

# 삼성물산

# BUY(유지)

028260 기업분석 | 건설

목표주가(하향)	130,000원	현재주가(10/23)	95,000원	Up/Downside	+36.8%
----------	----------	-------------	---------	-------------	--------

2019. 10. 24

## 저평가와 저성장국면의 대립

### 3Q19 Earnings Review

**DB 추정치에 부합한 3분기 실적:** 삼성물산의 3분기 실적은 매출액 77,346억원(-0.6% YoY), 영업이익 2,163억원(-21.0% YoY), 세전이익 3,907억원(+1.7% YoY)으로 집계되었다. 시장 컨센서스를 하회했지만 DB금융투자 추정치에는 부합했다. 3분기 실적의 특징은 ① 예상대로 잔고 감소의 여파로 건설 매출액이 저성장 국면에 진입했고, ② 바이오로직스, 바이오에피스 등의 실적이 개선되면서 바이오 부문 실적과 지분법 이익이 증가했다는 점에 있다. 다른 사업부의 실적은 기대치 수준이었던 것으로 판단된다.

### Comment

**관건이 될 4분기 신규수주:** 3분기 누적 신규수주는 4,4조원으로 목표(11.7조원) 대비 달성률이 38%에 불과하다. 4분기 수주 파이프라인은 ① 하이테크(그룹)공사 2조원, ② 방글라데시 공항공사 및 중동지역 발전소 공사, ③ 국내 연료전지발전 및 역사 복합개발 등에서 최대 8.5조원에 육박한다. 긍정적인 시나리오로 보면 수주 목표 달성이 불가능하지는 않다. 하지만 건설업종 내 신규수주 지연이 일상화되면서만큼 무조건 낙관적으로 생각할 수만은 없다. 수주 확보 물량에 따라 건설 매출액의 턴어라운드 시점이 결정된다. 4분기 주요 투자포인트이다.

### Action

**트레이딩 매수 구간:** 영업가치의 감소 구간에서 밸류에이션 매력만으로 매수하기 쉽지 않다. 거버넌스 이슈가 여전히 남아있는 현 상황에서는 더욱 그러하다. 하지만 단기적으로 트레이딩 매수 구간에 진입했다고 판단된다. 삼성물산 가치에서 절대적인 비중을 차지하는 삼성전자와 삼성바이오로직스

Investment Fundamentals (IFRS연결)						Stock Data	
	(단위: 십억원, 원 배, %)						
FYE Dec	2017	2018	2019E	2020E	2021E	52주 최저/최고	84,400/120,000원
매출액	29,279	31,156	30,854	29,977	30,789	KOSDAQ /KOSPI	659/2,081pt
(증가율)	4.2	6.4	-1.0	-2.8	2.7	시가총액	180,206억원
영업이익	881	1,104	776	822	878	60일-평균거래량	278,903
(증가율)	531.6	25.3	-29.7	5.9	6.9	외국인지분율	13.9%
지배주주순이익	640	1,713	935	1,035	1,089	60일-외국인지분율변동추이	-0.3%p
EPS	3,357	9,014	4,930	5,458	5,743	주요주주	이재용 외 8인 33.2%
PER (H/L)	45.1/35.2	16.3/10.6	19.3	17.4	16.5	(천원)	
PBR (H/L)	1.3/1.0	1.4/0.9	0.8	0.8	0.8		
EV/EBITDA (H/L)	26.3/22.1	19.3/13.5	15.9	15.2	14.3	주가상승률	1M 3M 12M
영업이익률	3.0	3.5	2.5	2.7	2.9	절대기준	4.1 -0.3 -15.6
ROE	3.1	8.1	4.4	4.6	4.7	상대기준	4.6 0.7 -14.5

의 가치 상승과 삼성물산 저평가 간의 괴리 때문이다. 투자의견 Buy를 유지한다. 하지만 건설부문 영업가치 하락(-5.7%), 사업부 목표배수 하향 조정(7배 → 5배), 삼성바이오로직스 지분가치의 할인률 적용(다른 주식과 마찬가지로 30% 적용) 등의 이유로 목표주가를 145,000원에서 130,000원으로 10.3% 하향 조정한다.

도표 1. 19년 3분기 삼성물산 실적 Summary

(단위: 억원, %)

	3Q19	3Q18	%YoY	2Q19	%QoQ	DB추정치	%차이	컨센서스	%차이
매출액	77,346	77,805	-0.6	79,720	-3.0	77,591	-0.3	78,100	-1.0
영업이익	2,163	2,738	-21.0	2,207	-2.0	2,229	-3.0	2,751	-21.4
세전이익	3,907	3,864	1.1	2,870	36.1	3,117	25.3	3,319	17.7
신규수주	19,350	22,340	-13.4	12,780	51.4	20,000	-3.3		

자료: 삼성물산, DB금융투자

도표 2. 삼성물산 실적 추정치 변경 내역

(단위: 억원, %)

	수정후			수정전			변동률		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
매출액	308,537	299,768	307,893	306,646	304,396	317,904	0.6	-1.5	-3.1
영업이익	7,759	8,218	8,783	8,225	9,018	9,867	-5.7	-8.9	-11.0
세전이익	13,705	13,943	14,670	10,934	11,778	12,746	25.3	18.4	15.1
신규수주	113,104	117,736	122,585	113,104	117,736	122,585	0.0	0.0	0.0

자료: 삼성물산, DB금융투자

도표 3. 삼성물산 목표주가 산정 Table

(단위: 억원, 배)

