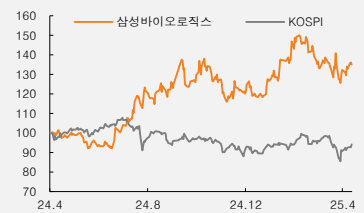


투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	1,350,000원
현재주가(25/4/23)	1,066,000원
상승여력	26.6%

영업이익(25F, 십억원)	1,814
Consensus 영업이익(25F, 십억원)	1,627
EPS 성장률(25F, %)	40.4
MKT EPS 성장률(25F, %)	24.5
P/E(25F, x)	51.4
MKT P/E(25F, x)	9.1
KOSPI	2,525.56
시가총액(십억원)	75,871
발행주식수(백만주)	71
유동주식비율(%)	25.4
외국인 보유비중(%)	13.1
베타(12M) 일간수익률	0.44
52주 최저가(원)	727,000
52주 최고가(원)	1,185,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-2.6	0.7	34.8
상대주가	1.9	3.6	40.0



[제약/바이오]

김승민
sm.kim.a@miraeasset.com

조세은

삼성바이오로직스

높아진 기대치를 대폭 상회하는 호실적

투자 의견 매수, 목표주가 135만원 유지

삼성바이오로직스 CDMO 가치 88조원, 삼성바이오에피스 시밀러 비즈니스 가치 8.8조원을 합산해 산정했다. 글로벌 CDMO 마켓 성장률 +8~10%로 예상되는 가운데, 탑티어 론자는 25F CDMO 부문 매출 성장률 가이드선스 +20%, EBITDA 마진을 30%로 제시하고 있다. 후지필름은 컨센서스 기준, 25F Bio CDMO 부문 매출 역성장, 한자릿수 대 EBITDA 마진이 예상되고 있다. 우리는 25F 삼성바이오로직스 CDMO 매출 성장 +28%, EBITDA 마진을 48%로 전망한다. 프리미엄의 근거다.

론자, 후지필름과 달리 미국 내 생산 시설이 없다는 점이 일부 우려사항으로 제기되고 있다. 이에 당사는 정책 변화 및 리스크를 면밀히 검토 중에 있다. 우리는 고객사와의 수주 계약이 체결될 경우 관세 관련 우려가 완화될 것으로 예상한다.

1Q25P Review 및 2025F 실적 전망

[삼성바이오로직스] 별도 기준, 1Q25P 매출액 9,995억원(+49% YoY), 영업이익 4,301억원(+85% YoY), 영업이익률 43%(+8.3%p YoY), EBITDA 마진을 51.4%(+5.9%p YoY)로 매출액은 컨센서스에 부합, 영업이익은 +13% 상회했다. 1, 2, 3공장 풀가동과 4공장 6만리터동 풀가동, 18만리터동 램프업, 강달려가 지속되었다. 영업이익 서프라이즈는 4공장 램프업과 환율 상승(매출 발생 환율과 원자재 매입 환율 차)에 따른 매출총이익률 상승(+9.4%p YoY)에 기인한다.

25년 매출액 4조 4,852억원(+28% YoY), 영업이익 1조 8,136억원(+32% YoY)을 예상한다. 1분기 호실적을 반영해 기존 추정치 대비 매출액 +0%, 영업이익 +4% 상향조정한다. 1, 2, 3공장 풀가동과 하반기 4공장의 18만리터동 풀가동을 예상한다. 당사는 1,400원 내외 환율 가정, 25년 매출 성장률 가이드선스 +20~25% 유지했다.

[삼성바이오에피스] 1Q25P 매출액 4,006억원(+43% YoY), 영업이익 1,280억원(+236 YoY), 영업이익률 31.9%(+18.3%p YoY)을 기록했다. 기존 제품 판매 호조, 고마진의 신제품(스텔라라 시밀러) 출시 효과로 호실적을 기록했다. 한편, 삼성바이오에피스까지 포함한 연결 기준 실적은 매출액 컨센서스를 +7%, 영업이익 +37% 상회했는데, 이는 에피스 호실적, 1Q25 예상되었던 내부거래 일부 2Q25 이연, 기존 내부거래 재고 판매에 따른 미실현 이익 인식 등 때문이다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	2,939	3,497	4,485	5,123	6,316
영업이익 (십억원)	1,204	1,321	1,814	1,999	2,381
영업이익률 (%)	41.0	37.8	40.4	39.0	37.7
순이익 (십억원)	946	1,051	1,476	1,660	1,958
EPS (원)	13,290	14,766	20,733	23,317	27,503
ROE (%)	12.2	12.0	14.7	14.3	14.6
P/E (배)	57.2	64.3	51.4	45.7	38.8
P/B (배)	6.6	7.3	7.1	6.1	5.3
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 별도 기준

자료: 삼성바이오로직스, 미래에셋증권 리서치센터

25년 매출액 1조 5,414억원(+0% YoY), 영업이익 3,413억원(-22% YoY)을 예상한다. 1분기 호실적을 반영해 기존 추정치 대비 매출액 +0%, 영업이익 +10% 상향조정한다. 마일스톤(2024년 약 2,700억원, 3Q25F 약 300억원)을 제외할 경우, 25F 매출 +19% 성장이 예상되는데, 이는 기존 시밀러 제품들의 판매 호조 및 신규 품목(솔리리스 및 스텔라라) 효과에 기인한다. 동사는 1,400원 내외의 환율 가정, 25년 매출 성장률 가이던스 +20%를 유지했다(마일스톤 제외).

컨퍼런스콜 주요 질의응답

[삼성바이오로직스]

Q1. 이번 분기 높은 수익성 달성 배경?

A. CDMO 및 바이오시밀러 사업의 고른 수익성 개선과 내부거래 관련 미실현 이익의 일부 실현 효과로 전년 동기 대비 큰 폭 상승. 로직스의 경우, 우호적 환율과 함께 4공장 안정적 램프업 영향. 4공장 18만 리터 설비는 1Q24 승인용 배치 중심의 생산으로 가동률이 다소 제한적이었으나, 올해는 상업 생산 비중과 가동 안정화로 유의미한 개선이 있었음. 램프업 순조롭게 진행 중이며 곧 풀 가동에 도달할 것으로 기대.

한편, 에피스의 경우 SB17(스텔라라 시밀러) 중심의 신규 출시 제품 판매 호조, 환율 효과, 판관비 감소가 복합적으로 작용. 내부거래와 관련해, 1Q25에 약 1,900억원 수준으로 예상했던 내부거래 매출 규모가 생산 일정 변경에 따라서 약 1,000억원 수준으로 당초 예상 대비 감소. 해당 감소분이 외부항 매출로 대체되는 긍정적 효과가 있었음. 또한, 바이오시밀러 제품 판매 증가로 미실현 이익 일부가 실현되어 연결 이익 증가에 추가 기여. 마지막으로, 연간 약 3,300억원 수준 예상했던 PPA 비용이 에피스의 일부 제품 출시 일정 조정으로 1Q25 인식 규모가 기존 계획 대비 감소한 점도 수익성 개선 요인 중 하나.

Q2. 수주 현황 및 향후 전망?

A. 지난 1월 유럽 소재 제약사와 창립 이래 최대 규모의 계약 체결. 이후 계속해서 다양한 글로벌 제약사들과 추가 협의 진행 중. 세부 사항 공개는 어렵지만, 현재 5공장 포함 전 공장을 대상으로 수주 협의가 순조롭게 이뤄지고 있음. 불확실성 속에서도 안정적인 파트너십을 바탕으로 수주 활동 지속. 수주 계약 특성상 체결 시점을 정확하게 예측하기는 어렵지만 최선을 다하는 중. 전년도 매출 수준의 수주 실적이 안정적 사업 운영에 필요하다 판단.

Q3. 5공장 및 제2 바이오 캠퍼스의 주요 특징점?

A. 제1 캠퍼스와 비교 시 통합 설계를 통해서 운영 효율성과 물류 흐름을 개선한 것이 가장 큰 차별점. 단지 중앙 내 생산 지원동을 배치하고 각 공장을 브릿지로 연결. 5공장은 자동화 및 시스템화를 도입, 생산 전반에서 효율성과 안정성을 동시 강화. 기존의 수작업 기반 프로세스에서 자동 운반 시스템, 화학 물질 공급의 자동화 등 도입. 운영 효율을 제고하고 생산 품질을 강화할 수 있을 것으로 예상되며, 중장기적 수익성 개선 효과 기대.

Q4. 이번 호실적에 내부거래 영향이 컸던 것으로 보이는데, 25년 가이드스 유지 여부?

A. 1Q25 호실적 이유는 환율, 시장 상황이 관촬았던 영향이 있었고, 내부거래가 줄어들면서 손익이 개선된 부분도 있음. 연결 마진을 전년 수준 또는 소폭 하락으로 전망한 바 있음. 다만, 아직 1분기가 지난 시점이기 때문에 경영 환경이 어떻게 바뀔지 알 수 없음. 분명한 것은 내부 경영상으로는 좋아지고 있음. 외부의 불확실성 임팩트가 관건이라 생각.

Q5. 내부거래 매출과 관련해서 이번 1Q에 줄어든 부분이 어떤 분기에 배분될지?

A. 내부거래가 계획을 통해 진행되지는 않음. 보통 에피스의 생산 주기가 있고, 이에 따라서 유동적으로 내부거래 금액이 변동. 올해는 작년보다는 내부 거래량이 좀 작은 것.

Q6. 관세 코멘트? 관세 영향에 따른 고객사의 선주문 및 연초 매출 집중이 있었는지?

