

# 삼성바이오로직스 (207940)

## 항체 시장 성장의 최대 수혜주

### 생물보안법으로 인한 시장 변화

중국 생명 과학 기업(BGI, 우시 등)과의 거래를 제한하는 생물 보안법이 대두되면서 글로벌 제약 산업에서의 변화 예상. 특히 중국은 주요 의약품 생산 지역 중 하나로 우시 등의 CDMO 기업들의 활용이 제한되면서 중국 외 CDMO 기업들의 반사 수혜 기대. 단기적으로 공급망 변화가 어려운 의약품 특성 상 단기적인 수혜는 크지 않을 것으로 보이나 장기적으로 빅파마를 중심으로 중국 CDMO 사용에 대한 선호는 크게 낮아질 것으로 예상.

### ADC 시장의 확대는 또 다른 기회

ADC는 현재 항암제 개발의 주요 모달리티로 빅파마 뿐 아니라 바이오테크들까지 파이프라인 확대에 나서며 개발 경쟁이 심화되고 있는 추세로 시장 출시 ADC는 크게 증가할 전망. 또한 기허가 ADC들은 1차 치료제로 적응증을 확대하고 있으며 면역 항암제와의 병용 요법 개발 등을 통해 수요 확대 전망. BsADC는 이중 항체를 사용한 ADC로 단일 항체 ADC로 개발이 어려웠던 항체들로 ADC 개발 표적을 확대할 것으로 예상.

동사는 ADC 전용 생산 시설의 연내 가동을 목표로 하고 있으며, ADC 항체 생산에서 링커-페이로드까지 결합한 원스톱 ADC 생산 서비스를 제공할 수 있을 것. 라이프사이언스 펀드를 통해 ADC 관련 기술 보유 기업들에 대한 투자를 지속하고 있으며, 이는 ADC 생산 능력을 개선하는 효과 외에도 이들 기업들의 개발 파이프라인에 대해 향후 CDMO 계약으로까지 확대가 가능할 것으로 기대.

### 투자 의견 Buy, 목표주가 115만원으로 상향

매수 의견을 유지하며 목표 주가를 115만원으로 상향. 기존 사업 계획보다 높은 달러 환율이 유지되고 있으며, 이는 하반기 가이던스 상향으로 이어질 수 있을 것. 생물 보안법으로 인한 글로벌 CDMO 산업 내 환경은 동사를 포함한 대형 CDMO 기업인 론자, 후지필름 디오신스에 대한 프리미엄을 높일 것으로 예상.



하현수 제약/바이오  
hyunsoo.ha@yuantakorea.com

## BUY (M)

목표주가 **1,150,000원 (U)**

현재주가 (8/7) **960,000원**

상승여력 **20%**

시가총액	683,270억원
총발행주식수	71,174,000주
60일 평균 거래대금	777억원
60일 평균 거래량	93,562주
52주 고/저	960,000원 / 680,000원
외인지분율	12.74%
배당수익률	0.00%
주요주주	삼성물산 외 3 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	19.6	22.3	21.1
상대	33.2	30.2	21.6
절대 (달러환산)	19.9	20.8	14.9

#### Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	3Q24E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,155	11.8	-0.1	1,087	6.3
영업이익	309	-2.9	-28.8	313	-1.2
세전계속사업이익	319	0.9	-31.4	335	-4.7
지배순이익	240	-0.2	-24.5	254	-5.6
영업이익률 (%)	26.8	-4.0 %pt	-10.8 %pt	28.8	-2.0 %pt
지배순이익률 (%)	20.8	-2.4 %pt	-6.7 %pt	23.4	-2.6 %pt

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	3,001	3,695	4,579	5,311
영업이익	984	1,114	1,393	1,591
지배순이익	798	858	1,068	1,231
PER	72.2	63.2	64.0	55.5
PBR	6.5	5.5	6.3	5.6
EV/EBITDA	44.0	33.7	34.5	30.8
ROE	11.4	9.1	10.3	10.7

자료: 유안타증권

삼성바이오로직스 목표 주가 산정

부문		단위	비고
1. 영업가치	75,618	(십억원)	
26년 예상 EBITDA	2,433	(십억원)	현재가치로 할인
Target multiple	31.1	(십억원)	
2. 삼성바이오에피스	5,409	(십억원)	22년 평가액
3. 순차입금	(1,000)	(십억원)	2024년말 예상
4. 총 가치	82,027	(십억원)	1+2-3
5. 총 주식수	71,174	(천주)	
6. 주당 가치	1,152,489	(원)	4/5
7. 목표 주가	1,150,000	(원)	

