

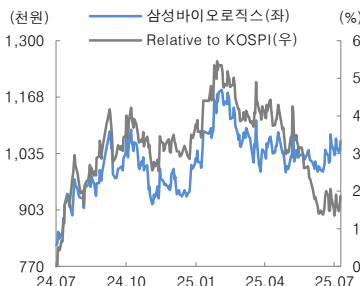
삼성바이오로직스 (207940)

이희영
heeyoung.lee@daishin.com

투자 의견 BUY
매수, 유지
6개월 목표주가 1,300,000
유지
현재주가 1,064,000
(25.07.23)
재약업종

KOSPI	3183.77
시가총액	75,729십억원
시가총액비중	3.43%
자본금(보통주)	178십억원
52주 최고/최저	1,185,000원 / 848,000원
120일 평균거래대금	838억원
외국인지분율	12.86%
주요주주	삼성물산 외 2 인 74.33% 국민연금공단 6.68%

추가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	7.3	-0.2	1.0	25.5
상대수익률	1.6	-20.8	-20.2	9.3



CDMO의 정석, 흔들림 없는 성장 신호

- 2Q25 연결 매출 1.29조원(+12%yoy), 영업이익 4,756억원(+9.5%yoy)
- 로직스 별도 OPM 47.0%, 분기 최고 이익률 달성
- 연간 가이던스 상향: 연결 매출 5.57조원 → 5.80조원(+27.5% yoy)

투자 의견 매수, 목표주가 1,300,000원, 최선호주 유지

동사는 상반기 누적 수주금액 \$2.4bn(약 3.4조원)을 기록하며, 작년 연간 누적 수주금액 \$4.3bn(약 5.9조원)의 60%를 이미 달성. 상반기부터 ADC 생산시설 및 5공장이 본격 가동되어, 추가 수주 공시 가능성이 높다고 판단하며, 연내 6공장 착공 소식도 기대됨. 최근 개리 피터스 미 상원의원이 지난해 무산되었던 생물보안법 재발의를 추진 중임을 언급함에 따라, 관련 정책 수혜 기대감도 유효. 하반기 예정된 인적분할 역시 긍정적으로 평가하며, 업종 내 최선호주 의견 유지

2Q25 Review: 로직스 별도 OPM 47.0%, 분기 최고 이익률 달성

[2Q25 연결] 매출액 1조 2,899억원(+11.5% yoy), 영업이익 4,756억원 (+9.5% yoy), OPM 36.9% 기록. 매출은 컨센서스 부합하였으며, 영업이익은 4공장 가동률 증가에 따른 레버리지 효과로 컨센서스 상회. [별도] 매출액 1조 142억원(+25.2% yoy), 영업이익 4,770억원(+44.9% yoy), OPM 47.0% 달성. 매출액은 환율 하락 영향으로 전분기 대비 소폭 상승하였으나, 4공장 가동률 상승에 따른 레버리지 효과로 분기 최고 영업이익률 달성. [에피스] 매출액 4,010억원(-24.3% yoy), 영업이익 898억원(-65.1% yoy), OPM 22.4% 기록. 전년 동기에는 2,205억원 규모의 일회성 마일스톤이 반영되었으나, 2분기에는 마일스톤이 부재하여, 전년 대비 매출과 이익이 모두 큰 폭으로 감소했음. 다만, 마일스톤을 제외한 제품 매출은 신제품 판매 호조로 전년 동기 대비 +28% 성장했음

연간 가이던스 상향: 연결 매출 5.57조원 → 5.80조원(+27.5% yoy)

동사는 2분기 실적 발표와 동시에 연간 매출 가이던스를 기존 +20~25%yoy에서 +25~30%yoy로 상향 조정했음. 이는 4공장의 램프업이 예상보다 빠르게 진행되고, 수주 증가와 함께 의약품 관세 및 환율과 같은 대외 불확실성이 일부 완화된 데에 기인함. 이를 반영하여 기존 연간 실적 추정치를 상향 조정함. 25년 연결 기준 매출은 5조 8,160억원(+27.9% yoy), 영업이익은 1조 9,473억원(+47.5% yoy), OPM 33.5% 전망함. 다만, 목표주가는 5공장이 풀가동되는 28년 실적을 기반으로 산정한 만큼, 환율 하락과 같은 불확실성을 감안해 기존 수준을 유지함

(단위: 십억원 %)

구분	2024	1Q25	직전추정	잠정치	2025			3Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,157	1,298	1,364	1,290	11.5	-0.6	1,351	1,633	37.5	26.6
영업이익	435	487	421	476	9.5	-2.3	432	578	70.6	21.5
순이익	318	376	311	362	13.9	-3.6	352	442	67.0	22.0

