

2023. 3. 31



Company Analysis | 제약/바이오

Analyst 강하나

02 3779 8808_kangx687 @ebestsec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (유지) 1,100,000 원

현재주가 782,000 원

상승여력 40.7 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		●

Stock Data

KOSPI(3/30)	2,453.16 pt
시가총액	556,581 억원
발행주식수	71,174 천주
52주 최고가/최저가	910,000 / 754,000 원
90일 일평균거래대금	434.6 억원
외국인 지분율	10.7%
배당수익률(23.12E)	0.0%
BPS(23.12E)	137,288 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -0.5%
	6개월 -16.9%
	12개월 3.3%
주주구성	삼성물산 (외 5인) 74.4%
	국민연금공단 (외 1인) 5.6%
	삼성바이오로직스우리아주 (외 1인) 0.9%

Stock Price



삼성바이오로직스 (207940)

1Q23 Preview: 상저하고

1Q23 Preview: 쉬어가는 구간

1Q23 실적은 연결 기준 7,482억원(+46.3% yoy, -22.5% qoq)에 영업이익 1,956억원(+10.9% yoy, -37.5% qoq)으로 컨센서스(매출액 8,186억원 영업이익 2,412억원)를 하회할 것으로 전망한다. 컨센서스 하회의 이유는 1)마일스톤 부재, 2)4공장 등 감가상각비 반영(400~450억원/분기), 3)2H22대비 고판가/고마진 제품 감소, 4)당초 예상 대비 수익성이 좋은 제품의 매출인식(DS 생산 90~120일 이후)이 2H23일 것으로 추정되기 때문이다. 고마진 제품들이 2H23에 대량 반영되고 하드리마의 출시도 2H23부터기 때문에 2023년 실적은 다소 실망스러울 수 있지만, 1)휴미라 바이오시밀러의 출시 이후 처방 추이, 2)항체치료제 시장의 성장, 3)제5공장 착공, 그리고 4)대규모 수주(w/빅파마)가 대기하고 있다는 점은 충분한 모멘텀이 될 수 있을 것이다.

2023년은 상저하고 2024년부터 다시 성장

삼성바이오에피스의 하드리마(휴미라 바이오시밀러)는 휴미라 시장의 80%이상을 차지하는 고농도 제형에 대해 FDA 승인을 받았으며 대체처방 임상을 진행 중이다. 삼성바이오에피스는 휴미라 바이오시밀러 고농도와 저농도 제형을 모두 승인 받은 유일한 기업이라는 점과 오가논(머크에서 분사)이 하드리마의 판매를 담당하고 있다는 점을 고려했을 때 PBM 등재에 유리한 위치에 있다. 특히, 유럽에서 이미 m/s 2위를 기록한 바 있어 브랜드 밸류가 높다는 강점도 있다. 휴미라 바이오시밀러로 인한 성장은 2024년 이후 두드러질 것이다. CMO부문에서는 4공장 수주가 급증함에 따라 빠르게 감가상각비를 상쇄할 만큼의 고성장이 기대된다. 4공장은 2024년부터 본격적인 매출, 2025년 말에는 풀가동을 전망하고, 5공장은 1H23 착공, 2025년 가동을 목표 중이다. 5공장은 1조 9,800억원을 투자하여 증설할 예정인데, 영업현금으로 대부분을 커버할 수 있을 것이나 일부 필요한 비용은 자금조달을 할 계획이다.

투자의견 Buy, 목표주가 1,100,000원 유지

삼성바이오로직스의 2023년 가이던스는 매출액 10~15%성장에 영업이익 소폭 하락, 삼성바이오에피스는 마일스톤 부재로 10% 성장을 제시했다. 4공장의 감가상각비 반영과 휴미라 바이오시밀러인 하드리마의 보험등재여부는 2024년에 확실해지면서 외형성장을 이끌 것이기 때문에 2023년은 실적 성장은 힘들어 보인다. 그러나 휴미라 바이오시밀러 시장에서 바이오에피스의 경쟁력, 4공장은 준공시점까지 대규모 수주가 가능할 것이라는 점, 5공장의 착공과 꾸준한 증설에서 나오는 자신감은 삼성바이오로직스의 장기 성장을 증명해주고 있으므로 투자의견 Buy, 목표주가 1,100,000원을 유지한다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,568	3,001	3,393	3,713	3,896
영업이익	537	984	970	1,141	1,251
순이익	394	798	785	931	989
EPS (원)	5,878	11,467	11,029	13,077	13,893
증감률 (%)	63.3	95.1	-3.8	18.6	6.2
PER (x)	151.8	67.4	70.9	59.8	56.3
PBR (x)	11.8	6.1	5.7	5.2	4.8
영업이익률 (%)	34.3	32.8	28.6	30.7	32.1
EBITDA 마진 (%)	44.6	54.2	43.4	42.5	47.1
ROE (%)	8.2	11.4	8.4	9.1	8.8

