2025.07.24

삼성바이오로직스(207940)

머리는 차갑게, 가슴은 뜨겁게

생각보다 강력했던 4공장 Ramp-up 효과

동사의 연결 기준 2분기 매출액 및 영업이익은 1조 2,899억원(YoY +11.5%), 4,756억원(YoY +9.5%, OPM 36.9%)을 달성했다. 컨센서스(매출 1조 3,856억원, 영업이익 4,528억원) 및 당사 전망치(매출 1조 2,746억원, 영업이익 4,265억원)를 모두 상회했다. 예상보다 빠른 4공장 가동 확대 효과가 호실적의 주요 요인이다. 외형 성장의 토대가 되는 수주 계약에서도 동사는 올해 상반기에 이미 작년 연간 수주액의 60%를 달성하는 등 순조롭게 사업이 진행되고 있다.

자회사인 삼성바이오에피스는 작년 2분기 발생한 마일스톤 효과를 제외 시 출시 지역 확대 및 신규 제품 출시 효과로 인한 매출 성장이 지속 중이다. 구체적으로 스텔라라 바이오시밀러(제품명 Epysqli)의 미국 출시 및 일본 Nipro와의 파트너십 체결, 프롤리아/엑스지바 바이오시밀러(제품명 Obodence/Xbryk) 국내 품목허가 승인 등이다. 또한 금번 체결한 Nipro와의 파트너십 관련해 복수의 시밀러 제품으로 확대될 가능성을 실적발표에서 언급했다는 점도 긍정적이었다.

외형 성장 기조는 긍정적이지만 인적분할 이후를 주목

상기 언급한 연간 가이던스 상향을 고려해, 동사의 연결 기준 매출과 영업이익을 각각 5조 6,238억원(YoY +23.7%), 2조 43억원(YoY +51.8%, OPM 35.6%)으로 전망한다. 1~3공장의 안정적인 풀 가동 유지와 4공장의 기여가 하반기에도 외형 성장 기조를 유지 가능하게 해줄 것으로 예상한다. 시장이 우려했던 환율 감소 효과에 대해서도 사업계획 수립 시 가정했던 수준에서 크게 벗어나지 않는 상황인 점에서 환율의 변동성으로 인한 실적에서의 영향은 크지 않을 것으로 판단한다.

지난 5월 발표했던 인적분할과 관련해서 거래가 재개되는 10월말 시점에 동사에 대한 접근이 유효하다고 판단한다. 전일 종가 기준 동사의 시가총액은 75.7조원으로 분할비율 65:35를 고려 시 신설법인인 삼성에피스홀딩스(가칭)의 시가총액은 약 26.5조원으로 산출된다. 작년 기준 삼성바이오에피스의 EBITDA 4,956억원 및 바이오시밀러 경쟁사 3곳(셀트리온, Sandoz, Amgen)의 2024년 평균 EV/EBITDA 29.0배를 적용 시 삼성바이오에피스의 기업가치는 14.4조원이다. 신설법인의 가치가 과도한 상황으로 해석된다. 국내 상장사 인적분할 사례가 대부분 순자산가액 기준으로 분할비율을 산정해왔다는 점에서 문제는 없지만 현 시점에서 굳이 매수를 해야하는 당위성도 없는 상황이다.

목표주가 유지, 신설법인의 사업 전략에 대한 청사진 제시 필요

목표주가를 그대로 유지한다. 해당 수치는 DCF 밸류에이션을 통해 산출했으며 5공장 및 바이오에피스의 가치를 포함했다. 이전 제시한 기업가치 89조 2,474억원 대비 2분기 실적을 기반으로 추정치를 소폭 상향했다. 상향한 실적을 반영한 동사의 최종 기업가치는 96조 2,812억원으로 이전 수치 대비 8% 상승한 수치다.

