

2022. 10. 27



▲ 제약/바이오

Analyst 박송이

02. 6454-4865

songyi.park@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 1,200,000 원

현재주가 (10.26) 896,000 원

상승여력 33.9%

KOSPI 2,249.56pt

시가총액 637,719억원

발행주식수 7,117만주

유동주식비율 24.73%

외국인비중 10.62%

52주 최고/최저가 946,788원/703,667원

평균거래대금 491.5억원

주요주주(%)

삼성물산 외 4 인 74.37

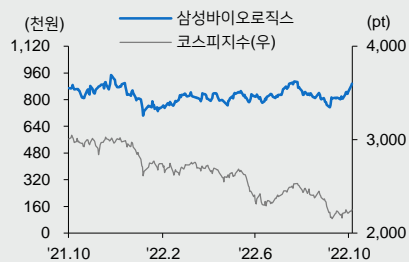
국민연금공단 5.60

주가상승률(%)

1개월 18.2 6개월 11.4 12개월 3.1

절대주가 16.7 32.2 39.8

주가그래프



# 삼성바이오로직스 207940

## 3Q22 Review: Permission to grow

- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 120만원 유지
- ✓ 3Q22 별도 기준 매출액 6,746억원(YoY +49.7%, QoQ +33.9%), 영업이익 3,114억원 (YoY +86.2%, QoQ 81.2%)으로 컨센서스 상회
- ✓ 1, 2, 3 공장 Full 가동 반영, 10월부터 4공장 부분가동 시작
- ✓ 환율효과, 고마진 제품 Mix 판매를 통해 어닝 서프라이즈 기록

### 3Q22 Review

삼성바이오로직스는 3Q22 별도 기준 매출액 6,746억원(YoY +49.7%, QoQ +33.9%), 영업이익 3,114억원(YoY +86.2%, QoQ 81.2%)으로 영업이익 기준 컨센서스를 31.2% 상회했다. 1) 1~3공장 Full 가동, 4공장 부분 가동 시작, 2) 환율효과, 3) 고마진 제품 Mix의 판매로 호실적을 기록하였다. 연결 기준 매출액 8,730억원(YoY +93.7%), 영업이익 3,247억원(YoY +94.0%)을 달성했다.

### 지속적으로 늘어나는 항체의약품 수주

2023년 글로벌 판매 1위 의약품 휴미라의 미국 특허 만료로 다수의 바이오 시뮬러 출시, 바이오젠 사의 베타 아밀로이드 표적 신약 Lecanemab의 유효성 확보로 관련 연구들이 활성화될 전망이다. 특히 삼성바이오로직스는 바이오젠과 합작으로 삼성바이오에피스를 설립했었던 만큼 이후의 파트너십도 기대된다. 최근 글로벌 제약사 GSK와 약 4,200억원(매출액 대비 26.8%) 규모의 판매·공급 계약을 체결했다. 늘어나는 항체의약품 시장에 발 맞추어 위탁생산 수주 물량의 증가가 예상된다.

### 고농도 휴미라 바이오시밀러(하드리마) 미국 FDA 허가

8/15 미국 FDA로부터 고농도 휴미라 바이오시밀러의 허가를 받았다. 휴미라는 2021년 미국에서만 약 22조원의 매출을 기록했다. 또한 시장의 약 90%는 고농도 휴미라가 점유하고 있다. 하드리마는 2023년 7월 출시 예정이다.

### 투자 의견 Buy, 적정주가 120만원 유지

삼성바이오로직스에 대한 투자 의견 Buy와 적정주가 120만원을 유지한다. 향후 1) 4 공장 가동을 상승, 2) 하드리마의 미국 시장 선점, 3) 추가 공장 설립 계획이 관전 포인트

