



# 삼성물산 (028260)

## 지주/통신



최남곤

02 3770 5604

namkon.choi@yuantakorea.com

## 건설/건자재



김기룡

02 3770 3521

kiryong.kim@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	190,000원 (D)
현재주가 (8/26)	122,500원
상승여력	55%

시가총액	230,711억원
총발행주식수	188,514,506주
60일 평균 거래대금	353억원
60일 평균 거래량	300,147주
52주 고	133,000원
52주 저	101,500원
외인지분율	16.37%
주요주주	이재용 외 13 인 33.76%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	3.8	6.1	(7.2)
상대	1.0	11.7	17.0
절대(달러환산)	2.0	0.9	(18.4)

## Quarterly earning Forecasts

	3Q22E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	99,061	19.3	-8.4	98,730	0.3
영업이익	4,806	240.8	-13.6	4,838	-0.7
세전계속사업이익	6,426	19.0	-25.6	8,304	-22.6
지배순이익	3,720	26.6	-27.7	4,224	-11.9
영업이익률 (%)	4.9	+3.2 %pt	-0.2 %pt	4.9	0
지배순이익률 (%)	3.8	+0.3 %pt	-1.0 %pt	4.3	-0.5 %pt

자료: 유안타증권

## 지배구조 변화보다는 사업 경쟁력 자체에 주목해야

### 지배구조 변화보다는 사업 경쟁력 자체에 주목해야

삼성그룹의 지배구조는 현 상태로 유지될 가능성이 높아 보인다. 보험업법 개정, 금산분리 완화 등의 움직임과 맞물려 삼성물산의 지주회사 전환 가능성에 대한 기대가 존재하지만, 이는 현실적으로 불가능한 시나리오라고 판단한다. 삼성물산이 삼성전자 지분을 인수하여 삼성전자가 삼성물산의 자회사로 바뀌게 되면 지주비율이 50%를 넘어서게 되면서 지주회사 전환이 불가피하기 때문이다. 단순히 삼성생명 보유 삼성전자 지분 8.51% 확보에 그치는 문제가 아니라, 지주회사 전환에 따라 추가로 삼성전자 지분을 30%까지 확보해야 하는 상황에 직면하게 된다는 의미이다. 지배구조 관점에서 삼성그룹이 취할 수 있는 선택지는 현재의 그룹 지배구조를 유지하면서, 이사회 구성과 관련해서는 외부 조력을 통해 최대주주 일가의 지배력을 유지하는 방향을 선택할 가능성이 높아 보인다. 지배구조 변화보다는 삼성물산의 사업 경쟁력 자체에 주목해야 한다는 의미이다.

### 2022년 뚜렷한 이익 성장, 건설 수주 호조 지속

2022년, 삼성물산(연결 기준) 영업이익은 전년대비 69.5% 증가한 2조 277억원을 기록하며 뚜렷한 이익 성장을 기록할 것으로 추정한다 [1H22 : 1조 975억원]. 원자재 가격 상승세 둔화에 따른 하반기 상사 부문 이익은 상반기 대비 축소될 것으로 전망하나, 1) 건설 부문의 하이테크 수주 확대 효과 2) COVID-19 안정화 및 원가 절감 효과 등에 따른 패션/레저 부문 이익 성장 3) 3공장 가동률 상승 및 삼성바이오에피스 편입효과에 따른 삼성바이오로직스 실적 개선 요인 등이 반영될 것으로 예상한다. 2022년, 건설 신규 수주 실적은 하이테크 호조와 해외 Project 성과로 연간 가이던스를 약 30% 상회하는 15조원 수준을 기록할 것으로 추정한다.

### 투자의견 Buy 유지, 목표주가는 190,000원으로 9.5% 하향 제시

삼성물산에 대해 투자의견 Buy를 유지하나, 목표주가는 실적 추정치와 주요 상장사 지분가치 조정분을 반영하여 기존 21만원에서 19만원으로 9.5% 하향 제시한다. 각 사업부문의 고른 이익 성장과 더불어 바이오/친환경/디지털 분야의 신사업 투자와 기 발표한 미국 NuScale(SMR), Powin(ESS)社와의 협업 역시 점차 구체화 될 전망이다. 또한, 2020년 기 발표한 주주환원 정책(2020~2022년 적용)에 이어 2023년 이후 새롭게 시행될 정책에서는 주주환원 기조를 강화할 가능성이 높을 것으로 예상한다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)				
	(억원)	(원)	(%)	(배)
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	302,161	344,552	418,068	411,174
영업이익	8,571	11,960	20,277	21,665
지배순이익	10,355	16,350	18,834	18,717
PER	19.9	14.8	12.2	12.2
PBR	0.6	0.7	0.8	0.7
EV/EBITDA	15.6	14.5	10.8	9.8
ROE	3.8	5.4	6.6	6.8

자료: 유안타증권

## 지배구조: 소문난 잔치에 먹을 것 없다

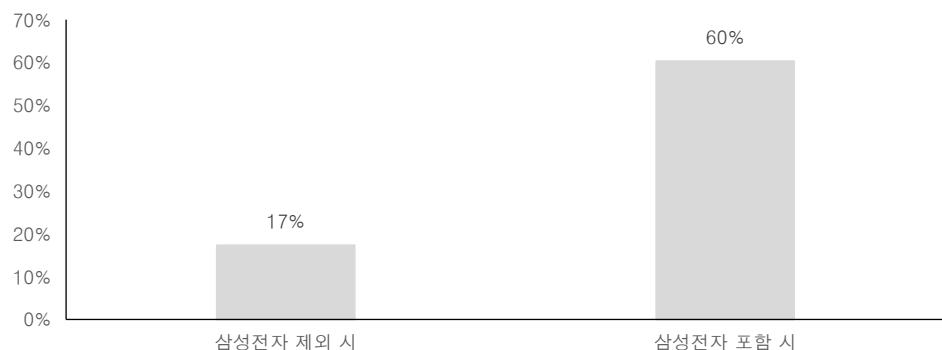
삼성그룹의 지배구조는 현 상태로 유지될 가능성이 높아 보인다. 보험업법 개정, 금산분리 완화 등의 움직임과 맞물려 삼성물산의 지주회사 전환 가능성에 대한 기대가 존재하지만, 이는 현실적으로 불가능한 시나리오라고 판단한다.