상기 언급한대로 바이오에피스의 기업가치를 올릴 수 있는 방안에 대해 제시를 해주는 과정이 필요하다고 판단한다. 신규 모달리티 개발, 국내 바이오텍과의 협력, M&A 등 중장기 성장전략 및 운영 방안에 대한 구체적인 내용을 회사를 통해 빠른 시일 내 확인할 수 있을 것으로 기대한다.

iM증권

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	1,300,000원(유지)
종가(2025.07.23)	1,064,000원
상승여력	22.2 %

Stock Indicator	
자본금	178십억원
발행주식수	7,117만주
시가총액	75,729십억원
외국인지분율	12.9%
52주 주가	848,000~1,185,000원
60일평균거래량	84,856주
60일평균거래대금	87.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	7.3	-0.2	1.0	25.5
상대수익률	1.6	-26.2	-25.5	10.7

Price Trend

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	4,547	5,624	6,661	8,087
영업이익(십억원)	1,320	2,004	2,403	2,789
순이익(십억원)	1,083	1,511	1,879	2,194
EPS(원)	15,221	21,232	26,401	30,822
BPS(원)	153,212	174,315	200,587	231,281
PER(배)	62.3	50.1	40.3	34.5
PBR(배)	6.2	6.1	5.3	4.6
ROE(%)	10.4	13.0	14.1	14.3
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	35.2	29.1	24.8	21.6

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[제약/바이오]
정재원 2122-9208
jaewon.jeong@imfnsec.com

표1. 삼성바이오로직스 DCF valuation

(십억원, %, 천개, 원)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Operating EBIT	2,004	2,403	2,789	3,674	4,283
법인세율	22.6%	23.6%	23.1%	22.6%	23.0%
NOPLAT	1,552	1,835	2,145	2,846	3,300
감가상각비	293	293	289	282	275
무형자산상각비	276	256	238	221	205
총현금흐름	2,121	2,384	2,673	3,349	3,780
총투자	-1,151	-862	-900	-74	115
FCF	970	1,522	1,773	3,275	3,895
PV of FCFF	948	1,413	1,561	2,737	3,089
추정기간 평균 FCFF	2,516				
Normarlized FCF	10.0				
Terminal Value	109,279				
Terminal growth	3.0				
PV of Forecasted FCFF	9,750				
PV of Terminal Value	86,687				
Operating Value of FCFF	96,436				
영업 외	-155				
최종 기업가치	**96,281.2**				
주식수	71,174				
적정주가	**1,300,000**				

자료: iM증권 리서치본부

표2. 삼성바이오로직스 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
연결 매출	946.9	1,156.9	1,187.1	1,256.4	1,298.3	1,289.9	1,459.8	1,575.8	4,547.3	5,623.8	6,661.1
YoY	31.3	33.6	14.8	17.0	37.1	11.5	23.0	25.4	23.1	23.7	18.4
매출총이익	420.2	657.8	544.1	668.7	732.8	690.6	844.5	906.1	2,290.8	3,202.4	3,821.2
YoY	22.7	54.0	8.4	25.9	74.4	5.0	55.2	35.5	27.1	39.8	19.3
GPM	44.4	56.9	45.8	53.2	56.4	54.2	57.9	57.5	50.4	56.9	57.4
영업이익	221.3	434.5	338.6	325.7	486.7	475.6	579.1	462.9	1,320.1	2,004.3	2,402.6
YoY	15.4	71.4	6.3	(6.9)	119.9	9.5	71.0	42.1	18.5	51.8	19.9
OPM	23.4	37.6	28.5	25.9	37.5	36.9	39.7	29.4	29.0	35.6	36.1
당기순이익	179.4	318.0	264.5	321.5	375.6	324.4	403.4	407.8	1,083.3	1,511.1	1,879.0
YoY	26.5	72.0	10.0	10.6	109.4	2.0	52.5	26.9	26.3	39.5	24.3
NPM	18.9	27.5	22.3	25.6	28.9	25.1	27.6	25.9	23.8	26.9	28.2

