Company Note
2018. 04. 11

삼성바이오로직스(207940)

BUY / TP 680,000원

Analyst 강양구 02) 3787-2132 YKang@hmcib.com

1Q18 Preview: 장기적인 관점으로 바라보기

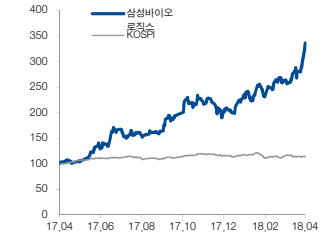
현재주가 (4/10)	583,000원
상승여력	16.6%
시가총액	385,742억원
발행주식수	66,165천주
자본금/액면가	1,654억원/2,500원
52주 최고가/최저가	583,000원/173,500원
일평균 거래대금 (60일)	1,154억원
외국인지분율	10.56%
주요주주	삼성물산 외 4인 75.11%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	28.1	45.4	67.5
상대주가(%p)	28.6	48.3	66.4

※ K-IFRS 개별 기준

(단위: 원)	EPS(18F)	EPS(19F)	T/P
Before	2,937	4,841	510,000
After	147	1,737	680,000
Consensus	2,310	3,915	511,250
Cons. 차이	-93.6%	-55.6%	33.0%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차투자증권

1) 투자포인트 및 결론

- 중장기적으로 바이오의약품 CMO 수요 증가와 '18년 4분기 중 3공장 정상 가동화 모멘텀 고려하여 투자의견 BUY 유지. (1) 글로벌 바이오의약품 CMO/시밀러 Peer Multiple 높은 수준 유지 중이며, (2) 자회사 삼성바이오에피스의 주요 파이프라인 유럽판매 허가된 점과 (3) 아스트라제네카와 합작 설립한 아키젠바이오텍의 파이프라인 (SAIT101) 주주가치에 반영하며 목표주가 기존 510,000원에서 680,000원으로 상향.

2) 주요이슈 및 실적전망

- 공장 가동관련: (1) 2018년 12월 중 3공장 정상 가동화되며 외형성장 중장기적으로 지속될 전망. (2) 상반기 중 1공장 제품 다각화에 따라 단기간 가동률 감소 예상되지만, 중장기적으로 따라 바이오의약품 전년 동기대비 20%대 수준으로 성장할 전망.
- 삼성바이오에피스의 출시 제품 (베네팔리, 온트루잔트) 유럽 시장점유율 확대로 2018년 중 BEP 달성할 전망이며, 2019년 중 북미 시장 진출 가속화로 흑자전환 예상.
- 파이프라인관련 (1) 삼성바이오에피스 업데이트: SB5 (임랄디 – 휴미라 바이오시밀러) 지난해 8월 허가를 받고 오리지날사 Abbvie 특허 분쟁 합의로 10월 중 유럽 시판 가능. 휴미라 전세계에서 가장 많이 팔리는 의약품으로 2017년 매출 20조원 기록. 미국의 경우 2023년까지 Abbvie의 특허 연장 (지난해 9월 Amgen과의 특허소송에서 Abbvie가 승소). (2) 아키젠바이오텍 파이프라인 SAIT101 (리툭산/맙테라 바이오시밀러) 올해 4분기 중 임상 3상 종료 후 2019년 하반기 중 시판허가 가능할 전망. 북미 특허만료 '18년 7월. 유럽 내 3개 회사 (셀트리온, 산도즈, 암젠) 판매 중.
- 삼성바이오에피스 파트너 업체 바이오젠 콜옵션 (바이오에피스 지분 최대 49.9% 살수 있은 콜옵션) 6월말 중 행사할 전망.

3) 주가전망 및 Valuation

- Valuation 변경사항: (1) CMO 사업부 현재가치 산출에 활용되는 적용 Peer Multiple 45.5배에서 52.9배로 상향 (Lonza P/E TTM 기준 21.4배, Biocon 81.0배, Thermo Fisher Scientific (前 Patheon) 37.5배, 셀트리온 71.9배). (2) 임랄디 유럽 특허분쟁 합의로 기존 가치 4.8조원에서 8.1조원으로 상향, (3) 아키젠바이오텍 파이프라인 SAIT101가치 2.1조원 신규 반영.

