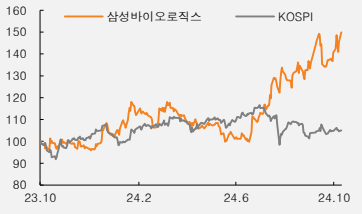
MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2024.10.22

투자의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 1,350,000원
현재주가(24/10/21)	1,091,000원
상승여력	23.7%

영업이익(24F,십억원)	1,334
Consensus 영업이익(24F,십억원)	1,426
EPS 성장률(24F,%)	17.6
MKT EPS 성장률(24F,%)	77.5
P/E(24F,x)	69.8
MKT P/E(24F,x)	10.4
KOSPI	2,604.92
시가총액(십억원)	77,651
발행주식수(백만주)	71
유동주식비율(%)	24.8
외국인 보유비중(%)	13.4
베타(12M) 일간수익률	0.34
52주 최저가(원)	698,000
52주 최고가(원)	1,091,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	2.9	39.7	54.5
상대주가	2.5	39.0	40.9



[제약/바이오]

김승민
sm.kim.a@miraeasset.com

207940 · 제약/바이오

삼성바이오로직스

대규모 수주 기반 목표주가 상향

투자의견 매수, 목표주가 135만원으로 상향조정

지난 7월 발간한 자료(박스권 돌파 가능성: https://han.gl/iePqU)를 통해, 동사 기업가치 상승 동력은 수주실적이며 코로나부터 현재까지의 주가 박스권 돌파가 추가적인 수주로 가능할 것으로 전망해왔다. 동사는 오늘 1.7조원의 최대 규모 수주를 발표했다. 이를 근거로 목표주가를 기존 110만원에서 135만원으로 상향조정한다.

삼성바이오로직스 CDMO 가치 85.7조원(기존 70.1조원), 삼성바이오에피스 시밀러 비즈니스 가치 8.9조원(기존 8.4조원)을 합산해 산정했다. 기존 목표주가는 4공장 풀캐파 가동이 기대되는 26년 EBITDA에 타겟 EV/EBITDA 35x를 적용했으나, 5공장 풀캐파 가동이 기대되는 29년 EBITDA에 35x를 적용해 CDMO 가치를 상향조정했다. 작년부터 동사는 4공장과 5공장 연계해서 수주 논의중이라 밝힌 바 있다. 우리는 이번 수주 건에 5공장이 포함되어 있을 것으로 추정, 5공장 실적을 추정치에 반영(2Q26부터 매출 발생)한다.

추가적인 기업가치 상승은 5공장의 빠른 램프업을 기대할 수 있는 '추가적인' 수주실적, 25년 발표될 것으로 예상되는 6공장 투자계획 등이 있겠다.

수주 환경은 여전히 '매우' 좋다

빅파마들은 다양한 모달리티에 대응하기위해 생산전략을 수정하고 있다. 로슈는 CGT, oligo, peptides 투자와 high-potency 물질에 대비해 소규모 캐파를 늘리는 전략으로 수정했다. 릴리와 노보는 비만 신약 수요에 대응하기위한 peptide 인하우스 캐파 키우기에 한창이다. 즉, 성숙화된 모달리티인 항체의약품에 대한 아웃소싱 Bulk 계약은 지속 늘어날 가능성이 있다. 고성장하는 모달리티 ADC 항체 아웃소싱에 대한 가능성도 충분히 높다.

수주 환경은 경쟁사를 통해서도 확인된다. 론자는 지난 2Q24 컨콜에서 로슈 바카빌 생산사이트를 인수했음에도 불구하고, 향후 몇 년동안 포유동물세포(항체) 상업생산 아웃소싱의 공급은 수요를 겨우 따라잡는 수준이라고 밝혔다. 최근 캐파를 늘리고 있는 후지필름 역시 상업생산 아웃소싱의 강력한 수요가 지속된다고 밝히고 있다. 이 와중에 임상단계 CDO에서 상업생산 CMO로 진출하려는 중국 우시바이오로직스는 생물보안법으로 캐파 확장 계획을 수정, 공장 매각을 고려하고 있다. 향후 동사의 강력한 잠재적 경쟁자가 제거될 가능성이 있다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	2,437	2,939	3,484	4,072	4,805
영업이익 (십억원)	968	1,204	1,334	1,558	1,878
영업이익률 (%)	39.7	41.0	38.3	38.3	39.1
순이익 (십억원)	687	946	1,112	1,308	1,594
EPS (원)	9,820	13,290	15,626	18,373	22,402
ROE (%)	12.8	12.2	12.6	13.1	13.9
P/E (배)	83.6	57.2	69.8	59.4	48.7
P/B (배)	8.0	6.6	8.3	7.3	6.3
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

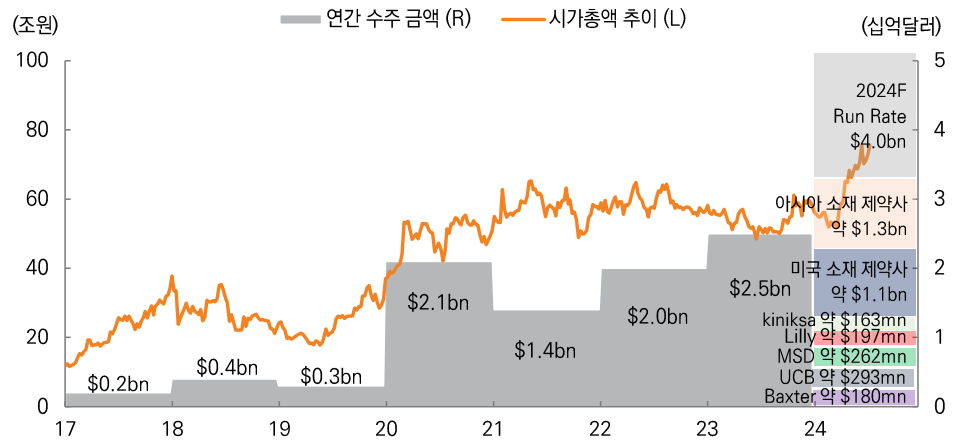
주: K-IFRS 개별 기준
자료: 삼성바이오로직스, 미래에셋증권 리서치센터

한편, 지난 10/10 동사의 존림 대표이사는 바이오 재팬 2024에 참석했다. 기자간담회에서 '일본 제약사 다이이찌산쿄와 에자이가 협업해 ADC를 개발하는 등 일본 ADC 기반은 강한편, 일본 시장에서 CDMO 서비스를 확장해 나가겠다'고 밝힌 바 있다. 동시에 출장 기간 동안 일본 톱 5 제약사 중 한 곳과 미팅을 진행할 예정이며, 이미 일본 톱 10 제약사 중 5곳과 계약을 체결하거나 논의하고 있다고 밝혔다. 이번 계약 공시가 아시아 소재 제약사인점을 고려할 때, 추가적인 수주가 기대되는 대목이다.