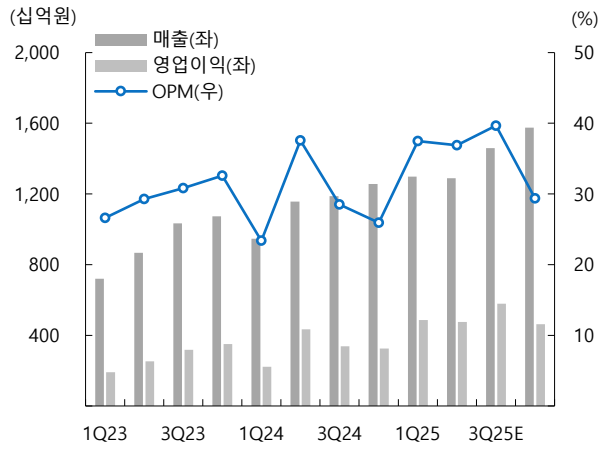
자료: iM증권 리서치본부

표3. 글로벌 CDMO peer 컨센서스 및 벨류에이션 비교

업체명	시가총액 (십억달러)	2025E 매출액 (십억달러)	EBITDA (십억달러)	12MF P/E (x)	EV/EBITDA (x)
Lonza	49.1	95.6	27.5	33.7	19.3
Catalent	11.5	46.4	8.5	55.2	17.5
Wuxi Biologics	14.4	29.6	10.2	31.9	14.4
Samsung Biologics	54.4	41.0	17.2	45.2	26.9

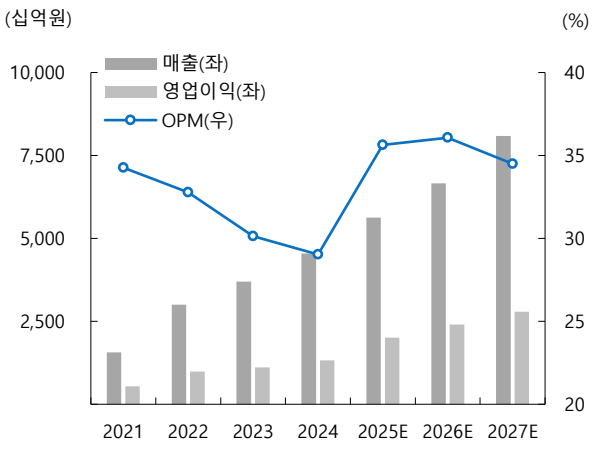
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부 주) 25.07.23 기준

