

SK COMPANY Analysis



Analyst
이달미

talmi@sk.com.kr
02-3773-9952

Company Data

| | |
|----------|------------|
| 자본금 | 1,654 억원 |
| 발행주식수 | 6,617 만주 |
| 자사주 | 0 만주 |
| 액면가 | 2,500 원 |
| 시가총액 | 260,690 억원 |
| 주요주주 | |
| 삼성물산(외4) | 75.07% |

| | |
|--------|-------|
| 외국인지분률 | 9.70% |
| 배당수익률 | 0.00% |

Stock Data

| | |
|--------------|------------|
| 주가(19/12/03) | 394,000 원 |
| KOSPI | 2084.07 pt |
| 52주 Beta | 0.94 |
| 52주 최고가 | 410,000 원 |
| 52주 최저가 | 249,500 원 |
| 60일 평균 거래대금 | 415 억원 |

주가 및 상대수익률



| 주가상승률 | 절대주가 | 상대주가 |
|-------|-------|------|
| 1개월 | -0.5% | % |
| 6개월 | 31.1% | % |
| 12개월 | 17.8% | % |

삼성바이오로직스 (207940/KS | 매수(유지) | T.P 470,000 원(상향))

서서히 해소되는 불확실성

2019년 실적은 2 공장 정기 유지보수 비용, 3 공장 감가상각비 집행으로 상반기에 적자를 시현. 2019년 하반기의 턴어라운드가 2020년까지 이어질 전망. 2020년에는 2 공장과 3 공장 가동률이 상승하며 전체 외형성장세를 견인할 전망. 회계분식 이슈는 점진적으로 불확실성 해소단계에 있다고 판단. 목표주가는 470,000 원으로 상향하고 투자의견 매수를 유지함.

상저하의 2019년

동사의 2019년 별도기준 실적은 매출액이 전년대비 12.5% 증가한 6,028 억원, 영업이익은 전년대비 46.4% 감소한 298 억원 시현이 예상된다. 2019년 상반기 영업이익이 적자였는데 1) 2 공장의 정기 유지보수비용과 2) 3 공장 가동 본격화에 따라 감가상각비 증가로 2019년 연간 영업이익도 감소세 시현이 예상된다. 3 공장 매출은 3 분기부터 인식되기 시작했기 때문에 상반기에는 매출이 없는 상황에서 감가상각비가 집행되었다. 하지만 2019년 하반기부터 시작된 실적 턴어라운드는 2020년까지 이어질 전망이다.

2020년에는 실적개선과 불확실성 해소가 동시에 이루어질 전망

2020년에는 별도기준 실적은 매출액이 전년대비 49.3% 증가한 9,000 억원, 영업이익은 전년대비 684.5% 증가한 2,340 억원 시현이 전망된다. 2020년에는 부진했던 2 공장 가동률(2019년 65%)이 상승하면서 전체 매출성장세를 견인할 전망이다. 3 분기부터 매출 인식이 시작된 3 공장 가동률도 2019년보다 상승하면서 이익개선세가 예상된다. 회계분식 이슈 관련하여 최근 임직원 8 명에 대한 결심공판이 진행되면서 형이 확정, 불확실성은 점진적으로 해소되고 있다는 판단이다.

목표주가 470,000 원으로 상향하며 투자의견 매수 유지

2020년 2,3 공장 가동률을 상향 조정하면서 2020년, 2021년 영업이익을 각각 16.2%, 15.2% 상향 조정, 이에 따라 EPS는 각각 15.0%, 11.5% 상향 되었다. 목표주가 산정시 적용 연도를 기존 2024년에서 2025년으로 변경하면서 470,000 원으로 상향하고 투자의견 매수를 유지한다. 동사는 아두카누맵 수주와 관계 없이 3 공장의 수주가 60%(현재 수주는 40% 언더)를 채우면 4 공장 계획을 발표할 예정이다. 아두카누맵의 FDA 승인은 동사의 주가 상승 모멘텀으로 작용할 전망이다.