3Q24F Preview

삼성바이오로직스 별도기준, 3Q24F 매출액 9,738억원(+10% YoY), 영업이익 3,968억원(+4% YoY), 영업이익률 40.7%(-2.5%p YoY)으로 컨센서스에 부합하는 실적을 기록할 것으로 예상한다. 우호적인 환율 효과 및 1, 2, 3공장 완전가동과 4공장 램프업으로 매출의 두자릿수 성장이 지속될것으로 예상된다. 다만, 4공장 가동에 따른 감가비 및 5공장 가동을 위한 인력 채용 등으로 영업이익 성장은 제한적일 것으로 예상한다.

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



자료: Dart, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 삼성바이오로직스 Valuation (십억원)

	내용	비고
삼성바이오로직스 CDMO 가치(십억원)	86,311	- 5공장 풀가동 예상되는 2029년 EBITDA의 현가 2조 4,354(WACC 7.5%) - 타겟 EV/EBITDA 35x (론자 5개년 EV/EBITDA에 +50% 프리미엄) * 50% 프리미엄의 근거는 론자보다 높은 EBITDA 성장률과 EBITDA 마진율
삼성바이오에피스 시밀러 가치(십억원)	8,968	- 12개월 선행 EV/EBITDA - 타겟 EV/EBITDA 21x (Viatris 바이오시밀러 사업 매각 EV/EBITDA에 +30% 프리미엄) * 30% 프리미엄의 근거는 시밀러 플레이어 글로벌 탑티어라는 점
순현금(십억원)	440	
기업 가치(십억원)	95,718	
발행주식 총수(천 주)	71,174	
적정 주가(원)	1,346,851	*1,350,000원
현재 주가(원)	1,091,000	
상승 여력	23%	

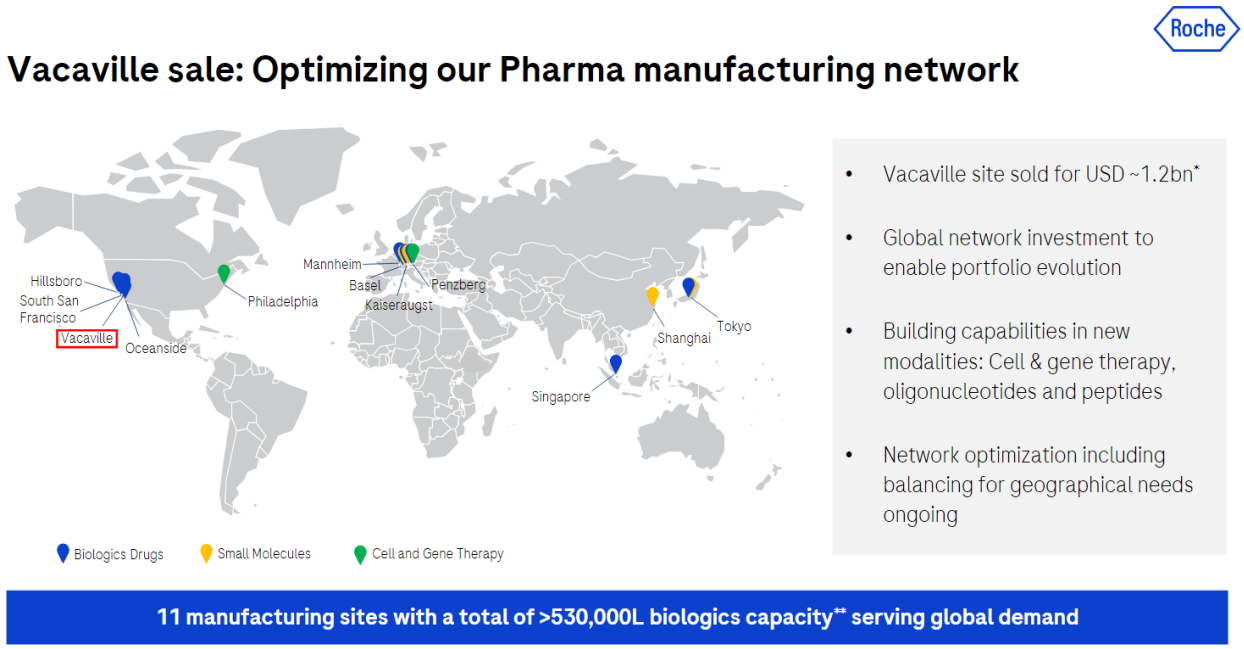
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 삼성바이오로직스 공급계약체결내역 (백만원)

계약상대	계약일/정정일	시작일	종료일	계약금액	내용
아시아 소재 제약사	2024-10-22	2024-10-22	2037-12-31	1,702,804	의약품 위탁생산계약
아시아 소재 제약사	2024-09-13	2023-06-02	2028-12-31	119,113	2023-06-02 계약 최초 체결 시 공시기준 금액 미달로 금번 신규공시
Merck Sharp & Dohme	2024-03-12	2024-03-01	2032-12-31	92,769	의약품 위탁생산계약
	2024-04-04			247,343	고객사 제품의 상업화 성공에 따른 금액 변경
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
Eli Lilly Kinsale	2022-03-28	2019-12-20	2029-12-31	112,134	2019-12-20 계약 최초 체결
	2023-03-06			327,826	계약금액 변경
	2024-05-08			584,071	계약금액 변경
미국 소재 제약사	2019-04-01	2019-04-01	2027-12-31	35,531	의약품 위탁생산계약
Cytodyn	2019-04-02			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
유럽 소재 제약사	2017-07-20	2017-07-20	-	15,731	의약품 위탁생산계약
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
유럽 소재 제약사	2017-05-04			47,098	의향서 체결
	2017-12-21	2017-12-21	-	45,107	본계약 체결
UCB	2019-08-30			45,107	계약상대 공개에 따른 정정
	2024-03-06		2030-12-31	427,003	계약금액 변경

