

# 삼성물산(028260)

## 주가 바닥 통과, 기회의 2019년

기대치를 하회했지만 무난한 4분기 실적  
2019년 실적은 전년과 유사한 수준 예상  
노이즈 소멸로 주가는 바닥을 통과하다

### Facts : 기대치를 하회했지만 무난한 4분기 실적

삼성물산은 4분기 연결 영업이익 2,428억원(-14.3% YoY, -11.3% QoQ), 지배주주 순이익 6,660억원(+328.0% YoY, +136.5% QoQ)을 시현했다. 영업이익은 컨센서스를 하회했으나, 지배주주 순이익은 대규모 일회성 요인으로 컨센서스를 상회했다. 건설사업의 영업이익은 1,680억원(+0.6% YoY, -17.6% QoQ)으로 예상 수준에 부합했다. 기타손익에서 바이오젠 콜옵션 관련 이익 4,508억원, 삼성 전자 배당금 1,058억원, 온타리오 프로젝트 배당금 218억원이 반영됐다. 이외 바이오에피스 지분법 손익 -240억원, 한화중합화학 지분 평가이익 3,271억원이 반영되어 세전이익은 총 1,059억원(+396.9% YoY, +173.9% QoQ)을 기록했다. 연말 대규모 차입금 상환으로 별도 기준 순차입금은 약 3,984억원으로 전분기 1.1조원 대비 감소했다.

### Pros & cons : 2019년 실적은 전년과 유사한 수준 예상

2019년 영업이익은 1.1조원으로 전년 대비 3.0% 증가, 지배주주 순이익은 1조원으로 전년 대비 41.4% 감소할 전망이다. 영업이익 개선 폭이 미진한 배경은 삼성 바이오로직스의 실적 개선 시기가 늦춰짐에 따라 기존 바이오 추정치 2,325억원을 1,065억원으로 하향 조정했기 때문이다. 전년 건설 사업이 기대 이상의 호황기였기에 2019년 건설 부문 영업이익은 6,947억원으로 전년 대비 10.2% 감소한 보수적 추정치를 적용했다. 이외 2018년에는 서초동 본사 매각차익, 바이오젠 콜옵션 평가이익, 한화중합화학 지분 평가이익 등 대거 일회성 요인이 있었기에 이를 배제한 지배주주 순이익 1조원(-41.4% YoY)을 전망한다.

### Action : 노이즈 소멸로 주가는 바닥을 통과하다

삼성전자 실적 peak-out 우려, 삼성바이오로직스 재감리 불확실성 등 노이즈로 2018년 삼성물산 주가는 흥역을 치렀다. 검찰 조사가 남아있지만 삼성바이오로직스 감리 이슈가 악화될 가능성은 제한적이고, 삼성전자의 주가 조정도 마무리 국면에 들어섰다. SoTP에 기반한 삼성물산의 NAVS는 195,000원으로 상승여력은 66.0%에 달하는 상황에서 주가는 수차례 악재를 거치고 마침내 바닥을 통과했다. 최근 문재인 정부의 친기업 정책 방향성을 고려하면 수년간 몸을 낮췄던 삼성물산은 기회의 2019년을 보낼 가능성이 높아 보인다.

하회	부합	상회
----	----	----

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

## 매수(유지)

목표주가: 184,000원(유지)

### Stock Data

KOSPI(1/23)	2,128
주가(1/23)	117,500
시가총액(십억원)	22,289
발행주식수(백만)	190
52주 최고/최저(가원)	144,000/96,400
일평균거래대금(6개월, 백만원)	52,616
유동주식비율/외국인지분율(%)	52.1/13.8
주요주주(%)	이재용 외 8인 33.3
케이씨씨	9.0

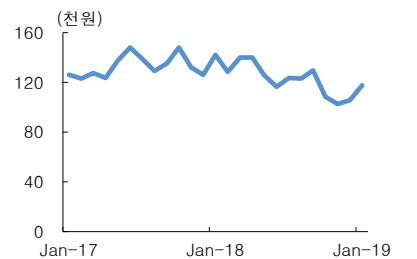
### Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	32.5	11.4	19.2
PBR(x)	1.0	1.0	0.8
ROE(%)	3.1	8.1	4.4
DY(%)	1.6	1.7	1.7
EV/EBITDA(x)	21.6	18.1	17.6
EPS(원)	3,879	10,314	6,106
BPS(원)	127,899	114,258	142,686