A. 관세는 불확실한 상황. 의약품 관세는 부과되지 않았고, 어떤 방향인지에 대해서도 아는 바가 없음. 다만, 미국 정부에서 의약품에 대한 조사를 4월부터 개시. 향후 의약품에 대한 관세 도입 가능성을 시사하고 있는 만큼 잠재적 리스크를 모니터링 중.

한편, 이번 실적은 2~3년 전 수주에 대한 결과에 해당. 지금 실적은 현재의 수주와 관계가 없음. 현재의 수주는 2~3년 뒤 실적으로 나타날 부분.

Q7. 5공장 4월 가동 시작 관련, 공장 가동 영향?

A. 하반기까지는 상업 물량이 그렇게 많지는 않고, 시생산과 ER, PPQ 물량들을 생산함에 따라 초기에는 수익성이 좋지는 않을 것. 이후 램프업 상황에 따라서 수익성은 점차 좋아질 것으로 예상하고 있음. BEP가 되는 시점은 통상 2년 내로 보고 있는데, 이는 수주 상황에 따라서 변동이 있을 수 있음.

[삼성바이오에피스]

Q1. SB17(스텔라라 시밀러) 관련 법적 이슈에 대한 코멘트?

A. SB17과 관련된 오리지널사 존슨앤존슨과의 소송 건은 프라이빗 라벨 제품에 대한 가처분 신청 건. 오리지널사의 입장은 당사와의 계약 내용상 PBM 처방약 급여 관리 업체의 프라이빗 라벨 제품 판매 권한을 부여한 부분이 합의되지 않은 상황이며, 승인할 권리를 부여하지 않았다는 점. 소송 결과에 영향을 미칠 수 있어 자세한 내용은 언급이 어려움. 다만, 미국에 출시한 피즈치바 판매에는 영향이 없으며 소송을 통해 공개된 것과 같이 당사 제품에 대해 PBM과 프라이빗 라벨까지 준비하고 있음.

Q2. SB12(솔리리스 시밀러) SB16(프롤리아/엑스지바 시밀러) 출시 계획?

A. SB12는 4월 미국에서 테바와의 파트너십을 통해 출시. 출시 가격은 미국 시장 선점 위한 전략으로 오리지널 제품 도매가에서 30% 인하. 23년 7월 유럽에 이어 한국에서도 직접 판매를 통해 24년 4월 기존 오리지널 약가의 절반 수준으로 출시. 유럽에서는 높은 점유율을 유지하며 판매 성장 중이며, 주요 5개국에 이어 출시 지역 확대 노력 중.

또한, SB16의 경우 3월 한국에서 한미약품과 공동 판매 협약 체결. 미국, 유럽의 경우 수익성 극대화를 목표로 파트너십 협의 중. 향후 결정 사항 있을 시 공유드릴 것.

Q3. 피하주사(SC) 제형에 대한 개발 전략과 향후 계획?

A. 최근 바이오 의약품 산업에서 SC 제형에 관심이 많아진 상황. 시장 변화에 맞춰 SC 제형을 포함해 바이오시밀러 개발 전략 수립 중. 개발을 위해 필요한 역량을 보유하고 있는 만큼, 이를 바탕으로 제품 경쟁력 강화를 위해 SC 제형이 필요한 시점에 맞춰 검토 예정. 제품에 따라 추가 개발 옵션 고려하고 있음.

Q4. FDA에서 최근 바이오시밀러 임상3상 면제에 대한 내용이 나왔는데 관련 코멘트?

A. 미국과 유럽 모두 임상3상 면제 가능성을 이미 오픈한 상황으로 파악. 품질 및 안전성 데이터를 기반으로 한 3상 면제 가능성이 제시되었으며, 올해 9월까지 업계의 의견을 수렴할 계획. 실제 미국에서 타 경쟁 업체 중 한 회사가 3상의 조기 종료를 발표한 바 있음.

임상3상은 비용이 많이 들기 때문에 면제 시 경쟁사 심화 가능성이 있음. 다만, 같은 바이오시밀러를 개발한다 하더라도 시장에서 기존에 검증된 업체와 비즈니스를 하려는 곳이 많음. 기존까지 해왔던 제품 및 공급 안정성, 신뢰성 등을 고려할 경우 약간의 우위가 있지 않을까 생각. 이와 관련해서 현재까지 파트너사들과의 계약 변경 등은 아직 없는 상황.

Q5. 에피스 기준에서 관세 영향에 따른 1Q 조기 수주, 재고 비축 영향이 있었는지?

A. 신규 런칭이 있어 그 부분과 함께 시기가 맞아서 초기에 물량이 많이 간 부분은 일부 있음. 기존 제품에 있어서도 불확실성이 있기 때문에 대응책을 준비 중이고, 미국은 파트너사를 통해 판매를 하고 있기 때문에 파트너사들과 커뮤니케이션을 통해 대응 방안 협의 중.

표 1. 삼성바이오로직스 Valuation

내용 비교	
삼성바이오로직스	- 5공장 풀가동 예상되는 2029년 EBITDA의 현재가 2조 4,892억원(WACC 7.5%)
CDMO 가치(십억원)	87,782 - 타겟 EV/EBITDA 35x (론자 5개년 EV/EBITDA에 +50% 프리미엄) * 50% 프리미엄의 근거는 론자보다 높은 EBITDA 성장률과 EBITDA 마진율
삼성바이오에피스	- 12개월 선행 EV/EBITDA
시밀러 가치(십억원)	8,797 - 타겟 EV/EBITDA 21x (Viatris 바이오시밀러 사업 매각 EV/EBITDA에 +30% 프리미엄) * 30% 프리미엄의 근거는 시밀러 플레이어 글로벌 탐티어라는 점
순현금(십억원)	440
기업 가치(십억원)	97,018
발행주식 총수(천 주)	71,174
적정 주가(원)	1,363,117 * 1,350,000원
현재 주가(원)	1,066,000
상승 여력	26.6%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 삼성바이오로직스 1Q25 Review

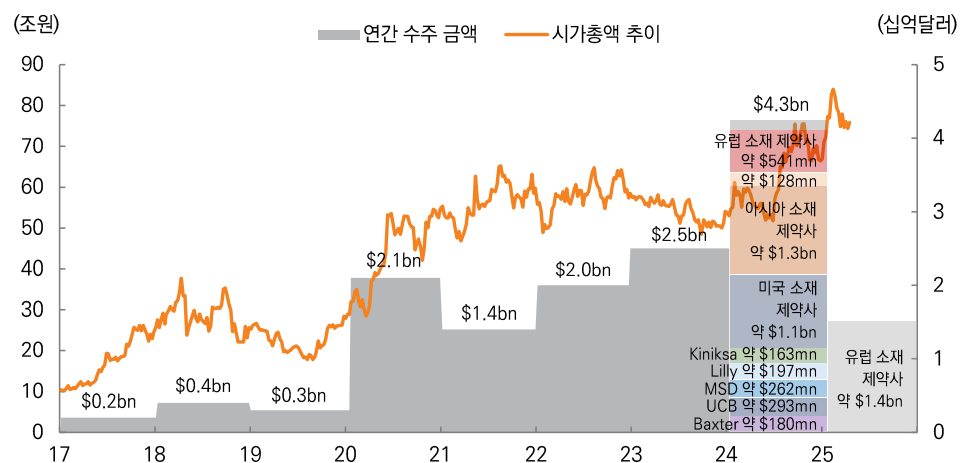
(십억원, %, %p)

	1Q24	4Q24	1Q25P			성장률	
			발표치	컨센서스	vs. 컨센서스	YoY	QoQ
매출액	669.5	950.4	999.5	1,012.2	-1.3	49.3	5.2
영업이익	232.7	314.7	430.1	379.9	13.2	84.8	36.7
영업이익률	34.8	33.1	43.0	37.5	5.5	8.3	9.9
순이익	183.6	271.3	331.4	312.7	6.0	80.5	22.2
순이익률	27.4	28.5	33.2	30.9	2.3	5.7	4.6

주: K-IFRS 별도 기준

자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 삼성바이오로직스 연간 수주(신규+금액 변경) 및 시가총액 추이



자료: Dart, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 삼성바이오로직스 분기 및 연간 실적 전망

