

삼성물산 (028260)

견고한 펀더멘탈과 강화된 주주환원

투자의견 BUY, 목표주가 170,000원으로 커버리지 개시

동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 170,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 사업가치 11.2조원, 상장 자회사 가치 16.2조원, 비상장 자회사 가치 2.9조원과 순차입금 2.8조원을 가감하여 산출했다. 자체사업 가치만 11.2조원에 달하지만 높은 상장 자회사 가치로 인해 견조한 펀더멘탈이 부각되지 못했던 것으로 판단된다. 향후 견고한 펀더멘탈을 기반으로 하는 자체 사업의 가치가 반영될 것으로 예상하고 주가의 우상향 가능성에 무게를 둔다.

2024년에도 견조한 실적 성장 전망

2024년 연결 매출액은 43.9조원(+3.0% YoY), 영업이익은 3.1조원(+7.5% YoY)으로 전망한다. 전사업부문의 체질 개선으로 안정적인 매출과 이익 성장이 예상된다. 건설부문은 그룹사 물량을 비롯해 해외 프로젝트를 기반으로 실적성장이 이어질 것이다. 동사는 최근 반포더 팰리스73를 수주하고 새로운 주거 모델인 넥스트홈을 공개하면서 주택 사업에 적극적으로 나서고 있어 건설 부문의 매출 다변화가 전망된다. 상사부문은 수익성 위주의 체질 개선을 지속하는 한편 기확보한 태양광 파이프라인을 기반으로 연간 1,000억원 안팎의 수익화가 예상된다.

강화된 주주환원 정책

2024년 자사주 소각 규모 확대와 배당금 확대를 전망한다. 동사는 1)2025년까지 관계사 배당수익의 60~70% 환원하고 최소 주당배당금을 2,000원으로 유지하는 배당정책과 2) 기 보유 자사주 2,472만주를 5년 간 전량 소각하는 주주환원 정책을 실시하고 있다. 지난 4월 21일 자사주의 5.2%인 130만주를 소각했다. 잔여 자사주 94.8%와 잔여 소각 기간을 감안한다면 소각 규모는 지속적으로 확대될 가능성이 높다. 관계사 배당금수익을 감안해 2024년 DPS는 2,400원(23년 2,300원)으로 전망한다. 자사주 소각에 따른 추가적인 DPS 상향 가능성도 열어둘 필요가 있다.



이승웅 통신/지주
seungwoong.lee@yuantakorea.com

BUY (I)

목표주가 **170,000원 (I)**

현재주가 (11/24) **116,100원**

상승여력 **46%**

시가총액 215,472억원

총발행주식수 187,219,095주

60일 평균 거래대금 218억원

60일 평균 거래량 200,255주

52주 고/저 122,000원 / 100,100원

외인지분율 19.19%

배당수익률 2.03%

주요주주 이재용 외 13인

주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월

절대 11.0 11.0 (3.3)

상대 6.0 12.8 (5.4)

절대 (달러환산) 14.1 12.4 (1.6)

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	4Q23E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	10,844	1.8	-1.2	10,768	0.7
영업이익	698	10.1	-15.9	704	-0.8
세전계속사업이익	1,031	43.6	4.5	778	32.6
지배순이익	538	13.8	-5.6	486	10.8
영업이익률 (%)	6.4	+0.4 %pt	-1.2 %pt	6.5	-0.1 %pt
지배순이익률 (%)	5.0	+0.6 %pt	-0.2 %pt	4.5	+0.5 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	34,455	43,162	42,640	43,928
영업이익	1,196	2,529	2,941	3,161
지배순이익	1,635	2,044	2,369	2,490
PER	14.8	10.5	9.1	8.7
PBR	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	15.4	8.4	7.4	6.6
ROE	5.4	7.2	8.2	7.9

