삼성바이오로직스(207940.KS) 매수(유지)

풀가동의 효과란 이런 것

분석의 기본 가정
- 2분기 4개 공장 풀가동 돌입 및 고환율 지속에 따른 매출 성장 확대
- 풀가동에 따른 규모의 경제 효과 및 에피스 마일스톤으로 수익성 제고 지속

3Q25 Review: 풀가동 + 마일스톤 + 고환율 = 역대급 어닝 서프라이즈

3분기 연결기준 매출 1조 6,602억원(+39.9% yoy) 영업이익 7,288억원(+115.2% yoy) OPM 43.9%로 컨센서스 대비 매출 및 영업이익 각각 +3.7%, +26.4% 상회하는 어닝 서프라이즈 기록. 별도기준은 매출 1조 2,575억원(+17.8% yoy) 영업이익 6,334억원(+42.4% yoy) OPM 50.4%, 에피스는 매출 4,410억원(+33.5% yoy) 영업이익 1,290억원(+90.0% yoy) OPM 29.3% 기록함. 2분기부터 1~4공장(60만리터) 풀가동으로 규모의 경제 효과가 가속화되며 매출 성장 지속에 더해 이익률 고속 성장이 시현됨. 3분기 평균 환율은 전분기 대비 -1.3% 하락하였으나 고환율 기조가 지속되고 있으며, 2분기에서 이연된 배치 매출 반영, 에피스가 테바에 이전한 b솔리리스 미국 판권에 대한 마일스톤 409억원 유입 효과로 역대 최고 실적 달성함

이제는 온전히 평가될 로직스의 수익성 & 신약개발 본격화될 에피스의 성장성

11/1 에피스홀딩스를 인적분할함에 따라 로직스는 바이오시밀러 사업의 희석화 없이 CDMO 사업의 고수익성을 온전히 평가받을 수 있을 것. 에피스홀딩스는 로직스 고객사와의 이해상충 우려없이 바이오시밀러 및 신약개발 전략을 공격적으로 추진하며 R&D 기업으로 포지셔닝 추구할 전망. 로직스는 빅파마의 리쇼어링 흐름과 관세 부담으로 수주 둔화의 우려가 여전하나, 미국 공장 확보(건설/매입) 결정 시 불확실성을 해소하며 수주 정체를 벗어날 수 있을 것으로 판단됨. 에피스홀딩스는 에피스가 안정적인 바이오시밀러 실적 성장을 토대로 신약개발을 적극적으로 추진하고, 신설 자회사가 플랫폼 기술로 중장기 성장동력을 마련하며 바이오 R&D 생태계를 구축, 바이오 투자 지주사로의 위치를 확고히 할 것으로 예상됨

투자의견 매수, 목표주가 1,400,000원으로 상향

* Product Change-Over

로직스는 지속되는 고환율과 풀가동에 더해 대형 수주로 인한 생산의 PCO 축소로 생산성이 더욱 높아지며 이익률의 큰 폭 개선이 기대됨. 풀가동 시 기대할 수 있는 영업이익률은 40%대로 전망하며, PCO 효율화에 따라 40%후반 영업이익률도 안정적으로 지속 가능할 것. 11/24 분할 재상장 시 목표주가 조정 예정이나, 3분기 실적으로 가시화된 환율 및 이익률 개선폭을 반영하여 목표주가 140만원으로 상향함. 투자의견 매수 및 제약바이오 업종 top-pick 유지함

결산기(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액(십억원)	3,695	4,547	5,858	6,834	7,358
영업이익(십억원)	1,114	1,320	2,170	2,500	2,697
세전손익(십억원)	1,120	1,370	2,173	2,498	2,699
지배순이익(십억원)	858	1,083	1,600	1,839	1,986
EPS(원)	12,051	15,221	22,473	25,832	27,906
증감율(%)	5.6	26.3	47.6	14.9	8.0
ROE(%)	9.1	10.4	13.7	13.7	13.0
PER(배)	63.1	62.3	54.8	47.7	44.1
PBR(배)	5.5	6.2	7.0	6.1	5.4
EV/EBITDA(배)	33.6	35.3	31.7	28.3	26.4

