

삼성물산

028260

Sep 03, 2019

Buy

유지

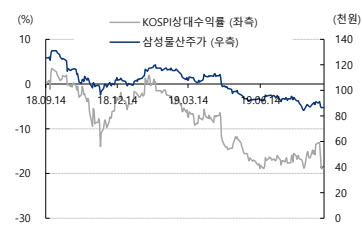
TP 150,000 원

유지

Company Data

현재가(09/02)	86,600 원
액면가(원)	100 원
52 주 최고가(보통주)	131,000 원
52 주 최저가(보통주)	84,400 원
KOSPI (09/02)	1,969.19p
KOSDAQ (09/02)	619.81p
자본금	191 억원
시가총액	165,329 억원
발행주식수(보통주)	18,969 만주
발행주식수(우선주)	163 만주
평균거래량(60 일)	35.4 만주
평균거래대금(60 일)	312 억원
외국인자분(보통주)	13.95%
주요주주	
이재용 외 8 인	33.23%
케이씨씨	8.97%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.9	-25.0	-29.6
상대주가	-2.5	-16.4	-16.9



건설/부동산 백광제

3771-9252, seoha100@iprovest.com

확실한 것은 더 좋은 회사가 되었다는 것

지배구조 관련 불확실성 지속, 하지만 충분히 저평가

삼성물산에 대해 투자이견 '매수' 및 목표주가 150,000원 유지. 최근 계열사 주가 하락에 따른 지분가치 감소로 추정 NAV가 목표주가를 다소 하회하고, 현재 주가와 목표주가의 괴리가 확대되고 있으나 주가 하락이 펀더멘탈 이슈가 아닌 점과 현재 적용중인 지분가치 할인율(40%)을 감안시 목표주가 변경이 필요한 수준은 아닌 것으로 판단.

지난주 최대주주에 관한 대법원의 2심 판결 파기환송에 따른 그룹 지배구조 불확실성 지속 우려로 주가 부진 확대. 시장에서는 동사 주가가 과연 어느 정도 수준까지 추가 하락해야 관련 불확실성이 반영된 것으로 인식할지 의문이지만, 현재 주가는 최근 급락한 삼성생명 · 삼성전자 · 삼성에스디에스의 주가 하락을 모두 반영하고, 회계 이슈가 있는 삼성바이오로직스의 지분가치를 제거해도 충분히 저평가 되어있음.

지배구조 개편 가능성 극히 낮고, 합병 이후 더 좋은 회사가 된 것은 명확

현재 시점에서 지주사 전환을 포함한 지배구조 개편의 가능성은 극히 낮고, 중장기적인 관점에서도 다르지 않기 때문에 지주사 관점의 주가 할인이 아니라 개별 사업회사로의 밸류에이션이 적용되어야 한다 판단. 지주사 관점의 할인을 받는 현재 시점에서도 충분히 저평가된 상태이나 일반적인(매도 가능 증권 매도 할인 및 소득세 감안) 밸류에이션 적용시 상승 여력은 더욱 커질 것으로 판단.

물론 이번 판결로 그룹 관련 불확실성이 지속 되는 것이 우려 요인이긴 하나, 확실한 것은 합병 이후 4년간 ① 동사의 이익을 포함한 재무구조와 ② 자회사의 지분가치는 크게 개선되었고, ③ 개선된 현금 흐름을 바탕으로 배당 등 주주 환원 정책(주당 2,000원 3개년 배당 정책 종료로 2020년초 신규 주주환원책 발표 예정)은 이전보다 더욱 강화될 것이란 점임. 업종내 Top-Pick 유지.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2017.12	2018.12	2019.12E	2020.12E	2021.12E
매출액(십억원)	29,279	31,156	31,346	32,362	33,837
YoY(%)	4.2	6.4	0.6	3.2	4.6
영업이익(십억원)	881	1,104	925	1,038	1,228
OP 마진(%)	3.0	3.5	3.0	3.2	3.6
순이익(십억원)	481	1,748	1,017	1,186	1,545
EPS(원)	3,357	9,014	5,252	6,125	7,978
YoY(%)	498.1	168.5	-41.7	16.6	30.3
PER(배)	37.5	11.7	16.5	14.1	10.8
PCR(배)	17.0	12.2	11.5	10.8	10.3
PBR(배)	1.1	1.0	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA(배)	21.5	14.9	13.9	12.7	11.1
ROE(%)	3.1	8.1	5.0	5.6	7.0

