

삼성바이오로직스(207940.KS)

매수(유지)

너무 빠른 주주에게로의 손 벌림

분석의 기본가정

- 주주배정 유상증자 단독으로의 자금조달 계획에 아쉬움
- 15.4조원의 중장기 CAPEX 계획을 입증해 나가는 것이 관건

목표주가(12M)

2,100,000원

현재주가(8/28)

1,486,000원

상승여력

41%

8월 28일 주주배정 후 실권주 일반공모 유상증자 발표

- 8/28 주주배정 후 실권주 일반공모 유상증자를 발표하며 지난 7/20일 발표한 스위스 펩타이드 CDMO 폴리펩타이드그룹 (이하 PPG)의 인수대금 마련이 목적임을 발표
- 기명식 보통주 2,270,000주를 주당 1,322,000원에 총 3조원 규모로 조달하여, 2.7조원은 PPG 인수에, 약 2,950억원은 기타 시설자금로 사용할 것임을 언급

도표 1. 삼성바이오로직스 유상증자 개요

구분	내용	비고
신주의 종류와 수	기명식 보통주 2,270,000주	액면가 2,500원
증자 전 발행주식 총 수	46,290,951주	
신주의 발행가액	1,322,000원	11/4 확정 예정
모집 총액	3,000,940,000,000원	
신주 배정 기준일	10월 6일	
1주당 배정 주식 수	0.0392737657주	
우리사주조합 우선배정	20%	
신주인수권 상장기간(예정)	10월 26일 ~ 10월 30일	계좌대체거래: 10/19 ~ 11/3
청약 예정일	11월 9일 ~ 11월 10일	우리사주 조합 청약일 11/9
납입일	11월 17일	
신주 상장 예정일	11월 30일	

자료: 삼성바이오로직스, 신영증권 리서치센터

납득하기 어려운 자금조달 방법으로서의 주주배정 유상증자 선택

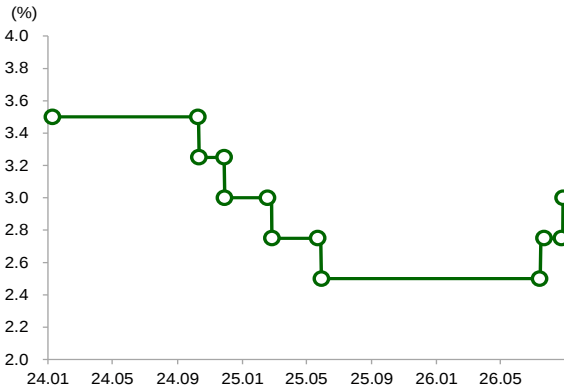
- 지난 7/20 PPG 인수 발표 시 인수자금 조달 방법으로 차입, 회사채 발행, 유상증자 등 다양한 방안을 고려 중이나, 유상증자는 가장 후순위 방안으로 생각하고 있다고 언급한 바 있음
- 8/28 유상증자 설명 컨퍼런스콜에서 주주배정 유상증자의 당위성으로 1) 금리 인상기 회사채 발행 위축, 2) 50% 초반의 부채비율이 80%대 후반으로 증가 및 차입금의존도 20%대 중반으로 급등, 3) 2034년까지 예정된 중장기 투자의 상당부분이 초기에 집중되어 있음으로 제시함

도표 2. 삼성바이오로직스 중장기 CAPEX 계획

항목	예상 투자비	예상 투자기간	비고
PPG 인수	2.71조원	2026년	CHF 4,462,957,171.41 기준
6공장 증설	1.90조원	2026년 ~ 2029년	180KL Capa 확장 투자 (바이오리액터, 정제설비 등)
제3바이오캠퍼스 증설	7.00조원	2027년 ~ 2034년	주력항체 이외 차세대 모달리티 확장 관련 생산설비 도입
7공장 증설	1.76조원	2029년 ~ 2031년	180KL Capa 확장 투자 (바이오리액터, 정제설비 등)
미국 공장 증설	0.69조원	2026년 ~ 2028년	Human Genome Sciences (Rockville 소재) 공장 small scale 제조설비 확장
기타 투자	1.34조원	2026년 ~ 2029년	1~5공장 보완투자, ADC, 소형 CMO 설비, 완제의약품(DP) 생산설비 등
합계	15.40조원		