삼성그룹 지배구조에서 최대주주가 직면한 가장 큰 고민은 삼성전자에 대한 안정적 의결권 확보에 있다. 삼성전자에 대한 최대주주 및 특수관계인 지분 보유는 보통주 기준 20.79%이다. 공정거래법 11조에 따르면 대기업집단 소속 금융·보험사가 보유하고 있는 국내 계열사 주식의 의결권 행사는 최대주주 및 특수관계인을 합쳐 발행주식의 15% 이내에서만 행사 가능하다. 이를 해결하기 위해서는 삼성생명이 보유한 삼성전자 지분을 계열사 혹은 최대주주 일가에게 매도하는 방법이 있지만, 재원 확보 혹은 지주회사 강제 전환 등의 부수적 문제로 인해 현실적으로 불가능한 옵션이다.

보험업법 개정 가능성에 따른 삼성물산의 삼성전자 지분 인수 시나리오도 존재하지만, 2020년 개정된 공정경제 3법에서는 신규 지주회사의 자회사 지분 30% 의무 확보를 강제하고 있다는 점에서 불가능한 옵션으로 판단된다. 삼성물산이 삼성전자 지분을 인수하여 삼성전자가 삼성물산의 자회사로 바뀌게 되면 지주비율이 50%를 넘어서게 되면서 지주회사 전환이 불가피하기 때문이다. 단순히 삼성생명 보유 삼성전자 지분 8.51% 확보에 그치는 문제가 아니라, 지주회사 전환에 따라 추가로 삼성전자 지분을 30%까지 확보해야 하는 상황에 직면하게 된다는 의미이다. 시가총액 358조원에 달하는 삼성전자 지분 10%를 확보하는데 소요되는 재원은 무려 35.8조원에 달한다. 삼성물산이 어떤 수로 이 정도의 자금을 조달할 수 있을까?

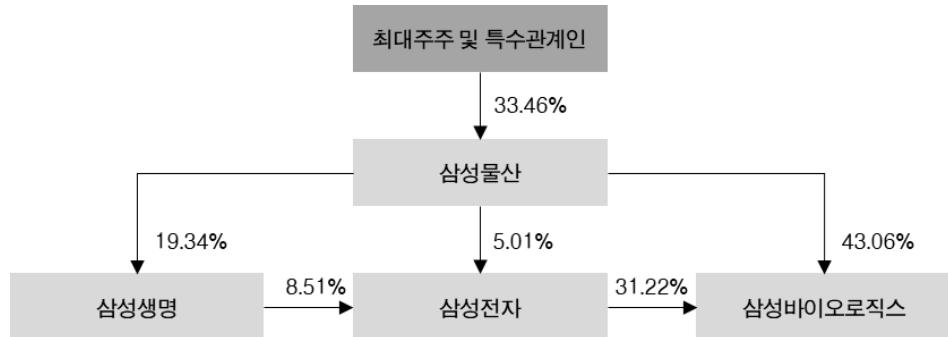
따라서 지배구조 관점에서 삼성그룹이 취할 수 있는 선택지는 현재의 그룹 지배구조를 유지하면서, 이사회 구성과 관련해서는 외부 조력을 통해 최대주주 일가의 지배력을 유지하는 방향을 선택할 가능성이 높아 보인다. 지배구조 변화보다는 삼성물산의 사업 경쟁력 자체에 주목해야 한다는 의미이다. 무엇보다 국회 움직임을 봤을 때, 보험업법이 개정될 가능성도 없어 보인다.

[그림-1] 삼성전자 지회사 편입 여부에 따른 삼성물산 지주비율



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림-2] 삼성그룹 지배구조 (요약)



자료: 유안타증권 리서치센터

## 상속세: 배당 확대 기대로 이어질 것

주식지분에 대한 상속세는 홍라희 전 관장 3.1조원, 이재용 부회장 2.9조원, 이부진 사장 2.6조원, 이서현 이사장 2.4조원으로 추산된다. 이미 2021년 4월 상속세의 6분의 1을 납부했으며, 2022년~2026년 동안 5회에 걸쳐 분할 납부할 예정이다.

삼성 총수 일가에서는 상속세 재원을 마련하기 위해 삼성전자, 삼성생명, 삼성SDS 지분 등을 처분했다. 앞으로 납부해야 할 상속세 규모를 고려할 때 추가 지분 매각 가능성은 높지만, 그룹 지배력을 유지하는데 핵심 역할을 하는 삼성물산과 삼성전자 지분 매각 가능성은 낮아 보인다.

상속세 재원을 마련하기 위한 배당 확대 가능성은 높아 보인다. 삼성물산은 2020년 2월 관계사 배당수익의 60~70%를 주주에게 환원하는 개념의 3개년 주주환원 정책을 발표했다. 기 발표한 주주환원정책은 2022년까지 적용되며, 2023년 이후 새롭게 시행될 정책은 주주환원 기조를 강화할 가능성이 높은 상황이다.

[표-1] 주식 상속세 추정 (단위: 억원)

	주식 상속기액	상속세(A)	기납부 (B)	잔여 상속세 (A-B)
홍라희	54,000	31,000	5,167	25,833
이재용	50,000	29,000	4,833	24,167
이부진	45,000	26,000	4,333	21,667
이서현	41,000	24,000	4,000	20,000

자료: 유안타증권 리서치센터

[표-2] 삼성그룹 최대주주 일기의 지분 매각 현황						(단위: %)
삼성전자	기존	지분 매각 후	삼성물산	기존	지분 매각 후	
홍라희	2.30%	1.97%	홍라희	0.96%	0.96%	
이재용	1.63%	1.63%	이재용	17.97%	17.97%	
이부진	0.93%	0.93%	이부진	6.19%	6.19%	
이서현	0.93%	0.93%	이서현	6.19%	6.19%	
특수관계인 합계	21.16%	20.83%	특수관계인 합계	33.42%	33.42%	
삼성생명	기존	지분 매각 후	삼성 SDS	기존	지분 매각 후	
홍라희	0.00%	0.00%	홍라희	0.00%	0.00%	
이재용	10.44%	10.44%	이재용	9.20%	9.20%	
이부진	6.92%	6.92%	이부진	3.90%	1.95%	
이서현	3.46%	1.73%	이서현	3.90%	1.95%	
특수관계인 합계	47.03%	45.30%	특수관계인 합계	56.72%	52.82%	

자료: 유안타증권 리서치센터

## 2022년 실적, 뚜렷한 본업 성장 기록

2022년, 삼성물산(연결 기준) 영업이익은 전년대비 69.5% 증가한 2조 277억원을 기록하며 뚜렷한 이익 성장을 기록할 것으로 추정한다 [1H22 : 1조 975억원]. 원자재 가격 상승세 둔화에 따른 하반기 상사 부문 이익은 상반기 대비 축소될 것으로 전망하나, 1) 건설 부문의 하이테크 수주 확대 효과 2) COVID-19 안정화 및 원가 절감 효과 등에 따른 패션/레저 부문 이익 성장 3) 3공장 가동률 상승 및 삼성바이오에피스 편입효과에 따른 삼성바이오로직스 실적 개선 요인 등이 반영될 것으로 전망한다.

