



Outperform(Downgrade)

목표주가: 410,000원

주가(4/24): 362,000원

시가총액: 239,517억원

제약바이오

Analyst 허혜민

02) 3787-4912, hyemin@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (4/24)	2,201.03pt
52주 주가동향	최고가
최고/최저가 대비	546,000원
등락률	-33.7%
수익률	절대
1M	6.9%
6M	-10.1%
1Y	-23.6%
	상대
	6.3%
	-14.3%
	-14.5%

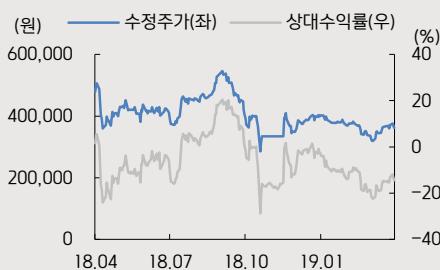
Company Data

발행주식수	66,165천주
일평균 거래량(3M)	120천주
외국인 지분율	8.7%
배당수익률(2019E)	0.0%
BPS(2019E)	62,980원
주요 주주	삼성물산 외 4 인
	75.1%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2017	2018	2019F	2020F
매출액	464.6	535.8	601.7	770.9
영업이익	66.0	55.7	40.0	158.0
EBITDA	135.9	147.1	170.6	277.4
세전이익	-116.0	303.0	19.7	175.6
순이익	-97.0	224.1	14.6	129.9
지배주주지분순이익	-97.0	224.1	14.6	129.9
EPS(원)	-1,466	3,387	220	1,963
증감률(% YoY)	적지	흑전	-93.5	791.0
PER(배)	-253.1	114.1	1,642.9	184.4
PBR(배)	6.17	6.15	5.75	5.58
EV/EBITDA(배)	196.1	175.7	132.9	78.4
영업이익률(%)	14.2	10.4	6.6	20.5
ROE(%)	-2.4	5.5	0.4	3.1
순차입금비율(%)	52.8	6.8	-30.6	-51.4

Price Trend



실적 Review

삼성바이오로직스 (207940)

2분기까지는 보릿고개를 지나는 중



1Q 실적은 시장 기대치를 하회하였으나, 올해 상반기 1·2공장 정기 보수로 인한 낮은 가동율은 어느 정도 예상하고 있던 이슈입니다. 2분기 실적을 바닥으로 하반기 3공장 매출 인식 및 기저효과 등이 있어 실적 개선이 기대됩니다. 또한, 하반기 아바스틴 바이오시밀러 유럽/미국 승인 신청이 예상되고 연말 3공장 수주 현황에 따라 '20년초 4공장 건설 검토도 가능할 것으로 보입니다. 루센티스와 솔리리스 바이오시밀러 판매 파트너사 선정도 기대됩니다.

>> 1Q19 실적 기대치 하회

1Q19 매출은 1,254억원(YoY -4.3%, QoQ -29.7%), 영업이익은 -234억원(적자전환)을 기록하여 컨센서스 매출액 1,289억원, 영업이익 2억원을 하회하였습니다. 3분기에 이연된 매출이 4분기에 몰린 영향과 12월 1공장 정기보수로 가동율 하락 영향이 있었던 것으로 보인다. 영업이익은 3공장 본격 가동으로 인한 고정비 및 원가 상승 영향이 가장 컸다. 영업 외에서 바이오에피스는 허셉틴 미국 승인('19.1월) 관련 마일스톤 유입 및 제품 판매 증가에 따른 이익흑자 전환했으나 재고 미실현 손실과 아카젠 손실 약 104억원이 발생되어 지분법손실 - 124억원이 발생하였다.

>> 2분기 까지는 정기 보수 영향 지속

1분기 1공장 가동율 30%대, 2공장 50%대 수준으로 추측된다. 2공장이 2월부터 정기 유지보수로 인한 가동 중단 영향으로 2Q19 매출액은 842억원(YoY -33%) 영업이익 -141억원(적자전환)이 예상된다. 3공장 또한 가동 되고 있으나, 상반기에는 기술 이전(Tech Transfer) 배치 생산을 하기 때문에 변경된 IFRS15 회계 기준으로 매출 인식되지 않는다. 상반기 3공장 매출 인식되지 않는데다가 감가상각비 및 3공장 관련 고정비가 반영되어 비용 부담 요소가 존재한다. 다만, 올해 하반기 특히 4분기에는 3공장 배치 생산 관련 매출 인식이 가능할 것으로 예상된다.

