



BUY(Maintain)

목표주가: 145,000원

주가(4/24): 110,500원

시가총액: 222,886억원

건설/부동산

Analyst 라진성

02) 3787-5226

jsr@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (4/24)		2,201.03pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	140,500 원	96,400원
등락률	-21.4%	14.6%
수익률	절대	상대
1M	2.8%	2.1%
6M	-2.2%	-6.8%
1Y	-18.8%	-9.0%

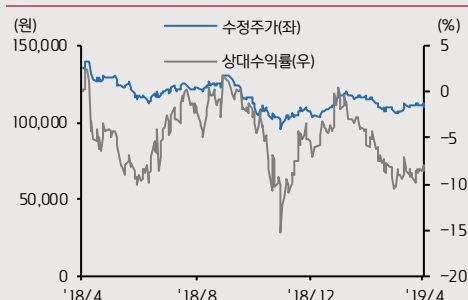
Company Data

발행주식수	189,690 천주
일평균 거래량(3M)	207천주
외국인 지분율	14.7%
배당수익률(19E)	1.8%
BPS(19E)	1,326원
주요 주주	이재용 외 8인 33.3%
	케이씨씨 9.0%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	311,556	304,073	315,659	327,991
영업이익	11,039	9,473	10,529	11,170
EBITDA	15,670	14,763	15,819	16,460
세전이익	23,827	11,188	12,317	13,131
순이익	17,482	8,025	8,998	9,583
지배주주지분순이익	17,128	8,945	9,990	10,895
EPS(원)	10,460	5,454	6,093	6,647
증감률(%Y Y)	168.5	-47.9	11.7	9.1
PER(배)	10.1	20.3	18.1	16.6
PBR(배)	0.9	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA(배)	15.5	16.9	15.4	14.4
영업이익률(%)	3.5	3.1	3.3	3.4
ROE(%)	8.1	4.3	4.5	4.7
순부채비율(%)	7.2	5.9	3.7	1.5

Price Trend



삼성물산 (028260)

상반기보다는 하반기를 기대



〈장 후 실적발표〉 동사는 1분기 매출액 7.36조원(YoY -1.6%), 영업이익 1,052억원(YoY -49.7%)을 기록해 시장기대치를 크게 하회했습니다. 주요인은 해외현장 중재 패소에 따른 원가 반영과 바이오 적자에 기인합니다. 하반기에는 실적 정상화가 예상되며, 향후 3년 배당정책이 추가로 결정될 예정입니다. 실적과 배당 등을 감안하면 상반기보다는 하반기로 갈수록 투자매력도가 증가할 전망입니다.

>>> 상반기까지는 부진한 실적이 지속될 전망

동사는 1분기 매출액 7조 3,570억원(YoY -1.6%, QoQ -7.7%), 영업이익 1,052억원(YoY -49.7%, QoQ -56.7%)을 기록해 시장기대치를 큰 폭으로 하회했다. 주 요인은 1) 호주 로이힐과 UAE 원전의 중재 패소로 건설부문에 700억원의 원가 반영이 있었고, 2) 바이오 3공장 본격 가동에 따른 감가상각비 등 비용 증가로 바이오부문이 350억원의 적자를 시현했기 때문이다. 예상치 못한 해외손실로 1분기 실적은 부진했으며, 2분기 역시 호주 도로와 홍콩 지하철 등 일부 해외 현장의 공기지연 사유로 추가 원가가 반영될 것으로 전망된다. 실적이 정상화되는 시점은 하반기로 예상되며, 바이오 3공장도 하반기부터는 가동률이 올라오면서 개선될 전망이다. 1분기 신규수주는 목표 대비 10% 달성에 불과하지만 하반기부터 본격화 될 전망이다. 영업외로는 삼성전자와 삼성생명 배당수익 2,362억원, 온타리오 풍력 운영수익 202억원이 반영되었다.

