

# 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	188,901 억원
주요주주	
삼성물산(외)	75.08%

외국인지분률	9.00%
배당수익률	0.00%

## Stock Data

주가(18/11/13)	313,500 원
KOSPI	2071.23 pt
52주 Beta	1.29
52주 최고가	584,000 원
52주 최저가	285,500 원
60일 평균 거래대금	1,019 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-39.8%	-37.5%
6개월	-26.1%	-12.0%
12개월	-24.0%	-7.1%

## 삼성바이오로직스 (207940/KS | 매수(유지) | T.P 500,000 원(하향))

### 증선위 결정에 따라 매매거래정지 가능성 있어

증선위 결정이 고의적인 분식회계로 인정될 시 동사의 주식은 매매거래 정지에 들어갈 예정이다. 이렇게 되면 상장 적격성 실질심사, 기업심사위원회 등 상장폐지 여부에 대한 결정이 날 때까지 최소 42 영업일에서 최대 57 영업일 동안 매매거래가 정지됨. 또한 개선기간이 부여될 경우 최대 1년까지 거래정지에 들어갈 수 있음. 이번 회계 불확실성 제외하고 동사의 2019 년 실적 개선세 및 상대적으로 크지 않은 휴미라 약가인하 영향을 감안해서 투자의견 BUY 유지하나 불확실성을 반영해 목표주가는 500,000 원으로 하향 조정함.

### 11 월 14 일 증선위 최종결정 예정

오늘 증권선물위원회 정례회의에서 동사의 분식회계 혐의에 대한 최종결론을 내릴 예정이다. 언론보도에 의하면 동사의 분식회계 혐의에 대해 고의성이 인정될 가능성이 높은 것으로 알려짐. 만약 증선위가 고의성을 인정할 경우 동사의 주식은 즉시 매매거래정지 예정이다. 또한 거래소가 자체적으로 상장 적격성 실질심사를 15 일(15 일 추가도 가능) 진행하고, 만약 여기에서 상장폐지여부 결정이 나지 않으면 20 일 이내에 기업심사위원회 소집에 들어감. 상장폐지사유에 해당되지 않았을 때는 바로 거래재개. 이후 기업심사위원회는 7 일 이내 상장폐지 또는 개선기간 부여에 대한 결정을 하는데 따라서 1 차적으로 총 42 일(영업일)에서 최대 57 일까지 매매거래정지가 가능한 상황. 그리고 기업심사위원회에서 개선기간을 부여하기로 하면 최대 1년까지 거래정지가 길어지고 1 년 이후 다시 상장 적격성 심사를 하게 됨. 물론 상장폐지가 결정되면 회사는 이익제기가 가능함.

### 투자의견 BUY 유지, 목표주가 500,000 원 하향

동사의 2019 년 연간실적은 매출액이 6,851 억원(+33.5%YoY), 영업이익 1,507 억원(+84.7%YoY, OPM 22.0%) 예상. 1) 2018 년 하반기에 완공된 3 공장 가동이 2019 년부터 본격화되면서 가동률 상승이 예상되고 2) 2 공장 가동률이 2018 년 60%에서 80%로 상승하면서 실적개선을 견인할 전망. 다만, 실적은 상반기보다는 하반기 개선폭이 더욱 클 전망. 이번 회계 불확실성을 제외하고 동사의 2019 년 실적개선세 및 상대적으로 크지 않은 휴미라 약가인하 영향 감안 시 투자의견 BUY 타당. 단 최근의 주가하락 감안하여 적용 multiple 을 하향하고 목표주가를 500,000 원으로 하향 조정함.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	913	2,946	4,646	5,134	6,851	10,005
yoy	%	-13.2	222.8	57.7	10.5	33.5	46.0
영업이익	억원	-2,036	-304	660	816	1,507	2,501
yoy	%	적지	적지	흑전	23.7	84.7	65.9
EBITDA	억원	-1,620	297	1,359	1,706	2,370	3,315
세전이익	억원	24,881	-2,309	-1,160	2,645	1,081	2,776
순이익(지배주주)	억원	19,049	-1,768	-970	2,415	919	2,359
영업이익률%	%	-223.1	-10.3	14.2	15.9	22.0	25.0
EBITDA%	%	-177.5	10.1	29.3	33.2	34.6	33.1
순이익률	%	2,087.0	-60.0	-20.9	47.0	13.4	23.6
EPS	원	38,520	-3,115	-1,466	3,649	1,389	3,566
PER	배	0.0	N/A	N/A	78.2	205.6	80.1
PBR	배	0.0	2.5	6.2	4.6	4.5	4.3
EV/EBITDA	배	0.0	387.3	196.3	123.4	88.0	62.2
ROE	%	113.0	-5.2	-2.4	6.0	2.2	5.5
순차입금	억원	24,778	15,172	21,214	21,643	19,731	17,238
부채비율	%	114.8	84.5	80.6	86.0	85.9	84.2

