글로벌 투자 파트너 –
MIRAE ASSET
미래에셋대우

지주
Company Report
2020.4.23

투자의견(유지)	매수
목표주가(12M,유지)	152,000원
현재주가(20/04/22)	97,000원
상승여력	57%

영업이익(20F,십억원)	933
Consensus 영업이익(20F,십억원)	984
EPS 성장률(20F,%)	18.8
MKT EPS 성장률(20F,%)	37.5
P/E(20F,x)	14.9
MKT P/E(20F,x)	11.7
KOSPI	1,896.15
시가총액(십억원)	18,400
발행주식수(백만주)	189
유동주식비율(%)	52.1
외국인 보유비중(%)	14.5
베타(12M) 일간수익률	1.11
52주 최저가(원)	74,500
52주 최고가(원)	119,500

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	20.5	4.5	-13.0
상대주가	-0.5	15.1	1.7

[복합기업/소프트웨어]

정대로
02-3774-1634
daero.jeong@miraeasset.com

삼성물산 (028260)

우려는 이미 반영, 향후 불확실성 해소에 주목

1Q20 review: 영업이익 1,470억원(+39.7% YoY), 시장 기대치 하회

삼성물산의 1분기 실적은 매출액 6.9조원(-5.4% YoY), 영업이익 1,470억원(+39.7% YoY), 지배주주순이익 3,224억원(+29.3% YoY)을 기록, 영업이익 기준에서 **시장 컨센서스를 하회**. 이는 건설과 바이오 부문의 전년동기대비 이익 성장에도 불구, 패션과 레저 부문에서 코로나19로 인한 직접적인 영향으로 예상보다 큰 폭의 영업적자 기록이 불가피했기 때문

1) 건설: 매출액 2.6조원(-9.5% YoY), 영업이익 1,240억원(+19.2% YoY)
코로나19 영향 제한적. 현재 국내 하이테크 및 주택사업 이미 정상 운영. 해외 일부 프로젝트의 사업 일시 중단으로 매출 이연 발생, 중단 현장은 발주처와 공사기간 연장 논의 중
*신규수주 2.6조원(UAE 복합발전 1.2조원, 평택반도체 2기 0.7조원 등), 연간 11.1조원 달성 추진

2) 상사: 매출액 3.2조원(-3.5% YoY), 영업이익 226억원(-29.4% YoY)
코로나19 영향 제한적. 에너지금속, 생활산업의 부진으로 전년동기대비 매출 소폭 감소
다만 2분기 이후 코로나19로 인한 교역량 감소, 원자재 가격 변동으로 실적 둔화 전망

3) 바이오: 매출액 2,072억원(+65.3% YoY), 영업이익 510억원(흑자전환 YoY)
코로나19 영향 제한적. 공장 생산제품 구성 변화, 2공장 생산제품 판매량 증가로 실적 개선

4) 식음은 대외업무 감소에 따른 사내식당 이용 확대로 코로나19 영향 제한적, 향후 탄력적 인력운용 및 재료비 효율화 등 원가 경쟁 강화. 패션 및 레저는 코로나19로 소비심리 위축, 대외활동 축소, 다중 집객시설 이용자제 등의 영향으로 큰 폭의 영업적자 기록

실적에 대한 우려는 주가에 반영, 계열사 지분가치 반영과 불확실성 해소 기대

코로나19로 인한 자체사업의 실적 감소 우려는 불가피하나, 이미 한차례 큰 폭 조정으로 동사 주가에 반영되었다고 판단. 반면 삼성전자, 삼성바이오로직스 등 동사가 보유하고 있는 계열사 지분가치는 어느덧 역사적 최고 수준까지 회복, 동사 시가총액의 확연한 저평가를 확인

당사는 **동사 NAV 대비 할인율(현재 약 59%)을 좁힐 수 있는 계기로 삼성 이재용 부회장의 '대국민 사과' 형식 입장문 발표**(5월 11일 예정)에서 찾고 있음. 이는 삼성 준법감시위원회의 권고에 따라 진행되는 것으로, '경영권 승계, 노동, 시민사회 소통' 3가지 의제에 대한 이 부회장 입장이 전달될 것으로 예상. 실제 확인되는 내용에 따라 그간 지배구조 측면에서 동사 기업가치의 할인요소로 평가되었던 불확실성이 상당 부분 해소될 수 있을 것으로 기대

