

삼성바이오로직스 (207940)

항체 의약품 산업의 필수 기업

면역관문억제제 더 오래, 더 먼저

면역관문억제제의 수요가 지속적으로 증가할 것으로 전망한다. 면역관문억제제는 초기 암환자의 수술 전후 보조요법 관련 임상 성공을 발표하고 있으며, 허가로 이어지고 있으며 이는 기존 시장이었던 진행 및 전이성 환자들에서 수술 환자들까지 확대되면서 신규 시장 수요를 발생시킬 것으로 기대한다. 기존 시장에서는 병용 요법, 특히 ADC 관련된 병용 요법들이 다수 등장할 것으로 전망되며 ORR과 mPFS 개선은 수요 증가로 이어질 것으로 기대한다.

중장기적으로 알츠하이머병 치료제들의 성장이 항체 의약품 수요 증가를 견인할 수 있을 것으로 기대하며, amyloid PET, MRI 등에 대한 접근성 확대가 알츠하이머병 치료제 시장 성장을 가속화 할 수 있을 것으로 판단한다.

제2캠퍼스 건설 계획

동사는 현재 5공장을 건설 중이며 이후 32년까지 6~8공장을 순차적으로 건설할 계획을 발표했다. CDMO 기업들이 지속적으로 생산 시설을 확대하면서 배치 단가 하락 등에 대한 우려가 제기되었으나 동사는 2,3분기 컨퍼런스콜에서 가격 하락 움직임은 확인되고 있지 않다고 발표했으며 공격적인 시설 확장 계획은 시장내 CDMO 수요 증가 추세가 견조하기 때문으로 판단한다.

의미가 다를 ADC CDMO 수주

4공장 가동 효과와 중장기적으로 5~8공장 건설 및 수주가 이어지면서 견조한 성장 추이는 장기간 지속될 수 있을 것으로 판단하나, 동사 항체 CDMO 사업에 대한 기대치가 높아진 상황으로 더 이상 신규 공장 건설 및 대형 수주가 동사 주가를 견인하기는 어려울 것으로 전망한다. 다만, 신규 CDMO 모델리티로 선택한 ADC 관련 수주는 동사 주가의 트리거가 될 수 있을 것으로 보이며, 고성장이 예상되는 ADC에서의 동사 기술력을 평가할 수 있을 것이다.



하현수 제약/바이오
hyunsoo.ha@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 950,000원 (M)

현재주가 (11/14) **720,000원**

상승여력 **30%**

시가총액	520,994억원
총발행주식수	71,174,000주
60일 평균 거래대금	369억원
60일 평균 거래량	50,962주
52주 고/저	906,000원 / 680,000원
외인지분율	10.21%
배당수익률	0.00%
주요주주	삼성물산 외 3 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	1.5	(7.8)	(19.2)
상대	0.3	(4.7)	(19.4)
절대 (달러환산)	5.4	(5.7)	(18.2)

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	4Q23E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,034	7.1	0.0	1,055	-2.0
영업이익	301	-3.8	-5.6	319	-5.6
세전계속사업이익	305	-23.3	-2.9	306	-0.3
지배순이익	240	-35.1	0.6	259	-7.4
영업이익률 (%)	29.1	-3.3 %pt	-1.7 %pt	30.2	-1.1 %pt
지배순이익률 (%)	23.2	-15.1 %pt	+0.1 %pt	24.6	-1.4 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	1,568	3,001	3,655	4,203
영업이익	537	984	1,064	1,309
지배순이익	394	798	805	1,003
PER	142.7	72.2	64.7	51.9
PBR	11.2	6.5	5.3	4.8
EV/EBITDA	80.2	44.0	34.4	29.5
ROE	8.2	11.4	8.6	9.7

자료: 유안타증권

삼성바이오로직스 실적 추정(연결)

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
매출액	720.9	866.2	1034.0	1033.7	966.1	1017.8	1099.9	1119.2	3001.2	3654.8	4203.0
YoY	41.0%	33.0%	18.4%	7.1%	34.0%	17.5%	6.4%	8.3%	91.4%	21.8%	15.0%
영업 이익	191.7	253.4	318.5	300.8	292.2	306.0	354.8	356.0	983.6	1064.4	1309.1
YoY	8.7%	49.4%	(1.9%)	(3.8%)	52.4%	20.8%	11.4%	18.4%	83.1%	8.2%	23.0%
OPM	26.6%	29.3%	30.8%	29.1%	30.2%	30.1%	32.3%	31.8%	32.8%	29.1%	31.1%

