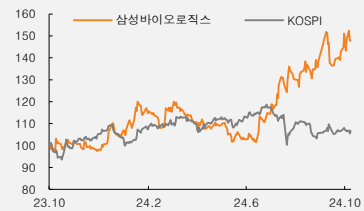


투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	1,350,000원
현재주가(24/10/23)	1,059,000원
상승여력	27.5%

영업이익(24F, 십억원)	1,286
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	1,415
EPS 성장률(24F, %)	13.3
MKT EPS 성장률(24F, %)	77.2
P/E(24F, x)	70.3
MKT P/E(24F, x)	10.3
KOSPI	2,599.62
시가총액(십억원)	75,373
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	-2.6	33.9	51.3
상대주가	-2.5	35.1	37.2



[제약/바이오]

김승민

sm.kim.a@miraeasset.com

삼성바이오로직스

호실적의 연속

투자 의견 매수, 목표주가 135만원 유지

삼성바이오로직스 CDMO 가치 86조원, 삼성바이오에피스 시밀러 비즈니스 가치 9조원을 합산해 산정했다. 1.7조원 대규모 수주에서도 확인할 수 있듯, CMO 비즈니스는 호황이다. CDO는 회복되고 있다. 중장기적 생물보안법 수혜도 기대할 수 있다. 추가적인 기업가치 상승은 5공장 완공(25년 4월) 후 빠른 램프업을 기대할 수 있는 추가적인 수주 실적과 6공장 투자계획 등이 있겠다.

3Q24P Review

[삼성바이오로직스] 별도 기준, 3Q24 매출액 1조 671억원(+21% YoY), 영업이익 4,447억원(+17% YoY), 영업이익률 41.7%(-1.6%p YoY)로 컨센서스를 +10%, +5% 상회하는 호실적을 기록했다. 1, 2, 3공장 풀가동과 4공장 램프업, 우호적인 환율 효과로 최초 분기 매출 1조를 달성했다. 영업이익률 소폭 하락은 3Q23 코로나 보상금에 따른 높은 기저에 기인한다. 동사는 호실적 기반으로 기존 24년 매출 성장률 가이드선 +10~15%에서 +15~20%로 상향조정했다.

[삼성바이오에피스] 3Q24 매출액 3,303억원(+26% YoY), 영업이익 679억원(+38% YoY)을 기록했다. 마일스톤 유입 부재에도 기존 시밀러 제품의 지역 및 신규 품목(솔리리스 및 스텔라라 시밀러) 확대 때문이다. 호실적을 기반으로 기존 24년 매출 성장률 가이드선을 +25~30%에서 +40~45%로 상향조정했다.

연간 실적 전망

[삼성바이오로직스] 별도 기준, 2024년 매출액 3조 5,362억원(+20% YoY), 영업이익 1조 2,859억원(+7% YoY)을 예상한다. 1, 2, 3공장 풀가동 지속, 4공장 램프업, 우호적인 환율효과로 기존 매출 추정치 대비 +2% 상향조정했다. 영업이익은 -4% 하향 조정했다. 4Q24F 4공장 18만리터 가동률 상승에 따른 고정비 인식 때문이다. 4Q24F 영업이익률 28.3%(-13.4%p QoQ)를 예상한다. 다만, 급격한 가동률 상승에 따른 4Q24 일회성 요인으로 기존 25년 매출 및 이익 추정치 변동은 없다.

[삼성바이오에피스] 2024년 매출액 1조 4,437억원(+42% YoY), 영업이익 4,149억원(+102% YoY)을 예상한다. 4Q24F 스텔라라 시밀러 허가 마일스톤 유입이 예상되며, 기존 시밀러 제품들의 판매 호조 및 신규 품목(솔리리스 및 스텔라라) 효과가 나타날 것으로 예상된다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	2,437	2,939	3,536	4,105	4,805
영업이익 (십억원)	968	1,204	1,286	1,570	1,878
영업이익률 (%)	39.7	41.0	36.4	38.2	39.1
순이익 (십억원)	687	946	1,006	1,315	1,593
EPS (원)	9,820	13,290	15,062	18,476	22,381
ROE (%)	12.8	12.2	12.2	13.2	13.9
P/E (배)	83.6	57.2	70.3	57.3	47.3
P/B (배)	8.0	6.6	8.1	7.1	6.2
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 삼성바이오로직스, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 삼성바이오로직스 Valuation

내용 비교	
삼성바이오로직스 CDMO 가치(십억원)	86,311 - 5공장 풀가동 예상되는 2029년 EBITDA의 현재가 2조 4,354(WACC 7.5%) - 타겟 EV/EBITDA 35x (론자 57년 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)	1,059,000
상승 여력	27.5%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 삼성바이오로직스 3Q24P Review

