

삼성바이오로직스(207940)

매수(유지)

목표주가: 350,000원(유지)

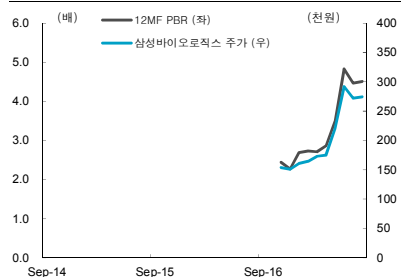
Stock Data

KOSPI(8/21)	2,355
주가(8/21)	274,500
시가총액(십억원)	18,162
발행주식수(백만)	66
52주 최고/최저가(원)	297,000/142,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	64,087
유동주식비율/외국인지분율(%)	21.8/9.6
주요주주(%)	삼성물산 외 3인 75.0

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	1.7	65.9	0.0
상대주가(%p)	5.5	53.9	0.0

12MF PBR 추이



자료: WISEfn 컨센서스

장차 크게 될 회사

신약개발이라는 장기적 청사진을 제시하다

삼성바이오로직스의 자회사 바이오에피스는 어제 언론보도를 통해 일본의 다케다제약과 바이오신약 개발을 공동진행하는 전략적 협력계약을 체결했다고 밝혔다. 바이오시밀러를 넘어 신약개발이라는 장기적 청사진을 제시함에 따라 삼성바이오로직스의 향후 사업의 방향성은 CMO 세계 1위 등극/글로벌 신약개발업체로의 변모로 대변할 수 있을 것이다.

급성췌장염 치료제 공동개발 착수

다케다제약은 1781년 일본에서 창업한 회사로, 지난해 161억 달러의 매출을 기록한 아시아 최대 다국적 제약사다. 두 회사간의 계약은 신물질 탐색, 임상허가, 상업화에 이르는 전 과정을 협력하여 비용 등의 리스크를 줄이고 개발성공 가능성을 높이려는 전략이다. 양사의 첫 프로젝트는 급성 췌장염 치료제의 공동개발이다. 급성 췌장염 치료제는 아직 개발되지 않은 제품이며 다케다약품이 소화기 내과 분야 치료제에 강점을 갖고 있어 적절한 초기전략이 수립된 것으로 보여진다.

실적은 돌아서고, 신제품은 잇달아 출시되고

일시적인 가동률 하락으로 영업적자를 시현했던 2분기를 뒤로하고 삼성바이오로직스는 3분기부터 흑자기조를 이어갈 전망이다. 한편 올해 7월 말 미국에서 Remicade 바이오시밀러 렌플렉시스를 출시한 바이오에피스는 유럽에서 올해 내로 Herceptin(유방암 치료제)의 첫 바이오시밀러 출시에 대한 승인이 기대된다. 내년 상반기에는 Humira의 바이오시밀러 임팔디, Lantus의 바이오시밀러 루수두나 등의 유럽 출시가 잇달아 예정되어 있다. 삼성바이오로직스와 바이오에피스의 향후 실적개선에 대한 기대감은 하반기로 갈수록 고조될 전망이다.

CMO 세계 1위/글로벌 신약개발업체에 대해 긴 호흡에서 매수권고

삼성바이오로직스에 대해 매수 투자자의견과 목표주가 35만원을 유지한다. 목표주가는 2017년~2023년의 free cash flow를 합산해 현재 가치로 할인한 후 자회사 지분가치(바이오에피스 2,56조원[5,12조원의 50.1%], Archizen Biotech 340억원[680억원의 50%])와 2017년 순현금과 콜옵션 행사금 5,982억원을 더해 산출했다. 3분기부터 영업흑자 기조를 이어가는 한편 신약개발이라는 장기적인 청사진을 제시하는 삼성바이오로직스에 대해 긴 호흡에서 매수를 권고한다.

