

2021. 1. 28



▲ 은행/지주

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

▲ 건설

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

Buy

적정주가 (12개월) 170,000 원

현재주가 (1.27) 142,000 원

상승여력 19.7%

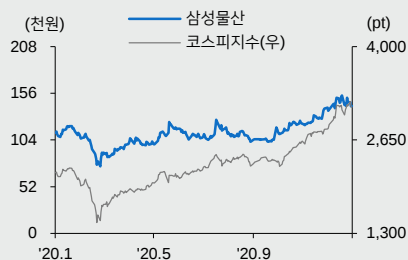
KOSPI	3,122.56pt
시가총액	265,380억원
발행주식수	18,689만주
유동주식비율	52.91%
외국인비중	15.07%
52주 최고/최저가	153,500원/74,500원
평균거래대금	1,324.9억원

주요주주(%)

이재용 외 8 인	33.70
케이씨씨	9.10
국민연금공단	7.59

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.2	33.3	21.4
상대주가	-8.2	-5.3	-12.7

주가그래프



삼성물산 028260

4Q20 Review:
삼성전자 배당 확대 수혜 기대

- ✓ 4Q20P 매출액 8,18조원(+6.3% YoY), 영업이익 2,564억원(-21.0% YoY) 기록
- ✓ 실적과 함께 주당 2,300원의 배당 발표. 재배당률은 약 68%(+9%p YoY)
- ✓ 삼성전자 주주환원정책 강화로 FY21 이후 배당 확대 예상
- ✓ NAV 할인율 축소 기대는 무리. 반면 보유 지분가치 및 건설업 밸류에이션 상승, 배당확대 기대감 등으로 충분히 상승 가능한 가격대 → 적정주가 170,000원으로 상향

4Q20 Earnings review

4분기 매출액은 8,18조원(+6.3% YoY)을 기록하며 시장 기대치를 소폭 상회했다. 영업이익 역시 COVID-19 확산에도 불구하고 건설 부문의 수익성 개선, 패션의 계절적 성수기 진입, 삼성바이오로직스 가동률 상승 등에 따라 2,564억원(-21.0% YoY)을 기록하며 양호했다. '21년 분양계획은 1,3만호로 주택부문의 수익성 개선 흐름을 감안하면 건설부문을 중심으로 영업이익 성장은 가능할 것으로 판단된다.

FY21 이후 배당 확대 예상

실적과 함께 주당 2,300원의 배당을 발표했다. 관계사 배당수익의 약 68% 수준으로 FY19 59% 대비 약 9%p 증가한 수치다. 참고로 삼성물산은 주당 2,000원을 최소 지급액으로 관계사 배당수익의 60~70%를 재배당하는 정책을 시행하고 있다.

우리는故 이견회 회장 지분 상속 및 세금 납부 자원 마련 등을 위한 삼성전자의 배당 중심 주주환원정책 강화를 기대하고 있다. 관계사 수취 배당의 약 75%가 삼성전자로부터 발생하는 만큼 FY21 이후 삼성물산의 배당 확대를 예상한다.

투자의견 Buy, 적정주가 170,000원으로 상향

NAV 할인율이 좀처럼 좁혀지지 않고 있다. 약 60%로 상장 지주회사 중 최고 수준이다. 최근 재평가를 받고 있는 타 지주회사들과 달리 미래 신규 사업에 대한 투자가 부재하고, 오히려 리스크가 재차 부각되며 투자 심리가 위축된 영향이다.

당장의 할인율 축소를 기대하긴 어려우나 현 주가는 보유 지분가치 및 본업인 건설업종 밸류에이션 상승만으로도 충분한 주가 상승이 나올 수 있는 구간이다. 여기에 삼성전자 주주환원정책 발표 강도에 따른 추가 상승도 기대해 볼 만하다. 투자의견 Buy를 유지하며, 상기 사항을 감안해 적정주가를 170,000원으로 상향한다.

