



# 삼성물산 (028260)

건설/건자재



김기룡

02 3770 3521

kiryong.kim@yuantakorea.com

지주



최남곤

02 3770 5604

namkon.choi@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	210,000원 (U)
현재주가 (1/27)	142,000원
상승여력	48%

시가총액	267,577억원
총발행주식수	188,514,506주
60일 평균 거래대금	1,325억원
60일 평균 거래량	978,367주
52주 고	153,500원
52주 저	74,500원
외인지분율	15.07%
주요주주	이재용 외 8 인 33.70%
주가수익률(%)	1개월 3개월 12개월
절대	2.2 22.9 21.4
상대	(8.2) (8.2) (12.7)
절대(달러환산)	2.0 25.3 28.4

## Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	4Q20P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	81,823	6.3	4.2	79,687	2.7
영업이익	2,564	-21.0	19.0	2,648	-3.2
세전계속사업이익	2,405	-51.8	-42.5	3,770	-36.2
지배순이익	1,830	-45.2	-36.9	2,469	-25.9
영업이익률 (%)	3.1	-1.1 %pt	+0.4 %pt	3.3	-0.2 %pt
지배순이익률 (%)	2.2	-2.1 %pt	-1.5 %pt	3.1	-0.9 %pt

자료: 유안타증권

## Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F
매출액	311,556	307,615	302,161	302,710
영업이익	11,039	8,668	8,571	11,201
지배순이익	17,128	10,501	9,841	11,291
PER	13.7	18.2	26.2	23.5
PBR	1.0	0.7	0.8	0.7
EV/EBITDA	16.7	15.5	20.6	17.6
ROE	8.1	4.8	3.6	3.5

자료: 유안타증권

## 4Q20 Review, 예상치에 부합한 실적

## 4Q20 Review : 시장 예상치 부합

2020년 4분기, 삼성물산 연결 기준 실적은 매출액 8.18조원(+6.3%, YoY), 영업이익 2,564억원(-21.0%, YoY)으로 시장 예상치에 부합했다. 건설 부문은 국내 대형 주택 준공 영향에도 불구하고, 국내외 플랜트 공정 호조로 전반적으로 양호한 실적을 기록했다. 상사 부문은 주요 원자재 가격 상승으로 매출액은 상승한 반면, 영업손익은 해상운임 상승 영향 등으로 부진했다. 코로나 19 여파가 커던 패션/레저 부문 영업손익은 성수기 진입 및 관련 영향 축소로 전분기 대비 개선되었으며 바이오 부문은 삼성바이오로직스 3공장 가동률 상승 효과로 영업이익은 전분기 대비 크게 개선되었다. 다만, 세전이익은 건설 투자자산 관련 총당금 설정 및 유전 광업권 손상 반영 등 영업외수지 악화로 시장 예상치를 36% 하회했다.

## 배당 확대, 사업 전개 방향 등이 기업가치에 중요한 변수가 될 전망

공정경제 3법 개정으로 삼성물산의 지주회사 전환 가능성은 낮아졌다. 금년 말까지 지주회사 전환을 마무리 짓지 못할 경우, 삼성물산은 삼성전자 지분을 30% 이상 확보해야 하기 때문이다. 지주회사 전환 과정에서 최대주주 일가의 보유 지분(5.79%)이 더해진다고 가정하더라도 삼성물산이 취득해야 하는 삼성전자 지분은 19.2%(시가 기준 약 103조원)에 달한다. 지배구조 개편 수혜주로서의 삼성물산에 대한 기대치를 낮춰야 한다는 의미이다. 향후, 삼성물산의 기업가치는 배당 확대, 사업 전개 방향 등이 주요 변수로 작용할 전망이다.

## 상장사 지분가치 상승분을 반영, 목표주가는 210,000원으로 상향 제시

삼성물산에 대해 투자의견 Buy를 유지하나, 목표주가는 삼성전자, 바이오로직스 등 보유 상장사 지분가치 상승분을 반영해 기존 180,000원에서 210,000원으로 17% 상향 제시한다. 사측이 제시한 2021년 매출은 전년과 유사한 30.2조원, 수주는 10.7조원(2020년 : 9.5조원)이다. 이와 함께 2020년 주택 분양 실적은 인허가 지연 등으로 3,000세대에 미치지 못했으나, 2021년 가이던스로 13,000세대(6개 현장)를 제시했다. 연간 배당금은 전년대비 15% 증가한 주당 2,300원을 공시하였으며 3개년 주주환원 정책을 통해 밝힌 관계사 배당금의 60~70% 재배당 기조는 이어질 전망이다.

