

삼성바이오로직스 (207940)

제약/바이오



서미화

Ph. D
02 3770 5595
mihwa.seo@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	430,000원 (M)
현재주가 (4/24)	362,000원
상승여력	19%

시가총액	239,517억원
총발행주식수	66,165,000주
60일 평균 거래대금	438억원
60일 평균 거래량	120,246주
52주 고	546,000원
52주 저	285,500원
외인지분율	8.67%
주요주주	삼성물산 외 4 인 75.09%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	6.9	(9.8)	(23.6)
상대	6.3	(12.1)	(14.5)
절대(달러환산)	5.0	(11.6)	(28.5)

1Q19 Review: 상반기는 기대없이

매출액 1,254억원(YoY -4.3%), 영업이익 -234억원(YoY 적전)

1분기 매출액 1,254억원(YoY -4.3%), 영업이익 -234억원(YoY 적전)을 기록하였다. 영업이익은 당사추정치 및 컨센서스 대비 큰 폭 하락하였다. 1) 작년 4분기부터 시작된 1, 2공장의 정기 유지보수로 인한 가동률 감소, 2) 3공장 본격 가동에 따라 고정비는 증가하였으나 매출반영이 되지 않는 시점으로 영업적자를 기록하였다. 지분법손실은 124억원을 기록하였는데 아키젠 임상 비용에 따른 손실 약 100억원, 삼성바이오에피스의 약 20억원 손실이 반영되었다. 특이점은 1분기 삼성바이오에피스의 영업이익이 흑자전환(약 350억원)을 기록한 것이다. 하지만 재고미실현손실 약 150억원, 제품에 연동된 개발비 상각 약 40억원이 발생하여 최종적으로 20억원의 손실이 반영되었다. 1분기 매출에 반영된 4Q18 공장가동률은 1공장 40%중반, 2공장 80%였으며, 2분기 실적에 반영될 1Q19 공장가동률은 1공장 30%초반, 2공장 50%이다. 2019년 연간 공장 예상 가동률은 1공장 50%, 2공장 60-70%, 3공장 20%이다.

자회사의 파이프라인은 순항 중

1분기 삼성바이오에피스의 영업이익 흑자전환을 기록하였다. 19년 1월 허셉틴 바이오시밀러는 FDA 허가를 받았으며 런칭을 위한 준비 중이다. 아바스틴 바이오시밀러 임상 3상 완료(19년 2월), 솔라리스 바이오시밀러 임상 1상이 완료(19년 3월)로 아바스틴 바이오시밀러는 연내 임상 3상 허가 신청이 기대된다.

2019년 상반기에 대한 기대는 낮춰서

2분기까지는 흑자전환을 기대하기 어려울 것으로 보인다. 3공장 본격가동으로 원가는 증가상황이나, 3공장 생산물량의 매출은 하반기부터 반영가능 할 것으로 예상되기 때문이다. 따라서 2분기는 공장의 슬로우다운 영향 및 고정비 증가의 영향으로 매출액 992억원(YoY -20.9%), 영업이익 -198억원(YoY 적전)이 예상된다. 하지만 장기적인 플랜은 동일하며, CMO뿐만아니라 CDO의 수주 및 수요도 꾸준히 증가하고 있다. 3공장 60-70%의 수주가 완료되면 4공장에 대한 검토 또한 진행될 것으로 보인다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	1Q19P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,254	-4.3	-29.7	1,289	-2.7
영업이익	-234	적전	적전	2	-12,863.6
세전계속사업이익	-367	적지	적전	-93	-293.6
지배순이익	-385	적지	적전	-101	-283.1
영업이익률 (%)	-18.7	적전	적전	0.1	-18.8 %pt
지배순이익률 (%)	-30.7	적지	적전	-7.8	-22.9 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 별도)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	4,646	5,358	5,851	7,745
영업이익	660	557	187	1,215
지배순이익	-970	2,241	118	1,756
PER	-175.4	126.3	2,025.4	136.4
PBR	4.3	6.8	5.7	5.5
EV/EBITDA	126.4	194.3	176.1	99.4
ROE	-2.4	5.5	0.3	4.1

자료: 유안타증권

[표 1] 삼성바이오로직스 실적 현황 (단위: 억원)