그림1. 삼성바이오로직스 분기 실적 추이 및 전망



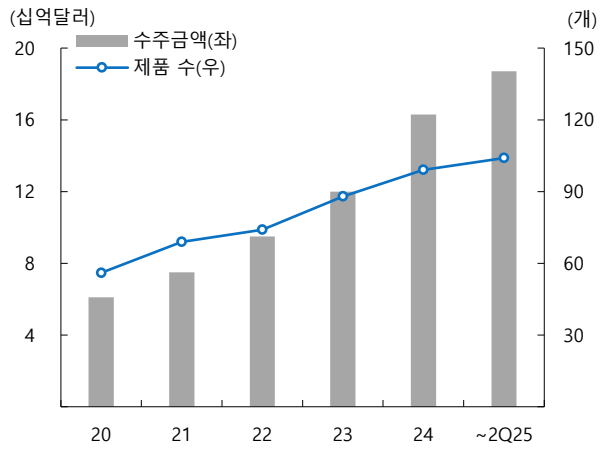
자료: iM증권 리서치본부

그림2. 삼성바이오로직스 연간 실적 추이 및 전망



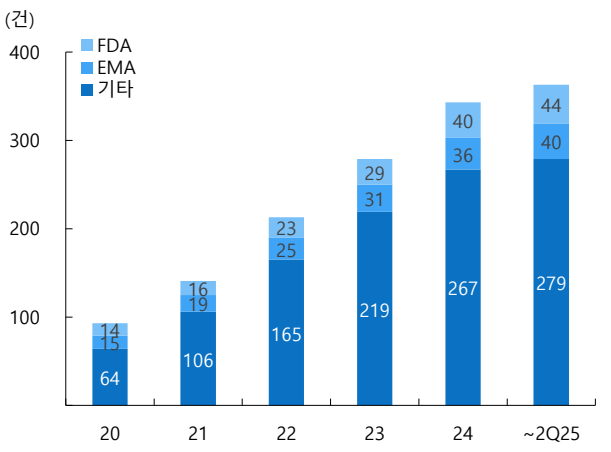
자료: iM증권 리서치본부

그림3. 삼성바이오로직스 CMO 수주 현황



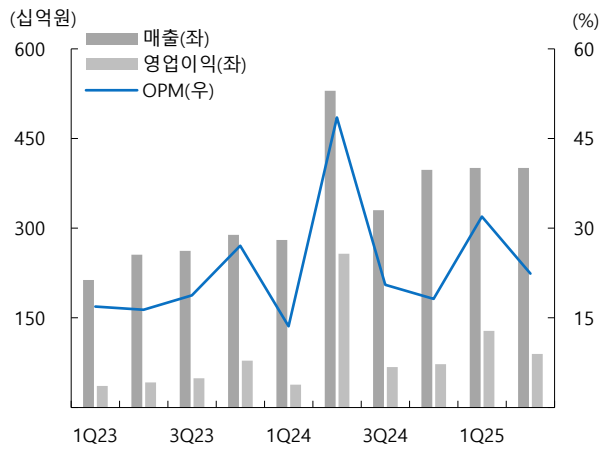
자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림4. 삼성바이오로직스 CMO 승인 현황



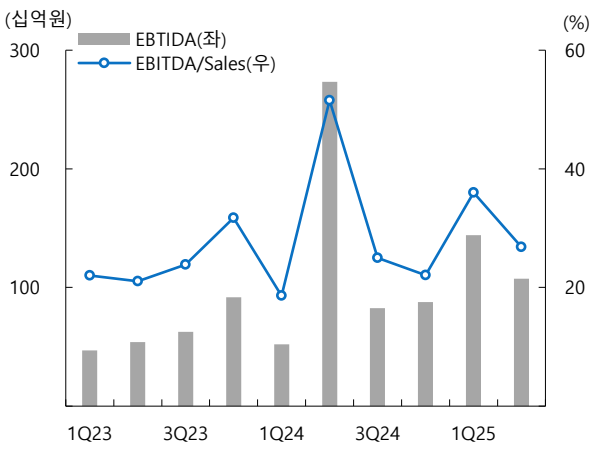
자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림5. 삼성바이오에피스 분기 실적 추이



자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림6. 삼성바이오에피스 EBITDA 추이



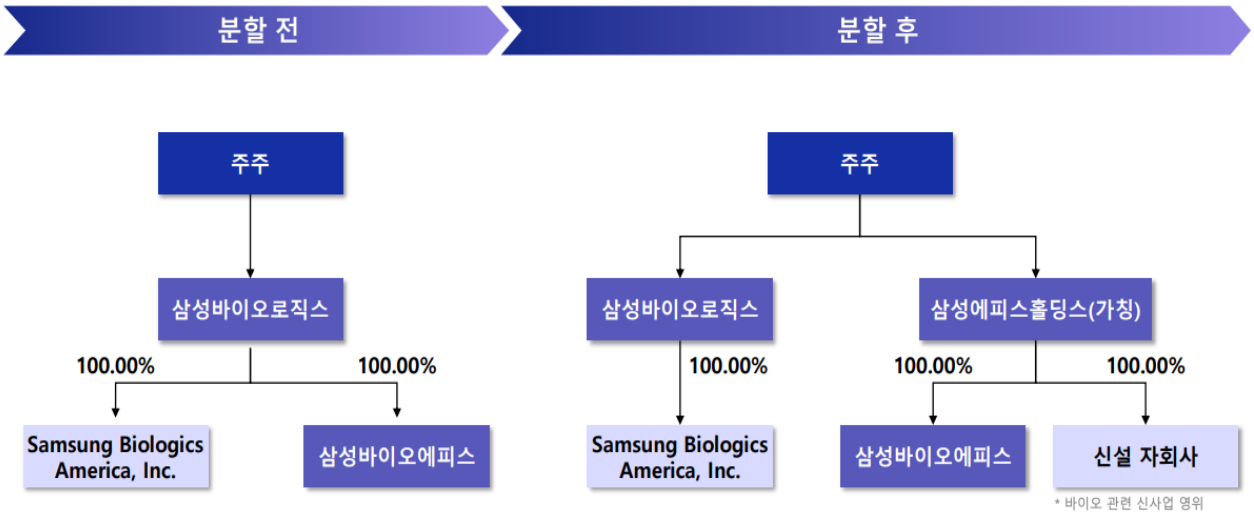
자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

