

2024. 10. 7



▲ 제약/바이오

Analyst **김준영**
02. 6454-4877
junyoung.kim@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 1,200,000 원

현재주가 (10.4) 999,000 원

상승여력 20.1%

KOSPI	2,569.71pt
시가총액	711,028억원
발행주식수	7,117만주
유동주식비율	24.76%
외국인비중	13.33%
52주 최고/최저가	1,087,000원/691,000원
평균거래대금	1,155.3억원

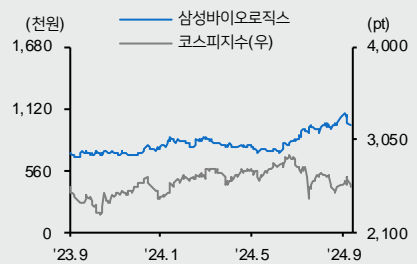
주요주주(%)

삼성물산 외 3 인	74.34
국민연금공단	6.68

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.6	22.3	44.6
상대주가	6.1	30.5	35.3

주가그래프



삼성바이오로직스 207940

바이오보안법의 실질적인 수혜주

- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 120만원으로 상향
- ✓ 3Q24E 연결 기준 매출액 10,581억원(YoY +2.3%, QoQ -8.5%), 영업이익 2,992억원 (YoY -6.1%, QoQ -31.1%)으로 컨센서스 부합할 전망
- ✓ 선수주를 바탕으로 내년 완공될 5공장의 빠른 램프업 예상 및 6공장 착공 기대
- ✓ 바이오 보안법의 통과 여부에 따른 모멘텀 존재

3Q24 Preview

삼성바이오로직스 3Q24E 연결 기준 매출액 10,581억원(YoY +2.3%, QoQ -8.5%), 영업이익 2,992억원(YoY -6.1%, QoQ -31.1%)으로 컨센서스 부합할 전망이다. 약 2,200억원의 마일스톤을 수령했던 2분기와 달리 3분기는 마일스톤이 부재하고 약 2,206억원의 내부거래 매출액 발생하며 2분기 대비 연결 영업이익은 감소할 것으로 예상된다. 별도 기준으로는 매출액 9,826억원(YoY +11.3%, QoQ +21.3%), 영업이익 4,220억원(YoY +10.6%, QoQ +28.2%)을 전망한다. 우호적 환율이 유지되고 있으며 4공장의 램프업을 통한 매출 기여도 증가를 바탕으로 지속적인 실적 성장을 예상된다.

선수주를 통한 5공장의 빠른 램프업 기대

25년 4월 5공장 완공 예정이다. 1-3공장과 달리 4공장부터 선수주를 바탕으로 빠르게 가동률을 높이고 있어 5공장 또한 빠른 램프업 가능할 것이라 전망한다. 5공장 완공 후 6공장 착공을 예상하며 27년 완공될 것으로 전망한다.

투자 의견 Buy, 적정주가 120만원 상향

삼성바이오로직스에 대한 투자 의견 Buy 유지하며 적정주가를 120만원으로 상향한다. 바이오보안법의 연말 통과 가능성은 여전히 존재한다. 다만 32년전까지 유예기간이 주어질 것으로 예상되는 만큼 실질적인 수혜는 중장기적인 관점으로 바라 봐야한다. 단기적으로는 바이오보안법 통과에 따른 업사이드가 있을 것으로 예상하며 그에 따라 Lonza, Thermo Fisher, Catalent의 평균 EV/EBITDA 22.97배에 40% 프리미엄을 부여하여 적정주가를 상향한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	2,437.3	968.1	686.8	9,820	55.4	102,518	83.6	8.0	49.7	12.8	66.7
2023	2,938.8	1,204.2	945.9	13,290	35.3	115,753	57.2	6.6	36.6	12.2	43.6
2024E	3,457.5	1,378.6	1,110.4	15,601	17.4	131,342	64.0	7.6	41.5	12.6	39.4
2025E	4,093.8	1,713.9	1,377.6	19,355	24.1	150,697	51.6	6.6	33.4	13.7	34.3
2026E	4,825.3	2,075.4	1,657.6	23,289	20.3	173,985	42.9	5.7	27.5	14.3	29.3

