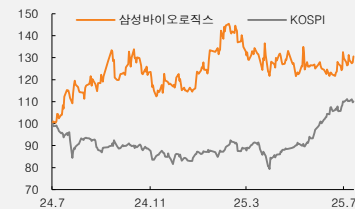


투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 1,400,000원
현재주가(25/7/23)	1,064,000원
상승여력	31.6%

영업이익(25F, 십억원)	1,970
Consensus 영업이익(25F, 십억원)	1,740
EPS 성장률(25F, %)	50.7
MKT EPS 성장률(25F, %)	24.6
P/E(25F, x)	47.8
MKT P/E(25F, x)	11.6
KOSPI	3,183.77
시가총액(십억원)	75,729
발행주식수(백만주)	71
유동주식비율(%)	25.4
외국인 보유비중(%)	12.9
벤투(12M) 일간수익률	0.25
52주 최저가(원)	848,000
52주 최고가(원)	1,185,000
(%)	1M 6M 12M
절대주가	7.3 1.0 25.5
상대주가	1.6 -20.2 9.3



[제약/바이오]

김승민
sm.kim.a@miraesasset.com

조세은
seeun.jo@miraesasset.com

207940 · 제약/바이오

삼성바이오로직스

Gonna be, gonna be golden

투자 의견 매수, 목표주가 140만원으로 상향(기존 135만원)

삼성바이오로직스 CDMO 가치 91조원(기존 88조원), 삼성바이오에피스 시밀러 비즈니스 가치 8.9조원을 합산해 산정했다. CDMO 가치 상향은 가이드스 상향 기반 추정치 상향(25F 영업이익 +9% 상향조정)에 근거한다.

CDMO 가치 91조원은 29년 EBITDA 현재(WACC 7.5%) 2조 6,133억원에 타겟 EV/EBITDA 35x(론자 5개년 EV/EBITDA에 +50% 프리미엄)를 적용했다. EBITDA 현재화는 수주 경쟁력에 따른 5공장 풀가동(29년)에, 35x는 글로벌 CDMO 플레이어 중 가장 높은 성장률(25F 매출 +29% vs. 론자 +20~21%)과 마진율(25F EBITDA 마진율 53% vs. 론자 30~31%)에 근거한다.

시밀러 가치 8.9조원은 12MF EBITDA 4,163억원에 타겟 EV/EBITDA 21x를 적용했다. 21x는 Viatrix의 바이오시밀러 사업 매각 멀티플 EV/EBITDA 16.5x에 시밀러 탭티어 프리미엄 30%를 적용했다. 한편, 탭티어 시밀러 플레이어인 셀트리온(컨센서스 기준) 12MF EV/EBITDA 23x 수준에 거래되고 있다.

1) 미국 의약품 관세 정책, 2) 미국 약가 인하 정책, 3) 인적 분할 등에 대한 우려가 있다. 그러나 해소될 전망이다. 1) 트럼프는 의약품 관세 최종안을 7월말 발표한다고 밝혔고, 1~1.5년의 유예기간을 주겠다고 밝혔다. 2) MFN 약가 정책은 트럼프 1기 당시 정당성 결여, CMS의 권한 초과 등으로 명령이 중단된 바 있고, 최근 통과된 OBBB에는 IRA 협상에서 희귀의약품 면제 요건이 확대된 바 있다. 미국 정책 불확실성이 완화되고 있고 동사를 포함한 글로벌 제약/바이오 섹터에 대한 영향은 제한적이다. 고객사 빅파마들은 가이드스를 상향조정하고 있고(ex. J&J, Novartis, etc.), 경쟁사 론자 또한 가이드스를 상향조정했다. 3) 인적 분할 비율 65:35를 현재 시가총액에 적용하면 삼성바이오로직스 50조원, 삼성에피스홀딩스 25조원 수준으로 당사 추정 91조원과 8.9조원과 괴리가 크다. 다만, 에피스홀딩스의 분할 이후 가치는 시밀러 가치+신설 자회사 신규 사업(차세대 모달리티/신규 물질) 가치가 될 전망이다. 분할 이전 삼성바이오로직스 기업가치보다 분할 이후 삼성바이오로직스+삼성에피스홀딩스 가치 합이 더 클 것으로 예상한다. 분할전 매수 전략을 권고한다.

향후 기대되는 이벤트는 관세 최종안 발표에 따른 대응 방안(미국 현지 투자 등), 5공장 추가 수주, 6공장 투자 발표, 에피스홀딩스 신설자회사 사업개발 전략 등이다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	2,939	3,497	4,494	5,118	6,297
영업이익 (십억원)	1,204	1,321	1,970	2,046	2,421
영업이익률 (%)	41.0	37.8	43.8	40.0	38.4
순이익 (십억원)	946	1,051	1,584	1,705	2,003
EPS (원)	13,290	14,766	22,258	23,951	28,136
ROE (%)	12.2	12.0	15.7	14.5	14.8
P/E (배)	57.2	64.3	47.8	44.4	37.8
P/B (배)	6.6	7.3	7.0	6.0	5.2
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 별도 기준

자료: 삼성바이오로직스, 미래에셋증권 리서치센터

2Q25P Review 및 2025F 실적 전망

[삼성바이오로직스] 별도 기준, 2Q25P 매출액 1조 142억원(+25% YoY), 영업이익 4,770억원(+45% YoY), 영업이익률 47%(+6.4%p YoY), EBITDA 마진율 56.4%(+6.7%p YoY)로 매출액 컨센서스 -6% 하회, 영업이익 +9% 상회했다. 1, 2, 3공장 및 4공장 6만리터동 풀가동, 18만리터동 램프업이 지속되었다. 일부 배치 매출 인식이 3Q25로 이연되면서 매출액이 소폭 하회했음에도 마진율이 상당히 개선되었는데, 예상보다 빠른 4공장 램프업, 영업 레버리지 효과 때문이다. 동사는 1H25 실적 기반, 25년 매출 성장 가이드스를 +25~30% 상향했다(기존 +20~25%).

25년 매출액 4조 4,938억원(+29% YoY), 영업이익 1조 9,703억원(+49% YoY)을 예상한다. 기존 추정치 대비 매출액 +0%, 영업이익 +9% 상향조정한다. 1, 2, 3공장 풀가동 지속, 4Q25F 4공장 풀가동을 예상한다. 예상보다 빠른 4공장 램프업으로 마진율을 상향조정했다. 한편, 4공장 램프업과 레버리지 효과로 3Q25F에도 고마진이 지속될 것으로 예상한다. 3Q25F 매출액 1조 2,390억원(vs. 컨센서스 1조 1,271억원), 영업이익 5,739억원(vs. 컨센서스 4,541억원)으로 예상한다.

