

삼성바이오 로직스 (207940)

이희영

heeyoung.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

1,300,000

유지

현재주가

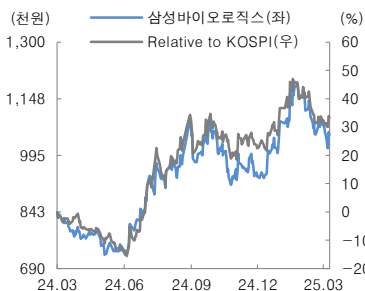
1,050,000

(25.04.02)

제약업종

KOSPI	2505.86
시가총액	74,733삼억원
시가총액비중	3.48%
자본금(보통주)	178삼억원
52주 최고/최저	1,185,000원 / 727,000원
120일 평균거래대금	794억원
외국인지분율	13.55%
주요주주	삼성물산 외 2 인 74.33% 국민연금공단 6.68%

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.9	12.4	7.5	28.7
상대수익률	-4.9	7.6	9.9	41.4



실적 시즌 편안한 선택지

- 1Q25 연결 매출 1,19조원(+25.4%yoy), 영업이익 3,290억원(+48.7%yoy)
- 고환율 추세 지속 및 4공장 가동률 상승에 따른 호실적 전망
- 미국 의약품 관세 우려는 시기상조, 5공장 가동은 준비 완료

투자의견 매수, 목표주가 1,300,000원 유지

목표주가는 SOTP 방식으로 산출, 별도 삼성바이오로직스 가치는 5공장 풀가동이 예상되는 28년 추정 EBITDA를 현가화하고, 글로벌 피어(론자)의 4년 평균 EV/EBITDA에 30% 할증(피어 대비 높은 EBITDA 마진율 및 CAPEX 투자 가시성에 기인한 프리미엄 적용)한 값을 적용하여 89.4조원 추정. 삼성바이오에피스 가치는 25년 추정 EBITDA에 글로벌 피어(산도즈, 셀트리온) 12M Fwd EV/EBITDA 평균값을 적용하여 7.1조원 추정. 총 기업가치 96.3조원으로 산정

1Q25 Preview: 고환율 추세 지속으로 호실적 전망

[1Q25 연결] 매출액 1조 1,187억원(+25.4% yoy), 영업이익 3,290억원(+48.7% yoy), OPM 27.7%, [별도] 매출액 9,934억원(+48.4% yoy), 영업이익 3,993억원(+71.6% yoy), OPM 40.2%, [에피스] 매출액 3,784억원(+35.1% yoy), 영업이익 870억원(+128.4% yoy), OPM 23.0%로 1분기 실적 컨센서스 소폭 상회 전망. 호실적 주요 요인은 1) 1-3공장 풀가동 지속, 2) 4공장 매출 기여도 상승, 3) 고환율 추세 지속, 4) 바이오시밀러 기존 제품 매출 확대, 5) 2월 신제품(스텔라라 bs) 미국 출시 효과로 추정

미국 의약품 관세 우려는 시기상조, 5공장 가동은 준비 완료

동사의 지역별 매출실적을 보면, 24년 기준 대부분이 유럽향(65%) 매출이며, 미국향 매출 비중은 약 25%에 불과함. 또한 현재 공급 계약에 따르면, 관세는 대부분 고객사 부담 항목. 추후 구체적인 관세 정책은 지켜봐야 하나, 동시에 미치는 영향은 제한적일 것으로 예상됨

25년 실적은 4공장 가동률 상승, 바이오시밀러 신제품 출시, 고환율 추세 지속으로 고성장이 예상됨. 1분기 ADC 생산 시설 가동 시작하였고, 4월 중순 5공장 가동 예정. 이에 따른 추가적인 대규모 수주 공시 및 6공장 착공 발표 기대. 견조한 항체의약품 수요 및 압도적인 트랙레코드로 추가 수주가 가능성이 높아 업종내 최선후주 유지

(단위: 십억원 %)

