

2025.01.24

# 삼성바이오로직스

(207940)

## 4Q24 Re: 성장 둔화는 없다

### 4Q24 Review: 예상보다 잘 건던 4분기

동사는 4Q24 연결기준 매출액 1조 2,564억원(YoY+17.0%, QoQ+5.8%), 영업이익 3,257억원(YoY-6.9%, OPM 25.9%)을 기록, 당사 추정치 매출액 1조 2,550억원에 부합, 영업이익 3,193억원을 상회하는 준수한 실적을 달성했다.

로직스 별도기준 매출액은 9,504억원(YoY+14.8%, QoQ-10.9%), 영업이익 3,147억원(YoY-5.8%, OPM 33.1%)으로, 컨센서스 매출액 9,929억원을 하회, 영업이익 3,000억원은 소폭 상회하는 실적을 기록했다. 제품 생산 스케줄에 따라 전분기 대비 탑라인은 소폭 둔화, 4공장 초기 램프업에서 기인한 높은 매출원가가 매출 인식 시점의 환율 변동으로 완화되며 추정치보다 높은 수익성으로 이어졌다(OPM 33.1%, 당사 추정치 31.5%).

3분기에 이어 에피스 실적이 연결 실적에 기여한 바가 크다. 에피스는 매출액 3,974억원(YoY+37.6%, QoQ+20.3%), 영업이익 723억원(YoY-7.5%, OPM 18.2%)을 기록,아일리아BS 유럽 승인 마일스톤(약 504억원)이 수익성에 기여하였으며 마일스톤을 제외한 제품 매출 역시 YoY+20.1%, QoQ+5.1%로 견조한 성장을 보이는 중이다.

### 2025 Outlook: 4공장의 풀가동까지 성장 지속, 신규 투자 시작

동사는 25년 매출 가이드선으로 연결 +20-25%, 로직스 별도 +20-25%, 에피스 제품 매출 +20%를 제시, 24년(YoY+23.1%)과 유사한 수준의 높은 성장을 이어나갈 전망을 밝혔다. 이는 당사의 기존 추정치(+12.6%)를 상회하는 전망으로, 4공장(18만L)의 빠른 램프업이 연내 완전가동으로 이어지며 성장을 견인할 전망이다. 4월 가동을 앞둔 5공장은 초기 시험/승인용 배치 생산을 거쳐 26년 하반기부터 상업 생산을 개시, 4공장의 완전가동으로 성장률이 둔화되는 시점에 매출 기여를 시작하며 전체적인 성장 유지가 가능하다. 연내 투자 계획 발표를 기대할 수 있는 6공장도 유사하게 그 이후에 매출을 더하며 지속적인 성장에 기여가 가능할 전망이다.

증설 후 빠른 램프업은 위탁 생산에 대한 견조한 수요가 이어질 때 가능하다. 지난 14일 유럽 제약사와 체결한 2조원 규모의 위탁생산 계약은 우호적인 수주 환경을 확인할 수 있는 소식이며, 중단기적으로 선제적인 공장 증설이 실적으로 이어질 수 있는 상황이 이어질 전망이다. 추가로 동사는 27년 가동을 목표로 PFS DP 및 ADC DP 생산 시설에 대한 투자를 결정, 항체 DS 생산에 집중된 역량을 확장하여 추가 성장에 대한 리스크를 낮출 수 있을 것으로 판단된다.

### 투자 의견 Buy, 목표주가 1,250,000원 유지

동사에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가 1,250,000원을 유지한다. 성장에 대한 가이드선을 반영하여 추정치를 변경하였으며 별도 로직스의 가치 +4.3% 상향, 대규모의 마일스톤이 부재한 에피스의 25FY EBITDA를 반영하여 산출한 연결 기업 가치의 유의미한 변화는 없다(+0.5%). 단기적으로 성장의 우려가 없으며 지속적인 수주 소식을 통해 향후의 성장성을 확인할 수 있을 것으로 판단된다.

