

삼성바이오로직스(207940)

한시름 놓게 한 2분기 실적

수익성 높은 2공장의 가동률 상승으로 영업이익은 시장 기대치를 크게 상회
3공장 수주도 순항 중에 있으며 올해 10월 임랄디 유럽출시 모멘텀 있음
회계이슈로 주가는 고점 대비 크게 하락했으나 펀더멘털에 변화는 없는 상황

Facts : 시장 기대치를 크게 상회한 실적

2분기 매출액은 1,254억원(+98% YoY)으로 시장 기대치(1,272억원)에 부합했으나 영업이익은 237억원(흑전, OPM 19%)으로 기대치(171억원)를 대폭 상회했다. 매출액은 1분기 1,310억원 대비 소폭 감소했으나 수익성 높은 2공장 매출이 1분기 대비 증가하면서 수익성이 개선됐다. 영업이익 호조로 작년 2분기 221억원이었던 당기순손실도 96억원으로 축소됐다. 우리는 바이오젠 콜옵션 행사대금이 2분기에 인식될 것으로 예상하여 2분기 순이익을 3,570억원으로 전망했으나 이는 3분기에 인식될 예정이다. 3분기 현금흐름표에 계상될 콜옵션 행사금액은 약 7,500억원으로 추정된다.

Pros & cons : 이제는 다시 펀더멘털에 집중해야

이번 실적은 삼성바이오로직스의 주가에 있어 중요한 변수였다. 금감원과의 회계 이슈가 일단락된 상황에서 당장의 실적에 시장의 관심이 집중될 수밖에 없었기 때문이다. 따라서 2분기 실적이 기대치를 상회했다는 점은 긍정적이다. 한편 제품교체 스케줄에 따른 가동률 하락과 3공장 비용이 선반영되면서 올해 연간 영업이익은 전년 대비 27% 감소할 전망이다. 이는 이미 시장이 충분히 인지하고 있다는 판단이다. 반면 아직 회계이슈가 완전히 해소되지 않았다는 점은 투자심리 개선에 있어서는 아쉬운 부분이다. 그러나 회사의 장기 성장성 확보에 있어 가장 중요한 3공장 수주는 현재 원만하게 진행되고 있는 것으로 파악된다. 또한 올해 10월에는 유럽에서 전세계 매출 1위 품목인 Humira 바이오시밀러(임랄디)가 출시될 예정으로 모멘텀도 상존해 있다. 이제 다시 펀더멘털에 집중해야 할 시기다.

Action : 펀더멘털에 큰 변화없어 기존 투자의견과 목표주가 유지

주가는 2018년 4월 10일 장중 60만원을 돌파했으나 회계이슈로 인해 현재는 40만원 대에서 형성되고 있다. 비록 회계의 불확실성에서 아직 완전히 자유로워지지 않았지만 현재까지 회사의 펀더멘털에 큰 변화는 없다. 따라서 매수 의견과 목표주가 61만원을 유지한다.

하 회 부 합 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 610,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(7/23)	2,269
주가(7/23)	414,500
시가총액(십억원)	27,425
발행주식수(백만)	66
52주 최고/최저가(원)	584,000/264,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	140,105
유동주식비율/외국인지분율(%)	24.6/9.9
주요주주(%)	삼성물산 외 4인 75.1

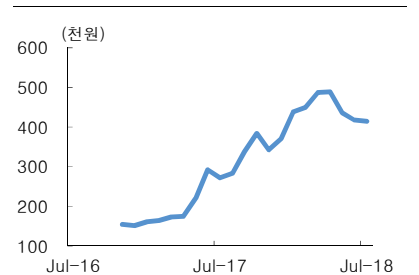
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	NM	108.5	147.7
PBR(x)	6.2	6.5	6.1
ROE(%)	(2.4)	6.2	4.3
DY(%)	-	-	-
EV/EBITDA(x)	181.7	200.4	73.6
EPS(원)	(1,466)	3,819	2,806
BPS(원)	60,099	63,530	68,355

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(5.3)	2.7	53.5
KOSPI 대비(%p)	(1.5)	13.3	60.9

주가추이



자료: WISEfn

진흥국

hg.jin@truefriend.com

정은영

eunice.jung@truefriend.com

〈표 1〉 2분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	63	127	166	131	125	(4.3)	98.4	127
영업이익	(8)	20	51	10	24	137.3	NM	17
영업이익률(%)	(13.4)	16.1	30.4	7.6	18.9			13.5
세전이익	(29)	(38)	(9)	(62)	(7)	NM	NM	12
순이익	(22)	(32)	(10)	(57)	(10)	NM	NM	10

