

2024.07.03

삼성바이오로직스

(207940)

2Q24 Pre: 계획된 실적에 우호적 환율

2Q24 Preview: 우호적 환율이 반영된 실적, 컨센서스 부합

동사의 2Q24 연결기준 매출액은 9,842억원(YoY+13.6%, QoQ+3.9%), 영업이익 3,061억원(YoY+20.8%, OPM 31.1%)으로 추정, 당사의 기존 추정치를 소폭 상회, 컨센서스 매출액 9,845억원 및 영업이익 2,925억원에 부합하는 실적을 기록할 전망이다. 실적 추정의 상향은 1)상반기 우호적인 환율 및 2)2,3분기에 반영될 연결조정 추정치의 변화에서 기인한다. 동사의 연간 생산 스케줄 상, 에피스向 내부거래의 약 39%가 2분기에 반영될 것으로 추정된다. 별도기준 매출액은 7,148억원(YoY+12.2%, QoQ+6.8%), 영업이익 2,583억원(YoY+1.7%, OPM 36.1%)으로 추정, 컨센서스 매출액 7,458억원 및 영업이익 2,679억원에 부합하는 실적을 기록할 전망이다.

단기적으로 안정적인 사업, 장기적으로는 업사이드를 제공하는 환경

동사는 기수주된 제품을 정해진 스케줄에 따라 생산 및 납품, 안정적인 CDMO 사업을 영위한다. 하반기로 갈수록 4공장 18만리터의 상업화 생산과 함께 제품 믹스의 변화로 인한 PCO 기간 단축으로 수익성 개선이 예상된다. 1분기 기준 동사의 최소구매물량 수주잔고는 약 60억 달러에 이르며, 지난 2일 미국 제약사와 10.6억 달러 규모의 대형 계약을 체결하여 향후 지속적인 실적으로 이어질 전망이다. 내년 4월 5공장 가동을 앞두고 추가적인 수주를 기대할 수 있다.

미국 대선이 가까워지며 첨단산업 내 중국에 대한 미국의 견제는 더욱 뚜렷해질 전망이다. 지난 6월 Biosecure Act의 하원 NDAA 수정안 미포함은 중국 기업의 로비 또는 입법 과정의 기술적인 이슈가 원인으로 지목되며, 연내 통과 가능성은 남아있다는 판단이다. 결론적으로, 미국의 바이오 공급망 개편과 패권 경쟁 속에서 동사에 대한 장기적인 수요 증가를 예상, ADC 등 모달리티 기술의 내재화를 통한 CDO 확대 또는 미국 내 생산시설 구축을 통해 수혜의 폭을 키울 수 있을 전망이다. 동사는 가격경쟁력 및 설비투자 경제성을 고려하여 국내에서의 증설을 우선적으로 검토 중이다. 다만, Wuxi Biologics의 공백을 대체할 것으로 거론되는 일본의 AGC, 후지필름 등 기타 CDMO 업체들의 글로벌 생산 시설을 고려했을 때, 해외 거점의 확보에 대한 지속적인 검토가 이루어질 전망이다. CDO 영역에서는 지난 달 바이오USA에 참석, 신규 CDO 플랫폼 서비스를 공개한 바 있으며 ADC 공장은 연내 가동화를 목표로 증설이 진행중이다.

투자 의견 Buy 유지, 목표주가 1,000,000원 유지

동사에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가 1,000,000원을 유지한다. 목표주가 산출의 근거가 된 '27년 추정 EBITDA 및 프리미엄을 반영한 멀티플은 변함이 없다. 상고하저의 환율 전망에 따라 동사는 실적 가이던스를 유지, 컨센서스에 부합하는 연간실적을 기록할 전망이다. 내년 5공장 가동을 앞두고 하반기의 공격적인 수주 및 ADC 모달리티의 확대, 지속적인 실적 우상향을 기대할 수 있다. Biosecure Act, IRA 법안 등 미국에서의 정책 동향은 동사의 CDMO 및 바이오시밀러 사업에 장기적으로 우호적인 환경을 조성할 것이며 동사 주가의 긍정적인 흐름이 이어질 전망이다.

iM 하이

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M) 1,000,000원(유지)
종가(2024.07.02) 810,000원
상승여력 23.5%

