

삼성바이오로직스(207940)

바닥은 바닥인데, 확실한 모멘텀이 필요하다

매출과 영업이익 모두 부진
긍정과 부정이 혼재된 2분기
펀더멘털과センチ먼트 모두 바닥을 쳤다

Facts : 매출과 영업이익 다소 부진

2공장 유지보수에 따른 가동률 하락으로 매출은 부진할 것으로 예상됐지만 그 영향이 생각보다 커 매출은 781억원(-38% YoY)으로 컨센서스를 20% 하회했다. 이에 따라 영업적자도 컨센서스 129억원을 하회한 154억원을 기록했다. 한편 바이오시밀러 판매호조로 자회사 바이오에피스가 1분기에 이어 2분기에도 영업흑자를 달성하면서 매분기 200억~500억원에 달하던 지분법손실은 27억원으로 급감했고 순손실은 134억원을 기록했다.

Pros & cons : 긍정과 부정이 혼재된 2분기

2분기 실적은 긍정적, 부정적 요소가 혼재했다. 먼저 유지보수 완료에 따라 가동률이 상승하고 3공장 매출이 4분기부터 인식되면서 영업이익이 3분기부터는 흑자전환할 것이란 점은 긍정적이다. 또한 2분기 본업이 부진했으나 1분기에 이어 2분기에도 자회사가 실적 호조세를 이어가고 있다는 점도 주목할 만하다. 2분기 바이오시밀러 판매는 1.84억달러 45% 늘어난 것으로 파악된다. 출시한지 3년이 된 베네팔리는 유럽에서 점유율이 peak(40%)에 도달하며 매출증가율이 4%(매출 1.2억달러)에 그쳤으나 플릭사비 매출은 1,700만달러로 전년 대비 50% 증가했다. 4Q18 처음 매출이 발생한 임팔디도 1Q19 3,600만달러에 이어 2분기 4,700만달러의 매출을 기록하며 순항하고 있다. 반면 분식회계에 대한 법정공방이 계속되면서 투자심리 훼손을 넘어 영업도 부정적인 영향을 받고 있다. 검찰수사 대응 등에 따른 수주활동 저해로 기존 목표였던 '연말까지 3공장 capa의 50% 수주달성'이 어려워졌고 법률수수료 등의 비용발생으로 수익성도 악화되고 있다. 이는 미래 실적전망을 하향시키는 위험요소다.

Action : 펀더멘털과センチ먼트 모두 바닥을 쳤지만 모멘텀이 필요

매수의견을 유지하나 2분기 부진했던 실적과 3공장 수주지연을 감안하여 DCF로 산출한 목표주가를 37만원으로 8% 하향한다. 3분기부터는 이익개선이 예상되고 검찰수사도 막바지에 달하고 있어 펀더멘털과センチ먼트는 바닥을 친 상황이다. 따라서 추가적인 추가하락은 제한적이라 판단이다. 그러나 의미있는 추가상승을 위해서는 실적개선이나 법적공방의 불확실성 해소 등 확실한 모멘텀이 필요하다.

하 회	부 합	상 회
-----	-----	-----

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 370,000원(하향)

Stock Data

KOSPI(7/23)	2,101
주가(7/23)	289,000
시가총액(십억원)	19,122
발행주식수(백만)	66
52주 최고/최저가(원)	546,000/283,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	38,272
유동주식비율/외국인지분율(%)	24.8/8.6
주요주주(%)	삼성물산 외 4 인 75.1

Valuation 지표

	2018A	2019F	2020F
PER(x)	114.1	941.4	151.3
PBR(x)	6.2	4.6	4.9
ROE(%)	5.5	0.5	3.1
DY(%)	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA(x)	172.1	119.8	80.3
EPS(원)	3,387	307	1,910
BPS(원)	62,805	62,345	59,163

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(8.8)	(27.6)	(30.3)
KOSPI 대비(%p)	(7.7)	(26.3)	(22.9)

