유안타증권 元大證券

Company Report
2018.10.24

삼성바이오로직스 (207940)

제약/바이오

Ph. D
02 3770 5595
mihwa.seo@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	510,000원 (M)
현재주가 (10/23)	417,500원
상승여력	22%

시가총액	276,239억원
총발행주식수	66,165,000주
60일 평균 거래대금	979억원
60일 평균 거래량	214,390주
52주 고	584,000원
52주 저	329,000원
외인지분율	9.28%
주요주주	삼성물산 외 4 인 75.09%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(21.2)	0.7	10.3
상대	(12.5)	8.5	30.4
절대(달러환산)	(22.8)	0.2	9.6

3Q18 Review: CDO 서비스로 미래 고객 확보

3분기 매출액 1,011억원(YoY -21%), 영업이익 105억원(YoY -49%)

3분기 매출액 1,011억원(YoY -21%), 영업이익 105억원(YoY -49%)으로 컨센서스 대비 소폭 하회하였다. 3분기 매출에 반영되는 2분기 공장가동률이 1공장 30%(1분기 30%로 유사), 2공장 60%(1분기 60% 후반 수준)로 1분기 대비 감소하였기 때문이다. 고객 인도시점이 긴 제품의 비중이 증가한 영향도 있었다. 배치당 매출원가 및 하반기 신입사원 채용에 따른 판관비 증가로 영업이익도 전년대비 감소(-49%)하였다.

CDO사업을 통한 미래 고객사 확보 전략

CDO(Contract Development Organization)는 세포주, 생산공정, 분석법 개발, 비임상 및 임상 1상 물질 생산 등에 대한 일련의 서비스를 제공하는 것이다. 삼성바이오로직스는 CDO 서비스를 통해 고객사 pool 확대 및 고객층 다변화를 시도하고 있다. CDO 서비스는 신약개발사가 생산site를 변경했을 때 소요되는 비용 및 시간에 대한 리스크를 줄일 수 있는 방법이 될 수 있다. 차별화된 One-step service를 통해 신약개발 초기 단계의 고객사를 장기 고객으로 확보하는 전략이다.

4분기 실적은 올해 분기 중 최대치 달성 예상

삼성바이오에피스의 렌플렉시스(레미케이드 바이오시밀러)는 미국 월간 처방액 및 매출에서 부진한 성적을 보여주었으나 최근 월간 처방액이 꾸준하게 증가하고 있다. 더불어 삼성바이오에피스가 미국 재향군인부(한국 국가보훈처에 해당)와 약 1,300억 규모의 렌플렉시스 독점 공급 계약을 체결하였다. 이는 향후 미국에서 시장점유율을 늘이는데 긍정적인 영향을 줄 것으로 기대된다.

4분기 매출액은 QoQ로 증가하며, 2018년 4,943억원의 매출이 예상된다. 올해 실적 감소의 원인이었던 1공장 제품 다변화는 공장가동률이 재상승하며 매출에 기여할 것으로 보인다. 3분기 공장 가동률 1공장 40%, 2공장 60%초반(QoQ로 개선된 수치)이다. 또한, 3분기 인도시점 차이로 인식되지 못한 제품의 매출이 4분기에 반영되어 매출은 증가할 전망이다. 내년 3공장 본격 가동으로, 공장 가동률에 따라 매출은 꾸준히 증가할 수 있을 것으로 보인다. 현재, 1공장의 경우 올해 생산 물량 100%가 채워진 상태이며, 2공장은 2022년까지 물량 100%가 채워졌다. 향후 3공장의 수주건 증가가 관건이다. 10월 1일 3공장 시생산 시작으로 2019년 예상 공장가동률 달성에 무리가 없을 것으로 예상된다. 하지만, 10월 31일 증선위가 진행되고, 회계이슈가 끝나지 않아 단기간 주가변동은 지속될 것으로 판단된다.

