

# 삼성바이오로직스 (207940.KS)

## 알츠하이머, ADC 신규 모멘텀 찾기

글로벌 바이오 CDMO 초과수요 트렌드 유지 전망. 경쟁사 중 가장 빠른 케파 확대 움직임 긍정적으로 해석. 한편 신규 성장 축으로 ADC 주목, 올해 12월 공장 첫 가동 예정. 우시 XDC 빈자리 수혜 기대

Analyst 한승연, CFA  
02)768-7802, seungyeon.han@nhqv.com

### 공격적인 케파(CMO) 확대가 기대되는 이유

투자 의견 Buy, 목표주가 120만원으로 커버리지 개시. '24년 현가 EBITDA('26년 조정 EBITDA 10% 할인), 타깃 멀티플 30배(글로벌 피어 10% 할증) 적용

경쟁사 중 바이오 케파 가장 빠른 확장 지속 중(現60.4만L → '25년 78.4만L → '27년 96.4만L 예상). 공격적인 케파 확대의 대전제는 글로벌 CDMO 산업 초과 수요 지속. 최근 동사 초대형 수주(알츠하이머 추정)와 美 생물보안법안(글로벌 케파 미드틴 % 감소) 고려 시, 향후 최소 10년 이상 현 트렌드 유지 전망

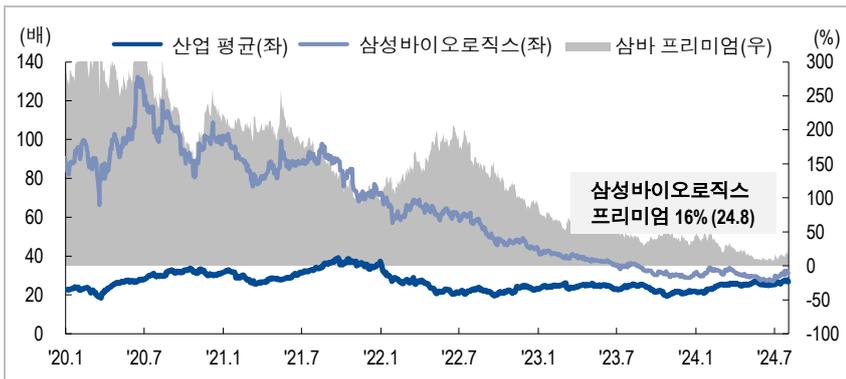
별도 로직스(CMO) 매출 '24년 3.5조원(+20% y-y), '25년 4.1조원(+15% y-y), '26년 4.7조원(+15% y-y) 예상. '27년 6공장 가동 타임라인 고려 시, 올해 내 착공 계획 공개 기대. 공격적인 바이오 신규 케파 확장 긍정적으로 평가

### 신규 모멘텀: 내년부터 ADC CDO 수주 확대 기대

밸류에이션 확장을 위해서는 안정적인 실적 성장에 더해 신규 모멘텀 필요, 차세대 모달리티 ADC('30년 시장규모 460억달러)에 주목. 글로벌 2위 ADC CDMO社 우시 XDC 생물보안법으로 타격 전망, 론자 제외 시 주요 경쟁사 부재

동사는 올해 12월 ADC 바이오컨쥬게이션 공장 첫 가동 예정, ADC CDO 반사 수혜 예상. 중장기적 ADC CMO 역량 강화에 따른 장기 실적 레벨업 기대

### 글로벌 CDMO 기업 밸류에이션 추이



주: 산업 평균의 기업은 론자, 씨모피서, 다나허, 바헴 포함. 자료: Bloomberg, FnGuide, NH투자증권 리서치본부

※ESG Index/Event는 110페이지 참조

## Buy (신규)

목표주가	1,200,000원 (신규)		
현재가 (24/08/09)	960,000원		
업종	의약품		
KOSPI / KOSDAQ	2,588.43 / 764.43		
시가총액(보통주)	68,327.0십억원		
발행주식수(보통주)	71.2백만주		
52주 최고가 ('24/08/08)	974,000원		
최저가 ('23/09/26)	680,000원		
평균거래대금(60일)	80,308백만원		
배당수익률 (2024E)	0.00%		
외국인지분율	12.8%		
주요주주			
삼성물산 외 3 인	74.3%		
국민연금공단	6.7%		
추가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	22.9	17.8	20.3
상대수익률 (%p)	28.8	19.2	21.1

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	3,695	4,543	4,922	5,634
증감률	23.1	23.0	8.3	14.5
영업이익	1,114	1,419	1,405	1,653
증감률	13.2	27.4	-0.9	17.6
영업이익률	30.1	31.2	28.6	29.3
(지배지분)순이익	858	1,124	1,169	1,365
EPS	12,051	15,785	16,429	19,180
증감률	5.6	31.0	4.1	16.7
PER	63.1	60.8	58.4	50.1
PBR	5.5	6.2	5.6	5.1
EV/EBITDA	33.5	32.4	28.6	24.8
ROE	9.1	10.8	10.1	10.7
부채비율	63.2	60.8	59.6	58.1
순차입금	-433	-946	-1,592	-2,806

단위: 십억원, %, 원, 배  
주: IFRS 연결 기준  
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

삼성바이오로직스는 2011년 설립되었으며, 삼성그룹의 계열사로 국내외 제약사의 바이오의약품 위탁 생산 및 개발하는 CDMO 사업을 영위. 인천 송도에 제1바이오캠퍼스, 제2바이오캠퍼스 부지 확보, 1~4공장은 이미 가동 중이며, 2025년까지 5공장 완공 예정(1공장 3만L, 2공장 15.4만L, 3공장 18만L, 4공장 25만L, 5~8공장 18만L). 한편 자회사 삼성바이오에피스(지분율 100%)는 바이오시밀러의 연구개발 및 상업화 사업. 대표 제품으로 렌플렉시스(레미케이드 시밀러), 베네팔리(엔브렐 시밀러), 임랄디(휴미라 시밀러) 등이 있음. 최근 국내외 일부 유럽 직판망 구축 시도 중

Share price drivers/Earnings Momentum

- 4공장 가동률 빠른 상승
- 5공장 가동(1Q25), 6공장 착공(2024년 예상)
- ADC 공장 가동에 따른 CDO 수주 확보

Downside Risk

- 글로벌 경쟁사 빠른 케파 확대
- 생물보안법안 미국 미통과
- 바이오시밀러 사업부 매출 둔화

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2024E	2025F	2024E	2025F	2024E	2025F
Catalent	1,278.9	52.5	3.0	2.9	0.2	5.4
Lonza	41.1	33.5	4.2	3.9	10.1	11.6
Wuxi Biologics	12.1	10.1	1.0	0.9	8.0	8.6

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2022	2023	2024F	2025F	2026F
PER	71.9	63.1	60.8	58.4	50.1
PBR	6.5	5.5	6.2	5.6	5.1
PSR	19.1	14.6	15.0	13.9	12.1
ROE	11.4	9.1	10.8	10.1	10.7
ROIC	24.0	8.1	10.4	10.2	11.4

자료: NH투자증권 리서치본부

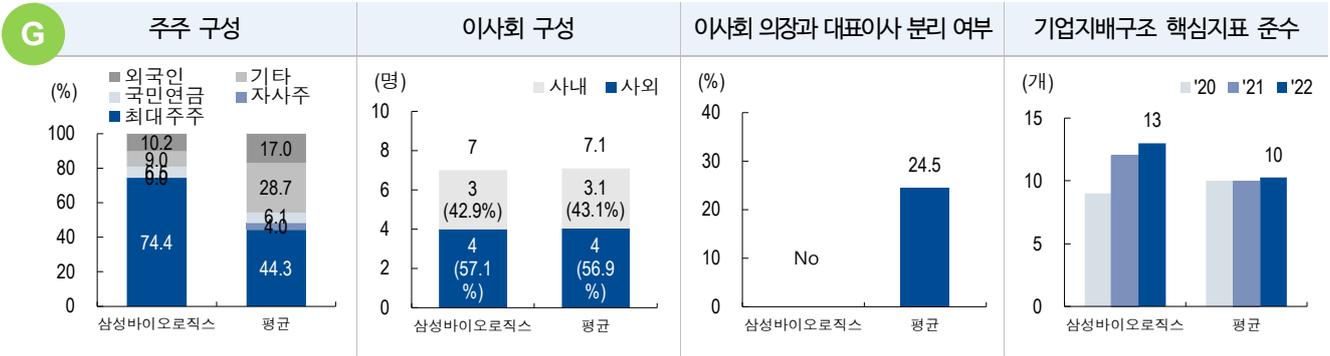
Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

