지주/유통/상사
박종렬
02)6260-2466
jrpark@heungkuksec.co.kr

R.A
김지은
02)739-5938
qet3474@heungkuksec.co.kr

(028260)

삼성물산

BUY(유지)

실적+주주환원=리레이팅

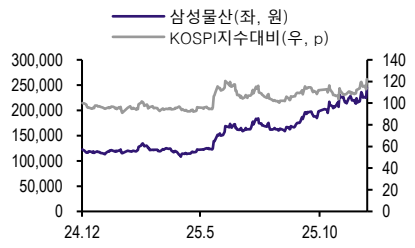
목표주가	320,000원(상향)
현재주가(12/04)	240,500원
상승여력	33.1%
시가총액	41,729십억원
발행주식수	169,977천주
52주 최고가 / 최저가	245,500 / 108,300원
3개월 일평균거래대금	80십억원
외국인 지분율	29.0%
주요주주	
이재용 (외 15인)	36.4%
케이씨씨 (외 1인)	10.0%
국민연금공단 (외 1인)	8.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	8.4	43.3	62.3	97.7
상대수익률(KOSPI)	12.8	16.6	12.7	36.2

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	41,896	42,103	39,877	42,838
영업이익	2,870	2,983	3,229	3,672
EBITDA	3,691	3,916	4,313	4,883
지배주주순이익	2,218	2,230	2,140	2,489
EPS	11,932	12,523	13,173	15,321
순차입금	72	-448	-2,256	-2,807
PER	10.9	9.2	18.6	16.0
PBR	0.7	0.7	1.0	0.9
EV/EBITDA	6.6	5.1	9.2	8.0
배당수익률	2.0	2.3	1.1	1.1
ROE	7.3	6.8	5.9	5.8
컨센서스 영업이익	-	-	3,326	3,730
컨센서스 EPS	-	-	12,609	13,949

주가추이



2026년에도 바이오 부문이 이끄는 가운데, 그동안 부진했던 건설의 회복과 패션·레저·식음 등 소비재 부문도 개선되면서 현금창출력은 더욱 더 강화될 전망임. 개선된 주주환원정책까지 추가된다면 금상첨화로 인식할 것임.

4Q Preview: OP 7,589억원(+19.5% YoY), 호실적 지속

4분기 연결기준 매출액 10.0조원(-0.3% YoY), 영업이익 7,589억원(+19.5% YoY)으로 전분기에 이어 양호한 영업실적을 기록할 전망임. 외형 부진이 지속되는 것은 상사, 패션, 식음 부문은 견조한 외형을 유지함에도 불구하고, 건설과 레저 부문의 부진 때문임. 반면, 영업이익은 바이오 부문의 약진(4공장 Full 가동, 판매 호조)으로 나머지 사업부문의 부진을 상쇄하고 있기 때문임. 2025년 연간 연결기준 매출액 39.9조원(-5.3% YoY), 영업이익 3.2조원(+8.3% YoY)으로 기존 전망치를 유지함.

2026년: 바이오/건설 주도, 패션·레저·식음 개선

2025년은 EBIT 기준 바이오 부문의 나홀로 성장이었다면, 2026년은 상사 부문을 제외한 전사업부문의 개선으로 이익창출력은 더욱 견고해질 전망임. 바이오 부문은 2026년에도 5공장(2025년 4월 준공) 가동에 따른 생산능력 증대와 판매량 증가로 견조한 실적이 가능할 것임. 건설부문도 국내외 견조한 수주 실적과 주택시공권 확보 등으로 그동안의 부진에서 벗어날 것임. 평택 P3, 해외 대형 EPC 공사에 따른 실적 개선이 가능할 것임. 패션과 레저 부문도 소비경기 개선에 따라 영업이익이 증익 추세로 전환할 전망임. 2026년 연간 연결기준 매출액 42.8조원(+7.4% YoY), 영업이익 3.7조원(+13.7% YoY)으로 전망함.

