

삼성바이오로직스 207940

1Q24Pre: 업황 개선&멀티플 하락 우려 해소

1Q24 Preview: 업황 개선 & 멀티플 하락 우려 해소

삼성바이오로직스 1Q24 별도기준 매출액 및 영업이익을 각 6,872억원(+16.3% YoY), 2,313억원(-1.3% YoY), OPM 33.7%으로 컨센서스 매출액 7,026억원, 영업이익 2,338억원에 부합할 것으로 전망한다. '24년 연간 매출액은 3조 3,489억원(+14.0% YoY), 영업이익은 1조 3,219억원(+9.8% YoY), OPM 39.5%로 직전 전망치 대비 소폭 상향하였다. 이는 4Q23 실적발표에서 기업이 제시한 환율 약 1,200원 중후반 대비 현재 원/달러는 1,300원대 중반에서 강한 하방경직적 흐름이 이어짐에 따른다. 당분간 우호적인 환율이 지속될 것으로 전망하여 환율 효과를 반영하였다.

업황 개선 가시화, Biosecure Act에 대한 기대감은 과다

글로벌 빅파마들은 최근 항체의약품 생산시설을 대량 내재화하기보다는 R&D 신규 파이프라인 확보를 위한 투자에 집중하며 아웃소싱 생산 트렌드를 유지하고 있다. Roche는 Lonza에게 캘리포니아 제조 시설을 매각하였다. 금리 하락하여 바이오텍 CDMO 수요까지 상승할 경우 업황 개선 속도는 더욱 가속화 될 것으로 전망한다. 최근 미국 내 중국의 특정 생명공학 업체들과의 계약을 금지하고자 하는 Biosecure Act 법안 발의 및 상원 국토안보위원회 통과로 인하여 반사 수혜 기대감이 높아졌다. 그러나 Wuxi Biologics는 초기 개발 및 임상 시료 공급 위주의 CDO에 특화되어 있는 반면 삼성바이오로직스는 상업화 물질 공급 mammalian CMO를 주로 영위하는 점을 고려하였을 때 현 기대감은 과다하다고 판단한다. 법안 통과 시에도 약 2-3년의 유예기간이 주어지며 CDMO 사업의 특성상 고객사 변경 비용 부담은 큰 편에 속해 삼성바이오로직스가 직접적인 수혜를 받기까지는 긴 시간이 소요될 전망이다.

투자의견 매수, 목표주가 1,000,000원으로 상향

투자의견 매수 유지, 목표주가 1,000,000원으로 상향한다. 실적 전망치를 소폭 상향하였으며 CDMO 업황 개선 기대로 peer EV/EBITDA multiple 하락에 대한 우려가 해소되었다고 판단하여 기업 투자 의견은 긍정적 기조를 유지한다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,568	2,437	2,939	3,349	3,906
영업이익	536	968	1,204	1,322	1,508
영업이익률(%)	34.2	39.7	41.0	39.5	38.6
세전이익	547	923	1,224	1,294	1,480
지배주주지분순이익	423	687	946	1,008	1,153
EPS(원)	6,320	9,649	13,290	14,157	16,204
증감률(%)	68.6	52.7	37.7	6.5	14.5
ROE(%)	13.2	12.8	12.2	11.5	11.7
PER(배)	141.2	85.1	57.9	57.6	50.4
PBR(배)	17.3	8.0	6.7	6.3	5.6
EV/EBITDA(배)	86.9	49.8	37.1	34.9	30.3

자료: 삼성바이오로직스, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

김민정 제약·바이오
02-709-2656
kim.min_jeong@ds-sec.co.kr

2024.04.02

매수(유지)

목표주가(상향)	1,000,000원
현재주가(04/01)	816,000원
상승여력	22.5%

Stock Data

KOSPI	2,747.9pt
시가총액(보통주)	58,078십억원
발행주식수	71,174천주
액면가	2,500원
자본금	178십억원
60일 평균거래량	78천주
60일 평균거래대금	63,645백만원
외국인 지분율	12.0%
52주 최고가	880,000원
52주 최저가	668,000원
주요주주	
삼성물산(외 4인)	74.4%
국민연금공단(외 1인)	6.7%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	5.4	1.4
3M	7.4	3.9
6M	19.8	8.4

