

삼성바이오로직스(207940)

매수(유지)

목표주가: 350,000원(유지)

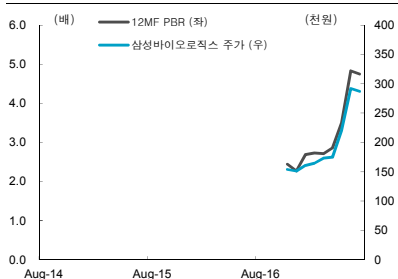
Stock Data

KOSPI(7/25)	2,440
주가(7/25)	287,000
시가총액(십억원)	18,989
발행주식수(백만)	66
52주 최고/최저가(원)	297,000/142,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	63,594
유동주식비율/외국인지분율(%)	21.7/9.8
주요주주(%)	삼성물산 외 3인 75.1

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	15.3	85.2	0.0
상대주가(%p)	12.7	67.1	0.0

12MF PBR 추이



자료: WISEfn 컨센서스

잘 팔리는 베네팔리!

베네팔리도 램시마 못지 않게 잘 팔린다

Enbrel의 바이오시밀러 베네팔리는 유럽에서 “first-mover advantage”를 누리며 판매호조를 나타내고 있는 것으로 파악된다. Biogen(바이오에피스의 유럽 파트너)의 2분기 실적 발표(미국 현지시간 7월 25일 오전)에 따르면 베네팔리의 2분기 유럽 매출액은 1분기 6,530만달러 대비 36% 증가한 8,870만달러로 나타났다. 베네팔리의 2016년 연간 매출액이 1억 60만달러였다는 점을 감안하면 매출액은 빠르게 증가하고 있다. 베네팔리의 2분기 판매호조로 인해 삼성바이오로직스의 2분기 지분법손실(216억원)도 1분기(508억원) 대비 크게 감소할 수 있었다. 2017년 베네팔리 매출은 전년 대비 네 배 가량 증가한 4억달러(4,400억원) 수준으로 전망한다. 2014년 출시된 셀트리온의 램시마가 유럽에서 2015년 2,500억원, 2016년 6,200억원의 매출을 달성했다는 점을 감안하면 베네팔리의 판매성적은 램시마에 비해 크게 뒤떨어지지 않는다는 판단이다.

바이오시밀러, 앞으로도 보여줄 것이 많다

미국 현지시간 7월 24일 삼성바이오로직스는 현지 파트너사 Merck와 함께 Remicade의 바이오시밀러 렌플렉시스를 오리지네이터 대비 35% 저렴한 가격(100mg 바이알 당 753.39달러)에 미국에서 조기출시한다고 밝혔다. 이 외에도 2018년 상반기경 Humira의 바이오시밀러 임팔디, Lantus의 바이오시밀러 루수두나, Herceptin의 바이오시밀러 SB3의 유럽출시가 잇달아 예정되어 있는 만큼 바이오시밀러 사업을 영위하고 있는 자회사 바이오에피스의 실적개선에 대한 기대감은 하반기로 갈수록 고조될 전망이다.