[표-3] 삼성물산 사업부문별 실적 요약 및 전망

(단위: 백억원)

	2020	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2022E	2023E
매출액	30,216	7,840	8,548	8,303	9,765	34,455	10,440	10,819	9,906	10,642	41,807	41,117
– 건설	11,702	2,775	2,659	2,407	3,148	10,989	3,019	3,359	3,241	3,590	13,209	14,114
– 상사	13,251	3,778	4,297	4,363	4,917	17,355	5,781	5,415	4,843	5,065	21,103	18,975
– 패션	1,545	421	444	375	526	1,766	474	515	394	547	1,930	2,007
– 레저	426	77	164	134	142	517	87	220	158	165	630	737
– 식음	2,128	528	572	573	588	2,261	568	655	613	606	2,442	2,491
– 바이오	1,164	261	412	451	444	1,568	511	655	657	670	2,493	2,794
매출원가	26,851	6,905	7,452	7,488	8,589	30,434	9,181	9,428	8,675	9,307	36,591	35,773
% 원가율	88.9%	88.1%	87.2%	90.2%	88.0%	88.3%	87.9%	87.1%	87.6%	87.5%	87.5%	87.0%
매출총이익	3,365	934	1,096	815	1,176	4,021	1,259	1,391	1,231	1,335	5,215	5,344
% 매출총이익률	11.1%	11.9%	12.8%	9.8%	12.0%	11.7%	12.1%	12.9%	12.4%	12.5%	12.5%	13.0%
판관비	2,508	632	671	674	849	2,825	718	835	750	885	3,188	3,178
% 판관비율	8.3%	8.1%	7.8%	8.1%	8.7%	8.2%	6.9%	7.7%	7.6%	8.3%	7.6%	7.7%
영업이익	857	303	425	141	327	1,196	542	556	481	450	2,028	2,166
– 건설	531	135	113	-130	133	251	155	155	128	161	599	669
– 상사	94	84	90	82	40	296	190	129	103	45	467	335
– 패션	-35	21	43	17	20	101	42	62	24	31	159	165
– 레저	-83	-25	-10	0	4	-31	-24	22	18	13	29	36
– 식음	103	25	34	16	13	88	14	34	20	17	85	89
– 바이오	247	63	155	156	117	491	165	154	188	182	689	872
% 영업이익률	2.8%	3.9%	5.0%	1.7%	3.4%	3.5%	5.2%	5.1%	4.9%	4.2%	4.9%	5.3%
– 건설	4.5%	4.9%	4.2%	-5.4%	4.2%	2.3%	5.1%	4.6%	3.9%	4.5%	4.5%	4.7%
– 상사	0.7%	2.2%	2.1%	1.9%	0.8%	1.7%	3.3%	2.4%	2.1%	0.9%	2.2%	1.8%
– 패션	-2.3%	5.0%	9.7%	4.5%	3.8%	5.7%	8.9%	12.0%	6.0%	5.7%	8.2%	8.2%
– 레저	-19.5%	-32.5%	-6.1%	0.0%	2.8%	-6.0%	-27.6%	10.0%	11.5%	7.8%	4.6%	4.9%
– 식음	4.8%	4.7%	5.9%	2.8%	2.2%	3.9%	2.5%	5.2%	3.2%	2.9%	3.5%	3.6%
– 바이오	21.2%	24.1%	37.6%	34.6%	26.4%	31.3%	32.3%	23.5%	28.6%	27.2%	27.6%	31.2%

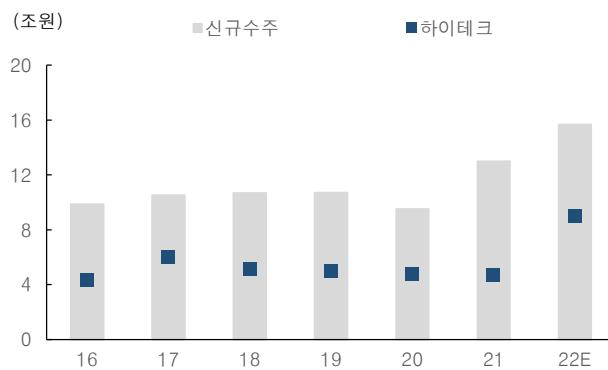
자료 : 삼성물산, 유안타증권 리서치센터 추정

## 건설 : 하이테크 중심의 수주 확대 전망

2022년 상반기, 건설 부문 수주는 하이테크 부문 호조로 약 8.6조원을 기록하며 연간 가이던스 11.7조원 대비 약 73%를 달성했다. 이는 2021년 상반기 카타르 LNG 1.8조원 등 대형 Project 수주에 기인한 높은 기저에도 불구하고, 전년동기대비 14% 증가한 수치이다. 2022년 상반기, 하이테크 수주는 삼성전자 평택 반도체 3기 3.0조원, 미국 Taylor 1.0조원 등 성과로 연간 가이던스인 5조원을 상회하는 5.3조원을 기록했다.

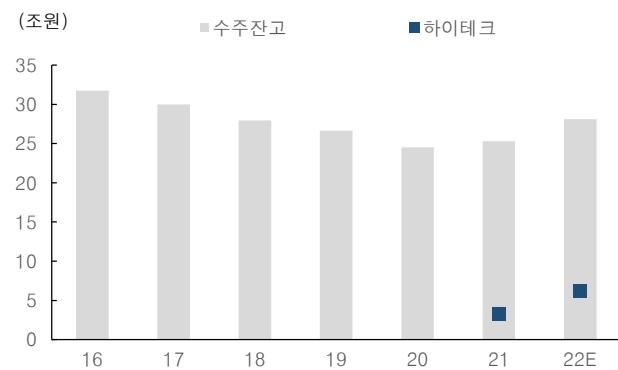
2022년, 건설 부문의 신규 수주 실적은 15조원을 상회할 것으로 추정한다. 7월 미국 Taylor 추가 수주 약 1.5조원과 더불어 평택 P-3(마감 공사), P-4(골조, 마감 공사) 수주가 이어질 전망이다. 해외 부문 역시 2분기 사우디 네옴 터널 수주(약 0.7조원)와 6월 기 인식한 카타르 태양광 0.8조원(8월 공시)에 이어 연내 카타르/사우디 플랜트와 태국 발전, 대만 복합개발 등 해외 수주 파이프라인에서의 성과가 반영될 것으로 예상한다. 사측은 사우디 네옴시티 관련 후속 발주 공사에 대해 적극적인 참여를 계획중인 것으로 파악되고 있다.

