

Initiation

삼성바이오로직스 (207940)

이희영 heeyoung.lee@dashin.com

투자 의견 BUY
매수, 신규

6개월 목표주가 1,000,000
신규

현재주가 729,000
(23.11.29) 제약업종

항체치료제 시장 성장의 최대 수혜주

- 2024년 4공장 풀가동 매출 본격 인식으로 안정적 성장
- 대외환경(금리 인하) 개선에 따른 바이오 CDMO 멀티플 상승 기대
- mRNA, ADC 신규 모달리티 진출 및 알츠하이머 수주 기대감

투자 의견 매수, 목표주가 1,000,000원, Top-pick 의견 제시

삼성바이오로직스에 대해 투자 의견 매수, 목표주가 1,000,000원으로 커버리지를 개시. 목표주가는 DCF 밸류에이션으로 2032년 FCF를 추정하여 현가 할인 후 영구성장률 2.2%, WACC 5.8%를 적용하여 산정.

2024년 항체의약품 시장 성장에 따른 최대 수혜주

삼성바이오로직스에 대한 투자 포인트는 1) 글로벌 최대 생산 규모 기반 안정적인 성장 지속 2) 2024년 항체의약품 시장 성장에 따른 추가 CMO 수주 가능성 높음 3) 신규 모달리티 진출에 의한 추가 성장 기대

알츠하이머 항체치료제의 FDA 승인으로 신규 시장 개화. 미충족 수요가 많은 만큼 대량생산 및 신속한 규제기관 제조 승인 필요할 것. 기존의 Track record 및 빅파마 네트워크를 통한 추가 수주 가능성 높다고 판단. 항체치료제 시장 성장에 따른 최대 수혜주로 Top-pick 제시.

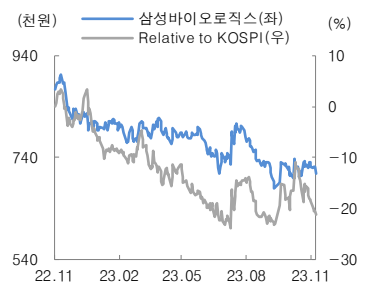
2023년 연간 매출액 2조 9,958억 (+22.9% yoy) 전망

2023년 별도 연간 매출액 2조 9,958억 (+22.9% yoy), 영업이익 1조 2,341억 (+27.5% yoy) 전망.

- 24년 1,2,3 공장 풀가동 지속 및 공장 가동 효율화 지속 예상
- 2023년 4공장 풀가동에 따른 매출 2024년 하반기 인식 전망

KOSPI	2,519.81
시가총액	51,886십억원
시가총액비중	2.71%
지분권(보통주)	178십억원
52주 최고/최저	887,000원 / 680,000원
120일 평균거래대금	438억원
외국인보유율	10.22%
주요주주	삼성물산 외 3 인 74.36%
	국민연금공단 5.60%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.8	-3.2	-6.2	-17.6
상대수익률	-7.9	-1.9	-4.7	-20.5



영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,568	2,437	2,996	3,617	4,363
영업이익	536	968	1,234	1,513	1,842
세전순이익	547	923	1,272	1,551	1,879
총량기준이익	423	687	946	1,154	1,398
지배지분순이익	423	687	946	1,154	1,398
EPS	6,320	9,820	13,295	16,217	19,644
PER	141.2	83.6	54.8	45.0	37.1
BPS	51,003	104,330	115,812	132,029	151,673
PBR	17.5	7.9	6.3	5.5	4.8
ROE	13.2	12.8	12.2	13.1	13.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 삼성바이오로직스, 대신증권 Research Center

I. 투자의견 및 밸류에이션

투자의견 매수, 목표주가 100만원으로 커버리지 개시

투자의견 Buy,
 목표주가 100만원
 신규 제시

삼성바이오로직스 목표주가는 DCF(현금흐름할인) 밸류에이션 방식으로 산출한 동사의 영업가치와 보유지분 가치(삼성바이오에피스 포함)를 더하여 SOTP 방식으로 산정하였다. WACC은 5.8% (COE 5.9%, COD 2.3%, Beta 0.34), 영구성장률은 2.2%을 적용했다.

동사는 7.5조 투자를 통해 2032년까지 5~8공장 건설 계획을 발표했다. 그중에서 5공장은 2025년 4월 가동 목표로 건설 진행중이며, 6공장은 27년까지 완공 목표를 발표하였다. 5~8공장 증설에 따라 2032년 매출 10.2조, EBITDA 5.4조로 추정되며, 현재 주가 대비 EV/EBITDA 멀티플이 한자리수까지 낮아질 것으로 보인다.

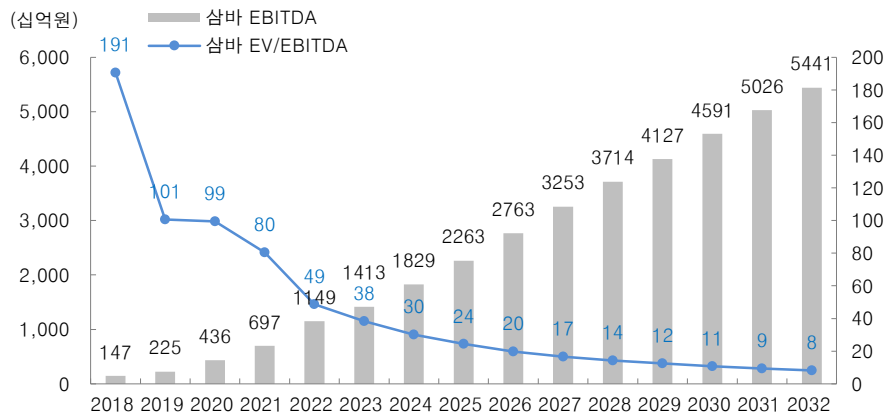
표 19. 삼성바이오로직스 목표주가 산출

(단위: 십억원)

	가치	비고
삼성바이오로직스 영업가치 (A)	68,642	DCF 밸류에이션으로 산출
NPV of FCFF	10,685	
NPV of TV	54,213	
순현금	3,744	
비영업가치 (B)	3,305	에피스 보유지분 가치 장부가액 기준
순차입금 (C)	(489)	
기업가치 (A+B+C)	71,458	
보통주 총 주식수 (천주)	71,174	
적정 주가 (원)	1,003,986	
목표 주가 (원)	1,000,000	
현재주가 (원)	729,000	2023.11.29
상승여력	37%	

