



Outperform(Maintain)

목표주가: 920,000원
주가(08/11): 804,000원

시가총액: 531,967억원

제약바이오

Analyst 허혜민

02) 3787-4912, hyemin@kiwoom.com

RA 김경환

02) 3787-4904, KHkim@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (08/11)		2,418.67pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	826,000 원	267,000원
등락률	-2.7%	201.1%
수익률	절대	상대
1M	10.0%	-2.2%
6M	51.7%	40.4%
1Y	178.2%	123.4%

Company Data

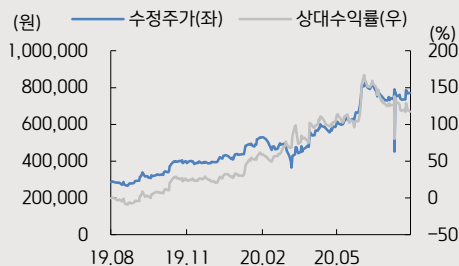
발행주식수	66,165 천주
일평균 거래량(3M)	248천주
외국인 지분율	10.1%
배당수익률(20E)	0.0%
BPS(20E)	69,021원
주요 주주	삼성물산 외 4 인 75.1%

투자지표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F
매출액	535.8	701.6	1,001.4	1,187.4
영업이익	55.7	91.7	275.3	354.3
EBITDA	147.1	224.6	409.2	476.3
세전이익	303.0	155.4	270.3	374.3
순이익	224.1	202.9	216.2	277.0
지배주주지분순이익	224.1	202.9	216.2	277.0
EPS(원)	3,387	3,067	3,268	4,187
증감률(% YoY)	흑전	-9.5	6.6	28.1
PER(배)	114.1	141.2	235.9	184.2
PBR(배)	6.15	6.58	11.17	10.54
EV/EBITDA(배)	178.0	130.2	125.5	107.0
영업이익률(%)	10.4	13.1	27.5	29.8
ROE(%)	5.5	4.8	4.8	5.9
순차입금비율(%)	14.8	13.8	7.2	-0.7

자료: 키움증권

Price Trend



삼성바이오로직스 (207940)

수요 급증을 반증하는 슈퍼 플랜트. 1위 굳히기



예정대로 하반기 4공장 발표했고, 규모와 금액은 생각보다 더 컸습니다. 전세계 CMO 규모 1위 굳히기로 보이며, 예상보다 큰 투자를 결정한 이유로 수요 폭증과 알츠하이머 시장 개화에 대한 우선 대응이라는 점이 긍정적입니다. 3분기 실적 둔화와 기다리던 가장 큰 모멘텀 소멸된 점 있으나, 10만평 부지 매입은 향후 4공장을 넘어 지속 성장에 대한 시그널로 해석할 수 있겠습니다.

>>> 예상보다 약 40% 높았던 CAPA 규모

기존 3공장(18만 리터, 약 8,500억원 투자)와 유사한 규모로 생각했으나, 이보다 더 큰 규모인 25.6만 리터에 1.74조원 투자로 결정하였다. 예상보다 더 큰 규모로 투자한데에는 당사가 지난 4월 발간한 <코로나가 바꿀 세상> 보고서에서 언급한 바와 같이 코로나19로 인하여 의약품 공급 안정성 확보를 위해 복수 생산설비 운영에 대한 니즈(needs)가 증가하고 있기 때문으로 보인다. 이 밖에도 아두카누마피 알츠하이머 치료제로 18년만에 FDA 승인 받을 가능성이 있는 등 새로운 시장의 수요가 열릴 수 있다는 점도 CAPA 확보하여 우선 대응해야하기 때문으로 파악된다. 이미 4공장 영업을 시작하고 있다는 점을 미루어 봤을 때 의약품 CDMO, CRO 수요 폭증 분위기도 간접 체감할 수 있다. 3공장 투자 비용 대비 4공장 투자비용이 더 소요되는 이유는 주 52시간 시행, 스케일의 다양성 등 때문으로 보인다. 현재 현금 8,600억원 보유하고 있고, 안정적인 현금 흐름과 낮은 금리 활용하여 차입 병용 계획으로 시장에서 자금조달 우려가 적다. 4공장은 '22년 준공 및 '22년말 가동 목표로 하고 있다. 물론 제품마다 다르고 리액터 스케일도 다양화되어 있어 직접 비교할 순 없으나, 3공장 표준생산배치 능력 감안하여 풀 가동(80%)시 최대 매출 7,000억원인 점 감안하면 4공장에서는 최대 매출 약 1조원을 가정해볼 수 있다.