	1Q19	QoQ	4Q18	YoY	1Q18
매출액	1,254	-29.7%	1,783	-4.3%	1,310
영업이익	-234	적전	115	적전	100
세전이익	-367	적전	3,971	적지	-504
당기순이익	-385	적전	3,173	적지	-467

자료: 삼성바이오로직스, 유안타증권 리서치센터

[표 2] 삼성바이오로직스 매출액 추정 (단위: 억원, %, 배치)

		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F	2021F	2022F
1공장	매출액	524	251	174	411	518	302	403	604	1,360	1,826	2,487	3,245	3,519
	가동률	50	30	40	45	30	40	60	60	41	48	80	100	100
	실효생산실적(추정치)	13	8	18	11	5	7	11	11	49	33	56	70	70
	공칭생산능력(배치)	25	25	25	25	18	18	18	18	100	70	70	70	70
2공장	매출액	786	1,003	836	1,372	736	690	828	966	3,997	3,220	3,601	3,790	3,790
	가동률	65	60	60	80	50	60	70	80	66	65	100	100	100
	실효생산실적(추정치)	26	24	29	32	20	24	28	32	111	104	160	160	160
	공칭생산능력(배치)	40	40	40	40	40	40	40	40	160	160	160	160	160
3공장	매출액					-	-	403	403		805	1,657	2,345	3,953
	가동률					20	20	20	20		20	40	60	100
	실효생산실적(추정치)					10	10	10	10		40	80	120	200
	공칭생산능력(배치)					50	50	50	50		200	200	200	200
Total	총 매출액	1,310	1,254	1,011	1,783	1,254	992	1,633	1,972	5,358	5,851	7,745	9,381	11,262
	YoY	21.7%	98.4%	-20.7%	7.2%	-4.3%	-20.9%	61.5%	10.6%	15.3%	9.2%	32.4%	21.1%	20.1%
	영업이익	100	237	105	115	(234)	(198)	245	375	557	187	1,215	1,970	3,041
	YoY	193.5%	흑전	-48.7%	-77.3%	적전	적전	133.3%	225.9%	-15.6%	-66.4%	550.6%	62.1%	54.4%
	영업이익률	7.6%	18.9%	10.4%	6.4%	-18.7%	-20.0%	15.0%	19.0%	10.4%	3.2%	15.7%	21.0%	27.0%

주: 가동률, 배치당 가격, 생산배치(추정치)

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 3] 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

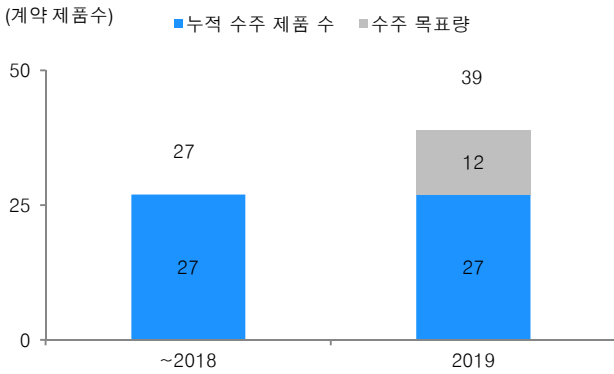
[표 4] 삼성바이오로직스 단일판매 · 공급계약 체결 공시

(단위: 십억원)

체결계약명	계약상대	계약금	계약(수주)일자	비고
위탁생산계약	Cytodyn Inc.	35.5	2019-04-01	고객사가 계약 제품의 개발 성공 시 확정 최소보장 계약금액은 2027년까지 2,800억원까지 증가 가능
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 증가할 수 있음
위탁생산계약	미국 소재 제약사	24.1 (정정)	2018-02-22	개발 성공 시 계약금액이 1.590억원까지 증가할 수 있음 2018-08-20 변경계약에 따른 계약금액 증가(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 이전에 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	

