

지주/유통/상사

R.A

박종렬

송지원

02)6260-2466

02)739-5935

jrpark@heungkuksec.co.kr

bd21312@heungkuksec.co.kr

(028260)

삼성물산

BUY(유지)

주가 반전을 모색한다

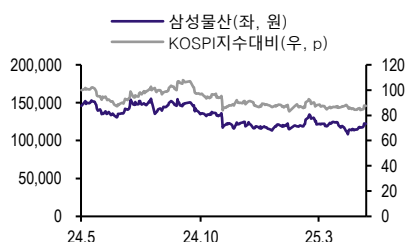
목표주가	160,000원(유지)
현재주가(05/02)	122,200원
상승여력	30.9%
시가총액	20,771십억원
발행주식수	169,977천주
52주 최고가 / 최저가	155,300 / 108,300원
3개월 일평균거래대금	30십억원
외국인 지분율	27.8%
주요주주	
이재용 (외 14인)	36.3%
케이씨씨 (외 1인)	10.0%
국민연금공단 (외 1인)	7.5%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	2.4	1.9	2.3	-16.4
상대수익률(KOSPI)	0.3	0.2	1.7	-11.7

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	41,896	42,103	39,574	41,771
영업이익	2,870	2,983	2,895	3,287
EBITDA	3,691	3,916	3,985	4,407
지배주주순이익	2,218	2,230	2,263	2,410
EPS	11,932	12,523	13,932	14,836
순차입금	72	-448	413	1,558
PER	10.9	9.2	8.8	8.2
PBR	0.7	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	6.6	5.1	5.4	5.1
배당수익률	2.0	2.3	2.1	2.3
ROE	7.3	6.8	7.3	7.7
컨센서스 영업이익	-	-	3,161	3,484
컨센서스 EPS	-	-	13,010	14,098

주가추이



바이오 부문의 약진에도 불구하고, 건설을 비롯한 나머지 사업부문의 실적 둔화로 올해 연간 실적 모멘텀의 약화는 불가피할 전망이다. 주주환원 확대, 기업 및 주주가치 제고에 대한 적극적인 대응이 필요한 때라고 판단함.

1Q Review: OP 7,244억원(+1.7% YoY), 전망치 하회

1분기 연결기준 매출액 9.7조원(-9.8% YoY), 영업이익 7,244억원(+1.7% YoY)으로 당초 전망치를 소폭 하회하는 다소 부진한 실적을 기록함. 바이오 부문을 제외한 건설, 상사, 패션, 레저, 식음 등 전부문의 실적 둔화를 기록함. 건설부문은 당초 전망치를 크게 하회했는데, 이는 하이테크 및 태양광 등 주요 프로젝트 준공 영향 때문임. 반면, 바이오부문은 당초 전망치를 크게 상회했는데, 이는 4공장 Ramp-up과 원화약세, 시밀러 판매량 확대 등으로 수익성이 크게 호전됐기 때문임. 상사(철강 판매 확대에도 불구하고, 화학품 및 전기동 트레이딩 물량 감소), 패션(국내 경기침체에 따른 소비심리 약화), 레저(소비심리 약화 및 입장객수 감소), 식음(영업일수 감소 및 식자재 원가 상승) 등의 요인으로 부진한 실적을 기록함.

건설 실적 둔화와 바이오가 전체 연결 실적 견인

당초 예상과는 달리 바이오부문을 제외한 전 사업부문의 실적 둔화를 반영해 연간 수익예상을 하향 조정함. 2025년 연간 연결기준 매출액 39.6조원(-6.0% YoY), 영업이익 2.9조원(-2.9% YoY)으로 수정 전망함. 다만, 건설부문의 국내외 건조한 수주 실적과 주택시공권 확보 등으로 2026년부터는 점진적인 실적 개선 가능성은 열려 있음. 건설부문의 부진으로 올해는 연결 실적 모멘텀 둔화가 불가피할 전망이다.

