

삼성바이오로직스(207940)

2024.05.30

실적이 정당화한 프리미엄

[제약/바이오] 장민환

2122-9208 minhwan.jang@hi-ib.com

투자의견 Buy, 목표주가 1,000,000원으로 커버리지 개시

삼성바이오로직스에 대한 투자의견을 Buy로 제시하며, 목표주가 1,000,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 SOTP 방식에 따라 별도 삼성바이오로직스의 CDMO 사업가치와 자회사 삼성바이오에피스의 바이오시밀러 사업가치를 나누어 산정했다. CDMO 사업가치는 삼성바이오로직스의 '27년도 EBITDA를 현가화한 값에 타겟 멀티플 28x를 적용하여 산정하였으며, 바이오시밀러 사업가치는 삼성바이오에피스의 12MF EBITDA에 타겟 멀티플 16.5x를 적용하여 산정하였다.

그 동안 실적이 정당화한 프리미엄

동사는 '23 별도기준 매출액 2.9조원(YoY+20.6%), 영업이익 1.2조원(YoY+24.4%)을 기록, 글로벌 피어 대비 높은 실적 성장세를 보였다. 4공장(18만리터)의 상업화 배치생산이 올해 하반기부터 시작되면서 '25년 본격적으로 매출에 기여, 내년 4월 가동을 목표로 증설중인 5공장과 함께 향후에도 동사의 탑라인 성장은 견조하게 유지될 전망이다.

항체치료제에 대한 지속적인 수요와 생산의 아웃소싱 트렌드를 바탕으로 향후 CDMO 사업의 견조한 성장을 예상한다. 알츠하이머, 자가면역질환 등 유병 환자가 많은 만성질환은 항체치료제 생산의 추가적인 수요 확대에 이어질 수 있다. 동사는 선제적인 투자를 바탕으로 해당 수요에 가장 빠르게 대응하고 있는 CDMO로 판단된다. 추가로, 우호적인 환율 및 고금리 환경에서도 안정적인 사업구조는 동사의 실적을 더욱 돋보이게 할 전망이다.

항체 중심의 정체성, 장기 성장은 CDO로

공장 증설과 견조한 수요를 바탕으로 동사의 실적은 지속적인 우상향, 밸류에이션 부담을 완화할 것으로 예상된다.

향후 동사의 추가적인 기업가치 상승은 CDO 사업 확대를 통해 가능할 전망이다. 첨단산업에서의 미중 패권경쟁 및 BioSecure 법안으로 인한 동사의 수혜 가능성이 제기되곤한다. 규제 대상이되는 중국 업체는 CDO 중심의 사업을 영위, 장기적으로 CDO 사업의 확대가 동사에게 추가적인 수주 기회를 제공할 것으로 판단한다. 항체생산에 대한 동사의 전문성과 ADC 시장의 성장성을 고려했을 때, 요소 별 기술의 확보를 통한 ADC CDMO 사업에서 기회요인이 존재할 것이다.

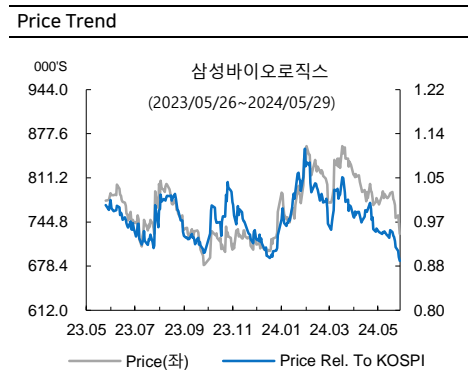
동사는 ADC 공장을 증축, 연내 가동을 목표로 하고 있다. 리카캠바이오와 ADC 개발을 위한 CDO 계약을 체결했으며 ADC 요소기술을 갖춘 업체에 전략적 투자를 진행한 바 있다.

Buy (Initiate)

목표주가(12M)	1,000,000원(개시)
종가(2024.05.28)	727,000원
상승여력	37.6 %

Stock Indicator	
자본금	178십억원
발행주식수	7,117만주
시가총액	51,743십억원
외국인지분율	11.9%
52주 주가	680,000~859,000원
60일평균거래량	61,966주
60일평균거래대금	49.7십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.9	-6.1	0.3	-6.6
상대수익률	-6.4	-7.4	-5.3	-10.1



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	3,695	4,203	4,908	5,593
영업이익(십억원)	1,114	1,249	1,453	1,780
순이익(십억원)	858	965	1,123	1,382
EPS(원)	12,051	13,560	15,779	19,419
BPS(원)	138,119	151,515	167,129	186,385
PER(배)	63.1	53.6	46.1	37.4
PBR(배)	5.5	4.8	4.3	3.9
ROE(%)	9.1	9.4	9.9	11.0
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	33.5	28.5	25.2	21.3

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

투자의견 Buy, 목표주가 1,000,000원 제시

삼성바이오로직스에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 1,000,000 원으로 커버리지를 개시한다. 동사의 기업가치는 SOTP 방식에 따라 별도 삼성바이오로직스의 CDMO 사업가치 65.6조원, 자회사 삼성바이오에피스의 바이오시밀러 사업가치 7.7조원을 적용하여 산정하였다.

CDMO 사업가치는 별도 삼성바이오로직스의 '27년 EBITDA를 현재 가치로 할인한 2.3조원에 타겟 EV/EBITDA 멀티플 28.0배를 적용하였다. '27년은 내년 4월 가동을 목표로 건설중인 5공장이 본격적으로 매출에 기여하는 시기로 예상된다. 할인율(WACC) 6.8%는 타인자본비용 2.7%, 자기자본비용 7.0%, 52 weekly beta 0.65 및 시장위험 프리미엄 5.3%를 적용하여 산정하였다.

바이오시밀러 사업가치는 삼성바이오에피스의 12MF EBITDA 4,648억원에 타겟 EV/EBITDA 멀티플 16.5배를 적용하였다.

중단기적으로는 (1)항체의약품 생산에 대한 지속적인 수요 하에 선제적 Capacity 증설 및 검증된 track record를 갖춘 CDMO 사업의 견조한 성장이 예상된다. (2)'25년부터 본격적인 휴미라 바이오시밀러의 시장 침투가 기대됨에 따라 바이오시밀러 사업의 수익성이 가시화될 전망이다.

