삼성물산(028260.KS)



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

시장 Consensus 대비(영업이익 기준)		
Above	In-line	Below
		O

BUY(유지)

목표주가(12M, 유지)	167,000원
현재주가(1/23)	117,500원

Key Data	(기준일: 2019.01.23)
KOSPI(pt)	2,128
KOSDAQ(pt)	696
액면가(원)	100
시가총액(십억원)	22,289
52주 최고/최저(원)	146,500 / 95,800
52주 일간 Beta	1.24
발행주식수(천주)	189,690
평균거래량(3M,천주)	391
평균거래대금(3M,백만원)	41,751
배당수익률(19F, %)	1.7
외국인 지분율(%)	13.9
주요주주 지분율(%)	
이재용 외 8인	33.3
케이씨씨	9.0
국민연금공단	5.7

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	9.3	4.4	-3.3	-13.0
KOSPI대비상대수익률	6.1	3.4	2.9	3.2

일회성 제외하면 무난한 실적 기록

■ **4분기 실적, 영업이익 예상 하회했으나 일회성 손실 감안하면 하회폭 작아**

삼성물산의 4분기 매출액, 영업이익은 각각 7.9조원, 2,428억원으로 시장 컨센서스(7.6조원, 2,690억원) 대비 영업이익이 하회했다. 영업이익 하회의 원인은 1) 상사부문의 방글라데시 발전사업 차질과 관련된 손실 선반영 약 200억원, 2) 해외 건설 프로젝트 중 홍콩, 알제리 공사관련 예상밖 원가 손실 약 400~500억원을 반영했기 때문이다. 이 금액 중 설계변경에 따른 원가부담 상승은 일정시점 후 발주자와의 협의로 환입될 수 있는 일회성 손실로 감안할 수 있다. 따라서 4분기 삼성물산의 실적은 전체적으로 그동안의 안정적인 기조가 유지된 것으로 해석된다. 영업외손익은 +8,160억원을 기록했는데 이는 바이오젠 콜옵션 행사에 따른 투자주식 처분이익 4,508억원, 한화종합화학 평가이익 3,271억원 등의 일회성 이익이 발생했기 때문이다.

■ **2019년 이익성장은 제한적이나 높아진 이익률은 유지할 것으로 예상**

2019년 동사의 매출액과 영업이익은 각각 31.7조원, 1.2조원으로 2018년 대비 매출액과 영업이익은 각각 1.8%, 9.3% 증가할 것으로 예상된다. 2018년의 2017년 대비 영업이익 증가율이 25%에 달했던 것과 비교하면 올 해의 이익 성장률은 큰 폭 낮아진다. 하지만, 건설부문에서 적정마진이 확보된 공사만 수주하고, 고정비 감소의 효과로 인해 과거에 비해 높아진 3% 중반대의 영업이익률은 유지될 것으로 판단된다. 전체적인 부문별 손익사항은 긍정적인 부분과 부정적인 부분이 상쇄될 것으로 보인다. 긍정적인 부문은 바이오부문이다. 3공장 본격 가동에 따른 매출증가로 영업이익이 2018년 127억원에서 2019년 726억원으로 증가될 것으로 예상된다. 반면 건설부문은 삼성전자향 매출 감소로 영업이익 증가가 정체될 것으로 판단된다.

■ **기존 사업은 변동성 낮아져, 향후 성장가시성은 바이오사업에 달려 있어**

삼성물산의 기존 사업인 건설/상사, 패션, 리조트/식음료는 이익이 안정적으로 창출되는 캐시카우의 역할을 하고 있다. 따라서 향후 동사 성장의 모멘텀은 바이오부문에서 창출될 수 밖에 없다. CMO, 바이오시밀러로 대변되는 바이오사업은 과거에 비해 매출과 이익성장에 대한 기대감이 낮아진 상태이다. 공장증설에 따른 CMO사업의 매출은 증가하고 있으나, 비용도 동시에 증가하면서 이익률도 예상보다 낮아진 상태이다. 바이오시밀러는 베나팔리에 이은 성공작이 현재로는 없다. 유럽 시장에서의 휴미라 바이오시밀러인 임랄디와 유럽에 이어 미국시장에서 올 하반기 판매되는 허셉틴 바이오시밀러(온트루잔트)의 판매상황을 지켜볼 필요가 있다. 두 개의 약품이 의미있는 성공을 한다면 삼성바이오로직스의 주가는 물론 삼성물산의 주가에도 상승모멘텀으로 작용할 것이다. 동사에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 167,000원을 유지한다.

