

# 삼성바이오로직스 (207940)

## 우호적인 사업 환경

투자의견

**BUY**(유지)

목표주가

**1,200,000** 원(상향)

현재주가

**1,024,000** 원(10/11)

시가총액

**72,882**(십억원)

바이오/제약 권해순\_02)368-6181\_hskwon@eugenefn.com

- 투자의견 BUY 유지, 목표주가 120만원으로 상향, 2025년(기준 2024년) 예상 실적 Target EBITDA 배수 40배
- 시가총액 기준 글로벌 22위, 생산능력(2026년 78.6만L), 성장성 및 수익성 기준 글로벌 CMO 1위
- 신약 개발 비즈니스 모델을 가진 빅파마들은 특허만료와 블록버스터급 신제품 출시 공백으로 저성장 국면에 직면
- CDMO들의 성장성이 부각되며 밸류에이션 프리미엄 유지될 것: 바이오의약품의 시장 확대, 생물보안법 통과(예상)로 중국 외 상위 CDMO들의 우호적인 사업 환경 지속될 전망
- 2030년까지 생산능력 확대로 연평균 10~15% 내외의 외형 성장이 예상되며 기업가치도 비례하여 증가할 것
- CDO 모델 개발을 위한 적극적 투자와 성과가 가시화된다면 금상첨화

주가(원, 10/11)	1,024,000
시가총액(십억원)	72,882

발행주식수	71,174천주
52주 최고가	1,109,000원
최저가	694,000원
52주 일간 Beta	0.31
60일 일평균거래대금	1,178억원
외국인 지분율	13.4%
배당수익률(2024E)	0.0%

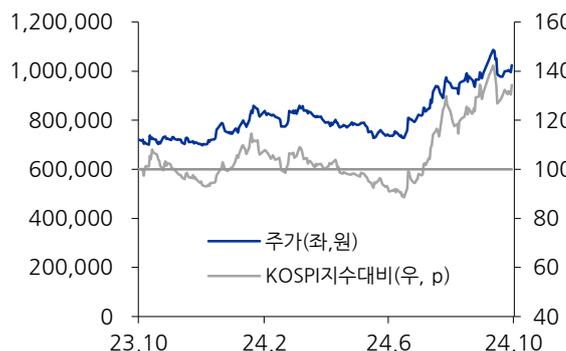
주주구성	
삼성물산 (외 4인)	74.3%
국민연금공단 (외 1인)	6.7%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	1.1	32.9	35.2
절대기준	4.4	28.8	41.2

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	1,200,000	1,000,000	▲
영업이익(24)	1,397	1,341	▲
영업이익(25)	1,465	1,630	▼

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E
매출액	3,001	3,695	4,481	4,947
영업이익	984	1,114	1,397	1,465
세전손익	1,009	1,120	1,427	1,495
당기순이익	798	858	1,113	1,166
EPS(원)	11,213	12,051	15,635	16,381
증감률(%)	90.8	7.5	29.7	4.8
PER(배)	73.2	63.1	65.5	62.5
ROE(%)	11.4	9.1	10.7	10.1
PBR(배)	6.5	5.5	6.7	6.0
EV/EBITDA(배)	44.8	33.7	36.4	33.7

자료: 유진투자증권



## 투자의견 BUY 및 목표주가 120 만원으로 상향

**2025년 예상 실적 기준 Target EBITDA 배수 40 배 적용** 삼성바이오로직스에 대해 투자의견 BUY 를 유지하며 목표주가를 종전 100 만원에서 120 만원으로 상향 조정한다. 목표주가 상향 조정은 2025년 예상 실적 기준(종전 2024년 실적 기준) Target EBITDA 배수 40 배를 적용하여 산출한 것이다.

**2025년 실적 소폭 하향 조정: 바이오에피스의 성장률 하향 조정** 바이오에피스의 마일스톤 유입(2 분기)과 2024년 초부터 고환율 기조가 지속되고 있는 것을 반영하여 2024년 예상 영업이익을 4.1% 상향 조정하였다. 반면 2025년 예상 영업이익은 기존 추정치 대비 10.1% 하향 조정하였는데, 이는 바이오시밀러 사업의 경쟁이 심화되고 있고, 가격 인하 압력이 높아질 것으로 예상되어 바이오에피스 매출 성장률이 당사의 기존 추정치(매출 성장률 20%yoy)를 하회할 것으로 예상되어 바이오에피스의 실적을 하향 조정하였다. 바이오시밀러 사업부문의 성장률은 10%로 하향 조정하고 이에 따른 이익 하향 조정으로 2025년 삼성바이오로직스 예상 영업이익도 하향 조정한다.