자료: 삼성바이오로직스, FnGuide, 대신증권 Research Center

표 1. 삼성바이오로직스 목표주가 산출 (단위: 십억원)

	가치	비고
삼성바이오로직스 가치 (A)	89,499	
28년 EBITDA 현재화	2,983	28년 추정 EBITDA 할인 (WACC 6.1%)
Target EV/EBITDA	30.0	글로벌 피어(론자) 4년 평균 EV/EBITDA 30% 할증
삼성바이오페이스 가치 (B)	7,377	
25년 EBITDA	410	
Target EV/EBITDA	18	글로벌 피어(셀트리온, 산도즈)의 12M Fwd EV/EBITDA 평균값
순차입금 (C)	331	
기업가치 (A+B-C)	96,545	
보통주 총 주식수 (천주)	71,174	
적정 주가 (원)	1,356,464	
목표 주가 (원)	1,300,000	
현재주가 (원)	1,062,000	2025.07.23
상승여력	22%	

자료: 대신증권 Research Center

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

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
연결 매출액	946.9	1156.9	1187.1	1256.4	1298.3	1289.9	1632.6	1595.2	4547.3	5816.0	6866.2
yoy (%)	31.3%	33.6%	14.8%	17.0%	37.1%	11.5%	37.5%	27.0%	23.1%	27.9%	18.1%
삼성바이오로직스 별도	669.5	810.2	1067.1	950.4	999.5	1014.2	1264.1	1202.7	3497.1	4480.5	5460.5
yoy (%)	13.3%	27.2%	20.9%	14.8%	49.3%	25.2%	18.5%	26.6%	19.0%	28.1%	21.9%
삼성바이오페이스	280.1	529.9	330.3	397.4	400.6	401.0	404.9	402.6	1537.7	1609.1	1811.5
yoy (%)	31.3%	107.1%	26.0%	37.6%	43.0%	-24.3%	22.6%	1.3%	50.7%	4.6%	12.6%
연결조정	-2.7	-183.2	-210.3	-91.4	-101.9	-125.3	-36.4	-10.1	-487.5	-273.6	-405.9
연결 영업이익	221.3	434.5	338.6	325.7	486.7	475.6	577.6	407.3	1320.1	1947.3	2184.0
OPM (%)	23.4%	37.6%	28.5%	25.9%	37.5%	36.9%	35.4%	25.5%	29.0%	33.5%	31.8%
yoy (%)	15.4%	71.4%	6.3%	-6.9%	119.9%	9.5%	70.6%	25.1%	18.5%	47.5%	12.2%
삼성바이오로직스 별도	232.7	329.2	444.8	314.7	430.0	477.0	586.5	424.3	1321.4	1917.8	2282.2
OPM (%)	34.8%	40.6%	41.7%	33.1%	43.0%	47.0%	46.4%	35.3%	37.8%	42.8%	41.8%
yoy (%)	-0.7%	29.6%	16.5%	-5.8%	84.8%	44.9%	31.9%	34.8%	9.7%	45.1%	19.0%
삼성바이오페이스	38.1	257.1	67.9	72.3	128.0	89.8	91.1	68.0	435.4	376.9	325.2
OPM (%)	13.6%	48.5%	20.6%	18.2%	32.0%	22.4%	22.5%	16.9%	28.3%	23.4%	18.0%
yoy (%)	5.5%	513.6%	38.0%	-7.5%	236.0%	-65.1%	34.2%	-5.9%	111.9%	-13.4%	-13.7%
연결조정	-49.5	-151.8	-174.1	-61.3	-71.3	-91.2	-100.0	-85.0	-436.8	-347.5	-423.4

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 5,000L x 6 기	154,000L 15,000L x 10 기 1,000L x 4 기	180,000L 15,000L x 12 기	240,000L 15,000L x 12 기 10,000L x 6 기	180,000L 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	2025 년 4 월 가동

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	재규어진테라피	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
2025 년 3 월	1000 만달러	미국	C2N Diagnostics	혈액 내 바이오마커 분석 기술 보유

자료: 삼성바이오로직스, 대신증권 Research Center 추정

표 1. 삼성바이오로직스 CMO 계약 체결 현황 (단위: 백만달러)