표4. 인적분할 개요

구분	존속법인	신설법인
회사	삼성바이오로직스 주식회사	삼성에피스홀딩스(가칭) 주식회사
사업부문	CDMO	자회사 관리, 신규 투자
주요 자회사	Samsung Biologics America, Inc 등	삼성바이오에피스
분할 비율	0.6503913	0.3496087
발행주식총수	보통주 46,290,951주	보통주 24,883,049주

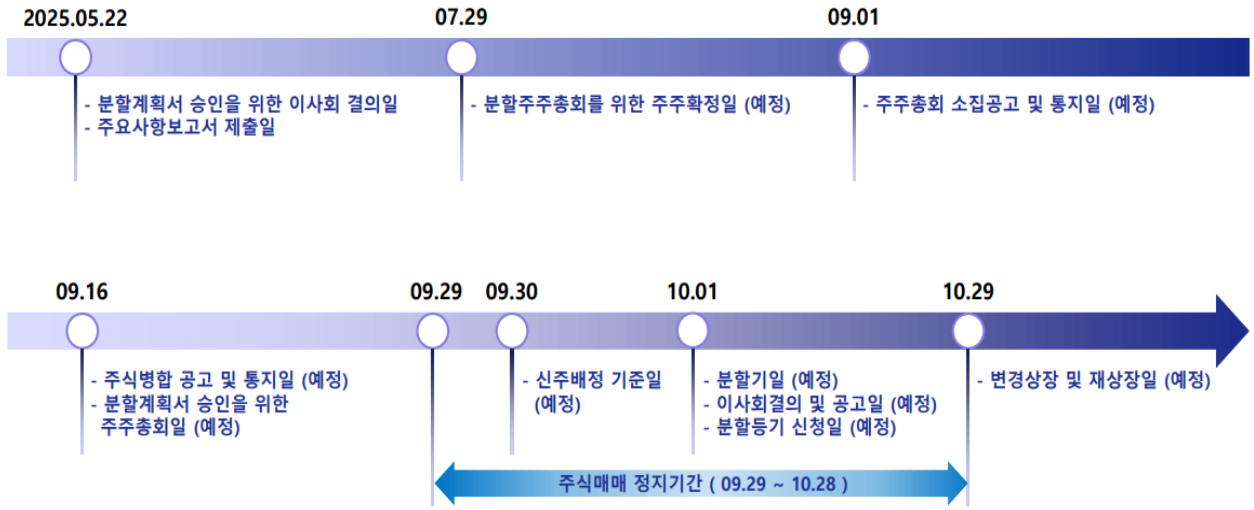
자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림7. 인적분할 구조



자료: 회사 자료, iM 증권 리서치본부

그림8. 인적분할 일정



자료: 회사 자료, iM 증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	5,518	7,374	9,865	13,118
현금 및 현금성자산	391	1,639	3,340	5,312
단기금융자산	940	523	291	162
매출채권	1,189	1,465	1,731	2,096
재고자산	2,818	3,485	4,128	5,012
비유동자산	11,818	11,863	11,778	11,564
유형자산	5,374	5,681	5,838	5,849
무형자산	5,565	5,289	5,033	4,795
자산총계	17,336	19,237	21,643	24,681
유동부채	3,853	4,307	4,898	5,807
매입채무	178	220	261	317
단기차입금	207	187	167	267
유동성장기부채	120	120	120	120
비유동부채	2,578	2,523	2,468	2,413
사채	918	868	818	768
장기차입금	95	90	85	80
부채총계	6,432	6,830	7,366	8,220
지배주주지분	10,905	12,407	14,277	16,461
자본금	178	178	178	178
자본잉여금	5,663	5,663	5,663	5,663
이익잉여금	5,087	6,598	8,477	10,671
기타자본항목	-23	-32	-41	-50
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	10,905	12,407	14,277	16,461

