

삼성바이오로직스 (207940)

제약/바이오



서미화

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

RA 이혜인

02 3770 5580
hyein.lee@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	1,080,000원 (M)
현재주가 (1/26)	802,000원
상승여력	35%

시가총액	530,643억원
총발행주식수	66,165,000주
60일 평균 거래대금	1,409억원
60일 평균 거래량	175,667주
52주 고	880,000원
52주 저	366,000원
외인지분율	10.24%
주요주주	삼성물산 외 4인 75.08%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	1.0	27.3	66.0
상대	(9.7)	(5.0)	18.8
절대(달러환산)	0.7	29.7	75.4

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	4Q20P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	3,753	19.8	36.7	2,585	45.2
영업이익	926	-13.4	63.1	524	76.7
세전계속사업이익	767	-54.2	46.2	1,270	-39.6
지배순이익	962	-54.3	140.4	848	13.4
영업이익률 (%)	24.7	-9.4 %pt	+4.0 %pt	20.3	+4.4 %pt
지배순이익률 (%)	25.6	-41.6 %pt	+11.0 %pt	32.8	-7.2 %pt

자료: 유안타증권

4Q20 Review: 3공장 가동률 상승 중

매출액 3,753억원(YoY +19.8%), 영업이익 926억원(YoY -13.4%)

4분기 매출액 3,753억원(YoY +19.8%), 영업이익 926억원(YoY -13.4%)을 기록하였다. 매출액은 컨센서스(2,585억원) 대비 45.2%, 영업이익은 컨센서스(524억원) 대비 76.7% 상회하는 호실적이었다. 4분기 생산분의 매출 일부가 빠른 시기에 인식되면서 매출액이 증가하였는데 이는 일회성 요인으로 판단된다. 4분기 매출에 반영된 3분기 공장 가동률은 1공장 70%, 2공장 full, 3공장 20%중반 수준이었다. 21년 1분기에 반영되는 4분기 공장가동률은 1공장 60%, 2공장 full, 3공장 50%이다. 21년 3공장의 가동률을 60% 수준으로 가정하였으나 지난 4분기(50%)부터 빠르게 올라오며 21년 기준 거의 full 가동이 가능해진 상황이다. 영업이익도 매출 증가에 따른 영업레버리지 효과로 컨센서스를 크게 상회하였다. 영업이익률도 24.7%로 크게 개선되었다. 삼성바이오에피스 실적은 양호하나 재고미실현 손실 반영으로 지분법손실 89억원이 반영되었다. 당기순이익은 지분법손실 반영에도 이연법인세 영향으로 401억원 증가한 962억원을 기록하였다. 루센티스 바이오시밀러(SB11)는 유럽 EMA(20년 11월) 및 미국 FDA(20년 12월) 판매허가 심사에 들어갔다. 프롤리아 바이오시밀러(SB16)은 글로벌 임상 3상에 착수(20년 12월)하였다.

투자 의견 BUY, 목표주가 108만원 유지

투자 의견 BUY, 목표주가 108만원 유지하였다. 1Q21 매출에 반영될 4Q20 공장가동률은 1공장 60%, 2공장 full, 3공장 50%이다. 3공장의 가동률이 빠르게 올라온 부분이 가장 긍정적이다. 여기에 공장 정기 유지보수 주기까지 증가(1공장은 정기 유지 보수 중, 2공장 22년, 3공장 24년 예상)하여 실적의 변동성은 낮아질 것으로 보인다. 21년 매출액 19.9% 성장, 영업이익 19.3%성장을 추정하였다. 생각보다 빠르게 올라온 3공장 가동률이 매출액 및 영업이익 성장에 크게 기여할 것으로 보인다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 별도)

	결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액		5,358	7,016	11,648	13,965
영업이익		557	917	2,931	3,497
지배순이익		2,241	2,029	2,461	3,189
PER		126.3	111.7	222.1	166.4
PBR		6.8	5.2	18.3	16.9
EV/EBITDA		190.6	100.7	125.0	109.6
ROE		5.5	4.8	6.7	10.4

자료: 유안타증권

[표 1] 삼성바이오로직스 실적 현황

(단위: 억원)

	4Q20P	QoQ	3Q20	YoY	4Q19
매출액	3,753	36.7%	2,746	19.8%	3,133
영업이익	926	63.8%	565	-13.4%	1,070
세전이익	767	4.0%	737	-54.2%	1,675
당기순이익	962	71.6%	561	-54.3%	2,106