구분	1Q24	4Q24	1Q25(F)		1Q25(F)			2Q25		
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	947	1,256	1,159	1,188	25.4	-5.5	1,159	1,373	18.7	15.6
영업이익	221	326	279	329	48.7	1.0	319	370	-14.9	12.4
순이익	179	321	230	273	52.0	-15.2	269	305	-4.2	11.8

자료: 삼성바이오로직스, FrGuide, 대신증권 Research Center

표 1. 삼성바이오로직스 목표주가 산출

(단위: 십억원)

	가치	비고
삼성바이오로직스 가치 (A)	89,436	
28년 EBITDA 현가화	2,981	28년 추정 EBITDA 할인 (WACC 6.1%)
Target EV/EBITDA	30.0	글로벌 피어(론자) 4년 평균 EV/EBITDA 30% 할증
삼성바이오에피스 가치 (B)	7,096	
25년 EBITDA	394	
Target EV/EBITDA	18	글로벌 피어(셀트리온, 산도즈)의 12M Fwd EV/EBITDA 평균값
순차입금 (C)	231	
기업가치 (A+B-C)	96,300	
보통주 총 주식수 (천주)	71,174	
적정 주가 (원)	1,353,025	
목표 주가 (원)	1,300,000	
현재주가 (원)	1,050,000	2025.04.02
상승여력	24%	

자료: 대신증권 Research Center

표 2. 삼성바이오로직스 연결 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
연결 매출액	946.9	1156.9	1187.1	1256.4	1187.7	1373.2	1476.6	1536.7	4547.3	5574.2	6307.9
yoy (%)	31.3%	33.6%	14.8%	17.0%	25.4%	18.7%	24.4%	22.3%	23.1%	22.6%	13.2%
삼성바이오로직스 별도	669.5	810.2	1067.1	950.4	993.4	1003.8	1095.0	1136.1	3497.1	4228.4	4908.0
yoy (%)	13.3%	27.2%	20.9%	14.8%	48.4%	23.9%	2.6%	19.6%	19.0%	20.9%	16.1%
삼성바이오에피스	280.1	529.9	330.3	397.4	378.4	386.3	428.2	410.0	1537.7	1576.8	1745.7
yoy (%)	31.3%	107.1%	26.0%	37.6%	35.1%	-27.1%	29.6%	3.2%	50.7%	2.5%	10.7%
연결조정	-2.7	-183.2	-210.3	-91.4	-184.1	-17.0	-46.5	-9.5	-487.5	-257.0	-345.8
연결 영업이익	221.3	434.5	338.6	325.7	329.0	369.7	439.6	446.1	1320.1	1584.5	1853.0
OPM (%)	23.4%	37.6%	28.5%	25.9%	27.7%	26.9%	29.8%	29.0%	29.0%	28.4%	29.4%
yoy (%)	15.4%	71.4%	6.3%	-6.9%	48.7%	-14.9%	29.8%	37.0%	18.5%	20.0%	16.9%
삼성바이오로직스 별도	232.7	329.2	444.8	314.7	399.3	372.1	423.0	446.5	1321.4	1640.9	1969.5
OPM (%)	34.8%	40.6%	41.7%	33.1%	40.2%	37.1%	38.6%	39.3%	37.8%	38.8%	40.1%
yoy (%)	-0.7%	29.6%	16.5%	-5.8%	71.6%	13.0%	-4.9%	41.9%	9.7%	24.2%	20.0%
삼성바이오에피스	38.1	257.1	67.9	72.3	87.0	97.3	111.5	102.5	435.4	372.1	416.0
OPM (%)	13.6%	48.5%	20.6%	18.2%	23.0%	25.2%	26.0%	25.0%	28.3%	23.2%	23.8%
yoy (%)	5.5%	513.6%	38.0%	-7.5%	128.4%	-62.2%	64.2%	41.7%	111.9%	-14.5%	11.8%
연결조정	-49.5	-151.8	-174.1	-61.3	-157.3	-99.8	-94.9	-102.8	-436.8	-454.7	-532.6

