



기업분석 | 제약/바이오

Analyst

강하나

02 3779 8808

kangx687@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	1,100,000 원
현재주가	896,000 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
●		

Stock Data

KOSPI(10/26)	2,249.56 pt
시가총액	637,719 억원
발행주식수	71,174 천주
52주 최고가/최저가	946,788 / 703,667 원
90일 일평균거래대금	490.8 억원
외국인 지분율	10.6%
배당수익률(22.12E)	0.0%
BPS(22.12E)	120,199 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 16.9%
	6개월 27.1%
	12개월 29.4%
주주구성	삼성물산 (외 5인) 74.4%
	국민연금공단 (외 1인) 5.6%
	삼성바이오로직스우리스주 (외 1인) 0.9%

Stock Price



삼성바이오로직스 (207940)

3Q22 Review: 기뻐 곳은 너뿐이구나

3Q22 Review: 환율효과와 product mix 극대화

3Q22 실적은 연결 기준 8,730억원(+93.7% yoy, +34.0% qoq), 영업이익 3,247억원(+94.0% yoy, +91.3% qoq)으로 어닝 서프라이즈를 기록했다. 높아진 컨센서스보다도 호실적을 기록한 이유는 1)달러 강세로 매출액에 환율 효과가 반영되었으며 원료는 파트너사 공급으로 비용 상승 상쇄하였고, 2)제품믹스 개선 및 휴미라 바이오시밀러 FDA허가에 따른 마일스톤(약 300억원)이 유입되었기 때문이다. 2Q22와 3Q22가 모두 full 캐파였음에도 매출액 고성장의 이유는 1)고객사와 제품에 따라 판매량에 차이가 있었고, 2)판가와 생산성이 높은 제품(dp가 크게 증가)비율 확대 덕분이다. 그러나 순이익은 환율로 인한 금융 손실이 반영되며 1,292억원(-2.0% yoy, -15.0% qoq)으로 컨센서스를 하회했다. 바이오젠으로부터 취득한 삼성바이오에피스 지분의 잔여대금으로, 최초 계약 당시 환율과의 차이가 외화손실로 반영된 것이다.

환율 상승에 따라 높아진 가이던스, 그리고 4공장

4Q22에도 1~3공장이 full 캐파로 유지될 것이며 2022 연간 가이던스는 여전히 전년대비 30%이상 성장에 OPM은 30~33%를 유지하나 환율효과를 반영하여 매출액은 35~40% 성장에 OPM 35%로 전망된다. 10월부터 4공장 가동이 개시(6만L규모 부분 가동)되어 2H23에는 유의미한 매출이 가능할 것이라 기대한다. 3공장과 달리 4공장은 완공 전부터 5개의 빅파마와 7건의 선수주를 체결했으며 상대적으로 짧은 테스트 기간으로 큰 물량을 생산할 수 있기 때문에 빠른 랩업이 가능하다. 4Q22부터 선수주 받은 물량이 가동될 수 있으며 2Q23에 4공장의 Phase2 가동이 예정되어 있기 때문에 적전에 추가 수주가 나올 가능성이 높다.

투자의견 Buy, 목표주가 1,100,000원 유지

바이오시밀러 시장이 2023년 본격적으로 열린다는 점과 4공장의 선수주가 큰 물량으로 이루어져있다는 점이 삼성바이오에피스와 삼성바이오로직스의 동반성장을 의미하고 있다. 2022 연간 가이던스가 높게 유지되고 있으며, 4Q22 실적에 대한 기대감도 높아지고 있으므로 투자의견 Buy, 목표주가 1,100,000원을 유지한다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	1,165	1,568	2,937	3,352	3,652
영업이익	293	537	942	1,019	1,157
세전계속사업손익	266	561	711	996	1,141
순이익	241	394	555	789	916
EPS (원)	3,599	5,878	7,970	11,085	12,865
증감률 (%)	n/a	63.3	35.6	39.1	16.1
PER (x)	226.8	151.8	112.4	80.8	69.6
PBR (x)	11.7	11.8	7.5	6.8	6.2
EV/EBITDA (x)	126.2	86.6	40.4	41.9	39.4
영업이익률 (%)	25.1	34.3	32.1	30.4	31.7
EBITDA 마진 (%)	37.5	44.6	53.6	45.1	43.6
ROE (%)	n/a	8.2	8.2	8.8	9.3
부채비율 (%)	39.7	59.7	80.2	76.6	71.7

