



삼성물산 (028260)

건설/건자재



김기룡

02 3770 3521

kiryong.kim@yuantakorea.com

지주



최남곤

02 3770 5604

namkon.choi@yuantakorea.com

투자의견	BUY (I)
목표주가	180,000원 (I)
현재주가 (8/11)	110,500원
상승여력	63%

시가총액	208,089억원
총발행주식수	188,514,506주
60일 평균 거래대금	690억원
60일 평균 거래량	618,007주
52주 고	124,000원
52주 저	74,500원
외인지분율	14.57%
주요주주	이재용 외 8 인 33.72%
주가수익률(%)	1개월 3개월 12개월
절대	5.7 7.8 29.4
상대	(6.0) (13.7) 3.7
절대(달러환산)	7.4 11.0 32.1

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	2Q20P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	72,234	-9.4	3.8	73,123	-1.2
영업이익	2,381	7.9	61.9	2,280	4.5
세전계속사업이익	3,910	36.2	-6.0	3,182	22.8
지배순이익	1,886	-14.2	-41.5	2,261	-16.6
영업이익률 (%)	3.3	+0.5 %pt	+1.2 %pt	3.1	+0.2 %pt
지배순이익률 (%)	2.6	-0.2 %pt	-2.0 %pt	3.1	-0.5 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	311,556	307,615	293,015	303,227
영업이익	11,039	8,668	9,032	11,599
지배순이익	17,128	10,501	10,719	11,617
PER	13.7	18.2	19.3	17.8
PBR	1.0	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	16.7	15.5	16.1	13.5
ROE	8.1	4.8	4.4	4.6

자료: 유안타증권

재평가를 대비해야 할 시기

사업 분석 : 건설과 바이오 중심의 이익 성장

2015년 제일모직과 (구) 삼성물산의 합병 이후, 현 삼성물산은 총 6개 부문(건설/상사/패션/레저/식음/바이오)의 사업을 영위하고 있다. 최근, 삼성물산 실적의 특징은 1) 건설 부문의 꾸준한 이익 시현 2) 2019년 3분기 흑자전환에 성공한 삼성바이오로직스의 가파른 이익 성장세 3) 2020년 상반기, 코로나 19로 인한 패션/레저 부문의 적자 시현으로 요약할 수 있다.

향후, 동사의 실적은 건설과 바이오 중심의 이익 성장이 이어지는 가운데 2021년 영업이익은 코로나 19 영향으로 영업적자를 예상하는 패션/레저 부문의 흑자 전환으로 전년대비 28% 증가한 1.16조원을 기록할 것으로 추정한다.

지주 분석 : 지주회사 전환 가능성

유안타증권에서는 삼성그룹 지배구조 변화를 이끌어 낼 방아쇠 역할이 '상속'이 될 것으로 전망한다. 1) 삼성물산의 배당성향 상향 2) 삼성바이오로직스 지분을 활용한 삼성전자의 추가 지분 확보는 오너 일가에게는 배당을 통한 현금흐름 개선으로 상속세 대응에 보다 수월해질 수 있는 시나리오다.

장기적으로는 삼성전자 투자 부문과의 합병 가능성에 대비한 삼성물산의 기업가치를 합리적인 수준에서 높이기 위한 전략이 병행될 것으로 전망한다. 삼성물산 투자 판단의 핵심은 이제 용 부회장의 거취와 연결되어 있으며 삼성그룹의 지배구조 개편 과정에서 삼성물산이 주도주 역할을 되찾을 수 있을 것으로 전망한다.

투자의견 Buy, 목표주가 180,000원으로 신규 커버리지 개시

삼성물산에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 180,000원을 제시하며 신규 커버리지를 개시한다.

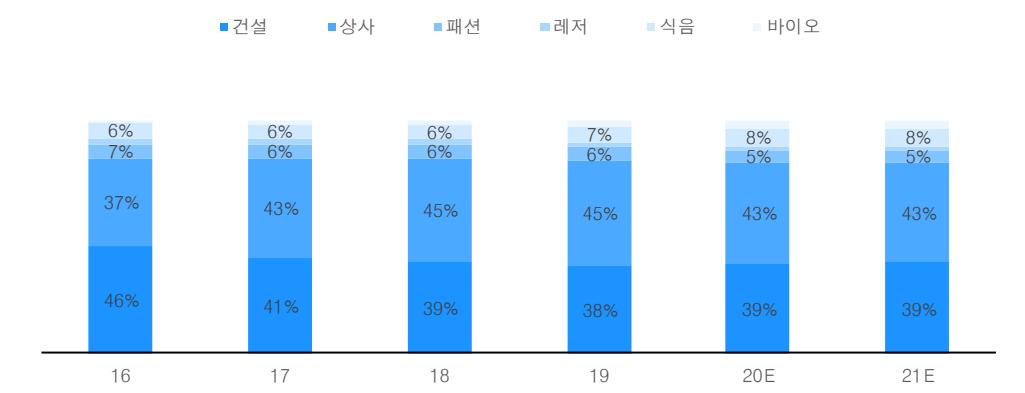
목표주가는 SOTP Valuation을 적용하여 2020년 예상 EBITDA에 1) 건설 부문의 이익 기여도와 2) 보수적 관점에서 타 산업(상사/식음/패션)대비 낮은 건설업종의 멀티플을 고려, 주요 대형 건설사 평균의 10%를 할인한 배수를 적용하였다. 바이오 부문(삼성바이오로직스)은 예상 EBITDA와 순차입금에 반영하지 않고 삼성전자를 비롯한 주요 상장사 지분가치에 합산하여 40%의 할인율을 적용하여 반영하였다.

1. 사업 분석 : 건설과 바이오 중심의 이익 성장

2015년 제일모직과 (구)삼성물산의 합병 이후, 현 삼성물산(연결 기준)은 6개 부문(건설/상사/패션/레저/식음/바이오)의 사업을 영위하고 있다. 2019년 기준, 매출 규모(연결 기준)는 약 30.8조 원으로 건설과 상사 부문이 각각 38%, 45%의 비중을 차지하고 있다. 동 기간 영업이익은 건설 부문이 66%로 가장 높은 기여도를 보이고 있다.

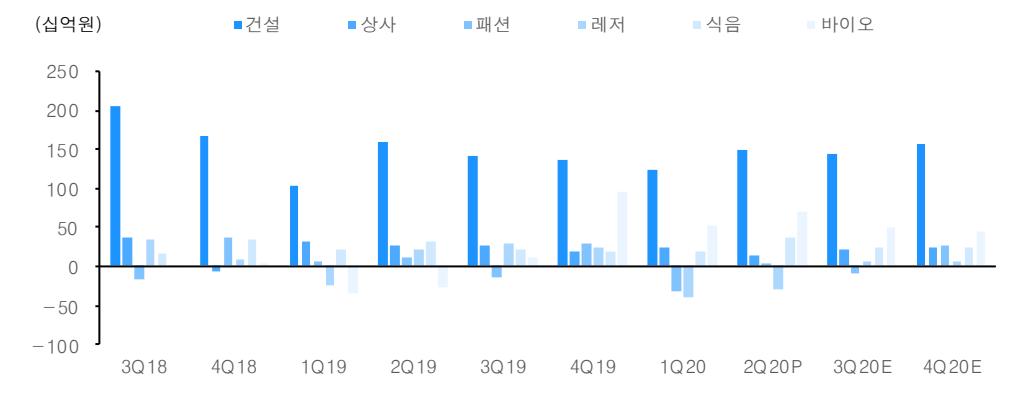
최근, 삼성물산 실적의 특징은 1) 건설 부문의 꾸준한 이익 시현 2) 2019년 3분기부터 흑자전환에 성공한 삼성바이오로직스의 가파른 이익 성장 3) 2020년 상반기, 코로나 19로 인한 패션/레저 부문의 적자 시현 등이다. 과거 3년 평균, 6% 이상의 높은 영업이익률을 기록했던 레저 부문(파크/골프/조경 등)은 코로나 19로 인한 집객시설 수요 둔화로 영업적자를 기록했다.

