

# 삼성바이오로직스(207940)

## 호실적을 즐길 시간이 단 하루뿐이라니

### 4공장 Full 가동 효과 반영, 분기 영업이익 7천억원 돌파

동사의 연결 기준 3분기 매출액 및 영업이익은 1조 6,602억원(YoY +39.9%), 7,288억원(YoY +115.3%, OPM 43.9%)을 달성했다. 시장 컨센서스(매출 1조 5,600억원, 영업이익 5,405억원) 및 당사 전망치(매출 1조 4,598억원, 영업이익 5,791억원)를 모두 상회했다. 전체 24만리터 Capa 중 Ramp-up분 18만리터가 당분기부터 전부 반영되면서 CDMO 매출이 성장했고 3분기로 이연 예정이던 일부 매출도 인식됨에 따라 호실적에 영향을 줬다. 자회사인 바이오에피스도 기존 제품 성장 및 신규 출시한 솔리리스 관련 마일스톤 유입 등의 요인으로 성장에 기인했다.

올해 4월부터 가동을 시작한 5공장은 Ramp-up 단계가 순조롭게 진행되고 있음을 언급했다. 기존 설비시설과 유사하게 기술이전부터 상업생산에 이르는 단계를 거쳐야 실제 매출로 인식되기 때문에 본격적인 매출 반영 시점은 2026년 3분기부터 가능할 것으로 전망한다. 바이오시밀러는 상반기 미국 PBM 2개사와 Private label 출시, 한미약품/보령/Harrow/Nipro 등 국내외 다양한 파트너사와의 계약을 순조롭게 체결함으로써 판매 역량을 지속적으로 확대하고 있다.

### 신설 법인의 기업 가치가 과도하다는 입장은 이전과 동일

동사의 연결 기준 2025년 매출과 영업이익을 각각 5조 7,895억원(YoY +27.3%), 2조 2,926억원(YoY +73.7%, OPM 39.6%)으로 전망한다. 시장의 예상치보다 4공장 풀가동 효과에 따른 매출 성장이 가속화되고 있는 상황이며, 매출 성장폭 대비 비용 통제가 안정적으로 이뤄지고 있어 이익 개선 추세가 4분기에도 유지될 것으로 판단한다.

동사는 10월 30일부터 11월 21일까지 약 3주간 주식매매 정지에 돌입한다. 다음달 1일 분할기일, 11월 24일 변경상장 및 재상장되어 매매가 재개된다. 이전 실적발표 때 언급했던 신설법인의 가치가 과도하다는 입장은 동일하다. 전일 종가 기준 신설법인의 기업가치는 약 31조원으로 산출되며, 작년 삼성바이오에피스의 EBITDA 및 Peer 그룹(셀트리온, Amgen, Sandoz) EV/EBITDA를 감안했을 때 약 14조원의 기업가치가 적정 수준이라 판단한다. CDMO와 바이오시밀러 각각 성장을 숫자로 증명하고 있는 상황은 긍정적이지만 거래재개 초반 신설법인의 방향성은 하방 쪽에 더 가깝다고 해석한다. 참고로 기존 법인의 예상 기업가치는 2025년 예상 EBITDA 2조 2,849억원 및 Bloomberg 기준 EV/EBITDA 적용 시 약 74조원으로 합산 시 약 90조원의 기업가치가 나와 현 시점의 동사 시가총액 대비 소폭 상승할 수 있을 것으로 기대된다.

### 목표주가 140만원 상향, 대외적 상황은 우호적으로 변화하고 있음을 주목

목표주가를 140만원으로 상향한다. 3분기 호실적 기반 추정치를 일부 변경했으며, 산출된 최종 기업가치는 99조 1,463억원이다. 다만 10월초 실적 기대감으로 주가가 한차례 상승했던 점과 분할 전 시가총액의 상승은 이후 분할법인의 더 큰 하락을 유발한다는 점에서 주가의 상승이 억제될 가능성도 고려해볼 수 있다.

