

삼성바이오로직스 (207940)

이희영

heeyoung.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

1,300,000

유지

현재주가

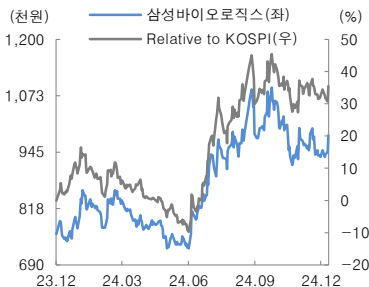
983,000

(25.01.07)

제약업종

KOSPI	2492.1
시가총액	69,964십억원
시가총액비중	3.26%
자본금(보통주)	178십억원
52주 최고/최저	1,091,000원 / 727,000원
120일 평균거래대금	1,001억원
외국인지분율	13.40%
주요주주	삼성물산 외 3 인 74.35% 국민연금공단 6.68%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.2	-1.8	22.4	30.0
상대수익률	-0.4	2.9	40.6	34.5



아쉬운 고환율 수혜, 25년을 위한 준비

- 4Q24 연결 매출 1,190조원(+11.3%yoy), 영업이익 2,856억원(-18.4%yoy)
- 25년 4공장 가동률 상승 및 바이오시밀러 신제품 출시로 실적 성장 전망
- 25년 미 생물보안법 입법 가능성 여전히 유효

투자의견 매수, 목표주가 1,300,000원 유지

목표주가는 SOTP 방식으로 산출, 영업가치는 24~33년 DCF(현금흐름할인) 밸류 에이션 방식을 적용하여 90.5조원 추정 (영구성장률 2.2%, WACC 5.7%). 총 기업 가치는 보유지분 가치(삼성바이오에피스) 3.3조원을 포함해 93.1조원으로 산정.

4Q24 Preview: 아쉬운 환율 효과, 25년을 위한 준비

[4Q24 연결] 매출액 1조 1,947억원(+11.3% yoy), 영업이익 2,856억원 (-18.4% yoy), OPM 23.9%, [별도] 매출액 9,461억원(+14.3% yoy), 영업이익 2,878억원(-13.8% yoy), OPM 30.4%, 4분기 매출은 컨센서스 부합 전망, 환율이 높았던 12월 대비 10~11월에 매출 인식이 집중되어 고환율 효과 적었음. 영업이익은 하기 이유로 비용 증가하여 컨센서스 소폭 하회 전망, 1) 25년 환율 및 신규 설비 가동에 따른 불확실성 선반영, 2) 4공장 풀가동에 따른 감가상각비 증가. 다만 25년에는 4공장 가동률이 본격 인식되며 이익 개선 기대됨

[삼성바이오에피스] 매출액 2,896억원(+0.2% yoy), 영업이익 939억원(+20.0% yoy), OPM 32.4% 전망. 1) 우호적인 환율, 2) 아이리야bs(오프비즈) 유럽 EMA 허가에 따른 마일스톤 수령으로 호실적 전망. 25년에는 2,500억원 가량의 마일스톤이 부재하나, 바이오시밀러 기존 제품 매출 확대 및 신제품(스텔라라bs) 미국 출시에 따라 연간 실적 성장이 기대됨

생물보안법: 25년 입법 가능성 여전히 유효

미 생물보안법(Biosecure Act)은 12월 입법패키지에 포함되지 않아 최종적으로 연내 입법이 불발되었음. 그러나 시장에서는 여전히 생물보안법 연내 입법을 긍정적으로 전망. Wuxi Biologics, Wuxi Apptec이 이전 주가 레벨을 회복하지 못하고 있으며, 24년 12월 Wuxi Apptec이 CGT(세포유전자 치료제) 사업부를 미국 사모펀드에 매각한데 이어서, 25년 1월 Wuxi Biologics는 아일랜드에 위치한 백신 제조 시설을 Merck에 매각하며 생물보안법 입법에 대비하는 모습을 보임. 또한 동사는 고객사들이 여전히 트럼프 대통령 당선에 따른 미-중 분쟁 리스크를 우려하고 있으며, 논의중인 수주에 미치는 영향은 제한적이라고 판단하고 있음. 따라서 올해 생물보안법 입법 가능성은 여전히 유효하며, 중장기적인 관점에서 접근이 필요할 전망

