2025. 7. 7

▲ 제약/바이오
Analyst 김준영
02. 6454-4877
junyoung.kim@meritz.co.kr

삼성바이오로직스 207940

2Q25 Pre: 환율 하락에도 실적 성장 지속

- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 130만원 유지
- ✓ 2Q25E 연결 기준 매출액 1조 3,759억원(YoY +18.9%, QoQ +6.0%), 영업이익 4,403억원(YoY +1.3%, QoQ -9.5%)으로 컨센서스 부합할 전망
- ✓ 원/달러 환율 하락에도 불구하고 4공장 램프업 효과를 통해 지속적인 성장
- ✓ 4공장은 4Q25 풀가동 예상하며 연내 6공장 착공 가능성 존재

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12 개월)	1,300,000 원
현재주가 (7.4)	1,038,000 원
상승여력	25.2%
KOSPI	3,054.28pt
시가총액	738,786억원
발행주식수	7,117만주
유동주식비율	25.39%
외국인비중	12.95%
52주 최고/최저가	1,185,000원/792,000원
평균거래대금	840.2억원
주요주주(%)	
삼성물산 외 2 인	74.33
국민연금공단	6.68

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.4	10.4	29.3
상대주가	-8.9	-11.7	19.6

주가그래프

2Q25 Preview

삼성바이오로직스 2Q25E 연결 기준 매출액 1조 3,759억원(YoY +18.9%, QoQ +6.0%), 영업이익 4,403억원(YoY +1.3%, QoQ -9.5%)으로 컨센서스 부합할 전망이다. 5공장 가동에 따른 비용이 증가하며 일시적 비용 증가가 예상되고 원/달러 환율이 2분기 기준 약 1,401원으로 하락하였으나 4공장의 램프업을 바탕으로 영업이익에 미치는 영향은 제한적일 것이라 전망한다. 삼성바이오로직스 별도 기준 매출액은 1조 1,102억원(YoY +35.9%), 영업이익은 4,405억원(+33.8%)을 예상한다. 4공장은 4분기 풀가동 예상하며 계속적인 수주 계약을 바탕으로 연내 6공장 착공 가능성은 높다 판단한다.

투자의견 Buy, 적정주가 130만원 유지

삼성바이오로직스에 대한 투자의견 Buy 유지하며 적정주가를 130만원으로 유지한다. 인적 분할 이후 삼성바이오로직스의 기업 가치 상승 및 삼성에피스홀딩스의 기업 가치 하락을 예상한다. 다만 삼성바이오에피스의 신약 개발 전략 및 투자 전략을 바탕으로 기존 바이오시밀러 비즈니스 모델을 통해 형성된 멀티플에 프리미엄을 받는다면 중장기적으로 기업 가치 상승 가능성은 존재한다. 상반기 관세 및 약가 인하 정책 등 여러 이슈로 인해 조정 받은 상황이며 아직까지 리스크 발생 가능성은 존재하나 개리 피터스 상원의원이 생물보안법 재발의 추진을 언급하는 등 생물보안법 관련 수혜 기대감이 다시 반영될 여지 또한 존재하기에 대외 변수 리스크로 인한 하방 압력은 제한적이라 판단한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	2,938.8	1,204.2	945.9	13,290	35.3	115,753	57.2	6.6	36.6	12.2	43.6
2024	3,497.2	1,321.4	1,051.0	14,766	11.1	130,397	64.3	7.3	41.6	12.0	43.5
2025E	4,257.4	1,734.9	1,370.7	19,258	30.4	149,648	53.9	6.9	33.2	13.8	38.5
2026E	4,953.7	2,001.3	1,596.4	22,429	16.5	172,077	46.3	6.0	28.5	13.9	33.4
2027E	5,618.2	2,319.1	1,844.6	25,917	15.6	197,994	40.1	5.2	24.9	14.0	29.2