이와 별개로 CDMO 및 시밀러 산업은 긍정적인 상황으로 흘러갈 가능성이 높다. 최근 생물보안법이 재추진되었고, 시밀러는 약가 인하와 임상 3상 면제 기대감이 살아있다. 또한 상장 예정인 삼성바이오에피스홀딩스가 시밀러 외에도 ADC 등 신규 모델리티에 대한 개발 의지를 피력했기에 향후 성과를 기반으로 한 가치 상승도 기대해볼 수 있다.

## Company Brief

## Buy (Maintain)

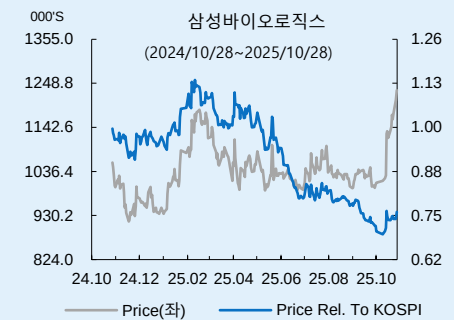
|                |                |
|----------------|----------------|
| 목표주가(12M)      | 1,400,000원(상향) |
| 종가(2025.10.28) | 1,232,000원     |
| 상승여력           | 13.6%          |

### Stock Indicator

|           |                    |
|-----------|--------------------|
| 자본금       | 178십억원             |
| 발행주식수     | 7,117만주            |
| 시가총액      | 87,686십억원          |
| 외국인지분율    | 13.1%              |
| 52주 주가    | 916,000~1,232,000원 |
| 60일평균거래량  | 70,172주            |
| 60일평균거래대금 | 74.5십억원            |

| 주가수익률(%) | 1M   | 3M   | 6M    | 12M   |
|----------|------|------|-------|-------|
| 절대수익률    | 23.2 | 15.5 | 18.8  | 16.4  |
| 상대수익률    | 4.8  | -9.5 | -38.5 | -37.1 |

### Price Trend



| FY           | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액(십억원)     | 4,547   | 5,789   | 6,662   | 8,118   |
| 영업이익(십억원)    | 1,320   | 2,293   | 2,668   | 3,125   |
| 순이익(십억원)     | 1,083   | 1,755   | 2,067   | 2,426   |
| EPS(원)       | 15,221  | 24,659  | 29,040  | 34,079  |
| BPS(원)       | 153,212 | 177,742 | 206,653 | 240,604 |
| PER(배)       | 62.3    | 50.0    | 42.4    | 36.2    |
| PBR(배)       | 6.2     | 6.9     | 6.0     | 5.1     |
| ROE(%)       | 10.4    | 14.9    | 15.1    | 15.2    |
| 배당수익률(%)     |         |         |         |         |
| EV/EBITDA(배) | 35.2    | 30.3    | 26.4    | 22.7    |

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[제약/바이오]