[그림 23] 삼성물산 사업부문별 매출비중 추이 및 전망



자료: 삼성물산, 유안티증권 리서치센터 추정

[그림 24] 삼성물산 사업부문별 영업손익 추이 및 전망



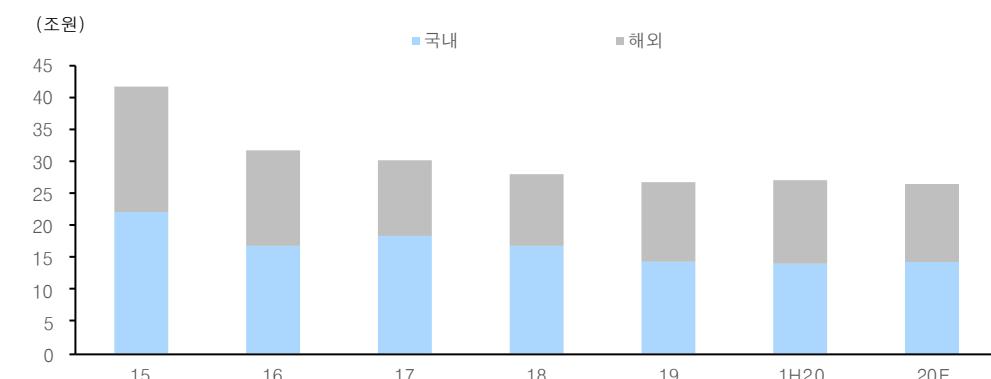
자료: 삼성물산, 유안티증권 리서치센터 추정

건설 : 양적 확대보다는 질적 성장에 집중

현재, 삼성물산 실적에 가장 기여도가 높은 건설 부문은 양적 확대보다는 내실을 다지는 질적 성장의 보수적인 수주 전략이 이어지고 있다. 지난 2013년, 6.5조원 규모의 초대형 호주 료이힐 프로젝트 등 수주 성과로 잔고의 양적 성장이 이어지기도 했으나, 합병 후 삼성물산의 수주잔고는 2015년 약 41.6조원에서 2020년 상반기 기준 약 27.0조원 수준으로 감소했다.

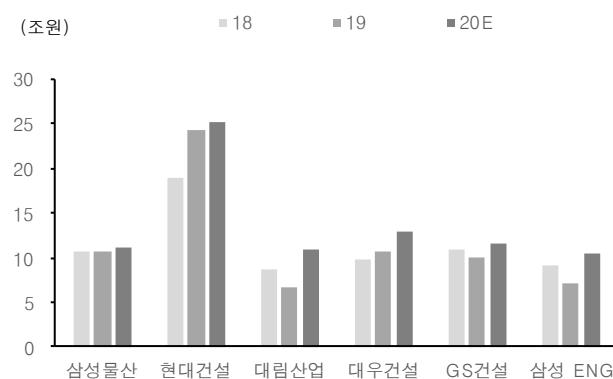
동사는 2020년 건설부문 수주 가이던스로 전년대비 4% 증가한 11.1조원을 제시했다 (상반기 달성을 : 48%). 최근, 3년(2018~2020년E)을 기준으로 본다면 국내 주요 대형 건설사 대비 연간 신규 수주 변동폭 역시 크지 않은 상황이다.

[그림 25] 삼성물산 연간 수주잔고 추이



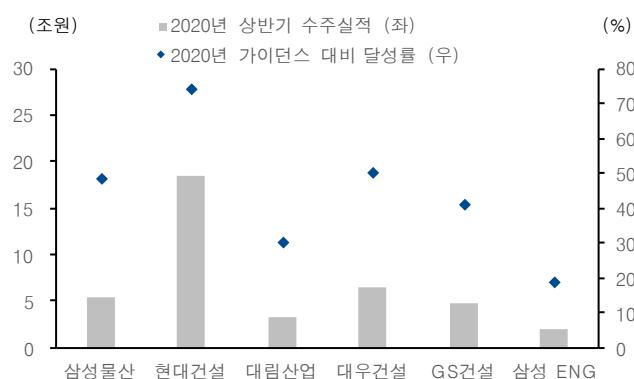
자료: 삼성물산, 유안타증권 리서치센터

[그림 26] 주요 건설사 3년(2018~2020년E) 수주 실적 및 가이던스



자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

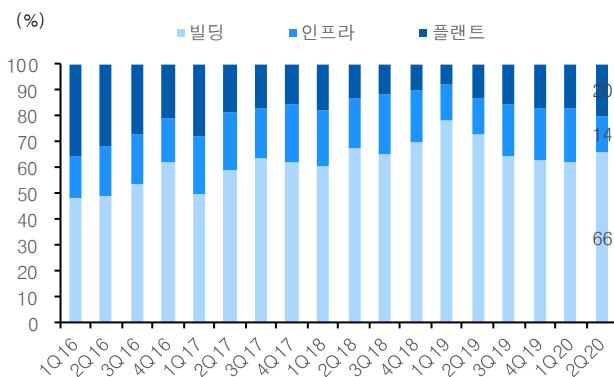
[그림 27] 2020년, 주요 건설사 수주 가이던스 대비 상반기 달성을



자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

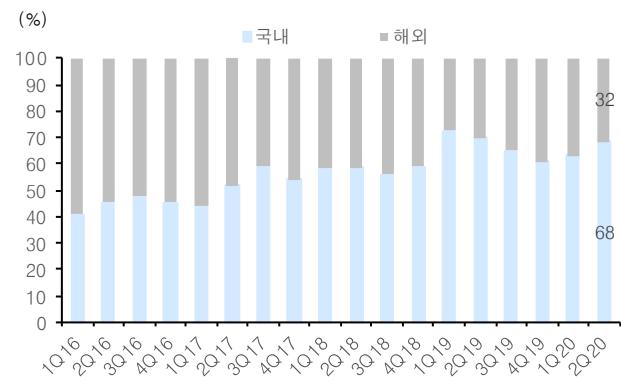
삼성물산의 건설부문은 크게 1) 빌딩 2) Civil 3) 플랜트로 분류하고 있다. 1) 빌딩(건축) 부문은 '래미안' 브랜드로 잘 알려진 주택 사업과 삼성 그룹사 물량인 하이테크(High-tech), 초고층 건축 사업 등을 포함하며 2) Civil(인프라) 부문은 도로, 항만, 공항 등 주요 토목 사업이 이에 해당한다. 발전플랜트를 비롯한 LNG 터미널 등의 Project는 3) 플랜트 부문에 속한다.

