

삼성바이오로직스(207940)

Above

In line

Below

매수(유지)

목표주가: 440,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(10/25)	2,493
주가(10/25)	365,000
시가총액(십억원)	24,150
발행주식수(백만)	66
52주 최고/최저가(원)	399,000/142,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	84,073
유동주식비율/외국인지분율(%)	21.8/9.3
주요주주(%)	삼성물산 외 3인 75.0

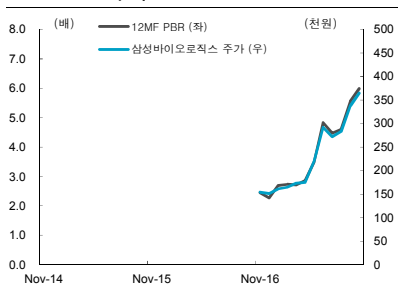
Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	NM	NM	45.7
PBR(x)	4.9	6.7	6.0
ROE(%)	(5.2)	(2.9)	13.9
DY(%)	-	-	-
EV/EBITDA(x)	320.6	245.9	129.5
EPS(원)	(1,558)	(1,673)	7,989
BPS(원)	30,850	54,393	60,715

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	12.0	98.4	-
상대주가(%p)	7.3	84.9	-

12MF PBR 추이



자료: WISEfn 컨센서스

향후 실적에 대한 확신을 심어준 3분기 실적

What's new : 삼성이 하면 역시 다르다

삼성바이오로직스(삼성바이오)는 3분기 영업이익 205억원을 달성하면서 우리의 기존추정치 48억원을 대폭 상회하는 어닝서프라이즈를 달성했다. 2공장 가동률이 우리의 추정치 42%보다 높은 50%를 달성하면서 매출액은 우리의 매출 전망치를 15% 상회했다. 그러나 매출볼륨 확대에 따른 영업 레버리지 효과와 수익성 높은 2공장의 매출비중 확대(1H17 50%, 3Q17 61%)로 수익성은 매출성장 대비 크게 향상됐다. 예상보다 빨랐던 2공장의 가동률 상승은 일부 고객사의 제품판매 호조에 따른 주문량 증가에 기인한다. 반도체와 디스플레이 산업에서 자본력을 바탕으로 수율관리와 양산능력을 입증한 삼성그룹의 진가가 CMO사업에서도 발현되고 있다.

Positives : 영업이익이 분기에 200억이 나오는데 연간 천억을 달성 못할까?

그동안 일부 투자자들 사이에서는 삼성바이오의 실적전망에 대한 회의적인 시각이 존재했다. 2019년 말 생산이 개시될 3공장의 가동률 상승속도와 수익성에 대한 우려가 그것이다. 그러나 삼성바이오의 2공장이 FDA승인을 받으면서 생산설비 우수성을 입증함에 따라 3공장의 신규고객 유치 가능성이 높아졌다. 또한 3분기 200억원 이상의 영업이익을 기록함에 따라 내년 우리의 영업이익 전망치인 1,047억원의 달성 가능성에 대한 의구심도 해소될 수 있을 것으로 기대한다.

Negatives : 파생상품평가손실이 발생했으나 내년 이후에는 없다

한편 341억원의 파생상품평가손실과 244억원의 지분법손실이 발생하면서 3분기 순이익은 2분기 -291억보다 확대된 -317억원을 기록했다. 2분기에 발생하지 않았던 파생상품평가손실은 Humira 바이오시밀러가 유럽판매 승인을 얻으며 바이오에피스의 가치가 상승하면서 Biogen과의 콜옵션 계약에 대한 파생상품부채가 늘어났기 때문이다. 그러나 Biogen의 콜옵션이 2018년 만기되기 때문에 내년 이후에는 파생상품평가손실이 발생하지 않을 전망이다.

결론 : 실적 앞으로 정말 좋아질까? 정말 좋아질 일만 남았다

삼성바이오에 대해 매수 투자자의견과 목표주가 44만원을 유지한다. 우리는 이번 실적으로 향후 전망치를 상향하지는 않았다. 2공장 가동률 상승에 따른 실적개선이 이미 기존 전망치에 반영되어 있기 때문이다. 이번 실적은 우리의 추정치보다는 2018년 컨센서스(평균 영업이익 717억원, 최저 260억원)가 상향되는 계기가 될 수 있다는 측면에서 긍정적이다.

