

삼성바이오로직스

박스권 돌파 가능성

투자 의견 매수, 목표주가 110만원 유지

삼성바이오로직스 CDMO 비즈니스 가치 69.5조원, 삼성바이오에피스 시밀러 비즈니스 가치 8.4조원을 합산해 산정했다. 동사 기업가치 상승의 동력은 수주 실적이다. 코로나 이전 연간 신규 수주는 3억불 규모(17년 2억불, 18년 4억불, 19년 3억불)였으나 코로나 시기 7배 규모로 성장, 20년에 21억달러의 신규 수주를 달성했고, 동기간 기업 가치는 약 20조원 수준에서 50조원 수준으로 상승한 바 있다. 이후 23년까지 연간 20억불 내외의 수주가 이어지고 있고(21년 14억불, 22년 20억불, 23년 25억불) 현재까지 시가총액은 50~60조원 수준에 갇혀있다.

24년은 다들 가능성이 있다. 공시기준 현재까지 20억불 수준 수주를 달성했다. 24년 (Run Rate) 40억불이 가능한 속도다. 앞으로의 추가적인 신규 수주는 코로나 기간부터 현재까지 이어져온 주가 박스권을 돌파할만한 트리거가 될 수 있다는 판단이다.

수주 환경은? 매우 좋다. 빅파마들은 다양한 모달리티에 대응하기 위해 생산 전략을 수정하고 있다. 로슈는 CGT, oligo, peptides 투자와 high-potency 물질에 대비해 소규모 캐파를 늘리는 전략으로 수정했다. 릴리와 노보는 비만 신약 수요에 대응하기 위해 peptide 인하우스 캐파를 키우기에 한창이다. 미국 생물보안법 우려로 고객사들은 지정학적 리스크가 낮고 안정적인 공급 능력과 트랙레코드를 보유한 CDMO 파트너를 찾는데 열중이다. 대규모 캐파 상업 생산 항체의약품에 대한 아웃소싱 수요는 지속 증가할 것으로 예상된다.

대규모 항체의약품 CMO 파트너로 동사가 최적이다. 상업생산 특화 15,000L 바이오리액터를 가장 많이 보유하고 있고, 25년 4월부터 15,000L x 8 규모의 5공장 가동 개시를 앞두고 있다. 최근에는(7/2) 미국 소재 제약사와 1.46조원 역대 최대 규모 수주 계약을 체결한 바 있다. 추가적인 수주가 기대되는 대목이다.

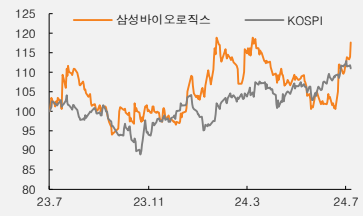
2Q24F Preview

별도 기준, 2Q24F 매출액 8,072억원(+27% YoY, +21% QoQ), 영업이익 3,114억원(+23% YoY, +34% QoQ), 영업이익률 38.6%(-1.3%p YoY, +3.8%p QoQ)으로 매출액과 영업이익이 컨센서스를 +9%, +15% 상회하는 호실적을 기록할 것으로 예상된다. 우호적인 환율 효과와 1, 2, 3공장 완전 가동 및 생산/운영 효율화, 4공장 6만리터 동 가동을 증가 때문이다. 4공장 가동에 따른 감가비 및 5공장 가동 위한 인력 채용 등으로 YoY 기준 영업이익률은 소폭 감소할 것으로 예상된다.

투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	1,100,000원
현재주가(24/7/17)	851,000원
상승여력	29.3%

영업이익(24F,십억원)	1,343
Consensus 영업이익(24F,십억원)	1,323
EPS 성장률(24F,%)	12.8
MKT EPS 성장률(24F,%)	84.3
P/E(24F,x)	56.8
MKT P/E(24F,x)	11.2
KOSPI	2,843.29
시가총액(십억원)	60,569
발행주식수(백만주)	71
유동주식비율(%)	24.8
외국인 보유비중(%)	12.3
베타(12M) 일간수익률	0.71
52주 최저가(원)	680,000
52주 최고가(원)	859,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	15.6	12.6	15.6
상대주가	11.6	-3.6	6.5



[제약/바이오]

김승민
sm.kim.a@miraesasset.com

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	2,437	2,939	3,481	4,020	4,791
영업이익 (십억원)	968	1,204	1,343	1,487	1,714
영업이익률 (%)	39.7	41.0	38.6	37.0	35.8
순이익 (십억원)	687	946	1,067	1,186	1,391
EPS (원)	9,820	13,290	14,995	16,658	19,543
ROE (%)	12.8	12.2	12.2	12.0	12.4
P/E (배)	83.6	57.2	56.8	51.1	43.5
P/B (배)	8.0	6.6	6.5	5.8	5.1
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

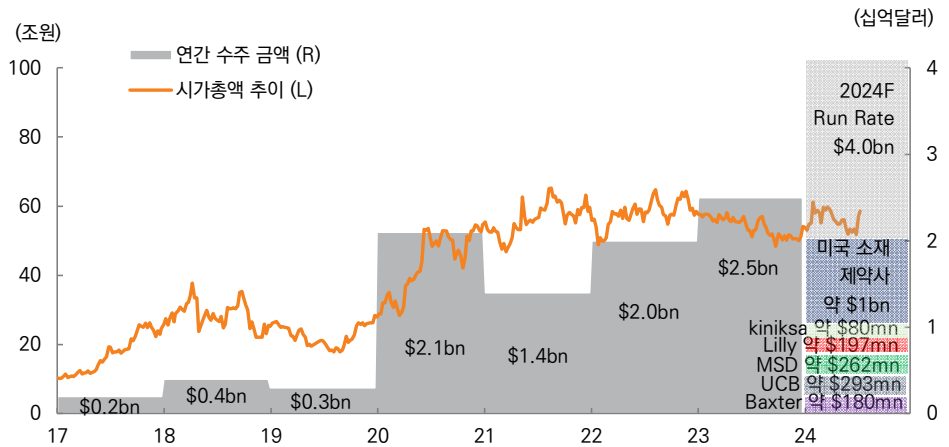
주: K-IFRS 별도 기준
자료: 삼성바이오로직스, 미래에셋증권 리서치센터

2024F 실적 전망

별도 기준, 2024년 매출액 3조 4,810억원(+19% YoY), 영업이익 1조 3,432억원(+12% YoY)을 기록할 것으로 예상된다. 1, 2, 3공장 완전 가동 지속, 하반기에 4공장 18만리터 등 매출이 인식됨에 따라 호실적이 기대된다. 24년 4공장 예상 매출액은 6,720억원으로 추정한다. 현재 회사 가이드언스는 매출 +10~15% 성장이나, 추후 가이드언스 상향 가능성이 높다.

[삼성바이오에피스] 2024년 매출액 1조 3,751억원(+35% YoY), 영업이익 3,732억원(+82% YoY)을 기록할 것으로 예상된다. 바이오젠을 통한 매출 성장은 제한적일 것으로 예상되나, 환율 효과와 오가논을 통한 렌플렉시스, 온트루잔트, 하드리마 성장이 기대되고, 스텔라라 바이오시밀러 허가 등에 따른 마일스톤(2Q24F 약 1,600억원, 4Q24F 약 400억원) 유입이 예상된다. 현재 회사 가이드언스는 매출 +25~30% 성장이나, 추후 가이드언스 상향 가능성이 높다.