Quarterly earning forecasts (억원, %)

	3Q18P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,011	-20.7	-19.4	1,140	-11.3
영업이익	105	-48.7	-55.7	109	-3.5
세전계속사업이익	-288	적지	적지	1,427	-120.2
지배순이익	-301	적지	적지	1,192	-125.2
영업이익률 (%)	10.4	-5.7 %pt	-8.5 %pt	9.5	+0.9 %pt
지배순이익률 (%)	-29.8	적지	적지	104.5	-134.3 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 별도) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	2,946	4,646	4,943	9,447
영업이익	-304	660	688	2,385
지배순이익	-1,768	-970	-652	3,136
PER	-57.4	-175.4	-423.4	88.1
PBR	2.5	4.3	7.3	6.8
EV/EBITDA	328.6	126.4	160.0	70.9
ROE	-5.2	-2.4	-1.7	8.0

자료: 유안타증권

[표 1] 삼성바이오로직스 실적 현황 (단위: 억원)

	3Q18	QoQ	2Q18	YoY	3Q17
매출액	1,011	-19.4%	1,254	-20.7%	1,275
영업이익	105	-55.9%	237	-48.9%	205
세전이익	-288	적지	-69	적지	-380
당기순이익	-301	적지	-96	적지	-317

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	시생산

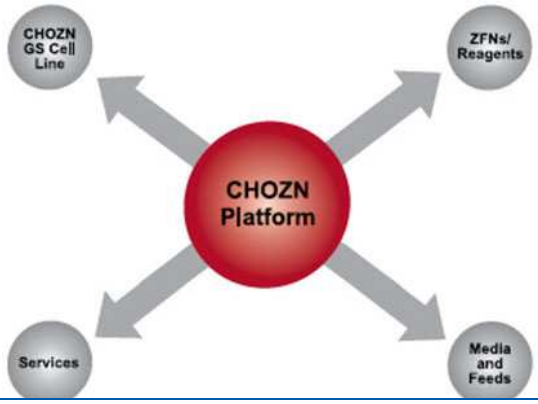
자료: 삼성바이오로직스, 유안타증권 리서치센터

[표 3] 삼성바이오로직스 공장 풀가동 시 추정 (단위: 억원)

	최대매출	영업이익	OPM
1공장	2,000	400	20%
2공장	6,500	2,600	40%
3공장	8,500	3,655	43%
Total	17,000	6,655	39%

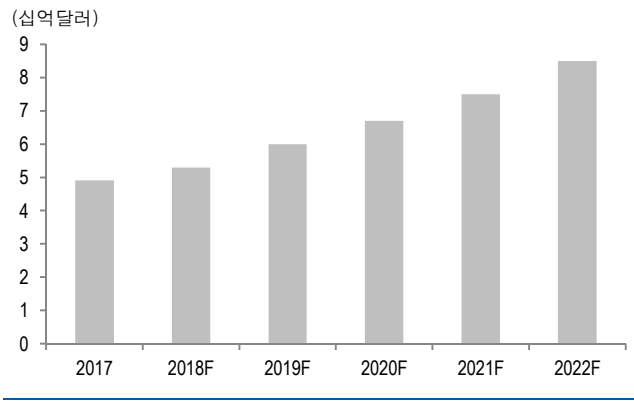
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] CHOZN® Expression Platform



자료: Merck(sigma aldrich), 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 2022년 CDO 포텐셜, 85억 달러 전망



자료: 삼성바이오로직스, 유안타증권 리서치센터

[표 4] 삼성바이오로직스 단일판매 · 공급계약 체결 공시 (단위: 십억원)

체결계약명	계약상대	계약금	계약(수주)일자	비고
위탁생산계약	Immunomedics, Inc.	34.6	2018-09-11	고객사의 계약 제품 개발 성공 시 2025년 최대 1,845억까지 증가할 예정
위탁생산계약	아시아 소재 제약사	144.6	2018-08-14	
위탁생산계약	유럽 소재 제약사	10.0	2018-06-01	
위탁생산계약	벨기에 UCB	41.1	2018-04-30	개발 성공 시 계약금액이 3,190억원까지 증가할 수 있음
위탁생산계약	미국 소재 제약사	20.0	2018-02-22	개발 성공 시 계약금액이 1.590억원까지 증가할 수 있음 2018-08-20 변경계약에 따른 계약금액 증가(17.9->20.0으로 계약 변경)
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	미국 소재 제약사	16.8	2017-07-20	2018-07-13 고객사의 생산 제품권리 이전에 따른 계약상대 및 계약금액 변경 (유럽->미국, 15.7->16.8으로 계약 변경)
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] 삼성바이오에피스 파이프라인

