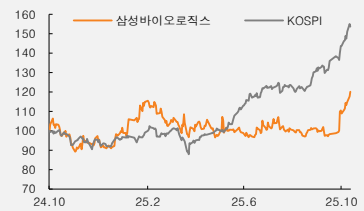


투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 1,600,000원
현재주가(25/10/28)	1,232,000원
상승여력	29.9%

영업이익(25F,십억원)	2,103
Consensus 영업이익(25F,십억원)	2,012
EPS 성장률(25F,%)	60.9
MKT EPS 성장률(25F,%)	26.9
P/E(25F,x)	51.9
MKT P/E(25F,x)	14.7
KOSPI	4,010.41
시가총액(십억원)	87,686
발행주식수(백만주)	71
유동주식비율(%)	25.6
외국인 보유비중(%)	13.1
벤투(12M) 일간수익률	0.54
52주 최저가(원)	916,000
52주 최고가(원)	1,232,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	23.2	18.8	16.4
상대주가	4.0	-24.5	-24.1



[제약/바이오]

김승민
sm.kim.a@miraeasset.com

조세은
seeun.jo@miraeasset.com

삼성바이오로직스

분할 전 매수 전략 '아직' 유효

투자의견 매수, 목표주가 160만원으로 상향(기존 140만원)

삼성바이오로직스 CDMO 가치 105조원(기존 91조원), 삼성바이오에피스 시밀러 비즈니스 가치 9.1조원(기존 8.9조원)을 합산해 산정했다. CDMO 가치 상향은 기대 보다 빠른 4공장 풀가동, 1~4공장 풀가동에 따른 영업 레버리지 효과, 우호적인 환율을 반영한 실적 상향 조정(28F 영업이익 +18% 상향조정)에 근거한다.

CDMO 가치 105조원은 28년 EBITDA의 현재 3조 455억원에 타겟 EV/EBITDA 35x(론자 5개년 EV/EBITDA에 +50% 프리미엄)을 적용했다. EBITDA 현재화는 수주 경쟁력에 따른 5공장 풀가동(28년)에, 35x는 CDMO 업체 중 가장 높은 성장률(25F 매출 성장 삼바 +30% vs. 론자 +20% vs. 우시 +15%)과 마진율(25F EBITDA 마진율 삼바 55% vs. 론자 30% vs. 우시 35%)에 근거한다.

바이오 시밀러 가치 9.1조원은 26년 EBITDA 4,232억원에 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 셀트리온은 (컨센서스 기준) 12MF EV/EBITDA 23x 수준에 거래되고 있다.

동사는 최근 미국 소재 제약사와 1.8조원 규모 수주 계약을 체결한 바 있다. 미국 정책(관세, 약가 등) 리스크 해소로 고객사들의 중단되었던 의사결정이 재개된 것으로 해석할 수 있겠고, 이에 향후 5공장 추가 수주 가능성이 높다. 또한, 인적분할의 이유는 이해 상충 해소이기에 분할 이후 수주 경쟁력은 더욱 강화될 전망이다.

10/30~11/21 분할을 위한 거래정지기간이다. 분할 비율 65:35를 현재 시가총액에 적용하면 삼성바이오로직스 57조원, 삼성에피스홀딩스 30조원 수준으로 예상된다. 당사 추정 105조원, 9.1조원과 괴리가 크다. 다만, 에피스홀딩스 분할 이후 가치는 시밀러 가치+신설 자회사 신규 사업(차세대 모달리티/신규 물질) 가치가 될 전망이다. 현재 신설 자회사는 자체플랫폼 기술 개발에 특화된 바이오텍 모델로 펩타이드, ADC, 이중항체 등 관련 주요 기술 확보에 주력할 예정이다. 또한, 이해 상충 문제 해소로 에피스홀딩스의 신약/시밀러 비즈니스에도 속도가 붙을 것으로 예상된다.

분할 이전 삼성바이오로직스 기업가치보다 분할 이후 삼성바이오로직스+삼성에피스홀딩스 가치 합이 더 클 것으로 예상된다. 최근 주가 급등에도 불구하고, 분할전 매수 전략은 '아직' 유효하다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	2,939	3,497	4,529	5,196	6,175
영업이익 (십억원)	1,204	1,321	2,103	2,282	2,724
영업이익률 (%)	41.0	37.8	46.4	43.9	44.1
순이익 (십억원)	946	1,051	1,691	1,897	2,250
EPS (원)	13,290	14,766	23,760	26,648	31,618
ROE (%)	12.2	12.0	16.7	15.9	16.1
P/E (배)	57.2	64.3	51.9	46.2	39.0
P/B (배)	6.6	7.3	8.0	6.8	5.8
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 별도 기준

자료: 삼성바이오로직스, 미래에셋증권 리서치센터

3Q25P Review 및 연간 실적 전망

[삼성바이오로직스] 별도 기준, 3Q25P 매출액 1조 2,575억원(+18% YoY), 영업이익 6,334억원(+42% YoY), 영업이익률 50.4%(+8.7%p YoY), EBITDA 마진율 58% (+8.7%p YoY)로 매출액, 영업이익이 컨센서스를 각각 +4%, +9% 상회했다. 1, 2, 3 공장 및 4공장 6만리터동 풀가동이 지속되었고, 4공장 18만리터동도 풀가동에 도달했다. 예상보다 빠른 4공장 풀가동 도달(vs. 당사 추정 4Q25F)과 전 공장 풀가동에 따른 영업 레버리지 효과, 우호적인 환율효과로 매출 성장보다 이익 성장이 가팔랐다. 당사는 9M25 실적 기반, 25년 매출 가이드스 +25~30%를 유지했다.

25F, 26F 매출 4조 5,292억원(+30% YoY), 5조 1,960억원(+15% YoY)으로 기존 대비 +1%, +2% 상향조정했고, 25F, 26F 영업이익 2조 1,034억원(+59% YoY), 2조 2,824억원(+9% YoY)으로 기존 대비 +7%, +12% 상향조정한다. 예상보다 빠른 4공장 풀가동, 1~4 공장 풀가동으로 인한 레버리지 효과, 강달러 등을 반영해 마진율을 상향조정했다.

[삼성바이오에피스] 3Q25P 매출액 4,410억원(+34% YoY), 영업이익 1,290억원(+90% YoY), 영업이익률 29.3%(+8.7%p YoY)을 기록했다. 솔리리스 시밀러 관련 테바 등 마일스톤 약 400억원이 반영되었고 스텔라라 및 솔리리스 시밀러 신제품 효과 및 기존 제품의 견조한 성장이 지속되었다.

25년 매출액 1조 5,494억원(+1% YoY), 영업이익 3,431억원(-21% YoY)을 예상한다. 당사 기존 추정치 대비 큰 변동 없다. 마일스톤(2024 약 2,700억원, 3Q25 약 400억원)을 제외할 경우, 25F 매출 +20% 성장을 예상하는데, 이는 기존 시밀러 제품들의 판매 호조 및 신규 품목(솔리리스 및 스텔라라) 효과에 기인한다.

