

2022. 1. 27



▲ 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) 150,000 원**

**현재주가 (1.26) 106,500 원**

**상승여력 40.8%**

KOSPI	2,709.24pt
시가총액	199,035억원
발행주식수	18,689만주
유동주식비율	52.87%
외국인비중	15.53%
52주 최고/최저가	145,000원/105,500원
평균거래대금	353.8억원

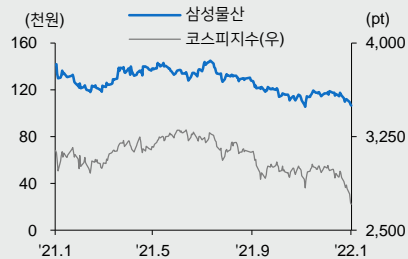
**주요주주(%)**

이재용 외 13 인	33.75
케이씨씨	9.10
국민연금공단	7.59

**주가상승률(%)**

	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	-9.0	-21.7	-24.7
상대주가	1.2	-6.8	-12.8

**주가그래프**



# 삼성물산 028260

## NAV 할인율 역대 최대 수준까지 확대

- ✓ 투자 의견 Buy 유지, 적정주가 150,000원으로 하향 조정
- ✓ 4Q21P 매출액 9.8조원으로 컨센서스 16.4% 상회. 반면 영업이익은 연말 각종 비용 처리 등의 영향으로 시장 기대치 소폭 하회
- ✓ 실적 발표와 함께 주당 4,200원(배당성향 42.4%)의 배당금 결정
- ✓ NAV 대비 할인율 약 65%로 주가 하방 리스크 제한적. 다만 뚜렷한 상승 모멘텀 역시 부재. 향후 1) 신 사업 투자 성과 확인, 2) 자본활용 정책 변화 등이 필요

### 4Q21 Earnings Review

삼성물산의 4분기 매출액은 건설과 상사 부문의 호조로 9.8조원(+19.3% YoY)을 기록하며 컨센서스를 16.4% 상회했다. 반면 영업이익은 3,272억원(+27.6% YoY)으로 연말 각종 비용 처리 등의 영향으로 시장 기대치를 소폭 밀돌았다. 세부적으로 건설 사업부는 3분기 일회성 손실 기저효과, 하이테크 공정 호조 등에 힘입어 빠르게 정상화 되었으나 상사의 경우 연말 시준 물량 감소 및 물류비 등 경비가 일시적으로 증가하며 영업이익률이 둔화됐다. 패션은 동계 성수기 진입 및 온라인/수입 상품 판매 호조로 전분기대비 매출과 영업이익 모두 증가했으며, 레저는 코로나 영향에도 불구하고 회복 추세를 지속했다.

### FY21 DPS 4,200원 결정

실적 발표와 함께 주당 4,200원(배당성향 42.4%)의 배당금을 결정했다. 1분기에 인식한 삼성전자 특별배당 약 4,715억원이 포함된 수치로 FY22E 배당금의 경우 이보다 하향된 3,000원 수준으로 전망한다. 참고로 삼성물산은 관계사로부터 수취한 배당수익의 60~70%를 재배당하는 주주환원정책을 시행하고 있다.

### 적정주가는 하향 조정, Buy rating은 유지

상장 지분가치 하락, 건설업종 투자심리 위축 등을 반영해 적정주가를 150,000원으로 하향 조정한다. NAV 대비 할인율이 약 65%에 육박하고 있는 만큼 추가적인 주가 하방 위험은 크지 않으나 동시에 뚜렷한 상승 모멘텀 역시 부재한 구간이 지속되고 있다. 본격적인 주가 재평가를 위해서는 1) 신 사업 투자의 유의미한 성과 확보 여부, 2) 보유 자사주(12.5%) 등을 활용한 적극적인 자본활용 정책 등이 필요해 보인다. 적정주가 하향에도 높은 가격 매력도를 감안해 Buy rating은 유지한다.

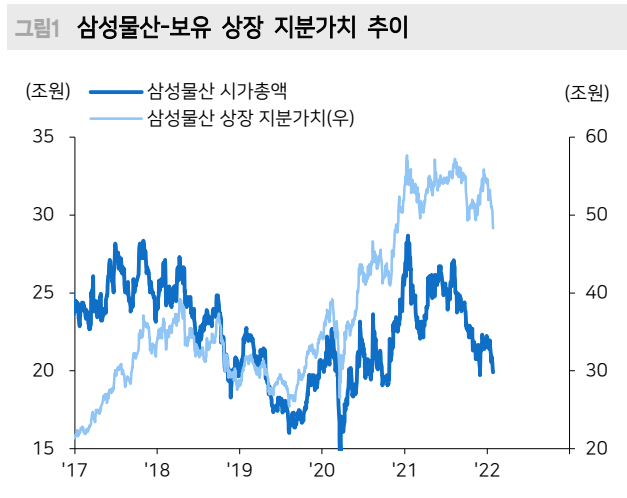
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	30,761.5	866.8	1,050.1	5,520	-40.1	125,948	19.7	0.9	16.6	4.8	72.0
2020	30,216.1	857.1	1,035.5	5,497	11.9	160,189	25.1	0.9	19.5	3.8	64.9
2021E	34,455.3	1,195.8	1,636.1	8,721	58.3	158,407	13.6	0.8	12.7	5.4	69.9
2022E	35,771.5	1,464.5	1,640.0	8,752	-1.9	163,432	12.2	0.7	9.6	5.4	68.2
2023E	36,302.7	1,604.9	1,801.9	9,617	9.9	170,365	11.1	0.6	8.6	5.7	65.5