[그림 28] 삼성물산 건설부문, 사업 유형별 매출 비중 추이



자료: 삼성물산, 유안타증권 리서치센터

[그림 29] 삼성물산 국내/해외 부문 매출 비중 추이



자료: 삼성물산, 유안타증권 리서치센터

[표 10] 2020년 1분기 기준, 삼성물산 주요 국내외 Project 현황 * 계약잔액 3,000억원 이상 기준

(단위: 십억원)

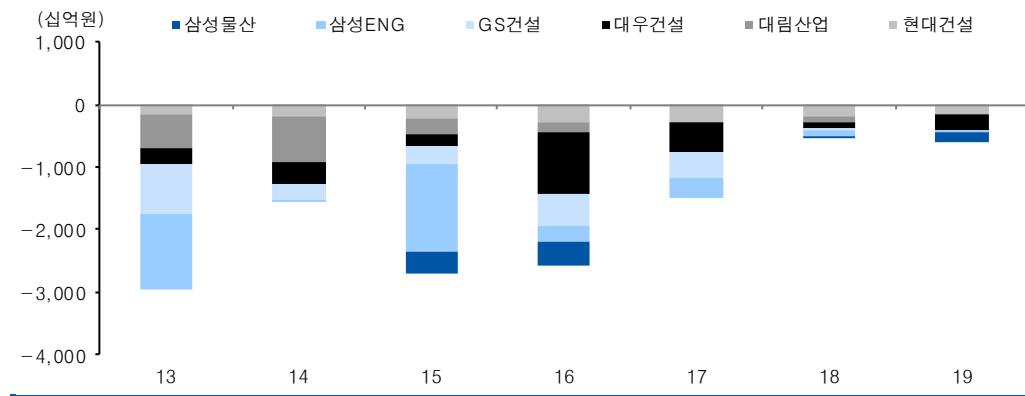
공사명	계약일	완공예정일	기본도급액	완성공사액	계약잔액	공정률
강릉안인화력1,2호기	'14.02	'23.03	3,960	1,472	2,488	37%
Bangladesh Dhaka Airport	'20.01	'25.04	1,945	7	1,938	0%
UAE Fujairah F3 IPP	'20.04	'23.04	1,165	2	1,163	0%
평택 P2L 하층서편마감	'20.01	'20.10	700	15	685	2%
호주 Westconnex Stage 3 – Tunnel Pkg	'18.06	'23.06	850	193	657	23%
싱가폴 North South Corridor N106	'17.11	'26.11	695	83	612	12%
평택 FAB2기 신축공사	'17.12	'20.05	3,174	2,651	523	84%
싱가폴, North South Corridor N107	'18.05	'26.11	518	54	464	10%
SDC 아산 8라인 Retrofit	'19.01	'20.06	546	90	456	16%
Malaysia KL118 Tower	'15.11	'20.12	962	524	439	54%
알제리 Mostaghanem	'14.02	'21.04	819	457	363	56%
캐나다 Site C	'15.12	'23.12	989	646	343	65%
사우디 Riyadh Metro	'13.10	'20.12	2,765	2,433	332	88%
카타르 UHP RO Expansion	'19.06	'21.04	472	149	323	32%
싱가폴 Thomson East Coast Line T313	'16.03	'24.02	705	385	320	55%
홍콩, Tung Chung New Town 매립	'17.12	'24.07	527	208	319	40%

자료: 유안타증권 리서치센터

건설 : 해외 손실 안정화

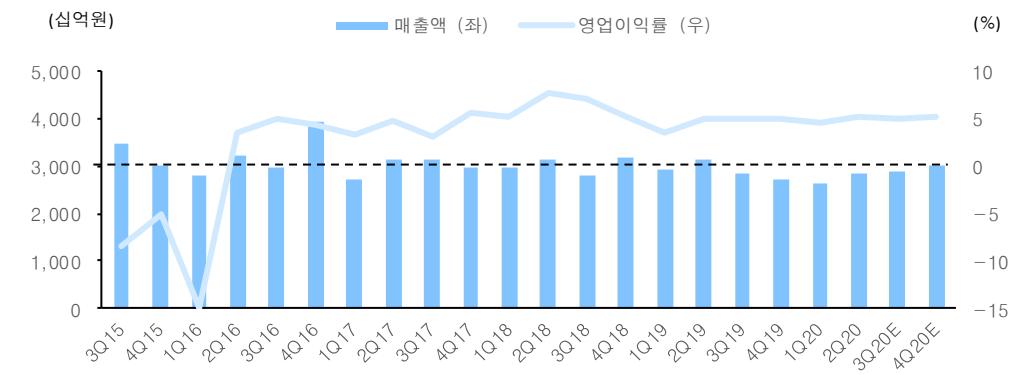
2013년을 기점으로 해외 사업을 영위하는 국내 건설사의 대규모 해외 손실 반영이 시작되었다. 삼성물산 역시 지난 2015~2016년 대규모 수주고 달성에 기여했던 호주 로이힐 현장을 비롯해 카타르 도로, 사우디 꾸라야 발전 Project 등에서 대규모 추가원가를 반영하며 해외 손실 여파를 경험한 바 있다. 2019년 1분기, 호주 로이힐과 UAE 원전 현장에 대한 중재 패소 결과로 약 700억원의 원가 반영 이후 해당 현장 관련 비용 이슈는 사실상 마무리 되었다. 2019년 2분기, 호주 도로와 홍콩 지하철 현장의 공기지연 관련 추가원가 500억원이 공식적으로 언급된 마지막 해외 현장 비용 이슈이나, 해당 현장은 모두 마무리 된 것으로 파악되고 있다.

[그림 30] 주요 대형 건설사 해외손실 반영 규모 추이



자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

[그림 31] 삼성물산 건설부문 분기별 매출액, 영업이익률 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

2020년, 코로나 19의 글로벌 확산으로 국내 건설사의 해외 현장 불확실성은 상존하고 있다. 삼성물산의 경우, 2020년 2분기에 각국 정부 정책에 따라 공사가 일시 중단되었던 싱가폴과 말레이시아, 사우디 등 해외 현장이 현재는 모두 재개되었다고 밝힌 바 있다. 사측은 2020년 상반기 중 약 1달간 발생한 셧다운 관련 매출 영향 규모를 약 2,000억원 내외 수준으로 추정하고 있다.

코로나 19 사태의 심화, 보수적인 회계처리 적용은 해외 현장에 대한 추가원가 반영 이슈를 발생시킬 수 있는 요인이다. 다만, 공정률이 높은 현장에 대한 보수적 회계처리나 과거와 같은 미청구공사에 기인한 손실 가능성 관점에서 향후 코로나 19에 대한 급격한 상황 악화 가능성을 배제한다면 현 상황에서 과거와 같은 분기 1,000억원 이상의 대규모 손실 반영 가능성은 높지 않을 것으로 전망한다.

[표 11] 2020년 1분기 기준, 삼성물산 해외 주요 Project 미청구공사 및 공사미수금 요약

(단위: 십억원)

Project	계약일	완성기한	미청구 공사 1Q19	미청구 공사 4Q19	미청구 공사 1Q20	공사 미수금 1Q20	미청구공사 +공사미수금 1Q20	도급액	기 매출액	공정률	미청구공사 /기 매출액	(미청구공사 +공사미수금) /기 매출액
호주 Westconnex Stage 1b (M4 East)	'15.06	'19.03	–	–	–	–	–	785	783	99.8%	0.0%	0.0%
호주 Westconnex Stage2 (M5 Main Tunnel)	'15.11	'20.03	–	–	3	7	11	1,035	1,011	97.7%	0.3%	1.1%
알제리 Naama	'14.02	'20.02	–	–	–	22	22	684	644	94.2%	0.0%	3.4%
인도 Mumbai DAIPEC	'13.12	'20.03	–	29	15	59	74	820	747	91.1%	2.0%	9.9%
UAE 원전	'10.03	'20.12	–	–	–	6	6	3,262	2,968	91.0%	0.0%	0.2%
싱가폴 Changi Airport Pkg.1	'15.10	'19.12	–	–	–	1	1	723	644	89.1%	0.0%	0.2%
사우디 Riyadh Metro	'13.10	'20.12	3	13	14	60	74	2,765	2,433	88.0%	0.6%	3.0%
알제리 Mostaghanem	'14.02	'21.04	–	–	–	13	13	819	457	55.7%	0.0%	2.8%
싱가폴 Thomson East Coast Line T313	'16.03	'24.02	37	36	38	12	50	705	385	54.6%	9.8%	13.0%
Malaysia KL118 Tower	'15.11	'20.12	36	58	51	–	51	962	524	54.4%	9.8%	9.8%

자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

건설 : 하이테크(High-Tech), 꾸준한 Captive 물량 확보 가능

삼성물산은 빌딩 사업부문 내 하이테크(High-Tech)로 분류하는 삼성그룹 발주 공사를 삼성엔지니어링과 함께 수행하고 있다. 삼성물산이 수행하는 대다수 하이테크 공사는 삼성전자 발주의 반도체 관련 Project가 차지하고 있으며 삼성디스플레이 일부 사업 등도 이에 해당한다.

