

# 삼성바이오로직스 (207940)

## 제약/바이오



서미화

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

RA 이혜인

02 3770 5580  
hyein.lee@yuantakorea.com

투자의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>1,080,000원 (M)</b>
현재주가 (10/21)	<b>688,000원</b>
상승여력	<b>57%</b>

시가총액	455,215억원
총발행주식수	66,165,000주
60일 평균 거래대금	1,212억원
60일 평균 거래량	156,664주
52주 고	843,000원
52주 저	339,500원
외인지분율	10.15%
주요주주	삼성물산 외 4 인 75.08%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(7.0)	(8.3)	102.7
상대	(6.3)	(13.8)	76.5
절대(달러환산)	(5.5)	(3.6)	108.4

### Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	3Q20P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	2,746	48.6	-10.8	2,450	12.1
영업이익	565	139.3	-30.4	644	-12.2
세전계속사업이익	737	66.4	-5.5	778	-5.3
지배순이익	561	27.0	-6.1	596	-5.9
영업이익률 (%)	20.6	+7.8 %pt	-5.8 %pt	26.3	-5.7 %pt
지배순이익률 (%)	20.4	-3.5 %pt	+1.0 %pt	24.3	-3.9 %pt

자료: 유안타증권

## 3Q20 Review: 실적 안정화

### 매출액 2,746억원(YoY +48.6%), 영업이익 565억원(YoY +139.3%)

3분기 매출액 2,746억원(YoY +48.6%), 영업이익 565억원(YoY +139.3%)을 기록하였다. 매출액은 컨센서스(2,450억원) 대비 12.1% 상회하였으나, 영업이익은 컨센서스(644억원) 대비 12.2% 하회하였다. 연간 생산계획에 따른 2분기 공장 가동률 감소(1공장 60%중반, 2공장 100%, 3공장 20%)로 전분기 대비 판매량이 소폭 줄었다(QoQ -10.8%). 영업이익은 인력 충원에 따른 비용 및 지급수수료 등 판매비 증가로 전분기 대비 30.3% 감소하였다. 그럼에도 불구하고 영업이익률은 20.6% 수준으로 견조한 수준을 유지하였다. 당기순이익은 삼성바이오에피스 지분법이익 215억원 반영으로 561억원을 기록하였는데, 에피스의 재고미실현손익 감소와 아바스틴 바이오시밀러(SB8) 유럽승인으로 인한 마일스톤 수령으로 전년동기 및 전분기 대비 개선되었다. 아바스틴 바이오시밀러(SB8)는 8월 유럽연합 집행위원회(EC)의 판매 허가를 획득하였으며, 루센티스 바이오시밀러(SB11)는 10월 유럽의약품청(EMA) 판매 허가 심사가 개시되었다. 3분기 신규 수주는 CDO 3건(아시아 1건, 국내 2건), CRO 1건(국내)이 있었으며 CMO는 기존 계약의 물량 증가에 따른 수정 계약 4건이 공시되었다.

### 투자 의견 BUY, 목표주가 108만원 유지

투자 의견 BUY, 목표주가 108만원 유지하였다. 4분기 매출에 반영될 3Q20 공장가동률은 1공장 70%, 2공장 100%, 3공장 20% 중반이다. 실적이 안정화되고 있다. 1) 1, 2공장의 가동률이 안정화되었고, 3공장 가동률은 연간 30%까지 달성 가능할 것으로 보인다. 2) 실적변동성이 크게 나타났던 요인 중 하나였던 공장의 정기유지보수 주기가 길어질 것으로 예상되어 실적은 보다 더 안정화 될 수 있을 것으로 판단된다. 1공장 정기유지 보수는 12월 예정되어있다. 추후 공장별 정기유지보수 주기가 길어질 수 있으며, 그렇게 되면 22년 2공장, 24년 1, 3공장의 정기유지보수가 예상된다. **공장별 유지 보수 시기가 길어지면 실적 변동성이 줄어들 것으로** 전망된다. 8월 11일 확정된 4공장 추가 증설에 따라 4공장 매출 전망치를 반영하였다.