(십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	669.5	810.2	1,067.1	950.4	999.5	1,133.7	1,194.6	1,157.4	2,938.8	3,497.2	4,485.2	5,123.5
YoY 성장률	13.3	27.2	20.9	14.8	49.3	39.9	11.9	21.8	20.6	19.0	28.3	14.2
1공장 매출액	85.2	88.2	99.5	99.5	106.8	118.1	111.1	107.3	388.8	394.0	443.8	462.5
2공장 매출액	218.1	248.0	292.5	260.5	270.4	303.2	303.2	275.8	1,023.1	1,071.5	1,175.1	1,198.5
3공장 매출액	223.4	286.2	368.8	327.8	320.1	335.4	343.5	312.1	1,169.1	1,302.9	1,322.6	1,310.1
4공장 매출액	50.6	48.0	129.8	220.8	263.0	317.0	376.7	402.2	153.9	661.6	1,498.0	1,740.0
5공장 매출액												282.6
서비스	28.7	24.8	27.2	30.6	50.0	60.0	60.0	60.0	278.7	111.3	230.0	320.0
매출총이익	300.4	405.4	521.7	485.5	542.0	589.5	597.3	567.1	1,490.4	1,713.0	2,295.9	2,627.2
YoY 성장률	2.4	28.8	14.9	13.3	80.4	45.4	14.5	16.8	24.2	14.9	34.0	14.4
매출총이익률	44.9	50.0	48.9	51.1	54.2	52.0	50.0	49.0	50.7	49.0	51.2	51.3
영업이익	232.7	329.2	444.7	314.7	430.1	460.6	477.8	445.1	1,204.2	1,321.4	1,813.6	1,999.3
YoY 성장률	-0.7	29.6	16.5	-5.8	84.8	39.9	7.4	41.4	24.4	9.7	37.2	10.2
영업이익률	34.8	40.6	41.7	33.1	43.0	40.6	40.0	38.5	41.0	37.8	40.4	39.0
EBITDA	304.5	401.7	526.2	388.1	507.1	538.3	565.1	523.8	1,459.1	1,620.5	2,134.3	2,286.2
YoY 성장률	5.6	27.8	16.9	-4.4	66.5	34.0	7.4	35.0	27.0	11.1	31.7	7.1
EBITDA 마진율	45.5	49.6	49.3	40.8	50.7	47.5	47.3	45.3	49.6	46.3	47.6	44.6
순이익	183.6	272.6	323.5	271.3	331.4	387.4	385.6	371.3	945.9	1,051.0	1,475.7	1,659.5
YoY 성장률	0.7	40.9	14.3	-5.5	80.5	42.1	19.2	36.8	37.7	11.1	40.4	12.5
순이익률	27.4	33.6	30.3	28.5	33.2	34.2	32.3	32.1	32.2	30.1	32.9	32.4

주: K-IFRS 별도 기준. 공장별 매출액은 추정치

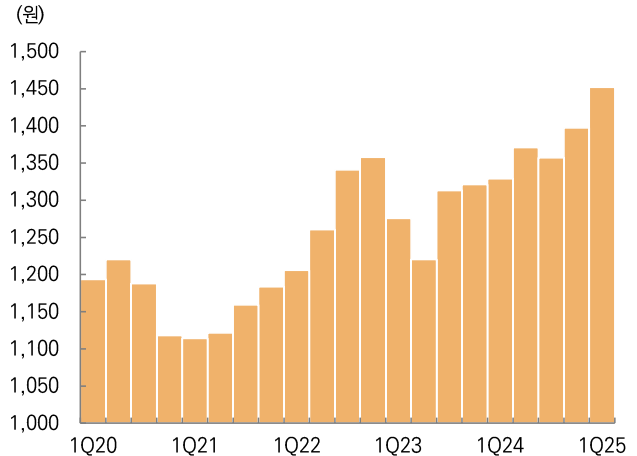
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 원달러 환율 추이



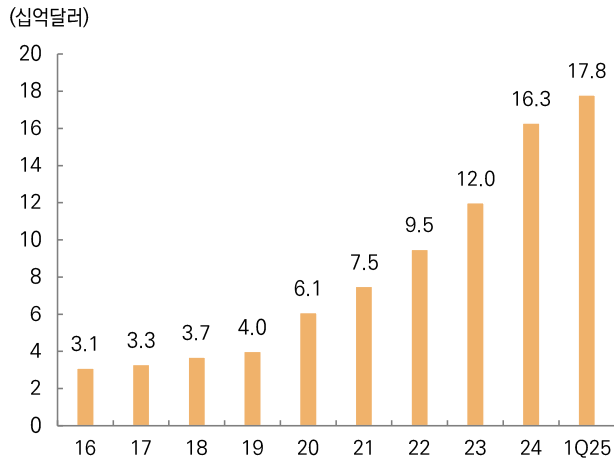
자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 분기 평균 원달러 환율 추이



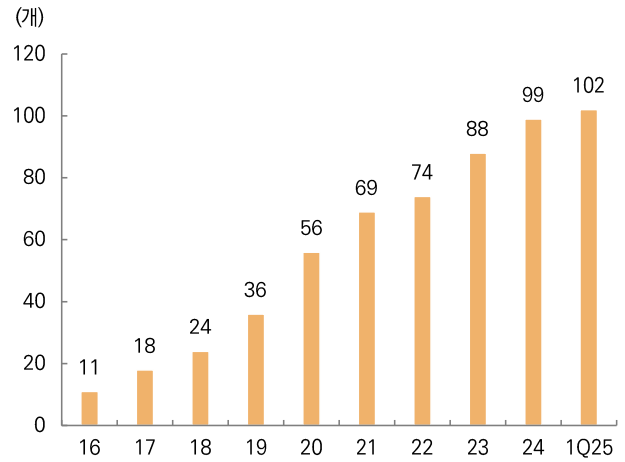
자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. CMO 누적 수주 금액



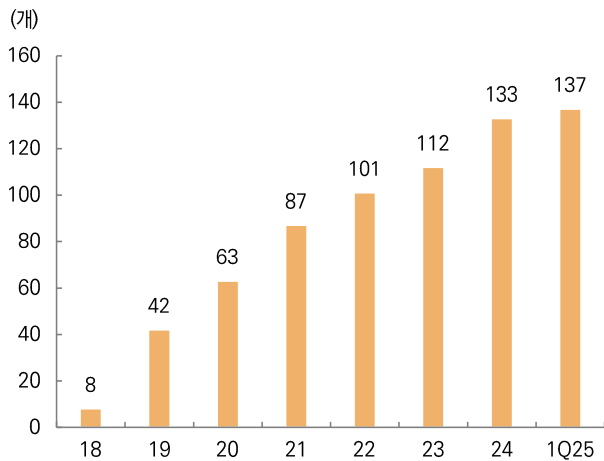
자료: 삼성바이오로직스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. CMO 누적 수주 제품 수(DS/DP)



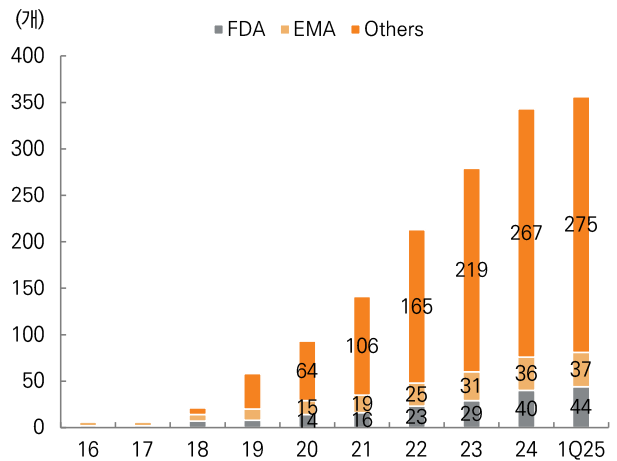
자료: 삼성바이오로직스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. CDO 누적 수주 제품 수



자료: 삼성바이오로직스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. CMO 누적 규제 기관 승인 현황



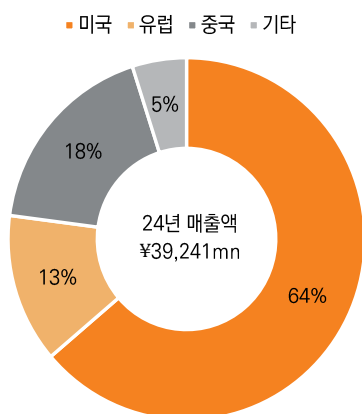
자료: 삼성바이오로직스, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. Biosecure Act 관련 업계 코멘트

