

## 삼성바이오로직스(207940)

### 매수(유지)

목표주가: 400,000원(상향)

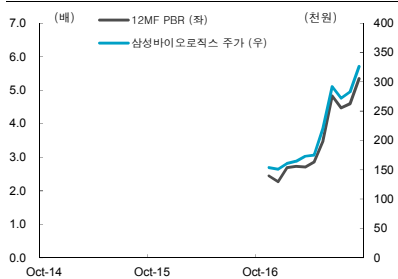
#### Stock Data

KOSPI(9/15)	2,386
주가(9/15)	326,500
시가총액(십억원)	21,603
발행주식수(백만)	66
52주 최고/최저가(원)	326,500/142,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	69,264
유동주식비율/외국인지분율(%)	21.8/9.8
주요주주(%)	삼성물산 외 3인 75.0

#### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	20.5	88.2	0.0
상대주가(%p)	18.3	76.3	0.0

#### 12MF PBR 추이



자료: WISEfn 컨센서스

### 바이오시밀러 두번째 first-mover 장착

#### 삼성의 최초 Herceptin 바이오시밀러, 내년 초 유럽시장 출시 유력

9월 15일 삼성바이오로직스의 자회사 바이오에피스는 EMA(유럽의약품청) 산하 CHMP(약물사용자문위원회)로부터 Herceptin의 바이오시밀러 온트루잔트(Ontruzant)에 대해 긍정의견을 받았다. 이에 따라 바이오에피스는 11월경 품목허가를 받고 내년 1분기 중 유럽시장에 온트루잔트를 출시할 수 있을 전망이다. 마케팅은 Merck가 담당한다. 이로써 바이오에피스는 베네팔리(Enbrel 바이오시밀러)에 이어 두번째 first-mover 바이오시밀러를 보유하게 됐으며 Herceptin 시장침투에 있어 경쟁사 대비 우위를 점할 수 있을 것으로 기대한다. Herceptin은 Roche가 개발한 유방암 치료제로 2016년 글로벌 매출 70억 달러(8조원), 유럽 매출 19억유로(2.4조원)에 달하는 블록버스터 제품이다.

#### 이미 검증된 유럽시장에서 성공 가능성을 보여준 항암제 바이오시밀러

바이오시밀러의 확산이 다소 더딘 미국과는 달리 유럽시장은 바이오시밀러의 처방이 활발하게 이루어지고 있다. 셀트리온의 램시마(Remicade 바이오시밀러)는 출시 3년만인 2016년 유럽시장에서 40%의 점유율을 확보했다. 또한 2016년 2월 유럽에서 출시한 바이오에피스의 베네팔리(Enbrel 바이오시밀러)는 올해 2분기 유럽에서 8,870만달러의 매출을 올리며 15%의 점유율을 달성한 것으로 추정되는 만큼 유럽에서 바이오시밀러는 30% 이상의 가격 경쟁력을 바탕으로 빠르게 확산되고 있다. 한편 자가면역치료제가 아닌 생명과 직결된 항암제도 바이오시밀러가 성공적으로 안착할 수 있을지에 대한 우려가 존재했다. 그러나 올해 4월 셀트리온이 유럽시장에 출시한 혈액암 치료제 트룩시마(Rituxan 바이오시밀러)가 출시 3개월만에 일부 국가에서 30%의 점유율을 확보하면서 항암제 바이오시밀러에 대한 성공 가능성을 엿볼 수 있었다. 따라서 유럽에서 출시될 바이오에피스의 유방암 치료제 온트루잔트 역시 출시 직후 빠른 점유율 확대가 기대된다.