(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
2020P	30,215.8	857.1	954.4	5,065	2.3	128,150	27.2	1.1	21.0	4.0	73.3
2021E	31,094.9	1,051.0	1,022.2	5,451	7.9	131,560	26.0	1.1	19.5	4.2	68.8
2022E	31,810.1	1,075.2	1,038.7	5,540	1.6	135,058	25.6	1.1	19.9	4.1	67.7

표1 삼성물산 4Q20 실적 Review

(십억원)	4Q20P	4Q19	(% YoY)	3Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	8,182	7,698	6.3	7,850	4.2	7,969	2.7	8,250	-0.8
영업이익	256	325	-21.0	216	19.0	265	-3.2	301	-14.7
세전이익	240	499	-51.9	418	-42.6	377	-36.3	501	-52.1
순이익	234	334	-29.7	290	-19.2	247	-5.0	326	-28.2
영업이익률(%)	3.1	4.2		2.7		3.3		3.6	
순이익률(%)	2.9	4.3		3.7		3.1		4.0	

자료: 삼성물산, 메리츠증권 리서치센터

표2 NAV Valuation Table

(십억원)	지분율/주식수 (%)	장부가	현재가	평가액	비고
1) 보유 지분가치				58,388	1월 27일 종가기준
삼성전자	5.0	511,013	25,551		
삼성바이오로직스	43.4	56,174	24,402		
삼성생명	19.3	15,100	2,914		
삼성에스디에스	17.1	16,404	2,802		
삼성엔지니어링	7.0	2,607	182		
기타		2,537.0		2,537	
2) 영업가치				4,684	'21년 예상 영업이익에 4배 적용
3) 순차입금				570	'20년 12월말 별도기준
4) NAV				62,502	
5) 할인율 (%)				55%	55% 할인율 적용
6) Target NAV				28,126	
7) 유통주식수 (주)	163,464,393				보통주 기준
8) 주당 NAV				172,060	
9) 적정주가 (원)				170,000	
10) 현재주가 (원)				142,000	1월 27일 종가기준
11) 상승여력 (%)				19.7	

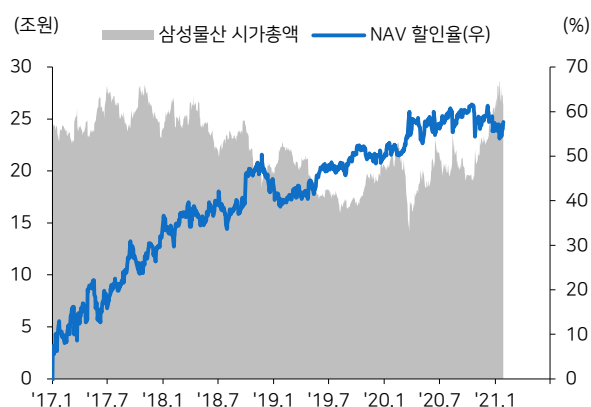
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 삼성물산-보유 상장 지분가치 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 삼성물산-NAV 할인율 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

삼성물산 (028260)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020P	2021E	2022E
매출액	31,155.6	30,761.5	30,215.8	31,094.9	31,810.1
매출액증가율 (%)	6.4	-1.3	-1.8	2.9	2.3
매출원가	27,170.3	26,958.7	26,608.8	27,064.1	27,686.6
매출총이익	3,985.3	3,802.8	3,606.9	4,030.9	4,123.6
판매비와관리비	2,881.4	2,936.1	2,749.8	2,979.9	3,048.4
영업이익	1,103.9	866.8	857.1	1,051.0	1,075.2
영업이익률 (%)	3.5	2.8	2.8	3.4	3.4
금융수익	-44.3	-35.4	10.5	11.9	31.0
종속/관계기업관련손익	171.9	123.0	146.0	0.0	0.0
기타영업외손익	1,151.3	572.2	449.0	500.0	480.0
세전계속사업이익	2,382.7	1,526.6	1,462.6	1,562.9	1,586.2
법인세비용	634.5	478.7	400.8	423.1	428.0
당기순이익	1,748.2	1,047.9	1,061.7	1,139.8	1,158.2
지배주주지분 순이익	1,712.8	1,050.1	954.4	1,022.2	1,038.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020P	2021E	2022E
영업활동현금흐름	1,678.4	770.9	525.6	798.6	1,011.8
당기순이익(손실)	1,748.2	1,047.9	1,061.7	1,139.8	1,158.2
유형자산감가상각비	463.1	556.1	521.7	467.5	392.7
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-468.7	-712.7	-1,188.7	-808.7	-539.1
투자활동 현금흐름	167.8	607.1	-355.8	-155.9	-218.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-540.4	-345.1	-172.0	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	7,410.3	-4,546.5	198.0	-192.5	-202.9
재무활동 현금흐름	-1,884.7	-1,612.4	-231.6	-441.3	-424.5
차입금증감	-3,454.3	-544.3	55.7	-61.9	-45.1
자본의증가	0.6	-1.9	15.0	0.0	0.0
현금의증가	-89.6	-199.1	-64.4	201.3	369.2
기초현금	2,993.2	2,903.5	2,704.4	2,640.0	2,841.3
기말현금	2,903.5	2,704.4	2,640.0	2,841.3	3,210.5

