

# 삼성바이오로직스 (207940/KS)

## 흔들리지 않는 편안함

SK증권 리서치센터

### 매수(신규편입)

목표주가: 1,200,000 원(신규편입)

현재주가: 957,000 원

상승여력: 25.4%

### 수주실적을 통해 확인되는 독보적인 CMO의 경쟁력

삼성바이오로직스의 CMO 수주실적은 2016년 31 억 달러에서 지속 성장을 거듭, 2023년 기준 4 배 성장한 120 억 달러를 기록했다. 이는 최소 구매 기준의 실적이며, 수주 받은 모든 제품의 상업화 성공 시 수주 실적까지 고려하면 235 억 달러로 크게 증가한다. 정량적 측면에서의 실적 외에도 수주 받은 제품들의 규제기관 허가 건수가 늘어나는 것 역시 긍정적인 현상이다. 제품의 종류가 늘어난다는 것은 삼성바이오로직스가 다양한 형태의 항체를 다룰 수 있는 역량이 검증되고 있다는 것을 의미, 이러한 기술 경쟁력은 추가적인 수주계약에 긍정적 요인으로 작용할 수 있다.

### 공급 과잉 상황에도 견조한 Outsourcing 의 수요 확인

삼성바이오로직스의 CMO 매출 성장이 기대되는 이유는 1) 공급 과잉 상황에서도 CMO 수주 신규 실적은 지속적으로 증가, 이에 따라 매출액 또한 고성장을 지속하고 있으며, 2) In-House 생산을 비롯 Hybrid 방식의 항체 의약품을 생산하는 기업들의 In-House 생산 비중을 감소시키는 것으로 파악 3) 또한, 항체의약품의 바통을 이어받을 수 있을 것으로 기대했던 세포/유전자 치료제 시장의 개화 시기가 예상보다 늦어지고 4) 미국 시밀러 시장이 개화됨에 따라 단클론 항체에 대한 수요는 향후 5년간 지속될 수 있을 것이라 판단되기 때문이다.



Analyst  
이선경

seonkyoung.lee@skc.co.kr

#### Company Data

발행주식수	7,117 만주
시가총액	68,114 십억원
주요주주	
삼성물산(외3)	74.34%
국민연금공단	6.68%

#### Stock Data

주가(24/08/23)	957,000 원
KOSPI	2,701.69 pt
52주 최고가	974,000 원
52주 최저가	680,000 원
60일 평균 거래대금	88 십억원

#### 주가 및 상대수익률



### 투자의견 매수, 목표주가 120 만원으로 커버리지 개시

24년 삼성바이오로직스의 연결기준 매출액은 4 조 4,474 억원(+20.4% YoY), 영업 이익은 1 조 3,339 억원(+19.8% YoY, OPM 30%)을 전망한다. 삼성바이오로직스 개별 기준 매출액은 4 공장 가동률 상승 및 고마진 제품 중심 생산 비중의 증가로 전년 대비 15.7% 성장, 에피스는 시밀러 제품 규제기관 시판승인에 따른 마일스톤 유입에 따라 42.4% 성장할 것으로 예상된다. 5 공장 가동 준비에 따른 인건비 등 원가/판관비 증가에도 불구하고 에피스 마일스톤 유입과 고환율 효과로 인해 수익성을 유지될 것으로 전망한다.

#### 영업실적 및 투자지표

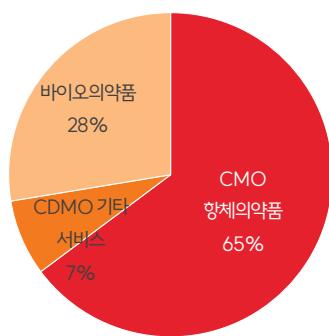
구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	1,568	3,001	3,695	4,447	4,872	5,724
영업이익	십억원	537	984	1,114	1,334	1,507	1,799
순이익(지배주주)	십억원	394	798	858	1,010	1,149	1,372
EPS	원	5,878	11,213	12,051	14,191	16,148	19,283
PER	배	151.8	73.2	63.1	67.4	59.3	49.6
PBR	배	12.0	6.5	5.5	6.3	5.7	5.1
EV/EBITDA	배	85.4	44.7	33.7	33.5	30.5	26.3
ROE	%	8.2	11.4	9.1	9.8	10.1	10.8

## 기업개요

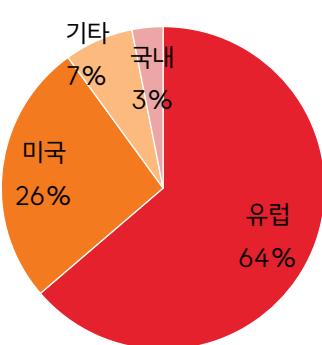
동사는 1)동물세포기반 항체의약품을 위탁 생산하는 CMO 사업과, 2)22년 4월 삼성바이오 에피스를 완전자회사로 편입한데 따른 바이오시밀러 사업, 그리고 3)세포 주 개발부터 초기 임상까지 개발서비스를 제공하는 CDO 사업 등 크게 3 가지 사업을 영위하고 있다.

