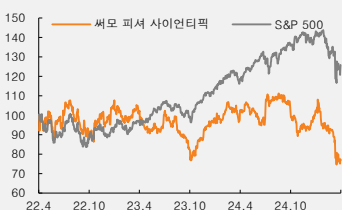


Not Rated

Refinitiv 평균목표주가	USD 627
현재주가(25/4/23)	USD 431.64
상승여력	45.2%

S&P 500(p)	5,375.86
EPS 성장률(25F,%)	14.9
P/E(25F,x)	22.7
배당수익률(%)	0.3
시가총액(십억USD)	162.94
시가총액(조원)	231.80
상장주식수(백만주)	377.5
60일 평균 거래대금(백만USD)	1,119.14
52주 최저가(USD)	419.31
52주 최고가(USD)	624.21

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-16.6	-25.1	-24.9
상대주가	-12.1	-19.3	-29.1



[첨단의료기기/디지털헬스]

김충현, CFA

choonghyun.kim@miraeeasset.com

박선영

seunyoung.park@miraeeasset.com

# 써모 피셔 사이언티픽

## 거시환경 불확실성이라는 불가항력

### 1Q25 Review: 매출 및 조정 순이익 시장기대치 부합

매출은 전년과 유사한 103.6억 달러로 시장기대치에 부합했다. 영업이익은 전년 대비 3% 증가하였고, 영업이익률은 0.5%p 증가하였다. 조정 순이익은 전년과 유사한 19.5억 달러로 시장기대치에 부합했다.

지역별로 북미 지역은 전년과 유사했고, 유럽 및 아시아태평양은 낮은 자릿수 성장, 중국은 한 자릿수 중반 감소를 기록했다. 고객별 매출은 제약 및 생명공학 부문은 백신 및 코로나 치료제 매출 감소 영향으로 한 자릿수 초반 성장, 산업 및 응용 부문과 진단 및 의료 부문은 낮은 한 자릿수로 성장, 학계와 정부 부문은 미중 관세 전쟁 여파로 한 자릿수 초반 감소했다.

2025년 가이던스는 매출 433억~442억 달러(기존 435억~440억 달러), 조정 EPS 21.76~22.84달러(기존 23.1~23.5달러)로 하향하였다. 자본지출 14억~17억 달러, 잉여현금흐름 70~74억 달러는 기존과 동일하게 유지했다.

### 12개월 선행 P/E 19배로 글로벌 Peer 대비 저평가

거시환경 불확실성이 매섭다. 가장 큰 요소는 미중 관세전쟁과 미국 생명공학 연구 예산 삭감이다. 당사는 미중 관세전쟁 영향으로 매출 4억 달러, 영업이익 3.75억 달러, 조정 EPS 0.7달러가 부정적 영향을 받을 것으로 전망했다. 또한, 미국 행정부의 생명공학 연구 예산 삭감에 따라 매출 5억 달러, 영업이익 1.5억 달러, 조정 EPS 0.3달러의 감소효과로 이어질 것으로 제시했다.

다만, 당사는 우호적인 환율효과(매출 6억 달러 증가 효과)와 공급망변화, 적극적인 원가관리, 적절한 가격정책을 병행하여 거시환경 불확실성 영향을 최소화하고 있다. 거시환경 불확실성 영향이 반영되며 현재 주가는 12개월 선행 P/E 기준 19.2배로 지난 4년간 P/E의 -3 표준편차까지 하락했다. 이는 글로벌 Peer(27.1배) 및 동사의 지난 3년 평균(24.8배) 대비 저평가 상태다.

예산 삭감으로 취소된 2억 달러의 백신연구를 제외하면 바이오텍의 신약 개발활동은 증가세로 보인다. 최근 거시환경이 동사에게 우호적이라고 볼 수 없지만, 동사의 경쟁력과 현재 밸류에이션을 고려할 때 지나친 우려는 지양할 필요가 있다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (백만USD)	42,857	42,879	43,557	46,433	48,755
영업이익 (백만USD)	6,859	7,337	7,279	7,806	8,245
영업이익률 (%)	16.0	17.1	16.7	16.8	16.9
순이익 (백만USD)	5,995	6,335	7,186	7,923	8,319
EPS (USD)	15.53	16.58	19.05	21.00	22.05
ROE (%)	13.3	13.2	13.9	13.6	12.6
P/E (배)	34.2	31.4	22.7	20.6	19.6
P/B (배)	3.3	2.9	2.2	2.0	1.8

주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 써모 피셔 사이언티픽, 미래에셋증권 리서치센터

### 1Q25 Review: 매출 및 조정 순이익 시장기대치에 부합

매출은 전년과 유사한 103.6억 달러로 시장기대치에 부합했다. 영업이익은 전년 대비 3% 증가하였고, 영업이익률은 0.5%p 증가하였다. 조정 순이익은 전년과 유사한 19.5억 달러로 시장기대치에 부합했다.

