

# SK COMPANY Analysis



Analyst

이달미

talmi@sk.com

02-3773-9952

## Company Data

자본금	1,654 억원
발행주식수	6,617 만주
자사주	0 만주
액면가	2,500 원
시가총액	210,736 억원
주요주주	
삼성물산(외3)	75.03%

외국인지분률	9.60%
배당수익률	0.00%

## Stock Data

주가(17/09/25)	318,500 원
KOSPI	2388.71 pt
52주 Beta	1.04
52주 최고가	338,000 원
52주 최저가	142,000 원
60일 평균 거래대금	746 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	11.4%	10.3%
6개월	69.4%	53.8%
12개월	%	%

삼성바이오로직스 (207940/KS | 매수(신규편입) | T.P 390,000 원(신규편입))

## 삼성의 새로운 도전!

삼성바이오로직스에 대한 투자 의견 BUY와 목표주가 390,000 원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가 390,000 원은 삼성바이오로직스와 자회사인 삼성바이오에피스의 sum of parts 방식으로 합산하여 산정되었다. 투자포인트는 1) 2018년 전세계 최대규모의 CMO 생산시설 보유능력, 2) 자회사 삼성바이오에피스의 R&D 모멘텀 기대감, 3) CMO 사업은 안정적인 cash cow 역할을 한다는 점이다.

## 투자 의견 BUY와 목표주가 390,000 원을 제시하며 커버리지 개시

삼성바이오로직스에 대한 투자 의견 BUY와 목표주가 390,000 원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 동사의 목표주가 390,000 원은 삼성바이오로직스와 자회사인 삼성바이오에피스의 가치를 각각 산정하여 sum of parts 방식으로 합산하였다. 현재 신축중인 3공장의 가동률이 100%를 도달하는 시점인 2022년의 지분법이익을 제외한 삼성바이오로직스 당기순이익의 현재가치와 2022년 삼성바이오에피스의 당기순이익에 지분율 50%를 감안한 가치를 합산하여 목표주가 390,000 원이 산정되었다.

## 투자포인트

동사의 투자포인트는 1) 2018년에 완공되는 3공장으로 전세계 최대규모의 CMO 생산시설 보유, 2) 자회사 삼성바이오에피스의 R&D 모멘텀에 따른 추가상승 기대, 3) 삼성바이오로직스의 CMO 사업은 안정적인 cash cow 역할을 한다는 점이다.

## 2017년 실적전망

동사의 2017년 실적은 매출액이 전년대비 40.9% 증가한 4,150 억원, 영업이익은 흑자전환이 예상된다. 2017년 매출성장의 주된 원인은 2공장의 가동률이 2016년 20%에서 2017년 40%로 상승하기 때문이다. 다만, 아직까지는 지분법으로 인식되는 삼성바이오에피스가 적자이기 때문에 지분법 손실에 따라 당기순이익은 2017년까지 적자가 지속될 전망이다. 당기순이익의 흑자전환은 2018년에 가능할 것으로 판단된다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	1,051	913	2,946	4,150	5,800	9,254
yoy	%	241,593.6	-13.2	222.8	40.9	39.8	59.6
영업이익	억원	-1,195	-2,036	-304	86	696	2,314
yoy	%	적지	적지	적지	흑전	711.0	232.4
EBITDA	억원	-932	-1,620	297	1,097	1,353	2,904
세전이익	억원	-997	24,881	-2,309	-781	498	2,218
순이익(지배주주)	억원	-997	19,049	-1,768	-622	396	1,765
영업이익률%	%	-113.7	-223.1	-10.3	2.1	12.0	25.0
EBITDA%	%	-88.6	-177.5	10.1	26.4	23.3	31.4
순이익률	%	-94.8	2,087.0	-60.0	-15.0	6.8	19.1
EPS	원	-2,921	38,520	-3,115	-939	598	2,667
PER	배	N/A	0.0	N/A	N/A	532.2	119.4
PBR	배	0.0	0.0	2.5	5.3	5.2	5.0
EV/EBITDA	배	0.0	0.0	387.3	207.8	168.0	78.0
ROE	%	-18.7	113.0	-5.2	-1.5	1.0	4.3
순차입금	억원	3,794	24,778	15,172	17,044	16,593	15,610
부채비율	%	121.2	114.8	84.5	78.9	81.2	83.7

