

삼성바이오로직스

(207940)

3Q24 Re: 조금 더 뚜렷해진 5공장의 모습

3Q24 Review: 로직스, 에피스 모두 호실적, 2분기에 이은 서프라이즈

동사는 3Q24 연결기준 매출액 1조 1,871억원(YoY+14.8%, QoQ+2.6%), 영업이익 3,386억원(YoY+6.3%, OPM 28.5%)을 기록, 컨센서스 매출액 1조 856억원 및 영업이익 3,054억원을 상회하는 호실적을 달성했다.

로직스의 별도기준 매출액은 1조 671억원(YoY+20.9%, QoQ+31.7%), 영업이익 4,447억원(YoY+16.5%, OPM 41.7%)으로, 컨센서스 매출액 9,691억원, 영업이익 4,202억원 및 당사의 추정치(매출액 9,714억원, 영업이익 4,319억원)을 상회하는 실적을 기록했다. 4공장(18만리터)의 상업화 생산이 본격화됨에 따라 추정치보다 빠른 ramp-up이 호실적을 견인한 것으로 판단된다.

연결 호실적에 대한 기여도는 에피스 실적 서프라이즈의 영향이 더 크다. 에피스는 매출액 3,303억원(YoY+26.0%, QoQ-37.7%), 영업이익 679억원(YoY+38.0%, OPM 20.6%)을 달성, 지난 분기 마일스톤을 제외하면 QoQ 매출 +6.8% 및 영업이익 +85.5%의 성장을 기록했다. 마일스톤의 부재에도 유럽에서 새롭게 출시한 스텔라라bs 및 솔리리스bs의 매출이 탑라인 성장을 견인했으며 여전히 연간 계획대비 높은 수준으로 유지되고 있는 환율 역시 각 회사의 실적에 기여했다. 유럽에 이어 미국에서도 '25년 스텔라라bs(2월)와 솔리리스bs(미정, Amgen의 Bkmv 3월 출시 예정)의 출시가 가시화되며 연간 20% 수준의 영업이익률을 기록할 전망이다. 에피스의 연간 매출액 가이드는 3분기 실적을 반영하여 YoY+40~45%로 상향(기존 20~30%), 로직스 별도 가이드는 상향(+5%p)과 함께 연간 연결실적에 대한 기대치가 높아진 상황이다.

(+) 대형 수주와 4/5공장 램프업 (-) 4Q24 단기적인 수익성 둔화 전망

지난 7월에 이어(1.4조), 동사는 22일, 1.7조 규모의 대형 수주를 공시한 바 있다. 내년 4월, 5공장의 준공을 앞두고 이러한 대형 수주는 1)대량 위탁생산에 대한 견조한 수요 및 2)4/5공장의 빠른 램프업 기대감에 대한 근거를 제시한다. 추가로, 이전 공장의 풀가동 계획을 확인한 후 새로운 공장의 착공을 개시하는 동사의 특성 상, '25년에 기대되는 6공장 착공 소식은 5공장 선수주와 빠른 램프업을 보다 명확하게 추정할 수 있는 소식이 될 전망이다. 연간 계획 대비 늘어난 내부거래와 상반기 로직스의 가동률 상승과정에서 발생한 고정비 부담으로 4Q24의 수익성은 소폭 감소할 전망이다(OPM 31.2%)이다. 다만, 이러한 효과는 램프업에 따라 제거될 전망이며, 지난 9월 유럽 CHMP의 승인 권고를 받은 아일리아BS의 연내 승인이 예상됨에 따라 4분기 에피스 실적에 반영될 마일스톤(약 400억원 추정) 효과로 연결기준의 수익성 둔화는 제한적일 전망이다.

투자의견 Buy, 목표주가 1,250,000원 상향

동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 1,250,000원으로 상향한다. 5공장 램프업 속도를 4공장과 유사하게 조정하여 목표주가 산출에 근거가 되는 '27년 EBITDA의 현가를 약 7% 상향하였다. 새롭게 산출한 로직스의 영업가치는 79조원(기존 74조원)이다. 예상되었던 가이드는 상향보다 주목이 필요한 것은 4공장의 빠른 램프업과 우호적인 수주 환경이다. 대량 위탁생산에 대한 높은 수요를 바탕으로 빅파마 고객사를 넓혀나가고 있는 동사의 업황은 4공장의 풀가동과 5공장의 램프업을 가속화할 전망이다.

