

삼성바이오로직스 (207940/KS)

NDR 후기: 기대해도 좋을 2분기

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 1,300,000 원(유지)

현재주가: 1,035,000 원

상승여력: 25.6%



Analyst
이선경

seonkyoung.lee@sk.com
3773-9089

Company Data

발행주식수	7,117 만주
시가총액	73,665 십억원
주요주주	
삼성물산(외2)	74.33%
국민연금공단	6.68%

Stock Data

주가(25/04/25)	1,035,000 원
KOSPI	2,546.30pt
52주 최고가	1,185,000 원
52주 최저가	727,000 원
60일 평균 거래대금	79 십억원

주가 및 상대수익률



5 공장 감가상각 등 비용 증가에도 2분기가 기대되는 이유

4월 24일~25일, 국내 기관 투자자 대상으로 진행된 이번 NDR에서 투자자들의 관심은 크게 2가지로 요약됐다. ①이번 1분기 역대 실적 발표의 주요 요인이 일회성 요인에 따른 것인지, ②2분기 내부거래 확대에 따른 매출감소와 2분기부터 인식될 5공장 감가상각비 등 비용 증가 요인에도 분기별 지속성장이 가능한지의 여부다. (이외 내용은 Q&A 참고)

4월 23일, 1분기 실적발표에서 삼성바이오로직스 별도 실적은 우호적인 환율 효과 및 4공장 램프업으로, 삼성바이오에피스 실적은 기존 시밀러 제품의 매출 증대와 마진율이 높은 초도 물량 매출(스텔라라 시밀러)로 호실적을 견인했다. 특히 이번 1분기에는 ①연결 기준 매출 감소 요인인 내부거래 매출이 시장 추정치 대비 낮게 발생했으며, ②원가 및 비용 증가 요인인 PPA 상각비 역시 시장 추정치 대비 낮게 인식되었다. 또한 ③내부거래항 생산 품목의 매출로 실현 이익이 인식되어 연결기준 영업이익을 개선에 크게 기여했다.

동사는 2025년 가이드언스를 유지함에 따라 2분기에는 내부거래 매출 및 PPA 상각비의 증가가 예상되고 있으며, 4월부터 가동될 5공장의 감가상각 또한 추가로 인식될 예정이다. 이에 따라 1분기 실적발표 후 진행된 이번 NDR에서는 1분기 일회성 요인에 따른 효과 및 2분기 매출과 영업이익 성장 지속성을 점검하는 것이 주요 이슈였다.

시장 우려와는 달리, **2분기 실적은 견조할 것으로 판단되는데** 1) **2분기 매출 감소 요인인** ①에피스의 매출 감소(-252억원 추정) 및 내부거래 매출 증가(+66억원 추정), 2) **수익성 감소 요인인** ①PPA 상각 및 미실현/실현 손익에 따른 연결 조정 비용 증가(+238억원 추정), ②판관비 증가(+250억원 추정), ③원가율 상승(+4.4%p, 감가상각 고려) 등 **부정적인 요인을 모두 상쇄할 만큼 4공장 램프업에 따른 매출 증가(+1,950억원)가 기대되기 때문이다.** 4공장은 6월 80%, 하반기 100% 가동율을 목표로 램프업되고 있는 중으로, 매출을 견인하고 있는 삼성바이오로직스 별도 매출은 25년 분기별 성장이 가능하다. 다만, 환율에 민감한 특성을 고려, 하반기 매출은 보수적으로 추정했으며 4공장 램프업 속도 및 삼성바이오에피스의 신제품 매출 성장을 고려, 연결기준 매출액 5조 8,784억원(+29.3%YoY), 영업이익은 1조 9,300억원(+46.2%YoY, OPM 32.8%)을 전망한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
매출액	십억원	3,695	4,547	5,878	6,621	7,365	7,580
영업이익	십억원	1,114	1,320	1,930	2,212	2,504	3,974
순이익(지배주주)	십억원	858	1,083	1,636	1,885	2,053	3,292
EPS	원	12,051	15,221	22,982	26,484	28,844	46,258
PER	배	63.1	62.3	45.0	39.1	35.9	22.4
PBR	배	5.5	6.2	5.9	5.1	4.5	3.7
EV/EBITDA	배	33.7	35.3	31.3	27.7	25.2	16.2
ROE	%	9.1	10.4	14.0	14.0	13.3	18.2

