삼성에피스홀딩스 (0126Z0)

요리보고 조리봐도 저평가

BUY (신규)

목표주가(12M)	610,000원
현재주가(12.02)	442,000원

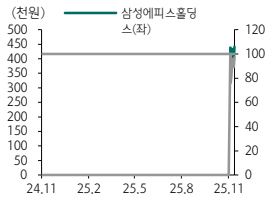
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,994.93
52주 최고/최저(원)	442,000/335,500
시가총액(십억원)	10,998.3
시가총액비중(%)	0.33
발행주식수(천주)	24,883.0
60일 평균 거래량(천주)	1,768.6
60일 평균 거래대금(십억원)	728.8
외국인지분율(%)	6.74
주요주주 지분율(%)	
삼성물산 외 6 인	74.36

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	N/A	N/A
영업이익(십억원)	N/A	N/A
순이익(십억원)	N/A	N/A
EPS(원)	N/A	N/A
BPS(원)	N/A	N/A

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023	2024
매출액	0	0	0	0
영업이익	0	0	0	0
세전이익	0	0	0	0
순이익	0	0	0	0
EPS	0	0	0	0
증감율	N/A	N/A	N/A	N/A
PER	0.0	0.0	0.0	0.0
PBR	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	0.0	0.0	0.0	0.0
BPS	0	0	0	0
DPS	0	0	0	0

Analyst 김선아 seona.kim@hanafn.com
RA 유창근 changkeunyoo@hanafn.com

하나증권 리서치센터

바이오시밀러 25년 추정 매출 YoY+35% 상승 전망, 시장 확대 중

바이오시밀러 시장 경쟁이 격화되고 있기는 하나, 시장을 확대하며 꾸준히 매출 성장세를 이어나가고 있다. Biogen으로부터 전체 지분을 인수한 후, 마일스톤을 제외한 바이오시밀러 판매량만 보았을 때 전년동기대비 '23년 +9.1%, '24년 +23.9% 성장하였고, '25년에도 +35.1% 성장할 것으로 전망된다. 지금까지 8개 바이오시밀러 제품을 출시했고, 2개의 바이오시밀러가 개발을 끝내고 상업화 단계에 도달했으며, 2030년까지 10개 이상의 신규 제품을 개발할 계획이다(키트루다BS는 경쟁자 중 가장 빠른 임상 속도). 유럽에서의 SB12(솔리리스BS), SB16(프롤리아, 엑스지바BS) 직판 강화로 이익률 증가, 미국 프라이빗 라벨(Private Label; 유통업체인 PBM사 브랜드 상품) 전략으로 시장진입이 용이해질 전망이다. 따라서 여전히 BS에서의 연간 성장률과 이익의 보전을 기대할 수 있는 상태이다.

4Q24부터 평균 OPM+25% 유지 중, R&D 비용 충분

인적분할 후 에피스홀딩스는 신약 개발을 선언하였다. 12월2일 자로 ADC 파이프라인 1개에 대해 IND 승인 신청하였고, 자회사로 "에피스넥스랩"을 설립하여 바이오 기술 플랫폼을 개발하고, 펩타이드 기반 약물 개발을 위한 차별화된 기술 플랫폼을 구축할 전망이다. 그 움직임의 일환으로 중국 프론트라인 바이오파마(Phrontline Biopharma)로부터 이중항체-이중페이로드 파이프라인 2개의 공동개발권과 에피스가 보유한 다른 물질에 적용이 가능한 페이로드(NxT3 관련) 독점권을 확보하였으며, 삼성 그룹 계열사를 포함하여 에피스가 출자한 '삼성라이프사이언스펀드'를 통해 11월25일 투자도 이어졌다. 본격적인 신약 개발에 따른 이익률 감소는 불가피할 것이다. 그러나 매출 성장세도 이어질 전망이기 때문에, '27년까지 OPM 25% 수준을 보전하면서도 R&D YoY 증감액 상 400억원-500억원 수준을 추가할 여력은 만들어 낼 수 있을 것이다.

