

# 삼성물산(028260)

## 실적 부진하나 긍정적 시그널을 기다려 볼 주가

일회성 손실과 바이오 적자로 컨센서스 큰 폭 하회  
2019년 실적 추정치 하향  
실적 부진은 아쉽지만 긍정적 시그널을 기다려 볼 주가

### Facts : 일회성 손실과 바이오 적자로 컨센서스 큰 폭 하회

삼성물산은 1분기 연결 영업이익 1,052억원(-49.7% YoY, -56.7% QoQ), 지배주주 순이익 2,493억원(-38.3% YoY, -62.6% QoQ)을 시현했다. 영업이익은 컨센서스를 큰 폭 하회했는데, 로이힐/UAE 원전 소송의 중재에서 패소함에 따라 약 700억원의 일회성 비용이 건설부문에서 발생했고, 삼성바이오로직스는 3공장 상업생산 개시에 따른 비용으로 적자전환했기 때문이다. 영업외손익에서는 계열사 배당금 2,362억원, 온타리오 프로젝트 배당 200억원이 반영됐지만 지배주주 순이익은 컨센서스를 하회했다. 1분기 말 별도 기준 순차입금은 9,000억원이다.

### Pros & cons : 2019년 실적 추정치 하향

2019년 삼성물산의 영업이익을 기존 1.1조원에서 9,182억원으로 19.3% 하향, 지배주주순이익은 9,087원으로 10.3% 하향한다. 2분기에 건설부문의 해외 프로젝트 공기 연기 및 원가 상승 등 추가 반영 가능성이 있고, 삼성바이오로직스의 실적 개선 시기도 예상보다 더디기에 연간 영업이익과 순이익 추정치를 하향 조정했다. 삼성물산은 컨퍼런스콜을 통해 상반기보다 하반기의 양호한 실적 흐름을 예상했다.

### Action : 실적 부진은 아쉽지만 긍정적 시그널을 기다려 볼 주가

건설사업의 실적 부진과 주요사업의 시장 멀티플 하락을 반영해서 자체사업 가치를 기존 8.2조원에서 6.2조원으로 하향, 목표주가를 184,000원에서 175,000원으로 5% 하향한다. 삼성물산의 건설 EBITDA를 8,820억원에서 7,618억원으로 13.7% 하향하고, 기타 자체사업의 멀티플을 하향 조정했는데 자체사업 비중이 기업가치의 18.8%에 불과해서 NAV 변화는 크지 않다. 중요한 시기에 삼성물산의 실적이 시장 기대치에 부흥하지 못한 점은 아쉽다. 다만, 현재 주가는 과거 수많은 악재를 버텨온 가격이고 최근 삼성그룹의 대규모 투자계획, 정부의 친기업 정책 선회 방향 등을 고려하면 긍정적 시그널을 기다려 볼 주가로 판단한다.

하 회 부 합 상 회

순이익의 컨센서스 대비를 의미

## 매수(유지)

목표주가: 175,000원(하향)

### Stock Data

KOSPI(4/24)	2,201
주가(4/24)	110,500
시가총액(십억원)	20,961
발행주식수(백만)	190
52주 최고/최저(원)	140,500/96,400
일평균거래대금(6개월, 백만원)	32,102
유동주식비율/외국인지분율(%)	52.1/14.7
주요주주(%)	이재용 외 8 인 33.3
케이씨씨	9.0

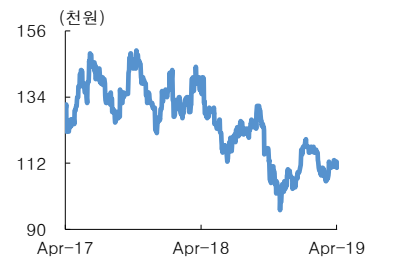
### Valuation 지표

	2018A	2019F	2020F
PER(x)	10.2	20.0	16.3
PBR(x)	0.9	1.0	1.1
ROE(%)	8.1	4.7	6.2
DY(%)	1.9	1.8	1.8
EV/EBITDA(x)	13.4	9.7	8.7
EPS(원)	10,384	5,529	6,778
BPS(원)	114,256	107,972	100,653

