

2023. 4. 6



▲ 제약/바이오

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

Buy

적정주가 (12개월) **1,200,000 원**

현재주가 (4.5) **788,000 원**

상승여력 **52.3%**

KOSPI	2,480.51pt
시가총액	560,851억원
발행주식수	7,117만주
유동주식비율	24.76%
외국인비중	10.65%
52주 최고/최저가	910,000원/754,000원
평균거래대금	435.4억원

주요주주(%)

삼성물산 외 3 인	74.35
국민연금공단	5.60

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.0	-2.8	-3.4
상대주가	-2.0	-13.5	7.4

주가그래프



삼성바이오로직스 207940

1Q23E Preview: 이박, 이제 삼바 한번 사봐

- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 120만원 유지
- ✓ 1Q23E 별도 기준 매출액 5,650억원(YoY +10.5%, QoQ -24.4%), 영업이익 1,889억 원(YoY +7.2%, QoQ -38.8%)으로 영업이익 기준 컨센서스 -15.7% 하회 전망
- ✓ 2025년 9월 가동 목표로 상반기 내 5공장 착공 예정, 78.4만L로 글로벌 생산량 1위
- ✓ 에피스: 휴미라 고농도 바이오 시밀러(미국) 7월 출시, 빠른 시장 선점 기대

1Q23E Preview: 상반기 숨 고르기

삼성바이오로직스의 1Q23E 별도 기준 매출액 5,650억원(YoY +10.5%, QoQ -24.4%), 영업이익 1,889억원(YoY +7.2%, QoQ -38.8%)으로 영업이익 기준 컨센서스 -15.7% 하회 전망이다. 2022년 10월부터 가동을 시작한 4공장 매출액은 3Q23부터 반영될 예정이고, 관련 감가상각비는 반영이 시작되어 영업이익 감소가 불가피 하다. 항체의약품의 지속적인 성장과 하반기 휴미라 미국 출시로 두 자릿수 성장을 이어나갈 것으로 기대된다.

건조한 항체의약품 수요를 방증하는 5공장 증설

지난 3월 17일 공시를 통해 제2바이오캠퍼스 내 5공장 신설을 공시했다. 184,000L 규모로 투자금액은 약 2조원이다. 5공장 증설 계획을 통해 4공장의 수주가 충분히 진행되었음을 추정할 수 있다. 2025년 9월 가동을 목표로 상반기 내 착공 예정이다. 계속되는 증설 계획을 통해 건조한 항체의약품의 수요를 확인할 수 있다.

투자 의견 Buy, 적정주가 120만원 유지

삼성바이오로직스에 대한 투자 의견 Buy와 적정주가 120만원을 유지한다. 지속적인 수주에도 불구하고 환율에 대한 영향과 상반기 실적에 대한 우려로 삼성바이오로직스의 주가 흐름은 부진했다. 하반기부터 가장 생산능력이 큰 4공장의 매출액이 더해지면서 높은 성장률을 이어나갈 것으로 예상되기 때문에 매수 적기라고 판단한다. 또한 삼성바이오에피스의 차별화된 경쟁력 및 파트너사를 통한 시장 진출로 빠른 MS 선점이 기대된다.

(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
2022	2,437.3	968.1	686.8	9,820	55.4	102,518	83.6	8.0	49.7	12.8	66.7
2023E	2,706.5	1,017.6	816.9	11,478	16.9	113,996	68.7	6.9	45.5	10.6	61.0
2024E	3,133.9	1,209.8	1,042.8	14,652	27.7	128,648	53.8	6.1	38.9	12.1	55.9
2025E	3,595.8	1,386.6	1,116.1	15,682	7.0	144,329	50.2	5.5	34.0	11.5	49.0

표1 삼성바이오로직스(별도) 1Q23E Preview

(십억원)	1Q23E	1Q22	(% YoY)	4Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	565.0	511.3	10.5%	747.7	-24.4%	615.6	-8.2%
영업이익	188.9	176.2	7.2%	308.5	-38.8%	224.0	-15.7%
OPM (%)	33.4%	34.5%	-3.0%	41.3%	-19.0%	36.4%	-8.1%
당기순이익	152.4	141.3	7.8%	314.1	-51.5%	169.6	-10.1%