[그림-3] 삼성물산 연간 신규수주 추이 및 전망



자료: 삼성물산, 유안타증권 리서치센터 추정

[그림-4] 삼성물산 연간 수주잔고 추이 및 전망



자료: 삼성물산, 유안타증권 리서치센터 추정

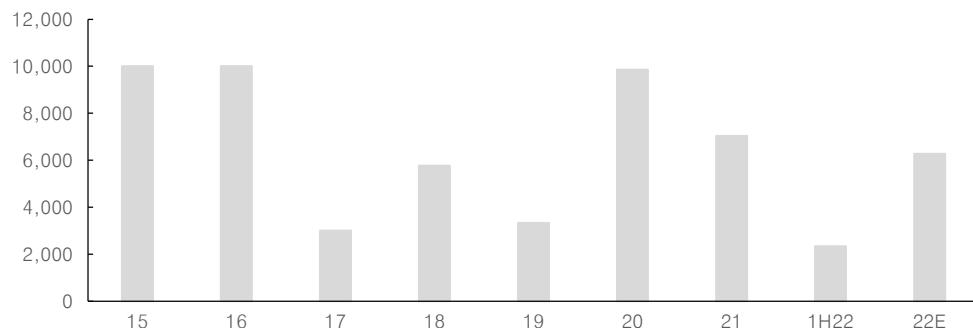
[표-4] 삼성전자 평택캠퍼스 반도체 P1~P6 생산라인 현황

생산라인	착공시기	완공시기	투자 금액	현황
P1	2015년 6월	2017년 6월	30조원	완공
P2	2018년 1월	2020년 8월	18조원	완공
P3	2021년 5월	2022년 하반기	30조원 이상	공사 진행
P4	-	2024년 상반기	-	부지 정리
P5	-	-	-	건설 준비 작업 돌입
P6	-	-	-	-

자료: 언론보도 정리, 유안타증권 리서치센터

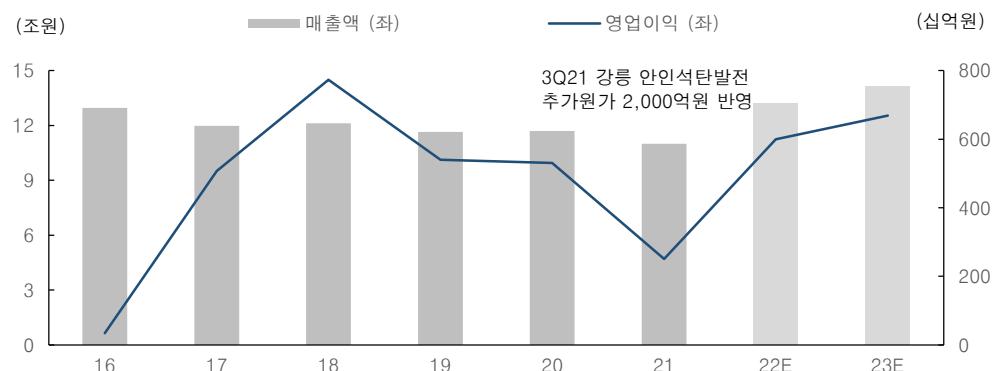
[그림-5] 삼성물산 연간 주택 분양실적 추이 및 가이던스

(세대)



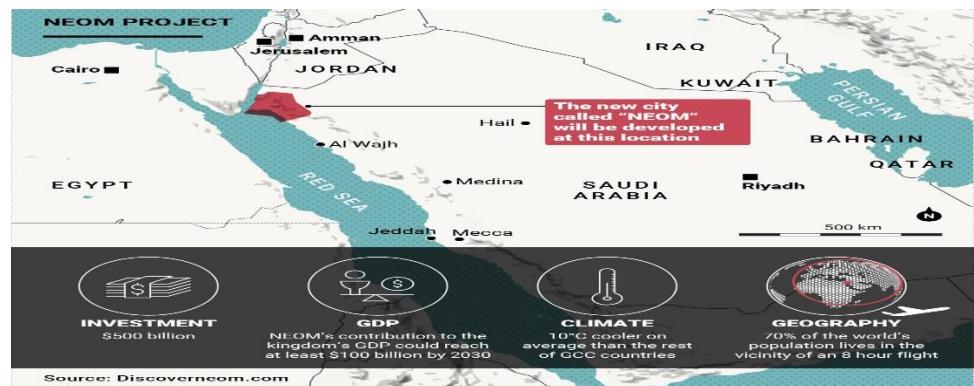
자료: 삼성물산, 유안타증권 리서치센터

[그림-6] 삼성물산 연간 건설부문 매출액, 영업이익 추이 및 전망



자료: 삼성물산, 유안타증권 리서치센터 추정

[그림-7] 사우디 네옴시티



자료: Discover Neom, 유안타증권 리서치센터

## 미래 신성장 동력 확보

2021년, 삼성물산은 친환경/디지털/바이오 분야에서 새로운 성장동력 확보를 위한 계획을 공유했다. 친환경 부문에서는 태양광 사업모델 확대(개발, EPC, ESS 역량 등) 추진과 수소밸류체인(생산~활용) 내 파트너십 강화, 소형모듈원전(SMR), 이차전지 리사이클링 사업 확대 계획이 포함되었다. 그 외 디지털 분야에서는 500억원 규모의 미래 건설기술 벤처펀드(CVC) 조성을 통한 기술역량 확보, 바이오 분야에서는 바이오로직스 4공장 완공 등 사업 확대를 통한 글로벌 CMO 1위 달성을 1,500억원 규모의 Life Science 벤처펀드(CVC)를 통한 바이오 벤처기업 발굴 계획이 언급되었다.

지난 6월 수주 실적으로 반영된 카타르 태양광(0.8조원, 8월 공시) Project와 Life Science 벤처펀드(CVC)를 통한 재규어 진 테라피(유전자 치료제 개발), 센다 바이오사이언스(미국 약물 전달체) 투자 등은 관련 분야의 실질적인 성과로 이어졌다.