자료: 유안타증권

투자의견 BUY, 목표주가 170,000원으로 커버리지 개시

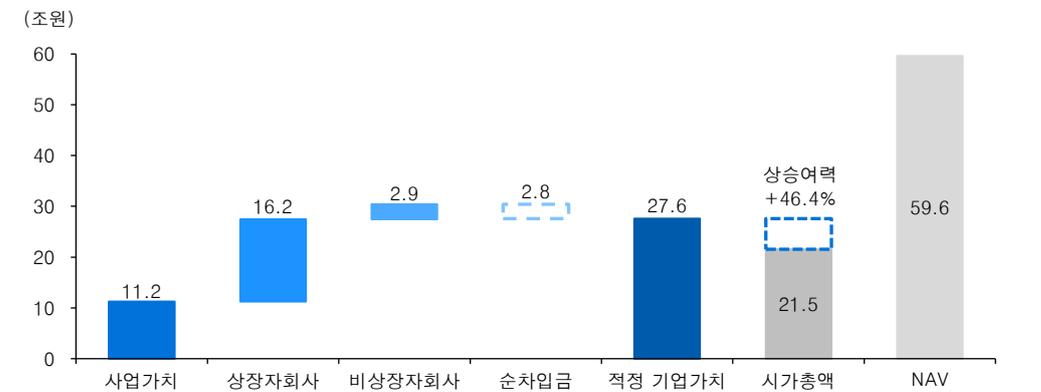
동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 170,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 사업가치 11.2조원, 상장 자회사 가치 16.2조원, 비상장 자회사 가치 2.9조원과 순차입금 2.8조원을 가감하여 산출했다. 자체사업 가치만 11.2조원에 달하지만 높은 상장 자회사 가치로 인해 견조한 펀더멘탈이 부각되지 못했던 것으로 판단된다. 향후 견고한 펀더멘탈을 기반으로 하는 자체사업의 가치가 반영될 것으로 예상하고 주가의 우상향 가능성에 무게를 둔다.

표 1 삼성물산 목표주가 산정 (단위: 십억원)

	기업 가치	지분율	적정 가치	비고
A. 사업 가치			11,240	
건설, 상사, 패션, 레저, 식음			11,240	24년 예상 영업이익(바이오로직스 제외)에 6x 적용
B. 자회사 가치			19,175	B=a+b
a. 상장 자회사 가치			16,238	a=@*33.6%(지배주주 지분율)
③ 상장 자회사 총 지분가치			48,284	전일 증가 기준
삼성전자	428,033	5.0%	21,444	
삼성바이오로직스	50,462	43.1%	21,729	
삼성생명	13,960	19.3%	2,700	
삼성에스디에스	12,009	17.1%	2,051	
삼성엔지니어링	5,047	7.0%	352	
삼성중공업	6,714	0.1%	7	
b. 비상장 자회사 가치			2,937	
C. 순차입금			2,842	3Q23말 별도 기준
D. 적정 기업가치			27,573	D=A+B-C
E. NAV			59,619	E=A+(@)+B-C
F. 발행주식수(백만주)			162.2	자사주 제외, 소각 계획 발표
G. 적정주가(원)			170,027	G=D/F
목표주가(원)			170,000	상승여력+46.4%
현재주가(원)			116,100	

