

삼성바이오로직스 (207940/KS)

올라갈 일만 남았다

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 1,000,000 원(유지)

현재주가: 756,000 원

상승여력: 32.3%



Analyst
이동건

dglee@sks.co.kr
3773-9909

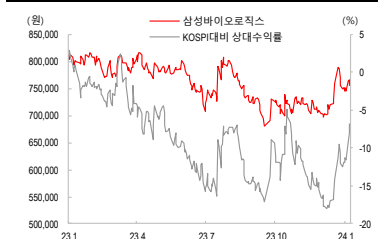
Company Data

발행주식수	7,117 만주
시가총액	53,808 십억원
주요주주	
삼성물산(외3)	74.35%
국민연금공단	5.60%

Stock Data

주가(24/01/17)	756,000 원
KOSPI	2,435.90 pt
52주 최고가	817,000 원
52주 최저가	680,000 원
60일 평균 거래대금	42 십억원

주가 및 상대수익률



4Q23 Pre: 컨센서스에 부합한 양호한 실적 예상

4Q23 연결 매출액 및 영업이익을 각각 1 조 1,269 억원(+16.7% YoY, 이하 YoY 생략), 3,357 억원(+7.3%, OPM 29.8%)으로 추정한다. 삼성바이오로직스 별도 매출액 및 영업이익은 각각 8,641 억원(+15.6%), 3,489 억원(+13.1%, OPM 40.4%)을 전망한다. 연결과 별도 실적 모두 시장 컨센서스에 부합하는 양호한 실적이 예상된다.

삼성바이오로직스 별도 실적은 지난 3Q23과 마찬가지로 1) 1~3 공장 Full 가동 지속, 2) 4 공장 Ramp-up 을 바탕으로 한 매출 가세, 3) 우호적 환율 지속을 바탕으로(4Q23 평균 원/달러 환율 1,320.7 원/달러)으로 전년동기대비 유의미한 성장이 기대된다. 다만 생산 품목 스케줄에 따라 3Q23 대비로는 소폭 실적 감소가 예상된다. 한편 연결 실적은 전년동기대비로나 전분기대비로도 성장이 예상되는데 이는 1) 삼성바이오로직스 별도 실적 호조에 따른 전년동기대비 성장이 기대되는 가운데 2) 내부거래 규모가 축소됨에 따라 전분기대비로도 성장이 기대된다(3Q23 약 1,100 억원 vs. 4Q23E 약 330 억원).

2024년 실적은 4 공장 매출 반영 확대에 따른 고성장세 이어갈 전망

2024년 연결 매출액 및 영업이익을 각각 4 조 3,770 억원(+16.8%), 1 조 3,392 억원(+21.8%, OPM 30.6%), 별도 매출액 및 영업이익은 각각 3 조 7,048 억원(+24.5%), 1 조 5,477 억원(+27.0%, OPM 41.8%)으로 추정한다. 2024년 실적은 2023년과 마찬가지로 1~3 공장 Full 가동이 별도 정기보수 일정 없이 지속될 것으로 기대되는 가운데 4 공장 매출의 Ramp-up 지속에 따른 매출 반영 확대에 따른 고성장세를 이어갈 전망이다.