Company Brief

Buy (Maintain)

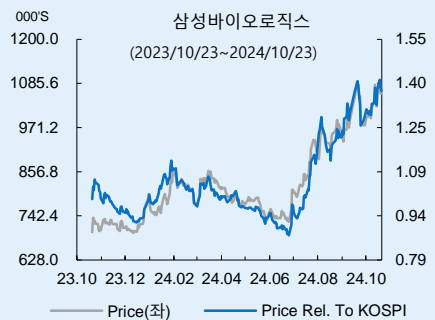
목표주가(12M)	1,250,000원(상향)
증가(2024.10.02)	1,059,000원
상승여력	18.0%

Stock Indicator

자본금	178십억원
발행주식수	7,117만주
시가총액	75,373십억원
외국인지분율	13.4%
52주 주가	698,000~1,091,000원
60일평균거래량	124,425주
60일평균거래대금	121.3십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.1	19.9	34.1	43.5
상대수익률	-0.9	25.7	36.9	34.4

Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	3,695	4,607	5,191	5,731
영업이익(십억원)	1,114	1,360	1,614	1,956
순이익(십억원)	858	1,017	1,263	1,566
EPS(원)	12,051	14,287	17,751	22,008
BPS(원)	138,119	152,242	169,829	191,673
PER(배)	63.1	74.1	59.7	48.1
PBR(배)	5.5	7.0	6.2	5.5
ROE(%)	9.1	9.8	11.0	12.2
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	33.5	38.5	33.7	28.7

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[제약/바이오]

장민환

2122-9208 minhwan.jang@ifnsec.com

표1. 삼성바이오로직스 valuation table

항목	단위	비고
① 별도 삼성바이오로직스 가치	79,308	십억원
'27년 추정 EBITDA	2,578	십억원
할인율	6.8	%
타겟 EV/EBITDA 멀티플	30.8	글로벌 피어(Lonza, Catalent)의 평균 EV/EBITDA 35% 할인 CoD 2.7%, CoE 7.0%, 시장위험 프리미엄 5.3%, beta 0.65 적용
② 삼성바이오페스 가치	9,594	십억원
FY24 EBITDA	581.5	십억원
타겟 EV/EBITDA 멀티플	16.5	Viatris 바이오퍼마 사업부매각 당시 멀티플
③ 순차입금	146.7	십억원
④ 기업가치 (=①+②-③)	88,756	십억원
⑤ 주식수	71,174	천주
⑥ 목표주가 (=④÷⑤)	1,250,000	원
		1,247,027 원

자료: iM증권 리서치본부

표2. 삼성바이오로직스 3Q24 실적발표 (십억원)

구분	실적 발표		컨센서스		당사 추정		비고
연결영업실적	3Q24	YoY	3Q24	차이	3Q24	차이	
매출액	1,187	14.8%	1,086	9%	1,084	10%	에피스 제품 매출, 우호적인 환율
영업이익	339	6.3%	305	11%	300	13%	
별도영업실적	3Q24	YoY	3Q24	차이	3Q24	차이	
매출액	1,067	20.9%	969	10%	971	10%	4공장 램프업 반영
영업이익	445	16.5%	420	6%	432	3%	

자료: iM증권 리서치본부

표3. 별도기준 삼성바이오로직스 분기별 요약손익계산서(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2023	2024E
매출액	591	637	883	828	670	810	1,067	1,071	2,939	3,618
YoY	15.6%	26.5%	30.8%	10.7%	13.3%	27.2%	20.9%	29.4%	20.6%	23.1%
CMO	542	549	775	789	640	784	1,018	1,032	2,655	3,475
1공장	42	34	90	58	41	45	58	50	224	193
2공장	200	210	301	268	234	253	348	279	979	1,114
3공장	300	281	334	397	280	303	314	372	1,312	1,269
4공장	0	24	50	66	86	184	298	331	140	899
기타(CDO 등)	49	88	108	39	29	26	49	39	283	143
매출총이익	293	315	454	428	300	405	522	422	1,490	1,649
YoY	27.8%	35.8%	22.9%	15.9%	2.4%	28.8%	14.9%	-1.6%	24.2%	10.6%
GPM	49.6%	49.4%	51.4%	51.7%	44.9%	50.0%	48.9%	39.4%	50.7%	45.6%
영업이익	234	254	382	334	233	329	444.7	335	1,204	1,341.2
YoY	33.0%	47.8%	22.6%	8.3%	-0.7%	29.6%	16.5%	0.1%	24.4%	11.4%
OPM	39.7%	39.9%	43.2%	40.3%	34.8%	40.6%	41.7%	31.2%	41.0%	37.1%

