

삼성물산 (028260.KS)

또다시 예상을 상회한 2분기 실적

안정적 건설과 고성장 바이오, 코로나19 영향 해소로 이익 체력 레벨업. 이를 바탕으로 사업포트폴리오 강화 위한 투자 확대, 보유자사주 전량 소각계획 발표. 현재 주가는 NAV 대비 69% 할인

Analyst 김동양
02)768-7444, dongyang.kim@nhqv.com
RA 이승영
02)2229-6908, sy.lee@nhqv.com

※ESG Index/Event는 3페이지 참조

실적 모멘텀, 신사업 강화, 주주환원의 삼박자

삼성물산은 수주잔고 확대와 캡티브 강세의 건설과 증설 진행 중인 바이오가 실적을 이끄는 가운데, 기타 부문 코로나19 영향 해소로 이익체력 강화

향후 3년간 기존 사업 경쟁력 강화 2조원, 친환경 에너지/바이오/헬스케어 신사업 발굴 2조원 투자 계획. SMR 사업 구체화, 호주 그린수소 단지개발, 태양광 개발 확대, 탄소저감 건설기술 개발 등 친환경 에너지 사업 강화 중. 또한, 보유자사주 전량(보통주 13.2%, 우선주 9.8%) 5년간 분할 소각 예정

기준연도 변경(2023년→2024년), 상장자회사 주가변동 등을 반영하여 목표주가 160,000원에서 150,000원으로 하향. 투자의견 Buy 유지

2분기 실적 Review: 건설, 바이오 주도 실적 호조 지속

삼성물산의 2분기 매출액과 영업이익은 각각 10조5,862억원(-2% y-y), 7,723억원(+39% y-y)으로 시장 컨센서스 대폭 상회. 건설과 바이오 강세 덕분

건설(영업이익 3,050억원, +97% y-y)은 주택매출 확대, 해외 신규 프로젝트 매출 본격화 등으로 강세, 상반기까지 신규수주 14.3조원으로 연간 수주목표(13.8조원) 상회함에 따라 19.9조원(+18% y-y)으로 상향 조정. 상사(1,140억원, -12% y-y)는 철강판매 증가, 운영사업장 효율개선으로 수익성 개선. 패션(570억원, -8% y-y), 식음(370억원, +9% y-y) 예상 수준. 레저(120억원, -45% y-y)는 парк 운영비 투입, 물가 상승 등으로 수익성 하락

삼성물산 2분기 실적 Review (K-IFRS 연결) (단위: 십억원, %)

	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P					3Q23E
					발표치	y-y	q-q	당사 추정	컨센서스	
매출액	10,819	11,256	10,648	10,239	10,586	-2.1	3.4	11,504	10,540	10,761
영업이익	556	797	634	641	772	38.9	20.6	650	613	784
영업이익률	5.1	7.1	6.0	6.3	7.3			5.6	5.8	7.3
세전이익	864	874	718	918	923	6.9	0.6	940	855	844
(지배)순이익	515	495	473	677	583	13.3	-13.9	567	542	435

자료: 삼성물산, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

Buy (유지)

목표주가 150,000원 (하향)

현재가 (23/07/26) 100,200원

업종	지주회사
KOSPI / KOSDAQ	2592.36 / 900.63
시가총액(보통주)	18,596.3십억원
발행주식수(보통주)	185.6백만주
52주 최고가('22/11/16)	124,500원
최저가('23/07/07)	100,100원
평균거래대금(60일)	25,082백만원
배당수익률(2023E)	2.50%
외국인지분율	18.3%

주요주주

이재용 외 13 인	33.9%
케이씨씨	9.2%

주가상승률

	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-5.6	-16.3	-15.1
상대수익률 (%p)	-9.6	-20.3	-21.0