자료: 대신증권 Research Center

그림 66. 삼성바이오로직스 EV/EBITDA 멀티플 추정



자료: 대신증권 Research Center

표 20. 삼성바이오로직스 영업가치 추정

(단위: 십억원)

	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F
매출액 (별도)	2995.8	3617.4	4363.3	5268.1	6218.6	7092.5	7849.1	8714.4	9506.8	10246.2
yoy (%)	22.9	20.7	20.6	20.7	18.0	14.1	10.7	11.0	9.1	7.8
공장별 가동률										
1 공장	117%	118%	120%	120%	120%	120%	120%	120%	120%	120%
2 공장	105%	106%	106%	107%	110%	114%	117%	119%	120%	120%
3 공장	100%	101%	105%	106%	110%	114%	115%	118%	118%	118%
4 공장 B	31%	50%	75%	100%	100%	105%	108%	110%	113%	115%
4 공장 A	13%	26%	60%	95%	100%	103%	105%	107%	109%	110%
5 공장			9%	29%	65%	98%	100%	103%	107%	108%
6 공장					13%	29%	59%	93%	100%	100%
7 공장							13%	29%	53%	89%
8 공장										34%
공장별 매출										
1 공장	642	714	740	755	763	771	778	786	794	802
2 공장	938	1032	1047	1095	1119	1156	1209	1242	1270	1283
3 공장	976	1111	1178	1190	1259	1300	1343	1383	1405	1420
4 공장 B	200	432	567	738	890	933	974	981	1031	1076
4 공장 A		123	623	1117	1272	1300	1362	1395	1429	1470
5 공장				157	699	1188	1297	1327	1399	1444
6 공장						225	665	1114	1323	1337
7 공장								262	629	1053
8 공장										134
영업이익	1234.1	1513.0	1841.9	2242.6	2668.9	3068.9	3423.2	3830.8	4211.2	4573.5
OPM (%)	41.2%	41.8%	42.2%	42.6%	42.9%	43.3%	43.6%	44.0%	44.3%	44.6%
Tax	315.7	387.1	471.2	573.7	682.8	785.1	875.7	980.0	1077.3	1170.0
NOPLAT	918.4	1125.9	1370.7	1668.9	1986.1	2283.8	2547.5	2850.8	3133.9	3403.5
(+) 감가상각비	178.7	315.7	420.7	520.8	584.1	644.8	703.4	759.8	814.4	867.4
CAPEX	-1005.0	-1050.0	-918.0	-710.0	-724.2	-738.7	-753.5	-768.5	-783.9	-799.6
운전자본증가	-234.8	-265.5	-342.7	-409.1	-429.1	-394.7	-340.8	-389.8	-354.5	-329.8
WACC	5.8%									
영구성장률 (g)	2.2%									
NPV of FCFF	10,685									
NPV of TV	54,213									
순현금	3,744									
작성가치	68,642									

자료: 대신증권 Research Center

2023년 4분기 및 2024년 연간 실적 전망

1,2,3공장 풀가동
지속 및 4공장 풀가동
매출 인식에 따라
안정적 실적 성장 전망

삼성바이오로직스의 4분기 별도 매출액은 8,849억원 (+18.4% yoy), 영업이익 3,640억원 (+18.0% yoy), 영업이익률 41.1%로 추정한다. 1~3 공장 풀 가동 및 2022년 4B공장 부분 가동 매출 조기 인식으로 인해 전년 대비 양호한 실적 성장이 기대된다.

항체의약품 수주계약 특성상 7~10년간의 장기계약인 점을 감안하여 2024년에도 1~3공장 풀가동이 지속될 것으로 예상된다. 1~3공장은 가동을 시작한지 오래되어, 이미 생산 품목이 대부분 정해져있다. 따라서 1~3공장의 공정 효율화를 통해 생산 배치수 증가 및 비용 절감을 진행중이며, 이에 따른 매출 성장 및 이익 개선이 예상된다. 2023년 하반기부터 4B공장 매출이 반영되었고, 2024년 하반기부터는 4공장 풀가동 매출이 인식될 것으로 전망한다.

2023년 별도 연간 매출액은 2조 9,957억원(+20.7% yoy), 영업이익 1조 2,341억원 (+27.5% yoy), 영업이익률 41.2%로 전망한다. 현재 증설중인 5공장은 2025년 4월 완공 목표로 2025년 4분기 가동이 예상되며, ADC 생산시설도 2024년 내 가동을 목표하고 있다.

표 21. 삼성바이오로직스 별도 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액 (별도)	511.3	503.7	674.6	747.7	591.0	637.2	882.7	884.9	2,437.2	2,995.7	3,617.4
yoy (%)	96.1%	22.2%	49.7%	68.3%	15.6%	26.5%	30.8%	18.4%	22.9%	20.7%	20.6%
CMO	468.3	472.1	625.8	692.8	541.7	549.4	824.1	827.8	2,258.9	2,742.9	3,412.1
yoy (%)	100.8%	25.7%	45.9%	71.3%	15.7%	16.4%	31.7%	19.5%	56.7%	21.4%	24.4%
기타	43.0	31.6	48.8	54.9	49.3	87.8	58.6	57.1	176.2	252.9	270.0
yoy (%)	56.0%	-13.5%	122.4%	37.6%	14.7%	178.0%	20.0%	4.0%	39.8%	43.5%	6.8%
매출총이익	229.6	231.8	369.3	369.6	293.4	314.7	453.9	444.0	229.6	231.8	369.3
GPM (%)	44.9%	46.0%	54.7%	49.4%	49.6%	49.4%	51.4%	50.2%	44.9%	46.0%	54.7%
yoy (%)	113.5%	9.9%	72.1%	91.7%	27.8%	35.8%	22.9%	20.2%	113.5%	9.9%	72.1%
영업이익	176.2	171.9	311.4	308.5	234.4	254.1	381.6	364.0	968.1	1,234.1	1,513.0
OPM (%)	34.5%	34.1%	46.2%	41.3%	39.7%	39.9%	43.2%	41.1%	39.7%	41.2%	41.8%
yoy (%)	137.6%	3.2%	86.2%	139.9%	33.0%	47.8%	22.6%	18.0%	80.4%	27.5%	22.6%
당기순이익	141.3	101.8	129.6	314.1	182.4	193.5	292.0	278.4	686.8	946.2	1,154.2
NIM (%)	27.6%	20.2%	19.2%	42.0%	30.9%	30.4%	33.1%	31.5%	28.2%	31.6%	31.9%
yoy (%)	126.5%	-21.4%	-3.5%	223.8%	29.0%	90.1%	125.4%	-11.4%	62.3%	37.8%	22.0%