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	9.3	(3.3)	(13.0)
KOSPI 대비(%p)	6.1	2.9	3.2

### 주가추이



자료: FnGuide

### 연태호

taeho3123@truefriend.com

### 차주영

jooyoung.cha@truefriend.com

<표 1> 4분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	7,765	7,476	7,928	7,780	7,971	2.5	2.7	7,642
영업이익	283	209	378	274	243	(11.3)	(14.3)	285
영업이익률(%)	4.8	2.8	4.8	3.5	3.0	(0.5)	(1.7)	3.7
세전이익	213	478	458	386	1,058	173.9	396.9	372
순이익	156	399	366	282	666	136.5	328.0	275

주: IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주지분순이익  
 자료: 한국투자증권

<표 2> 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
매출	6,487	7,051	6,622	7,944	6,702	7,319	7,492	7,765	7,476	7,928	7,781	7,971	7,267	7,537	7,799	8,204	7,351	7,851	8,121	7,925
리조트	91	210	201	175	103	232	198	157	96	216	197	181	99	222	203	186	102	229	209	192
식품	433	446	458	461	447	456	472	467	460	491	480	503	495	528	516	541	532	567	555	581
패션	477	439	390	537	465	401	374	509	460	416	389	495	469	424	397	505	479	433	405	515
건설	2,793	3,222	2,977	3,961	2,711	3,163	3,126	2,983	2,995	3,133	2,824	3,167	2,734	2,648	2,691	3,298	2,564	2,722	2,804	2,840
상사	2,605	2,687	2,543	2,704	2,869	3,004	3,195	3,487	3,329	3,547	3,790	3,447	3,362	3,582	3,828	3,481	3,419	3,643	3,893	3,541
바이오	88	47	53	106	107	63	127	162	136	125	101	178	108	132	164	193	256	256	256	256
영업이익	(435)	177	187	211	137	255	210	283	210	378	274	243	195	338	308	297	250	397	359	302
리조트	(30)	21	42	14	(19)	29	47	6	(25)	23	34	8	(26)	24	35	8	(27)	24	36	8
식품	26	39	18	27	31	38	27	21	17	37	17	35	18	40	18	38	20	43	20	40
패션	7	1	(14)	(40)	(1)	9	(13)	38	(0)	6	(18)	38	(5)	7	(18)	39	(10)	7	(19)	40
건설	(415)	118	153	178	91	153	96	167	158	243	204	168	144	187	192	172	135	192	200	148
상사	2	11	13	44	43	46	44	15	58	57	38	(6)	59	58	50	(6)	60	59	51	(6)
바이오	(25)	(13)	(25)	(12)	(8)	(20)	9	36	2	12	(1)	0	5	23	31	47	72	72	72	72
영업이익률	(6.7)	2.5	2.8	2.7	2.0	3.5	2.8	3.6	2.8	4.8	3.5	3.0	2.7	4.5	3.9	3.6	3.4	5.1	4.4	3.8
리조트	(33.0)	10.0	20.9	8.0	(18.4)	12.5	23.7	3.8	(26.0)	10.6	17.3	4.4	(26.0)	10.6	17.3	4.4	(26.0)	10.6	17.3	4.4
식품	6.0	8.7	3.9	5.9	6.9	8.3	5.7	4.5	3.7	7.5	3.5	7.0	3.7	7.5	3.5	7.0	3.7	7.5	3.5	7.0
패션	1.5	0.2	(3.6)	(7.4)	(0.2)	2.2	(3.5)	7.5	(0.1)	1.4	(4.6)	7.7	(1.1)	1.5	(4.6)	7.7	(2.1)	1.6	(4.6)	7.7
건설	(14.9)	3.7	5.1	4.5	3.4	4.8	3.1	5.6	5.3	7.8	7.2	5.3	5.3	7.1	7.1	5.2	5.3	7.1	7.1	5.2
상사	0.1	0.4	0.5	1.6	1.5	1.5	1.4	0.4	1.7	1.6	1.0	(0.2)	1.7	1.6	1.3	(0.2)	1.7	1.6	1.3	(0.2)
바이오	(28.4)	(27.7)	(47.2)	(11.3)	(7.5)	(31.7)	7.1	22.2	1.5	9.6	(1.0)	0.1	4.4	17.6	19.1	24.5	28.1	28.1	28.1	28.1
당기순이익(지배)	(450)	155	169	234	212	121	159	156	399	366	282	666	195	317	266	226	271	398	309	180