할인을 하락 및 4 공장 수주 마무리, 업황 우려 해소 바탕으로 반등 기대

2024년은 최근 펀더멘탈과 무관한 바이오 CDMO 업황 관련 우려에 따른 저평가 요인의 해소와 더불어 자체 모멘텀까지 부각되며 유의미한 주가 상승이 가능할 전망이다. 대표적으로 2023년 글로벌 Peer 들의 CDMO 수주 관련 우려들이 부각된 이후 삼성바이오로직스에 대한 투자자들의 우려 또한 함께 확대됐다. 하지만 지속적인 수주 성과들을 통해 증명한 바와 같이 삼성바이오로직스는 안정적으로 4 공장 수주를 채워가고 있으며 오히려 예상 대비 빠른 수주 속도를 바탕으로 4 공장의 조기 수주 마무리 가능성도 배제할 수 없다고 판단한다. 또한 추세적인 금리 하락에 따른 할인율 하락까지 기대되는 만큼 최소 1~4 공장 가치에 해당하는 약 90 만원 수준의 주가, 이후 5 공장 기대감 반영 시 목표주가인 100 만원 수준까지 상승도 가능하다고 판단한다. 대형 바이오 Top pick 의견 제시한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	1,165	1,568	3,001	3,748	4,377	4,657
영업이익	십억원	293	537	984	1,099	1,339	1,271
순이익(지배주주)	십억원	241	394	798	830	1,012	961
EPS	원	3,599	5,878	11,213	11,664	14,219	13,508
PER	배	226.8	151.8	73.2	65.2	53.2	56.0
PBR	배	11.9	12.0	6.5	5.5	5.0	4.6
EV/EBITDA	배	125.1	85.4	44.7	37.5	31.7	32.2
ROE	%	5.2	8.2	11.4	8.8	9.8	8.5

삼성바이오로직스 3Q23 실적 요약 (연결 기준)

(십억원, %)	4Q23E	4Q22	YoY	3Q23	QoQ	Consen	vs. Consen	Pre	vs. Pre
매출액	1,126.9	965.5	16.7	1,034.0	9.0	1,057.5	6.6	1,036.1	8.8
영업이익	335.7	312.8	7.3	318.5	5.4	313.8	7.0	289.1	16.1
세전이익	334.5	397.6	(15.9)	316.3	5.8	308.2	8.5	287.9	16.2
(지배주주)순이익	263.2	369.9	(28.9)	240.4	9.5	252.3	4.3	226.5	16.2
영업이익률	29.8	32.4		30.8		29.7		27.9	
순이익률	23.4	38.3		23.2		23.9		21.9	

자료: 회사 자료, Quantwise, SK 증권 추정

삼성바이오로직스 3Q23 실적 요약 (별도 기준)

(십억원, %)	4Q23E	4Q22	YoY	3Q23	QoQ	Consen	vs. Consen	Pre	vs. Pre
매출액	864.1	747.7	15.6	882.7	(2.1)	838.3	3.1	845.3	2.2
영업이익	348.9	308.5	13.1	381.6	(8.6)	340.5	2.5	355.4	(1.8)
세전이익	337.8	423.8	(20.3)	374.0	(9.7)	339.1	(0.4)	344.3	(1.9)
당기순이익	253.8	314.1	(19.2)	283.0	(10.3)	276.6	(8.2)	258.7	(1.9)
영업이익률	40.4	41.3		43.2		40.6		42.0	
순이익률	29.4	42.0		32.1		33.0		30.6	

자료: 회사 자료, Quantwise, SK 증권 추정

삼성바이오로직스 실적 추이 및 전망 (연결 기준)