그림 1. 삼성바이오로직스 연간 수주(신규+금액 변경) 및 시가총액 추이



자료: Dart, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 2024년 삼성바이오로직스 공급계약 체결 내역

계약상대	계약일/정정일	시작일	종료일	계약금액	내용
미국 소재 제약사	2023-06-03			147,284	의향서 체결
	2024-07-02	2024-06-27	2030-12-31	1,463,679	본계약 체결
Kiniksa Pharmaceuticals	2023-05-30			107,514	의향서 체결
	2024-06-25	2024-06-21	2031-12-31	211,468	본계약 체결
Merck Sharp & Dohme	2024-03-12			92,769	-
	2024-04-04	2024-03-01	2032-12-31	247,343	고객사 제품의 상업화 성공에 따른 금액 변경
Eli Lilly Kinsale	2022-03-28			112,134	2019-12-20 계약 최초 체결
	2023-03-06	2019-12-20	2029-12-31	327,826	계약금액 변경
	2024-05-08			584,071	계약금액 변경
유럽 소재 제약사	2017-05-04			47,098	의향서 체결
	2017-12-21			45,107	본계약 체결
UCB	2019-08-30	2017-12-21		45,107	계약상대 공개에 따른 정정
	2024-03-06		2030-12-31	427,003	계약금액 변경
유럽 소재 제약사	2017-07-20			15,731	
미국 소재 제약사	2018-07-13	2017-07-20		16,811	고객사의 생산 제품권리 이전에 따른 계약상대 및 계약금액 변경
Baxter Healthcare	2024-06-18		2034-12-31	250,866	계약금액 변경

자료: Dart, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. Roche의 생산 전략 변경 (1)



Vacaville sale: Optimizing our Pharma manufacturing network



- Vacaville site sold for USD ~1.2bn*
- Global network investment to enable portfolio evolution
- Building capabilities in new modalities: Cell & gene therapy, oligonucleotides and peptides
- Network optimization including balancing for geographical needs ongoing

11 manufacturing sites with a total of >530,000L biologics capacity** serving global demand

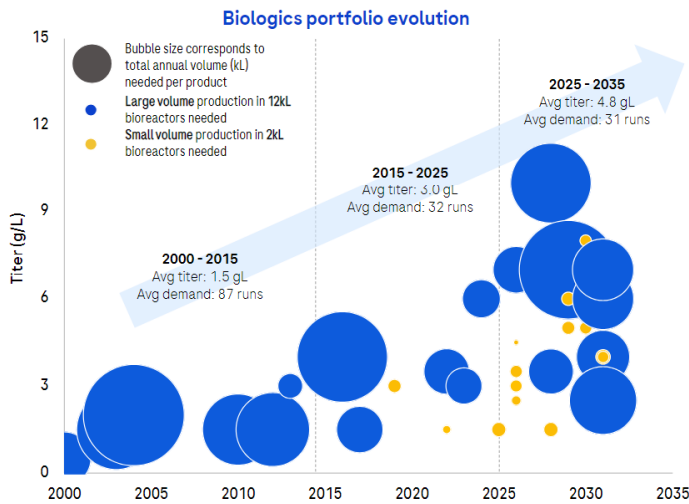
주: *Contingent on deal closing; **Total capacity excluding Vacaville and including Chugai; China and Japan operations are partnered locations; Volumes referring to drug substance volumes
 자료: Roche, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. Roche의 생산 전략 변경 (2)



Optimizing manufacturing network to address portfolio evolution

Addressing the demands of producing diverse molecules with smaller volume production needs



- Overall 5x productivity improvement* through higher cell line yields, improved media and perfusion technology
- Portfolio shift to smaller volumes due to more high-potency NMEs
- Lower drug substance demand due to manufacturing improvements and portfolio evolution

주: NME=new molecular entity; Small volume=less than 10 runs at 12kL scale; *Expected from 2000-2030; Volumes referring to drug substance volumes
 자료: Roche, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. Biosecure Act 관련 업계 코멘트

회사	코멘트
Wuxi Apptec (중국 CDMO)	미국 법률과 규정을 오랫동안 엄격하게 준수하고 보안 프로토콜을 존중했기 때문에 우리는 제약 및 생명과학 산업에 가치있고 신뢰할 수 있는 기여자이자 미국 및 전 세계 고객의 신뢰할 수 있는 파트너로서 역할을 했음
Enzene Biosciences (인도 CDMO)	지정학적으로 지금은 매우 혼란스러운 상황. 때로는 이러한 혼란 속에서 올바른 위치에 있으면 기회가 있음. 내 생각에는 이것이 잘 되지 않을 경우를 대비해 지금 당장 대체 옵션을 걱정하고 찾고 있는 사람들이 분명히 있다고 생각. 그런것을 많이 보고 있음
Lonza (스위스 CDMO)	계약 제조의 경우 잠재적인 법률 변경이 잠재적으로 우리의 기회에 영향을 미칠 것이 분명하지만 그것이 무엇을 의미하는지는 살펴봐야 함. Biosecure와 관련해 고객과 매우 적극적으로 논의하고 있음. 우리는 북미 고객들로부터 국내 제조 요구 사항을 지원하기 위해 그들과 가까이 있는 것이 중요하다는 것을 인식하고 있음
삼성바이오로직스 (한국 CDMO)	우리는 특히 바이오 제조와 세포배양 분야에 많은 돈을 투자했고 대형 제약사들이 주목할 만큼 합리적인 역량을 갖추고 있음. 중장기적으로 지정학적 이슈가 없는 CDMO 기업들에 대한 수요가 지속될것이라 조심스레 추측. 단정짓기는 어렵지만, 최근들어 조금 더 다양한 고객사들로부터 CMO 및 CDO 문의가 들어오고 있는 상황
Charles River (미국 CDMO)	잠재적 영향을 평가하고 있음. 미국 기업은 여전히 중국 시장에서 활동하고 있으므로 국내에서 지원하는 방식을 인식하는 동시에 중국 시장이 상당히 중요한 시장이라는 것을 염두에 두어야 함
Twist Bioscience (미국 CDMO)	사람들이 자신의 중요한 IP를 외국의 적에게 전송하고 있다는 사실을 인지하거나 인식하도록 할 수 있는 기회가 있다면 그것은 가치있는 논의가 될 수 있음
Cellares (미국 CDMO)	BMS와 CAR-T 공급량 확장을 위해 \$380mn 규모 공급계약 체결. 바이오 보안법에 따라 엄청난 호재를 맞이. 수많은 잠재 고객사의 관심이 높아졌음
Evotec (독일 CDMO)	높은 위치에 머물고 싶음. Wuxi의 임원들이 무엇을 하는지 잘 알고 있기 때문에 항상 그들을 존경받는 회사로 여김. 동시에 우리는 파트너와 고객에게 서비스를 제공하기위해 여기에 있을 것
Ginkgo Bioworks (미국 CDMO)	생물학적 위험을 탐지하는데 있어 경쟁업체인 BGI를 신뢰할 수 없음
Novartis (스위스 빅파마)	Biosecure가 통과되면 계약 개발 및 제조 조직에 기회가 있을 수 있음. 노바티스는 팬데믹 기간 동안 이 사업부를 출범시켰으며 생물약품 제조를 빠르게 강화하고 있음
Merck (미국 빅파마)	Wuxi와 협력하고 있으며 미중관계 변화가 우리 사업에 해를 끼칠 수 있음. 지정학적 긴장이 고조되고 중국 내 회사 운영에 지장을 준다면 그러한 중단은 중대한 역효과를 초래할 수 있음.
Enliven Therapeutics (미국 바이오텍)	Pharmaron이 금지되면 공급 중단에 직면할 것
Kyverna (미국 바이오텍)	Wuxi는 우리 주요 프로그램인 KYV-101의 셀 제조 및 테스트를 제공하는 유일한 업체. 제조 대안을 찾으면 비용이 증가하고 제품 생산 능력이 손상될 수 있음. 중단이나 지연으로 우리는 합리적인 가격으로 또는 전혀 구할수 없는 대체 공급원으로부터 유사한 공급품을 찾아야 할 수 있음
Cabletta Bio (미국 바이오텍)	Wuxi AppTec 자회사 간의 세포 제조 파트너십에 매우 의존적. Penn이나 Wuxi의 제조 능력이 입법 조치로 인해 감소되거나 지연되거나 제한된다면 이는 우리의 임상시험 등록에 부정적인 영향을 미칠 수 있음
Arcus Biosciences (미국 바이오텍)	Wuxi와 수백만달러의 관계를 맺고 있음. Zimberelimab 및 domvanalimab의 유일한 제조업체. 우리가 갖지 못할 위험이 증가하고 임상시험에 사용할 충분한 양의 연구용 제품을 확보하지 못할 수 있으며 이로인해 우리의 개발이 지연, 방지 또는 손상될 수 있음