자료: 삼성바이오로직스, 신영증권 리서치센터

도표 3. 한국 기준 금리 추이



자료: FnGuide, 신영증권 리서치센터

- 그러나 회사의 현재 상황은 1) 항체시장 성숙화로 항체 CDMO에 집중된 사업의 수익성/시장성 둔화 우려, 2) 노조이슈로 인한 수주 경쟁력 약화, 3) 차세대 모달리티에 대한 경쟁력 입증 부족으로 성장성 및 추가 경쟁력에 의문이 제기되고 있음
- 이러한 상황에서 투자판단에 도움이 될 5공장 및 미국 공장 수주상황/가동률, 신규 모달리티인 ADC CDMO의 수주상황/가동률, 구체적인 6공장 착공 시기 등이 공개되지 않고 있어 동사가 발표한 CAPEX 투자계획에 대한 신뢰도가 떨어지고 시장의 이해도와 괴리가 발생하고 있음
- 신규 모달리티 CDMO로 인수한 PPG의 경우도 구체적인 기술/수주 경쟁력, 펩타이드 개량신약 시장 진출을 선언한 관계사 에피스홀딩스와의 시너지 여부 및 중장기적인 활용/성장 계획 설명이 부족한 상황임. 2025년 상대적으로 낮은 수익성의 바이오시밀러 사업을 분리해내며 확보한 수익성 개선도 현저하게 낮은 수익성의 PPG를 2.7조원에 인수하며 높은 인수가격을 어떻게 정당화하고 동사의 재무상태에 기여하게 될 지 불확실한 상황임
- 상기 서술한 바와 같이 사업의 진행 상황과 중장기 성장 로드맵에 완전한 공감을 얻지 못한 상황에서 단순히 회사의 부담을 최소화하기 위한 자금조달 방법으로 주주배정 유상증자를 단독으로 선택했다는 점은 매우 아쉬운 결정이라 판단됨. 최대주주인 삼성물산과 삼성전자가 부담해야 하는 규모도 각각 약 1조 2,900억원 / 9,400억원에 달하므로 유상증자에 참여하지 않을 가능성은 낮지만 최대주주의 전액 참여 여부가 투자심리에는 매우 중요하게 작용할 전망이다
- 단기적으로 유상증자 자체는 목적이 명확하고 5%의 희석에 불과하므로 주가 큰 변동을 줄 요인은 아닐 것. 동사의 유통주 식수가 실질적으로 15% 미만이므로 유통주식수 자체의 증가는 유동성에도 다소 도움이 될 전망이다. 다만 회사가 발표한 모달리티 확장과 제3캠퍼스 개발로까지 투자를 확대하는 계획과 진행과정을 앞으로 충분한 설명을 진행하며 입증하는 것이 중장기적 기업가치 확인에 반드시 필요하다고 판단됨

8월 28일 컨퍼런스콜 주요 Q&A

Q. 왜 지금 유상증자를 하는지, 차입 대신 증자를 택한 이유는?

A.

- 반기말 보유현금 약 2.2조원 수준이나 PPG 인수 시 연말에는 약 0.5조원까지 부족해질 전망이다
- 2034년까지 투자계획 중 상당 부분이 초반에 집중돼 선제적 유동성 확보가 필요함
- PPG 인수대금 지급 시점에 맞춰 덜 완결성도 확보하려 함
- 금리 인상기라 회사채 시장 위축, 크레딧스프레드 확대로 회사채 발행 경제성이 낮음
- 3조원 전액 차입 시 향후 차입 여력이 줄어드는 리스크가 있음
- 제3자배정은 지분희석 우려로 배제, 주주배정 후 실권주 일반공모가 조달완결성·주주가치 보호 측면에서 최적이라 판단함

Q. 왜 전액 유상증자인지, 차입 활용은 언제부터?

A.