적정주가 610,000원 제시, Peer 보다 할인된 배수를 적용

에피스는 로직스가 '22년 Biogen으로부터 지분을 전량 인수할 때부터 PPA 상각이 있었고, 남은 상각비는 고스란히 분할된 에피스홀딩스에 반영된다. 따라서 연결 기업일 때 발생하던 영업활동으로인한현금흐름상 연간 약 2,000억~3,000억 수준의 무형자산상각비를 반영하여 '27년F EBITDA를 구하였다. 이를 7.9%할인율을 적용하여 현가화 한 후, EV/EBITDA 배수로 '25F EV/EBITDA peer 평균(21.5배)의 16.4% 할인한 18배를 적용하였다. 무형자산상각비를 배제하고 '27F EBIT으로 추정하더라도, 매출 구조와 OPM이 가장 유사한 셀트리온과 비교할 경우 적정주가는 58만원으로 산출된다. 따라서 에피스홀딩스의 현재 기업가치는 동종업계에서도 매우 저평가되어 있다고 판단된다.

도표 1. 삼성에피스홀딩스 바이오시밀러 파이프라인

Indication		자가 면역 질환				종양 질환			안질환		혈액 질환	골격계 질환
프로젝트		SB4	SB2	SB5	SB17	SB3	SB8	SB27	SB11	SB15	SB12	SB16
오리지널		Enbrel® (Etanercept)	Remicade® (Infliximab)	Humira® (Adalimumab)	Stelara® (Ustekinumab)	Herceptin® (Trastuzumab)	Avastin® (Bevacizumab)	Keytruda® (Pembrolizumab)	Lucentis® (Ranibizumab)	Eylea® (Aflibercept)	Soliris® (Eculizumab)	Prolia® / Xgeva® (Denosumab)
현황		출시	출시	출시	출시	출시	출시	1상('24.1월) / 3상('24.3월) 진행 중	출시	유럽('24.11월) / 미국('24.5월) 승인	출시	유럽('25.2월) / 미국('25.2월) 승인
제품	EU	Benepali	Flixabi	Imraldi	Pyzchiva	Ontruzant	Aybintio	-	Byooviz	Opuviz	Epysqli	Obodence / Xbryk
	US	Eticovo (IC, '24.6월)	Renflexis	Hadlima (IC, '24.6월)	Pyzchiva	Ontruzant	-	-	Byooviz (IC, '23.10월)	Opuviz (IC, '24.5월)	Epysqli	Ospomyv / Xbryk
마케팅파트너 (출시 연도)	EU	Biogen ('16)	Biogen ('16)	Biogen ('18)	Sandoz ('24)	Organon ('18)	Organon ('20)	-	Biogen ('23)	Biogen	Samsung Bioepis ('23)	Samsung Bioepis
	US	-	Organon ('17)	Organon ('23)	Sandoz ('25) Cordavis, Quallent	Organon ('20)	Organon	-	Biogen → Harrow ('22)	Harrow	Teva ('25)	-

자료: 삼성바이오로직스 3Q25 (분할직전 IR), 하나증권

도표 2. 에피스넥스랩 (자회사)의 사업 모델

자료: 삼성에피스홀딩스, 하나증권

도표 3. 에피스홀딩스 연도별 출시한 바이오시밀러 품목 (2030년까지 10개 더 추가할 계획)

2020년 이전	2020년	2022년	2023년	2024년	2025년
Etanercept(EU) Infliximab(EU) Infliximab(US) Adalimumab(EU) Trastuzumab(EU)	Trastuzumab(US) Bevacizumab(EU)	Ranibizumab(US)	Adalimumab(US) Ranibizumab(EU) Eculizumab(EU)	Ustekinumab(EU)	Eculizumab(US) Ustekinumab(US)

