삼성물산 (028260)

2025.06.23

[지주/Mid-Small Cap] 이상헌
2122-9198 value3@imfnsec.com
[RA] 장호
2122-9194 hojang@imfnsec.com

삼성그룹 지배구조 혁신 수혜 및 SMR 사업 확대

삼성그룹 이해상충 우려 해소를 기반으로 지배구조 혁신⇒동사 밸류에이션 리레이팅 기반 마련

이병철·이건희 회장에 이어, '22.10월 이재용 삼성전자 회장으로 취임하면서 본격적인 3세 경영 시대를 맞이하였다. 삼성준법감시위원회를 설치하는 등 이재용 회장은 향후 지배구조 혁신으로 경영 명분을 이어나갈 것으로 예상된다. 여기에서 지배구조는 기업이라는 경제활동의 단위를 둘러싼 여러 이해관계자간의 관계를 조정하는 메커니즘 즉, 경영 의사결정 규율 메커니즘이므로 지배구조는 소유구조와는 엄연히 다른 의미다.

먼저 '24.11월 삼성전자는 이사회를 열고 향후 1년간 총 10조 원의 자사주를 분할 매입하는 계획을 의결하였다. 이처럼 총 10조 원의 자사주를 분할 매입하는 것은 삼성전자가 향후 지배구조를 개선하겠다는 신호를 주식시장에 전달하는 것이다.

또한 지난 5월 삼성바이오로직스는 CDMO사업을 담당한 기존 회사를 존속법인으로 바이오시밀러와 신약개발 자회사인 삼성바이오에피스를 지배하는 삼성에피스홀딩스를 신설회사로 인적분할한다고 공시하였다. 통상 CDMO 사업의 주요 고객사인 빅파마들은 신약개발 노하우와 제조기술이 유출될 우려 때문에 위탁사에 R&D 경업 금지를 요구한다. 이렇게 인적분할을 하게 되면 신약 개발 사업 진출 및 삼성바이오로직스 CDMO 수주의 최대 걸림돌인 고객사와의 이해상충 문제도 해결할 수 있다. 이를 통하여 지배구조 개선 효과가 나타날 것이다.

그동안 R&D 사업을 영위하는 삼성바이오에피스의 가치가 삼성바이오로직스를 거쳐 반영되었는데, 이러한 지배구조 개편을 통하여 고부가가치 산업인 신약 R&D 사업 가치가 보다 직접으로 동사에 반영되면서 수혜가 예상된다.

무엇보다 지주회사인 삼성에피스홀딩스는 100% 자회사인 삼성바이오에피스의 바이오시밀러 사업을 기반으로 투자 재원을 마련하고 R&D 투자 및 M&A 등으로 신약 개발까지 사업 분야를 확장해 나갈 예정이므로 동사 밸류에이션 리레이팅에 기반을 마련할 것이다.

한편, 삼성전자의 경우 DS부문에서는 위탁생산을 하는 파운드리 사업부와 설계를 하는 시스템LSI 사업부를 모두 가지고 있다. 이에 따라 설계 전문 고객사와의 이해상충 발생으로 파운드리 사업부 수주의 걸림돌로 작용할 수 있을 것이다. 무엇보다 파운드리 사업부에서는 연내 2나노 양산을 준비하고 있어서 분할 등 지배구조 혁신 등을 통하여 성장의 기반을 마련할 것으로 예상된다.

SMR 사업 확대 가시화로 글로벌 SMR 업체로서 성장성 가속화

루마니아 SMR 사업의 경우 NuScale이 '25.5월 77MW에 대한 미국 NRC 승인 취득과 더불어 동사는 올해말까지 FEED 공동 수행 중으로 향후 EPC 연계 수주가 가시화 될 것이다. 또한 '24.12월 스웨덴 개발사(Karnfull Next), '25.4월 에스토니아 개발사(Fermi Energia) 등과 사업협약 체결 등을 통하여 북유럽 국가에서 추진 중인 GE-Hitachi 노형의 SMR 사업참여를 확대하고 있다. 이렇듯 루마니아 SMR 사업 및 에스토니아, 스웨덴 등 유럽 SMR 사업 등을 통하여 글로벌 SMR 시장 주도권 선점 및 입지 확대를 추진하고 있어서 성장성 등이 가속화 될 것이다.

