

## 그룹분석보고서

연구위원 염동환  
02.2014.6315  
dhyeom@nicerating.com

수석연구원 이강욱  
02.2014.6254  
lkw@nicerating.com

# 삼성그룹 분석과 주요 크레딧이슈

## SUMMARY

✓ **삼성그룹의 주요 크레딧이슈는 다음과 같다.**

- 반도체 업황 부진에 따른 실적 변동성 내재
- 일본 정부의 반도체 및 디스플레이 핵심소재 수출규제에 따른 불확실성 확대
- 지배구조 재편의 불확실성 : 경영권 승계 및 삼성바이오로직스 분식회계 이슈
- 영업실적이 저하된 비금융 계열사의 추가 손실 발생 가능성은 제한적
- 국내 경제 저성장세 및 규제 환경 변화 등으로 인한 금융부문 수익성 저하

✓ **글로벌 최상위권의 사업역량을 보유한 삼성전자를 비롯해 대부분의 전자부문 계열사들이 수위권의 시장지위를 보유하고 있으나, 최근 반도체산업 업황 부진과 일본 정부의 반도체 및 디스플레이 핵심소재 수출규제에 따른 실적 변동성이 내재되어 있다.** 삼성전자는 글로벌 최상위권의 경쟁지위와 사업역량을 토대로 기술 및 시장환경 변화에 탄력한 대응력을 보유하고 있다. 높은 수준의 산업위험에도 불구하고, 전자부문은 메모리반도체, 디스플레이, 모바일기기, 가전 등 각 부문에서 세계적인 경쟁역량을 보유하고 있으며, 이를 통해 매우 우수한 사업실적 및 재무안정성을 지속하고 있다. 다만, 2018년 4분기 이후 메모리반도체 가격하락에 따른 반도체산업 업황 부진이 최근까지 지속되고 있는 가운데, 일본 정부의 반도체 및 디스플레이 핵심소재 수출규제에 따른 불확실성이 증대되면서 단기적으로 실적변동성이 내재되어 있다.

✓ **금융부문은 은행을 제외한 금융업 전반에 걸쳐 다양한 사업을 영위하고 있으며, 그룹 전체의 높은 신인도와 우수한 경영성과를 바탕으로 업종 내에서 수위권의 시장지위를 확보하고 있다.** 금융부문은 보험(생명/손해), 증권, 신용카드 등 다변화된 사업포트폴리오를 구축하고 있으며, 금융부문 주요 계열사들은 업계 1위의 확고한 시장지위, 우수한 자산운용능력 및 영업망, 풍부한 자금력 등을 확보하고 있다.

✓ **지배구조와 관련하여 정부의 지배구조 재편 압력, 금융그룹통합감독제도 도입 가능성에 따른 삼성생명의 삼성전자 지분 처리, 삼성바이오로직스 분식회계 관련 이슈 등이 주요 현안으로 등장하고 있다.** 그룹 지배구조 재편과 관련하여 삼성물산의 비금융지주회사 전환 및 삼성생명보험의 금융지주회사 전환 등 다양한 지배구조 재편 방안이 대두되고 있다. 이와 함께 금융그룹통합감독제도 도입 가능성에 따른 삼성생명의 삼성전자 지분 처리 문제, 삼성바이오로직스 분식회계 이슈 등이 지배구조 재편에 영향을 미칠 수 있다. 다만 지배구조 재편 방안, 시기, 실현가능성이 불확실하며, 이에 대한 모니터링이 필요하다.

✓ **중공업/건설부문은 우수한 경쟁지위에도 불구하고 불리한 업황 지속에 따른 저조한 수익성 및 취약한 재무구조가 지속되고 있다.** 삼성중공업 및 삼성엔지니어링은 우수한 경쟁지위에도 불구하고 해외프로젝트 원가를 상승으로 대규모 손실을 인식하였고, 차입금 규모 증가에 따라 재무안정성이 저하된 상태이다. 또한 경쟁심화, 수주감소 등 불리한 시장환경에 직면해 있으며, 당분간 저조한 수익성을 지속할 것으로 예상된다.

## I. 그룹의 주요 크레딧 이슈

### 1. 반도체 업황 부진에 따른 실적 변동성 내재

삼성전자는 세계 수위권의 전자기업으로서 그룹의 핵심이다. 사업영역은 디지털TV, 모니터, 생활가전 등을 담당하는 CE(Consumer Electronics)부문과 스마트폰, 컴퓨터 등의 IM(IT & Mobile Communications)부문, 그리고 DRAM 및 System LSI 등의 반도체와 LCD 및 OLED 등 디스플레이패널을 생산/판매하는 DS(Device Solutions)부문으로 구분되며, 매우 다변화된 사업포트폴리오를 구축하고 있다. 메모리반도체, 디스플레이, TV 등 각 사업부문에서 세계 수위권의 시장지위를 바탕으로 안정적인 성과를 지속하고 있는 가운데, IM부문과 DS부문 내 반도체 부문이 핵심 수익창출 역할을 담당하고 있다. 삼성전자의 영업이익이 기업부문 주요 계열사 합산 영업이익에서 차지하는 비중은 90% 이상으로 동사의 영업실적이 그룹에 미치는 영향이 절대적이다.

메모리반도체, 디스플레이패널, 그리고 모바일기기 제품의 산업 특성상 동사가 직면하고 있는 산업위험은 높은 수준이다. 메모리반도체는 장치산업적 공급구조에 의한 높은 경기변동성, 제품의 짧은 라이프사이클, 빠른 기술적 변화 등에 따라 산업위험이 높은 수준이며, 디스플레이산업은 만성적인 공급과잉 구조, 주력 전방제품의 성숙기 진입, 경쟁강도 심화 등이 산업에 소속된 기업들의 수익성에 부담 요인으로 작용하고 있다. 모바일기기 역시 글로벌 시장 내 경쟁강도가 높고 제품 트렌드 변화가 매우 빠른 특성을 보이고 있다. 그러나 동사는 기 구축한 높은 브랜드 인지도 및 세계적인 유통망, 축적된 기술력과 탁월한 R&D 역량, 그리고 전자사업 유관 계열사와의 확고한 수직계열화 기반 등을 바탕으로 기술 및 시장환경 변화에 대한 견고한 대응력을 확보하고 있다.

[기업부문(좌) 및 삼성전자(우) 영업이익 추이]

(단위: 조원, %)



자료: 회사 공시자료

주력사업인 메모리반도체는 장치산업적 공급구조에 의한 높은 경기변동성, 제품의 짧은 라이프사이클, 빠른 기술적 변화 등에 따라 산업위험이 높은 수준이다. 다만, 최근 DRAM 공급자 과점화가 강화된 가운데, DRAM 및 NAND 양 부문의 전방 수요처 다변화 및 수요 확대 등

으로 인해, 메모리반도체의 수급불균형에 대한 변동성이 전반적으로 완화되는 추세이다. 특히 DRAM의 경우, 상위 3개사(삼성전자, SK하이닉스, 마이크론)가 시장의 대부분을 점유하는 과점 구조가 정착됨에 따라, 과거 대비 안정화된 수급 구조를 보이고 있다. 2017년과 2018년에는 서버용 메모리 수요의 급격한 증가로 세계 반도체 시장규모가 급격히 성장하였으며, 회사의 DRAM 시장점유율 또한 40%를 상회하는 수준을 차지하면서 40~50%대의 높은 EBIT/매출액을 기록하였다.

다만, 2018년 4분기 이후부터 DRAM 가격이 전방수요 둔화와 공급과잉 영향 등으로 전년 고점 대비 40% 이상 (PC RAM DDR4, 2019년 3월말 기준) 급락하면서 최근 메모리반도체 업황이 크게 악화되었다. 최근 메모리반도체 업체의 공급조절과 데이터센터용 메모리 수요 재개, 모바일 대용량 제품 판매 증가 등으로 수급상황 개선 여지가 있음에도 불구하고 여전히 전방수요에 대한 불확실성과 재고소진 부담 등으로 인하여 2019년 상반기 이후에도 DRAM과 NAND의 가격 하락세는 지속될 가능성이 높은 것으로 판단된다. 또한, 최근 일본 정부의 반도체 및 디스플레이 핵심 소재 수출 규제에 따른 불확실성 등을 감안하면, 단기적으로 실적 변동성이 내재되어 있다.

## 2. 일본 정부의 반도체 및 디스플레이 핵심소재 수출규제에 따른 불확실성 확대

일본 경제산업성은 2019년 7월 한국에 대해 반도체·디스플레이 관련 3개 소재에 대한 수출 규제 강화조치(리스트 규제)를 발표하였으며, 8월에는 안보상 우호국가로 우대하던 화이트국가 리스트에서 한국을 제외하는 조치를 단행하였다.

### [일본 리스트 규제 품목]

품목	주요 용도	주요 일본 공급업체
플루오린 폴리이미드	스마트폰 액정, 유기EL패널 등의 필름 재료	JSR, Sumitomo Chemical
포토레지스트(감광재)	반도체 노광 공정에 사용(감광재)	JSR, TOK, Shinetsu Fuji Film, Sumitomo Chemical
에칭가스(고순도 불화수소)	반도체 세정공정에 사용(에칭가스)	Stella Chemifa, Morita Chemical

리스트 규제 대상 상기 3개 품목에 대한 일본 공급업체 들의 글로벌 시장점유율은 70~90% 수준이며, 한국기업들의 대일 수입의존도는 폴리이미드와 레지스트는 90%를 상회하고 있으며, 불화수소 약44% 수준이다. 포토레지스트는 차세대 최첨단 공정에 사용되는 소재로 단기적으로는 삼성전자에 미치는 영향은 크지 않을 것으로 보이나, 플루오린 폴리이미드의 경우에는 스마트폰용 OLED 패널 1위 업체인 삼성디스플레이가 타격을 받게될 것으로 판단된다. 고순도의 불화수소는 반도체 세정 및 식각 공정에 사용되는 소재로, 현재는 일본 수출 규제로 국내 수입이 중단된 상황이다. 상대적으로 공정난이도가 낮은 디스플레이용부터 국산화가 점진적으로 이루어질 전망이나, 기체 형태의 고순도 불화수소의 경우 국내 양산 가능한 기업 부재로 일정기간 보유한 재고가 소진될 경우 대체가 쉽지 않을 것으로 예상된다.

