

2023. 1. 30



▲ 제약/바이오

Analyst **박송이**
02. 6454-4865
songyi.park@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **1,200,000 원**

현재주가 (1.27) **809,000 원**

상승여력 **48.3%**

KOSPI	2,484.02pt
시가총액	575,798억원
발행주식수	7,117만주
유동주식비율	24.74%
외국인비중	10.68%
52주 최고/최저가	910,000원/703,667원
평균거래대금	410.9억원

주요주주(%)

삼성물산 외 4 인	74.36
국민연금공단	5.60

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.3	-3.8	15.0
상대주가	-8.2	-6.5	21.0

주가그래프



삼성바이오로직스 207940

흔들리지 않는 성장세

- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 120만원 유지
- ✓ 4Q22 별도 기준 매출액 7,477억원(YoY +68.3%, QoQ +10.8%), 영업이익 3,085억원(YoY +139.9%, QoQ -0.9%)으로 영업이익 기준 컨센서스 19.8% 상회
- ✓ 4공장 빠른 수주 증가로 5공장 가시화 기대, 1Q24부터 ADC 생산 예정
- ✓ 올해 휴미라 바이오 시밀러 고농도 제품 미국 출시, 루센티스 바이오 시밀러 유럽 출시 예정

4Q22 Review: 국내 최초 제약기업 연결 매출액 3조원 달성

삼성바이오로직스의 4Q22 별도 기준 매출액 7,477억원(YoY +68.3%, QoQ +10.8%), 영업이익 3,085억원(YoY +139.9%, QoQ -0.9%)으로 시장 컨센서스를 상회하였다. 호실적 요인으로는 1) DP 매출 증가, 2) 효율적인 공정 개선을 통한 가동률 상승, 3) 지속적인 수주 증가이다. 4공장 가동으로 영업이익은 소폭 하락하였다.

[삼성바이오로직스]

현재 4공장은 8개사 11개 제품에 대해 수주를 완료하였고, 2026년까지 풀 가동에 도달할 것으로 전망한다. 4공장의 빠른 가동률 상승에 힘입어 5공장 착공도 빠른 시일 내에 가시화 될 것으로 보여진다. 항체약품 생산 기술력을 바탕으로 1Q24 부터는 ADC(Antibody Drug Conjugate) 생산 예정이다.

[삼성바이오에피스]

10종의 파이프라인 중 6종은 출시되었고, 4종은 출시를 앞두고 있다. 기존 제품의 안정적인 판매에 더해 2023년 출시 예정인 루센티스(유럽), 휴미라(미국) 바이오 시밀러가 매출액 성장을 견인할 전망이다. 또한 휴미라는 저농도, 고농도를 모두 갖고 있어 타사 대비 경쟁력을 보유하고 있다.

투자 의견 Buy, 적정주가 120만원 유지

삼성바이오로직스에 대한 투자 의견 Buy와 적정주가 120만원을 유지한다. 이전보다 심화된 바이오 시밀러 시장 경쟁으로 바이오 의약품 CDMO의 수요는 견조하다. 전방산업의 성장과 차별화된 삼성바이오에피스의 경쟁력으로 2023년에도 두 자릿수 성장을 이어나갈 것으로 기대한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	1,568.0	536.5	423.2	6,320	68.6	51,003	141.2	17.5	85.6	13.2	72.9
2022E	2,437.3	968.1	686.8	9,819	55.4	102,418	83.6	8.0	49.7	12.8	64.9
2023E	2,822.9	1,148.1	794.4	11,161	13.7	113,579	72.5	7.1	41.9	10.3	67.8
2024E	3,324.2	1,329.3	979.2	13,758	23.3	127,337	58.8	6.4	36.7	11.4	67.6
2025E	3,490.5	1,349.1	963.0	13,530	-1.7	140,867	59.8	5.7	25.7	10.1	61.8

(십억원)	4Q22	4Q21	(% YoY)	3Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	747.7	444.3	68.3%	674.6	10.8%	633.1	18.1%	618.9	20.8%
영업이익	308.5	128.6	139.9%	311.4	-0.9%	257.5	19.8%	249.5	23.6%
OPM (%)	41.3%	28.9%	42.5%	46.2%	-10.6%	40.7%	1.4%	40.3%	2.3%
당기순이익	314.1	97.0	223.8%	129.6	142.4%	196.3	60.0%	153.8	104.2%

