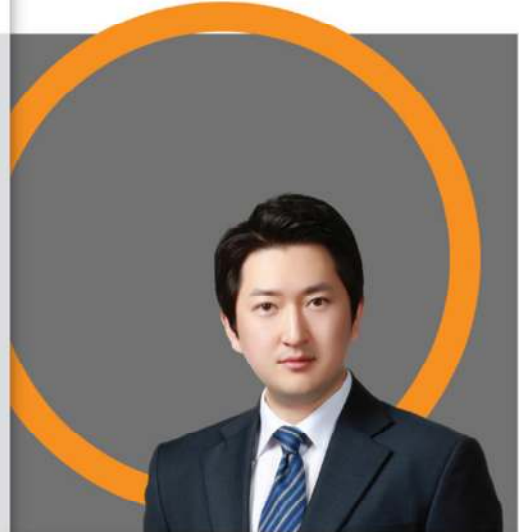


삼성물산 (028260)

세 가지 묘수

조선/지주/운송 Analyst 양형모
02. 3779-8843 yhm@ebestsec.co.kr



삼성물산에 대한 투자의견 BUY 및 목표주가 22 만원으로 커버리지 개시

동사의 목표주가는 NAV로 산정했다. 자회사 가치 19.7조원(할인 미적용), 자체사업 가치 8.0조원, 무형자산 가치 22.5조원(그룹 성장성 감안 PER 15배 적용), 자사주 3.0조원, 순차입금 4.0조원을 기준으로 NAV 49조원을 산출하고 Target Multiple 0.85배(15% 할인)를 부여했다. 동사는 이벤트 발생 구간으로 재진입할 전망이다. 주가 우상향을 예상한다.

세 가지 묘수

첫째는 사업구조 재편이다. 삼성SDS는 연간 EBITDA 1조원을 안정적으로 창출한다. 또한 별도 순현금 1.1조원의 재무구조를 가진다. 바이오/제약 사업 투자 증가로 현금 확보가 필요한 상황이다. 삼성SDS와 합병 가능성을 제기한다. 그리고 SDI, 전기, 디스플레이, 카드와 관련한 사업 재편도 발생 가능하다.

둘째는 브랜드 가치이다. 삼성물산은 궁극적으로 그룹의 상표권을 보유할 전망이다. 삼성그룹의 매출은 지속적인 M&A 혹은 자체 성장을 통해 성장할 것이다. 안정적이고 성장성이 높은 삼성그룹의 상표권은 상당한 프리미엄 요인으로 작용할 것이다.

셋째는 바이오이다. 2020년 바이오 분야에서 매출액 1.8조원에 영업이익 7,650억원을 기록할 전망이다. 삼성그룹이 준비하고 있는 바이오시밀러와, 생산 Capa, 성장성을 감안하면 높은 기업가치 산출이 가능하다.

Financial Data

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	3,226	5,130	14,680	31,840	32,982
영업이익	111	213	254	644	912
세전계속사업손익	5	147	3,046	642	922
순이익	45	455	2,894	477	685
EPS (원)	n/a	3,375	20,180	2,509	3,601
증감률 (%)	n/a	n/a	497.9	-87.6	43.5
PER (x)	n/a	46.8	7.0	56.2	39.2
PBR (x)	n/a	4.0	1.7	1.6	1.6
EV/EBITDA (x)	10.3	63.6	64.4	31.6	24.6
영업이익률 (%)	3.4	4.2	1.7	2.0	2.8
EBITDA 마진 (%)	6.5	7.0	3.4	3.1	3.8
ROE (%)	1.2	9.9	26.9	2.9	4.0
부채비율 (%)	116.6	80.0	124.9	123.0	123.0

주: IFRS 연결 기준

자료: 삼성물산, 이베스트투자증권 리서치센터

Buy (Initiate)

목표주가 220,000 원

현재주가 141,000 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

Stock Data

KOSPI(11/20)	1,989.86pt
시가총액	267,463 억원
발행주식수	189,690 천주
52 주 최고가 / 최저가	197,000 / 113,000 원
90 일 일평균거래대금	786.5 억원
외국인 지분율	9.9%
배당수익률(15.12E)	0.1%
BPS(15.12E)	85,155 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 -7.5%
	6 개월 -5.4%
	12 개월 N/A
주주구성	이재용외 9 인 52.2%
	(주)KCC 10.2%

Stock Price



투자의견 및 Valuation

삼성물산(028260): 투자의견 BUY 및 목표주가 22만원 제시

삼성물산에 대해 투자의견 BUY 및 목표주가 22만원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 NAV로 산정했다. 자회사 가치 19.7조원(할인 미적용), 자체사업 가치 8.0조원, 무형자산 가치 22.5조원(그룹 성장성 감안 PER 15배 적용), 자사주 3.0조원, 순차입금 4.0조원을 기준으로 NAV 49조원을 산출하고 Target Multiple 0.85배(15% 할인)를 부여했다.

동사의 주가는 이벤트 소멸 구간으로 진입하면서 박스권 횡보를 지속 중이다. 삼성그룹이 자체적으로 사업 재편을 가속화하면서 이벤트 발생 구간으로 재진입할 전망이다. 궁극적으로 삼성그룹은 삼성물산을 정점으로 지주회사로 전환할 것이며, 전자계열사와 금융계열사를 중심으로 그룹의 구조를 단순화시키는 작업을 진행할 전망이다. 삼성물산에 관련된 세 가지 투자포인트는 다음과 같다.

