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, 하향)	159,000원
현재주가(4/24)	110,500원

Key Data	(기준일: 2019.04.24)
KOSPI(pt)	2,201
KOSDAQ(pt)	758
액면가(원)	100
시가총액(십억원)	20,961
52주 최고/최저(원)	142,000 / 95,800
52주 일간 Beta	1.10
발행주식수(천주)	189,690
평균거래량(3M,천주)	206
평균거래대금(3M,백만원)	23,232
배당수익률(19F, %)	1.8
외국인 지분율(%)	14.6
주요주주 지분율(%)	
이재용 외 8인	33.3
케이씨씨	9.0
국민연금공단	5.7

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.8	-6.0	-2.2	-18.8
KOSPI대비상대수익률	2.1	-8.6	-7.1	-8.1

가치주 영역 벗어나려면 바이오사업의 성장모멘텀이 필요

■ 일회성 요인으로 1분기 실적 예상치 하회

삼성물산의 1분기 매출액, 영업이익은 각각 7.4조원, 1,052억원으로 시장 컨센서스(7.5조원, 2,160억원) 대비 영업이익이 대폭 하회했다. 영업이익 하회의 원인은 1) 건설부문의 로이힐과 UAE원전의 중재결과에 따른 손실 약 700억원 계상 2) 바이오부문의 3공장 가동에 따른 비용 증가와 정기보수로 인한 적자전환 때문이다. 이 밖의 상사, 패션, 레져/식음료 등의 사업은 안정적인 실적을 거두었다. 건설부문에서 추가적인 일회성 비용 발생이 있을 수 있고, 바이오부문도 예상보다 수익성이 부진해 올해 동사의 영업이익은 전년대비 약 8% 감소할 것으로 추정된다.

■ 가치주 영역에 있지만, 바이오가 실적개선에 기여하는 시점이 되어야 매력있어

삼성전자 등 보유지분가치가 동사의 시가총액(21조원)보다 큰 30조원에 달한다. 불용자산에 대한 매각으로 순부채도 급격히 낮아져 삼성물산은 이제 가치주의 영역에 있다. 하지만, 투자매력이 높아지기 위해서는 1) 바이오사업의 이익 개선 2) 3조원이상의 현금성자산의 재투자처 확인 등이 필요하다고 판단된다. 특히 중장기 성장모멘텀으로 여겨져온 바이오부문(삼성바이오로직스, 삼성바이오에피스)의 늦어지는 이익정상화는 투자자들이 확인해볼 사항이다. CMO 사업은 Wuxi Biologics(도표 4번 참조)와 Roche 등의 빅파마들이 증설에 나서면서 경쟁강도가 높아졌다. 바이오시밀러 사업은 예상보다 약가인하 폭이 크고, 베나팔리 이후 블록버스터를 양산하지 못하고 있다.

■ 바이오부문 할인율 높여 목표주가 하향

삼성바이오로직스에 대한 할인율을 30%에서 40%로 확대해서 목표주가를 기존의 167,000원에서 159,000원으로 하향한다. 건설부문의 일회성 요인만 제외한다면 삼성물산의 본업들은 안정적인 이익을 창출하는 국면에 진입했다. 시가총액을 월등히 상회하는 보유 지분가치까지 감안하면 매수의견을 유지하는 것이 합리적이다. 다만, 주가의 의미 있는 상승은 바이오부문의 이익성장이 본업의 안정성 위에 더해져야 한다. 2020년부터 3공장 매출이 본격화되면서 CMO향 이익성장이 큰 폭으로 이루어지고, 바이오시밀러 부문은 올해부터 흑자전환 할 것으로 예상되고 있다. 이러한 예상대로 진행된다면 동사의 주가 상승을 견인할 수 있다. 다만, 확인하는데 시간이 걸릴 것으로 판단된다.

Earnings Summary(IFRS 연결기준)

