



Outperform(Upgrade)

목표주가: 410,000원

주가(10/23): 372,500원

시가총액: 246,465억원

제약바이오

Analyst 허혜민

02) 3787-4912, hyemin@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (10/23)		2,080.62pt
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	453,000원	249,500원
등락률	-17.8%	49.3%
수익률	절대	상대
1M	17.5%	18.1%
6M	0.5%	7.3%
1Y	-10.8%	-9.7%

Company Data

발행주식수	66,165천주
일평균 거래량(3M)	146천주
외국인 지분율	8.9%
배당수익률(2019E)	0.0%
BPS(2019E)	63,336원
주요 주주	삼성물산 외 4 인
	75.1%

투자지표

(십억원, IFRS 별도)	2017	2018	2019F	2020F
매출액	464.6	535.8	604.7	811.1
영업이익	66.0	55.7	28.4	172.9
EBITDA	135.9	147.1	159.0	292.4
세전이익	-116.0	303.0	43.8	225.9
순이익	-97.0	224.1	38.1	167.2
지배주주지분순이익	-97.0	224.1	38.1	167.2
EPS(원)	-1,466	3,387	576	2,527
증감률(% YoY)	적지	흑전	-83.0	338.7
PER(배)	-	114.1	599.0	136.5
PBR(배)	6.17	6.15	5.45	5.24
EV/EBITDA(배)	185.9	178.0	141.7	73.8
영업이익률(%)	14.2	10.4	4.7	21.3
ROE(%)	-	5.5	0.9	3.9
순차입금비율(%)	17.9	14.8	-7.0	-28.7

Price Trend



실적 Review

삼성바이오로직스 (207940)

시장 기대치 부합하는 실적 시현



동사는 23일 장 마감 후, 시장 기대치에 부합하는 3분기 실적을 발표했습니다. 전 일(22일) 바이오젠이 아두카누맙의 신약허가 추진 계획 발표로 동사의 4공장에 대한 기대감이 생겼으며, 최근 소송 노이즈 감소 등도 호재로 작용해 왔습니다. 4분기도 우호적인 환율영향과 2공장 가동율 상승으로 시장 기대치에 부합하는 수준의 실적이 예상됩니다. 최근 수주 상황이 회복되고 있다는 점 또한 이전 대비 나아진 상황으로 판단됩니다.

>> 3Q19 실적 시장 기대치 부합

3Q19 매출액은 1,848억원(YoY +83%), 영업이익은 236억원(YoY +126%, QoQ 흑자전환)으로 컨센서스 매출액 1,663억원을 11% 상회하였고, 컨센서스 영업이익 233억원에는 부합하였다. 1공장 가동율이 90% 가량 올라오면서(전분기 가동율 33%) 매출 성장을 이끌었고, 가동된 3공장의 매출이 인식 되었기 때문이다. 판매관리비 부문에서도 전년동기대비 감소(판관비율 3Q18 23% → 3Q19 14%) 한 영향이 있었다. 영업 외에서는 삼성바이오에피스의 휴미라 바이오시밀러 '하드리마' 제품 미국 승인에 따른 마일스톤 일회성 유입 영향 등으로 지분법손익 202억원을 기록하였다.

>> 4분기도 기대치 부합예상

4분기는 1공장의 3분기 가동율 49%, 2공장 70% 수준 회복 및 환율 영향으로 매출액 2,164억원(YoY +21%), 영업이익 436억원(YoY +279%)로 연간 분기 중 매출과 영업이익이 가장 높은 분기가 될 것으로 전망된다. '19년 연간 가동율은 1공장 55% 이상, 2공장 69%, 3공장 19%로 추정하였다.

이 외에 최근 동사는 세포주 생산부터 제품 출하시점까지 생물안전시험에 대한 전반적 서비스를 제공하고, 단계별 내재화를 진행하고 있다. '23년 CRO 관련 서비스 매출액 350억원이 추가 될 것으로 전망된다. 이러한 서비스를 통해 중장기적으로 CRO와 CDO 서비스의 시너지 확보 및 고객들에게 원스톱서비스 제공 및 개발 제품의 리드타임 감소 등의 경쟁력을 내세울 수 있을 것으로 보인다.

