

삼성바이오로직스(207940)

이제는 3공장 매출로 보여주는 수밖에...

일회성 비용발생으로 생각보다 컸던 영업적자
본업은 부진했으나 바이오에피스는 의외의 선방
지금보다는 실적개선이 유력한 하반기부터 매수를 고려해 보자

Facts : 정기보수에 3공장 고정비 겹치며 영업적자 시현

매출액은 1,254억원으로 컨센서스에 부합했다. 그러나 234억원의 영업적자를 시현하며 시장 컨센서스 영업이익 1.8억원을 대폭 하회했다. 1공장과 2공장의 정기유지보수에 소요된 일회성 비생산원가(250억원 추정)가 예상치 않게 발생했던 원인이 가장 크다. 한편 지분법손실 124억원이 발생하며 순손실은 385억원을 기록했다.

Pros & cons : 본업은 쓸쓸했지만 바이오에피스는 의외의 선방

2분기에도 유지보수에 따른 가동률 감소로 매출은 24% 감소한 957억원을 예상한다. 1분기와 같이 일회성 비용은 발생하지 않으나 3공장 비용(인건비, 감가상각비 등) 부담으로 영업적자는 줄지만 지속될 전망이다. 실적 턴어라운드 는 유지보수 완료로 가동률이 상승하는 3분기부터 기대해 볼 수 있다. 또한 3공장 매출이 회계적으로 인식되는 4분기부터 실적은 본격적으로 개선될 전망이다. 한편 작년 1,032억원의 영업적자를 기록한 자회사 바이오에피스는 바이오시밀러 판매호조와 Ontruzant(Herceptin 바이오시밀러)의 유럽판매 승인획득에 따른 마일스톤 유입으로 1분기 370억원의 영업이익을 달성했다. 바이오에피스의 마케팅 파트너 Biogen에 따르면 1분기 Flixabi(Remicade 시밀러) 매출은 1,500만달러로 전년대비 두 배 이상 늘었으며 작년 4분기 유럽에서 처음 매출(1,670만달러)이 발생한 Imraldi(Humira 시밀러)도 3,600만달러의 매출을 기록하며 선방하고 있다. 올해 바이오에피스의 영업이익은 각각 636억원으로 흑자전환할 전망이다.

Action : 3공장 매출이 잡히면 실적이 개선될 수 있다는 걸 보여줘야

매수의견을 유지하나 예상보다 부진했던 실적을 반영하여 DCF로 산출한 목표주가를 40만원으로 9% 하향한다. 2분기에도 부진한 실적이 예상됨에 따라 당분간 주가 상승폭은 제한적일 것으로 예상한다. 삼성바이오로직스는 원가의 80%가 고정비로 추정되는 만큼 영업 레버리지 효과가 커 매출 증가는 큰 폭의 수익성 개선으로 직결된다. 따라서 부진한 실적을 타파하고 현재의 시가총액을 정당화하기 위해선 3공장 매출을 인식했을 때의 극적인 영업이익 개선효과를 시장에 보여줘야 할 것이다. 실적개선이 유력한 올해 하반기부터는 매수 타이밍을 노려볼 수 있을 것으로 판단한다.

하 회	부 합	상 회
-----	-----	-----

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 400,000원(하향)

Stock Data

KOSPI(4/24)	2,201
주가(4/24)	362,000
시가총액(십억원)	23,952
발행주식수(백만)	66
52주 최고/최저(가)	546,000/285,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	65,477
유동주식비율/외국인지분율(%)	24.7/8.7
주요주주(%)	삼성물산 외 4인 75.1

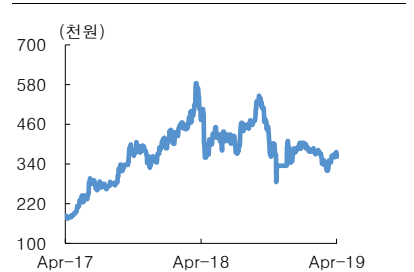
Valuation 지표

	2018A	2019F	2020F
PER(x)	114.1	1,061.6	128.8
PBR(x)	6.2	5.8	5.9
ROE(%)	5.5	0.5	4.5
DY(%)	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA(x)	172.1	144.0	82.6
EPS(원)	3,387	341	2,810
BPS(원)	62,805	62,660	61,330