자료: 삼성물산, 유안타증권 리서치센터

그림 1 삼성물산 적정 기업가치 구성 및 시가총액, NAV



자료: 삼성물산, 유안타증권 리서치센터

2024년에도 견조한 실적 성장 전망

2024년 연결 매출액은 43.9조원(+3.0% YoY), 영업이익은 3.1조원(+7.5% YoY)으로 전망한다. 전자사업부의 체질 개선으로 안정적인 매출과 이익 성장이 예상된다. 건설부문은 그룹사 물량을 비롯해 해외 프로젝트를 기반으로 실적성장이 이어질 것이다. 2023년 건설 수주는 연초 13.8조원에서 19.9조원으로 가이드언스를 상향했다. 3Q23까지 누적 15.6조원을 수주했으며 4분기 국내 프로젝트와 중동 플랜트 등 수주로 연간 가이드언스 19.9조원 달성은 무난할 것이다. 동사는 최근 반포 더 팰리스73를 수주하고 새로운 주거 모델인 넥스트홈을 공개하면서 주택 사업에 적극적으로 나서고 있어 건설 부문의 매출 다변화가 전망된다. 상사부문은 수익성 위주의 체질 개선을 지속하는 한편 기획보한 태양광 파이프라인 16.9GW(미국 15.5GW, 호주1.4GW)를 기반으로 수익화가 진행되며 연간 1,000억원 안팎의 실적 기여가 가능할 것이다. 루마니아 정밀재 공장은 비용절감과 효율성 제고로 견조한 실적 성장이 지속되고 있다. 패션부문은 수입 브랜드의 호조와 서브 브랜드, 콜라보 상품 출시 등으로 경쟁력을 강화하고 있으며 온라인 채널 확대를 통한 성장을 지속하고 있다. 식품 부문은 외식 및 식품 물가 상승으로 급식 수요가 증가할 것으로 예상되는 가운데 지속적인 효율화로 이익률 개선이 지속될 것이다.

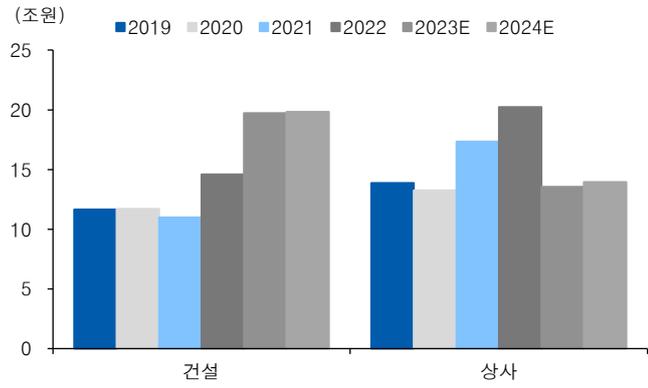
[표 2] 삼성물산 사업부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	10,440	10,819	11,256	10,648	10,239	10,586	10,971	10,844	43,162	42,640	43,928
건설	3,019	3,359	4,189	4,031	4,600	4,751	5,282	5,083	14,598	19,716	19,840
상사	5,781	5,415	4,796	4,226	3,604	3,516	3,254	3,172	20,218	13,546	13,952
패션	474	515	471	542	526	524	456	606	2,002	2,112	2,186
레저	87	220	227	223	124	225	219	242	757	810	834
식품	568	655	703	660	664	704	726	686	2,586	2,780	2,961
영업이익	542	556	797	634	641	772	830	698	2,529	2,941	3,161
건설	155	155	324	241	292	305	303	283	875	1,183	1,131
상사	190	129	59	18	99	114	89	23	397	325	349
패션	42	62	29	48	57	57	33	43	180	190	197
레저	-24	22	48	11	-22	12	53	18	56	61	67
식품	14	34	24	1	29	37	40	14	73	120	130
OPM %	5.2	5.1	7.1	6.0	6.3	7.3	7.6	6.4	5.9	6.9	7.2
건설	5.1	4.6	7.7	6.0	6.3	6.4	5.7	5.6	6.0	6.0	5.7
상사	3.3	2.4	1.2	0.4	2.7	3.2	2.7	0.7	2.0	2.4	2.5
패션	8.9	12.0	6.2	8.9	10.8	10.9	7.2	7.1	9.0	9.0	9.0
레저	-27.6	10.0	21.1	4.9	-17.7	5.3	24.2	7.3	7.4	7.5	8.0
식품	2.5	5.2	3.4	0.2	4.4	5.3	5.5	2.0	2.8	4.3	4.4

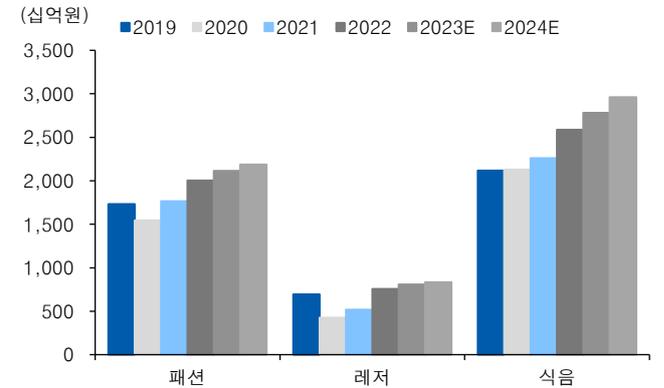
자료: 삼성물산, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 삼성물산 건설 및 상사부문 매출액 추이 및 전망



