

2023. 4. 25



▲ 제약/바이오

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

Buy

적정주가 (12개월) **1,200,000 원**

현재주가 (4.24) **797,000 원**

상승여력 **50.6%**

KOSPI 2,523.50pt

시가총액 567,257억원

발행주식수 7,117만주

유동주식비율 24.76%

외국인비중 10.65%

52주 최고/최저가 910,000원/754,000원

평균거래대금 464.3억원

주요주주(%)

삼성물산 외 3 인 74.35

국민연금공단 5.60

주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 0.0 -8.7 -0.5

상대주가 -4.3 -19.1 6.6

주가그래프



(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	2,871.1	1,153.2	966.5	13,579	38.3	116,097	58.7	6.9	41.3	12.4	60.0
2024E	3,222.5	1,293.4	1,215.8	17,083	25.8	133,179	46.7	6.0	36.9	13.7	54.2
2025E	3,659.4	1,466.6	1,351.4	18,987	11.1	152,167	42.0	5.2	32.4	13.3	46.5

삼성바이오로직스 207940

1Q23 Review: 상반기 아쉽지 않다

- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 120만원 유지
- ✓ 1Q23E 별도기준 매출액 5,910억원(YoY +15.6%, QoQ -21.0%), 영업이익 2,344억원(YoY +33.0%, QoQ -24.0%)으로 컨센서스 상회
- ✓ 2023년 예상 매출액 전년대비 10~15%에서 15~20%로 상향 조정
- ✓ 2H23 4공장의 매출액 기여 및 7월 휴미라 바이오 시밀러 출시 기대

1Q23 Review

삼성바이오로직스의 1Q23 별도 기준 매출액 5,910억원(YoY +15.6%, QoQ -21.0%), 영업이익 2,344억원(YoY +33.0%, QoQ -24.0%)으로 컨센서스 상회하였다. 4월 24일 공시를 통해 이전에 제시한 2023년 예상 매출액은 하반기 4공장 매출 기여에 대한 가시성이 높아짐에 따라 전년대비 10~15%에서 15~20%로 상향 조정했다. 향후 CMO 사업의 지속적인 성장과 삼성바이오에피스 100% 자회사 편입에 따른 시너지가 기대된다.

건조한 항체의약품 시장

2032년까지 만료되는 바이오 의약품 시장 규모는 100조원 이상이다. 또한 이미 존재하던 항체의약품은 적응증을 넓혀 사용 범위가 넓어지고 있다. 경쟁사들의 지속적인 증설에도 불구하고, 항체의약품 시장의 성장성은 건조하다고 판단된다. 또한 에피스의 기존 제품 원가율 절감과 신제품의 빠른 시장 선점에 따른 외형 성장이 예상된다.

투자 의견 Buy, 적정주가 120만원 유지

삼성바이오로직스에 대한 투자 의견 Buy와 적정주가 120만원을 유지한다. 항체의약품의 건조한 성장은 물론 ADC, 이중항체 등 다양한 모달리티 진출로 업사이드가 열려있다. 미국 및 유럽 등 여러 지리적 거점을 확보하는 것도 검토 중에 있다. 하반기부터 4공장 매출액 반영과 7월 휴미라 바이오 시밀러 미국 출시로 높은 성장세 이어나갈 것으로 판단된다.

(십억원)	1Q23P	1Q22	(% YoY)	4Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	591.0	511.3	15.6%	747.7	-21.0%	576.4	2.5%	565.0	4.6%
영업이익	234.4	176.2	33.0%	308.5	-24.0%	203.9	15.0%	188.9	24.1%
OPM (%)	39.7%	34.5%	15.1%	41.3%	-3.9%	35.4%	12.1%	33.4%	18.6%
당기순이익	182.4	141.3	29.1%	314.1	-41.9%	161.9	12.7%	152.4	19.7%

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	변경 전			변경 후			(% diff.)		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
매출액	2,706.5	3,133.9	3,595.8	2,871.1	3,222.5	3,659.4	6.1%	2.8%	1.8%
영업이익	1,017.6	1,209.8	1,386.6	1,153.2	1,293.3	1,466.6	13.3%	6.9%	5.8%
OPM(%)	37.6%	38.6%	38.6%	40.2%	40.1%	40.1%	6.8%	4.0%	3.9%
당기순이익	816.9	1,042.8	1,116.1	966.5	1,215.8	1,351.4	18.3%	16.6%	21.1%