[표-5] 삼성물산, 미래 신 성장동력 확보 계획 [친환경/디지털/바이오]

분야	세부내용
친환경	<p>1) 태양광 : 개발사업의 시장 다변화 및 EPC 사업 기회 발굴            : 미국 태양광 개발사업 모델의 호주 확대 추진            : 괌 태양광 EPC 수행 기반으로 중동, 호주, 동남아 사업기회 발굴+ESS 통합 솔루션 역량 확보</p> <p>2) 수소 : 생산-도입-저장-활용 밸류체인 단계별 파트너십 강화 지속            : 말레이시아 그린수소 공급망 개발 협력 MOU,            : 호주 그린수소 암모니아 생산 협력 MOU 체결            : UAE 그린수소 암모니아 개발사업 JDA 체결            : 동해권역 그린암모니아 도입/저장 인프라 구축 MOU, 그린암모니아 흔소 발전사업 협력 JDA 체결</p> <p>3) SMR(소형모듈원전) : NuScale 社와 미국 초기기 사업, 동유럽 지역 글로벌 SMR 시공 관련 협업 진행</p> <p>4) 이차전지 리사이클링 : 성일하이텍과 합작사 설립 후 독일내 전처리 공장 투자 및 건설 추진</p>
디지털	<p>1) 500억원 규모의 미래 건설기술 벤처펀드(CVC) 통해 디지털/모듈화/자동화 등 기술역량 확보</p> <p>2) 국가간 거래를 온라인으로 연결하는 플랫폼인 GBP(Global B2B Platform) 사업 추진            : 국내 플랫폼 기업 제휴, 상사의 해외 네트워크, 마케팅 활용 플랫폼의 해외 확장</p>
바이오	<p>1) 삼성바이오로직스 사업 확대            : 2023년 6월, 4공장 완공을 통한 CMO 생산능력 글로벌 1위 달성 목표</p> <p>2) 1,500억원 규모의 Life Science 벤처펀드(CVC) 통한 유망 바이오 기술 분야 벤처기업 발굴 및 투자 안전 검토</p>

자료: 삼성물산, 유안타증권 리서치센터

## 투자의견 Buy 유지, 목표주가는 19만원으로 9.5% 하향

삼성물산에 대해 투자의견 Buy를 유지하나, 목표주가는 실적 추정치와 주요 상장사 지분가치 조정분을 반영하여 기준 21만원에서 19만원으로 9.5% 하향 제시한다. 목표주가는 SOTP(Sum-Of-The-Parts) Valuation을 적용하고 영업가치는 바이오(삼성바이오로직스) 부문을 제외한 2022년 EBITDA 예상치에 각 사업부문별 Peer 평균 멀티플에 할인 요인을 적용하여 산출하였다. 삼성전자를 비롯한 주요 상장사 지분가치와 자사주는 각각 40%의 할인율을 적용하여 반영하였다.

[표-6] 삼성물산 SOTP(Sum-Of-The-Parts) 목표주가 산정

(단위: 십억원, 배, 원)

항목	기업가치	비고
1. 영업가치	6,105	2022년 추정치 기준 (삼성바이오로직스 제외)
- 건설	1,934	2022년 추정치 기준, 건설 Peer 평균 20% 할인, 2.6x 적용
- 상사	1,606	2022년 추정치 기준, 상사 Peer 평균 30% 할인, 2.7x 적용
- 패션	1,299	2022년 추정치 기준, 패션 Peer 평균 6.5x 적용
- 레저	776	2022년 추정치 기준, 레저 Peer 평균 30% 할인, 21.1x 적용
- 식음	490	2022년 추정치 기준, 식음 Peer 평균 20% 할인, 4.6x 적용
2. 자산가치 (비영업가치)	30,826	
- 주요 상장사 지분가치	29,009	삼성전자 등 40% 할인
- 자사주	1,817	자사주 약 2,472만주, 40% 할인
3. 순차입금	849	2022년 추정치 기준(삼성바이오로직스 제외)
4. 주주가치 (=1+2-3)	36,082	
- 발행주식수	186,887,081	보통주 기준
목표주가	190,000	반올림 적용
현재주가	122,500	8월 26일 종가 기준
Upside	55%	

자료: 유안타증권 리서치센터

[표-7] 삼성물산 주요 보유 상장사 지분가치

(단위: 십억원, %)

기업	시가총액	% 지분율	지분가치 [할인율 미적용]	% 할인율	지분가치 [할인율 적용]
삼성전자	358,187	5.0%	17,945	40%	10,767
삼성바이오로직스	60,284	43.1%	25,958	40%	15,575
삼성생명	12,440	19.3%	2,406	40%	1,444
삼성 SDS	10,020	17.1%	1,711	40%	1,027
삼성엔지니어링	4,694	7.0%	327	40%	196
<b>합계</b>	<b>445,626</b>		<b>48,348</b>		<b>29,009</b>

자료: 유안타증권 리서치센터

## Peer Valuation

삼성물산 Peer Valuation Table [건설, 상사]

		건설						상사			
		삼성물산	현대건설	대우건설	GS 건설	삼성엔지니어링	DL 이앤씨	포스코인터내셔널	LX 인터내셔널	현대코퍼레이션	GS 글로벌
현재 주가(원)		122,500	48,900	23,950	30,900	5,360	42,050	27,700	42,250	3,785	19,100
시가총액(십억원)		22,894	5,445	4,694	2,644	2,228	1,627	3,417	1,638	312	253
주가수익률(%)	1D	-0.8	4.0	1.5	0.8	1.5	1.6	-0.2	3.6	-1.4	0.5
	1M	2.1	17.7	24.4	6.9	3.7	5.7	39.2	33.3	8.1	22.8
	3M	4.7	16.2	-0.8	-21.8	-16.8	-17.4	16.6	7.8	2.0	3.2
	6M	11.4	12.9	3.2	-27.9	-14.5	-34.6	34.1	43.0	61.4	15.1
P/E(배)	2019A	17.0	11.6	11.7	5.6	9.3	-	11.0	20.4	-	13.9
	2020A	22.0	34.1	10.3	9.6	7.2	-	7.5	3.1	-	4.0
	2021A	12.0	12.3	12.1	8.2	4.9	4.4	7.7	2.7	8.4	5.3
	2022E	12.4	10.5	9.8	5.1	4.8	3.5	5.8	3.0	-	2.9
	2023E	12.3	10.3	9.8	4.7	4.1	3.2	7.0	4.2	-	3.3
P/B(배)	2019A	0.7	0.7	2.9	0.6	0.8	-	0.8	0.5	0.5	0.7
	2020A	0.7	0.6	1.6	0.7	0.8	-	0.6	0.7	0.6	0.6
	2021A	0.6	0.7	2.2	0.7	0.7	0.6	0.8	0.5	0.6	0.6
	2022E	0.7	0.7	1.9	0.5	0.6	0.4	0.9	0.7	-	0.6
	2023E	0.7	0.7	1.6	0.5	0.5	0.4	0.8	0.6	-	0.5
ROE(%)	2019A	4.7	6.3	27.5	11.8	8.8	-	7.1	2.5	-4.6	5.1
	2020A	3.8	1.8	17.3	7.7	11.1	-	7.7	23.7	-24.9	15.1
	2021A	5.3	5.8	20.7	9.3	16.5	-	10.9	22.5	7.6	11.2
	2022E	6.0	7.0	21.5	10.7	13.6	10.4	15.9	26.8	-	21.1
	2023E	5.8	6.8	18.0	10.5	13.7	11.3	11.6	16.5	-	15.8
EV/EBITDA	2019A	14.4	4.9	6.5	4.2	7.4	-	6.1	6.8	7.2	14.2
	2020A	17.7	4.5	4.9	4.9	4.8	-	5.0	6.0	8.8	14.2
	2021A	12.5	4.5	5.8	5.3	2.4	1.5	6.5	2.7	14.6	22.7
	2022E	10.2	3.9	4.5	3.8	2.6	1.0	5.3	2.5	-	11.8
	2023E	9.8	3.3	4.0	3.0	2.1	0.6	5.5	2.8	-	11.4