지역별로 북미 지역은 전년과 유사했고, 유럽 및 아시아태평양은 낮은 한자릿수 성장, 중국은 한자릿수 중반 감소를 기록했다. 고객별 매출은 제약 및 생명공학 부문, 산업 및 응용 부문과 진단 및 의료 부문은 낮은 한 자릿수로 성장, 학계와 정부 부문은 미중 관세전쟁 여파로 한자릿수 초반 감소했다.

동사는 지난 2월, Solvatum의 Purification & Filtration 사업부를 41억 달러에 인수하는 계약을 체결했다. 해당 사업부는 동사의 세포 배양 배지 및 일회용 기술을 보완할 것으로 예상되며 거래는 2025년 말에 종료되는 것이 목표다. 인수가 완료되면 해당 사업부문은 생명과학 사업부문에 편입된다.

2025년 가이드언스는 매출 433억~442억 달러(기존 435억~440억 달러), 조정 EPS 21.76~22.84달러(기존 23.1~23.5달러)로 하향하였다. 자본지출 14억~17억 달러, 잉여현금흐름 70~74억 달러는 기존과 동일하게 유지했다.

#### Q) 가이드언스에 대한 자세한 설명?

A) 올해 초 분기 실적이 정말 좋았다. 매출, 순이익, 성장 전략 실행 등 모든 측면에서 순조로웠다. 그러나 거시경제 변화가 매우 역동적이다. 가장 큰 요소는 미중 관세전쟁과 미국 행정부의 생명공학 관련 예산 삭감 정책이다.

미국 생산시설에서 생산하는 제품의 중국 판매에 영향을 미쳐 4억 달러의 매출 감소로 이어질 것으로 가정했다. 우리가 중국에 공급하는 제품 중 실제로 미국에서 생산되는 것은 극소수다. 하지만 우리는 사실상 수요가 0이 될 것이라고 가정한다. 생산시설을 다른 곳으로 옮기는 것은 상당한 시간이 소요된다.

또한, 중국에서 조달되는 부품의 수입비용 증가도 예상되며, 이로 인해 3.75억 달러의 영업이익 감소로 이어질 것으로 가정했다. 미중 관세전쟁 영향은 내년에는 빠르게 감소할 것으로 예상된다. 중국과 관련되지 않은 관세는 2025년 조정 순이익에 영향을 미치지 않을 것으로 가정했다.

미국 생명공학 예산관련 정책으로 가장 큰 영향을 받을 곳은 학계 및 정부부문 시장이다. 2025년 해당 시장에서 바이오 프로세싱 장비 구매가 감소할 것으로 예상된다. 백신 연구와 관련된 부분도 가이드언스에 반영하였다. 이러한 정책변화는 매출 5억 달러, 영업이익 1.5억 달러, 조정 EPS 0.3달러의 감소 효과로 이어질 것으로 예상된다.

관세 영향을 부문적으로 상쇄하는 것은 환율이다. 현재 환율을 적용하면 6억 달러 매출 증가 효과가 기대된다. 공급망변화, 적극적인 원가관리, 적절한 가격정책을 병행하여 거시환경 불확실성에 대응하고자한다.

**Q) 2025년 이후의 장기적인 전망? NIH와 미국 정부 자금지원 정책에 대한 생각은?**

A) 나는 우리 산업의 장기적인 성장에 대해 매우 낙관적이나 지금 당장은 초단기적인 목표에 집중하고 있다. 의회는 역사적으로 NIH를 강력하게 지지해 왔다. 앞으로 어떻게 될지는 두고 봐야 할 것이다. 지금은 그저 우리가 처한 상황을 헤쳐나가야 할 뿐이다.

**Q) 바이오시장에서 관세정책으로 인해 고객사의 주문 패턴에 변화가 있었나?**

A) 관세 시행 발표가 너무 급작스러웠기 때문에 고객들이 주문을 앞당길 기회가 없었던 것 같다.

**Q) 다양한 제품을 제조하는 상황에서 거시환경 불확실성에 얼마나 유연하게 대응가능한가?**

A) 사업 분야가 한정되어 있고, 전 세계 단일 사이트에서 제품을 공급한다면, 엄청난 불이익을 받을 수도 있는 환경이다. 우리는 모든 주요 지역에 대규모 시설을 갖추고 있다.

**Q) 올해 가격 가정과 전망은?**

A) 우리는 항상 적절하게 가격을 전가해왔다. 올해는 2%에 가까운 수준으로 큰 가격변동은 아니라고 생각한다.

**Q) 미국 리쇼어링에 대한 생각은?**

A) 고객사의 신규시설이 가동되면 엄청난 주문이 생겨난다. 최종적으로 몇 개의 공장이 건설될지는 알 수 없으나 우리는 고객사의 생산능력 확대를 확실히 지원할 것이다.