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 분기실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	108	63	127	166	131	125	116	145	465	517	821
YoY	21.3	33.0	141.4	57.6	21.7	98.4	(9.4)	(12.6)	57.7	11.3	58.8
1 공장	55	30	47	55	40	17	17	26	183	99	138
가동률	100	55	85	100	73	30	30	47	79	45	60
2 공장	53	33	81	111	91	109	99	117	282	416	499
가동률	38	24	50	65	55	66	60	71	47	63	78
3 공장								2		2	184
가동률								1		0	23
영업이익	3	(8)	20	51	10	24	5	9	66	48	237
YoY	흑전	적지	흑전	흑전	193.4	흑전	(73.5)	(81.6)	흑전	(26.6)	389.4
OPM	3.2	(13.4)	16.1	30.4	7.6	18.9	4.7	6.4	14.2	9.4	28.8

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 연간실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
매출액	295	465	517	821	1,236	1,540	1,705	2,034	2,246	2,418	2,556	2,770
YoY	222.8	57.7	11.3	58.8	50.5	24.6	10.7	19.3	10.4	7.7	5.7	8.4
1 공장	189	183	99	138	204	250	260	260	270	270	270	270
감가상각비	26	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32
가동률	90	79	45	60	85	100	100	100	100	100	100	100
2 공장	106	282	416	499	650	660	680	700	700	700	700	700
감가상각비	28	38	38	38	38	38	38	38	38	38	38	38
가동률	19	47	63	78	100	100	100	100	100	100	100	100
3 공장			2	184	382	630	740	870	880	900	900	900
감가상각비			5	40	40	40	40	40	40	40	40	40
가동률			0	23	46	75	86	100	100	100	100	100
4 공장							25	204	396	548	686	900
감가상각비							10	40	40	40	40	40
가동률							3	24	46	63	78	100
영업이익	(30)	66	48	237	546	772	826	1,039	1,192	1,313	1,408	1,560
YoY	적지	흑전	(26.6)	389.4	130.5	41.4	7.0	25.8	14.7	10.2	7.2	10.8
OPM	(10.3)	14.2	9.4	28.8	44.2	50.1	48.4	51.1	53.1	54.3	55.1	56.3
영업외손익	(200)	(182)	288	(15)	55	123	196	257	318	359	399	442
지분법손익	(129)	(130)	(127)	(22)	45	107	166	210	248	277	302	330
파생손익	(54)	(59)	423	-	-	-	-	-	-	-	-	-
이자손익	(16)	4	(0)	3	7	12	26	43	66	78	92	107
기타	(5)	(7)	(17)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)
순이익	(177)	(97)	253	186	518	762	851	1,080	1,258	1,394	1,506	1,669
YoY	적전	적지	흑전	(26.5)	179.2	47.0	11.7	26.8	16.5	10.8	8.1	10.8
NPM	(60.0)	(20.9)	48.9	22.6	41.9	49.5	49.9	53.1	56.0	57.6	58.9	60.2