## 투자의견 BUY와 목표주가 390,000 원을 제시하며 커버리지 개시

삼성바이오로직스에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 390,000 원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 동사의 목표주가 390,000 원은 삼성바이오로직스와 자회사인 삼성바이오에피스의 가치를 각각 산정하여 sum of parts 방식으로 합산하였다. 현재 신축중인 3공장의 가동률이 100%를 도달하는 시점인 2022년의 지분법이익을 제외한 삼성바이오로직스 당기순이익의 현재가치와 2022년 삼성바이오에피스의 당기순이익에 지분율 50%를 감안한 가치를 합산하여 목표주가 390,000 원이 산정되었다. 삼성바이오에피스에 대한 실질적인 지분율은 94.6%이지만 바이오젠이 보유한 콜옵션을 행사할 경우 지분율은 50%로 낮아지기 때문에 이를 감안하였다.

삼성바이오로직스 Valuation Table

(단위: 십억원 배 원)

구분	2022E	비고
A. 삼성바이오로직스 목표가치	159,603.9	
삼성바이오로직스 가치	5,911.3	2022년 지분법이익 제외 당기순이익의 현재가치 (할인율 9%)
적용 PER	27.0	론자의 multiple
B. 삼성바이오에피스 목표가치	94,508.6	
삼성바이오에피스 가치	2,362.7	2022년 삼성바이오에피스 당기순이익에 지분율 50% 고려
적용 PER	40.0	셀트리온의 target multiple
C. 적정가치(A+B)	254,112.5	
D. 주식수	66,165,000	
주당가치 (C/D)	384,059	
목표주가	390,000	
현주가	326,000	
상승여력	19.6	

자료 : 삼성바이오로직스, SK 증권 추정치

## 투자포인트

투자포인트 1. 2018 년에 완공되는 3 공장으로 전세계 최대규모의 CMO 생산시설 보유  
동사는 현재 1 공장과 2 공장에서 글로벌 CMO 의약품을 생산하고 있다. 1 공장은 2013 년에 완공, 생산 capa 는 3 만리터에 달하며 현재 BMS 와 로슈의 CMO 가 생산 되고 있으며 거의 full 가동 중에 있다. 그리고 2 공장은 2016 년에 완공, 2016 년 2 월 부터 가동되기 시작했으며 생산 capa 는 15 만 2 천리터다. 2 공장의 가동률은 현재 계 단식으로 상승하는데 현시점 가동률은 40% 수준이다.

3 공장은 현재 신축중에 있으며 80% 수준은 다 지어진 상태이고, 생산 capa 는 18 만 리터이며 완공은 2018 년에 예정되어 있다. 2018 년 3 공장이 완공되면 동사는 36 만 2 천리터에 달하는 생산시설을 보유, 스위스 CMO 업체인 Lonza 의 26 만리터, 독일 Boehringer Ingelheim 의 23 만리터보다 많아 CMO 생산업체 중에서는 최대 규모에 달하게 된다.

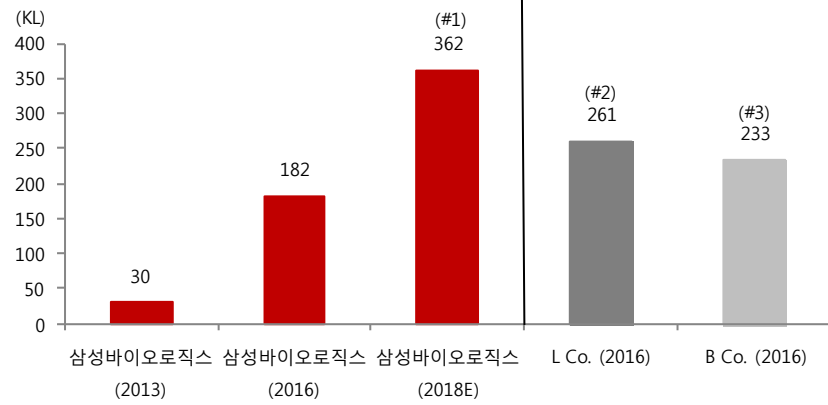
바이오시밀러는 가격경쟁력이 중요하다. 그렇기 때문에 수익성을 위해서는 원가경쟁력 이 있어야 하고 원가경쟁력을 가져가기 위해서는 양으로 승부를 봐야 한다. 따라서 무 엇보다도 공장 capa 확보가 중요하고 대규모의 공장을 짓기 위해서는 자본력이 뒷바침 되어야 한다. 동사는 삼성의 자본력과 바이오시밀러의 생산공정과 비슷한 반도체 생산 공정 기술력을 감안하면 충분히 프리미엄을 받을 만하다고 판단된다.

