

# 삼성바이오로직스

## 207940

Jan 25, 2024

Buy

유지

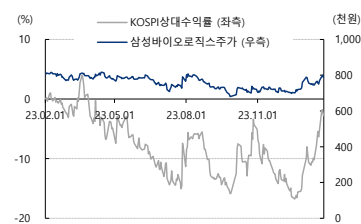
TP 1,050,000 원

유지

## Company Data

현재가(01/24)	788,000 원
액면가(원)	2,500 원
52 주 최고가(보통주)	817,000 원
52 주 최저가(보통주)	680,000 원
KOSPI (01/24)	2,469.69p
KOSDAQ (01/24)	836.21p
자본금	1,779 억원
시가총액	560,851 억원
발행주식수(보통주)	7,117 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	7.5 만주
평균거래대금(60 일)	578 억원
외국인자분(보통주)	11.00%
주요주주	
삼성물산 외 3 인	74.35%
국민연금공단	5.60%

## Price &amp; Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	9.4	6.2	-1.5
상대주가	15.2	13.0	-4.5



제약/바이오 김정현

3771-9351, jh.kim@iprovest.com

**KYOBO** 교보증권

## 4Q23 Re. 2024년 산뜻한 출발(Q&amp;A 포함)

## 4Q23 실적 리뷰

4Q23 매출 1조 735억(QoQ +3.8%, YoY +11.2%), OP 3,500억(QoQ +9.9%, YoY +11.9%, OPM 32.6%) 기록. 1/5일 교보증권 추정치(1조 758억/3,203억)와 컨센서스(1조 635억/3,169억)를 상회하는 실적 기록. 동 분기 호실적의 배경은 1) 1~3공장 풀가동 유지 및 운영 효율화 역량 입증, 2) 4공장 가동률 상향 지속 3) 환율 효과 때문

## 24년 실적 전망

2024년 매출 4조 2,294억(YoY +14.5%), OP 1조 3,013억(YoY +16.8.2%, OPM 30.8%) 기록. 1/5일 교보증권 추정치(4조 2,118억/1조 2,211억)를 상향하고 컨센서스(4조 3,024억/1조 2,829억)와 유사한 실적 추정 전망. 삼성바이오로직스는 동 분기 실적 컨콜을 통해 1) 24년 연간 가이던스 연결 매출 YoY +10~15% 성장 제시. 또한 2) 23년과 동일한 상저하고의 실적 흐름 3) 전년 대비 증가한 PPA 상각비(YoY + 700억) 4) 내부거래 규모 (YoY + 1,800억) 5) 에피스 마일스톤 2,000억 6) 1Q24 비용 증가 7) 2Q~3Q24에 몰린 에 피스향 CMO 생산 등 회사가 예상하는 24년 실적 추정 주요 가정을 시장과 소통

## 투자의견 Buy, 목표주가 105만원 유지

투자의견 Buy, 목표주가 105만 유지. 삼성바이오로직스는 4Q23 호실적을 통해 다시 한 번 안정적인 성장성을 증명. 동사는 빅파마형 상업용 의약품 CMO 중심으로 사업 포트폴 리오를 구성하고 있기에 24년/25년의 중단기 실적 성장 가시성은 높은 편. 다만 현 시점에 서 동사의 단기 기업가치에 중요한 변수는 결국 1) 금리 변화에 따른 헬스케어 등 성장주 에 대한 투심 2) 현재의 상업용 의약품 CMO 사업 구조를 넘어선 장기 성장의 가시성. 특 히 헬스케어 업종에는 ADC, GLP-1, 알츠하이머, 바이오시밀러 등 새로운 바이오 의약품 수요에 대한 장미빛 전망이 존재하는 가운데 동사가 탭티어 CMO 기업으로 새로운 의약 품 생산 증분에 대한 수혜를 누릴 수 있을 것이라는 기대감도 있는 상황. 새롭게 다가올 산 업의 구조적 변화 대응해 동사의 성장 전략이 구체화되길 기다리는 시점.

