

삼성바이오로직스

(207940)

4Q24 Pre: 잠깐의 숨고르기

4Q24 Preview: (+) 환율&에피스 마일스톤, (-) 로직스 단기 수익성 저하

동사의 4Q24 연결기준 매출액은 1조 2,550억원(YoY+16.9%, QoQ+5.7%), 영업이익 2,884억원(YoY-17.6%, OPM 23.0%)으로 추정, 컨센서스 매출액 1조 2,457억원에 부합, 영업이익 3,075억원을 소폭 하회하는 실적을 기록할 전망이다. 로직스 별도기준 매출액은 1조 297억원(YoY+24.4%, QoQ-3.5%), 영업이익 3,248억원(YoY-2.8%, OPM 31.5%)으로 추정, 컨센서스 매출액 1조 321억원 및 영업이익 3,213억원에 대체로 부합할 전망이다.

상반기 5공장 가동을 앞두고 일회성 비용의 발생과 초기 램프업으로 공장 전체의 고정비 분산이 제한적인 4공장(18만L)의 매출 기여가 증가함에 따라, 단기적으로 로직스의 전분기 대비 수익성 저하(OPM -10.1%p)가 예상되나 환율 효과 및 에피스의 아일리아BS 유럽 승인에 따른 마일스톤 수령(약 380억원)으로 연결기준 실적에 미치는 영향은 다소 완화될 전망이다(QoQ OPM -5.5%p). 위탁 생산에 대한 높은 수요가 빠른 4공장 램프업으로 이어지면서 이러한 수익성 둔화는 올해 1분기부터 정상화 될 예정이다.

25년 Outlook 및 주목할 포인트: 5/6공장, 경쟁현황, 생물보안법

4공장(18만L)의 상업화 생산이 시작된 작년과 비교하여 25년의 탑라인 성장은 소폭 둔화 예상되나, 4공장 램프업과 에피스의 신제품 출시는 전체 CDMO 시장 성장률 추정치(8-10%)보다 여전히 높은 성장을 견인할 전망이다. 동사는 6공장의 예상 완공 시점을 27년으로 계획하고 있으며 약 2년의 투자기간을 반영 시, 25년 착공 소식을 기대할 수 있다. 신공장 투자는 위탁생산 수요/공급의 균형을 고려하여 결정되는 만큼, 항체 블록버스터 약물의 출시와 경쟁사의 공장 램프업 등이 주요 변수가 될 것이다.

지난 달, 글로벌 CDMO 론자는 저성장장의 CHI(Capsules and Health Ingredients) 사업부를 분리하고 높은 성장이 기대되는 CDMO 사업에 집중할 계획을 밝혔다. 이러한 개편은 지난 해의 정세에서 벗어나 올해 20%의 매출 성장(고정환율 기준)을 달성하기 위함으로, 위탁생산에 대한 견조한 수요를 간접적으로 확인할 수 있는 변화이다. Roche로부터 인수한 Vacaville 시설은 28년까지 기존 Roche向 배치 생산으로 인해 매출 확대 및 수주 확보가 제한적인 만큼, 단기적으로 경쟁사의 공급 과잉에 대한 우려는 다소 낮은 것으로 판단된다.

긴 호흡이 필요한 미국의 입법과정을 고려했을 때, 생물보안법에는 장기적인 시선이 필요하다. 단독 법안의 통과 가능성은 아직 불투명하나 트럼프 정부 하에서 심화될 미중 갈등은 Wuxi Biologics의 아일랜드 백신 공장 매각 및 Wuxi Apptec의 ATU 사업부 매각의 형태로 반영되고 있는 것으로 판단된다.

투자 의견 Buy, 목표주가 1,250,000원 유지

동사에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가 1,250,000원을 유지한다. 4Q24의 일회성 둔화 요인은 목표주가 산출에 적용한 '27년 EBITDA에 유의미한 영향이 없다. 단기적인 실적보다 주목이 필요한 것은 4/5 공장 및 경쟁사의 램프업 현황이며 생물보안법의 장기적인 내러티브는 여전히 유효하다는 판단이다.