표1 2Q25E Preview 테이블

(십억원)	2Q25E	2Q24	(% YoY)	1Q25	(% QoQ)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	**1,375.9**	1,156.9	18.9	1,298.3	6.0	1,414.9	(2.8)	1,354.8	1.6
영업이익	**440.3**	434.5	1.3	486.7	(9.5)	431.5	2.0	425.1	3.6
세전이익	**448.9**	465.0	(3.5)	499.4	(10.1)	462.9	(3.0)	441.5	1.7
당기순이익	**336.7**	318.0	5.9	375.6	(10.4)	354.1	(4.9)	352.4	(4.5)
영업이익률(%)	**32.0**	37.6		37.5		30.5		31.4	
세전이익률(%)	**32.6**	40.2		38.5		32.7		32.6	
순이익률(%)	**24.5**	27.5		28.9		25.0		26.0	

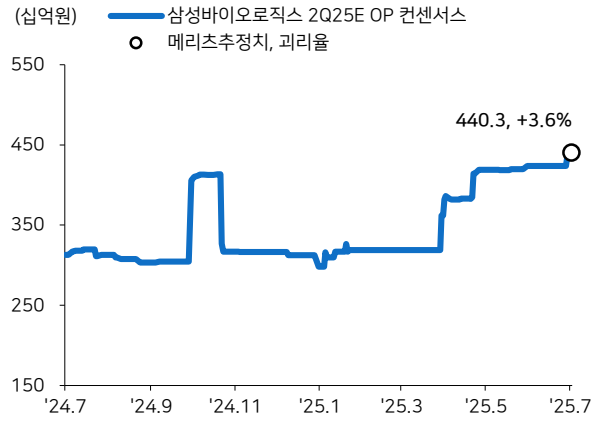
자료: 삼성바이오로직스, 메리츠증권 리서치센터

표2 2025E 연간 실적 테이블

(십억원)	2025E	2024	(% YoY)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	**5,586.5**	4,547.3	22.9	5,662.3	(1.3)	5,606.3	(0.4)
영업이익	**1,811.9**	1,320.1	37.3	1,704.1	6.3	1,756.1	3.2
세전이익	**1,731.4**	1,370.1	26.4	1,831.3	(5.5)	1,789.0	(3.2)
당기순이익	**1,399.5**	1,083.3	29.2	1,394.5	0.4	1,412.9	(0.9)
영업이익률(%)	**32.4**	29.0		30.1		31.3	
세전이익률(%)	**31.0**	30.1		32.3		31.9	
순이익률(%)	**25.1**	23.8		24.6		25.2	

