2019년 7월 25일 I Equity Research

삼성물산 (028260)

2Q19 Review: 컨센서스 하회. 불확실성 해소가 관건

2Q 영업익 2,207억원(YoY -41.6%) 컨센서스 하회

2분기 영업익은 2,207억원(YoY -41.6%)으로 컨센서스를 하회했다. 이익의 대부분을 설명하는 건설 부문이 1분기 대비 개선되었으나 홍콩 지하철 및 호주 도로 프로젝트 관련 400억원대 비용 반영으로 전년 대비 감익 기조를 이어갔다. 상반기 수주는 2.5조원으로 연간 11.7조원 수주 목표 대비 부진한 상황이나 하반기 하이테크 수주 증가(상반기 1.5조원, 연간 4조원 예상), 입찰 결과를 대기 중인 빌딩/ 인프라/ 플랜트 프로젝트 규모를 감안시 상반기 대비 하반기 수주 속도는 빨라질 것으로 예상한다. '16년 이후 낮아진 건설부문의 신규 수주 금액, 매크로에 연동되는 상사부문의 사업구조, 실적 기여도가 낮은 패션/레저/식음 부문을 고려시 자체사업의 매출 성장 여력은 높지 않은 상황이다. 올해 연간 영업익은 전년 대비 18% 감소한 9,044억원을 예상한다.

자회사 관련 불확실성 지속. 주가 반등 모멘텀 부재

건설부문의 전년 대비 수익성 악화, 신규 수주의 정체로 실적 모멘텀이 높지 않은 가운데 바이오 계열사 관련 불확실성이 지리하게 반영되는 국면이다. 삼성물산의 NAV를 살펴보면 결국 삼성전자(40%), 바이오로직스(23%), 삼성생명(9%), 삼성SDS(8%) 등 상장 계열사 지분가치가 약 80% 비중을 차지한다는 점에서 자회사 불확실성의 해소가 주가 반등의 선결요건으로 판단한다.

목표주가 13만원 하향조정

투자의견 BUY 유지하나, 목표주가는 기존 150,000원에서 130,000원으로 하향 조정한다. 기존 추정치 대비 실적 하향과 상장 지분가치의 하락을 반영한 결과이다. 바이오 계열사 관련 불확실성과 자체사업 실적 모멘텀 부재로 인해 NAV 대비 주가 할인율은 50%을 넘어선 저평가 상태이다. 향후 자회사 관련 불확실성 해소와 4분기 이후 예정된 배당을 포함한 주주환원 정책 발표에 주목한다.

BUY

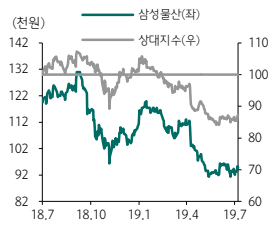
I TP(12M): 130,000원(하향) I CP(7월 24일): 94,800원

Key Data	
KOSPI 지수 (pt)	2,082.30
52주 최고/최저(원)	131,000/91,300
시가총액(십억원)	17,982.6
시가총액비중(%)	1.49
발행주식수(천주)	189,690.0
60일 평균 거래량(천주)	269.0
60일 평균 거래대금(십억원)	25.7
19년 배당금(예상,원)	2,000
19년 배당수익률(예상,%)	2.11
외국인지분율(%)	14.16
주요주주 지분율(%)	
이재용 외 8 인	33.24
케이씨씨	8.97

주가상승률	1M	6M	12M
절대	(1.1)	(19.3)	(22.0)
상대	0.9	(16.9)	(14.6)

Consensus Data	2019	2020
매출액(십억원)	31,119.4	32,000.9
영업이익(십억원)	969.1	1,139.3
순이익(십억원)	991.8	1,190.3
EPS(원)	5,427	6,225
BPS(원)	129,887	135,161

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	29,279.0	31,155.6	31,182.5	31,929.8	32,447.0
영업이익	십억원	881.3	1,103.9	904.4	1,163.4	1,131.1
세전이익	십억원	825.0	2,382.7	1,255.2	1,592.4	1,565.9
지배순이익	십억원	639.8	1,712.8	902.5	1,109.9	1,060.0
EPS	원	3,344	8,953	4,717	5,801	5,540
증감률	%	496.1	167.7	(47.3)	23.0	(4.5)
PER	배	37.68	11.78	20.10	16.34	17.11
PBR	배	0.99	0.92	0.81	0.78	0.78
EV/EBITDA	배	23.01	14.94	14.69	12.49	13.36
ROE	%	3.13	8.06	4.46	5.31	4.97
BPS	원	127,899	114,256	117,248	121,341	121,755
DPS	원	2,000	2,000	2,000	4,000	4,000

