIC	1.2	26.3	n/a	n/a	686.3
안정성(%,배)					
순차입금/자기자본	24.3	18.7	12.3	10.8	8.5
유동비율	90.8	85.2	89.6	93.7	99.3
이자보상배율	0.7	5.1	5.3	6.0	7.0
활동성 (회)					
총자산회전율	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
매출채권회전율	4.6	5.1	5.6	5.7	5.8
재고자산회전율	20.8	20.6	19.7	19.6	19.9
매입채무회전율	7.3	10.7	9.5	8.5	8.7

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%

(2018.03.31 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가 대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가대비
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	-32.4	-25.6
2017-10-27	Buy	201,000	1년	-32.8	-25.6
2018-02-02	Buy	201,000	1년	-33.3	-28.4
2018-04-26	Buy	201,000	1년		

삼성물산(028260.KS) 주가 및 목표주가 추이