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	출시
SB11	루센티스	Ranibizumab	Roche	안질환	FDA 심사 착수
SB15	아일리아	Aflibercept	Regeneron	안질환	임상 3상
SB12	솔리리스	Eculizumab	Alexion	혈액질환	임상 3상

자료: 삼성바이오로직스, 유안타증권 리서치센터

[표 4] 삼성바이오로직스 매출액 추정

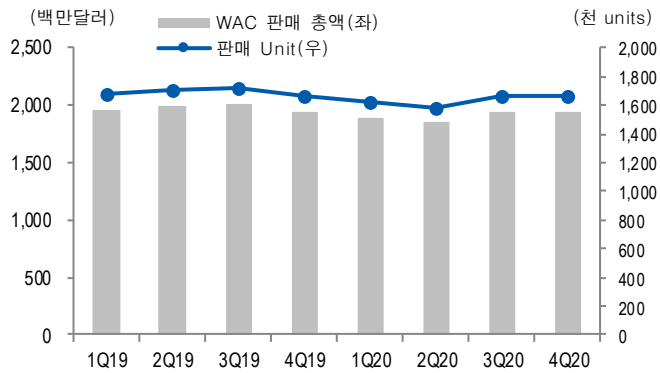
(단위: 억원, %, 배치)

		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	2019	2020P	2021F	2022F
총 매출액		1,254	781	1,848	3,133	2,072	3,077	2,746	3,753	7,016	11,648	13,965	15,424
YoY		-4.3%	-37.7%	82.9%	75.8%	65.3%	294.1%	48.6%	19.8%	30.9%	66.0%	19.9%	10.4%
1공장	가동률30	88	55	80	100	65	100	80 80	63	74	99	93	93
	실효생산실적(추정)	17	10	15	18	11	18	14 14	47	52	69	65	65
	공칭생산능력(배치)19	19	19	19	18	18	18	18 18	75	74	73	71	71
2공장	가동률50	55	70	80	100	100	100	100 100	64	100	93	98	98
	실효생산실적(추정)	22	28	32	35	35	35	35 35	102	140	130	137	137
	공칭생산능력(배치)40	40	40	40	35	35	35	35 35	160	140	140	140	140
3공장	가동률18	18	18	20	20	20	25	50 50	19	29	89	92	92
	실효생산실적(추정)	9	9	10	7	7	9	18 18	37	40	124	129	129
	공칭생산능력(배치)50	50	50	50	35	35	35	35 35	200	140	140	140	140
영업이익		(234)	(154)	236	1,070	626	811	568	926	917	2,931	3,497	4,010
YoY		적전	적전	125.6%	830.1%	흑전	흑전	140.5%	-13.4%	64.8%	219.4%	19.3%	14.7%
영업이익률		-18.7%	-19.8%	12.8%	34.1%	30.2%	26.4%	20.7%	24.7%	13.1%	25.2%	25.0%	26.0%

주: 가동률, 배치당 가격, 생산배치(추정치)

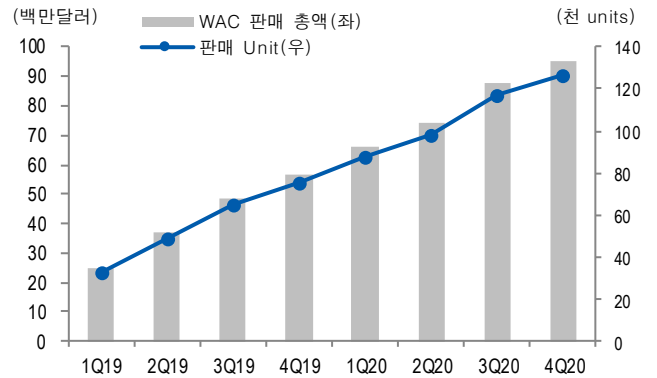
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 레미케이드 미국 처방 데이터



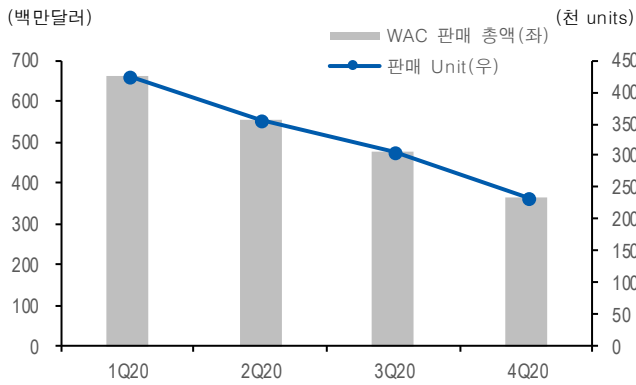
자료: 블룸버그, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 렌플렉시스 미국 처방 데이터