**6공장 건설 계획이 구체화되는 시기는 논의 중** 지난 주 10월 2일 삼성바이오로직스가 주최한 애널리스트 대상 3분기 동향 업데이트 IR 에서 삼성바이오로직스는 예상대로 영업 활동이 잘 진행되고 있고, 환율은 연초 예상보다 달러화 강세가 예상되고 있다고 밝혔다. 또한 여전히 생물보안법 발의(예상)될 것을 대비한 잠재고객들은 지속적으로 증가하고 있으나 이에 따른 수혜는 중장기적으로 나타날 것으로 전망하고 있었다. 한편, 6공장 건설 계획이 구체화되는 시기는 논의 중이며, 향후 공시를 통해서 자세한 사항으로 발표될 것으로 언급했다.

신성장 동력이 될 CDO 서비스 사업은 단기적으로 빠른 확대는 어려울 것으로 예상된다. 삼성바이오에피스는 2분기에 마일스톤 유입으로 큰 폭의 실적 성장을 보였으나 하반기에는 연구개발비 증가 등으로 영업이익률이 10% 수준으로 하락할 것으로 추정된다.

도표 1. 예상 실적 조정

(단위: 십억원, (%,%p))	2023P	수정 후			수정 전			Change (% , %p)		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
매출액	3,695	4,481	4,947	5,733	4,514	5,369	6,054	-0.7	-7.9	-5.3
영업이익	1,114	1,397	1,465	1,738	1,341	1,630	1,918	4.1	-10.1	-9.4
순이익	858	1,113	1,166	1,379	1,070	1,253	1,471	4.0	-6.9	-3.2
영업이익률	30.1	31.2	29.6	30.3	29.7	30.4	31.7	1.5	-0.7	-1.4
순이익률	23.2	24.8	23.6	24.1	23.7	23.3	24.3	1.1	0.2	-0.2

자료: 삼성바이오로직스, 유진투자증권

도표 2. 삼성바이오로직스 분기 실적 추정

(십억원, %)	2023				2024E				2025E				
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QE 유진	3QE 컨센서스	4QE	1QE	2QE	3QE	4QE
매출액	721	866	1,034	1,074	947	1,157	1,165	1,089	1,212	1,057	1,162	1,311	1,420
영업이익	192	253	319	350	221	435	326	307	415	274	325	393	472
순이익	142	185	240	291	179	318	254	241	362	212	251	303	399
영업이익률	27	29	31	33	23	38	28	28	34	26	28	30	33
순이익률	20	21	23	27	19	27	22	22	30	20	22	23	28