자료: 대신증권 Research Center

II. 투자 포인트

빅파마 네트워크 및 선제 증설 전략을 통한 추가 수주 기대

알츠하이머 항체
치료제 수주 기대

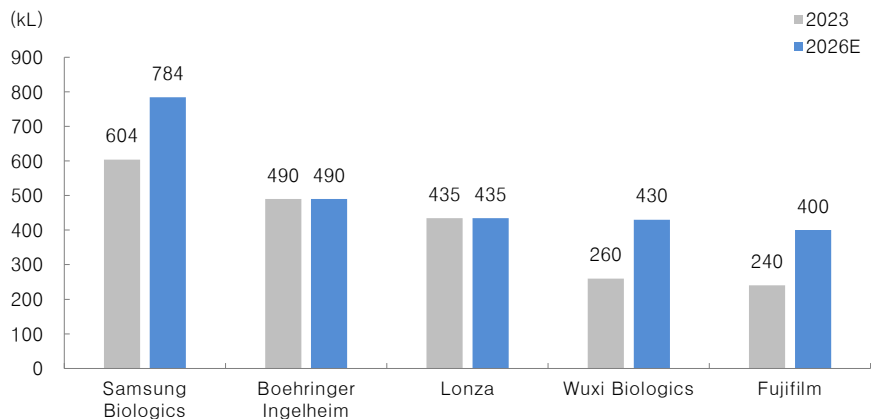
삼성바이오로직스는 빅파마 네트워크 및 선증설 후수주 전략으로 추후 알츠하이머 항체치료제 수주 가능성이 높다고 판단된다. 알츠하이머 치료제 시장을 선도할 것으로 기대되는 항체치료제는 바이오젠/에자이의 레켄비와 일라이릴리의 도나네맙이다. 삼성바이오로직스는 바이오젠과 함께 삼성바이오에피스를 합작 설립하며 파트너십을 확보하였고, 일라이릴리와도 코로나 항체치료제 생산을 시작으로 계속해서 위탁생산 계약을 이어가고 있는 상황이다. 기존 치료제의 부재로 알츠하이머 치료제의 강한 미충족 수요가 예상되며, 선제적 공장 증설로 확보한 생산 CAPA를 바탕으로 안정적인 대량생산이 가능하고, 빅파마와의 네트워크를 확보하고 있는 삼성바이오로직스의 추가수주 가능성이 높을 것으로 판단한다.

5공장 증설을 통한
신규 블록버스터
의약품 수주 기대

삼성바이오로직스는 선증설 후수주 전략을 바탕으로 급격한 알츠하이머 치료제 수요 증가에 신속하게 대응할 수 있다. 알츠하이머 치료제 시장은 새로 개화하는 시장이기 때문에 현재까지는 초기 시장 개척 단계로, 초반에는 서서히 성장하다가 진단법 개선 및 보험 등 장애가 이루어지고나서 급격하게 성장할 것으로 예상된다. 빅파마와 글로벌 CDMO의 경우 수주를 미리 받고 공장을 증설하는 반면 삼성바이오로직스는 선증설 후수주 전략을 취하고 있다. 선제적으로 공장 증설을 통해 여유 생산 CAPA를 미리 확보할 경우, 고객사가 원할때 빠른 생산 대응이 가능한 장점이 있다.

삼성바이오로직스는 4공장 완공 후 바로 5공장 추가 증설에 돌입했다. 이는 선제적인 대규모 생산 CAPA 확보를 통해 대량생산이 필요한 신규 블록버스터 의약품의 수주로 이어질 수 있다.

그림 67. 글로벌 CDMO 기업 설비 CAPA 현황



자료: 각사, 대신증권 Research Center

표 22. 삼성바이오로직스 생산 시설 현황

구분	1 공장	2 공장	3 공장	4 공장	5 공장
규모	30,000L 5,000L x 6 기	152,000L 15,000L x 10 기 1,000L x 4 기	180,000L 15,000L x 12 기	256,000L 15,000L x 12 기 10,000L x 6 기 2,000L x 8 기	180,000L 15,000L x 12 기
공사기간	25 개월	29 개월	35 개월	31 개월	24 개월 목표
공사비용	3,500 억원	7,000 억원	8,500 억원	1 조 7,400 억원	1 조 9,800 억원
가동현황	상업 생산	상업 생산	상업 생산	상업 생산	건설중, 2025년 4월 완공 목표*

자료: 삼성바이오로직스, 대신증권 Research Center

표 23. 삼성바이오로직스 CMO 계약 체결 현황

(단위: 백만달러)

계약체결일	계약상대방	계약금액	계약종료일
2016-11-15	Cilag GmbH International	373	-
2017-07-04	Sun Pharma Global FZE	56	-
2017-07-20	미국 소재 제약사	15	-
2017-12-21	UCB	42	-
2018-02-21	TG Therapeutics, Inc.	50	2026-12-31
2018-04-30	글로벌 제약사의 스위스 소재 자회사	449	2025-12-31
2018-06-01	Ichnos Sciences	15	-
2018-08-14	아시아 소재 제약사	128	-
2018-09-11	Gilead Sciences, Inc.	267	2025-12-31
2018-12-18	Immunovant Sciences GmbH	44	2029-12-31
2019-04-01	CytoDyn Inc.	50	2027-12-31
2019-04-26	아시아 소재 제약사	17	-
2019-04-26	아시아 소재 제약사	32	-
2019-05-14	아시아 소재 제약사	30	-
2019-05-17	UCB	34	-
2019-09-27	H. Lundbeck A/S	28	2031-12-31
2019-11-28	아시아 소재 제약사	19	-
2019-12-03	미국 소재 제약사	58	-
2020-05-21	GSK Trading Service	591	2028-12-31
2020-07-27	Eli Lilly and Company	268	2026-08-30
2020-08-05	GSK Trading Service	184	2024-12-31
2020-09-21	AstraZeneca AB	378	2028-12-31
2020-09-21	AstraZeneca UK	16	2023-12-31
2020-10-06	Checkpoint Therapeutics	20	2030-10-02
2020-11-03	미국 소재 제약사	16	2030-12-31
2021-01-15	Roche	202	2024-12-31
2021-01-15	Roche	550	2024-12-31
2021-05-14	AstraZeneca UK	351	-
2021-10-30	유럽 소재 제약사	77	2023-11-30
2022-03-28	Eli Lilly Kinsale	269	2029-12-31
2022-04-25	유럽 소재 제약사	124	2023-11-30
2022-06-04	Novartis	391	-
2022-07-02	MSD	264	2028-12-31
2022-10-20	GSK Trading Service	296	2030-12-31
2023-06-30	Pfizer Ireland Pharmaceuticals	704	2029-12-31
2023-09-17	SWORDS LABORATORIES UNLIMITED COMPANY	270	2030-12-31