2017년, 삼성전자의 평택 반도체 투자 확대 시기를 제외하면 하이테크 수주 규모는 통상 연간 4~5조원 수준을 기록하고 있다. 하이테크 공사는 1) 수주 이후 착공까지의 시차가 상대적으로 짧으며 2) 분리발주 형태의 수주 인식 3) 상대적으로 짧은 공사기간이라는 타 공종 Project와의 차이점을 보인다. 통상 건설부문 내 하이테크 관련 매출 비중은 약 30~40% 수준으로 알려져 있다. [2019년 기준, 하이테크 매출 4.1조원~5.5조원 추정]

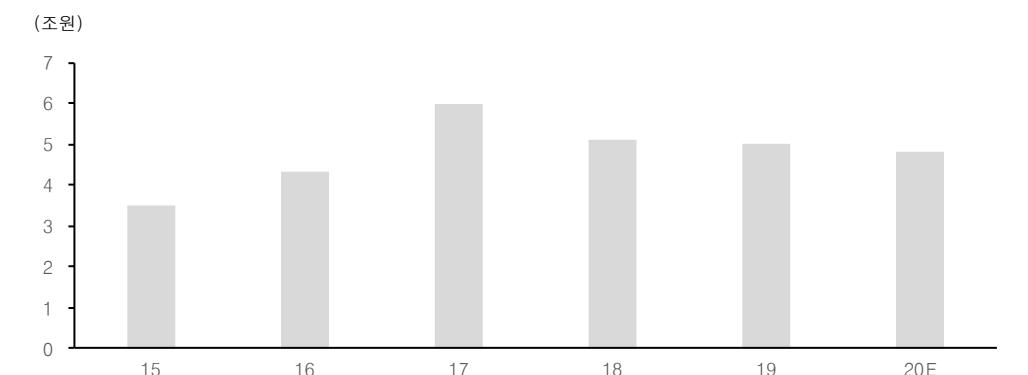
[표 12] 삼성물산 하이테크 관련 주요 수주 요약

(단위: 억원)

시기	주요 수주 Project
2016	평택 반도체 (12,690) / 화성 반도체 17라인 (3,500) / 아산 디스플레이 (2,400)
1Q17	평택 반도체 마감공사 (5,700)
2Q17	화성 반도체 (5,704) / 평택 창고 (1,410)
3Q17	서안 반도체 (5,989) / (3Q 누계) 평택반도체 (21,423, FAB 등 상부서편 마감공사 7,538 포함)
4Q17	평택반도체 (3,347) / 화성 반도체 (6,100)
1Q18	평택 반도체 마감공사 (4,432)
2Q18	아산디스플레이 증액 (2,264) / 시안 반도체 증액 (1,472)
3Q18	평택 2기 증액 (3,771) / 시안 반도체 증액 (2,013)
4Q18	평택 2기 (15,344)
1Q19	화성 반도체 증액 (6,721) / 중국 시안 반도체 (1,881)
2Q19	인도 Display (1,680)
3Q19	아산 디스플레이 8라인 (5,585) / 평택 반도체 2기 (3,000) 등
4Q19	평택 반도체 2기 (10,700)
1Q20	평택 반도체 2기 (7,000) / 베트남 하노이 R&D 센터 (1,872)
2Q20	평택 반도체 2기 (6,900)

자료: 삼성물산, 유안타증권 리서치센터

[그림 32] 연간 하이테크 신규수주 추이



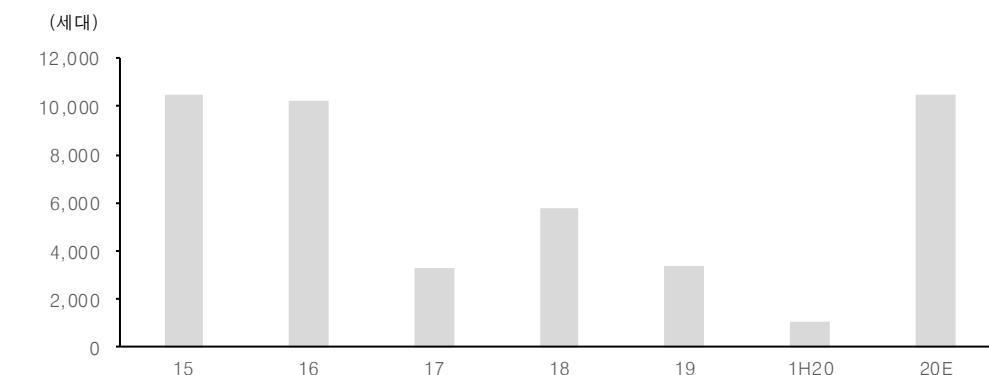
자료: 삼성물산, 유안타증권 리서치센터

건설 : 주택, 성장보다는 안정성에 적합한 수준에 그칠 것으로 전망

2020년 상반기, 삼성물산은 신반포15차(2,400억원), 반포주공 1단지 3주구(8,087억원) 재건축 사업에서 시공사로 선정되며 두 건의 주택 수주 실적을 기록했다. 2016년, 부산연지2 재개발(래미안 어반파크)과 상아2 재건축(래미안 라클래시) 현장의 증액 사례를 제외하면 실질적인 신규 수주 기준으로는 2015년 신반포3차/경남아파트(래미안 원베일리) 이후 5년만에 거둔 성과다. 주요 언론에서는 이를 ‘래미안의 귀환’으로 보도한 바 있다.

다만, 동사의 경우 주택사업을 영위하는 타 대형 건설사와 달리 1) 용지 매입을 통한 자체사업 지양 2) 지방 비중 확대를 통한 물량 증가보다는 서울/경기/부산 지역에 국한된 선별적 수주 전략을 고수하고 있다. ‘8.4 수도권 공급대책’ 등 공공 주도의 재건축/재개발 사업을 통한 공급 확대의 실효성, 민간택지 분양가상한제 시행 등 정부의 부동산 규제 영향이 동사의 주요 타겟 사업지에 상대적으로 큰 영향을 줄 수 있다는 점을 감안한다면 향후 주택 수주 및 분양실적은 성장성 보다는 안정성에 적합한 수준에 그칠 것으로 예상한다. 2020년 주택 분양 가이던스는 10,510세대로 (2019년 : 3,331세대, 1H20 : 1,048세대) 전년대비 분양 증가를 통한 주택 부문의 후행적 실적 기여 확대는 유효할 전망이다.