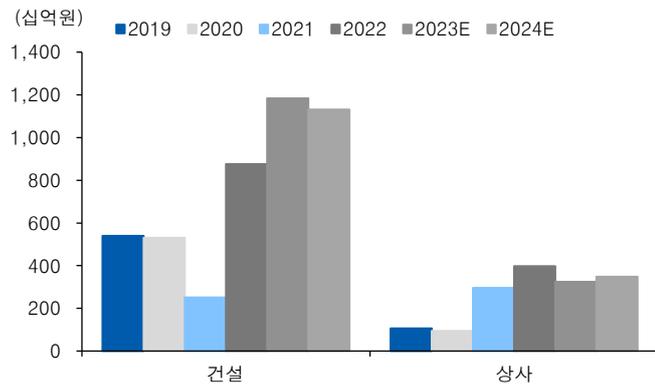
자료: 삼성물산, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 삼성물산 패션, 레저, 식음 부문 매출액 추이 및 전망



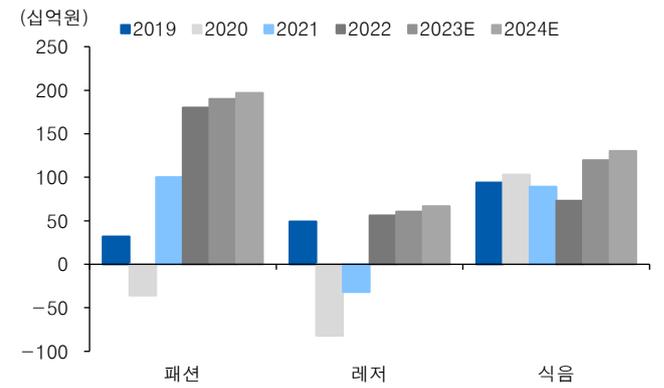
자료: 삼성물산, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 삼성물산 건설 및 상사부문 영업이익 추이 및 전망



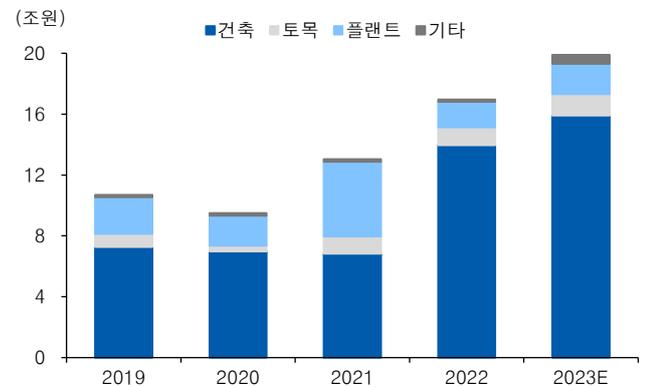
자료: 삼성물산, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 삼성물산 패션, 레저, 식음 부문 매출액 추이 및 전망



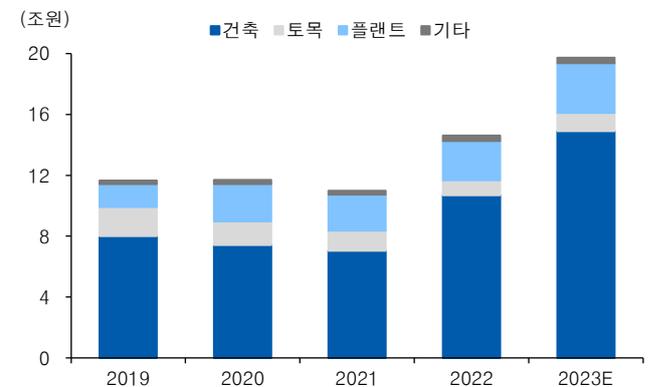
자료: 삼성물산, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 삼성물산 건설부문 수주 추이 및 전망