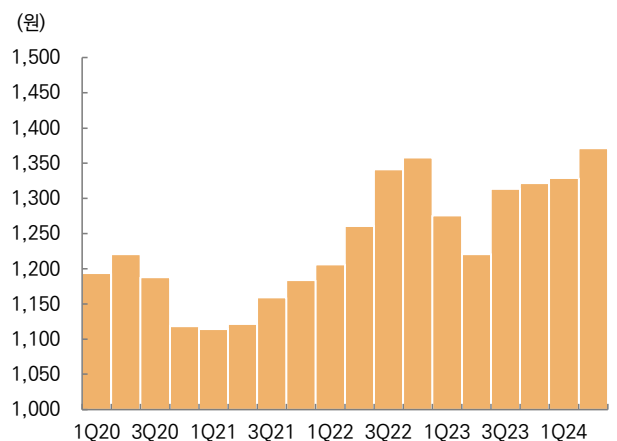
자료: 각 사, Endpoints News, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 원달러 환율 추이



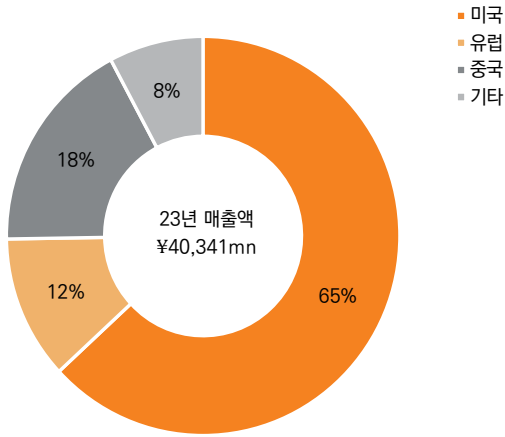
자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 분기 평균 원달러 환율 추이



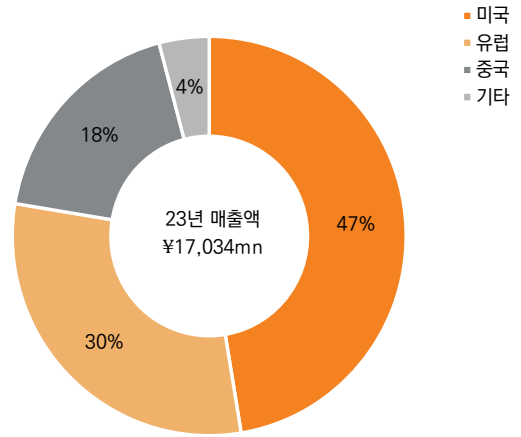
자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 우시애펙 23년 지역별 매출 비중



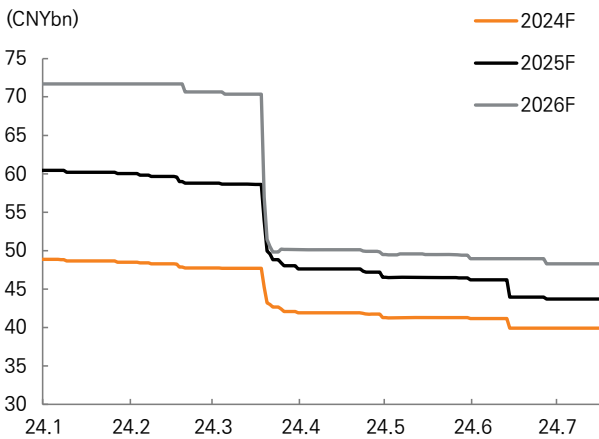
자료: Wuxi Apptec, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 우시바이오 23년 지역별 매출 비중



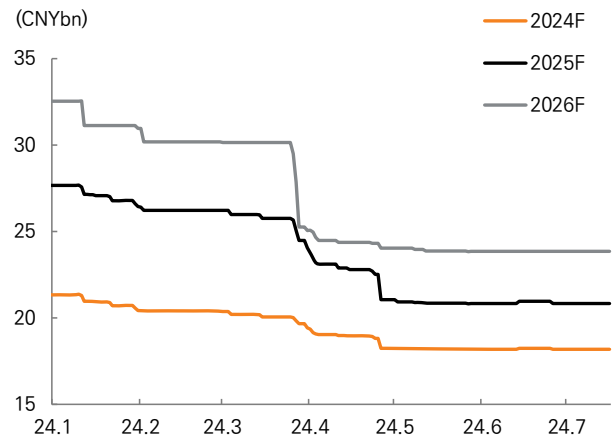
자료: Wuxi Biologics, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 우시애펙 매출액 컨센서스 변화



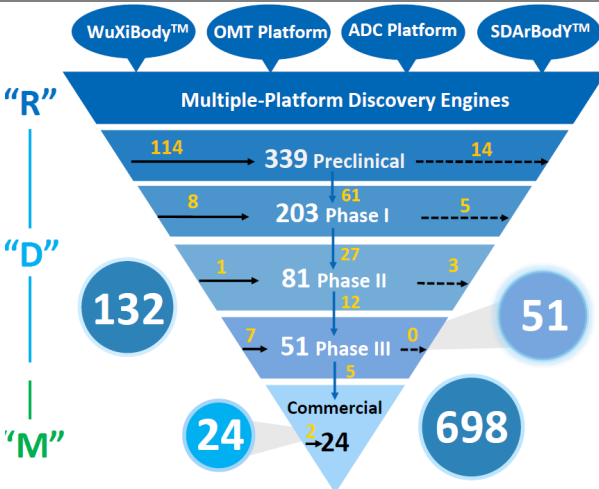
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 우시바이오 매출액 컨센서스 변화



