



# BUY(Maintain)

목표주가: 145,000원  
주가(1/23): 117,500원

시가총액: 222,886억원

건설/부동산  
Analyst 라진성  
02) 3787-5226  
jsr@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (1/23)		2,127.78pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	144,000 원	96,400원
등락률	-18.4%	21.9%
수익률	절대	상대
1M	9.3%	5.9%
6M	-3.3%	3.1%
1Y	-13.0%	3.8%

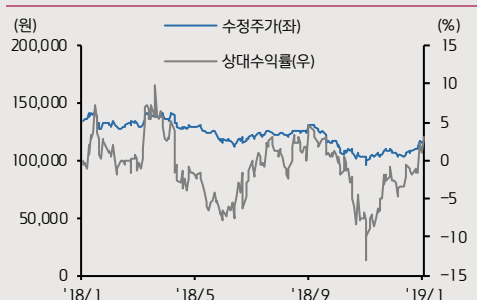
## Company Data

발행주식수	189,690	전주
일평균 거래량(3M)	386	전주
외국인 지분율	13.8%	
배당수익률(18E)	0.4%	
BPS(18E)	1,078원	
주요 주주	이재용 외 8인	33.3%
	케이씨씨	9.0%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	292,790	311,555	313,702	319,443
영업이익	8,813	11,039	11,641	12,504
EBITDA	13,613	15,377	15,759	16,621
세전이익	8,250	23,791	13,159	14,341
순이익	4,811	17,443	9,841	10,777
지배주주지분순이익	6,398	17,111	11,483	11,975
EPS(원)	3,787	10,156	6,809	7,101
증감률(%Y Y)	498.1	168.2	-33.0	4.3
PER(배)	33.3	10.4	17.3	16.5
PBR(배)	0.9	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA(배)	21.8	16.3	16.8	15.6
영업이익률(%)	3.0	3.5	3.7	3.9
ROE(%)	3.1	7.5	4.9	5.0
순부채비율(%)	12.1	9.2	6.8	5.0

## Price Trend



# 삼성물산 (028260)

## 살짝 아쉽지만, 성공적인 2018년



<장 후 실적발표> 동사는 4분기 매출액 7,971억원(YoY +2.7%), 영업이익 2,428억원(YoY -14.3%)을 기록해 시장기대치를 하회했습니다. 주요인은 건설부문 원가 상승과 상사부문의 일회성 손실에 기인합니다. 추가원가 반영에도 양호한 마진을 기록하고 있어 양질의 수주잔고를 보유하고 있음을 파악할 수 있습니다. 재무구조 개선도 빠르게 이뤄지고 있으며, 저평가 국면임을 반영해 차선호주를 유지합니다.

### >>> 시장기대치는 하회했지만, 양호한 실적 시현

동사는 4분기 매출액 7,971억원(YoY +2.7%, QoQ +2.5%), 영업이익 2,428억원(YoY -14.3%, QoQ -11.3%)을 기록해 시장기대치를 하회했다. 주 요인은 건설부문 원가 상승과 상사부문의 일회성 손실에 기인한다. 건설부문의 원가 상승은 알제리와 홍콩 등의 현장에서 약 400~500억원의 추가 비용이 반영됐기 때문이다. 홍콩 현장은 진행률이 96%로 마무리되고 있고, 알제리는 발주처 귀책사유로 향후 클레임 예정이며 보수적으로 반영해 추가적인 손실 가능성은 낮다는 판단이다. 상사부문은 해외 오거나이징 관련 파트너사의 EPC 수행관련 원가 상승이 발생했다. 반면 예상대비 증가한 매출은 건설부문의 하이테크 공사가 발주처 요청에 따라 앞당겨졌기 때문이다. 세전이익은 1조 585억원으로 전년대비 396.9% 증가했는데, 기타손익부문에서 1) 바이오젠 콜옵션 행사로 인한 투자주식처분이익 4,508억원, 2) 배당금수익 1,058억원, 3) 온타리오 풍력 운영수익 218억원 등이 반영됐으며, 지분법이익으로 한화중합화학 투자주식평가 이익 3,271억원 등이 반영됐기 때문이다.

