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)	142,000원
현재주가(7/24)	94,800원

Key Data	(기준일: 2019.07.24)
KOSPI(pt)	2,082
KOSDAQ(pt)	660
액면가(원)	100
시가총액(십억원)	17,983
52주 최고/최저(원)	132,500 / 90,700
52주 일간 Beta	1.09
발행주식수(천주)	189,690
평균거래량(3M,천주)	279
평균거래대금(3M,백만원)	26,792
배당수익률(19F, %)	1.9
외국인 지분율(%)	14.2
주요주주 지분율(%)	
이재용 외 8인	33.2
케이씨씨	9.0
국민연금공단	5.7

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.1	-14.2	-19.3	-22.0
KOSPI 대비상대수익률	0.9	-8.8	-16.4	-13.3

바이오 불확실성만 제외하면 절대 저평가 국면

■ 2분기 실적 예상범위 수준, 하반기부터 이익 성장기조 예상

삼성물산의 2분기 매출액, 영업이익은 각각 7.9조원, 2,207억원으로 전년동기 대비(7.9조원, 3,781억원) 대비 매출액은 0.6% 증가했으나 영업이익은 42% 감소했다. 당사 추정치 및 컨센서스 대비해서도 영업이익은 소폭 하회했다. 전년대비 영업이익 감소 폭이 큰 원인은 1) 전년 2분기에 마진율 높은 그룹사 건설 매출이 집중되면서 예외적으로 이익수준이 높았고, 2) 올 2분기에는 호주 도로공사, 홍콩 지하철 등 건설부문에서 납기연장으로 인한 일회성 비용이 약 400~500억원 발생했고, 3) 바이오 부문이 전년동기 120억원 흑자에서 올 2분기에는 270억원 적자를 기록했기 때문인 것으로 추정된다. 하반기에는 건설부문의 납기지연 등의 일회성 손실 발생 가능성이 낮고, 바이오 부문이 정기보수 완료로 인한 공장 가동률 상승에 따라 흑자전환이 예상된다. 따라서 3분기부터 영업이익이 성장기조로 전환될 것으로 추정된다.

■ 바이오 부문이 향후 이익성장 좌우할 변수

동사의 사업부문 중 이익의 변화가 뚜렷한 곳은 건설과 바이오 부문이다. 건설부문은 회사가 수년째 관련 리스크를 축소하는 방향으로 사업을 전개하고 있어 과거대비 변동성이 낮아진 상태이다. 상반기 수주가 부진했으나, 하반기에 빌딩, 인프라, 플랜트 등 준비중인 프로젝트들에서 수주가 연이어 이루어질 것으로 예상된다. 대규모 중동의 태양광 프로젝트, LNG 터미널 등 신규업종으로 영역이 확대되고 있어 수주의 다양성면에서 긍정적이다. 본업은 상대적으로 안정적인 반면 바이오 부문은 아직 불확실성이 존재한다. 삼성바이오로직스의 3공장 수주가 예상보다 부진하고, 삼성바이오에피스도 매출비중이 제일 큰 베네팔리의 매출 정체가 1년이상 진행되고 있다. 최근 휴미라 바이오시밀러인 임랄디의 매출액이 증가하는 것은 긍정적이나, 경쟁약물들의 시장진입이 많아 좀 더 추이를 확인할 필요가 있다. 2020년 삼성물산의 영업이익은 올해 대비 28% 증가할 것으로 추정된다. 이 추정치에 가장 크게 기여할 부문이 바이오이다. 동사의 바이오 부문 이익은 2019년 80억원 적자에서 2020년 1,134억원 흑자로 전환할 것으로 예상된다. 이를 위해서는 3공장의 수주 부진이 개선되는 것이 일단 확인되어야 한다.