투자의견 BUY, 목표주가 160,000원 유지

최근 주가 하락으로 12개월 Forward 기준 P/E, P/B는 각각 8.6배, 0.7배 수준에 불과하며, NAV 대비 할인율도 69.7%로 현 가격대 매수는 유효한 전략이라 판단함. 실적 모멘텀 둔화는 불가피하지만, 안정적인 재무구조와 신성장 동력(수소/SMR/Bio & Life Science) 확보를 통한 성장가치주로의 변신 등이 투자 포인트임. 기업 밸류업 프로그램을 통한 기업 및 주주가치 제고 계획을 공시함으로써 투자자와의 소통을 보다 확대하는 것이 주가 재평가의 중요한 변곡점이 될 것임.

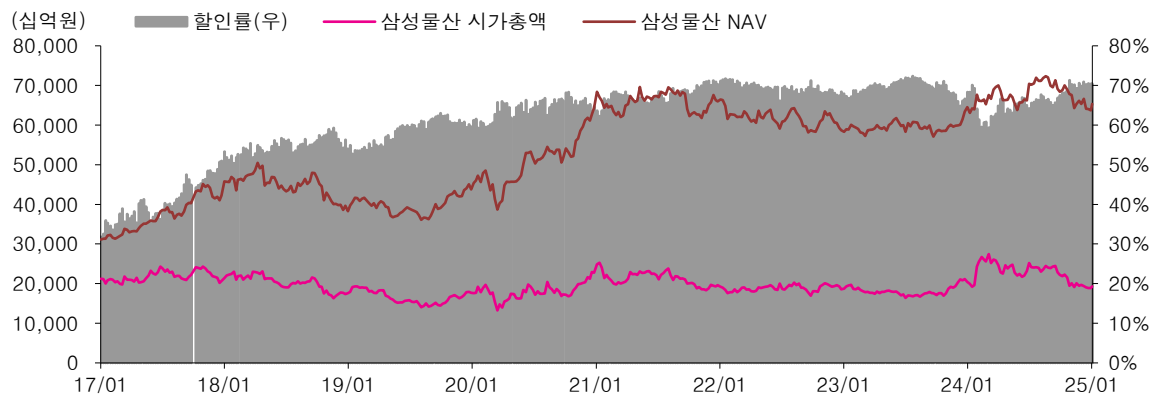
표 1 삼성물산 적정주주가치 산출 근거

(단위: 십억원, 천주, 원, %)

내역	지분율	시가총액, 순자산가액	가치	비고
1. 투자자산가치			55,393	
1) 상장회사 가치				공정가치 평가
삼성전자	5.01	325,580	16,312	
삼성생명	19.34	16,900	3,268	
삼성바이오로직스	43.06	75,872	32,670	
삼성에스디에스	17.08	9,920	1,694	
삼성E&A	7.00	3,697	259	
2) 비상장 회사 가치	국내 및 해외법인	232	232	장부가액 반영
3) 자기주식	삼성물산	8.8	20,805	2025~2026년 이익소각 예정
2. 별도 영업가치			14,951	삼바 제외, EV/EBITDA 6.6배 적용
3. 기업가치(=1+2)			70,344	
4. 순차입금			1,740	별도 기준 (24/3Q)
5. 적정시가총액			68,604	
발행주식수			169,977	
주당 NAV (원)			403,608	
목표주가 (원)			160,000	
NAV 대비 할인율			59.0%	실적, 주주환원, 히든밸류 감안
현재주가 (원)			122,200	
상승여력 (%)			30.9	

자료: 흥국증권 리서치센터

그림 1 삼성물산 시가총액과 NAV 대비 할인율 추이



주: 자사주를 제외하고 시가총액 산출

자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

표 2 공정가치 측정 금융자산 중 상장주식 내역

(단위: 십억원)

회사명	보유주식수(주)	지분율(%)	취득가액	공정가치
삼성전자(주)	299,086,128	5.01	395	16,312
삼성생명보험(주)	38,688,000	19.34	35	3,268
삼성바이오로직스	30,646,705	43.06	494	32,670
삼성에스디에스(주)	13,215,822	17.08	180	1,694
삼성E&A(주)	13,688,989	7.00	201	259
합계			1,305	54,203