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	6.9	(10.1)	(23.6)
KOSPI 대비(%p)	6.3	(15.0)	(13.0)

주가추이



자료: FnGuide

진홍국

hg.jin@truefriend.com

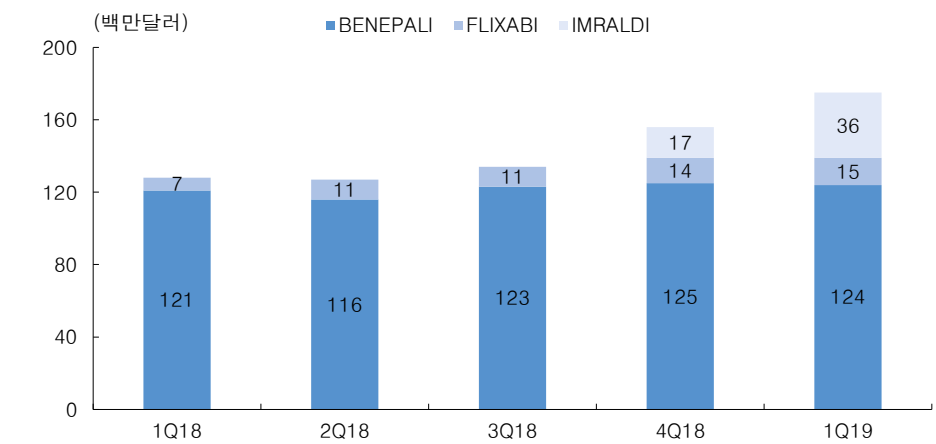
〈표 1〉 1분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	131.0	125.4	101.1	178.3	125.4	(29.7)	(4.3)	129
영업이익	10.0	23.7	10.5	11.5	(23.4)	NM	NM	0
영업이익률(%)	7.6	18.9	10.4	6.4	18.4	11.9	10.8	0
세전이익	(62.3)	(6.9)	(28.8)	401.1	(36.7)	NM	NM	(9)
순이익	(57.2)	(9.6)	(30.1)	321.1	(38.5)	NM	NM	(6)

자료: 한국투자증권

[그림 1] Biogen이 유럽에서 판매하는 삼성바이오에피스의 매출추이



자료: 한국투자증권

〈표 2〉 분기실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액	131	125	101	178	125	96	158	205	536	584	759
YoY	22	98	(21)	7	(4)	(24)	56	15	15	9	30
1 공장	40	17	15	36	22	17	34	42	107	114	151
가동률	73	30	27	65	40	30	62	76	49	52	63
2 공장	91	109	86	143	103	79	124	142	429	449	495
가동률	55	66	52	86	63	48	75	86	65	68	75
3 공장								21		21	113
가동률	0	0	0	0	0	0	0	12	0	3	15
영업이익	10	24	10	12	(23)	(15)	20	54	56	36	148
YoY	193	흑전	(49)	(77)	(334)	(162)	94	371	(16)	(35)	306
영업이익률	8	19	10	6	(19)	(15)	13	26	10	6	20
순이익	(57)	(10)	(30)	321	(39)	(19)	12	48	224	2	137
YoY	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	흑전	(85)	흑전	(99)	흑전
순이익률	(44)	(8)	(30)	180	(31)	(20)	7	23	42	0	18

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 삼성바이오로직스 연간실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
매출액	295	465	536	584	759	999	1,268	1,429	1,672	2,122	2,272	2,460
YoY		58	15	9	30	32	27	13	17	27	7	8
1 공장	189	183	107	114	151	213	250	250	250	250	250	250
감가상각비	26	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32
가동률	90	79	49	52	63	85	100	100	100	100	100	100
2 공장	106	282	429	449	495	561	667	673	680	680	680	680
감가상각비	28	38	38	38	38	38	38	38	38	38	38	38
가동률	19	47	65	68	75	85	100	100	100	100	100	100
3 공장				21	113	225	351	468	585	780	780	780
감가상각비			8	40	40	40	40	40	40	40	40	40
가동률				3	15	30	45	60	75	100	100	100
4 공장								38	158	413	563	750
감가상각비								40	40	40	40	40
가동률								5	21	55	75	100
영업이익	(30)	66	56	36	148	274	432	478	632	939	1,016	1,119
YoY		흑전	(16)	(35)	306	85	58	11	32	49	8	10
영업이익률	(10)	14	10	6	20	27	34	33	38	44	45	46
영업외손익	30	(182)	247	(29)	12	57	98	140	145	159	174	191
지분법손익	(129)	(130)	260	(36)	3	45	85	124	126	138	152	168
파생손익	0	(59)	(0)	—	—	—	—	—	—	—	—	—
이자손익	(16)	4	(2)	3	6	9	9	12	15	16	18	19
기타	175	2	(10)	4	4	4	4	4	4	4	4	4
순이익	(177)	(97)	224	2	137	283	442	520	647	906	984	1,083
YoY	적전	적지	흑전	(99)	8,020	107	56	18	24	40	9	10
순이익률	(60)	(21)	42	0	18	28	35	36	39	43	43	44