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
매출액	511.3	651.4	873.0	965.5	720.9	866.2	1,034.0	1,126.9	1,568.0	3,001.3	3,747.9	4,377.0
YoY	96.1	58.0	93.7	117.3	41.0	33.0	18.4	16.7	34.6	91.4	24.9	16.8
평균 가동률	82.8	100.0	112.5	87.1	87.1	92.5	77.5	77.7	96.7	98.8	82.2	85.0
삼성바이오로직스(별도)	511.3	503.7	674.6	747.7	591.0	637.2	882.7	864.1	1,568.0	2,437.3	2,974.9	3,704.8
1 공장	99.1	107.3	120.9	130.4	110.9	119.0	130.6	131.3	333.6	457.7	491.8	496.6
2 공장	184.2	124.2	249.0	268.4	198.9	213.3	263.4	264.7	701.5	825.9	940.3	1,008.0
3 공장	198.7	245.9	277.1	298.8	222.4	238.6	299.4	300.8	617.5	1,020.5	1,061.2	1,148.8
4 공장 및 기타					0.0	0.0	25.9	104.0			129.9	689.0
삼성바이오에피스	0.0	149.4	269.7	244.6	213.4	255.9	262.1	295.2	0.0	663.8	1,026.6	1,120.5
매출총이익	229.7	288.2	486.2	464.3	342.5	427.1	501.8	528.3	726.5	1,468.4	1,799.8	2,098.7
YoY	114.0	36.4	126.4	140.6	49.1	48.2	3.2	13.8	74.7	102.1	22.6	16.6
GPM	44.9	44.2	55.7	48.1	47.5	49.3	48.5	46.9	46.3	48.9	48.0	47.9
영업이익	176.4	169.7	324.7	312.8	191.7	253.4	318.5	335.7	537.3	983.6	1,099.4	1,339.2
YoY	137.5	1.7	94.0	142.8	8.7	49.4	(1.9)	7.3	83.6	83.1	11.8	21.8
OPM	34.5	26.0	37.2	32.4	26.6	29.3	30.8	29.8	34.3	32.8	29.3	30.6
세전이익	198.5	214.5	198.4	397.6	196.6	251.3	316.3	334.5	561.3	1,009.0	1,098.8	1,339.4
YoY	148.9	22.5	0.6	264.0	(0.9)	17.2	59.4	(15.9)	99.8	79.8	8.9	21.9
(지배주주)순이익	146.9	152.0	129.2	369.9	141.8	184.9	240.4	263.2	393.6	798.1	830.2	1,012.0
YoY	141.0	25.1	(2.0)	366.4	(3.5)	21.6	86.1	(28.9)	56.8	102.8	4.0	21.9
NPM	28.7	23.3	14.8	38.3	19.7	21.3	23.2	23.4	25.1	26.6	22.1	23.1

자료: 삼성바이오로직스, SK 증권 추정

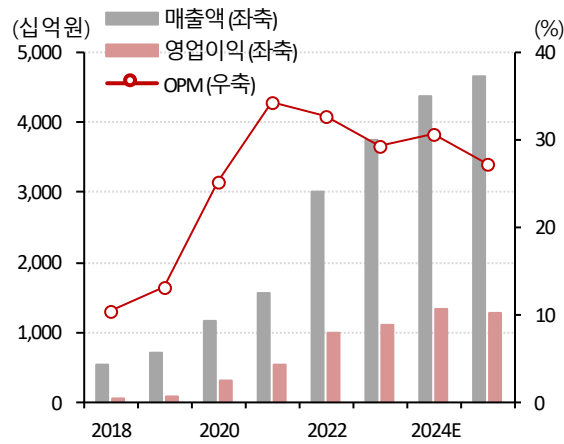
주: 삼성바이오에피스 매출액은 삼성바이오로직스 연결 반영 이후 기준

삼성바이오로직스 실적 추이 및 전망 (별도 기준)