제약/바이오 담당 정유경
T.02)2004-9253 / jamie.choung@shinyoung.com

현재주가(10/28)	1,232,000원
목표주가(12M, 상향)	1,400,000원

Key Data (기준일: 2025.10. 28)

KOSPI(pt)	4010.41
KOSDAQ(pt)	903.30
액면가(원)	2,500
시가총액(억원)	876,864
발행주식수(천주)	71,174
평균거래량(3M,주)	70,181
평균거래대금(3M, 백만원)	74,547
52주 최고/최저	1,232,000 / 916,000
52주 일간Beta	0.5
배당수익률(25F,%)	0.0
외국인지분율(%)	13.1
주요주주 지분율(%)	
삼성물산 외 2 인	74.3 %
국민연금공단	6.7 %

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	23.2	15.5	18.8	16.4
KOSPI대비 상대수익률	4.0	-7.6	-24.5	-24.1

Company vs KOSPI composite

도표 1. 삼성바이오로직스 3Q25 실적 요약 (연결)

(억원)	3Q25	3Q24	YoY	2Q25	QoQ
매출액	16,602	11,871	39.9%	12,899	28.7%
영업이익	7,288	3,386	115.2%	4,756	53.2%
세전이익	7,670	2,910	163.6%	4,089	87.6%
당기순이익	5,745	2,645	117.2%	3,244	77.1%
영업이익률	43.9%	28.5%	53.9%p	36.9%	19.1%p
순이익률	34.6%	22.3%	55.3%p	25.1%	37.6%p

자료: 삼성바이오로직스, 신영증권 리서치센터

도표 2. 삼성바이오로직스 3Q25 실적 요약 (별도)

(억원)	3Q25	3Q24	YoY	2Q25	QoQ
매출액	12,575	10,671	17.8%	10,142	24.0%
영업이익	6,334	4,447	42.4%	4,770	32.8%
세전이익	6,627	4,239	56.3%	4,425	49.8%
당기순이익	4,964	3,235	53.4%	3,336	48.8%
영업이익률	50.4%	41.7%	20.9%p	47.0%	7.1%p
순이익률	39.5%	30.3%	30.2%p	32.9%	20.0%p

자료: 삼성바이오로직스, 신영증권 리서치센터

도표 3. 삼성바이오에피스 3Q25 실적 요약

(억원)	3Q25	3Q24	YoY	2Q25	QoQ
매출액	4,410	3,303	33.5%	4,010	10.0%
영업이익	1,290	679	90.0%	898	43.7%
세전이익	1,378	407	238.6%	576	139.2%
당기순이익	1,216	395	207.8%	620	96.1%
영업이익률	29.3%	20.6%	42.3%p	22.4%	30.6%p
순이익률	27.6%	12.0%	130.6%p	15.5%	78.3%p

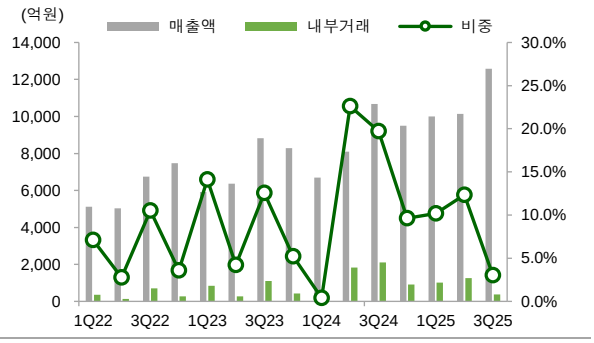
자료: 삼성바이오로직스, 신영증권 리서치센터

도표 4. 분기별 로직스-에피스 내부거래 (에피스向 CMO)

(억원)	Q1	Q2	Q3	Q4	연간	yoy
2018	870	46	724	614	2,254	
2019	617	14	727	1,104	2,461	9.2%
2020	962	235	236	1,158	2,591	5.2%
2021	516	140	813	1,286	2,754	6.3%
2022	364	140	709	268	1,481	-46.2%
2023	835	269	1,108	433	2,645	78.6%
2024	27	1,832	2,103	914	4,876	84.3%
2025F	1,018	1,253	383	346	3,000	-38.5%
평균	651	491	850	765	2,758	

