

삼성바이오로직스 (207940)

이희영

heeyoung.lee@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

2,200,000

상향

현재주가

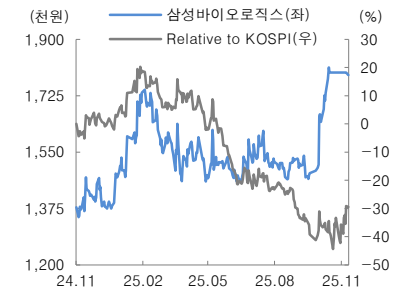
(25.11.24)

1,789,000

재업종중

KOSPI	3846.06
시가총액	82,815삼억원
시가총액비중	2.49%
자본금(보통주)	116삼억원
52주 최고/최저	1,789,000원 / 929,000원
120일 평균거래대금	780억원
외국인지분율	4.05%
주요주주	삼성물산 외 4 인 74.32% 국민연금공단 6.68%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	51.9	73.7	76.1	91.5
상대수익률	55.6	43.1	18.7	24.6



분할 끝, 리레이팅 시작

- 목표주가 상향: 분할 효과에 따른 표면적 조정
- 순수 CDMO Player로 재탄생, 기업가치 우상향 전망
- 25년 매출 4.46조원, 영업이익 2.06조원, OPM 46.3% 전망

투자 의견 매수, 목표주가 220만원으로 상향(+47%)

목표주가를 150만원에서 220만원으로 상향함. 이는 기존 산출한 **삼성바이오로직스의 기업가치 변동이 아닌, 인적분할 이후 유통주식수 감소(-35%)로 인한 표면적 상승 효과임**. 목표주가는 28년 5공장 풀가동 시점의 EBITDA를 현가화하고, 동사 12M Fwd EV/EBITDA 3년 평균인 30.5배를 적용하여 산정. 이는 글로벌 피어(론자) 대비 50% 높은 값으로, 과거 3개년 EBITDA%(로직스 43%, 론자 31%)과 25년 예상 EBITDA%(로직스 54%, 론자 30%)의 격차에 기인함

순수 CDMO Player로 재탄생, 기업가치 우상향 전망

11월 24일 삼성바이오로직스(로직스)와 삼성에피소홀딩스(에피스)가 분할 후 코스피에 재상장 완료. 재상장일 기준 기업가치는 로직스 82.8조원(+46.5%), 에피스 10.9조원(-64.1%)이며, **합산 시가총액은 93.7조원으로 분할 전(86.9조원) 대비 +7.9% 증가**

3주간의 거래정지 이후 수급 재편 과정에서 단기 변동성은 불가피하나, 동사의 주가 방향성은 우상향으로 전망함. 올해는 1) 미국 의약품 관세 리스크, 2) 분할에 따른 거래정지로 연간 매출 가이던스 상향, 미국 1.8조원 수주 공시 등 호재가 충분히 주가에 반영되지 못했음. **분할 후 순수 CDMO 기업으로 수주 경쟁력이 강화될 것으로 기대됨. 4공장 풀가동 및 5공장의 램프업으로 호실적이 지속될 가능성이 높으며, 6공장 착공 및 미국 공장 검토 등 중장기 성장 모멘텀도 보유**

25년 매출 4.46조원, 영업이익 2.06조원, OPM 46.3% 전망

현재 1~4공장은 모두 풀가동 국면에 진입했고, 5공장은 올해 4월부터 가동 시작. 5공장 실적은 26년 2분기부터 점진적으로 반영될 전망. 대규모 CAPA 확충 이후 가동률이 상승하면서 고정비 부담이 완화되고 있으며, 이는 최근 실적에서 확인된 수익성 개선의 핵심 요인임. 25년 실적은 매출 4.46조원, 영업이익 2.06조원, OPM 46.3%로 전망하며, 환율 하락 위험이 존재하더라도 1) 운영 효율 개선, 2) 배치 가격 인상, 3) 영업 레버리지 효과를 통해 마진율 유지 가능할 것으로 판단함

표 1. 삼성바이오로직스 목표주가 산출 (단위: 십억원)