### Company Brief

# Buy (Maintain)

목표주가(12M)	1,250,000원(유지)
증가(2025.01.23)	1,053,000원
상승여력	18.7%

#### Stock Indicator

자본금	178십억원
발행주식수	7,117만주
시가총액	74,946십억원
외국인지분율	13.5%
52주 주가	727,000~1,091,000원
60일평균거래량	80,172주
60일평균거래대금	78.2십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	12.3	1.2	19.3	33.6
상대수익률	9.2	3.7	28.1	31.8

#### Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	3,695	4,547	5,564	6,154
영업이익(십억원)	1,114	1,320	1,518	2,104
순이익(십억원)	858	1,033	1,203	1,712
EPS(원)	12,051	14,513	16,907	24,050
BPS(원)	138,119	152,468	169,212	193,098
PER(배)	63.1	72.6	62.3	43.8
PBR(배)	5.5	6.9	6.2	5.5
ROE(%)	9.1	10.0	10.5	13.3
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	33.5	38.7	33.9	26.6

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[제약/바이오]

장민환

2122-9208 minhwan.jang@imfnsec.com

표1. 삼성바이오로직스 valuation table

항목	단위	비고
① 별도 삼성바이오로직스 가치	83,563	십억원
'27년 추정 EBITDA	2,717	십억원
할인율	6.8	%
타겟 EV/EBITDA 멀티플	30.8	글로벌 피어(Lonza, Catalent)의 평균 EV/EBITDA 35% 할인
② 삼성바이오페이퍼스 가치	5,850	십억원
FY25 EBITDA	354.5	십억원
타겟 EV/EBITDA 멀티플	16.5	Viatrix 바이오퍼머럴러 사업부매각 당시 멀티플
③ 순차입금	679	십억원
④ 기업가치 (=①+②-③)	88,734	십억원
⑤ 주식수	71,174	천주
⑥ 목표주가 (=④÷⑤)	1,250,000	원

자료: iM증권 리서치본부

표2. 별도기준 삼성바이오로직스 분기별 요약손익계산서(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2024E	2025E
매출액	591	637	883	828	670	810	1,067	950.4	3,497	4,282
YoY	15.6%	26.5%	30.8%	10.7%	13.3%	27.2%	20.9%	14.8%	19.0%	22.4%
CMO	542	549	775	789	640	784	1,038	917	3,380	4,159
1공장	42	40	92	45	37	54	78	52	220	206
2공장	200	208	293	268	234	249	340	293	1,116	1,204
3공장	300	277	326	397	280	299	340	326	1,246	1,353
4공장	0	24	64	78	90	182	280	246	798	1,359
기타(CDO 등)	49	88	108	39	29	26	29	33	118	123
매출총이익	293	315	454	428	300	405	522	486	1,713	2,072
YoY	27.8%	35.8%	22.9%	15.9%	2.4%	28.8%	14.9%	13.3%	14.9%	20.9%
GPM	49.6%	49.4%	51.4%	51.7%	44.9%	50.0%	48.9%	51.1%	49.0%	48.4%
영업이익	234	254	382	334	233	329	444.8	314.7	1,321.4	1,643
YoY	33.0%	47.8%	22.6%	8.3%	-0.7%	29.6%	16.5%	-5.8%	9.7%	24.3%
OPM	39.7%	39.9%	43.2%	40.3%	34.8%	40.6%	41.7%	33.1%	37.8%	38.4%