첫째는 사업구조 재편이다. 삼성물산과 삼성에스디에스 합병 가능성을 제기한다. 삼성에스디에스는 연간 EBITDA 1조원을 안정적으로 창출한다. 그리고 별도 순현금 1.1조원의 탄탄한 재무구조를 가진다. 삼성의 5대 신수종 사업의 하나인 바이오/제약 사업은 향후 투자가 증가할 수 밖에 없다. 2020년 4공장까지 투자하여 총 40만리터 이상 수준을 확보하기 위해서는 1.5조원 이상의 자금이 추가적으로 필요하다. 또한 향후 지주회사로 전환하게 될 경우 안정적인 현금흐름도 필요하다. 삼성에스디에스와의 합병은 이점이 많다. 곧 이벤트 발생 구간으로 진입할 전망이다.

둘째는 브랜드 가치이다. 삼성물산은 궁극적으로 그룹의 상표권을 보유할 것으로 기대한다. 삼성그룹은 지속적인 M&A 혹은 자체 성장을 통해 매출이 성장할 것이다. 최근 삼성웰스토리가 계열사 외 발생하는 매출에 대해서 상표권 사용료를 지급하기로 결정했다. 매출액 대비 50bp이다. 앞으로 삼성 상표권 수수료율은 최소 50bp 이상이 될 것으로 추정한다. 삼성그룹의 안정적이고 성장성이 높은 상표권 수익에 대해 PER 15배 수준을 적용하면 삼성물산에 대한 벨류에이션 정당화가 가능하다.

셋째는 바이오이다. 최근 유럽의약품청 (European medicines Agency) 산하기관인 약물사용자문위원회(CHMP)는 삼성바이오에피스의 관절염 치료제(SB4, 유럽 내 상품명 베네팔리)의 승인을 위해 유럽위원회에 권고했다. 첫 유럽 수출이 가시화되고 있다. 2020년 삼성 바이오 분야에서 매출액 1.8조원에 영업이익 7,650억원을 기록할 것으로 추정한다. 5,000~6,000억원의 당기순이익을 추정한다면 Target PER 30배를 가정해도 15조원 이상의 가치를 부여할 수 있다. 삼성그룹이 준비하고 있는 바이오시밀러와, 생산 Capa, 성장성을 감안하면 Target PER 30배는 보수적인 Multiple이라는 판단이다. 우리는 이보다 더 보수적인 수준에서 NAV에 8조원의 가치를 적용했다.

표1 NAV 가치 산정

항목	NAV (십억원)	비고
(A) 자회사 가치	19,737	
상장 종속관계회사	15,511	할인 미적용
비상장 종속관계회사	4,226	할인 미적용
(B) 자체사업 가치	8,000	15F 건설, 레저, 식음, 패션은 EV/EBITDA 배수, 물산 가치 합산
(C) 무형자산 가치	22,500	브랜드 가치 - 그룹 성장성 감안 PER 15배 적용
브랜드수수료		그룹 내 매출액 대비 50bp 기준(웰스토리 50bp 수취 적용)
(D) 유형자산 가치		반영 안함
임대수익		
(E) 자사주	3,036	21,533,800
(F) 우선주	161	
(G) 순차입금	4,064	3분기 기준
NAV	49,048	(A)+(B)+(C)+(D)+(E)-(F)-(G)
총 주식수	189,690,043	
NAVPS	258,569	
Target Multiple	0.85	15% 할인
목표주가 (원)	219,784	
현재주가 (원)	141,000	
상승여력 (%)	56%	

주: 유형자산 가치는 미반영(용인 부지 재평가 가능하나 미반영)

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 자회사 지분 가치 산정

상장사	시가총액 (십억원)	지분율 (%)	가치 (십억원)	비상장사	장부가 (십억원)	지분율 (%)	가치 (십억원)
삼성생명	21,000	19	4,061	바이오로직스		51	4,096
삼성전자	189,280	4	7,685	기타			130
삼성에스디에스	20,002	17	3,416				
제일기획	2,353	13	297				
삼성정밀화학	916	6	51				
소계			15,511	소계			4,226

주: 1) 자회사 시가총액은 11 월 20 일 기준

2) 바이오로직스 가치는 기사화 되는 가치 10 조원에 20% 할인하여 반영. 향후 성장성이 가시화되면 밸류에이션 적용 가능

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

세 가지 묘수

첫 번째 묘수 - 사업구조 재편

삼성물산과 삼성에스디에스 합병 가능성 제기

최근 삼성그룹은 주주친화정책을 펼치고 있다. 오너 일가의 삼성에스디에스 지분 매각은 현실적으로 가능하지 않다. 오너 일가의 지분 매각은 삼성에스디에스 주가 하락으로 귀결될 것이기 때문이다. 따라서 계열사와 합병될 것으로 추정한다.

삼성에스디에스를 이재용 부회장 11.25%, 이부진/이서현이 각각 3.9%, 삼성전자가 22.6%, 삼성물산이 17.1%를 보유하고 있다. 즉 오너 일가와 삼성물산이 총 36% 이상을 보유하고 있다. 지분 구조를 보면 삼성에스디에스는 전자 혹은 물산과 합병해야 한다. 삼성에스디에스가 삼성물산과 합병하면 삼성물산은 자사주, 오너 일가는 삼성물산 지분을 가질 수 있다. 삼성에스디에스가 삼성전자와 합병하면 삼성물산과 오너 일가는 삼성전자 지분을 가질 수 있다.

삼성에스디에스는 연간 EBITDA 1조원을 안정적으로 창출한다. 그리고 별도 순현금 1.1조원의 탄탄한 재무구조를 가진다. 삼성물산과 삼성에스디에스 합병 가능성을 제기한다. 당위성은 충분하다. 합병하게 되면 신규 상호출자가 생기는데, 블록딜 혹은 매입을 통한 정리가 필요할 것이다.