(단위: 십억원 %)

구분	4Q23	3Q24	직전추정	당사추정	4Q24(F)			1Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,074	1,187	1,296	1,195	11.3	0.6	1,246	1,228	29.7	2.8
영업이익	350	339	320	286	-18.4	-15.6	308	370	67.3	29.6
순이익	291	264	242	227	-21.7	-13.9	210	274	53.0	57.4

자료: 삼성바이오로직스, FrGuide, 대신증권 Research Center

표 1. 삼성바이오로직스 목표주가 산출 (단위: 십억원)

	가치	비고
삼성바이오로직스 영업가치 (A)	90,545	DCF 밸류레이션으로 산출
NPV of FCFF	14,826	
NPV of TV	71,676	
비영업가치 (B)	3,305	에피스 보유지분 가치 장부가액 기준
순차입금 (C)	(614)	
기업가치 (A+B-C)	93,236	
보통주 총 주식수 (천주)	71,174	
적정 주가 (원)	1,309,972	
목표 주가 (원)	1,300,000	
현재주가 (원)	1,059,000	2025.01.07
상승여력	32%	

자료: 대신증권 Research Center

표 2. 삼성바이오로직스 연결 분기 및 연간 실적 전망 (단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2023	2024E	2025E
연결 매출액	720.9	866.2	1034.0	1073.5	946.9	1156.9	1187.1	1194.7	3694.6	4485.6	4992.5
yoy (%)	41.0%	33.0%	18.4%	11.2%	31.3%	33.6%	14.8%	11.3%	23.1%	21.4%	11.3%
삼성바이오로직스 별도	591.0	637.2	882.7	827.9	669.5	810.2	1067.1	946.1	2938.8	3492.9	3985.8
yoy (%)	15.6%	26.5%	30.8%	10.7%	13.3%	27.2%	20.9%	14.3%	20.7%	18.9%	14.1%
삼성바이오에피스	213.4	255.9	262.1	288.9	280.1	529.9	330.3	289.6	1020.3	1429.9	1512.7
yoy (%)	7.2%	9.9%	-2.9%	18.1%	31.3%	107.1%	26.0%	0.2%	7.9%	40.1%	5.8%
연결조정	-83.5	-26.9	-110.8	-43.3	-2.7	-183.2	-210.3	-40.9	-264.5	-437.2	-505.9
연결 영업이익	191.7	253.4	318.5	350.0	221.3	434.5	338.6	285.6	1113.7	1280.0	1512.7
OPM (%)	26.6%	29.3%	30.8%	32.6%	23.4%	37.6%	28.5%	23.9%	30.1%	28.5%	30.3%
yoy (%)	8.7%	49.4%	-1.9%	11.9%	15.4%	71.4%	6.3%	-18.4%	13.2%	14.9%	18.2%
삼성바이오로직스 별도	234.4	254.1	381.6	334.0	232.7	329.2	444.8	287.8	1204.2	1294.5	1624.4
OPM (%)	39.7%	39.9%	43.2%	40.3%	34.8%	40.6%	41.7%	30.4%	41.0%	37.1%	40.8%
yoy (%)	33.0%	47.8%	22.6%	8.3%	-0.7%	29.6%	16.5%	-13.8%	24.4%	7.5%	25.5%
삼성바이오에피스	36.1	41.9	49.2	78.2	38.1	257.1	67.9	93.9	205.5	457.0	419.1
OPM (%)	16.9%	16.4%	18.8%	27.1%	13.6%	48.5%	20.6%	32.4%	20.1%	32.0%	27.7%
yoy (%)	1.0%	-28.4%	-36.8%	29.5%	5.5%	513.6%	38.0%	20.0%	-11.2%	122.4%	-8.3%
연결조정	-78.8	-83.7	-6.2	-62.3	-49.5	-151.8	-174.1	-96.0	-230.9	-471.5	-530.8