>> 4공장 가치 포함으로 목표가 상향

바이오젠의 알츠하이머치료제 아두카누맙이 추가 데이터 분석에서 임상적 유의성 확보로 신약허가 추진 계획을 밝히면서, 동사의 4공장 건설 추진 기대감이 생겼다. 아두카누맙을 제외해도 최근 동사의 수주 상황이 회복되고 있어 기업가치에서 제외했던 4공장 가치를 재포함 하였다. 이에 따라 동사에 대한 투자의견 Outperform, 목표주가를 41만원으로 상향한다. 우호적인 환율, 2공장 가동율 상승 등으로 4분기 매출액과 영업이익은 연간 최대 분기 실적이 기대되며 '20년에 1·2공장 정기 유지보수공사가 없고, 3공장 매출인식 및 가동율 증가 등으로 기저효과도 기대해 볼 수 있다.

실적 세부 내용 1

	1Q19	2Q19	3Q19P	QoQ	YoY	키움증권 추정치	차이 (실제/추정)	컨센서스	차이 (컨센/추정)	(단위, 십억원)
매출액	125.4	78.1	184.8	137%	83%	147.9	25%	166.3	11%	
영업이익	(23.4)	(15.4)	23.6	흑전	126%	16.7	41%	23.3	1%	
영업이익률	N.A	N.A				11.3%				
세전이익	(36.7)	(19.6)	44.3	흑전	흑전	15.3	189%			
세전이익률	N.A	N.A								
순이익	(38.5)	(13.4)	44.1	흑전	흑전	13.9	218%	22.5	96%	

자료: 키움증권 리서치

실적 세부 내용 2

구 분	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2019E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E	(십억원)
매출액	125.4	78.1	184.8	216.4	604.7	201.0	208.0	207.8	194.3	811.1	
YOY	-4%	-38%	83%	21%	13%	60%	166%	12%	-10%	34%	
매출 원가	125.8	66.6	136.0	146.6	475.0	135.3	131.6	146.7	125.8	539.4	
원가율	100%	85%	74%	68%	79%	67%	63%	71%	65%	66%	
매출총이익	(0.4)	11.5	48.8	69.8	129.7	65.7	76.4	61.1	68.5	271.7	
판매관리비	23.0	26.9	25.2	26.2	101.4	24.0	30.6	22.8	21.4	98.8	
판매관리비율	18%	35%	14%	12%	17%	12%	15%	11%	11%	12%	
영업이익	(23.4)	(15.4)	23.6	43.6	28.4	41.7	45.9	38.3	47.1	172.9	
YOY	-334%	-165%	125%	279%	-49%	-278%	-397%	62%	8%	510%	
OPM	-19%	-20%	13%	20%	5%	21%	22%	18%	24%	21%	

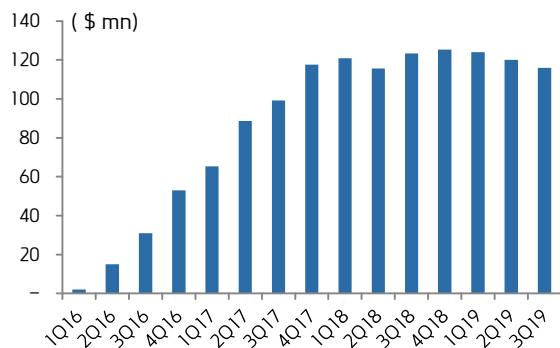
자료: 키움증권 리서치

목표주가 산정내역

구 분	가치 산정	비 고	(단위, 억원, 천 주)
① 영업가치	227,824		
② 비영업가치			
삼성바이오에피스	43,499	50%	지분율 50% 적용
③ 순차입금	-466		
④ 유통 주식 수	66,165		
⑤ 기업가치(=①+②-③)	271,789		
⑥ 목표주가(=⑤/④)	410,000		