	가치	비고
삼성바이오로직스 가치 (A)	102,507	
28년 추정 EBITDA	3,361	28년 추정 EBITDA 할인 (WACC 6.1%)
Target EV/EBITDA	30.5	12M Fwd EV/EBITDA 멀티플 3년 평균
순차입금 (B)	331	
기업가치 (A-B)	102,176	
보통주 총 주식수 (천주)	46,291	
적정 주가 (원)	2,207,266	
목표 주가 (원)	2,200,000	
현재주가 (원)	1,789,000	2025.11.24
상승여력	23%	

자료: 대신증권 Research Center

표 2. 11월 24일 분할 상장 후 주가 추이

일정	기업명	주가(원)	주식수(천주)	시가총액(십억원)	수익률 (11/24일 종가)
10월 29일 (분할 전)	삼성바이오로직스	1,221,000	71,174	86,903	
	삼성바이오로직스 (분할시)	1,221,000	46,291	56,521	분할비율 65 적용
	삼성에피스홀딩스 (분할시)	1,221,000	24,883	30,382	분할비율 35 적용
11월 24일 (분할 후)	삼성바이오로직스	1,789,000	46,291	82,815	46.5%
	삼성에피스홀딩스	438,500	24,883	10,911	-64.1%
통합				93,726	7.9%

자료: 대신증권 Research Center

표 3. 삼성바이오로직스 분기 및 연간 실적 전망 (단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출	669.5	810.2	1067.1	950.4	999.5	1014.2	1257.5	1191.3	3497.1	4462.6	5430.3
yoy (%)	13.3%	27.2%	20.9%	14.8%	49.3%	25.2%	17.8%	25.4%	19.0%	27.6%	21.7%
CMO	640.4	784.2	1037.9	918.0	920.8	968.5	1241.9	1158.7	3380.4	4289.8	5238.6
yoy (%)	18.2%	42.7%	33.9%	16.3%	43.8%	23.5%	19.7%	26.2%	27.3%	26.9%	22.1%
기타	29.2	26.0	29.3	32.3	78.8	45.7	30.7	32.7	116.7	187.9	191.7
yoy (%)	-40.9%	-70.4%	-72.8%	-16.1%	170.3%	76.2%	5.0%	1.0%	-58.8%	61.0%	2.0%
연결조정	-2.7	-183.2	-210.3	-91.4	-101.9	-125.3	-38.3	-9.8	-487.5	-275.3	-406.7
매출총이익	300.4	405.4	521.7	485.5	542.2	566.3	736.4	667.9	1713.0	2512.7	3043.6
GPM (%)	44.9%	50.0%	48.9%	51.1%	54.2%	55.8%	58.6%	56.1%	49.0%	56.3%	56.0%
yoy (%)	2.4%	28.8%	14.9%	13.3%	80.5%	39.7%	41.2%	37.6%	14.9%	46.7%	21.1%
영업이익	232.7	329.2	444.8	314.7	430.0	476.9	633.4	528.1	1321.4	2068.4	2533.4
OPM (%)	34.8%	40.6%	41.7%	33.1%	43.0%	47.0%	50.4%	44.3%	37.8%	46.3%	46.7%
yoy (%)	-0.7%	29.6%	16.5%	-5.8%	84.8%	44.9%	42.4%	67.8%	9.7%	56.5%	22.5%

자료: Dart 전자공시시스템, 대신증권 Research Center

그림 1. 글로벌 CDMO 12M EV/EBITDA 추이 (3년 평균 삼바 30.5, 론자 18.4, 우시 11.9)