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

RA 박은규
02-3771-8532
ek.p@hanafn.com

하나금융투자

Analyst 오진원 02-3771-7525

표 1. 삼성물산 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F
매출	**7,476**	**7,928**	**7,780**	**7,971**	**7,357**	**7,972**	**7,894**	**7,960**	**29,279**	**31,156**	**31,183**
YoY %	11.5%	8.3%	3.8%	2.7%	-1.6%	0.6%	1.5%	-0.1%	4.2%	6.4%	0.1%
건설	2,995	3,133	2,824	3,167	2,918	3,152	2,655	2,980	11,983	12,119	11,705
상사	3,329	3,547	3,790	3,447	3,271	3,565	3,790	3,447	12,555	14,113	14,073
패션	460	416	389	495	457	416	421	548	1,804	1,760	1,842
기타	556	707	677	684	586	761	778	735	2,937	2,624	2,860
영업익	**209**	**378**	**274**	**243**	**105**	**220.7**	**307**	**272**	**881**	**1,104**	**904.4**
YoY %	57.8%	48.0%	30.4%	-14.3%	-49.7%	-41.6%	11.9%	12.0%	531.6%	25.3%	-18.1%
건설	158	243	204	168	104	158	180	150	501	773	592
상사	58	57	38	-6	32	27	38	38	150	147	135
패션	-0	6	- 18	38	7	10	- 10	35	33	26	42
기타	-6	72	50	43	- 38	26	99	49	197	158	135
영업이익률	**2.8%**	**4.8%**	**3.5%**	**3.0%**	**1.4%**	**2.8%**	**3.9%**	**3.4%**	**3.0%**	**3.5%**	**2.9%**
건설	5.3%	7.8%	7.2%	5.3%	3.6%	5.0%	6.8%	5.0%	4.2%	6.4%	5.1%
상사	1.7%	1.6%	1.0%	-0.2%	1.0%	0.8%	1.0%	1.1%	1.2%	1.0%	1.0%
패션	-0.1%	1.4%	-4.6%	7.7%	1.5%	2.4%	-2.4%	6.4%	1.8%	1.5%	2.3%
기타	-1.2%	10.2%	7.4%	6.3%	-6.5%	3.4%	12.7%	6.7%	6.7%	6.0%	4.7%
세전이익	**491**	**447**	**386**	**1,058**	**350**	**287**	**339**	**280**	**825**	**2,383**	**2,242**
지배순익	**404**	**361**	**282**	**666**	**249**	**219.8**	**238**	**195**	**640**	**1,713**	**903**
YoY %	**90.5%**	**198.2%**	**86.6%**	**328.0%**	**-38.3%**	**-39.1%**	**-15.4%**	**-70.7%**	**496.0%**	**167.7%**	**-47.3%**

자료: 삼성물산, 하나금융투자

표 2. 삼성물산 SOTP Valuation

(단위: 십억원, 원)		가치평가액	Valuation method
영업가치* (A)		**4,702**	2019년 예상 세후 영업익 대비 7배수 적용
보유지분가치 (B)		**29,776**	
상장지분		28,158	19/7/24일 종가 기준. 상장 지분가치는 하단에서 할인율 40% 적용
삼성생명보험		3,049	
삼성전자		13,865	
삼성SDS		2,894	
삼성바이오로직스		8,077	
기타		273	
비상장지분		1,618	장부가
순차입금 (C)		**1,125**	2Q19 별도 기준
총 기업가치(D)= (A)+(B) - (C)		**33,354**	
상장사 지분가치 40% 할인후 기업가치		**22,090**	
주식수(천주)	164,932		
주당 적정가치(원)		**130,000**	
현재가		94,800	19/7/24일 종가 기준
NAV 대비 할인율		53.1%	할인율 적용전 주당 NAV 대비 현재주가의 할인율
상승여력		37.1%	목표주가 기준 현 주가 대비 상승여력