Earnings Summary(IFRS 연결기준)

(단위: 십억원, (%,%p)	4Q18P					1Q19F			2017	2018F		2019F	
	실적발표	당사 예상치	차이	컨센서스	차이	예상치	qoq	yoy		예상치	yoy	예상치	yoy
매출액	7,971	7,802	2.2	7,612	4.7	7,357	-7.7	-1.6	29,279	31,156	6.4	31,704	1.8
영업이익	243	285	-14.9	269	-9.7	208	-14.4	-0.7	881	1,104	25.3	1,207	9.3
세전이익	1,058	372	184.4	361	193.1	455	-57.0	-4.9	825	2,383	188.8	1,619	-32.1
순이익	805	283	184.5	267	201.3	346	-57.0	-4.8	481	1,748	263.3	1,230	-29.6
영업이익률	3.0	3.7	-0.6	3.5	-0.5	2.8	-0.2	0.0	3.0	3.5	0.5	3.8	0.3
순이익률	10.1	3.6	6.5	3.5	6.6	4.7	-5.4	-0.2	1.6	5.6	4.0	3.9	-1.7
EPS(원)	18,749	6,561	185.8	7,171	161.4	7,871	-58.0	-6.4	3,373	10,196	202.3	7,005	-31.3
BPS(원)	118,045	113,719	3.8	132,615	-11.0	117,995	0.0	0.7	117,902	118,045	0.1	122,990	4.2
ROE(%)	15.9	5.8	10.1	5.4	10.5	6.7	-9.2	-0.5	3.1	8.6	5.4	5.8	-2.8
PER(X)	6.3	17.9	-	16.4	-	14.9	-	-	37.4	11.5	-	16.8	-
PBR(X)	1.0	1.0	-	0.9	-	1.0	-	-	1.1	1.0	-	1.0	-

자료: 삼성물산, 유진투자증권
주: EPS는 annualized 기준

도표 1 삼성물산 연결기준 실적추정

(십억원)	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17A	1Q18A	2Q18A	3Q18A	4Q18P	2017A	2018P	2019F
매출액	**6,702**	**7,319**	**7,493**	**7,765**	**7,476**	**7,928**	**7,780**	**7,971**	**29,279**	**31,156**	**31,704**
%YoY	3.3%	3.8%	13.2%	-2.2%	11.5%	8.3%	3.8%	2.7%	4.2%	6.4%	1.8%
건설/상사	5,580	6,167	6,321	6,470	6,325	6,680	6,613	6,614	24,538	26,232	26,359
급식/식자재·유통	447	456	472	467	460	491	480	503	1,842	1,934	2,103
레져	103	232	198	157	96	216	197	181	690	690	733
패션	465	401	374	509	460	416	389	495	1,749	1,760	1,836
바이오	108	63	128	161	136	125	101	178	460	524	673
매출비중											
건설/상사	83.2%	84.3%	84.4%	83.3%	84.6%	84.3%	85.0%	83.0%	83.8%	84.2%	83.1%
급식/식자재·유통	6.7%	6.2%	6.3%	6.0%	6.2%	6.2%	6.2%	6.3%	6.3%	6.2%	6.6%
레져	1.5%	3.2%	2.6%	2.0%	1.3%	2.7%	2.5%	2.3%	2.4%	2.2%	2.3%
패션	6.9%	5.5%	5.0%	6.6%	6.2%	5.2%	5.0%	6.2%	6.0%	5.6%	5.8%
바이오	1.6%	0.9%	1.7%	2.1%	1.8%	1.6%	1.3%	2.2%	1.6%	1.7%	2.1%
매출원가	5,825	6,389	6,633	6,780	6,549	6,868	6,794	6,959	25,627	27,170	27,444
매출원가율	86.9%	87.3%	88.5%	87.3%	87.6%	86.6%	87.3%	87.3%	87.5%	87.2%	86.6%
판관비	740	675	639	716	719	681	713	769	2,771	2,881	3,052
영업이익	**137**	**255**	**220**	**269**	**209**	**378**	**274**	**243**	**881**	**1,104**	**1,207**
%YoY	흑자전환	44.5%	17.9%	27.5%	52.7%	48.0%	24.4%	-9.6%	531.6%	25.3%	9.3%
영업이익률	2.0%	3.5%	2.9%	3.5%	2.8%	4.8%	3.5%	3.0%	3.0%	3.5%	3.8%
영업외손익	138	-89	-44	-66	269	80	110	816	-56	1,279	412
세전이익	280	167	176	202	478	458	384	1,058	825	2,383	1,619
법인세	94	55	37	157	115	115	151	254	344	638	389
법인세율	33.7%	33.1%	20.9%	77.8%	24.1%	25.0%	39.2%	24.0%	41.7%	26.8%	24.0%
당기순이익	**186**	**112**	**132**	**52**	**363**	**343**	**233**	**805**	**481**	**1,748**	**1,230**