자료: Dart 전자공시시스템, 대신증권 Research Center

표 3. 삼성바이오로직스 생산 시설 현황

구분	1 공장	2 공장	3 공장	4 공장	5 공장
규모	30,000L 5,000L x 6 기	154,000L 15,000L x 10 기 1,000L x 4 기	180,000L 15,000L x 12 기	240,000L 15,000L x 12 기 10,000L x 6 기	180,000L 15,000L x 12 기
공사기간	25 개월	29 개월	35 개월	31 개월	24 개월 목표
공사비용	3,500 억원	7,000 억원	8,500 억원	1 조 7,400 억원	1 조 9,800 억원
가동현황	상업 생산	상업 생산	상업 생산	상업 생산	2025년 4월 가동(타)

자료: 삼성바이오로직스, 대신증권 Research Center

표 4. 삼성 라이프사이언스 펀드 투자 내역

투자 일자	투자규모	국가	투자기업	주요 사업
2022년 3월	200억 이상	미국	재규어진테라피	유전자 치료제 개발
2022년 5월	190억	미국	센다 바이오사이언스	나노입자 약물전달 플랫폼 보유 기업
2023년 4월	비공개	스위스	아라리스 바이오테크	ADC 링커 기술 보유 기업
2023년 9월	100억대	국내	에임드바이오	ADC 신약 개발
2024년 3월	비공개	미국	브릭바이오	인공 아미노산 접합 기술 보유 기업
2024년 5월	비공개	미국	라투스바이오	CNS AAV 캡시드 기술 보유 기업

자료: 삼성바이오로직스, 대신증권 Research Center 추정

표 1. 삼성바이오로직스 CMO 계약 체결 현황

(단위: 백만달러)

계약체결일	계약상대방	계약금액	계약종료일
2016-11-15	Cilag GmbH International	373	-
2017-07-04	Sun Pharma Global FZE	56	-
2017-07-20	Baxter Healthcare Corp	223	2034-12-31
2017-12-21	UCB	394	2030-12-31
2018-02-21	TG Therapeutics, Inc.	50	2026-12-31
2018-04-30	글로벌 제약사의 스위스 소재 자회사	449	2025-12-31
2018-06-01	Ichnos Sciences	15	-
2018-08-14	아시아 소재 제약사	128	-
2018-09-11	Gilead Sciences, Inc.	267	2025-12-31
2018-12-18	Immunovant Sciences GmbH	44	2029-12-31
2019-04-01	CytoDyn Inc.	50	2024-01-05
2019-04-26	아시아 소재 제약사	17	-
2019-04-26	아시아 소재 제약사	32	-
2019-05-14	아시아 소재 제약사	30	-
2019-05-17	UCB	34	-
2019-09-27	H. Lundbeck A/S	28	2031-12-31
2019-11-28	아시아 소재 제약사	19	-
2019-12-03	미국 소재 제약사	58	-
2020-05-21	GSK Trading Service	591	2028-12-31
2020-07-27	Eli Lilly and Company	268	2026-08-30
2020-08-05	GSK Trading Service	184	2024-12-31
2020-09-21	AstraZeneca AB	378	2028-12-31
2020-09-21	AstraZeneca UK	16	2023-12-31
2020-10-06	Checkpoint Therapeutics	20	2030-10-02
2020-11-03	미국 소재 제약사	29	2030-12-31
2021-01-15	Roche	202	2024-12-31
2021-01-15	Roche	550	2024-12-31
2021-05-14	AstraZeneca UK	351	-
2021-10-30	유럽 소재 제약사	77	2024-07-31
2022-03-28	Eli Lilly Kinsale	479	2029-12-31
2022-04-25	유럽 소재 제약사	124	2024-07-31
2022-06-04	Novartis	391	-
2022-07-02	MSD	264	2028-12-31
2022-10-20	GSK Trading Service	296	2030-12-31
2023-06-30	Pfizer Ireland Pharmaceuticals	704	2029-12-31
2023-09-17	SWORDS LABORATORIES UNLIMITED COMPANY	270	2030-12-31
2024-03-01	Merck Sharp & Dohme (Switzerland) GmbH	118	2032-12-31
2024-06-21	Kiniksa Pharmaceuticals UK	152	2031-12-31
2024-06-25	미국 소재 제약사	1,060	2030-12-31
2024-09-13	아시아 소재 제약사	89	2028-12-31
2024-10-22	아시아 소재 제약사	1,243	2037-12-31
2024-11-20	유럽 소재 제약사	540	2031-12-31
2024-11-20	유럽 소재 제약사	128	2031-12-31
2024-12-17	미국 소재 제약사	775	2030-10-02
2025-01-14	유럽 소재 제약사	1410	2030-12-30