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020P	2021E	2022E
유동자산	13,671.3	11,753.7	13,203.3	13,553.8	14,736.2
현금및현금성자산	2,903.5	2,704.4	2,640.0	2,841.3	3,210.5
매출채권	4,883.5	4,369.7	5,025.2	5,276.5	5,804.1
재고자산	1,699.3	1,897.4	2,087.1	1,977.5	2,023.0
비유동자산	28,735.4	34,151.8	33,399.8	33,124.8	32,935.0
유형자산	5,024.4	4,926.0	4,700.1	4,232.6	3,839.9
무형자산	1,061.5	883.4	842.3	842.3	842.3
투자자산	21,756.4	26,526.7	26,462.1	26,654.5	26,857.5
자산총계	42,406.7	45,905.5	46,603.1	46,678.6	47,671.3
유동부채	13,016.8	10,929.4	11,058.3	10,724.3	10,551.9
매입채무	1,685.6	1,558.1	1,589.3	1,505.8	1,540.4
단기차입금	1,369.5	1,927.2	2,125.8	2,075.8	2,025.8
유동성장기부채	1,893.8	785.8	713.6	663.6	613.6
비유동부채	6,840.9	8,284.1	8,651.6	8,300.7	8,687.0
사채	778.4	529.3	279.7	379.7	479.7
장기차입금	474.9	175.1	392.5	342.5	292.5
부채총계	19,857.7	19,213.4	19,709.9	19,025.0	19,238.9
자본금	19.1	19.1	18.9	18.9	18.9
자본잉여금	10,468.9	10,467.0	10,482.2	10,482.2	10,482.2
기타포괄이익누계액	4,666.7	8,166.6	7,968.4	7,968.4	7,968.4
이익잉여금	6,949.5	7,601.0	7,845.9	8,488.7	9,148.0
비지배주주지분	2,602.4	2,596.0	2,735.0	2,852.6	2,972.1
자본총계	22,548.9	26,692.1	26,893.2	27,653.6	28,432.4

Key Financial Data

	2018	2019	2020P	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	164,245	162,167	160,923	166,384	170,210
EPS(지배주주)	9,014	5,520	5,065	5,451	5,540
CFPS	8,804	7,763	7,794	10,801	10,423
EBITDAPS	8,261	7,501	7,343	8,125	7,854
BPS	104,259	125,948	128,150	131,560	135,058
DPS	2,000	2,000	2,300	2,300	2,300
배당수익률(%)	1.9	1.8	1.7	1.6	1.6
Valuation(Multiple)					
PER	11.7	19.7	27.2	26.0	25.6
PCR	12.0	14.0	17.7	13.1	13.6
PSR	0.6	0.7	0.9	0.9	0.8
PBR	1.0	0.9	1.1	1.1	1.1
EBITDA	1,567.0	1,422.9	1,378.8	1,518.5	1,467.9
EV/EBITDA	14.6	16.7	21.0	19.5	19.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.1	4.8	4.0	4.2	4.1
EBITDA 이익률	5.0	4.6	4.6	4.9	4.6
부채비율	88.1	72.0	73.3	68.8	67.7
금융비용부담률	0.6	0.4	0.3	0.2	0.2
이자보상배율(x)	5.9	6.4	9.7	14.2	14.7
매출채권회전율(x)	7.1	6.6	6.4	6.0	5.7
재고자산회전율(x)	19.3	17.1	15.2	15.3	15.9

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	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	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	82.2%
중립	17.8%
매도	0.0%

2020년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

삼성물산 (028260) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

