

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	263,998 억원
주요주주	
삼성물산(외4)	75.09%
외국인지분률	8.60%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(19/01/31)	399,000 원
KOSPI	2204.85 pt
52주 Beta	1.06
52주 최고가	584,000 원
52주 최저가	285,500 원
60일 평균 거래대금	828 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	3.2%	-4.4%
6개월	7.0%	11.4%
12개월	-9.0%	5.9%

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

2019년 본격적인 가동을 시작하는 3 공장

2018년 4 분기 실적은 매출액 1,783 억원(+7.2%YoY), 영업이익 115 억원(-77.3%YoY, OPM 6.5%)으로 매출 성장은 양호하였으나 영업이익이 시장 기대치를 하회. 영업이익 하회의 원인은 감가상각비 및 자급수수료 증가. 2019년 실적은 3 공장 가동으로 매출 성장세는 양호할 전망이나 자급수수료 발생으로 이익률 상승폭은 크지 않을 전망. 그러나 1 분기 실적을 저점으로 점진적인 실적 성장세 및 유럽 휴미라 바이오시밀러 점유율 상승이 전망되어 투자의견 매수와 목표주가 500,000 원을 유지.

2018년 4 분기 실적 Review

동사의 2018년 4 분기 실적은 매출액 1,783 억원(+7.2%YoY), 영업이익 115 억원(-77.3%YoY, OPM 6.5%)으로 매출 성장은 양호하였으나 영업이익이 시장 기대치를 하회하였다. 4 분기 매출액은 2 공장 가동률이 기대치(60%)를 상회한 75%까지 상승하였고 3 분기 때 이연된 매출이 4 분기에 인식되면서 매출 성장률은 양호하였으나 영업이익은 3 공장 가동이 시작되면서 감가상각비가 3 분기 200 억원에서 4 분기 300 억원으로 증가하였고 증선위 소송 관련 자급수수료 및 판관비가 증가하면서 시장 기대치를 하회하였다. 영업외이익으로는 바이오젠 콜옵션 행사에 따른 삼성바이오에피스 지분 처분이익이 3,791 억원 발생하면서 당기순이익이 크게 증가하였다.

2019년 실적전망

2019년 연간실적은 매출액 6,250 억원(+16.6%YoY), 영업이익 938 억원(+68.4%YoY, OPM 15.0%)이 예상된다. 우선 2 공장 가동률이 연간 70%, 3 공장 가동률은 연간 20%가 예상되나 2019년에도 소송관련 자급수수료는 지속적으로 발생할 가능성이 높아 이익률 상승은 크지 않을 전망이다.

투자의견 매수 및 목표주가 500,000 원 유지

2019년부터 본격화되는 3 공장 가동률은 하반기에 상승세가 더욱 커질 전망이며 이에 따라 2019년 연간으로 1 분기 실적을 저점으로 점진적인 실적 성장세가 예상된다. 또한 2018년 10월에 출시된 휴미라 바이오시밀러가 유럽시장에서 경쟁사인 암젠, 산도즈 대비 판매우위에 있어 2019년 삼성바이오에피스 실적에 대한 기대도 긍정적이다. 투자의견 매수와 목표주가 500,000 원을 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	913	2,946	4,646	5,358	6,250	8,375
yoY	%	-13.2	222.8	57.7	15.3	16.6	34.0
영업이익	억원	-2,036	-304	660	557	938	1,591
yoY	%	적지	적지	흑전	-15.6	68.4	69.7
EBITDA	억원	-1,620	297	1,359	1,420	1,775	2,380
세전이익	억원	24,881	-2,309	-1,160	2,990	627	1,420
순이익(지배주주)	억원	19,049	-1,768	-970	2,204	533	1,207
영업이익률%	%	-223.1	-10.3	14.2	10.4	15.0	19.0
EBITDA%	%	-177.5	10.1	29.3	26.5	28.4	28.4
순이익률	%	2,087.0	-60.0	-20.9	41.1	8.5	14.4
EPS	원	38,520	-3,115	-1,466	3,331	805	1,824
PER	배	0.0	N/A	N/A	116.0	495.5	218.8
PBR	배	0.0	2.5	6.2	6.3	6.4	6.3
EV/EBITDA	배	0.0	387.3	196.3	196.2	160.9	119.2
ROE	%	113.0	-5.2	-2.4	5.5	1.3	2.9
순차입금	억원	24,778	15,172	21,214	22,926	21,525	19,723
부채비율	%	114.8	84.5	80.6	87.3	87.2	87.0