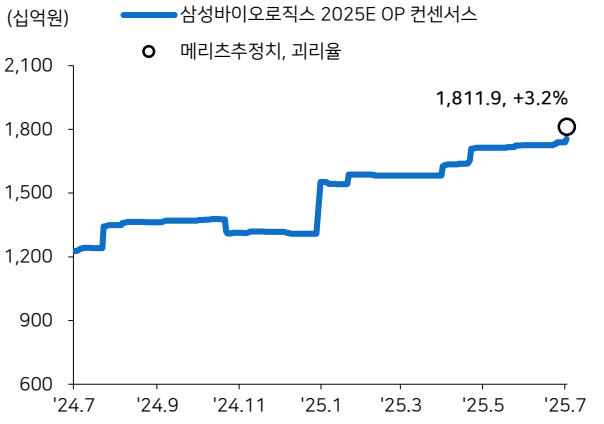
자료: Quantiwise, 삼성바이오로직스, 메리츠증권 리서치센터

그림1 2Q25 영업이익, 컨센서스 +3.6% 상회 전망



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025E 영업이익, 컨센서스 +3.2% 상회 전망



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 삼성바이오로직스(연결) 분기 및 연간 실적 추정

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	**946.9**	**1,156.9**	**1,187.1**	**1,256.4**	**1,298.3**	**1,375.9**	**1,447.1**	**1,465.2**	**4,547.3**	**5,586.5**	**6,542.1**
% YoY	31.3	33.6	14.8	17.0	37.1	18.9	21.9	16.6	23.1	22.9	17.1
삼성바이오로직스 별도	**669.5**	**810.2**	**1,067.1**	**950.4**	**999.5**	**1,101.2**	**1,083.5**	**1,073.2**	**3,497.2**	**4,257.4**	**4,953.7**
% YoY	13.3	27.2	20.9	14.8	49.3	35.9	1.5	12.9	19.0	21.7	16.4
삼성바이오에피스	**280.1**	**529.9**	**330.3**	**397.4**	**400.6**	**381.5**	**413.2**	**410.5**	**1,537.7**	**1,605.8**	**1,847.0**
% YoY	31.3	107.1	26.0	37.6	43.0	(28.0)	25.1	3.3	50.7	4.4	15.0
연결조정	2.7	183.2	210.3	91.4	101.8	106.8	49.6	18.5	487.6	276.7	258.6
매출총이익	420.2	657.8	544.1	668.7	732.8	722.3	795.9	739.9	2,290.8	2,991.0	3,369.2
GPM (%)	44.4	56.9	45.8	53.2	56.4	52.5	55.0	50.5	50.4	53.5	51.5
영업이익	**221.3**	**434.5**	**338.6**	**325.7**	**486.7**	**440.3**	**471.8**	**413.2**	**1,320.1**	**1,811.9**	**2,021.5**
% YoY	15.4	71.4	6.3	(6.9)	119.9	1.3	39.3	26.9	18.5	37.3	11.6
OPM (%)	23.4	37.6	28.5	25.9	37.5	32.0	32.6	28.2	29.0	32.4	30.9
당기순이익	**179.4**	**318.0**	**264.5**	**321.5**	**375.6**	**336.7**	**358.7**	**328.6**	**1,083.3**	**1,399.5**	**1,488.7**
% YoY	26.5	72.0	10.0	10.6	109.4	5.9	35.6	2.2	26.3	29.2	6.4
NPM (%)	18.9	27.5	22.3	25.6	28.9	24.5	24.8	22.4	23.8	25.1	22.8

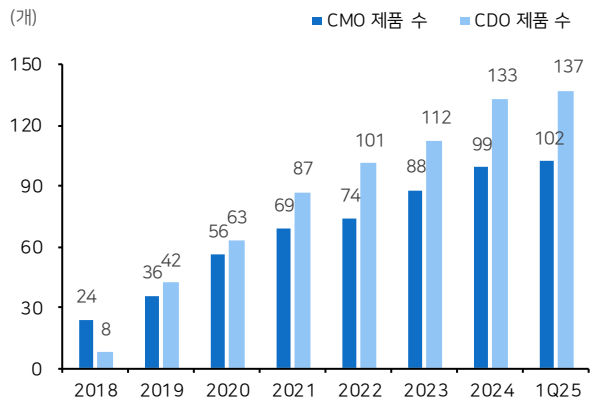
자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 삼성바이오로직스 적정주가

(십억원)		비고
별도 삼성바이오로직스 가치 (A)	**80,761.0**	
26년 EBITDA	2,546.9	
타겟 EV/EBITDA	31.7	글로벌 피어(Lonza, Thermo Fisher)의 평균 EV/EBITDA 40% 프리미엄 부여
삼성바이오에피스 가치 (B)	**10,842.5**	
12개월 선행 EBITDA	547.6	
타겟 EV/EBITDA	19.8	Viatris 바이오시밀러 사업 매각 밸류에이션 20% 프리미엄 부여
순 차입금 (C)	-534.3	2025년 말 기준
주주가치 (D=A+B-C)	92,137.9	
주식수 (E)	71,174 천주	유통주식수 기준
적정주가 (F=D/E)	**1,300,000원**	