컨퍼런스콜 주요 질의응답

[삼성바이오로직스]

Q1. 의약품 관세 정책에 따른 미국 진출 등 대응 계획?

A. 트럼프 대통령은 미국 내 의약품 제조 시설을 착공했거나 건설 중인 기업에 의약품 관세 예외를 적용하겠다고 언급했으며, 현재 미 상무부가 무역확장법 232조를 근거로 진행 중인 관세 정책에도 이와 유사한 내용이 포함될 것으로 예상. 한편 100% 관세 부과 가능성에도 이는 다국적 제약사들의 약가 인하를 유도하기 위한 전략으로 알려져 있으며, 실제로 약가 협상을 진행 중인 상황에서 관세 도입을 잠정 중단하겠다고 밝힌 바 있음. 다만, 현재 한-미 관세 협상이 이어지고 있고 아직까지는 확정 발표 이전이기 때문에 당사의 사업 영향을 정확하게 분석하기는 어려운 상황. 다양한 시나리오로 전략 준비 중.

이에 글로벌 의약품 공급망이 미국향 제품 생산용과 미국 외 국가 제품 생산용으로 나누어질 가능성이 높다고 보고 있음. 이러한 변화 가능성을 감안해 현재 미국 내 생산 시설 투자 계획을 적극 검토 중이며, 미국의 자국 우선주의 정책에 대응할 장기적 전략도 수립 중. 이와 더불어 미국 정부 관계자들과 관세 관련 협의를 계속 이어나갈 계획.

Q2. 오가노이드 서비스 출시 이후 주요 경쟁력 및 현재까지의 진행 상황?

A. 오가노이드 서비스는 차별화된 서비스 제공을 목표로 전략적으로 육성 중인 신사업. 전용 정보 보호 시스템을 별도로 구축해 운영 중이며, 이를 통해 고객사의 신뢰를 제고, 장기적으로 파트너십 확대 및 신규 프로젝트 수주에도 긍정적 효과가 있을 것이라 보고 있음. 또한, 의약품 품질 규제 기준을 충족하도록 설계되고 운영되는 인프라와 실험 및 운영체계를 완비해 고객의 엄격한 품질 및 규제 요구에 선제적 대응이 가능한 경쟁력을 확보.

서비스 측면에서도 수요 높은 다양한 오가노이드를 지속 확보 중. 특히 개발 수요가 많은 주요 10대 암종을 중심으로 포트폴리오 확대. 해당 서비스가 개발 초기에 사용되는 만큼 기존 CDO 사업과의 연계를 통해 신규 고객을 확보하는 교두보 역할을 할 것으로 기대.

Q3. 생물보안법 재추진에 따른 사업 영향?

A. 해당 법안은 국방수권법 개정안에 포함되어 미국 상원을 통과했으며, 이를 통해 중국 규제 의지가 변함이 없다는 점을 보여준다고 판단. 즉, 미국 정부가 바이오 공급망의 안정성을 확보하고 중국과의 기술과 산업의 분리를 가속화하려는 정책 기조를 반영한 조치로 해석. 특정 기업을 명시하지는 않았으나, 중국 정부와 연계된 기업들이 우려 기업으로 지정.

향후 통과 여부와 이후의 적용 범위 등에 따라 실제 영향이나 파급력이 다를 수 있기 때문에 현재로서는 그 영향에 대한 자세한 언급은 어려움. 다만, 글로벌 제약사들 입장에서는 중국계 공급망에 대한 의존도를 줄여 사업 리스크를 완화하는 것이 점점 더 중요해질 것이라고 판단하며, 중장기적으로 중국 외 CDMO 기업이 수혜를 입을 수 있다고 보고 있음.

Q4. 글로벌 제약사들의 미국 내 증설 발표에 따른 당사 사업 영향?

A. 증설 계획 발표에도 전반적으로 인하우스 증설에 대해 보수적인 기조를 유지하고 있는 것으로 보임. 상당수가 저분자 합성 의약품이나 펩타이드 치료제 등으로 당사 핵심 사업인 바이오의약품과는 직접적으로 연관되지 않은 경우가 많음. 따라서 아웃소싱 수요는 지속 증가할 것으로 예상. 다만, 관세 예외 검토 언급에 따라 일부 기업이 자체적인 생산 역량 확대를 검토할 가능성은 지속적으로 있다고 보여짐. 그런 경우에도 실제 공장 건설에서 상업 가동까지 평균 3~4년 소요된다는 점을 감안하면 공급과잉 우려는 아직 제한적.

Q5. 이번 분기 호실적의 주요 요인? 향후 마진을 전망은?

A. 주요 요인은 1) 4공장 18만 리터의 풀가동 효과, 2) 2Q 일부 생산 배치 지연이 3Q 인식된 부분, 3) 우호적 환율 영향. 향후 수익성에 대한 자세한 언급은 어려우나 풀가동 이어질 것으로 전망되고, 원가 등 기타 경쟁력을 유지한다면 충분히 안정적인 수익성을 유지할 수 있을 것으로 전망. 추후 5공장 램프업이 더해진다면 긍정적 영향을 미칠 수 있을 것.

Q6. 신설 자회사 전략 방향?

A. 자체 플랫폼 기술 개발에 특화된 바이오텍 모델로, 펩타이드, ADC용 이중항체 구조 설계와 관련된 요소 기술 확보에 주력할 예정. 설계 중심의 소수 인력으로 운영되며, 외부와의 협력도 계획 중.

한편, 에피스의 바이오시밀러 사업을 통해 안정적인 수익 기반을 확보하고 해당 자본을 활용할 예정이며, 분석 및 평가, 전임상~임상, 허가 등 기존 에피스의 강점을 적극 활용할 계획. 축적된 R&D 역량을 바탕으로 에피스를 통한 신약 파이프라인도 계속 진행. 최근 기사에서 공개된 이중항체-이중 페이로드 관련 P사와의 협력 등 기존 에피스에서 수행하던 ADC 관련 신약 개발은 별도 진행 예정.

Q7. 분할 시 에피스홀딩스 등 신규 인력 채용?

A. IR 등 일부 인력은 채용을 진행했으며, 별도의 회사로 가는 인원들은 대규모 이동이 아니기 때문에 신규 채용 크지 않을 것. 신설 자회사의 경우에도 바이오텍의 모델을 전제하고 있기 때문에, 모달리티에 대해 기존의 인력들을 활용하고 꼭 필요한 인력의 경우에만 추가 채용할 계획. 이후 신약 개발 진행 상황에 따라 점진적으로 인력 비중 확대 예정.

[삼성바이오에피스]

Q1. SB27(키트루다 바이오시밀러) 등 바이오시밀러 개발 현황?

