

삼성물산

| Bloomberg Code (028260 KS) | Reuters Code (028260.KS)

2024년 4월 25일

[지주회사]

은경완 연구위원
☎ 02-3772-1515
✉ kw.eun@shinhan.com

박현우 연구원
☎ 02-3772-1568
✉ phw@shinhan.com

성장과 분배의 갈림길



매수
(유지)



현재주가 (4월 24일)
150,400 원



목표주가
180,000 원 (상향)



상승여력
19.7%

- ◆ 1분기 매출액과 영업이익 10.8조원, 7,123억원으로 컨센서스 상회
- ◆ 지주회사 중 밸류업 프로그램 관련 이벤트에 가장 민감하게 반응
- ◆ 주주환원 보단 신사업 투자에 방점 → 가시적 성과 보여줄 필요



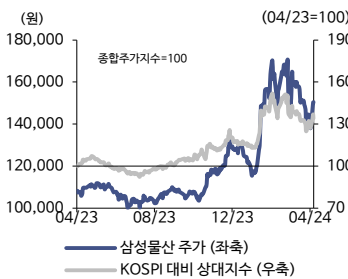
신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com



신한투자증권 기업분석부

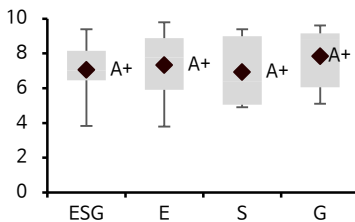
시가총액	27,913.0십억원
발행주식수	177.8백만주
유동주식수	95.3백만주(53.6%)
52 주 최고가/최저가	170,800 원/100,100 원
일평균 거래량 (60 일)	657,709 주
일평균 거래액 (60 일)	100,731 백만원
외국인 지분율	25.03%
주요주주	
이재용 외 13 인	33.29%
케이씨씨	9.17%
절대수익률	
3개월	28.1%
6개월	43.8%
12개월	39.9%
KOSPI 대비 상대수익률	
3개월	18.2%
6개월	28.1%
12개월	31.9%

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



1Q24 Earnings Review

삼성물산의 1분기 매출액과 영업이익은 10.8조원(+5.4% YoY), 7,123 억원(+11.2% YoY)으로 컨센서스를 각각 4.2%, 9.0% 상회했다. 계절 적 비수기인 레저를 제외한 대부분의 사업부가 기대 이상의 성과를 기록했다. 우선 건설은 전분기 일회성 비용의 기저효과와 대형 하이테크 공정 호조로 기대치를 큰 폭으로 상회했다. 상사의 경우 매출은 원 자재 가격 하락 영향으로 전분기 수준을 유지했으나 영업이익은 철강 물량 확대, 고마진 트레이딩 증가, 미국 태양광 매각 수익 반영으로 개선되는 흐름을 보였다. 패션 역시 수입상품 판매 호조와 온라인 매 출 확대로 견조한 실적을 유지했으며, 식음 부문도 급식 마진율 상승 과 식자재 유통 매출 확대로 외형과 수익성 모두 개선됐다. 마지막으로 바이오는 시장 예상치에 부합하는 무난한 실적을 달성했다.

부족한 내러티브를 채워준 밸류업 프로그램

밸류업 프로그램 도입과 행동주의 펀드의 주주제안으로 주가 반등에 성공했다. 다각화된 사업 포트폴리오에 기반한 높은 이익 안정성, 보 유 지분가치 대비 저평가 등의 방어적 매력에 돋보이던 가운데 주주 환원 확대 내지 기업가치 제고 기대감이 주가에 투영됐다. 비록 지난 3월 정기 주총에서 관련 안건이 부결되며 기대감이 약화된 건 있으나 여전히 지주사 중에선 밸류업 이벤트에 가장 민감하게 반응하고 있다.