자료: 삼성바이오로직스, 유진투자증권

도표 3. 삼성바이오로직스 시가총액, 매출액 및 이벤트 차트



자료: Quantwise, 유진투자증권

도표 4. 삼성바이오로직스 시가총액, 영업이익 및 이벤트 차트



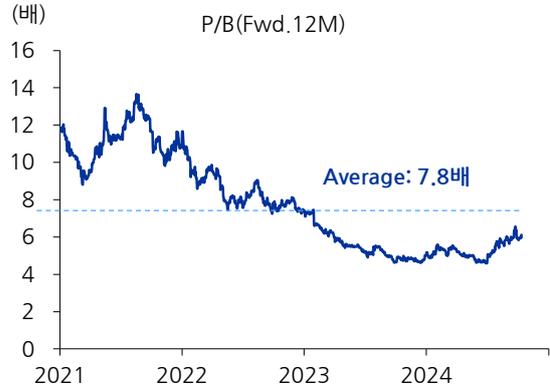
자료: Quantwise, 유진투자증권

도표 5. P/E valuation chart



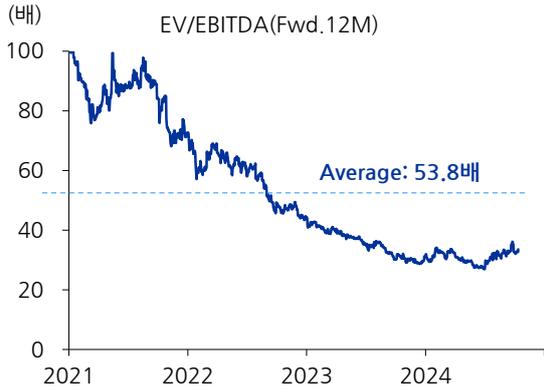
자료: Quantwise, 유진투자증권

도표 6. P/B valuation chart



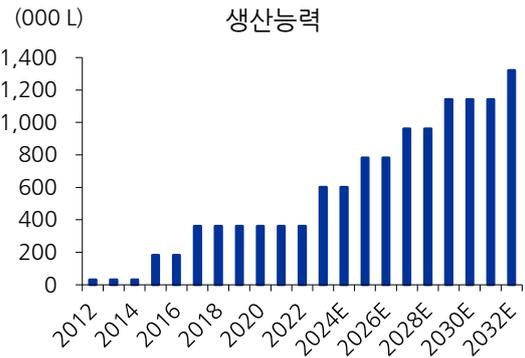
자료: Quantwise, 유진투자증권

도표 7. EV/EBITDA valuation chart



자료: Quantwise, 유진투자증권

도표 8. 생산능력 추이 및 전망: 연평균 +10%yoy



자료: 삼성바이오로직스, 유진투자증권

주: 2025년 4월 완공 목표로 5공장 건설 중.

2032년까지 8공장까지 총 생산능력 1,322kl 건설 계획을 2023년에 발표한 바 있으나 아직 6 공장 이후 건설 계획은 구체적으로 제시하지는 않았음

도표 9. 생산능력 추이 및 전망

	1공장	2공장	3공장	4공장	5공장	6~8공장
생산능력(L)	30,000	154,000	180,000	240,000	180,000	540,000
구성	5,000X6	1,500X10 1,000X2	1,500X12	10,000X6 15,000X12	15,000X12	각 180,000 예정
cGMP 건설 기간	25개월	29개월	35개월	36개월	24개월	
완공일	2012.07	2015.02	2017.11	2022.10 부분 가동 (60,000L) 2023년말 가동	2025.04 예정 상업화 생산. 2026년 하반기 예상	2032년까지 완공 목표로 계획 수립 중
공사비용(십억원)	350	700	850	1,740	약 1,980	약 5,000

자료: 삼성바이오로직스, 유진투자증권

## 글로벌 바이오제약기업 중 시가총액 22 위

삼성바이오로직스는 글로벌 바이오제약 기업 중 시가총액 22 위이다. 글로벌 1 위는 일라이 릴리, 2 위는 노보 노디스크이다.