### >>> 안정적인 수주 전망, 의미있는 성장 위해서는 주택 수주 필요

2018년 수주는 10.7조원으로 전년대비 1.5% 증가했다. 올해 가이드는 11.7조원으로 전년대비 6.4% 증가할 전망이다. 과거 3년간의 오차율 평균이 3.5%에 불과해 가이드 달성 가능성은 높다는 판단이다. 작년 하이테크 수주는 5.1조원이었으며, 올해는 4조원 수준이 예상돼 최소 10조원 이상의 안정적인 수주는 이어갈 수 있을 전망이다. 다만, 수주잔고가 지속적인 하락세를 보이고 있어, 올해 사업을 재개한 주택부문 수주가 중요하다는 판단이다.

### >>> 바이오 가치 제외해도 저평가, 차선호주 유지

비록 4분기 실적은 시장기대치를 하회했지만, 추가 원가 반영에도 91.6%의 원가율은 양호한 수준이라는 판단이다. 특히 연간으로 주택부문 매출 비중이 30~40%에 불과했음에도 두 자릿수(10.7%)의 GP마진을 기록했다는 점에서 양질의 수주잔고를 보유하고 있음을 파악해 볼 수 있다. 더불어 연간으로는 영업이익 1조원 클럽에 가입해 전년 대비 25.3% 증가했으며, 올해 역시 안정적인 이익 흐름이 예상된다. 최근 2년간 부진했던 주택분양도 전년 대비 70% 이상 증가할 것으로 예상되고, 바이오부문 사업의 성과도 올해부터는 개선될 것으로 보이기 때문에 향후 2~3년간 안정적인 실적 개선이 지속될 전망이다. 실적발표와 함께 주당 2,000원의 배당금을 발표했다. 2017년 기준 2.9조원이었던 순차입금은 올해 4,345억원으로 크게 감소해 재무구조 개선도 빠르게 진행되고 있다. 삼성바이오로직스 가치를 제외해도 여전히 저평가 국면임을 반영해 투자 의견 BUY, 목표주가 145,000원, 차선호주를 유지한다.

삼성물산 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

(IFRS 연결)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	6,702	7,319	7,493	7,765	7,476	7,928	7,780	7,971	29,279	31,156	31,370
yoy(%)	3.3	3.8	13.2	-2.2	11.5	8.3	3.8	2.7	4.2	6.4	0.7
건설	2,711	3,163	3,126	2,983	2,995	3,133	2,824	3,167	11,983	12,119	11,587
상사	2,869	3,004	3,195	3,487	3,329	3,547	3,790	3,447	12,555	14,113	14,648
패션	465	401	374	509	460	416	389	495	1,750	1,760	1,771
리조트	550	688	670	624	556	707	677	684	2,532	2,623	2,692
바이오	108	63	127	161	136	125	101	178	460	540	673
매출원가율	86.9	87.3	88.5	87.3	87.6	86.6	87.3	87.3	87.5	87.2	86.9
영업이익	137	251	210	283	209	378	274	243	881	1,104	1,164
영업이익률(%)	2.0	3.4	2.8	3.6	2.8	4.8	3.5	3.0	3.0	3.5	3.7
건설	91	148	96	167	158	243	204	168	501	773	767
영업이익률(%)	3.3	4.7	3.1	5.6	5.3	7.8	7.2	5.3	4.2	6.4	6.6
상사	44	46	44	15	58	57	38	-6	150	146	161
영업이익률(%)	1.5	1.5	1.4	0.4	1.7	1.6	1.0	-0.2	1.2	1.0	1.1
패션	-2	10	-13	38	0	6	-18	38	33	25	28
영업이익률(%)	-0.3	2.4	-3.4	7.4	-0.1	1.4	-4.6	7.7	1.9	1.4	1.6
리조트	12	67	74	27	-8	60	51	43	180	146	148
영업이익률(%)	2.2	9.7	11.0	4.4	-1.4	8.5	7.6	6.3	7.1	5.6	5.5
바이오	-8	-20	9	36	2	12	-1	0	17	13	61
영업이익률(%)	-7.5	-31.5	7.1	22.4	1.2	9.8	-1.0	-0.1	3.8	2.3	9.0
세전이익	282	164	166	213	478	458	384	1,059	825	2,379	1,316
순이익	188	110	131	52	363	343	233	805	481	1,744	984

