



BUY(Maintain)

목표주가: 1,100,000원

주가(1/7): 844,000원

시가총액: 558,433억 원

제약바이오

Analyst 허혜민

02) 3787-4912, hyemin@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (1/7)		2,954.89pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	1,012,000원	685,000원
등락률	-16.6%	23.2%
수익률	절대	상대
1M	-3.8%	-2.6%
6M	-0.1%	11.1%
1Y	3.1%	5.7%

Company Data

발행주식수	66,165 천주
일평균 거래량(3M)	71천주
외국인 지분율	10.9%
배당수익률(2021E)	0.0%
BPS(2021E)	51,708원
주요 주주	삼성물산 외 4 인
	75.1%

투자지표

(십억 원)	2019	2020	2021F	2022F
매출액	701.6	1,164.8	1,555.1	1,950.1
영업이익	91.7	292.6	543.1	676.4
EBITDA	224.6	436.1	684.0	822.9
세전이익	67.2	280.9	553.0	687.2
순이익	49.6	251.0	420.3	508.6
지배주주지분순이익	49.6	251.0	420.3	508.6
EPS(원)	750	3,793	6,352	7,686
증감률(% YoY)	-77.9	405.6	67.5	21.0
PER(배)	577.2	217.8	142.2	109.8
PBR(배)	10.46	18.25	17.46	14.19
EV/EBITDA(배)	127.4	125.2	86.7	66.8
영업이익률(%)	13.1	25.1	34.9	34.7
ROE(%)	1.4	8.8	13.1	13.8
순차입금비율(%)	-1.3	-2.1	-12.4	-22.5

자료: 키움증권

Price Trend



삼성바이오로직스 (207940)

4분기 비용 증가로 이익 소폭 하회 전망



4분기 영업이익은 1) 전분기 대비 3공장 가동률 감소, 2) 특별 성과급 지급, 3) 신사업 추진비 등의 비용 증가로 컨센서스를 소폭 하회할 것으로 예상됩니다. '22년 성장 동력은 3공장 가동률 증가, mRNA 원액 생산 및 4공장 부분 가동 개시 등으로 매출액은 전년대비 +25% 성장이 전망됩니다. 매출 규모 증가로 성장률은 다소 둔화되나, 가동률 증가에 따른 안정적인 계단식 성장이 지속되고 있으며, 항체 CMO 업체에서 mRNA 생산 등 사업 분야 확대가 되고 있다는 점이 긍정적입니다.

>>> 컨센서스 소폭 하회 전망

4분기 매출액 4,314억원(YoY +15%, QoQ -4%), 영업이익 1,350억원(YoY +47%, QoQ -19%)으로 매출액과 영업이익 시장 컨센서스를 각각 -4%, -8% 하회가 예상된다. 4분기 반영되는 공장 가동률이 **전분기 대비 1공장 동일, 2공장 동일, 3공장 소폭 감소**가 예상되기 때문이다.

- 4Q21 반영 가동률: 1공장 100%, 2공장 100%, 3공장 Near Full
- 3Q21 반영 가동률: 1공장 100%, 2공장 100%, 3공장 100%

분기 평균 환율은 1,183원으로 QoQ +2%, YoY +6% 상승하였으나, **3공장 가동률이 전분기 대비 소폭 감소**가 예상되고 **특별 성과급 지급 및 신사업 추진 비용** 등의 비용 증가 영향이 있을 것으로 추정된다.

>>> '22년 2공장 유지 보수에도 성장 기대

올해 성장 동력은 1) 3공장 가동률 증가, 2) mRNA 원액 생산, 3) 4공장 부분 가동 개시 등이 있다. 지난해에는 3공장이 완전 가동에 가까웠으나(Near Full) 올해는 완전 가동으로 가동률 상승이 전망됨에 따라 실적 성장을 이끌 것으로 전망된다. 당사는 항체 CMO 전문 기업에서 올해 mRNA 원액 생산 시설 가동 개시하는 원년으로 향후 관련 트랙 레코드 및 수주 확보가 기대된다. 연말에는 4공장 부분 가동 개시가 예상되며, 가동 전 후로 활발한 4공장 수주 확보를 할 수 있을 것으로 예상된다. 올해 2공장 유지보수 진행되며, 구체적 시기는 아직 불확실하나 3공장 가동률 증가 등에 따라 '22년 매출액 1조 9,501억원(YoY +25%), 영업이익 6,764억원(YoY +25%, OPM 35%)가 전망된다.

