

삼성바이오로직스

(207940)

3Q24 Pre: In-Line, On-Track

3Q24 Preview: 계획된 순항, 컨센서스 부합 전망

동사의 3Q24 연결기준 매출액은 1조 837억원(YoY+4.8%, QoQ-6.3%), 영업이익 3,003억원(YoY-5.7%, OPM 27.7%)으로 추정, 컨센서스 매출액 1조 839억원 및 영업이익 3,045억원에 대체로 부합하는 실적을 기록할 전망이다. 별도기준 매출액은 9,714억원(YoY+10.1%, QoQ+19.9%), 영업이익 4,319억원(YoY+13%, OPM 44.5%)으로 추정, 컨센서스 매출액 9,671억원 및 영업이익 4,213억원을 소폭 상회할 전망이다. 4공장(18만L)의 상업화 생산으로 인한 매출기여도 증가와 1~3 공장의 가동 계획에 따라 4분기 향할수록 탑라인의 성장 및 수익성 개선이 예상된다. 상반기와 비교하여 환율은 소폭 하락하였으나 여전히 연초 예상치 대비 높은 수준이다.

하반기 주요 포인트: 5/6공장, 마일스톤 및 생물보안법

전년 대비 증가한 내부거래 및 PPA 상각 비용에도 별도 회사의 CDMO와 바이오시밀러 사업은 견조한 성장을 보이며 순항, 연결기준 매출액 YoY+20.6%, 영업이익 YoY+23.1%의 높은 연간 성장을 기록할 전망이다.

로직스는 내년 4월 5공장의 가동을 앞두고 있다. 준공 후 수주를 확보한 기존의 공장과 다르게 5공장은 선수주를 통해 빠른 램프업이 가능하다. 동사는 '22년 7월 송도에 제2바이오캠퍼스 부지를 매입, 5~8공장 건설을 위해 '32년까지 약 7.5조원의 투자계획을 밝힌 바 있다. 4공장(18만L, '23년)과 5공장('25년)의 가동시점을 고려했을 때, 6공장의 가동시점은 '27년으로 추정되며, 약 2년의 투자 기간을 반영 시, '25년 6공장의 착공 소식을 기대할 수 있다. 항체 위탁생산에 대한 수요는 견조하며 글로벌 동물세포 생산 capacity는 대형 CDMO 업체 위주로 증가하는 중이다. 6공장 투자는 이러한 대형 위탁생산에 대한 높은 수요를 확인할 수 있는 소식이 될 전망이다.

자회사 에피스의 3분기 마일스톤은 부재, 지난 9월 유럽 CHMP의 승인 권고를 받은 아일리아BS의 연내 승인이 예상됨에 따라, 4분기 약 400억원 이내의 마일스톤 수령이 가능할 전망이다. 마일스톤을 제외해도 상반기 루센티스BS(Byooviz), 휴마라BS (Hadlima) 중심의 자체 매출은 20% 이상 성장했다. 마일스톤을 제외한 3분기 성장은 YoY+6.1%로 소폭 둔화, 연간 10% 이상의 성장이 가능할 전망이며 신제품 출시를 앞두고 제반 비용, 연구개발비 및 인건비의 증가로 OPM은 소폭 하락이 예상된다.

지난 9월 하원 전체회의 통과 후 상원의 표결을 앞두고 있는 생물보안법은 장기적인 업황 및 성장을 위한 미래 사업 측면에서 고려할 이슈이다. 현재 동사의 CDO 매출 비중 및 프로젝트 당 소요되는 약 1.5년의 기간을 고려 시, 입법이 갖는 영향은 CMO 측면에서 더 클 것으로 판단된다.

투자 의견 Buy, 목표주가 1,150,000원 유지

동사에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가 1,150,000원을 유지한다. 상반기 우호적인 환율 효과로 이미 연간 성장률 가이드선 상단 15%의 약 49.5%를 확보했다. 상저하고의 생산 계획과 여전히 낮지 않은 환율은 가이드선 이상의 실적으로, Biosecure Act은 장기적인 업황 및 긍정적인 투자자 sentiment로 이어질 전망이다.