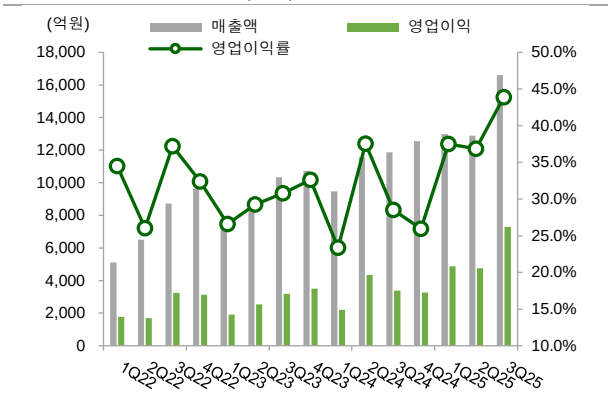
자료: 삼성바이오로직스, 신영증권 리서치센터

도표 5. 삼성바이오로직스 매출액(별도) 대비 내부거래 추이



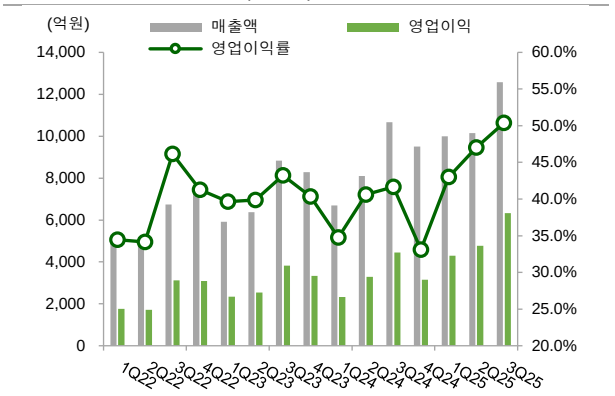
자료: 삼성바이오로직스, 신영증권 리서치센터

도표 6. 분기별 실적 추이 (연결)



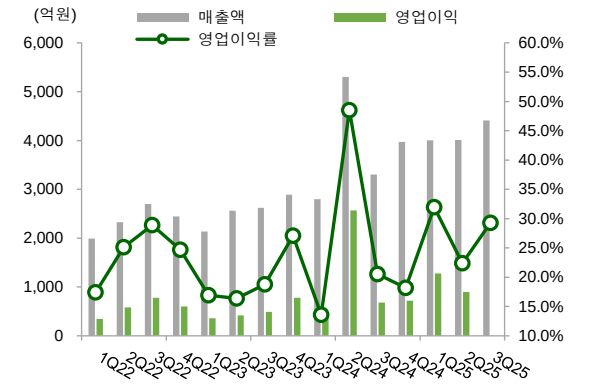
자료: 삼성바이오로직스, 신영증권 리서치센터

도표 7. 분기별 실적 추이 (로직스)



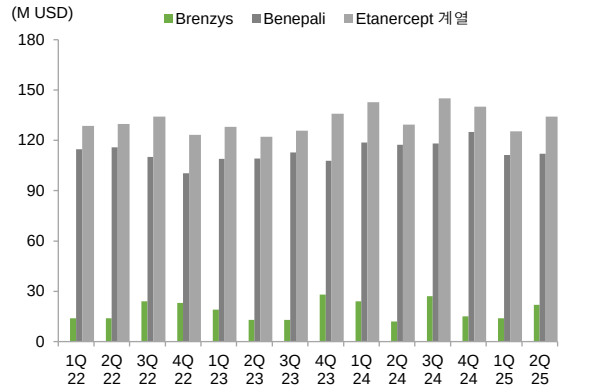
자료: 삼성바이오로직스, 신영증권 리서치센터

도표 8. 분기별 실적 추이 (에피스)