2011년 창립 후 5조 8,800 억원의 설비 투자를 통해 25년 5월 완공될 제 5장의 생산역량을 포함 총 78 만 리터 생산역량을 구축, 글로벌 최대 규모의 생산 역량을 확보했다. 항체를 넘어 미래 먹거리를 위한 다양한 모달리티 수요에 대응하기 위해 mRNA, ADC 및 세포/유전자치료제 등 다양한 분야에 생산 전문성을 확보하기 위한 노력을 지속하고 있으며 이를 통해 글로벌 종합 바이오기업으로 도약을 준비하고 있다.

2023년 사업부별 매출 비중(연결기준)



2023년 지역별 매출 비중(연결기준)



자료: 삼성바이오로직스, SK 증권

자료: 삼성바이오로직스, SK 증권

삼성바이오로직스 CMO/CDMO 공장 현황

구분	1공장	2공장	3공장	4공장	5공장
규모	30,000L	154,000L	180,000L	240,000L	180,000L
	5,000L x 6기	1,000L x 4기	15,000L x 12기	10,000L x 6기	15,000L x 12기
공사비용	3,500 억원	7,000 억원	8,500 억원	2 조원	1.98 조원
현황	상업생산	상업생산	상업생산	상업생산	23년 착공, 25년 4월 완공 목표

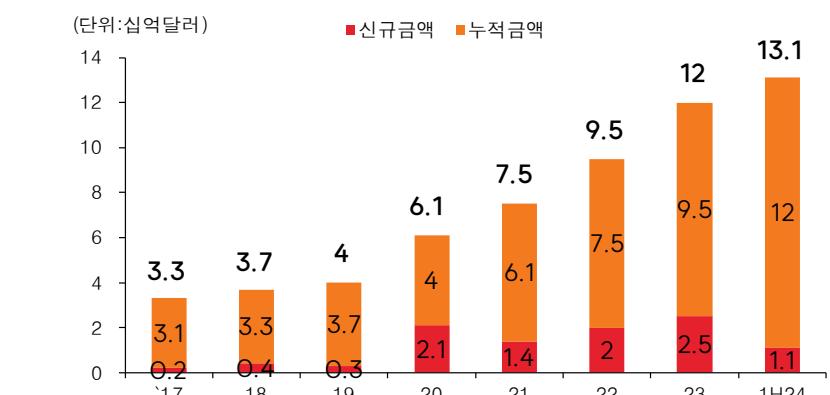
자료: 삼성바이오로직스, SK 증권

## 수주실적을 통해 확인되는 독보적인 CMO의 경쟁력

삼성바이오로직스의 CMO 수주실적은 2016년 31 억 달러에서 지속 성장을 거듭, 2023년 기준 4 배 성장한 120 억 달러를 기록했다. 이는 최소 구매 기준의 실적이며, 수주 받은 모든 제품의 상업화 성공 시 수주 실적까지 고려하면 235 억 달러로 크게 증가한다.

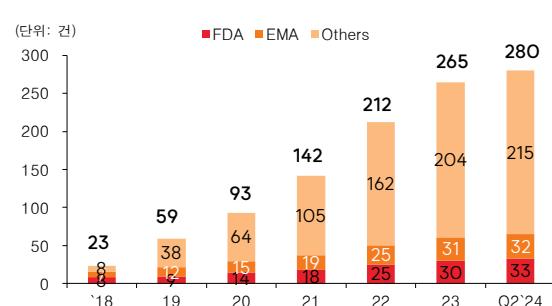
정량적 측면에서의 실적 외에도 수주 받은 제품들의 규제기관 허가 건수가 늘어나는 것 역시 긍정적인 현상이다. 제품의 종류가 늘어난다는 것은 삼성바이오로직스가 다양한 형태의 항체를 다룰 수 있는 역량이 검증되고 있다는 것을 의미하며 이러한 기술 경쟁력은 추가적인 수주계약에 긍정적 요인으로 작용할 수 있을 것으로 기대된다.