(십억원)	4Q21P	4Q20	(% YoY)	3Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	9,765	8,182	19.3	8,303	17.6	8,392	16.4	8,405	16.2
영업이익	327	256	27.6	141	132.0	347	-5.7	336	-2.7
세전이익	402	240	67.5	540	-25.5	400	0.5	475	-15.4
순이익	213	234	-9.3	294	-27.7	366	-42.0	269	-20.8
영업이익률(%)	3.4	3.1		1.7		4.1		4.0	
순이익률(%)	2.2	2.9		3.5		4.4		3.2	

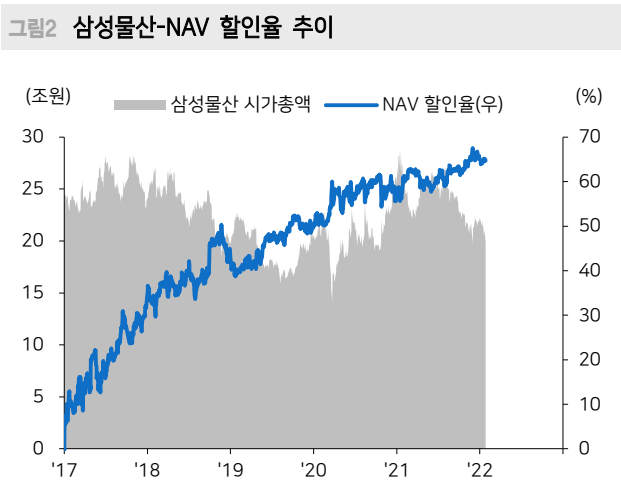
자료: 삼성물산, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	지분율/주식수 (%)	장부가	현재가	평가액	비고
1) 보유 지분가치				50,628	1월 26일 종가기준
삼성전자	5.0		437,585	21,879	
삼성바이오로직스	43.4		50,087	21,758	
삼성생명	19.3		12,380	2,389	
삼성에스디에스	17.1		11,258	1,923	
삼성엔지니어링	7.0		4,224	294	
기타		2,385		2,385	
2) 영업가치				5,858	'22년 예상 영업이익에 4배 적용
3) 순차입금				235	'21년 12월말 별도기준
4) NAV				56,251	
5) 할인율 (%)				55%	55% 할인율 적용
6) Target NAV				25,313	
7) 유통주식수 (주)	163,464,393				보통주 기준
8) 주당 NAV				154,853	
<b>9) 적정주가 (원)</b>				<b>150,000</b>	
10) 현재주가 (원)				106,500	1월 26일 종가기준
11) 상승여력 (%)				40.8	

자료: 메리츠증권 리서치센터



자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터



자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

## 삼성물산 (028260)

### Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>30,761.5</b>	<b>30,216.1</b>	<b>34,455.3</b>	<b>35,771.5</b>	<b>36,302.7</b>
매출액증가율 (%)	-1.3	-1.8	14.0	3.8	1.5
매출원가	26,958.7	26,850.6	30,434.3	31,385.5	31,692.2
매출총이익	3,802.8	3,365.5	4,021.0	4,386.0	4,610.4
판매비와관리비	2,936.1	2,508.4	2,825.2	2,921.5	3,005.6
<b>영업이익</b>	<b>866.8</b>	<b>857.1</b>	<b>1,195.8</b>	<b>1,464.5</b>	<b>1,604.9</b>
영업이익률 (%)	2.8	2.8	3.5	4.1	4.4
금융수익	-35.4	-20.9	2.1	4.6	30.8
중속/관계기업관련손익	123.0	161.6	164.7	181.2	199.3
기타영업외손익	572.2	467.3	1,118.6	1,000.0	1,110.0
세전계속사업이익	1,526.6	1,465.2	2,481.1	2,650.2	2,945.0
법인세비용	478.7	304.5	651.8	857.9	975.7
<b>당기순이익</b>	<b>1,047.9</b>	<b>1,160.7</b>	<b>1,829.3</b>	<b>1,792.4</b>	<b>1,969.3</b>
지배주주지분 순이익	1,050.1	1,035.5	1,636.1	1,640.0	1,801.9