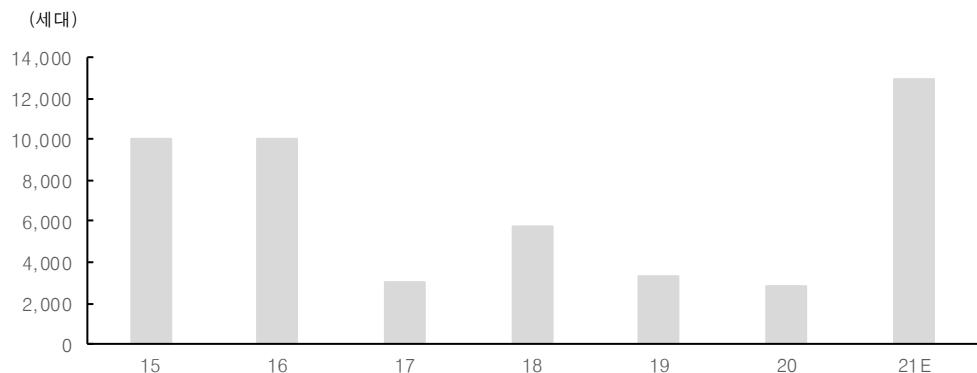
삼성물산 4Q20 Review [1개월 기준]										(단위: 십억원)
	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P(a)	YoY	QoQ	컨센서스(b)	차이(a/b)	
매출액	7,698	6,960	7,223	7,850	8,182	6.3%	4.2%	8,200	-0.2%	
영업이익	325	147	238	216	256	-21.0%	19.0%	252	1.6%	
세전이익	499	416	391	418	240	-51.8%	-42.5%	377	-36.2%	
지배주주순이익	334	322	189	290	183	-45.2%	-36.9%	248	-26.2%	
영업이익률	4.2%	2.1%	3.3%	2.7%	3.1%				3.1%	
세전이익률	6.5%	6.0%	5.4%	5.3%	2.9%				4.6%	
지배주주순이익률	4.3%	4.6%	2.6%	3.7%	2.2%				3.0%	

자료: 유안타증권 리서치센터

삼성물산 사업부문별 실적 요약 및 전망											(단위: 십억원)
	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	2020P	2021E
매출액	7,357	7,972	7,735	7,698	<b>30,762</b>	6,960	7,223	7,850	8,182	<b>30,216</b>	<b>30,271</b>
- 건설	2,918	3,152	2,846	2,737	<b>11,653</b>	2,642	2,842	3,107	3,111	<b>11,702</b>	<b>11,244</b>
- 상사	3,271	3,565	3,585	3,440	<b>13,861</b>	3,158	3,017	3,460	3,616	<b>13,251</b>	<b>13,378</b>
- 패션	457	416	375	485	<b>1,733</b>	357	377	341	470	<b>1,545</b>	<b>1,601</b>
- 레저	103	224	187	183	<b>697</b>	74	130	100	122	<b>426</b>	<b>481</b>
- 바이오	125	78	185	313	<b>701</b>	207	308	275	374	<b>1,164</b>	<b>1,397</b>
- 식음	483	537	557	540	<b>2,117</b>	522	550	567	489	<b>2,128</b>	<b>2,170</b>
영업이익	105	221	216	325	<b>867</b>	147	238	216	256	<b>857</b>	<b>1,120</b>
- 건설	104	158	142	136	<b>540</b>	124	148	124	135	<b>531</b>	<b>521</b>
- 상사	32	27	27	20	<b>106</b>	23	13	46	12	<b>94</b>	<b>102</b>
- 패션	7	10	-15	30	<b>32</b>	-31	1	-14	9	<b>-35</b>	<b>8</b>
- 레저	-25	22	28	23	<b>48</b>	-39	-30	-10	-4	<b>-83</b>	<b>23</b>
- 바이오	-35	-27	12	96	<b>46</b>	51	70	45	81	<b>247</b>	<b>349</b>
- 식음	22	31	22	20	<b>95</b>	19	36	25	23	<b>103</b>	<b>118</b>
% 영업이익률	1.4%	2.8%	2.8%	4.2%	<b>2.8%</b>	2.1%	3.3%	2.7%	3.1%	<b>2.8%</b>	<b>3.7%</b>

자료 : 삼성물산, 유안타증권 리서치센터 추정

### 삼성물산 연간 분양물량 추이 및 계획



자료: 삼성물산, 유안타증권 리서치센터

### 삼성물산 SOTP(Sum-Of-The-Parts) 목표주가 산정

(단위: 십억원, 배, 원)

