유안타증권 元大證券

삼성바이오로직스 (207940)

제약/바이오

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

투자의견	BUY (M)
목표주가	420,000원 (U)
현재주가 (10/23)	372,500원
상승여력	13%

시가총액	246,465억원
총발행주식수	66,165,000주
60일 평균 거래대금	448억원
60일 평균 거래량	149,557주
52주 고	417,500원
52주 저	249,500원
외인지분율	9.13%
주요주주	삼성물산 외 4 인 75.07%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	17.5	28.9	(10.8)
상대	18.1	30.2	(9.7)
절대(달러환산)	19.7	29.6	(13.4)

3Q19 Review: 다시 되살아나는 실적

매출액 1,848억원(YoY +82.9%), 영업이익 236억원(YoY +125.6%)

3분기 매출액 1,848억원(YoY +82.9%), 영업이익 236억원(YoY +125.6%)을 기록하였다. 영업이익은 당사추정치(238억원) 및 컨센서스(233억원)에 부합하였다. 정기 유지보수 이후 1, 2공장 가동률이 확대 및 3공장 생산분에 대한 매출 인식이 개시됨에 따라 매출액은 전년대비(+82.9%) 및 전분기대비(+136.7%) 크게 증가하였다. 영업이익 또한 매출증가 및 판관비 감소로 전분기 대비 흑자전환하였다. 지분법 손익은 202억원을 기록(전분기 -27억원, 전년동기 -355억원 기록)하였는데, 삼성바이오에피스의 휴미라 바이오시밀러(SB5) 미국 승인에 따른 마일스톤 수취 및 바이오시밀러 판매증가로 개선되었다.

3분기 매출에 반영된 2Q19 공장가동률은 1공장 80%후반, 2공장 50%중반 이었으며, 4분기 실적에 반영될 3Q19 공장가동률은 1공장 50%, 2공장 70%, 3공장 10%후반이 예상된다. 2019년 연간 공장 예상 가동률은 1공장 50%, 2공장 65-70%이며, 3공장은 예상했던 20% 보다 낮은 수준이 될 것으로 보인다.

아바스틴 바이오시밀러(SB8)는 EMA(유럽식약청) filing 완료(7월), 휴미라 바이오시밀러(SB5)는 7월 FDA 승인을 받았으며, 솔라리스 바이오시밀러(SB12)는 임상 3상에 진입(8월)하였다.

선전하고 있는 유럽의 임랄디

22일(현지시각) 바이오젠의 실적발표에 따르면 플릭사비(레미케이드 바이오시밀러, 18m$), 임랄디(휴미라 바이오시밀러, 49m$)의 매출은 증가 하였으나, 베네팔리(엔브렐 바이오시밀러, 116m$) 매출 감소로 전체 바이오시밀러 매출이 전분기 대비 소폭(QoQ -0.4%) 감소하였다. 더불어 바이오젠이 발표한 아두카누맙(치매치료제) 임상 3상의 긍정적인 결과 도출에 따라 4공장 증설에 대한 기대감도 높아지고 있다. 긍정적인 이벤트이긴 하지만 3공장 60-70% 수주가 발생된 후 4공장 증설이 검토되는 계획에는 아직 변함이 없다.

(다음 페이지 계속)

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	3Q19P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,848	82.9	136.7	1,663	11.1
영업이익	236	125.5	흑전	233	1.5
세전계속사업이익	443	흑전	흑전	321	38.1
지배순이익	441	흑전	흑전	257	71.5
영업이익률 (%)	12.8	+2.4 %pt	흑전	14.0	-1.2 %pt
지배순이익률 (%)	23.9	흑전	흑전	15.5	+8.4 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 별도) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	4,646	5,358	5,964	7,653
영업이익	660	557	275	1,237
지배순이익	-970	2,241	359	1,402
PER	-175.4	126.3	687.3	175.8
PBR	4.3	6.8	5.9	5.7
EV/EBITDA	126.4	190.6	155.4	96.4
ROE	-2.4	5.5	0.9	3.3

자료: 유안타증권

투자의견 BUY, 목표주가 42만원으로 상향

투자의견 BUY유지하며, 목표주가 42만원으로 상향 조정(기존 39만원에서 7.7% 상향)하였다. 회계이슈로 어려웠던 수주활동이 점차 회복되고 있는 것으로 보인다. 소규모 CMO 수주달성은 지속적으로 발생하고 있으며, 해외 수주마케팅도 적극적으로 진행 중이다. 환율 영향으로 11.3% 수준의 매출 증가가 예상(기존 10.9%)되며, 영업이익률 또한 3.3% 수준에서 4.6%으로 재추정하였다.