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>770.9</b>	<b>1,267.9</b>	<b>2,602.9</b>	<b>1,916.9</b>	<b>2,066.6</b>
당기순이익(손실)	1,047.9	1,160.7	1,829.3	1,792.4	1,969.3
유형자산감가상각비	556.1	544.0	517.5	459.5	388.0
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-712.7	-562.4	237.4	-335.0	-290.7
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>607.1</b>	<b>-848.4</b>	<b>-1,188.1</b>	<b>-178.8</b>	<b>-42.2</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-345.1	-284.9	-381.4	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	-4,547.6	-7,246.4	2,784.0	-163.7	-34.5
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-1,612.4</b>	<b>-616.3</b>	<b>-760.6</b>	<b>-939.2</b>	<b>-623.0</b>
차입금증감	-566.1	-350.1	-351.4	-246.4	-128.2
자본의증가	-1.9	15.0	-0.2	0.0	0.0
현금의증가	-199.1	-301.9	786.3	798.9	1,401.3
기초현금	2,903.5	2,704.4	2,402.5	3,188.8	3,987.7
기말현금	2,704.4	2,402.5	3,188.8	3,987.7	5,389.0

### Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>유동자산</b>	<b>11,753.7</b>	<b>12,923.6</b>	<b>16,531.0</b>	<b>18,114.6</b>	<b>20,014.9</b>
현금및현금성자산	2,704.4	2,402.5	3,188.8	3,987.7	5,389.0
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
<b>비유동자산</b>	<b>34,151.8</b>	<b>41,408.1</b>	<b>39,209.9</b>	<b>38,914.0</b>	<b>38,560.6</b>
유형자산	4,926.0	4,851.3	4,969.7	4,510.2	4,122.2
무형자산	883.4	779.6	759.1	759.1	759.1
투자자산	26,526.7	33,915.1	31,262.8	31,426.5	31,461.0
<b>자산총계</b>	<b>45,905.5</b>	<b>54,331.7</b>	<b>55,740.9</b>	<b>57,028.6</b>	<b>58,575.4</b>
<b>유동부채</b>	<b>10,929.4</b>	<b>10,889.6</b>	<b>10,437.2</b>	<b>10,267.8</b>	<b>10,296.3</b>
매입채무	1,558.1	2,001.2	2,201.3	2,245.3	2,267.8
단기차입금	1,927.2	1,419.6	1,057.1	1,007.1	977.1
유동성장기부채	785.8	707.4	458.7	408.7	378.7
<b>비유동부채</b>	<b>8,284.1</b>	<b>10,496.6</b>	<b>12,490.8</b>	<b>12,848.3</b>	<b>12,892.1</b>
사채	529.3	339.0	837.7	737.7	687.7
장기차입금	175.1	679.7	514.4	464.4	444.4
<b>부채총계</b>	<b>19,213.4</b>	<b>21,386.3</b>	<b>22,927.9</b>	<b>23,116.1</b>	<b>23,188.5</b>
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	11,936.0	11,936.0	11,936.0
이익잉여금	7,601.0	8,327.1	9,582.4	10,529.7	11,836.7
비지배주주지분	2,596.0	2,747.5	2,950.9	3,103.3	3,270.6
<b>자본총계</b>	<b>26,692.1</b>	<b>32,945.5</b>	<b>32,813.0</b>	<b>33,912.5</b>	<b>35,387.0</b>

### Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	162,167	160,929	184,364	191,407	194,249
EPS(지배주주)	5,520	5,497	8,721	8,752	9,617
CFPS	7,763	7,865	10,068	16,615	17,669
EBITDAPS	7,501	7,462	9,168	10,295	10,664
BPS	125,948	160,189	158,407	163,432	170,365
DPS	2,000	2,300	4,200	3,000	3,100
배당수익률(%)	1.8	1.7	3.5	2.8	2.9
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	19.7	25.1	13.6	12.2	11.1
PCR	14.0	17.5	11.8	6.4	6.0
PSR	0.7	0.9	0.6	0.6	0.5
PBR	0.9	0.9	0.8	0.7	0.6
EBITDA	1,422.9	1,401.1	1,713.3	1,924.0	1,992.9
EV/EBITDA	16.6	19.5	12.7	9.6	8.6
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	4.8	3.8	5.4	5.4	5.7
EBITDA 이익률	4.6	4.6	5.0	5.4	5.5
부채비율	72.0	64.9	69.9	68.2	65.5
금융비용부담률	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2
이자보상배율(x)	6.4	9.1	12.0	17.2	20.3
매출채권회전율(x)	7.7	12.7	17.9	15.6	15.0
재고자산회전율(x)	17.1	15.4	15.5	14.6	14.6

**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	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
직전 1개월간 종가대비 3등급	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	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	80.1%
중립	19.9%
매도	0.0%

2021년 12월 31일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

**삼성물산 (028260) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