정재원

jaewon.jeong@imfnsec.com

2122-9208

표1. 삼성바이오로직스 DCF valuation

| (십억원, %, 천개, 원)         | 2025E     | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E |
|-------------------------|-----------|-------|-------|-------|-------|
| Operating EBIT          | 2,293     | 2,668 | 3,125 | 3,982 | 4,782 |
| 법인세율                    | 23.2%     | 22.7% | 22.6% | 22.3% | 22.7% |
| NOPLAT                  | 1,761     | 2,063 | 2,418 | 3,092 | 3,696 |
| 감가상각비                   | 293       | 293   | 289   | 282   | 275   |
| 무형자산상각비                 | 276       | 256   | 238   | 221   | 205   |
| 총현금흐름                   | 2,329     | 2,613 | 2,946 | 3,595 | 4,176 |
| 총투자                     | -1,289    | -724  | -925  | -100  | 10    |
| FCF                     | 1,040     | 1,889 | 2,020 | 3,495 | 4,187 |
| PV of FCFF              | 1,012     | 1,741 | 1,765 | 2,892 | 3,283 |
| 추정기간 평균 FCFF            | 2,779     |       |       |       |       |
| Normalized FCF          | 10.0      |       |       |       |       |
| Terminal Value          | 112,984   |       |       |       |       |
| Terminal growth         | 3.0       |       |       |       |       |
| PV of Forecasted FCFF   | 10,693    |       |       |       |       |
| PV of Terminal Value    | 88,608    |       |       |       |       |
| Operating Value of FCFF | 99,301    |       |       |       |       |
| 영업 외                    | -155      |       |       |       |       |
| 최종 기업가치                 | 99,146.3  |       |       |       |       |
| 주식수                     | 71,174    |       |       |       |       |
| 적정주가                    | 1,400,000 |       |       |       |       |

자료: iM증권 리서치본부

표2. 삼성바이오로직스 분기별 실적 추이 및 전망

| (십억원, %) | 1Q24  | 2Q24    | 3Q24    | 4Q24    | 1Q25    | 2Q25    | 3Q25    | 4Q25E   | 2024    | 2025E   | 2026E   |
|----------|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 연결 매출    | 946.9 | 1,156.9 | 1,187.1 | 1,256.4 | 1,298.3 | 1,289.9 | 1,660.2 | 1,541.1 | 4,547.3 | 5,789.5 | 6,661.9 |
| YoY      | 31.3  | 33.6    | 14.8    | 17.0    | 37.1    | 11.5    | 39.9    | 22.7    | 23.1    | 27.3    | 15.1    |
| 매출총이익    | 420.2 | 657.8   | 544.1   | 668.7   | 732.8   | 719.0   | 978.8   | 873.2   | 2,290.8 | 3,303.8 | 3,819.6 |
| YoY      | 22.7  | 54.0    | 8.4     | 25.9    | 74.4    | 9.3     | 79.9    | 30.6    | 27.1    | 44.2    | 15.6    |
| GPM      | 44.4  | 56.9    | 45.8    | 53.2    | 56.4    | 55.7    | 59.0    | 56.7    | 50.4    | 57.1    | 57.3    |
| 영업이익     | 221.3 | 434.5   | 338.6   | 325.7   | 486.7   | 475.6   | 728.8   | 601.5   | 1,320.1 | 2,292.6 | 2,667.6 |
| YoY      | 15.4  | 71.4    | 6.3     | (6.9)   | 119.9   | 9.5     | 115.3   | 84.7    | 18.5    | 73.7    | 16.4    |
| OPM      | 23.4  | 37.6    | 28.5    | 25.9    | 37.5    | 36.9    | 43.9    | 39.0    | 29.0    | 39.6    | 40.0    |
| 당기순이익    | 179.4 | 318.0   | 264.5   | 321.5   | 375.6   | 324.4   | 574.5   | 480.7   | 1,083.3 | 1,755.0 | 2,066.9 |
| YoY      | 26.5  | 72.0    | 10.0    | 10.6    | 109.4   | 2.0     | 117.2   | 49.5    | 26.3    | 62.0    | 17.8    |
| NPM      | 18.9  | 27.5    | 22.3    | 25.6    | 28.9    | 25.1    | 34.6    | 31.2    | 23.8    | 30.3    | 31.0    |