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

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	5,358	7,016	9,967	10,497
영업이익	557	917	2,333	2,442
지배순이익	2,241	2,029	1,946	2,017
PER	126.3	111.7	233.9	225.7
PBR	6.8	5.2	15.5	15.1
EV/EBITDA	190.6	100.7	121.1	119.6
ROE	5.5	4.8	5.3	6.8

자료: 유안타증권

[표 1] 삼성바이오로직스 실적 현황

(단위: 억원)

	3Q20P	QoQ	2Q20	YoY	3Q19
매출액	2,746	-10.8%	3,077	48.6%	1,848
영업이익	565	-30.4%	811	139.3%	236
세전이익	737	-5.5%	779	66.6%	443
당기순이익	561	-6.1%	597	27.0%	441

자료: 삼성바이오로직스, 유안타증권 리서치센터

[표 2] 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 3] 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	EC 허가
SB11	루센티스	Ranibizumab	Roche	안질환	유럽 허가 신청
SB15	아일리아	Aflibercept	Regeneron	안질환	임상 3상
SB12	솔리리스	Eculizumab	Alexion	혈액질환	임상 3상

자료: 삼성바이오로직스, 유안타증권 리서치센터

[표 4] 삼성바이오로직스 매출액 추정

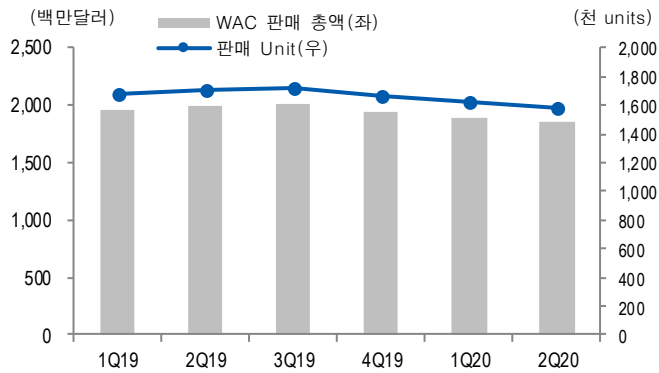
(단위: 억원, %, 배치)

		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20F	2019	2020F	2021F	2022F
총 매출액		1,254	781	1,848	3,133	2,072	3,077	2,746	2,072	7,016	9,967	10,497	12,715
YoY		-4.3%	-37.7%	82.9%	75.8%	65.3%	294.1%	48.6%	-33.9%	30.9%	42.1%	5.3%	21.1%
1공장	가동률	30	88	55	80	100	65	100	80	63	79	100	95
	실효생산실적(추정치)	6	17	10	15	18	11	18	14	47	55	70	67
	공칭생산능력(배치)	19	19	19	19	18	18	18	18	75	74	73	71
2공장	가동률	50	55	70	80	100	100	100	100	64	100	95	100
	실효생산실적(추정치)	20	22	28	32	35	35	35	35	102	140	133	140
	공칭생산능력(배치)	40	40	40	40	35	35	35	35	160	140	140	140
3공장	가동률	18	18	18	20	20	20	25	30	19	24	60	95
	실효생산실적(추정치)	9	9	9	10	7	7	9	11	37	33	84	133
	공칭생산능력(배치)	50	50	50	50	35	35	35	35	200	140	140	140
영업이익		(234)	(154)	236	1,070	626	811	565	332	917	2,333	2,442	3,306
YoY		적전	적전	125.6%	830.1%	흑전	흑전	139.3%	-69.0%	64.8%	154.4%	4.7%	35.4%
영업이익률		-18.7%	-19.8%	12.8%	34.1%	30.2%	26.4%	20.6%	16.0%	13.1%	23.4%	23.3%	26.0%