■ 약 28조원의 지분가치 감안하면 추가 하락 제한적

삼성전자 등 보유지분가치가 동사의 시가총액(18조원)보다 큰 28조원에 달한다. 가장 높은 비중을 차지하는 삼성전자의 가치도 반도체 경기의 바닥 확인론이 확산되고 있어 긍정적이다. 또한, 본업 중 이익비중이 가장 높은 건설, 상사부문도 유럽, 미국, 중국 등의 경기 부양의지가 높아짐에 따라 사업 리스크가 낮아지고 있다. 삼성물산의 올해 실적기준 PBR은 0.8배 수준이다. 과거 PBR 밴드의 하단이어서, 주가가 추가 하락할 여력이 크지 않은 것으로 판단된다. 투자의견 BUY와 목표주가 142,000원을 유지한다.

Earnings Summary(IFRS 연결기준)

(단위: 십억원, (%,%p)	2Q19P					3Q19F			2018	2019F		2020F	
	실적발표	당사 예상치	차이	컨센서스	차이	예상치	qoq	yoy		예상치	yoy	예상치	yoy
매출액	7,972	7,589	5.0	7,657	4.1	7,831	-1.8	0.6	31,156	31,057	-0.3	33,212	6.9
영업이익	221	240	-8.1	241	-8.5	282	27.6	2.8	1,104	896	-18.9	1,146	27.9
세전이익	287	289	-0.8	289	-0.8	317	10.3	-18.1	2,383	1,324	-44.4	1,625	22.8
순이익	207	220	-5.6	220	-5.6	241	16.0	2.1	1,748	952	-45.6	1,235	29.8
영업이익률	2.8	3.2	-0.4	3.1	-0.4	3.6	0.8	0.1	3.5	2.9	-0.7	3.5	0.6
순이익률	2.6	2.9	-0.3	2.9	-0.3	3.1	0.5	0.0	5.6	3.1	-2.5	3.7	0.7
EPS(원)	4,811	4,860	-1.0	4,959	-3.0	5,581	16.0	-6.0	9,029	5,544	-38.6	7,164	29.2
BPS(원)	113,782	106,419	6.9	120,031	-5.2	115,165	1.2	1.3	104,259	116,783	12.0	121,885	4.4
ROE(%)	4.2	4.6	-0.3	4.1	0.1	4.8	0.6	-0.4	8.1	5.0	-3.1	6.0	1.0
PER(X)	19.7	19.5	-	19.1	-	17.0	-	-	11.7	17.1	-	13.2	-
PBR(X)	0.8	0.9	-	0.8	-	0.8	-	-	1.0	0.8	-	0.8	-