그림 1. 삼성바이오로직스의 4분기 실적 Review

(억원, %)	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P		증감율		컨센서스 차이
	확정치	추정치	YoY	QoQ					
매출액	1,663.1	1,310.4	1,254.3	1,010.7	1,783.0	1,554.0	7.2	76.4	14.7
영업이익	505.9	100.0	237.2	104.6	115.0	147.6	(77.3)	9.9	(22.1)
세전이익	(90.8)	(623.5)	(69.3)	(288.4)	3,971.5	5,576.1	흑전	흑전	(28.8)
순이익	(101.0)	(572.2)	(95.8)	(301.4)	3,173.2	4,460.9	흑전	흑전	(28.9)
영업이익률	30.4	7.6	18.9	10.4	6.5	9.5			
세전이익률	(5.5)	-47.6	-5.5	-28.5	222.7	358.8			
순이익률	(6.1)	-43.7	-7.6	-29.8	178.0	287.1			

자료 : SK 증권 추정치

그림 2. 삼성바이오로직스 분기 및 연간 실적전망 Table

(단위: 억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	2016	2017	2018E	2019E
매출액	1,076.5	632.2	1,274.5	1,663.1	1,310.4	1,254.3	1,010.7	1,783.0	2,946.2	4,646.3	5,358.3	6250.0
영업이익	34.1	-84.8	204.7	505.9	100.0	237.2	104.6	115.0	-304.2	659.8	556.8	937.5
세전이익	-398.2	-291.0	-379.9	-90.8	-623.5	-69.3	-288.4	3,971.5	-2,309.0	-1,159.9	2,990.4	626.8
순이익	-330.7	-221.0	-317.0	-101.0	-572.2	-95.8	-301.4	3,173.2	-1,768.2	-969.7	2,203.8	532.7
성장률YoY												
매출액	-1.2	51.7	77.8	7.8	21.7	98.4	-20.7	7.2	222.8	57.7	15.3	16.6
영업이익	-124.9	165.8	-259.1	-7,274.2	193.4	흑전	-48.9	-77.3	-85.1	흑전	-15.6	68.4
세전이익	적지	적지	적지	적지	0.0	0.0	0.0	흑전	적전	적지	흑전	-79.0
순이익	적지	적지	적지	적지	0.0	0.0	0.0	흑전	적전	적지	흑전	-75.8
수익률												
영업이익	3.2	-13.4	16.1	30.4	7.6	18.9	10.4	6.5	-10.3	14.2	10.4	15.0
세전이익	-37.0	-46.0	-29.8	-5.5	-47.6	-5.5	-28.5	222.7	-78.4	-25.0	55.8	10.0
순이익	-30.7	-35.0	-24.9	-6.1	-43.7	-7.6	-29.8	178.0	-60.0	-20.9	41.1	8.5

자료 : SK 증권 추정치

그림 3. 2018년 삼성바이오로직스 CMO 수주현황

아시아 소재 제약사와 위탁생산계약 체결 (1,124 억원)
미국 소재 제약사와 의약품 위탁생산계약 체결 (179 억원)
국내 소재 제약사와 임상물질 위탁생산 계약 체결(비공개)
글로벌 제약사의 스위스 소재 자회사와 위탁생산계약 체결(4,110 억원)
유럽 소재 제약사와 공급계약 본계약 체결(100 억원)
벨기에 UCB 사와 공급계약 본계약 체결(451 억원)
아시아 소재 제약사와 의약품 위탁생산계약 체결(1,446 억원)
Immunomedics 와 위탁생산계약 체결(340 억원)

