

# 삼성바이오로직스(207940)

## 크리스마스보다 먼저 온 부활절

### End-game(최종전) 종료, 거래재개 결정

10일 한국거래소는 기업심사위원회 심의를 거쳐 삼성바이오로직스에 대해 상장유지를 결정했으며 이에 따라 12월 11일부터 매매거래를 재개시킬 것임을 밝혔다. 이는 경영의 투명성과 관련하여 일부 미흡함이 있었지만 기업의 계속성과 재무 안정성 등을 고려한 결과다. 경영 투명성의 경우 회사는 현재 진행중인 행정소송 결과와 무관하게 감사기능 및 내부회계관리제도 강화 등을 거래소에 약속했다. 거래소는 경영 투명성 개선계획의 이행 여부에 대하여 향후 3년간 점검할 예정이다. 이로써 올해 5월부터 시작된 상장폐지 가능성에 대한 불확실성은 약 7개월 만에 일단락되었다.

### 기업 더 나아가 일부 업체들에 대한 투자심리 개선 기대

2018년 한 해 동안 지속된 제약/바이오 업체들에 대한 금융감독원의 R&D비용 자산화 문제가 올해 9월 사실상 마무리되었다. 그 후 삼성바이오로직스의 상장폐지 리스크가 해소되면서 삼성바이오로직스에 대한 투자심리가 개선될 것으로 기대한다. 한편 일부 제약/바이오 업체들은 올해 다수의 기술수출 계약을 체결하는 등 완연한 펀더멘털 개선을 보여줬다. 또한 이러한 추세는 내년에도 이어질 것으로 예상되어 이들 업체들에 대해 지속적인 관심을 권고한다.

### 이제는 일만 열심히 하면 된다

삼성바이오로직스에 대해 매수의견을 유지하나 목표주가는 44만원으로 28% 하향한다. 금융당국과의 마찰이 영업 및 수주활동에 부정적 영향을 미쳤을 가능성과 최근 바이오시밀러 시장의 경쟁심화를 고려했기 때문이다. 이에 따라 2019년 3공장 가동률이 100%에 도달하는 시기를 2024년에서 2025년으로 늦추고 삼성바이오에피스 가치를 11.7조원에서 7.5조원으로 하향했다. 이제는 초심으로 돌아가 3공장 수주에 대한 진행상황을 체크하고 임랄디와 온트루잔트 등 바이오시밀러의 점유율 확대속도에 다시 집중해야 할 것이다. 영업에 미칠 불확실성을 반영한 만큼 향후 영업상황 변화에 따라 투자의견과 목표주가는 변경될 수 있을 것이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	295	(30)	(177)	(3,115)	NM	30	NM	323.5	2.4	(5.2)	0.0
2017A	465	66	(97)	(1,466)	NM	136	NM	181.8	6.2	(2.4)	0.0
2018F	513	64	360	5,443	NM	153	61.5	142.2	5.4	8.9	0.0
2019F	640	107	64	961	(82.3)	234	348.1	93.0	5.2	1.5	0.0
2020F	887	247	224	3,382	251.8	374	98.9	58.3	4.9	5.1	0.0

## 매수(유지)

목표주가: 440,000원(하향)

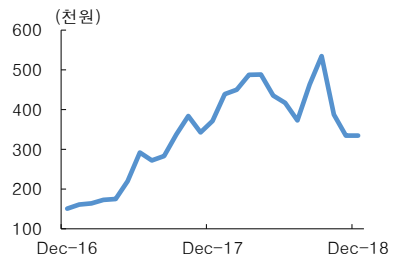
### Stock Data

KOSPI(12/10)	2,054
주가(12/10)	334,500
시가총액(십억원)	22,132
발행주식수(백만)	66
52주 최고/최저가(원)	584,000/285,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	91,699
유동주식비율/외국인지분율(%)	24.8/9.0
주요주주(%)	삼성물산 외 4인 75.1

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(9.1)	(20.5)	(0.7)
KOSPI 대비(%p)	(7.6)	(4.3)	15.9

### 주가추이



자료: FnGuide

진흥국

hg.jin@truefriend.com

<표 1> 삼성바이오로직스 DCF valuation(수정 후)

(단위: %)