회사	코멘트
Wuxi Apptec (중국 CDMO)	미국 법률과 규정을 오랫동안 엄격하게 준수하고 보안 프로토콜을 존중했기 때문에 우리는 제약 및 생명과학 산업에 가치있고 신뢰할 수 있는 기여자이자 미국 및 전 세계 고객의 신뢰할 수 있는 파트너로서 역할을 했음
Enzene Biosciences (인도 CDMO)	지정학적으로 지금은 매우 혼란스러운 상황. 때로는 이러한 혼란 속에서 올바른 위치에 있으면 기회가 있음. 내 생각에는 이것이 잘 되지 않을 경우를 대비해 지금 당장 대체 옵션을 걱정하고 찾고 있는 사람들이 분명히 있다고 생각. 그런것을 많이 보고 있음
Lonza (스위스 CDMO)	계약 제조의 경우 잠재적인 법률 변경이 잠재적으로 우리의 기회에 영향을 미칠 것이 분명하지만 그것이 무엇을 의미하는지는 살펴봐야 함. Biosecure와 관련해 고객과 매우 적극적으로 논의하고 있음. 우리는 북미 고객들로부터 국내 제조 요구 사항을 지원하기 위해 그들과 가까이 있는 것이 중요하다는 것을 인식하고 있음
삼성바이오로직스 (한국 CDMO)	우리는 특히 바이오 제조와 세포배양 분야에 많은 돈을 투자했고 대형 제약사들이 주목할 만큼 합리적인 역량을 갖추고 있음. 중장기적으로 지정학적 이슈가 없는 CDMO 기업들에 대한 수요가 지속될것이라 조심스레 추측. 단정짓기는 어렵지만, 최근들어 조금 더 다양한 고객사들로부터 CMO 및 CDO 문의가 들어오고 있는 상황
Charles River (미국 CDMO)	잠재적 영향을 평가하고 있음. 미국 기업은 여전히 중국 시장에서 활동하고 있으므로 국내에서 지원하는 방식을 인식하는 동시에 중국 시장이 상당히 중요한 시장이라는 것을 염두에 두어야 함
Twist Bioscience (미국 CDMO)	사람들이 자신의 중요한 IP를 외국의 적에게 전송하고 있다는 사실을 인지하거나 인식하도록 할 수 있는 기회가 있다면 그것은 가치있는 논의가 될 수 있음
Cellares (미국 CDMO)	BMS와 CAR-T 공급량 확장을 위해 \$380mn 규모 공급계약 체결. 바이오 보안법에 따라 엄청난 호재를 맞이. 수많은 잠재 고객사의 관심이 높아졌음
Evotec (독일 CDMO)	높은 위치에 머물고 있음. Wuxi의 임원들이 무엇을 하는지 잘 알고 있기 때문에 항상 그들을 존경받는 회사로 여김. 동시에 우리는 파트너와 고객에게 서비스를 제공하기위해 여기에 있을 것
Ginkgo Bioworks (미국 CDMO)	생물학적 위험을 탐지하는데 있어 경쟁업체인 BGI를 신뢰할 수 없음
Novartis (스위스 빅파마)	Biosecure가 통과되면 계약 개발 및 제조 조직에 기회가 있을 수 있음. 노바티스는 팬데믹 기간 동안 이 사업부를 출범시켰으며 생물의약품 제조를 빠르게 강화하고 있음
Merck (미국 빅파마)	Wuxi와 협력하고 있으며 미중관계 변화가 우리 사업에 해를 끼칠 수 있음. 지정학적 긴장이 고조되고 중국 내 회사 운영에 지장을 준다면 그러한 중단은 중대한 역효과를 초래할 수 있음
Enliven Therapeutics (미국 바이오텍)	Pharmaron이 금지되면 공급 중단에 직면할 것
Kyverna (미국 바이오텍)	Wuxi는 우리 주요 프로그램인 KYV-101의 셀 제조 및 테스트를 제공하는 유일한 업체. 제조 대안을 찾으면 비용이 증가하고 제품 생산 능력이 손상될 수 있음. 중단이나 지연으로 우리는 합리적인 가격으로 또는 전혀 구할수 없는 대체 공급원으로부터 유사한 공급품을 찾아야 할 수 있음
Cabletta Bio (미국 바이오텍)	Wuxi AppTec 자회사 간의 세포 제조 파트너십에 매우 의존적. Penn이나 Wuxi의 제조 능력이 입법 조치로 인해 감소되거나 지연되거나 제한된다면 이는 우리의 임상시험 등록에 부정적인 영향을 미칠 수 있음
Arcus Biosciences (미국 바이오텍)	Wuxi와 수백만달러의 관계를 맺고 있음. Zimberelimab 및 domvanalimab의 유일한 제조업체. 우리가 갖지 못할 위험이 증가하고 임상시험에 사용할 충분한 양의 연구용 제품을 확보하지 못할 수 있으며 이로인해 우리의 개발이 지연, 방지 또는 손상될 수 있음

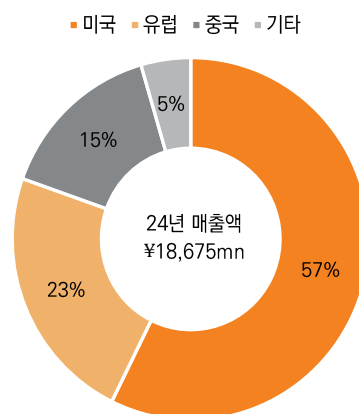
자료: Endpoints News, 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 우시애펙 24년 지역별 매출 비중



자료: Wuxi Apptec, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 우시바이오 24년 지역별 매출 비중



자료: Wuxi Biologics, 미래에셋증권 리서치센터

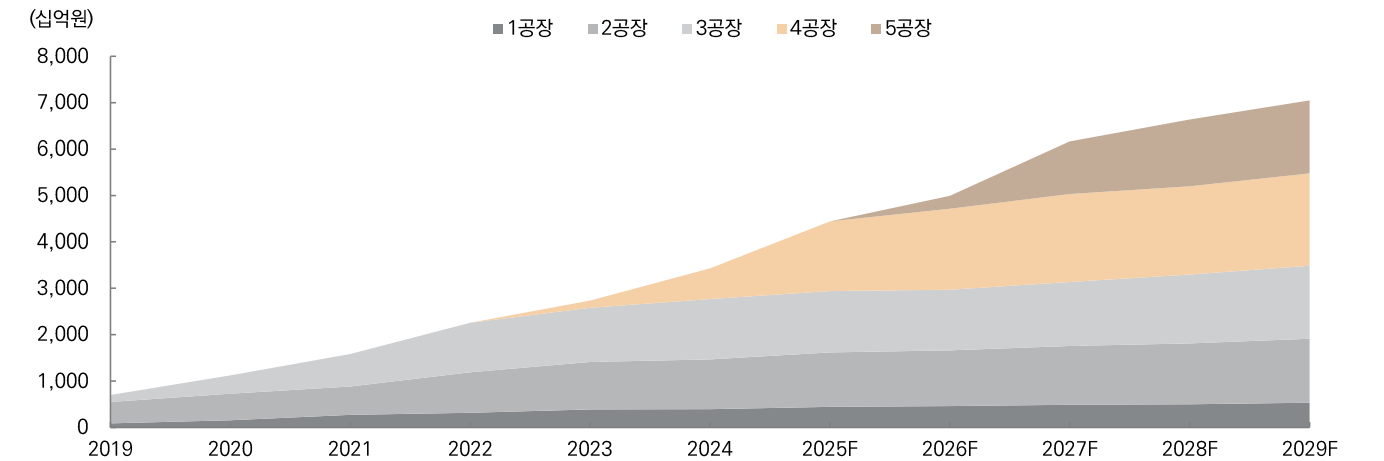
표 5. 삼성바이오로직스 연간 실적 전망

(십억원, %)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
매출액	702	1,165	1,568	2,437	2,939	3,497.2	4,485	5,123	6,316	6,984	7,421
YoY 성장률	30.9	66.0	34.6	55.4	20.6	19.0	28.3	14.2	23.3	10.6	6.3
1공장 가동률	87	156	273	318	389	394	444	462	491	502	533
	75%	80%	83%	86%	86%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
2공장 가동률	464	575	613	873	1,023	1,071	1,175	1,199	1,266	1,312	1,378
	73%	80%	80%	75%	85%	84%	83%	81%	82%	84%	84%
3공장 가동률	149	396	701	1,065	1,169	1,303	1,323	1,310	1,381	1,483	1,573
	23%	46%	76%	83%	83%	82%	83%	82%	81%	85%	85%
4공장 가동률					154	662	1,498	1,740	1,894	1,898	1,993
					13%	36%	75%	85%	85%	84%	84%
5공장 가동률								283	1,135	1,442	1,571
								15%	33%	65%	83%
서비스	53	62	126	176	279	111	230	320	380	420	460
영업이익	92	293	536	968	1,204	1,321	1,814	1,999	2,381	2,783	2,984
YoY 성장률		218.9	83.4	80.4	24.4	9.7	37.3	10.2	19.1	16.9	7.3
영업이익률	13.1	25.1	34.2	39.7	41.0	37.8	40.4	39.0	37.7	39.8	40.2
EBITDA	225	436	697	1,149	1,459	1,620	2,134	2,286	2,683	3,092	3,308
YoY 성장률	52.7	94.2	59.7	64.9	27.0	11.1	31.7	7.1	17.3	15.3	7.0
EBITDA 마진율	32.0	37.4	44.4	47.1	49.6	46.3	47.6	44.6	42.5	44.3	44.6

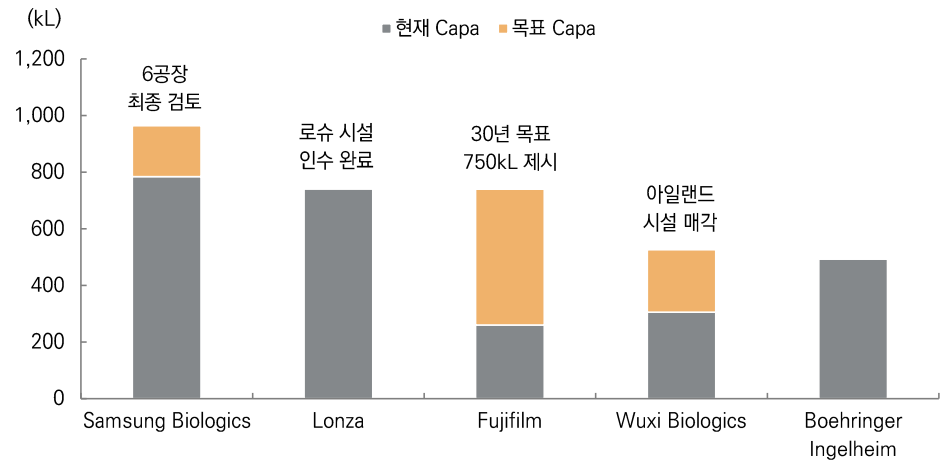
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 공장별 매출 추정



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 주요 CDMO 업체들의 현재 캐파 및 향후 증설 계획



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 6. 주요 CDMO 플레이어 포유동물세포 기반 바이오리액터 캐파 및 확장 계획

