

삼성바이오로직스(207940)

지금 주가는 막연한 두려움이 충분히 반영된 수준

분식회계로 판결나더라도 펀더멘털에 미치는 영향은 제한적

분식회계에 대한 검찰조사가 장기화되고 있는 가운데, 삼성바이오로직스에 법적으로 불리하게 작용할 수 있는 정황들이 속속 발견되고 일부 임직원이 구속되는 등 다양한 악재가 발생했다. 삼성바이오로직스의 주가도 올 한 해 22% 하락했다. 그러나 분식회계로 판결나더라도 회사의 펀더멘털에 미치는 영향은 제한적이다. 회사는 이미 지난해 말 추정금 80억원을 납부했으며 앞으로 있을 수 있는 처분은 과거 재무제표 재작성, 외부감사인 지정, 대표이사의 해임으로 영업에 직접적으로 미치는 악영향은 그리 크지 않을 것으로 전망되기 때문이다.

신규수주는 늘고 있고 실적은 3분기부터 턴어라운드

최근 신규수주가 발생하기 시작하면서 법적공방에 따른 영업위축 우려는 완화되고 있다. 회사는 2019년 4월에서 5월 두 달간 약 1,500억원의 신규수주를 체결했다. 향후 개발성공시 최소보장금액은 약 5천억원으로, 회사는 지속적인 신규수주를 통해 장기성장동력을 확보해 나가고 있다. 한편 정기보수를 마치고 1공장과 2공장의 가동이 본격화되면서 실적은 2분기 영업적자 시현 후 3분기부터는 흑자전환할 것으로 예상된다. 4분기부터는 3공장 매출이 발생하기 시작하면서 실적개선이 본격화될 것이다. 영업 측면에서도 회사는 바닥을 통과하고 있다.

현 주가는 상장폐지에 대한 공포감이 극에 달했던 지난 11월 수준

현 주가는 상장폐지에 대한 공포감이 극에 달했던 2018년 11월 수준이다. 이후 거래가 재개되며 주가는 반등했으나 1분기 영업적자와 함께 검찰조사 과정에서 막연한 공포감이 조성됐고 주가는 다시 전저점 수준으로 하락했다. 실적은 하반기부터 개선되고 최악의 시나리오를 감안하더라도 남은 처분은 대표이사 해임권고 정도다. 2분기에도 영업적자가 예상되나 이미 컨센서스(-123억원)에 반영되어 있으며 하반기 실적개선이 유력하다. 따라서 현 시점에서 주가는 하락보다 상승할 가능성이 높다. 지금은 삼성바이오로직스에 대해 막연한 두려움을 넘어 매수관점으로 접근해볼 만한 타이밍이다. 매수의견과 DCF로 산출한 목표주가 40만원을 유지한다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2017A	465	66	(97)	(1,466)	NM	136	NM	181.8	6.2	(2.4)	0.0
2018A	536	56	224	3,387	NM	147	114.1	172.1	6.2	5.5	0.0
2019F	584	29	(5)	(70)	NM	154	NM	122.4	4.8	(0.1)	0.0
2020F	759	141	131	1,981	NM	266	151.7	67.7	4.9	3.2	0.0
2021F	999	266	277	4,180	111.1	391	71.9	45.0	4.9	6.8	0.0

매수(유지)

목표주가: 400,000원(유지)

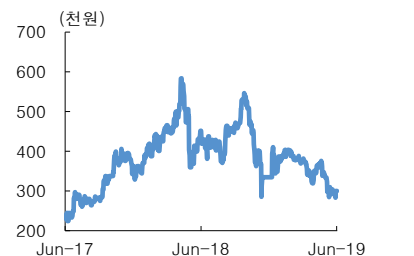
Stock Data

KOSPI(6/3)	2,068
주가(6/3)	300,500
시가총액(십억원)	19,883
발행주식수(백만)	66
52주 최고/최저(원)	546,000/283,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	56,124
유동주식비율/외국인지분율(%)	24.8/8.7
주요주주(%)	삼성물산 외 4인 75.1

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(10.0)	(10.2)	(33.4)
KOSPI 대비(%p)	(4.2)	(7.2)	(18.2)

