

삼성바이오로직스 (207940/KS)

당장 우려할 것도, 매력적인 것도 없다

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 1,000,000 원(유지)
 현재주가: 788,000 원
 상승여력: 26.9%



Analyst
이동건

dglee@sk.com
 3773-9909

Company Data

발행주식수	7,117 만주
시가총액	56,085 십억원
주요주주	
삼성물산(외3)	74.35%
국민연금공단	5.60%

Stock Data

주가(24/01/24)	788,000 원
KOSPI	2,469.69 pt
52주 최고가	817,000 원
52주 최저가	680,000 원
60일 평균 거래대금	42 십억원

주가 및 상대수익률



4Q23 Re: 예상대로의 양호한 실적

4Q23 연결 매출액 및 영업이익은 각각 1 조 735 억원(+11.2% YoY, 이하 YoY 생략), 3,500 억원(+11.9%, OPM 32.6%)을 시현했다. 로직스 별도 매출액 및 영업이익은 각각 8,279 억원(+10.7%), 3,340 억원(+8.2%, OPM 40.3%)을 기록했다. 로직스 별도 실적은 1) 1~3 공장 Full 가동 지속, 2) 4 공장 Ramp-up 을 바탕으로 한 매출 가세, 3) 우호적 환율 지속을 바탕으로 전년동기대비 유의미한 성장을 기록했다. 다만 생산 품목 스케줄 및 3Q23 반영된 코로나 19 치료제 위탁생산 관련 일회성 수익 인식 영향으로 3Q23 대비로는 소폭 감소한 실적을 달성했다. 한편 연결 실적은 1) 로직스 별도 실적 호조에 따른 전년 동기대비 실적 성장 속, 2) 에피스 매출 성장, 3) 내부거래 규모 축소(3Q23 약 1,100 억원 vs. 4Q23 약 430 억원)를 바탕으로 전분기대비로도 성장했다.

보수적 가이드언스. 성장성 부각 위해선 1) 환율, 2) 4 공장 Ramp-up 관건

2024 년 연결 매출액 및 영업이익을 각각 4 조 2,050 억원(+13.8%), 1 조 2,008 억원(+7.8%, OPM 28.6%), 별도 매출액 및 영업이익은 각각 3 조 3,476 억원(+13.9%), 1 조 2,561 억원(+4.3%, OPM 37.5%)으로 전망한다. 당초 전망대비 보수적 환율 가정, PPA 증가, 5 공장 가동을 앞둔 인건비 증가 등 영향으로 매출액과 영업이익 모두 유의미하게 하향조정했다. 매출 가이드언스 역시 +10~15% 성장, 영업이익률은 소폭 하락이 제시됐다.

이는 당초 시장의 기대 대비 아쉬운 가이드언스라고 판단된다. 결국 2024 년 실적 성장성 부각을 위해서 주목해야할 변수는 2 가지다. 1) 환율이다. 달러 매출 비중이 높은 실적 특성상 원/달러 환율의 변화는 실적의 큰 변수로 작용해왔다. 참고로 당사 추정치는 가이드언스와 유사한 수준인 2024 년 연간 원/달러 환율을 보수적으로 1,270 원/달러로 가정했다. 두 번째로는 2) 4 공장의 Ramp-up 속도다. 2022 년 10 월 가동을 개시한 4-B 공장(6 만리터)는 당초 가동 이후 상업 생산 개시까지 소요되는 1.5~2 년 대비 빠르게 매출 기여가 이뤄진 가운데 2023 년 6 월 가동을 개시한 4-A 공장(18 만리터)의 매출 기여 속도 및 이에 따른 수익성 개선 가능성을 지켜볼 필요가 있다.

