

삼성물산 (028260. KS)

바이오 사업 가치의 재발견

투자의견

BUY(유지)

목표주가

190,000 원(유지)

현재주가

138,500 원(05/22)

시가총액

23.5 (조원)

북합기업 한병화_02)368-6171_bhh1026@eugenefn.com

- 삼성바이오로직스의 삼성바이오에피스 분할로 1대 주주(43% 보유)인 삼성물산의 바이오 사업가치 재발견
- 분할 이유는 이해상충에 따른 성장 제한 해소. 고성장 중인 삼성바이오에피스의 가치 부각
- 삼성물산 주주들은 분할 상장 후, 삼성바이오에피스홀딩스 지분 이용에 대한 기대감 생겨
- CDMO와 바이오시밀러의 성장 경로가 달라서 분할 상장 후 합산 가치가 분할 전 가치 대비 높을 것으로 판단
- 삼성바이오에피스 현재 11개의 바이오시밀러 파이프라인에서 20개로 확대 목표
- 동사의 대형원전과 SMR 건설 능력에 이어 바이오 가치까지 부각되면서 낮은 밸류에이션 주목도 높아져
- 투자의견 BUY, 목표가 190,000원 유지

주가(원,05/22)	138,500
시가총액(십억원)	23,542

발행주식수	169,977천주
52주 최고가	157,600원
최저가	108,100원
52주 일간 Beta	0.86
60일 일평균거래대금	329억원
외국인 지분율	27.6%
배당수익률(2025F)	2.0%

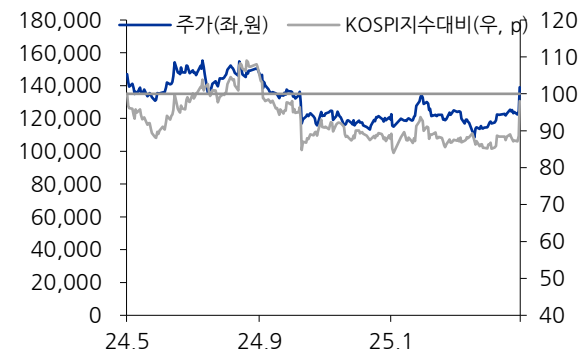
주주구성	
이재용 (외 14인)	36.3%
케이씨씨 (외 1인)	10.0%
자사주 (외1인)	7.5%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	15.3	8.9	-1.0
절대기준	19.6	12.6	-5.8

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	190,000	190,000	-
영업이익(25)	3,140	3,140	-
영업이익(26)	3,482	3,482	-

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	41,896	42,103	42,122	44,835
영업이익	2,870	2,983	3,140	3,482
세전손익	3,549	3,722	4,085	4,394
당기순이익	2,719	2,772	3,088	3,339
EPS(원)	11,953	12,543	14,208	16,104
증감률(%)	9.3	4.9	13.3	13.3
PER(배)	11.6	11.1	9.8	8.6
ROE(%)	7.3	6.8	7.5	7.6
PBR(배)	0.8	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA(배)	5.5	5.1	3.8	3.1

