

제일모직(028260.KS)

바이오사업에 대한 자신감

바이오시밀러 시장 성장과 맞물려 제일모직의 바이오사업은 2025년 매출액 3.9조원, 영업이익 2.2조원 목표. 향후, 삼성바이로직스 증설, 삼성바이오에피스 NASDAQ 상장 등 통해 바이오사업 가치 재평가 및 밸류에이션 프리미엄 유지 전망

바이오사업, 2025년 매출액 3.9조원, 영업이익 2.2조원 목표

- 제일모직은 삼성바이로직스, 삼성바이오에피스 등 바이오계열사 CEO 주관 기업설 명회 개최. 바이오시밀러 시장 성장과 맞물려, 삼성바이로직스 3, 4공장 설립, 삼성 바이오에피스 제품군 확대 및 생산처·영업망 확보 등을 통해 바이오사업은 2020년 매출액 1.9조원, 영업이익 0.9조원, 2025년 매출액 3.9조원, 영업이익 2.2조원 목표
- 삼성바이로직스는 플랜트 건설역량(최적화 디자인, 짧은 공기, 낮은 투자비) 통해 경쟁사 대비 IRR(내부수익률) 10%p 이상 우위. 1Q16 가동예정 2공장은 연내 Full가 동물량 확보 예정. 또한, 3공장(15만리터), 4공장(규모 미정) 증설로 2020년 생산능 력 40만리터 이상 확보 목표

2016년 삼성바이오에피스 NASDAQ IPO 계획

- 삼성바이오에피스는 시판허가 심사 또는 임상 3단계에 있는 6종의 바이오시밀러 매 출이 2016년부터 시작될 것으로 전망. 또한, 후속 7종 제품 초기개발 진행 중. 안정 적인 생산처(선도 CMO 업체인 삼성바이로직스, Biogen)와 글로벌 영업망(글로벌 제약사 Merck, Biogen 등과 마케팅 협력) 확보
- 삼성바이오에피스는 2016년 NASDAQ 상장을 통해 기업가치 극대화, 브랜드 체고 도모 예정. 신주 발행과 구주매출 병행하여 양사 동시 자금 조달 전망(제일모직 증가 부담 감소)

회사 전망대로라면, NAV에서 바이오사업 가치는 14.1조원

- 2016년 이후, 삼성바이로직스의 2공장 가동개시와 3, 4공장 설립, 삼성바이오에피 스의 매출 본격화 및 NASDAQ 상장 등 통해 바이오사업 가치 재평가 기대. 장기 경 영목표 달성한다면, 제일모직 NAV에서 바이오사업 가치는 14.1조원(삼성바이오에 피스에 대한 지분 42.6%(Biogen의 call option 행사 및 구주매출 병행 30% IPO 가 정), 2025년 지배주주지분 순이익 1.4조원에 PER 40배 적용, 7%로 현가화). 이는 현재 목표 NAV대비 10.7조원 증가효과로 밸류에이션 프리미엄 유지에 긍정적

결산기	매출액	증감률	영업이익	(지배지분)순이익	EPS	증감률	PER	PBR	EV/EBITDA
-12월	(십억원)	(%)	(십억원)	(십억원)	(원)	(%)	(배)	(배)	(배)
2013	3,226	19.4	111	45	362	-67.9	0.0	0.0	10.3
2014	5,130	59.0	213	456	3,632	904.0	43.5	4.0	63.6
2015E	5,714	11.4	243	130	966	-73.4	187.4	4.5	61.8
2016F	6,540	14.5	314	220	1,632	69.0	110.9	4.3	51.5
2017F	7,478	14.3	387	313	2,318	42.1	78.1	4.1	44.5

주: EPS, PER, PBR은 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치센터 전망

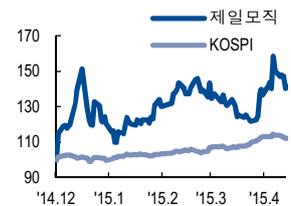
Buy (유지)

목표주가 230,000원 (유지)

현재가 ('15/07/01) 181,000원

업종	지주회사
KOSPI	2,097.89
KOSDAQ	760.67
시가총액(보통주)	24,435.0십억원
발행주식수(보통주)	135.0백만주
52주 최고가('15/06/05)	197,000원
최저가('14/12/18)	113,000원
평균거래대금(60일)	128.5십억원
배당수익률(2014)	0.00%
외국인지분율	3.4%

