

2025. 4. 24



▲ 제약/바이오

Analyst 김준영

02. 6454-4877

junyoung.kim@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)**적정주가 (12개월)** 1,300,000 원**현재주가 (4.23)** 1,066,000 원**상승여력** 22.0%

KOSPI 2,525.56pt

시가총액 758,715억원

발행주식수 7,117만주

유동주식비율 25.39%

외국인비중 13.04%

52주 최고/최저가 1,185,000원/727,000원

평균거래대금 796.4억원

주요주주(%)

삼성물산 외 2 인 74.33

국민연금공단 6.68

주가상승률(%)**1개월** **6개월** **12개월**

절대주가 -2.6 0.7 34.8

상대주가 1.9 3.6 40.0

주가그래프

삼성바이오로직스 207940

1Q25 Review: 믿고 가는 실적 우등생

- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 130만원 유지
- ✓ 1Q25 연결 기준 매출액 1조 2,983억원(YoY +37.1%, QoQ +3.3%), 영업이익 4,867억원(YoY +119.9%, QoQ +49.5%)으로 컨센서스 상회
- ✓ 고환율 바탕으로 4공장 램프업 및 바이오시밀러 매출 성장하며 매출 성장 지속
- ✓ 내부거래 일부 2분기 이연에도 불구하고 견조한 2분기 실적 예상

1Q25 Review

1Q25 연결 기준 매출액 1조 2,983억원(YoY +37.1%, QoQ +3.3%), 영업이익 4,867억원(YoY +119.9%, QoQ +49.5%)으로 컨센서스 각각 7.0%, 36.4% 상회하였다. 1분기 약 1,900억원의 내부거래를 예상하였으나 1,018억원만 인식되고 일부가 2분기로 이연되며 컨센서스 상회에 일조했다.

[삼성바이오로직스] 1Q25 별도 매출액 9,995억원(YoY +49.3%), 영업이익 4,301억원(YoY +84.8%)을 달성했다. 우호적인 환율을 바탕으로 1 ~ 3공장의 풀 가동이 지속되고 있으며 4공장 18만 리터 부분의 램프업이 순조롭게 진행되며 실적을 견인했다. 4월부터 5공장 가동이 시작되었으며 추가적인 수주 계약을 바탕으로 연내 6공장 착공을 예상한다.

[삼성바이오페시스] 스텔라라 바이오시밀러 등 신제품 매출을 기반으로 매출액 4,006억원(YoY +43.0%), 영업이익 1,280억원(YoY +236.0%)을 달성했다. 우호적인 환율 속 신규 출시에 따른 초도 물량이 많이 인식되며 매출 성장과 더불어 마진 개선을 이뤄냈다.

투자 의견 Buy, 적정주가 130만원 유지

삼성바이오로직스에 대한 투자 의견 Buy 유지하며 적정주가를 130만원으로 유지한다. 높은 환율이 매출 성장에 중요한 요인으로 작용하는 것도 분명하나 4공장의 램프업 속도도 중요한 요인 중 하나이다. 5공장 가동에 따라 증가한 판관비를 4공장의 램프업을 통해 충분히 커버하고 있는 상황이며 연내 풀가동을 예상하는 만큼 여전히 램프업에 따른 매출 업사이드가 충분하다. 페시스 또한 신제품 출시를 통해 매출 성장을 이뤄내고 있어 2분기 실적 또한 견조하게 나올 것으로 예상된다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	2,938.8	1,204.2	945.9	13,290	35.3	115,753	57.2	6.6	36.6	12.2	43.6
2024	3,497.2	1,321.4	1,051.0	14,766	11.1	130,397	64.3	7.3	41.6	12.0	43.5
2025E	4,315.5	1,755.7	1,426.9	20,048	35.8	150,445	53.2	7.1	35.9	14.3	37.8
2026E	4,908.7	1,988.2	1,620.7	22,771	13.6	173,215	46.8	6.2	31.2	14.1	32.2
2027E	5,568.7	2,302.4	1,865.3	26,207	15.1	199,422	40.7	5.3	26.7	14.1	27.7