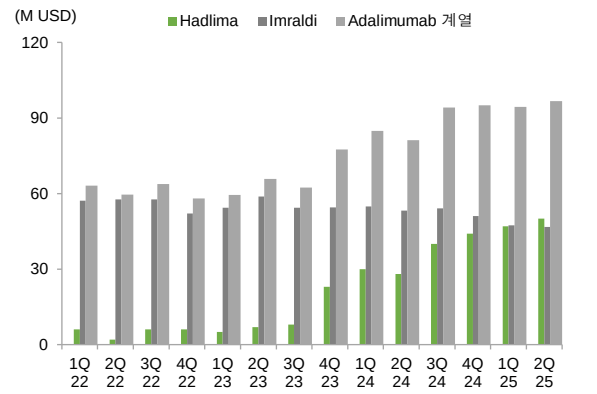
자료: 삼성바이오로직스, 신영증권 리서치센터

도표 9. 에타너셉트(베네팔리+브렌시스) 매출 추이



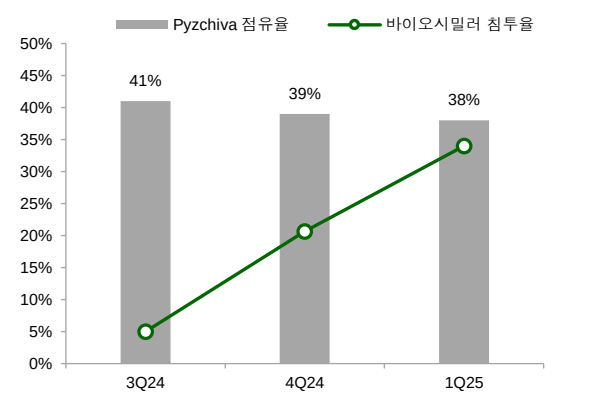
자료: Biogen, 신영증권 리서치센터

도표 10. 아달리무맙(임랄다+하드리마) 매출 추이



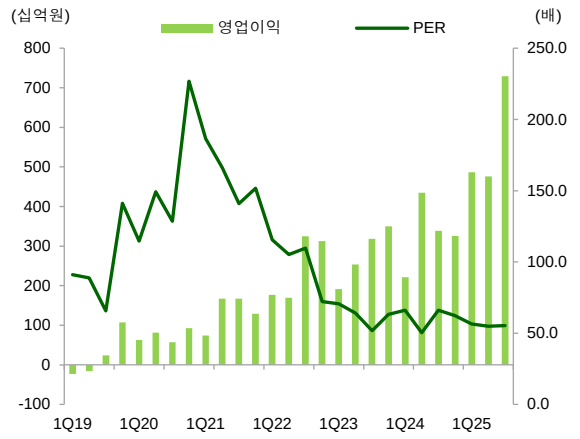
자료: Biogen, Organon, 신영증권 리서치센터

도표 11. b스텔라라 유럽 시장 침투율 대비 피즈치바 M/S 증가 추이



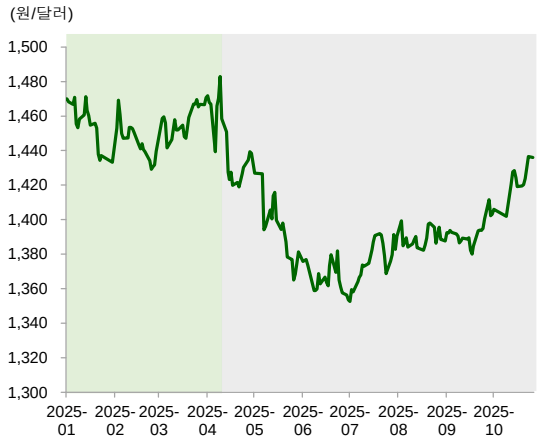
자료: Sandoz, 신영증권 리서치센터

도표 12. 영업이익, PER 추이



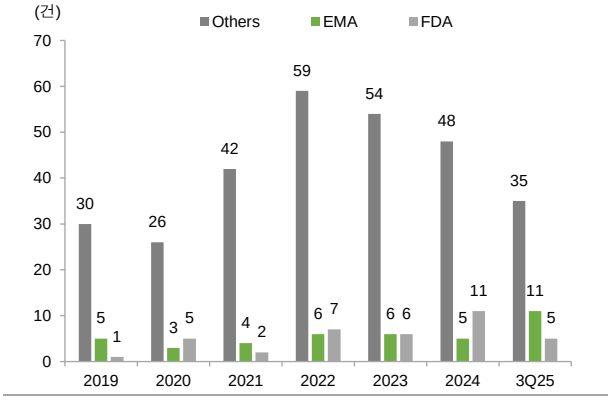
자료: 삼성바이오로직스, Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 13. 원달러 환율 추이 (2025)