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	2.8	(2.2)	(18.8)
KOSPI 대비(%p)	2.1	(7.1)	(8.1)

### 주가추이



자료: FnGuide

### 윤태호

taeho3123@truefriend.com

### 차주영

jooyoung.cha@truefriend.com

〈표 1〉 1분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	QoQ	YoY	컨센서스
매출액	7,476	7,928	7,780	7,971	7,357	(7.7)	(1.6)	7,416
영업이익	209	378	274	243	105	(56.7)	(49.7)	208
영업이익률(%)	2.8	4.8	3.5	3.0	1.4	(1.6)	(1.4)	2.8
세전이익	491	458	384	1,058	350	(66.9)	(28.7)	462
순이익	404	366	281	666	249	(62.6)	(38.3)	331

주: IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주지분순이익

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19F	3Q19F	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F
매출	6,702	7,319	7,492	7,765	7,476	7,928	7,781	7,971	7,357	7,349	7,618	8,513	7,046	7,833	8,111	8,166	7,298	7,972	8,170	8,341
리조트	103	232	198	157	96	216	197	181	103	222	203	186	106	229	209	192	109	236	215	198
식음	447	456	472	467	460	491	480	503	483	528	516	541	519	567	555	581	558	610	596	625
패션	465	401	374	509	460	416	389	495	457	424	397	505	466	433	405	515	475	441	413	525
건설	2,711	3,163	3,126	2,983	2,995	3,133	2,824	3,167	2,918	2,472	2,515	3,516	2,427	2,730	2,808	2,965	2,446	2,653	2,661	2,972
상사	2,869	3,004	3,195	3,487	3,329	3,547	3,790	3,447	3,271	3,582	3,828	3,573	3,327	3,643	3,893	3,633	3,383	3,705	3,959	3,695
바이오	107	63	127	162	136	125	101	178	125	120	160	191	200	230	242	279	326	326	326	326
영업이익	137	255	210	283	210	378	274	243	105	259	274	281	170	334	342	307	236	389	382	342
리조트	(19)	29	47	6	(25)	23	34	8	(25)	24	35	8	(28)	24	36	8	(28)	25	37	9
식음	31	38	27	21	17	37	17	35	22	40	18	38	19	43	20	40	21	46	21	43
패션	(1)	9	(13)	38	(0)	6	(18)	38	7	7	(18)	39	(10)	7	(19)	40	(15)	8	(19)	40
건설	91	153	96	167	158	243	204	168	104	135	179	169	111	149	200	142	112	145	190	143
상사	43	46	44	15	58	57	38	(6)	32	50	38	(6)	33	51	39	(6)	33	52	40	(6)
바이오	(8)	(20)	9	36	2	12	(1)	0	(35)	3	21	33	45	59	66	83	113	113	113	113
영업이익률	2.0	3.5	2.8	3.6	2.8	4.8	3.5	3.0	1.4	3.5	3.6	3.3	2.4	4.3	4.2	3.8	3.2	4.9	4.7	4.1
리조트	(18.4)	12.5	23.7	3.8	(26.0)	10.6	17.3	4.4	(24.3)	10.6	17.3	4.4	(26.0)	10.6	17.3	4.4	(26.0)	10.6	17.3	4.4
식음	6.9	8.3	5.7	4.5	3.7	7.5	3.5	7.0	4.6	7.5	3.5	7.0	3.7	7.5	3.5	7.0	3.7	7.5	3.5	7.0
패션	(0.2)	2.2	(3.5)	7.5	(0.1)	1.4	(4.6)	7.7	1.5	1.5	(4.6)	7.7	(2.1)	1.6	(4.6)	7.7	(3.1)	1.7	(4.6)	7.7
건설	3.4	4.8	3.1	5.6	5.3	7.8	7.2	5.3	3.6	5.5	7.1	4.8	4.6	5.5	7.1	4.8	4.6	5.5	7.1	4.8
상사	1.5	1.5	1.4	0.4	1.7	1.6	1.0	(0.2)	1.0	1.4	1.0	(0.2)	1.0	1.4	1.0	(0.2)	1.0	1.4	1.0	(0.2)
바이오	(7.5)	(31.7)	7.1	22.2	1.5	9.6	(1.0)	0.1	(28.0)	2.8	13.3	17.3	22.4	25.6	27.5	29.6	34.8	34.8	34.8	34.8
당기순이익(지배)	212	121	159	156	404	366	281	666	249	217	255	188	227	308	311	268	(50)	350	340	670