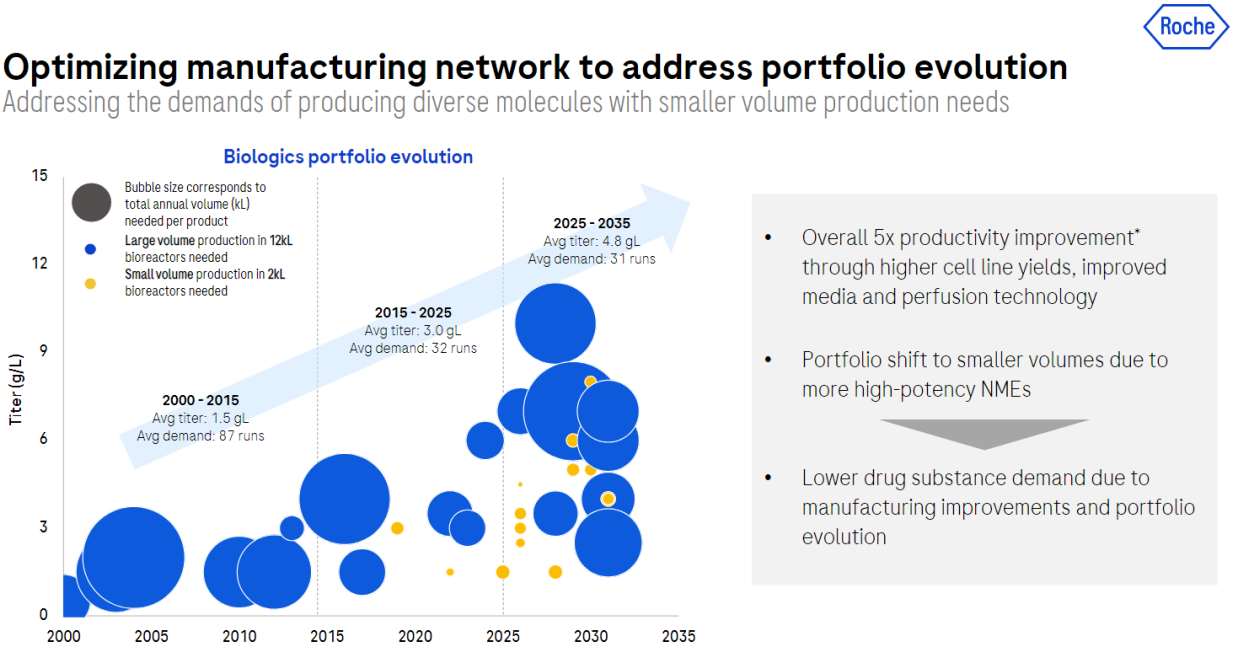
자료: Dart, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. Roche의 생산 전략 변경 (1)



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)



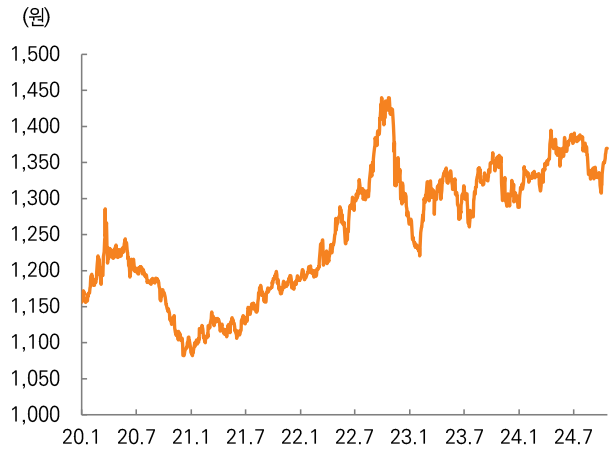
주: NME=new molecular entity; Small volume=less than 10 runs at 12kL scale; *Expected from 2000–2030; Volumes referring to drug substance volumes
자료: Roche, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 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 생물의약품 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

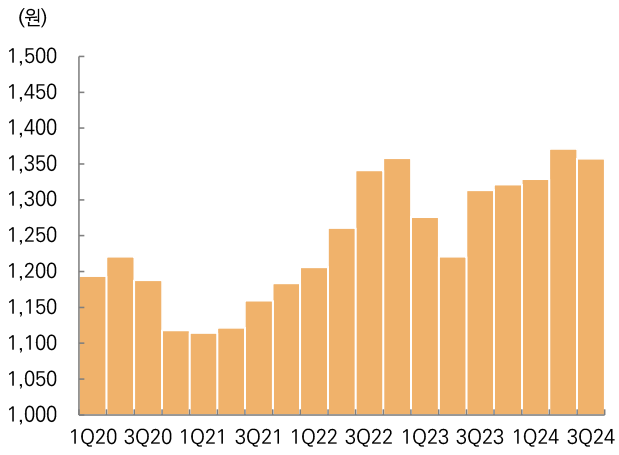
자료: 각 사, Endpoints News, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 원달러 환율 추이



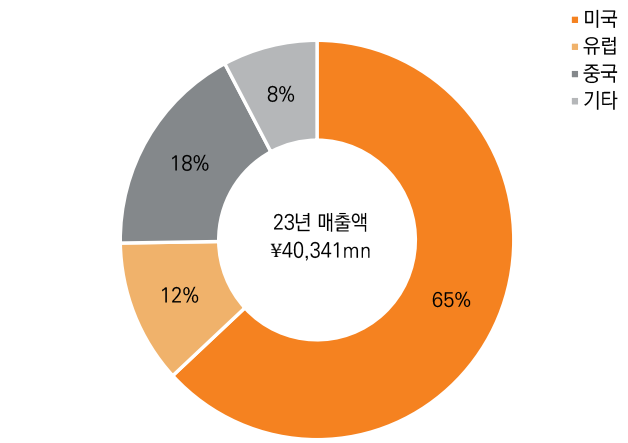
자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 분기 평균 원달러 환율 추이



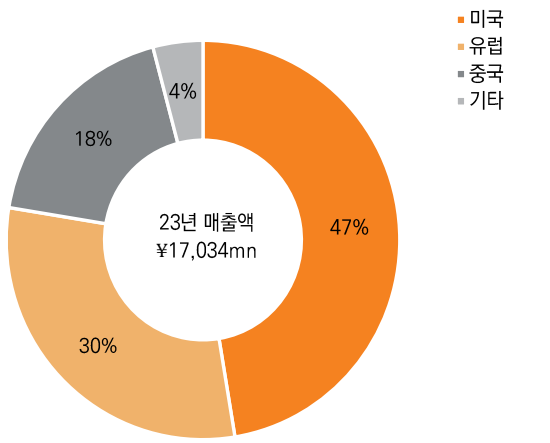
자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 우시앱텍 23년 지역별 매출 비중



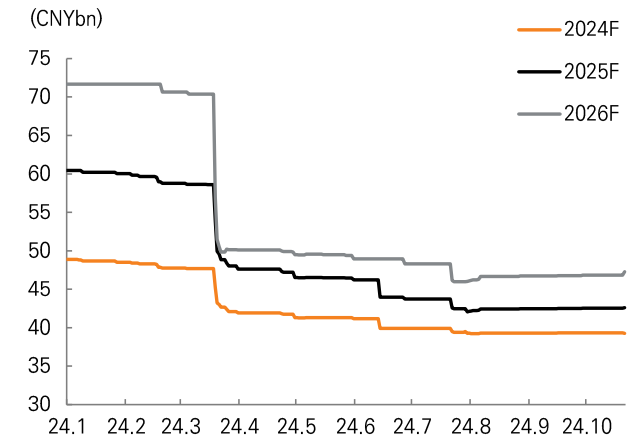
자료: Wuxi Apptec, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 우시바이오 23년 지역별 매출 비중



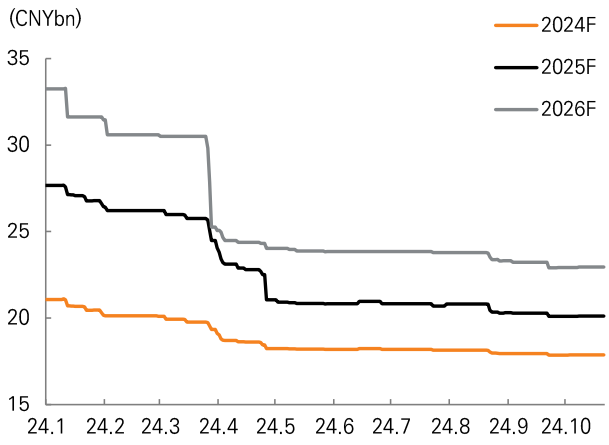
자료: Wuxi Biologics, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 우시앱텍 매출액 컨센서스 변화



