

삼성바이오로직스 (207940)

제약/바이오



서미화

Ph. D
02 3770 5595
mihwa.seo@yuantakorea.com

RA 이혜인

02 3770 5580
hyein.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (I)
목표주가	1,080,000원 (I)
현재주가 (8/11)	804,000원
상승여력	34%

시가총액	531,967억원
총발행주식수	66,165,000주
60일 평균 거래대금	1,913억원
60일 평균 거래량	257,224주
52주 고	826,000원
52주 저	267,000원
외인지분율	10.14%
주요주주	삼성물산 외 4 인 75.09%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	10.0	37.2	198.3
상대	(2.2)	9.8	139.0
절대(달려환산)	11.7	41.2	204.6

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	3Q20E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,974	6.8	-35.8	2,510	-21.3
영업이익	454	92.3	-44.0	645	-29.7
세전계속사업이익	519	17.2	-38.2	844	-38.5
지배순이익	415	-5.9	-38.2	650	-36.1
영업이익률 (%)	23.0	+10.2 %pt	-3.4 %pt	25.7	-2.7 %pt
지배순이익률 (%)	21.0	-2.9 %pt	-0.8 %pt	25.9	-4.9 %pt

자료: 유안타증권

미래를 위한 승부수: 4공장 증설 확정

더 이상 글로벌 peer와의 비교는 의미가 없다

삼성바이오로직스의 연초 대비 수익률은 77.4%로 코스피 지수 대비 outperform했다. 상장 시기부터 최근까지 우려했던 삼성바이오로직스의 CMO 사업 방향성이 구체화되고 있다. 공장 가동을 정상화가 진행되면서 변동성이 컸던 매출은 안정화 단계에 진입하고 있다. 4월 Vir Biotechnology사의 코로나치료제 임상 및 상업 물량에 대한 4,418억원의 대형 수주를 시작으로 올해만 6건(총 약 1.6조원)의 대형 신규 수주가 발생함에 따라 4공장 증설 계획이 확정되었다. 코로나영향에도 2분기 대형 수주 계약이 다수 발생하면서 CMO사업이라는 생소한 비즈니스에 대한 불확실성이 신뢰로 바뀌고 있다. 현재 삼성바이오로직스 CMO capa는 36.4만L로 2위 베링거인겔하임은 30만L, 3위 론자는 28만L을 보유하고 있다. Peer 그룹과의 비교 시 valuation 부담이 컸으나, 이미 가장 큰 capa를 보유하고 있으며, 4공장 증설 시(62만L), 대규모의 수주가능성이 높아지고, 고정비 부담이 낮아지는 등 기존의 CMO 기업과 차별화 될 것으로 판단된다.

투자의견 BUY, 목표주가 108만원으로 커버리지 개시

투자의견 BUY, 목표주가 108만원으로 커버리지 개시하였다. 목표주가는 SOTP valuation을 통해 산출하였으며, 삼성바이오로직스 영업가치 64.0조원(DCF valuation)에 삼성바이오에피스 지분가치 7.7조원을 합산하였다. 삼성바이오로직스 1) 연말 1, 2공장 동시 정기 유지보수를 가정 했으나, 2공장 21년 유지보수로 시기가 조정되면서 20년 매출액 9,363억원, 영업이익 2,249억원, 이익률 24.0%를 추정하였다. 2) 올해 2분기에만 약 1.6조원의 수주가 확보되며 4공장 추가 증설 계획이 확정(8월 11일)되었다. 따라서 4공장 증설에 따른 매출 전망치를 반영하였다. 4공장은 23년 시생산이 시작되어 24년 20% 가동을 시작으로 27년 100%가동 가능할 것으로 추정하였다. 보수적인 가정이며, 22년말 기계적인 준공 완료 시, 일부 물량은 생산 개시 가능할 것으로 보인다. 현재 CDO 및 CRO 사업의 매출이 미미한 수준이긴 하나, 향후는 의미있는 사업부의 역할을 할 수 있을 것으로 예상된다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 별도) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	5,358	7,016	9,363	10,497
영업이익	557	917	2,249	2,467
지배순이익	2,241	2,029	1,924	2,201
PER	126.3	111.7	276.5	241.7
PBR	6.8	5.2	18.2	17.6
EV/EBITDA	190.6	100.7	146.6	140.6
ROE	5.5	4.8	5.3	7.4

자료: 유안타증권

1. 삼성바이오로직스: 우려를 불식시키는 결과물들

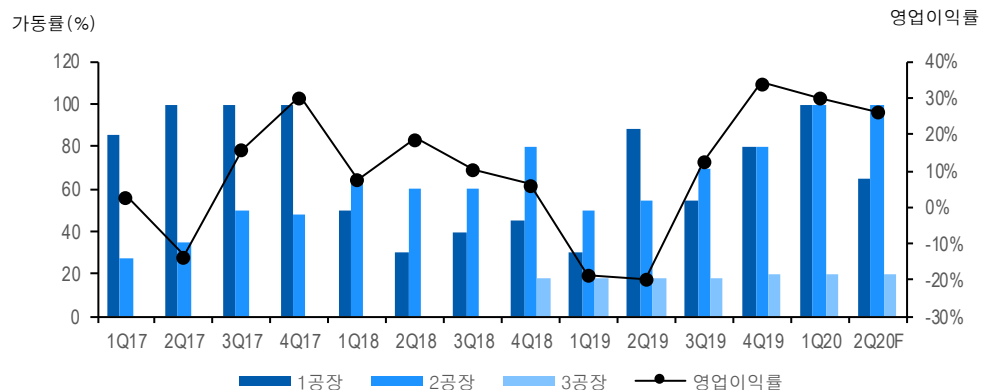
삼성바이오로직스에 대해 걱정했던 부분은 3가지 정도로 요약할 수 있을 것 같다. 1) 실적의 변동성이 크다. 2) 글로벌 peer 대비 지나치게 큰 CAPA를 감당할 수 없다. 3) 현재 주가는 valuation 부담이 있다. 앞선 두가지는 해결해가는 과정으로 보이며, 3번째는 성장 가능성에 대한 분석을 통해 어느 정도 해결 할 수 있다고 판단된다.

실적 안정화: 2분기도 어닝서프라이즈

삼성바이오로직스의 실적이 안정화되고 있다. 2분기 매출액 3,077억원(YoY+294.1%), 영업이익 811억원(YoY 흑전, 영업이익률 26%)을 기록하였다. 매출액 및 영업이익 모두 컨센서스(매출액 2,358억원, 영업이익 607억원) 대비 각각 30.5%, 33.6% 상회 하였다. 1) 1분기 1, 2, 3공장 가동률 개선 및 고른 판매량 증가로 매출액이 크게 증가하였으며, 2) 총매출 증가 및 판매비 효율화로 영업이익은 전년대비 흑자전환하였고 전분기 대비도 29.6% 증가하였다. 3) 삼성바이오에피스의 순이익이 흑자임에도 불구하고, 당기순이익은 지분법 손실 102억원(재고 미실현 손실)이 발생하며 520억원을 기록하였다. 2분기 매출에 반영된 1Q20 공장가동률은 1공장 100%, 2공장 100%, 3공장 20%였으며, 3Q20 실적에 반영될 2Q20 공장가동률은 1공장 60%중반, 2공장 100%, 3공장 20%이다. 3공장은 6-7월 정기유지보수를 진행하였으나, 초기 프로젝트 비중이 크고 가동률이 높지 않아 가동률 감소 영향이 미미했던 것으로 보인다.

