

삼성바이오로직스(207940)

매수(유지)

목표주가: 1,250,000원(유지)

1Q24 Preview: 계획대로 성장 중

계획대로 성장해 컨센서스에 대체로 부합한 실적

1분기 영업이익은 컨센서스에 대체로 부합할 전망이다. 연결 매출 9,783억원 (YoY +35.7%), 영업이익 2,201억원 (YoY +14.8%, OPM 22.5%)으로 추정한다. 매출액 기준으로는 컨센을 6.9% 상회, 영업이익 기준으로는 4.8% 하회하는 수준이다. CDMO 사업부 매출은 7,528억원 (YoY +27.4%)으로 전망한다. 공장은 계획대로 가동됐으며 1분기 원달러 환율(1,329원, +2.1% YoY) 강세 및 내부거래 감소도 타라인 성장에 기여할 것이다. 영업이익 하회 원인은 인건비 증가 및 PPA 상각 증가를 충분히 반영하지 못했기 때문으로 추정한다.

공급자 우위 시장임을 다시 한 번 확인할 수 있었던 1분기

경쟁사 론자를 통해 상업용 항체 CMO 산업은 공급자 우위 시장임을 확인했다. 론자는 3월 20일 12억달러를 투자해 캘리포니아 내 항체 CMO를 인수했으며 5.6억달러를 추가 투자해 시설 업그레이드에 나선다고 밝혔다. 스위스 내 바이오리액터 증설뿐만 아니라 미국 내 시설을 확보하는 모습은 중장기적인 항체 CMO 수요에 대한 자신감을 반증한다. 삼성바이오로직스도 약 10억달러의 미국 내 중소형 CDMO 인수를 고려하고 있다. 한편 장기적인 관점에서 고객사 유치에도 우호적인 상황이다. 미국 Biosecure Act 법안의 시행 가능성이 높아졌기 때문이다. 다만 법안 시행까지는 2년 이상의 시간이 소요되며, 단기간 실적 기여도는 낮을 것이다.

5공장 선수주 기대감을 갖게 될 올해

투자의견 매수, 목표주가 125만원을 유지한다. 다만 밸류에이션 방식을 DCF에서 EV/EBITDA 방식으로 변경했다. 연간 이익은 두 자리수의 성장 지속되고 있으며 미래 매출 가시성도 높아졌다. 올해는 5공장 완공을 앞두고 선수주 기대감이 주가에 반영될 전망이다. 5공장 일부 매출이 인식될 FY26F EBITDA NPV 22,390억원 (WACC 6.3%)에 에피스 편입 및 4공장 매출 인식에 대한 기대감이 반영됐던 FY22~FY23 평균 EV/EBITDA 39배를 적용했다. 긍정 의견을 유지한다.

KIS ESG Indicator

종합	E	S	G
58	51	66	55

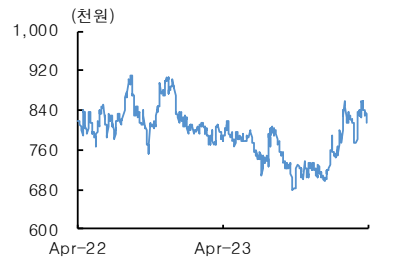
Stock Data

KOSPI(4/2)	2,753
주가(4/2)	816,000
시가총액(십억원)	58,078
발행주식수(백만)	71
52주 최고/최저(원)	859,000/680,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	51,400
유동주식비율/외국인지분율(%)	24.8/12.0
주요주주(%)	삼성물산 외 3인 74.4
	국민연금공단 6.7

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	5.4	19.8	3.6
KOSPI 대비(%p)	1.2	8.1	(7.6)

주가추이



자료: FnGuide

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2022A	3,001	984	798	11,442	94.7	1,292	71.8	44.7	6.5	11.4	0.0
2023A	3,695	1,114	858	12,051	5.3	1,603	63.1	33.7	5.5	9.1	0.0
2024F	4,283	1,228	1,018	14,307	18.7	2,147	57.0	26.8	5.4	9.9	0.0
2025F	5,119	1,464	1,171	16,447	15.0	2,400	49.6	23.7	4.8	10.3	0.0
2026F	5,664	1,715	1,415	19,886	20.9	2,649	41.0	21.4	4.3	11.1	0.0

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

위해주, Ph.D.