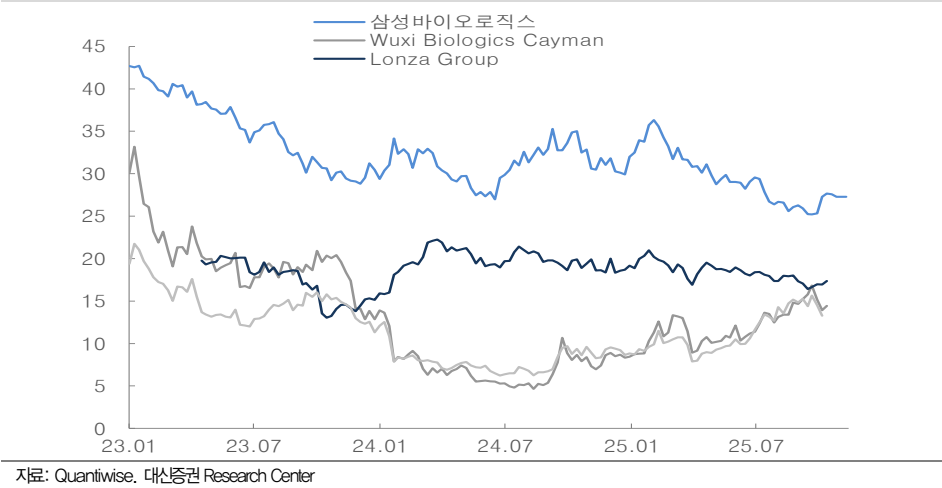


그림 2. 글로벌 CDMO EBITDA 마진을 추이 (최근 3년 삼바 43%, 론자 31%, 우시 35%)

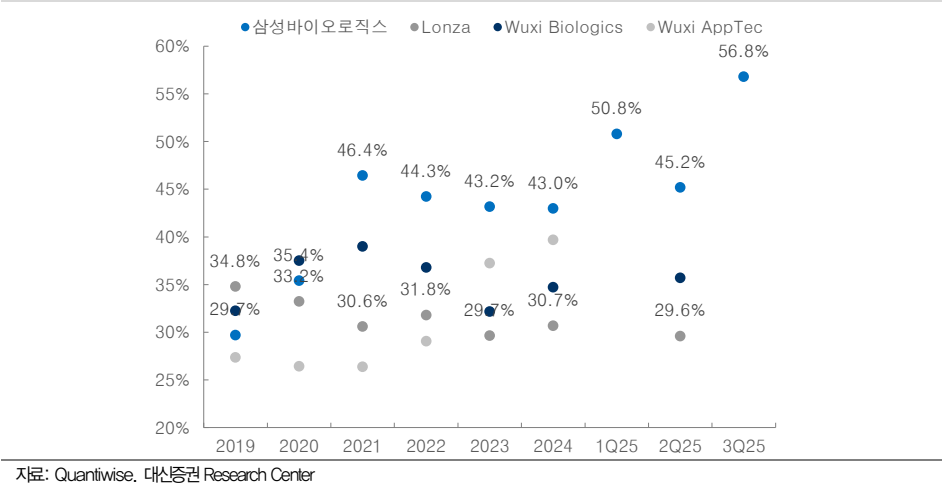


그림 3. 글로벌 CDMO 시가총액 추이



표 4. 삼성바이오로직스 생산 시설 현황

구분	1 공장	2 공장	3 공장	4 공장	5 공장
규모	30,000L 5,000L x 6 기	154,000L 15,000L x 10 기 1,000L x 4 기	180,000L 15,000L x 12 기	240,000L 15,000L x 12 기 10,000L x 6 기	180,000L 15,000L x 12 기
공사기간	25 개월	29 개월	35 개월	31 개월	24 개월 목표
공사비용	3,500 억원	7,000 억원	8,500 억원	1 조 7,400 억원	1 조 9,800 억원
가동현황	상업 생산	상업 생산	상업 생산	상업 생산	2025 년 4 월 가동

자료: 삼성바이오로직스, 대신증권 Research Center

표 5. 삼성 라이프사이언스 펀드 투자 내역

투자 일자	투자규모	국가	투자기업	주요 사업
2022 년 3 월	200 억 이상	미국	재규어진테라피	유전자 치료제 개발
2022 년 5 월	190 억	미국	센다 바이오사이언스	나노입자 약물전달 플랫폼 보유 기업
2023 년 4 월	비공개	스위스	아라리스 바이오테크	ADC 링커 기술 보유 기업
2023 년 9 월	100 억대	국내	에임드바이오	ADC 신약 개발
2024 년 3 월	비공개	미국	브릭바이오	인공 아미노산 접합 기술 보유 기업
2024 년 5 월	비공개	미국	라투스바이오	CNS AAV 캡시드 기술 보유 기업
2025 년 3 월	1000 만달러	미국	C2N Diagnostics	혈액 내 바이오마커 분석 기술 보유

자료: 삼성바이오로직스, 대신증권 Research Center 추정

표 6. 삼성바이오로직스 CMO 계약 체결 현황

(단위: 백만달러)

