

삼성바이오로직스 (207940)

제약/바이오

서미화



Ph. D

02 3770 5595

mihwa.seo@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	510,000원 (M)
현재주가 (7/23)	414,500원
상승여력	23%

시가총액	274,254억원
총발행주식수	66,165,000주
60일 평균 거래대금	1,562억원
60일 평균 거래량	379,207주
52주 고	584,000원
52주 저	264,000원
외인지분율	9.90%
주요주주	삼성물산 외 4 인 75.10%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(5.3)	(12.4)	53.5
상대	(1.6)	(4.5)	65.7
절대(달러환산)	(7.3)	(17.2)	51.7

펀더멘털과 리스크를 모두 확인해야 할 때

2분기 매출액 1,254억원(YoY +98.4%), 영업이익 237억원(YoY 흑전)

2분기 매출액 1,254억원(YoY +98.4%, QoQ -4.3%), 영업이익 237억원(YoY 흑전, QoQ +137.3%), 당기순손실 96억원(YoY 및 QoQ 적자)을 기록하여, 영업이익은 컨센서스를 큰 폭 (48.1%) 상회하였다. 2공장은 판매량(출하량)이 증가했으나, 1공장은 제품 다변화 작업(생산제품 구성 변동)으로 매출이 감소하였다. 영업이익은 1공장 대비 규모 및 효율성이 높은 2공장의 가동률이 증가한 효과이다.

6월 29일 바이오젠이 삼성바이오에피스 지분에 대한 콜옵션을 행사함으로써 바이오젠 콜옵션 행사에 따른 매각예정자산인 약 2.2조원이 유동 자산으로 반영되었다. 바이오젠의 행정절차 완료 후 3개월 후인 9월 28일까지 최종 거래가 완료 예정이며, 양도주식 수 약 923만주, 행사금액 약 7,500억원(주당 행사금액 81,143원)이다.

파트너사의 마케팅 능력을 믿어야 할 때

CDO 사업은 세포주 개발 및 공정 개발 등의 서비스를 제공하게 되는데, CDO 계약이 향후 CMO 수주까지 이어지면 추가 매출에 기여할 수 있게 된다. 최근 국내의 GI Innovation과 위탁개발 계약이 체결되었으며 이를 시작으로 아시아 시장에서의 수주 확장을 준비하고 있다.

삼성바이오에피스의 온트루란트(하셉틴 바이오시밀러)는 판매사 MSD(미국 머크)가 3월 영국을 시작으로 유럽시장 판매를 시작하였고, 점차적으로 국가를 늘려갈 예정이다. MSD는 영국 내에서 가격인하를 통해 시장을 확대시키려는 전략을 펴고 있는 것으로 보인다. 임랄디(휴미라 바이오시밀러)는 애브비와 특히 분쟁 합의 및 라이선스 계약 체결로 2018년 10월 유럽, 2023년 6월 미국 판매가 가능하게 되었다.

투자의견, 목표주가 유지

2018년 유럽시장 온트루란트의 매출 확대가 예상되며, 10월 임랄디의 유럽 출시 또한 기대되는 부분이다. 3공장에 대한 validation 작업도 순조롭게 진행되고 있다. 1공장 제품 다양화 작업에 따른 램프업 기간 발생으로 매출액은 감소되나, 다품종 소량생산으로 단가가 높은 제품 투입이 가능하다는 점이 긍정적이다. 하지만, 회계이슈로 금감원에서 재감리가 진행 중이고, 검찰고발 등의 절차가 남아 있어 단기간 주가변동은 지속될 것으로 판단된다.

Quarterly earning forecasts

	2Q18P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,254	98.4	-4.3	1,293	-3.0
영업이익	237	흑전	137.1	160	48.0
세전계속사업이익	-65	적자	적자	28	-333.8
지배순이익	-96	적자	적자	730	-113.2
영업이익률 (%)	18.9	흑전	+11.3 %pt	12.4	+6.5 %pt
지배순이익률 (%)	-7.7	적자	적자	56.4	-64.1 %pt

자료: 유안타증권

	Forecasts and valuations (K-IFRS 별도)	(억원, 원, %, 배)			
	결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	2,946	4,646	4,813	9,210	
영업이익	-304	660	646	2,325	
지배순이익	-1,768	-970	-316	2,209	
PER	-57.4	-175.4	-868.0	124.2	
PBR	2.5	4.3	7.2	6.8	
EV/EBITDA	328.6	126.4	179.0	78.4	
ROE	-5.2	-2.4	-0.8	5.6	

자료: 유안타증권

[표 1] 삼성바이오로직스 실적 현황

(단위: 억원)