반도체·디스플레이 산업의 글로벌 서플라이체인 상 삼성전자의 탁월한 기술력을 바탕으로 한 시장지위와 독점적인 공급능력 등을 감안하면, 일본 정부의 수출 규제 조치가 현 시점에서

동사의 실적에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단되나, 리스크 규제 대상 품목에 대한 수출이 제한되거나 수출 규제 강화 조치가 장기화될 경우 핵심 소재 등의 원재료 공급처 확보, 생산 공정라인 변경 등에 따른 원가 상승과 재무부담 증가에 따른 이에 대한 지속적인 모니터링이 필요할 것으로 보인다.

### 3. 지배구조 재편의 불확실성 : 경영권 승계 및 삼성바이오로직스 분식회계 이슈

그룹은 과거 순환출자구조와 금융사/비금융사 교차출자 등으로 매우 복잡한 출자구조를 보였으나, 지분 매각, 합병 등을 통해 출자구조를 단순화하였다. 최근 정부의 삼성그룹 지배구조 재편 관련 압력이 증가하고 있어 향후 삼성물산의 비금융지주회사 전환 및 삼성생명보험의 금융지주회사 전환 등 추가적인 지배구조 재편 가능성이 존재한다. 또한 금융그룹 통합감독제도 시범 시행으로 삼성생명의 삼성전자 지분 매각 압력이 높아지는 등 그룹 지배구조의 변동 가능성이 높아지고 있다 (금산분리 규제에 대한 현행 보험업법은 '보험사는 자산 대비 3% 이내(취득가액 기준)의 계열사 주식만 보유하도록 허용'하고 있으며, 개정안이 통과될 경우에는 취득가액 기준이 아닌 시장가치로 평가).

2018년말 기준 삼성생명의 자산규모는 289조원이며, 삼성생명이 보유하고 있는 삼성전자의 지분가치는 23조로, 보험업 개정안 조건에 따르면 삼성생명은 15조원 규모에 달하는 삼성전자의 지분을 매각해야 한다. 업계에서는 그룹 내 최상위 지배회사인 삼성물산이 보유하고 있는 삼성바이오로직스 지분을 활용하여 금융계열사인 삼성생명이 보유한 삼성전자 지분을 인수할 것으로 예상하였으나, 최근 대법원이 국정농단 관련 상고심에서 삼성그룹의 조직적인 승계작업을 인정함에 따라 삼성바이오로직스 분식회계 논란이 재기되면서 지배구조 재편에 대한 불확실성이 높아진 것으로 판단된다. 다만, 이러한 불확실성에도 불구하고 지배구조가 재편될 경우, 지배구조 상 변동사항, 계열사간 사업구조 변화 등이 그룹의 신용위험에 미치는 영향을 모니터링 할 예정이다.

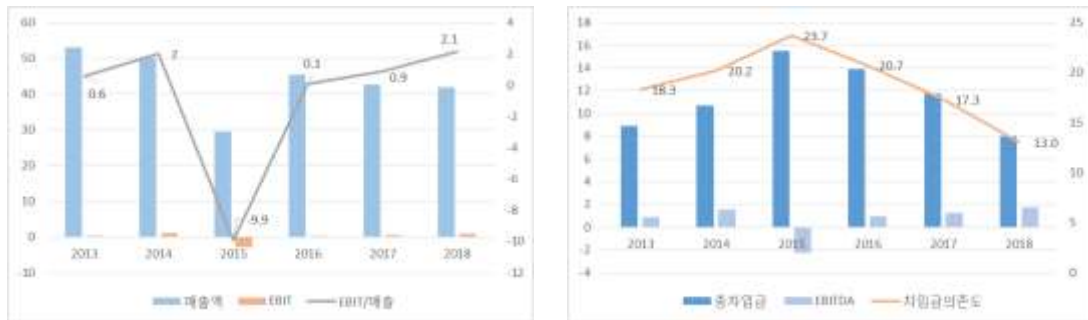
### 4. 영업실적이 저하된 비금융 계열사의 추가 손실 발생 가능성은 제한적

삼성중공업의 경우, 대형 해양프로젝트에서 설계변경 및 공정차질 등에 따라 일부 프로젝트 예정원가가 상승하면서 2015년 중 1.5조원의 영업손실을 기록하였다. 2016년 이후 손실 발생 규모는 축소되었으나, 구조조정 관련 일회성 비용 발생이 지속되는 가운데 해양시추설비 관련 추가손실, 매출 감소에 따른 고정비 부담 증가 등이 나타나면서 영업손실 발생 기조가 지속되고 있다. 2016년 이후 신조선 가격이 크게 하락한 가운데 수주한 물량의 실적 반영 비중이 확대되는 점과 2017년 중 후판 등 원재료 가격이 상승한 점 등을 감안할 때 단기적인 영업수익성은 저조한 수준에 머무를 것으로 전망된다. 또한, 최근 상선 및 해양플랜트 부문의 저조한 발주환경과 경쟁심화 양상 등을 감안할 때 중장기적인 관점에서 영업수익성 안정화 여부에도 불확실성이 상존하고 있는 것으로 판단된다. 다만, 최근 국내 대형조선사 위주로 채산성이 우수한 LNG선의 수주가 증가하고 있으며, 저가수주가 과거대비 감소하고 있는 가운데 신규수주에 따른 공사손실충당금 또한 축소되고 있는 점을 감안할 때 영업수익성은 점진적으로 개선될 것으로 전망된다.

삼성엔지니어링의 경우, 2013 년과 2015 년의 대규모 원가율 조정 이후로도 해외 화공플랜트 부문의 손실 지속으로 2015 년말 완전자본잠식 상태가 되었으나, 2016 년 1.3조원의 유상증자로 재무구조가 개선되었다. 2018 년 들어서는 기존 손실 현상이 마무리 단계에 접어들면서 수익성 회복이 이루어졌다. 매출의 높은 비중을 차지하는 계열공사 물량의 우수한 채산성을 바탕으로 2016 년 이후 EBIT 흑자를 유지하는 가운데, 해외 손실 프로젝트 관련 클레임 청구 활동이 활발히 이루어지고 있는 것으로 파악된다. 이를 고려하면 단기적으로 대규모 추가손실 가능성은 높지 않은 것으로 판단되며 계열공사 물량을 바탕으로 한 수익성 개선이 예상되나, 비계열 물량의 높은 예정원가율을 고려할 때 해당 프로젝트의 채산성 개선 여부에 대해 모니터링이 요구된다.

[중공업/건설부문 수익성 및 재무안정성 추이]

(단위: 조원, %)



다만, 중공업/건설 부문 계열사들의 불리한 시장환경, 높은 예정원가율 등으로 향후 추가위험 발생 가능성이 존재하고 그룹의 신용위험에 부정적인 영향을 미칠 수 있으나, 그룹은 재무적 지원 및 계열사 자체적인 자본완충력을 통해 신용위험 확대를 완화하고 있다. 이에 삼성중공업 및 삼성엔지니어링 등 계열사들의 수주잔고 수준, 추가 원가율 상승 여부, 영업수익성 및 재무안정성 추이 등에 대한 지속적인 모니터링이 필요하다.

##### 5. 국내 경제 저성장세 및 규제 환경 변화 등으로 인한 금융부문 수익성 저하

삼성그룹 금융계열사들 모두 우수한 브랜드 인지도를 바탕으로 해당 영위산업 내에서 업계 수위의 시장지위를 보유하고 있어 현재 수익성 및 재무안정성은 극히 우수한 수준이다. 그러나 국내 경제 저성장세 및 성숙기에 진입한 보험산업 단계, IFRS 17 도입 예정 및 카드산업 관련 규제 강화 등으로 삼성그룹 금융부문의 실적전망은 긍정적이지 않다. 현재까지 금융 계열사 절대적인 수익성 수준은 매우 우수하나, 삼성전자 지분 매각익 등 일회성 요인을 제거할 경우 2018 년 삼성생명보험의 실적은 전년 대비 소폭 하락하였으며, 삼성화재도 손해를 상승 등으로 과거에 비해 수익성이 저하되었다. 국내 카드결제 시장이 안정적으로 성장하고 있으나, 국내 소비경기 위축, 대체결제수단 발전, 정부의 가맹점수수료를 인하 정책 등으로 삼성카드의 수익성 역시 과거에 비해 낮아질 것으로 예상된다. 삼성증권의 경우 다각화된 수익원을 바탕으로 우수한 수익성을 유지하고 있으나, 2017 년 이후 IB사업 부문을 확대하면서 위험자산이 확대되고 외부조달이 증가하고 있다. 금융계열사 전반적으로 사업기반이 매우 우수하고 비교적 안정적인 경영기조를 유지하고 있어 당면한 재무안정성 저하 가능성은 낮으나, 외부환경 및 사업 포트폴리오 변화에 따른 재무적 영향에 대한 모니터링이 필요하다.