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	1,150,000원(유지)
증가(2024.10.02)	977,000원
상승여력	17.7%

Stock Indicator

자본금	178십억원
발행주식수	7,117만주
시가총액	69,537십억원
외국인지분율	13.3%
52주 주가	681,000~1,087,000원
60일평균거래량	121,469주
60일평균거래대금	114.1십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.7	20.6	20.3	43.5
상대수익률	5.5	28.9	25.7	39.5

Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	3,695	4,457	5,000	5,342
영업이익(십억원)	1,114	1,371	1,476	1,692
순이익(십억원)	858	1,033	1,176	1,379
EPS(원)	12,051	14,509	16,518	19,373
BPS(원)	138,119	152,464	168,818	188,028
PER(배)	63.1	67.3	59.1	50.4
PBR(배)	5.5	6.4	5.8	5.2
ROE(%)	9.1	10.0	10.3	10.9
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	33.5	35.2	33.1	29.5

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[제약/바이오]

장민환

2122-9208 minhwan.jang@imfnsec.com

표1. 삼성바이오로직스 valuation table

항목	단위	비고
① 별도 삼성바이오로직스 가치	74,161	십억원
'27년 추정 EBITDA	2,411	십억원
할인율	6.8	%
타겟 EV/EBITDA 멀티플	30.8	CoD 2.7%, CoE 7.0%, 시장위험 프리미엄 5.3%, beta 0.65 적용 글로벌 피어(Lonza, Catalent)의 평균 EV/EBITDA 35% 할증
② 삼성바이오에피스 가치	7,427	십억원
FY24 EBITDA	450.1	십억원
타겟 EV/EBITDA 멀티플	16.5	Viatris 바이오시밀러 사업부매각 당시 멀티플
③ 순차입금	-222.6	십억원
④ 기업가치 (=①+②-③)	81,811	십억원
⑤ 주식수	71,174	천주
⑥ 목표주가 (=④÷⑤)	1,150,000	원
		1,149,444 원

자료: iM증권 리서치본부

표2. 삼성바이오로직스 추정치 변경(십억원)

구분	수정전		수정후		변동		비고
	3Q24	2024E	3Q24	2024E	3Q24	2024E	
연결영업실적 추정							
매출액	1,085	4,464	1,084	4,457	0%	0%	환율 반영
영업이익	313	1,341	300	1,371	-4%	2%	
별도영업실적 추정	3Q24	2024E	3Q24	2024E	3Q24	2024E	
매출액	1,012	3,513	971	3,475	-4%	-1%	환율 반영, CDO 매출 추정치 조정
영업이익	463	1,492	432	1,470	-7%	-1%	인건비 등 판관비 조정

자료: iM증권 리서치본부

표3. 별도기준 삼성바이오로직스 분기별 요약손익계산서(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24E	2023	2024E
매출액	591	637	883	828	670	810	971	1,024	2,939	3,475
YoY	15.6%	26.5%	30.8%	10.7%	13.3%	27.2%	10.1%	23.7%	20.6%	18.3%
CMO	542	549	775	789	640	784	934	985	2,655	3,343
1공장	42	34	90	58	41	45	57	48	224	191
2공장	200	210	301	268	234	253	342	273	979	1,101
3공장	300	281	334	397	280	303	308	364	1,312	1,255
4공장	0	24	50	66	86	184	226	300	140	796
기타(CDO 등)	49	88	108	39	29	26	38	39	283	132
매출총이익	293	315	454	428	300	405	515	561	1,490	1,782
YoY	27.8%	35.8%	22.9%	15.9%	2.4%	28.8%	13.5%	30.9%	24.2%	19.5%
GPM	49.6%	49.4%	51.4%	51.7%	44.9%	50.0%	53.0%	54.8%	50.7%	51.3%
영업이익	234	254	382	334	233	329	432	476	1,204	1,470.0
YoY	33.0%	47.8%	22.6%	8.3%	-0.7%	29.6%	13.2%	42.6%	24.4%	22.1%
OPM	39.7%	39.9%	43.2%	40.3%	34.8%	40.6%	44.5%	46.5%	41.0%	42.3%

