

2021. 10. 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 (10.27) 120,500 원

상승여력 41.1%

KOSPI 3,025.49pt

시가총액 225,199 억원

발행주식수 18,689 만주

유동주식비율 52.91%

외국인비중 15.30%

52주 최고/최저가 153,500 원/110,500 원

평균거래대금 445.6 억원

주요주주(%)

이재용 외 12 인 33.70

케이씨씨 9.10

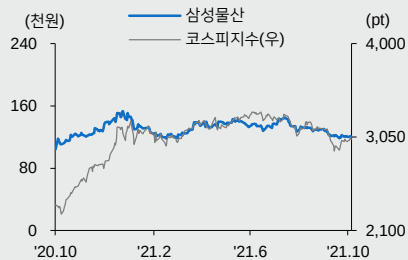
국민연금공단 7.59

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -5.5 -12.0 4.3

상대주가 -2.1 -6.5 -19.6

주가그래프



삼성물산 028260

모멘텀 부재 구간 지속

- ✓ 투자 의견 Buy 유지, 적정주가 170,000원으로 하향 조정
- ✓ 3Q21P 매출액 8.3조원으로 컨센서스 부합. 반면 영업이익은 건설 부문의 일회성 비용 인식으로 시장 기대치 크게 하회하는 1,410억원 기록
- ✓ 높은 가격 매력도를 제외하곤 뚜렷한 주가 반등 모멘텀을 찾기 어려운 구간
- ✓ 향후 1) 자사주 활용 등 자본 정책 변화, 2) 신 사업 투자 성과 확보 여부가 중요

3Q21 Earnings review

삼성물산의 3분기 매출액은 8.3조원(+19.3% YoY, -2.9% QoQ)으로 당사 추정치 및 컨센서스에 부합했다. 반면 영업이익의 경우 국내 석탄발전(강릉 안인화력발전소) 프로젝트 수행 중 일시적인 원가 상승 요인이 발생하며, 시장 기대치를 크게 하회하는 1,410억원(-4.1% YoY, -66.8% QoQ)을 기록했다. 전사 실적 쇼크를 야기한 건설 부문을 제외한 다른 사업부의 경우 안정된 실적 성장 흐름을 이어나갔다. 상사와 패션의 경우 시황 개선 및 영업 경쟁력 강화 효과가 두드러졌으며, 바이오 부문 역시 본격적인 가동을 상순으로 매출과 영업이익 모두 호조세를 보였다.

모멘텀 부재 구간 지속

오너 사법 리스크 해소 시점을 고점으로 지지부진한 주가 흐름이 이어지고 있다. 최근 사측이 강조하는 바이오/친환경/디지털 등 미래 신 성장 동력 확보 노력의 가시적인 성과가 부재한 가운데 상장 지분가치(ex. 삼성전자, 삼성바이오로직스 등) 하락, 상속세 재원 마련을 위한 오너 일가의 삼성 계열사 주식(ex. 삼성전자, 삼성에스디에스 등) 매각 결정 등이 주가에 부담으로 작용하고 있기 때문이다. 주주환원정책(관계사로부터 수취한 배당의 60~70% 재배당) 역시 과거대비 개선된 것은 분명하나 배당수익률(FY21E Div.Y 2.2%) 측면에선 매력이 떨어진다. NAV 대비 할인율(약 64%)이 높다는 점을 제외하곤 뚜렷한 모멘텀을 찾기 어려운 구간이다.

적정주가 170,000원으로 하향 조정

3분기 실적 부진, 상장 지분가치 하락 등을 반영해 적정주가를 기존 185,000원에서 170,000원으로 8.1% 하향 조정한다. 본격적인 주가 재평가를 위해선 실적 회복은 물론 1) 보유 자사주(12.5%) 등을 활용한 적극적인 자본 활용 정책 시행, 2) 신 사업 투자의 유의미한 성과 확보 여부가 중요해 보이며, 관련 기대감과 높은 가격 매력도를 감안해 Buy rating은 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	30,761.5	866.8	1,050.1	5,520	-40.1	125,948	19.7	0.9	16.6	4.8	72.0
2020	30,216.1	857.1	1,035.5	5,497	11.9	160,189	25.1	0.9	19.5	3.8	64.9
2021E	33,095.2	1,206.4	1,690.3	9,024	67.8	168,171	13.4	0.7	13.6	5.5	60.4
2022E	32,937.8	1,423.3	1,541.7	8,227	1.4	174,074	14.6	0.7	12.0	4.8	58.1
2023E	33,426.1	1,471.0	1,592.5	8,497	3.3	180,158	14.2	0.7	11.5	4.8	55.9