계약체결일	계약상대방	계약금액	계약종료일
2017-07-04	Sun Pharma Global FZE	56	-
2017-07-20	Baxter Healthcare Corp	223	2034-12-31
2017-12-21	UCB	394	2030-12-31
2018-02-21	TG Therapeutics, Inc.	50	2026-12-31
2018-04-30	글로벌 제약사의 스위스 소재 자회사	449	2025-12-31
2018-06-01	Ichnos Sciences	15	-
2018-08-14	아시아 소재 제약사	128	-
2018-09-11	Gilead Sciences, Inc.	267	2025-12-31
2018-12-18	Immunovant Sciences GmbH	44	2029-12-31
2019-04-01	CytoDyn Inc.	50	2024-01-05
2019-04-26	아시아 소재 제약사	17	-
2019-04-26	아시아 소재 제약사	32	-
2019-05-14	아시아 소재 제약사	30	-
2019-05-17	UCB	34	-
2019-09-27	H. Lundbeck A/S	28	2031-12-31
2019-11-28	아시아 소재 제약사	19	-
2019-12-03	미국 소재 제약사	58	-
2020-05-21	GSK Trading Service	591	2028-12-31
2020-07-27	Eli Lilly and Company	268	2026-08-30
2020-08-05	GSK Trading Service	184	2024-12-31
2020-09-21	AstraZeneca AB	378	2028-12-31
2020-09-21	AstraZeneca UK	16	2023-12-31
2020-10-06	Checkpoint Therapeutics	20	2030-10-02
2020-11-03	미국 소재 제약사	29	2030-12-31
2021-01-15	Roche	202	2024-12-31
2021-01-15	Roche	550	2024-12-31
2021-05-14	AstraZeneca UK	351	-
2021-10-30	유럽 소재 제약사	77	2024-07-31
2022-03-28	Eli Lilly Kinsale	479	2029-12-31
2022-04-25	유럽 소재 제약사	124	2024-07-31
2022-06-04	Novartis	391	-
2022-07-02	MSD	264	2028-12-31
2022-10-20	GSK Trading Service	296	2030-12-31
2023-06-30	Pfizer Ireland Pharmaceuticals	704	2029-12-31
2023-09-17	SWORDS LABORATORIES UNLIMITED COMPANY	270	2030-12-31
2024-03-01	Merck Sharp & Dohme (Switzerland) GmbH	118	2032-12-31
2024-06-21	Kiniksa Pharmaceuticals UK	152	2031-12-31
2024-06-25	미국 소재 제약사	1,060	2030-12-31
2024-09-13	아시아 소재 제약사	89	2028-12-31
2024-10-22	아시아 소재 제약사	1,243	2037-12-31
2024-11-20	유럽 소재 제약사	540	2031-12-31
2024-11-20	유럽 소재 제약사	128	2031-12-31
2024-12-17	미국 소재 제약사	775	2030-10-02
2025-01-14	유럽 소재 제약사	1410	2030-12-30
2025-04-28	미국 소재 제약사	513	2031-12-31
2025-05-26	유럽 소재 제약사	175	2030-12-31
2025-05-26	아시아 소재 제약사	144	2033-12-31
2025-06-10	유럽 소재 제약사	75	2031-12-31
2025-08-26	유럽 소재 제약사	64	2031-12-31
2025-09-09	미국 소재 제약사	1295	2029-12-31

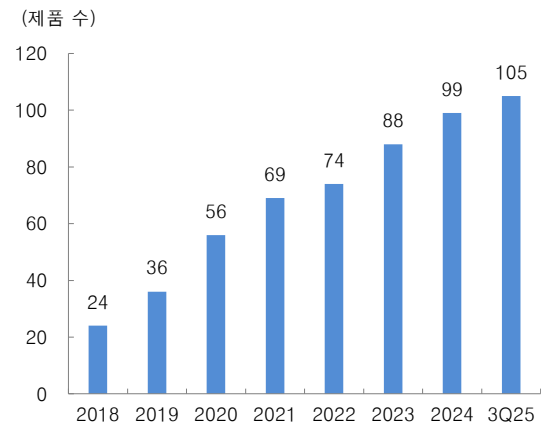
자료: Dart 전자공시시스템, 대신증권 Research Center

그림 4. 삼성바이오에피스 바이오시밀러 파이프라인 현황

First Mover / Second Mover												
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})	-
	US	-	Organon (^{'17})	Organon (^{'23})	Sandoz (^{'25})	Organon (^{'20})	Organon	-	Biogen (^{'22})	Biogen	Teva (^{'25})	-