[그림 33] 삼성물산 연간 주택 분양실적 추이 및 가이던스



자료: 삼성물산, 유인티증권 리서치센터

[표 13] 2020년 삼성물산 주택 분양 계획

(단위: 세대)

단지명	지역	분양 (예상)시기 (월)	분양물량	삼성물산 분양물량
래미안 엘리니티	서울특별시 동대문구	6월	1,048	1,048
레이카운티	부산광역시 연제구	8월(E)	4,470	1,788
래미안 원펜타스	서울특별시 서초구	9월(E)	641	641
래미안 원베일리	서울특별시 서초구	10월(E)	2,990	2,990
부산 온천4	부산광역시 동래구	11월(E)	4,043	4,043
합 계			13,192	10,510

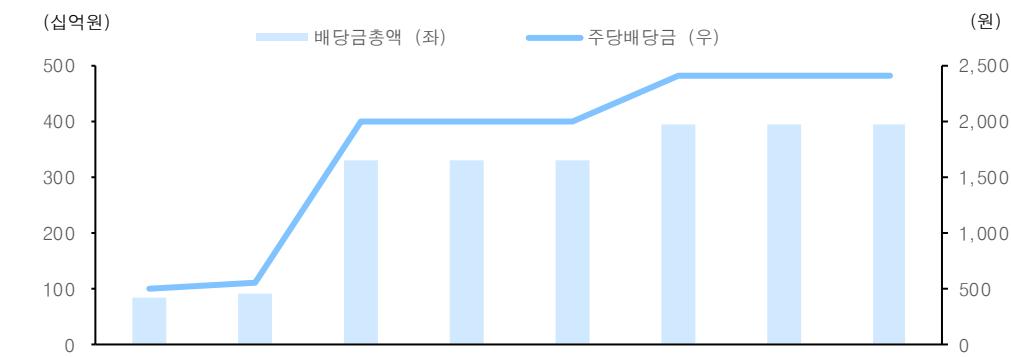
자료: 삼성물산, 유인티증권 리서치센터

2. 지주 분석 : 지주회사 전환 가능성

유안타증권에서는 삼성그룹 지배구조 변화를 이끌어 낼 방아쇠 역할이 ‘상속’이 될 것으로 전망하고 있다. 오너 일가의 현금 흐름을 통한 상속세 대응은 I. 삼성물산의 배당성향이 현 수준 보다 높아지거나 II. 삼성바이오로직스 매각 대금을 활용한 삼성전자의 추가 지분 확보 및 배당 소득 증가의 시나리오를 통해 보다 수월해질 수 있다.

I. 2020년 2월, 삼성물산은 향후 3개년(2020~2022년) 배당정책 발표를 통해 1) 현재 주당 배당금 2,000원을 최소 배당금으로 정하고 2) 삼성전자를 비롯한 관계사로부터 받는 배당수익의 재배당 비율을 60~70% 수준(2019년 약 60% 수준)까지 높이는 계획을 밝힌 바 있다. 또한, 3) 지난 2015년 합병과정에서 기준 주주들이 주식매수청구권 행사로 발생한 약 3,000억 규모의 자사주 280만주 소각 계획(2020.04월 소각 완료)과 잔여 자사주 2,342만주에 대해 미래 성장을 위한 활용이나 추가 소각 등의 검토 계획을 언급했다. 2020~2022년 예상 배당(금)은 2019년 관계사 배당수익에 재배당 비율 70%를 가정하여 추정하였다.

[그림 34] 연간 삼성물산 배당금총액, 주당 배당금 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

[표 14] 삼성물산 배당 관련 정책발표 요약

발표시기	항목	세부내용
2018년 1월	차기 3개년(2017~2019년) 배당정책	2017~2019년, 매년 주당배당금 2,000원 지급 예정
2020년 2월	차기 3개년(2020~2022년) 주주환원 정책	관계사 배당수익의 60~70% 수준 재배당 연간 주당 배당금은 배당수익, 경영현황 등을 감안해 매년 확정하되 현 주당 배당금 2,000원을 최소 지급액으로 하여 상향 추진 주식매수청구권 행사에 따른 자사주 취득분(약 1.5%)은 주주가치 제고 차원에서 주주총회 결의를 통해 소각 예정 (보통주 2,802,962주 / 우선주 15주) 잔여 자사주는 M&A를 포함한 미래 성장을 위한 활용 또는 소각 등 다양한 활용방안을 검토 후, 결정 시점에 재공시 예정

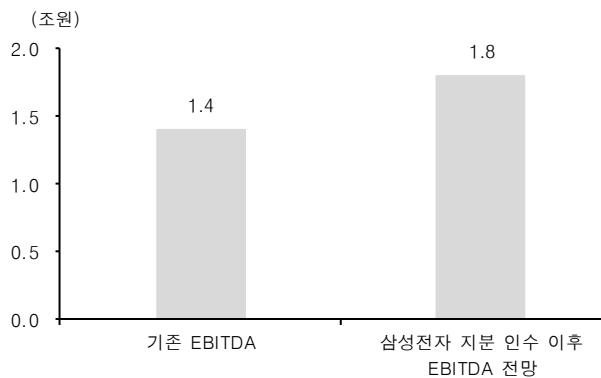
자료: 삼성물산, 유안타증권 리서치센터

II. 삼성물산이 삼성바이오로직스를 매각하고, 이 재원으로 삼성생명과 삼성화재가 보유한 삼성전자 주식을 매수하는 전략 실행이 가능하다면, 삼성물산 기업 가치 측면에서는 (+) 효과를 기대할 수 있다.

① 지주회사의 기업가치 평가 관점에서 상장 자회사의 주가 변동에 따른 평가 이익보다는 현금흐름 관점에서의 배당 소득이 중요하게 평가될 수 있다. 삼성전자의 연간 배당수익률은 3%대로 삼성전자 지분 6.8%로부터 확보할 수 있는 연 배당소득은 6,541억원(세전)에 달한다. 이 경우 삼성물산의 EBITDA는 1.4조원 → 1.8조원으로 확대(*삼성바이오로직스 연결 제외 가정)된다. 또한 추후 진행될 상속세 납부 재원을 확보하기 위해 삼성물산의 배당 상향 조정이 예상되는데, 위와 같은 EBITDA 확대 시, 연간 약 3,924억원의 배당 확대가 병행될 수 있을 것으로 전망된다. 배당수익률은 현재의 1.8% → 3.6%로 높아지게 된다

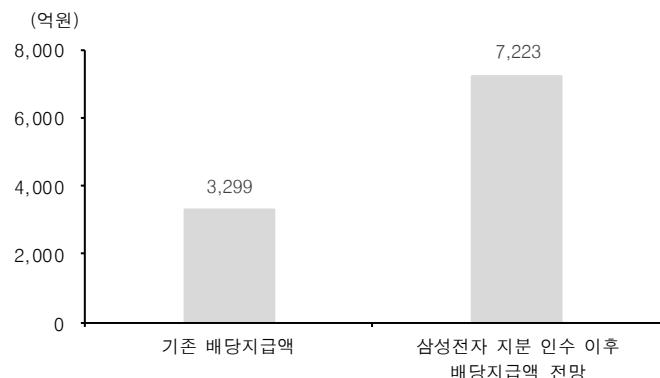
② 삼성물산의 재무제표에 삼성바이오로직스는 시가가 아닌 취득가 기준으로 원가 산정되어 있다. 삼성물산의 자산 규모가 실제에 비해 작게 인식되는 이유이다. 매각 시 Valuation 관점에서 뚜렷한 저평가 상태임을 다시 한번 확인하는 계기가 될 전망이다.

[그림 35] 삼성전자 지분 인수 시, 삼성물산 EBITDA의 변화



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 36] 삼성전자 지분 인수 시, 삼성물산의 배당지급규모의 변화



자료: 유안타증권 리서치센터

장기적으로는 삼성전자 투자 부문과의 합병 가능성에 대비하여, 삼성물산의 기업 가치를 합리적인 수준에서 높이기 위한 전략이 병행될 것으로 전망된다. 예를 들면 기존 사업 부문은 현금흐름 중심으로 재편하고, Valuation 확장성을 높일 수 있는 신규 사업으로의 확장이 도모될 것으로 전망된다.