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	변경 전			변경 후			(% diff.)		
	2022E	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
매출액	2,372.0	2,794.8	3,224.1	2,437.3	2,822.9	3,324.2	2.8%	1.0%	3.1%
영업이익	940.8	1,138.8	1,285.1	968.1	1,148.1	1,329.3	2.9%	0.8%	3.4%
OPM(%)	39.7%	40.7%	39.9%	39.7%	40.7%	40.0%	0.1%	-0.2%	0.3%
당기순이익	497.8	724.2	851.4	686.8	794.4	979.2	38.0%	9.7%	15.0%

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2021	2022	2023E
매출액	260.8	412.2	450.7	444.3	511.3	503.7	674.6	747.7	1,568.0	2,437.3	2,822.9
% YoY	25.9%	34.0%	64.2%	18.4%	96.1%	22.2%	49.7%	68.3%	34.6%	55.4%	15.8%
영업이익	74.2	166.6	167.2	128.6	176.3	171.9	311.4	308.5	536.5	968.1	1,148.1
% YoY	18.5%	105.3%	194.5%	39.6%	137.7%	3.2%	86.2%	139.9%	83.4%	80.4%	18.6%
OPM (%)	28.4%	40.4%	37.1%	28.9%	34.5%	34.1%	46.2%	41.3%	34.2%	39.7%	40.7%
당기순이익	62.4	129.5	134.3	97.0	141.3	101.8	129.6	314.1	423.2	686.8	794.4
% YoY	24.4%	116.8%	235.5%	-4.0%	126.5%	-21.4%	-3.5%	223.8%	68.6%	62.3%	15.7%
NPM (%)	23.9%	31.4%	29.8%	21.8%	27.6%	20.2%	19.2%	42.0%	27.0%	28.2%	28.1%

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
매출액	2,437.3	2,822.9	3,324.2	3,490.4	3,665.0
% YoY	55.4%	15.8%	17.8%	5.0%	5.0%
EBIT	968.1	1,148.1	1,329.3	1,349.0	1,427.9
% YoY	80.4%	18.6%	15.8%	1.5%	5.8%
- EBIT에 대한 세금	245.1	298.5	345.6	347.7	370.2
- CAPEX	1,117.3	700.0	900.0	300.0	200.0
- 순운전자본 증가(감소)	- 273.0	326.6	531.0	54.8	57.6
+ 감가상각비	188.6	205.6	228.6	825.6	669.2
+ 무형자산상각비	6.7	8.2	9.1	11.1	8.8
WACC	6.1%				
Terminal Growth	5.0%				
NPV of FCFF	2,182.7				
NPV of TV	67,507.4				
합산가치	69,690.1				

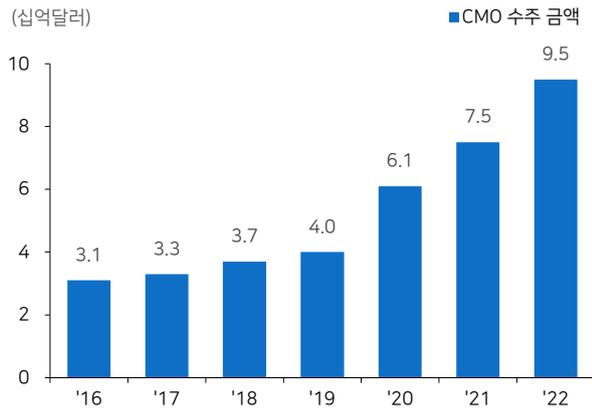
자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 삼성바이오로직스 적정주가 산출

(십억원)	Value	내용
삼성바이오로직스 영업가치 (A=B+C)	69,690.1	DCF Valuation으로 산출
NPV of FCFF (B)	2,182.7	
PV of Terminal Value (C)	67,507.4	
삼성바이오페이스 가치 (D=E×F)	16,809.2	
2023년 예상 순이익 현재가치 (E)	280.2	
Target Multiple (F)	60	12mth Fwd 셀트리온 PER × 1.5배
순 차입금 (G)	- 467.1	
삼성바이오로직스 주주가치 (H=A+D-G)	86,966.4	
주식수 (I)	71,174.0	
적정주가 (J=H/I)	1,200,000원	

