

2021.04.08

삼성바이오로직스 (207940)

항상 예상을 뛰어넘는 고성장 기업.

바이오의약품 위탁생산 1위기업.

삼성바이오로직스는 세계 1위 바이오의약품 CMO기업으로, 바이오의약품 시장의 고성장 수혜를 직접 누리는 대표적인 기업이다. 바이오의약품 시장은 '20~'26년간 연 평균 +10.1%성장(Evaluate Pharma 기준)할 것으로 예상되고 있으며, 바이오가 타 산업대비 성장의 상한선이 없다는 점은 동사의 꾸준한 고성장을 예상할 수 있게 한다. 동사는 '16년부터 '20년까지 연평균 약 +41%성장해 왔으며, 시장 성장률을 큰 폭으로 아웃퍼폼 해 온 기업이기도 하다.

주가는 언제 오를까?

동사 주가는 향후 수십년의 고성장 예측이 반영되어 있다. 대부분의 애널리스트들이 동사 밸류에이션에 +5%이상의 매우 높은 수준의 영구성장을 가정하고 있다. 따라서 단순히 공장을 더 짓는 것에 큰 영향을 미치지 못한다. 공장은 당연히 끝없이 지어야 하며, 공장을 짓는 만큼 성장한다는 가정은 주가에 이미 녹아 있다. 또한 단기 실적에 연연할 필요도 없다. 동사의 생산 CAPA와 수주내역, 투자계획을 보면 향후 수년간의 현금흐름은 어느정도 정해져 있다고 볼 수 있다. 공장 개방검사와 같은 이슈로 분기 실적이 빠지는 것이 기업가치에 큰 영향을 끼치지 않는다.

시장은 더 빠른 수주를 원한다.

동사 주가상승의 필요 조건은 속도다. 결국 시장 예상보다 가동률이 빠르게 올라가야 한다. 지난해는 코로나19 영향으로 치료제 CMO수요가 갑자기 급증하면서 시장 예상보다 3공장 가동률이 빠르게 증가하였고, 이는 큰 주가상승으로 이어졌다. 현재 3공장 가동률은 50%수준이고, 올해 풀가동이 예상된다. 앞으로의 주가는 4공장에대한 선수주가 얼마나 올라오느냐가 관건이다. 예컨대 3년 걸릴 4공장 풀가동이 2년안에 끝날 근거가 있어야 한다. 올해 아두카누맙의 허가로 알츠하이머 시장이 열리는 것도, 수주를 급격하게 증가시킬 하나의 이벤트다.

투자 의견 매수 및 목표가 880,000원 제시.

우리는 삼성바이오로직스에 대해 투자 의견 매수 및 목표가 880,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 현금흐름할인법을 이용하여 산출하였다(도표4 참조). 공장 가동률을 가정하여 미래 매출액을 예상하였으며, 영구성장률은 바이오의약품 시장 성장세를 감안하여 6%로 가정하였다.

(십억원, 연결)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	-	1,165	1,434	1,750	1,756
영업이익	-	293	435	558	585
영업이익률	-	25.1%	30.3%	31.9%	33.3%
순이익[지배]	-	241	326	419	436
EPS(원)	-	3,642	4,926	6,335	6,585
PER(배)	-	226.8	155.3	120.8	116.2
PBR	-	11.9	10.3	9.5	8.8
EV/EVITA	-	132.3	87.5	70.5	66.3
ROE(%)	-	5.2%	6.8%	8.2%	7.8%

자료: 삼성바이오로직스, 한양증권

매수

[신규]

목표주가(12M)	880,000원
현재주가(2021.04.07)	765,000원
상승여력	+15.0%

Analyst 오병용

제약/바이오

byoh@hygood.co.kr

02-3770-5344

주가지표

KOSPI(04/07)	3,137P
KOSDAQ(04/07)	973P
현재주가(04/07)	765,000원
시가총액	506,162억원
총발행주식수	6,617만주
120일 평균거래대금	11,068억원
52주 최고주가	883,000원
52주 최저주가	474,000원
유동주식비율	24.8%
외국인지분율(%)	10.30%
주요주주	삼성물산 외 4인 (75.1%)