자료: 삼성물산, 하나금융투자

Analyst 오진원 02-3771-7525

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	**29,279.0**	**31,155.6**	**31,182.5**	**31,929.8**	**32,447.0**
매출원가	25,627.0	27,170.3	27,416.6	27,904.9	28,391.1
매출총이익	3,652.0	3,985.3	3,765.9	4,024.9	4,055.9
판관비	2,770.8	2,881.4	2,861.5	2,861.5	2,924.7
영업이익	**881.3**	**1,103.9**	**904.4**	**1,163.4**	**1,131.1**
금융손익	(92.5)	(44.3)	(242.0)	(233.4)	(227.7)
종속/관계기업손익	(124.0)	171.9	592.9	662.5	662.5
기타영업외손익	160.3	1,151.3	0.0	0.0	0.0
세전이익	**825.0**	**2,382.7**	**1,255.2**	**1,592.4**	**1,565.9**
법인세	343.9	634.5	377.1	437.9	450.3
계속사업이익	481.1	1,748.2	878.1	1,154.5	1,115.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**481.1**	**1,748.2**	**878.1**	**1,154.5**	**1,115.5**
비지배주주지분 순이익	(158.7)	35.5	(24.4)	44.6	55.6
지배주주순이익	**639.8**	**1,712.8**	**902.5**	**1,109.9**	**1,060.0**
지배주주지분포괄이익	4,362.2	(2,150.1)	952.1	1,251.8	1,209.6
NOPAT	513.9	809.9	632.7	843.5	805.8
EBITDA	1,361.3	1,567.0	1,382.6	1,569.7	1,476.2
성장성(%)					
매출액증가율	4.2	6.4	0.1	2.4	1.6
NOPAT증가율	1,486.1	57.6	(21.9)	33.3	(4.5)
EBITDA증가율	113.0	15.1	(11.8)	13.5	(6.0)
영업이익증가율	531.8	25.3	(18.1)	28.6	(2.8)
(지배주주)순익증가율	495.7	167.7	(47.3)	23.0	(4.5)
EPS증가율	496.1	167.7	(47.3)	23.0	(4.5)
수익성(%)					
매출총이익률	12.5	12.8	12.1	12.6	12.5
EBITDA이익률	4.6	5.0	4.4	4.9	4.5
영업이익률	3.0	3.5	2.9	3.6	3.5
계속사업이익률	1.6	5.6	2.8	3.6	3.4

투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	3,344	8,953	4,717	5,801	5,540
BPS	127,899	114,256	117,248	121,341	121,755
CFPS	6,537	8,729	10,326	11,667	11,179
EBITDAPS	7,115	8,191	7,227	8,204	7,716
SPS	153,039	162,848	162,988	166,894	169,598
DPS	2,000	2,000	2,000	4,000	4,000
주가지표(배)					
PER	37.7	11.8	20.1	16.3	17.1
PBR	1.0	0.9	0.8	0.8	0.8
PCFR	19.3	12.1	9.2	8.1	8.5
EV/EBITDA	23.0	14.9	14.7	12.5	13.4
PSR	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6
재무비율(%)					
ROE	3.1	8.1	4.5	5.3	5.0
ROA	1.4	3.7	2.1	2.6	2.4
ROIC	7.0	11.4	9.1	13.3	13.1
부채비율	95.0	88.1	85.9	84.2	85.3
순부채비율	18.7	3.0	(1.6)	(4.6)	(4.3)
이자보상배율(배)	5.1	5.9	3.1	4.0	3.9

대차대조표

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	**12,291.4**	**13,671.3**	**14,707.4**	**15,801.9**	**16,106.3**
금융자산	3,332.6	3,890.9	4,940.5	5,682.8	5,621.7
현금성자산	2,993.2	2,903.5	3,954.5	4,676.8	4,590.6
매출채권 등	6,205.1	6,360.3	6,351.4	6,605.4	6,869.7
재고자산	1,533.0	1,699.3	1,696.9	1,747.8	1,800.3
기타유동자산	1,220.7	1,720.8	1,718.6	1,765.9	1,814.6
비유동자산	**36,757.5**	**28,735.4**	**28,226.6**	**28,260.0**	**28,469.0**
투자자산	29,000.3	21,756.4	21,725.8	22,165.5	22,719.6
금융자산	0.5	0.7	18,102.9	18,469.3	18,931.0
유형자산	4,988.1	5,026.5	4,550.3	4,144.1	3,798.9
무형자산	**1,311.5**	**1,061.4**	**1,061.4**	**1,061.4**	**1,061.4**
기타비유동자산	**1,457.6**	**891.1**	**889.1**	**889.0**	**889.1**
자산총계	**49,048.9**	**42,406.7**	**42,934.0**	**44,061.9**	**44,575.3**
유동부채	**14,458.3**	**13,016.8**	**13,003.8**	**13,191.3**	**13,427.6**
금융부채	5,433.7	3,319.9	3,319.9	3,321.0	3,322.5
매입채무 등	4,691.7	5,194.1	5,186.8	5,291.8	5,424.1
기타유동부채	4,332.9	4,502.8	4,497.1	4,578.5	4,681.0
비유동부채	**9,439.3**	**6,840.9**	**6,833.0**	**6,946.0**	**7,088.3**
금융부채	**2,594.1**	**1,253.5**	**1,253.5**	**1,253.5**	**1,253.5**
기타비유동부채	6,845.2	5,587.4	5,579.5	5,692.5	5,834.8
부채총계	**23,897.7**	**19,857.7**	**19,836.9**	**20,137.3**	**20,515.9**
지배주주지분	**22,556.8**	**19,946.6**	**20,519.2**	**21,302.2**	**21,381.3**
자본금	**19.1**	**19.1**	**19.1**	**19.1**	**19.1**
자본잉여금	10,468.3	10,468.9	10,468.9	10,468.9	10,468.9
자본조정	(2,157.5)	(2,157.5)	(2,157.5)	(2,157.5)	(2,157.5)
기타포괄이익누계액	8,471.5	4,666.7	4,666.7	4,666.7	4,666.7
이익잉여금	5,755.4	6,949.5	7,522.0	8,305.0	8,384.2
비지배주주지분	**2,594.5**	**2,602.3**	**2,577.9**	**2,622.5**	**2,678.1**
자본총계	**25,151.3**	**22,548.9**	**23,097.1**	**23,924.7**	**24,059.4**
순금융부채	4,695.1	682.5	(367.2)	(1,108.3)	(1,045.7)