분배 대신 선택한 성장, 가시적 성과 보여줘야 할 때

높아진 주주환원 요구에 부응하기 위해 보유 자사주 소각 기간을 기 존 5년에서 3년으로 앞당겼다. 다만 이를 제외하곤 추가적인 주주환원 정책 시행이 아닌 사업 경쟁력 강화 및 미래 신사업 투자에 좀 더 방 점을 두고 있다. 사측은 실적 설명회에서 향후 밸류업 가이드라인이 구체화되는 시점에 관련 내용을 추가 검토하겠다고 소통했으나 차기 3개년 주주환원정책이 발표되는 2026년 이후에나 반영될 가능성이 크 다. 같은 맥락에서 삼성물산은 그간 강조한 신규 사업(ex. 친환경 에 너지, 바이오)에서 반드시 가시적 성과를 보여줄 필요가 있다. 관련 기 대감을 감안해 매수 투자의견을 유지하며, 목표주가는 보유 지분가치 상승, 영업가치 추정치 조정 등을 반영해 180,000으로 상향한다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비용 (%)
2022	43,161.7	2,528.5	2,044.1	10,825	141,531	10.5	8.3	0.8	7.2	(1.3)
2023	41,895.7	2,870.2	2,218.3	11,804	182,877	11.0	8.1	0.7	7.3	(0.1)
2024F	43,212.8	3,165.9	2,533.0	13,945	202,941	10.8	7.8	0.7	7.2	(4.0)
2025F	44,988.9	3,467.7	2,564.3	14,305	215,051	10.5	7.0	0.7	6.8	(7.5)
2026F	46,948.5	3,871.5	2,824.2	15,756	226,414	9.5	6.3	0.7	7.1	(8.9)

자료: 회사 자료, 신한투자증권

1Q24 Earnings Summary

(십억원)	1Q24P	1Q23	(% YoY)	4Q23	(% QoQ)	신한투자	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	10,796	10,239	5.4	10,100	6.9	10,730	0.6	10,357	4.2
영업이익	712	641	11.2	627	13.6	716	(0.6)	653	9.0
순이익	728	677	7.5	388	87.7	570	27.8	599	21.5
OPM(%)	6.6	6.3		6.2		6.7		6.3	
NPM(%)	6.7	6.6		3.8		5.3		5.8	

자료: 삼성물산, 신한투자증권 추정

삼성물산 NAV Valuation

(주, %, 원, 십억원)	회사명	지분율/주식수	장부가	현재가	평가액	비고
1) 보유 지분가치					56,308	4월 24일 기준
	삼성전자	5.0		469,225	23,487	
	삼성바이오로직스	43.1		56,227	24,211	
	삼성생명	19.3		17,080	3,304	
	삼성에스디에스	17.1		11,723	2,002	
	삼성엔지니어링	7.0		5,135	358	
	기타		2,946		2,946	2023년 12월말 기준
2) 영업가치					10,132	2024년 예상 순이익에 4배 적용
3) 순차입금					2,200	2024년 3월말 기준
4) NAV					64,241	
5) 할인율					55.0	
6) Target NAV					28,908	
7) 유통주식수		162,168,982				보통주 기준
8) 주당 NAV					178,260	
9) 목표주가					180,000	
10) 현재가					150,400	4월 24일 기준
11) 상승여력					19.7	

자료: 삼성물산, 신한투자증권 추정

실적 전망 변경 내역

(십억원, %)	변경전		변경후		% change	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	44,125	46,034	43,213	44,989	(2.1)	(2.3)
영업이익	3,067	3,431	3,166	3,468	3.2	1.1
순이익	2,360	2,582	2,533	2,564	7.3	(0.7)