연도별 CMO 수주금액 현황



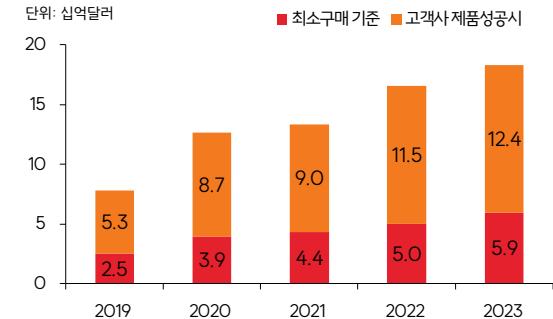
자료: 삼성바이오로직스, SK 증권

연도별 규제기관별 CMO 승인 현황



자료: 삼성바이오로직스, SK 증권

삼성바이오로직스 연도별 수주잔고 현황



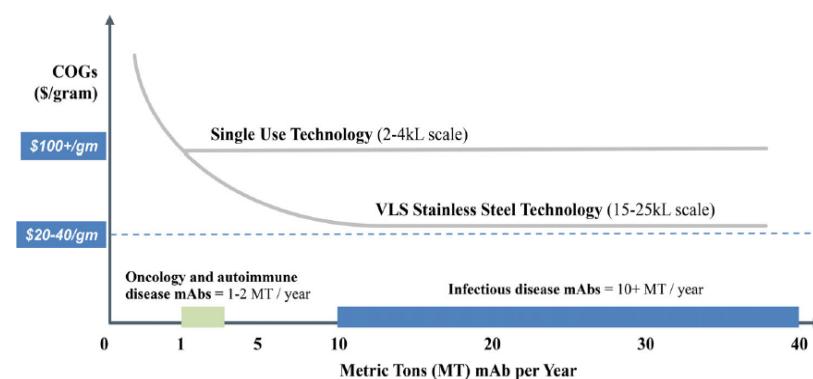
자료: 삼성바이오로직스, SK 증권

## 공급 과잉 상황에도 견조한 Outsourcing 의 수요

삼성바이오로직스가 제시하는 CMO 사업에서의 글로벌 초격차는 압도적 생산 Capa 를 기반으로 하고 있다. 5 공장 설립을 통해 확보한 총 생산 Capa 는 78 만 리터로, 해당 규모의 Capa 는 글로벌 1위 CMO 기업인 Lonza 의 Capa 인 32 만 리터에 두 배 가까이 앞서는 수준이며 최근 Lonza 가 인수한 Roche 의 Capa 33만 리터를 감안해도 유사수준이라 할 수 있다.

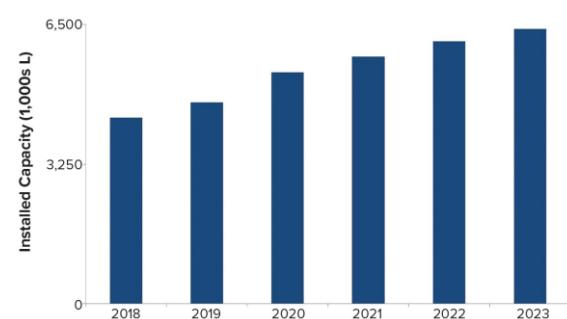
대규모 생산 Capa 를 확보할 때 얻어지는 장점은 생산단가에서 얻을 수 있는 가격 경쟁력이다. 동사가 채택하고 있는 생산방식은 Fed-Batch 로, 이러한 생산 방식은 생산량이 많아지면 질수록 평균 생산단가가 떨어지는 특징을 가진다. 즉, 디풀종 소량생산 수주 보다는 소품종 대량생산 수주가 삼성바이오로직스의 가격경쟁력이나 영업이익에 유리한 구조라 할 수 있다.

### 공정방식 및 생산규모에 따른 매출원가



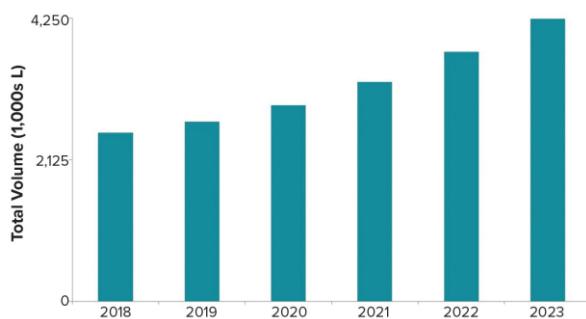
자료: BioTechnology Progress 2021, SK 증권

### 동물 세포 기반 항체의약품 연간 생산 Capacity



자료: BioProcessInternational, 2020, SK 증권

### 동물 세포 기반 항체의약품 연간 수요

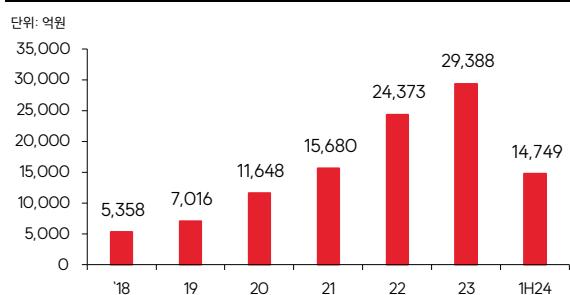


자료: BioProcessInternational, 2020, SK 증권

그러나 단클론 항체로 접근해서 개발에 성공할 수 있는 질환, 특히 블록버스터급 타겟은 점점 고갈되고 있고, 동물세포기반 항체의약품 생산 Capa 가 이미 수요를 초과한 상황이다. 이러한 이유로 글로벌 CMO 강자인 Lonza, WuXi, Catalent는 항체 포맷의 다변화, 멀티 모달리티 및 다품종 소량생산과 관련된 기술전문성 확보에 주력했다고 판단된다.