제품명	오리지널 의약품	적응증	시장규모(십억달러)	진행단계
SB4	엔브렐	자가면역질환	8.2	캐나다 '16년 8월 시판승인 호주 '16년 7월 시판승인 유럽 '16년 1월 시판승인(Benepali) 한국 '15년 9월 시판승인(Brenzys)
SB2	레미케이드	자가면역질환	7.2	미국 '17년 4월 시판승인 호주 '16년 11월 시판승인 유럽 '16년 5월 시판승인(Flixabi) 한국 '15년 12월 시판승인(Renflexis)
SB5	휴미라	자가면역질환	18.9	유럽 '17년 8월 시판승인 미국 '18년 9월 Filing Accepted
SB8	아바스틴	대장암	6.8	임상 3상 중
SB11	루센티스	황반변성	3.3	임상 3상 중
SB3	허셉틴	유방암	7.1	유럽 '17년 11월 시판승인 미국 '17년 12월 시판승인(Filing Accepted)

*: Tentative approval

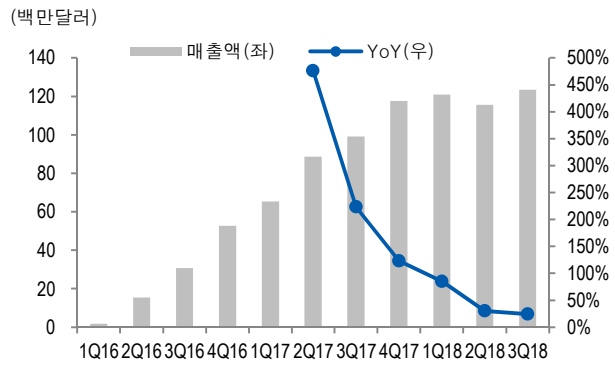
자료: 삼성바이오로직스, 유안타증권 리서치센터

[표 6] 유럽, 휴미라 바이오시밀러 경쟁 현황

오리지널 의약품 (오리지널사, 특허만료)	바이오시밀러 회사	품목명	출시일정
Humira (Abbvie, 2018)	Amgen	Amjevita	10. 16 출시
	Novartis Sandoz	Hyrimoz	10. 16 출시
	삼성바이오에피스/Biogen	Imraldi	10. 17 출시
	Mylan/후지필름 교와기린 바이오로직스	Hulio	10. 19 출시
	Boehringer Ingelheim	Cyltezo	애브비와 특허분쟁 협의 중
	Fresenius Kabi	MSB11022	판매승인신청(17. 12)

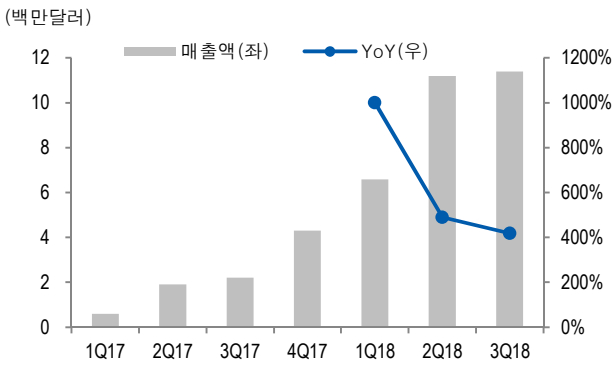
자료: 각사, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] Benepali 매출 추이



자료: 바이오젠, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] Flixabi 매출 추이



자료: 바이오젠, 유안타증권 리서치센터

[표 7] 삼성바이오로직스 매출액 추정 (단위: 억원, %, 배치)

		1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18F	2017	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
1공장	매출액	524	251	174	232	2,230	1,181	1,811	2,132	2,196	2,262
	가동률	50	30	40	30	97	38	60	60	60	60
	실효생산실적(추정치)	13	8	10	8	97	38	60	60	60	60
	공칭생산능력(배치)	25	25	25	25	100	100	100	100	100	100
2공장	매출액	786	1,003	836	1,135	2,416	3,761	5,796	6,633	6,633	6,633
	가동률	65	60	60	60	40	61	100	100	100	100
	실효생산실적(추정치)	26	24	24	24	64	98	160	160	160	160
	공칭생산능력(배치)	40	40	40	40	160	160	160	160	160	160
3공장	매출액							1,840	3,317	5,368	9,048
	가동률							20	40	60	100
	실효생산실적(추정치)							40	80	120	200
	공칭생산능력(배치)							200	200	200	200
Total	총 매출액	1,310	1,254	1,011	1,368	4,646	4,942	9,447	12,082	14,197	17,943
	YoY	-10.6%	-18.9%	28.6%	106.3%	57.7%	6.4%	91.2%	27.9%	17.5%	26.4%
	영업이익	100	237	105	246	660	688	2,385	3,745	5,253	6,818
	YoY	193.5%	흑전	-48.7%	-51.3%	217.0%	4.3%	246.8%	57.0%	40.3%	29.8%
	영업이익률	7.6%	18.9%	10.4%	18.0%	14.2%	13.9%	25.2%	31.0%	37.0%	38.0%