주가추이



자료: FnGuide

진흥국

hg.jin@truefriend.com

분식회계로 판결나도 회사에 큰 변화는 없다

삼성바이오로직스는 공시위반 및 분식회계를 이유로 지난해 7월과 11월 두차례에 걸쳐 징계처분을 받았다. 징계의 내용은 추정금 80억원, 재무제표 재작성, 3년간 외부감사인 지정, 대표이사 및 담당임원 해임권고 등이다. 그러나 회사는 이미 지난 4분기 80억원의 추정금을 이미 납부했다. 이번 항소에서 승소할 경우 80억원을 돌려받을 수 있다. 재무제표 재작성의 경우 사업보고를 통해 예상되는 재무상태표와 손익계산서의 변화를 공시했다. 이를 통해 연결대상이었던 자회사 삼성바이오에피스를 관계회사로 변경하여 손익을 삼성바이오로직스의 지분법손익으로 계상하는 등의 회계변화를 확인할 수 있다. 그러나 이는 과거실적의 조정일 뿐 미래가치에는 큰 변화가 없다. 또한 삼성바이오에피스는 Biogen이 콜옵션을 이미 행사했기 때문에 2018년부터 이미 지분법손익으로 삼성바이오로직스의 실적에 반영되어 왔다. 외부감사인 지정은 사건발생 예방차원으로 행해지는 처분으로 향후 회사의 회계처리가 더욱 투명해질 수 있다는 측면에서 긍정적이다. 따라서 향후 회사의 행보에 변화를 줄 수 있는 건 대표이사의 해임권고 정도다. 마지막으로 시장에 있을 수 있는 가장 큰 우려인 거래정지 및 상장폐지실질심사는 재현되지 않는다. 이미 지난해 말 한국거래소는 기업의 지속가능성과 투자자 보호차원에서 삼성바이오로직스가 상장폐지 요건에는 해당되지 않는 것으로 판단하여 거래를 재개시킨 바 있으며 이는 현재 진행되고 있는 검찰조사와는 별개의 이슈이기 때문이다. 즉 분식회계로 판결난다 하더라도 수반되는 리스크는 크지 않아 지금의 이슈는 노이즈에 불과하다는 결론이다.

〈표 1〉 2019년 신규수주내역

계약시작일	계약종료일	계약 대상	계약금 (백만달러)	계약금 (십억원)	개발성공시 보장금액(백만달러)	비고
2019-04-01	2027-12-31	Cytodyn Inc.	31.3	35.5	246.1	계약금 2020년까지 보장, 개발성공시 보장금액은 2027년
2019-04-26	-	아시아 소재 제약사	32.0	37.1	-	공시유보 관련 내용 2022년까지 비밀유지
2019-04-26	-	아시아 소재 제약사	17.1	19.9	-	공시유보 관련 내용 2022년까지 비밀유지
2019-05-14	-	아시아 소재 제약사	29.8	35.2	45.9	계약금 2024년까지 보장, 개발성공시 보장금액은 2027년
2019-05-17	-	유럽 소재 제약사	33.8	40.3	147.7	계약금 2021년까지 보장, 개발성공시 보장금액은 기재안함

자료: 삼성바이오로직스, 한국투자증권

〈표 2〉 분식회계 판결 시 예상되는 손익계산서 변화

(단위: 십억원)

	2018 조정 전	2018 조정 후	2017 조정 전	2017 조정 후	2016 조정 전	2016 조정 후	2015 조정 전	2015 조정 후
매출액	536	536	465	465	295	295	91	67
매출원가	(391)	(391)	(333)	(333)	(268)	(268)	(115)	(66)
매출총이익	145	145	132	132	27	27	(24)	1
영업이익	56	56	66	66	(30)	(30)	(204)	(43)
지분법손익	(129)	(132)	(130)	(115)	(129)	(115)	(19)	(171)
관계기업투자주식처분이익	389	2,509	-	-	-	-	4,544	-
파생상품평가손실	-	-	(59)	(59)	(54)	(54)	(1,820)	(1,820)
법인세차감전순손익	303	2,419	(116)	(101)	(231)	(216)	2,488	(2,040)
법인세비용(수익)	79	593	(19)	(16)	(54)	(20)	583	(549)
당기순손익	224	1,827	(97)	(85)	(177)	(197)	1,905	(1,491)
기타포괄손익	(3)	(3)	(9)	(9)	0	(0)	(9)	(8)
총포괄손익	221	1,824	(106)	(94)	(177)	(197)	1,896	(1,499)

자료: 삼성바이오로직스, 한국투자증권

〈표 3〉 분식회계 판결 시 예상되는 재무상태표 변화

(단위: 십억원)