자료: 삼성물산, 한국투자증권

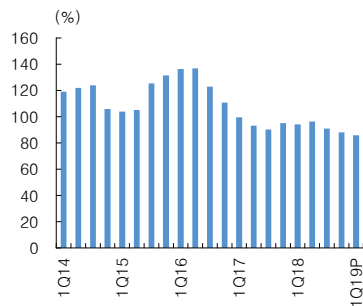
〈표 3〉 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

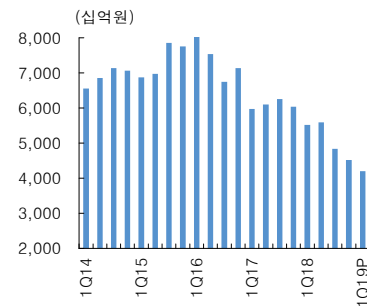
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출	29,278	31,156	30,837	31,155	31,782
리조트	690	690	715	736	758
식품	1,842	1,934	2,068	2,223	2,389
패션	1,749	1,760	1,783	1,819	1,855
건설	11,983	12,119	11,421	10,930	10,733
상사	12,555	14,113	14,254	14,496	14,743
바이오	459	540	596	952	1,303
영업이익	885	1,105	918	1,154	1,349
리조트	63	40	42	41	43
식품	117	106	118	122	131
패션	33	26	34	18	14
건설	507	773	587	602	589
상사	148	147	115	117	118
바이오	17	13	23	253	454
영업이익률	3.0	3.7	3.0	3.7	4.2
리조트	9.1	5.7	5.9	5.6	5.6
식품	6.4	4.6	5.7	5.5	5.5
패션	1.9	1.0	1.9	1.0	0.8
건설	4.2	6.2	5.1	5.5	5.5
상사	1.2	1.3	0.8	0.8	0.8
바이오	3.7	7.3	3.8	26.6	34.8
지배주주순이익	640	1,713	909	1,115	1,311