자료: 유안타증권 리서치센터

삼성바이오로직스 실적 추정(별도)

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	591.0	637.2	882.7	827.9	669.5	810.2	989.0	1011.7	2938.8	3480.4	4291.8
YoY	15.6%	26.5%	30.8%	10.7%	13.3%	27.2%	12.0%	22.2%	20.6%	18.4%	23.3%
1공장	84.0	89.3	101.2	99.8	75.9	94.6	113.2	111.1	374.0	394.8	425.0
2공장	194.1	206.2	240.5	233.0	195.8	252.9	287.5	281.4	873.0	1017.6	1076.0
3공장	263.5	279.6	321.8	322.1	251.1	310.3	374.0	365.8	1185.9	1301.2	1415.8
4공장	-	-	107.4	111.2	87.6	118.2	171.7	206.1	218.3	583.6	1132.2
기타	49.5	62.5	111.7	61.8	59.2	60.9	42.5	47.3	287.6	210.9	242.8
매출 총이익	293.4	314.7	453.9	428.3	300.4	405.4	504.4	526.1	1490.3	1736.3	2187.9
판매 관리비	59.0	60.6	72.3	94.3	67.7	76.2	83.1	100.2	286.2	327.1	383.3
영업 이익	234.4	254.1	381.6	334.0	232.7	329.2	421.3	425.9	1204.1	1409.1	1804.6
YoY	32.9%	47.8%	22.5%	8.3%	(0.7%)	29.6%	10.4%	27.5%	24.4%	17.0%	28.1%
OPM	39.7%	39.9%	43.2%	40.3%	34.8%	40.6%	42.6%	42.1%	41.0%	40.5%	42.0%

자료: 유안타증권 리서치센터

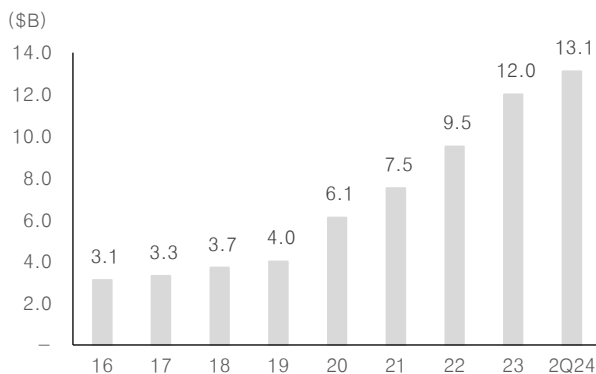
## 생물보안법, 대형 CDMO 중심 수혜 전망

### 빨라지면 좋고 느려도 나쁠 건 없다

바이오 산업에서 중국 기업과의 거래를 제한하는 생물보안법(Biosecure act)가 대두되면서 의약품 시장 전체에서 변화가 예상된다. BGI, MGI 등 유전체 분석 기업 외에도 우시애펙, 우시바이오 등이 포함되면서 CDMO에서 중국 외의 공급망 확보 중요성은 더욱 커질 것으로 전망한다.

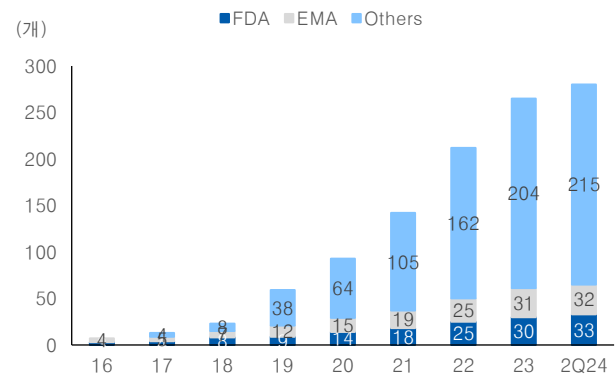
생물보안법은 연내 하원 표결 등의 절차를 앞두고 있으며, 상정 지연으로 인한 법안 시행이 늦어지더라도 비중국 CDMO들에게는 긍정적인 효과를 가져올 것으로 판단한다. 안정적인 공급이 필요한 의약품의 특성상 생물보안법이 통과되더라도 단기적으로 우시와의 거래를 중단할 가능성은 낮다. 그럼에도 중국 CDMO와의 거래로 인한 불확실성은 빅파마들의 CDMO 수주에서 불리하게 작용할 것으로 예상하며, first in class 약물의 경우 경쟁 파이프라인보다 빠르게 시장 지배력을 확대할 필요가 있어 공급망 이슈가 없는 비중국 기업들에 대한 대규모 수주가 예상된다.