계약체결일	계약상대방	계약금액	계약종료일
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
2024-12-17	미국 소재 제약사	775	2030-10-02
2025-01-14	유럽 소재 제약사	1410	2030-12-30
2025-04-28	미국 소재 제약사	513	2031-12-31
2025-05-26	유럽 소재 제약사	175	2030-12-31
2025-05-26	아시아 소재 제약사	144	2033-12-31
2025-06-10	유럽 소재 제약사	75	2031-12-31

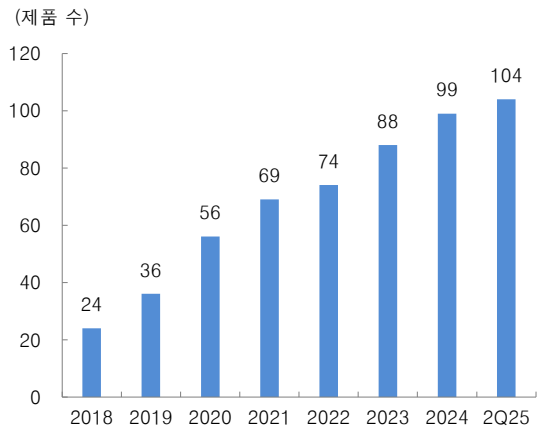
자료: Dart 전자공시시스템, 대신증권 Research Center

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® / Xgeva® (Denosumab)
현황		출시	출시	출시	출시	출시	출시	1상('24.1월) / 3상('24.3월) 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})	-

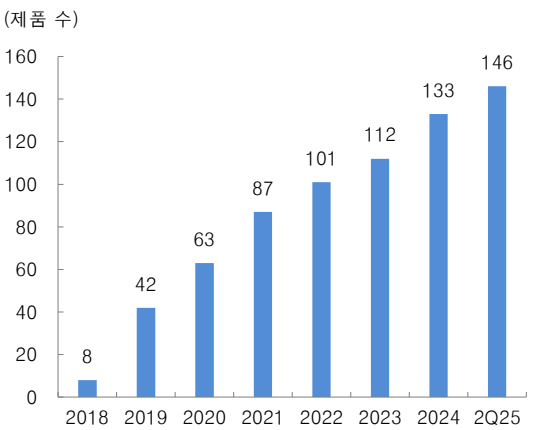
자료: 삼성바이오로직스, 대신증권 Research Center

그림 2. CMO 제품 수 (DS/DP)



