

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	239,517 억원
주요주주	
삼성물산(외4)	75.09%
외국인지분률	8.70%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(19/04/24)	362,000 원
KOSPI	2201.03 pt
52주 Beta	1.09
52주 최고가	546,000 원
52주 최저가	285,500 원
60일 평균 거래대금	438 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	6.9%	6.3%
6개월	-10.1%	-14.3%
12개월	-23.6%	-14.5%

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

투자에 대한 성과를 기다리는 시기

2019년 1분기 실적은 매출액 1,254 억원(-4.3%YoY), 영업적자 234 억원을 시현하며 시장 컨센서스를 하회함. 영업적자의 원인은 3공장 가동 본격화에 따른 비용증가, 2공장의 정기 유지보수 비용 집행, 법률자문 수수료 증가 등임. 영업적자는 2분기에는 적자폭 축소가 예상되나 IFRS15에 따라 3공장 가동에 의한 매출인식은 하반기부터 이루어질 전망이다. CMO 수주증가는 지속되고 있으며 하반기 실적개선이 긍정적, 투자의견 BUY와 목표주가 500,000 원을 유지함.

2019년 1분기 실적 Review

동사의 2019년 1분기 실적은 매출액 1,254 억원(-4.3%YoY), 영업적자 234 억원을 시현하면서 시장 컨센서스를 하회함. 이번 영업적자의 가장 큰 원인은 3공장 가동 본격화에 따른 원가 및 감가상각비 증가, 2공장의 2월 정기 유지보수 비용 집행, 행정소송 관련 법률자문 수수료 증가에 따른 판관비 증가 때문임. 세전이익은 자회사인 아키젠의 임상비용 발생으로 104 억원 적자 및 삼성바이오에피스의 재고미실현손실 발생에 따라 20억 적자가 각각 발생하여 자본법손실 124 억원이 반영되어 367 억원 손실을 기록함.

2019년 2분기부터 적자폭 축소 예상, 하반기 실적개선 기대

동사의 2분기는 전통적인 비수기이지만 1분기에 반영되었던 유지보수 비용 집행이 소멸되면서 적자폭 축소가 예상됨. 3공장은 2019년 연간 가동률 20%가 예상되며 본격적인 가동이 시작되나 상반기 가동은 tech transfer에 의한 가동이 대부분이어서 매출인식은 하반기부터 이루어질 전망이다. 따라서 본격적인 실적개선은 하반기부터 가능할 전망이다.

투자의견 BUY와 목표주가 500,000 원 유지

CMO 수주증가는 지속되고 있는데 최근에 새로이 계약을 체결한 CytoDyn은 현재 HIV 치료제 late stage 물질을 개발 중. 수주물량은 최소 보장금액이 355 억원이나 고객사의 제품개발 성공시 2027년까지 최대 2,800 억원까지 증가 가능함. 또한 대만의 타이메드(Teimed)와 수주계약 체결로 CMO 수주증가는 지속 중. 동사의 분기별 실적은 변동성이 크기 때문에 연간으로 봐야 하는데 1분기 실적을 저점으로 3공장 수주증가에 따라 하반기로 갈수록 점진적인 실적개선세 전망이 긍정적으로 판단되어 투자의견 BUY와 목표주가 500,000 원을 유지함.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	억원	2,946	4,646	5,358	6,075	7,075	8,925
yoy	%	222.8	57.7	15.3	13.4	16.5	26.2
영업이익	억원	-304	660	557	413	778	1,785
yoy	%	적지	흑전	-15.6	-25.8	88.3	129.4
EBITDA	억원	297	1,359	1,471	1,654	1,934	2,863
세전이익	억원	-2,309	-1,160	3,030	380	748	2,769
순이익(지배주주)	억원	-1,768	-970	2,241	398	783	2,902
영업이익률%	%	-10.3	14.2	10.4	6.8	11.0	20.0
EBITDA%	%	10.1	29.3	27.5	27.2	27.3	32.1
순이익률	%	-60.0	-20.9	41.8	6.6	11.1	32.5
EPS	원	-3,115	-1,466	3,387	602	1,184	4,385
PER	배	N/A	N/A	114.1	601.8	305.8	82.6
PBR	배	2.5	6.2	6.2	5.7	5.6	5.3
EV/EBITDA	배	387.3	196.3	172.3	142.6	121.1	81.0
ROE	%	-5.2	-2.4	5.5	1.0	1.9	6.6
순차입금	억원	15,172	21,214	-2,354	-3,673	-5,330	-7,748
부채비율	%	84.5	80.6	43.9	46.1	47.5	48.2

