

삼성바이오로직스 (207940/KS)

구조적으로 더 좋아질 수 있음을 재확인

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 1,000,000 원(유지)
 현재주가: 723,000 원
 상승여력: 38.3%



Analyst
이동건

dglee@sk.com
 3773-9909

Company Data

발행주식수	7,117 만주
시가총액	51,459 십억원
주요주주	
삼성물산(외3)	74.36%
국민연금공단	5.60%

Stock Data

주가(23/10/25)	723,000 원
KOSPI	2,363.17 pt
52주 최고가	907,000 원
52주 최저가	680,000 원
60일 평균 거래대금	45 십억원

주가 및 상대수익률



3Q23 Re: 가동 효율화 속 4 공장 매출 가세로 어닝 서프라이즈 기록

3Q23 연결 매출액 및 영업이익은 각각 1조 340억원(+18.4% YoY, 이하 YoY 생략), 3,185억원(-1.9%, OPM30.8%)을 시현했다. 창사 이래 최초로 분기 매출액 1조원을 돌파했다. 별도 매출액 및 영업이익은 각각 8,827억원(+30.8%), 3,816억원(+22.6%, OPM43.2%)을 기록했다. 프리뷰를 통해 상향 조정했던 당사 추정치 대비 연결 및 별도 실적은 부합했으며 시장 컨센서스 대비로는 별도 실적 기준 10% 이상 상회한 어닝 서프라이즈를 달성했다.

호실적의 배경에는 1) 1~3 공장 Full 가동 지속, 4 공장 Ramp-up 을 바탕으로 본격적인 매출 가세, 2) 우호적 환율 효과다. 3Q23에는 1~3공장 내 연속 배치 생산 품목 비중이 확대됐으며, 이에 따라 1H23 대비 가동 효율이 높았다. 2022년 10월부터 가동을 시작한 4 공장 Phase 1(6 만리터)의 매출은 빠른 Ramp-up 을 바탕으로 실적에 반영됐다. 환율 측면에서는 3Q23 평균 원/달러 환율이 1,311.7 원/달러를 기록, 달러 매출 비중이 높은 만큼 실적에 긍정적으로 작용했다. 참고로 삼성바이오에피스 매출액 및 영업이익은 전년동기대비 라이선스 수익 규모 축소 여파로 각각 2,621억원(-2.9%), 492억원(-36.8%, OPM18.8%)을 기록했다.

3Q23 호실적의 중요성: 구조적인 중장기 추정치 상향의 근거가 될 것

이번 3Q23 호실적은 단순히 단기 실적 호조 이상의 의미를 지니고 있다고 판단된다. 호실적의 주된 요인이었던 가동 효율화와 4 공장 매출 가세는 4Q23 뿐만 아니라 2024년 이후의 중장기 실적 추정을 상향 시킬 주요 근거로 작용하기 때문이다. 삼성바이오로직스의 밸류에이션은 통상적으로 DCF 밸류에이션 또는 현재 가동 초기 또는 지어지고 있는 공장이 100% 가동되고 있는 시점의 실적을 현재 시점의 가치로 할인해 멀티플을 적용하는 방식으로 이뤄진다. 따라서 3Q23 호실적이 일회성 요인들에 따른 것이 아니라 구조적으로 중장기 실적 및 향후 가세될 신규 공장들에 대한 실적 추정치에 상향 가능성으로 이어진다는 점은 기존 대비 유의미한 기업가치의 업사이드가 새롭게 생겨날 수 있음을 의미한다. 특히 삼성바이오로직스의 기수주 품목들의 높은 비중이 상업화 또는 상업화가 임박한 글로벌 제약사들의 대형 품목들로 구성되어 있는 것으로 추정되는 만큼 높은 이익률의 지속 가능성에 주목할 필요가 있다.

