삼성바이오로직스(207940.KS) 매수(유지)

4공장의 빠른 가동률 증가 기대

분석의 기본 가정
- 다품종 생산 영향 및 고정비성 비용 증가로 이익률 둔화
- 4공장 ramp-up과 에피스 매출 성장으로 하반기 집중 성장 예상

1Q24 Review: 뚜렷한 상저하고의 시작

1분기 연결기준 매출 9,469억원(+31.3% yoy) 영업이익 2,213억원(+15.4% yoy) OPM 23.4%를 기록하며 매출은 당사 추정치에 부합하였으나 영업이익은 소폭 하회함. 별도기준 매출 6,695억원(+13.3% yoy) 영업이익 2,327억원(-0.7% yoy) OPM 34.8%, 에피스는 매출 2,801억원(+31.3% yoy) 영업이익 381억원(+5.5% yoy) OPM 13.6% 기록함. 로직스는 다품종 생산 영향으로 다소 더딘 매출 성장을 보였으며, 4공장 18만리터 유닛 가동에 따른 감가상각비 증가 및 '25년 5공장 가동대비 인력 선채용에 따른 판관비 증가로 영업이익 소폭 감소함. 에피스는 기존 제품의 꾸준한 성장에 신규 품목(b하드리마/b솔리리스/b루센티스) 출시로 큰 폭의 매출성장을 보였으나 인건비 및 연구개발비 증가로 이익률은 소폭 감소함. 연결기준 영업이익률은 500억원 후반대의 PPA 상각비 발생으로 20% 초반대까지 하락함

4공장 가동률 상승과 바이오시밀러 매출 확대로 하반기 실적 기대

4공장 가동률 ramp-up과 에피스 제품 매출 성장 및 마일스톤(b스텔라라) 유입에 따라 하반기 실적 성장이 뚜렷할 전망임. 다만 2~3분기 예상되는 에피스向 공급 증가로 인한 내부거래 영향(+64.5%)에 연결기준 성장은 상대적으로 줄어들 것으로 예상. 에피스의 b스텔라라 마일스톤(2천억원 수준) 유입이 2분기부터 발생할 것으로 예상되어 이익률 개선에 크게 기여할 것으로 보이며, 고환율이 지속되고 있는 가운데 하반기 중 4공장 가동률이 BEP를 넘기고 대형 품목 중심의 제품 믹스로 생산성 개선 시 영업이익률은 빠르게 회복 가능할 전망임

투자의견 매수, 목표주가 1,000,000원 유지

전방산업의 꾸준한 성장(2030년 CAGR 12.2%)에 더해 미국 생물보안법 발의로 글로벌 제약사의 美 우방국 CDMO에 대한 선호가 더욱 증가할 것으로 예상되어 경쟁사(론자, 후지필름)의 공격적인 설비 확보/증설에도 성장 모멘텀은 확실함. 법안의 실제 발효까지는 다소 시일이 소요되겠지만 선제적인 CDMO 확보 움직임에 신규 수주는 탄력을 받을 전망임. 동사는 중소형 CDMO 설비 확보 계획을 부인하지 않고 있어 경쟁력 있는 설비 구축 시 론자와 같은 small-to-large scale 원스톱 서비스 CDMO로 본격 부상 가능할 전망. 투자의견 매수, 목표주가 100만원 유지함

결산기(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액(십억원)	3,001	3,695	4,249	5,119	6,009
영업이익(십억원)	984	1,114	1,001	1,145	1,528
세전손익(십억원)	1,009	1,120	986	1,128	1,512
지배순이익(십억원)	798	858	726	830	1,113
EPS(원)	11,411	12,051	10,196	11,665	15,633
증감율(%)	94.1	5.6	-15.4	14.4	34.0
ROE(%)	11.4	9.1	7.1	7.6	9.3
PER(배)	71.9	63.1	77.5	67.7	50.5
PBR(배)	6.5	5.5	5.3	4.9	4.5
EV/EBITDA(배)	44.8	33.6	34.6	32.5	26.8

제약/바이오 담당 정유경
T.02)2004-9253 / jamie.choung@shinyoung.com

현재주가(04/24)	790,000원
목표주가(12M)	1,000,000원

Key Data (기준일: 2024. 04. 24)