A. 키트루다 임상은 작년 3상 개시 후 순조롭게 진행 중. 특허 만료 전 허가 획득할 수 있도록 면밀하게 준비. 장기적으로 20여 종 이상의 바이오시밀러 제품을 출시해 포트폴리오를 지속적으로 확대할 계획. 2030년까지 10개 이상의 제품에 대한 개발 착수가 완료될 예정이고, 키트루다 시밀러 외 4개 이상 제품에 대한 임상 준비가 마무리되고 있는 단계.

Q2. 바이오시밀러 임상3상 면제 관련 코멘트?

A. 임상3상 면제는 미국의 약가 인하 정책과 함께 바이오시밀러 산업에 긍정적으로 작용할 것으로 보이나 구체적 가이드라인이 확정되지 않아 현재는 정확한 답변이 어려움. 다만, 통상 임상3상은 개발에서 가장 많은 비용과 시간이 소요되기 때문에 지속적으로 규제 기관과 논의해 비용 절감 효과나 이후 상환 효과까지 고려해 개발 전략을 수립할 계획.

Q3. SB16(프롤리아/엑스지바 바이오시밀러) 판매 준비 현황?

A. SB17은 골질환 치료제로, 국내에서는 7월 한미약품과 프롤리아 바이오시밀러를, 8월 보령과 엑스지바 바이오시밀러를 출시했음. 일본의 경우 지난 6월 파트너십을 체결한 니프로(NIPRO)사를 통해 시장 진출을 준비 중.

한편, 미국과 유럽 주요 시장의 경우 지난 2Q25 두 지역 모두 품목 허가 획득. 미국은 마케팅 파트너십을 통한 출시를 준비 중이며, 유럽은 SB12(솔리리스 바이오시밀러) 등 직접 판매 중인 당사의 판매 조직을 통해 특허 만료에 맞춰 12월 출시할 계획. SB16 제품 추가를 통해 직접 판매 조직을 한 층 더 확대하는 기반을 마련. 우수한 상온 보관 편리성과 얇은 주사 바늘을 통해 통증을 완화한 제품으로, 제품 경쟁력에 기반한 성과를 기대.

Q4. Cigna에서 리베이트 프리 모델 런칭을 발표했는데 관련 영향?

A. Cigna의 발표에는 얼마가 절감될지 등의 자세한 내용이 없었음. 다만, 리베이트는 브랜드 의약품에 가장 큰 영향을 미칠 것으로 예상. 바이오시밀러의 경우 디스카운트 등 이슈로 WAC이 높게 설정되어 있기 때문에 영향은 그렇게 크지 않을 것으로 예상 중.

표 1. 삼성바이오로직스 Valuation

내용 비교		
삼성바이오로직스 CDMO 가치(십억원)	105,068	- 5공장 풀가동 예상되는 2028년 EBITDA의 현재가 3조 455억원(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 +30% vs. 론자 20~21%, EBITDA 마진율 삼바 55% vs. 론자 30%)
삼성바이오페시스 시밀러 가치(십억원)	9,077	- 12개월 선행 EBITDA 4,232억원 - 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)	114,245	
발행주식 총수(천 주)	71,174	
적정 주가(원)	1,605,153	* 1,600,000원
현재 주가(원)	1,232,000	
상승 여력	29.9%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 삼성바이오로직스 3Q25P Review

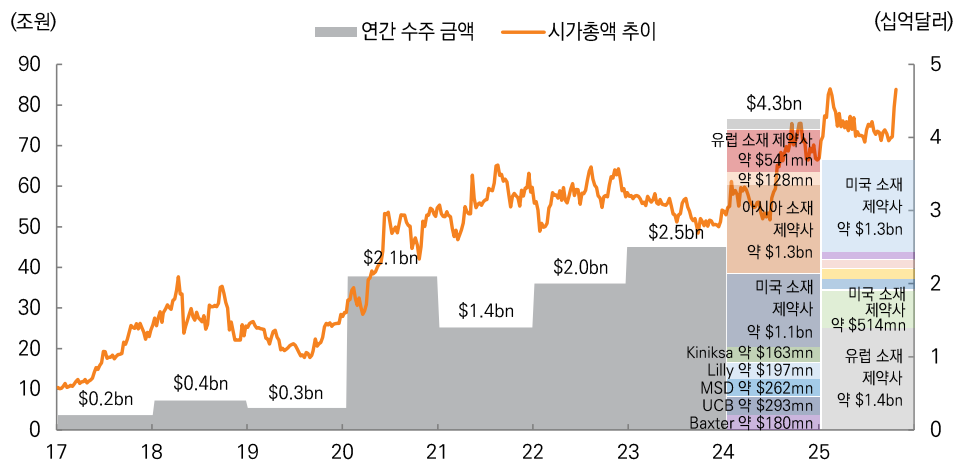
(십억원, %, %p)

	3Q24	2Q25	3Q25P			성장률	
			발표치	컨센서스	vs. 컨센서스	YoY	QoQ
매출액	1,067.1	1,014.2	1,257.5	1,209.6	4.0	17.8	24.0
영업이익	444.7	476.9	633.4	580.0	9.2	42.4	32.8
영업이익률	41.7	47.0	50.4	47.9	2.4	8.7	3.4
순이익	323.5	333.6	496.4	430.8	15.2	53.5	48.8
순이익률	30.3	32.9	39.5	35.6	3.9	9.2	6.6

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. 연간 실적 추정치 변동

(십억원, %)

	조정 전			조정 후			변동률		
	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
매출액	4,494	5,118	6,297	4,529	5,196	6,175	0.8	1.5	-1.9
영업이익	1,970	2,046	2,421	2,103	2,282	2,724	6.8	11.5	12.5
EBITDA	2,362	2,483	2,881	2,495	2,719	3,183	5.6	9.5	10.5

