



△ 금융/지주

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

Buy

적정주가 (12개월)	150,000 원
현재주가 (4.27)	108,000 원
상승여력	38.9%
KOSPI	2,639.06pt
시가총액	201,838억원
발행주식수	18,689만주
유동주식비율	52.87%
외국인비중	15.69%
52주 최고/최저가	145,000원/101,500원
평균거래대금	278.3억원
주요주주(%)	
이재용 외 13 인	33.74
케이씨씨	9.10
국민연금공단	7.59
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-3.6 -10.4 -21.2
상대주가	-0.2 2.8 -4.0

주가그래프**삼성물산 028260****외형과 수익성 모두 기대 이상**

- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 150,000원, 지주회사 최선후주 추천
- ✓ 1Q22P 매출액 10.4조원, 영업이익 5,416억원으로 컨센서스 24.5%, 54.1% 상회
- ✓ 양호한 실적 흐름은 긍정적이나 주가에 미치는 영향은 제한적. 투자 성과가 중요
- ✓ 1.2조원 규모의 삼성바이오로직스 유상증자 참여로 바이오 경쟁력 제고 노력 지속
- ✓ NAV 할인율 64%, 과거대비 공격적인 투자 행보 등 저평가 구간 탈피 기대

1Q22 Earnings review

삼성물산의 1분기 매출액은 10.4조원(+33.2% YoY), 영업이익은 5,416억원(+79.0% YoY)으로 컨센서스를 각각 24.5%, 54.1% 상회했다. 식음을 제외한 대부분의 사업부가 기대 이상의 성과를 보였다. 건설은 평택 반도체 3기 등 하이테크 공정 호조로 영업이익률이 5%대로 올라섰으며, 상사는 트레이딩 손익 증대 및 미국 태양광 사업권 매각 등으로 외형과 수익성(OPM 3.3%)이 모두 큰 폭으로 개선됐다. 패션의 경우 성수기 시즌 종료에도 리오프닝에 따른 오프라인 소비 증가, 온라인 및 수입 브랜드 성장 지속 등으로 호실적을 기록했다. 바이오 역시 3공장 가동률 및 환율 상승 등의 영향으로 시장 기대치를 11.9% 상회했다.

과거대비 공격적인 투자 행보 긍정적

하이테크 중심의 양호한 건설 매출 기조, 상사의 네트워크 역량, 리오프닝에 따른 레저 실적 회복 등을 감안하면 2분기 이후에도 현재의 안정된 이익 흐름을 보일 가능성이 높다. 다만 보유 지분가치 대비 영업가치가 차지하는 부분이 10% 초반에 불과한 만큼 호실적에 기댄 주가 상승에는 한계가 분명하다. 급격한 지배구조 변화 역시 기대하기 어려운 만큼 양호한 재무구조에 기반한 신 사업 투자 성과가 반드시 필요하다. 최근 3.2조원 규모의 삼성바이오로직스 유상증자에 참여(약 1.2조원)했다. 이에 일부 비판적 시각도 존재하나 우리는 중장기 바이오산업 경쟁력 확보 차원에서 긍정적 행보로 평가한다.

투자의견 Buy, 적정주가 150,000원, 최선후주 추천

최근 증시 불안에도 상장 지주회사 중 최고 수준인 약 64%의 NAV 할인율, 과거 대비 공격적인 투자 행보 등을 감안하면 추가적인 Downside risk는 극히 제한적이다. 보유 지분가치 하락 부담 역시 영업가치 상승 분으로 충분히 상쇄 가능하다. 투자의견 Buy, 적정주가 150,000원을 유지하며 지주회사 최선후주로 추천한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
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
2021	34,455.2	1,196.0	1,635.1	8,716	58.3	161,290	13.7	0.7	13.4	5.4	65.6
2022E	37,587.9	1,697.1	1,618.5	8,635	2.4	166,201	12.5	0.6	9.2	5.2	63.6
2023E	38,155.4	1,692.0	1,632.3	8,708	0.8	172,059	12.4	0.6	8.9	5.1	61.3
2024E	38,732.3	1,717.8	1,718.3	9,161	5.2	178,287	11.8	0.6	8.4	5.2	59.8

