COMPANY ANALYSIS

삼성바이오로직스 (207940/매수)

2023.4.24

23년 가이던스 상향 조정. 글로벌 알츠하이머 항체 이벤트에 주목

김승민 sm.kim.a@miraeasset.com 이지현 jihyun_lee@miraeasset.com

- 1Q23 매출액과 영업이익이 컨센서스를 +3%, +15% 상회
- 2023년 매출 성장 가이던스 +10~15%에서 +15%~20%로 상향 조정
- 글로벌 알츠하이머 항체 이벤트에 주목. 투자의견 매수, 목표주가 110만원 유지

[1Q23 실적 리뷰] 삼성바이오로직스(별도) 기준, 매출 5,910억원(+16% YoY), 영업이익 2,344억원(+33% YoY). 컨센 대비 +3%, +15% 상회. 1, 2, 3 공장 완전 가동과 생산/운영 효율화에 따른 고성장 지속. 삼성바이오에피스 매출 2,134억원(+7% YoY), 영업이익 361억원(+4% YoY). 기존 제품 판매량 증가 및 신규 제품 루센티스 시밀러 출시 등으로 안정적 성장

연결 기준, 매출 7,209억원(+41% YoY), 영업이익 1,917억원(+9% YoY). 컨센서스 대비 +0%, +0% 부합. 매출액 단에서 로직스-에피스간 내부 거래 소거 -835억원, 영업이익 단에서 내부 거래 소거 및 PPA 상각 -790억원 발생. 소거된 내부거래 실적은 최종 고객에게 제품 판매 완료 시 연결 실적에 반영 예정.

[2023년 가이던스 상향] 연결 기준 매출액 성장률 기존 +10~15% 성장에서 15%~20%로 상향. 1, 2, 3 공장 완전 가동 및 생산/운영 효율화 및 기대보다 빠른 4공장 매출(4Q에서 3Q)때문.

[4공장 수주 현황] 지난 10월 6만리터 동 가동, 오는 6월 18만리터 동 가동 예정. 현재 9개 고객사와 12개 제품에 대해 계약 체결, 29개사와 44개 제품에 대해 논의 지속. 현재 논의중인 고객 물량은 5공장과 연계하여 논의중인 품목도 포함. 때문에 기대보다 빨랐던 5공장 투자 발표.

[향후 전망 및 투자 의견] 동사의 4공장 투자 배경에는 블록버스터로 기대되는 알츠하이머 항체 CMO 수주 등은 포함되어 있지 않음. 기존의 질병, 출시된 블록버스터 제품들의 수주로도 충분하다는 자신감.

현재 글로벌 알츠하이머 항체의약품 등장 가능성이 높은 시점. 1) 6/9 바이오젠/에자이의 레켐비(레카네맙)의 정식 허가 위한 자문위원회 일정, 2) 7/6까지의 FDA 정식 허가 일정 및 CMS의 메디케어 보험 커버 여부 결정, 3) 올해 중순(6월 전) 일라이릴리의 도나네맙의 임상3상 데이터 공개 등. 긍정적일 경우 5공장의 선 수주 및 추가 공장 증설에 대한 논의도 빨라질 가능성 존재.

이는 경쟁 CDMO 업체들 대비 높은 밸류에이션 프리미엄을 정당화, 센티멘트 개선을 가능케 할 것으로 예상. 투자의견 매수, 목표주가 기존 110만원 유지

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	1,165	1,568	2,437	2,690	3,141	3,994
영업이익 (십억원)	293	536	968	970	1,128	1,762
영업이익률 (%)	25.2	34.2	39.7	36.1	35.9	44.1
순이익 (십억원)	251	423	687	782	905	1,383
EPS (원)	3,748	6,320	9,820	10,988	12,720	19,427
ROE (%)	8.8	13.2	12.8	10.2	10.6	14.3
P/E (배)	217.8	141.2	83.6	71.4	61.7	40.4
P/B (배)	18.3	17.5	8.0	6.9	6.2	5.4
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 삼성바이오로직스, 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 투자 파트너 – MIRAE ASSET 미래에셋증권

주요 Q&A

Q) 23년 상, 하반기 실적 전망과 가이던스 관련

A) 1~3공장 풀로 가동, 연간 생산 일정 이미 정해져 있음. 분기별 매출 트렌드에 대해 실적 가시성이 높음. 상저하고 패턴. 상반기 대비 하반기 매출이 더 인식되는 부분. 하반기부터 4공장 본격적으로 매출 기여 나타날 듯. 다만, 연간 계획에는 영향이 없고 우려할 부분은 아님