>> 투자의견과 목표주가 하향하나, 하반기 기대

2년마다 도래하는 1·2공장 정기보수 영향, 회계기준 변경에 따른 3공장 매출 보수적으로 인식, 신공장 가동 본격 증가(ramp up)까지 약 2년 소요 등의 이슈가 올해 한번에 반영되는 영향으로 실적은 하반기 이후에 개선될 수 있을 것으로 전망한다. 실적 추정치 하향 조정하면서 투자의견 Outperform, 목표주가 41만원으로 하향한다.

다만, 하반기 아바스틴 바이오시밀러 SB8 FDA와 유럽 승인 신청이 예상되며, 2공장 정기보수 완료 및 하반기 3공장 매출 인식 가능하고 '18.2H 기저효과도 있는 등 실적 개선이 기대된다. 또한, 연말 3공장의 수주가 60~70%까지 된다면, '20년 초 4공장 건설 검토도 할 수 있을 것으로 기대한다. 현재 개발 중인 루센티스와 솔리리스 바이오시밀러 SB11과 SB12는 아직 판매 파트너사가 없기 때문에 향후 판매 파트너사 선정 및 협업도 기대된다.

분기 실적 요약

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	QoQ	YoY	키움증권 추정치	차이 (실제/추정)	컨센서스	차이 (컨센/추정)	(단위, 십억원)
매출액	131.0	125.4	101.1	178.3	125.4	-30%	-4%	116.0	8%	128.9	-3%	
영업이익	10.0	23.7	10.5	11.5	(23.4)	적전	적전	2.0	-	0.2	-	
영업이익률	8%	19%	10%	6%	N.A							
세전이익	(62)	(6.9)	(28.8)	401.1	(36.7)	적전	적지	6.5	-			
세전이익률	N.A	N.A	N.A	225%	N.A							
지배주주순이익	(57.2)	(9.6)	(30.1)	321.1	(38.5)	적전	적지	6.8	-	(6.5)	-	

자료: FnGuide, 키움증권 리서치

실적 추정치 세부 내역

(단위 십억원)

구 분	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
1 공장	실 생산 배치	35	58	65	80	100
	배치 가격	2.5	2.6	2.5	2.5	2.9
	가동율(%)	35%	58%	65%	80%	100%
	매출액	88	149	163	201	277
2 공장	배치 수	120	106	160	160	160
	배치 가격	3.8	3.4	2.7	2.5	3.0
	가동율(%)	75%	66%	100%	100%	100%
	매출액	450	361	428	408	450
3 공장	배치 수		40	80	120	160
	배치 가격		2.3	2.3	2.9	3.4
	가동율(%)		20%	40%	60%	80%
	매출액		92	180	352	543
4 공장	배치 수			건설 결정	건설	완공 및 밸리데이션
	배치 가격					40
	가동율(%)					3.9
	매출액					20%
Total 매출액		536	602	771	961	1,271
YOY(%)		15%	12%	28%	25%	32%
						34%

자료: 키움증권 리서치

목표주가 산정내역

(단위, 억원, 천 주)

구 분	가치 산정	비 고
① 영업가치	230,335	
② 비영업가치		
삼성바이오에피스	40,314	지분율 50% 적용
③ 순차입금	(2,559)	
④ 유통 주식 수	66,165	
⑤ 기업가치(=①+②-③)	273,208	
⑥ 목표주가(=⑤/④)	410,000	

자료: 키움증권 리서치센터

분기 추정치 세부 내역

(십억원)

구 분	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019
매출액	131.0	125.4	101.1	178.3	535.8	125.4	84.2	158.9	233.2	601.7
YOY	22%	98%	-21%	7%	15%	-4%	-33%	57%	31%	12%
매출 원가	105.8	82.4	67.4	135.1	390.6	125.8	78.9	110.6	134.7	450.1
원가율	81%	66%	67%	76%	73%	100%	94%	70%	58%	75%
매출총이익	25.2	43.0	33.7	43.2	145.2	(0.4)	5.3	48.2	98.5	151.6
판매관리비	15.2	19.3	23.3	31.7	89.5	23.0	19.4	28.7	40.6	111.7
판매관리비율	12%	15%	23%	18%	17%	18%	23%	18%	17%	19%
영업이익	10.0	23.7	10.5	11.5	55.7	(23.4)	(14.1)	19.5	57.9	40.0
YOY	194%	-380%	-49%	-77%	-16%	-334%	-159%	86%	403%	-28%
OPM	8%	19%	10%	6%	10%	-19%	-17%	12%	25%	7%