누적 수주 규모 현황



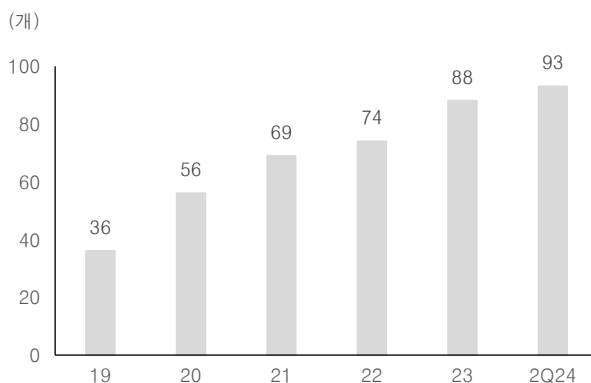
자료: 삼성바이오로직스, 유안타증권 리서치센터

CMO 승인 현황



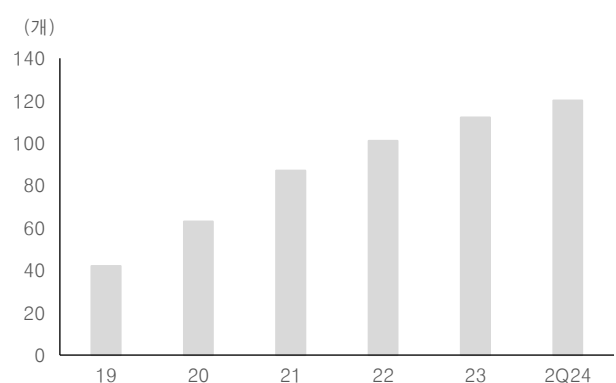
자료: 삼성바이오로직스, 유안타증권 리서치센터

CMO 수주 제품 수(DS/DP)



자료: 삼성바이오로직스, 유안타증권 리서치센터

CDO 수주 제품 수



자료: 삼성바이오로직스, 유안타증권 리서치센터

## 대형 CDMO 중심의 수혜 전망

다수 빅파마와 CDMO 계약 및 공급 이력을 가지고 있는 대형 CDMO는 기술력과 품질 관련 능력 및 공급 능력이 검증되었으며 이는 CDMO 산업에서 중국 CDMO 사용이 제한적으로 변하는 환경에서 더 부각될 것으로 보인다.

COVID-19 이후 불안정한 의약품 공급 문제와 적응증 확대 등으로 인한 의약품 수요가 급격히 증가하는 등 수요 예측이 점차 어려워지면서 충분히 수요에 대응할 수 있는 **대형 케파를 가진 CDMO들에 대한 선호가 커질 것**으로 보이며, 동사를 비롯한 론자, 후지필름 등은 공격적으로 케파를 확대하고 있어 충분히 빅파마들의 수요를 감당할 수 있을 것으로 판단한다. 동사는 제2 캠퍼스 부지에 8공장까지 건설을 계획하고 있으며 현재 25년 완공을 목표로 5공장을 건설 중에 있다. CDMO 산업 내 환경 변화로 인한 동사에 대한 수주 문의는 증가하고 있는 추세로 생산 수요 증가는 기존보다 6~8공장 건설 계획 변경을 통해 확인할 수 있을 것으로 기대한다.

삼성바이오로직스 공장 현황

	1공장	2공장	3공장	4공장	5공장	6공장	7~8공장
규모	30kL (5kL x 6)	154kL (15kL x 10, 1kL x 4)	180kL (15kL x 12)	240kL (15kL x 12, 10kL x 6)	180kL (15kL x 12)	미정	미정
위치	송도 제1캠퍼스	송도 제1캠퍼스	송도 제1캠퍼스	송도 제1캠퍼스	송도 제2캠퍼스	송도 제2캠퍼스	송도 제2캠퍼스
가동 현황	상업 배치 생산	상업 배치 생산	상업 배치 생산	부분 가동(22년 10월) 완전 가동(23년 6월)	25년 4월 가동 목표	27년 건설 목표	~32년 건설 목표