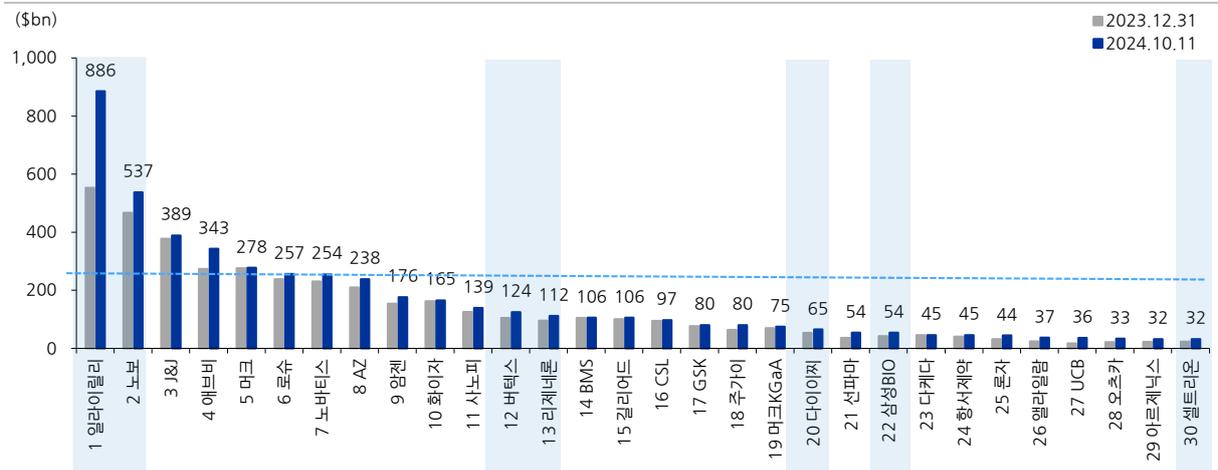
### 빅파마들은 저성장 국면

신약 개발 비즈니스 모델을 가진 빅파마들은 2023년부터 주력 제품들의 특허만료와 블록버스터급 신제품 출시 공백으로 저성장 국면에 직면하고 있다. 2023년 일라이릴리와 노보 노디스크를 제외하면 매출액 기준으로 글로벌 상위 10 위권에 포함된 빅파마들의 주가는 대부분 하락하였다. 글로벌 빅파마들은 다시 성장하기 위한 중장기 성장 전략을 짜고, 신약 파이프라인 확보를 위해 대규모 투자를 단행하지만 그 성과가 단기에 나타나기는 쉽지 않아 보인다.

### 10%yoy 이상 외형 성장을 보이는 기업들에 대한 투자매력 급증

빅파마들이 성장 정체 국면에 진입하면서 10% 이상의 외형 성장을 지속할 것으로 예상되는 바이오기업들에 대한 투자 매력은 급증하고 있다. 이에 따라 저성장 기업들과 고성장 기업들간의 밸류에이션 갭이 확대되고 있는 것으로 판단된다.

도표 10. 글로벌 시가총액 1~30 위 기업들



자료: 블룸버그, 유진투자증권

## 성장성에 대한 밸류에이션 프리미엄 지속

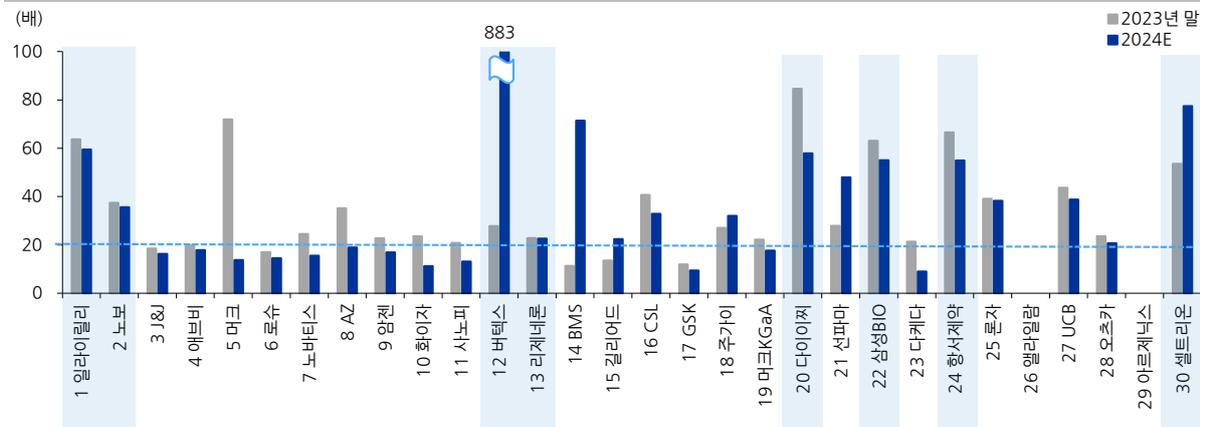
일라이릴리, 다이아  
씨산교, CDMO 기  
업들의 성장성 부각

글로벌 빅파마들 중 시총 30 위 안에서 10% 이상의 외형 성장이 가능할 것으로 예상되는 기업들은 고성장 할 것으로 기대되는 대사질환 분야에 강력한 입지를 확보하고 있는 일라이릴리와 노보 노디스크, 글로벌 바이오텍인 리제네론과 버텍스, ADC 분야를 선도하고 있는 다이아씨 산교를 비롯한 미국 외 중형 신약 개발 기업들(선파마, 엘라일람, UCB, 주가이 등)과 CDMO 기업인 삼성바이오로직스와 론자이다.