바이오젠과의 인수합병 보도는 사실 무근으로 해프닝이 종료되었다. 바이오젠(시가총액 \$35bn)을 인수하기엔 현금 등이('21.9월 기준 약 1.2조원)로 충분하지 않아 주식swap 방식이 있다. 다만, 바이오젠은 레카네맵(BAN-2401) 3상 초기 데이터가 올해 9월말 발표 예정으로 기업 가치 변동성이 높다. 조건부가 격청구권(CVR) 활용 가능하나, 인수에 쉬운 상황은 아닐 것으로 추측된다. M&A를 진행한다면, 항체 치료제 분야에서 다양한 유형의 생산(멀티 모달리티) 확장이 진행될 수 있을 것으로 기대한다. (예, 세포/유전자 치료제 등)

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 110만원 유지.

실적 세부 내역 1

(단위, 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	QoQ	YoY	컨센서스	차이 (컨센/추정)
매출액	260.8	412.2	450.7	431.4	-4%	15%	448.2	-4%
영업이익	74.2	166.6	167.3	135.0	-19%	47%	147.2	-8%
영업이익률	28%	40%	37%	31%			33%	
세전이익	81.7	165.2	177.5	128.6	-28%	74%		
세전이익률	31%	40%	39%	30%				

자료: 키움증권 리서치센터

실적 세부 내역 2

(단위 십억원)

구 분	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2031E
1공장 실 생산 배치	43	68	70	84	70	70		70
배치 가격	3.3	3.6	3.5	3.7	4.0	4.0		4.7
가동율(%)	57%	97%	100%	120%	100%	100%		100%
매출액	143	243	247	308	277	282		327
2공장 배치 수	119	140	140	112	140	140		140
배치 가격	3.8	4.3	4.4	4.6	4.8	4.9		5.6
가동율(%)	75%	100%	100%	80%	100%	100%		100%
매출액	447	600	621	517	670	681		784
3공장 배치 수	32	64	123	168	175	154		140
배치 가격	3.5	5.0	5.2	5.6	5.8	5.9		6.8
가동율(%)	16%	46%	88%	120%	125%	110%		100%
매출액	112	322	637	947	1,023	916		958
4공장 배치 수				20	40	80		200
배치 가격				5.1	5.8	6.1		7.0
가동율(%)				10%	20%	40%		100%
매출액				103	232	485		1,394
CRO/CDO 매출액			50	75	135	203		485
YoY				50%	80%	50%		5%
Total 매출액	701.6	1,165	1,555	1,950	2,336	2,566	3,948
YOY(%)	30.9%	66%	34%	25%	20%	10%		1%

주: 가동율은 예비율 제외한 80% 기준

자료: 키움증권 리서치센터

실적세부내역 3

(십억원)

구 분	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2021E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2022E
매출액	260.8	412.2	450.7	431.4	1,555.1	399.3	513.8	512.9	524.1	1,950.1
YOY	26%	34%	64%	15%	34%	53%	25%	14%	21%	25%
매출 원가	153.3	201.2	236.0	232.1	822.5	226.7	276.5	268.5	281.9	1,053.6
원가율	59%	49%	52%	54%	53%	57%	54%	52%	54%	54%
매출총이익	107.5	211.0	214.7	199.4	732.6	172.6	237.3	244.4	242.2	896.5
판매관리비	33.4	44.4	47.4	64.4	189.6	43.4	53.8	53.7	69.3	220.1
판매관리비율	13%	11%	11%	15%	12%	11%	10%	10%	13%	11%
영업이익	74.2	166.6	167.3	135.0	543.1	129.3	183.5	190.7	172.9	676.4
YOY	19%	105%	195%	47%	86%	74%	10%	14%	28%	25%
OPM	28%	40%	37%	31%	35%	32%	36%	37%	33%	35%

자료: 키움증권 리서치센터

목표주가 산정내역

(단위, 억원, 천 주)

구 분	가치 산정	비 고
① 영업가치	656,942	
② 비영업가치		
삼성바이오에피스	78,014	50% 지분율 50% 적용
③ 순차입금	778	
④ 유통 주식 수	66,165	
⑤ 기업가치(=①+②-③)	734,177	
⑥ 목표주가(=⑤/④)	1,100,000	