			Multiples	Value	비고
영업가치	건설	5,187	5.0	25,935	19년 NOPLAT
	상사	1,222	5.0	6,112	19년 NOPLAT
	기타	1,349	5.0	6,745	19년 NOPLAT
	바이오			75,881	바이오로직스 시가총액 기준 30% 할인
	Subtotal			114,674	
지분가치				137,466	보유지분 30% 할인
부동산가치				12,307	
순차입금				8,970	19년 3분기 기준
Total				255,477	영업가치+지분가치+부동산가치-순차입금
주식수				189,690	천주
목표주가				130,000	원

자료: 삼성물산, DB금융투자

대차대조표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
유동자산	12,291	13,671	13,298	13,744	14,584
현금및현금성자산	2,993	2,904	2,592	3,218	3,892
매출채권및기타채권	6,205	6,360	6,299	6,120	6,286
재고자산	1,533	1,699	1,699	1,699	1,699
비유동자산	36,758	28,735	31,188	31,179	31,180
유형자산	4,986	5,024	4,991	4,982	4,983
무형자산	1,311	1,061	1,061	1,061	1,061
투자자산	29,000	21,756	24,077	24,077	24,077
자산총계	49,049	42,407	45,666	46,103	46,945
유동부채	14,458	13,017	12,918	12,707	12,846
매입채무및기타채무	4,692	5,194	5,326	5,114	5,253
단기차입금및단기차채	2,093	1,370	1,370	1,370	1,370
유동성장기부채	1,347	1,894	1,544	1,544	1,544
비유동부채	9,439	6,841	7,879	7,879	7,879
사채및장기차입금	2,594	1,253	1,283	1,283	1,283
부채총계	23,898	19,858	20,797	20,586	20,725
자본금	19	19	19	19	19
자본잉여금	10,468	10,469	10,469	10,469	10,469
이익잉여금	5,755	6,949	7,558	8,185	8,865
비자배주주지분	2,594	2,602	2,622	2,643	2,666
자본총계	25,151	22,549	24,869	25,517	26,220

손익계산서

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
매출액	29,279	31,156	30,854	29,977	30,789
매출원가	25,627	27,170	27,150	26,222	26,907
매출총이익	3,652	3,985	3,703	3,755	3,882
판매비	2,771	2,881	2,928	2,933	3,004
영업이익	881	1,104	776	822	878
EBITDA	1,361	1,567	1,350	1,371	1,417
영업외손익	-56	1,279	595	572	589
금융손익	-92	-44	-35	-58	-41
투자손익	-124	172	80	80	80
기타영업외손익	160	1,151	550	550	550
세전이익	825	2,383	1,371	1,394	1,467
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	481	1,748	955	1,057	1,112
자배주주지분순이익	640	1,713	935	1,035	1,089
비자배주주지분순이익	-159	35	19	21	23
총포괄이익	4,162	-2,108	2,647	1,057	1,112
증감률(%YoY)					
매출액	4.2	6.4	-1.0	-2.8	2.7
영업이익	531.6	25.3	-29.7	5.9	6.9
EPS	498.1	168.5	-45.3	10.7	5.2

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
영업활동현금흐름	1,312	1,678	2,772	1,470	1,585
당기순이익	481	1,748	955	1,057	1,112
현금유출이없는비용및수익	770	-78	957	865	855
유형및무형자산상각비	480	463	574	550	539
영업관련자산부채변동	-160	-469	1,277	-114	-27
매출채권및기타채권의감소	172	99	62	179	-166
재고자산의감소	-207	-154	0	0	0
매입채무및기타채무의증가	24	-155	132	-211	139
투자활동현금흐름	280	168	-2,880	-352	-336
CAPEX	-678	-540	-540	-540	-540
투자자산의순증	-5,927	7,416	-2,241	80	80
재무활동현금흐름	-1,117	-1,885	-335	-493	-574
사채및차입금의 증가	-1,045	-3,454	158	0	0
자본금및자본잉여금의증가	0	1	0	0	0
배당금지급	-96	-341	-330	-327	-409
기타현금흐름	-181	-51	132	0	0
현금의증가	295	-90	-311	625	675
기초현금	2,699	2,993	2,904	2,592	3,218
기말현금	2,993	2,904	2,592	3,218	3,892

주요 투자지표

12월 결산원 % 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당이익(원)					
EPS	3,357	9,014	4,930	5,458	5,743
BPS	117,902	104,259	116,284	119,560	123,119
DPS	2,000	2,000	2,000	2,500	2,500
Multiple(배)					
P/E	37.5	11.7	19.3	17.4	16.5
P/B	1.1	1.0	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	23.0	14.6	15.9	15.2	14.3
수익성(%)					
영업이익률	3.0	3.5	2.5	2.7	2.9
EBITDA마진	4.6	5.0	4.4	4.6	4.6
순이익률	1.6	5.6	3.1	3.5	3.6
ROE	3.1	8.1	4.4	4.6	4.7
ROA	1.0	3.8	2.2	2.3	2.4
ROIC	6.9	11.7	8.2	9.9	10.5
안정성및기타					
부채비율(%)	95.0	88.1	83.6	80.7	79.0
이자보상배율(배)	5.1	5.9	4.8	5.0	5.3
배당성향(배)	68.0	18.7	34.2	38.7	36.8

자료: 삼성물산, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정중하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이거나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이견 비율 (2019-10-02 기준) - 매수(83.8%) 중립(16.2%) 매도(0.0%)

기업 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

삼성물산 현재주 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이견 및 목표주가 변경

일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
17/09/07	Hold	150,000	-8.3	-1.0					
17/10/26	Buy	177,000	-27.0	-15.5					
18/10/26	1년경과		-40.7	-37.3					
18/12/05	Buy	160,000	-34.4	-25.0					
19/07/25	Buy	145,000	-38.2	-34.8					
19/10/24	Buy	130,000	-	-					

주: \*표는 담당자 변경; \*표는 담당자 변경