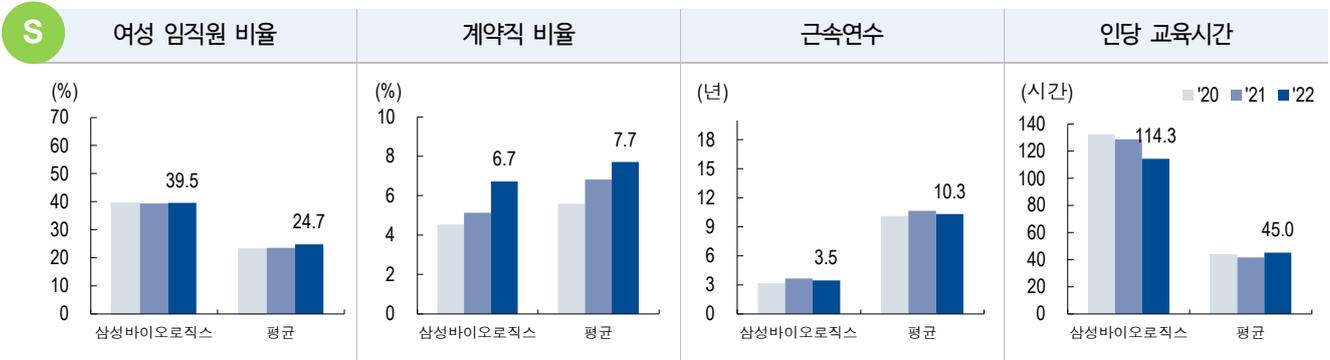
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	91	295	465	536	702	1,165	1,568	3,001	3,695
영업이익	-204	-30	66	56	92	293	537	984	1,114
영업이익률(%)	-223.1	-10.3	14.2	10.4	13.1	25.1	34.3	32.8	30.1
세전이익	2,488	-231	-116	303	67	281	561	1,009	1,120
순이익	1,905	-177	-97	224	50	251	394	798	858
지배지분순이익	1,905	-177	-97	224	50	251	394	798	858
EBITDA	-162	30	136	147	225	436	699	1,292	1,603
CAPEX	240	163	494	279	172	138	406	957	995
Free Cash Flow	-506	-226	-344	-312	-162	65	48	-4	671
EPS(원)	38,489	-3,113	-1,466	3,387	750	3,793	5,878	11,411	12,051
BPS(원)	50,326	61,700	60,099	62,805	41,377	45,263	74,537	126,233	138,119
DPS(원)	0	0	0	0	0	0	0	0	0
순차입금	657	-374	165	284	158	418	753	-1,005	-433
ROE(%)	107.4	-5.2	-2.4	5.5	1.4	8.8	8.2	11.4	9.1
ROIC(%)	101.4	-10.2	3.1	3.9	-22.1	9.7	14.4	24.0	8.1
배당성향(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%)	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순차입금 비율(%)	23.7	-9.2	4.2	6.8	5.8	14.0	15.1	-11.2	-4.4

자료: 삼성바이오로직스, NH투자증권 리서치본부

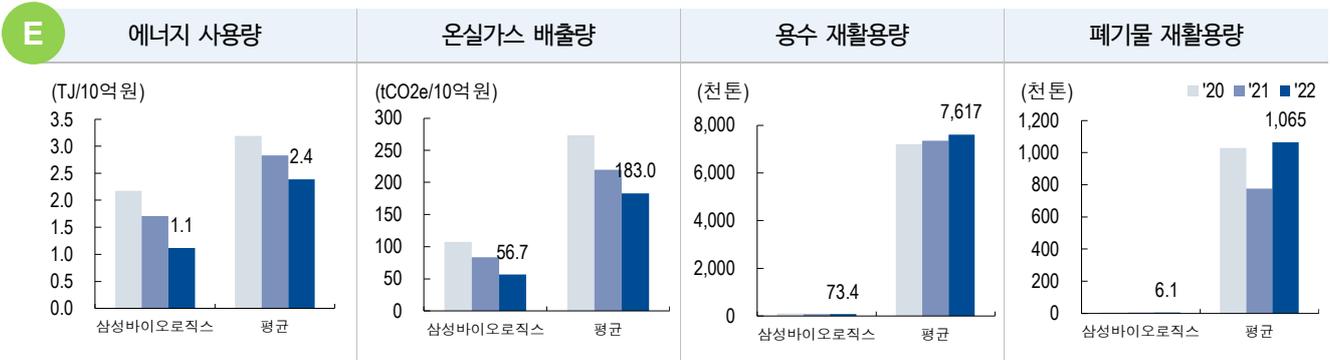
ESG Index & Event



주1: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 대상  
 주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황  
 자료: 삼성바이오로직스, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상  
 자료: 삼성바이오로직스, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상  
 자료: 삼성바이오로직스, NH투자증권 리서치본부

ESG Event			
E	2022.7	- 두번째 지속 가능 보고서 발간하며 지속 가능한 CDMO 기업으로의 도약 선언	
S	2019.4	- 지역 소외계층 자녀들을 돕는 '바이오 드림 플러스' 사업을 통해 장학금 전달 및 임직원 멘토링 진행	
G	2018.11	- 증권선물위원회 삼성바이오로직스 지배력 관련 회계처리 변경 고의 분식회계 결론에 따라 거래 정지	
	2022.4	- 바이오젠에 삼성바이오에피스 지분 인수 1차 대금 납무 완료 공시, 삼성바이오로직스 100% 자회사 전환	

자료: 삼성바이오로직스, NH투자증권 리서치본부

### 1. 밸류에이션

**목표주가  
120만원으로  
커버리지 개시**

삼성바이오로직스에 대해 투자 의견 Buy 및 목표주가 1,200,000원으로 커버리지를 개시한다. 기업 밸류에이션 방식은 EV/EBITDA 멀티플을 활용하였다. 당사 추정 삼성바이오로직스 2024년 현가 EBITDA(2026년 조정 EBITDA 3조1,438억원에 10% 할인율 적용)에 타깃 EV/EBITDA 멀티플 30배를 적용하였다(표1).

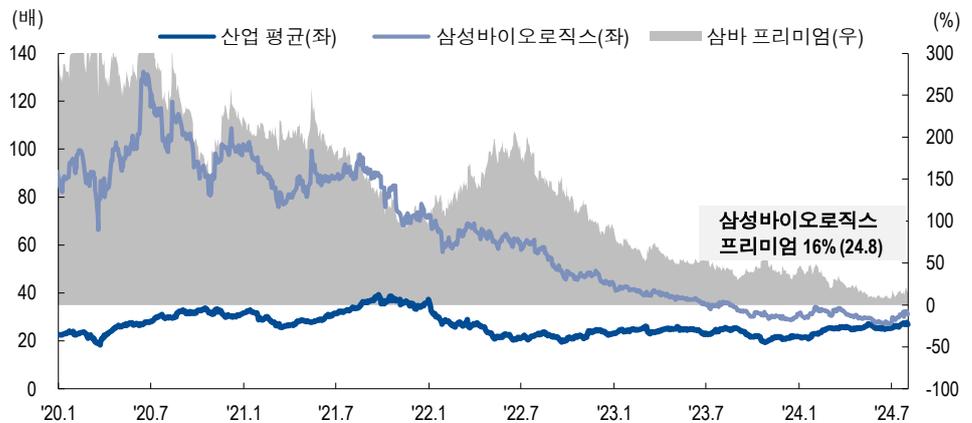
**실적 기준:  
2026년 EBITDA**

삼성바이오로직스 밸류에이션 실적 기준은 2026년 조정 EBITDA로 설정하였다. 2026년은 1)5공장 본격 가동효과 및 2)에피스 실적 안정화(올해 대형 마일스톤 일시 인식)라는 점에서 CMO와 시밀러 모두 적정가치를 반영할 수 있는 최적의 시점이기 때문이다. 또한 EBITDA에 '26년 추정 PPA(인수가격배분) 상각비를 다시 더해 조정 EBITDA를 산출하였다. 인수 당시 지급 완료한 비현금성 비용이라는 점에서 기업가치평가 시 PPA를 조정해주는 것이 합당하다.

**타깃 멀티플:  
EV/EBITDA 30배**

타깃 멀티플 30배는 글로벌 CDMO 기업들(론자, 써모피셔, 다나허, 바헴)의 '24년 EV/EBITDA 멀티플(27배)에 10% 프리미엄을 주었다. 당사는 높은 성장성과 수익성을 바탕으로 피어 대비 지속적으로 높은 프리미엄을 받아왔으며, 8월 9일 기준으로 약 16% 수준의 프리미엄이 형성되어 있다.

