

# 삼성바이오로직스 (207940)

## 제약/바이오



하현수

02 3770 2688

hyunsoo.ha@yuantakorea.com

투자 의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>1,120,000원 (U)</b>
현재주가 (10/17)	<b>830,000원</b>
상승여력	<b>35%</b>

시가총액	590,744억원
총발행주식수	71,174,000주
60일 평균 거래대금	461억원
60일 평균 거래량	55,431주
52주 고	946,788원
52주 저	703,667원
외인지분율	10.49%
주요주주	삼성물산 외 4인 74.37%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	3.5	1.6	(3.4)
상대	11.1	6.7	31.3
절대(달러환산)	0.6	(5.7)	(20.0)

## 3Q22: 공장 정상 가동에 환율 효과까지

### 3분기는 공장 정상 가동 효과와 추가적인 환율 효과

3분기 실적은 연결 기준 매출액 8,269(+83.4%YoY)억원, 영업이익 2,270억원(+35.6%YoY)을 기록할 전망. 에피스 실적이 온기 포함된 첫 실적으로 전년도, 전기 대비가 어려우나 별도 실적으로도 매출액 5,790억원(+28.5%YoY, +15.0%QoQ), 영업이익(+31.2%YoY, +27.8%QoQ)을 기록할 전망.

3분기에는 공장 정상 가동과 함께 2분기보다 더 우호적인 환율 효과를 받았으며 환율 효과는 4분기에도 지속될 전망. 연간 실적은 연결 기준 매출액 2조8,091억원(+79.2%YoY), 영업이익 7,954억원(+48.0%YoY)을 전망.

### 4공장 부분 가동 시작, 이중항체 개발 플랫폼 추가로 CDO 강화

10월부터 4공장이 부분 가동(6만L 규모)을 시작했으며 23년 하반기부터는 전체 가동(24만리터)이 가능할 전망. 4공장은 이미 선 수주를 통해 7개 제품을 생산할 예정으로 공장 가동 능력 확대는 매출과 이익 증가로 이어질 예정

이중 항체 플랫폼인 S-DUAL의 출시로 CDO 관련 서비스를 강화. 최근 이중항체 약물의 시장 출시가 이어지고 있으며 2가지 항원과 결합하는 특성으로 성장성이 높은 모달리티 중 하나. S-DUAL은 비대칭 구조와 인간 IgG 유사 형태로 높은 수율과 낮은 면역 원성을 가질 것.

### FDA로부터 고농도 휴미라 바이오시밀러 승인 획득

9월 FDA로부터 하드리마(고농도) 허가를 획득했으며 암제비타(암젠)에 이어 2순위 그룹으로 7월말 출시 예정. 고농도 제품은 미국 시장의 85%정도를 차지하고 있어 암젠에 비해 낮은 시장 출시를 만회할 수 있을 것. 현재 고농도 품목 허가를 진행중인 곳은 암젠과 셀트리온 두 곳이며 현재까지 휴미라 외에는 하드리마만 FDA 허가를 획득.

### 투자 의견 Buy, 목표주가 1,120,000원으로 상향

투자 의견 Buy를 유지하며 바이오 에피스 연결 영향, 실적 추정 상향 및 금리 인상에 따른 할인율 변화를 고려해 고려하여 목표주가를 1,120,000원으로 상향. 4공장 가동 효과와 23년 미국 휴미라 바이오 시밀러 시장에서의 점유율 확보가 중요해질 것.

#### Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	3Q22E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	827	83.4	26.9	756	9.3
영업이익	227	35.6	33.8	218	4.3
세전계속사업이익	259	31.2	20.7	207	25.0
지배순이익	184	39.6	21.0	156	17.8
영업이익률 (%)	27.5	-9.6 %pt	+1.5 %pt	28.8	-1.3 %pt
지배순이익률 (%)	22.3	-6.9 %pt	-1.0 %pt	20.7	+1.6 %pt

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	1,165	1,568	2,809	3,537
영업이익	293	537	795	997
지배순이익	241	394	665	862
PER	180.2	142.7	88.8	68.5
PBR	9.4	11.2	6.7	6.1
EV/EBITDA	99.3	80.2	44.7	32.1
ROE	10.5	8.2	9.6	9.3

자료: 유안타증권

삼성바이오로직스 실적 추정(연결)

(단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	260.8	412.2	450.7	444.3	511.3	467.8	826.9	819.5	1,568.0	2,809.1	3,537.2
YoY	25.9%	34.0%	64.2%	18.4%	96.1%	13.5%	83.4%	72.5%	34.6%	79.2%	25.9%
영업 이익	74.3	166.8	167.4	128.8	176.4	153.0	227.0	222.3	537.3	795.4	996.6
YoY	18.7%	105.6%	196.1%	39.2%	137.4%	(8.3%)	35.6%	72.5%	83.5%	48.0%	25.3%
OPM	28.5%	40.5%	37.1%	29.0%	34.5%	32.7%	27.5%	27.1%	34.3%	28.3%	28.2%
당기 순이익	61.0	121.5	131.8	79.3	146.9	127.3	184.0	182.5	393.6	665.4	862.3
YoY	66.4%	133.6%	135.0%	(17.6%)	141.0%	4.7%	39.6%	130.0%	63.3%	69.1%	29.6%

자료: 유안타증권 리서치센터

삼성바이오로직스 실적 추정(별도)

(단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22P	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	260.8	412.2	450.7	444.3	511.3	503.7	579.0	597.6	1,568.0	2,191.7	2,583.2
YoY	25.9%	34.0%	64.2%	18.4%	96.1%	22.2%	28.5%	34.5%	34.6%	39.8%	17.9%
1공장	32.5	55.2	71.9	58.2	73.3	80.5	76.1	79.9	217.8	309.8	308.1
2공장	101.0	141.9	189.2	189.2	198.7	116.9	181.4	190.2	621.3	687.2	718.9
3공장	99.8	178.5	167.7	156.9	183.9	245.1	246.5	256.5	602.9	932.0	985.7
4공장											247.8
기타	27.6	36.5	21.9	40.0	55.4	61.2	75.0	71.1	126.0	262.6	322.8
매출 총이익	107.4	211.4	214.7	192.9	229.7	227.8	276.9	298.4	726.4	1,032.8	1,271.6
YoY	23.3%	99.3%	147.7%	41.6%	114.0%	7.8%	29.0%	54.7%	74.6%	22.5%	24.3%
GPM	41.2%	51.3%	47.6%	43.4%	44.9%	45.2%	47.8%	49.9%	46.3%	47.1%	49.2%
판매 관리비	33.1	44.6	47.3	64.1	53.3	55.9	57.3	65.5	189.1	232.0	265.8
YoY	35.0%	78.9%	56.9%	46.8%	61.3%	16.3%	21.0%	2.1%	53.4%	22.7%	14.6%
영업 이익	74.3	166.8	167.4	128.8	176.4	171.9	219.7	232.9	537.3	800.9	1,005.8
YoY	18.7%	105.6%	196.1%	39.2%	137.4%	3.1%	31.2%	80.8%	83.5%	49.1%	25.6%
OPM	28.5%	40.5%	37.1%	29.0%	34.5%	34.1%	37.9%	39.0%	34.3%	36.5%	38.9%

자료: 유안타증권 리서치센터

## 삼성바이오로직스 목표 주가 산정

부문		단위	비고
1. 삼성바이오로직스 별도 가치	78,899	(십억원)	
현재 가치	8,620	(십억원)	
영구 성장 현재가치	70,279	(십억원)	
2. 순차입금	(931)	(십억원)	2022년말 예상 순차입금
3. 총 가치	79,830	(십억원)	1-2
4. 총 주식수	71,174	(천주)	
5. 주당 가치	1,121,611	(원)	3/4
6. 목표 주가	1,120,000	(원)	