세부항목	
<b>Terminal value</b>	
영구성장률	5.0
현금흐름의 영구가치(십억원)	1,284
영구가치의 NPV(십억원, 2027년 12월 31일 기준)	44,129
영구가치의 NPV(십억원, 2018년 12월 10일 기준)	22,135
<b>DCF valuation</b>	
NPV of Forecasts(십억원)	3,064
NPV of Terminal Value(십억원)	22,135
+ 삼성바이오에피스 지분가치(십억원, 50.1% 가정)	3,765
Archizen Bioech(십억원, 50%)	13.5
Enterprise value(십억원)	28,977
+ 2018년 예상 순현금(십억원)	324
지분가치(십억원)	29,301
주식수(백만주)	66.2
<b>주당가치(원)</b>	<b>442,847</b>

자료: 한국투자증권

<표 2> 삼성바이오로직스 DCF valuation(수정 전)

(단위: %)

세부항목	
<b>Terminal value</b>	
영구성장률	4.6
현금흐름의 영구가치(십억원)	1,863
영구가치의 NPV(십억원, 2027년 12월 31일 기준)	56,296
영구가치의 NPV(십억원, 2018년 10월 23일 기준)	27,960
<b>DCF valuation</b>	
NPV of Forecasts(십억원)	5,850
NPV of Terminal Value(십억원)	27,960
+ 삼성바이오에피스 지분가치(십억원, 50.1% 가정)	5,895
Archizen Bioech(십억원, 50%)	13.5
Enterprise value(십억원)	39,719
+ 2018년 예상 순현금(십억원)	318
지분가치(십억원)	40,037
주식수(백만주)	66.2
<b>주당가치(원)</b>	<b>605,112</b>

자료: 한국투자증권

<표 3> 삼성바이오로직스 free cash flow 추정(수정 후)

(단위: 십억원, %)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
CFO	(63)	150	155	284	417	556	654	798	1,008	1,262	1,353	1,473
EBITDA	60	70	168	234	374	515	629	779	982	1,239	1,332	1,454
+Increase in WC	(74)	22	12	39	51	76	90	107	96	86	78	70
+Others	(49)	58	(26)	11	(8)	(35)	(65)	(88)	(70)	(63)	(57)	(51)
CAPEX	(168)	(505)	(263)	(223)	(449)	(314)	(267)	(240)	(243)	(245)	(247)	(250)
FCF	(231)	(355)	(108)	61	(32)	242	387	558	765	1,017	1,105	1,223
할인율				1.08	1.17	1.26	1.36	1.47	1.59	1.71	1.85	1.99
NPV of FCF	(231)	(355)	(108)	56	(27)	191	284	379	482	594	598	613

자료: 한국투자증권

<표 4> 삼성바이오로직스 free cash flow 추정(수정 전)

(단위: 십억원, %)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
CFO	(63)	150	149	364	608	962	1,087	1,317	1,557	1,669	1,758	1,908
EBITDA	60	70	157	324	530	833	927	1,131	1,385	1,504	1,596	1,746
+Increase in WC	(74)	22	12	18	39	60	71	78	80	81	83	85
+Others	(49)	58	(21)	22	38	69	89	109	92	83	79	77
CAPEX	(168)	(505)	(263)	(184)	(469)	(187)	(131)	(105)	(110)	(116)	(121)	(128)
FCF	(231)	(355)	(114)	180	139	774	956	1,213	1,446	1,553	1,637	1,781
할인율				1.09	1.18	1.27	1.38	1.48	1.60	1.73	1.87	2.01
NPV of FCF	(231)	(355)	(114)	164	118	607	695	817	903	898	877	884

자료: 한국투자증권

<표 5> 삼성바이오에피스 DCF valuation(수정 후)

(단위: %)

<b>WACC</b>	<b>7.9</b>
<b>Terminal Value</b>	
영구성장률	5.0
현금흐름의 영구가치(십억원)	313
영구가치의 NPV (십억원, 2024년 12월 31일 기준)	10,751
영구가치의 NPV (십억원, 2018년 12월 10일 기준)	5,393
<b>DCF Valuation</b>	
NPV of Forecast(십억원, 2018F~2024F)	2,122
NPV of Terminal Value(십억원)	5,393
<b>Enterprise value(십억원)</b>	<b>7,515</b>

자료: 한국투자증권

<표 6> 삼성바이오에피스 DCF valuation(수정 전)

(단위: %)