	2Q18	QoQ	1Q18	YoY	2Q17
매출액	1,254	-4.3%	1,310	98.4%	632
영업이익	237	137.3%	100	흑전	-85
세전이익	-69	적지	-623	적지	-291
당기순이익	-96	적지	-572	적지	-221

자료: 삼성바이오로직스, 유안타증권 리서치센터

[표 2] 삼성바이오로직스 생산설비

구분	1공장	2공장	3공장
위치	인천 송도	인천 송도	인천 송도
규모	30,000L (5천 L×6기)	152,000L (15천 L×10기, 1천 L×2기)	180,000L (15천 L×12기)
공사기간	25개월	29개월	35개월
공사비용	3,500억원 (3억불)	7,000억원 (6.5억불)	8,500억원 (7.4억불)
현황	상업생산	상업생산	Validation 중

자료: 삼성바이오로직스, 유안타증권 리서치센터

[표 3] 삼성바이오에피스 파이프라인

제품명	오리지널 의약품	적응증	시장규모(억달러)	진행단계
SB4	엔브렐	자가면역질환	83	캐나다 '16년 8월 시판승인 호주 '16년 7월 시판승인 유럽 '16년 1월 시판승인(Benepali) 한국 '15년 9월 시판승인(Brenzys)
SB2	레미케이드	자가면역질환	78	미국 '17년 4월 시판승인 호주 '16년 11월 시판승인 유럽 '16년 5월 시판승인(Flixabi) 한국 '15년 12월 시판승인(Renflexis)
SB9	란투스	당뇨병	57	유럽 '17년 1월 시판승인(Lusuduna) 미국 '17년 7월 시판승인*
SB5	휴미라	자가면역질환	189	유럽 '17년 8월 시판승인
SB8	아바스틴	대장암	71	임상 3상 중
SB3	허셉틴	유방암	74	유럽 '17년 11월 시판승인 미국 '17년 12월 시판승인(Filing Accepted)

*: Tentative approval

자료: 삼성바이오로직스, 유안타증권 리서치센터

[표 4] 단일판매 · 공급계약 체결 공시

(단위: 십억원)

체결계약명	계약상대	계약금	계약(수주)일자	비고
위탁생산계약	벨기에 UCB	41.1	2018-04-30	개발 성공 시 계약금액이 3,190억원까지 증가할 수 있음
위탁생산계약	미국 소재 제약사	17.9	2018-02-22	개발 성공 시 계약금액이 1,590억원까지 증가할 수 있음
위탁생산계약	아시아 소재 제약사	112.4	2018-02-01	계약기간: 2018-02-01 ~ 2018-12-31
위탁생산계약	유럽 소재 제약사	451.1	2017-12-21	
위탁생산계약	미국 소재 제약사	80.2	2017-11-08	
위탁생산계약 의향서 체결	유럽 소재 제약사	10.5	2017-09-06	본계약 체결(2018-06-01)
위탁생산계약	유럽 소재 제약사	15.7	2017-07-20	
위탁생산계약	Sun Pharma Global FZE	63.6	2017-07-04	
위탁생산계약 의향서 체결	유럽 소재 제약사	47.1	2017-05-04	
위탁생산계약	스위스 소재 제약회사	8.6	2017-01-24	계약기간: 2016-12-20 ~ 2018-12-31
의약품 위탁생산계약	Cilag GmbH International	306.6	2016-11-15	

자료: 삼성바이오로직스, 유안타증권 리서치센터

[표 5] 매출액 추정

(단위: 억원, %, 배치)

		2016	2017	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	1Q18	2Q18P	3Q18	4Q18
구분	총 매출액	2,947	4,646	4,812	9,210	11,888	14,294	18,250	1,310	1,254	1,124	1,124
1공장	매출액	528	2,230	1,201	1,509	1,777	1,830	1,723	524	251	213	213
	가동률	108	97	35	60	60	60	60	50	30	30	30
	생산배치	107	97	35	60	60	60	60	13	8	8	8
	표준생산능력	100	100	100	100	100	100	100	25	25	25	25
2공장	매출액	528	2,416	3,611	5,796	6,633	6,832	7,037	786	1,003	911	911
	가동률	20	40	61	100	100	100	100	65	60	60	60
	생산배치	24	64	98	160	160	160	160	26	24	24	24
	표준생산능력	120	160	160	160	160	160	160	40	40	40	40
3공장	매출액				1,904	3,478	5,632	9,490				
	가동률				20	40	60	100				
	생산배치				42	84	126	210				
	표준생산능력				210	210	210	210				