	2022	2023E	2024F	2025F
매출액	43,162	41,924	46,459	48,208
증감률	25.3	-2.9	10.8	3.8
영업이익	2,529	2,886	3,055	3,293
증감률	111.4	14.1	5.9	7.8
영업이익률	5.9	6.9	6.6	6.8
(지배자)순이익	2,044	2,226	2,270	2,442
EPS	10,919	11,951	12,209	13,132
증감률	25.3	9.4	2.2	7.6
PER	10.4	8.4	8.2	7.6
PBR	0.8	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	8.1	7.0	6.6	6.1
ROE	7.2	8.0	7.6	7.7
부채비율	84.5	72.5	71.1	67.9
순차입금	-1,161	530	-158	-1,298

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

삼성물산은 2015년 9월 제일모직과의 합병을 통해 현 체제 구축. 2022년 매출액은 43조1,617억원(+25% y-y)이며 사업 부문별 매출은 건설 부문 약 34%, 상사 부문 약 47%, 패션/식품서비스/레저 부문 약 12%, 바이오 부문 약 7%로 구성. 건설 부문의 하이테크 수주 물량 확보 및 프로젝트 수행관리 강화에 따른 수익성 개선과 바이오 부문의 가동률 상승에 따른 이익 본격화 기대

Share price drivers/Earnings Momentum

- 하이테크 및 빌딩 중심의 수주 물량과 프로젝트 수행관리 강화에 따른 건설 부문 수익성 개선
- 바이오 부문 공장 가동률 상승에 따른 이익 본격화
- 지배주주일가 상속개시로 상속세 재원마련 위한 배당지급 강화 전망

Downside Risk

- 해외 프로젝트 공기 지연에 따른 건설 부문 실적 둔화 가능성
- 식품서비스 일감몰아주기 이슈화 가능성

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2023E	2024F	2023E	2024F	2023E	2024F
Mitsubishi Corp	5.9	10.6	0.8	1.2	14.3	11.5
Itochu Corp	7.9	10.0	1.3	1.5	17.6	16.1
TechnipFMC PLC	39.5	17.4	2.4	2.2	5.8	12.2
JGC Holdings Corp	13.4	14.1	1.0	1.1	8.4	8.2
Fluor Corp	17.7	13.0	2.3	2.0	9.7	16.9

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2021	2022	2023E	2024F	2025F
PER	13.7	10.4	8.4	8.2	7.6
PBR	0.7	0.8	0.6	0.6	0.6
PSR	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
ROE	5.4	7.2	8.0	7.6	7.7
ROIC	3.8	5.1	12.1	10.7	11.3

자료: NH투자증권 리서치본부

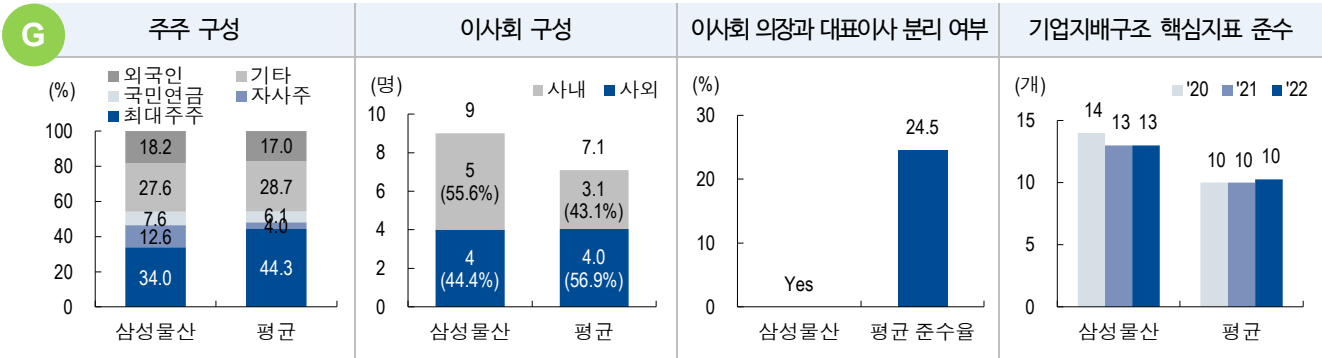
Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