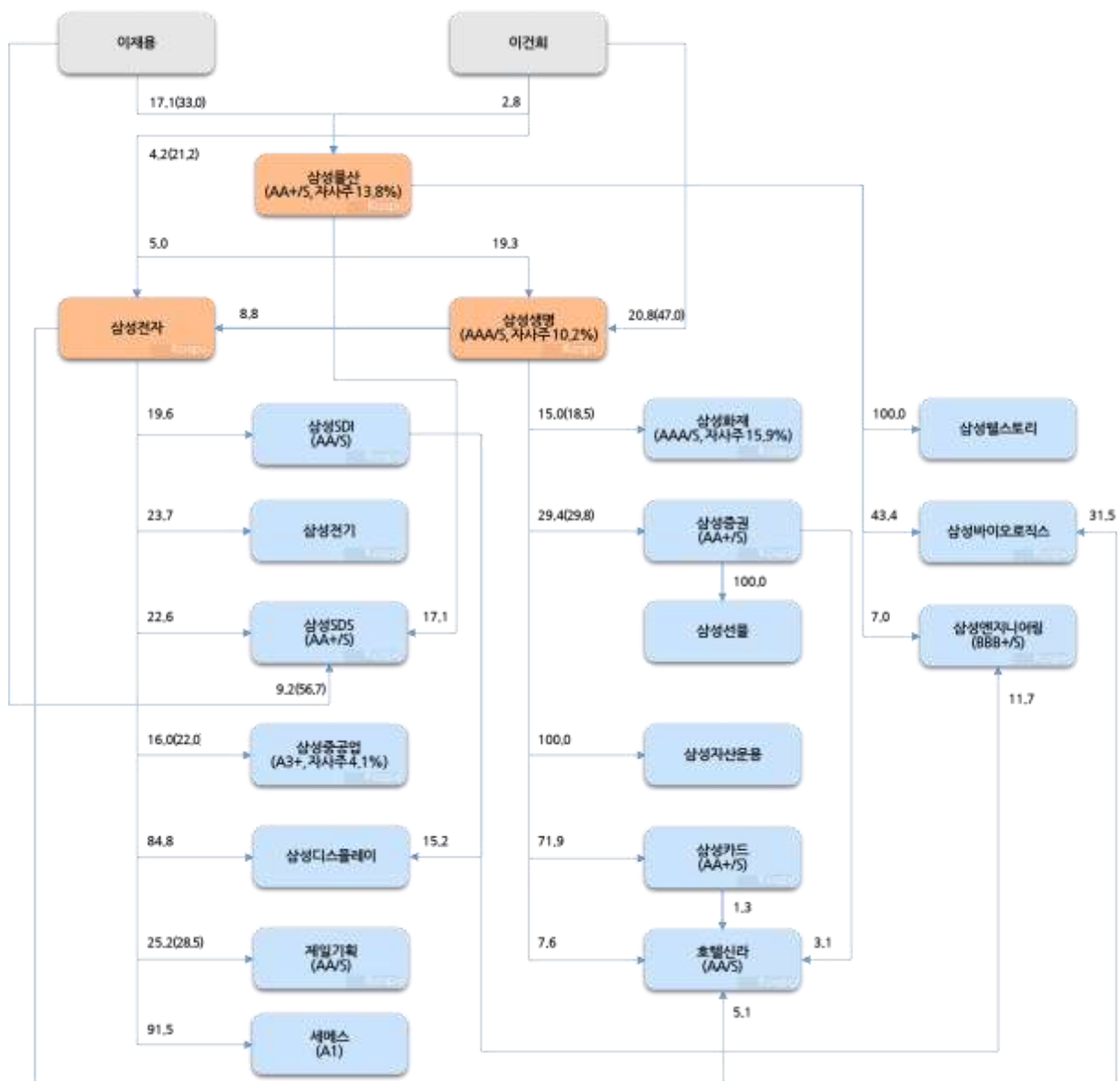
## II. 지배구조분석

삼성그룹은 이재용 부회장과  
삼성물산을 통해 지배구조가  
형성

이재용 삼성전자 부회장 및 특수관계인이 최대주주로서 삼성물산(구 제일모직)을 지배하고, 이재용 부회장 및 삼성물산이 삼성전자(비금융부문)와 삼성생명보험(금융부문)의 최대주주 지위를 확보하며 그룹 경영권을 행사하고 있다.

[삼성그룹 주요 계열사 출자구조]

(단위: %)



자료: 각사 공시자료 (2019년 6월말 기준)

주1: 삼성생명보험의 특별계정(고객계정) 지분 제외

주2: 괄호안 수치는 특수관계자를 포함한 지분율

그룹은 과거 순환출자구조와 금융사/비금융사 교차출자 등으로 매우 복잡한 출자구조를 보였다. 2011년 삼성카드가 삼성에버랜드 지분을 KCC에 매각하여 순환출자구조를 다소 해소하였으며, 2013년 삼성생명보험이 삼성물산, 삼성전기, 삼성중공업이 보유했던 삼성카드 지분을 매입하고, 삼성물산이 삼성SDI가 보유했던 삼성엔지니어링 지분을 매입하면서 계열사간 지배구조가 일부 정리되었다. 2014년에는 삼성전기, 제일기획 등 4개사가 보유한 삼성생명 지분 매각, 삼성SDI의 제일모직 흡수합병 등을 통해 사업 및 지배구조 조정이 있었으며, 2015년에도 사업구조조정 및 지배구조 개선을 위해 화학부문(구 삼성중합화학 등 5개사) 매각과 구 제일모직(현 삼성물산)의 구 삼성물산 흡수합병 등이 진행되었다.

구 제일모직의 구 삼성물산 흡수합병으로 현 삼성물산(구 제일모직)을 중심으로 그룹 지배구조가 재편되었으며, 현 삼성물산이 삼성전자(비금융부문)와 삼성생명보험(금융부문)을 지배하면서 그룹 지배구조가 과거에 비해 크게 단순화 되었다.

비핵심부문인 화학 계열사 매각, 전자/금융 위주의 사업구조 재편 등으로 그룹 지배구조가 정리된 가운데, 향후 사업전략에 따라 추가적인 사업구조 변경이 발생할 가능성이 존재한다. 또한 최근 공정위의 지배구조 재편 압력이 증가하고 있어 향후 비금융/금융지주회사 설립 가능성 등 그룹 지배구조 관련 불확실성이 상존하고 있다. 따라서 그룹의 지배구조 및 사업구조 변동 가능성에 대한 지속적인 모니터링이 필요하다.



### III. 사업분석

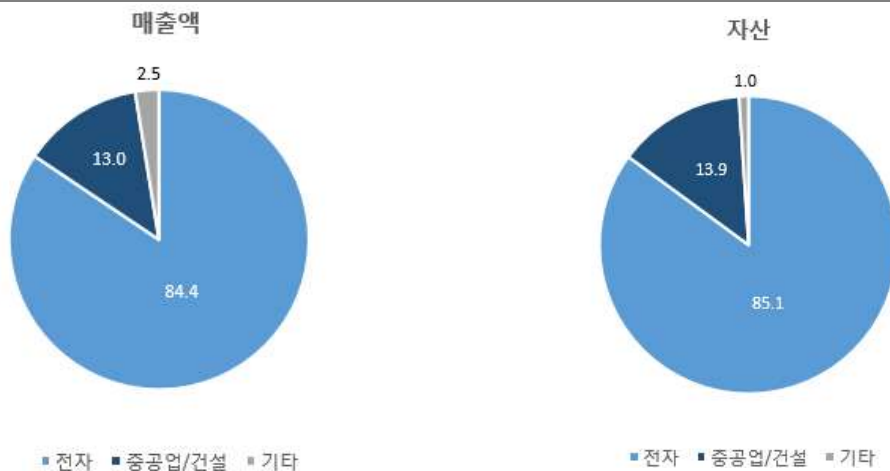
#### 1. 비금융부문

전자, 중공업/건설, 기타부문  
으로 구분되며, 전자부문의 비  
중이 압도적

그룹의 비금융 사업은 크게 전자, 중공업/건설, 기타부문으로 구분된다. 비금융 사업 내 전자 부문의 비중이 압도적인 가운데, 중공업/건설부문의 불리한 업황 지속과 영업실적 저하로 당 분간 전자부문이 비금융부문의 자산 및 매출의 대부분을 차지할 것으로 보인다.

[사업부문별 비중]

(단위: %)



자료: 각사 공시자료, NICE신용평가 재가공(2018년 기준)

전자부문은 2018년 기준 그룹 비금융부문 주요 계열사 합산매출의 84.4%, 자산의 85.1%를 차지하고 있다. 특히, 삼성전자(연결기준)는 비금융부문 주요 계열사 영업이익의 98%를 창출하고 있어 그룹 내 핵심 계열사 위치를 확보하고 있다. 삼성전기, 삼성디스플레이, 삼성SDI 등 전자부문 계열사 대부분이 삼성전자의 후방 산업을 담당하고 있어 이들 기업은 삼성전자에 대한 높은 실적의존도를 나타내는 동시에 삼성전자의 경쟁지위 및 영업실적 변동에 영향을 받고 있다. 전자산업 특성 상 기술진보 위험이 높은 수준이나, 그룹 전자부문은 메모리반도체, 디스플레이, 모바일기기 산업에서 보유한 세계 수위권의 경쟁지위를 바탕으로 우수한 수익성을 지속하고 있다.

중공업/건설부문은 삼성물산, 삼성중공업, 삼성엔지니어링으로 구성되어 있다. 삼성물산은 건설, 상사, 패션, 리조트, 바이오 등 다각화된 사업포트폴리오를 보유하고 있다. 건설부문의 대규모 손실로 저조한 영업실적을 기록하였으나, 다변화된 사업포트폴리오 및 안정적인 계열매출을 통해 전반적으로 양호한 경기대응능력을 보이고 있다. 구 삼성물산 합병으로 그룹 지배구조 상 중요도가 높아졌으며, 향후 보유 계열사 지분을 바탕으로 지배구조 상 핵심적인 역할을 담당할 것으로 예상된다.

기타부문의 호텔신라는 업종 특성상 정치/경제/사회 등 다양한 외부변수에 따라 높은 실적변동성을 보인다. 국내외 경기둔화에 따른 소비심리 악화, 중국 정부의 사드 경제보복 조치 등



부정적인 환경요인이 존재하며, 국내 유통업체 간 경쟁심화로 과거 대비 저하된 실적을 나타내고 있다. 제일기획은 계열 내 수요를 바탕으로 안정적인 사업기반을 확보하고 있으며, 국내 광고시장 내 상위권의 시장지위를 유지하고 있다.