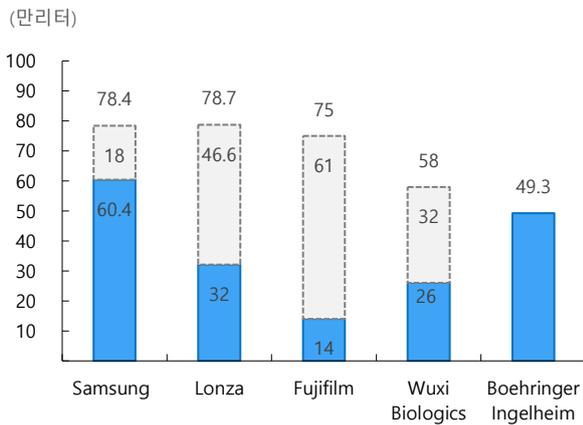
자료: iM증권 리서치본부

표3. 연결기준 삼성바이오로직스 분기별 요약손익계산서(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2024E	2025E
연결 매출액	721	866	1,034	1,074	947	1,157	1,187	1,256	4,547	5,564
YoY	41.0%	33.0%	18.4%	11.2%	31.3%	33.6%	14.8%	17.0%	23.1%	22.4%
로직스	591	637	883	828	670	810	1,067	950.4	3,497	4,282
에피스	213	256	262	289	280	530	330	397.4	1,538	1,550
연결조정	83	27	111	43	3	183	210	91.4	488	268
연결 영업이익	192	253	319	350	221	435	339	326	1,320	1,518
YoY	8.8%	-20.4%	-9.0%	58.1%	15.4%	71.4%	6.3%	-6.9%	18.5%	15.0%
OPM	26.6%	29.3%	30.8%	32.6%	23.4%	37.6%	28.5%	25.9%	29.0%	27.3%
로직스	234	254	382	334	233	329	445	314.7	1,321	1,643
에피스	36	42	49	78	38	257	68	72.3	435	279
조정/PPA상각	79	43	112	62	50	152	174	61.3	437	404

자료: iM증권 리서치본부

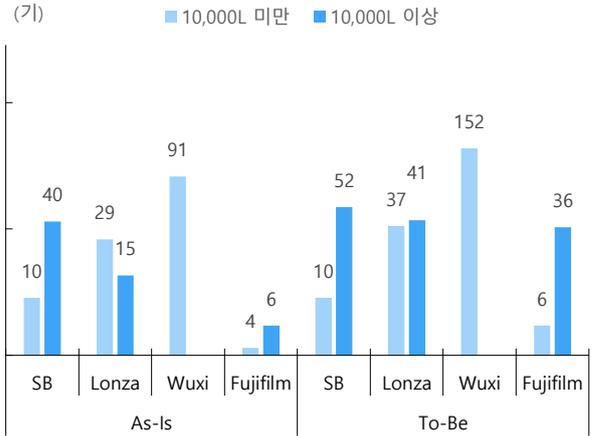
그림1. 글로벌 CDMO 업체 별 동물세포 생산 capacity



자료: 각 사, iM증권 리서치본부

주) 점선은 증축 및 확장 중인 시설. 삼성바이오로직스는 5공장, Lonza는 '23년 10월 기준 증설 계획에 Vacaville 시설 인수 반영. Fujifilm은 '28년까지의 가동계획 및 Wuxi '26년까지의 증설 계획 반영