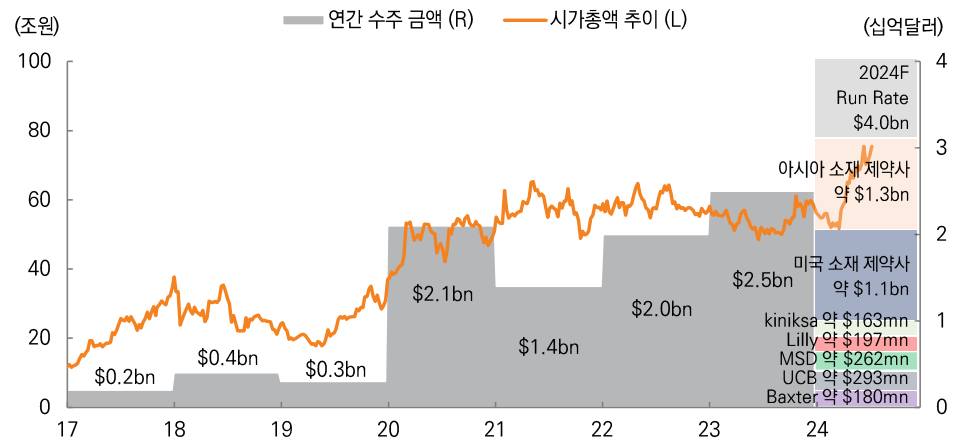
(십억원, %, %p)

	3Q23	2Q24	3Q24P			성장률	
			발표치	컨센서스	vs. 컨센서스	YoY	QoQ
매출액	882.7	810.2	1067.1	968.7	10.2	20.9	31.7
영업이익	381.6	329.2	444.7	424.1	4.9	16.5	35.1
영업이익률	43.2	40.6	41.7	43.8	-2.1	-1.6	1.0
순이익	283.0	272.6	323.5	345.2	-6.3	14.3	18.7
순이익률	32.1	33.6	30.3	35.6	-5.3	-1.7	-3.3

주: K-IFRS 별도 기준

자료: QuantWise, 미래에셋증권 리서치센터

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



자료: Dart, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 삼성바이오로직스 분기 및 연간 실적 전망

(십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
매출액	591.0	637.2	882.7	827.9	669.5	810.2	1,067.1	989.4	2,437.3	2,938.8	3,536.2	4,104.6
YoY 성장률	15.6	26.5	30.8	10.7	13.3	27.2	20.9	19.5	55.4	20.6	20.3	16.1
1공장 매출액	72.9	92.3	107.5	103.9	85.2	93.7	105.7	99.5	318.1	388.8	400.6	446.7
2공장 매출액	189.7	230.2	281.6	293.2	218.1	248.0	292.5	260.5	872.7	1,023.1	1,043.5	1,081.2
3공장 매출액	212.3	268.0	313.3	364.4	223.4	286.2	368.8	327.8	1,064.6	1,169.1	1,206.2	1,220.9
4공장 매출액			103.3	50.6	50.6	48.0	147.6	231.6		153.9	673.9	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	521.7	444.6	1,200.2	1,490.4	1,672.1	2,055.5
YoY 성장률	27.8	35.8	22.9	15.9	2.4	28.8	14.9	3.8	65.3	24.2	12.2	22.9
매출총이익률	49.6	49.4	51.4	51.7	44.9	50.0	48.9	44.9	49.2	50.7	47.3	50.1
영업이익	234.4	254.1	381.6	334.0	232.7	329.2	444.7	279.2	968.1	1,204.2	1,285.9	1,569.7
YoY 성장률	33.0	47.8	22.6	8.3	-0.7	29.6	16.5	-16.4	80.4	24.4	6.8	22.1
영업이익률	39.7	39.9	43.2	40.3	34.8	40.6	41.7	28.2	39.7	41.0	36.4	38.2
EBITDA	288.4	314.4	450.3	406.0	304.5	401.7	520.1	339.8	1,148.8	1,459.1	1,566.1	1,864.5
YoY 성장률	32.3	46.4	26.7	12.6	5.6	27.8	15.5	-16.3	64.9	27.0	7.3	19.1
EBITDA 마진율	48.8	49.3	51.0	49.0	45.5	49.6	48.7	34.3	47.1	49.6	44.3	45.4
순이익	182.4	193.5	283.0	287.1	183.6	272.6	323.5	226.4	686.8	945.9	1,006.1	1,315.1
YoY 성장률	29.0	90.1	118.4	-8.6	0.7	40.9	14.3	-21.1	62.3	37.7	6.4	22.7
순이익률	30.9	30.4	32.1	34.7	27.4	33.6	30.3	22.9	28.2	32.2	28.5	32.0