바이오시밀러 시장개화로 자회사 바이오에피스의 가치가 부각될 전망

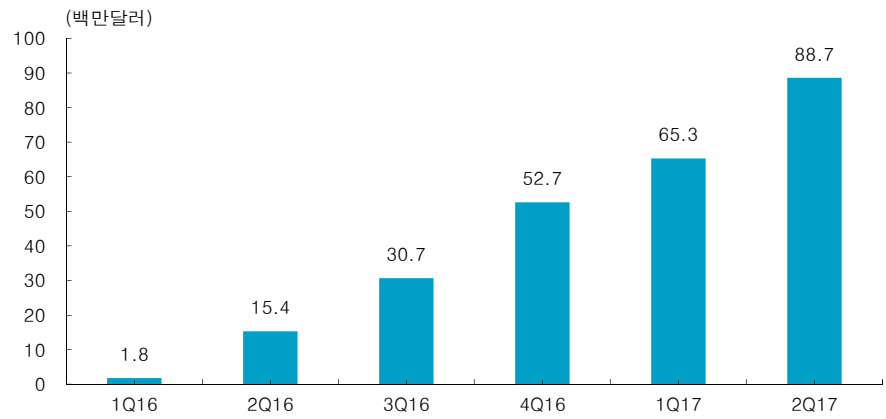
삼성바이오로직스에 대해 투자의견 매수, 목표주가 350,000원을 유지한다. 목표주가는 2017년~2023년의 free cash flow를 합산해 현재 가치로 할인한 후 자회사 지분가치(바이오에피스 2.56조원[5.12조원의 50.1%], Archizen Biotech 340억원[680억원의 50%])와 2017년 순현금과 콜옵션 행사금 6,106억원을 더해 산출했다. 목표주가의 2017년 PBR은 6.5배로 현재 셀트리온의 valuation(2017F PBR 6.4배)과 유사한 수준이다. 바이오에피스는 유럽과 미국에서 각각 1개의 first-mover와 second-mover를 보유하고 있다. 또한 2018년에는 3개의 second-mover를 유럽에서 추가로 확보할 것이다. 셀트리온의 파이프라인과 시가총액을 고려하면 삼성바이오로직스의 주가에는 바이오에피스의 가치가 충분히 반영되지 않았다고 생각한다. 2분기 마지막 영업적자를 뒤로하고 3분기부터 흑자기조를 이어가는 한편 바이오시밀러 시장의 본격 개화로 바이오에피스에 대한 지분가치가 부각될 것으로 예상돼 삼성바이오로직스에 대해 장기적 관점에서 매수를 권고한다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	종가률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2015A	91	(204)	1,905	-	NM	(162)	-	-	-	68.7	-
2016A	295	(30)	(177)	(1,558)	NM	30	NM	320.6	4.9	(5.2)	-
2017F	415	7	(129)	(1,954)	NM	69	NM	274.5	5.3	(3.4)	-
2018F	573	110	497	1,487	NM	185	193.0	100.6	4.7	13.1	-
2019F	944	330	266	4,022	170.5	436	71.4	42.1	4.7	6.6	-

진홍국 3276-6196
hg.jin@truefriend.com

정은영 3276-6239
eunice.jung@truefriend.com

[그림 1] 베네팔리 유럽 매출 추이



자료: 바이오젠, 한국투자증권

<표 1> 삼성바이오에피스와 셀트리온의 바이오시밀러 파이프라인 비교

삼성바이오로직스						셀트리온					
파이프라인	오리지널	개발단계				파이프라인	오리지널	개발단계			
		임상 1 상	임상 3 상	허가 신청	허가 승인			임상 1 상	임상 3 상	허가 신청	허가 승인
SB4 베네팔리/브렌시스	Enbrel		미국		유럽	CT-P05	Enbrel	미국/유럽			
SB2 플릭사비/렘플렉시스	Remicade				미국/유럽	CT-P13 렘시마	Remicade				미국/유럽
SB5 임랄디	Humira		미국		유럽	CT-P17	Humira	미국/유럽			
SB3	Herceptin		미국	유럽		CT-P06 허쥬마	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
SB9 루수두나	Lantus				미국/유럽	CT-P15	Erbix	미국/유럽			
						CT-P14	Synagis	미국/유럽			

자료: 삼성바이오에피스, 셀트리온, 한국투자증권

<표 2> 삼성바이오에피스 바이오시밀러 개발 스케줄

			3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	2H17	1H18	비고
SB4 베네팔리/ 브렌시스	Enbrel	미국															2028년 특허만료
		유럽		허가신청	특허만료				허가 출시								
SB2 플릭사비/ 렌플렉시스	Remicade	미국							허가신청					허가	출시		2016년 특허만료
		유럽			허가신청					허가	출시						2013년 특허만료
SB5 임팔디	Humira	미국										특허만료					
		유럽									허가신청			잠정승인		출시 예정	2018년 특허만료
SB3	Herceptin	미국															2019년 특허만료
		유럽	특허만료								허가신청						
SB8	Avastin	미국															2019년 특허만료
		유럽															2019년 특허만료
SB9 루수두나	Lantus	미국			특허만료					허가신청					잠정승인		
		유럽				특허만료		허가신청					허가				
SAIT-101	Rituxan	미국															2018년 특허만료
		유럽															2013년 특허만료