표1 1Q25P Review 테이블

(십억원)	1Q25P	1Q24	(% YoY)	4Q24	(% QoQ)	당사 예상치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,298.3	946.9	37.1	1,256.4	3.3	1,209.3	7.4	1,213.9	7.0
영업이익	486.7	221.3	119.9	325.7	49.5	399.1	21.9	356.9	36.4
세전이익	499.4	240.1	108.0	374.0	33.5	411.6	21.3	387.4	28.9
순이익	375.6	179.4	109.4	321.5	16.8	316.9	18.5	314.4	19.5
영업이익률(%)	37.5	23.4		25.9					
세전이익률(%)	38.5	25.4		29.8					
순이익률(%)	28.9	18.9		25.6					

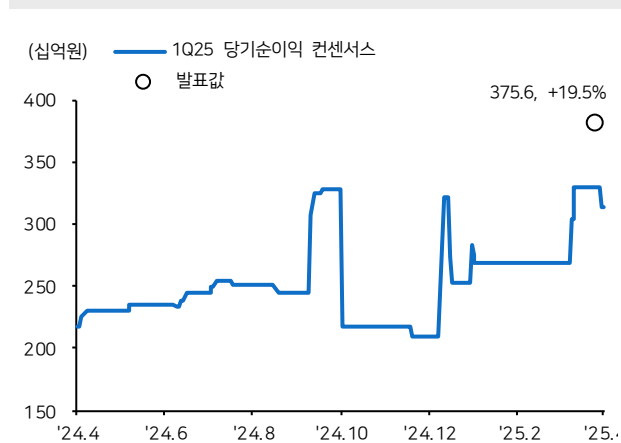
자료: 삼성바이오로직스, 메리츠증권 리서치센터

표2 2025E 연간 실적 테이블

(십억원)	2025E	2024	(% YoY)	기존 추정치	(%diff)	컨센서스	(% diff.)
매출액	5,662.3	4,547.3	24.5	5,730.7	(1.2)	5,601.9	1.1
영업이익	1,704.1	1,320.1	29.1	1,698.2	0.3	1,638.7	4.0
세전이익	1,831.3	1,370.1	33.7	1,747.1	4.8	1,669.8	9.7
지배주주 순이익	1,394.5	1,083.3	28.7	1,608.4	(13.3)	1,315.9	6.0
영업이익률(%)	30.1	29.0		29.6			
세전이익률(%)	32.3	30.1		30.5			
순이익률(%)	24.6	23.8		28.1			

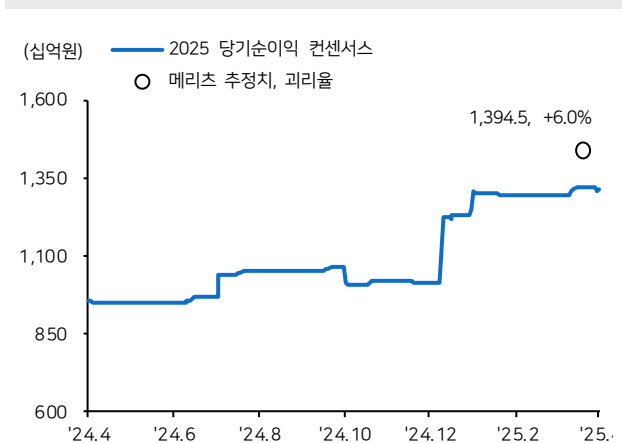
자료: Bloomberg, 삼성바이오로직스, 메리츠증권 리서치센터

그림1 1Q25 지배주주 순이익, 컨센서스 +19.5% 상회



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025E 지배주주 순이익, 컨센서스 +5.9% 상회 전망



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표3 삼성바이오로직스(연결) 분기 및 연간 실적 추정