자료: 삼성바이오로직스, 유안타증권 리서치센터

## ADC 시장의 확대, CDMO 내 격차 확대 전망

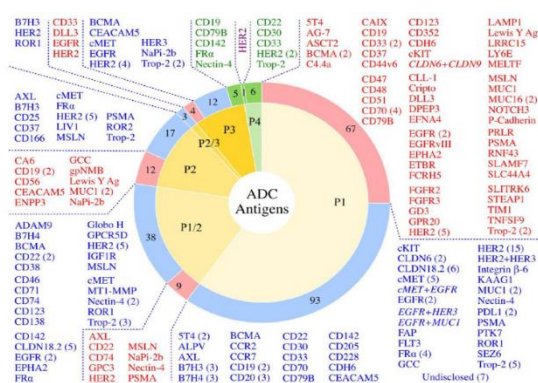
### ADC 개발 경쟁과 BsADC 를 통한 항원 확대

최근 몇 년 간 ADC는 빈번하게 기술 이전이 이루어지고 있으며, 화이자, J&J, MSD 등과 같은 빅파마들에서 Genmab, BioNtech 등의 대형 바이오테크들까지 기술 확보와 개발 경쟁에 뛰어들고 있다. ADC에 대한 투자와 파이프라인 개발이 가파르게 증가하면서 **상업화 ADC들의 등장도 빠르게 이어질 것으로 보인다**. 아스트라제네카와 다이이찌산쿄가 공동 개발중인 Dato-Dxd(TROP2 ADC)는 현재 FDA 심사를 진행 중에 있으며 지난해 MSD가 도입한 다이이찌산쿄의 HER3-Dxd는 최근 FDA로부터 거절 의견을 받았으나 이는 생산 상 문제로 인한 것으로 보안을 통해 허가 신청이 예상된다.

또한 기허가 ADC들은 허가 이후에도 임상 시험을 지속하고 있으며, 적응증 확대를 이어가고 있다. ADC에 대한 기술 수요를 일으킨 엔허투는 25년 HER2(+) 유방암의 1차 치료를 적응증으로 확대하기 위한 임상인 DESTINY-Breast09의 임상 결과를 공개할 예정으로 1차 시장 확대를 통한 **폭발적인 수요 확대가 예상된다**.

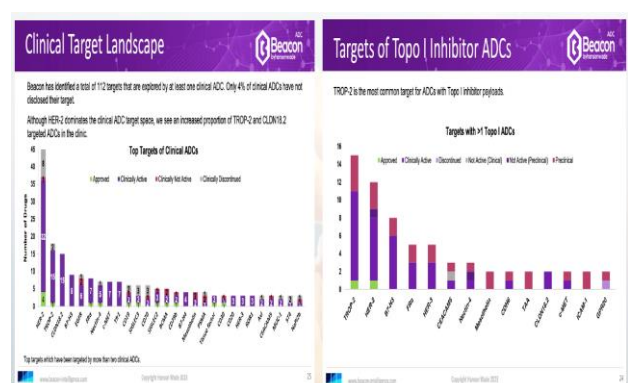
이중 항체를 적용한 BsADC는 종양 특이적 항원들 중 ADC 개발에 부적합했던 항원들의 조합을 통해 ADC의 항원으로 적용 가능 할 것으로 판단하며 미충족 수요 환자들을 시작으로 적응증을 확대할 것으로 전망한다. BsADC는 이중 항체와 ADC 생산 능력을 모두 가지고 있어야 되므로 높은 생산 단가가 예상된다.

ADC 개발 항원



자료: 에이비엘바이오, 유안타증권 리서치센터

임상 단계에서 ADC 개발 항원



자료: 에이비엘바이오, 유안타증권 리서치센터

## 생산 시설 확보와 기술 투자 지속

동사는 CDMO 생산 모달리티를 항체에서 ADC, 세포 유전자 치료제(CGT) 등으로 확대할 계획이며 가장 먼저 ADC 생산 시설을 증설하고 있다. **ADC 전용 생산 시설을 통해 ADC용 항체 생산에서 벗어나 링커-페이로드와 항체 결합까지 원스톱 서비스를 제공이 가능하게 될 예정이다.** ADC 전용 생산 시설은 연내 가동을 목표로 하고 있으며 국내 대표 ADC 개발 기업인 리가켄바이오와 연초 개발 협업 등을 발표하는 등 ADC 개발 능력을 확대하고 있다.