(십억원)	3Q24E	3Q23	(% YoY)	2Q24	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,058.1	1,034.0	2.3	1,156.9	(8.5)	1,086.2	(2.6)
영업이익	299.2	318.5	(6.1)	434.5	(31.1)	308.1	(2.9)
OPM (%)	28.3	30.8	(8.2)	37.6	(24.7)	28.4	(0.3)
당기순이익	237.4	240.4	(1.2)	318.0	(25.3)	240.7	(1.4)

자료: 삼성바이오로직스, 메리츠증권 리서치센터

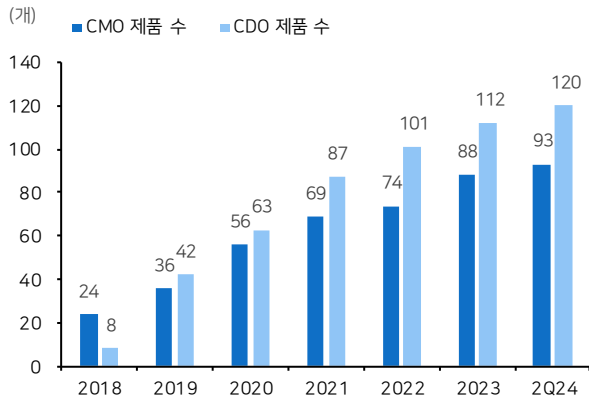
(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	720.9	866.2	1,034.0	1,073.5	946.9	1,156.9	1,058.1	1,291.8	3,694.6	4,453.7	5,193.2
% YoY	41.0	33.0	18.4	11.2	31.3	33.6	2.3	20.3	23.1	20.5	16.6
삼성바이오로직스 별도	591.0	637.2	882.7	827.9	669.5	810.2	982.6	995.2	2,938.8	3,457.5	4,093.8
% YoY	15.6	26.5	30.8	10.7	13.3	27.2	11.3	20.2	20.6	17.7	18.4
삼성바이오에피스	213.4	255.9	262.1	288.9	280.1	529.9	296.2	340.9	1,020.3	1,447.1	1,465.8
% YoY	7.2	9.9	(2.9)	18.1	31.3	107.1	13.0	18.0	7.8	41.8	1.3
연결조정	83.5	26.9	110.8	43.3	2.7	183.2	220.6	44.3	264.5	450.8	366.4
매출총이익	342.5	427.2	501.8	531.3	420.2	657.8	513.2	639.4	1,802.8	2,230.6	2,596.6
GPM (%)	47.5	49.3	48.5	49.5	44.4	56.9	48.5	49.5	48.8	50.1	50.0
영업이익	191.7	253.4	318.5	350.0	221.3	434.5	299.2	423.0	1,113.7	1,378.0	1,571.9
% YoY	8.7	49.4	(1.9)	11.9	15.4	71.4	(6.1)	20.9	13.2	23.7	14.1
OPM (%)	26.6	29.3	30.8	32.6	23.4	37.6	28.3	32.7	30.1	30.9	30.3
당기순이익	141.8	184.9	240.4	290.7	179.4	318.0	237.4	334.4	857.7	1,069.2	1,252.5
% YoY	(3.5)	21.6	86.1	(21.4)	26.5	72.0	(1.2)	15.0	7.5	24.7	17.1
NPM (%)	19.7	21.3	23.2	27.1	18.9	27.5	22.4	25.9	23.2	24.0	24.1