투자의견 매수, 목표주가 152,000원 유지. 개선된 주주환원 정책은 + α

동사에 대한 투자의견 매수와 목표주가 152,000원을 유지. 동사는 지난 2월 개선된 차기 3개년('20~22년) 주주환원 정책을 발표(배당수익 60~70% 재배당, 최소 2,000원). 현재 보유 중인 자기주식(보통주 12.3%) 역시 시기의 문제일 뿐 소각을 전제하고 있는 것으로 판단

결산기 (12월)	12/17	12/18	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
매출액 (십억원)	29,279	31,156	30,762	30,270	31,449	32,301
영업이익 (십억원)	881	1,104	867	933	1,186	1,211
영업이익률 (%)	3.0	3.5	2.8	3.1	3.8	3.7
순이익 (십억원)	640	1,713	1,050	1,235	1,321	1,394
EPS (원)	3,344	8,953	5,489	6,519	7,006	7,394
ROE (%)	3.1	8.1	4.8	5.0	5.2	4.6
P/E (배)	37.7	11.8	19.8	14.9	13.8	13.1
P/B (배)	1.0	0.9	0.8	0.7	0.7	0.5
배당수익률 (%)	1.6	1.9	1.8	2.5	2.5	2.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 삼성물산, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 삼성물산 1Q20 실적 review (십억원,%)

	1Q19	4Q19	1Q20P		% Growth	
			잠정 실적	Consensus	QoQ	YoY
매출액	7,357.1	7,697.9	6,960.0	6,949.9	-9.6	-5.4
영업이익	105.2	324.7	147.0	168.8	-54.7	39.8
지배주주순이익	249.3	333.7	322.4	288.6	-3.4	29.3
영업이익률	1.4	4.2	2.1	2.4	-2.1	0.7
순이익률	3.4	4.3	4.6	4.2	0.3	1.2

자료: Fn가이드, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 삼성물산 분기별 영업실적 추이 및 전망 (십억원,%)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20P	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2019	2020F	2021F
매출액	**7,357.1**	**7,972.0**	**7,735.0**	**7,697.9**	**6,960.0**	**7,808.3**	**7,744.7**	**7,756.9**	**30,762.0**	**30,269.9**	**31,448.8**
건설	2,918.0	3,152.0	2,846.0	2,737.0	2,642.0	3,095.2	2,875.4	2,822.9	11,653.0	11,435.5	11,772.8
상사	3,271.0	3,565.0	3,585.0	3,440.0	3,158.0	3,319.1	3,475.1	3,447.4	13,861.0	13,399.6	13,751.6
패션	457.0	416.0	375.0	485.0	357.0	372.6	371.3	491.6	1,733.0	1,592.6	1,662.6
리조트	103.0	224.0	187.0	183.0	74.0	206.8	180.9	180.3	697.0	641.9	660.5
급식/식자재유통	483.0	537.0	557.0	540.0	522.0	576.5	589.4	570.9	2,117.0	2,258.8	2,400.7
바이오	125.0	78.0	185.0	313.0	207.0	238.1	252.6	243.8	701.0	941.5	1,200.5
매출비중(%)	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**
건설	39.7%	39.5%	36.8%	35.6%	38.0%	39.6%	37.1%	36.4%	37.9%	37.8%	37.4%
상사	44.5%	44.7%	46.3%	44.7%	45.4%	42.5%	44.9%	44.4%	45.1%	44.3%	43.7%
패션	6.2%	5.2%	4.8%	6.3%	5.1%	4.8%	4.8%	6.3%	5.6%	5.3%	5.3%
리조트	1.4%	2.8%	2.4%	2.4%	1.1%	2.6%	2.3%	2.3%	2.3%	2.1%	2.1%
급식/식자재유통	6.6%	6.7%	7.2%	7.0%	7.5%	7.4%	7.6%	7.4%	6.9%	7.5%	7.6%
바이오	1.7%	1.0%	2.4%	4.1%	3.0%	3.0%	3.3%	3.1%	2.3%	3.1%	3.8%
영업이익	**105.2**	**220.7**	**216.0**	**324.7**	**147.0**	**252.6**	**267.4**	**265.4**	**867.2**	**932.5**	**1,185.9**
영업이익률	1.4%	2.8%	2.8%	4.2%	2.1%	3.2%	3.5%	3.4%	2.8%	3.1%	3.8%
건설	104.0	157.8	142.0	136.2	124.0	124.9	140.5	140.0	540.0	529.4	584.1
영업이익률	3.6%	5.0%	5.0%	5.0%	4.7%	4.0%	4.9%	5.0%	4.6%	4.6%	5.0%
상사	32.0	26.6	27.0	20.3	23.0	19.9	16.1	15.8	105.9	74.8	104.1
영업이익률	1.0%	0.7%	0.8%	0.6%	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.8%	0.6%	0.8%
패션	7.0	10.4	-15.0	30.0	-31.0	5.4	-8.8	9.0	32.4	-25.4	20.3
영업이익률	1.5%	2.5%	-4.0%	6.2%	-8.7%	1.5%	-2.4%	1.8%	1.9%	-1.6%	1.2%
리조트	-25.0	21.5	28.0	23.0	-39.0	15.8	30.3	14.2	47.5	21.3	47.1
영업이익률	-24.3%	9.6%	15.0%	12.6%	-52.7%	7.6%	16.8%	7.9%	6.8%	3.3%	7.1%
급식/식자재유통	22.0	31.3	22.0	20.0	19.0	27.9	28.8	30.0	95.3	105.8	119.2
영업이익률	4.6%	5.8%	3.9%	3.7%	3.6%	4.8%	4.9%	5.3%	4.5%	4.7%	5.0%
바이오	-35.0	-27.0	12.0	96.0	51.0	58.7	60.5	56.4	46.0	226.6	311.0
영업이익률	-28.0%	-34.6%	6.5%	30.7%	24.6%	24.7%	24.0%	23.1%	6.6%	24.1%	25.9%
미배분손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외순수익	238.9	51.6	144.6	101.7	267.7	117.3	158.2	211.3	536.8	754.5	581.2
지분법순익	5.9	14.7	29.8	72.5	1.1	22.3	51.2	36.8	123.0	111.4	116.7
세전이익	350.0	287.0	390.7	498.9	415.9	392.2	476.8	513.6	1,526.6	1,798.4	1,883.8
당기순이익	222.4	207.4	265.0	353.1	346.6	283.4	323.4	363.4	1,047.9	1,316.8	1,397.4
지배주주순이익	**249.3**	**219.8**	**247.3**	**333.7**	**322.4**	**267.9**	**300.9**	**343.5**	**1,050.1**	**1,234.6**	**1,320.7**