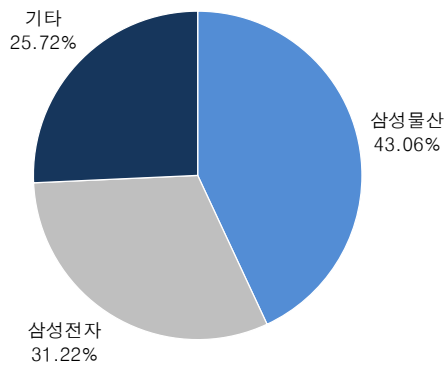
자료: 삼성바이오로직스, 대신증권 Research Center

그림 3. CDO 제품 수



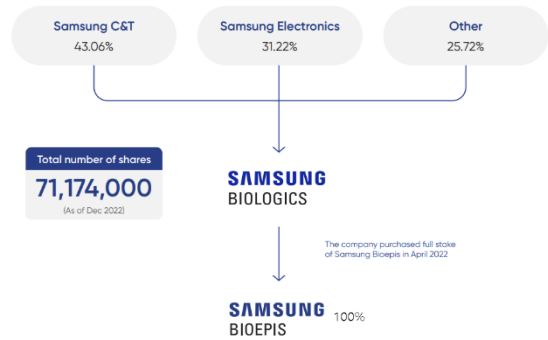
자료: 삼성바이오로직스, 대신증권 Research Center

그림 4. 주주 구성



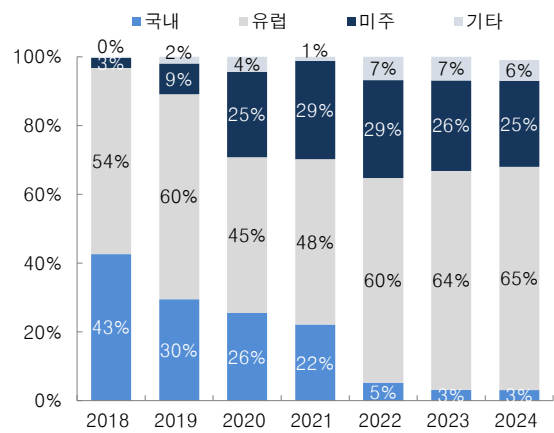
자료: 삼성바이오로직스, 대신증권 Research Center

그림 5. 삼성바이오로직스 지배 구조



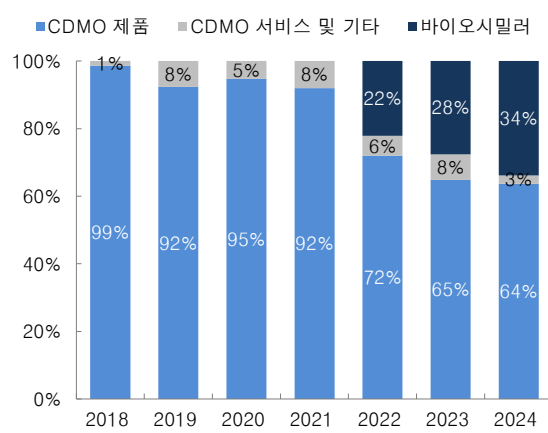
자료: 삼성바이오로직스, 대신증권 Research Center

그림 6. 지역별 매출 비중



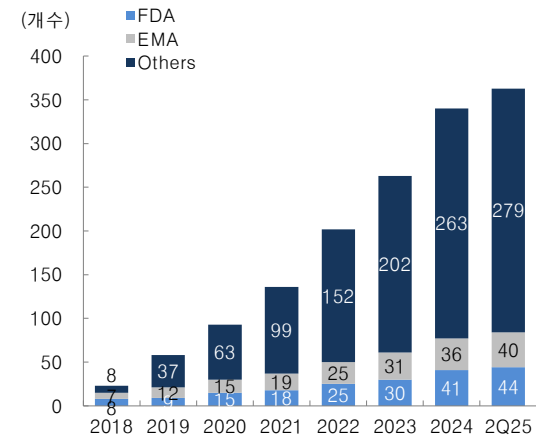
자료: 삼성바이오로직스, 대신증권 Research Center

그림 7. 유형별 매출 비중



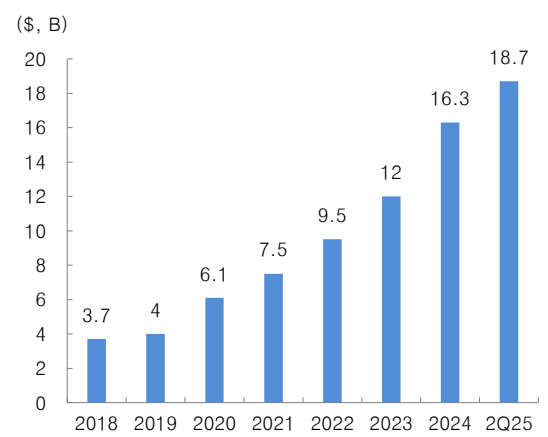
자료: 삼성바이오로직스, 대신증권 Research Center

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)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	3,695	4,547	5,816	6,866	7,966
매출원가	1,892	2,256	2,715	3,291	3,789
매출총이익	1,803	2,291	3,101	3,576	4,177
판매비와관리비	689	971	1,154	1,392	1,601
영업이익	1,114	1,320	1,947	2,184	2,576
영업외수익	30.1	29.0	33.5	31.8	32.3
EBITDA	1,603	1,919	2,604	2,882	3,303
영업외손익	6	50	-23	9	11
관계기업손익	0	3	3	3	3
금융수익	252	372	293	334	343
외환평가이익	0	0	0	0	0
금융비용	-250	-261	-254	-264	-274
외환평가손실	159	210	189	189	189
기타	5	-64	-65	-63	-61
법인세비용차감전순이익	1,120	1,370	1,924	2,193	2,587
법인세비용	-262	-287	-423	-483	-569
계속사업순이익	858	1,083	1,501	1,711	2,018
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	858	1,083	1,501	1,711	2,018
당기순이익률	23.2	23.8	25.8	24.9	25.3
비자비자분순이익	0	0	0	0	0
자비자분순이익	858	1,083	1,501	1,711	2,018
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	-1	-1	-1	0
포괄순이익	846	1,074	1,494	1,705	2,013
비자비자분포괄이익	0	0	0	0	0
자비자분포괄이익	846	1,074	1,494	1,705	2,013

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	12,051	15,221	21,086	24,038	28,351
PER	63.1	62.3	50.5	44.3	37.5
BPS	138,119	153,212	174,085	197,769	225,534
PBR	5.5	6.2	6.1	5.4	4.7
EBITDAPS	22,529	26,964	36,583	40,487	46,402
EV/EBITDA	33.7	35.3	29.1	26.2	22.8
SPS	51,909	63,890	81,715	96,470	111,923
PSR	146	149	130	110	95
CFPS	23,329	28,182	37,739	41,657	47,615
DPS	0	0	0	0	0