주: K-IFRS 별도 기준. 공장별 매출액은 추정치

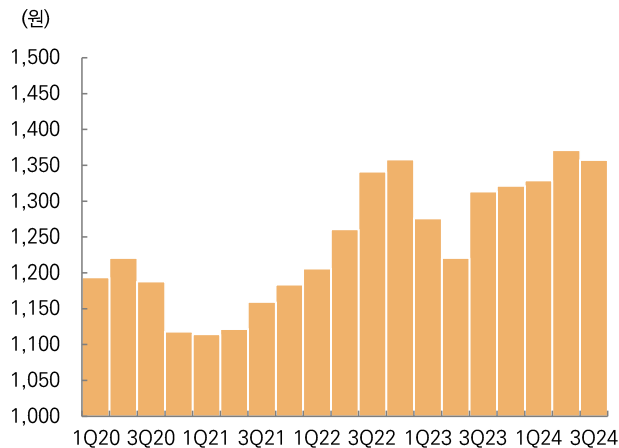
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 원달러 환율 추이



자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 분기 평균 원달러 환율 추이



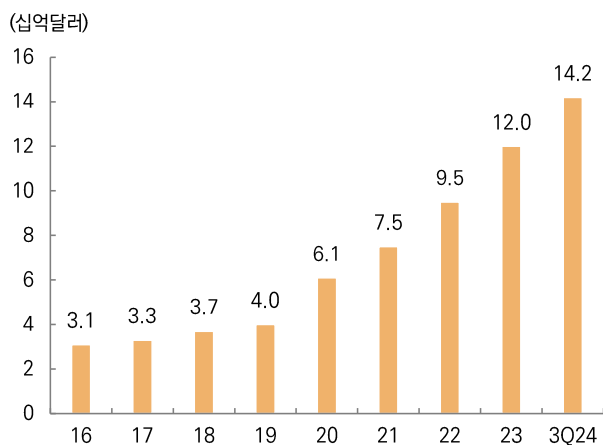
자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 5공장 건설 경과



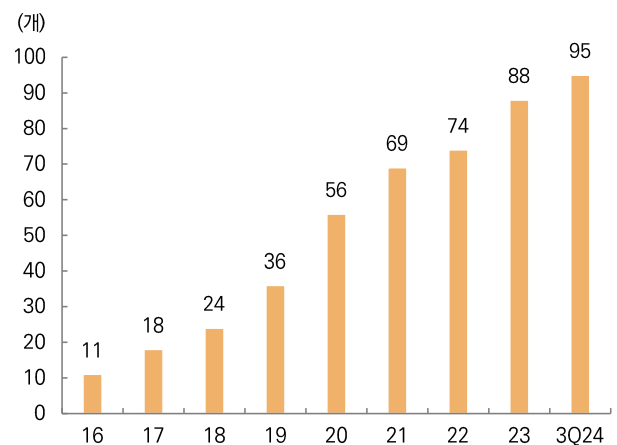
자료: 삼성바이오로직스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. CMO 누적 수주 금액



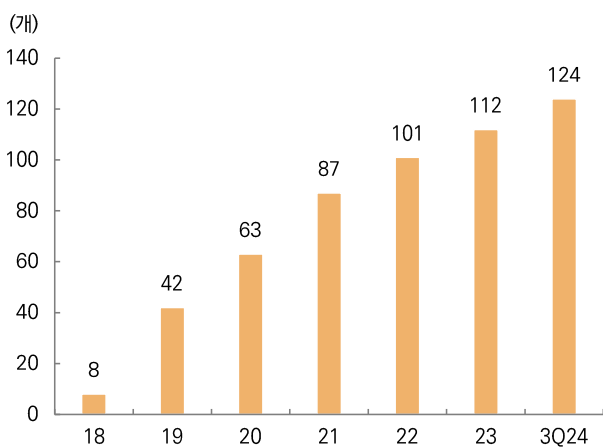
자료: 삼성바이오로직스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. CMO 누적 수주 제품 수(DS/DP)



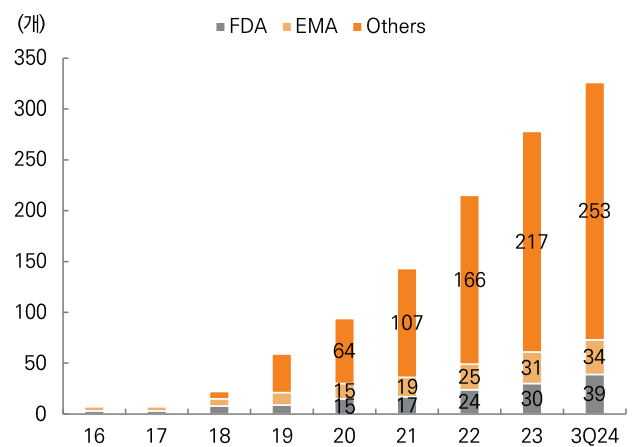
자료: 삼성바이오로직스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. CDO 누적 수주 제품 수



자료: 삼성바이오로직스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. CMO 누적 규제 기관 승인 현황