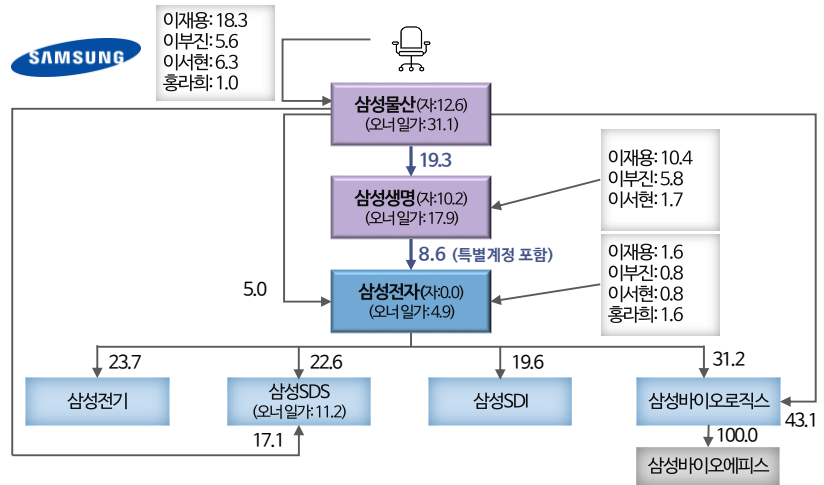
자료: 신한투자증권 추정

삼성물산 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F	FY23	FY24F	FY25F
매출액	10,239	10,586	10,971	10,100	10,796	10,817	11,174	10,426	41,896	43,213	44,989
건설	4,600	4,751	5,282	4,678	5,584	5,321	5,705	4,912	19,311	21,522	22,232
상사	3,604	3,516	3,254	2,891	2,906	2,989	2,929	2,746	13,265	11,570	11,859
패션	526	524	456	545	517	534	465	556	2,051	2,073	2,124
레저	124	225	219	208	126	232	227	212	776	797	826
식음	664	704	726	704	716	746	777	739	2,798	2,978	3,053
바이오	721	866	1,034	1,074	947	995	1,072	1,260	3,695	4,274	4,895
매출총이익	1,509	1,688	1,713	1,657	1,649	1,785	1,765	1,668	6,567	6,867	7,310
GPM(%)	14.7	15.9	15.6	16.4	15.3	16.5	15.8	16.0	15.7	15.9	16.2
판관비	868	916	883	1,030	937	1,013	938	814	3,697	3,701	3,843
판관비율(%)	8.5	8.7	8.0	10.2	8.7	9.4	8.4	7.8	8.8	8.6	8.5
영업이익	641	772	830	627	712	772	827	854	2,870	3,166	3,468
건설	292	305	303	135	337	314	325	285	1,035	1,261	1,325
상사	99	114	89	57	85	71	70	71	359	297	297
패션	57	57	33	46	54	50	42	52	193	198	197
레저	(22)	12	53	24	(11)	14	45	17	67	65	71
식음	29	37	40	22	32	33	34	33	128	133	136
바이오	186	247	312	343	215	290	311	396	1,088	1,212	1,443
영업이익률(%)	6.3	7.3	7.6	6.2	6.6	7.1	7.4	8.2	6.9	7.3	7.7
건설	6.3	6.4	5.7	2.9	6.0	5.9	5.7	5.8	5.4	5.9	6.0
상사	2.7	3.2	2.7	2.0	2.9	2.4	2.4	2.6	2.7	2.6	2.5
패션	10.8	10.9	7.2	8.4	10.4	9.4	9.0	9.4	9.4	9.6	9.3
레저	(17.7)	5.3	24.2	11.5	(8.7)	6.0	20.0	8.0	8.6	8.2	8.5
식음	4.4	5.3	5.5	3.1	4.5	4.5	4.4	4.5	4.6	4.5	4.4
바이오	25.8	28.5	30.2	31.9	22.7	29.1	29.0	31.4	29.4	28.4	29.5
지배주주순이익	677	583	570	388	728	580	603	622	2,218	2,533	2,564
NPM(%)	6.6	5.5	5.2	3.8	6.7	5.4	5.4	6.0	5.3	5.9	5.7