Stock Indicator	
자본금	178십억원
발행주식수	7,117만주
시가총액	57,651십억원
외국인지분율	12.1%
52주 주가	680,000~859,000원
60일평균거래량	60,342주
60일평균거래대금	46.4십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.0	-7.0	-3.8	2.0
상대수익률	-2.4	-8.8	-8.8	-7.3

Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	3,695	4,253	4,923	5,611
영업이익(십억원)	1,114	1,282	1,459	1,787
순이익(십억원)	858	989	1,128	1,387
EPS(원)	12,051	13,898	15,847	19,489
BPS(원)	138,119	151,854	167,537	186,862
PER(배)	63.1	58.3	51.1	41.6
PBR(배)	5.5	5.3	4.8	4.3
ROE(%)	9.1	9.6	9.9	11.0
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	33.5	31.2	28.0	23.6

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[제약/바이오]

장민환 2122-9208 minhwan.jang@hi-ib.com

표1. 삼성바이오로직스 valuation table

항목	단위	비고
① 별도 삼성바이오로직스 가치	65,751	십억원
'27년 추정 EBITDA	2,344	십억원
할인율	6.8	%
타겟 EV/EBITDA 멀티플	28.0	글로벌 피어(Lonza, Catalent)의 평균 EV/EBITDA 30% 할증 CoD 2.7%, CoE 7.0%, 시장위험 프리미엄 5.3%, beta 0.65 적용
② 삼성바이오에피스 가치	7,670	십억원
12MF EBITDA	464.8	십억원
타겟 EV/EBITDA 멀티플	16.5	Viatis 바이오시밀러 사업부매각 당시 멀티플
③ 순차입금	61.4	십억원
④ 기업가치 (=①+②-③)	73,360	십억원
⑤ 주식수	71,174	천주
⑥ 목표주가 (=④÷⑤)	1,000,000	원

자료: 하이투자증권 리서치본부

표2. 삼성바이오로직스 추정치 변경(십억원)

구분	수정전	수정후	변동	비고
연결영업실적 추정	2024	2024E	2024	2024E
매출액	912	4,203	984	4,253
영업이익	293	1,249	306	1,282
별도영업실적 추정	2024	2024E	2024	2024E
매출액	690	3,334	715	3,383
영업이익	242	1,326	258	1,366

자료: 하이투자증권 리서치본부

표3. 별도기준 삼성바이오로직스 분기별 요약손익계산서(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E
매출액	591	637	883	828	670	715	995	1,003	2,939	3,383
YoY	15.6%	26.5%	30.8%	10.7%	13.3%	12.2%	12.8%	21.2%	20.6%	15.1%
CMO	542	549	775	789	618	623	877	961	2,655	3,079
1공장	42	34	90	58	42	45	57	55	224	199
2공장	200	210	301	268	234	227	308	280	979	1,049
3공장	300	281	334	397	280	272	308	374	1,312	1,234
4공장	0	24	50	66	62	79	204	252	140	597
기타(CDO 등)	49	88	108	39	52	91	118	42	283	304
매출총이익	293	315	454	428	300	327	523	523	1,490	1,673
YoY	27.8%	35.8%	22.9%	15.9%	2.4%	3.7%	15.2%	22.2%	24.2%	12.2%
GPM	49.6%	49.4%	51.4%	51.7%	44.9%	45.7%	52.5%	52.1%	50.7%	49.5%
영업이익	234	254	382	334	233	258	438	437	1,204	1,366
YoY	33.0%	47.8%	22.6%	8.3%	-0.7%	1.7%	14.8%	30.9%	24.4%	13.5%
OPM	39.7%	39.9%	43.2%	40.3%	34.8%	36.1%	44.0%	43.6%	41.0%	40.4%

자료: 하이투자증권 리서치본부

표4. 연결기준 삼성바이오로직스 분기별 요약손익계산서(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E
연결 매출액	721	866	1,034	1,074	947	984	1,056	1,266	3,695	4,253
YoY	41.0%	33.0%	18.4%	11.2%	31.3%	13.6%	2.1%	17.9%	23.1%	15.1%
로직스	591	637	883	828	670	715	995	1,003	2,939	3,383
에피스	213	256	262	289	280	440	283	303	1,020	1,306
연결조정	83	27	111	43	3	170	223	41	264	436
연결 영업이익	192	253	319	350	221	306	359	396	1,114	1,282
YoY	8.8%	49.4%	-1.9%	11.9%	15.4%	20.8%	12.6%	13.0%	13.2%	15.1%
OPM	26.6%	29.3%	30.8%	32.6%	23.4%	31.1%	34.0%	31.3%	30.1%	30.1%
로직스	234	254	382	334	233	258	438	437	1,204	1,366
에피스	36	42	49	78	38	159	67	105	205	369
조정/PPA상각	79	43	112	62	50	111	147	146	296	454