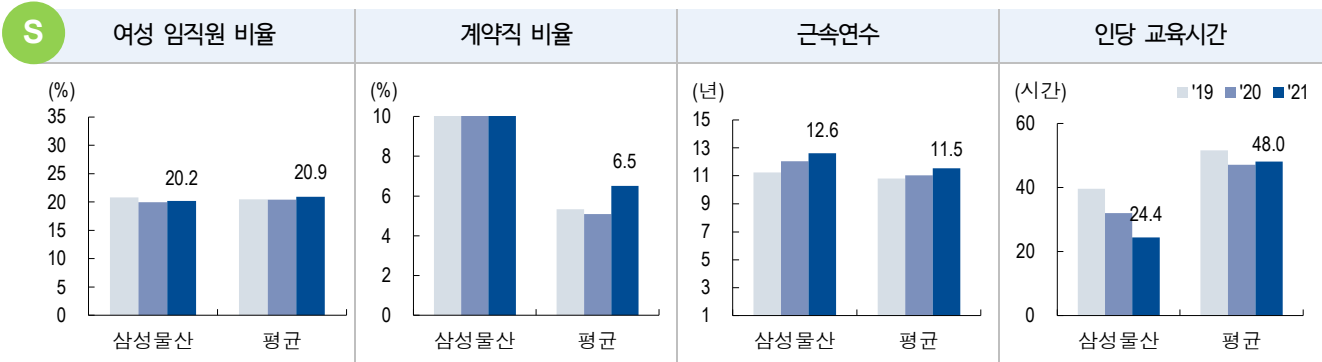
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	5,130	13,345	28,103	29,279	31,156	30,762	30,216	34,455	43,162
영업이익	213	37	140	881	1,104	867	857	1,196	2,529
영업이익률(%)	4.2	0.3	0.5	3.0	3.5	2.8	2.8	3.5	5.9
세전이익	147	2,776	90	825	2,383	1,527	1,465	2,480	3,335
순이익	455	2,686	21	481	1,748	1,048	1,161	1,829	2,545
지배지분순이익	456	2,747	107	640	1,713	1,050	1,035	1,635	2,044
EBITDA	357	318	639	1,361	1,567	1,423	1,401	1,718	3,156
CAPEX	186	259	485	678	540	345	285	537	1,106
Free Cash Flow	-42	-322	871	634	1,138	426	983	659	1,513
EPS(원)	3,632	17,915	561	3,357	9,014	5,520	5,497	8,715	10,919
BPS(원)	39,134	86,253	95,661	117,902	104,259	125,948	160,189	161,290	141,531
DPS(원)	0	500	550	2,000	2,000	2,000	2,300	4,200	2,300
순차입금	1,385	5,491	3,179	2,702	626	72	109	19	-1,161
ROE(%)	11.8	25.2	0.6	3.1	8.1	4.8	3.8	5.4	7.2
ROIC(%)	24.1	58.1	4.6	35.2	-7.9	24.9	30.3	3.8	5.1
배당성향(%)	0.0	3.0	83.7	51.1	19.1	31.1	36.3	42.0	18.2
배당수익률(%)	N/A	0.4	0.4	1.6	1.9	1.8	1.7	3.5	2.0
순차입금 비율(%)	26.2	30.0	15.1	10.7	2.8	0.3	0.3	0.1	-3.6