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	946.9	1,156.9	1,187.1	1,256.4	1,298.3	1,414.9	1,473.3	1,475.8	4,547.3	5,662.3	6,519.4
% YoY	31.3	33.6	14.8	17.0	37.1	22.3	24.1	17.5	23.1	24.5	15.1
삼성바이오로직스 별도	669.5	810.2	1,067.1	950.4	999.5	1,128.7	1,110.0	1,077.3	3,497.2	4,315.5	4,908.7
% YoY	13.3	27.2	20.9	14.8	49.3	39.3	4.0	13.4	19.0	23.4	13.7
삼성바이오페이스	280.1	529.9	330.3	397.4	400.6	397.4	412.9	417.3	1,537.7	1,628.2	1,872.9
% YoY	31.3	107.1	26.0	37.6	43.0	(25.0)	25.0	5.0	50.7	5.9	15.0
연결조정	2.7	183.2	210.3	91.4	101.8	111.3	49.5	18.8	487.6	281.4	262.2
매출총이익	420.2	657.8	544.1	668.7	732.8	757.0	708.7	705.4	2,290.8	2,903.9	3,292.3
GPM (%)	44.4	56.9	45.8	53.2	56.4	53.5	48.1	47.8	50.4	51.3	50.5
영업이익	221.3	434.5	338.6	325.7	486.7	431.5	436.1	349.8	1,320.1	1,704.1	1,949.3
% YoY	15.4	71.4	6.3	(6.9)	119.9	(0.7)	28.8	7.4	18.5	29.1	14.4
OPM (%)	23.4	37.6	28.5	25.9	37.5	30.5	29.6	23.7	29.0	30.1	29.9
당기순이익	179.4	318.0	264.5	321.5	375.6	354.1	357.7	307.0	1,083.3	1,394.5	1,619.1
% YoY	26.5	72.0	10.0	10.6	109.4	11.4	35.3	(4.5)	26.3	28.7	16.1
NPM (%)	18.9	27.5	22.3	25.6	28.9	25.0	24.3	20.8	23.8	24.6	24.8

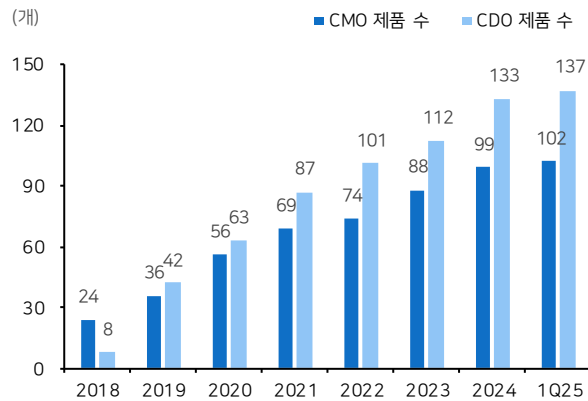
자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 삼성바이오로직스 적정주가

(십억원)	비고
별도 삼성바이오로직스 가치 (A)	77,837.7
26년 EBITDA	2,390.3
타겟 EV/EBITDA	32.6 글로벌 피어(Lonza, Thermo Fisher)의 평균 EV/EBITDA 40% 프리미엄 부여
삼성바이오페이스 가치 (B)	10,526.3
12개월 선행 EBITDA	531.6
타겟 EV/EBITDA	19.8 Viatris 바이오시밀러 사업 매각 밸류에이션 20% 프리미엄 부여
순 차입금 (C)	-748.2 2025년 말 기준
주주가치 (D=A+B-C)	89,112.3
주식수 (E)	71,174 천주 유통주식수 기준
적정주가 (F=D/E)	1,300,000원

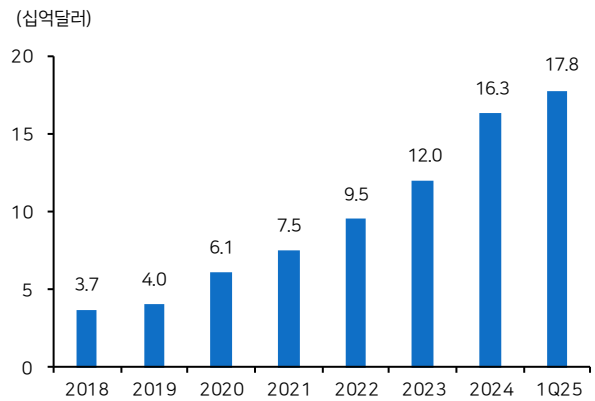
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 누적 수주 제품 수