Price Trend



Analyst 김동양
02)768-7444, dongyang.kim@nhwm.com

Analyst 이민재
02)768-7895, minjae.lee@nhwm.com

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME

(십억원)	2014/12P	2015/12E	2016/12F	2017/12F
매출액	5,130	5,714	6,540	7,478
증감률 (%)	59.0	11.4	14.5	14.3
매출원가	3,497	3,885	4,448	5,085
매출총이익	1,633	1,828	2,093	2,393
Gross 마진 (%)	31.8	32.0	32.0	32.0
판매비와 일반관리비	1,419	1,585	1,779	2,006
영업이익 (GP-SG&A)	213	243	314	387
증감률 (%)	92.1	13.8	29.3	23.2
OP 마진 (%)	4.2	4.3	4.8	5.2
EBITDA	357	419	505	584
영업외손익	-67	-80	-39	4
금융수익(비용)	-19	26	26	26
기타영업외손익	-11	-6	-6	-6
종속 및 관계기업관련손익	-37	-100	-59	-16
세전계속사업이익	147	163	275	391
법인세비용	55	33	55	78
계속사업이익	92	130	220	313
당기순이익	455	130	220	313
증감률 (%)	907.0	-71.4	69.0	42.1
Net 마진 (%)	8.9	2.3	3.4	4.2
지배주주지분 순이익	456	130	220	313
비지배주주지분 순이익	-1	0	0	0
기타포괄이익	356	0	0	0
총포괄이익	812	130	220	313

VALUATION INDEX

	2014/12P	2015/12E	2016/12F	2017/12F
PER (X)	43.5	187.4	110.9	78.1
PER (High,X)	43.5	223.1	132.1	93.0
PER (Low,X)	27.3	126.3	74.8	52.6
PBR (X)	4.0	4.5	4.3	4.1
PBR (High,X)	4.0	5.4	5.2	4.9
PBR (Low,X)	2.5	3.0	2.9	2.8
PCR (X)	49.8	70.2	51.5	40.9
PSR (X)	3.9	4.3	3.7	3.3
PEG (X)	-3.1	4.1	3.6	2.8
PER/ 주당EBIT 증감률 (X)	2.3	7.5	5.2	4.0
PER/ 주당EBITDA 증감률 (X)	2.9	11.1	7.7	5.7
EV/EBITDA (X)	63.6	61.8	51.5	44.5
EV/EBIT (X)	106.4	106.6	82.6	67.2
Enterprise Value	22,717	25,901	25,969	26,001
EPS CAGR (3년) (%)	-13.9	46.1	30.8	28.0
EBITPS CAGR (3년) (%)	19.0	24.8	21.1	19.5
EBITDAPS CAGR (3년) (%)	15.0	17.0	14.4	13.7
주당EBIT (W)	1,701	1,800	2,327	2,867
주당EBITDA (W)	2,848	3,104	3,738	4,329
EPS (W)	3,632	966	1,632	2,318
BPS (W)	39,134	40,100	41,731	44,050
CFPS (W)	3,173	2,577	3,516	4,425
SPS (W)	40,884	42,324	48,448	55,394
DPS (W)	0	0	0	0

CASH FLOW STATEMENT

(십억원)	2014/12P	2015/12E	2016/12F	2017/12F
영업활동 현금흐름	143	342	312	398
당기순이익	455	130	220	313
+ 유무형자산상각비	144	176	190	197
+ 종속, 관계기업관련손실(이익)	37	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	0	0	0	0
+ 자산처분손실(이익)	-474	0	0	0
Gross Cash Flow	398	348	475	597
- 운전자본증가(감소)	-118	36	-99	-112
투자활동 현금흐름	54	-429	-380	-430
+ 유형자산의감소	5	0	0	0
- 유형자산의증가(CAPEX)	-186	-400	-350	-300
+ 투자자산의매각(취득)	-202	1	0	-100
Free Cash Flow	-42	-58	-38	98
Net Cash Flow	198	-86	-68	-32
재무활동 현금흐름	-46	0	0	0
자기자본 증가	525	0	0	0
부채증감	-570	0	0	0
현금의증가	153	-86	-68	-32
기말현금 및 현금성자산	305	218	150	118
기말 순부채(순현금)	1,385	1,471	1,539	1,572