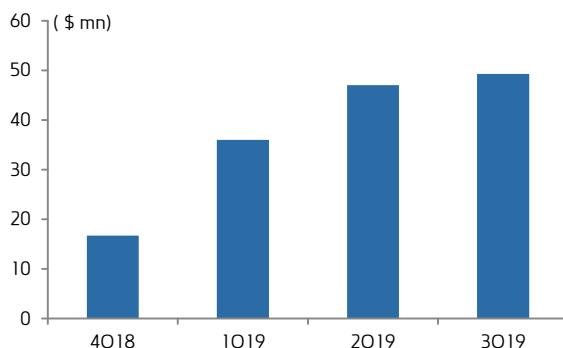
자료: 키움증권 리서치센터

Benepali 매출 추이



자료: Biogen, 키움증권 리서치센터

IMRALDI 매출 추이



자료: Biogen, 키움증권 리서치센터

삼성바이오에피스 R&D 파이프라인

프로젝트	바이오시밀러								신약
	자가면역 질환			항암제		안질환		혈액질환	
대상물질	SB4	SB2	SB5	SB3	SB8	SB11	SB12	SB26	
	Etanercept	Infliximab	Adalimumab	Trastuzumab	Bevacizumab	Ranibizumab	Eculizumab	Ulinastatin-Fc	
Reference Drug (2018년매출)	etanercept	infliximab	adalimumab	trastuzumab	bevacizumab	ranibizumab	eculizumab		
	\$7.4bn	\$6.0bn	\$20.5bn	\$7.1bn	\$7.0bn	\$3.7bn	\$3.6bn		
	EMA filing accepted ('19.7.18)								
	출시 완료				임상 3상			임상 1상	

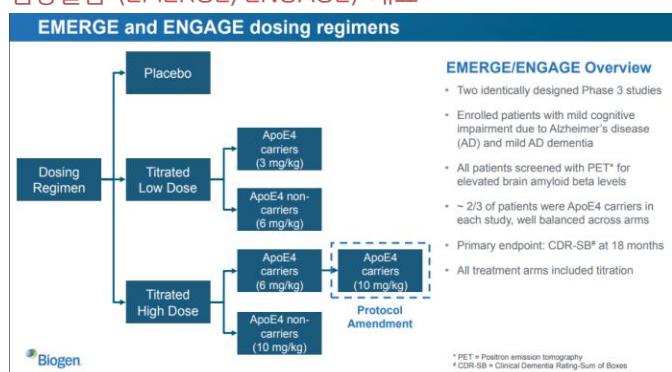
주: 2018년 오리지널 제품 매출 Evaluate Pharma 참고

자료: 삼성바이오로직스, 키움증권 리서치

바이오젠 Aducanumab 임상 이슈 History

- 2019/3/21 연구 종료 시 목표 충족될 가능성이 희박해 보인다며 아두카누맙 3상 중단 선언
 - 안전성 이슈는 없었지만 인지기능 저하를 늦추기에는 유효성이 부족하다고 판단
- 2019/10/22 중단 이후 확보한 추가 데이터 분석 결과 Aducanumab 3상 성공 발표
 - Primary Endpoint 를 만족시켰으며 통계적 유의성도 확보
- 고용량 Aducanumab 치료 환자는 78주차에 CDR-SB가 위약대비 23%로 유의하게 감소, 및 end point 도달
 - Primary end point : 18개월 후 CDR-SB 확인 (인지 개선)
 - Secondary end point : 18개월 후 CDR-SB 20% (기능 개선)

임상실험 (EMERGE/ENGAGE) 개요



자료 : Biogen, 키움증권 리서치센터

임상 결과

지표	저용량		고용량	
	EMERGE, n=543	ENGAGE, n=547	EMERGE, n=547	ENGAGE, n=555
CDR-SB (Clinical Dementia Rating-Sum of Boxes)	-14%	-12%	-23%	2%
Adas-Cog	-14%	-11%	-27%	-12%

자료 : Biogen, 키움증권 리서치센터

Aducanumab 임상 히스토리

연도	세부사항
2015	2015년 8월 ENGAGE 개시
	2015년 9월 EMERGE 개시
2016	2016년 7월 ARIA 이슈로 용량 조절했던 환자 재개
	2017년 3월 ApoE4 용량 적정 (10mg/kg)
2017	2017년 6월 효용성 분석 환자 모집 완료
	2018년 7월 두 연구 모두 환자 모집 완료
2018	2018년 12월 효용성 데이터를 위한 Cut off
	2019년 3월 효용성 데이터 사전 분석 완료
2019	2019년 6월 FDA C 탑입 미팅
	2019년 10월 FDA C 탑입 미팅
이후	효용성 사전 분석 데이터를 포함한 확장 데이터 가능

