

매수(신규)

목표주가: 350,000원

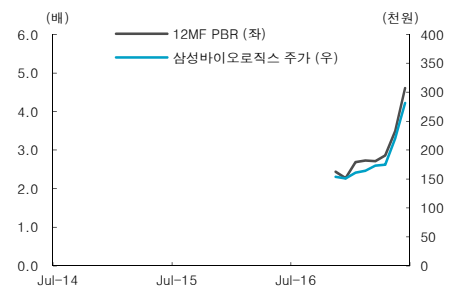
Stock Data

KOSPI(6/28)	2,383
주가(6/28)	281,500
시가총액(십억원)	18,625
발행주식수(백만)	66
52주 최고/최저가(원)	283,500/142,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	50,460
유동주식비율/외국인지분율(%)	21.7/11.1
주요주주(%)	삼성물산 외 3 인 75.1

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	31.9	85.2	-
상대주가(%p)	30.7	67.5	-

12MF PBR 추이



자료: WISEfn 컨센서스

삼성그룹의 미래에 투자하라

이런 사업을 삼성이 아니면 누가 할까?

삼성바이오로직스는 삼성그룹의 차세대 성장동력으로 설립된 의약품 위탁생산(CMO)업체이다. CMO사업은 양산능력과 품질관리가 경쟁력의 핵심이다. 삼성이 이미 세계적인 역량을 보여주고 있는 반도체, 디스플레이 산업과 유사하다. 이는 BMS, Roche와 같은 글로벌 제약사들을 일찌감치 고객사로 확보할 수 있었던 비결이다. 동사는 현재 2개의 공장으로 글로벌 3위의 연생산능력(18.2만리터)을 보유하고 있다. 3공장이 완공되는 2018년부터는 세계 최대의 연생산능력(36.2만리터)을 갖추게 된다. CMO시장에서 향후 동사의 시장 입지는 더욱 강화될 전망이다.

삼성 특유의 빠른 시장대응 능력은 바이오시밀러 산업에서도 빛나는 중

회사는 자회사 바이오에피스를 통해 바이오시밀러를 개발하고 있다. 삼성의 빠른 시장 대응능력은 시의적절한 제품 출시가 중요한 바이오시밀러 시장에서도 진가를 발휘하고 있다. 2016년 2월 유럽에 출시한 첫 번째 바이오시밀러 베네팔리의 매출이 가파르게 증가하고 있고 차기 바이오시밀러의 출시도 예정되어 있는 등 빠른 파이프라인 개발로 사업이 순항하고 있다.

2021년까지 매출과 영업이익 고성장 전망, 장기적 관점에서 매수권고

삼성바이오로직스에 대해 투자의견 매수, 목표주가 35만원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 DCF 방식으로 산출했으며 2017F PBR 6.5배 수준이다. 매출액과 영업이익은 2021년까지 각각 연평균 37%, 121%로 고성장할 전망이다. 전방산업의 성장성, 견고한 진입장벽, 시장 내 경쟁력과 입지, 높은 실적 가시성 등으로 실적의 방향성이 확고하다. 장기적 관점에서 매수를 권고한다.

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액(십억원)	91	295	425	593	932
영업이익(십억원)	(204)	(30)	31	126	314
세전이익(십억원)	2,488	(231)	(138)	523	295
순이익(십억원)	1,905	(177)	(148)	510	252
EBITDA(십억원)	(162)	30	93	201	419
순차입금(십억원)	657	(374)	(59)	(412)	(663)
영업이익률(%)	(223.1)	(10.3)	7.3	21.2	33.7
ROE(%)	68.7	(5.2)	(3.8)	13.3	6.2
배당수익률(%)	NM	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS(원)	-	(1,558)	(2,229)	1,703	3,805
(EPS 증가율, %)	-	NM	NM	NM	123.4
BPS(원)	-	30,850	54,188	61,558	61,763
DPS(원)	-	0	0	0	0
PER(x)	-	NM	NM	165.3	74.0
PBR(x)	-	4.9	5.2	4.6	4.6
EV/EBITDA(x)	-	323.5	199.8	90.8	42.8

진홍국 3276-6196
hg.jin@truefriend.com

정은영 3276-6239
eunice.jung@truefriend.com

Contents

I. 투자 의견 및 valuation	2
1. 투자 의견 매수, 목표주가 35만원으로 커버리지 개시	
2. 목표주가는 DCF 방식으로 산출	
II. 기업 개요	10
1. 삼성그룹의 미래성장동력으로 출범한 삼성바이오로직스	
III. 투자 포인트	13
1. 2018년, CMO 글로벌 최강자로 등극한다	
2. 진전이 빠른 자회사 바이오에피스의 바이오시밀러 사업	
IV. 실적 전망 및 리스크 점검	24
1. 2017년 영업흑자, 2018년 순이익 흑자 달성할 전망	
2. 단기적인 리스크는 제한적인 상황	
기업 개요 및 용어해설	26

I. 투자의견 및 valuation

1. 투자의견 매수, 목표주가 35만원으로 커버리지 개시

1) 실적 방향성 확고해 장기적 관점에서 매수 권고

목표주가 35만원은
2017F PBR 6.5배 수준

동사에 대해 투자의견 매수, 목표주가 35만원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 DCF(Discounted cash flow) 방식으로 산출했으며 시가총액 약 21조원, 2017년 PBR 6.5 배 수준이다.

장기적 관점에서 매수권고

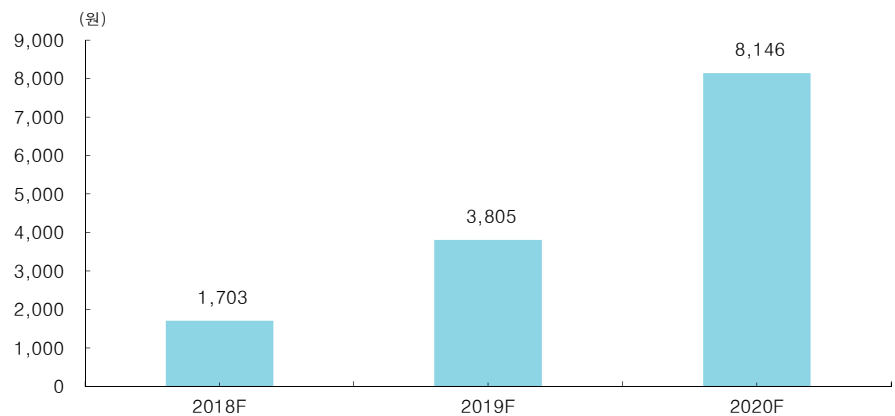
동사 주가는 공모가 13만 6천원에 상장된 이후 현재까지 100% 이상 상승한 만큼 단기적인 상승 여력은 제한적일 수 있다. 그러나 전방산업의 성장성, 견고한 진입장벽, 회사의 경쟁력과 그룹사의 입지, 높은 실적 가시성 등을 고려하면 실적의 방향성은 확고하다. 장기적 관점에서 매수를 권고한다.

2) 현재의 valuation 부담은 급격히 완화될 전망

2018년 EPS 1,703원에서
2020년 8,146원으로 급증

동사는 올해까지 당기순손실의 기조를 이어갈 전망이다. 따라서 valuation에 있어 PER 등 직관적 지표를 사용하기 어렵다. 그러나 순이익이 흑자로 전환되는 2018년부터는 PER이 급격히 하락할 것으로 예상된다. 동사의 2018년 수정 EPS(Biogen의 콜옵션 행사에 따른 일회성 이익을 차감한 EPS, 본 보고서 II. 기업개요 참고)와 2019년 EPS는 각각 1,703원과 3,805원으로 PER은 2018년 165배에서 2019년 74배로 급감할 전망이다. 또한 자회사 바이오에피스가 흑자전환하면서 지분법이익이 본격적으로 발생하기 시작하는 2020년의 PER은 35배로 추정된다. 향후 valuation 부담은 급격히 완화될 전망이다.

[그림 1] 삼성바이오로직스 EPS 전망



주: 2018년 예상PER은 수정EPS 기준
자료: 한국투자증권

2. 목표주가는 DCF방식으로 산출

1) FCF+자회사 지분가치+순현금으로 FCFE 도출

목표주가 산출을 위해 2017년부터 모든 공장의 가동률이 100%에 도달하는 2023년까지의 예상 FCF(Free cash flow)를 합산한 후 WACC 8.1%를 적용해 현재가치로 할인했다. 또한 2023년부터는 지분법이익을 제외한 순이익에 영구성장률 5%를 적용해 영구가치(terminal value)의 NPV를 산출했다. 이후 두 개의 자회사들(바이오에피스와 Archizen)의 공정가치(fair value) 2조 6천억원과 2017년 말 예상 순현금(593억원), 2018년 Biogen 콜옵션 행사로 유입될 현금(5,500억원)을 합산해 FCFE(Free cash flow to equity) value를 도출했다.

〈표 1〉 DCF valuation

세부항목	(단위: %)
debt/equity	13
시장위험프리미엄	7.0
무위험자산수익률	2.1
타인자본비용(Cost of debt)	2.1
자기자본비용 (Cost of equity)	9.1
WACC	8.1
영구가치(Terminal value)	
영구성장률(Terminal growth rate)	5.0
영구 WACC(Terminal WACC)	8.1
현금흐름의 영구가치(Estimated terminal FCF, 십억원)	894.0
영구가치의 NPV(십억원, 2023 12 월 31 일 기준)	28,787.0
영구가치의 NPV(십억원, 2017 년 7 월 1 일 기준)	17,339.8
DCF valuation	
NPV of Forecasts(십억원)	2,392.6
NPV of Terminal Value(십억원)	17,339.8
+ 삼성바이오에피스 지분가치(1Q17 기준 94.6%, 십억원)	2,564.6
Archizen(1Q17 기준 50%, 십억원)	33.9
기업가치(Enterprise value, 십억원)	22,331.0
+ 2017 년 예상 순현금 + 콜옵션 행사금(십억원)	610.6
지분가치(Equity value, 십억원)	22,941.6
주식수 (백만주)	66.2
주당가치 (원)	346,734

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 할인율과 영구성장률 변화에 따른 목표주가 변화

(단위: 원)

영구성장률	3.0%	4.0%	5.0%	5.1%	5.2%
할인율					
7.8%	254,328	300,854	380,547	391,757	403,826
7.9%	249,716	293,900	368,499	378,884	390,036
8.0%	245,289	287,295	357,254	366,898	377,230
8.1%	241,037	281,013	346,734	355,711	365,306
8.6%	222,064	253,708	302,904	309,367	316,210
9.1%	206,219	231,772	269,773	274,616	279,708
9.6%	192,792	213,769	243,856	247,599	251,512

자료: 한국투자증권

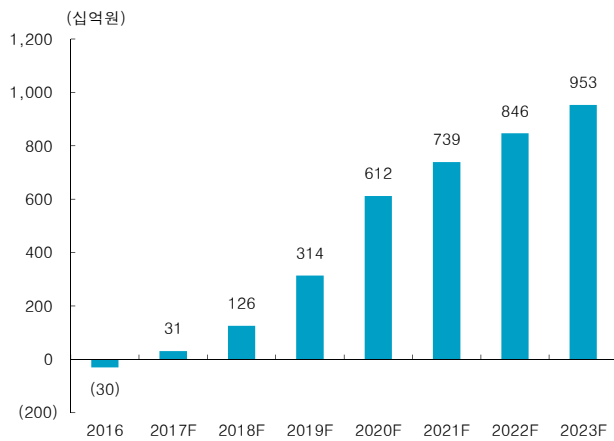
안정적 현금흐름에 따라
DCF로 목표주가 산출

2) DCF의 주요 가정들

동사의 경우 대부분의 수주가 계약상 최소구매수량보존이 약속되어 있어 매출의 가시성이 높다. 인구고령화에 따른 바이오의약품 수요증가, 제약사들의 CMO비중 확대, 회사 및 그룹의 시장 내 입지 등을 고려했을 때 영업이익과 FCF는 향후 5년 동안 가파르게 성장하고 그 이후의 현금흐름도 안정적일 전망이다. 따라서 목표주가 산출에 있어 미래의 현금흐름을 토대로 하는 DCF 사용은 적절한 것으로 사료된다. 도출된 FCF는 영업활동에 의한 현금흐름을 기반으로 산출되어 지분법이익으로 계상되는 바이오에피스의 실적과는 무관하다.