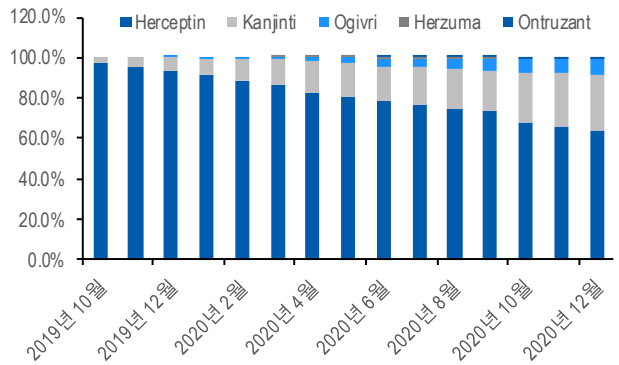
자료: 블룸버그, 유안타증권 리서치센터

[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	F.Hoffmann-La Roche Ltd	39.1	2021-01-15	2020년 6월 8일에 공시된 '투자판단 관련 주요경영사항'에 대한 원제 의약품 위탁생산 본계약 체결건임
위탁생산계약	FibroGen, Inc.	57.9	2020-11-09	해당 계약은 2020년 9월 18일에 체결된 기술이전 계약에 대한 본계약 체결 건임
위탁생산계약	미국 소재 제약사	18.3	2020-11-03	해당 계약은 2020년 3월 31일에 체결된 '바이오의약품 생산 의향서'에 대한 본계약 체결 건임
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 원제 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	11,648	13,965	15,424
매출원가	3,906	5,096	7,485	8,893	9,717
매출총이익	1,452	1,920	4,163	5,072	5,707
판매비	895	1,003	1,232	1,575	1,697
영업이익	557	917	2,931	3,497	4,010
EBITDA	1,471	2,246	4,349	4,796	5,321
영업외손익	2,473	637	-208	-122	54
외환관련손익	10	-44	-38	-180	-180
이자손익	-62	-84	-3	112	271
관계기업관련손익	-1,293	729	-89	105	122
기타	3,818	35	-77	-159	-159
법인세비용차감전순손익	3,030	1,554	2,723	3,375	4,065
법인세비용	789	-475	262	186	224
계속사업순손익	2,241	2,029	2,461	3,189	3,841
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,241	2,029	2,461	3,189	3,841
지배지분순이익	2,241	2,029	2,461	3,189	3,841
포괄순이익	2,211	1,990	2,454	3,181	3,833
지배지분포괄이익	2,211	1,990	2,454	3,181	3,833

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	3,139	4,354	5,061
당기순이익	2,241	2,029	2,461	3,189	3,841
감가상각비	855	1,266	1,359	1,250	1,275
외환손익	32	73	51	180	180
중속, 관계기업관련손익	1,293	-729	89	-105	-122
자산부채의 증감	-1,896	-1,879	-1,183	-293	-232
기타현금흐름	-2,856	-658	362	132	119
투자활동 현금흐름	-6,314	3,396	-5,589	-4,906	-4,906
투자자산	2,031	3,119	-119	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-2,786	-1,717	-1,050	0	0
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-5,558	1,994	-4,420	-4,906	-4,906
재무활동 현금흐름	3,239	-2,398	1,782	-1,055	-1,055
단기차입금	500	600	-300	0	0
사채 및 장기차입금	2,739	-2,966	2,134	-1,000	-1,000
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	-32	-51	-55	-55
연결범위변동 등 기타	0	-25	2,087	2,658	4,334
현금의 증감	-3,405	1,075	1,420	1,050	3,433
기초 현금	3,581	176	1,251	2,671	3,721
기말 현금	176	1,251	2,671	3,721	7,155
NOPLAT	557	1,198	2,931	3,497	4,010
FCF	-3,356	-1,070	1,834	4,311	4,868