그림 1. 유가증권 상장폐지 기준

구분	상장폐지 기준(유가증권시장 상장규정 제 48 조)
정기보고서 미제출	- 사업보고서 미제출로 관리종목 지정 후 법정제출기한부터 10일 이내 사업보고서 미제출 - 반가분기보고서 미제출로 관리종목 지정 후 사업반가분기보고서 미제출
감사인 의견 미달	- 최근사업연도 감사보고서상 감사의견이 부정적 또는 의견거절인 경우(연결감사보고서 포함) - 2년 연속 감사보고서상 감사의견이 감사범위 제한 한정인 경우
자본잠식	- 최근사업연도 사업보고서상 자본금 전액 잠식 - 자본금 50% 이상 잠식 2년 연속
주식분산 미달	- 일반주주수 200명 미만 2년 연속 - 지분율 10% 미만 2년 연속. 다만, 200만주 이상인 경우 해당되지 않는 것으로 간주
거래량 미달	- 2반기 연속 반기 월평균거래량이 유동주식수의 1% 미만
지배구조 미달	- 2년 연속 사외이사수 미달 또는 감사위원회 미설치 등
공시의무 위반	- 관리종목 지정 후 최근 1년간 누계벌점이 15점 이상 추가 (상장적격성 실질심사) - 관리종목 지정 후 고의 중과실로 공시의무 위반 (상장적격성 실질심사)
매출액 미달	- 2년 연속 매출액 50억원 미만
주가/시가총액 미달	- 관리종목 지정 후 90일 이내 관리지정사유 미해소
회생절차	- 회생절차기각, 취소, 불인가 등 (상장적격성 실질심사) - 기업의 계속성 등 상장법인으로서의 적격성이 인정되지 않는 경우 (상장적격성 실질심사)
파산신청	- 법원의 파산선고 결정
기타 즉시퇴출 사유	- 최종부도 또는 은행거래정지 - 법률에 따른 해산사유 발생 - 주식양도에 제한을 두는 경우 - 당해법인이 지주회사의 완전자회사가 되고 지주회사의 주권이 신규상장되는 경우 - 우회상장시 우회상장 기준 위반
상장적격성 실질심사	- 주된 영업이 정지된 경우(분기 매출액 5억원 미달) - 주권의 상장 또는 상장폐지와 관련한 제출서류의 내용 중 중요한 사항의 허위기재 또는 누락내용이 투자자보호를 위하여 중요하다고 판단되는 경우 - 기업의 계속성, 경영의 투명성, 기타 공익과 투자자보호 등을 종합적으로 고려하여 상장폐지가 필요하다고 인정되는 경우 a) 유상증자나 분할 등이 상장폐지요건을 회피하기 위한 것으로 인정되는 경우 b) 당해 법인에게 상당한 규모의 재무적 손실을 가져올 것으로 인정되는 횡령배임 등과 관련된 공시가 있거나 사실 등이 확인된 경우 c) 국내회계기준을 중대하게 위반하여 재무제표를 작성한 사실이 확인되는 경우 d) 주된 영업이 정지된 경우 e) 자본잠식에 따른 상장폐지기준에 해당된 법인이 자구감사보고서를 제출하여 상장폐지사유를 해소한 경우 f) 거래소가 투자자보호를 위해 상장폐지가 필요하다고 인정하는 경우