주: 가동률, 배치당 가격, 생산배치(추정치)

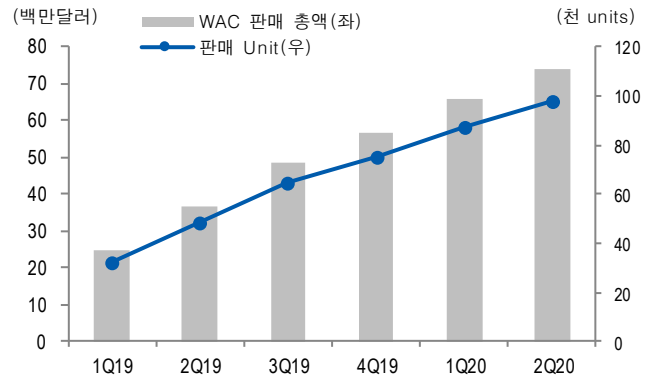
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 레미케이드 미국 처방 데이터



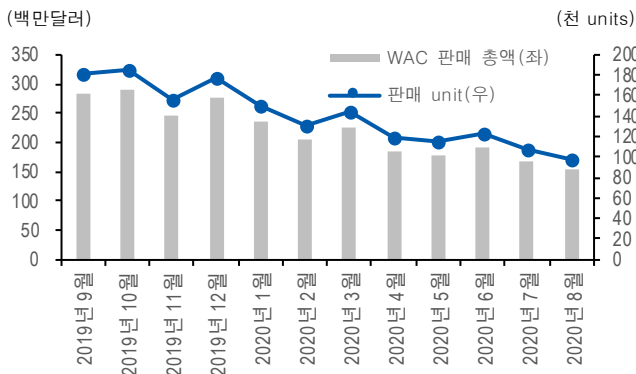
자료: 블룸버그, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 렌플렉시스 미국 처방 데이터



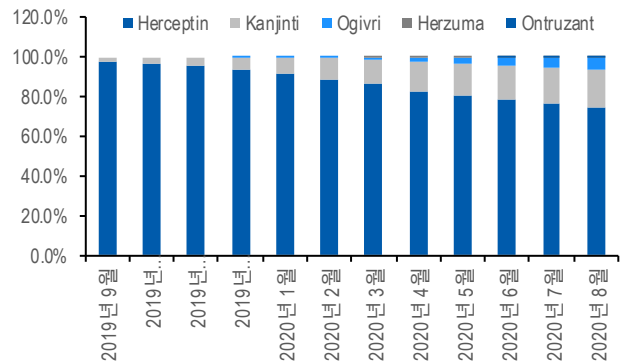
자료: 블룸버그, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 허셉틴 미국 처방 데이터



자료: 블룸버그, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 허셉틴 및 허셉틴 바이오시밀러 처방 비중(Volume)



자료: 블룸버그, 유안타증권 리서치센터

[표 5] 삼성바이오로직스 단일판매·공급계약 체결 공시

(단위: 십억원)

체결계약명	계약상대	계약금(십억원)	계약(수주)일자	비고
위탁생산계약	Checkpoint Therapeutics, Inc.	22.9	2020-10-06	해당 계약은 2017년 11월 8일에 최초 공시된 '단일판매 공급계약 체결'에 대한 추가 생산 계약 체결건임
위탁생산계약	AstraZeneca UK Ltd.	18.6	2020-09-21	해당 계약은 2020년 9월 22일에 공시된 '단일판매 공급계약 체결'에 대한 완제 의약품 위탁생산 계약임
위탁생산계약	미국 소재 제약사	22.5	2018-12-18	2018년 12월 18일에 'Master Development Services Agreement'를 체결
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	283.9	2020-04-21	본계약 체결(2020-05-21)
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	고객사 제품의 개발 성공 시 확정 최소보장 계약금액은 2027년 2,800억원 까지 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 고객사 생산 제품권리 이전에 따른 계약상대 및 금액 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, 인터증권 리서치센터