<b>WACC</b>	<b>7.9</b>
<b>Terminal Value</b>	
영구성장률	5.0
현금흐름의 영구가치(십억원)	474
영구가치의 NPV (십억원, 2024년 12월 31일 기준)	16,300
영구가치의 NPV (십억원, 2018년 10월 23일 기준)	10,173
<b>DCF Valuation</b>	
NPV of Forecast(십억원, 2018F~2024F)	1,594
NPV of Terminal Value(십억원)	10,173
<b>Enterprise value(십억원)</b>	<b>11,767</b>

자료: 한국투자증권

<표 7> 삼성바이오에피스 free cash flow 추정(수정 후)

(단위: 십억원, %)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
CFO	(116)	(252)	26	125	233	336	426	455	423
EBITDA	(76)	(79)	(58)	18	87	153	229	263	251
+Increase in WC	(79)	(230)	22	33	65	94	98	88	64
+Others	38	57	62	74	82	90	99	104	109
CAPEX	(86)	(95)	(65)	(52)	(42)	(33)	(27)	(21)	(17)
FCF	(202)	(347)	(39)	73	191	303	399	434	406
할인율				1.08	1.17	1.26	1.36	1.47	1.59
NPV of FCF	(202)	(347)	(39)	67	164	240	293	295	256

자료: 한국투자증권

〈표 8〉 삼성바이오에피스 free cash flow 추정(수정 전)

(단위: 십억원, %)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
CFO	(116)	(252)	29	121	166	358	514	629	743
EBITDA	(76)	(79)	(56)	33	107	237	345	432	517
+ Increase in WC	(79)	(230)	19	13	(24)	26	59	70	81
+ Others	38	57	66	76	83	96	110	126	145
CAPEX	(86)	(95)	(65)	(53)	(43)	(35)	(29)	(24)	(20)
FCF	(202)	(347)	(37)	68	123	323	485	605	724
할인율				1.09	1.18	1.27	1.38	1.48	1.60
NPV of FCF	(202)	(347)	(37)	62	104	253	352	407	452

자료: 한국투자증권

〈표 9〉 분기실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	108	63	127	166	131	125	101	155	465	513	640
YoY	21.3	33.0	141.4	57.6	21.7	98.4	(20.7)	(6.7)	57.7	10.3	24.9
1 공장	45	30	48	60	40	17	15	25	183	97	121
가동률	81	55	80	100	73	30	27	46	79	44	55
2 공장	63	33	79	106	91	109	86	130	282	416	495
가동률	45	24	53	64	55	66	52	79	47	63	75
3 공장											24
가동률											3
영업이익	3	(8)	20	51	10	24	11	15	66	64	107
YoY	흑전	적지	흑전	흑전	193.4	흑전	(48.7)	(70.2)	흑전	(2.8)	67.1
OPM	3.2	(13.4)	16.1	30.4	7.6	18.9	10.4	9.7	14.2	12.5	16.7
순이익	(33)	(22)	(32)	(10)	(57)	(10)	(30)	457	(97)	360	64
YoY	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	적지	흑전	(82.3)
OPM	(30.7)	(35.0)	(24.9)	(6.1)	(43.7)	(7.7)	(29.8)	294.7	(20.9)	70.3	9.9

자료: 한국투자증권

〈표 10〉 삼성바이오로직스 연간실적 추이 및 전망(수정 후)

(단위: 십억원, %)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
매출액	295	465	513	640	887	1,125	1,323	1,558	1,865	2,247	2,417	2,630
YoY	222.8	57.7	10.3	24.9	38.5	26.8	17.7	17.7	19.7	20.5	7.6	8.8
1 공장	189	183	97	121	168	213	250	250	250	250	250	250
감가상각비	26	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32
가동률	90	79	44	55	70	85	100	100	100	100	100	100
2 공장	106	282	416	495	594	660	667	673	680	680	680	680
감가상각비	28	38	38	38	38	38	38	38	38	38	38	38
가동률	19	47	63	75	90	100	100	100	100	100	100	100
3 공장				24	125	252	383	510	638	850	850	850
감가상각비			8	40	40	40	40	40	40	40	40	40
가동률				3	15	30	45	60	75	100	100	100
4 공장							24	125	298	468	638	850
감가상각비							12	40	40	40	40	40
가동률							3	15	35	55	75	100
영업이익	(30)	66	64	107	247	388	490	611	813	1,071	1,164	1,286
YoY	RR	흑전	(2.8)	67.1	130.6	56.9	26.3	24.7	33.2	31.6	8.7	10.5
OPM	(10.3)	14.2	12.5	16.7	27.9	34.5	37.0	39.2	43.6	47.6	48.1	48.9
영업외손익	(200)	(182)	297	(27)	14	52	98	124	134	156	176	198
지분법손익	(129)	(130)	(118)	(33)	7	44	85	105	106	120	130	141
파생손익	(54)	(59)	423	-	-	-	-	-	-	-	-	-
이자손익	(16)	4	(0)	2	4	5	9	15	24	32	42	53
기타	(5)	(7)	(17)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)
순이익	(177)	(97)	360	64	224	373	488	609	780	1,006	1,099	1,216
YoY	적전	적지	흑전	(82.3)	251.8	66.7	30.8	24.9	28.0	29.0	9.2	10.7
NPM	(60.0)	(20.9)	70.3	9.9	25.2	33.2	36.9	39.1	41.8	44.8	45.5	46.3