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
매출액	511.3	503.7	674.6	747.7	591.0	637.2	882.7	864.1	1,568.0	2,437.3	2,974.9	3,704.8
YoY	96.1	22.2	49.7	68.3	15.6	26.5	30.8	15.6	34.6	55.4	22.1	24.5
평균 가동률	82.8	100.0	112.5	87.1	87.1	92.5	77.5	77.7	96.7	98.8	82.2	85.0
1 공장	99.1	107.3	120.9	130.4	110.9	119.0	130.6	131.3	333.6	457.7	491.8	496.6
2 공장	184.2	124.2	249.0	268.4	198.9	213.3	263.4	264.7	701.5	825.9	940.3	1,008.0
3 공장	198.7	245.9	277.1	298.8	222.4	238.6	299.4	300.8	617.5	1,020.5	1,061.2	1,148.8
4 공장 및 기타					0.0	0.0	25.9	104.0			129.9	689.0
매출총이익	229.6	231.8	369.3	369.6	293.4	314.7	453.9	422.9	725.9	1,200.2	1,485.0	1,839.4
YoY	113.5	9.9	72.1	91.7	27.8	35.8	22.9	14.4	74.6	65.3	23.7	23.9
GPM	44.9	46.0	54.7	49.4	49.6	49.4	51.4	48.9	46.3	49.2	49.9	49.6
영업이익	176.2	171.9	311.4	308.5	234.4	254.1	381.6	348.9	536.5	968.1	1,219.1	1,547.7
YoY	137.6	3.2	86.2	139.9	33.0	47.8	22.6	13.1	83.4	80.4	25.9	27.0
OPM	34.5	34.1	46.2	41.3	39.7	39.9	43.2	40.4	34.2	39.7	41.0	41.8
세전이익	188.7	136.1	174.2	423.8	241.3	257.3	374.0	337.8	546.9	922.9	1,210.4	1,562.6
YoY	131.1	(17.6)	(1.9)	246.1	27.9	89.0	114.6	(20.3)	94.7	68.8	31.2	29.1
당기순이익	141.3	101.8	129.6	314.1	182.4	193.5	283.0	253.8	423.2	686.8	912.7	1,178.2
YoY	126.5	(21.4)	(3.5)	223.8	29.0	90.1	118.4	(19.2)	68.6	62.3	32.9	29.1
NPM	27.6	20.2	19.2	42.0	30.9	30.4	32.1	29.4	27.0	28.2	30.7	31.8

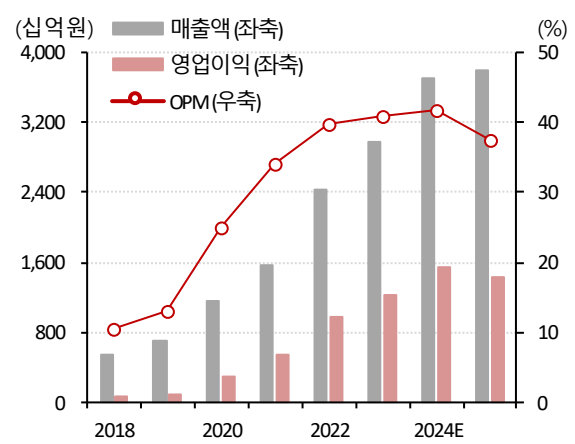
자료: 삼성바이오로직스, SK 증권 추정

삼성바이오로직스 연간 실적 추이 및 전망 (연결 기준)



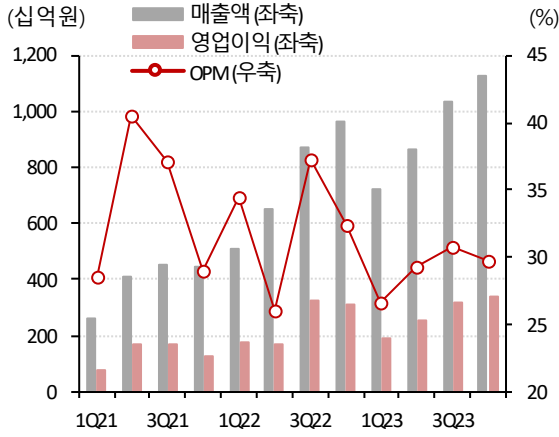
자료: 삼성바이오로직스, SK 증권 추정

삼성바이오로직스 연간 실적 추이 및 전망 (별도 기준)