## Forecast earnings &amp; Valuation

12 결산(십억원)	2021.12	2022.12	2023.12E	2024.12E	2025.12E
매출액(십억원)	1,568	3,001	3,695	4,229	4,670
YoY(%)	34.6	91.4	23.1	14.5	10.4
영업이익(십억원)	537	984	1,114	1,301	1,357
OP 마진(%)	34.2	32.8	30.1	30.8	29.1
순이익(십억원)	394	798	858	1,023	1,144
EPS(원)	5,949	11,411	12,051	14,373	16,075
YoY(%)	63.3	91.8	5.6	19.3	11.8
PER(배)	151.8	71.9	63.1	54.8	49.0
PCR(배)	81.4	41.1	39.3	35.2	34.3
PBR(배)	12.0	6.5	5.5	5.2	4.7
EV/EBITDA(배)	85.3	44.6	37.8	34.8	33.6
ROE(%)	8.2	11.4	9.1	9.9	10.0

[도표 1] 삼성바이오로직스 분기 & 연간 실적 전망

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F		2023P	2024F	2025F
매출액	7,092	8,662	10,340	10,735	9,294	9,815	10,347	12,839		36,946	42,294	46,698
QoQ(%)	-26.5%	22.1%	19.4%	3.8%	-13.4%	5.6%	5.4%	24.1%				
YoY(%)	38.7%	33.0%	18.4%	11.2%	31.0%	13.3%	0.1%	19.6%		23.1%	14.5%	10.4%
로직스 매출	5,910	6,372	8,827	8,279	6,767	7,309	9,886	9,927		29,388	33,888	38,328
QoQ(%)	-21.0%	7.8%	38.5%	-6.2%	-18.3%	8.0%	35.3%	0.4%				
YoY(%)	15.6%	26.5%	30.8%	10.7%	14.5%	14.7%	12.0%	19.9%		20.6%	15.3%	13.1%
에피스 매출	2,134	2,559	2,621	2,889	2,709	4,329	2,740	3,185		10,203	12,963	13,871
QoQ(%)	-12.8%	19.9%	2.4%	10.2%	-6.2%	59.8%	-36.7%	16.3%				
YoY(%)			-2.9%	18.1%			4.5%	10.3%		7.8%	27.1%	7.0%
영업이익	1,917	2,534	3,185	3,500	2,044	3,596	3,020	4,353		11,137	13,013	13,573
OPM	27.0%	29.3%	30.8%	32.6%	22.0%	36.6%	29.2%	33.9%		30.1%	30.8%	29.1%
QoQ(%)	-38.7%	32.2%	25.7%	9.9%	-41.6%	76.0%	-16.0%	44.1%				
YoY(%)	8.8%	49.3%	-1.9%	11.9%	6.6%	41.9%	-5.2%	24.4%		13.2%	16.8%	4.3%
로직스 OP	2,346	2,541	3,816	3,340	2,221	2,754	3,987	4,023		12,043	12,985	15,139
OPM	39.7%	39.9%	43.2%	40.3%	32.8%	37.7%	40.3%	40.5%		41.0%	38.3%	39.5%
QoQ(%)	-24.0%	8.3%	50.2%	-12.5%	-33.5%	24.0%	44.8%	0.9%				
YoY(%)	33.1%	47.8%	22.5%	8.3%	-5.3%	8.4%	4.5%	20.4%		24.4%	7.8%	16.6%
에피스 OP	361	419	492	782	471	2,125	512	1,029		2,054	4,137	3,333
OPM	16.9%	16.4%	18.8%	27.1%	17.4%	49.1%	18.7%	32.3%		20.1%	31.9%	24.0%
QoQ(%)	-40.2%	16.1%	17.4%	58.9%	-39.8%	351.2%	-75.9%	101.0%				
YoY(%)			-36.8%	29.5%			4.1%	31.6%		-11.3%	101.4%	-19.4%
당기순이익	1,418	1,849	2,404	2,906	1,635	2,848	2,346	3,401		8,577	10,230	11,441
당기순이익률	20.0%	21.3%	23.2%	27.1%	17.6%	29.0%	22.7%	26.5%		23.2%	24.2%	24.5%
QoQ(%)	-61.7%	30.4%	30.0%	20.9%	-43.7%	74.2%	-17.6%	45.0%				
YoY(%)	-3.5%	21.6%	86.1%	-21.4%	15.3%	54.0%	-2.4%	17.0%		7.5%	19.3%	11.8%

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 2] 삼성바이오로직스 4Q23 비교(단위: 억원)

	4Q23	기존 추정	차이	컨센서스	차이	4Q22	YoY(%)	3Q23	QoQ(%)
매출액	10,735	10,758	-23	10,635	100	9,655	11.2%	10,340	3.8%
영업이익	3,500	3,203	296	3,169	331	3,128	11.9%	3,185	9.9%
순이익	2,906	2,428	478	2,539	367	3,699	-21.4%	2,404	20.9%
영업이익률	32.6%	29.8%		29.8%		32.4%		30.8%	
순이익률	27.1%	22.6%		23.9%		38.3%		23.2%	