자료 : Biogen, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

12월 결산, IFRS 별도	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F	(단위: 십억원)
매출액	464.6	535.8	604.7	811.1	1,032.7	
매출원가	332.8	390.6	475.0	539.4	614.5	
매출총이익	131.8	145.2	129.7	271.7	418.2	
판관비	65.8	89.5	101.4	98.8	106.5	
영업이익	66.0	55.7	28.4	172.9	311.7	
EBITDA	135.9	147.1	159.0	292.4	421.2	
영업외순익	-182.0	247.3	15.4	53.0	88.7	
이자수익	9.9	9.7	17.4	25.6	33.6	
이자비용	5.7	15.8	15.8	15.8	15.8	
외환관련이익	13.3	9.3	9.2	9.2	9.2	
외환관련손실	11.6	8.3	5.0	5.0	5.0	
종속 및 관계기업순익	-129.6	-129.3	16.6	47.0	72.7	
기타	-58.3	381.7	-7.0	-8.0	-6.0	
법인세차감전이익	-116.0	303.0	43.8	225.9	400.5	
법인세비용	-19.0	78.9	5.7	58.7	104.1	
계속사업순손익	-97.0	224.1	38.1	167.2	296.3	
당기순이익	-97.0	224.1	38.1	167.2	296.3	
지배주주순이익	-97.0	224.1	38.1	167.2	296.3	
증감율 및 수익성 (%)						
매출액 증감율	57.7	15.3	12.9	34.1	27.3	
영업이익 증감율	흑전	-15.6	-49.0	508.8	80.3	
EBITDA 증감율	357.2	8.2	8.1	83.9	44.0	
지배주주순이익 증감율	흑전	-331.0	-83.0	338.8	77.2	
EPS 증감율	적지	흑전	-83.0	338.7	77.2	
매출총이익율(%)	28.4	27.1	21.4	33.5	40.5	
영업이익률(%)	14.2	10.4	4.7	21.3	30.2	
EBITDA Margin(%)	29.3	27.5	26.3	36.0	40.8	
지배주주순이익률(%)	-20.9	41.8	6.3	20.6	28.7	

재무상태표

12월 결산, IFRS 별도	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F	(단위: 십억원)
유동자산	621.0	1,577.7	2,576.8	3,591.9	4,706.3	
현금 및 현금성자산	358.1	17.6	926.3	1,827.4	2,706.7	
단기금융자산	22.6	1,111.0	1,111.0	1,166.5	1,224.8	
매출채권 및 기타채권	25.8	121.7	116.1	135.5	185.9	
재고자산	210.0	302.4	423.3	462.3	588.6	
기타유동자산	4.5	25.0	0.1	0.2	0.3	
비유동자산	6,562.1	4,402.7	3,468.5	2,653.1	1,873.3	
투자자산	5,028.8	2,586.0	1,859.6	1,163.6	493.2	
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	2.0	
자산총계	7,183.1	5,980.4	6,045.4	6,245.0	6,579.6	
유동부채	2,287.4	710.5	740.4	775.6	816.9	
매입채무 및 기타채무	160.8	172.8	202.6	237.9	279.2	
단기금융부채	277.4	773.2	773.2	773.2	773.2	
기타유동부채	1,849.2	-235.5	-235.4	-235.5	-235.5	
비유동부채	919.2	1,114.4	1,114.4	1,114.4	1,114.4	
장기금융부채	814.5	972.2	972.2	972.2	972.2	
기타비유동부채	104.7	142.2	142.2	142.2	142.2	
부채총계	3,206.6	1,824.9	1,854.8	1,890.0	1,931.3	
자본지분	3,976.5	4,155.5	4,190.6	4,354.8	4,648.2	
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	1,547.8	1,715.0	2,011.4	
비자기지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
자본총계	3,976.5	4,155.5	4,190.6	4,354.8	4,648.2	