삼성의 5대 신수종 사업의 하나인 바이오/제약 사업은 향후 투자가 증가할 수 밖에 없다. 이미 1공장 3,500억원, 2공장 7,500억원이 투입되어 총 18만리터를 확보했다. 2020년 4공장까지 투자하여 총 40만리터 수준 이상을 확보하기 위해서는 1.5조원 이상의 자금이 추가적으로 필요하다. 또한 향후 지주회사로 전환하게 될 경우 안정적인 현금흐름도 필요하다. 이를 위해 삼성에스디에스와의 합병 가능성이 크다는 판단이다.

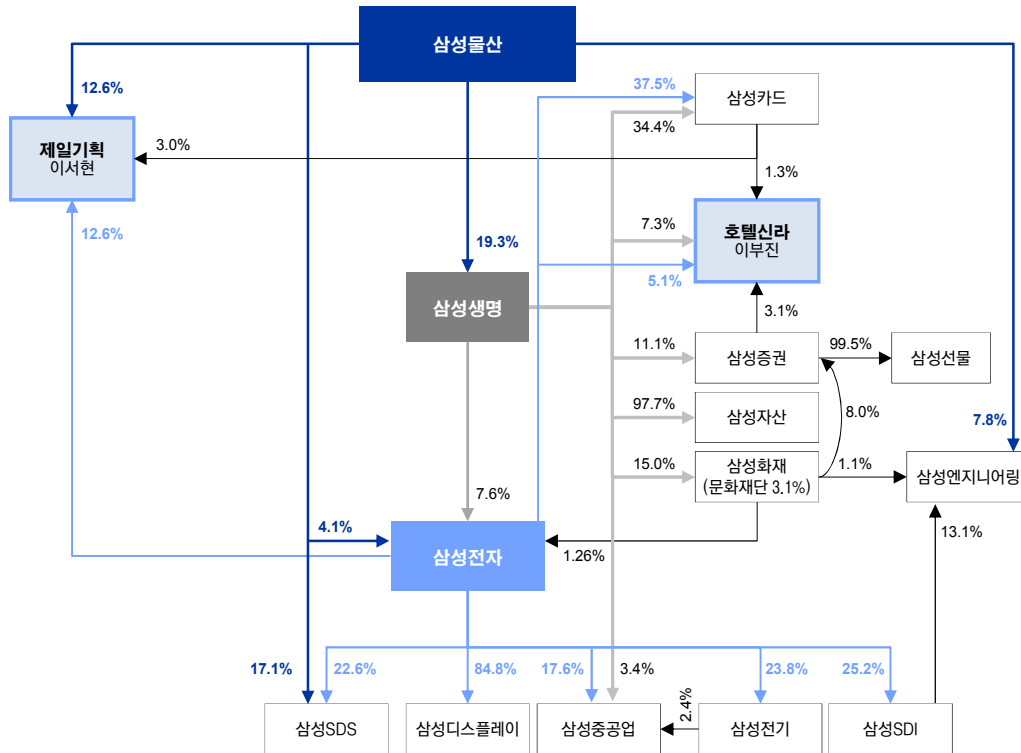
삼성전자가 분할해서 삼성에스디에스와 합병하는 시나리오의 경우 삼성에스디에스가 삼성전자 대비 고평가 되었기 때문에 주식매수청구권이라는 허들이 있을 수 있다. 삼성물산과의 합병 대비 어려움이 따를 수 있다.

표3 삼성그룹의 주주친화정책

날짜	주주친화정책	내용
06/30	삼성물산 주주친화정책 발표	배당성향 30%, 거버넌스 위원회 신설
07/30	삼성전자 중간배당 1,000원 확정	500원에서 두배로 늘린 규모(보통주와 우선주 각각 1,000원 중간배당)
10/22	삼성증권 자사주 매입 발표	내년 1월 22일까지 총 245만주(1,188억원) 매입 계획
10/27	삼성화재 자사주 매입 발표	내년 1월 27일까지 총 166만주(5,320억원) 매입 계획
10/29	삼성전자 자사주 매입 발표	내년 1월 29일까지 보통주 223만주(2조 9,168억원), 우선주 124만주(1조 2,673억원) 매입 후 소각 예정
10/30	삼성생명 자사주 매입 발표	내년 1월 29일까지 총 650만주(7,085억원) 매입 계획
10/30	삼성정밀화학 지분 매각 발표	삼성정밀화학 지분 31.5%(삼성BP화학 지분 49% 포함) 롯데그룹에 매각 예정
11/13	삼성SDI 케미칼 사업부문 분할 결정	내년 2월 1일 분할 신설법인 SDI케미칼 설립 후 지분 90%를 롯데케미칼에 매각할 예정