17년 1분기, 19년 1분기 공장 유지보수의 영향으로 2017년 2분기, 2019년 2분기는 영업적자를 시현하였다. 1, 2공장이 동시에 유지 보수가 진행되면서 실적의 변동성이 크게 나타났다. 하지만 올해부터는 **공장별 유지 보수 시기가 달라지면서 실적 변동성이 줄어들 것으로 전망된다**. 3공장은 6월부터 유지보수 중이며, 1공장은 4분기 2공장은 21년이 예상된다. 따라서 2020년 연간 평균 공장 가동률은 1공장 100%, 2공장 100%, 3공장 30% 이다.

[그림 71] 과거 공장 정기 유지보수에 따른 이익률 하락



자료: 삼성바이오로직스, 유안타증권 리서치센터

계속되는 수주, 단일공장 최대 규모 4공장 증설 확정

삼성바이오로직스 CMO공장 수주는 꾸준히 증가하는 추세였고, 코로나19 백신 및 치료제 개발에 따른 신규 수주의 증가는 4공장 증설이 필수임을 한번 더 증명해 주었다. 올해 신규 CMO수주는 6건으로 2분기에 몰렸다. 총 수주액은 약 1.6조원이며 대부분 3공장 생산예정인 것으로 보인다. 따라서 3공장 수주는 연초 계획했던 60%를 상반기 달성했으며, 예상보다 빨리 4공장 증설 계획을 발표하였다.

4공장은 25.6만L 규모로 증설되며 2020년 9월 착공을 시작으로 하여 22년말 기계적 준공이 목표이다. 전체 공사 기간 36개월을 동일하게 가정하여 **2023년 하반기 시생산을 시작하여 본격적인 매출은 24년, 플가동은 27년 시점이 될 것으로 예상된다.**

삼성바이오로직스의 생산 CAPA는 36.4만L(23년 62만L)로 글로벌 1위이다. 2번째가 30만L를 보유한 베링거인겔하임, 3번째는 28만L를 보유한 론자이다. 바이오의약품 CMO사업의 성장은 어느정도 예상되었는데 1) 2015년 기준으로 글로벌 의약품 매출액 Top10에서 7개 제품이 바이오의약품이었으며, 2) 신규 바이오텍 및 신약개발의 수도 증가하고 있다. CMO 공장 증설에는 최소 5년, 약 5억달러의 비용이 소요된다. 신약개발에서는 임상성공의 불확실성이 존재하기 때문에 미리 공장을 설립하는 것은 불확실성에 대한 베팅이다. 따라서 전문적인 CMO업체를 활용하는 경우가 증가하고 있다.

아웃소싱 비중 확대에 의한 CMO 시장 규모 증가

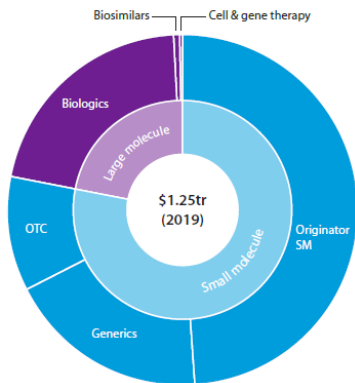
Resultshealthcare 자료에 의하면 2019년 기준 CDMO(contract development and manufacturing) 시장은 900억달러로 추정되며 2023년 1,173억달러(CAGR 6.8%)로 추정된다. 이중 바이오 CMO 시장규모는 2019년 기준 119억불이며, 향후 10년간 연평균 13.4% 성장하여, 2025년 기준 253억불 시장이 형성될 것으로 전망(Frost & Sullivan)된다.

더불어 코로나 바이러스 확산으로 전세계적으로 백신 및 치료제 개발이 활발해지며 삼성바이오로직스의 CMO 사업도 수혜를 받고 있다. Vir Biotechnology사의 4,418억원의 수주 건은 백신 치료제 생산에 관한 것이었으며 경쟁업체인 론자 또한 모더나와 10억도즈 분량의 mRNA-1273 백신 생산 수주를 체결하였다.

바이오의약품 비중 증가

EvaluatePharma 자료에 따르면 세계 바이오의약품 시장규모는 2020년 기준 2,872억불로 전체 제약시장에서 30.1% 비중을 차지한다. 이 시장은 향후 2024년까지 연평균 9.8% 성장해 시장 규모 4,167억불, 제약시장 비중은 33.4%로 전망된다. Resultshealthcare 자료에 따르면 현재는 절대적으로 small molecule 의약품의 비중이 높으나, 바이오시밀러의약품 시장점유율도 증가하면서 2019년 2,620억달러 규모였던 의약품 시장이 2023년 시점에는 3,710억달러까지 증가할 것(CAGR 9.1%)으로 전망된다.

[그림 72] 2019년 의약품 시장규모



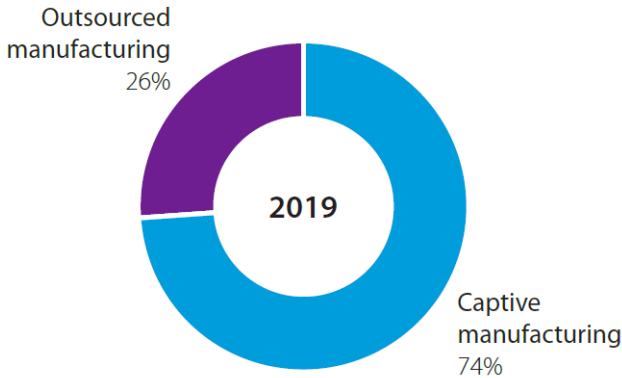
자료: Resultshhealthcare, 유안타증권 리서치센터

[그림 73] 새로운 바이오로직스 의약품의 승인 증가(2016-2018년)

Molecule	2016	2017	2018
Small molecule (NDA)	13	34	42
% of total approvals	59%	74%	71%
Biologic (BLA) ¹⁾	7	12	17
% of total approvals	32%	26%	29%
Other	2	-	-
% of total approvals	9%	-	-
Total NMEs approved	22	46	59

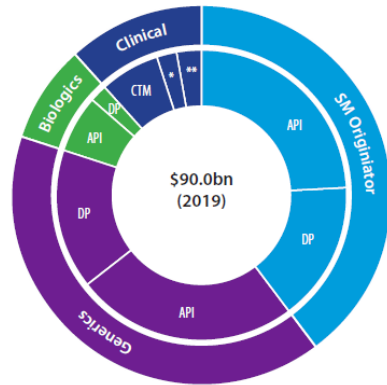
자료: Resultshhealthcare, 유안타증권 리서치센터

[그림 74] 아웃소싱 비율 26%



자료: Resultshhealthcare, 유안타증권 리서치센터

[그림 75] 글로벌 아웃소싱 분류



*Logistics&distribution, ** CMC&development
 자료: Resultshhealthcare, 유안타증권 리서치센터

[표 25] 삼성바이오로직스 생산설비

구분	1공장	2공장	3공장	4공장
위치	인천 송도	인천 송도	인천 송도	인천 송도
규모	30,000L (5천 L×6기)	154,000L (15천 L×10기, 1천 L×4기) * 1천 L 4기 중 2기는 20년 2분기말 가동	180,000L (15천 L×12기)	256,000L (2천 L, 10천 L, 15천 L 혼합)
공사기간	25개월	29개월	35개월	36개월(예상)
공사비용	3,500억원	7,000억원	8,500억원	1.74조원
현황	상업생산	상업생산	상업생산	2020년 9월 착공 ~2022년말 기계적 준공 목표