삼성물산 투자 판단의 핵심은 이재용 부회장의 거취와 연결되어 있다. 삼성SDS, 제일모직, 삼성바이오로직스의 상장 → 방산 및 화학 계열사 한화그룹으로의 매각 → 삼성전자의 하만 인수 → 삼성, 180조원 투자 계획 발표로 이어지는 이재용 부회장의 공격적 경영 행보는 2017년 국정농단사건 이후 멈춘 것이 사실이다.

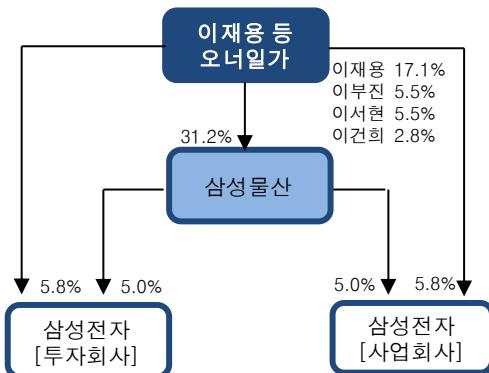
결론적으로 ①New 삼성은 검찰 기소와 관련한 이재용 부회장의 거취가 확정되면, 세상에 모습을 보일 것으로 전망된다. ②이 과정에서 제도 변화에 대한 대응, 상속에 대한 대응, 새로운 지배구조에 대한 대응을 위해 지주회사 전환이 재 추진될 가능성이 높을 것으로 전망된다. ③더불어 삼성바이오로직스와 삼성전자에 대한 활용 가능성이 점점 힘을 얻게 될 것이다. 이러한 과정에서 지주회사 전환에 대한 대내외적 목소리가 힘을 얻을 것으로 전망된다. 삼성물산의 현 주가는 극단적 저평가 상태로 볼 수 있지만, 2020년 하반기 ~ 2021년의 New 삼성 지배구조 개편 과정에서 주도주의 역할을 되 찾을 수 있을 것으로 전망된다.

[표 15] 이재용 부회장 관련 티임라인

일자	사건
2014년 05월 10일	이건희 회장, 급성심근경색으로 쓰러짐
2014년 06월 03일	삼성에버랜드 이사회 상장 결의
2014년 07월 04일	삼성에버랜드, 제일모직으로 사명 변경
2014년 11월 14일	삼성 SDS, 코스피 상장
2014년 11월 26일	삼성테크윈, 삼성탈레스, 삼성종합화학, 삼성토탈 등 방산 화학 분야 4개 계열사 한화그룹에 매각 발표
2014년 12월 18일	제일모직 코스피 상장
2015년 05월 07일	삼성전자, 경기도 평택에 세계 최대 규모 반도체 생산라인 착공
2015년 05월 15일	이재용 삼성생명공익재단, 삼성문화재단 이사장 선임
2015년 05월 26일	삼성물산과 제일모직 합병 결의
2015년 08월 14일	삼성전자, 삼성페이 한국/미국 출시 발표
2015년 10월 30일	삼성 SDI 케미컬 부문, 삼성정밀화학, 삼성 BP 화학을 롯데에 매각하기로 결정
2015년 12월 21일	삼성바이오로직스, 세계 최대 규모의 바이오 플랜트 착공
2016년 10월 27일	삼성전자, 프린팅솔루션 사업부문 분할 결의
2016년 11월 10일	삼성바이오로직스, 코스피 상장
2016년 11월 14일	삼성전자, 하만(Harman) 80억2000만달러에 인수
2018년 05월 01일	이재용 부회장, 공정거래위원회가 대기업 집단 동일인 변경하면서 공식적인 총수에 오름
2018년 08월 08일	삼성, AI · 5G · 바이오 · 반도체 중심의 전장부품을 4대 미래 성장사업으로 선정. 180조 투자계획 발표
2019년 04월 30일	삼성, 2030년까지 시스템 반도체 1위 목표로 한 '반도체 2030' 선포, 12년간 총 133조원 투자
2019년 10월 10일	삼성디스플레이, 2025년까지 13조1000억원 들여 QD 디스플레이 투자
2020년 05월 06일	이재용, 대국민 사과 발표. 자녀에게 경영권 승계하지 않겠다는 입장 발표
2020년 06월 01일	삼성전자, 평택 2라인 낸드플래시 생산라인 구축 투자
2020년 06월 26일	검찰, 수사심의위에서 이재용 부회장에 대한 수사중단 & 불기소 의견 제시

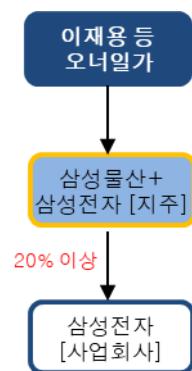
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 37] 삼성전자의 인적 분할



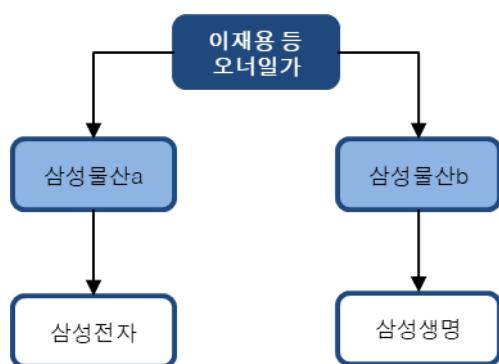
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 38] 인적 분할 후 삼성물산과의 합병



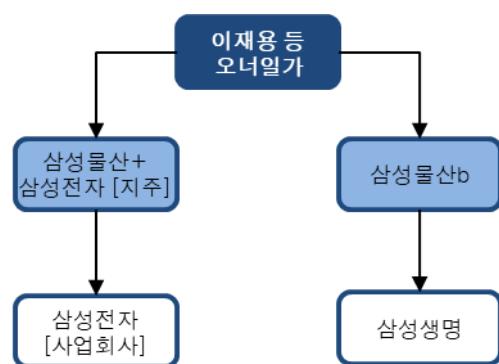
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 39] 삼성물산의 인적 분할(계열 분리)



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 40] 삼성전자 인적 분할 후 삼성물산과의 합병



자료: 유안타증권 리서치센터

3. 실적 추정

2020년, 삼성물산 실적은 매출액 29.3조원(-4.7%, YoY), 영업이익 9,032억원(+4.2%, YoY)을 기록할 것으로 추정한다. 코로나 19로 인한 상사 부문의 수요 위축 및 물동량 감소, 패션/레저 부문의 매출 둔화 영향은 부정적이나, 1) 건설 부문의 안정적인 이익 성장과 실적 기여도가 유지되는 가운데 2) 삼성바이오로직스의 이익 기여도가 3공장의 점진적 가동률 상승 효과로 확대될 전망이다. 3) 식음 부문은 코로나 19로 인한 병원과 학교 관련 수요는 감소한 반면, 오피스 수요 증가와 식단가 조정 및 원가절감 등으로 전년대비 소폭 개선된 영업이익을 시현할 것으로 전망한다.

2020년 패션/레저부문의 영업손실은 코로나 19 영향이 점진적으로 개선되는 상황하에 재차 2021년 영업이익 개선 요인으로 반영될 전망이다. 2021년 영업이익은 1.16조원(+28.4%, YoY)을 기록할 것으로 추정한다.