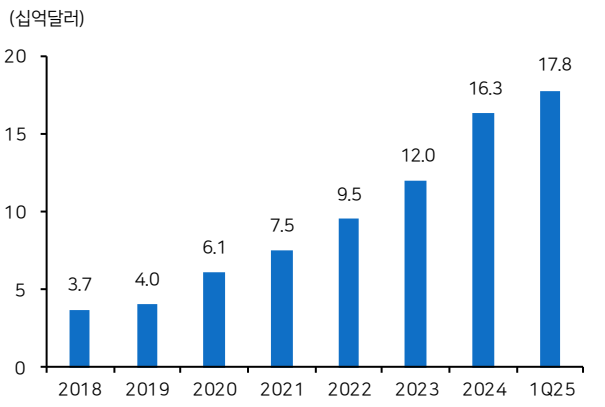
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 누적 수주 제품 수



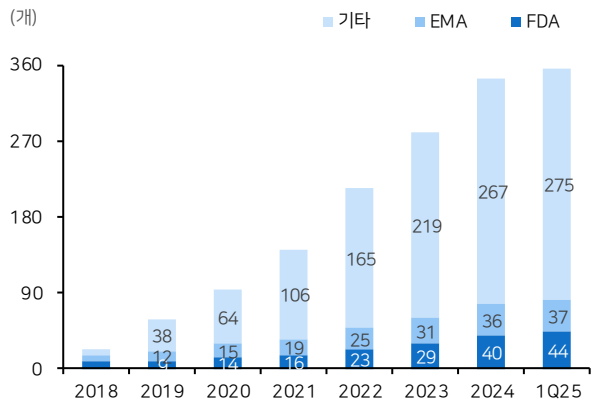
자료: 삼성바이오로직스, 메리츠증권 리서치센터

그림4 누적 수주 금액



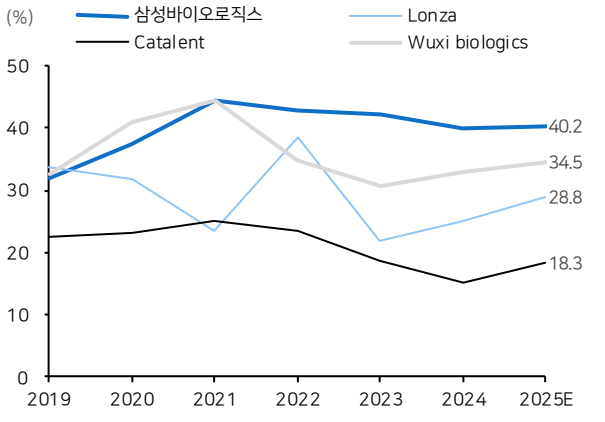
자료: 삼성바이오로직스, 메리츠증권 리서치센터

그림5 해외 규제기관 승인 현황



자료: 삼성바이오로직스, 메리츠증권 리서치센터

그림6 피어 그룹 EBITDA margin 비교



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표5 삼성바이오로직스 공장 시설 현황

	1공장	2공장	3공장	4공장	5공장
규모	**30,000L** = 5,000L × 6	**154,000L** = 15,000L × 10 1,000L × 4	**180,000L** = 15,000L × 12	**240,000L** = 15,000L × 12 10,000L × 6	**180,000L** = 15,000L × 12
공사 기간	25개월	29개월	35개월	31개월	24개월
공사 비용	3,500억원	7,000억원	8,500억원	1조 7,400억원	1조 9,800억원
가동 현황	생산	생산	생산	생산	생산