주: 가동률, 배치당 가격, 생산배치(추정치)
자료: 유안타증권 리서치센터

삼성바이오로직스 (207940) 추정재무제표 (K-IFRS 별도)

손익계산서 (단위: 억원)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	**2,946**	**4,646**	**4,943**	**9,447**	**12,082**
매출원가	2,681	3,328	3,473	6,158	7,249
매출총이익	265	1,318	1,471	3,290	4,833
판관비	570	658	782	905	1,087
영업이익	**-304**	**660**	**688**	**2,385**	**3,745**
EBITDA	297	1,359	1,641	3,670	5,024
영업외손익	-2,005	-1,820	-1,263	1,635	1,717
외환관련손익	-28	17	-2	0	0
이자손익	-156	43	100	590	672
관계기업관련손익	-1,292	-1,296	-1,361	1,045	1,045
기타	-529	-583	-1	0	0
법인세비용차감전순손익	-2,309	-1,160	-575	4,020	5,462
법인세비용	-541	-190	78	884	1,366
계속사업순손익	-1,768	-970	-652	3,136	4,097
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-1,768	-970	-652	3,136	4,097
지배지분순이익	**-1,768**	**-970**	**-652**	**3,136**	**4,097**
포괄순이익	-1,767	-1,059	-636	3,136	4,097
지배지분포괄이익	-1,767	-1,059	-636	3,136	4,097

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

재무상태표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	**14,614**	**6,210**	**24,926**	**28,318**	**32,701**
현금및현금성자산	2,303	3,581	22,590	24,901	28,343
매출채권 및 기타채권	756	258	382	829	1,048
재고자산	1,642	2,100	1,954	2,588	3,309
비유동자산	60,716	65,621	28,293	28,052	27,819
유형자산	10,910	15,133	24,829	23,582	22,329
관계기업등 지분관련자산	49,444	50,082	2,451	3,495	4,540
기타투자자산	215	206	248	248	248
자산총계	**75,330**	**71,831**	**53,219**	**56,370**	**60,520**
유동부채	24,765	22,874	2,833	2,848	2,901
매입채무 및 기타채무	1,397	1,608	1,131	1,146	1,199
단기차입금	0	400	400	400	400
유동성장기부채	2,338	488	1,302	1,302	1,302
비유동부채	9,741	9,192	12,649	12,649	12,649
장기차입금	3,894	3,572	4,818	4,818	4,818
사채	500	500	2,396	2,396	2,396
부채총계	**34,506**	**32,066**	**15,482**	**15,497**	**15,550**
지배지분	40,824	39,765	37,737	40,873	44,969
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	11,233	14,369	18,465
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	**40,824**	**39,765**	**37,737**	**40,873**	**44,969**
순차입금	**-3,736**	**1,652**	**-13,674**	**-15,985**	**-19,427**
총차입금	8,431	5,459	8,916	8,916	8,916

현금흐름표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	**-627**	**1,498**	**1,686**	**2,477**	**3,608**
당기순이익	-1,768	-970	-652	3,136	4,097
감가상각비	558	642	899	1,246	1,254
외환손익	11	-100	8	0	0
종속,관계기업관련손익	1,292	1,296	1,361	-1,045	-1,045
자산부채의 증감	-735	223	-223	-1,275	-1,097
기타현금흐름	15	407	293	414	400
투자활동 현금흐름	**-13,728**	**2,652**	**8,219**	**-7,843**	**-7,843**
투자자산	0	0	22,371	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,630	-4,941	-10,994	0	0
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-12,098	7,593	-3,158	-7,843	-7,843
재무활동 현금흐름	**16,313**	**-2,872**	**3,427**	**0**	**0**
단기차입금	-101	400	0	0	0
사채 및 장기차입금	1,571	-3,272	3,427	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	5,678	7,676	7,676
현금의 증감	**1,958**	**1,278**	**19,010**	**2,311**	**3,442**
기초 현금	345	2,303	3,581	22,590	24,901
기말 현금	2,303	3,581	22,590	24,901	28,343
NOPLAT	**-304**	**660**	**781**	**2,385**	**3,745**
FCF	**-1,997**	**-3,468**	**-9,483**	**1,871**	**2,990**