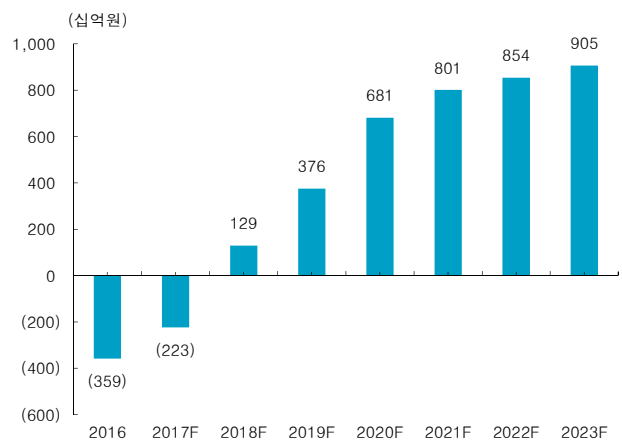
영업이익은 2017년부터 흑자전환하고 FCF는 2018년부터 (+)로 전환할 것으로 예상된다. 2023년에는 영업이익과 FCF 모두 9,000억원에 달할 것으로 추정된다.

[그림 2] 삼성바이오로직스 영업이익 추이 및 전망



자료: 삼성바이오로직스, 한국투자증권

[그림 3] 삼성바이오로직스 FCF 추이 및 전망



자료: 삼성바이오로직스, 한국투자증권

<표 3> FCF 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F
EBIT	(30.4)	30.8	125.6	314.0	611.9	738.7	846.1	952.8
법인세	(54.1)	(9.3)	(12.9)	(43.6)	(95.8)	(132.9)	(182.5)	(208.7)
감가상각비	60.1	62.1	75.1	105.4	105.4	105.4	105.4	105.4
순운전자본 변화	(73.9)	6.2	48.2	46.9	88.0	112.5	103.7	73.3
순고정자산 변화	(260.8)	(313.1)	(107.0)	(47.1)	(28.7)	(23.0)	(18.4)	(17.3)
FCF	(359.0)	(223.2)	129.0	375.7	680.7	800.8	854.3	905.5
할인율 (%)	-	1.04	1.12	1.22	1.31	1.42	1.54	1.66
NPV of FCF	(359.0)	(214.7)	114.7	309.2	518.0	563.7	556.3	545.4

자료: 삼성바이오로직스, 한국투자증권

DCF 주요 가정들

1) WACC: WACC은 8.1%를 적용했다. 무위험수익률 2.1%, 시장위험 프리미엄 7.0%에 Equity beta 1.0을 반영했다. 2017년 예상되는 자기자본과 타인자본의 비중은 각각 87%와 13%이다. 그러나 궁극적으로는 모든 부채를 상환해 100% 자기자본 회사가 될 것으로 예상된다.

2) 영구성장률: 2023년 이후에는 추가적인 증설이 없을 것이라는 가정, 물가상승률 및 약가인상 등에 따른 계약가격 재협상, 비용의 효율화 등을 고려해 5%의 영구성장률을 적용했다. 영구성장률에 대한 2023년 이후 주요 가정들은 다음과 같다.

2023년 이후의 가정들

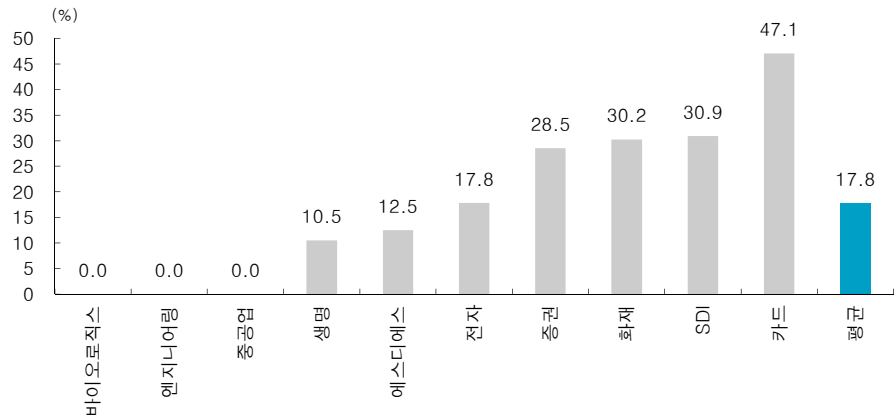
a) **2023년 이후 경영전략:** 2023년 3공장 가동률이 100%에 도달하나 전방산업의 공급과잉 가능성을 우려하여 추가증설은 하지 않은 채 회사가 그룹의 캐시카우 역할을 담당하고 배당을 지급하기 시작한다는 시나리오를 기반으로 한다.

b) **2023년 이후 성장률:** 동사는 물가상승률 및 약가인상 등에 따라 고객사와 납품가를 주기적으로 재협상할 수 있다. 또한 장기간 축적된 영업 노하우로 생산과 비용의 효율화를 통해 어느 정도의 수익성 보존 혹은 개선도 가능할 것으로 예상한다. 따라서 2023년 이후에는 더욱 강화된 시장 내 입지를 바탕으로 물가상승률 이상의 성장이 가능할 것으로 전망한다. 그러나 전방산업의 상황에 따라 증설을 결정하게 된다면 성장률은 물가상승률을 상회할 가능성도 존재한다.

우리는 물가성장률을 상회하는 영구성장률을 도출하기 위해 배당성향과 ROE를 고려했다. 성장률은 보통 사내유보율(1-배당성향)×ROE로 나타낸다. 2016년 기준 삼성그룹의 사내유보율은 82% 수준이다. 2023년 동사의 ROE(지분법손익 제외)를 12.3%로 전망한다. 2023년 이후에도 삼성그룹이 현재의 사내유보율을 유지하고 동사가 향후에도 ROE를 방어한다는 가정하에 도출된 성장률은 10.1%(82%×12.3%)이다. 그러나 2023년 이후 경쟁 심화에 따른 ROE의 훼손이나 배당성향 상향에 따른 영구성장률 둔화 가능성도 배제할 수 없다.

따라서 보다 현실적이고 합리적인 영구성장률을 도출하기 위해 10.1%의 절반인 5%를 반영했다. 배당성향에 따른 성장률을 반영하기 위해 2023년까지는 FCF를 합산했으나 2023년 이후부터는 CMO사업에서 발생하는 순이익(지분법이익 제외)에 영구성장률을 적용하여 목표추가를 산출했다.

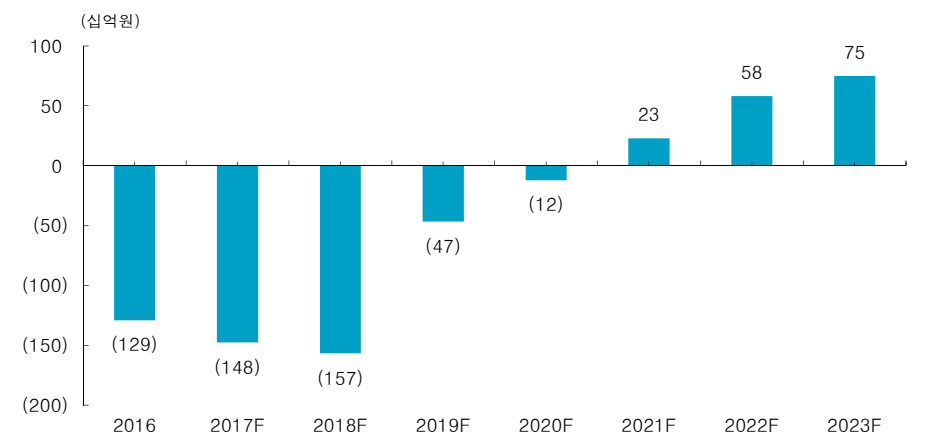
[그림 4] 삼성그룹의 2016년 배당성향



주: 삼성전기, 삼성물산 제외
자료: Quantiwise, 한국투자증권

3) 자회사 가치: 자회사들의 가치는 우리 추정치가 아닌 회계법인이 산출한 공정가치 (2017년 1분기 공시된 바이오에피스의 공정가치 5.1조원×지분율 50.1%+Archizen의 공정가치 678억원×지분율 50%)를 적용했다. 자회사들의 가치는 긍정적인 바이오시밀러 산업의 성장 전망을 바탕으로 다소 공격적으로 산출할 수도 있으나 임상승인에 실패할 가능성이 있고 매출인식 방식과 비용구조가 아직까지 명확하게 공개되지 않은 점 등을 고려하면 CMO사업에 비해 실적추정의 가시성이 낮다. 이에 우리는 보다 현실적인 가치산정을 위해 자회사들의 실적추정치보다는 대차대조표에 인식되어 있는 실제 공정가치를 목표주가 산출에 반영했다. 바이오에피스의 가치는 Biogen이 콜옵션을 행사, 바이오에피스의 지분율 49.9%까지 확대한다는 가정하에 현재 94.6%의 지분을 보유하고 있음에도 불구하고 50.1%를 적용했다. 바이오에피스는 2020년부터 지분법이익에 본격 기여할 것으로 예상돼 2020년 이후에는 현재보다 직관적인 valuation이 가능할 것으로 기대한다.

[그림 5] 삼성바이오로직스 지분법이익 추이 및 전망



자료: 삼성바이오로직스, 한국투자증권

4) 2017년 순현금+Biogen으로부터의 유입현금: 회사는 IPO로 1조 4천억원을 조달하면서 2016년 말 기준 약 5,800억원의 순현금을 보유하고 있다. 그러나 올해 예정된 4,500억원의 설비투자 집행, 1,700억원의 바이오에피스 증자참여(계획 4,000억원 중 전년 말 2,300억원 집행) 등을 반영하면 올해 말 순현금은 약 593억원으로 추정된다. 3)에서 언급했듯이 Biogen의 콜옵션 행사를 예상해 동사의 바이오에피스 지분율을 50.1%로 가정했다면 옵션 행사로 유입되는 현금(5,500억원)도 순현금과 함께 합산해야 타당하다는 판단이다.

3) 보조지표: Peer group valuation

Valuation에 대한 보조지표로서 경쟁업체들의 valuation을 참고할 수 있다. 동사의 경쟁사로 크게 두 가지 유형이 있다. 하나는 CMO사업의 경쟁업체들로 스위스의 Lonza(LONN VX), 미국의 Catalent(CTLT US)와 Patheon(PTHN US), 중국의 Wuxi Biologics(2269 HK) 등이다. 또 다른 부류의 경쟁업체들로는 미국의 바이오시밀러 개발업체 Coherus Biosciences(CHRS US)와 한국의 셀트리온(068270 KS) 등이 있다.

이 가운데 동사와 비교에 가장 적합한 회사는 셀트리온이다. 두 회사 모두 자체생산설비를 갖추고 바이오시밀러를 개발하는 국내 업체들이기 때문이다. Bloomberg 전망치에 따르면 경쟁사들은 평균 2017년 PER 32배, 2018년 PER 26배로 각 국가에서 시장 대비 높은 프리미엄으로 거래되고 있다. 이는 CMO와 바이오시밀러의 성장성에 대한 기대감이 반영되어 있기 때문으로 사료된다.

경쟁업체 대비 프리미엄
정당

올해까지 당기순손실이 예상됨에 따라 동사의 주가는 PBR로 타 업체들과 비교할 수 있다. 동사의 현 주가는 2017F PBR 5.2배, 2018F PBR 4.6배 수준으로 셀트리온, Lonza, Catalent 3사의 2017F 평균 PBR 5.2배, 2018F 평균 PBR 4.6배와 유사한 수준이다. DCF를 통해 산출된 목표주가를 PBR로 환산하면 2017F 6.5배, 2018F 5.7배 수준으로 현재 peer group의 평균 대비 25% 높다. 그러나 우리는 동사가 실적의 성장성과 가시성이 경쟁사들보다 우위에 있기 때문에 peer group 대비 valuation 프리미엄은 정당하다는 판단이다.