고성장 기업과  
저성장 기업간의  
밸류에이션 갭 확대

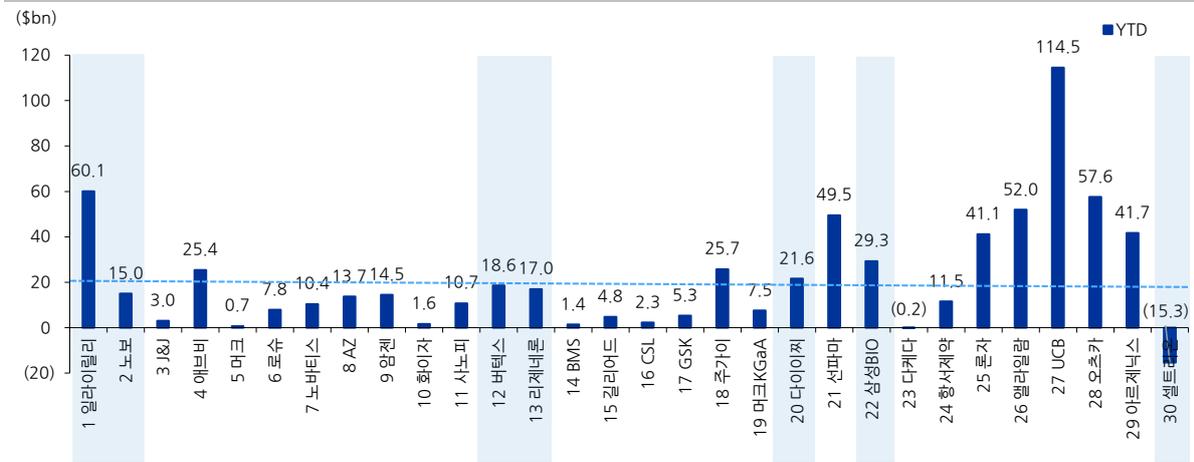
이에 따라 외형 성장이 5% 이하로 예상되는 빅파마들은 P/E valuation 기준 20 배 이하에서 거래되고 있다. 외형 성장이 10%를 상회하는 기업들에 대한 투자 매력력이 높아지면서 성장하는 기업과 성장이 정체된 기업간의 밸류에이션 갭이 더욱 확대되고 있는 것으로 판단된다.

도표 11. 글로벌 시가총액 1~30 위 기업들 P/E valuation



자료: 블룸버그, 유진투자증권

도표 12. 글로벌 시가총액 1~30 위 기업들 추가 수익률(YTD)



자료: 블룸버그, 유진투자증권

도표 13. 글로벌 빅파마들은 저성장 국면에 직면



	노보 노디스크	일라이 릴리	애브비	J&J	머크	로슈	사노피	아스트라 제네카	화이자	노바티스
2023-2030E CAGR	12.57%	12.80%	3.33%	2.84%	3.44%	3.01%	4.71%	5.51%	0.17%	1.12%
순위 변화	10	10	-1	-3	-1	-1	1	1	-6	-4

자료: Evaluate Pharma(2024.05), 유진투자증권

## 글로벌 CDMO 현황

CDMO 들의 성장성 부각	바이오의약품의 시장 확대, 생물보안법 통과(예상)로 중국 외 상위 CDMO 들의 우호적인 사업 환경 지속될 전망이다. 이에 따라 CDMO 들의 지속가능한 성장성이 부각되며 밸류에이션 프리미엄 유지될 것으로 판단한다.
적극적 투자로 생산 능력 확대 중인 삼성바이오로직스 의 지속가능한 성장 기대	생산능력 기준 글로벌 CDMO 기업들 중 1 위는 단연코 삼성바이오로직스이다. 삼성바이오로직스는 2025년 4월 목표로 5공장(생산능력 18만 L)을 건설 중이며, 5공장 완공 시 총 생산능력은 78.2만 L로 현재 1위인 론자와 유사한 생산능력을 보유하게 된다. 그러나 2032년을 목표로 6,7,8 공장 건설도 준비 중에 있어 2030년 이후에는 삼성바이오로직스가 생산능력 기준 1위를 확보할 것이다.
Fujifilm Diosynth Biotechnology 의 공격적 확장을 주시	한편, 글로벌 바이오의약품 공급망 변화의 시기에 경쟁 기업들도 대규모의 투자를 단행하고 있다는 것도 주목해서 지켜봐야 할 것이다. 일본의 Fujifilm Holdings 는 바이오의약품 사업부에 속해있는 CDMO 사업(Fujifilm Diosynth Biotechnology)을 확대하기 위해 공격적으로 생산능력을 확대하며 중국 우시 바이오로직스를 추격하고 있다. Fujifilm Holding 는 2026년 49만 L, 2028년 80만 리터 이상 생산능력을 확보한 후 신공장을 가동할 것으로 추정된다.

