

# 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	274,254 억원
주요주주	
삼성물산(외4)	75.10%

외국인지분률	9.70%
배당수익률	0.00%

### Stock Data

주가(18/07/19)	423,500 원
KOSPI	2282.29 pt
52주 Beta	1.28
52주 최고가	584,000 원
52주 최저가	263,000 원
60일 평균 거래대금	1,640 억원

### 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	1.7%	5.5%
6개월	3.6%	13.8%
12개월	59.1%	68.6%

## 삼성바이오로직스 (207940/KS | 매수(유지) | T.P 660,000 원(유지))

### 점진적인 불확실성 회복에 주목

2018 년 2 분기 실적은 매출액 1,281 억원(+102.6%YoY), 영업이익 103 억원(흑전, OPM 8.0%) 시현 전망. 2 분기에도 1 공장에서 2 공장으로의 제품 스위칭이 지속되면서 2 분기 실적은 1 분기와 유사할 전망. 바이오젠의 알츠하이머 치료제 임상 2 상 중간결과가 긍정적으로 나타나며 동사의 CMO 수주 가시성이 더욱 높아졌다 판단. 투자의견 BUY 및 목표주가 660,000 원 유지

### 2018 년 2 분기 실적 Preview

동사의 2018 년 2 분기 실적은 매출액 1,281 억원(+102.6%YoY), 영업이익 103 억원(흑전, OPM 8.0%) 시현 전망. 2 분기에도 1 공장에서 2 공장으로의 제품 스위칭이 지속되어 2 분기 실적은 1 분기와 유사할 전망. 2 공장 가동률은 상승 중(2017 년 40%에서 2018 년 60%전망)에 있으나 1 공장 가동률은 소품종 다량 생산으로 하락 중. 이는 3 분기 실적에 가장 큰 영향을 미쳐 2018 년 연간으로 3 분기 실적이 저점이 될 전망.

### 점진적인 불확실성 해소

바이오젠의 콜옵션 행사와 관련된 회계처리는 9 월 28 일에 이루어질 전망. 바이오젠에 해당되는 투자지분 2.3 조원은 매각예정자산으로 계정분류 예정임. 기존 콜옵션으로 인식되었던 파생상품 부채 1.9 조원은 상계처리 되면서 매각예정자산과 파생상품 부채와의 차익은 법인세를 제외한 약 3,000 억원이 영업외이익으로 하반기에 인식될 예정임. 또한 이번 증선위의 회계분식 관련 결론은 완결은 아니지만 불확실성 해소로 이해.

### 투자의견 BUY 유지, 목표주가 660,000 원 유지

동사에 대한 투자의견 BUY 와 목표주가 660,000 원을 유지함. 2018 년 중으로 총 4 개의 바이오시밀러가 시판될 예정인데 작년 8 월에 허가된 임팔디(휴미라 바이오시밀러)는 오리지네이터인 애브비와의 특허소송에서 승소하면서 올해 10 월에 유럽 런칭에 나설 계획임. 특히 최근 바이오젠과 에자이가 공동 개발중인 알츠하이머 치료제(BAN-2401)의 임상 2 상 중간결과가 긍정적으로 나오면서 시판 이후 동사의 3 공장 CMO 수주 가시성이 더욱 높아진 것으로 판단됨.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	913	2,946	4,646	5,825	8,207	11,210
yoy	%	-13.2	222.8	57.7	25.4	40.9	36.6
영업이익	억원	-2,036	-304	660	850	1,970	3,027
yoy	%	적지	적지	흑전	28.8	131.8	53.7
EBITDA	억원	-1,620	297	1,359	1,766	2,855	3,862
세전이익	억원	24,881	-2,309	-1,160	2,072	1,505	3,256
순이익(지배주주)	억원	19,049	-1,768	-970	1,621	1,279	2,768
영업이익률%	%	-223.1	-10.3	14.2	14.6	24.0	27.0
EBITDA%	%	-177.5	10.1	29.3	30.3	34.8	34.5
순이익률	%	2,087.0	-60.0	-20.9	27.8	15.6	24.7
EPS	원	38,520	-3,115	-1,466	2,449	1,933	4,183
PER	배	0.0	N/A	N/A	169.2	214.4	99.1
PBR	배	0.0	2.5	6.2	6.9	6.7	6.2
EV/EBITDA	배	0.0	387.3	196.3	167.5	103.0	75.4
ROE	%	113.0	-5.2	-2.4	4.1	3.2	6.5
순차입금	억원	24,778	15,172	21,214	21,599	19,617	16,834
부채비율	%	114.8	84.5	80.6	84.1	84.5	82.7