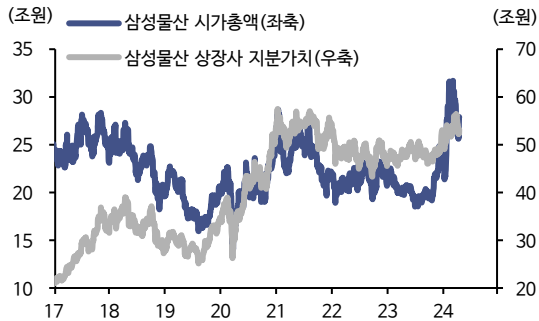
자료: 삼성물산, 신한투자증권 추정

삼성그룹 요약 지배구조



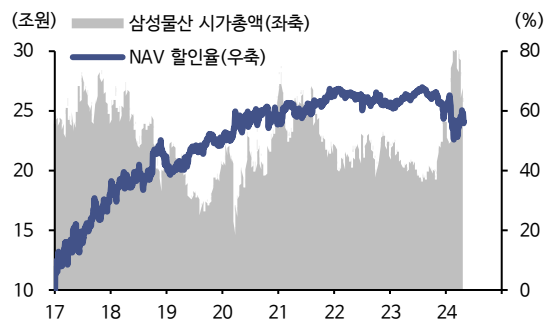
자료: Dart, 신한투자증권

보유 상장 지분가치 추이



자료: QuantiWise, 신한투자증권

NAV 할인율 추이



자료: 삼성물산, QuantiWise, 신한투자증권

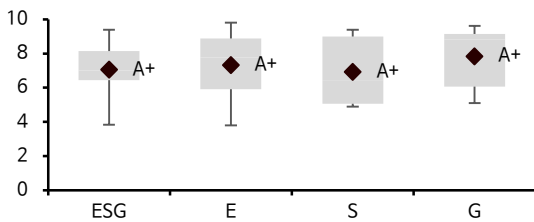
ESG Insight

Analyst Comment

- ◆ 연초 보통주 보유분 3분의 1과 우선주 전량 소각을 결정. 25~26년에도 3분의 1씩 소각하며 3년 내 소각 완료 예정
- ◆ 2025년까지 관계사 배당수익의 6~70% 수준을 재배당하는 기존 정책 유지
- ◆ 2022년 1) 2030년 재생에너지 100%, 2) 2050년 탄소중립 달성 추진을 골자로 하는 '2050 탄소중립 전략' 발표
- ◆ 중대재해 Zero 실현을 위해 부문별로 안전보건경영 방침 수립 및 최고 안전관리책임자(CSO) 선임

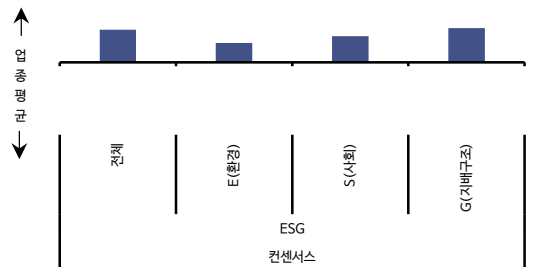
신한 ESG 컨센서스 분포

(점수 및 등급)



자료: 신한투자증권

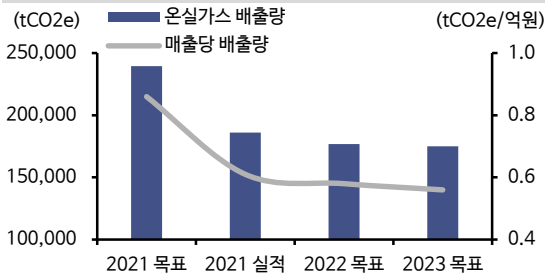
ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