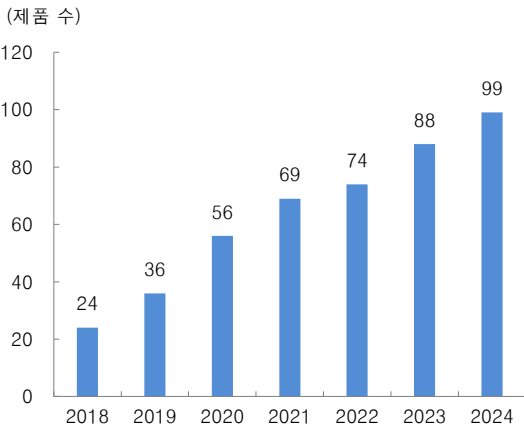
자료: Dart 전자공시시스템, 대신증권 Research Center

그림 1. 삼성바이오에피스 바이오시밀러 파이프라인 현황

Indication		자가 면역 질환				종양 질환			안질환	혈액 질환	골격계 질환	
프로젝트		SB4	SB2	SB5	SB17	SB3	SB8	SB27	SB11	SB15	SB12	SB16
오리지널		Enbrel® (Etanercept)	Remicade® (Infliximab)	Humira® (Adalimumab)	Stelara® (Ustekinumab)	Herceptin® (Trastuzumab)	Avastin® (Bevacizumab)	Keytruda® (Pembrolizumab)	Lucentis® (Ranibizumab)	Eylea® (Aflibercept)	Soliris® (Eculizumab)	Prolia® / Xgeva® (Denosumab)
현황		출시	출시	출시	유럽 출시 / 미국 승인 ('24.6월)	출시	출시	1상('24.2월) / 3상('24.4월) 진행 중	출시	유럽('24.11월) / 미국('24.5월) 승인	유럽 출시 / 미국 승인 ('24.7월)	3상 완료
제품	EU	Benepali	Flixabi	Imraldi	Pyzchiva	Ontruzant	Aybintio	-	Byooviz	Opuviz	Epysqli	Obodence / Xbryk
	US	Eticovo (IC, '24.6월)	Renflexis	Hadlima (IC, '24.6월)	Pyzchiva	Ontruzant	-	-	Byooviz (IC, '23.10월)	Opuviz (IC, '24.5월)	Epysqli	Obodence / Xbryk
마케팅파트너 (출시 연도)	EU	Biogen ('16)	Biogen ('16)	Biogen ('18)	Sandoz ('24.7월)	Organon ('18)	Organon ('20)	-	Biogen ('23)	Biogen	Samsung Bioepis ('23)	-
	US	-	Organon ('17)	Organon ('23)	Sandoz	Organon ('20)	Organon	-	Biogen ('22)	Biogen	Teva	-

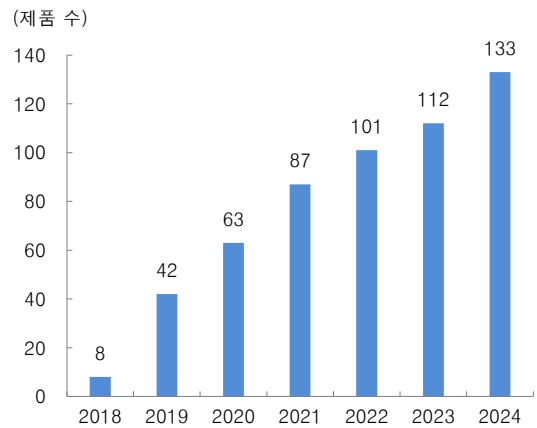
자료: 삼성바이오로직스, 대신증권 Research Center

그림 2. CMO 제품 수 (DS/DP)



