



BUY(Upgrade)

목표주가: 900,000원

주가(10/21): 688,000원

시가총액: 455,215억원

제약바이오

Analyst 허혜민

02) 3787-4912, hyemin@kiwoom.com

RA 김경환

02) 3787-4904, KHkim@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (10/21)		2,370.86pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	843,000 원	339,500원
등락률	-18.4%	102.7%
수익률	절대	상대
1M	-5.9%	-7.4%
6M	18.6%	-5.1%
1Y	100.0%	76.2%

Company Data

발행주식수	66,165 천주
일평균 거래량(3M)	162천주
외국인 지분율	10.2%
배당수익률(20E)	0.0%
BPS(20E)	68,621원
주요 주주	삼성물산 외 4 인 75.1%

투자지표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F
매출액	535.8	701.6	1,065.6	1,277.6
영업이익	55.7	91.7	263.0	375.6
EBITDA	147.1	224.6	396.9	497.6
세전이익	303.0	155.4	256.5	394.2
순이익	224.1	202.9	189.8	291.7
지배주주지분순이익	224.1	202.9	189.8	291.7
EPS(원)	3,387	3,067	2,868	4,409
증감률(% YoY)	흑전	-9.5	-6.5	53.7
PER(배)	114.1	141.2	239.2	155.6
PBR(배)	6.15	6.58	10.00	9.40
EV/EBITDA(배)	178.0	130.2	115.4	91.3
영업이익률(%)	10.4	13.1	24.7	29.4
ROE(%)	5.5	4.8	4.3	6.2
순차입금비율(%)	14.8	13.8	9.0	0.9

자료: 키움증권

Price Trend



삼성바이오로직스 (207940)

실적 하회. 4분기 가동율 개선 기대



가동율이 전분기 대비 하락하고, 4공장 관련 증설 인력 총원 등으로 판관비 증가하며 시장 기대치를 하회하였습니다. 4분기는 가동율이 개선되었고, 올해말~내년초 GSK/Vir의 코로나 치료제 데이터 발표도 예상됩니다. 내년 인력 증가 등으로 판관비 상승할 것으로 보이나, 3공장 가동율 본격 증가에 따른 이익 레버리지 효과가 기대됩니다. 내년 2공장 유지보수가 생략될 수 있어, 안정적인 실적 성장이 전망된다는 점도 긍정적입니다.

>>> 3분기 이익은 컨센서스 하회

3분기 매출액 2,746억원(YoY +49%), 영업이익 565억원(YoY +139%, OPM 21%)으로 매출액은 시장 기대치를 12% 상회하였으나, 영업이익은 -12% 하회하였다.

3분기에 반영된 가동율은 1공장 65%, 2공장 100%, 3공장 20%로 2분기 반영된 가동율(1공장 100%, 2공장 100%, 3공장 20%) 대비 **1공장 가동율 하락** 요인이 있었다. 또한, **4공장 관련 증설 인력 총원과 지급수수료 증가**로 판관비가 3분기 302억원(YoY +20%) 증가하였다.

삼성바이오에피스는 아바스틴 바이오시밀러 SB8의 유럽 승인으로 마일스톤 유입되며 매출액 2,360억원 순이익 600억원 이상을 기록한 것으로 보인다.

>>> 4분기 가동율 개선, 내년 공장유지보수 영향 미미

4분기 실적에 반영되는 가동율이 1공장 70%, 2공장 100%, 3공장 25%로 4분기 매출액은 2,761억원(YoY -12%), 영업이익 628억원(YoY -41%, OPM +23%)이 전망된다. 지난해 4분기에 높은 가격의 제품이 쏠리면서 역기저효과가 있을 것으로 예상되나, **가동율이 전분기보다 증가하여 이익은 전분기 대비 개선될** 것으로 보인다.

올해말 예정인 1공장의 유지보수가 내년 1분기 실적에 영향을 미칠 것으로 예상되나, 수익성에 중요한 2공장의 유지보수는 압력용기 관련 개정안에 따라 변동될 수 있다. 다음 **1공장과 3공장의 유지보수가 '24년에 진행될** 수 있어 안정적인 실적 성장이 전망된다.

>>> 투자의견 BUY 상향, 목표주가 90만원 하향

'21년 공장별 가동율 아직 공개되지 않아 향후 실적 변동 가능성있고, 4공장 증설이 시작되며 인력 총원 등 비용 상승 요인이 있으나, 내년 **3공장의 가동율 상승하며 수익성 레버리지 확대**가 전망된다.

단기 모멘텀으로는 CMO 수주 계약 파트너사인 **GSK/VIR의 코로나 항체가 3상 증으로 이르면 연말 혹은 내년초 데이터 발표**가 예상된다. 지속적인 성장과 가동율 상승에 따른 이익개선이 예상된다는 점이 긍정적이다. 중장기 실적 소폭 조정하여 목표주가 90만원 제시하고, 동사에 대한 투자의견 BUY로 상향한다.