자료: 삼성물산, 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 삼성물산 건설부문 매출액 추이 및 전망

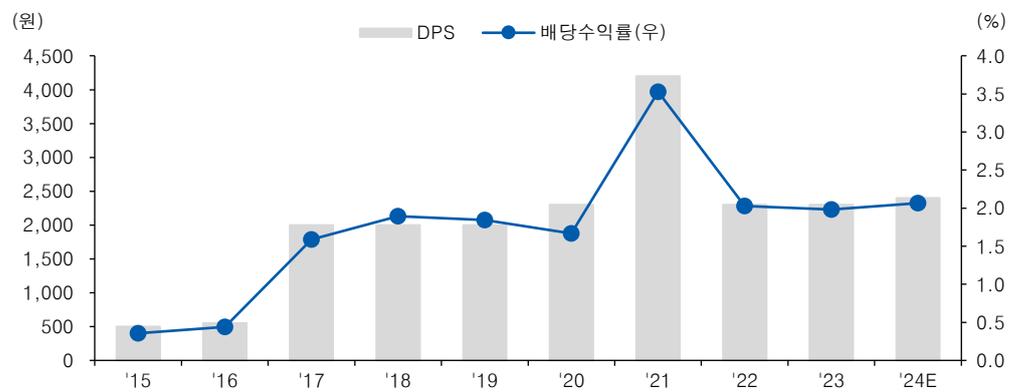


자료: 삼성물산, 유안타증권 리서치센터

강화된 주주환원 정책

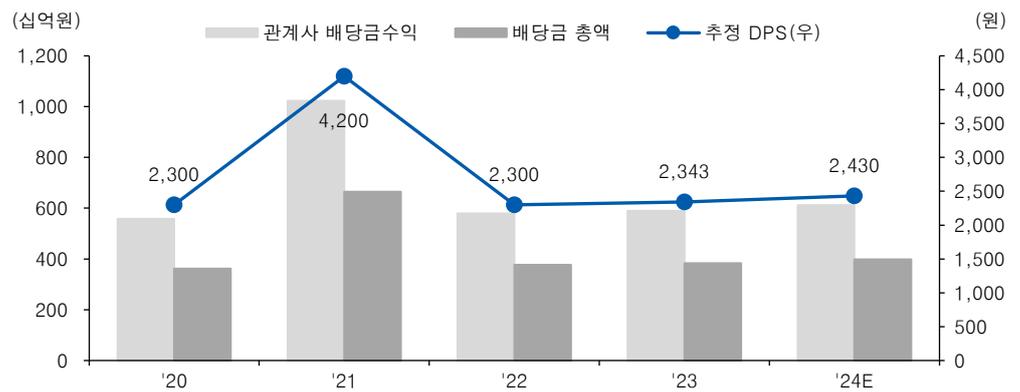
2024년 자사주 소각 규모 확대와 배당금 확대를 전망한다. 동사는 1)2025년까지 관계사 배당수익의 60~70% 환원하고 최소 주당배당금을 2,000원으로 유지하는 배당정책과 2) 기보유 자사주 2,472만주를 5년 간 전량 소각하는 주주환원 정책을 실시하고 있다. 지난 4월 21일 자사주의 5.2%인 130만주를 소각했다. 잔여 자사주 94.8%와 잔여 소각 기간을 감안한다면 소각 규모는 지속적으로 확대될 가능성이 높다. 관계사 배당금수익을 감안해 2024년 DPS는 2,400원(23년 2,300원)으로 전망한다. 자사주 소각에 따른 추가적인 DPS 상향 가능성도 열어둘 필요가 있다.