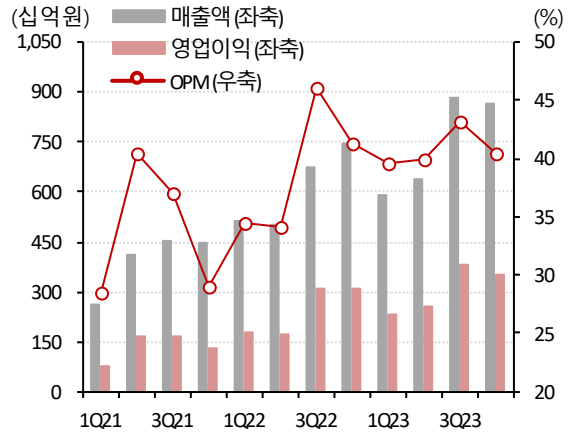
자료: 삼성바이오로직스, SK 증권 추정

삼성바이오로직스 분기 실적 추이 및 전망 (연결 기준)



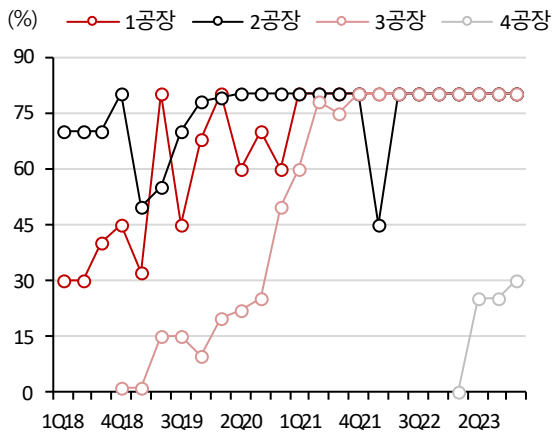
자료: 삼성바이오로직스, SK 증권 추정

삼성바이오로직스 분기 실적 추이 및 전망 (별도 기준)



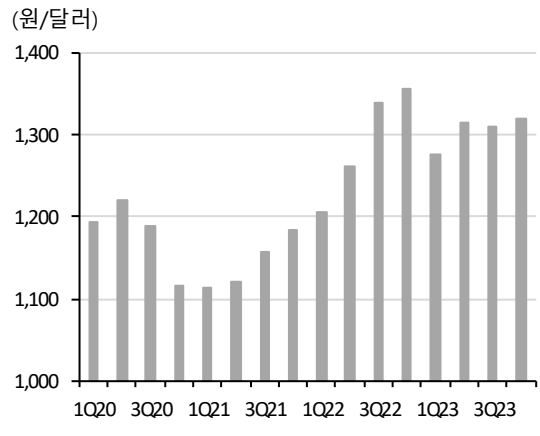
자료: 삼성바이오로직스, SK 증권 추정

삼성바이오로직스 공장별 가동률 추이 및 전망



자료: 삼성바이오로직스, SK 증권 추정

분기별 원/달러 평균 환율 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

삼성바이오로직스 공장 현황

구분	1공장	2공장	3공장	4공장	5공장
위치	인천 송도	인천 송도	인천 송도	인천 송도	인천 송도
규모	30,000L (5,000L x 6기)	154,000L (15,000L x 10기, 1,000L x 4기)	180,000L (15,000L x 12기)	240,000L (15,000L x 12기, 10,000L x 6기)	180,000L (15,000L x 12기)
공사기간	25개월	29개월	35개월	31개월	24개월
공사비용	3,500억원	7,000억원	8,500억원	2조원	198조원
현황	상업생산	상업생산	상업생산	2020년 11월 착공, 10,000L x 6기 2022년 10월 부분 가동, 2023년 6월 180,000L 가동	2023년 투자 발표, 2023년 4월 착공, 2025년 4월 가동 목표

자료: 삼성바이오로직스, SK 증권

삼성바이오로직스 5 공장 및 ADC 생산시설

5공장 건설



180_{KL}

(15K) X 12

2023년

2024년

2025년

● 착공(4월) ▼ 가동 개시(4월)