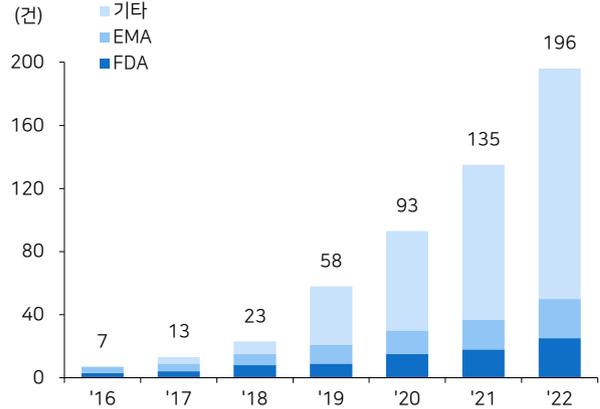
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 삼성바이오로직스 CMO 수주 금액



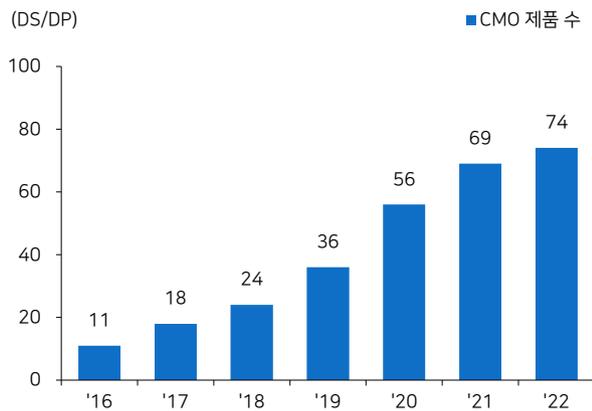
자료: 삼성바이오로직스, 메리츠증권 리서치센터

그림2 삼성바이오로직스 CMO 승인 현황



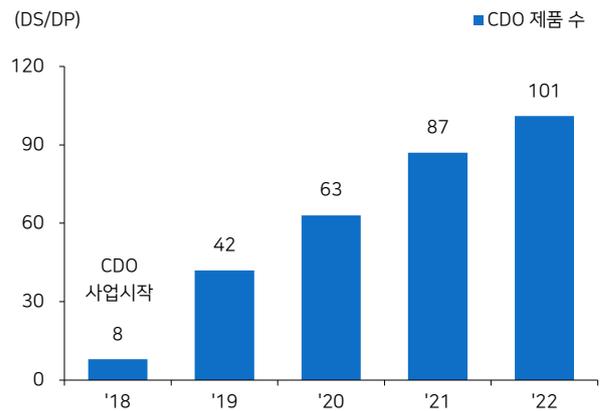
자료: 삼성바이오로직스, 메리츠증권 리서치센터

그림3 삼성바이오로직스 CMO 제품 수



자료: 삼성바이오로직스, 메리츠증권 리서치센터

그림4 삼성바이오로직스 CDO 제품 수



자료: 삼성바이오로직스, 메리츠증권 리서치센터

표6 삼성바이오에피스 바이오 시뮬러 파이프라인

적응증	프로젝트	Original	현황					마케팅파트너/출시연도
			Pre-clinical	Phase I	Phase III	Approval	Launching	
자가면역질환	SB4	Enbrel						Biogen('16, EU)
	SB2	Remicade						Biogen('16, EU) / Organon('17, US)
	SB5	Humira						Biogen('18, EU) / Organon(US)
	SB17	Stelara					준비중	TBD
종양질환	SB3	Herceptin						Organon('18, EU) / Organon('20, US)
	SB8	Avastin						Organon('20, EU)
안질환	SB11	Lucentis						Biogen(EU) / Biogen('22, US)
	SB15	Eylea					준비중	Biogen(EU, US)
혈액질환	SB12	Soliris					진행중	TBD
골격계질환	SB16	Prolia					준비중	TBD

자료: 삼성바이오에피스, 메리츠증권 리서치센터

삼성바이오로직스 (207940)