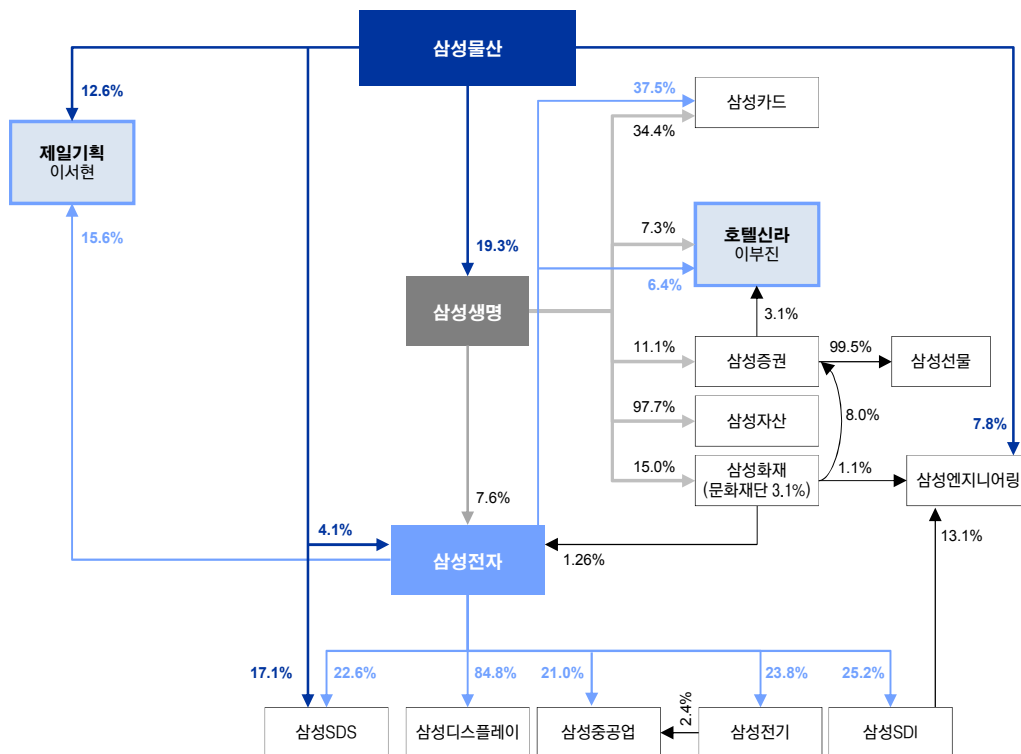
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 삼성물산 합병 후 지배구조(삼성물산 관련 신규 순환출자 해소 후)



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 삼성카드가 보유한 호텔신라, 제일기획과 삼성생명이 보유한 삼성중공업 지분 정리



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

SDI, 전기, 디스플레이, 카드 사업구조 재편 가능. 삼성전자와 삼성에스디에스 합병도 가능

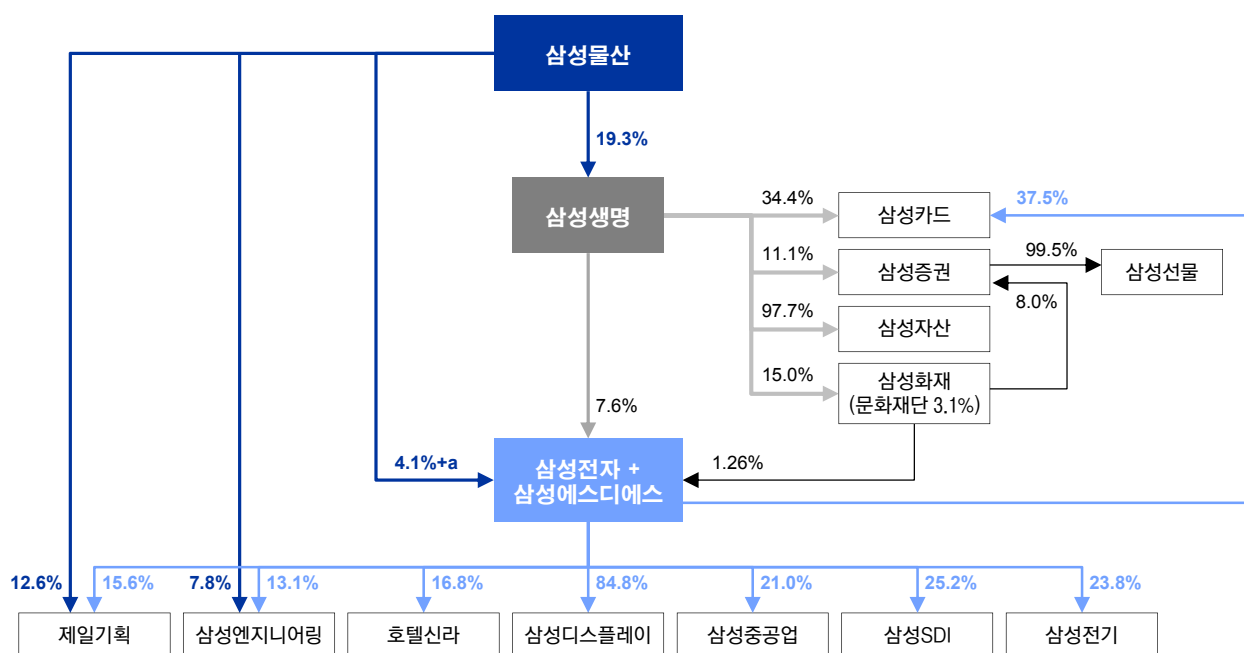
삼성물산이 지주회사로 전환하면 일반지주회사가 되기 때문에 금융회사를 보유할 수 없다. 따라서 국회에서는 일반지주회사가 중간에 금융지주를 설립할 수 있는 중간금융지주법을 상정한 바 있다. 현재 현실적으로 정부나 국회가 삼성의 계획에 맞춰 법안 등을 신속히 추진해줄 가능성이 높지 않다. 따라서 삼성은 자체적으로 사업재편을 추진하고 있다.