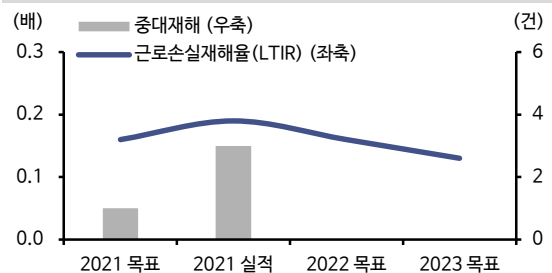
Key Chart

온실가스 배출량 및 감축 목표



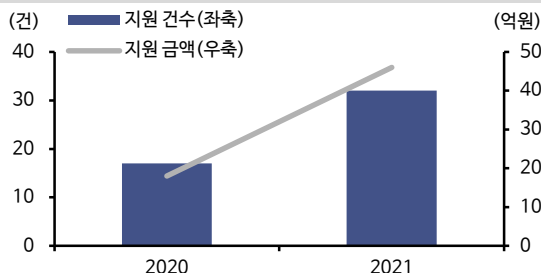
자료: 삼성물산, 신한투자증권

중대재해 Zero 실현 목표



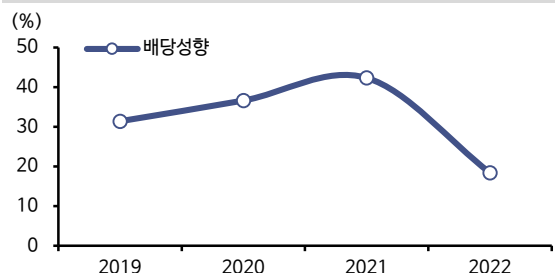
자료: 삼성물산, 신한투자증권

협력회사 기술 지원



자료: 삼성물산, 신한투자증권

주주환원



자료: FnGuide, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
자산총계	58,981.5	66,127.0	69,234.3	72,115.9	75,608.3
유동자산	20,312.8	18,977.6	20,801.3	22,380.3	23,646.8
현금및현금성자산	4,200.4	3,119.5	3,810.0	4,755.7	5,271.1
매출채권	5,589.7	4,597.2	4,745.7	4,852.4	5,066.2
재고자산	4,108.8	4,470.1	4,614.4	4,718.2	4,926.2
비유동자산	38,668.7	47,149.5	48,433.0	49,735.6	51,961.5
유형자산	6,401.2	6,963.8	7,297.1	7,615.9	7,865.2
무형자산	6,667.2	6,430.8	6,350.8	6,312.8	6,245.8
투자자산	22,627.6	30,424.0	31,454.3	32,476.1	34,519.7
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	27,017.4	26,229.9	26,630.1	26,683.7	27,425.9
유동부채	16,413.4	14,759.1	14,867.7	14,884.9	15,370.4
단기차입금	2,129.4	1,376.7	1,222.7	1,111.7	1,076.7
매출채무	2,358.3	2,707.8	2,795.2	2,858.1	2,984.0
유동성장기부채	1,427.6	1,440.8	1,317.8	1,168.8	1,133.8
비유동부채	10,604.0	11,470.8	11,762.4	11,798.8	12,055.5
사채	1,077.6	674.1	827.1	827.1	827.1
장기차입금(경기금융부채 포함)	1,542.5	1,474.0	1,311.5	1,131.5	954.5
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	31,964.1	39,897.1	42,604.2	45,432.2	48,182.4
자본금	18.9	18.7	18.7	18.7	18.7
자본잉여금	10,620.4	10,695.7	10,695.7	10,695.7	10,695.7
기타자본	(2,384.4)	(2,377.5)	(2,377.5)	(2,377.5)	(2,377.5)
기타포괄이익누계액	7,579.3	13,239.5	13,239.5	13,239.5	13,239.5
이익잉여금	10,846.6	12,661.7	14,801.1	16,971.7	19,008.7
지배주주지분	26,680.6	34,238.1	36,377.5	38,548.2	40,585.2
비지배주주지분	5,283.5	5,659.0	6,226.7	6,884.0	7,597.2
*충차입금	6,485.3	5,306.3	5,030.8	4,598.7	4,367.6
*순차입금(순현금)	(415.5)	(48.6)	(1,708.0)	(3,402.8)	(4,266.8)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	2,618.3	2,798.7	4,270.8	4,332.1	4,879.7
당기순이익	2,545.0	2,719.1	3,100.8	3,221.6	3,537.5
유형자산상각비	627.0	820.9	1,006.7	1,037.2	1,098.7
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
회계환산손실(이익)	167.6	3.0	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(191.2)	(11.4)	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(142.7)	(83.1)	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(439.7)	(1,062.5)	163.4	73.3	243.5