〈표 4〉 삼성바이오로직스 global peer

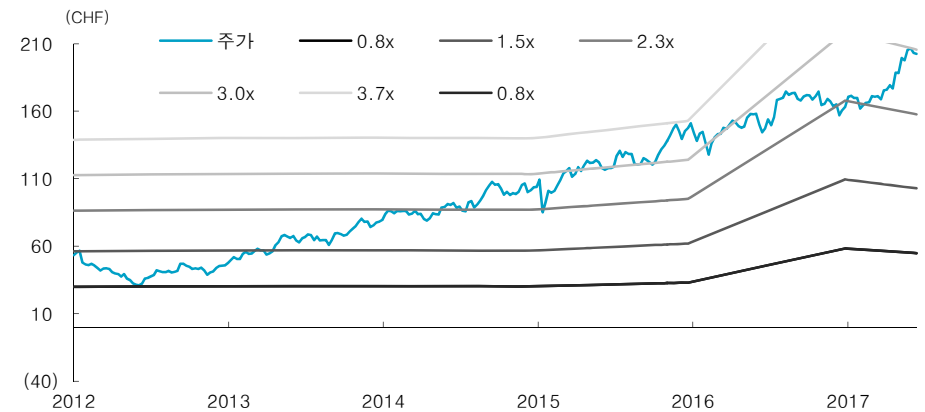
		삼성바이오로직스 (십억원)	셀트리온 (십억원)	Lonza (백만달러)	Catalent (백만달러)	Patheon (백만달러)	Wuxi Biologics (백만달러)	Coherus Biosciences (백만달러)	평균
Ticker		207940 KS	068270 KS	LONN VX	CTLT US	PTHN US	2269 HK	CHRS US	
시가총액		18,625	13,977	16,026	4,470	5,057	4,084	790	
Sales	2016	295	671	4,196	1,848	1,867	149	190	
	2017F	425	891	5,043	2,007	2,010	-	62	
	2018F	593	1,138	5,935	2,122	2,203	-	63	
	2019F	932	1,491	6,293	2,248	2,387	-	187	
OP	2016	(30)	250	493	218	198	30	(116)	
	2017F	31	400	888	330	336	-	(218)	
	2018F	126	526	1,105	362	400	-	(115)	
	2019F	314	681	1,215	396	475	-	(22)	
OPM	2016	(10.3)	37.2	11.8	11.8	10.6	20.0	(61.0)	
	2017F	7.3	44.8	17.6	16.4	16.7	-	(352.4)	
	2018F	21.2	46.2	18.6	17.1	18.2	-	(183.3)	
	2019F	33.7	45.7	19.3	17.6	19.9	-	(11.9)	
NP	2016	(177)	178	306	112	32	21	(127)	
	2017F	(148)	296	617	176	168	-	(207)	
	2018F	510	396	804	200	224	-	(134)	
	2019F	252	512	902	223	287	-	(51)	
EPS Growth(%)	2016	-	14.4	5.6	(49.7)	(73.9)	183.9	(49.4)	
	2017F	-	58.7	73.8	53.8	346.8	-	39.7	
	2018F	-	31.9	18.2	12.9	26.4	-	(33.6)	
	2019F	123.4	20.7	12.7	8.7	22.6	-	(76.2)	
ROE(%)	2016	(5.2)	9.5	13.4	17.6	-	67.8	(1,778.4)	
	2017F	(3.8)	13.3	13.0	25.2	(61.8)	-	1,597.6	
	2018F	13.3	15.5	13.0	24.1	(221.3)	-	377.6	
	2019F	6.2	16.2	13.9	22.3	208.9	-	-	
PER(X)	2016	-	70.0	30.8	23.4	34.7	-	-	39.7
	2017F	-	46.8	22.9	26.1	30.5	-	-	31.6
	2018F	165.3	35.5	19.4	23.2	24.1	-	-	25.5
	2019F	74.0	29.4	17.2	21.3	19.7	-	-	21.9
PBR(X)	2016	4.9	6.1	4.0	4.5	-	-	62.8	4.9
	2017F	5.2	6.2	2.8	6.5	-	-	-	5.2
	2018F	4.6	5.4	3.0	5.2	25.8	-	7.0	4.6
	2019F	4.6	4.6	2.7	4.4	25.0	-	3.4	3.9

주: 1. 삼성바이오로직스는 수정EPS 기준 / 2. 평균 PER Wuxi Biologics, Coherus Biosciences 제외 / 3. 평균 PBR Patheon, Wuxi Biologics, Coherus Biosciences 제외
자료: Bloomberg, 한국투자증권

CMO와 바이오시밀러 업체의 valuation 프리미엄과 꾸준한 re-rating에 주목

Lonza와 셀트리온의 주가는 지난 5년간 전방산업에 대한 시장의 높은 기대감으로 re-rating이 지속됐다. Lonza는 바이오의약품 시장 확대에 따른 CMO 수요증가와 시장 내 입지에 대한 프리미엄, 셀트리온은 바이오시밀러 시장 성장과 지속적인 제품 출시 및 판매 기대감에 기인한 것으로 사료된다. 특히 Lonza는 안정적 이익 성장이 동반되면서 지난 5년간 큰 부침없이 주가가 4배 이상 상승한 바 있다. 동사 주가의 장기적인 흐름을 가늠해볼 수 있는 대목이다.

[그림 6] Lonza 12MF PBR 밴드

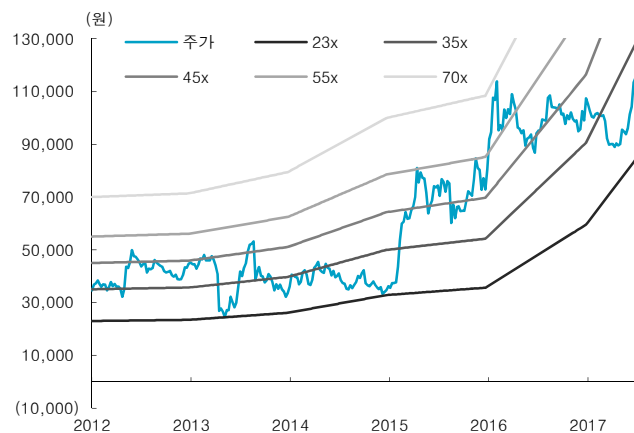


자료: Bloomberg, 한국투자증권

바이오시밀러 업체들은 주가 변동성이 상대적으로 커

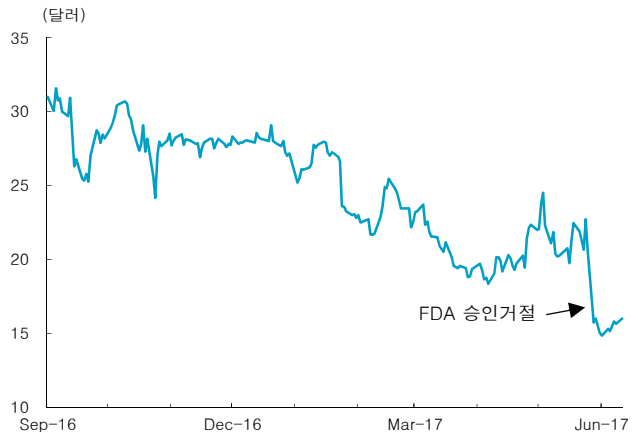
CMO 업체들과는 달리 바이오시밀러 업체들의 주가는 임상승인 결과, 특허소송 등 다양한 외부변수에 노출되어 있어 변동성이 클 수 밖에 없다. 셀트리온은 과거 악의적인 루머 등으로 주가가 여러 번 급락한 바 있으며 미국의 Coherus Biosciences 역시 올해 6월 Amgen의 호중구 감소증 치료제 뉴라스타의 바이오시밀러 CHS-1701이 FDA로부터 승인이 거절되면서 주가가 고점 대비 약 30% 급락하기도 했다. 그러나 이러한 대외약제들 속에서도 바이오시밀러 업체들의 valuation이 여전히 시장 대비 높은 프리미엄을 받고 있어 바이오시밀러에 대한 주식시장의 높은 관심과 기대감은 유효한 것으로 보인다.

[그림 7] 셀트리온 12MF PER 밴드



자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 8] Coherus Biosciences 최근 주가 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

4) 주가는 비교적 안정적인 변동성과 함께 장기적으로 우상향 흐름 기대

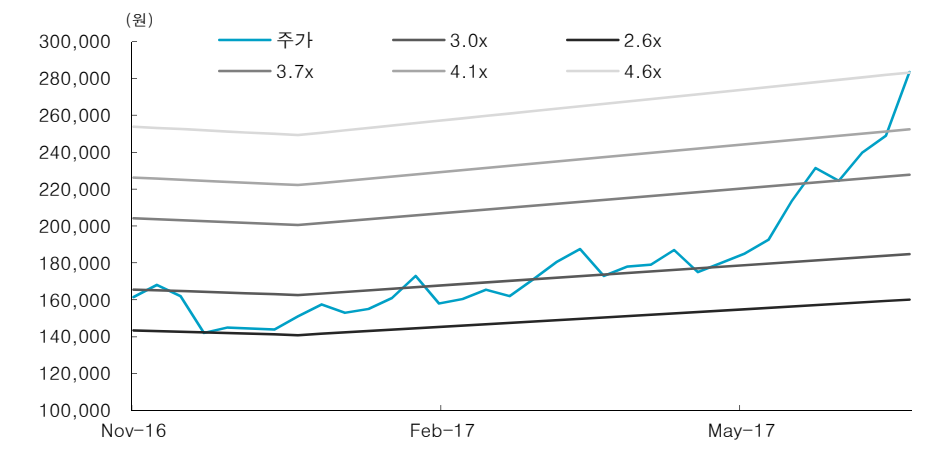
주가는 장기적 우상향 기대

CMO와 바이오시밀러 개발사업을 모두 영위하는 동사 역시 2016년 11월 상장 이후 7개월간 valuation re-rating을 동반한 강한 주가흐름을 나타냈다. 우리는 동사가 2018년 이후 글로벌 생산능력 1위 업체로 부상하고 바이오시밀러 산업에서 셀트리온과 함께 우리나라를 대표하는 세계적인 회사가 될 것으로 기대한다.

순수 바이오시밀러 업체에 비해 안정적인 주가 변동성 예상

한편 동사는 안정적인 CMO사업은 본사에서 영위하고 변동성이 큰 바이오시밀러 개발은 자회사를 통해 진행하고 있어 주가의 변동성은 순수 바이오시밀러 업체들에 비해 상대적으로 안정적일 것으로 예상한다.

[그림 9] 삼성바이오로직스 12MF PBR 밴드



자료: 한국투자증권

II. 기업개요

1. 삼성그룹의 미래성장동력으로 출범한 삼성바이오로직스

1) 글로벌 대형 제약사들을 대상으로 CMO(의약품 위탁생산) 사업을 영위

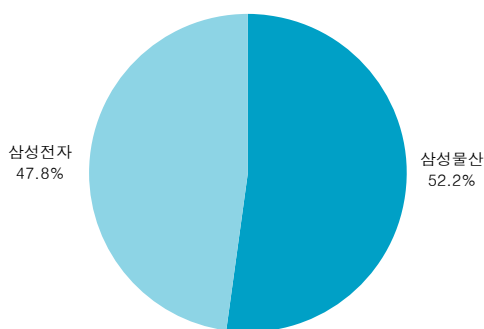
최대주주는
삼성물산과 삼성전자

동사는 2011년 4월 설립되어 2016년 11월 코스피에 상장한 삼성그룹의 동물세포배양타입의 바이오의약품 CMO(Contract Manufacturing Organization, 의약품 위탁생산 사업) 업체이다. 2016년 매출의 100%가 CMO사업에서 발생했다. 주요주주는 삼성물산(43.4%), 삼성전자(31.5%) 등이다. 주요 고객사는 글로벌 제약업체들인 Bristol-Myers Squibb(BMS), Roche 등이며 협력 파트너는 Merck와 Biogen 등이다.

삼성이 바이오 사업을 그룹의 신수종 사업으로 선정하면서 삼성전자는 2009년 혈액암 및 자가면역질환 치료제 Rituxan의 바이오시밀러 개발에 착수했다. 그러나 기술과 경험부족 등의 이유로 바이오시밀러 개발을 중단하게 된다. 그 후 삼성그룹은 건설, 디스플레이, 반도체 등에서 보여준 그룹의 역량(공장설립, 제품양산, 수율관리 등)을 심분 발휘할 수 있는 CMO사업에 눈돌리게 된다. 이에 따라 삼성그룹의 미래성장동력으로 2011년 4월 삼성에버랜드(현 제일모직), 삼성전자, 삼성중공업, 미국 Quintiles사의 합작법인(지분을 각각 40%, 40%, 10%, 10%)인 삼성바이오로직스가 출범했다.

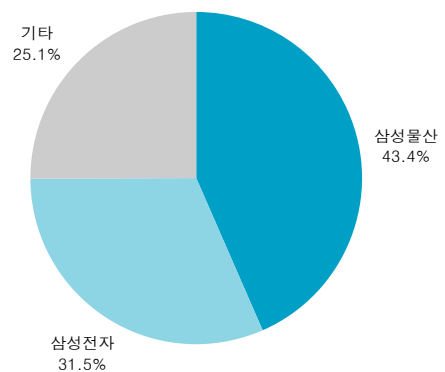
CMO란 제약사들에게 의약품 위탁생산 서비스를 제공하는 회사를 말한다. 제약사들은 CMO업체들에 제조를 위탁함에 따라 비용을 절감함과 동시에 신약개발과 마케팅에 집중할 수 있다. 동사는 화학의약품보다 생산 난이도가 높은 바이오의약품만을 위탁생산하고 있다. 동사는 3공장 증설 및 기존 1, 2공장의 유지보수(7,800억원)와 자회사 바이오에피스의 유상증자(4천억원), 부채상환(1,800억원) 등의 목적으로 2016년 11월 거래소에 상장했으며 이를 통해 1조 4천억원을 조달했다.