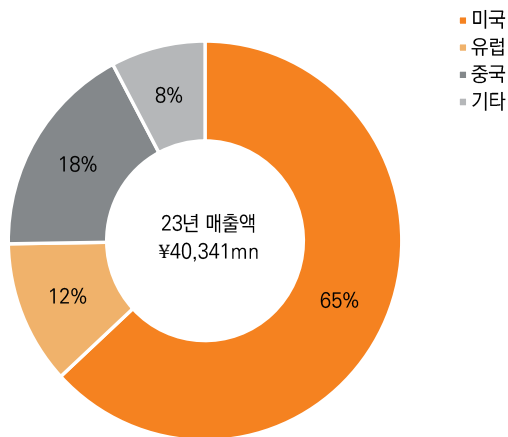
자료: 삼성바이오로직스, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 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 있음. 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

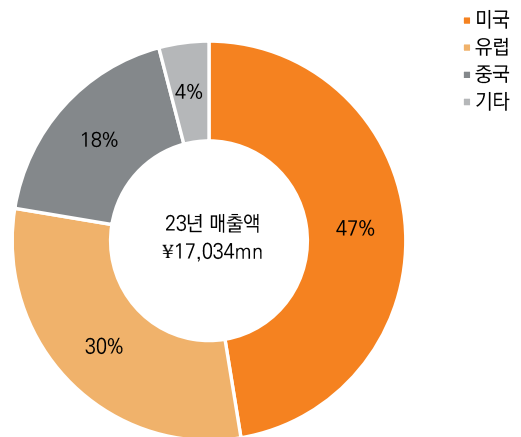
자료: 각 사, Endpoints News, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 우시애펙 23년 지역별 매출 비중



자료: Wuxi Apptec, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 우시바이오 23년 지역별 매출 비중



자료: Wuxi Biologics, 미래에셋증권 리서치센터

표 5. 삼성바이오로직스 연간 실적 전망

(십억원, %)

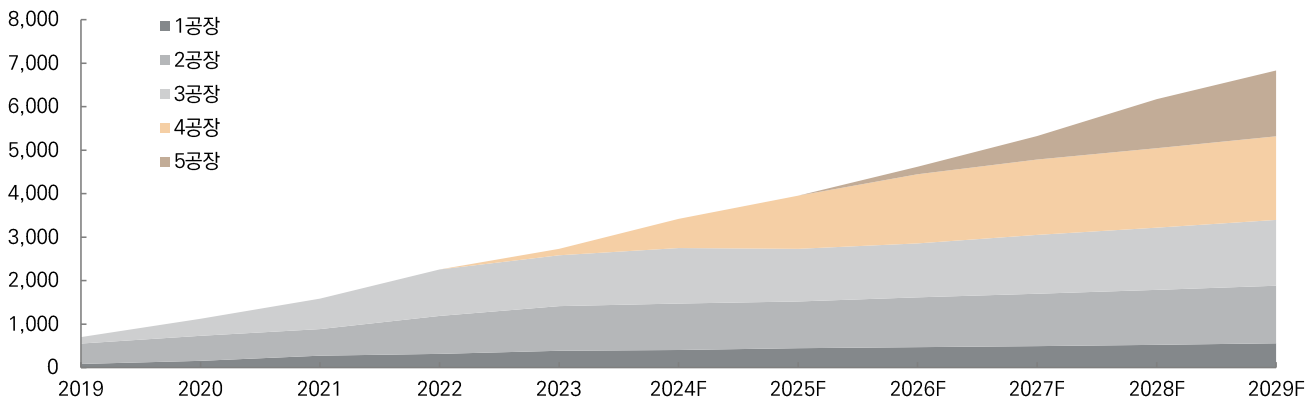
	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
매출액	702	1,165	1,568	2,437	2,939	3,536	4,105	4,805	5,542	6,323	7,208
YoY 성장률	30.9	66.0	34.6	55.4	20.6	20.3	16.1	17.1	15.3	14.1	14.0
1공장 가동률	87	156	273	318	389	401	447	470	496	526	558
	75%	80%	83%	86%	86%	84%	85%	85%	84%	84%	84%
2공장 가동률	464	575	613	873	1,023	1,043	1,081	1,147	1,204	1,264	1,327
	73%	80%	80%	75%	85%	84%	84%	84%	84%	84%	84%
3공장 가동률	149	396	701	1,065	1,169	1,270	1,221	1,239	1,354	1,428	1,515
	23%	46%	76%	83%	83%	82%	84%	83%	86%	85%	85%
4공장 가동률					154	674	1,226	1,593	1,732	1,828	1,920
					13%	38%	67%	83%	83%	84%	84%
5공장 가동률								169	537	1,128	1,513
								15%	33%	65%	83%
서비스	53	62	126	176	279	194	270	320	380	420	460
영업이익	92	293	536	968	1,204	1,286.5	1,570	1,878	2,151	2,522	2,895
YoY 성장률		218.9	83.4	80.4	24.4	6.8	22.0	19.6	14.5	17.3	14.8
영업이익률	13.1	25.1	34.2	39.7	41.0	36.4	38.2	39.1	38.8	39.9	40.2
EBITDA	225	436	697	1,149	1,459	1,567	1,865	2,188	2,473	2,862	3,252
YoY 성장률	52.7	94.2	59.7	64.9	27.0	7.4	19.0	17.4	13.0	15.7	13.6
EBITDA 마진율	32.0	37.4	44.4	47.1	49.6	44.3	45.4	45.5	44.6	45.3	45.1