주: 가동률, 배치당 기록, 생산배치(추정치)

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 6] STOP valuation

(단위: 십억원)

	2022년 당기순이익	경쟁 CMO 회사 평균 PER 37	현재가치로 할인(6%)
A. 삼성바이오로직스	22,889	781	37
B. 삼성바이오에피스	13,061		
베네필리(엔브렐 바이오시밀러)	7,589		
플릭사비(레미케이드 바이오시밀러)	1,873		
루수두나(란투스 바이오시밀러)	2,350		
온트루잔트(허셉틴 바이오시밀러)	3,771		
임랄디(휴미라 바이오시밀러)	7,636		
SB8(아바스틴 바이오시밀러)	2,902		
C. 순차입금	1,982		
기업가치(A+B-C)	33,968		
보통주주식수(1,000)	66,165		
적정주가 (원)	513,388		

자료: 유안타증권 리서치센터

삼성바이오로직스 (207940) 추정재무제표 (K-IFRS 별도)

손익계산서					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	2,946	4,646	4,813	9,210	11,888
매출원가	2,681	3,328	3,411	6,003	7,133
매출총이익	265	1,318	1,402	3,207	4,755
판관비	570	658	756	882	1,070
영업이익	-304	660	646	2,325	3,685
EBITDA	297	1,359	1,572	3,568	4,925
영업외순익	-2,005	-1,820	-883	507	794
외환관련순익	-28	17	-1	0	0
이자순익	-156	43	-22	-58	-26
관계기업관련순익	-1,292	-1,296	-861	565	820
기타	-529	-583	1	0	0
법인세비용차감전순이익	-2,309	-1,160	-237	2,832	4,480
법인세비용	-541	-190	79	623	985
계속사업순이익	-1,768	-970	-316	2,209	3,494
증단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-1,768	-970	-316	2,209	3,494
지배지분순이익	-1,768	-970	-316	2,209	3,494
포괄순이익	-1,767	-1,059	-318	2,209	3,494
지배지분포괄이익	-1,767	-1,059	-318	2,209	3,494

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	14,614	6,210	4,103	6,601	10,140
현금및현금성자산	2,303	3,581	1,946	3,154	5,781
매출채권 및 기타채권	756	258	351	727	907
재고자산	1,642	2,100	1,606	2,520	3,252
비유동자산	60,716	65,621	50,529	49,850	49,431
유형자산	10,910	15,133	24,563	23,359	22,147
관계기업등 지분관련자산	49,444	50,082	25,300	25,865	26,685
기타투자자산	215	206	202	202	202
자산총계	75,330	71,831	54,631	56,451	59,571
유동부채	24,765	22,874	5,306	4,916	4,543
매입채무 및 기타채무	1,397	1,608	1,158	1,169	1,195
단기차입금	0	400	1,800	1,400	1,000
유동성장기부채	2,338	488	1,462	1,462	1,462
비유동부채	9,741	9,192	11,271	11,271	11,271
장기차입금	3,894	3,572	5,503	5,503	5,503
사채	500	500	500	500	500
부채총계	34,506	32,066	16,577	16,187	15,814
지배지분	40,824	39,765	38,055	40,264	43,758
자본금	1,654	1,654	1,654	1,654	1,654
자본잉여금	24,873	24,873	24,873	24,873	24,873
이익잉여금	14,247	13,277	11,569	13,778	17,272
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	40,824	39,765	38,055	40,264	43,758
순차입금	-3,736	1,652	7,119	5,511	2,484
총차입금	8,431	5,459	9,265	8,865	8,465

현금흐름표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	-627	1,498	1,804	2,281	3,701
당기순이익	-1,768	-970	-316	2,209	3,494
감가상각비	558	642	873	1,204	1,211
외환순이익	11	-100	-2	0	0
증속, 관계기업관련순이익	1,292	1,296	861	-565	-820
자산부채의 증감	-735	223	82	-999	-605
기타현금흐름	15	407	306	432	421
투자활동 현금흐름	-13,728	2,652	9,983	-2,310	-2,310
투자자산	0	0	22,480	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,630	-4,941	-10,591	0	0
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-12,098	7,593	-1,906	-2,310	-2,310
재무활동 현금흐름	16,313	-2,872	3,807	-400	-400
단기차입금	-101	400	1,400	-400	-400
사채 및 장기차입금	1,571	-3,272	2,407	0	0
자본	14,843	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
연결범위변동 등 기타	0	-1	-17,229	1,637	1,637
현금의 증감	1,958	1,278	-1,635	1,208	2,627
기초 현금	345	2,303	3,581	1,946	3,154
기말 현금	2,303	3,581	1,946	3,154	5,781
NOPLAT	-304	660	861	2,325	3,685
FCF	-1,997	-3,468	-8,722	2,058	3,509

