



▲ 은행/지주

Analyst 윤경완
02. 6454-4870
kw.eun@meritz.co.kr

▲ 건설

Analyst 박형렬
02. 6454-4872
hr.park@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	140,000 원
현재주가 (7.21)	110,000 원
상승여력	27.3%
KOSPI	2,228.83pt
시가총액	205,576억원
발행주식수	18,689만주
유동주식비율	52.88%
외국인비중	14.46%
52주 최고/최저가	124,000원 / 74,500원
평균거래대금	703.6억원
주요주주(%)	
이재용 외 8 인	33.73
케이씨씨	9.10
국민연금공단	7.59
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-8.3 0.0 17.8
상대주가	-11.9 0.5 10.7

주가그래프

삼성물산 028260

2Q20 Review: 건설과 바이오의 약진

- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 140,000원 유지
- ✓ 2Q20P 매출액 7.2조원, 영업이익 2,382억원으로 시장기대치 부합
- ✓ 상사, 패션, 레저 등은 부진했으나 건설과 바이오가 약진하며 이익 방어 성공
- ✓ NAV 할인율 60% → 조만간 이재용 부회장 기소 여부 결정 → Upside risk 대비
- ✓ 주가 재평가 위해선 지배구조 관련 노이즈 해소 및 자사주 활용 방안이 가장 중요

2Q20 Earnings review

2분기 매출액과 영업이익은 각각 7.2조원(-9.4% YoY), 2,382억원(+7.7% YoY)을 기록하며 시장 기대치에 부합했다. 코로나19의 직접적 피해를 입은 상사, 패션, 레저 등은 부진했으나 건설과 바이오가 약진하며 이익 방어에 성공했다. 건설은 하이테크 및 인도네시아 복합발전 등 국내외 플랜트 호조로 양호한 실적을 보였으며, 바이오는 수주 증가 및 공장 가동률 상승이 호실적을 견인했다. 기타 수익으로 전자 배당수익 1,058억원이 반영됐으며, 한화종합화학 지분법이익 408억원을 인식했다.

NAV 할인율 역대 최대 수준

현재 삼성물산의 시가총액은 20.5조, 보유 지분가치는 45.0조원이다. 영업가치 및 개선된 재무구조(순현금 상태) 등은 전혀 반영되지 못한 채 NAV 할인율은 60%에 육박하고 있다. 지난 5월, 이재용 부회장의 대국민 사과문 발표 이후 NAV 할인율이 좁혀지는 듯 했으나, 지배구조 관련 노이즈가 재차 불거지며 주가에 부담으로 작용했다. 언론 보도에 따르면 조만간 이재용 부회장의 기소 여부가 결정될 예정이다. 투자자 입장에선 절대/상대 가격 매력도가 높은 만큼 Downside risk 보단 Upside risk에 대비해야 할 시점이다.

주가 회복을 위한 조건

보유 지분가치가 기업 가치의 대부분을 설명하는 태생적 한계 탓에 자체 실적 개선 노력 등을 통한 주가 재평가는 한계가 있다. 지난 2월 발표한 차기 3개년 주주 환원 계획(관계자 배당수익의 60~70%를 재배당, 최소 주당 2,000원) 역시 삼성전자와의 주가 동조화 현상만 심화시켰다. 전술한 지배구조 관련 노이즈 해소와 함께 보유 자사주(12.5%) 활용(ex. 소각, M&A 등) 여부가 가장 중요해 보이며, 투자의견 Buy, 적정주가 140,000원을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	31,155.6	1,103.9	1,712.8	9,014	265.0	104,259	11.7	1.0	14.6	8.1	88.1
2019	30,761.5	866.8	1,050.1	5,520	-40.1	125,948	19.7	0.9	16.7	4.8	72.0
2020E	30,473.6	943.3	1,084.1	5,754	14.1	112,785	19.1	1.0	15.8	4.8	80.0
2021E	32,345.3	1,102.3	1,139.6	6,078	4.1	116,643	18.1	0.9	14.4	5.3	76.7
2021E	31,094.9	1,171.0	1,409.4	7,522	23.7	121,669	14.6	0.9	14.0	6.3	68.8

표1 삼성물산 2Q20 실적 Review

(십억원)	2Q20P	2Q19	(% YoY)	1Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	7,223	7,972	-9.4	6,960	3.8	7,312	-1.2	8,128.4	-11.1
영업이익	238	221	7.7	147	61.9	228	4.4	281.0	-15.3
세전이익	391	287	36.2	416	-6.0	318	22.9	352.5	10.9
순이익	189	220	-14.1	322	-41.3	226	-16.4	254.1	-25.6
영업이익률(%)	3.3	2.8		2.1		3.1		3.5	
순이익률(%)	2.6	2.8		4.6		3.1		3.1	