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 삼성바이오로직스 분기 및 연간 실적 전망

(십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	669.5	810.2	1,067.1	950.4	999.5	1,014.2	1,257.5	1,258.0	2,938.8	3,497.2	4,529.2	5,196.0
YoY 성장률	13.3	27.2	20.9	14.8	49.3	25.2	17.8	32.4	20.6	19.0	29.5	14.7
1공장 매출액	85.2	88.2	99.5	99.5	106.8	120.4	114.6	109.4	388.8	394.0	453.7	391.9
2공장 매출액	218.1	248.0	292.5	260.5	270.4	303.2	305.3	309.7	1,023.1	1,071.5	1,211.1	1,234.8
3공장 매출액	223.4	286.2	368.8	327.8	320.1	335.4	346.1	351.1	1,169.1	1,302.9	1,364.3	1,310.1
4공장 매출액	50.6	48.0	129.8	220.8	263.0	356.8	383.0	407.7	153.9	661.6	1,574.4	1,761.1
5공장 매출액												242.3
서비스	28.7	24.8	27.2	30.6	78.1	44.5	90.0	80.0	278.7	111.3	292.6	350.0
매출총이익	300.4	405.4	521.7	485.5	542.2	566.3	736.4	641.3	1,490.4	1,713.0	2,486.2	2,856.7
YoY 성장률	2.4	28.8	14.9	13.3	80.5	39.7	41.2	32.1	24.2	14.9	45.1	14.9
매출총이익률	44.9	50.0	48.9	51.1	54.2	55.8	58.6	51.0	50.7	49.0	54.9	55.0
영업이익	232.7	329.2	444.7	314.7	430.0	477.0	633.4	563.0	1,204.2	1,321.4	2,103.4	2,282.4
YoY 성장률	-0.7	29.6	16.5	-5.8	84.8	44.9	42.4	78.9	24.4	9.7	59.2	8.5
영업이익률	34.8	40.6	41.7	33.1	43.0	47.0	50.4	44.8	41.0	37.8	46.4	43.9
EBITDA	304.5	401.7	526.2	388.1	514.1	571.7	728.7	638.8	1,459.1	1,620.5	2,453.3	2,719.0
YoY 성장률	5.6	27.8	16.9	-4.4	68.8	42.3	38.5	64.6	27.0	11.1	51.4	10.8
EBITDA 마진율	45.5	49.6	49.3	40.8	51.4	56.4	57.9	50.8	49.6	46.3	54.2	52.3
순이익	183.6	272.6	323.5	271.3	319.6	333.6	496.3	541.6	945.9	1,051.0	1,691.1	1,896.6
YoY 성장률	0.7	40.9	14.3	-5.5	74.1	22.4	53.4	99.6	37.7	11.1	60.9	12.2
순이익률	27.4	33.6	30.3	28.5	32.0	32.9	39.5	43.0	32.2	30.1	37.3	36.5

주: K-IFRS 별도 기준. 공장별 매출액은 추정치

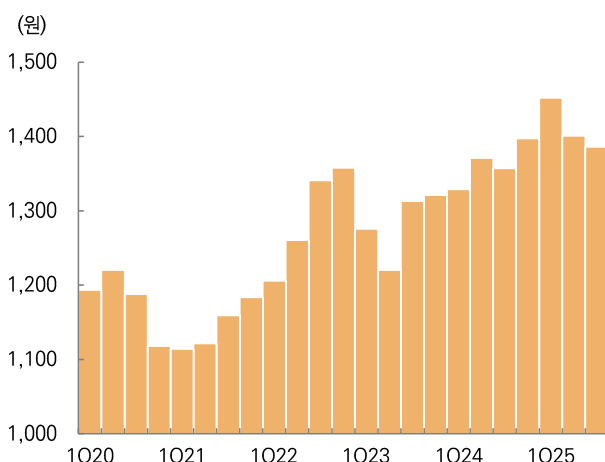
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 원달러 환율 추이



자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

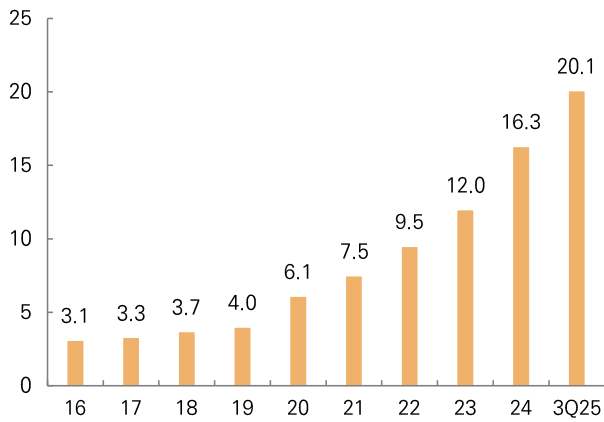
그림 3. 분기 평균 원달러 환율 추이



자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. CMO 누적 수주 금액

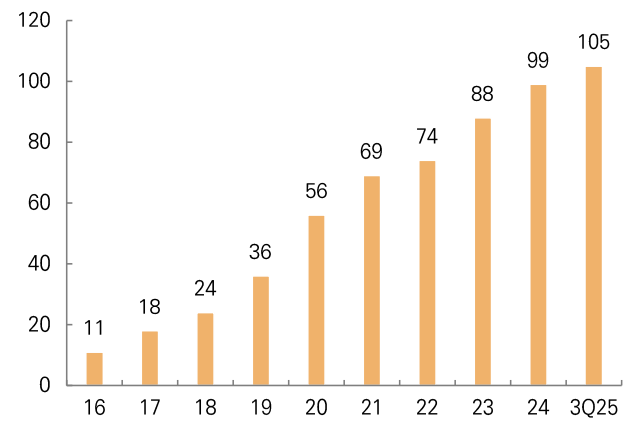
(십억달러)



자료: 삼성바이오로직스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. CMO 누적 수주 제품 수(DS/DP)

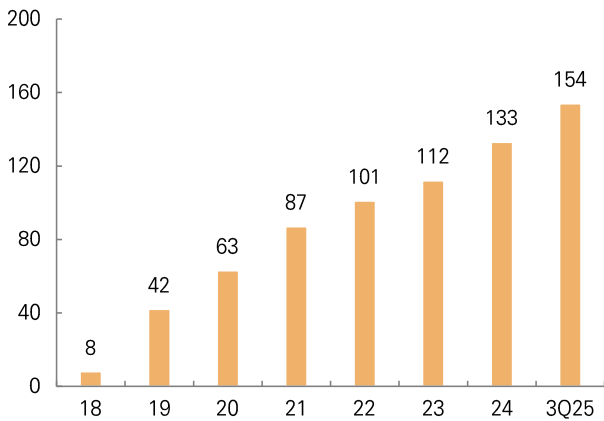
(개)



자료: 삼성바이오로직스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. CDO 누적 수주 제품 수

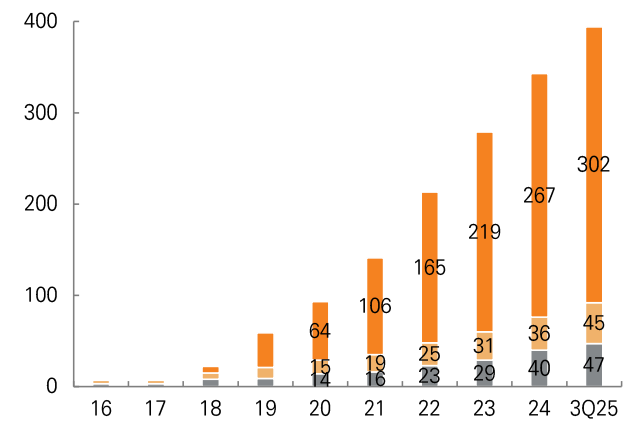
(개)



자료: 삼성바이오로직스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. CMO 누적 규제 기관 승인 현황

(개)