주: 유럽 3 개사, 미국 1 개사, 아시아 4 개사

자료: 삼성바이오로직스, SK 증권

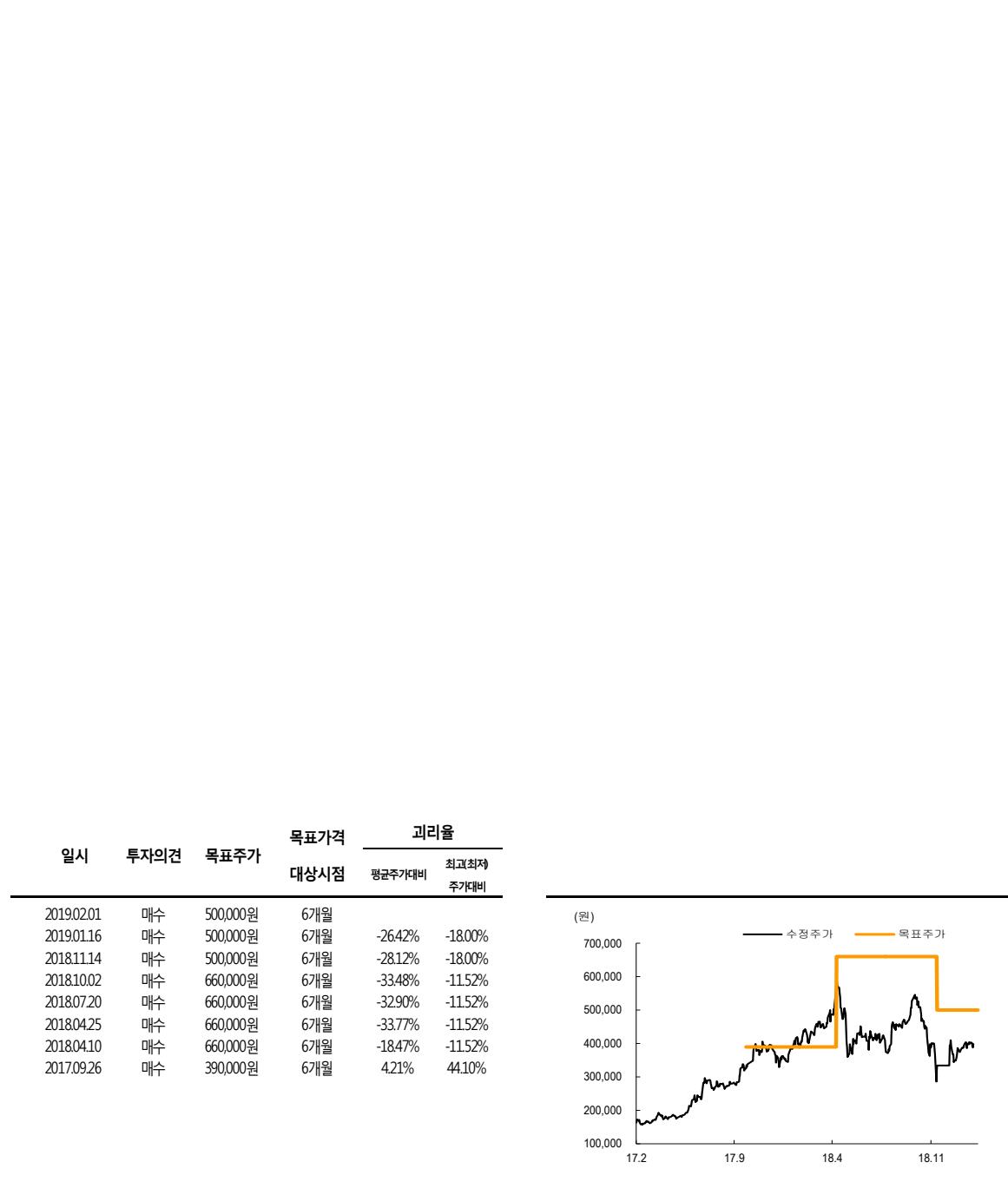
그림 4. 삼성바이오로직스 누적 수주 현황



그림 5. 삼성바이오에피스 R&D 파이프라인 Table

	치료 대상	Project	대상 물질	Reference Drug (2017년 매출)	진행 상황
바이오시밀러	자가면역질환	SB4	Etanercept	 Enbrel etanercept	\$8.3bn 출시 완료
		SB2	Infliximab	 Remicade INFILXIMAB	\$7.8bn 출시 완료
		SB5	Adalimumab	 HUMIRA adalimumab	\$18.9bn 출시 완료
	항암제	SB3	Trastuzumab	 Herceptin trastuzumab	\$7.4bn 출시 완료
		SB8	Bevacizumab	 AVASTIN bevacizumab	\$7.1bn 임상 3상
	안질환	SB11	Ranibizumab	 LUCENTIS ranibizumab INJECTION	\$1.9bn 임상 3상
	혈액질환	SB12	Eculizumab	 SOLIRIS eculizumab Injection for Intravenous Use	\$3.1bn 임상 1상
신약	소화기질환	SB26	Ulinastatin-Fc	-	- 임상 1상

주 : '18년 3월 온투르잔트(SB3) 유럽 출시, '18년 10월 임랄디 (SB5) 유럽 출시, 추가 파이프라인 SB11 임상 3상 진행 중, SB12 임상 1상 진행 중
자료 : 삼성바이오로직스, SK 증권



Compliance Notice

- 작성자(이달미)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 2월 1일 기준)

매수	91.54%	중립	8.46%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	14,614	6,210	30,557	32,427	35,347
현금및현금성자산	2,303	3,581	1,659	3,060	4,863
매출채권및기타채권	725	250	268	312	419
재고자산	1,642	2,100	2,251	2,626	3,519
비유동자산	60,716	65,621	45,366	44,393	43,575
장기금융자산	0	0	0	0	0
유형자산	10,910	15,133	16,235	15,465	14,747
무형자산	140	190	206	214	219
자산총계	75,330	71,831	75,923	76,820	78,921
유동부채	24,765	22,874	23,956	24,340	25,255
단기금융부채	22,782	20,722	21,649	21,649	21,649
매입채무 및 기타채무	1,150	1,295	1,389	1,620	2,171
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	9,741	9,192	11,426	11,441	11,456
장기금융부채	4,394	4,072	6,537	6,537	6,537
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	34,506	32,066	35,382	35,781	36,711
지배주주지분	40,824	39,765	40,541	41,038	42,210
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	14,089	14,622	15,829
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	40,824	39,765	40,541	41,038	42,210
부채와자본총계	75,330	71,831	75,923	76,820	78,921