도표 14. 글로벌 CDMO 현황

	2023 매출액(\$mn)	2024 E 매출액(\$mn)	2024E 영업이익(\$mn)	2024E OPM	Capacity	비고
론자	7,479	7,791	1,438	18.5%	2028E: 787kL	
삼성바이오로직스	2,842	3,319	1,035	31.2%	2025E: 784kL	2032E: 1,322kL 까지 확대
Wuxi Biologics	2,406	2,547	628	24.7%	2024E: 611kL	

자료: 각 사, 유진투자증권

도표 15. 글로벌 biomanufacturing capacity ranking

	2023	Company Type	2027E	Company Type
1	F. Hoffmann-La Roche	Product	F. Hoffmann-La Roche	Product
2	Samsung Biologics	CMO	Samsung Biologics	CMO
3	Boehringer Ingelheim	Hybrid	Lonza Group	CMO
4	Lonza Group	CMO	FujiFilm Diosynth Biotechnologies	CMO
5	Johnson & Johnson	Product	Wuxi Biologics	CMO
6	Wuxi Biologics	CMO	Boehringer Ingelheim	Hybrid
7	Amgen	Product	Johnson & Johnson	Product
8	Biogen	Product	Amgen	Product
9	Novartis	Hybrid	Celltrion	Product
10	Sanofi	Product	Biogen	Product

자료: Bioprocess International, 유진투자증권

## 삼성바이오로직스(207940.KS) 재무제표

### 대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>자산총계</b>	16,582	16,046	17,779	19,105	20,723
유동자산	6,458	5,522	6,521	7,606	9,108
현금성자산	3,109	2,061	2,716	3,174	3,992
매출채권	733	679	731	856	992
재고자산	2,376	2,641	2,932	3,434	3,979
비유동자산	10,124	10,524	11,258	11,499	11,616
투자자산	747	812	833	867	902
유형자산	3,417	3,880	4,801	5,234	5,541
기타	5,961	5,832	5,624	5,398	5,173
<b>부채총계</b>	7,598	6,216	6,822	6,982	7,221
유동부채	4,182	4,158	4,209	4,301	4,470
매입채무	1,771	1,219	1,423	1,601	1,856
유동성이자부채	1,281	1,532	1,365	1,265	1,165
기타	1,129	1,407	1,421	1,435	1,449
비유동부채	3,416	2,058	2,613	2,681	2,752
비유동이자부채	1,256	402	945	945	945
기타	2,160	1,656	1,668	1,736	1,806
<b>자본총계</b>	8,984	9,830	10,957	12,123	13,502
지배지분	8,984	9,830	10,957	12,123	13,502
자본금	178	178	178	178	178
자본잉여금	5,663	5,663	5,663	5,663	5,663
이익잉여금	3,146	4,003	5,116	6,282	7,661
기타	(2)	(14)	(0)	(0)	0
비지배지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	8,984	9,830	10,957	12,123	13,502
총차입금	2,537	1,934	2,310	2,210	2,110
순차입금	(572)	(127)	(406)	(963)	(1,882)