자료: 유진투자증권



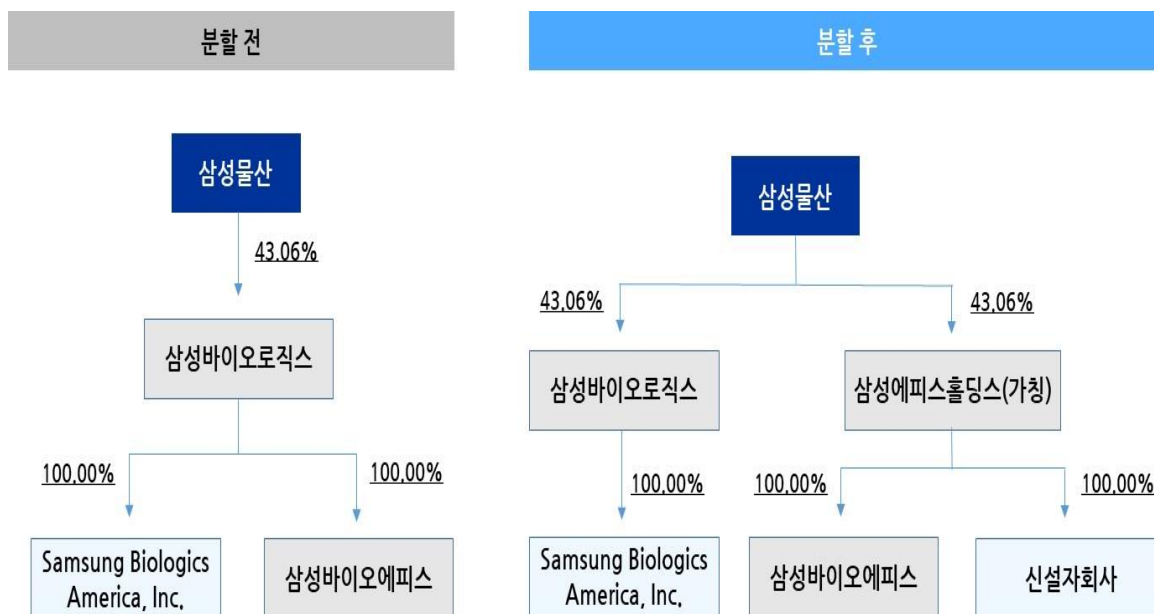
삼성바이오에피스
분할 후의 그림이
중요

삼성바이오로직스는 삼성바이오에피스를 인적 분할해서 삼성바이오에피스홀딩스(가칭)로 상장한다. 삼성물산은 존속 법인인 삼성바이오로직스와 신설 법인 삼성바이오홀딩스의 지분을 각각 43% 보유하게 된다. 분할의 이유는 바이오로직스의 CDMO와 에피스의 바이오시밀러의 고객과 경쟁업체가 겹치는 이해상충 문제를 해소하기 위함이라고 밝혔다. 투자자들에게는 삼성물산이 삼성바이오에피스홀딩스의 상장 후 보유한 지분을 활용할 수 있다는 기대가 생겼다.

분할 후 합산가치가
더 높아질 가능성

CDMO를 주력으로 하는 삼성바이오로직스와 바이오시밀러 개발과 판매를 하는 삼성바이오에피스의 성장경로는 다르다. 삼성바이오로직스는 신약과 바이오시밀러업체들이 모두 고객이지만, 삼성바이오에피스는 신약업체들의 잠재 경쟁상대이면서 때로는 협력도 한다. 시장이 겹치지 않기 때문에, 분할 후 합산가치가 분할 전 대비 커질 가능성이 높다. 삼성바이오에피스가 최근 성장속도가 빨라지고 있고, 현재 11개의 파이프라인을 20개로 확대할 예정이기 때문이다. 삼성바이오에피스의 2024년 매출과 영업이익은 각각 1.5조원, 4,354억원으로 전년비 51%, 112% 급증했다. 산도즈형 매출액이 처음으로 가세한 것이 주원인인 것으로 판단된다.

도표 1. 삼성바이오로직스 인적분할 후 지배구조



자료: 삼성바이오로직스, 유진투자증권

도표 2. 삼성바이오에피스 연도별 실적

(단위: 십억원)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	782.9	846.1	941.4	1,032.2	1,527.7
yoy(%)	2.2	8.1	11.3	9.6	48.0
매출원가	283.9	333.1	364.5	411.5	521.2
매출총이익	499.1	513.0	576.9	620.8	1,006.4
판매비와관리비	351.4	322.1	349.6	407.5	567.1
영업이익	147.7	190.9	227.3	213.2	439.3
yoy(%)	20.6	29.2	19.1	-6.2	106.0
세전이익	144.3	171.4	210.2	195.3	445.4
당기순이익	140.3	149.1	216.2	185.8	373.9