자료: 삼성바이오로직스, 유안타증권 리서치센터

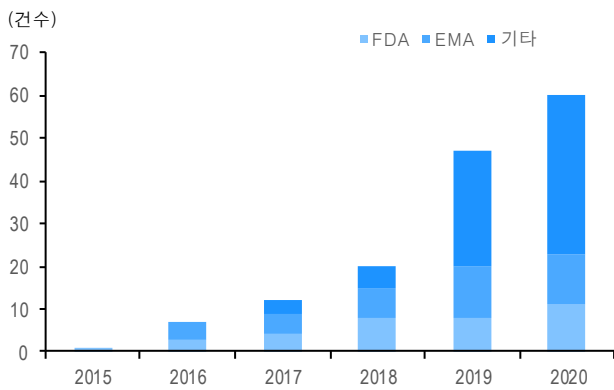
[표 26] 글로벌 peer 와 capa 비교

(단위: L)

기업명	국가	Capa
Boehringer Ingelheim	독일	30만
Lonza	스위스	28만
삼성바이오로직스	한국	36.4만(23년 62만 L)
Wuxi	중국	5.4만

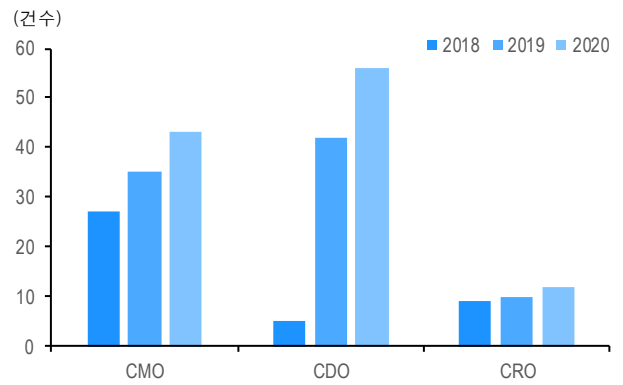
자료: 각사, 유안타증권 리서치센터

[그림 76] 연간 전체 누적 승인 현황



자료: 삼성바이오로직스, 유안타증권 리서치센터

[그림 77] CDO/CRO 프로젝트 수주 현황(2Q20)



자료: 삼성바이오로직스, 유안타증권 리서치센터

[표 27] 삼성바이오로직스 단일판매 · 공급계약 체결 공시

(단위: 십억원)

체결계약명	계약상대	계약금(십억원)	계약(수주)일자	비고
위탁생산계약	미국 소재 제약사	22.5	2018-12-18	2018년 12월 18일에 최초 포괄계약 형태의 'Master Development Services Agreement'를 체결 계약기간: 2018-12-18 ~ 2021-12-31
위탁생산계약 의향서 체결	유럽 소재 제약사	381.0	2020-06-23	3공장에서 생산할 예정임
위탁생산계약 의향서 체결	스위스 소재 제약회사	246.2	2020-06-06	상장 전 체결한 기존 계약의 수주잔량 USD 378,754,563에 대한 변경 계약
위탁생산계약 의향서 체결	스위스 소재 제약회사	43.3	2020-06-06	3공장에서 생산할 예정
위탁생산계약	미국 소재 제약사	179.5	2020-05-21	본계약 체결(2020-07-28)(184.2->179.5로 변경) 3공장에서 생산할 예정
위탁생산계약	GlaxoSmithKline Trading Services Limited	283.9	2020-04-21	본계약 체결(2020-05-21) 계약기간: 2020-05-21 ~ 2027-12-31
위탁생산계약	GlaxoSmithKline Trading Services Limited.	441.8	2020-04-09	코로나 치료제 COVID-19 중화항체 (SARS-Cov-2 mAb DS) 제품에 대한 임상 및 상업 물량을 3공장에서 생산할 예정
위탁생산계약	스위스 소재 제약회사	52.3	2019-12-24	계약기간: 2019-12-24 ~ 2020-12-31
위탁생산계약	미국 소재 제약사	55.2	2019-12-03	
위탁생산계약	아시아 소재 제약사	22.5	2019-11-28	
위탁생산계약	H. Lundbeck A/S	19.3	2019-09-27	2020-07-20 계약 변경
위탁생산계약	UCB	40.3	2019-05-17	
위탁생산계약	아시아 소재 제약사	35.2	2019-05-14	
위탁생산계약	아시아 소재 제약사	19.9	2019-04-26	
위탁생산계약	아시아 소재 제약사	37.1	2019-04-26	
위탁생산계약	Cytodyn Inc.	57.1	2019-04-01	고객사가 계약 제품의 개발 성공 시 확정 최소보장 계약금액은 2027년까지 2,800억원까지 증가 가능 2020-07-27 변경계약에 따른 계약금액 증가(35.5->57.1)
위탁생산계약	Immunomedics, Inc.	184.5	2018-09-11	고객사 계약제품의 개발 성공에 따른 계약확정금액 증가 (34.6->184.5; 2020-04-23)
위탁생산계약	아시아 소재 제약사	144.6	2018-08-14	
위탁생산계약	Ichnos Sciences	16.3(정정)	2018-06-01	
위탁생산계약	UCB	411.0	2018-04-30	개발 성공 시 계약금액이 3,190억원까지 증가할 수 있음
위탁생산계약	미국 소재 제약사	24.1(정정)	2018-02-21	2018-08-20 변경계약에 따른 계약금액 증가(17.9->20.0) 2019-02-12 변경계약에 따른 계약금액 증가(20.0->24.1)
위탁생산계약	아시아 소재 제약사	112.4	2018-02-01	계약기간: 2018-02-01 ~ 2018-12-31
위탁생산계약	UCB	451.1	2017-12-21	
위탁생산계약	미국 소재 제약사	8.0	2017-11-08	
위탁생산계약 의향서 체결	유럽 소재 제약사	10.5	2017-09-06	본계약 체결(2018-06-01)
위탁생산계약	미국 소재 제약사	16.8	2017-07-20	2018-07-13 고객사의 생산 제품권리 이전에 따른 계약상대 및 계약금액 변경 (유럽->미국, 15.7->16.8으로 계약 변경)
위탁생산계약	Sun Pharma Global FZE	63.6	2017-07-04	
위탁생산계약 의향서 체결	유럽 소재 제약사	47.1	2017-05-04	
위탁생산계약	스위스 소재 제약회사	8.6	2017-01-24	계약기간: 2016-12-20 ~ 2018-12-31
의약품 위탁생산계약	Cilag GmbH International	341.0	2016-11-15	고객사와의 계약 변경에 따른 확정 계약금액 증가 (306.6->341.0; 2020-07-06)

자료: 삼성바이오로직스, 인타증권 리서치센터

Valuation 부담은 여전한가?

