2021. 4. 7

▲ 제약/바이오
Analyst 김지하
02. 6454-4868
jiha.kim@meritz.co.kr

삼성바이오로직스 207940

3 공장이 이끄는 실적 성장

- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 1,000,000원으로 유지
- ✓ 1Q21 Preview: 1공장 정기보수 영향으로 매출액 –12% QoQ 감소 전망
- ✓ '21E 연말 3개 공장 모두 Full 가동되어 본격적인 레버리지 효과 발생
- ✓ 4공장 RFP 수령 및 '23년초 부분 가동 → 4공장 수주 기대감 연말부터 반영
- ✓ 1Q21 실적 및 수주 기대감 바닥을 다지고 반등 가능 → 매수 추천

Buy

적정주가 (12 개월)	1,000,000 원
현재주가 (4.6)	754,000 원
상승여력	32.6%
KOSPI	3,127.08pt
시가총액	498,884억원
발행주식수	6,617만주
유동주식비율	24.75%
외국인비중	10.27%
52주 최고/최저가	880,000원/477,000원
평균거래대금	983.3억원
주요주주(%)	
삼성물산 외 4 인	75.08

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.9	5.9	58.1
상대주가	1.5	-19.9	-9.4

주가그래프

1Q21 Preview: 1공장 정기보수 영향으로 4Q20 대비 매출 소폭 감소

1Q21E 매출액은 3,314억원(+60.0%, 이하 YoY)으로 1공장 정기보수 영향과 3공장 생산분 조기 매출 인식 역기저 효과로 4Q20 매출액 3,753억원 대비 –11.7% QoQ 감소할 전망이다. 다만, 3공장 가동률이 가파르게 상승하고 있어 매출 감소 폭은 크지 않겠다. 3공장의 고정비 부담 완화로 1Q21E 영업이익은 904억원(+44.5%)을 기록하며 양호하겠다. 4Q20 때와 같은 큰 규모의 지급수수료(165억원) 비용이 주로 4분기에 발생했던 점을 고려한 것이다.

2021E Preview: 1공장부터 3공장까지 모두 Full 가동

올해 추가적인 정기보수 일정이 없고, 현재 50% 수준(4Q20 기준)인 3공장 가동률이 점차 올라와 연말에는 3개 공장 모두 Full 가동(80% 수준) 될 예정이다. 본격적인 3공장 레버리지 효과 발생으로 '21E 연간 매출액은 1조 4,927억원(+28.1%), 영업이익은 4,243억원(+44.9%) 기록할 전망이다. Buffer CAPA 이용 또는 생산 일정 조율을 통한 기존 수주 품목의 추가 생산 및 소규모 신규 수주도 기대해볼 수 있다.

투자의견 Buy, 적정주가 1,000,000원으로 유지

삼성바이오로직스에 대한 투자의견 Buy 및 적정주가 1,000,000원을 유지한다. 지난 1월 JPM 헬스케어 컨퍼런스에서 고객사들로부터 RFP(CMO 제안)를 수령했다고 언급한 것과 '23년 초 4공장 부분 가동이 가능하다는 것을 고려할 때, 4공장 수주에 대한 기대도 올해 연말부터 반영될 수 있다. **1Q21를 기점으로 실적도 수주 기대감도 바닥을 다지고 동사의 주가가 반등할 수 있다는 판단에서 매수 추천한다.**

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	701.6	91.7	202.9	3,067	-9.5	65,812	141.2	6.6	127.4	4.8	35.8
2020	1,164.8	292.8	241.0	3,642	18.8	69,505	226.8	11.9	125.1	5.4	39.7
2021E	1,492.7	424.3	343.1	5,185	42.4	74,690	145.4	10.1	86.8	7.2	44.2
2022E	1,664.1	507.6	418.6	6,326	22.0	81,015	119.2	9.3	72.0	8.1	50.9
2023E	2,093.1	640.1	549.9	8,311	31.4	89,327	90.7	8.4	59.7	9.8	49.3

표1 삼성바이오로직스 1Q20 Preview

(십억원)	1Q21E	1Q20	(% YoY)	4Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	331.4	207.2	60.0	375.3	(11.7)	307.8	7.7
영업이익	90.4	62.6	44.5	92.6	(2.3)	84.4	7.1
세전이익	90.9	47.8	90.3	76.7	18.5	93.0	(2.2)
지배순이익	69.1	36.7	88.6	96.2	(28.2)	72.0	(4.0)