자료: 한국투자증권

<표 11> 삼성바이오로직스 연간실적 추이 및 전망(수정 전)

(단위: 십억원, %)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
<b>매출액</b>	<b>295</b>	<b>465</b>	<b>513</b>	<b>745</b>	<b>1,022</b>	<b>1,424</b>	<b>1,627</b>	<b>1,904</b>	<b>2,246</b>	<b>2,418</b>	<b>2,556</b>	<b>2,770</b>
YoY	222.8	57.7	10.3	45.4	37.1	39.3	14.3	17.0	18.0	7.7	5.7	8.4
1 공장	189	183	97	123	170	218	260	260	270	270	270	270
감가상각비	26	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32
가동률	90	79	44	56	71	87	100	100	100	100	100	100
2 공장	106	282	416	462	561	660	680	700	700	700	700	700
감가상각비	28	38	38	38	38	38	38	38	38	38	38	38
가동률	19	47	63	70	85	100	100	100	100	100	100	100
3 공장				160	291	546	645	740	880	900	900	900
감가상각비			8	35	35	35	35	35	35	35	35	35
가동률				20	35	65	75	85	100	100	100	100
4 공장							42	204	396	548	686	900
감가상각비							10	40	40	40	40	40
가동률							5	24	46	63	78	100
<b>영업이익</b>	<b>(30)</b>	<b>66</b>	<b>56</b>	<b>204</b>	<b>411</b>	<b>713</b>	<b>797</b>	<b>970</b>	<b>1,224</b>	<b>1,344</b>	<b>1,436</b>	<b>1,586</b>
YoY	RR	흑전	(14.8)	263.9	100.9	73.7	11.7	21.7	26.2	9.8	6.8	10.4
OPM	(10.3)	14.2	11.0	27.4	40.2	50.1	49.0	51.0	54.5	55.6	56.2	57.2
<b>영업외손익</b>	<b>(200)</b>	<b>(182)</b>	<b>299</b>	<b>(24)</b>	<b>22</b>	<b>88</b>	<b>156</b>	<b>214</b>	<b>276</b>	<b>314</b>	<b>349</b>	<b>388</b>
지분법손익	(129)	(130)	(116)	(30)	12	76	131	173	214	239	261	285
파생손익	(54)	(59)	423	-	-	-	-	-	-	-	-	-
이자손익	(16)	4	(0)	2	6	9	21	36	58	70	84	99
기타	(5)	(7)	(17)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)
<b>순이익</b>	<b>(177)</b>	<b>(97)</b>	<b>354</b>	<b>149</b>	<b>370</b>	<b>679</b>	<b>790</b>	<b>982</b>	<b>1,244</b>	<b>1,375</b>	<b>1,481</b>	<b>1,637</b>
YoY	적전	적지	흑전	(57.9)	148.0	83.6	16.3	24.4	26.6	10.5	7.8	10.5
NPM	(60.0)	(20.9)	69.1	20.0	36.2	47.7	48.6	51.6	55.4	56.8	57.9	59.1

자료: 한국투자증권

<표 12> 삼성바이오에피스 연간실적 추이 및 전망(수정 후)

