

삼성물산

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

2023년 12월 14일

[지주회사]

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

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

반가운 NAV 할인을 축소



매수
(유지)



현재주가 (12월 13일)
128,700원



목표주가
160,000원 (유지)



상승여력
24.3%

- ◆ 높아진 주주들 목소리에 화답하며 NAV 할인을 축소 진행 중
- ◆ 자사주 매입 등 추가적인 주주환원확대 보다는 투자에 방점
- ◆ 신 사업에서의 유의미한 성과 확인이 반드시 필요



신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

시가총액	23,885.6십억원
발행주식수	185.6백만주
유동주식수	98.3백만주(53.0%)
52 주 최고가/최저가	129,200 원/100,100 원
일평균 거래량 (60 일)	219,110 주
일평균 거래액 (60 일)	24,775 백만원
외국인 지분율	19.50%

주요주주

이재용 외 13 인	33.93%
케이씨씨	9.17%

절대수익률

3개월	18.2%
6개월	18.4%
12개월	8.6%

KOSPI 대비 상대수익률

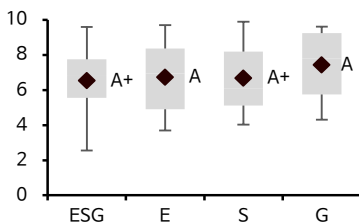
3개월	19.3%
6개월	24.4%
12개월	2.6%

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



높아진 주주들 목소리에 화답한 주가

오랜 주가 부진을 딛고 반등에 성공했다. 높은 자산가치가 가진 방어적 매력이 돋보이던 가운데 국내외 투자자들의 기업가치 제고 요구가 할인을 축소로 연결됐다. 언론 보도를 참고시 1) 배당 확대, 자사주 매입 등 주주환원정책 확대 시행, 2) 사업부 재편 및 지주회사 체제 전환 등의 다양한 의견이 사측에 전달된 것으로 파악된다.

투자자들의 요구가 현실화 될 가능성은?

최근 주가 상승으로 NAV 할인이 60% 아래로 내려갔다. 여전히 보유 자산가치 대비 저평가 구간에 위치해 있긴 하나 추가적인 할인을 축소를 위해서는 전술한 내용들의 현실화 여부가 중요하다.

우선 지배구조 개편과 관련된 요구 사항들은 실현 가능성이 떨어진다. 방법론도 문제지만 과거 홍역을 치렀던 이슈인 만큼 굳이 무리한 변화를 추진할 유인이 크지 않기 때문이다. 언젠간 금산분리 등의 해결이 필요하겠으나 지금 당장에 일어날 이벤트는 아니라는 생각이다.

반면 주주환원과 관련해서는 고민이 깊어진다. 삼성물산은 연초 차기 3개년(FY23~25) 주주환원정책을 발표한 바 있다. 주요 내용은 1) 최소 주당 배당금 2,000원을 유지 및 관계사 배당수익의 60~70% 수준 환원, 2) 보유 자사주(보통주 13.2%, 우선주 9.8%) 5년간 분할 소각으로 요약된다. 이와 함께 사업 경쟁력 강화 및 미래 성장동력 발굴을 위한 3~4조원 규모의 투자 확대를 약속했다. 자사주 매입과 같은 추가 주주환원정책 시행 보다는 투자에 좀 더 방점을 두고 있는 셈이다.

신 사업에서의 유의미한 성과 확인 필요

국내에서 전개되는 행동주의 캠페인의 핵심 배경에는 투자 위주 성장 모델 및 산업 구조의 한계가 자리잡고 있다. 즉 신규 투자를 통한 ROIC 확보 보단 보유 자산/자본을 재배치하는 편이 기업가치에 제고에 보다 효과적으로 작용한다는 의미다. 같은 맥락에서 삼성물산은 신 사업에서의 유의미한 성과 확인이 반드시 필요한 구간에 진입했다. 관련 기대감을 감안해 투자 의견 '매수', 목표주가 160,000원을 유지한다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비용 (%)
2021	34,455.2	1,196.0	1,635.0	8,640	161,290	13.8	14.3	0.7	5.4	(2.6)
2022	43,161.7	2,528.5	2,044.1	10,825	141,531	10.5	8.3	0.8	7.2	(1.3)
2023F	42,396.6	2,965.5	2,390.3	12,740	172,140	10.1	7.5	0.7	8.1	(3.3)
2024F	44,124.5	3,066.9	2,360.5	12,608	182,756	10.2	6.6	0.7	7.1	(9.1)
2025F	46,034.1	3,431.4	2,581.6	13,789	194,553	9.3	5.5	0.7	7.3	(14.6)