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	701.6	1,164.8	1,555.1	1,950.1	2,336.1
매출원가	509.6	749.0	822.5	1,053.6	1,231.2
매출총이익	192.0	415.8	732.6	896.5	1,105.0
판매비	100.3	123.2	189.6	220.1	251.0
영업이익	91.7	292.6	543.1	676.4	854.0
EBITDA	224.6	436.1	684.0	822.9	985.7
영업외손익	-24.6	-11.7	10.0	10.8	17.0
이자수익	17.2	13.1	12.1	16.7	22.9
이자비용	25.6	16.1	7.8	7.8	7.8
외환관련이익	8.7	19.3	15.0	15.0	15.0
외환관련손실	13.1	22.5	12.0	12.0	12.0
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-11.8	-5.5	2.7	-1.1	-1.1
법인세차감전이익	67.2	280.9	553.0	687.2	871.0
법인세비용	17.5	29.9	132.7	178.7	226.5
계속사업순손익	49.6	251.0	420.3	508.6	644.5
당기순이익	49.6	251.0	420.3	508.6	644.5
지배주주순이익	49.6	251.0	420.3	508.6	644.5
증감 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	30.9	66.0	33.5	25.4	19.8
영업이익 증감율	64.7	219.1	85.6	24.5	26.3
EBITDA 증감율	52.7	94.2	56.8	20.3	19.8
지배주주순이익 증감율	-77.9	406.0	67.5	21.0	26.7
EPS 증감율	-77.9	405.6	67.5	21.0	26.7
매출총이익율(%)	27.4	35.7	47.1	46.0	47.3
영업이익률(%)	13.1	25.1	34.9	34.7	36.6
EBITDA Margin(%)	32.0	37.4	44.0	42.2	42.2
지배주주순이익률(%)	7.1	21.5	27.0	26.1	27.6

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	10.2	202.6	361.4	460.3	616.9
당기순이익	49.6	251.0	420.3	508.6	644.5
비현금항목의 가감	200.2	199.1	262.9	309.8	336.6
유형자산감가상각비	126.6	137.5	134.4	141.8	128.4
무형자산감가상각비	6.3	6.1	6.5	4.7	3.4
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	67.3	55.5	122.0	163.3	204.8
영업활동자산부채증감	-187.9	-202.8	-193.3	-188.2	-152.8
매출채권및기타채권의감소	-69.0	-61.7	-61.8	-75.0	-84.3
재고자산의감소	-156.3	-184.9	-209.4	-217.2	-212.3
매입채무및기타채무의증가	1.5	59.1	79.6	107.7	147.8
기타	35.9	-15.3	-1.7	-3.7	-4.0
기타현금흐름	-51.7	-44.7	-128.5	-169.9	-211.4
투자활동 현금흐름	339.6	-428.7	-52.4	-54.5	-56.6
유형자산의 취득	-171.7	-137.9	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-9.5	-8.9	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	2,057.7	-23.8	-11.9	-11.9	-11.9
단기금융자산의감소(증가)	546.1	-258.8	-41.2	-43.2	-45.4
기타	-2,083.0	0.7	0.7	0.6	0.7
재무활동 현금흐름	-239.8	122.6	-5.7	-5.7	-5.7
차입금의 증가(감소)	-236.6	128.3	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-3.2	-5.7	-5.7	-5.7	-5.7
기타현금흐름	-2.5	-1.2	17.7	17.7	17.7
현금 및 현금성자산의 순증가	107.5	-104.6	321.0	417.8	572.3
기초현금 및 현금성자산	17.6	125.1	20.5	341.5	759.3
기말현금 및 현금성자산	125.1	20.5	341.5	759.3	1,331.6

