

삼성바이오로직스(207940.KS)

매수(유지)

꾸준한 로직스, 성장하는 에피스

분석의 기본 가정

- 4공장 가동률 상승과 에피스 제품 매출 성장에도 내부거래와 PPA 영향에 이익률 감소

3Q24 Review: 연결의 착시 효과, 각자는 잘 성장 중

3분기 연결기준 매출 1조 1,871억원(+14.8% yoy) 영업이익 3,386억원(+6.3% yoy) OPM 28.5%로 컨센서스를 매출 +9.3%(vs. 1조 856억원) 영업이익 +10.9%(vs. 3,054억원) 상회. 별도기준은 매출 1조 671억원(+20.9% yoy) 영업이익 4,447억원(+16.5% yoy) OPM 41.7%, 에피스는 매출 3,303억원(+26.0% yoy) 영업이익 679억원(+38.0% yoy) OPM 20.6% 기록. 로직스는 1~3공장 풀가동에 4공장 매출기여도가 증가하고 고환율 지속으로 매출, 영업이익 모두 전년비 두 자릿수 성장함. 에피스는 마일스톤 부재에도 초기 출시제품 중심 매출 증가에 신 규제품 출시(b스텔라라 7월 유럽 출시)로 20%대 영업이익률 시현. 연결로는 에피스向 내부 거래 증가(연간 yoy 65%→85%), PPA 상각비 상승에 매출 성장에도 영업이익률은 하락함.

4Q24: 생산과 출하의 시차로 인한 일회성 비용 예상

4공장 18만리터 가동 초기 높았던 생산원가(배치당 고정비)가 빠른 가동률 상승으로 낮아지고 있으나, 상반기 생산분이 4분기에야 본격 매출로 인식되며 일시적으로 원가 상승할 전망. 그러나 향후 가동률/매출 증가에도 배치당 비용(고정비) 증가는 제한적이므로 일회성 비용에 그칠 것으로 예상. 또한 동사는 2025년 경영환경 불확실성에 대비하기 위해 재정건전성 확보 방안도 시행 예정이므로 4분기 생산원가 상승과 함께 추가적인 일회성 비용 예상됨을 언급. 이에 따라 당사는 2024년 연결기준 이익전망치를 하향 조정, 4Q24는 15.5%, 연간으로는 26.4%의 영업이익률 전망함. 성장성은 견고하여 동사는 2024년 매출 성장 가이드를 연결기준 15~20%(vs. 10~15%), 에피스 40~45%(vs. 20~25%)로 상향함

투자포인트: CDMO 업황 호조 속 심상치 않은 수주 증가세에 주목

지난 22일 아시아 소재 제약사와 2037년까지 1.7조원 규모의 수주계약 체결. 올해 7월 1.5조원 수주에 이은 초대형 수주로 5공장 수주 가속화 기대됨. 13년간 1.7조원 계약은 연간 1,300억원 규모로, 5공장 연간 생산 캐파의 10% 초반 수준 점유가 기대되어 유사한 대형계약이 이어질 시 빠른 5공장 수주 완성과 2025년 중 6공장 증설 가시화를 기대해 볼 수 있음. 생물보안법 제정에 따른 우방국 CDMO 선호는 더욱 확고해지고 있어 동사의 성장성은 견고함. 목표주가 1,300,000원으로 상향하며 (WACC 7.4%→6.9%), 투자의견 매수로 바이오 대형주 top-pick 유지함

계약/바이오 담당 정유클

T.02)2004-9253 / jamie.choung@shinyoung.com

현재주가(10/23) 1,059,000원
목표주가(12M, 상향) 1,300,000원

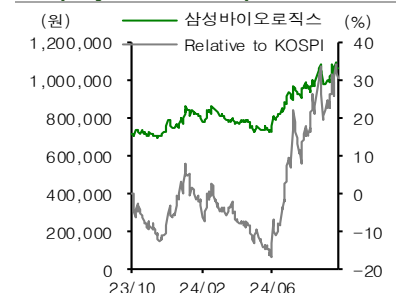
Key Data (기준일: 2024. 7. 24)

KOSPI(pt)	2599.62
KOSDAQ(pt)	745.19
액면가(원)	2,500
시가총액(억원)	753,733
발행주식수(천주)	71,174
평균거래량(3M, 주)	124,425
평균거래대금(3M, 백만원)	121,253
52주 최고/최저	1,091,000 / 698,000
52주 일간Beta	0.5
배당수익률(24F, %)	0.0
외국인지분율(%)	13.4
주요주주 지분율(%)	
삼성물산 외 3 인	74.3 %
국민연금공단	6.7 %

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.6	24.9	33.9	51.3
KOSPI대비 상대수익률	-2.5	33.3	35.1	37.2