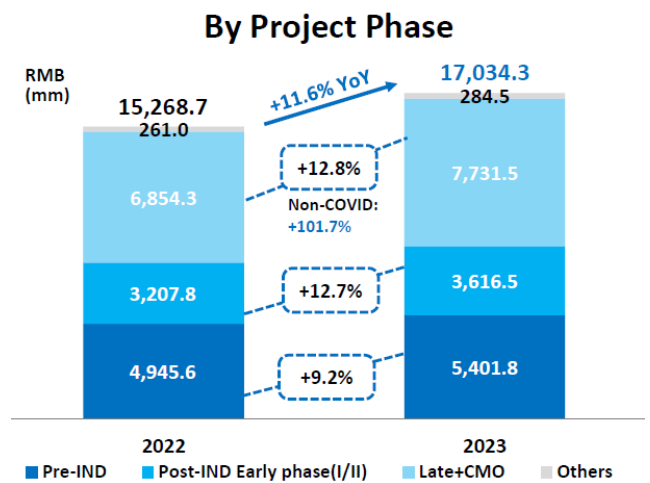
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 우시바이오 23년 프로젝트 단계별 구분



자료: Wuxi Biologics, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 우시바이오 23년 매출 단계별 구분



자료: Wuxi Biologics, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 삼성바이오로직스 Valuation

(십억원)

내용 비교	
삼성바이오로직스 CDMO 가치(십억원)	69,480 - 4공장 풀가동 예상되는 2026년 EBITDA - 타겟 EV/EBITDA 35x (역사적 하단 밸류에이션)
삼성바이오에피스 시밀러 가치(십억원)	8,399 - 12개월 선행 EBITDA - 타겟 EV/EBITDA 21x (Viatris의 시밀러 사업 매각 밸류에이션 16.5x에 30% 프리미엄)
순현금(십억원)	310 - 24년 기준
기업 가치(십억원)	78,189
발행주식 총수(천 주)	71,174
적정 주가(원)	1,098,564 - 기존 목표주가와 차이가 크지 않아 110만원 유지
현재 주가(원)	851,000
상승 여력	29%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 삼성바이오로직스 2Q24F 실적 Preview

(십억원, %, %p)

	2Q23	1Q24	2Q24F			성장률	
			예상치	컨센서스	vs. 컨센서스	YoY	QoQ
매출액	637.2	669.5	807.2	740.4	9.0	26.7	20.6
영업이익	254.1	232.7	311.4	271.1	14.9	22.5	33.8
영업이익률	39.9	34.8	38.6	36.6	2.0	-1.3	3.8
순이익	193.5	178.4	250.7	217.5	15.3	29.6	40.6
순이익률	30.4	26.6	31.1	29.4	1.7	2.3	16.6

주: K-IFRS 별도 기준. 자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

표 5. 삼성바이오로직스 분기 및 연간 실적 전망

(십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
매출액	591.0	637.2	882.7	827.9	669.5	807.2	989.7	1,017.4	2,437.3	2,938.8	3,481.0	4,168.8
YoY 성장률	15.6	26.5	30.8	10.7	13.3	26.7	12.1	22.9	55.4	20.6	18.5	19.8
1공장 매출액	61.1	77.5	90.3	87.3	62.6	74.1	88.8	90.9	267.1	317.7	339.2	328.5
2공장 매출액	210.9	257.2	296.5	308.6	229.6	246.0	291.1	297.8	926.1	1,091.9	1,096.1	1,231.5
3공장 매출액	240.6	320.0	331.7	364.4	195.4	314.1	372.7	381.4	1,092.9	1,211.5	1,394.5	1,286.8
4공장 매출액			86.1	118.1	118.1	132.9	167.1	177.2		204.2	672.0	1,012.0
서비스	48.0	86.4	106.6	37.7	28.7	40.0	70.0	70.0	176.2	278.7	208.7	310.0
매출총이익	293.4	314.7	453.9	428.3	300.4	395.5	496.8	516.2	1,200.2	1,490.4	1,708.9	2,194.0
YoY 성장률	27.8	35.8	22.9	15.9	2.4	25.7	9.4	20.5	65.3	24.2	14.7	28.4
매출총이익률	49.6	49.4	51.4	51.7	44.9	49.0	50.2	50.7	49.2	50.7	49.1	52.6
영업이익	234.4	254.1	381.6	334.0	232.7	311.4	391.4	407.7	968.1	1,204.2	1,343.2	1,540.7
YoY 성장률	33.0	47.8	22.6	8.3	-0.7	22.5	2.6	22.1	80.4	24.4	11.5	14.7
영업이익률	39.7	39.9	43.2	40.3	34.8	38.6	39.5	40.1	39.7	41.0	38.6	37.0
EBITDA	288.4	314.4	450.3	406.0	284.9	369.7	457.8	477.5	1,148.8	1,459.1	1,589.9	1,800.0
YoY 성장률	32.3	46.4	26.7	12.6	-1.2	17.6	1.7	17.6	64.9	27.0	9.0	13.2
EBITDA 마진율	48.8	49.3	51.0	49.0	42.6	45.8	46.3	46.9	47.1	49.6	45.7	43.2
순이익	182.4	193.5	283.0	287.1	178.4	250.7	287.2	351.0	686.8	945.9	1,067.3	1,224.5
YoY 성장률	29.0	90.1	118.4	-8.6	-2.2	29.6	1.5	22.3	62.3	37.7	12.8	14.7
순이익률	30.9	30.4	32.1	34.7	26.6	31.1	29.0	34.5	28.2	32.2	30.7	29.4

주: K-IFRS 별도 기준. 공장별 매출액은 추정. 자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 6. 삼성바이오에피스 연간 실적 전망

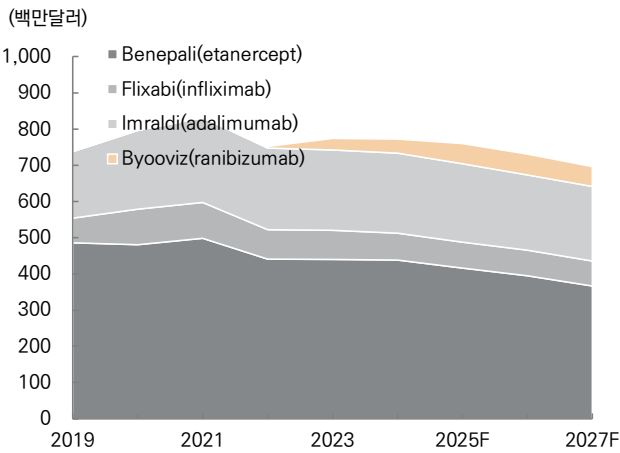
(백만달러, 십억원, %)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
Benepali(etanercept)	485	486	481	498	441	440	438	416
Flixabi(infliximab)	43	68	98	99	81	80	75	72
Imraldi(adalimumab)	17	184	217	233	225	222	220	216
Byooviz(ranibizumab)					4	32	39	56
Renflexis(infliximab)		97	152	186	226	265	327	404
Ontruzant(trastuzumab)		83	134	126	122	125	171	173
Brenzys(etanercept)		73	66	63	75	80	95	105
Aybintio(bevacizumab)				36	39	43	47	53
Hadlima(adalimumab)				15	19	44	115	147
파트너 합	545	991	1,127	1,256	1,262	1,331	1,527	1,642
원화환산		1,156	1,330	1,437	1,640	1,704	2,016	2,135
비중		66.3%	58.4%	58.9%	57.7%	58.3%	58.3%	58.1%
삼성바이오에피스 매출액	369	766	777	846	946	1,020.3	1,375.1	1,240.4
YoY 성장률	17.1	107.7	1.5	8.8	11.8	7.8	34.8	-9.8
영업이익	-103	123	145	192	232	205.4	373.2	298
YoY 성장률	-0.8	-219.5	18.1	32.3	20.7	-11.3	81.7	-20.1
영업이익률	-27.9	16.0	18.7	22.7	24.5	20.1	27.1	24.0
EBITDA	-60	177	203	257	278	253.9	431	352
YoY 성장률		-396.1	15.1	26.3	8.2	-8.6	69.7	-18.3
EBITDA 마진율		23.1	26.1	30.3	29.3	24.9	31.3	28.4