실적 세부 내역

(단위, 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20P	QoQ	YoY	키움증권 추정치	차이 (실제/추정)	컨센서스	차이 (컨센/추정)
매출액	207.2	307.7	274.6	-11%	49%	252.5	9%	245.0	12%
영업이익	62.6	81.1	56.5	-30%	139%	64.7	-13%	64.4	-12%
영업이익률	30%	26%	21%			25.6%		26.3%	
세전이익	65.2	77.9	52.2	-33%	18%	65.9	-21%		
세전이익률	31%	25%	19%						

자료: 키움증권 리서치센터

실적 추정 내역

(십억원)

구분	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2020E
매출액	125.4	78.1	184.8	313.3	701.6	207.2	307.7	274.6	276.1	1,065.6
YOY	-4%	-38%	83%	76%	31%	65%	294%	49%	-12%	52%
매출 원가	125.8	66.6	136.0	181.2	509.6	120.1	201.6	187.9	183.2	692.8
원가율	100%	85%	74%	58%	73%	58%	66%	68%	66%	65%
매출총이익	(0.4)	11.5	48.8	132.1	192.0	87.1	106.0	86.7	92.9	372.7
판매관리비	23.0	26.9	25.2	25.1	100.3	24.5	24.9	30.2	30.1	109.7
판매관리비율	18%	35%	14%	8%	14%	12%	8%	11%	11%	10%
영업이익	(23.4)	(15.4)	23.6	107.0	91.7	62.6	81.1	56.5	62.8	263.0
YOY	-334%	-165%	126%	830%	65%	흑전	흑전	139%	-41%	187%
OPM	-19%	-20%	13%	34%	13%	30%	26%	21%	23%	25%

자료: 키움증권 리서치센터

목표주가 산정 내역

(단위, 억원, 천 주)

구분	가치 산정	비고
① 영업가치	521,982	
② 비영업가치		
삼성바이오에피스	71,209	50% 지분율 50% 적용
③ 순차입금	-1,282	
④ 유통 주식 수	66,165	
⑤ 기업가치(=①+②-③)	594,472	
⑥ 목표주가(=⑤/④)	900,000	

자료: 키움증권 리서치센터

영업가치 변경 전

	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

영업가치 변경 후

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	....	2031E
EBIT	263.0	375.6	494.2	714.2	976.9	1,095.9	1,238.0	1,472.8		1,694.0
YoY	187%	43%	32%	45%	37%	12%	13%	19%		1%
Tax	66.7	102.5	135.1	194.4	312.0	348.4	393.3	458.2		521.8
NOPLAT	196.3	273.1	359.1	519.8	664.9	747.5	844.7	1,014.6		1,172.2
+ 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	186.7	(165.4)	14.8	72.7	351.3	125.4	116.9	117.3		8.5
FCF	58.0	10.8	(44.9)	118.0	567.5	928.1	994.0	1,138.9	....	1,302.1
NPV	5,437									
PV of Terminal Value	46,762									
합산가치	52,198									

주: WACC 6.6%(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

매출 전망

(단위 십억원)

구분	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	.....	2031E
1공장 실 생산 배치	배치 수	43	68	67	70	70	70	70
	배치 가격	3.3	4.1	3.9	4.2	4.4	4.5	5.0
	가동율(%)	57%	97%	95%	100%	100%	100%	100%
	매출액	143	280	262	291	311	317	353
2공장 배치 수	배치 수	119	140	140	140	140	140	140
	배치 가격	3.8	4.2	4.3	4.5	4.6	4.7	5.2
	가동율(%)	75%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
	매출액	447	595	598	629	647	660	729
3공장 배치 수	배치 수	32	46	77	98	126	140	140
	배치 가격	3.5	4.1	4.8	5.0	5.2	5.3	5.8
	가동율(%)	16%	33%	55%	70%	90%	100%	100%
	매출액	112	191	367	491	649	736	813
4공장 배치 수	배치 수					10	40	200
	배치 가격					5.1	5.2	5.7
	가동율(%)					5%	20%	100%
	매출액					51	208	1,150
CRO/CDO 매출액			50	75	135	203		485
YoY				50%	80%	50%		5%
Total 매출액	701.6	1,066	1,278	1,486	1,793	2,124	.....	3,529
YOY(%)	30.9%	52%	20%	16%	21%	18%		1%

자료: 키움증권 리서치센터

삼성바이오 에피스 파이프라인 현황

	바이오시밀러					신약			
	자가면역질환		항암제			안질환	혈액질환	소화기질환	
프로젝트	SB4	SB2	SB5	SB3	SB8	SB11	SB15	SB12	SB26
대상물질	Etanercept	Infliximab	Adalimumab	Trastuzumab	Bevacizumab	Ranibizumab	Afibcept	Eculizumab	Ulinastatin-Fc
Reference Drug (2019 매출)									-
	\$7.2bn	\$5.0bn	\$19.7bn	\$6.1bn	\$7.1bn	\$3.9bn	\$7.5bn	\$3.9bn	-
	출시 완료					허가신청	임상3상	임상3상	임상1상

자료: 삼성바이오로직스, 키움증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 10월 21일 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

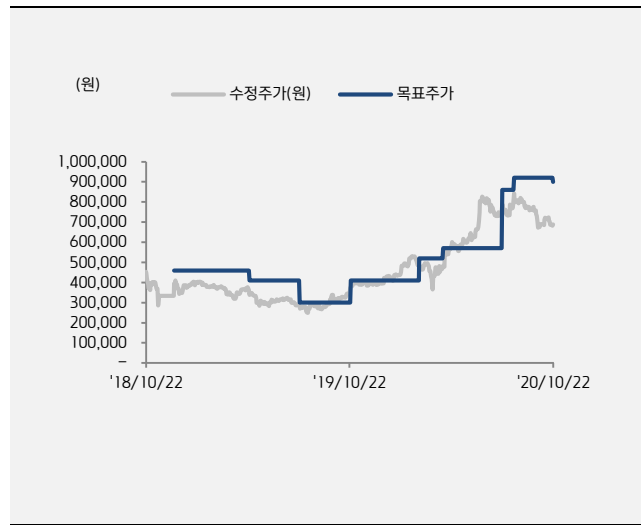
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.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

투자이견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자이견	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	-18.73	-8.37
	2020-10-22	Buy (Upgrade)	900,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자이견 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 (2019/10/01~2020/09/30)

매수	중립	매도
98.14%	1.86%	0.00%