>>> '20년 1위 → '21년 2위 → '22년 1위 재탈환 예고.

동사는 현재 총 36.4만 리터 생산설비를 가동 중으로 규모 기준 2020년 CMO 1위 기업이나, 현재 30만 리터 보유하고 있는 베링거인겔하임이 '21년 45만 리터로 증설하게 되면 1위 지위를 뺏기게 된다. 동사의 4공장이 '22년말 완공되면 총 62만 리터 규모로 글로벌 1위 재탈환하는 것이다. 론자는 26만 리터로 알려져 있다. 생산 설비를 다양하게 구성(1.5만L, 1만L, 2천L)하여 CMO, CRO, CDO 고객을 끌고루 확보할 수 있다는 점이 긍정적이다.

>>> 투자의견 유지, 목표주가 92만원 상향

예상(18만 리터)보다 더 커진 4공장 규모(25.6만 리터) 감안하여 중장기 실적 추정치 상향하여 목표주가 92만원으로 상향한다. 2분기보다 3분기 실적 둔화, 큰 모멘텀(4공장) 소멸된 점 아쉬우나, 예상되는 악재가 없고 연내 10만평 부지 매입이 지속 성장의 시그널이 될 것으로 보인다.

목표주가 산정 내역

(단위, 억원, 천 주)

구 분	가치 산정	비 고
① 영업가치	533,835	
② 비영업가치		
삼성바이오에피스	71,209	50% 지분율 50% 적용
③ 순차입금	-1,282	
④ 유통 주식 수	66,165	
⑤ 기업가치(=①+②-③)	606,326	
⑥ 목표주가(=⑤/④)	920,000	

자료: 키움증권

매출 전망

(단위 십억원)

구 분	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	.....	2031E
1공장 실 생산 배치	배치 수	43	68	67	70	70	70	70
	배치 가격	3.3	3.8	3.6	3.8	4.1	4.1	5.0
	가동율(%)	57%	97%	95%	100%	100%	100%	100%
	매출액	143	256	241	266	285	290	349
2공장 배치 수	배치 수	119	140	126	140	140	140	140
	배치 가격	3.8	4.1	4.1	4.3	4.4	4.5	5.0
	가동율(%)	75%	100%	90%	100%	100%	100%	100%
	매출액	447	567	514	601	618	630	696
3공장 배치 수	배치 수	32	45	84	112	140	140	140
	배치 가격	3.5	4.0	4.6	4.8	4.9	5.0	5.6
	가동율(%)	16%	32%	60%	80%	100%	100%	100%
	매출액	112	178	383	537	690	704	777
4공장 배치 수	배치 수					10	40	200
	배치 가격					4.9	5.0	5.5
	가동율(%)					5%	20%	100%
	매출액					49	199	1,100
CRO/CDO 매출액			50	75	135	203		485
	YoY				50%	80%	50%	5%
Total 매출액	701.6	1,001	1,187	1,479	1,777	2,026	.....	3,407
YOY(%)	30.9%	43%	19%	25%	20%	14%		1%

자료: 키움증권 리서치센터

영업가치 변경 전

(단위, 십억원)