자료: 삼성물산, 유진투자증권
주: EPS는 annualized 기준

도표 1 삼성물산 연결기준 실적추정

(십억원)	1Q18A	2Q18A	3Q18A	4Q18A	1Q19A	2Q19P	3Q19F	4Q19F	2018A	2019F	2020F
매출액	**7,476.3**	**7,927.7**	**7,780.5**	**7,971.1**	**7,357.1**	**7,972.0**	**7,831.0**	**7,897.3**	**31,155.6**	**31,057.3**	**33,211.5**
%YoY	11.5%	8.3%	3.8%	2.7%	-1.6%	0.6%	0.6%	-0.9%	6.4%	-0.3%	6.9%
건설/상사	6,324.6	6,679.7	6,613.5	6,614.1	6,189.1	6,717.0	6,533.0	6,475.0	26,231.9	25,914.0	27,476.8
급식/식자재·유통	460.3	491.0	480.0	503.0	483.0	537.0	520.0	521.0	1,934.3	2,061.0	2,200.0
레져	95.6	216.0	197.0	181.0	103.0	224.0	213.0	176.0	689.6	716.0	759.0
패션	460.0	416.0	389.0	495.0	457.0	416.0	404.0	520.0	1,760.0	1,797.0	1,898.8
바이오	135.9	125.0	101.0	178.0	125.0	78.0	161.0	205.3	524.2	569.3	876.9
매출비중											
건설/상사	84.6%	84.3%	85.0%	83.0%	84.1%	84.3%	83.4%	82.0%	84.2%	83.4%	82.7%
급식/식자재·유통	6.2%	6.2%	6.2%	6.3%	6.6%	6.7%	6.6%	6.6%	6.2%	6.6%	6.6%
레져	1.3%	2.7%	2.5%	2.3%	1.4%	2.8%	2.7%	2.2%	2.2%	2.3%	2.3%
패션	6.2%	5.2%	5.0%	6.2%	6.2%	5.2%	5.2%	6.6%	5.6%	5.8%	5.7%
바이오	1.8%	1.6%	1.3%	2.2%	1.7%	1.0%	2.1%	2.6%	1.7%	1.8%	2.6%
매출원가	6,548.6	6,868.2	6,794.1	6,959.4	6,543.8	7,079.0	6,780.5	6,879.1	27,170.3	27,282.3	28,971.8
매출원가율	87.6%	86.6%	87.3%	87.3%	88.9%	88.8%	86.6%	87.1%	87.2%	87.8%	87.2%
판관비	718.6	681.4	712.6	768.9	708.1	672.3	769.0	729.8	2,881.4	2,879.2	3,093.7
영업이익	**209.2**	**378.1**	**273.8**	**242.8**	**105.2**	**220.7**	**281.6**	**288.4**	**1,103.9**	**895.8**	**1,146.1**
%YoY	52.7%	48.0%	24.4%	-9.6%	-49.7%	-41.6%	2.8%	18.8%	25.3%	-18.9%	27.9%
영업이익률	2.8%	4.8%	3.5%	3.0%	1.4%	2.8%	3.6%	3.7%	3.5%	2.9%	3.5%
영업외손익	269.1	79.8	112.6	817.4	244.8	66.3	35.0	81.8	1,278.8	427.9	479.4
세전이익	478.3	457.9	386.4	1,060.1	350.0	287.0	316.6	370.2	2,382.7	1,323.7	1,625.4
법인세	115.2	114.7	150.7	253.9	127.5	79.6	76.0	88.8	634.5	371.9	390.1
법인세율	24.1%	25.0%	39.0%	23.9%	36.4%	27.7%	24.0%	24.0%	26.6%	28.1%	24.0%
당기순이익	**363.1**	**343.2**	**235.7**	**806.2**	**222.4**	**207.4**	**240.6**	**281.3**	**1,748.2**	**951.8**	**1,235.3**