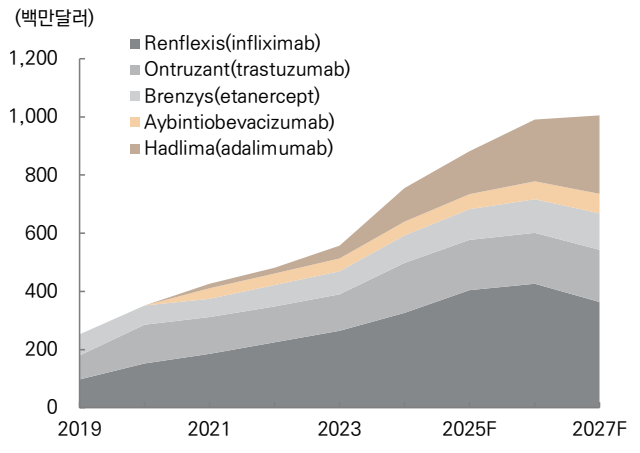
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 삼성바이오에피스 파트너 바이오젠 시밀러 실적 전망

그림 13. 삼성바이오에피스 파트너 오가논 시밀러 실적 전망

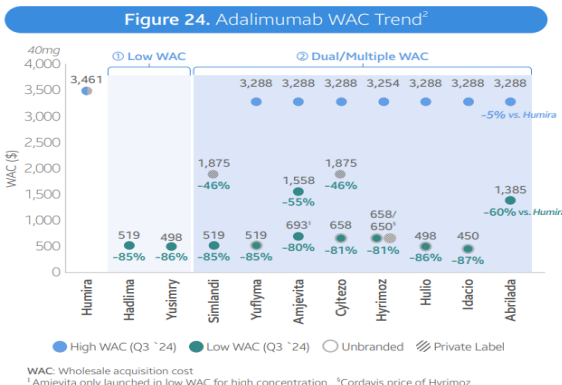
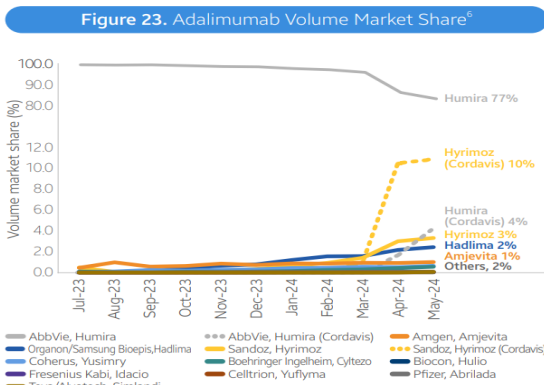


자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터



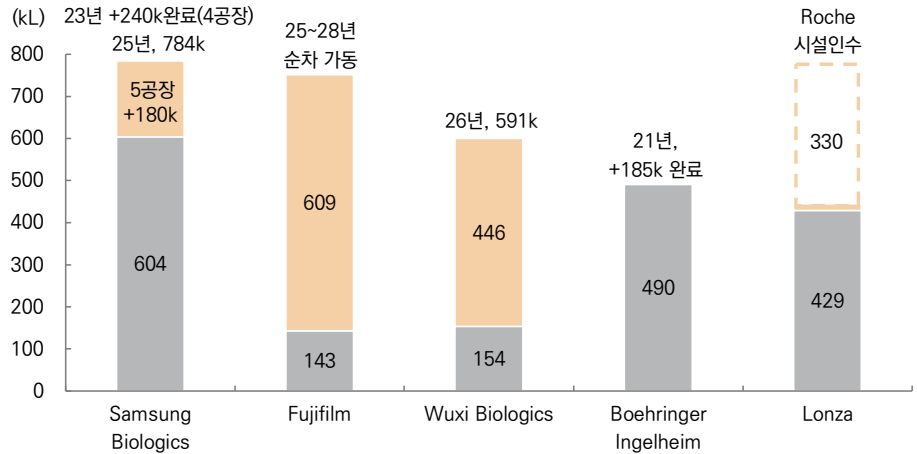
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 미국시장 adalimumab(오리지널 휴미라) 시장 점유율 및 시밀러들의 출시 가격(WAC) 비교



자료: 삼성바이오에피스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. 주요 CDMO 업체들의 현재 캐파 및 향후 증설 계획



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 7. 주요 CDMO 플레이어 포유동물세포 기반 바이오횰액터 캐파 및 확장 계획

	현재	계획
삼성바이오로직스	<ul style="list-style-type: none"> 한국 1공장: 5,000L x 6 2공장: 15,000L x 10, 1,000L x 4 3공장: 15,000L x 12 4공장: 15,000L x 12, 10,000L x 6 	<ul style="list-style-type: none"> 한국 5공장: 15,000L x 12 ('25년 4월 가동 목표) 6-8공장: 각 180,000L(6공장 '27년, 전체 완공 '32년)
론자	<ul style="list-style-type: none"> 미국 Portsmouth: 20,000L x 5, 6,000L x 4 Vacaville: 330,000L 유럽 Visp: 20,000L x 8, 2,000L x 3, 1,000L x 3 Porrino: 10,000L x 4 Slough: 1,000L x 6 싱가폴 Tuas: 20,000L x 4, 2,000L x 2 	<ul style="list-style-type: none"> 미국 Portsmouth: 2,000L x 8 ('23년 말 가동 목표) 유럽 Visp: +alpha ('27년 가동)
베링거인겔하임	<ul style="list-style-type: none"> 유럽 Biberach: 15,000L x 16, 2,000L x 12 Vienna: 185,000L(including 15,000L x 9) 미국 Fremont: 15,000L x 2, 2,000L x 4 중국 Shanghai: 2,000L x 1, 500L x 2 	
후지필름 Diosynth	<ul style="list-style-type: none"> 미국 10,000L 덴마크 120,000L 	<ul style="list-style-type: none"> 미국 338,500L(including 20,000L x 16) ('25~'28 순차 가동) 덴마크 400,000L(20,000L x 20) ('23년 말 가동 목표)
우시바이오로직스	<ul style="list-style-type: none"> 중국 Wuxi MFG1: 200L, 500L, 1,000L, 2000L x 5 Wuxi MFG2: 2,000L x 14, 1,000L x 4 Shanghai MFG3: 200L / 500L x 1, 1,000L x 1, 2,000L x 2, 200L x 1, 500L x 1, 1,000L x 1 Wuxi MFG4: 2,000L x 3, 4,000L x 1, 2,000L x 3 Wuxi MFG5: 12,000L x 2, 2,000L x 2 Hebei MFG8: 4,000L x 12 Hangzeou: 8,000L 아일랜드 MFG6,7: 4,000L x 12, 1,000L x 3 미국 Cranbury: 6,000L 독일 Wuppertal: 12,000L, 3,000L 	<ul style="list-style-type: none"> 중국 Wuxi: 120,000L('26년 가동) Chengdu: 48,000L('25년 가동) Shanghai: 10,000L('26년 가동) Hangzeou: 15,000L(5,000L x 3) ('24년 말 GMP 승인 완료 예정) 싱가폴 120,000L('26년 가동) 미국 Worcester: 36,000L('26년 가동) 독일 Wuppertal: 24,000L('23년 GMP 생산 개시)