자료: 유안타증권 리서치센터

## DCF 밸류에이션

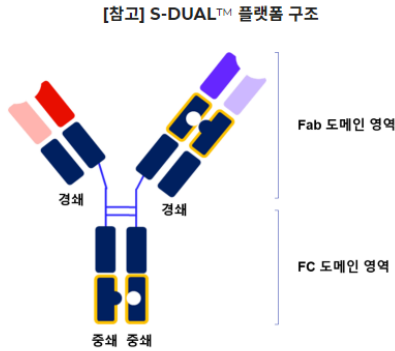
(단위: 십억원)

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
매출액	2,809	3,537	4,049	4,982	5,394	5,700	6,079	6,557	7,008
EBIT	795	997	1,242	1,612	1,819	1,977	2,123	2,340	2,526
TAX	223	239	273	355	400	435	467	515	556
NOPLAT	572	757	969	1,257	1,418	1,542	1,656	1,825	1,970
감가상각비	505	788	695	601	542	541	541	542	544
CAPEX	(1,260)	(667)	(76)	-	-	-	-	-	-
운전자본증감	(174)	(181)	(185)	(179)	(185)	(195)	(206)	(217)	(229)
FCFF	(357)	698	1,402	1,680	1,775	1,887	1,991	2,150	2,285
WACC(%)	7.7%								
영구성장률(%)	5.8%								
현재 가치	8,620								
영구 성장 가치									127,219
영구성장 현재가치	70,279								
합산 가치	78,899								

COD=6.5%, COE=7.1%(무위험이자율 4.2%, 위험 프리미엄 7%, beta 0.54), 영구 성장률 5.8% 가정

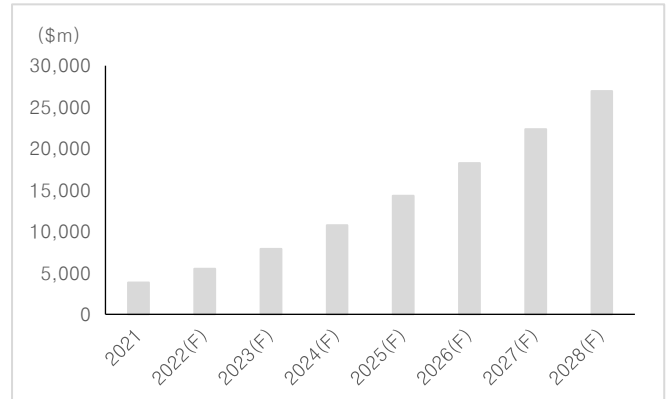
자료: 유안타증권 리서치센터

S-Dual 플랫폼 구조



자료: 삼성바이오로직스, 유안타증권 리서치센터

이중 항체 시장 전망



자료: Global data, 유안타증권 리서치센터

FDA/EMA 승인 이중 항체 약물

허가 연도	상품명(성분명)	개발사	타겟	적응증
2014(FDA), 2015(EMA)	Blinicyto(Blinatumomab)	Amgen	CD3/CD19	R/R B cell ALL
2017(FDA), 2018(EMA)	Hemlibra(Emicizumab)	Roche	FIXa/FX	Hemophilia A
2021(FDA,EMA)	Rybrevant(Amivantamab)	Janssen	EGFR/cMet	NSCLC
2022(FDA, EMA)	Kimmtrak(Tebentafusp)	Immunocore	GP100/CD3	Uveal melanoma
2022(FDA, EMA)	Vabysmo(Faricimab)	Genetech	Ang-2/VEGF-A	Wet AMD/DME
2022(EMA)	Lunsumio(Mosunetuzumab)	Roche	CD20/CD3	R/R follicular lymphoma
2022(EMA)	Tecvayli(Tecclistamab)	Janssen	BCMA/CD3	R/R multiple myeloma