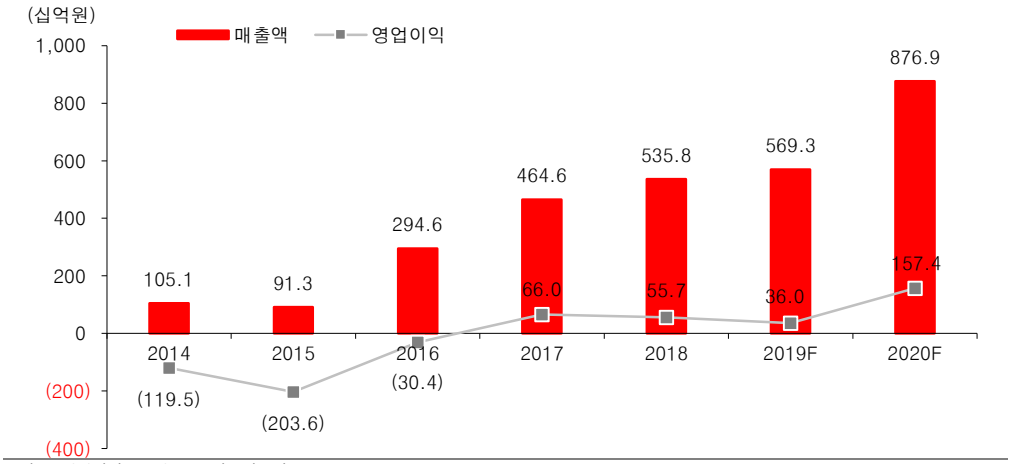
자료: 유진투자증권

도표 2 삼성물산 기업가치 산정

(십억원, 원)	2019F
부문별 EBITDA	
건설/상사	935.7
레져	151.0
급식/식자재 유통	170.8
패션	113.8
합계	**1,371.3**
EBITDA 적정배수	
건설/상사	6.0
레져	6.0
급식/식자재 유통	7.0
패션	5.0
부문별 적정 사업가치	
건설/상사	5,614.0
레져	906.2
급식/식자재 유통	1,195.8
패션	569.0
합계(A)	**8,284.9**
보유지분가치	
삼성생명	3,048.6
삼성전자	13,865.2
삼성에스디에스	2,894.3
삼성바이오로직스	8,076.6
합계	**27,884.7**
할인율 적용(30%, 50%)(B)	**17,903.9**
부동산가치(C)	949.4
순차입금(D)	106.8
총기업가치(E=A+B+C-D)	27,031.3
상장주식수(주, F)	189,690,043
적정주가(E/F)	**142,503**

자료: 유진투자증권
주: 삼성바이오로직스 할인율 50%, 삼성생명, 삼성전자, 삼성에스디에스 할인율 30% 적용

도표 3 삼성바이오로직스 매출, 영업이익 추이 및 전망



자료: 삼성바이오로직스, 유진투자증권

삼성물산(028260.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
자산총계	**44,459**	**49,049**	**42,407**	**45,458**	**46,642**
유동자산	13,359	12,291	13,671	13,648	13,666
현금성자산	3,951	3,333	4,431	4,199	3,850
매출채권	5,964	5,558	5,625	5,734	6,002
재고자산	1,313	1,533	1,699	1,823	1,915
비유동자산	31,100	36,758	28,735	31,810	32,975
투자자산	24,217	30,460	22,650	25,654	26,696
유형자산	5,281	4,986	5,024	5,074	5,160
기타	1,601	1,311	1,061	1,082	1,120
부채총계	**23,353**	**23,898**	**19,858**	**20,540**	**20,748**
유동부채	14,705	14,458	13,017	12,634	12,634
매입채무	2,679	2,794	2,769	2,815	2,945
유동성이자부채	5,416	5,434	3,320	2,822	2,622
기타	6,610	6,231	6,928	6,997	7,067
비유동부채	8,648	9,439	6,841	7,906	8,114
비유동기타부채	3,657	2,594	1,254	1,484	1,434
기타	4,991	6,845	5,587	6,422	6,680
자본총계	**21,106**	**25,151**	**22,549**	**24,918**	**25,894**
지배지분	18,302	22,557	19,947	22,343	23,319
자본금	19	19	19	19	19
자본잉여금	10,468	10,468	10,469	10,469	10,469
이익잉여금	5,230	5,755	6,949	7,660	8,636
기타	2,584	6,314	2,509	4,195	4,195
비지배지분	2,804	2,594	2,602	2,575	2,575
자본총계	**21,106**	**25,151**	**22,549**	**24,918**	**25,894**
총차입금	9,073	8,028	4,573	4,306	4,056
순차입금	5,122	4,695	142	107	206

손익계산서

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	**28,103**	**29,279**	**31,156**	**31,057**	**33,212**
증가율(%)	110.6	4.2	6.4	(0.3)	6.9
매출원가	24,771	25,627	27,170	27,282	28,972
매출총이익	**3,332**	**3,652**	**3,985**	**3,775**	**4,240**
판매 및 일반관리비	3,192	2,771	2,881	2,879	3,094
기타영업손익	(0)	0	0	(0)	0
영업이익	**140**	**881**	**1,104**	**896**	**1,146**
증가율(%)	275.7	531.6	25.3	(18.9)	27.9
EBITDA	**639**	**1,361**	**1,567**	**1,383**	**1,637**
증가율(%)	100.9	113.0	15.1	(11.8)	18.4
영업외손익	**(50)**	**(56)**	**1,279**	**428**	**479**
금융수익	348	420	641	707	615
금융비용	209	171	188	152	140
지분법손익	(73)	(46)	250	132	132
기타영업손익	(116)	(259)	575	(259)	(128)
세전순이익	**90**	**825**	**2,383**	**1,324**	**1,625**
증가율(%)	(96.8)	818.9	188.8	(44.4)	22.8
법인세비용	69	344	634	372	390
당기순이익	**21**	**481**	**1,748**	**952**	**1,235**
증가율 (%)	(99.2)	2,208.3	263.4	(45.6)	29.8
지배주주지분	107	640	1,713	1,052	1,359
증가율(%)	(96.1)	496.0	167.7	(38.6)	29.2
비지배지분	(87)	(159)	35	(100)	(124)
EPS	**566**	**3,373**	**9,029**	**5,544**	**7,164**
증가율 (%)	(96.9)	496.0	167.7	(38.6)	29.2
수정EPS	566	3,373	9,029	5,526	7,146
증가율 (%)	(96.9)	496.0	167.7	(38.8)	29.3