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	비교	
별도 삼성바이오로직스 가치 (A)	75,990.6	
26년 EBITDA	2,362.7	
타겟 EV/EBITDA	32.2	글로벌 피어(Lonza, Catalent, Thermo Fisher)의 평균 EV/EBITDA 40% 프리미엄 부여
삼성바이오에피스 가치 (B)	7,397.0	
12개월 선행 EBITDA	373.6	
타겟 EV/EBITDA	19.8	Viatrix 바이오시밀러 사업 매각 밸류에이션 20% 프리미엄 부여
순 차입금 (C)	-870.5	2024년 말 기준
주주가치 (D=A+B-C)	84,258.1	
주식수 (E)	71,174 천주	유통주식수 기준
적정주가 (F=D/E)	1,200,000	

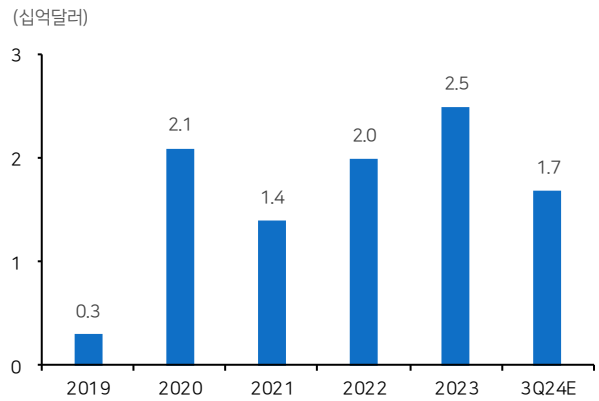
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 누적 수주 제품 수



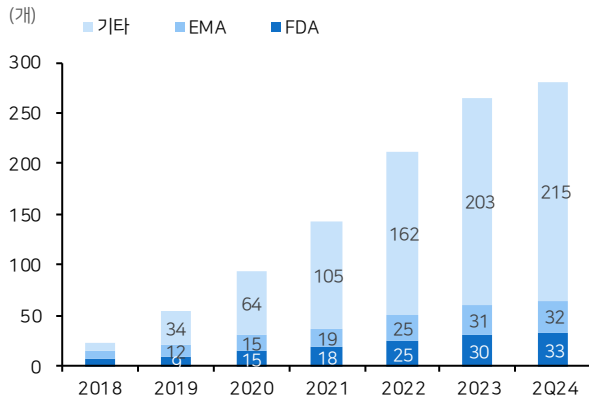
자료: 삼성바이오로직스, 메리츠증권 리서치센터

그림2 연간 수주 금액



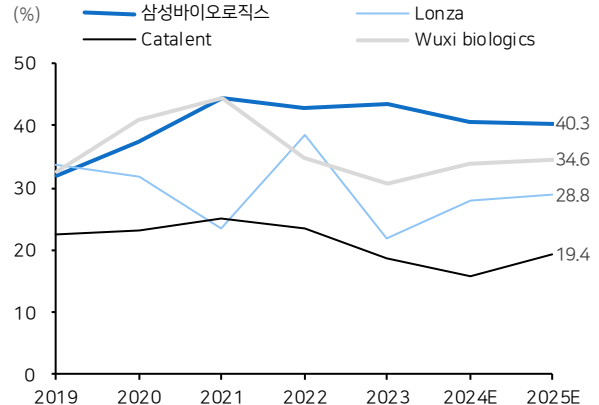
자료: 삼성바이오로직스, 메리츠증권 리서치센터

그림3 해외 규제기관 승인 현황



자료: 삼성바이오로직스, 메리츠증권 리서치센터

그림4 피어 그룹 EBITDA margin 비교



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표4 24년도 수주 공시 내역

공시일	계약상대방	계약체결일	계약종료일	계약금액(십억원)	변동규모(십억원)
2024.03.06	UCB	2017.12.21	2030.12.31	427.0	381.9
2024.04.04	Merck Sharp & Dohme GmbH	2024.03.01	2032.12.31	247.3	154.6
2024.05.08	Eli Lilly Kinsale Limited	2019.12.20	2029.12.31	584.1	256.2
2024.06.18	Baxter Healthcare Corporation	2017.07.20	2034.12.31	250.9	234.1
2024.06.25	Kiniksa Pharmaceuticals Ltd	2024.06.21	2031.12.31	211.5	신규
2024.07.02	미국 소재 제약사	2024.06.27	2030.12.31	1,463.7	신규
2024.09.13	아시아 소재 제약사	2023.06.02	2028.12.31	119.1	-