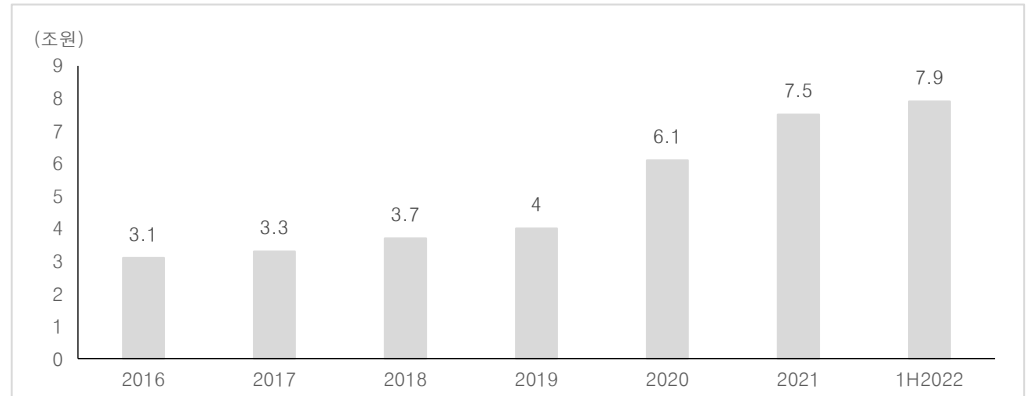
자료: Biopharma PEG, 유안타증권 리서치센터

FDA 휴미라 바이오 시밀러 현황

Product	Company	Estimated launch	Conc.	Interchangeability	Citrate free	Latex free	Needle size
FDA approved							
Amjevita	AMGEN	23/1/31	Low	X	0	X	29G Syr./27G Pen
Hadlima	Organon	23/7/1	Low	X	X	0	29G Syr./27G Pen
	(SamsungBioepis)		High	X	0	0	29G Syr./27G Pen
Cyltezo	Boehringer Ingelheim	23/7/1	Low	0	0	X	29G Syr./27G Pen
Yusimry	Coherus	23/7/1	Low	X	0	0	29G Syr./27G Pen
Hulio	Viartis	23/7/31	Low	X	0	0	29G Syr./27G Pen
Hyrimoz	Sandoz	23/9/30	Low	X	X	X	29G Syr./27G Pen
Abrilada	Pfizer	23/11/20	Low	X	0	0	29G Syr./27G Pen
Pending approval							
Idacio	Fresenius Kabi	23/9/30	Low	X	0	0	29G Syr./27G Pen
AVT-02	Teva	-	High	X	0	0	29G Syr./27G Pen
Yuflyma	Celltrion	23/7/1	High	X	0	0	29G Syr./27G Pen
ABP-501	Amgen	TBD	High	X	0	X	29G Syr./27G Pen

자료: Cardinal Health, 유안타증권 리서치센터

삼성바이오로직스 수주 추이



자료: 삼성바이오로직스, 유안타증권 리서치센터

삼성바이오로직스 수주 목록(2022)

계약 일시	고객사	계약 규모(억원)	비고
22/2/8	GSK	6,205	계약 금액 증가
22/3/15	GSK	2,708	계약 금액 증가
22/3/28	Eli Lilly	1,121	추가 물량 계약
22/4/25	유럽 소재 제약사	1,541	위탁 생산 계약 의향서 체결
22/6/4	Novartis	1,005	위탁 생산 계약 의향서 체결
22/7/2	MSD	2,768	본계약 체결
22/7/6	Cilag(JNJ 자회사)	4,360	계약 금액 증가
22/8/11	Astrazeneca	4,571	계약 금액 증가