(법인세납부)	(1,005.1)	(779.8)	(961.6)	(1,017.3)	(1,117.1)
기타	1,057.4	1,192.5	961.5	1,017.3	1,117.1
투자활동으로인한현금흐름	(3,195.7)	(2,105.4)	(2,358.6)	(2,388.9)	(3,423.0)
유형자산의증가(CAPEX)	(1,105.7)	(1,228.7)	(1,367.0)	(1,387.0)	(1,400.0)
유형자산의감소	38.2	23.5	27.0	31.0	52.0
무형자산의증가(증거)	(139.2)	(187.1)	80.0	38.0	67.0
투자자산의감소(증거)	959.2	(225.7)	(1,030.3)	(1,021.8)	(2,043.6)
기타	(2,948.2)	(487.4)	(68.3)	(49.1)	(98.4)
FCF	1,522.8	640.7	1,978.7	2,229.9	2,529.4
재무활동으로인한현금흐름	2,560.8	(1,818.1)	(692.9)	(825.7)	(1,018.4)
차입금의증가(감소)	1,654.4	(1,179.4)	(275.5)	(432.1)	(231.1)
자기주식의취득	198.7	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(723.7)	(378.5)	(417.3)	(393.6)	(787.2)
기타	1,431.4	(260.2)	(0.1)	0.0	(0.1)
기타현금흐름	0.0	0.0	(528.9)	(171.9)	77.1
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(37.5)	44.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	1,945.9	(1,080.9)	690.5	945.7	515.4
기초현금	2,254.5	4,200.4	3,119.5	3,810.0	4,755.7
기말현금	4,200.4	3,119.5	3,810.0	4,755.7	5,271.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	43,161.7	41,895.7	43,212.8	44,988.9	46,948.5
증감률 (%)	25.3	(2.9)	3.1	4.1	4.4
매출원가	37,122.5	35,328.7	36,345.3	37,678.4	39,203.6
매출총이익	6,039.1	6,566.9	6,867.4	7,310.5	7,744.9
매출총이익률 (%)	14.0	15.7	15.9	16.2	16.5
판매관리비	3,510.6	3,696.8	3,701.5	3,842.7	3,873.4
영업이익	2,528.5	2,870.2	3,165.9	3,467.7	3,871.5
증감률 (%)	111.4	13.5	10.3	9.5	11.6
영업이익률 (%)	5.9	6.9	7.3	7.7	8.2
영업외손익	806.0	679.3	896.4	771.2	783.0
금융손익	(86.1)	34.5	12.0	11.9	12.2
기타영업외손익	749.5	561.7	807.5	686.0	694.9
종속 및 관계기업관련손익	142.7	83.1	76.9	73.3	75.8
세전계속사업이익	3,334.5	3,549.5	4,062.4	4,238.9	4,654.5
법인세비용	789.6	830.4	961.6	1,017.3	1,117.1
계속사업이익	2,545.0	2,719.1	3,100.8	3,221.6	3,537.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	2,545.0	2,719.1	3,100.8	3,221.6	3,537.5
증감률 (%)	39.1	6.8	14.0	3.9	9.8
순이익률 (%)	5.9	6.5	7.2	7.2	7.5
(지배주주)당기순이익	2,044.1	2,218.3	2,533.0	2,564.3	2,824.2
(비지배주주)당기순이익	500.9	500.8	567.7	657.3	713.2
총포괄이익	(2,418.9)	8,372.0	3,100.8	3,221.6	3,537.5
(지배주주)총포괄이익	(2,943.2)	7,851.8	2,912.6	3,026.1	3,322.8
(비지배주주)총포괄이익	524.3	520.2	188.1	195.4	214.6
EBITDA	3,155.5	3,691.1	4,172.6	4,504.9	4,970.2
증감률 (%)	83.7	17.0	13.0	8.0	10.3
EBITDA 이익률 (%)	7.3	8.8	9.7	10.0	10.6