【그림 8】 삼성물산 DPS 및 배당수익률 추이



자료: 삼성물산, 유안타증권 리서치센터

【그림 9】 삼성물산 관계사 배당수익 및 DPS(65% 환원 가정) 추정 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

삼성물산 (028260) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	34,455	43,162	42,640	43,928	45,110
매출원가	30,434	37,123	36,073	37,163	38,163
매출총이익	4,021	6,039	6,566	6,765	6,947
판매비	2,825	3,511	3,625	3,604	3,603
영업이익	1,196	2,529	2,941	3,161	3,344
EBITDA	1,718	3,156	3,651	3,999	4,236
영업외손익	1,285	806	917	946	986
외환관련손익	54	-103	-171	-157	-145
이자손익	-27	-46	-72	-58	-31
관계기업관련손익	111	143	151	151	151
기타	1,147	812	1,010	1,010	1,010
법인세비용차감전순손익	2,480	3,335	3,859	4,107	4,330
법인세비용	651	790	910	1,006	1,036
계속사업순손익	1,829	2,545	2,949	3,100	3,294
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,829	2,545	2,949	3,100	3,294
지배지분순이익	1,635	2,044	2,369	2,490	2,646
포괄순이익	791	-2,419	5,331	1,718	1,621
지배지분포괄이익	587	-2,943	6,487	2,091	1,972

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	1,196	2,618	6,326	4,569	4,819
당기순이익	1,829	2,545	2,949	3,100	3,294
감가상각비	522	627	710	838	893
외환손익	-79	168	171	157	145
중속, 관계기업관련손익	-111	-143	-151	-151	-151
자산부채의 증감	-1,317	-440	2,601	579	593
기타현금흐름	352	-139	46	46	46
투자활동 현금흐름	-804	-3,196	-4,808	-2,329	-2,341
투자자산	-249	959	-2,815	-29	-27
유형자산 증가 (CAPEX)	-537	-1,106	-1,200	-1,200	-1,220
유형자산 감소	40	38	0	0	0
기타현금흐름	-58	-3,087	-792	-1,100	-1,094
재무활동 현금흐름	-685	2,561	-442	-601	-618
단기차입금	-240	1,108	-404	9	8
사채 및 장기차입금	-117	2,077	500	0	0
자본	0	138	76	0	0
현금배당	-385	-724	-376	-373	-389
기타현금흐름	57	-39	-238	-238	-238
연결범위변동 등 기타	146	-37	-872	-593	-898
현금의 증감	-148	1,946	204	1,046	962
기초 현금	2,402	2,255	4,200	4,404	5,450
기말 현금	2,255	4,200	4,404	5,450	6,412
NOPLAT	1,196	2,529	2,941	3,161	3,344
FCF	659	1,513	5,126	3,369	3,599

자료: 유안타증권

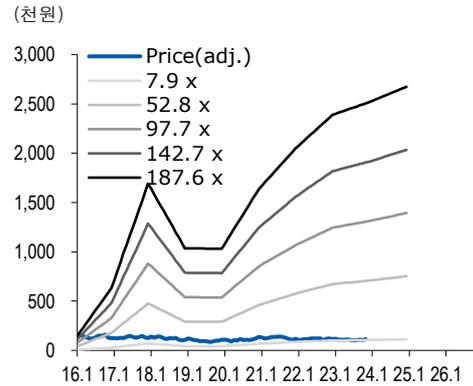
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	15,144	20,313	20,995	22,538	23,957
현금및현금성자산	2,255	4,200	4,404	5,450	6,412
매출채권 및 기타채권	6,924	7,846	7,517	7,744	7,953
재고자산	2,810	4,109	4,437	4,572	4,695
비유동자산	40,101	38,669	41,775	42,166	42,520
유형자산	5,232	6,401	6,892	7,254	7,581
관계기업 등 지분관련 자산	3,018	596	912	940	965
기타투자자산	28,808	22,031	24,531	24,532	24,534
자산총계	55,245	58,981	62,770	64,704	66,477
유동부채	11,675	16,413	15,268	15,619	15,941
매입채무 및 기타채무	5,246	6,599	7,142	7,358	7,556
단기차입금	1,210	2,129	1,729	1,729	1,729
유동성장기부채	349	1,428	1,928	1,928	1,928
비유동부채	10,218	10,604	10,507	10,746	10,964
장기차입금	627	980	980	980	980
사채	788	1,078	1,078	1,078	1,078
부채총계	21,893	27,017	25,775	26,364	26,905
지배지분	30,406	26,681	31,130	31,866	32,449
자본금	19	19	19	19	19
자본잉여금	10,482	10,620	10,696	10,696	10,696
이익잉여금	9,548	10,847	12,839	14,956	17,213
비지배지분	2,947	5,283	5,864	6,474	7,122
자본총계	33,352	31,964	36,994	38,340	39,572
순차입금	-879	-415	-492	-1,605	-2,630
총차입금	3,300	6,485	6,582	6,591	6,599

