

# 삼성물산 (028260)

## 4Q Review: 신사업 추진 및 주주환원 확대가 중요한 시점

### 4Q 영업이익 2,428억원(YoY -14.3%) 컨센서스 하회

4분기 영업이익은 2,428억원(YoY -14.3%)으로 컨센서스 하회, 지배순이익은 6,660억원(YoY +328.0%)으로 컨센서스를 상회했다. 영업이익의 하회는 건설 부문 해외 프로젝트의 원가 상승과 상사 부문 적자전환이 영향을 주었다. 4분기 건설 매출은 발주처 요청에 따른 하이테크 매출 조기 집행으로 예상과는 달리 증가하였다. 기타 영업외손익으로 5,532억원이 반영되었는데 바이오젠 콜옵션 관련 매각익 4,508억원, 배당금 수입 1,058억원, 온타리오 풍력 운영수입 218억원 등이 반영되었다. 지분법 손익은 한화종합화학 지분 재평가에 따른 1회성 차익 3,271억원이 반영되었다. 연간 영업이익은 전년 대비 25.3% 증가한 1.1조원대를 기록하였는데 2015년 합병 이후 건설 부문 정상화로 가파른 실적 개선을 시현했다.

### 올해 실적 성장 여력은 제한적인 반면, 개선된 재무구조를 바탕으로 신사업 추진 및 주주환원 중대 기대감 높아질 전망

올해도 건설 중심의 안정적 실적을 바탕으로 1조원 이상의 영업이익 레벨을 유지할 것으로 전망한다. 수익성이 좋은 하이테크 수주는 지난 '17년 6조원을 기록한 이후 '18년 5.1조원으로 감소하였으나 과거 3~5조원 레벨 대비 최고 수준이기에 올해 건설 실적체력은 여전히 견고하고 해외 프로젝트 수익성 우려 또한 부재하다는 점에서 양호한 이익률 흐름을 예상한다. 반면, 그간의 건설 수주 정체와 기타 사업의 실적 성장 여력 부재를 고려할 때 올해 실적 증가 여력이 부족한 것이 사실이다. 결국, 2019년 삼성물산 주가의 향방은 개선된 재무구조를 바탕으로 신사업 혹은 M&A 추진과 2020년 이후 주주환원 확대 여부에 초점이 맞춰질 것으로 예상된다.

### 투자의견 BUY 및 목표주가 175,000원 유지

투자의견 BUY 및 목표주가 175,000원을 유지한다. 30조원을 상회하는 지분가치, 3조원에 육박하는 EBITDA 규모 대비 절대 저평가 구간이다. 2017~2019년 3개년 DPS 2천원 결정 시점 대비 약 2배 증가한 배당수입 및 EBITDA 규모를 감안시 향후 DPS는 2배 수준의 증가가 가능할 전망이다.

**BUY**

| TP(12M): 175,000원 | CP(1월 23일): 117,500원

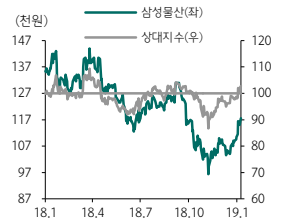
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,127.78
52주 최고/최저(원)	144,000/96,400
시가총액(십억원)	22,288.6
시가총액비중(%)	1.85
발행주식수(천주)	189,690.0
60일 평균 거래량(천주)	386.4
60일 평균 거래대금(십억원)	41.2
18년 배당금(예상.원)	2,000
18년 배당수익률(예상,%)	1.9
외국인지분율(%)	13.92
주요주주 지분율(%)	
이재용 외 8인	33.26
케이씨씨	8.97
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(0.8) (11.1) (8.1)
상대	0.4 (4.2) (2.4)

#### Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	30,773.6	31,189.1
영업이익(십억원)	1,147.3	1,241.2
순이익(십억원)	1,298.6	1,168.8
EPS(원)	7,317	6,313
BPS(원)	139,573	145,097