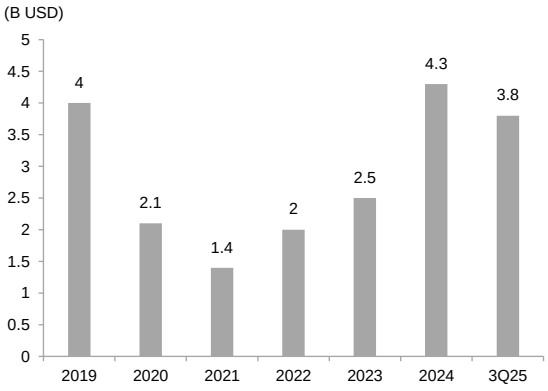
자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 14. 연도별 허가기관 승인 현황



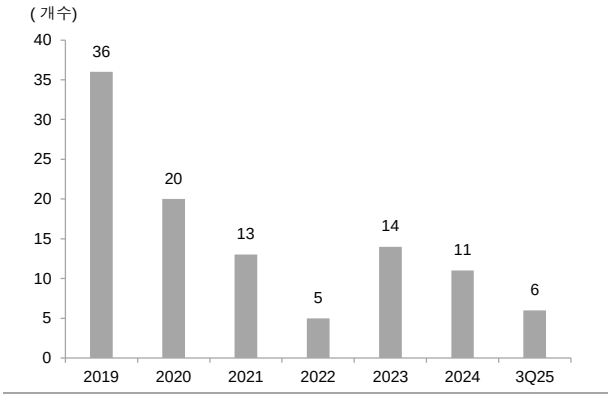
자료: 삼성바이오로직스, 신영증권 리서치센터

도표 15. 연도별 수주 금액



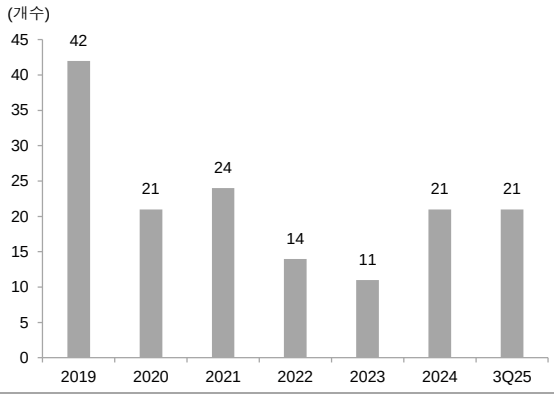
자료: 삼성바이오로직스, 신영증권 리서치센터

도표 16. 연도별 CMO 수주 품목 수



자료: 삼성바이오로직스, 신영증권 리서치센터

도표 17. 연도별 CDO 수주 품목 수



자료: 삼성바이오로직스, 신영증권 리서치센터

도표 18. 삼성바이오에피스 파이프라인 현황

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('24.1월) / 3상('24.3월) 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)	Samsung Bioepis
	US	-	Organon ('17)	Organon ('23)	Sandoz ('25) Cordavis, Quallent	Organon ('20)	Organon	-	Biogen → Harrow ('22)	Harrow	Teva ('25)	-