자료: 하이투자증권 리서치본부

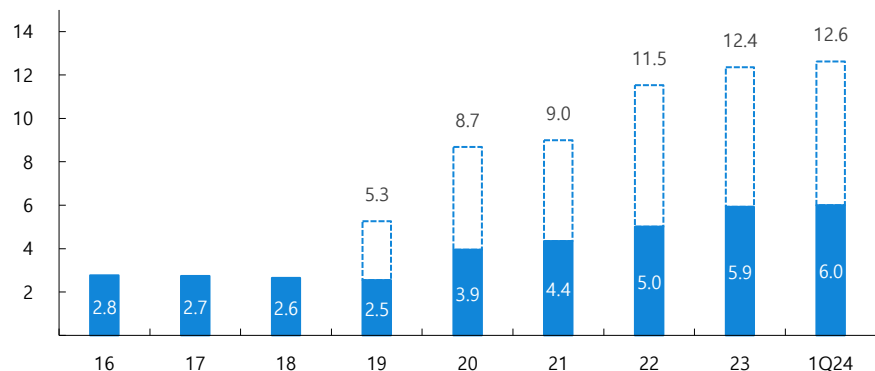
표5. '24년 YTD 삼성바이오로직스 단일판매 및 공급계약 체결 공시

일자	고객사	이전 계약 금액(억원)	변경 계약 금액(억원)	비고
24.03.06	UCB	451	4,270	'17년 체결한 계약에 대한 증액. 고객사의 요청에 따른 계약금액 변경
24.04.04	MSD	928	2,473	고객사 제품의 상업화 성공에 따른 금액 변경
24.05.08	Eli Lilly	3,278	5,841	고객사의 요청에 따른 계약금액 변경 '19년 12월 최초 체결 '22년 03월 수요 증가로 확정 매출액 1,121억원으로 증가 '23년 03월 고객사의 요청으로 3,278억원으로 증가 '24년 05월 고객사의 요청으로 5,841억원으로 증가
24.06.18	Baxter	168	2,509	고객사의 요청에 따른 계약금액 변경 '17년 07월 최초 체결 '18년 07월 고객사 제품권리 이전으로 계약금액 변경 (168억원) '24년 06월 고객사의 요청으로 2,509억원으로 증가
24.06.25	Kiniksa Pharma	-	2,115	본 계약 체결
24.07.02	비공개	-	14,637	'23년 06월 의향서 체결 후 본 계약 체결 계약기간 ~'30년 12월 (6.5년)

자료: 닥트전자공시, 하이투자증권 리서치본부

그림1. 삼성바이오로직스 연도별 CDMO 수주잔고 추이(~1Q24)

(십억달러) ■ 최소구매물량기준 □ 제품개발 성공시 예상수요물량기준



자료: 삼성바이오로직스, 닥트전자공시, 하이투자증권 리서치본부

표6. BioSecure Act 관련 주요 내용(제1회 바이오입법콘서트 참관 후기)