(단위: 십억원, %)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
<b>매출액</b>	<b>148</b>	<b>315</b>	<b>377</b>	<b>477</b>	<b>606</b>	<b>678</b>	<b>767</b>	<b>793</b>	<b>763</b>
YoY	517.1	113.4	19.8	26.3	27.1	12.0	13.1	3.5	(3.8)
<b>1) 바이오에피스 베네팔리 로열티</b>	<b>14</b>	<b>136</b>	<b>204</b>	<b>203</b>	<b>187</b>	<b>167</b>	<b>164</b>	<b>151</b>	<b>138</b>
YoY		NM	49.8	(0.6)	(7.8)	(10.7)	(1.7)	(7.9)	(8.8)
베네팔리 유럽매출(백만달러)	101	371	494	505	466	416	409	377	344
YoY		268.6	33.4	2.2	(7.8)	(10.7)	(1.7)	(7.9)	(8.8)
베네팔리 유럽 내 MS	7.2	27.9	41.4	46.0	47.8	47.6	48.9	47.7	46.7
경쟁사 유럽 내 MS			3.0	4.0	8.0	11.0	13.0	16.0	20.0
<b>2) 바이오에피스 플릭사비 로열티</b>	<b>2</b>	<b>9</b>	<b>17</b>	<b>27</b>	<b>33</b>	<b>37</b>	<b>37</b>	<b>37</b>	<b>38</b>
YoY			460.6	103.5	56.7	21.0	11.5	(0.1)	2.3
플릭사비 유럽매출(백만달러)		9	44	79	121	140	139	126	129
YoY			393.6	78.1	52.9	15.3	(0.2)	(9.6)	2.3
플릭사비 유럽 내 MS		0.7	3.3	6.1	9.5	11.2	11.4	10.5	11.0
경쟁사 유럽 내 MS	37.5	52.1	59.0	59.9	60.6	60.0	60.0	61.0	61.0
<b>3) 바이오에피스 렌플렉시스 로열티</b>			<b>4</b>	<b>24</b>	<b>58</b>	<b>67</b>	<b>65</b>	<b>65</b>	<b>61</b>
YoY			NM	457.1	136.9	16.0	(3.7)	1.5	(6.3)
렌플렉시스 미국매출(백만달러)			27	123	277	283	273	248	210
YoY			NM	364.3	124.5	2.5	(3.7)	(9.1)	(15.2)
렌플렉시스 미국 내 MS			0.8	4.6	12.5	15.7	18.6	20.7	21.5
경쟁사 미국 내 MS		2.9	6.0	12.4	18.6	24.0	28.9	31.8	32.5
<b>4) 바이오에피스 온트루잔트 유럽 로열티</b>			<b>5</b>	<b>27</b>	<b>50</b>	<b>65</b>	<b>87</b>	<b>83</b>	<b>93</b>
YoY				404.1	90.0	29.3	33.0	(3.8)	11.9
온트루잔트 유럽매출(백만달러)			32	124	213	223	250	241	249
YoY				287.8	72.3	4.9	11.9	(3.8)	3.7
온트루잔트 유럽 내 MS			3.0	8.5	14.7	15.5	17.4	16.7	17.4
경쟁사 미국 내 MS			9.0	18.0	28.3	34.5	38.0	43.0	45.0
<b>5) 바이오에피스 온트루잔트 미국 로열티</b>				<b>1</b>	<b>7</b>	<b>17</b>	<b>47</b>	<b>56</b>	<b>50</b>
YoY					582.2	142.3	174.4	19.2	(9.4)
온트루잔트 미국매출(백만달러)				8	44	94	177	191	158
YoY					464.6	113.0	88.6	7.9	(17.2)
온트루잔트 미국 내 MS				0.5	3.0	6.9	13.7	15.8	14.1
경쟁사 미국 내 MS				2.5	13.0	19.0	24.0	27.0	30.0
<b>6) 바이오에피스 임랄디 유럽 로열티</b>				<b>42</b>	<b>117</b>	<b>172</b>	<b>214</b>	<b>251</b>	<b>236</b>
YoY					180.5	47.9	24.4	17.0	(6.1)
임랄디 유럽매출(백만달러)				315	482	592	619	625	587
YoY					53.0	22.8	4.6	0.9	(6.1)
임랄디 유럽 내 MS				6.7	11.8	16.7	20.1	23.1	24.7
경쟁사 유럽 내 MS				8.1	17.1	24.4	30.8	34.1	38.2
<b>마일스톤 외 기타매출</b>	<b>133.0</b>	<b>177.0</b>	<b>155.0</b>	<b>162.8</b>	<b>159.5</b>	<b>156.3</b>	<b>153.2</b>	<b>150.1</b>	<b>147.1</b>
<b>영업이익</b>	<b>(99.0)</b>	<b>(85.3)</b>	<b>(82.5)</b>	<b>(6.8)</b>	<b>60.7</b>	<b>126.6</b>	<b>203.8</b>	<b>238.2</b>	<b>225.8</b>
YoY	적지	적지	적지	적지	흑전	108.8	60.9	16.9	(5.2)
OPM	(67.1)	(27.1)	(21.9)	(1.4)	10.0	18.7	26.6	30.0	29.6
<b>순이익</b>	<b>(106.4)</b>	<b>(91.9)</b>	<b>(71.7)</b>	<b>(15.5)</b>	<b>43.2</b>	<b>97.1</b>	<b>160.1</b>	<b>189.3</b>	<b>181.6</b>
YoY	적지	적지	적지	흑전	(379.0)	124.8	64.8	18.3	(4.1)
NPM	(72.2)	(29.2)	(19.0)	(3.2)	7.1	14.3	20.9	23.9	23.8