자료: 삼성바이오로직스, 메리츠증권 리서치센터

그림7 삼성바이오로직스 파이프라인

First Mover / Second Mover

Indication		자가 면역 질환				종양 질환			안질환		혈액 질환	골격계 질환
프로젝트		SB4	SB2	SB5	SB17	SB3	SB8	SB27	SB11	SB15	SB12	SB16
오리지널		Enbrel® (Etanercept)	Remicade® (Infliximab)	Humira® (Adalimumab)	Stelara® (Ustekinumab)	Herceptin® (Trastuzumab)	Avastin® (Bevacizumab)	Keytruda® (Pembrolizumab)	Lucentis® (Ranibizumab)	Eylea® (Aflibercept)	Soliris® (Eculizumab)	Prolia® / Xgeva® (Denosumab)
현황		출시	출시	출시	출시	출시	출시	1상('24.2월) / 3상('24.4월) 진행 중	출시	유럽('24.11월) / 미국('24.5월) 승인	출시	유럽('25.2월) / 미국('25.2월) 승인
제품	EU	Benepali	Flixabi	Imraldi	Pyzchiva	Ontruzant	Aybintio	-	Byooviz	Opuviz	Epysqli	Obodence / Xbryk
	US	Eticovo (IC, '24.6월)	Renflexis	Hadlima (IC, '24.6월)	Pyzchiva	Ontruzant	-	-	Byooviz (IC, '23.10월)	Opuviz (IC, '24.5월)	Epysqli	Ospomyv / Xbryk
마케팅파트너 (출시 연도)	EU	Biogen ('16)	Biogen ('16)	Biogen ('18)	Sandoz ('24)	Organon ('18)	Organon ('20)	-	Biogen ('23)	Biogen	Samsung Bioepis ('23)	-
	US	-	Organon ('17)	Organon ('23)	Sandoz ('25)	Organon ('20)	Organon	-	Biogen ('22)	Biogen	Teva ('25)	-

자료: 삼성바이오로직스, 메리츠증권 리서치센터

삼성바이오로직스 (207940)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**2,938.8**	**3,497.2**	**4,257.4**	**4,953.7**	**5,618.2**
매출액증가율(%)	20.6	19.0	21.7	16.4	13.4
매출원가	1,448.4	1,784.2	2,053.7	2,415.1	2,694.0
매출총이익	1,490.4	1,713.0	2,203.7	2,538.6	2,924.2
판매관리비	286.2	391.6	468.8	537.3	605.0
영업이익	**1,204.2**	**1,321.4**	**1,734.9**	**2,001.3**	**2,319.1**
영업이익률(%)	41.0	37.8	40.7	40.4	41.3
금융손익	24.9	82.0	47.5	61.6	64.2
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-4.9	-1.0	-2.9	-3.1	-3.1
세전계속사업이익	1,224.2	1,402.4	1,779.5	2,059.9	2,380.2
법인세비용	278.3	351.4	408.8	463.5	535.5
당기순이익	**945.9**	**1,051.0**	**1,370.7**	**1,596.4**	**1,844.6**
지배주주지분 순이익	945.9	1,051.0	1,370.7	1,596.4	1,844.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	**1,418.2**	**1,382.8**	**1,608.6**	**1,506.6**	**1,515.0**
당기순이익(손실)	945.9	1,051.0	1,370.7	1,596.4	1,844.6
유형자산상각비	245.5	286.1	457.0	525.8	550.7
무형자산상각비	9.4	12.9	16.5	19.7	22.2
운전자본의 증감	117.6	-65.2	-261.5	-635.3	-902.6
투자활동 현금흐름	**-1,461.1**	**-1,181.1**	**-1,227.9**	**-884.4**	**-893.7**
유형자산의증가(CAPEX)	-976.2	-1,297.1	-1,184.2	-750.0	-750.0
투자자산의감소(증가)	0.3	-12.9	-10.0	-10.0	-10.0
재무활동 현금흐름	**-491.9**	**-154.2**	**-11.2**	**-9.8**	**-9.8**
차입금의 증감	-462.0	-164.3	-8.9	-9.8	-9.8
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-527.2	68.8	368.4	612.4	611.5
기초현금	758.0	230.8	299.6	668.0	1,280.4
기말현금	230.8	299.6	668.0	1,280.4	1,891.9