[삼성그룹 비금융 부문별 영업수익성 추이]						(단위: 억원, %)	
구 분		2015.12	2016.12	2017.12	2018.12	2018.06	2019.06
전자	매출액	2,222,525	2,212,808	2,620,346	2,711,569	1,318,609	1,225,818
	EBIT	272,432	289,658	547,997	614,970	315,163	139,514
	EBIT/매출	12.3	13.1	20.9	22.7	23.9	11.4
중공업/건설	매출액	295,004	455,263	427,165	419,006	205,576	215,339
	EBIT	-29,191	624	4,040	9,007	5,041	4,552
	EBIT/매출	-9.9	0.1	0.9	2.1	2.5	2.1
기타	매출액	60,584	69,479	68,897	81,916	40,228	43,734
	EBIT	2,044	2,285	2,296	3,902	1,979	2,624
	EBIT/매출	3.4	3.3	3.3	4.8	4.9	6.0
합계	매출액	2,578,113	2,737,550	3,121,376	3,212,491	1,564,413	1,484,891
	EBIT	245,285	292,567	554,333	627,879	322,183	146,690
	EBIT/매출	9.5	10.7	17.8	19.5	20.6	9.9

자료: 각 사 공시자료

주1: 전자 4사(삼성전자 연결, 삼성전기 연결, 삼성SDI 연결, 삼성SDS 연결), 중공업/건설 3사(삼성중공업 연결, 삼성엔지니어링 연결, 삼성물산 연결), 기타 2사(호텔신라 연결, 제일기획 연결) 기준

종합적으로 그룹 비금융부문의 영업실적에서 전자부문이 차지하는 비중이 절대적이며, 전자부문에 대한 실적의존도가 매우 높은 수준이다. 향후 경기 변동 및 기술진보 등에 따른 사업안정성 저하 가능성이 내재하고 있으며, 해외경기 변동, 환율변동 등에 따른 그룹 전반의 실적 가변성이 존재한다. 그러나, 삼성전자를 중심으로 한 전자부문은 메모리반도체, 디스플레이, 모바일기기, 가전 등에서 세계 수위의 시장지위와 사업역량을 보유하고 있어 높은 산업위험에 대한 대응력을 보유하고 있다. 한편, 중공업/건설부문은 저하된 실적을 보이고 있으며, 중단기적으로 실적 개선가능성은 높지 않다. 그럼에도 불구하고, 그룹은 매우 우수한 전자부문의 경쟁지위 및 높은 실적의존도를 바탕으로 향후에도 견조한 영업실적을 유지할 것으로 예상된다.

## 2. 금융부문

금융부문 전반적으로 업계 수  
위권의 매우 우수한 사업기반  
확보

생명보험(삼성생명보험), 손해보험(삼성화재해상보험), 증권(삼성증권), 여신전문(삼성카드) 등 금융부문 계열사들 모두 해당 산업 내에서 매우 높은 시장지위를 확보하고 있으며, 장기간 안정적인 실적을 바탕으로 우수한 재무안정성을 유지하고 있다.

삼성생명보험은 삼성 계열의 우수한 브랜드 인지도를 바탕으로 대면채널 위주의 영업을 전개하고 있으며, 보장성보험 부문에서 높은 경쟁우위를 보유하고 있다. 또한 계열사와 연계영업을 통해 단체보험과 퇴직연금 부문에서도 생명보험업계 수위의 시장점유율을 유지하고 있는 등 전 보험부문에 걸쳐 안정적인 사업기반을 확보하고 있다. 국내 생명보험산업의 저 성장세, IFRS 17 도입에 대비한 내실 위주의 경영기조 등으로 연간 수입보험료는 최근 3년간 감소세를 나타내고 있다. 그러나 방카슈랑스 채널을 중심으로 판매되는 생사혼합보험을 제외하고는

전 보험 부문에서 20% 이상의 확고한 시장지위를 보유하고 있으며, 보장성 보유계약 비중 역시 업계 최고수준인 80% 이상을 유지하고 있는 등 기본적인 수익창출 기반은 우수한 수준이다. 보험영업 부문 성장성이 둔화되면서 일회성이익을 제외한 실질 수익성이 저하되는 등 과거와 같은 높은 수익성을 유지하기는 어려운 상황이다. 그러나 우수한 언더라이팅 능력을 바탕으로 안정적인 위험률차 수익성을 유지하고 있으며, 규모의 경제로 사업비율 역시 타사 대비 낮은 등 보험영업부문의 기본적인 수익성 역시 우수함에 따라, 향후 시장상황 변동 시에도 비교적 안정적인 실적을 유지할 것으로 전망한다.

삼성화재보험은 국내 손해보험 산업 내에서 독보적인 시장지위를 보유하고 있으며, 전 손해보험 영역에서 우수한 사업기반을 확보하고 있다. 보험산업 성장성 둔화로 외형성장세는 과거에 비해 둔화되고 있으나, 장기보험, 자동차보험, 일반보험 등 각 보험 종목별 비중이 장기간 안정적으로 유지되고 있으며, 손해보험 산업 내 최대 규모의 영업기반과 삼성그룹의 우수한 브랜드 인지도를 바탕으로 손해보험 시장 내에서 공고한 사업기반을 보유하고 있다. 안정적인 영업기조와 우수한 리스크관리 능력을 바탕으로 장기간 큰 변동 없이 1.3~1.5% 정도의 ROA를 유지하고 있는 등 매우 우수한 이익창출력을 보유하고 있다.

삼성증권은 국내 증권사 중 상위권의 시장지위를 보유하고 있으며 매우 우수한 브랜드 가치를 바탕으로 안정적인 고객기반을 확보하고 있다. 각 사업 부문별로 다각화 되어 있는 수익기반을 확보하고 있으며, 특히 자산운용 부문에 특화된 경쟁력을 바탕으로 시장상황 변동 시에도 안정적인 수익성을 유지해 왔다. 2017년 이후 IB부문을 확대하면서 대출채권을 중심으로 높은 자산성장세를 나타내었으며, 이로 인해 위탁매매부문 실적 둔화에도 불구하고 IB 및 금융 부문 이익 확대로 2019년 상반기에도 우수한 수익성을 유지하고 있다.

[삼성그룹 금융 부문별 재무현황]

(단위: 억원, %)

구 분		2015	2016	2017	2018
생명보험부문	자산	2,262,438	2,419,041	2,583,879	2,622,305
	순이익	10,839	5,725	9,407	17,978
	ROA	0.6	0.2	0.4	0.7
손해보험부문	자산	628,706	678,979	755,209	789,625
	순이익	7,827	8,409	10,429	10,571
	ROA	1.3	1.3	1.3	1.4
증권부문	자산	299,227	319,414	361,686	356,343
	순이익	2,576	1,633	2,569	3,207
	ROA	0.9	0.5	0.8	0.9
카드부문	자산	189,528	217,093	230,354	230,047
	순이익	3,322	3,480	3,850	3,439
	ROA	1.8	1.7	1.7	1.5
합 계	자산	3,379,899	3,634,527	3,931,128	3,998,320
	순이익	24,564	19,247	26,255	35,195
	합산 ROA	0.7	0.5	0.7	0.9

자료: 각 사 공시자료

삼성카드는 카드사태 이후 위험관리 강화 및 안정성 위주의 사업구조 개편 등을 통한 지속적인 자산건전성 관련 위험 완화로 우수한 수익성을 확보하였다. 규제환경 변화로 수수료 인하

등 사업여건이 불리해지는 추세이나 탄력적인 비용조정 및 보수적 리스크관리를 기반으로 대응할 수 있을 것으로 판단된다. 자체적인 우수한 이익창출력을 바탕으로 전업카드사 중 가장 큰 자기자본 규모를 확보하고 있으며, 그룹의 지원을 바탕으로 한 자본관리능력 등을 고려할 때, 향후에도 현 수준의 재무안정성을 유지할 것으로 예상된다.

## IV. 재무분석

## 1. 비금융부문

삼성전자의 매우 우수한 현금  
창출력을 바탕으로 그룹 전반  
의 재무안정성은 매우 우수

비금융부문 9개 주요 계열사 합산 기준 2018년 총자산은 441.2조원, EBITDA는 91.8조원이 다. 이는 2013년 대비 크게 성장한 모습이며, 주로 삼성전자의 경쟁력 제고에 기인한다. 그룹은 삼성전자의 매우 우수한 영업실적을 기반으로 재무안정성의 개선세를 보여왔다. 2018년말 기준 비금융부문 주요 계열사 합산 기준 부채비율과 차입금의존도는 각각 45.6%, 6.6%이며, 총차입금/EBITDA는 0.3배로 재무안정성은 매우 우수하다. 다만, 2019년 상반기에는 반도체 업황 부진에 따른 전자부문 실적감소 영향으로 그룹의 전반적인 실적은 전년동기 대비 하락한 모습을 보이고 있다.

전자부문은 짧은 라이프 사이클, 급속한 기술발전 등에 따라 지속적인 R&D투자를 필요로 하며, 반도체 및 디스플레이 등 대규모 장치사업을 영위함에 따른 거액의 시설투자도 요구된다. 전자부문은 이러한 대규모 CAPEX에도 불구하고, 이를 상회하는 영업현금흐름 창출을 통해 잉여현금흐름을 지속하고 있다. 삼성전기, 삼성SDI 등의 경우, 잉여현금흐름 변동이 나타나고 있으나, 삼성전자의 대규모 현금창출이 이를 상쇄하며 전자부문 전체적으로 매우 우수한 현금흐름이 지속되고 있다. 2018년말 기준 전자부문은 부채비율 38.5%, 차입금의존도 5.4%이고, 총차입금/EBITDA 0.2배 등 매우 우수한 재무안정성을 보이고 있다. 다만, 2018년 4분기 이후 반도체 업황 부진에 따른 메모리 판가 하락이 지속되고 있는 가운데, 스마트폰 부문도 시장 경쟁심화에 따른 마케팅 비용 상승, 판매량 감소 영향으로 2019년 전자부문의 실적은 전년동기 대비 크게 하락하였다.