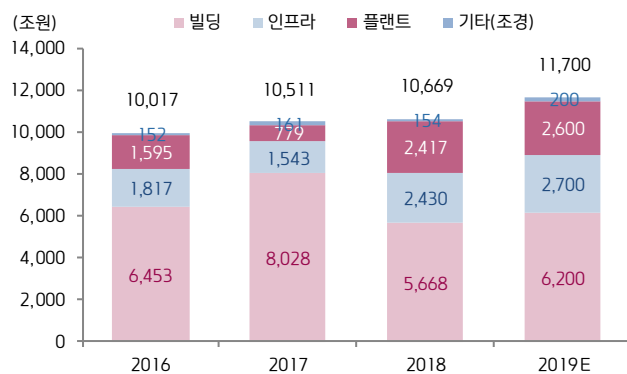
자료: 삼성물산, 키움증권

삼성물산 분기별 실적 Review

(억원, IFRS 연결)	4Q17	3Q18	4Q18P		당사 추정치		컨센서스		
			발표치	YoY	QoQ	추정치	차이	컨센서스	차이
매출액	7,765	7,780	7,971	2.7%	2.4%	7,654	4.1%	7,642	4.3%
GPM	12.7%	12.7%	12.7%	0%p	0%p	10.9%	1.7%p	13.6%	-0.9%p
영업이익	283	274	243	-14.3%	-11.3%	309	-21.4%	285	-14.9%
OPM	3.6%	3.5%	3.0%	-0.6%p	-0.5%p	400.0%	-397%p	4.3%	-1.2%p
세전이익	213	384	1,059	397.0%	175.6%	228	364.4%	372	184.7%
순이익	52	233	805	1434.9%	244.7%	143	462.6%	280	187.6%