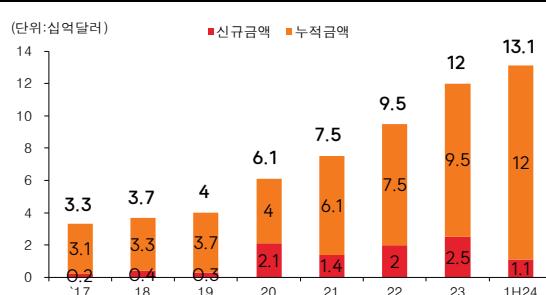
그럼에도 불구하고, 삼성바이오로직스의 CMO 매출 성장이 기대되는 이유는 1) 공급 과잉 상황에서도 CMO 수주 신규 실적은 지속적으로 증가, 이에 따라 매출액 또한 고성장을 지속하고 있으며, 2) In-House 생산을 비롯 Hybrid 방식의 항체 의약품을 생산하는 기업들의 In-House 생산 비중을 감소시키는 것으로 파악 3) 또한, 항체의 약품의 바통을 이어받을 수 있을 것으로 기대했던 세포/유전자 치료제 시장의 개화 시기가 예상보다 늦어지고 4) 미국 시밀러 시장이 개화됨에 따라 단클론 항체에 대한 수요는 향후 5년간 지속될 수 있을 것이라 판단되기 때문이다.

#### 연도별 매출 현황(별도 기준)



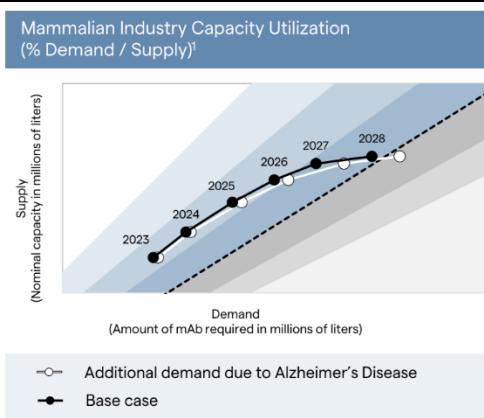
자료: 삼성바이오로직스, SK 증권

#### 연도별 CMO 수주금액 현황

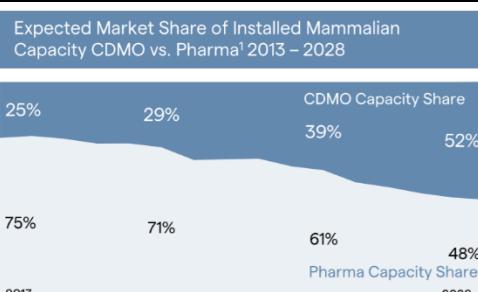


자료: 삼성바이오로직스, SK 증권

#### 동물세포 기반의 항체의약품의 수요 공급 격차 및 CDMO 비중의 증가



<sup>1</sup>Source: Lonza internal analysis, IQVIA, EvaluatePharma, Citeline, publicly announced capacity expansions (2023)

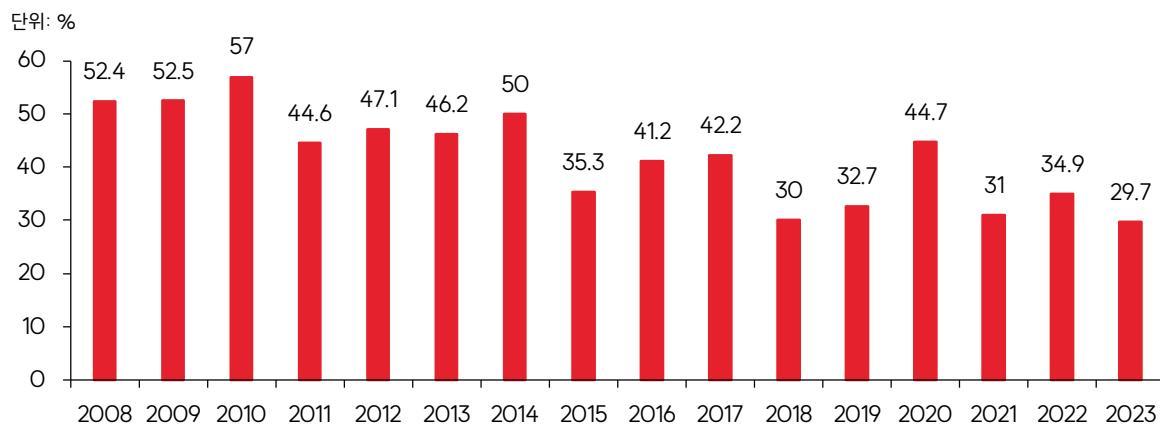


Demand predominantly driven by continued growth of existing commercial products (>85% of total)