주가추이



자료: FnGuide

진홍국

hg.jin@truefriend.com

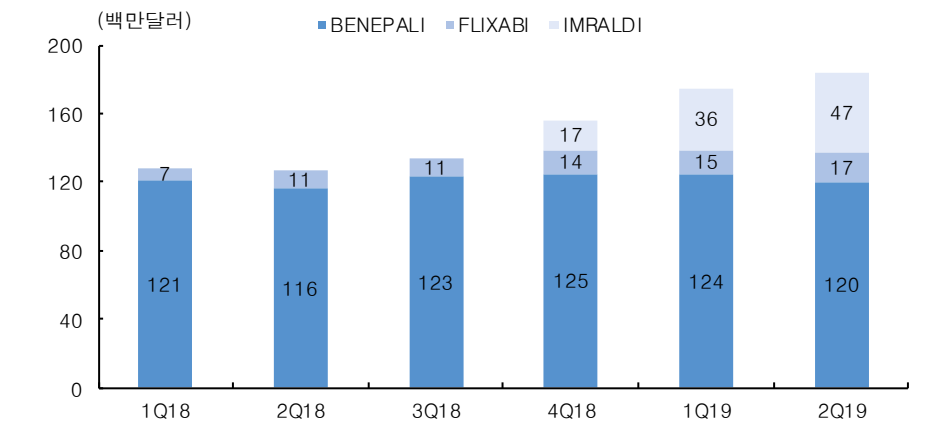
<표 1> 2분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	125.4	101.1	178.3	125.4	78.1	(37.7)	(37.7)	98.1
영업이익	23.7	10.5	11.5	(23.4)	(15.4)	(34.2)	NM	(12.9)
영업이익률(%)	18.9	10.4	6.4	(18.7)	(19.7)			(13.1)
세전이익	(18.1)	(25.7)	397.1	(36.7)	(19.6)	(46.6)	8.3	(9.6)
순이익	(19.5)	(27.0)	317.3	(38.5)	(17.1)	(55.6)	(12.3)	(10.1)

자료: 한국투자증권

[그림 1] Biogen이 유럽에서 판매하는 삼성바이오에피스의 매출추이



자료: Biogen, 한국투자증권

〈표 2〉 분기실적 추이 및 전망(수정 후)

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액	131	125	101	178	125	78	145	228	536	576	686
YoY	22	98	(21)	7	(4)	(38)	43	28	15	8	19
1 공장	49	17	15	36	22	20	43	50	116	134	158
가동률	88	30	27	65	40	40	85	99	53	61	72
2 공장	83	109	86	143	103	58	102	157	420	421	458
가동률	55	73	57	95	69	39	68	105	70	69	75
3 공장								21		21	70
가동률	0	0	0	0	0	0	0	12	0	3	10
영업이익	10	24	10	12	(23)	(15)	26	42	56	30	97
YoY	193	흑전	(49)	(77)	(334)	(165)	153	269	(16)	(46)	221
영업이익률	8	19	10	6	(19)	(20)	18	19	10	5	14
순이익	(47)	(20)	(27)	317	(38)	(13)	21	51	224	20	126
YoY	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	흑전	(84)	흑전	(91)	흑전
순이익률	(36)	(16)	(27)	178	(31)	(17)	15	22	42	4	18

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 분기실적 추이 및 전망(수정 전)

(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	21.7	98.4	(20.7)	7.2	(4.3)	(23.7)	56.2	15.1	15.3	9.0	29.9
1 공장	40	17	15	36	22	17	34	42	107	114	151
가동률	73.2	30.0	27.0	64.8	40.0	30.0	62.0	76.0	48.8	52.0	63.0
2 공장	91	109	86	143	103	79	124	142	429	449	495
가동률	55.0	66.0	52.3	86.4	62.7	48.0	75.0	86.3	64.9	68.0	75.0
3 공장								21		21	113
가동률								12.0	0.0	3.0	15.0
영업이익	10	24	10	12	(23)	(16)	21	47	56	29	141
YoY	193.4	흑전	(48.9)	(77.3)	적전	적전	99.1	310.2	(15.6)	(48.0)	387.4
영업이익률	7.6	18.9	10.4	6.5	(18.7)	(16.4)	13.2	23.0	10.4	5.0	18.6
순이익	(57)	(10)	(30)	321	(39)	(20)	12	42	224	(5)	131
YoY	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	흑전	(86.8)	흑전	적전	흑전
순이익률	(43.7)	(7.6)	(29.8)	180.1	(30.7)	(21.4)	7.6	20.6	41.8	(0.8)	17.3

자료: 한국투자증권

〈표 4〉 삼성바이오로직스 연간실적 추이 및 전망(수정 후)

(단위: 십억원, %)