주: IFRS 연결 기준

자료: 삼성바이오로직스, 이베스트투자증권 리서치센터

삼성바이오로직스 1Q23 Preview

표1 삼성바이오로직스 1Q23 Preview

(억원)	1Q23E	1Q22	YoY	4Q22	QoQ	기준추정치	컨센서스
매출액	7,482	5,113	+46.3%	9,655	-22.5%	8,123	8,186
영업이익	1,956	1,764	+10.9%	3,128	-37.5%	2,165	2,421
순이익	1,695	1,413	+20.0%	3,699	-54.2%	2,135	1,933

주: IFRS 연결 기준, 당기순이익의 과도한 서프라이즈는 환차익으로 일회성, 자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 (변경 후) 삼성바이오로직스 분기별 실적 추이 및 연간 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
매출액	511	651	873	966	748	785	866	994	1,568	3,001	3,393	3,713
YoY	96%	58%	94%	117%	96%	21%	-1%	3%	34%	91%	13%	9%
가동률	84%	94%	96%	100%	95%	94%	96%	96%	89%	95%	96%	96%
1공장	92%	94%	95%	99%	95%	94%	95%	95%	90%	94%	95%	95%
2공장	55%	80%	95%	99%	95%	95%	95%	95%	100%	96%	100%	100%
3공장	85%	100%	100%	100%	95%	100%	100%	100%	77%	95%	94%	94%
4공장				3%	4%	6%	9%	11%			8%	38%
영업이익	176.4	169.7	324.7	312.8	195.6	204.8	260.3	309.1	537.3	983.6	969.8	1,140.9
YoY	137.40%	1.74%	93.97%	142.86%	10.88%	20.68%	-19.83%	-1.18%	83.70%	83.06%	-1.40%	17.64%
OPM	34.50%	26.07%	37.19%	32.38%	26.15%	26.09%	30.06%	31.10%	34.30%	32.78%	28.58%	30.73%
당기순이익	146.9	152.0	129.2	369.9	169.5	198.3	185.2	232.0	393.5	798.0	785.0	930.7
YoY	141.20%	25.10%	6.34%	468.23%	15.38%	30.46%	21.84%	-37.28%	63.50%	102.80%	-1.63%	18.56%
NPM	28.70%	23.35%	14.80%	38.29%	22.66%	25.26%	21.39%	23.34%	25.10%	26.59%	23.14%	25.07%

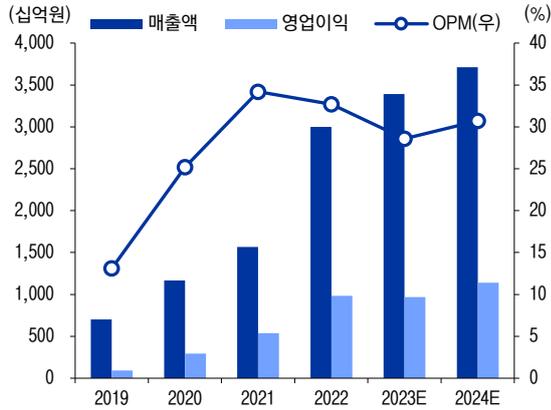
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표3 (변경 전) 삼성바이오로직스 분기별 실적 추이 및 연간 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E
매출액	511	651	873	966	812	823	834	924	1,568	3,001	3,393
YoY	96%	58%	94%	117%	96%	26%	-4%	-4%	34%	91%	13%
가동률	84%	94%	96%	100%	95%	94%	96%	96%	89%	95%	96%
1공장	92%	94%	95%	99%	95%	94%	95%	95%	90%	94%	95%
2공장	55%	80%	95%	99%	95%	95%	95%	95%	100%	96%	100%
3공장	85%	100%	100%	100%	95%	100%	100%	100%	77%	95%	94%
4공장				3%	7%	15%	19%	25%			19%
영업이익	176.4	169.7	324.7	312.8	216.5	221.5	259.3	272.5	537.3	983.6	969.8
YoY	137.40%	1.74%	93.97%	142.86%	22.73%	30.52%	-20.14%	-12.88%	83.70%	83.06%	-1.40%
OPM	34.50%	26.07%	37.19%	32.38%	26.66%	26.91%	31.09%	29.49%	34.30%	32.78%	28.58%
당기순이익	146.9	152.0	129.2	369.9	213.5	204.6	190.5	201.3	393.5	798.0	809.9
YoY	141.20%	25.10%	6.34%	468.23%	45.34%	34.61%	25.33%	-45.58%	63.50%	102.80%	1.49%
NPM	28.70%	23.35%	14.80%	38.29%	26.29%	24.86%	22.84%	21.79%	25.10%	26.59%	23.87%