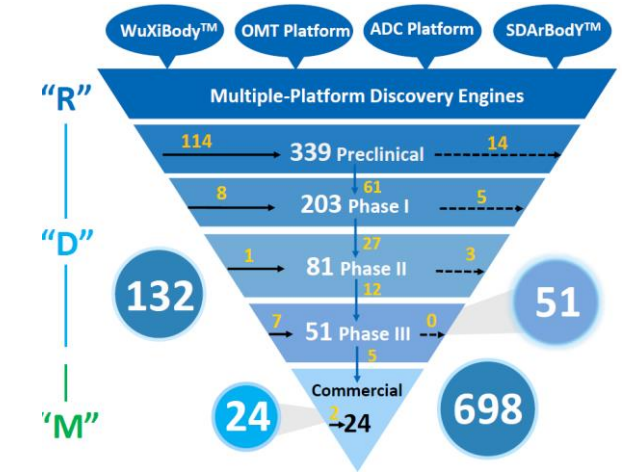
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 우시바이오 매출액 컨센서스 변화



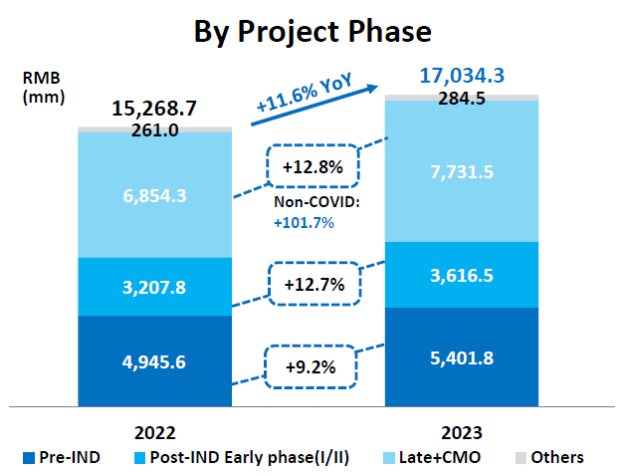
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

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 4. 삼성바이오로직스 3Q24F 실적 Preview (십억원, %, %p)

	3Q23	2Q24	3Q24F			성장률	
			예상치	컨센서스	vs. 컨센서스	YoY	QoQ
매출액	882.7	810.2	973.8	968.7	0.5	10.3	20.2
영업이익	381.6	329.2	396.8	414.1	-4.2	4.0	20.5
영업이익률	43.2	40.6	40.7	42.7	-2.0	-2.5	0.1
순이익	283.0	272.6	339.7	345.2	-1.6	20.1	24.6
순이익률	32.1	33.6	34.9	35.6	-0.7	8.8	3.7

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

표 5. 삼성바이오로직스 분기 및 연간 실적 전망 (십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
매출액	591.0	637.2	882.7	827.9	669.5	810.2	973.8	1,030.5	2,437.3	2,938.8	3,484.0	4,071.8
YoY 성장률	15.6	26.5	30.8	10.7	13.3	27.2	10.3	24.5	55.4	20.6	18.6	16.9
1공장 매출액	72.9	92.3	107.5	103.9	85.2	93.7	105.7	105.7	318.1	388.8	406.8	446.7
2공장 매출액	189.7	230.2	281.6	293.2	218.1	248.0	292.5	282.9	872.7	1,023.1	1,065.9	1,074.9
3공장 매출액	212.3	268.0	313.3	364.4	223.4	286.2	348.3	356.5	1,064.6	1,169.1	1,214.4	1,210.1
4공장 매출액			103.3	50.6	50.6	67.2	157.4	215.4		153.9	671.1	1,226.0
서비스	48.0	86.4	106.6	37.7	28.7	24.8	70.0	70.0	176.2	278.7	193.5	270.0
매출총이익	293.4	314.7	453.9	428.3	300.4	405.4	448.0	463.1	1,200.2	1,490.4	1,616.9	1,835.9
YoY 성장률	27.8	35.8	22.9	15.9	2.4	28.8	-1.3	8.1	65.3	24.2	8.5	13.5
매출총이익률	49.6	49.4	51.4	51.7	44.9	50.0	46.0	44.9	49.2	50.7	46.4	45.1
영업이익	234.4	254.1	381.6	334.0	232.7	329.2	396.8	375.6	968.1	1,204.2	1,334.3	1,557.6
YoY 성장률	33.0	47.8	22.6	8.3	-0.7	29.6	4.0	12.4	80.4	24.4	10.8	16.7
영업이익률	39.7	39.9	43.2	40.3	34.8	40.6	40.7	36.4	39.7	41.0	38.3	38.3
EBITDA	288.4	314.4	450.3	406.0	304.5	401.7	472.2	436.1	1,148.8	1,459.1	1,614.5	1,852.4
YoY 성장률	32.3	46.4	26.7	12.6	5.6	27.8	4.9	7.4	64.9	27.0	10.7	14.7
EBITDA 마진율	48.8	49.3	51.0	49.0	45.5	49.6	48.5	42.3	47.1	49.6	46.3	45.5
순이익	182.4	193.5	283.0	287.1	183.6	272.6	339.7	316.3	686.8	945.9	1,112.2	1,307.7
YoY 성장률	29.0	90.1	118.4	-8.6	0.7	40.9	20.1	10.2	62.3	37.7	17.6	17.6
순이익률	30.9	30.4	32.1	34.7	27.4	33.6	34.9	30.7	28.2	32.2	31.9	32.1