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 삼성물산 목표주가 산정 내역 (십억원)

구분	2020F	비고
영업가치(①)	**5,077**	
건설	2,330	EV/EBITDA 4.3x
급식/식자재	1,037	EV/EBITDA 6.9x
레져	1,137	EV/EBITDA 10.0x
패션	50	EV/EBITDA 5.3x
상사	524	EV/EBITDA 7.0x
투자자산가치(②)	**37,255**	
상장사	35,744	시장가치 기준
비상장사	1,510	장부가치 반영
총자산가치(①+②)	**42,332**	
순차입금	82	2020년 1분기말 기준
자기주식	2,284	
NAV	**44,533**	
시가총액	18,519	보통주 기준
NAV 대비 할인율(%)	58.4	
주식수(천주)	191,317	총발행주식수
주당 NAV	232,773	
목표주가(원)	**152,000**	산출된 주당 NAV 기준 40% 할인
현재주가(원)	97,000	2020.4.22 종가 기준
상승여력	56.7%	

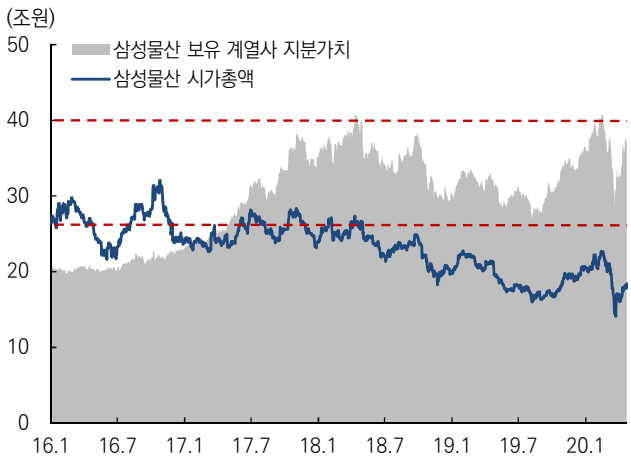
자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 4. 삼성물산 보유 투자유가증권 현황 (주, %, 원, 십억원)