Top pick 의견 유지. 목표주가 100만원의 향후 상향 여지는 충분

목표주가 100만원을 유지한다. 당사는 앞서 발간한 3Q23 프리뷰를 통해 3Q23 호실적의 가능성, 그리고 이에 따른 구조적인 수익성 개선을 중장기 추정치에 반영하며 이는 할인을 상승을 상쇄할 수 있음을 언급했다. 실제 호실적이 확인된 가운데 향후 금리의 Peak-out 가능성 역시 존재하는 만큼 100만원의 목표주가는 '상단이 아닌 하단'이 될 가능성이 높다. 업종 내 대형 바이오 Top pick 의견을 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	1,165	1,568	3,001	3,657	4,349	4,629
영업이익	십억원	293	537	984	1,053	1,264	1,259
순이익(지배주주)	십억원	241	394	798	794	953	951
EPS	원	3,599	5,878	11,213	11,149	13,392	13,357
PER	배	226.8	151.8	73.2	64.8	54.0	54.1
PBR	배	11.9	12.0	6.5	5.3	4.8	4.4
EV/EBITDA	배	125.1	85.4	44.7	34.8	29.6	29.0
ROE	%	5.2	8.2	11.4	8.5	9.3	8.5

삼성바이오로직스 3Q23 실적 요약 (연결 기준)

(십억원, %)	3Q23P	3Q22	YoY	2Q23	QoQ	Consen	vs. Consen	SKS	vs. SKS
매출액	1,034.0	873.0	18.4	866.2	19.4	960.9	7.6	1,058.0	(2.3)
영업이익	318.5	324.7	(1.9)	253.4	25.7	293.9	8.4	315.1	1.1
세전이익	316.3	198.4	59.4	251.3	25.9	303.5	4.2	319.9	(1.1)
(지배주주)순이익	240.4	129.2	86.1	184.9	30.0	234.5	2.5	243.0	(1.1)
영업이익률	30.8	37.2		29.3		30.6		29.8	
순이익률	23.2	14.8		21.3		24.4		23.0	

자료: 회사 자료, Quantwise, SK 증권 추정

삼성바이오로직스 3Q23 실적 요약 (별도 기준)

(십억원, %)	3Q23P	3Q22	YoY	2Q23	QoQ	Consen	vs. Consen	SKS	vs. SKS
매출액	882.7	674.6	30.8	637.2	38.5	805.5	9.6	849.2	3.9
영업이익	381.6	311.4	22.6	254.1	50.2	333.0	14.6	351.4	8.6
세전이익	374.0	174.2	114.6	257.3	45.4	340.6	9.8	342.6	9.2
당기순이익	283.0	129.6	118.4	193.5	46.3	253.5	11.7	256.3	10.4
영업이익률	43.2	46.2		39.9		41.3		41.4	
순이익률	32.1	19.2		30.4		31.5		30.2	

자료: 회사 자료, Quantwise, SK 증권 추정

삼성바이오로직스 실적 추이 및 전망 (연결 기준)

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
매출액	511.3	651.4	873.0	965.5	720.9	866.2	1,034.0	1,036.1	1,568.0	3,001.3	3,657.2	4,349.4
YoY	96.1	58.0	93.7	117.3	41.0	33.0	18.4	7.3	34.6	91.4	21.9	18.9
평균 가동률	82.8	100.0	112.5	87.1	87.1	93.1	76.3	77.7	96.7	98.8	82.2	85.0
삼성바이오로직스(별도)	511.3	503.7	674.6	747.7	591.0	637.2	882.7	845.3	1,568.0	2,437.3	2,956.2	3,677.1
1 공장	99.1	107.3	120.9	130.4	110.9	119.0	148.5	112.7	333.6	457.7	491.1	496.6
2 공장	184.2	124.2	249.0	268.4	198.9	213.3	288.7	250.6	701.5	825.9	951.4	1,008.0
3 공장	198.7	245.9	277.1	298.8	222.4	238.6	319.8	278.7	617.5	1,020.5	1,059.5	1,148.8
4 공장 및 기타					0.0	0.0	25.9	103.4			129.3	689.0
삼성바이오에피스	0.0	149.4	269.7	244.6	213.4	255.9	262.1	272.6	0.0	663.8	1,004.0	1,120.5
매출총이익	229.7	288.2	486.2	464.3	342.5	427.1	501.8	472.2	726.5	1,468.4	1,743.7	2,011.3
YoY	114.0	36.4	126.4	140.6	49.1	48.2	3.2	1.7	74.7	102.1	18.7	15.3
GPM	44.9	44.2	55.7	48.1	47.5	49.3	48.5	45.6	46.3	48.9	47.7	46.2
영업이익	176.4	169.7	324.7	312.8	191.7	253.4	318.5	289.1	537.3	983.6	1,052.9	1,263.5
YoY	137.5	1.7	94.0	142.8	8.7	49.4	(1.9)	(7.6)	83.6	83.1	7.0	20.0
OPM	34.5	26.0	37.2	32.4	26.6	29.3	30.8	27.9	34.3	32.8	28.8	29.1
세전이익	198.5	214.5	198.4	397.6	196.6	251.3	316.3	287.9	561.3	1,009.0	1,052.2	1,263.9
YoY	148.9	22.5	0.6	264.0	(0.9)	17.2	59.4	(27.6)	99.8	79.8	4.3	20.1
(지배주주)순이익	146.9	152.0	129.2	369.9	141.8	184.9	240.4	226.5	393.6	798.1	793.5	953.1
YoY	141.0	25.1	(2.0)	366.4	(3.5)	21.6	86.1	(38.8)	56.8	102.8	(0.6)	20.1
NPM	28.7	23.3	14.8	38.3	19.7	21.3	23.2	21.9	25.1	26.6	21.7	21.9