Investor Update | March 2024 | 5

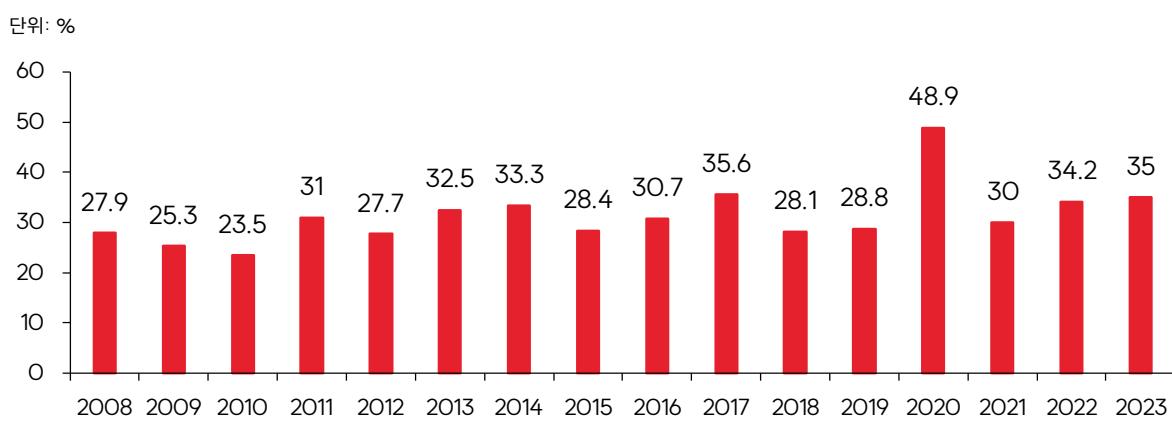
자료: Lonza, SK 증권

## 연도별 In-House Manufacturing 비율(Survey 결과)



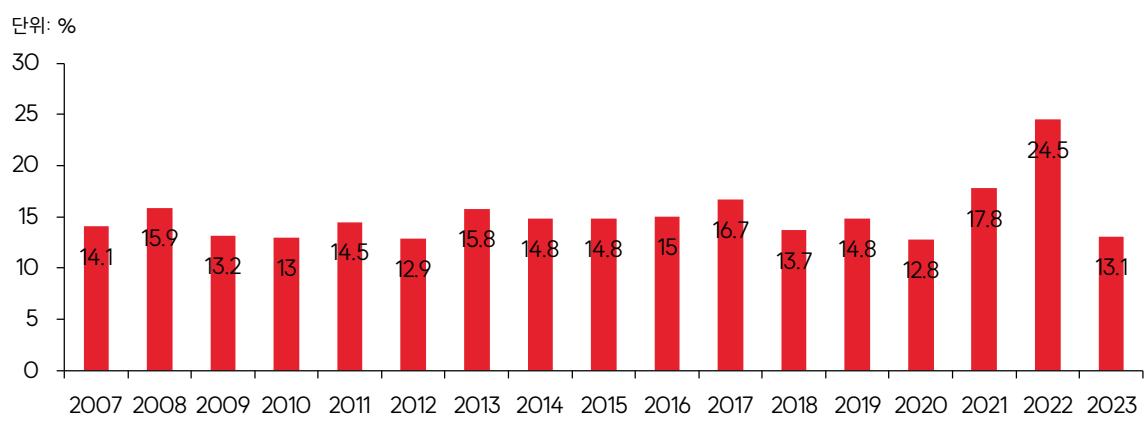
자료: bioprocessintl.com, SK 증권

## 향후 5년 바이오의약품 생산 능력 제약의 주요 요인으로 “생산 직원 고용의 어려움”을 선택한 비율(Survey 결과)



자료: bioprocessintl.com, SK 증권

## 연도별 항체 의약품 생산 업체의 매출 성장률



자료: bioprocessintl.com, SK 증권

## 매출액 +20.4% YoY, 영업이익 +19.8% YoY 기대

### 투자의견 매수, 목표주가 120 만원으로 커버리지 개시

24년 삼성바이오로직스의 연결기준 매출액은 4조 4,474 억원(+20.4% YoY), 영업이익은 1조 3,339 억원(+19.8% YoY, OPM 30%)을 전망한다. 삼성바이오로직스 개별 기준 매출액은 4공장 가동률 상승 및 고마진 제품 중심 생산 비중의 증가로 전년대비 15.7% 성장, 에피스는 시밀러 제품 규제기관 시판승인에 따른 마일스톤 유입에 따라 42.4% 성장할 것으로 예상된다. 5 공장 가동 준비에 따른 인건비 등 원가/판관비 증가에도 불구하고 에피스 마일스톤 유입과 고환율 효과로 수익성을 유지될 것으로 판단된다.

삼성바이오로직스에 대한 투자의견은 매수, 목표주가는 120만원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 5공장 풀가동이 본격화되는 27년 EBITDA를 WACC(5.7%)으로 현가화한 2조 1,685 억원에 Target EV/EBITDA Multiple 40 배(글로벌 피어 그룹 EV/EBITDA(Fwd.12M) 31배 \*프리미엄 30%반영) 적용해 산출했다.