자료: Dart 전자공시시스템, 대신증권 Research Center

항체치료제 시장 성장 및 빅파마 네트워크를 통한 안정적 수주 확보와 추가 수주기대

글로벌 항체치료제 시장규모는 2023년 기준 231억달러(약 29조원)으로 2028년까지 연평균 10% 성장할 것으로 예상된다. 글로벌 항체치료제 시장은 대부분 빅파마의 블록버스터급 의약품이 차지하고 있고, 2028년까지 빅파마 제품 중심의 성장이 예상된다.

삼성바이오로직스는 현재까지 총 13곳의 글로벌 빅파마 고객을 확보하였다. 2023년 화이자를 비롯하여 로슈, 일라이 릴리, 노바티스 등 글로벌 빅파마와 장기 위탁생산 계약을 체결하였고, 누적 수주 금액 105억달러를 돌파하였다. 특히 최근 화이자와 체결한 약 9억달러(약 1.2조원) 규모의 계약은 기존의 단일 제품 생산 계약과 달리 다품종 의약품 장기 위탁생산 계약이다. 글로벌 빅파마들과 수주 계약을 계속해서 이어가는 것은 동사의 Track record, 위탁 생산 서비스 및 품질 수준이 높은 평가를 받기 때문인 것으로 추론해 볼 수 있다.

올해 삼성바이오로직스는 총 7번의 단일 판매/공급계약의 기재 정정 공시를 하였고, 이 중 6번은 모두 고객사 요청에 따라 계약금액이 증액된 내용이었다. 늘어나는 의약품 수요에 대응하기 위해 기존 수주 금액 증가가 계속 될 것으로 보이며, 빅파마 네트워크를 통한 추가 수주도 기대된다.

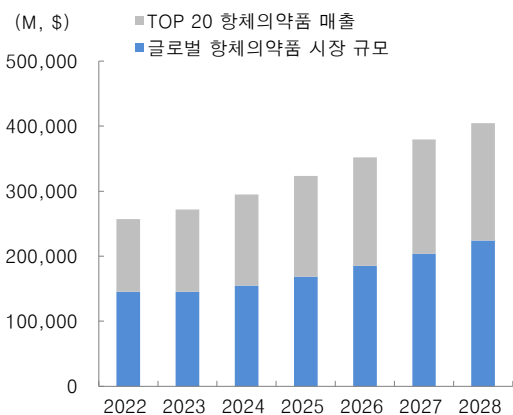
표 24. 2023년 계약금액 변경 공시 내역

(단위: 백만달러)

정정 일자	고객사	계약 종료 일자	계약 금액		
			정정전	정정후	증가금액
2023.09.25	SWORDS LABORATORIES UNLIMITED COMPANY	2030.12.31	242	271	29
2023.08.29	글로벌 제약사의 스위스 소재 자회사	2027.12.31	449	457	8
2023.04.26	GSK	2024.12.31	216	184	-32
2023.07.31		2028.12.31	575	591	16
2023.07.04	화이자	2029.12.31	183	375	193
2023.06.05	로슈	2027.12.31	202	213	11
2023.03.06	일라이 릴리	2029.12.31	92	269	177

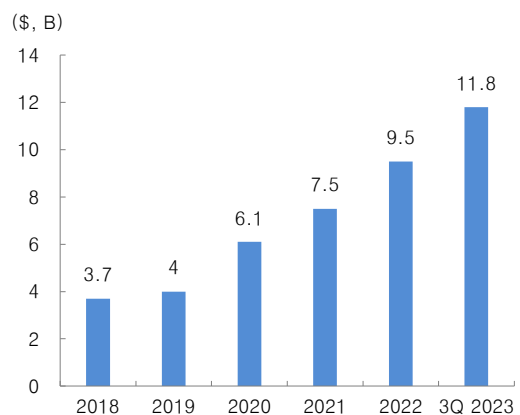
자료: 대신증권 Research Center

그림 68. 매출 Top 20 항체의약품 시장 비중



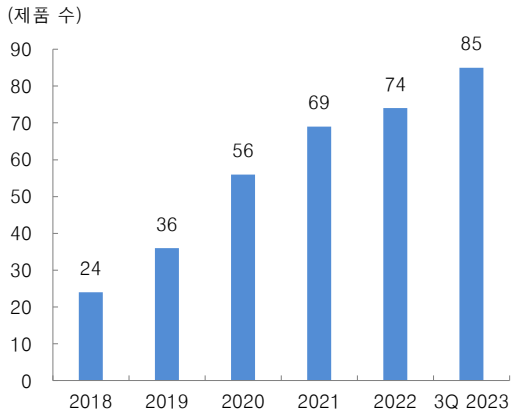
자료: 삼성바이오로직스, 대신증권 Research Center

그림 69. 연간 누적 수주 현황



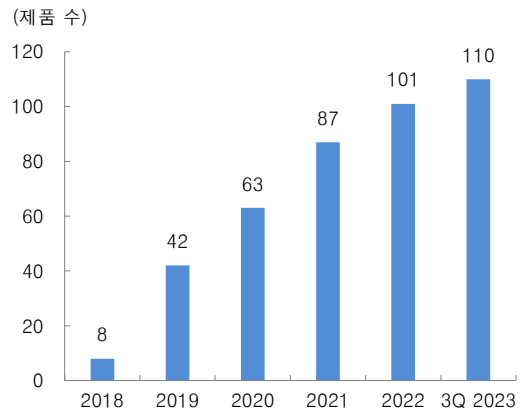
자료: 삼성바이오로직스, 대신증권 Research Center

그림 70. CMO 제품 수 (DS/DP)



