

MSCI 수시변경 전략



고경범 Passive/Quant
gyeongbeom.ko@yuantakorea.com

삼성바이오로직스 분할의 패시브 Cut

삼성바이오로직스 분할

삼성바이오로직스는 존속법인 삼성바이오로직스와 신설법인 삼성에피스홀딩스로 분할

CDMO 사업부문은 존속법인 삼성바이오로직스에서 관할하며, 삼성에피스홀딩스는 지주회사로 설립되어 기존 바이오 시밀러 자회사를 보유

전일 기준 존속법인 삼성바이오로직스와 신설법인 삼성에피스홀딩스의 시가총액은 각각 52.4조원, 28.2조원. 존속법인 삼성바이오로직스에 관심이 집중될 것으로 판단

삼성에스피홀딩스 실적이 연결에서 제외되면서 기존 삼성바이오로직스의 주가 모멘텀을 견인했던 CDMO 부문의 마진율이 재평가될 것

분할 전 실적발표를 앞둔 동사의 3Q Preview 컨센서스는 상향조정. 일반적으로 합병 후 양사의 시가총액은 비상장 사업부문의 상장 관점에서 더 높았던 경험에서 보유 수요가 높을 수 있음

MSCI 수시변경 - 패시브 Cut에 유의

MSCI는 10/15일 야간, 삼성바이오로직스의 분할 이벤트에 대한 잠정발표를 공시. 기존 존속법인인 삼성바이오로직스는 지수에 잔류하지만, 삼성에피스홀딩스는 지수 편입 요건에 미달해 미편입 결정

패시브 자금은 분할을 통해 삼성에스피홀딩스 지분을 교부 받지만, 추종 지수에 편입종목이 아니므로 11/24일 종가 기준으로 관련 지분을 매도 필요

이번 MSCI 수시변경에서 삼성에스피홀딩스의 매도 수요는 -2,548억원으로 전망. 최근 거래대금 대비 -2.78배 수준이며, 10/15일 주가 급등 당시의 거래대금 오버슈팅을 제외하면 평균 거래대금 대비 -3.26배 수준

삼성바이오로직스 분할

삼성바이오로직스는 존속법인 삼성바이오로직스와 신설법인 삼성에피스홀딩스로 분할된다. 동사는 CDMO 고객사의 이해 상충우려 등을 분할 사유로 명시했다. CDMO 사업부문은 존속법인 삼성바이오로직스에서 관할하며, 삼성에피스홀딩스는 지주회사로 설립되어 기존 바이오 시밀러 자회사를 보유하면서 신규 제약 비즈니스를 투자할 계획이다.

[표 1] 삼성바이오로직스 분할 개요

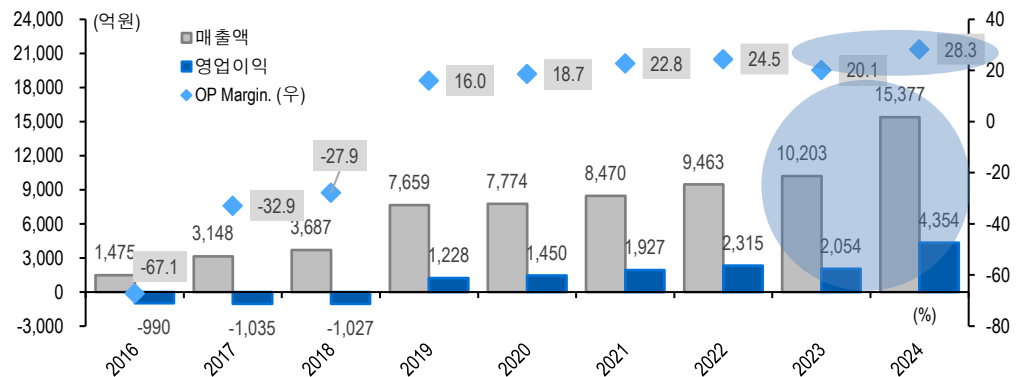
구분	내용
존속법인	삼성바이오로직스 (분할비율 0.6503913)
신설법인	삼성에피스홀딩스 (0.3496087)
분할기일	11/1
거래정지	10/30 ~ 11/21
거래재개일	11/24

자료 : KRX, 유안타증권 리서치센터

전일 기준 존속법인 삼성바이오로직스와 신설법인 삼성에피스홀딩스의 시가총액은 각각 52.4조 원, 28.2조원이다. 존속법인 삼성바이오로직스에 관심이 집중될 것으로 생각한다. 삼성에피스홀딩스 실적이 연결에서 제외되면서 기존 삼성바이오로직스의 주가 모멘텀을 견인했던 CDMO 부문의 마진율이 재평가될 것으로 전망되고 있다.