그림1. 글로벌 CDMO 기업 밸류에이션 추이



주: 산업 평균의 기업은 론자, 써모피셔, 다나허, 바헴 포함; 자료: Bloomberg, FnGuide, NH투자증권 리서치본부

표1. 삼성바이오로직스 EV/EBITDA Valuation

(단위: 십억원, 배, 천주, 원)

	가치	비고
<b>1. 기업(EV)가치(A*B)</b>	<b>79,342</b>	
A. 삼성바이오로직스 2026F 조정 EBITDA	2,622	2년 할인 현가 적용(할인율 10%), PPA 조정
B. Target Multiple	30	글로벌 피어 24년 EV/EBITDA 할증 10%
<b>2. 순차입금</b>	<b>-946.5</b>	
3. 보통주주식수	71,174	*천주
<b>4. 목표주가</b>	<b>1,200,000</b>	
5. 현재주가	939,000	
<b>6. Upside/Downside</b>	<b>25.0%</b>	

자료: NH투자증권 리서치본부

**밸류에이션 히스토리**

삼성바이오로직스는 2020~2021년 당시 1) 풍부한 자금을 통한 공격적인 케파 확장, 2) 코로나19 수혜, 3) 수급 요인(높은 코스피 의약품 점유율 및 낮은 유동 비율)까지 맞물려 매우 높은 밸류에이션을 형성하였다. 코로나19 엔데믹 전환 및 금리 인상기에 접어들며 꾸준한 실적 개선에도 불구하고, 글로벌 CDMO 기업들과 밸류에이션 갭이 꾸준히 축소되어 왔다.

특히 2023년 1월 삼성바이오로직스의 12개월 선행 EV/EBITDA 멀티플은 40배에서 시작, 7월 초 27배까지 하락하였다. 이는 1) 올해 상반기 슬로우한 신규 수주 소식과 2) 새로운 성장 기대감 부족(공장 케파 확대 타이밍 시장 학습 완료) 때문이었다. **다만 올해 7월 초** 대형 수주와 2분기 실적 서프라이즈 이후 삼성바이오로직스의 밸류에이션은 전체 지수 변동성 확대에도 불구하고 현재 33배로 건조한 상승세를 보여주었다.

**실적 성장 +  
신규 모멘텀**

삼성바이오로직스가 영위하는 CDMO 사업은 기본적으로 장기 수주 계약이 기반이기에 안정적인 실적 성장이 가능하다. 현 시점에서 동사 기업가치(밸류에이션) 추가 상승을 기대하는 이유는 **꾸준한 실적 성장에 더해 새로운 성장 모멘텀이 관측되었기** 때문이다.

표2. 글로벌 바이오시밀러 실적 및 밸류에이션 비교

(단위: 백만달러, 십억원, %)

	삼성바이오로직스	론자	써모피셔	다나허	바헨	우시바이오	캐털란트
시가총액	68,330	46,350	227,738	193,663	6,912	6,050	10,801
매출액	2023	3,695	42,857	23,890	642	642	2,404
	2024E	4,415	42,926	23,776	705	717	2,494
	2025F	5,118	45,762	25,659	888	893	2,828
y-y	2023	23.1%	-4.6%	-10.3%	15.4%	15.4%	6.0%
	2024E	19.5%	0.2%	-0.5%	9.8%	11.6%	3.7%
	2025F	15.9%	6.6%	7.9%	26.0%	24.5%	13.4%
영업이익	2023	1,114	7,446	5,279	143	143	555
	2024E	1,343	9,701	6,926	151	153	638
	2025F	1,572	10,623	7,819	201	200	757
OPM	2023	30.1%	17.4%	22.1%	22.3%	22.3%	23.1%
	2024E	30.4%	22.6%	29.1%	21.4%	21.4%	25.6%
	2025F	30.7%	23.2%	30.5%	22.7%	22.4%	26.8%
EBITDA	2023	1,603	10,852	7,445	185	185	751
	2024E	1,876	10,799	7,639	204	208	866
	2025F	2,142	11,763	8,482	271	271	1,016
PER	2023	69.0	19.2	34.3	38.2	43.4	32.8
	2024E	62.8	27.7	31.2	27.5	51.0	12.1
	2025F	53.0	39.8	34.4	36.2	39.8	10.1
EV/EBITDA	2023	37.4	41.1	27.4	35.4	27.5	21.3
	2024E	34.3	33.5	24.7	31.0	32.3	6.8
	2025F	29.7	42.0	22.9	26.0	24.8	5.8

주: 2024년 8월 9일 종가 기준, 자료: Bloomberg, FnGuide, NH투자증권 리서치본부

## 2.투자 포인트

삼성바이오로직스는 코로나19 이후 지속적으로 세 가지 성장 축(바이오 케파, 모달리티, 해외)을 강조해왔다. 이후 2022년 ASCO를 거치며 모달리티 확장 측면에서는 구체적으로 ADC에 주목하기 시작했으며, 올해 미국 생물보안법안을 근거로 공격적인 바이오 케파 확장 계획(송도 3캠퍼스)을 언급하기도 하였다<표3>.

삼성바이오로직스의 핵심 투자 포인트는 ①바이오 CMO 실적 성장(케파), ②ADC CDO 비즈니스 신규 확대(모달리티)이다. 해외 공장 확대는 당장 가시화된 계획이 없기 때문에, 중장기적으로 기다리는 것이 맞다는 판단이다. 현 시점에서는 본업인 바이오 CMO 지속 성장과 새로운 차세대 모달리티 ADC에서 성과 확인에 주목하자.

표3. 삼성바이오로직스 최근 5년 글로벌 헬스케어 행사 CEO 메시지

행사	키워드	핵심 메시지
2020 JPM 헬스케어 컨퍼런스	CDO, 지역 확대	Covid19 이전 시기, 미국 샌프란시스코 CDO, R&D 센터 설립. 바이오의약품 전 생산 밸류체인 확보, 글로벌 CDMO 기업으로서의 비전
<b>산업 변곡점1. Covid19: 이후 삼성바이오로직스 바이오 CMO 및 멀티 모달리티 기대감 상승</b>		
2021 JPM 헬스케어 컨퍼런스	CMO 케파, GCT/백신, 지역 확대	3가지 확장 축 강조: 1)생산 케파(제2바이오캠퍼스), 2)포트폴리오(항체 + 백신/세포치료제), 3)지역(샌프란시스코 외에 보스턴, 유럽, 중국 진출. 추가로 해외 CMO 공장 추진)
2022 JPM 헬스케어 컨퍼런스	CMO 케파, GCT, 지역 확대	3가지 확장 축 고도화 1)케파 확대(4공장 부분 가동, 제2캠퍼스 부지 확보), 2)포트폴리오(mRNA, GCT, 5공장 멀티 모달리티), 3)지역 확대(글로벌 거점 확대)
<b>산업 변곡점2. 2022년 ASCO 인허투 이후 글로벌 신약 내 ADC 관심 증가 및 이후 GCT 기대감 점차 약화</b>		
2023 JPM 헬스케어 컨퍼런스	신규 모달리티(ADC, GCT), Inorganic 전략	ADC, GCT, mRNA 신규 모달리티 진입 및 지역 확대 강조. 특히 ADC 2024년 1분기 생산 목표로 연내 ADC 생산설비 구축 목표. Inorganic 전략도 수립 중
2023 Bio USA	CMO(5공장)	5공장 조기 가동 계획 및 ADC/mRNA 강조
2024 JPM 헬스케어 컨퍼런스	CMO, ADC	1)CMO 실적 및 5공장, 2)ADC 공장 준공 강조. 다만 기존 차세대 모달리티 중 GCT(멀티 모달리티) 및 해외 공장 계획 언급은 없었음
<b>산업 변곡점3. 미생물보안법안(Biosecure Act)에 따른 글로벌 CDMO 지형 개편 기대감</b>		
2024 Bio USA	CMO 국내 확장, CDO	송도 3캠퍼스 건설 가능성 및 효율성 측면 해외 공장 보다 송도가 우위. CDO 사업 홍보 강화

자료: 삼성바이오로직스, NH투자증권 리서치본부

①바이오 원료의약품(DS): 공격적인 케파 확대 긍정적

삼성바이오로직스:  
공격적인 케파 확대

삼성바이오로직스는 현재 바이오의약품 60.4만L(1~4공장) 케파 보유 중이며, **내년 4월 5공장(18만L) 가동, '27년 6공장(18만L), 이후 '32년까지 7~8공장(36만L) 확장이 예상**된다<표4>. 공격적인 케파 확장과 더불어 선수주 물량을 성공적으로 확보 중이다<그림 2>. 또한 당사는 에피스를 통한 시밀러 캡티브 생산 물량(약 10% 초반 추정)이 있기 때문에 더욱 안정적으로 케파 확장이 가능하다<그림3>

현재 바이오 CDMO는 초과 수요(수요 > 공급) 상태이며, 향후 실적 추정과 밸류에이션의 대전제이다. 현재 CDMO 기업 실적 추정 추정은 초과수주를 전제로 신규 공장 완공 시 풀 가동률까지 상승(Q)과 안정적인 우상향의 수주단가(P)를 가정하고 있다. 만약 해당 전제가 틀어지면 산업 성장의 변곡점에 도달했다는 뜻(Q와 P 하락)으로, 더 이상 신규 공장 케파에 높은 가치를 줄 수 없다.