**Q) 바이오텍 시장 상황은?**

A) 임상 연구 현황과 실제 성과 측면에서, 바이오텍 분야는 여전히 매력적이다. 우리 같은 CRO와 협업을 하게 되면 더 빠르고 비용 효율적으로 임상연구를 진행할 수 있다. 백신 관련 예산 삭감은 일회성 이벤트라고 생각한다. FDA가 단일클론 항체를 중심으로 동물실험을 줄이는 방향으로 나아가고 있다. 이 영역은 동물실험이 덜 중요한 분야다. FDA는 현대화를 시도하고 있는데, 이는 업계가 저부가가치 활동에 대해 비용을 절감하는 것을 의미한다. 이런 상황은 우리에게 유리하다고 생각한다. 또 어떤 정책이 나오고 제약사들이 어떻게 대응할지는 알 수 없지만 우리는 그들이 방향을 잡을 수 있도록 돕고, 해결책을 찾아낼 것이다.

표 1. 1Q25 실적 비교표

(백만달러, %, %p)

	1Q24	4Q24	1Q25		성장률	
			확정 실적	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	10,345	11,395	10,364	10,231	0.2	-9.0
영업이익	1,663	2,016	1,716	2,277	3.2	-14.9
영업이익률 (%)	16.1	17.7	16.6	22.3	0.5	-1.1
순이익	1,327	1,830	1,507	1,523	13.6	-17.7

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

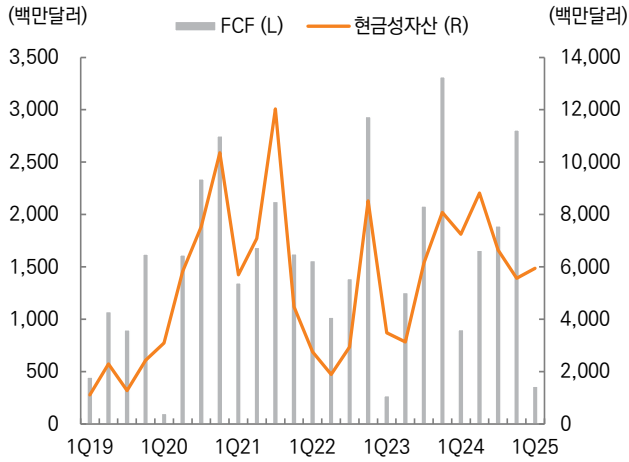
표 2. 분기별 실적 전망표

(백만달러, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
<b>매출</b>	<b>10,345</b>	<b>10,541</b>	<b>10,598</b>	<b>11,395</b>	<b>10,364</b>	<b>10,646</b>	<b>10,810</b>	<b>11,737</b>	<b>42,879</b>	<b>43,557</b>	<b>46,433</b>
Life Sciences Solutions	2,285	2,355	2,387	2,604	2,341	2,404	2,447	2,660	9,631	9,851	10,506
Analytical Instrument	1,687	1,782	1,808	2,186	1,718	1,382	1,418	1,553	7,463	6,070	6,028
Specialty Dx	1,109	1,117	1,129	1,157	1,148	1,131	1,149	1,246	4,512	4,674	4,957
Lab. Product & BioPharma Services	5,723	5,758	5,740	5,936	5,640	5,730	5,797	6,278	23,157	23,445	24,942
영업이익	1,663	1,820	1,838	2,016	1,716	1,773	1,811	1,979	7,337	7,279	7,806
순이익	1,327	1,547	1,629	1,830	1,507	1,820	1,854	2,005	6,335	7,186	7,923
<b>매출 성장률 (%)</b>	<b>-3.4%</b>	<b>-1.4%</b>	<b>0.2%</b>	<b>4.7%</b>	<b>0.2%</b>	<b>1.0%</b>	<b>2.0%</b>	<b>3.0%</b>	<b>0.1%</b>	<b>1.6%</b>	<b>6.6%</b>
Life Sciences Solutions	-12.5%	-4.4%	-1.9%	5.5%	2.5%	2.1%	2.5%	2.1%	-3.5%	2.3%	6.6%
Analytical Instrument	-2.1%	1.9%	3.1%	7.3%	1.8%	-22.5%	-21.6%	-29.0%	2.8%	-18.7%	-0.7%
Specialty Dx	0.1%	0.7%	4.2%	4.7%	3.5%	1.2%	1.7%	7.7%	2.4%	3.6%	6.1%
Lab. Product & BioPharma Services	-0.7%	-1.3%	0.2%	3.8%	-1.5%	-0.5%	1.0%	5.8%	0.5%	1.2%	6.4%
영업이익률 (%)	16.1%	17.3%	17.3%	17.7%	16.6%	16.7%	16.8%	16.9%	17.1%	16.7%	16.8%
순이익률 (%)	12.9%	14.7%	15.4%	16.0%	14.5%	17.0%	17.1%	17.0%	14.8%	16.5%	17.1%