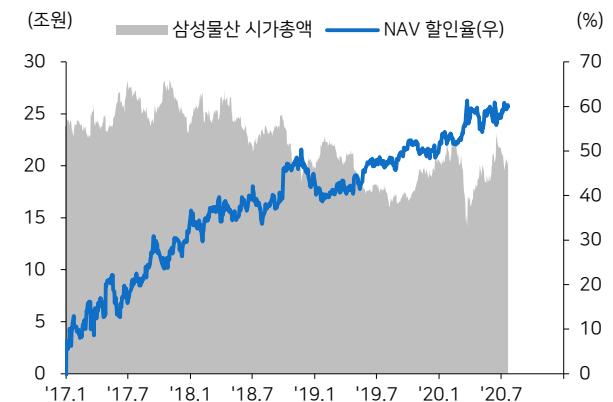
자료: 삼성물산, 메리츠증권 리서치센터

표2 NAV Valuation Table

(십억원)	지분율/주식수 (%)	장부가	현재가	평가액	비고
1) 보유 지분가치				45,010	7월 21일 종가
삼성전자	5.0	330,129	16,506		
삼성바이오로직스	43.4	49,624	21,557		
삼성생명	19.3	9,470	1,828		
삼성에스디에스	17.1	13,928	2,379		
삼성엔지니어링	7.0	2,460	171		
기타		2,568.9	2,569		
2) 영업가치				5,917	'20년 예상 순이익에 5배 적용
3) 순차입금				-310	별도기준
4) NAV				51,237	
5) 할인율 (%)				55%	55% 할인율 적용
6) Target NAV				23,057	
7) 유통주식수 (주)	163,464,540				보통주 기준
8) 주당 NAV			141,049		
9) 적정주가 (원)				140,000	
10) 현재주가 (원)			110,000	7월 21일 종가	
11) 상승여력 (%)				27.3	

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 NAV 할인율 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 삼성물산 시가총액-상장 지분가치 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림3 삼성물산-삼성전자 주가 추이



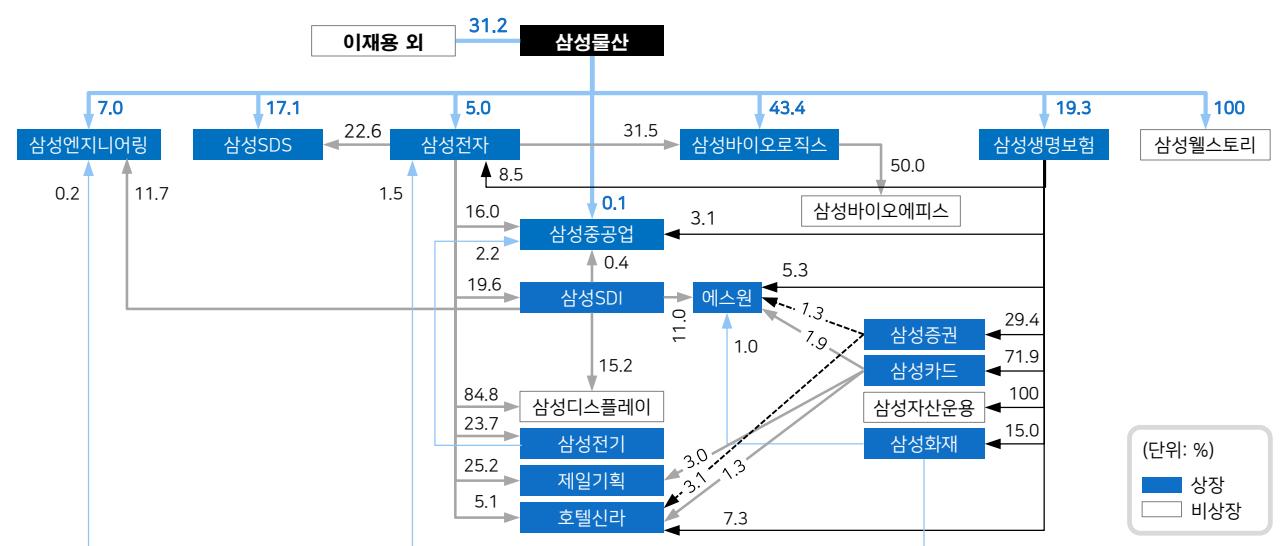
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림4 삼성물산-삼성바이오로직스 주가 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림5 삼성그룹 지배구조 ('20년 3월말 기준)