	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	415	7	(129)	(1,954)	NM	69	NM	262.5	5.1	(3.4)	-
2018F	573	110	497	7,516	NM	185	36.5	96.1	4.5	13.1	-
2019F	944	330	266	4,022	(46.5)	436	68.2	40.2	4.5	6.6	-

진홍국 3276-6196
hg.jin@truefriend.com

정은영 3276-6239
eunice.jung@truefriend.com

<표 1> 다케다제약 (4502 JP) 소개

- 아시아 최대 다국적 제약회사
- 1781년 창립자 초베이 다케다가 오사카에서 일본과 중국의 한방 약재 판매 시작
- 1925년 1월 29일 Chobei Takeda & Co., Ltd 설립
- 자본금 636억엔, 시가총액 4.6조엔
- 2016년 매출액 1.8조엔, 영업이익 1726억엔, 순이익 835억엔, 종업원 30,481명
- 전세계 90개국 이상에 신약 수출 중

자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 2> 바이오시밀러 개발 스케줄

		3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	2H17	2018	비고
SB4 베네팔리	미국															2028년 특허만료
	유럽		허가신청	특허만료				허가 출시								
SB2 플릭사비	미국							허가신청					허가	출시	특허만료	
	유럽			허가신청					허가	출시						2013년 특허만료
SB5 임팔디	미국															
	유럽									허가신청				허가 예정	특허만료	
SB3 Herceptin	미국															2019년 특허만료
	유럽	특허만료								허가신청						
SB8 Avastin	미국															2019년 특허만료
	유럽															2019년 특허만료
SB9 루수두나	미국			특허만료					허가신청					잠정승인		
	유럽				특허만료		허가신청					허가				
SAIT-101 Rituxan	미국														특허만료	
	유럽															2013년 특허만료

자료: 삼성바이오로직스, Global Data, 한국투자증권

<표 3> 삼성바이오로직스 분기 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출액	88.8	47.5	52.8	105.5	107.6	63.2	111.0	133.5	294.6	415.3	573.0
YoY	-	-	-	-	21.3	32.9	110.2	26.5	-	41.0	38.0
1 공장 가동률					55.0	30.3	55.0	49.5	189.0	189.8	161.0
2 공장 가동률					100.0	55.0	100.0	90.0	90.0	86.3	70.0
3 공장 가동률					52.6	33.0	56.0	84.0	105.6	225.6	372.0
4 공장 가동률					37.6	23.5	40.0	60.0	19.2	40.3	60.0
영업이익	(13.7)	(3.2)	(12.8)	(0.7)	3.4	(8.5)	3.5	8.1	(30.4)	6.5	109.6
YoY	-	-	-	-	흑전	적지	흑전	흑전	적지	흑전	1,577.8
OPM	(15.4)	(6.7)	(24.2)	(0.7)	3.2	(13.4)	3.2	6.1	(10.3)	1.6	19.1

자료: 삼성바이오로직스, 한국투자증권

<표 4> DCF valuation

(단위: %)

세부항목	
debt/equity	13
시장위험프리미엄	7.0
무위험자산수익률	2.1
타인자본비용(Cost of debt)	2.1
자기자본비용 (Cost of equity)	9.1
WACC	8.1
영구가치(Terminal value)	
영구성장률(Terminal growth rate)	5.0
영구 WACC(Terminal WACC)	8.1
현금흐름의 영구가치(Estimated terminal FCF, 십억원)	884.6
영구가치의 NPV(십억원, 2023 12 월 31 일 기준)	28,514.9
영구가치의 NPV(십억원, 2017 년 8 월 22 일 기준)	17,371.3
DCF valuation	
NPV of Forecasts(십억원)	2,423.2
NPV of Terminal Value(십억원)	17,371.3
+ 삼성바이오에피스 지분가치(2Q17 기준 94.6%)	2,564.6
Archizen Bioech(1Q17 기준 50%)	33.9
기업가치(Enterprise value)	22,393.0
+ 2017 년 예상 순현금 + 콜옵션 행사금(십억원)	598.2
지분가치(Equity value, 십억원)	22,941.2
주식수 (백만주)	66.2
주당가치 (원)	347,483

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	797	1,280	1,390
현금성자산	35	230	527	1,011	1,050
매출채권및기타채권	37	76	82	90	119
재고자산	119	164	185	179	221
비유동자산	5,768	6,072	6,549	4,245	4,034
투자자산	4,863	4,966	5,193	2,856	2,704
유형자산	890	1,091	1,342	1,374	1,315
무형자산	14	14	15	15	15
자산총계	5,960	7,533	7,346	5,525	5,424
유동부채	1,912	2,477	2,821	560	659
매입채무및기타채무	57	140	154	204	319
단기차입금및단기사채	10	170	43	0	0
유동성장기부채	0	234	221	202	192
비유동부채	1,274	974	952	920	698
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	682	439	438	425	212
부채총계	3,186	3,451	3,773	1,480	1,356
자본금	138	165	165	165	165
자본잉여금	1,031	2,487	2,487	2,487	2,487
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	1,602	1,425	915	1,387	1,410
자본총계	2,775	4,082	3,573	4,045	4,068