아직 남아있는 리스크 요인은 검찰소송이 종료되지 않은 것인데, 3공장 목표 수주 및 가동률은 본 이슈가 종결된다면 빠르게 정상화 될 수 있는 문제로 판단되며, 3공장 가동 및 매출 정상화는 실적개선에 영향을 줄 수 있는 주요 요소가 될 것으로 보인다.

[표 1] 삼성바이오로직스 실적 현황 (단위: 억원)

	3Q19P	QoQ	2Q19	YoY	3Q18
매출액	1,848	136.7%	781	82.9%	1,011
영업이익	236	흑전	-154	125.6%	105
세전이익	443	흑전	-196	흑전	-257
당기순이익	441	흑전	-134	흑전	-270

자료: 삼성바이오로직스, 유안타증권 리서치센터

[표 2] 삼성바이오로직스 매출액 추정 (단위: 억원, %, 배치)

		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19F	2018	2019F	2020F	2021F	2022F
1공장	매출액	524	251	174	411	518	391	647	617	1,360	2,172	2,621	3,477	3,770
	가동률	50	30	40	45	30	80	55	55	41	57	80	100	100
	실효생산실적(추정치)	13	8	18	11	6	15	10	10	49	43	60	75	75
	공칭생산능력(배치)	25	25	25	25	19	19	19	19	100	75	75	75	75
2공장	매출액	786	1,003	836	1,372	736	391	832	1,030	3,997	2,989	3,601	3,790	3,790
	가동률	65	60	60	80	50	55	70	80	66	64	100	100	100
	실효생산실적(추정치)	26	24	29	32	20	22	28	32	111	102	160	160	160
	공칭생산능력(배치)	40	40	40	40	40	40	40	40	160	160	160	160	160
3공장	매출액							370	435		804	1,431	2,292	3,953
	가동률					18	18	18	18		18	35	60	100
	실효생산실적(추정치)					9	9	9	9		36	70	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	781	1,848	2,082	5,358	5,964	7,653	9,560	11,513
	YoY	21.7%	98.4%	-20.7%	7.2%	-4.3%	-37.7%	82.8%	16.8%	15.3%	11.3%	28.3%	24.9%	20.4%
	영업이익	100	237	105	115	(234)	(154)	236	427	557	275	1,237	2,007	3,109
	YoY	193.5%	흑전	-48.7%	-77.3%	적전	적전	124.8%	271.1%	-15.6%	-50.7%	351.1%	62.3%	54.8%
	영업이익률	7.6%	18.9%	10.4%	6.4%	-18.7%	-19.7%	12.8%	20.5%	10.4%	4.6%	16.2%	21.0%	27.0%

주: 가동률, 배치당 가격, 생산배치(추정치)
자료: 유안타증권 리서치센터

[표 3] 삼성바이오로직스 생산설비

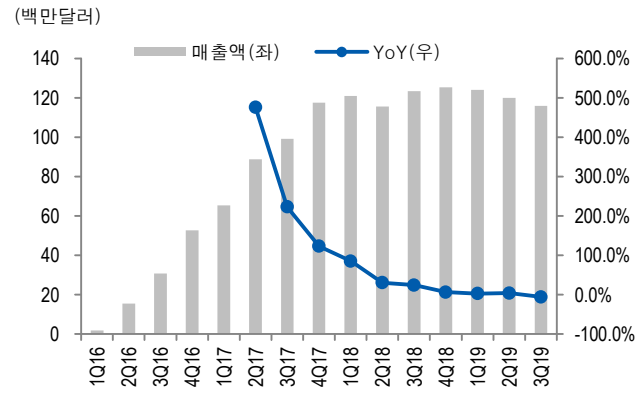
구분	1공장	2공장	3공장
위치	인천 송도	인천 송도	인천 송도
규모	30,000L (5천 L×6기)	152,000L (15천 L×10기, 1천 L×2기)	180,000L (15천 L×12기)
공사기간	25개월	29개월	35개월
공사비용	3,500억원 (3억불)	7,000억원 (6.5억불)	8,500억원 (7.4억불)
현황	상업생산	상업생산	상업생산