자료: 한국투자증권

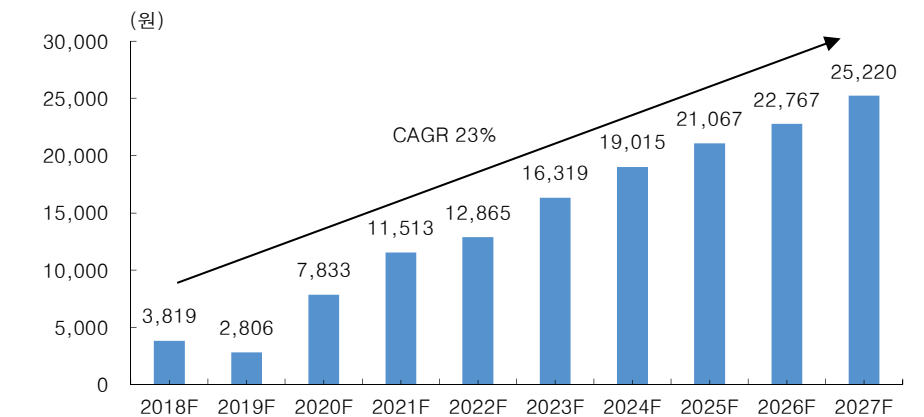
〈표 4〉 삼성바이오에피스 연간실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
매출액	148	315	471	658	873	1,060	1,208	1,329	1,427
YoY	517.1	113.4	49.5	39.7	32.7	21.4	13.9	10.1	7.4
1) 바이오에피스 베네팔리 로열티	14	136	247	336	359	365	362	357	348
YoY		NM	81.1	36.4	6.7	1.7	(0.8)	(1.3)	(2.6)
베네팔리 유럽매출(백만달러)	101	371	598	719	767	780	774	764	744
YoY		268.6	61.2	20.3	6.7	1.7	(0.8)	(1.3)	(2.6)
베네팔리 유럽 내 MS	7.2	26.2	43.1	52.0	57.3	60.3	61.2	61.1	60.2
경쟁사 유럽 내 MS	0.0	0.0	3.0	4.0	8.0	11.0	13.0	14.0	15.0
2) 바이오에피스 플릭사비 로열티		2	20	31	41	46	45	45	46
YoY			1,204.2	54.6	33.8	10.9	(1.2)	0.8	0.3
플릭사비 유럽매출(백만달러)	0	9	103	140	174	184	182	183	184
YoY		NM	1048.4	35.3	24.5	5.9	(1.2)	0.8	0.3
플릭사비 유럽 내 MS	0.0	0.6	6.5	8.8	11.0	11.6	11.4	11.5	11.5
경쟁사 유럽 내 MS	37.5	52.1	55.8	58.4	59.1	59.5	60.0	60.1	60.5
3) 바이오에피스 렌플렉시스 로열티		0	13	41	91	129	147	164	171
YoY			NM	229.6	120.1	41.3	14.3	11.4	3.9
렌플렉시스 미국매출(백만달러)		0	76	216	415	521	596	663	689
YoY			NM	182.5	92.5	25.6	14.3	11.4	3.9
렌플렉시스 미국 내 MS		0.0	2.3	6.5	12.5	15.7	18.6	20.7	21.5
경쟁사 미국 내 MS		2.8	6.0	12.4	18.6	24.0	28.9	31.8	32.5
4) 바이오에피스 온트루잔트 유럽 로열티			10	29	54	83	112	132	146
YoY				185.3	83.8	53.4	35.5	18.2	10.4
온트루잔트 유럽매출(백만달러)			62	133	218	273	313	344	354
YoY				114.0	63.4	25.5	14.7	9.7	3.1
온트루잔트 유럽 내 MS			5.3	11.0	17.7	21.5	23.6	24.7	24.4
경쟁사 미국 내 MS			5.0	15.5	25.3	28.5	31.8	35.0	38.0
5) 바이오에피스 온트루잔트 미국 로열티				4	16	34	50	66	77
YoY					269.4	113.8	48.3	32.2	16.5
온트루잔트 미국매출(백만달러)				31	96	176	228	268	313
YoY					207.8	83.3	29.8	17.5	16.5
온트루잔트 미국 내 MS				2.0	6.1	10.9	13.7	15.8	18.2
경쟁사 미국 내 MS				2.3	9.9	15.0	19.0	23.0	25.9
6) 바이오에피스 임랄디 유럽 로열티				43	148	248	343	423	506
YoY					242.0	67.7	38.2	23.3	19.6
임랄디 유럽매출(백만달러)				315	599	821	960	1,026	1,083
YoY					90.0	37.2	16.9	6.9	5.6
임랄디 유럽 내 MS				6.7	13.1	18.2	21.3	22.9	24.4
경쟁사 유럽 내 MS				7.5	16.0	23.8	32.0	36.9	40.9
마일스톤 외 기타매출	133	177	181	172	164	155	148	140	133
영업이익	(99)	(85)	(43)	31	162	288	403	497	573
YoY	적지	적지	적지	흑전	422.9	77.4	40.0	23.2	15.2
OPM	(67.1)	(27.1)	(9.1)	4.7	18.6	27.2	33.4	37.4	40.1
순이익	(106)	(92)	(102)	7	119	224	321	400	466
YoY	적지	적지	흑전	(106.5)	1,685.1	88.2	42.9	24.7	16.4
NPM	(72.2)	(29.2)	(21.7)	1.0	13.7	21.2	26.6	30.1	32.6

자료: 한국투자증권

〈그림 1〉 삼성바이오로직스 EPS 전망



자료: 한국투자증권

〈표 5〉 삼성바이오로직스 DCF valuation

(단위: %)

세부항목	
Terminal value	
영구성장률	4.6
현금흐름의 영구가치(십억원)	1,858
영구가치의 NPV(십억원, 2027년 12월 31일 기준)	55,935
영구가치의 NPV(십억원, 2018년 7월 23일 기준)	27,223
DCF valuation	
NPV of Forecasts(십억원)	6,098
NPV of Terminal Value(십억원)	27,222
+ 삼성바이오에피스 지분가치(십억원, 50.1% 가정)	6,438
Archizen Bioech(십억원, 50%)	13.5
Enterprise value(십억원)	39,771
+ 2018년 예상 순현금(십억원)	390
지분가치(십억원)	40,161
주식수(백만주)	66.2
주당가치(원)	606,982