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	1,250,000원(유지)
증가(2024. 10. 02)	983,000원
상승여력	27.2 %

Stock Indicator

자본금	178십억원
발행주식수	7,117만주
시가총액	69,964십억원
외국인지분율	13.3%
52주 주가	727,000~1,091,000원
60일평균거래량	84,956주
60일평균거래대금	83.7십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.2	-2.1	24.1	31.2
상대수익률	-0.5	1.8	36.9	34.2

Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	3,695	4,546	5,117	5,985
영업이익(십억원)	1,114	1,283	1,608	2,148
순이익(십억원)	858	1,003	1,303	1,765
EPS(원)	12,051	14,097	18,311	24,800
BPS(원)	138,119	152,052	170,200	194,836
PER(배)	63.1	69.7	53.7	39.6
PBR(배)	5.5	6.5	5.8	5.0
ROE(%)	9.1	9.7	11.4	13.6
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	33.5	36.9	30.8	24.5

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[제약/바이오]

장민환

2122-9208 minhwan.jang@imfnsec.com

표1. 삼성바이오로직스 valuation table

항목	단위	비고
① 별도 삼성바이오로직스 가치	80,138	십억원
'27년 추정 EBITDA	2,605	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	7,926	십억원
LTMEBITDA	480.4	십억원
타겟 EV/EBITDA 멀티플	16.5	Viatris 바이오퍼마 사업부매각 당시 멀티플
③ 순차입금	-264.6	십억원
④ 기업가치 (=①+②-③)	88,328	십억원
⑤ 주식수	71,174	천주
⑥ 목표주가 (=④÷⑤)	1,250,000	원
		1,241,020 원

자료: iM증권 리서치본부

표2. 삼성바이오로직스 추정치 변경(십억원)

구분	수정전		수정후		변동		비고
연결영업실적 추정	4Q24	2025E	4Q24	2025E	4Q24	2025E	
매출액	1,317	5,191	1,255.0	5,117	-4.7%	-1.4%	별도 로직스 매출 추정치 수정
영업이익	365.9	1,614	288.4	1,608	-21.2%	-0.3%	에피스 영업이익률 하향
별도영업실적 추정	4Q24	2025E	4Q24	2025E	4Q24	2025E	
매출액	1,071	4,149	1,029.7	4,028	-3.9%	-2.9%	환율 반영, CDO 매출 추정치 조정 가동률, 배치 별 단가 조정
영업이익	334.5	1,891	324.8	1,728	-2.9%	-8.6%	25E 인건비 등 판관비 조정

자료: iM증권 리서치본부

표3. 별도기준 삼성바이오로직스 분기별 요약손익계산서(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24E	2023	2024E
매출액	591	637	883	828	670	810	1,067	1,030	2,939	3,577
YoY	15.6%	26.5%	30.8%	10.7%	13.3%	27.2%	20.9%	24.4%	20.6%	21.7%
CMO	542	549	775	789	640	784	1,038	1,001	2,655	3,463
1공장	42	34	90	58	41	45	54	52	224	191
2공장	200	210	301	268	234	253	348	293	979	1,128
3공장	300	281	334	397	280	303	348	367	1,312	1,299
4공장	0	24	50	66	86	184	287	289	140	846
기타(CDO 등)	49	88	108	39	29	26	29	29	283	113
매출총이익	293	315	454	428	300	405	522	417	1,490	1,644
YoY	27.8%	35.8%	22.9%	15.9%	2.4%	28.8%	14.9%	-2.7%	24.2%	10.3%
GPM	49.6%	49.4%	51.4%	51.7%	44.9%	50.0%	48.9%	40.5%	50.7%	46.0%
영업이익	234	254	382	334	233	329	444.8	324.8	1,204	1,331.5
YoY	33.0%	47.8%	22.6%	8.3%	-0.7%	29.6%	16.5%	-2.8%	24.4%	10.6%
OPM	39.7%	39.9%	43.2%	40.3%	34.8%	40.6%	41.7%	31.5%	41.0%	37.2%

자료: iM증권 리서치본부

표4. 연결기준 삼성바이오로직스 분기별 요약손익계산서(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	2023	2024E
연결 매출액	721	866	1,034	1,074	947	1,157	1,187	1,255	3,695	4,546
YoY	41.0%	33.0%	18.4%	11.2%	31.3%	33.6%	14.8%	16.9%	23.1%	23.0%
로직스	591	637	883	828	670	810	1,067	1,030	2,939	3,577
에피스	213	256	262	289	280	530	330	318	1,020	1,459
연결조정	83	27	111	43	3	183	210	93	264	489
연결 영업이익	192	253	319	350	221	435	339	288	1,114	1,283
YoY	8.8%	49.4%	-1.9%	11.9%	15.4%	71.4%	6.3%	-17.6%	13.2%	15.2%
OPM	26.6%	29.3%	30.8%	32.6%	23.4%	37.6%	28.5%	23.0%	30.1%	28.2%
로직스	234	254	382	334	233	329	445	325	1,204	1,332
에피스	36	42	49	78	38	257	68	52	205	415
조정/PPA상각	79	43	112	62	50	152	174	88	296	464