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018P	2019F	2020F
매출액	십억원	28,102.7	29,279.0	31,710.4	32,896.9	33,496.5
영업이익	십억원	139.5	881.3	1,166.2	1,546.6	1,775.2
세전이익	십억원	89.8	825.0	1,790.8	1,770.0	1,998.6
지배순이익	십억원	107.4	639.8	1,293.3	1,188.5	1,307.8
EPS	원	561	3,344	6,760	6,212	6,836
증감률	%	(96.9)	496.1	102.2	(8.1)	10.0
PER	배	223.65	37.68	15.61	18.91	17.19
PBR	배	1.19	0.99	0.79	0.85	0.82
EV/EBITDA	배	49.87	23.01	16.41	14.87	13.59
ROE	%	0.62	3.13	5.61	4.96	5.26
BPS	원	105,657	127,899	132,934	137,438	142,565
DPS	원	550	2,000	2,000	2,000	2,000



Analyst 오진원  
02-3771-7525  
jw.oh@hanafn.com

RA 박은규  
02-3771-8532  
ek.p@hanafn.com

표 1. 삼성물산 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	2017	2018P	2019F
<b>매출</b>	<b>6,702</b>	<b>7,319</b>	<b>7,493</b>	<b>7,765</b>	<b>7,476</b>	<b>7,928</b>	<b>7,780</b>	<b>7,971</b>	<b>29,279</b>	<b>31,156</b>	<b>32,278</b>
YoY %	3.3%	3.8%	13.2%	-2.2%	11.5%	8.3%	3.8%	2.7%	4.2%	6.4%	3.6%
건설	2,711	3,163	3,126	2,983	2,995	3,133	2,824	3,167	11,983	12,119	11,815
상사	2,869	3,004	3,195	3,487	3,329	3,547	3,790	3,447	12,555	14,113	14,113
패션	465	456	374	509	460	416	389	495	1,804	1,760	2,647
기타	550	688	670	624	556	707	677	684	2,937	2,624	2,833
<b>영업익</b>	<b>133</b>	<b>255</b>	<b>210</b>	<b>283</b>	<b>209</b>	<b>378</b>	<b>273.8</b>	<b>242.8</b>	<b>881</b>	<b>1,104</b>	<b>1,262</b>
YoY %	흑전	44.5%	12.5%	34.4%	57.8%	48.0%	30.4%	-14.3%	531.6%	25.3%	14.3%
건설	85	153	96	167	158	243	204	168	501	773	760
상사	45	46	44	15	58	57	38	-6	150	147	156
패션	-1	9	-13	38	-0	6	-18	38	33	26	61
기타	4	47	83	63	-6	72	50	43	197	158	286
<b>영업이익률</b>	<b>2.0%</b>	<b>3.5%</b>	<b>2.8%</b>	<b>3.6%</b>	<b>2.8%</b>	<b>4.8%</b>	<b>3.5%</b>	<b>3.0%</b>	<b>3.0%</b>	<b>3.5%</b>	<b>3.9%</b>
건설	3.1%	4.8%	3.1%	5.6%	5.3%	7.8%	7.2%	5.3%	4.2%	6.4%	6.4%
상사	1.6%	1.5%	1.4%	0.4%	1.7%	1.6%	1.0%	-0.2%	1.2%	1.0%	1.1%
패션	-0.2%	2.0%	-3.5%	7.5%	-0.1%	1.4%	-4.6%	7.7%	1.8%	1.5%	2.3%
기타	0.6%	6.9%	12.4%	10.1%	-1.2%	10.2%	7.4%	6.3%	6.7%	6.0%	10.1%
<b>세전이익</b>	<b>279</b>	<b>167</b>	<b>166</b>	<b>213</b>	<b>491</b>	<b>447</b>	<b>386</b>	<b>1,058</b>	<b>825</b>	<b>2,383</b>	<b>2,517</b>
<b>지배순익</b>	<b>212</b>	<b>121</b>	<b>151</b>	<b>156</b>	<b>404</b>	<b>361</b>	<b>281.6</b>	<b>666.0</b>	<b>640</b>	<b>1,713</b>	<b>1,212</b>
YoY %	-147.1%	-21.9%	-10.7%	-33.5%	90.5%	198.2%	86.6%	328.0%	496.0%	167.7%	-29.2%

