

[지주회사/거버넌스]

삼성그룹 & 삼성바이오로직스 관련 코멘트

김수현 지주회사-거버넌스 02-709-2666 /seankim@ds-sec.co.kr

2025.05.22

지난 1년 삼성바이오로직스의 상승세와 그 동안 분분했던 해석들

우리는 지난 5월 2일 삼성물산 분석 보고서에서 ‘삼성바이오로직스’의 심상치 않은 실적 개선과 기업가치 상승이 향후 그룹 지배구조 개편과 연관될 가능성에 주목할 필요가 있다’고 언급한 바 있다.

실제 지난 1년간 삼성전자를 필두로 삼성 계열사의 기업가치는 대부분 크게 하락한 반면 삼성바이오로직스의 기업가치는 그룹에서 가장 큰 상승률을 보였고 실적 증가세도 가장 두드러진다.

그 동안 시장에서 그룹의 바이오로직스에 대한 지원과 물산의 바이오로직스 처리 방안에 등 다양한 추측이 있었지만 이를 차치하고 전일 발생한 인적분할 가능성에 대해 살펴보겠다.

자사주 없이도 인적분할/ 현물 출자로 바이오 홀딩스 설립 가능

3 대 7의 비율로 삼성바이오로직스 (시가총액 78조원)의 인적분할을 가정하면 삼성바이오 홀딩스 가치는 23.4조원, 사업회사 가치는 54.6조원이다 (그림 1). 인적 분할 후 삼성물산과 삼성전자는 바이오 홀딩스와 사업회사 지분을 각각 43%, 31.2% 보유하게 된다. (그림2) 문제는 홀딩스와 사업회사의 지분 연결 고리가 없다는 점이다.

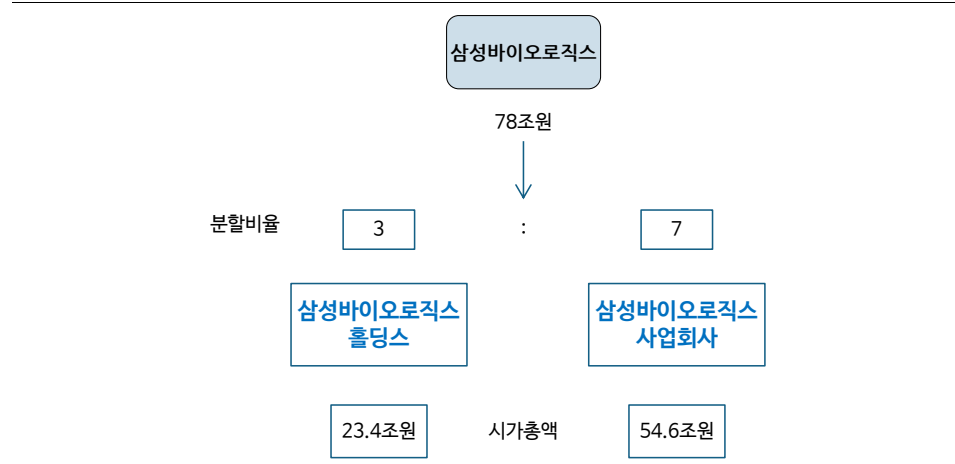
현재 자사주가 없을 뿐만 아니라 지난해 12월부터 인적분할 시 자사주에 신주를 배정할 수 없게 됐다. 이에 따라 삼성물산과 삼성전자가 보유한 사업회사 지분을 홀딩스에 현물출자하고 지주회사는 이에 대한 대가로 신주를 발행한다. 이후 지배구조는 그림 3과 같다

지배구조 개편의 일환일까? 사업적 목적일까?

삼성물산이 삼성바이오 사업회사 지분(43%)을 지주회사에 현물출자 하지 않고 제3자에 일부 매각하는 경우를 고려할 수 있다(그림4). 삼성물산이 삼성바이오 사업회사 지분 가치 23조원 중 일부를 현물 출자하지 않고 외부에 매각해 삼성전자 지분을 매입하는 용도로 활용할 수 있다. 삼성물산 입장에서는 삼성바이오 홀딩스를 지배하면서 동시에 삼성전자의 지배력을 높일 수 있는 옵션이다. 장기적으로는 저평가된 지주회사 주가를 활용해 삼성전자로부터 바이오 홀딩스 지분을 추가 매입하는 전략도 가능하다.