자료 : 한국증권거래소 SK 증권

그림 2. 삼성바이오로직스의 연간 실적전망 Table

(단위 : 억원 %)

구분	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
매출액	4,646.3	5,133.7	6,851.2	10,004.8	12,607.2	15,209.6	17,311.2
영업이익	659.8	816.0	1,507.3	2,501.2	4,034.3	5,931.7	7,790.0
당기순이익	(969.7)	2,414.6	919.0	2,359.3	4,146.3	7,063.9	11,112.5
성장률 (YoY%)							
매출액	57.7	10.5	33.5	46.0	26.0	20.6	13.8
영업이익	흑전	23.7	84.7	65.9	61.3	47.0	31.3
당기순이익	적지	흑전	-61.9	156.7	75.7	70.4	57.3
수익률(%)							
영업이익	14.2	15.9	22.0	25.0	32.0	39.0	45.0
당기순이익	적지	47.0	13.4	23.6	32.9	46.4	64.2
공장 가동률							
1 공장	80%	50%	50%	80%	90%	100%	100%
2 공장	40%	60%	80%	80%	90%	100%	100%
3 공장			10%	40%	60%	80%	90%
4 공장							10%

자료 : SK 증권 추정치

그림 3. 삼성바이오로직스 Valuation Table

(단위 : 십억원 배, 원)

구분	2023E	비고
A. 삼성바이오로직스 목표가치	130,743.8	
삼성바이오로직스 가치	4,358.1	2023년 지분법이익 제외한 당기순이익의 현재가치 (할인율 7%)
적용 PER	30.0	론자의 2019년 multiple
B. 삼성바이오에피스 목표가치	197,508.1	
삼성바이오에피스 가치	3,591.1	2023년 삼성바이오에피스 당기순이익에 지분율 50% 고려
적용 PER	55.0	셀트리온의 2019년 multiple
C. 적정가치(A+B)	328,252.0	
D. 주식수	66,165,000	
적정가치(A+B)	32,825,195,862,532.3	
주식수	66,165,000.0	
주당가치 (C/D)	496,111	
목표주가	500,000	
현주가	313,500	
상승여력	59.5	

자료 : SK 증권 추정치

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.11.14	매수	500,000원	6개월		
2018.10.02	매수	660,000원	6개월	-33.34%	-11.52%
2018.07.20	매수	660,000원	6개월	-32.90%	-11.52%
2018.04.25	매수	660,000원	6개월	-33.77%	-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 11월 14일 기준)

매수	93.18%	중립	6.82%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	14,614	6,210	31,543	34,277	38,279
현금및현금성자산	2,303	3,581	2,709	4,621	7,113
매출채권및기타채권	725	250	233	312	455
재고자산	1,642	2,100	1,962	2,619	3,824
<b>비유동자산</b>	60,716	65,621	44,285	43,130	42,713
장기금융자산	0	0	1	1	1
유형자산	10,910	15,133	15,803	15,016	14,283
무형자산	140	190	216	232	244
<b>자산총계</b>	75,330	71,831	75,828	77,407	80,992
<b>유동부채</b>	24,765	22,874	23,048	23,721	24,956
단기금융부채	22,782	20,722	21,037	21,037	21,037
매입채무 및 기타채무	1,150	1,295	1,210	1,615	2,359
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	9,741	9,192	12,021	12,037	12,055
장기금융부채	4,394	4,072	7,214	7,214	7,214
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	34,506	32,066	35,070	35,758	37,011
<b>지배주주지분</b>	40,824	39,765	40,759	41,650	43,981
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	14,300	15,219	17,578
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	40,824	39,765	40,759	41,650	43,981
<b>부채외자본총계</b>	75,330	71,831	75,828	77,407	80,992