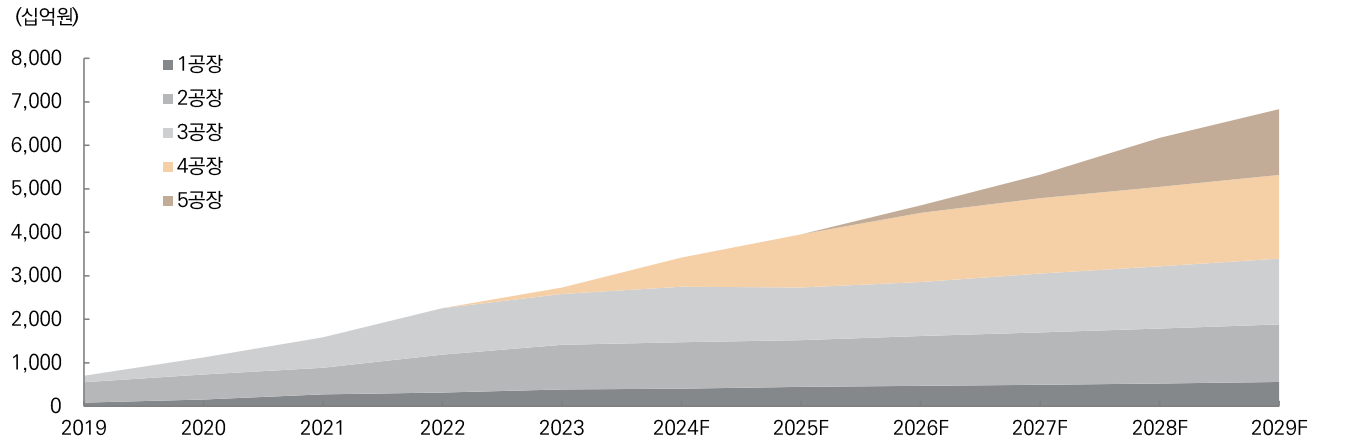
주: K-IFRS 별도 기준. 공장별 매출액은 추정치
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 6. 삼성바이오로직스 연간 실적 전망 (십억원, %)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
매출액	702	1,165	1,568	2,437	2,939	3,484	4,072	4,805	5,542	6,323	7,208
YoY 성장률	30.9	66.0	34.6	55.4	20.6	18.6	16.9	18.0	15.3	14.1	14.0
1공장	87	156	273	318	389	407	447	470	496	526	558
가동률	75%	80%	83%	86%	86%	85%	85%	85%	84%	84%	84%
2공장	464	575	613	873	1,023	1,066	1,075	1,147	1,204	1,264	1,327
가동률	73%	80%	80%	75%	85%	87%	84%	84%	84%	84%	84%
3공장	149	396	701	1,065	1,169	1,278	1,210	1,239	1,354	1,428	1,515
가동률	23%	46%	76%	83%	83%	83%	84%	83%	86%	85%	85%
4공장					154	671	1,226	1,593	1,732	1,828	1,920
가동률					13%	38%	67%	83%	83%	84%	84%
5공장								169	537	1,128	1,513
가동률								15%	33%	65%	83%
서비스	53	62	126	176	279	194	270	320	380	420	460
영업이익	92	293	536	968	1,204	1,335	1,558	1,878	2,151	2,522	2,895
YoY 성장률		218.9	83.4	80.4	24.4	10.9	16.7	20.6	14.5	17.3	14.8
영업이익률	13.1	25.1	34.2	39.7	41.0	38.3	38.3	39.1	38.8	39.9	40.2
EBITDA	225	436	697	1,149	1,459	1,615	1,852	2,188	2,473	2,862	3,252
YoY 성장률	52.7	94.2	59.7	64.9	27.0	10.7	14.7	18.1	13.0	15.7	13.6
EBITDA 마진율	32.0	37.4	44.4	47.1	49.6	46.4	45.5	45.5	44.6	45.3	45.1

주: 공장별 매출액은 추정치
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 공장별 매출 추정



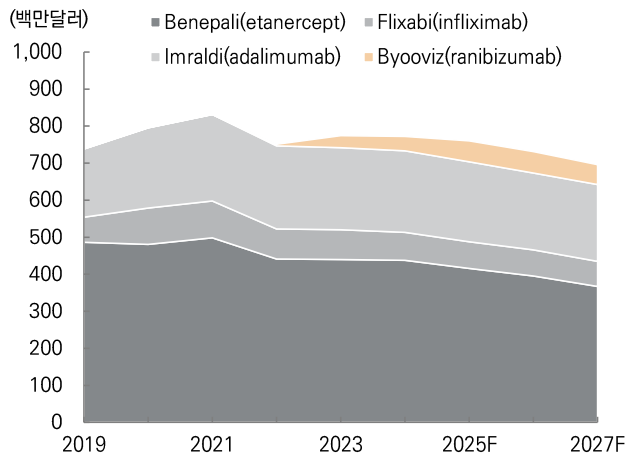
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 7. 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	1,340.4
YoY 성장률	17.1	107.7	1.5	8.8	11.8	7.8	34.8	-2.5
영업이익	-103	123	145	192	232	205.4	373.2	322
YoY 성장률	-0.8	-219.5	18.1	32.3	20.7	-11.3	81.7	-13.7
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	376
YoY 성장률		-396.1	15.1	26.3	8.2	-8.6	69.7	-12.7
EBITDA 마진율		23.1	26.1	30.3	29.3	24.9	31.3	28.1

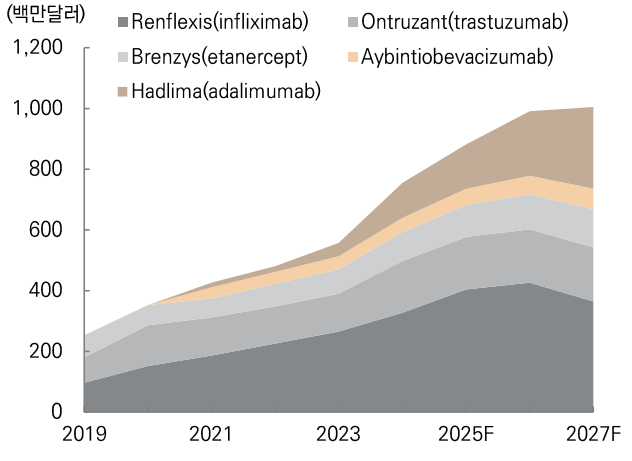
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 삼성바이오에피스 파트너 바이오젠 시밀러 실적 전망



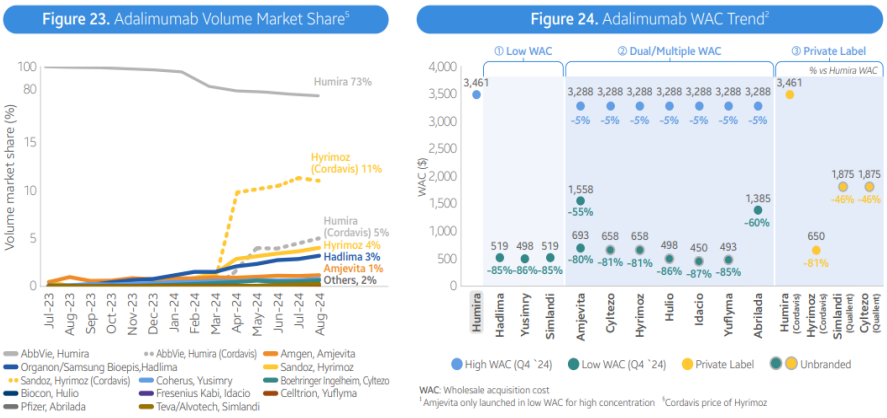
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 삼성바이오에피스 파트너 오가논 시밀러 실적 전망