자료: 삼성바이오로직스, 미래에셋증권 리서치센터

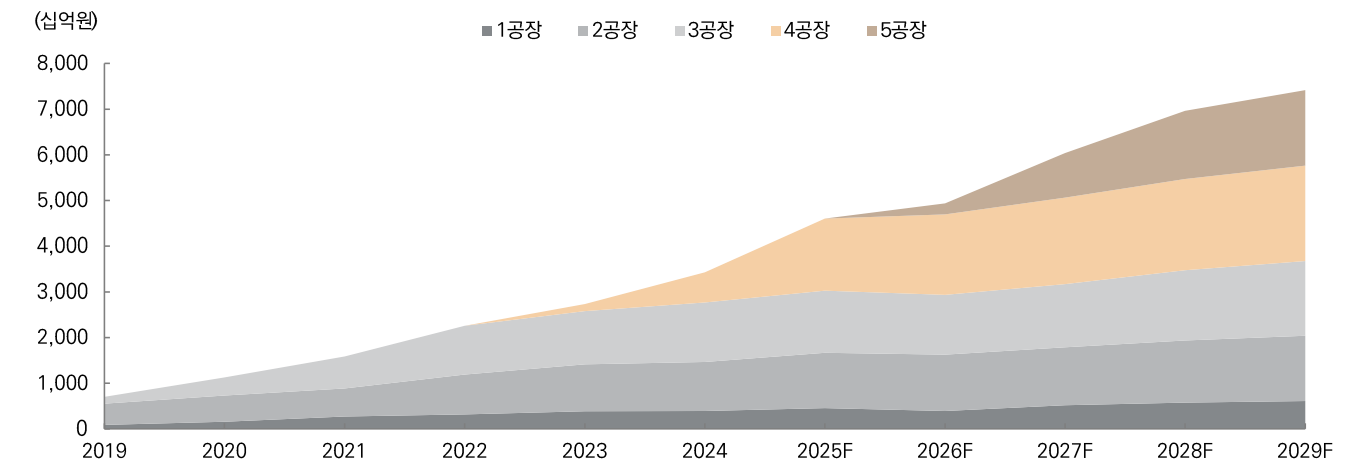
표 5. 삼성바이오로직스 연간 실적 전망

(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	4,529	5,196	6,175	7,224	7,836
YoY 성장률	30.9	66.0	34.6	55.4	20.6	19.0	29.5	14.7	18.8	17.0	8.5
1공장	87	156	273	318	389	394	454	392	520	577	612
가동률	75%	80%	83%	86%	86%	80%	81%	65%	80%	85%	85%
2공장	464	575	613	873	1,023	1,071	1,211	1,235	1,266	1,361	1,429
가동률	73%	80%	80%	75%	85%	84%	87%	84%	82%	84%	84%
3공장	149	396	701	1,065	1,169	1,303	1,364	1,310	1,381	1,538	1,631
가동률	23%	46%	76%	83%	83%	82%	87%	82%	81%	85%	85%
4공장					154	662	1,574	1,761	1,894	1,993	2,093
가동률					13%	36%	79%	86%	86%	85%	85%
5공장								242	979	1,496	1,654
가동률								20%	55%	79%	84%
서비스	53	62	126	176	279	111	293	350	420	455	485
영업이익	92	293	536	968	1,204	1,321.3	2,103	2,282	2,724	3,313	3,680
YoY 성장률		218.9	83.4	80.4	24.4	9.7	59.2	8.5	19.4	21.6	11.1
영업이익률	13.1	25.1	34.2	39.7	41.0	37.8	46.4	43.9	44.1	45.9	47.0
EBITDA	225	436	697	1,149	1,459	1,620	2,453	2,719.0	3,183	3,783	4,170
YoY 성장률	52.7	94.2	59.7	64.9	27.0	11.1	51.4	10.8	17.1	18.9	10.2
EBITDA 마진율	32.0	37.4	44.4	47.1	49.6	46.3	54.2	52.3	51.5	52.4	53.2

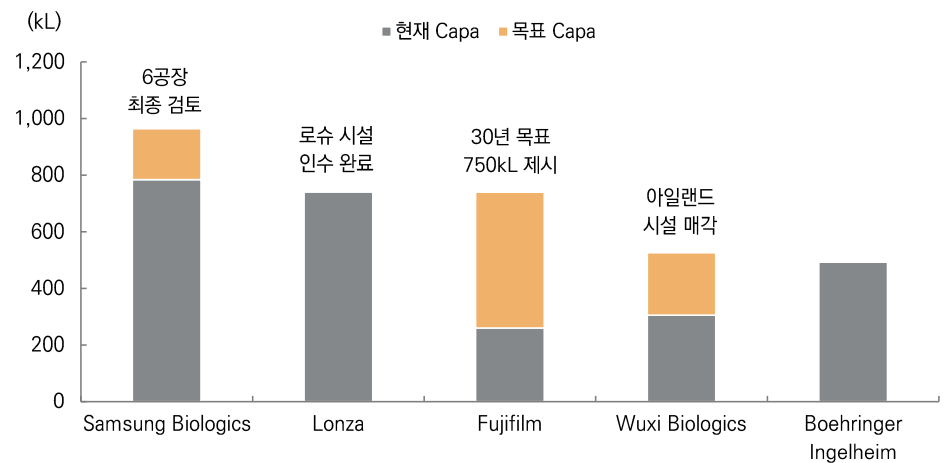
자료: 미래에셋증권 리서치센터

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)	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 x 8 (25년 9월)	미국 NC: 20,000L x 8 (28년 가동 목표)
	덴마크 Hillerød: 20,000L x 12	덴마크 Hillerød: 20,000L x 8 (26년 가동 목표)
우시바이오로직스	미국 Worcester/Cranbur: 16,000L/6,000L	미국 Worcester: 36,000L (26년 가동 목표)
	독일 Wuppertal: 2,000L x 6	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	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. 주요 글로벌 빅파마 미국 내 투자 발표 현황