현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	-391	1,564	962	1,484	1,858
당기순이익(손실)	-1,768	-970	2,204	533	1,207
비현금성항목등	2,112	2,310	-678	1,243	1,173
유형자산감가상각비	558	642	801	770	718
무형자산상각비	44	57	62	68	71
기타	50	457	-3,741	-7	-7
운전자본감소(증가)	-735	223	251	-197	-310
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-287	478	-76	-45	-106
재고자산감소(증가)	-438	-437	-118	-375	-893
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	12	132	681	231	551
기타	-22	50	-236	-9	139
법인세납부	1	2	-815	-94	-213
투자활동현금흐름	-13,720	2,756	-6,074	28	56
금융자산감소(증가)	-9,700	9,700	-3,600	0	0
유형자산감소(증가)	-1,630	-4,941	-2,357	0	0
무형자산감소(증가)	-52	-107	-76	-76	-76
기타	-2,338	-1,896	-41	104	132
재무활동현금흐름	16,069	-3,042	3,191	-111	-111
단기금융부채증가(감소)	-101	-1,966	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	1,571	-906	3,364	0	0
자본의증가(감소)	14,843	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-244	-170	-174	-111	-111
현금의 증가(감소)	1,958	1,278	-1,922	1,401	1,802
기초현금	345	2,303	3,581	1,659	3,060
기말현금	2,303	3,581	1,659	3,060	4,863
FCF	-1,131	-3,637	-997	1,362	1,756

자료 : 삼성바이오로직스, SK증권

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	2,946	4,646	5,358	6,250	8,375
매출원가	2,681	3,328	3,906	4,063	5,025
매출총이익	265	1,318	1,452	2,188	3,350
매출총이익률 (%)	9.0	28.4	27.1	35.0	40.0
판매비와관리비	570	658	895	1,250	1,759
영업이익	-304	660	557	938	1,591
영업이익률 (%)	-10.3	14.2	10.4	15.0	19.0
비영업순익	-2,005	-1,820	2,434	-311	-172
순금융비용	156	-43	27	7	-21
외환관련손익	-28	17	-15	-15	-15
관계기업투자등 관련손익	-1,292	-1,296	-1,333	-296	-185
세전계속사업이익	-2,309	-1,160	2,990	627	1,420
세전계속사업이익률 (%)	-78.4	-25.0	55.8	10.0	17.0
계속사업법인세	-541	-190	787	94	213
계속사업이익	-1,768	-970	2,204	533	1,207
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-1,768	-970	2,204	533	1,207
순이익률 (%)	-60.0	-20.9	41.1	8.5	14.4
지배주주	-1,768	-970	2,204	533	1,207
지배주주구속 순이익률(%)	-60.02	-20.87	41.13	8.52	14.41
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	-1,767	-1,059	2,169	497	1,171
지배주주	-1,767	-1,059	2,169	497	1,171
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	297	1,359	1,420	1,775	2,380

주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	222.8	57.7	15.3	16.6	34.0
영업이익	적지	흑전	-15.6	68.4	69.7
세전계속사업이익	적전	적지	흑전	-79.0	126.5
EBITDA	흑전	357.2	4.5	25.0	34.1
EPS(계속사업)	적전	적지	흑전	-75.8	126.5
수익성 (%)					
ROE	-5.2	-2.4	5.5	1.3	2.9
ROA	-2.6	-1.3	3.0	0.7	1.6
EBITDA마진	10.1	29.3	26.5	28.4	28.4
안정성 (%)					
유동비율	59.0	27.2	127.6	133.2	140.0
부채비율	84.5	80.6	87.3	87.2	87.0
순차입금/자기자본	37.2	53.4	56.6	52.5	46.7
EBITDA/이자비용(배)	1.5	23.9	14.5	15.9	21.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-3,115	-1,466	3,331	805	1,824
BPS	61,700	60,099	61,273	62,024	63,795
CFPS	-2,055	-409	4,636	2,072	3,016
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	N/A	N/A	175.3	501.8	221.5
PER(최저)	N/A	N/A	85.7	464.5	205.1
PBR(최고)	2.8	6.8	9.5	6.5	6.3
PBR(최저)	2.3	2.5	4.7	6.0	5.9
PCR	-73.5	-907.6	83.4	192.6	132.3
EV/EBITDA(최고)	441.9	213.3	288.2	162.7	120.6
EV/EBITDA(최저)	367.3	89.2	149.2	151.5	112.3