삼성바이오로직스 분기별 실적추정

(단위: 십억원, %)

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24E	4Q24E	2023	2024E
<b>매출액</b>	720.9	866.2	1,034.0	1,073.5	946.9	1,156.9	1,041.2	1,302.4	3,694.6	4,447.4
YoY (%)	41.0	33.0	18.4	11.2	31.3	33.6	0.7	21.3	23.1	20.4
로직스	591.0	637.2	882.7	827.9	669.5	810.2	937.7	983.8	2,938.8	3,401.2
YoY (%)	15.6	26.5	30.8	10.7	13.3	27.2	6.2	18.8	20.6	15.7
에피스	213.4	255.9	262.1	288.9	280.1	529.9	299.8	342.7	1,020.3	1,452.5
YoY (%)	7.2	9.9	-2.8	18.2	31.3	107.1	14.4	18.6	7.8	42.4
연결조정	83.5	26.9	110.8	43.3	2.7	183.2	196.3	24.1	264.5	406.3
<b>매출총이익</b>	<b>342.5</b>	<b>427.1</b>	<b>501.8</b>	<b>531.3</b>	<b>420.2</b>	<b>657.8</b>	<b>459.7</b>	<b>644.8</b>	<b>1,802.8</b>	<b>2,182.5</b>
매출총이익률 (%)	47.5	49.3	48.5	49.5	44.4	56.9	44.1	49.5	48.8	49.1
판관비	150.8	173.7	183.3	181.3	198.9	223.3	211.2	215.2	689.1	848.5
판관비율 (%)	20.9	20.1	17.7	16.9	21.0	19.3	20.3	16.5	18.7	19.1
<b>영업이익</b>	<b>191.7</b>	<b>253.4</b>	<b>318.5</b>	<b>350.0</b>	<b>221.3</b>	<b>434.5</b>	<b>248.5</b>	<b>429.6</b>	<b>1,113.7</b>	<b>1,333.9</b>
YoY (%)	8.7	49.4	-1.9	11.9	15.4	71.5	-22.0	22.7	13.2	19.8
영업이익률 (%)	26.6	29.3	30.8	32.6	23.4	37.6	23.9	33.	30.1	30.0

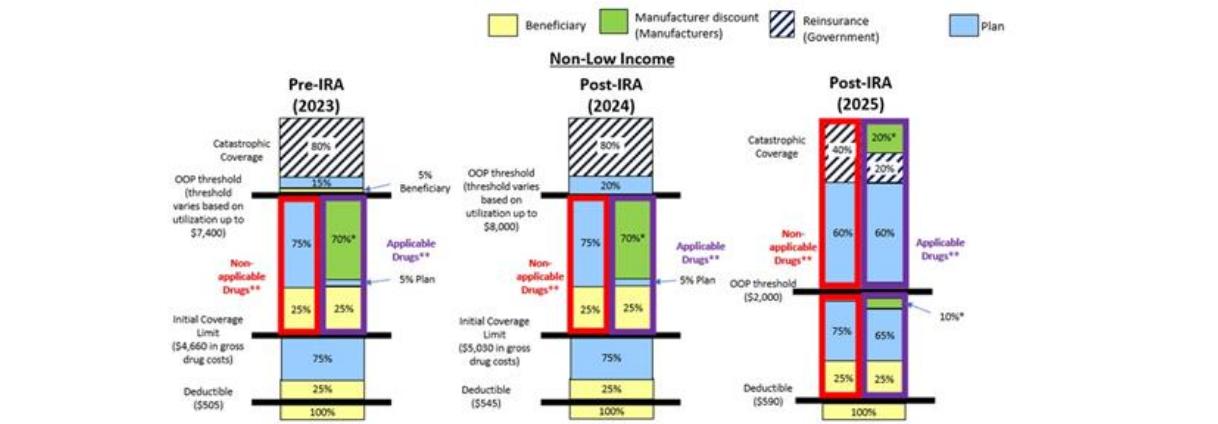
자료: 삼성바이오로직스, SK 증권

## 삼성바이오에피스 제품 현황

		First Mover / Second Mover										
Indication		자가 면역 질환			종양 질환		안질환		혈액 질환	골격계 질환		
프로젝트		SB4	SB2	SB5	SB17	SB3	SB8	SB27	SB11	SB15	SB12	SB16
오리지널		Enbrel® (Etanercept)	Remicade® (Infliximab)	Humira® (Adalimumab)	Stelara® (Ustekinumab)	Herceptin® (Trastuzumab)	Avastin® (Bevacizumab)	Keytruda® (Pembrolizumab)	Lucentis® (Ranibizumab)	Eylea® (Aflibercept)	Soliris® (Eculizumab)	Prolia® (Denosumab)
현황		출시	출시	출시	유럽(24.4월) / 미국(24.6월) 승인	출시	출시	1상(24.2월) / 3상(24.4월) 진행 중	출시	미국 승인(24.5월)	출시	3상 완료
제품	EU	Benepali	Flixabi	Imraldi	Pyzchiva	Ontruzant	Aybintio	-	Byooviz	-	Epgsqlii	-
	US	Eticovo (IC, 24.6월)	Renflexis	Hadlima (IC, 24.6월)	Pyzchiva	Ontruzant	-	-	Byooviz (IC, 23.10월)	Opuviz (IC, 24.5월)	-	-
마케팅파트너 (출시 연도)	EU	Biogen ('16)	Biogen ('16)	Biogen ('18)	Sandoz	Organon ('18)	Organon ('20)	-	Biogen ('23)	Biogen	Samsung Bioepis ('23)	-
	US	-	Organon ('17)	Organon ('23)	Sandoz	Organon ('20)	-	-	Biogen ('22)	Biogen	-	-