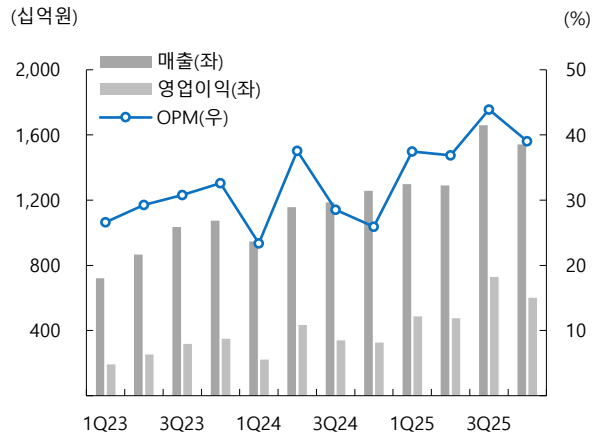
자료: iM증권 리서치본부

표3. 글로벌 CDMO peer 컨센서스 및 밸류에이션 비교

| 업체명               | 시가총액<br>(십억달러) | 2025E 매출액<br>(십억달러) | EBITDA<br>(십억달러) | 12MFP/E<br>(x) | EV/EBITDA<br>(x) |
|-------------------|----------------|---------------------|------------------|----------------|------------------|
| Lonza             | 51.1           | 95.2                | 28.3             | 33.7           | 19.3             |
| Catalent          | N/A            | 46.4                | 8.5              | 55.2           | 17.5             |
| Wuxi Biologics    | 19.6           | 30.2                | 10.7             | 31.9           | 17.7             |
| Samsung Biologics | 60.5           | 41.1                | 18.6             | 53.4           | 32.5             |

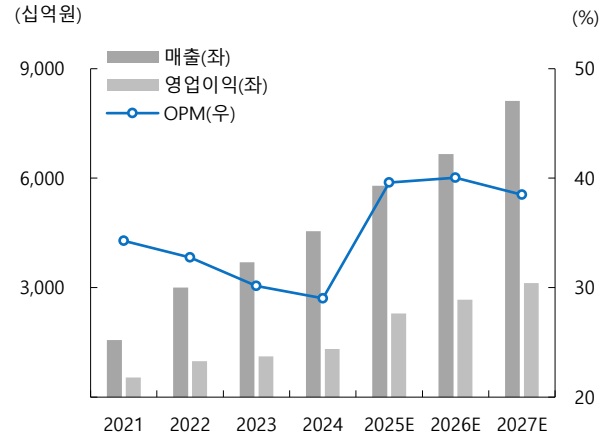
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부 주) 25.10.28 기준