(단위: 십억원, %, %p)

	3Q17P			컨센서스	증감률		2017F	
	추정	실적	차이		QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	111	127	14.7	111	101.6	141.5	436	406
영업이익	5	20	326.4	4	NM	NM	36	9
영업이익률	4.3	16.1	11.7	3.9	NM	NM	8.4	2.2
세전이익	(30)	(38)	25.5	(8)	NM	NM	(121)	(83)
순이익	(30)	(32)	5.0	(16)	NM	NM	(111)	(69)

<표 1> 삼성바이오로직스 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
매출액	295	436	577	944	1,386	1,582	1,790
YoY	222.8	47.9	32.3	63.7	46.8	14.2	13.1
1 공장	189	182	154	192	238	250	260
가동률	90	83	70	80	95	100	100
2 공장	106	254	391	512	650	660	670
가동률	19	42	63	80	100	100	100
3 공장			32	240	498	672	860
가동률			4	30	60	80	100
영업이익	(30)	36	105	333	649	790	951
YoY	적지	흑전	187.2	218.2	94.8	21.6	20.5
OPM	(10.3)	8.4	18.2	35.3	46.9	49.9	53.1
영업외손익	(200)	(158)	436	4	37	81	133
지분법손익	(129)	(118)	(120)	(34)	(9)	17	43
파생손익	(54)	(49)	553	-	-	-	-
이자손익	(16)	8	3	19	26	44	69
기타	(5)	(15)	(15)	5	5	5	5
순이익	(177)	(111)	529	292	585	729	880
YoY	적전	적지	흑전	(44.8)	100.4	24.6	20.7
NPM	(60.0)	(25.4)	91.7	30.9	42.2	46.1	49.1

자료: 삼성바이오로직스, 한국투자증권

<표 2> 삼성바이오로직스 분기 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출액	89	48	53	106	108	63	127	138	295	436	577
YoY	-	-	-	-	21.3	32.9	141.5	30.3	-	48.0	32.3
1 공장					55	30	47	50	189	182	154
가동률					100	55	85	90	90	83	70
2 공장					53	33	81	88	106	254	391
가동률					38	24	50	55	19	42	63
3 공장											32
가동률											4
영업이익	(14)	(3)	(13)	(1)	3	(8)	20	21	(30)	36	105
YoY	-	-	-	-	흑전	적지	흑전	흑전	적지	흑전	187.2
OPM	(15.4)	(6.7)	(24.2)	(0.7)	3.2	(13.4)	16.1	15.3	(10.3)	8.4	18.2

자료: 삼성바이오로직스, 한국투자증권

<표 3> 삼성바이오로직스 FCF 전망

(단위: 십억원, %)

	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
EBIT	(30)	36	105	333	649	790	951
EBITDA	30	98	179	438	754	895	1,057
CFO	(63)	100	139	489	816	991	1,142
CAPEX	(168)	(447)	(214)	(86)	(52)	(42)	(33)
FCF	(231)	(348)	(75)	404	764	950	1,109
할인율			1.1	1.2	1.3	1.4	1.5
NPV of FCF	(231)	(348)	(68)	339	594	682	735

자료: 삼성바이오로직스, 한국투자증권

<표 4> DCF valuation

(단위: %)

세부항목	
debt/equity	13.4
시장위험프리미엄	7.0
무위험자산수익률	2.3
타인자본비용(Cost of debt)	2.3
자기자본비용 (Cost of equity)	9.3
WACC	8.2
영구가치(Terminal value)	
영구성장률(Terminal growth rate)	5.0
현금흐름의 영구가치(Estimated terminal FCF, 십억원)	1,164
영구가치의 NPV(십억원, 2022년 12월 31일 기준)	35,841
영구가치의 NPV(십억원, 2017년 10월 26일 기준)	23,765
DCF valuation	
NPV of Forecasts(십억원)	2,282
NPV of Terminal Value(십억원)	23,765
+ 삼성바이오에피스 지분가치(2Q17 기준 94.6%)	2,525
Archizen Bioech(50%)	14
기업가치(십억원)	28,585
+ 2017년 예상 순현금 + 콜옵션 행사금(십억원)	538
지분가치(Equity value, 십억원)	29,123
주식수 (백만주)	66.2
주당가치 (원)	440,159

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	847	1,362	1,545
현금성자산	35	230	540	965	1,025
매출채권및기타채권	37	76	86	91	119
재고자산	119	164	219	304	398
비유동자산	5,768	6,072	6,462	4,093	4,199
투자자산	4,863	4,966	5,105	2,655	2,806
유형자산	890	1,091	1,342	1,423	1,378
무형자산	14	14	15	15	15
자산총계	5,960	7,533	7,309	5,455	5,743
유동부채	1,912	2,477	2,756	498	626
매입채무및기타채무	57	140	187	240	381
단기차입금및단기사채	10	170	43	0	0
유동성장기부채	0	234	220	220	220
비유동부채	1,274	974	954	941	727
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	682	439	441	428	214
부채총계	3,186	3,451	3,710	1,438	1,353
자본금	138	165	165	165	165
자본잉여금	1,031	2,487	2,487	2,487	2,487
기타자본	0	0	177	169	483
이익잉여금	1,602	1,425	764	1,190	1,250
자본총계	2,775	4,082	3,599	4,017	4,391