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: DL 이앤씨는 인적분할 이후 재상장 (21.01.25~)

삼성물산 Peer Valuation Table [패션, 레저, 식음]

		삼성물산	패션			레저				식음	
			신세계인터 내셔널	F&F	힐리홀딩스	용평리조트	아난티	서부 T&D	롯데관광개발	현대그린푸드	CJ 프레시웨이
현재주가(원)	122,500	143,000	31,200	27,900	11,700	7,990	7,010	3,860	7,790	37,750	
시가총액(십억원)	22,894	5,478	1,895	996	846	483	606	186	761	448	
주가수익률(%)	1D	-0.8	-2.1	1.1	-0.5	-3.3	-2.3	-2.9	-0.1 2.2	2.2	-0.1
	1M	2.1	-5.0	4.7	-7.9	3.5	-0.1	-0.4	-4.2 0.8	0.8	4.7
	3M	4.7	1.4	3.0	-17.5	-26.4	-14.1	-11.7	-21.2 -6.9	-6.9	-3.7
	6M	11.4	-19.7	-11.4	-7.9	-34.1	-10.5	-24.6	-22.3 -7.2	-7.2	0.0
P/E(배)	2019A	17.0	-	12.1	21.2	-	8,700.	-	-18.9	18.9	66.0
	2020A	22.0	-	19.0	22.6	-	-	-	-10.7	10.7	-
	2021A	12.0	-	9.2	12.7	-	12.9	47.7	27.2 17.2	17.2	12.8
	2022E	12.4	12.8	7.4	9.1	-	-	-	-7.4	7.4	8.7
	2023E	12.3	10.2	6.4	8.3	37.1	-	-	-6.8	6.8	7.2
P/B(배)	2019A	0.7	-	2.6	2.6	3.2	0.7	2.3	0.7 0.6	0.6	1.7
	2020A	0.7	-	2.0	1.8	4.5	0.7	2.0	0.5 0.4	0.4	1.2
	2021A	0.6	13.2	1.3	1.4	21.6	0.8	2.4	0.6 0.4	0.4	1.4
	2022E	0.7	6.5	1.1	1.2	6.4	-	-	-0.4	0.4	1.7
	2023E	0.7	4.4	0.9	0.8	5.5	-	-	-0.4	0.4	1.4
ROE(%)	2019A	4.7	-	23.8	13.0	-4.9	0.0	-2.0	-3.4 3.2	3.2	2.6
	2020A	3.8	-	10.9	8.2	-30.4	-5.3	-10.9	-4.5 4.1	4.1	-20.2
	2021A	5.3	-	16.2	12.1	-140.4	6.2	5.2	2.3 2.4	2.4	12.3
	2022E	6.0	60.2	14.9	14.4	-700.2	-	-	-5.5	5.5	19.0
	2023E	5.8	50.6	15.5	14.0	28.1	-	-	-5.6	5.6	19.6
EV/EBITDA	2019A	14.4	-	8.1	13.8	-	34.3	40.3	30.2 5.4	5.4	8.2
	2020A	17.7	-	8.4	15.2	-	-	-	26.5 3.7	3.7	12.6
	2021A	12.5	-	5.0	8.1	-	122.7	13.4	8.1 5.5	5.5	7.0
	2022E	10.2	9.2	4.1	6.2	30.2	-	-	--	-	5.7
	2023E	9.8	7.2	3.6	5.4	8.6	-	-	--	-	4.7

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

## Peer 실적

삼성물산 Peer 실적 비교 [건설, 상사]										(단위: 십억원)	
업종	기업명	항목	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	2020	2021	2022E
건설	삼성물산 건설 부문	매출액	2,775	2,659	2,407	3,148	3,019	3,359	11,702	10,989	13,209
		영업이익	135	113	-130	133	155	155	531	251	599
		OPM	4.9%	4.3%	-5.4%	4.2%	5.1%	4.6%	4.5%	2.3%	4.5%
	현대건설	매출액	4,150	4,384	4,352	5,180	4,145	5,579	16,971	18,066	20,819
		영업이익	201	141	220	191	171	175	549	754	788
		OPM	4.8%	3.2%	5.1%	3.7%	4.1%	3.1%	3.2%	4.2%	3.8%
	GS 건설	매출액	2,014	2,232	2,172	2,619	2,376	3,048	10,123	9,037	11,253
		영업이익	185	133	161	202	163	164	750	646	720
		OPM	9.2%	6.0%	7.4%	7.7%	6.9%	5.4%	7.4%	7.1%	6.4%
	대우건설	매출액	1,939	2,207	2,100	2,439	2,249	2,441	8,137	8,685	10,019
		영업이익	229	192	112	204	221	86	558	738	645
		OPM	11.8%	8.7%	5.3%	8.4%	9.8%	3.5%	6.9%	8.5%	6.4%
	삼성엔지니어링	매출액	1,531	1,696	1,747	2,513	2,163	2,493	6,749	7,487	9,351
		영업이익	107	150	139	107	174	153	361	503	616
		OPM	7.0%	8.9%	8.0%	4.2%	8.1%	6.2%	5.3%	6.7%	6.6%
	DL 이앤씨	매출액	1,700	1,922	1,807	2,203	1,515	1,877	-	7,632	7,979
		영업이익	200	229	259	270	129	135	-	957	724
		OPM	11.8%	11.9%	14.3%	12.2%	8.5%	7.2%	-	12.5%	9.1%
상사	삼성물산 상사 부문	매출액	3,778	4,297	4,363	4,916	5,781	5,415	13,252	17,354	18,975
		영업이익	84	90	82	40	190	129	93	296	335
		OPM	2.2%	2.1%	1.9%	0.8%	3.3%	2.4%	0.7%	1.7%	1.8%
	포스코인터내셔널	매출액	7,087	8,524	9,151	9,186	9,912	11,070	21,472	33,949	41,067
		영업이익	127	170	149	140	216	321	474	585	943
		OPM	1.8%	2.0%	1.6%	1.5%	2.2%	2.9%	2.2%	1.7%	2.3%
	LX 인터내셔널	매출액	3,685	3,956	4,495	4,551	4,918	5,020	11,283	16,687	19,688
		영업이익	113	126	210	208	246	289	160	656	961
		OPM	3.1%	3.2%	4.7%	4.6%	5.0%	5.8%	1.4%	3.9%	4.9%
	현대코퍼레이션	매출액	752	816	1,038	1,176	1,278	1,595	2,881	3,782	6,027
		영업이익	7	7	11	11	15	21	33	35	70
		OPM	0.9%	0.8%	1.0%	0.9%	1.1%	1.3%	1.2%	0.9%	1.2%
	GS 글로벌	매출액	679	801	1,066	1,302	1,251	1,370	2,815	3,849	-
		영업이익	8	11	18	1	24	20	32	39	-
		OPM	1.2%	1.4%	1.7%	0.1%	1.9%	1.5%	1.1%	1.0%	-