주: IFRS 연결 기준

자료: 삼성바이오로직스, 이베스트투자증권 리서치센터



이베스트투자증권

3Q22 Review

표1 삼성바이오로직스 3Q22 Review

(억원)	3Q22P	3Q21	YoY	2Q22	QoQ	기존추정치	컨센서스
매출액	8,730	4,507	+93.7%	6,514	+34.0%	8,331	7,565
영업이익	3,247	1,674	+94.0%	1,697	+91.3%	2,459	2,177
순이익	1,292	1,318	-2.0%	1,520	-15.0%	1,802	1,563

주: IFRS 연결 기준, 2Q22 에피스 연결 인식, 기존 추정치는 에피스 연결 인식 전 추정치 자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 (변경 후) 삼성바이오로직스 분기별 실적 추이 및 연간 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22P	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	261	412	451	444	511	651	873	902	1,568	2,937	3,352
YoY	26%	34%	64%	18%	96%	58%	94%	103%	34%	87%	14%
가동률	84%	88%	90%	93%	84%	94%	96%	96%	89%	95%	96%
1공장	80%	88%	90%	95%	92%	94%	95%	95%	90%	94%	95%
2공장	100%	100%	100%	100%	55%	80%	95%	95%	100%	96%	100%
3공장	70%	75%	80%	85%	85%	100%	100%	100%	77%	95%	94%
4공장											23%
영업이익	74.3	166.8	167.4	128.8	176.4	169.7	324.7	271.3	537.3	942.1	1018.6
YoY	18.70%	105.60%	16.10%	39.10%	137.40%	1.74%	93.97%	110.64%	83.70%	75.34%	8.12%
OPM	28.50%	40.50%	37.10%	29.00%	34.50%	26.07%	37.19%	30.08%	34.30%	32.08%	30.39%
당기순이익	60.9	121.5	131.7	79.3	146.9	152.0	129.2	126.8	393.5	554.9	789.2
YoY	66.50%	133.90%	135.10%	-17.50%	141.20%	25.10%	6.34%	59.90%	63.50%	41.02%	42.22%
NPM	23.40%	29.50%	29.20%	17.90%	28.70%	23.35%	14.80%	14.06%	25.10%	18.89%	23.54%

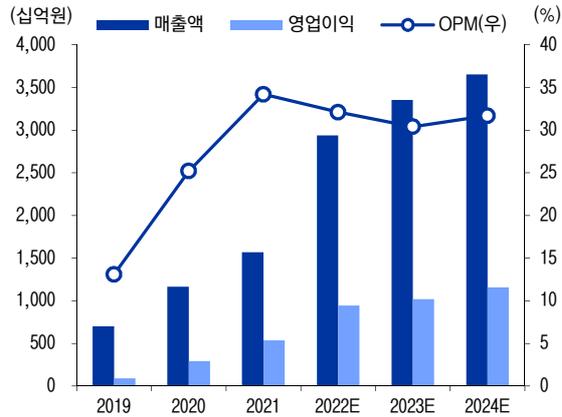
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표3 (변경 전) 삼성바이오로직스 분기별 실적 추이 및 연간 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	261	412	451	444	511	651	833	902	1,568	2,897	3,228
YoY	26%	34%	64%	18%	96%	58%	85%	103%	34%	85%	11%
가동률	84%	88%	90%	93%	84%	94%	96%	96%	89%	95%	96%
1공장	80%	88%	90%	95%	92%	94%	95%	95%	90%	94%	95%
2공장	100%	100%	100%	100%	55%	80%	95%	95%	100%	96%	100%
3공장	70%	75%	80%	85%	85%	100%	100%	100%	77%	95%	94%
4공장											23%
영업이익	74.3	166.8	167.4	128.8	176.4	169.7	245.9	237.8	537.3	829.8	964.2
YoY	18.70%	105.60%	16.10%	39.10%	137.40%	1.74%	46.89%	84.63%	83.70%	54.44%	16.20%
OPM	28.50%	40.50%	37.10%	29.00%	34.50%	26.07%	29.52%	26.36%	34.30%	28.64%	29.87%
당기순이익	60.9	121.5	131.7	79.3	146.9	152.0	180.2	196.6	393.5	675.7	754.8
YoY	66.50%	133.90%	135.10%	-17.50%	141.20%	25.10%	48.31%	63.20%	63.50%	71.72%	11.71%
NPM	23.40%	29.50%	29.20%	17.90%	28.70%	23.35%	21.63%	21.80%	25.10%	23.32%	23.38%