영업실적 및 투자지표

| 구분 | 단위 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------|----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 억원 | 2,946 | 4,646 | 5,358 | 6,028 | 9,000 | 12,500 |
| yoy | % | 222.8 | 57.7 | 15.3 | 12.5 | 49.3 | 38.9 |
| 영업이익 | 억원 | -304 | 660 | 557 | 298 | 2,340 | 3,625 |
| yoy | % | 적지 | 흑전 | -15.6 | -46.4 | 684.5 | 54.9 |
| EBITDA | 억원 | 297 | 1,359 | 1,471 | 1,543 | 3,485 | 4,693 |
| 세전이익 | 억원 | -2,309 | -1,160 | 3,030 | 455 | 2,494 | 4,649 |
| 순이익(지배주주) | 억원 | -1,768 | -970 | 2,241 | 497 | 1,871 | 3,952 |
| 영업이익률% | % | -10.3 | 14.2 | 10.4 | 5.0 | 26.0 | 29.0 |
| EBITDA% | % | 10.1 | 29.3 | 27.5 | 25.6 | 38.7 | 37.5 |
| 순이익률 | % | -60.0 | -20.9 | 41.8 | 8.2 | 20.8 | 31.6 |
| EPS(계속사업) | 원 | -3,115 | -1,466 | 3,387 | 751 | 2,827 | 5,973 |
| PER | 배 | N/A | N/A | 114.1 | 519.4 | 137.9 | 65.3 |
| PBR | 배 | 2.5 | 6.2 | 6.2 | 6.1 | 5.9 | 5.4 |
| EV/EBITDA | 배 | 387.3 | 196.3 | 172.3 | 164.8 | 72.4 | 53.2 |
| ROE | % | -5.2 | -2.4 | 5.5 | 1.2 | 4.4 | 8.6 |
| 순차입금 | 억원 | 15,172 | 21,214 | -2,354 | -3,928 | -5,816 | -8,689 |
| 부채비율 | % | 84.5 | 80.6 | 43.9 | 41.9 | 45.9 | 48.2 |

그림 1. 삼성바이오로직스의 Valuation Table

| 구분 (십억원 배 원) | 2025E | 비고 |
|------------------|------------|--------------------------------------|
| A. 삼성바이오로직스 목표가치 | 83,164.8 | |
| 삼성바이오로직스 가치 | 4,158.2 | 2024년 지분법이익 제외한 당기순이익의 현재가치 (할인율 7%) |
| 적용 PER | 20.0 | 론자의 과거 5년 평균 multiple |
| B. 삼성바이오에피스 목표가치 | 224,435.9 | |
| 삼성바이오에피스 가치 | 5,610.9 | 2024년 삼성바이오에피스 당기순이익에 지분율 50% 고려 |
| 적용 PER | 40.0 | 셀트리온의 과거 5년 평균 multiple |
| C. 적정가치(A+B) | 307,600.7 | |
| D. 주식수 | 66,165,000 | |
| 주당가치 (C/D) | 464,899 | |
| 목표주가 | 470,000 | |
| 현주가 | 394,000 | |
| 상승여력 | 19.3 | |

자료: sk 증권 추정치

그림 2. 삼성바이오로직스의 연간 실적전망 변경

| (억원 %) | 변경후 | | | 변경전 | | | 변경률 | | |
|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| | 2019E | 2020E | 2021E | 2019E | 2020E | 2021E | 2019E | 2020E | 2021E |
| 매출액 | 6,028 | 9,000 | 12,500 | 5,921 | 8,050 | 11,650 | 1.8 | 11.8 | 7.3 |
| 영업이익 | 298 | 2,340 | 3,625 | 302 | 2,013 | 3,146 | (1.2) | 16.2 | 15.2 |
| 세전이익 | 455 | 2,494 | 4,649 | 459 | 2,168 | 4,171 | (0.8) | 15.1 | 11.5 |
| 순이익 | 497 | 1,871 | 3,952 | 299 | 1,626 | 3,546 | 66.1 | 15.1 | 11.4 |
| EPS | 751 | 2,827 | 5,973 | 452 | 2,458 | 5,359 | 66.1 | 15.0 | 11.5 |
| 영업이익률 | 4.9 | 26.0 | 29.0 | 6.8 | 25.0 | 27.0 | (1.9) | 1.0 | 2.0 |