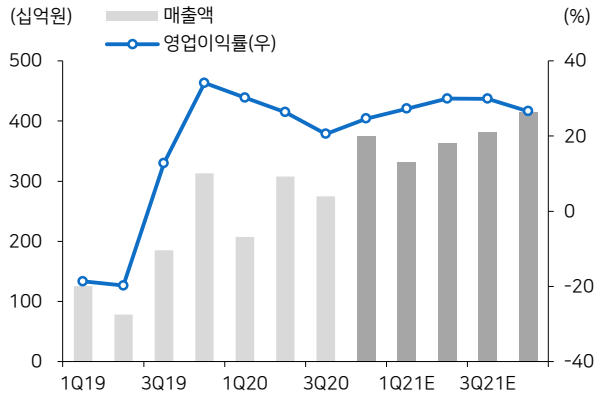
자료: 삼성바이오로직스, 메리츠증권 리서치센터

표2 삼성바이오로직스 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	**207.2**	**307.7**	**274.6**	**375.3**	**331.4**	**363.3**	**382.2**	**415.7**	**1,164.8**	**1,492.7**	**1,664.1**
(% YoY)	65.3	294.1	48.6	19.8	60.0	18.1	39.2	10.8	66.0	28.1	11.5
CMO	200.4	297.9	268.6	361.6	323.3	354.5	372.8	405.6	1,128.4	1,456.3	1,631.5
1공장	32.4	52.5	33.6	43.2	27.0	37.8	38.7	42.3	161.7	145.8	155.7
2공장	127.4	204.4	194.2	250.0	213.6	207.0	209.3	209.3	776.0	839.2	813.5
3공장	40.6	41.0	40.8	68.4	82.7	109.7	124.8	154.0	190.7	471.3	662.2
기타 서비스	6.9	9.9	6.1	13.7	8.1	8.9	9.3	10.1	36.4	36.4	32.6
영업이익	**62.6**	**81.1**	**56.5**	**92.6**	**90.4**	**108.9**	**114.4**	**110.6**	**292.8**	**424.3**	**507.6**
(% YoY)	흑전	흑전	139.5	-13.4	44.5	34.3	102.3	19.5	219.1	44.9	19.6
영업이익률	30.2	26.4	20.6	24.7	27.3	30.0	29.9	26.6	25.1	28.4	30.5
당기순이익	**36.7**	**52.0**	**56.1**	**96.2**	**69.1**	**84.8**	**101.3**	**87.8**	**241.0**	**343.1**	**418.6**
(% YoY)	흑전	흑전	132.8	-3.4	88.6	63.0	80.5	-8.7	18.8	42.4	22.0
순이익률	17.7	16.9	20.4	25.6	20.9	23.3	26.5	21.1	20.7	23.0	25.2

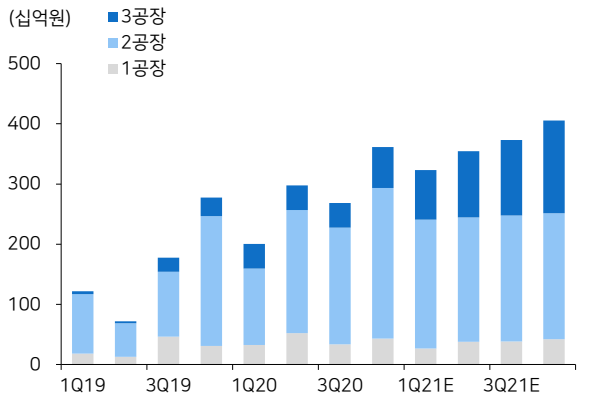
자료: 삼성바이오로직스, 메리츠증권 리서치센터

그림1 삼성바이오로직스 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 삼성바이오로직스, 메리츠증권 리서치센터

그림2 삼성바이오로직스 공장별 매출액 추이



자료: 삼성바이오로직스, 메리츠증권 리서치센터

표3 삼성바이오로직스 3공장 증설 및 수주 연혁

일정	내용
15.12.21	3공장 착공식
17.11.30	3공장 완공, 2020년 본격 생산 예정 발표
18.2.22	3공장 첫 수주 (미국 소재 제약사 1,660만달러 계약)
18.10.1	3공장 자체 검증 완료 및 첫 생산 돌입