삼성바이오로직스 (207940) 추정재무제표 (K-IFRS 별도)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	5,358	7,016	9,967	10,497	12,715
매출원가	3,906	5,096	6,547	6,844	8,010
매출총이익	1,452	1,920	3,420	3,653	4,705
판매비	895	1,003	1,086	1,210	1,399
영업이익	557	917	2,333	2,442	3,306
EBITDA	1,471	2,246	3,729	3,770	4,635
영업외손익	2,473	637	193	153	258
외환관련손익	10	-44	40	11	11
이자손익	-62	-84	-16	33	121
관계기업관련손익	-1,293	729	229	105	122
기타	3,818	35	-61	4	4
법인세비용차감전순손익	3,030	1,554	2,527	2,595	3,564
법인세비용	789	-475	580	578	794
계속사업순손익	2,241	2,029	1,946	2,017	2,770
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,241	2,029	1,946	2,017	2,770
지배지분순이익	2,241	2,029	1,946	2,017	2,770
포괄순이익	2,211	1,990	1,941	2,012	2,765
지배지분포괄이익	2,211	1,990	1,941	2,012	2,765

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	5,258	2,673	3,603
당기순이익	2,241	2,029	1,946	2,017	2,770
감가상각비	855	1,266	1,340	1,284	1,297
외환손익	32	73	17	-11	-11
중속, 관계기업관련손익	1,293	-729	-229	-105	-122
자산부채의 증감	-1,896	-1,879	1,736	-745	-551
기타현금흐름	-2,856	-658	447	233	221
투자활동 현금흐름	-6,314	3,396	-5,253	-4,519	-4,519
투자자산	2,031	3,119	-119	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-2,786	-1,717	-1,154	0	0
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-5,558	1,994	-3,980	-4,519	-4,519
재무활동 현금흐름	3,239	-2,398	-87	-335	-335
단기차입금	500	600	-300	0	0
사채 및 장기차입금	2,739	-2,966	248	-300	-300
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	-32	-35	-35	-35
연결범위변동 등 기타	0	-25	1,786	2,544	3,644
현금의 증감	-3,405	1,075	1,704	363	2,394
기초 현금	3,581	176	1,251	2,955	3,318
기말 현금	176	1,251	2,955	3,318	5,712
NOPLAT	557	1,198	2,333	2,442	3,306
FCF	-3,356	-1,070	3,775	2,481	3,347

자료: 유안타증권

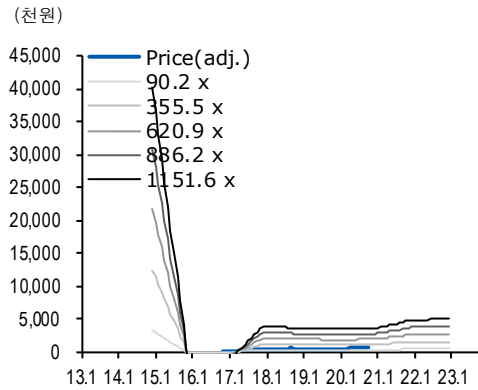
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	15,777	13,563	15,738	17,633	21,487
현금및현금성자산	176	1,251	2,955	3,318	5,712
매출채권 및 기타채권	1,217	1,871	1,378	1,829	2,202
재고자산	3,024	4,525	4,064	5,145	6,232
비유동자산	44,027	45,554	23,520	22,297	21,090
유형자산	17,177	17,028	16,880	15,596	14,299
관계기업등 지분관련자산	25,618	26,527	5,519	5,624	5,746
기타투자자산	242	95	112	112	112
자산총계	59,804	59,116	39,259	39,931	42,578
유동부채	7,105	6,905	7,948	8,003	8,180
매입채무 및 기타채무	1,728	1,045	1,018	1,073	1,250
단기차입금	900	1,500	1,200	1,200	1,200
유동성장기부채	2,966	2,517	3,785	3,785	3,785
비유동부채	11,144	8,667	1,992	1,692	1,392
장기차입금	2,965	464	960	660	360
사채	1,896	1,898	399	399	399
부채총계	18,249	15,572	9,940	9,695	9,572
지배지분	41,555	43,545	29,318	30,236	33,006
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	2,867	3,789	6,559
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	41,555	43,545	29,318	30,236	33,006
순차입금	-2,557	-395	-3,740	-4,403	-7,096
총차입금	8,729	6,505	6,467	6,167	5,867