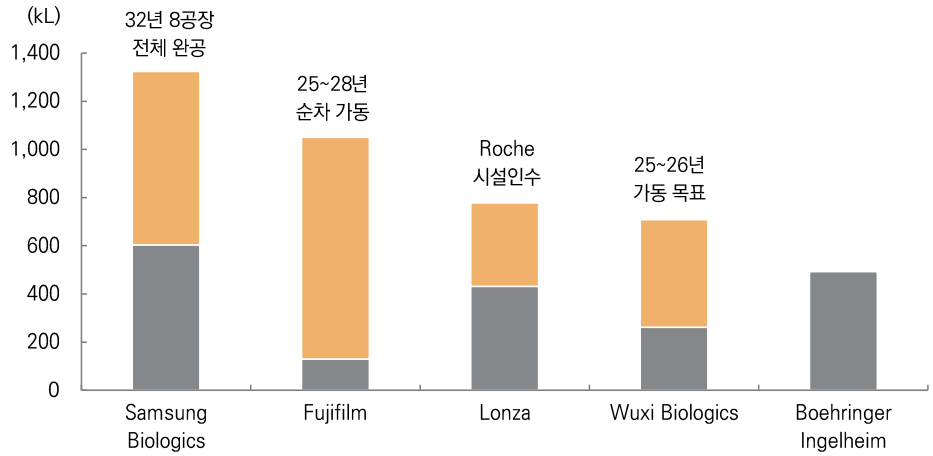
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. 미국시장 adalimumab(오리지널 휴미라) 시장 점유율 및 시밀러들의 출시가격(WAC) 비교



자료: 삼성바이오에피스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. 주요 CDMO 업체들의 현재 캐파 및 향후 증설 계획



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 8. 주요 CDMO 플레이어 포유동물세포 기반 바이오리액터 캐파 및 확장 계획

	현재	계획
삼성바이오로직스	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	한국 5공장: 15,000L x 12 (25년 4월 가동 목표) 6~8공장: 각 180,000L (6공장 27년, 전체 완공 32년)
론자	미국 Portsmouth: 136,000L (20,000L x 5, 6,000L x 4) 유럽 Visp: 20,000L x 6, 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	미국 Portsmouth: 2,000L x 8 (23년 완공) Vacaville: 330,000L (Roche 인수완료 이후 25년 매출 기여) 유럽 Visp: +alpha (27년 가동)
베링거인겔하임	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: up to 2,000L x 3	
후지필름 Diosynth	미국 10,000L 덴마크 20,000L x 6	미국 20,000L x 32 (25~28년 순차 가동 목표) 덴마크 20,000L x 20 (26년 가동 목표)
우시바이오로직스	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: 23,000L (8,000L, 5000L x 3) 미국 Cranbur: 6,000L 독일 Wuppertal: 12,000L, 3,000L, 2,000L x 12 아일랜드 MFG6/7: 4,000L x 12, 1,000L x 3	중국 Wuxi: 120,000L(26년 가동 목표) Chengdu: 48,000L(25년 가동 목표) Shanghai: 10,000L(26년 가동 목표) 미국 Worcester: 36,000L(26년 가동) 싱가폴 Tuas 120,000L(26년 가동 목표)

자료: 각 사, Bioprocess, 미래에셋증권 리서치센터

표 9. 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	77.7	4,469	5,101	1,357	1,579	30.4	31.0	1,046	1,225	9.8	10.3	74.2	63.3	7.3	6.5	17.4	15.2	41.9	36.2
WuXi Biologics	12.0	3,449	3,888	853	1,002	24.7	25.8	679	798	7.6	8.1	18.2	15.4	1.4	1.3	3.5	3.1	9.1	7.6
WuXi AppTec	25.6	7,489	8,086	2,157	2,359	28.8	29.2	1,811	1,985	15.3	14.8	14.3	13.1	2.2	1.9	3.7	3.4	9.5	8.3
Genscript Biotech	4.4	1,637	2,431	-379	-83	-23.2	-3.4	-238	56	-13.7	3.0			2.5	2.2	2.7	1.8		
Lonza	60.2	10,572	12,387	2,018	2,425	19.1	19.6	1,405	1,779	10.2	11.5	40.4	33.4	4.1	3.9	6.0	5.1	23.0	19.4
Catalent	15.0	6,416	6,955	707	953	11.0	13.7	291	468	5.7	8.4	51.8	33.1	2.9	2.8	2.3	2.2	17.1	14.4
평균						15.1	19.3			5.8	9.3	39.8	31.7	3.4	3.1	5.9	5.1	20.1	17.2

자료: Factset 컨센서스, 미래에셋증권 리서치센터

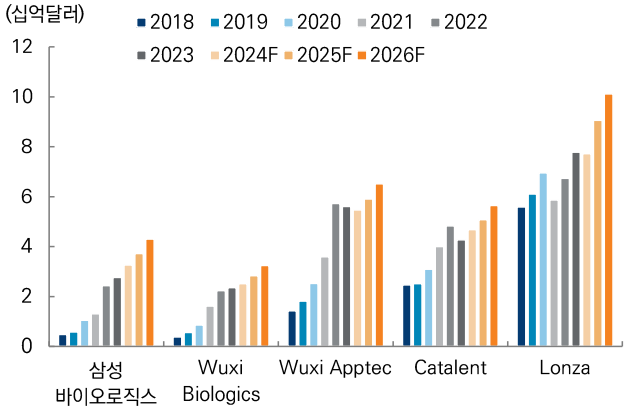
표 10. 바이오시밀러 Valuation Table

(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	39.6	3,598	4,603	636	1,627	17.7	35.3	547	1,323	3.1	7.0	75.5	31.4	2.3	2.2	11.6	9.0	41.5	22.2
Biocon	6.7	2,526	2,988	294	434	11.6	14.5	73	210	2.8	5.7	65.4	30.8	1.8	1.8	2.7	2.2	16.0	12.0
Viatris	19.2	20,299	19,761	5,958	5,861	29.4	29.7	4,402	4,393	15.7	15.1	4.4	4.4	0.7	0.7	0.9	1.0	5.8	5.5
Coherus	0.1	360	406	-132	-61	-36.7	-15.1	61	-83							0.4	0.3		
Luye pharma	2.0	1,269	1,429	266	295	20.9	20.7	156	196	6.3	7.2	12.9	10.4	0.8	0.7	1.6	1.4	5.7	5.2
Organon	6.2	8,758	8,847	2,597	2,683	29.6	30.3	1,540	1,619	249.9	97.0	4.1	3.9	10.1	3.8	0.7	0.7	6.1	5.5
평균						12.1	19.2					32.5	16.2			3.0	2.5	15.0	10.1

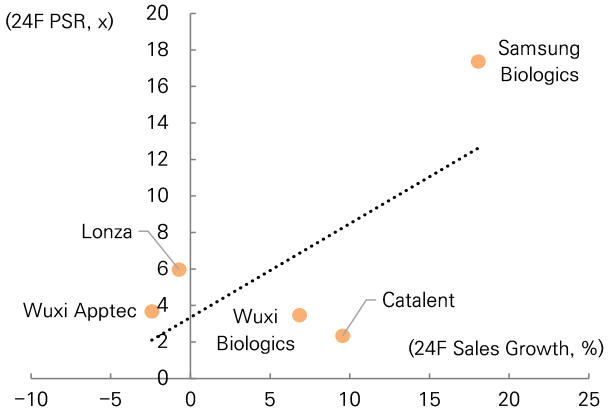
자료: Factset 컨센서스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 17. 주요 CDMO 업체들 매출 추이 및 전망(컨센서스)