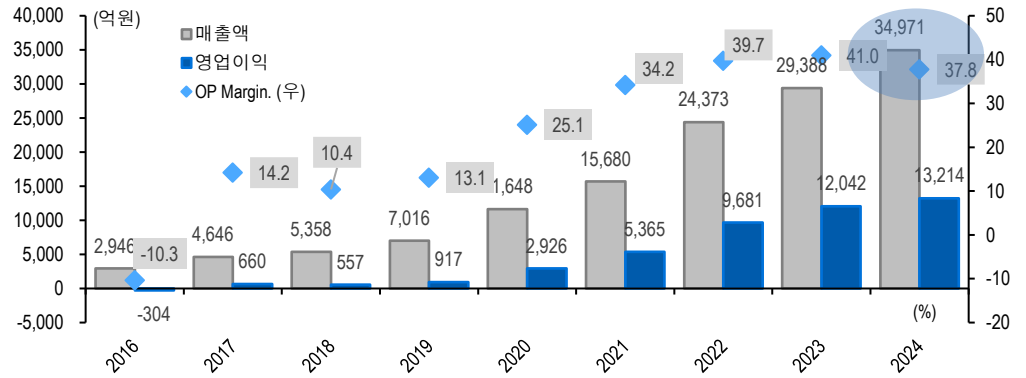
삼성에피스홀딩스의 24년 매출액과 영업이익은 크게 증가했다. 바이오시밀러와 투자 부문의 구조적 성장으로도 볼 수도 있지만 셀트리온 등 주요 바이오 시밀러 Peer 들은 유사한 이익개선은 제한된 흐름을 보이고 있다. 장부가액 고평가에 대한 부분은 동사 선호도가 낮은 요인으로 작용하고 있다.

[차트 1] 삼성에피스홀딩스의 이익 수준과 마진은 최근 결산연도에 대폭 상승



자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

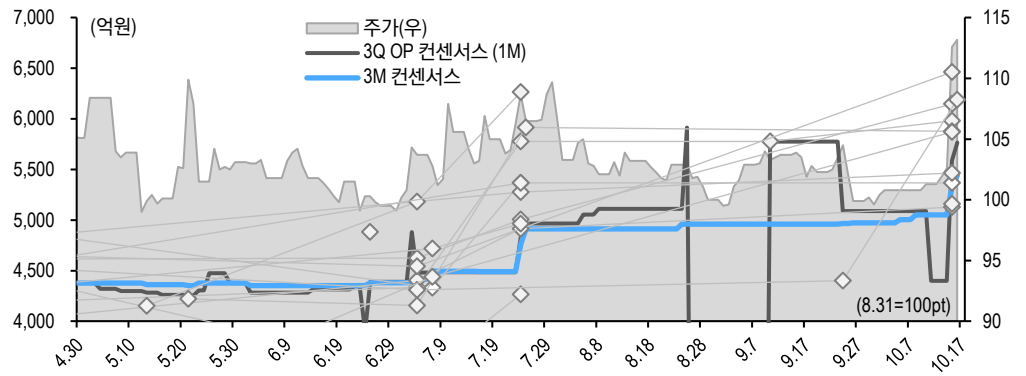
[차트 2] 삼성바이오로직스 별도 기준 실적 - 삼성에피소홀딩스의 연결 제외로 리레이팅될 것



자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

분할 전 실적발표를 앞둔 동사의 3Q Preview 컨센서스는 상향조정되고 있다. 일반적으로 합병 후 양 사의 시가총액은 비상장 사업부문의 상장 관점에서 더 높았던 경험과, 이익 트렌드 개선으로 거래정지 전 매도보다는 보유 수요가 더 높을 수 있다.

[차트 3] 3Q 삼성바이오로직스의 Preview 컨센서스 상향조정



자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

MSCI 수시변경 – 패시브 Cut에 유의

분할 Case에서 주가 추이를 예단하기는 어렵다. 다만, 1개월에 가까운 거래정지 기간의 환금성 측면에서 매도 수요도 존재했다.

패시브 자금의 매도 반영도 분할 이벤트에서 고려할 부분이다. 일반적으로 지수 컴파일러(운영사)는 지수의 연속성을 위해 소속 지수의 편입요건을 유지하는지, 비중의 증감이 필요한지를 평가한다.

MSCI는 10/15일 야간에 삼성바이오로직스의 분할 이벤트에 대한 잠정발표를 공시했다. 기존 존속법인인 삼성바이오로직스는 지수에 잔류하지만, 삼성에피스홀딩스는 지수 편입 요건에 미달해 신규 편입할 수 없게 된다.