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	....	2031E
EBIT	279.8	365.9	539.9	795.8	1,060.5	1,195.4	1,320.0	1,444.0		1,650.9
YoY	205%	31%	48%	47%	33%	13%	10%	9%		1%
Tax	55.0	100.4	146.9	215.6	333.8	374.3	414.6	450.7		510.6
NOPLAT	224.8	265.5	393.0	580.2	726.7	821.2	905.4	993.3		1,140.3
+ Depreciation	128.3	152.4	165.6	187.5	171.7	204.8	182.1	161.0		100.8
- CAPEX	80.0	300.0	200.0	30.0	30.0	30.0	20.0	20.0		20.0
- Changes in working capital	156.4	(13.8)	177.7	153.7	19.4	114.8	96.3	95.8		8.5
FCF	116.8	131.7	181.0	583.9	849.1	881.2	971.2	1,038.5	....	1,212.6
NPV	6,059									
PV of Terminal Value	43,547									
합산가치	49,607									

주: WACC 6.5%(beta 0.98, Risk Free Rate 1.65%, Market risk premium 7.23%, Cost of debt 2.8%, Tax rate 27%), 영구성장률 5%

자료: 키움증권 리서치센터

영업가치 변경 후

(단위, 십억원)

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	....	2031E
EBIT	275.3	354.3	497.7	714.0	932.1	1,080.9	1,221.1	1,509.7		1,737.4
YoY	200%	29%	40%	43%	31%	16%	13%	24%		1%
Tax	54.1	97.3	136.1	194.5	300.5	344.6	389.1	467.9		533.2
NOPLAT	221.2	257.0	361.6	519.6	631.6	736.3	832.1	1,041.8		1,204.2
+ Depreciation	128.3	152.4	190.8	251.0	283.9	336.0	296.2	261.6		158.4
- CAPEX	80.0	580.0	580.0	580.0	30.0	30.0	30.0	20.0		20.0
- Changes in working capital	156.4	(158.9)	37.0	70.4	319.6	129.4	112.8	113.1		8.5
FCF	113.2	(11.8)	(64.5)	120.1	565.8	912.9	985.5	1,170.3	....	1,334.1
NPV	5,473									
PV of Terminal Value	47,910									
합산가치	53,384									

주: WACC 6.5%(beta 0.98, Risk Free Rate 1.65%, Market risk premium 7.23%, Cost of debt 2.8%, Tax rate 27%), 영구성장률 5%

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 별도	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	535.8	701.6	1,001.4	1,187.4	1,478.9
매출원가	390.6	509.6	618.9	715.3	846.0
매출총이익	145.2	192.0	382.5	472.0	633.0
판매비	89.5	100.3	107.2	117.7	135.2
영업이익	55.7	91.7	275.3	354.3	497.7
EBITDA	147.1	224.6	409.2	476.3	635.7
영업외손익	247.3	63.7	-5.0	20.0	25.6
이자수익	9.7	17.2	18.3	25.2	30.8
이자비용	15.8	25.6	16.8	11.6	11.6
외환관련이익	9.3	8.7	8.6	8.6	8.6
외환관련손실	8.3	13.1	5.6	5.6	5.6
종속 및 관계기업손익	-129.3	72.9	-11.0	0.0	0.0
기타	381.7	3.6	1.5	3.4	3.4
법인세차감전이익	303.0	155.4	270.3	374.3	523.4
법인세비용	78.9	-47.5	54.1	97.3	136.1
계속사업손손익	224.1	202.9	216.2	277.0	387.3
당기순이익	224.1	202.9	216.2	277.0	387.3
지배주주순이익	224.1	202.9	216.2	277.0	387.3
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	15.3	30.9	42.7	18.6	24.5
영업이익 증감율	-15.6	64.6	200.2	28.7	40.5
EBITDA 증감율	8.2	52.7	82.2	16.4	33.5
지배주주순이익의 증감율	흑전	-9.5	6.6	28.1	39.8
EPS 증감율	흑전	-9.5	6.6	28.1	39.8
매출총이익율(%)	27.1	27.4	38.2	39.8	42.8
영업이익률(%)	10.4	13.1	27.5	29.8	33.7
EBITDA Margin(%)	27.5	32.0	40.9	40.1	43.0
지배주주순이익률(%)	41.8	28.9	21.6	23.3	26.2

