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(10/23)	95,000원

Key Data	(기준일: 2019.10.23)
KOSPI(pt)	2,081
KOSDAQ(pt)	659
액면가(원)	100
시가총액(십억원)	18,021
52주 최고/최저(원)	120,500 / 84,100
52주 일간 Beta	1.14
발행주식수(천주)	189,690
평균거래량(3M,천주)	278
평균거래대금(3M,백만원)	24,895
배당수익률(19F, %)	2.1
외국인 지분율(%)	13.9
주요주주 지분율(%)	
이재용 외 8인	33.2
케이씨씨	9.0
국민연금공단	7.0

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.1	-0.3	-15.6	-15.6
KOSPI 대비상대수익률	4.6	0.7	-9.3	-14.3

2020년 바이오發 실적 턴어라운드 가능성 높아

■ **3분기 영업이익 예상 하회했으나 일회성 요인 제외하면 소폭 하회**

삼성물산의 3분기 매출액, 영업이익은 각각 7.7조원, 2,160억원으로 전년동기 대비(7.7조원, 2,738억원) 대비 매출액은 유사했으나 영업이익은 21% 감소했다. 당사 기존 추정치(7.8조원, 2,816억원) 대비해서도 영업이익은 23% 하회했다. 예상보다 영업이익이 부진한 주원인은 로이힐 프로젝트 관련 약 470억원의 손실이 확정되었기 때문이다. 동 금액은 과거에 영업외손실로 계상되었다가 소송의 결과가 확정되면서 이번 분기에 영업손실로 계정이 바뀐 것에 불과하다. 동일 금액만큼 영업외손실은 감소한 것으로 파악된다. 이 부분을 감안하면 예상치 대비 하회 폭은 7% 수준으로 낮아진다. 마진율 높은 그룹향 하이테크 매출비중이 낮아지는 것이 전반적인 이익률 하락을 유발하고 있다.

■ **바이오 부문의 턴어라운드가 연결 실적 개선의 핵심, 2020년 영업이익 26% 증가 예상**

3분기 전반적으로 좋지 못한 실적에도 불구하고 바이오부문(삼성바이오로직스/삼성바이오에피스)의 턴어라운드는 인상적이다. 바이오로직스는 CMO 가동률 상승으로 매출액이 전년대비 83% 증가하면서 흑자전환했다. 바이오에피스도 임랄디(휴미라 바이오시밀러)의 매출이 가세하면서 이번 분기 동사의 지분법이익으로만 약 250억원 이상이 계상된 것으로 판단된다. 3공장 가동률 상승과 임랄디의 유럽 처방 확대/온트루잔트(허셉틴 바이오시밀러)의 미국 출시효과로 2020년 바이오부문의 실적개선은 더욱 커질 것으로 추정된다. 동사의 바이오부문 영업손익은 2019년 -137억원에서 2020년 1,019억원으로 턴어라운드 할 것으로 추정된다. 건설, 상사, 레져, 식음료, 패션 등 여타부문은 성장산업이 아니다. 따라서 동사의 향후 성장모멘텀은 바이오부문이다. 바이오부문 턴어라운드로 2020년 삼성물산의 연결기준 영업이익은 9,912억원으로 올해 대비 26% 증가할 것으로 추정된다.

■ **절대 저평가 영역, 매수 기회로 삼아야**

삼성전자, 삼성바이오로직스 등 보유지분가치만 31조원으로 동사의 시가총액(18조원)을 월등히 상회한다. 이중 비중이 가장 큰 삼성전자의 가치도 반도체 경기의 바닥 확인론이 확산되고 있어 향후 전망이 긍정적이다. 또한, 삼성바이오로직스도 내년부터 본격화될 CMO와 바이오시밀러부문의 이익성장으로 주가의 견조한 움직임이 예상된다. 삼성바이오로직스의 실적성장은 삼성물산의 연결기준 실적 턴어라운드로 직결되는 구조이기 때문에 동사 주가가 바닥을 탈출할 가능성이 높다고 판단된다. 삼성물산의 올해 실적기준 PBR은 0.8배 수준이다. 동사에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 142,000원을 유지한다.