자료: iM증권 리서치본부

표4. 연결기준 삼성바이오로직스 분기별 요약손익계산서(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2023	2024E
연결 매출액	721	866	1,034	1,074	947	1,157	1,187	1,317	3,695	4,607
YoY	41.0%	33.0%	18.4%	11.2%	31.3%	33.6%	14.8%	22.6%	23.1%	24.7%
로직스	591	637	883	828	670	810	1,067	1,071	2,939	3,618
에피스	213	256	262	289	280	530	330	338	1,020	1,479
연결조정	83	27	111	43	3	183	210	93	264	489
연결 영업이익	192	253	319	350	221	435	339	366	1,114	1,360
YoY	8.8%	49.4%	-1.9%	11.9%	15.4%	71.4%	6.3%	4.6%	13.2%	22.1%
OPM	26.6%	29.3%	30.8%	32.6%	23.4%	37.6%	28.5%	27.8%	30.1%	29.5%
로직스	234	254	382	334	233	329	445	335	1,204	1,341
에피스	36	42	49	78	38	257	68	152	205	515
조정/PPA상각	79	43	112	62	50	152	174	121	296	496

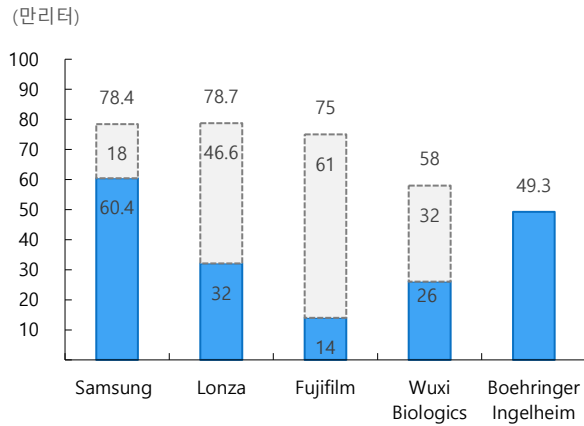
자료: iM증권 리서치본부

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)
24.09.13	비공개(아시아)	-	1,191	'23년 06월 최초 계약 체결(공시 기준금액 미달) 후 정정계약 체결 계약기간 ~'28년 12월 (4.5년)
24.09.22	비공개(아시아)	-	17,028	의약품 위탁생산계약 계약기간 ~'37년 12월 (13년)

자료: 다트전자공시, iM증권 리서치본부

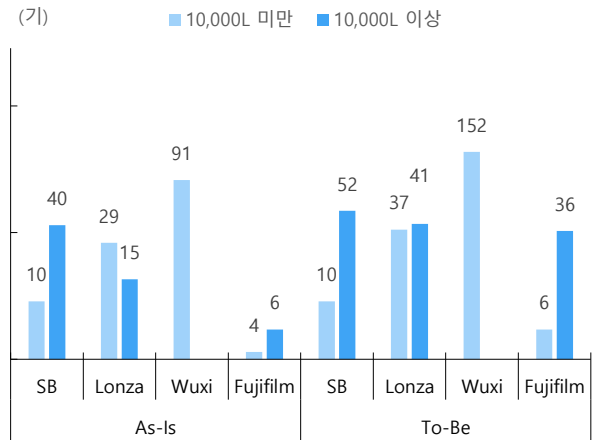
그림1. 글로벌 CDMO 업체 별 동물세포 생산 capacity



자료: 각 사, iM증권 리서치본부

주) 점선은 증축 및 확장 중인 시설. 삼성바이오로직스는 5공장, Lonza는 '23년 10월 기준 증설 계획에 Vacaville 시설 인수 반영. Fujifilm은 '28년까지의 가동계획 및 Wuxi '26년까지의 증설 계획 반영

