

삼성바이오로직스(207940)

잠시 쉬었다 갈게요

가동률 상승으로 매출은 호조, 이익은 저조

2019년 상저하고, 3공장 매출은 2020년부터 인식될 것

당분간은 숨고르기가 필요

Facts : 가동률 상승으로 매출은 호조, 이익은 저조

1공장과 2공장 가동률이 3분기 대비 상승하고 3분기 이연된 물량이 4분기 매출로 계상되면서 매출액은 컨센서스를 28% 상회했다. 그러나 영업이익은 컨센서스를 29% 하회했다. 3공장 가동이 시작되면서 관련 원가가 발생하고 법률관련 지급 수료도 지출됐기 때문이다. 한편 Biogen의 바이오에피스 콜옵션 행사대금 약 3,800억원이 인식되고 Merck의 Lantus 바이오시밀러 개발포기에 대한 보상금 약 1,755억원(바이오에피스 손익계산서 인식 약 720억원)이 유입되면서 지분법 이익도 65억원을 기록했다. 이에 따라 순이익은 3,173억원을 시현했다. 이에 따라 약 1.1조원의 현금을 보유하게 되었으며 Biogen의 콜옵션 행사완료로 파생상품부채가 소멸되며 부채비율도 전분기말 95%에서 44%로 개선됐다.

Pros & cons : 3공장 매출은 2020년에야 잡힌다

2019년 상반기는 공장 정기 유지보수로 가동률이 하락하며 실적은 저조할 전망이다. 그러나 하반기부터 다시 가동률이 점진적으로 회복됨에 따라 2019년은 상저하고의 실적흐름을 나타낼 전망이다. 새로 적용된 IFRS15 원칙에 따라 3공장 매출은 2020년부터 본격적으로 계상될 전망이다. 비록 수주물량에 대한 생산은 2019년부터 시작되더라도 고객에게 효용(상업생산)이 발생할 때부터 회계적인 매출인식이 가능하기 때문이다. 따라서 3공장 매출은 제한적인 상황에서 감가상각비 및 인건비 등 비용발생은 본격화되면서 2019년 영업이익 증가율은 전년 대비 10%에 그칠 것으로 추정한다. 현재까지의 3공장 수주는 전체 생산능력의 25% 수준을 확보했으며 회사는 연말까지 이를 50%까지 확대할 수 있을 것으로 기대하고 있어 2020년부터는 3공장 매출이 본격적인 실적개선을 견인할 전망이다.

Action : 당분간은 숨 고르기

상반기 부진한 실적이 예상됨에 따라 당분간 주가 상승폭은 제한적일 것으로 예상한다. 그러나 하반기 가동률이 상승하고 2020년부터는 3공장 매출이 본격적으로 발생함에 따라 하반기로 갈수록 실적개선에 대한 기대감이 주가에 반영될 수 있을 것이다. 매수의견과 DCF로 산출한 목표주가 44만원을 유지한다.

하회 부합 상회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 440,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(1/31)	2,205
주가(1/31)	399,000
시가총액(십억원)	26,400
발행주식수(백만)	66
52주 최고/최저가(원)	584,000/285,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	92,889
유동주식비율/외국인지분율(%)	24.7/8.7
주요주주(%)	삼성물산 외 4 인
	75.1

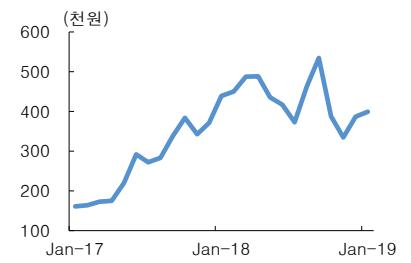
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	NM	69.9	1,231.5
PBR(x)	6.2	6.3	6.2
ROE(%)	(2.4)	9.2	0.5
DY(%)	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA(x)	181.8	180.2	138.9
EPS(원)	(1,466)	5,707	324
BPS(원)	60,099	63,452	64,702

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	3.2	7.0	(9.0)
KOSPI 대비(%)	(4.8)	10.9	5.1

