

삼성바이오로직스(207940)

매수(유지)

목표주가: 440,000원(유지)

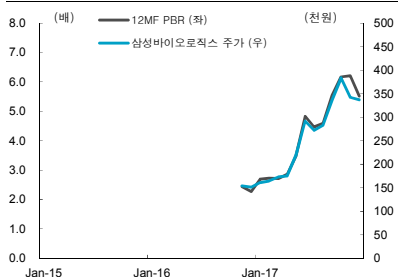
Stock Data

KOSPI(12/8)	2,464
주가(12/8)	337,000
시가총액(십억원)	22,298
발행주식수(백만)	66
52주 최고/최저가(원)	406,000/142,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	90,563
유동주식비율/외국인지분율(%)	21.8/8.5
주요주주(%)	삼성물산 외 4인 75.1

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(12.9)	43.1	123.9
상대주가(%p)	(9.5)	38.9	102.6

12MF PBR 추이



자료: WISEfn 컨센서스

3공장 시대의 개막, CMO 세계 1위 등극!

2019년 매출성장을 책임질 3공장 준공

2015년 12월 첫 삽을 뜬 삼성바이오로직스의 3공장이 올해 12월 준공됐다. 약 8,500억원이 투자된 3공장은 지상 4층, 면적 11만8618㎡의 규모로 연간 18만리터의 생산능력을 갖추고 있다. 이로써 총 연간 생산능력은 36만리터(1공장 3만리터, 2공장 15만리터, 3공장 18만리터)로 현재 각각 약 30만리터와 28만리터의 생산능력을 보유한 Boehringer Ingelheim과 Lonza를 제치고 세계 1위의 CMO 생산능력을 보유하게 됐다. 3공장은 밸리테이션(공장 설비 유효성 평가)을 거쳐 빠르면 2018년 4분기부터 시제품 생산에 돌입하고 2019년부터 회사의 매출성장을 직접적으로 견인할 전망이다. 올해 10월 Mylan과 Biocon의 생산공장 문제로 유럽시장에서 허셉틴 바이오시밀러 출시가 지연되면서 생산설비에 대한 중요성이 부각된 바 있다. 한편 삼성바이오로직스는 2공장이 최근 FDA승인을 받으며 생산설비의 우수성을 입증한 바 있어 3공장의 신규고객 유치 가능성도 높아졌다. 우리는 3공장의 풀가동 달성을 2022년, 매출액은 약 8,600억원으로 추정한다.

3분기에 이어 4분기에도 영업이익 기대치 상회 예상

1공장은 가동률 100%를 유지하는 한편 2공장의 가동률 상승(3분기 50%, 4분기 60% 추정)과 수출개선에 따라 4분기 영업이익은 244억원으로 시장 컨센서스 191억원을 상회할 전망이다. 올해 상반기 51억원의 영업손실을 기록한 바 있는 삼성바이오로직스는 올해 하반기 449억원의 영업이익을 달성함에 따라 내년 두 배 이상의 영업이익 성장에 대한 시장의 신뢰도를 한층 높일 수 있을 것으로 기대한다.

최근 주가하락을 매수기회로 활용하자

삼성바이오로직스에 대해 매수 투자 의견과 목표주가 44만원을 유지한다. 2019년 이후의 매출성장을 책임질 3공장이 준공됐고 4분기도 호실적이 예상되는 반면 주가는 고점(11월 1일 406,000원) 대비 17% 하락함에 따라 현 주가는 매수하기 좋은 수준이다. 그동안 3공장에 대해 신규 고객사 유치에 대한 우려가 존재해왔으나 바이오 의약품의 수요가 지속적으로 증가함은 물론이고 설비에 대한 경쟁력을 인정받은 삼성바이오로직스에 생산을 수탁하는 고객사도 더욱 늘어날 전망이다. 회사는 3공장 가동 이후 시장상황에 따라 4공장과 5공장의 설립에 대한 가능성도 열어 두고 있어 장기적 관점에서 매수를 권고한다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	종감률 (%)	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	218.0	6.2	(2.9)	-
2018F	581	94	519	7,840	NM	173	43.0	127.1	5.6	13.6	-
2019F	944	319	279	4,221	(46.2)	425	79.8	51.1	5.1	6.7	-