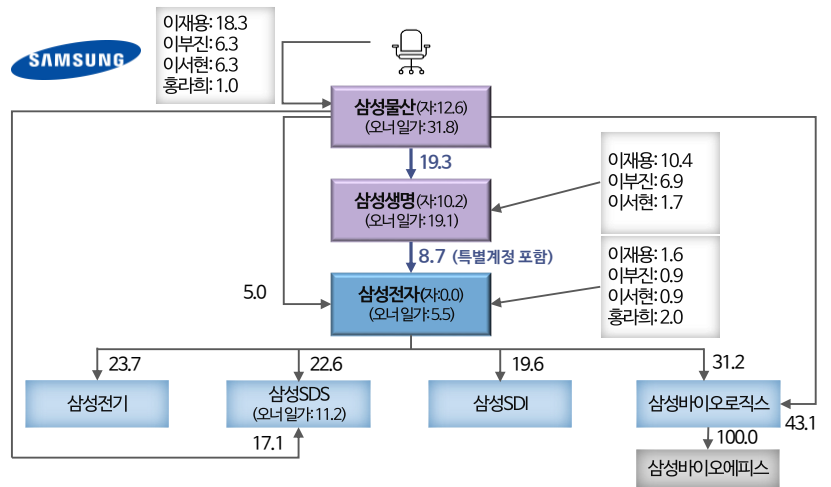
자료: 회사 자료, 신한투자증권

삼성물산 NAV Valuation

(주, %, 원, 십억원)	회사명	지분율/주식수	장부가	현재가	평가액	비고
1) 보유 지분가치					51,559	12월 13일 기준
	삼성전자	5.0		434,600	21,773	
	삼성바이오로직스	43.1		49,893	21,504	
	삼성생명	19.3		14,080	2,717	
	삼성에스디에스	17.1		13,309	2,276	
	삼성엔지니어링	7.0		4,920	344	
	기타		2,944		2,944	
2) 영업가치					9,442	2024년 예상 순이익에 4배 적용
3) 순차입금					2,450	2023년 9월말 기준
4) NAV					58,551	
5) 할인율					55.0	
6) Target NAV					26,348	
7) 유통주식수		162,168,982				보통주 기준
8) 주당 NAV					162,472	
9) 목표주가					160,000	
10) 현재가					128,700	12월 13일 기준
11) 상승여력					24.3	