중공업/건설부문의 경우, 2018년말 기준 부채비율 102.3%, 차입금의존도 13.0%, 총차입금/EBITDA 4.6배로 재무안정성이 낮은 수준이다. 이는 영위업종의 특성상 거액의 선수금을 보유하고 있는 가운데, 업황 저하로 현금흐름 창출력이 둔화된 데 기인한 것으로 파악된다. 다만, 삼성물산, 삼성중공업, 삼성엔지니어링이 보유한 우수한 사업경쟁력과 전자부문의 매우 우수한 재무안정성을 감안할 때, 중공업/건설부문으로 인해 계열 전반의 재무위험이 확대될 가능성은 낮은 것으로 판단된다.

기타부문은 호텔신라 및 제일기획이 우수한 경쟁지위를 바탕으로 시장환경 변화에 대응하면서 안정적인 수익성을 유지하고 있으나, 2015년 중 호텔신라의 해외면세점 진출에 따른 차입금 증가로 재무구조가 다소 저하되었다. 다만, 보유 현금성자산 및 유형자산을 활용한 자금조달능력 등을 고려했을 때, 우수한 재무적 융통성을 유지할 것으로 전망된다.

2018년 기준 전자부문을 포함하여 비금융부문의 차입금 규모는 감소하였으며, 삼성전자의 매우 우수한 실적에 힘입어 그룹 전체적으로는 매우 우수한 현금창출력과 재무안정성을 유지하고 있다. 비금융부문은 삼성전자의 매우 우수한 경쟁지위에 기반한 대규모 영업현금창출력을 통해 향후에도 시설투자 자금소요에 원활히 대응 가능할 것으로 예상되며, 원활한 잉여현금창출력을 통해 재무안정성도 매우 우수한 수준을 유지할 것으로 전망된다.

[삼성그룹 비금융 사업부문별 재무현황]						(단위: 억원, %)	
	구 분	2015.12	2016.12	2017.12	2018.12	2018.06	2019.06
전자	총자산	2,720,060	2,915,793	3,325,390	3,753,657	3,514,316	3,802,838
	자본	1,994,052	2,135,559	2,359,943	2,710,734	2,553,318	2,820,196
	총차입금	166,760	186,833	228,084	203,757	207,221	217,091
	순차입금	-597,242	-749,473	-651,290	-870,929	-685,010	-781,013
	EBITDA	495,125	511,070	783,403	896,060	450,454	289,850
	총차입금/EBITDA(배)	0.3	0.4	0.3	0.2	0.5	0.7
	순차입금/EBITDA(배)	-1.2	-1.5	-0.8	-1.0	-1.5	-2.7
	부채비율	36.4	36.5	40.9	38.5	37.6	34.8
	차입금의존도	6.1	6.4	6.9	5.4	5.9	5.7
중공업 /건설	총자산	652,938	671,961	679,508	613,181	654,510	634,276
	자본	222,667	283,772	319,534	303,290	317,095	322,169
	총차입금	154,972	139,094	117,252	79,889	94,207	81,226
	순차입금	104,130	73,625	66,308	20,619	37,083	35,420
	EBITDA	-22,503	9,574	12,708	17,190	9,135	8,878
	총차입금/EBITDA(배)	-6.9	14.5	9.2	4.6	10.3	9.1
	순차입금/EBITDA(배)	-4.6	7.7	5.2	1.2	4.1	4.0
	부채비율	193.2	136.8	112.7	102.2	106.4	96.9
	차입금의존도	23.7	20.7	17.3	13.0	14.4	12.8
기타	총자산	40,436	41,924	44,575	44,758	43,763	60,523
	자본	15,443	14,378	15,241	16,579	15,925	17,511
	총차입금	8,852	7,710	8,834	6,765	7,012	21,445
	순차입금	1,790	25	402	-666	-462	13,500
	EBITDA	3,176	3,412	3,375	5,023	2,531	5,116
	총차입금/EBITDA(배)	2.8	2.3	2.6	1.3	2.8	4.2
	순차입금/EBITDA(배)	0.6	0.0	0.1	-0.1	-0.2	2.6
	부채비율	161.8	191.6	194.5	170.0	174.8	245.6
	차입금의존도	21.9	18.4	19.7	15.1	16.0	35.4
합계	총자산	3,413,434	3,629,678	4,049,473	4,411,596	4,212,589	4,497,637
	자본	2,232,162	2,433,709	2,694,718	3,030,603	2,886,338	3,159,876
	총차입금	330,584	333,637	354,170	290,411	308,440	319,762
	순차입금	-491,322	-675,823	-584,580	-850,976	-648,389	-732,093
	EBITDA	475,798	524,056	799,486	918,273	462,120	303,844
	총차입금/EBITDA(배)	0.7	0.6	0.4	0.3	0.7	1.1
	순차입금/EBITDA(배)	-1.0	-1.3	-0.7	-0.9	-1.4	-2.4
	부채비율	52.9	52.1	50.3	45.6	46.0	42.3
	차입금의존도	9.7	9.4	8.7	6.6	7.3	7.1

자료: 각 사 공시자료

주: 전자 4사(삼성전자 연결, 삼성전기 연결, 삼성SDI 연결, 삼성SDS 연결), 중공업/건설 3사(삼성중공업 연결, 삼성엔지니어링 연결, 삼성물산 연결), 기타 2사(호텔신라 연결, 제일기획 연결) 기준

## [삼성그룹 비금융부문 주요기업 재무현황(별도기준)]

(단위: 억원, %, 배)

구분	업종	연도	총자산	차입금	부채비율	차입금의존도	매출액	EBITDA	금융비용	순이익	EBITDA/매출액	EBITDA/금융비용	차입금/EBITDA
삼성전자	전자부품, 통신장비 등 제조	2015.12	1,689,696	71,955	23.9	4.3	1,352,050	244,885	2,883	122,385	18.1	84.9	0.3
		2016.12	1,748,030	91,256	27.1	5.2	1,339,472	247,394	3,315	115,797	18.5	74.6	0.4
		2017.12	1,982,414	122,817	30.8	6.2	1,619,150	464,428	3,658	288,008	28.7	127.0	0.3
		2018.12	2,190,214	104,028	26.6	4.8	1,703,819	583,948	3,974	328,151	34.3	146.9	0.2
		2019.06	2,127,507	95,449	21.3	4.5	751,881	145,757	1,980	71,518	19.4	73.6	0.3
삼성전기	인쇄회로 기판 제조	2015.12	53,228	5,145	30.9	9.7	52,974	2,883	70	1,184	5.4	41.4	1.8
		2016.12	50,726	4,824	26.4	9.5	46,903	134	91	-638	0.3	1.5	36.1
		2017.12	49,436	4,530	32.0	9.2	50,030	1,891	115	-1,687	3.8	16.4	2.4
		2018.12	54,489	5,506	37.0	10.1	56,821	6,892	167	3,176	12.1	41.4	0.8
		2019.06	53,170	1,732	24.1	3.3	25,895	3,626	95	3,716	14.0	38.0	0.2
삼성SDI	축전지 제조	2015.12	146,568	13,930	35.7	9.5	42,084	600	316	-1,419	1.4	1.9	23.2
		2016.12	130,913	5,698	28.4	4.4	44,229	-7,300	297	-443	-16.5	-24.6	-0.8
		2017.12	131,349	8,191	27.7	6.2	54,214	2,780	164	995	5.1	17.0	2.9
		2018.12	153,061	17,571	42.2	11.5	81,869	8,567	333	5,258	10.5	25.7	2.1
		2019.06	149,439	16,361	37.8	11.0	39,037	3,885	245	1,483	10.0	15.8	2.1
삼성SDS	컴퓨터 시스템 통합 자문 및 구축 서비스	2015.12	52,851	68	23.9	0.1	43,530	6,578	6	3,503	15.1	1,044.1	0.0
		2016.12	53,208	36	17.9	0.1	40,069	5,789	5	2,424	14.4	1,132.9	0.0
		2017.12	56,783	0	17.1	0.0	45,472	7,390	3	3,697	16.3	2,127.7	0.0
		2018.12	61,781	0	19.5	-	50,837	9,273	3	5,345	18.2	2,659.0	-
		2019.06	64,804	2,176	22.6	3.4	26,108	4,780	27	2,734	18.3	174.4	0.2
삼성중공업	강선 건조	2015.12	162,923	47,143	297.7	28.9	93,329	-13,986	326	-12,520	-15.0	-43.0	-3.4
		2016.12	164,625	50,132	174.8	30.5	98,836	989	443	-1,347	1.0	2.2	50.7
		2017.12	132,494	39,205	133.8	29.6	73,969	-2,155	366	-3,376	-2.9	-5.9	-18.2
		2018.12	136,691	26,313	108.2	19.3	48,191	-2,036	1,071	-4,362	-4.2	-1.9	-12.9
		2019.06	140,373	30,541	128.9	21.8	30,740	269	515	-4,106	0.9	0.5	56.9
삼성엔지니어링	기타 엔지니어링 서비스	2015.12	46,165	11,533	-1,170.7	25.0	49,227	-10,746	182	-13,492	-21.8	-58.9	-1.1
		2016.12	46,374	5,795	406.4	12.5	56,016	2,007	211	-21	3.6	9.5	2.9
		2017.12	42,067	9,654	410.1	22.9	45,038	-368	246	-784	-0.8	-1.5	-26.2
		2018.12	40,036	3,622	384.6	9.1	42,778	607	399	348	1.4	1.5	6.0
		2019.06	36,813	822	309.9	2.2	22,813	1,516	124	754	6.7	12.2	0.3
삼성물산	기타 상품 중개	2015.12	341,579	56,950	109.6	16.7	88,851	-281	920	23,614	-0.3	-0.3	-202.7
		2016.12	352,448	52,261	96.4	14.8	200,016	3,144	1,772	4,096	1.6	1.8	16.6
		2017.12	396,781	43,966	80.1	11.1	204,428	8,169	1,502	4,634	4.0	5.4	5.4
		2018.12	338,818	28,502	79.3	8.4	208,331	9,020	1,603	11,824	4.3	5.6	3.2
		2019.06	356,533	26,554	71.2	7.5	103,559	4,191	673	2,674	4.1	6.2	3.2
호텔신라	상품종합 소매업	2015.12	22,136	8,483	161.6	38.3	27,822	1,998	306	814	7.2	6.5	4.2
		2016.12	20,342	6,989	161.1	34.4	31,551	1,782	321	405	5.6	5.6	3.9
		2017.12	22,616	8,485	187.5	37.5	33,630	1,619	217	223	4.8	7.5	5.2
		2018.12	22,442	6,491	160.0	28.9	36,439	2,640	180	926	7.2	14.7	2.5
		2019.06	33,199	15,904	251.6	47.9	21,166	3,506	204	944	16.6	17.2	2.3
제일기획	광고대행업	2015.12	11,132	0	89.5	0.0	8,199	495	3	266	6.0	197.3	0.0
		2016.12	11,721	0	92.7	0.0	10,229	798	0	502	7.8	-	0.0
		2017.12	12,029	0	80.3	0.0	10,630	705	0	892	6.6	-	0.0
		2018.12	12,200	0	82.6	-	11,983	670	0	793	5.6	70,961.1	-
		2019.06	11,220	97	75.5	0.9	5,632	335	1	485	5.9	235.2	0.1