그림 1. 삼성바이오로직스의 1분기 실적 Review

(억원, %)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P		증감율		컨센서스 차이
					확정치	컨센서스	YoY	QoQ	
매출액	1,310.4	1,254.3	1,010.7	1,782.7	1,254.0	1,289.0	(4.3)	(29.7)	(2.7)
영업이익	100.0	237.2	104.6	115.0	(233.9)	2.0	적전	적전	(11793.6)
세전이익	(623.5)	(69.3)	(288.4)	4,010.8	(367.5)	(93.0)	적지	적전	(295.1)
순이익	(572.2)	(95.8)	(301.4)	3,210.5	(385.1)	(65.0)	적지	적전	(492.5)
영업이익률	7.6	18.9	10.4	6.5	적전	0.2			
세전이익률	적자	적자	적자	225.0	적지	적자			
순이익률	적자	적자	적자	180.1	적지	적자			

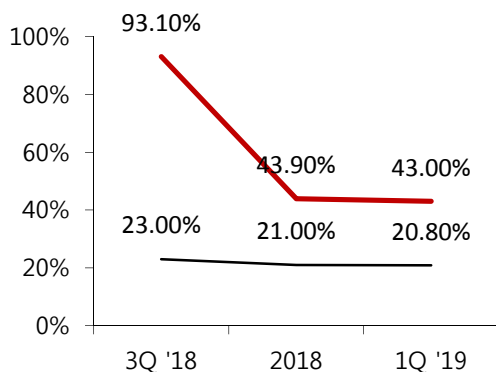
자료 : SK 증권 추정치

그림 2. 삼성바이오로직스 분기 및 연간 실적전망 Table

(단위:억원, %)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
매출액	1,310.4	1,254.3	1,010.7	1,782.7	1,254.0	995.0	1,528.0	2,298.0	4,646.3	5,358.1	6,075.0	7,075.0
영업이익	100.0	237.2	104.6	115.0	(233.9)	(79.6)	336.2	390.7	659.8	556.8	413.3	778.3
세전이익	(623.5)	(69.3)	(288.4)	4,010.8	(367.5)	(75.2)	328.0	494.5	(1,159.9)	3,029.8	3,79.8	747.5
순이익	(572.2)	(95.8)	(301.4)	3,210.5	(385.1)	(78.8)	343.7	518.2	(969.7)	2,241.1	398.0	783.4
성장률YoY												
매출액	21.7	98.4	(20.7)	7.2	(4.3)	(20.7)	51.2	28.9	57.7	15.3	13.4	16.5
영업이익	193.4	(379.6)	(48.9)	(77.3)	적전	적전	221.2	239.7	흑전	(15.6)	(25.8)	88.3
세전이익	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	흑전	흑전	적지	흑전	(87.5)	96.8
순이익	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	적지	흑전	(82.2)	96.8
수익률												
영업이익	7.6	18.9	10.4	6.5	적자	적자	22.0	17.0	14.2	10.4	6.8	11.0
세전이익	적자	적자	적자	225.0	적자	적자	21.5	21.5	적자	56.5	6.3	10.6
순이익	적자	적자	적자	180.1	적자	적자	22.5	22.6	적자	41.8	6.6	11.1