포괄손익계산서

(십억원,%)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	4,547	5,624	6,661	8,087
증가율(%)	23.1	23.7	18.4	21.4
매출원가	2,256	2,421	2,840	3,588
매출총이익	2,291	3,202	3,821	4,499
판매비와관리비	971	1,198	1,419	1,710
연구개발비	145	104	120	132
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	1,320	2,004	2,403	2,789
증가율(%)	18.5	51.8	19.9	16.1
영업이익률(%)	29.0	35.6	36.1	34.5
이자수익	64	104	174	263
이자비용	50	48	45	47
지분법이익(손실)	3	3	3	3
기타영업외손익	-64	-78	-90	-99
세전계속사업이익	1,370	1,951	2,460	2,853
법인세비용	287	440	581	659
세전계속이익률(%)	30.1	34.7	36.9	35.3
당기순이익	1,083	1,511	1,879	2,194
순이익률(%)	23.8	26.9	28.2	27.1
지배주주귀속 순이익	1,083	1,511	1,879	2,194
기타포괄이익	-9	-9	-9	-9
총포괄이익	1,074	1,502	1,870	2,185
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	1,659	1,509	1,997	2,102
당기순이익	1,083	1,511	1,879	2,194
유형자산감가상각비	304	293	293	289
무형자산상각비	295	276	256	238
지분법관련손실(이익)	3	3	3	3
투자활동 현금흐름	-1,244	-797	-831	-784
유형자산의 처분(취득)	-1,302	-600	-450	-300
무형자산의 처분(취득)	-74	-	-	-
금융상품의 증감	-14	-11	-11	-11
재무활동 현금흐름	-434	-220	-220	-100
단기금융부채의증감	-801	-20	-20	100
장기금융부채의증감	513	-55	-55	-55
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	23	1,248	1,701	1,973
기초현금및현금성자산	368	391	1,639	3,340
기말현금및현금성자산	391	1,639	3,340	5,312

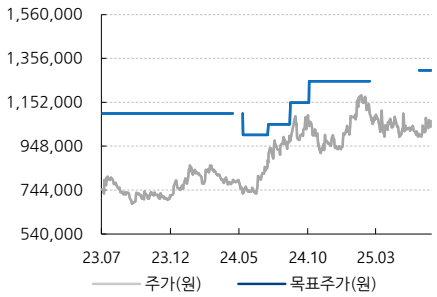
주요투자지표

	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)				
EPS	15,221	21,232	26,401	30,822
BPS	153,212	174,315	200,587	231,281
CFPS	23,638	29,218	34,121	38,235
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER	62.3	50.1	40.3	34.5
PBR	6.2	6.1	5.3	4.6
PCR	40.1	36.4	31.2	27.8
EV/EBITDA	35.2	29.1	24.8	21.6
Key Financial Ratio(%)				
ROE	10.4	13.0	14.1	14.3
EBITDA이익률	42.2	45.7	44.3	41.0
부채비율	59.0	55.1	51.6	49.9
순부채비율	0.1	-7.2	-17.1	-25.8
매출채권회전율(x)	4.8	4.2	4.2	4.2
재고자산회전율(x)	1.7	1.8	1.7	1.8

자료 : 삼성바이오로직스, iM증권 리서치본부

삼성바이오로직스 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-05-30(담당자변경)	Buy	1,000,000	-22.1%	-11.7%
2024-07-25	Buy	1,050,000	-9.7%	-5.1%
2024-09-12	Buy	1,150,000	-10.0%	-5.1%
2024-10-24	Buy	1,250,000	-17.9%	-5.2%
2025-03-10	NR			
2025-06-25(담당자변경)	Buy	1,300,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,
- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급
시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2025-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%