삼성전자를 축으로 한 전자계열사 재편은 한창 진행 중이다. 삼성SDI에서 화학부문을 분할했다. 삼성전기는 올해 초 사업부문을 디지털 모듈 등 3개부문으로 단순화시키고 HDD(하드디스크드라이브모터)를 정리했다. '5대 신수종사업'에는 삼성SDI의 자동차전지 부문이 포함된다. 삼성전자가 축이기 때문에 삼성SDI는 삼성전자와 합병이 가능하다는 판단이다. 혹은 배선 등 배터리와 관련한 사업부문을 보유한 삼성전기와 삼성SDI 합병도 가능하다. 결론적으로 사업 재편은 가속화 될 것으로 예상된다.

하단의 그림을 참조하면 삼성카드를 삼성전자와 삼성생명이 동시에 보유하고 있다. 삼성카드 매각설이 지속되고 있다. 원인은 궁극적으로 지주회사로 전환할 경우 삼성전자가 보유한 삼성카드 지분 정리가 필요하기 때문이다.

삼성전자와 삼성에스디에스 합병도 가능하다. 상법상 신주가 회사 발행주식의 10%를 넘지 않는 소규모 합병의 경우 이사회 승인만으로 합병 결의가 가능하다. 만약 합병하면 삼성물산과 오너 일가는 삼성전자 지분을 가질 수 있다. 오너 일가는 지주회사로 전환할 경우 삼성전자의 지분을 현물출자하여 과세이연 혜택을 받을 수 있는 장점이 있다.

그림5 지배구조 변화 시나리오 II - 삼성전자와 삼성에스디에스 합병도 가능



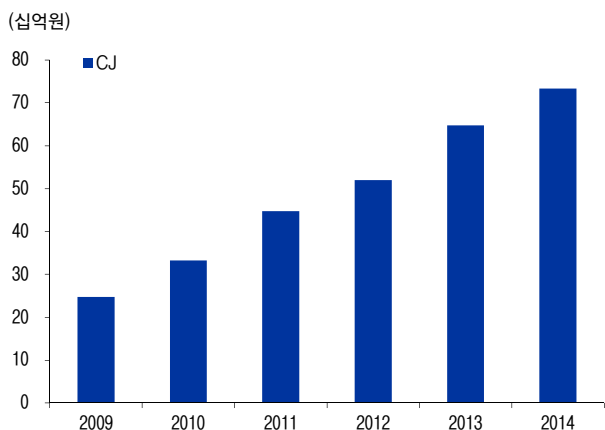
두 번째 묘수 - 삼성의 브랜드 가치로 벨류에이션 정당화 가능

로열티는 특정한 권리를 이용하는 이용자가 권리를 가진 자에게 지불하는 대가를 의미한다. 지적재산권, 저작권, 특허권 등에 대한 사용료가 로열티이다. 브랜드 사용료란 특정 계열사가 소속그룹 고유의 상호와 상표 등을 사용하면서 내는 로열티를 말한다. 브랜드 사용료는 높은 유동성으로 판매 및 양도가 가능한 무형자산이다.

하단의 그림을 참조하면 성장하는 그룹의 상표권 수익은 지속 증가 추세이다. 상표권 수익은 매출액에서 일정 요율만큼 수취하는 안정적인 이익이다. 그룹의 M&A를 감안하면 안정적이면서도 성장성이 높은 이익으로 분류할 수 있다. 이러한 이익에 대해 아직 논의가 활발하지는 않다. 본 담당자가 8월 4일 발간한 ‘로열티와 브랜드로 바라본 새로운 이야기’를 참고하자. 상표권 수익에 대해서는 높은 벨류에이션을 부여해도 된다는 판단이다. 우리는 향후 발생할 삼성물산의 상표권 이익에 대해 PER 15배를 부여했다.

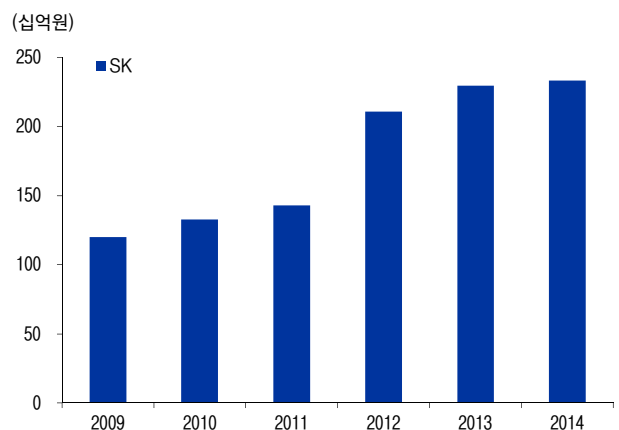
삼성물산은 궁극적으로 그룹의 상표권을 보유할 것으로 기대한다. 추가적인 M&A 혹은 본업의 성장을 통한 삼성그룹의 매출 성장은 자명하다. 최근 삼성웰스토리가 계열사 외 발생하는 매출에 대해서 상표권 사용료를 지급하기로 결정했다. 매출액 대비 50bp이다. 앞으로 삼성 상표권 수수료율은 최소 50bp 이상이 될 것으로 추정한다. 향후 삼성의 상표권 가치만으로도 벨류에이션 정당화가 가능할 것이다.

그림6 CJ 상표권 수익 추이



자료: CJ, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 SK 상표권 수익 추이



자료: GS, 이베스트투자증권 리서치센터

표4 브랜드 수수료율 현황

기업	브랜드 수수료율
삼성	제일모직 삼성웰스토리 상표권 사용료 0.50%
LG	0.20%
SK	0.20%
CJ	0.40%
두산	0.30%
GS	GS 칼텍스 0.1%, GS건설 포함 0.2%

자료: 각사, 이베스트투자증권 리서치센터

세 번째 묘수 - 바이오

삼성그룹은 2010년 '5대 신수중사업'의 하나로 바이오/제약 분야를 선택하여 집중 투자해오고 있다. 2020년 연간 1.8조원의 매출을 올린다는 목표를 세웠다. 삼성물산은 삼성바이오로직스 지분 51%를 보유하고 있다. 삼성바이오로직스는 삼성바이오에피스 지분 90%를 보유하고 있다. 삼성바이오에피스는 바이오시밀러를 연구 및 개발하고 삼성바이오로직스와 Biogen이 생산하고, Merck와 Biogen이 판매 후 이익을 배분한다.