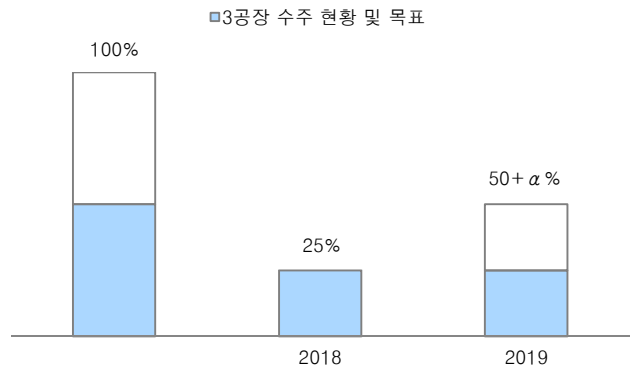
자료: 삼성바이오로직스, 유안타증권 리서치센터

[그림 1] CMO 수주 목표(제품 수)



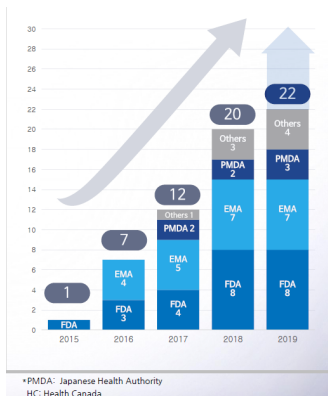
자료: 삼성바이오로직스, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 3공장 수주 현황 및 목표



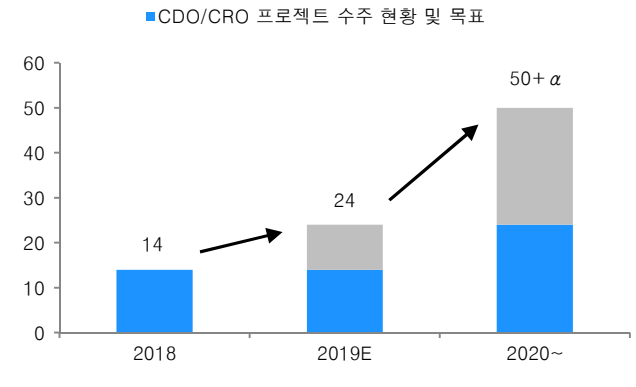
자료: 삼성바이오로직스, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 연간 전체 누적 승인 현황



자료: 삼성바이오로직스, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] CDO/CRO 프로젝트 수주 현황 및 목표



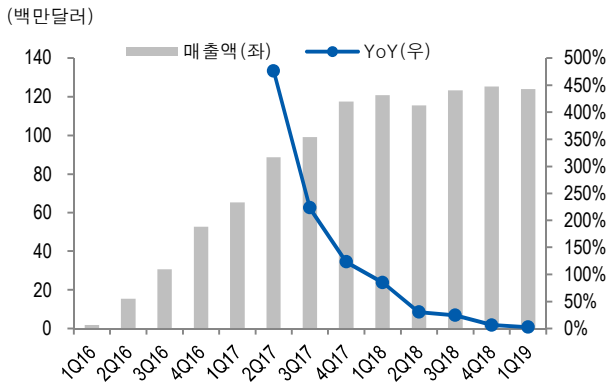
자료: 삼성바이오로직스, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 삼성바이오페이스 파이프라인

프로젝트	바이오페이스							
	자가면역 질환		항암제		안질환		혈액질환	
대상 물질	SB4	SB2	SB5	SB3	SB8	SB11	SB12	SB26
Reference Drug (2018년 매출)	Etanercept	Infliximab	Adalimumab	Trastuzumab	Bevacizumab	Ranibizumab	Eculizumab	Ulinastatin-Fc
	Enbrel	Remicade	HUMIRA	Herceptin	AVASTIN	LUCENTIS	SOLIRIS	-
	\$7.4bn	\$6.0bn	\$20.5bn	\$7.1bn	\$7.0bn	\$3.7bn	\$3.6bn	-
	출시 완료		임상 3상			임상 1상		