자료: 삼성바이오로직스, SK 증권 추정

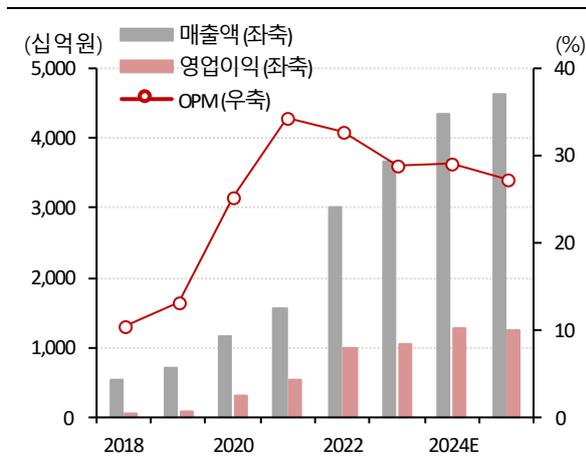
주: 삼성바이오에피스 매출액은 삼성바이오로직스 연결 반영 이후 기준

삼성바이오로직스 실적 추이 및 전망 (별도 기준)

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
매출액	511.3	503.7	674.6	747.7	591.0	637.2	882.7	845.3	1,568.0	2,437.3	2,956.2	3,677.1
YoY	96.1	22.2	49.7	68.3	15.6	26.5	30.8	13.1	34.6	55.4	21.3	24.4
평균 가동률	82.8	100.0	112.5	87.1	87.1	93.1	76.3	77.7	96.7	98.8	82.2	85.0
1 공장	99.1	107.3	120.9	130.4	110.9	119.0	148.5	112.7	333.6	457.7	491.1	496.6
2 공장	184.2	124.2	249.0	268.4	198.9	213.3	288.7	250.6	701.5	825.9	951.4	1,008.0
3 공장	198.7	245.9	277.1	298.8	222.4	238.6	319.8	278.7	617.5	1,020.5	1,059.5	1,148.8
4 공장 및 기타					0.0	0.0	25.9	103.4			129.3	689.0
매출총이익	229.6	231.8	369.3	369.6	293.4	314.7	453.9	425.2	725.9	1,200.2	1,487.3	1,832.2
YoY	113.5	9.9	72.1	91.7	27.8	35.8	22.9	15.1	74.6	65.3	23.9	23.2
GPM	44.9	46.0	54.7	49.4	49.6	49.4	51.4	50.3	46.3	49.2	50.3	49.8
영업이익	176.2	171.9	311.4	308.5	234.4	254.1	381.6	355.4	536.5	968.1	1,225.6	1,546.4
YoY	137.6	3.2	86.2	139.9	33.0	47.8	22.6	15.2	83.4	80.4	26.6	26.2
OPM	34.5	34.1	46.2	41.3	39.7	39.9	43.2	42.0	34.2	39.7	41.5	42.1
세전이익	188.7	136.1	174.2	423.8	241.3	257.3	374.0	344.3	546.9	922.9	1,217.0	1,561.2
YoY	131.1	(17.6)	(1.9)	246.1	27.9	89.0	114.6	(18.7)	94.7	68.8	31.9	28.3
당기순이익	141.3	101.8	129.6	314.1	182.4	193.5	283.0	258.7	423.2	686.8	917.6	1,177.1
YoY	126.5	(21.4)	(3.5)	223.8	29.0	90.1	118.4	(17.6)	68.6	62.3	33.6	28.3
NPM	27.6	20.2	19.2	42.0	30.9	30.4	32.1	30.6	27.0	28.2	31.0	32.0