자료: 삼성물산, 한국투자증권

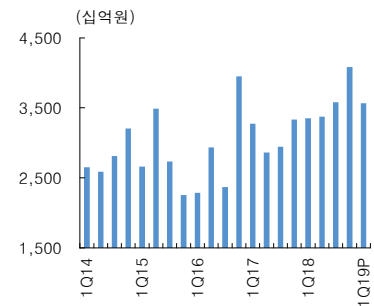
[그림 1] 부채비율 추이

주: 연결 기준  
자료: 삼성물산, FnGuide, 한국투자증권

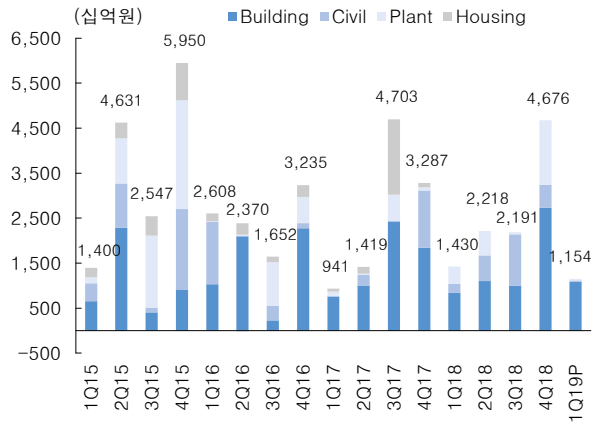
[그림 2] 연결 차입금 추이

주: 연결 기준  
자료: 삼성물산, FnGuide, 한국투자증권

[그림 3] 현금 및 현금성자산 추이

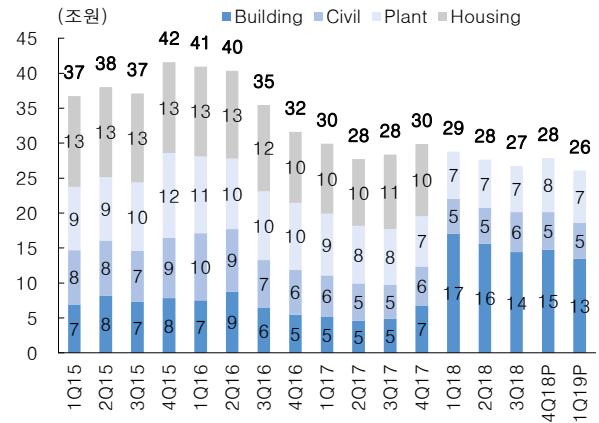
주: 연결 기준  
자료: 삼성물산, FnGuide, 한국투자증권

[그림 4] 분기별 수주실적 추이



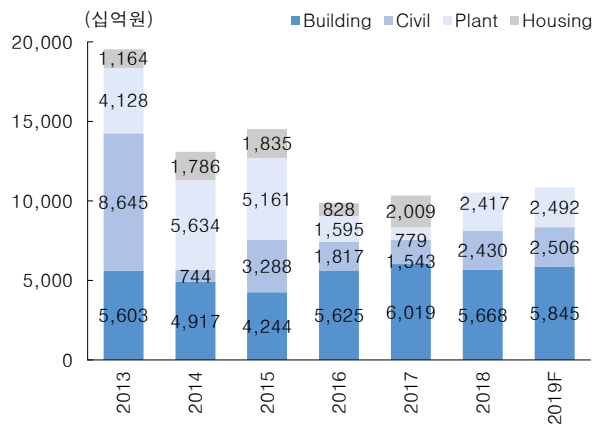
주: 2018년 1분기부터 Building에 Housing 부문 포함  
자료: 삼성물산, 한국투자증권

[그림 5] 분기별 수주잔고 추이



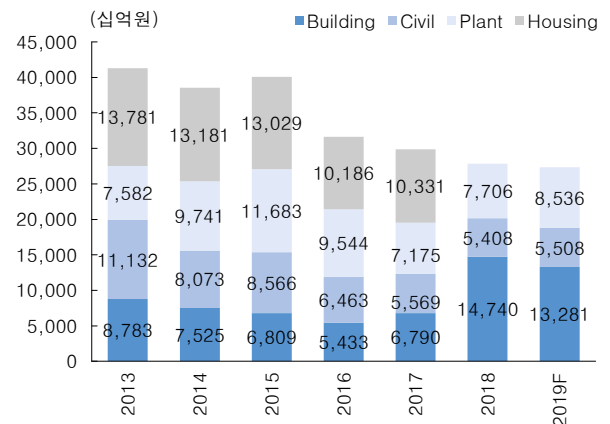
주: 2018년 1분기부터 Building에 Housing 부문 포함  
자료: 삼성물산, 한국투자증권

[그림 6] 연간 수주실적 추이 및 전망



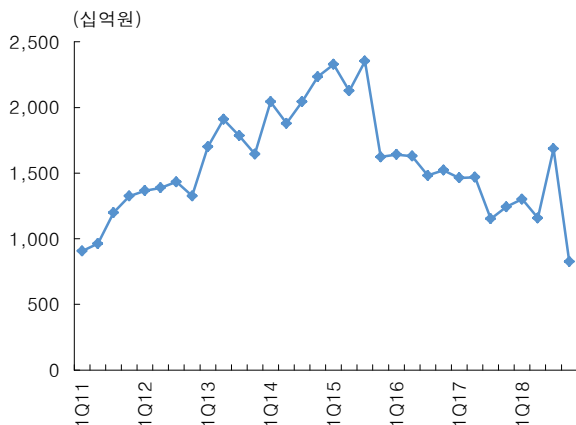
주: 2018년 1분기부터 Building에 Housing 부문 포함  
자료: 한국투자증권