Company vs KOSPI composite



결산기(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액(십억원)	3,001	3,695	4,432	5,119	6,009
영업이익(십억원)	984	1,114	1,172	1,135	1,518
세전순이익(십억원)	1,009	1,120	1,177	1,138	1,515
지배순이익(십억원)	798	858	866	838	1,115
EPS(원)	11,411	12,051	12,168	11,770	15,670
증감율(%)	94.1	5.6	1.0	-3.3	33.1
ROE(%)	11.4	9.1	8.4	7.5	9.2
PER(배)	71.9	63.1	87.0	90.0	67.6
PBR(배)	6.5	5.5	7.0	6.5	6.0
EV/EBITDA(배)	44.8	33.6	42.0	43.9	36.3

도표 1. 삼성바이오로직스 3Q24 실적 요약 (연결)

(억원)	2Q24	2Q23	YoY	1Q24	QoQ
매출액	11,871	10,340	14.8%	11,569	2.6%
영업이익	3,386	3,185	6.3%	4,345	-22.1%
세전이익	2,910	3,163	-8.0%	4,650	-37.4%
당기순이익	2,645	2,404	10.0%	3,180	-16.8%
영업이익률	28.5%	30.8%	-7.4%p	37.6%	-24.1%p
순이익률	22.3%	23.2%	-4.2%p	27.5%	-18.9%p

자료: 삼성바이오로직스, 신영증권 리서치센터

도표 2. 삼성바이오로직스 3Q24 실적 요약 (별도)

(억원)	2Q24	2Q23	YoY	1Q24	QoQ
매출액	10,671	8,827	20.9%	8,102	31.7%
영업이익	4,447	3,816	16.5%	3,292	35.1%
세전이익	4,239	3,740	13.3%	3,533	20.0%
당기순이익	3,235	2,830	14.3%	2,726	18.7%
영업이익률	41.7%	43.2%	-3.6%p	40.6%	2.6%p
순이익률	30.3%	32.1%	-5.4%p	33.6%	-9.9%p

자료: 삼성바이오로직스, 신영증권 리서치센터

도표 3. 삼성바이오에피스 3Q24 실적 요약

(억원)	2Q24	2Q23	YoY	1Q24	QoQ
매출액	3,303	2,621	26.0%	5,299	-37.7%
영업이익	679	492	38.0%	2,571	-73.6%
세전이익	407	498	-18.3%	2,640	-84.6%
당기순이익	395	512	-22.9%	2,149	-81.6%
영업이익률	20.6%	18.8%	9.5%p	48.5%	-57.6%p
순이익률	12.0%	19.5%	-38.8%p	40.6%	-70.5%p

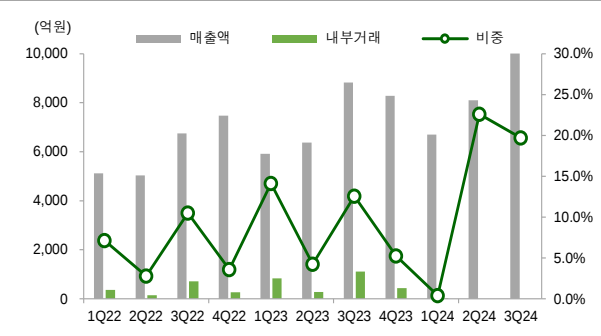
자료: 삼성바이오로직스, 신영증권 리서치센터

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	1,832	2,103	-	-	-
평균	599	382	720	811	2,364	-
2024F	27	1,832	2,103	928	4,890	84.9%

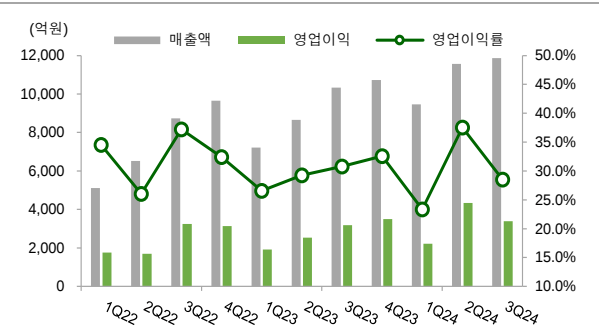
자료: 삼성바이오로직스, 신영증권 리서치센터

도표 5. 삼성바이오로직스 매출액(별도) 대비 내부거래 추이



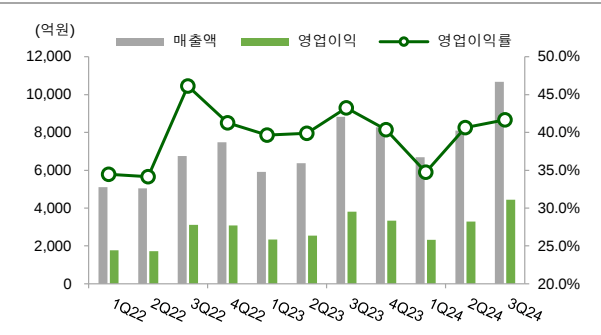
자료: 삼성바이오로직스, 신영증권 리서치센터

도표 6. 분기별 실적 추이 (연결)