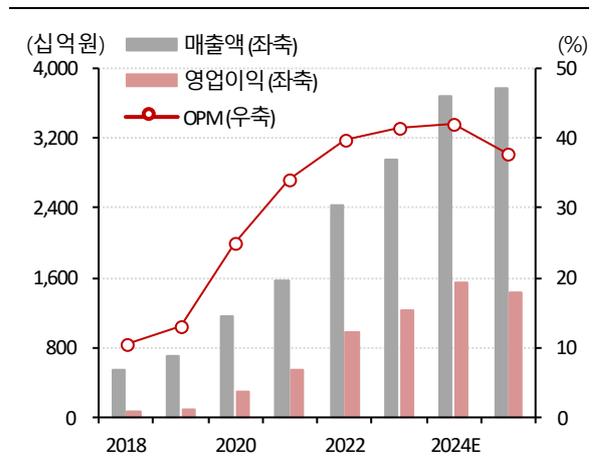
자료: 삼성바이오로직스, SK 증권 추정

삼성바이오로직스 연간 실적 추이 및 전망 (연결 기준)



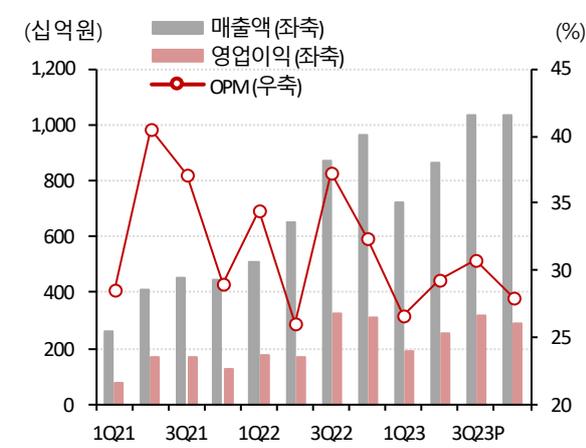
자료: 삼성바이오로직스, SK 증권 추정

삼성바이오로직스 연간 실적 추이 및 전망 (별도 기준)



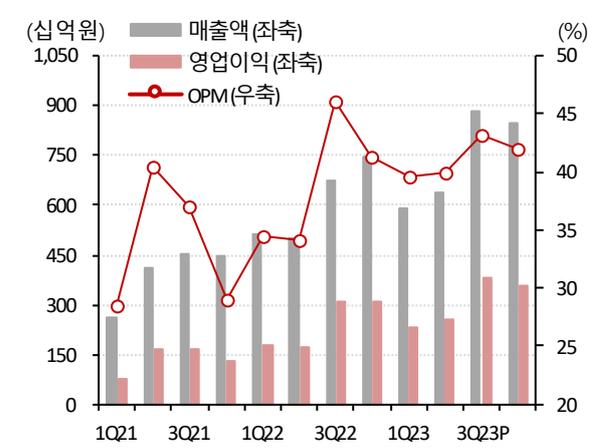
자료: 삼성바이오로직스, SK 증권 추정

삼성바이오로직스 분기 실적 추이 및 전망 (연결 기준)



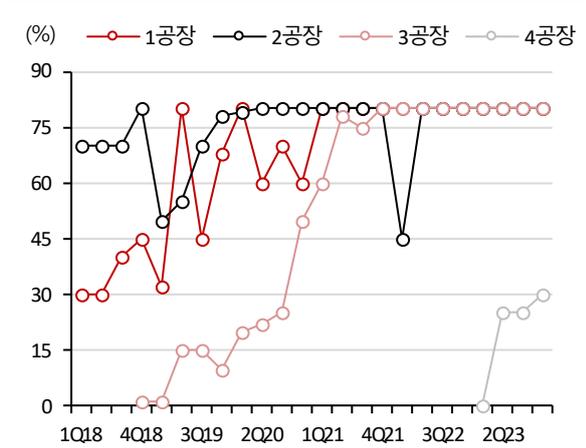
자료: 삼성바이오로직스, SK 증권 추정

삼성바이오로직스 분기 실적 추이 및 전망 (별도 기준)