자료: 삼성바이오로직스, 대신증권 Research Center

그림 71. CDO 제품 수



자료: 삼성바이오로직스, 대신증권 Research Center

그림 72. 4공장 완공 및 가동 타임라인



자료: 삼성바이오로직스, 대신증권 Research Center

그림 73. 5공장 준공 타임라인



자료: 삼성바이오로직스, 대신증권 Research Center

대외환경 개선에 따른 투자심리 회복 기대

글로벌 피어 실적 부진
하지만 삼성바이오로직스는 역대 최대 실적 갱신

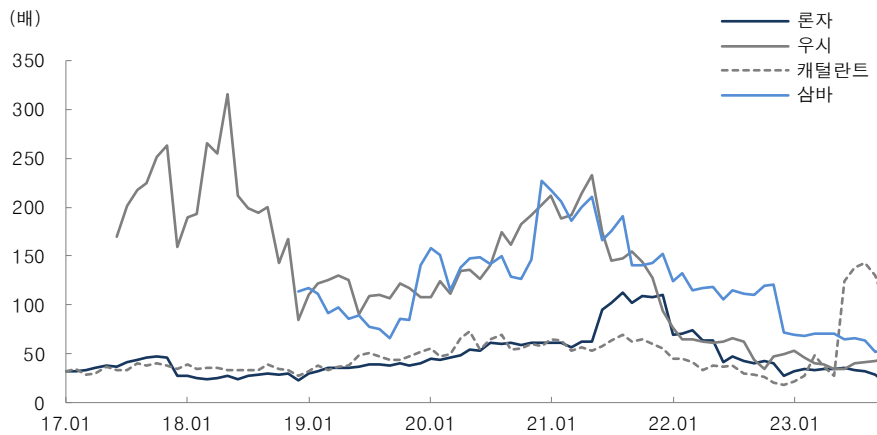
24년부터는 4공장 풀가동에 대한 매출인식으로 안정적인 매출 성장이 예상된다. 여기에 대외환경 개선(금리 인하 등)에 따른 바이오 CDMO 투자심리 회복이 더해지면 주가 상승으로 이어질 것으로 기대한다. 23년 글로벌 CDMO 피어들의 실적 부진으로 인해 삼성바이오로직스의 EV/EBITDA 멀티플은 역사적 저점에 도달하였다. 하지만 글로벌 피어들의 실적 하향에 대한 우려와는 달리 동사는 2023년 약 +23% yoy 성장하며 아웃퍼폼하였다.

글로벌 CDMO 피어들의 실적 부진은 CDO사업의 주요 고객층인 바이오텍이 고금리로 인해 자금난을 겪으면서 위탁생산 및 개발 수주 감소가 감소한 것이 원인이다. 론자와 우시 바이오로직스는 CDO(위탁개발) 매출 비중이 삼성바이오로직스보다 높다. CDO(위탁개발)의 경우 R&D 중심의 바이오텍에 수요가 강한데, 고금리가 지속됨에 따라 자금난으로 인한 수주 감소로 매출 성장에 어려움을 겪고 있는 것으로 보인다. 이와 반대로 삼성바이오로직스는 빅파마 중심의 수주 전략을 추구하며, 대량생산 CMO(위탁생산)가 매출의 90%를 차지하고 있어 2023년에 +23% yoy 성장을 기록할 것으로 보인다.

안정적인 실적 성장에
멀티플 상승시 주가
상승 전망

고금리로 인한 바이오텍 고객 자금난이 글로벌 CDMO 피어들의 실적 부진으로 이어지면서 글로벌 바이오 CDMO 멀티플은 역사적 저점을 기록하고있다. 2024년에는 1) 금리 인하로 바이오텍 자금난 완화 2) 알츠하이머 시장 개화에 따른 항체치료제 시장 성장 기대감으로 글로벌 투자심리가 회복될 것으로 예상된다. 안정적인 매출 성장에 투자심리 개선이 더해지면서 동사의 주가 상승을 전망한다.

그림 74. 글로벌 CDMO 기업 PER 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

사업 다각화를 위한 mRNA, ADC, CGT 신규 모달리티 투자

사업 포트폴리오 다각화를 통한 종합 바이오회사로 도약

삼성바이로직스는 기존의 안정적인 항체의약품 사업과 더불어 미래의 차세대 치료 플랫폼으로 꼽히는 mRNA, ADC 및 세포/유전자 치료제 위탁생산 사업에 투자를 진행하고 있다.

2022년 5월 기존시설에 mRNA 원료의약품(DS) 생산 설비를 구축하였고, 이를 통해 mRNA 원료의약품(DS)부터 완제의약품(DP)까지 원스톱으로 생산할 수 있는 역량을 확보하였다. 2023년 1월 ADC(항체 약물 접합제) 생산을 위한 설비 투자를 발표하였고, 2024년 내 상업 생산을 목표로 건설중에 있다. '삼성 라이프 사이언스 펀드'를 통해 차세대 ADC 기술을 갖춘 스위스 '아라리스 바이오텍'과 국내 '에임드바이오'에 투자하면서 ADC사업으로 확장 의지를 보였다.

2023년 3월 제2 바이오캠퍼스 부지내에 제 5공장 증설 계획을 발표하였고, 하나의 공장에서 mRNA, 세포치료제 등 다양한 종류의 바이오의약품을 생산하는 제조시설로 구축 예정이다. 신규 모달리티 치료제들의 연구가 전세계적으로 활발하게 진행되고 있어 추가 성장 동력으로 작용할 것으로 기대된다.