hwji@koreainvestment.com

이승우

seungwoo.lee@koreainvestment.com

<표 1> 삼성바이오로직스 밸류에이션: 목표주가 1,250,000원 (단위: 십억원, 배, 천주, 원, %)

구분	주요 내용	비고
A. 영업가치(십억원)	87,751	
FY26F EBITDA의 NPV	2,239	FY26F EBITDA 2,649십억원에 WACC 6.3% 적용
Target EV/EBITDA	39	22~23년 평균 EV/EBITDA 적용.
B. 24F 기준 순차입금(십억원)	(636)	에피스 편입 및 4공장 매출 인식 기대감 반영 배수
C. 기업가치 (A-B)	88,386	
D. 유통주식수 (천주)	71,174	
E. 적정주가 (D/E, 원)	1,241,836	
F. 목표주가	1,250,000	
G. 현재주가	816,000	4월 2일 종가
H. 상승여력	53.2%	

자료: 한국투자증권

<표 2> 1Q24 실적 전망

	한투증권 (십억원)	QoQ (%, %p)	YoY (%, %p)	컨센서스 대비 (%, %p)	컨센서스 (십억원)	1개월 변화 (%, %p)
매출액	978.3	(8.9)	35.7	6.9	915.2	0.3
영업이익	220.1	(37.1)	14.8	(4.8)	231.3	(0.6)
영업이익률(%)	22.5	(10.1)	(4.1)	(2.8)	25.3	(0.2)
지배주주순이익	185.2	(36.3)	30.7	(4.3)	193.6	(1.8)

자료: Quantwise, 한국투자증권

<표 3> 1Q24 실적 추정치 변경 세부내역

(단위: 십억원, %)

	기존 전망	수정 전망	차이	비고
매출액	901.6	978.3	8.5	1Q24 내부거래 감소 일부 반영
삼성바이오로직스	831.0	752.8	(9.4)	
1공장	55.6	47.7	(14.2)	
2공장	273.3	244.8	(10.4)	
3공장	308.0	308.0	0.0	
4공장	98.5	65.7	(33.3)	분기별 4공장 매출 기여 트렌드 상 저하고 반영해 조정
기타	95.6	86.6	(9.4)	
삼성바이오에피스	186.8	275.5	47.5	4Q24 본격 반영되기 시작한 하드라마 매출 증가분 반영해 조정
영업이익	261.5	220.1	(15.8)	PPA 상각 및 인건비 증가 반영
당기순이익	234.6	185.2	(21.1)	

자료: 한국투자증권

<표 4> 2024년 실적 추정치 변경 세부내역

(단위: 십억원, %)

	기존 전망	수정 전망	차이	비고
매출액	4,302.5	4,283.0	(0.5)	
삼성바이오로직스	2,938.8	3,367.6	14.6	
1공장	195.5	211.1	8.0	
2공장	1,093.4	1,055.4	(3.5)	
3공장	1,231.8	1,281.1	4.0	
4공장	569.4	432.5	(24.0)	FY24 4공장 매출 기여도 가이드런스 반영해 조정
기타	405.2	387.4	(4.4)	
삼성바이오에피스	1,245.2	1,344.0	7.9	
영업이익	1,277.8	1,227.7	(3.9)	PPA 상각 및 인건비 증가 반영
당기순이익	1,047.9	1,018.3	(2.8)	

자료: 한국투자증권

<표 5> 삼성바이오로직스 실적 전망

(단위: 십억원, %, %YoY)

	2023				2024F				연간			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF	2023	2024F	2025F	2026F
매출액(연결)	721	866	1,034	1,074	978	999	998	1,308	3,695	4,283	5,119	5,664
매출액 증가율	41.0	33.0	18.4	11.2	35.7	15.4	(3.5)	21.8	23.1	15.9	19.5	10.6
삼성바이오로직스(별도)	591	637	883	828	753	780	877	957	2,939	3,368	4,287	4,780
매출액 증가율	15.6	26.5	30.8	4.5	27.4	22.4	(0.6)	15.6	20.6	14.6	27.3	11.5
1공장	40	43	57	56	48	50	57	56	195	211	226	226
2공장	212	219	272	273	245	245	283	283	977	1,055	1,131	1,131
3공장	270	291	314	308	308	308	333	333	1,183	1,281	1,330	1,330
4공장	0	-	120	90	66	88	104	175	210	433	1,040	1,336
기타	68	84	120	94	87	90	101	110	366	387	559	678
삼성바이오에피스(별도)	213	256	262	289	276	376	287	407	1,020	1,344	1,297	1,349
영업이익	192	253	319	350	220	260	329	418	1,114	1,228	1,464	1,715
영업이익 증가율	8.7	49.4	(1.9)	11.9	14.8	2.5	3.4	19.6	13.2	10.2	19.3	17.1
영업이익률	26.6	29.3	30.8	32.6	22.5	26.0	33.0	32.0	30.1	28.7	28.6	30.3
세전이익	197	251	316	356	232	268	335	438	1,120	1,273	1,463	1,769
지배주주 순이익	142	185	240	291	185	215	268	351	858	1,018	1,171	1,415
증가율	(3.5)	21.6	86.1	(21.4)	30.7	16.1	11.4	20.6	7.5	18.7	15.0	20.9