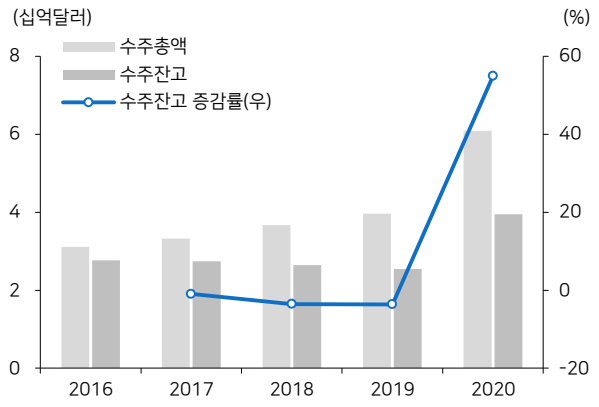
자료: 삼성바이오로직스, 메리츠증권 리서치센터

표1 삼성바이오로직스 생산 공장별 비교

구분	1공장	2공장	3공장	4공장
규모(L)	30,000 5천L×6기	154,000 1.5만L×10기, 1천L×4기	180,000 1.5만L×12기	**256,000** **2천L×8기, 1만L×6기, 1.5만L×12기**
공사기간(개월)	25	29	35	**36(예정)**
공사비용(억원)	3,500	7,000	8,500	**17,400**
현황	상업생산	상업생산	상업생산	**증설 중**
가동시작(년)	2012	2016	2018	**2023(예정)**

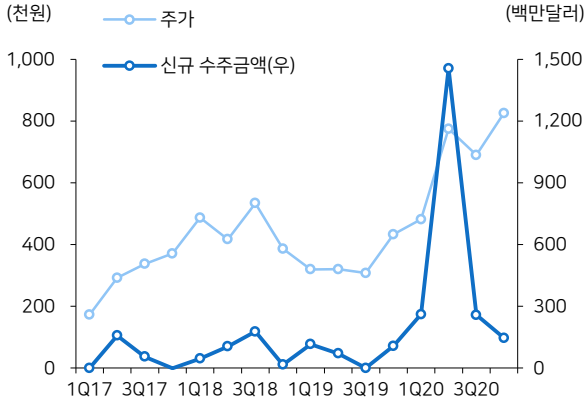
자료: 삼성바이오로직스, 메리츠증권 리서치센터

그림1 연간 수주총액 및 수주잔고 추이



자료: 삼성바이오로직스, 메리츠증권 리서치센터

그림2 분기별 신규 수주금액 및 주가 추이



자료: 삼성바이오로직스, QuantiWise 메리츠증권 리서치센터

표1 삼성바이오에피스 주요 파이프라인 현황

(십억달러)	바이오시밀러									신약
프로젝트	SB4	SB2	SB5	SB3	SB8	SB11	SB15	SB12	SB16	SB26
상품명	Benepali /Eticovo	Flixabi /Renflexis	Imraldi /Hadlima	Ontruzant	Avinsio					
대상물질	Etanercept	Infliximab	Adalimumab	Trastuzumab	Bevicizumab	Ranibizumab	Aflibercept	Eculizumab	Denosumab	Unlistatin -Fc
Reference drug	Enbrel	Remicade	Humira	Herceptin	Avastin	Lucentis	Eylea	Soliris	Prolia	-
19년 매출	7.2	5.0	19.7	6.1	7.1	3.9	7.5	3.9	2.7	
진행 상황	출시	출시	출시	출시	출시	허가 신청	임상 3상	임상 3상	임상 3상	임상 1상

자료: 삼성바이오로직스, 메리츠증권 리서치센터

표1 삼성바이오로직스 Valuation Table (변경 후)

(십억원, %)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Sales	701.6	1,164.8	1,492.7	1,664.1	2,093.1	2,431.8	2,891.0	3,060.6	3,207.9	3,350.8	3,448.8
1공장	108.3	161.7	145.8	155.7	178.7	185.9	179.1	221.3	232.3	243.9	256.1
2공장	478.4	776.0	839.2	813.5	946.9	1,024.9	1,055.7	936.3	1,119.9	1,153.5	1,188.1
3공장	61.8	190.7	471.3	662.2	748.2	706.5	809.2	825.3	849.4	736.0	750.7
4공장	0.0	0.0	0.0	0.0	168.3	466.8	790.4	1,017.7	943.4	1,151.6	1,186.2
기타	53.1	36.4	36.4	32.6	51.1	47.7	56.7	60.0	62.9	65.7	67.6
EBIT	91.7	292.8	424.3	507.6	640.1	957.8	1,112.2	1,080.8	1,150.0	1,307.1	1,417.6
TAX	-28.0	27.5	101.6	121.6	153.3	229.4	266.4	258.9	275.5	313.1	339.6
CAPEX	171.7	139.7	822.9	917.4	515.9	101.9	154.3	158.3	162.4	166.6	170.9
순운전자본 증감	255.6	126.3	146.7	-336.2	20.0	-27.2	59.2	76.4	91.8	109.9	131.9
감가상각비	126.6	137.6	149.6	185.5	200.3	201.3	204.8	205.0	205.2	205.3	205.4
무형자산상각비	6.3	6.1	5.9	6.2	7.2	6.9	6.9	6.9	6.9	6.9	6.9
FCFF	-174.7	143.0	-491.4	-3.5	158.5	861.9	844.0	799.1	832.3	929.8	987.5
Terminal Growth	5.0%										
Terminal Value	82,780.9										
현재가치 합산(A)	54,444										
관계회사 가치(B)	11,675										
현금성자산 및 단기금융(C)	829										
총차입금(D)	762										
추정 시가총액(A+B+C+D)	66,186										
기업발행주식수	66,165										
추정 주가	1,000,313										
적정주가	**1,000,000**										
현재주가	754,000										
Upside	32.6										