표 25. 삼성 라이프사이언스 펀드 투자 내역

투자 일자	투자규모	국가	투자기업	주요 사업
2022년 3월	200억 이상	미국	재규어진테라피	유전자 치료제 개발
2022년 5월	190억	미국	센다 바이오사이언스	나노입자 약물전달 플랫폼 보유 기업
2023년 4월	계약상 기밀	스위스	아라리스 바이오텍	ADC 링커 기술 보유 기업
2023년 9월	100억대	국내	에임드바이오	ADC 신약 개발

자료: 삼성바이로직스, 대신증권 Research Center 추정

그림 75. 삼성바이로직스 mRNA 원스톱 위탁생산 서비스



자료: 삼성바이로직스, 대신증권 Research Center

휴미라, 솔리리스 바이오시밀러 출시 효과 기대

7월 휴미라 바이오시밀러인 하드리마의 미국 출시

솔리리스 바이오시밀러(SB12)는 유럽 EMA 허가 획득 후 7월에 유럽시장에 출시되었다. 삼성바이오에피스는 솔리리스 출시를 통해 자가면역/종양/안질환 치료제에 이어 혈액질환 치료제까지 포트폴리오를 확장하였다.

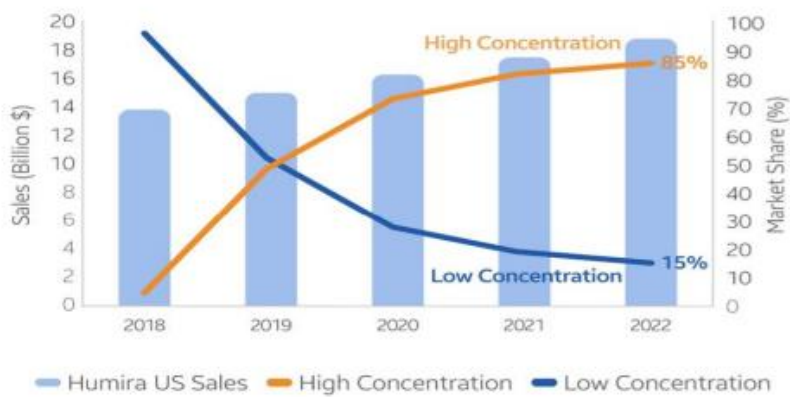
올해 7월부터 휴미라 바이오시밀러(SB5)가 파트너사인 오가논을 통해 미국 시장에 출시되었다. 삼성바이오에피스 하드리마(휴미라 바이오시밀러, SB5)는 1) 기존 오리지널 의약품인 휴미라 가격 대비 -85%의 낮은 WAC(Wholesale Acquisition Cost, 2) 리베이트와 할인이 반영되지 않은 가격), 3) 휴미라 매출의 85%를 차지하는 고농도 재현, 4) 유럽에서 4년간 판매했던 실적방 데이터를 바탕으로 미국시장 내에서 경쟁하고 있다. 하드리마 실질적인 매출은 4분기부터 발생하며, 본격적인 매출 성장은 2024년에 가시화될 전망이다.

표 26. 휴미라 바이오시밀러 미국 출시 및 WAC 현황

출시 일시	제품명	판매사/개발사	제형	휴미라 대비 WAC 할인률	IC 임상
2023-01-31	Amjevita	암젠	저농도	-5%, -55%	진행중
2023-07-01	Cytezo	베링거인겔하임	저농도	-5%	0
2023-07-01	Yusimry	Coherus	저농도	-86%	X
2023-07-01	Hyrimoz	산도즈	고농도	-5%, -81%	X
2023-07-01	Hadlima	오가논/삼성바이오에피스	고농도	-85%	진행중
2023-07-01	Yuflyma	셀트리온	고농도	-5%	진행중

자료: 각 사, 대신증권 Research Center

그림 76. 휴미라 저농도 및 고농도 제품 비중



자료: 삼성바이오에피스, 대신증권 Research Center

표 27. 삼성바이오에피스 파이프라인

구분	오리지널	프로젝트	파이프라인명		현황	마케팅 파트너/출시연도	
			EU	US		EU	US
자가면역질환	Enbrel (Etanercept)	SB4	Benepali	Eticovo	출시	바이오젠 (2016)	TBD
	Remicade (Infliximab)	SB2	Flixabi	Renflexis	출시	바이오젠 (2016)	오가논 (2017)
	Humira (Adalimumab)	SB5	Imraldi	Hadlima	출시	바이오젠 (2018)	오가논 (2023)
	Stelara (Ustekinumab)	SB17	-	-	임상 3상 완료	산도즈	산도즈
종양질환	Herceptin (Trastuzumab)	SB3	Ontruzant	Ontruzant	출시	오가논 (2018)	오가논 (2020)
	Avastin (Bevacizumab)	SB8	Aybintio	-	출시	오가논 (2020)	TBD
안질환	Lucentis (Ranibizumab)	SB11	Byooviz	Byooviz	출시	바이오젠 (2023)	바이오젠 (2022)
	Eylea (Aflibercept)	SB15	-	-	허가 신청	바이오젠	바이오젠
혈액 질환	Soliris (Eculizumab)	SB12	Epysqli	TBD	출시	에피스 (2023)	-
골격계 질환	Prolia (Denosumab)	SB16	-	-	임상 3상 완료	-	-

자료: 삼성바이오로직스, 대신증권 Research Center

III. 기업 개요

글로벌 1 위 규모 바이오의약품 CDMO

삼성바이오로직스 개요

삼성바이오로직스는 2011년 삼성물산과 삼성전자가 출자하여 설립한 바이오의약품 위탁생산 (CMO) 및 위탁개발 (CDO)기업으로, 2016년 12월 유가증권(KOSPI) 시장에 상장하였다. 2022년 4월 삼성바이오로직스는 바이오젠과 합작하여 설립한 삼성바이오에피스(바이오시밀러 개발 및 상업화 산업을 영위) 지분 100%를 양수하여 자회사로 편입하였다.