자료: iM증권 리서치본부

표4. 연결기준 삼성바이오로직스 분기별 요약손익계산서(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24E	2023	2024E
연결 매출액	721	866	1,034	1,074	947	1,157	1,084	1,270	3,695	4,457
YoY	41.0%	33.0%	18.4%	11.2%	31.3%	33.6%	4.8%	18.3%	23.1%	20.6%
로직스	591	637	883	828	670	810	971	1,024	2,939	3,475
에피스	213	256	262	289	280	530	278	330	1,020	1,418
연결조정	83	27	111	43	3	183	166	85	264	436
연결 영업이익	192	253	319	350	221	435	300	415	1,114	1,371
YoY	8.8%	49.4%	-1.9%	11.9%	15.4%	71.4%	-5.7%	18.7%	13.2%	23.1%
OPM	26.6%	29.3%	30.8%	32.6%	23.4%	37.6%	27.7%	32.7%	30.1%	30.8%
로직스	234	254	382	334	233	329	432	476	1,204	1,470
에피스	36	42	49	78	38	257	24	68	205	387
조정/PPA상각	79	43	112	62	50	152	155	129	296	485

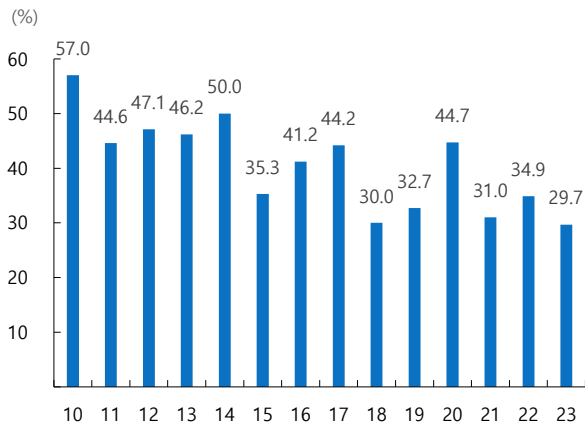
자료: iM증권 리서치본부

표5. '24년 YTD 삼성바이오로직스 단일판매 및 공급계약 체결 공시

일자	고객사	이전 계약 금액(억원)	변경 계약 금액(억원)	비고
24.03.06	UCB	451	4,270	'17년 체결한 계약에 대한 증액. 고객사의 요청에 따른 계약금액 변경
24.04.04	MSD	928	2,473	고객사 제품의 상업화 성공에 따른 금액 변경
24.05.08	Eli Lilly	3,278	5,841	고객사의 요청에 따른 계약금액 변경 '19년 12월 최초 체결 '22년 03월 수요 증가로 확정 매출액 1,121억원으로 증가 '23년 03월 고객사의 요청으로 3,278억원으로 증가 '24년 05월 고객사의 요청으로 5,841억원으로 증가
24.06.18	Baxter	168	2,509	고객사의 요청에 따른 계약금액 변경 '17년 07월 최초 체결 '18년 07월 고객사 제품권리 이전으로 계약금액 변경 (168억원) '24년 06월 고객사의 요청으로 2,509억원으로 증가
24.06.25	Kiniksa Pharma	-	2,115	본 계약 체결
24.07.02	비공개	-	14,637	'23년 06월 의향서 체결 후 본 계약 체결 계약기간 ~'30년 12월 (6.5년)
24.09.13	비공개(아시아)	-	1,191	'23년 06월 최초 계약 체결(공시 기준금액 미달) 후 정정계약 체결 계약기간 ~'28년 12월 (4.5년)