ADC 생산 능력 확대와 함께 동사는 삼성물산 등과 조성한 라이프사이언스펀드를 통해 ADC 관련 기업들에 대한 투자를 이어가고 있으며, 최근 투자 기업들 대부분이 ADC와 관련된 기술들을 보유한 바이오테크로 ADC에 대해 투자를 집중하고 있는 것으로 추정한다. 라이프사이언스펀드는 현재까지 6개의 바이오테크에 투자를 했으며 이중 3개가 ADC 관련 기업으로 처음 투자한 Araris biotech(스위스)는 ADC용 별도 항체 개발 없이 링커 결합이 가능한 기술을 보유하고 있다. 국내 기업 중 처음으로 투자를 받은 에임드바이오는 빅데이터 기반의 AI 플랫폼을 통해 ADC 개발 타겟 등을 발굴할 수 있다. 브릭바이오는 인공 아미노산을 기반으로 ADC 링커 접합 기술을 가지고 있다. 동사는 이들 투자를 통해 **ADC 생산 기술을 개선과 이들이 개발 중인 파이프라인의 향후 CDMO 계약까지 확대가 가능할 것으로 기대한다.**

라이프사이언스 펀드 투자 현황

투자 연도	투자 기업	국가	주요 기술
2022	Jaguar Gene Therapy	미국	유전자 치료제
2022	Senda Bioscience	미국	나노 입자 약물 전달 기술
2023	Araris Biotech	스위스	ADC 링커
2023	에임드 바이오	한국	ADC 신약 발굴
2024	BrickBio	미국	인공 아미노산 접합 기술
2024	Latus Bio	미국	CNS 질환 AAV 캡시드 기술

자료: 유안타증권 리서치센터

## 삼성바이오로직스 (207940) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	3,001	3,695	4,579	5,311	6,344
매출원가	1,533	1,892	2,342	2,830	3,352
매출총이익	1,468	1,803	2,237	2,481	2,992
판매비	485	689	844	891	945
영업이익	984	1,114	1,393	1,591	2,047
EBITDA	1,292	1,603	1,953	2,140	2,579
영업외손익	25	6	72	83	165
외환관련손익	-64	-11	36	0	0
이자손익	-11	14	36	83	165
관계기업관련손익	27	0	0	0	0
기타	72	4	0	0	0
법인세비용차감전순이익	1,009	1,120	1,465	1,674	2,213
법인세비용	211	262	397	442	582
계속사업순이익	798	858	1,068	1,231	1,630
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	798	858	1,068	1,231	1,630
지배지분순이익	798	858	1,068	1,231	1,630
포괄순이익	805	846	1,069	1,233	1,632
지배지분포괄이익	805	846	1,069	1,233	1,632

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	953	1,666	1,710	2,841	2,824
당기순이익	798	858	1,068	1,231	1,630
감가상각비	184	263	287	294	293
외환손익	95	5	-22	0	0
중속, 관계기업관련손익	-27	0	0	0	0
자산부채의 증감	-263	299	-76	893	413
기타현금흐름	166	242	454	423	488
투자활동 현금흐름	-3,106	-1,566	-729	-250	-300
투자자산	736	89	-16	-4	-18
유형자산 증가 (CAPEX)	-957	-995	-967	-178	0
유형자산 감소	0	3	0	0	0
기타현금흐름	-2,886	-663	254	-67	-283
재무활동 현금흐름	3,000	-635	-165	9	36
단기차입금	667	74	-49	9	36
사채 및 장기차입금	577	-676	-111	0	0
자본	3,188	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-1,432	-32	-5	0	0
연결범위변동 등 기타	-3	12	188	-1,199	-852
현금의 증감	843	-523	1,004	1,401	1,707
기초 현금	47	891	368	1,371	2,772
기말 현금	891	368	1,371	2,772	4,479
NOPLAT	984	1,114	1,393	1,591	2,047
FCF	-4	671	743	2,662	2,824

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임  
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임  
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