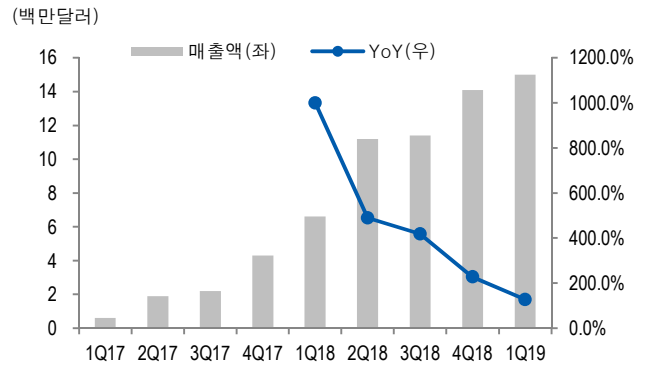
자료: 삼성바이오로직스, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] Benepali 매출 추이



자료: 바이오젠, 유안타증권 리서치센터

[그림 7] Flixabi 매출 추이



자료: 바이오젠, 유안타증권 리서치센터

삼성바이오로직스 (207940) 추정재무제표 (K-IFRS 별도)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	4,646	5,358	5,851	7,745	9,381
매출원가	3,328	3,906	4,675	5,327	6,098
매출총이익	1,318	1,452	1,176	2,418	3,283
판매비	658	895	989	1,202	1,313
영업이익	660	557	187	1,215	1,970
EBITDA	1,359	1,471	1,351	2,397	3,155
영업외손익	-1,820	2,473	111	980	1,531
외환관련손익	17	10	0	0	0
이자손익	43	-62	0	-282	-282
관계기업관련손익	-1,296	-1,293	148	1,300	1,847
기타	-583	3,818	-38	-38	-34
법인세비용차감전순이익	-1,160	3,030	298	2,195	3,501
법인세비용	-190	789	180	439	700
계속사업순이익	-970	2,241	118	1,756	2,801
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-970	2,241	118	1,756	2,801
지배지분순이익	-970	2,241	118	1,756	2,801
포괄순이익	-1,059	2,211	101	1,739	2,783
지배지분포괄이익	-1,059	2,211	101	1,739	2,783

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	6,210	15,777	13,251	13,050	13,382
현금및현금성자산	3,581	176	9,877	9,557	9,162
매출채권 및 기타채권	258	1,217	1,401	1,468	1,767
재고자산	2,100	3,024	1,972	2,025	2,453
비유동자산	65,621	44,027	44,271	46,217	48,706
유형자산	15,133	17,177	17,866	18,323	18,765
관계기업등 지분관련자산	50,082	25,618	25,994	27,522	29,597
기타투자자산	206	242	242	242	242
자산총계	71,831	59,804	57,521	59,267	62,088
유동부채	22,874	7,105	5,500	5,506	5,527
매입채무 및 기타채무	1,608	1,728	1,737	1,744	1,765
단기차입금	400	900	400	400	400
유동성장기부채	488	2,966	2,966	2,966	2,966
비유동부채	9,192	11,144	10,366	10,366	10,366
장기차입금	3,572	2,965	2,965	2,965	2,965
사채	500	1,896	1,896	1,896	1,896
부채총계	32,066	18,249	15,866	15,872	15,893
지배지분	39,765	41,555	41,656	43,395	46,195
자본금	1,654	1,654	1,654	1,654	1,654
자본잉여금	24,873	24,873	24,873	24,873	24,873
이익잉여금	13,277	15,097	15,215	16,972	19,772
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	39,765	41,555	41,656	43,395	46,195
순차입금	1,652	2,844	-1,649	-1,328	-933
총차입금	5,459	8,729	8,229	8,229	8,229

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	1,498	368	-2,148	-2,949	-3,041
당기순이익	-970	2,241	118	1,756	2,801
감가상각비	642	855	1,112	1,144	1,158
외환손익	-100	32	0	0	0
종속, 관계기업 관련손익	1,296	1,293	-148	-1,300	-1,847
자산부채의 증감	218	-1,198	1,962	1,117	525
기타현금흐름	412	-2,856	-5,192	-5,667	-5,677
투자활동 현금흐름	2,652	-7,012	3,679	-1,828	-1,828
투자자산	-2,000	2,031	-228	-228	-228
유형자산 증가 (CAPEX)	-4,941	-3,479	-1,802	-1,600	-1,600
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	9,593	-5,564	5,709	0	0
재무활동 현금흐름	-2,872	3,239	-500	0	0
단기차입금	400	500	-500	0	0
사채 및 장기차입금	-3,272	2,739	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
연결범위변동 등 기타	-1	0	8,670	4,457	4,474
현금의 증감	1,278	-3,405	9,701	-321	-395
기초 현금	2,303	3,581	176	9,877	9,557
기말 현금	3,581	176	9,877	9,557	9,162
NOPLAT	660	557	187	1,215	1,970
FCF	-3,473	-3,350	1,398	1,671	1,687