(단위: 십억원, (%,%p)	1Q19P					2Q19F			2018	2019F		2020F	
	실적발표	당사 예상치	차이	컨센서스	차이	예상치	qoq	yoy		예상치	yoy	예상치	yoy
매출액	7,357	7,357	0	7,483	-2	7,879	7	-1	31,156	31,139	-0	33,357	7
영업이익	105	208	-49	216	-51	306	191	-19	1,104	1,011	-8	1,250	24
세전이익	350	455	-23	488	-28	355	1	-22	2,383	1,425	-40	1,739	22
순이익	222	346	-36	350	-36	270	21	-21	1,748	1,039	-41	1,322	27
영업이익률	1.4	2.8	-1.4	2.9	-1.5	3.9	2.5	-0.9	3.5	3.2	-0.3	3.7	0.5
순이익률	3.0	4.7	-1.7	4.7	-1.7	3.4	0.4	-0.9	5.6	3.3	-2.3	4.0	0.6
EPS(원)	5,160	7,871	-34.4	8,342	-38.2	6,259	21.3	-18.9	9,029	6,026	-33.3	7,664	27.2
BPS(원)	103,813	117,995	-12.0	120,718	-14.0	105,365	1.5	-4.9	104,259	108,509	4.1	114,107	5.2
ROE(%)	5.0	6.7	-1.7	6.9	-1.9	5.9	1.0	-1.0	8.1	5.6	-2.4	6.8	1.2
PER(X)	21.4	14.0	-	13.2	-	17.7	-	-	11.7	18.3	-	14.4	-
PBR(X)	1.1	0.9	-	0.9	-	1.0	-	-	1.0	1.0	-	1.0	-

자료: 삼성물산, 유진투자증권
주: EPS는 annualized 기준

도표 1 삼성물산 연결기준 실적추정 (수정후)

(십억원)	1Q18A	2Q18A	3Q18A	4Q18A	1Q19P	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017A	2018A	2019F
매출액	**7,476.3**	**7,927.7**	**7,780.5**	**7,971.1**	**7,357.1**	**7,879.0**	**7,961.0**	**7,941.8**	**29,279.0**	**31,155.6**	**31,138.8**
%YoY	11.5%	8.3%	3.8%	2.7%	-1.6%	-0.6%	2.3%	-0.4%	4.2%	6.4%	-0.1%
건설/상사	6,324.6	6,679.7	6,613.5	6,614.1	6,189.1	6,556.0	6,633.0	6,575.0	24,538.3	26,231.9	25,953.1
급식/식자재·유통	460.3	491.0	480.0	503.0	483.0	519.0	520.0	521.0	1,842.0	1,934.3	2,043.0
레져	95.6	216.0	197.0	181.0	103.0	216.0	213.0	184.0	690.0	689.6	716.0
패션	460.0	416.0	389.0	495.0	457.0	445.0	404.0	520.0	1,749.0	1,760.0	1,826.0
바이오	135.9	125.0	101.0	178.0	125.0	143.0	191.0	141.8	459.7	524.2	600.8
매출비중											
건설/상사	84.6%	84.3%	85.0%	83.0%	84.1%	83.2%	83.3%	82.8%	83.8%	84.2%	83.3%
급식/식자재·유통	6.2%	6.2%	6.2%	6.3%	6.6%	6.6%	6.5%	6.6%	6.3%	6.2%	6.6%
레져	1.3%	2.7%	2.5%	2.3%	1.4%	2.7%	2.7%	2.3%	2.4%	2.2%	2.3%
패션	6.2%	5.2%	5.0%	6.2%	6.2%	5.6%	5.1%	6.5%	6.0%	5.6%	5.9%
바이오	1.8%	1.6%	1.3%	2.2%	1.7%	1.8%	2.4%	1.8%	1.6%	1.7%	1.9%
매출원가	6,548.6	6,868.2	6,794.1	6,959.4	6,543.9	6,847.5	6,873.9	6,921.1	25,627.0	27,170.3	27,186.4
매출원가율	87.6%	86.6%	87.3%	87.3%	88.9%	86.9%	86.3%	87.1%	87.5%	87.2%	87.3%
판관비	718.6	681.4	712.6	768.9	708.0	725.5	775.8	732.3	2,771.1	2,881.4	2,941.5
영업이익	**209.2**	**378.1**	**273.8**	**242.8**	**105.2**	**306.0**	**311.3**	**288.3**	**881.3**	**1,103.9**	**1,010.9**
%YoY	52.7%	48.0%	24.4%	-9.6%	-49.7%	-19.1%	13.7%	18.8%	531.6%	25.3%	-8.4%
영업이익률	2.8%	4.8%	3.5%	3.0%	1.4%	3.9%	3.9%	3.6%	3.0%	3.5%	3.2%
영업외손익	269.1	79.8	112.6	817.4	244.8	49.0	35.0	84.9	-56.3	1,278.8	413.7
세전이익	478.3	457.9	386.4	1,060.1	350.0	355.0	346.3	373.3	825.0	2,382.7	1,424.6
법인세	115.2	114.7	150.7	253.9	127.5	85.2	83.1	89.6	343.9	634.5	385.4
법인세율	24.1%	25.0%	39.0%	23.9%	36.4%	24.0%	24.0%	24.0%	41.7%	26.6%	27.1%
당기순이익	**363.1**	**343.2**	**235.7**	**806.2**	**222.4**	**269.8**	**263.2**	**283.7**	**481.1**	**1,748.2**	**1,039.2**