Earnings Summary(IFRS 연결기준)

(단위: 십억원, (%,%p)	3Q19P					4Q19F			2018	2019F		2020F	
	실적발표	당사 예상치	차이	컨센서스	차이	예상치	qoq	yoy		예상치	yoy	예상치	yoy
매출액	7,735	7,831	-1.2	7,863	-1.6	7,611	-1.6	-4.5	31,156	30,675	-1.5	31,717	3.4
영업이익	216	282	-23.4	284	-24.0	240	11.2	-1.0	1,104	782	-29.2	991	26.7
세전이익	391	317	23.3	328	19.3	332	-15.0	-68.6	2,383	1,360	-42.9	1,604	17.9
순이익	265	241	10.0	241	10.1	252	-4.7	-68.6	1,748	947	-45.8	1,219	28.6
영업이익률	2.8	3.6	-0.8	3.6	-0.8	3.2	0.4	0.1	3.5	2.5	-1.0	3.1	0.6
순이익률	3.4	3.1	0.3	3.1	0.4	3.3	-0.1	-6.8	5.6	3.1	-2.5	3.8	0.8
EPS(원)	6,147	5,581	10.1	5,581	10.1	5,857	-4.7	-58.3	9,029	5,544	-39.4	7,164	29.1
BPS(원)	117,039	115,165	1.6	120,141	-2.6	118,491	1.2	13.7	104,259	116,783	13.7	121,885	4.2
ROE(%)	5.3	4.8	0.5	4.6	0.6	4.9	-0.3	-8.5	8.1	5.0	-3.2	6.0	0.9
PER(X)	15.5	17.0	-	17.0	-	16.2	-	-	11.7	17.1	-	13.2	-
PBR(X)	0.8	0.8	-	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	2Q19A	3Q19P	4Q19F	2018A	2019F	2020F
매출액	**7,476.3**	**7,927.7**	**7,780.5**	**7,971.1**	**7,357.1**	**7,972.0**	**7,735.0**	**7,611.3**	**31,155.6**	**30,675.3**	**31,716.5**
%YoY	11.5%	8.3%	3.8%	2.7%	-1.6%	0.6%	-0.6%	-4.5%	6.4%	-1.5%	3.4%
건설/상사	6,324.6	6,679.7	6,613.5	6,614.1	6,189.1	6,717.0	6,431.0	6,202.0	26,231.9	25,539.0	26,056.0
급식/식자재·유통	460.3	491.0	480.0	503.0	483.0	537.0	557.0	521.0	1,934.3	2,098.0	2,200.0
레져	95.6	216.0	197.0	181.0	103.0	224.0	187.0	187.0	689.6	701.0	759.0
패션	460.0	416.0	389.0	495.0	457.0	416.0	375.0	520.0	1,760.0	1,768.0	1,898.8
바이오	135.9	125.0	101.0	178.0	125.0	78.0	185.0	181.3	524.2	569.3	802.7
매출비중											
건설/상사	84.6%	84.3%	85.0%	83.0%	84.1%	84.3%	83.1%	81.5%	84.2%	83.3%	82.2%
급식/식자재·유통	6.2%	6.2%	6.2%	6.3%	6.6%	6.7%	7.2%	6.8%	6.2%	6.8%	6.9%
레져	1.3%	2.7%	2.5%	2.3%	1.4%	2.8%	2.4%	2.5%	2.2%	2.3%	2.4%
패션	6.2%	5.2%	5.0%	6.2%	6.2%	5.2%	4.8%	6.8%	5.6%	5.8%	6.0%
바이오	1.8%	1.6%	1.3%	2.2%	1.7%	1.0%	2.4%	2.4%	1.7%	1.9%	2.5%
매출원가	6,548.6	6,868.2	6,794.1	6,959.4	6,543.8	7,079.2	6,796.0	6,642.3	27,170.3	27,061.3	27,711.5
매출원가율	87.6%	86.6%	87.3%	87.3%	88.9%	88.8%	87.9%	87.3%	87.2%	88.2%	87.4%
판관비	718.6	681.4	712.6	768.9	708.1	672.1	723.0	728.7	2,881.4	2,831.9	3,013.9
영업이익	**209.2**	**378.1**	**273.8**	**242.8**	**105.2**	**220.7**	**216.0**	**240.2**	**1,103.9**	**782.1**	**991.2**
%YoY	52.7%	48.0%	24.4%	-9.6%	-49.7%	-41.6%	-21.1%	-1.0%	25.3%	-29.2%	26.7%
영업이익률	2.8%	4.8%	3.5%	3.0%	1.4%	2.8%	2.8%	3.2%	3.5%	2.5%	3.1%
영업외손익	269.1	79.8	112.6	817.4	244.8	66.3	175.0	92.0	1,278.8	578.1	612.4
세전이익	478.3	457.9	386.4	1,060.1	350.0	287.0	391.0	332.2	2,382.7	1,360.2	1,603.5
법인세	115.2	114.7	150.7	253.9	127.5	79.6	126.0	79.7	634.5	412.8	384.9
법인세율	24.1%	25.0%	39.0%	23.9%	36.4%	27.7%	32.2%	24.0%	26.6%	30.4%	24.0%
당기순이익	**363.1**	**343.2**	**235.7**	**806.2**	**222.4**	**207.4**	**265.0**	**252.5**	**1,748.2**	**947.4**	**1,218.7**