자료: 삼성물산, NH투자증권 리서치본부

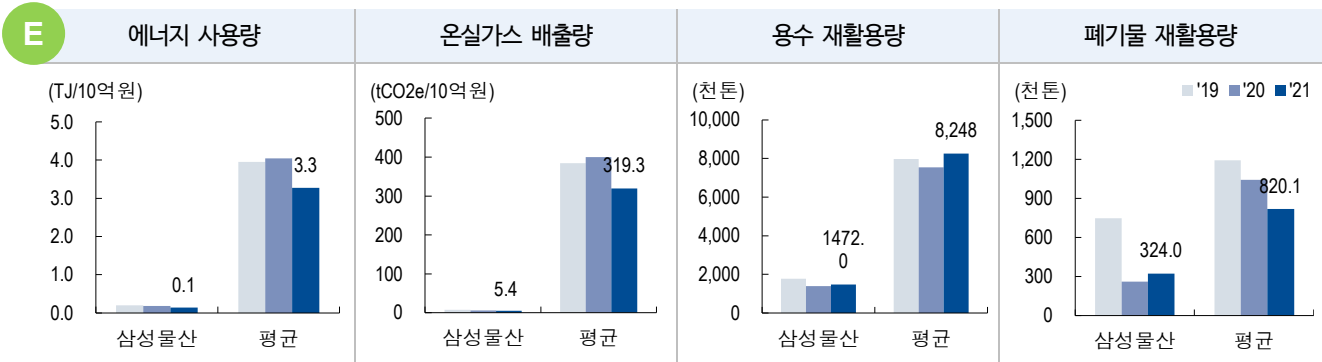
ESG Index & Event



주1: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 대상
 주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황
 자료: 삼성물산, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 191개사 중 지속가능경영보고서 공시한 111개사 대상
 자료: 삼성물산, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 191개사 중 지속가능경영보고서 공시한 111개사 대상
 자료: 삼성물산, NH투자증권 리서치본부

ESG Event	
E	2019.7 - 강릉 안인화력발전소 공사 시 매립작업에 쓰이는 파쇄석을 세척하지 않은 채 바다에 투하해 논란 보도
	2020.10 - '탈석탄' 선언, 기존 공사 진행 중인 석탄화력 발전소 건설 및 계약 중인 석탄공급 이외의 석탄 관련 사업 철수
S	2019.9 - 경기도 화성시 건설공사 현장 추락사고, 작업자 1명 사망
	2020.5 - 이재용 부회장, 무노조 경영 포기 선언
G	2021.3 - 이사회 산하 거버넌스위원회를 ESG위원회로 확대 개편
	2021.4 - 이견희 회장 보유 재산에 대한 지배주주일가 상속세 납부 시작
	2021.8 - 이재용 부회장, 국정농단 파기환송심 징역 2년6개월 실형(2021.1) 및 가석방

자료: 삼성물산, NH투자증권 리서치본부

표1. NAV 계산

구분	내역	금액
영업가치 (A, 십억원)	2024E EBITDA에 EV/EBITDA 3.2배 적용	8,281.9
투자자산가치 (B, 십억원)	상장/비상장 회사와 투자유가증권의 합계	47,375.2
- 삼성전자	5.0%, 시장가 적용	20,857.5
- 삼성바이오로직스	43.4% 시장가 적용	20,895.8
- 삼성생명	19.3%, 시장가 적용	2,638.5
- 삼성에스디에스	17.1%, 시장가 적용	1,617.6
- 삼성엔지니어링	7.0%, 시장가 적용	445.6
- 기타	상장사는 시장가, 비상장사는 장부가 적용	920.1
자사주 (C, 십억원)	보통주 10.9%, 우선주 8.0%, 시장가 적용. 자사주 전량 소각계획 1/5 반영	1,992.3
유형자산가치 (D, 십억원)	용인단지내 미개발토지(개발가능 44만평, 자연녹지 78만평) 등	1,145.1
기업가치 (E=A+B+C+D, 십억원)		58,794.4
순차입금 (F, 십억원)	이자성부채-현금자산(2Q23말, IFRS 연결기준)	251.0
NAV (G=E-F, 십억원)		58,543.4
주식수 (H, 백만주)	보통주와 우선주 합계, 2027년까지 자사주 전량 소각계획 1/5 반영	183.5
주당 NAV (I=G/H, 원)		318,970
현재주가(원)		100,200
할인율(%)		68.6
목표주가 (원)	주당 NAV에 50%의 할인율 적용	150,000