기업	발표일	발표 내용	투자금액
Pfizer	25.10	- 트럼프 행정부와 약가 인하 및 DTC 합의 체결. 미국에 \$70bn을 투입할 계획이라 밝혔음 - 미국 내 의약품 제조 시설 투자에 대한 대가로 의약품 관세에 대해 3년간의 유예 기간 부여	\$70bn
J&J	24.10	- 노스캐롤라이나주 월슨에 \$2bn 규모의 첨단 제조 시설을 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 제조 시설(\$2bn) 발표 포함 - 해당 시설 외 신규 첨단 제조 시설 3곳 건설과 기존 시설의 확장이 있을 예정	\$55bn
	25.08	- 노스캐롤라이나주 홀리 스프링스(Holly Springs) 내 위치한 후지필름 캠퍼스 내 \$2bn 규모의 제조 시설을 운영할 계획 - J&J는 향후 10년간 \$2bn을 투입할 계획이며, 노스캐롤라이나 내 입지 확대	\$2bn
AstraZeneca	24.02	- 메릴랜드주 록빌에 차세대 세포 치료제 상업화를 위한 생산 거점 투자 - 초기에는 T세포 치료제 제조에 중점. 향후 기타 질환으로 확대 고려 중	\$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 - 추가적으로, 2030년 연매출 \$80bn 달성 목표 제시	\$50bn
Eli Lilly	24.05	- 인디애나주 레바논 부지에 대한 신규 \$5.3bn 투자 - 해당 부지에 대한 총 투자액은 기존 \$3.7bn에서 \$9bn으로 증가 - tirzepatide 주사제의 원료의약품(API) 생산 능력을 강화할 예정	\$5.3bn
	24.10	- Lilly Medicine Foundry 연구 및 생산 복합센터에 \$4.5bn 투자 - 인디애나주 레바논 API 단지 인근에 위치	\$4.5bn
	24.12	- 2024년 초 인수한 위스콘신주 케노샤 카운티 제조 시설에 \$3bn 규모의 확장 투자 - 2025년부터 본격적인 공사에 착수할 예정	\$3bn
	25.02	- 미국 내 4개의 새로운 제조 시설을 건설할 계획 - 연내 4개 부지의 최종 위치를 발표할 예정이며 향후 5년 내 생산을 시작할 것으로 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 포드폴리오 생산 위한 대규모 시설 구축	\$50bn
	25.05	- \$50bn 투자 계획의 일환으로 홀리 스프링스에 \$700mn 규모의 생산 시설 설립 발표 - 해당 시설은 향후 로슈 및 제넨텍(Genentech)의 비만 치료제 포드폴리오 생산을 지원할 예정	\$700mn
Gilead Sciences	25.05	- 미국 내 역량 강화를 위한 \$11bn 규모의 추가 투자를 발표 - 이는 기존에 계획된 \$21bn 투자에 추가되며 2030년까지 총 \$32bn을 투자할 계획 - 이번 투자금은 신기술 개발, 3개의 신규 시설 건설 및 3개의 기존 시설 업그레이드에 사용될 예정	\$32bn
Sanofi	25.05	- 2030년까지 미국 내 R&D 및 제조 시설 확장을 위한 \$20bn 규모의 투자 계획 발표 - 기존 시설 강화와 함께 미국 내 타 제조업체와의 파트너십을 통해 현지 입지를 확대할 예정	\$20bn
AbbVie	25.04	- 2Q25 컨퍼런스를 통해 2035년까지 미국에 \$10bn 투자할 계획임을 밝혔음 - 해당 금액 중 일부는 원료 의약품(API), 완제 의약품, 펩타이드, 의료기기 생산을 위한 신규 시설 4곳 건설에 활용할 예정	\$10bn
	25.08	- 일리노이주 노스 시카고 공장에 \$195mn을 투자해 API 생산을 확장할 예정 - 27년 완전 가동 목표이며, \$10bn 투자 계획의 일환	\$195mn
Merck	25.03	- 백신 생산능력 확대 위해 노스캐롤라이나주 더럼에 \$1bn 규모의 제조 시설 개소 - 머크는 2028년까지 미국 내에 총 \$8bn을 추가 투자할 계획이라 밝혔음 - 2018년 이후 현재까지 \$12bn 이상을 미국 내 제조 및 R&D 확대에 투입	\$8bn
	25.04	- 델라웨어에 \$1bn 투자 발표. 해당 시설에서는 생물학적 제제와 키트루다(Keytruda)를 생산할 예정 - 2028년 완전 가동과 2030년 신약 후보물질 생산을 시작할 계획	\$1bn
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
Amgen	24.12	- 노스캐롤라이나주 홀리 스프링스에 두 번째 원료 제조 시설 신설 위한 확장 계획 발표 - 해당 지역에 대한 투자액은 \$1.5bn을 초과하게 되었음	\$1bn
	25.04	- 오하이오주 제조 시설 확장에 \$900mn 추가 투자를 발표하며 해당 지역에 대한 총 투자 규모를 \$1.4bn으로 확대	\$900mn
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

주: 25년 발표 하이라이트

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

표 8. 삼성바이오에피스 연간 실적 전망

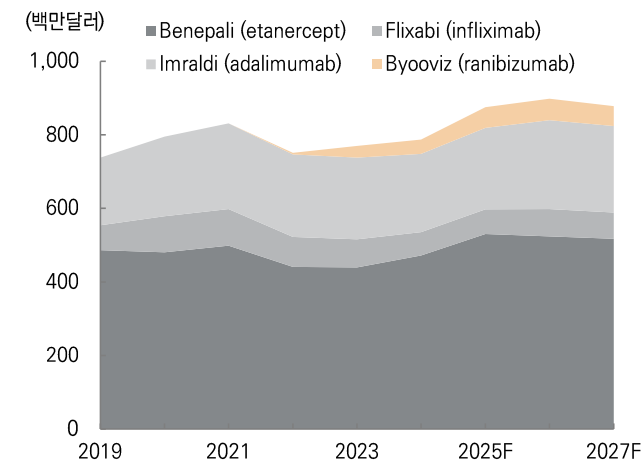
(백만달러, 십억원, %)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F
Benepali (etanercept)	486	481	498	441	439	472	530	524
Flixabi (infliximab)	68	98	99	81	77	63	67	74
Imraldi (adalimumab)	184	217	233	225	222	213	222	242
Byooviz (ranibizumab)				4	32	39	56	58
Renflexis (infliximab)	97	152	186	226	278	274	230	200
Ontruzant (trastuzumab)	83	134	126	122	155	141	95	80
Brenzys (etanercept)	73	66	63	75	73	77	65	50
Aybintio (bevacizumab)			36	39	43	28	20	20
Hadlima (adalimumab)			15	19	44	142	215	250
Pyzchiva (ustekinumab)						5	60	120
Epysqli (eculizumab)						6	50	80
파트너 합	991	1,127	1,256	1,262	1,363	1,460	1,629	1,763
삼성바이오에피스 매출액	766	777	846	946	1,020.3	1,537.7	1,549.4	1,618.3
YoY 성장률	107.7	1.5	8.8	11.8	7.8	50.7	0.8	4.4
영업이익	123	145	192	232	205.4	435.4	343.1	363.2
YoY 성장률	-219.5	18.1	32.3	20.7	-11.3	112.0	-21.2	5.9
영업이익률	16.0	18.7	22.7	24.5	20.1	28.3	22.1	22.4
EBITDA	177	203	257	278	255.2	489	399	423.2
YoY 성장률	-396.1	15.1	26.3	8.2	-8.1	91.7	-18.4	6.0
EBITDA 마진율	23.1	26.1	30.3	29.3	25.0	31.8	25.8	26.1

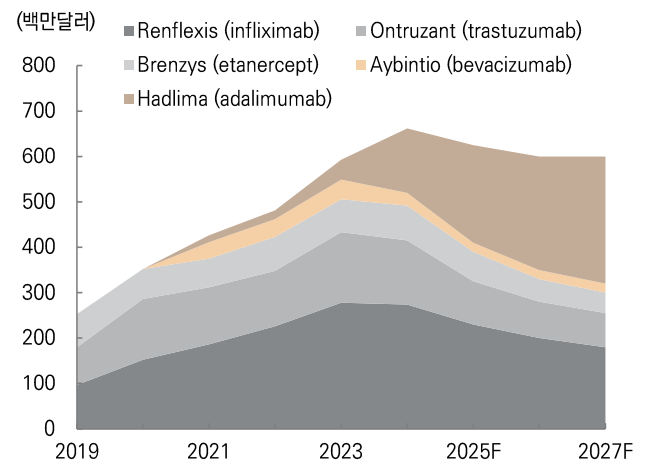
자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 삼성바이오에피스 파트너 바이오텐 시밀러 실적 전망