[그림 10] 삼성바이오로직스 상장 전 주주구성



자료: 전자공시시스템, 한국투자증권

[그림 11] 삼성바이오로직스 상장 후 주주구성



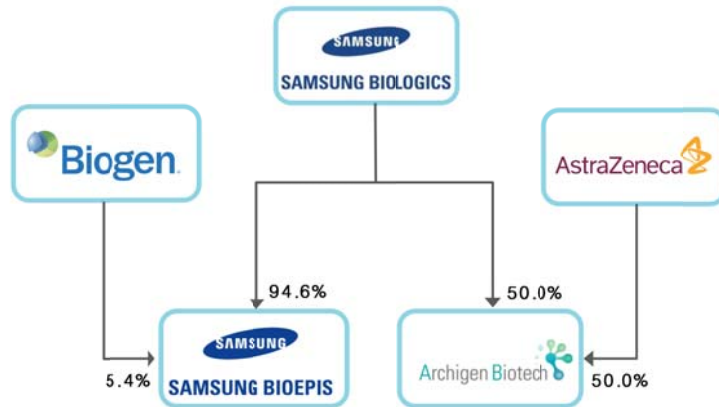
자료: 전자공시시스템, 한국투자증권

2개의 바이오시밀러 개발업체 자회사로 보유

2) 자회사를 통해 바이오시밀러 개발

동사는 현재 바이오시밀러 개발을 주력으로 하는 두 개의 자회사를 보유하고 있다. 지분을 94.6%의 삼성바이오에피스(이하 바이오에피스), 50%의 Archizen Biotech(이하 Archizen)이다.

[그림 12] 삼성바이오로직스 지분도



자료: 전자공시시스템, 한국투자증권

바이오시밀러 2개 출시

1) **바이오에피스**: 2012년 미국의 신약개발업체 Biogen과 공동설립한 합작법인이다. 현재 출시된 제품은 Enbrel과 Remicade의 바이오시밀러이다. 그 외 4개 이상의 바이오시밀러 파이프라인을 보유하고 있다. 바이오에피스의 매출은 바이오시밀러 판매에 따른 수익배분과 파이프라인 개발에 따른 마일스톤을 파트너사로부터 수령하는 방식으로 발생한다.

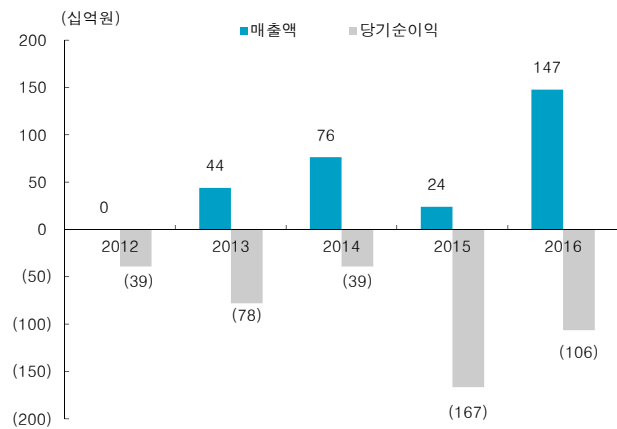
Biogen은 설립 초기 바이오에피스에 약 4,500만 달러를 투자해 지분 15%를 획득했다. 또한 2018년까지 바이오에피스의 지분을 49.9%까지 매입할 수 있는 콜옵션도 부여받았다. 바이오/제약 산업에 경험이 전무했던 삼성그룹은 노하우 및 기술전수를 위해 긴밀히 협력할 수 있는 파트너사가 필요했던 것으로 판단한다. 바이오에피스의 파이프라인 개발이 빠른 진전을 보이면서 공정가치가 상승함에 따라 Biogen이 바이오에피스의 콜옵션을 행사할 가능성이 높다는 회계법인의 판단 하에 Biogen의 바이오에피스 지분율을 49.9%로 가정하면서 2016년부터 바이오에피스는 연결자회사에서 분리됐다. 이에 따라 동사의 매출은 2015년까지 바이오에피스의 매출을 합산했으나 2016년부터는 CMO사업만 매출로 인식하기 시작했다. 동사가 바이오로직스의 지분을 Biogen에 매각했다는 가정에 따른 비현금성 회계처리의 일환으로 2015년 4조 5,436억원의 투자자산 매각차익이 발생했다.

상장 당시 동사가 보유한 바이오에피스 지분은 91.2%, 공정가치는 4조 8,086억원이었다. 이 중 Biogen이 콜옵션을 행사할 경우 추가적으로 취득할 수 있는 지분은 41.1%이다. Biogen의 콜옵션 취득원가는 공개되지 않았으나 Biogen이 콜옵션을 행사할 경우 상장 당시 공정가치 기준에 따라 동사는 1조 8,205억원의 손실을 인식하게 된다. 이에 따라 동사는 관련 손실을 미리 비용으로 인식해 파생상품평가손실로 처리하고 동일한 금액을 금융부채로 처리했다. 바이오에피스의 공정가치는 매년 말 회계법인에 의해 재평가된다. 파이프라인 개발이 진척을 보이면 바이오에피스의 가치도 상승해 파생상품부채가 증가하게 되며 이에 따라 손익계산서에 파생상품손실이 추가적으로 발생하게 된다. Biogen이 콜옵션을 행사하게 되면 동사는 파생상품부채가 소멸되고 이에 상응하는 금액의 현금이 투자활동에 의한 현금흐름으로 유입된다. 동사가 바이오에피스의 지속적인 유상증자에 참여하면서 Biogen은 현재 바이오에피스의 지분 5.4%만을 보유 중이다.

Rituxan 바이오시밀러 개발중

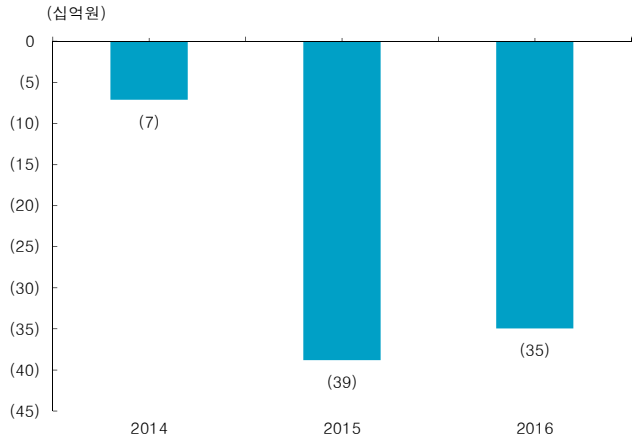
2) **Archizen**: 당사는 Archizen을 통해 Genetech(2009년 Roche에 인수된 미국의 비상장 제약회사)의 만성 림프구성 백혈병 항체 치료제인 Rituxan의 바이오시밀러를 개발하고 있다. Rituxan은 Biogen에 의해 처음 개발되었으며 Genetech과 공동 프로모션으로 현재 Biogen을 통해 미국에서 판매되고 있다. Archizen은 2016년 6월부터 미국에서 Rituxan의 바이오시밀러에 대한 임상 1상과 3상을 동시에 진행하고 있다.

[그림 13] 삼성바이오에피스 매출액 및 당기순이익 추이



자료: 전자공시시스템, 한국투자증권

[그림 14] Archizen Biotech 순이익 추이



자료: 전자공시시스템, 한국투자증권

III. 투자포인트

1. 2018년, CMO 글로벌 최강자로 등극한다

1) CMO업계의 금수저 삼성바이오로직스

출발선부터가 다르다

동사는 설립 단계부터 시장을 쉽게 주도할 수 있는 환경이었다. CMO사업은 반도체, 디스플레이 산업과 마찬가지로 공장 설립에 수천억원의 자금이 소요되며 양산능력과 품질관리가 매우 중요하다. 동사의 2대주주인 삼성전자는 30조원에 달하는 현금을 보유하고 있으며 양산과 품질관리에 있어 이미 충분한 노하우를 보유하고 있다. 또한 동사는 최대주주인 삼성물산에 높은 퀄리티의 생산설비를 비교적 저렴한 가격에 발주할 수 있어 설비투자 및 감가상각비 측면에서 타사 대비 유리한 위치에 있다.

바이오의약품은 생산환경의 미세한 차이에 따라 품질이 달라질 수 있기 때문에 우수한 설비확보는 품질관리의 핵심이다. 동사는 EMA 및 FDA로부터 공장설비에 대해 7건의 승인을 받은 바 있으며 1공장은 FDA의 허가과정에서 483건의 검사항목에서 단 한 건의 이상도 없었다는 점에서 생산설비에 대한 경쟁력을 갖추었다고 볼 수 있다. 그 결과 동사는 CMO산업 내에서의 짧은 역사에도 불구하고 삼성이라는 브랜드 가치를 기반으로 BMS, Roche와 같은 글로벌 제약사들을 고객사로 확보할 수 있었다.

〈표 5〉 삼성바이오로직스 CMO 공장

(단위: 십억원)

	1 공장	2 공장	3 공장
			
연생산능력	30,000L	152,000L	180,000L
착공 시기	2011년 5월	2013년 10월	2015년 11월
준공 시기	2012년 6월	2015년 2월	2018년 예상
공사비용	300	650	730

자료: 삼성바이오로직스, 한국투자증권

[그림 15] 삼성바이오로직스의 주요 파트너 및 고객사들



자료: 삼성바이오로직스, 한국투자증권

CMO사업은
Large Player들이 과점

2) 높은 진입장벽의 CMO사업은 삼성그룹에 걸 맞는 비즈니스 모델

한국보건산업진흥원(KHIDI)에 따르면 2014년 기준 세계적으로 약 600 여개의 CMO업체들이 있으며 이 중 연매출 2억 5천만 달러 이상을 올리는 회사는 12개 정도에 불과하다. 이들 대형 CMO업체들의 공통점은 대규모 자본, 높은 수준의 R&D와 인적자원 그리고 많은 지적재산권을 보유한 다국적 기업들이라는 점이다. 반도체, 디스플레이 등에서 선두를 달리고 있는 삼성그룹이 CMO산업에서도 유리한 고지를 점할 가능성이 높다는 것을 알 수 있는 대목이다. 높은 진입장벽을 기반으로 대형 CMO업체들이 시장을 과점하는 현재 구조가 지속되면서 동사의 확고한 시장 입지는 앞으로도 유지될 전망이다.

<표 6> 세그먼트별 글로벌 CMO 업체 수

(단위: 개, 백만 달러)

구분	기업 수	매출액
대형 CMO	~12	>250
중형 CMO	~45	100~250
소형 CMO	>500	<100

자료: 한국보건산업진흥원, 한국투자증권

진입장벽 #1: 자본집약적
사업

CMO산업은 자본집약적이고 높은 품질과 생산기준을 맞춰야 하며 고객사들의 Inner Circle에 진입하기가 어렵다는 점이 진입장벽으로 작용한다. 고객의 수요를 충족하기 위해서는 대규모 설비투자가 수반되어야 하기 때문에 자본이 충분하지 않으면 시장에 진입하기 어렵다. 동사의 경우에도 1공장과 2공장에 각각 3,500억원과 6,500억원을 투자했으며 3공장에도 약 7,000~8,000억원의 설비투자비가 소요될 예정이다. 동사는 설립 초기 삼성전자와 삼성물산 등으로부터 자본을 조달해 1공장과 2공장을 설립했다. 삼성엔지니어링과 삼성물산이 공장설립을 담당하면서 건설비용도 절감할 수 있었다.

진입장벽 #2: 높은
품질 및 생산기준

인간의 건강에 직접적인 영향을 미치는 의약품을 생산하는 사업의 특성상 CMO설비는 국내 식약처, 미국 FDA, 유럽 EMA 등과 같은 각국의 품질관리 기관으로부터 엄격한 품질 인증이 요구된다. 승인을 얻은 이후에도 약 2년 간격으로 이들 규제기관으로부터 주기적으로 관리감독을 받게 된다. 따라서 대규모 생산 경험이 부족한 CMO 회사들은 글로벌 제약사들과의 계약 체결이 어려울 수 밖에 없다. 초기에는 삼성그룹의 브랜드 파워로 대형 고객사들을 확보할 수 있었고 앞으로는 지속적인 레퍼런스 축적으로 더 많은 고객사들을 확보할 것으로 예상된다.