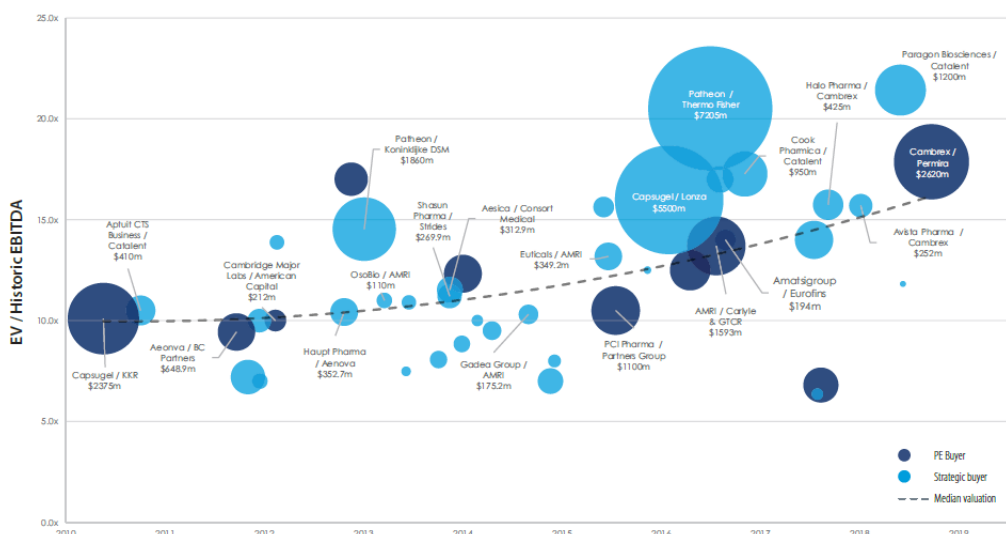
삼성바이오로직스의 2020년 예상 매출액은 9,363억원, 영업이익 2,249억원으로 현재주가 기준 PER 233배, PBR 13배, PSR 50배, EV/EBITDA 122배이다. 항상 논란이 되는 것은 이러한 valuation이 정당화 될 수 있느냐 이다. 이익이 안정된 수준으로 진입한 스위스의 론자도 PER 42배로 작년 20배 내외에서 거래되던 수준과 달라졌고, 중국 Wuxi의 경우 2018년 대비 2019년의 영업이익이 2배 증가하였는데 2018년 당시 PER는 110배였다. 고성장이 기대되는 CMO 사업에 대한 valuation프리미엄은 존재하는데 그 프리미엄을 10년전 부여할 것인지 당장 이익이 발생되는 시점에 부여할 것인지를 차이인 것이다. 2019년 CDMO 주요 딜을 살펴보면 3월 Thermo Fisher는 Brammer Bio를 EV/EBITDA 20-25배, Catalent는 Paragon Biosciences를 21.4배에 인수하였다.

[그림 78] 최근 5년간 CDMO 섹터 내 M&A

Date	Target	Buyer	EV/EBITDA	Scale (>US \$100m revenue)	Diversifies service offering	Differentiated / specialist capabilities	Significant development capabilities	Geographic expansion
Apr-2019	Paragon Biosciences	Catalent	21.4x	●	●	●	●	●
Mar-2019	Brammer Bio	Thermo Fisher	20-25x ²	●	●	●	●	●
Nov-2018	Avista Pharma	Cambrex	15.7x	●	●	●	●	●
Jul-2018	Halo Pharma	Cambrex	15.7x	●	●	●	●	●
Jul-2018	AMPAC	SK Biotek	n.a.	●	●	●	●	●
Jul-2018	Juniper Pharma	Catalent	n.m.	●	●	●	●	●
Sep-2017	Cook Pharmica	Catalent	17.3x	●	●	●	●	●
May-2017	Patheon	Thermo Fisher	20.5x	●	●	●	●	●
Dec-2016	Capsugel	Lonza	16.0x	●	●	●	●	●
Median			17.3x					

자료: Resultshealthcare, 유안타증권 리서치센터

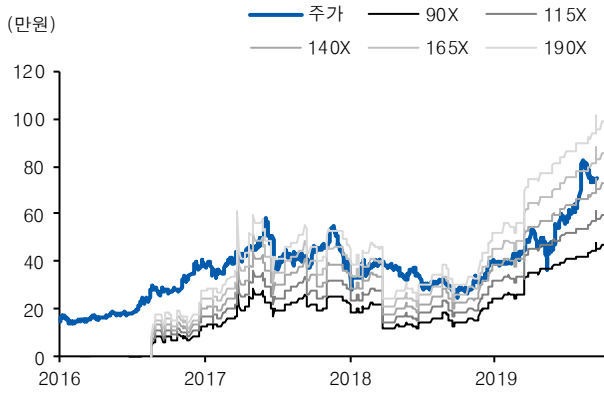
[그림 79] CDMO 섹터 내 M&A 딜 히스토리



주: 원의 크기는 기업가치를 의미

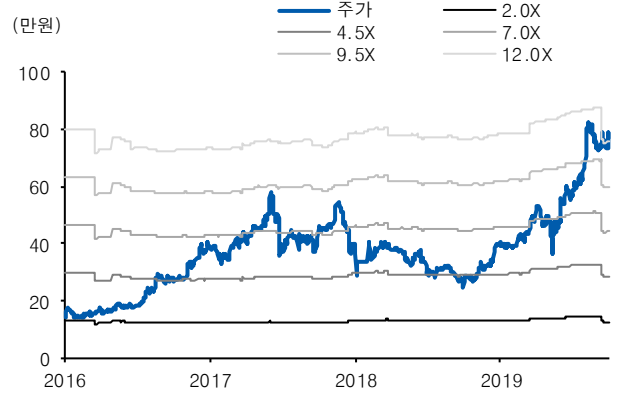
자료: Resultshealthcare, 유안타증권 리서치센터

[그림 80] 삼성바이오로직스 P/E 밴드



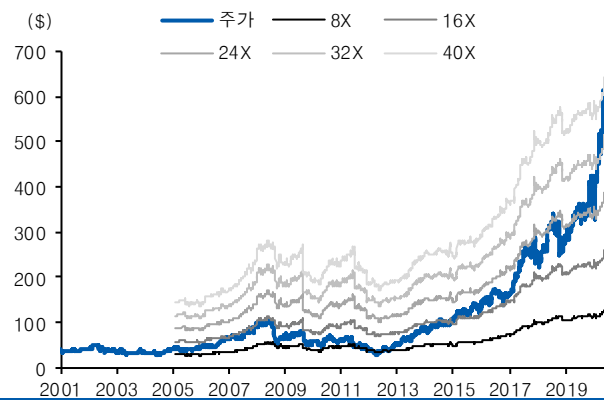
자료: Dataguide, 유안타증권 리서치센터

[그림 81] 삼성바이오로직스 P/B 밴드



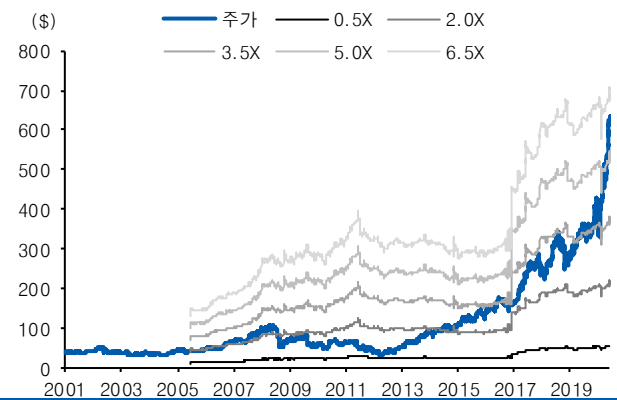
자료: Dataguide, 유안타증권 리서치센터

[그림 82] LONZA P/E 밴드



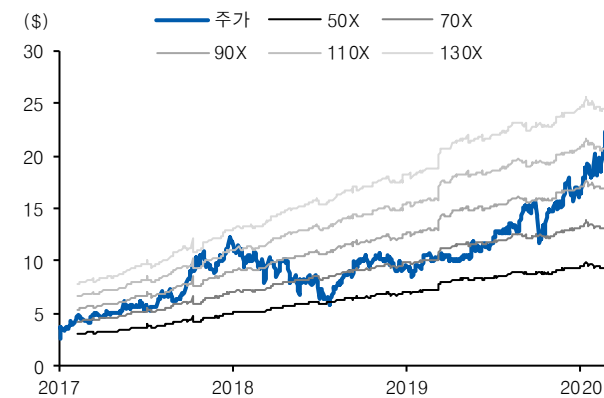
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 83] LONZA P/B 밴드