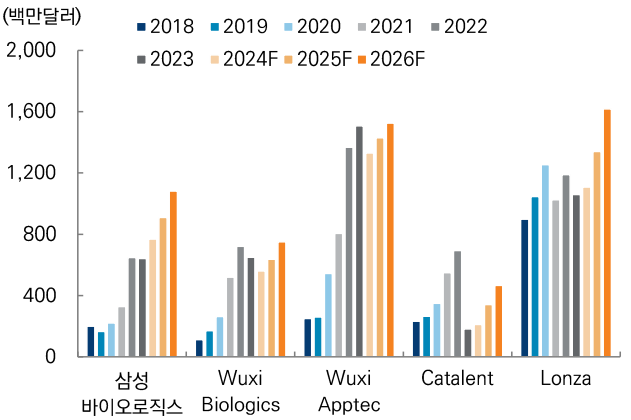
자료: Factset 컨센서스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. 24년 매출 성장 및 PSR 매트릭스(컨센서스)



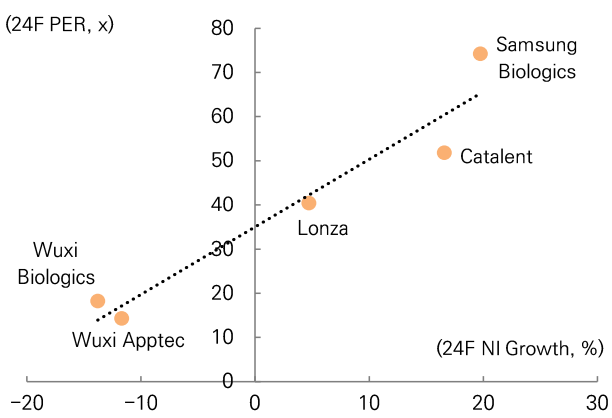
자료: Factset 컨센서스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 19. 주요 CDMO 업체들 순이익 추이 및 전망(컨센서스)



자료: Factset 컨센서스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 20. 24년 순이익 성장 및 PER 매트릭스(컨센서스)



자료: Factset 컨센서스, 미래에셋증권 리서치센터

표 11. 삼성바이오로직스 공급계약체결내역 (백만원)

계약상대	계약일/정정일	시작일	종료일	계약금액	내용
아시아 소재 제약사	2024-10-22	2024-10-22	2037-12-31	1,702,804	의약품 위탁생산계약
아시아 소재 제약사	2024-09-13	2023-06-02	2028-12-31	119,113	2023-06-02 계약 최초 체결 시 공시기준 금액 미달로 금번 신규공시
Merck Sharp & Dohme	2024-03-12	2024-03-01	2032-12-31	92,769	의약품 위탁생산계약
	2024-04-04			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	2023-09-17	2030-12-31	321,261	의약품 위탁생산계약
	2023-09-25			359,296	계약금액 변경
미국 소재 제약사	2023-06-03			147,284	의향서 체결
	2024-07-02	2024-06-27	2030-12-31	1,463,679	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	2023-02-20	2029-12-31	240,993	의약품 위탁생산계약
	2023-07-04			495,278	계약금액 변경
Kiniksa Pharmaceuticals	2023-05-30			107,514	의향서 체결
	2024-06-25	2024-06-21	2031-12-31	211,468	본계약 체결
GlaxoSmithKline Trading Service	2022-10-20	2022-10-11	2030-12-31	420,667	의약품 위탁생산계약
Novartis Pharma AG	2022-06-07			100,529	의향서 체결
	2023-07-07	2023-01-01	2028-12-31	511,058	본계약 체결
Eli Lilly Kinsale	2022-03-28	2019-12-20	2029-12-31	112,134	2019-12-20 계약 최초 체결
	2023-03-06			327,826	계약금액 변경
	2024-05-08			584,071	계약금액 변경
MSD International Business GmbH	2021-09-29			49,065	의향서 체결
	2022-07-02	2022-07-01	2028-12-31	276,829	본계약 체결
	2022-10-31		2030-12-31	341,171	계약금액 증가
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	의약품 위탁생산계약
AstraZeneca AB	2021-05-13			439,308	수주물량 증가 및 계약상대 변경에 따른 정정
F.Hoffmann-La Roche	2020-06-06			43,254	의향서 체결
	2021-01-15	2020-06-01	2024-12-31	39,094	본계약 체결
	2021-09-26			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
미국 소재 제약사	2020-05-22			184,170	의향서 체결
	2020-07-27	2020-07-21	-	179,490	본계약 체결
Eli Lilly and Company	2020-10-28			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	2020-05-21	2027-12-31	283,931	본계약 체결
	2020-12-22			318,678	수주물량 증가에 따른 정정
	2021-11-22		2028-12-31	508,742	계약물량 변동
	2022-02-08			620,496	계약물량 변동
	2023-02-06			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	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			232,311	계약물량 변동(변동 금액은 고객사와의 다른 계약금액 증가로 대체)
	2022-03-15		2023-12-31	270,765	계약물량 변동
	2023-02-06		2024-12-31	257,732	계약물량 변동(변동 금액은 고객사와의 다른 계약금액 증가로 대체)
	2023-04-26			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	의약품 위탁생산계약
미국 소재 제약사	2019-12-03	2019-12-03	-	55,193	의약품 위탁생산계약
	2020-11-10		2024-12-31	68,698	수주물량 증가에 따른 정정
아시아 소재 제약사	2019-11-28	2019-11-28	-	22,497	의약품 위탁생산계약
	2023-11-28			64,732	계약금액 변경
H. Lundbeck A/S	2019-09-27	2019-09-27	-	19,280	의약품 위탁생산계약
	2021-12-02		2031-12-31	33,604	수주물량 증가
유럽 소재 제약사	2019-05-17	2019-05-17	-	40,251	의약품 위탁생산계약
UCB	2019-08-30			40,251	계약상대 공개에 따른 정정
아시아 소재 제약사	2019-05-14	2019-05-14	-	35,221	의약품 위탁생산계약
	2023-11-28			50,525	계약금액 변경
아시아 소재 제약사	2019-04-26	2019-04-26	-	19,863	의약품 위탁생산계약
	2023-11-28			48,948	계약금액 변경
아시아 소재 제약사	2019-04-26	2019-04-26	-	37,061	의약품 위탁생산계약
	2023-11-28			122,405	계약금액 변경
미국 소재 제약사	2019-04-01	2019-04-01	2027-12-31	35,531	의약품 위탁생산계약
Cytodyn	2019-04-02			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	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		2023-12-31	40,464	수주물량 증가에 따른 정정 및 추가계약에 대한 계약상대방 변경
	2021-11-17		2029-12-31	51,923	수주물량 증가에 따른 정정
Immunovant Sciences	2021-11-30			51,923	계약상대 공개
Immunomedics	2018-09-11	2018-09-11	2025-12-31	34,558	의약품 위탁생산계약
	2020-04-23			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	의약품 위탁생산계약
글로벌 제약사의 스위스 소재 자회사	2018-04-30	2018-04-30	-	411,044	의약품 위탁생산계약
	2021-01-20		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	2018-02-21	-	17,859	의약품 위탁생산계약
	2018-08-20			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	의약품 위탁생산계약
미국 소재 제약사	2017-11-08	2017-11-08	-	8,018	의약품 위탁생산계약
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	2017-09-06			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
유럽 소재 제약사	2017-07-20	2017-07-20	-	15,731	의약품 위탁생산계약
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	의약품 위탁생산계약
유럽 소재 제약사	2017-05-04			47,098	의향서 체결
	2017-12-21	2017-12-21	-	45,107	본계약 체결
UCB	2019-08-30			45,107	계약상대 공개에 따른 정정
	2024-03-06		2030-12-31	427,003	계약금액 변경
스위스 소재 제약사	2017-01-25	2016-12-20	2018-12-31	8,581	의약품 위탁생산계약
Cilag GmbH International	2016-11-15	2016-11-15	-	306,636	의약품 위탁생산계약
	2020-07-06			341,042	계약 변경에 따른 확정 계약금액 증가
	2022-07-19			436,018	계약금액 증가