>>> 의미있는 성장 위해서는 주택부문 신규 수주 필요

작년 하이테크 수주는 5.1조원이었으며, 올해는 4조원 수준이 예상돼 최소 10조원 이상의 안정적인 수주는 이어갈 수 있을 전망이다. 1분기 하이테크 수주는 화성반도체 7,000억, 중국 시안반도체 2,000억 등 약 1조원을 기록했으며, 삼성전자의 중장기 대규모 투자발표로 향후 수주 플로우에 긍정적인 영향을 미칠 전망이다. 삼성전자는 24일 발표한 '반도체 비전 2030'에서 시스템 반도체 사업경쟁력 강화를 위해 오는 2030년까지 133조원을 투자하기로 했다. 이처럼 하이테크 수주는 꽤 오랜기간 안정적인 수주를 유지할 수 있을 전망이다. 결국 동사의 의미있는 성장을 위해서는 올해 사업을 재개한 주택부문 신규수주가 중요하다는 판단이다.

>>> 바이오 가치 제외해도 저평가, 하반기 투자매력도 증가

상반기까지는 부진한 실적이 지속될 것으로 전망되지만 현재 주가는 충분히 반영하고 있는 수준으로 판단된다. 연간 실적이 작년 수준에는 미치지 못하겠지만, 9,473억원 이상의 영업이익을 시현하면서, 레벨 업 된 체력을 유지할 수 있을 전망이다. 최근 2년간 부진했던 주택분양도 전년대비 70% 이상 증가한 9,000세대를 계획하고 있고, 바이오부문 사업의 성과도 하반기부터는 개선될 것으로 전망된다. 기 발표한 3개년 배당정책에 이어 올해 하반기에 3개년 주주환원정책을 추가로 수립할 예정이다. 실적과 배당 등을 감안하면 상반기보다는 하반기로 갈수록 투자매력도가 증가할 전망이다. 여전히 삼성바이오로직스에 대한 이슈가 해소되고 있지는 않지만, 바이오로직스의 가치를 제외해도 여전히 저평가 국면임을 반영해 투자 의견 BUY, 목표주가 145,000원을 유지한다.

삼성물산 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

(IFRS 연결)	1Q18A	2Q18A	3Q18A	4Q18A	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018A	2019E	2020E
매출액	7,476	7,928	7,780	7,971	7,357	7,557	7,624	7,869	31,156	30,407	31,566
yoy(%)	11.5	8.3	3.8	2.7	-1.6	-4.7	-2.0	-1.3	6.4	-2.4	3.8
건설	2,995	3,133	2,824	3,167	2,918	2,792	2,522	2,812	12,119	11,044	11,167
상사	3,329	3,547	3,790	3,447	3,271	3,464	3,867	3,610	14,113	14,213	14,909
패션	460	416	389	494	457	447	425	535	1,759	1,863	1,985
리조트	556	707	677	684	586	733	690	712	2,623	2,721	2,835
바이오	136	125	101	178	125	121	119	201	541	567	670
매출총이익률	12.4	13.4	12.7	12.7	11.1	13.0	13.0	12.8	12.8	12.5	12.6
영업이익	209	378	274	243	105	285	281	276	1,104	947	1,053
yoy(%)	52.3	50.9	30.4	-14.3	-49.7	-24.7	2.6	13.9	25.3	-14.2	11.1
영업이익률(%)	2.8	4.8	3.5	3.0	1.4	3.8	3.7	3.5	3.5	3.1	3.3
건설	158	243	204	167	104	174	182	173	773	633	659
영업이익률(%)	5.3	7.8	7.2	5.3	3.6	6.2	7.2	6.1	6.4	5.7	5.9
상사	58	57	38	-6	32	52	46	14	146	144	151
영업이익률(%)	1.7	1.6	1.0	-0.2	1.0	1.5	1.2	0.4	1.0	1.0	1.0
패션	0	6	-18	38	7	9	-9	42	25	49	54
영업이익률(%)	-0.1	1.4	-4.6	7.7	1.5	1.9	-2.0	7.9	1.4	2.6	2.7
리조트	-8	60	51	43	-3	68	63	44	147	173	182
영업이익률(%)	-1.4	8.5	7.6	6.3	-0.5	9.3	9.2	6.2	5.6	6.3	6.4
바이오	2	12	-1	0	-35	-17	-2	3	13	-51	7
영업이익률(%)	1.2	9.8	-1.0	0.0	-28.0	-14.0	-1.4	1.4	2.4	-9.0	1.1
세전이익	478	458	384	1,062	350	300	249	190	2,383	1,119	1,232
순이익	363	343	233	809	222	226	181	143	1,748	803	900