자료: 삼성바이오에피스, 유진투자증권

도표 3. 삼성바이오에피스의 바이오시밀러 파이프라인 현황

	프로젝트	오리지널	현황	제품		마케팅파트너(출시 연도)	
				EU	US	EU	US
자가면역질환	SB4	Enbrel®	출시	Benepali	Eticovo (IC, '24.6 월)	Biogen('16)	-
	SB2	Remicade®	출시	Flixabi	Renflexis	Biogen('16)	Organon('17)
	SB5	Humira®	출시	Imraldi	Hadlima (IC, '24.6 월)	Biogen('18)	Organon('23)
	SB17	Stelara®	출시	Pyzchiva	Pyzchiva	Sandoz('24)	Sandoz('25)
종양질환	SB3	Herceptin®	출시	Ontruzant	Ontruzant	Organon('18)	Organon('20)
	SB8	Avastin®	출시	Aybintio	-	Organon('20)	Organon
	SB27	Keytruda®	1 상('24.2 월)/ 3 상('24.4 월) 진행 중	-	-	-	-
안질환	SB11	Lucentis®	출시	Byooviz	Byooviz (IC, '23.10 월)	Biogen('23)	Biogen('22)
	SB15	Eylea®	유럽('24.11 월)/ 미국('24.5 월) 승인	Opuviz	Opuviz (IC, '24.5 월)	Biogen	Biogen
혈액질환	SB12	Soliris®	출시	Epysqli	Epysqli	Samsung Bioepis('23)	Teva('25)
골격계질환	SB16	Prolia®/ Xgeva®	유럽('25.2 월)/ 미국('25.2 월) 승인	Obodence/ Xbryk	Obodence/ Xbryk	-	-

자료: 삼성바이오로직스, 유진투자증권

도표 4. 삼성물산 분기 실적 추정(연결기준)

(단위: 십억원)	1Q24A	2Q24A	3Q24A	4Q24A	1Q25A	2Q25F	3Q25F	4Q25F
매출액	10,795.8	11,004.8	10,309.9	9,992.8	9,736.8	10,301.0	11,107.0	10,977.0
YoY(%)	5.4	4.0	(6.0)	(1.1)	(9.8)	(6.4)	7.7	9.8
건설/상사	8,489.8	8,313.8	7,667.9	7,178.8	7,058.5	7,434.0	8,243.0	7,821.0
급식	716.0	775.0	813.0	815.0	771.0	801.0	811.0	844.0
레저	126.0	246.0	209.0	202.0	108.0	221.0	219.0	208.0
패션	517.0	513.0	433.0	541.0	501.0	495.0	432.0	548.0
바이오	947.0	1,157.0	1,187.0	1,256.0	1,298.3	1,350.0	1,402.0	1,556.0
매출원가	9,146.5	9,091.3	8,599.3	8,158.4	8,050.4	8,494.8	9,265.0	8,932.0
매출총이익	1,649.2	1,913.5	1,710.6	1,834.3	1,686.4	1,806.2	1,842.0	2,045.0
판관비	936.9	1,013.1	974.4	1,199.8	962.0	1,065.0	1,001.0	1,212.0
영업이익	712.3	900.4	736.1	634.6	724.4	741.2	841.0	833.0
YoY(%)	11.2	16.6	(11.3)	1.2	1.7	(17.7)	14.2	31.3
영업이익률(%)	6.6	8.2	7.1	6.4	7.4	7.2	7.6	7.6
영업외손익	351.2	140.0	35.8	212.0	479.2	152.0	161.0	153.0
세전이익	1,063.5	1,040.4	772.0	846.6	1,203.6	893.2	1,002.0	986.0
법인세비용	241.4	306.4	211.9	190.8	266.3	223.3	270.5	236.6
당기순이익	822.1	734.0	560.0	655.8	937.2	669.9	731.5	749.4

자료: 삼성물산, 유진투자증권

도표 5. 삼성물산 연간 실적 추정(연결기준)