진입장벽 #3: 고객사로부터
선정되기 어려움

제약사들이 한번 CMO업체를 선정하면 교체하기 힘들다는 점 또한 높은 진입장벽이다. 고객사들이 CMO업체를 선정하는데 있어 신중할 수 밖에 없기 때문이다. 고객사와 계약을 체결한 후 제품을 양산하는데 일반적으로 1~2년이 소요되는데 이 기간 중에 기술이전과 안전점검, 제조승인을 위한 시제품 생산 등이 이루어진다. 제약사는 생산준비 과정에서 R&D 및 원재료 비용 등을 CMO업체에 지불해야 한다. 시제품을 생산하는 데까지 소요되는 비용과 시간은 고객사들에게 있어 CMO를 교체하는데 큰 장애가 되는 매몰비용이다. 판매를 극대화하기 위해서는 신제품을 적절한 시기에 출시하는 것이 중요하기 때문에 생산 타이밍을 맞추기 위해 제약사들은 CMO 선정 시 업체들을 철저히 검증한다. 따라서 자본과 설비를 갖추었다더라도 신규업체들이 제약사들로부터 CMO로 선정되기까지는 추가적인 시간과 노력이 필요하다. 따라서 공급과잉의 가능성이 있다면 신규업체의 진입보다는 기존업체들의 증설에 따른 위험이 더 클 것이다.

생산능력이 곧 경쟁력이다

3) 3공장이 완공되는 2018년 삼성바이오로직스는 글로벌 넘버원이 된다

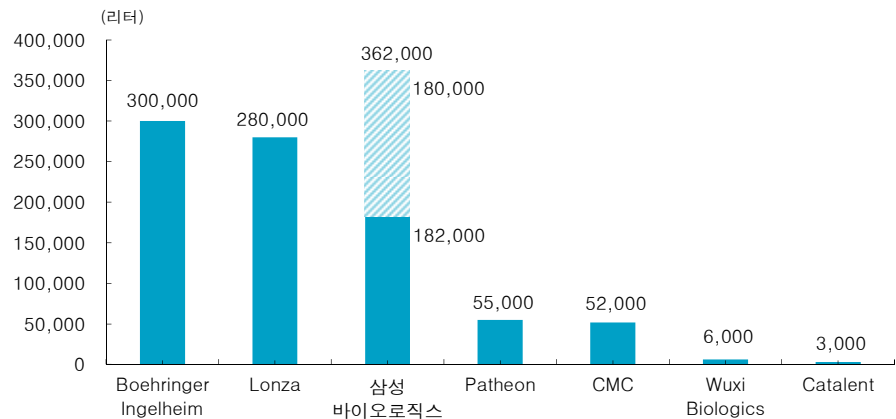
동사는 현재 2개의 공장을 보유하고 있으며 3공장이 완공되는 2018년 말에는 세계 최대의 생산능력을 갖추게 된다. 생산능력의 크기가 경쟁력으로 직결되는 만큼 동사의 시장 입지는 더욱 강화될 전망이다.

2011년 5월 착공해 2012년 12월 완공된 1공장은 2013년 7월부터 운영되었으며 연간 3만리터(5천리터의 배양기 6개)의 생산능력을 보유하고 있다.

2공장은 2013년 9월부터 2015년 3월까지의 건설기간을 거쳐 2016년 2월부터 운영되고 있다. 연생산능력 1.5만리터의 배양기 10개와 1천리터의 배양기 2개로 구성돼 연간 총 생산능력은 15.2만리터에 이른다. 1공장과 2공장의 합산 연생산능력은 18만리터다. 이는 전 세계에서 세 번째에 달하는 규모이다. 2015년 10월부터 건설 중인 3공장은 1.5만리터의 배양기 12개로 이루어져 총 18만리터가 추가될 예정으로 2019년부터는 총 36만리터의 생산능력을 보유하게 된다.

현재 동사는 향후 10년 동안 약 3조원의 수주잔고를 보유하고 있다. 설사 제약사들이 계약을 파기하더라도 대부분이 최소구매물량을 의무적으로 보존해줘야 해 매출의 가시성은 높은 것으로 사료된다.

[그림 16] 주요업체들의 생산능력 비교



주: 빗금친 부분은 2018년 말 완공 예정 생산능력
자료: Frost & Sullivan, 언론자료, 한국투자증권

1공장, 두 개의 고객사로 이미 풀가동 중

2014년 운영을 시작한 1공장은 2016년 가동률 100%를 달성했다. 주요 고객은 Roche와 BMS이며 이들 두 업체의 수주만으로 2023년까지 가동률 100%를 유지할 전망이다. BMS는 2013년 7월 항암치료제의 장기공급계약(10년)을 체결했으며 2014년 4월 또 다른 제품에 대한 계약을 추가했다. Roche와는 2013년 10월, 2014년 4월 2건의 장기계약을 체결한 바 있다.

2공장, 고객수 6개

2공장은 고객군이 BMS와 Roche 외에 바이오에피스를 포함해 총 6개 업체로 구성되어 있다. 바이오에피스와는 제품생산계약은 2016년 5월경에 이루어졌다. 운영 첫 해인 2016년 2공장의 가동률은 20%에 불과했으나 올해부터는 40% 수준으로 개선될 전망이다. 현재 수주잔고 등을 고려했을 때 2공장의 가동률은 2020년에 100%에 도달할 것으로 예상된다.

3공장, 2019년부터 가동시작

2018년 말 완공 예정인 3공장은 2019년부터 양산을 시작할 계획이다. 현재 15개 업체와 30개 제품에 대한 계약을 논의 중인 것으로 알려져 있다. 이제부터 추가되는 계약이 향후 3공장의 가동률에 중요한 영향을 미칠 것이란 판단이다. 우리는 3공장의 가동률이 2019년 23%에서 2023년에는 100%에 도달할 것으로 예상한다.

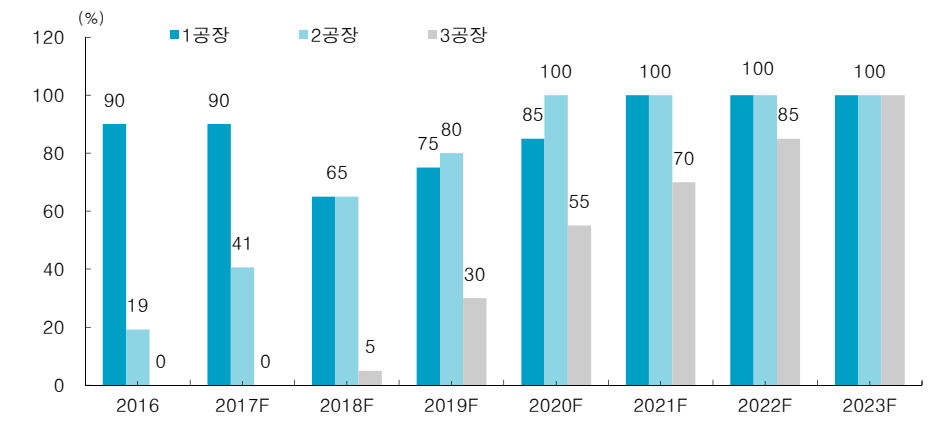
〈표 7〉 삼성바이오로직스 수주공시 내역

(단위: 백만달러)

공시일정	회사	계약금액
Jul-13	BMS	NA
Oct-13	Roche	NA
Apr-14	BMS	NA
Apr-16	삼성바이오에피스	NA
May-16	미국 제약사	NA
Nov-16	Cilag	262.4
Jan-17	Roche	7.4
May-17	유럽 소재 제약사	41.7

자료: 전자공시시스템, 한국투자증권

〔그림 17〕 삼성바이오로직스 공장별 가동률 추이 및 전망



자료: 삼성바이오로직스, 한국투자증권

자본부담과 제품수요의 불확실성으로 제약사들은 CMO를 늘리고 있음

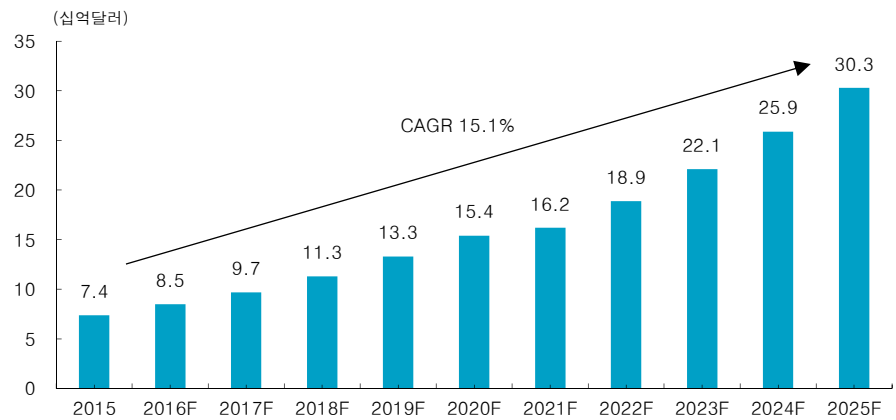
4) 글로벌 CMO시장은 향후 10년간 연평균 15% 성장할 전망

시장조사 및 컨설팅 기관 Frost&Sullivan(F&S)에 따르면 세계 CMO시장은 2015년부터 2025년까지 연평균 15% 성장할 것으로 전망되는 만큼 영업환경은 동시에 우호적으로 조성되고 있다.

화학의약품에 이어 바이오의약품이 글로벌 제약시장의 새로운 성장동력으로 부상함에 따라 바이오의약품에 대한 제약업체들의 수요가 증가하고 있다. 그 결과 글로벌 제약사들은 기존의 화학의약품 시설을 바이오의약품 시설로 전환하거나 신규 생산설비 설립을 진행 혹은 계획하고 있다. 그러나 제약사들은 대규모 설비투자에 따른 자본부담과 제품주기의 변화에 따른 수요의 불확실성으로 인해 CMO를 통해 의약품을 생산하려는 수요도 증가하는 추세다.

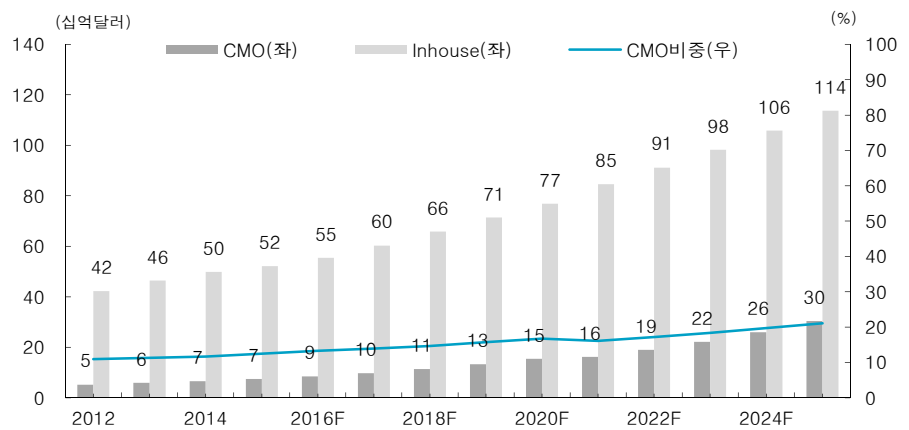
자체 생산시설을 구축하기 위해선 제품 출시 5년 전부터 준비해야 하며 비용 역시 5억 달러 이상이 소요된다. 자체 생산설비를 갖추었다 하더라도 임상에 실패할 경우 신규설비가 무용지물이 되기 때문에 대규모 투자 결정에 주저할 수 밖에 없어 CMO에 대한 제약사들의 의존도는 점차 높아질 것으로 예상된다. 또한 안정적인 제품공급을 확보하기 위한 백업차원의 CMO수요도 존재한다. 대형 제약사들은 자체 생산시설을 보유하고 있지만 미국 FDA가 제품의 안정적인 공급을 위해 사전대책을 수립할 것을 권고하고 있다는 점도 CMO에 대한 꾸준한 수요가 기대되는 부분이다.

[그림 18] CMO시장 추이 및 전망



자료: Frost & Sullivan, 한국투자증권

[그림 19] 바이오의약품 시장 내 CMO비중 추이 및 전망



자료: Frost & Sullivan, 한국투자증권

2. 진전이 빠른 자회사 바이오에피스의 바이오시밀러 사업

1) 삼성그룹의 시장대응 능력을 다시 한번 입증

파이프라인 개발 진척도 빨라

바이오시밀러는 경쟁사 제품들과 품질 측면에서는 차별화하기 힘들어 오리지널의 특허가 만료되는 즉시 제품을 출시해야 시장에서 경쟁우위를 점할 수 있다. 디스플레이, 반도체, 휴대폰 등에서 증명된 삼성그룹의 빠른 시장대응 능력은 바이오시밀러 산업에서도 진가를 보여줄 것으로 예상된다.