그림2. CDMO 별 대형 바이오투액터 수 비교

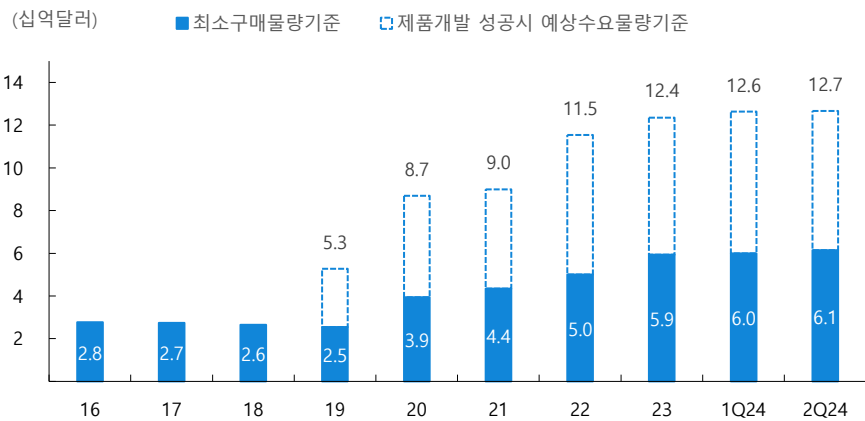


자료: 각 사, iM증권 리서치본부

주1) 동물세포 유래 생산설비 한정; SB: Samsung Biologics

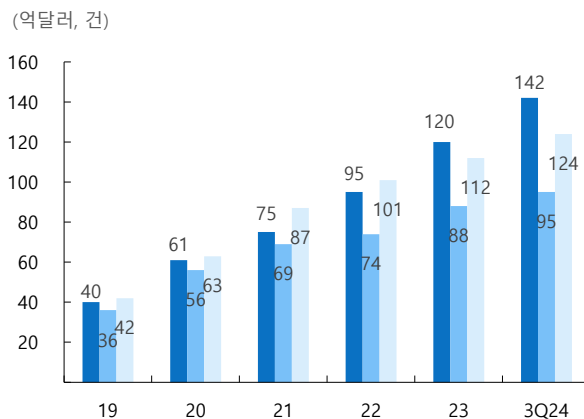
주2) Wuxi Biologics는 single use 리액터를 사용. 리액터 사이즈의 정확한 명시가 없는 경우, 4L SUB로 가정

그림3. 삼성바이오로직스 연도별 CDMO 수주잔고 추이(~2Q24)