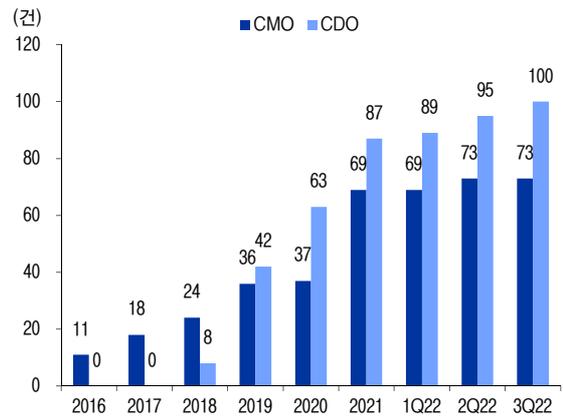
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 삼성바이오로직스 매출액 및 영업이익 추이



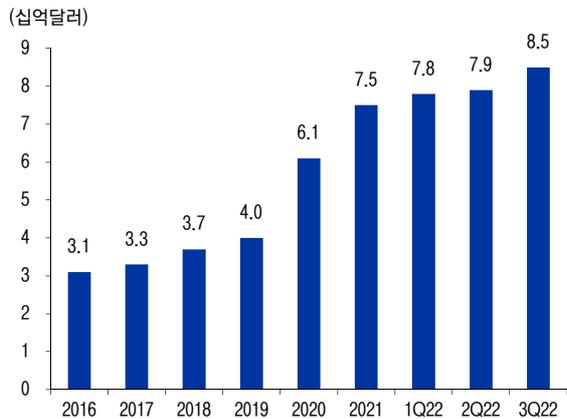
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 삼성바이오로직스 연간 CMO, CDO 수주 현황 (누적)



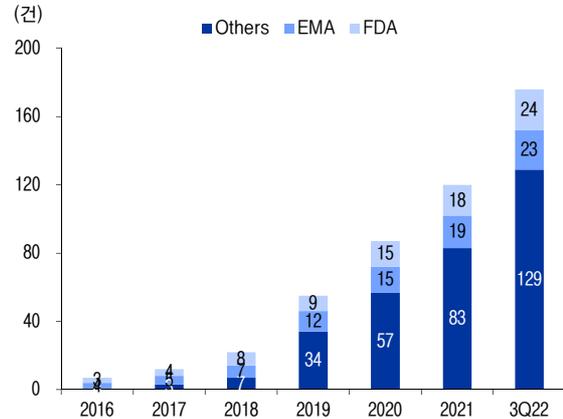
자료: 삼성바이오로직스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 CMO 수주 금액 (누적)



자료: 삼성바이오로직스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 CMO 승인 현황 (누적)



자료: 삼성바이오로직스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 삼성바이오에피스 바이오시밀러 파이프라인