자료: 각 사 공시자료

## [삼성그룹 비금융부문 주요기업 재무현황(연결기준)]

(단위: 억원, %, 배)

구분	업종	연도	총자산	차입금	부채비율	차입금 의존도	매출액	EBITDA	금융비용	순이익	EBITDA/매출액	EBITDA/금융비용	차입금/EBITDA
삼성전자	전자부품, 통신장비 등 제조	2015.12	2,421,795	128,740	35.3	5.3	2,006,535	473,443	7,765	190,601	23.6	61.0	0.3
		2016.12	2,621,743	152,824	35.9	5.8	2,018,667	499,536	5,878	227,261	24.7	85.0	0.3
		2017.12	3,017,521	188,140	40.7	6.2	2,395,754	757,624	6,554	421,867	31.6	115.6	0.2
		2018.12	3,393,572	146,671	37.0	4.3	2,437,714	853,687	6,746	443,449	35.0	126.5	0.2
		2019.06	3,429,401	154,643	33.1	4.5	1,085,127	268,166	3,547	102,242	24.7	75.6	0.3
삼성전기	인쇄회로기판 제조	2015.12	72,695	20,416	68.5	28.1	61,763	7,954	375	206	12.9	21.2	2.6
		2016.12	76,626	24,436	76.7	31.9	60,330	6,327	515	229	10.5	12.3	3.9
		2017.12	77,674	25,689	79.3	33.1	68,385	9,638	709	1,773	14.1	13.6	2.7
		2018.12	86,449	24,541	74.8	28.4	81,930	17,545	907	6,850	21.4	19.4	1.4
		2019.06	87,764	21,963	63.0	25.0	40,820	8,247	506	4,398	20.2	16.3	1.3
삼성SDI	축전기 제조	2015.12	162,253	17,496	44.2	10.8	75,693	6,036	468	257	8.0	12.9	2.9
		2016.12	149,003	9,505	35.9	6.4	52,008	-4,713	351	2,111	-9.1	-13.4	-2.0
		2017.12	157,515	14,246	37.5	9.0	63,216	5,768	228	6,432	9.1	25.3	2.5
		2018.12	193,497	32,537	58.3	16.8	91,583	12,972	518	7,450	14.2	25.1	2.5
		2019.06	197,658	36,033	57.9	18.2	47,086	6,745	438	2,181	14.3	15.4	2.7
삼성SDS	컴퓨터 시스템 통합 자문 및 구축 서비스	2015.12	63,317	108	32.5	0.2	78,535	9,768	19	4,698	12.4	509.9	0.0
		2016.12	68,420	67	29.3	0.1	81,802	9,920	14	5,143	12.1	729.9	0.0
		2017.12	72,778	8	27.2	0.0	92,992	10,642	19	5,418	11.4	559.8	0.0
		2018.12	80,138	8	30.3	0.0	100,342	11,856	17	6,388	11.8	711.2	-
		2019.06	88,014	4,452	38.2	5.1	52,785	6,693	78	3,346	12.7	86.2	0.3
삼성중공업	강선 건조	2015.12	173,016	50,333	305.6	29.1	97,144	-11,982	431	-12,121	-12.3	-27.8	-4.2
		2016.12	172,175	53,273	174.4	30.9	104,142	1,697	688	-1,388	1.6	2.5	31.4
		2017.12	138,181	42,461	138.3	30.7	79,012	-2,098	518	-3,407	-2.7	-4.0	-20.2
		2018.12	142,829	29,147	111.7	20.4	52,651	-1,144	1,226	-3,882	-2.2	-0.9	-25.5
		2019.06	146,467	33,161	130.6	22.6	32,279	705	586	-4,120	2.2	1.2	23.5
삼성엔지니어링	기타 엔지니어링 서비스	2015.12	56,308	27,176	189.3	48.3	64,413	-13,703	369	-13,043	-21.3	-37.2	-2.0
		2016.12	55,201	14,516	454.1	26.3	70,094	1,486	403	94	2.1	3.7	9.8
		2017.12	50,838	14,449	406.0	28.4	55,362	1,194	382	-521	2.2	3.1	12.1
		2018.12	46,285	5,575	347.7	12.1	54,798	2,664	508	702	4.9	5.2	2.1
		2019.06	43,223	2,989	259.7	6.9	29,770	2,492	169	1,775	8.4	14.8	0.6
삼성물산	기타 상품 중개	2015.12	423,614	77,463	131.3	18.3	133,447	3,182	1,045	26,857	2.4	3.0	24.3
		2016.12	444,585	71,305	110.6	16.0	281,027	6,392	2,221	208	2.3	2.9	11.2
		2017.12	490,489	60,342	95.0	12.3	292,790	13,613	1,899	4,811	4.6	7.2	4.4
		2018.12	424,067	45,166	88.1	10.7	311,556	15,670	2,113	17,482	5.0	7.4	2.9
		2019.06	444,586	45,076	80.3	10.1	153,290	5,681	1,008	4,299	3.7	5.6	4.0
호텔신라	상품종합 소매업	2015.12	21,767	8,582	192.6	39.4	32,517	1,512	303	185	4.6	5.0	5.7
		2016.12	20,410	7,515	208.5	36.8	37,153	1,535	325	278	4.1	4.7	4.9
		2017.12	22,499	8,701	236.7	38.7	40,115	1,445	225	253	3.6	6.4	6.0
		2018.12	23,037	6,589	201.1	28.6	47,137	2,837	186	1,103	6.0	15.3	2.3
		2019.06	37,959	19,765	341.8	52.1	26,981	3,942	253	1,040	14.6	15.6	2.5
제일기획	광고대행업	2015.12	18,669	270	133.3	1.4	28,067	1,665	29	817	5.9	56.9	0.2
		2016.12	21,514	195	177.1	0.9	32,326	1,878	22	906	5.8	85.3	0.1
		2017.12	22,383	133	161.5	0.6	33,750	1,930	30	1,284	5.7	65.0	0.1
		2018.12	21,721	176	143.3	0.8	34,779	2,186	8	1,319	6.3	278.6	0.1
		2019.06	22,564	1,680	153.0	7.5	16,753	1,174	26	667	7.0	45.1	0.7

자료: 각사 공시자료



## 2. 금융부문

금융부문 전반의 재무안정성은 우수하나, 외부환경 및 사업 포트폴리오 변경에 따른 재무적 영향에 대한 모니터링 필요

삼성그룹 계열 금융사들은 업권 내 우수한 사업기반을 보유하고 있으며 장기간 안정적인 영업기조를 유지해 왔기 때문에, 현재 재무안정성은 극히 우수한 수준이다.

삼성생명보험과 삼성화재 모두 보험영업부문의 안정적인 수익성을 바탕으로 보수적인 자산운용기조를 유지하고 있어, 자산 포트폴리오의 잠재 부실 위험이 매우 낮은 수준이다. 국공채 등 안전자산 비중이 높고 장기간 흑자기조를 바탕으로 충분한 충당금 적립 여력을 확보하고 있음에 따라, 향후에도 매우 우수한 자산건전성을 유지할 전망이다. 양사 모두 장기간 흑자기조로 대규모 이익잉여금을 보유하고 있으며, 적절한 리스크관리를 통해 외형성장에도 불구하고 요구자본 관련 위험액이 크게 증가하지 않는 등 우수한 자본관리능력을 바탕으로 업계 최고 수준의 자본적정성을 유지하고 있다. 또한 이익의 내부유보를 통해 자기자본을 늘려가고 있으며 자본성증권 및 재보험 등 재무적 수단을 활용하지 않고 있어, 자본의 질적 수준 역시 우수하다. 다만, 향후 도입 예정인 IFRS 17과 관련하여 금융당국의 RBC비율 규제가 강화되는 추세이며 부채 시기평가 제도 등으로 자본확충 부담이 상존하고 있어, 자본적정성 지표 변동과 추가 자본확충 규모 등에 대한 모니터링이 필요하다.

삼성증권은 보수적인 재무전략과 적절한 위험관리 수준 및 장기간 안정적인 수익성을 유지하고 있어, 추가 부실자산에 대해서도 충분한 상각여력을 보유하고 있다. 2017년 하반기 이후 IB 부문 영업을 확대하면서 우발채무가 크게 증가하였다. 기존 여신의 건전성이 우수하고 우발채무 규모가 아직까지 자기자본의 50% 미만에 그치고 있으며, 우발채무 중 부동산관련 익스포저가 과도하지 않기 때문에, 당면한 건전성 저하 위험은 낮은 수준이다. 다만 기업여신 자산의 특성상 건당 대출 규모가 상대적으로 크기 때문에, 지급보증 중 일부가 부실화 되더라도 건전성 지표에 큰 영향을 미칠 수 있다. 국내 경기의 더딘 회복세, 정부의 부동산 안정화 정책 등으로 우발채무 관련 불확실성이 증대되고 있어, 이에 따른 대손비용 증가 여부에 대한 모니터링이 필요하다. 한편 장기간 흑자기조로 이익의 내부 유보가 지속되고 있고 2011년 11월 4,080억 원, 2017년 3월 3,383억 원의 유상증자를 시행하면서 자기자본 규모가 업계 최고 수준으로 증가하였다. 이에 따라 종합금융투자사업자로 지정된 이후 여신성 자산을 확대함에도 불구하고 여전히 순자본비율은 매우 높은 수준을 나타내고 있다.