삼성물산 (028260)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	31,155.6	30,761.5	30,473.6	32,345.3	31,094.9
매출액증가율 (%)	6.4	-1.3	-0.9	6.1	-3.9
매출원가	27,170.3	26,958.7	26,642.6	28,138.0	26,944.1
매출총이익	3,985.3	3,802.8	3,831.0	4,207.3	4,150.9
판매비와관리비	2,881.4	2,936.1	2,887.8	3,105.0	2,979.9
영업이익	1,103.9	866.8	943.3	1,102.3	1,171.0
영업이익률 (%)	3.5	2.8	3.1	3.4	3.8
금융수익	-44.3	-35.4	15.6	11.7	35.8
종속/관계기업관련손익	171.9	123.0	1.5	0.0	0.0
기타영업외손익	1,151.3	572.2	728.0	672.3	870.0
세전계속사업이익	2,382.7	1,526.6	1,688.3	1,786.3	2,076.8
법인세비용	634.5	478.7	504.9	560.9	561.3
당기순이익	1,748.2	1,047.9	1,183.4	1,225.4	1,515.5
지배주주지분 순이익	1,712.8	1,050.1	1,084.1	1,139.6	1,409.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	1,678.4	770.9	1,104.3	1,251.0	524.1
당기순이익(손실)	1,748.2	1,047.9	1,183.4	1,225.4	1,515.5
유형자산감가상각비	463.1	556.1	516.9	475.8	423.8
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-468.7	-712.7	-338.8	-450.3	-1,415.3
투자활동 현금흐름	167.8	607.1	-551.0	-287.3	286.3
유형자산의 증가(CAPEX)	-540.4	-345.1	-301.1	-200.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	7,410.3	-4,546.5	4,274.6	-73.6	300.6
재무활동 현금흐름	-1,884.7	-1,612.4	57.1	-467.9	-490.6
차입금증감	-3,454.3	-544.3	64.0	-55.5	-78.2
자본의증가	0.6	-1.9	0.0	0.0	0.0
현금의증가	-89.6	-199.1	659.8	495.7	319.7
기초현금	2,993.2	2,903.5	2,704.4	3,364.2	3,860.0
기말현금	2,903.5	2,704.4	3,364.2	3,860.0	4,179.6

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	13,671.3	11,753.7	13,541.6	14,391.6	14,914.9
현금및현금성자산	2,903.5	2,704.4	3,364.2	3,860.0	4,179.6
매출채권	4,883.5	4,369.7	5,025.2	5,123.5	5,226.0
재고자산	1,699.3	1,897.4	2,087.1	2,128.0	2,170.5
비유동자산	28,735.4	34,151.8	29,685.3	29,483.1	28,758.7
유형자산	5,024.4	4,926.0	4,741.3	4,465.5	4,041.6
무형자산	1,061.5	883.4	884.2	884.2	884.2
투자자산	21,756.4	26,526.7	22,241.7	22,315.3	22,014.8
자산총계	42,406.7	45,905.5	43,226.9	43,874.7	43,673.6
유동부채	13,016.8	10,929.4	10,965.2	10,615.7	9,910.1
매입채무	1,685.6	1,558.1	1,589.3	1,620.4	1,493.4
단기차입금	1,369.5	1,927.2	2,246.4	2,196.4	2,146.4
유동성장기부채	1,893.8	785.8	740.9	690.9	640.9
비유동부채	6,840.9	8,284.1	8,250.3	8,434.6	7,885.5
사채	778.4	529.3	429.4	479.4	529.4
장기차입금	474.9	175.1	70.8	60.8	50.8
부채총계	19,857.7	19,213.4	19,215.5	19,050.3	17,795.6
자본금	19.1	19.1	19.1	19.1	19.1
자본잉여금	10,468.9	10,467.0	10,467.0	10,467.0	10,467.0
기타포괄이익누계액	4,666.7	8,166.6	4,990.3	4,990.3	4,990.3
이익잉여금	6,949.5	7,601.0	7,942.8	8,670.0	9,617.6
비지배주주지분	2,602.4	2,596.0	2,749.7	2,835.5	2,941.6
자본총계	22,548.9	26,692.1	24,011.4	24,824.4	25,878.0

Key Financial Data

(주당데이터)(원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
SPS	164,245	162,167	162,297	173,074	166,384
EPS(지배주주)	9,014	5,520	5,754	6,078	7,522
CFPS	8,804	7,763	10,448	12,042	13,189
EBITDAPS	8,261	7,501	7,777	8,444	8,534
BPS	104,259	125,948	112,785	116,643	121,669
DPS	2,000	2,000	2,500	2,500	2,500
배당수익률(%)	1.9	1.8	2.3	2.3	2.3
Valuation(Multiple)					
PER	11.7	19.7	19.1	18.1	14.6
PCR	12.0	14.0	10.5	9.1	8.3
PSR	0.6	0.7	0.7	0.6	0.7
PBR	1.0	0.9	1.0	0.9	0.9
EBITDA	1,567.0	1,422.9	1,460.2	1,578.1	1,594.8
EV/EBITDA	14.6	16.7	15.8	14.4	14.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.1	4.8	4.8	5.3	6.3
EBITDA 이익률	5.0	4.6	4.8	4.9	5.1
부채비율	88.1	72.0	80.0	76.7	68.8
금융비용부담률	0.6	0.4	0.4	0.3	0.3
이자보상배율(X)	5.9	6.4	8.6	10.4	11.2
매출채권회전율(X)	7.1	6.6	6.5	6.4	6.0
재고자산회전율(X)	19.3	17.1	15.3	15.3	14.5

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy Hold Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	78.8%
중립	21.2%
매도	0.0%

삼성물산 (028260) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.07.26	기업브리프	Buy	170,000	은경완	-30.6	-22.9	
2018.11.27	산업분석	Buy	155,000	은경완	-34.9	-22.6	
2019.11.27		1년 경과			-33.9	-22.9	260,000
2020.06.01	산업분석	Buy	140,000	은경완	-	-	195,000