자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터, 주: 건설 Peer 는 유안타증권 추정치 기준, 상사 Peer 는 FnGuide 컨센서스 기준

## 삼성물산 Peer 실적 비교 [패션, 레저, 식음]

(단위: 십억원)

업종	기업명	항목	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	2020	2021	2022E
패션	삼성물산 패션 부문	매출액	421	444	375	526	474	514	1,546	1,767	2,007
		영업이익	21	43	16	20	42	62	-36	100	165
		OPM	5.1%	9.7%	4.3%	3.7%	8.9%	12.1%	-2.3%	5.7%	8.2%
	신세계인터내셔날	매출액	342	341	350	418	352	384	1,325	1,451	1,567
		영업이익	21	27	14	30	33	39	34	92	133
		OPM	6.2%	7.8%	4.0%	7.2%	9.4%	10.1%	2.5%	6.3%	8.5%
	F&F	매출액		197	329	563	437	371		1,089	1,861
		영업이익		43	96	184	135	95		323	560
		OPM	21.9%	29.1%	32.6%	30.8%	25.6%		29.6%	30.1%	
레저	휠라홀딩스	매출액	988	1,019	927	859	1,074	1,172	3,129	3,794	4,070
		영업이익	184	174	110	25	169	152	341	493	508
		OPM	18.6%	17.0%	11.9%	2.9%	15.7%	13.0%	10.9%	13.0%	12.5%
	삼성물산 레저 부문	매출액	77	164	134	142	87	219	426	517	737
		영업이익	-26	-11	0	4	-25	22	-82	-32	36
		OPM	-33.4%	-6.5%	0.1%	2.7%	-28.3%	9.9%	-19.3%	-6.2%	4.9%
	용평리조트	매출액	28	143	36	29	34	27	127	236	-
		영업이익	-2	22	4	7	2	-5	-7	31	-
		OPM	-7.7%	15.4%	10.3%	24.3%	5.5%	-17.3%	-5.5%	13.0%	-
식음	아난티	매출액	56	56	39	69	86	57	114	220	-
		영업이익	22	16	-2	24	35	5	-32	60	-
		OPM	38.8%	29.2%	-5.2%	34.7%	41.4%	9.0%	-27.8%	27.2%	-
	서부 T&D	매출액	19	23	24	31	27	34	85	97	-
		영업이익	-0	-4	1	-2	4	1	-23	-5	-
		OPM	-1.8%	-18.8%	4.1%	-5.1%	13.4%	2.5%	-26.8%	-5.5%	-
	롯데관광개발	매출액	12	25	30	40	43	48	17	107	269
		영업이익	-38	-30	-34	-30	-27	-29	-71	-131	-34
		OPM	-	-	-	-74.6%	-63.0%	-60.0%	-	-	-12.7%

자료: FnGuide, 유인타증권 리서치센터, 주: 패션/레저/식음 Peer 는 FnGuide 컨센서스 기준

## 삼성물산 (028260) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

순익계산서		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	302,161	344,552	418,068	411,174	426,808	
매출원가	268,506	304,342	365,913	357,730	370,088	
매출총이익	33,655	40,209	52,155	53,444	56,720	
판관비	25,084	28,250	31,878	31,780	32,611	
영업이익	8,571	11,960	20,277	21,665	24,109	
EBITDA	14,011	17,177	26,524	28,345	30,929	
영업외손익	6,081	12,845	10,979	8,500	8,720	
외환관련손익	-574	540	217	130	-70	
이자순익	-153	-267	-462	-390	-360	
관계기업관련손익	1,616	1,107	2,118	2,190	2,250	
기타	5,192	11,466	9,105	6,570	6,900	
법인세비용차감전순손익	14,652	24,805	31,256	30,165	32,829	
법인세비용	3,045	6,514	8,955	8,144	8,864	
계속사업순손익	11,607	18,291	22,301	22,020	23,965	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	11,607	18,291	22,301	22,020	23,965	
지배지분순이익	10,355	16,350	18,834	18,717	20,419	
포괄순이익	65,349	7,906	-18,589	22,020	23,965	
지배지분포괄이익	64,165	5,872	-20,122	22,637	24,684	