주가차트

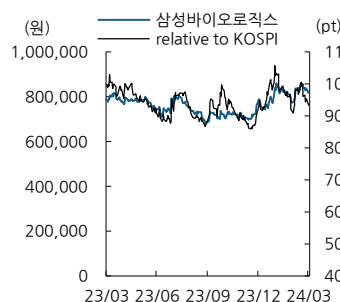


표1 삼성바이오로직스 Valuation Table

단위: 십억원, 배, 천주, 원

항목	비고
① 삼성바이오로직스 영업가치	65,081
2027F EBITDA	2,086 4공장 전체가동 매출반영
할인율	7.69%
Target EV/EBITDA	33.6 Peer 멀티플*20%할증
② 삼성바이오페스 영업가치	6,402
12Fw. EBITDA	388
Target EV/EBITDA	16.5 Viartis 바이오퍼스 사업 매각 당시 멀티플
③ 순차입금	-925
④ 기업가치 (=①+②-③)	72,407
⑤ 주식수	71,174
⑥ 적정 주가 (=④/⑤)	1,017,329 =1,000,000원

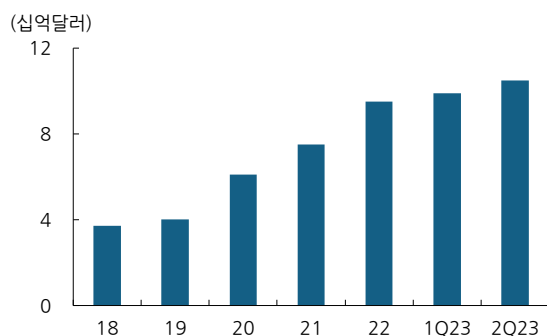
자료: DS투자증권 리서치센터 추정

표1 삼성바이오로직스 실적 전망 (별도 기준)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F
매출액	591.0	637.2	882.7	827.9	687.2	710.0	934.0	1017.7	2437.3	2938.8	3348.9
YoY(%)	15.6	26.5	30.8	10.7	16.3	11.4	5.8	22.9	55.4	20.6	14.0
DS CMO	541.7	549.4	774.9	789.4	602.8	622.8	819.3	892.7	2258.9	2655.4	2937.6
1 공장	60.5	74.4	71.1	97.4	64.9	75.8	72.9	104.5	300.8	303.4	318.2
2 공장	177.4	207.0	243.3	240.7	215.4	207.0	243.3	240.7	813.7	868.5	906.5
3 공장	270.3	259.9	334.6	331.0	287.2	262.5	337.9	331.0	1143.0	1195.7	1218.6
4 공장	0.0	0.0	81.7	64.8	35.3	77.5	165.1	216.4	0.0	146.5	494.4
기타(DP, CDO 등)	49.3	87.8	107.7	38.5	84.4	87.2	114.7	125.0	178.4	283.4	411.3
매출총이익	293.4	314.8	453.9	428.3	294.8	309.6	471.4	515.3	1200.2	1490.4	1591.2
YoY(%)	27.8	35.8	22.9	15.9	0.5	(1.6)	3.9	20.3	65.3	24.2	6.8
매출총이익률(%)	49.6	49.4	51.4	51.7	42.9	43.6	50.5	50.6	49.2	50.7	47.5
영업이익	234.4	254.1	381.6	334.0	231.3	245.3	402.9	442.3	968.1	1204.2	1321.9
YoY(%)	33.0	47.8	22.6	8.3	(1.3)	(3.5)	5.6	32.4	80.4	24.4	9.8
영업이익률(%)	39.7	39.9	43.2	40.3	33.7	34.6	43.1	43.5	39.7	41.0	39.5
당기순이익	182.4	193.5	284.0	287.1	173.2	184.7	308.5	341.3	686.8	946.9	1007.7
YoY(%)	29.0	90.1	119.2	(8.6)	(5.0)	(4.6)	8.6	18.9	62.3	37.9	6.4
당기순이익률(%)	30.9	30.4	32.2	34.7	25.2	26.0	33.0	33.5	28.2	32.2	30.1

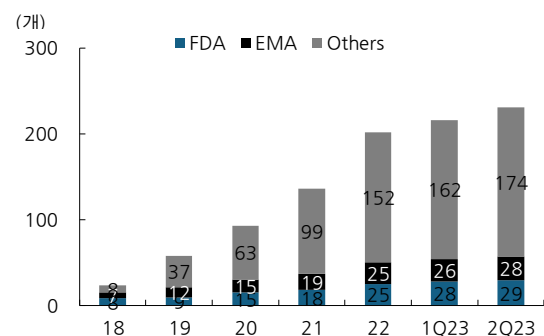
자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림1 CMO 수주 금액 (누적)