자료: 키움증권 리서치

파이프라인 현황



자료: 키움증권 리서치

포괄손익계산서

12월 결산, IFRS 연결	(단위: 십억원)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	464.6	535.8	601.7	770.9	960.9
매출원가	332.8	390.6	450.1	489.8	572.1
매출총이익	131.8	145.2	151.6	281.1	388.8
판관비	65.8	89.5	111.7	123.1	138.2
영업이익	66.0	55.7	40.0	158.0	250.6
EBITDA	135.9	147.1	170.6	277.4	360.1
영업외손익	-182.0	247.3	-20.2	17.6	81.8
이자수익	9.9	9.7	35.2	50.5	66.1
이자비용	5.7	15.8	15.8	15.8	15.8
외환관련이익	13.3	9.3	9.2	9.2	9.2
외환관련순실	11.6	8.3	5.0	5.0	5.0
증속 및 관계기업손익	-129.6	-129.3	-36.9	-13.3	33.3
기타	-58.3	381.7	-6.9	-8.0	-6.0
법인세차감전이익	-116.0	303.0	19.7	175.6	332.5
법인세비용	-19.0	78.9	5.1	45.7	86.5
계속사업순손익	-97.0	224.1	14.6	129.9	245.9
당기순이익	-97.0	224.1	14.6	129.9	245.9
지배주주순이익	-97.0	224.1	14.6	129.9	245.9
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	57.7	15.3	12.3	28.1	24.6
영업이익 증감율	흑전	-15.6	-28.2	295.0	58.6
EBITDA 증감율	357.2	8.2	16.0	62.6	29.8
지배주주순이익 증감율	흑전	-331.0	-93.5	789.7	89.3
EPS 증감율	적자	흑전	-93.5	791.0	89.3
매출총이익률(%)	28.4	27.1	25.2	36.5	40.5
영업이익률(%)	14.2	10.4	6.6	20.5	26.1
EBITDA Margin(%)	29.3	27.5	28.4	36.0	37.5
지배주주순이익률(%)	-20.9	41.8	2.4	16.9	25.6

현금흐름표

12월 결산, IFRS 연결	(단위: 십억원)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	149.8	36.8	752.4	200.9	221.6
당기순이익	-97.0	224.1	14.6	129.9	245.9
비현금항목의 가감	231.5	-51.5	162.6	153.1	121.7
유형자산감가상각비	64.2	85.5	124.5	115.1	106.5
무형자산감가상각비	5.7	5.9	6.2	4.3	3.0
지분법평가손익	-129.6	-518.6	-36.9	-13.3	-33.3
기타	291.2	375.7	68.8	47.0	45.5
영업활동자산부채증감	21.8	-119.8	560.9	-71.1	-109.8
매출채권및기타채권의감소	47.8	-94.5	6.2	-13.2	-44.2
재고자산의감소	-43.7	-90.4	-34.6	-94.7	-106.4
매입채무및기타채무의증가	13.2	-13.3	29.8	35.2	41.2
기타	4.5	78.4	559.5	1.6	-0.4
기타현금흐름	-6.5	-16.0	14.3	-11.0	-36.2
투자활동 현금흐름	265.2	-701.2	-1,369.6	-1,398.2	-1,399.6
유형자산의 취득	-494.1	-347.9	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-10.7	-5.8	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-192.6	2,313.4	743.1	743.1	743.1
단기금융자산의감소(증가)	963.7	-548.3	0.0	-28.5	-30.0
기타	-1.1	-2,112.6	-2,112.7	-2,112.8	-2,112.7
재무활동 현금흐름	-287.2	323.9	0.0	0.0	0.0
차입금의 증가(감소)	-287.2	323.9	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	-0.1	0.0	2,177.5	2,100.4	2,100.4
현금 및 현금성자산의 순증가	127.8	-340.5	1,560.2	903.1	922.4
기초현금 및 현금성자산	230.3	358.1	17.6	1,577.8	2,480.9
기말현금 및 현금성자산	358.1	17.6	1,577.8	2,480.9	3,403.2