RIM & EVA

	2014/12P	2015/12E	2016/12F	2017/12F
RIM				
Spread (FROE-COE) (%)	0.5	-7.6	-5.5	-3.8
Residual Income	24.6	-404.4	-332.1	-266.0
12M RIM Target Price (W)				
EVA				
투자자본	3,239.9	3,472.5	3,760.9	4,005.6
세후영업이익	244.9	196.3	251.4	309.7
투자자본이익률 (%)	7.5	5.8	7.0	8.0
투자자본이익률 - WACC (%)	1.2	-0.6	1.3	2.2
EVA	37.7	-19.3	50.0	89.9
DCF				
EBIT	213.4	242.9	314.2	387.1
+ 유무형자산상각비	144	176	190	197
- CAPEX	-185.6	-400.0	-350.0	-300.0
- 운전자본증가(감소)	68.5	35.9	-98.8	-112.1
Free Cash Flow for Firm	45.0	-65.4	190.7	319.1
WACC				
타인자본비용 (COD)	2.6	1.9	2.1	2.2
자기자본비용 (COE)	9.3	10.0	8.4	8.5
WACC(%)	6.4	6.4	5.6	5.7

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION

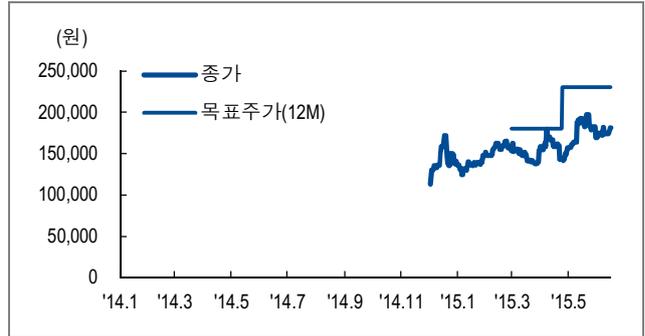
(십억원)	2014/12P	2015/12E	2016/12F	2017/12F
현금및현금성자산	305	218	150	118
매출채권	844	866	991	1,133
유동자산	1,980	1,955	2,127	2,368
유형자산	2,132	2,356	2,515	2,618
투자자산	4,937	4,935	4,935	5,035
비유동자산	7,531	7,784	7,973	8,206
자산총계	9,511	9,738	10,101	10,574
단기성부채	375	375	375	375
매입채무	268	297	340	389
유동부채	1,266	1,362	1,504	1,666
장기성부채	1,385	1,385	1,385	1,385
장기충당부채	18	18	18	18
비유동부채	2,961	2,961	2,961	2,961
부채총계	4,226	4,323	4,465	4,626
자본금	14	14	14	14
자본잉여금	575	575	575	575
이익잉여금	2,482	2,613	2,833	3,146
비지배주주지분	2	2	2	1
자본총계	5,285	5,416	5,636	5,948

PROFITABILITY & STABILITY

	2014/12P	2015/12E	2016/12F	2017/12F
자기자본이익률 (ROE) (%)	9.9	2.4	4.0	5.4
총자산이익률 (ROA) (%)	5.0	1.4	2.2	3.0
투자자본이익률 (ROIC) (%)	7.5	5.8	7.0	8.0
EBITDA/ 자기자본 (%)	6.8	7.7	9.0	9.8
EBITDA/ 총자산 (%)	3.8	4.3	5.0	5.5
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
총현금배당금 (십억원)	0	0	0	0
보통주 주당현금배당금(W)	0	0	0	0
순부채(현금)/ 자기자본 (%)	26.2	27.0	27.2	26.3
총부채/ 자기자본 (%)	80.0	80.2	79.6	78.1
순이자비용/ 매출액 (%)	1,760	1,780	1,780	1,780
EBIT/ 순이자비용 (X)	1.3	1.0	0.9	0.8
유동비율 (%)	3.3	4.3	5.6	6.9
당좌비율 (%)	156.5	144.0	141.9	142.6
총발행주식수 (mn)	135	135	135	135
액면가 (W)	100	100	100	100
주가 (W)	158,000	181,000	181,000	181,000
시가총액 (십억원)	21,330	24,435	24,435	24,435

투자 의견 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자 의견	목표가
제일모직	028260.KS	2015.05.27	Buy	230,000원(12개월)
		2015.03.27	Buy	180,000원(12개월)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

- 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
 - Buy : 15% 초과
 - Hold : -15% ~ 15%
 - Sell : -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자 의견 분포는 다음과 같습니다. (2015년 6월 26일 기준)

- 투자 의견 분포

Buy	Hold	Sell
71.0%	27.4%	1.6%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자 의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자 의견 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 "제일모직"의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자 판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임 소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지(www.nhwm.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.