자료: 삼성바이오로직스, SK 증권 추정

삼성바이오로직스 공장별 가동률 추이 및 전망



삼성바이오로직스 5공장 및 ADC 생산시설

5공장 건설



180KL

(15K) X 12

2023년

2024년

2025년

착공(4월)
가동 개시(4월)

ADC 생산시설



* ADC 생산시설 완공 조감도

• 4공장과의 연계 수주를 통해 견조한 시장 수요에 대응 중

• '24년 內 상업 생산 개시 예정

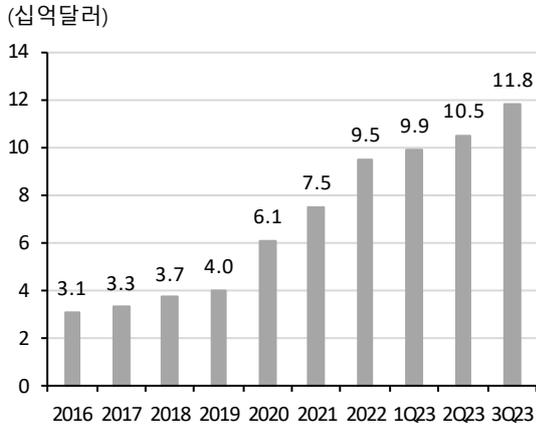
자료: 삼성바이오로직스, SK 증권

삼성바이오에피스 바이오시밀러 파이프라인 현황

Indication	Original	프로젝트	Product		현황			마케팅파트너 / 출시연도	
			EU	US	Ph III	Approval	Launch	EU	US
자가 면역 질환	Enbrel® (Etanercept)	SB4	Benepali	Eticovo				Biogen('16)	TBD
	Remicade® (Infliximab)	SB2	Flixabi	Renflexis				Biogen('16)	Organon('17)
	Humira® (Adalimumab)	SB5	Imraldi	Hadlima				Biogen('18)	Organon('23)
	Stelara® (Ustekinumab)	SB17	-	-		준비중		Sandoz	Sandoz
종양 질환	Herceptin® (Trastuzumab)	SB3	Ontruzant	Ontruzant				Organon('18)	Organon('20)
	Avastin® (Bevacizumab)	SB8	Aybintio	-				Organon('20)	TBD
안질환	Lucentis® (Ranibizumab)	SB11	Byooviz	Byooviz				Biogen('23)	Biogen('22)
	Eylea® (Aflibercept)	SB15	-	-		준비중		Biogen	Biogen
혈액 질환	Soliris® (Eculizumab)	SB12	Epysqli	-				Samsung Bioepis('23)	TBD
골격계 질환	Prolia® (Denosumab)	SB16	-	-		준비중		TBD	TBD

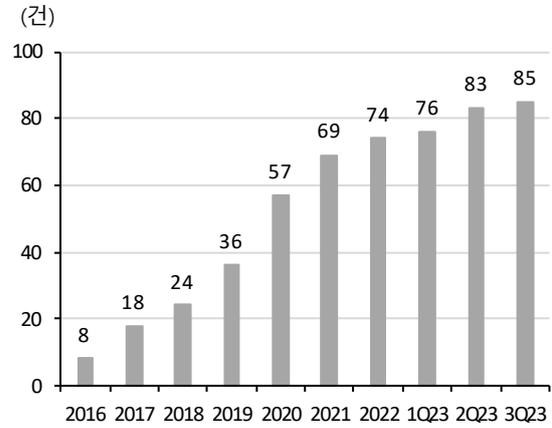
자료: 삼성바이오로직스, SK 증권 / 주: 파란 글씨는 First mover, 빨간 글씨는 Second mover 를 의미