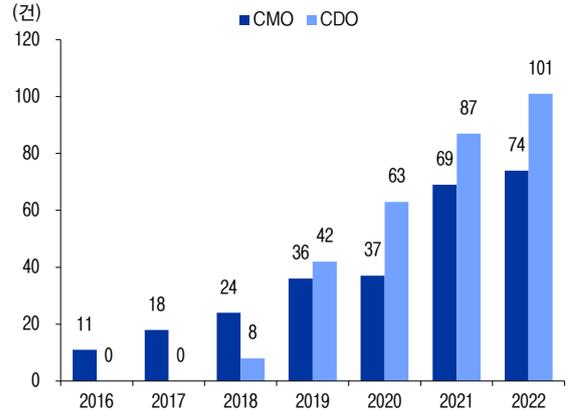
주: 공장의 성능평가생산 단계까지 4공장의 가동에도 매출로 인식되지 않음. 미리 가동된 4공장의 6만리터 공장의 매출은 4Q23인식, 자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 삼성바이오로직스 매출액 및 영업이익 추이



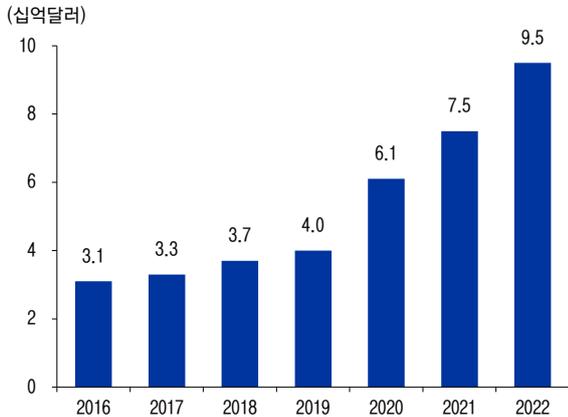
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 삼성바이오로직스 연간 CMO, CDO 수주 현황 (누적)



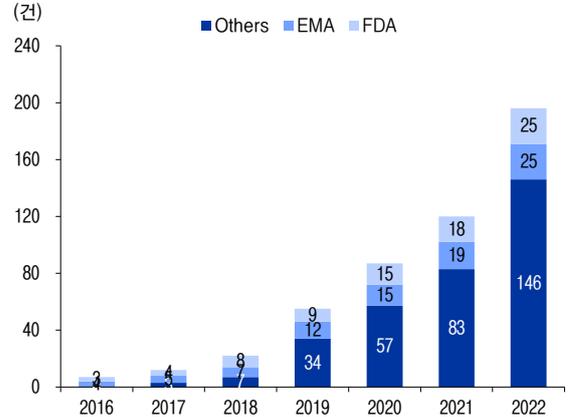
자료: 삼성바이오로직스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 CMO 수주 금액 (누적)



자료: 삼성바이오로직스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 CMO 승인 현황 (누적)



자료: 삼성바이오로직스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 삼성바이오에피스 바이오시밀러 파이프라인

- [US] 휴미라 바이오시밀러(SB5) 출시 → Jul., 2023
 - [EU] 루센티스 바이오시밀러(SB11), 솔리리스 바이오시밀러(SB12) 출시 → TBD 2023
- ★ First Mover / ★ Second Mover

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®				준비중		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®				준비중		TBD

자료: 삼성바이오로직스, 이베스트투자증권 리서치센터

삼성바이오로직스 (207940)

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	2,823	6,458	7,450	8,430	9,262
현금 및 현금성자산	47	118	914	1,668	2,370
매출채권 및 기타채권	366	733	746	786	799
재고자산	1,013	2,376	2,386	2,486	2,512
기타유동자산	1,397	3,231	3,405	3,491	3,581
비유동자산	5,147	10,124	10,236	10,423	10,344
관계기업투자등	2,661	346	385	421	441
유형자산	2,207	3,416	3,249	3,149	3,059
무형자산	32	5,961	6,150	6,358	6,325
자산총계	7,970	16,582	17,687	18,853	19,606
유동부채	1,107	4,182	4,256	4,345	4,107
매입채무 및 기타채무	407	1,762	1,812	1,859	1,562
단기금융부채	167	831	844	874	924
기타유동부채	533	1,590	1,600	1,613	1,621
비유동부채	1,872	3,416	3,659	3,806	3,808
장기금융부채	1,125	2,111	2,352	2,497	2,497
기타비유동부채	746	1,305	1,307	1,309	1,311
부채총계	2,979	7,598	7,915	8,151	7,915
지배주주지분	4,991	8,983	9,771	10,702	11,691
자본금	165	178	178	178	178
자본잉여금	2,487	5,663	5,663	5,663	5,663
이익잉여금	2,347	3,145	3,930	4,861	5,850
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	4,991	8,983	9,771	10,702	11,691