자료: sk 증권 추정치

그림 3. 삼성바이오로직스 분기 및 연간 실적전망 Table

| (억원) | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18 | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19 | 4Q19E | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|---------|---------|----------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 1,310.4 | 1,254.3 | 1,010.7 | 1,782.7 | 1,253.7 | 780.8 | 1,848.2 | 2,145.0 | 4,646.3 | 5,358.1 | 6,027.6 | 9,000.0 |
| 영업이익 | 100.0 | 237.2 | 104.6 | 115.0 | -233.9 | -154.3 | 236.1 | 450.5 | 659.8 | 556.8 | 298.3 | 2,340.0 |
| 세전이익 | -504.2 | -180.6 | -256.8 | 3,971.4 | -366.5 | -196.3 | 442.7 | 575.5 | -1,159.9 | 3,029.8 | 455.4 | 2,494.4 |
| 순이익 | -466.6 | -195.3 | -269.8 | 3,172.8 | -384.5 | -134.1 | 441.4 | 574.0 | -969.7 | 2,241.1 | 496.8 | 1,870.8 |
| 성장률YoY (%) | | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 21.7 | 98.4 | -20.7 | 7.2 | -4.3 | -37.7 | 82.9 | 20.3 | 57.7 | 15.3 | 12.5 | 49.3 |
| 영업이익 | 193.4 | -379.6 | -48.9 | -77.3 | 적전 | 적전 | 125.6 | 291.7 | 흑전 | -15.6 | -46.4 | 684.5 |
| 세전이익 | 적지 | 적지 | 적지 | 흑전 | 적지 | 적지 | 흑전 | -85.5 | 적지 | 흑전 | -85.0 | 447.7 |
| 순이익 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 흑전 | -81.9 | 적지 | 흑전 | -77.8 | 276.6 |
| 수익률(%) | | | | | | | | | | | | |
| 영업이익 | 7.6 | 18.9 | 10.4 | 6.5 | 적자 | 적자 | 12.8 | 21.0 | 14.2 | 10.4 | 4.9 | 26.0 |
| 세전이익 | 적자 | 적자 | 적자 | 222.8 | 적자 | 적자 | 24.0 | 26.8 | 적자 | 56.5 | 7.6 | 27.7 |
| 순이익 | 적자 | 적자 | 적자 | 178.0 | 적자 | 적자 | 23.9 | 26.8 | 적자 | 41.8 | 8.2 | 20.8 |

자료: sk 증권 추정치

| 일시 | 투자의견 | 목표주가 | 목표가격 대상시점 | 과리율 | |
|------------|------|----------|--------------|---------|----------------|
| | | | | 평균주가대비 | 최고(최저) 주가대비 |
| 2019.12.04 | 매수 | 470,000원 | 6개월 | | |
| 2019.10.08 | 매수 | 400,000원 | 6개월 | -17.74% | 1.13% |
| 2019.07.24 | 매수 | 400,000원 | 6개월 | -27.82% | -15.38% |
| 2019.04.25 | 매수 | 500,000원 | 6개월 | -31.06% | -18.00% |
| 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% |



Compliance Notice

- 작성자(이달마)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 기관투자가 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 12 월 4 일 기준)

| | | | | | |
|----|--------|----|--------|----|----|
| 매수 | 84.83% | 중립 | 15.17% | 매도 | 0% |
|----|--------|----|--------|----|----|

