

삼성바이오로직스(207940)

매수(유지)

목표주가: 440,000원(상향)

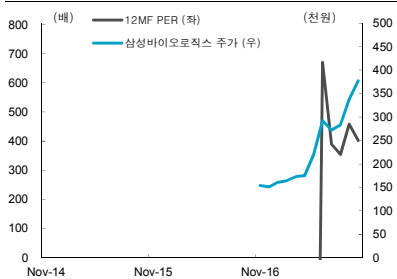
Stock Data

KOSPI(10/12)	2,475
주가(10/12)	377,500
시가총액(십억원)	24,977
발행주식수(백만)	66
52주 최고/최저가(원)	377,500/142,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	75,585
유동주식비율/외국인지분율(%)	21.8/9.6
주요주주(%)	삼성물산 외 3인 75.0

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	23.8	109.7	-
상대주가(%p)	19.2	93.5	-

12MF PER 추이



자료: WISEin 컨센서스

바이오시밀러는 생산공장도 중요하다

바이오시밀러의 생산공장에 대한 중요성 부각

바이오시밀러 판매승인에 있어 품질뿐 아니라 생산공장에 대한 중요성도 부각되고 있다. 10월 11일 인도 Biocon과 미국 Mylan이 공동으로 개발한 호중구 감소증 치료제 뉴라스타의 바이오시밀러 MYL-1401H는 생산공장 문제로 FDA로부터 판매허가를 보류하는 CRL(Complete Response Letter)을 통보 받았다. 이 두 업체는 이미 동일한 이유로 유럽에서도 허셉틴 바이오시밀러에 대한 승인을 거절당한 바 있다. 한편 삼성바이오로직스는 10월 12일 2공장의 생산제품에 대해 FDA로부터 제조승인을 획득했다. 이로써 그 동안 시제품 수탁생산만으로 가동률을 올려왔던 2공장의 내년 가동률 전망치(60%)의 달성 가능성도 높아졌다. 앞으로는 고객사들로부터 시제품 뿐 아닌 미국에 실제 판매 가능한 제품들에 대한 생산주문도 받을 수 있기 때문이다.

3공장 가동률도 문제없다

이번 Mylan과 Biocon의 생산공장 이슈와 삼성바이오로직스 2공장의 FDA승인이 맞물리면서 삼성바이오로직스의 설비에 대한 고객사들의 인식과 수요가 한층 증대될 것이다. 1공장(연간 생산능력 3만 리터)은 승인을 얻는데 25개월이 걸린 반면 2공장(연간 생산능력 15만 리터)은 생산캐파가 1공장보다 더 크에도 6개월을 단축시켰다. 삼성바이오로직스의 생산설비 우수성이 입증됨에 따라 2019년 말 가동 예정인 3공장의 신규고객 유치 가능성도 높아졌으며 3공장의 풀가동 달성시기도 기존 우리의 전망치 2023년보다 1년 빨라질 것으로 예상된다.

3공장 가동률 전망치 올리며 목표주가 44만원으로 10% 상향

삼성바이오로직스에 대해 매수 의견을 유지하고 목표주가를 기존 40만원에서 44만원으로 10% 상향한다. 목표주가 상향의 주요 근거는 3공장의 가동률 전망치 상향에 따른 FCF(잉여현금흐름) 개선에 기인한다. 그동안 삼성바이오로직스의 3공장에 대해 신규 고객사 유치 가능성에 대한 우려가 존재해왔다. 그러나 바이오의약품과 바이오시밀러의 수요가 지속적으로 증가함과 동시에 생산공장에 대한 중요성이 부각되면서 삼성바이오로직스에 생산을 수탁하는 고객사도 더욱 늘어날 전망이다. 삼성바이오로직스는 2분기 마지막 영업적자를 뒤로 하고 3분기부터는 흑자기조를 이어가는 한편 바이오에피스는 세계시장에 신제품을 지속적으로 출시해 나갈 전망이다. CMO 세계 1위 등극이 예정돼 있고 바이오시밀러를 넘어 신약개발업체로 변모해 나갈 삼성바이오로직스에 대해 긴 호흡에서 매수를 권고한다.