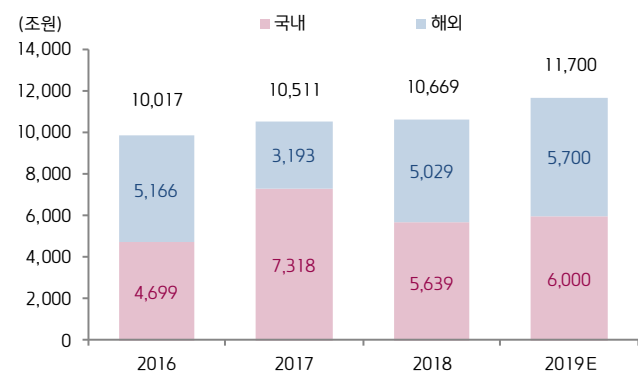
자료: 삼성물산, 키움증권

삼성물산 부문별 수주 추이 및 목표 현황



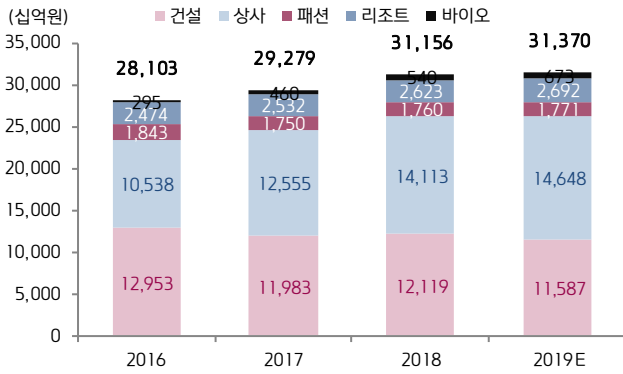
자료: 삼성물산, 키움증권

삼성물산 국내/해외 수주 추이 및 목표 현황



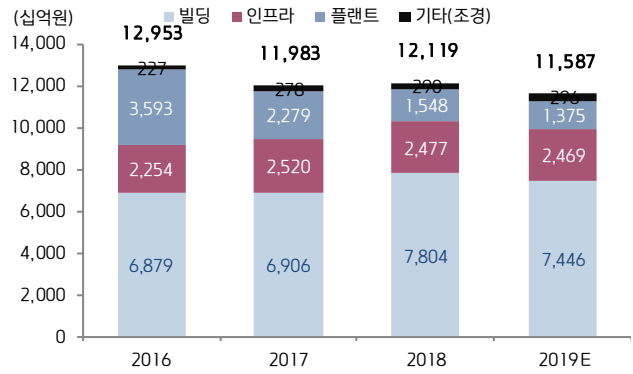
자료: 삼성물산, 키움증권

삼성물산 전사 매출 추이



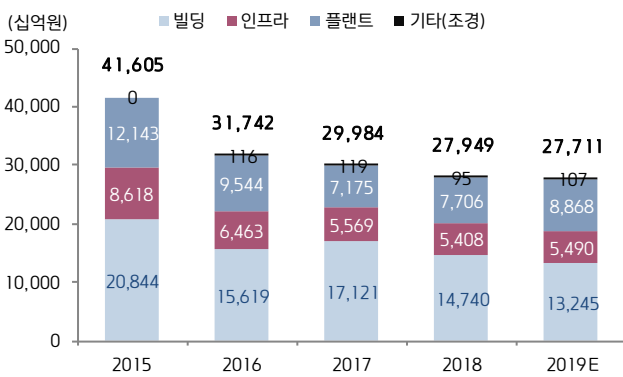
자료: 삼성물산, 키움증권

삼성물산 건설부문 매출 추이



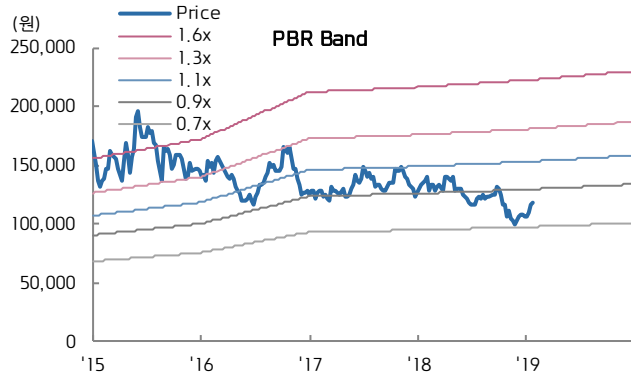
자료: 삼성물산, 키움증권

삼성물산 건설부문 수주잔고 추이



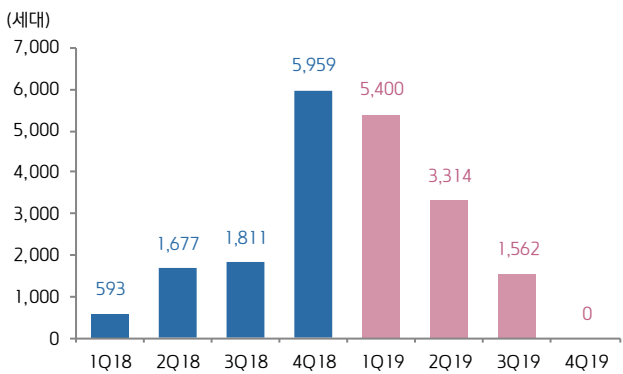
자료: 삼성물산, 키움증권

삼성물산 PBR band chart



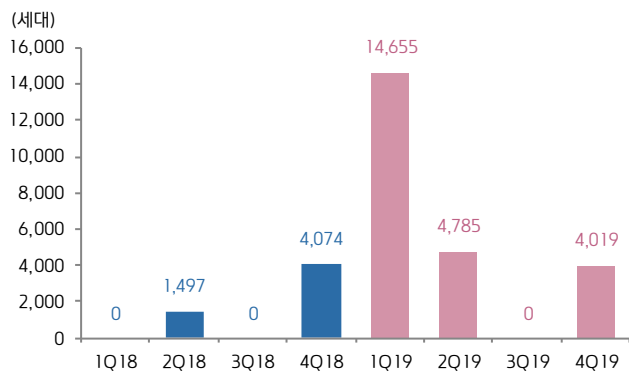
자료: 삼성물산, 키움증권

삼성물산 분기별 아파트 입주 물량 추이



자료: Reps, 삼성물산, 키움증권

삼성물산 분기별 신규 아파트 공급 추이



자료: Reps, 삼성물산, 키움증권

삼성물산 2018년 신규공급 현황

시공사	분양 시기	아파트	지역	공급세대수	일반분양 (특별분양 제외)	1순위 평균경쟁률	청약 결과
삼성물산	5	래미안 목동아델리체	서울	644	399	25.54:1	전 타입 1순위 청약 마감
삼성물산	9	동래 래미안 아이파크	광역시	2,485	1,302	17.26:1	전 타입 1순위 청약 마감
삼성물산	10	래미안 리더스원	서울	232	232	41.69:1	전 타입 1순위 청약 마감
삼성물산	11	래미안 어반비스타	수도권	497	313	31.77:1	전 타입 1순위 청약 마감

자료: APT2you, 삼성물산, 키움증권

삼성물산 3분기말 기준 해외 주요 대형 공사현장 현황 (단위: 억원)

현장명	계약일	완공예정일	기본 도급금액	계약 잔액	진행률	미청구공사 (A)	공사미수금 (B)	A/완성 공사액	(A+B)/ 완성공사액
UAE 원전	2010-03-26	2020-05-01	30,835	3,093	90.0%	376		1.4%	
사우디 Riyadh Metro	2013-10-30	2018-10-29	26,238	6,720	74.4%	801	248	4.1%	5.4%
카타르 UHP IWPP	2015-05-13	2018-06-23	20,433	558	97.3%				
베트남 SDC 모듈3동 신축공사	2016-05-01	2018-11-30	10,594	654	93.8%		248		2.5%
호주 Westconnex Stage2	2015-11-20	2020-03-31	9,900	3,719	62.4%		276		4.5%