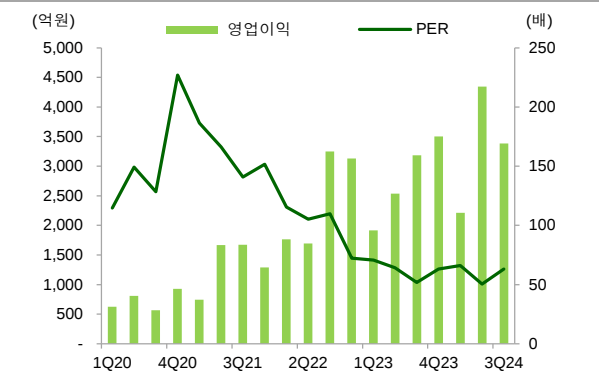
자료: 삼성바이오로직스, 신영증권 리서치센터

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



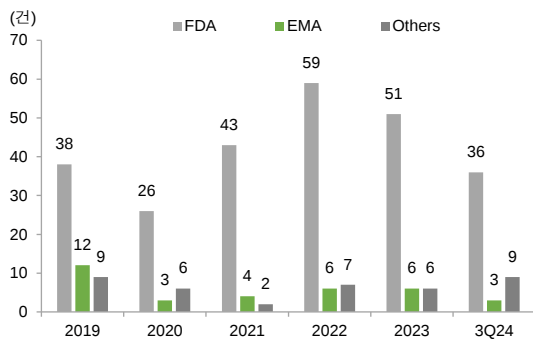
자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 10. 삼성바이오로직스 주주 공시 순증액 (2022.07~2024.10)

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
2024.05	Kiniksa Pharmaceuticals	152,168,274	1,389.70	98,755,792,499
2024.06	Baxter	208,068,000	1,124.90	234,055,693,200
2024.07	미국 소재 제약사B	1,060,022,700	1,380.80	1,463,679,344,160
2024.09	아시아 소재 제약사 F계약	88,916,651	1,339.60	119,112,745,680
2024.10	아시아 소재 제약사 G계약	1,242,560,000	1,370.40	1,702,804,224,000
합계		6,234,100,231		8,080,242,187,899

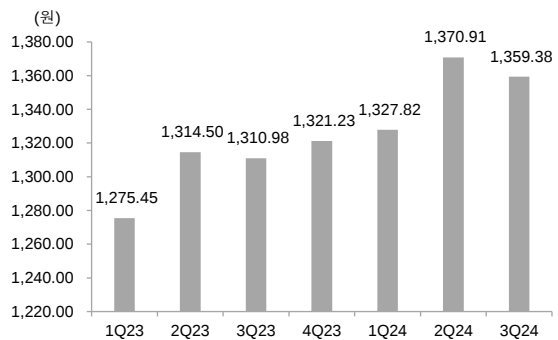
자료: 삼성바이오로직스, 신영증권 리서치센터

도표 11. 허가기관 승인 트랙레코드



자료: 삼성바이오로직스, 신영증권 리서치센터

도표 12. 원/달러 환율 분기 평균 추이 (최초고시 매미기준율)