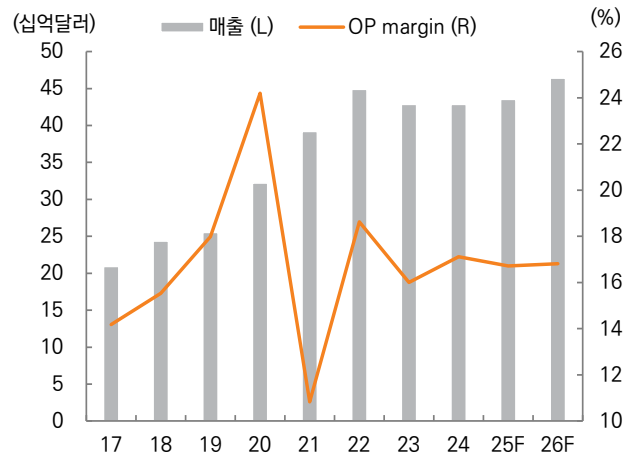
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. FCF



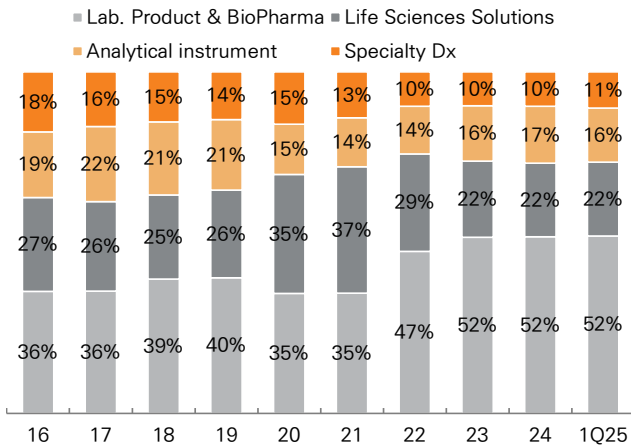
자료: TMO, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. TMO 매출 및 영업이익률



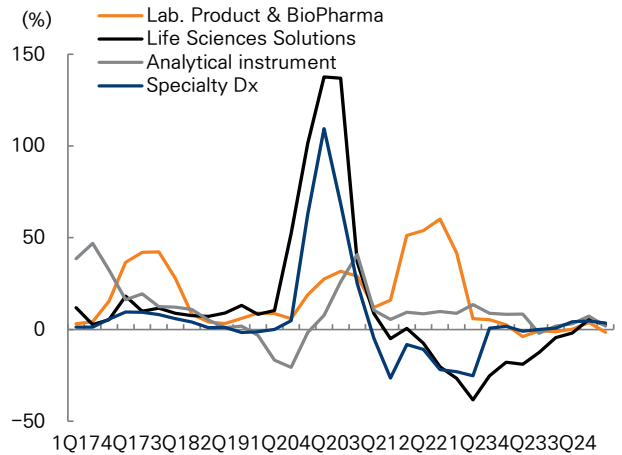
자료: TMO, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 제품별 매출 비중



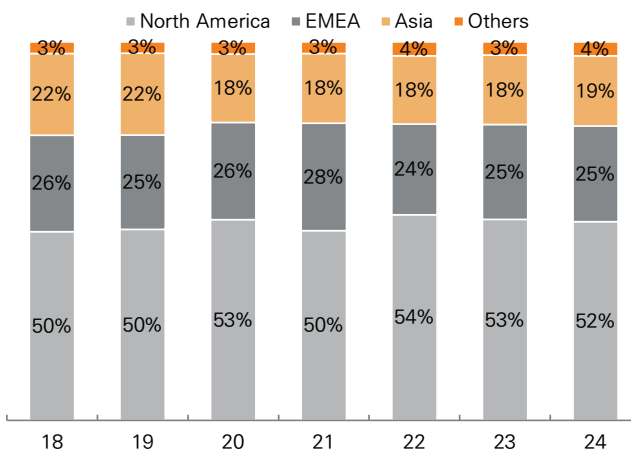
자료: TMO, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 제품별 매출성장률