현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	-391	1,564	1,729	1,950	2,494
당기순이익(손실)	-1,768	-970	2,415	919	2,359
비현금성항목등	2,112	2,310	-654	1,451	956
유형자산감가상각비	558	642	825	787	733
무형자산감가상각비	44	57	65	76	81
기타	50	457	-3,127	50	50
운전자본감소(증가)	-735	223	304	-258	-405
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-287	478	21	-78	-143
재고자산감소(증가)	-438	-437	167	-656	-1,205
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	12	132	253	405	744
기타	-22	50	-137	72	200
법인세납부	1	2	-335	-162	-416
<b>투자활동현금흐름</b>	-13,720	2,756	-5,924	35	71
금융자산감소(증가)	-9,700	9,700	-3,900	0	0
유형자산감소(증가)	-1,630	-4,941	-1,894	0	0
무형자산감소(증가)	-52	-107	-93	-93	-93
기타	-2,338	-1,896	-38	127	164
<b>재무활동현금흐름</b>	16,069	-3,042	3,323	-73	-73
단기금융부채증가(감소)	-101	-1,966	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	1,571	-906	3,427	0	0
자본의증가(감소)	14,843	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-244	-170	-104	-73	-73
<b>현금의 증가(감소)</b>	1,958	1,278	-872	1,912	2,492
기초현금	345	2,303	3,581	2,709	4,621
기말현금	2,303	3,581	2,709	4,621	7,113
FCF	-1,131	-3,637	-203	1,794	2,442

자료 : 삼성바이오로직스, SK증권

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	2,946	4,646	5,134	6,851	10,005
<b>매출원가</b>	2,681	3,328	3,653	3,974	5,503
<b>매출총이익</b>	265	1,318	1,481	2,878	4,502
매출총이익률 (%)	9.0	28.4	28.8	42.0	45.0
<b>판매비와관리비</b>	570	658	665	1,370	2,001
영업이익	-304	660	816	1,507	2,501
영업이익률 (%)	-10.3	14.2	15.9	22.0	25.0
<b>비영업손익</b>	-2,005	-1,820	1,829	-426	274
<b>순금융비용</b>	156	-43	-5	-54	-91
외환관련손익	-28	17	-15	-15	-15
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	-1,292	-1,296	-1,311	-415	248
세전계속사업이익	-2,309	-1,160	2,645	1,081	2,776
세전계속사업이익률 (%)	-78.4	-25.0	51.5	15.8	27.7
계속사업법인세	-541	-190	230	162	416
<b>계속사업이익</b>	-1,768	-970	2,415	919	2,359
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-1,768	-970	2,415	919	2,359
<b>순이익률 (%)</b>	-60.0	-20.9	47.0	13.4	23.6
지배주주	-1,768	-970	2,415	919	2,359
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	-60.02	-20.87	47.04	13.41	23.58
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	-1,767	-1,059	2,386	891	2,331
<b>지배주주</b>	-1,767	-1,059	2,386	891	2,331
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
EBITDA	297	1,359	1,706	2,370	3,315

주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	222.8	57.7	10.5	33.5	46.0
영업이익	적지	흑전	23.7	84.7	65.9
세전계속사업이익	적전	적지	흑전	-59.1	156.7
EBITDA	흑전	357.2	25.6	38.9	39.9
EPS(계속사업)	적전	적지	흑전	-61.9	156.7
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	-5.2	-2.4	6.0	2.2	5.5
ROA	-2.6	-1.3	3.3	1.2	3.0
EBITDA마진	10.1	29.3	33.2	34.6	33.1
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	59.0	27.2	136.9	144.5	153.4
부채비율	84.5	80.6	86.0	85.9	84.2
순차입금/자기자본	37.2	53.4	53.1	47.4	39.2
EBITDA/이자비용(배)	1.5	23.9	26.7	32.6	45.6
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	-3,115	-1,466	3,649	1,389	3,566
BPS	61,700	60,099	61,602	62,948	66,471
CFPS	-2,055	-409	4,995	2,693	4,796
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	N/A	N/A	160.0	420.5	163.8
PER(최저)	N/A	N/A	78.2	205.6	80.1
PBR(최고)	2.8	6.8	9.5	9.3	8.8
PBR(최저)	2.3	2.5	4.6	4.5	4.3
PCR	-73.5	-907.6	57.2	106.0	59.5
EV/EBITDA(최고)	441.9	213.3	239.1	171.4	121.8
EV/EBITDA(최저)	367.3	89.2	123.4	88.0	62.2