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EBITDA (억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2016	2,946	-304	-1,768	297	-3,113	-108.1	-48.5	2.4	386.9	-5.2	0.0
2017	4,646	660	-970	1,359	-1,466	-52.9	-253.1	6.2	196.1	-2.4	0.0
2018F	5,585	962	97	1,957	147	-110.0	3,823.1	9.3	204.3	0.2	0.0
2019F	8,331	1,691	1,149	2,692	1,737	1,080.1	323.5	9.1	149.2	2.8	0.0
2020F	12,214	3,672	3,023	4,694	4,569	163.1	123.0	8.4	85.6	7.1	0.0

* K-IFRS 별도 기준

〈표1〉 삼성바이오로직스 Valuation Table

품목	환산가치(억원)	NAV(USD mn)	적용률(배,%)	Note
1. 영업가치		'22 년 순이익	P/E multiple (TTM)	2022년 순이익의 현재가치 (연 4.7% 할인 적용, 2022년 예상 순이익 5,354억원), 지분법 이익 제외
CMO 순이익	224,926	4,252	52.9	
2. 비영업가치	246,263	NAV(USD mn)	할인률	
삼성바이오에피스 파이프라인				바이오젠지분 50% 할인
SB2(렌플렉시스+플릭사비)	30,821	5,761	50.0%	환율 1,070 원 적용
SB3(허셉틴 B/S)	36,996	6,915	50.0%	환율 1,070 원 적용
SB4(베네팔리+브렌시스)	37,999	7,103	50.0%	환율 1,070 원 적용
SB5(임랄디)	81,087	15,156	50.0%	환율 1,070 원 적용
SB8(아바스틴 B/S)	14,271	4,168	32.0%	임상 3 상 성공률(64%), 환율 1,070 원 적용
SB9(루수두나)	23,947	4,476	50.0%	환율 1,070 원 적용
아키젠바이오텍 파이프라인				AstraZeneca 50% 지분보유
SAIT101(리툭산 B/S)	21,142	6,175	32.0%	임상 3 상 성공률(64%), 환율 1,070 원 적용
3. 순차입금	20,988			
4. 주주가치 (1+2-3)	450,201			
5. 전체 주식수 (천주)	66,165			
6. 목표주가 (원) (4/5)	680,421			

자료: 현대차투자증권

〈표2〉 삼성바이오로직스 분기 실적 전망

(단위: 억 원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	1,076	632	1,275	1,663	1,370	1,306	1,382	1,527	4,646	5,585	8,331
제품	866	463	1,103	1,321	1,161	1,106	1,171	1,294	3,753	4,733	7,001
서비스	210	169	172	342	209	199	211	233	893	852	1,330
영업이익	34	-85	205	506	206	157	269	330	660	962	1,691
세전이익	-398	-291	-380	-91	-56	-71	79	171	-1,160	123	1,454
순이익	-331	-221	-317	-101	-44	-56	62	135	-970	97	1,149
영업이익률	3.2%	-13.4%	16.1%	30.4%	15.0%	12.0%	19.5%	21.6%	14.2%	17.2%	20.3%
세전이익률	-37.0%	-46.0%	-29.8%	-5.5%	-4.1%	-5.4%	5.7%	11.2%	-25.0%	2.2%	17.5%
순이익률	-30.7%	-35.0%	-24.9%	-6.1%	-3.2%	-4.3%	4.5%	8.8%	-20.9%	1.7%	13.8%

자료: 현대차투자증권

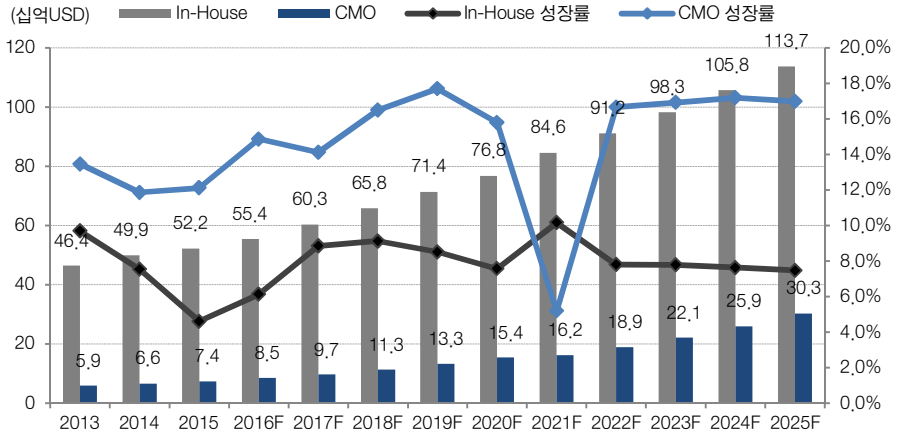
〈표3〉 2018년 1분기 예상 실적

(단위: 억 원)