장기적으로는 (3)항체 생산에 대한 전문성을 바탕으로 ADC, 이중항체 등 신규 모달리티 생산으로의 확장과 (4)키트루다를 포함한 다수 블록버스터 약물의 특허만료에 따른 후속 바이오시밀러 제품 출시가 동사의 실적을 견인할 전망이다.

표1. 삼성바이오로직스 valuation table

항목	단위	비고
① 별도 삼성바이오로직스 가치	65,567	십억원
'27년 추정 EBITDA	2,338	십억원
할인율	6.8	%
타겟 EV/EBITDA 멀티플	28.0	글로벌 피어(Lonza, Catalent)의 평균 EV/EBITDA 30% 할인
② 삼성바이오에피스 가치	7,670	십억원
12MF EBITDA	464.8	십억원
타겟 EV/EBITDA 멀티플	16.5	Viatrix 바이오시밀러 사업부매각 당시 멀티플
③ 순차입금	61.4	십억원
④ 기업가치 (=①+②-③)	73,175	십억원
⑤ 주식수	71,174	천주
⑥ 목표주가 (=④÷⑤)	1,000,000	원

자료: 하이투자증권 리서치본부

실적 전망

동사의 '24년 별도기준 매출액은 3조 3,340억원(YoY+13.4%), 영업이익은 1조 3,260억원(YoY+10.1%, OPM 39.8%)으로 추정한다. 1~3공장은 완전 가동 중이며 4-1공장(6만리터)도 예상보다 빠른 가동률로 매출에 기여하고있다.

'23년 6월 가동을 개시한 4공장(18만리터)의 상업화 배치생산은 올해 하반기부터 진행되어 '25년 본격적으로 매출에 기여할 것으로 추정된다. 일반적으로 새로운 공장의 가동 시 고객사로부터 기술이전, 시험생산, 승인용 배치생산 및 규제기관의 승인을 받은 후에 상업 생산이 진행되어 약 2년 내외의 기간이 소요된다.

동사는 송도 제2바이오캠퍼스를 '22년 매입, '32년까지 7.5조원을 투자하여 18만리터 스케일의 공장 4곳을 증설할 계획을 갖추고 있다. 현재 '25년 4월 가동을 목표로 5공장의 건설이 진행중이며, 해당 사이트 추가로 동사의 capacity는 78만리터 이상으로 확장, 최대 규모의 글로벌 CDMO로써 입지를 확고히 할 것이다. 5공장의 상업화 생산이 본격화 되는 시기는 '27년이 될 것으로 추정하며 동사 실적의 지속적인 성장을 견인할 전망이다.

동사의 '24년 연결기준 매출액은 4조 2,030억원(YoY+13.8%), 영업이익은 1조 2,490억원(YoY+12.2%, OPM 29.7%)으로 추정한다. 5공장 가동을 위한 인건비의 증가 및 삼성바이오에피스 인수로 인한 회계상 PPA 상각으로 영업이익률은 전년 대비 소폭 하락할 전망이다. 연간 PPA 상각은 2,379억 규모로 추정한다.

표2. 별도기준 삼성바이오로직스 분기별 요약손익계산서(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E
매출액	591	637	883	828	670	690	983	991	2,939	3,334
YoY	15.6%	26.5%	30.8%	10.7%	13.3%	8.3%	11.4%	19.6%	20.6%	13.4%
CMO	542	549	775	789	618	599	865	948	2,655	3,030
1공장	42	34	90	58	42	44	56	55	224	196
2공장	200	210	301	268	234	218	304	276	979	1,032
3공장	300	281	334	397	280	262	304	369	1,312	1,215
4공장	0	24	50	66	62	76	201	249	140	587
기타(CDO 등)	49	88	108	39	52	91	118	42	283	304
매출총이익	293	315	454	428	300	309	514	508	1,490	1,631
YoY	27.8%	35.8%	22.9%	15.9%	2.4%	-1.9%	13.3%	18.6%	24.2%	9.4%
GPM	49.6%	49.4%	51.4%	51.7%	44.9%	44.7%	52.3%	51.3%	50.7%	48.9%
영업이익	234	254	382	334	233	242	430	421	1,204	1,326
YoY	33.0%	47.8%	22.6%	8.3%	-0.7%	-4.9%	12.7%	26.1%	24.4%	10.1%
OPM	39.7%	39.9%	43.2%	40.3%	34.8%	35.0%	43.7%	42.5%	41.0%	39.8%

자료: 하이투자증권 리서치본부

표3. 연결기준 삼성바이오로직스 분기별 요약손익계산서(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E
연결 매출액	721	866	1,034	1,074	947	912	1,092	1,253	3,695	4,203
YoY	41.0%	33.0%	18.4%	11.2%	31.3%	5.3%	5.6%	16.7%	23.1%	13.8%
로직스	591	637	883	828	670	690	983	991	2,939	3,334
에피스	213	256	262	289	280	440	283	303	1,020	1,306
연결조정	83	27	111	43	3	218	175	41	264	436
연결 영업이익	192	253	319	350	221	293	352	383	1,114	1,249
YoY	8.8%	49.4%	-1.9%	11.9%	15.4%	15.5%	10.6%	9.4%	13.2%	12.2%
OPM	26.6%	29.3%	30.8%	32.6%	23.4%	32.1%	32.3%	30.6%	30.1%	29.7%
로직스	234	254	382	334	233	242	430	421	1,204	1,326
에피스	36	42	49	78	38	159	67	105	205	369
조정/PPA상각	79	43	112	62	50	108	145	143	296	446

자료: 하이투자증권 리서치본부

CDMO 과잉공급 우려 해소

항체치료제 수요는 지속 성장 전망

항체의약품 대량생산에 특화된 동사 CDMO 사업의 지속적인 실적을 위해서는 1)전방산업인 항체의약품 시장의 견조한 성장 및 2)글로벌 제약사의 생산 아웃소싱 트렌드 지속이 필요하다.

‘23년 기준 바이오의약품 시장규모는 3,890억 달러로 추정되며 연평균 약 10%로 성장하여 ‘30년 7,550억 달러에 이를 것으로 추정된다. 바이오의약품은 단일항체, 재조합단백질, 세포/유전자치료제 등, 저분자화합물을 제외한 다수의 모달리티로 구성된다. 이중에서 단일항체는 전체의약품 시장의 약 18%, 바이오의약품 시장의 약 57%를 차지하는 중추적인 모달리티로, ‘30년 3,230억 달러의 규모에 이를 것으로 추정된다.