초과 수요 유지 전망

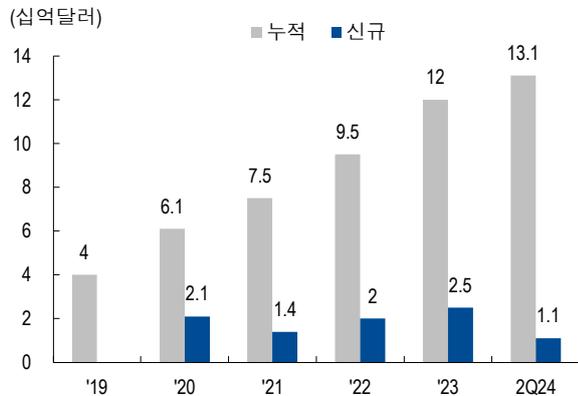
당사는 **최소 향후 5~10년간은 바이오 CDMO 초과수요가 유지될** 것으로 판단한다. 그리고 최근 관측된 삼성바이오로직스 초대형 수주(수요 확대) 및 미국 생물보안법안(공급 감소) 고려 시, **초과 수요가 더 지속될 가능성도** 있다고 판단한다. 이에 삼성바이오로직스의 공격적인 케파 확장을 긍정적으로 해석, **첫번째 핵심 투자 포인트**로 제시한다.

표4. 삼성바이오로직스 바이오의약품 (mammalian) CDMO 상세 케파

공장	공장 가동 시점	케파	투자 비용	리액터
1공장	2013.6	30,000L	3,500억원	5,000L x 6
2공장	2016.2	154,000L	7,000억원	15,000L x 10 + 1,000L x 4
3공장	2018.10	180,000L	8,500억원	15,000L x 12
4공장	'22.10 / '23.6	240,000L	20,000억원	15,000L x 12 + 10,000L x 6
5공장	2025.4	180,000L	20,000억원	15,000L x 12
<b>총 합산</b>		<b>784,000</b>	<b>59,000억원</b>	-

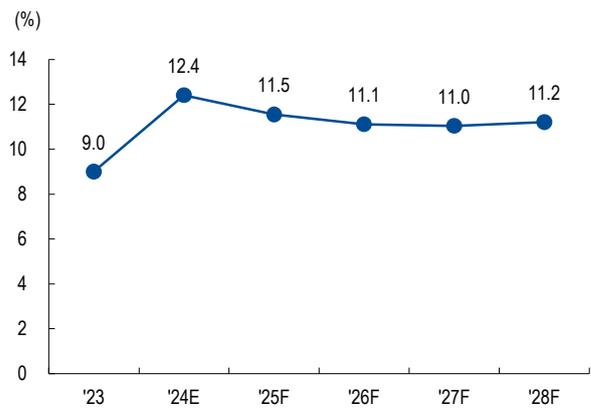
자료: 삼성바이오로직스, 언론보도, NH투자증권 리서치본부

그림2. 삼성바이오로직스 CMO 누적 수주 금액



자료: 삼성바이오로직스, NH투자증권 리서치본부

그림3. 삼성바이오로직스 CMO 사업부 내 에피스 비중 추정



자료: NH투자증권 리서치본부 추정

**1.신규 수요 확대**

올해 7월 삼성바이오로직스의 초대형 수주는 항체 생산 수요 감소 리스크와 신성장 동력 염원에 대한 해답을 보여주었다고 생각한다. 삼성바이오로직스는 7월 2일 공시를 통해 향후 6년간 총 금액 1.5조원 규모의 최대 규모의 수주 계약 공시를 발표하였다. 동사는 '19~23년 사이 연 평균 약 20억달러의 신규 CMO 수주 계약을 체결해왔다. 이번 단일 계약으로만 10억달러 이상을 확보했다는 점에서 서프라이즈 공시였다<표5>

**알츠하이머 신약 수주 추정**

당사는 해당 수주가 알츠하이머 신약 가능성이 높다고 판단한다. 물론 삼성바이오로직스는 고객과의 비밀 유지 계약으로 고객사와 품목을 공개하지 않으며, 이는 어디까지나 추정의 영역임을 감안하자.

**1)계약금액**

우선 1.5조원에 달하는 계약금액이다. 일반적인 케이스 고려 시 해당 수주는 단일 품목 계약일 가능성이 높다. 그리고 수주 계약금액도 최소수량(MOQ) 기준이기 때문에 향후 추가적으로 상향될 가능성이 존재한다. 단일 품목으로서 CMO 계약규모 1.5조원(6년)은 글로벌 블록버스터 의약품, 그 중 높은 생산 단가의 신약일 가능성이 높다.

**2)미국 소재 제약사, LOI 체결 시기**

두번째는 미국 소재 제약사이자 최초 의향서(LOI) 체결 일자가 2023년 6월 3일이라는 점이다. 보통 LOI 체결 이전부터 논의가 지속되어온다는 점을 고려하면 작년 상반기 글로벌 대형 뉴스에 주목이 필요하다. 참고로 작년 상반기 글로벌 바이오 산업의 핵심 모멘텀은 미국 기업들의 알츠하이머 신약 임상 및 승인이었다.

**3)론자 알츠하이머 CMO 無**

마지막으로 당사가 지난 7월 론자 미팅에서 확인한 바에 따르면, 론자는 알츠하이머 신약 CMO 계약이 없으며 Acumen社와 2상 시료단계만 협업 진행 중이다. 이는 삼성바이오로직스의 알츠하이머 CMO 수주 가능성을 높이는 근거가 될 수 있다.

최근 유럽의약품청(EMA) 내 약물사용자문위원회(CHMP)에서 레카네맙의 뇌출혈 부작용과 위험 대비 아쉬운 유효성(알츠하이머 진행 속도 27% 지연)을 근거로 승인권고를 거부했다. 레카네맙은 현재 미국, 일본, 중국, 한국 등 6개국에서 허가 완료, 또 다른 알츠하이머 신약 도나네맙은 최근 미국 승인이 완료되었다. 7월 26일 AC immune/JNJ 2b상 타우 타깃 백신 FDA 패스트 트랙 지정 등 최근 알츠하이머 쪽에서 다양한 업데이트가 전해지고 있다. 다만 이번 수주 계약은 이미 최소 물량 확정 계약으로 새로운 뉴스들과는 관련이 없다. 다만 향후 대형 알츠하이머 산업 개화에 따라 삼성바이오로직스와 같은 글로벌 바이오 CMO 기업들의 수혜의 타이밍과 정도가 달라질 수 있는 만큼, 꾸준한 산업 트래킹은 필요하다.

표5. 삼성바이오로직스 단일판매 공급계약(\*24.7.2)

본 계약(*24.7)		기존 의향서(LOI) 체결(*23.6)	
계약금액	1조4,637억원(10.6억달러)	계약 금액	1,473억원(1.1억달러)
계약상대	미국 소재 제약사	의향서 체결 일자	2023-06-03
계약기간	2024-06-27~2030-12-31		
계약(수주)일자	2024-07-02		

자료: Dart, NH투자증권 리서치본부

2.공급 감소

글로벌 바이오 공급 측면에서는 생물보안법(Biosecure Act)에 주목이 필요하다. 이는 글로벌 의약품 생산 산업의 경쟁 지형을 바꿀 수 있는 법안으로 판단한다. 생물보안법의 명시적인 내용은 미국 정부 기관이 중국 공산당, 군과 관련된 Group A 기업들(BGI 그룹, 우시바이오 등)과의 거래를 금지하는 것이다. 다만 **실질적으로는 미국 공보함에 의약품 납품하거나 미국 정부로부터 연구 자금을 지원받은 자국 민간 기업 및 미국 외(EU, 한국, 중국 등) 기업들도 법안의 영향에 포함 되는것으로 파악된다.**

글로벌 CDMO 산업과 관련해 이를 해석하자면 전 세계 어느 제약사, 바이오텍이든 우시바이오로부터 CDMO 서비스를 받으면 사실상 미국 내 의약품 판매가 불가능해질 수 있게 되는 것이다. 제약사 입장에서 글로벌 의약품 산업의 60~70%을 차지하는 미국 시장을 포기하고 혁신신약을 개발할 수는 없다.