2018 년 공장 CAPA 는 36 만리터로 확대될 전망

구분	건축기간	완공시기	생산 Capa	Capex
제 1공장	2011년 ~ 2013년	2013년 9월	30,000L (6*5,000L)	3500억원
제 2공장	2013년 ~ 2016년	2015년 2월	152,000L (10*15,000L/ 2*1,000L)	7000억원
제 3공장	2015년 ~ 2018년	2018년 4분기	180,000L (12*15,000L)	8500억원
Total			362,000L	1조9000억원

자료: 삼성바이오로직스 SK 증권

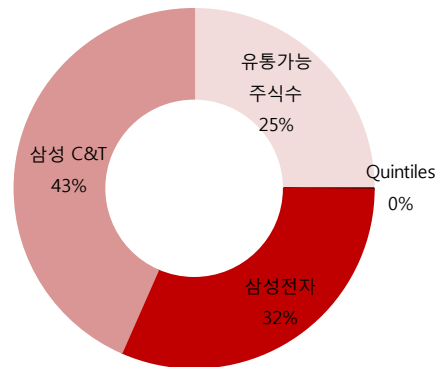
2018년 삼성바이오로직스 전세계 최대 규모의 생산시설 보유 전망



자료 : 삼성바이오로직스, SK 증권

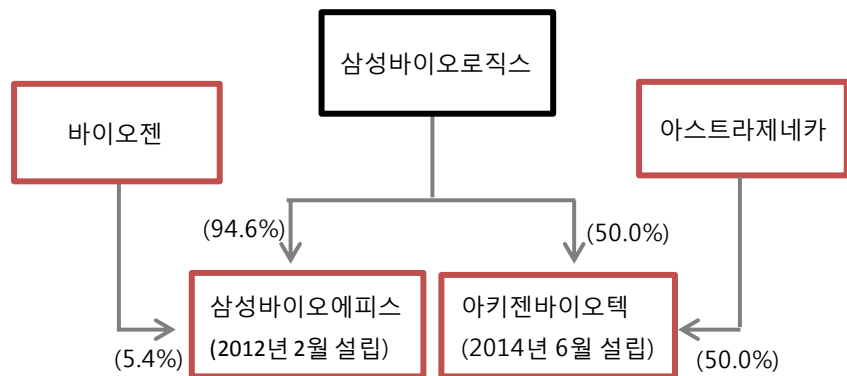
투자포인트 2. 자회사 삼성바이오에피스의 R&D 모멘텀에 따른 주가상승세 기대  
 삼성바이오에피스는 삼성바이오로직스와 바이오젠의 합작법인이다. 삼성바이오로직스의 지분율이 94.6%에 해당되며 바이오젠이 5.4%를 보유하고 있다. 바이오젠은 단백질 계량기술 등 바이오시밀러 생산에 필요한 기술적인 부분을 삼성바이오에피스에 전수하고 삼성바이오에피스는 임상과 규제관련 부분을 담당하고 있다. 이에 따라 삼성은 바이오의약품 시장진출을 바이오젠을 통해서 빠르게 진입할 수 있었다.

#### 삼성바이오로직스의 주주구성 현황



자료 : 삼성바이오로직스 SK 증권

#### 삼성바이오로직스의 자회사 현황



자료 : 삼성바이오로직스 SK 증권

삼성바이오에피스는 엔브렐, 레미케이드 바이오시밀러가 유럽에는 각각 2016 년 1 월, 2016 년 5 월에 출시되었다. 최근 허셉틴 바이오시밀러인 SB3 가 EMA 의 약물사용자 위원회(CHMP)로부터 긍정의견을 받았다. 이는 SB3 가 유럽 EMA 에 판매허가 신청을 한지 1 년만에 긍정의견을 받은 것으로 향후 2 개월 ~ 3 개월 내에 EU 승인이 가능할 전망, 허셉틴 바이오시밀러 유럽 출시에 따른 주가 상승세가 예상되어 긍정적이다.