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	188,000원(유지)
종가(2025.06.20)	161,900원
상승여력	16.1 %

Stock Indicator	
자본금	19십억원
발행주식수	17,144만주
시가총액	28,276십억원
외국인지분율	26.9%
52주 주가	108,300~173,200원
60일평균거래량	426,823주
60일평균거래대금	61.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	30.1	30.5	38.5	19.8
상대수익률	14.0	15.9	12.8	12.2

Price Trend

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	42,103	41,156	42,415	44,073
영업이익(십억원)	2,983	3,041	3,221	3,511
순이익(십억원)	2,230	2,237	2,345	2,519
EPS(원)	12,280	12,479	13,080	14,050
BPS(원)	173,324	189,014	205,868	227,033
PER(배)	9.3	13.0	12.4	11.5
PBR(배)	0.7	0.9	0.8	0.7
ROE(%)	6.8	7.6	8.9	10.8
배당수익률(%)	2.3	1.6	1.6	1.6
EV/EBITDA(배)	4.9	7.0	7.4	7.0

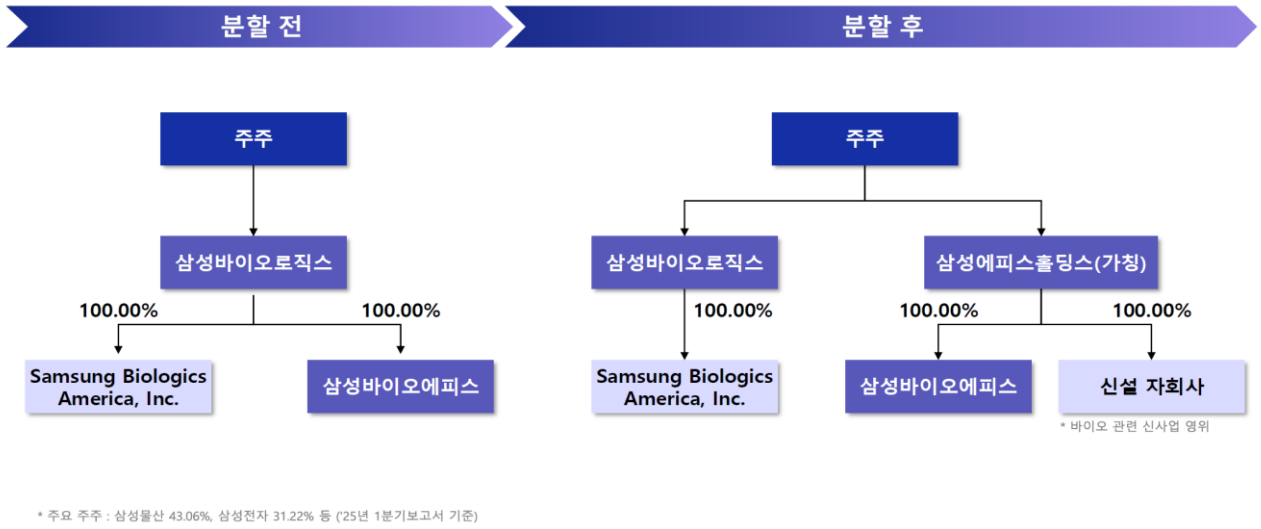
주:K-IFRS 연결 요약재무제표

그림1. 삼성바이오로직스 분할구도

	존속법인	신설법인
회사	삼성바이오로직스 주식회사	삼성에피스홀딩스(가칭) 주식회사
사업부문	CDMO 사업부문	자회사 등의 관리 및 신규투자
주요 자회사	Samsung Biologics America, Inc. 등	삼성바이오에피스
분할비율	0.6503913	0.3496087
자본금	115,727 백만원	62,208 백만원
액면가액	2,500 원	2,500 원
발행주식총수	보통주: 46,290,951 주	보통주: 24,883,049 주

