

SK COMPANY Analysis



Analyst
이달미

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

상저하고의 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) 2공장의 정기 유지보수비용과 2) 3공장 가동 본격화에 따라 감가상각비 증가로 2019년 연간 영업이익도 감소세 시현이 예상된다. 3공장 매출은 3분기부터 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 2공장 가동률(2019년 65%)이 상승하면서 전체 매출성장세를 견인할 전망이다. 3분기부터 매출인식이 시작된 3공장 가동률도 2019년보다 상승하면서 이익개선세가 예상된다. 회계분석 이슈 관련하여 최근 임직원 8명에 대한 결심공판이 진행되면서 형이 확정, 불확실성은 점진적으로 해소되고 있다는 판단이다.

목표주가 470,000 원으로 상향하며 투자의견 매수 유지

2020년 2,3공장 가동률을 상향 조정하면서 2020년, 2021년 영업이익률 각각 16.2%, 15.2% 상향 조정, 이에 따라 EPS는 각각 15.0%, 11.5% 상향 되었다. 목표주가 산정시 적용 연도를 기준 2024년에서 2025년으로 변경하면서 470,000 원으로 상향하고 투자의견 매수를 유지한다. 동사는 아두카누맙 수주와 관계 없이 3공장의 수주가 60%(현재 수주는 40% 언더)를 채우면 4공장 계획을 발표할 예정이다. 아두카누맙의 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

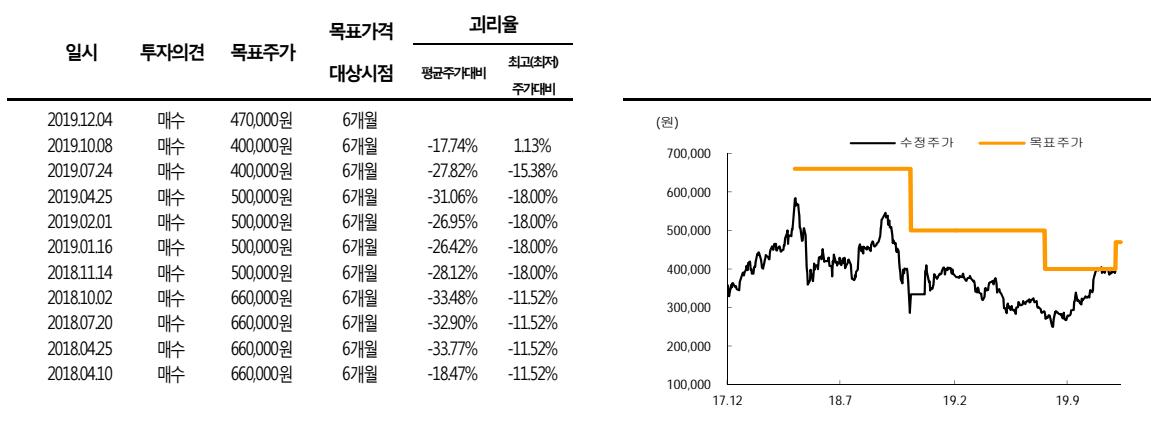
(억원, %)	변경후			변경전			변경률		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
매출액	6,028	9,000	12,500	5,921	8,050	11,650	1.8	11.8	7.3
영업이익	298	2,340	3,625	302	2,013	3,146	(1.2)	16.2	15.2
세전이익	455	2,494	4,649	459	2,168	4,171	(0.8)	15.1	11.5
순이익	497	1,871	3,952	299	1,626	3,546	66.1	15.1	11.4
EPS	751	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	-464	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



Compliance Notice

- 작성자(이달미)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 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 (2019년 12월 4일 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
비자본주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	39,765	41,555	42,048	43,915	47,863
부채와자본총계	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(순실)	-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
무형자산상각비	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
순금용비용	-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(%)	-2087	4183	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	864
EBITDA	357.2	8.3	4.9	125.8	34.7
EPS(계속사업)	적지	흑전	-77.8	276.6	111.3
수익성 (%)					
ROE	-2.4	5.5	1.2	4.4	8.6
ROA	-1.3	3.4	0.8	3.0	5.9
EBITDA마진	29.3	27.5	25.6	38.7	37.5
안정성 (%)					
유동비율	272	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	93	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