단기 실적 모멘텀 약화는 우려 불필요. CDMO 업황 우려 해소가 우선

단기 실적 모멘텀이 약화된 점은 아쉬우나 중장기 실적 가정의 훼손으로 이어지기는 어렵다는 점에서 우려는 필요하다. 결국 주가의 반등을 위해서는 2023 년 이후 견조한 펀더멘털과 무관하게 주가 약세의 주된 원인이었던 글로벌 CDMO 업황에 대한 우려 해소가 우선이다. 국내외 Peer 들의 관련 코멘트들에 주목할 필요가 있다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	1,165	1,568	3,001	3,695	4,205	4,732
영업이익	십억원	293	537	984	1,114	1,201	1,223
순이익(지배주주)	십억원	241	394	798	858	935	953
EPS	원	3,599	5,878	11,213	12,051	13,142	13,396
PER	배	226.8	151.8	73.2	63.1	60.0	58.8
PBR	배	11.9	12.0	6.5	5.5	5.2	4.8
EV/EBITDA	배	125.1	85.4	44.7	37.2	34.5	33.2
ROE	%	5.2	8.2	11.4	9.1	9.1	8.5

삼성바이오로직스 4Q23 실적 요약 (연결 기준)

(십억원, %)	4Q23	4Q22	YoY	3Q23	QoQ	Consen	vs. Consen	SKS	vs. SKS
매출액	1,073.5	965.5	11.2	1,034.0	3.8	1,063.5	0.9	1,126.9	(4.7)
영업이익	350.0	312.8	11.9	318.5	9.9	316.9	10.4	335.7	4.2
세전이익	355.7	397.6	(10.5)	316.3	12.5	317.5	12.0	334.5	6.3
(지배주주)순이익	290.7	369.9	(21.4)	240.4	20.9	253.9	14.5	263.2	10.5
영업이익률	32.6	32.4		30.8		29.8		29.8	
순이익률	27.1	38.3		23.2		23.9		23.4	

자료: 회사 자료, Quantwise, SK 증권 추정

삼성바이오로직스 4Q23 실적 요약 (별도 기준)

(십억원, %)	4Q23	4Q22	YoY	3Q23	QoQ	Consen	vs. Consen	SKS	vs. SKS
매출액	827.9	747.7	10.7	882.7	(6.2)	840.7	(1.5)	864.1	(4.2)
영업이익	334.0	308.5	8.2	381.6	(12.5)	341.7	(2.3)	348.9	(4.3)
세전이익	351.6	423.8	(17.0)	374.0	(6.0)	338.5	3.9	337.8	4.1
당기순이익	287.1	314.1	(8.6)	283.0	1.5	272.1	5.5	253.8	13.1
영업이익률	40.3	41.3		43.2		40.6		40.4	
순이익률	34.7	42.0		32.1		32.4		29.4	

자료: 회사 자료, Quantwise, SK 증권 추정

삼성바이오로직스 실적 추이 및 전망 (연결 기준)

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출액	720.9	866.2	1,034.0	1,073.5	928.6	956.4	1,069.1	1,250.9	3,001.3	3,694.6	4,205.0	4,731.7
YoY	41.0	33.0	18.4	11.2	28.8	10.4	3.4	16.5	91.4	23.1	13.8	12.5
평균 가동률	87.1	92.5	77.5	75.3	78.4	85.5	87.7	91.5	98.8	82.2	85.0	93.3
삼성바이오로직스(별도)	591.0	637.2	882.7	827.9	685.5	758.3	971.0	932.8	2,437.3	2,938.7	3,347.6	3,870.0
1 공장	103.7	111.1	122.1	122.6	92.3	94.3	149.7	113.7	427.8	459.5	450.0	478.3
2 공장	185.9	199.3	246.1	247.3	194.7	214.0	267.9	261.9	771.7	878.6	938.4	970.7
3 공장	207.9	222.9	279.7	281.0	217.7	237.5	304.4	278.9	953.7	991.6	1,038.5	1,106.4
4 공장 및 기타	0.0	0.0	24.2	97.2	106.0	129.5	164.8	196.2	0.0	121.3	596.5	980.6
삼성바이오에피스	213.4	255.9	262.1	288.9	248.1	468.1	278.1	328.1	663.8	1,020.3	1,322.4	1,149.0
매출총이익	342.5	427.1	501.8	531.3	413.4	456.9	488.7	617.5	1,468.4	1,802.8	1,976.4	2,021.9
YoY	49.1	48.2	3.2	14.4	20.7	7.0	(2.6)	16.2	102.1	22.8	9.6	2.3
GPM	47.5	49.3	48.5	49.5	44.5	47.8	45.7	49.4	48.9	48.8	47.0	42.7
영업이익	191.7	253.4	318.5	350.0	247.2	247.3	286.7	419.7	983.6	1,113.7	1,200.8	1,222.9
YoY	8.7	49.4	(1.9)	11.9	28.9	(2.4)	(10.0)	19.9	83.1	13.2	7.8	1.8
OPM	26.6	29.3	30.8	32.6	26.6	25.9	26.8	33.5	32.8	30.1	28.6	25.8
세전이익	196.6	251.3	316.3	355.7	251.2	259.0	289.2	423.3	1,009.0	1,120.0	1,222.7	1,246.3
YoY	(0.9)	17.2	59.4	(10.5)	27.7	3.1	(8.6)	19.0	79.8	11.0	9.2	1.9
(지배주주)순이익	141.8	184.9	240.4	290.7	192.1	198.1	221.3	323.8	798.1	857.7	935.4	953.4
YoY	(3.5)	21.6	86.1	(21.4)	35.5	7.2	(8.0)	11.4	102.8	7.5	9.1	1.9
NPM	19.7	21.3	23.2	27.1	20.7	20.7	20.7	25.9	26.6	23.2	22.2	20.1