재무상태표

12월 결산, IFRS 연결	(단위: 십억원)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	621.0	1,577.7	2,606.8	3,644.6	4,748.0
현금 및 현금성자산	358.1	17.6	1,577.8	2,480.8	3,403.2
단기금융자산	22.6	570.9	570.9	599.4	629.4
매출채권 및 기타채권	25.8	121.7	115.5	128.7	173.0
재고자산	210.0	302.4	336.9	431.7	538.1
기타유동자산	27.1	1,136.0	576.6	603.4	633.7
비유동자산	6,562.1	4,402.7	3,415.0	2,539.3	1,720.1
투자자산	5,028.8	2,586.0	1,806.1	1,049.8	340.1
유형자산	1,513.3	1,717.7	1,593.3	1,478.1	1,371.6
무형자산	19.0	20.0	13.7	9.5	6.5
기타비유동자산	1.0	79.0	1.9	1.9	1.9
자산총계	7,183.1	5,980.4	6,021.8	6,183.9	6,468.1
유동부채	2,287.4	710.5	740.4	775.5	816.8
매입채무 및 기타채무	160.8	172.8	202.6	237.8	279.0
단기금융부채	2,072.2	386.6	386.6	386.6	386.6
기타유동부채	54.4	151.1	151.2	151.1	151.2
비유동부채	919.2	1,114.4	1,114.4	1,114.4	1,114.4
장기금융부채	407.2	486.3	486.3	486.3	486.3
기타비유동부채	512.0	628.1	628.1	628.1	628.1
부채총계	3,206.6	1,824.9	1,854.8	1,889.9	1,931.2
자본부분	3,976.5	4,155.5	4,167.1	4,294.0	4,537.0
자본금	165.4	165.4	165.4	165.4	165.4
자본잉여금	2,487.3	2,487.3	2,487.3	2,487.3	2,487.3
기타자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	-4.0	-7.0	-9.9	-12.9	-15.9
이익잉여금	1,327.7	1,509.7	1,524.3	1,654.2	1,900.1
비자매지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	3,976.5	4,155.5	4,167.1	4,294.0	4,537.0

투자지표

12월 결산, IFRS 연결	(단위: 원, 배, %)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	-1,466	3,387	220	1,963	3,717
BPS	60,099	62,805	62,980	64,899	68,571
CFPS	2,033	2,608	2,678	4,277	5,557
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	-253.1	114.1	1,642.9	184.4	97.4
PER(최고)	-282.5	177.1	1,860.8		
PER(최저)	-102.3	83.0	1,420.5		
PBR	6.17	6.15	5.75	5.58	5.28
PBR(최고)	6.89	9.55	6.51		
PBR(최저)	2.50	4.47	4.97		
PSR	52.83	47.73	39.81	31.07	24.93
PCFR	182.5	148.2	135.2	84.6	65.1
EV/EBITDA	196.1	175.7	132.9	78.4	57.7
주요비율(%)					
배당성향(%), 보통주, 현금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%), 보통주, 현금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	-1.3	3.4	0.2	2.1	3.9
ROE	-2.4	5.5	0.4	3.1	5.6
ROIC	2.5	3.6	1.4	6.9	11.1
매출채권회전율	9.2	7.3	5.1	6.3	6.4
재고자산회전율	2.5	2.1	1.9	2.0	2.0
부채비율	80.6	43.9	44.5	44.0	42.6
순차입금비율	52.8	6.8	-30.6	-51.4	-69.6
이자보상배율	11.6	3.5	2.5	10.0	15.8
총차입금	2,479.5	872.9	872.9	872.9	872.9
순차입금	2,098.8	284.4	-1,275.8	-2,207.3	-3,159.7
NOPLAT	135.9	147.1	170.6	277.4	360.1
FCF	-379.3	-311.6	721.1	165.2	185.0

Compliance Notice

- 당사는 4월 24일 현재 '삼성바이오로직스' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리로 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점			고리율(%)
				평균 주가대비	최고 주가대비		
삼성바이오로 직스 (207940)	2018-12-11	BUY(Initiate)	460,000원	6개월	-19.10	-10.87	
	2019-04-25	Outperform (Downgrade)	410,000원	6개월			

*주가는 수정주가를 기준으로 고리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2018/04/01~2019/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	176	96.70%
중립	6	3.30%
매도	0	0.00%