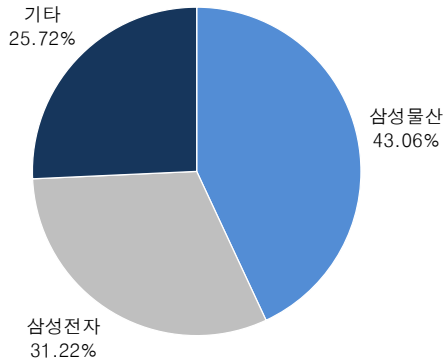
자료: 삼성바이오로직스, 대신증권 Research Center

그림 3. CDO 제품 수



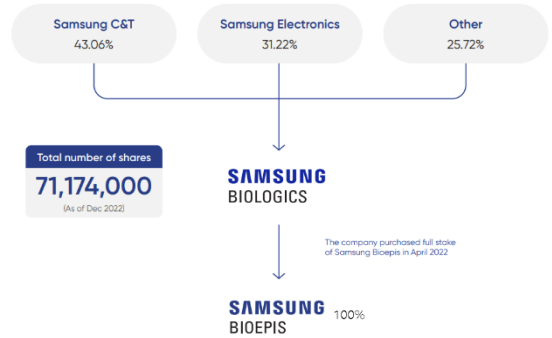
자료: 삼성바이오로직스, 대신증권 Research Center

그림 4. 주주 구성



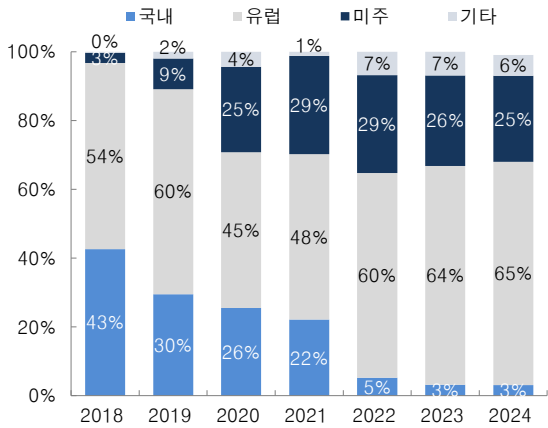
자료: 삼성바이오로직스, 대신증권 Research Center

그림 5. 삼성바이오로직스 지배 구조



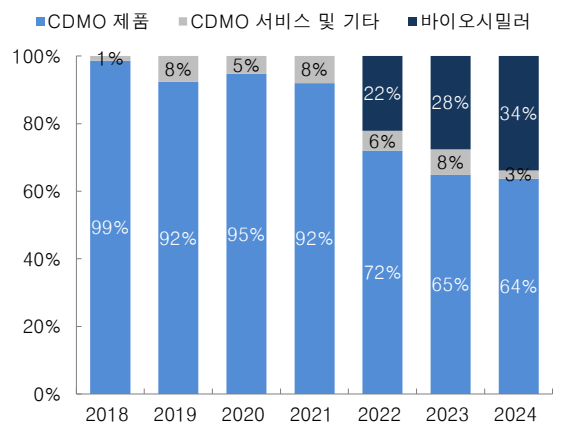
자료: 삼성바이오로직스, 대신증권 Research Center

그림 6. 지역별 매출 비중



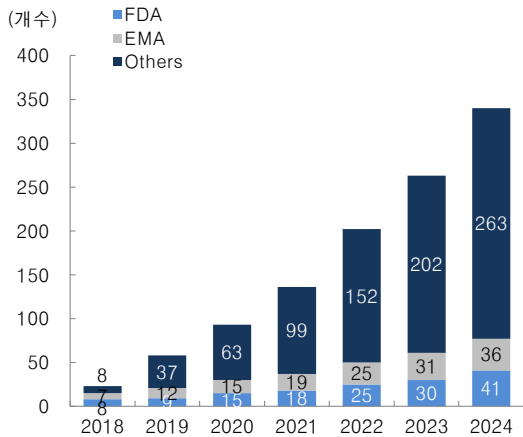
자료: 삼성바이오로직스, 대신증권 Research Center

그림 7. 유형별 매출 비중



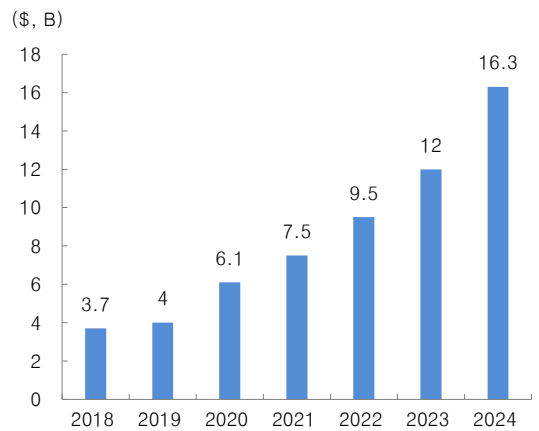
자료: 삼성바이오로직스, 대신증권 Research Center

그림 8. 해외 규제 기관 CMO 승인 현황



자료: 삼성바이오로직스, 대신증권 Research Center

그림 9. 연간 누적 수주 현황



자료: 삼성바이오로직스, 대신증권 Research Center

재무제표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	3,695	4,547	5,574	6,308	7,205
매출원가	1,892	2,256	2,946	3,311	3,699
매출총이익	1,803	2,291	2,629	2,996	3,506
판매비요관련비	689	971	1,044	1,144	1,297
영업이익	1,114	1,320	1,584	1,853	2,209
영업외수익	30.1	29.0	28.4	29.4	30.7
EBITDA	1,603	1,919	2,338	2,649	3,034
영업외손익	6	50	63	88	95
관계기업손익	0	3	3	3	3
금융수익	252	372	299	329	339
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-250	-261	-249	-259	-267
외환관련손실	159	210	189	189	189
기타	5	-64	10	15	20