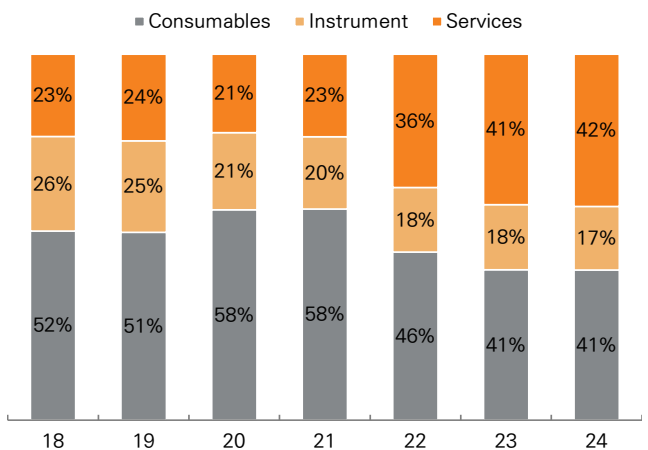
자료: TMO, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 지역별 매출 비중



자료: TMO, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 카테고리별 매출 비중



자료: TMO, 미래에셋증권 리서치센터

### 밸류에이션 및 투자전략

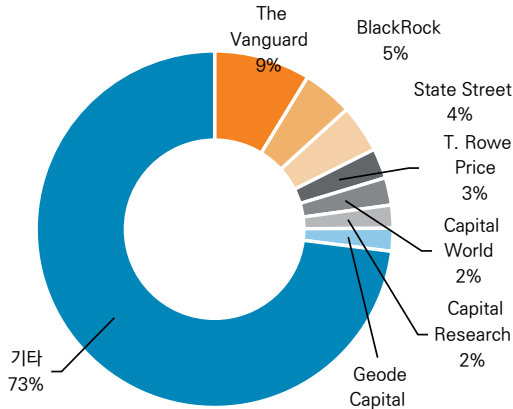
거시환경 불확실성이 매섭다. 가장 큰 요소는 미중 관세전쟁과 미국 생명공학 연구 예산 삭감이다. 동사는 미중 관세전쟁 영향으로 매출 4억 달러, 영업이익 3.75억 달러, 조정 EPS 0.7달러가 부정적 영향을 받을 것으로 전망했다. 또한, 미국 행정부의 생명공학 연구 예산 삭감에 따라 매출 5억 달러, 영업이익 1.5억 달러, 조정 EPS 0.3달러의 감소효과로 이어질 것으로 제시했다.

다만, 동사는 우호적인 환율효과(매출 6억 달러 증가 효과)와 공급망변화, 적극적인 원가관리, 적절한 가격정책을 병행하여 거시환경 불확실성 영향을 최소화하고 있다. 거시환경 불확실성 영향이 반영되며 현재 주가는 12개월 선행 P/E 기준 19.2배로 지난 4년간 P/E의 -3 표준편차까지 하락했다. 이는 글로벌 Peer(27.1배) 및 동사의 지난 3년 평균(24.8배) 대비 저평가 상태다.

경쟁사들이 특정 사업 분야에 강점을 가진 것과 달리, 동사는 바이오의약품 개발의 모든 과정을 아웃소싱할 수 있는 비즈니스 모델을 갖추고 있어 시장의 불확실성이 높아지는 이벤트가 발생할수록 동사가 파트너에게 제공할 수 있는 가치는 높아질 수 있다. 이러한 강점을 바탕으로 4Q24에는 CDMO와 CRO 사업의 시너지를 통해 고객사의 신약개발 프로그램의 투자수익을 개선할 수 있는 Accelerator Drug Development 솔루션을 출시하였다.

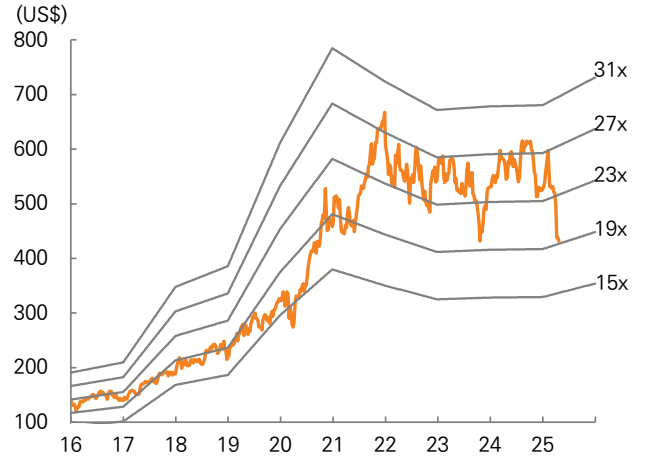
미국 정부의 예산삭감으로 취소된 2억 달러의 백신연구를 제외하면 바이오텍의 신약 개발 활동은 증가세로 보인다. 최근 거시환경이 동사에게 우호적이라고 볼 수 없지만, 동사의 경쟁력과 현재 밸류에이션을 고려할 때 지나친 우려는 지양할 필요가 있다.