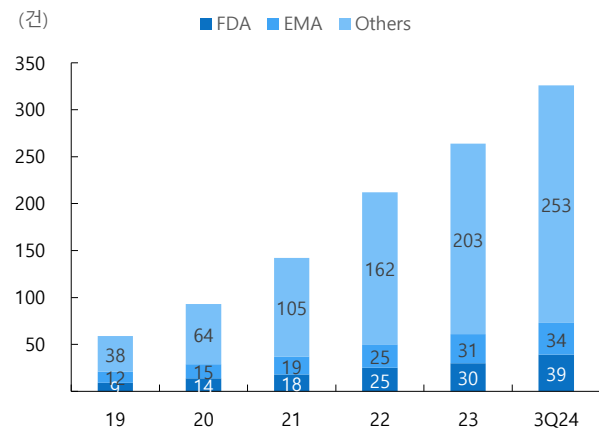
자료: 삼성바이오로직스, 닥트전자공시, iM증권 리서치본부

그림4. 삼성바이오로직스 CMO/CDO 누적 수주현황



자료: 삼성바이오로직스, iM증권 리서치본부

그림5. 삼성바이오로직스 CMO 누적승인 현황



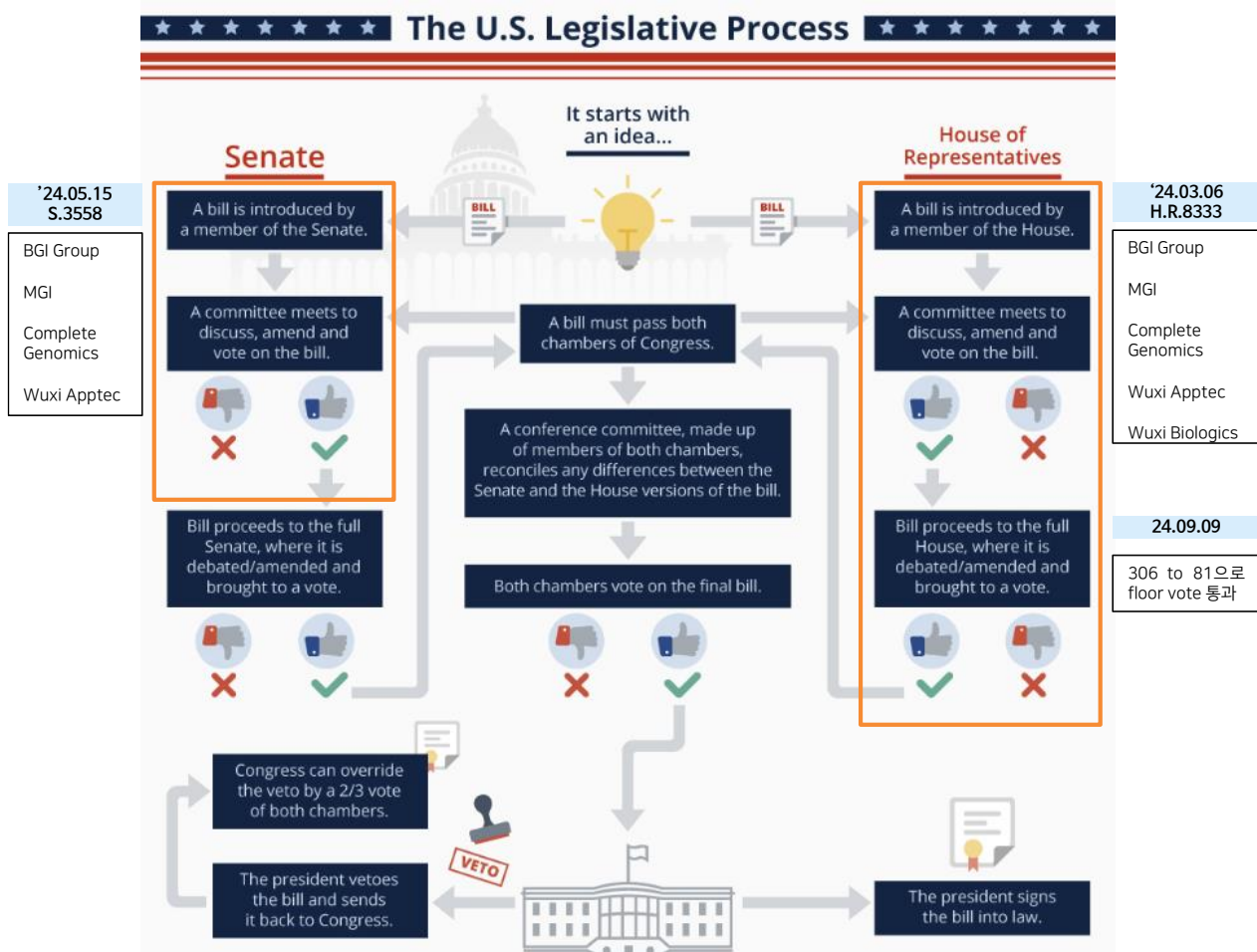
자료: 삼성바이오로직스, iM증권 리서치본부

그림6. 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
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 출시 / 미국 승인 ('24.6월)	출시	출시	1상('24.2월) / 3상('24.4월) 진행 중	출시	미국 승인 ('24.5월)	유럽 출시 / 미국 승인 ('24.7월)	3상 완료
제품	EU	Benepali	Flixabi	Imraldi	Pyzchiva	Ontruzant	Aybintio	-	Byooviz	-	Epysqli	-
	US	Eticovo (IC, '24.6월)	Renflexis	Hadlima (IC, '24.6월)	Pyzchiva	Ontruzant	-	-	Byooviz (IC, '23.10월)	Opuviz (IC, '24.5월)	Epysqli	-
마케팅파트너 (출시 연도)	EU	Biogen ('16)	Biogen ('16)	Biogen ('18)	Sandoz ('24.7월)	Organon ('18)	Organon ('20)	-	Biogen ('23)	Biogen	Samsung Bioepis ('23)	-
	US	-	Organon ('17)	Organon ('23)	Sandoz	Organon ('20)	-	-	Biogen ('22)	Biogen	-	-