주: 공장별 매출액은 추정치

자료: 미래에셋증권 리서치센터

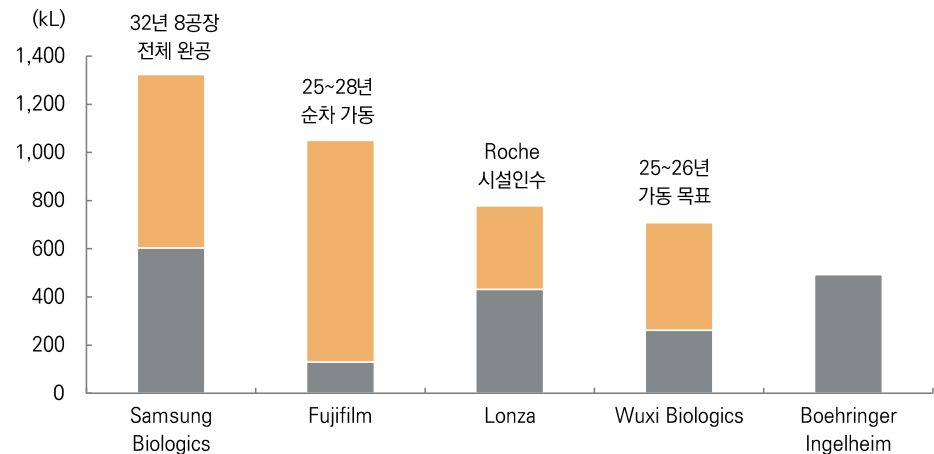
그림 11. 공장별 매출 추정

(십억원)



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 주요 CDMO 업체들의 현재 캐파 및 향후 증설 계획



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 6. 주요 CDMO 플레이어 포유동물세포 기반 바이오텍터 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)
	미국 Portsmouth: 136,000L (20,000L x 5, 6,000L x 4)	미국 Portsmouth: 2,000L x 8 (23년 완공) Vacaville: 330,000L (Roche 인수완료 이후 25년 매출 기여)
	유럽 Visp: 20,000L x 6, 2,000L x 3, 1,000L x 3 Porrino: 10,000L x 4 Slough: 1,000L x 6	유럽 Visp: +alpha (27년 가동)
	싱가폴 Tuas: 20,000L x 4, 2,000L x 2	
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	미국 20,000L x 32 (25~28년 순차 가동 목표)
	덴마크 20,000L x 6	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 Hangzhou: 23,000L (8,000L, 5000L x 3)	중국 Wuxi: 120,000L(26년 가동 목표) Chengdu: 48,000L(25년 가동 목표) Shanghai: 10,000L(26년 가동 목표)
	미국 Cranbur: 6,000L	미국 Worcester: 36,000L(26년 가동)
	독일 Wuppertal: 12,000L, 3,000L, 2,000L x 12	
	아일랜드 MFG6/7: 4,000L x 12, 1,000L x 3	싱가폴 Tuas 120,000L(26년 가동 목표)

자료: 각 사, Bioprocess, 미래에셋증권 리서치센터

표 7. 삼성바이오에피스 연간 실적 전망

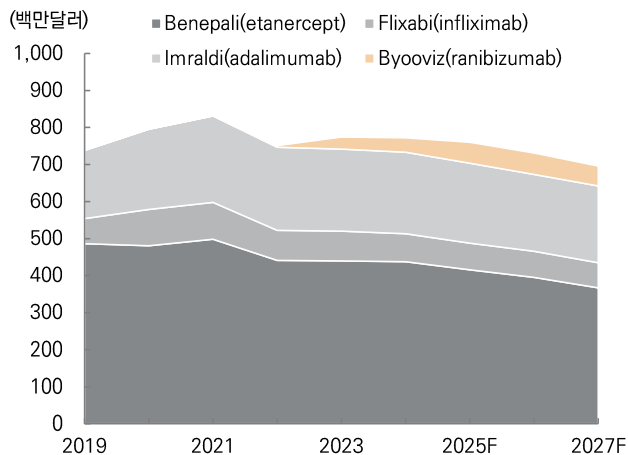
(백만달러, 십억원, %)