주: 시장 크기의 이해를 위해 바이오시밀러 성분명으로 표시함
자료: 삼성에피스홀딩스, 하나증권

도표 4. 삼성에피스홀딩스 실적 전망 (단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025F	2026F	2027F
매출액	**400.6**	**401.0**	**441.0**	**418.5**	**491.2**	**497.2**	**492.7**	**498.7**	**1,661.1**	**1,979.8**	**2,369.8**
%YoY	*42.2%*	*-25.4%*	*39.2%*	*-7.0%*	*17.9%*	*18.8%*	*18.2%*	*18.3%*	*8.7%*	*19.2%*	*19.7%*
제품 및 부자재	398.3	395.5	398.1	401.6	469.4	470.0	470.7	475.1	1,621.7	1,885.2	2,274.7
%YoY	*42.2%*	*27.6%*	*39.2%*	*5.5%*	*17.9%*	*18.8%*	*18.2%*	*18.3%*	*35.1%*	*16.3%*	*20.7%*
용역 등	2.3	5.5	42.9	16.9	21.8	27.2	22.0	23.6	67.6	94.5	95.0
매출원가	**138.3**	**156.9**	**157.7**	**152.6**	**179.9**	**178.0**	**175.6**	**176.1**	**605.5**	**709.6**	**848.7**
원가율	34.5%	39.1%	35.8%	36.5%	36.6%	35.8%	35.6%	35.3%	36.5%	35.8%	35.8%
매출총이익	**262.3**	**244.1**	**283.3**	**265.9**	**311.3**	**319.2**	**317.1**	**322.6**	**1,055.6**	**1,270.2**	**1,521.1**
%YoY	*62.3%*	*-39.8%*	*66.2%*	*-1.0%*	*18.7%*	*30.8%*	*11.9%*	*21.3%*	*4.9%*	*20.3%*	*19.7%*
GPM(%)	65.5%	60.9%	64.2%	63.5%	63.4%	64.2%	64.4%	64.7%	63.5%	64.2%	64.2%
판관비	**134.3**	**154.3**	**154.3**	**169.1**	**186.1**	**195.6**	**191.2**	**195.8**	**612.0**	**768.7**	**926.7**
%YoY	*8.8%*	*3.8%*	*6.5%*	*12.6%*	*38.6%*	*26.8%*	*23.9%*	*15.8%*	*7.9%*	*25.6%*	*20.5%*
판관비율(%)	33.5%	38.5%	35.0%	40.4%	37.9%	39.3%	38.8%	39.3%	36.8%	38.8%	39.1%
영업이익	**128.0**	**89.8**	**129.0**	**96.8**	**125.2**	**123.6**	**125.9**	**126.7**	**443.6**	**501.5**	**594.4**
%YoY	*236.0%*	*-65.1%*	*402.4%*	*-18.3%*	*-2.2%*	*37.6%*	*-2.4%*	*31.0%*	*1.0%*	*13.1%*	*18.5%*
OPM(%)	32.0%	22.4%	29.3%	23.1%	25.5%	24.9%	25.6%	25.4%	26.7%	25.3%	25.1%

자료: 하나증권

도표 5. 이번 조정된 삼성에피스홀딩스 영업가치 (십억원)

Multiple[주1)]	18.0
27년 EBITDA[주2), 3)]	954.5
WACC	*7.9%*
현가 EBITDA	820.2
에피스 영업가치	14,763.2

도표 6. 분할 전 추정 삼성에피스홀딩스 영업가치 (십억원)

multiple	18.0
27년 EBITDA	1,044.5
WACC	*7.7%*
현가 EBITDA	900.8
에피스 영업가치	16,215.0

*주 1: '25F EV/EBITDA peer 평균(21.5배)의 16.4% 할인 (Peer: 바이오시밀러 매출이 30% 이상인 기업으로써, Sandoz, Biocon, 셀트리온)
*주 2: 에피스홀딩스 27F 영업이익에 27F 무형자산상각비 가산
*주 3: 27년 EBITDA의 감소는 공격적인 R&D 동향이 예상되어 OPM을 더욱 보수적으로 추정한 결과
*단순 분할은 2025.10.28 종가 시가총액인 87조 6,864억원을 기준으로 산정함
자료: 하나증권

도표 7. 영업활동으로인한현금흐름표 상 무형자산상각비

	2023	2024	2025(F)	2026(F)	2027(F)
에피스 무형자산상각비	116.3	217.6	281.8	312.9	360.1
EBITDA	329.5	656.9	725.4	814.3	954.5
에피스 감가상각비율(%)	12.00%	18.10%	15.10%	16.60%	15.80%

주: 2022년 Biogen으로부터 에피스 지분 전량 인수로 인해 무형자산상각비(PPA) 발생
자료: 하나증권

도표 8. 삼성에피스홀딩스 적정주가 산출 (단위: 십억원, 천주, 원)

구분	가치	비고
에피스 영업가치	14,763.2	에피스홀딩스 27년 EBITDA 기준 추정가치
순현금	251.5	분할 전 3Q25 연결 순현금의 분할비율 0.35
기업가치	15,014.8	
주식수(천주)	24,883.0	
적정 주가(원)	**610,000**	
전일 종가(원)	445,500	
상승여력	36.9%	