투자의견 BUY, 목표주가 320,000원 상향

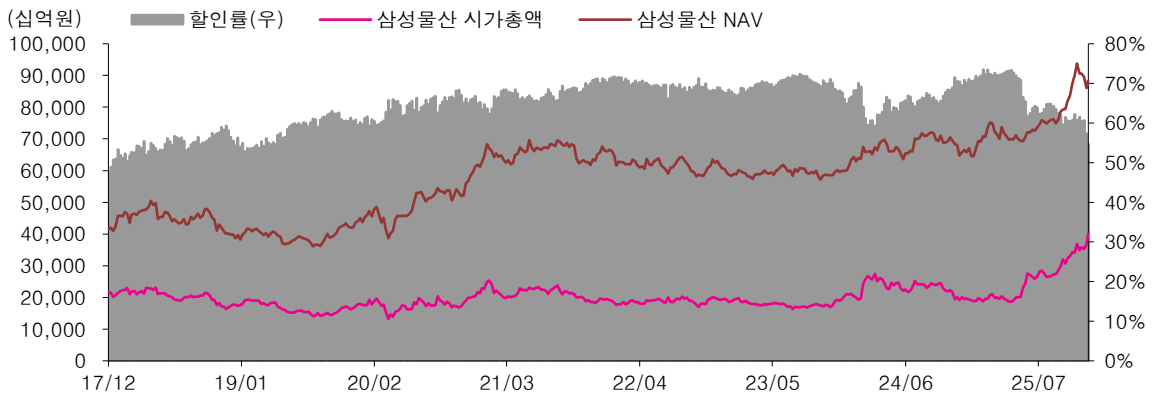
투자자산(삼성전자, 삼성생명, 삼성바이오로직스 등) 가치 상승과 NAV 대비 할인율 조정으로 목표주가를 상향 조정함. 지난 4월 이후 주가 급등에도 12개월 Forward 기준 P/E, P/B는 각각 16.2배, 0.9배 수준이고, NAV 대비 할인율도 55.3%로 현재 가격대 매수는 여전히 유효한 전략이라 판단함. 양호한 실적 모멘텀과 함께 신성장 동력(대형원전/SMR/태양광/Bio & Life Science) 확보를 통한 성장가치주로 변신할 전망임. 기업가치 제고 계획 및 개선된 주주환원 정책도 2026년 초에 발표할 예정임.

표 1 **삼성물산 적정주주가치 산출 근거** (단위: 십억원, 천주, 원, %)

내역		지분율	시가총액, 순자산가액	가치	비고
1. 투자자산가치				81,510	
1) 상장회사 가치	삼성전자	5.01	622,154	31,170	공정가치 평가
	삼성생명	19.34	31,400	6,073	
	삼성바이오로직스	43.06	77,769	33,487	
	삼성에피스홀딩스	43.06	13,860	5,968	
	삼성에스디에스	17.08	13,735	2,346	
	삼성E&A	7.00	5,047	353	
2) 비상장 회사 가치	국내 및 해외법인		232	232	장부가액 반영
3) 자기주식	삼성물산	4.6	40,879	1,880	2026년 이익소각 예정
2. 별도 영업가치				10,402	삼바 제외, EV/EBITDA 6.6배 적용
3. 기업가치(=1+2)				91,912	
4. 순차입금				467	별도 기준 (25/3Q)
5. 적정시가총액				91,445	
발행주식수				169,977	
주당 NAV (원)				537,985	
목표주가 (원)				320,000	
NAV 대비 할인율				40.0%	실적, 주주환원, 지배구조 감안
현재주가 (원)				240,500	
상승여력 (%)				33.1	

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㈜	299,086,128	5.01	395	31,170
삼성생명보험㈜	38,688,000	19.34	35	6,073
삼성바이오로직스	30,646,705	43.06	494	39,455
삼성에스디에스㈜	13,215,822	17.08	180	2,346
삼성E&A㈜	13,688,989	7.00	201	353
합계			1,305	79,397