자료: 삼성물산, 흥국증권 리서치센터

표 3 삼성물산 연간/분기 실적 추이

(단위: 십억원, %YoY, \$/bbl)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	10,796	11,006	10,310	9,993	9,737	9,707	9,757	10,374	42,105	39,574	41,771
건설	5,584	4,915	4,482	3,674	3,620	3,729	3,840	3,956	18,655	15,145	15,793
건축	4,565	3,968	3,539	2,892	2,729	2,811	2,895	2,982	14,964	11,417	11,860
토목	200	183	188	181	194	200	206	212	752	812	837
플랜트	819	764	755	601	697	718	739	762	2,939	2,916	3,097
상사	2,906	3,400	3,186	3,505	3,436	3,033	2,963	3,311	12,997	12,743	13,341
화학	805	869	749	966	879	775	697	913	3,389	3,263	3,419
철강	1,340	1,374	1,430	1,379	1,558	1,226	1,330	1,303	5,523	5,416	5,659
에너지	60	71	79	116	79	63	73	110	326	325	343
소재	701	1,086	928	1,044	920	969	863	986	3,759	3,738	3,921
패션	517	513	433	541	504	510	430	537	2,004	1,982	2,041
레저	126	246	209	202	108	232	196	188	783	724	753
식음	716	775	813	815	771	803	843	850	3,119	3,267	3,401
바이오	947	1,157	1,187	1,256	1,298	1,400	1,484	1,532	4,547	5,714	6,442
매출총이익	1,649	1,913	1,711	1,834	1,753	1,700	1,631	1,918	7,108	7,003	7,449
영업이익	712	900	736	635	724	746	748	677	2,983	2,895	3,287
건설	337	283	236	145	159	172	162	123	1,001	616	667
상사	85	72	71	73	63	56	60	55	301	233	244
패션	54	52	21	43	34	42	17	33	170	126	130
레저	-11	20	29	21	-31	17	25	18	59	29	54
식음	32	46	47	32	19	46	47	32	157	145	152
바이오	215	427	332	321	480	413	438	416	1,295	1,747	2,040
세전이익	1,064	1,040	772	847	1,204	915	883	743	3,722	3,746	4,003
지배주주순이익	728	577	448	477	733	551	532	447	2,230	2,263	2,410
수익성 (%)											
GPM	15.3	17.4	16.6	18.4	18.0	17.5	16.7	18.5	16.9	17.7	17.8
OPM	6.6	8.2	7.1	6.4	7.4	7.7	7.7	6.5	7.1	7.3	7.9
건설	6.0	5.8	5.3	3.9	4.4	4.6	4.2	3.1	5.4	4.1	4.2
상사	2.9	2.1	2.2	2.1	1.8	1.8	2.0	1.7	2.3	1.8	1.8
패션	10.4	10.1	4.8	7.9	6.7	8.2	3.9	6.2	8.5	6.3	6.4
레저	-8.7	8.1	13.9	10.4	-28.7	7.5	12.8	9.5	7.5	4.0	7.1
식음	4.5	5.9	5.8	3.9	2.5	5.8	5.6	3.8	5.0	4.4	4.5
바이오	22.7	36.9	28.0	25.6	37.0	29.5	29.5	27.2	28.5	30.6	31.7
RPM	9.9	9.5	7.5	8.5	12.4	9.4	9.0	7.2	8.8	9.5	9.6
NPM	6.7	5.2	4.3	4.8	7.5	5.7	5.4	4.3	5.3	5.7	5.8
성장성 (%)											
매출액	5.4	4.0	-6.0	-1.1	-9.8	-11.8	-5.4	3.8	0.5	-6.0	5.6
영업이익	11.1	16.6	-11.3	1.3	1.7	-17.1	1.6	6.6	3.9	-2.9	13.5
세전이익	15.9	12.7	-21.8	17.3	13.2	-12.0	14.4	-12.2	4.9	0.6	6.9
지배주주순이익	7.5	-1.1	-21.4	23.1	0.7	-4.4	18.6	-6.3	0.5	1.5	6.5
기초가정											
세계GDP	2.3	2.6	2.8	2.7	3.0	3.0	3.0	3.0	2.6	3.0	3.1
국제유가	76.9	80.7	75.3	70.0	71.0	67.0	66.0	65.0	75.7	67.3	71.0
한국GDP	3.3	2.3	1.5	1.2	1.1	1.6	1.7	2.1	2.1	1.6	2.1
민간소비	1.0	0.9	1.4	1.2	1.1	1.5	1.6	1.8	1.1	1.5	2.0
소비자물가	3.0	2.7	2.1	1.6	2.2	2.0	2.0	2.1	2.4	2.1	2.0
원/달러	1,329	1,371	1,359	1,397	1,450	1,430	1,400	1,380	1,364	1,415	1,360