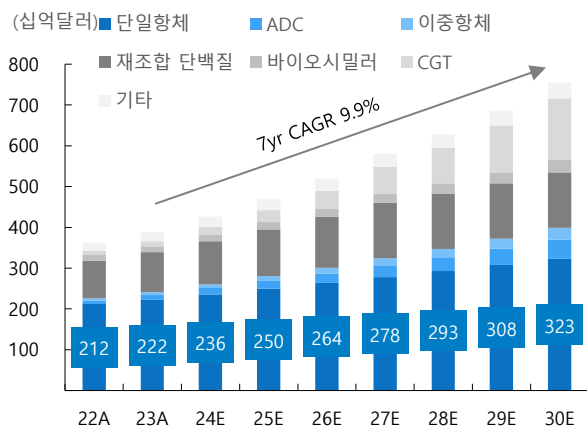
전방산업의 성장은 바이오의약품의 위탁개발/생산(CDMO)의 성장으로 이어진다. CDMO 시장의 주요 드라이버는 1)복잡한 생산공정이 필요한 신규 모달리티의 등장, 2)규제 기관의 까다로운 허가요건에 부합하기 위한 생산 전문성의 강화 및 3)대형 만성질환시장에서 블록버스터 포텐셜을 갖는 파이프라인의 상업화이다.

동사가 사용하는 포유동물세포(mammalian cell)로 생산되는 글로벌 파이프라인 수는 ‘23년-‘28년동안 연평균 약 7%로 성장할 것으로 추정되며, 상업화 단계의 파이프라인은 가장 높은 11%의 성장률이 예상된다.

특히, 알츠하이머 또는 자가면역질환과 같이 유병 환자수가 많은 만성질환치료제는 대량생산 수요를 크게 높일 것으로 추정된다. 현재 승인을

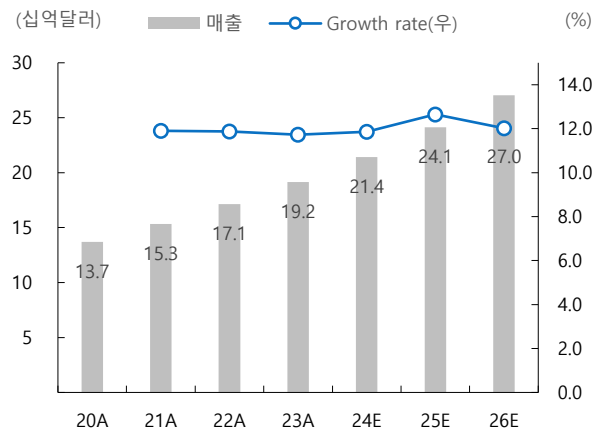
받았거나, 승인을 앞두고 있는 알츠하이머 치료제는 모두 단일항체이다. 자가면역질환의 경우, 대부분의 주요 블록버스터 약물이 단일항체이며 지속적인 적응증 확장을 통해 타겟 환자군을 넓히는 중이다. 글로벌 CDMO Lonza에 의하면, '29년 알츠하이머 항체치료제의 매출이 150억 달러에 이를 것으로 추정되어 '28년 글로벌 생산수요가 최대 가용 capacity를 넘어설 전망이다.

그림1. 글로벌 바이오의약품 시장 규모



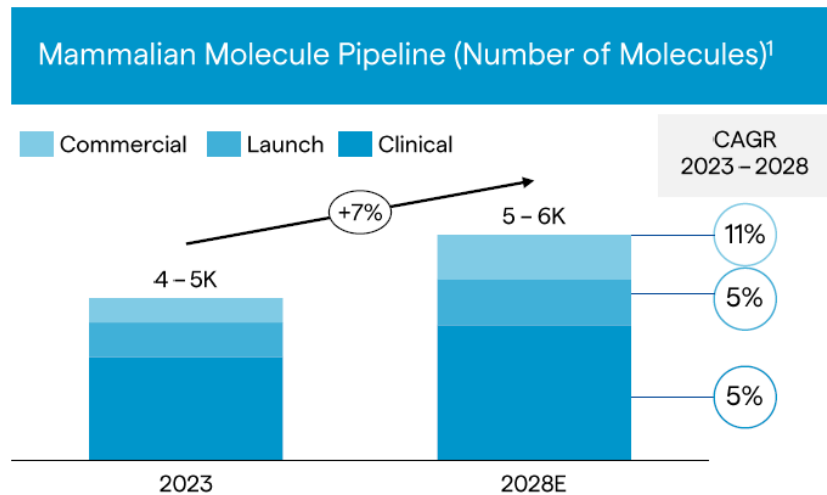
자료: 삼성바이오로직스, 하이투자증권 리서치본부

그림2. 글로벌 바이오의약품 CDMO 시장 규모 및 성장률



자료: 삼성바이오로직스, 하이투자증권 리서치본부

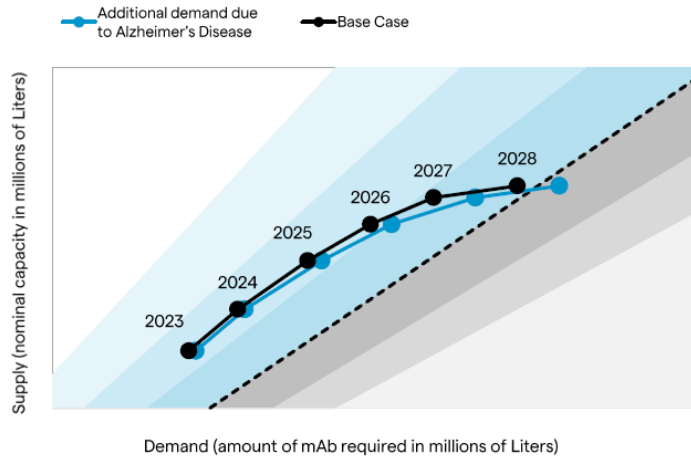
그림3. 포유세포 기반 파이프라인 규모 전망



자료: Lonza, 하이투자증권 리서치본부

주) Mammalian molecule은 항체, 재조합단백질,

그림4. 포유세포 기반 파이프라인 규모 전망



자료: Lonza, 하이투자증권 리서치본부

생산의 아웃소싱 트렌드 유지

생산의 전문성을 높이고 리스크와 자본의 효율적인 배분이 가능한 이점을 바탕으로, 생산 아웃소싱 트렌드가 이어지는 중이다. '19년까지 글로벌 포유세포 생산 capacity의 75%에 달하던 제약사 비중은 '28년 48%까지 감소할 것으로 추정되며 동사와 같은 전문 CDMO 업체의 capacity 확장이 그 감소분을 채울 전망이다. 즉, 늘어나는 수요에 대응한 공급의 확장은 주로 CDMO 업체를 통해 나타날 것임을 알 수 있다.