현금흐름표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
영업활동현금흐름	**1,355**	**1,312**	**1,678**	**1,308**	**1,808**
당기순이익	21	481	1,748	952	1,235
자산상각비	500	480	463	487	491
기타비현금성손익	101	145	(339)	88	249
운전자본증감	715	(160)	(469)	(204)	(167)
매출채권감소(증가)	188	172	99	(582)	(268)
재고자산감소(증가)	84	(207)	(154)	(115)	(92)
매입채무증가(감소)	107	24	(155)	(179)	130
기타	337	(148)	(259)	671	63
투자활동현금흐름	**(812)**	**280**	**168**	**(711)**	**(1,584)**
단기투자자산감소	(948)	997	(1,072)	58	(60)
장기투자증권감소	318	0	0	(623)	(865)
설비투자	(485)	(678)	(540)	(535)	(576)
유형자산처분	108	73	185	4	0
무형자산처분	(47)	(5)	(62)	(38)	(38)
재무활동현금흐름	**122**	**(1,117)**	**(1,885)**	**(800)**	**(633)**
차입금증가	(582)	(1,020)	(1,545)	(769)	(250)
자본증가	(87)	(96)	(341)	(330)	(383)
배당금지급	87	96	341	330	383
현금 증감	**632**	**295**	**(90)**	**(180)**	**(409)**
기초현금	2,066	2,699	2,993	2,904	2,723
기말현금	2,699	2,993	2,904	2,723	2,314
Gross cash flow	696	1,251	1,670	1,527	1,975
Gross investment	(851)	877	(771)	973	1,691
Free cash flow	**1,547**	**374**	**2,441**	**554**	**284**

주요투자지표

	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	566	3,373	9,029	5,544	7,164
BPS	95,661	117,902	104,259	116,783	121,885
DPS	550	2,000	2,000	2,000	2,000
밸류에이션(배,%)					
PER	221.7	37.4	11.7	17.1	13.2
PBR	1.3	1.1	1.0	0.8	0.8
EV/ EBITDA	45.3	21.0	12.9	13.2	11.2
배당수익율	0.4	1.6	1.9	2.1	2.1
PCR	34.5	19.3	12.1	11.9	9.2
수익성 (%)					
영업이익율	0.5	3.0	3.5	2.9	3.5
EBITDA이익율	2.3	4.6	5.0	4.5	4.9
순이익율	0.1	1.6	5.6	3.1	3.7
ROE	0.6	3.1	8.1	5.0	6.0
ROIC	1.2	26.3	81.6	81.2	170.5
안정성(%,배)					
순차입금/자기자본	24.3	18.7	0.6	0.4	0.8
유동비율	90.8	85.0	105.0	108.0	108.2
이자보상배율	0.7	5.1	5.9	5.9	8.2
활동성 (회)					
총자산회전율	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
매출채권회전율	4.6	5.1	5.6	5.5	5.7
재고자산회전율	20.8	20.6	19.3	17.6	17.8
매입채무회전율	7.3	10.7	11.2	11.1	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	89%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	11%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2019.06.30 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가 대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가대비
2017-10-27	Buy	201,000	1년	-34.7	-25.6
2018-02-02	Buy	201,000	1년	-36	-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	-32.6	-28.1
2019-04-25	Buy	159,000	1년	-38.4	-34.9
2019-05-31	Buy	142,000	1년	-33.8	-32.1
2019-07-25	Buy	142,000	1년		

삼성물산(028260.KS) 주가 및 목표주가 추이