그림1. 삼성바이오로직스 분기 실적 추이 및 전망



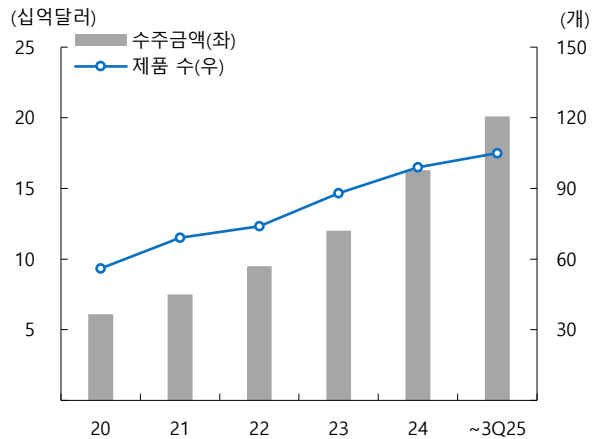
자료: iM증권 리서치본부

그림2. 삼성바이오로직스 연간 실적 추이 및 전망



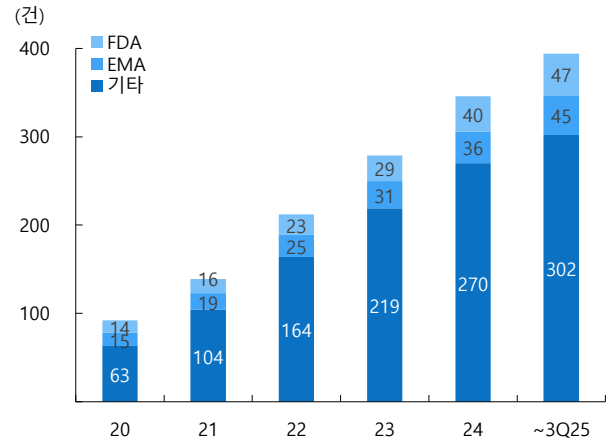
자료: iM증권 리서치본부

그림3. 삼성바이오로직스 CMO 수주 현황



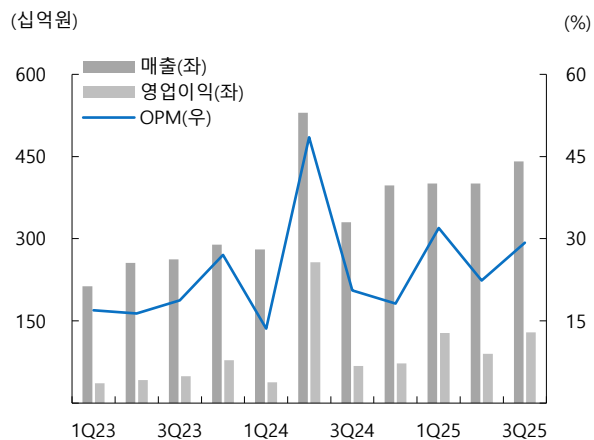
자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림4. 삼성바이오로직스 CMO 승인 현황



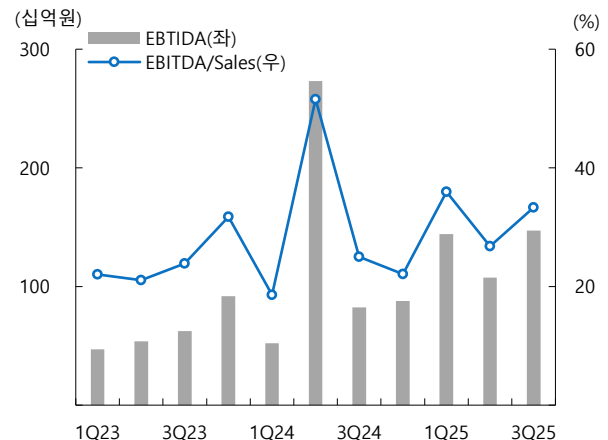
자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림5. 삼성바이오에피스 분기 실적 추이



자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림6. 삼성바이오에피스 EBITDA 추이



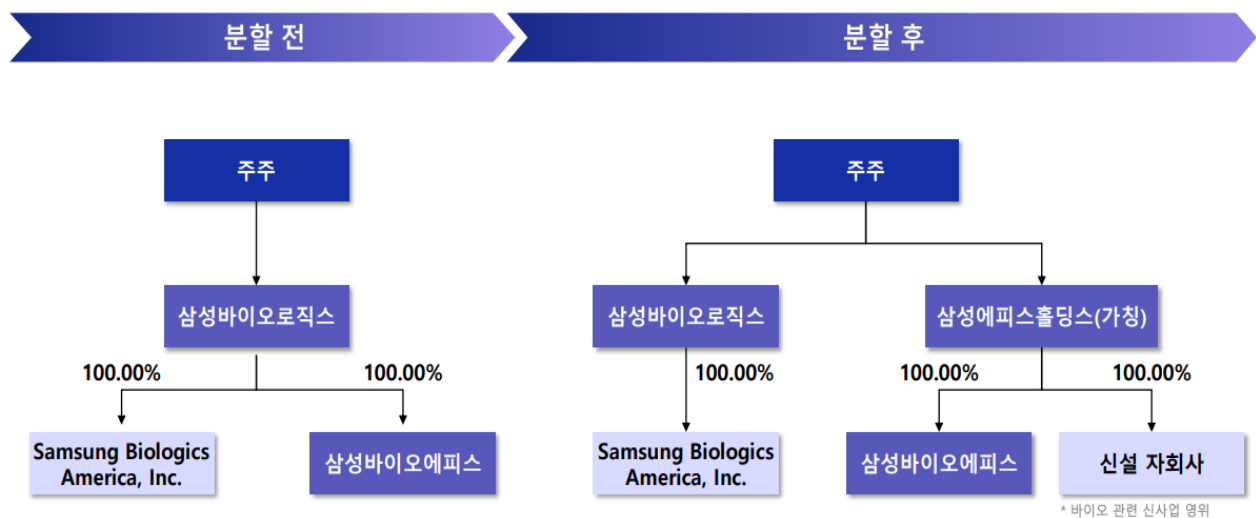
자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