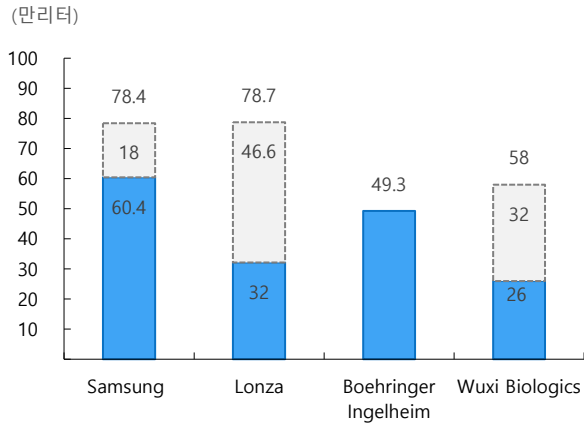
대표적으로, Lonza는 올해 3월 제넨텍의 Vacaville 생산시설을 12억 달러에 인수하여 33만리터의 capacity를 추가하였다. 해당 시설은 허셉틴, 아바스틴, 리툽산, 악템라 등 로슈의 기존 블록버스터 항체 의약품의 생산을 담당하는 시설로, 대형 품목 생산에 대한 아웃소싱 트렌드를 확인할 수 있다. 상기 4가지 품목의 '23년 글로벌 매출액 합은 약 78억달러에 이른다.

동사는 해당 수요에 가장 빠르게 대응하고 있는 CDMO로 판단된다. 1)5공장 증설로 78.4만리터의 capacity를 선제적으로 갖추었다. 2) Top 20 빅파마 고객사 14곳을 보유하고 있으며 누적 60건 이상의 품목에 대해 FDA/EMA 승인 경험을 갖추어 향후 대형 항체의약품의 수주 가능성이 높다고 판단한다.

CDMO 업체의 증설 및 확장은 곧이은 실적으로 연결되며 의약품 위탁 생산에 대한 수요를 증명한다. 동사는 고객사 제품의 상업화 성공 및 임상 진행에 따라 올해 상반기 동안 3건의 신규 수주 및 변경 계약을 체결하였다. 3월에 공시된 벨기에 제약사 UCB와의 계약은 7년째 진행중인 계약으로, 작년 승인된 판상 건선치료제 빔젤스(Bimekizumab)의 자가면역질환 적응증 확장에 따른 수요 증가로 추정된다.

5월 공시된 Eli Lilly와의 계약은 '19년도 최초 계약 이후 고객사의 요청으로 3회에 걸쳐 계약 금액의 증액이 일어났으며 CDMO 사업의 특성인 고객 lock-in 효과를 확인할 수 있다. Lonza 역시 Vacaville 생산시설 인수후 28년까지의 매출 가이드를 연평균 12-15% 증가로 상향하며 견조한 수요를 입증한 바 있다.

그림5. 글로벌 CDMO 업체 별 생산 capacity



자료: 각 사, 하이투자증권 리서치본부

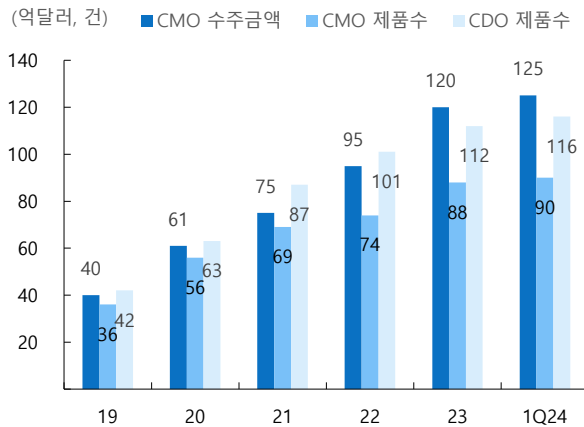
주) 점선은 증축 및 확장 중인 시설. 삼성바이오로직스 5공장, Lonza '23년 10월 기준 증설 계획에 Genetech Vacaville 시설 인수 건 반영