자료: 삼성바이오로직스, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

삼성바이오로직스는 2012년 설립된 항체의약품 위탁생산개발업체이다. 항체의약품 원액 및 완제 위탁생산 사업을 영위하고 있다. 현재 364,000리터의 바이오의약품 원액 생산 리액터를 보유하고 있다. 또한 256,000리터의 4공장을 증설해 총 620,000리터, 세계 최대 생산시설로 도약을 준비하고 있다. mRNA 원료의약품 생산 시설을 완비했고 2025년 4월 완공을 목표로 18만리터의 5공장 건설을 건설 중에 있다.

- CDO: Contract Development Organization, 의약품 공정개발 위탁 기관
- CMO: Contract Manufacture Organization, 의약품 생산 위탁 기관
- CDMO: Contract Development Manufacture Organization, 의약품 공정개발과 생산 위탁 기관
- CRDMO: Contract Research Development Manufacture Organization, 의약품 물질발굴, 공정개발, 생산 위탁 기관

손익계산서

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	3,001	3,695	4,283	5,119	5,664
매출원가	1,533	1,892	2,128	2,585	2,846
매출총이익	1,468	1,803	2,155	2,534	2,818
판매관리비	485	689	927	1,070	1,103
영업이익	984	1,114	1,228	1,464	1,715
영업이익률(%)	32.8	30.1	28.7	28.6	30.3
EBITDA	1,292	1,603	2,147	2,400	2,649
EBITDA Margin(%)	43.0	43.4	50.1	46.9	46.8
영업외수익	25	6	45	(1)	54
금융수익	212	252	197	208	237
금융비용	273	250	185	233	219
기타영업외손익	59	5	33	24	36
관계기업관련손익	27	(0)	0	(0)	(0)
세전계속사업이익	1,009	1,120	1,273	1,463	1,769
법인세비용	211	262	255	293	354
연결당기순이익	798	858	1,018	1,171	1,415
지배주주지분순이익	798	858	1,018	1,171	1,415
지배주주순이익률(%)	26.6	23.2	23.8	22.9	25.0
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	91.4	23.1	15.9	19.5	10.6
영업이익 증가율	83.1	13.2	10.2	19.3	17.1
지배주주순이익 증가율	102.8	7.5	18.7	15.0	20.9
EPS 증가율	94.7	5.3	18.7	15.0	20.9
EBITDA 증가율	84.8	24.1	33.9	11.8	10.4

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동현금흐름	953	1,666	2,470	2,916	2,303
당기순이익	798	858	1,018	1,171	1,415
유형자산감가상각비	184	263	659	625	590
무형자산상각비	124	227	260	311	344
자산부채변동	(263)	299	531	808	(47)
기타	110	19	2	1	1
투자활동현금흐름	(3,106)	(1,566)	(2,409)	(2,832)	(2,249)
유형자산투자	(957)	(995)	(796)	(762)	(727)
유형자산매각	0	3	3	3	3
투자자산순증	(1,016)	608	(21)	(28)	(22)
무형자산순증	(52)	(110)	(1,189)	(1,631)	(1,204)
기타	(1,081)	(1,072)	(406)	(414)	(299)
재무활동현금흐름	3,000	(635)	0	0	0
자본의증가	3,201	0	0	0	0
차입금의순증	(188)	(635)	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	(13)	0	0	0	0
기타현금흐름	(3)	12	0	0	0
현금의증가	843	(523)	60	84	54
FCF	(4,681)	(576)	751	838	647