상대주가지트

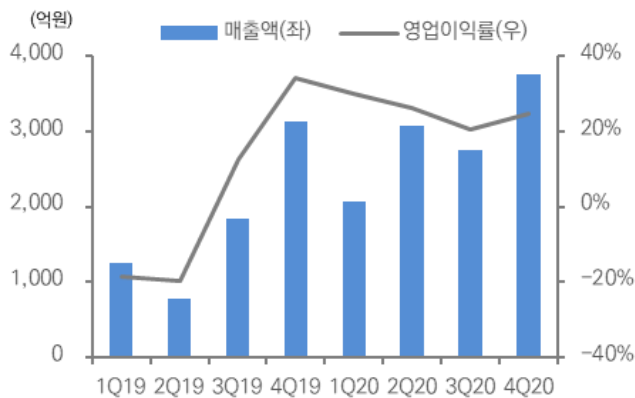


[도표 1] 삼성바이오로직스 연간 실적 전망

(십억원, 연결)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
매출액	1,164.8	1,433.8	1,750.3	1,756.3	2,115.1	2,437.1	2,791.9	3,456.3	3,541.6	3,505.0	3,684.7
YoY(%)	-	23.1%	22.1%	0.3%	20.4%	15.2%	14.6%	23.8%	2.5%	-1.0%	5.1%
1 공장	416.3	260.9	288.1	274.2	299.9	290.6	312.0	302.3	324.6	314.5	337.7
가동률	73.8	98.5	93.3	93.3	100.0	95.0	100.0	95.0	100.0	95.0	100.0
2 공장	563.4	563.9	642.4	599.9	645.8	658.8	707.3	685.4	699.1	750.6	727.3
가동률	100.0	89.3	99.0	90.0	95.0	95.0	100.0	95.0	95.0	100.0	95.0
3 공장	185.1	609.0	819.8	845.7	880.2	897.8	870.0	934.1	952.7	923.2	991.2
가동률	28.8	82.5	97.0	98.0	100.0	100.0	95.0	100.0	100.0	95.0	100.0
4 공장					289.2	590.0	902.7	1,534.5	1,565.2	1,516.7	1,628.5
가동률					20.0	40.0	60.0	100.0	100.0	95.0	100.0
매출원가	748.6	839.7	1,004.5	987.8	1,165.8	1,316.5	1,478.0	1,793.1	1,800.6	1,746.3	1,799.2
YoY(%)	46.9%	12.2%	19.6%	-1.7%	18.0%	12.9%	12.3%	21.3%	0.4%	-3.0%	3.0%
판매비	123.4	159.0	188.2	183.2	214.0	239.2	265.8	319.2	317.3	304.6	310.6
YoY(%)	23.1%	28.8%	18.4%	-2.7%	16.8%	11.8%	11.1%	20.1%	-0.6%	-4.0%	2.0%
영업이익	292.8	435.1	557.5	585.2	735.2	881.4	1,048.1	1,344.0	1,423.8	1,454.1	1,575.0
YoY(%)	219.2%	48.6%	28.1%	5.0%	25.6%	19.9%	18.9%	28.2%	5.9%	2.1%	8.3%
영업이익률(%)	25.1%	30.3%	31.9%	33.3%	34.8%	36.2%	37.5%	38.9%	40.2%	41.5%	42.7%