현금흐름표

12월 결산, IFRS 별도	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F	(단위: 십억원)
영업활동 현금흐름	149.8	-32.4	100.8	225.9	207.0	
당기순이익	-97.0	224.1	38.1	167.2	296.3	
비현금항목의 가감	231.5	-51.5	127.5	130.7	132.4	
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	-16.6	-47.0	-72.7	
기타	291.2	375.7	13.4	58.3	95.6	
영업활동자산부채증감	21.8	-189.0	-60.7	-23.1	-135.4	
매출채권및기타채권의감소	47.8	-94.5	5.6	-19.4	-50.4	
재고자산의감소	-43.7	-90.4	-120.9	-39.1	-126.3	
매입채무및기타채무의증가	13.2	-13.3	29.8	35.3	41.3	
기타	4.5	9.2	24.8	0.1	0.0	
기타현금흐름	-6.5	-16.0	-4.1	-48.9	-86.3	
투자활동 현금흐름	265.2	-632.0	-829.6	-885.1	-887.9	
유형자산의 취득	-494.1	-278.6	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	-1,088.4	0.0	-55.5	-58.3	
기타	-1.1	-1,572.6	-1,572.7	-1,572.7	-1,572.7	
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	1,637.4	1,560.3	1,560.3	
현금 및 현금성자산의 순증가	127.8	-340.5	908.7	901.1	879.4	
기초현금 및 현금성자산	230.3	358.1	17.6	926.3	1,827.3	
기말현금 및 현금성자산	358.1	17.6	926.3	1,827.3	2,706.7	

투자지표

12월 결산, IFRS 별도	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F	(단위: 원, 배, %)
주당지표(원)						
EPS	-1,466	3,387	576	2,527	4,479	
BPS	60,099	62,805	63,336	65,818	70,252	
CFPS	2,033	2,608	2,503	4,503	6,480	
DPS	0	0	0	0	0	
주가배수(배)						
PER	-253.1	114.1	599.0	136.5	77.0	
PER(최고)	-282.5	177.1	711.9			
PER(최저)	-102.3	83.0	419.3			
PBR	6.17	6.15	5.45	5.24	4.91	
PBR(최고)	6.89	9.55	6.47			
PBR(최저)	2.50	4.47	3.81			
PSR	52.83	47.73	37.75	28.14	22.10	
PCFR	182.5	148.2	137.8	76.6	53.2	
EV/EBITDA	185.9	178.0	141.7	73.8	49.0	
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	0.6	2.7	4.6	
ROE	-2.4	5.5	0.9	3.9	6.6	
ROIC	-12.2	7.0	1.1	6.0	11.0	
매출채권회전율	9.2	7.3	5.1	6.4	6.4	
재고자산회전율	2.5	2.1	1.7	1.8	2.0	
부채비율	80.6	43.9	44.3	43.4	41.6	
순차입금비율	17.9	14.8	-7.0	-28.7	-47.0	
이자보상배율	11.6	3.5	1.8	10.9	19.7	
총차입금	1,091.8	1,745.4	1,745.4	1,745.4	1,745.4	
순차입금	711.1	616.8	-291.8	-1,248.5	-2,186.2	
NOPLAT	135.9	147.1	159.0	292.4	421.2	
FCF	-379.3	-311.6	94.7	224.3	204.7	

자료: 키움증권

Compliance Notice

- 당사는 10월 23일 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 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

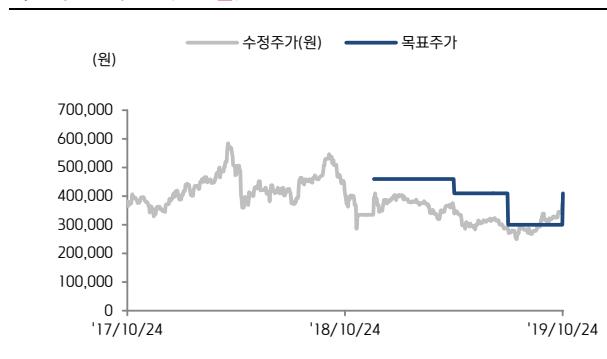
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일제의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주기대비	최고 주기대비
삼성바이오 로직스 (207940)	2018-12-11	Buy (Initiate)	460,000원	6개월	-19.10	-10.87
	2019-04-25	Outperform (Downgrade)	410,000원	6개월	-24.54	-15.24
	2019-07-24	Marketperform (Downgrade)	300,000원	6개월	-0.63	24.17
	2019-10-24	Outperform (Upgrade)	410,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 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 (2018/10/01~2019/09/30)

매수	증립	매도
93.98%	5.42%	0.60%