이에 법안이 통과될 경우 전 세계 제약사와 바이오텍은 유예기간(2032년)까지 모두 우시를 CDMO 파트너로서 제외할 가능성이 높아보인다. 심지어 글로벌 혁신 신약을 개발하는 중국의 대형 제약사 및 바이오텍들도 미국 진출 우려 탓에 우시와의 파트너십을 지양하게 될 수도 있다고 전망한다. **단순 미국 시장 제외뿐 아니라, 중국을 포함한 전 세계 의약품 공급망에서 우시바이오가 제외될 수 있는 큰 이벤트가 될 수 있다고 판단한다.**

글로벌 바이오 DS  
CDMO 케파  
미드틴 % 축소 가능

일차적으로 생물보안법 직접 타격 예상되는 우시바이오 해외 공장 케파는 전체 CDMO 비중 내 5% 수준이다(표6). 다만, 중국 내 글로벌 혁신 신약 개발하는 규모 있는 기업들의 탈 우시화도 만약 현실화된다면 최대 비중 약 22%의 상당히 높은 수준이 전망된다. 향후 법안의 수정 가능성이 남아 있지만, **당사는 현재 버전의 생물보안법 통과 시 우시의 글로벌 위탁생산 밸류체인 제외에 따라 약 10% 중반 이상의 높은 감소 가능성을 전망한다.** 그리고 결국 빠르게 케파 확대 중인 삼성바이오로직스가 그 빈자리의 수혜를 볼 수 있을 것으로 예상한다.

표6. 글로벌 주요 바이오의약품(mammalian) CDMO 케파 비교

기업	현재	계획	현재 생산시설 미국+EU 비중	기타
삼성바이오로직스	60.4만L	132.4만L	0%	- 4공장 기준 60.4만L 보유, 내년 4월 5공장, 27년 6공장 가동. 이후 7, 8공장(각각 케파 18만L) 타이밍 맞게 확대
론자	33만L(23년) → 77.5만L	77.5만L (별도 계획 없음)	97%	- 론자 기준 케파 33만L, 올해 Visp 12만L 증설, 추가로 로슈 Vacaville 공장 33만L 인수. 다만 Vacaville 공장은 5억CHF 투자하여 시설 업그레이드 필요. 현지 추정 25~28년 가동률 30~35%, 사이트 피크 가동률 85%, 16~18억CHF 추정됨
우시바이오	46만L (비중 22%)	66만L (2032)	27%	- 바이오의약품이 대부분, Viral 2,000L, 미생물 2,300L 보유
후지필름	27만L(23년)	56만L(2026)	100%	- 덴마크와 미국에 대형 제조 시설, 기존 사이트 중심 확대
<b>총합</b>	<b>211만L</b>	<b>332만L</b>	-	-

자료: 각사, NH투자증권 리서치본부

## ②신규 모달리티: 올해 12월 ADC 공장 가동 예정

CDMO 관점에서 주요 모달리티 변화는 바이오의약품 → ADC → 유전자세포치료제 (GCT) 순서의 발전을 전망한다. 이번 글로벌 제약사(론자, 아스트라제네카)들과의 미팅을 통해 느낀 점은 본격적인 ADC CDMO 준비의 필요성이었다.

### ADC: 첫 신규 모달리티 확장

올해 12월부터 삼성바이오로직스 ADC 컨쥬게이션 공장 가동 예정으로, 첫 신규 모달리티 확장이라는 점에서 주목이 필요하다. 신규 ADC 공장에 대해 간단하게 설명하자면 기존 바이오캠퍼스 1, 2 옆에 독립적으로 설립되어 있으며, 공장은 크게 4개 층으로 지어졌다. 메인은 2층인 바이오컨쥬게이션(링커+항체), 1층은 운송/유틸리티, 3층은 랩실, 4층은 ADC DP로 향후 설비 넣을 것으로 예상된다. ADC 공장에는 기본적으로 싱글유즈, 스테인리스 스틸 리액터(최대 500L) 및 1개의 정제라인이 들어갈 예정이다.

ADC는 항체, 약물(페이로드), 링커, 그리고 이를 연결하는 바이오컨쥬게이션 기술까지 약물의 구성 요소가 다양하다. 삼성바이오로직스는 기존 항체 공장 보유, 이번에 새롭게 컨쥬게이션 공장을 확보하였다. 부족한 영역은 삼성라이프사이언스를 통해 작년 두 차례 스위스의 아라리스 바이오, 국내 에임드바이오에 투자 진행, 페이로드, 링커 툴 박스를 확보하였다(표7,8).

### ADC CDO 수주, 밸류에이션 상승 기여

해당 ADC 공장은 애초에 ADC의 엔드투엔드 대형 수주를 목표로 지어진 공장은 아니다. 바이오텍과 ADC 개발을 위한 CDO 및 CMO 바이오컨쥬게이션이 목표이다. 바이오텍과 ADC CDO 계약을 체결할 때, 페이로드와 링커가 필요할 수 있으며 이를 아라리스 바이오의 페이로드와 링커 툴박스를 활용하여 부족한 역량을 매꾸려는 의도이다. 향후 삼성바이오로직스는 ADC CDO 유의미한 수주 확인 시 실적의 장기 추가 성장(ADC 산업)에 대한 기대감이 상향되어, 기업 가치(밸류에이션) 상승도 가능하다고 판단한다.

표7. ADC 제조 공정 핵심 역량 보유 여부

기업	상업화 여부	항체	특신	링커	컨쥬게이션	ADC DP
삼성바이오로직스			협업(아라리스)	협업(아라리스)	12월 가동 예정	준비
론자						
우시바이오(XDC)						
후지필름						

주: 하늘색 음영은 자체 보유, 회색 음영은 외부 파트너사 보유, 자료: NH투자증권 리서치본부

표8. 삼성라이프사이언스 펀드 투자 사례

기업	일시	분야	국가	투자 금액	내용
재규어 진테라피	2022.3	GCT	미국	200억원 이상(추정)	AAV 유전자 치료제 개발
센다 바이오사이언스	2022.8	약물 전달체	미국	190억원	나노입자 기술
아라리스 바이오	2023.4	ADC	스위스	비공개	링커, 페이로드 툴 박스 제공 차세대 링커: 유전자 변형 없이 항체 특정 부위 부착
에임드바이오	2023.9	ADC	한국	100억원 이상(추정)	빅데이터 및 AI를 활용한 뇌 질환 전문 항체 및 ADC 신약 개발
BrickBio	2024.3	ADC, GCT 등	미국	100억원 이상(추정)	아미노산 접합 기술
라투스바이오	2024.05	GCT	미국	비공개	CNS 특화 AAV 캡시드(뇌 조직 선택성 우수)

자료: 삼성바이오로직스, 언론보도, NH투자증권 리서치본부

**삼성바이오로직스,  
우시XDC 퇴출 반사  
수혜 기대**

1)생물보안법이 통과로 우시 XDC가 글로벌 ADC 공급망에서 퇴출이 된다면? 동시에 2) 신규 경쟁사가 ADC CDMO에서 경쟁력을 확보할 수 있다면?

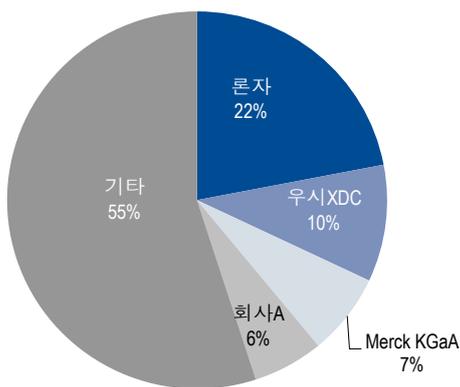
현재 ADC 상업화 CMO 레퍼런스를 가진 기업은 론자가 유일하며, 2위인 우시 XDC(시장 점유율 10%)는 CDO 매출이 100%이다(그림4). 우시 XDC는 '21년 5월 우시 바이오와 우시 앵텍이 합작하여(60:40) 설립한 기업으로, 작년 11월 홍콩 증시에 상장하였다(그림5). 현재 생물보안법 관련 논의는 바이오 CDMO에 집중되고 있지만, 당사는 ADC 산업의 우시 XDC에도 주목을 권고한다. 글로벌 2위 ADC CDO 기업의 퇴출 가능성이 있는 것이다.

우시 XDC 퇴출 시 현재 가장 큰 수혜는 론자가 될 것으로 예상된다. 다만, 론자 제외 시 대형 바이오 CDMO 기업들 중에서는 ADC 제조에 뛰어들 회사는 없으며, **삼성바이오로직스가 송도에 12월부터 바이오컨쥬게이션을 가동할 예정인 점에 주목하자.** 스위스 아라리스 바이오로부터 링커, 독신 툴 박스도 확보하였기에, **장기적으로 아시아 바이오텍들의 ADC CDO 측면에서는 삼성바이오로직스가 분명한 수혜를 볼 수 있는 기회로 판단한다.**

참고로 우시 XDC는 국내 다수의 ADC 개발 제약사(셀트리온), 바이오텍(리가캠바이오, 인투셀, 앵텍스 등)들과 CDMO 계약을 맺었다. 론자 외에는 제대로된 ADC 엔드투엔드 CDMO 기업이 없어, 특히 CDO 측면에서 다수의 계약을 체결한 것으로 파악된다. 국내 외 ADC 바이오텍들의 CDO 수요는 충분하다고 볼 수 있다.