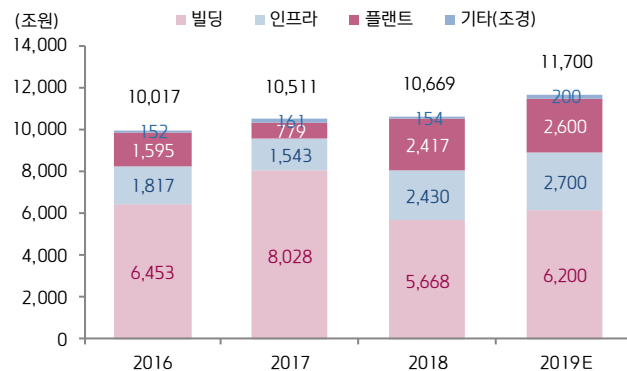
자료: 삼성물산, 키움증권

삼성물산 분기별 실적 Review

(십억원, IFRS 연결)	1Q18	4Q18	1Q19E			당사 추정치		컨센서스	
			발표치	YoY	QoQ	추정치	차이	컨센서스	차이
매출액	7,476	7,971	7,357	-1.6%	-7.7%	7,437	-1.1%	7,456	-1.3%
GPM	12.4%	12.7%	11.1%	-1.4%p	-1.6%p	12.7%	-1.6%p	0.0%	11.1%p
영업이익	209	243	105	-49.7%	-56.7%	209	-49.6%	217	-51.5%
OPM	2.8%	3.0%	1.4%	-1.4%p	-1.6%p	2.8%	-1.4%p	2.9%	-1.5%p
세전이익	478	1,062	350	-26.9%	-67.1%	344	1.5%	475	-26.3%
순이익	363	809	222	-38.9%	-72.6%	260	-14.8%	336	-34.1%