[도표 1] 부문별 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018	2019
매출	7,476	7,928	7,781	7,971	7,357	7,972	7,943	8,074	31,156	31,346
YoY	11.5%	8.3%	3.8%	2.7%	-1.6%	0.6%	2.1%	1.3%	6.4%	0.6%
건설	2,995	3,133	2,824	3,167	2,918	3,152	2,901	3,159	12,119	12,130
상사	3,329	3,547	3,790	3,447	3,271	3,565	3,811	3,533	14,113	14,180
패션	460	416	389	495	457	416	416	515	1,760	1,804
리조트	96	216	197	181	103	224	209	182	690	718
식음	460	491	480	503	483	537	490	492	1,934	2,002
바이오	136	125	101	178	125	78	116	194	540	513
영업이익	210	378	274	243	105	221	289	310	1,104	925
YoY	53.0%	48.2%	31.1%	-14.1%	-49.9%	-41.5%	5.3%	27.9%	25.0%	-16.2%
건설	158	243	204	168	104	158	212	175	773	649
상사	58	57	38	-6	32	27	43	54	147	156
패션	0	6	-18	38	7	10	-14	27	26	29
리조트	-25	23	34	8	-25	22	35	10	40	42
식음	17	37	17	35	22	31	18	37	106	109
바이오	2	12	-1	0	-35	-27	-5	7	13	-60
영업이익률	2.8%	4.8%	3.5%	3.0%	1.4%	2.8%	3.6%	3.8%	3.5%	3.0%
건설	5.3%	7.8%	7.2%	5.3%	3.6%	5.0%	7.3%	5.5%	6.4%	5.4%
상사	1.7%	1.6%	1.0%	-0.2%	1.0%	0.8%	1.1%	1.5%	1.0%	1.1%
패션	-0.1%	1.4%	-4.6%	7.7%	1.5%	2.4%	-3.5%	5.2%	1.5%	1.6%
리조트	-26.0%	10.6%	17.3%	4.4%	-24.3%	9.8%	16.6%	5.5%	5.8%	5.8%
식음	3.7%	7.5%	3.5%	6.9%	4.6%	5.8%	3.7%	7.6%	5.5%	5.4%
바이오	1.5%	9.6%	-1.0%	0.1%	-28.0%	-34.6%	-4.3%	3.6%	2.4%	-11.7%
순이익	376	332	236	805	222	207	278	309	1,748	1,017

자료: 교보증권 리서치센터

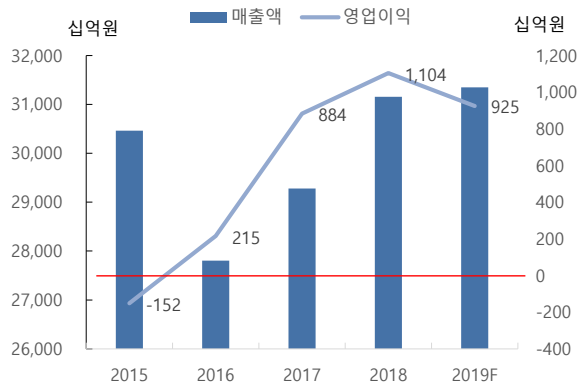
[도표 2] Valuation

(단위: 십억원)

영업가치(A)	19 년 추정 EBITDA	배수	평가액
건설	1,103.5	5	5,518
상사	155.8	8.3	1,293
패션	29.4	4.5	132
리조트	41.6	8	333
식음	108.7	12	1,304
합계	1,439.0	5.96	8,580
지분가치(B)	19.09.02 기준	지분율	평가액
삼성생명	13,660	19.3%	2,642
삼성전자	4.38 만원	298,818,100 주	13,088
삼성 SDS	14,934	17.1%	2,554
바이오로직스	17,666	43.4%	7,674
합계(B)			25,958
합계(지분가치 40% 할인)(B1)			15,575
순차입금(C)			1,176
기업가치=A+(B1)-C			23,520
주식수(천주)			168,156
주당순자산가치(원), (지분가치 할인)			139,870
현재 목표가(원)			150,000
현재가(원)			86,600
NAV(40% 할인) 대비 상승여력			61.5%