그림 11. 삼성바이오에피스 파트너 오가논 시밀러 실적 전망

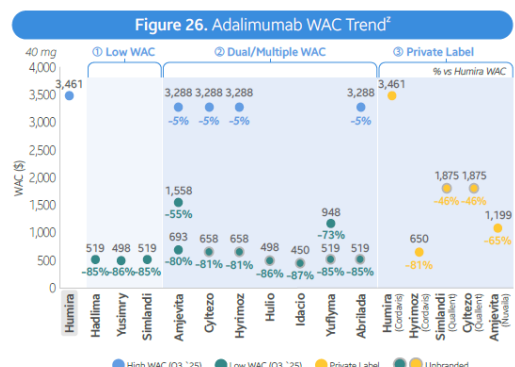
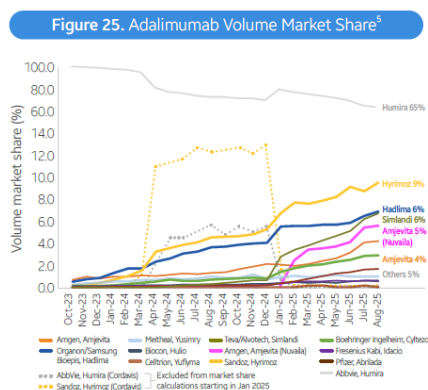


자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

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



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	87.7	5,809	6,743	2,030	2,335	34.9	34.6	1,549	1,800	12.6	12.9	56.6	48.4	7.1	6.2	15.1	13.0	33.2	29.2
Lonza	70.5	13,614	14,967	2,717	3,174	20.0	21.2	1,919	2,292	11.9	12.6	34.4	29.3	4.1	3.7	5.3	4.8	19.5	17.1
WuXi AppTec	58.3	8,880	10,121	3,445	3,583	38.8	35.4	3,148	3,050	21.3	18.5	19.9	19.8	4.3	3.7	7.0	6.2	14.8	13.5
WuXi Biologics	27.6	4,335	5,029	1,257	1,484	29.0	29.5	916	1,043	9.2	9.4	31.0	27.1	2.9	2.6	6.4	5.5	16.6	13.9
Genscript Biotech	6.4	1,360	1,154	309	92	22.7	7.9	121	126	1.8	2.0	56.5	48.9	1.0	1.0	4.8	5.6	17.1	31.6
평균						29.1	25.7			11.4	11.1	39.7	34.7	3.9	3.4	7.7	7.0	20.3	21.1

자료: Factset 컨센서스, 미래에셋증권 리서치센터

표 10. 바이오시밀러 Valuation Table

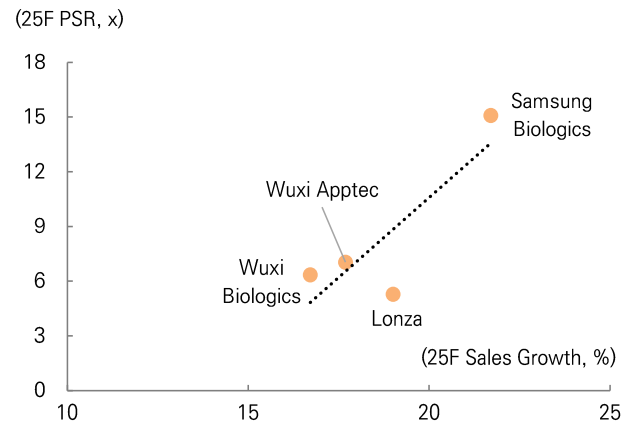
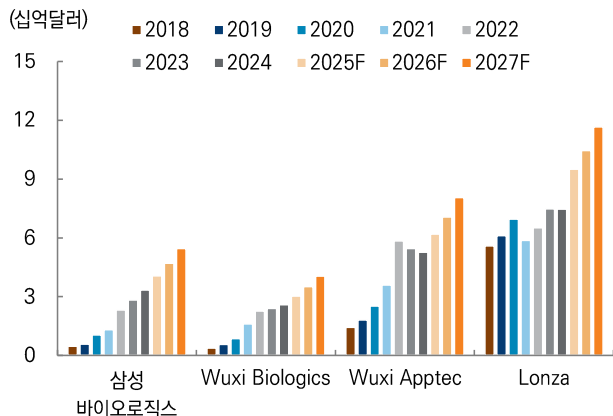
(십억원, %)

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	39.4	4,219	4,963	1,158	1,584	27.4	31.9	826	1,233	4.7	6.6	49.0	33.0	2.3	2.2	9.8	8.3	28.1	21.5
Viartis	17.1	19,956	20,255	5,345	5,531	26.8	27.3	3,897	4,052	16.2	17.0	4.5	4.2	0.7	0.7	0.9	0.9	6.1	5.6
Biocon	8.0	2,825	3,324	305	458	10.8	13.8	100	214	2.4	5.0	79.1	36.0	1.9	1.8	2.8	2.4	16.3	12.5
Organon	2.6	9,003	9,060	2,590	2,627	28.8	29.0	1,444	1,521	95.3	54.9	1.8	1.7	1.7	1.0	0.3	0.3	4.9	4.5
Luye pharma	2.3	1,312	1,480	258	306	19.6	20.7	124	162	4.3	5.4	18.4	13.8	0.8	0.8	1.8	1.6	6.5	5.6
Coherus	0.3	66	139	-234	-174			-236	-163							4.0	1.9		
평균						22.7	24.5			24.6	17.8	30.6	17.7	1.5	1.3	3.1	2.7	12.4	9.9

자료: Factset 컨센서스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 주요 CDMO 업체들 매출 추이 및 전망(컨센서스)

그림 14. 25년 매출 성장 및 PSR 매트릭스(컨센서스)