자료: 유안타증권 리서치센터

삼성바이오로직스 실적 추정(별도)

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
매출액	591.0	637.2	882.7	840.7	803.8	840.2	912.0	905.6	2437.3	2951.6	3461.6
YoY	15.6%	26.5%	30.8%	12.4%	36.0%	31.9%	3.3%	7.7%	55.4%	21.1%	17.3%
1공장	84.0	89.3	123.1	99.9	98.3	102.3	104.6	104.6	348.3	396.1	409.8
2공장	194.1	206.2	283.0	233.1	228.3	237.4	238.3	238.3	782.4	916.4	942.4
3공장	263.5	279.6	375.4	322.2	315.9	322.4	322.5	322.6	1068.8	1240.3	1283.4
4공장	-	-	107.4	111.2	109.6	114.0	138.8	165.2	-	218.6	527.6
기타	49.5	62.6	106.0	74.4	51.7	64.1	107.7	74.9	293.5	292.4	298.4
매출 총이익	293.4	314.7	453.9	420.3	420.3	401.9	419.2	462.4	1196.4	1482.3	1745.4
판매 관리비	59.0	60.6	72.3	69.8	69.1	70.6	73.0	72.4	228.2	261.7	285.1
영업 이익	234.4	254.1	381.6	350.6	332.8	348.7	389.4	389.4	968.1	1220.7	1460.3
YoY	32.9%	47.8%	22.5%	13.6%	42.0%	37.2%	2.0%	11.1%	80.4%	26.1%	19.6%
OPM	39.7%	39.9%	43.2%	41.7%	41.4%	41.5%	42.7%	43.0%	39.7%	41.4%	42.2%