동사는 자회사 바이오에피스를 통해 설립 4년 만에 2개의 바이오시밀러 제품(Enbrel, Remicade)을 유럽시장에 출시했다. 올해 1월에는 세 번째 제품(Lantus)으로 유럽 내 판매를 승인 받고 올해 4월 미국시장에서도 Remicade의 바이오시밀러의 판매허가를 취득한 바 있다. 반면 동사보다 먼저 바이오시밀러 개발을 시작한 셀트리온의 경우 두 개의 제품(Remicade, Rituxan)을 출시했으며 근 시일 내에 한 개의 제품(Herceptin)의 출시가 예정되어 있다는 점을 감안하면 동사의 파이프라인 개발속도는 비교적 빠른 것으로 사료된다.

높은 진입장벽의 바이오시밀러 산업에서 동사가 빠른 속도로 시장 내 지위를 높일 수 있었던 비결은 임상시간 단축이다. 일반적으로 바이오시밀러의 승인기간은 통상 최대 2년 정도로 알려져 있는데 동사는 이 기간을 약 1년으로 단축시켰다. 동사는 제품허가에 대해 철저히 사전조사하고 공정혁신을 통해 고품질의 제품을 개발하기 위해 노력하는 한편 임상시험수탁기관(Contract Research Organization, CRO)에 대한 의존도를 낮추기 위해 업무를 전적으로 위임하는 대신 각국에 관리인력을 파견하고 파트너사와 긴밀히 교류하면서 제품 개발허가 기간을 단축할 수 있었다.

〈표 8〉 삼성바이오로직스, 셀트리온 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	Enbrel		미국		유럽	CT-P05	Enbrel				
SB2 플릭사비	Remicade				미국/유럽	CT-P13 램시마	Remicade				미국/유럽
SB5 임랄디	Humira		미국	유럽		CT-P17	Humira				
SB3	Herceptin		미국	유럽		CT-P06 허쥬마	Herceptin		미국	유럽	
SB8	Avastin		미국 유럽			CT-P16	Avastin				
SAIT-101 Archigen Bio	Rituxan		미국 유럽			CT-P10 트룩시마	Rituxan		미국		유럽
SB9 루수두나	Lantus			미국	유럽	CT-P15	Erbix				
						CT-P14	Synagis				

자료: 삼성바이오로직스, 셀트리온, 한국투자증권

첫 바이오시밀러
유럽에서 순항 중

2) 잘 팔리는 베네팔리

동사는 자회사 바이오에피스를 통해 개발한 베네팔리(국내/미국 상품명 브렌시스)를 2016년 2월 유럽에 출시했다. 베네팔리는 Amgen이 개발한 류마티스 관절염 치료제 Enbrel의 첫 번째 바이오시밀러이다. 베네팔리는 약가가 오리지널 대비 약 30% 저렴하며 Biogen이 유럽판매를 담당하고 있다. Enbrel은 2016년 기준 글로벌 매출 93억달러(약 10조원), 유럽매출 29억달러(약 3.3조원)를 기록한 전 세계 의약품 매출 순위 3위의 블록버스터 제품으로 2015년 2월 유럽에서 특허가 만료되면서 바이오시밀러가 출시될 수 있었다.

〈표 9〉 Enbrel profile

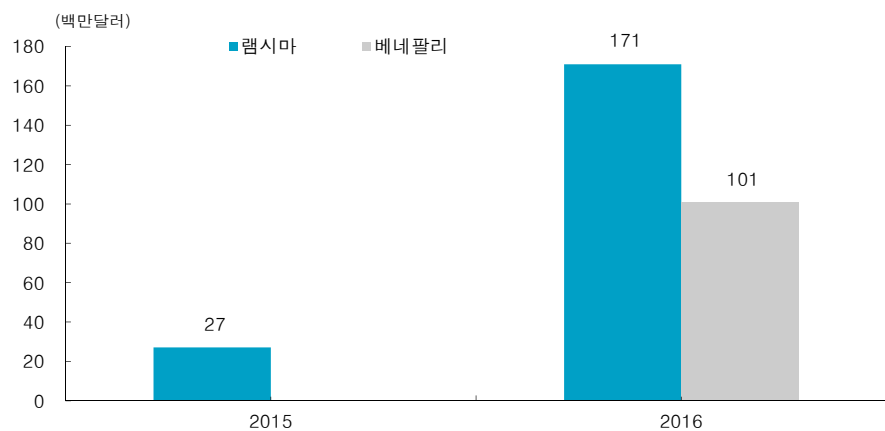
개발사	Amgen
미국 판매사	Amgen
유럽 판매사	Pfizer
적응증	류마티스 관절염, 강직성 척추염, 소아 특발성 관절염, 건선, 건선성 관절염, 방사선상으로 확인되지 않은 축성 척추관절염
성분명	Etanercept
미국/유럽 특허 만료일	2028년 11월, 2015년 2월
2016년 미국 매출	57억달러
2016년 유럽 매출	19억달러
2016년 매출 순위	2

자료: Global Data, 한국투자증권

램시마 못지않은 판매속도

베네팔리의 마케팅 파트너 Biogen에 따르면 제품 출시 첫해인 2016년 베네팔리의 유럽 매출액은 1억 60만달러로 나타났다. 또한 2017년 1분기 매출액은 전년의 절반 이상인 6,530만달러를 달성한 바 있다. 셀트리온이 Remicade 바이오시밀러 램시마를 유럽 시장에 최초로 출시했을 때와 비교해 보면 베네팔리의 매출 증가속도는 고무적이다. 2013년 유럽에서 판매승인을 받은 램시마가 본격적으로 판매된 것은 2015년 2월이었다. Pfizer에 따르면 2015년 유럽 매출은 약 2,700만달러였으며 본격 출시 2년차인 2016년은 1억 7천만달러의 매출을 달성한 바 있다. 유럽 시장 내 점유율 역시 국가별로 평균 40%를 상회하고 있는 상황이다. 베네팔리 역시 현재 전 세계 16개국에서 판매되고 있으며 영국, 노르웨이 등 일부 국가에서는 40~60%의 점유율을 확보한 상황으로 베네팔리는 유럽 시장에서 빠르게 안착한 것으로 판단된다.

〔그림 20〕 램시마와 베네팔리 유럽 내 매출 비교



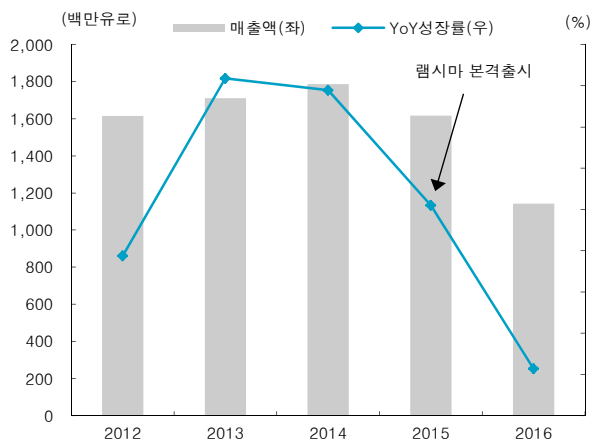
자료: Pfizer, 삼성바이오로직스, 한국투자증권

**바이오시밀러 출시는
오리지널 매출감소에 직격탄**

실제로 베네팔리가 유럽에 출시되면서 Enbrel의 2016년 유럽매출은 19.2억유로에서 16.7억유로로 전년 대비 13% 감소했다. 이러한 매출감소는 램시마 출시 이후 Remicade에서도 나타났다. Remicade를 유럽 시장에서 판매하고 있는 Merck의 Remicade 매출 역시 유로화 기준으로 2015년 9.5%, 2016년 29.3% 감소했다. 가격 경쟁력을 갖춘 바이오시밀러의 성공적인 시장 안착 가능성을 보여주는 대목이다.

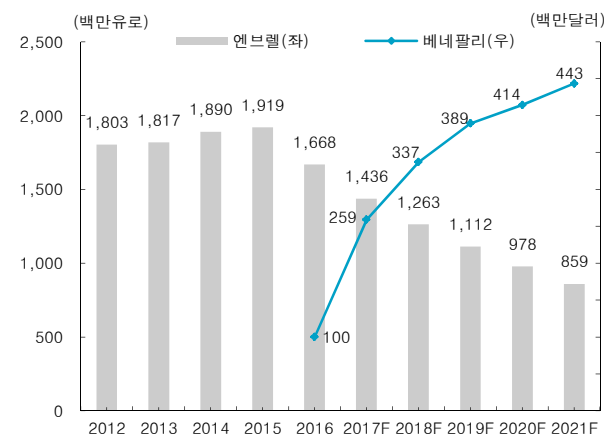
시장조사기관 Global Data에 따르면 Enbrel의 유럽매출은 2016년부터 2023년까지 연평균 13% 감소하는 반면 베네팔리의 매출은 같은 기간 연평균 25.4% 성장할 것으로 전망하는 등 베네팔리의 성공 가능성에 무게가 실리고 있다.

[그림 21] Remicade 유럽시장 매출 추이



자료: Global Data, 한국투자증권

[그림 22] Enbrel/베네팔리 유럽시장 매출액 추이 및 전망



주: 베네팔리는 한국투자증권 추정치
자료: Global Data, 한국투자증권

**올해 베네팔리 글로벌 매출
전년 대비 160% 증가 예상**

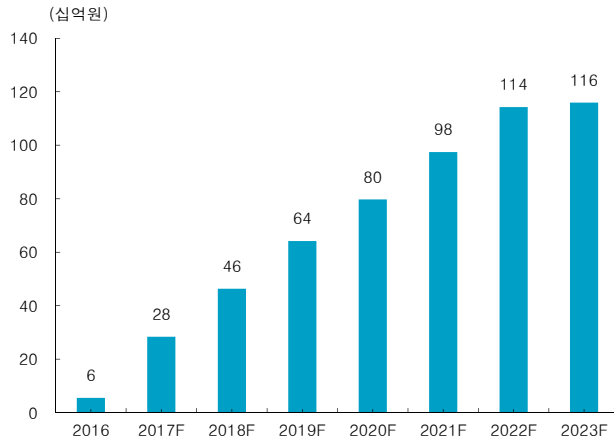
우리는 베네팔리가 올해부터 바이오에피스의 매출증가에 본격적으로 기여하기 시작할 것으로 전망한다. 바이오에피스는 파트너사인 Biogen이 베네팔리를 판매하면서 발생하는 마케팅 등의 비용을 제외한 순이익의 절반 가량을 로열티 매출로 인식하게 된다. 2016년 베네팔리 판매로 바이오에피스가 수령한 로열티 매출은 미미했다. 베네팔리가 2016년 유럽에서 약 천백억원의 매출을 달성했지만 판매 첫해인 만큼 Biogen의 마케팅비용 부담 역시 컸을 것으로 예상되기 때문이다. 우리는 올해 베네팔리의 글로벌 매출이 2016년 1억달러 대비 약 160% 증가한 2억 6천만달러로 추정해 바이오에피스에 인식될 로열티 매출은 284억원으로 예상한다.

**Biogen 순이익률 가정
25%~45%**

베네팔리 출시 초기 Biogen의 베네팔리 판매에 따른 순이익률(회계상으로는 영업이익률)은 25%로 추정되며 판매가 일정규모에 오르게 되면 45%의 순이익률도 달성할 것으로 전망된다.

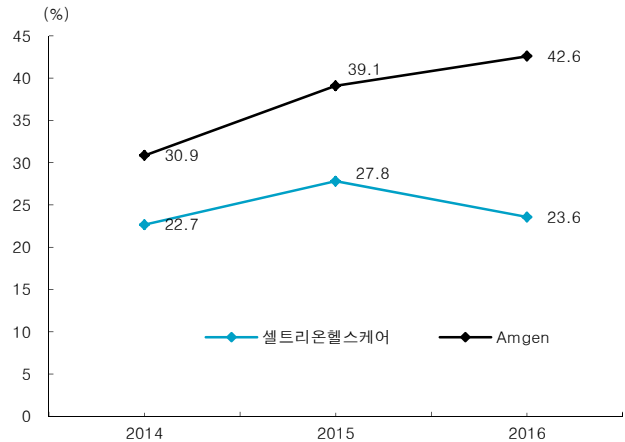
바이오에피스와 Biogen간의 계약내용은 공개되지 않았다. 그러나 셀트리온의 중간 유통채널 셀트리온헬스케어에 셀트리온에 이익을 배분해줘야 함에도 불구하고 2014년부터 2016년까지 평균 26%의 영업이익률을 실현해 왔다는 점을 감안하면 Biogen이 바이오에피스로부터 제품을 직접 공급받아 판매하고 25% 정도의 순이익률을 올리는 데는 무리가 없다는 판단이다. 또한 Biogen의 2016년 영업이익률이 약 45% 수준이라는 점을 고려하면 궁극적으로 베네팔리 판매에 따른 순이익률도 45% 수준에 달할 가능성이 높다.