그림6. 삼성바이오로직스 제2바이오캠퍼스 증축 계획



자료: 삼성바이오로직스, 하이투자증권 리서치본부

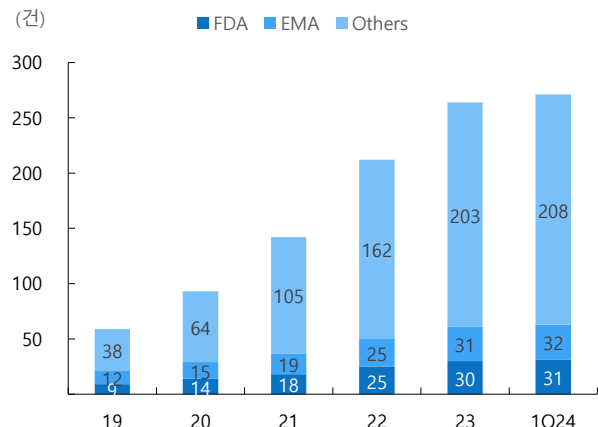
그림7. 삼성바이오로직스 CMO/CDO 누적 수주현황



자료: 삼성바이오로직스, 하이투자증권 리서치본부

주) 공시 계약금액 외 신규수주 및 물량 증가금액 합산

그림8. 삼성바이오로직스 CMO 누적승인 현황



자료: 삼성바이오로직스, 하이투자증권 리서치본부

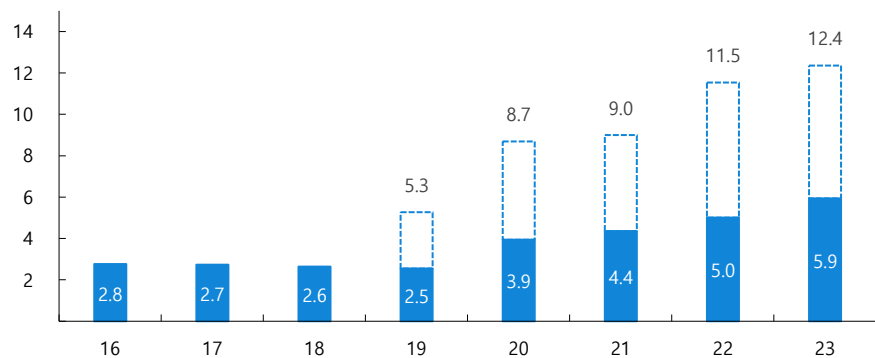
표4. '24년 YTD 삼성바이오로직스 단일판매 및 공급계약 체결 관련 공시(십억원)

일자	고객사	이전 계약 금액	변경 계약 금액	사유
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	3278	5841	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

자료: 닥트전자공시, 하이투자증권 리서치본부

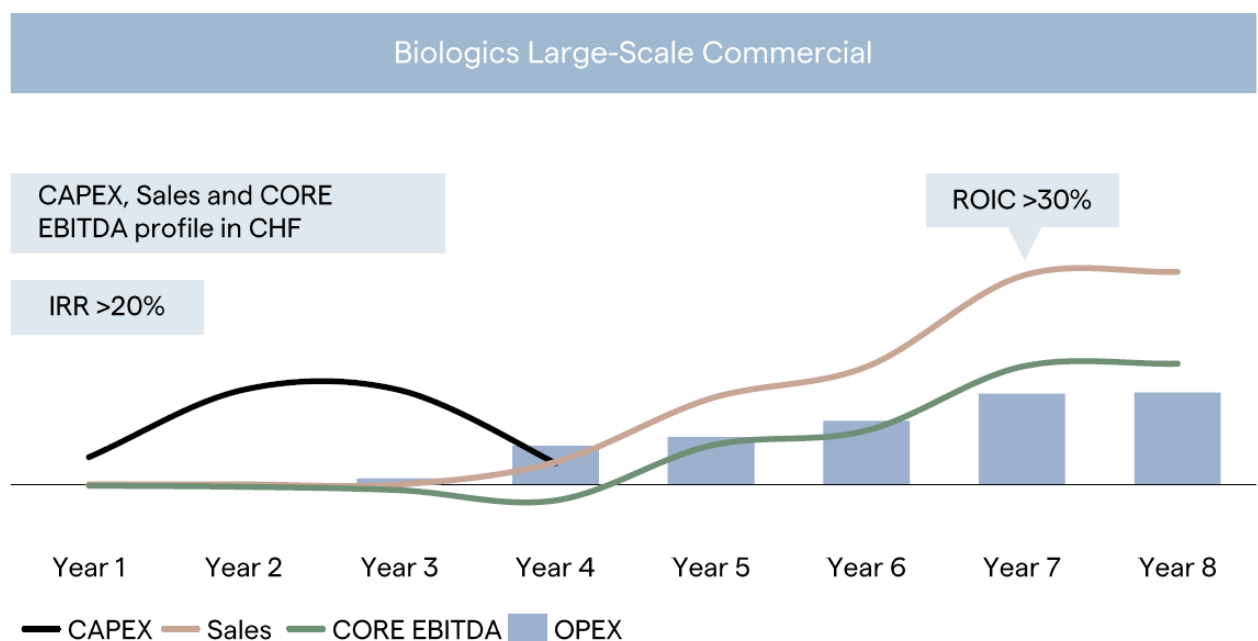
그림9. 삼성바이오로직스 연도별 CDMO 수주잔고 추이

(십억달러) ■ 수주잔고 □ 제품개발 성공시 예상수요량기준



자료: 삼성바이오로직스, 하이투자증권 리서치본부

그림10. CDMO의 CAPEX 투자 후 수익 창출 개요. 바이오의약품 대량생산의 경우 장기적인 CAPEX 투자가 필요



자료: Lonza, 하이투자증권 리서치본부

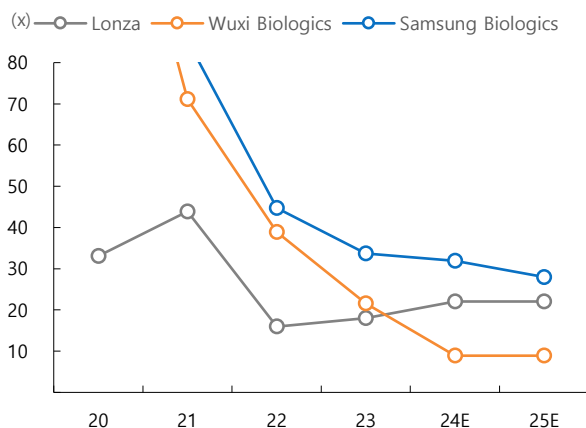
현재의 CMO, 미래의 CDO

실적 성장이 정당화한 벨류

글로벌 Peer 대비 높은 벨류에이션은 동사의 견조한 성장에서 기인한다. 동사는 만리터 이상의 대형 바이오리액터로 구성된 capacity를 기반으로 배양시간 단축 및 Up/downstream 공정효율화를 통해 생산성을 제고, 항체의약품 대량생산에 강점을 갖는다. 고객사의 수요에 대한 유연한 대응과 PCO(Product changeover)로 인한 생산 중단기간을 최소화하는 운용효율화 역량은 추가적인 장점이다. 정확한 고객수의 파악은 어렵지만 top20 빅파마를 비롯해, 높은 수요의 상업화 제품 및 후기임상 파이프라인을 갖는 고객사 다수를 확보한 것으로 추정된다.