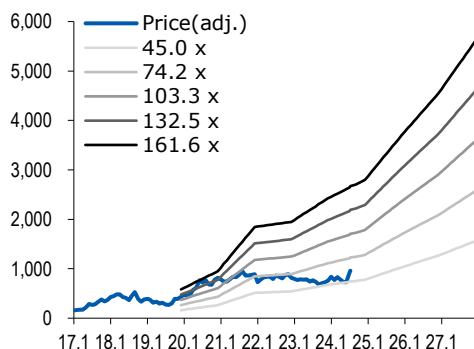
재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	6,458	5,522	7,520	9,279	12,695
현금및현금성자산	891	368	1,371	2,772	4,479
매출채권 및 기타채권	733	679	975	1,033	1,683
재고자산	2,376	2,641	3,511	3,730	4,450
비유동자산	10,124	10,524	11,171	10,804	10,290
유형자산	3,417	3,880	5,006	4,891	4,597
관계기업 등 지분관련자산	31	39	48	50	60
기타투자자산	39	34	43	45	53
자산총계	16,582	16,046	18,691	20,083	22,985
유동부채	4,182	4,158	5,309	5,361	6,187
매입채무 및 기타채무	1,771	1,219	1,702	1,640	1,999
단기차입금	583	655	572	572	572
유동성장기부채	556	733	730	730	730
비유동부채	3,416	2,058	2,482	2,590	3,033
장기차입금	466	120	75	75	75
사채	499	120	120	120	120
부채총계	7,598	6,216	7,792	7,951	9,220
지배지분	8,984	9,830	10,900	12,133	13,765
자본금	178	178	178	178	178
자본잉여금	5,663	5,663	5,663	5,663	5,663
이익잉여금	3,146	4,003	5,071	6,303	7,933
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	8,984	9,830	10,900	12,133	13,765
순차입금	-670	-127	-1,000	-2,461	-4,416
총차입금	2,537	1,934	1,774	1,782	1,818

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	11,411	12,051	15,004	17,302	22,905
BPS	126,233	138,119	153,145	170,468	193,394
EBITDAPS	18,472	22,529	27,441	30,067	36,239
SPS	42,914	51,909	64,337	74,620	89,137
DPS	0	0	0	0	0
PER	72.2	63.2	64.0	55.5	41.9
PBR	6.5	5.5	6.3	5.6	5.0
EV/EBITDA	44.0	33.7	34.5	30.8	24.8
PSR	19.2	14.7	14.9	12.9	10.8

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액 증가율 (%)	91.4	23.1	23.9	16.0	19.5
영업이익 증가율 (%)	83.1	13.2	25.1	14.2	28.7
지배순이익 증가율 (%)	102.8	7.5	24.5	15.3	32.4
매출총이익률 (%)	48.9	48.8	48.9	46.7	47.2
영업이익률 (%)	32.8	30.1	30.4	29.9	32.3
지배순이익률 (%)	26.6	23.2	23.3	23.2	25.7
EBITDA 마진 (%)	43.0	43.4	42.7	40.3	40.7
ROIC	12.5	8.4	13.4	10.9	16.1
ROA	6.5	5.3	6.1	6.4	7.6
ROE	11.4	9.1	10.3	10.7	12.6
부채비율 (%)	84.6	63.2	71.5	65.5	67.0
순차입금/자기자본 (%)	-7.5	-1.3	-9.2	-20.3	-32.1
영업이익/금융비용 (배)	15.4	13.6	22.3	25.3	32.0

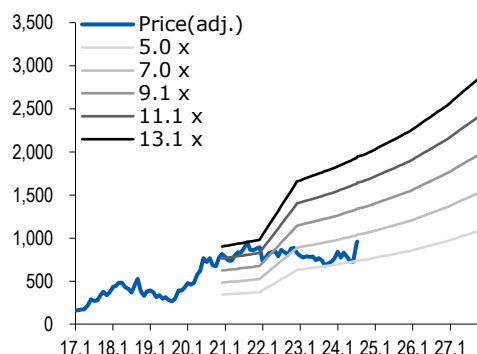
P/E band chart

(천원)



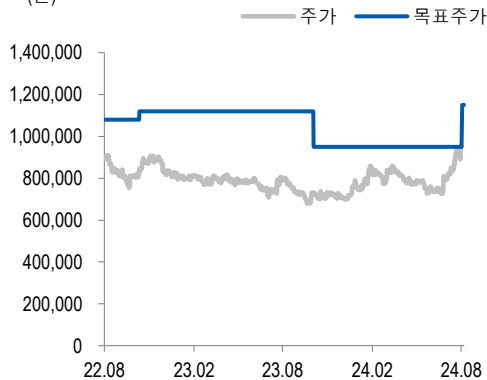
P/B band chart

(천원)



삼성바이오로직스 (207940) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-08-08	BUY	1,150,000	1년		
2023-10-10	BUY	950,000	1년	-18.06	1.05
2022-10-18	BUY	1,120,000	1년	-29.11	-19.02
2022-07-20	BUY	1,080,000	1년	-22.84	-15.74

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	84
Hold(중립)	16
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-08-08

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외



- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **하현수**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.