주제	내용 및 comment
미중 무역 갈등	<ul style="list-style-type: none"> - 일시적인 특정 산업에 국한되는 것이 아닌 전반적인 흐름 - 태양광, 통신 네트워크, 이차전지 등 첨단 제조산업에서 중국이 매우 빠르게 성장함. 미국은 중국으로의 패권 이동을 우려 ex) 이차전지 산업의 경우 미국을 제외한 대부분의 지역에서 중국이 앞서고 있음 - 중국은 특정 산업, 기업, 섹터에 국가의 직간접적인 지원을 통해 성장. 남들보다 더 저렴하게, 더 많이 생산할 수 있는 경쟁력 확보 - 미국 입장에서선 첨단 산업의 생산이 미국 내에서 행해지는 것이 중요. 관련 산업정책을 적극적으로 확대할 가능성 높음 (IRA, CHIPS Act 등) - 탈세계화의 흐름 속에서 규모의 경제 약화, 시장과 생산 시설의 위치가 일치할 것으로 전망
BioSecure Act	<ul style="list-style-type: none"> - 초당파적인 지지를 받고 있는 법안. 미국 예산의 중국 유입을 막고, 미국인의 유전자 데이터 유출 방지가 표면적인 목적 - 입법 초기 단계의 법안이나, 빠른 속도로 상/하원 통과, 연내 처리 가능성 높은 것으로 전망 - 법제화에 가까워지며 내용의 지속적인 수정 발생. 향후 국내 업체와 관련된 수정 사항에 대한 주시 필요 - 대상 기업: 중국, 북한, 러시아, 이란 등 foreign adversary로 분류된 국가의 우려 생명공학기업. 업체의 생산 시설 위치와는 무관 - FDA의 과학적인 결정과는 별개의 문제. 즉, 미국 시장 진입 측면에서 상업적인 패널티를 주는 것으로, <u>의약품의 승인 여부에는 영향 없음</u> - 정확한 입법 경로는 미정. 미국은 여러 법안을 묶어 package 법안으로 처리되는 경우 다수 - NDAA 수정안 미포함 이슈는 중국 기업의 로비 및 기술적인(technical) 이유로 판단됨. 다만, NDAA 최종안 도출까지 여러 절차 남아있으며, 중국 기업 외 경쟁사 역시 로비 활발하게 진행함. NDAA 이외에도 다양한 입법 경로 존재
CDMO	<ul style="list-style-type: none"> - Wuxi Biologics는 글로벌 탑티어 CDMO 플레이어. Lonza와 유사한 트랙으로 성장 - 동물세포 유래 항체, 미생물 유래 단백질, 이중항체, 세포/유전자 치료제 등 다양한 모달리티를 생산할 수 있는 장점 - 의약품 개발 초기단계부터 관여하는 사업 모델로, 임상 샘플 및 신규 모달리티 생산에 대한 니즈가 큰 바이오텍의 수요를 확보 - 미국, 유럽 등 글로벌 생산 사이트 확보, 수시로 발생하는 follow up 및 소통이 용이하며 우수한 인력 확보 등의 장점 - Wuxi와 유사한 single-use 바이오리액터를 사용하는 일본의 AGC Biologics 등이 반사수혜를 위한 고객유치에 적극적. 다만, <u>바이오리액터의 유사성 이외에도 생산 가능한 모달리티, CDO 역량, cGMP 인증에 대한 고려 필요</u>

자료: 한국바이오협회, 하이투자증권 리서치본부

그림2. 삼성바이오에피스의 바이오시밀러 파이프라인

★ 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
Original		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 / 국내 승인 (24.4월)	출시	출시	1상(24.2월) 3상(24.4월) 진행 중	출시	국내 승인 (24.2월)	출시	3상 완료
Product	EU	Benepali	Flixabi	Imraldi	Pyzchiva	Ontruzant	Aybintio	-	Byooviz	-	Epysqli	-
	US	Eticovo	Renflexis	Hadlima	Pyzchiva	Ontruzant	-	-	Byooviz	-	-	-
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, 하이투자증권 리서치본부