ADC 생산시설



* ADC 생산시설 완공 조감도

• 4공장과 연계 수주를 통해 견조한 시장 수요에 대응 중

• '24년 內 상업 생산 개시 예정

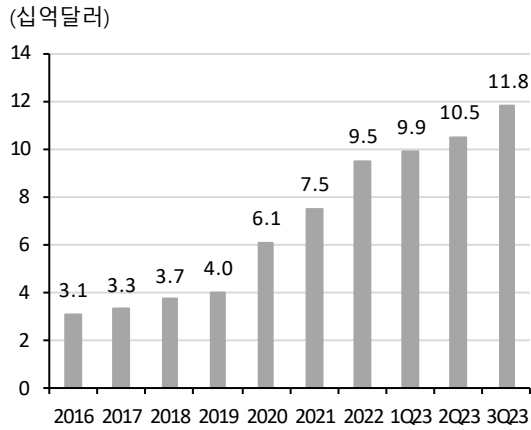
자료: 삼성바이오로직스, SK 증권

삼성바이오페이스 바이오시밀러 파이프라인 현황

Indication	Original	프로젝트	Product		현황			마케팅파트너 / 출시연도	
			EU	US	Ph III	Approval	Launch	EU	US
자가 면역 질환	Enbrel® (Etanercept)	SB4	Benepali	Eticovo				Biogen('16)	TBD
	Remicade® (Infliximab)	SB2	Flixabi	Renflexis				Biogen('16)	Organon('17)
	Humira® (Adalimumab)	SB5	Imraldi	Hadlima				Biogen('18)	Organon('23)
	Stelara® (Ustekinumab)	SB17	-	-		준비중		Sandoz	Sandoz
종양 질환	Herceptin® (Trastuzumab)	SB3	Ontruzant	Ontruzant				Organon('18)	Organon('20)
	Avastin® (Bevacizumab)	SB8	Aybintio	-				Organon('20)	TBD
안질환	Lucentis® (Ranibizumab)	SB11	Byooviz	Byooviz				Biogen('23)	Biogen('22)
	Eylea® (Aflibercept)	SB15	-	-		준비중		Biogen	Biogen
혈액 질환	Soliris® (Eculizumab)	SB12	Epysqli	-				Samsung Bioepis('23)	TBD
골격계 질환	Prolia® (Denosumab)	SB16	-	-		준비중		TBD	TBD

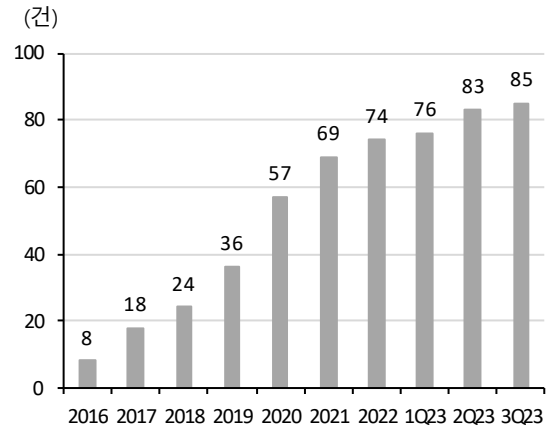
자료: 삼성바이오로직스, SK 증권 / 주: 파란 글씨는 First mover, 빨간 글씨는 Second mover 를 의미