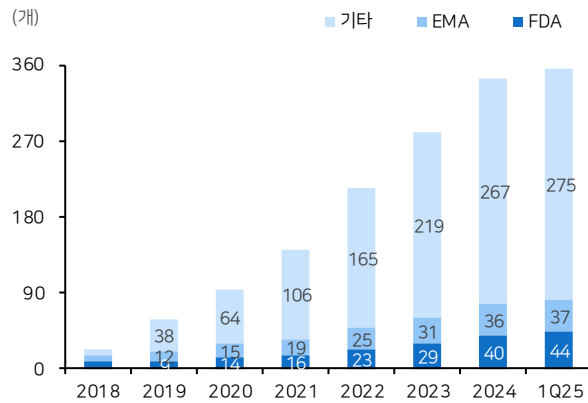
자료: 삼성바이오로직스, 메리츠증권 리서치센터

그림4 누적 수주 금액



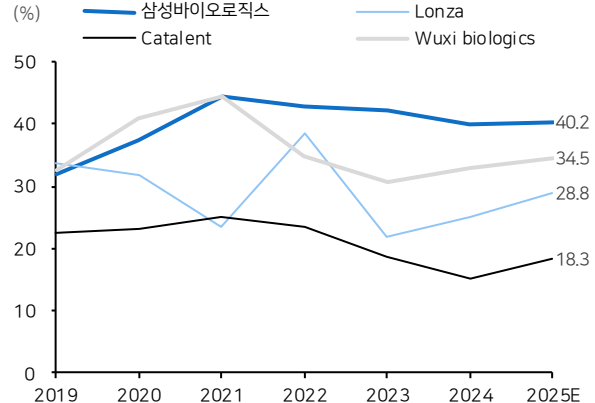
자료: 삼성바이오로직스, 메리츠증권 리서치센터

그림5 해외 규제기관 승인 현황



자료: 삼성바이오로직스, 메리츠증권 리서치센터

그림6 피어 그룹 EBITDA margin 비교



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표5 삼성바이오로직스 공장 시설 현황

	1공장	2공장	3공장	4공장	5공장
규모	30,000L = 5,000L × 6	154,000L = 15,000L × 10 1,000L × 4	180,000L = 15,000L × 12	240,000L = 15,000L × 12 10,000L × 6	180,000L = 15,000L × 12
공사 기간	25개월	29개월	35개월	31개월	24개월
공사 비용	3,500억원	7,000억원	8,500억원	1조 7,400억원	1조 9,800억원
가동 현황	생산	생산	생산	생산	생산

자료: 삼성바이오로직스, 메리츠증권 리서치센터

그림7 삼성바이오로직스 파이프라인

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® / Xgeva® (Denosumab)
현황		출시	출시	출시	출시	출시	출시	1상('24.2월) / 3상('24.4월) 진행 중	출시	유럽('24.11월) / 미국('24.5월) 승인	출시	유럽('25.2월) / 미국('25.2월) 승인
제품	EU	Benepali	Flixabi	Imraldi	Pyzchiva	Ontruzant	Aybintio	-	Byooviz	Opuviz	Epysqli	Obodence / Xbryk
	US	Eticovo (IC, '24.6월)	Renflexis	Hadlima (IC, '24.6월)	Pyzchiva	Ontruzant	-	-	Byooviz (IC, '23.10월)	Opuviz (IC, '24.5월)	Epysqli	Ospomyv / Xbryk
마케팅파트너 (출시 연도)	EU	Biogen (16)	Biogen (16)	Biogen (18)	Sandoz (24)	Organon (18)	Organon (20)	-	Biogen (23)	Biogen	Samsung Bioepis (23)	-
	US	-	Organon (17)	Organon (23)	Sandoz (25)	Organon (20)	Organon	-	Biogen (22)	Biogen	Teva (25)	-

자료: 삼성바이오로직스, 메리츠증권 리서치센터

삼성바이오로직스 (207940)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	2,938.8	3,497.2	4,315.5	4,908.7	5,568.7
매출액증가율(%)	20.6	19.0	23.4	13.7	13.4
매출원가	1,448.4	1,784.2	2,093.6	2,393.1	2,670.1
매출총이익	1,490.4	1,713.0	2,221.9	2,515.6	2,898.5
판매관리비	286.2	391.6	466.2	527.4	596.2
영업이익	1,204.2	1,321.4	1,755.7	1,988.2	2,302.4
영업이익률(%)	41.0	37.8	40.7	40.5	41.3
금융손익	24.9	82.0	99.4	105.3	106.8
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-4.9	-1.0	-2.0	-2.3	-2.4
세전계속사업이익	1,224.2	1,402.4	1,853.1	2,091.2	2,406.8
법인세비용	278.3	351.4	426.2	470.5	541.5
당기순이익	945.9	1,051.0	1,426.9	1,620.7	1,865.3
지배주주지분 순이익	945.9	1,051.0	1,426.9	1,620.7	1,865.3