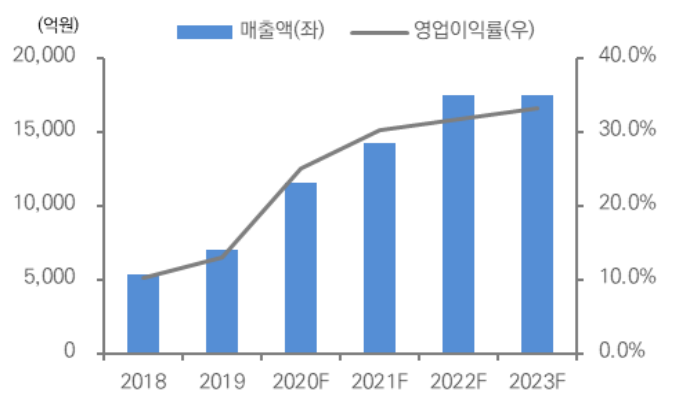
자료 : 한양증권 리서치센터

[도표 2] 분기별 매출액 영업이익 추이



출처 : 한양증권 리서치센터

[도표 3] 연간 매출액 영업이익 추이



출처 : 한양증권 리서치센터

[도표 4] 삼성바이오로직스 DCF 밸류에이션

(십억원)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
매출액(연결)	1,164.8	1,433.8	1,750.3	1,756.3	2,115.1	2,437.1	2,791.9	3,456.3	3,541.6	3,505.0	3,684.7
1 공장		260.9	288.1	274.2	299.9	290.6	312.0	302.3	324.6	314.5	337.7
2 공장		563.9	642.4	599.9	645.8	658.8	707.3	685.4	699.1	750.6	727.3
3 공장		609.0	819.8	845.7	880.2	897.8	870.0	934.1	952.7	923.2	991.2
4 공장					289.2	590.0	902.7	1,534.5	1,565.2	1,516.7	1,628.5
EBIT	116.5	143.4	175.0	175.6	211.5	243.7	279.2	345.6	354.2	350.5	368.5
NOPAT	292.8	435.1	557.5	585.2	735.2	881.4	1,048.1	1,344.0	1,423.8	1,454.1	1,575.0
감가상각비	265.3	348.1	446.0	468.2	588.2	705.2	838.5	1,075.2	1,139.0	1,163.3	1,260.0
Capex	143.7	169.0	191.2	211.3	234.7	215.8	194.0	174.4	196.8	217.0	235.2
운전자본증감	139.7	450.0	450.0	450.0	50.0	50.0	50.0	450.0	450.0	450.0	100.0
FCF	203.5	117.1	125.3	-70.3	117.8	78.7	77.0	189.8	-67.9	-109.6	-28.3
예측가치	3,977										
잔여가치	44,056										
순재무부채가치(순현금)	-66										
삼성바이오로직스 가치	48,099										
삼성바이오에피스 지분가치(50%)	10,000										
주주지분가치(기업가치)	58,099										
발행주식수(1,000 주)	66,165										
주당가치(원)	878,098										

	(주요 가정)		
영구성장률	6.0%	Liabilities as a % of EV	14.6%
Risk-free rate	1.5%	WACC	7.6%
Risk Premium	10.2%		
beta	0.70		
Cost of debt	2.0%		

출처 : 한양증권 리서치센터

[도표 5] 목표주가 산출

구분	금액(십억원)	비고
삼성바이오로직스 가치	48,099	
삼성바이오에피스 지분가치	10,000	
기업가치	58,099	
발행주식수(천주)	66,165	
주당가치(원)	878,098	
목표주가(원)	880,000	
현재주가(원)	765,000	
UPSIDE	15.0%	

출처 : 한양증권 리서치센터

요약 재무제표

(단위: 십억원)