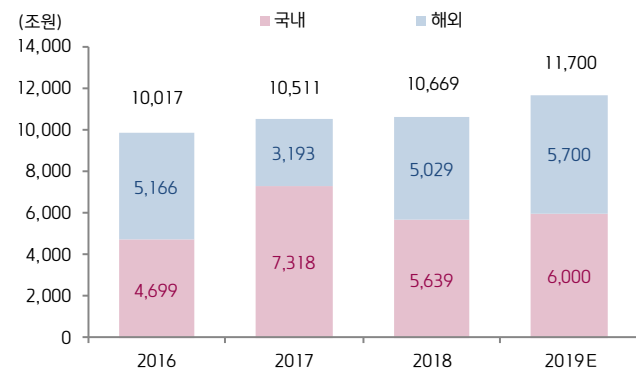
자료: 삼성물산, 키움증권

삼성물산 부문별 수주 추이 및 목표 현황



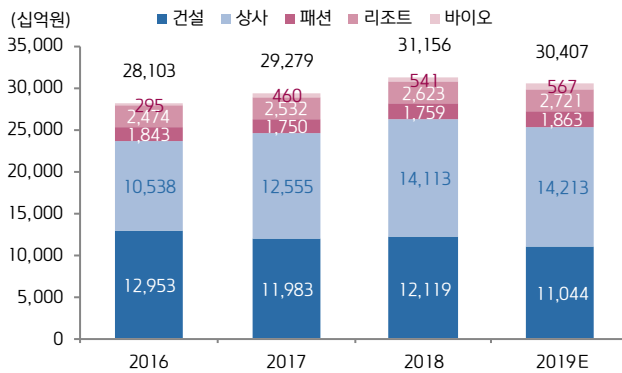
자료: 삼성물산, 키움증권

삼성물산 국내/해외 수주 추이 및 목표 현황



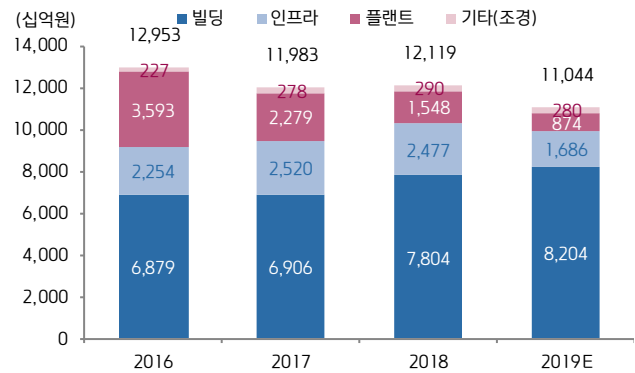
자료: 삼성물산, 키움증권

삼성물산 전사 매출 추이



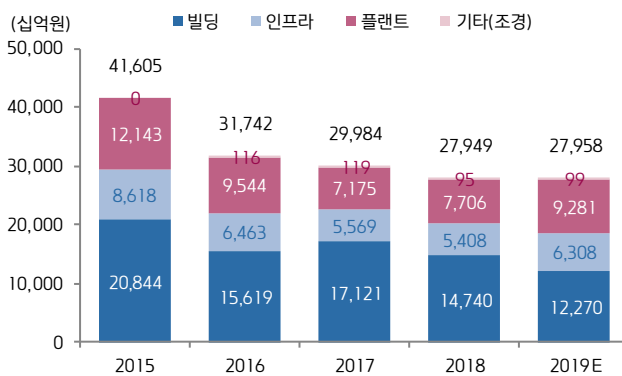
자료: 삼성물산, 키움증권

삼성물산 건설부문 매출 추이



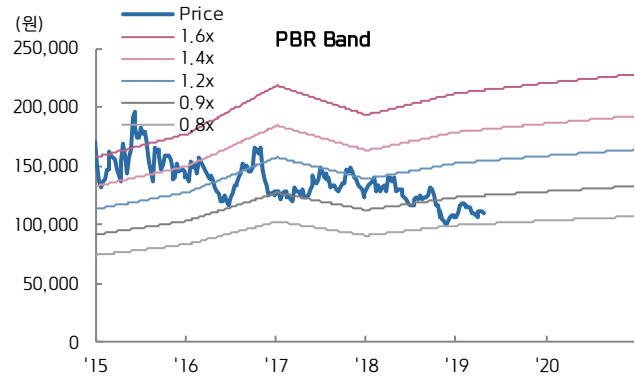
자료: 삼성물산, 키움증권

삼성물산 건설부문 수주잔고 추이



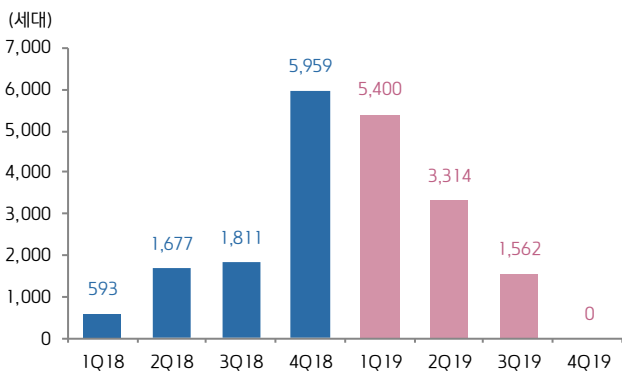
자료: 삼성물산, 키움증권

삼성물산 PBR band chart



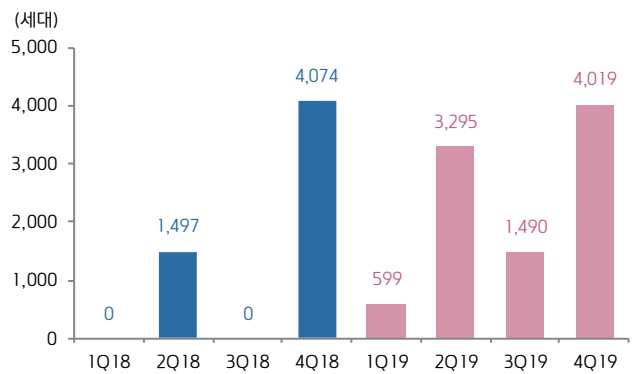
자료: 삼성물산, 키움증권

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	2	평촌 래미안 푸르지오	수도권	659	459	4.43:1	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	31,697	3,393	89.3%	12	14	0.0%	0.1%
사우디 Riyadh Metro	2013-10-30	2020-12-31	26,320	5,434	79.4%	107	221	0.5%	1.6%
베트남 SDC 모듈3동 신축공사	2016-05-01	2018-11-30	10,204	195	98.1%				
호주 Westconnex Stage2 (M5 Main)	2015-11-20	2020-03-31	9,983	2,967	70.3%		213		3.0%
Malaysia KL118 Tower	2015-11-02	2019-12-02	9,338	6,777	27.4%	418	1	16.3%	16.3%
호주 Westconnex Stage 3 - Tunnel Pkg	2018-06-15	2023-06-30	8,854	8,619	2.6%				
캐나다 Site C	2015-12-18	2023-12-31	8,126	4,023	50.5%				
알제리 Mostaghanem	2014-02-19	2021-04-07	7,968	4,454	44.1%		86		2.5%