현금흐름표

(단위: 십억원)

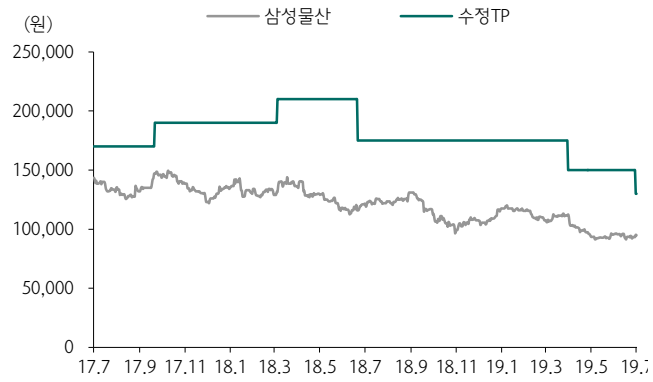
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	**1,312.4**	**1,678.4**	**1,349.1**	**1,507.7**	**1,472.4**
당기순이익	481.1	1,748.2	878.1	1,154.5	1,115.5
조정	991.1	398.9	478.3	406.3	345.2
감가상각비	480.0	463.1	478.2	406.3	345.1
외환거래손익	74.7	(39.5)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	45.5	(250.2)	0.0	0.0	0.0
기타	390.9	225.5	0.1	0.0	0.1
영업활동 자산부채 변동	(159.8)	(468.7)	(7.3)	(53.1)	11.7
투자활동 현금흐름	**279.9**	**167.8**	**31.9**	**(459.6)**	**(579.3)**
투자자산감소(증가)	(5,640.1)	7,762.2	30.5	(439.7)	(554.1)
유형자산감소(증가)	(605.1)	(355.7)	0.0	0.0	0.0
기타	6,525.1	(7,238.7)	1.4	(19.9)	(25.2)
재무활동 현금흐름	**(1,116.7)**	**(1,884.7)**	**(330.0)**	**(325.8)**	**(979.3)**
금융부채증가(감소)	(1,045.4)	(3,454.3)	(0.1)	1.1	1.4
자본증가(감소)	(0.0)	0.6	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	24.4	1,910.0	0.0	(0.0)	0.1
배당지급	(95.7)	(341.0)	(329.9)	(326.9)	(980.8)
현금의 증감	**294.6**	**(89.6)**	**1,051.0**	**722.3**	**(86.2)**
Unlevered CFO	1,250.7	1,670.1	1,975.5	2,232.1	2,138.7
Free Cash Flow	634.4	1,138.0	1,349.1	1,507.7	1,472.4

자료: 하나금융투자

Analyst 오진원 02-3771-7525

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

삼성물산



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.7.24	BUY	130,000		
19.4.24	BUY	150,000	-36.11%	-26.33%
18.7.15	BUY	175,000	-34.69%	-25.14%
18.3.29	BUY	210,000	-39.02%	-31.43%
17.10.15	BUY	190,000	-28.70%	-21.32%
17.7.26	BUY	170,000	-21.21%	-13.53%
17.4.26	BUY	150,000	-8.89%	-1.00%

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	89.7%	9.7%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 7월 24일

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 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2019년 7월 25일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원)는 2019년 7월 25일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 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.