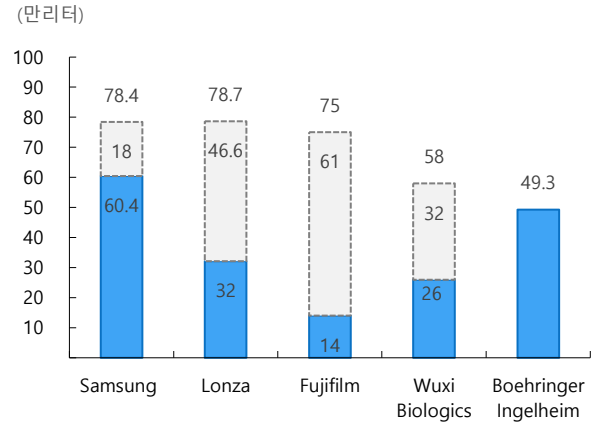
자료: 다트전자공시, iM증권 리서치본부

그림1. 동물세포 유래 바이오의약품의 자체생산(in-house) 비율



자료: 20th annual report and survey of biopharmaceutical capacity and production, iM증권 리서치본부

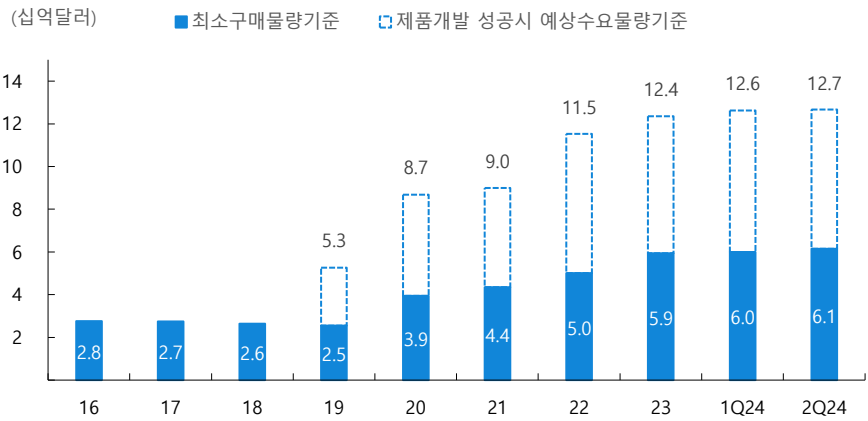
그림2. 글로벌 CDMO 업체 별 동물세포 생산 capacity



자료: 각 사, iM증권 리서치본부

주) 점선은 증축 및 확장 중인 시설. 삼성바이오로직스는 5공장, Lonza는 '23년 10월 기준 증설 계획에 Vacaville 시설 인수 반영. Fujifilm은 '28년까지의 가동계획 및 Wuxi '26년까지의 증설 계획 반영

그림3. 삼성바이오로직스 연도별 CDMO 수주잔고 추이(~2Q24)