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	1,164.8	292.6	251.0	3,748	405.6	44,725	217.8	18.3	125.2	8.8	45.8
2021	1,568.0	536.5	423.2	6,320	68.6	51,003	141.2	17.5	85.6	13.2	72.9
2022E	2,372.0	940.8	497.8	7,117	12.6	99,760	125.9	9.0	55.1	9.5	59.7
2023E	2,794.8	1,138.8	724.2	10,175	43.0	109,935	88.1	8.2	46.3	9.7	62.5
2024E	3,224.1	1,285.1	851.4	11,962	17.6	121,897	74.9	7.4	41.3	10.3	62.1

(십억원)	3Q22E	3Q21	(% YoY)	2Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	674.6	450.7	49.7%	503.7	33.9%	582.3	15.9%	646.8	4.3%
영업이익	311.4	167.2	86.2%	171.9	81.2%	237.4	31.2%	206.5	50.8%
OPM (%)	46.2%	37.1%	24.4%	34.1%	35.3%	40.8%	13.2%	31.9%	44.6%
당기순이익	129.6	134.3	-3.5%	101.8	27.3%	173.5	-25.3%	153.8	-15.7%

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	변경 전			변경 후			(% diff.)		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
매출액	2327.3	3070.9	3610.6	2,372.0	2,794.8	3,224.1	1.9%	-9.0%	-10.7%
영업이익	740.8	1,077.9	1,320.8	940.8	1,138.8	1,285.1	27.0%	5.6%	-2.7%
OPM(%)	31.8%	35.1%	36.6%	39.7%	40.7%	39.9%	24.6%	16.1%	9.0%
당기순이익	569.2	799.4	971.1	497.8	724.2	851.4	-12.5%	-9.4%	-12.3%

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	260.8	412.2	450.7	444.3	511.3	503.7	674.6	682.5	1,568.0	2,372.0	2,794.8
% YoY	25.9%	34.0%	64.2%	18.4%	96.1%	22.2%	49.7%	53.6%	34.6%	51.3%	17.8%
영업이익	74.2	166.6	167.2	128.6	176.2	171.9	311.4	281.2	536.5	940.8	1,138.8
% YoY	18.5%	105.3%	194.5%	39.6%	137.6%	3.2%	86.3%	118.7%	83.4%	75.4%	21.1%
OPM (%)	28.4%	40.4%	37.1%	28.9%	34.5%	34.1%	46.2%	41.2%	34.2%	39.7%	40.7%
당기순이익	62.4	129.5	134.3	97.0	141.3	101.8	129.6	125.1	423.2	497.8	724.2
% YoY	24.4%	116.8%	235.5%	-4.0%	126.5%	-21.4%	-3.5%	29.0%	68.6%	17.6%	45.5%
NPM (%)	23.9%	31.4%	29.8%	21.8%	27.6%	20.2%	19.2%	18.3%	27.0%	21.0%	25.9%

자료: 메리츠증권 리서치센터

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
1공장 (30,000L)	100%	90%	80%	80%	90%
2공장 (150,000L)	60%	90%	100%	100%	80%
3공장 (180,000L)	100%	90%	80%	80%	100%
4공장 (240,000L)	2022.10 부분가동	50% GMP	80%	100%	100%

자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 삼성바이오로직스 영업가치 추정

(십억원)	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
매출액	2,372.0	2,794.8	3,224.1	3,385.4	3,554.6
% YoY	51.3%	17.8%	15.4%	5.0%	5.0%
EBIT	940.8	1,138.8	1,285.1	1,320.5	1,393.6
% YoY	75.4%	21.1%	12.8%	2.8%	5.5%
- EBIT에 대한 세금	239.8	296.1	334.1	341.1	361.5
- CAPEX	1,267.6	700.0	900.0	300.0	200.0
- 순운전자본 증가(감소)	-670.5	230.3	346.0	20.9	21.9
+ 감가상각비	188.6	205.6	228.6	743.5	607.6
+ 무형자산상각비	6.7	8.2	9.1	11.1	8.7
WACC	6.1%				
Terminal Growth	5.0%				
NPV of FCFF	2,504.1				
NPV of TV	63,094.2				
<b>합산가치</b>	<b>65,598.3</b>				