자료: 각 사, Bioprocess, 미래에셋증권 리서치센터

주: 주황색 글씨로 최근 업데이트 표기

표 8. CDMO Valuation Table

(십억원,%)

사명	시총 (조원)	매출액		영업이익		영업이익률		순이익		ROE(%)		P/E(x)		P/B(x)		PSR(x)		EV/EBITDA(x)	
		FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2
삼성바이오로직스	60.9	4,292	5,007	1,268	1,524	29.6	30.4	991	1,191	9.5	10.2	61.3	51.0	5.8	5.2	14.2	12.2	34.7	29.6
WuXi Biologics	8.4	3,416	3,875	889	1,051	26.0	27.1	727	861	7.9	8.6	12.2	10.2	1.0	0.9	2.4	2.2	5.9	4.9
WuXi AppTec	15.2	7,519	8,104	2,174	2,361	28.9	29.1	1,872	2,036	15.9	15.2	8.0	7.4	1.3	1.1	2.8	2.6	7.1	6.2
Genscript Biotech	4.9	1,669	2,509	-405	-74	-24.2	-2.9	-168	7	-10.8	0.3			3.1	3.1	3.0	2.0		
Lonza	55.5	10,326	12,015	1,848	2,292	17.9	19.1	1,362	1,708	9.5	11.3	40.1	31.9	3.8	3.6	5.6	4.8	22.0	18.5
Catalent	14.5	5,971	6,337	400	694	6.7	11.0	13	284	0.2	5.4	1,239	50.9	2.9	2.8	2.4	2.3	22.9	17.2
평균						14.1	19.0			5.4	8.5	272.3	30.3	3.0	2.8	5.1	4.3	18.5	15.3

자료: Factset 컨센서스, 미래에셋증권 리서치센터

표 9. 바이오시밀러 Valuation Table

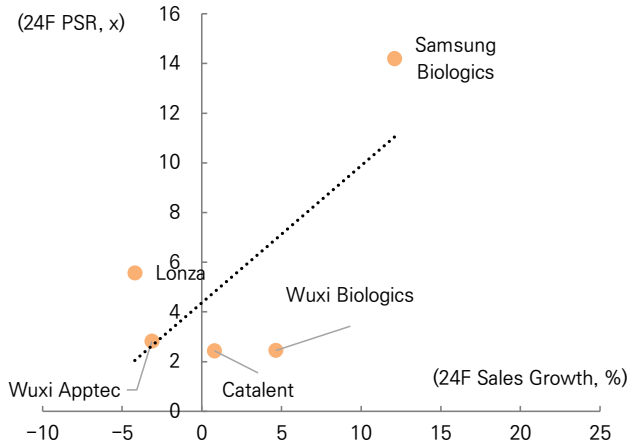
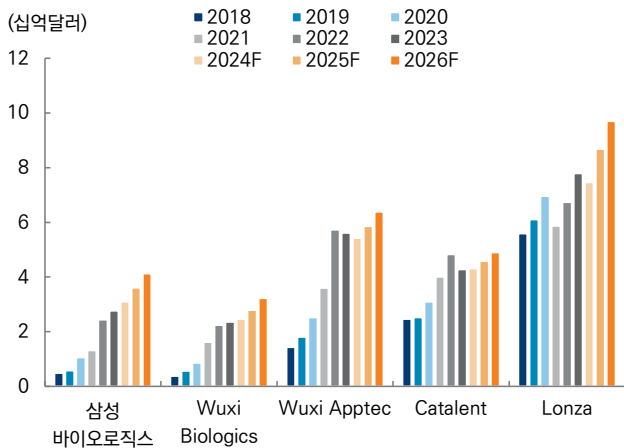
(십억원,%)

사명	시총 (조원)	매출액		영업이익		영업이익률		순이익		ROE(%)		P/E(x)		P/B(x)		PSR(x)		EV/EBITDA(x)	
		FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2
셀트리온	39.7	3,454	4,324	672	1,582	19.5	36.6	550	1,282	3.1	6.7	76.2	32.7	2.3	2.2	12.1	9.7	40.2	21.9
Biocon	7.0	2,672	3,170	341	493	12.8	15.5	148	265	4.3	6.8	45.8	26.9	2.0	1.8	2.6	2.2	14.6	11.6
Viatrix	18.8	20,786	20,233	6,196	6,002	29.8	29.7	4,567	4,509	15.4	14.7	4.2	4.2	0.6	0.6	0.9	0.9	5.6	5.4
Coherus	0.3	363	466	-132	-22	-36.4	-4.6	-1	-54							0.8	0.6		
Luye pharma	1.9	1,291	1,480	244	282	18.9	19.0	133	193	4.7	5.8	15.0	11.5	0.7	0.7	1.5	1.3	6.9	6.1
Organon	7.4	8,885	8,977	2,683	2,729	30.2	30.4	1,604	1,656	207.7	88.9	4.7	4.5	9.7	4.0	0.8	0.8	6.3	5.9
평균						12.5	21.1					29.2	16.0			3.1	2.6	14.7	10.2

자료: Factset 컨센서스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. 주요 CDMO 업체들 매출 추이 및 전망(컨센서스)

그림 17. 24년 매출 성장 및 PSR 매트릭스(컨센서스)

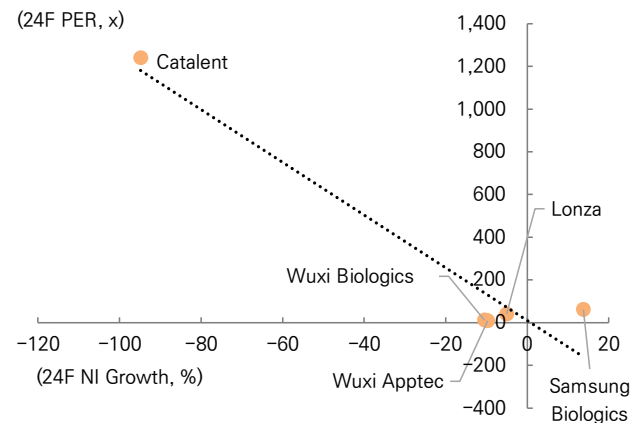
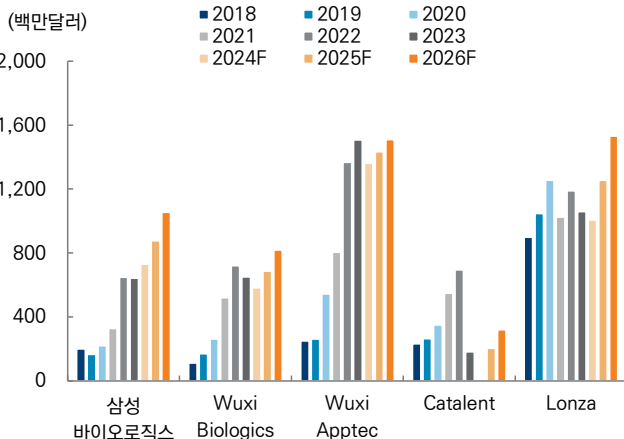


자료: Factset 컨센서스, 미래에셋증권 리서치센터

자료: Factset 컨센서스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. 주요 CDMO 업체들 순이익 추이 및 전망(컨센서스)

그림 19. 24년 순이익의 성장 및 PER 매트릭스(컨센서스)