구분	2018	2018	2017	2017	2016	2016	2015	2015
	조정 전	조정 후	조정 전	조정 후	조정 전	조정 후	조정 전	조정 후
자산								
유동자산:	1,578	1,578	621	621	1,461	1,461	193	193
비유동자산:	4,403	2,062	6,562	2,648	6,072	2,124	5,768	1,785
관계기업및공동기업투자주식	2,562	174	5,008	504	4,944	425	4,838	304
이연법인세 자산	-	47	-	590	-	571	-	551
자산총계	5,980	3,639	7,183	3,269	7,533	3,585	5,960	1,978
부채								
유동부채	711	710	2,287	2,287	2,477	2,477	1,912	1,912
당기법인세 부채	40	40	-	-	0	0	0	0
파생상품 부채	-	-	1,934	1,934	1,874	1,874	1,820	1,820
비유동부채:	1,114	580	919	414	974	447	1,274	692
이연법인세 부채	535	-	505	-	527	-	582	-
부채총계	1,825	1,290	3,207	2,701	3,451	2,924	3,186	2,604
자본								
자본잉여금	2,487	2,497	2,487	2,497	2,487	2,497	1,031	1,040
기타포괄손익누계액	(7)	(9)	(4)	(8)	5	1	5	1
이익잉여금	1,510	(304)	1,328	(2,087)	1,425	(2,002)	1,602	(1,805)
자본총계	4,155	2,349	3,976	567	4,082	661	2,775	(626)
부채 및 자본총계	5,980	3,639	7,183	3,269	7,533	3,585	5,960	1,978

자료: 삼성바이오로직스, 한국투자증권

〈표 4〉 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	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: 삼성바이오로직스, 한국투자증권

〈표 5〉 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	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 DCF valuation

(단위: %)

세부항목	
Terminal value	
영구성장률(%)	4.0
현금흐름의 영구가치(십억원)	1,193
영구가치의 NPV(십억원, 2027년 12월 31일 기준)	34,835
영구가치의 NPV(십억원, 2019년 4월 24일 기준)	18,838
DCF valuation	
NPV of Forecasts(십억원)	3,017
NPV of Terminal Value(십억원)	18,838
+ 삼성바이오로직스 지분가치(십억원, 50.1% 가정)	4,263
Archizen Bioech(십억원, 50%)	13
Enterprise value(십억원)	26,131
+ 2018년 예상 순현금(십억원)	368
지분가치(십억원)	26,499
주식수(백만주)	66.2
주당가치(원)	400,507

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	1,481	1,481	1,249
현금성자산	358	18	429	889	733
매출채권및기타채권	26	122	121	126	141
재고자산	210	302	280	309	305
비유동자산	6,562	4,403	4,508	4,515	4,779
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	5,989	5,996	6,027
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	1,119	1,150	1,085
사채	50	190	3	5	8
장기차입금및금융부채	357	296	296	297	197
부채총계	3,207	1,825	1,850	1,950	1,939
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	1,421	1,381	1,134
자본총계	3,976	4,155	4,140	4,046	4,088

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	150	37	204	287	430
당기순이익	(97)	224	(5)	131	277
유형자산감가상각비	64	86	114	114	114
무형자산상각비	6	6	10	10	10
자산부채변동	22	(120)	714	892	628
기타	155	(159)	(629)	(860)	(599)
투자활동현금흐름	265	(701)	(276)	(297)	(540)
유형자산투자	(494)	(348)	(121)	(150)	(400)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	770	(348)	(226)	(22)	21
무형자산순증	(11)	(6)	(10)	(10)	(10)
기타	0	1	81	(115)	(151)
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)	(89)	(40)	(246)

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	95	103	114
영업이익	66	56	29	141	266
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)	(32)	6	49
세전계속사업이익	(116)	303	0	153	323
법인세비용	(19)	79	5	22	47
당기순이익	(97)	224	(5)	131	277
기타포괄이익	(9)	(3)	(3)	(3)	(3)
총포괄이익	(106)	221	(8)	128	274
EBITDA	136	147	154	266	391

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	(1,466)	3,387	(70)	1,981	4,180
BPS	60,099	62,805	62,563	61,144	61,792
DPS	0	0	0	0	0
성장성(%, YoY)					
매출증가율	57.7	15.3	9.0	29.9	31.6
영업이익증가율	NM	(15.6)	(48.0)	387.4	88.5
순이익증가율	NM	NM	NM	NM	111.1
EPS증가율	NM	NM	NM	NM	111.1
EBITDA증가율	357.2	8.3	4.6	72.9	47.0
수익성(%)					
영업이익률	14.2	10.4	5.0	18.6	26.6
순이익률	(20.9)	41.8	(0.8)	17.3	27.7
EBITDA Margin	29.3	27.5	26.3	35.1	39.1
ROA	(1.3)	3.4	(0.1)	2.2	4.6
ROE	(2.4)	5.5	(0.1)	3.2	6.8
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	NM	0.0	NM	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	165	(256)	(1,044)	(1,863)	(2,302)
차입금/자본총계비율(%)	13.7	21.0	14.4	14.8	12.3
Valuation(X)					
PER	NM	114.1	NM	151.7	71.9
PBR	6.2	6.2	4.8	4.9	4.9
EV/EBITDA	181.8	172.1	122.4	67.7	45.0

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	-	-



Compliance notice

- 당사는 2019년 6월 4일 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.

기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가등락 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.