자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 삼성바이오로직스(별도) 연간 실적 Table

(십억원)	변경 전			변경 후			(% diff.)			컨센서스		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
매출액	2,822.9	3,324.2	3,490.4	2,706.5	3,133.9	3,595.8	-4.1%	-5.7%	3.0%	3,385.0	3,876.9	4,081.5
영업이익	1,148.1	1,329.3	1,349.0	1,017.6	1,209.8	1,386.6	-11.4%	-9.0%	2.8%	983.3	1,112.2	1,290.5
OPM (%)	40.7%	40.0%	38.6%	37.6%	38.6%	38.6%	-7.6%	-3.5%	-0.2%	29.0%	28.7%	31.6%
당기순이익	794.4	979.2	963.0	816.9	1,042.8	1,116.1	2.8%	6.5%	15.9%	799.3	902.6	1,026.5

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 삼성바이오로직스(별도) 분기 실적 Table

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	511.3	503.7	674.6	747.7	565.0	569.1	746.1	826.2	2,437.3	2,706.5	3,133.9
% YoY	96.1%	22.2%	40.5%	68.3%	10.5%	13.0%	10.6%	10.5%	55.4%	11.0%	15.8%
영업이익	176.2	171.9	311.4	308.5	188.9	187.5	301.7	339.6	968.1	1,017.6	1,209.8
% YoY	137.6%	3.2%	86.2%	139.9%	7.2%	9.0%	-3.1%	10.1%	80.4%	5.1%	18.9%
OPM (%)	34.5%	34.1%	46.2%	41.3%	33.4%	32.9%	40.4%	41.1%	39.7%	37.6%	38.6%
당기순이익	141.3	101.8	129.6	314.1	152.4	153.9	241.9	268.7	686.8	816.9	1,042.8
% YoY	126.5%	-21.4%	-3.5%	223.8%	7.8%	51.2%	86.7%	-14.4%	62.3%	18.9%	27.7%
NPM (%)	27.6%	20.2%	19.2%	42.0%	27.0%	27.0%	32.4%	32.5%	28.2%	30.2%	33.3%

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 삼성바이오로직스 영업가치 추정

(십억원)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
매출액	2,706.5	3,133.9	3,595.8	3,775.6	3,964.3
% YoY	11.0%	15.8%	14.7%	5.0%	5.0%
EBIT	1,017.6	1,209.8	1,386.6	1,435.3	1,516.5
% YoY	5.1%	18.9%	14.6%	3.5%	5.7%
- EBIT에 대한 세금	264.6	314.6	360.5	373.2	394.3
- CAPEX	1,100.0	900.0	550.0	50.0	50.0
- 순운전자본 증가(감소)	270.2	281.1	439.1	25.8	27.1
+ 감가상각비	188.6	205.6	228.6	1,059.1	806.8
+ 무형자산상각비	7.4	8.2	9.1	7.7	6.5
WACC	6.3%				
Terminal Growth	5.0%				
NPV of FCFF	2,742.6				
NPV of TV	69,143.0				
합산가치	71,885.6				

자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 삼성바이오로직스 적정주가 산출

(십억원)	Value	내용
삼성바이오로직스 영업가치 (A = B + C)	71,885.6	
NPV of FCFF (B)	2,742.6	
PV of Terminal Value (C)	69,143.0	
삼성바이오에피스 가치 (D = E x F)	16,762.1	
2023년 예상 순이익 현재가치 (E)	279.4	
Target Multiple (F)	60	12m Fwd 셀트리온 PER * 1.5배
순 차입금 (G)	(697.5)	
삼성바이오로직스 주주가치 (H = A + D - G)	89,345.2	
주식수 (I)	71,174.0	천주
적정주가 (J = H / I)	1,200,000원	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표6 삼성바이오에피스 매출액 추정

(십억원)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Etanercept Biosimilar	556.3	525.1	511.3	498.8	486.5	475.4
Infliximab Biosimilar	424.6	426.0	439.9	450.1	460.0	469.7
Adalimumab Biosimilar	494.1	587.6	669.2	743.6	822.3	897.2
Trastuzumab Biosimilar	237.9	256.1	272.6	290.0	307.1	323.8
Bevacizumab Biosimilar	74.4	99.1	134.6	165.9	196.7	228.0
Ranibizumab Biosimilar	76.9	95.6	117.0	142.7	167.9	194.9
적용 환율(원/달러)	1,220	1,180	1,170	1,160	1,150	1,140
Total	1,864.2	1,989.5	2,144.6	2,291.0	2,440.3	2,588.9