자료: 한국투자증권

<표 13> 삼성바이오에피스 연간실적 추이 및 전망(수정 전)

(단위: 십억원, %)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
<b>매출액</b>	<b>148</b>	<b>315</b>	<b>377</b>	<b>509</b>	<b>734</b>	<b>918</b>	<b>1,064</b>	<b>1,183</b>	<b>1,294</b>
YoY	517.1	113.4	19.8	35.0	44.3	25.0	15.9	11.2	9.4
<b>1) 바이오에피스 베네팔리 로열티</b>	<b>14</b>	<b>136</b>	<b>209</b>	<b>221</b>	<b>232</b>	<b>229</b>	<b>218</b>	<b>207</b>	<b>193</b>
YoY		NM	53.5	5.9	4.8	(1.2)	(4.7)	(5.3)	(6.6)
베네팔리 유럽매출(백만달러)	101	371	507	552	563	556	530	502	469
YoY		268.6	36.7	8.8	2.0	(1.2)	(4.7)	(5.3)	(6.6)
베네팔리 유럽 내 MS	7.2	26.2	42.6	51.0	56.0	59.1	60.0	59.9	59.0
경쟁사 유럽 내 MS			3.0	4.0	8.0	11.0	13.0	14.0	15.0
<b>2) 바이오에피스 플릭사비 로열티</b>		<b>2</b>	<b>8</b>	<b>20</b>	<b>31</b>	<b>33</b>	<b>31</b>	<b>30</b>	<b>29</b>
YoY			439.1	148.9	49.7	6.4	(6.1)	(3.3)	(3.8)
플릭사비 유럽매출(백만달러)		9	43	93	130	132	124	120	115
YoY			374.7	117.8	39.2	1.7	(6.1)	(3.3)	(3.8)
플릭사비 유럽 내 MS		0.6	3.3	7.6	11.0	11.6	11.4	11.5	11.5
경쟁사 유럽 내 MS	37.5	52.1	59.0	58.4	59.1	59.5	60.0	60.1	60.5
<b>3) 바이오에피스 렌플렉시스 로열티</b>			<b>4</b>	<b>30</b>	<b>91</b>	<b>129</b>	<b>147</b>	<b>164</b>	<b>171</b>
YoY			NM	582.5	205.5	41.3	14.3	11.4	3.9
렌플렉시스 미국매출(백만달러)			27	151	415	521	596	663	689
YoY			NM	468.7	175.0	25.6	14.3	11.4	3.9
렌플렉시스 미국 내 MS			0.8	4.6	12.5	15.7	18.6	20.7	21.5
경쟁사 미국 내 MS		2.9	6.0	12.4	18.6	24.0	28.9	31.8	32.5
<b>4) 바이오에피스 온트루잔트 유럽 로열티</b>			<b>5</b>	<b>34</b>	<b>67</b>	<b>102</b>	<b>139</b>	<b>164</b>	<b>196</b>
YoY				542.1	97.5	53.4	35.5	18.2	19.5
온트루잔트 유럽매출(백만달러)			32	158	270	338	388	426	475
YoY				393.9	71.2	25.5	14.7	9.7	11.5
온트루잔트 유럽 내 MS			3.0	10.5	17.7	21.5	23.6	24.7	26.4
경쟁사 미국 내 MS			9.0	16.0	25.3	28.5	31.8	35.0	36.0
<b>5) 바이오에피스 온트루잔트 미국 로열티</b>				<b>4</b>	<b>16</b>	<b>34</b>	<b>50</b>	<b>66</b>	<b>77</b>
YoY					284.8	113.8	48.3	32.2	16.5
온트루잔트 미국매출(백만달러)				31	96	176	228	268	313
YoY					207.8	83.3	29.8	17.5	16.5
온트루잔트 미국 내 MS				2.0	6.1	10.9	13.7	15.8	18.2
경쟁사 미국 내 MS				2.3	9.9	15.0	19.0	23.0	25.9
<b>6) 바이오에피스 임랄디 유럽 로열티</b>				<b>42</b>	<b>148</b>	<b>248</b>	<b>343</b>	<b>423</b>	<b>506</b>
YoY					256.3	67.7	38.2	23.3	19.6
임랄디 유럽매출(백만달러)				315	599	821	960	1,026	1,083
YoY					90.0	37.2	16.9	6.9	5.6
임랄디 유럽 내 MS				6.7	13.1	18.2	21.3	22.9	24.4
경쟁사 유럽 내 MS				7.5	16.0	23.8	32.0	36.9	40.9
<b>마일스톤 외 기타매출</b>	<b>133.0</b>	<b>177.0</b>	<b>150.0</b>	<b>157.5</b>	<b>149.6</b>	<b>142.1</b>	<b>135.0</b>	<b>128.3</b>	<b>121.9</b>
<b>영업이익</b>	<b>(99.0)</b>	<b>(85.3)</b>	<b>(80.4)</b>	<b>8.5</b>	<b>81.4</b>	<b>210.7</b>	<b>319.4</b>	<b>407.1</b>	<b>492.2</b>
YoY	적지	적지	적지	흑전	856.6	158.7	51.6	27.5	20.9
OPM	(67.1)	(27.1)	(21.3)	1.7	11.1	23.0	30.0	34.4	38.0
<b>순이익</b>	<b>(106.4)</b>	<b>(91.9)</b>	<b>(69.6)</b>	<b>(9.9)</b>	<b>54.7</b>	<b>162.0</b>	<b>252.2</b>	<b>325.9</b>	<b>398.1</b>
YoY	적지	적지	적지	흑전	(655.1)	196.0	55.7	29.2	22.2
NPM	(72.2)	(29.2)	(18.5)	(1.9)	7.5	17.6	23.7	27.5	30.8