	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
Pizchiva(ustekinumab)							6	20
파트너 합	545	991	1,127	1,256	1,262	1,331	1,533	1,662
Episcii(eculizumab)							3	10
삼성바이오에피스 매출액	369	766	777	846	946	1,020	1,444	1,269
YoY 성장률	17.1	107.7	1.5	8.8	11.8	7.8	41.5	-12.1
영업이익	-103	123	145	192	232	205	415	305
YoY 성장률	-0.8	-219.5	18.1	32.3	20.7	-11.3	102.0	-26.5
영업이익률	-27.9	16.0	18.7	22.7	24.5	20.1	28.7	24.0
EBITDA	-60	177	203	257	278	254	473	359
YoY 성장률		-396.1	15.1	26.3	8.2	-8.6	86.2	-24.0
EBITDA 마진율		23.1	26.1	30.3	29.3	24.9	32.7	28.3

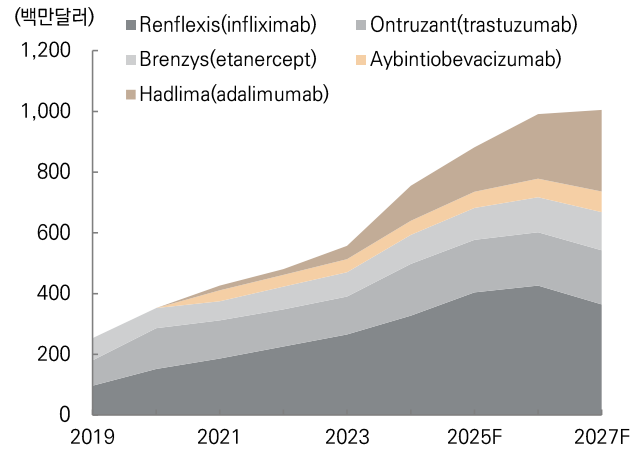
자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 삼성바이오에피스 파트너 바이오텐 시밀러 실적 전망

그림 14. 삼성바이오에피스 파트너 오가논 시밀러 실적 전망



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

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

Figure 23. Adalimumab Volume Market Share⁵

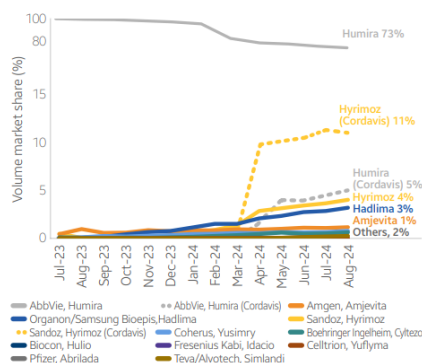
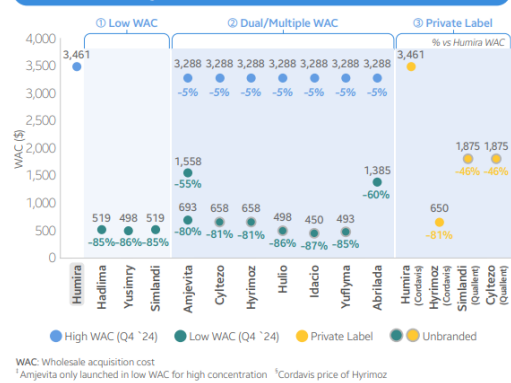


Figure 24. Adalimumab WAC Trend²



자료: 삼성바이오에피스, 미래에셋증권 리서치센터

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	75.4	4,471	5,101	1,356	1,574	30.3	30.9	1,046	1,218	9.8	10.3	72.1	61.8	7.1	6.3	16.9	14.8	40.6	35.1
WuXi Biologics	12.4	3,461	3,896	857	1,007	24.8	25.8	679	796	7.6	8.1	18.9	16.1	1.4	1.3	3.6	3.2	9.5	8.0
WuXi AppTec	26.6	7,532	8,112	2,172	2,376	28.8	29.3	1,809	1,979	15.2	14.6	14.9	13.6	2.3	2.0	3.9	3.6	10.0	8.9
Genscript Biotech	4.7	1,633	2,476	-370	-74	-22.7	-3.0	-241	78	-10.8	2.3			2.1	1.9	2.9	1.9		
Lonza	59.4	10,662	12,507	2,040	2,450	19.1	19.6	1,416	1,795	10.2	11.5	39.6	32.7	4.1	3.8	5.8	5.0	22.6	19.1
Catalent	15.0	6,465	7,008	712	960	11.0	13.7	293	471	5.7	8.4	51.5	32.9	2.9	2.8	2.3	2.1	17.0	14.3
평균						15.2	19.4			6.3	9.2	39.4	31.4	3.3	3.0	5.9	5.1	19.9	17.1

