

삼성바이오로직스 (207940)

매출 성장 지속 전망, 이익 성장은 제한적

4Q23Re: 컨센서스를 상회하는 실적 기록

연결 기준 매출액 1조 740억원(+11.2%YoY, 이하 YoY 생략), 영업이익 3,500억원(+11.9%, OPM 32.6%)를 기록하며 컨센서스를 상회하는 영업이익 기록. 바이오로직스 별도로는 매출액 8,279억원(+10.7%), 영업이익 3,340억원(+8.3%, OPM 40.3%)로 1~3공장이 지속적인 풀가동을 유지하고 있으며, 4공장(6만L 시설)의 매출 기여 영향.

24년 매출 성장은 견조, 이익율은 다소 낮아질 전망

24년 연결 기준 매출액 4조 2,248억원(+14.4%), 영업이익 1조 1,676억원(+4.8%, OPM 27.6%)를 기록할 것으로 전망. 24년 하반기부터 4공장 18만L 시설이 매출 기여를 시작할 것으로 예상. 바이오에피스는 산도즈와 파트너십을 체결한 SB17(스텔라라 바이오시밀러)의 미국, 유럽 허가 시점은 24년으로 예상되며 허가에 따른 마일스톤 수취가 가능할 전망.

다만, 5공장(25년 4월 가동 목표) 관련 신규 인력 채용과 하드리마의 미국 출시로 증가한 PPA 상각이 연간으로 걸쳐 반영으로 이익율은 다소 낮아지면서 제한적인 영업이익 성장 전망.

매수 의견 및 목표주가 유지

매수 의견 및 목표 주가 95만원을 유지. 4공장의 매출 기여도는 점차 높아질 전망으로 25년 말부터는 풀가동에 근접할 것으로 전망. 현재 건설 중인 4공장의 매출 기여도 26년 말부터 발생하면서 견조한 수주와 케파 확장을 통한 성장 지속될 것으로 판단. 25년부터 휴미라의 PBM 급여 제도가 예상되면서 바이오시밀러 침투가 본격화될 것으로 예상, 하드리마는 현재 휴미라 시밀러 점유율 1위 품목으로 매출 성장 가능할 것으로 기대.



하현수 제약/바이오
hyunsoo.ha@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 950,000원 (M)

현재주가 (1/24) **788,000원**

상승여력 **21%**

| | |
|-------------|---------------------|
| 시가총액 | 560,851억원 |
| 총발행주식수 | 71,174,000주 |
| 60일 평균 거래대금 | 424억원 |
| 60일 평균 거래량 | 57,477주 |
| 52주 고/저 | 817,000원 / 680,000원 |
| 외인지분율 | 11.00% |
| 배당수익률 | 0.00% |
| 주요주주 | 삼성물산 외 3인 |

| 주가수익률 (%) | 1개월 | 3개월 | 12개월 |
|-----------|------|-----|-------|
| 절대 | 9.4 | 6.8 | (1.5) |
| 상대 | 15.2 | 3.0 | (4.5) |
| 절대 (달러환산) | 6.7 | 7.3 | (9.0) |

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

| | 4Q23P | 전년동기대비 | 전분기대비 | 컨센서스 | 컨센서스대비 |
|------------|-------|-----------|----------|-------|----------|
| 매출액 | 1,074 | 11.2 | 3.8 | 1,064 | 0.9 |
| 영업이익 | 350 | 11.9 | 9.9 | 317 | 10.4 |
| 세전계속사업이익 | 356 | -10.5 | 12.5 | 318 | 12.1 |
| 지배순이익 | 291 | -21.3 | 21.1 | 254 | 14.6 |
| 영업이익률 (%) | 32.6 | +0.2 %pt | +1.8 %pt | 29.8 | +2.8 %pt |
| 지배순이익률 (%) | 27.1 | -11.2 %pt | +3.9 %pt | 23.9 | +3.2 %pt |