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 3] 삼성바이오로직스 1Q24 & 2024 실적 추정 변경 내역(단위: 억원)

	1Q24F				2024F				
	변경 후	변경 전	차이	컨센서스	차이	변경 후	변경 전	차이	컨센서스
매출액	9,294	-		9,335	-41	42,294	42,118	176	43,024
영업이익	2,044	-		2,678	-634	13,013	12,211	802	12,829
순이익	1,635	-		2,299	-664	10,230	9,308	922	10,081
영업이익률	22.0%			28.7%		30.8%	29.0%		29.8%
순이익률	17.6%			24.6%		24.2%	22.1%		23.4%

자료: 교보증권 리서치센터

## 주요 Q&A(일부 중복 질문은 재구성)

### Q1. 구체적인 24년 실적 전망은?

A. 연결 기준 매출 YoY +10~15% 성장 전망. 매출은 4공장 램프업, 에피스는 마일스톤 유입 영향으로 성장. 다만 영업이익은 제한적 성장 전망. 환율 하락 가능성 및 PPA(YoY +700억, 2,500억/내부거래(YoY +65%) 증가 영향, PPA 상가비는 하드리마 상각비 등이 온기 반영되고 내부거래의 90%는 2Q~3Q 집중 전망. 영업이익률도 소폭 하락 전망. 별도 기준 매출 YoY +10~15% 성장 전망. 안정적 수주잔고 바탕으로 1~3공장 풀 가동. 4공장 가동률 상승 영향. 다만 25년 5공장 가동 위한 신규 인력 채용 비용 증가 및 달러 약세 가능성에 따라 영업이익률은 23년 대비 소폭 하락 전망. 상저하고 실적 흐름은 동일. 또한 1Q 제한적 매출 성장과 일부 비용 증가 등으로 30% 초반대 영업이익률 예상되며 2Q23부터 개선될 것. 에피스 매출 YoY +25~30% 성장 전망. 기존 제품 성장 및 신규 제품 마일스톤 반영. 매출의 약 20%는 마일스톤 반영, 5~10% 제품 매출 확대에서 기여. 마일스톤은 2Q 80%, 4Q 20% 인식 예정. 내부거래 전년 대비 65% 증가할 것. 내부거래의 90%는 2Q~3Q에 집중.

### Q2. 동사의 구체적인 증설 전략은?

A. 32년까지 7.5조 투자 계획. 글로벌 생산 거점 마련보다는 오송 제2바이오캠퍼스에 18만리터 4개 공장(총 72만리터) 증설하는 것. 국내 투자 배경은 원가 경쟁력 확보 때문. 해외 증설시 공기 길어지고 물가 및 원가 부담 커진다고 판단. 다만 대량 생산설비는 국내 유지하되 해외 사업 기회는 지속 추가 검토 중. 미국/유럽에 위치한 고객사에 대한 접근성 확대 목표.

### Q3. CDO 업황이 다소 부진했는데 동사의 CDO 사업 현황은?

A. 어려웠던 것 맞으나 신규 CDO 서비스 3개를 출시하는 등 고객지향형 서비스 지속하고 있으며 CDO 사업 확대 노력 중.

### Q4. 23년에 경쟁 CMO 중에서 동사만 좋았던 이유는?

A. 1) 운용 효율화. 고객 수요에 대응하는 역량 및 매출을 극대화하는 역량 뛰어나다고 판단. 2) 4공장 6만리터 조기 가동률 상향. 23년 4월부터 매출 기여. 고객사 요청에 따라 유연하게 대응한 것

### Q5. 동사의 FORM 483 관련 문서가 공개되었는데 현재 현황은?

A. FORM 483 관련 문제는 해결되었다고 판단. FDA는 실사 후 NAI(No Action Indicated), VAI(Voluntary Action Indicate), OAI(Official Action Indicated) 등 3가지 등급을 부여하는데 동사의 등급은 VAI이며 이는 회사가 지적사항 등을 자체적으로 관리 가능한 것을 의미

### Q6. 휴미라 시밀러 하드리마 판매 현황은?

A. Low-WACC 전략 주효. 12월 시장 점유율 1위 달성. 교체 처방(Interchangeability) sBLA 신청했으며 2Q24말~3Q24초 FDA

승인 목표, 오리지널사의 방어 전략이 약화되는 24년말부터 본격 성장 전망

Q7. 에피스의 다른 시밀러 제품 개발 현황은?