자료: 한국투자증권

〈표 6〉 삼성바이오로직스 free cash flow 추정

(단위: 십억원, %)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
CFO	(63)	150	220	399	761	1,042	1,129	1,409	1,546	1,660	1,751	1,904
EBITDA	60	70	148	364	673	898	963	1,208	1,360	1,482	1,576	1,729
+Increase in WC	(74)	22	11	11	39	70	73	86	87	89	91	93
+Others	(49)	58	61	25	49	74	93	116	99	89	84	83
CAPEX	(168)	(505)	(263)	(184)	(469)	(187)	(131)	(105)	(110)	(116)	(121)	(128)
FCF	(231)	(355)	(42)	216	292	855	998	1,304	1,436	1,544	1,630	1,776
할인율				1.12	1.20	1.30	1.40	1.51	1.63	1.76	1.90	2.05
NPV of FCF	(231)	(355)	(42)	193	243	657	711	861	878	875	856	864

자료: 한국투자증권

〈표 7〉 삼성바이오에피스 DCF valuation

(단위: %)

WACC		7.9
Terminal Value		
영구성장률		5.0
현금흐름의 영구가치(십억원)		523
영구가치의 NPV (십억원, 2024년 12월 31일 기준)		17,908
영구가치의 NPV (십억원, 2018년 7월 23일 기준)		10,955
DCF Valuation		
NPV of Forecast(십억원, 2018F~2024F)		1,896
NPV of Terminal Value(십억원)		10,954
Enterprise value(십억원)		12,851

자료: 한국투자증권

〈표 8〉 삼성바이오에피스 free cash flow 추정

(단위: 십억원, %)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
CFO	(116)	(252)	5	137	267	449	611	730	834
EBITDA	(76)	(79)	(18)	56	188	314	429	522	598
+Increase in WC	(79)	(230)	(43)	5	(4)	39	72	81	91
+Others	38	57	66	76	83	96	110	126	145
CAPEX	(86)	(95)	(65)	(53)	(43)	(35)	(29)	(24)	(20)
FCF	(202)	(347)	(61)	84	224	413	582	706	815
할인율				1.12	1.20	1.30	1.40	1.51	1.63
NPV of FCF	(202)	(347)	(61)	75	186	318	414	466	498

자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

2011년 4월 설립되어 2016년 11월 코스피에 상장한 삼성그룹 산하의 동물세포배양타입의 바이오의약품 CMO(Contract Manufacturing Organization, 의약품 위탁생산 사업)업체임. 2016년 기준 매출의 100%가 CMO사업에서 발생했음. 주요주주는 삼성물산(43.4%)과 삼성전자(31.5%)임. 동사의 주요 고객사는 글로벌 제약업체들인 Bristol-Myers Squibb(BMS), Roche 등이며 Merck와 Biogen을 협력 파트너로 보유하고 있음.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,461	621	1,246	1,422	1,674
현금성자산	230	358	994	1,108	1,299
매출채권및기타채권	76	26	22	28	34
재고자산	164	210	199	252	304
비유동자산	6,072	6,562	4,369	4,443	4,672
투자자산	4,966	5,029	2,673	2,700	2,727
유형자산	1,091	1,513	1,676	1,724	1,926
무형자산	14	19	19	19	19
자산총계	7,533	7,183	5,614	5,865	6,346
유동부채	2,477	2,287	541	553	591
매입채무및기타채무	140	161	127	197	294
단기차입금및단기사채	170	90	240	190	140
유동성장기부채	234	49	49	23	0
비유동부채	974	919	870	790	716
사채	50	50	0	0	0
장기차입금및금융부채	389	357	364	310	260
부채총계	3,451	3,207	1,411	1,343	1,307
자본금	165	165	165	165	165
자본잉여금	2,487	2,487	2,487	2,487	2,487
기타자본	0	0	(409)	(203)	121
이익잉여금	1,425	1,328	1,964	2,077	2,269
자본총계	4,082	3,976	4,203	4,523	5,039