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	4,070.4	3,992.3	4,820.9	6,155.7	7,810.8
현금및현금성자산	230.8	299.6	668.0	1,280.4	1,891.9
매출채권	390.2	785.8	864.4	1,037.3	1,431.4
재고자산	1,678.6	1,883.0	2,259.6	2,711.5	3,253.8
비유동자산	7,760.9	9,324.9	9,935.0	10,181.5	10,400.6
유형자산	3,542.9	5,047.6	5,660.1	5,884.3	6,083.6
무형자산	53.8	65.2	76.9	89.2	99.0
투자자산	3,339.7	3,352.6	3,362.6	3,372.6	3,382.7
자산총계	**11,831.3**	**13,317.2**	**14,755.9**	**16,337.2**	**18,211.4**
유동부채	2,954.3	2,679.4	2,714.1	2,755.9	2,769.9
매입채무	171.4	173.8	208.5	250.2	264.2
단기차입금	220.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	588.4	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	638.4	1,356.9	1,390.8	1,334.0	1,349.5
사채	119.8	917.8	910.7	900.9	891.1
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**3,592.6**	**4,036.3**	**4,104.9**	**4,089.8**	**4,119.4**
자본금	177.9	177.9	177.9	177.9	177.9
자본잉여금	5,672.4	5,672.4	5,672.4	5,672.4	5,672.4
기타포괄이익누계액	-10.6	-19.3	-19.9	-19.9	-19.9
이익잉여금	2,398.9	3,449.9	4,820.5	6,416.9	8,261.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**8,238.6**	**9,280.9**	**10,651.0**	**12,247.4**	**14,092.1**

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	41,290	49,135	59,817	69,600	78,936
EPS(지배주주)	13,290	14,766	19,258	22,429	25,917
CFPS	21,268	23,773	32,097	36,036	40,483
EBITDAPS	20,500	22,768	31,027	35,784	40,633
BPS	115,753	130,397	149,648	172,077	197,994
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	57.2	64.3	53.9	46.3	40.1
PCR	35.7	39.9	32.3	28.8	25.6
PSR	18.4	19.3	17.4	14.9	13.1
PBR	6.6	7.3	6.9	6.0	5.2
EBITDA(십억원)	1,459.1	1,620.5	2,208.3	2,546.9	2,892.0
EV/EBITDA	36.6	41.6	33.2	28.5	24.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	12.2	12.0	13.8	13.9	14.0
EBITDA 이익률	49.6	46.3	51.9	51.4	51.5
부채비율	43.6	43.5	38.5	33.4	29.2
금융비용부담률	1.9	1.0	0.7	0.6	0.5
이자보상배율(x)	21.6	38.8	58.1	67.6	79.1
매출채권회전율(x)	6.6	5.9	5.2	5.2	4.6
재고자산회전율(x)	2.0	2.0	2.1	2.0	1.9

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023 년 8 월 4 일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12 개월간 추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1 개월간 종가대비 3 등급	Buy 추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 –20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 –20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3 등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

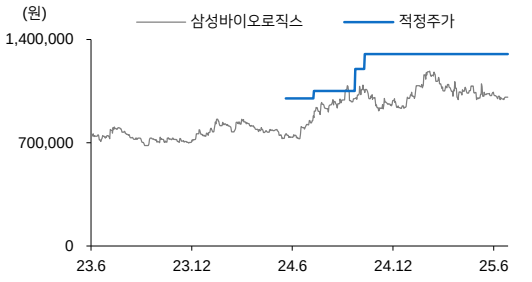
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	89.1%
중립	10.3%
매도	0.6%

2025 년 6 월 30 일 기준으로
최근 1 년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

삼성바이오로직스 (207940) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2023.04.25	기업브리프	Buy	1,200,000	박송이	-36.3	-28.4
2024.04.25		1 년 경과			-35.9	-34.1
2024.06.05	산업분석	Buy	1,000,000	김준영	-21.8	-11.7
2024.07.25	기업브리프	Buy	1,050,000	김준영	-8.0	3.5
2024.10.07	기업브리프	Buy	1,200,000	김준영	-13.2	-9.1
2024.10.24	기업브리프	Buy	1,300,000	김준영	-	-

주가 및 적정주가 변동추이