통상적으로 11월, 12월 연휴 시즌(4분기 가동 분이 1분기 매출 인식) 효과, 상반기에 새롭게 기술이전 받아 시험 생산(ER) 등이 상반기에 몰리는 경향. 때문에 실적상 상저하고 패턴

연결 기준 매출액 +10%~15% 성장에서 +15%~20% 성장으로 상향 조정은 상반기 15% 수준, 하반기 20% 수준으로 예상. 전체 매출 비중 상반기 40%, 하반기 60% 수준 예상

Q) 4공장 수주 상황 관련

A) 4공장 완공되는 6월까지 의미 있는 수준의 수주 채울 것으로 예상. 5공장 투자 3월에 발표했는데 이는 기존 보다 빨랐고 4공장 수주 성과 내고 있다고 해석할 수 있음. 최근 동향은 빅파마가 대규모 물량을 원함. 4공장으로 커버가 안될 수 있음. 연속적인 수주 고려해서 5공장 투자 결정

Q. 4공장 가동률 가이던스

통상적으로 공장 가동되면 기술 이전, 시험 생산 등의 절차 필요. 그러나 4공장 같은 경우 기존 고객사도 존재. 따라서 기존 고객사 상업화 물량이 들어가면 가동률이 빠르게 증가, 반면 신규 고객사 새 제품으로 채우면 좀 오래 걸림. 현재 6만리터 풀 가동 25년, 나머지 26년 풀가동 전망하고 있지만 기존 상업화 물량이 4공장에 추가될 경우에 더 빨라질 수 있음

상업화 물량의 배치 기준으로 올해 가동률을 파악하기는 어려움. 완전히 램프업 되지 않았기 때문. 상업화 물량으로 완전 가동이 180배치 일 경우라도 랩프업 기간에는 완전 가동이 40배치가 될 수도 있음. 시험 생산 등이 많기 때문. 그런의미에서 현재 가용할 수 있는 수준의 캐파는 완전 가동.

Q 4공장 풀가동 가정 실적 가이던스?

6만리터와 18만리터. 두개 합쳐 1조 초중반 매출 예상. 영업이익률 30% 중후반 예상. 우리 1공장과 3공장 합쳐 높은 것으로 보면 됨. 단 1공장 5,000리터 6개, 4공장은 10,000리터 6개, 판가 차이는 있어서 그거 보다 많을 것.

Q) 5공장 투자 규모와 연간 지출 관련

A) 총 예상 투자 규모는 1조 9천800억원. 영업에서 창출되는 현금흐름으로 60-70% 커버. 나머지는 은행 차입 등 외부 차입 활용. 연간 CapEx는 1조원. 완공까지 연간 약 1조원 예상. 5공장 투자에는 제2캠퍼스의 6~8공장에 공통으로 활용되는 시설 투자 포함

Q) 5공장 건설에 따른 미국 공장 계획 변동 여부

A) 우리 비즈니스는 1) 캐파, 2) 포트폴리오, 3) 지리적 거점. 3대 축으로 지속 확장 예정. 1) 국내 생산 시설 확대하면서 비용경쟁력 및 속도경쟁력 확보하고 있다고 판단. 따라서 국내 중심으로 확장지속 될 것. 이후 공장들도 이러한 방식. 2) 국내 제2바이오캠퍼스에서 별도로 다양한 모달리티 확장 검토 중. 3) 지리적 거점 확대를 위한 북미 및 유럽 등 고려하고 있음. 뉴저지 세일즈 오피스 개설한 바 있음. 미국 정부의 정책에 따라 필요하면 언제든지 진출(공장 관련) 검토 가능.

Q) ADC 포함 향후 다양한 모달리티 확장 관련

단일항체에서 견고한 비즈니스 경쟁력 기반 다양한 모달리티 확대 노력. ADC 23년 가동 목표 설비 투자 발표함. 기존 단일항체에서 자연스러운 움직임. mRNA는 그린라이트 코로나 백신 DS와 모더나 DP 생산 경험. 유전자 치료제도 시장 진입 타당성 등 검토 중

Q) CDMO 공급 과잉 관련 우려

A) 시장의 경쟁자들 많아지는건 좋은 비즈니스라는 반증, 좋은 현상. 우리 경험 비추어 보면 신규 플레이어들은 장기적인 투자, 고객과의 관계, 규제기관과의 소통, 트렉 레코드 등의 많은 어려움이 있을 수 있음. 우리는 오랜기간 고객사와 신뢰관계 구축 완료.