	주식수	지분율	현재주가	장부가	Value
상장사				**20,706**	**35,744**
삼성전자	298,818,100	5.0	49,850	13,342	14,896
삼성바이오로직스	28,742,466	43.4	580,000	853	16,671
삼성생명보험	38,688,000	19.3	47,350	3,254	1,832
삼성SDS	13,215,822	17.1	166,000	3,106	2,194
삼성엔지니어링	13,668,989	7.0	10,950	150	150
삼성중공업	486,698	0.1	4,195	2	2
비상장사				**785**	**1,510**
한화종합화학 등	-			785	1,510

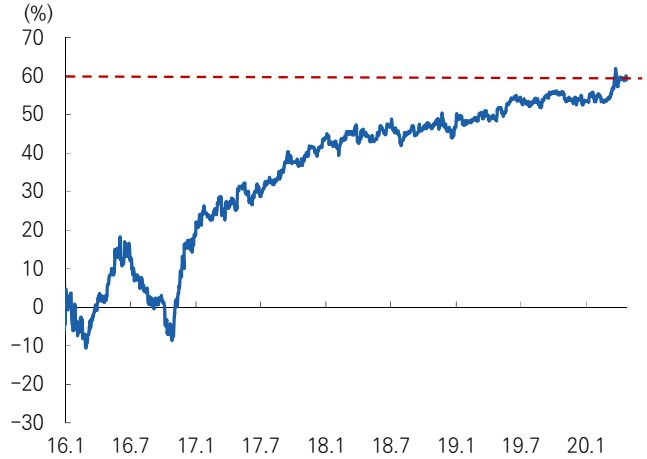
자료: 전자공시시스템, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 삼성물산 보유 계열사 지분가치: 역사상 최고 수준까지 회복



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 삼성물산 NAV 할인율 추이: 현재 역사상 최고 수준 할인율 기록



자료: 미래에셋대우 리서치센터

삼성물산 (028260)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
매출액	**30,762**	**30,270**	**31,449**	**32,301**
매출원가	**26,959**	**25,979**	**26,586**	**27,246**
매출총이익	**3,803**	**4,291**	**4,863**	**5,055**
판매비와관리비	**2,936**	**3,358**	**3,677**	**3,844**
조정영업이익	**867**	**933**	**1,186**	**1,211**
영업이익	**867**	**933**	**1,186**	**1,211**
비영업손익	**660**	**865**	**698**	**773**
금융손익	-41	0	0	0
관계기업등 투자손익	123	111	117	123
세전계속사업손익	1,527	1,798	1,884	1,984
계속사업법인세비용	479	482	486	511
계속사업이익	1,048	1,317	1,397	1,474
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**1,048**	**1,317**	**1,397**	**1,474**
지배주주	1,050	1,235	1,321	1,394
비지배주주	-2	82	77	80
총포괄이익	**4,493**	**1,317**	**1,397**	**1,474**
지배주주	4,494	1,308	1,388	1,464
비지배주주	-1	9	10	10
EBITDA	1,423	1,518	1,792	1,829
FCF	426	1,629	1,384	1,568
EBITDA 마진율 (%)	4.6	5.0	5.7	5.7
영업이익률 (%)	2.8	3.1	3.8	3.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	3.4	4.1	4.2	4.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
유동자산	**11,754**	**13,089**	**14,322**	**24,104**
현금 및 현금성자산	2,704	3,972	4,764	14,125
매출채권 및 기타채권	4,944	4,982	5,229	5,464
재고자산	1,897	1,912	2,007	2,097
기타유동자산	2,209	2,223	2,322	2,418
비유동자산	**34,152**	**34,295**	**34,573**	**34,731**
관계기업투자등	3,677	3,705	3,888	4,064
유형자산	4,926	5,040	5,135	5,117
무형자산	883	883	883	883
자산총계	**45,906**	**47,383**	**48,894**	**58,834**
유동부채	**10,929**	**11,365**	**11,506**	**11,641**
매입채무 및 기타채무	2,310	2,327	2,443	2,553
단기금융부채	2,926	2,928	2,938	2,948
기타유동부채	5,693	6,110	6,125	6,140
비유동부채	**8,284**	**8,339**	**8,697**	**9,039**
장기금융부채	1,103	1,103	1,103	1,103
기타비유동부채	7,181	7,236	7,594	7,936
부채총계	**19,213**	**19,704**	**20,204**	**20,680**
지배주주지분	**24,096**	**25,001**	**25,936**	**35,319**
자본금	19	19	19	19
자본잉여금	10,467	10,467	10,467	10,467
이익잉여금	7,601	8,506	9,441	10,449
비지배주주지분	**2,596**	**2,678**	**2,755**	**2,835**
자본총계	**26,692**	**27,679**	**28,691**	**38,154**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
영업활동으로 인한 현금흐름	**771**	**2,329**	**2,084**	**2,168**
당기순이익	1,048	1,317	1,397	1,474
비현금수익비용가감	425	-44	-19	17
유형자산감가상각비	556	586	606	618
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	-131	-630	-625	-601
영업활동으로인한자산및부채의변동	-713	426	80	77
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	481	-34	-218	-208
재고자산 감소(증가)	-161	-15	-95	-90
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-94	12	78	74
법인세납부	-793	-482	-486	-511
투자활동으로 인한 현금흐름	**607**	**-705**	**-733**	**-632**
유형자산처분(취득)	-333	-700	-700	-600
무형자산감소(증가)	-42	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	323	-5	-33	-32
기타투자활동	659	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**-1,612**	**-328**	**-375**	**-375**
장단기금융부채의 증가(감소)	-544	2	11	10
자본의 증가(감소)	-2	0	0	0
배당금의 지급	-336	-330	-386	-386
기타재무활동	-730	0	0	1
현금의 증가	**-199**	**1,267**	**792**	**9,361**
기초현금	2,904	2,704	3,972	4,764
기말현금	2,704	3,972	4,764	14,125