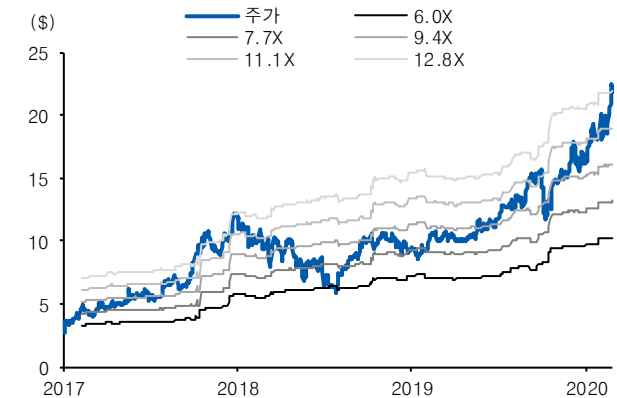
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 84] WUXI P/E 밴드



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 85] WUXI P/B 밴드



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[표 28] 글로벌 peer valuation

(단위: 백만달러)

		삼성바이오로직스	셀트리온	Wuxi Biologics	Lonza	Mylan	Biocon	Catalent
		207940 KS	068270 KS	2269 HK Equity	LONN SW Equity	MYL US EQUITY	BIOS IN Equity	CTLT us equity
시가총액		43,145	35,970	28,966	46,568	8,455	6,563	14,351
2018	매출액	487	893	383	5,666	11,434	617	2,463
	영업이익	51	308	84	861	906	69	271
	EBITDA	134	423	106	1,399	3,016	129	461
	순이익	204	238	95	572	353	58	84
	EPS	3.1	1.8	0.1	7.7	0.7	0.0	0.6
	PER	114.1	106.0	84.7	28.9	15.2	94.1	34.3
	PBR	6.2	11.1	6.8	3.0	1.2	6.9	5.1
	ROE	5.5	10.8	10.5	9.1	2.8	7.4	9.2
	EV/EBITDA	172.2	60.1	71.1	16.5	9.1	44.0	17.1
	PSR	47.7	28.2	21.0	3.4	1.2	8.8	2.2
2019	매출액	602	969	577	5,958	11,501	770	2,518
	영업이익	79	325	156	978	716	135	274
	EBITDA	193	461	188	1,526	2,822	199	503
	순이익	174	255	147	649	17	130	137
	EPS	2.6	2.0	0.1	8.8	0.0	0.1	0.9
	PER	141.2	77.3	107.6	34.4	14.5	39.9	49.3
	PBR	6.6	8.2	8.9	4.0	0.9	6.0	4.7
	ROE	4.8	11.2	9.8	10.1	0.1	16.1	9.9
	EV/EBITDA	127.7	42.8	84.7	19.5	8.1	27.1	22.1
	PSR	40.8	20.4	27.4	4.4	0.9	6.7	3.1
2020E	매출액	862	1,406	758	6,812	11,621	878	3,031
	영업이익	235	547	180	1,406	3,609	165	553
	EBITDA	348	683	277	1,863	3,561	236	734
	순이익	212	439	201	1,108	2,516	115	331
	EPS	3.2	3.3	0.2	14.9	4.4	0.1	2.0
	PER	232.7	80.8	136.4	41.9	3.7	55.0	44.9
	PBR	13.0	12.8	12.9	6.2	0.7	6.9	5.1
	ROE	6.1	17.4	9.9	14.0	18.9	13.2	11.8
	EV/EBITDA	122.2	52.5	100.2	26.9	5.7	28.1	23.9
	PSR	49.5	25.5	37.4	6.9	0.7	7.3	4.7
2021E	매출액	1,083	1,742	1,070	7,289	11,956	1,065	3,337
	영업이익	335	692	281	1,549	3,498	228	658
	EBITDA	446	833	404	2,074	3,878	296	831
	순이익	328	554	281	1,239	2,596	143	385
	EPS	5.0	4.1	0.2	16.9	4.5	0.1	2.2
	PER	130.2	65.2	95.3	36.9	3.6	44.5	39.4
	PBR	11.8	10.9	11.7	5.5	0.7	6.3	4.9
	ROE	9.5	18.6	11.9	13.8	16.8	14.9	12.4
	EV/EBITDA	94.9	43.0	68.8	24.2	5.2	22.6	21.1
	PSR	39.4	20.6	26.5	6.4	0.7	6.1	4.3

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

주) 삼성바이오로직스는 Quantwise 기준, 셀트리온과 해외 Peer 기업들은 Bloomberg 기준

SOTP valuation

삼성바이오로직스의 2020년 예상 매출액은 9,363억원, 영업이익 2,249억원으로 현재주가 기준 PER 233배, PBR 13배, PSR 50배, EV/EBITDA 122배이다. 삼성바이오로직스는 현시점보다는 장기적 관점에서의 접근 및 투자가 필요하다. 공장 가동률의 정상화가 진행되면서 변동성이 컸던 매출은 안정화 단계에 진입하고 있기 때문이다. 2024년 4공장 가동이 시작되어 2027년 100% 가동가능할 것으로 가정하였다.

목표주가는 DCF valuation을 통해 산출한 삼성바이오로직스의 영업가치 64.0조원에 삼성바이오에피스 지분가치 7.7조원을 합산한 것이다.

	64,012	DCF 방식으로 산출
A. 삼성바이오로직스	64,012	DCF 방식으로 산출
B. 삼성바이오에피스(지분을 50%)	7,687	
2023년 순이익 현재가치	331	
target multiple	47	
C. 순차입금	(39)	
기업가치(A+B-C)	71,739	
보통주주식수(1,000)	66,165	
적정주가	1,084,240	

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 30] 삼성바이오로직스 DCF valuation

(단위: 억원)