표1 삼성물산 3Q21 실적 Review

(십억원)	3Q21P	3Q20	(% YoY)	2Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	8,303	6,960	19.3	8,548	-2.9	8,034	3.4	8,361	-0.7
영업이익	141	147	-4.1	425	-66.8	316	-55.4	406	-65.3
세전이익	540	416	29.9	464	16.3	491	10.1	548	-1.5
순이익	294	322	-8.8	257	14.2	349	-15.8	338	-13.1
영업이익률(%)	1.7	2.1		5.0		3.9		4.9	
순이익률(%)	3.5	4.6		3.0		4.3		4.0	

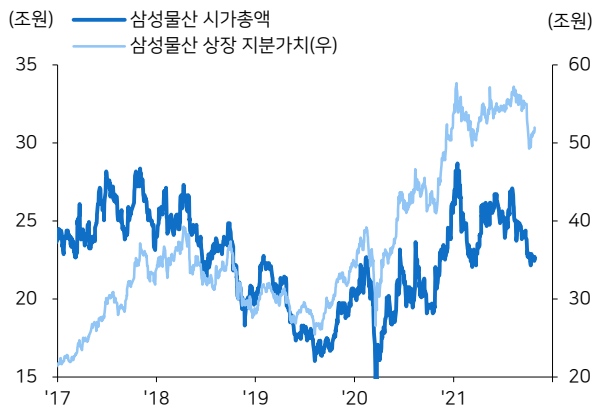
자료: 삼성물산, 메리츠증권 리서치센터

표2 NAV Valuation Table

(십억원)	지분율/주식수 (%)	장부가	현재가	평가액	비고
1) 보유 지분가치				54,482	10월 27일 종가기준
삼성전자	5.0		418,482		
삼성바이오로직스	43.4		59,416		
삼성생명	19.3		13,960		
삼성에스디에스	17.1		12,380		
삼성엔지니어링	7.0		5,145		
기타		2,580		2,580	
2) 영업가치				7,239	'21년 예상 영업이익에 6배 적용
3) 순차입금				-200	'21년 9월말 별도기준
4) NAV				61,920	
5) 할인율 (%)				55%	55% 할인율 적용
6) Target NAV				27,864	
7) 유통주식수 (주)	163,464,393				보통주 기준
8) 주당 NAV				170,460	
9) 적정주가 (원)				170,000	
10) 현재주가 (원)				120,500	10월 27일 종가기준
11) 상승여력 (%)				41.1	

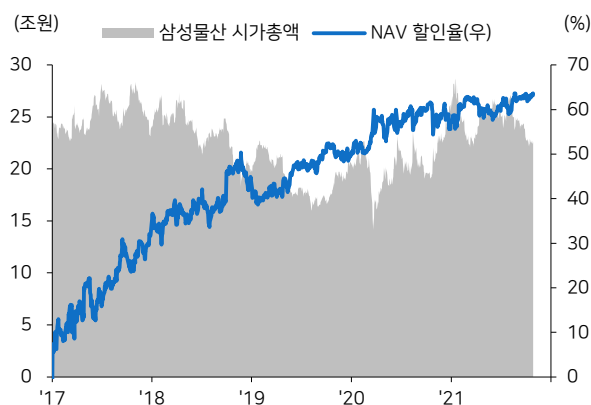
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 삼성물산-보유 상장 지분가치 추이



자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

그림2 삼성물산-NAV 할인율 추이



자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

삼성물산 (028260)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	30,761.5	30,216.1	33,095.2	32,937.8	33,426.1
매출액증가율 (%)	-1.3	-1.8	9.5	-0.5	1.5
매출원가	26,958.7	26,850.6	29,241.7	28,820.5	29,181.0
매출총이익	3,802.8	3,365.5	3,853.5	4,117.2	4,245.1
판매비와관리비	2,936.1	2,508.4	2,647.1	2,694.0	2,774.1
영업이익	866.8	857.1	1,206.4	1,423.3	1,471.0
영업이익률 (%)	2.8	2.8	3.6	4.3	4.4
금융수익	-35.4	-20.9	-34.9	-26.9	-2.9
종속/관계기업관련손익	123.0	161.6	188.2	207.1	227.8
기타영업외손익	572.2	467.3	1,192.0	1,100.0	1,110.0
세전계속사업이익	1,526.6	1,465.2	2,551.8	2,703.5	2,805.9
법인세비용	478.7	304.5	615.4	739.5	777.2
당기순이익	1,047.9	1,160.7	1,936.4	1,964.0	2,028.7
지배주주지분 순이익	1,050.1	1,035.5	1,690.3	1,541.7	1,592.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	770.9	1,267.9	1,602.7	2,013.9	2,104.2
당기순이익(손실)	1,047.9	1,160.7	1,936.4	1,964.0	2,028.7
유형자산감가상각비	556.1	544.0	522.9	456.6	382.6
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-712.7	-562.4	-1,035.5	-406.7	-307.0
투자활동 현금흐름	607.1	-848.4	-415.5	-176.6	-41.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-345.1	-284.9	-263.0	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	-4,547.6	-7,246.4	276.4	-163.6	-34.5
재무활동 현금흐름	-1,612.4	-616.3	-1,215.2	-675.9	-573.9
차입금증감	-566.1	-350.1	-763.9	-246.9	-128.4
자본의증가	-1.9	15.0	-0.2	0.0	0.0
현금의증가	-199.1	-301.9	53.1	1,161.4	1,489.2
기초현금	2,903.5	2,704.4	2,402.5	2,455.5	3,617.0
기말현금	2,704.4	2,402.5	2,455.5	3,617.0	5,106.2