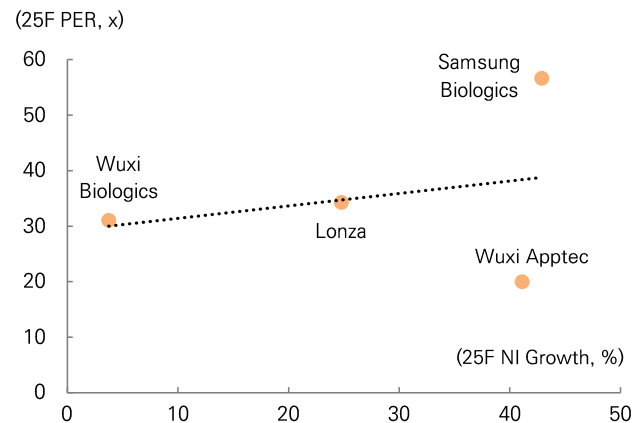
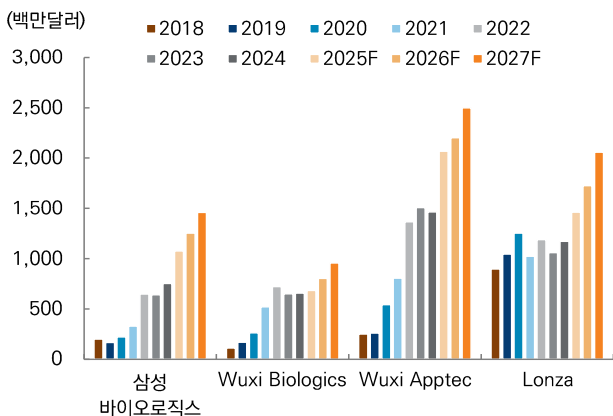


자료: Factset 컨센서스, 미래에셋증권 리서치센터

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
미국 소재 제약사	2025-09-09	2025-08-29	2029-12-31	1,800,063	의약품 위탁생산계약
유럽 소재 제약사	2025-08-26	2025-08-26	2031-12-31	88,427	의약품 위탁생산계약
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	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

계약상대	계약일/정정일	시작일	종료일	계약금액	내용
F.Hoffmann-La Roche	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
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

계약상대	계약일/정정일	시작일	종료일	계약금액	내용
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
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
	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
Checkpoint Therapeutics	2024-12-17		2024-12-17	22,934	계약 이행 완료에 따른 계약 종료일 변경
	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: 25년 공시 하이라이트 및 의향서 체결 음영

자료: Dart, 미래에셋증권 리서치센터

삼성바이오로직스 (207940)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	3,497	4,529	5,196	6,175
매출원가	1,784	2,043	2,339	2,775
매출총이익	1,713	2,486	2,857	3,400
판매비와관리비	392	383	574	676
조정영업이익	1,321	2,103	2,282	2,724
영업이익	1,321	2,103	2,282	2,724
비영업손익	81	11	89	150
금융손익	20	34	88	149
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	1,402	2,114	2,371	2,874
계속사업법인세비용	351	423	474	623
계속사업이익	1,051	1,691	1,897	2,250
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	1,051	1,691	1,897	2,250
지배주주	1,051	1,691	1,897	2,250
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	1,042	1,691	1,897	2,250
지배주주	1,042	1,691	1,897	2,250
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	1,620	2,453	2,719	3,161
FCF	86	2,124	2,371	2,743
EBITDA 마진율 (%)	46.3	54.2	52.3	51.2
영업이익률 (%)	37.8	46.4	43.9	44.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	30.1	37.3	36.5	36.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	3,992	6,239	8,525	11,143
현금 및 현금성자산	300	1,456	3,038	4,623
매출채권 및 기타채권	0	0	0	0
재고자산	1,883	2,439	2,798	3,325
기타유동자산	1,809	2,344	2,689	3,195
비유동자산	9,325	9,686	9,889	10,391
관계기업투자등	3,328	4,310	4,945	5,877
유형자산	5,048	4,713	4,292	3,870
무형자산	65	50	35	19
자산총계	13,317	15,925	18,414	21,534
유동부채	2,679	3,470	3,981	4,731
매입채무 및 기타채무	852	1,103	1,266	1,504
단기금융부채	137	178	204	242
기타유동부채	1,690	2,189	2,511	2,985
비유동부채	1,357	1,483	1,564	1,684
장기금융부채	930	930	930	930
기타비유동부채	427	553	634	754
부채총계	4,036	4,953	5,545	6,415
지배주주지분	9,281	10,972	12,869	15,119
자본금	178	178	178	178
자본잉여금	5,672	5,672	5,672	5,672
이익잉여금	3,450	5,141	7,038	9,288
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	9,281	10,972	12,869	15,119

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	1,383	2,124	2,371	2,743
당기순이익	1,051	1,691	1,897	2,250
비현금수익비용가감	641	762	822	910
유형자산감가상각비	286	335	421	421
무형자산상각비	13	15	15	15
기타	342	412	386	474
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	-65	59	38	56
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-367	0	0	0
재고자산 감소(증가)	-261	-556	-359	-527
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	210	51	33	49
법인세납부	-277	-423	-474	-623
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,181	-304	-181	-266
유형자산처분(취득)	-1,297	0	0	0
무형자산감소(증가)	-27	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	761	-280	-181	-266
기타투자활동	-618	-24	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-154	40	26	38
장단기금융부채의 증가(감소)	-164	40	26	38
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	10	0	0	0
현금의 증가	69	1,157	1,582	1,584
기초현금	231	300	1,456	3,038
기말현금	300	1,456	3,038	4,623

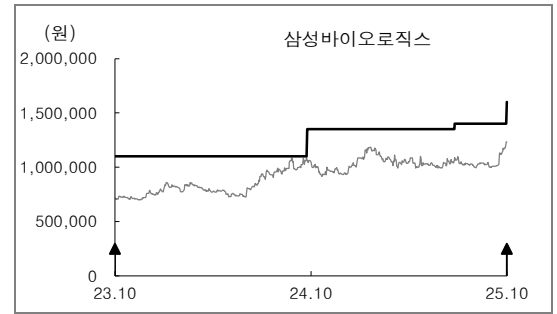
자료: 삼성바이오로직스, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	64.3	51.9	46.2	39.0
P/CF (x)	39.9	35.7	32.3	27.7
P/B (x)	7.3	8.0	6.8	5.8
EV/EBITDA (x)	41.6	35.1	31.0	26.1
EPS (원)	14,766	23,760	26,648	31,618
CFPS (원)	23,773	34,469	38,201	44,407
BPS (원)	130,397	154,157	180,805	212,423
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	29.5	14.7	18.8
EBITDA증가율 (%)	11.1	51.4	10.8	16.2
조정영업이익증가율 (%)	9.7	59.2	8.5	19.4
EPS증가율 (%)	11.1	60.9	12.2	18.6
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	10.2	9.7	9.8
ROA (%)	8.4	11.6	11.0	11.3
ROE (%)	12.0	16.7	15.9	16.1
ROIC (%)	19.7	29.6	34.2	43.0
부채비율 (%)	43.5	45.1	43.1	42.4
유동비율 (%)	149.0	179.8	214.1	235.5
순차입금/자기자본 (%)	-1.7	-14.1	-25.5	-33.6
조정영업이익/금융비용 (x)	38.8	65.2	68.7	79.7

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
삼성바이오로직스 (207940)				
2025.10.29	매수	1,600,000	-	-
2025.07.24	매수	1,400,000	-24.97	-12.00
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
78.61%	1.73%	19.08%	0.58%

* 2025년 09월 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.