자료: 삼성바이오에피스, 한국투자증권

<표 3> 삼성바이오로직스 분기 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출액	88.8	47.5	52.8	105.5	107.6	63.2	111.0	133.5	294.6	415.3	573.0
YoY	-	-	-	-	21.3	32.9	110.2	26.5	-	41.0	38.0
1 공장 가동률					55.0	30.3	55.0	49.5	189.0	189.8	161.0
2 공장 가동률					100.0	55.0	100.0	90.0	90.0	86.3	70.0
3 공장 가동률					52.6	33.0	56.0	84.0	105.6	225.6	372.0
					37.6	23.5	40.0	60.0	19.2	40.3	60.0
영업이익	(13.7)	(3.2)	(12.8)	(0.7)	3.4	(8.5)	3.5	8.1	(30.4)	6.5	109.6
YoY	-	-	-	-	흑전	적지	흑전	흑전	적지	흑전	1,577.8
OPM	(15.4)	(6.7)	(24.2)	(0.7)	3.2	(13.4)	3.2	6.1	(10.3)	1.6	19.1

자료: 삼성바이오로직스, 한국투자증권

<표 4> 삼성바이오로직스 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F
매출액	294.6	415.3	573.0	944.0	1,331.5	1,498.0	1,651.0	1,780.0
YoY	222.8	41.0	38.0	64.7	41.0	12.5	10.2	7.8
1 공장	189.0	189.8	161.0	192.0	225.0	250.0	260.0	260.0
가동률	90.0	86.3	70.0	80.0	90.0	100.0	100.0	100.0
2 공장	105.6	225.6	372.0	512.0	650.0	660.0	660.0	660.0
가동률	19.2	40.3	60.0	80.0	100.0	100.0	100.0	100.0
3 공장			40.0	240.0	456.5	588.0	731.0	860.0
가동률			5.0	30.0	55.0	70.0	85.0	100.0
영업이익	(30.4)	6.5	109.6	330.3	630.9	748.9	855.4	941.5
YoY	적지	흑전	157,782.3	20,129.8	9,102.0	1,870.5	1,422.0	1,005.9
OPM	-	1.6	19.1	35.0	47.4	50.0	51.8	52.9
영업외손익	(200.5)	(135.8)	398.9	(18.6)	23.4	77.1	140.9	186.7
지분법손익	(129.2)	(124.6)	(154.6)	(45.7)	(11.0)	23.9	59.1	75.7
파생손익	(54.0)	(20.0)	551.3	-	-	-	-	-
이자손익	(15.6)	4.7	2.7	20.1	26.4	43.2	66.8	90.9
기타	(5.2)	(13.5)	(14.7)	(7.2)	(6.2)	(4.2)	0.8	5.8
순이익	(176.8)	(129.3)	497.3	266.1	555.7	691.3	811.9	921.7
YoY	적전	적지	흑전	(46.5)	108.8	24.4	17.4	13.5
NPM	-	-	86.8	28.2	41.7	46.1	49.2	51.8

자료: 삼성바이오로직스, 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	797	1,280	1,390
현금성자산	35	230	527	1,011	1,050
매출채권및기타채권	37	76	82	90	119
재고자산	119	164	185	179	221
비유동자산	5,768	6,072	6,549	4,245	4,034
투자자산	4,863	4,966	5,193	2,856	2,704
유형자산	890	1,091	1,342	1,374	1,315
무형자산	14	14	15	15	15
자산총계	5,960	7,533	7,346	5,525	5,424
유동부채	1,912	2,477	2,821	560	659
매입채무및기타채무	57	140	154	204	319
단기차입금및단기사채	10	170	43	0	0
유동성장기부채	0	234	221	202	192
비유동부채	1,274	974	952	920	698
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	682	439	438	425	212
부채총계	3,186	3,451	3,773	1,480	1,356
자본금	138	165	165	165	165
자본잉여금	1,031	2,487	2,487	2,487	2,487
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	1,602	1,425	915	1,387	1,410
자본총계	2,775	4,082	3,573	4,045	4,068