주: WACC = 6.2%(무위험이자율 1.5%, 기대수익률 6.8%, 베타 0.7), 관계회사 삼성바이오에피스의 가치는 지분율 50.1% 반영
자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

표2 삼성바이오로직스 Valuation Table (변경 전)

(십억원, %)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Sales	535.8	701.6	1,164.8	1,474.2	1,596.7	1,982.0	2,370.8	2,838.6	3,098.8	3,157.0	3,313.1
1공장	90.1	108.3	161.7	145.8	155.7	178.7	185.9	179.1	221.3	232.3	243.9
2공장	395.6	478.4	776.0	839.2	791.7	903.8	978.3	1,007.7	893.7	1,069.0	1,101.1
3공장	0.0	61.8	190.7	453.2	618.0	674.0	636.4	728.9	750.7	780.2	682.7
4공장	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	177.2	501.1	840.3	1,142.7	983.5	1,188.9
기타	50.2	53.1	36.4	36.0	31.3	48.3	69.1	82.7	90.3	92.0	96.5
EBIT	55.7	91.7	292.8	478.4	522.2	704.3	970.3	1,158.2	1,216.9	1,143.7	1,244.5
TAX	14.5	-28.0	27.5	-121.7	-132.8	-97.3	-209.2	-234.8	-225.7	-230.2	-244.5
CAPEX	278.6	171.7	141.5	822.9	917.4	515.9	101.9	104.3	106.8	109.3	112.0
순운전자본 증감	100.1	255.6	254.3	177.9	157.6	180.6	221.5	266.2	149.6	36.3	91.7
감가상각비	85.5	126.6	134.7	153.5	188.6	262.5	199.6	200.1	200.7	201.2	201.7
무형자산상각비	5.9	6.3	6.1	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4
FCFF	-246.1	-174.7	10.3	-240.8	-224.9	374.2	1,062.2	1,229.0	1,393.3	1,435.9	1,493.4
Terminal Growth	5.0%										
Terminal Value	90,897.5										
현재가치 합산(A)	58,425										
관계회사 가치(B)	7,533										
현금성자산 및 단기금융(C)	877										
총차입금(D)	762										
추정 시가총액(A+B+C+D)	66,025										
기업발행주식수	66,165										
추정 주가	997,883										
적정주가	**1,000,000**										
현재주가	802,000										
Upside	24.7										

주: WACC = 6.7%(무위험이자율 1.5%, 기대수익률 6.8%, 베타 0.7), 관계회사 삼성바이오에피스의 가치는 지분율 50.1% 반영
자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

삼성바이오로직스 (207940)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	**701.6**	**1,164.8**	**1,492.7**	**1,664.1**	**2,093.1**
매출액증가율 (%)	30.9	66.0	28.2	11.5	25.8
매출원가	509.6	748.7	937.7	1,018.2	1,292.8
매출총이익	192.0	416.1	554.9	645.9	800.3
판매관리비	100.3	123.3	130.6	138.3	160.2
영업이익	**91.7**	**292.8**	**424.3**	**507.6**	**640.1**
영업이익률	13.1	25.1	28.4	30.5	30.6
금융손익	-11.1	-8.1	-13.1	-20.2	-25.7
종속/관계기업손익	72.9	-17.8	40.0	63.0	108.7
기타영업외손익	1.9	-0.9	-0.1	-0.1	-0.1
세전계속사업이익	155.4	266.0	451.1	550.4	723.1
법인세비용	-47.5	25.0	108.1	131.8	173.2
당기순이익	**202.9**	**241.0**	**343.1**	**418.6**	**549.9**
지배주주지분 순이익	202.9	241.0	343.1	418.6	549.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	**10.2**	**202.1**	**243.8**	**840.2**	**618.5**
당기순이익(손실)	202.9	241.0	343.1	418.6	549.9
유형자산상각비	126.6	137.6	149.6	185.5	200.3
무형자산상각비	6.3	6.1	5.9	6.2	7.2
운전자본의 증감	-187.9	-203.5	-214.7	293.0	-30.2
투자활동 현금흐름	**339.6**	**-418.7**	**-392.0**	**-781.1**	**-873.6**
유형자산의증가(CAPEX)	-171.7	-139.7	-822.9	-917.4	-515.9
투자자산의감소(증가)	-3.3	-2,675.6	75.0	96.7	-384.2
재무활동 현금흐름	**-239.8**	**122.6**	**200.4**	**200.9**	**1.6**
차입금의 증감	-219.2	786.2	200.4	200.9	1.6
자본의 증가	0.0	2,652.7	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	107.5	-96.3	52.3	260.0	-253.6
기초현금	17.6	125.1	28.9	81.1	341.1
기말현금	125.1	28.9	81.1	341.1	87.5