예상 주당가치 및 valuation (요약)

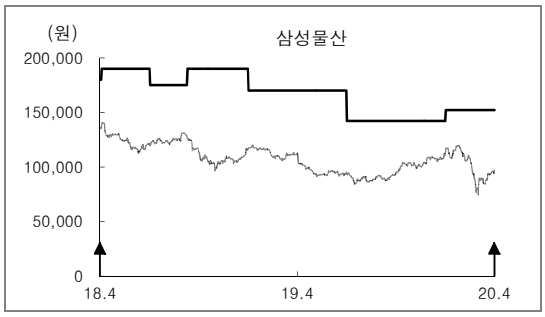
	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
P/E (x)	19.8	14.9	13.8	13.1
P/CF (x)	14.1	14.4	13.3	12.3
P/B (x)	0.8	0.7	0.7	0.5
EV/EBITDA (x)	16.8	13.4	11.0	5.7
EPS (원)	5,489	6,519	7,006	7,394
CFPS (원)	7,697	6,721	7,312	7,908
BPS (원)	135,945	142,765	147,726	197,501
DPS (원)	2,000	2,400	2,400	2,400
배당성향 (%)	31.2	29.3	27.6	26.2
배당수익률 (%)	1.8	2.5	2.5	2.5
매출액증가율 (%)	-1.3	-1.6	3.9	2.7
EBITDA증가율 (%)	-9.2	6.7	18.1	2.1
조정영업이익증가율 (%)	-21.5	7.6	27.1	2.1
EPS증가율 (%)	-38.7	18.8	7.5	5.5
매출채권 회전율 (회)	6.6	6.9	7.0	6.8
재고자산 회전율 (회)	17.1	15.9	16.1	15.7
매입채무 회전율 (회)	16.6	16.6	16.5	16.2
ROA (%)	2.4	2.8	2.9	2.7
ROE (%)	4.8	5.0	5.2	4.6
ROIC (%)	8.3	9.5	15.3	14.8
부채비율 (%)	72.0	71.2	70.4	54.2
유동비율 (%)	107.5	115.2	124.5	207.1
순차입금/자기자본 (%)	2.5	-2.9	-5.7	-28.8
조정영업이익/금융비용 (x)	6.4	0.0	0.0	0.0

자료: 삼성물산, 미래에셋대우 리서치센터

삼성물산
우려는 이미 반영, 향후 불확실성 해소에 주목

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
삼성물산(028260)				
2020.01.23	매수	152,000	-	-
2019.07.24	매수	142,000	-31.78	-21.13
2019.01.23	매수	170,000	-38.74	-29.41
2018.10.02	매수	190,000	-42.72	-34.21
2018.07.25	매수	175,000	-28.97	-25.14
2018.04.26	매수	190,000	-35.11	-26.05
2018.01.29	매수	180,000	-25.24	-20.00



* 괴리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업

매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상
비중축소 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상

산업

비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(—), 목표주가(━), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
82.04%	12.57%	5.39%	0.00%

* 2020년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 삼성물산을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.