삼성카드사는 보유지분 매각이익을 바탕으로 대규모 부실을 정리한 바 있으며, 최근 수년간 보수적 리스크 관리 정책을 유지함에 따라, 현재 건전성 수준은 매우 우수하다. 최근 경기 침체 및 가계 채무부담 증가에 따라 카드산업 전체적으로 연체율이 소폭 상승하는 등 자산건전성 저하가능성에 대한 우려가 제기되고 있다. 그러나, 신용판매 중심으로 안정화된 자산구조, 확충된 자본완충력 등을 종합적으로 고려할 때 중장기적으로 가계부채 문제 등 자산건전성 불안 요인에 대해 효과적인 대응이 가능할 전망이다. 자체적으로 우수한 이익창출능력을 보유한 가운데 그룹 관련 보유지분매각 등을 통해 자기자본 규모가 전업카드사 중 가장 크다. 이에 따라 최근 3년 평균 1,665억원의 배당결의가 이루어졌음에도 불구하고, 2018년말 총자산레버리지 3.4배, 조정자기자본비율 32.7%로 전업 카드사들 중 최고 수준의 자본적정성을 유지하고 있다.

[삼성그룹 금융부문 주요 계열사 재무안정성 현황]

(단위: 억원, %)

구 분		2014	2015	2016	2017	2018
생명보험부문	자산	2,112,041	2,262,438	2,419,041	2,583,879	2,622,305
	자기자본	215,678	228,659	243,439	268,187	264,985
	고정이하여신비율	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1
	규제자본비율	369.2	336.5	302.1	317.8	314.3
손해보험부문	자산	576,319	628,706	678,979	755,209	789,625
	자기자본	94,495	99,706	108,810	119,222	122,871
	고정이하여신비율	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
	규제자본비율	375.1	350.4	333.3	324.5	333.8
증권부문	자산	250,373	299,227	319,414	361,686	356,343
	자기자본	34,318	35,038	37,931	43,763	46,080
	고정이하여신비율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	규제자본비율	551.7	689.2	1,425.1	997.4	1,200.0
카드부문	자산	176,905	189,528	217,093	230,354	230,047
	자기자본	64,085	67,057	66,305	69,119	67,762
	고정이하여신비율	1.1	1.0	1.0	1.0	1.1
	규제자본비율	38.8	36.9	32.4	32.2	32.7
합 계	자산	3,115,638	3,379,899	3,634,527	3,931,128	3,998,320
	자기자본	408,576	430,460	456,485	500,291	501,698

자료: 금융통계정보시스템, 각 사 공시자료

주1: 증권부문 고정이하여신비율은 대출금 기준

주2: 규제자본비율은 보험: RBC비율, 증권: 2015년까지는 영업용순자본비율, 2016년부터는 순자본비율, 카드: 조정자기자본비율

### 3. 금융부문의 비금융부문 지원 현황

보험부문은 보험업법 제106조에 의해, 자기자본의 100분의 40 또는 총자산의 100분의 2에 해당하는 금액을 한도로, 계열회사에 대한 신용공여가 가능하다. 또한 동 법에 의해 자기자본의 100분의 60, 총자산의 100분의 3에 해당하는 금액을 한도로, 계열회사가 발행한 주식, 채권 등을 보유할 수 있다. 기준월 현재 손해보험 부문과 생명보험 부문을 합한 총지원한도는 약 14조 원으로 지원금액의 대부분은 관계사가 발행한 주식이다.

증권부문과 카드부문은 자본시장과금융투자업에관한법률 제 34조 및 여신전문금융업법 제 50조에 따라, 계열사에 대한 지원에 대한 규제를 받고 있다. 증권부문의 지원 가능성은 낮은 수준이며, 카드부문의 현재 지원금액은 리스자산, 구매카드 등 관계사 지원의 성격보다는 영업적인 성격으로 실질적인 신용공여는 없는 것으로 판단된다.

## V. 주요 계열사 모니터링 포인트

### [비금융부문]

삼성그룹 주요 비금융계열사에 대한 등급현황과 주요 모니터링 포인트는 다음과 같다.

[삼성그룹 주요 비금융계열사 등급현황과 주요 모니터링 포인트]		
기업명	현재신용등급	주요 모니터링 포인트
삼성전자	(장기) N/A (단기) N/A	<ul style="list-style-type: none"> <li>반도체 및 디스플레이 업황에 따른 실적 변동 추이 (일본 수출 규제에 따른 영향 포함)</li> <li>자배구조 재편 가능성</li> </ul>
삼성물산	(장기) AA+/S (단기) A1	<ul style="list-style-type: none"> <li>건설부문의 추가적인 대규모 손실발생 여부</li> <li>자배구조 개편에 따른 그룹 내 중요도 변동 여부</li> <li>계열 전반의 영업실적 변동 추이</li> </ul>
삼성SDI	(장기) AA/S (단기) N/A	<ul style="list-style-type: none"> <li>우수한 사업경쟁력 및 수익성 유지 여부</li> <li>전기차 배터리 부문의 영업실적 개선 정도</li> <li>재무안정성 추이</li> </ul>
삼성SDS	(장기) AA+/S (단기) N/A	<ul style="list-style-type: none"> <li>물류 BPO 부문의 수익성 개선 여부</li> <li>물류 BPO 사업 확대</li> <li>차입금 및 재무구조 변동 수준</li> </ul>
삼성 중공업	(장기) N/A (단기) A3+	<ul style="list-style-type: none"> <li>조선, 해양플랜트 시장 발주환경 및 수주물량 확보 수준</li> <li>매출둔화 및 고정비 부담 확대에 대한 대응 방안</li> <li>주요 프로젝트의 추가 원가상승요인 발생가능성</li> </ul>
삼성 엔지니어링	(장기) BBB+/S (단기) N/A	<ul style="list-style-type: none"> <li>기존 해외 프로젝트의 성공적인 마무리 및 선투입자금 회수 여부</li> <li>수주실적 및 신규 수주공사의 채산성</li> </ul>
호텔신라	(장기) AA/S (단기) N/A	<ul style="list-style-type: none"> <li>한중관계 개선여부 및 중국관광객 수 회복 등 호텔 및 면세점 사업환경 요인의 변동</li> <li>국내외 신규 면세사업 투자</li> </ul>
제일기획	(장기) AA/S (단기) N/A	<ul style="list-style-type: none"> <li>Captive 수요 사업안정성의 유지</li> <li>글로벌 사업 확장에 따른 현금 창출력 제고 여부</li> <li>해외 기업 투자에 따른 재무안정성 변동</li> </ul>

주1) 현재신용등급은 2019년 9월 NICE신용평가(주) 보유 유효등급 기준임.

주2) 등급전망(Outlook)은 P(Positive:긍정적), S(Stable:안정적), N(Negative:부정적), D(Developing:유동적)으로 구분됨.

주3) 등급감시(Watch)는 상향검토(↑), 하향검토(↓), 불확실검토(◆)로 구분됨.

## 1. 삼성물산

삼성물산의 주요 모니터링 포인트는 다음과 같다.

매출의 높은 비중을 차지하고 있는 건설/상사부문의 채산성, 회사의 그룹 내 지배구조상 지위와 계열전반의 대외신인도 등이 회사의 사업 및 재무위험에 영향을 미칠 것으로 판단된다. 이에 따라 1) 건설부문의 추가적인 대규모 손실발생 여부, 2) 지배구조 개편에 따른 그룹 내 중요도 변동 여부, 3) 계열 전반의 영업실적 변동 추이 등에 대해 모니터링을 진행할 계획이다.

## 2. 삼성SDI

삼성SDI의 주요 모니터링 포인트는 다음과 같다.

1) 주력 사업인 소형전지, 전자재료 부문에서의 우수한 사업경쟁력 및 수익성 유지 여부, 2) 전기차 배터리 부문의 영업실적 개선 정도, 3) 향후 투자부담에 따른 회사의 재무안정성 변화 등이 주요 모니터링 요소이다. 특히, 경쟁이 심화되고 있는 소형전지, 전자재료 등 주력 사업의 경쟁지위 변동 여부, 전기차 배터리 및 ESS에서의 실적 개선 정도, 그리고 투자확대에 대응한 재무안정성 추이 등이 중요한 요인이며, 이와 관련하여 EBIT/매출액, 순차입금의존도 추이 등을 면밀히 모니터링 할 계획이다.

## 3. 삼성SDS

삼성SDS의 주요 모니터링 포인트는 다음과 같다.

IT 서비스 부문의 고수익성 지속과 수익성이 낮은 1) 물류 BPO 부문의 수익성 개선 여부, 2) 물류 BPO 사업 확대, 3) 데이터센터 신축 등 투자소요와 이에 따른 차입금 및 재무구조 변동 수준이 주요 모니터링 요인이다. 또한 2016년 검토했던 물류사업 분할 방안을 향후 적정시점에 다시 검토할 계획임을 밝힌 바 있어 이의 진행 여부도 모니터링 대상이다.

## 4. 삼성중공업

삼성중공업의 주요 모니터링 포인트는 다음과 같다.

1) 조선, 해양플랜트 시장 발주환경 및 수주물량 확보 수준, 2) 매출둔화 및 고정비 부담 확대에 대한 대응 방안, 영업수익성 안정화 여부, 3) 주요 프로젝트의 추가 원가상승요인 발생가능성, 해양시추설비 인도 및 매각 여부 등을 모니터링 할 계획이다.

## 5. 삼성엔지니어링

삼성엔지니어링의 주요 모니터링 포인트는 다음과 같다.

