

# 삼성바이오로직스

## 207940

Nov 06, 2023

Buy

유지

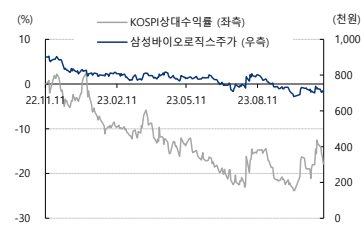
TP 1,050,000 원

유지

## Company Data

현재가(11/03)	705,000 원
액면가(원)	2,500 원
52 주 최고가(보통주)	907,000 원
52 주 최저가(보통주)	680,000 원
KOSPI (11/03)	2,368.34p
KOSDAQ (11/03)	782.05p
자본금	1,779 억원
시가총액	501,777 억원
발행주식수(보통주)	7,117 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	5.7 만주
평균거래대금(60 일)	413 억원
외국인자본(보통주)	10.23%
주요주주	
삼성물산 외 3 인	74.36%
국민연금공단	5.60%

## Price &amp; Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.5	-9.0	-19.0
상대주가	7.8	-3.9	-20.3



제약/바이오 김정현

3771-9351, jh.kim@iprovest.com

## NDR Review. 제약바이오 대장의 중장기 성장 전략은 무엇인가

## NDR 주요 Q&amp;A

교보증권은 11/1~11/3일 3일간 삼성바이오로직스의 기관 NDR 주관, 기관 투자자들의 삼성바이오로직스에 대한 관심은 1) 중장기 성장 전략, 2) 구조적인 CMO 수급 동향, 3) 바이오시밀러 현황 4) 재무 등 기타 현황 에 집중. 동사의 단기 성장 가능성에 대한 질문은 적었던 가운데 어떤 장기 성장 전략으로 경쟁사 대비 높은 Valuation을 정당화할 수 있을 지에 대한 투자자들의 관심 높아. 특히 최근 빅파마가 적극적으로 투자하고 있는 ADC 등 에 대한 동사의 진출 전략에 대해 질문 집중.

## 1) 장기 성장 전략

- **4공장 가동 현황.** 4공장 6만L의 23년 연간 매출 기여 분으로 기존 약 1,500억을 예상했으나 현재 약 2,000억으로 상향 기대. 이는 고객사와의 원활한 협력과 동사의 Ramp-Up 노력 때문. 4공장 18만L의 경우 23년 6월 가동 시작했으며 현재 생산 분은 계약부채로 인식되었다가 약 1년 후 인증형 배치 생산되면 매출로 인식하게 될 것.

- **5~8공장 증설 현황.** 향후 증설 규모는 가장 효율적인 18만L로 정해질 것. 5공장은 예정 대로 25년 4월에 준공 예정이며 6공장은 27년까지, 7~8공장은 32년까지 건설 예정

- **ADC 사업 현황.** 우선 라이프사이언스펀드 통해 23년 4월 스위스 Araris, 23년 9월 국내 AimedBio 등 ADC 바이오텍에 투자. 또한 항체 생산 리액터와는 별도로 독신/항체 Conjugation 설비를 24년까지 준비할 예정이며 25년부터 본격적인 매출 기여 예상. 물론 1) ADC는 아직 초기 단계이며 2) ADC에서 CMC는 핵심 경쟁력인데 CMO가 어떤 역할을 할 수 있는지에 대한 시장의 우려 이해하고 있음. 다만 Lonza도 컨주게이션 라인 증설 중이며 ADC에 투자가 집중되는 것은 분명한 추세.

- **CDO / M&A 등.** 동사의 CDO 사업은 고객사와의 Lock-In 효과도 있지만 초기 진출 당시에는 고객사의 요청에 따랐던 것. CDO 등 CMO 사업을 제외한 매출 비중은 크지 않으며 현재 성장 전략의 핵심은 CMO 설비 증설. M&A 여부도 비슷한 맥락으로 이해 가능.