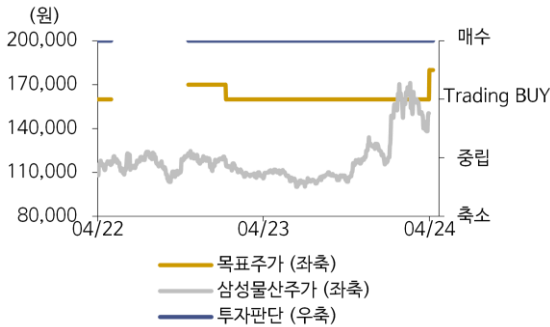
주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	13,482	14,473	17,071	17,972	19,735
EPS (지배순이익, 원)	10,825	11,804	13,945	14,305	15,756
BPS (자본총계, 원)	169,558	213,104	237,678	253,455	268,797
BPS (지배지분, 원)	141,531	182,877	202,941	215,051	226,414
DPS (원)	2,300	2,550	2,700	2,800	3,000
PER (당기순이익, 배)	8.4	8.9	8.8	8.4	7.6
PER (지배순이익, 배)	10.5	11.0	10.8	10.5	9.5
PBR (자본총계, 배)	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
PBR (지배지분, 배)	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA (배)	8.3	8.1	7.8	7.0	6.3
배당성향 (%)	18.4	18.8	15.5	15.4	13.9
배당수익률 (%)	2.0	2.0	1.8	1.9	2.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	7.3	8.8	9.7	10.0	10.6
영업이익률 (%)	5.9	6.9	7.3	7.7	8.2
순이익률 (%)	5.9	6.5	7.2	7.2	7.5
ROA (%)	4.5	4.3	4.6	4.6	4.8
ROE (지배순이익, %)	7.2	7.3	7.2	6.8	7.1
ROIC (%)	6.3	26.5	16.8	17.3	20.0
안정성					
부채비율 (%)	84.5	65.7	62.5	58.7	56.9
순차입금비율 (%)	(1.3)	(0.1)	(4.0)	(7.5)	(8.9)
현금비율 (%)	25.6	21.1	25.6	31.9	34.3
이자보상배율 (배)	13.4	11.3	10.7	17.4	21.2
활동성					
순운전자본회전율 (회)	33.6	23.0	17.7	18.0	18.1
재고자산회수기간 (일)	29.3	37.4	38.4	37.9	37.5
매출채권회수기간 (일)	42.6	44.4	39.5	38.9	38.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이

삼성물산(028260)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 01월 27일	매수	160,000	(30.1)	(26.3)
2022년 05월 26일		커버리지제외	-	-
2022년 11월 11일	매수	170,000	(30.2)	(26.8)
2023년 02월 02일	매수	160,000	(32.2)	(27.4)
2023년 08월 03일		6개월경과	(28.4)	(7.1)
2024년 02월 04일		6개월경과	(2.8)	6.8
2024년 04월 25일	매수	180,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 은경완, 박현우)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 삼성물산을 기초자산으로 ELS가 발행된 상태입니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높음 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 04월 23일 기준)

매수 (매수)	92.44%	Trading BUY (중립)	5.46%	중립 (중립)	2.10%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------