실적 추정 변경 내용 (단위: 십억원, %)						
구분	25년 2분기			25년 연간 실적		
	신규 추정치	이전 추정치	차이	신규 추정치	이전 추정치	차이
매출액	1,463.8	1,387.1	+5.5%	5,878.4	5,828.9	+0.8%
로직스	1,194.5	1,146.5	+4.2%	4,570.1	4,578.9	-0.2%
에피스	377.7	354.4	+6.6%	1,593.5	1,540.2	+3.5%
연결조정	108.4	116.1	-6.7%	285.3	290.2	-1.7%
매출총이익	732.8	709.3	+3.3%	3,030.9	2,999.1	+1.1%
GPM (%)	52.0	51.1	+0.9%p	51.6	51.5	+0.1%p
영업이익	490.1	421.7	+16.2%	1,930.0	1,861.6	+3.7%
OPM (%)	33.5	30.5	+3%p	32.8	31.9	+0.9%p

자료: SK 증권

삼성바이오로직스 분기별 실적추정 (단위: 십억원, %)										
구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E
매출액	946.9	1,156.9	1,187.1	1,256.4	1,298.3	1,463.8	1,543.8	1,572.4	4,547.3	5,878.4
YoY (%)	31.3	33.6	14.8	17.0	37.1	26.5	30.0	25.1	23.1	29.3
로직스	669.5	810.2	1,067	950	999.5	1,194.5	1,171.1	1,205.0	3,497.1	4,570.1
YoY (%)	13.3	27.2	20.9	14.8	49.3	47.4	9.7	26.8	19.0	30.7
에피스	280.1	529.9	330.3	397.4	400.6	377.7	429.7	385.4	1,537.7	1,593.5
YoY (%)	31.3	107.1	26.0	37.6	43.0	-28.7	30.1	-3.0	50.7	3.6
연결조정	2.7	183.2	210.3	91.4	101.8	108.4	57.1	18.0	487.6	285.3
매출총이익	420.2	657.8	544.1	668.7	732.8	761.1	775.9	761.1	2,290.8	3,030.9
GPM (%)	44.4	56.9	45.8	53.2	56.4	52.0	50.3	48.4	50.4	51.6
판관비	198.9	223.3	205.5	343.0	246.1	271.0	288.5	295.3	970.7	1,100.9
판관비율 (%)	21.0	19.3	17.3	27.3	19.0	18.5	18.7	18.8	21.3	18.7
영업이익	221.3	434.5	338.6	325.7	486.7	490.1	487.4	465.8	1,320.1	1,930.0
YoY (%)	15.4	71.5	6.3	-6.9	119.9	12.8	43.9	43.0	18.5	46.2
OPM (%)	23.4	37.6	28.5	25.9	37.5	33.5	31.6	29.6	29.0	32.8

자료: 삼성바이오로직스, SK 증권

주요 Q&A

[연결 기준 관련]

Q. 내부거래 가이던스 및 2/3/4 분기 안분은 어떻게?

> 연초 2,600 억원 가이던스, 1분기 75% 비중 예상했으나 에피스 생산 일정 조율로 1분기 천억원 인식됨. 연간 가이던스는 2,900 억원으로 증가 예상, 분기별 40:40:15:5 비중

Q. 올해 PPA 상각은?

> 1분기 7-800 억원 예상했으나 650 억원 정도로 인식, 1분기 인식되지 않은 PPA 상각은 이연되는 것이 아니라, 인식 시점이 뒤로 밀린 것이므로 분기별 평균 800 억원 추정에 변동 없음. 따라서 연초 가이던스 3,300 억원에서 1분기 고려, 3,100-200 억원 수준 예상

Q. 미실현 손실 관련, 어떤 내용인가?

> 내부거래로 차감된 에피스향 매출을 고려, 매출이 실현되지 않은 생산 품목에 대한 비용 인식으로 연결 기준 내부거래 매출에 원가율 약 50% 로 처리. 내부거래로 생산된 에피스 품목의 경우, 생산 이후 1년 반-2년 정도 후 실제 매출이 발생되며 실제 매출이 발생하는 시점에 실현 이익으로 인식되는 구조

Q. 실현 이익 관련, 어떤 내용이며 올해 어느정도 인식되나?

> 연결기준, 마이너스로 인식된 에피스 내부거래 생산 품목이 판매되면서 실현이익으로 잡히는 구조. 월 평균 100 억원, 분기별 300 억원 예상. 이는 내부거래로 생산된 에피스 품목의 매출이 얼마나 팔리는지에 따라 변동 가능. 올해 약 1,200 억 실현 이익 예상

[1분기/2분기 실적 관련]

Q. 1분기 어닝 서프라이즈 주요 요인?

> 1) PPQ 상업화 제품에 따른 매출 증대, 2)고환율 효과(로직스 뿐 아니라 에피스 매출도 95%가 달러로 인식), 3)스텔라라 시밀러 초도물량의 높은 마진율, 4)내부 비용 효율화, 5)내부 거래 관련 실현이익 반영