자료: 삼성바이오로직스, SK 증권 추정

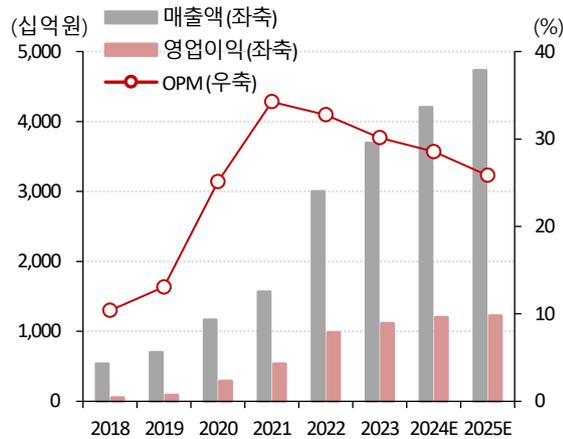
주: 삼성바이오에피스 매출액은 삼성바이오로직스 연결 반영 이후 기준

삼성바이오로직스 실적 추이 및 전망 (별도 기준)

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출액	591.0	637.2	882.7	827.9	685.5	758.3	971.0	932.8	2,437.3	2,938.7	3,347.6	3,870.0
YoY	15.6	26.5	30.8	10.7	16.0	19.0	10.0	12.7	55.4	20.6	13.9	15.6
평균 가동률	87.1	92.5	77.5	75.3	78.4	85.5	87.7	91.5	98.8	82.2	85.0	93.3
1 공장	103.7	111.1	122.1	122.6	92.3	94.3	149.7	113.7	427.8	459.5	450.0	478.3
2 공장	185.9	199.3	246.1	247.3	194.7	214.0	267.9	261.9	771.7	878.6	938.4	970.7
3 공장	207.9	222.9	279.7	281.0	217.7	237.5	304.4	278.9	953.7	991.6	1,038.5	1,106.4
4 공장 및 기타	0.0	0.0	24.2	97.2	106.0	129.5	164.8	196.2	0.0	121.3	596.5	980.6
매출총이익	293.4	314.7	453.9	428.3	307.7	355.8	487.4	465.4	1,200.2	1,490.3	1,616.3	1,748.6
YoY	27.8	35.8	22.9	15.9	4.9	13.0	7.4	8.7	65.3	24.2	8.4	8.2
GPM	49.6	49.4	51.4	51.7	44.9	46.9	50.2	49.9	49.2	50.7	48.3	45.2
영업이익	234.4	254.1	381.6	334.0	224.8	270.3	396.6	364.3	968.1	1,204.2	1,256.1	1,373.2
YoY	33.0	47.8	22.6	8.2	(4.1)	6.4	3.9	9.1	80.4	24.4	4.3	9.3
OPM	39.7	39.9	43.2	40.3	32.8	35.6	40.8	39.1	39.7	41.0	37.5	35.5
세전이익	241.3	257.3	374.0	351.6	226.7	270.9	401.7	367.1	922.9	1,224.2	1,266.4	1,393.6
YoY	27.9	89.0	114.6	(17.0)	(6.1)	5.3	7.4	4.4	68.8	32.7	3.4	10.0
당기순이익	182.4	193.5	283.0	287.1	174.6	208.6	309.3	282.7	686.8	946.0	975.1	1,073.1
YoY	29.0	90.1	118.4	(8.6)	(4.3)	7.8	9.3	(1.5)	62.3	37.7	3.1	10.0
NPM	30.9	30.4	32.1	34.7	25.5	27.5	31.9	30.3	28.2	32.2	29.1	27.7