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   |

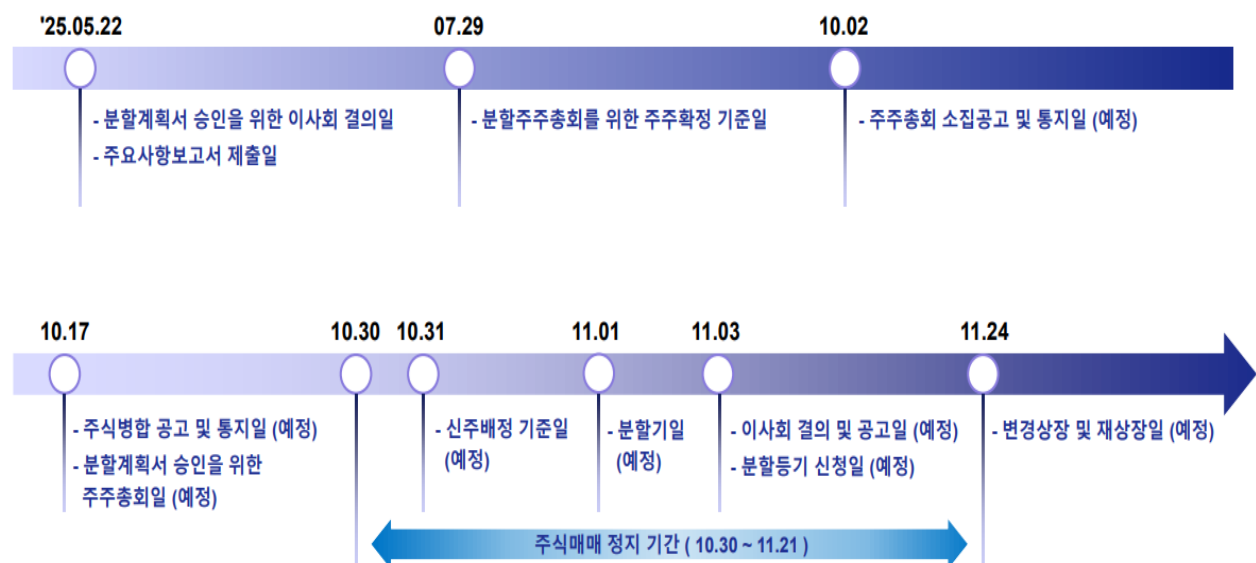
자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림7. 인적분할 구조