물론 바이오텍이 CDO를 고려할 때는 장기 CMO도 염두에 두는 것도 사실이다. 삼성바이오로직스의 12월 ADC 컨쥬게이션 공장 가동 이후, 상업화 측면 강화 움직임(HPAPI/링커 제조 시설 확보 등)에도 주목이 필요하다.

그림4. 글로벌 바이오컨쥬게이션 CDMO 시장 점유율 (2022)



자료: Alvarez & Marsal, NH투자증권 리서치본부

그림5. 우시 XDC 상장 후 주가 추이



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

### 3. 실적 추정

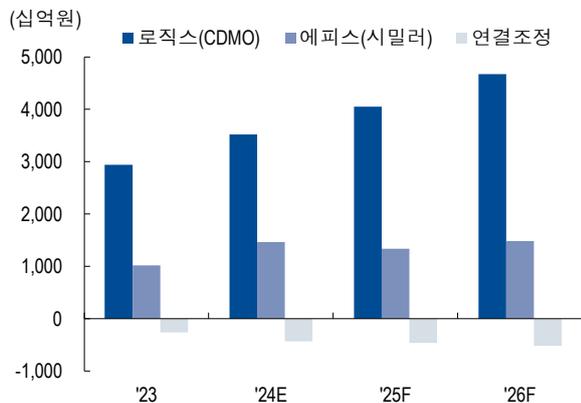
표9. 삼성바이오로직스 분기별 실적 추정 (연결 기준)

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24P	3Q24E	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024E	2025F
<b>매출액</b>	<b>946.9</b>	<b>1,156.9</b>	<b>1,056.4</b>	<b>1,383.3</b>	<b>1,112.1</b>	<b>1,118.5</b>	<b>1,269.8</b>	<b>1,421.5</b>	<b>3,694.6</b>	<b>4,543.5</b>	<b>4,922.0</b>
y-y	31.3%	33.6%	2.2%	28.9%	17.5%	-3.3%	20.2%	2.8%	23.1%	23.0%	8.3%
<b>로직스 별도</b>	<b>669.5</b>	<b>810.2</b>	<b>975.7</b>	<b>1,061.6</b>	<b>898.2</b>	<b>938.0</b>	<b>1,062.5</b>	<b>1,154.1</b>	<b>2,938.8</b>	<b>3,517.0</b>	<b>4,052.8</b>
비중	70.7%	70.0%	92.4%	76.7%	80.8%	83.9%	83.7%	81.2%	79.5%	77.4%	82.3%
<b>에피스</b>	<b>280.1</b>	<b>529.9</b>	<b>298.8</b>	<b>354.0</b>	<b>307.6</b>	<b>320.9</b>	<b>347.7</b>	<b>361.1</b>	<b>1,020.3</b>	<b>1,462.8</b>	<b>1,337.2</b>
비중	29.6%	45.8%	28.3%	25.6%	27.7%	28.7%	27.4%	25.4%	27.6%	32.2%	27.2%
<b>연결조정</b>	<b>-2.7</b>	<b>-183.2</b>	<b>-218.2</b>	<b>-32.3</b>	<b>-93.6</b>	<b>-140.4</b>	<b>-140.4</b>	<b>-93.6</b>	<b>-264.5</b>	<b>-436.4</b>	<b>-468.0</b>
비중	-0.3%	-15.8%	-20.7%	-2.3%	-8.4%	-12.6%	-11.1%	-6.6%	-7.2%	-9.6%	-9.5%
<b>로직스 내 비중</b>	<b>0.4%</b>	<b>22.6%</b>	<b>22.4%</b>	<b>3.0%</b>	<b>10.4%</b>	<b>15.0%</b>	<b>13.2%</b>	<b>8.1%</b>	<b>9.0%</b>	<b>12.4%</b>	<b>11.5%</b>
<b>매출총이익</b>	<b>420.2</b>	<b>657.8</b>	<b>489.9</b>	<b>705.2</b>	<b>509.1</b>	<b>502.2</b>	<b>575.9</b>	<b>682.4</b>	<b>1,802.8</b>	<b>2,273.1</b>	<b>2,269.6</b>
y-y	22.7%	54.0%	-2.4%	32.7%	21.2%	-23.7%	17.6%	-3.2%	22.8%	26.1%	-0.2%
GPM	44.4%	56.9%	46.4%	51.0%	45.8%	44.9%	45.4%	48.0%	48.8%	50.0%	46.1%
<b>영업이익</b>	<b>221.3</b>	<b>434.5</b>	<b>281.5</b>	<b>481.3</b>	<b>311.2</b>	<b>297.1</b>	<b>351.5</b>	<b>445.6</b>	<b>1,113.7</b>	<b>1,418.6</b>	<b>1,405.4</b>
y-y	15.4%	71.4%	-11.6%	37.5%	40.6%	-31.6%	24.9%	-7.4%	13.2%	27.4%	-0.9%
OPM	23.4%	37.6%	26.6%	34.8%	28.0%	26.6%	27.7%	31.3%	30.1%	31.2%	28.6%
<b>로직스 별도</b>	<b>232.7</b>	<b>329.2</b>	<b>432.2</b>	<b>435.3</b>	<b>359.7</b>	<b>386.5</b>	<b>438.2</b>	<b>481.5</b>	<b>1,204.2</b>	<b>1,429.4</b>	<b>1,665.9</b>
비중	105.2%	75.8%	153.6%	90.4%	115.6%	130.1%	124.6%	108.1%	108.1%	100.8%	118.5%
<b>에피스</b>	<b>38.1</b>	<b>257.1</b>	<b>77.7</b>	<b>109.7</b>	<b>78.4</b>	<b>85.0</b>	<b>92.1</b>	<b>98.6</b>	<b>205.4</b>	<b>482.6</b>	<b>354.2</b>
비중	17.2%	59.2%	27.6%	22.8%	25.2%	28.6%	26.2%	22.1%	18.4%	34.0%	25.2%
<b>연결조정/PPA</b>	<b>-49.5</b>	<b>-151.8</b>	<b>-228.5</b>	<b>-63.7</b>	<b>-126.9</b>	<b>-174.5</b>	<b>-178.8</b>	<b>-134.5</b>	<b>-295.9</b>	<b>-493.5</b>	<b>-614.7</b>
비중	-22.4%	-34.9%	-81.2%	-13.2%	-40.8%	-58.7%	-50.9%	-30.2%	-26.6%	-34.8%	-43.7%
<b>EBITDA</b>	<b>364.7</b>	<b>582.6</b>	<b>466.0</b>	<b>667.8</b>	<b>541.2</b>	<b>528.5</b>	<b>584.6</b>	<b>679.5</b>	<b>1,603.5</b>	<b>2,081.2</b>	<b>2,333.7</b>
EBITDA 마진(%)	38.5%	50.4%	44.1%	48.3%	48.7%	47.2%	46.0%	47.8%	43.4%	45.8%	47.4%
<b>DA</b>	<b>143.4</b>	<b>181.2</b>	<b>184.6</b>	<b>186.5</b>	<b>230.0</b>	<b>231.3</b>	<b>233.0</b>	<b>233.9</b>	<b>489.8</b>	<b>695.7</b>	<b>928.3</b>
로직스 별도	71.8	100.8	101.4	101.9	89.5	89.5	90.0	90.4	254.9	375.9	359.4
에피스(추정)	14.0	16.1	14.9	14.2	15.4	16.0	17.4	18.1	49.7	59.2	66.9
연결 조정	-2.4	1.3	1.3	0.4	0.1	0.8	0.6	0.5	8.3	0.6	2.1
PPA 상각	60.0	63.0	67.0	70.0	125.0	125.0	125.0	125.0	176.9	260.0	500.0