삼성바이오에피스 R&D 파이프라인

	파이프라인	허가 완료	서류 심사 중	임상 실험 중	오리지네이터	시장규모 (십억달러)
삼성바이오에피스	SB4	한국 (2015 9월) 유럽 (2016 1월) 호주 (2016 7월) 캐나다 (2016 8월)	-	-	엔브렐	9.2
	SB2	한국 (2015 12월) 유럽 (2016 5월) 호주 (2016 11월) 미국 (2017 4월)	-	-	레미케이드	8.1
	SB9	유럽 (2017 1월)	미국 (2016 8월)	-	란투스	6.3
	SB5	-	유럽 (2016 7월) 한국 (2016 8월)	-	휴미라	16.5
	SB8	-	-	임상 3상	아바스틴	6.9
	SB3	-	한국 (2016 9월) 유럽 (2016 10월)	-	허셉틴	6.9
	아키젠 바이오텍 SATT101	-	-	임상 1/3상	리툭산	7.4

자료 : 삼성바이오에피스, SK 증권

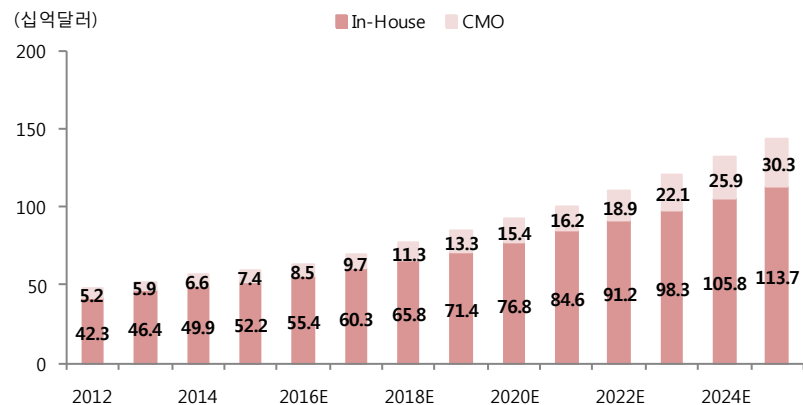
투자포인트 3. 삼성바이오로직스의 CMO 사업은 안정적인 cash cow 역할

동사는 바이오의약품, 특히 동물세포 기반 항체의약품 생산 체제를 갖춘 글로벌 바이오 CMO (Contract Manufacturing Organization) 기업이다. 동사의 바이오의약품 연구개발은 자회사인 삼성바이오에피스와 아키젠바이오텍은 바이오시밀러 개발 및 상업화를 진행 중에 있다. 현재까지 동사의 대부분의 매출액은 CMO 매출액이라 할 수 있다.

바이오 CMO 사업은 자체 생산역량이 부족하거나, 의약품 R&D 및 마케팅에 사업역량을 집중하기 위해 생산을 전략적으로 아웃소싱하는 글로벌 제약사들을 고객으로 하는 바이오의약품 위탁생산 사업이다.

최근 국내외 제약업체들은 의약품 시판허가와 판매수요 예측의 불확실성을 최소화하기 위해서 대규모 자본투자가 소요되는 생산분야에서 전문 CMO 를 활용하는 추세이다. 이러한 시장의 변화는 CMO 생산 전문업체들에게는 꾸준한 수주증가로 이어질 가능성이 높을 것으로 전망된다. 따라서 동사의 CMO 매출은 안정적인 cash cow 역할을 해 줄 것으로 판단된다.

#### CMO의 시장규모는 확대 중



자료 : 삼성바이오로직스 사업보고서, SK 증권

## 2017 년 실적 전망

동사의 2017 년 실적은 매출액이 전년대비 40.9% 증가한 4,150 억원, 영업이익은 흑자 전환이 예상된다. 동사의 매출 성장의 가장 큰 원인으로는 BMS 와 로슈 CMO 생산이 예정된 2 공장의 가동률이 2016 년 20%에서 2017 년 40%로 상승하기 때문이다. 2 공장은 2018 년 가동률은 60%로 상승하면서 2018 년에도 매출 성장 driver 역할을 할 전망이다.