#### 가파르게 개선될 현금흐름을 고려하여 목표주가를 40만원으로 상향

삼성바이오로직스에 대해 매수 투자 의견을 유지하고 2018년부터 가파르게 개선될 FCF(잉여현금흐름)를 고려하여 목표주가를 기존 35만원에서 40만원으로 14% 상향한다. 삼성바이오로직스는 2분기 마지막 영업적자를 뒤로하고 3분기부터는 흑자기조를 이어가는 한편 바이오에피스는 세계시장에 신제품을 지속적으로 출시해 나갈 전망이다. 2018년 이후 CMO 세계 1위 등급이 예정돼 있고 바이오시밀러를 넘어 신약개발업체로 변모해 나갈 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	-	-	(162)	-	-	-	68.7	-
2016A	295	(30)	(177)	(1,558)	NM	30	NM	320.6	4.9	(5.2)	-
2017F	418	8	(127)	(1,926)	NM	70	NM	307.9	6.0	(3.3)	-
2018F	578	105	528	1,423	NM	184	229.5	115.9	5.4	14.0	-
2019F	944	324	270	4,083	187.0	430	80.0	49.0	5.0	6.5	-

진흥국  
hg.jin@truefriend.com

정은영  
eunice.jung@truefriend.com

목표주가 상향의 근거는 2017년부터 2023년까지의 예상 FCF를 기반으로 산출한 기존 목표주가를 연말이 다가옴에 따라 2018년부터 2024년까지의 예상 FCF로 재산출했기 때문이다. 2공장 가동률의 상승에 따라 영업현금흐름이 올해 950억원에서 2018년 1,370억원으로 증가하고 3공장 완공에 따라 CAPEX집행(2017년 4,470억원, 2018년 2,140억원)이 감소하면서 올해 -3,521억원으로 예상되는 FCF는 내년부터 가파르게 개선될 전망이다 (2018년 -770억원, 2019년 4,020억원, 2020년 7,230억원).

목표주가 산정에 있어 바이오에피스의 가치는 2017년 2분기 바이오에피스의 실질 장부가치 5조 40억원의 50.1%(Biogen의 콜옵션 행사 가정)인 2조 5,250억원과 2018년 예상 순현금 5,019억원을 반영했다. 현재 셀트리온(15.7조원)과 셀트리온헬스케어(6.7조원)의 합산 시가총액이 22조원에 달한다. 반면 바이오에피스의 파이프라인이 셀트리온의 파이프라인과 비교했을 때 크게 뒤쳐지지 않는다는 점을 감안하면 바이오에피스의 가치평가에 반영된 장부가치 2.5조원은 다소 보수적인 수치라는 판단이다.

<표 1> DCF valuation

(단위: %)

세부항목	
debt/equity	13.5
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)	1,210.8
영구가치의 NPV(십억원, 2024년 12월 31일 기준)	36,192.5
영구가치의 NPV(십억원, 2017년 9월 18일 기준)	20,312.1
DCF valuation	
NPV of Forecasts(십억원)	3,421.4
NPV of Terminal Value(십억원)	20,312.1
+ 삼성바이오에피스 지분가치(2Q17 기준 50.1%)	2,525.0
Archizen Bioech(2Q17 기준 50%)	13.5
기업가치(Enterprise value)	26,272.1
+ 2018년 예상 순현금 (십억원)	501.9
지분가치(Equity value, 십억원)	26,774.0
주식수 (백만주)	66.2
<b>주당가치 (원)</b>	<b>404,654</b>

자료: 한국투자증권

<표 2> 삼성바이오로직스 FCF 전망

(단위: 십억원, %)

	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
EBIT	(30)	8	105	324	629	751	862	954	980
EBITDA	30	70	180	430	734	856	968	1,059	1,085
<b>CFO(영업현금흐름)</b>	<b>(63)</b>	<b>95</b>	<b>137</b>	<b>487</b>	<b>775</b>	<b>918</b>	<b>1,027</b>	<b>1,140</b>	<b>1,180</b>
EBT	(231)	(127)	539	315	652	818	982	1,109	1,168
+법인세비용			11	44	98	134	185	208	218
+감가상각비	56	57	74	98	98	98	98	98	98
-이자비용	(16)	5	3	18	24	40	62	85	89
-순운전자본의 증가	(74)	9	(40)	53	75	97	90	79	71
+기타	202	152	(449)	(40)	(171)	(268)	(390)	(438)	(464)
CAPEX	(168)	(447)	(214)	(86)	(52)	(42)	(33)	(32)	(26)
<b>FCF</b>	<b>(231)</b>	<b>(352)</b>	<b>(77)</b>	<b>402</b>	<b>723</b>	<b>876</b>	<b>993</b>	<b>1,109</b>	<b>1,154</b>
할인율			1.1	1.2	1.3	1.4	1.5	1.6	1.8
<b>NPV of FCF</b>	<b>(231)</b>	<b>(352)</b>	<b>(69)</b>	<b>335</b>	<b>557</b>	<b>624</b>	<b>653</b>	<b>674</b>	<b>648</b>