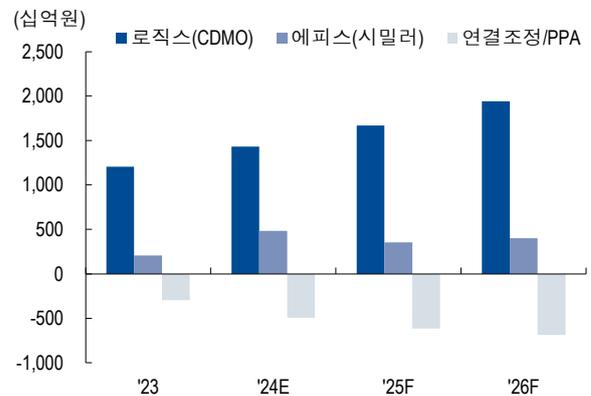
주: 삼성바이오로직스 연결 실적 추정 주요 고려 사항은 1)환율, 2)PPA 상각비. 2024년 평균환율 1,359원, 2025년 1,321원 가정. 2022년 4월 에피스 인수 당시 에피스 개발중이었던 파이프라인 10개에 대해 인수가와 장부가 차이 무형자산(3.6조원) 인식. 약 10년간 PPA 상각 대상. 제품 출시될 때마다 상각 시작, 2025년 이후 PPA 상각비 연간 약 5,000억원 발생 전망; 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림6. 삼성바이오로직스 연결 매출액 전망



자료: Dart, NH투자증권 리서치본부

그림7. 삼성바이오로직스 연결 영업이익 전망



자료: Dart, NH투자증권 리서치본부

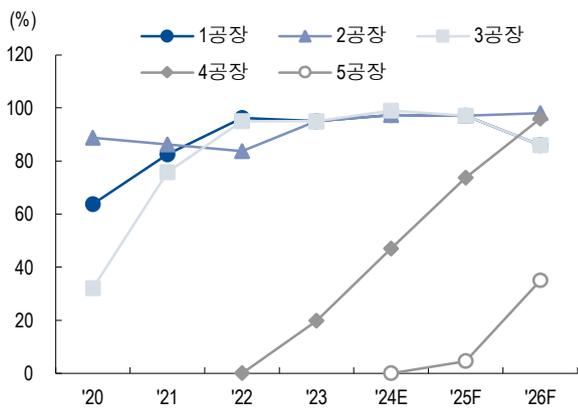
표10. 삼성바이오로직스 분기별 실적 추정 (별도 기준)

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24P	3Q24E	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024E	2025F
<b>매출액</b>	<b>669.5</b>	<b>810.2</b>	<b>975.7</b>	<b>1,061.6</b>	<b>898.2</b>	<b>938.0</b>	<b>1,062.5</b>	<b>1,154.1</b>	<b>2,938.8</b>	<b>3,517.0</b>	<b>4,052.8</b>
y-y	13.3%	27.2%	10.5%	28.2%	34.2%	15.8%	8.9%	8.7%	20.6%	19.7%	15.2%
<b>DS</b>	<b>572.0</b>	<b>703.2</b>	<b>848.9</b>	<b>923.6</b>	<b>785.9</b>	<b>820.7</b>	<b>929.7</b>	<b>1,009.8</b>	<b>2,531.0</b>	<b>3,047.7</b>	<b>3,546.2</b>
비중	85.4%	86.8%	87.0%	87.0%	87.5%	87.5%	87.5%	87.5%	86.1%	86.7%	87.5%
<b>DP+CDO</b>	<b>97.5</b>	<b>107.0</b>	<b>126.8</b>	<b>138.0</b>	<b>112.3</b>	<b>117.2</b>	<b>132.8</b>	<b>144.3</b>	<b>407.8</b>	<b>469.4</b>	<b>506.6</b>
비중	14.6%	13.2%	13.0%	13.0%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	13.9%	13.3%	12.5%
<b>공장 가동률</b>											
1공장	93%	100%	100%	96%	97%	97%	97%	97%	95.0%	97.3%	97.0%
2공장	93%	100%	100%	96%	97%	97%	97%	97%	95.0%	97.3%	97.0%
3공장	100%	100%	100%	96%	97%	97%	97%	97%	95.0%	99.0%	97.0%
4공장	30%	43%	55%	60%	65%	70%	80%	80%	19.7%	47.0%	73.8%
5공장	0%	0%	0%	0%	0%	3%	5%	10%		0.0%	4.5%
<b>공장 매출 비중</b>											
1공장	13.9%	13.8%	12.4%	13.4%	12.9%	13.7%	12.0%	11.9%	15.4%	13.3%	12.6%
2공장	31.7%	33.1%	30.9%	29.0%	27.1%	27.5%	27.9%	27.5%	35.6%	31.0%	27.5%
3공장	37.1%	35.6%	35.8%	33.5%	29.6%	28.6%	30.9%	29.4%	43.7%	35.3%	29.6%
4공장	17.2%	17.5%	20.9%	24.2%	30.3%	30.2%	28.3%	29.8%	5.3%	20.4%	29.6%
5공장	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	1.3%	0.0%	0.0%	0.6%
<b>매출총이익</b>	<b>300.4</b>	<b>405.4</b>	<b>522.0</b>	<b>536.1</b>	<b>444.6</b>	<b>473.7</b>	<b>536.6</b>	<b>588.6</b>	<b>1,490.4</b>	<b>1,764.0</b>	<b>2,043.4</b>
y-y	2.4%	28.8%	15.0%	25.2%	48.0%	16.8%	2.8%	9.8%	24.2%	18.4%	15.8%
GPM	44.9%	50.0%	53.5%	50.5%	49.5%	50.5%	50.5%	51.0%	50.7%	50.2%	50.4%
<b>영업이익</b>	<b>232.7</b>	<b>329.2</b>	<b>432.2</b>	<b>435.3</b>	<b>359.7</b>	<b>386.5</b>	<b>438.2</b>	<b>481.5</b>	<b>1,204.2</b>	<b>1,429.4</b>	<b>1,665.9</b>
y-y	-0.7%	29.5%	13.3%	30.3%	54.6%	17.4%	1.4%	10.6%	24.4%	18.7%	16.5%
OPM	34.8%	40.6%	44.3%	41.0%	40.0%	41.2%	41.2%	41.7%	41.0%	40.6%	41.1%
<b>EBITDA</b>	<b>304.5</b>	<b>401.7</b>	<b>533.6</b>	<b>537.2</b>	<b>449.2</b>	<b>476.1</b>	<b>528.2</b>	<b>571.9</b>	<b>1,459.1</b>	<b>1,777.0</b>	<b>2,025.3</b>
y-y	5.6%	27.8%	18.5%	32.3%	47.5%	18.5%	-1.0%	6.5%	27.0%	21.8%	14.0%
EBITDA 마진 (%)	45.5%	49.6%	54.7%	50.6%	50.0%	50.8%	49.7%	49.6%	49.7%	50.5%	50.0%