주: 삼성바이오로직스의 공정가치는 삼성에피스홀딩스를 합산한 것임.
자료: 삼성물산, 흥국증권 리서치센터

표 3 삼성물산 연간/분기 실적 추이 (단위: 십억원, %YoY, $/bbl)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	9,737	10,022	10,151	9,967	10,466	11,008	10,734	10,630	42,104	39,877	42,838
건설	3,620	3,395	3,090	3,280	4,089	3,825	3,475	3,690	18,655	13,385	15,078
건축	2,729	2,329	2,059	2,208	3,125	2,667	2,358	2,528	14,964	9,325	10,677
토목	194	159	197	203	200	164	203	209	752	753	775
플랜트	697	907	834	869	764	995	915	953	2,939	3,307	3,626
상사	3,436	3,776	3,885	3,520	3,331	3,922	4,014	3,591	12,996	14,617	14,858
화학	879	1,030	1,202	984	855	1,042	1,217	992	3,388	4,095	4,105
철강	1,558	1,624	1,576	1,405	1,515	1,642	1,596	1,415	5,523	6,163	6,168
에너지	79	78	90	113	76	86	98	118	326	360	378
소재	920	1,044	1,017	1,018	885	1,152	1,104	1,066	3,759	3,999	4,207
패션	504	510	445	541	518	524	456	553	2,004	2,000	2,051
레저	108	223	205	199	112	231	212	206	783	735	761
식음	771	828	866	845	802	860	897	877	3,119	3,310	3,436
바이오	1,298	1,290	1,660	1,583	1,614	1,646	1,679	1,713	4,547	5,830	6,653
매출총이익	1,753	1,801	2,051	1,843	1,898	1,993	1,807	1,979	7,108	7,448	7,677
영업이익	724	753	994	759	899	919	1,018	837	2,983	3,230	3,672
건설	159	118	111	132	191	141	133	158	1,001	520	623
상사	63	80	76	62	57	81	76	64	301	281	278
패션	34	33	12	38	35	34	12	39	170	117	121
레저	-31	9	20	20	-10	9	21	21	59	18	41
식음	19	45	53	32	20	47	55	34	157	149	156
바이오	480	468	722	475	606	606	720	521	1,295	2,145	2,453
세전이익	1,204	753	1,205	911	1,242	1,122	1,281	995	3,722	4,072	4,642
지배주주순이익	733	353	566	488	666	602	687	534	2,230	2,140	2,489
수익성 (%)											
GPM	18.0	18.0	20.2	18.5	18.1	18.1	16.8	18.6	16.9	18.7	17.9
OPM	7.4	7.5	9.8	7.6	8.6	8.3	9.5	7.9	7.1	8.1	8.6
건설	4.4	3.5	3.6	4.0	4.7	3.7	3.8	4.3	5.4	3.9	4.1
상사	1.8	2.1	2.0	1.8	1.7	2.1	1.9	1.8	2.3	1.9	1.9
패션	6.7	6.5	2.7	7.0	6.8	6.5	2.7	7.0	8.5	5.8	5.9
레저	-28.7	4.0	9.8	10.0	-9.0	4.1	9.9	10.1	7.5	2.4	5.4
식음	2.5	5.4	6.1	3.8	2.5	5.5	6.2	3.8	5.0	4.5	4.5
바이오	37.0	36.3	43.5	30.0	37.5	36.8	42.9	30.4	28.5	36.8	36.9
RPM	12.4	7.5	11.9	9.1	11.9	10.2	11.9	9.4	8.8	10.2	10.8
NPM	7.5	3.5	5.6	4.9	6.4	5.5	6.4	5.0	5.3	5.4	5.8
성장성 (%)											
매출액	-9.8	-8.9	-1.5	-0.3	7.5	9.8	5.7	6.6	0.5	-5.3	7.4
영업이익	1.7	-16.3	35.1	19.5	24.1	22.0	2.4	10.3	3.9	8.3	13.7
세전이익	13.2	-27.7	56.1	7.6	3.2	49.1	6.3	9.3	4.9	9.4	14.0
지배주주순이익	0.7	-38.8	26.4	2.3	-9.1	70.6	21.3	9.3	0.5	-4.0	16.3
기본가정											
세계GDP	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.6	2.9	2.9
국제유가	71.4	63.7	65.0	59.0	58.0	60.0	60.0	62.0	75.8	64.8	60.0
한국GDP	0.0	0.6	1.0	1.6	2.0	2.0	1.7	1.8	2.0	0.8	1.9
민간소비	0.6	0.9	1.3	1.6	1.8	1.8	1.5	1.4	1.1	1.1	1.6
소비자물가	2.1	2.1	2.0	2.0	2.0	1.8	1.9	2.0	2.4	2.1	1.9
원/달러	1,452	1,399	1,387	1,415	1,405	1,385	1,378	1,375	1,364	1,413	1,386

