

## 삼성바이오로직스 (207940)

제약/바이오

서미화



Ph. D

02 3770 5595

mihwa.seo@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	430,000원 (D)
현재주가 (1/30)	388,000원
상승여력	11%

시가총액	256,720억원
총발행주식수	66,165,000주
60일 평균 거래대금	829억원
60일 평균 거래량	227,550주
52주 고	584,000원
52주 저	285,500원
외인지분율	8.64%
주요주주	삼성물산 외 4 인 75.10%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	0.4	(2.5)	(11.0)
상대	(7.1)	(11.0)	3.6
절대(달러환산)	0.3	(0.5)	(14.4)

## 4Q18 Review: 3공장 효과로 인한 실적 부진

## 매출액 1,783억원(YoY +7.2%), 영업이익 115억원(YoY -77.3%)

4분기 매출액 1,783억원(YoY +7.2%), 영업이익 115억원(YoY -77.3%)을 기록하였다. 4분기 매출에 반영되는 3분기 공장가동률은 1공장 40%, 2공장 60%초중반이다. 공장가동률 및 3분기 인도시점 차이로 이연된 제품 출하량 증가에 따라 매출액은 컨센서스(1,400억원) 대비 27.4% 상회하였다. 영업이익 하락의 원인은 1) 3공장 본격 가동에 따른 매출원가 증가 및 2) 법률 및 회계관련 지급수수료 증가 때문이다. 란투스 상업화 계약 해지 보상금 1,755억원 수령 및 아키젠 손실 감소로 지분법이익은 65억원을 시현하였다. 기타손익은 바이오젠 콜옵션 행사로 에피스 지분 처리 이익이 발생하여 3,791억원을 기록하였다. 삼성바이오에피스의 IFRS15 적용으로 매출인식 시점 재선정에 따라 18년 1-3분기의 세전이익, 당기순이익의 변경이 있었다. 파트너사에 판매 시 반영되었던 매출인식시점이 파트너사가 고객에게 파는 시점으로 변경되었다.

## 19년도 상저하고 트렌드는 자속

4분기 1, 2공장의 slow down 영향은 2분기 나타날 것으로 보인다. 1분기 매출액에 영향을 줄 수 있는 4Q18 가동률은 1공장 40%중반, 2공장 80%다. 19년 또한 상저하고의 모습을 보일 것으로 예상된다. 19년 매출액 성장은 11.7%, 영업이익률은 9.8%로 추정하였다. 19년 1공장 50%중반(18년 40%초중반), 2공장 65-70%, 3공장 20%의 공장가동이 예상된다. 19년 CDO 장비 및 공장 보완투자로 인한 감가상각도 증가한다. 3공장에 대한 수주는 약 25% 진행되었으며 올해 50% 달성을 목표로 하고 있다. 회계부정 제재에 대한 법원의 집행정지 인용이 결정되었고, 증선위는 즉시 항고장을 제출한 상황이다.

IFRS15 적용에 따라 19년 3공장 매출액을 1,840억원에서 805억원으로, 그에 따른 영업이익률 또한 25.2%에서 9.8%로 하향조정하였다. 2019-2022년 실적 추정치 조정에 따라 목표주가 43만원으로 하향조정하였다. 19년 모멘텀은 3공장 50% 수주 달성, 삼성바이오에피스의 바이오시밀러(플릭사비(레미케이드 바이오시밀러), 베네팔리(엔브렐 바이오시밀러), 임랄디(휴미라 바이오시밀러)) 판매 성장이 될 수 있을 것으로 보인다.