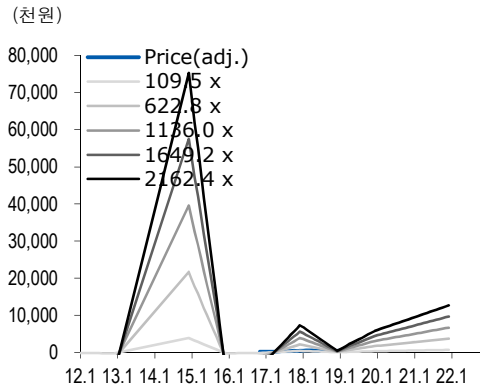
자료: 유안타증권

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

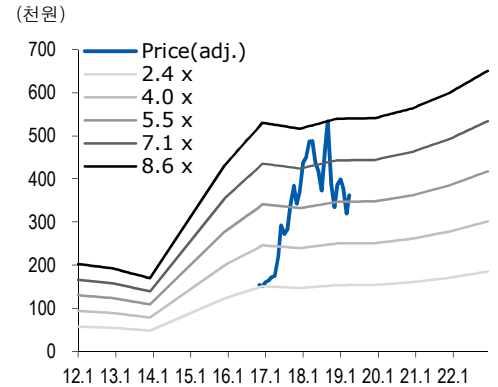
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	-1,466	3,387	179	2,654	4,233
BPS	60,099	62,805	62,957	65,586	69,818
EBITDAPS	2,054	2,224	2,042	3,623	4,769
SPS	7,022	8,098	8,843	11,705	14,178
DPS	0	0	0	0	0
PER	-175.4	126.3	2,025.4	136.4	85.5
PBR	4.3	6.8	5.7	5.5	5.2
EV/EBITDA	126.4	194.3	176.1	99.4	75.6
PSR	36.6	52.8	40.9	30.9	25.5

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	57.7	15.3	9.2	32.4	21.1
영업이익 증가율 (%)	흑전	-15.6	-66.4	548.9	62.1
지배순이익 증가율 (%)	적지	흑전	-94.7	1,385.1	59.5
매출총이익률 (%)	28.4	27.1	20.1	31.2	35.0
영업이익률 (%)	14.2	10.4	3.2	15.7	21.0
지배순이익률 (%)	-20.9	41.8	2.0	22.7	29.9
EBITDA 마진 (%)	29.3	27.5	23.1	30.9	33.6
ROIC	4.1	2.4	0.4	5.0	7.7
ROA	-1.3	3.4	0.2	3.0	4.6
ROE	-2.4	5.5	0.3	4.1	6.3
부채비율 (%)	80.6	43.9	38.1	36.6	34.4
순차입금/자기자본 (%)	4.2	6.8	-4.0	-3.1	-2.0
영업이익/금융비용 (배)	11.6	3.5	0.0	4.3	7.0

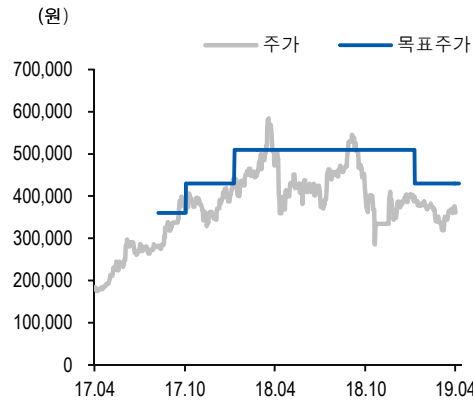
P/E band chart



P/B band chart



삼성바이오로직스 (207940) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-04-25	BUY	430,000	1년		
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
2016-11-01	담당자 변경 Not Rated	-	1년		-

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.5
Buy(매수)	86.6
Hold(중립)	12.9
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-04-22

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 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 기존 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 투자의사결정은 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.