1) 기존 해외 프로젝트의 성공적인 마무리 및 선투입자금 회수 여부, 2) 수주실적 및 신규 수주공사의 채산성 등이 향후 모니터링 요인이다. 이와 관련하여 신규 및 기존 공사의 원활한 진행에 따른 수익성 및 현금흐름 관련 지표와 재무안정성의 변동여부, 수주잔액 규모를 면밀히 모니터링할 계획이며, 구체적인 지표로는 EBIT/매출액, 영업현금흐름/총차입금, 부채비율, 수주잔액/매출액 등이 있다.

## 6. 호텔신라

호텔신라의 주요 모니터링 포인트는 다음과 같다.

- 1) 한중관계 개선여부 및 중국관광객 수 회복 등 호텔 및 면세점 사업환경 요인의 변동 등은 회사의 영업수익성에 중요한 영향을 미치는 요소임에 따라 이에 대한 모니터링이 필요하다.
- 2) 한편, 인천 1터미널 DF1, DF5의 사업자로 지정되지 못함에 따라 중단기적으로 면세사업 관련 투자부담은 일단락된 것으로 판단되나, 회사의 성장전략 등을 고려하면 향후에도 국내외 신규 면세사업 투자 관련 모니터링이 필요하다. 또한, 수익성 회복을 통한 자금창출력 개선 여부, 중장기적으로 추진 중인 한옥호텔 등 대규모 투자 관련 자금부담 등을 종합적으로 고려하여 등급결정에 반영할 계획이다.

## 7. 제일기획

제일기획의 주요 모니터링 포인트는 다음과 같다.

회사는 삼성전자 마케팅 비용 정책에 따라 실적 가변성이 존재하는 가운데 공격적인 해외 기업 투자에 따라 외형이 확대되고 있어, 1) Captive 수요 사업안정성의 유지, 2) 글로벌 사업 확장에 따른 현금 창출력 제고 여부, 3) 해외 기업 투자에 따른 재무안정성 변동 등이 주요 모니터링 요소이다. 구체적인 지표로는 영업수익성 유지 여부 및 글로벌 확장 등 자금 소요 부담에 따른 잉여현금창출 여부 등을 종합적으로 고려하여 향후 등급 결정에 반영할 계획이다.

## [금융부문]

삼성그룹 주요 금융계열사에 대한 등급현황과 주요 모니터링 포인트는 다음과 같다.

[삼성그룹 주요 금융계열사 등급현황과 주요 모니터링 포인트]		
기업명	현재신용등급	주요 모니터링 포인트
삼성생명	(장기) AAA/S (단기) N/A	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 보험영업 성장성 둔화에 따른 수익성 저하 여부</li> <li>■ IFRS 17 도입 등으로 인한 자본적정성 지표 변화 및 추가 자본확충 부담 규모</li> </ul>
삼성화재	(장기) AAA/S (단기) N/A	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 손해율 상승 등으로 인한 수익성 저하 여부</li> <li>■ 자본관리능력 유지 여부</li> </ul>
삼성증권	(장기) AA+/S (단기) A1	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 사업기반 유지 여부</li> <li>■ 수익성 및 자산건전성 지표 추이</li> <li>■ 투자 확대 등으로 인한 조달구조 및 자본적정성 변동 여부</li> </ul>
삼성카드	(장기) AA+/S (단기) A1	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 조선, 해양플랜트 시장 발주환경 및 수주물량 확보 수준</li> <li>■ 매출둔화 및 고정비 부담 확대에 대한 대응 방안</li> <li>■ 주요 프로젝트의 추가 원가상승요인 발생가능성</li> </ul>

주1) 현재신용등급은 2019년 9월 NICE신용평가(주) 보유 유효등급 기준임.

주2) 등급전망(Outlook)은 P(Positive: 긍정적), S(Stable: 안정적), N(Negative: 부정적), D(Developing: 유동적)으로 구분됨.

주3) 등급감시(Watch)는 상향감시(!), 하향감시(!), 불확실감시(◆)로 구분됨.

## 1. 삼성생명보험

삼성생명보험의 주요 모니터링 포인트는 다음과 같다.

보험영업 성장성 둔화에 따른 1) 수익성 변화, 2) IFRS 17 도입 등으로 인한 자본적정성 지표 변화 및 추가 자본확충 부담 규모 등이다. 이와 관련하여 수익성 측면에서는 총자산순이익률(ROA)을, 자본적정성 측면에서는 RBC비율 추이와 규제 변화에 따른 자본확충 경과 등을 모니터링 할 계획이다.

## 2. 삼성화재해상보험

삼성화재해상보험의 주요 모니터링 포인트는 다음과 같다.

사업기반 및 1) 이익창출력과 더불어 감독당국의 규제 강화 및 회사의 사업규모 증가에 따른 자본적정성 변화 등이 주요 모니터링 요인이다. 이와 관련하여 원수보험료 시장점유율, 합산 비율, 총자산순이익률(ROA), RBC비율 및 2) 포괄적인 자본관리능력 등을 모니터링 할 계획이다.

## 3. 삼성증권

삼성증권의 주요 모니터링 포인트는 다음과 같다.

자본시장 변동성 확대 및 증권산업 경쟁강도 심화 추세가 이어지고 있어, 1) 사업기반 및 경쟁 지위, 2) 수익성 및 자산건전성 유지 여부가 중요해지고 있다. 이와 관련하여 순영업수익 기준 MS 지표 변화 및 ROA 수익성 지표를 지속적으로 모니터링 할 계획이다. 또한 3) IB 부문 확대에 따른 조달부담 증감 여부 및 우발채무 현실화에 따른 자산건전성 하락 여부 등을 중점적으로 모니터링 할 계획이다.

## 4. 삼성카드

삼성카드의 주요 모니터링 포인트는 다음과 같다.

1) 수수료율 인하 및 경쟁심화로 인한 수익성 변동 여부와 함께 2) 카드대출 확대에 따른 사업안정성 저하·자산건전성의 악화 여부가 회사의 사업 및 재무위험에 영향을 미칠 것으로 판단된다. 이에 따라, 개인유실적회원수, 총카드 이용실적 점유율, 수익성, 실질연체율 지표 등을 중심으로 사업기반 및 재무안정성 변동 여부를 모니터링 할 계획이다. 또한 카드산업 관련 규제 변화와 회사의 대응능력에 대한 모니터링도 강화할 예정이다.

## ○유의사항

NICE신용평가(주)가 제공하는 신용등급은 특정 금융투자상품, 금융계약 또는 발행주체의 상대적인 신용위험에 대한 NICE신용평가(주) 고유의 평가기준에 따른 독자적인 의견이며, NICE신용평가(주) 외부에 제공하는 보고서 및 연구자료(이하 “발간물”)는 상대적인 신용위험 현황 및 전망에 대한 견해를 포함할 수 있습니다. NICE신용평가(주)는 신용위험을 미래의 채무불이행 및 손실 가능성으로 정의하고 있습니다. 따라서 NICE신용평가(주)의 신용등급과 발간물은 금리나 환율변동 등에 따른 시장가치 변동위험, 해당 증권/채권의 유동성위험, 내부절차나 시스템으로 인해 발생하는 운영위험을 표현하지는 않습니다.

NICE신용평가(주)의 신용등급과 발간물은 미래의 채무불이행 및 손실 가능성에 대한 현재 시점에서의 의견으로 예측정보를 중심으로 분석, 평가되고 있으며, 예측정보는 예상치 못한 환경변화 등에 따라 실제 결과치와 다르게 나타날 수 있습니다. 또한, 신용등급과 발간물은 사실의 진술이 아니라, 미래의 신용위험에 대한 NICE신용평가(주)의 독자적인 의견으로, 특정 유가증권의 투자의사결정(매매, 보유 등)을 권고하는 것이 아닙니다. 즉, 신용등급과 발간물은 정보이용자의 투자결정을 대신할 수 없으며, 어떠한 경우에도 정보이용자의 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이에 정보이용자들은 각자 유가증권, 발행자, 보증기관 등에 대한 자체적인 분석과 평가를 수행하여야 하며, 개인투자자의 경우 외부 전문가의 도움을 통해 투자에 대한 의사결정을 해야 한다는 점을 강조합니다.

NICE신용평가(주)는 신용등급 결정에 활용하고 발간물에 주요 판단근거로서 제시하는 정보를 신뢰할 만하다고 판단하는 회사 제시자료 및 각종 공시자료 등의 자료원으로부터 수집하여 분석, 인용하고 있으며, 발행주체로부터 제출 자료에 거짓이 없고 중요사항이 누락되지 않았으며 중대한 오해를 일으키는 내용이 없다는 확인을 받고 있습니다. 따라서 NICE신용평가(주)는 신용평가 대상인 발행주체와 그의 대리인이 정확하고 완전한 정보를 적시에 제공한다는 전제하에 신용평가업무를 수행하고 있습니다. 그러나, NICE신용평가(주)는 자료원의 정확성 및 완전성에 대해 자체적인 실사를 하지는 않고 있습니다. 또한, 신용평가의 특성 및 자료원의 제한성, 인간적, 기계적 또는 기타 요인에 의한 오류의 가능성이 있습니다.

이에 NICE신용평가(주)는 신용등급 결정 시 활용된 또는 발간물에 주요 판단근거로서 제시된 어떠한 정보에 대해서도 그 정확성, 적합성 또는 충분성을 보증하지 않으며, 정보의 오류, 사기 및 허위, 미제공 등과 관련한 어떠한 형태의 책임도 부담하지 않습니다. 또한, NICE신용평가(주)는 고의 또는 중대한 과실에 기인한 사항을 제외하고 신용등급 및 발간물 정보의 이용으로 발생하는 어떠한 손해 및 결과에 대해서도 책임지지 않습니다.

NICE신용평가(주)에서 작성한 발간물에 수록된 모든 정보의 저작권은 NICE신용평가(주)의 소유입니다. 따라서 NICE신용평가(주)의 사전 서면동의 없이는 본 정보의 무단 전재, 복사, 유포(재배포), 인용, 가공(재가공), 인쇄(재인쇄), 재판매 등 어떠한 형태든 저작권에 위배되는 모든 행위를 금합니다.