주: 2017년 4분기, 2018년 3분기 지배주주 순이익은 이번 공시 기준  
 자료: 삼성물산, 한국투자증권

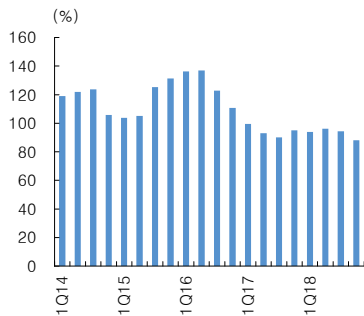
<표 3> 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>매출</b>	28,104	29,278	31,156	30,807	31,249
리조트	677	690	690	711	732
식품	1,798	1,842	1,934	2,079	2,235
패션	1,843	1,749	1,760	1,795	1,831
건설	12,953	11,983	12,119	11,371	10,930
상사	10,539	12,555	14,113	14,254	14,496
바이오	294	459	540	597	1,024
<b>영업이익</b>	140	885	1,105	1,138	1,308
리조트	47	63	40	41	42
식품	110	117	106	114	122
패션	(46)	33	26	22	18
건설	34	507	773	695	675
상사	70	148	147	160	163
바이오	(75)	17	13	107	287
<b>영업이익률</b>	0.5	3.0	3.7	4.2	4.6
리조트	6.9	9.1	5.7	5.7	5.7
식품	6.1	6.4	4.6	4.6	4.6
패션	(2.5)	1.9	1.0	0.8	0.6
건설	0.3	4.2	6.2	5.9	6.0
상사	0.7	1.2	1.3	1.4	1.4
바이오	(25.5)	3.7	7.3	25.2	32.4
<b>지배주주순이익</b>	107	640	1,713	1,004	1,157