## Forecast earnings &amp; Valuation

12 결산(십억원)	2021.12	2022.12	2023.12E	2024.12E	2025.12E
매출액(십억원)	1,568	3,001	3,697	4,212	4,739
YoY(%)	34.6	91.4	23.2	13.9	12.5
영업이익(십억원)	537	984	1,084	1,221	1,357
OP 마진(%)	34.2	32.8	29.3	29.0	28.6
순이익(십억원)	394	798	811	931	1,042
EPS(원)	5,949	11,411	11,390	13,077	14,640
YoY(%)	63.3	91.8	-0.2	14.8	12.0
PER(배)	151.8	71.9	61.9	53.9	48.2
PCR(배)	81.4	41.1	40.1	37.0	34.3
PBR(배)	12.0	6.5	5.1	4.7	4.3
EV/EBITDA(배)	85.3	44.6	35.8	32.8	30.1
ROE(%)	8.2	11.4	8.6	9.1	9.3

## 2) 구조적인 의약품 수급 변화

- 경쟁사 증설 등 장기 수급 동향: 최근 항체의약품 설비 증설(Oversupply)에 대한 시장의 우려 잘 이해하고 있음. 다만 가격 할인은 여전히 확인되지 않아. 특히, 후발 주자인 Fuji Film 이 인수하고 증설한 구 Biogen의 Denmark 설비에서도 수주가 이뤄지고 있는 것으로 파악 중.
- 알츠하이머 치료제 CMO 수주 가능성: 관련 기대감은 이해하지만 Biogen 등은 이미 Aduhelm 출시 당시부터 생산 내재화 계획을 공개한 바 있어. 단기적인 수혜 가능성보다는 전반적인 항체 치료제 수요 증가로 이해하는 게 합리적
- GLP-1 CMO 수주 가능성: 최근 GLP-1 공급 부족에 따른 관련 CMO 기대감 이해하고 있음. 다만 동사의 주력인 항체 CMO와는 다른 기전의 물질. 또한 구체적인 고객사와의 계약 진행 여부는 공개 어려워
- ADC CMO 수주 가능성: 위에서 언급했듯 동사는 항체 생산 리액터와는 별도로 Conjugation 설비를 24년까지 준비할 예정이며 25년부터 매출 기여 예상.

## 3) 바이오시밀러 현황

- 하드리마(휴미라 시밀러): 본격적인 미국 매출은 2H24부터 기대. 오리지널 사인 Abbvie가 방어를 잘 하고 있어 시밀러 M/S가 높지 않은 상황. 하드리마는 유럽 지역의 Real World Data 있는 것이 장점이며 장기적으로도 하드리마의 Low-WACC 전략은 유의미할 것
- 에피스클리(솔리리스 시밀러): 유럽 지역에 파트너십 없이 독자 영업 중. 단독 영업이지만 솔리리스는 희귀의약품이고 유럽 시장은 텐더 중심이기에 충분히 가능성이 있다고 판단.
- SB17(스텔라라 시밀러): 23년 10월 동등성 입증. 산도즈와 미국/유럽 파트너십 계약 체결. J&J와의 특허 합의 미정
- SB16(프롤리아 시밀러): 23년 10월 동등성 입증. 파트너십 계약 미정
- SB15(아일리아 시밀러): 23년 4월 동등성 입증. 바이오젠과 19년 파트너십 체결한 상황

## 4) 재무 등 기타 현황

- Capex: Capex는 23년 1조 초중반 예상. 이후 매년 1조 내외의 Capex 예상
- 현금 흐름: 현재 현금 약 1.7조. 올해 초 에피스 2차 대금 8.13억\$는 지급 완료. 로직스나 에피스 모두 현금 흐름은 개선 중.
- PPA 상각비: 23년 1,800억 예상. 누적 예상 상각비 규모는 3.6조이며 시장에서는 안분해서 약 15~20년 추정하는 것으로 보여
- 매출 분류: 별도 매출에서 CMO를 제외한 DP/CDO 매출 비중은 약 10~15%
- FORM483 수령 문제: 내부적으로 큰 이슈 아니라고 판단 중. 생산 중단이나 고객사와의 문제가 있는 상황 아니며 재무적인 영향도 없을 것으로 예상. 통상적으로 Letter 받고 해소하는 데는 몇 개월 정도 소요
- 에피스 마일스톤: 올해는 마일스톤 적었으며 내년부터는 일부 반영될 것.
- 24년 가이던스: 4분기 실적 발표 때 공개할 것