호주 Westconnex Stage 1b (M4 East)	2015-06-03	2019-03-01	7,773	285	96.3%	23	105	0.3%	1.7%
중국 X2-PJT	2017-07-18	2019-03-30	7,365	3,868	47.5%				
인도 Mumbai DAICEC	2013-12-28	2018-12-31	7,139	1,736	75.7%	733	496	13.6%	22.8%
싱가폴 Thomson East Coast Line T313	2016-03-17	2024-02-28	6,809	4,388	35.6%	396	96	16.3%	20.3%
싱가폴 Changi Airport Pkg. 1	2015-10-31	2019-07-31	6,785	1,124	83.4%	138	275	2.4%	7.3%
알제리 Naama	2014-02-19	2020-02-04	6,781	1,423	79.0%		227		4.2%
싱가폴 North South Corridor N106	2017-11-27	2026-11-30	6,598	6,398	3.0%				
터키KirkaleCCPP	2014-10-23	2017-06-29	6,464	193	97.0%				
홍콩지하철SCLC1109	2012-08-01	2018-04-15	5,508	221	96.0%				
싱가폴 North South Corridor N107	2018-05-25	2026-11-30	4,913	4,860	1.1%				
모로코 ODI 인광석	2013-04-03	2015-06-02	4,761	133	97.2%				
홍콩 Tung Chung New Town 매립	2017-12-29	2024-07-27	4,620	4,233	8.4%				
싱가폴 Thomson East Coast Line T307	2015-11-20	2023-02-28	4,571	2,830	38.1%				
카타르 Lusail 개발 (CP-5B)	2012-01-15	2017-03-30	4,535	42	99.1%				
인도 Worli Mixed Use Project	2011-08-28	2016-01-26	4,347	1,438	66.9%				
Singapore State Courts Complex	2016-05-19	2019-05-27	3,683	1,663	54.9%				
사우디 Tadawul Tower PJT	2012-09-01	2020-12-28	3,121	1,845	40.9%				
합계			208,261	72,543	65.2%	1,827	1,734	1.3%	2.6%