자료: 유진투자증권

도표 2 삼성물산 기업가치 산정

(십억원, 원)	2019F
부문별 EBITDA	
건설/상사	1,148.3
레져	164.5
급식/식자재 유통	180.0
패션	109.0
합계	**1,601.8**
EBITDA 적정배수	
건설/상사	6.0
레져	7.0
급식/식자재 유통	8.0
패션	5.0
부문별 적정 사업가치	
건설/상사	6,890.1
레져	1,151.3
급식/식자재 유통	1,440.3
패션	544.9
합계(A)	**10,026.6**
보유지분가치	
삼성생명	3,512.9
삼성전자	12,550.4
삼성에스디에스	2,894.3
삼성바이오로직스	11,468.2
합계	**30,425.7**
할인율 적용(30%)(B)	**21,298.0**
부동산가치(C)	949.4
순차입금(D)	420.0
총기업가치(E=A+B+C-D)	31,854.0
상장주식수(주, F)	189,690,043
적정주가(E/F)	**167,926**

자료: 유진투자증권

삼성물산(028260.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
자산총계	**44,459**	**49,049**	**47,255**	**48,754**	**50,666**
유동자산	13,359	12,321	15,323	16,156	17,500
현금성자산	3,951	3,333	6,053	6,624	7,689
매출채권	5,964	5,558	5,601	5,831	5,932
재고자산	1,313	1,533	1,753	1,765	1,924
비유동자산	31,100	36,728	31,932	32,598	33,166
투자자산	24,217	30,431	25,640	26,075	26,417
유형자산	5,281	4,986	5,046	5,233	5,415
기타	1,601	1,311	1,246	1,290	1,334
부채총계	**23,353**	**23,898**	**22,272**	**22,825**	**23,508**
유동부채	14,705	14,458	13,986	14,068	14,380
매입채무	2,679	2,794	2,737	2,757	3,006
유동성이자부채	5,416	5,434	4,955	4,955	4,955
기타	6,610	6,231	6,293	6,356	6,420
비유동부채	8,648	9,439	8,287	8,757	9,127
비유동기타부채	3,657	2,594	1,879	2,089	2,189
기타	4,991	6,845	6,407	6,667	6,938
자본총계	**21,106**	**25,151**	**24,983**	**25,929**	**27,158**
지배지분	18,302	22,557	22,584	23,530	24,760
자본금	19	19	19	19	19
자본잉여금	10,468	10,468	10,468	10,468	10,468
이익잉여금	5,230	5,755	7,178	8,124	9,353
기타	2,584	6,314	4,919	4,919	4,919
비지배지분	2,804	2,594	2,399	2,399	2,399
자본총계	**21,106**	**25,151**	**24,983**	**25,929**	**27,158**
총차입금	9,073	8,028	6,834	7,044	7,144
순차입금	5,122	4,695	781	420	(545)

손익계산서

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	**28,103**	**29,279**	**31,156**	**31,704**	**33,452**
증가율(%)	110.6	4.2	6.4	1.8	5.5
매출원가	24,771	25,627	27,170	27,444	28,718
매출총이익	**3,332**	**3,652**	**3,986**	**4,259**	**4,733**
판매 및 일반관리비	3,192	2,771	2,937	3,052	3,258
기타영업손익	(0)	0	0	0	0
영업이익	**140**	**881**	**1,104**	**1,207**	**1,475**
증가율(%)	275.7	531.6	25.3	9.3	22.2
EBITDA	**639**	**1,361**	**1,569**	**1,754**	**2,068**
증가율(%)	100.9	113.0	15.2	11.8	17.9
영업외손익	**(50)**	**(56)**	**1,279**	**412**	**489**
금융수익	348	437	652	519	542
금융비용	209	171	158	154	158
지분법손익	(73)	(46)	(123)	(24)	26
기타영업손익	(116)	(277)	909	71	79
세전순이익	**90**	**825**	**2,383**	**1,619**	**1,964**
증가율(%)	(96.8)	818.9	188.8	(32.1)	21.3
법인세비용	69	344	635	389	471
당기순이익	**21**	**481**	**1,748**	**1,230**	**1,493**
증가율 (%)	(99.2)	2,208.3	263.3	(29.6)	21.3
지배주주지분	107	640	1,934	1,329	1,612
증가율(%)	(96.1)	496.0	202.3	(31.3)	21.3
비지배지분	(87)	(159)	(186)	(98)	(119)
EPS	**566**	**3,373**	**10,196**	**7,005**	**8,500**
증가율 (%)	(96.9)	496.0	202.3	(31.3)	21.3
수정EPS	566	3,373	10,179	6,987	8,482
증가율 (%)	(96.9)	496.0	201.8	(31.4)	21.4