	2019	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	
매출액	7,016	9,363	10,497	12,715	13,129	14,154	15,608	17,333	20,250	20,776	20,705	21,616	
YoY	30.9%	33.5%	12.1%	21.1%	3.3%	7.8%	10.3%	11.1%	16.8%	2.6%	-0.3%	4.4%	
1공장	매출액(억원)	2,608	3,137	2,150	2,308	2,237	2,240	2,171	2,330	2,258	2,425	2,349	2,523
	가동률(%)	63	86	100	95	95	100	95	100	95	100	95	100
	배치당 가격(억원)	55.0	52.0	30.7	34.7	33.6	32.0	32.6	33.3	34.0	34.6	35.3	36.0
	실효생산실적(추정치)	47	60	70	67	67	70	67	70	67	70	67	70
	공칭생산능력(배치)	75	70	70	70	70	70	70	70	70	70	70	70
2공장	매출액(억원)	2,988	4,720	5,373	5,209	5,590	5,054	5,155	5,535	5,363	5,471	5,874	5,692
	가동률(%)	64	100	95	100	100	95	95	100	95	95	100	95
	배치당 가격(억원)	29.3	33.7	40.4	37.2	39.9	38.0	38.8	39.5	40.3	41.1	42.0	42.8
	실효생산실적(추정치)	102	140	133	140	140	133	133	140	133	133	140	133
	공칭생산능력(배치)	160	140	140	140	140	140	140	140	140	140	140	140
3공장	매출액(억원)	1,498	1,506	2,974	5,198	5,506	5,600	5,712	5,535	5,943	6,062	5,874	6,307
	가동률(%)	19	24	60	95	90	100	100	95	100	100	95	100
	배치당 가격(억원)	40.5	45.3	35.4	39.1	43.7	40.0	40.8	41.6	42.4	43.3	44.2	45.0
	실효생산실적(추정치)	37	33	84	133	126	140	140	133	140	140	133	140
	공칭생산능력(배치)	200	140	140	140	140	140	140	140	140	140	140	140
4공장	매출액(억원)						1,800	3,672	5,618	9,551	9,742	9,440	10,135
	가동률(%)						20	40	60	100	100	95	100
	배치당 가격(억원)						45.0	45.9	46.8	47.8	48.7	49.7	50.7
	실효생산실적(추정치)						40	80	120	200	200	190	200
	공칭생산능력(배치)						200	200	200	200	200	200	200
영업이익	917	2,249	2,467	3,306	3,282	3,674	4,512	5,230	7,050	7,110	7,532	8,137	
YoY	64.8%	145.2%	9.7%	34.0%	-0.7%	11.9%	22.8%	15.9%	34.8%	0.8%	5.9%	8.0%	
영업이익률	13.1%	24.0%	23.5%	26.0%	25.0%	25.0%	27.0%	27.5%	30.5%	30.0%	32.0%	33.0%	
EBIT	297	1,359	1,471	2,246	3,614	5,563	6,400	7,119	8,941	8,999	9,421	10,026	
TAX	183	495	543	727	821	918	1,128	1,308	1,763	1,777	1,883	2,034	
Tax rate	20%	22%	22%	22%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	
NOPAT	114	864	929	1,519	2,793	4,645	5,272	5,811	7,178	7,222	7,538	7,992	
+유형자산감가상각비	1,266	1,314	1,258	1,319	1,837	1,845	1,845	1,845	1,845	1,845	1,845	1,845	
+무형자산감가상각비	63	51	39	37	51	44	43	44	46	44	44	44	
-CAPEX	1,717	1,363	1,630	540	2,790	1,420	1,370	540	500	500	500	500	
-운전자본증감	(1,879)	(590)	(830)	440	280	530	520	440	440	490	470	160	
FCF	1,604	1,456	1,425	1,894	1,611	4,584	5,270	6,720	8,129	8,121	8,457	9,222	
NPV(현재가치)		1,456	1,345	1,686	1,353	3,631	3,938	4,738	5,406	5,095	5,006	5,149	
Terminal Value		1,076,8											
PV of Terminal Value		601,318											
합산가치		640,120											

자료: 유안타증권 리서치센터

2. 삼성바이오에피스: 애물단지에서 꿀단지로

바이오젠의 콜옵션 행사로 이제는 삼성바이오로직스의 지분법 50%의 회사가 되었다. 엔브렐, 레미케이드, 휴미라, 허셉틴 바이오시밀러를 출시하였으며, 아바스틴, 루센티스, 아일리아, 솔리리스 바이오시밀러 출시를 준비 중이다. 이중 아일리아 바이오시밀러(SB15)는 올해 6월 글로벌 임상 3상이 개시되었으며, 아바스틴 바이오시밀러(SB8)는 CHMP(유럽 의약품청 약물사용 자문 위원회)에서 긍정적인 의견을 획득하였다.

대형 의약품의 바이오시밀러 개발 기대

삼성바이오에피스는 현재 엔브렐, 레미케이드, 휴미라, 허셉틴 바이오 시밀러를 출시해서 판매 중이다. 기출시된 제품의 판매호조가 반가우나 궁금한 것은 출시 준비 중인 제품군이다. 2016년 기준 글로벌 Top10 의약품 중 4개의 바이오시밀러에 대해 개발을 완료하였으며 Avastin 바이오시밀러는 6월 CHMP(유럽 의약품청 약물사용 자문위원회)로부터 긍정적 의견을 획득하여 올해 내 유럽 승인이 예상된다. 10년뒤 인 2026년 Top10이 될 것으로 예상되는 의약품에는 면역항암제(키트루다, 옴디보)와 아토피치료제 Dupixent 등이 있다. 키트루다, 옴디보의 특허만료일은 2030년, 듀피젠트는 2031년(미국; 유럽 2032년, 일본 2034년) 이다. 특히 키트루다와 옴디보는 2026년 매출액이 24.9억달러, 12.7억 달러로 예측되어 기존 2016년 기준 매출이 가장 높았던 휴미라 대비 더 매력적인 의약품이라고 할 수 있다. 특히 만료의 공백기라고 할 수 있는 2025-2030년 시점에서는 회사가 신제품 출시에 대한 고민이 필요할 것으로 보이는데 현재 급성체장염신약을 개발 중에 있으며 바이오시밀러 뿐만 아니라 신약개발에 대한 연구개발에 집중하는 시기로도 적합해 보인다.

[표 31] 삼성바이오에피스 바이오시밀러 파이프라인 현황

플젝트명	성분명	오리지널의약품	오리지널사	적응증	개발/승인 현황
SB4	엔브렐	Etanercept	Amgen	자가면역질환	출시
SB2	레미케이드	Infliximab	J&J	자가면역질환	출시
SB5	휴미라	Adalimumab	Abbvie	자가면역질환	출시
SB3	허셉틴	Trastuzumab	Roche	종양질환	출시
SB8	아바스틴	Bevacizumab	Roche	종양질환	유럽 허가 신청
SB11	루센티스	Ranibizumab	Roche	안질환	임상 3상
SB15	아일리아	Aflibercept	Regeneron	안질환	임상 3상
SB12	솔리리스	Ecuzumab	Alexion	혈액질환	임상 3상

자료: 삼성바이오로직스, 유안타증권 리서치센터

[표 32] 글로벌 10 대 의약품 매출액(2016년 기준) (단위: 십억달러)

	제품명	성분명	기업명	16년 매출액	바이오시밀러 출시여부
1	Humira	Adalimumab	Abbvie	16.1	0
2	Harvoni	Ledipasvir	Gilead Sciences	9.1	
3	Enbrel	Etanercept	Amgen	8.9	0
4	Rituxan	rituximab	Roche	8.6	0
5	Remicade	Infliximab	J&J	7.8	0
6	Revlimid	Lenalidomide	Celgene	7	
7	Avastin	Bevacizumab	Roche	6.7	0
8	Herceptin	Trastuzumab	Roche	6.7	0
9	Lantus	Insulin glargine	Sanofi	6.1	0
10	Prevnar13		Pfizer	5.7	

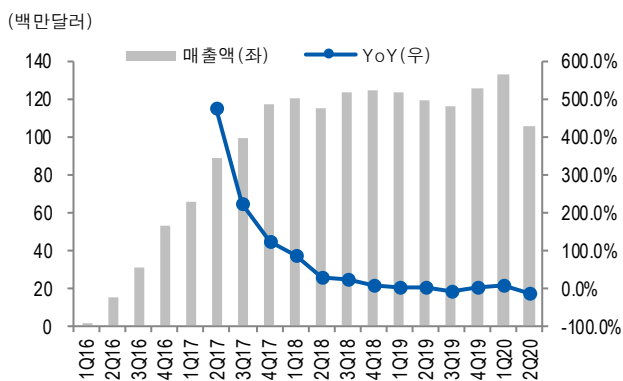
자료: Evaluate Pharma, 유안타증권 리서치센터

[표 33] 글로벌 10 대 의약품 매출액(2026년 예상) (단위: 백만달러)