표1 삼성물산 1Q22 실적 Review

(십억원)	1Q22P	1Q21	(% YoY)	4Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	10,440	7,840	33.2	9,765	6.9	8,382	24.5	8,624	21.1
영업이익	542	303	79.0	327	65.5	351	54.1	345	57.0
세전이익	879	1,074	-18.2	402	118.5	684	28.4	785	11.9
순이익	561	871	-35.5	213	164.0	391	43.7	507	10.8
영업이익률(%)	5.2	3.9		3.4		4.2		4.0	
순이익률(%)	5.4	11.1		2.2		4.7		5.9	

자료: 삼성물산, 메리츠증권 리서치센터

표2 NAV Valuation Table

(십억원)	지분율/주식수 (%)	장부가	현재가	평가액	비고
1) 보유 지분가치				49,507	4월 27일 종가기준
삼성전자	5.0	388,036	19,423		
삼성바이오로직스	43.1	53,594	23,077		
삼성생명	19.3	12,620	2,436		
삼성에스디에스	17.1	10,601	1,811		
삼성엔지니어링	7.0	4,978	347		
기타	2,413	2,413			
2) 영업가치				6,789	'22년 예상 영업이익에 4배 적용
3) 순차입금				267	'22년 3월말 별도기준
4) NAV				56,028	
5) 할인율 (%)				55%	55% 할인율 적용
6) Target NAV				25,213	
7) 유통주식수 (주)	163,464,393				보통주 기준
8) 주당 NAV				154,240	
9) 적정주가 (원)				150,000	
10) 현재주가 (원)				108,000	4월 27일 종가기준
11) 상승여력 (%)				38.9	

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)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	30,216.1	34,455.2	37,587.9	38,155.4	38,732.3	영업활동현금흐름	1,267.9	1,195.7	1,950.0	2,104.3	2,417.9
매출액증가율 (%)	-1.8	14.0	9.1	1.5	1.5	당기순이익(손실)	1,160.7	1,829.1	1,872.3	1,888.3	1,987.8
매출원가	26,850.6	30,434.2	32,977.8	33,309.6	33,813.3	유형자산감가상각비	544.0	521.7	489.9	411.3	345.3
매출총이익	3,365.5	4,020.9	4,610.1	4,845.7	4,919.0	무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
판매비와관리비	2,508.4	2,825.0	2,913.0	3,153.8	3,201.2	운전자본의 증감	-562.4	-1,317.2	-412.2	-195.3	84.8
영업이익	857.1	1,196.0	1,697.1	1,692.0	1,717.8	투자활동 현금흐름	-848.4	-804.4	-165.2	-39.0	-39.4
영업이익률 (%)	2.8	3.5	4.5	4.4	4.4	유형자산의 증가(CAPEX)	-284.9	-537.0	0.0	0.0	0.0
금융수익	-20.9	10.5	15.1	23.7	43.1	투자자산의 감소(증가)	-7,226.9	2,199.4	-151.2	-31.8	-32.1
종속/관계기업관련손익	161.6	110.7	136.0	149.6	164.6	재무활동 현금흐름	-616.3	-685.1	-940.4	-656.6	-443.1
기타영업외손익	467.3	1,163.3	871.0	958.1	1,053.9	차입금증감	-350.1	-357.0	-247.6	-128.8	101.2
세전계속사업이익	1,465.2	2,480.5	2,719.2	2,823.3	2,979.4	자본의증가	15.0	-0.2	0.0	0.0	0.0
법인세비용	304.5	651.4	846.9	935.1	991.6	현금의증가	-301.9	-147.9	844.5	1,408.7	1,935.4
당기순이익	1,160.7	1,829.1	1,872.3	1,888.3	1,987.8	기초현금	2,704.4	2,402.5	2,254.6	3,099.0	4,507.7
지배주주지분 순이익	1,035.5	1,635.1	1,618.5	1,632.3	1,718.3	기말현금	2,402.5	2,254.6	3,099.0	4,507.7	6,443.1