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

자료: 삼성바이오로직스, 이베스트투자증권 리서치센터

표4 삼성바이오로직스 수주 계약 건

계약 일시	계약 상대방	금액	비고
20.07.27	Cytodyn	571 억원	기존 355 억원에서 확대 계약
20.10.02	Checkpoint Therapeutics	229 억원	추가 생산 계약 체결
20.10.28	미국 소재 제약사	183 억원	계약상대 공개에 따른 정정
20.11.09	FibroGen	579 억원	20년 9월 체결한 의향서의 본계약
21.01.20	글로벌 제약사의 스위스 소재 자회사	4,837 억원	기존 4,110 억원에서 확대 계약
21.04.26	TG Therapeutics	541 억원	기존 241억원에서 확대 계약
21.06.07	Gilead Sciences	3,006 억원	Gilead의 Immunomedics 인수로 계약 변경
21.11.17	Immunovant Sciences	519 억원	기존 405 억원에서 확대 계약 및 계약상대 공개
21.11.18	Eli Lilly and Company	3,211 억원	기존 1,795 억원에서 확대 계약
21.12.02	Lundbeck	336 억원	기존 193 억원에서 확대 계약
21.12.15	Roche	6,053 억원	기존 4,444 억원에서 확대 계약
21.12.23	유럽 소재 제약사	914 억원	기존 674 억원에서 확대 계약
22.02.08	GSK Trading Services	6,205 억원	기존 5,087억원에서 확대 계약
22.03.15	GSK Trading Services	2,708 억원	기존 2,323 억원에서 확대 계약
22.03.28	Eli Lilly Kinsale	1,121 억원	기존 19.12.20 최초 체결된 계약에서 확대
22.04.25	유럽 소재 제약사	1,541 억원	위탁생산계약 의향서
22.07.02	MSD	2,768 억원	21년 9월 체결한 의향서의 본계약
22.07.06	Cilag	4,360 억원	기존 3,410억원에서 확대 계약
22.08.11	Astra Zeneca	4,571 억원	21년 5월 위탁생산 계약 의향서의 정정계약

자료: 삼성바이오로직스, 이베스트투자증권 리서치센터

표5 주요 글로벌 블록버스터 의약품의 미국 특허 만료 시기

제품명	개발사	예상매출액	US 특허만료 시기
휴미라	애브비	\$18.6Bil	2023년
키트루다	머크	\$15.3Bil	2028년
레블리미드	BMS	\$8.7Bil	2022년
옵디보	BMS	\$7.2Bil	2028년
다잘렉스	J&J/젠합	\$6.8Bil	2029년
스텔라라	J&J/젠합	\$6.5Bil	2023년
아일리아	리제네론	\$6.2Bil	2023년
오크레부스	로슈	\$5.7Bil	2029년
엘리퀴스	BMS	\$4.9Bil	2026년
트루리시티	릴리	\$4.3Bil	2028년
임브루비카	애브비	\$4.2Bil	2027년

주: 특허만료 직전연도 예상 매출액

자료: Evaluate Pharma, 이베스트투자증권 리서치센터

삼성바이오로직스(207940)

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	1,751	2,823	6,640	7,590	8,516
현금 및 현금성자산	29	47	2,683	3,319	4,066
매출채권 및 기타채권	218	366	436	459	513
재고자산	646	1,013	1,986	2,102	2,141
기타유동자산	859	1,397	1,536	1,710	1,796
비유동자산	4,673	5,147	8,773	8,909	9,100
관계기업투자등	2,634	2,661	346	385	419
유형자산	1,737	2,207	3,950	3,792	3,694
무형자산	23	32	4,016	4,205	4,413
자산총계	6,424	7,970	15,414	16,499	17,615
유동부채	589	1,107	3,012	3,064	3,117
매입채무 및 기타채무	189	407	665	672	682
단기금융부채	197	167	757	793	823
기타유동부채	203	533	1,590	1,600	1,613
비유동부채	1,236	1,872	3,847	4,091	4,238
장기금융부채	589	1,125	2,337	2,578	2,723
기타비유동부채	647	746	1,510	1,513	1,516
부채총계	1,825	2,979	6,859	7,155	7,356
지배주주지분	4,599	4,991	8,555	9,344	10,260
자본금	165	165	178	178	178
자본잉여금	2,487	2,487	5,475	5,475	5,475
이익잉여금	1,954	2,347	2,902	3,691	4,607
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	4,599	4,991	8,555	9,344	10,260