## [삼성바이오로직스 207940]

### 포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,568	3,001	3,697	4,212	4,739
매출원가	842	1,533	1,904	2,169	2,441
매출총이익	726	1,468	1,793	2,043	2,298
매출총이익률 (%)	46.3	48.9	48.5	48.5	48.5
판매비와관리비	189	485	709	822	941
영업이익	537	984	1,084	1,221	1,357
영업이익률 (%)	34.3	32.8	29.3	29.0	28.6
EBITDA	699	1,292	1,374	1,496	1,617
EBITDA Margin (%)	44.6	43.0	37.2	35.5	34.1
영업외손익	24	25	-42	-25	-18
관계기업손익	14	27	-84	-66	-58
금융수익	48	212	151	151	151
금융비용	-29	-273	-171	-172	-172
기타	-8	59	62	62	62
법인세비용차감전순이익	561	1,009	1,042	1,196	1,339
법인세비용	168	211	231	266	297
계속사업순이익	394	798	811	931	1,042
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	394	798	811	931	1,042
당기순이익률 (%)	25.1	26.6	21.9	22.1	22.0
비지배자분순이익	0	0	0	0	0
지배자분순이익	394	798	811	931	1,042
지배자순이익률 (%)	25.1	26.6	21.9	22.1	22.0
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	7	7	7	7
포괄순이익	392	805	818	938	1,049
비지배자분포괄이익	0	0	0	0	0
지배자분포괄이익	392	805	818	938	1,049

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

### 현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	455	953	1,163	1,322	1,532
당기순이익	394	798	811	931	1,042
비현금항목의 가감	350	598	636	638	648
감가상각비	155	184	171	159	148
외환손익	-2	95	-31	-31	-31
자본법평가손익	-14	-27	84	66	58
기타	211	346	412	444	473
자산부채의 증감	-235	-263	12	84	206
기타현금흐름	-54	-179	-296	-331	-363
투자활동 현금흐름	-933	-3,106	-2,129	-2,129	-2,129
투자자산	-362	736	-16	-16	-16
유형자산	-406	-957	-1,000	-1,000	-1,000
기타	-165	-2,886	-1,113	-1,113	-1,113
재무활동 현금흐름	497	3,000	-58	-42	-42
단기차입금	20	97	47	7	7
사채	348	0	10	10	10
장기차입금	150	212	10	10	10
자본의 증가(감소)	0	3,201	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-22	-509	-125	-69	-69
현금의 증감	19	843	218	124	292
기초 현금	29	47	891	1,108	1,233
기말 현금	47	891	1,108	1,233	1,524
NOPLAT	377	778	843	950	1,056
FCF	-103	-134	146	309	522

자료: 삼성바이오로직스, 교보증권 리서치센터

### 재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	2,823	6,458	6,706	6,873	7,087
현금및현금성자산	47	891	1,108	1,233	1,524
매출채권 및 기타채권	366	733	740	748	755
재고자산	1,013	2,376	2,465	2,478	2,369
기타유동자산	1,397	2,458	2,393	2,415	2,438
비유동자산	5,147	10,124	10,714	11,518	12,386
유형자산	2,207	3,417	4,245	5,086	5,938
관계기업투자금	2,661	31	74	116	159
기타금융자산	27	39	39	39	39
기타비유동자산	251	6,638	6,356	6,276	6,250
자산총계	7,970	16,582	17,420	18,391	19,473
유동부채	1,107	4,182	4,186	4,203	4,220
매입채무 및 기타채무	407	1,771	1,785	1,795	1,806
차입금	50	583	630	636	643
유동성채무	110	556	500	500	500
기타유동부채	540	1,272	1,272	1,272	1,272
비유동부채	1,872	3,416	3,439	3,462	3,485
차입금	576	466	476	486	496
사채	539	499	509	519	529
기타비유동부채	757	2,451	2,454	2,457	2,460
부채총계	2,979	7,598	7,625	7,665	7,705
지배자분	4,991	8,984	9,795	10,726	11,768
자본금	165	178	178	178	178
자본잉여금	2,487	5,663	5,663	5,663	5,663
이익잉여금	2,347	3,146	3,956	4,887	5,929
기타자본변동	0	0	0	0	0
비지배자분	0	0	0	0	0
자본총계	4,991	8,984	9,795	10,726	11,768
총차입금	1,285	2,395	2,408	2,438	2,468