자료: 메리츠증권 리서치센터

삼성바이오로직스 (207940)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,568.0	2,437.3	2,706.5	3,133.9	3,595.8
매출액증가율 (%)	34.6	55.4	11.0	15.8	14.7
매출원가	842.1	1,237.1	1,409.9	1,557.6	1,761.9
매출총이익	725.9	1,200.2	1,296.5	1,576.4	1,833.8
판매관리비	189.4	232.2	279.0	366.5	447.3
영업이익	536.5	968.1	1,017.6	1,209.8	1,386.6
영업이익률	34.2	39.7	37.6	38.6	38.6
금융손익	18.5	-43.8	87.1	200.6	122.9
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-8.1	-1.4	-0.8	-1.1	-1.2
세전계속사업이익	546.9	922.9	1,104.0	1,409.2	1,508.3
법인세비용	123.7	236.1	287.0	366.4	392.2
당기순이익	423.2	686.8	816.9	1,042.8	1,116.1
지배주주지분 순이익	423.2	686.8	816.9	1,042.8	1,116.1

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	2,814.7	4,919.4	4,729.8	5,045.3	5,741.3
현금및현금성자산	39.2	758.0	294.6	325.6	657.1
매출채권	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산	1,012.9	1,243.2	1,373.7	1,486.4	1,746.5
비유동자산	3,088.7	7,246.5	8,331.7	9,233.5	9,566.4
유형자산	2,203.0	3,083.6	3,994.9	4,689.3	5,010.7
무형자산	32.2	39.4	47.9	58.3	49.1
투자자산	568.3	3,339.9	3,356.5	3,372.6	3,393.2
자산총계	5,903.4	12,165.8	13,061.5	14,278.8	15,307.7
유동부채	1,106.4	2,990.7	2,996.1	2,980.1	2,907.2
매입채무	32.3	48.8	50.5	51.9	55.2
단기차입금	50.0	50.0	48.0	45.0	38.0
유동성장기부채	109.9	468.0	468.0	450.0	437.0
비유동부채	1,381.7	1,878.6	1,951.9	2,142.3	2,128.1
사채	538.6	499.1	499.1	486.1	472.1
장기차입금	576.1	246.0	316.0	516.0	646.0
부채총계	2,488.1	4,869.2	4,948.0	5,122.5	5,035.2
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	-6.7	-6.7	-6.7	-6.7
이익잉여금	766.2	1,453.0	2,269.9	3,312.7	4,428.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	3,415.3	7,296.6	8,113.5	9,156.4	10,272.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	451.8	831.1	746.1	978.9	784.5
당기순이익(손실)	423.2	686.8	816.9	1,042.8	1,116.1
유형자산상각비	153.5	173.3	188.6	205.6	228.6
무형자산상각비	6.7	7.5	7.4	8.2	9.1
운전자본의 증감	-235.6	-270.6	-266.8	-277.7	-569.4
투자활동 현금흐름	-930.3	-3,224.4	-1,292.3	-1,126.6	-581.8
유형자산의증가(CAPEX)	-403.1	-948.1	-1,100.0	-900.0	-550.0
투자자산의감소(증가)	-16.1	-2,771.6	-16.5	-16.1	-20.6
재무활동 현금흐름	497.2	3,115.2	82.8	178.8	128.9
차입금의 증감	506.9	403.2	82.8	178.8	128.9
자본의 증가	0.0	3,188.3	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	18.7	718.8	-463.4	31.0	331.6
기초현금	20.5	39.2	758.0	294.6	325.6
기말현금	39.2	758.0	294.6	325.6	657.1

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	23,417	34,849	38,026	44,032	50,521
EPS(지배주주)	6,320	9,820	11,478	14,652	15,682
CFPS	11,066	17,829	18,257	22,990	24,804
EBITDAPS	10,405	16,427	17,051	20,001	22,822
BPS	51,003	102,518	113,996	128,648	144,329
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	141.2	83.6	68.7	53.8	50.2
PCR	80.6	46.0	43.2	34.3	31.8
PSR	38.1	23.6	20.7	17.9	15.6
PBR	17.5	8.0	6.9	6.1	5.5
EBITDA	696.7	1,148.8	1,213.6	1,423.6	1,624.3
EV/EBITDA	85.6	49.7	45.5	38.9	34.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.2	12.8	10.6	12.1	11.5
EBITDA 이익률	44.4	47.1	44.8	45.4	45.2
부채비율	72.9	66.7	61.0	55.9	49.0
금융비용부담률	0.9	2.0	3.0	2.7	2.6
이자보상배율(x)	36.6	20.0	12.7	14.1	14.6
매출채권회전율(x)					
재고자산회전율(x)	1.9	2.2	2.1	2.2	2.2

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	85.3%
중립	14.7%
매도	0.0%

2023년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

삼성바이오로직스 (207940) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