자료: Factset 컨센서스, 미래에셋증권 리서치센터

자료: Factset 컨센서스, 미래에셋증권 리서치센터

표 10. 삼성바이오로직스 공급계약체결내역

(백만원)

계약상대	계약일/정정일	시작일	종료일	계약금액	내용
미국 소재 제약사	2023-06-03			147,284	의향서 체결
	2024-07-02	2024-06-27	2030-12-31	1,463,679	본계약 체결
Kiniksa Pharmaceuticals	2023-05-30			107,514	의향서 체결
	2024-06-25	2024-06-21	2031-12-31	211,468	본계약 체결
Merck Sharp & Dohme	2024-03-12			92,769	-
	2024-04-04	2024-03-01	2032-12-31	247,343	고객사 제품의 상업화 성공에 따른 금액 변경
아시아 소재 제약사	2023-11-28	2019-08-01	-	588,782	기존 체결 계약의 생산물량 추가 건
SWORDS LABORATORIES	2023-09-17			321,261	-
	2023-09-25	2023-09-17	2030-12-31	359,296	계약금액 변경
Novartis Pharma AG	2022-06-07			100,529	의향서 체결
	2023-07-07	2023-01-01	2028-12-31	511,058	본계약 체결
Pfizer Ireland Pharmaceuticals	2023-06-08			535,005	의향서 체결
	2023-07-03	2023-06-30	2029-12-31	922,747	본계약 체결
	2023-02-28			240,993	-
	2023-07-04	2023-02-20	2029-12-31	495,278	계약금액 변경
GlaxoSmithKline Trading Service	2022-10-20	2022-10-11	2030-12-31	420,667	-
MSD International Business GmbH	2021-09-29			49,065	의향서 체결
	2022-07-02			276,829	본계약 체결
	2022-10-31	2022-07-01	2030-12-31	341,171	계약금액 증가
Eli Lilly Kinsale	2022-03-28			112,134	2019-12-20 계약 최초 체결
	2023-03-06	2019-12-20	2029-12-31	327,826	계약금액 변경
	2024-05-08			584,071	계약금액 변경
F.Hoffmann-La Roche	2020-06-06			43,254	의향서 체결
	2021-01-15			39,094	본계약 체결
	2021-09-26	2020-06-01	2024-12-31	234,199	수주물량 증가에 따른 정정
	2021-09-28			444,356	수주물량 증가에 따른 정정
	2021-12-15			605,330	수주물량 증가에 따른 정정
	2020-06-08			246,233	의향서 체결
	2021-01-15	2020-06-01	2024-12-31	222,548	본계약 체결
2023-06-05	2027-12-31			234,433	계약금액 및 계약기간 변경
FibroGen	2020-09-18			-	기술이전 계약
	2020-11-09	2020-09-18	2022-12-31	57,859	본계약 체결
AstraZeneca UK	2020-06-23			380,976	의향서 체결
	2020-09-21	2020-06-23	2028-12-31	366,327	-
AstraZeneca AB	2021-05-13			439,308	수주물량 증가 및 계약상대 변경에 따른 정정
미국 소재 제약사	2020-05-22			184,170	의향서 체결
	2020-07-27			179,490	본계약 체결
Eli Lilly and Company	2020-10-28	2020-07-21	-	179,490	계약상대 공개에 따른 정정
	2021-11-17		2026-08-30	321,108	수주물량 증가에 따른 정정
GlaxoSmithKline Trading Services	2020-04-21			48,472	의향서 체결
	2020-05-21		2027-12-31	283,931	본계약 체결
	2020-12-22	318,678		수주물량 증가에 따른 정정	
	2021-11-22	508,742		계약물량 변동	
	2022-02-08	2020-05-21		620,496	계약물량 변동
	2023-02-06		2028-12-31	666,686	계약금액 변경
	2023-04-26		706,024	계약금액 변경	
2023-07-31	725,694		계약금액 변경		

Vir Biotechnology	2020-04-09			441,829	의향서 체결
	2020-08-05			441,829	의향서 정정(생산제품 계약주체 변경에 따른 계약상대 정정)
GlaxoSmithKline Trading Services	2020-04-09		2022-12-31	439,371	본계약 체결
	2021-11-22			254,617	계약물량 변동(변동 금액은 고객사와의 다른 계약금액 증가로 대체)
	2022-02-08	2020-04-09		232,311	계약물량 변동(변동 금액은 고객사와의 다른 계약금액 증가로 대체)
	2022-03-15		2023-12-31	270,765	계약물량 변동
	2023-02-06			257,732	계약물량 변동(변동 금액은 고객사와의 다른 계약금액 증가로 대체)
	2023-04-26		2024-12-31	219,492	계약물량 변동(변동 금액은 고객사와의 다른 계약금액 증가로 대체)
미국 소재 제약사	2020-03-31			-	의향서 체결
	2020-11-03	2020-10-28	2030-12-31	18,281	본계약 체결
	2023-12-26			32,528	계약금액 변경
스위스 소재 제약사	2019-12-24	2019-12-24	2020-12-31	52,331	-
미국 소재 제약사	2019-12-03		-	55,193	-
	2020-11-10	2019-12-03	2024-12-31	68,698	수주물량 증가에 따른 정정
아시아 소재 제약사	2019-11-28	2019-11-28	-	22,497	-
	2023-11-28			64,732	계약금액 변경
H. Lundbeck A/S	2019-09-27	2019-09-27	-	19,280	-
	2021-12-02		2031-12-31	33,604	수주물량 증가
유럽 소재 제약사	2019-05-17	2019-05-17	-	40,251	-
UCB	2019-08-30			40,251	계약상대 공개에 따른 정정
아시아 소재 제약사	2019-05-14	2019-05-14	-	35,221	-
	2023-11-28			50,525	계약금액 변경
아시아 소재 제약사	2019-04-26	2019-04-26	-	19,863	-
	2023-11-28			48,948	계약금액 변경
아시아 소재 제약사	2019-04-26	2019-04-26	-	37,061	-
	2023-11-28			122,405	계약금액 변경
미국 소재 제약사	2019-04-01			35,531	-
	2019-04-02	2019-04-01	2027-12-31	35,531	계약상대 공개에 따른 정정
	2020-07-27			57,060	계약조건 변경에 따른 확정 계약금액 증가
	2024-01-08		2024-01-05	57,060	계약 서비스 이행 완료에 따른 조기 종료
미국 소재 제약사	2018-12-18		2021-12-31	22,519	포괄계약 형태의 Master Development Services Agreement 체결
	2020-08-04			27,518	수주물량 증가에 따른 정정
미국 소재 제약사의 스위스 자회사	2021-05-06	2018-12-18	2023-12-31	40,464	수주물량 증가에 따른 정정 및 추가계약에 대한 계약상대방 변경
	2021-11-17			51,923	수주물량 증가에 따른 정정
Immunovant Sciences	2021-11-30		2029-12-31	51,923	계약상대 공개
Immunomedics	2018-09-11			34,558	-
	2020-04-23	2018-09-11	2025-12-31	184,460	고객사 계약제품의 개발 성공에 따른 계약확정금액 증가
Gilead Sciences	2021-06-07			300,587	인수완료에 따른 계약상대방 변경 및 물량 증가에 따른 계약금액 변경
아시아 소재 제약사	2018-08-14	2018-08-14	-	144,610	-
유럽 소재 제약사	2017-09-06			10,529	의향서 체결
	2018-06-01	2017-09-05	-	10,018	본계약 체결. Master Service Agreement 체결에 따른 첫 제품
Ichnos Sciences	2019-11-05			16,251	추가생산 계약에 따른 계약금액 변경 및 계약상대 공개에 따른 정정
글로벌 제약사의 스위스 소재 자회사	2018-04-30		-	411,044	-
	2021-01-20	2018-04-30	2025-12-31	483,671	수주물량 증가에 따른 정정
	2023-08-29		2027-12-31	491,976	계약금액 및 계약기간 변경
미국 소재 제약사	2018-02-21		-	17,859	-
	2018-08-20	2018-02-21		19,950	변경계약에 따른 계약금액 증가
	2019-02-12			24,133	변경계약에 따른 계약금액 증가
TG Therapeutics	2021-04-26		2026-12-31	54,102	수주물량 증가에 따른 정정
아시아 소재 제약사	2018-02-01	2018-02-01	2018-12-31	112,431	-