자료: 메리츠증권 리서치센터

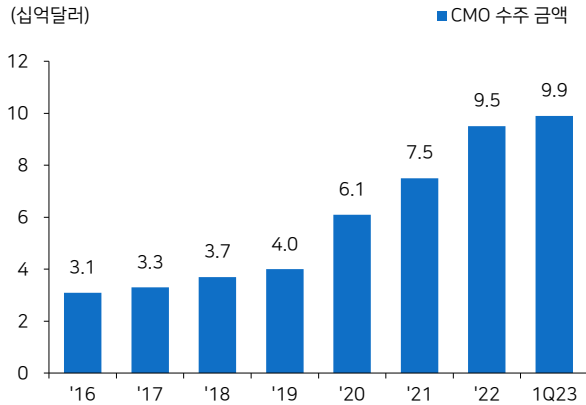
(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	511.3	503.7	674.6	747.7	591.0	583.7	808.9	887.5	2,437.3	2,871.1	3,222.5
% YoY	96.1%	22.2%	40.5%	68.3%	15.6%	15.9%	19.9%	18.7%	55.4%	17.8%	12.2%
영업이익	176.2	171.9	311.4	308.5	234.4	200.7	340.0	378.0	968.1	1,153.2	1,293.3
% YoY	137.6%	3.2%	86.2%	139.9%	33.0%	16.8%	9.2%	22.5%	80.4%	19.1%	12.2%
OPM (%)	34.5%	34.1%	46.2%	41.3%	39.7%	34.4%	42.0%	42.6%	39.7%	40.2%	40.1%
당기순이익	141.3	101.8	129.6	314.1	182.4	177.8	284.9	321.4	686.8	966.5	1,215.8
% YoY	126.5%	-21.4%	-3.5%	223.8%	29.1%	74.7%	119.9%	2.3%	62.3%	40.7%	25.8%
NPM (%)	27.6%	20.2%	19.2%	42.0%	30.9%	30.5%	35.2%	36.2%	28.2%	33.7%	37.7%

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	Value	내용
삼성바이오로직스 영업가치 (A=B+C)	71,294.9	
NPV of FCFF (B)	2,998.7	
PV of Terminal Value (C)	68,296.1	
삼성바이오페이스 가치 (D=E x F)	16,760.1	
2023년 예상 순이익 현재가치 (E)	279.3	
Target Multiple (F)	60	12M Fwd 셀트리온 PER * 1.5배
순 차입금 (G)	(1,108.4)	
주주가치 (H=A+D-G)	89,163.3	
주식수 (I)	71,174.0	전주
적정주가 (J=H/I)	1,200,000원	

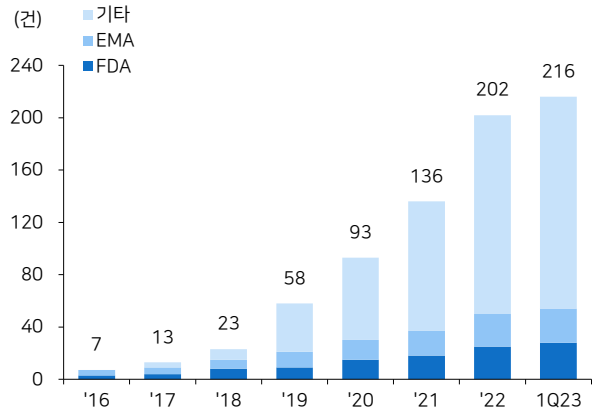
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 삼성바이오로직스 CMO 수주 금액