[표 16] 삼성물산 사업부문별 실적 요약 및 전망

(단위: 십억원)

	2018	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20	2Q20P	3Q20F	4Q20F	2020F	2021F
매출액	31,156	7,357	7,972	7,735	7,698	30,762	6,960	7,223	7,446	7,672	29,302	30,323
– 건설	12,119	2,918	3,152	2,846	2,737	11,653	2,642	2,842	2,882	3,001	11,367	11,795
– 상사	14,113	3,271	3,565	3,585	3,440	13,861	3,158	3,017	3,262	3,268	12,705	13,054
– 패션	1,760	457	416	375	485	1,733	357	377	364	446	1,544	1,568
– 레저	1,641	103	224	187	183	697	74	130	166	161	531	553
– 바이오	540	125	78	185	313	701	207	308	197	224	936	1,050
– 식음	983	483	537	557	540	2,117	522	550	574	572	2,218	2,302
매출원가	27,170	6,544	7,079	6,795	6,541	26,959	6,103	6,429	6,513	6,589	25,634	26,308
% 원가율	87.2%	88.9%	88.8%	87.9%	85.0%	87.6%	87.7%	89.0%	87.5%	85.9%	87.5%	86.8%
매출총이익	3,985	813	893	939	1,157	3,803	857	794	933	1,083	3,667	4,015
% 매출총이익률	12.8%	11.1%	11.2%	12.1%	15.0%	12.4%	12.3%	11.0%	12.5%	14.1%	12.5%	13.2%
판관비	2,881	708	672	723	833	2,936	710	556	696	802	2,764	2,860
% 판관비율	9.2%	9.6%	8.4%	9.3%	10.8%	9.5%	10.2%	7.7%	9.3%	10.5%	9.4%	9.4%
영업이익	1,104	105	221	216	325	867	147	238	237	281	903	1,160
– 건설	773	104	158	142	136	540	124	148	143	157	572	612
– 상사	147	32	27	27	20	106	23	13	21	24	82	98
– 패션	26	7	10	-15	30	32	-31	1	-10	27	-13	30
– 레저	94	-25	22	28	23	48	-39	-30	7	6	-56	42
– 바이오	13	-35	-27	12	96	46	51	70	51	44	215	269
– 식음	52	22	31	22	20	95	19	36	25	23	103	109
% 영업이익률	3.5%	1.4%	2.8%	2.8%	4.2%	2.8%	2.1%	3.3%	3.2%	3.7%	3.1%	3.8%

자료 : 삼성물산, 유안타증권 리서치센터 추정

4. Valuation

삼성물산에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 180,000원을 제시하며 신규 커버리지를 개시한다. 목표주가는 SOTP(Sum-Of-The-Parts) Valuation을 적용하여 2020년 예상 EBITDA에 1) 건설 부문의 이익 기여도와 2) 보수적 관점에서 타 산업(상사/식음/패션) 대비 낮은 건설업종의 멀티 플을 고려하여 주요 대형 건설사 평균 배수의 10%를 할인한 배수를 적용하였다. 바이오 부문(삼성바이오로직스)은 예상 EBITDA와 순차입금에 반영하지 않고 삼성전자를 비롯한 주요 상장사 지분가치에 합산하여 40%의 할인율을 적용하여 반영하였다.

[표 17] 삼성물산 SOTP(Sum-Of-The-Parts) 목표주가 산정

(단위: 십억원, 배, 원)

항목	기업 가치	비고
1. 영업가치	3,956	
- EBITDA	1,099	2020년 추정치 기준, 바이오(삼성바이오로직스) 부문 제외
- Multiple	3.6	주요 건설업종 평균 10% 할인, 건설 이익비중 고려
2. 자산가치 (비영업가치)	25,758	
- 주요 상장사 지분가치	25,758	40% 할인
3. 순차입금	175	2020년 연결 추정치 기준 (삼성바이오로직스 제외)
4. 주주가치 (=1+2-3)	29,540	
- 유통주식수	163,464,393	자사주 포함
목표주가	180,000	
현재주가	110,500	8월 11일 종가 기준
Upside	63%	

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 18] 삼성물산 보유 주요 상장사 지분가치

(단위: 십억원, %)

기업	시가총액	% 지분율	삼성물산 보유 지분가치	할인율	보유 지분가치(할인율 적용)
삼성전자	347,441	4.40%	15,287	40%	9,172
삼성바이오로직스	53,197	43.44%	23,109	40%	13,865
삼성에스디에스	12,806	17.08%	2,187	40%	1,312
삼성생명	11,260	19.34%	2,178	40%	1,307
삼성엔지니어링	2,421	7.00%	169	40%	102
합 계	427,125		42,930	40%	25,758

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 19] 삼성물산 사업부문별 Peer Valuation

기업 사업부문	삼성물산 건설	현대건설 건설	대림산업 건설	대우건설 건설	GS건설 건설	삼성 ENG 건설	현대그린푸드 식음	신세계푸드 식음	LG 상사 상사	포스코인터 상사
주가 (원)	110,500	36,450	87,300	3,600	27,950	12,350	8,020	55,700	15,500	14,200
시가총액 (십억원)	20,651	4,059	3,038	1,496	2,239	2,421	784	216	601	1,752
주가수익률(%)	1D 1M 3M 6M	0.9 5.7 7.8 -7.1	5.8 9.1 7.5 -8.6	1.7 6.5 8.0 4.8	2.1 5.6 1.8 -23.8	3.7 9.0 13.8 -8.1	2.9 3.3 8.8 -26.5	-2.6 4.6 1.1 -22.1	4.3 4.1 -12.1 -17.8	3.3 6.9 15.7 15.7
P/E(배)	2017A 2018A 2019A 2020E 2021E	32.5 10.2 17.0 19.2 16.2	20.1 15.9 11.6 9.8 8.5	6.5 6.1 5.3 4.2 4.5	9.4 7.4 9.3 5.4 4.1	- 5.6 5.6 4.9 4.6	- 50.3 12.9 8.6 7.2	11.5 12.1 18.9 7.6 7.2	24.9 38.9 62.5 51.4 14.9	17.4 - 20.4 2.1 6.3
P/B(배)	2017A 2018A 2019A 2020E 2021E	0.9 0.9 0.7 0.9 0.8	0.6 1.0 0.7 0.6 0.5	0.6 1.0 0.5 0.5 0.5	1.1 1.0 0.8 0.5 0.5	0.6 1.0 0.6 0.5 0.5	2.4 3.3 2.8 1.5 1.3	0.8 0.7 0.6 0.4 0.4	1.6 1.0 0.9 0.7 0.7	0.9 0.5 0.5 0.4 0.4
ROE(%)	2017A 2018A 2019A 2020E 2021E	3.1 8.0 4.7 4.5 5.1	3.2 6.0 6.3 6.3 6.7	9.2 11.2 10.6 12.2 10.5	12.1 13.2 8.8 10.7 12.6	-5.3 17.3 11.8 11.2 10.9	-4.4 6.6 24.6 19.4 19.2	7.1 6.1 3.2 5.9 6.0	6.7 2.7 1.4 1.3 4.5	4.9 -6.1 2.5 21.9 6.6
EV/EBITDA(배)	2017A 2018A 2019A 2020E 2021E	19.0 12.6 14.4 16.4 14.0	4.0 6.2 4.9 4.8 4.1	7.0 4.5 3.0 2.6 2.4	7.3 4.8 7.4 5.1 4.1	7.8 3.3 4.2 4.0 3.4	25.2 13.4 7.2 4.2 3.1	7.9 5.4 5.4 4.8 4.3	8.8 7.3 6.8 8.6 7.1	8.1 8.8 6.8 5.7 5.2

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

삼성물산 (028260) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

순익계산서		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	311,556	307,615	293,015	303,227	317,556	
매출원가	271,703	269,587	256,341	263,033	275,018	
매출총이익	39,853	38,028	36,674	40,194	42,538	
판관비	28,814	29,361	27,642	28,595	29,506	
영업이익	11,039	8,668	9,032	11,599	13,032	
EBITDA	15,670	14,229	14,603	17,189	18,652	
영업외손익	12,788	6,598	8,856	9,308	9,690	
외환관련손익	439	134	679	540	450	
이자손익	-762	-409	-187	30	110	
관계기업관련손익	1,719	1,230	1,515	1,640	1,800	
기타	11,394	5,643	6,850	7,098	7,330	
법인세비용차감전순손익	23,827	15,266	17,888	20,907	22,722	
법인세비용	6,345	4,787	5,395	6,168	6,703	
계속사업순손익	17,482	10,479	12,493	14,740	16,019	
증단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	17,482	10,479	12,493	14,740	16,019	
지배지분순이익	17,128	10,501	10,719	11,617	12,241	
포괄순이익	-21,078	44,929	36,161	35,410	36,999	
지배지분포괄이익	-21,501	44,937	36,560	36,401	38,035	