자료: 삼성물산, 흥국증권 리서치센터

표 4 삼성물산 사업 포트폴리오

사업부문	사업 내용
건설	국내외 건축, 토목, 플랜트, 주택
상사	자원개발, 철강, 화학, 산업소재 등의 국제무역
패션	의류 제조 및 수입, 판매사업
리조트	에버랜드, 캐리비안베이, 골프장과 조정사업
급식/식자재 유통	메뉴 진단 프로그램과 표준화된 조리 프로세스를 적용한 푸드 서비스
바이오	바이오의약품 위탁생산사업 및 바이오시밀러

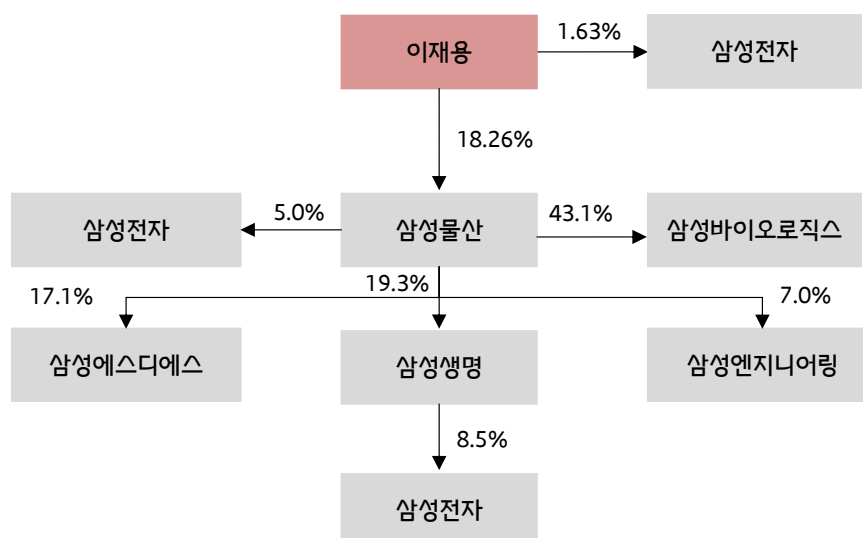
자료: 삼성물산, 흥국증권 리서치센터

표 5 삼성물산 주요 사업 추진 현황

사업	내용
수소	개발/생산 김천 태양광 그린수소 생산설비 구축 사업 오만 Salalah 그린 암모니아 개발 사업
	저장/유통 삼척 수소화합물 발전 설비 인프라 사업 수주 ('24년 3월) 세계 최대용량 액화수소 저장탱크 국제 설계 인증 획득
	활용 On-site 융복합 수소충전소 구축 사업 ('24년 6월 1호 완공 예정)
태양광	태양광+BESS(Battery Energy Storage System) EPC사업 신규 수주 확대 추진 태양광 개발사업은 안정적 미국 수익 성장세 기반 호주, 독일 등 시장 확대 신재생 에너지 관련 역량 강화, 주력시장 중심 사업 개발 확대 추진
SMR	NuScale, Fluor社와 루마니아 SMR 사업 공동 수행 초기 단계 사업 참여를 통해 기술/사업 역량 선제적 확보, 글로벌 시장 선점 추진