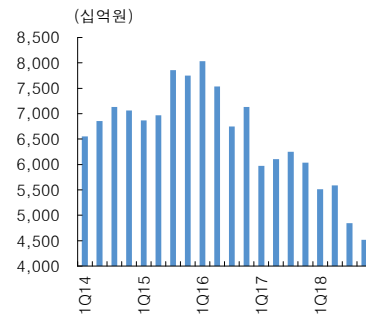
자료: 삼성물산, 한국투자증권

[그림 1] 부채비율 추이



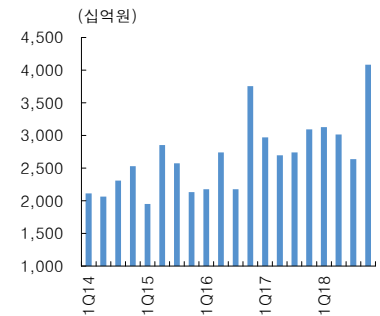
주: 연결 기준  
자료: 삼성물산, FnGuide, 한국투자증권

[그림 2] 연결 차입금 추이



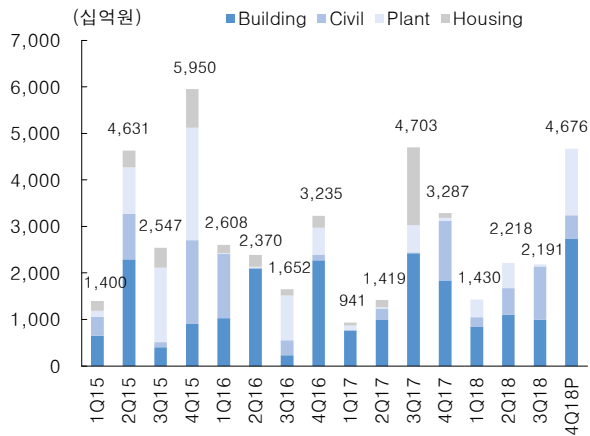
주: 연결 기준  
자료: 삼성물산, FnGuide, 한국투자증권

[그림 3] 현금 및 현금성자산 추이



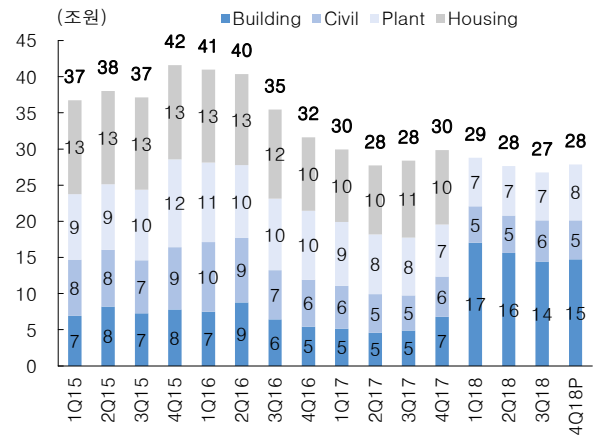
주: 연결 기준  
자료: 삼성물산, FnGuide, 한국투자증권

[그림 4] 분기별 수주실적 추이



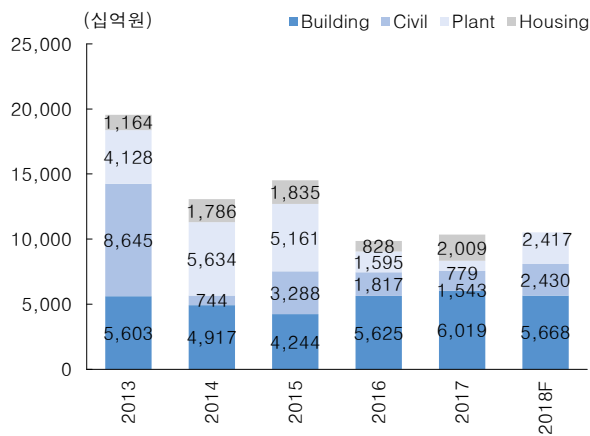
주: 2018년 1분기부터 Building에 Housing 부문 포함  
 자료: 삼성물산, 한국투자증권

[그림 5] 분기별 수주잔고 추이



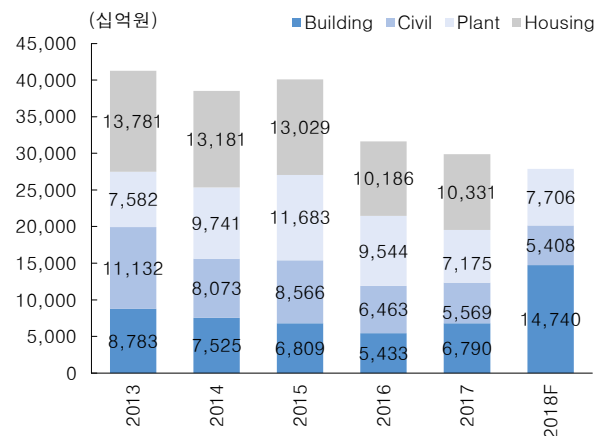
주: 2018년 1분기부터 Building에 Housing 부문 포함  
 자료: 삼성물산, 한국투자증권

[그림 6] 연간 수주실적 추이 및 전망



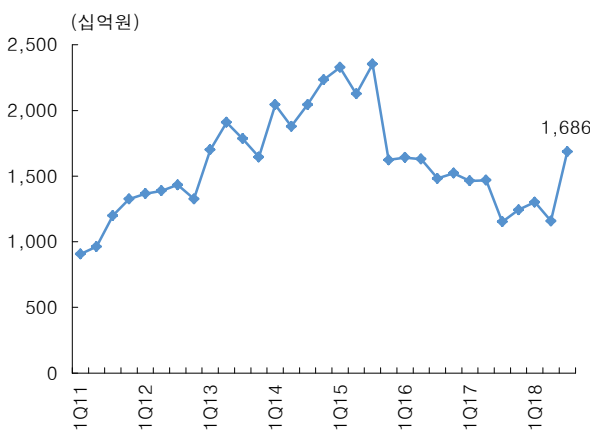
주: 2018년 1분기부터 Building에 Housing 부문 포함  
 자료: 한국투자증권