- 고금리 환경, 대규모 투자 지속, 만기 상환·차환 부담을 고려하면 증자로 재원을 마련하는 게 합리적이라 판단함. 차입 여력이 없어서가 아니라 전략적 경영판단임
- 2029년까지 추가 차입도 검토 중이며, 향후 영업·투자현금흐름과 차입시장 상황을 계속 모니터링해 적정 시점을 잡을 계획

Q. 영업현금흐름이 투자규모를 상회할 전망인데 굳이 증자가 필요한지?

A.

- 안정적 현금창출 예상되나 투자가 초반에 집중되는 구조라 현금 유출입 시차 해소 및 선제적 유동성 확보 차원에서 필요함

Q. PPG 인수가 공개매수 조건부인데, 인수 불발 시 자금 사용처는?

A.

- 최대주주 청약참여 확약으로 이미 56% 지분 확보 가능하고 공개매수로 10% 내외만 추가하면 인수 확정되므로 불발 가능성은 매우 희박함

Q. PPG 인수 이후 추가 M&A 계획은?

A.

- 신규 모달리티·해외거점·기술 확보 위한 전략적 투자기회는 계속 검토 중
- 당분간은 인수 절차 마무리와 사업통합·시너지 창출에 집중하고, 추가 M&A는 기존 투자 진행상황·전략적합성·수익성·시장 상황을 종합해 결정할 예정

Q. 계속된 증설 이후 가동률 부진 가능성은?

A.

- 산업 내 캐파 증설을 감안해도 글로벌 수요는 견조할 전망이다. 시장 공급률이 2026년 70%대 중반에서 2030년 80%대 초반으로 올라 공급부족이 지속될 것으로 봐서 가동률 우려는 없다고 봄

Q. 대주주(삼성물산·삼성전자) 참여 가능성은?

A.

- 증자는 이사회 결의사항이고 독립이사 대상 간담회를 거쳐 결정됨. 삼성물산·삼성전자는 각 사 이사회에서 청약 전까지 별도로 검토해 참여 여부를 결정할 사안이라 회사가 답하는 건 적절치 않음. 긍정적 검토 기대함

Q. 추가 유상증자 가능성은?

A.

- 국내외 M&A·전략적 파트너십 기회는 계속 발굴 중이나 현재로서는 추가 증자 계획은 없음
- 향후 대규모 자금 수요가 생기면 시장 상황 등을 종합 검토해 대응할 계획임.

Q. PPG 인수가 기존 우선순위 대비 다소 급하게 결정된 것처럼 보이는데 향후 신규 모달리티 우선순위·타임라인은?

A.

- 급하게 결정한 게 아니라 오래전부터 검토해온 건임
- 전액 유상증자 방식 때문에 오해가 생길 수 있는데, 중장기 대규모 투자를 감안한 자금조달 고민의 결과임
- 새로운 모달리티는 앞으로도 신중하고 장기적 전략방향에 맞춰 계속 검토하되, 당장은 폴리펩타이드 인수·안정화·손익개선에 집중 예정

Q. 현금이 늘어나면 배당 가능성은?

A.

- PPG 인수자금(약 2.7조)이 연말까지 나가야 하고 6공장, 3단지 투자도 이어져 현금 여유가 별로 없을 전망이다
- 배당은 3년 뒤 검토해 재발표하기로 이미 주총에서 밝힘

Q. PPG 공장이 선진국에 있어 마진 확석이 우려되는데 인수 후 한국(바이오캠퍼스3 등)에 공장을 지을 가능성은?

A.