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월) | 2021A | 2022A | 2023F | 2024F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 1,568 | 3,001 | 3,695 | 4,225 |
| 영업이익 | 537 | 984 | 1,114 | 1,168 |
| 지배순이익 | 394 | 798 | 858 | 899 |
| PER | 142.7 | 72.2 | 63.0 | 62.4 |
| PBR | 11.2 | 6.5 | 5.5 | 5.2 |
| EV/EBITDA | 80.2 | 44.0 | 34.0 | 32.9 |
| ROE | 8.2 | 11.4 | 9.1 | 8.7 |

자료: 유안타증권

4Q23 삼성바이오로직스(연결) 실적 리뷰

(단위: 십억원)

| | 4Q23P | 4Q22 | YoY | 4Q23 | QoQ | 컨센서스 | 차이 | 당사 추정 | 차이 |
|-------|--------|-------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|
| 매출액 | 1073.5 | 965.5 | +11.2% | 1034.0 | +3.8% | 1063.5 | +0.9% | 1081.8 | -0.8% |
| 영업이익 | 350.0 | 312.8 | +11.9% | 318.5 | +9.9% | 316.9 | +10.4% | 306.3 | +14.3% |
| 영업이익률 | 32.6% | 32.4% | +0.2%pt | 30.8% | +1.8%pt | 29.8% | +2.8%pt | 28.3% | +4.3%pt |

자료: 유안타증권 리서치센터

삼성바이오로직스 실적 추정(연결)

(단위: 십억원)

| | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23P | 1Q24E | 2Q24E | 3Q24E | 4Q24E | 2022 | 2023E | 2024E |
|-------|-------|-------|--------|--------|-------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 720.9 | 866.2 | 1034.0 | 1073.5 | 976.5 | 1043.1 | 1024.5 | 1180.8 | 3001.2 | 3694.6 | 4224.8 |
| YoY | 41.0% | 33.0% | 18.4% | 11.2% | 35.5% | 20.4% | (0.9%) | 10.0% | 91.4% | 23.1% | 14.4% |
| 영업 이익 | 191.7 | 253.4 | 318.5 | 350.0 | 237.1 | 283.9 | 283.7 | 362.9 | 983.6 | 1113.6 | 1167.6 |
| YoY | 8.7% | 49.4% | (1.9%) | 11.9% | 23.7% | 12.0% | (10.9%) | 3.7% | 83.1% | 13.2% | 4.8% |
| OPM | 26.6% | 29.3% | 30.8% | 32.6% | 24.3% | 27.2% | 27.7% | 30.7% | 32.8% | 30.1% | 27.6% |

자료: 유안타증권 리서치센터

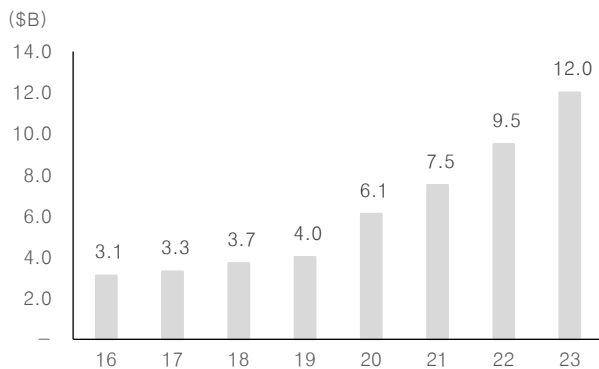
삼성바이오로직스 실적 추정(별도)