[그림 7] 연간 수주잔고 추이 및 전망



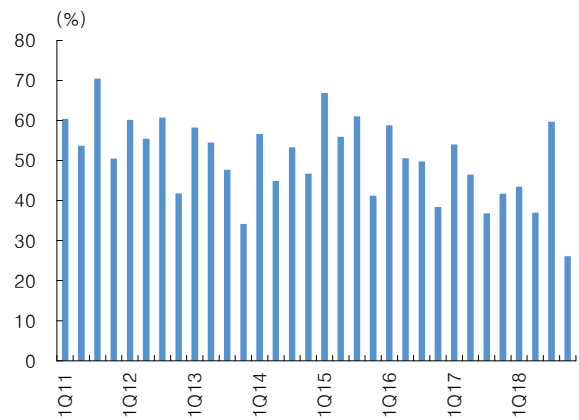
주: 2018년 1분기부터 Building에 Housing 부문 포함  
자료: 한국투자증권

[그림 8] 삼성물산 미청구공사



자료: 삼성물산, 한국투자증권

[그림 9] 미청구공사/건설부문 매출액 비중 추이



자료: 삼성물산, 한국투자증권

## 〈표 4〉 삼성물산 NAV valuation

(단위: 십억원, 배, 만, 평, 원)

	Base 30% 할인	20% 할인	10% 할인	Best 0% 할인	가정
(A) 영업가치 =					
(a) + (b) + (c) + (d) + (e)	6,272	6,272	6,272	6,272	
(a) 패션사업영업가치	664	664	664	664	
EBITDA	57	57	57	57	2019F EBITDA
EV/EBITDA	11.6	11.6	11.6	11.6	한섬(제조업체)과 신세계인터(수입업체) 평균
(b) 식품사업영업가치	900	900	900	900	
EBITDA	131	131	131	131	2019F EBITDA
EV/EBITDA	6.9	6.9	6.9	6.9	현대그린푸드, CJ프레시웨이, 신세계푸드 평균
(c) 건설사업영업가치	3,139	3,139	3,139	3,139	
EBITDA	762	762	762	762	2019F EBITDA
EV/EBITDA	4.1	4.1	4.1	4.1	대우건설, GS건설, 대림산업, 현대산업개발 등 산업평균 대비 10% 할인
(d) 상사사업영업가치	1,106	1,106	1,106	1,106	
EBITDA	193	193	193	193	2019F EBITDA
EV/EBITDA	5.7	5.7	5.7	5.7	대우인터내셔널, LG상사 등 산업평균 대비 30% 할인
(e) 조정 레저사업영업가치	463	463	463	463	산출된 영업가치에서 테마파크가 사용하는 시설 부지 50만평을 추정 장부가 기준으로 차감
레저사업영업가치	539	539	539	539	
EBITDA	90	90	90	90	2019F EBITDA
EV/EBITDA	6.0	6.0	6.0	6.0	해외 peer 평균 대비 50% 할인
(B) 비영업가치 = (f) + (g) + (h)	27,991	31,238	34,485	37,732	
(f) 부동산	2,365	2,365	2,365	2,365	경사지 50% - 에버랜드 공시지가 대표지의 2014년 공시지가 개발가능지 27% - 근교 지역(임야/주택용지) 토지가격 감안 시설용지 23% - 레이크사이드 토지가격 적용
평당가격	1,046,264	1,046,264	1,046,264	1,046,264	
용인단지 내 제일모직 소유 부지	226	226	226	226	
(g) 주식	22,729	25,976	29,223	32,470	
- 삼성전자 4.57%	8,228	9,404	10,579	11,755	
- 바이오로직스 43.4%	7,283	8,324	9,364	10,405	
- 삼성생명 19.34%	2,283	2,609	2,935	3,261	
- 삼성SDS 17.08%	2,026	2,315	2,605	2,894	
- 삼성엔지니어링 6.97%	156	178	200	223	
- 삼성중공업 0.13%	4	5	6	6	
- 한화중합화학 20.05%	421	481	541	602	
- 아이마켓코리아 0.47%	5	6	7	8	
- 기타지분가치	147	168	189	210	비상장주식 장부가 합산
(h) 자사주	2,898	2,898	2,898	2,898	
(D) 순차입금	900	900	900	900	1분기 별도 기준
(E) 기업가치 합계 =					
(A) + (B) + (C) - (D)	33,364	36,611	39,858	43,105	
주식수(백만)	189,690,043	189,690,043	189,690,043	189,690,043	보통주 기준
NAV/Shares	176,000	194,000	211,000	228,000	
기준일 증가	110,500	110,500	110,500	110,500	
할인율	37.2%	43.0%	47.6%	51.5%	
상승여력	59.3%	75.6%	91.0%	106.3%	