수요 공급 측면에서 공장(공급)이 늘기도하지만 동물세포 항체 기반 바이오의약품도 계속 증가. 그 중 블록버스터 계속 나오고 있음. 바이오제약 부문의 분업화 심화되는 것으로 판단.

우리 내부적으로 검토한바에 따르면 공장증설 늘어나지만 경쟁력 갖춘 CMO는 부족하다는 판단. 신규 경쟁자 들어와도 별 걱정 안함. 그래서 5공장 신속하게 투자.

알츠하이머 치료제 등 블록버스터 등장 가능성은 우리 공장 증설에 반영하지 않은 부분. 블록버스터가 된다면 지금 하고 있는 걸로도 부족하다고 생각함.

Q) 미국 휴미라 시밀러 하드리마 출시 관련

A) 기존 내용에서 큰 변동 없음 7월 출시 목표. 성공적 출시 기대. 우리 생각은 미국 휴미라 시밀러 시장 진출 경쟁자 수 고려 시 상위 PBM 확보가 중요하다는 판단. PBM은 시밀러 제품에 전면 채택 보다는 2-3종 제품 선택 가능성. 현재 많은 업체들이 준비중이나 2~3년 후에 상위 4~5개 업체만 살아 남을 것.

오리지널 제품 대체 위한 공급능력의 대체 여부 중요. 우리는 로직스 통해 미국 전역 공급가능한 생산능력 보유. 또한 최초로 저농도와 고농도 승인 획득, PBM에게 오리지널 제품 대체할 이점을 제공. 환자 편의성 높은 디바이스 등. 또한 Real World Evidence 안전성과 효능도 우리 경쟁력. 23년 예상 시장 점유율에 대해 공유는 어려우나, 하반기에도 매출 성장을 기대하고 있지만 24년부터 본격적으로 성장이 가능할 것

Q) 바이오시밀러 가격 하락 업황 속 에피스의 성장 전략

A) 기존 제품 판가 인하 지속되고 있지만 침투율 상승에 따른 판매량 증대, 특히 신제품 출시 통한 성장 기회 매우 크다고 판단. 업체들 중에서는 기 출시 제품에 측면에서 원가 경쟁력 확보 여부와 신제품의 시장 출시 역량이 경쟁력으로 판단.

우리는 임상 역량, 제품 허가 기간 등에서 타사 대비 경쟁 우위 확보하고 있다고 판단. 또한 22년부터 32년까지 특허 만료가 예정된 항체 의약품 시장 규모 1000억불 이상, 헬스케어 지출 비용 절감 위한 가국 정부의 우호 정책으로 시밀러 시장 빠르게 성장할 것으로 기대. 지속적인 바이오시밀러 파이프라인 확대 예정. 또한, 10년간 축적된 시밀러 개발 역량 기반 신규 사업 검토할 것.

Q) 앞으로 출시 시밀러 제품에 대해 차별화 전략

A) 시장 1순위 출시가 여전히 중요하다고 생각. 교체 처방과 편의성 증가도 중요하지만 초기 시장 선점을 최우선 순위 두고 있음. 기존 제품의 원가 경쟁력을 확보하고 신제품에서 제품 경쟁력을 높여 매출과 영업이익을 높이는데 주력할 계획

Q) 아일리아 등 신제품 바이오시밀러 관련 내용

파트너십은 결정된 상황. 아일리아. 루센티스 등 안과관련 바이오젠과 파트너십. 계획대로 런치 타임라인 정해져 있음

Q) 배당 계획

A) 25년부터 해당 잉여현금 흐름 10% 내외 배당 예정이라 공유한 바 있음. 다만 M&A 등 추가성장동력 고려하고 있어서 확정적으로 이야기할 수는 없음

표 1. 삼성바이오로직스 4Q22 실적 Review (십억원, %, %p)