진홍국
hg.jin@truefriend.com

정은영
eunice.jung@truefriend.com

	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	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	421	9	(126)	(1,904)	NM	71	NM	351.1	7.0	(3.3)	-
2018F	578	105	528	1,423	NM	184	47.3	134.2	6.3	14.0	-
2019F	956	334	292	4,407	209.7	439	85.7	55.6	5.8	7.0	-

<표 1> 삼성바이오로직스 연간 실적 추이 및 전망 (수정 전)

(단위: 십억원, %)

	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F
매출액	295	418	578	944	1,332	1,498	1,651	1,780
YoY	222.8	41.9	38.3	63.2	41.0	12.5	10.2	7.8
1 공장	189	190	154	192	225	250	260	260
가동률	90.0	86.3	70.0	80.0	90.0	100.0	100.0	100.0
2 공장	106	228	384	512	650	660	660	660
가동률	19.2	40.8	63.0	80.0	100.0	100.0	100.0	100.0
3 공장			40	240	457	588	731	860
가동률			5.0	30.0	55.0	70.0	85.0	100.0
영업이익	(30)	8	105	324	629	751	862	954
YoY	적지	흑전	1242.6	209.2	93.8	19.4	14.8	10.6
OPM	(10.3)	1.9	18.1	34.4	47.2	50.1	52.2	53.6
영업외손익	(200)	(135)	434	(10)	23	67	120	155
지분법손익	(129)	(125)	(120)	(34)	(9)	17	43	50
파생손익	(54)	(20)	551	-	-	-	-	-
이자손익	(16)	5	3	18	24	40	62	85
기타	(5)	(12)	(15)	(7)	(6)	(4)	1	6
순이익	(177)	(127)	528	270	554	683	797	901
YoY	적전	적지	흑전	(48.8)	104.9	23.4	16.7	13.0
NPM	(60.0)	(30.5)	91.3	28.6	41.6	45.6	48.3	50.6

자료: 삼성바이오로직스, 한국투자증권

<표 2> 삼성바이오로직스 연간 실적 추이 및 전망 (수정 후)

(단위: 십억원, %)

	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
매출액	295	421	578	956	1,386	1,582	1,780
YoY	222.8	42.9	37.4	65.3	44.9	14.2	12.5
1 공장	189	193	154	204	238	250	260
가동률	90.0	87.5	70.0	85.0	95.0	100.0	100.0
2 공장	106	228	384	512	650	660	660
가동률	19.2	40.8	63.0	80.0	100.0	100.0	100.0
3 공장			40	240	498	672	860
가동률			5.0	30.0	60.0	80.0	100.0
영업이익	(30)	9	105	334	673	821	969
YoY	적지	흑전	1033.9	218.3	101.6	21.9	18.1
OPM	(10.3)	2.2	18.1	34.9	48.6	51.9	54.4
영업외손익	(200)	(135)	434	3	36	80	131
지분법손익	(129)	(125)	(120)	(34)	(9)	17	43
파생손익	(54)	(20)	551	-	-	-	-
이자손익	(16)	5	3	18	25	43	68
기타	(5)	(12)	(15)	6	6	6	6
순이익	(177)	(126)	528	292	604	754	893
YoY	적전	적지	흑전	(44.8)	107.3	24.7	18.4
NPM	(60.0)	(29.9)	91.3	30.5	43.6	47.6	50.1

자료: 삼성바이오로직스, 한국투자증권

<표 3> 삼성바이오로직스 FCF 전망 (수정 전)

(단위: 십억원, %)

	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F
EBIT	(30)	8	105	324	629	751	862	954
EBITDA	30	70	180	430	734	856	968	1,059
CFO	(63)	95	137	487	775	918	1,027	1,140
CAPEX	(168)	(447)	(214)	(86)	(52)	(42)	(33)	(32)
FCF	(231)	(352)	(77)	402	723	876	993	1,109
할인율			1.1	1.2	1.3	1.4	1.5	1.6
NPV of FCF	(231)	(352)	(69)	335	557	624	653	674

자료: 한국투자증권

<표 4> 삼성바이오로직스 FCF 전망 (수정 후)

(단위: 십억원, %)

	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
EBIT	(30)	9	105	334	673	821	969
EBITDA	30	71	180	439	779	926	1,075
CFO	(63)	96	138	520	839	1,006	1,142
CAPEX	(168)	(447)	(214)	(86)	(52)	(42)	(33)
FCF	(231)	(351)	(76)	435	787	964	1,108
할인율			1.1	1.2	1.3	1.4	1.5
NPV of FCF	(231)	(351)	(69)	365	610	690	733

자료: 한국투자증권

<표 5> 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)	1,164
영구가치의 NPV(십억원, 2022년 12월 31일 기준)	35,846
영구가치의 NPV(십억원, 2017년 10월 13일 기준)	23,705
DCF valuation	
NPV of Forecasts(십억원)	2,329
NPV of Terminal Value(십억원)	23,705
+ 삼성바이오에피스 지분가치(2Q17 기준 94.6%)	2,525
Archizen Bioech(50%)	14
기업가치(십억원)	28,572
+ 2017년 예상 순현금 + 콜옵션 행사금(십억원)	503
지분가치(Equity value, 십억원)	29,076
주식수 (백만주)	66.2
주당가치 (원)	439,443