자료: 삼성바이오로직스, 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 삼성바이오에피스 파이프라인

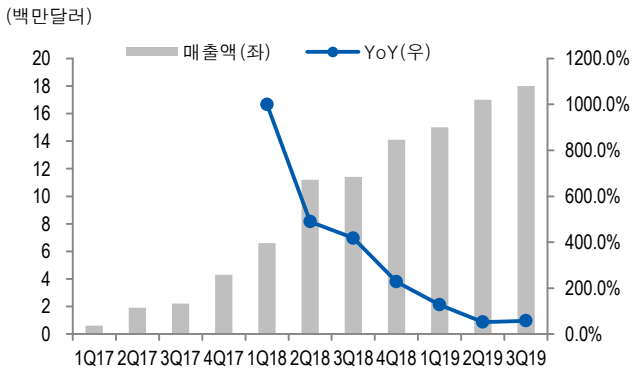
자료: 삼성바이오로직스, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] Benepali 매출 추이



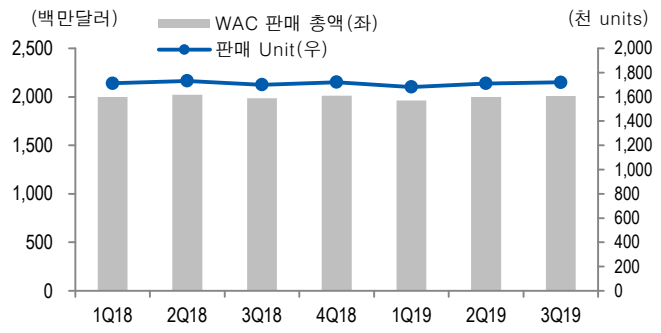
자료: 바이오젠, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] Flixabi 매출 추이



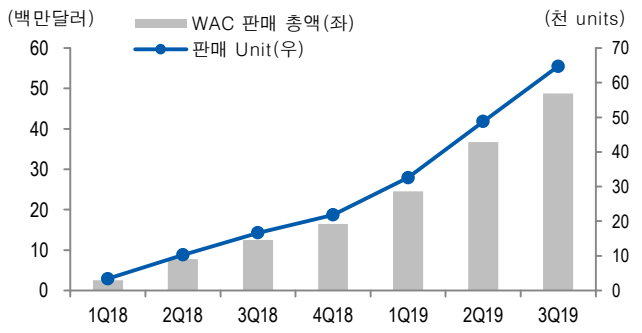
자료: 바이오젠, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 레미케이드 미국 처방 데이터



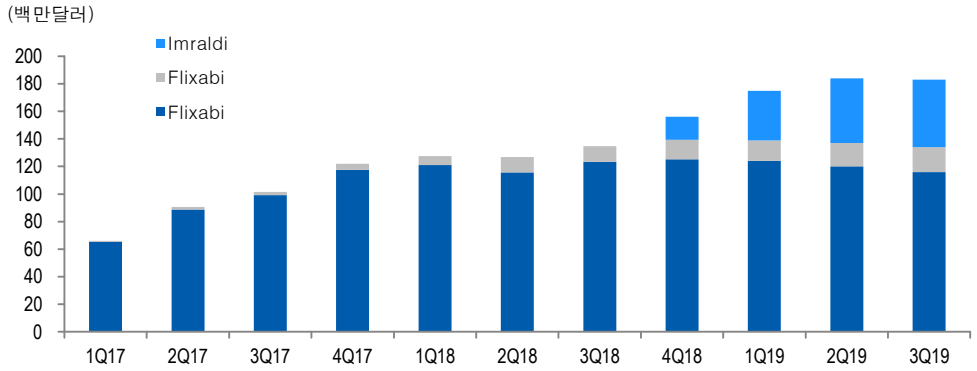
자료: 블룸버그, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 렌플렉시스 미국 처방 데이터



자료: 블룸버그, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 베네팔리, 플릭사비, 임랄디 매출 추이



자료: 바이오젠, 유안타증권 리서치센터

[표 4] 삼성바이오로직스 단일판매 · 공급계약 체결 공시 (단위: 십억원)