주: 24.09.13 공시 계약은 23년 6월 2일 최초 계약 체결 당시 공시 기준 금액 미달

자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

표5 바이오보안법: 규제대상 우려 바이오 기업 정의

그룹	정의	비고
A	유전체 장비제조 및 분석 서비스 기업: BGI, MGI, Complete Genomics 의약품 CDMO 기업: WuXi AppTec, Wuxi Biologics	- 2032.01.01 이전까지 적용 유예 - 2032.01.01 이후부터는 A그룹과 같은 특정 기업과 기존 계약 포함해 장비 및 서비스 계약을 해서는 안됨
B	1) 외국 적대국 정부 통제하에 있거나 2) 우려 바이오 기업 명단 포함 기업의 장비나 서비스를 제공하거나 3) 미국의 국가안보에 위협을 끼치는 기업	B 그룹과 같은 기타 기업과는 이들 기업이 우려 바이오기업으로 확인된 후 5년 이후부터는 기존 계약을 포함해 장비 및 서비스 계약을 해서는 안됨.
C	외국 적대국 정부 통제하에 있는 A 및 B 그룹과 관련된 자회사, 모회사, 관계자 또는 승계 기업	

자료: 한국바이오협회, 메리츠증권 리서치센터

표6 삼성바이오로직스 공장 시설 현황

	1공장	2공장	3공장	4공장	5공장
규모	30,000L = 5,000L × 6	154,000L = 15,000L × 10, 1,000L × 4	180,000L = 15,000L × 12	240,000L = 15,000L × 12, 10,000L × 6	180,000L = 15,000L × 12
공사 기간	25개월	29개월	35개월	31개월	24개월 목표
공사 비용	3,500억원	7,000억원	8,500억원	1조 7,400억원	1조 9,800억원
가동 현황	생산	생산	생산	생산	건설 중, 25년 4월 완공 목표

자료: 삼성바이오로직스, 메리츠증권 리서치센터

그림5 삼성바이오로직스 파이프라인

Indication		자가 면역 질환				종양 질환			안질환		혈액 질환	골격계 질환
		SB4	SB2	SB5	SB17	SB3	SB8	SB27	SB11	SB15	SB12	SB16
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: 삼성바이오로직스, 메리츠증권 리서치센터

삼성바이오로직스 (207940)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	2,437.3	2,938.8	3,457.5	4,093.8	4,825.3
매출액증가율(%)	55.4	20.6	17.7	18.4	17.9
매출원가	1,237.1	1,448.4	1,749.0	2,001.4	2,316.2
매출총이익	1,200.2	1,490.4	1,708.5	2,092.4	2,509.2
판매관리비	232.2	286.2	329.9	378.5	433.8
영업이익	968.1	1,204.2	1,378.6	1,713.9	2,075.4
영업이익률(%)	39.7	41.0	39.9	41.9	43.0
금융손익	-43.8	24.9	65.1	66.5	66.5
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-1.4	-4.9	-2.0	-3.0	-3.2
세전계속사업이익	922.9	1,224.2	1,441.7	1,777.5	2,138.8
법인세비용	236.1	278.3	331.3	399.9	481.2
당기순이익	686.8	945.9	1,110.4	1,377.6	1,657.6
지배주주지분 순이익	686.8	945.9	1,110.4	1,377.6	1,657.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	831.1	1,418.2	1,357.8	1,369.4	1,546.1
당기순이익(손실)	686.8	945.9	1,110.4	1,377.6	1,657.6
유형자산상각비	173.3	245.5	298.2	353.1	411.4
무형자산상각비	7.5	9.4	13.8	18.0	20.8
운전자본의 증감	-270.6	117.6	-53.6	-379.2	-543.7
투자활동 현금흐름	-3,224.4	-1,461.1	-688.2	-910.1	-921.9
유형자산의증가(CAPEX)	-948.1	-976.2	-554.1	-750.0	-750.0
투자자산의감소(증가)	-2,771.6	0.3	-10.0	-10.0	-10.0
재무활동 현금흐름	3,115.2	-491.9	-83.3	-71.1	-70.6
차입금의 증감	403.2	-462.0	-73.3	-71.1	-70.6
자본의 증가	3,188.3	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	718.8	-527.2	616.6	388.2	553.6
기초현금	39.2	758.0	230.8	847.4	1,235.6
기말현금	758.0	230.8	847.4	1,235.6	1,789.2