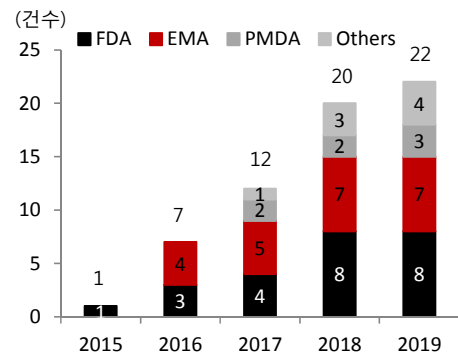
자료 : SK 증권 추정치

그림 3. 삼성바이오로직스의 비율지표



자료 : 삼성바이오로직스 SK 증권

그림 4. 삼성바이오로직스의 제품 승인현황



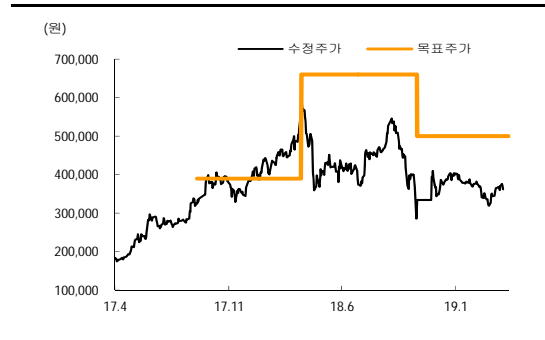
자료 : 삼성바이오로직스 SK 증권

그림 5. 삼성바이오에피스의 파이프라인 현황

	바이오시밀러				신약			
	자가면역 질환		항암제		안질환	혈액질환	소화기 질환	
프로젝트	SB4	SB2	SB5	SB3	SB8	SB11	SB12	SB26
대상물질	Etanercept	Infliximab	Adalimumab	Trastuzumab	Bevacizumab	Ranibizumab	Eculizumab	Ulinastatin-Fc
Reference Drug (2018년 매출)	 Embril etanercept	 Remicade infliximab	 HUMIRA adalimumab	 Herceptin trastuzumab	 AVASTIN bevacizumab	 LUCENTIS ranibizumab	 SOLIRIS eculizumab	-
	\$7.4bn	\$6.0bn	\$20.5bn	\$7.1bn	\$7.0bn	\$3.7bn	\$3.6bn	-
	출시 완료				임상 3상		임상 1상	

자료 : 삼성바이오로직스, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.04.25	매수	500,000원	6개월		
2019.02.01	매수	500,000원	6개월	-26.95%	-18.00%
2019.01.16	매수	500,000원	6개월	-26.42%	-18.00%
2018.11.14	매수	500,000원	6개월	-28.12%	-18.00%
2018.10.02	매수	660,000원	6개월	-33.48%	-11.52%
2018.07.20	매수	660,000원	6개월	-32.90%	-11.52%
2018.04.25	매수	660,000원	6개월	-33.77%	-11.52%
2018.04.10	매수	660,000원	6개월	-18.47%	-11.52%
2017.09.26	매수	390,000원	6개월	4.21%	44.10%



Compliance Notice

- 작성자(이달미)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 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 (2019 년 4 월 25 일 기준)

매수	88.98%	중립	11.02%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	6,210	15,777	17,724	20,257	24,296
현금및현금성자산	3,581	176	1,495	3,152	5,571
매출채권및기타채권	250	1,178	1,336	1,556	1,963
재고자산	2,100	3,024	3,428	3,993	5,036
비유동자산	65,621	44,027	43,518	42,698	43,197
장기금융자산	0	0	0	0	0
유형자산	15,133	17,177	15,998	14,903	13,885
무형자산	190	200	196	193	191
자산총계	71,831	59,804	61,242	62,955	67,493
유동부채	22,874	7,105	7,539	8,143	9,262
단기금융부채	20,722	3,866	3,866	3,866	3,866
매입채무 및 기타채무	1,295	1,206	1,367	1,592	2,008
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	9,192	11,144	11,780	12,135	12,682
장기금융부채	4,072	4,863	4,863	4,863	4,863
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	32,066	18,249	19,319	20,278	21,944
지배주주지분	39,765	41,555	41,923	42,677	45,549
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	13,277	15,097	15,495	16,279	19,180
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	39,765	41,555	41,923	42,677	45,549
부채외자본총계	71,831	59,804	61,242	62,955	67,493