삼성바이오로직스 누적 CMO 수주 금액



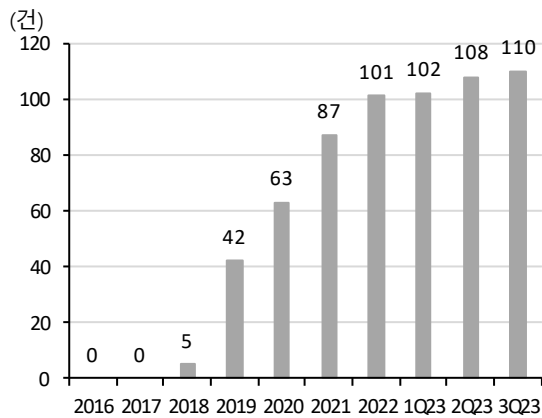
자료: 삼성바이오로직스, SK 증권

삼성바이오로직스 누적 CMO 수주 제품 수



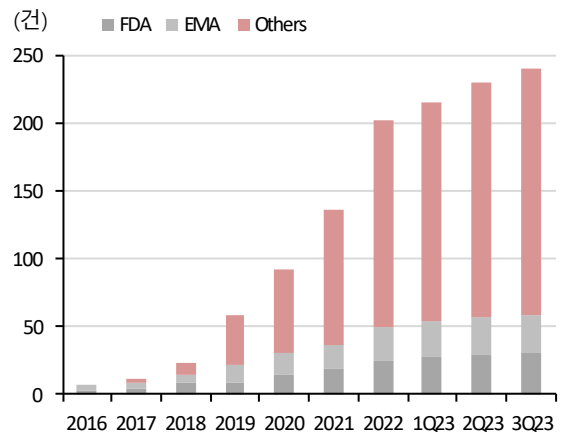
자료: 삼성바이오로직스, SK 증권

삼성바이오로직스 누적 CDO 수주 제품 수



자료: 삼성바이오로직스, SK 증권

삼성바이오로직스 규제기관별 누적 승인 현황



자료: 삼성바이오로직스, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	2,823	6,458	7,614	9,143	10,135
현금및현금성자산	47	891	767	1,163	1,651
매출채권 및 기타채권	366	733	915	1,069	1,137
재고자산	1,013	2,376	2,967	3,465	3,686
비유동자산	5,147	10,124	10,632	11,282	11,771
장기금융자산	31	69	86	101	107
유형자산	2,207	3,417	3,817	4,443	4,917
무형자산	32	5,961	6,014	6,017	6,023
자산총계	7,970	16,582	18,246	20,425	21,906
유동부채	1,107	4,182	5,166	5,996	6,365
단기금융부채	167	1,281	1,600	1,868	1,988
매입채무 및 기타채무	325	1,554	1,941	2,267	2,412
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1,872	3,416	3,265	3,602	3,752
장기금융부채	1,125	1,256	1,256	1,256	1,256
장기매입채무 및 기타채무	9	551	551	551	551
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	2,979	7,598	8,431	9,598	10,117
지배주주지분	4,991	8,984	9,815	10,827	11,788
자본금	165	178	178	178	178
자본잉여금	2,487	5,663	5,663	5,663	5,663
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	2,347	3,146	3,976	4,988	5,949
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	4,991	8,984	9,815	10,827	11,788
부채외자본총계	7,970	16,582	18,246	20,425	21,906

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	466	944	1,435	1,599	1,451
당기순이익(손실)	394	798	830	1,012	961
비현금성항목등	350	598	629	714	718
유형자산감가상각비	155	184	200	224	249
무형자산상각비	7	124	148	146	145
기타	188	289	281	344	324
운전자본감소(증가)	-235	-263	258	217	97
매출채권및기타채권의감소(증가)	-121	-305	-182	-154	-68
재고자산의감소(증가)	-371	-180	-591	-498	-222
매입채무및기타채무의증가(감소)	21	135	387	326	145
기타	235	87	644	543	242
법인세납부	-42	-188	-269	-327	-311
투자활동현금흐름	-926	-3,063	-411	-1,319	-1,014
금융자산의감소(증가)	-500	-1,000	444	-298	-133
유형자산의감소(증가)	-406	-957	-600	-850	-723
무형자산의감소(증가)	-15	-52	-200	-150	-150
기타	-5	-1,054	-54	-21	-9
재무활동현금흐름	478	-222	319	269	120
단기금융부채의증가(감소)	9	-344	319	269	120
장기금융부채의증가(감소)	488	155	0	0	0
자본의증가(감소)	0	3,188	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-19	-3,222	0	0	0
현금의 증가(감소)	19	843	-124	396	488
기초현금	29	47	891	767	1,163
기말현금	47	891	767	1,163	1,651
FCF	60	-13	835	749	729