자료: Dart 전자공시시스템 대신증권 Research Center

표 3. 삼성바이오로직스 생산 시설 현황

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

자료: 삼성바이오로직스, 대신증권 Research Center

표 4. 삼성 라이프사이언스 펀드 투자 내역

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

자료: 삼성바이오로직스, 대신증권 Research Center 추정

표 5. 삼성바이오로직스 CMO 계약 체결 현황 (단위: 백만달러)

계약체결일	계약상대방	계약금액	계약종료일
2016-11-15	Cilag GmbH International	373	-
2017-07-04	Sun Pharma Global FZE	56	-
2017-07-20	Baxter Healthcare Corp	223	2034-12-31
2017-12-21	UCB	394	2030-12-31
2018-02-21	TG Therapeutics, Inc.	50	2026-12-31
2018-04-30	글로벌 제약사의 스위스 소재 자회사	449	2025-12-31
2018-06-01	Ichnos Sciences	15	-
2018-08-14	아시아 소재 제약사	128	-
2018-09-11	Gilead Sciences, Inc.	267	2025-12-31
2018-12-18	Immunovant Sciences GmbH	44	2029-12-31
2019-04-01	CytoDyn Inc.	50	2024-01-05
2019-04-26	아시아 소재 제약사	17	-
2019-04-26	아시아 소재 제약사	32	-
2019-05-14	아시아 소재 제약사	30	-
2019-05-17	UCB	34	-
2019-09-27	H. Lundbeck A/S	28	2031-12-31
2019-11-28	아시아 소재 제약사	19	-
2019-12-03	미국 소재 제약사	58	-
2020-05-21	GSK Trading Service	591	2028-12-31
2020-07-27	Eli Lilly and Company	268	2026-08-30
2020-08-05	GSK Trading Service	184	2024-12-31
2020-09-21	AstraZeneca AB	378	2028-12-31
2020-09-21	AstraZeneca UK	16	2023-12-31
2020-10-06	Checkpoint Therapeutics	20	2030-10-02
2020-11-03	미국 소재 제약사	29	2030-12-31
2021-01-15	Roche	202	2024-12-31
2021-01-15	Roche	550	2024-12-31
2021-05-14	AstraZeneca UK	351	-
2021-10-30	유럽 소재 제약사	77	2024-07-31
2022-03-28	Eli Lilly Kinsale	479	2029-12-31
2022-04-25	유럽 소재 제약사	124	2024-07-31
2022-06-04	Novartis	391	-
2022-07-02	MSD	264	2028-12-31
2022-10-20	GSK Trading Service	296	2030-12-31
2023-06-30	Pfizer Ireland Pharmaceuticals	704	2029-12-31
2023-09-17	SWORDS LABORATORIES UNLIMITED COMPANY	270	2030-12-31
2024-03-01	Merck Sharp & Dohme (Switzerland) GmbH	118	2032-12-31
2024-06-21	Kiniksa Pharmaceuticals UK	152	2031-12-31
2024-06-25	미국 소재 제약사	1,060	2030-12-31
2024-09-13	아시아 소재 제약사	89	2028-12-31
2024-10-22	아시아 소재 제약사	1,243	2037-12-31
2024-11-20	유럽 소재 제약사	540	2031-12-31
2024-11-20	유럽 소재 제약사	128	2031-12-31