Income Statement

(십억원)	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
매출액	1,568.0	2,437.3	2,822.9	3,324.2	3,490.5
매출액증가율 (%)	34.6	55.4	15.8	17.8	5.0
매출원가	842.1	1,237.0	1,411.4	1,652.2	1,734.8
매출총이익	725.9	1,200.3	1,411.4	1,672.1	1,755.7
판매관리비	189.4	232.2	263.3	342.8	406.7
영업이익	536.5	968.1	1,148.1	1,329.3	1,349.1
영업이익률	34.2	39.7	40.7	40.0	38.6
금융손익	18.5	-37.2	-73.9	-4.9	-51.7
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-8.1	1.7	-0.8	-1.1	0.0
세전계속사업이익	546.9	932.5	1,073.5	1,323.2	1,297.4
법인세비용	123.7	236.1	279.1	344.0	334.4
당기순이익	423.2	686.8	794.4	979.2	963.0
지배주주지분 순이익	423.2	686.8	794.4	979.2	963.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	451.8	294.0	685.1	689.6	1,790.2
당기순이익(손실)	423.2	686.8	794.4	979.2	963.0
유형자산상각비	153.5	188.6	205.6	228.6	825.6
무형자산상각비	6.7	6.7	8.2	9.1	11.1
운전자본의 증감	-235.6	-810.3	-323.0	-527.4	-9.6
투자활동 현금흐름	-930.3	-3,290.2	-966.6	-1,288.0	-522.4
유형자산의증가(CAPEX)	-403.1	-1,117.3	-700.0	-900.0	-300.0
투자자산의감소(증가)	-16.1	-2,789.1	-18.1	-22.8	-169.9
재무활동 현금흐름	497.2	3,133.1	751.2	652.4	-82.3
차입금의 증감	506.9	430.6	751.2	652.4	-82.3
자본의 증가	0.0	3,188.3	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	18.7	143.3	469.7	53.9	1,185.6
기초현금	20.5	39.2	182.4	652.2	706.1
기말현금	39.2	182.4	652.2	706.1	1,891.7

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
유동자산	2,814.7	4,734.3	5,608.3	6,354.3	7,752.0
현금및현금성자산	39.2	182.4	652.2	706.1	1,891.6
매출채권	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산	1,012.9	1,704.5	1,885.2	2,241.5	2,353.5
비유동자산	3,088.7	7,284.8	7,953.1	8,836.6	8,469.8
유형자산	2,203.0	3,093.1	3,587.6	4,259.0	3,733.3
무형자산	32.2	35.5	43.2	52.5	41.4
투자자산	568.3	3,357.4	3,375.5	3,398.3	3,568.2
자산총계	5,903.4	12,019.1	13,561.4	15,190.9	16,221.9
유동부채	1,106.4	2,455.6	2,400.0	2,396.7	2,419.4
매입채무	32.3	39.6	41.0	43.6	45.8
단기차입금	50.0	50.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	109.9	83.0	83.0	83.0	0.0
비유동부채	1,381.7	2,274.0	3,077.6	3,731.2	3,776.4
사채	538.6	498.9	498.9	498.9	498.9
장기차입금	576.1	591.1	1,391.1	2,041.1	2,041.1
부채총계	2,488.1	4,729.6	5,477.5	6,127.9	6,195.8
자본금	165.4	177.9	177.9	177.9	177.9
자본잉여금	2,496.6	5,672.4	5,672.4	5,672.4	5,672.4
기타포괄이익누계액	-12.9	-13.8	-13.8	-13.8	-13.8
이익잉여금	766.2	1,453.0	2,247.3	3,226.5	4,189.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	3,415.3	7,289.5	8,083.9	9,063.1	10,026.1

Key Financial Data

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	23,417	34,844	39,661	46,706	49,041
EPS(지배주주)	6,320	9,819	11,161	13,758	13,530
CFPS	11,066	19,604	18,588	22,733	30,710
EBITDAPS	10,405	16,633	19,135	22,017	30,710
BPS	51,003	102,418	113,579	127,337	140,867
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	141.2	83.6	72.5	58.8	59.8
PCR	80.6	41.9	43.5	35.6	26.3
PSR	38.1	23.6	20.4	17.3	16.5
PBR	17.5	8.0	7.1	6.4	5.7
EBITDA	696.7	1,163.4	1,361.9	1,567.1	2,185.8
EV/EBITDA	85.6	49.7	41.9	36.7	25.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.2	12.8	10.3	11.4	10.1
EBITDA 이익률	44.4	47.7	48.2	47.1	62.6
부채비율	72.9	64.9	67.8	67.6	61.8
금융비용부담률	0.9	2.0	3.8	4.2	4.4
이자보상배율(x)	36.6	19.9	10.7	9.6	8.9
매출채권회전율(x)					
재고자산회전율(x)	1.9	1.8	1.6	1.6	1.5

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	84.9%
중립	15.1%
매도	0.0%

2022년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

삼성바이오로직스 (207940) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