자료 : 삼성바이오로직스, SK증권

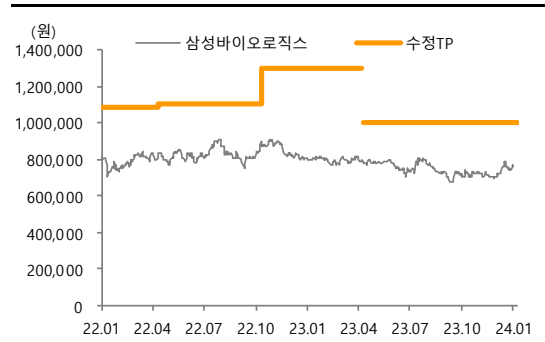
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,568	3,001	3,748	4,377	4,657
매출원가	842	1,533	1,948	2,278	2,571
매출총이익	726	1,468	1,800	2,099	2,086
매출총이익률(%)	46.3	48.9	48.0	47.9	44.8
판매비와 관리비	189	485	700	759	815
영업이익	537	984	1,099	1,339	1,271
영업이익률(%)	34.3	32.8	29.3	30.6	27.3
비영업손익	24	25	-1	0	1
순금융손익	-5	-11	-13	-16	-13
외환관련손익	18	-64	0	0	0
관계기업등 투자손익	14	27	-1	-1	-1
세전계속사업이익	561	1,009	1,099	1,339	1,272
세전계속사업이익률(%)	35.8	33.6	29.3	30.6	27.3
계속사업법인세	168	211	269	327	311
계속사업이익	394	798	830	1,012	961
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	394	798	830	1,012	961
순이익률(%)	25.1	26.6	22.1	23.1	20.6
지배주주	394	798	830	1,012	961
지배주주귀속 순이익률(%)	25.1	26.6	22.1	23.1	20.6
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	392	805	830	1,012	961
지배주주	392	805	830	1,012	961
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	699	1,292	1,447	1,709	1,665

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	34.6	91.4	24.9	16.8	6.4
영업이익	83.5	83.1	11.8	21.8	-5.1
세전계속사업이익	111.0	79.8	8.9	21.9	-5.0
EBITDA	60.2	84.8	12.0	18.2	-2.6
EPS	63.3	90.8	4.0	21.9	-5.0
수익성 (%)					
ROA	5.5	6.5	4.8	5.2	4.5
ROE	8.2	11.4	8.8	9.8	8.5
EBITDA마진	44.6	43.0	38.6	39.1	35.7
안정성 (%)					
유동비율	255.0	154.4	147.4	152.5	159.2
부채비율	59.7	84.6	85.9	88.7	85.8
순차입금/자기자본	-1.6	-7.5	2.2	-1.9	-6.0
EBITDA/이자비용(배)	47.5	20.2	37.9	40.4	37.0
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	5,878	11,213	11,664	14,219	13,508
BPS	74,537	126,233	137,896	152,115	165,623
CFPS	8,294	15,544	16,544	19,421	19,034
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER	151.8	73.2	65.2	53.2	56.0
PBR	12.0	6.5	5.5	5.0	4.6
PCR	107.6	52.8	45.9	38.9	39.7
EV/EBITDA	85.4	44.7	37.5	31.7	32.2
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2023.04.25	매수	1,000,000원	6개월		
2023.01.13	담당자 변경				
2022.10.27	매수	1,300,000원	6개월	-34.48%	-30.23%
2022.04.28	매수	1,100,000원	6개월	-24.95%	-17.27%
2021.07.14	매수	1,087,126원	6개월	-21.59%	-8.00%



Compliance Notice

작성자(이동건)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 01월 18일 기준)

매수	95.35%	중립	4.65%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------