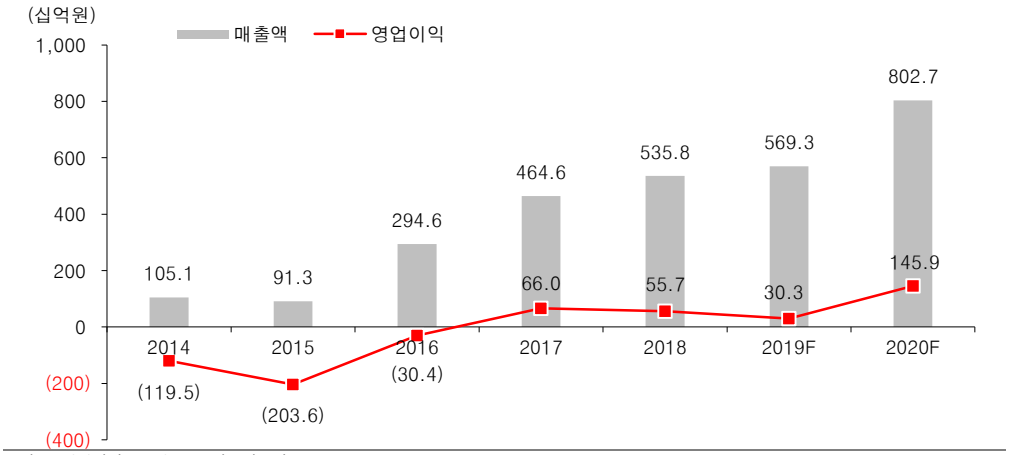
자료: 유진투자증권

도표 2 삼성물산 기업가치 산정

(십억원, 원)	2019F
부문별 EBITDA	
건설/상사	847.2
레져	141.2
급식/식자재 유통	166.8
패션	108.1
합계	**1,263.3**
EBITDA 적정배수	
건설/상사	6.0
레져	6.0
급식/식자재 유통	6.0
패션	5.0
부문별 적정 사업가치	
건설/상사	5,083.2
레져	847.1
급식/식자재 유통	1,000.9
패션	540.4
합계(A)	**7,471.7**
보유지분가치	
삼성생명	2,750.7
삼성전자	15,299.5
삼성에스디에스	2,504.4
삼성바이오로직스	10,706.6
합계	**31,261.2**
할인율 적용(40%) (B)	**18,756.7**
부동산가치(C)	949.4
순차입금(D)	144.8
총기업가치(E=A+B+C-D)	27,033.0
상장주식수(주, F)	189,690,043
적정주가(E/F)	**142,511**

자료: 유진투자증권
주: 삼성바이오로직스, 삼성생명, 삼성전자, 삼성에스디에스 할인율 40% 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**	**45,566**	**46,834**
유동자산	13,359	12,291	13,671	13,688	13,830
현금성자산	3,951	3,333	4,431	4,013	4,014
매출채권	5,964	5,558	5,625	5,831	6,002
재고자산	1,313	1,533	1,699	1,823	1,915
비유동자산	31,100	36,758	28,735	31,878	33,003
투자자산	24,217	30,460	22,650	25,787	26,834
유형자산	5,281	4,986	5,024	5,040	5,099
기타	1,601	1,311	1,061	1,052	1,071
부채총계	**23,353**	**23,898**	**19,858**	**20,335**	**20,644**
유동부채	14,705	14,458	13,017	12,416	12,516
매입채무	2,679	2,794	2,769	2,715	2,945
유동성이자부채	5,416	5,434	3,320	2,704	2,504
기타	6,610	6,231	6,928	6,997	7,067
비유동부채	8,648	9,439	6,841	7,919	8,128
비유동기타부채	3,657	2,594	1,254	1,454	1,404
기타	4,991	6,845	5,587	6,465	6,724
자본총계	**21,106**	**25,151**	**22,549**	**25,232**	**26,190**
지배지분	18,302	22,557	19,947	22,669	23,627
자본금	19	19	19	19	19
자본잉여금	10,468	10,468	10,469	10,469	10,469
이익잉여금	5,230	5,755	6,949	7,647	8,605
기타	2,584	6,314	2,509	4,535	4,535
비지배지분	2,804	2,594	2,602	2,562	2,562
자본총계	**21,106**	**25,151**	**22,549**	**25,232**	**26,190**
총차입금	9,073	8,028	4,573	4,158	3,908
순차입금	5,122	4,695	142	145	(106)