주: 4월 24일 종가 기준

자료: FnGuide, Bloomberg, 한국투자증권

## 기업개요

2015년 9월 2일 삼성물산과의 합병을 통해 제일모직에서 삼성물산으로 사명 변경. 사업부문은 건설부문, 상사부문, 패션부문, 조경사업, 리조트 및 식자재유통사업(삼성웰스토리)을 영위 운영하는 리조트부문과 바이오의약품 위탁생산사업 및 바이오시밀러 사업으로 구성. 현재 종속회사는 국내 상장되어 있는 삼성바이오로직스를 포함 119개(국내 7개, 해외 112개).

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	12,291	13,671	13,768	13,910	14,189
현금성자산	2,993	2,904	3,392	3,427	3,496
매출채권및기타채권	6,205	6,360	6,013	6,075	6,197
재고자산	1,533	1,699	1,682	1,699	1,733
비유동자산	36,758	28,735	53,819	58,412	59,523
투자자산	29,000	21,756	46,820	51,354	52,386
유형자산	4,986	5,024	5,064	5,104	5,143
무형자산	1,311	1,061	1,051	1,061	1,083
자산총계	49,049	42,407	67,586	72,322	73,713
유동부채	14,458	13,017	39,474	45,609	48,543
매입채무및기타채무	4,692	5,194	5,141	5,194	5,298
단기차입금및단기사채	2,093	1,370	1,597	1,597	1,597
유동성장기부채	1,347	1,894	2,180	2,180	2,180
비유동부채	9,439	6,841	6,784	6,841	6,954
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	2,594	1,253	1,253	1,254	1,254
부채총계	23,898	19,858	46,258	52,450	55,496
지배주주지분	22,557	19,947	18,744	17,344	15,755
자본금	19	19	19	19	19
자본잉여금	10,468	10,469	10,469	10,469	10,469
기타자본	(2,158)	(2,158)	(2,158)	(2,158)	(2,158)
이익잉여금	5,755	6,949	7,531	8,319	9,303
비지배주주지분	2,594	2,602	2,584	2,528	2,461
자본총계	25,151	22,549	21,329	19,872	18,216

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	1,312	1,678	28,507	8,557	5,524
당기순이익	481	1,748	928	1,173	1,380
유형자산감가상각비	480	463	1,335	1,345	1,356
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(160)	(469)	26,267	6,090	2,846
기타	511	(64)	(23)	(51)	(58)
투자활동현금흐름	280	168	(28,192)	(8,137)	(5,059)
유형자산투자	(678)	(540)	(1,559)	(1,570)	(1,580)
유형자산매각	73	185	185	185	185
투자자산순증	974	(292)	(26,848)	(6,722)	(3,605)
무형자산순증	(5)	(62)	11	(11)	(21)
기타	(84)	877	19	(19)	(38)
재무활동현금흐름	(1,117)	(1,885)	174	(385)	(396)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(1,020)	(1,545)	520	0	0
배당금지급	(96)	(341)	(330)	(327)	(327)
기타	(1)	1	(16)	(58)	(69)
기타현금흐름	(181)	(51)	0	0	0
현금의증가	295	(90)	489	35	69