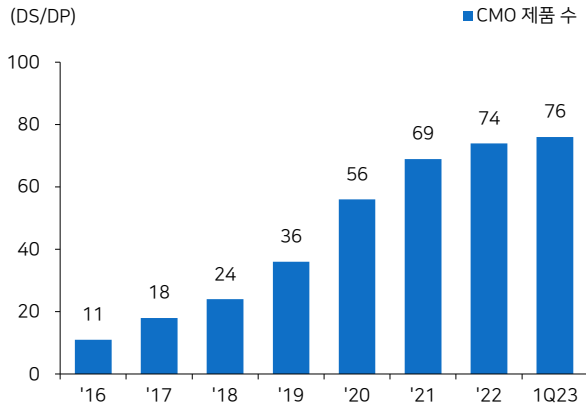
자료: 삼성바이오로직스, 메리츠증권 리서치센터

그림2 삼성바이오로직스 CMO 승인 현황



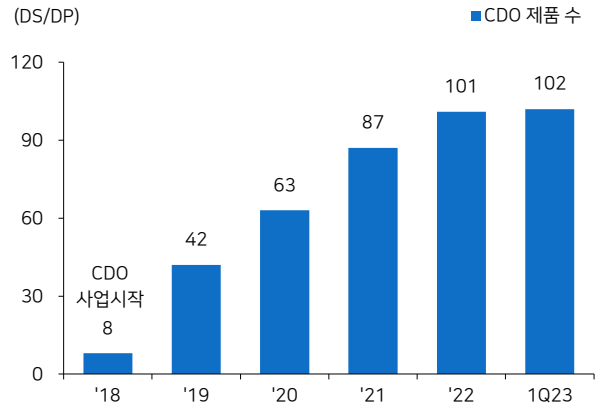
자료: 삼성바이오로직스, 메리츠증권 리서치센터

그림3 삼성바이오로직스 CMO 제품 수



자료: 삼성바이오로직스, 메리츠증권 리서치센터

그림4 삼성바이오로직스 CDO 제품 수



자료: 삼성바이오로직스, 메리츠증권 리서치센터

표1 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	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,568.0	2,437.3	2,871.1	3,222.5	3,659.4
매출액증가율 (%)	34.6	55.4	17.8	12.2	13.6
매출원가	842.1	1,237.1	1,466.9	1,601.6	1,793.1
매출총이익	725.9	1,200.2	1,404.3	1,620.9	1,866.3
판매관리비	189.4	232.2	251.1	327.6	399.7
영업이익	536.5	968.1	1,153.2	1,293.4	1,466.6
영업이익률	34.2	39.7	40.2	40.1	40.1
금융손익	18.5	-43.8	148.4	350.8	360.8
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	1,300.9	1,643.0	1,826.2
법인세비용	123.7	236.1	334.4	427.2	474.8
당기순이익	423.2	686.8	966.5	1,215.8	1,351.4
지배주주지분 순이익	423.2	686.8	966.5	1,215.8	1,351.4

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	2,814.7	4,919.4	4,989.7	5,579.0	6,500.8
현금및현금성자산	39.2	758.0	452.5	748.9	1,287.0
매출채권	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산	1,012.9	1,243.2	1,475.7	1,596.7	1,876.1
비유동자산	3,088.7	7,246.5	8,234.3	9,036.3	9,366.8
유형자산	2,203.0	3,083.6	3,894.9	4,489.3	4,810.7
무형자산	32.2	39.4	47.9	58.3	49.1
투자자산	568.3	3,339.9	3,359.0	3,375.4	3,393.6
자산총계	5,903.4	12,165.8	13,224.0	14,615.3	15,867.6
유동부채	1,106.4	2,990.7	3,009.0	2,994.0	2,909.2
매입채무	32.3	48.8	51.8	53.2	55.4
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	4,960.9	5,136.4	5,037.3
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	2,419.5	3,635.3	4,986.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	3,415.3	7,296.6	8,263.1	9,478.9	10,830.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	451.8	831.1	795.0	1,143.5	999.2
당기순이익(손실)	423.2	686.8	966.5	1,215.8	1,351.4
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	-367.4	-286.1	-589.9
투자활동 현금흐름	-930.3	-3,224.4	-1,194.8	-1,026.9	-579.4
유형자산의증가(CAPEX)	-403.1	-948.1	-1,000.0	-800.0	-550.0
투자자산의감소(증가)	-16.1	-2,771.6	-19.1	-16.3	-18.3
재무활동 현금흐름	497.2	3,115.2	94.4	179.7	118.3
차입금의 증감	506.9	403.2	94.4	179.7	118.3
자본의 증가	0.0	3,188.3	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	18.7	718.8	-305.4	296.4	538.1
기초현금	20.5	39.2	758.0	452.5	748.9
기말현금	39.2	758.0	452.5	748.9	1,287.0

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	23,417	34,849	40,340	45,277	51,415
EPS(지배주주)	6,320	9,820	13,579	17,083	18,987
CFPS	11,066	17,829	21,015	26,158	29,068
EBITDAPS	10,405	16,427	18,956	21,175	23,946
BPS	51,003	102,518	116,097	133,179	152,167
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	141.2	83.6	58.7	46.7	42.0
PCR	80.6	46.0	37.9	30.5	27.4
PSR	38.1	23.6	19.8	17.6	15.5
PBR	17.5	8.0	6.9	6.0	5.2
EBITDA	696.7	1,148.8	1,349.2	1,507.1	1,704.3
EV/EBITDA	85.6	49.7	41.3	36.9	32.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.2	12.8	12.4	13.7	13.3
EBITDA 이익률	44.4	47.1	47.0	46.8	46.6
부채비율	72.9	66.7	60.0	54.2	46.5
금융비용부담률	0.9	2.0	2.8	2.7	2.6
이자보상배율(x)	36.6	20.0	14.2	15.1	15.4
매출채권회전율(x)					
재고자산회전율(x)	1.9	2.2	2.1	2.1	2.1

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 추천 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	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간 증가대비 3등급	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	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	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