자료: 삼성물산, 신한투자증권 추정

삼성그룹 요약 지배구조



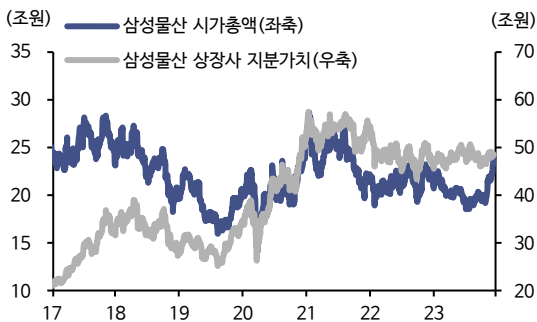
자료: Dart, 신한투자증권

삼성물산 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	FY22	FY23F	FY24F
매출액	10,440	10,819	11,256	10,648	10,239	10,586	10,971	10,601	43,162	42,397	44,125
건설	3,019	3,359	4,189	4,031	4,600	4,751	5,282	4,958	14,598	19,591	20,473
상사	5,781	5,415	4,796	4,226	3,604	3,516	3,254	3,170	20,218	13,544	13,814
패션	474	515	471	542	526	524	456	531	2,002	2,037	2,078
레저	87	220	227	223	124	225	219	214	757	782	809
식음	568	655	703	660	664	704	726	680	2,586	2,774	2,843
바이오	511	655	870	966	721	866	1,034	1,048	3,002	3,669	4,107
매출총이익	1,259	1,391	1,744	1,645	1,509	1,688	1,713	1,611	6,039	6,522	6,797
GPM(%)	12.1	12.9	15.5	15.5	14.7	15.9	15.6	15.2	14.0	15.4	15.4
판매비	718	835	947	1,011	868	916	883	889	3,511	3,556	3,730
판매비율(%)	6.9	7.7	8.4	9.5	8.5	8.7	8.0	8.4	8.1	8.4	8.5
영업이익	542	556	797	634	641	772	830	723	2,529	2,965	3,067
건설	155	155	324	241	292	305	303	278	875	1,178	1,199
상사	190	129	59	18	99	114	89	38	396	340	315
패션	42	62	29	48	57	57	33	46	181	193	190
레저	(24)	22	48	11	(22)	12	53	10	57	53	65
식음	14	34	24	1	29	37	40	28	73	134	128
바이오	165	154	313	315	186	247	312	324	947	1,069	1,170
영업이익률(%)	5.2	5.1	7.1	6.0	6.3	7.3	7.6	6.8	5.9	7.0	7.0
건설	5.1	4.6	7.7	6.0	6.3	6.4	5.7	5.6	6.0	6.0	5.9
상사	3.3	2.4	1.2	0.4	2.7	3.2	2.7	1.2	2.0	2.5	2.3
패션	8.9	12.0	6.2	8.9	10.8	10.9	7.2	8.6	9.0	9.5	9.1
레저	(27.6)	10.0	21.1	4.9	(17.7)	5.3	24.2	4.8	7.5	6.8	8.0
식음	2.5	5.2	3.4	0.2	4.4	5.3	5.5	4.1	2.8	4.8	4.5
바이오	32.3	23.5	36.0	32.6	25.8	28.5	30.2	30.9	31.5	29.1	28.5
지배주주순이익	561	515	495	473	677	583	570	560	2,044	2,390	2,360
NPM(%)	5.4	4.8	4.4	4.4	6.6	5.5	5.2	5.3	4.7	5.6	5.3

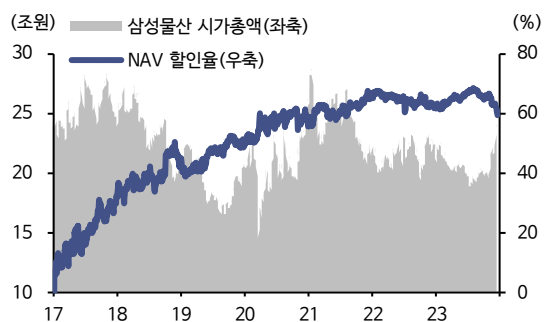
자료: 삼성물산, 신한투자증권 추정

보유 상장 지분가치 추이



자료: QuantiWise, 신한투자증권

NAV 할인율 추이



자료: 삼성물산, QuantiWise, 신한투자증권

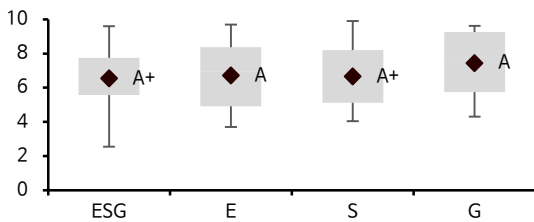
ESG Insight

Analyst Comment

- ◆ 2023년 2월 5년 내 보유 자사주 전량(약 3조원 규모) 소각 발표, 3월 주주총회에서 자사주 1,500억원 소각 결의
- ◆ 2025년까지 3년간 관계사 배당수익의 6~70% 수준을 배당하는 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

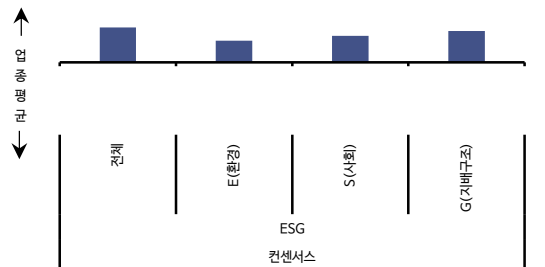
신한 ESG 컨센서스 분포

(점수 및 등급)