진흥국
hg.jin@truefriend.com

정은영
eunice.jung@truefriend.com

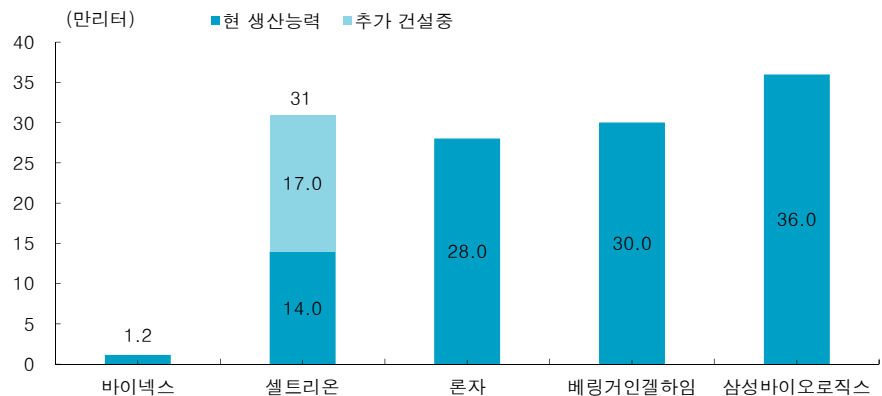
<표 1> 삼성바이오로직스 CMO 공장

(단위: 십억원)

	1 공장	2 공장	3 공장
			
연생산능력	30,000L	152,000L	180,000L
착공 시기	2011 년 5 월	2013 년 10 월	2015 년 11 월
준공 시기	2012 년 6 월	2015 년 2 월	2017 년 12 월
공사비용	300	650	850

자료: 삼성바이오로직스, 한국투자증권

[그림 1] 국내외 주요 바이오의약품 업체의 연간 생산능력



자료: 각 사, 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	128	146	295	444	581
YoY	-	-	-	-	21.3	32.9	141.5	37.9	-	50.7	30.9
1 공장 가동률					55	30	47	50	189	182	154
2 공장 가동률					100	55	85	90	90	83	70
3 공장 가동률					53	33	81	96	106	262	403
					38	24	50	60	19	44	65
											24
											3
영업이익	(14)	(3)	(13)	(1)	3	(8)	21	24	(30)	40	94
YoY	-	-	-	-	흑전	적지	흑전	흑전	적지	흑전	135.0
OPM	(15.4)	(6.7)	(24.2)	(0.7)	3.2	(13.4)	16.1	16.8	(10.3)	9.0	16.1

자료: 삼성바이오로직스, 한국투자증권

<표 3> 삼성바이오로직스 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
매출액	295	444	581	944	1,386	1,582	1,790
YoY	222.8	50.7	30.9	62.5	46.8	14.2	13.1
1 공장 가동률	189 90	182 83	154 70	192 80	238 95	250 100	260 100
2 공장 가동률	106 19	262 44	403 65	512 80	650 100	660 100	670 100
3 공장 가동률			24 3	240 30	498 60	672 80	860 100
영업이익	(30)	40	94	319	654	798	950
YoY	적지	흑전	135.0	240.9	105.2	22.0	19.0
OPM	(10.3)	9.0	16.1	33.8	47.2	50.5	53.1
영업외손익	(200)	(158)	436	4	36	81	132
지분법손익	(129)	(118)	(120)	(34)	(9)	17	43
파생손익	(54)	(49)	553	-	-	-	-
이자손익	(16)	8	3	19	25	43	69
기타	(5)	(12)	(15)	5	5	5	5
순이익	(177)	(111)	519	279	589	736	879
YoY	적전	적지	흑전	(46.2)	110.9	25.0	19.4
NPM	(60.0)	(24.9)	89.3	29.6	42.5	46.5	49.1

자료: 삼성바이오로직스, 한국투자증권

<표 4> 삼성바이오로직스 FCF 전망

(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 5> 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	8.3
영구가치(Terminal value)	
영구성장률(Terminal growth rate)	5.0
현금흐름의 영구가치(Estimated terminal FCF, 십억원)	1,164
영구가치의 NPV(십억원, 2022년 12월 31일 기준)	35,814
영구가치의 NPV(십억원, 2017년 10월 26일 기준)	23,979
DCF valuation	
NPV of Forecasts(십억원)	2,296
NPV of Terminal Value(십억원)	23,979
+ 삼성바이오에피스 지분가치(50.1%)	2,525
Archizen Bioech(50%)	14
기업가치(십억원)	28,813
+ 2018년 예상 순현금 (십억원)	534
지분가치(Equity value, 십억원)	29,346
주식수 (백만주)	66.2
주당가치 (원)	443,534