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 별도	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	-33.0	10.2	99.2	321.9	253.5
당기순이익	224.1	202.9	216.2	277.0	387.3
비현금항목의 가감	-51.5	47.0	134.3	142.7	191.8
유형자산감가상각비	85.5	126.6	127.0	117.3	134.8
무형자산감가상각비	5.9	6.3	6.9	4.7	3.2
지분법평가손익	-518.6	-72.9	11.0	0.0	0.0
기타	375.7	-13.0	-10.6	20.7	53.8
영업활동자산부채증감	-189.6	-187.9	-198.8	-14.1	-208.6
매출채권및기타채권의감소	-96.4	-69.0	-13.2	-13.5	-55.4
재고자산의감소	-90.4	-156.3	-193.3	-7.3	-160.4
매입채무및기타채무의증가	3.1	-0.2	9.9	8.1	10.2
기타	-5.9	37.6	-2.2	-1.4	-3.0
기타현금흐름	-16.0	-51.8	-52.5	-83.7	-117.0
투자활동 현금흐름	-631.4	339.6	-28.9	-50.1	-51.6
유형자산의 취득	-278.6	-171.7	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-5.8	-9.5	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	2,313.4	-23.0	1.7	-18.1	-18.1
단기금융자산의감소(증가)	-1,088.4	546.1	-28.2	-29.7	-31.1
기타	-1,572.0	-2.3	-2.4	-2.3	-2.4
재무활동 현금흐름	323.9	-239.8	-3.2	-3.2	-3.2
차입금의 증가(감소)	323.9	-236.6	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.0	-3.2	-3.2	-3.2	-3.2
기타현금흐름	0.0	-2.5	175.7	64.8	64.8
현금 및 현금성자산의 순증가	-340.5	107.5	242.8	333.3	263.5
기초현금 및 현금성자산	358.1	17.6	125.1	367.9	701.2
기말현금 및 현금성자산	17.6	125.1	367.9	701.2	964.7