패시브 자금은 분할을 통해 삼성에피스홀딩스 지분을 교부 받지만, 추종 지수에 편입종목이 아니므로 11/24일 종가 기준으로 관련 지분을 매도해야 한다. 결과적으로는 합병 삼성바이오로직스의 법인의 35%에 해당하는 반영 수요에 해당하기 때문에 Enhanced 패시브 자금이나 이벤트 전략을 활용하는 자금에서 거래정지 전에 선반영할 수 있다.

[표 2] 분할 관련 MSCI 지수 수시변경

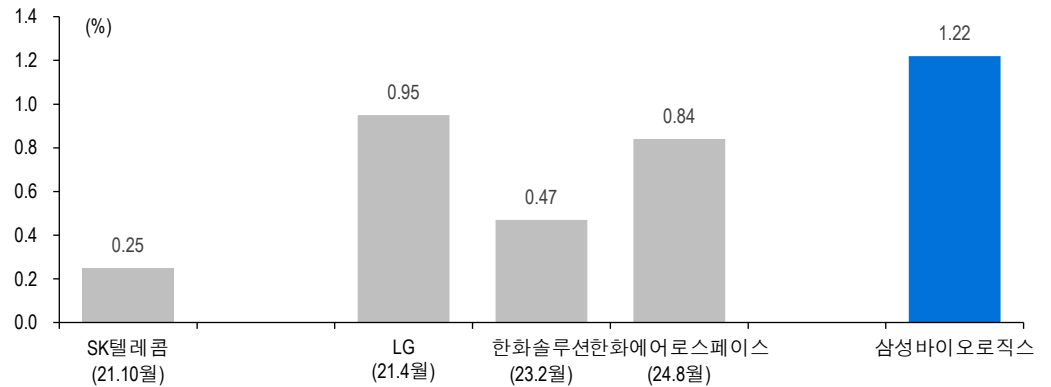
구 분	존속법인	신설법인
21.12월 SK 텔레콤	잔류	편입 (SK스퀘어)
21.4월 LG	잔류	편입 실패 (LX홀딩스)
23.2월 한화솔루션	잔류	편입 실패 (한화갤러리아)
24.8월 한화에어로스페이스	잔류	편입 실패 (한화인더스트리얼 솔루션즈)
삼성바이오로직스	잔류	편입 실패 (삼성바이오에피스홀딩스)

자료 : MSCI, 유안타증권 리서치센터

과거의 분할 Case와 다르게, 삼성바이오로직스의 분할은 MSCI Korea 종목에서 경험하지 못한 수준의 패시브 매도 수요로 판단한다.

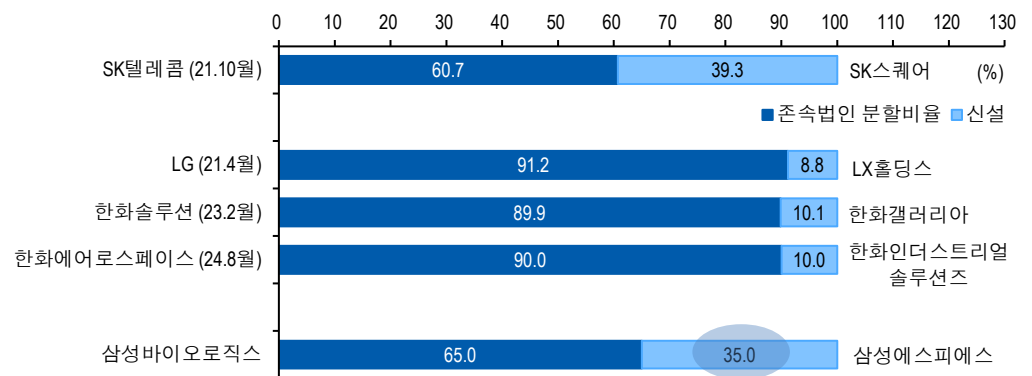
최근 5년 간 LG나 SK텔레콤, 한화에어로스페이스 등의 편입비중도 낮지는 않았지만, 분할비용 관점에서 패시브 매도 유인은 낮은 수준이었다. 삼성바이오로직스는 국내 증시에서 Mega Cap (초대형주) 종목으로서 편입비중이 높으면서, 분할되는 법인의 비중도 과거 대형주 Case보다 높은 편이다.