법인세비용차감전순이익	1,120	1,370	1,647	1,941	2,304
법인세비용	-262	-287	-345	-427	-516
계속사업순이익	858	1,083	1,302	1,515	1,788
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	858	1,083	1,302	1,515	1,788
당기순이익	232	238	234	240	248
비재계분순이익	0	0	0	0	0
재계분순이익	858	1,083	1,302	1,515	1,788
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	-1	-1	-1	0
포괄순이익	846	1,074	1,295	1,509	1,783
비재계분포괄이익	0	0	0	0	0
재계분포괄이익	846	1,074	1,295	1,509	1,783

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	12,051	15,221	18,300	21,279	25,116
PER	63.1	62.3	57.4	49.3	41.8
BPS	138,119	153,212	171,299	192,224	216,754
PBR	5.5	6.2	6.1	5.5	4.8
EBITDAPS	22,529	26,964	32,853	37,223	42,623
EV/EBITDA	33.7	35.3	32.1	28.2	24.5
SPS	51,909	63,890	78,318	88,626	101,231
PSR	146	149	134	118	104
CFPS	23,329	28,182	35,079	39,522	45,029
DPS	0	0	0	0	0

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	23.1	23.1	22.6	13.2	14.2
영업이익 증가율	13.2	18.5	20.0	16.9	19.2
순이익 증가율	7.5	26.3	20.2	16.3	18.0
수익성					
ROC	8.0	9.2	10.2	11.0	12.4
ROA	6.8	7.9	8.7	9.3	10.2
ROE	9.1	10.4	11.3	11.7	12.3
안정성					
부채비율	63.2	59.0	56.2	51.6	47.3
순차입금비율	-1.3	1.5	1.9	-0.5	-2.7
이자보상배율	13.6	26.4	26.5	26.7	28.4