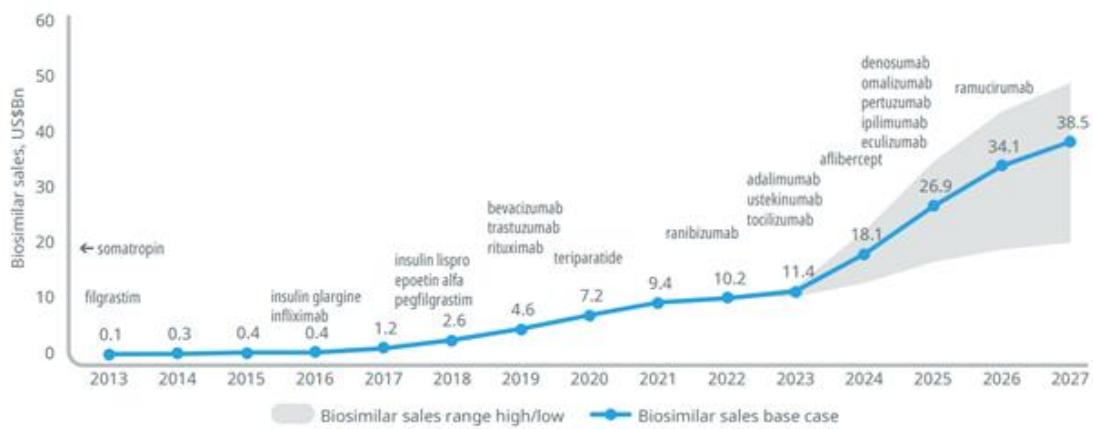
자료: 삼성바이오에피스, SK 증권

## Medicare Part D 개편안



자료: cms.gov, SK 증권

## 미국 바이오 시밀러 시장 규모 전망



자료: IQVIA, SK 증권

## 재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>유동자산</b>	6,458	5,522	7,513	9,974	13,287
현금및현금성자산	891	368	606	2,271	4,096
매출채권 및 기타채권	733	679	824	919	1,097
재고자산	2,376	2,641	3,205	3,574	4,265
<b>비유동자산</b>	10,124	10,524	10,679	10,149	9,672
장기금융자산	69	54	68	75	89
유형자산	3,417	3,880	4,215	3,945	3,698
무형자산	5,961	5,832	5,593	5,320	5,066
<b>자산총계</b>	16,582	16,046	18,191	20,123	22,959
<b>유동부채</b>	4,182	4,158	5,005	5,560	6,597
단기금융부채	1,281	1,532	1,859	2,073	2,473
매입채무 및 기타채무	1,554	928	1,479	1,650	1,969
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	3,416	2,058	2,345	2,573	2,999
장기금융부채	1,256	402	345	345	345
장기매입채무 및 기타채무	551	26	22	22	22
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	7,598	6,216	7,350	8,133	9,596
<b>지배주주지분</b>	8,984	9,830	10,841	11,990	13,363
자본금	178	178	178	178	178
자본잉여금	5,663	5,663	5,663	5,663	5,663
기타자본구성요소	-0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	3,146	4,003	5,013	6,163	7,535
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	8,984	9,830	10,841	11,990	13,363
<b>부채와자본총계</b>	16,582	16,046	18,191	20,123	22,959

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>영업활동현금흐름</b>	953	1,666	1,862	1,794	2,074
당기순이익(순실)	798	858	1,010	1,149	1,372
비현금성항목등	598	803	954	926	932
유형자산감가상각비	184	263	291	269	248
무형자산상각비	124	227	288	273	254
기타	289	313	375	383	430
운전자본감소(증가)	-263	299	227	104	194
매출채권및기타채권의감소(증가)	-305	30	-93	-95	-178
재고자산의감소(증가)	-180	-274	-595	-369	-691
매입채무및기타채무의증가(감소)	135	267	418	170	319
기타	-368	-612	-692	-797	-914
법인세납부	-188	-319	-362	-411	-490
<b>투자활동현금흐름</b>	-3,106	-1,566	-1,261	-248	-473
금융자산의감소(증가)	-1,000	616	-346	-237	-443
유형자산의감소(증가)	-957	-992	-183	0	0
무형자산의감소(증가)	-52	-110	-49	0	0
기타	-1,097	-1,080	-683	-11	-30
<b>재무활동현금흐름</b>	3,000	-635	259	214	401
단기금융부채의증가(감소)	-344	-443	281	214	401
장기금융부채의증가(감소)	155	-192	-22	0	0
자본의증가(감소)	3,188	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	843	-523	238	1,665	1,825
기초현금	47	891	368	606	2,271
기말현금	891	368	606	2,271	4,096
FCF	-4	674	1,679	1,794	2,074