자료: 삼성바이오로직스, 신영증권 리서치센터

도표 19. 삼성에피스홀딩스 중장기 성장전략 및 운영방안

자료: 삼성바이오로직스, 신영증권 리서치센터

삼성바이오로직스(207940.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**36,946**	**45,473**	**58,581**	**68,340**	**73,576**
증가율(%)	23.1	23.1	28.8	16.7	7.7
매출원가	**18,918**	**22,565**	**25,826**	**30,731**	**32,856**
원가율(%)	51.2	49.6	44.1	45.0	44.7
매출총이익	**18,028**	**22,908**	**32,756**	**37,609**	**40,720**
매출총이익률(%)	48.8	50.4	55.9	55.0	55.3
판매비와 관리비 등	**6,891**	**9,708**	**11,052**	**12,606**	**13,752**
판관비율(%)	18.7	21.3	18.9	18.4	18.7
영업이익	**11,137**	**13,201**	**21,704**	**25,003**	**26,968**
증가율(%)	13.2	18.5	64.4	15.2	7.9
영업이익률(%)	30.1	29.0	37.0	36.6	36.7
EBITDA	**16,035**	**19,192**	**27,577**	**30,401**	**31,929**
EBITDA마진(%)	43.4	42.2	47.1	44.5	43.4
순금융손익	**20**	**1,117**	**32**	**1**	**32**
이자손익	141	138	332	957	1,799
외화관련손익	-112	771	-6	-6	-6
기타영업외손익	**49**	**-643**	**-3**	**-23**	**-13**
종속및관계기업 관련손익	**-5**	**27**	**0**	**0**	**0**
법인세차감전계속사업이익	**11,200**	**13,701**	**21,733**	**24,980**	**26,986**
계속사업손익법인세비용	**2,623**	**2,867**	**5,737**	**6,595**	**7,124**
세후중단사업손익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
당기순이익	**8,577**	**10,833**	**15,995**	**18,386**	**19,862**
증가율(%)	7.5	26.3	47.7	14.9	8.0
순이익률(%)	23.2	23.8	27.3	26.9	27.0
지배주주지분 당기순이익	8,577	10,833	15,995	18,386	19,862
증가율(%)	7.5	26.3	47.7	14.9	8.0
기타포괄이익	**-117**	**-91**	**0**	**0**	**0**
총포괄이익	**8,460**	**10,742**	**15,995**	**18,386**	**19,862**

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	**55,220**	**55,181**	**76,892**	**98,210**	**120,653**
현금및현금성자산	3,679	3,912	8,611	22,236	40,412
매출채권 및 기타채권	6,794	11,654	12,237	12,849	13,491
재고자산	26,414	28,183	45,062	52,569	56,597
비유동자산	**105,242**	**118,182**	**111,585**	**106,323**	**101,498**
유형자산	38,801	53,740	52,814	50,140	47,696
무형자산	58,321	55,653	52,706	49,982	47,464
투자자산	726	889	1,025	1,162	1,298
기타 금융업자산	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자산총계	**160,462**	**173,363**	**188,477**	**204,534**	**222,151**
유동부채	**41,579**	**38,532**	**39,198**	**38,261**	**37,270**
단기차입금	6,545	2,070	2,070	2,070	2,070
매입채무및기타채무	12,193	15,223	15,889	14,952	13,960
유동성장기부채	7,334	1,200	1,200	1,200	1,200
비유동부채	**20,578**	**25,784**	**24,237**	**22,845**	**21,592**
사채	1,198	9,178	9,178	9,178	9,178
장기차입금	1,200	950	950	950	950
기타 금융업부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	**62,157**	**64,316**	**63,435**	**61,106**	**58,862**
지배주주지분	**98,305**	**109,047**	**125,042**	**143,428**	**163,289**
자본금	1,779	1,779	1,779	1,779	1,779
자본잉여금	56,631	56,631	56,631	56,631	56,631
기타포괄이익누계액	-138	-230	-230	-230	-230
이익잉여금	40,033	50,866	66,861	85,247	105,109
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**98,305**	**109,047**	**125,042**	**143,428**	**163,289**
총차입금	**19,342**	**14,916**	**14,916**	**14,916**	**14,916**
순차입금	**-1,407**	**1,462**	**-2,625**	**-15,805**	**-33,556**