자료: 삼성바이오에피스, iM증권 리서치본부

그림7. 미국의 입법과정. 생물보안법은 현재 박스 안의 단계를 통과한 상태



자료: Statista, iM증권 리서치본부

주) 박스 안 중국기업은 각 법안에 포함된 규제 대상

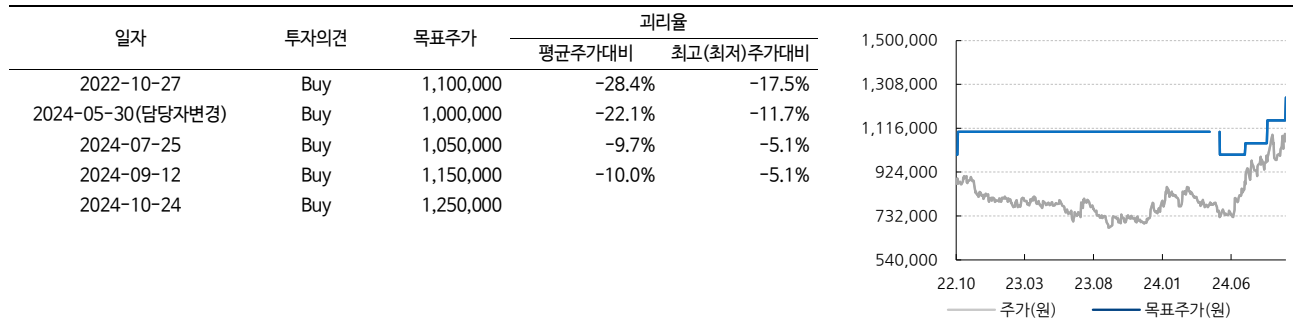
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원, %)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	5,522	6,039	6,697	8,157	매출액	3,695	4,607	5,191	5,731
현금 및 현금성자산	368	525	998	1,799	증가율(%)	23.1	24.7	12.7	10.4
단기금융자산	1,688	1,238	908	1,089	매출원가	1,892	2,444	2,483	2,754
매출채권	689	857	965	1,064	매출총이익	1,803	2,163	2,708	2,978
재고자산	2,641	3,294	3,711	4,098	판매비와관리비	689	803	1,094	1,021
비유동자산	10,524	10,650	11,032	11,013	연구개발비	82	102	115	127
유형자산	3,880	3,987	4,144	4,336	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	5,832	5,843	6,060	5,841	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	16,046	16,689	17,729	19,170	영업이익	1,114	1,360	1,614	1,956
유동부채	4,158	3,796	3,584	3,470	증가율(%)	13.2	22.1	18.6	21.2
매입채무	208	260	293	323	영업이익률(%)	30.1	29.5	31.1	34.1
단기차입금	655	655	655	655	이자수익	96	58	61	108
유동성장기부채	733	733	733	733	이자비용	82	42	37	37
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	1,373	1,633	2,024
부채총계	6,216	5,853	5,642	5,528	법인세비용	262	356	370	457
지배주주지분	9,830	10,836	12,087	13,642	세전계속이익률(%)	30.3	29.8	31.5	35.3
자본금	178	178	178	178	당기순이익	858	1,017	1,263	1,566
자본잉여금	5,663	5,663	5,663	5,663	순이익률(%)	23.2	22.1	24.3	27.3
이익잉여금	4,003	5,020	6,284	7,850	지배주주귀속 순이익	858	1,017	1,263	1,566
기타자본항목	-14	-26	-37	-49	기타포괄이익	-12	-12	-12	-12
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	846	1,005	1,252	1,555
자본총계	9,830	10,836	12,087	13,642	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	1,666	305	1,017	1,472	주당지표 (원)				
당기순이익	858	1,017	1,263	1,566	EPS	12,051	14,287	17,751	22,008
유형자산감가상각비	263	301	310	323	BPS	138,119	152,242	169,829	191,673
무형자산감각비	227	291	302	305	CFPS	18,932	22,611	26,346	30,841
지분법관련손실(이익)	0	0	0	0	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-1,566	-1,339	-1,735	-1,862	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-992	-408	-467	-516	PER	63.1	74.1	59.7	48.1
무형자산의 처분(취득)	-110	-302	-519	-86	PBR	5.5	7.0	6.2	5.5
금융상품의 증감	-8	-8	-8	-8	PCR	40.1	46.8	40.2	34.3
재무활동 현금흐름	-635	-158	-158	-158	EV/EBITDA	33.5	38.5	33.7	28.7
단기금융부채의증감	-443	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-34	-	-	-	ROE	9.1	9.8	11.0	12.2
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA0이익률	43.4	42.4	42.9	45.1
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	63.2	54.0	46.7	40.5
현금및현금성자산의증감	-523	157	473	801	순부채비율	-4.4	-1.2	-2.3	-9.2
기초현금및현금성자산	891	368	525	998	매출채권회전율(x)	5.2	6.0	5.7	5.7
기말현금및현금성자산	368	525	998	1,799	재고자산회전율(x)	1.5	1.6	1.5	1.5

자료 : 삼성바이오로직스, iM증권 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 기관투자가 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. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이전]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자이전은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral(중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상	· Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2024-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92%	7.3%	0.7%