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	4,070.4	3,992.3	4,972.6	6,127.5	7,630.0
현금및현금성자산	230.8	299.6	727.4	1,150.5	1,599.2
매출채권	390.2	785.8	864.4	1,037.3	1,431.4
재고자산	1,678.6	1,883.0	2,259.6	2,711.5	3,253.8
비유동자산	7,760.9	9,324.9	9,777.8	10,167.8	10,499.3
유형자산	3,542.9	5,047.6	5,475.9	5,844.1	6,156.3
무형자산	53.8	65.2	79.8	91.5	100.8
투자자산	3,339.7	3,352.6	3,362.6	3,372.6	3,382.7
자산총계	11,831.3	13,317.2	14,750.5	16,295.2	18,129.3
유동부채	2,954.3	2,679.4	2,652.5	2,633.5	2,586.7
매입채무	171.4	173.8	208.5	250.2	264.2
단기차입금	220.0	0.0	-40.8	-81.2	-121.6
유동성장기부채	588.4	0.0	-20.8	-41.2	-61.6
비유동부채	638.4	1,356.9	1,390.2	1,333.4	1,348.9
사채	119.8	917.8	908.3	898.5	888.7
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	3,592.6	4,036.3	4,042.7	3,966.8	3,935.6
자본금	177.9	177.9	177.9	177.9	177.9
자본잉여금	5,672.4	5,672.4	5,672.4	5,672.4	5,672.4
기타포괄이익누계액	-10.6	-19.3	-19.3	-19.3	-19.3
이익잉여금	2,398.9	3,449.9	4,876.7	6,497.4	8,362.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	8,238.6	9,280.9	10,707.8	12,328.4	14,193.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	1,418.2	1,382.8	1,383.3	1,387.4	1,423.2
당기순이익(손실)	945.9	1,051.0	1,426.9	1,620.7	1,865.3
유형자산상각비	245.5	286.1	321.7	381.7	437.8
무형자산상각비	9.4	12.9	17.4	20.3	22.7
운전자본의 증감	117.6	-65.2	-382.7	-635.3	-902.6
투자활동 현금흐름	-1,461.1	-1,181.1	-884.4	-893.7	-903.9
유형자산의증가(CAPEX)	-976.2	-1,297.1	-750.0	-750.0	-750.0
투자자산의감소(증가)	0.3	-12.9	-10.0	-10.0	-10.0
재무활동 현금흐름	-491.9	-154.2	-71.1	-70.6	-70.6
차입금의 증감	-462.0	-164.3	-71.1	-70.6	-70.6
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-527.2	68.8	427.8	423.1	448.8
기초현금	758.0	230.8	299.6	727.4	1,150.5
기말현금	230.8	299.6	727.4	1,150.5	1,599.2

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	41,290	49,135	60,633	68,968	78,240
EPS(지배주주)	13,290	14,766	20,048	22,771	26,207
CFPS	21,268	23,773	31,599	35,337	40,087
EBITDAPS	20,500	22,768	29,432	33,584	38,819
BPS	115,753	130,397	150,445	173,215	199,422
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	57.2	64.3	53.2	46.8	40.7
PCR	35.7	39.9	33.7	30.2	26.6
PSR	18.4	19.3	17.6	15.5	13.6
PBR	6.6	7.3	7.1	6.2	5.3
EBITDA(십억원)	1,459.1	1,620.5	2,094.8	2,390.3	2,762.9
EV/EBITDA	36.6	41.6	35.9	31.2	26.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	12.2	12.0	14.3	14.1	14.1
EBITDA 이익률	49.6	46.3	48.5	48.7	49.6
부채비율	43.6	43.5	37.8	32.2	27.7
금융비용부담률	1.9	1.0	2.5	2.0	1.7
이자보상배율(x)	21.6	38.8	16.3	19.8	24.8
매출채권회전율(x)	6.6	5.9	5.2	5.2	4.5
재고자산회전율(x)	2.0	2.0	2.1	2.0	1.9

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	85.7%
중립	13.7%
매도	0.6%

2025년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

삼성바이오로직스 (207940) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*	주가 및 적정주가 변동추이
					평균 최고(최저)	
2023.04.25	기업브리프	Buy	1,200,000	박송이	-34.7	-33.6
2023.05.23				Univ Out		
2024.06.05	산업분석	Buy	1,000,000	김준영	-21.8	-11.7
2024.07.25	기업브리프	Buy	1,050,000	김준영	-8.0	3.5
2024.10.07	기업브리프	Buy	1,200,000	김준영	-13.2	-9.1
2024.10.24	기업브리프	Buy	1,300,000	김준영	-	-