- 우선 현지 법인의 경영효율화·원가경쟁력 강화에 집중할 계획
- 국내 건설 여부는 여러 각도(한국 vs 현지 부지)로 검토 중이며 구체화되면 별도 발표 예정

Q. Cost of Capital(자본비용)을 충분히 고려했는지? 설득력 있는 계획, 로드맵을 갖고 결정한 건지? 증자자금을 배당으로 준다는 발상을 이해할 수 없음

A.

- Cost of Capital 측면에서도 많이 고민함. 대규모 투자 내용을 감안해 자금조달 믹스 구조를 어떻게 짤지 고민했고 회사 부담이 덜하고 유연한 유동성 확보 방법으로 증자를 선택함. 앞으로도 Cost of Capital 차원의 검토를 계속하여 결정 예정

삼성바이오로직스(207940.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	34,971	45,570	51,526	56,804	63,115
증가율(%)	-5.3	30.3	13.1	10.2	11.1
매출원가	17,860	20,403	23,187	25,562	31,558
원가율(%)	51.1	44.8	45.0	45.0	50.0
매출총이익	17,112	25,166	28,339	31,242	31,558
매출총이익률(%)	48.9	55.2	55.0	55.0	50.0
판매비와 관리비 등	3,898	4,474	4,863	5,204	5,568
판매비율(%)	11.1	9.8	9.4	9.2	8.8
영업이익	13,214	20,692	23,476	26,038	25,990
증가율(%)	18.6	56.6	13.5	10.9	-0.2
영업이익률(%)	37.8	45.4	45.6	45.8	41.2
EBITDA	19,205	27,029	29,104	31,057	30,465
EBITDA마진(%)	54.9	59.3	56.5	54.7	48.3
순금융손익	627	94	9	1	6
이자손익	203	169	439	1,029	1,579
외화관련손익	418	-74	-20	-20	-20
기타영업외손익	-19	-31	-74	-76	-75
종속및관계기업 관련손익	27	431	0	0	0
법인세차감전계속사업이익	13,849	21,186	23,412	25,964	25,920
계속사업손익법인세비용	3,446	5,043	5,666	6,283	6,273
세후중단사업손익	430	1,700	0	0	0
당기순이익	10,833	17,844	17,746	19,681	19,647
증가율(%)	26.3	64.7	-0.5	10.9	-0.2
순이익률(%)	31.0	39.2	34.4	34.6	31.1
지배주주지분 당기순이익	10,833	17,844	17,746	19,681	19,647
증가율(%)	26.3	64.7	-0.5	10.9	-0.2
기타포괄이익	-91	-54	0	0	0
총포괄이익	10,742	17,790	17,746	19,681	19,647

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	16,593	22,478	8,133	19,527	18,194
당기순이익	10,833	17,844	17,746	19,681	19,647
현금유출이없는비용및수익	9,225	11,872	10,875	10,292	9,188
유형자산감가상각비	3,044	3,685	5,568	4,964	4,426
무형자산상각비	2,947	2,651	60	54	49
영업활동관련자산부채변동	-454	-1,315	-15,261	-5,192	-5,948
매출채권의감소(증가)	-4,510	2,928	2,835	-391	-465
재고자산의감소(증가)	-2,362	-3,882	-18,354	-4,060	-4,855
매입채무의증가(감소)	4,093	-2,263	746	-300	-230
투자활동으로인한현금흐름	-12,438	-18,624	-1,620	-1,653	-1,685
투자자산의 감소(증가)	-136	430	-263	-263	-263
유형자산의 감소	14	16	0	0	0
CAPEX	-13,036	-13,917	0	0	0
단기금융자산의감소(증가)	7,528	-3,962	668	635	603
재무활동으로인한현금흐름	-4,338	-6,205	-3,635	-3,635	-3,635
장기차입금의증가(감소)	950	450	0	0	0
사채의증가(감소)	4,177	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
기타현금흐름	416	-72	6,720	5,640	5,640
현금의 증가	233	-2,424	9,599	19,879	18,515
기초현금	3,679	3,912	1,489	11,087	30,966
기말현금	3,912	1,489	11,087	30,966	49,481