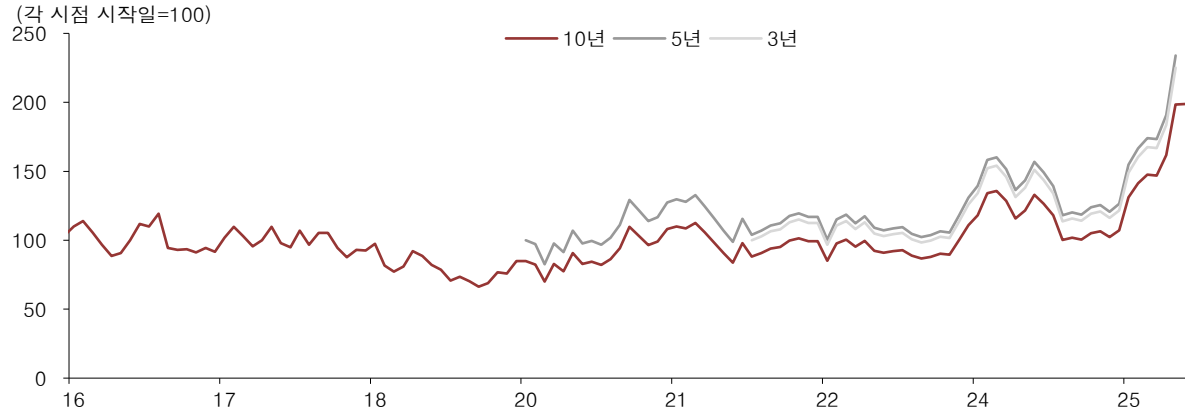
자료: 삼성물산, 흥국증권 리서치센터

표 4 **삼성물산 재무안정성 지표 추이 및 전망**

(십억원, %, 배)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
총차입금	3,300	6,485	5,306	4,693	4,057	3,817	3,577
순차입금	346	-291	72	-448	-2,256	-2,807	-3,435
부채비율(%)	65.6%	84.5%	65.7%	66.4%	53.2%	52.0%	50.8%
차입금의존도 (%)	6.0%	11.0%	8.0%	7.6%	5.4%	4.9%	4.5%
순차입금의존도 (%)	0.6%	-0.5%	0.1%	-0.7%	-3.0%	-3.6%	-4.3%
총차입금/EBITDA (배)	1.9	2.1	1.4	1.2	0.9	0.8	0.7
순차입금/EBITDA (배)	0.2	-0.1	0.0	-0.1	-0.5	-0.6	-0.6
단기유동성	1.0	1.9	1.5	1.5	1.9	1.9	1.8
당좌비율	357.1%	226.6%	290.6%	249.9%	376.6%	377.3%	377.1%
유동비율	129.7%	123.8%	128.6%	136.8%	154.4%	158.8%	163.7%
자기자본비율	60.4%	54.2%	60.3%	60.1%	65.3%	65.8%	66.3%
현금성자산 (A)	2,955	6,776	5,235	5,141	6,313	6,624	7,012
단기성차입금 (B)	1,678	3,865	3,158	2,442	2,001	1,881	1,761
A/B (%)	176.0	175.3	165.7	210.5	315.5	352.2	398.2
단기성차입금/총차입금 (%)	50.9	59.6	59.5	52.0	49.3	49.3	49.2
영업이익	1,196	2,529	2,870	2,983	3,229	3,672	4,156
EBITDA	1,718	3,156	3,691	3,916	4,313	4,883	5,427
순이자비용	-1,017	-555	-603	-639	-829	-916	-948
이자보상배율 (영업이익 대비)	-1.2	-4.6	-4.8	-4.7	-3.9	-4.0	-4.4
이자보상배율 (EBITDA 대비)	-1.7	-5.7	-6.1	-6.1	-5.2	-5.3	-5.7