자료: 삼성물산, 하나금융투자

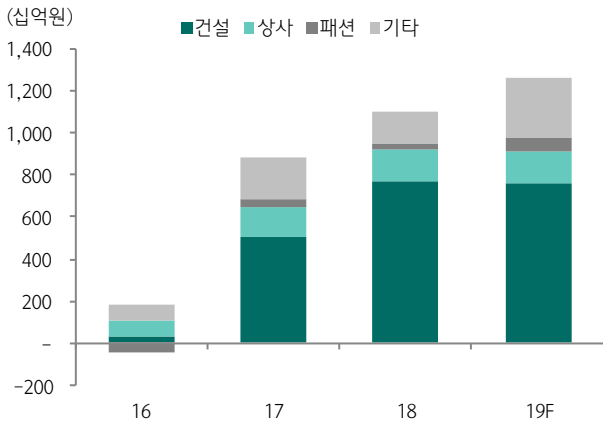
표 2. 삼성물산 SOTP Valuation

(단위: 십억원, 원)	가치평가액	Valuation method
<b>영업가치* (A)</b>	<b>8,571</b>	2019년 예상 세후 영업익 대비 10배수 적용
<b>보유지분가치 (B)</b>	<b>32,317</b>	
상장지분	30,699	19/1/23일 종가 기준. 상장 지분가치는 하단에서 할인율 40% 적용
삼성생명보험	3,513	
삼성전자	12,550	
삼성SDS	2,894	
삼성바이오로직스	11,468	
기타	273	
비상장지분	1,618	장부가
<b>순차입금 (C)</b>	<b>860</b>	4Q18 기준
<b>총 기업가치(D)=(A)+(B) - (C)</b>	<b>40,028</b>	
<b>상장사 지분가치 40% 할인후 기업가치</b>	<b>27,748</b>	
주식수(천주)	164,932	
<b>주당 적정가치(원)</b>	<b>170,000</b>	
현재가	117,500	19/1/23일 종가
NAV 대비 할인율	51.6%	할인을 적용전 주당 NAV 대비 현재주가의 할인율
상승여력	44.7%	목표주가 기준 현 주가 대비 상승여력