자료: 메리츠증권 리서치센터

표6 삼성바이오로직스 적정주가 산출

(십억원)	Value	내용
삼성바이오로직스 영업가치 (A=B+C)	65,598.3	DCF valuation으로 산출
NPV of FCFF (B)	2,504.1	
PV of Terminal Value (C)	63,094.2	
삼성바이오페이스 가치 (D=E x F)	18,842.0	
2023년 예상 순이익 현재가치 (E)	314.0	
Target Multiple (F)	60	12mth Fwd 셀트리온 PER * 1.5배
순 차입금 (G)	(1,080.7)	
삼성바이오로직스 주주가치 (H=A+D-G)	85,521.0	
주식수 (I)	71,174천주	
<b>적정주가 (J=H/I)</b>	<b>1,200,000</b>	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표7 삼성바이오페이스 매출액 추정

(십억원)	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Etanercept Biosimilar	594.8	623.8	585.2	557.2	537.5	528.8	521.3
Infliximab Biosimilar	407.7	476.1	474.7	479.4	485.0	500.0	515.0
Adalimumab Biosimilar	328.2	554.0	654.9	729.3	801.3	893.8	983.8
Trastuzumab Biosimilar	216.7	266.8	285.4	297.1	312.5	333.8	355.0
Bevacizumab Biosimilar	43.6	83.4	110.5	146.6	178.8	213.8	250.0
Ranibizumab Biosimilar	11.5	86.2	106.5	127.5	153.8	182.5	213.8
적용 환율(원/달러)	1,282	1,368	1,315	1,275	1,250	1,250	1,250
<b>Total</b>	<b>1602.5</b>	<b>2090.3</b>	<b>2217.1</b>	<b>2337.1</b>	<b>2468.8</b>	<b>2652.5</b>	<b>2838.8</b>

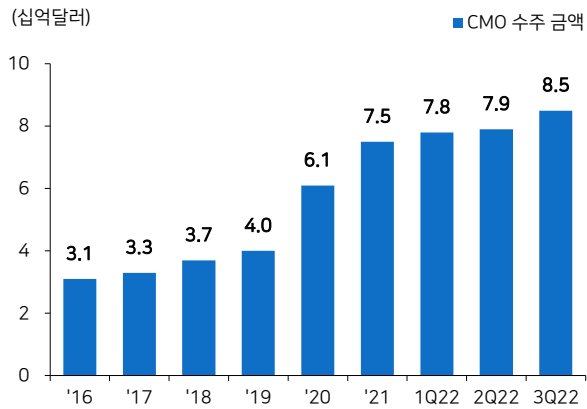
자료: 메리츠증권 리서치센터

표8 삼성바이오로직스 공장 시설 현황

	1공장	2공장	3공장	4공장
규모	30,000L 5,000L X 6	150,000L 15,000L X 10	180,000L 15,000L X 12	240,000L 15,000L X 12 10,000L X 6
공사 비용	3,500억원	7,000억원	8,500억원	2조원
가동 현황	생산	생산	생산	2023년 말까지 GMP 생산 가동 계획, 60,000L 부분 가동중

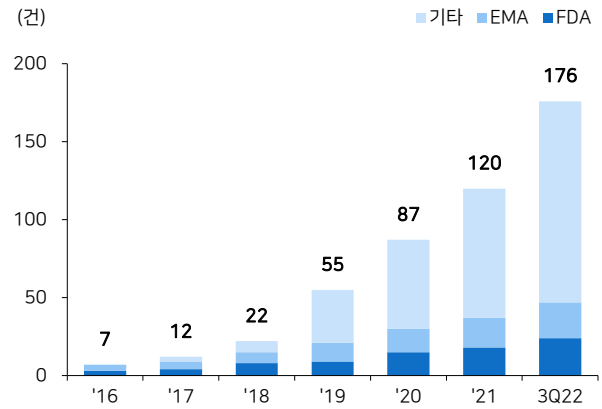
자료: 삼성바이오로직스, 메리츠증권 리서치센터

그림1 CMO 수주 금액 (누적)