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	(63)	150	220	399	761
당기순이익	(177)	(97)	253	186	518
유형자산감가상각비	56	64	76	115	115
무형자산상각비	4	6	11	12	12
자산부채변동	(74)	22	48	14	47
기타	128	155	(168)	72	69
투자활동현금흐름	(1,373)	265	222	(184)	(469)
유형자산투자	(163)	(494)	(263)	(184)	(469)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(970)	970	293	(48)	18
무형자산순증	(5)	(11)	(11)	(12)	(12)
기타	(235)	(200)	203	60	(6)
재무활동현금흐름	1,631	(287)	194	(102)	(101)
자본의증가	1,484	0	0	0	0
차입금의순증	147	(287)	197	(105)	(100)
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	0	(3)	3	(1)
기타현금흐름	0	(0)	0	0	0
현금의증가	196	128	636	114	192

주: K-IFRS (개별) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

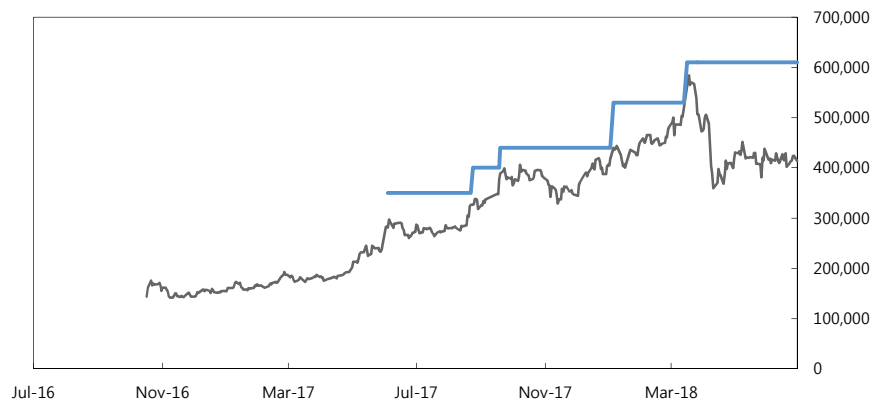
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	295	465	517	821	1,236
매출원가	268	333	396	494	584
매출총이익	27	132	121	327	652
판매관리비	57	66	72	90	106
영업이익	(30)	66	48	237	546
금융수익	14	23	4	15	18
이자수익	4	10	9	12	14
금융비용	87	76	9	9	7
이자비용	19	6	9	9	7
기타영업외손익	1	1	0	0	0
관계기업관련손익	(129)	(130)	293	(22)	45
세전계속사업이익	(231)	(116)	337	222	601
법인세비용	(54)	(19)	84	36	83
당기순이익	(177)	(97)	253	186	518
기타포괄이익	0	(9)	0	0	0
총포괄이익	(177)	(106)	253	186	518
EBITDA	30	136	135	364	673

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	(3,115)	(1,466)	3,819	2,806	7,833
BPS	61,700	60,099	63,530	68,355	76,154
DPS	0	0	0	0	0
성장성(%, YoY)					
매출증가율	222.8	57.7	11.3	58.8	50.5
영업이익증가율	NM	NM	(26.6)	389.4	130.5
순이익증가율	NM	NM	NM	(26.5)	179.2
EPS증가율	NM	NM	NM	(26.5)	179.2
EBITDA증가율	NM	357.2	(0.7)	169.4	85.0
수익성(%)					
영업이익률	(10.3)	14.2	9.4	28.8	44.2
순이익률	(60.0)	(20.9)	48.9	22.6	41.9
EBITDA Margin	10.1	29.3	26.1	44.3	54.4
ROA	(2.6)	(1.3)	3.9	3.2	8.5
ROE	(5.2)	(2.4)	6.2	4.3	10.8
배당수익률	-	-	-	-	-
배당성향	NM	NM	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	(374)	165	(366)	(625)	(960)
차입금/자본총계비율(%)	20.7	13.7	15.5	11.6	7.9
Valuation(X)					
PER	NM	NM	108.5	147.7	52.9
PBR	2.4	6.2	6.5	6.1	5.4
EV/EBITDA	320.6	181.7	200.4	73.6	39.3

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
삼성바이오로직스(207940)	2017.06.28	매수	350,000원	-19.7	-6.7
	2017.09.17	매수	400,000원	-15.7	-5.6
	2017.10.13	매수	440,000원	-13.6	-4.7
	2018.01.29	매수	530,000원	-14.4	-2.1
	2018.04.09	매수	610,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 7월 23일 현재 삼성바이오로직스 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 삼성바이오로직스 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.
- 당사는 삼성바이오로직스 발행주식의 유가증권(코스닥)시장 상장을 위한 대표 주관업무를 수행한 증권사입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	0.5%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.