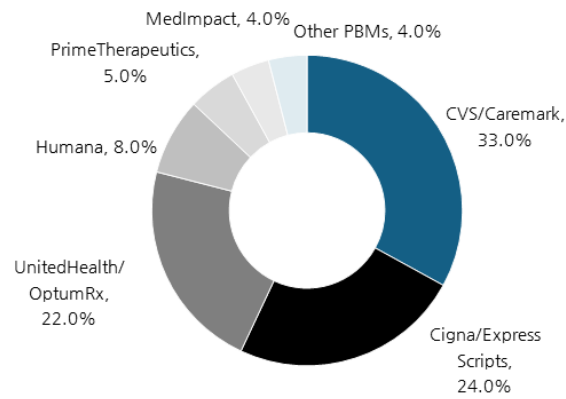
자료: 삼성바이오로직스, DS투자증권 리서치센터

그림2 CMO 승인 현황 (누적)



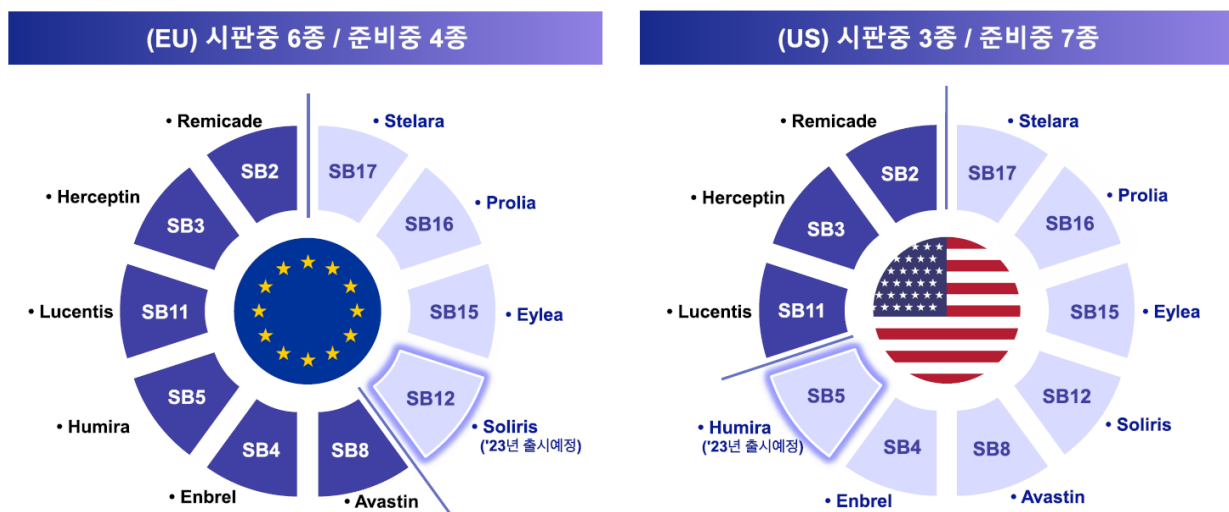
자료: 삼성바이오로직스, DS투자증권 리서치센터

그림3 주요 PBM Market Share (2022년 기준)



자료: 산업자료, DS투자증권 리서치센터

그림4 삼성바이오로직스(에피스) 바이오시밀러 파이프라인



자료: 삼성바이오로직스, DS투자증권 리서치센터

주: US 출시 Humira은 2023년 7월1일부로 출시되었음

[삼성바이오로직스 207940]

재무상태표						손익계산서					
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	2,815	4,919	4,048	4,610	5,111	매출액	1,568	2,437	2,939	3,349	3,906
현금 및 현금성자산	39	758	460	508	697	매출원가	842	1,237	1,448	1,758	2,097
매출채권 및 기타채권	366	504	512	630	693	매출총이익	726	1,200	1,490	1,591	1,809
재고자산	1,013	1,243	1,442	1,773	1,952	판매비 및 관리비	189	232	286	269	301
기타	1,396	2,414	1,633	1,699	1,768	영업이익	536	968	1,204	1,322	1,508
비유동자산	3,089	7,246	7,816	8,547	9,377	(EBITDA)	697	1,149	1,462	1,647	1,885
관계기업투자등	541	3,309	3,351	3,487	3,628	금융손익	13	-57	23	-27	-27
유형자산	2,203	3,084	3,612	4,161	4,804	이자비용	15	48	56	73	73
무형자산	32	39	52	66	77	관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
자산총계	5,903	12,166	11,864	13,157	14,488	기타영업외손익	-3	11	-3	-1	-1
유동부채	1,106	2,991	2,857	3,128	3,290	세전계속사업이익	547	923	1,224	1,294	1,480
매입채무 및 기타채무	407	1,635	1,051	1,292	1,422	계속사업법인세비용	124	236	278	286	326
단기금융부채	167	659	1,062	1,062	1,062	계속사업이익	423	687	946	1,008	1,153
기타유동부채	533	696	745	775	806	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	1,382	1,879	770	785	801	당기순이익	423	687	946	1,008	1,153
장기금융부채	1,123	1,034	394	394	394	지배주주	423	687	946	1,008	1,153
기타비유동부채	259	845	377	392	407	총포괄이익	420	687	946	1,008	1,153
부채총계	2,488	4,869	3,627	3,913	4,090	매출총이익률 (%)	46.3	49.2	50.7	47.5	46.3
지배주주지분	3,415	7,297	8,236	9,244	10,397	영업이익률 (%)	34.2	39.7	41.0	39.5	38.6
자본금	165	178	178	178	178	EBITDA마진률 (%)	44.4	47.1	49.7	49.2	48.3
자본잉여금	2,497	5,672	5,672	5,672	5,672	당기순이익률 (%)	27.0	28.2	32.2	30.1	29.5
이익잉여금	766	1,453	2,399	3,406	4,560	ROA (%)	8.2	7.6	7.9	8.1	8.3
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0	ROE (%)	13.2	12.8	12.2	11.5	11.7
자본총계	3,415	7,297	8,236	9,244	10,397	ROIC (%)	12.7	22.6	26.4	21.9	21.5