자료: 삼성바이오로직스, 닥트전자공시, iM증권 리서치본부

그림4. 삼성바이오로직스의 제2 바이오캠퍼스 조감도



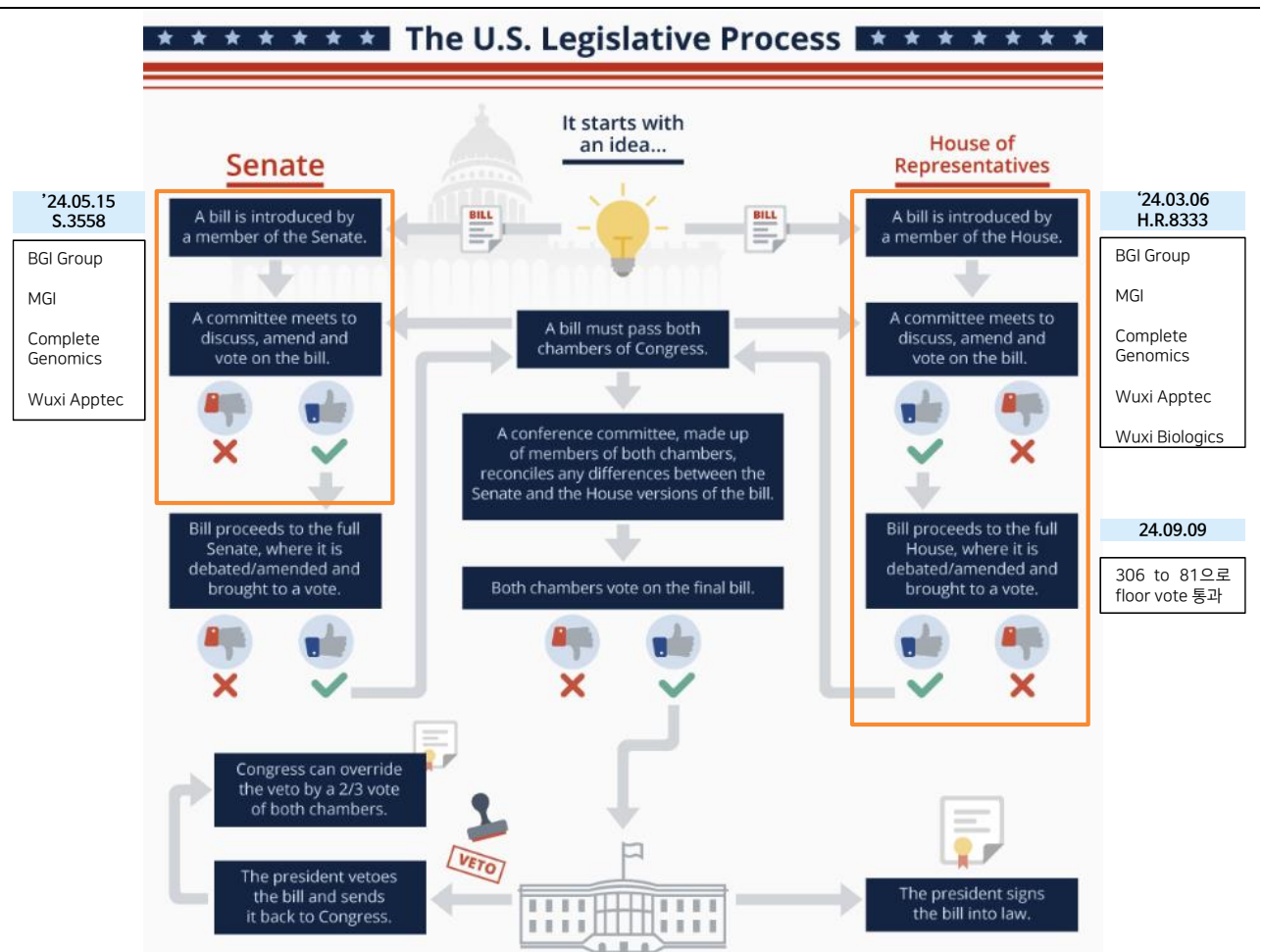
자료: 삼성바이오로직스, iM증권 리서치본부

그림5. 삼성바이오에피스의 바이오시밀러 파이프라인

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('24.4월) / 미국('24.6월) 승인	출시	출시	1상('24.2월) / 3상('24.4월) 진행 중	출시	미국 승인 ('24.5월)	출시	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)	-	-
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: 삼성바이오에피스, iM증권 리서치본부