자료: 삼성바이오로직스, iM증권 리서치본부

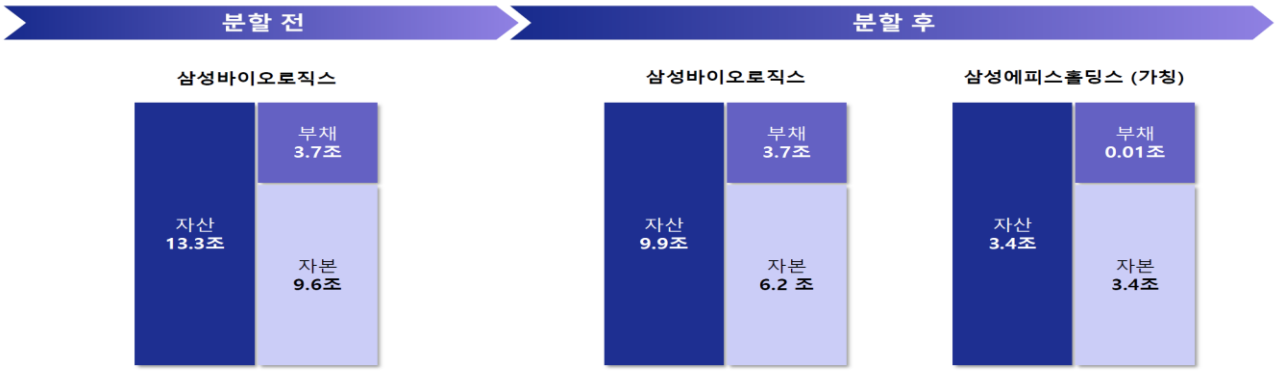
그림2.삼성바이오로직스 분할구조



* 주요 주주 : 삼성물산 43.06%, 삼성전자 31.22% 등 ('25년 1분기보고서 기준)