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	-2,672	-1,466	-986	4,739	6,192
BPS	61,700	60,099	57,035	61,774	67,966
EBITDAPS	523	2,054	2,480	5,547	7,592
SPS	5,188	7,022	7,471	14,278	18,260
DPS	0	0	0	0	0
PER	**-57.4**	**-175.4**	**-423.4**	**88.1**	**67.4**
PBR	**2.5**	**4.3**	**7.3**	**6.8**	**6.1**
EV/EBITDA	**328.6**	**126.4**	**160.0**	**70.9**	**51.1**
PSR	**29.5**	**36.6**	**55.9**	**29.2**	**22.9**

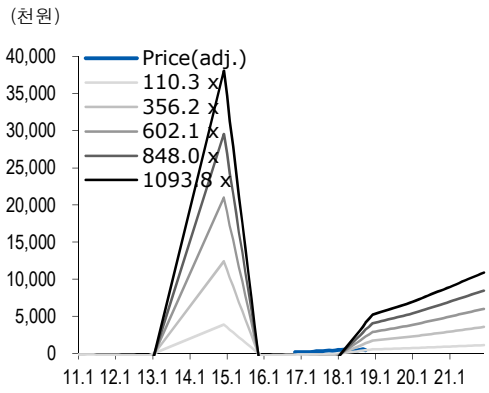
재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	**222.8**	**57.7**	**6.4**	**91.1**	**27.9**
영업이익 증가율 (%)	**적지**	**흑전**	**4.3**	**246.5**	**57.0**
지배순이익 증가율 (%)	**적전**	**적지**	**적지**	**흑전**	**30.6**
매출총이익률 (%)	9.0	28.4	29.8	34.8	40.0
영업이익률 (%)	**-10.3**	**14.2**	**13.9**	**25.2**	**31.0**
지배순이익률 (%)	-60.0	-20.9	-13.2	33.2	33.9
EBITDA 마진 (%)	10.1	29.3	33.2	38.9	41.6
ROIC	-2.2	4.1	3.7	7.1	10.9
ROA	-2.6	-1.3	-1.0	5.7	7.0
ROE	**-5.2**	**-2.4**	**-1.7**	**8.0**	**9.5**
부채비율 (%)	84.5	80.6	41.0	37.9	34.6
순차입금/자기자본 (%)	-9.2	4.2	-36.2	-39.1	-43.2
영업이익/금융비용 (배)	-1.6	11.6	12.9	0.0	0.0

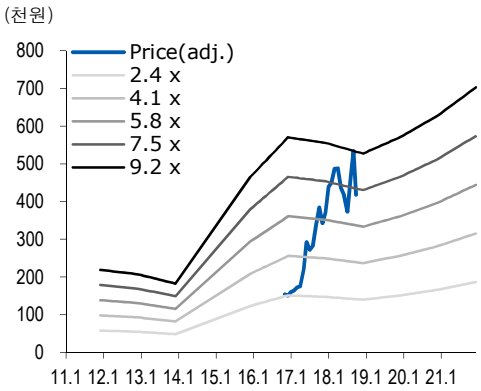
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

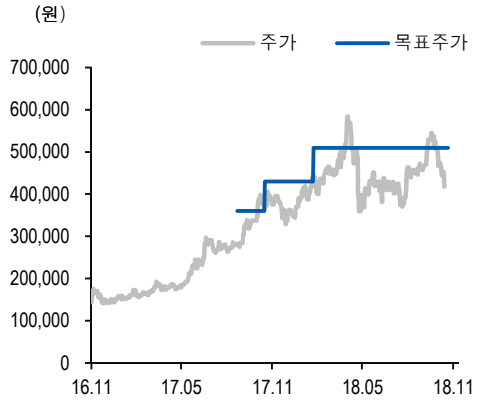
P/E band chart



P/B band chart



삼성바이오로직스 (207940) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-10-24	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: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.7
Buy(매수)	83.9
Hold(중립)	13.8
Sell(비중축소)	0.6
합계	100.0

주: 기준일 2018-10-21

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 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 기존 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 투자의사결정은 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.