자료: 한국투자증권

〈표 4〉 삼성바이오에피스 연간실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
매출액	148	315	369	539	693	749	825	867	857
YoY	517	113	17	46	29	8	10	5	(1)
1) 바이오에피스 베네팔리 로열티	14	136	200	228	250	248	245	240	235
YoY		NM	47	14	10	(1)	(1)	(2)	(2)
베네팔리 유럽매출(백만달러)	101	371	485	568	622	618	610	598	586
YoY		269	31	17	10	(1)	(1)	(2)	(2)
베네팔리 유럽 내 MS	7	28	38	45	52	54	56	57	57
경쟁사 유럽 내 MS				3	5	8	12	14	16
2) 바이오에피스 플릭사비 로열티		2	8	23	30	34	39	44	46
YoY			445	178	31	13	15	14	3
플릭사비 유럽매출(백만달러)		9	43	105	134	144	148	153	157
YoY			380	143	27	8	3	3	3
플릭사비 유럽 내 MS		1	4	9	11	12	13	13	13
경쟁사 유럽 내 MS	44	55	62	64	65	66	67	68	68
3) 바이오에피스 렌플렉시스 로열티			4	24	57	66	63	64	60
YoY			NM	457	137	16	(4)	1	(6)
렌플렉시스 미국매출(백만달러)			26	121	272	279	268	244	207
YoY			NM	364	124	3	(4)	(9)	(15)
렌플렉시스 미국 내 MS			1	5	13	16	19	21	21
경쟁사 미국 내 MS		3	6	12	19	24	29	32	32
4) 바이오에피스 온트루잔트 유럽 로열티			5	27	50	65	87	83	93
YoY				404	90	29	33	(4)	12
온트루잔트 유럽매출(백만달러)			32	124	213	223	250	241	249
YoY				288	72	5	12	(4)	4
온트루잔트 유럽 내 MS			3	9	15	15	17	17	17
경쟁사 미국 내 MS			9	18	28	35	38	43	45
5) 바이오에피스 온트루잔트 미국 로열티				3	8	11	27	38	44
YoY					128	41	149	37	17
온트루잔트 미국매출(백만달러)				26	49	61	104	129	138
YoY					89	24	71	24	7
온트루잔트 미국 내 MS				2	3	4	7	9	10
경쟁사 미국 내 MS				3	6	7	11	17	22
6) 바이오에피스 임랄디 유럽 로열티				76	143	172	214	251	236
YoY					88	21	24	17	(6)
임랄디 유럽매출(백만달러)				315	482	592	619	625	587
YoY					53	23	5	1	(6)
임랄디 유럽 내 MS				7	12	17	21	24	25
경쟁사 유럽 내 MS				9	18	25	32	35	39
마일스톤 외 기타매출	133.0	177.0	150.7	158.2	155.1	152.0	148.9	146.0	143.0
영업이익	(99.0)	(85.3)	(103.2)	63.6	138.9	194.5	268.0	312.9	314.6
YoY	적지	적지	적지	흑전	118	40	38	17	1
영업이익률	(67)	(27)	(28)	12	20	26	32	36	37
순이익	(106.4)	(91.9)	(55.2)	48.6	105.0	149.5	209.4	247.4	251.3
YoY	적지	적지	적지	흑전	116	42	40	18	2
순이익률	(72)	(29)	(15)	9	15	20	25	29	29

자료: 한국투자증권

〈표 5〉 삼성바이오로직스 free cash flow 추정

(단위: 십억원, %)