[그림 7] 연간 수주잔고 추이 및 전망



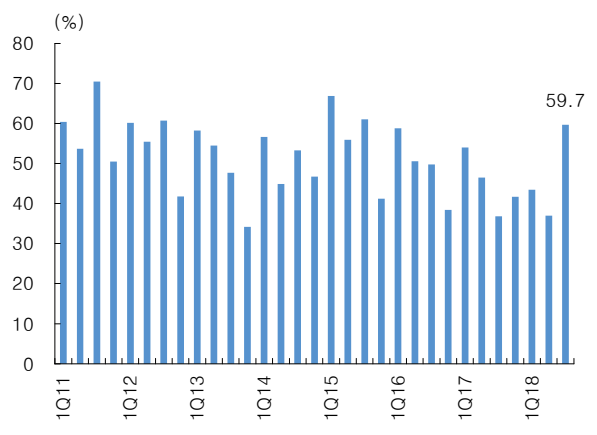
주: 2018년 1분기부터 Building에 Housing 부문 포함  
 자료: 한국투자증권

[그림 8] 삼성물산 미청구공사



자료: 삼성물산, 한국투자증권

[그림 9] 미청구공사/건설부문 매출액 비중 추이



자료: 삼성물산, 한국투자증권

<표 4> 삼성물산 NAV valuation

(단위: 십억원, 배, 만, 평, 원)

	Base 30% 할인	20% 할인	10% 할인	Best 0%할인	가정
(A) 영업가치 = (a) + (b) + (c) + (d) + (e)	8,193	8,193	8,193	8,193	
(a) 패션사업영업가치	525	525	525	525	
EBITDA	40	40	40	40	2018F EBITDA
EV/EBITDA	13.1	13.1	13.1	13.1	한섬(제조업체)과 신세계인터(수입업체) 멀티플 중간
(b) 식품사업영업가치	941	941	941	941	
EBITDA	113	113	113	113	2018F EBITDA
EV/EBITDA	8.3	8.3	8.3	8.3	현대그린푸드, CJ프레시웨이, 신세계푸드 average
(c) 건설사업영업가치	5,038	5,038	5,038	5,038	
EBITDA	882	882	882	882	2018F EBITDA
EV/EBITDA	5.7	5.7	5.7	5.7	대우건설, GS건설, 대림산업, 현대산업개발 등 산업평균 대비 10% 할인
(d) 상사사업영업가치	1,290	1,290	1,290	1,290	
EBITDA	199	199	199	199	2018F EBITDA
EV/EBITDA	6.5	6.5	6.5	6.5	대우인터내셔널, LG상사 등 산업평균 대비 30% 할인
(e) 조정 레저사업영업가치	399	399	399	399	산출된 영업가치에서 테마파크가 사용하는 시설 부지 50만평을 추정 장부가 기준으로 차감
레저사업영업가치	475	475	475	475	
EBITDA	70	70	70	70	2018F EBITDA
EV/EBITDA	6.8	6.8	6.8	6.8	해외 peer 평균 대비 40% 할인
(B) 비영업가치 = (f) + (g) + (h)	29,128	32,511	35,894	39,277	
(f) 부동산	2,365	2,365	2,365	2,365	경사지 50% - 에버랜드 공시지가 대표지의 2014년 공시지가 개발가용지 27% - 근교 지역(임야/주택용지) 토지가격 감안 시설용지 23% - 레이크사이드 토지가격 적용
평당가격	1,046,264	1,046,264	1,046,264	1,046,264	
용인단지 내 제일모직 소유 부지	226	226	226	226	
(g) 주식	23,682	27,065	30,448	33,831	
- 삼성전자 4.57%	8,161	9,327	10,493	11,659	
- 바이오로직스 43.4%	8,020	9,166	10,312	11,458	
- 삼성생명 19.34%	2,459	2,810	3,161	3,512	
- 삼성SDS 17.08%	2,026	2,315	2,605	2,894	
- 삼성엔지니어링 6.97%	159	181	204	227	
- 삼성중공업 0.13%	5	5	6	6	
- 한화중합화학 20.05%	421	481	541	602	
- 아이마켓코리아 0.47%	1	1	1	1	
- 기타지분가치	137	156	176	195	비상장주식 장부가 합산
(h) 자사주	3,081	3,081	3,081	3,081	
(D) 순차입금	398	398	398	398	4분기 별도 순차입금 추정, 삼성물산의 4분기 연결 순차입금에서 삼성바이오로직스의 순차입금을 차감
(E) 기업가치 합계 = (A) + (B) + (C) - (D)	36,923	40,306	43,689	47,072	
주식수(백만)	189,690,043	189,690,043	189,690,043	189,690,043	보통주 기준
NAV/Shares	195,000	213,000	231,000	249,000	
기준일 증가	117,500	117,500	117,500	117,500	
할인율	39.7%	44.8%	49.1%	52.8%	
상승여력	66.0%	81.3%	96.6%	111.9%	