## Quarterly earning forecasts

	4Q18P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,783	7.2	76.4	1,400	27.4
영업이익	115	-77.3	9.9	169	-32.0
세전계속사업이익	3,971	흑전	흑전	5,357	-25.9
지배순이익	3,173	흑전	흑전	4,040	-21.5
영업이익률 (%)	6.4	-24.0 %pt	-4.0 %pt	12.1	-5.7 %pt
지배순이익률 (%)	177.9	흑전	흑전	288.6	-110.7 %pt

자료: 유안타증권

## Forecasts and valuations (K-IFRS 별도)

	2016A	2017A	2018P	2019F
결산 (12월)				
매출액	2,946	4,646	5,358	5,986
영업이익	-304	660	557	590
지배순이익	-1,768	-970	2,203	460
PER	-57.4	-175.4	116.1	574.1
PBR	2.5	4.3	6.3	6.4
EV/EBITDA	328.6	126.4	154.0	148.7
ROE	-5.2	-2.4	5.5	1.1

자료: 유안타증권

[표 1] 삼성바이오로직스 실적 현황

(단위: 억원)

	4Q18	QoQ	3Q18	YoY	4Q17
매출액	1,783	76.4%	1,011	7.2%	1,663
영업이익	115	9.9%	105	-77.3%	506
세전이익	3,971	흑전	-257	흑전	-91
당기순이익	3,173	흑전	-270	흑전	-101

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] 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
SB26	-	급성췌장염		임상 1상 중(18. 08. 21~20. 08. 20)
SB3	허셉틴	유방암	7.1	유럽 '17년 11월 시판승인 미국 '17년 12월 시판승인(Filing Accepted)

\* Tentative approval

자료: 삼성바이오로직스, 유안타증권 리서치센터

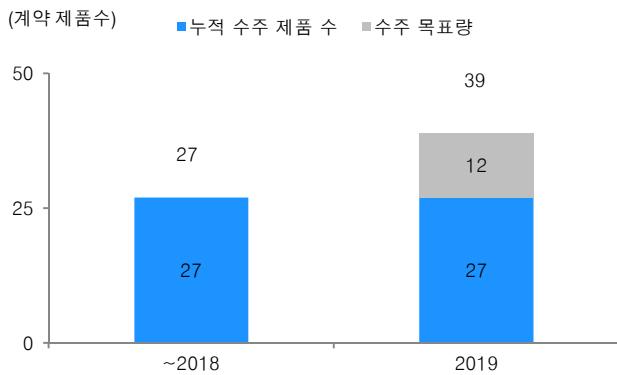
[표 4] 삼성바이오로직스 단일판매 · 공급계약 체결 공시

(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 증 가할 수 있음
위탁생산계약	미국 소재 제약사	20.0	2018-02-22	개발 성공 시 계약금액이 1,590억원까지 증 가할 수 있음 2018-08-20 변경계약에 따른 계약금액 증 가(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 이전 에 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	

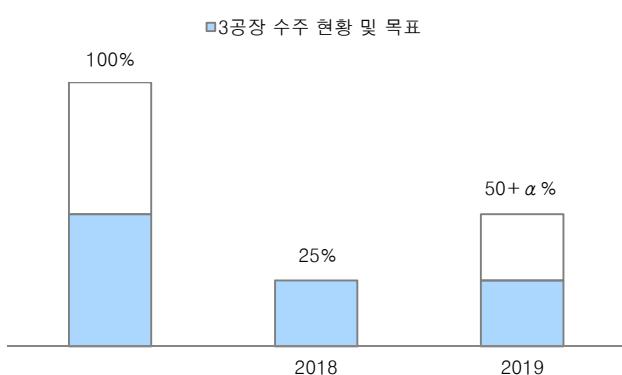
자료: 삼성바이오로직스, 유인타증권 리서치센터

[그림 1] CMO 수주 목표(제품 수)



자료: 삼성바이오로직스, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 3 공장 수주 현황 및 목표



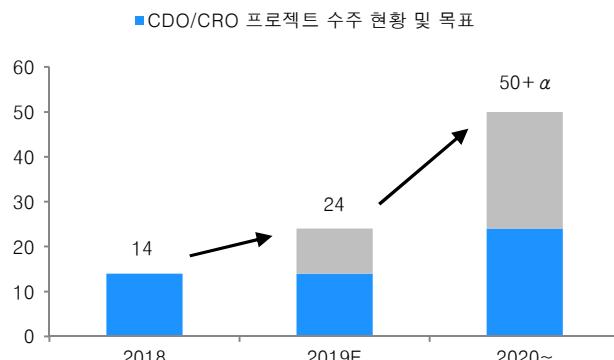
자료: 삼성바이오로직스, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 연간 전체 누적 수주 현황