자료: 한국투자증권

**기업개요 및 용어해설**

2011년 4월 설립되어 2016년 11월 코스피에 상장한 삼성그룹 산하의 동물세포배양타입의 바이오의약품 CMO(Contract Manufacturing Organization, 의약품 위탁생산 사업)업체임. 2016년 기준 매출의 100%가 CMO사업에서 발생했음. 주요주주는 삼성물산(43.4%)과 삼성전자(31.5%)임. 동사의 주요 고객사는 글로벌 제약업체들인 BristolMyers Squibb(BMS), Roche 등이며 Merck와 Biogen을 협력 파트너로 보유하고 있음.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,461	621	1,174	1,136	1,018
현금성자산	230	358	925	883	738
매출채권및기타채권	76	26	22	22	24
재고자산	164	210	197	197	218
비유동자산	6,072	6,562	4,366	4,478	4,800
투자자산	4,966	5,029	2,673	2,700	2,835
유형자산	1,091	1,513	1,674	1,759	1,946
무형자산	14	19	19	19	19
자산총계	7,533	7,183	5,540	5,614	5,818
유동부채	2,477	2,287	540	547	581
매입채무및기타채무	140	161	126	165	240
단기차입금및단기사채	170	90	240	190	130
유동성장기부채	234	49	49	49	49
비유동부채	974	919	866	812	762
사채	50	50	0	0	0
장기차입금및금융부채	389	357	361	307	257
부채총계	3,451	3,207	1,406	1,359	1,343
자본금	165	165	165	165	165
자본잉여금	2,487	2,487	2,487	2,487	2,487
기타자본	0	0	(409)	(247)	119
이익잉여금	1,425	1,328	1,894	1,853	1,708
자본총계	4,082	3,976	4,134	4,255	4,475