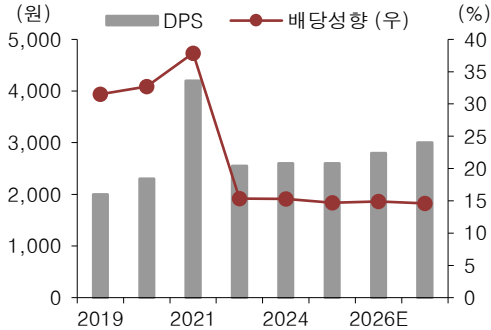
자료: 삼성물산, 흥국증권 리서치센터

그림 2 삼성물산 지배구조



자료: 삼성물산, 흥국증권 리서치센터

그림 3 배당금 추이 및 배당성향



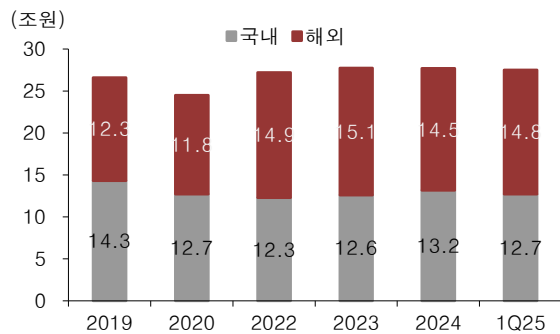
자료: 삼성물산, 흥국증권 리서치센터

표 6 원전 수소 사업 개념도

단계	내용
청정 전력 생산	운영중인 원자력 발전소의 무탄소 전력 안정적 공급
수소 생산	10MW 수전해 수소 연간 1,400톤 생산
출하 및 운송	튜브 트레일러 운송 일일 20대 분량 충전
청정수소 활용	온실가스 감축 목적으로 청정수소를 연료/원료로 활용

