

삼성바이오로직스(207940)

이젠 4공장도 바라봐야할 때

4공장 증설에 대한 열린 가능성에 주목

삼성바이오로직스는 올해 1월 JP모건 컨퍼런스에서 3공장에 이어 4공장 설립에 대한 가능성도 열어두고 있음을 시사했다. 4공장은 이미 부지가 확보되어 있어 언제든 착공할 수 있으며 3공장과 동일한 규모의 생산능력(18만리터, 연매출 8천억원 추정)을 갖추게 될 것이라고 밝혔다. 우리는 3공장의 가동률이 2021년 80%에 도달할 것으로 예상하기 때문에 4공장은 적어도 2022년부터는 가동을 개시할 가능성이 높다는 판단이다. 3공장 준공에 약 2년이 소요되었다는 점을 감안하여 4공장은 2019년 착공되어 2021년 준공된 후 1년 간의 밸리테이션을 거쳐 2022년 말부터 가동이 시작될 것으로 전망한다. 이에 따라 2022년 이후 성장이 제한적일 수 밖에 없었던 기존 영업이익 전망치를 2022년부터 2027년까지 연평균 10% 성장할 것으로 상향조정했다.

바이오에피소드 올해 흑자전환 기대

비록 경쟁사 대비 늦은 시장진입(유럽 3년, 미국 8개월)으로 레미케이드 바이오시밀러(플릭사비, 렌플렉시스)는 판매가 부진하지만(2017년 플릭사비 매출 900만달러, 렌플렉시스 10만달러 추정) Enbrel의 유럽 first-mover 베네팔리는 2017년 유럽에서 매출 3억7천80만달러, 유럽시장 내 점유율 약 30%를 달성하며 판매호조를 나타내고 있다. 이는 유럽시장을 장악한 램시마의 2016년 유럽 매출액(4,650억원 추정)과 유사한 수준이다. 또한 올해 1분기에는 유럽시장에서 Herceptin first-mover인 온트루잔트도 출시될 예정인 만큼 올해 바이오에피스의 실적개선이 기대된다. 이에 우리는 바이오에피스의 영업이익이 2018년 흑자전환(399억원, OPM 8%)할 것으로 전망한다.

4공장 증설에 따른 이익성장을 감안하여 목표주가 53만원으로 상향

삼성바이오로직스에 대해 매수 투자 의견을 유지하며 DCF 방식으로 산출된 목표주가를 종전 44만원에서 53만원으로 20% 상향한다. 목표주가의 상향은 종전 2018년부터 2022년까지의 FCF(Free cash flow) 추정을 4공장 가동률이 100%에 달할 것으로 예상되는 2027년까지 확대함에 따른 equity value 상승에 기인한다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2015A	91	(204)	1,905	19,414	NM	(162)	NM	NM	NM	68.7	-
2016A	295	(30)	(177)	(1,558)	NM	30	NM	320.6	4.9	(5.2)	-
2017F	444	40	(111)	(1,673)	NM	102	NM	238.2	6.3	(2.8)	-
2018F	581	97	655	9,903	NM	176	44.4	162.2	6.8	16.0	-
2019F	944	322	331	5,009	(49.4)	428	87.7	65.7	6.3	7.4	-

매수(유지)

목표주가: 530,000원(상향)

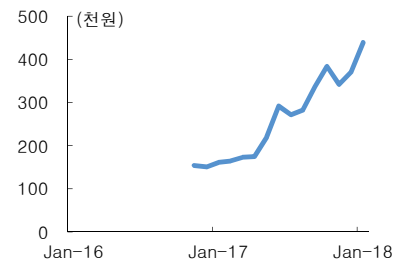
Stock Data

KOSPI(1/29)	2,598
주가(1/29)	439,500
시가총액(십억원)	29,080
발행주식수(백만)	66
52주 최고/최저(원)	439,500/156,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	91,666
유동주식비율/외국인지분율(%)	21.8/9.1
주요주주(%)	삼성물산 외 4인 75.1