자료: 삼성바이오로직스, 대신증권 Research Center

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	5,522	5,518	6,562	7,728	9,272
현금및현금성자산	368	391	538	1,023	1,533
매출채권 및 기타채권	679	1,165	1,399	1,678	2,014
재고자산	2,641	2,818	3,455	3,711	4,238
기타유동자산	1,833	1,143	1,171	1,317	1,486
비유동자산	10,524	11,818	12,479	13,013	13,449
유형자산	3,880	5,374	6,150	6,776	7,275
관계기업투자지분	39	53	66	80	94
기타비유동자산	6,605	6,392	6,264	6,157	6,081
자산총계	16,046	17,336	19,042	20,741	22,721
유동부채	4,158	3,853	4,105	4,293	4,477
매입채무 및 기타채무	1,219	1,522	1,654	1,695	1,745
차입금	655	207	233	274	297
유동상채무	733	120	126	132	139
기타유동부채	1,551	2,004	2,092	2,192	2,296
비유동부채	2,058	2,578	2,744	2,767	2,817
차입금	240	1,013	1,245	1,456	1,662
잔존증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1,818	1,566	1,499	1,311	1,155
부채총계	6,216	6,432	6,850	7,059	7,294
자본부분	9,830	10,905	12,192	13,681	15,427
자본금	178	178	178	178	178
자본잉여금	5,663	5,663	5,663	5,663	5,663
이익잉여금	4,003	5,087	6,389	7,904	9,691
기타보전비	-14	-23	-38	-63	-105
비재계부분	0	0	0	0	0
자본총계	9,830	10,905	12,192	13,681	15,427
순차입금	-127	160	231	-62	-414

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,666	1,659	1,889	2,410	2,449
당기순이익	858	1,083	1,302	1,515	1,788
비현금항목의 기입	803	922	1,194	1,298	1,417
감가상각비	490	599	754	796	824
외환손익	5	-78	-18	-39	-39
자본평가손익	0	-3	-3	-3	-3
기타	308	404	461	544	635
자산부채의 증감	299	-45	-272	17	-245
기타현금흐름	-293	-301	-336	-420	-511
투자활동 현금흐름	-1,566	-1,244	-1,729	-1,645	-1,556
투자자산	89	-16	-18	-19	-20
유형자산	-992	-1,302	-1,199	-1,099	-999
기타	-663	74	-513	-528	-538
재무활동 현금흐름	-635	-434	120	113	90
단기차입금	72	-448	26	41	23
사채	-40	418	133	106	96
장기차입금	6	95	100	105	110
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-672	-499	-139	-139	-139
현금의 증감	-523	23	147	485	511
기초 현금	891	368	391	538	1,023
기말 현금	368	391	538	1,023	1,533
NOPLAT	853	1,044	1,253	1,446	1,714
FCF	237	265	717	1,062	1,458

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호시목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이희영)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

삼성바이오로직스(207940) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	25.04.03	25.01.23	25.01.08	24.11.16	24.10.28	24.10.24
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	1,300,000	1,300,000	1,300,000	1,300,000	1,300,000	1,300,000
과표율(평균%)		(20.54)	(24.64)	(25.28)	(22.67)	(18.50)
과표율(최대/최소%)		(8.85)	(18.38)	(18.38)	(18.38)	(18.38)

제시일자	24.10.04	24.08.02	24.07.24	24.07.03	24.06.01	24.05.06
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy
목표주가	1,200,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000
과표율(평균%)	(13.24)	(6.92)	(14.65)	(17.76)	(25.12)	(21.56)
과표율(최대/최소%)	(9.08)	8.70	(6.00)	(14.90)	(19.00)	(14.10)

제시일자	24.04.26	24.04.24	24.04.08	24.04.01	24.01.25	24.01.08
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000
과표율(평균%)	(21.27)	(21.21)	(21.20)	(21.27)	(21.44)	(26.13)
과표율(최대/최소%)	(14.10)	(14.10)	(14.10)	(14.10)	(14.10)	(20.10)

제시일자	23.12.29	23.12.02	23.12.01
투자의견	Buy	Buy	Buy
목표주가	1,000,000	1,000,000	1,000,000
과표율(평균%)	(27.60)	(28.74)	
과표율(최대/최소%)	(21.10)	(24.00)	

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250331)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.5%	7.5%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상