자료: 삼성물산, 흥국증권 리서치센터

그림 2 **삼성물산 TSR 추이**



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

표 5 **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
레저	에버랜드, 캐리비안베이, 골프장과 조경사업
급식/식자재 유통	메뉴 진단 프로그램과 표준화된 조리 프로세스를 적용한 푸드 서비스
바이오	바이오의약품 위탁생산사업 및 바이오시밀러

자료: 삼성물산, 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**41,896**	**42,103**	**39,877**	**42,838**	**46,105**
증가율 (Y-Y,%)	(2.9)	0.5	(5.3)	7.4	7.6
영업이익	**2,870**	**2,983**	**3,229**	**3,672**	**4,156**
증가율 (Y-Y,%)	13.5	3.9	8.2	13.7	13.2
EBITDA	3,691	3,916	4,313	4,883	5,427
영업외손익	679	739	843	970	1,002
순이자수익	603	639	829	916	948
외화관련손익	1	111	(43)	0	0
지분법손익	83	56	78	66	66
세전계속사업손익	3,549	3,722	4,072	4,642	5,157
당기순이익	**2,719**	**2,772**	**3,017**	**3,409**	**3,788**
지배기업당기순이익	**2,218**	**2,230**	**2,140**	**2,489**	**2,765**
증가율 (Y-Y,%)	8.5	0.5	(4.0)	16.3	11.1
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	11.5	6.9	(2.6)	0.7	3.1
영업이익증가율(3Yr)	49.6	35.6	8.5	8.6	11.7
EBITDA증가율(3Yr)	38.1	31.6	11.0	9.8	11.5
순이익증가율(3Yr)	32.8	14.9	5.8	7.8	11.0
영업이익률(%)	6.9	7.1	8.1	8.6	9.0
EBITDA마진(%)	8.8	9.3	10.8	11.4	11.8
순이익률 (%)	6.5	6.6	7.6	8.0	8.2
NOPLAT	**2,199**	**2,222**	**2,393**	**2,697**	**3,052**
(+) Dep	821	933	1,084	1,211	1,271
(-) 운전자본투자	1,154	592	74	360	450
(-) Capex	1,229	1,628	1,488	1,657	1,783
OpFCF	637	934	1,914	1,891	2,091

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	18,978	20,181	20,213	21,378	22,792
현금성자산	5,235	5,141	6,313	6,624	7,012
매출채권	7,283	8,326	7,136	7,610	8,184
재고자산	4,470	5,126	5,241	5,590	6,011
비유동자산	47,149	41,809	54,497	55,864	57,313
투자자산	33,747	26,964	38,928	39,712	40,513
유형자산	6,964	8,650	9,548	9,993	10,505
무형자산	6,431	6,187	6,021	6,158	6,296
자산총계	**66,127**	**61,990**	**74,710**	**77,242**	**80,106**
유동부채	14,759	14,747	13,092	13,466	13,922
매입채무	6,707	6,821	5,826	6,213	6,682
유동성이자부채	3,158	2,442	2,001	1,881	1,761
비유동부채	11,471	9,985	12,863	12,959	13,059
비유동이자부채	2,148	2,251	2,056	1,936	1,816
부채총계	**26,230**	**24,732**	**25,955**	**26,424**	**26,981**
자본금	19	19	19	19	19
자본잉여금	10,696	10,695	10,696	10,696	10,696
이익잉여금	12,662	14,014	15,067	17,130	19,437
자본조정	10,862	6,340	16,090	16,090	16,090
자기주식	(1,956)	(1,293)	(646)	(646)	(646)
자본총계	**39,897**	**37,259**	**48,755**	**50,818**	**53,125**
투하자본	9,582	13,421	10,647	11,437	12,379
순차입금	72	(448)	(2,256)	(2,807)	(3,435)
ROA	3.5	3.5	3.1	3.3	3.5
ROE	7.3	6.8	5.9	5.8	6.1
ROIC	23.6	19.3	19.9	24.4	25.6