[삼성바이오에피스] 2Q25P 매출액 4,010억원(-24% YoY), 영업이익 898억원(-65% YoY), 영업이익률 22.4%(+26.1%p YoY)를 기록했다. 2Q24 스텔라라 바이오시밀러 허가 마일스톤 등으로 기저가 높았다. 마일스톤을 제외하면 신제품 스텔라라 시밀러 및 솔리리스 시밀러 매출 확대에 따라 매출은 +28% YoY 상승했고 영업이익 또한 증가했다. 동사는 기존 25년 매출 성장 가이드스 (마일스톤 제외) +20%를 유지했다.

25년 매출액 1조 5,414억원(+0% YoY), 영업이익 3,413억원(-22% YoY)을 예상한다. 당사 기존 추정치 대비 변동은 없다. 마일스톤(2024 약 2,700억원, 3Q25F 약 300억원)을 제외할 경우, 25F 매출 +19% 성장을 예상하는데, 이는 기존 시밀러 제품들의 판매 호조 및 신규 품목(솔리리스 및 스텔라라) 효과에 기인한다.

컨퍼런스콜 주요 질의응답

[삼성바이오로직스]

Q1. 의약품 관세 정책 언급에 따라 향후 수주와 손익에 미치는 영향?

A. 지난 7/7 트럼프 대통령은 한국에 25% 상호 관세율을 부과하는 서한을 발송했으며, 의약품 등 품목별 관세는 별개의 건이라 언급한 바 있음. 7/8 제약, 반도체 등 기업들이 미국으로 생산 시설을 옮길 수 있도록 향후 1~1.5년의 유예 기간을 부여하겠다고 발표. 실제 정책에 반영될 경우 향후 1.5년까지는 관세가 없을 것으로 전망됨에 따라 단기적으로 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단. 현재 미국 상무부가 의약품에 대한 조사를 진행하고 있으며, 상무부 장관이 7월말까지 해당 조사가 마무리될 것이라 밝혔음. 이후 관세 발표될 가능성이 높음. 다만, 국가별 관세 정책에는 다양한 복합적 이유가 작용하는 만큼 한-미 관세 협상 관련을 지켜봐야 하는 상황이고, 정책의 방향성과 잠재적 리스크를 살펴보는 중.

고객사 측면에서, 현재도 수주 논의는 이어지고 있음. 현재까지 확보한 수주를 고려하면 관세가 협상에 미치는 영향은 제한적이라고 판단하고 있음. 다만, 의약품 관세가 조만간 발표될 것임에 따라 다양한 시나리오로 고객사 대응 전략을 준비 중.

손익 측면에서는 정량적 추정이 어렵지만, 바이오의약품 시장 특성 고려 시 제조원가가 완제품에서 차지하는 비중이 낮음. 또한, 비용보다 제품의 품질, 납기일 준수, 기술력, 트랙레코드 등 더 중요한 요소들이 많은 만큼 유리한 입지를 유지할 수 있을 것으로 판단.

Q2. 오가노이드 기술 서비스 출시 관련 코멘트?

A. 6월 BIO USA에서 공개한 바와 같이 오가노이드를 활용한 약물 효능 평가 서비스 ‘삼성 오가노이드’를 제공할 예정. 오가노이드 전담 팀과 전용 실험실 구축을 완료. 삼성서울병원과 오가노이드 제작에 협력하는 등 제조 중심에서 기술로의 포트폴리오 확장을 진행 중. 궁극적으로 end-to-end 서비스를 제공하고자 함. 오가노이드 서비스는 2024년 약 10억 달러 수준에서 2030년 약 33억 달러로 고성장할 것이라는 전망이 있음. 또한, FDA의 동물 실험 축소 발표에서 확인할 수 있듯이 장기적 성장이 기대되는 분야.

Q3. 6공장, 해외 공장 등 증설 투자 계획 현황?

A. 시장의 빠른 성장에 대응하기 위해 안정적인 생산 역량 확보가 중요한 상황. 6공장은 이사회 승인을 앞두고 있으며, 27년 가동 계획에는 아직 변동이 없음. 해외의 경우 다양한 옵션을 검토 중이며, 현재는 정책적 불확실성이 높은 상황인 만큼 모니터링 진행 중. 운영 인프라의 안정성, 입지 및 공급망 관련 지정학적 이슈 등 다양한 고려가 필요하기 때문에 면밀히 검토할 계획. 한편, 제3바이오캠퍼스의 경우 현재 절차 진행 중으로 공유가 어려운 상황.

Q4. 2Q25 달러 약세에 따른 실적 전망?

A. 수주에 있어서 대부분의 계약 통화가 달러. 달러 강세일 때 긍정적 영향을 받는 것은 사실. 다만, 현재까지는 연초 가이던스 수립 시 가정한 수준에서 큰 차이가 없음. 연간 실적 달성에 있어 환율이 제약을 줄 것이라고 판단하고 있지는 않음. 영업이익 측면에서도 비용의 약 70%가 원화 고정비로 되어 있어 환율 상승 시 수익성에도 우호적으로 작용. 다만, 매출 전망과 마찬가지로 수익성 측면에서도 기존 전망에는 차질이 없을 것.

Q5. 가이던스 상향의 구체적 이유?

A. 연초에 대내외 환경 등을 감안해서 보수적으로 본 측면이 있음. 이 부분들이 하나씩 해소되는 과정에서 가이던스를 상향 조정한 것. 물론 모두 해소된 것은 아니지만 어느 정도는 리스크들이 예측 가능한 부분들이 있다고 판단했기 때문.

Q6. 마진 가이던스도 변경이 있는지?

A. 2H25에도 크게 마진이 떨어지지 않을 것으로 전망. 4공장 램프업 영향이 지속될 것이기 때문에 이익률은 유지되거나 올라갈 것으로 예상하고 있음.

Q7. 환율 가정은 어느 수준?

A. 1,400원대 정도로 추정을 했었음. 상반기는 약간 높은 수준, 하반기는 약간 낮은 수준으로 예상. 현재 트렌드와 큰 차이는 없을 것으로 전망.

Q8. 영업 외 단에서 이례적으로 손실이 컸던 이유?

A. 환율이 전년 동기 같은 경우는 기초에서 기말로 가면서 1,346원에서 1,389원으로 상승해서 환손익이 좋았던 반면에, 금번 분기에는 1,467원에서 1,356원으로 하락하면서 환손익이 감소한 영향이 있음. 전분기에도 기초~기말 환율이 유사한 수준이었는데 이번 분기의 경우 100원이상 떨어지면서 환손익이 감소한 것.

Q9. 인적분할의 분할비율 산정에 대한 코멘트?