자료: 유안타증권

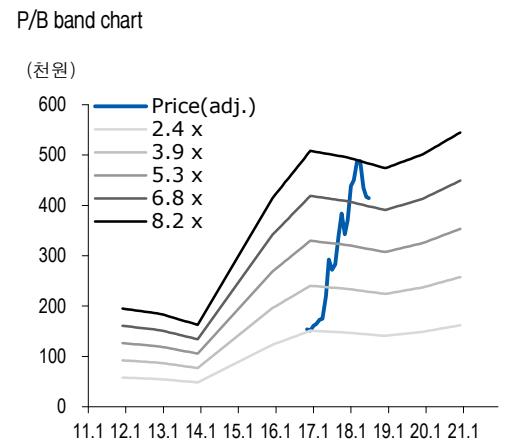
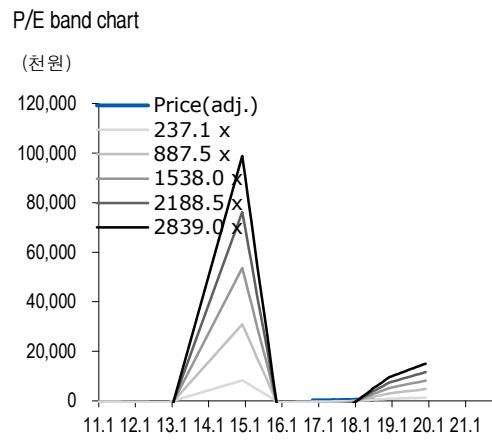
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

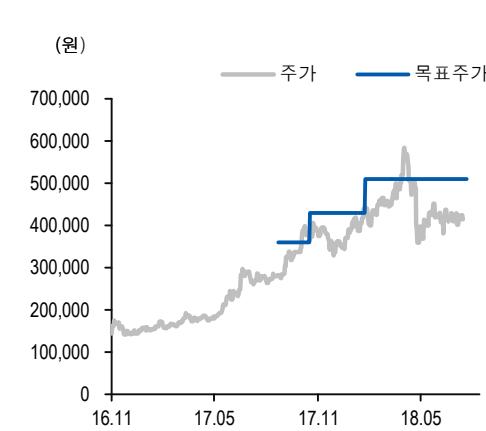
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표					
	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	-2,672	-1,466	-478	3,339	5,281
BPS	61,700	60,099	57,515	60,854	66,134
EBITDAPS	523	2,054	2,375	5,393	7,443
SPS	5,188	7,022	7,274	13,919	17,967
DPS	0	0	0	0	0
PER	-57.4	-175.4	-868.0	124.2	78.5
PBR	2.5	4.3	7.2	6.8	6.3
EV/EBITDA	328.6	126.4	179.0	78.4	56.2
PSR	29.5	36.6	57.0	29.8	23.1

재무비율					
	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	222.8	57.7	3.6	91.4	29.1
영업이익 증가율 (%)	적지	흑전	-2.1	259.9	58.5
지배순이익 증가율 (%)	적전	적지	흑전	58.2	
매출총이익률 (%)	9.0	28.4	29.1	34.8	40.0
영업이익률 (%)	-10.3	14.2	13.4	25.2	31.0
지배순이익률 (%)	-60.0	-20.9	-6.6	24.0	29.4
EBITDA 마진 (%)	10.1	29.3	32.7	38.7	41.4
ROIC	-2.2	4.1	4.3	7.4	11.7
ROA	-2.6	-1.3	-0.5	4.0	6.0
ROE	-5.2	-2.4	-0.8	5.6	8.3
부채비율 (%)	84.5	80.6	43.6	40.2	36.1
순차입금/자기자본 (%)	-9.2	4.2	18.7	13.7	5.7
영업이익/금융비용 (배)	-1.6	11.6	7.1	25.7	42.6



삼성바이오로직스 (207940) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리를	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-07-24	BUY	510,000	1년		
2018-02-01	BUY	510,000	1년		
2017-10-26	BUY	430,000	1년	-11.07	2.21
2017-08-31	BUY	360,000	1년	-6.84	10.83
담당자 변경					
2016-11-01	Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 괴리를 $= (\text{실제주가} - \text{목표주가}) / \text{목표주가} \times 100$

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	2.2
Buy(매수)	84.9
Hold(중립)	12.8
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2018-07-21

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정 시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 서미화)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기준 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.