	현재	계획
삼성바이오로직스	한국 1공장: 5,000L x 6 2공장: 15,000L x 10, 1,000L x 4 3공장: 15,000L x 12 4공장: 15,000L x 12, 10,000L x 6 5공장: 15,000L x 12 (25년 4월 가동 예정)	한국 * 6공장(180,000L) 최종 검토 단계 (27년 완공 목표)
론자	미국 Portsmouth: 136,000L (20,000L x 5, 6,000L x 4) 2,000L x 8 (24년 11월 GMP 생산 제품 첫 출하) Vacaville: 330,000L (24년 10월 로슈 시설 인수 완료)	
	유럽 Visp: 20,000L x 6, 2,000L x 3, 1,000L x 3 Porrino: 10,000L x 4 Slough: 1,000L x 6 싱가폴 Tuas: 20,000L x 4, 2,000L x 2	유럽 Visp: 1,200L x 2 (28년 가동 목표)
후지필름 Diosynth	미국 NC: 20,000L 덴마크 Hillerød: 20,000L x 12	미국 NC: 20,000L x 16 (25~28년 가동 목표) 덴마크 Hillerød: 20,000L x 8 (26년 가동 목표)
우시바이오로직스	미국 Worcester/Cranbur: 16,000L/6,000L 독일 Wuppertal: 2,000L x 6 중국 Wuxi: 90,000L Chengdu: 48,000L Shijiazhuang: 48,000L Hebei: 48,000L Hangzeou: 23,000L (8,000L, 5000L x 3) Shanghai: 7,000L Suzhou: 7,000L	미국 Worcester: 36,000L (26년 가동 목표) 독일 Wuppertal: 2,000L x 6 싱가포르 Tuas: 120,000L (26년 가동 목표)
베링거인겔하임	유럽 Biberach: 15,000L x 16, 2,000L x 12 Vienna: 185,000L (including 15,000L x 9) 미국 Fremont: 15,000L x 2, 2,000L x 4 중국 Shanghai: 2,000L x 3	

자료: Bioprocess, 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

표 7. 글로벌 빅파마 미국 내 투자 발표 현황

기업	발표일	내용	투자금액
JNJ	24.10	- 노스캐롤라이나주 윌슨에 \$2bn 규모의 첨단 제조시설을 건설할 계획, 1H25 착공 예정 - 암, 면역질환 및 신경계 질환 치료를 위한 생물학적 제제의 생산 능력을 확장	\$2bn
	25.03	- 향후 4년간 미국에서 \$55bn 규모의 투자를 진행할 계획이라 발표 - 이번 \$55bn 규모에는 지난 24년 10월 발표한 윌슨 제조시설(\$2bn) 발표 포함 - 해당 시설 외 신규 첨단 제조시설 3곳 건설과 기존 시설의 확장이 있을 예정	\$55bn
Eli Lilly	20.01	- 노스캐롤라이나주 리서치 트라이앵글 파크(RTP)에 \$474mn을 투자해 첫 제조 시설 신설	\$474mn
	22.01	- 노스캐롤라이나주 콘코드에 신규 제조시설을 설립하기 위해 \$1bn 이상 투자할 계획 - 주사제 및 디바이스 생산 등 제조 역량 강화	\$1bn
	22.05	- 인디애나주 LEAP 레바논 혁신 지구에 신규 시설 2개 건립 계획 - 총 투자 규모는 \$2.1bn이며, 유전자 치료제 등 차세대 모달리티 치료제 제조 인프라 강화 목적	\$2.1bn
	23.01	- 노스캐롤라이나주 리서치 트라이앵글 파크(RTP) 제조시설 확장을 위해 \$450mn 추가 투자 - 2020년 이후 RTP 부지의 개발 및 확장에 \$1.7bn 사용	\$450mn
	23.04	- 인디애나주 LEAP 지역 내 기존 투자 계획에 \$1.6bn 추가로 확대, 2개 시설에 총 \$3.7bn 투자할 계획	\$1.6bn
	24.05	- 인디애나주 레바논 부지에 대한 신규 \$5.3bn 투자. 해당 부지 투자액은 기존 \$3.7bn에서 \$9bn으로 증가 - tirzepatide 주사제의 원료의약품(API) 생산 능력을 강화할 예정	\$5.3bn
	24.10	- 인디애나주 레바논 API 단지 인근에 위치한 Lilly Medicine Foundry 연구 및 생산 복합센터에 \$4.5bn 투자	\$4.5bn
	24.12	- 2024년 초 인수한 위스콘신주 케노샤 카운티 제조시설에 \$3bn 규모의 확장 투자 - 2025년부터 본격적인 공사에 착수할 예정	\$3bn
	25.02	- 미국 내 4개의 새로운 제조시설을 건설, 연내 4개 부지의 최종 위치 발표 예정이며, 향후 5년 내 생산 시작 기대 - 2020년 이후 미국 내 제조 투자 총액은 \$50bn 초과 - 이번 \$27bn 규모에는 2020~2024년 기존 투자(\$23bn) 발표가 반영되어 있음	\$27bn
Roche	25.04	- 향후 5년간 미국 내 총 \$50bn을 투자해 생산 및 연구개발 인프라를 확장할 계획 - 미국 8개 주의 24개 거점을 중심으로 투자 진행. 차세대 비만 치료제 포토폴리오 생산 위한 대규모 시설 구축	\$50bn
Novo Nordisk	24.06	- 노스캐롤라이나주 클레이튼에 두 번째 무균 충전 및 완제 생산 제조 시설 건설 발표 - 비만 및 기타 만성질환 치료용 주사제 생산 능력 확대 위해 \$4.1bn 투자	\$4.1bn
AstraZeneca	24.02	- 메릴랜드주 록빌에 차세대 세포 치료제 상업화를 위한 생산 거점 투자 - 초기에는 T세포 치료제 제조에 중점. 향후 기타 질환으로 확대 고려	\$300mn
	24.11	- 2026년 말까지 미국 내 연구 및 제조 인프라 확대 위해 \$3.5bn 투자 - 매사추세츠, 메릴랜드, 텍사스 등의 지역들을 포함하며 미국 내 입지를 전략적으로 확장	\$3.5bn
Amgen	21.06	- 오하이오주 뉴알바니에 제조공장 신설할 계획, 24년 가동 예정 - 바이알, 주사기 등 다양한 제품에 대한 최종 조립, 라벨링, 포장 등 담당	\$365mn
	21.08	- 노스캐롤라이나주 홀리 스프링스 원료 물질 제조 공장 건설에 \$550mn 투자	\$550mn
	24.12	- 노스캐롤라이나주 홀리 스프링스에 두 번째 원료 제조시설 신설 위한 확장 계획 발표 - 해당 지역에 대한 투자액은 \$1.5bn을 초과하게 되었음	\$1bn
Pfizer	18.07	- 미시간주 포티지에 주사제 의약품 생산 및 공급 능력 강화 위해 \$465mn 투자 - 무균 주사제 생산시설(Modular Aseptic Processing, MAP) 구축 계획	\$465mn
	19.08	- 노스캐롤라이나주 샌포드에 유전자 치료 생산시설 구축 위해 \$500mn 추가 투자	\$500mn
	21.12	- \$68.5mn 투자 규모의 노스캐롤라이나주 더럼 소재 신공장 개소 발표 - 유전자 치료 제조시설 중 하나로, 총 \$800mn이 투자된 프로젝트의 일환 - 해당 프로젝트는 더럼과 샌포드에 세 개의 첨단 유전자 치료 제조시설을 구축하는 것	\$68.5mn
	22.06	- COVID-19 경구 치료제 생산 위해 미시간주 칼라마주 시설에 \$120mn 투자 발표	\$120mn
	22.12	- 미시간주 칼라마주에 위치한 공장에 \$750mn 추가 투자 결정 - 2018년 \$465mn MAP1 투자에 이은 후속 투자(MAP2) - 2017년 이후 미국 제조 및 유통 네트워크에 \$5bn을 투자해온 바 있음	\$750mn
Merck	25.03	- 백신 생산능력 확대 위해 노스캐롤라이나주 더럼에 \$1bn 규모의 제조시설 개소 - 머크는 2028년까지 미국 내에 총 \$8bn을 추가 투자할 계획이라 밝혔음 - 2018년 이후 현재까지 \$12bn 이상을 미국 내 제조 및 R&D 확대에 투입	\$1bn
GSK	24.10	- 펜실베이니아주 마리에타에 \$800mn 규모의 자사 역사상 최대 규모의 제조 투자 발표 - 무균 액상 백신 및 의약품 제조 목적. 임상용 의약품 생산을 위한 플랜트 포함 - 2024년 말 착공. 원료 제조시설 2027년 말, 완제 의약품 제조시설 2028년 말 가동 목표 - 2017년 이후 미국 내 제조 역량에 \$1.3bn을 투자해왔음	\$800mn