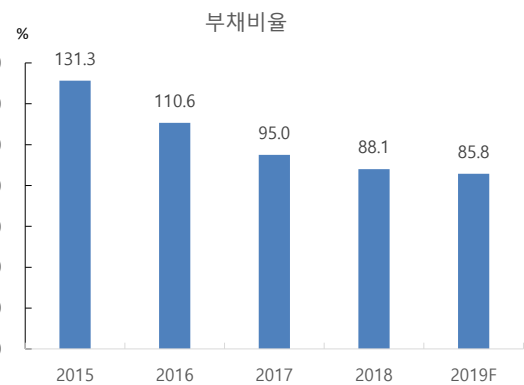
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 3] 매출액, 영업이익 추이



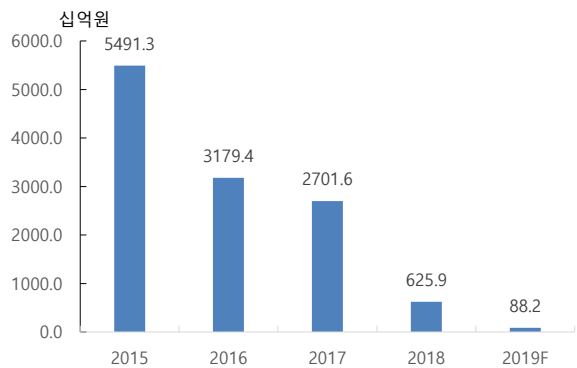
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 4] 부채비율 추이



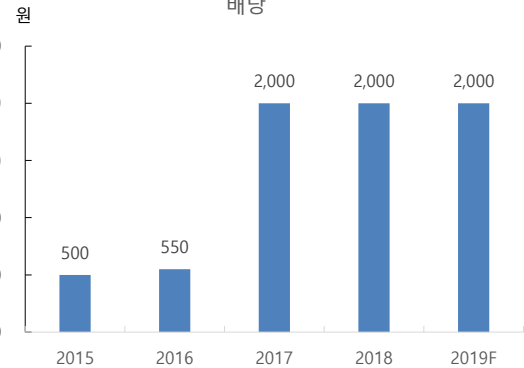
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 5] 순차입금 추이



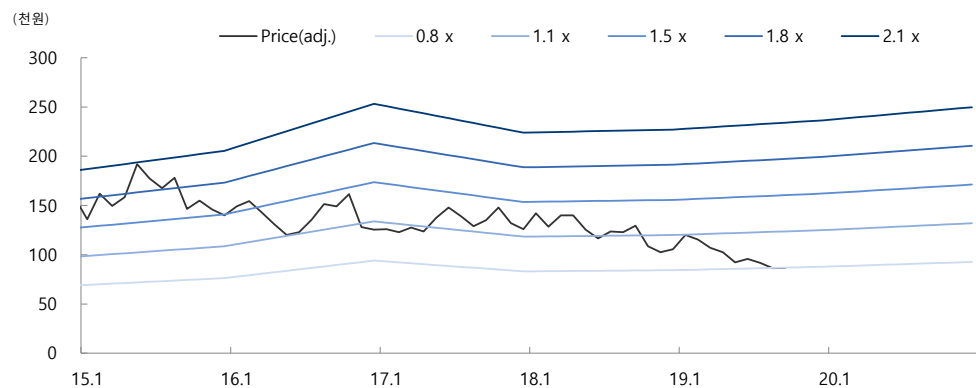
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 6] 배당 추이