	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
CFO	(63)	150	37	210	293	436	555	646	803	1,109	1,188	1,290
EBITDA	60	70	91	161	273	398	558	645	798	1,105	1,183	1,286
+Increase in WC	(74)	22	(120)	28	14	54	51	63	53	43	36	29
+Others	(49)	58	65	21	6	(16)	(54)	(61)	(49)	(39)	(31)	(25)
CAPEX	(163)	(494)	(348)	(121)	(150)	(400)	(220)	(198)	(178)	(160)	(144)	(130)
FCF	(226)	(344)	(311)	89	143	36	335	448	625	948	1,043	1,160
할인율				1.05	1.13	1.21	1.30	1.40	1.50	1.62	1.74	1.86
NPV of FCF	(226)	(344)	(311)	85	126	30	257	321	415	587	601	622

자료: 한국투자증권

〈표 6〉 삼성바이오로직스 DCF valuation

(단위: %)

세부항목	
Terminal value	
영구성장률(%)	4.0
현금흐름의 영구가치(십억원)	1,206
영구가치의 NPV(십억원, 2027년 12월 31일 기준)	35,214
영구가치의 NPV(십억원, 2019년 4월 24일 기준)	18,892
DCF valuation	
NPV of Forecasts(십억원)	3,045
NPV of Terminal Value(십억원)	18,892
+ 삼성바이오에피스 지분가치(십억원, 50.1% 가정)	4,089
Archizen Bioech(십억원, 50%)	13
Enterprise value(십억원)	26,040
+ 2018년 예상 순현금(십억원)	374
지분가치(십억원)	26,415
주식수(백만주)	66.2
주당가치(원)	399,232

주: WACC=7.4%

자료: 한국투자증권

〈표 7〉 삼성바이오에피스 free cash flow 추정

(단위: 십억원, %)

	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
CFO	(116)	(252)	(286)	123	224	320	392	471	508
EBITDA	(76)	(79)	(79)	88	164	220	293	337	339
+Increase in WC	(79)	(230)	(268)	(31)	(12)	23	15	43	72
+Others	38	57	62	67	72	78	84	91	98
CAPEX	(86)	(95)	(66)	(53)	(42)	(34)	(27)	(22)	(17)
FCF	(202)	(347)	(352)	70	182	286	365	450	491
할인율				1.05	1.13	1.21	1.30	1.40	1.50
NPV of FCF	(202)	(347)	(352)	67	161	236	280	321	326

자료: 한국투자증권

〈표 8〉 삼성바이오에피스 DCF valuation

(단위: %)

WACC	7.9
Terminal Value	
영구성장률(%)	5.0
현금흐름의 영구가치(십억원)	474
영구가치의 NPV (십억원, 2024년 12월 31일 기준)	16,300
영구가치의 NPV (십억원, 2018년 10월 23일 기준)	10,173
DCF Valuation	
NPV of Forecast(십억원, 2018F~2024F)	1,594
NPV of Terminal Value(십억원)	10,173
Enterprise value(십억원)	8,163.0

주: WACC=7.4%

자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

2011년 4월 설립되어 2016년 11월 코스피에 상장한 삼성그룹 산하의 동물세포배양타입의 바이오의약품 CMO(Contract Manufacturing Organization, 의약품 위탁생산 사업)업체임. 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)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	621	1,578	1,488	1,493	1,268
현금성자산	358	18	435	901	752
매출채권및기타채권	26	122	121	126	141
재고자산	210	302	280	309	305
비유동자산	6,562	4,403	4,594	4,627	4,926
투자자산	5,029	2,586	2,780	2,808	2,836
유형자산	1,513	1,718	1,708	1,688	1,923
무형자산	19	20	20	20	20
자산총계	7,183	5,980	6,081	6,120	6,193
유동부채	2,287	711	730	800	854
매입채무및기타채무	161	173	135	183	248
단기차입금및단기사채	90	90	0	0	0
유동성장기부채	49	297	297	297	297
비유동부채	919	1,114	1,464	1,638	1,717
사채	50	190	329	469	609
장기차입금및금융부채	357	296	296	297	197
부채총계	3,207	1,825	2,195	2,439	2,572
자본금	165	165	165	165	165
자본잉여금	2,487	2,487	2,487	2,487	2,487
기타자본	0	0	76	25	317
이익잉여금	1,328	1,510	1,427	1,393	1,153
자본총계	3,976	4,155	4,146	4,058	4,107