	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
매출액	295	465	536	576	686	881	1,110	1,238	1,478	1,838	2,093	2,280
YoY		58	15	8	19	28	26	11	19	24	14	9
1 공장	189	183	116	134	158	187	220	220	220	220	220	220
감가상각비	26	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32
가동률	90	79	53	61	72	85	100	100	100	100	100	100
2 공장	106	282	420	421	458	519	610	610	610	610	610	610
감가상각비	28	38	38	38	38	38	38	38	38	38	38	38
가동률	19	47	70	69	75	85	100	100	100	100	100	100
3 공장				21	70	175	280	385	490	595	700	700
감가상각비			8	40	40	40	40	40	40	40	40	40
가동률				3	10	25	40	55	70	85	100	100
4 공장							—	23	158	413	563	750
감가상각비							—	40	40	40	40	40
가동률							0	3	21	55	75	100
영업이익	(30)	66	56	30	97	188	316	338	488	725	881	984
YoY		흑전	(16)	(46)	221	94	69	7	44	49	22	12
영업이익률	(10)	14	10	5	14	21	28	27	33	39	42	43
영업외손익	30	(182)	247	(5)	45	74	108	135	138	152	168	184
지분법손익	(129)	(130)	260	(4)	41	64	99	123	125	138	152	167
파생손익	0	(59)	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
이자손익	(16)	4	(6)	3	7	9	8	11	11	13	15	16
기타	175	2	(6)	(4)	(2)	1	1	1	1	1	1	1
순이익	(177)	(97)	224	20	126	228	359	403	525	729	870	968
YoY	적전	적지	흑전	(91)	522	80	58	12	30	39	19	11
순이익률	(60)	(21)	42	4	18	26	32	33	36	40	42	42

자료: 한국투자증권

〈표 5〉 삼성바이오로직스 연간실적 추이 및 전망(수정 전)

(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	29	141	266	424	469	622	927	1,004	1,106
YoY	적지	흑전	(16)	(48)	387	89	59	11	33	49	8	10
영업이익률	(10)	14	10	5	19	27	33	33	37	44	44	45
영업외손익	30	(182)	247	(29)	12	57	97	140	144	158	173	190
지분법손익	(129)	(130)	260	(36)	3	45	85	124	126	138	152	167
파생손익	0	(59)	(0)	—	—	—	—	—	—	—	—	—
이자손익	(16)	4	(2)	3	6	9	9	12	14	16	17	18
기타	175	2	(10)	4	4	4	4	4	4	4	4	4
순이익	(177)	(97)	224	(5)	131	277	435	513	638	897	973	1,071
YoY	적전	적지	흑전	(102)	(2917)	111	57	18	25	40	9	10
순이익률	(60)	(21)	42	(1)	17	28	34	36	38	42	43	44

자료: 한국투자증권

〈표 6〉 삼성바이오로직스 free cash flow 추정(수정 후)

(단위: 십억원, %)

	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
CFO	(63)	150	37	190	254	355	447	517	666	900	1,056	1,156
EBITDA	60	70	91	151	218	309	437	499	649	887	1,043	1,146
+Increase in WC	(74)	22	(120)	32	34	53	46	56	47	38	32	26
+Others	(49)	58	65	7	3	(7)	(36)	(38)	(31)	(24)	(20)	(16)
CAPEX	(163)	(494)	(348)	(121)	(150)	(400)	(220)	(198)	(178)	(160)	(144)	(130)
FCF	(226)	(344)	(311)	69	104	(45)	227	319	488	740	911	1,026
할인율				1.03	1.11	1.19	1.28	1.37	1.48	1.59	1.70	1.83
NPV of FCF	(226)	(344)	(311)	67	94	(38)	177	232	330	466	535	560

자료: 한국투자증권

〈표 7〉 삼성바이오로직스 free cash flow 추정(수정 전)

(단위: 십억원, %)

	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
CFO	(63)	150	37	204	287	430	548	639	794	1,099	1,176	1,277
EBITDA	60	70	91	154	266	391	549	635	788	1,094	1,170	1,272
+Increase in WC	(74)	22	(120)	28	14	54	51	63	53	43	36	29
+Others	(49)	58	65	22	7	(15)	(52)	(59)	(47)	(38)	(30)	(24)
CAPEX	(163)	(494)	(348)	(121)	(150)	(400)	(220)	(198)	(178)	(160)	(144)	(130)
FCF	(226)	(344)	(311)	83	137	30	328	441	616	938	1,032	1,147
할인율				1.04	1.12	1.20	1.29	1.39	1.49	1.60	1.72	1.85
NPV of FCF	(226)	(344)	(311)	80	122	25	254	318	413	586	600	620