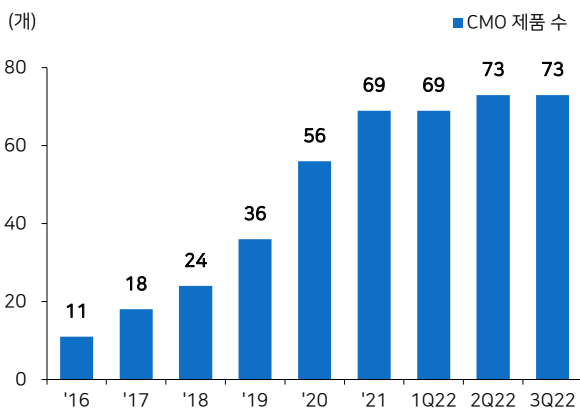
자료: 삼성바이오로직스, 메리츠증권 리서치센터

그림2 해외 규제기관 승인 현황



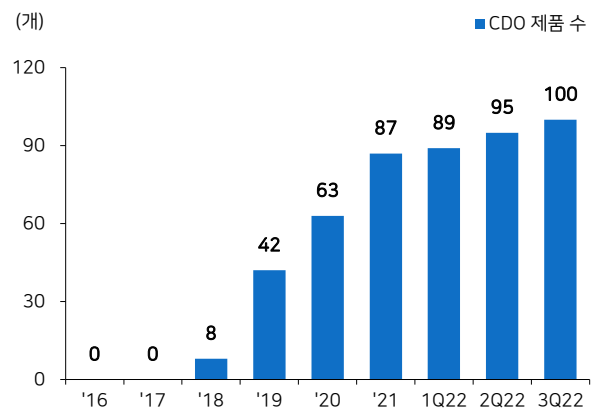
자료: 삼성바이오로직스, 메리츠증권 리서치센터

그림3 CMO 제품 수



자료: 삼성바이오로직스, 메리츠증권 리서치센터

그림4 CDO 제품 수



자료: 삼성바이오로직스, 메리츠증권 리서치센터

## 삼성바이오로직스 (207940)

### Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>매출액</b>	<b>1,164.8</b>	<b>1,568.0</b>	<b>2,372.0</b>	<b>2,794.8</b>	<b>3,224.1</b>
매출액증가율 (%)	66.0	34.6	51.3	17.8	15.4
매출원가	749.0	842.1	1,200.1	1,397.4	1,602.4
매출총이익	415.8	725.9	1,171.9	1,397.4	1,621.7
판매관리비	123.2	189.4	231.2	258.6	336.6
<b>영업이익</b>	<b>292.6</b>	<b>536.5</b>	<b>940.8</b>	<b>1,138.8</b>	<b>1,285.1</b>
영업이익률	25.1	34.2	39.7	40.7	39.9
금융손익	-8.1	18.5	-273.9	-158.9	-133.0
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-3.6	-8.1	1.3	-1.3	-1.7
세전계속사업이익	280.9	546.9	668.1	978.6	1,150.5
법인세비용	29.9	123.7	170.3	254.4	299.1
<b>당기순이익</b>	<b>251.0</b>	<b>423.2</b>	<b>497.8</b>	<b>724.2</b>	<b>851.4</b>
지배주주지분 순이익	251.0	423.2	497.8	724.2	851.4

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>202.6</b>	<b>451.8</b>	<b>459.7</b>	<b>710.9</b>	<b>746.4</b>
당기순이익(손실)	251.0	423.2	497.8	724.2	851.4
유형자산상각비	137.5	153.5	188.6	205.6	228.6
무형자산상각비	6.1	6.7	6.7	8.2	9.1
운전자본의 증감	-202.8	-235.6	-291.7	-227.1	-342.7
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-428.7</b>	<b>-930.3</b>	<b>-3,687.7</b>	<b>-876.0</b>	<b>-1,144.0</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-138.0	-403.1	-1,267.6	-700.0	-900.0
투자자산의감소(증가)	-22.8	-16.1	-2,767.4	-18.3	-21.3
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>122.6</b>	<b>497.2</b>	<b>3,425.2</b>	<b>651.3</b>	<b>502.0</b>
차입금의 증감	129.3	506.9	270.6	651.3	502.0
자본의 증가	0.0	0.0	3,188.3	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-104.6	18.7	197.3	486.2	104.4
기초현금	125.1	20.5	39.2	236.5	722.6
기말현금	20.5	39.2	236.5	722.6	827.1

### Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>유동자산</b>	<b>1,743.1</b>	<b>2,814.7</b>	<b>4,418.9</b>	<b>5,219.9</b>	<b>5,807.0</b>
현금및현금성자산	20.5	39.2	236.5	722.6	827.1
매출채권	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산	646.0	1,012.9	1,555.8	1,748.7	2,051.2
<b>비유동자산</b>	<b>2,624.1</b>	<b>3,088.7</b>	<b>6,922.0</b>	<b>7,494.0</b>	<b>8,258.7</b>
유형자산	1,734.0	2,203.0	3,229.0	3,723.4	4,394.8
무형자산	23.3	32.2	34.2	41.6	50.6
투자자산	552.2	568.3	3,335.7	3,354.0	3,375.3
<b>자산총계</b>	<b>4,367.2</b>	<b>5,903.4</b>	<b>11,340.8</b>	<b>12,713.9</b>	<b>14,065.6</b>
<b>유동부채</b>	<b>588.7</b>	<b>1,106.4</b>	<b>2,311.7</b>	<b>2,257.3</b>	<b>2,254.4</b>
매입채무	55.0	32.3	38.0	39.6	41.9
단기차입금	30.0	50.0	50.0	0.0	0.0
유동성장기부채	160.9	109.9	189.7	189.7	189.7
<b>비유동부채</b>	<b>783.7</b>	<b>1,381.7</b>	<b>1,928.8</b>	<b>2,632.0</b>	<b>3,135.3</b>
사채	39.9	538.6	498.8	498.8	498.8
장기차입금	531.5	576.1	582.6	1,282.6	1,782.6
<b>부채총계</b>	<b>1,372.4</b>	<b>2,488.1</b>	<b>4,240.5</b>	<b>4,889.4</b>	<b>5,389.7</b>
<b>자본금</b>	<b>165.4</b>	<b>165.4</b>	<b>177.9</b>	<b>177.9</b>	<b>177.9</b>
자본잉여금	2,496.6	2,496.6	5,672.4	5,672.4	5,672.4
기타포괄이익누계액	-10.2	-12.9	-14.0	-14.0	-14.0
이익잉여금	343.0	766.2	1,264.0	1,988.2	2,839.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>2,994.8</b>	<b>3,415.3</b>	<b>7,100.4</b>	<b>7,824.5</b>	<b>8,675.9</b>

### Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	17,395	23,417	33,911	39,267	45,300
EPS(지배주주)	3,748	6,320	7,117	10,175	11,962
CFPS	6,722	11,066	13,308	16,518	19,335
EBITDAPS	6,513	10,405	16,242	19,004	21,396
BPS	44,725	51,003	99,760	109,935	121,897
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	217.8	141.2	125.9	88.1	74.9
PCR	121.4	80.6	67.3	54.2	46.3
PSR	46.9	38.1	26.4	22.8	19.8
PBR	18.3	17.5	9.0	8.2	7.4
EBITDA	436.1	696.7	1,136.1	1,352.6	1,522.9
EV/EBITDA	125.2	85.6	55.1	46.3	41.3
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	8.8	13.2	9.5	9.7	10.3
EBITDA 이익률	37.4	44.4	47.9	48.4	47.2
부채비율	45.8	72.9	59.7	62.5	62.1
금융비용부담률	1.4	0.9	1.4	2.1	2.3
이자보상배율(x)	18.2	36.6	28.8	19.4	17.4
매출채권회전율(x)	12.9				
재고자산회전율(x)	2.1	1.9	1.8	1.7	1.7

**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 해당 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** (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

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

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	81.4%
중립	18.6%
매도	0.0%

2022년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**삼성바이오로직스 (207940) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