Q. 5 공장 감가상각 인식 등에도 2분기 실적 좋을 수 있는가?

> 4 공장 매출이 빠르게 나오면서 5 공장 비용 증가분 상쇄, 실현 손익 월평균 100 억으로 300 억 들어올 수 있음
 > 5 공장 감가에 따라 OPM 30%정도에서 더 빠질 것이라고 과거 언급했으나 일회성 요인과 감가상각 모두 고려해도 2분기 마진율이 예상보다 긍정적으로 기대하고 있음
 > 에피스, 1분기 초도 물량 영향으로 시장에서 2분기 하락 예상하고 있으나 기존 품목의 성장도 있어 2분기 나쁘지 않음. 다만 스텔라라 초도 물량 마진율이 좋아서 마진율은 하락

[4/5/6 공장 관련]

Q. 4 공장 램프업 수준과 100%가동을 시점은?

> 6 월 80% 타겟 목표, 현재 풀가동에 유사한 수준으로 올라옴. 하반기 매출은 남아있는 4 공장 램프업 효과가 매출 상승을 견인할 것. 다만 환율에 대한 불확실성으로 매출의 가이드를 주기는 어려운 상황

Q. 5 공장 감가상각은?

> 1조 3-4,000억원 규모로 정액법 20년으로 인식, 매출원가 형식으로 대부분 인식되며 매출 나올 때 같이 인식될 예정

Q. 6 공장 계획은 언제?

> 6 공장에 대한 사전 분석은 끝났으나 공식적 이사회 결의만 남은 상황

Q. 미국 공장 증설 계획은 언제?

> 검토 중이나 아직 결정된 바 없음. 관세 영향으로 미국내 공장 증설 검토하는 기업들 많아지면서 미국 내 건설비 1.5 배 이상 증가

> 한국 건설 비용과 시간 대비 각각 40%, 70% 증가할 것으로 예상

[미국 정책 변화]

Q. 미국 관세 관련, 대응 방안은?

> 관세는 원래 수익자 부담. 관세 관련해서는 추측이 힘든 상황. 하지만 내부적으로 시나리오 만들어서 대응책을 마련하고 있음

Q. 관세 이슈 없어진다면 미국 투자 필요 없는 가?

> 미국 진출 검토는 3-4 년 전부터 검토, 관세 이슈 때문에 해외 진출을 검토한 것은 아니며 해외 공급망 생각해서 해외진출을 고려한 것이기에 스탠스 변경되지 않았음. 관세 영향이 있을 수 있지만 그것이 중요한 요소가 되지는 않을 것

Q. 생물 보안법 이슈에 따른 매출 증대 기대감은?

> 생물보안법의 경우 기존 것은 폐기가 된 상황이지만 여러가지 보고서를 보면 미-중 분쟁 기조는 지속될 것으로 전망되고 어느정도 영향을 받아서 매출이 증가하고 있다고 생각, 문의도 증가하고 있지만 얼마만큼 수주로 전환되는지는 모름

재무상태표

12월 결산(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
유동자산	5,518	8,883	11,570	14,802	18,755
현금및현금성자산	391	1,276	3,582	4,216	7,861
매출채권 및 기타채권	1,165	1,456	1,529	1,701	1,750
재고자산	2,818	3,521	3,697	4,112	4,232
비유동자산	11,818	11,333	10,843	10,366	9,918
장기금융자산	48	58	60	66	68
유형자산	5,374	5,093	4,834	4,598	4,380
무형자산	5,565	5,327	5,090	4,836	4,600
자산총계	17,336	20,217	22,413	25,168	28,673
유동부채	3,853	4,721	4,937	5,450	5,598
단기금융부채	466	582	611	679	699
매입채무 및 기타채무	966	1,902	1,997	2,221	2,286
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	2,578	2,956	3,050	3,240	3,304
장기금융부채	1,026	1,026	1,026	1,026	1,026
장기매입채무 및 기타채무	34	34	34	34	34
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	6,432	7,676	7,988	8,690	8,902
지배주주지분	10,905	12,540	14,425	16,478	19,771
자본금	178	178	178	178	178
자본잉여금	5,663	5,663	5,663	5,663	5,663
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	5,087	6,722	8,607	10,660	13,953
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	10,905	12,540	14,425	16,478	19,771
부채와자본총계	17,336	20,217	22,413	25,168	28,673