[차트 4] 이전 분할 Case 대비 삼성바이오로직스는 편입비중이 높은 수시 변경



자료: MSCI, 유안타증권 리서치센터

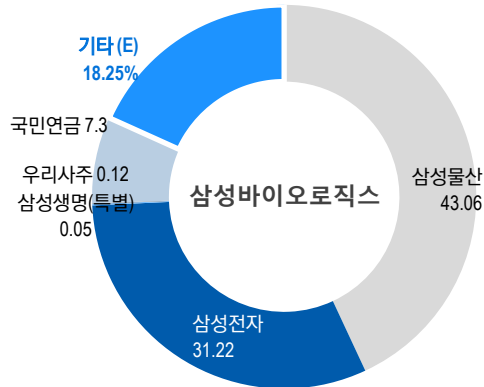
[차트 5] 분할비율 측면에서 패시브 매도 수요 충격은 기존 대형주보다 높을 것



자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

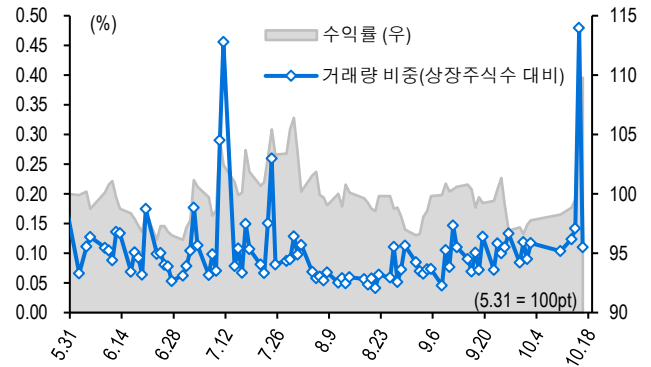
대주주 지분율이 높은 동사의 저유동성 측면에서도 패시브 매도 영향이 확대될 수 있다. 저유동성은 10/15일과 같은 주가 급등의 기제로도 작용할 수 있지만, 75%에 달하는 최대주주 지분과 주요 패시브 자금과 장기 보유 자금, 높은 BM 비중으로 일반 운용자금의 사실상 Lock Up 효과도 크기 때문에 실질적인 유동 물량은 더 낮은 점은 유의해야 한다.

[차트 6] 삼성바이오로직스 - 실질 유동 지분율이 낮은 편



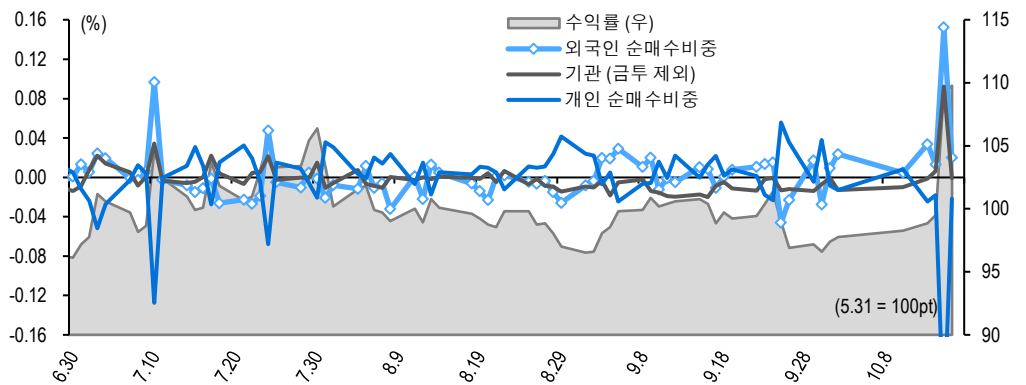
자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

[차트 7] 실질 거래량이 낮아 주가 베타(변동성)이 높게 됨



자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

[차트 8] 삼성바이오로직스 수급 추이



자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

이번 MSCI 수시변경에서 삼성에피스홀딩스의 매도 수요는 -2,548억원으로 전망한다. 최근 거래대금 대비 -2.78배 수준이며, 10/15일 주가 급등 당시의 거래대금 오버슈팅을 제외하면 평균 거래대금 대비 -3.26배 수준이다.

매도한다면 존속법인 삼성바이오로직스를 다시 매수할 수 있을지, 삼성에피스홀딩스의 매도 수요가 시장에서 소화될 수 있을지 투자자들의 선택지가 혼재될 수 밖에 없는 이유는 동사 지분의 저유동성에 있다.

참으로 오랜만에 대주주 지분의 지배력 확대나, Pre IPO 지분의 구주매출이나 물적분할 IPO 등이 없는 ‘청정 분할’로 생각될 정도로 동사의 분할을 높게 평가하지만, 국내 시장에서 더 바라는 희구는 일반 투자자도 접근하고, 가격 변동성 위험을 낮출 수 있는 국내 상장사의 유동비율 개선이다.

구분	Code	종목	평균 거래대금	시가총액	순매수 예상	거래대금 대비	시가총액 대비	1M 수익률	3M 수익률	반영일
편출		삼성에프스홀딩스	916	806,401	-2,548	-2.78	-0.32	9.4	9.7	11/24
잔류	A207940	삼성바이오로직스				-3.26				

주 : 수급 효과는 합병 법인 기준. 10/15 급등을 제외하면 거래대금 대비 -3.26x 자료 : MSCI, KRX, 유안타증권 리서치센터

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 고경범)
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할 만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.