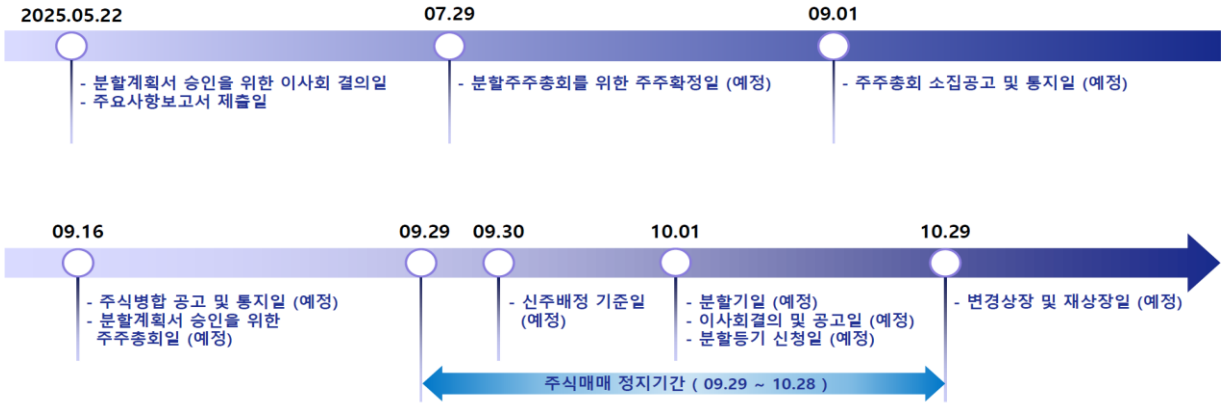
자료: 삼성바이오로직스, iM증권 리서치본부

그림3.삼성바이오로직스 분할전후 재무구조



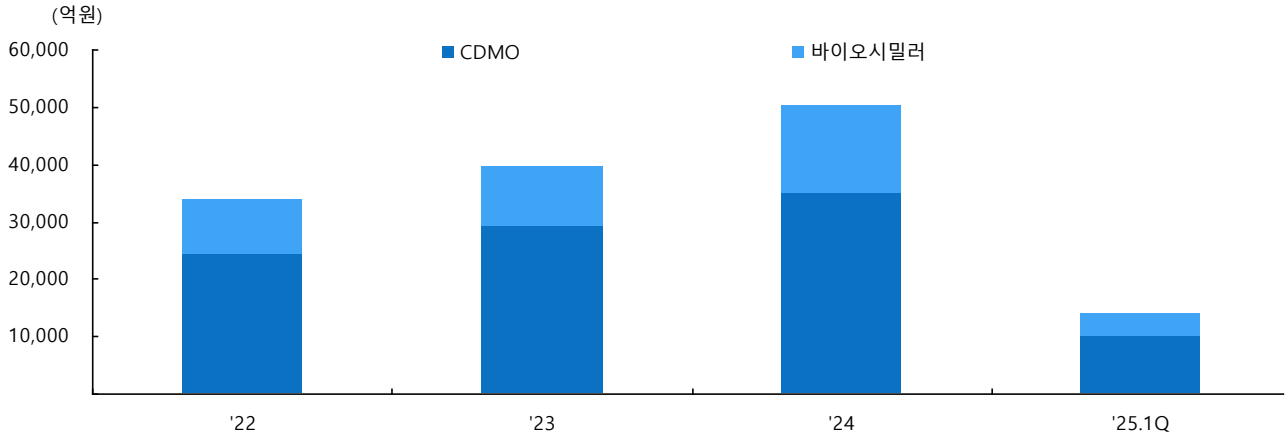
자료: 삼성바이오로직스, iM증권 리서치본부

그림4.삼성바이오로직스 분할일정



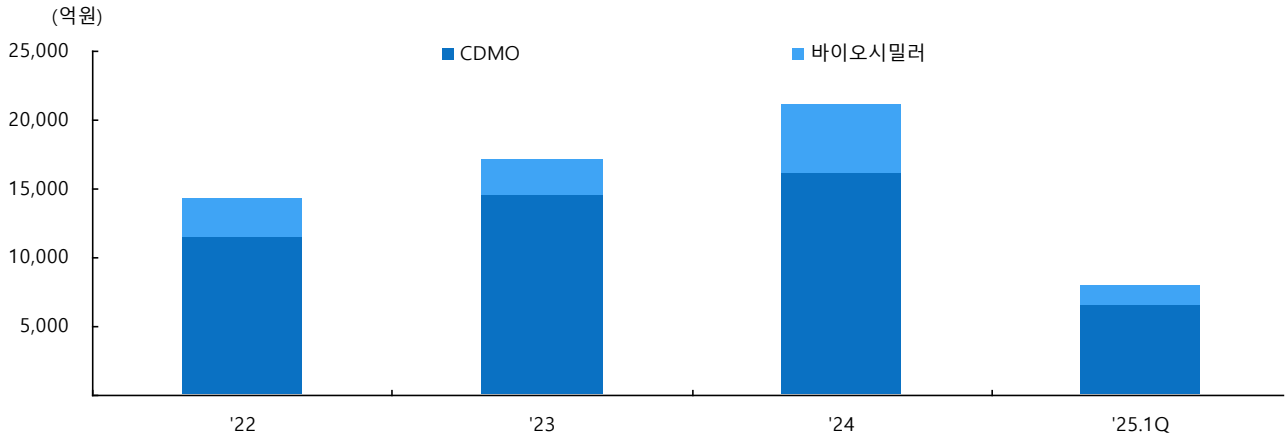
자료: 삼성바이오로직스, iM증권 리서치본부

그림5.삼성바이오로직스 사업부분별 매출액 추이



자료: 삼성바이오로직스, iM증권 리서치본부

그림6.삼성바이오로직스 사업부문별 EBITDA 추이



자료: 삼성바이오로직스, iM증권 리서치본부

표1. 삼성바이오로직스 2024 년 실적 현황

구분		2024년	2023년	전년 대비 성장률
연결기준	매출액	4조 5,473억원	3조 6,946억원	23%
	영업이익	1조 3,201억원	1조 1,137억원	19%
삼성 바이오로직스	매출액	3조 4,971억원	2조 9,388억원	19%
	영업이익	1조 3,214억원	1조 2,042억원	10%
삼성 바이오에피스	매출액	1조 5,377억원	1조 203억원	51%
	영업이익	4,354억원	2,054억원	112%