그림 1. 삼성바이오로직스의 2018 년 2 분기 실적 Preview

(억원, %)	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E		증감율		컨센서스 차이
					당사추정치	컨센서스	YoY	QoQ	
매출액	632.2	1,274.5	1,663.1	1,310.4	1,281.0	1,361.0	102.6	(2.2)	(5.9)
영업이익	(84.8)	204.7	505.9	100.0	102.5	204.2	흑전	2.5	(49.8)
세전이익	(291.0)	(379.9)	(90.8)	(623.5)	(98.2)	136.7	흑전	(84.3)	(171.8)
순이익	(221.0)	(317.0)	(101.0)	(572.2)	(90.1)	114.3	흑전	(84.3)	(178.8)
영업이익률	(13.4)	16.1	30.4	7.6	8.0	15.0			
세전이익률	(46.0)	-29.8	-5.5	-47.6	(7.7)	10.0			
순이익률	(35.0)	-24.9	-6.1	-43.7	(7.0)	8.4			

자료 : SK 증권 추정치

그림 2. 연간 실적전망 변경

(억원, %)	변경후			변경전			변경률		
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
매출액	5,825	8,207	11,210	5,450	8,207	11,210	6.9	0.0	0.0
영업이익	850	1,970	3,027	1,141	1,970	3,027	(25.5)	0.0	0.0
세전이익	2,072	1,505	3,256	539	1,694	2,984	284.7	(11.1)	9.1
순이익	1,621	1,279	2,768	450	1,416	2,495	259.9	(9.6)	10.9
EPS	2,449	1,933	4,183	681	2,140	3,770	259.9	(9.6)	10.9
영업이익률	14.6	24.0	27.0	20.9	24.0	27.0	(6.3)	0.0	0.0

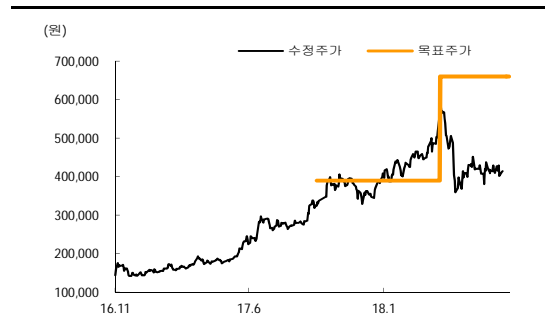
자료 : SK 증권 추정치

그림 3. 삼성바이오로직스의 분기 및 연간 실적전망 Table

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E	2019E
매출액	1,076.5	632.2	1,274.5	1,663.1	1,310.4	1,281.0	1,001.0	2,233.0	2,946.2	4,646.3	5,825.4	8,206.9
영업이익	34.1	-84.8	204.7	505.9	100.0	102.5	89.3	558.0	-304.2	659.8	849.7	1,969.7
세전이익	-398.2	-291.0	-379.9	-90.8	-623.5	-98.2	2,396.2	397.7	-2,309.0	-1,159.9	2,072.3	1,505.0
순이익	-330.7	-221.0	-317.0	-101.0	-572.2	-90.1	1,917.0	365.9	-1,768.2	-969.7	1,620.6	1,279.3
성장률YoY(%)												
매출액	-1.2	51.7	77.8	7.8	21.7	102.6	-21.5	34.3	222.8	57.7	25.4	40.9
영업이익	-124.9	165.8	-259.1	-7,274.2	193.4	적지	-56.4	10.3	-85.1	흑전	28.8	131.8
세전이익	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	적전	적지	흑전	-27.4
순이익	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	적전	적지	흑전	-21.1
수익률(%)												
영업이익	3.2	-13.4	16.1	30.4	7.6	8.0	8.9	25.0	-10.3	14.2	14.6	24.0
세전이익	-37.0	-46.0	-29.8	-5.5	-47.6	-7.7	239.4	17.8	-78.4	-25.0	35.6	18.3
순이익	-30.7	-35.0	-24.9	-6.1	-43.7	-7.0	191.5	16.4	-60.0	-20.9	27.8	15.6

자료 : SK 증권 추정치

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.07.20	매수	660,000원	6개월		
2018.04.25	매수	660,000원	6개월	-33.74%	-11.52%
2018.04.10	매수	660,000원	6개월	-18.47%	-11.52%
2017.09.26	매수	390,000원	6개월	4.21%	44.10%



### 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 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 7월 20일 기준)

매수	93.13%	중립	6.87%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

**재무상태표**

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	14,614	6,210	7,931	11,357	15,959
현금및현금성자산	2,303	3,581	4,401	6,384	9,166
매출채권및기타채권	725	250	335	473	645
재고자산	1,642	2,100	2,819	3,972	5,426
<b>비유동자산</b>	60,716	65,621	65,634	64,676	64,324
장기금융자산	0	0	0	0	0
유형자산	10,910	15,133	15,191	14,393	13,652
무형자산	140	190	225	244	257
<b>자산총계</b>	75,330	71,831	73,566	76,033	80,283
<b>유동부채</b>	24,765	22,874	24,087	25,268	26,758
단기금융부채	22,782	20,722	21,198	21,198	21,198
매입채무 및 기타채무	1,150	1,295	1,739	2,450	3,347
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	9,741	9,192	9,521	9,562	9,590
장기금융부채	4,394	4,072	4,803	4,803	4,803
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	34,506	32,066	33,608	34,830	36,348
<b>지배주주지분</b>	40,824	39,765	39,958	41,202	43,935
자본금	1,654	1,654	1,654	1,654	1,654
자본잉여금	24,873	24,873	24,873	24,873	24,873
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	14,247	13,277	13,506	14,785	17,553
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	40,824	39,765	39,958	41,202	43,935
<b>부채외자본총계</b>	75,330	71,831	73,566	76,033	80,283