그림2. CDMO 별 대형 바이오투액터 수 비교

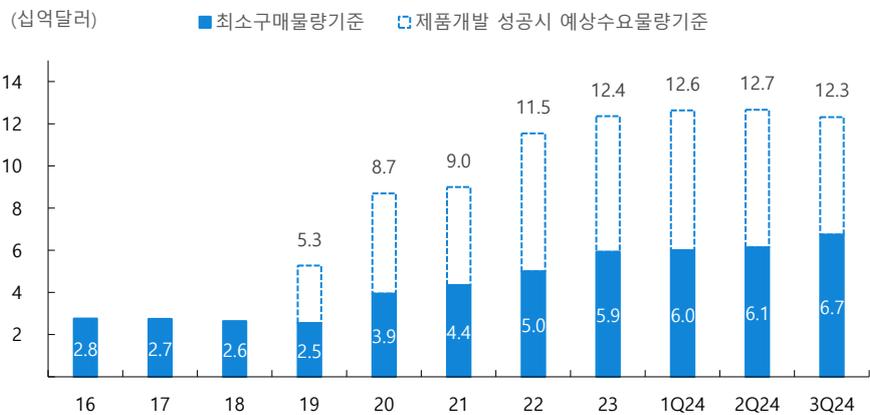


자료: 각 사, iM증권 리서치본부

주1) 동물세포 유래 생산설비 한정; SB: Samsung Biologics

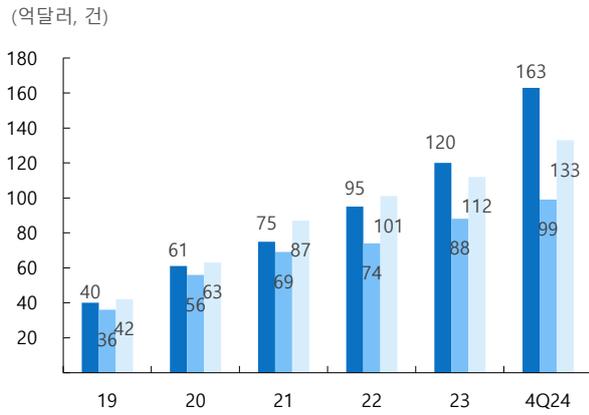
주2) Wuxi Biologics는 single use 리액터를 사용. 리액터 사이즈의 정확한 명시가 없는 경우, 4L SUB로 가정

그림3. 삼성바이오로직스 연도별 CDMO 수주잔고 추이(~3Q24)



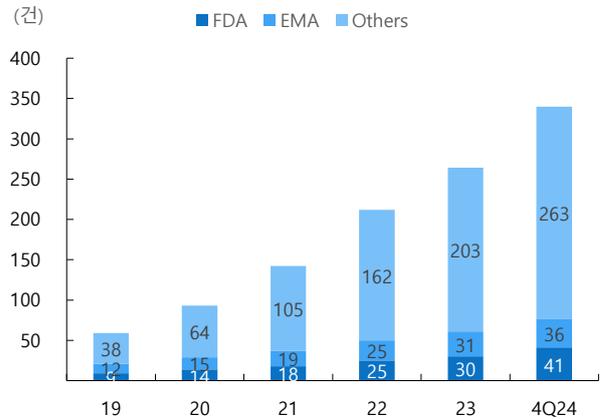
자료: 삼성바이오로직스, 다투전자공시, iM증권 리서치본부

그림4. 삼성바이오로직스 CMO/CDO 누적 수주현황



자료: 삼성바이오로직스, iM증권 리서치본부

그림5. 삼성바이오로직스 CMO 누적승인 현황



자료: 삼성바이오로직스, iM증권 리서치본부

그림6. 삼성바이오에피스의 바이오시밀러 파이프라인

Indication	First Mover / Second Mover											
	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	유럽 출시 / 미국 승인 ('24.6월)	출시	출시	1상('24.2월) / 3상('24.4월) 진행 중	출시	유럽('24.11월) / 미국('24.5월) 승인	유럽 출시 / 미국 승인 ('24.7월)	3상 완료	
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	Obodence / Xbryk
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)	Organon	-	Biogen ('22)	Biogen	Teva	-