자료: 삼성바이오로직스, iM증권 리서치본부

그림7.삼성에피스홀딩스 기업가치 상승 전략

자료: 삼성바이오로직스, iM증권 리서치본부

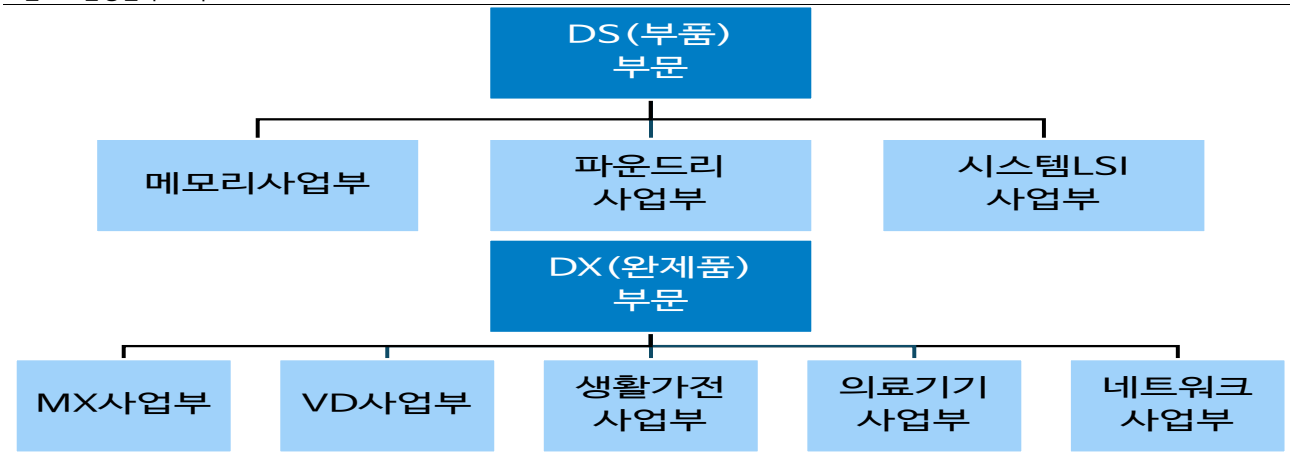
그림8.삼성에피스홀딩스 신사업 진출 전략

자료: 삼성바이오로직스, iM증권 리서치본부

그림9.삼성에피스홀딩스 성장전략

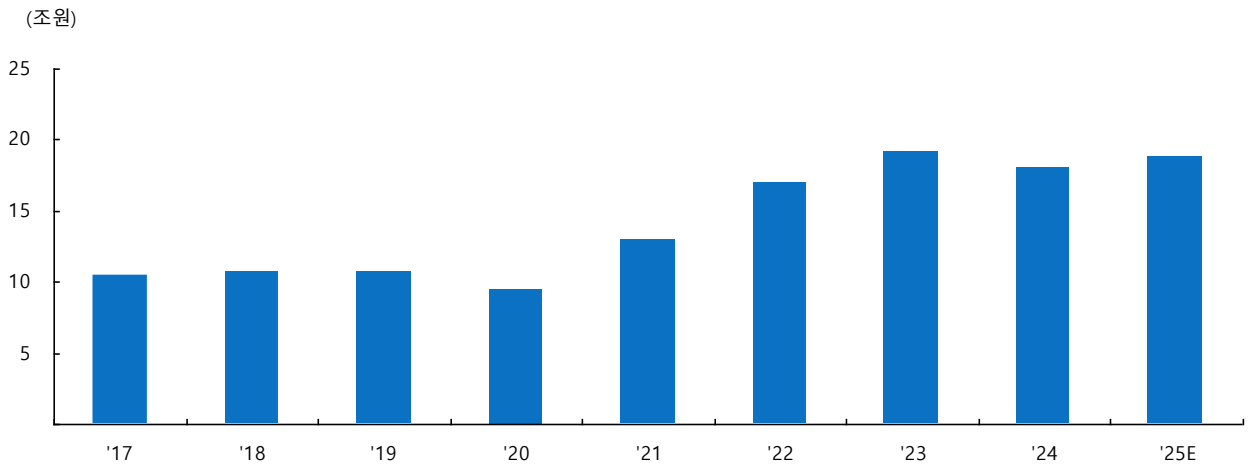
자료: 삼성바이오로직스, iM증권 리서치본부

그림10. 삼성전자 조직도



자료: 삼성전자, iM증권 리서치본부

그림11. 삼성물산 건설부문 연도별 신규수주 추이

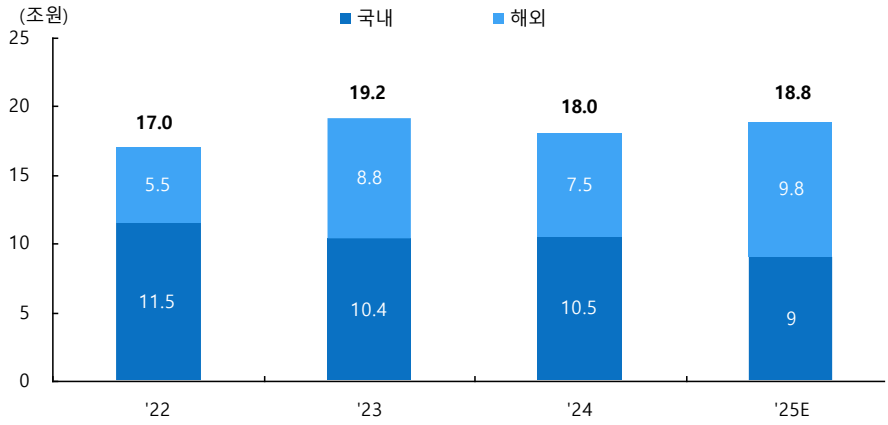


자료: 삼성물산, iM증권 리서치본부

그림12. 삼성물산 건설부문 주력 시장 및 상품

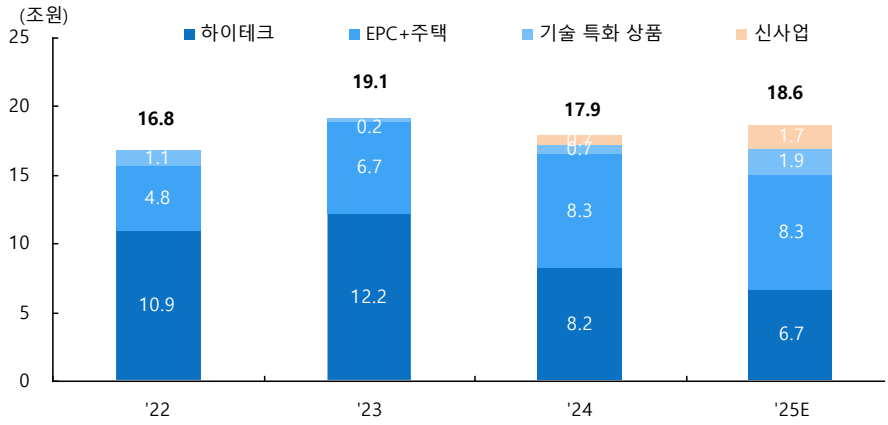
자료: 삼성물산, iM증권 리서치본부

그림13. 삼성물산 건설부문 국내 및 해외 수주 추이



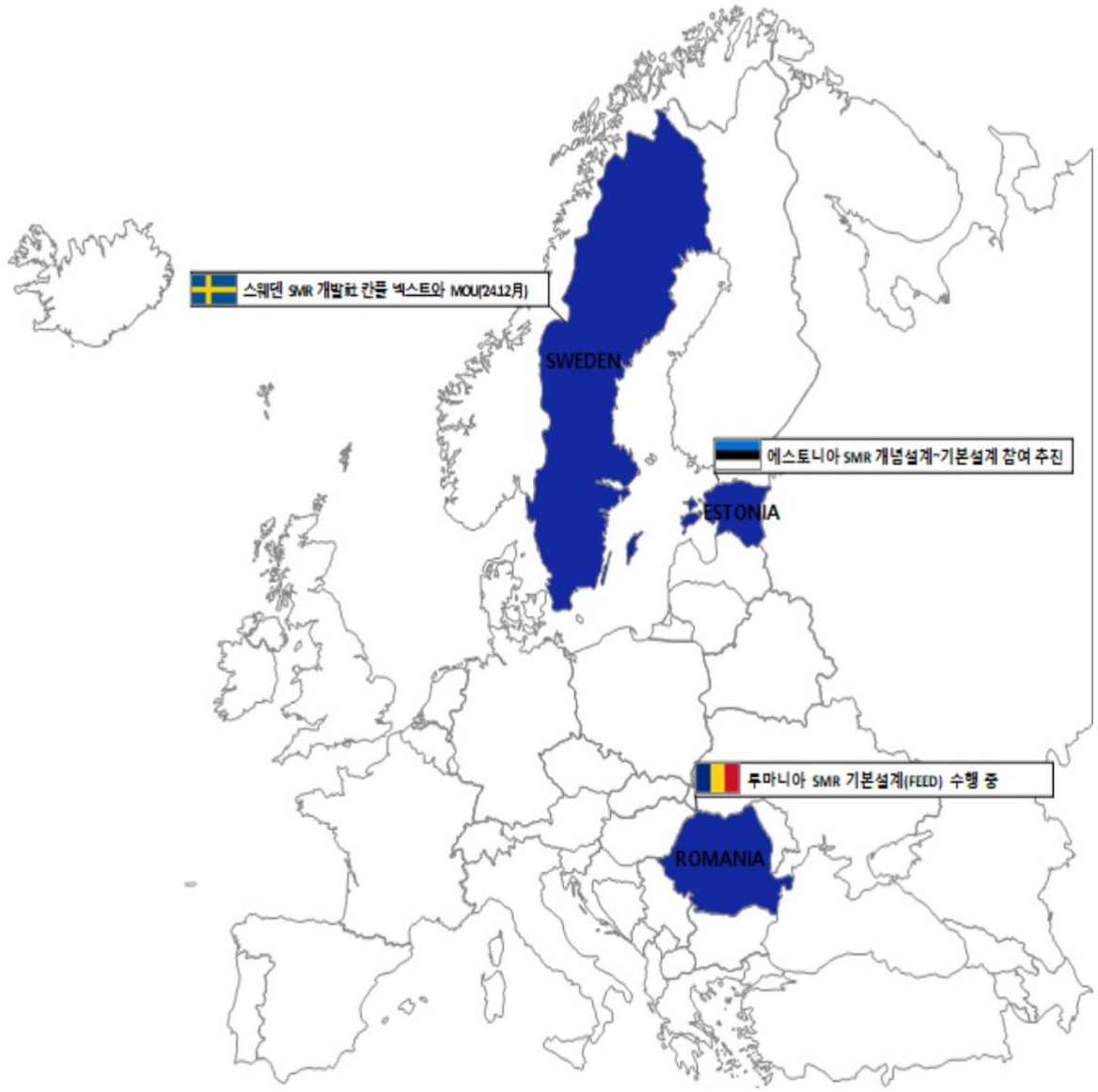