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	55,181	44,084	68,545	92,252	115,496
현금및현금성자산	3,912	1,489	11,087	30,966	49,481
매출채권 및 기타채권	11,654	6,765	3,930	4,320	4,786
재고자산	28,183	21,282	39,635	43,695	48,550
비유동자산	118,182	66,524	60,078	55,323	51,110
유형자산	53,740	60,287	56,719	51,754	47,328
무형자산	55,653	602	542	488	439
투자자산	889	890	1,152	1,415	1,677
기타 금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	173,363	110,607	128,623	147,575	166,606
유동부채	38,532	25,329	26,075	25,775	25,545
단기차입금	3,270	0	0	0	0
매입채무및기타채무	15,223	4,980	5,726	5,426	5,196
유동성장기부채	0	3,197	3,197	3,197	3,197
비유동부채	25,784	10,767	10,291	9,862	9,476
사채	9,178	5,990	5,990	5,990	5,990
장기차입금	950	0	0	0	0
기타 금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	64,316	36,096	36,366	35,637	35,021
지배주주지분	109,047	74,511	92,257	111,938	131,585
자본금	1,779	1,157	1,157	1,157	1,157
자본잉여금	56,631	33,919	33,919	33,919	33,919
기타포괄이익누계액	-230	-198	-198	-198	-198
이익잉여금	50,866	68,710	86,456	106,136	125,784
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	109,047	74,511	92,257	111,938	131,585
총차입금	14,914	9,271	9,271	9,271	9,271
순차입금	1,460	-5,721	-14,510	-33,755	-51,667

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Per Share (원)					
EPS	15,221	26,572	38,336	42,515	42,443
BPS	153,212	223,776	262,112	304,627	347,071
DPS	0	0	0	0	0
Multiples (배)					
PER	62.3	63.8	38.8	35.0	35.0
PBR	9.1	7.6	6.0	5.1	4.5
EV/EBITDA	35.2	28.8	24.3	22.2	22.0
Financial Ratio					
12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	26.3%	74.6%	44.3%	10.9%	-0.2%
EBITDA(발표기준) 증가율	19.8%	40.7%	7.7%	6.7%	-1.9%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	10.4%	19.4%	21.3%	19.3%	16.1%
ROE(지배순이익 기준)	10.4%	19.4%	21.3%	19.3%	16.1%
ROIC	6.7%	4.9%	24.1%	24.8%	24.7%
WACC	6.6%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%
안전성(%)					
부채비율	59.0%	48.4%	39.4%	31.8%	26.6%
순차입금비율	1.3%	-7.7%	-15.7%	-30.2%	-39.3%
이자보상배율	38.7	70.9	80.5	89.3	89.1

Compliance Notice

투자등급

기업분석

매수 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 10% 이상의 상승이 예상되는 경우
중립 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 ±10% 이내의 등락이 예상되는 경우
매도 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 -10% 이하의 하락이 예상되는 경우

산업분석

비중확대 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 높게 가져갈 것을 추천
중립 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중과 같게 가져갈 것을 추천
비중축소 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 낮게 가져갈 것을 추천

본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료 작성한 애널리스트는 발간일 현재 본인 및 배우자의 계좌로 동 주식을 보유하고 있지 않으며, 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료의 작성 담당자는 자료에 게재된 내용이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자 참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 본 자료의 괴리율은 감자 등 주가에 영향을 미치는 사건을 반영하여 계산하였습니다.

[당사의 투자 의견 비율 고지]

당사의 투자 의견 비율			
기준일(20260630)	매수 : 90.45%	중립 : 9.55%	매도 : 0%

[당사와의 이해관계 고지]

종목명	LP(유동성공급자)		시장조성자		1%이상보유	계열사 관계여부	채무이행보증	자사주신탁 계약
	ELW	주식	주식선물	주식옵션				
삼성바이오로직스	-	-	-	-	-	-	-	-