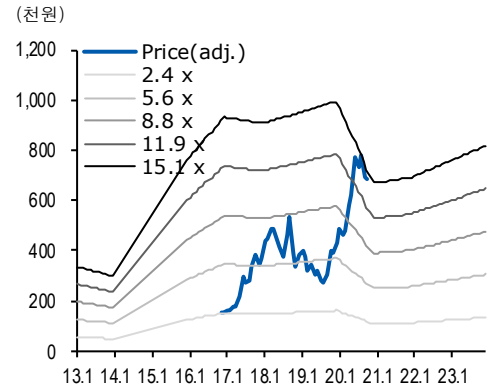
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	3,387	3,067	2,942	3,049	4,186
BPS	62,805	65,812	44,311	45,697	49,884
EBITDAPS	2,224	3,395	5,635	5,698	7,005
SPS	8,098	10,604	15,064	15,865	19,217
DPS	0	0	0	0	0
PER	126.3	111.7	233.9	225.7	164.3
PBR	6.8	5.2	15.5	15.1	13.8
EV/EBITDA	190.6	100.7	121.1	119.6	96.7
PSR	52.8	32.3	45.7	43.4	35.8

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	15.3	30.9	42.1	5.3	21.1
영업이익 증가율 (%)	-15.6	64.8	154.4	4.7	35.4
지배순이익 증가율 (%)	흑전	-9.5	-4.1	3.6	37.3
매출총이익률 (%)	27.1	27.4	34.3	34.8	37.0
영업이익률 (%)	10.4	13.1	23.4	23.3	26.0
지배순이익률 (%)	41.8	28.9	19.5	19.2	21.8
EBITDA 마진 (%)	27.5	32.0	37.4	35.9	36.5
ROIC	2.4	6.1	8.9	9.6	13.0
ROA	3.4	3.4	4.0	5.1	6.7
ROE	5.5	4.8	5.3	6.8	8.8
부채비율 (%)	43.9	35.8	33.9	32.1	29.0
순차입금/자기자본 (%)	-6.2	-0.9	-12.8	-14.6	-21.5
영업이익/금융비용 (배)	3.5	3.6	13.8	14.9	21.2

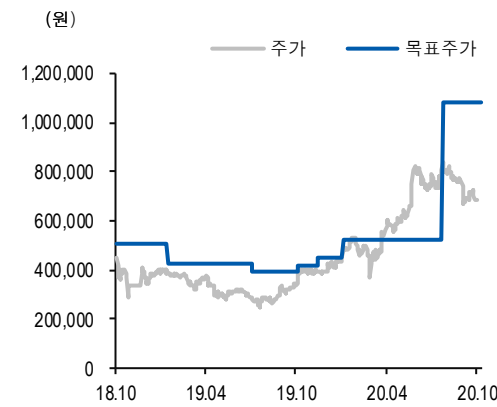
P/E band chart



P/B band chart



삼삼바이오로직스 (207940) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-10-22	BUY	1,080,000	1년		
2020-08-12	BUY	1,080,000	1년		
2020-01-23	BUY	520,000	1년	17.01	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)	0.6
Buy(매수)	88.5
Hold(중립)	10.9
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-10-19

※ 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.