자료: 신한투자증권

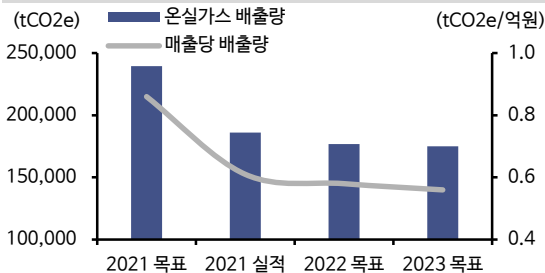
ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

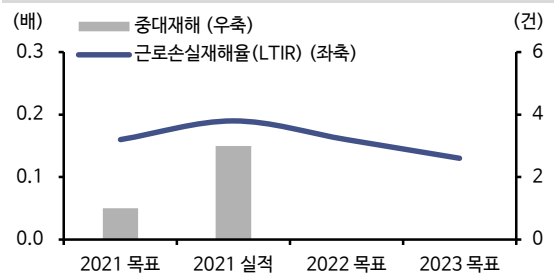
Key Chart

온실가스 배출량 및 감축 목표



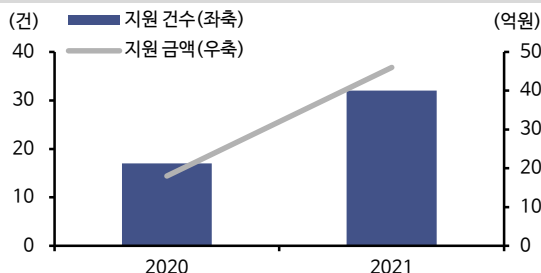
자료: 삼성물산, 신한투자증권

중대재해 Zero 실현 목표



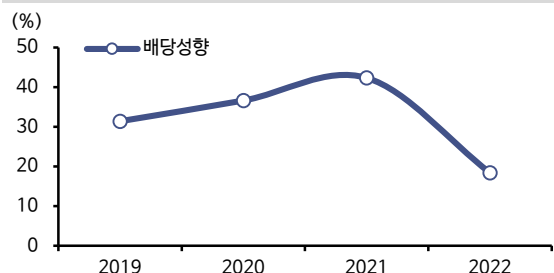
자료: 삼성물산, 신한투자증권

협력회사 기술 지원



자료: 삼성물산, 신한투자증권

주주환원



자료: FnGuide, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
자산총계	55,245.4	58,981.5	64,378.8	67,558.6	69,885.1
유동자산	15,144.0	20,312.8	20,596.0	23,444.6	25,429.0
현금및현금성자산	2,254.5	4,200.4	4,336.9	5,460.8	6,273.2
매출채권	4,491.8	5,589.7	5,565.1	5,802.4	5,972.0
재고자산	2,810.4	4,108.8	4,090.7	4,265.1	4,389.8
비유동자산	40,101.4	38,668.7	43,782.8	44,114.0	44,456.1
유형자산	5,231.8	6,401.2	6,702.1	7,085.8	7,446.3
무형자산	738.8	6,667.2	6,451.8	6,371.8	6,333.8
투자자산	31,826.4	22,627.6	27,618.0	27,645.5	27,665.1
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	21,893.0	27,017.4	26,434.7	27,152.4	26,742.6
유동부채	11,675.3	16,413.4	15,730.9	15,947.7	15,827.7
단기차입금	1,210.3	2,129.4	1,973.7	1,675.7	1,277.7
매출채무	2,527.0	2,358.3	2,347.9	2,448.0	2,519.6
유동성장기부채	348.6	1,427.6	957.5	926.5	814.5
비유동부채	10,217.6	10,604.0	10,703.8	11,204.7	10,914.9
사채	788.0	1,077.6	1,078.1	1,231.1	1,231.1
장기차입금(경기금융부채 포함)	833.7	1,542.5	1,677.0	1,686.0	1,154.0
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	33,352.4	31,964.1	37,944.1	40,406.1	43,142.5
자본금	18.9	18.9	18.7	18.7	18.7
자본잉여금	10,482.0	10,620.4	10,695.7	10,695.7	10,695.7
기타자본	(2,157.2)	(2,384.4)	(2,377.5)	(2,377.5)	(2,377.5)
기타포괄이익누계액	12,513.7	7,579.3	11,403.7	11,403.7	11,403.7
이익잉여금	9,548.1	10,846.6	12,487.4	14,474.9	16,683.5