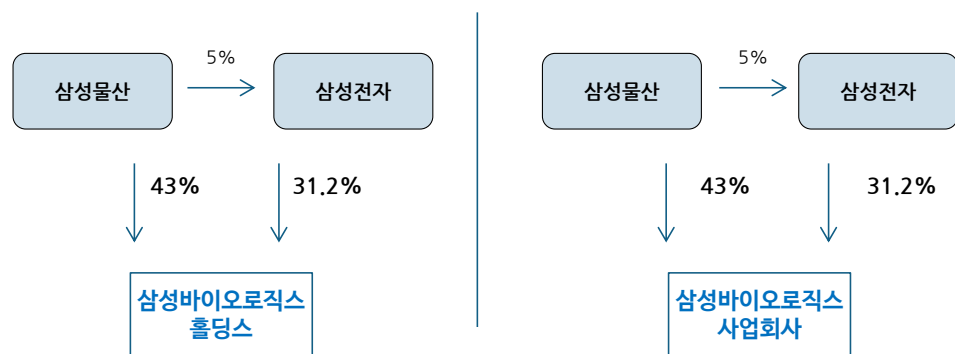
CDMO회사가 자체 신약 개발을 하는 건 금기시되기 때문에 삼바→에피스의 모자회사 구조는 에피스 성장에 다소 걸림돌이었을 것이다. 하지만 홀딩스 설립 시 에피스는 삼바의 자회사가 아닌 관계사가 된다. 마치 삼성전자의 파운드리 분사와 같은 맥락이다. 만약 이번 개편이 이러한 사업적 목적이라면 추가적인 해석은 생략한다. 에피스의 경우 향후 상장 가능성 (나스닥)도 열려있다.