Malaysia KL118 Tower	2015-11-02	2019-12-02	9,361	7,180	23.3%	382		17.5%	
캐나다 Site C	2015-12-18	2023-12-31	8,114	4,700	42.1%				
알제리 Mostaghanem	2014-02-19	2021-04-07	7,956	4,608	42.1%		154		4.6%
호주 Westconnex Stage 1b (M4 East)	2015-06-03	2019-03-01	7,787	651	91.6%				
중국 X2-PJT	2017-07-18	2019-03-30	7,413	5,509	25.7%				
인도 Mumbai DAICEC	2013-12-28	2018-12-31	7,175	2,645	63.1%	380	504	8.4%	19.5%
싱가폴 Thomson East Coast T313	2016-03-17	2024-02-28	6,798	4,586	32.5%	501		22.7%	
알제리 Naama	2014-02-19	2020-02-04	6,772	1,786	73.6%		377		7.6%
싱가폴 North South Corridor N106	2017-11-27	2026-11-30	6,586	6,451	2.1%				
터키KirikkaleCCPP	2014-10-23	2017-06-29	6,481	203	96.9%				
싱가폴 Changi Airport Pkg.1	2015-10-31	2019-07-31	6,227	935	85.0%	147	305	2.8%	8.5%
싱가폴, North South Corridor N107	2018-05-25	2026-11-30	4,903	4,876	0.6%				
모로코 ODI 인광석	2013-04-03	2015-06-02	4,747	264	94.4%				
홍콩 Tung Chung New Town 매립	2017-12-29	2024-07-27	4,579	4,378	4.4%				
싱가폴 Thomson East Coast T307	2015-11-20	2023-02-28	4,563	3,128	31.4%				
카타르 Lusail 개발 (CP-5B)	2012-01-15	2017-03-30	4,534	14	99.7%				
인도 Worli Mixed Use Project	2011-08-28	2016-01-26	4,041	1,292	68.0%				
Singapore State Courts Complex	2016-05-19	2019-05-27	3,677	2,083	43.3%				
사우디 Tadawul Tower PJT	2012-09-01	2015-02-02	3,103	1,893	39.0%				
합계			212,818	71,928	66.2%	2,588	2,110	1.8%	3.3%