**현금흐름표**

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	-391	1,564	1,030	2,073	2,843
당기순이익(손실)	-1,768	-970	1,621	1,279	2,768
비현금성항목등	2,112	2,310	160	1,575	1,095
유형자산감가상각비	558	642	845	798	742
무형자산감가상각비	44	57	71	87	94
기타	50	457	-2,480	50	50
운전자본감소(증가)	-735	223	-100	-556	-531
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-287	478	-145	-137	-173
재고자산감소(증가)	-438	-437	-706	-1,153	-1,454
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	12	132	636	711	897
기타	-22	50	116	23	199
법인세납부	1	2	-651	-226	-488
<b>투자활동현금흐름</b>	-13,720	2,756	-1,351	-40	-10
금융자산감소(증가)	-9,700	9,700	0	0	0
유형자산감소(증가)	-1,630	-4,941	-1,191	0	0
무형자산감소(증가)	-52	-107	-107	-107	-107
기타	-2,338	-1,896	-53	67	97
<b>재무활동현금흐름</b>	16,069	-3,042	1,140	-51	-51
단기금융부채증가(감소)	-101	-1,966	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	1,571	-906	1,207	0	0
자본의증가(감소)	14,843	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-244	-170	-67	-51	-51
<b>현금의 증가(감소)</b>	1,958	1,278	821	1,982	2,782
기초현금	345	2,303	3,581	4,401	6,384
기말현금	2,303	3,581	4,401	6,384	9,166
FCF	-1,131	-3,637	161	1,897	2,771

자료 : 삼성바이오로직스, SK증권

**포괄손익계산서**

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	2,946	4,646	5,825	8,207	11,210
<b>매출원가</b>	2,681	3,328	4,270	4,760	6,166
<b>매출총이익</b>	265	1,318	1,555	3,447	5,045
매출총이익률 (%)	9.0	28.4	26.7	42.0	45.0
<b>판매비와관리비</b>	570	658	705	1,477	2,018
영업이익	-304	660	850	1,970	3,027
영업이익률 (%)	-10.3	14.2	14.6	24.0	27.0
<b>비영업손익</b>	-2,005	-1,820	1,223	-465	229
<b>순금융비용</b>	156	-43	-6	-16	-46
외환관련손익	-28	17	-15	-15	-15
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	-1,292	-1,296	-1,215	-415	248
세전계속사업이익	-2,309	-1,160	2,072	1,505	3,256
세전계속사업이익률 (%)	-78.4	-25.0	35.6	18.3	29.0
계속사업법인세	-541	-190	452	226	488
<b>계속사업이익</b>	-1,768	-970	1,621	1,279	2,768
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-1,768	-970	1,621	1,279	2,768
<b>순이익률 (%)</b>	-60.0	-20.9	27.8	15.6	24.7
지배주주	-1,768	-970	1,621	1,279	2,768
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	-60.02	-20.87	27.82	15.59	24.69
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	-1,767	-1,059	1,586	1,244	2,733
비지배주주	-1,767	-1,059	1,586	1,244	2,733
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
EBITDA	297	1,359	1,766	2,855	3,862

**주요투자지표**

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	2228	57.7	25.4	40.9	36.6
영업이익	적지	흑전	28.8	131.8	53.7
세전계속사업이익	적전	적지	흑전	-27.4	116.3
EBITDA	흑전	357.2	30.0	61.6	35.3
EPS(계속사업)	적전	적지	흑전	-21.1	116.3
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	-5.2	-2.4	4.1	3.2	6.5
ROA	-2.6	-1.3	2.2	1.7	3.5
EBITDA마진	10.1	29.3	30.3	34.8	34.5
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	59.0	27.2	32.9	44.9	59.6
부채비율	84.5	80.6	84.1	84.5	82.7
순차입금/자기자본	37.2	53.4	54.1	47.6	38.3
EBITDA/이자비용(배)	1.5	23.9	36.5	56.3	76.2
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	-3,115	-1,466	2,449	1,933	4,183
BPS	61,700	60,099	60,392	62,272	66,402
CFPS	-2,055	-409	3,835	3,271	5,445
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	N/A	N/A	238.4	302.1	139.6
PER(최저)	N/A	N/A	146.8	185.9	86.0
PBR(최고)	2.8	6.8	9.7	9.4	8.8
PBR(최저)	2.3	2.5	6.0	5.8	5.4
PCR	-7.35	-907.6	108.1	126.7	76.1
EV/EBITDA(최고)	441.9	213.3	231.0	142.2	104.4
EV/EBITDA(최저)	367.3	89.2	146.9	90.2	66.0