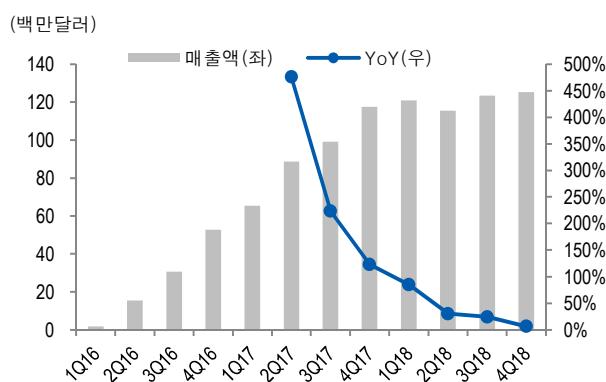
자료: 삼성바이오로직스, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] CDO/CRO 프로젝트 수주 현황 및 목표



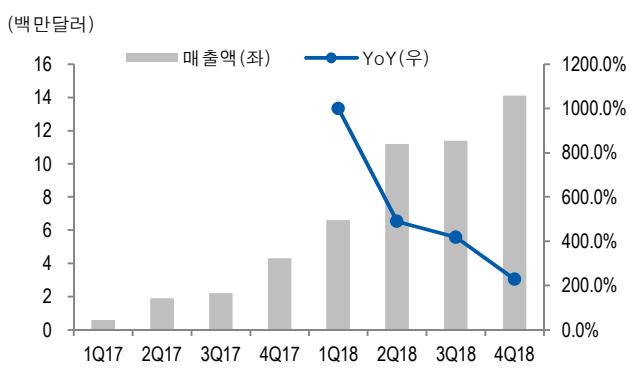
자료: 삼성바이오로직스, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] Benepali 매출 추이



자료: 바이오젠, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] Flixabi 매출 추이



자료: 바이오젠, 유안타증권 리서치센터

[표 5] 삼성바이오로직스 매출액 추정

(단위: 억원, %, 배치)

		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	2017	2018P	2019F	2020F	2021F	2022F
1공장	매출액	524	251	174	411	2,230	1,360	1,179	1,421	1,464	1,508
	가동률	50	30	40	45	97	41	55	60	60	60
	실효생산실적(추정치)	13	8	10	11	97	49	55	60	60	60
	공정생산능력(배치)	25	25	25	25	100	100	100	100	100	100
2공장	매출액	786	1,003	836	1,372	2,416	3,997	4,002	5,259	5,686	5,686
	가동률	65	60	60	80	40	66	70	100	100	100
	실효생산실적(추정치)	26	24	24	32	64	111	112	160	160	160
	공정생산능력(배치)	40	40	40	40	160	160	160	160	160	160
3공장	매출액							805	1,657	2,345	3,953
	가동률							20	40	60	100
	실효생산실적(추정치)							40	80	120	200
	공정생산능력(배치)							200	200	200	200
Total	총 매출액	1,310	1,254	1,011	1,783	4,646	5,358	5,986	8,337	9,495	11,146
	YoY	-10.6%	-18.9%	28.6%	7.2%	57.7%	15.3%	11.7%	39.3%	13.9%	17.4%
	영업이익	100	237	105	115	660	557	590	1,417	2,943	3,567
	YoY	193.5%	흑전	-48.7%	-77.3%	217.0%	-15.6%	5.9%	140.4%	107.7%	21.2%
	영업이익률	7.6%	18.9%	10.4%	6.4%	14.2%	10.4%	9.8%	17.0%	31.0%	32.0%

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	5,358	5,986	8,337	
매출원가	2,681	3,328	3,907	4,315	5,669	
매출총이익	265	1,318	1,451	1,670	2,668	
판관비	570	658	895	1,081	1,251	
영업이익	-304	660	557	590	1,417	
EBITDA	297	1,359	1,386	1,433	2,255	
영업외순익	-2,005	-1,820	2,433	0	0	
외환관련순익	-28	17	1	0	0	
이자순익	-156	43	-31	0	0	
관계기업관련순익	-1,292	-1,296	-1,333	0	0	
기타	-529	-583	3,797	0	0	
법인세비용차감전순순익	-2,309	-1,160	2,990	590	1,417	
법인세비용	-541	-190	787	130	354	
계속사업순순익	-1,768	-970	2,203	460	1,063	
중단사업순순익	0	0	0	0	0	
당기순이익	-1,768	-970	2,203	460	1,063	
지배지분순이익	<b>-1,768</b>	<b>-970</b>	<b>2,203</b>	<b>460</b>	<b>1,063</b>	
포괄순이익	-1,767	-1,059	2,214	460	1,063	
지배지분포괄이익	-1,767	-1,059	2,214	460	1,063	