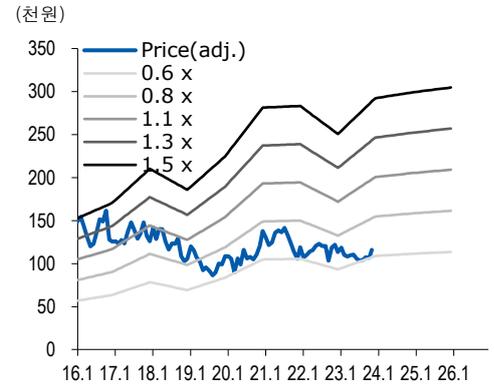
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	8,715	10,919	12,736	13,418	14,255
BPS	184,352	163,048	190,241	194,734	198,300
EBITDAPS	9,112	16,739	19,460	21,358	22,628
SPS	182,772	228,957	227,278	234,634	240,950
DPS	4,200	2,300	2,300	2,400	2,400
PER	14.8	10.5	9.1	8.7	8.1
PBR	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	15.4	8.4	7.4	6.6	6.2
PSR	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액 증가율 (%)	14.0	25.3	-1.2	3.0	2.7
영업이익 증가율 (%)	39.5	111.4	16.3	7.5	5.8
지배순이익 증가율 (%)	57.9	25.0	15.9	5.1	6.2
매출총이익률 (%)	11.7	14.0	15.4	15.4	15.4
영업이익률 (%)	3.5	5.9	6.9	7.2	7.4
지배순이익률 (%)	4.7	4.7	5.6	5.7	5.9
EBITDA 마진 (%)	5.0	7.3	8.6	9.1	9.4
ROIC	14.9	18.5	14.5	15.9	16.3
ROA	3.0	3.6	3.9	3.9	4.0
ROE	5.4	7.2	8.2	7.9	8.2
부채비율 (%)	65.6	84.5	69.7	68.8	68.0
순차입금/자기자본 (%)	-2.9	-1.6	-1.6	-5.0	-8.1
영업이익/금융비용 (배)	12.9	13.4	11.7	12.5	13.2

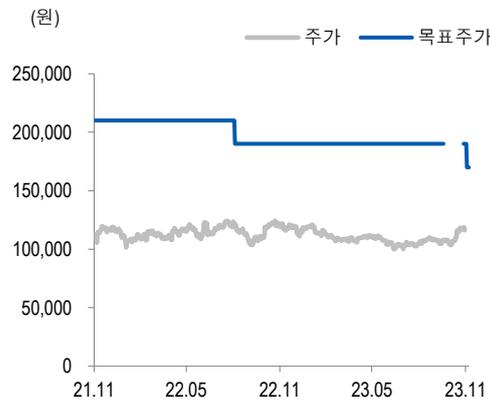
P/E band chart



P/B band chart



삼성물산 (028260) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-11-27	BUY	170,000	1년		
2023-08-29	담당자변경 1년 경과 이후		1년	-43.43	-42.11
2022-08-29	BUY	190,000	1년	-41.34	-34.47
2022-01-28	1년 경과 이후		1년	-45.51	-40.95
2021-01-28	BUY	210,000	1년	-39.56	-30.95

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	89.3
Hold(중립)	10.7
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2023-11-25

※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 : 이승웅)
- 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 투자의사결정은 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.