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 7] P/B Band



자료: 교보증권 리서치센터

[삼성물산 028260]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	29,279	31,156	31,346	32,362	33,837
매출원가	25,627	27,170	27,334	28,187	29,472
매출총이익	3,652	3,985	4,012	4,175	4,365
매출총이익률 (%)	12.5	12.8	12.8	12.9	12.9
판매비와관리비	2,771	2,881	3,087	3,137	3,137
영업이익	881	1,104	925	1,038	1,228
영업이익률 (%)	3.0	3.5	3.0	3.2	3.6
EBITDA	1,361	1,567	1,379	1,460	1,584
EBITDA Margin (%)	4.6	5.0	4.4	4.5	4.7
영업외손익	-56	1,279	468	543	831
관계기업손익	-124	172	192	192	304
금융수익	220	254	298	310	327
금융비용	-313	-299	-321	-302	-229
기타	160	1,151	300	344	430
법인세비용차감전순이익	825	2,383	1,393	1,581	2,060
법인세비용	344	634	376	395	515
계속사업순이익	481	1,748	1,017	1,186	1,545
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	481	1,748	1,017	1,186	1,545
당기순이익률 (%)	1.6	5.6	3.2	3.7	4.6
비배지분순이익	-159	35	21	24	31
지배지분순이익	640	1,713	996	1,162	1,513
지배순이익률 (%)	2.2	5.5	3.2	3.6	4.5
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	3,680	-3,856	326	126	126
포괄순이익	4,162	-2,108	1,343	1,312	1,671
비배지분포괄이익	-201	42	-27	-26	-34
지배지분포괄이익	4,362	-2,150	1,370	1,339	1,705

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

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	1,312	1,678	912	1,019	773
당기순이익	481	1,748	1,017	1,186	1,545
비현금항목의 가감	770	-78	578	519	250
감가상각비	480	463	454	422	356
외환손익	75	-39	-21	-50	-235
자본법평가손익	46	-250	-192	-192	-304
기타	169	-252	337	338	433
자산부채의 증감	-160	-469	-218	-219	-460
기타현금흐름	222	477	-465	-466	-562
투자활동 현금흐름	280	168	-412	-241	94
투자자산	20	238	50	182	337
유형자산	-678	-540	-590	-550	-350
기타	938	470	127	127	107
재무활동 현금흐름	-1,117	-1,885	-287	-383	-482
단기차입금	258	-837	0	0	-100
사채	249	190	0	0	0
장기차입금	-34	141	80	-20	-20
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-96	-341	-330	-327	-327
기타	-1,494	-1,037	-37	-36	-35
현금의 증감	295	-90	460	486	803
기초 현금	2,699	2,993	2,904	3,364	3,849
기말 현금	2,993	2,904	3,364	3,849	4,652
NOPLAT	514	810	675	779	921
FCF	156	264	321	432	467

자료: 삼성물산, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	12,291	13,671	13,587	14,045	15,064
현금및현금성자산	2,993	2,904	3,364	3,849	4,652
매출채권 및 기타채권	6,205	6,360	6,297	6,234	6,412
재고자산	1,533	1,699	1,716	1,733	1,751
기타유동자산	1,560	2,708	2,210	2,229	2,249
비유동자산	36,758	28,735	28,822	28,863	28,665
유형자산	4,986	5,024	5,140	5,248	5,222
관계기업투자금	5,771	3,628	3,769	3,779	3,745
기타금융자산	23,229	18,128	17,963	17,963	17,963
기타비유동자산	2,771	1,955	1,950	1,873	1,735
자산총계	49,049	42,407	42,409	42,909	43,729
유동부채	14,458	13,017	12,771	12,562	12,322
매입채무 및 기타채무	4,692	5,194	5,176	5,193	5,175
차입금	2,093	1,370	1,270	1,170	1,070
유동상채무	1,347	1,894	1,856	1,819	1,782
기타유동부채	6,327	4,559	4,469	4,381	4,295
비유동부채	9,439	6,841	6,811	6,684	6,559
차입금	2,594	1,253	1,333	1,313	1,293
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	6,845	5,588	5,478	5,371	5,265
부채총계	23,898	19,858	19,582	19,246	18,881
지배지분	22,557	19,947	20,225	21,060	22,246
자본금	19	19	19	19	19
자본잉여금	10,468	10,469	10,469	10,469	10,469
이익잉여금	5,755	6,949	7,616	8,451	9,637
기타자본변동	-2,158	-2,158	-2,158	-2,158	-2,158
비배지분	2,594	2,602	2,602	2,602	2,602
자본총계	25,151	22,549	22,828	23,662	24,849
총차입금	6,034	4,517	4,459	4,302	4,145