주: 기준 목표주가 175,000원과 산출 주당 적정 NAV 170,000원과의 차이가 2%대에 불과해 현 목표주가 유지

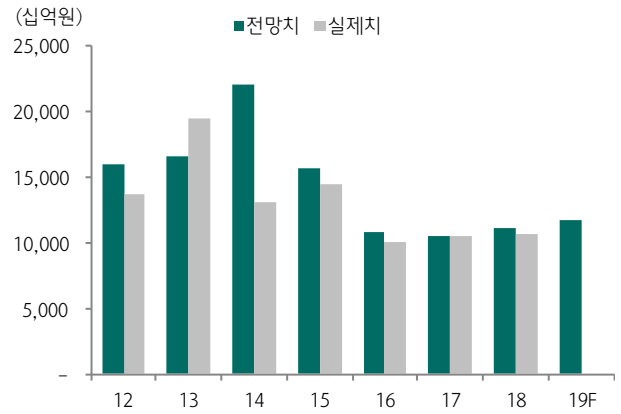
자료: 삼성물산, 하나금융투자

그림 1. 삼성물산 주요 부문별 영업이익 추이



주: 기타 부문에는 바이오로직스, 식품, 레저 부문 합산  
자료: 삼성물산, 하나금융투자

그림 2. 삼성물산 건설 부문 연간 수주 목표와 실제 수주 추이



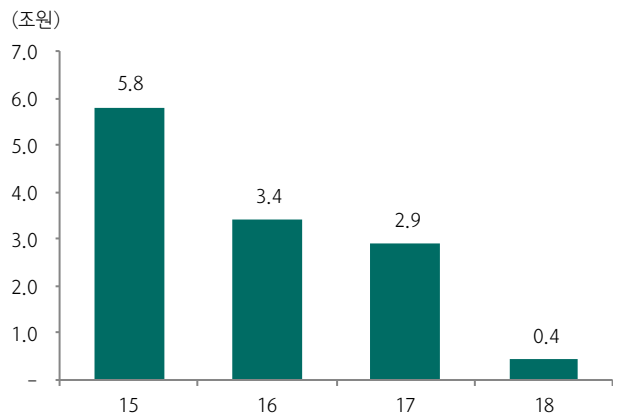
자료: 삼성물산, 하나금융투자

그림 3. 삼성물산 건설 내 하이테크 수주 연도별 추이



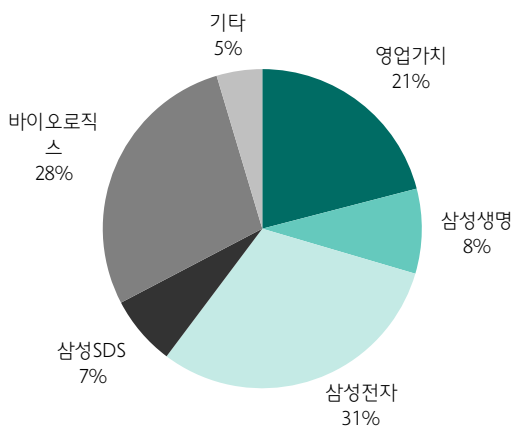
자료: 삼성물산, 하나금융투자

그림 4. 삼성물산 연도별 연결 차입금 추이



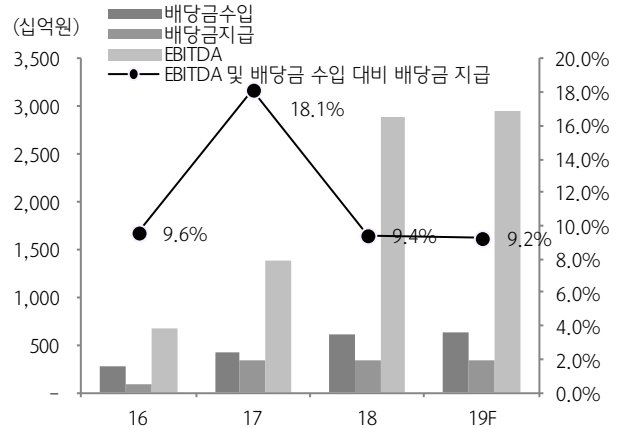
자료: 삼성물산, 하나금융투자

그림 5. 삼성물산 NAV 구성 현황



자료: 삼성물산, 하나금융투자

그림 6. 주당 배당금 2천원(2017~2019년) 결정 시점 대비 2배 증가한 EBITDA 및 배당금 수입 규모



자료: 삼성물산, 하나금융투자

추정 재무제표

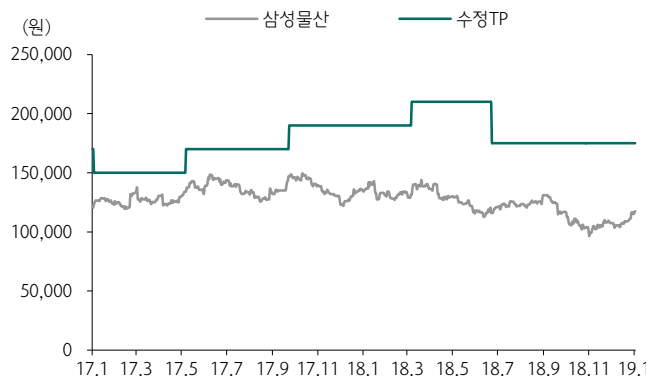
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>매출액</b>	<b>28,102.7</b>	<b>29,279.0</b>	<b>31,710.4</b>	<b>32,896.9</b>	<b>33,496.5</b>
매출원가	24,771.0	25,627.0	27,499.6	28,305.8	28,676.7
매출중이익	3,331.7	3,652.0	4,210.8	4,591.1	4,819.8
판매비	3,192.2	2,770.8	3,044.6	3,044.6	3,044.6
<b>영업이익</b>	<b>139.5</b>	<b>881.3</b>	<b>1,166.2</b>	<b>1,546.6</b>	<b>1,775.2</b>
금융손익	(34.0)	(92.5)	234.9	253.9	255.9
종속/관계기업손익	(151.0)	(124.0)	389.6	(30.5)	(32.5)
기타영업외손익	135.3	160.3	0.0	0.0	0.0
<b>세전이익</b>	<b>89.8</b>	<b>825.0</b>	<b>1,790.8</b>	<b>1,770.0</b>	<b>1,998.6</b>
법인세	68.9	343.9	464.9	486.7	549.6
계속사업이익	20.8	481.1	1,325.9	1,283.2	1,449.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>20.8</b>	<b>481.1</b>	<b>1,325.9</b>	<b>1,283.2</b>	<b>1,449.0</b>