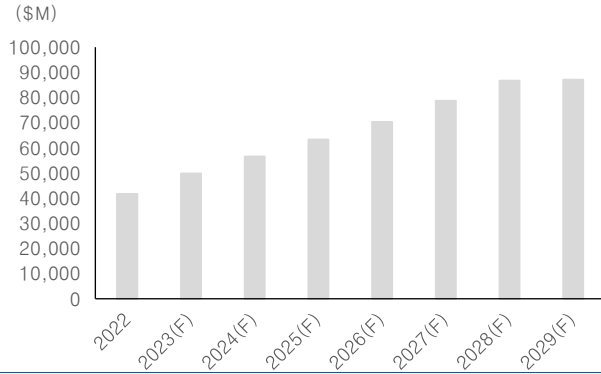
자료: 유안타증권 리서치센터

삼성바이오로직스 공장 현황

	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 완공 목표	27년 건설 목표	~32년 건설 목표

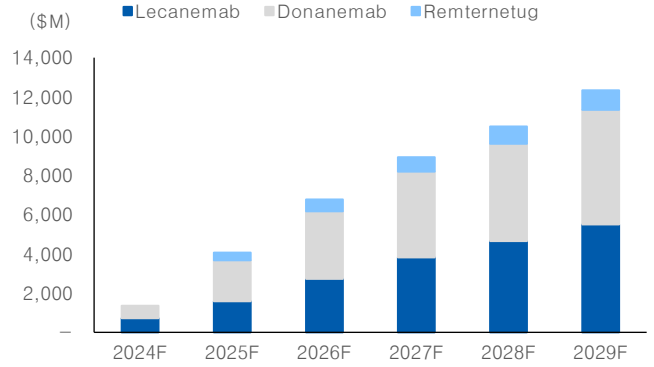
자료: 삼성바이오로직스, 유안타증권 리서치센터

면역관문억제제 매출 전망



자료: Global data, 유안타증권 리서치센터

알츠하이머 치료제 매출 전망



자료: Global data, 유안타증권 리서치센터

삼성바이오에피스 시밀러 파이프라인

Indication	Original	프로젝트	Product		현황			마케팅파트너 / 출시연도	
			EU	US	Ph Ⅲ	Approval	Launch	EU	US
자가 면역 질환	Enbrel® (Etanercept)	SB4	Benepali	Eticovo				Biogen('16)	TBD
	Remicade® (Infliximab)	SB2	Flixabi	Renflexis				Biogen('16)	Organon('17)
	Humira® (Adalimumab)	SB5	Imraldi	Hadlima				Biogen('18)	Organon('23)
	Stelara® (Ustekinumab)	SB17	-	-		준비중		Sandoz	Sandoz
종양 질환	Herceptin® (Trastuzumab)	SB3	Ontruzant	Ontruzant				Organon('18)	Organon('20)
	Avastin® (Bevacizumab)	SB8	Aybintio	-				Organon('20)	TBD
안질환	Lucentis® (Ranibizumab)	SB11	Byooviz	Byooviz				Biogen('23)	Biogen('22)
	Eylea® (Aflibercept)	SB15	-	-		준비중		Biogen	Biogen
혈액 질환	Soliris® (Eculizumab)	SB12	Epysqli	-				Samsung Bioepis('23)	TBD
골격계 질환	Prolia® (Denosumab)	SB16	-	-		준비중		TBD	TBD

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	3,655	4,203	4,901
매출원가	842	1,533	1,899	2,162	2,425
매출총이익	726	1,468	1,756	2,041	2,476
판매비	189	485	692	732	784
영업이익	537	984	1,064	1,309	1,692
EBITDA	699	1,292	1,487	1,721	2,082
영업외손익	24	25	3	11	48
외환관련손익	18	-64	-4	0	0
이자손익	-5	-11	28	39	76
관계기업관련손익	14	27	0	1	1
기타	-3	72	-21	-29	-29
법인세비용차감전순이익	561	1,009	1,067	1,320	1,740
법인세비용	168	211	262	317	415
계속사업순이익	394	798	805	1,003	1,325
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	394	798	805	1,003	1,325
지배지분순이익	394	798	805	1,003	1,325
포괄순이익	392	805	805	1,002	1,324
지배지분포괄이익	392	805	805	1,002	1,324

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	1,530	2,059	2,159
당기순이익	394	798	805	1,003	1,325
감가상각비	155	184	240	235	221
외환손익	-2	95	6	0	0
중속, 관계기업관련손익	-14	-27	0	-1	-1
자산부채의 증감	-235	-263	327	571	331
기타현금흐름	157	166	151	251	283
투자활동 현금흐름	-933	-3,106	-2,415	-1,389	-633
투자자산	-362	736	96	-6	-14
유형자산 증가 (CAPEX)	-406	-957	-1,217	-1,185	-178
유형자산 감소	0	0	3	0	0
기타현금흐름	-165	-2,886	-1,297	-198	-441
재무활동 현금흐름	497	3,000	-165	13	28
단기차입금	21	667	41	13	28
사채 및 장기차입금	486	577	-178	0	0
자본	0	3,188	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-10	-1,432	-28	0	0
연결범위변동 등 기타	1	-3	1,198	-484	-84
현금의 증감	19	843	149	199	1,469
기초 현금	29	47	891	1,040	1,239
기말 현금	47	891	1,040	1,239	2,708
NOPLAT	537	984	1,064	1,309	1,692
FCF	48	-4	313	874	1,981