주: 24년 공시 하이라이트
자료: Dart, 미래에셋증권 리서치센터

삼성바이오로직스 (207940)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	**2,939**	**3,484**	**4,072**	**4,805**
매출원가	**1,448**	**1,867**	**2,236**	**2,634**
매출총이익	**1,491**	**1,617**	**1,836**	**2,171**
판매비와관리비	**286**	**283**	**278**	**293**
조정영업이익	**1,204**	**1,334**	**1,558**	**1,878**
영업이익	**1,204**	**1,334**	**1,558**	**1,878**
비영업손익	**20**	**56**	**77**	**115**
금융손익	34	41	77	115
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	1,224	1,390	1,635	1,993
계속사업법인세비용	278	278	327	399
계속사업이익	946	1,112	1,308	1,594
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**946**	**1,112**	**1,308**	**1,594**
지배주주	946	1,112	1,308	1,594
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	**942**	**1,112**	**1,308**	**1,594**
지배주주	942	1,112	1,308	1,594
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	1,459	1,614	1,852	2,188
FCF	442	1,316	1,644	1,957
EBITDA 마진율 (%)	49.6	46.3	45.5	45.5
영업이익률 (%)	41.0	38.3	38.3	39.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	32.2	31.9	32.1	33.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	**4,070**	**4,892**	**6,297**	**7,993**
현금 및 현금성자산	231	340	977	1,715
매출채권 및 기타채권	0	0	0	0
재고자산	1,679	1,990	2,326	2,745
기타유동자산	2,160	2,562	2,994	3,533
비유동자산	**7,761**	**7,928**	**8,301**	**8,824**
관계기업투자등	3,318	3,933	4,597	5,425
유형자산	3,543	3,375	3,095	2,800
무형자산	54	41	27	11
자산총계	**11,831**	**12,820**	**14,598**	**16,818**
유동부채	**2,954**	**2,794**	**3,193**	**3,729**
매입채무 및 기타채무	851	1,009	1,179	1,391
단기금융부채	951	419	417	453
기타유동부채	1,152	1,366	1,597	1,885
비유동부채	**638**	**675**	**746**	**836**
장기금융부채	280	250	250	250
기타비유동부채	358	425	496	586
부채총계	**3,593**	**3,469**	**3,940**	**4,565**
지배주주지분	**8,239**	**9,351**	**10,658**	**12,253**
자본금	178	178	178	178
자본잉여금	5,672	5,672	5,672	5,672
이익잉여금	2,399	3,511	4,819	6,413
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**8,239**	**9,351**	**10,658**	**12,253**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	**1,418**	**1,416**	**1,644**	**1,957**
당기순이익	946	1,112	1,308	1,594
비현금수익비용가감	568	502	545	594
유형자산감가상각비	246	267	281	295
무형자산상각비	9	13	14	15
기타	313	222	250	284
영업활동으로인한자산및부채의변동	118	39	42	52
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	95	0	0	0
재고자산 감소(증가)	-448	-311	-336	-419
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	188	32	34	43
법인세납부	-276	-278	-327	-399
투자활동으로 인한 현금흐름	**-1,461**	**-402**	**-342**	**-427**
유형자산처분(취득)	-974	-100	0	0
무형자산감소(증가)	-25	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	528	-317	-342	-427
기타투자활동	-990	15	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**-492**	**-562**	**-2**	**36**
장단기금융부채의 증가(감소)	-462	-562	-2	36
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-30	0	0	0
현금의 증가	**-527**	**109**	**637**	**738**
기초현금	758	231	340	977
기말현금	231	340	977	1,715

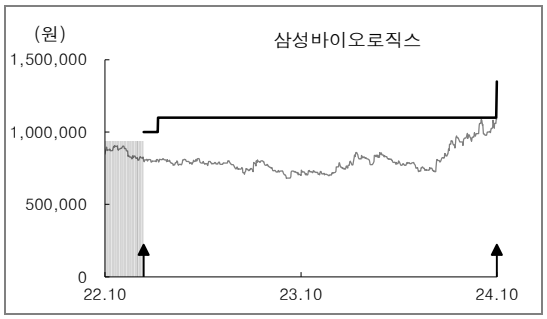
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	57.2	69.8	59.4	48.7
P/CF (x)	35.7	48.1	41.9	35.5
P/B (x)	6.6	8.3	7.3	6.3
EV/EBITDA (x)	36.6	47.1	40.5	33.8
EPS (원)	13,290	15,626	18,373	22,402
CFPS (원)	21,268	22,684	26,027	30,746
BPS (원)	115,753	131,380	149,753	172,155
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	18.6	16.9	18.0
EBITDA증가율 (%)	27.0	10.7	14.7	18.1
조정영업이익증가율 (%)	24.4	10.8	16.7	20.6
EPS증가율 (%)	35.3	17.6	17.6	21.9
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	10.0	10.1	10.2
ROA (%)	7.9	9.0	9.5	10.2
ROE (%)	12.2	12.6	13.1	13.9
ROIC (%)	25.2	25.7	31.5	40.8
부채비율 (%)	43.6	37.1	37.0	37.3
유동비율 (%)	137.8	175.1	197.2	214.4
순차입금/자기자본 (%)	-8.3	-17.9	-24.8	-30.8
조정영업이익/금융비용 (x)	21.6	36.8	61.1	71.8

자료: 삼성바이오로직스, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
삼성바이오로직스 (207940)				
2024.10.22	매수	1,350,000	-	-
2024.01.30	1년 경과 이후	1,100,000	-22.26	-0.82
2023.01.30	매수	1,100,000	-30.95	-25.18
2023.01.03	매수	1,000,000	-19.74	-18.80



* 괴리율 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 주가하락이 예상		

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

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
82.38%	10.23%	7.39%	0%

* 2024년 09월 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.