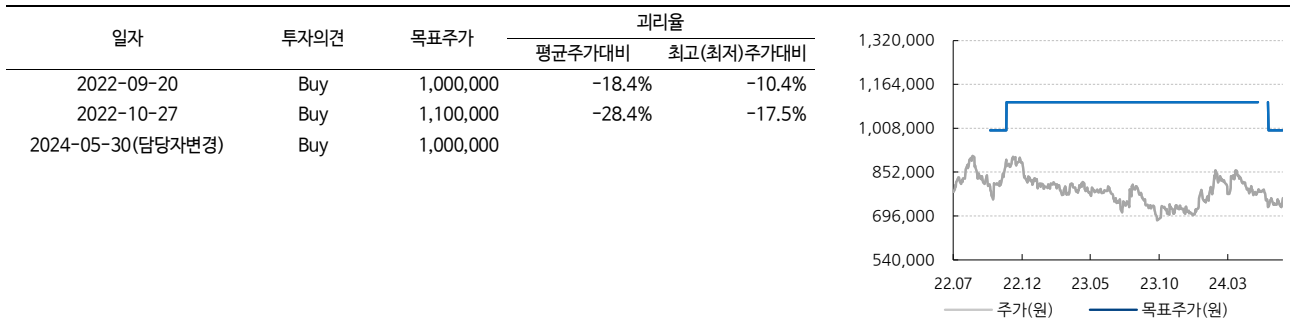
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	5,522	5,779	6,247	6,978	매출액	3,695	4,253	4,923	5,611
현금 및 현금성자산	368	583	789	728	증가율(%)	23.1	15.1	15.8	14.0
단기금융자산	1,688	1,238	908	1,089	매출원가	1,892	2,180	2,463	2,756
매출채권	689	792	915	1,042	매출총이익	1,803	2,072	2,459	2,855
재고자산	2,641	3,040	3,519	4,012	판매비와관리비	689	791	1,000	1,068
비유동자산	10,524	10,863	11,304	11,843	연구개발비	82	94	109	124
유형자산	3,880	4,363	4,928	5,572	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	5,832	5,680	5,548	5,435	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	16,046	16,641	17,551	18,821	영업이익	1,114	1,282	1,459	1,787
유동부채	4,158	3,776	3,569	3,463	증가율(%)	13.2	15.1	13.9	22.4
매입채무	208	240	278	316	영업이익률(%)	30.1	30.1	29.6	31.8
단기차입금	655	655	655	655	이자수익	96	76	71	78
유동성장기부채	733	733	733	733	이자비용	82	68	68	68
비유동부채	2,058	2,058	2,058	2,058	지분법이익(손실)	0	0	0	0
사채	120	120	120	120	기타영업외손익	5	4	4	4
장기차입금	120	120	120	120	세전계속사업이익	1,120	1,285	1,458	1,792
부채총계	6,216	5,833	5,627	5,521	법인세비용	262	296	330	405
지배주주지분	9,830	10,808	11,924	13,300	세전계속이익률(%)	30.3	30.2	29.6	31.9
자본금	178	178	178	178	당기순이익	858	989	1,128	1,387
자본잉여금	5,663	5,663	5,663	5,663	순이익률(%)	23.2	23.3	22.9	24.7
이익잉여금	4,003	4,992	6,120	7,508	지배주주귀속 순이익	858	989	1,128	1,387
기타자본항목	-14	-26	-37	-49	기타포괄이익	-12	-12	-12	-12
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	846	978	1,116	1,375
자본총계	9,830	10,808	11,924	13,300	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	1,666	543	794	1,184	주당지표 (원)				
당기순이익	858	989	1,128	1,387	EPS	12,051	13,898	15,847	19,489
유형자산감가상각비	263	322	366	417	BPS	138,119	151,854	167,537	186,862
무형자산감각비	227	238	232	227	CFPS	18,932	21,761	24,243	28,536
지분법관련손실(이익)	0	0	0	0	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-1,566	-1,519	-1,779	-2,435	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-992	-804	-931	-1,061	PER	63.1	58.3	51.1	41.6
무형자산의 처분(취득)	-110	-86	-100	-114	PBR	5.5	5.3	4.8	4.3
금융상품의 증감	-8	-8	-8	-8	PCR	40.1	37.2	33.4	28.4
재무활동 현금흐름	-635	-158	-158	-158	EV/EBITDA	33.5	31.2	28.0	23.6
단기금융부채의증감	-443	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-34	-	-	-	ROE	9.1	9.6	9.9	11.0
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA0이익률	43.4	43.3	41.8	43.3
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	63.2	54.0	47.2	41.5
현금및현금성자산의증감	-523	215	206	-61	순부채비율	-4.4	-1.8	-0.6	-1.4
기초현금및현금성자산	891	368	583	789	매출채권회전율(x)	5.2	5.7	5.8	5.7
기말현금및현금성자산	368	583	789	728	재고자산회전율(x)	1.5	1.5	1.5	1.5

자료 : 삼성바이오로직스, 하이투자증권 리서치본부

삼성바이오로직스 투자이전 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이전]

종목추천 투자등급

종목추천투자이전은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral (중립)
- Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 2024-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.8%	6.6%	0.6%