A. 존속법인과 신설법인의 분할비율을 65:35로 산정. 법 규정에서는 인적분할 시 일률적인 기준을 적용하고 있지는 않음. 명확한 법적 정의가 없는 상황. 실무적으로는 실질적 주주가 치에 변동이 없다는 점을 전제로 하여 순자산 가치가 분할 비율 산정 기준으로 널리 활용되고 있음. 지난 10년간 국내 상장사 인적분할 건은 총 72건으로, 하나의 사례를 제외하고 모두 순자산 가치를 기준으로 하고 있음. 예외 1건의 경우, 순자산가액을 사용하되 지분법 평가 누적액을 추가해 산정한 건으로 파악.

산정 근거가 된 주요 순자산 항목에서 자산의 경우 에피스홀딩스에는 현금 1,000억원과 함께 로직스가 보유 중이던 에피스의 지분 100%가 이전. 해당 지분 가치는 약 3.3조원으로 최초 취득원가 5,000억원에 2.7조원이 합산된 금액. 또한, 별도 기준 로직스의 부채는 대부분 CDMO 사업에 귀속되는 항목으로 분류되어 분할 시 에피스홀딩스로 이전되는 부채는 제한적인 수준으로 확정.

[삼성바이오에피스]

Q1. 에피스의 사업이나 실적에 인적분할의 영향?

A. 에피스에 대한 지배구조만 변경. 향후 지주회사인 에피스홀딩스가 에피스 지분 100%를 보유하게 되고, 이를 바탕으로 독립 경영을 통한 빠른 의사결정이 가능할 것으로 기대. 로직스와는 CMO 서비스 제공자-고객사 관계는 지속될 예정. 다만, 지주회사 성격상 경영자문 수익과 배당금 등을 주요 수익으로 가기 때문에 에피스에 일부 비용이 발생할 수 있음.

Q2. 미국 관세 정책에 따른 바이오시밀러 사업 전략?

A. 이전보다 재고를 추가적으로 미국에 확보하여 관세 영향을 최소화하도록 준비 중. 추가 물량 확보 때마다 미국으로 더 이전할 계획. 재고의 경우 유통기한이 36개월 정도로, 1년에서 2년까지 맥스로 확보 가능. 한편으로는 일부 공정을 미국에서 진행할 수 있도록 준비도 하고 있음. 이를 통해 이전가격을 낮춰서 향후 리스크를 낮추고자 함.

Q3. 약가 인하 행정 명령에 따른 바이오시밀러 사업 영향?

A. 바이오시밀러 산업 촉진에 긍정적 영향을 미칠 것으로 판단. 바이오시밀러의 FDA 승인 절차 간소화와 더불어 처방약 간의 경쟁 활성화, PBM 공개 등을 통한 약가 결정 과정 투명화가 언급되었음. 또한, 의사의 처방을 장려하고 저분자의약품 대비 바이오의약품의 가격 협상에 부여된 4년 유예 폐지 등이 있었음. 다만, 이로 인해 바이오시밀러 수요 증가와 함께 신규 진입 기업 증가로 경쟁이 심화될 가능성이 있음.

Q4. 출시를 앞둔 SB16과 SB17의 준비 현황?

A. SB16의 주요 특허가 미국 및 유럽에서 올해 만료됨에 따라 출시 준비 중. 국내에서는 이미 7월 프롤리아 시밀러를 한미약품과의 파트너십을 통해 출시. 또한, 보령과의 파트너십으로 엑스지바 시밀러도 근시일 내에 출시할 예정. 해외 지역에 대해서는 출시 준비와 동시에 파트너십 계약 체결을 위한 과정 막바지에 있음. 에피스의 수익성을 극대화할 수 있는 파트너십을 빠른 시일 내에 체결할 예정. 실온에서 최대 30~60일 보관 가능하고, 냉장 조건에서 재보관할 시에도 품질과 효능이 유지되는 차별화된 경쟁력을 보유.

SB17의 경우 PBM 2개사와 프라이빗 라벨 계약을 확보. 제품 경쟁력과 안정적인 공급력 등을 인정받은 사례. 현재 유럽 22개국에서 판매 중이며, 1Q25 41%의 점유율을 기록. 최근 프리필드펜 제형을 추가로 출시해 연말까지 15개국으로 출시국을 확대할 계획.

Q5. FDA의 인원 감축이 에피스의 향후 신규 파이프라인에 영향을 미칠 가능성?

A. 현재까지는 임상시험 개시에 영향에 크지 않을 것으로 예상. IND의 경우 신청서 제출 30일 경과 이후에 임상 개시가 가능하기 때문. 다만, 총 인원 18,000명 중 약 3,500명의 감축이 있었다고 알려진 만큼 영향을 미칠 가능성을 배제할 수 없지만, 현재까지 지연되었다는 사례는 없었음.

Q6. 임상 완화 정책에 따라 경쟁이 증가할 것으로 전망되는데, 향후 제품 판매 전략?

A. FDA, EMA 모두 3상의 필요성이 좀 경감되는 정책을 발표하고 있음. 지난 10년 이상의 경험으로 미루어 보아 바이오시밀러 제품을 만드는 퀄리티적인 측면에서 정책상의 판단이 있던 것으로 보임. 이에 임상 비용이 줄어들며 새로운 시밀러 업체들이 진입할 수 있을 것. 다만, 시밀러를 만들었다고 해서 파트너사가 바로 해당 제품을 선정하지는 않음. 신뢰할 수 있는 퀄리티, 공급의 안정성, 트랙레코드 등을 고려. 특히, SB17의 경우 PBM 2개사와의 프라이빗 라벨 선정은 유래 없는 사례. 즉, 제도적인 완화 정책이 찬스일 수 있지만 결과로 이어지기에는 어려움이 있을 수 있음.

표 1. 삼성바이오로직스 Valuation

내용 비교		
삼성바이오로직스 CDMO 가치(십억원)	91,295	- 5공장 풀가동 예상되는 2029년 EBITDA의 현재 2조 6,133억원(WACC 7.5%) - 타겟 EV/EBITDA 35x (론자 5개년 EV/EBITDA에 +50% 프리미엄) * 50% 프리미엄의 근거는 론자보다 높은 EBITDA 성장률과 EBITDA 마진율(25F 매출 성장률 삼바 +29% vs. 론자 20~21%, EBITDA 마진율 삼바 53% vs. 론자 30%)
삼성바이오페시스 시밀러 가치(십억원)	8,930	- 12개월 선행 EBITDA 4,163억원 - 타겟 EV/EBITDA 21x (Viatris 바이오시밀러 사업 매각 EV/EBITDA에 +30% 프리미엄) * 30% 프리미엄의 근거는 시밀러 플레이어 글로벌 탭티어라는 점
순현금(십억원)	130	- 25년 기준
기업 가치(십억원)	100,326	
발행주식 총수(천 주)	71,174	
적정 주가(원)	1,404,583	* 1,400,000원
현재 주가(원)	1,064,000	
상승 여력	31.6%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 삼성바이오로직스 2Q25P Review