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	857	1,361	1,530
현금성자산	35	230	544	961	1,010
매출채권및기타채권	37	76	87	91	119
재고자산	119	164	223	306	398
비유동자산	5,768	6,072	6,462	4,092	4,198
투자자산	4,863	4,966	5,105	2,655	2,806
유형자산	890	1,091	1,342	1,423	1,377
무형자산	14	14	15	15	15
자산총계	5,960	7,533	7,319	5,454	5,727
유동부채	1,912	2,477	2,760	499	626
매입채무및기타채무	57	140	191	242	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	3,714	1,440	1,353
자본금	138	165	165	165	165
자본잉여금	1,031	2,487	2,487	2,487	2,487
기타자본	0	0	178	170	482
이익잉여금	1,602	1,425	769	1,186	1,235
자본총계	2,775	4,082	3,605	4,014	4,375

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	(266)	(63)	104	130	478
당기순이익	1,905	(177)	(111)	519	279
유형자산감가상각비	33	56	57	73	98
무형자산상각비	9	4	6	6	8
자산부채변동	(96)	(74)	341	(431)	7
기타	(2,117)	128	(189)	(37)	86
투자활동현금흐름	(429)	(1,373)	(643)	339	(234)
유형자산투자	(240)	(163)	(447)	(214)	(86)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	0	(970)	(329)	2,884	(186)
무형자산순증	(149)	(5)	(7)	(6)	(8)
기타	(40)	(235)	140	(2,325)	46
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	(656)	417	49

주: K-IFRS (개별) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

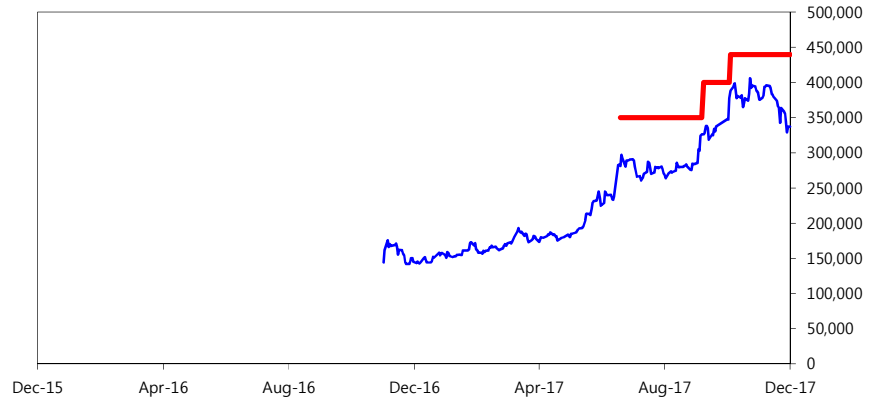
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	91	295	444	581	944
매출원가	115	268	339	413	534
매출총이익	(24)	27	105	168	410
판매관리비	180	57	65	75	91
영업이익	(204)	(30)	40	94	319
금융수익	7	14	19	14	49
이자수익	1	4	14	15	29
금융비용	1,841	87	6	12	10
이자비용	3	19	6	12	10
기타영업외손익	2	1	0	0	0
관계기업관련손익	4,524	(129)	(190)	434	(34)
세전계속사업이익	2,488	(231)	(137)	529	323
법인세비용	583	(54)	(26)	11	44
당기순이익	1,905	(177)	(111)	519	279
기타포괄이익	(9)	0	0	0	0
총포괄이익	1,896	(177)	(111)	519	279
EBITDA	(162)	30	102	173	425

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	19,414	(1,558)	(1,673)	7,840	4,221
BPS	50,326	30,850	54,485	60,662	66,117
DPS	0	0	0	0	0
성장성(%, YoY)					
매출증가율	0.0	222.8	50.7	30.9	62.5
영업이익증가율	NM	NM	NM	135.0	240.9
순이익증가율	NM	NM	NM	NM	(46.2)
EPS증가율	NM	NM	NM	NM	(46.2)
EBITDA증가율	NM	NM	243.6	69.3	145.6
수익성(%)					
영업이익률	(223.1)	(10.3)	9.0	16.1	33.8
순이익률	2,087.0	(60.0)	(24.9)	89.3	29.6
EBITDA Margin	(177.5)	10.1	23.0	29.8	45.0
ROA	32.0	(2.6)	(1.5)	8.1	5.0
ROE	68.7	(5.2)	(2.9)	13.6	6.7
배당수익률	-	-	-	-	-
배당성향	0.0	NM	NM	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	657	(374)	(61)	(313)	(576)
차입금/자본총계비율(%)	24.9	20.7	13.4	16.1	9.9
Valuation(X)					
PER	NM	NM	NM	43.0	79.8
PBR	NM	4.9	6.2	5.6	5.1
EV/EBITDA	NM	320.6	218.0	127.1	51.1

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				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 12월 10일 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.