자료: 유진투자증권

도표 2 삼성물산 연결기준 실적추정 (수정전)

(십억원)	1Q18A	2Q18A	3Q18A	4Q18A	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017A	2018A	2019F
매출액	**7,476.3**	**7,927.7**	**7,780.5**	**7,971.1**	**7,357.0**	**7,979.0**	**8,340.0**	**8,027.8**	**29,279.0**	**31,155.6**	**31,703.8**
%YoY	11.5%	8.3%	3.8%	2.7%	-1.6%	0.6%	7.2%	0.7%	4.2%	6.4%	1.8%
건설/상사	6,324.6	6,679.7	6,613.5	6,614.1	6,116.0	6,656.0	7,012.0	6,575.0	24,538.3	26,231.9	26,359.0
급식/식자재·유통	460.3	491.0	480.0	503.0	513.0	529.0	530.0	531.0	1,842.0	1,934.3	2,103.0
레져	95.6	216.0	197.0	181.0	120.0	216.0	213.0	184.0	690.0	689.6	733.0
패션	460.0	416.0	389.0	495.0	498.0	435.0	394.0	509.0	1,749.0	1,760.0	1,836.0
바이오	135.9	125.0	101.0	178.0	110.0	143.0	191.0	228.8	459.7	524.2	672.8
매출비중											
건설/상사	84.6%	84.3%	85.0%	83.0%	83.1%	83.4%	84.1%	81.9%	83.8%	84.2%	83.1%
급식/식자재·유통	6.2%	6.2%	6.2%	6.3%	7.0%	6.6%	6.4%	6.6%	6.3%	6.2%	6.6%
레져	1.3%	2.7%	2.5%	2.3%	1.6%	2.7%	2.6%	2.3%	2.4%	2.2%	2.3%
패션	6.2%	5.2%	5.0%	6.2%	6.8%	5.5%	4.7%	6.3%	6.0%	5.6%	5.8%
바이오	1.8%	1.6%	1.3%	2.2%	1.5%	1.8%	2.3%	2.8%	1.6%	1.7%	2.1%
매출원가	6,548.6	6,868.2	6,794.1	6,959.4	6,351.9	6,894.5	7,211.3	7,033.0	25,627.0	27,170.3	27,444.5
매출원가율	87.6%	86.6%	87.3%	87.3%	86.3%	86.4%	86.5%	87.6%	87.5%	87.2%	86.6%
판관비	718.6	681.4	712.6	768.9	797.4	730.5	795.5	737.2	2,771.1	2,881.4	3,052.4
영업이익	**209.2**	**378.1**	**273.8**	**242.8**	**207.8**	**354.0**	**333.2**	**257.6**	**881.3**	**1,103.9**	**1,206.9**
%YoY	52.7%	48.0%	24.4%	-9.6%	-0.7%	-6.4%	21.7%	6.1%	531.6%	25.3%	9.3%
영업이익률	2.8%	4.8%	3.5%	3.0%	2.8%	4.4%	4.0%	3.2%	3.0%	3.5%	3.8%
영업외손익	269.1	79.8	112.6	817.4	247.0	49.0	35.0	80.9	-56.3	1,278.8	411.9
세전이익	478.3	457.9	386.4	1,060.1	454.8	403.0	368.2	338.5	825.0	2,382.7	1,618.8
법인세	115.2	114.7	150.7	253.9	109.1	96.7	88.4	81.3	343.9	634.5	388.5
법인세율	24.1%	25.0%	39.0%	23.9%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%	41.7%	26.6%	24.0%
당기순이익	**363.1**	**343.2**	**235.7**	**806.2**	**345.6**	**306.3**	**279.8**	**257.3**	**481.1**	**1,748.2**	**1,230.3**