KOSPI(pt)	2675.75
KOSDAQ(pt)	862.23
액면가(원)	2,500
시가총액(억원)	562,275
발행주식수(천주)	71,174
평균거래량(3M,주)	70,019
평균거래대금(3M, 백만원)	57,474
52주 최고/최저	859,000 / 680,000
52주 일간Beta	0.7
배당수익률(24F,%)	0.0
외국인지분율(%)	12.0
주요주주 지분율(%)	
삼성물산 외 3 인	74.4 %
국민연금공단	6.7 %

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.0	0.3	7.0	-0.9
KOSPI대비 상대수익률	-3.4	-7.5	-4.6	-6.5

Company vs KOSPI composite

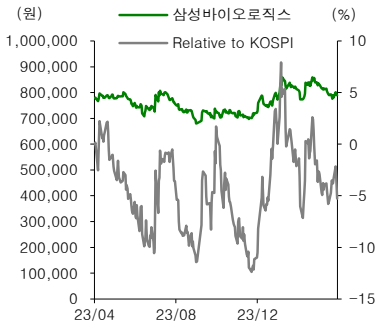


도표 1. 삼성바이오로직스 1Q24 실적 요약 (연결)

(억원)	1Q24	1Q23	YoY	4Q23	QoQ
매출액	9,469	7,209	31.3%	10,735	-11.8%
영업이익	2,213	1,917	15.4%	3,500	-36.8%
세전이익	2,401	1,966	22.1%	3,557	-32.5%
당기순이익	1,794	1,418	26.5%	2,907	-38.3%
영업이익률	23.4%	26.6%	-12.1%p	32.6%	-28.3%p
순이익률	18.9%	19.7%	-3.7%p	27.1%	-30.0%p

자료: 삼성바이오로직스, 신영증권 리서치센터

도표 2. 삼성바이오로직스 1Q24 실적 요약 (별도)

(억원)	1Q24	1Q23	YoY	4Q23	QoQ
매출액	6,695	5,910	13.3%	8,279	-19.1%
영업이익	2,327	2,344	-0.7%	3,340	-30.3%
세전이익	2,442	2,413	1.2%	3,516	-30.5%
당기순이익	1,836	1,824	0.7%	2,871	-36.1%
영업이익률	34.8%	39.7%	-12.4%p	40.3%	-13.8%p
순이익률	27.4%	30.9%	-11.1%p	34.7%	-20.9%p

자료: 삼성바이오로직스, 신영증권 리서치센터

도표 3. 삼성바이오에피스 1Q24 실적 요약

(억원)	1Q24	1Q23	YoY	4Q23	QoQ
매출액	2,801	2,134	31.3%	2,889	-3.0%
영업이익	381	361	5.5%	782	-51.3%
세전이익	456	345	32.2%	669	-31.8%
당기순이익	455	274	66.1%	689	-34.0%
영업이익률	13.6%	16.9%	-19.6%p	27.1%	-49.7%p
순이익률	16.2%	12.8%	26.5%p	23.8%	-31.9%p

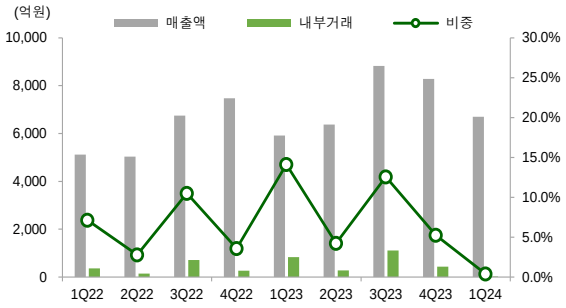
자료: 삼성바이오로직스, 신영증권 리서치센터

도표 4. 분기별 로직스-에피스 내부거래 (에피스向 CMO)

(억원)	Q1	Q2	Q3	Q4	연간	yoy
2018	870	46	724	614	2,254	
2019	617	14	727	1,104	2,461	9.2%
2020	962	235	236	1,158	2,591	5.2%
2021	516	140	813	1,286	2,754	6.3%
2022	364	140	709	268	1,481	-46.2%
2023	835	269	1,108	433	2,645	78.6%
2024	27					
평균	599	141	720	811	2,364	
2024F	27	1,740	1,958	625	4,350	64.5%