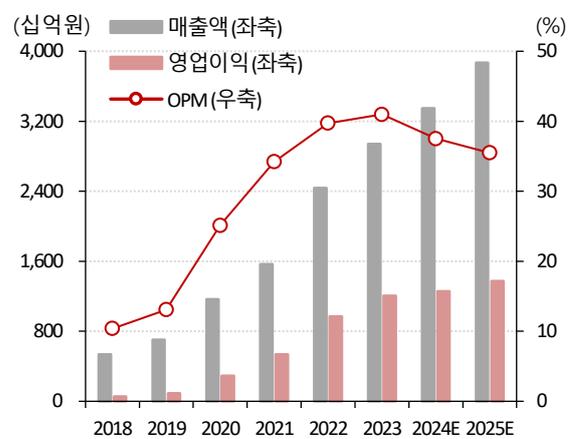
자료: 삼성바이오로직스, SK 증권 추정

삼성바이오로직스 연간 실적 추이 및 전망 (연결 기준)



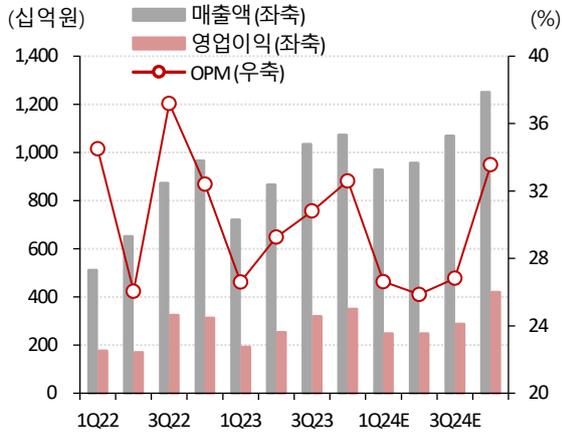
자료: 삼성바이오로직스, SK 증권 추정

삼성바이오로직스 연간 실적 추이 및 전망 (별도 기준)



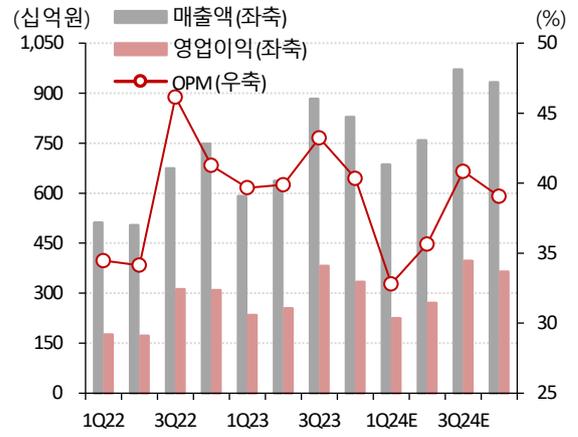
자료: 삼성바이오로직스, SK 증권 추정

삼성바이오로직스 분기 실적 추이 및 전망 (연결 기준)