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	(266)	(63)	94	225	489
당기순이익	1,905	(177)	(129)	497	266
유형자산감가상각비	33	56	57	69	98
무형자산상각비	9	4	5	6	7
자산부채변동	(96)	(74)	445	(344)	28
기타	(2,117)	128	(284)	(3)	90
투자활동현금흐름	(429)	(1,373)	(643)	312	(258)
유형자산투자	(240)	(163)	(447)	(214)	(86)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	0	(970)	(355)	2,183	99
무형자산순증	(149)	(5)	(6)	(6)	(7)
기타	(40)	(235)	165	(1,651)	(264)
재무활동현금흐름	633	1,631	(124)	(53)	(192)
자본의증가	273	1,484	0	0	0
차입금의순증	360	147	(129)	(56)	(212)
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	0	5	3	20
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	(62)	196	(673)	484	39

주: K-IFRS (개별) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

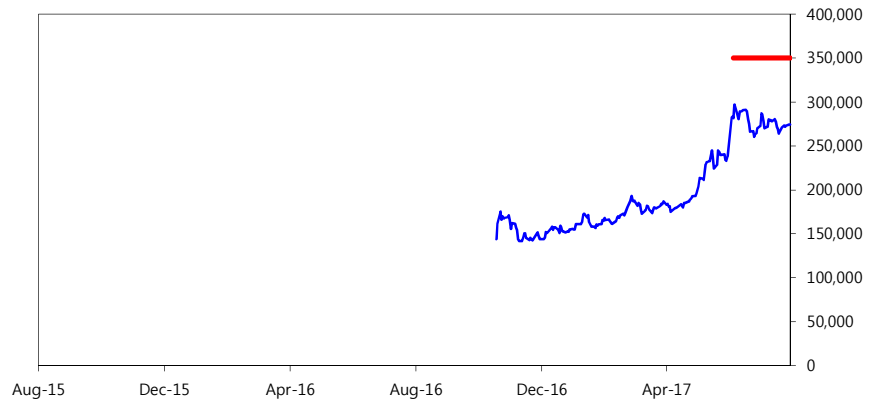
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	91	295	415	573	944
매출원가	115	268	348	391	525
매출총이익	(24)	27	67	182	419
판매관리비	180	57	60	72	89
영업이익	(204)	(30)	7	110	330
금융수익	7	14	20	565	37
이자수익	1	4	17	14	30
금융비용	1,841	87	32	12	10
이자비용	3	19	12	12	10
기타영업외손익	2	1	4	(1)	7
관계기업관련손익	4,524	(129)	(128)	(154)	(53)
세전계속사업이익	2,488	(231)	(129)	509	312
법인세비용	583	(54)	0	11	46
당기순이익	1,905	(177)	(129)	497	266
기타포괄이익	(9)	0	0	0	0
총포괄이익	1,896	(177)	(129)	497	266
EBITDA	(162)	30	69	185	436

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	19,414	(1,558)	(1,954)	7,516	4,022
BPS	50,326	30,850	53,998	61,133	61,482
DPS	0	0	0	0	0
성장성(%, YoY)					
매출증가율	0.0	222.8	41.0	38.0	64.7
영업이익증가율	NM	NM	NM	1,577.8	201.3
순이익증가율	NM	NM	NM	NM	(46.5)
EPS증가율	NM	NM	NM	NM	(46.5)
EBITDA증가율	NM	NM	131.0	168.9	136.1
수익성(%)					
영업이익률	(223.1)	(10.3)	1.6	19.1	35.0
순이익률	2,087.0	(60.0)	(31.1)	86.8	28.2
EBITDA Margin	(177.5)	10.1	16.5	32.2	46.2
ROA	32.0	(2.6)	(1.7)	7.7	4.9
ROE	68.7	(5.2)	(3.4)	13.1	6.6
배당수익률	-	-	-	-	-
배당성향	0.0	NM	NM	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	657	(374)	(47)	(384)	(645)
차입금/자본총계비율(%)	24.9	20.7	13.4	15.5	10.0
Valuation(X)					
PER	NM	NM	NM	36.5	68.2
PBR	NM	4.9	5.1	4.5	4.5
EV/EBITDA	NM	320.6	262.5	96.1	40.2

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
삼성바이오로직스(207940)	2017.06.28	매수	350,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 8월 22일 현재 삼성바이오로직스 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 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
- 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 (2017.6.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
78.9%	20.3%	0.9%

※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
- 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.