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	18.5	62.8	173.0
KOSPI 대비(%p)	13.2	54.6	148.3

주가추이



자료: WISEFn

진홍국

hg.jin@truefriend.com

정은영

eunice.jung@truefriend.com

장기적 관점에서 매수의견 유지

그동안 3공장에 대해 신규 고객사 유치에 대한 우려가 존재해왔으나 바이오 의약품의 수요가 지속적으로 증가함은 물론이고 생산공장에 대한 중요성이 부각되면서 FDA로부터 설비에 대한 경쟁력을 인정받은 삼성바이오에 생산을 수탁하는 고객사도 더욱 늘어날 전망이다. CMO 생산능력 기준 세계 1위에 올라선 삼성바이오로직스는 장기적으로는 바이오시밀러를 넘어 신약개발업체로 변모해 나갈 예정으로 장기적 관점에서 매수의견을 유지한다.

〈표 1〉 DCF valuation

(단위: %)

세부항목	
debt/equity	8.4
시장위험프리미엄	7.0
무위험자산수익률	2.0
타인자본비용(Cost of debt)	2.0
자기자본비용 (Cost of equity)	9.0
WACC	8.4
영구가치(Terminal value)	
영구성장률(Terminal growth rate)	5.0
현금흐름의 영구가치(Estimated terminal FCF, 십억원)	1,940.0
영구가치의 NPV(십억원, 2027년 12월 31일 기준)	57,462.3
영구가치의 NPV(십억원, 2018년 1월 30일 기준)	25,865.7
DCF valuation	
NPV of Forecasts(십억원)	5,726.1
NPV of Terminal Value(십억원)	25,865.7
+ 삼성바이오에피스 지분가치(50.1% 가정)	2,525.0
Archizen Bioech(2Q17 기준 50%)	13.5
기업가치(Enterprise value)	34,130.4
+ 2018년 예상 순현금(십억원)	758.4
지분가치(Equity value, 십억원)	34,888.8
주식수 (백만주)	66.2
주당가치 (원)	527,300

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 삼성바이오로직스 FCF 전망(수정후)

(단위: 십억원, %)

	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
CFO	(63)	99	142	491	769	957	1,091	1,237	1,365	1,530	1,696	1,868
EBT	(231)	(137)	667	377	744	925	1,084	1,199	1,379	1,535	1,689	1,844
+Tax	(54)	(26)	(12)	(45)	(105)	(146)	(202)	(223)	(258)	(288)	(317)	(347)
+D&A	60	62	79	106	106	106	116	142	142	142	142	142
+Interest income	(16)	8	8	25	37	50	72	100	133	157	182	209
+Decrease in WC	(74)	(3)	(36)	19	(7)	49	54	61	70	81	93	107
+Others	252	194	(564)	11	(7)	(28)	(34)	(42)	(102)	(97)	(92)	(87)
CAPEX	(168)	(447)	(195)	(78)	(350)	(280)	(84)	(76)	(38)	(34)	(27)	(20)
FCF	(231)	(348)	(53)	413	419	677	1,007	1,161	1,327	1,496	1,669	1,848
활인율			1.1	1.2	1.3	1.4	1.5	1.6	1.7	1.9	2.0	2.2
NPV of FCF	(231)	(348)	(49)	354	331	494	678	721	760	791	814	832

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 삼성바이오로직스 FCF 전망 (수정전)

(단위: 십억원, %)

	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
EBIT	(30)	40	94	319	654	798	950
EBITDA	30	102	169	425	760	904	1,056
CFO	(63)	104	130	478	820	999	1,142
CAPEX	(168)	(447)	(214)	(86)	(52)	(42)	(33)
FCF	(231)	(343)	(83)	393	768	957	1,109
할인율			1.1	1.2	1.3	1.4	1.5
NPV of FCF	(231)	(343)	(77)	334	603	694	742