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

표 8. 삼성바이오에피스 연간 실적 전망

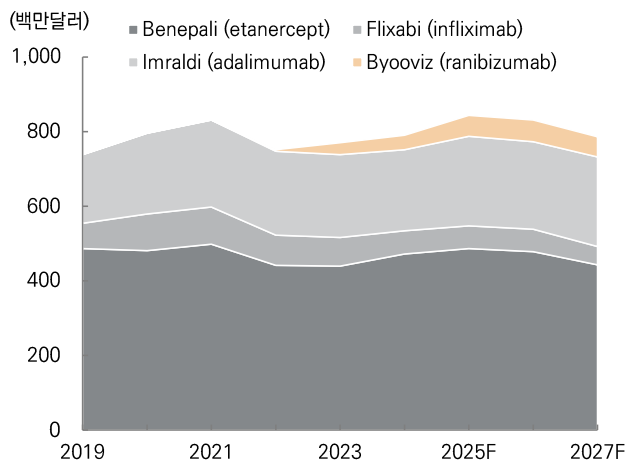
(백만달러, 십억원, %)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F
Benepali (etanercept)	486	481	498	441	439	472	486	478
Flixabi (infliximab)	68	98	99	81	77	62	61	60
Imraldi (adalimumab)	184	217	233	225	222	217	240	235
Byooviz (ranibizumab)				4	32	39	56	58
Renflexis (infliximab)	97	152	186	226	278	285	290	305
Ontruzant (trastuzumab)	83	134	126	122	155	160	140	135
Brenzys (etanercept)	73	66	63	75	73	90	85	80
Aybintio (bevacizumab)			36	39	43	35	36	37
Hadlima (adalimumab)			15	19	44	140	175	200
Pyzchiva (ustekinumab)						5	60	120
Epysqli (eculizumab)						6	50	80
파트너 합	991	1,127	1,256	1,262	1,363	1,511	1,679	1,788
삼성바이오에피스 매출액	766	777	846	946	1,020	1,538	1,541	1,616
YoY 성장률	107.7	1.5	8.8	11.8	7.8	50.7	0.2	4.8
영업이익	123	145	192	232	205	435	341	363
YoY 성장률	-219.5	18.1	32.3	20.7	-11.3	112.0	-21.6	6.2
영업이익률	16.0	18.7	22.7	24.5	20.1	28.3	22.1	22.4
EBITDA	177	203	257	278	255	489	398	423
YoY 성장률	-396.1	15.1	26.3	8.2	-8.1	91.7	-18.7	6.3
EBITDA 마진율	23.1	26.1	30.3	29.3	25.0	31.8	25.8	26.2

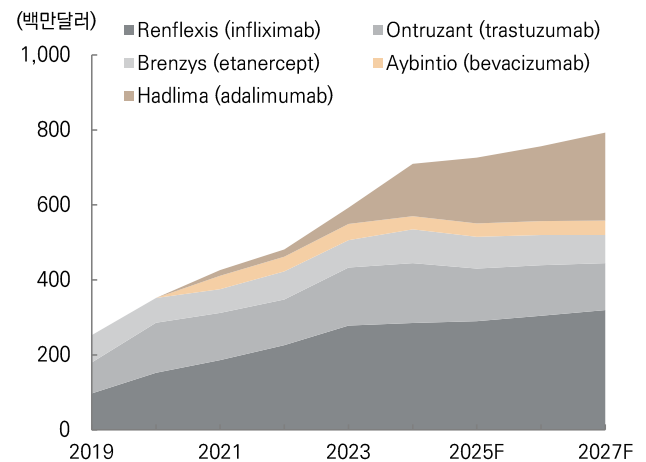
자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 삼성바이오에피스 파트너 바이오젠 시밀러 실적 전망

그림 13. 삼성바이오에피스 파트너 오가논 시밀러 실적 전망

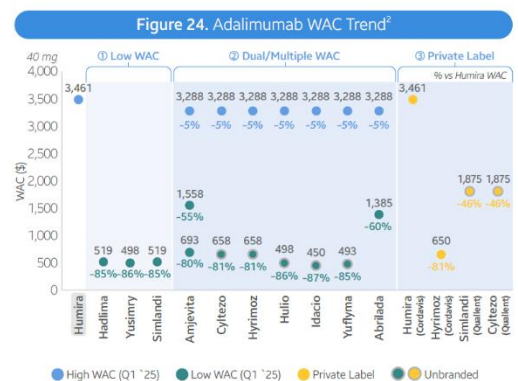
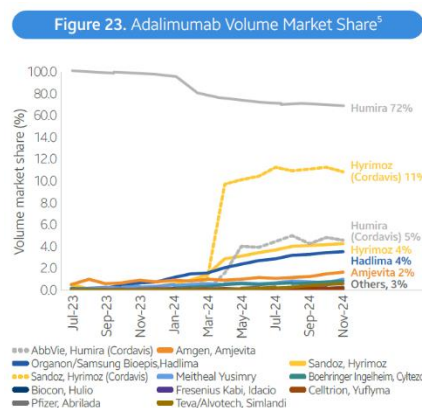


자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 미국시장 adalimumab(오리지널 휴미라) 시장 점유율 및 시밀러들의 출시가격(WAC) 비교



자료: 삼성바이오에피스, 미래에셋증권 리서치센터

표 9. CDMO Valuation Table

(십억원, %)

사명	시총 (조원)	매출액		영업이익		영업이익률		순이익		ROE(%)		P/E(x)		P/B(x)		PSR(x)		EV/EBITDA(x)	
		FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2
삼성바이오로직스	76.5	5,657	6,528	1,658	2,020	29.3	30.9	1,312	1,603	10.8	11.7	58.3	47.7	6.3	5.6	13.5	11.7	34.3	28.8
Lonza	67.4	13,466	14,936	2,635	3,110	19.6	20.8	1,875	2,268	11.9	13.1	33.4	27.9	4.0	3.7	5.1	4.6	19.5	16.9
WuXi AppTec	28.3	8,382	9,451	2,638	3,000	31.5	31.7	2,261	2,534	17.3	17.1	12.8	11.3	2.2	1.9	3.6	3.2	8.7	7.3
WuXi Biologics	16.2	4,117	4,747	1,115	1,320	27.1	27.8	790	948	8.1	8.7	20.8	17.5	1.7	1.5	3.9	3.4	10.4	8.7
Genscript Biotech	4.2	1,315	1,140	368	125	28.0	11.0	270	215	4.7	3.7			0.7	0.7	3.3	3.8		
평균						27.1	24.5			10.6	10.8	31.3	26.1	3.0	2.7	5.9	5.3	18.2	15.4

자료: Factset 컨센서스, 미래에셋증권 리서치센터

표 10. 바이오시밀러 Valuation Table

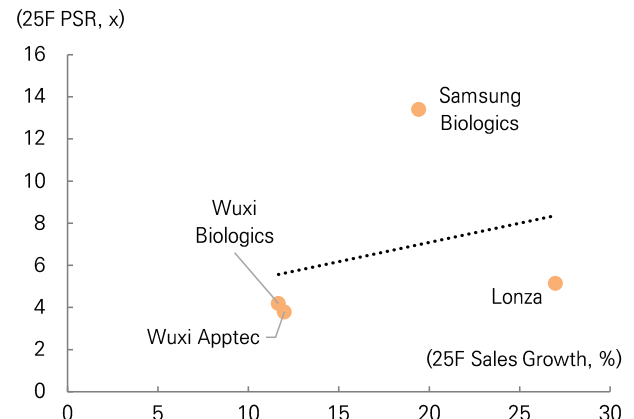
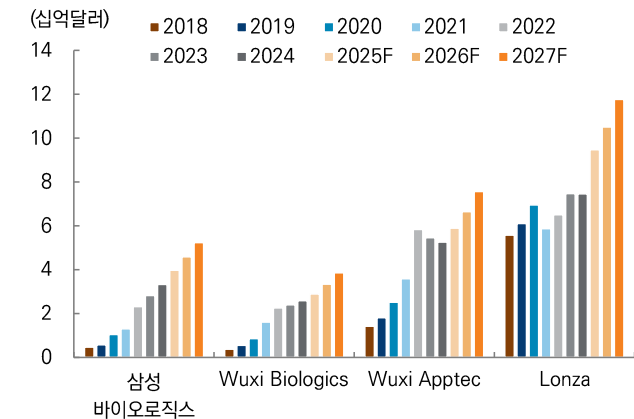
(십억원, %)

사명	시총 (조원)	매출액		영업이익		영업이익률		순이익		ROE(%)		P/E(x)		P/B(x)		PSR(x)		EV/EBITDA(x)	
		FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2
셀트리온	33.3	4,486	5,434	1,313	1,852	29.3	34.1	1,058	1,483	5.8	7.5	32.3	23.3	1.9	1.7	7.8	6.5	20.1	14.8
Viatis	13.0	19,593	19,867	5,229	5,535	26.7	27.9	3,784	4,059	13.5	14.2	3.5	3.2	0.5	0.5	0.7	0.7	5.3	4.9
Biocon	6.7	2,490	2,943	232	367	9.3	12.5	30	145	0.9	3.9	195.8	45.7	1.8	1.8	2.7	2.3	18.0	13.3
Organon	4.1	8,931	8,923	2,555	2,618	28.6	29.3	1,403	1,493			2.9	2.8			0.5	0.5	5.7	5.2
Luye pharma	1.3	1,258	1,380	278	325	22.1	23.5	110	140	3.8	4.6	12.1	9.5	0.5	0.4	1.1	1.0	3.2	2.7
Coherus	0.2	145	157	-248	-212			-3	-202							1.2	1.1		
평균						23.2	25.5			6.0	7.6	49.3	16.9	1.2	1.1	2.3	2.0	10.5	8.2

자료: Factset 컨센서스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. 주요 CDMO 업체들 매출 추이 및 전망(컨센서스)

그림 16. 25년 매출 성장 및 PSR 매트릭스(컨센서스)