그림 7. 지분율



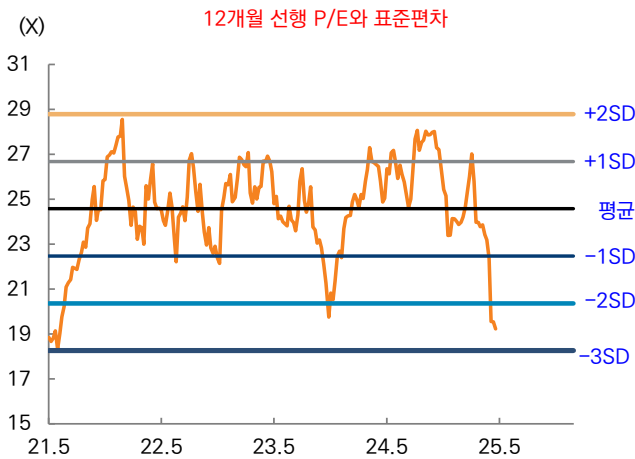
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 12개월 선행 P/E 밴드 차트



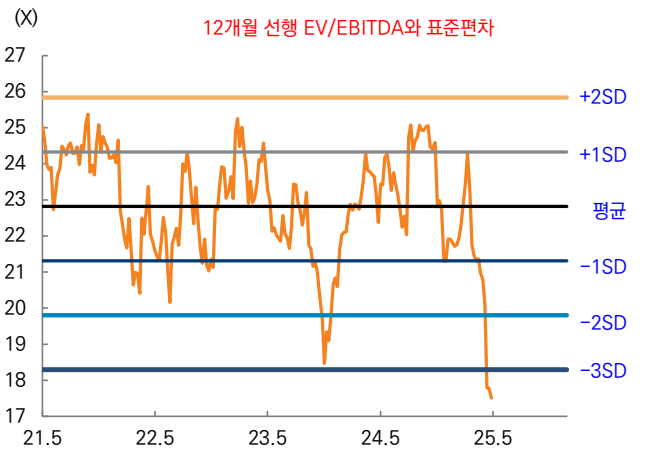
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 12개월 선행 P/E와 표준편차



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 12개월 선행 EV/EBITDA와 표준편차



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. Global peer valuation

회사명	시가총액 (십억원)	영업이익률 (%)			P/E (X)			P/S (X)			EV/EBITDA(x)			매출 (십억원)		
		24	25F	26F	24	25F	26F	24	25F	26F	24	25F	26F	24	25F	26F
씨모 피서 사이언티픽	231,474	17.1	23.2	23.9	24.3	18.9	17.1	3.8	3.7	3.5	20.9	17.1	15.6	58,503	62,413	66,408
다나허	199,584	20.4	28.3	28.8	35.7	25.5	23.2	6.0	5.8	5.4	22.7	20.3	18.6	32,575	34,769	37,062
머크 그룹	84,455	17.1	19.1	19.9	18.9	13.1	12.1	2.5	2.4	2.3	12.8	9.5	9.0	31,221	35,719	37,101
자르토리우스	24,777	11.6	18.4	19.9	133.2	37.6	29.4	3.6	4.3	3.9	21.6	19.4	16.9	4,989	5,874	6,450
삼성바이오로직스	75,871	29.0	29.8	30.7	59.3	57.1	47.6	15.5	13.4	11.6	35.3	33.2	28.6	4,547	5,652	6,555
론차 그룹	69,541	14.7	19.5	20.9	62.9	33.9	28.4	6.1	5.3	4.7	25.6	19.9	17.2	10,187	13,402	14,879
야오밍 생물기술	17,074	24.8	26.7	27.4	25.8	20.6	17.6	4.7	4.2	3.6	9.1	11.6	10.1	3,543	4,111	4,730
<b>전체 평균</b>		<b>19.2</b>	<b>23.6</b>	<b>24.5</b>	<b>51.4</b>	<b>29.5</b>	<b>25.1</b>	<b>6.0</b>	<b>5.6</b>	<b>5.0</b>	<b>21.1</b>	<b>18.7</b>	<b>16.6</b>	<b>20,795</b>	<b>23,134</b>	<b>24,741</b>

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

### 사업부문별 Review

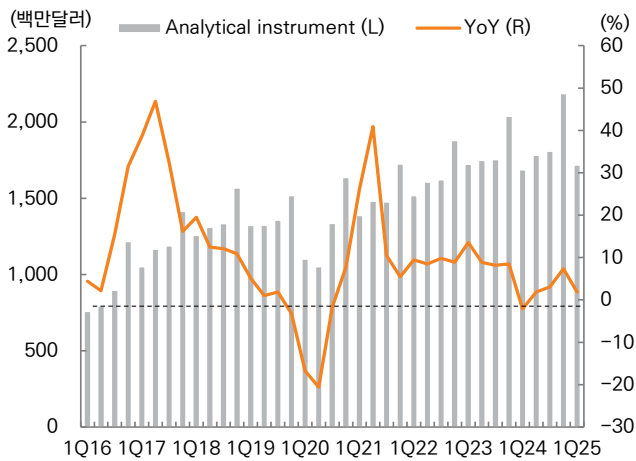
#### Lab Product & Biopharma 사업

매출액은 전년 대비 1% 감소한 56.4억 달러를 기록했다. 영업이익은 전년 대비 2% 감소한 7.3억 달러를 기록했다. 영업이익률은 전년과 유사한 13.0%를 기록했다.