자료: 삼성물산, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	292,790	311,556	304,073	315,659	327,991
매출원가	256,270	271,703	266,141	275,919	286,804
매출총이익	36,521	39,853	37,933	39,740	41,188
매출총이익률(%)	12.5	12.8	12.5	12.6	12.6
판매비및일반관리비	27,708	28,814	28,460	29,211	30,018
영업이익	8,813	11,039	9,473	10,529	11,170
영업이익률(%)	3.0	3.5	3.1	3.3	3.4
영업외손익	-563	12,788	1,714	1,788	1,961
금융수익	2,204	2,542	2,107	2,199	2,267
금융원가	3,129	2,986	3,886	3,890	3,889
기타수익	10,834	21,529	11,374	11,344	11,416
기타비용	9,231	10,016	6,709	6,784	6,783
종속및관계기업관련손익	-1,240	1,719	-1,172	-1,081	-1,050
법인세차감전이익	8,250	23,827	11,188	12,317	13,131
법인세비용	3,439	6,345	3,162	3,319	3,547
당기순이익	4,811	17,482	8,025	8,998	9,583
순이익률(%)	1.6	5.6	2.6	2.9	2.9
지배주주지분순이익	6,398	17,128	8,945	9,990	10,895
EBITDA	13,613	15,670	14,763	15,819	16,460
EBITDA margin (%)	4.6	5.0	4.9	5.0	5.0
NOPLAT	5,139	8,099	6,795	7,692	8,152
증감율(% YoY)					
매출액	4.2	6.4	-2.4	3.8	3.9
영업이익	531.6	25.3	-14.2	11.1	6.1
법인세차감전이익	818.9	188.8	-53.0	10.1	6.6
당기순이익	2,208.3	263.4	-54.1	12.1	6.5
지배주주지분당기순이익	496.0	167.7	-47.8	11.7	9.1
EBITDA	113.0	15.1	-5.8	7.2	4.0
EPS	500.5	168.5	-47.9	11.7	9.1

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	13,124	16,784	8,117	13,775	12,316
당기순이익	4,811	17,482	7,718	8,998	9,583
감가상각비	4,800	4,631	5,290	5,290	5,290
무형자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본변동	-1,598	-4,687	-8,980	-5,714	-8,464
매출채권및기타채권의감소(증가)	1,716	987	-2,394	-6,236	-9,716
재고자산의감소(증가)	-2,073	-1,536	431	-661	-684
매입채무및기타채무의증가(감소)	240	-1,546	-2,837	1,587	1,934
기타	5,112	-643	4,089	5,201	5,906
투자활동현금흐름	2,799	1,678	-2,142	-4,273	-2,912
투자자산의감소(증가)	-223	16,494	2,711	3,428	4,646
유형자산의감소	730	1,847	1,218	1,265	1,443
유형자산의증가(CAPEX)	-6,780	-5,404	-5,677	-5,954	-5,678
무형자산의감소(증가)	-55	-619	-381	-351	-450
기타	9,128	-10,641	-13	-2,661	-2,873
재무활동현금흐름	-11,167	-18,847	-3,283	-3,282	-3,282
차입금의증가(감소)	-10,197	-15,452	0	0	0
자본증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-957	-3,410	-3,330	-3,335	-3,338
기타	-13	15	48	54	55
현금및현금성자산의증가	2,946	-896	1,808	5,151	5,299
GrossCashFlow	-9,740	25,800	5,673	9,245	10,917
(-) 운전자본증가(감소)	592	14,568	8,875	9,843	12,741
(-) 설비투자	6,780	5,404	5,677	5,954	5,678
(-) 기타영업자산의증가(감소)	494	-308	124	115	-149
(+) 자산매각	675	1,228	837	913	993
Free Cash Flow	-16,931	7,365	-8,165	-5,754	-6,361