(단위: 십억원)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	34,455	43,162	41,896	42,103	42,122	44,835
YoY(%)	14.0	25.3	(2.9)	0.5	0.0	6.4
건설/상사	28,343	34,816	32,576	31,650	30,556	32,419
급식	2,261	2,586	2,798	3,119	3,227	3,380
레저	517.0	757.0	776.0	783.0	756.0	790.0
패션	1,766	2,001	2,051	2,004	1,976	1,995
바이오	1,568	3,002	3,695	4,547	5,606	6,251
매출원가	30,434	37,123	35,329	34,996	34,742	36,975
매출총이익	4,021	6,039	6,567	7,108	7,380	7,860
판관비	2,825	3,511	3,697	4,124	4,240	4,378
영업이익	1,196	2,529	2,870	2,983	3,140	3,482
YoY(%)	39.5	111.4	13.5	3.9	5.2	10.9
영업이익률(%)	3.5	5.9	6.9	7.1	7.5	7.8
영업외손익	1,285	806.0	679.3	739.1	945.2	912.0
세전이익	2,480	3,335	3,549.5	3,722.5	4,084.9	4,393.9
법인세비용	651.4	789.6	830.4	950.5	996.8	1,054.5
당기순이익	1,829	2,545	2,719	2,772	3,088	3,339

자료: 삼성물산, 유진투자증권

삼성물산(028260.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	66,127	61,982	64,163	66,560	68,874
유동자산	18,978	20,181	22,158	24,285	25,332
현금성자산	5,235	5,141	8,852	10,840	8,872
매출채권	7,283	8,326	7,578	7,612	9,104
재고자산	4,470	5,126	4,124	4,213	5,721
비유동자산	47,149	41,801	42,006	42,275	43,542
투자자산	33,747	26,964	27,072	27,180	28,284
유형자산	6,964	8,650	8,651	8,715	8,782
기타	6,439	6,187	6,283	6,379	6,476
부채총계	26,230	24,732	24,600	24,865	25,538
유동부채	14,759	14,747	14,634	14,769	15,412
매입채무	6,707	6,821	6,703	6,812	7,399
유동성이자부채	3,158	2,442	2,392	2,362	2,362
기타	4,894	5,485	5,539	5,595	5,651
비유동부채	11,471	9,985	9,965	10,096	10,127
비유동이자부채	2,148	2,251	2,201	2,301	2,301
기타	9,323	7,733	7,764	7,795	7,825
자본총계	39,897	37,259	39,564	41,695	43,336
지배지분	34,238	31,069	33,374	35,505	37,146
자본금	19	19	18	17	17
자본잉여금	10,696	10,695	10,695	10,695	10,695
이익잉여금	12,662	14,014	15,964	18,096	19,737
기타	10,862	6,340	6,697	6,697	6,697
비지배지분	5,659	6,190	6,190	6,190	6,190
자본총계	39,897	37,259	39,564	41,695	43,336
총차입금	5,306	4,693	4,593	4,663	4,663
순차입금	72	(448)	(4,258)	(6,177)	(4,209)

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	2,799	3,307	5,524	3,717	830
당기순이익	2,719	2,772	3,088	3,339	2,705
자산상각비	821	933	1,095	1,102	1,110
기타비/현금성손익	411	(427)	(437)	(856)	(718)
운전자본증감	(1,063)	(727)	1,671	25	(2,373)
매출채권감소(증가)	111	(966)	748	(34)	(1,492)
재고자산감소(증가)	(206)	(655)	1,002	(89)	(1,508)
매입채무증가(감소)	(227)	(313)	(118)	109	587
기타	(740)	1,207	39	39	40
투자현금	(2,105)	(1,759)	(1,308)	(1,381)	(2,391)
단기투자자산감소	442	607	(62)	(64)	(67)
장기투자증권감소	(214)	(27)	(40)	(41)	(904)
설비투자	(1,229)	(1,628)	(1,095)	(1,166)	(1,177)
유형자산처분	24	42	0	0	0
무형자산처분	(187)	(164)	(96)	(96)	(96)
재무현금	(1,818)	(1,298)	(567)	(411)	(475)
차입금증가	(1,439)	(891)	(100)	70	0
자본증가	(378)	(417)	(467)	(481)	(475)
배당금지급	378	417	466	480	475
현금 증감	(1,081)	503	3,649	1,925	(2,035)
기초현금	4,200	3,120	3,622	7,271	9,196
기말현금	3,120	3,622	7,271	9,196	7,161
Gross Cash flow	3,951	4,142	3,852	3,691	3,203
Gross Investment	3,610	3,094	(425)	1,292	4,697
Free Cash Flow	341	1,049	4,277	2,400	(1,494)