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	12,923.6	15,144.0	16,727.9	18,528.1	20,576.8
현금및현금성자산	2,402.5	2,254.6	3,099.0	4,507.7	6,443.1
매출채권	1,678.5	3,029.7	3,332.6	3,365.9	3,399.6
재고자산	2,019.3	2,810.4	2,866.7	2,895.3	2,924.3
비유동자산	41,408.1	40,101.4	39,762.7	39,383.2	39,070.0
유형자산	4,851.3	5,231.8	4,741.9	4,330.6	3,985.3
무형자산	779.6	738.8	738.8	738.8	738.8
투자자산	33,915.1	31,826.4	31,977.6	32,009.4	32,041.6
자산총계	54,331.7	55,245.4	56,490.6	57,911.3	59,646.9
유동부채	10,889.6	11,675.3	11,493.0	11,533.3	11,634.7
매입채무	2,001.2	2,527.0	2,577.6	2,603.4	2,629.4
단기차입금	1,419.6	1,210.3	1,160.3	1,130.3	1,130.3
유동성장기부채	707.4	348.6	298.6	268.6	268.6
비유동부채	10,496.6	10,217.7	10,465.7	10,485.6	10,676.4
사채	339.0	788.0	688.0	638.0	738.0
장기차입금	679.7	626.6	576.6	556.6	556.6
부채총계	21,386.3	21,893.0	21,958.7	22,018.9	22,311.1
자본금	18.9	18.9	18.9	18.9	18.9
자본잉여금	10,482.2	10,482.0	10,482.0	10,482.0	10,482.0
기타포괄이익누계액	13,527.0	12,513.7	12,513.7	12,513.7	12,513.7
이익잉여금	8,327.1	9,548.1	10,473.8	11,578.3	12,752.3
비지배주주지분	2,747.5	2,946.9	3,200.7	3,456.6	3,726.1
자본총계	32,945.5	33,352.4	34,531.9	35,892.3	37,335.7

Key Financial Data

(주당데이터(원))	2020	2021	2022E	2023E	2024E
SPS	160,929	184,364	201,126	204,163	207,250
EPS(지배주주)	5,497	8,716	8,635	8,708	9,161
CFPS	7,865	9,553	17,091	17,181	17,559
EBITDAPS	7,462	9,191	11,703	11,254	11,039
BPS	160,189	161,290	166,201	172,059	178,287
DPS	2,300	4,200	3,200	3,300	4,200
배당수익률(%)	1.7	3.5	3.0	3.1	3.9
(Valuation(Multiple))					
PER	25.1	13.7	12.5	12.4	11.8
PCR	17.5	12.5	6.3	6.3	6.2
PSR	0.9	0.6	0.5	0.5	0.5
PBR	0.9	0.7	0.6	0.6	0.6
EBITDA	1,401.1	1,717.7	2,187.1	2,103.3	2,063.1
EV/EBITDA	19.5	13.4	9.2	8.9	8.4
(Key Financial Ratio(%))					
자기자본이익률(ROE)	3.8	5.4	5.2	5.1	5.2
EBITDA 이익률	4.6	5.0	5.8	5.5	5.3
부채비율	64.9	65.6	63.6	61.3	59.8
금융비용부담률	0.3	0.3	0.2	0.2	0.1
이자보상배율(x)	9.1	12.9	27.3	29.2	30.2
매출채권회전율(x)	12.7	14.6	11.8	11.4	11.4
재고자산회전율(x)	15.4	14.3	13.2	13.2	13.3

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 간접 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	<p>Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	79.4%
중립	20.6%
매도	0.0%

2022년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

삼성물산 (028260) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