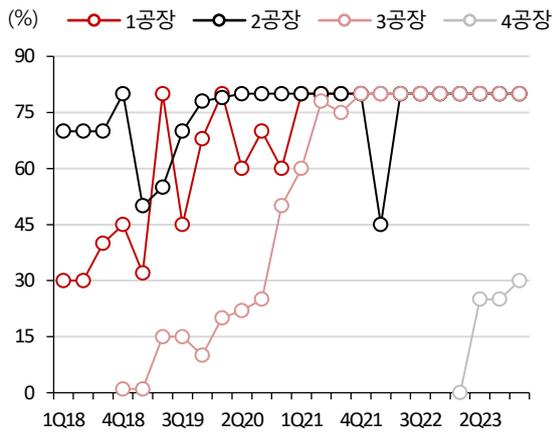
자료: 삼성바이오로직스, SK 증권 추정

삼성바이오로직스 분기 실적 추이 및 전망 (별도 기준)

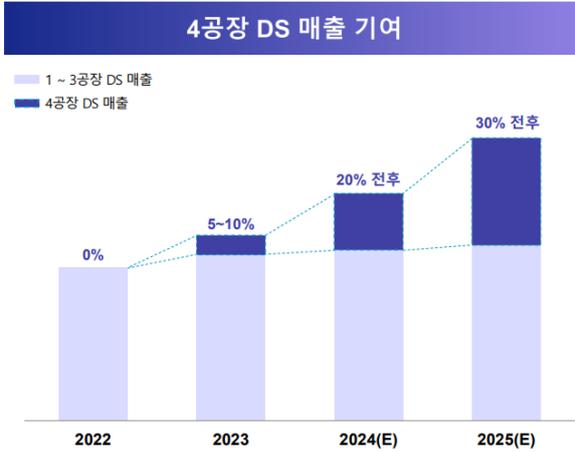


자료: 삼성바이오로직스, SK 증권 추정

삼성바이오로직스 공장별 가동률 추이 및 전망



삼성바이오로직스 4공장 매출 기여 전망



- 4공장 DS 매출 기여 전망**
- 4공장은 '23년 6월 부로 전체 Capacity (24만 리터) 가동 개시
 - 6만 리터: '22년 10월 가동 개시
 - 18만 리터: '23년 6월 가동 개시
 - 가동 ~ 상업 생산 개시 (약 1.5 ~ 2년)
 - 기술 이전 → 시험 생산 → 승인용 배치 생산 → 상업 생산
 - 승인용 배치에 대한 규제기관 승인 취득 시 상업 생산 개시
 - 4공장 DS 매출 비중: '24년 20% 전후 → '25년 30% 전후 전망

자료: 삼성바이오로직스, SK 증권 / 주: 2024년 및 2025년 동일 환율 가정

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 6 기)	154,000L (15,000L x 10 기, 1,000L x 4 기)	180,000L (15,000L x 12 기)	240,000L (15,000L x 12 기, 10,000L x 6 기)	180,000L (15,000L x 12 기)
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

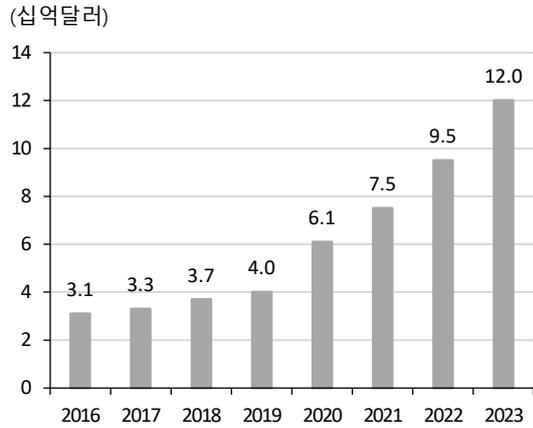
자료: 삼성바이오로직스, SK 증권

삼성바이오로직스 5공장 건설 경과 (연말 기준 공정률 40%)