자료: 한국투자증권

〈표 8〉 삼성바이오로직스 DCF valuation

세부항목	
Terminal value	
영구성장률(%)	4.0
현금흐름의 영구가치(십억원)	1,066.9
영구가치의 NPV(십억원, 2027년 12월 31일 기준)	31,169.9
영구가치의 NPV(십억원, 2019년 7월 24일 기준)	17,027.7
DCF valuation	
NPV of Forecasts(십억원)	2,423.8
NPV of Terminal Value(십억원)	17,027.7
+ 삼성바이오에피스 지분가치(십억원, 50.1% 가정)	4,339.1
Archizen Bioech(십억원, 50.0%)	13.5
Enterprise value(십억원)	23,804.2
+ 2019년 예상 순현금(십억원)	353.6
지분가치(십억원)	24,157.8
주식수(백만주)	66.2
주당가치(원)	365,114
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	1,461	1,380	1,049
현금성자산	358	18	414	830	587
매출채권및기타채권	26	122	120	114	125
재고자산	210	302	276	280	269
비유동자산	6,562	4,403	4,511	4,468	4,612
투자자산	5,029	2,586	2,780	2,752	2,697
유형자산	1,513	1,718	1,712	1,696	1,895
무형자산	19	20	20	20	20
자산총계	7,183	5,980	5,973	5,848	5,661
유동부채	2,287	711	728	783	825
매입채무및기타채무	161	173	134	165	219
단기차입금및단기사채	90	90	0	0	0
유동성장기부채	49	297	297	297	297
비유동부채	919	1,114	1,119	1,150	1,085
사채	50	190	3	5	8
장기차입금및금융부채	357	296	296	297	197
부채총계	3,207	1,825	1,848	1,933	1,910
자본금	165	165	165	165	165
자본잉여금	2,487	2,487	2,487	2,487	2,487
기타자본	0	0	76	(47)	125
이익잉여금	1,328	1,510	1,406	1,322	989
자본총계	3,976	4,155	4,125	3,915	3,751

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	150	37	190	254	355
당기순이익	(97)	224	20	126	228
유형자산감가상각비	64	86	113	113	113
무형자산상각비	6	6	8	8	8
자산부채변동	22	(120)	701	778	534
기타	155	(159)	(652)	(771)	(528)
투자활동현금흐름	265	(701)	(276)	(297)	(540)
유형자산투자	(494)	(348)	(121)	(150)	(400)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	770	(348)	(201)	66	120
무형자산순증	(11)	(6)	(8)	(8)	(8)
기타	0	1	54	(205)	(252)
재무활동현금흐름	(287)	324	(17)	(42)	(148)
자본의증가	0	NM	0	0	0
차입금의순증	(287)	324	(20)	(30)	(140)
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	0	3	(12)	(8)
기타현금흐름	(0)	0	0	0	0
현금의증가	128	(340)	(103)	(85)	(333)

주: K-IFRS (개별) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	465	536	576	686	881
매출원가	333	391	447	493	586
매출총이익	132	145	129	193	295
판매관리비	66	89	99	97	107
영업이익	66	56	30	97	188
금융수익	23	19	22	25	26
이자수익	10	10	22	25	26
금융비용	76	24	19	18	17
이자비용	6	16	19	18	17
기타영업외손익	1	382	0	0	0
관계기업관련손익	(130)	(129)	(8)	39	65
세전계속사업이익	(116)	303	25	142	261
법인세비용	(19)	79	5	15	33
당기순이익	(97)	224	20	126	228
기타포괄이익	(9)	(3)	(3)	(3)	(3)
총포괄이익	(106)	221	17	123	225
EBITDA	136	147	151	218	309

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	(1,466)	3,387	307	1,910	3,444
BPS	60,099	62,805	62,345	59,163	56,689
DPS	0	0	0	0	0
성장성(% YoY)					
매출증가율	57.7	15.3	7.5	19.1	28.4
영업이익증가율	NM	(15.6)	(45.9)	220.6	94.3
순이익증가율	NM	NM	(90.9)	522.5	80.3
EPS증가율	NM	NM	(90.9)	522.5	80.3
EBITDA증가율	357.2	8.3	2.7	44.0	41.8
수익성(%)					
영업이익률	14.2	10.4	5.2	14.1	21.3
순이익률	(20.9)	41.8	3.5	18.4	25.9
EBITDA Margin	29.3	27.5	26.2	31.7	35.0
ROA	(1.3)	3.4	0.3	2.1	4.0
ROE	(2.4)	5.5	0.5	3.1	5.9
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)	(1,012)	(1,653)	(1,911)
차입금/자본총계비율(%)	13.7	21.0	14.5	15.3	13.4
Valuation(X)					
PER	NM	114.1	941.4	151.3	83.9
PBR	6.2	6.2	4.6	4.9	5.1
EV/EBITDA	181.8	172.1	119.8	80.3	55.8

투자 의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자 의견	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	-23.1	-13.1
	2019.07.24	매수	370,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2019년 7월 24일 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. 6. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
82.5%	17.5%	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.