비배주주지분 순이익	(86.5)	(158.7)	32.6	94.7	141.1
<b>지배주주순이익</b>	<b>107.4</b>	<b>639.8</b>	<b>1,293.3</b>	<b>1,188.5</b>	<b>1,307.8</b>
지배주주지분포괄이익	1,475.7	4,362.2	1,389.8	1,345.1	1,518.9
NOPAT	32.4	513.9	863.5	1,121.3	1,287.0
EBITDA	639.2	1,361.3	1,577.5	1,899.0	2,077.2
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	110.6	4.2	8.3	3.7	1.8
NOPAT증가율	(9.7)	1,486.1	68.0	29.9	14.8
EBITDA증가율	100.9	113.0	15.9	20.4	9.4
영업이익증가율	276.0	531.8	32.3	32.6	14.8
(지배주주)순이익증가율	(96.1)	495.7	102.1	(8.1)	10.0
EPS증가율	(96.9)	496.1	102.2	(8.1)	10.0
<b>수익성(%)</b>					
매출중이익률	11.9	12.5	13.3	14.0	14.4
EBITDA이익률	2.3	4.6	5.0	5.8	6.2
영업이익률	0.5	3.0	3.7	4.7	5.3
계속사업이익률	0.1	1.6	4.2	3.9	4.3
<b>투자지표</b>					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	561	3,344	6,760	6,212	6,836
BPS	105,657	127,899	132,934	137,438	142,565
CFPS	3,639	6,537	9,621	9,117	10,038
EBITDAPS	3,341	7,115	8,245	9,926	10,857
SPS	146,890	153,039	165,748	171,949	175,083
DPS	550	2,000	2,000	2,000	2,000
<b>주기지표(배)</b>					
PER	223.6	37.7	15.6	18.9	17.2
PBR	1.2	1.0	0.8	0.9	0.8
PCFR	34.5	19.3	11.0	12.9	11.7
EV/EBITDA	49.9	23.0	16.4	14.9	13.6
PSR	0.9	0.8	0.6	0.7	0.7
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	0.6	3.1	5.6	5.0	5.3
ROA	0.2	1.4	2.6	2.3	2.5
ROIC	0.4	7.0	15.2	24.9	26.9
부채비율	110.6	95.0	93.4	91.1	87.5
순부채비율	24.3	18.7	12.0	11.5	10.6
이자보상배율(배)	0.7	5.1	7.8	11.2	12.8