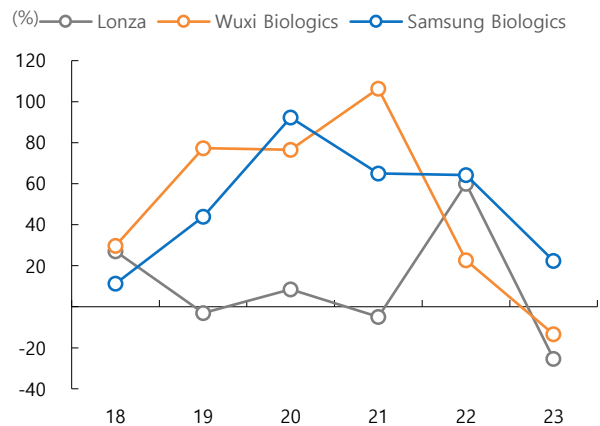
‘23년 EBITDA 기준 역성장을 보인 글로벌 peer Lonza 및 WuXi biologics와는 달리 동사는 별도기준 20% 이상의 성장을 보였다. 이는 상기한 동사의 강점이 최근 고금리 환경에서 특히 빛을 발한 것으로 판단된다. 자금조달 환경에 따라 파이프라인 우선순위 조정이 빈번하게 일어나는 바이오텍의 특성은 해당 고객사 비중이 높은 CDMO의 실적에도 영향을 미친다. Lonza의 경우 고객의 48%가 바이오텍 및 중소형 제약사로 구성되며 수주 바이오의약품의 92% 이상이 전임상/임상 단계의 물질이다. Wuxi biologics는 수주 제품의 약 90%, 전체 매출의 50% 이상을 차지한다.

그림11. 글로벌 CDMO EV/EBITDA 멀티플 (2020-2025E)



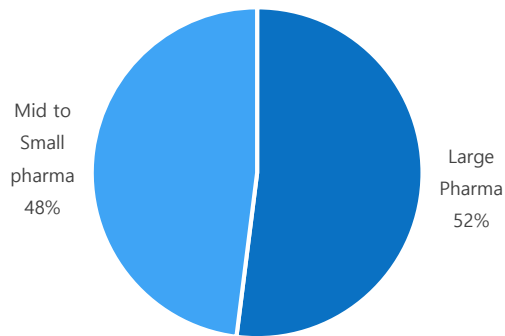
자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부
주) 24E, 25E는 Bloomberg EBITDA 추정치 적용

그림12. CDMO 피어 EBITDA YoY growth (2018-2023)



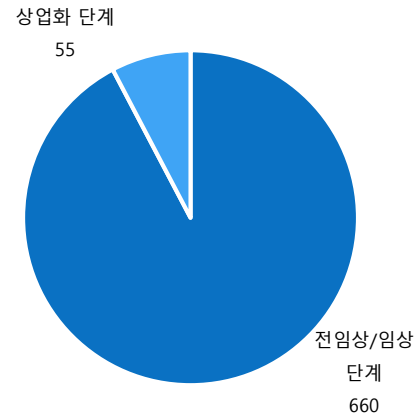
자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부
주) 달러 기준 EBITDA

그림13. Lonza 고객 구분



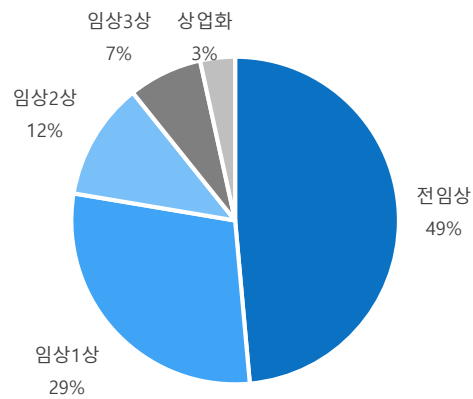
자료: Lonza, 하이투자증권 리서치본부
주) Large pharma= 매출 상위 30위 제약사

그림14. Lonza 수주 바이오의약품 구분



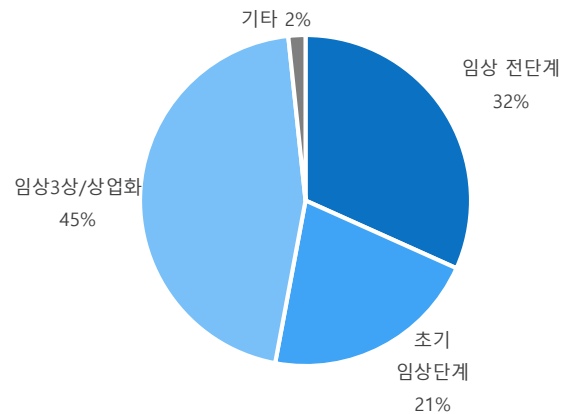
자료: Lonza, 하이투자증권 리서치본부
주) 바이오의약품은 포유동물세포, 미생물, 컨쥬게이션, DP, CGT 등 포함

그림15. Wuxi Biologics 수주 프로젝트 개발단계별 구분 (2023)



자료: Wuxi, 하이투자증권 리서치본부
주) 전체 프로젝트 698건

그림16. Wuxi Biologics 매출 개발단계별 구분 (2023)



자료: Wuxi, 하이투자증권 리서치본부
주) 초기 임상단계는 임상 1상, 2상 포함

장기 성장성에 대한 고민은 CDO로

동사의 높은 벨류에이션 부담은 향후 4공장의 매출기여도 상승과 5공장 등 추가 capacity에 대한 수주활동을 통해 점차 개선될 전망이다. 다만, 1)경쟁사의 capacity 증설, 2)향체를 대체하는 신규 모달리티/기술의 확대로 동사가 보일 성장의 속도와 폭은 둔화될 리스크가 존재한다. 특히, 매년 예상치를 상회하는 실적으로 높은 벨류에이션을 정당화한 동사인 만큼, 성장의 둔화는 기업가치에 더 큰 영향을 줄 전망이다.

전통적인 항체보다 높은 효능과 임상적 이점을 제공하는 신규 모달리티의 등장은 해당 후보물질을 위탁생산하는 글로벌 CDMO의 경쟁력과도 높은 관련성을 갖는다. 소수의 희귀질환에서 혁신을 보인 세포/유전자치료제보다 ADC, 이중항체 등 비교적 상업성이 크고 다수의 질환을 커버할 수 있는 모달리티의 영향력이 클 것으로 판단된다.