주: 24년 10월 23일 종가 기준. 자료: Factset 컨센서스, 미래에셋증권 리서치센터

표 9. 바이오시밀러 Valuation Table

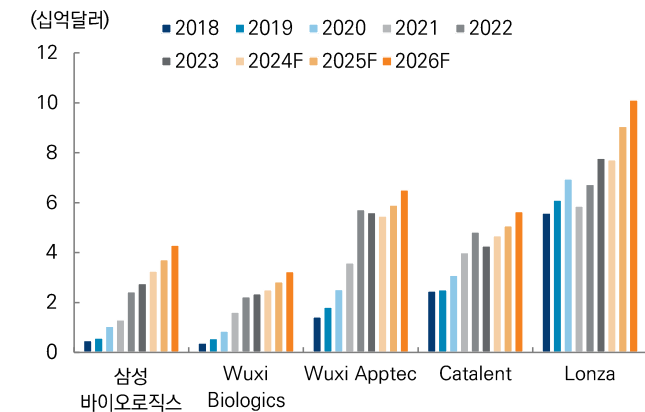
(십억원, %)

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	38.3	3,586	4,616	629	1,626	17.5	35.2	541	1,320	3.1	7.0	73.9	30.4	2.3	2.1	11.2	8.7	40.6	21.5
Biocon	6.4	2,545	3,011	296	438	11.6	14.5	74	212	2.8	5.7	62.1	29.3	1.8	1.7	2.5	2.1	15.4	11.6
Viartis	19.2	20,453	19,911	6,003	5,906	29.4	29.7	4,436	4,426	15.7	15.1	4.4	4.3	0.7	0.7	0.9	1.0	5.8	5.5
Coherus	0.1	360	409	-144	-62	-40.0	-15.0	62	-83							0.4	0.3		
Luye pharma	2.0	1,260	1,441	274	304	21.7	21.1	155	197	6.0	6.9	12.9	10.3	0.8	0.7	1.6	1.4	5.8	5.3
Organon	6.2	8,825	8,914	2,606	2,703	29.5	30.3	1,536	1,631			4.0	3.8			0.7	0.7	6.1	5.4
평균						11.6	19.3					31.5	15.6			2.9	2.4	14.7	9.9

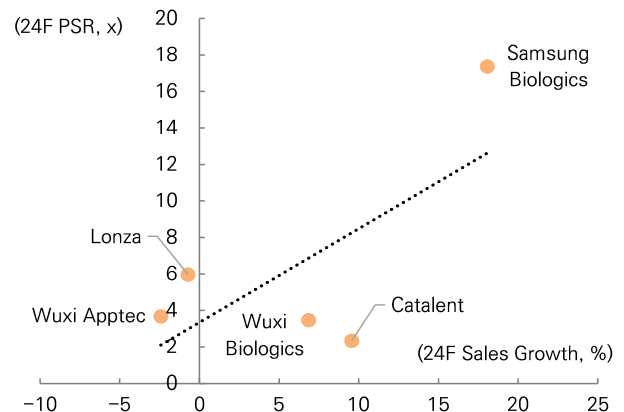
주: 24년 10월 23일 종가 기준. 자료: Factset 컨센서스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. 주요 CDMO 업체들 매출 추이 및 전망(컨센서스)

그림 17. 24년 매출 성장 및 PSR 매트릭스(컨센서스)