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	202	455	3,090	1,165	1,295
당기순이익(손실)	241	394	555	789	916
비현금수익비용가감	209	350	2,403	673	535
유형자산감가상각비	138	155	403	469	410
무형자산상각비	6	7	231	26	24
기타현금수익비용	57	145	1,769	178	101
영업활동 자산부채변동	-204	-235	133	-297	-155
매출채권 감소(증가)	-61	-121	-69	-23	-54
재고자산 감소(증가)	-185	-371	-973	-117	-39
매입채무 증가(감소)	58	21	258	6	11
기타자산, 부채변동	-15	235	917	-163	-73
투자활동 현금	-419	-933	-4,045	-565	-578
유형자산처분(취득)	-140	-406	-2,146	-311	-313
무형자산 감소(증가)	-9	-15	-4,215	-215	-231
투자자산 감소(증가)	-270	-512	2,316	-39	-34
기타투자활동	0	0	0	0	0
재무활동 현금	123	497	3,590	36	30
차입금의 증가(감소)	123	497	590	36	30
자본의 증가(감소)	0	0	3,000	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	-96	19	2,635	636	747
기초현금	125	29	47	2,683	3,319
기말현금	29	47	2,683	3,319	4,066

자료: 삼성바이오로직스, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	1,165	1,568	2,937	3,352	3,652
매출원가	749	842	1,594	1,802	1,925
매출총이익	416	726	1,343	1,550	1,728
판매비 및 관리비	123	189	401	531	570
영업이익	293	537	942	1,019	1,157
(EBITDA)	436	699	1,576	1,513	1,591
금융손익	-6	13	-241	-25	-18
이자비용	16	15	32	27	33
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	15	11	10	3	2
세전계속사업이익	266	561	711	996	1,141
계속사업법인세비용	25	168	156	208	226
계속사업이익	241	394	555	789	916
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	241	394	555	789	916
지배주주	241	394	555	789	916
총포괄이익	233	392	555	789	916
매출총이익률 (%)	35.7	46.3	45.7	46.2	47.3
영업이익률 (%)	25.1	34.3	32.1	30.4	31.7
EBITDA마진률 (%)	37.5	44.6	53.6	45.1	43.6
당기순이익률 (%)	20.7	25.1	18.9	23.5	25.1
ROA (%)	n/a	5.5	4.7	4.9	5.4
ROE (%)	n/a	8.2	8.2	8.8	9.3
ROIC (%)	n/a	13.7	13.1	9.7	10.7

주요 투자지표

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
투자지표 (x)					
P/E	226.8	151.8	112.4	80.8	69.6
P/B	11.7	11.8	7.5	6.8	6.2
EV/EBITDA	126.2	86.6	40.4	41.9	39.4
P/CF	121.4	80.4	21.1	43.6	44.0
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	n/a	34.6	87.3	14.1	8.9
영업이익	n/a	83.5	75.3	8.1	13.6
세전이익	n/a	111.0	26.6	40.2	14.5
당기순이익	n/a	63.3	40.9	42.2	16.1
EPS	n/a	63.3	35.6	39.1	16.1
안정성 (%)					
부채비율	39.7	59.7	80.2	76.6	71.7
유동비율	297.2	255.0	220.5	247.7	273.2
순차입금/자기자본	9.4	15.5	-0.7	-4.5	-9.7
영업이익/금융비용	18.2	36.5	29.2	37.6	34.6
총차입금 (십억원)	786	1,293	3,094	3,370	3,546
순차입금 (십억원)	434	771	-63	-422	-994
주당지표(원)					
EPS	3,599	5,878	7,970	11,085	12,865
BPS	69,505	75,434	120,199	131,284	144,149
CFPS	6,725	11,099	42,491	20,541	20,379
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

삼성바이오로직스 목표주가 추이		투자 의견 변동내역											
		일시 2022.02.14 2022.02.14	투자 의견 신규 Buy	목표 가격 강하나 1,100,000	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 강하나)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수)	+15% 이상 기대	90.2%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±20%에서 ±15%로 변경
		Hold (보유) Sell (매도)	-15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	9.8%	
		합계		100.0%	투자 의견 비율은 2021. 10. 1 ~ 2022. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)