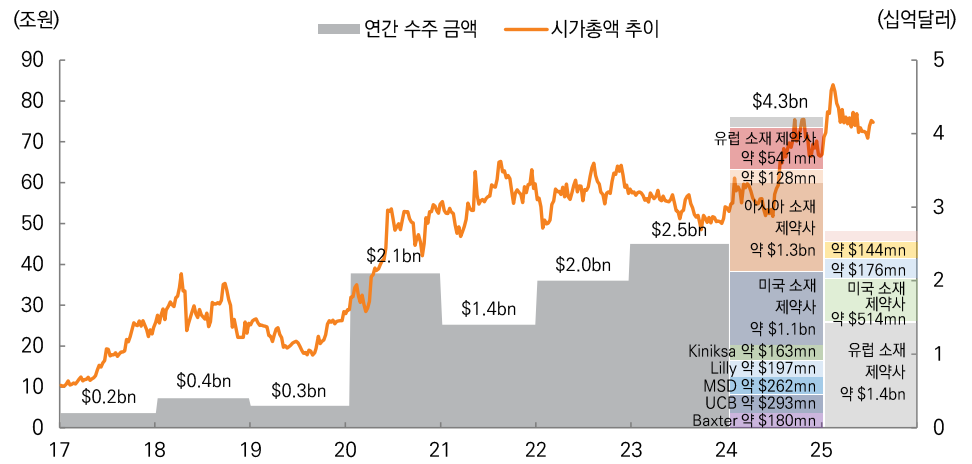
(십억원, %, %p)

	2Q24	1Q25	2Q25P			성장률	
			발표치	컨센서스	vs. 컨센서스	YoY	QoQ
매출액	810.2	999.5	1,014.2	1,076.1	-5.8	25.2	1.5
영업이익	329.2	430.0	477.0	437.8	9.0	44.9	10.9
영업이익률	40.6	43.0	47.0	40.7	6.4	6.4	4.0
순이익	271.5	319.6	333.6	358.0	-6.8	22.9	4.4
순이익률	33.5	32.0	32.9	33.3	-0.4	-0.6	0.9

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. 연간 실적 조정

(십억원, %)

	조정 전		조정 후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	4,485.2	5,123.5	4,493.8	5,088.3	0.2	-0.7
영업이익	1,813.6	1,999.3	1,970.3	2,031.3	8.6	1.6
EBITDA	2,134.3	2,286.2	2,361.8	2,467.8	10.7	7.9

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 삼성바이오로직스 분기 및 연간 실적 전망

(십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	669.5	810.2	1,067.1	950.4	999.5	1,014.2	1,239.0	1,241.2	2,938.8	3,497.2	4,493.8	5,118.3
YoY 성장률	13.3	27.2	20.9	14.8	49.3	25.2	16.1	30.6	20.6	19.0	28.5	13.9
1공장 매출액	85.2	88.2	99.5	99.5	106.8	120.4	114.6	107.8	388.8	394.0	450.6	473.8
2공장 매출액	218.1	248.0	292.5	260.5	270.4	303.2	305.3	305.3	1,023.1	1,071.5	1,202.5	1,199.3
3공장 매출액	223.4	286.2	368.8	327.8	320.1	335.4	346.1	346.1	1,169.1	1,302.9	1,354.6	1,291.4
4공장 매출액	50.6	48.0	129.8	220.8	263.0	356.8	383.0	401.9	153.9	661.6	1,538.1	1,715.1
5공장 매출액												278.6
서비스	28.7	24.8	27.2	30.6	78.1	90.0	90.0	80.0	278.7	111.3	338.1	350.0
매출총이익	300.4	405.4	521.7	485.5	542.2	566.2	700.0	608.0	1,490.4	1,713.0	2,416.4	2,756.7
YoY 성장률	2.4	28.8	14.9	13.3	80.5	39.7	34.2	25.2	24.2	14.9	41.1	14.1
매출총이익률	44.9	50.0	48.9	51.1	54.2	55.8	56.5	49.0	50.7	49.0	53.8	53.9
영업이익	232.7	329.2	444.7	314.7	430.0	477.0	573.9	489.3	1,204.2	1,321.4	1,970.3	2,046.3
YoY 성장률	-0.7	29.6	16.5	-5.8	84.8	44.9	29.0	55.5	24.4	9.7	49.1	3.9
영업이익률	34.8	40.6	41.7	33.1	43.0	47.0	46.3	39.4	41.0	37.8	43.8	40.0
EBITDA	304.5	401.7	526.2	388.1	514.1	571.9	680.6	595.1	1,459.1	1,620.5	2,361.8	2,482.8
YoY 성장률	5.6	27.8	16.9	-4.4	68.8	42.4	29.3	53.3	27.0	11.1	45.7	5.1
EBITDA 마진율	45.5	49.6	49.3	40.8	51.4	56.4	54.9	47.9	49.6	46.3	52.6	48.5
순이익	183.6	272.6	323.5	271.3	319.6	333.6	468.6	462.4	945.9	1,051.0	1,584.2	1,704.7
YoY 성장률	0.7	40.9	14.3	-5.5	74.1	22.4	44.9	70.4	37.7	11.1	50.7	7.6
순이익률	27.4	33.6	30.3	28.5	32.0	32.9	37.8	37.3	32.2	30.1	35.3	33.3

주: K-IFRS 별도 기준. 공장별 매출액은 추정치

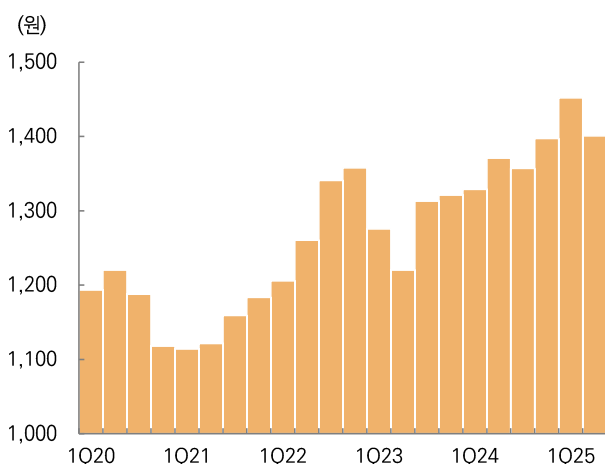
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 원달러 환율 추이