	1Q22	4Q22	1Q23P			성장률	
			잠정치	컨센서스	vs. 컨센서스	YoY	QoQ
매출액	511.3	720.8	591.0	576.4	2.5	15.6	-18.0
영업이익	176.2	308.5	234.4	203.9	15.0	33.0	-24.0
영업이익률	34.5	42.8	39.7	35.4	4.3	5.2	-3.1
순이익	141.3	314.1	182.4	161.9	12.7	29.1	-41.9
순이익률	27.6	43.6	30.9	28.1	2.8	11.7	-29.2

주: K-IFRS 별도 기준
자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. CDMO Valuation Table

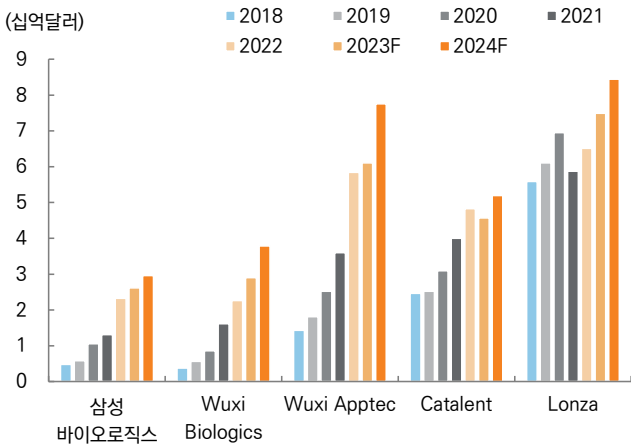
사명	시총 (조원)	매출액(십억원)		영업이익 (십억원)		영업이익률(%)		순이익(십억원)		ROE(%)		P/E(x)		P/B(x)		PSR(x)		EV/EBITDA(x)	
		23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F
삼성바이오로직스	56.7	3,478	3,929	1,019	1,178	29.3	30.0	788	909	8.6	9.1	71.8	62.2	6.2	5.7	16.3	14.4	42.0	36.7
WuXi Biologics	35.7	3,858	5,031	1,163	1,538	30.1	30.6	1,075	1,394	13.3	14.6	33.0	25.5	4.4	3.7	9.2	7.1	24.4	18.6
WuXi AppTec	38.8	8,119	10,300	2,141	2,731	26.4	26.5	1,871	2,378	17.7	18.9	20.5	16.2	3.6	3.1	5.3	4.1	16.6	13.0
Genscript Biotech	7.7	1,227	1,769	-451	-287	-36.7	-16.3	-318	-251	-28.0	-28.7			7.6	10.1	6.4	4.4		
Lonza	63.9	9,949	11,223	2,097	2,614	21.1	23.3	1,635	2,052	10.4	12.5	37.4	29.4	3.9	3.7	6.4	5.7	21.9	18.4
Catalent	10.8	6,070	6,410	1,175	1,261	19.4	19.7	741	836	9.5	9.7	16.6	15.1	1.6	1.5	1.8	1.7	10.6	9.5
평균						12.0	16.8			4.6	5.4	26.9	21.5	4.2	4.4	5.8	4.6	18.4	14.9

표 3. 바이오시밀러 Valuation Table

사명	시총 (조원)	매출액(십억원)		영업이익(십억원)		영업이익률(%)		순이익(십억원)		ROE(%)		P/E(x)		P/B(x)		PSR(x)		EV/EBITDA(x)	
		23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F
셀트리온	23.9	2,555	2,942	825	984	32.3	33.4	635	762	13.6	14.1	37.5	31.7	5.1	4.5	9.5	8.3	22.8	19.2
Biocon	4.4	1,764	2,671	214	432	12.1	16.2	112	202	5.2	7.5	37.1	22.5	1.9	1.7	2.5	1.6	16.6	9.7
Viatris	15.3	20,797	20,261	6,466	6,321	31.1	31.2	4,762	4,696	16.7	15.7	3.3	3.3	0.6	0.5	0.7	0.8	5.0	4.8
Coherus	0.9	445	821	-99	167	-22.2	20.3	-148	115							2.0	1.1		
Luye pharma	2.4	1,200	1,334	186	216	15.5	16.2	127	158	6.0	6.8	18.6	15.0	1.1	1.0	2.1	1.9	10.8	9.3
Organon						14.2	25.3			12.1	12.2	19.8	16.7	2.3	2.0	3.6	3.0	12.9	11.1
평균						4.6	18.0			116.8	-31.0	23.2	16.0	2.4	2.0	3.3	2.6	12.8	10.2