주가추이



자료: FnGuide

진홍국

hg.jin@truefriend.com

〈표 1〉 4분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	166.3	131.0	125.4	101.1	178.3	76.3	7.1	138.9
영업이익	50.6	10.0	23.7	10.5	11.5	9.9	(77.3)	16.3
영업이익률(%)	30.4	7.6	18.9	10.4	6.4			11.7
세전이익	(9.1)	(62.3)	(6.9)	(28.8)	397.1	NM	NM	643.4
순이익	(10.1)	(57.2)	(9.6)	(30.1)	317.3	NM	NM	490.0

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 분기실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18P	2017	2018P	2019F
매출액	108	63	127	166	131	125	101	178	465	536	607
YoY	21.3	33.0	141.4	57.6	21.7	98.4	(20.7)	7.2	57.7	15.3	13.3
1 공장	45	30	48	60	40	17	15	36	183	107	114
가동률	81	55	80	100	73	30	27	65	79	49	52
2 공장	63	33	79	106	91	109	86	143	282	429	469
가동률	45	24	53	64	55	66	52	86	47	65	71
3 공장											24
가동률											3
영업이익	3	(8)	20	51	10	24	10	12	66	56	61
YoY	흑전	적지	흑전	흑전	193.4	흑전	(48.9)	(77.3)	흑전	(15.6)	9.6
OPM	3.2	(13.4)	16.1	30.4	7.6	18.9	10.4	6.4	14.2	10.4	10.1
순이익	(33)	(22)	(32)	(10)	(57)	(10)	(30)	317	(97)	220	21
YoY	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	적지	흑전	(90.3)
NPM	(30.7)	(35.0)	(24.9)	(6.1)	(43.7)	(7.6)	(29.8)	178.0	(20.9)	41.1	3.5

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 삼성바이오로직스 연간실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2016	2017	2018P	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
매출액	295	465	536	607	837	1,125	1,323	1,558	1,865	2,247	2,417	2,630
YoY	222.8	57.7	15.3	13.3	37.8	34.4	17.7	17.7	19.7	20.5	7.6	8.8
1 공장	189	183	107	114	151	213	250	250	250	250	250	250
감가상각비	26	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32
가동률	90	79	49	52	63	85	100	100	100	100	100	100
2 공장	106	282	429	469	561	660	667	673	680	680	680	680
감가상각비	28	38	38	38	38	38	38	38	38	38	38	38
가동률	19	47	65	71	85	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	100
4 공장						24	125	298	468	638	850	850
감가상각비						12	40	40	40	40	40	40
가동률						3	15	35	55	75	100	100
영업이익	(30)	66	56	61	161	345	437	546	730	964	1,043	1,150
YoY		흑전	(15.6)	9.6	164.3	114.0	26.6	24.9	33.7	32.1	8.2	10.2
OPM	(10.3)	14.2	10.4	10.1	19.3	30.7	33.0	35.0	39.1	42.9	43.2	43.7
영업외손익	(200)	(182)	243	(31)	16	52	98	123	129	145	157	170
지분법손익	(129)	(130)	(133)	(33)	7	44	85	105	106	120	130	141
파생손익	(54)	(59)	379	—	—	—	—	—	—	—	—	—
이자손익	(16)	4	(4)	(1)	6	5	9	14	19	21	23	25
기타	(2)	2	2	4	4	4	4	4	4	4	4	4
순이익	(177)	(97)	220	21	152	338	446	557	709	912	987	1,085
YoY	적전	적지	흑전	(90.3)	608.9	122.0	31.9	25.0	27.3	28.7	8.2	9.9
NPM	(60.0)	(20.9)	41.1	3.5	18.2	30.0	33.7	35.7	38.0	40.6	40.8	41.3

자료: 한국투자증권

〈표 4〉 삼성바이오로직스 DCF valuation

(단위: %)

세부항목	
Terminal value	
영구성장률	4.8
현금흐름의 영구가치(십억원)	1,273
영구가치의 NPV(십억원, 2027년 12월 31일 기준)	43,276
영구가치의 NPV(십억원, 2019년 1월 31일 기준)	22,252
DCF valuation	
NPV of Forecasts(십억원)	3,196
NPV of Terminal Value(십억원)	22,252
+ 삼성바이오에피스 지분가치(십억원, 50.1% 가정)	3,823
Archizen Bioech(십억원, 50%)	13.5
Enterprise value(십억원)	29,285
+ 2018년 예상 순현금(십억원)	377
지분가치(십억원)	29,662
주식수(백만주)	66.2
주당가치(원)	448,308