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

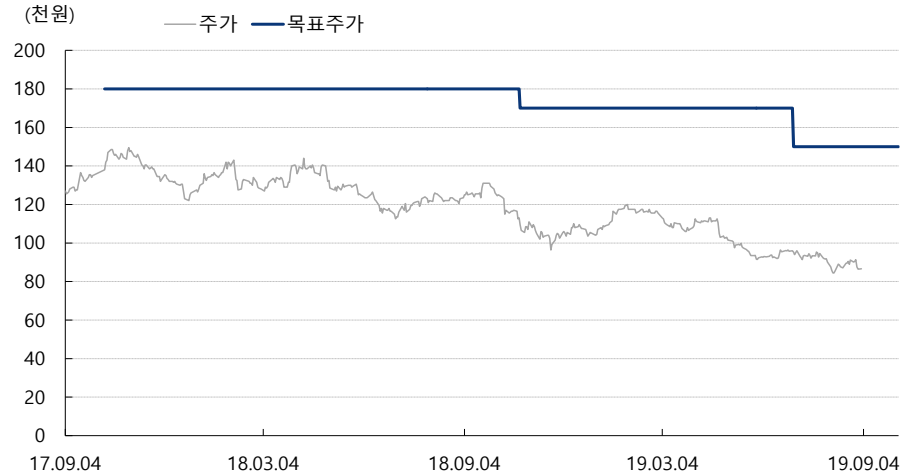
12 결산(십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	3,357	9,014	5,252	6,125	7,978
PER	37.5	11.7	16.5	14.1	10.8
BPS	117,902	104,259	105,715	110,079	116,280
PBR	1.1	1.0	0.8	0.8	0.7
EBITDAPS	7,115	8,191	7,208	7,634	8,280
EV/EBITDA	21.5	14.9	13.9	12.7	11.1
SPS	154,352	164,245	165,250	170,606	178,383
PSR	0.8	0.6	0.5	0.5	0.5
CFPS	816	1,380	1,678	2,259	2,442
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
성장성					
매출액 증가율	4.2	6.4	0.6	3.2	4.6
영업이익 증가율	531.6	25.3	-16.2	12.3	18.3
순이익 증가율	2,208.3	263.4	-41.8	16.6	30.3
수익성					
ROIC	7.8	13.7	11.9	13.6	15.8
ROA	1.4	3.7	2.3	2.7	3.5
ROE	3.1	8.1	5.0	5.6	7.0
안정성					
부채비율	95.0	88.1	85.8	81.3	76.0
순차입금비율	12.3	10.7	10.5	10.0	9.5
이자보상배율	5.1	5.9	5.0	5.8	7.1

삼성물산 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2017.10.10	매수	180,000	(19.12)	(17.50)	2019.01.25	매수	170,000	(35.57)	(29.41)
2017.10.26	매수	180,000	(20.22)	(16.94)	2019.04.02	매수	170,000	(35.42)	(29.41)
2017.11.28	매수	180,000	(23.52)	(16.94)	2019.04.25	매수	170,000	(37.56)	(29.41)
2018.01.10	매수	180,000	(23.67)	(16.94)	2019.07.02	매수	150,000	(37.56)	(36.00)
2018.02.02	매수	180,000	(24.59)	(16.94)	2019.07.25	매수	150,000	(39.45)	(36.00)
2018.04.03	매수	180,000	(24.49)	(16.94)	2019.09.03	매수	150,000		
2018.07.13	매수	180,000	(33.33)	(32.50)					
2018.07.26	매수	180,000	(31.26)	(27.22)					
2018.10.10	매수	180,000	(31.95)	(27.22)					
2018.10.25	매수	170,000	(38.27)	(34.71)					
2018.12.11	매수	170,000	(37.03)	(30.88)					

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

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

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자 2019.06.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	85.1	10.4	4.5	0.0

[업종 투자의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

[기업 투자가 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1 (Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10% 이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10% 이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하