유럽 소재 제약사	2017-05-04			47,098	의향서 체결
	2017-12-21			45,107	본계약 체결
UCB	2019-08-30	2017-12-21	-	45,107	계약상대 공개에 따른 정정
	2024-03-06		2030-12-31	427,003	계약금액 변경
미국 소재 제약사	2017-11-08	2017-11-08	-	8,018	-
Checkpoint Therapeutics	2020-10-06		2022-11-09	8,018	추가생산 계약 체결에 따른 계약상대 및 기간 공개
	2020-10-06	2020-10-02	2030-10-02	22,934	추가생산 계약 체결건
유럽 소재 제약사	2017-07-20	2017-07-20	-	15,731	-
미국 소재 제약사	2018-07-13		16,811	고객사의 생산 제품권리 이전에 따른 계약상대 및 계약금액 변경	
Baxter Healthcare Corporation	2024-06-18		2034-12-31	250,866	계약금액 변경
Sun Pharma Global FZE	2017-07-04	2017-07-04	-	63,563	-
스위스 소재 제약사	2017-01-25	2016-12-20	2018-12-31	8,581	-
Cilag GmbH International	2016-11-15	2016-11-15	-	306,636	-
	2020-07-06			341,042	계약 변경에 따른 확정 계약금액 증가
	2022-07-19			436,018	계약금액 증가

주: 24년 공시 하이라이트

자료: 삼성바이오로직스, 미래에셋증권 리서치센터

삼성바이오로직스 (207940)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	2,939	3,481	4,020	4,791
매출원가	1,448	1,772	1,829	2,300
매출총이익	1,491	1,709	2,191	2,491
판매비와관리비	286	366	704	778
조정영업이익	1,204	1,343	1,487	1,714
영업이익	1,204	1,343	1,487	1,714
비영업손익	20	55	73	103
금융손익	34	40	72	103
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	1,224	1,398	1,560	1,817
계속사업법인세비용	278	330	374	426
계속사업이익	946	1,067	1,186	1,391
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	946	1,067	1,186	1,391
지배주주	946	1,067	1,186	1,391
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	942	1,067	1,186	1,391
지배주주	942	1,067	1,186	1,391
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	1,459	1,590	1,747	1,985
FCF	442	1,238	1,483	1,717
EBITDA 마진율 (%)	49.6	45.7	43.5	41.4
영업이익률 (%)	41.0	38.6	37.0	35.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	32.2	30.7	29.5	29.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	4,070	4,814	6,076	7,519
현금 및 현금성자산	231	266	823	1,259
매출채권 및 기타채권	0	0	0	0
재고자산	1,679	1,988	2,296	2,737
기타유동자산	2,160	2,560	2,957	3,523
비유동자산	7,761	7,958	8,311	8,916
관계기업투자등	3,318	3,930	4,539	5,409
유형자산	3,543	3,409	3,164	2,908
무형자산	54	41	27	11
자산총계	11,831	12,772	14,387	16,435
유동부채	2,954	2,792	3,156	3,719
매입채무 및 기타채무	851	1,008	1,164	1,387
단기금융부채	951	419	415	452
기타유동부채	1,152	1,365	1,577	1,880
비유동부채	638	674	740	834
장기금융부채	280	250	250	250
기타비유동부채	358	424	490	584
부채총계	3,593	3,466	3,896	4,553
지배주주지분	8,239	9,306	10,492	11,882
자본금	178	178	178	178
자본잉여금	5,672	5,672	5,672	5,672
이익잉여금	2,399	3,466	4,652	6,043
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	8,239	9,306	10,492	11,882

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	1,418	1,338	1,483	1,717
당기순이익	946	1,067	1,186	1,391
비현금수익비용가감	568	523	561	594
유형자산감가상각비	246	234	245	256
무형자산상각비	9	13	14	15
기타	313	276	302	323
영업활동으로인한자산및부채의변동	118	39	38	55
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	95	0	0	0
재고자산 감소(증가)	-448	-310	-308	-440
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	188	32	31	45
법인세납부	-276	-330	-374	-426
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,461	-400	-314	-448
유형자산처분(취득)	-974	-100	0	0
무형자산감소(증가)	-25	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	528	-315	-314	-448
기타투자활동	-990	15	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-492	-562	-4	37
장단기금융부채의 증가(감소)	-462	-562	-4	37
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-30	0	0	0
현금의 증가	-527	35	557	436
기초현금	758	231	266	823
기말현금	231	266	823	1,259

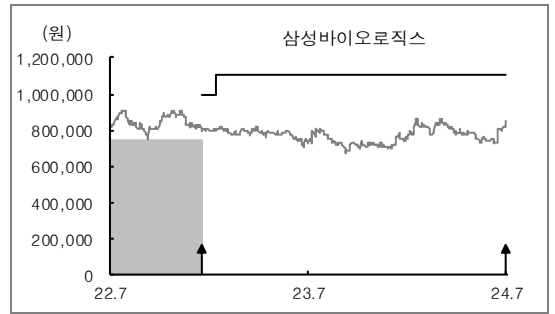
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	57.2	56.8	51.1	43.5
P/CF (x)	35.7	38.1	34.7	30.5
P/B (x)	6.6	6.5	5.8	5.1
EV/EBITDA (x)	36.6	37.1	33.3	28.8
EPS (원)	13,290	14,995	16,658	19,543
CFPS (원)	21,268	22,339	24,542	27,891
BPS (원)	115,753	130,749	147,407	166,950
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	20.6	18.5	15.5	19.2
EBITDA증가율 (%)	27.0	9.0	9.9	13.6
조정영업이익증가율 (%)	24.4	11.5	10.7	15.2
EPS증가율 (%)	35.3	12.8	11.1	17.3
매출채권 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산 회전율 (회)	2.0	1.9	1.9	1.9
매입채무 회전율 (회)	13.2	9.5	8.4	8.9
ROA (%)	7.9	8.7	8.7	9.0
ROE (%)	12.2	12.2	12.0	12.4
ROIC (%)	25.2	24.6	28.3	34.8
부채비율 (%)	43.6	37.2	37.1	38.3
유동비율 (%)	137.8	172.4	192.5	202.2
순차입금/자기자본 (%)	-8.3	-17.1	-23.5	-27.8
조정영업이익/금융비용 (x)	21.6	37.0	58.4	65.7

자료: 삼성바이오로직스, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
삼성바이오로직스 (207940)				
2023.01.30	매수	1,100,000	-	-
2023.01.03	매수	1,000,000	-19.74	-18.80



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
79.52%	12.05%	8.43%	0%

* 2024년 06월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 삼성바이오로직스 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.