### 주요 투자지표

단위: 원, 배, %

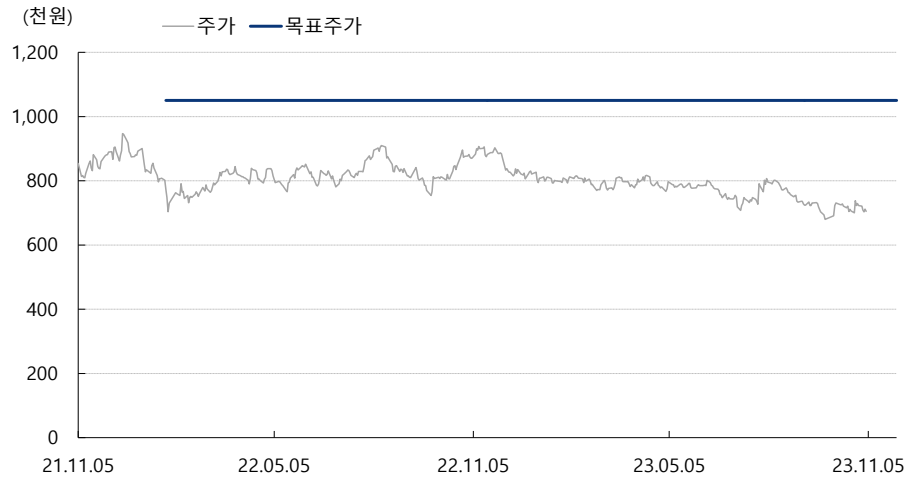
12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	5,949	11,411	11,390	13,077	14,640
PER	151.8	71.9	61.9	53.9	48.2
BPS	75,434	126,233	137,623	150,699	165,339
PBR	12.0	6.5	5.1	4.7	4.3
EBITDAPS	10,566	18,472	19,310	21,019	22,724
EV/EBITDA	85.3	44.6	35.8	32.8	30.1
SPS	23,416	42,914	51,942	59,176	66,582
PSR	38.6	19.1	13.6	11.9	10.6
CFPS	-1,550	-1,917	2,051	4,347	7,332
DPS	0	0	0	0	0

### 재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	34.6	91.4	23.2	13.9	12.5
영업이익 증가율	83.5	83.1	10.2	12.6	11.1
순이익 증가율	63.3	102.8	1.6	14.8	12.0
수익성					
ROIC	15.3	12.6	8.4	8.8	9.2
ROA	5.5	6.5	4.8	5.2	5.5
ROE	8.2	11.4	8.6	9.1	9.3
안정성					
부채비율	59.7	84.6	77.8	71.5	65.5
순차입금비율	16.1	14.4	13.8	13.3	12.7
이자보상배율	36.5	15.4	16.8	18.8	20.6

삼성바이오로직스 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2021.07.28	매수	1,050,000	(10.72)	(4.75)	2023.10.05	매수	1,050,000	(31.50)	(29.71)
2021.08.25	매수	1,050,000	(13.94)	(4.75)	2023.10.26	매수	1,050,000	(31.50)	(29.71)
2021.10.26	매수	1,050,000	(16.09)	(4.75)	2023.10.26	매수	1,050,000		
2022.01.25	매수	1,050,000	(16.52)	(4.75)					
2022.04.28	매수	1,050,000	(22.45)	(18.86)					
2022.07.28	매수	1,050,000	(21.31)	(13.33)					
2023.01.30	매수	1,050,000	(24.23)	(22.29)					
2023.04.14	매수	1,050,000	(24.22)	(22.19)					
2023.04.25	매수	1,050,000	(24.88)	(22.19)					
2023.06.29	매수	1,050,000	(25.68)	(22.19)					
2023.07.27	매수	1,050,000	(25.67)	(22.19)					

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자\_2023.09.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	94.2	2.9	2.9	0.0

[업종 투자의견]

**Overweight(비중확대):** 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대  
**Underweight(비중축소):** 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

**Neutral(중립):** 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

[기업 투자가 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1 (Strong Buy 등급 삭제)

**Buy(매수):** KOSPI 대비 기대수익률 10% 이상  
**Hold(보유):** KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

**Trading Buy:** KOSPI 대비 10% 이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우  
**Sell(매도):** KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하