자료: Dart 전자공시시스템, 대신증권 Research Center

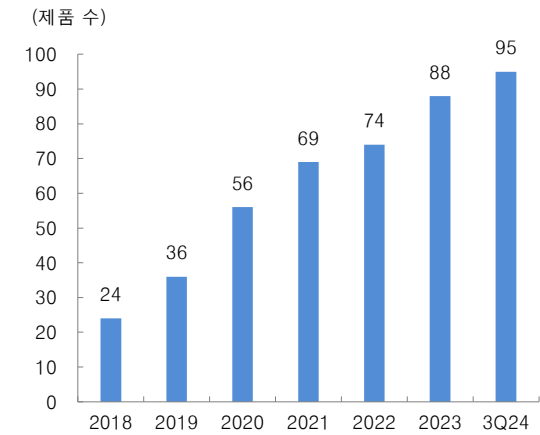
그림 1. 삼성바이오에피스 바이오시밀러 파이프라인 현황

First Mover / Second Mover

Indication		자가 면역 질환				종양 질환			안질환		혈액 질환	골격계 질환
프로젝트		SB4	SB2	SB5	SB17	SB3	SB8	SB27	SB11	SB15	SB12	SB16
오리지널		Enbrel® (Etanercept)	Remicade® (Infliximab)	Humira® (Adalimumab)	Stelara® (Ustekinumab)	Herceptin® (Trastuzumab)	Avastin® (Bevacizumab)	Keytruda® (Pembrolizumab)	Lucentis® (Ranibizumab)	Eylea® (Aflibercept)	Soliris® (Eculizumab)	Prolia® (Denosumab)
현황		출시	출시	출시	유럽 출시 / 미국 승인 ('24.6월)	출시	출시	1상('24.2월) / 3상('24.4월) 진행 중	출시	미국 승인 ('24.5월)	유럽 출시 / 미국 승인 ('24.7월)	3상 완료
제품	EU	Benepali	Flixabi	Imraldi	Pyzchiva	Ontruzant	Aybintio	-	Byooviz	-	Epysqli	-
	US	Eticovo (IC, '24.6월)	Renflexis	Hadlima (IC, '24.6월)	Pyzchiva	Ontruzant	-	-	Byooviz (IC, '23.10월)	Opuviz (IC, '24.5월)	Epysqli	-
마케팅파트너 (출시 연도)	EU	Biogen ('16)	Biogen ('16)	Biogen ('18)	Sandoz ('24.7월)	Organon ('18)	Organon ('20)	-	Biogen ('23)	Biogen	Samsung Bioepis ('23)	-
	US	-	Organon ('17)	Organon ('23)	Sandoz	Organon ('20)	-	-	Biogen ('22)	Biogen	-	-

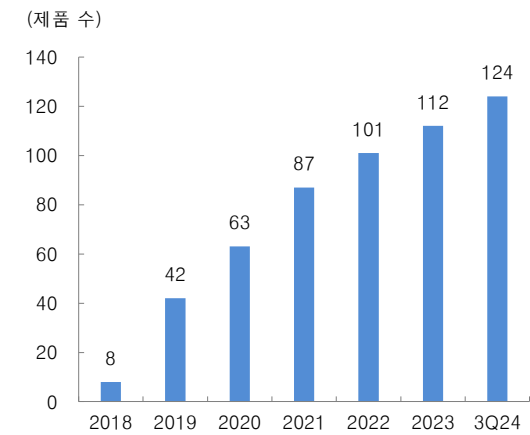
자료: 삼성바이오로직스, 대산증권 Research Center

그림 2. CMO 제품 수 (DS/DP)