자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

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

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,461	621	1,420	1,363	1,167
현금성자산	230	358	1,132	1,096	872
매출채권및기타채권	76	26	26	23	26
재고자산	164	210	230	208	230
비유동자산	6,072	6,562	4,452	4,493	4,816
투자자산	4,966	5,029	2,673	2,700	2,835
유형자산	1,091	1,513	1,760	1,774	1,962
무형자산	14	19	19	19	19
자산총계	7,533	7,183	5,872	5,857	5,982
유동부채	2,477	2,287	559	552	582
매입채무및기타채무	140	161	134	160	231
단기차입금및단기사채	170	90	250	200	140
유동성장기부채	234	49	49	49	49
비유동부채	974	919	1,115	1,024	974
사채	50	50	0	0	0
장기차입금및금융부채	389	357	610	519	469
부채총계	3,451	3,207	1,674	1,575	1,556
자본금	165	165	165	165	165
자본잉여금	2,487	2,487	2,487	2,487	2,487
기타자본	0	0	(552)	(433)	(64)
이익잉여금	1,425	1,328	2,102	2,066	1,841
자본총계	4,082	3,976	4,198	4,281	4,426

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	295	465	536	607	837
매출원가	268	333	391	449	561
매출총이익	27	132	145	158	275
판매관리비	57	66	89	97	114
영업이익	(30)	66	56	61	161
금융수익	14	23	3	19	20
이자수익	4	10	8	16	16
금융비용	87	76	12	17	11
이자비용	19	6	12	17	11
기타영업외손익	1	1	0	0	0
관계기업관련손익	(129)	(130)	252	(33)	7
세전계속사업이익	(231)	(116)	299	30	177
법인세비용	(54)	(19)	(79)	9	25
당기순이익	(177)	(97)	220	21	152
기타포괄이익	0	(9)	0	0	0
총포괄이익	(177)	(106)	220	21	152
EBITDA	30	136	145	187	288

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	(63)	150	198	255	340
당기순이익	(177)	(97)	378	21	152
유형자산감가상각비	56	64	78	115	115
무형자산상각비	4	6	11	11	11
자산부채변동	(74)	22	20	67	75
기타	128	155	(289)	41	(13)
투자활동현금흐름	(1,373)	265	131	(148)	(449)
유형자산투자	(163)	(494)	(354)	(148)	(449)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(970)	970	252	(59)	(128)
무형자산순증	(5)	(11)	(11)	(11)	(11)
기타	(235)	(200)	244	70	139
재무활동현금흐름	1,631	(287)	446	(143)	(115)
자본의증가	1,484	NM	0	0	0
차입금의순증	147	(287)	453	(142)	(110)
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	0	(7)	(1)	(5)
기타현금흐름	0	(0)	0	0	0
현금의증가	196	128	774	(36)	(224)

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	(3,115)	(1,466)	5,707	324	2,300
BPS	61,700	60,099	63,452	64,702	66,895
DPS	0	0	0	0	0
성장성(%), YoY					
매출증가율	222.8	57.7	15.3	13.3	37.8
영업이익증가율	NM	NM	(15.6)	9.6	164.3
순이익증가율	NM	NM	NM	(94.3)	608.9
EPS증가율	NM	NM	NM	(94.3)	608.9
EBITDA증가율	NM	357.2	6.8	29.2	53.5
수익성(%)					
영업이익률	(10.3)	14.2	10.4	10.1	19.3
순이익률	(60.0)	(20.9)	70.5	3.5	18.2
EBITDA Margin	10.1	29.3	27.1	30.9	34.4
ROA	(2.6)	(1.3)	5.8	0.4	2.6
ROE	(5.2)	(2.4)	9.2	0.5	3.5
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	(250)	(358)	(255)
차입금/자본총계비율(%)	20.7	13.7	21.6	17.9	14.8
Valuation(X)					
PER	NM	NM	69.9	1,231.5	173.5
PBR	2.4	6.2	6.3	6.2	6.0
EV/EBITDA	323.5	181.8	180.2	138.9	90.9

주: K-IFRS (개별) 기준

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과거율	
				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	-30.0	-4.3
	2018.12.11	매수	440,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2019년 2월 1일 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. 12. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.3%	20.7%	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 높이 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 돋기 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.