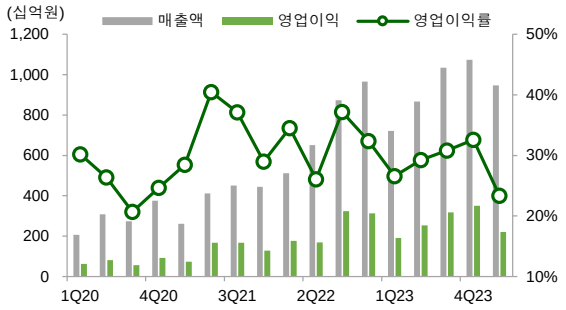
자료: 삼성바이오로직스, 신영증권 리서치센터

도표 5. 삼성바이오로직스 매출액(별도) 대비 내부거래 추이



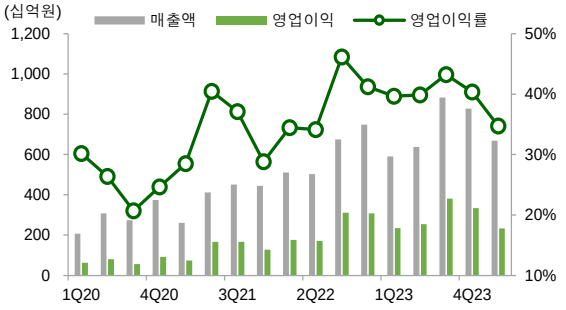
자료: 삼성바이오로직스. 신영증권 리서치센터

도표 6. 분기별 실적 추이 (연결)



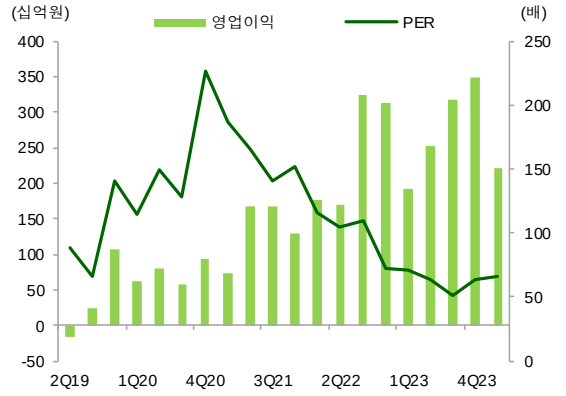
자료: 삼성바이오로직스, 신영증권 리서치센터

도표 7. 분기별 실적 추이 (별도)



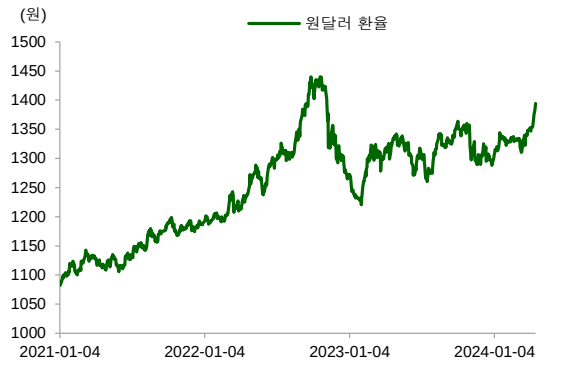
자료: 삼성바이오로직스, 신영증권 리서치센터

도표 8. 영업이익, PER 추이



자료: 삼성바이오로직스, Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 9. 원달러 환율 추이



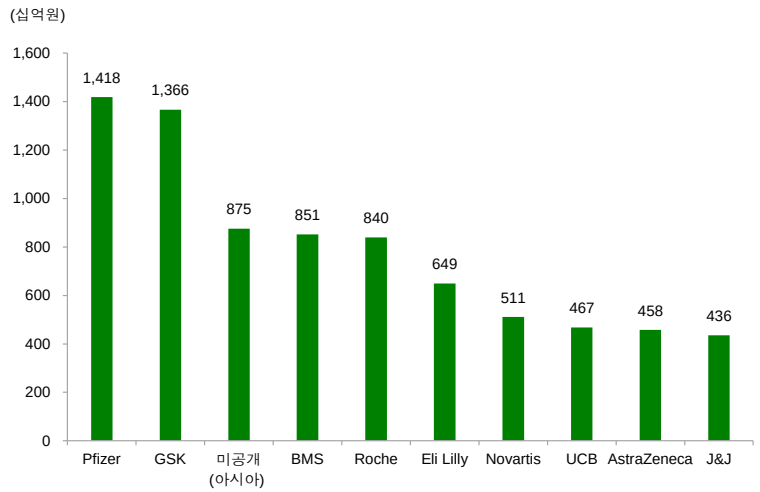
자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 10. 삼성바이오로직스 수주 공시 순증액 (2022.07~2024.03)