다만, 아직까지는 지분법으로 인식되는 삼성바이오에피스가 적자이기 때문에 지분법 손실에 따라 당기순이익은 2017 년까지 적자가 지속될 전망이다. 당기순이익의 흑자전환은 2018 년에 가능할 것으로 판단된다.

삼성바이오로직스 연간 및 분기별 실적전망

(단위: 억원)

구분	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
매출액	4,150.0	5,800.0	9,254.0	12,410.0	15,421.0	18,531.0
영업이익	85.8	696.0	2,313.5	4,095.3	6,939.5	12,045.2
당기순이익	-621.6	396.0	1,764.6	3,942.8	6,614.2	11,095.2
성장률 (YoY%)						
매출액	40.9	39.8	59.6	34.1	24.3	20.2
영업이익	흑전	711.0	232.4	77.0	69.4	73.6
당기순이익	적지	흑전	345.6	123.4	67.8	67.7
수익률(%)						
영업이익	2.1	12.0	25.0	33.0	45.0	65.0
당기순이익	적지	6.8	19.1	31.8	42.9	59.9
공장 가동률						
1 공장	80%	70%	80%	90%	100%	100%
2 공장	40%	60%	80%	90%	100%	100%
3 공장			30%	60%	80%	100%

자료 : 삼성바이오로직스 SK 증권 추정치



## 삼성바이오에피스 연간 및 분기별 실적전망

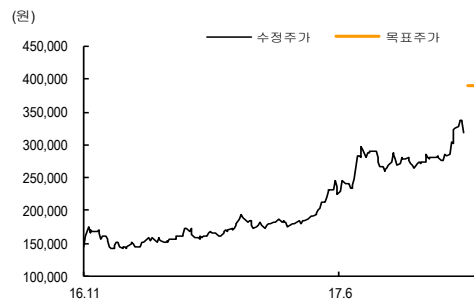
(단위: 억원)

구분	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
매출액	2,500.0	4,750.0	8,075.0	12,112.5	16,957.5	22,044.8
영업이익	(1,052.1)	403.8	1,841.1	4,263.6	6,274.3	8,817.9
당기순이익	(1,035.1)	331.1	1,509.7	3,496.2	5,144.9	7,230.7
성장률 (YoY%)						
매출액	69.5	91.3	74.0	53.0	41.2	29.4
영업이익	적지	흑전	366.8	136.2	49.3	32.5
당기순이익	적지	흑전	366.8	136.2	49.3	32.5
수익률(%)						
영업이익	적지	8.5	22.8	35.2	37.2	38.1
당기순이익	적지	7.0	18.7	28.9	30.5	31.3

자료 : 삼성바이오로직스, SK 증권 추정치

일시	투자조건	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고최저 주가대비

2017.09.26 매수 390,000원 6개월



### Compliance Notice

- 작성자(이달미)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자조건은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 9월 26일 기준)

매수	90.51%	중립	9.49%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	1,929	14,614	10,054	11,968	16,011
현금및현금성자산	345	2,303	6,377	6,828	7,810
매출채권및기타채권	369	725	1,021	1,427	2,277
재고자산	1,192	1,642	2,313	3,233	5,158
<b>비유동자산</b>	57,676	60,716	61,791	61,428	61,552
장기금융자산	0	0	0	0	0
유형자산	8,903	10,910	10,238	9,625	9,080
무형자산	143	140	141	149	154
<b>자산총계</b>	59,605	75,330	71,845	73,396	77,563
<b>유동부채</b>	19,117	24,765	22,539	23,650	25,976
단기금융부채	18,305	22,782	19,745	19,745	19,745
매입채무 및 기타채무	279	1,150	1,620	2,264	3,612
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	12,740	9,741	9,148	9,236	9,357
장기금융부채	6,818	4,394	3,676	3,676	3,676
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	31,857	34,506	31,687	32,886	35,333
<b>지배주주지분</b>	27,748	40,824	40,158	40,510	42,230
자본금	1,378	1,654	1,654	1,654	1,654
자본잉여금	10,306	24,873	24,873	24,873	24,873
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	16,015	14,247	13,625	14,021	15,786
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	27,748	40,824	40,158	40,510	42,230
<b>부채외자본총계</b>	59,605	75,330	71,845	73,396	77,563