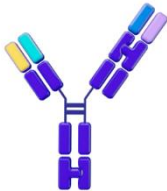


**글로벌 1위 생산
CAPA, 5공장 증설로
초격차 경쟁력 확보**

삼성바이오로직스는 인천 송도에 1~4공장을 보유하고 있으며, 4공장은 2022년 10월부터 6만리터 부분 완공 및 부분 가동을 시작했다. 2023년 6월 4공장 전체 완공되어, 18만리터 가동을 시작했다. 4공장 수주는 상반기까지 10개 고객사와 16개 제품에 대해 계약을 체결하였고, 2023년 3월 18만리터 규모의 5공장 추가 증설을 발표하였고, 2025년 4월 완공을 목표로 1조 9,800억원을 투자할 예정이다. 4공장 완공으로 인해 삼성바이오로직스는 제1바이오캠퍼스에 CAPA는 60.4만리터의 세계 최대 생산 시설을 보유하게 되었다. 이어서 5공장이 완성 될 경우 최대 생산 CAPA 78.4만리터 규모의 생산 시설을 확보하며 초격차 경쟁력을 확보하게 될 예정이다.

**CDO 경쟁력 확보를
위한 독자적 플랫폼
서비스 제공**

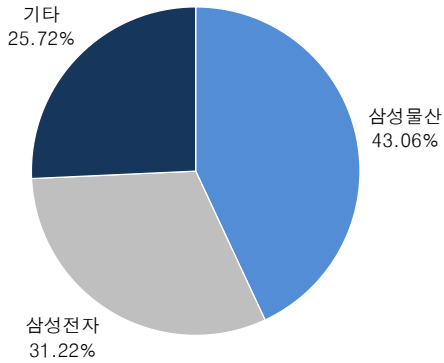
최근 이중항체 치료제인 로슈의 콜롬비(Columvi)와 애브비의 엡킨리(Epkinly)가 FDA 승인을 연달아 승인받으면서, 두개의 서로 다른 항원을 동시에 인식 및 결합할 수 있는 이중항체 기반 치료제가 각광을 받고 있다. 삼성바이오로직스는 이러한 시장의 추세를 선제적으로 반영하여 2022년 이중항체 플랫폼인 S-Dual을 출시하였고, 세포주개발 플랫폼 S-Choice, 위탁 개발 플랫폼 s-cELLERATE을 연이어 출시하였다.

그림 77. 삼성바이오로직스 CDO 플랫폼

S-CHOice®	S-DUAL™	DEVELOPICK™
Proprietary Cell Line	Bispecific Antibody Platform	Developability Assessment Platform
High performing CHO-K1-based cell line development platform with titers up to 70g/L	Advanced bispecific antibody platform with an asymmetric structure allowing high yield and manufacturability	Accurate screening and scoring system to select the optimal candidate within only one month for new drug development
		<div> <p>Timely Evaluation</p> <p>Result in just one month </p> </div> <div> <p>Efficient Assessment</p> <p>Requiring only 20mg of material </p> </div>