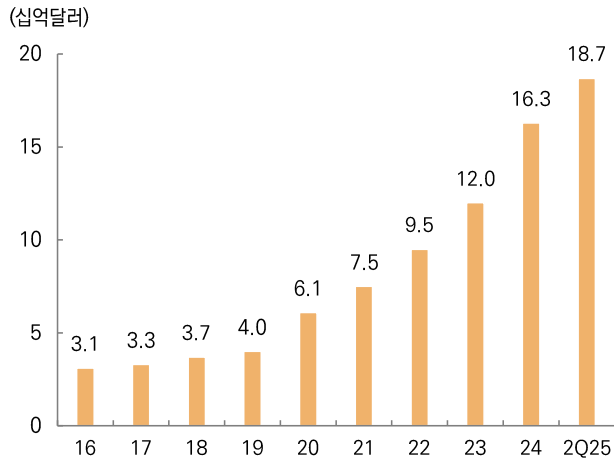
자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 분기 평균 원달러 환율 추이



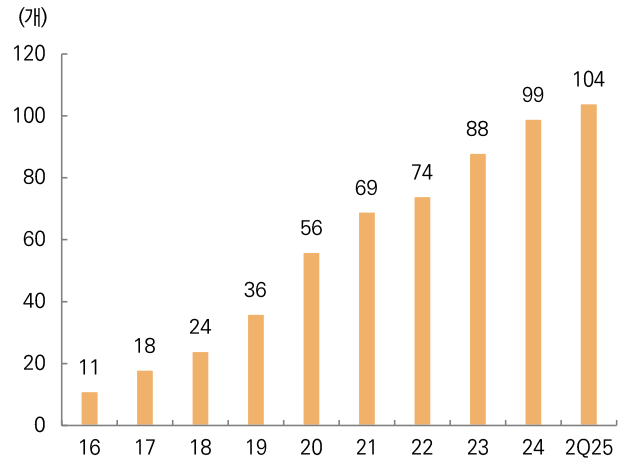
자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. CMO 누적 수주 금액



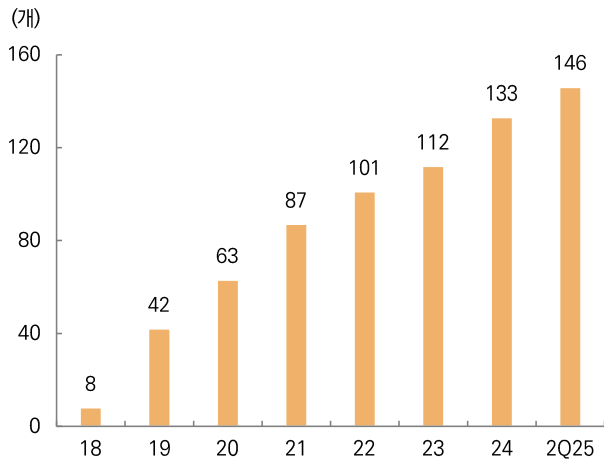
자료: 삼성바이오로직스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. CMO 누적 수주 제품 수(DS/DP)



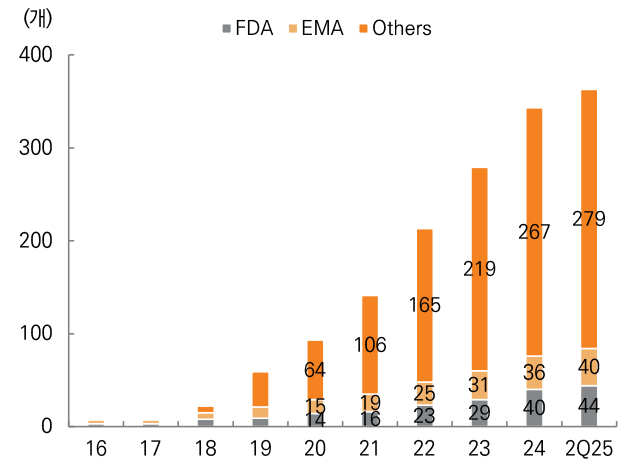
자료: 삼성바이오로직스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. CDO 누적 수주 제품 수



자료: 삼성바이오로직스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. CMO 누적 규제 기관 승인 현황