(단위: 십억원)

| | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23P | 1Q24E | 2Q24E | 3Q24E | 4Q24E | 2022 | 2023E | 2024E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|-------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 591.0 | 637.2 | 882.7 | 827.9 | 769.9 | 815.7 | 856.6 | 870.5 | 2437.3 | 2938.8 | 3312.7 |
| YoY | 15.6% | 26.5% | 30.8% | 10.7% | 30.3% | 28.0% | (3.0%) | 5.1% | 55.4% | 20.6% | 12.7% |
| 1공장 | 84.0 | 89.3 | 101.2 | 99.8 | 95.1 | 98.1 | 97.1 | 100.4 | 348.9 | 374.0 | 390.6 |
| 2공장 | 194.1 | 206.2 | 240.5 | 233.0 | 219.0 | 230.5 | 227.6 | 231.5 | 817.8 | 873.0 | 908.5 |
| 3공장 | 263.5 | 279.6 | 321.8 | 322.1 | 293.7 | 308.2 | 310.5 | 308.4 | 1097.0 | 1185.9 | 1220.8 |
| 4공장 | - | - | 107.4 | 111.2 | 110.0 | 109.2 | 143.3 | 169.1 | - | 218.3 | 531.7 |
| 기타 | 49.5 | 62.5 | 111.7 | 61.8 | 52.1 | 69.7 | 78.2 | 61.0 | 173.6 | 287.6 | 261.0 |
| 매출 총이익 | 293.4 | 314.7 | 453.9 | 428.3 | 370.3 | 407.8 | 445.4 | 454.4 | 1196.4 | 1490.3 | 1678.0 |
| 판매 관리비 | 59.0 | 60.6 | 72.3 | 94.3 | 96.2 | 103.6 | 102.8 | 104.5 | 228.2 | 286.2 | 407.1 |
| 영업 이익 | 234.4 | 254.1 | 381.6 | 334.0 | 274.1 | 304.3 | 342.6 | 349.9 | 968.1 | 1204.1 | 1270.9 |
| YoY | 32.9% | 47.8% | 22.5% | 8.3% | 16.9% | 19.7% | (10.2%) | 4.8% | 80.4% | 24.4% | 5.5% |
| OPM | 39.7% | 39.9% | 43.2% | 40.3% | 35.6% | 37.3% | 40.0% | 40.2% | 39.7% | 41.0% | 38.4% |

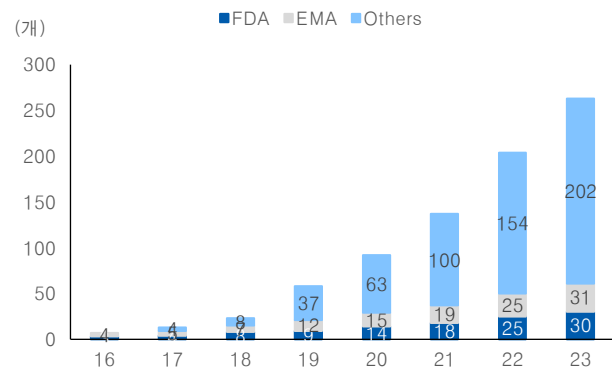
자료: 유안타증권 리서치센터

누적 수주 규모



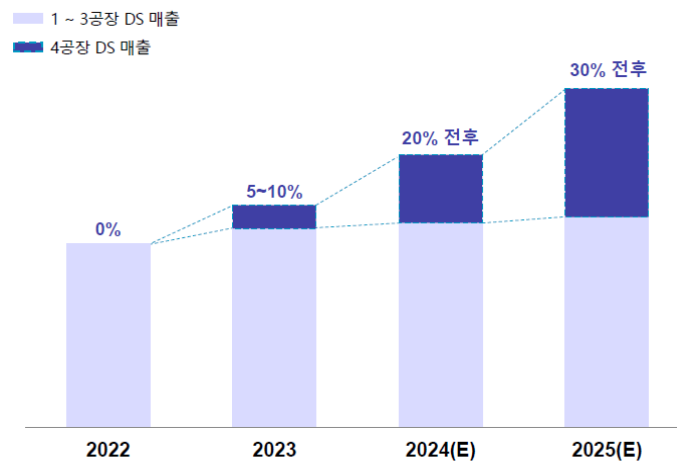
자료: 삼성바이오로직스, 유안타증권 리서치센터

누적 CMO 품목 승인 현황



자료: 삼성바이오로직스, 유안타증권 리서치센터

4공장 매출 기여 전망



* '24년 및 '25년 동일 환율 가정

자료: 삼성바이오로직스

삼성바이오로직스 공장 현황

(단위: 억원)