A. 시밀러 시장은 22년~32년까지 총 18개 제품의 특허만료가 예상되며 해당 시장은 약 1,500억\$ 규모, 이중 1,000억\$ 시장을 목표로 32년까지 총 16개의 제품 출시 목표, 현재 10개 제품 공개했으며 6개 제품 비공개로 개발 중

Q8. 24년 수주 목표 및 OPM 추정시 환율 가정은 얼마인지?

A. 수주는 다다익선, 신규 수주가1년 매출보다는 높아야 수주잔고 늘어날 것. 환율가정은 한국은행 전망치를 준용한 1,200원 후반

Q9. 24년 가이던스 보수적인지?

A. 23년 호실적은 고객사의 조기 가동분은 예상외의 성과. 24년은 합리적인 수준에서 전망. 환율은 1200원 후반대에서 실제 환율 변화에 따라 가이던스 조정 가능할 것

Q10. 4Q23이나 24년 DP/CDO 매출 비중은?

A. 통상적으로 DP/CDO 합계 매출 비중 약 10%, 다만 4공장 매출 비중 상향될 경우 DP/CDO 매출 비중은 축소될 수 있을 것

Q11. 5공장 신규 인력 채용 규모와 시점은?

A. 5공장은 25년 4월 가동 예정. 1년 앞선 1H24 인력 채용 및 투입 필요. 1개 공장당 1,000명의 인력 필요 가능성

Q12. ADC 목표 매출 기여 시점 및 매출 규모는 어느 정도인지?

A. ADC 고객은 CDO, CMO 두 분류로 나눌 수 있음. 가동 목표는 24년말, 메인 고객사 1~2개 확보시 ADC 설비 풀 가동 가능

Q13. 23년 에피스 성장률은 23년 초 전망 대비 소폭 하회한 것 같은데 그 이유와 극복 방안은?

A. 23년 에피스 부진의 이유는 예상보다 휴미라 시밀러 시장 침투율이 낮았기 때문. 기존 23년 휴미라 전체 바이오시밀러 침투율 8~9% 예상했으나 실제 2%에 그쳐. 휴미라 시장은 24년에도 시장 침투율 높아지겠으나 25년부터 본격 성장할 것

[삼성바이오로직스 207940]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,568	3,001	3,695	4,229	4,670
매출원가	842	1,533	1,903	2,178	2,405
매출총이익	726	1,468	1,792	2,051	2,265
매출총이익률 (%)	46.3	48.9	48.5	48.5	48.5
판매비와관리비	189	485	678	750	908
영업이익	537	984	1,114	1,301	1,357
영업이익률 (%)	34.3	32.8	30.1	30.8	29.1
EBITDA	699	1,292	1,404	1,576	1,618
EBITDA Margin (%)	44.6	43.0	38.0	37.3	34.6
영업외손익	24	25	6	10	114
관계기업손익	14	27	-36	-31	73
금융수익	48	212	151	151	151
금융비용	-29	-273	-171	-172	-172
기타	-8	59	62	62	62
법인세비용차감전순이익	561	1,009	1,120	1,312	1,471
법인세비용	168	211	262	289	327
계속사업순이익	394	798	858	1,023	1,144
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	394	798	858	1,023	1,144
당기순이익률 (%)	25.1	26.6	23.2	24.2	24.5
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	394	798	858	1,023	1,144
지배순이익률 (%)	25.1	26.6	23.2	24.2	24.5
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	7	7	7	7
포괄순이익	392	805	865	1,030	1,151
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	392	805	865	1,030	1,151

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	455	953	1,164	1,368	1,546
당기순이익	394	798	858	1,023	1,144
비현금항목의 가감	350	598	619	626	546
감가상각비	155	184	171	159	148
외환손익	-2	95	-31	-31	-31
자본법평가손익	-14	-27	36	31	-73
기타	211	346	443	467	503
자산부채의 증감	-235	-263	14	73	249
기타현금흐름	-54	-179	-327	-354	-393
투자활동 현금흐름	-933	-3,106	-2,129	-2,129	-2,129
투자자산	-362	736	-16	-16	-16
유형자산	-406	-957	-1,000	-1,000	-1,000
기타	-165	-2,886	-1,113	-1,113	-1,113
재무활동 현금흐름	497	3,000	-58	-42	-42
단기차입금	20	97	47	7	7
사채	348	0	10	10	10
장기차입금	150	212	10	10	10
자본의 증가(감소)	0	3,201	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-22	-509	-125	-69	-69
현금의 증감	19	843	266	205	437
기초 현금	29	47	891	1,157	1,362
기말 현금	47	891	1,157	1,362	1,799
NOPLAT	377	778	853	1,015	1,056
FCF	-103	-134	157	363	565