자료: 한국투자증권

〈표 4〉 삼성바이오로직스 분기실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출액	89	48	53	106	108	63	127	146	295	444	581
YoY					21.3	33.0	141.4	37.9	-	50.7	30.9
1 공장					55	30	47	50	189	182	154
가동률					100	55	85	90	90	83	70
2 공장					53	33	81	96	106	262	403
가동률					38	24	50	60	19	44	65
3 공장											24
가동률											3
영업이익	(14)	(3)	(13)	(1)	3	(8)	21	24	(30)	40	97
YoY					흑전	적지	흑전	흑전	적지	흑전	143.3
OPM	(15.4)	(6.7)	(24.2)	(0.7)	3.2	(13.4)	16.1	16.8	(10.3)	9.0	16.7

자료: 한국투자증권

〈표 5〉 삼성바이오로직스 연간실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
매출액	295	444	581	944	1,386	1,582	1,831	1,988	2,190	2,366	2,538	2,710
YoY	222.8	50.6	30.9	62.5	46.8	14.2	15.7	8.6	10.2	8.0	7.3	6.8
1 공장	189	182	154	192	238	250	260	260	270	270	270	270
감가상각비	26	26	26	26	26	26	26	26	26	26	26	26
가동률	90	83	70	80	95	100	100	100	100	100	100	100
2 공장	106	262	403	512	650	660	670	700	700	700	700	700
감가상각비	28	28	28	28	28	28	28	28	28	28	28	28
가동률	19	44	65	80	100	100	100	100	100	100	100	100
3 공장			24	240	498	672	860	860	880	880	880	880
감가상각비			12	40	40	40	40	40	40	40	40	40
가동률			3	30	60	80	100	100	100	100	100	100
4 공장							41	168	340	516	688	860
감가상각비							10	35	35	35	35	35
가동률							5	20	40	60	80	100
영업이익	(30)	40	97	322	660	807	939	1,017	1,156	1,282	1,405	1,527
YoY	적지	흑전	143.3	232.8	104.9	22.2	16.3	8.4	13.6	11.0	9.6	8.7
OPM	(10.3)	9.0	16.7	34.1	47.7	51.0	51.3	51.2	52.8	54.2	55.4	56.4
영업외손익	(200)	(158)	570	54	84	118	146	182	224	253	283	317
지분법손익	(129)	(118)	10	9	27	48	54	62	71	76	82	88
파생손익	(54)	(49)	553	-	-	-	-	-	-	-	-	-
이자손익	(16)	8	8	25	37	50	72	100	133	157	182	209
기타	(5)	(12)	(17)	3	3	3	3	3	3	3	3	3
순이익	(177)	(111)	655	331	640	779	882	976	1,122	1,247	1,371	1,497
YoY	적전	적지	흑전	(49.4)	93.0	21.9	13.2	10.6	14.9	11.2	9.9	9.2
NPM	(60.0)	(24.9)	112.8	35.1	46.2	49.3	48.2	49.1	51.2	52.7	54.0	55.2