| | 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

삼성바이오로직스 (207940) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 손익계산서 (단위: 십억원) | | | | | |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 결산(12월) | 2021A | 2022A | 2023F | 2024F | 2025F |
| 매출액 | 1,568 | 3,001 | 3,695 | 4,225 | 4,939 |
| 매출원가 | 842 | 1,533 | 1,892 | 2,270 | 2,611 |
| 매출총이익 | 726 | 1,468 | 1,803 | 1,955 | 2,328 |
| 판매비 | 189 | 485 | 689 | 787 | 827 |
| 영업이익 | 537 | 984 | 1,114 | 1,168 | 1,502 |
| EBITDA | 699 | 1,292 | 1,603 | 1,713 | 2,009 |
| 영업외손익 | 24 | 25 | 6 | -3 | 23 |
| 외환관련손익 | 18 | -64 | 3 | 0 | 0 |
| 이자손익 | -5 | -11 | 4 | -19 | 8 |
| 관계기업관련손익 | 14 | 27 | -1 | 1 | 1 |
| 기타 | -3 | 72 | 0 | 15 | 15 |
| 법인세비용차감전순이익 | 561 | 1,009 | 1,120 | 1,164 | 1,525 |
| 법인세비용 | 168 | 211 | 262 | 266 | 345 |
| 계속사업순이익 | 394 | 798 | 858 | 899 | 1,180 |
| 중단사업순이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 394 | 798 | 858 | 899 | 1,180 |
| 지배지분순이익 | 394 | 798 | 858 | 899 | 1,180 |
| 포괄순이익 | 392 | 805 | 847 | 877 | 1,159 |
| 지배지분포괄이익 | 392 | 805 | 847 | 877 | 1,159 |

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

| 현금흐름표 (단위: 십억원) | | | | | |
|-----------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 결산(12월) | 2021A | 2022A | 2023F | 2024F | 2025F |
| 영업활동 현금흐름 | 455 | 953 | 1,064 | 2,262 | 2,707 |
| 당기순이익 | 394 | 798 | 858 | 899 | 1,180 |
| 감가상각비 | 155 | 184 | 260 | 274 | 254 |
| 외환손익 | -2 | 95 | 1 | 0 | 0 |
| 중속, 관계기업관련손익 | -14 | -27 | 1 | -1 | -1 |
| 자산부채의 증감 | -235 | -263 | -262 | 821 | 994 |
| 기타현금흐름 | 157 | 166 | 207 | 269 | 280 |
| 투자활동 현금흐름 | -933 | -3,106 | -1,577 | -1,355 | -371 |
| 투자자산 | -362 | 736 | 106 | -8 | -9 |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -406 | -957 | -1,117 | -1,185 | -178 |
| 유형자산 감소 | 0 | 0 | 3 | 0 | 0 |
| 기타현금흐름 | -165 | -2,886 | -568 | -162 | -184 |
| 재무활동 현금흐름 | 497 | 3,000 | -334 | 16 | 18 |
| 단기차입금 | 21 | 667 | -57 | 16 | 18 |
| 사채 및 장기차입금 | 486 | 577 | -240 | 0 | 0 |
| 자본 | 0 | 3,188 | 0 | 0 | 0 |
| 현금배당 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타현금흐름 | -10 | -1,432 | -37 | 0 | 0 |
| 연결범위변동 등 기타 | 1 | -3 | 91 | -887 | -1,202 |
| 현금의 증감 | 19 | 843 | -755 | 35 | 1,153 |
| 기초 현금 | 29 | 47 | 891 | 135 | 170 |
| 기말 현금 | 47 | 891 | 135 | 170 | 1,323 |
| NOPLAT | 537 | 984 | 1,114 | 1,168 | 1,502 |
| FCF | 48 | -4 | -53 | 1,077 | 2,529 |