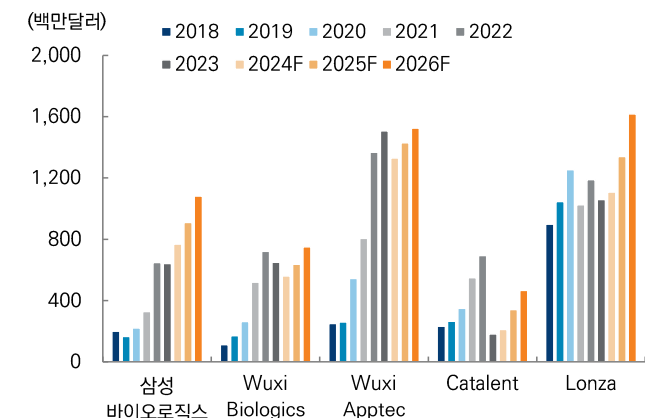
자료: Factset 컨센서스, 미래에셋증권 리서치센터



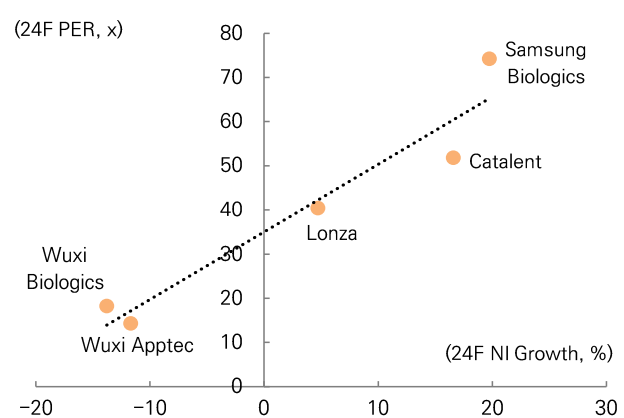
자료: Factset 컨센서스, 미래에셋증권 리서치센터

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
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	의항서 체결
	2020-08-05			441,829	의항서 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			-	의항서 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	의항서 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	의항서 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	3,536	4,105	4,805
매출원가	1,448	1,864	2,049	2,395
매출총이익	1,491	1,672	2,056	2,410
판매비와관리비	286	386	486	533
조정영업이익	1,204	1,286	1,570	1,878
영업이익	1,204	1,286	1,570	1,878
비영업손익	20	54	74	113
금융손익	34	39	74	113
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	1,224	1,340	1,644	1,991
계속사업법인세비용	278	268	329	398
계속사업이익	946	1,072	1,315	1,593
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	946	1,006	1,315	1,593
지배주주	946	1,006	1,315	1,593
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	942	1,006	1,315	1,593
지배주주	942	1,006	1,315	1,593
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	1,459	1,566	1,865	2,188
FCF	442	1,280	1,650	1,953
EBITDA 마진율 (%)	49.6	44.3	45.4	45.5
영업이익률 (%)	41.0	36.4	38.2	39.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	32.2	28.5	32.0	33.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	4,070	4,837	6,255	7,959
현금 및 현금성자산	231	217	892	1,681
매출채권 및 기타채권	0	0	0	0
재고자산	1,679	2,020	2,345	2,745
기타유동자산	2,160	2,600	3,018	3,533
비유동자산	7,761	7,987	8,338	8,824
관계기업투자등	3,318	3,992	4,634	5,425
유형자산	3,543	3,375	3,095	2,800
무형자산	54	41	27	11
자산총계	11,831	12,824	14,593	16,783
유동부채	2,954	2,832	3,217	3,729
매입채무 및 기타채무	851	1,024	1,189	1,391
단기금융부채	951	421	419	453
기타유동부채	1,152	1,387	1,609	1,885
비유동부채	638	681	750	836
장기금융부채	280	250	250	250
기타비유동부채	358	431	500	586
부채총계	3,593	3,513	3,968	4,565
지배주주지분	8,239	9,311	10,626	12,219
자본금	178	178	178	178
자본잉여금	5,672	5,672	5,672	5,672
이익잉여금	2,399	3,471	4,786	6,379
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	8,239	9,311	10,626	12,219

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	1,418	1,380	1,650	1,953
당기순이익	946	1,072	1,315	1,593
비현금수익비용가감	568	494	550	595
유형자산감가상각비	246	267	281	295
무형자산상각비	9	13	14	15
기타	313	214	255	285
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	118	42	40	50
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	95	0	0	0
재고자산 감소(증가)	-448	-341	-325	-400
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	188	35	33	41
법인세납부	-276	-268	-329	-398
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,461	-432	-331	-408
유형자산처분(취득)	-974	-100	0	0
무형자산감소(증가)	-25	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	528	-347	-331	-408
기타투자활동	-990	15	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-492	-559	-2	34
장단기금융부채의 증가(감소)	-462	-559	-2	34
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-30	0	0	0
현금의 증가	-527	-14	676	788
기초현금	758	231	217	892
기말현금	231	217	892	1,681

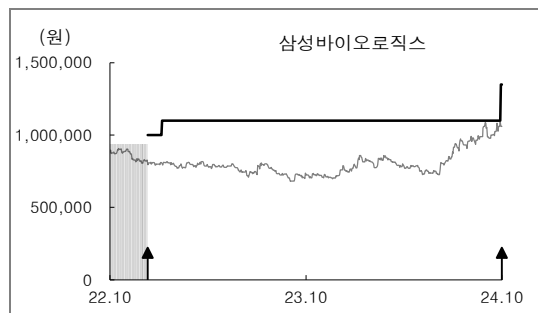
자료: 삼성바이오로직스, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	57.2	70.3	57.3	47.3
P/CF (x)	35.7	48.1	40.4	34.4
P/B (x)	6.6	8.1	7.1	6.2
EV/EBITDA (x)	36.6	47.1	39.0	32.7
EPS (원)	13,290	15,062	18,476	22,381
CFPS (원)	21,268	22,003	26,197	30,746
BPS (원)	115,753	130,816	149,291	171,673
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	20.3	16.1	17.1
EBITDA증가율 (%)	27.0	7.3	19.1	17.4
조정영업이익증가율 (%)	24.4	6.8	22.1	19.6
EPS증가율 (%)	35.3	13.3	22.7	21.1
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	9.9	9.2	9.2
ROA (%)	7.9	8.7	9.6	10.2
ROE (%)	12.2	12.2	13.2	13.9
ROIC (%)	25.2	24.7	31.8	40.8
부채비율 (%)	43.6	37.7	37.3	37.4
유동비율 (%)	137.8	170.8	194.4	213.4
순차입금/자기자본 (%)	-8.3	-16.9	-24.3	-30.6
조정영업이익/금융비용 (x)	21.6	35.4	61.3	71.7

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			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



* 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
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.