자료: 삼성바이오로직스, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	2,823	6,458	6,753	7,013	7,327
현금및현금성자산	47	891	1,157	1,362	1,799
매출채권 및 기타채권	366	733	740	748	755
재고자산	1,013	2,376	2,463	2,488	2,335
기타유동자산	1,397	2,458	2,393	2,415	2,438
비유동자산	5,147	10,124	10,714	11,518	12,386
유형자산	2,207	3,417	4,245	5,086	5,938
관계기업투자금	2,661	31	74	116	159
기타금융자산	27	39	39	39	39
기타비유동자산	251	6,638	6,356	6,276	6,250
자산총계	7,970	16,582	17,467	18,530	19,713
유동부채	1,107	4,182	4,186	4,203	4,219
매입채무 및 기타채무	407	1,771	1,785	1,796	1,804
차입금	50	583	630	636	643
유동성채무	110	556	500	500	500
기타유동부채	540	1,272	1,272	1,272	1,272
비유동부채	1,872	3,416	3,439	3,462	3,485
차입금	576	466	476	486	496
사채	539	499	509	519	529
기타비유동부채	757	2,451	2,454	2,457	2,460
부채총계	2,979	7,598	7,625	7,665	7,704
지배지분	4,991	8,984	9,842	10,865	12,009
자본금	165	178	178	178	178
자본잉여금	2,487	5,663	5,663	5,663	5,663
이익잉여금	2,347	3,146	4,003	5,026	6,170
기타자본변동	0	0	0	0	0
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	4,991	8,984	9,842	10,865	12,009
총차입금	1,285	2,395	2,408	2,438	2,468

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	5,949	11,411	12,051	14,373	16,075
PER	151.8	71.9	63.1	54.8	49.0
BPS	75,434	126,233	138,283	152,656	168,731
PBR	12.0	6.5	5.5	5.2	4.7
EBITDAPS	10,566	18,472	19,728	22,145	22,728
EV/EBITDA	85.3	44.6	37.8	34.8	33.6
SPS	23,416	42,914	51,909	59,423	65,611
PSR	38.6	19.1	14.6	13.3	12.0
CFPS	-1,550	-1,917	2,205	5,098	7,937
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	34.6	91.4	23.1	14.5	10.4
영업이익 증가율	83.5	83.1	13.2	16.8	4.3
순이익 증가율	63.3	102.8	7.5	19.3	11.8
수익성					
ROIC	15.3	12.6	8.5	9.4	9.2
ROA	5.5	6.5	5.0	5.7	6.0
ROE	8.2	11.4	9.1	9.9	10.0
안정성					
부채비율	59.7	84.6	77.5	70.5	64.1
순차입금비율	16.1	14.4	13.8	13.2	12.5
이자보상배율	36.5	15.4	17.3	20.0	20.6

삼성바이오로직스 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2021.07.28	매수	1,050,000	(10.72)	(4.75)	2023.10.05	매수	1,050,000	(31.50)	(29.71)
2021.08.25	매수	1,050,000	(13.94)	(4.75)	2023.10.26	매수	1,050,000	(31.33)	(24.86)
2021.10.26	매수	1,050,000	(16.09)	(4.75)	2024.01.05	매수	1,050,000	(30.58)	(23.90)
2022.01.25	매수	1,050,000	(16.52)	(4.75)	2024.01.25	매수	1,050,000		
2022.04.28	매수	1,050,000	(22.45)	(18.86)					
2022.07.28	매수	1,050,000	(21.31)	(13.33)					
2023.01.30	매수	1,050,000	(24.23)	(22.29)					
2023.04.14	매수	1,050,000	(24.22)	(22.19)					
2023.04.25	매수	1,050,000	(24.88)	(22.19)					
2023.06.29	매수	1,050,000	(25.68)	(22.19)					
2023.07.27	매수	1,050,000	(25.67)	(22.19)					

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자\_2023.12.29

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	94.2	3.6	2.2	0.0

[업종 투자의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대  
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

[기업 투자가 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 식제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상  
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우  
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하