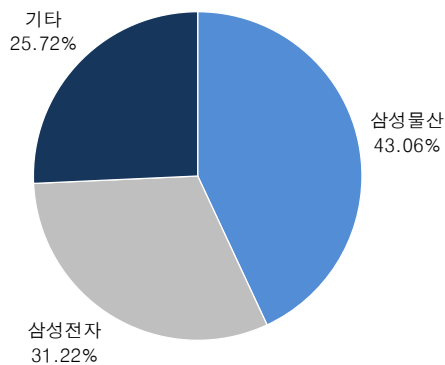
자료: 삼성바이오로직스, 대산증권 Research Center

그림 3. CDO 제품 수



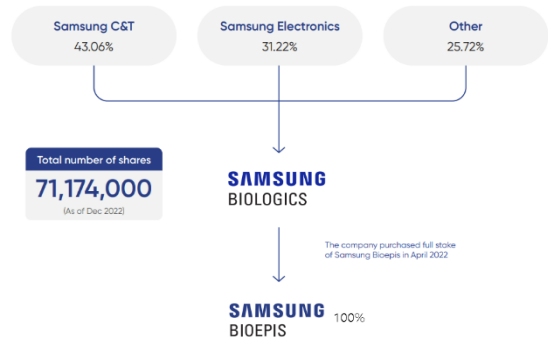
자료: 삼성바이오로직스, 대산증권 Research Center

그림 4. 주주 구성



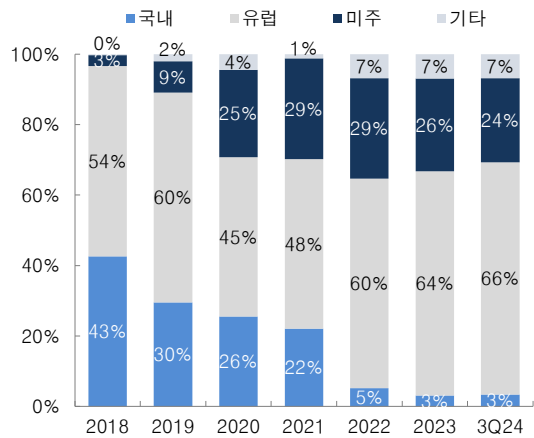
자료: 삼성바이오로직스, 대신증권 Research Center

그림 5. 삼성바이오로직스 지배 구조



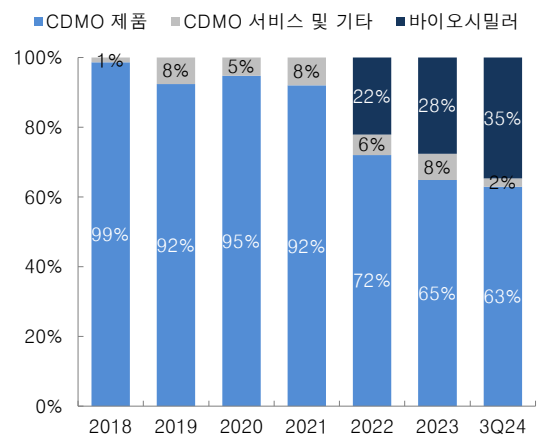
자료: 삼성바이오로직스, 대신증권 Research Center

그림 6. 지역별 매출 비중



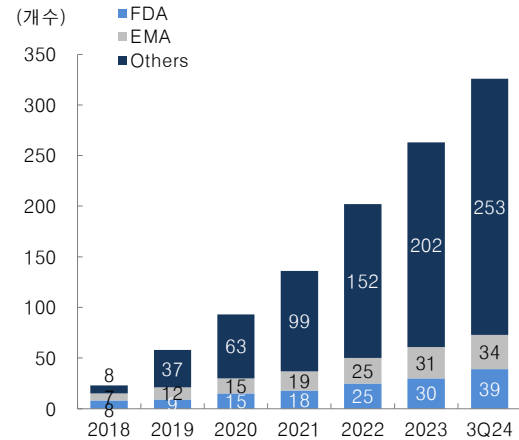
자료: 삼성바이오로직스, 대신증권 Research Center

그림 7. 유형별 매출 비중



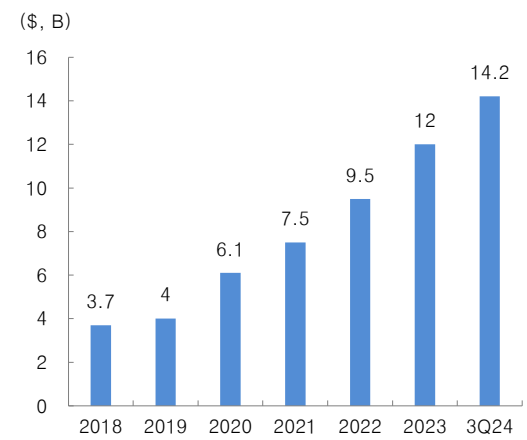
자료: 삼성바이오로직스, 대신증권 Research Center

그림 8. 해외 규제 기관 CMO 승인 현황



자료: 삼성바이오로직스, 대신증권 Research Center

그림 9. 연간 누적 수주 현황



자료: 삼성바이오로직스, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	3,001	3,695	4,486	4,938	5,681
매출원가	1,533	1,892	2,351	2,524	2,823
매출총이익	1,468	1,803	2,134	2,468	2,858
판매비와관리비	485	689	854	956	1,091
영업이익	984	1,114	1,280	1,513	1,768
영업외수익	328	30.1	28.5	30.3	31.1
EBITDA	1,292	1,603	1,807	2,072	2,356
영업외손익	25	6	-53	-42	-33
관계기업손익	27	0	0	0	0
금융수익	212	252	179	196	214
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-273	-250	-234	-240	-249
외환관련손실	207	159	137	137	137
기타	59	5	2	2	2