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동현금흐름</b>	-2,624	-391	270	638	1,166
당기순이익(손실)	19,049	-1,768	-622	396	1,765
비현금성항목등	-20,684	2,115	1,743	957	1,140
유형자산감가상각비	327	558	960	613	545
무형자산감각비	89	44	51	44	46
기타	18,210	54	-82	-3	-3
운전자본감소(증가)	-960	-739	-1,012	-614	-1,285
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-204	-287	-268	-406	-850
재고자산감소(증가)	-1,172	-441	-680	-920	-1,925
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	7	12	93	644	1,348
기타	410	-22	-158	68	142
법인세납부	-31	1	161	-102	-453
<b>투자활동현금흐름</b>	-3,926	-11,374	7,724	-14	-12
금융자산감소(증가)	0	-9,700	9,700	0	0
유형자산감소(증가)	-2,403	-1,630	0	0	0
무형자산감소(증가)	-1,491	-52	-52	-52	-52
기타	-31	8	-1,924	38	40
<b>재무활동현금흐름</b>	6,225	16,069	-3,921	-172	-172
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	1,381	-3,671	0	0
자본의증가(감소)	2,670	14,843	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-45	-244	-250	-172	-172
<b>현금의 증가(감소)</b>	-618	1,958	4,073	451	982
기초현금	963	345	2,303	6,377	6,828
기말현금	345	2,303	6,377	6,828	7,810
FCF	-7,006	-1,131	310	546	1,095

자료 : 삼성바이오로직스, SK증권

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	913	2,946	4,150	5,800	9,254
<b>매출원가</b>	1,148	2,681	3,262	4,060	5,367
<b>매출총이익</b>	-235	265	888	1,740	3,887
매출총이익률 (%)	-25.8	9.0	21.4	30.0	42.0
<b>판매비와관리비</b>	1,801	570	802	1,044	1,573
영업이익	-2,036	-304	86	696	2,314
영업이익률 (%)	-223.1	-10.3	2.1	12.0	25.0
비영업손익	26,917	-2,005	-867	-198	-96
<b>순금융비용</b>	15	156	129	135	132
외환관련손익	-124	-28	-17	-17	-17
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	45,242	-1,292	-724	-50	50
세전계속사업이익	24,881	-2,309	-781	498	2,218
세전계속사업이익률 (%)	2,725.8	-78.4	-18.8	8.6	24.0
계속사업법인세	5,831	-541	-160	102	453
<b>계속사업이익</b>	19,049	-1,768	-622	396	1,765
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	19,049	-1,768	-622	396	1,765
<b>순이익률 (%)</b>	2,087.0	-60.0	-15.0	6.8	19.1
지배주주	19,049	-1,768	-622	396	1,765
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	2,086.97	-60.02	-14.98	6.83	19.07
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	18,964	-1,767	-666	352	1,720
<b>지배주주</b>	18,964	-1,767	-666	352	1,720
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
EBITDA	-1,620	297	1,097	1,353	2,904

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-13.2	222.8	40.9	39.8	59.6
영업이익	적지	적지	흑전	711.0	232.4
세전계속사업이익	흑전	적전	적지	흑전	345.6
EBITDA	적지	흑전	268.9	23.4	114.6
EPS(계속사업)	흑전	적전	적지	흑전	345.6
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	113.0	-5.2	-1.5	1.0	4.3
ROA	52.1	-2.6	-0.8	0.6	2.3
EBITDA마진	-177.5	10.1	26.4	23.3	31.4
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	10.1	59.0	44.6	50.6	61.6
부채비율	114.8	84.5	78.9	81.2	83.7
순차입금/자기자본	89.3	37.2	42.4	41.0	37.0
EBITDA/이자비용(배)	-61.1	1.5	5.5	7.9	16.8
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	38,520	-3,115	-939	598	2,667
BPS	50,326	61,700	60,694	61,225	63,825
CFPS	39,362	-2,055	588	1,592	3,560
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	0.0	N/A	N/A	564.8	126.7
PER(최저)	0.0	N/A	N/A	252.3	56.6
PBR(최고)	0.0	2.8	5.6	5.5	5.3
PBR(최저)	0.0	2.3	2.5	2.5	2.4
PCR	0.0	-73.5	541.6	200.1	89.5
EV/EBITDA(최고)	0.0	441.9	219.6	177.5	82.4
EV/EBITDA(최저)	0.0	367.3	106.7	86.1	39.8