재무상태표

| 월 결산(억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산 | 6,210 | 15,777 | 16,361 | 20,883 | 26,852 |
| 현금및현금성자산 | 3,581 | 176 | 4,574 | 6,393 | 9,195 |
| 매출채권및기타채권 | 250 | 1,178 | 1,326 | 1,979 | 2,749 |
| 재고자산 | 2,100 | 3,024 | 3,401 | 5,079 | 7,054 |
| 비유동자산 | 65,621 | 44,027 | 43,299 | 43,167 | 44,102 |
| 장기금융자산 | 0 | 0 | 23 | 23 | 23 |
| 유형자산 | 15,133 | 17,177 | 15,539 | 14,459 | 13,455 |
| 무형자산 | 190 | 200 | 191 | 190 | 189 |
| 자산총계 | 71,831 | 59,804 | 59,660 | 64,051 | 70,954 |
| 유동부채 | 22,874 | 7,105 | 8,321 | 10,138 | 12,274 |
| 단기금융부채 | 20,722 | 3,866 | 4,676 | 4,696 | 4,716 |
| 매입채무 및 기타채무 | 1,295 | 1,206 | 1,356 | 2,025 | 2,813 |
| 단기충당부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 비유동부채 | 9,192 | 11,144 | 9,292 | 9,998 | 10,817 |
| 장기금융부채 | 4,072 | 4,863 | 2,476 | 2,486 | 2,496 |
| 장기매입채무 및 기타채무 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기충당부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 부채총계 | 32,066 | 18,249 | 17,613 | 20,136 | 23,091 |
| 지배주주지분 | 39,765 | 41,555 | 42,048 | 43,915 | 47,863 |
| 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 | 15,594 | 17,465 | 21,417 |
| 비지배주주지분 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본총계 | 39,765 | 41,555 | 42,048 | 43,915 | 47,863 |
| 부채외자본총계 | 71,831 | 59,804 | 59,660 | 64,051 | 70,954 |

현금흐름표

| 월 결산(억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 영업활동현금흐름 | 1,559 | -190 | 1,881 | 1,873 | 2,832 |
| 당기순이익(손실) | -970 | 2,241 | 497 | 1,871 | 3,952 |
| 비현금성항목등 | 2,310 | -530 | 1,281 | 1,614 | 741 |
| 유형자산감가상각비 | 642 | 855 | 1,179 | 1,085 | 1,009 |
| 무형자산감가상각비 | 57 | 59 | 66 | 59 | 59 |
| 기타 | 457 | 272 | 206 | 100 | 100 |
| 운전자본감소(증가) | 218 | -1,890 | 475 | -988 | -1,163 |
| 매출채권및기타채권의 감소(증가) | 478 | -945 | -150 | -654 | -770 |
| 재고자산감소(증가) | -437 | -904 | -399 | -1,677 | -1,975 |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소) | 132 | -133 | 490 | 669 | 788 |
| 기타 | 45 | 93 | 534 | 674 | 794 |
| 법인세납부 | 2 | -11 | -372 | -624 | -697 |
| 투자활동현금흐름 | 2,756 | -6,235 | 4,312 | -17 | 8 |
| 금융자산감소(증가) | 9,700 | -10,906 | 4,400 | -100 | -100 |
| 유형자산감소(증가) | -4,941 | -2,786 | 3 | -5 | -5 |
| 무형자산감소(증가) | -107 | -58 | -58 | -58 | -58 |
| 기타 | -1,896 | 7,515 | -33 | 146 | 171 |
| 재무활동현금흐름 | -3,042 | 3,006 | -1,799 | -38 | -38 |
| 단기금융부채증가(감소) | -1,966 | 313 | -1,690 | 20 | 20 |
| 장기금융부채증가(감소) | -906 | 2,927 | -25 | 10 | 10 |
| 자본의증가(감소) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금의 지급 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | -170 | -234 | -84 | -68 | -68 |
| 현금의 증가(감소) | 1,278 | -3,405 | 4,398 | 1,819 | 2,802 |
| 기초현금 | 2,303 | 3,581 | 176 | 4,574 | 6,393 |
| 기말현금 | 3,581 | 176 | 4,574 | 6,393 | 9,195 |
| FCF | -3,637 | -2,536 | 1,204 | 1,849 | 2,923 |