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

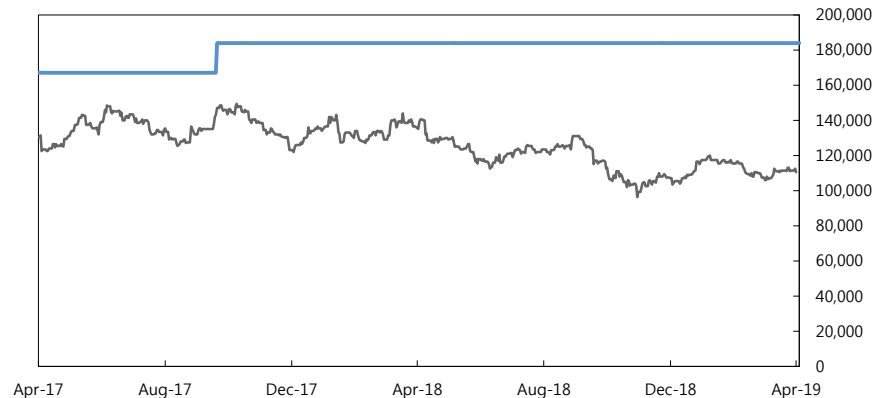
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	29,279	31,156	30,837	31,155	31,782
매출원가	25,627	27,170	26,997	27,089	27,516
매출총이익	3,652	3,985	3,840	4,066	4,265
판매관리비	2,771	2,881	2,922	2,913	2,916
영업이익	881	1,104	918	1,154	1,349
금융수익	220	254	247	252	254
이자수익	68	87	104	110	112
금융비용	313	299	255	263	263
이자비용	171	188	144	152	152
기타영업외손익	160	1,151	404	442	524
관계기업관련손익	(124)	172	0	0	0
세전계속사업이익	825	2,383	1,314	1,585	1,864
법인세비용	344	634	386	412	485
연결당기순이익	481	1,748	928	1,173	1,380
지배주주지분순이익	640	1,713	909	1,115	1,311
기타포괄이익	3,680	(3,856)	(1,821)	(2,303)	(2,708)
총포괄이익	4,162	(2,108)	(893)	(1,130)	(1,329)
지배주주지분포괄이익	4,362	(2,150)	(875)	(1,073)	(1,262)
EBITDA	1,361	1,567	2,253	2,499	2,705

## 주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	3,879	10,384	5,529	6,778	7,967
BPS	127,899	114,256	107,972	100,653	92,346
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
성장성(% , YoY)					
매출증가율	4.2	6.4	(1.0)	1.0	2.0
영업이익증가율	531.6	25.3	(16.8)	25.6	17.0
순이익증가율	496.0	167.7	(46.9)	22.7	17.6
EPS증가율	496.8	167.7	(46.8)	22.6	17.5
EBITDA증가율	113.0	15.1	43.8	10.9	8.3
수익성(%)					
영업이익률	3.0	3.5	3.0	3.7	4.2
순이익률	2.2	5.5	2.9	3.6	4.1
EBITDA Margin	4.6	5.0	7.3	8.0	8.5
ROA	1.0	3.8	1.7	1.7	1.9
ROE	3.1	8.1	4.7	6.2	7.9
배당수익률	1.6	1.9	1.8	1.8	1.8
배당성향	51.6	19.3	36.0	29.3	24.9
안정성					
순차입금(십억원)	4,695	142	127	76	(24)
차입금/자본총계비율(%)	31.9	20.3	23.6	25.3	27.6
Valuation(X)					
PER	32.5	10.2	20.0	16.3	13.9
PBR	1.0	0.9	1.0	1.1	1.2
EV/EBITDA	21.6	13.4	9.7	8.7	8.0

## 투자 의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자 의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
삼성물산 (028260)	2016.07.12	매수	167,000원	-18.3	1.2
	2017.07.12	1년경과		-19.1	-13.5
	2017.10.13	매수	184,000원	-29.2	-18.8
	2018.10.13	1년경과		-40.1	-34.8
	2019.04.25	매수	175,000원	-	-



## Compliance notice

- 당사는 2019년 4월 24일 현재 삼성물산 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 삼성물산 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

## 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

## 투자등급 비율 (2019. 3. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.7%	20.3%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

## 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.