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	(266)	(63)	94	225	489
당기순이익	1,905	(177)	(129)	497	266
유형자산감가상각비	33	56	57	69	98
무형자산상각비	9	4	5	6	7
자산부채변동	(96)	(74)	445	(344)	28
기타	(2,117)	128	(284)	(3)	90
투자활동현금흐름	(429)	(1,373)	(643)	312	(258)
유형자산투자	(240)	(163)	(447)	(214)	(86)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	0	(970)	(355)	2,183	99
무형자산순증	(149)	(5)	(6)	(6)	(7)
기타	(40)	(235)	165	(1,651)	(264)
재무활동현금흐름	633	1,631	(124)	(53)	(192)
자본의증가	273	1,484	0	0	0
차입금의순증	360	147	(129)	(56)	(212)
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	0	5	3	20
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	(62)	196	(673)	484	39

주: K-IFRS (개별) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

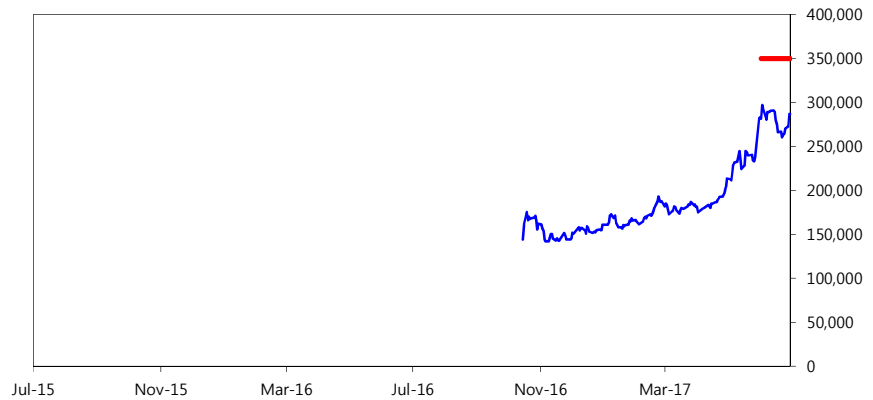
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	91	295	415	573	944
매출원가	115	268	348	391	525
매출총이익	(24)	27	67	182	419
판매관리비	180	57	60	72	89
영업이익	(204)	(30)	7	110	330
금융수익	7	14	20	565	37
이자수익	1	4	17	14	30
금융비용	1,841	87	32	12	10
이자비용	3	19	12	12	10
기타영업외손익	2	1	4	(1)	7
관계기업관련손익	4,524	(129)	(128)	(154)	(53)
세전계속사업이익	2,488	(231)	(129)	509	312
법인세비용	583	(54)	0	11	46
당기순이익	1,905	(177)	(129)	497	266
기타포괄이익	(9)	0	0	0	0
총포괄이익	1,896	(177)	(129)	497	266
EBITDA	(162)	30	69	185	436

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	-	(1,558)	(1,954)	1,487	4,022
BPS	-	30,850	53,998	61,133	61,482
DPS	-	0	0	0	0
성장성(%, YoY)					
매출증가율	0.0	222.8	41.0	38.0	64.7
영업이익증가율	NM	NM	NM	1,577.8	201.3
순이익증가율	NM	NM	NM	NM	(46.5)
EPS증가율	NM	NM	NM	NM	170.5
EBITDA증가율	NM	NM	131.0	168.9	136.1
수익성(%)					
영업이익률	(223.1)	(10.3)	1.6	19.1	35.0
순이익률	2,087.0	(60.0)	(31.1)	86.8	28.2
EBITDA Margin	(177.5)	10.1	16.5	32.2	46.2
ROA	32.0	(2.6)	(1.7)	7.7	4.9
ROE	68.7	(5.2)	(3.4)	13.1	6.6
배당수익률	-	-	-	-	-
배당성향	-	NM	NM	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	657	(374)	(47)	(384)	(645)
차입금/자본총계비율(%)	24.9	20.7	13.4	15.5	10.0
Valuation(X)					
PER	-	NM	NM	193.0	71.4
PBR	-	4.9	5.3	4.7	4.7
EV/EBITDA	-	320.6	274.5	100.6	42.1

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
삼성바이오로직스(207940)	2017.06.28	매수	350,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 7월 26일 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 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.