자료 : 삼성바이오로직스, SK증권

포괄손익계산서

| 월 결산(억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|--------|
| 매출액 | 4,646 | 5,358 | 6,028 | 9,000 | 12,500 |
| 매출원가 | 3,328 | 3,906 | 4,678 | 5,760 | 7,750 |
| 매출총이익 | 1,318 | 1,452 | 1,350 | 3,240 | 4,750 |
| 매출총이익률 (%) | 28.4 | 27.1 | 22.4 | 36.0 | 38.0 |
| 판매비와관리비 | 658 | 895 | 1,052 | 900 | 1,125 |
| 영업이익 | 660 | 557 | 298 | 2,340 | 3,625 |
| 영업이익률 (%) | 14.2 | 10.4 | 5.0 | 26.0 | 29.0 |
| 비영업손익 | -1,820 | 2,473 | 157 | 154 | 1,024 |
| 순금융비용 | -43 | 62 | -63 | -78 | -103 |
| 외환관련손익 | 17 | 10 | 42 | 42 | 42 |
| 관계기업투자등 관련손익 | -1,296 | 2,599 | 96 | 135 | 980 |
| 세전계속사업이익 | -1,160 | 3,030 | 455 | 2,494 | 4,649 |
| 세전계속사업이익률 (%) | -25.0 | 56.6 | 7.6 | 27.7 | 37.2 |
| 계속사업법인세 | -190 | 789 | -41 | 624 | 697 |
| 계속사업이익 | -970 | 2,241 | 497 | 1,871 | 3,952 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| *법인세효과 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | -970 | 2,241 | 497 | 1,871 | 3,952 |
| 순이익률 (%) | -20.9 | 41.8 | 8.2 | 20.8 | 31.6 |
| 지배주주 | -970 | 2,241 | 497 | 1,871 | 3,952 |
| 지배주주귀속 순이익률(%) | -20.87 | 41.83 | 8.24 | 20.79 | 31.62 |
| 비지배주주 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | -1,059 | 2,211 | 493 | 1,867 | 3,948 |
| 지배주주 | -1,059 | 2,211 | 493 | 1,867 | 3,948 |
| 비지배주주 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA | 1,359 | 1,471 | 1,543 | 3,485 | 4,693 |

주요투자지표

| 월 결산(억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 성장성 (%) | | | | | |
| 매출액 | 57.7 | 15.3 | 12.5 | 49.3 | 38.9 |
| 영업이익 | 흑전 | -15.6 | -46.4 | 684.5 | 54.9 |
| 세전계속사업이익 | 적지 | 흑전 | -85.0 | 447.7 | 86.4 |
| EBITDA | 357.2 | 8.3 | 4.9 | 125.8 | 34.7 |
| EPS(계속사업) | 적지 | 흑전 | -77.8 | 276.6 | 111.3 |
| 수익성 (%) | | | | | |
| ROE | -24 | 5.5 | 1.2 | 4.4 | 8.6 |
| ROA | -13 | 3.4 | 0.8 | 3.0 | 5.9 |
| EBITDA마진 | 29.3 | 27.5 | 25.6 | 38.7 | 37.5 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 유동비율 | 27.2 | 222.0 | 196.6 | 206.0 | 218.8 |
| 부채비율 | 80.6 | 43.9 | 41.9 | 45.9 | 48.2 |
| 순차입금/자기자본 | 53.4 | -5.7 | -9.3 | -13.2 | -18.2 |
| EBITDA/이자비용(배) | 23.9 | 9.3 | 18.7 | 51.6 | 69.1 |
| 주당지표 (원) | | | | | |
| EPS(계속사업) | -1,466 | 3,387 | 751 | 2,827 | 5,973 |
| BPS | 60,099 | 62,805 | 63,550 | 66,371 | 72,338 |
| CFPS | -409 | 4,769 | 2,632 | 4,557 | 7,586 |
| 주당 현금배당금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Valuation지표 (배) | | | | | |
| PER(최고) | N/A | 172.4 | 538.7 | 143.1 | 67.7 |
| PER(최저) | N/A | 84.3 | 332.3 | 88.2 | 41.8 |
| PBR(최고) | 6.8 | 9.3 | 6.4 | 6.1 | 5.6 |
| PBR(최저) | 2.5 | 4.6 | 3.9 | 3.8 | 3.5 |
| PCR | -907.6 | 81.0 | 148.2 | 85.6 | 51.4 |
| EV/EBITDA(최고) | 213.3 | 261.1 | 171.0 | 75.2 | 55.2 |
| EV/EBITDA(최저) | 89.2 | 126.9 | 104.5 | 45.7 | 33.4 |