자료: 하나은행, 신영증권 리서치센터

도표 13. 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
오리지널		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 출시 / 미국 승인 (24.6월)	출시	출시	1상(24.2월) / 3상(24.4월) 진행 중	출시	미국 승인 (24.5월)	유럽 출시 / 미국 승인 (24.7월)	3상 완료
제품	EU	Benepali	Flixabi	Imraldi	Pyzchiva	Ontruzant	Aybintio	-	Byooviz	-	Epysqli	-
	US	Eticovo (IC, 24.6월)	Renflexis	Hadlima (IC, 24.6월)	Pyzchiva	Ontruzant	-	-	Byooviz (IC, 23.10월)	Opuviz (IC, 24.5월)	Epysqli	-
마케팅파트너 (출시 연도)	EU	Biogen (16)	Biogen (16)	Biogen (18)	Sandoz (24.7월)	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	44,321	51,191	60,088
증가율(%)	91.4	23.1	20.0	15.5	17.4
매출원가	15,328	18,918	24,134	27,201	30,966
원가율(%)	51.1	51.2	54.5	53.1	51.5
매출총이익	14,684	18,028	20,187	23,990	29,122
매출총이익률(%)	48.9	48.8	45.5	46.9	48.5
판매비와 관리비 등	4,848	6,891	8,470	12,637	13,946
판매비율(%)	16.2	18.7	19.1	24.7	23.2
영업이익	9,836	11,137	11,717	11,354	15,176
증가율(%)	83.1	13.2	5.2	-3.1	33.7
영업이익률(%)	32.8	30.1	26.4	22.2	25.3
EBITDA	12,919	16,035	17,780	16,886	20,228
EBITDA마진(%)	43.0	43.4	40.1	33.0	33.7
순금융손익	-608	20	63	32	1
이자손익	-108	141	361	634	956
외화관련손익	-635	-112	-65	-65	-65
기타영업외손익	589	49	-14	-3	-23
종속및관계기업 관련손익	273	-5	0	0	0
법인세차감전계속사업이익	10,090	11,200	11,767	11,382	15,153
계속사업손익법인세비용	2,110	2,623	3,106	3,005	4,000
세후종단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	7,981	8,577	8,660	8,377	11,153
증가율(%)	102.8	7.5	1.0	-3.3	33.1
순이익률(%)	26.6	23.2	19.5	16.4	18.6
지배주주지분 당기순이익	7,981	8,577	8,660	8,377	11,153
증가율(%)	102.8	7.5	1.0	-3.3	33.1
기타포괄이익	70	-117	0	0	0
총포괄이익	8,051	8,460	8,660	8,377	11,153

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

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	64,577	55,220	68,182	79,765	93,966
현금및현금성자산	8,908	3,679	9,455	16,186	23,919
매출채권 및 기타채권	7,328	6,794	7,133	7,490	7,864
재고자산	23,758	26,414	34,093	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	166,996	173,126	182,354
유동부채	41,815	41,579	41,103	40,341	39,753
단기차입금	5,828	6,545	6,545	6,545	6,545
매입채무및기타채무	17,711	12,193	11,717	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	60,031	57,783	55,859
지배주주지분	89,845	98,305	106,965	115,342	126,495
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	48,693	57,071	68,223
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	89,845	98,305	106,965	115,342	126,495
총차입금	25,368	19,342	19,342	19,342	19,342
순차입금	-5,858	-1,407	-6,195	-12,122	-19,091

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	9,530	16,662	4,629	6,071	7,113
당기순이익	7,981	8,577	8,660	8,377	11,153
현금유출이없는비용및수익	5,977	8,028	8,873	7,967	8,161
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	-10,159	-7,903	-9,157
매출채권의감소(증가)	-3,053	301	-340	-357	-374
재고자산의감소(증가)	-1,799	-2,739	-7,679	-5,285	-6,843
매입채무의증가(감소)	1,346	2,670	-476	-762	-587
투자활동으로인한현금흐름	-31,065	-15,663	-11,295	-11,337	-11,377
투자자산의 감소(증가)	26,455	-29	-79	-79	-79
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	5,775	6,731	7,733
기초현금	474	8,908	3,679	9,455	16,186
기말현금	8,908	3,679	9,455	16,186	23,919

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Per Share (원)					
EPS	11,411	12,051	12,168	11,770	15,670
BPS	126,233	138,119	150,287	162,057	177,727
DPS	0	0	0	0	0
Multiples (배)					
PER	71.9	63.1	87.0	90.0	67.6
PBR	6.5	5.5	7.0	6.5	6.0
EV/EBITDA	44.8	33.6	42.0	43.9	36.3

Financial Ratio

12월 결산(억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	94.1%	5.6%	1.0%	-3.3%	33.1%
EBITDA(발표기준) 증가율	84.8%	24.1%	10.9%	-5.0%	19.8%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	11.4%	9.1%	8.4%	7.5%	9.2%
ROE(지배순이익 기준)	11.4%	9.1%	8.4%	7.5%	9.2%
ROIC	23.1%	7.7%	6.6%	6.3%	8.7%
WACC	6.5%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%
안전성(%)					
부채비율	84.6%	63.2%	56.1%	50.1%	44.2%
순차입금비율	-6.5%	-1.4%	-5.8%	-10.5%	-15.1%
이자보상배율	15.4	13.6	14.4	13.9	18.6

Compliance Notice

■ 투자등급

종목 **매수** : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 10% 이상의 상승이 예상되는 경우
 중립 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 $\pm 10\%$ 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
 중립 : 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, 기관투자자 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 갑자 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 소제에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

[당사의 투자 의견 비율 고지]

당사의 투자 의견 비율			
기준일 (20240930)	매수 : 90.58%	중립 : 7.97%	매도 : 1.45%

[당사와의 이해 관계 고지]

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