2020년 삼성 바이오 분야에서 매출액 1.8조원에 영업이익 7,650억원을 기록할 것으로 추정한다. 5,000~6,000억원의 당기순이익을 추정한다면 Target PER 30배를 가정해도 15조원 이상의 가치를 부여할 수 있다. 삼성그룹이 준비하고 있는 바이오시밀러와, 생산 Capa, 성장성을 감안하면 Target PER 30배는 보수적인 Multiple이라는 판단이다.

전 세계에서 가장 많이 팔리는 의약품 Top 10중 7개가 바이오의약품이다. 2015년부터 2020년까지 주요 제품의 특허가 만료된다. 삼성바이오에피스는 1위 Humira, 3위 Remicade, 5위 Enbrel, 6위 Lantus, 8위 Herceptin 등의 바이오시밀러를 준비 중에 있다.

SB4와 SB2는 각각 지난해 12월과 올해 3월에 유럽의약품국(EMA)에 시판허가 신청을 해놓은 상태다. 최근 유럽의약품청(EMA) 산하기관인 약물사용자문위원회(CHMP)는 삼성바이오에피스의 관절염 치료제 (SB4, 유럽 내 상품명 베네팔리, 국내 상품명 브렌시스)의 승인을 위해 유럽위원회에 권고했다. 보통 사용 지지 의견이 나오면 2~3개월 이후에는 승인을 받아 유럽 내 판매가 가능하다. 삼성바이오에피스가 개발한 바이오시밀러는 암젠이 개발하고 화이자가 판매하고 있다. 엔브렐의 전세계 매출은 85억달러였으며, 유럽에서만 25억달러의 매출을 기록했다.

삼성바이오에피스는 이번 ACR 연례회의에서 'SB4'와 'SB5' 등 다른 바이오시밀러 제품 2종의 임상 3상 결과도 발표했다고 전했다. SB4(국내 상품명 브렌시스)와 SB5는 각각 화이자의 엔브렐(성분명 에타너셉트), 애브비의 휴미라(성분명 아달리무맙)의 바이오시밀러다. 인플릭시맙, 에타너셉트, 아달리무맙은 모두 자가면역질환치료제로, 류마티스 관절염 외에도 건선성 관절염, 강직성 척추염 등의 치료에 쓰인다. 브렌시스는 한국 식약처에서 올해 9월 품목허가를 받았으며, SB2는 허가 심사를 받고 있다.

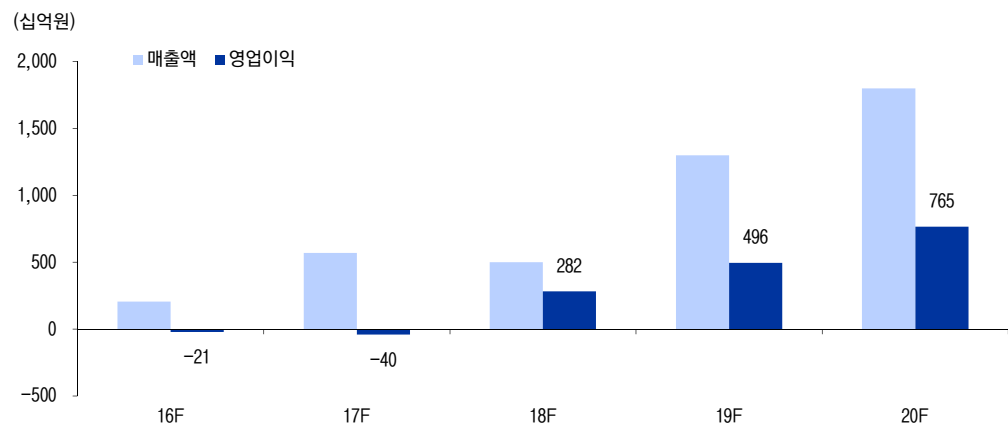
삼성바이오로직스의 송도 바이오 단지는 총 83,000평이다. 1공장이 20,000평이며, 2공장이 21,000평이다. 3~5공장 부지가 42,000평 규모가 될 것이다. 1공장의 생산능력은 5천리터급 6개로 이뤄져 총 3만리터의 규모를 가진다. 투자비는 3,500억원이 소요되었다. 소규모로 OPM은 10% 수준일 것이다. 2015년 3월 상업생산을 개시했다. BMS와 Roche사로부터 3개의 제품을 확보하여 2017년까지 풀가동 될 것이다.

2공장의 생산능력은 1.5만리터급 10개로 이뤄져 총 15만리터의 규모를 가진다. 투자비 7,500억원이 소요되었다. OPM은 40% 이상을 기록할 것으로 기대한다. 내년 상반기 2공장 운영을 시작한다. 대형 제품 2종과, 중소형 제품 3~4종 등을 생산할 전망이다. 글로벌 신약업체들과의 계약 성사도 기대해볼 수 있어 2018년 풀가동 될 전망이다.

이달 말에 제3공장 착공식을 가진다. 2018년 3공장까지 운영을 시작하면 론자, 베링거 잉겔하임을 제치고 세계 1위 바이오의약품 CMO의 위치를 확보하게 된다.