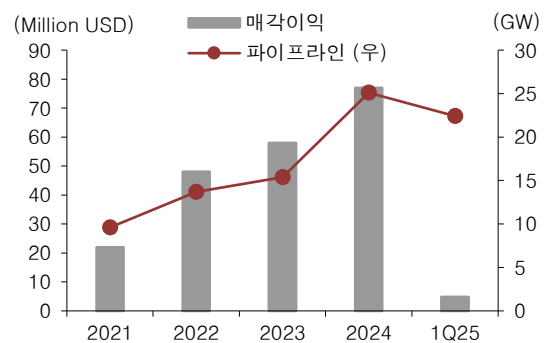
자료: 삼성물산, 흥국증권 리서치센터

그림 4 건설부문 수주잔고 추이



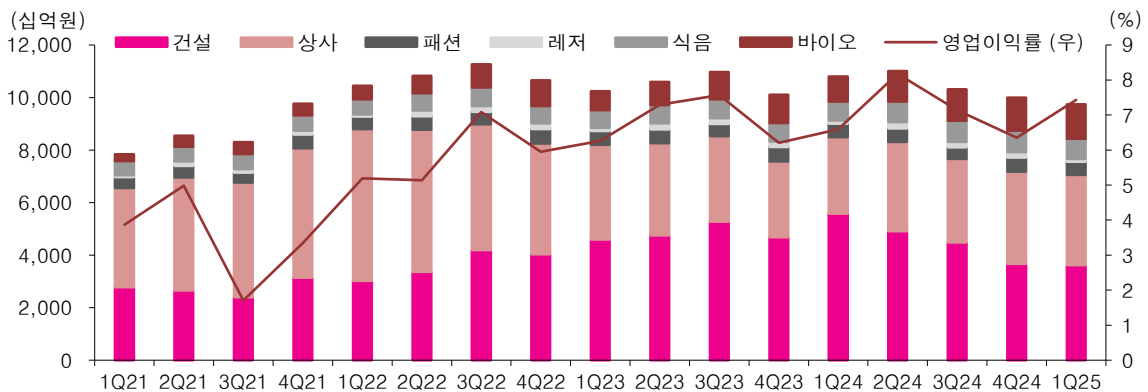
자료: 삼성물산, 흥국증권 리서치센터

그림 5 태양광 개발 사업



주: 기말 보유용량 기준(누적개발-누적매각), 미국/호주/ESS 포함
자료: 삼성물산, 흥국증권 리서치센터

그림 6 삼성물산 유형별 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 삼성물산, 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	41,896	42,103	39,574	41,771	43,649
증가율 (Y-Y, %)	(2.9)	0.5	(6.0)	5.6	4.5
영업이익	2,870	2,983	2,895	3,287	3,608
증가율 (Y-Y, %)	13.5	3.9	(3.0)	13.5	9.8
EBITDA	3,691	3,916	3,985	4,407	4,790
영업외손익	696	789	851	715	761
순이자수익	603	639	564	583	627
외화관련손익	1	111	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	3,549	3,722	3,746	4,003	4,369
당기순이익	2,719	2,772	2,894	3,082	3,364
지배기업당기순이익	2,218	2,230	2,263	2,410	2,631
증가율 (Y-Y, %)	8.5	0.5	1.5	6.5	9.2
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	11.5	6.9	(2.9)	(0.1)	1.2
영업이익증가율(3Yr)	49.6	35.6	4.6	4.6	6.5
EBITDA증가율(3Yr)	38.1	31.6	8.1	6.1	6.9
순이익증가율(3Yr)	32.8	14.9	4.4	4.3	6.7
영업이익률(%)	6.9	7.1	7.3	7.9	8.3
EBITDA마진(%)	8.8	9.3	10.1	10.6	11.0
순이익률 (%)	6.5	6.6	7.3	7.4	7.7
NOPLAT	2,199	2,222	2,237	2,531	2,778
(+) Dep	821	933	1,089	1,120	1,181
(-) 운전자본투자	1,154	592	(43)	513	393
(-) Capex	1,229	1,628	1,229	1,615	1,688
OpFCF	637	934	2,140	1,523	1,879

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	18,978	20,181	20,248	20,028	20,749
현금성자산	5,235	5,141	5,070	3,845	3,804
매출채권	7,283	8,326	8,342	8,919	9,346
재고자산	4,470	5,126	5,242	5,605	5,873
비유동자산	47,149	41,809	42,796	44,513	46,287
투자자산	33,747	26,964	27,723	28,849	30,020
유형자산	6,964	8,650	8,790	9,285	9,792
무형자산	6,431	6,187	6,283	6,379	6,476
자산총계	66,127	61,990	63,045	64,541	67,037
유동부채	14,759	14,747	15,319	15,771	16,101
매입채무	6,707	6,821	6,780	7,249	7,596
유동성이자부채	3,158	2,442	2,832	2,792	2,752
비유동부채	11,471	9,985	10,854	10,847	10,839
비유동이자부채	2,148	2,251	2,651	2,611	2,571
부채총계	26,230	24,732	26,173	26,618	26,940
자본금	19	19	19	19	19
자본잉여금	10,696	10,695	10,695	10,695	10,695
이익잉여금	12,662	14,014	14,920	15,972	18,145
자본조정	10,862	6,340	5,048	5,048	5,048
자기주식	(1,956)	(1,293)	(1,293)	(1,293)	(1,293)
자본총계	39,897	37,259	36,871	37,924	40,096
투자자본	9,582	13,421	12,284	13,467	14,544
순차입금	72	(448)	413	1,558	1,520
ROA	3.5	3.5	3.6	3.8	4.0
ROE	7.3	6.8	7.3	7.7	8.0
ROIC	23.6	19.3	17.4	19.7	19.8