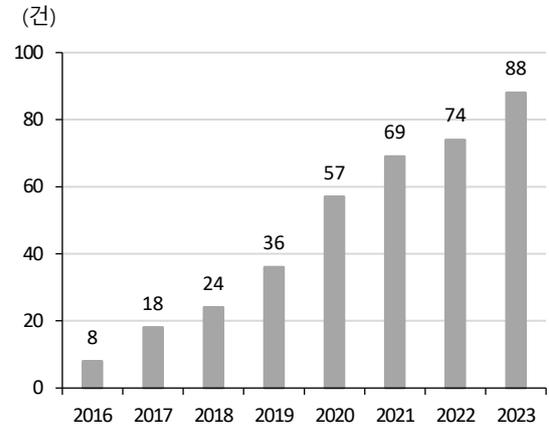
자료: 삼성바이오로직스, SK 증권

삼성바이오로직스 누적 CMO 수주 금액



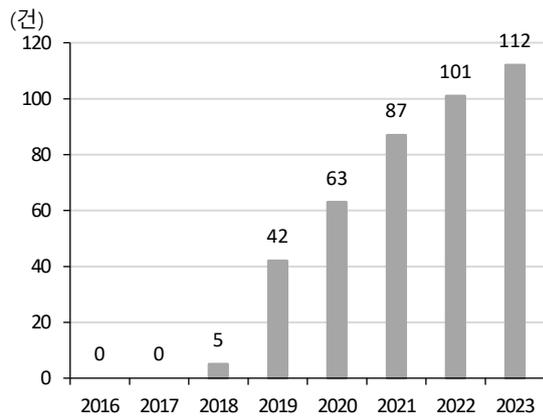
자료: 삼성바이오로직스, SK 증권

삼성바이오로직스 누적 CMO 수주 제품 수



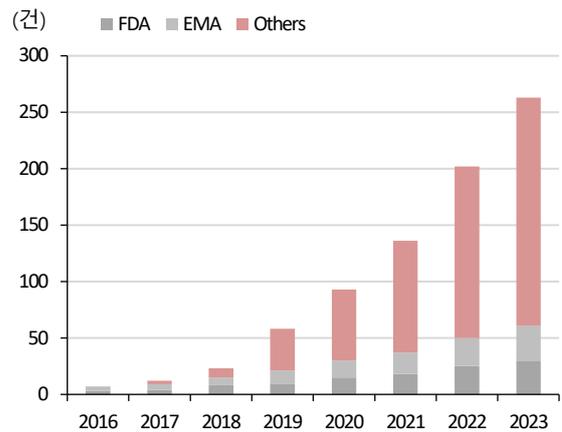
자료: 삼성바이오로직스, SK 증권

삼성바이오로직스 누적 CDO 수주 제품 수



자료: 삼성바이오로직스, SK 증권

삼성바이오로직스 규제기관별 누적 승인 현황



자료: 삼성바이오로직스, SK 증권

삼성바이오에피스 바이오시밀러 개발 전략



자료: 삼성바이오로직스, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	2,823	6,458	7,545	8,780	10,214
현금및현금성자산	47	891	768	1,081	1,563
매출채권 및 기타채권	366	733	902	1,027	1,155
재고자산	1,013	2,376	2,925	3,329	3,746
비유동자산	5,147	10,124	10,630	11,276	11,773
장기금융자산	31	69	85	97	109
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	18,174	20,057	21,987
유동부채	1,107	4,182	5,096	5,769	6,464
단기금융부채	167	1,281	1,577	1,795	2,020
매입채무 및 기타채무	325	1,554	1,913	2,177	2,450
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1,872	3,416	3,236	3,510	3,792
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	8,332	9,279	10,256
지배주주지분	4,991	8,984	9,842	10,778	11,731
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	4,003	4,939	5,892
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	4,991	8,984	9,842	10,778	11,731
부채외자본총계	7,970	16,582	18,174	20,057	21,987