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	150	37	210	293	436
당기순이익	(97)	224	23	186	354
유형자산감가상각비	64	86	114	114	114
무형자산상각비	6	6	10	10	10
자산부채변동	22	(120)	718	893	629
기타	155	(159)	(655)	(910)	(671)
투자활동현금흐름	265	(701)	(276)	(297)	(540)
유형자산투자	(494)	(348)	(121)	(150)	(400)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	770	(348)	(205)	27	92
무형자산순증	(11)	(6)	(10)	(10)	(10)
기타	0	1	60	(164)	(222)
재무활동현금흐름	(287)	324	(17)	(30)	(136)
자본의증가	0	NM	0	0	0
차입금의순증	(287)	324	(20)	(30)	(140)
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	0	3	0	4
기타현금흐름	(0)	0	0	0	0
현금의증가	128	(340)	(82)	(34)	(240)

주: K-IFRS (개별) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

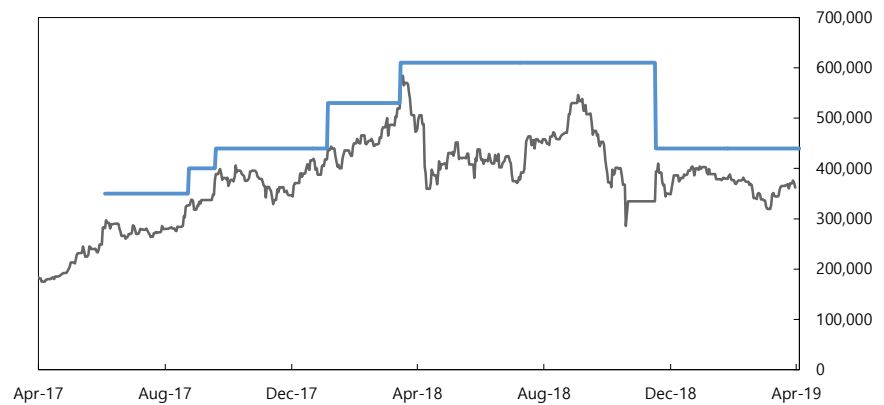
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	465	536	584	759	999
매출원가	333	391	460	514	618
매출총이익	132	145	124	244	381
판매관리비	66	89	88	96	107
영업이익	66	56	36	148	274
금융수익	23	19	11	11	14
이자수익	10	10	11	11	14
금융비용	76	24	8	5	5
이자비용	6	16	8	5	5
기타영업외손익	1	382	0	0	0
관계기업관련손익	(130)	(129)	(11)	55	120
세전계속사업이익	(116)	303	29	209	402
법인세비용	(19)	79	6	23	48
당기순이익	(97)	224	23	186	354
기타포괄이익	(9)	(3)	(3)	(3)	(3)
총포괄이익	(106)	221	20	183	351
EBITDA	136	147	161	273	398

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	(1,466)	3,387	341	2,810	5,354
BPS	60,099	62,805	62,660	61,330	62,075
DPS	0	0	0	0	0
성장성(%, YoY)					
매출증가율	57.7	15.3	9.0	29.9	31.6
영업이익증가율	NM	(15.6)	(34.5)	305.9	84.9
순이익증가율	NM	NM	(89.9)	725.0	90.5
EPS증가율	NM	NM	(89.9)	725.0	90.5
EBITDA증가율	357.2	8.3	9.7	69.1	46.0
수익성(%)					
영업이익률	14.2	10.4	6.2	19.5	27.4
순이익률	(20.9)	41.8	3.9	24.5	35.5
EBITDA Margin	29.3	27.5	27.6	36.0	39.9
ROA	(1.3)	3.4	0.4	3.0	5.8
ROE	(2.4)	5.5	0.5	4.5	8.7
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	NM	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	165	(256)	(724)	(1,412)	(1,720)
차입금/자본총계비율(%)	13.7	21.0	22.3	26.2	26.8
Valuation(X)					
PER	NM	114.1	1,061.6	128.8	67.6
PBR	6.2	6.2	5.8	5.9	5.8
EV/EBITDA	181.8	172.1	144.0	82.6	55.8

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	-30.0	-4.3
	2018.12.11	매수	440,000원	-15.6	-6.8
	2019.04.25	매수	400,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2019년 4월 25일 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.

■ 기업 투자 의견은 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 (2019. 3. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.7%	20.3%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자 의견은 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.