#### Analytical Instrument 사업부문

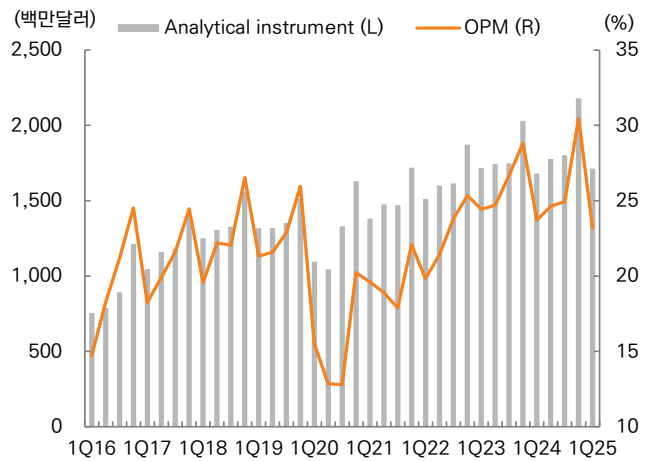
매출액은 전년 대비 2% 증가한 17.2억 달러를 기록했다. 외형성장은 전자현미경이 주도했다. 영업이익은 전년과 유사한 4.0억 달러를 기록했다. 영업이익률은 전년 대비 0.5%p 감소한 23.2%를 기록했다. 신제품으로 반도체 제조공정에 활용되는 AI 전자현미경인 Thermo Scientific Vulcan과 차세대 초고성능 액체 크로마토그래피 플랫폼인 Thermo Scientific Transcend를 출시했다.

그림 11. Analytical Instrument 사업부문 매출 및 매출성장률



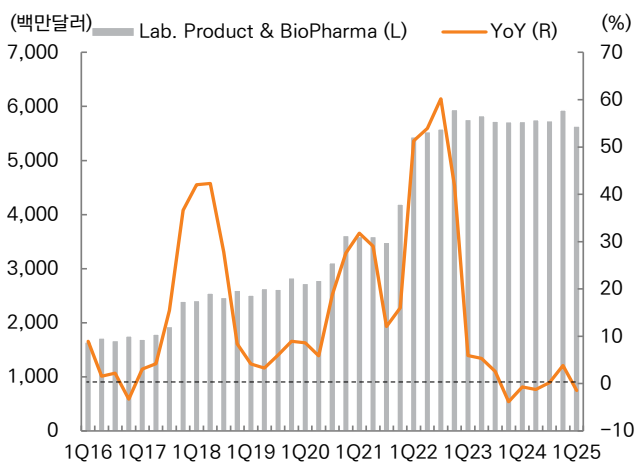
자료: TMO, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. Analytical Instrument 사업부문 매출 및 영업이익률



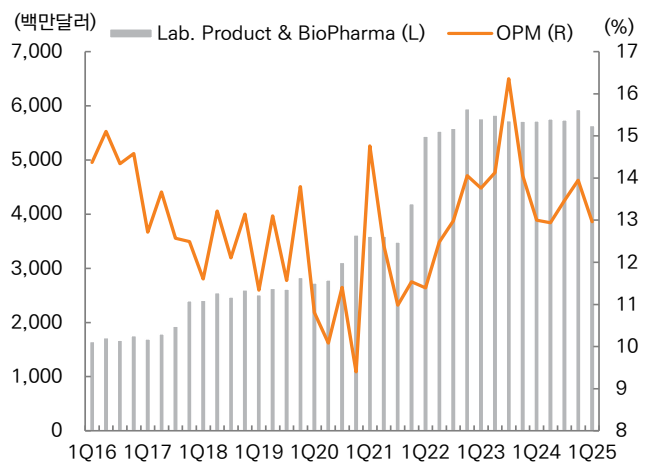
자료: TMO, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. Lab Product 사업부문 매출 및 매출성장률



자료: TMO, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. Lab Product 사업부문 매출 및 영업이익률