주1: 투자유가증권의 가치는 7월 26일 종가 기준

주2: 개발가능토지는 인근 대지와 임야의 평균 평당 거래가격(200만원), 자연녹지는 토지 장부가 평균 평당가격(21만원) 적용

자료: NH투자증권 리서치본부 추정

표2. 삼성물산 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2022	2023E	2024F	2025F
매출액	- 수정 후	43,162	41,924	46,459	48,208
	- 수정 전	-	43,199	46,434	44,883
	- 변동률	-	-3.0	0.1	7.4
영업이익	- 수정 후	2,529	2,886	3,055	3,293
	- 수정 전	-	2,649	3,008	3,036
	- 변동률	-	8.9	1.6	8.5
영업이익률(수정 후)		5.9	6.9	6.6	6.8
EBITDA		3,156	3,593	3,718	3,921
(지배지분)순이익		2,044	2,226	2,270	2,442
EPS	- 수정 후	10,919	11,951	12,209	13,132
	- 수정 전	-	11,132	12,048	12,257
	- 변동률	-	7.4	1.3	7.1
PER		10.4	8.4	8.2	7.6
PBR		0.8	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA		8.1	7.0	6.6	6.1
ROE		7.2	8.0	7.6	7.7

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표3. 부문별 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	3Q23F	4Q23F	2022	2023E	2024F
Sales	10,440	10,819	11,256	10,648	10,239	10,586	10,761	10,338	43,162	41,924	46,459
y-y(%)	33.2	26.6	35.6	9.0	-1.9	-2.1	-4.4	-2.9	25.3	-2.9	10.8
건설	3,019	3,359	4,189	4,031	4,600	4,751	4,730	4,298	14,598	18,379	22,068
y-y(%)	8.8	26.3	74.0	28.0	52.4	41.4	12.9	6.6	32.8	25.9	20.1
상사	5,781	5,415	4,796	4,226	3,604	3,516	3,620	3,510	20,218	14,250	14,392
y-y(%)	53.0	26.0	9.9	-14.1	-37.7	-35.1	-24.5	-16.9	16.5	-29.5	1.0
패션	474	514	471	542	526	524	480	558	2,001	2,089	2,146
y-y(%)	12.6	15.8	25.6	3.0	11.0	1.9	2.0	3.0	13.3	4.4	2.7
식품서비스	568	655	703	660	664	704	738	713	2,586	2,819	2,988
y-y(%)	7.6	14.5	22.7	12.2	16.9	7.5	5.0	8.0	14.4	9.0	6.0
레저	87	220	227	223	124	225	250	234	757	833	874
y-y(%)	13.0	34.1	69.4	57.0	42.5	2.3	10.0	5.0	46.4	10.0	5.0
바이오로직스	511	651	873	966	721	866	943	1,024	3,001	3,555	3,990
y-y(%)	96.1	58.0	93.7	117.3	41.0	33.0	8.1	6.1	91.4	18.4	12.2
OP	542	556	797	634	641	772	784	689	2,529	2,886	3,055
mgn(%)	5.2	5.1	7.1	6.0	6.3	7.3	7.3	6.7	5.9	6.9	6.6
건설	155	155	324	241	292	305	324	276	875	1,197	1,325
mgn(%)	5.1	4.6	7.7	6.0	6.3	6.4	6.8	6.4	6.0	6.5	6.0
상사	190	129	59	18	99	114	92	36	396	341	252
mgn(%)	3.3	2.4	1.2	0.4	2.7	3.2	2.5	1.0	2.0	2.4	1.8
패션	42	62	29	48	57	57	29	50	181	193	213
mgn(%)	8.9	12.1	6.2	8.9	10.8	10.9	6.0	9.0	9.0	9.2	9.9
식품서비스	14	34	24	1	29	37	25	14	73	105	112
mgn(%)	2.5	5.2	3.4	0.2	4.4	5.3	3.4	2.0	2.8	3.7	3.7
레저	-24	22	48	11	-22	12	53	12	57	54	58
mgn(%)	-27.6	10.0	21.1	4.9	-17.7	5.3	21.1	4.9	7.5	6.5	6.7
바이오로직스	165	158	313	301	180	242	261	300	938	984	1,094
mgn(%)	32.3	24.3	35.9	31.2	25.0	27.9	27.7	29.3	31.3	27.7	27.4
EBITDA	669	726	962	798	824	964	970	834	3,156	3,593	3,718
지배주주지분순이익	561	515	495	473	677	583	423	543	2,044	2,226	2,270