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

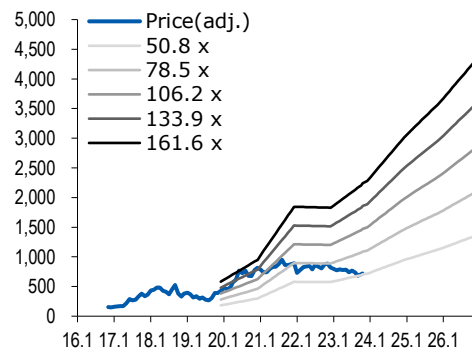
재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	2,823	6,458	6,894	7,577	10,131
현금및현금성자산	47	891	1,040	1,239	2,708
매출채권 및 기타채권	366	733	785	849	995
재고자산	1,013	2,376	2,544	2,754	3,225
비유동자산	5,147	10,124	10,713	11,492	11,295
유형자산	2,207	3,417	4,322	5,272	5,229
관계기업 등 지분관련자산	2,661	31	33	36	42
기타투자자산	27	39	42	46	54
자산총계	7,970	16,582	17,607	19,070	21,426
유동부채	1,107	4,182	4,400	4,670	5,273
매입채무 및 기타채무	407	1,771	1,896	2,053	2,404
단기차입금	50	583	614	614	614
유동성장기부채	110	556	529	529	529
비유동부채	1,872	3,416	3,417	3,608	4,037
장기차입금	576	466	374	374	374
사채	539	499	499	499	499
부채총계	2,979	7,598	7,818	8,278	9,310
지배지분	4,991	8,984	9,789	10,791	12,116
자본금	165	178	178	178	178
자본잉여금	2,487	5,663	5,663	5,663	5,663
이익잉여금	2,347	3,146	3,951	4,954	6,279
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	4,991	8,984	9,789	10,791	12,116
순차입금	-79	-670	-1,015	-1,397	-3,278
총차입금	1,293	2,537	2,400	2,412	2,440

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	5,878	11,411	11,316	14,093	18,623
BPS	74,537	126,233	137,539	151,617	170,224
EBITDAPS	10,440	18,472	20,894	24,179	29,251
SPS	23,416	42,914	51,350	59,052	68,852
DPS	0	0	0	0	0
PER	142.7	72.2	64.7	51.9	39.3
PBR	11.2	6.5	5.3	4.8	4.3
EV/EBITDA	80.2	44.0	34.4	29.5	23.5
PSR	35.8	19.2	14.3	12.4	10.6

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액 증가율 (%)	34.6	91.4	21.8	15.0	16.6
영업이익 증가율 (%)	83.5	83.1	8.2	23.0	29.3
지배순이익 증가율 (%)	63.3	102.8	0.9	24.5	32.1
매출총이익률 (%)	46.3	48.9	48.1	48.6	50.5
영업이익률 (%)	34.3	32.8	29.1	31.1	34.5
지배순이익률 (%)	25.1	26.6	22.0	23.9	27.0
EBITDA 마진 (%)	44.6	43.0	40.7	40.9	42.5
ROIC	15.0	12.5	8.8	10.1	13.6
ROA	5.5	6.5	4.7	5.5	6.5
ROE	8.2	11.4	8.6	9.7	11.6
부채비율 (%)	59.7	84.6	79.9	76.7	76.8
순차입금/자기자본 (%)	-1.6	-7.5	-10.4	-12.9	-27.1
영업이익/금융비용 (배)	36.5	15.4	13.7	17.5	22.4

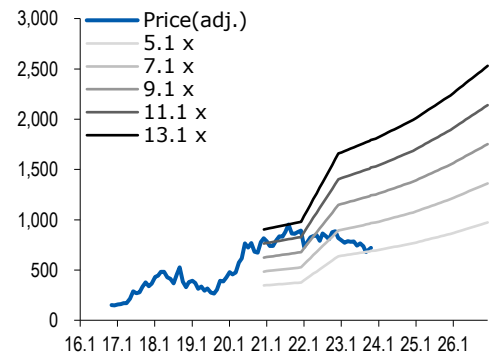
P/E band chart

(천원)



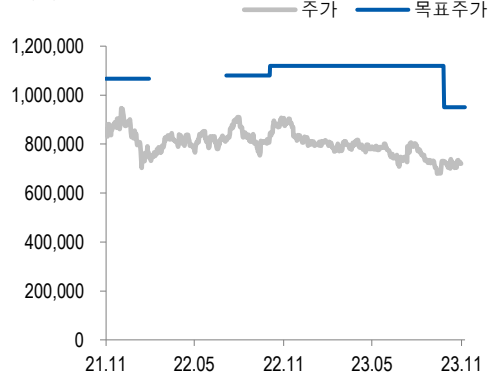
P/B band chart

(천원)



삼성바이오로직스 (207940) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-11-16	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				
2021-12-02	1년 경과 이후		1년	-21.05	-11.30
2020-12-02	BUY	1,067,360	1년	-22.12	-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)	88.7
Hold(중립)	11.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2023-11-16

※ 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.