삼성바이오로직스 누적 CMO 수주 금액



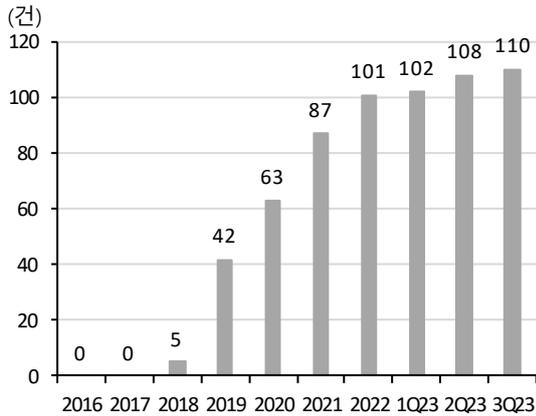
자료: 삼성바이오로직스, SK 증권

삼성바이오로직스 누적 CMO 수주 제품 수



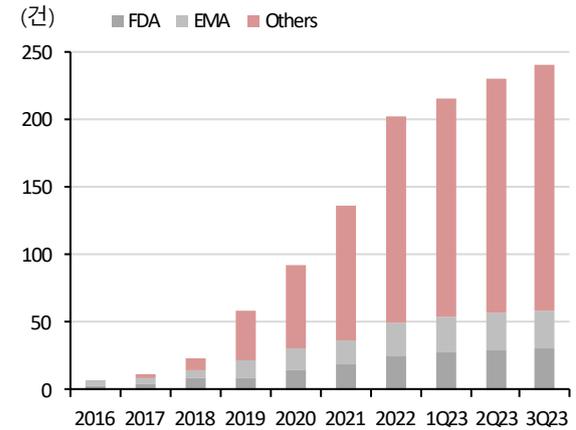
자료: 삼성바이오로직스, SK 증권

삼성바이오로직스 누적 CDO 수주 제품 수



자료: 삼성바이오로직스, SK 증권

삼성바이오로직스 규제기관별 누적 승인 현황



자료: 삼성바이오로직스, SK 증권

2023년 삼성바이오로직스 수주 현황

구분	공시일	고객사명	공시종류	공시금액(백만달러)	2023년 신규 수주액(백만달러)
1Q23	2023-02-06	Pfizer	신규	182.7	182.7
	2023-03-06	Eli Lilly	증액	268.8	176.8
2Q23	2023-05-30	유럽 소재 제약사	신규	81.1	81.1
	2023-06-05	미국 소재 제약사	신규	112.5	112.5
	2023-06-08	Pfizer	신규+증액	411.4	218.6
3Q23	2023-07-04	Pfizer	증액	375.4	192.8
			증액	704.4	485.8
	2023-07-10	Novartis	증액	390.9	309.9
	2023-09-18	BMS 자회사	신규	242.0	242.0
1Q23~3Q23 누적 수주 총액					2,002.2

자료: 삼성바이오로직스, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	2,823	6,458	7,412	8,997	9,977
현금및현금성자산	47	891	686	1,016	1,490
매출채권 및 기타채권	366	733	893	1,062	1,130
재고자산	1,013	2,376	2,895	3,443	3,664
비유동자산	5,147	10,124	10,629	11,281	11,770
장기금융자산	31	69	84	100	107
유형자산	2,207	3,417	3,817	4,443	4,917
무형자산	32	5,961	6,014	6,017	6,023
자산총계	7,970	16,582	18,041	20,278	21,746
유동부채	1,107	4,182	5,047	5,959	6,328
단기금융부채	167	1,281	1,561	1,856	1,976
매입채무 및 기타채무	325	1,554	1,894	2,252	2,397
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1,872	3,416	3,216	3,587	3,737
장기금융부채	1,125	1,256	1,256	1,256	1,256
장기매입채무 및 기타채무	9	551	551	551	551
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	2,979	7,598	8,263	9,547	10,065
지배주주지분	4,991	8,984	9,778	10,731	11,682
자본금	165	178	178	178	178
자본잉여금	2,487	5,663	5,663	5,663	5,663
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	2,347	3,146	3,939	4,892	5,843
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	4,991	8,984	9,778	10,731	11,682
부채외자본총계	7,970	16,582	18,041	20,278	21,746

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	466	944	1,367	1,562	1,440
당기순이익(손실)	394	798	794	953	951
비현금성항목등	350	598	619	698	717
유형자산감가상각비	155	184	200	224	249
무형자산상각비	7	124	148	146	145
기타	188	289	272	328	324
운전자본감소(증가)	-235	-263	226	239	96
매출채권및기타채권의감소(증가)	-121	-305	-160	-169	-68
재고자산의감소(증가)	-371	-180	-519	-548	-221
매입채무및기타채무의증가(감소)	21	135	340	358	145
기타	235	87	566	597	241
법인세납부	-42	-188	-259	-311	-310
투자활동현금흐름	-926	-3,063	-408	-1,359	-1,017
금융자산의감소(증가)	-500	-1,000	444	-336	-135
유형자산의감소(증가)	-406	-957	-600	-850	-723
무형자산의감소(증가)	-15	-52	-200	-150	-150
기타	-5	-1,054	-51	-23	-9
재무활동현금흐름	478	-222	280	295	119
단기금융부채의증가(감소)	9	-344	280	295	119
장기금융부채의증가(감소)	488	155	0	0	0
자본의증가(감소)	0	3,188	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-19	-3,222	0	0	0
현금의 증가(감소)	19	843	-205	330	474
기초현금	29	47	891	686	1,016
기말현금	47	891	686	1,016	1,490
FCF	60	-13	767	712	718