손익계산서

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	**28,103**	**29,279**	**31,156**	**30,675**	**31,717**
증가율(%)	110.6	4.2	6.4	(1.5)	3.4
매출원가	24,771	25,627	27,170	27,061	27,711
매출총이익	**3,332**	**3,652**	**3,985**	**3,614**	**4,005**
판매 및 일반관리비	3,192	2,771	2,881	2,832	3,014
기타영업손익	(0)	0	0	0	0
영업이익	**140**	**881**	**1,104**	**782**	**991**
증가율(%)	275.7	531.6	25.3	(29.2)	26.7
EBITDA	**639**	**1,361**	**1,567**	**1,267**	**1,482**
증가율(%)	100.9	113.0	15.1	(19.1)	16.9
영업외손익	**(50)**	**(56)**	**1,279**	**578**	**612**
금융수익	348	420	641	688	591
금융비용	209	171	188	182	175
지분법손익	(73)	(46)	250	132	194
기타영업손익	(116)	(259)	575	(60)	2
세전순이익	**90**	**825**	**2,383**	**1,360**	**1,604**
증가율(%)	(96.8)	818.9	188.8	(42.9)	17.9
법인세비용	69	344	634	413	385
당기순이익	**21**	**481**	**1,748**	**947**	**1,219**
증가율 (%)	(99.2)	2,208.3	263.4	(45.8)	28.6
지배주주지분	107	640	1,713	1,038	1,341
증가율(%)	(96.1)	496.0	167.7	(39.4)	29.1
비지배지분	(87)	(159)	35	(91)	(122)
EPS	**566**	**3,373**	**9,029**	**5,474**	**7,067**
증가율 (%)	(96.9)	496.0	167.7	(39.4)	29.1
수정EPS	566	3,373	9,029	5,456	7,050
증가율 (%)	(96.9)	496.0	167.7	(39.6)	29.2

현금흐름표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
영업활동현금흐름	**1,355**	**1,312**	**1,678**	**1,103**	**2,055**
당기순이익	21	481	1,748	947	1,219
자산상각비	500	480	463	485	491
기타비현금성손익	101	145	(339)	26	187
운전자본증감	715	(160)	(469)	(149)	159
매출채권감소(증가)	188	172	99	(206)	(171)
재고자산감소(증가)	84	(207)	(154)	(101)	(92)
매입채무증가(감소)	107	24	(155)	82	230
기타	337	(148)	(259)	76	192
투자활동현금흐름	**(812)**	**280**	**168**	**(88)**	**(1,477)**
단기투자자산감소	(948)	997	(1,072)	181	(55)
장기투자증권감소	318	0	0	(420)	(808)
설비투자	(485)	(678)	(540)	(445)	(550)
유형자산처분	108	73	185	7	0
무형자산처분	(47)	(5)	(62)	(24)	(19)
재무활동현금흐름	**122**	**(1,117)**	**(1,885)**	**(1,320)**	**(633)**
차입금증가	(582)	(1,020)	(1,545)	(928)	(250)
자본증가	(87)	(96)	(341)	(330)	(383)
배당금지급	87	96	341	330	383
현금 증감	**632**	**295**	**(90)**	**(253)**	**(55)**
기초현금	2,066	2,699	2,993	2,904	2,650
기말현금	2,699	2,993	2,904	2,650	2,596
Gross cash flow	696	1,251	1,670	1,458	1,896
Gross investment	(851)	877	(771)	418	1,262
Free cash flow	**1,547**	**374**	**2,441**	**1,040**	**634**

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

(2019.09.30 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	-36.0	-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	-32.6	-28.1
2019-04-25	Buy	159,000	1년	-38.4	-34.9
2019-05-31	Buy	142,000	1년	-35.7	-32.1
2019-07-25	Buy	142,000	1년	-36.9	-33.5
2019-10-24	Buy	142,000	1년		

삼성물산(028260.KS) 주가 및 목표주가 추이
담당애널리스트 한병화