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	455	3,383	1,345	1,304	1,132
당기순이익(손실)	394	798	785	931	989
비현금수익비용가감	350	2,042	695	541	560
유형자산감가상각비	155	412	479	413	424
무형자산상각비	7	231	26	24	159
기타현금수익비용	145	1,399	191	105	-22
영업활동 자산부채변동	-235	542	-135	-167	-417
매출채권 감소(증가)	-121	-366	-13	-40	-13
재고자산 감소(증가)	-371	-1,363	-10	-100	-27
매입채무 증가(감소)	21	1,355	51	46	-296
기타자산, 부채변동	235	917	-163	-73	-82
투자활동 현금	-933	-7,161	-565	-580	-480
유형자산처분(취득)	-406	-1,622	-311	-313	-333
무형자산 감소(증가)	-15	-6,160	-215	-231	-126
투자자산 감소(증가)	-512	621	-39	-36	-21
기타투자활동	0	0	0	0	0
재무활동 현금	497	3,849	16	30	50
차입금의 증가(감소)	497	664	13	30	50
자본의 증가(감소)	0	3,185	3	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	19	71	796	754	702
기초현금	29	47	118	914	1,668
기말현금	47	118	914	1,668	2,370

자료: 삼성바이오로직스, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,568	3,001	3,393	3,713	3,896
매출원가	842	1,533	1,810	1,986	2,045
매출총이익	726	1,469	1,583	1,727	1,850
판매비 및 관리비	189	485	613	586	600
영업이익	537	984	970	1,141	1,251
(EBITDA)	699	1,627	1,474	1,577	1,833
금융손익	13	12	7	22	-3
이자비용	15	31	26	32	32
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	11	13	3	2	13
세전계속사업이익	561	1,009	980	1,165	1,260
계속사업법인세비용	168	211	195	235	272
계속사업이익	394	798	785	931	989
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	394	798	785	931	989
지배주주	394	798	785	931	989
총포괄이익	392	798	785	931	989
매출총이익률 (%)	46.3	48.9	46.7	46.5	47.5
영업이익률 (%)	34.3	32.8	28.6	30.7	32.1
EBITDA 마진률 (%)	44.6	54.2	43.4	42.5	47.1
당기순이익률 (%)	25.1	26.6	23.1	25.1	25.4
ROA (%)	5.5	6.5	4.6	5.1	5.1
ROE (%)	8.2	11.4	8.4	9.1	8.8
ROIC (%)	13.7	12.6	8.3	9.4	9.8

주요 투자지표

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
투자지표 (x)					
P/E	151.8	67.4	70.9	59.8	56.3
P/B	11.8	6.1	5.7	5.2	4.8
EV/EBITDA	86.6	34.2	37.8	35.0	29.8
P/CF	80.4	18.9	37.6	37.8	35.9
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	34.6	91.4	13.1	9.4	4.9
영업이익	83.5	83.1	-1.4	17.6	9.6
세전이익	111.0	79.8	-2.9	18.9	8.2
당기순이익	63.3	102.8	-1.6	18.6	6.2
EPS	63.3	95.1	-3.8	18.6	6.2
안정성 (%)					
부채비율	59.7	84.6	81.0	76.2	67.7
유동비율	255.0	154.4	175.0	194.0	225.5
순차입금/자기자본(x)	15.5	7.3	1.2	-4.4	-9.6
영업이익/금융비용(x)	36.5	31.3	37.4	35.9	38.7
총차입금 (십억원)	1,293	2,942	3,196	3,371	3,421
순차입금 (십억원)	771	655	113	-466	-1,118
주당지표 (원)					
EPS	5,878	11,467	11,029	13,077	13,893
BPS	75,434	126,217	137,288	150,365	164,258
CFPS	11,099	40,811	20,795	20,675	21,763
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

삼성바이오로직스 목표주가 추이		투자이견 변동내역											
(원) 		일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
		2022.02.14 2022.02.14	신규 Buy	강하나 1,100,000									

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 강하나).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부에 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.

따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후12개월)	투자이견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기 -15% 이하 기대	93.0% 7.0% 100.0%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경 투자이견 비율은 2022. 1. 1 ~ 2022. 12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의 견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)