자료: 유안타증권

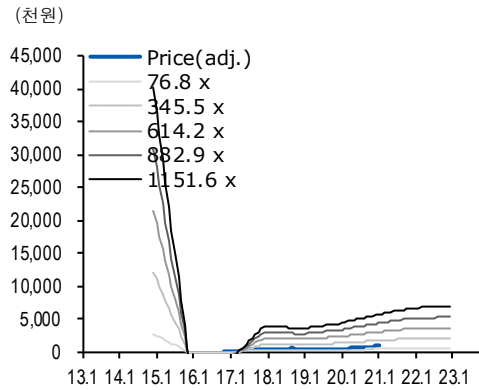
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	15,777	13,563	18,604	20,365	24,643
현금및현금성자산	176	1,251	2,671	3,721	7,155
매출채권 및 기타채권	1,217	1,871	1,741	1,540	1,701
재고자산	3,024	4,525	5,630	6,542	7,225
비유동자산	44,027	45,554	23,261	22,067	20,877
유형자산	17,177	17,028	16,751	15,501	14,225
관계기업등 지분관련자산	25,618	26,527	5,201	5,306	5,428
기타투자자산	242	95	192	192	192
자산총계	59,804	59,116	41,865	42,432	45,520
유동부채	7,105	6,905	5,995	6,049	6,296
매입채무 및 기타채무	1,728	1,045	815	868	1,116
단기차입금	900	1,500	1,200	1,200	1,200
유동성장기부채	2,966	2,517	1,668	1,668	1,668
비유동부채	11,144	8,667	6,038	5,038	4,038
장기차입금	2,965	464	4,949	3,949	2,949
사채	1,896	1,898	399	399	399
부채총계	18,249	15,572	12,034	11,087	10,335
지배지분	41,555	43,545	29,832	31,345	35,185
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	3,381	4,903	8,743
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	41,555	43,545	29,832	31,345	35,185
순차입금	-2,557	-395	-2,799	-4,849	-9,282
총차입금	8,729	6,505	8,347	7,347	6,347

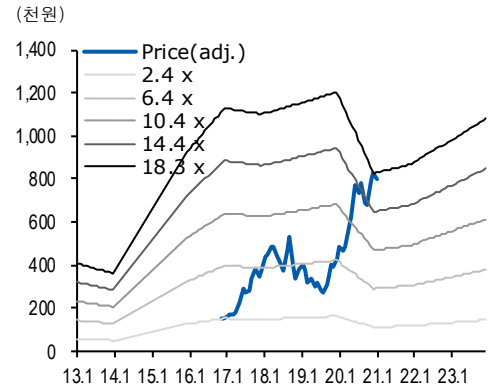
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	3,387	3,067	3,719	4,820	5,805
BPS	62,805	65,812	45,087	47,373	53,178
EBITDAPS	2,224	3,395	6,573	7,249	8,043
SPS	8,098	10,604	17,604	21,106	23,311
DPS	0	0	0	0	0
PER	126.3	111.7	222.1	166.4	138.2
PBR	6.8	5.2	18.3	16.9	15.1
EV/EBITDA	190.6	100.7	125.0	109.6	98.0
PSR	52.8	32.3	46.9	38.0	34.4

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	15.3	30.9	66.0	19.9	10.4
영업이익 증가율 (%)	-15.6	64.8	219.4	19.3	14.7
지배순이익 증가율 (%)	흑전	-9.5	21.3	29.6	20.4
매출총이익률 (%)	27.1	27.4	35.7	36.3	37.0
영업이익률 (%)	10.4	13.1	25.2	25.0	26.0
지배순이익률 (%)	41.8	28.9	21.1	22.8	24.9
EBITDA 마진 (%)	27.5	32.0	37.3	34.3	34.5
ROIC	2.4	6.1	12.5	15.7	18.6
ROA	3.4	3.4	4.9	7.6	8.7
ROE	5.5	4.8	6.7	10.4	11.5
부채비율 (%)	43.9	35.8	40.3	35.4	29.4
순차입금/자기자본 (%)	-6.2	-0.9	-9.4	-15.5	-26.4
영업이익/금융비용 (배)	3.5	3.6	18.1	23.5	31.1

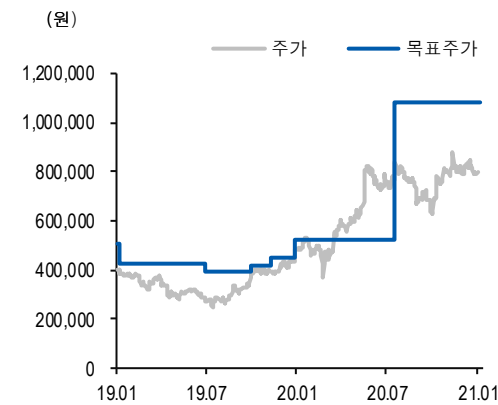
P/E band chart



P/B band chart



삼성바이오로직스 (207940) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-01-27	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)	1.2
Buy(매수)	93.0
Hold(중립)	5.8
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-01-24

※ 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.