현금흐름표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	**1,355**	**1,312**	**3,956**	**1,981**	**2,482**
당기순이익	21	481	1,748	1,230	1,493
자산상각비	500	480	464	547	592
기타비현금성손익	101	145	196	383	364
운전자본증감	715	(160)	1,179	(179)	33
매출채권감소(증가)	188	172	19	(230)	(101)
재고자산감소(증가)	84	(207)	(206)	(12)	(159)
매입채무증가(감소)	107	24	64	19	249
기타	337	(148)	1,303	44	44
투자활동현금흐름	**(812)**	**280**	**(182)**	**(1,273)**	**(1,171)**
단기투자자산감소	(948)	954	(437)	(35)	(37)
장기투자증권감소	318	0	(160)	(422)	(277)
설비투자	(485)	(678)	(540)	(734)	(775)
유형자산처분	108	73	156	0	0
무형자산처분	(47)	(5)	(51)	(44)	(44)
재무활동현금흐름	**122**	**(1,117)**	**(1,577)**	**(173)**	**(283)**
차입금증가	(582)	(1,020)	(1,237)	210	100
자본증가	(87)	(96)	(330)	(383)	(383)
배당금지급	87	96	330	383	383
현금 증감	**632**	**295**	**2,190**	**536**	**1,028**
기초현금	2,066	2,699	2,993	5,183	5,719
기말현금	2,699	2,993	5,183	5,719	6,747
Gross cash flow	696	1,251	2,408	2,161	2,450
Gross investment	(851)	834	(1,434)	1,417	1,102
Free cash flow	**1,547**	**417**	**3,842**	**744**	**1,348**

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	566	3,373	10,196	7,005	8,500
BPS	95,661	117,902	118,045	122,990	129,417
DPS	550	2,000	2,000	2,000	2,000
밸류에이션(배,%)					
PER	221.7	37.4	11.5	16.8	13.8
PBR	1.3	1.1	1.0	1.0	0.9
EV/ EBITDA	45.3	21.0	14.7	12.9	10.5
배당수익율	0.4	1.6	1.7	1.7	1.7
PCR	34.5	19.3	9.3	10.4	9.2
수익성 (%)					
영업이익율	0.5	3.0	3.5	3.8	4.4
EBITDA이익율	2.3	4.6	5.0	5.5	6.2
순이익율	0.1	1.6	5.6	3.9	4.5
ROE	0.6	3.1	8.6	5.8	6.7
ROIC	1.2	26.3	84.6	81.0	92.9
안정성(%,배)					
순차입금/자기자본	24.3	18.7	3.1	1.6	(2.0)
유동비율	90.8	85.2	109.6	114.8	121.7
이자보상배율	0.7	5.1	7.0	7.9	9.3
활동성 (회)					
총자산회전율	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
매출채권회전율	4.6	5.1	5.6	5.5	5.7
재고자산회전율	20.8	20.6	19.0	18.0	18.1
매입채무회전율	7.3	10.7	11.3	11.5	11.6

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	88%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	12%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2018.12.31 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가 대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가대비
2017-04-27	Buy	201,000	1년	-33.7	-25.6
2017-10-27	Buy	201,000	1년	-34.7	-25.6
2018-02-02	Buy	201,000	1년	-36.0	-28.4
2018-04-26	Buy	201,000	1년	-38.7	-30.1
2018-07-26	Buy	175,000	1년	-29.8	-25.1
2018-10-25	Buy	167,000	1년	-36.5	-33.5
2019-01-24	Buy	167,000	1년		

삼성물산(028260.KS) 주가 및 목표주가 추이