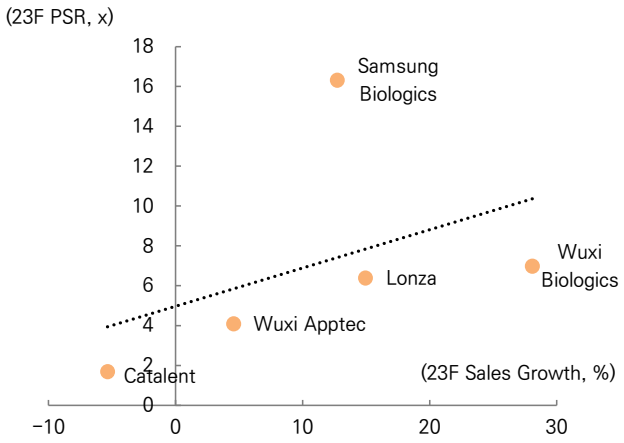
자료: Factset 컨센서스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 주요 CDMO 업체들 매출 추이 및 전망(컨센서스)



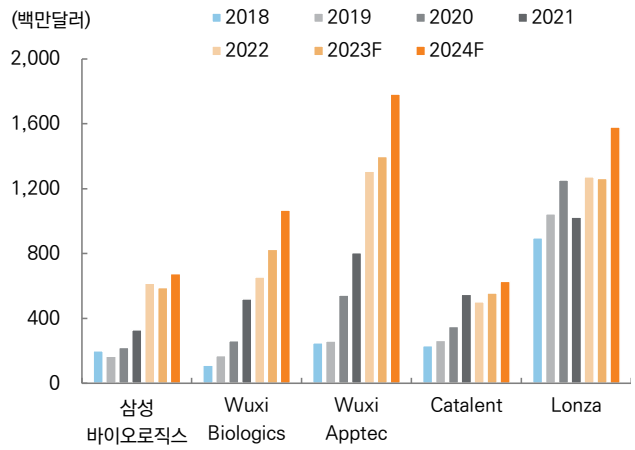
자료: Factset 컨센서스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 23년 매출 성장 및 PSR 메트릭스(컨센서스)



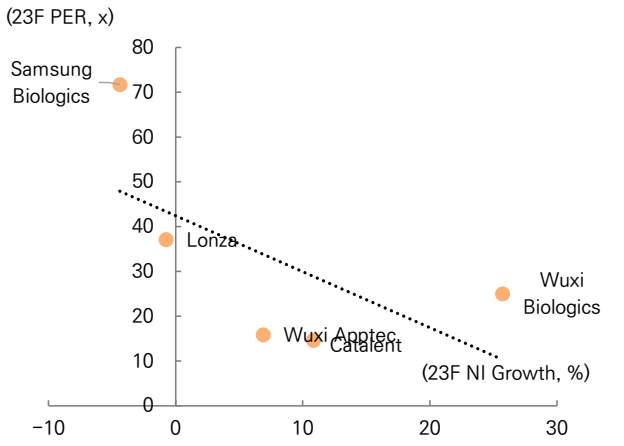
자료: Factset 컨센서스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 주요 CDMO 업체들 순이익 추이 및 전망(컨센서스)



자료: Factset 컨센서스, 미래에셋증권 리서치센터

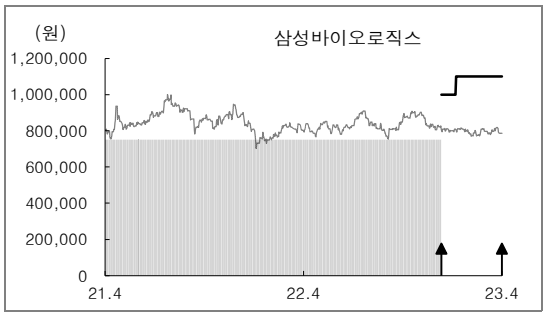
그림 4. 23년 순이익 성장 및 PER 메트릭스(컨센서스)



자료: Factset 컨센서스, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
삼성바이오로직스 (207940)				
2023.01.30	매수	1,100,000	-	-
2023.01.03	매수	1,000,000	-19.74	-18.80



* 괴리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업		산업	
매수	: 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy	: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상		

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(━), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
85.7%	10.7%	2.9%	0.7%

* 2023년 03월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 삼성바이오로직스 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.