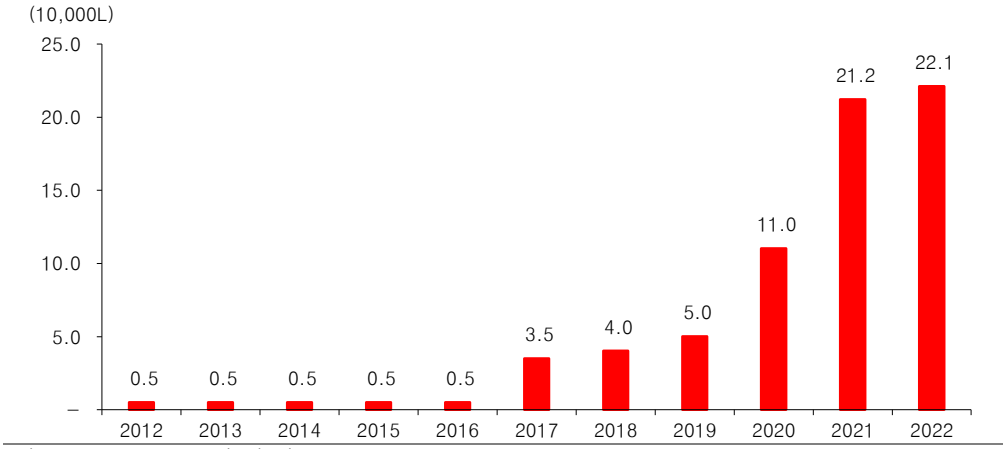
자료: 유진투자증권

도표 3 삼성물산 기업가치 산정

(십억원, 원)	2019F
부문별 EBITDA	
건설/상사	1,011.7
레져	157.5
급식/식자재 유통	176.2
패션	114.9
합계	**1,460.2**
EBITDA 적정배수	
건설/상사	6.0
레져	7.0
급식/식자재 유통	8.0
패션	5.0
부문별 적정 사업가치	
건설/상사	6,069.9
레져	1,102.3
급식/식자재 유통	1,409.2
패션	574.6
합계(A)	**9,156.0**
보유지분가치	
삼성생명	3,261.4
삼성전자	13,372.1
삼성에스디에스	2,894.3
삼성바이오로직스	10,404.8
합계	**29,932.5**
할인율 적용(30%)(B)	**19,912.3**
부동산가치(C)	949.4
순차입금(D)	-113.5
총기업가치(E=A+B+C-D)	**30,131.2**
상장주식수(주, F)	189,690,043
적정주가(E/F)	**158,844**

자료: 유진투자증권(삼성바이오로직스 할인율 40%, 삼성생명, 삼성전자, 삼성에스디에스 할인율 30% 적용)

도표 4 **WuXi Biologics 증설계획 (누적 Capacity)**



자료: BioProcess insider, 유진투자증권

삼성물산(028260.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
자산총계	**49,049**	**42,407**	**43,004**	**44,376**	**45,796**
유동자산	12,291	13,671	13,200	13,438	13,681
현금성자산	3,333	4,431	4,263	3,833	3,967
매출채권	5,558	5,625	5,247	5,733	5,799
재고자산	1,533	1,699	1,756	1,919	1,941
비유동자산	36,758	28,735	29,803	30,938	32,116
투자자산	30,460	22,650	23,569	24,526	25,522
유형자산	4,986	5,024	5,083	5,171	5,263
기타	1,311	1,061	1,151	1,241	1,330
부채총계	**23,898**	**19,858**	**19,642**	**19,943**	**20,141**
유동부채	14,458	13,017	12,700	12,819	12,812
매입채무	2,794	2,769	2,684	2,933	2,967
유동성이자부채	5,434	3,320	3,019	2,819	2,707
기타	6,231	6,928	6,997	7,067	7,138
비유동부채	9,439	6,841	6,941	7,124	7,330
비유동기타부채	2,594	1,254	1,131	1,081	1,045
기타	6,845	5,587	5,811	6,043	6,285
자본총계	**25,151**	**22,549**	**23,362**	**24,433**	**25,655**
지배지분	22,557	19,947	20,760	21,831	23,053
자본금	19	19	19	19	19
자본잉여금	10,468	10,469	10,469	10,469	10,469
이익잉여금	5,755	6,949	7,763	8,834	10,056
기타	6,314	2,509	2,509	2,509	2,509
비지배지분	2,594	2,602	2,602	2,602	2,602
자본총계	**25,151**	**22,549**	**23,362**	**24,433**	**25,655**
총차입금	8,028	4,573	4,149	3,899	3,751
순차입금	4,695	142	(114)	67	(215)