자료 : 키움증권

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 별도	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	1,577.7	1,356.3	1,835.9	2,221.0	2,734.5
현금 및 현금성자산	17.6	125.1	367.9	701.2	964.7
단기금융자산	1,111.0	564.8	593.1	622.7	653.9
매출채권 및 기타채권	121.7	187.1	200.3	213.7	269.2
재고자산	302.4	452.5	645.8	653.1	813.4
기타유동자산	25.0	26.8	28.8	30.3	33.3
비유동자산	4,402.7	4,555.4	4,297.9	4,194.0	4,074.1
투자자산	2,586.0	2,682.0	2,669.3	2,687.4	2,705.5
유형자산	1,717.7	1,702.8	1,575.8	1,458.5	1,323.7
무형자산	20.0	21.8	15.0	10.2	7.0
기타비유동자산	79.0	148.8	37.8	37.9	37.9
자산총계	5,980.4	5,911.6	6,133.8	6,415.0	6,808.5
유동부채	710.5	690.5	700.4	708.5	718.7
매입채무 및 기타채무	172.8	104.5	114.3	122.4	132.6
단기금융부채	773.2	806.5	806.5	806.5	806.5
기타유동부채	-235.5	-220.5	-220.4	-220.4	-220.4
비유동부채	1,114.4	866.7	866.7	866.7	866.7
장기금융부채	972.2	485.0	485.0	485.0	485.0
기타비유동부채	142.2	381.7	381.7	381.7	381.7
부채총계	1,824.9	1,557.2	1,567.0	1,575.1	1,585.3
지배지분	4,155.5	4,354.5	4,566.8	4,839.9	5,223.2
자본금	165.4	165.4	165.4	165.4	165.4
자본잉여금	2,487.3	2,487.3	2,487.3	2,487.3	2,487.3
기타자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	-7.0	-10.9	-14.8	-18.7	-22.7
이익잉여금	1,509.7	1,712.6	1,928.8	2,205.9	2,593.2
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	4,155.5	4,354.5	4,566.8	4,839.9	5,223.2
투자지표					
주당지표(원)					
EPS	3,387	3,067	3,268	4,187	5,853
BPS	62,805	65,812	69,021	73,148	78,942
CFPS	2,608	3,776	5,298	6,343	8,752
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	114.1	141.2	235.9	184.2	131.7
PER(최고)	177.1	144.1	264.1		
PER(최저)	83.0	78.8	107.7		
PBR	6.15	6.58	11.17	10.54	9.77
PBR(최고)	9.55	6.72	12.50		
PBR(최저)	4.47	3.67	5.10		
PSR	47.73	40.83	50.94	42.96	34.49
PCFR	148.2	114.7	145.5	121.5	88.1
EV/EBITDA	178.0	130.2	125.5	107.0	79.7
주요비율(%)					
배당성향(%, 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%, 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	3.4	3.4	3.6	4.4	5.9
ROE	5.5	4.8	4.8	5.9	7.7
ROIC	7.0	1.2	8.6	10.3	14.6
매출채권회전율	7.3	4.5	5.2	5.7	6.1
재고자산회전율	2.1	1.9	1.8	1.8	2.0
부채비율	43.9	35.8	34.3	32.5	30.4
순차입금비율	14.8	13.8	7.2	-0.7	-6.3
이자보상배율	3.5	3.6	16.4	30.5	42.8
총차입금	1,745.4	1,291.5	1,291.5	1,291.5	1,291.5
순차입금	616.8	601.6	330.5	-32.4	-327.0
EBITDA	147.1	224.6	409.2	476.3	635.7
FCF	-312.2	-208.4	155.4	370.2	297.7

Compliance Notice

- 당사는 8월 11일 현재 '삼성바이오로직스(207940)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

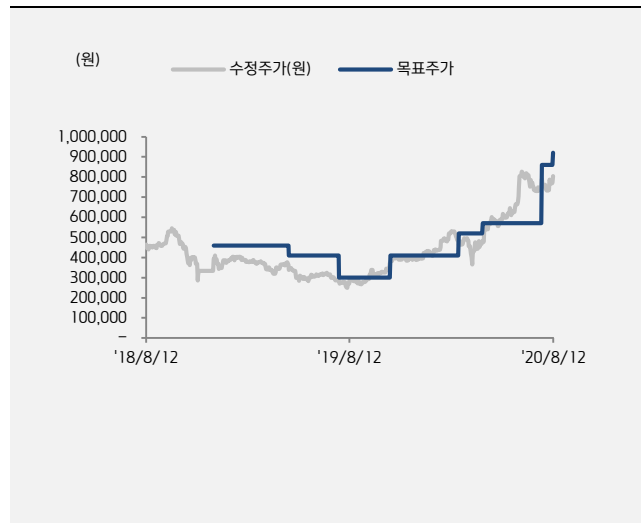
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
삼성바이오로직스 (207940)	2018-12-11	Buy(Initiate)	460,000원	6개월	-19.10	-10.87
	2019-04-25	Outperform (Downgrade)	410,000원	6개월	-24.54	-15.24
	2019-07-24	Marketperform (Downgrade)	300,000원	6개월	-0.63	24.17
	2019-10-24	Outperform (Upgrade)	410,000원	6개월	5.15	29.27
	2020-02-24	Outperform (Maintain)	520,000원	6개월	-11.33	-4.52
	2020-04-07	Outperform (Maintain)	570,000원	6개월	16.43	44.91
	2020-07-22	Outperform (Maintain)	860,000원	6개월	-11.76	-6.51
	2020-08-12	Outperform (Maintain)	920,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2019/07/01~2020/06/30)

매수	중립	매도
96.39%	3.01%	0.60%