Root analysis에 의하면, 현재 ADC 생산의 약 70%가 아웃소싱되고 있으며, ADC CDMO 시장은 연평균 30%의 성장률을 보일 것으로 추정된다. ADC는 항체-링커-페이로드로 구성되어 CDMO에서 제공하는 end-to-end 서비스가 특히 장점을 갖는 모달리티이다. 각 구성요소의 개발, small scale 생산, 분석법 개발 이후에도 중합(conjugation) 공정, 최종 ADC에 대한 분석법 개발, large scale 생산 등 ADC 개발에 필요한 복잡한 단계는 CDMO에서 제공하는 통합 솔루션을 통해 단순화, 가속화가 가능하다.

현재 ADC 치료제 시장은 초기단계로 판단되며 소수의 상업화된 품목이 시장을 형성, 대부분의 파이프라인이 전임상 또는 임상2상 이하의 단계이다. 상업화 이전 초기개발부터 참여한 CDMO가 상업화 생산까지 담당하는 고객 lock-in 효과가 큰 모달리티의 특성상, 초기투자에 따른 격차는 향후 점차 커질 전망이다.

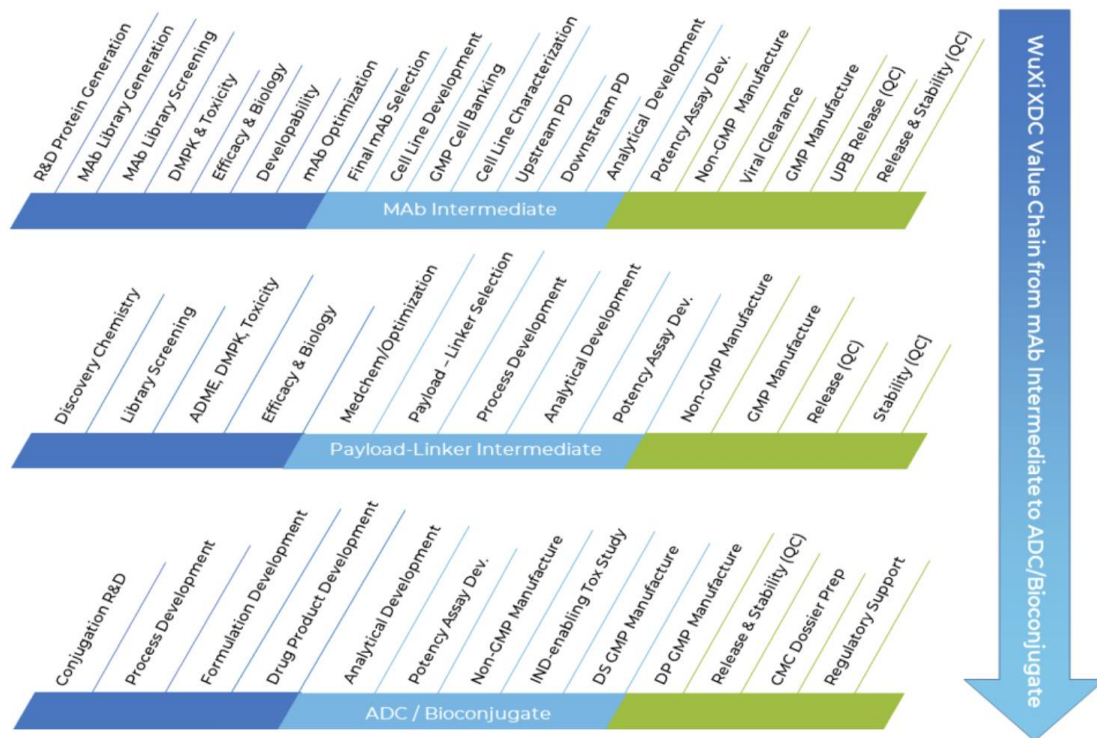
Lonza는 현재 상업화된 주요 ADC의 생산을 담당하고 있는 것으로 언급한 바 있다. 전임상단계에서도 모듈 별 솔루션 제공을 위해 스위스의 Synaffix社를 작년 6월 인수, ADC 개발의 핵심이라 할 수 있는 linker 기술을 내재화했다. 이외에도 페이로드의 다양화를 추진하여 요소 별 기술을 갖추고 있는 것으로 판단된다.

Wuxi Biologics에서 spin off한 ADC 전문 CDMO, WuxiXDC는 WuXiDARx 플랫폼을 통해 높은 균일성(homogeneous)의 ADC 개발을 지원한다. 독성이 낮은 payload를 높은 비율(DAR=8)로 중합한 엔허투의 성공으로, homogeneous/high DAR은 다수의 ADC 개발에 적용되고 있다. 23'년 기준 WuxiXDC의 매출은 YoY+114% 성장, 해당 영역의 높은 니즈를 확인할 수 있다.

동사는 CDO 사업 확대를 위해 ADC 공장을 증축, 연내 가동을 목표로 하고있다. 리가캠바이오와 ADC 개발을 위한 CDO 계약을 체결했으며 Samsung

Lifescience fund를 통해 아라리스 바이오텍, 에임드바이오 등 ADC 요소기술을 갖춘 업체에 전략적 투자를 진행한 바 있다. 아라리스 바이오텍은 항체의 변형없이 페이로드의 중합이 가능한 3세대 링커 기술을 갖춘 업체이며 에임드 바이오는 ADC에 적용할 신규 항체 스크리닝 기술과 페이로드 플랫폼을 갖추었다.

그림17. ADC CDMO 개발단계. 항체 및 링커-페이로드 중간체 각각에 대한 공정개발 후 중합(conjugation) 공정, QC, DS, DP 생산 진행