앞서 삼성바이오로직스는 2020년까지 4공장 증설로 40만리터 이상의 생산능력을 확보할 계획이라고 밝혔다. 삼성바이오로직스는 상장을 통해 추가로 자금조달을 할 계획도 갖고 있다.

그림8 삼성 바이오 실적 추정



(십억원)		2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
매출액	합산	205	570	500	1,300	1,800
	바이오로직스	200	350	500	800	900
	바이오에피스	5	220	300	500	900
영업이익	합산	-21	-40	282	496	765
	바이오로직스	-20	-18	150	256	315
	바이오에피스	-1	-22	132	240	450
영업이익률 (%)	합산	-10.1	-6.9	56.4	38.2	42.5
	바이오로직스	-10.0	-5.0	30.0	32.0	35.0
	바이오에피스	-15.0	-10.0	44.0	48.0	50.0

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표5 삼성바이오로직스, 삼성바이오에피스 주요 내용 요약

	삼성바이오로직스	삼성바이오에피스
설립시기	2011년 4월	2012년 2월
사업분야	CMO	바이오시밀러
주요 제휴사	브리스톨마이어스퀴브, 로슈	바이오젠아이텍, 머크
생산능력	2016년 18만L, 2020년 40만L	6개 프로젝트 진행 중, 후속 7종 프로젝트
2018년 실적 추정	매출액 5,000억원, OPM 30%	매출액 5,000억원, OPM 50%
진행 사항	BMS와 2,000억원 규모 계약 체결 15년 말까지 제조 승인	6개 프로젝트: 엔브렐(SB4, 류머티즘 관절염), 레미케이드(SB2, 류머티즘 관절염), 휴미라(SB5, 류머티즘 관절염), 허셉틴(SB3, 유방암), 란투스(SB9, 인슐린)
유통/판매		머크샤프앤드롬

자료: 삼성물산, 이베스트투자증권 리서치센터

표6 삼성바이오에피스의 프로젝트

순위	제품	판매 (십억달러)	제조사	준비	Biosimilar	Phase
1	Humira	12.54	Abbvie	O	SB5	Phase III
2	Sovaldi	10.28	Gilead	X		
3	Remicade	9.24	J&J/Merck	O	SB2	EU, South Korea submission
4	Rituxan	8.68	Roche	X		
5	Enbrel	8.54	Amgen/Pfizer	O	SB4	EU, South Korea, Canada submission
6	Lantus	7.28	Sanofi	O	SB9	Phase III
7	Avastin	6.96	Roche	O	SB8	Phase I
8	Herceptin	6.79	AstraZeneca	O	SB3	Phase III

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표7 삼성바이오에피스의 후속 7 종 프로젝트

후속 7종 프로젝트	2020년 예상 시장규모 (억달러)
Orencia(관절염)	29
Actemra(관절염)	20
Soliris(적혈구 파괴)	30
Lucentis(황반변성)	41
Eylea(황반변성)	67
Stelara(건선)	36
Prolia(골다공증)	47

자료: 삼성바이오에피스, 이베스트투자증권 리서치센터

삼성물산 (028260)

재무상태표

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	1,753	1,980	13,428	13,305	13,693
현금 및 현금성자산	152	305	2,976	3,076	3,343
매출채권 및 기타채권	983	950	6,095	5,768	5,806
재고자산	452	536	1,500	1,489	1,452
기타유동자산	166	190	2,856	2,972	3,092
비유동자산	6,801	7,531	26,031	26,795	27,602
관계기업투자등	4,249	4,935	16,589	17,262	17,963
유형자산	2,118	2,132	5,202	5,163	5,139
무형자산	238	275	2,874	2,947	3,021
자산총계	8,554	9,511	39,458	40,100	41,295
유동부채	1,841	1,266	13,195	13,294	13,856
매입채무 및 기타채무	534	573	3,376	3,349	3,871
단기금융부채	1,027	375	4,016	3,959	3,904
기타유동부채	279	317	5,804	5,986	6,082
비유동부채	2,764	2,961	8,716	8,821	8,921
장기금융부채	1,303	1,385	4,165	4,088	4,000
기타비유동부채	1,461	1,575	4,552	4,733	4,922
부채총계	4,605	4,226	21,912	22,114	22,778
지배주주지분	3,946	5,283	16,292	16,731	17,263
자본금	13	14	19	19	19
자본잉여금	52	575	10,040	10,040	10,040
이익잉여금	2,038	2,482	5,380	5,819	6,351
비지배주주지분(연결)	3	2	1,255	1,255	1,255
자본총계	3,949	5,285	17,547	17,986	18,518

현금흐름표

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동 현금흐름	235	143	1,001	1,457	1,788
당기순이익(손실)	45	455	2,894	477	685
비현금수익비용가감	258	-57	-2,370	590	595
유형자산감가상각비	99	144	240	357	354
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	74	42	-2,610	233	240
영업활동 자산부채변동	-48	-118	636	390	508
매출채권 감소(증가)	-119	-3	1,067	327	-38
재고자산 감소(증가)	25	-69	-123	12	37
매입채무 증가(감소)	51	9	-104	-27	521
기타자산, 부채변동	-6	-56	-204	78	-12
투자활동 현금	-1,248	54	2,169	-1,184	-1,226
유형자산처분(취득)	-160	-181	-223	-318	-330
무형자산 감소(증가)	-3	-16	-46	-73	-73
투자자산 감소(증가)	-1	-64	-192	-737	-765
기타투자활동	-1,084	316	2,630	-55	-58
재무활동 현금	1,131	-46	-509	-172	-296
차입금의 증가(감소)	1,327	-568	-131	-134	-143
자본의 증가(감소)	0	525	-4	-38	-153
배당금의 지급	0	0	4	38	153
기타재무활동	-196	-2	-374	0	0
현금의 증가	117	153	2,672	100	266
기초현금	35	152	305	2,976	3,076
기말현금	152	305	2,976	3,076	3,343