공시일자	고객사	계약금액(USD)	적용환율	계약금액(KRW)
2022.07	Cilag GmbH International	81,259,298	1,168.80	94,975,867,222
2022.10	GlaxoSmithKline Trading Service Limited	296,119,400	1,420.60	420,667,219,640
2022.10	MSD International Business GmbH	222,105,000	1,294.20	287,448,291,000
2023.04	Eli Lilly Kinsale Limited	176,801,000	1,193.50	211,011,993,500
2023.06	F.Hoffmann-La Roche Ltd	10,801,736	1,100.30	11,885,150,286
2023.07	Pfizer Ireland Pharmaceuticals	375,438,200	1,319.20	495,278,073,440
2023.07	Pfizer Ireland Pharmaceuticals	704,386,800	1,310.00	922,746,708,000
2023.07	Novartis Pharma AG	309,926,400	1,307.30	405,166,782,720
2023.07	GlaxoSmithKline Trading Services Limited	42,720,000	1,227.80	52,451,616,000
2023.08	글로벌 제약사의 스위스 소재 자회사	7,716,400	1,076.20	8,304,389,680
2023.09	Swords Laboratories (BMS)	270,635,600	1,327.60	359,295,822,560
2023.11	아시아 소재 제약사 A계약	73,654,570	1,158.70	85,343,550,259
2023.11	아시아 소재 제약사 B계약	25,102,000	1,158.70	29,085,687,400
2023.11	아시아 소재 제약사 C계약	12,936,000	1,183.10	15,304,581,600
2023.11	아시아 소재 제약사 D계약	35,914,213	1,176.00	42,235,114,488
2023.11	아시아 소재 제약사 E계약	451,277,484	1,304.70	588,781,733,375
2023.12	미국 소재 제약사A	12,555,670	1,134.70	14,246,918,749
2024.01	Cytodyn	-50,224,225	1,136.10	-57,059,742,023
2024.03	UCB	352,660,000	1,082.90	381,895,514,000
2024.03	Merck Sharp & Dohme (Switzerland) GmbH	70,579,060	1,314.40	92,769,116,464
합계		3,482,364,606		4,461,834,388,360

자료: 삼성바이오로직스, 신영증권 리서치센터

도표 11. Top 10 고객사 누적 수주 금액



자료: 삼성바이오로직스, Global Data, 신영증권 리서치센터

도표 12. 삼성바이오에피스 파이프라인 현황

★ First Mover / ★ Second Mover

Indication		자가 면역 질환				종양 질환			안질환		혈액 질환	골격계 질환
프로젝트		SB4	SB2	SB5	SB17	SB3	SB8	SB27	SB11	SB15	SB12	SB16
Original		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 / 국내 승인 ('24.4월)	출시	출시	1상('24.2월) 3상('24.4월) 진행 중	출시	국내 승인 ('24.2월)	출시	3상 완료
Product	EU	Benepali	Flixabi	Imraldi	Pyzchiva	Ontruzant	Aybintio	-	Byooviz	-	Epysqli	-
	US	Eticovo	Renflexis	Hadlima	Pyzchiva	Ontruzant	-	-	Byooviz	-	-	-
마케팅파트너 / 출시 연도	EU	Biogen ('16)	Biogen ('16)	Biogen ('18)	Sandoz	Organon ('18)	Organon ('20)	-	Biogen ('23)	Biogen	Samsung Bioepis ('23)	-
	US	-	Organon ('17)	Organon ('23)	Sandoz	Organon ('20)	-	-	Biogen ('22)	Biogen	-	-