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	829	1,329	1,521
현금성자산	35	230	533	931	995
매출채권및기타채권	37	76	83	91	120
재고자산	119	164	211	305	403
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	7,291	5,422	5,719
유동부채	1,912	2,477	2,750	501	667
매입채무및기타채무	57	140	181	243	422
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	3,704	1,442	1,394
자본금	138	165	165	165	165
자본잉여금	1,031	2,487	2,487	2,487	2,487
기타자본	0	0	173	167	448
이익잉여금	1,602	1,425	757	1,156	1,219
자본총계	2,775	4,082	3,588	3,981	4,326

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	(266)	(63)	96	138	520
당기순이익	1,905	(177)	(126)	528	292
유형자산감가상각비	33	56	57	74	98
무형자산상각비	9	4	5	6	8
자산부채변동	(96)	(74)	347	(434)	39
기타	(2,117)	128	(187)	(36)	83
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	(206)
무형자산순증	(149)	(5)	(6)	(6)	(8)
기타	(40)	(235)	77	(1,799)	40
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	64

주: K-IFRS (개별) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

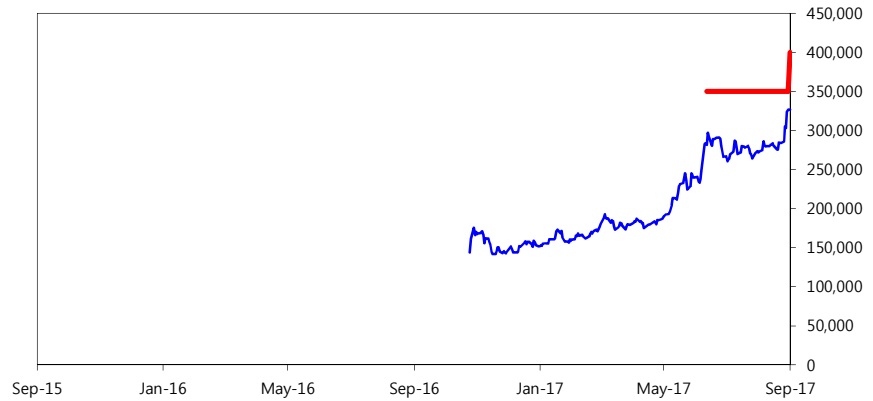
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	91	295	421	578	956
매출원가	115	268	351	404	536
매출총이익	(24)	27	70	175	420
판매관리비	180	57	61	70	86
영업이익	(204)	(30)	9	105	334
금융수익	7	14	20	565	48
이자수익	1	4	17	14	28
금융비용	1,841	87	32	12	10
이자비용	3	19	12	12	10
기타영업외손익	2	1	5	(1)	20
관계기업관련손익	4,524	(129)	(128)	(119)	(54)
세전계속사업이익	2,488	(231)	(126)	539	337
법인세비용	583	(54)	0	11	46
당기순이익	1,905	(177)	(126)	528	292
기타포괄이익	(9)	0	0	0	0
총포괄이익	1,896	(177)	(126)	528	292
EBITDA	(162)	30	71	184	439

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	19,414	(1,558)	(1,904)	1,423	4,407
BPS	50,326	30,850	54,222	60,166	65,380
DPS	0	0	0	0	0
성장성(%, YoY)					
매출증가율	0.0	222.8	42.9	37.4	65.3
영업이익증가율	NM	NM	NM	1,033.9	218.3
순이익증가율	NM	NM	NM	NM	(44.8)
EPS증가율	NM	NM	NM	NM	209.7
EBITDA증가율	NM	NM	139.0	159.4	138.4
수익성(%)					
영업이익률	(223.1)	(10.3)	2.2	18.1	34.9
순이익률	2,087.0	(60.0)	(29.9)	91.3	30.5
EBITDA Margin	(177.5)	10.1	16.9	31.9	46.0
ROA	32.0	(2.6)	(1.7)	8.3	5.2
ROE	68.7	(5.2)	(3.3)	14.0	7.0
배당수익률	-	-	-	-	-
배당성향	0.0	NM	NM	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	657	(374)	(49)	(283)	(561)
차입금/자본총계비율(%)	24.9	20.7	13.5	16.3	10.0
Valuation(X)					
PER	NM	NM	NM	265.3	85.7
PBR	NM	4.9	7.0	6.3	5.8
EV/EBITDA	NM	320.6	351.1	134.2	55.6

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 유통성공급자(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 높게 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.