주요투자지표

(단위:십억원,원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	11,932	12,523	13,173	15,321	17,024
BPS	182,877	173,324	244,222	268,483	282,581
DPS	2,550	2,600	2,600	2,800	3,000
Multiples(x,%)					
PER	10.9	9.2	18.6	16.0	14.4
PBR	0.7	0.7	1.0	0.9	0.9
EV/ EBITDA	6.6	5.1	9.2	8.0	7.1
배당수익율	2.0	2.3	1.1	1.1	1.2
PCR	6.1	5.0	9.5	10.4	9.6
PSR	0.6	0.5	1.1	0.9	0.9
재무건전성 (%)					
부채비율	65.7	66.4	53.2	52.0	50.8
Net debt/Equity	0.2	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	1.9	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	128.6	136.8	154.4	158.8	163.7
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.6	0.5	0.4	0.3	0.3
자산구조					
투하자본(%)	19.7	29.5	19.1	19.8	20.7
현금+투자자산(%)	80.3	70.5	80.9	80.2	79.3
자본구조					
차입금(%)	11.7	11.2	7.7	7.0	6.3
자기자본(%)	88.3	88.8	92.3	93.0	93.7

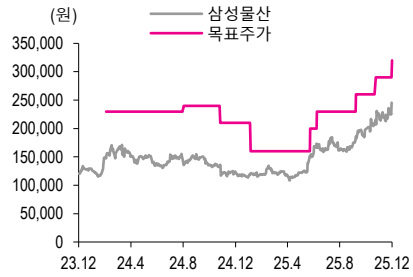
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	**2,799**	**3,307**	**4,179**	**3,489**	**3,740**
당기순이익	2,719	2,772	3,017	3,409	3,788
자산상각비	821	933	1,084	1,211	1,271
운전자본증감	(1,063)	(727)	64	(360)	(450)
매출채권감소(증가)	111	(966)	1,128	(474)	(574)
재고자산감소(증가)	(206)	(655)	(119)	(348)	(421)
매입채무증가(감소)	(227)	(313)	(71)	387	468
투자현금	**(2,105)**	**(1,759)**	**(1,827)**	**(2,582)**	**(2,727)**
단기투자자산감소	442	607	(315)	(70)	(73)
장기투자증권감소	(214)	(27)	(144)	(656)	(671)
설비투자	(1,229)	(1,628)	(1,488)	(1,657)	(1,783)
유무형자산감소	(164)	(122)	(53)	(137)	(137)
재무현금	**(1,818)**	**(1,298)**	**(1,127)**	**(666)**	**(698)**
차입금증가	(1,439)	(891)	(702)	(240)	(240)
자본증가	0	0	(0)	0	0
배당금지급	(378)	(419)	(426)	(426)	(458)
현금 증감	(1,081)	503	974	242	315
총현금흐름(Gross CF)	**3,951**	**4,142**	**4,448**	**3,849**	**4,190**
(-) 운전자본증가(감소)	1,154	592	74	360	450
(-) 설비투자	1,229	1,628	1,488	1,657	1,783
(+) 자산매각	(164)	(122)	(53)	(137)	(137)
Free Cash Flow	1,405	1,800	2,833	1,695	1,820
(-) 기타투자	214	27	144	656	671
잉여현금	1,191	1,773	2,689	1,039	1,149

삼성물산 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2022-06-28	담당자변경			
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	(23.9)	(4.9)
2025-05-27	Buy	200,000	(20.5)	(13.4)
2025-06-12	Buy	230,000	(27.1)	(19.8)
2025-09-11	Buy	260,000	(23.9)	(16.5)
2025-10-27	Buy	290,000	(23.1)	(15.3)
2025-12-05	Buy	320,000		

투자의견(향후 12개월 기준)

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

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2025년 09월 30일 기준)

Buy (97.1%)	Hold (2.9%)	Sell (0.0%)

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 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, 대여, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

흥국씨앗체

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

Heungkuk
흥국증권

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