	분기실적			증감률		컨센서스	
	1Q18F	1Q17	4Q17	(YoY)	(QoQ)	1Q18F	대비
매출액	1,370	1,076	1,663	27.3%	-17.6%	1,483	-7.6%
영업이익	206	34	506	503.2%	-59.4%	289	-28.9%
세전이익	-56	-398	-91	적지	-38.7%	146	-138.1%
당기순이익	-44	-331	-101	적지	-56.5%	46	-195.6%

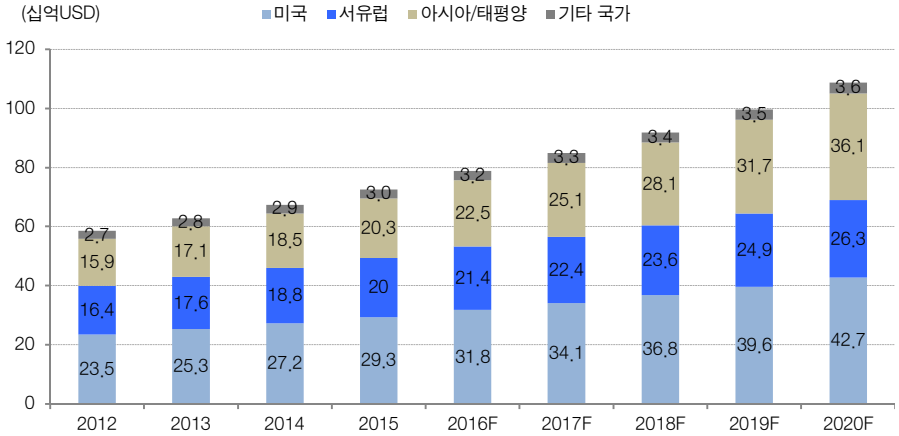
자료: 현대차투자증권

〈그림1〉 글로벌 바이오의약품 CMO현황



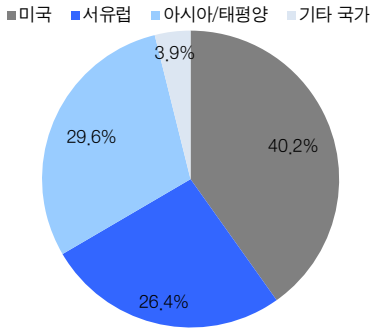
자료: Frost & Sullivan, 삼성바이오로직스, 현대차투자증권

〈그림2〉 지역별 의약품 CMO 시장규모 전망



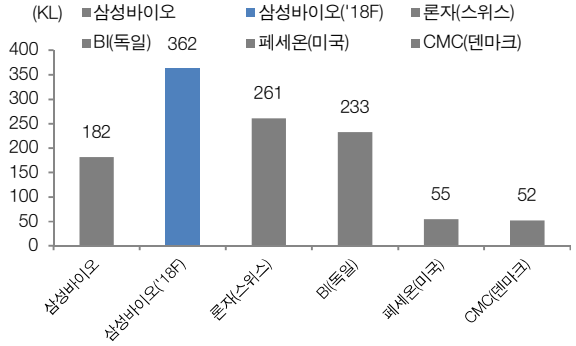
자료: 삼성바이오로직스, 현대차투자증권

〈그림3〉 바이오의약품 시장 비중 ('17년 기준)



자료: 현대차투자증권

〈그림4〉 업체별 CMO 생산능력 (16년 기준)



자료: 현대차투자증권

〈그림5〉 바이오시밀러 파이프라인 현황

- ✓ SB3 (ref. Herceptin) : 유럽 EMA 제품 판매 승인 (11월)
- ✓ SB3 (ref. Herceptin) : 미국 FDA Filing Accepted (12월)