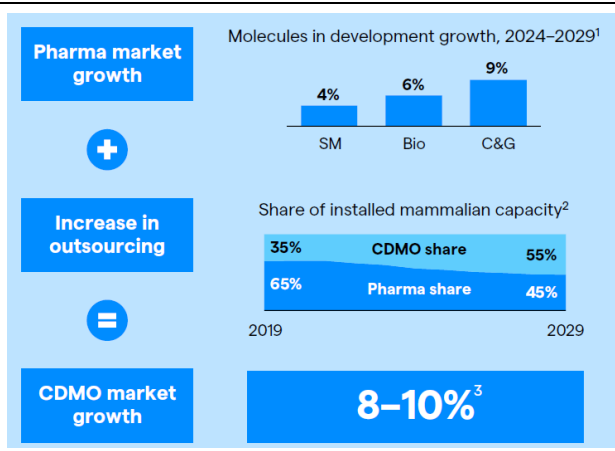
자료: iM증권 리서치본부

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

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
24.09.13	비공개(아시아)	-	1,191	'23년 06월 최초 계약 체결(공시 기준금액 미달) 후 정정계약 체결 계약기간 ~28년 12월
24.10.22	비공개(아시아)	-	17,028	신규 계약 체결 계약기간 ~37년 12월
24.11.20	비공개(유럽)	-	7,524	신규 계약 체결 계약기간 ~31년 12월
24.11.20	비공개(유럽)	-	1,780	신규 계약 체결 계약기간 ~31년 12월
24.12.17	비공개(미국)	-	1,113	신규 계약 체결 계약기간 ~30년 10월

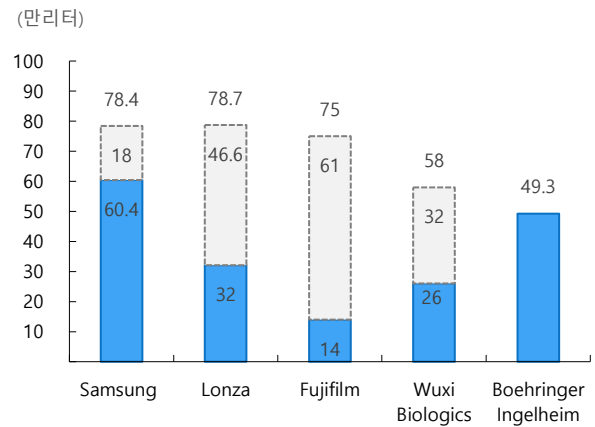
자료: 다트전자공시, iM증권 리서치본부

그림1. CDMO market outlook



자료: Lonza, iM증권 리서치본부

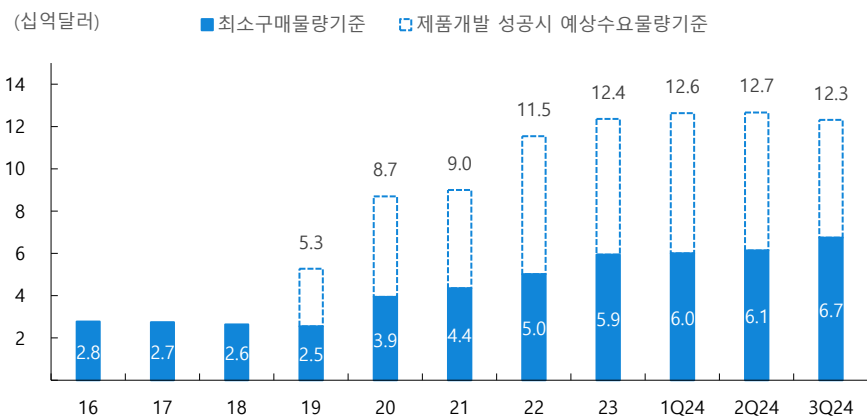
그림2. 글로벌 CDMO 업체 별 동물세포 생산 capacity



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

그림3. 삼성바이오로직스 연도별 CDMO 수주잔고 추이(~3Q24)



자료: 삼성바이오로직스, 닥트전자공시, iM증권 리서치본부

그림4. 삼성바이오로직스의 제2 바이오캠퍼스 조감도



자료: 삼성바이오로직스, iM증권 리서치본부

그림5. 삼성바이오에피스의 바이오시밀러 파이프라인

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	24.11 유럽 승인 -	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