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	55,233	54,918	55,372
현금및현금성자산		2,303	3,581	52,147	52,462	51,954
매출채권 및 기타채권		756	258	538	743	1,031
재고자산		1,642	2,100	2,547	1,714	2,387
비유동자산		60,716	65,621	20,120	20,876	21,638
유형자산		10,910	15,133	16,564	17,365	18,159
관계기업등 지분관련자산		49,444	50,082	2,475	2,475	2,475
기타투자자산		215	206	283	283	283
자산총계		<b>75,330</b>	<b>71,831</b>	<b>75,352</b>	<b>75,794</b>	<b>77,010</b>
유동부채		24,765	22,874	22,716	22,688	22,840
매입채무 및 기타채무		1,397	1,608	1,059	1,030	1,183
단기차입금		0	400	400	400	400
유동성장기부채		2,338	488	1,414	1,414	1,414
비유동부채		9,741	9,192	12,049	12,060	12,060
장기차입금		3,894	3,572	4,139	4,139	4,139
사채		500	500	2,396	2,396	2,396
부채총계		<b>34,506</b>	<b>32,066</b>	<b>34,765</b>	<b>34,748</b>	<b>34,900</b>
지배지분		40,824	39,765	40,587	41,047	42,110
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	14,089	14,549	15,612
비자매지분		0	0	0	0	0
자본총계		<b>40,824</b>	<b>39,765</b>	<b>40,587</b>	<b>41,047</b>	<b>42,110</b>
순차입금		<b>-3,736</b>	<b>1,652</b>	<b>-43,296</b>	<b>-43,611</b>	<b>-43,103</b>
총차입금		8,431	5,459	8,851	8,851	8,851

현금흐름표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름		<b>-627</b>	<b>1,498</b>	<b>3,722</b>	<b>2,065</b>	<b>1,253</b>
당기순이익		-1,768	-970	2,203	460	1,063
감가상각비		558	642	772	799	806
외환손익		11	-100	25	0	0
증속,관계기업관련손익		1,292	1,296	1,333	0	0
자산부채의 증감		-735	223	-718	585	-825
기타현금흐름		15	407	106	221	209
투자활동 현금흐름		<b>-13,728</b>	<b>2,652</b>	<b>18,437</b>	<b>-6,688</b>	<b>-6,688</b>
투자자산		0	0	22,371	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)		-1,630	-4,941	-2,657	-1,600	-1,600
유형자산 감소		0	0	0	0	0
기타현금흐름		-12,098	7,593	-1,276	-5,088	-5,088
재무활동 현금흐름		<b>16,313</b>	<b>-2,872</b>	<b>3,364</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
단기차입금		-101	400	0	0	0
사채 및 장기차입금		1,571	-3,272	3,364	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	23,042	4,938	4,927
현금의 증감		<b>1,958</b>	<b>1,278</b>	<b>48,566</b>	<b>315</b>	<b>-508</b>
기초 현금		345	2,303	3,581	52,147	52,462
기말 현금		2,303	3,581	52,147	52,462	51,954
NOPLAT		<b>-304</b>	<b>660</b>	<b>557</b>	<b>590</b>	<b>1,417</b>
FCF		<b>-1,997</b>	<b>-3,468</b>	<b>-2,136</b>	<b>288</b>	<b>-523</b>