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	(266)	(63)	100	139	489
당기순이익	1,905	(177)	(111)	529	292
유형자산감가상각비	33	56	57	74	98
무형자산상각비	9	4	5	6	8
자산부채변동	(96)	(74)	343	(432)	6
기타	(2,117)	128	(194)	(38)	85
투자활동현금흐름	(429)	(1,373)	(643)	339	(234)
유형자산투자	(240)	(163)	(447)	(214)	(86)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	0	(970)	(275)	2,332	(206)
무형자산순증	(149)	(5)	(6)	(6)	(8)
기타	(40)	(235)	85	(1,773)	66
재무활동현금흐름	633	1,631	(118)	(53)	(195)
자본의증가	273	1,484	0	0	0
차입금의순증	360	147	(126)	(56)	(214)
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	0	8	3	19
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	(62)	196	(660)	426	60

주: K-IFRS (개별) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

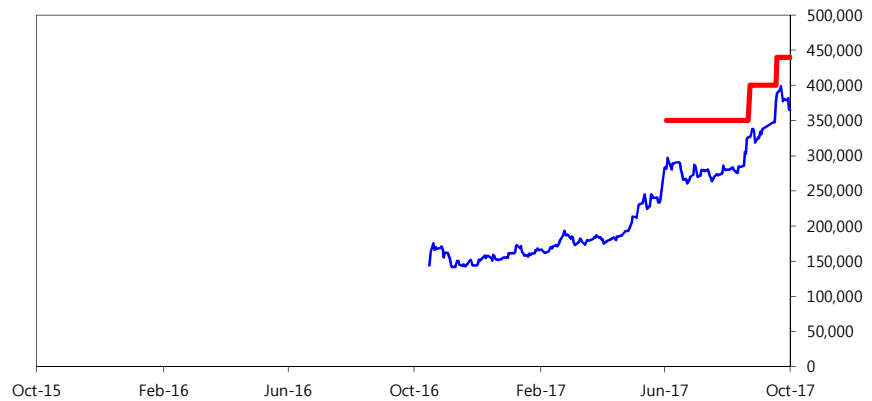
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	91	295	436	577	944
매출원가	115	268	335	399	522
매출총이익	(24)	27	101	177	422
판매관리비	180	57	65	73	88
영업이익	(204)	(30)	36	105	333
금융수익	7	14	17	567	49
이자수익	1	4	14	15	29
금융비용	1,841	87	55	12	10
이자비용	3	19	6	12	10
기타영업외손익	2	1	0	(1)	20
관계기업관련손익	4,524	(129)	(136)	(119)	(54)
세전계속사업이익	2,488	(231)	(137)	540	338
법인세비용	583	(54)	(26)	12	46
당기순이익	1,905	(177)	(111)	529	292
기타포괄이익	(9)	0	0	0	0
총포괄이익	1,896	(177)	(111)	529	292
EBITDA	(162)	30	98	184	438

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	-	(1,558)	(1,673)	7,989	4,411
BPS	-	30,850	54,393	60,715	66,363
DPS	-	0	0	0	0
성장성(%, YoY)					
매출증가율	0.0	222.8	47.9	32.3	63.7
영업이익증가율	NM	NM	NM	187.2	218.2
순이익증가율	NM	NM	NM	NM	(44.8)
EPS증가율	NM	NM	NM	NM	(44.8)
EBITDA증가율	NM	NM	230.5	87.4	138.1
수익성(%)					
영업이익률	(223.1)	(10.3)	8.4	18.2	35.3
순이익률	2,087.0	(60.0)	(25.4)	91.7	30.9
EBITDA Margin	(177.5)	10.1	22.5	31.9	46.4
ROA	32.0	(2.6)	(1.5)	8.3	5.2
ROE	68.7	(5.2)	(2.9)	13.9	6.9
배당수익률	-	-	-	-	-
배당성향	-	NM	NM	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	657	(374)	(56)	(318)	(591)
차입금/자본총계비율(%)	24.9	20.7	13.4	16.1	9.9
Valuation(X)					
PER	-	NM	NM	45.7	82.7
PBR	-	4.9	6.7	6.0	5.5
EV/EBITDA	-	320.6	245.9	129.5	53.8

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
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	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 10월 26일 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
- 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 (2017.9.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
78.6%	20.4%	1.0%

※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.