	SAMSUNG BIOEPIS						Archigen Biotech
	SB4	SB2	SB5	SB3	SB9	SB8	SAIT101
대상물질	Etanercept	Infliximab	Adalimumab	Trastuzumab	Insulin Glargine	Bevacizumab	Rituximab
허가단계	유 럽 (2016년 1월) 호 주 (2016년 7월) 캐나다 (2016년 8월)	유 럽 (2016년 5월) 호 주 (2016년 11월) 미 국 (2017년 4월)	유 럽 (2016년 8월)	유 럽 (2017년 11월) 미 국*(2017년 12월) Filing Accepted	유 럽 (2017년 1월) 미 국 (2017년 7월)(2)	임상 3상	임상 1/3상
허가순위	#1	#2	Tied #1	#1	#2	-	-
시장규모(1)	**92억불**	**81억불**	**165억불**	**69억불**	**63억불**	**69억불**	**74억불**

(1) 2016 Worldwide Revenue (2) Tentative approval

자료: 삼성바이오로직스, 현대차투자증권

강양구 선임연구원 02)3787-2132 / YKang@hmcib.com

(단위:억원)

포괄손익계산서	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	2,946	4,646	5,585	8,331	12,214
증가율 (%)	222.7	57.7	20.2	49.2	46.6
매출원가	2,681	3,328	3,732	5,674	7,500
매출원가율 (%)	91.0	71.6	66.8	68.1	61.4
매출총이익	265	1,318	1,852	2,657	4,715
매출이익률 (%)	9.0	28.4	33.2	31.9	38.6
증가율 (%)	흑전	397.4	40.5	43.5	77.5
판매관리비	570	658	890	966	1,043
판관비율(%)	19.3	14.2	15.9	11.6	8.5
EBITDA	297	1,359	1,957	2,692	4,694
EBITDA 이익률 (%)	10.1	29.3	35.0	32.3	38.4
증가율 (%)	흑전	357.6	44.0	37.6	74.4
영업이익	-304	660	962	1,691	3,672
영업이익률 (%)	-10.3	14.2	17.2	20.3	30.1
증가율 (%)	적지	흑전	45.8	75.8	117.1
영업외손익	-713	-523	-146	-139	-125
금융수익	143	232	61	78	95
금융비용	868	763	207	217	220
기타영업외손익	12	8	0	0	0
종속/관계기업관련손익	-1,292	-1,296	-693	-98	280
세전계속사업이익	-2,309	-1,160	123	1,454	3,827
세전계속사업이익률 (%)	-78.4	-25.0	2.2	17.5	31.3
증가율 (%)	적전	적지	흑전	1,082.1	163.2
법인세비용	-541	-190	26	305	804
계속사업이익	-1,768	-970	97	1,149	3,023
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-1,768	-970	97	1,149	3,023
당기순이익률 (%)	-60.0	-20.9	1.7	13.8	24.8
증가율 (%)	적전	적지	흑전	1,084.5	163.1
지배주주지분 순이익	-1,768	-970	97	1,149	3,023
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	1	-90	0	0	0
총포괄이익	-1,767	-1,059	97	1,149	3,023

(단위:억원)

재무상태표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	14,614	6,210	2,734	4,227	6,451
현금성자산	2,303	3,581	103	677	1,735
단기투자자산	9,863	226	208	335	463
매출채권	665	185	763	1,095	1,362
재고자산	1,642	2,100	1,527	1,971	2,723
기타유동자산	141	118	133	149	168
비유동자산	60,716	65,621	67,811	70,334	73,090
유형자산	10,910	15,133	15,678	16,449	17,426
무형자산	140	190	225	303	354
투자자산	49,658	50,288	51,899	53,572	55,301
기타비유동자산	8	10	9	10	9
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	75,330	71,831	70,545	74,561	79,541
유동부채	24,765	22,874	23,042	23,403	23,803
단기차입금	0	400	400	400	400
매입채무	15	145	133	214	296
유동성장기부채	2,338	488	488	488	488
기타유동부채	22,412	21,841	22,021	22,301	22,619
비유동부채	9,741	9,192	7,641	10,147	11,704
사채	500	500	500	500	500
장기차입금	3,894	3,572	7,072	9,572	11,122
장기금융부채 (리스포함)	0	0	0	0	0
기타비유동부채	5,347	5,120	69	75	82
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	34,506	32,066	30,683	33,550	35,507
지배주주지분	40,824	39,765	39,862	41,011	44,034
자본금	1,654	1,654	1,654	1,654	1,654
자본잉여금	24,873	24,873	24,873	24,873	24,873
자본조정 등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	49	-40	-40	-40	-40
이익잉여금	14,247	13,277	13,375	14,524	17,547
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	40,824	39,765	39,862	41,011	44,034