그림6. 미국의 입법과정. 생물보안법은 현재 박스 안의 단계를 통과한 상태



자료: Statista, iM증권 리서치본부

주) 박스 안 중국기업은 각 법안에 포함된 규제 대상

K-IFRS 연결 요약 재무제표

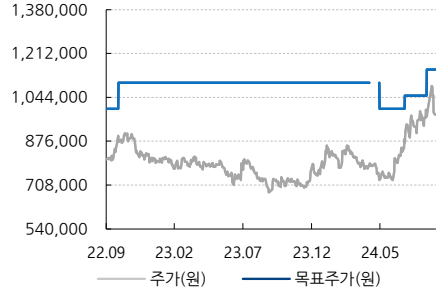
재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원, %)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	5,522	6,273	7,282	8,548	매출액	3,695	4,457	5,000	5,342
현금 및 현금성자산	368	894	1,754	2,539	증가율(%)	23.1	20.6	12.2	6.9
단기금융자산	1,688	1,238	908	1,089	매출원가	1,892	2,162	2,395	2,602
매출채권	689	830	929	992	매출총이익	1,803	2,295	2,605	2,740
재고자산	2,641	3,186	3,575	3,819	판매비와관리비	689	924	1,128	1,048
비유동자산	10,524	10,423	10,365	10,341	연구개발비	82	98	110	118
유형자산	3,880	3,973	4,115	4,276	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	5,832	5,630	5,422	5,230	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	16,046	16,696	17,647	18,889	영업이익	1,114	1,371	1,476	1,692
유동부채	4,158	3,787	3,573	3,448	증가율(%)	13.2	23.1	7.7	14.6
매입채무	208	251	282	301	영업이익률(%)	30.1	30.8	29.5	31.7
단기차입금	655	655	655	655	이자수익	96	67	85	130
유동성장기부채	733	733	733	733	이자비용	82	42	37	37
비유동부채	2,058	2,058	2,058	2,058	지분법이익(손실)	0	0	0	0
사채	120	120	120	120	기타영업외손익	5	4	4	4
장기차입금	120	120	120	120	세전계속사업이익	1,120	1,393	1,520	1,782
부채총계	6,216	5,845	5,631	5,506	법인세비용	262	360	344	403
지배주주지분	9,830	10,851	12,015	13,383	세전계속이익률(%)	30.3	31.3	30.4	33.3
자본금	178	178	178	178	당기순이익	858	1,033	1,176	1,379
자본잉여금	5,663	5,663	5,663	5,663	순이익률(%)	23.2	23.2	23.5	25.8
이익잉여금	4,003	5,036	6,212	7,591	지배주주귀속 순이익	858	1,033	1,176	1,379
기타자본항목	-14	-26	-37	-49	기타포괄이익	-12	-12	-12	-12
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	846	1,021	1,164	1,367
자본총계	9,830	10,851	12,015	13,383	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	1,666	446	943	1,417	주당지표(원)				
당기순이익	858	1,033	1,176	1,379	EPS	12,051	14,509	16,518	19,373
유형자산감가상각비	263	301	308	320	BPS	138,119	152,464	168,818	188,028
무형자산상각비	227	290	284	273	CFPS	18,932	22,812	24,831	27,711
지분법관련손실(이익)	0	0	0	0	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-1,566	-1,110	-1,274	-1,822	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-992	-394	-450	-481	PER	63.1	67.3	59.1	50.4
무형자산의 처분(취득)	-110	-88	-76	-81	PBR	5.5	6.4	5.8	5.2
금융상품의 증감	-8	-8	-8	-8	PCR	40.1	42.8	39.3	35.3
재무활동 현금흐름	-635	-158	-158	-158	EV/EBITDA	33.5	35.2	33.1	29.5
단기금융부채의증감	-443	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-34	-	-	-	ROE	9.1	10.0	10.3	10.9
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	43.4	44.0	41.4	42.8
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	63.2	53.9	46.9	41.1
현금및현금성자산의증감	-523	526	860	785	순부채비율	-4.4	-4.6	-8.6	-14.9
기초현금및현금성자산	891	368	894	1,754	매출채권회전율(x)	5.2	5.9	5.7	5.6
기말현금및현금성자산	368	894	1,754	2,539	재고자산회전율(x)	1.5	1.5	1.5	1.4

자료 : 삼성바이오로직스, iM증권 리서치본부

삼성바이오로직스 투자이견 및 목표주가 변동추이

일자	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2022-10-27	Buy	1,100,000	-28.4%	-17.5%
2024-05-30(담당자변경)	Buy	1,000,000	-22.1%	-11.7%
2024-07-25	Buy	1,050,000	-9.7%	-5.1%
2024-09-12	Buy	1,150,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이견]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral(중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상	· Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2024-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92%	7.3%	0.7%