현금흐름표						주요투자지표					
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	452	831	1,261	1,167	1,462	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	423	687	946	1,008	1,153	P/E	141.2	85.1	57.9	57.6	50.4
비현금수익비용가감	318	560	92	340	393	P/B	17.3	8.0	6.7	6.3	5.6
유형자산감가상각비	154	173	248	312	361	P/S	38.1	24.0	18.6	17.3	14.9
무형자산상각비	7	7	9	13	16	EV/EBITDA	86.9	49.8	37.1	34.9	30.3
기타현금수익비용	158	369	-209	15	16	P/CF	80.6	46.9	52.8	43.1	37.6
영업활동 자산부채변동	-236	-271	223	-180	-84	배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매출채권 감소(증가)	-121	-161	-12	-117	-63	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-371	-253	-190	-331	-179	매출액	34.6	55.4	20.6	14.0	16.6
매입채무 증가(감소)	20	112	54	241	130	영업이익	83.4	80.4	24.4	9.8	14.1
기타자산 부채변동	236	32	371	27	28	세전이익	94.7	68.8	32.6	5.7	14.4
투자활동 현금	-930	-3,224	-1,289	-1,120	-1,273	당기순이익	68.6	62.3	37.7	6.5	14.5
유형자산처분(취득)	-403	-948	-917	-861	-1,004	EPS	68.6	52.7	37.7	6.5	14.5
무형자산 감소(증가)	-15	-12	-24	-27	-27	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-512	-2,259	-361	-199	-207	부채비율	72.9	66.7	44.0	42.3	39.3
기타투자활동	0	-5	13	-33	-34	유동비율	254.4	164.5	141.7	147.4	155.3
재무활동 현금	497	3,115	-270	0	0	순차입금/자기자본(x)	22.7	-17.4	-6.8	-7.2	-8.9
차입금의 증가(감소)	497	-73	-270	0	0	영업이익/금융비용(x)	36.6	20.0	21.6	18.2	20.7
자본의 증가(감소)	0	3,201	0	0	0	총차입금 (십억원)	1,290	1,693	1,455	1,455	1,455
배당금의 지급	0	0	0	0	0	순차입금 (십억원)	777	-1,271	-559	-669	-925
기타재무활동	0	-12	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	19	719	-298	48	190	EPS	6,320	9,649	13,290	14,157	16,204
기초현금	20	39	758	460	508	BPS	51,617	102,518	115,720	129,877	146,081
기말현금	39	758	460	508	697	SPS	23,416	34,244	41,289	47,052	54,880
NOPLAT	415	720	930	1,029	1,176	CFPS	11,066	17,519	14,588	18,935	21,721
FCF	-425	-2,248	-28	48	190	DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: 삼성바이오로직스, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

삼성바이오로직스 (207940) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비		
2023-03-13	담당자변경					
2023-03-13	매수	1,000,000	-20.4	-18.3	1,000,000	
2023-04-12	매수	1,000,000	-20.1	-18.3	1,000,000	
2023-04-25	매수	1,100,000	-30.9	-26.6	500,000	
2023-07-03	매수	1,100,000	-32.1	-26.6	500,000	
2023-08-02	매수	1,100,000	-32.0	-26.6	500,000	
2023-10-10	매수	950,000	-19.5	-9.6	0	
2023-10-25	매수	950,000	-19.0	-9.6	0	
2024-01-22	매수	950,000	-13.6	-9.6	0	
2024-04-02	매수	1,000,000			0	

투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업	산업
매수	비중확대
중립	중립
매도	비중축소

업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견

투자의견 비율

기준일 2024.03.31

매수	중립	매도
98.7%	1.3%	0.0%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.