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	12,679	11,957	-1,485	18,563	21,938	
당기순이익	11,607	18,291	22,301	22,020	23,965	
감가상각비	5,440	5,217	6,247	6,680	6,820	
외환손익	137	-790	241	-130	70	
증속, 관계기업관련손익	-1,616	-1,107	-2,118	-2,190	-2,250	
자산부채의 증감	-5,624	-13,172	-26,308	-3,407	-2,807	
기타현금흐름	2,735	3,518	-1,847	-4,410	-3,860	
투자활동 현금흐름	-8,484	-8,044	-19,870	-13,435	-14,294	
투자자산	-4,873	-2,570	-22,785	150	150	
유형자산 증가 (CAPEX)	-2,849	-5,370	-8,450	-9,680	-10,330	
유형자산 감소	395	397	1,316	256	256	
기타현금흐름	-1,158	-501	10,050	-4,161	-4,370	
재무활동 현금흐름	-6,163	-6,851	36,520	-10,184	-9,024	
단기차입금	-4,598	-2,343	9,556	-3,100	-1,240	
사채 및 장기차입금	2,581	525	17,102	-2,330	-3,030	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-3,334	-3,846	-7,045	-4,204	-4,204	
기타현금흐름	-812	-1,187	16,907	-550	-550	
연결범위변동 등 기타	-1,052	1,459	-14,955	9,368	4,734	
현금의 증감	-3,019	-1,479	210	4,313	3,355	
기초 현금	27,044	24,025	22,545	22,755	27,068	
기말 현금	24,025	22,545	22,755	27,068	30,423	
NOPLAT	8,571	11,960	20,277	21,665	24,109	
FCF	9,830	6,588	-9,935	8,883	11,608	

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

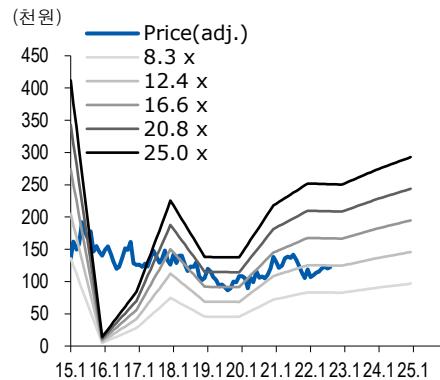
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

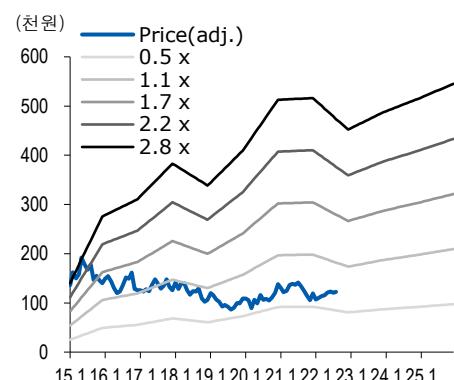
재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산		129,236	151,440	184,535	195,618	204,013
현금및현금성자산		24,025	22,545	22,755	27,068	30,423
매출채권 및 기타채권		46,043	54,616	60,580	60,530	61,810
재고자산		20,193	28,104	43,280	45,960	46,850
비유동자산		414,081	401,014	392,136	398,913	405,417
유형자산		48,513	52,318	57,446	60,190	63,444
관계기업등 지분관련자산		36,260	30,183	21,630	23,670	25,770
기타투자자산		302,891	288,081	256,400	256,420	256,440
자산총계		543,317	552,454	576,671	594,531	609,429
유동부채		108,896	116,753	147,975	145,355	143,135
매입채무 및 기타채무		48,358	52,458	61,680	63,000	63,930
단기차입금		14,196	12,103	26,460	23,360	22,120
유동성장기부채		7,074	3,486	12,335	13,085	11,945
비유동부채		104,966	102,176	112,460	108,310	106,030
장기차입금		6,796	6,266	17,100	15,320	14,580
사채		3,390	7,880	10,800	9,500	8,350
부채총계		213,863	218,930	260,435	253,665	249,165
지배지분		301,980	304,055	266,245	286,981	303,313
자본금		189	189	189	189	189
자본잉여금		104,822	104,820	106,203	106,203	106,203
이익잉여금		83,271	95,481	107,378	122,008	138,340
비지배지분		27,475	29,469	49,991	53,885	56,951
자본총계		329,455	333,524	316,236	340,866	360,265
순차입금		-15,284	-24,606	4,760	-5,633	-16,948
총차입금		35,068	31,806	69,075	63,675	59,465

Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)		2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS		5,497	8,715	10,078	10,015	10,926
BPS		183,094	184,352	161,427	174,000	183,902
EBITDAPS		7,398	9,112	14,070	15,036	16,407
SPS		159,546	182,772	221,770	218,113	226,406
DPS		2,300	4,200	2,500	2,500	2,500
PER		19.9	14.8	12.2	12.2	11.2
PBR		0.6	0.7	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA		15.6	14.5	10.8	9.8	8.8
PSR		0.7	0.7	0.6	0.6	0.5
재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)		2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액 증가율 (%)		-1.8	14.0	21.3	-1.6	3.8
영업이익 증가율 (%)		-1.1	39.5	69.5	6.8	11.3
지배순이익 증가율 (%)		-1.4	57.9	15.2	-0.6	9.1
매출총이익률 (%)		11.1	11.7	12.5	13.0	13.3
영업이익률 (%)		2.8	3.5	4.9	5.3	5.6
지배순이익률 (%)		3.4	4.7	4.5	4.6	4.8
EBITDA 마진 (%)		4.6	5.0	6.3	6.9	7.2
ROIC		12.6	17.0	18.5	15.0	15.8
ROA		2.1	3.0	3.3	3.2	3.4
ROE		3.8	5.4	6.6	6.8	6.9
부채비율 (%)		64.9	65.6	82.4	74.4	69.2
순차입금/자기자본 (%)		-5.1	-8.1	1.8	-2.0	-5.6
영업이익/금융비용 (배)		9.1	12.9	12.6	14.1	15.9

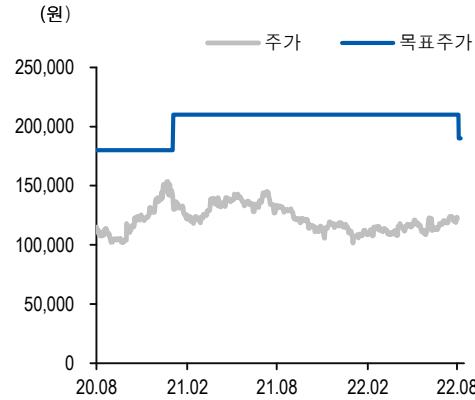
## P/E band chart



## P/B band chart



## 삼성물산 (028260) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리를	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2022-08-29	BUY	190,000	1년		
2022-01-28	1년 경과 이후		1년	-45.51	-40.95
2021-01-28	BUY	210,000	1년	-41.74	-30.95
2020-08-12	BUY	180,000	1년	-29.11	-14.72

자료: 유안타증권

주: 괴리를  $= (\text{실제주가}^* - \text{목표주가}) / \text{목표주가} \times 100$ 

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	93.4
Hold(중립)	6.0
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2022-08-26

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 김기룡, 최남곤)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.