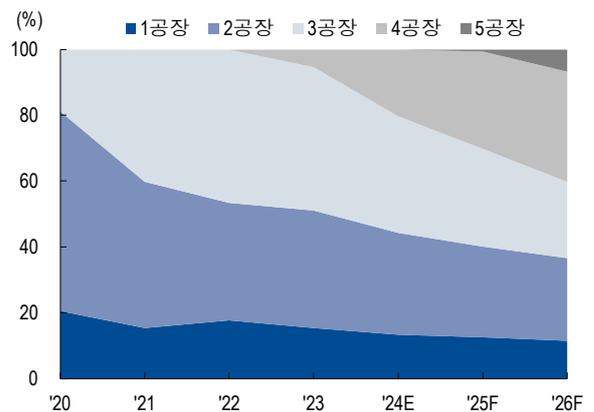
주: IFRS 별도 기준; 자료: NH투자증권 리서치본부 추정

그림8. 삼성바이오로직스 공장 가동률 추정



자료: NH투자증권 리서치본부

그림9. 삼성바이오로직스 공장별 매출 비중 추정



자료: NH투자증권 리서치본부

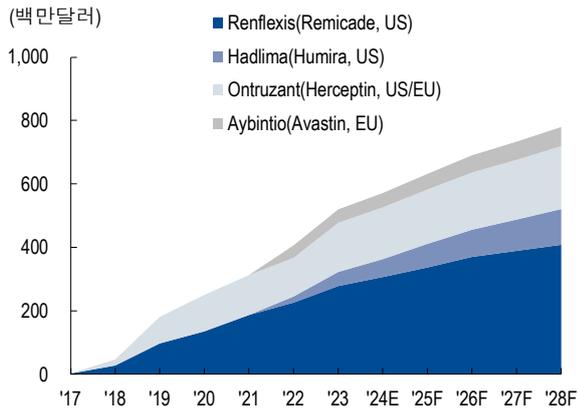
표11. 삼성바이오에피스 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24P	3Q24E	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024E	2025F
<b>매출액</b>	<b>280.1</b>	<b>529.9</b>	<b>298.8</b>	<b>354.0</b>	<b>307.6</b>	<b>320.9</b>	<b>347.7</b>	<b>361.1</b>	<b>1,020.3</b>	<b>1,462.8</b>	<b>1,337.2</b>
y-y	31%	107%	14%	23%	10%	-39%	16%	2%	7.8%	43.4%	-8.6%
로열티 + 직판	280.1	309.4	298.8	298.8						1,187.2	1,287.2
마일스톤	0.0	220.5	0.0	55.1						275.6	50.0
<b>매출총이익</b>	<b>169.5</b>	<b>405.8</b>	<b>197.2</b>	<b>233.6</b>	<b>192.2</b>	<b>203.8</b>	<b>219.0</b>	<b>229.3</b>	<b>612.1</b>	<b>1,006.2</b>	<b>844.3</b>
y-y	31%	160%	23%	41%	13%	-50%	11%	-2%	5.4%	64.4%	-16.1%
GPM	60.5%	76.6%	66.0%	66.0%	62.5%	63.5%	63.0%	63.5%	60.0%	68.8%	63.1%
<b>영업이익</b>	<b>38.1</b>	<b>257.1</b>	<b>77.7</b>	<b>109.7</b>	<b>78.4</b>	<b>85.0</b>	<b>92.1</b>	<b>98.6</b>	<b>205.4</b>	<b>482.6</b>	<b>354.2</b>
y-y	6%	514%	58%	40%	106%	-67%	19%	-10%	-11.3%	135.0%	-26.6%
OPM	13.6%	48.5%	26.0%	31.0%	25.5%	26.5%	26.5%	27.3%	20.1%	33.0%	26.5%
<b>EBITDA</b>	<b>52.1</b>	<b>273.2</b>	<b>92.6</b>	<b>123.9</b>	<b>93.8</b>	<b>101.1</b>	<b>109.5</b>	<b>116.6</b>	<b>255.2</b>	<b>541.8</b>	<b>421.0</b>
y-y	11%	407%	48%	35%	80%	-63%	18%	-6%	-8.1%	112.3%	-22.3%
<b>EBITDA 마진 (%)</b>	<b>18.6%</b>	<b>51.6%</b>	<b>31.0%</b>	<b>35.0%</b>	<b>30.5%</b>	<b>31.5%</b>	<b>31.5%</b>	<b>32.3%</b>	<b>25.0%</b>	<b>37.0%</b>	<b>31.5%</b>

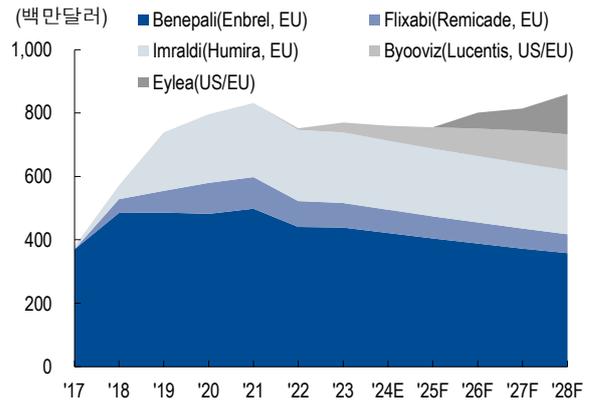
주: IFRS 별도 기준, 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림10. 삼성바이오에피스 주요 파트너사 매출(Organon)



자료: Organon, NH투자증권 리서치본부

그림11. 삼성바이오에피스 주요 파트너사 매출(Biogen)



자료: Biogen, NH투자증권 리서치본부

표12. 삼성바이오에피스 파이프라인

파이프라인	오리지널	질환	현황	미국(제품명)	유럽(제품명)	미국(파트너사)	유럽(파트너사)
SB4	Enbrel	자가면역질환	출시	Eticovo ('24.6)	Benepali	-	Biogen(16)
SB2	Remicade		출시	Renflexis	Flixabi	Organon(17)	Biogen(16)
SB5	Humira		출시	Hadlima (IC)	Imraldi	Organon(23)	Biogen(18)
SB17	Stelara		유럽/미국 승인	Pyzchiva	Pyzchiva	Sandoz	Sandoz
SB3	Herceptin	종양질환	출시	Ontruzant	Ontruzant	Organon(20)	Organon(18)
SB8	Avastin		출시	-	Aybintio	-	Organon(20)
SB27	Keytruda		3상(24.4)	-	-	-	-
SB11	Lucentis	안질환	출시	Byooviz	Byooviz	Biogen(22)	Biogen(23)
SB15	Eylea		미국 승인(24.5)	-	-	Biogen	Biogen
SB12	Soliris	혈액질환	출시	-	Epysqli	-	Epis(23)
SB16	Prolia	골격계 질환	3상 완료	-	-	-	-

자료: 삼성바이오로직스, NH투자증권 리서치본부

Statement of comprehensive income				
(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
매출액	3,695	4,543	4,922	5,634
증감률 (%)	23.1	23.0	8.3	14.5
매출원가	1,892	2,270	2,652	3,024
매출총이익	1,803	2,273	2,270	2,610
Gross 마진 (%)	48.8	50.0	46.1	46.3
판매비와 일반관리비	689	854	864	957
영업이익	1,114	1,419	1,405	1,653
증감률 (%)	13.2	27.4	-0.9	17.6
OP 마진 (%)	30.1	31.2	28.6	29.3
EBITDA	1,603	2,081	2,334	2,644
영업외손익	6	17	75	75
금융수익(비용)	2	17	75	75
기타영업외손익	5	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	1,120	1,436	1,480	1,728
법인세비용	262	364	311	363
계속사업이익	858	1,071	1,169	1,365
당기순이익	858	1,124	1,169	1,365
증감률 (%)	7.5	31.0	4.1	16.7
Net 마진 (%)	23.2	24.7	23.8	24.2
지배주주지분 순이익	858	1,124	1,169	1,365
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0
기타포괄이익	-12	0	0	0
총포괄이익	846	1,124	1,169	1,365

Valuations/profitability/stability				
	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
PER(X)	63.1	60.8	58.4	50.1
PBR(X)	5.5	6.2	5.6	5.1
PCR(X)	32.6	31.8	29.3	25.8
PSR(X)	14.6	15.0	13.9	12.1
EV/EBITDA(X)	33.5	32.4	28.6	24.8
EV/EBIT(X)	48.2	47.5	47.5	39.6
EPS(W)	12,051	15,785	16,429	19,180
BPS(W)	138,119	153,905	170,334	189,514
SPS(W)	51,909	63,836	69,154	79,164
자기자본이익률(ROE, %)	9.1	10.8	10.1	10.7
총자산이익률(ROA, %)	5.3	6.7	6.3	6.7
투자자본이익률(ROIC, %)	8.1	10.4	10.2	11.4
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성장률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
총현금배당금(십억원)	0	0	0	0
보통주 주당배당금(W)	0	0	0	0
순부채(현금)/자기자본(%)	-4.4	-8.6	-13.1	-20.8
총부채/자기자본(%)	63.2	60.8	59.6	58.1
이자발생부채	1,934	1,951	2,039	2,136
유동비율(%)	132.8	143.3	154.7	174.9
총발행주식수(mn)	71	71	71	71
액면가(W)	2,500	2,500	2,500	2,500
주가(W)	760,000	960,000	960,000	960,000
시가총액(십억원)	54,092	68,327	68,327	68,327

Statement of financial position				
(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
현금및현금성자산	368	777	1,309	2,397
매출채권	679	747	822	904
유동자산	5,522	6,447	7,545	9,257
유형자산	3,880	5,040	6,162	6,931
투자자산	73	80	88	97
비유동자산	10,524	11,168	11,798	12,066
자산총계	16,046	17,615	19,343	21,323
단기성부채	1,532	1,612	1,700	1,796
매입채무	208	229	252	277
유동부채	4,158	4,500	4,877	5,291
장기성부채	402	339	339	339
장기충당부채	5	6	6	7
비유동부채	2,058	2,161	2,343	2,543
부채총계	6,216	6,661	7,220	7,834
자본금	178	178	178	178
자본잉여금	5,663	5,663	5,663	5,663
이익잉여금	4,003	5,127	6,296	7,661
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	9,830	10,954	12,123	13,488

Cash flow statement				
(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
영업활동 현금흐름	1,666	1,868	2,188	2,455
당기순이익	858	1,124	1,169	1,365
+ 유/무형자산상각비	490	663	928	991
+ 중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	5	0	0	0
Gross Cash Flow	1,660	2,151	2,334	2,644
- 운전자본의증가(감소)	299	82	90	99
투자활동 현금흐름	-1,566	-1,720	-1,744	-1,464
+ 유형자산 감소	3	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-995	-1,500	-1,500	-1,200
+ 투자자산의매각(취득)	-8	-7	-8	-9
Free Cash Flow	671	368	688	1,255
Net Cash Flow	100	148	444	991
재무활동 현금흐름	-635	17	88	97
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	-635	17	88	97
현금의증가	-523	410	532	1,088
기말현금 및 현금성자산	368	777	1,309	2,397
기말 순부채(순현금)	-433	-946	-1,592	-2,806