그림1 분할 시 기업가치



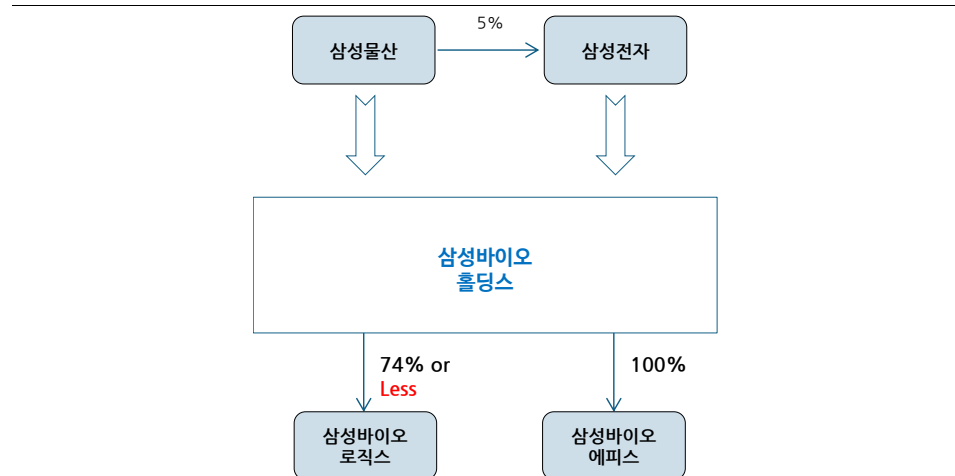
자료: DS투자증권 리서치센터

그림2 삼성바이오로직스 인적분할 후 지배구조



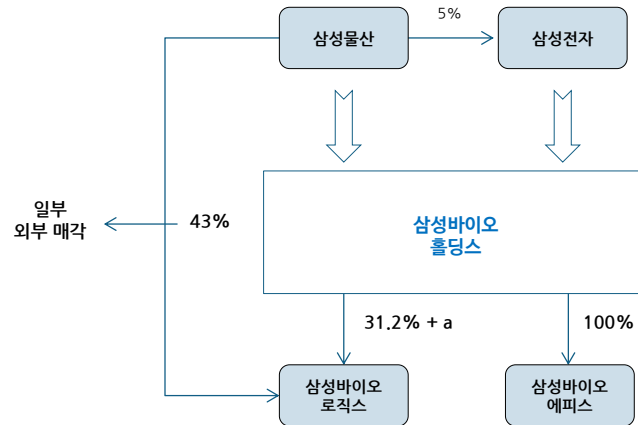
자료: DS투자증권 리서치센터

그림3 현물출자 완료 후 지배구조



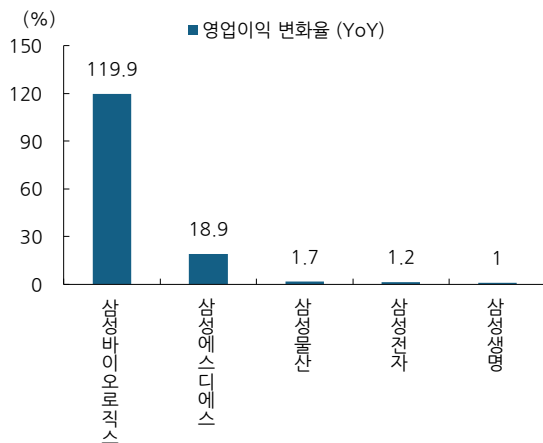
자료: DS투자증권 리서치센터

그림4 삼성물산이 바이오 사업회사 지분 일부를 제 3자에 매각



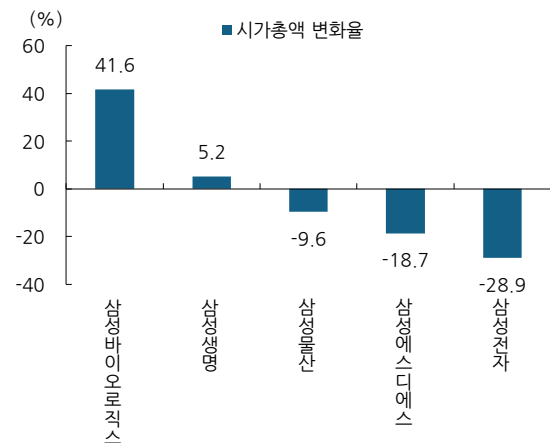
자료: DS투자증권 리서치센터

그림5 삼성그룹 주요 계열사 1Q 영업이익의 변화율



자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

그림6 삼성그룹 주요 계열사 1년간 시가총액 변화



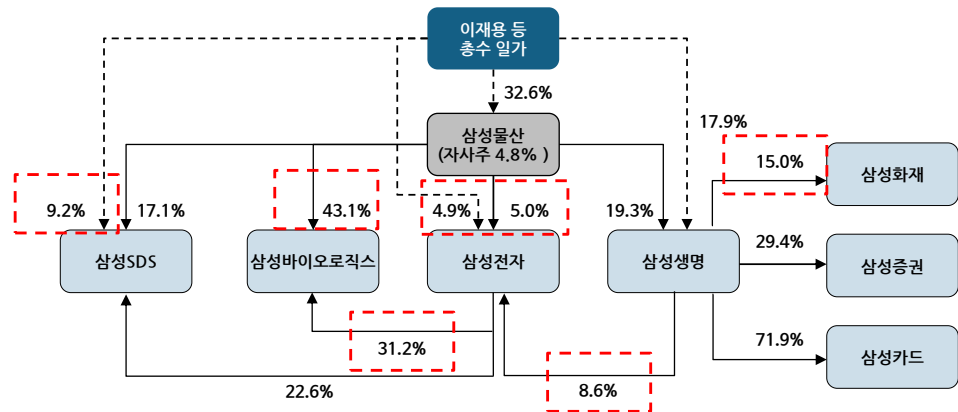
자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

그림7 그룹사 자사주 소각-매입 정책 발표 여부

기업명	밸류업 발표 여부
삼성전자	O (자사주 10조원 매입 및 3조원 소각)
삼성화재	O (자사주 10.9% 소각→ 28년까지 5% 미만으로 축소)
삼성물산	X
삼성생명	X
삼성SDS	X

자료: DS투자증권 리서치센터

그림8 총수일가 중심의 삼성 지배구조도



자료: DS투자증권 리서치센터

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 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 하시기를 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 기관투자가 또는 제3자에게 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.