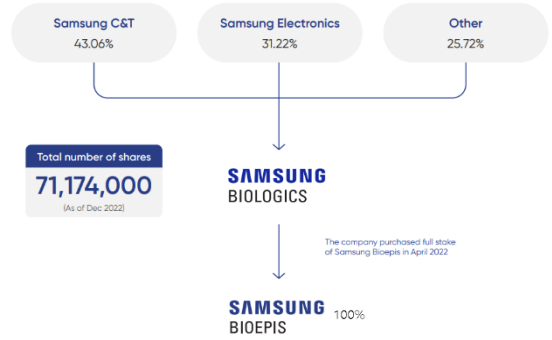
자료: 삼성바이오로직스, 대신증권 Research Center

그림 78. 주주 구성



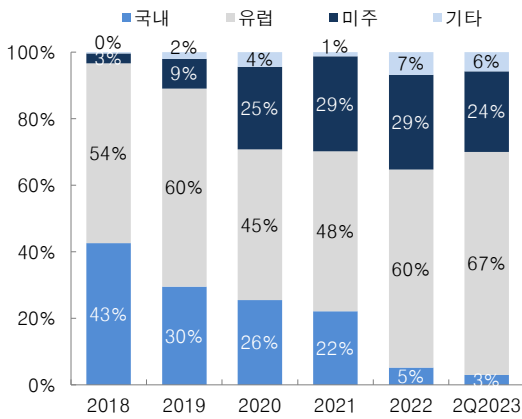
자료: 삼성바이오로직스, 대신증권 Research Center

그림 79. 삼성바이오로직스 지배 구조



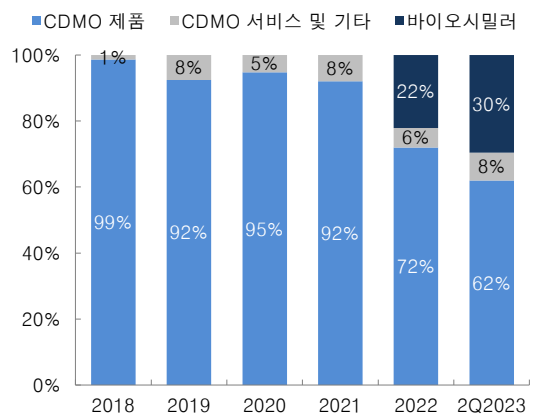
자료: 삼성바이오로직스, 대신증권 Research Center

그림 80. 지역별 매출 비중



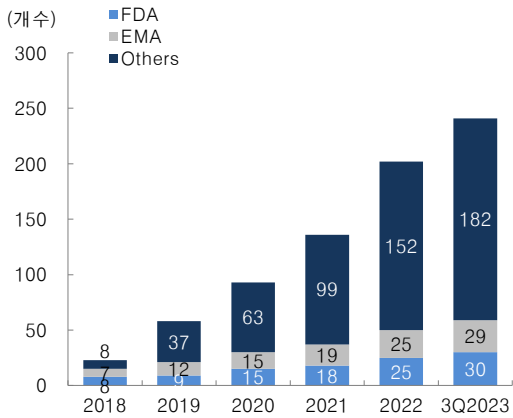
자료: 삼성바이오로직스, 대신증권 Research Center

그림 81. 유형별 매출 비중



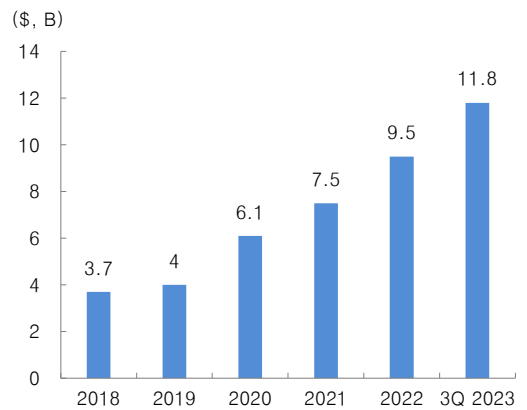
자료: 삼성바이오로직스, 대신증권 Research Center

그림 82. 해외 규제 기관 CMO 승인 현황



자료: 삼성바이오로직스, 대신증권 Research Center

그림 83. 연간 누적 수주 현황



자료: 삼성바이오로직스, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,568	2,437	2,996	3,617	4,363
매출원가	842	1,237	1,490	1,787	2,140
매출총이익	726	1,200	1,506	1,831	2,223
판매비와관리비	189	232	272	318	382
영업이익	536	968	1,234	1,513	1,842
영업외수익	34.2	39.7	41.2	41.8	42.2
EBITDA	697	1,149	1,413	1,829	2,263
영업외손익	10	-45	37	38	37
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	48	133	126	127	126
외환평가이익	0	0	0	0	0
금융비용	-29	-177	-87	-87	-88
외환평가손실	14	126	31	31	31
기타	-8	-1	-1	-1	-1
법인세비용차감전순이익	547	923	1,272	1,551	1,879
법인세비용	124	236	325	397	481
계속사업손익	423	687	946	1,154	1,398
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	423	687	946	1,154	1,398
당기순이익	27.0	28.2	31.6	31.9	32.0
비재계분순이익	0	0	0	0	0
재계분순이익	423	687	946	1,154	1,398
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	1	1	1	1
포괄순이익	420	693	952	1,160	1,404
비재계분포괄이익	0	0	0	0	0
재계분포괄이익	420	693	952	1,160	1,404

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	6,320	9,820	13,295	16,217	19,644
PER	141.2	83.6	54.8	45.0	37.1
BPS	51,003	104,330	115,812	132,029	151,673
PBR	17.5	7.9	6.3	5.5	4.8
EBITDAPS	10,405	16,427	19,851	25,693	31,790
EV/EBITDA	85.6	49.7	36.4	28.5	23.1
SPS	23,416	34,849	42,091	50,824	61,304
PSR	38.1	23.6	17.3	14.3	11.9
CFPS	11,066	17,829	8,041	13,954	19,797
DPS	0	0	0	0	0

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증감률	34.6	55.4	22.9	20.7	20.6
영업이익 증감률	83.4	80.4	27.5	22.6	21.7
순이익 증감률	68.6	62.3	37.8	22.0	21.1
수익성					
ROIC	17.1	22.8	19.9	17.2	16.4
ROA	10.4	10.7	9.7	10.8	11.9
ROE	13.2	12.8	12.2	13.1	13.8
안정성					
부채비율	72.9	66.7	61.5	56.2	51.2
순차입금비율	-2.1	-18.8	-5.9	2.2	4.3
이자보상비율	36.6	20.0	22.8	27.7	33.4

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	2,815	4,919	4,310	4,020	4,230
현금및현금성자산	39	758	930	320	145
매출채권 및 기타채권	366	504	529	556	583
재고자산	1,013	1,243	1,528	1,845	2,226
기타유동자산	1,396	2,414	1,324	1,300	1,276
비유동자산	3,089	7,246	8,999	10,655	12,092
유형자산	2,203	3,084	4,821	6,460	7,880
관계기업투자금	541	3,309	3,321	3,333	3,345
기타비유동자산	344	854	858	862	868
자산총계	5,903	12,166	13,310	14,675	16,322
유동부채	1,106	2,991	3,064	3,142	3,247
매입채무 및 기타채무	407	1,635	1,654	1,675	1,682
차입금	50	50	51	51	52
유동상채무	110	468	473	477	482
기타유동부채	540	837	886	938	1,032
비유동부채	1,382	1,879	2,003	2,136	2,280
차입금	1,115	745	755	766	777
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	267	1,133	1,248	1,371	1,503
부채총계	2,488	4,869	5,067	5,278	5,527
자본계	3,415	7,297	8,243	9,397	10,795
자본금	165	178	178	178	178
자본잉여금	2,497	5,672	5,672	5,672	5,672
이익잉여금	766	1,453	2,399	3,553	4,952
기타자본변동	-13	-7	-7	-7	-7
비재계분	0	0	0	0	0
재계분	3,415	7,297	8,243	9,397	10,795
순차입금	-73	-1,369	-489	206	468

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	452	831	8	327	581
당기순이익	423	687	946	1,154	1,398
비현금항목의 기감	318	560	-374	-161	11
감가상각비	160	181	179	316	421
외환손익	-2	91	-31	-31	-31
자본평가이익	0	0	0	0	0
기타	160	289	-522	-446	-379
자산부채의 증감	-236	-271	-234	-265	-342
기타현금흐름	-54	-145	-330	-401	-486
투자활동 현금흐름	-930	-3,224	-27	-1,040	-909
투자자산	-362	-513	-14	-14	-14
유형자산	-403	-948	-1,005	-1,050	-918
기타	-165	-1,764	992	23	23
재무활동 현금흐름	497	3,115	45	46	46
단기차입금	20	0	1	1	1
사채	348	0	0	0	0
장기차입금	150	92	10	11	11
유상증자	0	4,039	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-21	-1,016	35	35	35
현금의 증감	19	719	172	-610	-174
기초 현금	20	39	758	930	320
기말 현금	39	758	930	320	145
NOPLAT	415	720	918	1,126	1,371
FCF	157	-59	91	391	872

자료: 삼성바이오로직스, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

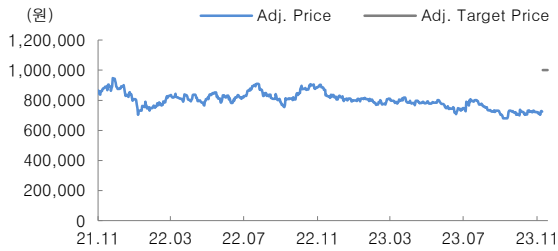
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이희경)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

삼성바이오로직스(207940) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	23.12.01
투자의견	Buy
목표주가	1,000,000
과다율(평균%)	
과다율(최대/최소%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과다율(평균%)	
과다율(최대/최소%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과다율(평균%)	
과다율(최대/최소%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과다율(평균%)	
과다율(최대/최소%)	

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20231128)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	91.6%	8.4%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상