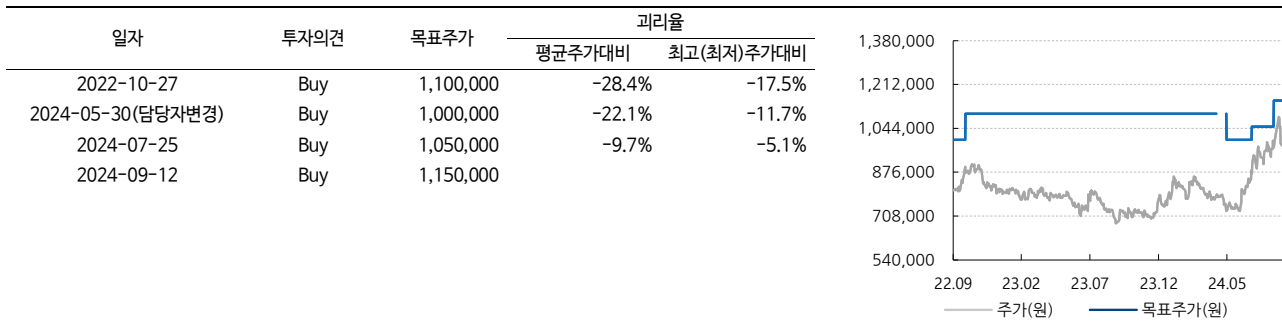
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원, %)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	5,522	5,799	6,899	8,565	매출액	3,695	4,546	5,117	5,985
현금 및 현금성자산	368	340	1,267	1,978	증가율(%)	23.1	23.0	12.6	17.0
단기금융자산	1,688	1,238	908	1,089	매출원가	1,892	2,387	2,459	2,850
매출채권	689	846	951	1,111	매출충이익	1,803	2,159	2,657	3,136
재고자산	2,641	3,250	3,658	4,279	판매비와관리비	689	876	1,049	988
비유동자산	10,524	10,873	10,852	10,845	연구개발비	82	100	113	132
유형자산	3,880	4,402	4,509	4,684	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	5,832	5,651	5,516	5,325	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	16,046	16,672	17,751	19,409	영업이익	1,114	1,283	1,608	2,148
유동부채	4,158	3,792	3,580	3,484	증가율(%)	13.2	15.2	25.4	33.6
매입채무	208	256	288	337	영업이익률(%)	30.1	28.2	31.4	35.9
단기차입금	655	655	655	655	이자수익	96	55	91	147
유동성장기부채	733	733	733	733	이자비용	82	28	10	10
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	1,306	1,685	2,281
부채총계	6,216	5,850	5,638	5,542	법인세비용	262	302	382	515
지배주주지분	9,830	10,822	12,114	13,867	세전계속이익률(%)	30.3	28.7	32.9	38.1
자본금	178	178	178	178	당기순이익	858	1,003	1,303	1,765
자본잉여금	5,663	5,663	5,663	5,663	순이익률(%)	23.2	22.1	25.5	29.5
이익잉여금	4,003	5,007	6,310	8,075	지배주주귀속 순이익	858	1,003	1,303	1,765
기타자본항목	-14	-26	-37	-49	기타포괄이익	-12	-12	-12	-12
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	846	992	1,292	1,753
자본총계	9,830	10,822	12,114	13,867	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	1,666	365	1,099	1,410	주당지표(원)				
당기순이익	858	1,003	1,303	1,765	EPS	12,051	14,097	18,311	24,800
유형자산감가상각비	263	323	354	363	BPS	138,119	152,052	170,200	194,836
무형자산상각비	227	292	289	281	CFPS	18,932	22,733	27,340	33,848
지분법관련손실(이익)	0	0	0	0	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-1,566	-1,584	-1,363	-1,889	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-992	-845	-460	-539	PER	63.1	69.7	53.7	39.6
무형자산의 처분(취득)	-110	-111	-153	-90	PBR	5.5	6.5	5.8	5.0
금융상품의 증감	-8	-8	-8	-8	PCR	40.1	43.2	36.0	29.0
재무활동 현금흐름	-635	-158	-158	-158	EV/EBITDA	33.5	36.9	30.8	24.5
단기금융부채의증감	-443	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-34	-	-	-	ROE	9.1	9.7	11.4	13.6
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	43.4	41.7	44.0	46.6
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	63.2	54.1	46.5	40.0
현금및현금성자산의증감	-523	-28	927	712	순부채비율	-4.4	0.5	-4.5	-10.4
기초현금및현금성자산	891	368	340	1,267	매출채권회전율(x)	5.2	5.9	5.7	5.8
기말현금및현금성자산	368	340	1,267	1,978	재고자산회전율(x)	1.5	1.5	1.5	1.5

자료 : 삼성바이오로직스, iM증권 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

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 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 2024-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.4%	6.9%	0.7%