자료: 삼성바이오로직스, 신영증권 리서치센터

삼성바이오로직스(207940.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	**30,013**	**36,946**	**42,488**	**51,191**	**60,088**
증가율(%)	91.4	23.1	15.0	20.5	17.4
매출원가	**15,328**	**18,918**	**22,136**	**27,201**	**30,966**
원가율(%)	51.1	51.2	52.1	53.1	51.5
매출총이익	**14,684**	**18,028**	**20,353**	**23,990**	**29,122**
매출총이익률(%)	48.9	48.8	47.9	46.9	48.5
판매비와 관리비 등	**4,848**	**6,891**	**10,342**	**12,537**	**13,846**
판관비율(%)	16.2	18.7	24.3	24.5	23.0
영업이익	**9,836**	**11,137**	**10,010**	**11,454**	**15,276**
증가율(%)	83.1	13.2	-10.1	14.4	33.4
영업이익률(%)	32.8	30.1	23.6	22.4	25.4
EBITDA	**12,919**	**16,035**	**16,074**	**16,986**	**20,328**
EBITDA마진(%)	43.0	43.4	37.8	33.2	33.8
순금융손익	**-608**	**20**	**-83**	**-105**	**-93**
이자손익	-108	141	358	566	886
외화관련손익	-635	-112	-65	-65	-65
기타영업외손익	**589**	**49**	**-63**	**-63**	**-60**
종속및관계기업 관련손익	**273**	**-5**	**-5**	**-5**	**-5**
법인세차감전계속사업이익	**10,090**	**11,200**	**9,860**	**11,280**	**15,118**
계속사업손익법인세비용	**2,110**	**2,623**	**2,603**	**2,978**	**3,991**
세후중단사업손익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
당기순이익	**7,981**	**8,577**	**7,257**	**8,302**	**11,127**
증가율(%)	102.8	7.5	-15.4	14.4	34.0
순이익률(%)	26.6	23.2	17.1	16.2	18.5
지배주주지분 당기순이익	7,981	8,577	7,257	8,302	11,127
증가율(%)	102.8	7.5	-15.4	14.4	34.0
기타포괄이익	**70**	**-117**	**0**	**0**	**0**
총포괄이익	**8,051**	**8,460**	**7,257**	**8,302**	**11,127**

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

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	**64,577**	**55,220**	**66,712**	**78,286**	**92,461**
현금및현금성자산	8,908	3,679	9,394	14,707	22,414
매출채권 및 기타채권	7,328	6,794	7,133	7,490	7,864
재고자산	23,758	26,414	32,683	39,378	46,221
비유동자산	**101,244**	**105,242**	**98,814**	**93,361**	**88,388**
유형자산	34,165	38,801	37,007	33,620	30,597
무형자산	59,613	58,321	56,051	53,906	51,878
투자자산	702	726	805	884	964
기타 금융업자산	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자산총계	**165,821**	**160,462**	**165,526**	**171,647**	**180,850**
유동부채	**41,815**	**41,579**	**41,036**	**40,341**	**39,753**
단기차입금	5,828	6,545	6,545	6,545	6,545
매입채무및기타채무	17,711	12,193	11,650	10,955	10,368
유동성장기부채	5,560	7,334	7,334	7,334	7,334
비유동부채	**34,160**	**20,578**	**18,928**	**17,443**	**16,106**
사채	4,991	1,198	1,198	1,198	1,198
장기차입금	4,660	1,200	1,200	1,200	1,200
기타 금융업부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	**75,976**	**62,157**	**59,964**	**57,783**	**55,859**
지배주주지분	**89,845**	**98,305**	**105,562**	**113,864**	**124,991**
자본금	1,779	1,779	1,779	1,779	1,779
자본잉여금	56,631	56,631	56,631	56,631	56,631
기타포괄이익누계액	-22	-138	-138	-138	-138
이익잉여금	31,456	40,033	47,290	55,592	66,719
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**89,845**	**98,305**	**105,562**	**113,864**	**124,991**
총차입금	**25,368**	**19,342**	**19,342**	**19,342**	**19,342**
순차입금	**-5,858**	**-1,407**	**-6,135**	**-10,644**	**-17,586**