### 현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>영업현금</b>	953	1,666	1,721	1,465	1,824
당기순이익	798	858	1,113	1,166	1,379
자산상각비	308	490	597	667	788
기타비현금성손익	219	280	122	(51)	(48)
운전자본증감	(263)	299	(57)	(436)	(414)
매출채권감소(증가)	(305)	30	(0)	(125)	(136)
재고자산감소(증가)	(180)	(274)	(323)	(501)	(546)
매입채무증가(감소)	135	267	361	178	255
기타	87	275	(95)	13	13
<b>투자현금</b>	(3,106)	(1,566)	(396)	(933)	(931)
단기투자자산감소	(1,000)	616	1,093	(25)	(26)
장기투자증권감소	(11)	(8)	(2)	(2)	(2)
설비투자	957	995	783	804	800
유형자산처분	0	3	0	0	0
무형자산처분	(52)	(110)	(87)	(70)	(70)
<b>재무현금</b>	3,000	(635)	365	(100)	(100)
차입금증가	(188)	(635)	365	(100)	(100)
자본증가	3,201	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
<b>현금 증감</b>	843	(523)	1,734	432	792
기초현금	(47)	(891)	368	2,102	2,534
기말현금	891	368	2,102	2,534	3,327
Gross Cash flow	1,396	1,660	1,949	1,901	2,238
Gross Investment	2,370	1,884	1,546	1,344	1,320
<b>Free Cash Flow</b>	(974)	(223)	404	557	918

자료: 유진투자증권

### 손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	3,001	3,695	4,481	4,947	5,733
증가율(%)	91.4	23.1	21.3	10.4	15.9
매출원가	1,533	1,892	2,310	2,594	2,986
<b>매출총이익</b>	1,468	1,803	2,172	2,352	2,747
판매 및 일반관리비	485	689	775	888	1,009
기타영업손익	156	42	12	15	14
<b>영업이익</b>	984	1,114	1,397	1,465	1,738
증가율(%)	83.1	13.2	25.4	4.9	18.7
<b>EBITDA</b>	1,292	1,603	1,993	2,132	2,527
증가율(%)	84.8	24.1	24.3	7.0	18.5
<b>영업외손익</b>	25	7	30	30	30
이자수익	53	96	66	60	63
이자비용	64	82	41	33	33
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	36	(7)	5	2	(0)
<b>세전순이익</b>	1,009	1,120	1,427	1,495	1,768
증가율(%)	79.8	11.0	27.4	4.8	18.3
법인세비용	211	262	314	329	389
<b>당기순이익</b>	798	858	1,113	1,166	1,379
증가율(%)	102.8	7.5	29.8	4.7	18.3
지배주주지분	798	858	1,113	1,166	1,379
증가율(%)	102.8	7.5	29.7	4.8	18.3
비지배지분	0	0	0	0	0
<b>EPS(원)</b>	11,213	12,051	15,635	16,381	19,379
증가율(%)	90.8	7.5	29.7	4.8	18.3
수정EPS(원)	11,213	12,051	15,635	16,381	19,379
증가율(%)	90.8	7.5	29.7	4.8	18.3

### 주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	11,213	12,051	15,635	16,381	19,379
BPS	126,233	138,119	153,948	170,330	189,708
DPS	0	0	0	0	0
<b>밸류에이션(배, %)</b>					
PER	73.2	63.1	65.5	62.5	52.8
PBR	6.5	5.5	6.7	6.0	5.4
EV/ EBITDA	44.8	33.7	36.4	33.7	28.1
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	41.9	32.6	37.4	38.3	32.6
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	32.8	30.1	31.2	29.6	30.3
EBITDA이익률	43.0	43.4	44.5	43.1	44.1
순이익률	26.6	23.2	24.8	23.6	24.1
ROE	11.4	9.1	10.7	10.1	10.8
ROIC	13.5	9.5	10.8	10.6	12.0
<b>안정성(배, %)</b>					
순차입금/자기자본	(6.4)	(1.3)	(3.7)	(7.9)	(13.9)
유동비율	154.4	132.8	154.9	176.9	203.8
이자보상배율	15.4	13.6	34.4	44.8	53.2
<b>활동성(회)</b>					
총자산회전율	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
매출채권회전율	5.5	5.2	6.4	6.2	6.2
재고자산회전율	1.8	1.5	1.6	1.6	1.5
매입채무회전율	2.8	2.5	3.4	3.3	3.3

**Compliance Notice**

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다  
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다  
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다  
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다  
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다  
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다  
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다  
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.  
 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

**투자기간 및 투자등급/투자조건 비율**

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자조건 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만	95%
· HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 -10%이상 ~ +15%미만	4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 증가대비 -10%미만	1%

(2024.09.30 기준)