주: K-IFRS (연결) 기준

재무상태표

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	16,582	16,046	17,912	20,759	22,661
유동자산	6,458	5,522	6,198	7,407	8,196
현금성자산	891	368	428	512	566
매출채권및기타채권	733	679	771	921	1,019
재고자산	2,376	2,641	2,655	3,174	3,512
비유동자산	10,124	10,524	11,715	13,352	14,465
투자자산	70	73	82	98	108
유형자산	3,417	3,880	4,014	4,149	4,283
무형자산	5,961	5,832	6,761	8,081	8,941
부채총계	7,598	6,216	7,075	8,763	9,261
유동부채	4,182	4,158	4,825	6,101	6,359
매입채무및기타채무	1,771	1,219	1,285	1,536	1,699
단기차입금및단기사채	583	655	655	655	655
유동성장기부채	556	733	733	733	733
비유동부채	3,416	2,058	2,164	2,559	2,789
사채	499	120	120	120	120
장기차입금및금융부채	757	282	282	282	282
자본총계	8,984	9,830	10,837	11,996	13,400
지배주주지분	8,984	9,830	10,837	11,996	13,400
자본금	178	178	178	178	178
자본잉여금	5,663	5,663	5,663	5,663	5,663
기타자본	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
이익잉여금	3,146	4,003	5,022	6,192	7,608
비지배주주지분	0	0	0	0	0
순차입금	(670)	(127)	(636)	(1,137)	(1,464)

주요 투자지표

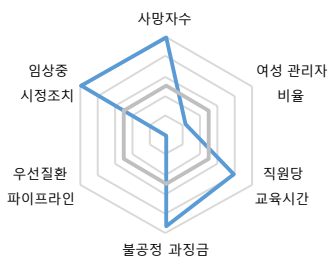
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	11,442	12,051	14,307	16,447	19,886
BPS	126,233	138,119	152,262	168,545	188,267
DPS	0	0	0	0	0
수익성(%)					
ROA	6.5	5.3	6.0	6.1	6.5
ROE	11.4	9.1	9.9	10.3	11.1
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
부채비율(x)	84.6	63.2	65.3	73.1	69.1
차입금/자본총계비율(%)	28.2	19.7	17.8	16.1	14.4
이자보상배율(x)	15.4	13.6	22.6	23.2	27.4
순차입금/EBITDA(x)	-0.5	-0.1	-0.3	-0.5	-0.6
Valuation(x)					
PER	71.8	63.1	57.0	49.6	41.0
최고	80.6	69.1	61.5	53.5	44.3
최저	59.9	55.4	51.7	44.9	37.2
PBR	6.5	5.5	5.4	4.8	4.3
최고	7.3	6.0	5.8	5.2	4.7
최저	5.4	4.8	4.9	4.4	3.9
PSR	19.1	14.6	13.6	11.3	10.3
EV/EBITDA	44.7	33.7	26.8	23.7	21.4

KIS ESG Indicator

환경: 51점



사회: 66점



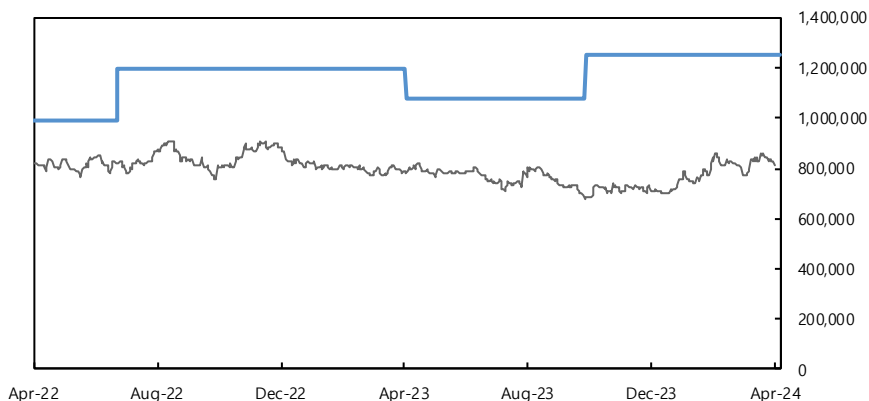
지배 구조: 55점



자료: 한국투자증권

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
삼성바이오로직스 (207940)	2022.06.22	매수	1,200,000원	-31.1	-24.2
	2023.04.03	매수	1,080,000원	-29.1	-24.4
	2023.09.27	매수	1,250,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2024년 4월 3일 현재 삼성바이오로직스 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 삼성바이오로직스 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 추가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 추가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 추가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2023. 12. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
87.3%	12.7%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.