체결계약명	계약상대	계약금	계약(수주)일자	비고
위탁생산계약	UCB	40.3	2019-05-17	
위탁생산계약	아시아 소재 제약사	35.2	2019-05-14	
위탁생산계약	아시아 소재 제약사	19.9	2019-04-26	
위탁생산계약	아시아 소재 제약사	37.1	2019-04-26	
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	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	UCB	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

삼성바이오로직스 (207940) 추정재무제표 (K-IFRS 별도)

손익계산서 (단위: 억원)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	**4,646**	**5,358**	**5,964**	**7,653**	**9,560**
매출원가	3,328	3,906	4,657	5,276	6,214
매출총이익	1,318	1,452	1,307	2,377	3,346
판관비	658	895	1,033	1,140	1,338
영업이익	**660**	**557**	**275**	**1,237**	**2,007**
EBITDA	1,359	1,471	1,581	2,554	3,324
영업외손익	-1,820	2,473	116	515	2,080
외환관련손익	17	10	15	34	34
이자손익	43	-62	-24	-45	-67
관계기업관련손익	-1,296	-1,293	240	903	2,090
기타	-583	3,818	-116	-376	24
법인세비용차감전순손익	-1,160	3,030	390	1,753	4,088
법인세비용	-190	789	31	351	818
계속사업순손익	-970	2,241	359	1,402	3,270
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-970	2,241	359	1,402	3,270
지배지분순이익	**-970**	**2,241**	**359**	**1,402**	**3,270**
포괄순이익	-1,059	2,211	356	1,405	3,273
지배지분포괄이익	-1,059	2,211	356	1,405	3,273

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	**6,210**	**15,777**	**11,271**	**11,231**	**11,893**
현금및현금성자산	3,581	176	3,924	3,432	3,113
매출채권 및 기타채권	258	1,217	1,466	1,467	1,816
재고자산	2,100	3,024	2,082	2,533	3,164
비유동자산	65,621	44,027	44,150	45,610	48,257
유형자산	15,133	17,177	17,264	17,595	17,908
관계기업등 지분관련자산	50,082	25,618	26,173	27,349	29,712
기타투자자산	206	242	202	202	202
자산총계	**71,831**	**59,804**	**55,421**	**56,841**	**60,150**
유동부채	22,874	7,105	4,641	4,656	4,695
매입채무 및 기타채무	1,608	1,728	1,005	1,019	1,058
단기차입금	400	900	900	900	900
유동성장기부채	488	2,966	2,704	2,704	2,704
비유동부채	9,192	11,144	8,869	8,869	8,869
장기차입금	3,572	2,965	1,428	1,428	1,428
사채	500	1,896	1,897	1,897	1,897
부채총계	**32,066**	**18,249**	**13,511**	**13,525**	**13,564**
지배지분	39,765	41,555	41,910	43,316	46,586
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	15,456	16,858	20,128
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	**39,765**	**41,555**	**41,910**	**43,316**	**46,586**
순차입금	**1,652**	**-2,557**	**-743**	**-251**	**67**
총차입금	5,459	8,729	6,980	6,980	6,980

현금흐름표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	**1,498**	**-324**	**-29**	**-741**	**-564**
당기순이익	-970	2,241	359	1,402	3,270
감가상각비	642	855	1,245	1,269	1,286
외환손익	-100	32	3	-34	-34
종속,관계기업관련손익	1,296	1,293	-240	-903	-2,090
자산부채의 증감	218	-1,890	767	-19	-524
기타현금흐름	412	-2,856	-2,163	-2,456	-2,473
투자활동 현금흐름	**2,652**	**-6,320**	**5,916**	**105**	**105**
투자자산	-2,000	2,031	-318	-274	-274
유형자산 증가 (CAPEX)	-4,941	-2,786	-1,772	-1,600	-1,600
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	9,593	-5,564	8,006	1,979	1,979
재무활동 현금흐름	**-2,872**	**3,239**	**-1,840**	**-24**	**-24**
단기차입금	400	500	0	0	0
사채 및 장기차입금	-3,272	2,739	-1,814	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	-26	-24	-24
연결범위변동 등 기타	-1	0	-299	169	165
현금의 증감	**1,278**	**-3,405**	**3,747**	**-492**	**-318**
기초 현금	2,303	3,581	176	3,924	3,432
기말 현금	3,581	176	3,924	3,432	3,113
NOPLAT	**660**	**557**	**275**	**1,237**	**2,007**
FCF	**-3,473**	**-3,350**	**554**	**687**	**799**