자료: 삼성바이오로직스, 유안타증권 리서치센터

삼성바이오페이스 파이프라인

적응증	프로젝트	Original	현황					마케팅파트너 / 출시연도
			Pre-clinical	Phase I	Phase III	Approval	Launching	
자가면역질환	SB4	Enbrel®						(★EU) Biogen('16)
	SB2	Remicade®						(★EU) Biogen('16) / (★US) Organon('17)
	SB5	Humira®						(★EU) Biogen('18) / (US) Organon
	SB17	Stelara®			진행중			TBD
종양질환	SB3	Herceptin®						(★EU) Organon('18) / (US) Organon('20)
	SB8	Avastin®						(EU) Organon('20)
안질환	SB11	Lucentis®						(EU) Biogen / (★US) Biogen('22)
	SB15	Eylea®				준비중		(EU/US) Biogen
혈액질환	SB12	Soliris®				진행중		TBD
골격계질환	SB16	Prolia®			진행중			TBD

자료: 삼성바이오로직스, 유안타증권 리서치센터

삼성바이오로직스 (207940) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	1,165	1,568	2,809	3,537	4,049
매출원가	749	842	1,559	1,975	2,255
매출총이익	416	726	1,251	1,563	1,794
판매비	123	189	455	566	552
영업이익	293	537	795	997	1,242
EBITDA	436	699	1,300	1,785	1,937
영업외손익	-27	24	129	138	185
외환관련손익	-3	18	12	89	89
이자손익	-3	-5	4	24	71
관계기업관련손익	-18	14	27	0	0
기타	-3	-3	86	26	26
법인세비용차감전순손익	266	561	925	1,135	1,428
법인세비용	25	168	259	272	314
계속사업순손익	241	394	665	862	1,114
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	241	394	665	862	1,114
지배지분순이익	241	394	665	862	1,114
포괄순이익	244	392	671	870	1,121
지배지분포괄이익	244	392	671	870	1,121

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	202	455	932	1,326	1,480
당기순이익	241	394	665	862	1,114
감가상각비	138	155	333	565	483
외환손익	3	-2	12	-89	-89
중속, 관계기업관련손익	18	-14	-27	0	0
자산부채의 증감	-204	-235	-174	-181	-185
기타현금흐름	6	157	122	168	157
투자활동 현금흐름	-419	-933	-3,797	-466	81
투자자산	-290	-362	-903	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-140	-406	-1,260	-667	-76
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	11	-165	-1,634	201	157
재무활동 현금흐름	123	497	3,282	-10	-10
단기차입금	-120	20	-30	0	0
사채 및 장기차입금	248	487	133	0	0
자본	0	0	3,188	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-6	-11	-9	-10	-10
연결범위변동 등 기타	-2	1	52	186	182
현금의 증감	-96	19	470	1,037	1,733
기초 현금	125	29	47	517	1,554
기말 현금	29	47	517	1,554	3,287
NOPLAT	293	537	795	997	1,242
FCF	62	48	-328	659	1,403

자료: 유안타증권

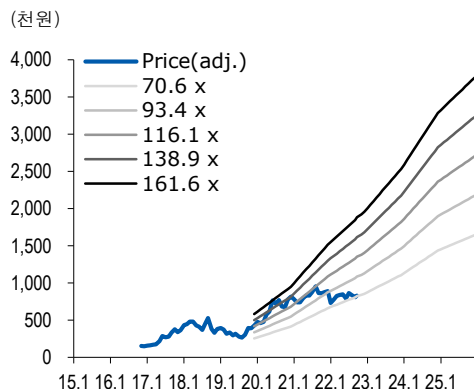
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)					
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	1,751	2,823	4,910	5,947	7,743
현금및현금성자산	29	47	517	1,554	3,287
매출채권 및 기타채권	218	366	488	507	539
재고자산	646	1,013	1,024	1,205	1,395
비유동자산	4,673	5,147	9,563	9,442	8,824
유형자산	1,737	2,207	3,409	3,511	3,105
관계기업 등 지분관련 자산	2,634	2,661	18	18	18
기타투자자산	23	27	50	50	50
자산총계	6,424	7,970	14,474	15,389	16,567
유동부채	589	1,107	2,086	2,131	2,188
매입채무 및 기타채무	189	407	320	365	422
단기차입금	30	50	461	461	461
유동성장기부채	161	110	537	537	537
비유동부채	1,236	1,872	3,538	3,538	3,538
장기차입금	532	576	851	851	851
사채	40	539	499	499	499
부채총계	1,825	2,979	5,624	5,669	5,726
지배지분	4,599	4,991	8,850	9,720	10,841
자본금	165	165	178	178	178
자본잉여금	2,487	2,487	5,663	5,663	5,663
이익잉여금	1,954	2,347	3,013	3,875	4,989
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	4,599	4,991	8,850	9,720	10,841
순차입금	-73	-86	-931	-1,767	-3,342
총차입금	780	1,285	2,379	2,379	2,379