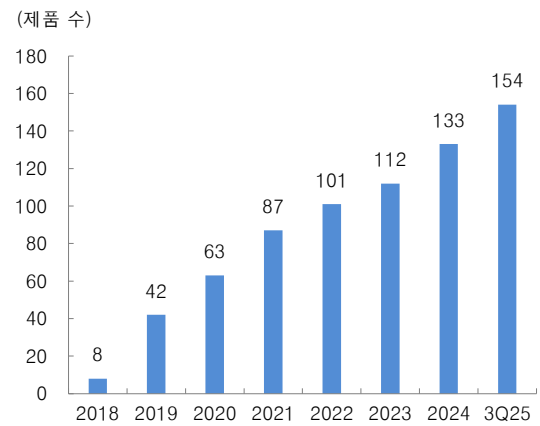
자료: 삼성바이오로직스, 대신증권 Research Center

그림 5. CMO 제품 수 (DS/DP)



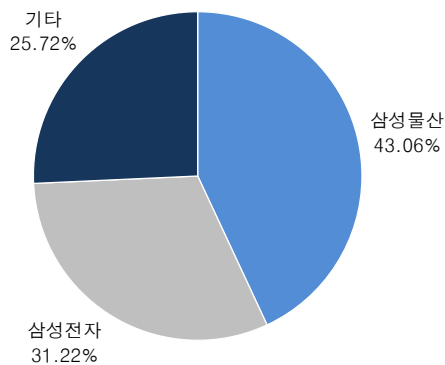
자료: 삼성바이오로직스, 대신증권 Research Center

그림 6. CDO 제품 수



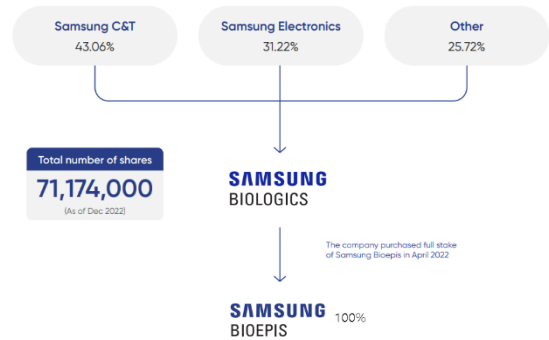
자료: 삼성바이오로직스, 대신증권 Research Center

그림 7. 주주 구성



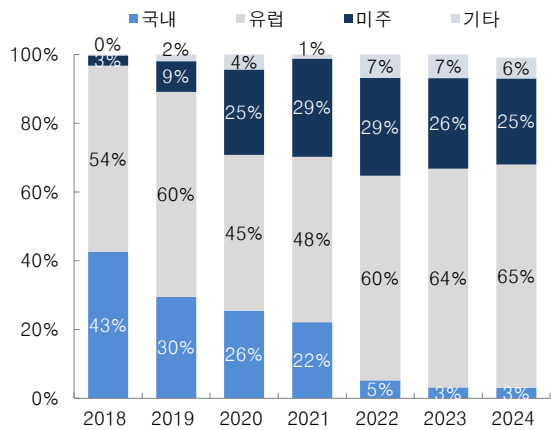
자료: 삼성바이오로직스, 대신증권 Research Center

그림 8. 삼성바이오로직스 지배 구조



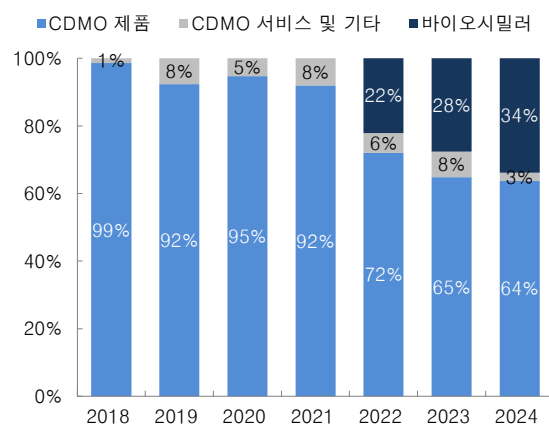
자료: 삼성바이오로직스, 대신증권 Research Center

그림 9. 지역별 매출 비중



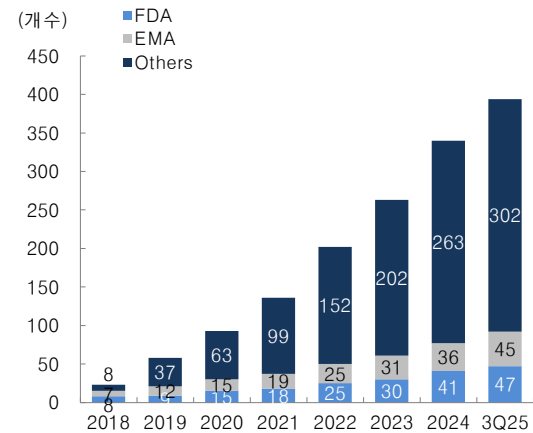
자료: 삼성바이오로직스, 대신증권 Research Center

그림 10. 유형별 매출 비중



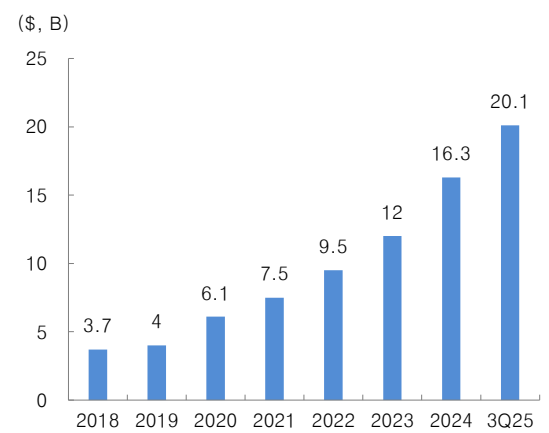
자료: 삼성바이오로직스, 대신증권 Research Center

그림 11. 해외 규제 기관 CMO 승인 현황



자료: 삼성바이오로직스, 대신증권 Research Center

그림 12. 연간 누적 수주 현황



자료: 삼성바이오로직스, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,939	3,497	4,463	5,430	6,341
매출원가	1,448	1,784	1,950	2,387	2,766
매출총이익	1,490	1,713	2,513	3,044	3,575
판매비와관리비	286	392	445	510	602
영업이익	1,204	1,321	2,068	2,533	2,974
영업외수익	41.0	37.8	46.3	46.7	46.9
EBITDA	1,459	1,620	2,382	2,878	3,341
영업외손익	20	81	19	5	-10
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	174	228	172	173	173
외환보통이익	0	0	0	0	0
금융비용	-150	-146	-152	-167	-181