[그림 23] 삼성바이오에피스 베네팔리 로열티 추이 및 전망



자료: 삼성바이오에피스, 한국투자증권

[그림 24] 셀트리온헬스케어, Amgen 영업이익률 추이



자료: 전자공시시스템, 한국투자증권

3) 계속되는 파이프라인 follow-up

두 번째는 Remicade

바이오에피스는 Enbrel의 바이오시밀러 외에 류마티스, 건선, 관절염 치료제인 Remicade의 바이오시밀러 플릭사비(미국/국내명 렌플렉시스)를 셀트리온에 이어 두 번째로 유럽 시장에 출시했다. Remicade의 특허가 2015년 2월 유럽에서 만료됨에 따라 바이오에피스도 2016년 2월 유럽 EMA로부터 판매허가를 취득했다. 유럽시장에서의 마케팅 파트너는 Merck이다. 이후 2017년 4월 셀트리온(2016년 11월)에 이어 미국에서도 FDA로부터 판매를 승인받으면서 Remicade 바이오시밀러의 매출기여는 2018년부터 점진적으로 확대될 전망이다.

그 외 파이프라인들..

내년부터는 2015년 5월 유럽에서 특허가 만료된 당뇨치료제 Lantus의 바이오시밀러 루수두나의 미국과 유럽 출시도 기대해볼 수 있다. 동사는 2017년 1월 유럽에서 루수두나에 대한 판매승인을 득했으며 미국 내 특허도 2017년 6월 만료되기 때문이다.

한편 Abbvie의 류마티스 관절염 치료제 Humira 역시 미국과 유럽 시장에서 2018년 특허가 만료될 예정이었으나 2022년과 2023년으로 특허기간을 연장한 바 있다. 바이오에피스는 Biogen과 함께 Abbvie를 상대로 특허무효 소송을 걸어 올 3월 승소한 바 있다. 올해 6월에는 EMA CHMP(약물사용자문위원회)로부터 승인권고를 받음에 따라 2~3개월 뒤에는 Humira의 바이오시밀러 임랄디의 유럽 시장 내 판매승인이 기대된다.

<표 10> 2016년 바이오의약품 글로벌 매출 및 순위

(단위: 십억달러)

순위	브랜드명	성분명	매출액	판매사	주요 적응증
1	Humira	Adalimumab	16.4	Abbvie	류마티스 관절염
2	Enbrel	Etanercept	9.2	Amgen	류마티스 관절염
3	Remicade	Infliximab	8.8	Jansen	류마티스 관절염
4	Rituxan	Rituximab	7.1	Roche	비호 지킨 림프종
5	Avastin	Bevacizumab	6.6	Roche	암 (결장, 폐, 신장 등)
6	Herceptin	Trastuzumab	6.6	Roche	유방암
7	Lantus	Insulin glargine	6.1	Sanofi	당뇨병
8	Prenvar13	Pneumococcal 13-valent Conjugate vaccine	5.7	Pfizer	폐렴 구균 성 폐렴
9	Neulasta	Pegfilgrastim	4.6	Amgen	호중구 감소증
10	NovoRapid	Insulin aspart	2.8	Novo Nordisk	당뇨병

자료: Frost & Sullivan, 한국투자증권

〈표 11〉 삼성바이오에피스 파이프라인

시장규모 순위	제품명	오리지널제품	유럽	미국
1	SB5 임랄디	Humira	승인권고	허가신청 준비 중
2	SB4 베네팔리	Enbrel	시판중	임상3상
3	SB2 플릭사비	Remicade	시판중	허가
5	SB8	Avastin	임상3상	임상3상
6	SB3	Herceptin	허가신청	허가신청 준비 중
7	SB9 루수두나	Lantus	허가	허가신청

자료: 삼성바이오에피스, 한국투자증권

〈표 12〉 바이오시밀러 개발 스케줄

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

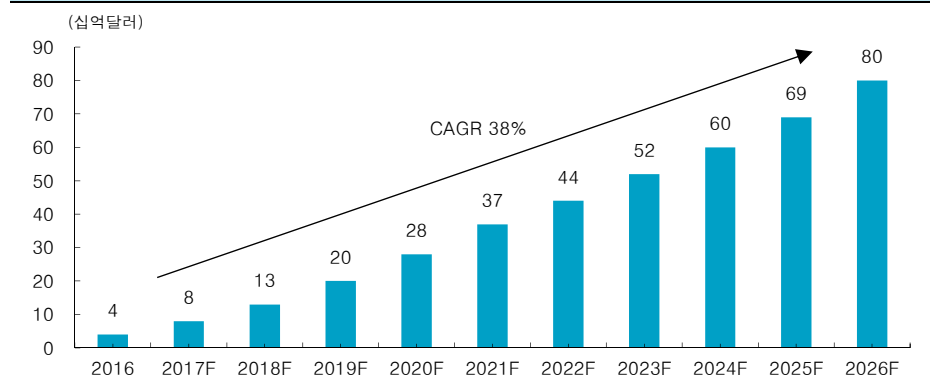
자료: 삼성바이오로직스, Global Data, 한국투자증권

4) 바이오시밀러 시장의 가파른 성장세

글로벌 바이오시밀러 시장
2016~2025년 연평균 38%
성장 예상

오리지널 바이오의약품의 특허만료가 본격화되면서 바이오시밀러 시장은 신약 대비 30% 저렴한 가격 경쟁력을 바탕으로 가파르게 성장하고 있다. F&S에 따르면 글로벌 바이오시밀러 시장은 2016년 40억달러에서 2025년 690억달러로 연평균 38% 성장할 것으로 전망된다. 미국시장은 2014년 8억달러에서 2025년 165억달러로 연평균 35% 성장하는 반면 유럽시장은 같은 기간 2억 달러에서 290억달러로 연평균 64% 성장할 것으로 전망돼 동사의 수혜가 기대된다.

[그림 25] 바이오시밀러 시장 추이 및 전망



자료: Frost & Sullivan, 한국투자증권

바이오시밀러 시장의 진입장벽

바이오시밀러 시장은 합성의약품 복제약인 제네릭보다 많은 개발비용과 시간이 소요되어 진입장벽이 높다. 제네릭 제품은 상대적으로 짧은 기간(약 2년)에 개발되는 반면 바이오시밀러는 약 8년에 걸친 장기 투자가 필요하다. 또한 500만달러 정도의 비용이 소요되는 제네릭 개발에 비해 바이오시밀러의 개발비용은 1억달러에서 2억달러가 요구된다는 점도 바이오시밀러 시장의 진입장벽이 된다.

5) 바이오에피스 2021년부터 턴어라운드 예상

2017년 바이오에피스 매출은 1,100억원 (-25.4% YoY)으로 추정된다. 베네팔리의 유럽시장 판매가 크게 늘어나고 렌플렉시스도 미국시장에서 신규로 판매하면서 제품매출 발생이 본격화되나 전년의 높은 마일스톤 매출의 기저효과로 인해 올해 매출은 전년 대비 감소할 것으로 예상된다. 영업손실도 전년 990억원보다 약 400억원 확대된 1,372억원으로 추정된다.

영업이익 흑자 시기는 4개 가량의 바이오시밀러가 판매되는 2021년으로 예상된다. 2021년 영업이익은 474억원, 순이익은 437억원을 실현하며 동사의 지분법이익에 본격적으로 기여할 전망이다.

〈표 13〉 바이오에피스 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F
매출액	147.5	110.0	143.2	208.7	290.8	377.5	466.9	534.1
YoY	517.1%	-25.4%	30.2%	45.8%	39.3%	29.8%	23.7%	14.4%
베네팔리(Enbrel)유럽 로열티	5.5	28.4	46.3	64.2	79.7	97.5	114.3	116.0
YoY		417.3%	62.8%	38.7%	24.1%	22.3%	17.2%	1.5%
베네팔리 유럽매출(백만달러)	100.0	258.6	336.9	389.3	414.2	443.3	461.8	468.7
YoY		158.6%	30.3%	15.6%	6.4%	7.0%	4.2%	1.5%
베네팔리 유럽 내 MS	5.4%	19.0%	25.0%	30.0%	32.0%	35.0%	38.0%	41.0%
파트너사 순이익률	10%	20%	25%	30%	35%	40%	45%	45%
렌플렉시스(Remicade) 미국 로열티	-	1.6	15.9	43.2	73.4	96.3	126.0	148.5
YoY			910.0%	172.7%	69.8%	31.1%	30.9%	17.8%
렌플렉시스 미국매출(백만달러)		57.1	288.3	524.1	667.5	700.1	763.7	771.3
YoY			405.0%	81.8%	27.4%	4.9%	9.1%	1.0%
렌플렉시스 미국 내 MS		1.0%	5.0%	10.0%	13.0%	15.0%	18.0%	20.0%
파트너사 순이익률		5.0%	10.0%	15.0%	20.0%	25.0%	30.0%	35.0%
마일스톤 외 기타매출	142.0	80.0	81.0	101.2	137.6	183.7	226.6	269.7
영업이익	(99.0)	(137.2)	(117.8)	(72.5)	(14.2)	47.4	110.8	155.8
YoY	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	133.9%	40.6%
OPM	-	-	-	-	-	12.6%	23.7%	29.2%
순이익	(106.5)	(139.6)	(119.4)	(73.3)	(14.1)	43.7	96.1	119.5
YoY	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	120.0%	24.3%
NPM	-	-	-	-	-	11.6%	20.6%	22.4%

자료: 삼성바이오에피스, 한국투자증권

IV. 실적 전망 및 리스크 점검

1. 2017년 영업흑자, 2018년 순이익 흑자 달성할 전망

1) 가능성을 보여줄 2017년

처음으로 연간 영업흑자 전망

동사는 올해 1분기에 설립 이후 최초로 분기 영업흑자를 달성했으나 1공장의 생산설비 점검에 따른 일시적인 가동률 하락으로 2분기에 적자전환할 전망이다. 그러나 3분기부터는 1공장의 정상화와 2공장의 가동률 상승에 따라 다시 영업흑자로 돌아설 것으로 추정된다. 이에 따라 2017년에는 설립 이후 최초로 연간 영업흑자를 달성할 전망이다. 아직 영업이익 규모는 미미하나 장기성장에 대한 가능성과 방향성을 제시했다는 점에서 긍정적이다. 2공장 ramp-up에 따라 2017년 매출액은 4,246억원으로 전년 대비 44% 증가할 것으로 예상된다. 매출볼륨 확대에 따라 영업이익은 308억원 수준으로 추정된다. 그러나 자회사 바이오에피스의 순손실이 이어지면서 올해에도 1,000억원 이상의 대규모 당기순손실이 지속될 전망이다.

〈표 14〉 삼성바이오로직스 분기실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출액	88.8	47.5	52.8	105.5	107.6	96.5	102.0	118.5	294.6	424.6	592.5
YoY	-	-	-	-	21.3%	103.0%	93.2%	12.3%	-	44.1%	39.5%
1 공장 가동률					60.5	38.5	44.0	46.0	189.0	189.0	149.5
					110%	70%	80%	84%	90%	90%	65%
2 공장 가동률					47.1	58.0	58.0	72.5	105.6	235.6	403.0
					33%	40%	40%	50%	19%	41%	65%
3 공장 가동률											40.0
											5%
영업이익	(13.7)	(3.2)	(12.8)	(0.7)	3.4	(3.5)	0.9	30.0	(30.4)	30.8	125.6
YoY	-	-	-	-	흑전	적지	흑전	흑전	적지	흑전	307.8%
OPM	-	-	-	-	3.2%	-	0.9%	25.3%	-	7.3%	21.2%

자료: 삼성바이오로직스, 한국투자증권

2) 2018년부터 순이익 발생

20% 이상의 영업이익률 시현

2018년부터는 사업이 본격 궤도에 오를 것으로 예상된다. 생산품목 변경에 따른 일시적 생산중단으로 1공장의 가동률은 2017년 90%에서 65%로 하락하나 2공장의 가동률이 2017년 41%에서 65%로 상승하면서 2018년 매출액은 전년 대비 40% 성장한 5,925억원으로 전망된다. 영업이익은 전년 대비 300% 이상 증가한 1,256억원으로 예상되며 영업레버리지 효과로 영업이익률이 20%를 상회할 것이다. 2018년에도 1,500억원 이상의 대규모 지분법손실이 예상되지만 Biogen의 콜옵션 행사에 따라 5,500억원 가량의 현금이 유입되면서 5,011억원의 순이익이 발생할 전망이다.

3) 향후 5년간 매출 및 영업이익 연평균 각각 37%, 121% 고성장할 전망

경영진의 장기목표는 영업이익 1조원

2017년부터 2021년까지 5년 동안 매출액은 연평균 37% 고성장할 전망이다. 같은 기간 영업이익의 연평균 성장률은 121%로 추정된다.