법인세비용차감전순이익	1,009	1,120	1,227	1,470	1,735
법인세비용	-211	-262	-291	-348	-411
계속사업순이익	798	858	936	1,122	1,324
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	798	858	936	1,122	1,324
당기순이익률	26.6	23.2	20.9	22.5	23.3
비자비자분순이익	0	0	0	0	0
자비자분순이익	798	858	936	1,122	1,324
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	1	-1	-1	-1	-1
포괄순이익	805	846	924	1,110	1,311
비자비자분포괄이익	0	0	0	0	0
자비자분포괄이익	805	846	924	1,110	1,311

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	11,411	12,051	13,152	15,761	18,599
PER	71.9	63.1	72.2	60.0	50.9
BPS	128,464	138,119	151,291	167,070	185,684
PBR	6.4	5.5	6.5	5.9	5.3
EBITDAPS	18,472	22,529	25,393	29,109	33,106
EV/EBITDA	44.7	33.7	39.2	34.1	30.0
SPS	42,914	51,909	63,023	70,146	79,822
PSR	19.1	14.6	15.6	14.0	12.3
CFPS	19,957	23,329	26,108	29,773	33,680
DPS	0	0	0	0	0

재무비율	(단위 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증/감률	91.4	23.1	21.4	11.3	13.8
영업이익 증/감률	83.1	13.2	14.9	18.2	16.9
순이익 증/감률	102.8	7.5	9.1	19.8	18.0
수익성					
ROIC	11.7	8.0	8.5	9.2	10.3
ROA	8.0	6.8	7.9	9.0	9.7
ROE	11.4	9.1	9.1	9.9	10.5
안정성					
부채비율	84.6	63.2	50.4	47.5	43.1
순차입금비율	-7.5	-1.3	8.1	5.9	4.7
이자보상비율	15.4	13.6	15.3	17.6	19.5