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

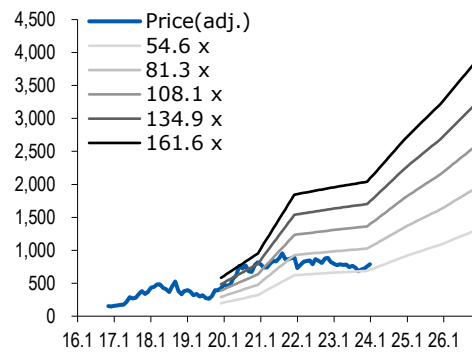
| 재무상태표 (단위: 십억원) | | | | | |
|-----------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 결산(12월) | 2021A | 2022A | 2023F | 2024F | 2025F |
| 유동자산 | 2,823 | 6,458 | 5,766 | 6,614 | 8,445 |
| 현금및현금성자산 | 47 | 891 | 135 | 170 | 1,323 |
| 매출채권 및 기타채권 | 366 | 733 | 861 | 988 | 1,091 |
| 재고자산 | 1,013 | 2,376 | 2,940 | 3,443 | 3,811 |
| 비유동자산 | 5,147 | 10,124 | 10,495 | 11,143 | 10,822 |
| 유형자산 | 2,207 | 3,417 | 4,131 | 5,043 | 4,967 |
| 관계기업 등 지분관련자산 | 2,661 | 31 | 34 | 38 | 42 |
| 기타투자자산 | 27 | 39 | 44 | 49 | 54 |
| 자산총계 | 7,970 | 16,582 | 16,261 | 17,756 | 19,266 |
| 유동부채 | 1,107 | 4,182 | 4,134 | 4,575 | 4,726 |
| 매입채무 및 기타채무 | 407 | 1,771 | 1,215 | 1,520 | 1,517 |
| 단기차입금 | 50 | 583 | 510 | 510 | 510 |
| 유동성장기부채 | 110 | 556 | 1,056 | 1,056 | 1,056 |
| 비유동부채 | 1,872 | 3,416 | 2,295 | 2,473 | 2,674 |
| 장기차입금 | 576 | 466 | 230 | 230 | 230 |
| 사채 | 539 | 499 | 119 | 119 | 119 |
| 부채총계 | 2,979 | 7,598 | 6,429 | 7,048 | 7,399 |
| 지배지분 | 4,991 | 8,984 | 9,832 | 10,709 | 11,867 |
| 자본금 | 165 | 178 | 178 | 178 | 178 |
| 자본잉여금 | 2,487 | 5,663 | 5,663 | 5,663 | 5,663 |
| 이익잉여금 | 2,347 | 3,146 | 4,004 | 4,902 | 6,082 |
| 비지배지분 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본총계 | 4,991 | 8,984 | 9,832 | 10,709 | 11,867 |
| 순차입금 | -79 | -670 | 492 | 312 | -1,006 |
| 총차입금 | 1,293 | 2,537 | 2,239 | 2,255 | 2,273 |

| Valuation 지표 (단위: 원, 배, %) | | | | | |
|----------------------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 결산(12월) | 2021A | 2022A | 2023F | 2024F | 2025F |
| EPS | 5,878 | 11,411 | 12,055 | 12,626 | 16,580 |
| BPS | 74,537 | 126,233 | 138,135 | 150,459 | 166,737 |
| EBITDAPS | 10,440 | 18,472 | 22,528 | 24,065 | 28,232 |
| SPS | 23,416 | 42,914 | 51,909 | 59,359 | 69,393 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| PER | 142.7 | 72.2 | 63.0 | 62.4 | 47.5 |
| PBR | 11.2 | 6.5 | 5.5 | 5.2 | 4.7 |
| EV/EBITDA | 80.2 | 44.0 | 34.0 | 32.9 | 27.4 |
| PSR | 35.8 | 19.2 | 14.6 | 13.3 | 11.4 |