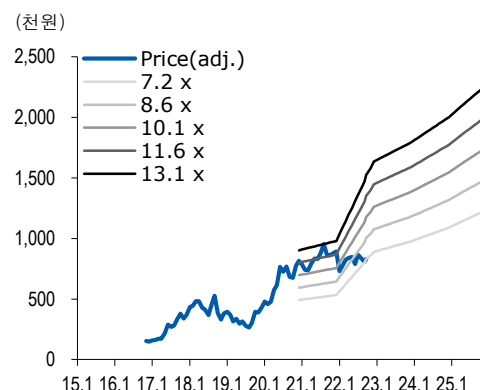
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	3,599	5,878	9,350	12,115	15,645
BPS	68,678	74,537	124,344	136,563	152,312
EBITDAPS	6,597	10,566	18,266	25,077	27,215
SPS	17,395	23,416	39,468	49,698	56,892
DPS	0	0	0	0	0
PER	180.2	142.7	88.8	68.5	53.1
PBR	9.4	11.2	6.7	6.1	5.4
EV/EBITDA	99.3	80.2	44.7	32.1	28.8
PSR	37.3	35.8	21.0	16.7	14.6

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액 증가율 (%)	0.0	34.6	79.2	25.9	14.5
영업이익 증가율 (%)	na	83.5	48.0	25.3	24.7
지배순이익 증가율 (%)	na	63.3	69.1	29.6	29.1
매출총이익률 (%)	35.7	46.3	44.5	44.2	44.3
영업이익률 (%)	25.1	34.3	28.3	28.2	30.7
지배순이익률 (%)	20.7	25.1	23.7	24.4	27.5
EBITDA 마진 (%)	37.5	44.6	46.3	50.5	47.8
ROIC	23.7	15.3	9.2	7.7	10.1
ROA	7.5	5.5	5.9	5.8	7.0
ROE	10.5	8.2	9.6	9.3	10.8
부채비율 (%)	39.7	59.7	63.5	58.3	52.8
순차입금/자기자본 (%)	-1.6	-1.7	-10.5	-18.2	-30.8
영업이익/금융비용 (배)	18.2	36.5	20.4	20.5	25.6

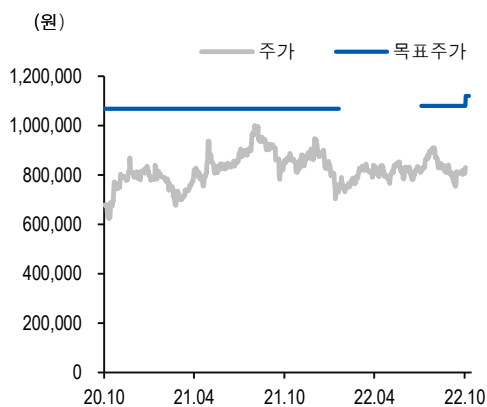
P/E band chart



P/B band chart



삼성바이오로직스 (207940) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2022-10-18	BUY	1,120,000	1년		
2022-07-20	BUY	1,080,000	1년	-22.86	-15.74
2021-08-12	담당자변경 1년 경과 이후		1년	-21.46	-6.30
2020-08-12	BUY	1,067,360	1년	-23.91	-6.30

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- \* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	93.4
Hold(중립)	6.0
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2022-10-15

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 하현수)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.