Income statement	2019A	2020A	2021F	2023F	2024F	Balance sheet	2019A	2020A	2021F	2023F	2024F
매출액		1,165	1,434	1,750	1,756	유동자산		1,751	1,973	2,442	2,934
매출원가		749	840	1,005	988	재고자산		646	739	840	783
매출총이익		416	594	746	768	단기금융자산		824	832	840	849
매출총이익률(%)		35.7%	41.4%	42.6%	43.8%	매출채권및기타채권		218	249	283	264
판매비와관리비등		123	159	188	183	현금및현금성자산		29	117	444	1,003
기타영업손익		0	0	0	0	비유동자산		4,673	4,785	5,044	5,282
영업이익		293	435	558	585	유형자산		1,737	2,024	2,287	2,529
영업이익률(%)		25.1%	30.3%	31.9%	33.3%	무형자산		23	17	13	9
조정영업이익		293	435	558	585	투자자산		2,658	2,658	2,658	2,658
EBITDA		413	576	715	756	자산총계		6,424	6,758	7,486	8,217
EBITDA 마진율(%)		35.4%	40.2%	40.9%	43.0%	유동부채		589	597	606	601
조정 EBITDA		436	604	749	797	단기차입금		30	30	30	30
순금융손익		-8	-28	-34	-41	매입채무및기타채무		189	197	206	201
이자손익		-3	-28	-34	-41	비유동부채		1,236	1,236	1,536	1,836
외화관련손익		-3	0	0	0	사채		40	40	40	40
기타영업외손익		-1	0	0	0	장기차입금		532	532	832	1,132
중속기업및관계기업관련손익		-18	0	0	0	부채총계		1,825	1,833	2,142	2,437
법인세차감전계속사업손익		266	407	524	545	지배주주지분		4,599	4,925	5,344	5,780
당기순이익		241	326	419	436	자본금		165	165	165	165
당기순이익률(%)		20.7%	22.7%	23.9%	24.8%	자본및이익잉여금		4,441	4,767	5,186	5,622
지배지분순이익		241	326	419	436	기타자본		0	0	0	0
비지배지분순이익		0	0	0	0	비지배지분		0	0	0	0
총포괄이익		244	326	419	436	자본총계		4,599	4,925	5,344	5,780

주 : K-IFRS 연결 기준 / 조정영업이익=매출총이익-판매비

Cash flow statement	2019A	2020A	2021F	2023F	2024F	Valuation Indicator	2019A	2020A	2021F	2023F	2024F
영업활동으로인한현금흐름		202	395	502	734	Per Share (원)					
당기순이익		241	326	419	436	EPS(당기순이익 기준)		3,642	4,926	6,335	6,585
현금유출이없는비용및수익		209	267	313	337	EPS(지배순이익 기준)		3,642	4,926	6,335	6,585
유형자산상각비		138	163	187	208	BPS(자본총계 기준)		69,505	74,430	80,765	87,350
무형자산상각비		6	6	5	3	BPS(지배지분 기준)		69,505	74,430	80,765	87,350
기타		66	98	122	126	DPS(보통주)		0	0	0	0
영업활동관련자산부채변동		-204	-117	-125	70	Multiples (배)					
매출채권및기타채권의감소		-61	-32	-34	19	PER(당기순이익 기준)		226.8	151.0	117.4	113.0
재고자산의감소		-185	-94	-100	56	PER(지배순이익 기준)		226.8	151.0	117.4	113.0
매입채무및기타채무의증가		58	8	9	-5	PBR(자본총계 기준)		11.9	10.0	9.2	8.5
기타		-15	0	0	0	PBR(지배지분 기준)		11.9	10.0	9.2	8.5
이자, 배당, 법인세 및 중단현금흐름		-45	-81	-105	-109	EV/EBITDA (발표 기준)		132.3	85.1	68.6	64.5
투자활동으로인한현금흐름		-419	2,771	2,771	2,771	Financial Ratio					
투자자산의 감소(증가)		-2,676	0	0	0	성장성(%)					
유형자산의 감소		0	0	0	0	매출액증가율		-	23.1%	22.1%	0.3%
유형자산의 증가(CAPEX)		-140	-450	-450	-450	영업이익증가율		-	48.6%	28.1%	5.0%
무형자산의 감소(증가)		-9	0	0	0	EPS(당기순이익 기준) 증가율		-	35.2%	28.6%	3.9%
단기금융자산의감소(증가)		-824	-8	-8	-8	EPS(지배기준) 증가율		-	35.2%	28.6%	3.9%
기타		3,229	3,229	3,229	3,229	EBITDA(발표기준) 증가율		-	39.7%	24.1%	5.7%
이자, 배당, 법인세 및 중단현금흐름		0	0	0	0	수익성(%)					
재무활동으로인한현금흐름		123	-6	294	294	ROE(당기순이익 기준)		5.2%	6.8%	8.2%	7.8%
장기차입금의증가(감소)		500	0	300	300	ROE(지배순이익 기준)		5.2%	6.8%	8.2%	7.8%
사채의증가(감소)		0	0	0	0	ROIC		30.7%	13.7%	15.3%	14.6%
자본의 증가(감소)		0	0	0	0	ROA		3.8%	4.9%	5.9%	5.5%
기타		-377	-6	-6	-6	배당수익률		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
이자, 배당, 법인세 및 중단현금흐름		0	0	0	0	안전성(%)					
기타현금흐름		0	-3,071	-3,240	-3,240	부채비율		39.7%	37.2%	40.1%	42.2%
현금의 증가		-96	88	327	559	순차입금비율(자본총계 대비)		-1.4%	-3.3%	-3.7%	-8.1%
기초현금		125	29	117	444	이자보상비율		18.2%	-	-	-
기말현금		29	117	444	1,003						