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	16,784	7,708	9,667	12,932	14,442	
당기순이익	17,482	10,479	12,493	14,740	16,019	
감가상각비	4,631	5,561	5,571	5,590	5,620	
외환손익	-395	-207	-555	-540	-450	
증속,관계기업관련손익	-2,502	-3,040	-1,690	-1,640	-1,800	
자산부채의 증감	-4,687	-7,127	-3,936	-3,027	-2,757	
기타현금흐름	2,253	2,043	-2,216	-2,190	-2,190	
투자활동 현금흐름	1,678	6,071	-6,622	-5,153	-5,193	
투자자산	2,379	5,999	-1,440	50	70	
유형자산 증가 (CAPEX)	-5,404	-3,451	-5,901	-5,840	-6,010	
유형자산 감소	1,847	123	88	150	280	
기타현금흐름	2,855	3,400	631	487	467	
재무활동 현금흐름	-18,847	-16,124	-5,013	-5,605	-5,775	
단기차입금	-8,367	4,915	800	-460	-540	
사채 및 장기차입금	-7,085	-16,282	-1,967	-650	-720	
자본	0	0	-3	0	0	
현금배당	-3,410	-3,362	-3,362	-3,985	-3,985	
기타현금흐름	15	-1,395	-482	-510	-530	
연결범위변동 등 기타	-510	352	2,489	1,150	-1,201	
현금의 증감	-896	-1,991	521	3,324	2,273	
기초 현금	29,932	29,035	27,044	27,566	30,890	
기말 현금	29,035	27,044	27,566	30,890	33,162	
NOPLAT	11,039	8,668	9,032	11,599	13,032	
FCF	2,640	933	2,042	4,900	6,041	

자료: 유안타증권

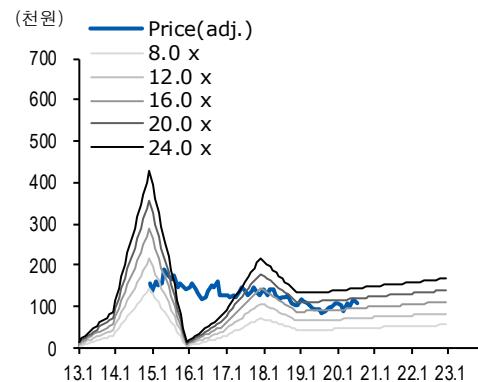
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산		136,713	117,537	123,108	127,782	131,664
현금및현금성자산		29,035	27,044	27,566	30,890	33,162
매출채권 및 기타채권		63,603	52,809	53,780	54,250	54,870
재고자산		16,993	18,974	20,360	20,880	21,520
비유동자산		287,354	341,518	332,474	337,624	343,564
유형자산		50,244	49,260	49,871	49,971	50,081
관계기업 등 지분관련자산		36,280	36,768	38,436	40,026	41,756
기타투자자산		181,284	228,498	217,289	220,859	225,059
자산총계		424,067	459,055	455,582	465,406	475,229
유동부채		130,168	109,294	111,286	110,899	110,349
매입채무 및 기타채무		51,941	44,380	44,787	45,060	45,330
단기차입금		13,695	19,272	20,320	19,860	19,320
유동성장기부채		18,938	7,858	8,609	8,529	8,299
비유동부채		68,409	82,841	72,264	71,294	70,504
장기차입금		4,749	1,751	1,110	1,040	950
사채		7,784	5,293	3,394	2,894	2,494
부채총계		198,577	192,134	183,549	182,192	180,852
지배지분		199,466	240,961	245,113	255,187	265,245
자본금		191	191	189	189	189
자본잉여금		104,689	104,670	104,670	104,670	104,670
이익잉여금		69,495	76,010	83,430	91,124	99,442
비지배지분		26,023	25,960	26,920	28,026	29,131
자본총계		225,489	266,921	272,033	283,214	294,376
순차입금		857	2,474	-296	-4,890	-8,652
총차입금		45,168	38,163	37,252	36,122	34,842

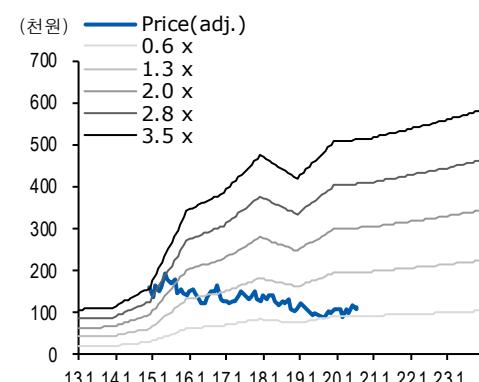
Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS		9,014	5,520	5,736	6,216	6,550
BPS		120,938	146,097	148,615	154,723	160,821
EBITDAPS		8,191	7,437	7,746	9,118	9,894
SPS		162,848	160,788	155,434	160,851	168,452
DPS		2,000	2,000	2,400	2,400	2,400
PER		13.7	18.2	19.3	17.8	16.9
PBR		1.0	0.7	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA		16.7	15.5	16.1	13.5	12.3
PSR		0.8	0.6	0.7	0.7	0.7

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)		6.4	-1.3	-4.7	3.5	4.7
영업이익 증가율 (%)		25.3	-21.5	4.2	28.4	12.4
지배순이익 증가율 (%)		167.7	-38.7	2.1	8.4	5.4
매출총이익률 (%)		12.8	12.4	12.5	13.3	13.4
영업이익률 (%)		3.5	2.8	3.1	3.8	4.1
지배순이익률 (%)		5.5	3.4	3.7	3.8	3.9
EBITDA 마진 (%)		5.0	4.6	5.0	5.7	5.9
ROIC		13.7	10.2	10.2	12.7	14.0
ROA		3.7	2.4	2.3	2.5	2.6
ROE		8.1	4.8	4.4	4.6	4.7
부채비율 (%)		88.1	72.0	67.5	64.3	61.4
순차입금/자기자본 (%)		0.4	1.0	-0.1	-1.9	-3.3
영업이익/금융비용 (배)		5.9	6.4	8.3	12.1	14.5

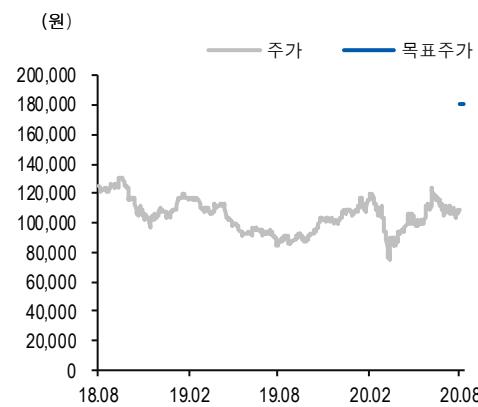
P/E band chart



P/B band chart



삼성물산 (028260) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-08-12	BUY	180,000	1년		

자료: 유안타증권

주: $\text{괴리율} = (\text{실제주가}^* - \text{목표주가}) / \text{목표주가} \times 100$

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.3
Buy(매수)	87.3
Hold(중립)	11.4
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-08-09

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 김기룡, 최남곤)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.