자료: 삼성바이오에피스, iM증권 리서치본부

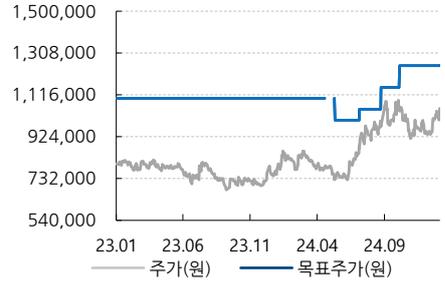
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원, %)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	5,522	5,829	6,358	7,916	매출액	3,695	4,547	5,564	6,154
현금 및 현금성자산	368	368	323	1,178	증가율(%)	23.1	23.1	22.4	10.6
단기금융자산	1,688	1,238	908	1,089	매출원가	1,892	2,256	2,817	2,967
매출채권	689	846	1,033	1,142	매출총이익	1,803	2,291	2,747	3,187
재고자산	2,641	3,251	3,978	4,400	판매비와관리비	689	971	1,229	1,082
비유동자산	10,524	10,873	11,348	11,380	연구개발비	82	100	123	136
유형자산	3,880	4,402	5,037	5,249	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	5,832	5,651	5,483	5,295	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	16,046	16,702	17,706	19,295	영업이익	1,114	1,320	1,518	2,104
유동부채	4,158	3,792	3,605	3,494	증가율(%)	13.2	18.5	15.0	38.6
매입채무	208	256	314	347	영업이익률(%)	30.1	29.0	27.3	34.2
단기차입금	655	655	655	655	이자수익	96	56	51	122
유동성장기부채	733	733	733	733	이자비용	82	28	10	10
비유동부채	2,058	2,058	2,058	2,058	지분법이익(손실)	0	0	0	0
사채	120	120	120	120	기타영업외손익	5	4	4	4
장기차입금	120	120	120	120	세전계속사업이익	1,120	1,344	1,556	2,212
부채총계	6,216	5,850	5,663	5,552	법인세비용	262	311	352	500
지배주주지분	9,830	10,852	12,043	13,744	세전계속이익률(%)	30.3	29.6	28.0	35.9
자본금	178	178	178	178	당기순이익	858	1,033	1,203	1,712
자본잉여금	5,663	5,663	5,663	5,663	순이익률(%)	23.2	22.7	21.6	27.8
이익잉여금	4,003	5,036	6,240	7,951	지배주주귀속 순이익	858	1,033	1,203	1,712
기타자본항목	-14	-26	-37	-49	기타포괄이익	-12	-12	-12	-12
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	846	1,021	1,192	1,700
자본총계	9,830	10,852	12,043	13,744	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-
현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	1,666	394	681	1,632	주당지표(원)				
당기순이익	858	1,033	1,203	1,712	EPS	12,051	14,513	16,907	24,050
유형자산감가상각비	263	323	366	403	BPS	138,119	152,468	169,212	193,098
무형자산상각비	227	292	335	281	CFPS	18,932	23,149	26,761	33,662
지분법관련손실(이익)	0	0	0	0	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-1,566	-1,584	-1,917	-1,968	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-992	-845	-1,002	-615	PER	63.1	72.6	62.3	43.8
무형자산의 처분(취득)	-110	-111	-167	-92	PBR	5.5	6.9	6.2	5.5
금융상품의 증감	-8	-8	-8	-8	PCR	40.1	45.5	39.3	31.3
재무활동 현금흐름	-635	-158	-158	-158	EV/EBITDA	33.5	38.7	33.9	26.6
단기금융부채의증감	-443	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-34	-	-	-	ROE	9.1	10.0	10.5	13.3
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	43.4	42.5	39.9	45.3
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	63.2	53.9	47.0	40.4
현금및현금성자산의증감	-523	0	-45	854	순부채비율	-4.4	0.2	3.3	-4.6
기초현금및현금성자산	891	368	368	323	매출채권회전율(x)	5.2	5.9	5.9	5.7
기말현금및현금성자산	368	368	323	1,177	재고자산회전율(x)	1.5	1.5	1.5	1.5

자료 : 삼성바이오로직스, iM증권 리서치본부

삼성바이오로직스 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2022-10-27	Buy	1,100,000	-28.4%	-17.5%
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		



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 기관투자자 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	산업추천 투자등급
종목투자 의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함. · Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상 · Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락 · Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임 · Overweight(비중확대) · Neutral(중립) · Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2024-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.4%	6.9%	0.7%