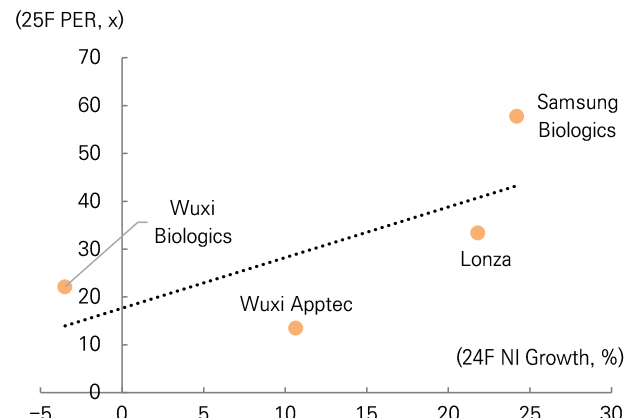
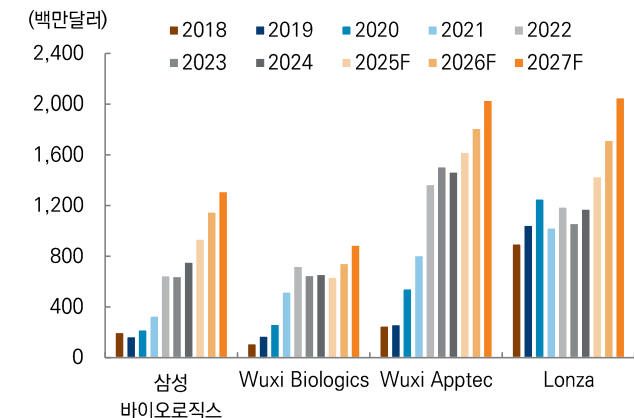


자료: Factset 컨센서스, 미래에셋증권 리서치센터

자료: Factset 컨센서스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 17. 주요 CDMO 업체들 순이익 추이 및 전망(컨센서스)

그림 18. 25년 순이익 성장 및 PER 매트릭스(컨센서스)



자료: Factset 컨센서스, 미래에셋증권 리서치센터

자료: Factset 컨센서스, 미래에셋증권 리서치센터

표 11. 삼성바이오로직스 공급계약체결 내역

(백만원)

계약상대	계약일/정정일	시작일	종료일	계약금액	내용
유럽 소재 제약사	2025-01-14	2024-12-13	2030-12-31	2,074,695	의약품 위탁생산계약
미국 소재 제약사	2024-12-17	2024-12-17	2030-10-02	111,268	의약품 위탁생산계약
유럽 소재 제약사	2024-11-20	2024-11-14	2031-12-31	177,967	의약품 위탁생산계약
유럽 소재 제약사	2024-11-20	2024-11-14	2031-12-31	752,432	의약품 위탁생산계약
아시아 소재 제약사	2024-10-22	2024-10-22	2037-12-31	1,702,804	의약품 위탁생산계약
아시아 소재 제약사	2024-09-13	2023-06-02	2028-12-31	119,113	2023-06-02 계약 최초 체결 시 공시기준 금액 미달로 금번 신규공시
Merck Sharp & Dohme	2024-03-12	2024-03-01	2032-12-31	92,769	의약품 위탁생산계약
	2024-04-04			247,343	고객사 제품의 상업화 성공에 따른 금액 변경
아시아 소재 제약사	2023-11-28	2019-08-01	-	588,782	기존 체결 계약의 생산물량 추가 건
SWORDS LABORATORIES	2023-09-17	2023-09-17	2030-12-31	321,261	의약품 위탁생산계약
	2023-09-25			359,296	계약금액 변경
Pfizer Ireland Pharmaceuticals	2023-06-07			535,005	의향서 체결
	2023-07-03	2023-06-30	2029-12-31	922,747	본계약 체결
미국 소재 제약사	2023-06-03			147,284	의향서 체결
	2024-07-02	2024-06-27	2030-12-31	1,463,679	본계약 체결
Kiniksa Pharmaceuticals	2023-05-30			107,514	의향서 체결
	2024-06-25	2024-06-21	2031-12-31	211,468	본계약 체결
Pfizer Ireland Pharmaceuticals	2023-02-28	2023-02-20	2029-12-31	240,993	의약품 위탁생산계약
	2023-07-04			495,278	계약금액 변경
GlaxoSmithKline Trading Service	2022-10-20	2022-10-11	2030-12-31	420,667	의약품 위탁생산계약
Novartis Pharma AG	2022-06-07			100,529	의향서 체결
	2023-07-07	2023-01-01	2028-12-31	511,058	본계약 체결
Eli Lilly Kinsale	2022-03-28	2019-12-20	2029-12-31	112,134	2019-12-20 계약 최초 체결
	2023-03-06			327,826	계약금액 변경
	2024-05-08			584,071	계약금액 변경
MSD International Business GmbH	2021-09-29			49,065	의향서 체결
	2022-07-02	2022-07-01	2028-12-31	276,829	본계약 체결
	2022-10-31		2030-12-31	341,171	계약금액 증가
FibroGen	2020-09-18			-	기술이전 계약
	2020-11-09	2020-09-18	2022-12-31	57,859	본계약 체결
AstraZeneca UK	2020-06-23			380,976	의향서 체결
	2020-09-21	2020-06-23	2028-12-31	366,327	의약품 위탁생산계약
AstraZeneca AB	2021-05-13			439,308	수주물량 증가 및 계약상대 변경에 따른 정정
F.Hoffmann-La Roche	2020-06-08			246,233	의향서 체결
	2021-01-15	2020-06-01	2024-12-31	222,548	본계약 체결
	2023-06-05		2027-12-31	234,433	계약금액 및 계약기간 변경
	2024-11-18		2028-12-31	241,384	계약금액 및 계약기간 변경
	2020-06-06			43,254	의향서 체결
	2021-01-15	2020-06-01	2024-12-31	39,094	본계약 체결
	2021-09-26			234,199	수주물량 증가에 따른 정정
	2021-09-28			444,356	수주물량 증가에 따른 정정
	2021-12-15			605,330	수주물량 증가에 따른 정정
	2024-11-18		2025-12-31	605,330	계약기간 변경
미국 소재 제약사	2020-05-22			184,170	의향서 체결
	2020-07-27	2020-07-21	-	179,490	본계약 체결
Eli Lilly and Company	2020-10-28			179,490	계약상대 공개에 따른 정정
	2021-11-17		2026-08-30	321,108	수주물량 증가에 따른 정정

계약상대	계약일/정정일	시작일	종료일	계약금액	내용
GlaxoSmithKline Trading Services	2020-04-21			48,472	의향서 체결
	2020-05-21	2020-05-21	2027-12-31	283,931	본계약 체결
	2020-12-22			318,678	수주물량 증가에 따른 정정
	2021-11-22		2028-12-31	508,742	계약물량 변동
	2022-02-08			620,496	계약물량 변동
	2023-02-06			666,686	계약금액 변경
	2023-04-26			706,024	계약금액 변경
	2023-07-31			725,694	계약금액 변경
Vir Biotechnology	2020-04-09			441,829	의향서 체결
	2020-08-05			441,829	의향서 정정(생산제품 계약주체 변경에 따른 계약상대 정정)
GlaxoSmithKline Trading Services	2020-04-09	2020-04-09	2022-12-31	439,371	본계약 체결
	2021-11-22			254,617	계약물량 변동(변동 금액은 고객사와의 다른 계약금액 증가로 대체)
	2022-02-08			232,311	계약물량 변동(변동 금액은 고객사와의 다른 계약금액 증가로 대체)
	2022-03-15		2023-12-31	270,765	계약물량 변동
	2023-02-06		2024-12-31	257,732	계약물량 변동(변동 금액은 고객사와의 다른 계약금액 증가로 대체)
	2023-04-26			219,492	계약물량 변동(변동 금액은 고객사와의 다른 계약금액 증가로 대체)
미국 소재 제약사	2020-03-31			-	의향서 체결
	2020-11-03	2020-10-28	2030-12-31	18,281	본계약 체결
	2023-12-26			32,528	계약금액 변경
스위스 소재 제약사	2019-12-24	2019-12-24	2020-12-31	52,331	의약품 위탁생산계약
미국 소재 제약사	2019-12-03	2019-12-03	-	55,193	의약품 위탁생산계약
	2020-11-10		2024-12-31	68,698	수주물량 증가에 따른 정정
	2024-12-18		2026-12-31	68,698	계약기간 연장
아시아 소재 제약사	2019-11-28	2019-11-28	-	22,497	의약품 위탁생산계약
	2023-11-28			64,732	계약금액 변경
H. Lundbeck A/S	2019-09-27	2019-09-27	-	19,280	의약품 위탁생산계약
	2021-12-02		2031-12-31	33,604	수주물량 증가
유럽 소재 제약사	2019-05-17	2019-05-17	-	40,251	의약품 위탁생산계약
UCB	2019-08-30			40,251	계약상대 공개에 따른 정정
아시아 소재 제약사	2019-05-14	2019-05-14	-	35,221	의약품 위탁생산계약
	2023-11-28			50,525	계약금액 변경
아시아 소재 제약사	2019-04-26	2019-04-26	-	19,863	의약품 위탁생산계약
	2023-11-28			48,948	계약금액 변경
아시아 소재 제약사	2019-04-26	2019-04-26	-	37,061	의약품 위탁생산계약
	2023-11-28			122,405	계약금액 변경
미국 소재 제약사	2019-04-01	2019-04-01	2027-12-31	35,531	의약품 위탁생산계약
Cytodyn	2019-04-02			35,531	계약상대 공개에 따른 정정
	2020-07-27			57,060	계약조건 변경에 따른 확정 계약금액 증가
	2024-01-08		2024-01-05	57,060	계약 서비스 이행 완료에 따른 조기 종료
미국 소재 제약사	2018-12-18	2018-12-18	2021-12-31	22,519	포괄계약 형태의 Master Development Services Agreement 체결
	2020-08-04			27,518	수주물량 증가에 따른 정정
미국 소재 제약사의 스위스 자회사	2021-05-06		2023-12-31	40,464	수주물량 증가에 따른 정정 및 추가계약에 대한 계약상대방 변경
	2021-11-17		2029-12-31	51,923	수주물량 증가에 따른 정정
Immunovant Sciences	2021-11-30			51,923	계약상대 공개
Immunomedics	2018-09-11	2018-09-11	2025-12-31	34,558	의약품 위탁생산계약
	2020-04-23			184,460	고객사 계약제품의 개발 성공에 따른 계약확정금액 증가
Gilead Sciences	2021-06-07			300,587	인수완료에 따른 계약상대방 변경 및 물량 증가에 따른 계약금액 변경
아시아 소재 제약사	2018-08-14	2018-08-14	-	144,610	의약품 위탁생산계약