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Statement of comprehensive income				
(십억원)	2022/12A	2023/12E	2024/12F	2025/12F
매출액	43,162	41,924	46,459	48,208
증감률 (%)	25.3	-2.9	10.8	3.8
매출원가	37,123	36,474	40,419	41,941
매출총이익	6,039	5,450	6,040	6,267
Gross 마진 (%)	14.0	13.0	13.0	13.0
판매비와 일반관리비	3,511	2,564	2,985	2,974
영업이익	2,529	2,886	3,055	3,293
증감률 (%)	111.4	14.1	5.9	7.8
OP 마진 (%)	5.9	6.9	6.6	6.8
EBITDA	3,156	3,593	3,718	3,921
영업외손익	806	746	589	626
금융수익(비용)	-86	-85	-111	-76
기타영업외손익	749	736	600	600
종속, 관계기업관련손익	143	95	100	101
세전계속사업이익	3,335	3,632	3,644	3,919
법인세비용	790	860	1,093	1,176
계속사업이익	2,545	2,772	2,551	2,743
당기순이익	2,545	2,772	2,551	2,743
증감률 (%)	39.1	8.9	-8.0	7.6
Net 마진 (%)	5.9	6.6	5.5	5.7
지배주주지분 순이익	2,044	2,226	2,270	2,442
비지배주주지분 순이익	501	546	281	302
기타포괄이익	-4,964	0	0	0
총포괄이익	-2,419	2,772	2,551	2,743

Valuations/profitability/stability				
	2022/12A	2023/12E	2024/12F	2025/12F
PER(X)	10.4	8.4	8.2	7.6
PBR(X)	0.8	0.6	0.6	0.6
PCR(X)	6.2	5.1	5.1	4.9
PSR(X)	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(X)	8.1	7.0	6.6	6.1
EV/EBIT(X)	10.1	8.7	8.1	7.2
EPS(W)	10,919	11,951	12,209	13,132
BPS(W)	141,531	154,453	164,217	174,723
SPS(W)	230,950	225,418	250,328	259,754
자기자본이익률(ROE, %)	7.2	8.0	7.6	7.7
총자산이익률(ROA, %)	4.5	4.7	4.1	4.3
투자자본이익률(ROIC, %)	5.1	12.1	10.7	11.3
배당수익률(%)	2.0	2.5	2.7	2.9
배당성장률(%)	18.2	18.2	19.3	19.3
총현금배당금(십억원)	376	409	442	475
보통주 주당배당금(W)	2,300	2,500	2,700	2,900
순부채(현금)/자기자본(%)	-3.6	1.5	-0.4	-3.3
총부채/자기자본(%)	84.5	72.5	71.1	67.9
이자발생부채	6,485	6,323	6,223	6,123
유동비율(%)	123.8	138.9	143.6	150.5
총발행주식수(mn)	189	187	187	187
액면가(W)	100	100	100	100
주가(W)	113,500	100,200	100,200	100,200
시가총액(십억원)	21,378	18,735	18,735	18,735