자료: 삼성바이오로직스, 미래에셋증권 리서치센터

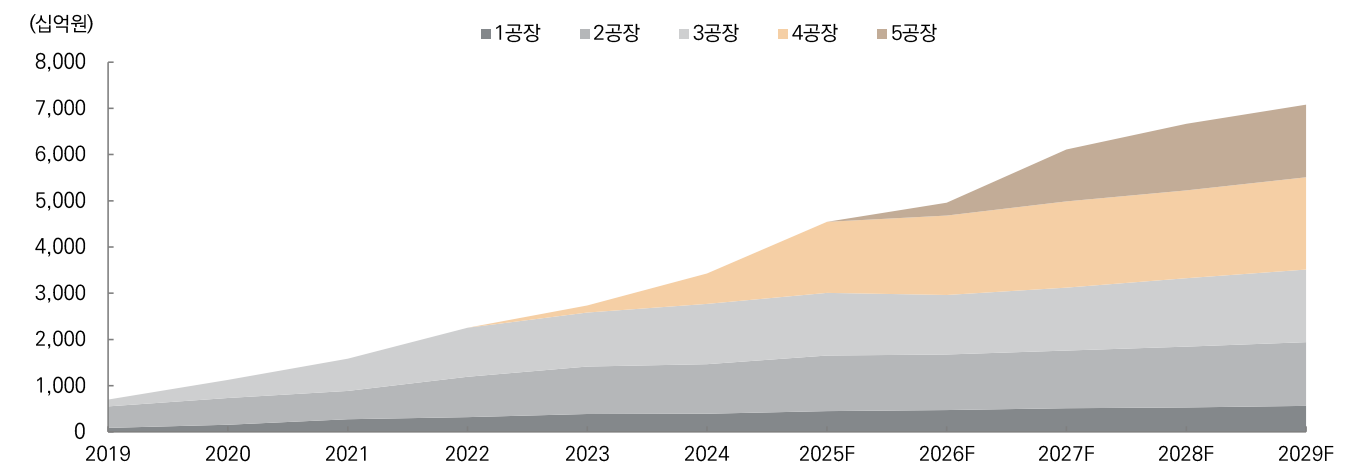
표 5. 삼성바이오로직스 연간 실적 전망

(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	4,494	5,118	6,297	7,026	7,478
YoY 성장률	30.9	66.0	34.6	55.4	20.6	19.0	28.5	13.9	23.0	11.6	6.4
1공장 가동률	87	156	273	318	389	394	451	474	512	532	564
	75%	80%	83%	86%	86%	80%	81%	80%	80%	80%	80%
2공장 가동률	464	575	613	873	1,023	1,071	1,202	1,199	1,248	1,312	1,378
	73%	80%	80%	75%	85%	84%	87%	83%	82%	84%	84%
3공장 가동률	149	396	701	1,065	1,169	1,303	1,355	1,291	1,362	1,483	1,573
	23%	46%	76%	83%	83%	82%	87%	82%	81%	85%	85%
4공장 가동률					154	662	1,538	1,715	1,867	1,898	1,993
					13%	36%	78%	85%	85%	84%	84%
5공장 가동률								279	1,119	1,442	1,571
								15%	33%	65%	83%
서비스	53	62	126	176	279	111	338	350	420	455	485
영업이익	92	293	536	968	1,204	1,321.3	1,970	2,046	2,421	2,830	3,013
YoY 성장률		218.9	83.4	80.4	24.4	9.7	49.1	3.9	18.3	16.9	6.4
영업이익률	13.1	25.1	34.2	39.7	41.0	37.8	43.8	40.0	38.5	40.3	40.3
EBITDA	225	436	697	1,149	1,459	1,620	2,362	2,483	2,881	3,300	3,502
YoY 성장률	52.7	94.2	59.7	64.9	27.0	11.1	45.8	5.1	16.0	14.6	6.1
EBITDA 마진율	32.0	37.4	44.4	47.1	49.6	46.3	52.6	48.5	45.7	47.0	46.8

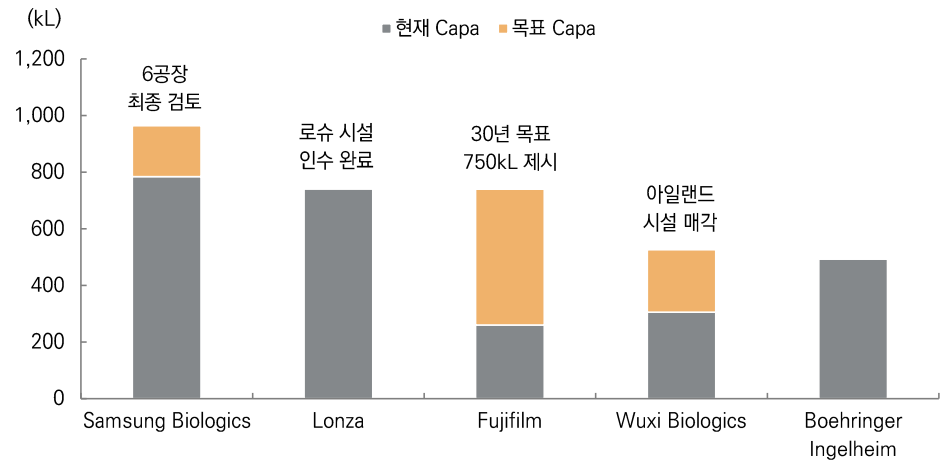
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 공장별 매출 추정



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 주요 CDMO 업체들의 현재 캐파 및 향후 증설 계획



자료: 각 사, 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 월슨에 \$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 월슨 제조시설(\$2bn) 발표 포함 - 해당 시설 외 신규 첨단 제조시설 3곳 건설과 기존 시설의 확장이 있을 예정	\$55bn
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
	25.07	- 2030년까지 미국 내 제조 및 연구 역량 확장에 총 \$50bn을 투자할 계획. 2030년 연매출 \$80bn 달성 목표 제시	\$50bn
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 포드폴리오 생산 위한 대규모 시설 구축	\$50bn
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
Novo Nordisk	24.06	- 노스캐롤라이나주 클레이트네 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
Amgen	21.06	- 오키와주 뉴얼바니에 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 더럼 및 샌포드 프로젝트의 일환	\$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)로 - 2017년 이후 미국 제조 및 유통 네트워크에 \$5bn을 투자해온 바 있음	\$750mn
Biogen	25.07	- 향후 3년간 추가 \$2bn을 투자해 노스캐롤라이나주 리서치 트라이앵글 파크(RTP) 내 두 개의 캠퍼스를 확장 - 현재 두 개의 캠퍼스에서 7개의 생산 시설을 가동 중이며, 연내 여덟 번째 공장 가동 예정	\$2bn
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 확장에 투입	\$1bn
GSK	24.10	- 펜실베이니아주 마리에타에 무균 액상 백신 및 의약품 제조 목적의 \$800mn 규모 투자 발표 - 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

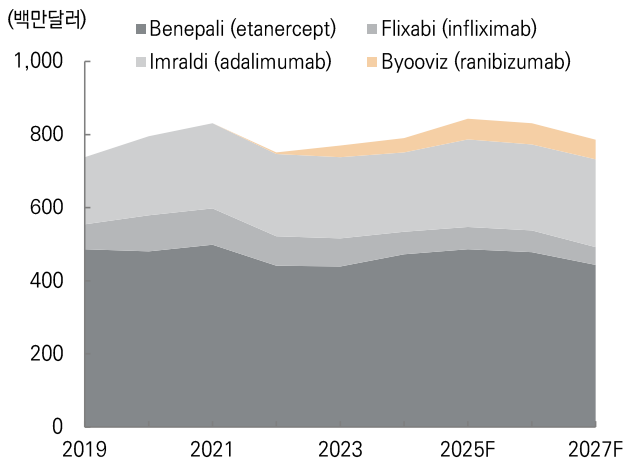
(백만달러, 십억원, %)

	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

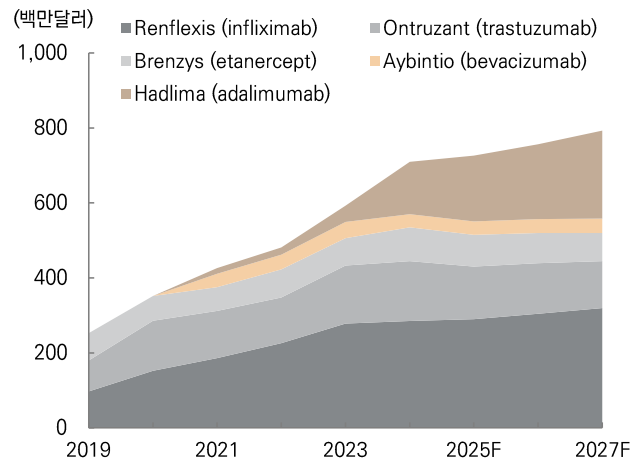
자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 삼성바이오에피스 파트너 바이오젠 시밀러 실적 전망

그림 11. 삼성바이오에피스 파트너 오가논 시밀러 실적 전망



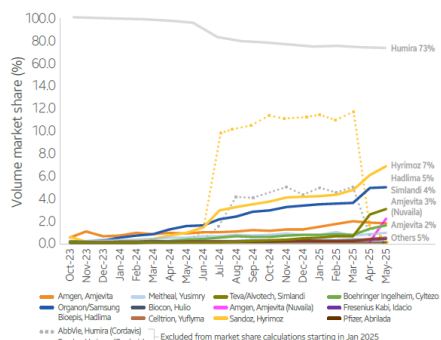
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 미국시장 adalimumab(오리지널 휴미라) 시장점유율 및 시밀러들의 출시가격(WAC) 비교