자료: WuXi XDC, 하이투자증권 리서치본부

그림18. 삼성바이오로직스 신규 CDO 서비스



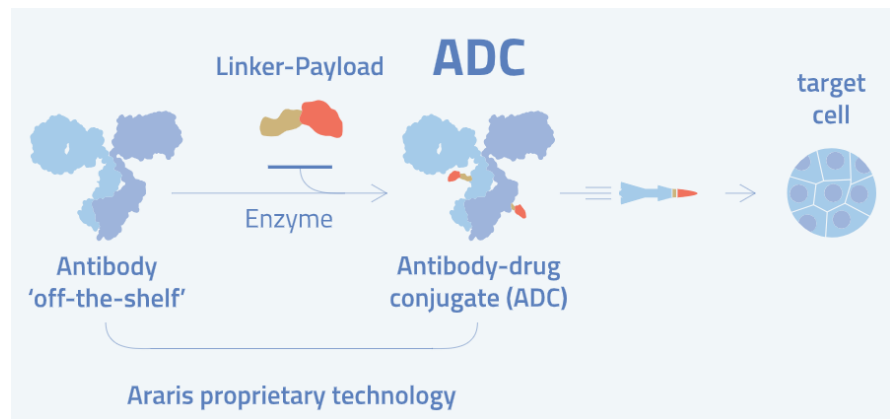
자료: 삼성바이오로직스, 하이투자증권 리서치본부

그림19. 삼성바이오로직스의 ADC 사업 확대



자료: 삼성바이오로직스, 하이투자증권 리서치본부

그림20. 아라리스 바이오텍의 linker 기술. 항체의 특정 위치에 선택적으로 페이로드 도입, 중합 후에도 자연항체의 특성 유지. 혈중에서의 높은 링커 안정성을 통해 안전성 확보



자료: Araris Biotech, 하이투자증권 리서치본부

그림21. 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				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	5,522	5,761	6,229	6,957
현금 및 현금성자산	368	610	784	723
단기금융자산	1,688	1,238	908	1,089
매출채권	689	783	913	1,039
재고자산	2,641	3,005	3,509	3,999
비유동자산	10,524	10,853	11,292	11,828
유형자산	3,880	4,354	4,917	5,559
무형자산	5,832	5,679	5,547	5,433
자산총계	16,046	16,615	17,521	18,786
유동부채	4,158	3,773	3,568	3,462
매입채무	208	237	277	315
단기차입금	655	655	655	655
유동성장기부채	733	733	733	733
비유동부채	2,058	2,058	2,058	2,058
사채	120	120	120	120
장기차입금	120	120	120	120
부채총계	6,216	5,831	5,626	5,520
지배주주지분	9,830	10,784	11,895	13,266
자본금	178	178	178	178
자본잉여금	5,663	5,663	5,663	5,663
이익잉여금	4,003	4,968	6,091	7,474
기타자본항목	-14	-26	-37	-49
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	9,830	10,784	11,895	13,266

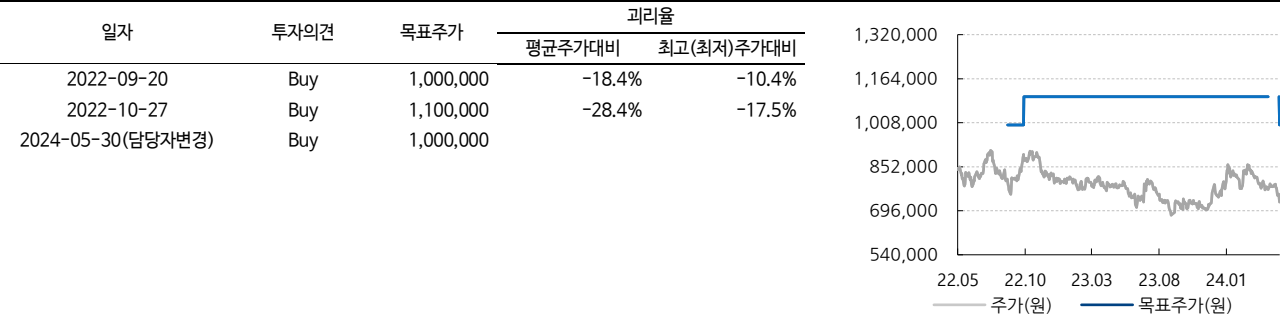
현금흐름표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	1,666	560	759	1,181
당기순이익	858	965	1,123	1,382
유형자산감가상각비	263	321	365	416
무형자산상각비	227	238	232	227
지분법관련손실(이익)	0	0	0	0
투자활동 현금흐름	-1,566	-1,509	-1,776	-2,432
유형자산의 처분(취득)	-992	-795	-928	-1,058
무형자산의 처분(취득)	-110	-85	-99	-113
금융상품의 증감	-8	-8	-8	-8
재무활동 현금흐름	-635	-158	-158	-158
단기금융부채의증감	-443	-	-	-
장기금융부채의증감	-34	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	-523	242	173	-60
기초현금및현금성자산	891	368	610	784
기말현금및현금성자산	368	610	784	723

포괄손익계산서				
(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	3,695	4,203	4,908	5,593
증가율(%)	23.1	13.8	16.8	14.0
매출원가	1,892	2,162	2,454	2,743
매출총이익	1,803	2,041	2,454	2,850
판매비와관리비	689	792	1,001	1,069
연구개발비	82	93	108	124
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	1,114	1,249	1,453	1,780
증가율(%)	13.2	12.2	16.3	22.5
영업이익률(%)	30.1	29.7	29.6	31.8
이자수익	96	77	70	77
이자비용	82	68	68	68
지분법이익(손실)	0	0	0	0
기타영업외손익	5	4	4	4
세전계속사업이익	1,120	1,254	1,451	1,786
법인세비용	262	289	328	404
세전계속이익률(%)	30.3	29.8	29.6	31.9
당기순이익	858	965	1,123	1,382
순이익률(%)	23.2	23.0	22.9	24.7
지배주주귀속 순이익	858	965	1,123	1,382
기타포괄이익	-12	-12	-12	-12
총포괄이익	846	953	1,111	1,370
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

주요투자지표				
	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표(원)				
EPS	12,051	13,560	15,779	19,419
BPS	138,119	151,515	167,129	186,385
CFPS	18,932	21,416	24,161	28,451
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER	63.1	53.6	46.1	37.4
PBR	5.5	4.8	4.3	3.9
PCR	40.1	33.9	30.1	25.6
EV/EBITDA	33.5	28.5	25.2	21.3
Key Financial Ratio(%)				
ROE	9.1	9.4	9.9	11.0
EBITDA이익률	43.4	43.0	41.8	43.3
부채비율	63.2	54.1	47.3	41.6
순부채비율	-4.4	-2.0	-0.5	-1.4
매출채권회전율(x)	5.2	5.7	5.8	5.7
재고자산회전율(x)	1.5	1.5	1.5	1.5

자료 : 삼성바이오로직스, 하이투자증권 리서치본부

삼성바이오로직스 투자의견 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.

[투자의견]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매 수): 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 : 2024-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.1%	7.9%	-