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>유동자산</b>	<b>13,358.6</b>	<b>12,320.5</b>	<b>11,829.5</b>	<b>12,223.8</b>	<b>13,063.3</b>
금융자산	3,951.1	3,332.9	3,714.4	3,814.8	3,986.7
현금성자산	2,698.5	2,993.2	3,346.4	3,433.1	3,597.9
매출채권 등	6,885.7	6,205.1	5,584.6	5,793.5	6,372.9
재고자산	1,312.8	1,533.0	1,379.7	1,431.4	1,502.9
기타유동자산	1,209.0	1,249.5	1,150.8	1,184.1	1,200.8
<b>비유동자산</b>	<b>31,100.0</b>	<b>36,728.4</b>	<b>38,727.3</b>	<b>39,549.0</b>	<b>39,840.3</b>
투자자산	23,197.5	28,971.1	31,376.9	32,551.0	33,144.2
금융자산	17,497.8	23,229.4	25,158.4	26,099.8	26,575.4
유형자산	5,283.7	4,988.1	4,579.1	4,226.7	3,924.7
무형자산	<b>1,601.3</b>	<b>1,311.5</b>	<b>1,311.5</b>	<b>1,311.5</b>	<b>1,311.5</b>
기타비유동자산	<b>1,017.5</b>	<b>1,457.7</b>	<b>1,459.8</b>	<b>1,459.8</b>	<b>1,459.9</b>
<b>자산총계</b>	<b>44,458.5</b>	<b>49,048.9</b>	<b>50,556.9</b>	<b>51,772.8</b>	<b>52,903.6</b>
<b>유동부채</b>	<b>14,704.9</b>	<b>14,458.3</b>	<b>14,406.9</b>	<b>14,394.0</b>	<b>14,267.5</b>
금융부채	5,415.9	5,433.7	4,252.4	4,333.2	4,374.0
매입채무 등	4,943.3	4,691.7	5,395.4	5,125.7	4,869.4
기타유동부채	4,345.7	4,332.9	4,759.1	4,935.1	5,024.1
<b>비유동부채</b>	<b>8,647.9</b>	<b>9,439.3</b>	<b>10,007.8</b>	<b>10,285.2</b>	<b>10,425.4</b>
금융부채	<b>3,657.3</b>	<b>2,594.1</b>	<b>2,594.1</b>	<b>2,594.1</b>	<b>2,594.1</b>
기타비유동부채	4,990.6	6,845.2	7,413.7	7,691.1	7,831.3
<b>부채총계</b>	<b>23,352.8</b>	<b>23,897.7</b>	<b>24,414.6</b>	<b>24,679.2</b>	<b>24,692.9</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>18,301.6</b>	<b>22,556.8</b>	<b>23,520.1</b>	<b>24,381.7</b>	<b>25,362.7</b>
자본금	19.1	19.1	19.1	19.1	19.1
자본잉여금	10,468.3	10,468.3	10,468.3	10,468.3	10,468.3
자본조정	(2,157.5)	(2,157.5)	(2,157.5)	(2,157.5)	(2,157.5)
기타포괄이익누계액	4,741.8	8,471.5	8,471.5	8,471.5	8,471.5
이익잉여금	5,230.0	5,755.4	6,718.8	7,580.4	8,561.3
<b>비배주주지분</b>	<b>2,804.1</b>	<b>2,594.5</b>	<b>2,622.1</b>	<b>2,711.9</b>	<b>2,848.0</b>
<b>자본총계</b>	<b>21,105.7</b>	<b>25,151.3</b>	<b>26,142.2</b>	<b>27,093.6</b>	<b>28,210.7</b>
순금융부채	5,122.1	4,694.8	3,132.2	3,112.5	2,981.5
<b>현금흐름표</b>					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>1,355.4</b>	<b>1,312.4</b>	<b>4,307.8</b>	<b>1,525.6</b>	<b>1,056.1</b>
당기순이익	20.8	481.1	1,325.9	1,283.2	1,449.0
조정	619.4	991.1	411.3	352.4	301.9
감가상각비	499.6	480.0	411.3	352.4	301.9
외환거래손익	22.7	74.7	0.0	0.0	0.0
지분법손익	72.9	45.5	0.0	0.0	0.0
기타	24.2	390.9	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	715.2	(159.8)	2,570.6	(110.0)	(694.8)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(812.1)</b>	<b>279.9</b>	<b>(2,439.0)</b>	<b>(1,192.8)</b>	<b>(605.1)</b>
투자자산감소(증가)	(1,394.5)	(5,611.0)	(2,410.8)	(1,179.0)	(598.2)
유형자산감소(증가)	(377.0)	(605.1)	0.0	0.0	0.0
기타	959.4	6,496.0	(28.2)	(13.8)	(6.9)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>122.4</b>	<b>(1,116.7)</b>	<b>(1,511.2)</b>	<b>(246.1)</b>	<b>(286.1)</b>
금융부채증가(감소)	1,018.5	(1,045.4)	(1,181.3)	80.8	40.8
자본증가(감소)	428.6	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(1,238.0)	24.4	(0.0)	0.0	(0.0)
배당지급	(86.7)	(95.7)	(329.9)	(326.9)	(326.9)
<b>현금의 증감</b>	<b>632.1</b>	<b>294.6</b>	<b>353.2</b>	<b>86.7</b>	<b>164.9</b>
Unlevered CFO	696.1	1,250.7	1,840.6	1,744.3	1,920.4
Free Cash Flow	870.7	634.4	4,307.8	1,525.6	1,056.1

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

삼성물산



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.7.15	BUY	175,000		
18.3.29	BUY	210,000	-39.02%	-31.43%
17.10.15	BUY	190,000	-28.70%	-21.32%
17.5.29	BUY	170,000	-19.32%	-12.65%
17.1.25	BUY	150,000	-15.48%	-8.33%
17.1.22	BUY	170,000	-29.12%	-29.12%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

• 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
 Reduce(매도)\_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
 Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.4%	4.7%	0.9%	100.0%

\* 기준일: 2019년 01월 23일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2019년 1월 24일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원)는 2019년 1월 24일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.