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	**16,662**	**16,593**	**3,510**	**13,321**	**17,894**
당기순이익	**8,577**	**10,833**	**15,995**	**18,386**	**19,862**
현금유출이없는비용및수익	**8,028**	**9,225**	**11,284**	**11,041**	**10,292**
유형자산감가상각비	2,628	3,044	2,926	2,674	2,444
무형자산상각비	2,269	2,947	2,947	2,724	2,517
영업활동관련자산부채변동	**2,987**	**-454**	**-18,364**	**-10,468**	**-6,935**
매출채권의감소(증가)	301	-4,510	-583	-612	-642
재고자산의감소(증가)	-2,739	-2,362	-16,880	-7,507	-4,028
매입채무의증가(감소)	2,670	4,093	666	-937	-991
투자활동으로인한현금흐름	**-15,663**	**-12,438**	**-7,220**	**-7,243**	**-7,265**
투자자산의 감소(증가)	-29	-136	-136	-136	-136
유형자산의 감소	28	14	0	0	0
CAPEX	-9,951	-13,036	0	0	0
단기금융자산의감소(증가)	5,248	7,534	470	447	424
재무활동으로인한현금흐름	**-6,350**	**-4,338**	**-1,453**	**-1,453**	**-1,453**
장기차입금의증가(감소)	57	950	0	0	0
사채의증가(감소)	-400	4,177	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
기타현금흐름	**122**	**416**	**9,860**	**9,000**	**9,000**
현금의 증가	**-5,229**	**233**	**4,698**	**13,626**	**18,176**
기초현금	8,908	3,679	3,912	8,611	22,236
기말현금	3,679	3,912	8,611	22,236	40,412

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Per Share (원)					
EPS	12,051	15,221	22,473	25,832	27,906
BPS	138,119	153,212	175,685	201,517	229,423
DPS	0	0	0	0	0
Multiples (배)					
PER	63.1	62.3	54.8	47.7	44.1
PBR	5.5	6.2	7.0	6.1	5.4
EV/EBITDA	33.6	35.3	31.7	28.3	26.4

Financial Ratio

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	5.6%	26.3%	47.6%	14.9%	8.0%
EBITDA(발표기준) 증가율	24.1%	19.7%	43.7%	10.2%	5.0%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	9.1%	10.4%	13.7%	13.7%	13.0%
ROE(지배순이익 기준)	9.1%	10.4%	13.7%	13.7%	13.0%
ROIC	7.7%	7.1%	11.6%	12.8%	13.7%
WACC	7.2%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%
안전성(%)					
부채비율	63.2%	59.0%	50.7%	42.6%	36.0%
순차입금비율	-1.4%	1.3%	-2.1%	-11.0%	-20.6%
이자보상배율	13.6	26.4	43.4	49.9	53.9

Compliance Notice

■ **투자등급**

종목 **매수** : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 10% 이상의 상승이 예상되는 경우
중립 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 ±10% 이내의 등락이 예상되는 경우
매도 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 -10% 이하의 하락이 예상되는 경우

산업 **비중확대** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 높게 가져갈 것을 추천
중 립 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중과 같게 가져갈 것을 추천
비중축소 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 낮게 가져갈 것을 추천

- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료 작성한 애널리스트는 발간일 현재 본인 및 배우자의 계좌로 동 주식을 보유하고 있지 않으며, 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료의 작성 담당자는 자료에 게재된 내용이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 본 자료의 괴리율은 감자 등 주가에 영향을 미치는 사건을 반영하여 계산하였습니다.

본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

[당사의 투자의견 비율 고지]

당사의 투자의견 비율			
기준일(20250930)	매수 : 87.41%	중립 : 11.89%	매도 : 0.7%

[당사와의 이해관계 고지]

종목명	LP(유동성공급자)	시장조성자			1%이상보유	계열사 관계여부	채무이행보증	자사주신탁 계약
	ELW	주식	주식선물	주식옵션				
삼성바이오로직스	-	-	-	-	-	-	-	-

삼성바이오로직스 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가	최고(저) 주가
2025-10-29	매수	1400000		
2024-10-24	매수	1300000	-20.35	-8.85
2024-01-25	매수	1000000	-14.35	9.10