자료 : 삼성바이오로직스, SK증권

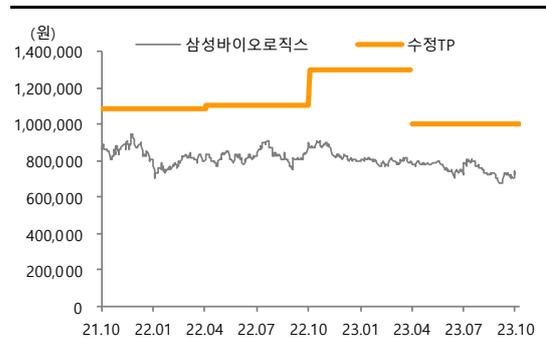
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,568	3,001	3,657	4,349	4,629
매출원가	842	1,533	1,914	2,338	2,566
매출총이익	726	1,468	1,744	2,011	2,063
매출총이익률(%)	46.3	48.9	47.7	46.2	44.6
판매비와 관리비	189	485	691	748	803
영업이익	537	984	1,053	1,264	1,259
영업이익률(%)	34.3	32.8	28.8	29.1	27.2
비영업손익	24	25	-1	0	1
순금융손익	-5	-11	-13	-17	-14
외환관련손익	18	-64	0	0	0
관계기업등 투자손익	14	27	-1	-1	-1
세전계속사업이익	561	1,009	1,052	1,264	1,261
세전계속사업이익률(%)	35.8	33.6	28.8	29.1	27.2
계속사업법인세	168	211	259	311	310
계속사업이익	394	798	794	953	951
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	394	798	794	953	951
순이익률(%)	25.1	26.6	21.7	21.9	20.5
지배주주	394	798	794	953	951
지배주주귀속 순이익률(%)	25.1	26.6	21.7	21.9	20.5
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	392	805	794	953	951
지배주주	392	805	794	953	951
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	699	1,292	1,400	1,634	1,653

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	34.6	91.4	21.9	18.9	6.4
영업이익	83.5	83.1	7.0	20.0	-0.3
세전계속사업이익	111.0	79.8	4.3	20.1	-0.3
EBITDA	60.2	84.8	8.4	16.7	1.2
EPS	63.3	90.8	-0.6	20.1	-0.3
수익성 (%)					
ROA	5.5	6.5	4.6	5.0	4.5
ROE	8.2	11.4	8.5	9.3	8.5
EBITDA마진	44.6	43.0	38.3	37.6	35.7
안정성 (%)					
유동비율	255.0	154.4	146.9	151.0	157.7
부채비율	59.7	84.6	84.5	89.0	86.2
순차입금/자기자본	-1.6	-7.5	2.6	-1.0	-5.2
EBITDA/이자비용(배)	47.5	20.2	37.0	39.0	36.8
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	5,878	11,213	11,149	13,392	13,357
BPS	74,537	126,233	137,382	150,773	164,130
CFPS	8,294	15,544	16,029	18,594	18,883
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER	151.8	73.2	64.8	54.0	54.1
PBR	12.0	6.5	5.3	4.8	4.4
PCR	107.6	52.8	45.1	38.9	38.3
EV/EBITDA	85.4	44.7	34.8	29.6	29.0
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2023.04.25	매수	1,000,000원	6개월		
2023.01.13	담당자 변경				
2022.10.27	매수	1,300,000원	6개월	-34.48%	-30.23%
2022.04.28	매수	1,100,000원	6개월	-24.95%	-17.27%
2021.07.14	매수	1,087,126원	6개월	-21.59%	-8.00%



Compliance Notice

작성자(이동건)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 10월 26일 기준)

매수	94.39%	중립	5.61%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------