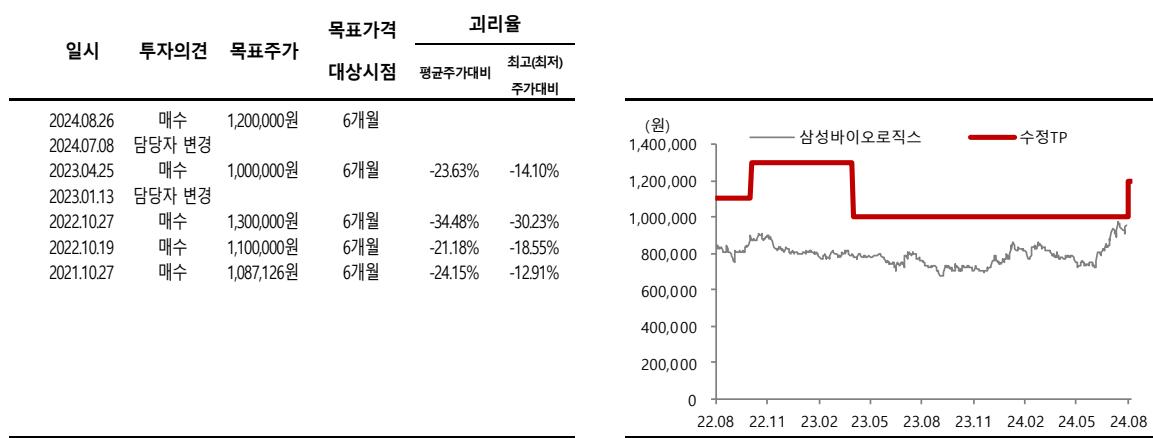
자료 : 삼성바이오로직스, SK증권

## 포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>매출액</b>	3,001	3,695	4,447	4,872	5,724
<b>매출원가</b>	1,533	1,892	2,265	2,502	2,898
<b>매출총이익</b>	1,468	1,803	2,182	2,370	2,826
매출총이익률(%)	48.9	48.8	49.1	48.6	49.4
<b>판매비와 관리비</b>	485	689	849	863	1,027
<b>영업이익</b>	984	1,114	1,334	1,507	1,799
영업이익률(%)	32.8	30.1	30.0	30.9	31.4
<b>비영업손익</b>	25	6	54	54	63
순금융손익	-11	14	24	26	65
외환관련손익	-64	-11	15	2	-6
관계기업등 투자손익	27	-0	-0	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	1,009	1,120	1,388	1,561	1,862
세전계속사업이익률(%)	33.6	30.3	31.2	32.0	32.5
<b>계속사업법인세</b>	211	262	378	411	490
<b>계속사업이익</b>	798	858	1,010	1,149	1,372
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	798	858	1,010	1,149	1,372
순이익률(%)	26.6	23.2	22.7	23.6	24.0
지배주주	798	858	1,010	1,149	1,372
지배주주귀속 순이익률(%)	26.6	23.2	22.7	23.6	24.0
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	805	846	1,011	1,149	1,372
지배주주	805	846	1,011	1,149	1,372
비지배주주	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	1,292	1,603	1,913	2,050	2,300

## 주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	91.4	23.1	20.4	9.6	17.5
영업이익	83.1	13.2	19.8	13.0	19.4
세전계속사업이익	79.8	11.0	23.9	12.4	19.3
EBITDA	84.8	24.1	19.3	7.1	12.2
EPS	90.8	7.5	17.8	13.8	19.4
<b>수익성 (%)</b>					
ROA	6.5	5.3	5.9	6.0	6.4
ROE	11.4	9.1	9.8	10.1	10.8
EBITDA마진	43.0	43.4	43.0	42.1	40.2
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	154.4	132.8	150.1	179.4	201.4
부채비율	84.6	63.2	67.8	67.8	71.8
순차입금/자기자본	-7.5	-1.3	-4.2	-17.9	-30.0
EBITDA/이자비용(배)	20.2	19.7	44.1	27.3	16.2
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	11,213	12,051	14,191	16,148	19,283
BPS	126,233	138,119	152,317	168,465	187,748
CFPS	15,544	18,932	22,326	23,768	26,330
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER	73.2	63.1	67.4	59.3	49.6
PBR	6.5	5.5	6.3	5.7	5.1
PCR	52.8	40.1	42.9	40.3	36.3
EV/EBITDA	44.7	33.7	33.5	30.5	26.3
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0



### Compliance Notice

작성자(이선경)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 08월 26일 기준)

매수	97.44%	중립	2.56%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------