주: 1월 23일 증가 기준  
자료: FnGuide, Bloomberg, 한국투자증권

**기업개요**

2015년 9월 2일 삼성물산과의 합병을 통해 제일모직에서 삼성물산으로 사명 변경. 사업부문은 건설부문, 상사부문, 패션 부문, 조경사업, 리조트 및 식자재유통사업(삼성웰스토리)을 영위 운영하는 리조트부문과 바이오의약품 위탁생산사업 및 바이오시밀러 사업으로 구성. 현재 종속회사는 국내 상장되어 있는 삼성바이오로직스를 포함 119개(국내 7개, 해외 112 개).

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	13,359	12,321	12,338	12,354	12,531
현금성자산	2,699	2,993	3,116	3,389	3,437
매출채권및기타채권	6,886	6,205	6,231	6,007	6,094
재고자산	1,313	1,533	1,558	1,540	1,562
비유동자산	31,100	36,728	37,791	37,355	41,224
투자자산	23,197	28,971	30,533	30,808	35,312
유형자산	5,281	4,986	4,309	3,631	2,954
무형자산	1,601	1,311	1,396	1,380	1,400
자산총계	44,459	49,049	42,407	49,709	53,754
유동부채	14,705	14,458	13,922	13,215	15,891
매입채무및기타채무	4,943	4,692	4,992	4,937	5,007
단기차입금및단기사채	1,866	2,093	2,321	2,548	2,776
유동성장기부채	1,607	1,347	1,086	826	565
비유동부채	8,648	9,439	9,160	8,310	8,343
사채	2,375	1,607	838	70	0
장기차입금및금융부채	1,282	987	1,037	1,037	1,037
부채총계	23,353	23,898	19,858	21,524	24,234
지배주주지분	18,302	22,557	19,947	25,386	26,520
자본금	19	19	19	19	19
자본잉여금	10,468	10,468	10,468	10,468	10,468
기타자본	(2,158)	(2,158)	(2,158)	(2,158)	(2,158)
이익잉여금	5,230	5,755	7,138	7,815	8,645
비지배주주지분	2,804	2,594	2,602	2,798	3,000
자본총계	21,106	25,151	22,549	28,184	29,520

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	1,355	1,312	1,710	1,099	4,387
당기순이익	21	481	1,748	1,159	1,317
유형자산감가상각비	500	480	280	236	192
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	715	(160)	(176)	(489)	2,671
기타	119	511	(142)	193	207
투자활동현금흐름	(812)	280	(470)	458	(3,749)
유형자산투자	(485)	(678)	324	368	412
유형자산매각	108	73	73	73	73
투자자산순증	(574)	974	(887)	(10)	(4,200)
무형자산순증	(47)	(5)	(84)	16	(20)
기타	186	(84)	104	11	(14)
재무활동현금흐름	122	(1,117)	(1,117)	(1,284)	(589)
자본의증가	1,468	0	0	0	0
차입금의순증	(582)	(1,020)	(752)	(801)	(102)
배당금지급	(87)	(96)	(330)	(330)	(327)
기타	(677)	(1)	(35)	(153)	(160)
기타현금흐름	(34)	(181)	0	0	0
현금의증가	632	295	122	273	49