자료 : 삼성바이오로직스, 한양증권

TP Trend

투자의견 비율공시



구분	매수	중립	매도
비율	100%	-	-

투자의견 및 목표가 등 추이

종목명	코드	날짜	투자의견	목표주가(12M)	과리율
삼성바이오로직스	207940	21/04/08	매수	880,000	-

Compliance Notice

- 본 자료 발간일 현재 동 주식 및 주식관련사채, 스톡옵션, 개별주식옵션 등을 본인 또는 배우자의 계산으로 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료 발간일 현재 당사는 회사채 지급보증, 인수계약 체결, 계열회사 관계 또는 M&A 업무수행, 발행주식 총수의 1%이상 보유 등 중대한 이해관계가 없습니다.
- 본 자료는 당사 홈페이지에 공표되었으며, 홈페이지 공표 이전에 특정기관에 사전 제공 된 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자:오병웅)
- 기업 투자의견

매수	향후 12개월간 15% 이상 상승예상
중립	향후 12개월간 +15 ~ -15% 내 변동 예상
매도	향후 12개월간 15% 이상 하락 예상
- 산업 투자의견

비중확대	향후 12개월간 산업지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
중립	향후 12개월간 산업지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
비중축소	향후 12개월간 산업지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

당사는 투자의견 전망 기간을 2017년 9월 1일부터 6개월에서 12개월로 변경하였습니다

이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자는 자신의 판단과 책임하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용 될 수 없습니다.



한양증권 점포현황

www.hygood.co.kr

본 점	(02)3770-5000	서울 영등포구 국제금융로 6길 7 한양증권빌딩
송파RM센터	(02)419-2100	서울 송파구 가락로 183 한양APT상가 2층
안산지점	(031)486-3311	경기 안산시 단원구 광덕대로 264 한양증권빌딩 2층
인천지점	(032)461-4433	인천 남동구 백범로 132 만수프라자빌딩 1층

본 자료는 고객의 투자를 유도할 목적으로 작성된 것이 아니라 고객의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고자료입니다. 본 자료는 분석담당자가 신뢰할 만 하다고 판단하는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 분석담당자가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서 본 자료를 참고한 고객의 투자의사결정은 전적으로 고객 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한 본 자료는 당사 고객에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제, 전송, 인용, 배포하는 행위는 법으로 금지하고 있습니다.