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	**9,530**	**16,662**	**4,573**	**4,658**	**7,091**
당기순이익	**7,981**	**8,577**	**7,257**	**8,302**	**11,127**
현금유출이없는비용및수익	**5,977**	**8,028**	**8,377**	**8,014**	**8,226**
유형자산감가상각비	1,845	2,628	3,794	3,387	3,023
무형자산상각비	1,238	2,269	2,269	2,145	2,028
영업활동관련자산부채변동	**-2,635**	**2,987**	**-8,816**	**-9,246**	**-9,157**
매출채권의감소(증가)	-3,053	301	-340	-357	-374
재고자산의감소(증가)	-1,799	-2,739	-6,270	-6,695	-6,843
매입채무의증가(감소)	1,346	2,670	-542	-695	-587
투자활동으로인한현금흐름	**-31,065**	**-15,663**	**-11,300**	**-11,342**	**-11,382**
투자자산의 감소(증가)	26,455	-29	-84	-84	-84
유형자산의 감소	1	28	0	0	0
CAPEX	-9,568	-9,951	0	0	0
단기금융자산의감소(증가)	-17,355	5,248	846	804	764
재무활동으로인한현금흐름	**30,001**	**-6,350**	**-1,577**	**-1,577**	**-1,577**
장기차입금의증가(감소)	2,119	57	0	0	0
사채의증가(감소)	0	-400	0	0	0
자본의 증가(감소)	32,008	0	0	0	0
기타현금흐름	**-32**	**122**	**14,018**	**13,574**	**13,574**
현금의 증가	**8,434**	**-5,229**	**5,715**	**5,313**	**7,707**
기초현금	474	8,908	3,679	9,394	14,707
기말현금	8,908	3,679	9,394	14,707	22,414

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Per Share (원)					
EPS	11,411	12,051	10,196	11,665	15,633
BPS	126,233	138,119	148,315	159,980	175,613
DPS	0	0	0	0	0
Multiples (배)					
PER	71.9	63.1	77.5	67.7	50.5
PBR	6.5	5.5	5.3	4.9	4.5
EV/EBITDA	44.8	33.6	34.6	32.5	26.8

Financial Ratio

12월 결산(억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	94.1%	5.6%	-15.4%	14.4%	34.0%
EBITDA(발표기준) 증가율	84.8%	24.1%	0.2%	5.7%	19.7%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	11.4%	9.1%	7.1%	7.6%	9.3%
ROE(지배순이익 기준)	11.4%	9.1%	7.1%	7.6%	9.3%
ROIC	23.1%	7.7%	5.5%	6.4%	8.8%
WACC	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%
안전성(%)					
부채비율	84.6%	63.2%	56.8%	50.7%	44.7%
순차입금비율	-6.5%	-1.4%	-5.8%	-9.3%	-14.1%
이자보상배율	15.4	13.6	12.3	14.0	18.7

Compliance Notice

■ 투자등급

종목 **매수** : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 10% 이상의 상승이 예상되는 경우
중립 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 ±10% 이내의 등락이 예상되는 경우
매도 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 -10% 이하의 하락이 예상되는 경우

산업 **비중확대** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 높게 가져갈 것을 추천
중 립 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중과 같게 가져갈 것을 추천
비중축소 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 낮게 가져갈 것을 추천

- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료 작성한 애널리스트는 발간일 현재 본인 및 배우자의 계좌로 동 주식을 보유하고 있지 않으며, 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료의 작성 담당자는 자료에 게재된 내용이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 본 자료의 괴리율은 감자 등 주가에 영향을 미치는 사건을 반영하여 계산하였습니다.

본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

[당사의 투자의견 비율 고지]

당사의 투자의견 비율			
기준일(20240331)	매수 : 88.81%	중립 : 10.49%	매도 : 0.7%

[당사와의 이해관계 고지]

종목명	LP(유동성공급자)	시장조성자			1%이상보유	계열사 관계여부	채무이행보증	자사주신탁 계약
	ELW	주식	주식선물	주식옵션				
삼성바이오로직스	-	-	-	-	-	-	-	-

삼성바이오로직스 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가	최고(저) 주가
2024-04-25	매수	1000000		
2024-01-25	매수	1000000		
2022-11-25	매수	1120000	-30.92	-20.80