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	122,914	136,713	141,676	156,928	175,866
현금및현금성자산	29,932	29,035	30,843	35,994	41,294
매출채권및기타유동채권	62,051	63,603	65,998	72,234	81,950
재고자산	15,330	16,993	16,562	17,223	17,907
기타유동자산	15,601	27,081	28,273	31,478	34,715
비유동자산	367,575	287,354	301,370	300,478	294,644
장기매출채권및기타비유동채권	4,543	3,661	4,103	4,365	4,552
유형자산	49,859	50,244	49,413	48,812	47,757
무형자산	13,115	10,614	10,995	11,346	11,796
투자자산	296,719	217,973	232,881	232,024	226,522
기타비유동자산	3,339	4,861	3,978	3,931	4,017
자산총계	490,489	424,067	443,046	457,407	470,510
유동부채	144,583	130,168	125,306	128,005	131,413
매입채무및기타유동채무	46,917	51,941	49,105	50,691	52,626
단기이자발생차입금	34,401	32,633	32,633	32,633	32,633
기타유동부채	63,265	45,594	43,568	44,680	46,154
비유동부채	94,393	68,409	74,588	78,717	81,947
장기매입채무및기타비유동채무	783	1,001	933	963	1,000
장기이자발생차입금	25,941	12,533	12,533	12,533	12,533
기타비유동부채	67,670	54,874	61,123	65,221	68,414
부채총계	238,977	198,577	199,894	206,722	213,361
자본금	191	191	191	191	191
자본잉여금	104,683	104,689	104,689	104,689	104,689
이익잉여금	57,554	69,495	75,455	82,432	90,288
기타자본	63,139	25,091	38,366	40,236	40,455
지배주주지분자본총계	225,568	199,466	218,701	227,548	235,623
자본총계	251,513	225,489	243,152	250,685	257,150
총차입금	60,342	45,166	45,166	45,166	45,166
순차입금	30,411	16,131	14,323	9,172	3,873

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	3,896	10,460	5,454	6,093	6,647
BPS	136,764	120,938	132,601	137,965	142,861
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
SPS	153,039	162,848	158,937	164,992	171,438
CPS	8,010	10,249	4,947	8,409	7,516
주가배수(배)					
PER	32.3	10.1	20.3	18.1	16.6
PBR	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	21.8	15.5	16.9	15.4	14.4
PSR	0.8	0.6	0.7	0.7	0.6
PCR	15.7	10.3	22.3	13.1	14.7
배당수익률(%)	1.6	1.9	1.8	1.8	1.8
배당성향(%)	51.1	19.1	36.5	32.7	30.0
수익성(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.1	8.1	4.3	4.5	4.7
총자산이익률(ROA)	1.0	3.8	1.9	2.0	2.1
투자자본이익률(ROIC)	-19.2	26.7	0.4	4.0	5.1
안정성(% 배)					
부채비율	95.0	88.1	82.2	82.5	83.0
순차입금비율	12.1	7.2	5.9	3.7	1.5
유동비율	85.0	105.0	113.1	122.6	133.8
이자보상배율	5.1	5.9	3.5	3.9	4.1
활동성(회)					
매출채권회전율	4.5	5.0	4.7	4.6	4.3
재고자산회전율	18.0	16.8	15.9	16.3	16.3
매입채무회전율	5.4	5.5	5.3	5.5	5.6

Compliance Notice

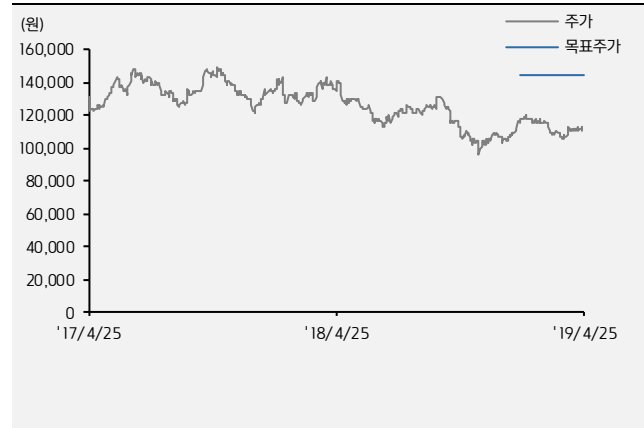
- 당사는 4월 24일 현재 '삼성물산' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견 변동내역

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 사점	과락율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
삼성물산 (028260)	2019/01/21	Buy(Initiate)	145,000원	6개월	-19.77	-18.97
	2019/01/24	Buy(Maintain)	145,000원	6개월	-19.47	-17.24
	2019/03/04	Buy(Maintain)	145,000원	6개월	-22.05	-17.24
	2019/04/25	Buy(Maintain)	145,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과락율을 산출하였음.

목표주가 추이



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(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	적용 기준(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 (2018/04/01~2019/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	176	96.70%
중립	6	3.30%
매도	0	0.00%