자료: 한국투자증권

〈표 6〉 삼성바이오에피스 연간실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F
매출액	148	302	484	587	686	788	849	907
YoY	517.1	104.9	60.1	21.3	16.9	14.8	7.8	6.7
1) 바이오에피스 베네팔리 로열티	6	153	279	341	387	437	448	443
YoY		NM	82.7	22.1	13.5	12.7	2.5	(1.0)
베네팔리 유럽매출(백만달러)	101	371	612	705	757	810	830	822
YoY		268.6	65.1	15.2	7.4	7.0	2.5	(1.0)
베네팔리 유럽 내 MS	7.2	26.2	43.7	50.9	56.0	61.3	63.6	63.9
경쟁사 유럽 내 MS	0.0	0.0	2.0	4.0	7.0	10.0	12.0	14.0
2) 바이오에피스 플릭사비 로열티		3	19	26	42	51	54	59
YoY			639.9	35.9	62.7	20.0	6.2	9.3
플릭사비 유럽매출(백만달러)	0	9	66	85	133	154	161	173
YoY		NM	631.4	28.6	57.1	16.0	4.4	7.5
플릭사비 유럽 내 MS	0.0	0.6	4.1	5.3	8.4	9.7	10.2	10.9
경쟁사 유럽 내 MS	37.5	53.2	58.2	61.9	61.6	61.4	61.2	60.6
3) 바이오에피스 렌플렉시스 로열티		0	17	29	35	54	87	108
YoY			—	67.5	19.0	56.2	61.9	23.8
렌플렉시스 미국매출(백만달러)		0	66	104	119	175	274	328
YoY			NM	57.7	14.5	47.8	56.3	19.7
렌플렉시스 미국 내 MS		0.0	2.0	3.1	3.6	5.3	8.3	9.9
경쟁사 미국 내 MS		2.9	9.1	18.1	27.6	34.4	39.2	42.6
4) 바이오에피스 온트루잔트 유럽 로열티			18	43	87	106	137	152
YoY				138.6	101.9	21.7	28.7	11.1
온트루잔트 유럽매출(백만달러)			62	125	234	265	319	355
YoY				100.7	87.1	13.4	20.5	11.1
온트루잔트 유럽 내 MS			5.3	10.3	19.0	20.8	24.0	25.5
경쟁사 미국 내 MS			5.0	16.2	24.0	29.1	31.3	34.2
5) 바이오에피스 온트루잔트 미국 로열티				27	34	60	73	94
YoY					25.4	73.7	23.0	27.9
온트루잔트 미국매출(백만달러)				104	118	194	230	280
YoY					13.6	64.4	18.7	21.6
온트루잔트 미국 내 MS				5.6	6.3	10.3	11.9	13.9
경쟁사 미국 내 MS				5.5	9.7	15.6	20.8	24.9
마일스톤 외 기타매출	142	147	150	120	100	80	50	50
영업이익	(99)	(10)	40	50	81	119	110	460
YoY	적지	적지	흑전	25.4	62.7	46.0	(7.4)	318.2
OPM	(67.1)	(3.2)	8.2	8.5	11.9	15.1	12.9	50.7
순이익	(106)	(14)	33	39	63	94	88	348
YoY	적지	적지	흑전	18.4	64.7	47.7	(6.5)	296.9
NPM	(72.2)	(4.5)	6.7	6.6	9.2	11.9	10.3	38.3

자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

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

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	193	1,461	940	1,525	1,904
현금성자산	35	230	622	1,119	1,377
매출채권및기타채권	37	76	93	97	126
재고자산	119	164	223	306	398
비유동자산	5,768	6,072	6,444	4,122	4,053
투자자산	4,863	4,966	4,998	2,599	2,573
유형자산	890	1,091	1,431	1,508	1,465
무형자산	14	14	15	15	15
자산총계	5,960	7,533	7,384	5,647	5,956
유동부채	1,912	2,477	2,596	499	626
매입채무및기타채무	57	140	191	242	381
단기차입금및단기사채	10	170	0	0	0
유동성장기부채	0	234	219	219	219
비유동부채	1,274	974	884	872	692
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	682	439	372	360	180
부채총계	3,186	3,451	3,479	1,372	1,318
자본금	138	165	165	165	165
자본잉여금	1,031	2,487	2,487	2,487	2,487
기타자본	0	0	401	274	379
이익잉여금	1,602	1,425	847	1,343	1,601
자본총계	2,775	4,082	3,905	4,275	4,638

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	(266)	(63)	99	142	491
당기순이익	1,905	(177)	(111)	655	331
유형자산감가상각비	33	56	57	73	98
무형자산상각비	9	4	6	6	8
자산부채변동	(96)	(74)	214	(873)	6
기타	(2,117)	128	(67)	281	48
투자활동현금흐름	(429)	(1,373)	(447)	358	(78)
유형자산투자	(240)	(163)	(447)	(195)	(78)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	0	(970)	(222)	2,962	35
무형자산순증	(149)	(5)	(7)	(6)	(8)
기타	(40)	(235)	229	(2,403)	(27)
재무활동현금흐름	633	1,631	(230)	(3)	(155)
자본의증가	273	1,484	0	0	0
차입금의순증	360	147	(238)	(11)	(180)
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	0	8	8	25
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	(62)	196	(578)	497	258