외환보통손실	91	111	105	105	105
기타	-5	-1	-1	-1	-1
법인세비용차감전순이익	1,224	1,402	2,087	2,539	2,964
법인세비용	-278	-351	-523	-636	-743
계속사업순이익	946	1,051	1,564	1,903	2,221
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	946	1,051	1,564	1,903	2,221
당기순이익	32.2	30.1	35.0	35.0	35.0
비자비자분순이익	0	0	0	0	0
자비자분순이익	946	1,051	1,564	1,903	2,221
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	-1	-1	-1	-1
포괄순이익	942	1,042	1,555	1,894	2,212
비자비자분포괄이익	0	0	0	0	0
자비자분포괄이익	942	1,042	0	0	0

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	13,290	14,766	23,291	41,100	47,979
PER	842	946	768	435	373
BPS	115,753	130,397	160,572	274,033	322,012
PBR	9.7	10.7	11.1	6.5	5.6
EBITDAPS	20,500	22,768	35,478	62,175	72,171
EV/EBITDA	36.6	41.6	34.7	28.6	24.3
SPS	41,290	49,135	66,456	117,308	136,985
PSR	27.1	28.4	26.9	15.3	13.1
CFPS	21,268	23,773	36,589	63,787	73,784
DPS	0	0	0	0	0

재무비율	(단위 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증/감	206	190	27.6	21.7	16.8
영업이익 증/감	24.4	9.7	56.5	22.5	17.4
순이익 증/감	37.7	11.1	48.8	21.6	16.7
수익성					
ROIC	23.9	20.7	26.3	28.1	29.6
ROA	10.0	10.5	14.4	15.3	15.5
ROE	12.2	12.0	15.6	16.2	16.1
안정성					
부채비율	43.6	43.5	42.3	40.0	37.8
순차입금비율	-8.3	-1.7	-1.6	-4.9	-10.3
이자보상비율	21.6	38.8	44.0	41.1	39.0