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	466	944	1,444	1,482	1,528
당기순이익(손실)	394	798	858	935	953
비현금성항목등	350	598	622	674	700
유형자산감가상각비	155	184	200	224	249
무형자산상각비	7	124	148	146	145
기타	188	289	275	304	307
운전자본감소(증가)	-235	-263	239	176	182
매출채권및기타채권의감소(증가)	-121	-305	-169	-125	-129
재고자산의감소(증가)	-371	-180	-549	-404	-417
매입채무및기타채무의증가(감소)	21	135	359	264	273
기타	235	87	598	440	455
법인세납부	-42	-188	-262	-287	-293
투자활동현금흐름	-926	-3,063	-409	-1,262	-1,143
금융자산의감소(증가)	-500	-1,000	444	-245	-253
유형자산의감소(증가)	-406	-957	-600	-850	-723
무형자산의감소(증가)	-15	-52	-200	-150	-150
기타	-5	-1,054	-53	-17	-18
재무활동현금흐름	478	-222	296	218	225
단기금융부채의증가(감소)	9	-344	296	218	225
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	-123	313	482
기초현금	29	47	891	768	1,081
기말현금	47	891	768	1,081	1,563
FCF	60	-13	844	632	806

자료 : 삼성바이오로직스, SK증권

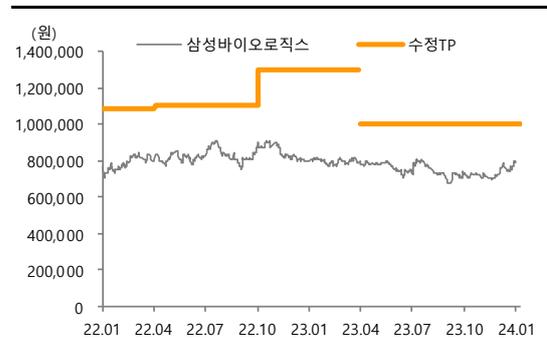
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,568	3,001	3,695	4,205	4,732
매출원가	842	1,533	1,892	2,229	2,710
매출총이익	726	1,468	1,803	1,976	2,022
매출총이익률(%)	46.3	48.9	48.8	47.0	42.7
판매비와 관리비	189	485	689	776	799
영업이익	537	984	1,114	1,201	1,223
영업이익률(%)	34.3	32.8	30.1	28.6	25.8
비영업손익	24	25	6	22	23
순금융손익	-5	-11	-13	-16	-14
외환관련손익	18	-64	0	0	0
관계기업등 투자손익	14	27	-1	6	7
세전계속사업이익	561	1,009	1,120	1,223	1,246
세전계속사업이익률(%)	35.8	33.6	30.3	29.1	26.3
계속사업법인세	168	211	262	287	293
계속사업이익	394	798	858	935	953
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	394	798	858	935	953
순이익률(%)	25.1	26.6	23.2	22.2	20.1
지배주주	394	798	858	935	953
지배주주귀속 순이익률(%)	25.1	26.6	23.2	22.2	20.1
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	392	805	858	935	953
지배주주	392	805	858	935	953
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	699	1,292	1,461	1,571	1,616

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	34.6	91.4	23.1	13.8	12.5
영업이익	83.5	83.1	13.2	7.8	1.8
세전계속사업이익	111.0	79.8	11.0	9.2	1.9
EBITDA	60.2	84.8	13.1	7.5	2.9
EPS	63.3	90.8	7.5	9.1	1.9
수익성 (%)					
ROA	5.5	6.5	4.9	4.9	4.5
ROE	8.2	11.4	9.1	9.1	8.5
EBITDA마진	44.6	43.0	39.5	37.4	34.2
안정성 (%)					
유동비율	255.0	154.4	148.1	152.2	158.0
부채비율	59.7	84.6	84.7	86.1	87.4
순차입금/자기자본	-1.6	-7.5	1.9	-1.4	-5.6
EBITDA/이자비용(배)	47.5	20.2	38.5	37.7	36.1
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	5,878	11,213	12,051	13,142	13,396
BPS	74,537	126,233	138,283	151,425	164,821
CFPS	8,294	15,544	16,931	18,345	18,922
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER	151.8	73.2	63.1	60.0	58.8
PBR	12.0	6.5	5.5	5.2	4.8
PCR	107.6	52.8	44.9	43.0	41.6
EV/EBITDA	85.4	44.7	37.2	34.5	33.2
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 25일 기준)

매수	94.80%	중립	5.20%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------