재무비율	(단위 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증/감률	23.1	23.1	27.9	18.1	16.0
영업이익 증/감률	13.2	18.5	47.5	12.2	17.9
순이익 증/감률	7.5	26.3	38.5	14.0	17.9
수익성					
ROIC	8.0	9.2	12.2	12.6	13.9
ROA	6.8	7.9	10.6	10.8	11.6
ROE	9.1	10.4	12.9		
안정성					
부채비율					
순차입금비율					
이자보상비율					

자료: 삼성바이오로직스, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	5,522	5,518	6,677	7,957	9,645
현금및현금성자산	368	391	642	880	1,402
매출채권 및 기타채권	679	1,165	1,259	1,510	1,812
재고자산	2,641	2,818	3,605	4,039	4,686
기타유동자산	1,833	1,143	1,171	1,528	1,744
비유동자산	10,524	11,818	12,577	13,209	13,743
유형자산	3,880	5,374	6,225	6,932	7,513
관계기업투자지급	39	53	66	80	94
기타비유동자산	6,605	6,392	6,285	6,197	6,136
자산총계	16,046	17,336	19,253	21,167	23,388
유동부채	4,158	3,853	4,119	4,324	4,519
매입채무 및 기타채무	1,219	1,522	1,667	1,726	1,787
차입금	655	207	233	274	297
유동상채무	733	120	126	132	139
기타유동부채	1,551	2,004	2,092	2,192	2,296
비유동부채	2,058	2,578	2,744	2,767	2,817
차입금	240	1,013	1,245	1,456	1,662
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1,818	1,566	1,499	1,311	1,155
부채총계	6,216	6,432	6,863	7,090	7,336
자본부분	9,830	10,905	12,390	14,076	16,052
자본금	178	178	178	178	178
자본잉여금	5,663	5,663	5,663	5,663	5,663
이익잉여금	4,003	5,087	6,587	8,298	10,316
기타자본변동	-14	-23	-38	-63	-105
비자비자분	0	0	0	0	0
자본총계	9,830	10,905	12,390	14,076	16,052
순차입금	-127	160	126	-116	-499

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,666	1,659	1,853	2,347	2,473
당기순이익	858	1,083	1,501	1,711	2,018
비현금항목의 가감	803	922	1,185	1,254	1,371
감가상각비	490	599	656	698	727
외환손익	5	-78	-18	-39	-39
자본평가손익	0	-3	-3	-3	-3
기타	308	404	550	598	686
자산부채의 증감	299	-45	-409	-143	-353
기타현금흐름	-293	-301	-424	-475	-562
투자활동 현금흐름	-1,566	-1,244	-1,729	-1,841	-1,576
투자자산	89	-16	-18	-19	-20
유형자산	-992	-1,302	-1,199	-1,099	-999
기타	-663	74	-513	-724	-557
재무활동 현금흐름	-635	-434	120	113	90
단기차입금	72	-448	26	41	23
사채	-40	418	133	106	96
장기차입금	6	95	100	105	110
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-672	-499	-139	-139	-139
현금의 증감	-523	23	251	238	523
기초 현금	891	368	391	642	880
기말 현금	368	391	642	880	1,402
NOPLAT	853	1,044	1,519	1,704	2,009
FCF	237	265	885	1,221	1,656

[Compliance Notice]

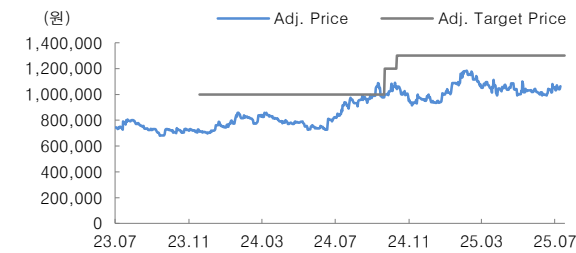
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	25.07.25	25.04.24	24.10.24	24.10.04	24.06.01	23.12.01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	1,300,000	1,300,000	1,300,000	1,200,000	1,000,000	1,000,000
과다율(평균%)		(20.83)	(20.42)	(13.24)	(11.66)	(21.56)
과다율(최대/최소%)		(15.36)	(8.85)	(9.08)	8.70	(14.10)

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과다율(평균%)	
과다율(최대/최소%)	

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과다율(평균%)	
과다율(최대/최소%)	

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과다율(평균%)	
과다율(최대/최소%)	

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250721)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	91.7%	8.3%	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