자료: 삼성물산, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	281,027	292,790	311,555	313,702	319,443
매출원가	247,710	256,270	271,701	272,696	276,968
매출총이익	33,317	36,521	39,854	41,006	42,475
매출총이익률(%)	11.9	12.5	12.8	13.1	13.3
판매비및일반관리비	31,922	27,708	28,815	29,364	29,971
영업이익	1,395	8,813	11,039	11,641	12,504
영업이익률(%)	0.5	3.0	3.5	3.7	3.9
영업외손익	-497	-563	12,752	1,517	1,837
금융수익	3,204	2,204	2,698	3,052	3,265
금융원가	3,545	3,129	3,138	3,013	3,065
기타수익	14,993	10,834	19,967	11,724	11,422
기타비용	13,640	9,231	8,456	9,075	8,704
손익및관계기업관련손익	-1,510	-1,240	1,681	-1,172	-1,081
법인세차감전이익	898	8,250	23,791	13,159	14,341
법인세비용	689	3,439	6,348	3,318	3,564
당기순이익	208	4,811	17,443	9,841	10,777
순이익률(%)	0.1	1.6	5.6	3.1	3.4
지배주주지분순이익	1,074	6,398	17,111	11,483	11,975
EBITDA	6,392	13,613	15,377	15,759	16,621
EBITDA margin (%)	2.3	4.6	4.9	5.0	5.2
NOPLAT	-1,526	-14,540	15,429	15,895	16,197
증감율(% YoY)					
매출액	110.6	4.2	6.4	0.7	1.8
영업이익	275.7	531.6	25.3	5.5	7.4
법인세차감전이익	-96.8	818.9	188.4	-44.7	9.0
당기순이익	-99.2	2,208.3	262.6	-43.6	9.5
지배주주지분당기순이익	-96.1	496.0	167.4	-32.9	4.3
EBITDA	100.9	113.0	13.0	2.5	5.5
EPS	-96.9	498.1	168.2	-33.0	4.3

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	13,554	13,124	14,675	17,237	18,792
당기순손익	208	4,811	17,443	9,841	10,777
감가상각비	4,996	4,800	4,338	4,118	4,118
무형자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본변동	7,152	-1,598	-8,222	-1,765	-1,810
매출채권및기타채권의감소(증가)	1,878	1,716	1,283	1,379	-665
재고자산의감소(증가)	840	-2,073	-2,934	-1,374	-1,276
매입채무및기타채무의증가(감소)	1,066	240	1,283	34	816
기타	1,198	5,112	1,116	5,043	5,707
투자활동현금흐름	-8,121	2,799	-8,253	-13,637	-13,760
투자자산의감소(증가)	3,801	202	1,035	-5,961	-6,629
유형자산의감소	1,076	730	2,030	1,278	1,346
유형자산의증가(CAPEX)	-4,847	-6,780	-5,013	-5,547	-5,780
무형자산의감소(증가)	-468	-55	-506	-343	-301
기타	-7,683	8,703	-5,798	-3,065	-2,396
재무활동현금흐름	1,224	-11,167	-10,974	3,054	321
차입금의증가(감소)	-5,819	-10,197	-12,366	0	0
자본증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-867	-957	-3,401	-3,424	-3,429
기타	14,665	-13	4,793	6,479	3,750
현금및현금성자산의증가	6,321	2,946	-4,894	5,824	4,359
GrossCashFlow	3,470	-9,740	19,767	20,013	20,314
(-) 운전자본증가(감소)	-2,072	883	11,920	6,679	5,307
(-) 설비투자	4,847	6,780	5,013	5,547	5,780
(-) 기타영업자산의증가(감소)	1,498	494	-2,254	-19,134	-14,633
(+) 자산매각	608	675	1,524	935	1,045
Free Cash Flow	-194	-17,223	6,611	27,857	24,905