자료: 한국투자증권

<표 3> 삼성바이오페스와 셀트리온의 바이오시밀러 파이프라인 비교

삼성바이오로직스						셀트리온					
파이프라인	오리지널	개발단계				파이프라인	오리지널	개발단계			
		임상 1 상	임상 3 상	허가 신청	허가 승인			임상1 상	임상 3 상	허가 신청	허가 승인
SB4 베네팔리/브렌시스	Enbrel		미국		유럽	CT-P05	Enbrel	미국/유럽			
SB2 플릭사비/렌플렉시스	Remicade				미국/유럽	CT-P13 렉시마	Remicade				미국/유럽
SB5 임랄디	Humira		미국		유럽	CT-P17	Humira	미국/유럽			
SB3 온트루잔트	Herceptin		미국		유럽	CT-P06 허주마	Herceptin			미국/유럽	
SB8	Avastin		미국/유럽			CT-P16	Avastin	미국/유럽			
SAIT-101 Archigen Bio	Rituxan		미국/유럽			CT-P10 트룩시마	Rituxan			미국/유럽	유럽
SB9 루수두나	Lantus				미국/유럽	CT-P15	Erbix	미국/유럽			
						CT-P14	Synagis	미국/유럽			

자료: 삼성바이오페스, 셀트리온, 한국투자증권

<표 4> 삼성바이오로직스 분기 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출액	89	48	53	106	108	63	108	139	295	418	578
YoY	-	-	-	-	21.3	32.9	105.1	31.8	-	41.9	38.3
1 공장 가동률					55	30	50	55	189	190	154
					100.0	55.0	90.0	100.0	90.0	86.3	70.0
2 공장 가동률					53	33	59	84	106	228	384
					37.6	23.5	42.0	60.0	19.2	40.8	63.0
3 공장 가동률											40
											5%
영업이익	(14)	(3)	(13)	(1)	3	(8)	4	9	(30)	8	105
YoY	-	-	-	-	흑전	적지	흑전	흑전	적지	흑전	1,242.6
OPM	(15.4)	(6.7)	(24.2)	(0.7)	3.2	(13.4)	3.4	6.7	(10.3)	1.9	18.1

자료: 삼성바이오로직스, 한국투자증권

<표 5> Herceptin profile

개발사	Roche
미국 판매사	Roche
유럽 판매사	Roche
적응증	조기 유방암, 전이성 유방암, 전이성 위암
성분명	Trastuzumab
미국/유럽 특허 만료일	2019년 6월/2014년 7월
2016년 미국 매출	25 억달러
2016년 유럽 매출	21 억달러
2016년 매출 순위	8 위

자료: Evaluate Pharma, 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	826	1,328	1,479
현금성자산	35	230	532	930	960
매출채권및기타채권	37	76	82	91	119
재고자산	119	164	210	305	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	7,289	5,421	5,678
유동부채	1,912	2,477	2,749	501	662
매입채무및기타채무	57	140	180	243	417
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	3,703	1,442	1,389
자본금	138	165	165	165	165
자본잉여금	1,031	2,487	2,487	2,487	2,487
기타자본	0	0	172	167	447
이익잉여금	1,602	1,425	756	1,154	1,185
자본총계	2,775	4,082	3,586	3,979	4,290