	제품명	성분명	기업명	19년 매출액	26년 예상 매출
1	Keytruda	pembrolizumab	Merck & Co/Otsuka Holdings	11,121	24,910
2	Opdivo	nivolumab	BMS	7,989	12,677
3	Eliquis	apixaban	BMS	7,929	12,551
4	Biktarvy	bictegravir sodium;	Gilead Sciences	4,738	11,711
5	Imbruvica	ibrutinib	AbbVie/Johnson & Johnson	5,686	10,722
6	Ibrance	palbociclib	Pfizer	4,961	9,683
7	Tagrisso	osimertinib mesylate	AstraZeneca	3,189	9,514
8	Dupixent	dupilumab	Sanofi	2,322	9,386
9	Trikafta	elexacaftor;	Vertex Pharmaceuticals	240	8,739
10	Ozempic	semaglutide	Novo Nordisk	1,685	2,321

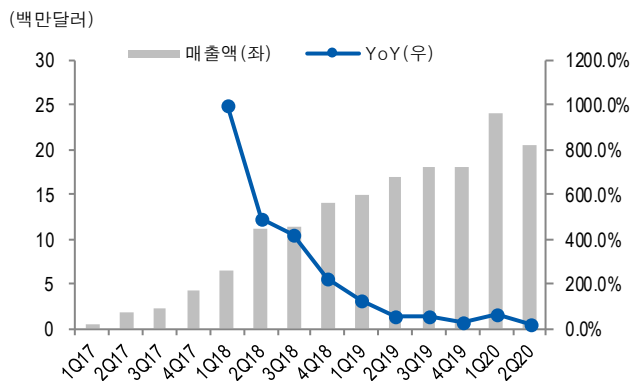
자료: Evaluate Pharma, 유안타증권 리서치센터

[그림 86] Benepali 매출 추이



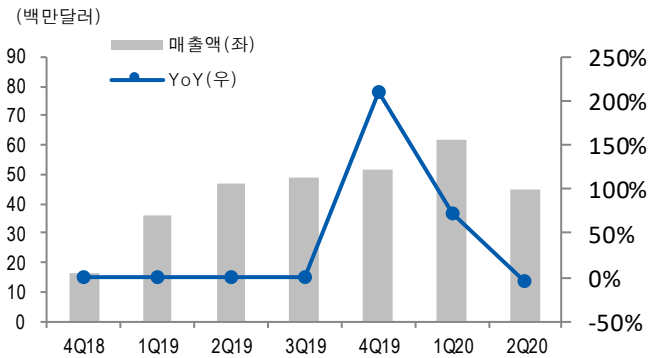
자료: 바이오젠, 유안타증권 리서치센터

[그림 87] Flixabi 매출 추이



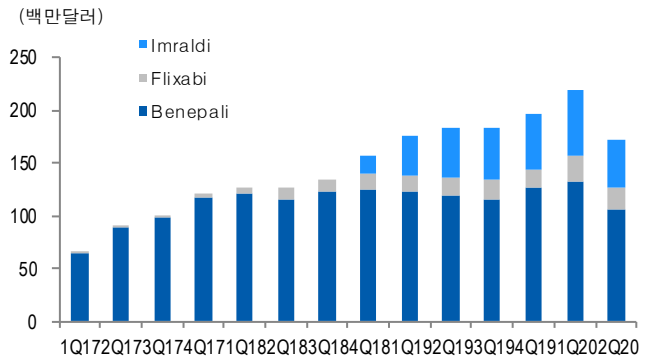
자료: 바이오젠, 유안타증권 리서치센터

[그림 88] Imraldi 매출 추이



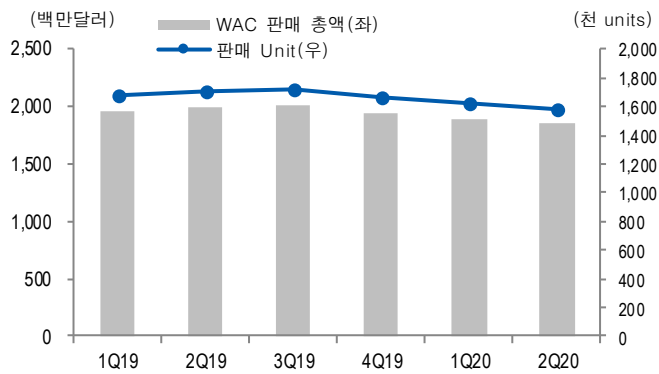
자료: 바이오젠, 유안타증권 리서치센터

[그림 89] 베네팔리, 플릭사비, 임랄디 매출 추이



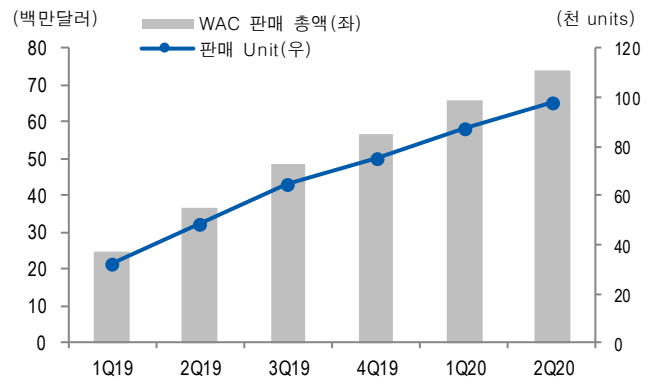
자료: 바이오젠, 유안타증권 리서치센터

[그림 90] 레마케이드 미국 처방 데이터



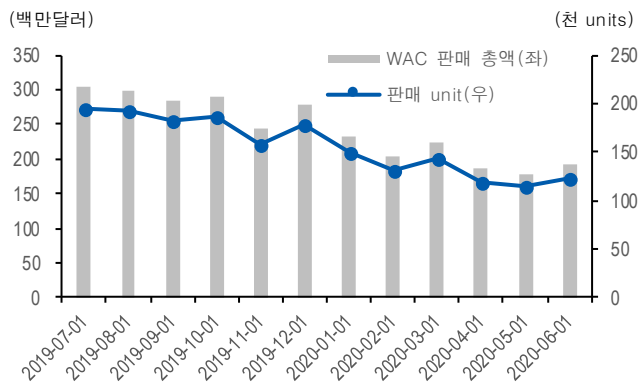
자료: 블룸버그, 유안타증권 리서치센터

[그림 91] 렌플렉시스 미국 처방 데이터



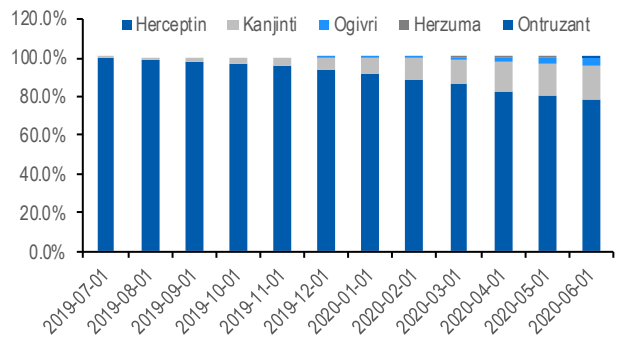
자료: 블룸버그, 유안타증권 리서치센터

[그림 92] 허셉틴 미국 처방 데이터



자료: 블룸버그, 유안타증권 리서치센터

[그림 93] 허셉틴 및 허셉틴 바이오시밀러 처방 비중(Volume)