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
영업활동현금흐름	1,659	2,343	2,458	2,452	3,718
당기순이익(손실)	1,083	1,636	1,885	2,053	3,292
비현금성항목등	922	886	887	942	1,134
유형자산감가상각비	304	281	258	237	217
무형자산상각비	295	293	275	254	235
기타	323	312	354	451	681
운전자본감소(증가)	-45	135	34	-92	-27
매출채권및기타채권의감소(증가)	-451	-291	-73	-172	-50
재고자산의감소(증가)	-236	-703	-176	-415	-120
매입채무및기타채무의증가(감소)	409	380	95	224	65
기타	-608	-671	-743	-924	-1,403
법인세납부	-307	-357	-394	-473	-722
투자활동현금흐름	-1,244	-322	-107	-152	-44
금융자산의감소(증가)	745	-234	-59	-139	-40
유형자산의감소(증가)	-1,302	0	0	0	0
무형자산의감소(증가)	-74	-55	-37	0	0
기타	-613	-33	-12	-14	-4
재무활동현금흐름	-434	116	29	69	20
단기금융부채의증가(감소)	-801	116	29	69	20
장기금융부채의증가(감소)	367	0	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	23	884	2,306	634	3,644
기초현금	368	391	1,276	3,582	4,216
기말현금	391	1,276	3,582	4,216	7,861
FCF	357	2,343	2,458	2,452	3,718

자료 : 삼성바이오로직스, SK증권

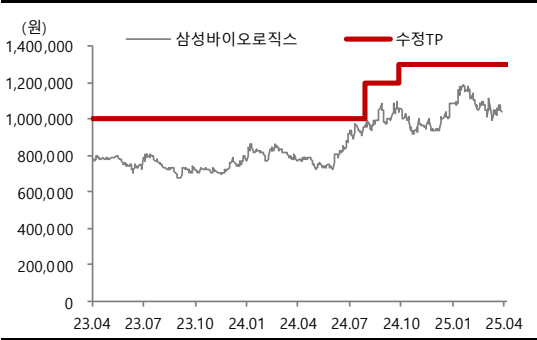
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
매출액	4,547	5,878	6,621	7,365	7,580
매출원가	2,256	2,848	3,163	3,504	3,606
매출총이익	2,291	3,031	3,459	3,861	3,974
매출총이익률(%)	50.4	51.6	52.2	52.4	52.4
판매비와 관리비	971	1,101	1,247	1,357	0
영업이익	1,320	1,930	2,212	2,504	3,974
영업이익률(%)	29.0	32.8	33.4	34.0	52.4
비영업손익	50	63	67	22	40
순금융손익	14	43	46	22	40
외환관련손익	77	2	-6	0	0
관계기업등 투자손익	3	0	0	0	0
세전계속사업이익	1,370	1,993	2,279	2,526	4,014
세전계속사업이익률(%)	30.1	33.9	34.4	34.3	53.0
계속사업법인세	287	357	394	473	722
계속사업이익	1,083	1,636	1,885	2,053	3,292
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,083	1,636	1,885	2,053	3,292
순이익률(%)	23.8	27.8	28.5	27.9	43.4
지배주주	1,083	1,636	1,885	2,053	3,292
지배주주귀속 순이익률(%)	23.8	27.8	28.5	27.9	43.4
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	1,074	1,636	1,885	2,053	3,292
지배주주	1,074	1,636	1,885	2,053	3,292
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	1,919	2,504	2,745	2,995	4,426

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
성장성 (%)					
매출액	23.1	29.3	12.6	11.2	2.9
영업이익	18.5	46.2	14.6	13.2	58.7
세전계속사업이익	22.3	45.5	14.4	10.8	58.9
EBITDA	19.7	30.5	9.6	9.1	47.8
EPS	26.3	51.0	15.2	8.9	60.4
수익성 (%)					
ROA	6.5	8.7	8.8	8.6	12.2
ROE	10.4	14.0	14.0	13.3	18.2
EBITDA마진	42.2	42.6	41.5	40.7	58.4
안정성 (%)					
유동비율	143.2	188.2	234.3	271.6	335.0
부채비율	59.0	61.2	55.4	52.7	45.0
순차입금/자기자본	1.5	-6.7	-22.0	-23.6	-38.2
EBITDA/이자비용(배)	38.3	29.9	18.1	126.7	182.4
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	15,221	22,982	26,484	28,844	46,258
BPS	153,212	176,194	202,677	231,521	277,779
CFPS	23,638	31,051	33,969	35,742	52,614
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER	62.3	45.0	39.1	35.9	22.4
PBR	6.2	5.9	5.1	4.5	3.7
PCR	40.1	33.3	30.5	29.0	19.7
EV/EBITDA	35.3	31.3	27.7	25.2	16.2
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2024.10.24	매수	1,300,000원	6개월		
2024.08.26	매수	1,200,000원	6개월	-15.78%	-9.08%
2024.07.05	담당자 변경				
2023.05.25	매수	1,000,000원	6개월	-23.77%	-14.10%
2023.01.13	담당자 변경				



Compliance Notice

작성자(이선경)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 (2025년 04월 28일 기준)

매수	97.50%	중립	2.50%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------