현금흐름표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	1,559	502	1,314	1,634	2,374
당기순이익(손실)	-970	2,241	398	783	2,902
비현금성항목등	2,310	-530	1,256	1,151	-39
유형자산감가상각비	642	855	1,179	1,095	1,018
무형자산감가상각비	57	59	62	61	60
기타	457	272	73	140	140
운전자본감소(증가)	218	-1,198	-359	-336	-622
매출채권및기타채권의 감소(증가)	478	-945	-158	-220	-407
재고자산감소(증가)	-437	-904	-405	-564	-1,044
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	132	-133	161	225	416
기타	45	785	42	223	413
법인세납부	2	-11	18	36	133
투자활동현금흐름	2,756	-6,927	88	105	127
금융자산감소(증가)	9,700	-10,906	0	0	0
유형자산감소(증가)	-4,941	-3,478	0	0	0
무형자산감소(증가)	-107	-58	-58	-58	-58
기타	-1,896	7,515	146	163	185
재무활동현금흐름	-3,042	3,006	-82	-82	-82
단기금융부채증가(감소)	-1,966	313	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	-906	2,927	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-170	-234	-82	-82	-82
현금의 증가(감소)	1,278	-3,405	1,319	1,657	2,418
기초현금	2,303	3,581	176	1,495	3,152
기말현금	3,581	176	1,495	3,152	5,571
FCF	-3,637	-3,228	1,257	1,578	2,268

자료 : 삼성바이오로직스, SK증권

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	4,646	5,358	6,075	7,075	8,925
매출원가	3,328	3,906	4,564	4,811	5,355
매출총이익	1,318	1,452	1,511	2,264	3,570
매출총이익률 (%)	28.4	27.1	24.9	32.0	40.0
판매비와관리비	658	895	1,098	1,486	1,785
영업이익	660	557	413	778	1,785
영업이익률 (%)	14.2	10.4	6.8	11.0	20.0
비영업손익	-1,820	2,473	-34	-31	984
순금융비용	-43	62	-63	-81	-103
외환관련손익	17	10	42	42	42
관계기업투자등 관련손익	-1,296	2,599	-65	-13	980
세전계속사업이익	-1,160	3,030	380	748	2,769
세전계속사업이익률 (%)	-25.0	56.6	6.3	10.6	31.0
계속사업법인세	-190	789	-18	-36	-133
계속사업이익	-970	2,241	398	783	2,902
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-970	2,241	398	783	2,902
순이익률 (%)	-20.9	41.8	6.6	11.1	32.5
지배주주	-970	2,241	398	783	2,902
지배주주귀속 순이익률(%)	-20.87	41.83	6.55	11.07	32.51
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	-1,059	2,211	368	754	2,872
지배주주	-1,059	2,211	368	754	2,872
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	1,359	1,471	1,654	1,934	2,863

주요투자지표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	57.7	15.3	13.4	16.5	26.2
영업이익	흑전	-15.6	-25.8	88.3	129.4
세전계속사업이익	적지	흑전	-87.5	96.8	270.4
EBITDA	357.2	8.3	12.4	16.9	48.0
EPS(계속사업)	적지	흑전	-82.2	96.8	270.4
수익성 (%)					
ROE	-2.4	5.5	1.0	1.9	6.6
ROA	-1.3	3.4	0.7	1.3	4.5
EBITDA마진	29.3	27.5	27.2	27.3	32.1
안정성 (%)					
유동비율	27.2	222.0	235.1	248.8	262.3
부채비율	80.6	43.9	46.1	47.5	48.2
순차입금/자기자본	53.4	-5.7	-8.8	-12.5	-17.0
EBITDA/이자비용(배)	23.9	9.3	20.1	23.5	34.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-1,466	3,387	602	1,184	4,385
BPS	60,099	62,805	63,361	64,500	68,841
CFPS	-409	4,769	2,477	2,931	6,014
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	N/A	172.4	671.6	341.2	92.1
PER(최저)	N/A	84.3	531.1	269.9	72.9
PBR(최고)	6.8	9.3	6.4	6.3	5.9
PBR(최저)	2.5	4.6	5.0	5.0	4.6
PCR	-907.6	81.0	146.1	123.5	60.2
EV/EBITDA(최고)	213.3	261.1	159.4	135.5	90.7
EV/EBITDA(최저)	89.2	126.9	125.7	106.6	71.2