자료: 블룸버그, 유안타증권 리서치센터

삼성바이오로직스 (207940) 추정재무제표 (K-IFRS 별도)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	5,358	7,016	9,363	10,497	12,715
매출원가	3,906	5,096	6,069	6,820	8,010
매출총이익	1,452	1,920	3,294	3,677	4,705
판매비	895	1,003	1,044	1,210	1,399
영업이익	557	917	2,249	2,467	3,306
EBITDA	1,471	2,246	3,614	3,764	4,604
영업외손익	2,473	637	181	296	400
외환관련손익	10	-44	220	220	220
이자손익	-62	-84	15	67	153
관계기업관련손익	-1,293	729	43	105	122
기타	3,818	35	-96	-96	-96
법인세비용차감전순손익	3,030	1,554	2,430	2,763	3,705
법인세비용	789	-475	506	563	754
계속사업순손익	2,241	2,029	1,924	2,201	2,951
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,241	2,029	1,924	2,201	2,951
지배지분순이익	2,241	2,029	1,924	2,201	2,951
포괄순이익	2,211	1,990	1,919	2,195	2,946
지배지분포괄이익	2,211	1,990	1,919	2,195	2,946

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	-330	102	3,756	2,858	3,416
당기순이익	2,241	2,029	1,924	2,201	2,951
감가상각비	855	1,266	1,314	1,258	1,272
외환손익	32	73	-165	-220	-220
중속, 관계기업관련손익	1,293	-729	-43	-105	-122
자산부채의 증감	-1,896	-1,879	422	-466	-642
기타현금흐름	-2,856	-658	304	189	177
투자활동 현금흐름	-6,314	3,396	-5,952	-4,437	-4,437
투자자산	2,031	3,119	-119	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-2,786	-1,717	-1,363	0	0
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-5,558	1,994	-4,470	-4,437	-4,437
재무활동 현금흐름	3,239	-2,398	1,591	-332	-332
단기차입금	500	600	200	0	0
사채 및 장기차입금	2,739	-2,966	1,424	-300	-300
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	-32	-33	-32	-32
연결범위변동 등 기타	0	-25	2,874	2,436	3,623
현금의 증감	-3,405	1,075	2,269	524	2,269
기초 현금	3,581	176	1,251	3,520	4,044
기말 현금	176	1,251	3,520	4,044	6,313
NOPLAT	557	1,198	2,249	2,467	3,306
FCF	-3,356	-1,070	2,204	2,796	3,290

자료: 유안타증권

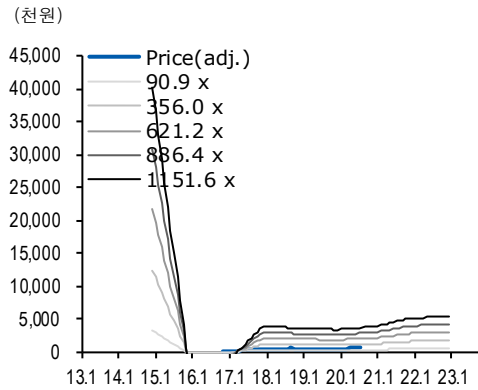
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	15,777	13,563	17,126	19,069	23,064
현금및현금성자산	176	1,251	3,520	4,044	6,313
매출채권 및 기타채권	1,217	1,871	1,897	2,351	2,842
재고자산	3,024	4,525	4,880	5,846	7,081
비유동자산	44,027	45,554	23,400	22,208	21,031
유형자산	17,177	17,028	17,029	15,771	14,499
관계기업 등 자본관련 자산	25,618	26,527	5,333	5,437	5,559
기타투자자산	242	95	75	75	75
자산총계	59,804	59,116	40,525	41,277	44,095
유동부채	7,105	6,905	6,894	6,931	7,099
매입채무 및 기타채무	1,728	1,045	765	802	970
단기차입금	900	1,500	1,700	1,700	1,700
유동성장기부채	2,966	2,517	2,464	2,464	2,464
비유동부채	11,144	8,667	4,335	4,035	3,735
장기차입금	2,965	464	1,967	1,667	1,367
사채	1,896	1,898	1,898	1,898	1,898
부채총계	18,249	15,572	11,229	10,967	10,834
지배지분	41,555	43,545	29,296	30,310	33,261
자본금	1,654	1,654	1,654	1,654	1,654
자본잉여금	24,873	24,873	24,966	24,966	24,966
이익잉여금	15,097	17,126	2,844	3,864	6,815
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	41,555	43,545	29,296	30,310	33,261
순차입금	-2,557	-395	-2,050	-2,874	-5,443
총차입금	8,729	6,505	8,151	7,851	7,551

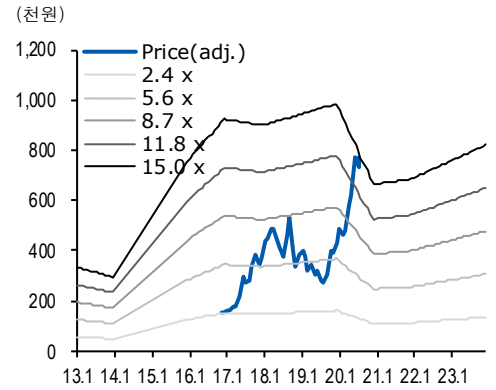
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	3,387	3,067	2,908	3,326	4,460
BPS	62,805	65,812	44,277	45,810	50,270
EBITDAPS	2,224	3,395	5,462	5,689	6,959
SPS	8,098	10,604	14,151	15,865	19,217
DPS	0	0	0	0	0
PER	126.3	111.7	276.5	241.7	180.3
PBR	6.8	5.2	18.2	17.6	16.0
EV/EBITDA	190.6	100.7	146.6	140.6	114.4
PSR	52.8	32.3	56.8	50.7	41.8

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	15.3	30.9	33.5	12.1	21.1
영업이익 증가율 (%)	-15.6	64.8	145.2	9.7	34.0
지배순이익 증가율 (%)	흑전	-9.5	-5.2	14.4	34.1
매출총이익률 (%)	27.1	27.4	35.2	35.0	37.0
영업이익률 (%)	10.4	13.1	24.0	23.5	26.0
지배순이익률 (%)	41.8	28.9	20.5	21.0	23.2
EBITDA 마진 (%)	27.5	32.0	38.6	35.9	36.2
ROIC	2.4	6.1	8.4	9.2	12.2
ROA	3.4	3.4	3.9	5.4	6.9
ROE	5.5	4.8	5.3	7.4	9.3
부채비율 (%)	43.9	35.8	38.3	36.2	32.6
순차입금/자기자본 (%)	-6.2	-0.9	-7.0	-9.5	-16.4
영업이익/금융비용 (배)	3.5	3.6	12.2	13.3	18.6

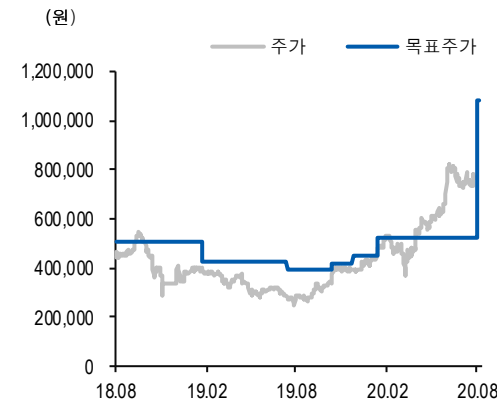
P/E band chart



P/B band chart



삼성바이오로직스 (207940) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-08-12	BUY	1,080,000	1년		
2020-01-23	BUY	520,000	1년	16.73	58.85
2019-12-04	BUY	450,000	1년	-7.68	0.44
2019-10-24	BUY	420,000	1년	-5.80	-3.69
2019-07-24	BUY	390,000	1년	-23.61	-4.49
2019-02-01	BUY	430,000	1년	-22.45	-9.77
2018-02-01	BUY	510,000	1년	-16.37	14.51

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.3
Buy(매수)	87.3
Hold(중립)	11.4
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-08-09

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 서미화)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.