항목	기업가치	비고
1. 영업가치	3,512	
- EBITDA	1,171	2021년 추정치 기준, 바이오(삼성바이오로직스) 부문 제외
- Multiple	3.0	건설 이익비중 고려, 주요 건설업종 평균 할인,
2. 자산가치 (비영업가치)	25,758	
상장사 지분가치	33,545	40% 할인 (삼성전자, 삼성바이오로직스 등)
자사주	1,989	40% 할인
3. 순차입금	-290	2021년 추정치 기준, 바이오(삼성바이오로직스) 부문 제외
4. 주주가치 (=1+2-3)	39,335	
- 발행주식수	186,887,081	
목표주가	210,000	
현재주가	142,000	1월 27일 종가 기준
Upside	48%	

자료: 유안타증권 리서치센터

## 삼성물산 (028260) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

순익계산서		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	311,556	307,615	302,161	302,710	314,949	
매출원가	271,703	269,587	268,509	265,014	275,162	
매출총이익	39,853	38,028	33,652	37,695	39,787	
판관비	28,814	29,361	25,081	26,494	27,627	
영업이익	11,039	8,668	8,571	11,201	12,160	
EBITDA	15,670	14,229	13,826	16,501	17,500	
영업외손익	12,788	6,598	6,084	6,870	7,740	
외환관련손익	439	134	-1,029	40	90	
이자손익	-762	-409	-90	0	130	
관계기업관련손익	1,719	1,230	1,620	1,640	1,800	
기타	11,394	5,643	5,582	5,190	5,720	
법인세비용차감전순손익	23,827	15,266	14,655	18,071	19,900	
법인세비용	6,345	4,787	3,640	4,988	5,492	
계속사업순손익	17,482	10,479	11,014	13,084	14,407	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	17,482	10,479	11,014	13,084	14,407	
지배지분순이익	17,128	10,501	9,841	11,291	12,294	
포괄순이익	-21,078	44,929	29,359	33,754	35,387	
지배지분포괄이익	-21,501	44,937	29,326	34,699	36,378	

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	11,872	12,931	15,474	
당기순이익	17,482	10,479	11,014	13,084	14,407	
감가상각비	4,631	5,561	5,255	5,300	5,340	
외환손익	-395	-207	608	-40	-90	
증속, 관계기업관련손익	-2,502	-3,040	-1,620	-1,640	-1,800	
자산부채의 증감	-4,687	-7,127	-5,767	-5,023	-3,963	
기타현금흐름	2,253	2,043	2,380	1,250	1,580	
투자활동 현금흐름	1,678	6,071	-8,598	-6,675	-6,715	
투자자산	2,379	5,999	-3,309	50	70	
유형자산 증가 (CAPEX)	-5,404	-3,451	-4,040	-5,840	-6,010	
유형자산 감소	1,847	123	218	150	280	
기타현금흐름	2,855	3,400	-1,468	-1,035	-1,055	
재무활동 현금흐름	-18,847	-16,124	-3,257	-5,530	-5,460	
단기차입금	-8,367	4,915	495	-530	-370	
사채 및 장기차입금	-7,085	-16,282	471	-650	-720	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-3,410	-3,362	-3,380	-3,840	-3,840	
기타현금흐름	15	-1,395	-843	-510	-530	
연결범위변동 등 기타	-510	352	1,935	3,680	-154	
현금의 증감	-896	-1,991	1,952	4,405	3,145	
기초 현금	29,932	29,035	27,044	28,996	33,402	
기말 현금	29,035	27,044	28,996	33,402	36,547	
NOPLAT	11,039	8,668	8,571	11,201	12,160	
FCF	2,640	933	1,891	2,547	4,171	

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE,ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