주: K-IFRS (개별) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

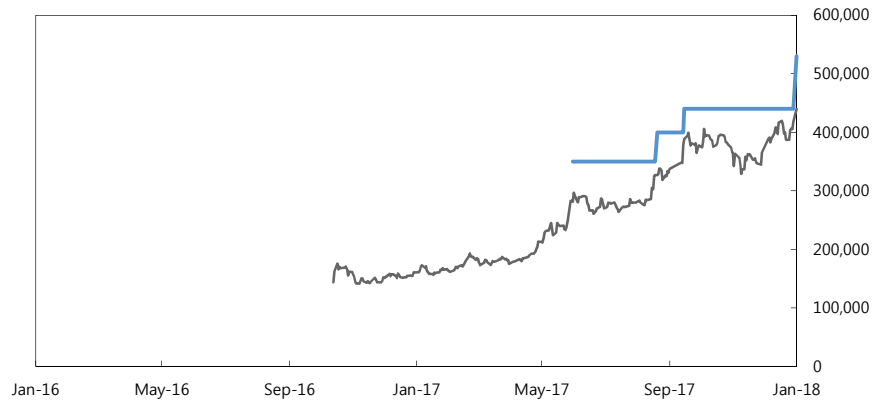
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	91	295	444	581	944
매출원가	115	268	339	410	531
매출총이익	(24)	27	105	171	413
판매관리비	180	57	65	75	91
영업이익	(204)	(30)	40	97	322
금융수익	7	14	19	16	54
이자수익	1	4	14	17	34
금융비용	1,841	87	6	9	9
이자비용	3	19	6	9	9
기타영업외손익	2	1	0	0	0
관계기업관련손익	4,524	(129)	(190)	563	9
세전계속사업이익	2,488	(231)	(137)	667	377
법인세비용	583	(54)	(26)	12	45
당기순이익	1,905	(177)	(111)	655	331
기타포괄이익	(9)	0	0	0	0
총포괄이익	1,896	(177)	(111)	655	332
EBITDA	(162)	30	102	176	428

주요투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	19,414	(1,558)	(1,673)	9,903	5,009
BPS	50,326	30,850	59,023	64,610	70,102
DPS	0	0	0	0	0
성장성(% YoY)					
매출증가율	0.0	222.8	50.6	30.9	62.5
영업이익증가율	NM	NM	NM	143.3	232.8
순이익증가율	NM	NM	NM	NM	(49.4)
EPS증가율	NM	NM	NM	NM	(49.4)
EBITDA증가율	NM	NM	243.6	72.5	143.0
수익성(%)					
영업이익률	(223.1)	(10.3)	9.0	16.7	34.1
순이익률	2,087.0	(60.0)	(24.9)	112.8	35.1
EBITDA Margin	(177.5)	10.1	23.0	30.3	45.4
ROA	32.0	(2.6)	(1.5)	10.1	5.7
ROE	68.7	(5.2)	(2.8)	16.0	7.4
배당수익률	-	-	-	-	-
배당성향	0.0	NM	NM	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	657	(374)	(251)	(539)	(978)
차입금/자본총계비율(%)	24.9	20.7	9.5	13.6	8.6
Valuation(X)					
PER	NM	NM	NM	44.4	87.7
PBR	NM	4.9	6.3	6.8	6.3
EV/EBITDA	NM	320.6	238.2	162.2	65.7

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				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	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 1월 29일 현재 삼성바이오로직스 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 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
- 중 립 : 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 (2017.12.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.6%	19.9%	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 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 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.