자료: 삼성바이오로직스, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	4,070	3,992	4,888	6,297	8,151
현금및현금성자산	231	300	667	1,453	2,703
매출채권 및 기타채권	390	786	786	786	786
재고자산	1,679	1,883	2,403	2,924	3,414
기타유동자산	1,771	1,024	1,033	1,135	1,248
비유동자산	7,761	9,325	10,452	11,468	12,389
유형자산	3,543	5,048	5,553	5,945	6,241
관계기업투자지분	3,318	3,328	3,941	4,554	5,166
기타비유동자산	900	949	958	969	981
자산총계	11,831	13,317	15,340	17,765	20,539
유동부채	2,954	2,679	2,766	2,853	2,938
매입채무 및 기타채무	1,037	1,135	1,184	1,233	1,278
차입금	220	0	0	0	0
유동상채무	588	0	0	0	0
기타유동부채	1,109	1,544	1,581	1,620	1,660
비유동부채	638	1,357	1,792	2,227	2,695
차입금	120	918	1,335	1,753	2,171
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	519	439	456	474	524
부채총계	3,593	4,036	4,558	5,080	5,633
자비자분	8,239	9,281	10,783	12,685	14,906
자본금	178	178	116	116	116
자본잉여금	5,672	5,672	5,672	5,672	5,672
이익잉여금	2,399	3,450	5,014	6,916	9,137
기타자비자분	-11	-19	-19	-19	-19
비자비자분	0	0	0	0	0
자본총계	8,239	9,281	10,783	12,685	14,906
순차입금	-687	-157	-175	-619	-1,538

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,418	1,383	1,668	2,035	2,404
당기순이익	946	1,051	1,564	1,903	2,221
비현금항목의 가감	568	641	893	1,050	1,195
감가상각비	255	299	314	345	367
외환손익	7	-47	5	5	5
자본법정평가손익	0	0	0	0	0
기타	306	389	574	700	822
자산부채의 증감	118	-65	-270	-273	-245
기타현금흐름	-213	-244	-518	-645	-767
투자활동 현금흐름	-1,461	-1,181	-1,518	-1,447	-1,384
투자자산	-981	-613	-615	-615	-616
유형자산	-974	-1,297	-810	-729	-656
기타	494	729	-93	-103	-113
재무활동 현금흐름	-492	-154	212	275	275
단기차입금	170	-220	0	0	0
사채	-40	418	418	418	418
장기차입금	-39	0	0	0	0
유상증자	0	0	-62	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-583	-352	-143	-143	-143
현금의 증감	-527	69	368	785	1,250
기초 현금	758	231	300	667	1,453
기말 현금	231	300	667	1,453	2,703
NOPLAT	930	990	1,550	1,899	2,228
FCF	184	-34	1,053	1,513	1,939

[Compliance Notice]

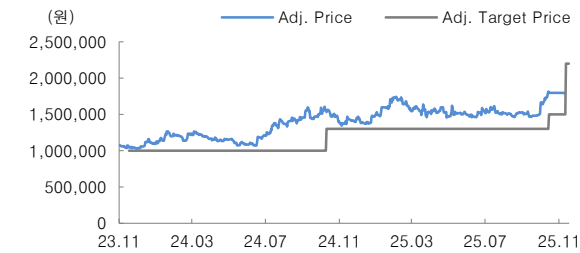
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이희영)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

삼성바이오로직스(207940) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.11.26	25.10.29	25.10.24	25.04.24	24.10.24	24.06.01
투자의견	Buy	Buy	6개월 경과	6개월 경과	Buy	6개월 경과
목표주가	2,200,000	1,500,000	1,300,000	1,300,000	1,300,000	1,000,000
과다율(평균%)		19.77	38.16	17.45	17.12	33.16
과다율(최대/최소%)		19.27	36.76	12.19	3.70	7.00
제시일자	23.12.01	23.12.01				
투자의견	Buy	Buy				
목표주가	1,000,000	1,000,000				
과다율(평균%)	15.45	6.70				
과다율(최대/최소%)	2.73	6.70				
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20251122)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	89.7%	10.3%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상