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	1,356.3	1,751.4	1,805.7	2,065.1	1,980.3
현금및현금성자산	125.1	28.9	81.1	341.1	87.5
매출채권	181.1	0.0	234.2	260.9	310.6
재고자산	452.5	646.0	755.9	816.8	931.8
비유동자산	4,555.4	4,672.9	5,318.7	6,025.6	6,843.2
유형자산	1,702.8	1,736.6	2,409.9	3,141.8	3,457.4
무형자산	21.8	23.3	30.9	39.5	48.5
투자자산	2,662.2	2,657.8	2,622.8	2,589.2	3,082.1
자산총계	**5,911.6**	**6,424.2**	**7,124.4**	**8,090.7**	**8,823.5**
유동부채	690.5	589.3	814.7	1,205.6	1,398.8
매입채무	12.3	55.0	51.2	57.9	68.9
단기차입금	150.0	30.0	30.0	30.0	30.0
유동성장기부채	251.7	160.9	160.9	160.9	160.9
비유동부채	866.7	1,236.1	1,367.8	1,524.7	1,514.4
사채	189.8	39.9	39.9	39.9	39.9
장기차입금	46.4	531.5	731.2	931.2	931.2
부채총계	**1,557.2**	**1,825.4**	**2,182.5**	**2,730.3**	**2,913.2**
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
기타포괄이익누계액	-10.9	-7.5	-7.5	-7.5	-7.5
이익잉여금	1,712.6	1,953.6	2,296.6	2,715.2	3,265.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**4,354.5**	**4,598.8**	**4,941.8**	**5,360.4**	**5,910.3**

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	10,604	17,604	22,560	25,151	31,635
EPS(지배주주)	3,067	3,642	5,185	6,326	8,311
CFPS	3,776	6,806	8,728	10,482	12,709
EBITDAPS	3,395	6,597	8,763	10,569	12,811
BPS	65,812	69,505	74,690	81,015	89,327
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	141.2	226.8	145.4	119.2	90.7
PCR	114.7	121.4	86.4	71.9	59.3
PSR	40.8	46.9	33.4	30.0	23.8
PBR	6.6	11.9	10.1	9.3	8.4
EBITDA	224.6	436.5	579.8	699.3	847.7
EV/EBITDA	127.4	125.1	86.8	72.0	59.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.8	5.4	7.2	8.1	9.8
EBITDA 이익률	32.0	37.5	38.8	42.0	40.5
부채비율	35.8	39.7	44.2	50.9	49.3
금융비용부담률	3.7	1.4	1.2	1.3	1.2
이자보상배율(x)	3.6	18.2	23.7	23.0	25.9
매출채권회전율(x)	4.8	12.9	12.7	6.7	7.3
재고자산회전율(x)	1.9	2.1	2.1	2.1	2.4

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

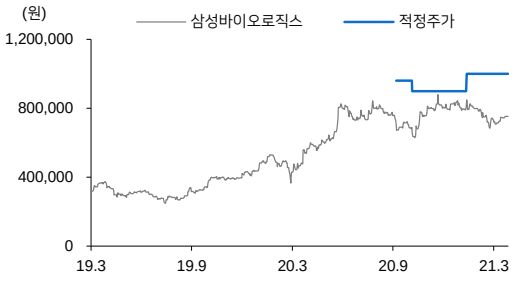
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	83.8%
중립	16.3%
매도	0.0%

2021년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

삼성바이오로직스 (207940) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2020.09.23	산업분석	Buy	960,000	김지하	-27.3	-24.7
2020.10.22	기업브리프	Buy	900,000	김지하	-13.0	-2.2
2021.01.27	기업브리프	Buy	1,000,000	김지하	-	-

주가 및 적정주가 변동추이