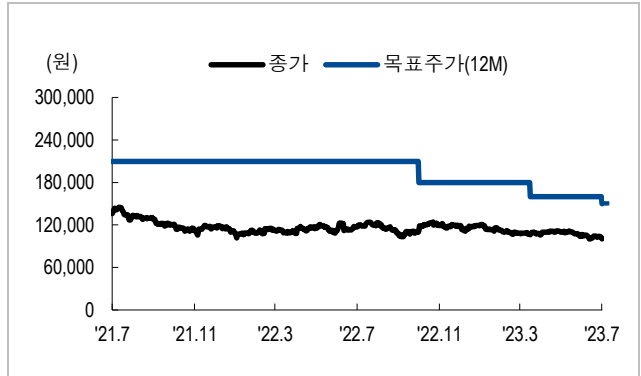
Statement of financial position				
(십억원)	2022/12A	2023/12E	2024/12F	2025/12F
현금및현금성자산	4,200	2,409	2,997	4,037
매출채권	5,590	4,896	5,426	5,630
유동자산	20,313	20,408	22,664	24,347
유형자산	6,401	6,194	6,030	5,903
투자자산	22,628	23,628	24,628	25,628
비유동자산	38,669	39,512	40,398	41,320
자산총계	58,981	59,919	63,062	65,668
단기성부채	3,865	3,824	3,783	3,742
매입채무	2,358	2,096	2,323	2,410
유동부채	16,413	14,691	15,784	16,180
장기성부채	2,620	2,499	2,440	2,381
장기충당부채	490	490	490	490
비유동부채	10,604	10,483	10,424	10,365
부채총계	27,017	25,174	26,207	26,545
자본금	19	19	19	19
자본잉여금	10,620	11,039	11,039	11,039
이익잉여금	10,847	12,664	14,492	16,459
비지배주주지분	5,283	5,829	6,110	6,411
자본총계	31,964	34,745	36,854	39,123

Cash flow statement				
(십억원)	2022/12A	2023/12E	2024/12F	2025/12F
영업활동 현금흐름	2,618	-224	2,552	3,029
당기순이익	2,545	2,772	2,551	2,743
+ 유/무형자산상각비	627	707	664	627
+ 종속, 관계기업관련손익	-143	-95	-100	-101
+ 외화환산손실(이익)	168	-8	5	-2
Gross Cash Flow	3,394	3,640	3,630	3,833
- 운전자본의증가(감소)	-440	-3,600	-567	-239
투자활동 현금흐름	-3,196	-1,447	-1,455	-1,447
+ 유형자산 감소	38	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-1,106	-500	-500	-500
+ 투자자산의매각(취득)	9,420	-905	-900	-899
Free Cash Flow	1,513	-724	2,052	2,529
Net Cash Flow	-577	-1,671	1,097	1,582
재무활동 현금흐름	2,561	-120	-509	-542
자기자본 증가	138	419	0	0
부채증감	2,422	-539	-509	-542
현금의증가	1,946	-1,791	588	1,040
기말현금 및 현금성자산	4,200	2,409	2,997	4,037
기말 순부채(순현금)	-1,161	530	-158	-1,298

투자 의견 및 목표주가 변경내역

제시일자	투자 의견	목표가	과리율 (%)	
			평균	최저/최고
2023.07.26	Buy	150,000원(12개월)	-	-
2023.04.10	Buy	160,000원(12개월)	-32.8%	-30.1%
2022.10.26	Buy	180,000원(12개월)	-35.8%	-30.8%
2022.01.13		1년경과	-45.9%	-41.0%
2021.01.14	Buy	210,000원(12개월)	-38.9%	-26.9%

삼성물산 (028260.KS)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

- 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
 - Buy: 15% 초과
 - Hold: -15% ~ 15%
 - Sell: -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자 의견 분포는 다음과 같습니다. (2023년 7월 21일 기준)

- 투자 의견 분포

Buy	Hold	Sell
82.2%	17.8%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자 의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자 의견 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '삼성물산'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 '삼성물산' (을)를 기초자산으로 하는 ELW의 발행회사 및 LP(유동성공급자)임을 알려드립니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.