자료: 키움증권

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	1,356.3	1,743.1	2,378.1	3,135.2	4,053.5
현금 및 현금성자산	125.1	20.5	341.4	759.3	1,331.6
단기금융자산	564.8	823.6	864.8	908.0	953.4
매출채권 및 기타채권	187.1	218.2	279.9	354.9	439.2
재고자산	452.5	646.0	855.3	1,072.6	1,284.9
기타유동자산	26.8	34.8	36.7	40.4	44.4
비유동자산	2,468.1	2,624.1	2,495.1	2,360.4	2,240.6
투자자산	528.4	552.2	564.1	576.0	587.9
유형자산	1,702.8	1,734.0	1,599.6	1,457.8	1,329.4
무형자산	21.8	23.3	16.8	12.1	8.7
기타비유동자산	215.1	314.6	314.6	314.5	314.6
자산총계	3,824.4	4,367.2	4,873.2	5,495.6	6,294.1
유동부채	690.5	588.7	668.3	776.0	923.8
매입채무 및 기타채무	104.5	189.2	268.8	376.4	524.3
단기금융부채	404.9	196.9	196.9	196.9	196.9
기타유동부채	181.1	202.6	202.6	202.7	202.6
비유동부채	396.1	783.6	783.6	783.6	783.6
장기금융부채	248.8	584.8	584.8	584.8	584.8
기타비유동부채	147.3	198.8	198.8	198.8	198.8
부채총계	1,086.6	1,372.4	1,452.0	1,559.6	1,707.5
지배지분	2,737.7	2,994.8	3,421.3	3,936.0	4,586.6
자본금	165.4	165.4	165.4	165.4	165.4
자본잉여금	2,496.6	2,496.6	2,496.6	2,496.6	2,496.6
기타자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	-16.3	-10.2	-4.1	2.1	8.2
이익잉여금	92.0	343.0	763.3	1,271.9	1,916.4
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	2,737.7	2,994.8	3,421.3	3,936.0	4,586.6

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	750	3,793	6,352	7,686	9,741
BPS	41,377	45,263	51,708	59,487	69,321
CFPS	3,776	6,803	10,325	12,368	14,829
DPS	0	0	0	0	0
주당배수(배)					
PER	577.2	217.8	142.2	109.8	86.6
PER(최고)	589.2	232.0	164.8		
PER(최저)	321.9	92.8	106.9		
PBR	10.46	18.25	17.46	14.19	12.18
PBR(최고)	10.68	19.44	20.25		
PBR(최저)	5.84	7.78	13.13		
PSR	40.83	46.92	38.42	28.64	23.90
PCFR	114.7	121.4	87.5	68.2	56.9
EV/EBITDA	127.4	125.2	86.7	66.8	55.1
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	1.0	6.1	9.1	9.8	10.9
ROE	1.4	8.8	13.1	13.8	15.1
ROIC	-24.4	10.3	16.4	19.5	24.3
매출채권회전율	4.5	5.7	6.2	6.1	5.9
재고자산회전율	1.9	2.1	2.1	2.0	2.0
부채비율	39.7	45.8	42.4	39.6	37.2
순차입금비용	-1.3	-2.1	-12.4	-22.5	-32.8
이자보상배율	3.6	18.2	69.5	86.5	109.2
총차입금	653.7	781.7	781.7	781.7	781.7
순차입금	-36.2	-62.3	-424.5	-885.6	-1,503.3
NOPLAT	224.6	436.1	684.0	822.9	985.7
FCF	-748.5	38.4	360.4	458.8	610.9

Compliance Notice

- 당사는 1월 7일 현재 '삼성바이오로직스' 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

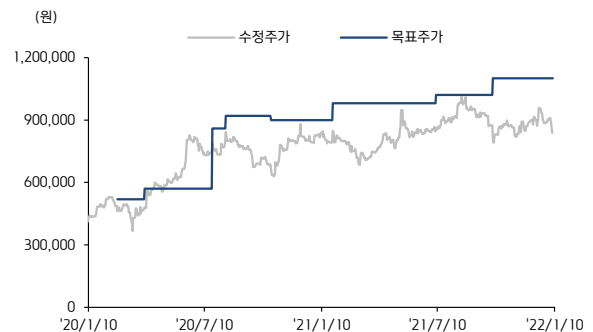
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.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

투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
삼성바이오로직스 (207940)	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	-12.93	-2.22
	2021-01-27	Buy(Maintain)	980,000원	6개월	-22.43	-13.37
	2021-04-07	Buy(Maintain)	980,000원	6개월	-18.21	-3.27
	2021-07-08	Buy(Maintain)	1,020,000원	6개월	-9.48	-0.78
	2021-10-05	Buy(Maintain)	1,100,000원	6개월	-20.42	-12.91
	2022-01-10	Buy(Maintain)	1,100,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)



투자의견 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 (2021/01/01~2021/12/31)

매수	중립	매도
97.56%	2.44%	0.00%