| 재무비율 (단위: 배, %) | | | | | |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 결산(12월) | 2021A | 2022A | 2023F | 2024F | 2025F |
| 매출액 증가율 (%) | 34.6 | 91.4 | 23.1 | 14.4 | 16.9 |
| 영업이익 증가율 (%) | 83.5 | 83.1 | 13.2 | 4.8 | 28.6 |
| 지배순이익 증가율 (%) | 63.3 | 102.8 | 7.5 | 4.7 | 31.3 |
| 매출총이익률 (%) | 46.3 | 48.9 | 48.8 | 46.3 | 47.1 |
| 영업이익률 (%) | 34.3 | 32.8 | 30.1 | 27.6 | 30.4 |
| 지배순이익률 (%) | 25.1 | 26.6 | 23.2 | 21.3 | 23.9 |
| EBITDA 마진 (%) | 44.6 | 43.0 | 43.4 | 40.5 | 40.7 |
| ROIC | 15.0 | 12.5 | 8.6 | 8.6 | 10.5 |
| ROA | 5.5 | 6.5 | 5.2 | 5.3 | 6.4 |
| ROE | 8.2 | 11.4 | 9.1 | 8.7 | 10.5 |
| 부채비율 (%) | 59.7 | 84.6 | 65.4 | 65.8 | 62.3 |
| 순차입금/자기자본 (%) | -1.6 | -7.5 | 5.0 | 2.9 | -8.5 |
| 영업이익/금융비용 (배) | 36.5 | 15.4 | 13.4 | 13.8 | 17.6 |

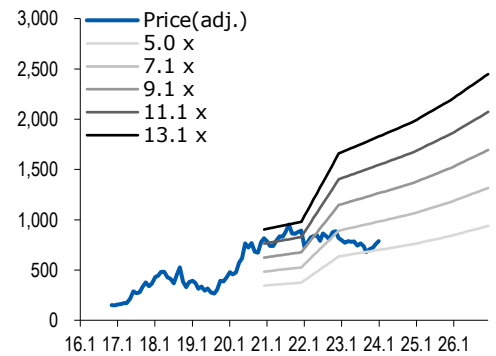
P/E band chart

(천원)



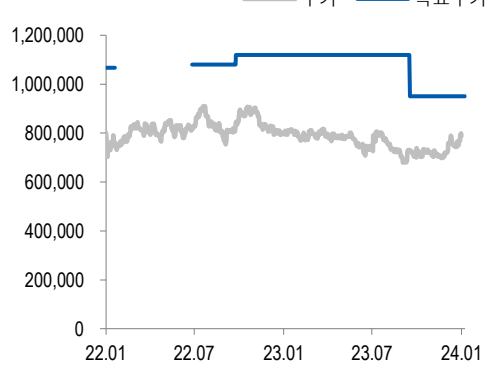
P/B band chart

(천원)



삼성바이오로직스 (207940) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



| 일자 | 투자 의견 | 목표가 (원) | 목표가격 대상시점 | 과리율 | |
|------------|----------|-----------|-----------|---------|--------------|
| | | | | 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가 대비 |
| 2024-01-25 | BUY | 950,000 | 1년 | | |
| 2023-10-10 | BUY | 950,000 | 1년 | | |
| 2022-10-18 | BUY | 1,120,000 | 1년 | -29.11 | -19.02 |
| 2022-07-20 | BUY | 1,080,000 | 1년 | -22.84 | -15.74 |
| 담당자변경 | | | | | |
| 2022-01-27 | 1년 경과 이후 | | 1년 | -28.68 | -25.93 |
| 2021-01-27 | BUY | 1,067,360 | 1년 | -21.31 | -6.30 |

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) | 88.8 |
| Hold(중립) | 11.2 |
| Sell(비중축소) | 0 |
| 합계 | 100.0 |

주: 기준일 2024-01-24

※ 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: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%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 투자사결정은 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.