(단위:억원)

현금흐름표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동으로인한현금흐름	-627	1,498	-3,163	1,780	3,135
당기순이익	-1,768	-970	97	1,149	3,023
유형자산 상각비	558	642	905	879	873
무형자산 상각비	44	57	90	122	149
외환손익	12	-32	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-735	223	-4,831	-421	-631
기타	1,262	1,578	576	51	-279
투자활동으로인한현금흐름	-13,728	2,652	-3,742	-3,701	-3,627
투자자산의 감소(증가)	9	666	-2,186	-1,724	-1,449
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,630	-4,941	-1,450	-1,650	-1,850
기타	-12,107	6,927	-106	-327	-328
재무활동으로인한현금흐름	16,313	-2,872	3,428	2,495	1,550
차입금의 증가(감소)	-2,924	-321	3,500	2,500	1,550
사채의증가(감소)	2,199	-1,200	0	0	0
자본의 증가	14,843	0	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	2,195	-1,351	-72	-5	0
기타현금흐름	0	-1	0	0	0
현금의증가(감소)	1,958	1,278	-3,478	574	1,058
기초현금	345	2,303	3,581	103	677
기말현금	2,303	3,581	103	677	1,735

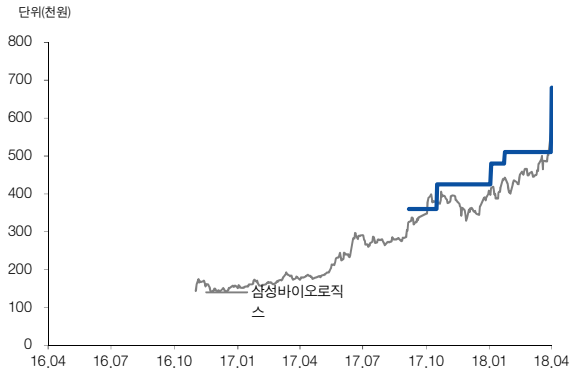
(단위: 원,배,%)

주요투자지표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
EPS(당기순이익 기준)	-3,113	-1,466	147	1,737	4,569
EPS(지배순이익 기준)	-3,113	-1,466	147	1,737	4,569
BPS(자본총계 기준)	61,700	60,100	60,246	61,983	66,552
BPS(지배지분 기준)	61,700	60,100	60,246	61,983	66,552
DPS	0	0	0	0	0
P/E(당기순이익 기준)	-48.5	-253.1	3,823.1	323.5	123.0
P/E(지배순이익 기준)	-48.5	-253.1	3,823.1	323.5	123.0
P/B(자본총계 기준)	2.4	6.2	9.3	9.1	8.4
P/B(지배지분 기준)	2.4	6.2	9.3	9.1	8.4
EV/EBITDA(Reported)	386.9	196.1	204.3	149.2	85.6
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-108.1	-52.9	-110.0	1,080.1	163.1
EPS(지배순이익 기준)	-108.1	-52.9	-110.0	1,080.1	163.1
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	-5.2	-2.4	0.2	2.8	7.1
ROE(지배순이익 기준)	-5.2	-2.4	0.2	2.8	7.1
ROA	-2.6	-1.3	0.1	1.6	3.9
안정성 (%)					
부채비율	84.5	80.6	77.0	81.8	80.6
순차입금비율	36.8	52.8	70.0	72.4	68.3
이자보상배율	-1.6	11.6	26.4	40.9	82.0

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
17/09/15	BUY	360,000	-1.0	10.8
17/10/26	BUY	425,000	-11.9	-3.9
18/01/12	BUY	480,000	-14.2	-8.4
18/02/01	BUY	510,000	-10.3	10.2
18/04/11	BUY	680,000	-	-

▶ 최근 2년간 삼성바이오로직스 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 강양구의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

▶ 업종 투자의견 분류 현대차투자증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ 현대차투자증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
- BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
- SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2017.04.01~2018.03.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	138건	88.46%
보유	18건	11.54%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.