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	133,586	123,205	148,226	157,486	166,821
현금및현금성자산	26,985	29,932	25,037	30,861	35,220
매출채권및기타유동채권	68,857	62,051	56,669	55,290	55,956
재고자산	13,128	15,330	18,404	19,778	21,054
기타유동자산	24,615	15,892	48,116	51,557	54,591
비유동자산	311,000	367,284	327,062	333,448	340,743
장기매출채권및기타비유동채권	5,866	4,543	392	281	265
유형자산	52,812	49,859	49,904	50,055	50,371
무형자산	16,013	13,115	12,459	12,802	13,104
투자자산	233,138	296,428	261,060	267,020	273,649
기타비유동자산	3,170	3,339	3,246	3,289	3,353
자산총계	444,585	490,489	475,288	490,934	507,563
유동부채	147,049	144,583	142,483	141,848	143,468
매입채무및기타유동채무	49,433	46,917	49,443	49,477	50,294
단기이자발생차입금	34,732	34,401	29,630	29,630	29,630
기타유동부채	62,884	63,265	63,410	62,741	63,544
비유동부채	86,479	94,393	77,477	89,649	97,798
장기매입채무및기타비유동채무	1,122	783	0	0	0
장기이자발생차입금	36,573	25,941	18,794	18,794	18,794
기타비유동부채	48,784	67,670	58,683	70,855	79,004
부채총계	233,528	238,977	219,960	231,497	241,266
자본금	191	191	191	191	191
자본잉여금	104,683	104,683	104,683	104,683	104,683
이익잉여금	52,300	57,554	69,540	77,935	86,782
기타자본	25,842	63,139	55,543	53,235	52,747
지배주주지분자본총계	183,016	225,568	229,957	236,044	244,403
자본총계	211,057	251,513	255,328	259,437	266,297
총차입금	71,305	60,342	48,424	48,424	48,424
순차입금	44,319	30,411	23,387	17,563	13,204

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	633	3,787	10,156	6,809	7,101
BPS	107,794	132,856	135,441	139,026	143,950
DPS	550	2,000	2,000	2,000	2,000
SPS	146,890	153,039	162,847	163,969	166,970
CPS	8,055	7,787	8,707	10,231	11,156
주가배수(배)					
PER	198.2	33.3	10.4	17.3	16.5
PBR	1.2	0.9	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	48.8	21.8	16.3	16.8	15.6
PSR	0.9	0.8	0.6	0.7	0.7
PCR	15.6	16.2	12.1	11.5	10.5
배당수익률(%)	0.4	1.6	1.9	1.7	1.7
배당성장률(%)	83.7	51.1	19.7	29.3	28.1
수익성(%)					
자기자본이익률(ROE)	0.6	3.1	7.5	4.9	5.0
총자산이익률(ROA)	0.0	1.0	3.6	2.0	2.2
투자자본이익률(ROIC)	-1.9	-19.2	19.7	20.6	24.2
안정성(회, 배)					
부채비율	110.6	95.0	86.1	89.2	90.6
순차입금비율	21.0	12.1	9.2	6.8	5.0
유동비율	90.8	85.2	104.0	111.0	116.3
이자보상배율	0.7	5.1	6.9	7.2	7.7
활동성(회)					
매출채권회전율	4.0	4.5	5.2	5.6	5.7
재고자산회전율	18.4	18.0	16.1	14.3	13.6
매입채무회전율	4.2	5.4	5.7	5.5	5.6

Compliance Notice

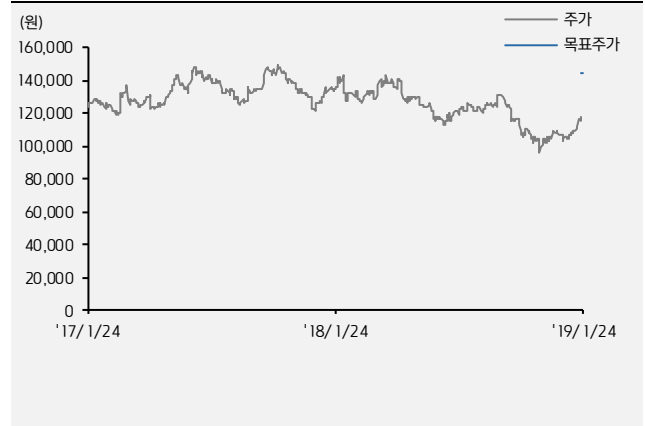
- 당사는 1월 23일 현재 '삼성물산' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자이견 변동내역

종목명	일자	투자이견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
삼성물산 (028050)	2018/01/21	Buy(Initiate)	145,000원	6개월	-19.77	-18.97
	2018/01/24	Buy(Maintain)	145,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이



투자이견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2018/01/01~2018/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	181	96.28%
중립	6	3.19%
매도	1	0.53%