자료: 삼성물산, iM증권 리서치본부

그림14. 삼성물산 건설부문별 수주 추이(레저 GSS(조경) 제외)



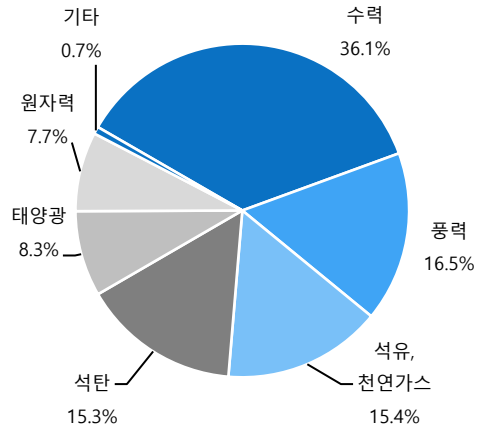
자료: 삼성물산, iM증권 리서치본부

그림15.삼성물산 SMR 사업 유럽시장 참여 현황



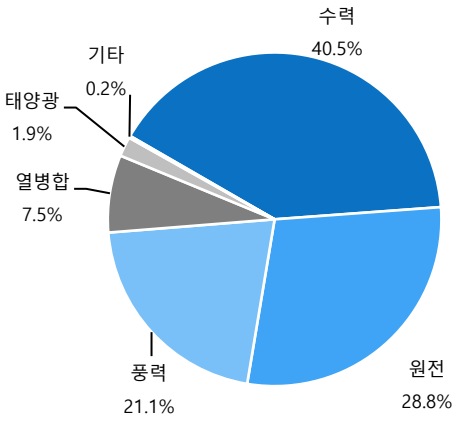
자료: 삼성물산, iM증권 리서치본부

그림16. 루마니아 발전원 비중(2023 년 8 월 설치용량 기준)



자료: 루마니아 에너지부, iM증권 리서치본부

그림17. 스웨덴 발전원 비중(2023 년 기준)



자료: 스웨덴 에너지청, iM증권 리서치본부

표2. 스웨덴 원자력발전소 운영 현황

구분	원자력발전소 원자로	원자로 타입	원자로 모델	발전량 (단위: MW)	가동 시작연도	운영여부(폐쇄연도)
1	Oskarshamn 1	BWR	ASEA-I	467	1972	X (2017)
2	Oskarshamn 2	BWR	ASEA-II	605	1975	X (2016)
3	Oskarshamn 3	BWR	ASEA-III	1,450	1985	O
4	Ringhals 1	BWR	ASEA-I	859	1976	X (2020)
5	Ringhals 2	PWR	WH 3-loops	866	1975	X (2019)
6	Ringhals 3	PWR	WH 3-loops	1,045	1981	O
7	Ringhals 4	PWR	WH 3-loops	950	1983	O
8	Forsmark 1	BWR	ASEA-III	987	1980	O
9	Forsmark 2	BWR	ASEA-III	1,000	1981	O
10	Forsmark 3	BWR	ASEA-IV	1,170	1985	O
11	Barsebäck 1	BWR	ASEA II	630	1975	X (1999)
12	Barsebäck 2	BWR	ASEA II	630	1977	X (2005)

자료: 스웨덴 에너지청, 코트라, iM증권 리서치본부

표3. 삼성물산 3 개년 배당 추이

구분	2022	2023	2024
주당 배당금(보통주)	2,300원	2,550원	2,600원
배당금 총액	3,764억원	4,173억원	4,255억원