Figure 25. Adalimumab Volume Market Share⁵



자료: 삼성바이오에피스, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 26. Adalimumab WAC Trend²

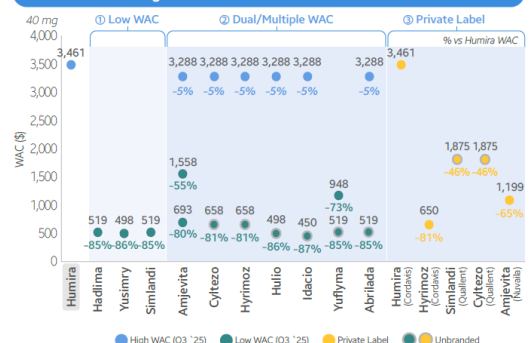


표 9. CDMO Valuation Table

(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	75.7	5,675	6,580	1,773	2,085	31.2	31.7	1,406	1,646	12.2	12.6	53.9	45.3	6.1	5.4	13.3	11.5	31.5	27.3
Lonza	70.0	13,296	14,603	2,591	3,049	19.5	20.9	2,000	2,387	10.8	11.9	35.2	29.5	4.1	3.8	5.2	4.8	20.0	17.4
WuXi AppTec	46.5	8,353	9,416	2,628	2,962	31.5	31.5	2,448	2,610	20.4	18.8	19.7	18.5	3.6	3.2	5.6	5.0	14.0	12.0
WuXi Biologics	20.5	4,096	4,720	1,115	1,318	27.2	27.9	930	1,067	9.0	9.8	24.0	20.6	2.2	2.0	5.0	4.4	14.3	12.1
Genscript Biotech	7.0	1,252	1,118	278	159	22.2	14.2	202	202	6.1	3.7	31.3	41.3	1.1	1.2	5.6	6.3	16.8	34.4
평균	44.0					26.3	25.2			11.7	11.4	32.8	31.0	3.4	3.1	7.0	6.4	19.3	20.6

자료: Factset 컨센서스, 미래에셋증권 리서치센터

표 10. 바이오시밀러 Valuation Table

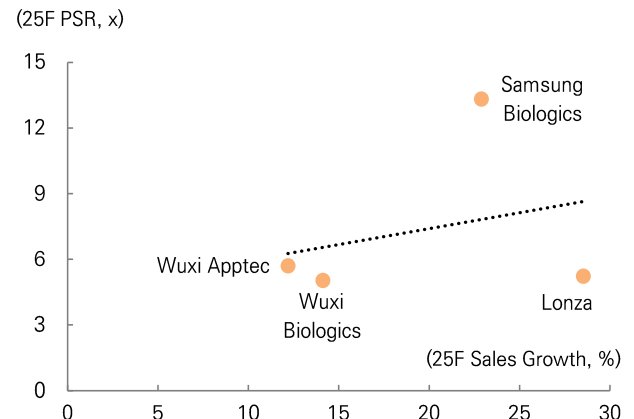
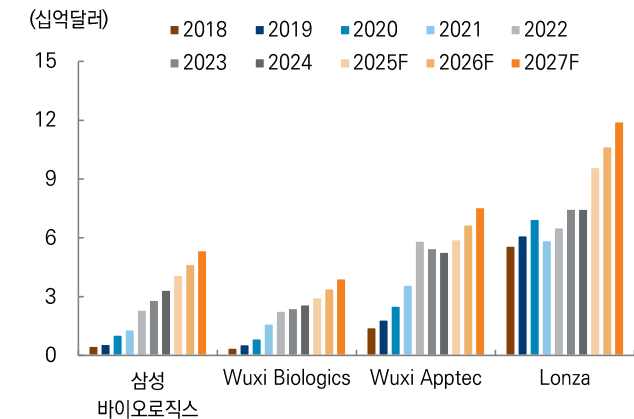
(십억원, %)

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	41.5	4,319	5,199	1,156	1,642	26.8	31.6	915	1,294	5.1	7.0	44.2	31.3	2.2	2.1	9.6	8.0	28.4	21.4
Viartis	14.9	19,205	19,561	5,064	5,389	26.4	27.6	3,674	3,952	15.6	17.1	4.2	3.8	0.6	0.6	0.8	0.8	5.9	5.4
Biocon	8.5	2,840	3,325	337	493	11.9	14.8	122	223	3.5	5.9	63.3	34.6	2.2	2.0	3.0	2.6	17.9	14.2
Organon	3.5	8,651	8,744	2,502	2,581	28.9	29.5	1,410	1,501	102.3	68.0	2.5	2.4	2.5	1.3	0.4	0.4	5.3	4.8
Luye pharma	2.5	1,263	1,408	280	332	22.1	23.6	123	156	5.0	5.8	20.7	16.1	0.9	0.8	2.0	1.8		
Coherus	0.1	67	132	-207	-141			-193	-123					0.7	1.1	2.2	1.1		
평균	11.9					23.2	25.4			26.3	20.7	27.0	17.6	1.5	1.3	3.0	2.4	14.4	11.4

자료: Factset 컨센서스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 주요 CDMO 업체들 매출 추이 및 전망(컨센서스)

그림 14. 25년 매출 성장 및 PSR 매트릭스(컨센서스)

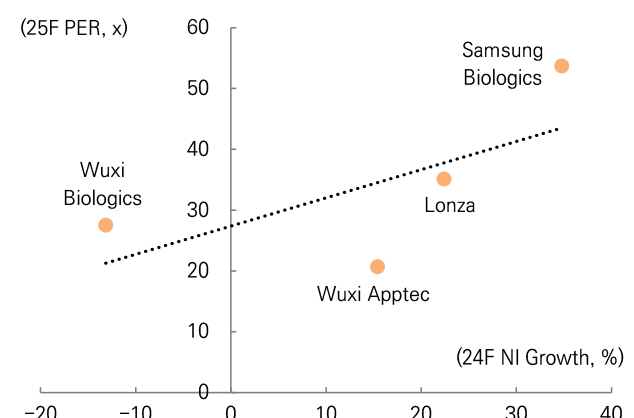
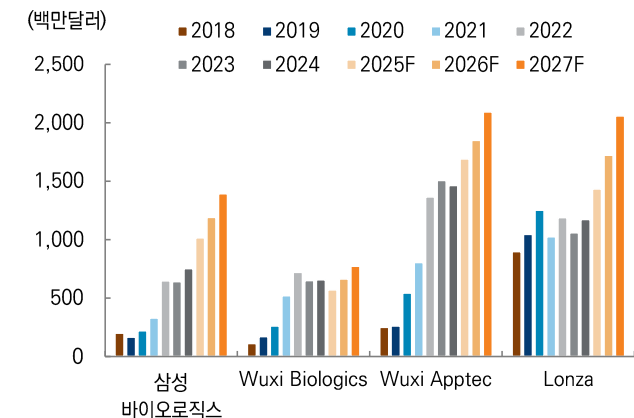