자료: 삼성바이오로직스, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	6,458	5,522	5,016	5,830	6,709
현금및현금성자산	891	368	645	863	1,027
매출채권 및 기타채권	733	679	1,019	1,223	1,467
재고자산	2,376	2,641	2,686	2,990	3,342
기타유동자산	2,458	1,833	666	755	872
비유동자산	10,124	10,524	11,182	11,706	12,200
유형자산	3,417	3,880	4,567	5,113	5,622
관계기업투자지급	31	39	47	55	63
기타비유동자산	6,677	6,605	6,568	6,538	6,515
자산총계	16,582	16,046	16,198	17,536	18,909
유동부채	4,182	4,158	3,543	3,910	4,134
매입채무 및 기타채무	1,771	1,219	1,086	1,288	1,327
차입금	583	655	726	798	870
유동상채무	556	733	741	748	786
기타유동부채	1,272	1,551	990	1,076	1,152
비유동부채	3,416	2,058	1,888	1,735	1,559
차입금	965	240	205	171	167
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	2,451	1,818	1,683	1,563	1,392
부채총계	7,598	6,216	5,430	5,645	5,693
자비자분	8,984	9,830	10,768	11,891	13,216
자본금	178	178	178	178	178
자본잉여금	5,663	5,663	5,663	5,663	5,663
이익잉여금	3,146	4,003	4,939	6,061	7,385
기타자비자분	-2	-14	-12	-11	-10
비자비자분	0	0	0	0	0
자본총계	8,984	9,830	10,768	11,891	13,216
순차입금	-670	-127	877	700	624

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	953	1,666	1,607	1,888	1,888
당기순이익	798	858	936	1,122	1,324
비현금항목의 가감	598	803	922	997	1,073
감가상각비	308	490	527	559	588
외환손익	95	5	-7	-21	-37
자본법평가손익	-27	0	0	0	0
기타	222	308	401	459	521
자산부채의 증감	-263	299	97	175	-39
기타현금흐름	-179	-293	-348	-406	-471
투자활동 현금흐름	-3,106	-1,566	-272	-1,382	-1,384
투자자산	736	89	-9	-9	-9
유형자산	-957	-992	-997	-897	-897
기타	-2,885	-663	735	-476	-478
재무활동 현금흐름	3,000	-635	-113	-113	-53
단기차입금	97	72	72	72	72
사채	0	-40	-40	-40	-10
장기차입금	212	6	6	6	6
유상증자	4,039	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-1,347	-672	-150	-150	-120
현금의 증감	843	-523	277	218	164
기초 현금	47	891	368	645	863
기말 현금	891	368	645	863	1,027
NOPLAT	778	853	977	1,154	1,349
FCF	77	237	404	723	957

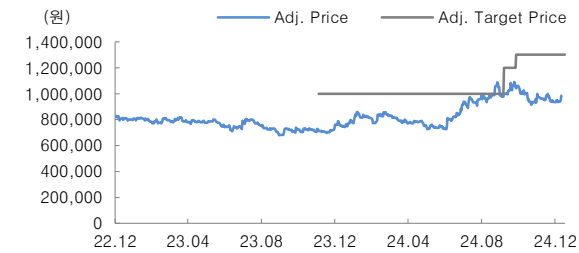
[Compliance Notice]

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

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

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

삼성바이오로직스(207940) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.01.08	24.11.16	24.10.28	24.10.24	24.10.04	24.08.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	1,300,000	1,300,000	1,300,000	1,300,000	1,200,000	1,000,000
과다율(평균%)		(25.34)	(22.67)	(18.50)	(13.24)	(6.92)
과다율(최대/최소%)		(18.38)	(18.38)	(18.38)	(9.08)	8.70
제시일자	24.07.24	24.07.03	24.06.01	24.05.06	24.04.26	24.04.24
투자의견	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy
목표주가	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000
과다율(평균%)	(14.65)	(17.76)	(25.12)	(21.56)	(21.27)	(21.21)
과다율(최대/최소%)	(6.00)	(14.90)	(19.00)	(14.10)	(14.10)	(14.10)
제시일자	24.04.08	24.04.01	24.01.25	24.01.08	23.12.01	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	
과다율(평균%)	(21.20)	(21.27)	(21.44)	(26.13)	(27.60)	
과다율(최대/최소%)	(14.10)	(14.10)	(14.10)	(20.10)	(21.10)	
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250105)

구분	Buy(매수)	Marketperform(종립)	Underperform(매도)
비율	93.1%	6.9%	0.0%

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

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