자료: TMO, 미래에셋증권 리서치센터

### Life Sciences Solutions 사업

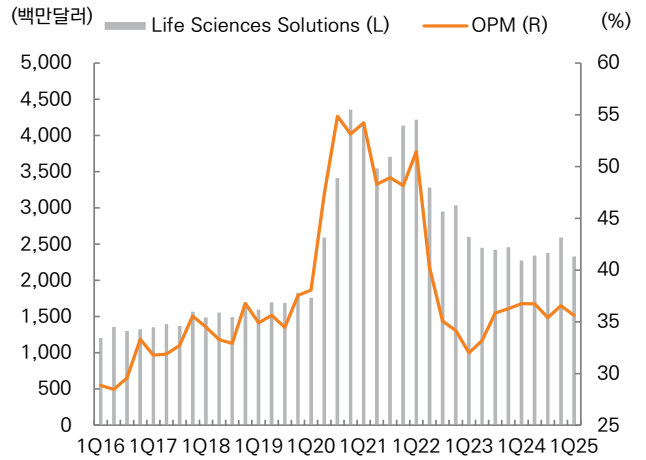
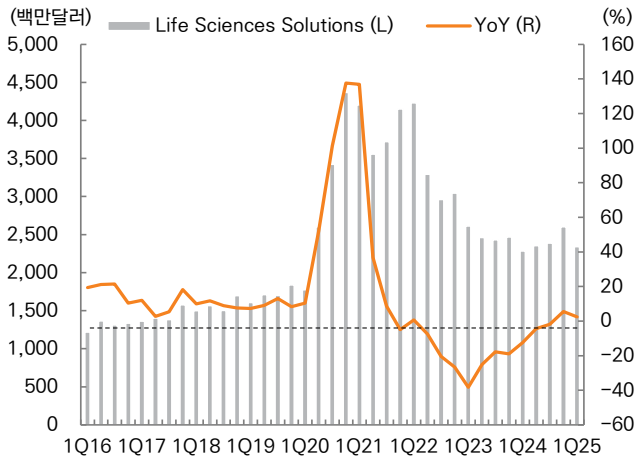
매출액은 전년 대비 2% 증가한 23.4억 달러를 기록했다. 영업이익은 전년 대비 1% 감소한 8.3억 달러를 기록하며 영업이익률은 전년 대비 1.1%p 감소한 35.6%를 기록하였다.

### Specialty Dx 사업부문

매출은 면역진단 및 이식 진단 사업 주도로 전년 대비 4% 증가한 11.5억 달러를 기록했다. 영업이익은 전년 대비 3% 증가한 3.0억 달러를 기록했다. 영업이익률은 전년과 유사한 26.5%를 기록하였다.

그림 15. Life Sciences Solutions 사업부문 매출 및 매출성장률

그림 16. Life Sciences Solutions 사업부문 매출 및 영업이익률

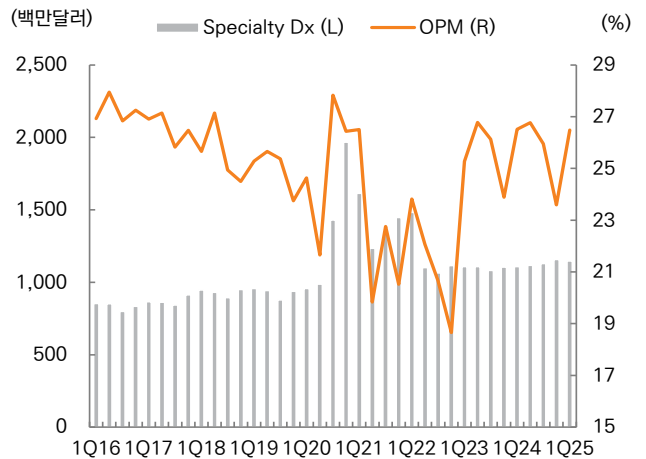
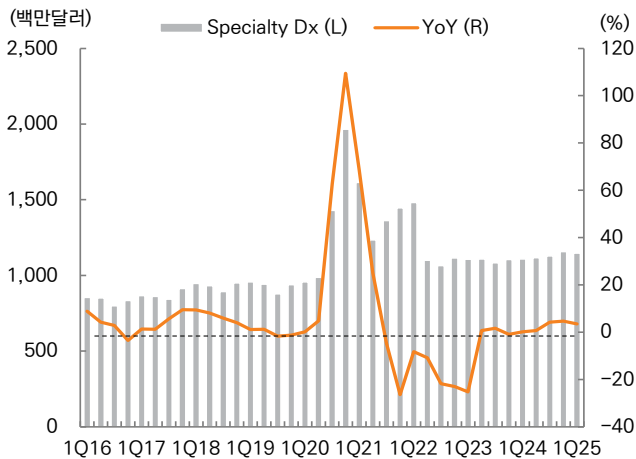


자료: TMO, 미래에셋증권 리서치센터

자료: TMO, 미래에셋증권 리서치센터

그림 17. Specialty Dx 사업부문 매출 및 매출성장률

그림 18. Specialty Dx 사업부문 매출 및 영업이익률



자료: TMO, 미래에셋증권 리서치센터

자료: TMO, 미래에셋증권 리서치센터

**Compliance Notice**

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 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.