자료: Factset 컨센서스, 미래에셋증권 리서치센터

자료: Factset 컨센서스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. 주요 CDMO 업체들 순이익 추이 및 전망(컨센서스)

그림 16. 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	2025-06-10	2025-06-10	2031-12-31	102,451	의약품 위탁생산계약
유럽 소재 제약사	2025-05-23	2025-05-23	2030-12-31	241,973	의약품 위탁생산계약
아시아 소재 제약사	2025-05-23	2025-05-23	2033-12-31	198,528	의약품 위탁생산계약
미국 소재 제약사	2025-04-28	2025-04-28	2031-12-31	737,327	의약품 위탁생산계약
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	752,432	의약품 위탁생산계약
유럽 소재 제약사	2024-11-20	2024-11-14	2031-12-31	177,967	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	의항서 체결
	2023-07-03	2023-06-30	2029-12-31	922,747	본계약 체결
미국 소재 제약사	2023-06-03			147,284	의항서 체결
	2024-07-02	2024-06-27	2030-12-31	1,463,679	본계약 체결
Kiniksa Pharmaceuticals	2023-05-30			107,514	의항서 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	의항서 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	의항서 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	의항서 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	의항서 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	의항서 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

계약상대	계약일/정정일	시작일	종료일	계약금액	내용
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
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

계약상대	계약일/정정일	시작일	종료일	계약금액	내용
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
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	4,494	5,118	6,297
매출원가	1,784	2,077	2,362	2,900
매출총이익	1,713	2,417	2,756	3,397
판매비와관리비	392	446	710	976
조정영업이익	1,321	1,970	2,046	2,421
영업이익	1,321	1,970	2,046	2,421
비영업손익	81	10	85	136
금융손익	20	34	85	136
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	1,402	1,980	2,131	2,557
계속사업법인세비용	351	396	426	555
계속사업이익	1,051	1,584	1,705	2,003
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	1,051	1,584	1,705	2,003
지배주주	1,051	1,584	1,705	2,003
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	1,042	1,584	1,705	2,003
지배주주	1,042	1,584	1,705	2,003
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	1,620	2,362	2,483	2,858
FCF	86	2,057	2,177	2,507
EBITDA 마진율 (%)	46.3	52.6	48.5	45.4
영업이익률 (%)	37.8	43.8	40.0	38.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	30.1	35.2	33.3	31.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	3,992	6,176	8,273	10,629
현금 및 현금성자산	300	1,431	2,869	3,980
매출채권 및 기타채권	0	0	0	0
재고자산	1,883	2,420	2,756	3,390
기타유동자산	1,809	2,325	2,648	3,259
비유동자산	9,325	9,611	9,773	10,467
관계기업투자등	3,328	4,277	4,871	5,993
유형자산	5,048	4,671	4,250	3,829
무형자산	65	50	35	19
자산총계	13,317	15,787	18,046	21,096
유동부채	2,679	3,443	3,921	4,825
매입채무 및 기타채무	852	1,095	1,247	1,534
단기금융부채	137	176	201	247
기타유동부채	1,690	2,172	2,473	3,044
비유동부채	1,357	1,479	1,555	1,699
장기금융부채	930	930	930	930
기타비유동부채	427	549	625	769
부채총계	4,036	4,922	5,476	6,524
지배주주지분	9,281	10,865	12,570	14,572
자본금	178	178	178	178
자본잉여금	5,672	5,672	5,672	5,672
이익잉여금	3,450	5,034	6,739	8,741
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	9,281	10,865	12,570	14,572

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	1,383	2,057	2,177	2,507
당기순이익	1,051	1,584	1,705	2,003
비현금수익비용가감	641	778	778	855
유형자산감가상각비	286	376	421	421
무형자산상각비	13	15	15	15
기타	342	387	342	419
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	-65	57	36	68
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-367	0	0	0
재고자산 감소(증가)	-261	-537	-336	-635
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	210	50	31	59
법인세납부	-277	-396	-426	-555
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,181	-294	-169	-320
유형자산처분(취득)	-1,297	0	0	0
무형자산감소(증가)	-27	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	761	-270	-169	-320
기타투자활동	-618	-24	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-154	39	24	46
장단기금융부채의 증가(감소)	-164	39	24	46
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	10	0	0	0
현금의 증가	69	1,131	1,438	1,112
기초현금	231	300	1,431	2,869
기말현금	300	1,431	2,869	3,980

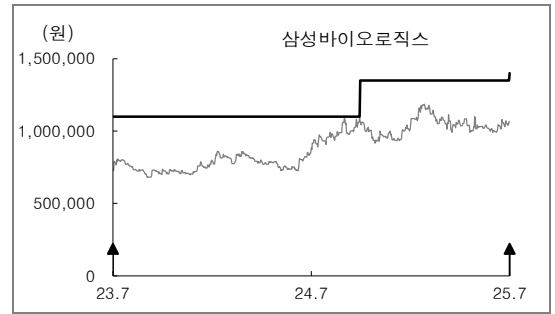
자료: 삼성바이오로직스, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	64.3	47.8	44.4	37.8
P/CF (x)	39.9	32.1	30.5	26.5
P/B (x)	7.3	7.0	6.0	5.2
EV/EBITDA (x)	41.6	31.4	29.3	24.9
EPS (원)	14,766	22,258	23,951	28,136
CFPS (원)	23,773	33,183	34,884	40,155
BPS (원)	130,397	152,655	176,606	204,742
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	28.5	13.9	23.0
EBITDA증가율 (%)	11.1	45.7	5.1	15.1
조정영업이익증가율 (%)	9.7	49.1	3.9	18.3
EPS증가율 (%)	11.1	50.7	7.6	17.5
매출채권 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산 회전율 (회)	2.0	2.1	2.0	2.0
매입채무 회전율 (회)	10.3	10.5	9.9	10.2
ROA (%)	8.4	10.9	10.1	10.2
ROE (%)	12.0	15.7	14.5	14.8
ROIC (%)	19.7	27.9	30.9	38.6
부채비율 (%)	43.5	45.3	43.6	44.8
유동비율 (%)	149.0	179.4	211.0	220.3
순차입금/자기자본 (%)	-1.7	-13.9	-24.6	-30.7
조정영업이익/금융비용 (x)	38.8	61.2	61.7	70.8

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
삼성바이오로직스 (207940)				
2025.07.24	매수	1,400,000	-	-
2024.10.22	매수	1,350,000	-23.48	-12.22
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
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
84.91%	5.59%	8.94%	0.56%

* 2025년 06월 30일 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.