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	41,896	42,103	42,122	44,835	45,283
증가율(%)	(2.9)	0.5	0.0	6.4	1.0
매출원가	35,329	34,996	34,742	36,975	38,185
매출총이익	6,567	7,108	7,380	7,860	7,098
판매 및 일반관리비	3,697	4,123	4,240	4,378	4,460
기타영업손익	0	0	0	0	0
영업이익	2,870	2,983	3,140	3,482	2,638
증가율(%)	13.5	3.9	5.2	10.9	(24.2)
EBITDA	3,691	3,916	4,234	4,583	3,748
증가율(%)	17.0	6.1	8.1	8.2	(18.2)
영업외손익	679	739	945	912	921
이자수익	858	863	909	976	987
이자비용	255	224	240	236	239
지분법손익	83	56	53	53	53
기타영업손익	(7)	44	223	118	119
세전순이익	3,549	3,722	4,085	4,394	3,559
증가율(%)	6.4	4.9	9.7	7.6	(19.0)
법인세비용	830	950	997	1,055	854
당기순이익	2,719	2,772	3,088	3,339	2,705
증가율(%)	6.8	1.9	11.4	8.1	(19.0)
지배주주지분	2,218	2,230	2,415	2,612	2,115
증가율(%)	8.5	0.5	8.3	8.1	(19.0)
비지배지분	501	542	673	728	589
EPS(원)	11,953	12,543	14,208	16,104	13,045
증가율(%)	9.3	4.9	13.3	13.3	(19.0)
수정EPS(원)	11,953	12,521	14,184	16,078	13,018
증가율(%)	9.3	4.8	13.3	13.4	(19.0)

주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	11,953	12,543	14,208	16,104	13,045
BPS	182,877	173,324	194,663	216,977	227,005
DPS	2,550	2,600	2,800	2,900	2,900
밸류에이션(배,%)					
PER	11.6	11.1	9.8	8.6	10.6
PBR	0.8	0.8	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	5.5	5.1	3.8	3.1	5.4
배당수익률	1.8	1.9	2.0	2.1	2.1
PCR	6.6	6.0	6.2	6.2	7.1
수익성(%)					
영업이익률	6.9	7.1	7.5	7.8	5.8
EBITDA이익률	8.8	9.3	10.1	10.2	8.3
순이익률	6.5	6.6	7.3	7.4	6.0
ROE	7.3	6.8	7.5	7.6	5.8
ROIC	23.6	19.3	18.8	22.3	15.1
안정성(배,%)					
순차입금/자기자본	0.2	(1.2)	(10.8)	(14.8)	(9.7)
유동비율	128.6	136.8	151.4	164.4	164.4
이자보상배율	11.3	13.3	13.1	14.8	11.0
활동성(회)					
총자산회전율	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
매출채권회전율	5.5	5.4	5.3	5.9	5.4
재고자산회전율	9.8	8.8	9.1	10.8	9.1
매입채무회전율	6.3	6.2	6.2	6.6	6.4

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.03.31 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역					삼성물산(028260.KS) 주가 및 목표주가 추이	
추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	과리율(%)		담당 애널리스트: 한병화
				평균주가대비	최고(최저)주가 대비	
2023-07-27	Buy	170,000	1년	-33.1	-18.8	
2023-10-26	Buy	170,000	1년	-29.2	-18.8	
2024-02-01	Buy	190,000	1년	-26.3	-10.1	
2024-04-25	Buy	190,000	1년	-30.7	-18.3	
2024-08-01	Buy	190,000	1년	-33.2	-18.5	
2024-10-31	Buy	190,000	1년	-36.6	-26.8	
2025-01-23	Buy	190,000	1년	-36.2	-26.8	
2025-05-02	Buy	190,000	1년	-34.2	-26.8	
2025-05-23	Buy	190,000	1년			