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	11,753.7	12,923.6	14,666.4	16,610.4	18,597.5
현금및현금성자산	2,704.4	2,402.5	2,455.5	3,617.0	5,106.2
매출채권	3,094.0	1,678.5	2,182.0	2,400.2	2,424.2
재고자산	1,897.4	2,019.3	2,423.1	2,471.6	2,496.3
비유동자산	34,151.8	41,408.1	40,985.7	40,692.7	40,344.6
유형자산	4,926.0	4,851.3	4,731.4	4,274.8	3,892.2
무형자산	883.4	779.6	764.4	764.4	764.4
투자자산	26,526.7	33,915.1	33,735.7	33,899.3	33,933.8
자산총계	45,905.5	54,331.7	55,652.1	57,303.1	58,942.1
유동부채	10,929.4	10,889.6	10,238.6	10,067.8	10,095.6
매입채무	1,558.1	2,001.2	2,201.3	2,245.3	2,267.8
단기차입금	1,927.2	1,419.6	949.5	899.5	869.5
유동성장기부채	785.8	707.4	440.8	390.8	360.8
비유동부채	8,284.1	10,496.6	10,713.4	11,000.2	11,028.3
사채	529.3	339.0	439.2	339.2	289.2
장기차입금	175.1	679.7	568.0	518.0	498.0
부채총계	19,213.4	21,386.3	20,952.0	21,068.0	21,123.8
자본금	19.1	18.9	18.9	18.9	18.9
자본잉여금	10,467.0	10,482.2	10,482.0	10,482.0	10,482.0
기타포괄이익누계액	8,166.6	13,527.0	13,720.9	13,720.9	13,720.9
이익잉여금	7,601.0	8,327.1	9,638.1	10,750.8	11,897.9
비지배주주지분	2,596.0	2,747.5	2,997.4	3,419.6	3,855.8
자본총계	26,692.1	32,945.5	34,700.1	36,235.1	37,818.3

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	162,167	160,929	177,087	176,244	178,857
EPS(지배주주)	5,520	5,497	9,024	8,227	8,497
CFPS	7,763	7,865	12,330	17,053	17,076
EBITDAPS	7,501	7,462	9,254	10,059	9,918
BPS	125,948	160,189	168,171	174,074	180,158
DPS	2,000	2,300	2,600	2,700	3,000
배당수익률(%)	1.8	1.7	2.2	2.2	2.5
Valuation(Multiple)					
PER	19.7	25.1	13.4	14.6	14.2
PCR	14.0	17.5	9.8	7.1	7.1
PSR	0.7	0.9	0.7	0.7	0.7
PBR	0.9	0.9	0.7	0.7	0.7
EBITDA	1,422.9	1,401.1	1,729.4	1,879.9	1,853.6
EV/EBITDA	16.6	19.5	13.6	12.0	11.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.8	3.8	5.5	4.8	4.8
EBITDA 이익률	4.6	4.6	5.2	5.7	5.5
부채비율	72.0	64.9	60.4	58.1	55.9
금융비용부담률	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2
이자보상배율(x)	6.4	9.1	11.8	16.2	18.2
매출채권회전율(x)	7.7	12.7	17.1	14.4	13.9
재고자산회전율(x)	17.1	15.4	14.9	13.5	13.5

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	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	80.9%
중립	19.1%
매도	0.0%

2021년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

삼성물산 (028260) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.05.24	산업분석	Buy	155,000	은경완	-36.9	-22.9	
2020.05.24	1년 경과				-35.3	-33.9	
2020.06.01	산업분석	Buy	140,000	은경완	-15.9	9.6	
2021.01.28	기업브리프	Buy	170,000	은경완	-23.0	-15.9	
2021.06.09	산업분석	Buy	175,000	은경완	-22.5	-18.6	
2021.07.29	기업브리프	Buy	185,000	은경완	-29.9	-21.6	
2021.10.28	기업브리프	Buy	170,000	은경완	-	-	