계약상대	계약일/정정일	시작일	종료일	계약금액	내용
글로벌 제약사의 스위스 소재 자회사	2018-04-30	2018-04-30	-	411,044	의약품 위탁생산계약
	2021-01-20		2025-12-31	483,671	수주물량 증가에 따른 정정
	2023-08-29		2027-12-31	491,976	계약금액 및 계약기간 변경
미국 소재 제약사	2018-02-21	2018-02-21	-	17,859	의약품 위탁생산계약
	2018-08-20			19,950	변경계약에 따른 계약금액 증가
	2019-02-12			24,133	변경계약에 따른 계약금액 증가
TG Therapeutics	2021-04-26		2026-12-31	54,102	수주물량 증가에 따른 정정
아시아 소재 제약사	2018-02-01	2018-02-01	2018-12-31	112,431	의약품 위탁생산계약
미국 소재 제약사	2017-11-08	2017-11-08	-	8,018	의약품 위탁생산계약
Checkpoint Therapeutics	2020-10-06		2022-11-09	8,018	추가생산 계약 체결에 따른 계약상대 및 기간 공개
	2020-10-06	2020-10-02	2030-10-02	22,934	추가생산 계약 체결건
	2024-12-17		2024-12-17	22,934	계약 이행 완료에 따른 계약 종료일 변경
유럽 소재 제약사	2017-09-06			10,529	의향서 체결
	2018-06-01	2017-09-05	-	10,018	본계약 체결. Master Service Agreement 체결에 따른 첫 제품
Ichnos Sciences	2019-11-05			16,251	추가생산 계약에 따른 계약금액 변경 및 계약상대 공개에 따른 정정
유럽 소재 제약사	2017-07-20	2017-07-20	-	15,731	의약품 위탁생산계약
미국 소재 제약사	2018-07-13			16,811	고객사의 생산 제품권리 이전에 따른 계약상대 및 계약금액 변경
Baxter Healthcare Corporation	2024-06-18		2034-12-31	250,866	계약금액 변경
Sun Pharma Global FZE	2017-07-04	2017-07-04	-	63,563	의약품 위탁생산계약
유럽 소재 제약사	2017-05-04			47,098	의향서 체결
	2017-12-21	2017-12-21	-	45,107	본계약 체결
UCB	2019-08-30			45,107	계약상대 공개에 따른 정정
	2024-03-06		2030-12-31	427,003	계약금액 변경
스위스 소재 제약사	2017-01-25	2016-12-20	2018-12-31	8,581	의약품 위탁생산계약
Cilag GmbH International	2016-11-15	2016-11-15	-	306,636	의약품 위탁생산계약
	2020-07-06			341,042	계약 변경에 따른 확정 계약금액 증가
	2022-07-19			436,018	계약금액 증가
	2025-03-31		2025-03-31	436,018	계약이행 완료에 따른 계약 종료일 공개

주: 24-25년 공시 하이라이트 및 의향서 체결 음영

자료: Dart, 미래에셋증권 리서치센터

삼성바이오로직스 (207940)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	3,497	4,485	5,123	6,316
매출원가	1,784	2,189	2,496	3,072
매출총이익	1,713	2,296	2,627	3,244
판매비와관리비	392	482	628	864
조정영업이익	1,321	1,814	1,999	2,381
영업이익	1,321	1,814	1,999	2,381
비영업손익	81	31	75	119
금융손익	20	31	75	119
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	1,402	1,845	2,074	2,500
계속사업법인세비용	351	369	415	542
계속사업이익	1,051	1,476	1,660	1,958
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	1,051	1,476	1,660	1,958
지배주주	1,051	1,476	1,660	1,958
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	1,042	1,476	1,660	1,958
지배주주	1,042	1,476	1,660	1,958
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	1,620	2,134	2,286	2,667
FCF	86	1,853	1,983	2,313
EBITDA 마진율 (%)	46.3	47.6	44.6	42.2
영업이익률 (%)	37.8	40.4	39.0	37.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	30.1	32.9	32.4	31.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	3,992	5,997	7,899	10,059
현금 및 현금성자산	300	1,261	2,489	0
매출채권 및 기타채권	0	0	0	0
재고자산	1,883	2,415	2,759	3,401
기타유동자산	1,809	2,321	2,651	6,658
비유동자산	9,325	9,673	9,998	10,855
관계기업투자등	3,328	4,269	4,876	6,011
유형자산	5,048	4,742	4,472	4,202
무형자산	65	50	33	17
자산총계	13,317	15,671	17,897	20,914
유동부채	2,679	3,436	3,925	4,839
매입채무 및 기타채무	852	1,093	1,248	1,539
단기금융부채	137	176	201	248
기타유동부채	1,690	2,167	2,476	3,052
비유동부채	1,357	1,478	1,556	1,701
장기금융부채	930	930	930	930
기타비유동부채	427	548	626	771
부채총계	4,036	4,914	5,481	6,540
지배주주지분	9,281	10,757	12,416	14,374
자본금	178	178	178	178
자본잉여금	5,672	5,672	5,672	5,672
이익잉여금	3,450	4,926	6,585	8,543
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	9,281	10,757	12,416	14,374

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	1,383	1,853	1,983	2,313
당기순이익	1,051	1,476	1,660	1,958
비현금수익비용가감	641	659	627	710
유형자산감가상각비	286	306	270	270
무형자산상각비	13	15	17	17
기타	342	338	340	423
영업활동으로인한자산및부채의변동	-65	57	37	69
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-367	0	0	0
재고자산 감소(증가)	-261	-532	-344	-642
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	210	49	32	59
법인세납부	-277	-369	-415	-542
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,181	-268	-173	-323
유형자산처분(취득)	-1,297	0	0	0
무형자산감소(증가)	-27	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	761	-268	-173	-323
기타투자활동	-618	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-154	39	25	47
장단기금융부채의 증가(감소)	-164	39	25	47
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	10	0	0	0
현금의 증가	69	962	1,228	902
기초현금	231	300	1,261	2,489
기말현금	300	1,261	2,489	3,390

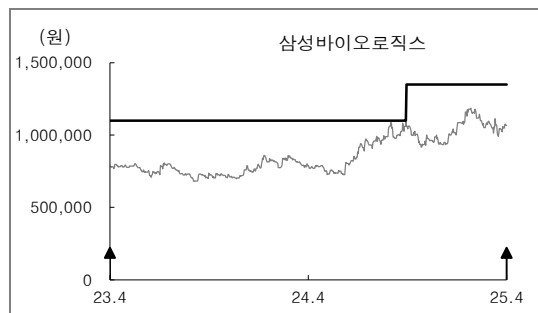
자료: 삼성바이오로직스, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	64.3	51.4	45.7	38.8
P/CF (x)	39.9	35.5	33.2	28.4
P/B (x)	7.3	7.1	6.1	5.3
EV/EBITDA (x)	41.6	34.9	32.0	27.0
EPS (원)	14,766	20,733	23,317	27,503
CFPS (원)	23,773	29,988	32,121	37,478
BPS (원)	130,397	151,131	174,447	201,951
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	19.0	28.3	14.2	23.3
EBITDA증가율 (%)	11.1	31.7	7.1	16.7
조정영업이익증가율 (%)	9.7	37.2	10.2	19.1
EPS증가율 (%)	11.1	40.4	12.5	18.0
매출채권 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산 회전율 (회)	2.0	2.1	2.0	2.1
매입채무 회전율 (회)	10.3	11.0	10.5	10.8
ROA (%)	8.4	10.2	9.9	10.1
ROE (%)	12.0	14.7	14.3	14.6
ROIC (%)	19.7	25.5	29.4	35.8
부채비율 (%)	43.5	45.7	44.1	45.5
유동비율 (%)	149.0	174.5	201.2	207.9
순차입금/자기자본 (%)	-1.7	-12.5	-21.8	-27.0
조정영업이익/금융비용 (x)	38.8	56.3	60.3	69.6

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
삼성바이오로직스 (207940)				
2024.10.22	매수	1,350,000	-	-
2024.01.30	1년 경과 이후	1,100,000	-22.26	-0.82
2023.01.30	매수	1,100,000	-30.95	-25.18



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	
매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)	

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
83.98%	6.63%	8.84%	0.55%

* 2025년 03월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 삼성바이오로직스 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.