지배주주지분	30,405.5	26,680.6	32,228.0	34,215.4	36,424.1
비지배주주지분	2,946.9	5,283.5	5,716.1	6,190.7	6,718.4
*충차입금	3,300.2	6,485.3	5,993.0	5,839.1	4,806.4
*순차입금(순현금)	(879.0)	(415.5)	(1,249.9)	(3,683.1)	(6,293.3)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	1,195.7	2,618.3	3,365.4	4,239.2	4,466.4
당기순이익	1,829.1	2,545.0	2,827.0	2,835.1	3,109.3
유형자산상각비	521.7	627.0	831.4	956.3	995.5
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
외환환산손실(이익)	(79.0)	167.6	15.7	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(120.2)	(191.2)	(1.8)	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(110.7)	(142.7)	(59.8)	0.0	0.0
운전자본변동	(1,317.2)	(439.7)	(447.8)	447.8	361.6
(법인세납부)	(344.3)	(1,005.1)	(912.7)	(945.0)	(1,036.4)
기타	816.3	1,057.4	1,113.4	945.0	1,036.4
투자활동으로인한현금흐름	(804.4)	(3,195.7)	(2,076.5)	(1,396.8)	(1,415.8)
유형자산의증가(CAPEX)	(537.0)	(1,105.7)	(1,061.8)	(1,367.0)	(1,387.0)
유형자산의감소	39.7	38.2	43.1	27.0	31.0
무형자산의감소(증가)	(43.9)	(139.2)	70.6	80.0	38.0
투자자산의감소(증가)	(249.4)	959.2	15.6	(27.4)	(19.6)
기타	(13.8)	(2,948.2)	(1,144.0)	(109.4)	(78.2)
FCF	(889.1)	1,522.8	2,020.4	1,836.5	2,144.2
재무활동으로인한현금흐름	(685.1)	2,560.8	(974.6)	(526.9)	(1,405.6)
차입금의증가(감소)	(181.8)	1,654.4	(465.7)	(153.9)	(1,032.7)
자기주식의처분(취득)	0.0	198.7	0.0	0.0	0.0
배당금	(384.6)	(723.7)	(378.1)	(373.0)	(373.0)
기타	(118.7)	1,431.4	(130.8)	0.0	0.1
기타현금흐름	0.0	0.0	(273.8)	(1,191.5)	(832.6)
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	145.9	(37.5)	95.9	0.0	0.0
현금의증가(감소)	(147.9)	1,945.9	136.5	1,123.9	812.4
기초현금	2,402.5	2,254.5	4,200.4	4,336.9	5,460.8
기말현금	2,254.5	4,200.4	4,336.9	5,460.8	6,273.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