주: 순현금은 현금 및 현금성자산과 단기금융상품의 합계를 기준으로 계산함
자료: 하나증권

도표 9. 삼성에피스홀딩스 27년 EBIT으로 추정한 적정주가 (단위: 십억원, 천주, 원)

구분	가치	비고
multiple	28.2	셀트리온 12m Fwd. EV/EBIT
26년F EBIT	501.5	
에피스홀딩스 영업가치	14,136.8	
순현금	251.5	
기업가치	14,388.4	
적정 주가(원)	580,000	

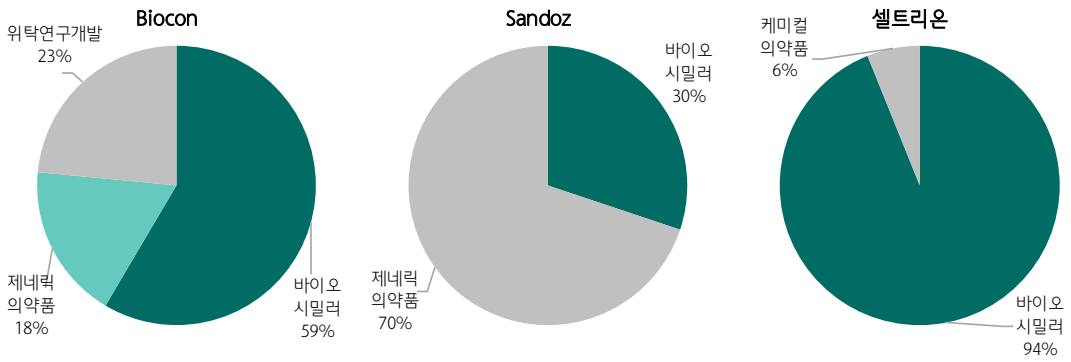
주: multiple은 매출 구조와 영업이익률이 가장 유사한 셀트리온을 Peer 로 선정
자료: 하나증권

도표 10. Peer와 주요지표 비교

기업명	매출액(FY1)	영업이익(FY1)	OPM(FY1)	OPM(Fwd.12M)	EV/EBITDA(FY1)	EV/EBITDA(Fwd.12M)	EV/EBIT(Fwd.12M)
Sandoz	16,316.5	2,089.1	12.8%	16.1%	14.8	13.0	18.2
Biocon	2,874.1	294.7	10.3%	9.8%	19.3	16.2	30.5
셀트리온	4,104.2	1,099.0	26.8%	31.5%	30.5	23.2	28.2
삼성에피스홀딩스	**1,661.1**	**443.6**	**26.7%**	N/A	N/A	N/A	N/A
평균					21.5	17.5	25.6
유한양행	2,243.4	131.1	5.8%	7.6%	47.8	37.2	51.9
한미약품	1,523.2	237.5	15.6%	16.3%	17.9	16.3	21.7
녹십자	1,919.7	61.7	3.2%	4.2%	16.2	13.9	27.6

자료: 하나증권

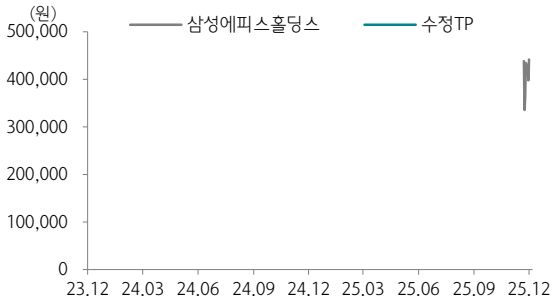
도표 11. Peer 매출 비중 (Biocon, Sandoz, 셀트리온)



주: Biocon과 Sandoz는 25F 매출 컨센서스를 기준으로 산출, 셀트리온은 3Q25 실적을 기준으로 산출함
자료: 하나증권

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

삼성에피스홀딩스



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.12.2	BUY	610,000		
25.11.28	Not Rated	-	-	-

Compliance Notice

- 당사는 2025년 12월 2일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김선아)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(김선아)는 2025년 12월 2일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**
  BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
  Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능
- **산업의 분류**
  Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
  Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	95.73%	4.27%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 11월 29일