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	(266)	(63)	95	137	487
당기순이익	1,905	(177)	(127)	528	270
유형자산감가상각비	33	56	57	74	98
무형자산상각비	9	4	5	6	8
자산부채변동	(96)	(74)	348	(435)	40
기타	(2,117)	128	(188)	(36)	71
투자활동현금흐름	(429)	(1,373)	(643)	313	(260)
유형자산투자	(240)	(163)	(447)	(214)	(86)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	0	(970)	(267)	2,332	(193)
무형자산순증	(149)	(5)	(6)	(6)	(8)
기타	(40)	(235)	77	(1,799)	27
재무활동현금흐름	633	1,631	(121)	(53)	(196)
자본의증가	273	1,484	0	0	0
차입금의순증	360	147	(126)	(56)	(214)
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	0	5	3	18
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	(62)	196	(668)	398	30

주: K-IFRS (개별) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

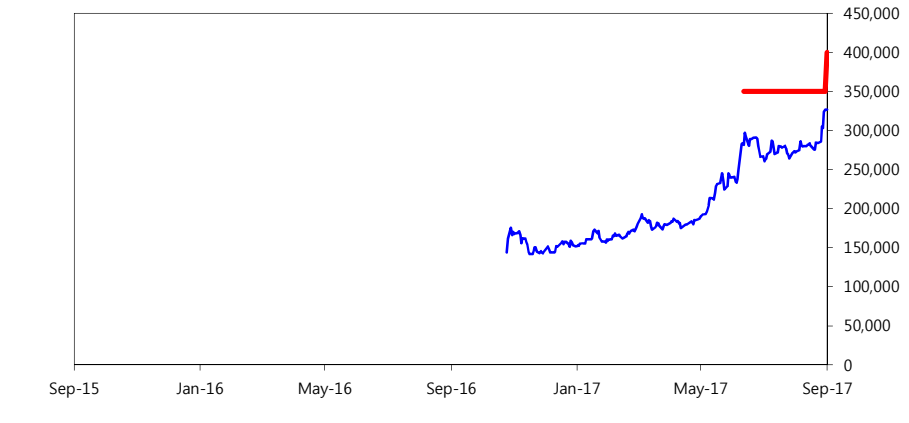
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	91	295	418	578	944
매출원가	115	268	350	404	534
매출총이익	(24)	27	69	175	410
판매관리비	180	57	61	70	86
영업이익	(204)	(30)	8	105	324
금융수익	7	14	20	565	35
이자수익	1	4	17	14	28
금융비용	1,841	87	32	12	10
이자비용	3	19	12	12	10
기타영업외손익	2	1	5	(1)	7
관계기업관련손익	4,524	(129)	(128)	(119)	(41)
세전계속사업이익	2,488	(231)	(127)	539	315
법인세비용	583	(54)	0	11	44
당기순이익	1,905	(177)	(127)	528	270
기타포괄이익	(9)	0	0	0	0
총포괄이익	1,896	(177)	(127)	528	270
EBITDA	(162)	30	70	184	430

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	19,414	(1,558)	(1,926)	1,423	4,083
BPS	50,326	30,850	54,200	60,143	64,835
DPS	0	0	0	0	0
성장성(%, YoY)					
매출증가율	0.0	222.8	41.9	38.3	63.2
영업이익증가율	NM	NM	NM	1,242.6	209.2
순이익증가율	NM	NM	NM	NM	(48.8)
EPS증가율	NM	NM	NM	NM	187.0
EBITDA증가율	NM	NM	134.1	164.8	133.2
수익성(%)					
영업이익률	(223.1)	(10.3)	1.9	18.1	34.4
순이익률	2,087.0	(60.0)	(30.5)	91.3	28.6
EBITDA Margin	(177.5)	10.1	16.6	31.9	45.5
ROA	32.0	(2.6)	(1.7)	8.3	4.9
ROE	68.7	(5.2)	(3.3)	14.0	6.5
배당수익률	-	-	-	-	-
배당성향	0.0	NM	NM	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	657	(374)	(48)	(282)	(526)
차입금/자본총계비율(%)	24.9	20.7	13.5	16.3	10.1
Valuation(X)					
PER	-	NM	NM	229.5	80.0
PBR	-	4.9	6.0	5.4	5.0
EV/EBITDA	-	320.6	307.9	115.9	49.0

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	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 9월 17일 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 (2017.6.30 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.