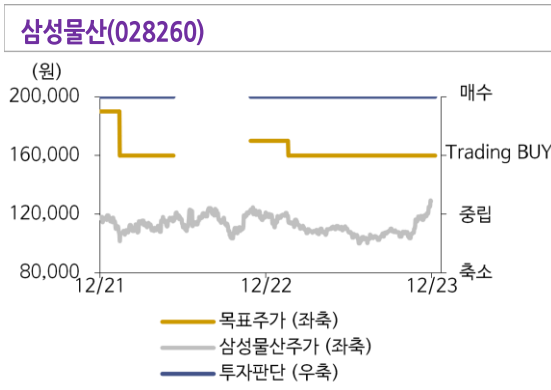
12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	34,455.2	43,161.7	42,396.6	44,124.5	46,034.1
증감률 (%)	14.0	25.3	(1.8)	4.1	4.3
매출원가	30,434.2	37,122.5	35,875.1	37,327.1	38,937.8
매출총이익	4,020.9	6,039.1	6,521.5	6,797.4	7,096.3
매출총이익률 (%)	11.7	14.0	15.4	15.4	15.4
판매관리비	2,825.0	3,510.6	3,556.0	3,730.5	3,664.9
영업이익	1,196.0	2,528.5	2,965.5	3,066.9	3,431.4
증감률 (%)	39.5	111.4	17.3	3.4	11.9
영업이익률 (%)	3.5	5.9	7.0	7.0	7.5
영업외손익	1,284.5	806.0	768.3	713.1	714.3
금융손익	10.5	(86.1)	30.6	(13.8)	(6.1)
기타영업외손익	1,163.3	749.5	617.1	607.1	598.8
증상 및 관계기업관련손익	110.7	142.7	120.6	119.7	121.6
세전계속사업이익	2,480.5	3,334.5	3,733.7	3,780.1	4,145.8
법인세비용	651.4	789.6	906.7	945.0	1,036.4
계속사업이익	1,829.1	2,545.0	2,827.0	2,835.1	3,109.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	1,829.1	2,545.0	2,827.0	2,835.1	3,109.3
증감률 (%)	57.6	39.1	11.1	0.3	9.7
순이익률 (%)	5.3	5.9	6.7	6.4	6.8
(지배주주)당기순이익	1,635.0	2,044.1	2,390.3	2,360.5	2,581.6
(비지배주주)당기순이익	194.0	500.9	436.8	474.6	527.7
총포괄이익	790.6	(2,418.9)	6,648.8	2,835.1	3,109.3
(지배주주)총포괄이익	587.2	(2,943.2)	6,409.4	2,720.4	2,983.5
(비지배주주)총포괄이익	203.4	524.3	239.4	114.7	125.8
EBITDA	1,717.7	3,155.5	3,796.9	4,023.3	4,426.9
증감률 (%)	22.6	83.7	20.3	6.0	10.0
EBITDA 이익률 (%)	5.0	7.3	9.0	9.1	9.6

주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	9,670	13,482	15,068	15,143	16,608
EPS (지배순이익, 원)	8,640	10,825	12,740	12,608	13,789
BPS (자본총계, 원)	176,922	169,558	202,672	215,823	230,438
BPS (지배지분, 원)	161,290	141,531	172,140	182,756	194,553
DPS (원)	4,200	2,300	2,500	2,500	2,500
PER (당기순이익, 배)	12.3	8.4	8.5	8.5	7.7
PER (지배순이익, 배)	13.8	10.5	10.1	10.2	9.3
PBR (자본총계, 배)	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
PBR (지배지분, 배)	0.7	0.8	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA (배)	14.3	8.3	7.5	6.6	5.5
배당성향 (%)	42.4	18.4	15.6	15.8	14.4
배당이익률 (%)	3.5	2.0	1.9	1.9	1.9
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	5.0	7.3	9.0	9.1	9.6
영업이익률 (%)	3.5	5.9	7.0	7.0	7.5
순이익률 (%)	5.3	5.9	6.7	6.4	6.8
ROA (%)	3.3	4.5	4.6	4.3	4.5
ROE (지배순이익, %)	5.4	7.2	8.1	7.1	7.3
ROIC (%)	5.8	6.3	15.3	17.6	18.5
안정성					
부채비율 (%)	65.6	84.5	69.7	67.2	62.0
순차입금비율 (%)	(2.6)	(1.3)	(3.3)	(9.1)	(14.6)
현금비율 (%)	19.3	25.6	27.6	34.2	39.6
이자보상배율 (배)	12.9	13.4	9.1	8.4	14.9
활동성					
순운전자본회전율 (회)	77.7	33.6	34.0	34.7	35.0
재고자산회수기간 (일)	25.6	29.3	35.3	34.6	34.3
매출채권회수기간 (일)	32.7	42.6	48.0	47.0	46.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2021년 10월 28일	매수	190,000	(39.7)	(37.1)
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		-	-

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 주관사로 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 투자에 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 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
----	---	----	--

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 12월 12일 기준)

매수 (매수)	93.33%	Trading BUY (중립)	4.71%	중립 (중립)	1.96%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------