주: IFRS 연결 기준

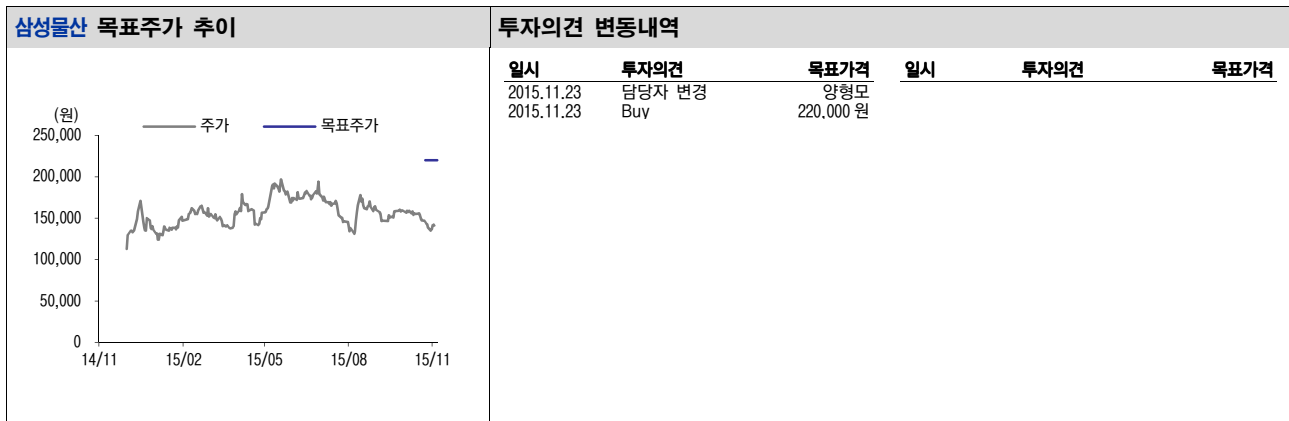
자료: 삼성물산, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	3,226	5,130	14,680	31,840	32,982
매출원가	2,642	3,497	10,950	22,661	23,237
매출총이익	584	1,633	3,730	9,179	9,746
판매비 및 관리비	473	1,419	3,476	8,535	8,834
영업이익	111	213	254	644	912
(EBITDA)	210	357	494	1,000	1,266
금융손익	17	-19	69	62	74
이자비용	44	65	89	151	148
관계기업등 투자손익	-70	-37	-54	-52	-52
기타영업외손익	-54	-11	2,777	-12	-12
세전계속사업이익	5	147	3,046	642	922
계속사업법인세비용	10	55	152	165	237
계속사업이익	-5	92	2,894	477	685
중단사업이익	50	363	0	0	0
당기순이익	45	455	2,894	477	685
지배주주	45	456	2,900	477	685
총포괄이익	334	823	2,937	477	685
매출총이익률 (%)	18.1	31.8	25.4	28.8	29.5
영업이익률 (%)	3.4	4.2	1.7	2.0	2.8
EBITDA 마진률 (%)	6.5	7.0	3.4	3.1	3.8
당기순이익률 (%)	1.4	8.9	19.7	1.5	2.1
ROA (%)	0.6	5.0	11.8	1.2	1.7
ROE (%)	1.2	9.9	26.9	2.9	4.0
ROIC (%)	-9.5	7.4	6.3	8.5	13.3

주요 투자지표

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
투자지표 (x)					
P/E	n/a	46.8	7.0	56.2	39.2
P/B	n/a	4.0	1.7	1.6	1.6
EV/EBITDA	10.3	63.6	64.4	31.6	24.6
P/CF	n/a	53.6	38.6	25.3	21.1
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.1	0.6	0.9
성장성 (%)					
매출액	19.4	59.0	186.2	116.9	3.6
영업이익	60.4	92.1	18.9	153.7	41.6
세전이익	-95.8	3,103.5	1,974.0	-78.9	43.6
당기순이익	-67.9	907.0	536.0	-83.5	43.6
EPS	n/a	n/a	497.9	-87.6	43.5
안정성(%)					
부채비율	116.6	80.0	124.9	123.0	123.0
유동비율	95.2	156.5	101.8	100.1	98.8
순차입금/자기자본 (x)	55.0	26.2	28.0	26.0	22.9
영업이익/금융비용 (x)	2.5	3.3	2.9	4.3	6.2
총차입금 (십억원)	2,330	1,760	8,180	8,046	7,903
순차입금 (십억원)	2,171	1,385	4,917	4,671	4,250
주당지표 (원)					
EPS	n/a	3,375	20,180	2,509	3,601
BPS	n/a	39,134	85,155	87,450	90,231
CFPS	n/a	2,949	3,649	5,576	6,690
DPS	n/a	n/a	200	800	1,200



Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 양형모)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+20% 이상 기대 -20% ~ +20% 기대 -20% 이하 기대	90.2% 9.8% 100.0%	2015 년 2 월 2 일부터 당사 투자등급이 기존 4 단계 (Strong Buy / Buy / Marketperform / Sell)에서 3 단계 (Buy / Hold / Sell)로 변경 투자 의견 비율은 2014. 10. 1 ~ 2015. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준, 분기별 갱신)