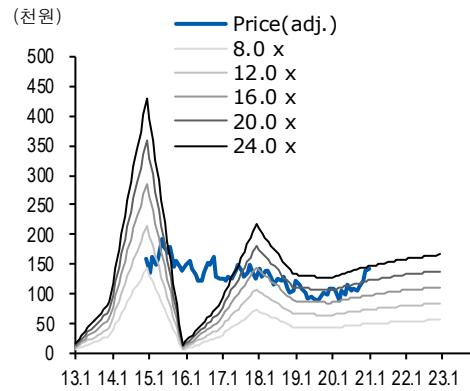
재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산		136,713	117,537	129,008	133,423	139,119
현금및현금성자산		29,035	27,044	28,996	33,402	36,547
매출채권 및 기타채권		63,603	52,809	55,780	57,380	58,940
재고자산		16,993	18,974	20,360	20,880	21,520
비유동자산		287,354	341,518	414,312	443,662	465,952
유형자산		50,244	49,260	49,252	49,642	50,032
관계기업등 지분관련자산		36,280	36,768	37,258	38,848	40,578
기타투자자산		181,284	228,498	299,321	326,441	346,571
자산총계		424,067	459,055	543,321	577,086	605,071
유동부채		130,168	109,294	108,881	107,376	105,996
매입채무 및 기타채무		51,941	44,380	42,675	43,060	43,370
단기차입금		13,695	19,272	19,760	19,230	18,860
유동성장기부채		18,938	7,858	7,156	7,076	6,846
비유동부채		68,409	82,841	104,982	102,362	101,052
장기차입금		4,749	1,751	4,845	4,775	4,685
사채		7,784	5,293	3,397	2,897	2,497
부채총계		198,577	192,134	213,863	209,738	207,048
지배지분		199,466	240,961	301,978	336,707	364,824
자본금		191	191	189	189	189
자본잉여금		104,689	104,670	104,822	104,822	104,822
이익잉여금		69,495	76,010	82,549	90,081	98,615
비지배지분		26,023	25,960	27,480	30,640	33,199
자본총계		225,489	266,921	329,458	367,348	398,023
순차입금		857	2,474	-2,000	-7,746	-10,211
총차입금		45,168	38,163	38,978	37,778	36,668

Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS		9,014	5,520	5,266	6,042	6,578
BPS		120,938	146,097	183,093	204,149	221,197
EBITDAPS		8,191	7,437	7,334	8,753	9,283
SPS		162,848	160,788	160,285	160,576	167,069
DPS		2,000	2,000	2,300	2,300	2,300
PER		13.7	18.2	26.2	23.5	21.6
PBR		1.0	0.7	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA		16.7	15.5	20.6	17.6	16.6
PSR		0.8	0.6	0.9	0.9	0.8

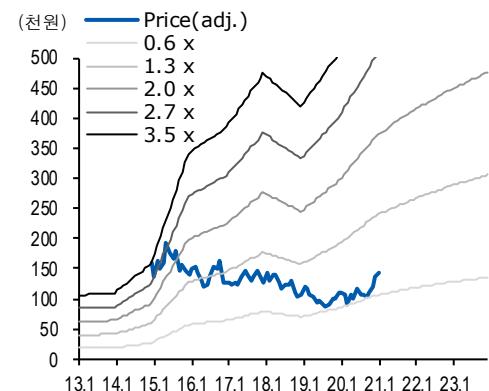
  

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)		6.4	-1.3	-1.8	0.2	4.0
영업이익 증가율 (%)		25.3	-21.5	-1.1	30.7	8.6
지배순이익 증가율 (%)		167.7	-38.7	-6.3	14.7	8.9
매출총이익률 (%)		12.8	12.4	11.1	12.5	12.6
영업이익률 (%)		3.5	2.8	2.8	3.7	3.9
지배순이익률 (%)		5.5	3.4	3.3	3.7	3.9
EBITDA 마진 (%)		5.0	4.6	4.6	5.5	5.6
ROIC		13.7	10.2	10.3	12.1	12.5
ROA		3.7	2.4	2.0	2.0	2.1
ROE		8.1	4.8	3.6	3.5	3.5
부채비율 (%)		88.1	72.0	64.9	57.1	52.0
순차입금/자기자본 (%)		0.4	1.0	-0.7	-2.3	-2.8
영업이익/금융비용 (배)		5.9	6.4	8.8	11.7	13.5

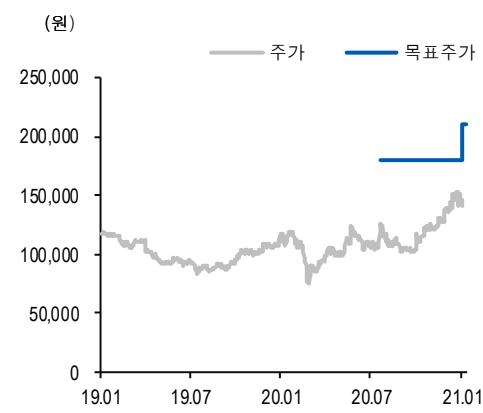
## P/E band chart



## P/B band chart



## 삼성물산 (028260) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-01-28	BUY	210,000	1년		
2020-08-12	BUY	180,000	1년	-32.77	-14.72

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 \* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.2
Buy(매수)	93.0
Hold(중립)	5.8
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-01-26

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정 시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간접 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.