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

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

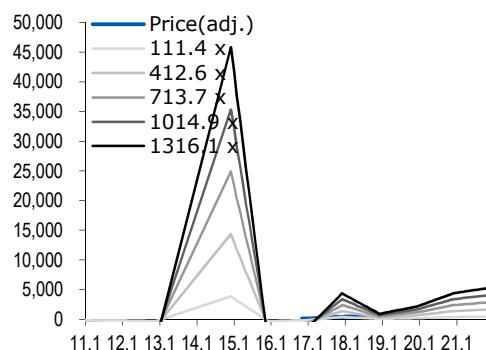
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS		-2,672	-1,466	3,330	695	1,607
BPS		61,700	60,099	61,342	62,037	63,643
EBITDAPS		523	2,054	2,094	2,165	3,409
SPS		5,188	7,022	8,099	9,047	12,601
DPS		0	0	0	0	0
PER		<b>-57.4</b>	<b>-175.4</b>	<b>116.1</b>	<b>574.1</b>	<b>248.4</b>
PBR		<b>2.5</b>	<b>4.3</b>	<b>6.3</b>	<b>6.4</b>	<b>6.3</b>
EV/EBITDA		<b>328.6</b>	<b>126.4</b>	<b>154.0</b>	<b>148.7</b>	<b>94.7</b>
PSR		<b>29.5</b>	<b>36.6</b>	<b>47.7</b>	<b>44.1</b>	<b>31.7</b>

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)		<b>222.8</b>	<b>57.7</b>	<b>15.3</b>	<b>11.7</b>	<b>39.3</b>
영업이익 증가율 (%)		<b>적지</b>	<b>흑전</b>	<b>-15.6</b>	<b>5.9</b>	<b>140.4</b>
지배순이익 증가율 (%)		<b>적전</b>	<b>적지</b>	<b>흑전</b>	<b>-79.1</b>	<b>131.2</b>
매출총이익률 (%)		9.0	28.4	27.1	27.9	32.0
영업이익률 (%)		<b>-10.3</b>	<b>14.2</b>	<b>10.4</b>	<b>9.8</b>	<b>17.0</b>
지배순이익률 (%)		-60.0	-20.9	41.1	7.7	12.8
EBITDA 마진 (%)		10.1	29.3	25.9	23.9	27.1
ROIC		-2.2	4.1	2.4	2.4	5.4
ROA		-2.6	-1.3	3.0	0.6	1.4
ROE		<b>-5.2</b>	<b>-2.4</b>	<b>5.5</b>	<b>1.1</b>	<b>2.6</b>
부채비율 (%)		84.5	80.6	85.7	84.7	82.9
순차입금/자기자본 (%)		-9.2	4.2	-106.7	-106.2	-102.4
영업이익/금융비용 (배)		-1.6	11.6	6.3	0.0	0.0

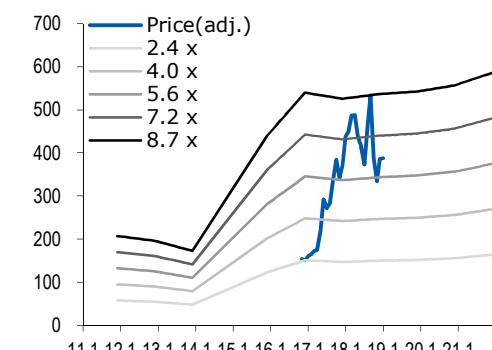
## P/E band chart

(천원)



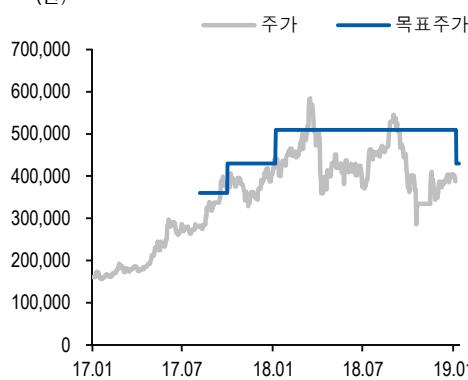
## P/B band chart

(천원)



## 삼성바이오로직스 (207940) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리를		
				평균주가 대비	최고(최저) 주 대비	최고(최저) 대비
2019-02-01	BUY	430,000	1년			
2018-02-01	BUY	510,000	1년	-16.37	14.51	
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)	0.5
Buy(매수)	85.6
Hold(중립)	13.9
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-01-29

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 입력이나 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.