자료: 회사 자료, iM 증권 리서치본부

그림8. 인적분할 일정



자료: 회사 자료, iM 증권 리서치본부

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

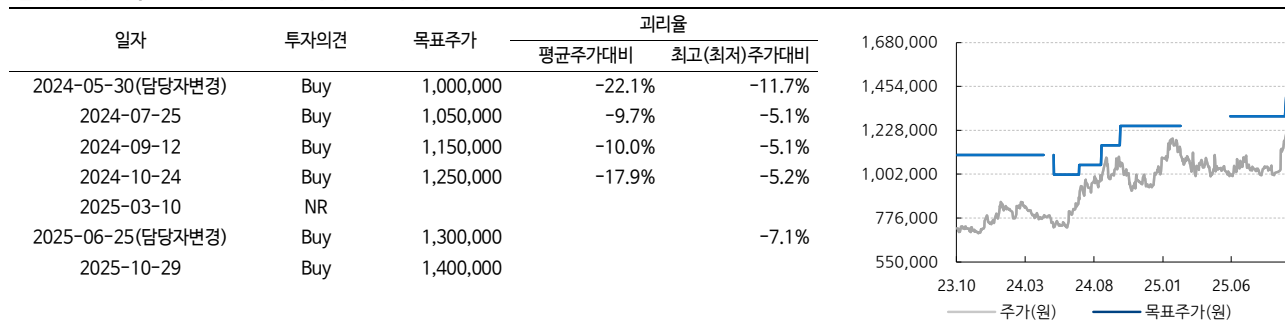
| 재무상태표      |        |        |        |        | 포괄손익계산서     |       |       |       |       |
|------------|--------|--------|--------|--------|-------------|-------|-------|-------|-------|
| (십억원)      | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  | (십억원, %)    | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
| 유동자산       | 5,518  | 7,624  | 10,297 | 13,783 | 매출액         | 4,547 | 5,789 | 6,662 | 8,118 |
| 현금 및 현금성자산 | 391    | 1,744  | 3,771  | 5,950  | 증가율(%)      | 23.1  | 27.3  | 15.1  | 21.9  |
| 단기금융자산     | 940    | 523    | 291    | 162    | 매출원가        | 2,256 | 2,486 | 2,842 | 3,593 |
| 매출채권       | 1,189  | 1,508  | 1,731  | 2,104  | 매출총이익       | 2,291 | 3,304 | 3,820 | 4,525 |
| 재고자산       | 2,818  | 3,588  | 4,129  | 5,031  | 판매비와관리비     | 971   | 1,011 | 1,152 | 1,400 |
| 비유동자산      | 11,818 | 11,863 | 11,778 | 11,564 | 연구개발비       | 145   | 103   | 120   | 132   |
| 유형자산       | 5,374  | 5,681  | 5,838  | 5,849  | 기타영업수익      | -     | -     | -     | -     |
| 무형자산       | 5,565  | 5,289  | 5,033  | 4,795  | 기타영업비용      | -     | -     | -     | -     |
| 자산총계       | 17,336 | 19,487 | 22,074 | 25,346 | 영업이익        | 1,320 | 2,293 | 2,668 | 3,125 |
| 유동부채       | 3,853  | 4,313  | 4,898  | 5,808  | 증가율(%)      | 18.5  | 73.7  | 16.4  | 17.1  |
| 매입채무       | 178    | 227    | 261    | 318    | 영업이익률(%)    | 29.0  | 39.6  | 40.0  | 38.5  |
| 단기차입금      | 207    | 187    | 167    | 267    | 이자수익        | 64    | 109   | 195   | 293   |
| 유동성장기부채    | 120    | 120    | 120    | 120    | 이자비용        | 50    | 48    | 45    | 47    |
| 비유동부채      | 2,578  | 2,523  | 2,468  | 2,413  | 지분법이익(손실)   | 3     | 3     | 3     | 3     |
| 사채         | 918    | 868    | 818    | 768    | 기타영업외손익     | -64   | -13   | -20   | -22   |
| 장기차입금      | 95     | 90     | 85     | 80     | 세전계속사업이익    | 1,370 | 2,285 | 2,672 | 3,135 |
| 부채총계       | 6,432  | 6,837  | 7,366  | 8,221  | 법인세비용       | 287   | 530   | 606   | 709   |
| 자배주지분      | 10,905 | 12,651 | 14,708 | 17,125 | 세전계속이익률(%)  | 30.1  | 39.5  | 40.1  | 38.6  |
| 자본금        | 178    | 178    | 178    | 178    | 당기순이익       | 1,083 | 1,755 | 2,067 | 2,426 |
| 자본잉여금      | 5,663  | 5,663  | 5,663  | 5,663  | 순이익률(%)     | 23.8  | 30.3  | 31.0  | 29.9  |
| 이익잉여금      | 5,087  | 6,842  | 8,909  | 11,334 | 자배주주귀속 순이익  | 1,083 | 1,755 | 2,067 | 2,426 |
| 기타자본항목     | -23    | -32    | -41    | -50    | 기타포괄이익      | -9    | -9    | -9    | -9    |
| 비자배주지분     | -      | -      | -      | -      | 총포괄이익       | 1,074 | 1,746 | 2,058 | 2,416 |
| 자본총계       | 10,905 | 12,651 | 14,708 | 17,125 | 자배주주귀속총포괄이익 | -     | -     | -     | -     |

