

삼성바이오로직스(207940)

머리는 차갑게, 가슴은 뜨겁게

생각보다 강력했던 4공장 Ramp-up 효과

동사의 연결 기준 2분기 매출액 및 영업이익은 1조 2,899억원(YoY +11.5%), 4,756억원(YoY +9.5%, OPM 36.9%)을 달성했다. 컨센서스(매출 1조 3,856억원, 영업이익 4,528억원) 및 당사 전망치(매출 1조 2,746억원, 영업이익 4,265억원)를 모두 상회했다. 예상보다 빠른 4공장 가동 확대 효과가 호실적의 주요 요인이다. 외형 성장의 토대가 되는 수주 계약에서도 동사는 올해 상반기에 이미 작년 연간 수주액의 60%를 달성하는 등 순조롭게 사업이 진행되고 있다.

자회사인 삼성바이오에피스는 작년 2분기 발생한 마일스톤 효과를 제외 시 출시 지역 확대 및 신규 제품 출시 효과로 인한 매출 성장이 지속 중이다. 구체적으로 스텔라라 바이오시밀러(제품명 Epysqli)의 미국 출시 및 일본 Nipro와의 파트너십 체결, 프롤리아/엑스지바 바이오시밀러(제품명 Obodence/Xbryk) 국내 품목허가 승인 등이다. 또한 금번 체결한 Nipro와의 파트너십 관련해 복수의 시밀러 제품으로 확대될 가능성을 실적발표에서 언급했다는 점도 긍정적이었다.

외형 성장 기초는 긍정적이지만 인적분할 이후를 주목

상기 언급한 연간 가이던스 상향을 고려해, 동사의 연결 기준 매출과 영업이익을 각각 5조 6,238억원(YoY +23.7%), 2조 43억원(YoY +51.8%, OPM 35.6%)으로 전망한다. 1~3공장의 안정적인 풀 가동 유지와 4공장의 기여가 하반기에도 외형 성장 기초를 유지 가능하게 해줄 것으로 예상된다. 시장이 우려했던 환율 감소 효과에 대해서도 사업계획 수립 시 가정했던 수준에서 크게 벗어나지 않는 상황인 점에서 환율의 변동성으로 인한 실적에서의 영향은 크지 않을 것으로 판단한다.

지난 5월 발표했던 인적분할과 관련해서 거래가 재개되는 10월말 시점에 동사에 대한 접근이 유효하다고 판단한다. 전일 종가 기준 동사의 시가총액은 75.7조원으로 분할비율 65:35를 고려 시 신설법인인 삼성에피소홀딩스(가칭)의 시가총액은 약 26.5조원으로 산출된다. 작년 기준 삼성바이오에피스의 EBITDA 4,956억원 및 바이오시밀러 경쟁사 3곳(셀트리온, Sandoz, Amgen)의 2024년 평균 EV/EBITDA 29.0배를 적용 시 삼성바이오에피스의 기업가치는 14.4조원이다. 신설법인의 가치가 과도한 상황으로 해석된다. 국내 상장사 인적분할 사례가 대부분 순자산가액 기준으로 분할비율을 산정해왔다는 점에서 문제는 없지만 현 시점에서 굳이 매수를 해야하는 당위성도 없는 상황이다.

목표주가 유지, 신설법인의 사업 전략에 대한 청사진 제시 필요

목표주가를 그대로 유지한다. 해당 수치는 DCF 밸류에이션을 통해 산출했으며 5공장 및 바이오에피스의 가치를 포함했다. 이전 제시한 기업가치 89조 2,474억원 대비 2분기 실적을 기반으로 추정치를 소폭 상향했다. 상향한 실적을 반영한 동사의 최종 기업가치는 96조 2,812억원으로 이전 수치 대비 8% 상승한 수치다.

상기 언급한대로 바이오에피스의 기업가치를 올릴 수 있는 방안에 대해 제시를 해주는 과정이 필요하다고 판단한다. 신규 모달리티 개발, 국내 바이오텍과의 협력, M&A 등 중장기 성장전략 및 운영 방안에 대한 구체적인 내용을 회사를 통해 빠른 시일 내 확인할 수 있을 것으로 기대한다.

Company Brief

Buy (Maintain)

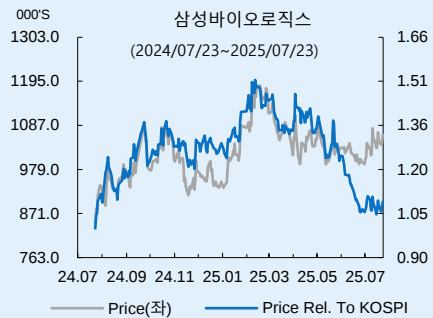
목표주가(12M)	1,300,000원(유지)
종가(2025.07.23)	1,064,000원
상승여력	22.2 %

Stock Indicator

자본금	178십억원
발행주식수	7,117만주
시가총액	75,729십억원
외국인지분율	12.9%
52주 주가	848,000~1,185,000원
60일평균거래량	84,856주
60일평균거래대금	87.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	7.3	-0.2	1.0	25.5
상대수익률	1.6	-26.2	-25.5	10.7

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	4,547	5,624	6,661	8,087
영업이익(십억원)	1,320	2,004	2,403	2,789
순이익(십억원)	1,083	1,511	1,879	2,194
EPS(원)	15,221	21,232	26,401	30,822
BPS(원)	153,212	174,315	200,587	231,281
PER(배)	62.3	50.1	40.3	34.5
PBR(배)	6.2	6.1	5.3	4.6
ROE(%)	10.4	13.0	14.1	14.3
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	35.2	29.1	24.8	21.6

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[제약/바이오]

정재원

jaewon.jeong@imfnsec.com

2122-9208