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	(63)	150	155	284	417
당기순이익	(177)	(97)	360	64	224
유형자산감가상각비	56	64	78	115	115
무형자산상각비	4	6	11	12	12
자산부채변동	(74)	22	49	60	79
기타	128	155	(343)	33	(13)
투자활동현금흐름	(1,373)	265	222	(223)	(449)
유형자산투자	(163)	(494)	(263)	(223)	(449)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(970)	970	302	(59)	(128)
무형자산순증	(5)	(11)	(11)	(12)	(12)
기타	(235)	(200)	194	71	140
재무활동현금흐름	1,631	(287)	191	(102)	(113)
자본의증가	1,484	NM	0	0	0
차입금의순증	147	(287)	194	(104)	(110)
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	0	(3)	2	(3)
기타현금흐름	0	(0)	0	0	0
현금의증가	196	128	567	(41)	(145)

주: K-IFRS (개별) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	295	465	513	640	887
매출원가	268	333	375	451	543
매출총이익	27	132	138	189	343
판매관리비	57	66	74	82	96
영업이익	(30)	66	64	107	247
금융수익	14	23	4	15	15
이자수익	4	10	9	11	11
금융비용	87	76	9	9	7
이자비용	19	6	9	9	7
기타영업외손익	1	1	0	0	0
관계기업관련손익	(129)	(130)	302	(33)	7
세전계속사업이익	(231)	(116)	361	80	261
법인세비용	(54)	(19)	1	16	38
당기순이익	(177)	(97)	360	64	224
기타포괄이익	0	(9)	0	0	0
총포괄이익	(177)	(106)	360	64	224
EBITDA	30	136	153	234	374

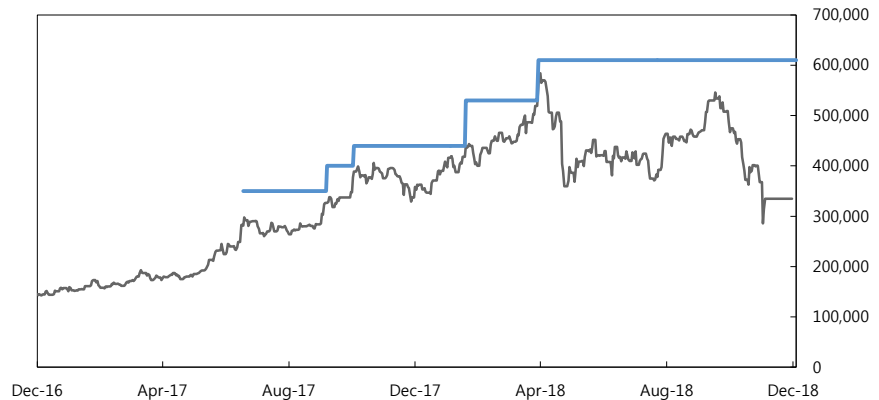
주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	(3,115)	(1,466)	5,443	961	3,382
BPS	61,700	60,099	62,481	64,309	67,632
DPS	0	0	0	0	0
성장성(%, YoY)					
매출증가율	222.8	57.7	10.3	24.9	38.5
영업이익증가율	NM	NM	(2.8)	67.1	130.6
순이익증가율	NM	NM	NM	(82.3)	251.8
EPS증가율	NM	NM	NM	(82.3)	251.8
EBITDA증가율	NM	357.2	12.9	52.4	59.8
수익성(%)					
영업이익률	(10.3)	14.2	12.5	16.7	27.9
순이익률	(60.0)	(20.9)	70.3	9.9	25.2
EBITDA Margin	10.1	29.3	29.9	36.6	42.2
ROA	(2.6)	(1.3)	5.7	1.1	3.9
ROE	(5.2)	(2.4)	8.9	1.5	5.1
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	NM	NM	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	(374)	165	(300)	(369)	(346)
차입금/자본총계비율(%)	20.7	13.7	15.7	12.8	9.7
Valuation(X)					
PER	NM	NM	61.5	348.1	98.9
PBR	2.4	6.2	5.4	5.2	4.9
EV/EBITDA	323.5	181.8	142.2	93.0	58.3



투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
삼성바이오로직스 (207940)	2017.06.28	매수	350,000원	-19.7	-6.7
	2017.09.17	매수	400,000원	-15.7	-5.6
	2017.10.13	매수	440,000원	-13.6	-4.7
	2018.01.29	매수	530,000원	-14.4	-2.1
	2018.04.09	매수	610,000원	-	-



Compliance notice

- 당사는 2018년 12월 11일 현재 삼성바이오로직스 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 삼성바이오로직스 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

투자등급 비율 (2018. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
77.8%	22.2%	0%

\* 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.