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

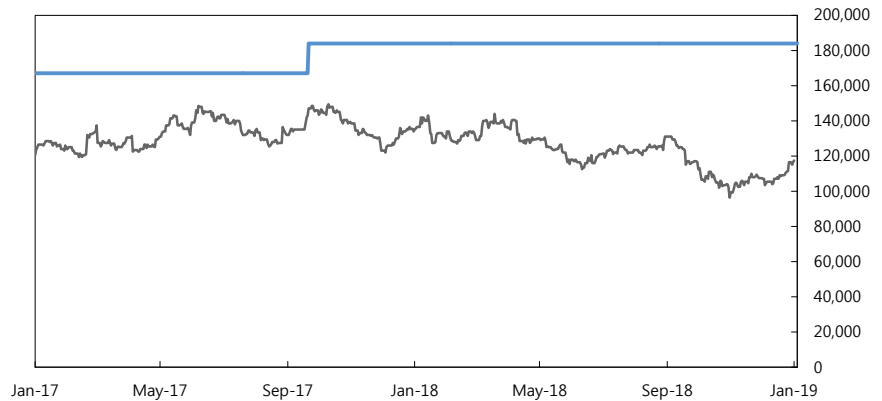
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	28,103	29,279	31,156	30,807	31,249
매출원가	24,771	25,627	27,170	26,801	27,066
매출총이익	3,332	3,652	3,985	4,006	4,182
판매관리비	3,192	2,771	2,881	2,868	2,874
영업이익	140	881	1,104	1,138	1,308
금융수익	320	220	224	227	232
이자수익	130	86	90	93	97
금융비용	354	313	249	238	232
이자비용	209	171	107	96	90
기타영업외손익	135	160	1,151	418	471
관계기업관련손익	(151)	(124)	170	0	0
세전계속사업이익	90	825	2,383	1,546	1,779
법인세비용	69	344	634	386	463
연결당기순이익	21	481	1,748	1,159	1,317
지배주주지분순이익	107	640	1,713	1,004	1,157
기타포괄이익	1,378	3,680	516	305	346
총포괄이익	1,399	4,162	2,264	1,464	1,663
지배주주지분포괄이익	1,476	4,362	2,219	1,268	1,461
EBITDA	639	1,361	1,384	1,374	1,500

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	650	3,879	10,314	6,106	7,035
BPS	105,657	127,899	114,258	142,686	148,614
DPS	550	2,000	2,000	2,000	2,000
성장성(% YoY)					
매출증가율	110.6	4.2	6.4	(1.1)	1.4
영업이익증가율	275.7	531.6	25.3	3.1	14.9
순이익증가율	(96.1)	496.0	167.7	(41.4)	15.3
EPS증가율	(96.9)	496.8	165.9	(40.8)	15.2
EBITDA증가율	100.9	113.0	1.7	(0.7)	9.2
수익성(%)					
영업이익률	0.5	3.0	3.5	3.7	4.2
순이익률	0.4	2.2	5.5	3.3	3.7
EBITDA Margin	2.3	4.6	4.4	4.5	4.8
ROA	0.0	1.0	3.8	2.5	2.5
ROE	0.6	3.1	8.1	4.4	4.5
배당수익률	0.4	1.6	1.7	1.7	1.7
배당성향	84.6	51.6	19.3	32.6	28.3
안정성					
순차입금(십억원)	5,122	4,695	1,980	908	753
차입금/자본총계비율(%)	43.0	31.9	23.4	15.9	14.8
Valuation(X)					
PER	193.1	32.5	11.4	19.2	16.7
PBR	1.2	1.0	1.0	0.8	0.8
EV/EBITDA	46.9	21.6	18.1	17.6	16.2

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
삼성물산 (028260)	2016.07.12	매수	167,000원	-18.3	1.2
	2017.07.12	1년경과		-19.1	-13.5
	2017.10.13	매수	184,000원	-29.2	-18.8
	2018.10.13	1년경과		-	-



Compliance notice

- 당사는 2019년 1월 23일 현재 삼성물산 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 삼성물산 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

투자등급 비율 (2018. 12. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.3%	20.7%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.