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

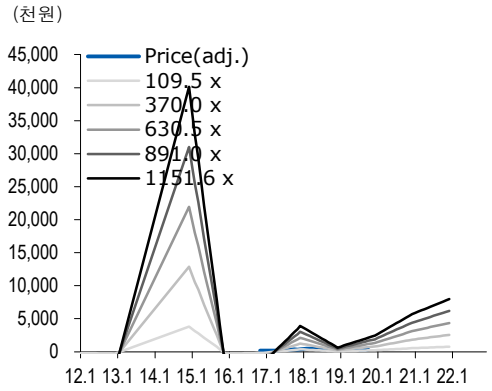
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	-1,466	3,387	542	2,119	4,942
BPS	60,099	62,805	63,342	65,466	70,408
EBITDAPS	2,054	2,224	2,390	3,859	5,023
SPS	7,022	8,098	9,014	11,567	14,448
DPS	0	0	0	0	0
PER	**-175.4**	**126.3**	**687.3**	**175.8**	**75.4**
PBR	**4.3**	**6.8**	**5.9**	**5.7**	**5.3**
EV/EBITDA	**126.4**	**190.6**	**155.4**	**96.4**	**74.2**
PSR	**36.6**	**52.8**	**41.3**	**32.2**	**25.8**

재무비율 (단위: 배, %)

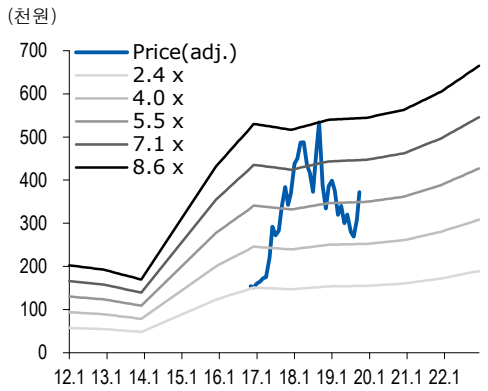
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	**57.7**	**15.3**	**11.3**	**28.3**	**24.9**
영업이익 증가율 (%)	**흑전**	**-15.6**	**-50.7**	**350.6**	**62.3**
지배순이익 증가율 (%)	**적지**	**흑전**	**-84.0**	**291.0**	**133.2**
매출총이익률 (%)	28.4	27.1	21.9	31.1	35.0
영업이익률 (%)	**14.2**	**10.4**	**4.6**	**16.2**	**21.0**
지배순이익률 (%)	-20.9	41.8	6.0	18.3	34.2
EBITDA 마진 (%)	29.3	27.5	26.5	33.4	34.8
ROIC	4.1	2.4	1.3	4.9	7.5
ROA	-1.3	3.4	0.6	2.5	5.6
ROE	**-2.4**	**5.5**	**0.9**	**3.3**	**7.3**
부채비율 (%)	80.6	43.9	32.2	31.2	29.1
순차입금/자기자본 (%)	4.2	-6.2	-1.8	-0.6	0.1
영업이익/금융비용 (배)	11.6	3.5	1.0	4.4	7.1

자료: 유안타증권
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

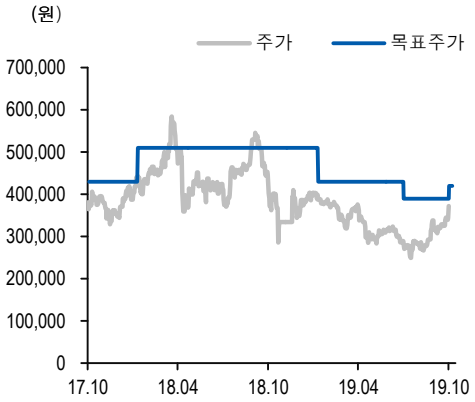
P/E band chart



P/B band chart



삼성바이오로직스 (207940) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-10-24	BUY	420,000	1년		
2019-07-24	BUY	390,000	1년	-23.61	-4.49
2019-02-01	BUY	430,000	1년	-22.45	-9.77
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

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	85.2
Hold(중립)	14.2
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-10-21

※해외 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.