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	4,919.4	4,070.4	4,572.6	5,529.7	6,772.8
현금및현금성자산	758.0	230.8	847.4	1,235.6	1,789.2
매출채권	504.0	390.0	429.3	472.2	543.0
재고자산	1,243.2	1,678.6	2,014.3	2,417.2	2,900.6
비유동자산	7,246.5	7,760.9	8,458.7	8,879.6	9,239.4
유형자산	3,083.6	3,542.9	4,241.9	4,638.8	4,977.4
무형자산	39.4	53.8	68.2	82.2	93.4
투자자산	3,339.9	3,339.7	3,349.6	3,359.6	3,369.6
자산총계	12,165.8	11,831.3	13,031.2	14,409.3	16,012.1
유동부채	2,990.7	2,954.3	3,164.5	3,144.1	3,132.7
매입채무	48.8	171.4	205.7	246.9	296.2
단기차입금	50.0	220.0	220.0	179.2	138.8
유동성장기부채	468.0	588.4	581.2	560.4	540.0
비유동부채	1,878.6	638.4	518.6	539.5	496.2
사채	499.1	119.8	115.2	105.7	95.9
장기차입금	246.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	4,869.2	3,592.6	3,683.1	3,683.6	3,628.9
자본금	177.9	177.9	177.9	177.9	177.9
자본잉여금	5,672.4	5,672.4	5,672.4	5,672.4	5,672.4
기타포괄이익누계액	-6.7	-10.6	-11.5	-11.5	-11.5
이익잉여금	1,453.0	2,398.9	3,509.3	4,886.8	6,544.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	7,296.6	8,238.6	9,348.1	10,725.7	12,383.2

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	34,849	41,290	48,578	57,519	67,796
EPS(지배주주)	9,820	13,290	15,601	19,355	23,289
CFPS	17,829	21,268	24,238	29,447	35,095
EBITDAPS	16,427	20,500	23,753	29,294	35,233
BPS	102,518	115,753	131,342	150,697	173,985
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	83.6	57.2	64.0	51.6	42.9
PCR	46.0	35.7	41.2	33.9	28.5
PSR	23.6	18.4	20.6	17.4	14.7
PBR	8.0	6.6	7.6	6.6	5.7
EBITDA(십억원)	1,148.8	1,459.1	1,690.6	2,085.0	2,507.7
EV/EBITDA	49.7	36.6	41.5	33.4	27.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	12.8	12.2	12.6	13.7	14.3
EBITDA 이익률	47.1	49.6	48.9	50.9	52.0
부채비율	66.7	43.6	39.4	34.3	29.3
금융비용부담률	2.0	1.9	0.6	0.3	0.3
이자보상배율(x)	20.0	21.6	64.6	127.8	165.2
매출채권회전율(x)	5.6	6.6	8.4	9.1	9.5
재고자산회전율(x)	2.2	2.0	1.9	1.8	1.8

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 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 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	86.0%
중립	14.0%
매도	0.0%

2024년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

삼성바이오로직스 (207940) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