한편 동사의 경영진은 3공장이 본격 가동되면 매출 2조원, 영업이익 1조원 달성도 가능할 것으로 내다보고 있다. 우리는 3공장의 가동률이 100%에 도달하는 2023년 매출액은 1.78조원, 영업이익은 9,528억원(OPM 53.5%)으로 예상한다. 영업외 측면에서 도합 1,800억원 가량의 이자수익과 지분법수익이 발생하면서 순이익은 9,000억원에 달할 전망이다.

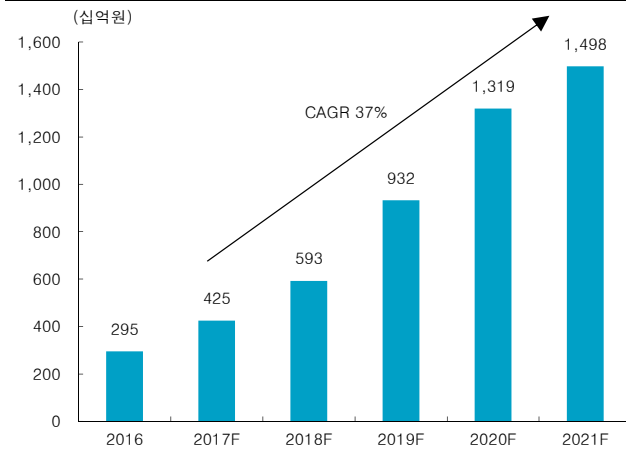
〈표 15〉 삼성바이오로직스 연간실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F
매출액	294.6	424.6	592.5	932.0	1,319.0	1,498.0	1,651.0	1,780.0
YoY	222.8%	44.1%	39.5%	57.3%	41.5%	13.6%	10.2%	7.8%
1 공장	189.0	189.0	149.5	180.0	212.5	250.0	260.0	260.0
감가상각비	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0
가동률	90%	90%	65%	75%	85%	100%	100%	100%
2 공장	105.6	235.6	403.0	512.0	650.0	660.0	660.0	660.0
감가상각비	20.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
가동률	19%	41%	65%	80%	100%	100%	100%	100%
3 공장			40.0	240.0	456.5	588.0	731.0	860.0
감가상각비			12.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0
가동률			5%	30%	55%	70%	85%	100%
영업이익	(30.4)	30.8	125.6	314.0	611.9	738.7	846.1	952.8
YoY	적지	흑전	307.8%	150.1%	94.9%	20.7%	14.5%	12.6%
OPM	-	7.3%	21.2%	33.7%	46.4%	49.3%	51.2%	53.5%
영업외손익	(200.5)	(169.0)	397.0	(18.7)	22.9	76.2	139.8	185.4
지분법손익	(129.2)	(147.8)	(156.8)	(46.7)	(12.0)	22.9	58.2	74.9
파생손익	(54.0)	(30.0)	551.3	-	-	-	-	-
이자손익	(15.6)	4.7	3.0	21.0	27.0	43.3	66.6	90.6
기타	(5.2)	(13.5)	(15.1)	(7.6)	(6.6)	(4.6)	0.4	5.4
순이익	(176.8)	(147.5)	509.7	251.7	539.0	681.9	803.4	929.6
YoY	적전	적지	흑전	-50.6%	114.1%	26.5%	17.8%	15.7%
NPM	-	-	86.0%	27.0%	40.9%	45.5%	48.7%	52.2%

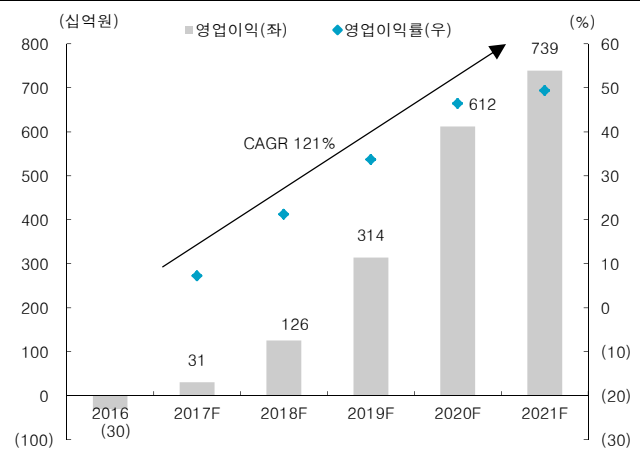
자료: 삼성바이오로직스, 한국투자증권

[그림 26] 삼성바이오로직스 매출액 추이 및 전망



자료: 삼성바이오로직스, 한국투자증권

[그림 27] 삼성바이오로직스 영업이익/영업이익률 추이 및 전망



자료: 삼성바이오로직스, 한국투자증권

2. 단기적인 리스크는 제한적인 상황

1) 경쟁업체들의 설비증설 우려

리스크를 반영하여 2023년 이후 추가적 증설은 없는 것으로 가정

CMO사업의 가장 큰 리스크는 경쟁업체들의 공격적 설비증설에 따른 과잉공급이다. 앞서 언급한 CMO시장의 진입장벽을 고려할 때 증설은 신규 업체들보다는 기존의 Top-tier업체들 위주로 이루어질 것으로 예상된다. 이미 Lonza, Boehringer Ingelheim(이하 BI) 등의 업체들은 증설을 진행할 계획으로 알려졌다. Lonza의 경우 Sanofi와 합작법인을 설립하여 약 3천억원의 설비증설 계획을 발표한 바 있으며 BI의 경우에도 2021년을 목표로 현재의 30만리터에서 37.5만리터로 설비증설을 진행하고 있다. 그러나 신규공장설립에는 수년의 시간이 소요되는 만큼 당분간의 과잉공급 우려는 제한적이라는 판단이다. 그러나 향후 CMO시장의 성장이 예상보다 더딜 경우에는 과잉공급의 우려가 존재한다. 우리는 이러한 우려를 반영하여 2023년 이후 동사의 추가적인 설비증설은 없는 것으로 가정하였다.

2) 바이오시밀러 파이프라인의 개발실패

임상실패나 판매부진에 따른 추가급락 우려

해외 경쟁업체 Coherus Biosciences의 경우에서도 알 수 있듯이 바이오시밀러 파이프라인의 임상실패는 추가급락으로 이어진다. 현재까지 바이오에피스의 파이프라인들은 개발에 있어 순항중이지만 향후 임상이 실패하거나 판매가 부진할 경우 실적 및 주가에 있어 리스크로 작용할 수 있다. 관련 사안들에 대한 주기적인 점검이 필요하다는 판단이다.

기업개요 및 용어해설

■ 기업개요

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. 동사의 주요 고객사는 글로벌 제약업체들인 Bristol-Myers Squibb(BMS), Roche 등이며 Merck와 Biogen을 협력 파트너로 보유하고 있다.

■ 용어해설

- 바이오의약품: 생물학적제제, 생물체에서 유래된 물질이나 생물체를 이용해 생성시킨 물질을 함유한 의약품으로서 물리적, 화학적 시험만으로는 그 역가와 안전성을 평가할 수 없는 백신이나 혈장분획제제 및 항독소 등
- 바이오시밀러: 이미 승인을 획득한 오리지널 의약품과 비교하여 약효, 안전성, 순도, 효능뿐만 아니라 여러 물리화학적, 구조적 특성 측면에서 매우 높은 유사성을 보유하고 있는 의약품
- 합성의약품: 유기합성 기술을 기반으로 한 의약품
- CMO(Contract Manufacturing Organization): 자체 생산역량이 부족하거나, 의약품 R&D 및 마케팅에 사업역량을 집중하기 위해 생산을 전략적으로 아웃소싱하는 글로벌 제약사들을 고객으로 하는 바이오의약품 위탁생산 사업
- FDA(Food and Drug Administration): 식품이나 의약품, 화장품, 동물약, 장난감 등 소비자가 평소 생활에서 접하는 제품에 대해 그 허가나 위반품 단속으로 전문적으로 담당하는 미국의 국가행정조직
- EMA(European Medicines Agency): EU의 의약품과 관련된 규제를 담당하는 조직

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	193	1,461	815	1,317	1,404
현금성자산	35	230	540	1,039	1,068
매출채권및기타채권	37	76	84	93	117
재고자산	119	164	189	185	218
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	7,365	5,562	5,438
유동부채	1,912	2,477	2,825	569	654
매입채무및기타채무	57	140	157	211	315
단기차입금및단기사채	10	170	43	0	0
유동성장기부채	0	234	234	234	234
비유동부채	1,274	974	954	920	698
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	682	439	438	425	212
부채총계	3,186	3,451	3,779	1,489	1,352
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	928	1,415	1,429
자본총계	2,775	4,082	3,585	4,073	4,087

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	(266)	(63)	106	240	479
당기순이익	1,905	(177)	(148)	510	252
유형자산감가상각비	33	56	57	69	98
무형자산상각비	9	4	5	6	7
자산부채변동	(96)	(74)	433	(363)	18
기타	(2,117)	128	(241)	18	104
투자활동현금흐름	(429)	(1,373)	(643)	312	(258)
유형자산투자	(240)	(163)	(447)	(214)	(86)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	0	(970)	(378)	2,181	98
무형자산순증	(149)	(5)	(6)	(6)	(7)
기타	(40)	(235)	188	(1,649)	(263)
재무활동현금흐름	633	1,631	(124)	(53)	(191)
자본의증가	273	1,484	0	0	0
차입금의순증	360	147	(129)	(1,930)	(212)
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	0	5	1,877	21
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	(62)	196	(661)	499	29

주: K-IFRS (개별) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

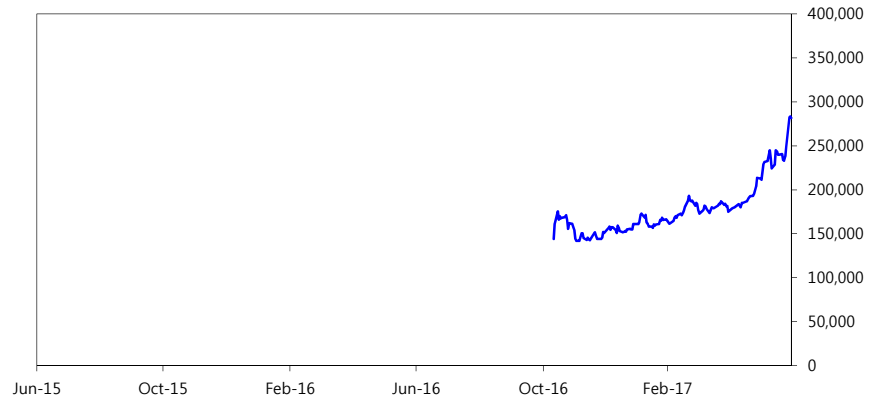
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	91	295	425	593	932
매출원가	115	268	328	391	526
매출총이익	(24)	27	97	202	406
판매관리비	180	57	66	76	92
영업이익	(204)	(30)	31	126	314
금융수익	7	14	20	565	38
이자수익	1	4	17	15	31
금융비용	1,841	87	42	12	10
이자비용	3	19	12	12	10
기타영업외손익	2	1	4	(1)	7
관계기업관련손익	4,524	(129)	(151)	(156)	(54)
세전계속사업이익	2,488	(231)	(138)	523	295
법인세비용	583	(54)	9	13	44
당기순이익	1,905	(177)	(148)	510	252
기타포괄이익	(9)	0	0	0	0
총포괄이익	1,896	(177)	(147)	510	252
EBITDA	(162)	30	93	201	419

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	-	(1,558)	(2,229)	1,703	3,805
BPS	-	30,850	54,188	61,558	61,763
DPS	-	0	0	0	0
성장성(%, YoY)					
매출증가율	NM	222.8	44.1	39.5	57.3
영업이익증가율	NM	NM	NM	307.8	150.1
순이익증가율	NM	NM	NM	NM	(50.6)
EPS증가율	NM	NM	NM	NM	123.4
EBITDA증가율	NM	NM	212.6	115.9	109.0
수익성(%)					
영업이익률	(223.1)	(10.3)	7.3	21.2	33.7
순이익률	2,087.0	(60.0)	(34.7)	86.0	27.0
EBITDA Margin	(177.5)	10.1	21.9	33.9	45.0
ROA	32.0	(2.6)	(2.0)	7.9	4.6
ROE	68.7	(5.2)	(3.8)	13.3	6.2
배당수익률	-	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	-	NM	NM	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	657	(374)	(59)	(412)	(663)
차입금/자본총계비율(%)	24.9	20.7	13.4	15.4	9.9
Valuation(X)					
PER	-	NM	NM	165.3	74.0
PBR	-	4.9	5.2	4.6	4.6
EV/EBITDA	-	323.5	199.8	90.8	42.8

투자의견 및 목표주가 변경내역

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



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 6월 28일 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 투자 의견은 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 (2017.3.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.4%	21.7%	0.9%

※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.