주요투자지표

(단위:십억원, 원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	11,932	12,523	13,932	14,836	16,195
BPS	182,877	173,324	178,959	193,929	207,206
DPS	2,550	2,600	2,600	2,800	3,000
Multiples(x, %)					
PER	10.9	9.2	8.8	8.2	7.5
PBR	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/ EBITDA	6.6	5.1	5.4	5.1	4.7
배당수익율	2.0	2.3	2.1	2.3	2.5
PCR	6.1	5.0	13.0	7.6	5.2
PSR	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
재무건전성 (%)					
부채비율	65.7	66.4	71.0	70.2	67.2
Net debt/Equity	0.2	n/a	1.1	4.1	3.8
Net debt/EBITDA	1.9	n/a	10.4	35.4	31.7
유동비율	128.6	136.8	132.2	127.0	128.9
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4
자산구조					
투자자산(%)	19.7	29.5	27.3	29.2	30.1
현금+투자자산(%)	80.3	70.5	72.7	70.8	69.9
자본구조					
차입금(%)	11.7	11.2	12.9	12.5	11.7
자기자본(%)	88.3	88.8	87.1	87.5	88.3

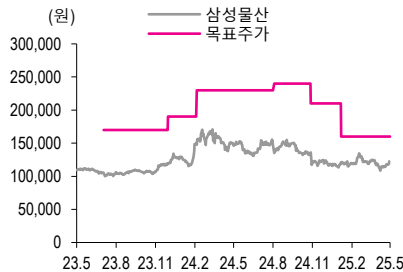
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	2,799	3,307	1,649	2,118	3,452
당기순이익	2,719	2,772	2,894	3,082	3,364
자산상각비	821	933	1,089	1,120	1,181
운전자본증감	(1,063)	(727)	43	(513)	(393)
매출채권감소(증가)	111	(966)	(16)	(577)	(427)
재고자산감소(증가)	(206)	(655)	(116)	(363)	(268)
매입채무증감(감소)	(227)	(313)	(41)	469	347
투자현금	(2,105)	(1,759)	(2,118)	(2,900)	(3,021)
단기투자자산감소	442	607	(34)	(63)	(66)
장기투자증권감소	(214)	(27)	(1,619)	(1,015)	(1,056)
설비투자	(1,229)	(1,628)	(1,229)	(1,615)	(1,688)
유무형자산감소	(164)	(122)	(96)	(96)	(96)
재무현금	(1,818)	(1,298)	364	(506)	(538)
차입금증가	(1,439)	(891)	790	(80)	(80)
자본증가	0	0	(0)	0	0
배당금지급	(378)	(419)	(426)	(426)	(458)
현금 증감	(1,081)	503	(104)	(1,288)	(107)
총현금흐름(Gross CF)	3,951	4,142	1,606	2,630	3,845
(-) 운전자본증감(감소)	1,154	592	(43)	513	393
(-) 설비투자	1,229	1,628	1,229	1,615	1,688
(+) 자산매각	(164)	(122)	(96)	(96)	(96)
Free Cash Flow	1,405	1,800	324	406	1,668
(-) 기타투자	214	27	1,619	1,015	1,056
잉여현금	1,191	1,773	(1,296)	(609)	612

삼성물산 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자 의견 및 목표주가 변경

날짜	투자 의견	적정 가격(원)	평균 주가 괴리율(%)	최고(최저) 주가 괴리율(%)
2022-06-28	담당자 변경			
2023-07-04	Buy	170,000	(36.8)	(29.8)
2023-12-01	Buy	190,000	(33.6)	(21.4)
2024-02-06	Buy	230,000	(35.2)	(25.7)
2024-08-05	Buy	240,000	(40.8)	(35.5)
2024-10-29	Buy	210,000	(42.8)	(35.1)
2025-01-08	Buy	160,000	(24.7)	(16.0)
2025-05-07	Buy	160,000		

투자 의견 (향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중 확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중 축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상
		산업	

최근 1년간 조사 분석 자료의 투자 등급 비율 (2025년 03월 31일 기준)

Buy (94.6%)	Hold (5.4%)	Sell (0.0%)
-------------	-------------	-------------

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사 분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대어, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

흥국씨앳체

흥국씨앳체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 if 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앳체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.



<http://www.heungkuksec.co.kr>

- 주소 (본사) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32 (여의도파이낸스 타워 14층)
(리서치센터) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32(여의도파이낸스타워 6층)
- 전화번호 영업부 대표 02) 6742-3635
- 팩스 영업부 대표 02) 739-6286