| 현금흐름표        |        |       |       |       | 주요투자지표                 |         |         |         |         |
|--------------|--------|-------|-------|-------|------------------------|---------|---------|---------|---------|
| (십억원)        | 2024   | 2025E | 2026E | 2027E |                        | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
| 영업활동 현금흐름    | 1,659  | 1,615 | 2,323 | 2,308 | 주당지표 (원)               |         |         |         |         |
| 당기순이익        | 1,083  | 1,755 | 2,067 | 2,426 | EPS                    | 15,221  | 24,659  | 29,040  | 34,079  |
| 유형자산감가상각비    | 304    | 293   | 293   | 289   | BPS                    | 153,212 | 177,742 | 206,653 | 240,604 |
| 무형자산감각비      | 295    | 276   | 256   | 238   | CFPS                   | 23,638  | 32,645  | 36,760  | 41,492  |
| 지분법관련손실(이익)  | 3      | 3     | 3     | 3     | DPS                    | -       | -       | -       | -       |
| 투자활동 현금흐름    | -1,244 | -797  | -831  | -784  | Valuation(배)           |         |         |         |         |
| 유형자산의 처분(취득) | -1,302 | -600  | -450  | -300  | PER                    | 62.3    | 50.0    | 42.4    | 36.2    |
| 무형자산의 처분(취득) | -74    | -     | -     | -     | PBR                    | 6.2     | 6.9     | 6.0     | 5.1     |
| 금융상품의 증감     | -14    | -11   | -11   | -11   | PCR                    | 40.1    | 37.7    | 33.5    | 29.7    |
| 재무활동 현금흐름    | -434   | -220  | -220  | -100  | EV/EBITDA              | 35.2    | 30.3    | 26.4    | 22.7    |
| 단기금융부채의증감    | -801   | -20   | -20   | 100   | Key Financial Ratio(%) |         |         |         |         |
| 장기금융부채의증감    | 513    | -55   | -55   | -55   | ROE                    | 10.4    | 14.9    | 15.1    | 15.2    |
| 자본의증감        | -      | -     | -     | -     | EBITDA0이익률             | 42.2    | 49.4    | 48.3    | 45.0    |
| 배당금지급        | -      | -     | -     | -     | 부채비율                   | 59.0    | 54.0    | 50.1    | 48.0    |
| 현금및현금성자산의증감  | 23     | 1,353 | 2,026 | 2,179 | 순부채비율                  | 0.1     | -7.9    | -19.5   | -28.5   |
| 기초현금및현금성자산   | 368    | 391   | 1,744 | 3,771 | 매출채권회전율(x)             | 4.8     | 4.3     | 4.1     | 4.2     |
| 기말현금및현금성자산   | 391    | 1,744 | 3,771 | 5,950 | 재고자산회전율(x)             | 1.7     | 1.8     | 1.7     | 1.8     |

자료 : 삼성바이오로직스, iM증권 리서치본부

## 삼성바이오로직스 투자이견 및 목표주가 변동추이



## 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.

## [투자이견]

## 종목추천 투자등급

종목투자이견은 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

## 산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

## [투자등급 비율 2025-09-30 기준]

| 매수  | 중립(보유) | 매도   |
|-----|--------|------|
| 91% | 8.3%   | 0.7% |