자료: 삼성물산, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	20,181	21,740	23,526	26,652
현금 및 현금성자산	3,622	3,231	2,074	2,793
단기금융자산	1,575	1,123	801	572
매출채권	9,264	11,077	13,326	14,654
재고자산	5,126	6,011	7,164	8,366
비유동자산	41,809	43,972	46,312	47,793
유형자산	8,650	9,729	9,985	10,384
무형자산	6,187	6,187	6,187	6,187
자산총계	61,990	65,713	69,838	74,445
유동부채	14,747	15,114	15,648	15,850
매입채무	2,438	2,383	2,456	2,552
단기차입금	822	822	822	822
유동성장기부채	1,276	1,276	1,276	1,276
비유동부채	9,985	9,985	9,985	9,985
사채	1,616	1,616	1,616	1,616
장기차입금	126	126	126	126
부채총계	24,732	25,098	25,633	25,835
지배주주지분	31,069	33,881	36,902	40,696
자본금	19	19	19	19
자본잉여금	10,695	10,695	10,695	10,695
이익잉여금	14,014	15,830	17,753	19,849
기타자본항목	6,340	7,338	8,435	10,133
비지배주주지분	6,190	6,733	7,303	7,914
자본총계	37,259	40,615	44,205	48,610

포괄손익계산서

(십억원,%)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	42,103	41,156	42,415	44,073
증가율(%)	0.5	-2.2	3.1	3.9
매출원가	34,996	34,081	35,088	36,337
매출총이익	7,108	7,075	7,327	7,736
판매비와관리비	4,124	4,034	4,106	4,224
연구개발비	306	299	309	321
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	2,983	3,041	3,221	3,511
증가율(%)	3.9	1.9	5.9	9.0
영업이익률(%)	7.1	7.4	7.6	8.0
이자수익	225	188	124	146
이자비용	224	224	224	224
지분법이익(손실)	56	56	56	56
기타영업외손익	606	632	696	675
세전계속사업이익	3,722	3,734	3,913	4,204
법인세비용	950	953	999	1,074
세전계속이익률(%)	8.8	9.1	9.2	9.5
당기순이익	2,772	2,780	2,914	3,130
순이익률(%)	6.6	6.8	6.9	7.1
지배주주귀속 순이익	2,230	2,237	2,345	2,519
기타포괄이익	-5,003	-5,003	-5,003	-5,003
총포괄이익	-2,231	-2,222	-2,088	-1,872
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	3,307	4,604	3,965	3,933
당기순이익	2,772	2,780	2,914	3,130
유형자산감가상각비	933	920	744	602
무형자산상각비	-	-	-	-
지분법관련손실(이익)	56	56	56	56
투자활동 현금흐름	-1,759	-7,287	-7,417	-7,509
유형자산의 처분(취득)	-1,586	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	-164	-	-	-
금융상품의 증감	7,069	-27	-27	-27
재무활동 현금흐름	-1,298	-671	-667	-667
단기금융부채의증감	-2,071	-	-	-
장기금융부채의증감	1,438	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-419	-426	-422	-422
현금및현금성자산의증감	503	-392	-1,157	719
기초현금및현금성자산	3,120	3,622	3,231	2,074
기말현금및현금성자산	3,622	3,231	2,074	2,793

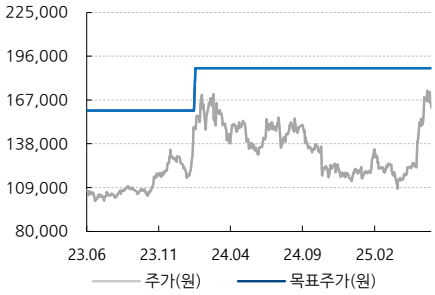
주요투자지표

	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)				
EPS	12,280	12,479	13,080	14,050
BPS	173,324	189,014	205,868	227,033
CFPS	17,417	17,614	17,232	17,407
DPS	2,600	2,600	2,600	2,600
Valuation(배)				
PER	9.3	13.0	12.4	11.5
PBR	0.7	0.9	0.8	0.7
PCR	6.6	8.1	8.2	8.2
EV/EBITDA	4.9	7.0	7.4	7.0
Key Financial Ratio(%)				
ROE	6.8	7.6	8.9	10.8
EBITDA이익률	9.3	9.6	9.3	9.3
부채비율	66.4	72.5	79.8	94.7
순부채비율	-3.6	-1.5	3.0	1.6
매출채권회전율(x)	4.8	4.5	4.6	4.6
재고자산회전율(x)	8.8	8.1	8.3	8.4

자료 : 삼성물산, iM증권 리서치본부

삼성물산 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-02-05	Buy	188,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,
- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급
시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2025-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%