손익계산서

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	**29,279**	**31,156**	**31,139**	**33,357**	**33,887**
증가율(%)	4.2	6.4	(0.1)	7.1	1.6
매출원가	25,627	27,170	27,186	28,956	29,143
매출총이익	**3,652**	**3,985**	**3,952**	**4,401**	**4,744**
판매 및 일반관리비	2,771	2,881	2,942	3,151	3,267
기타영업손익	0	0	0	0	0
영업이익	**881**	**1,104**	**1,011**	**1,250**	**1,477**
증가율(%)	531.6	25.3	(8.4)	23.6	18.2
EBITDA	**1,361**	**1,567**	**1,492**	**1,741**	**1,972**
증가율(%)	113.0	15.1	(4.8)	16.6	13.3
영업외손익	**(56)**	**1,279**	**414**	**489**	**511**
금융수익	420	641	509	618	634
금융비용	171	188	216	197	186
지분법손익	(46)	250	1,354	1,354	1,354
기타영업손익	(259)	575	(1,233)	(1,286)	(1,291)
세전순이익	**825**	**2,383**	**1,425**	**1,739**	**1,988**
증가율(%)	818.9	188.8	(40.2)	22.1	14.3
법인세비용	344	634	385	417	529
당기순이익	**481**	**1,748**	**1,039**	**1,322**	**1,459**
증가율 (%)	2,208.3	263.4	(40.6)	27.2	10.4
지배주주지분	640	1,713	1,143	1,454	1,605
증가율(%)	496.0	167.7	(33.3)	27.2	10.4
비지배지분	(159)	35	(104)	(132)	(146)
EPS	**3,373**	**9,029**	**6,026**	**7,664**	**8,459**
증가율 (%)	496.0	167.7	(33.3)	27.2	10.4
수정EPS	3,373	9,029	6,008	7,646	8,442
증가율 (%)	496.0	167.7	(33.5)	27.3	10.4

현금흐름표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	**1,312**	**1,678**	**781**	**474**	**984**
당기순이익	481	1,748	1,039	1,322	1,459
자산상각비	480	463	482	491	495
기타비현금성손익	145	(339)	(1,026)	(989)	(966)
운전자본증감	(160)	(469)	287	(349)	(4)
매출채권감소(증가)	172	99	378	(486)	(67)
재고자산감소(증가)	(207)	(154)	(57)	(163)	(22)
매입채무증가(감소)	24	(155)	(85)	249	34
기타	(148)	(259)	50	51	51
투자활동현금흐름	**280**	**168**	**(258)**	**(336)**	**(387)**
단기투자자산감소	997	(1,072)	(62)	(65)	(67)
장기투자증권감소	0	0	478	442	405
설비투자	(678)	(540)	(540)	(579)	(588)
유형자산처분	73	185	0	0	0
무형자산처분	(5)	(62)	(90)	(90)	(90)
재무활동현금흐름	**(1,117)**	**(1,885)**	**(754)**	**(633)**	**(531)**
차입금증가	(1,020)	(1,545)	(424)	(250)	(148)
자본증가	(96)	(341)	(330)	(383)	(383)
배당금지급	96	341	330	383	383
현금 증감	**295**	**(90)**	**(230)**	**(495)**	**67**
기초현금	2,699	2,993	2,904	2,673	2,179
기말현금	2,993	2,904	2,673	2,179	2,246
Gross cash flow	1,251	1,670	494	823	988
Gross investment	877	(771)	(91)	621	323
Free cash flow	**374**	**2,441**	**586**	**202**	**665**

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	3,373	9,029	6,026	7,664	8,459
BPS	117,902	104,259	108,509	114,107	120,494
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
밸류에이션(배,%)					
PER	37.4	11.7	18.3	14.4	13.1
PBR	1.1	1.0	1.0	1.0	0.9
EV/ EBITDA	21.0	12.9	14.0	12.1	10.5
배당수익율	1.6	1.9	1.8	1.8	1.8
PCR	19.3	12.1	42.8	25.7	21.4
수익성 (%)					
영업이익율	3.0	3.5	3.2	3.7	4.4
EBITDA이익율	4.6	5.0	4.8	5.2	5.8
순이익율	1.6	5.6	3.3	4.0	4.3
ROE	3.1	8.1	5.6	6.8	7.2
ROIC	26.3	81.6	77.2	98.3	95.8
안정성(%,배)					
순차입금/자기자본	18.7	0.6	(0.5)	0.3	(0.8)
유동비율	85.0	105.0	103.9	104.8	106.8
이자보상배율	5.1	5.9	4.7	6.3	8.0
활동성 (회)					
총자산회전율	0.6	0.7	0.7	0.8	0.8
매출채권회전율	5.1	5.6	5.7	6.1	5.9
재고자산회전율	20.6	19.3	18.0	18.2	17.6
매입채무회전율	10.7	11.2	11.4	11.9	11.5

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	87%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	13%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2019.03.31 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	-34.3	-28.1
2019-01-24	Buy	167,000	1년	-32.5	-28.1
2019-04-24	Buy	159,000	1년		

삼성물산(028260.KS) 주가 및 목표주가 추이

