SK 바이오사이언스

Bloomberg Code (302440 KS) | Reuters Code (302440.KS)

2021 년 9 월 15 일

가보지 않은 길을 향해

[제약/바이오]

이동건 책임연구원
☎ 02-3772-1547
✉ shawn1225@shinhan.com

원재희 연구원
☎ 02-3772-2669
✉ jhwon@shinhan.com

매수	현재주가 (9 월 14 일)	목표주가	상승여력
(신규)	276,500 원	350,000 원 (신규)	26.6%

- 국내 대표 백신기업에서 글로벌 바이오 플랫폼 업체로 변화 중
- 1) 백신 CDMO 본격화, 2) GBP510 COVAX향 대규모 수주 기대
- 투자의견 '매수', 목표주가 35만원으로 커버리지 개시

신한 리서치 투자정보
www.shinhaninvest.com

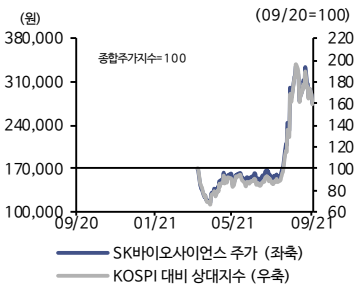
신한금융투자 기업분석부

투자판단	매수 (신규)
목표주가	350,000 원 (신규)
상승여력	26.6%

KOSPI	3,148.83p
KOSDAQ	1,037.74p
시가총액	21,152.3 십억원
액면가	500 원
발행주식수	76.5 백만주
유동주식수	20.3 백만주(26.6%)
52 주 최고가/최저가	335,500 원/114,500 원
일평균 거래량 (60 일)	1,821,130 주
일평균 거래액 (60 일)	482,243 백만원
외국인 지분율	4.88%
주요주주	
에스케이케미칼	68.43%

절대수익률	
3 개월	73.9%
6 개월	-
12 개월	-
KOSPI 대비 상대수익률	
3 개월	79.6%
6 개월	-
12 개월	-

주가차트



국내 대표 백신기업에서 글로벌 바이오 플랫폼 업체로 변화 중

국내 최대 백신 R&D 센터를 바탕으로 백신 및 바이오의약품 개발 및 생산, 판매 사업을 영위한다. 2012년 총 9개의 원액 생산 Suite를 보유한 L House를 완공했으며, 2014년에는 글로벌 백신 업체인 사노피에 차세대 폐렴구균백신 후보물질의 공동 개발 및 수출 계약을 체결했다. 백신 기술 플랫폼과 생산 기술력을 바탕으로 2020년 글로벌 제약사들의 코로나19 백신 CDMO 계약을 체결했다. 또한 자체 코로나19 백신을 개발 중이며 선도 물질 'GBP510'은 CEPI로부터 첫 차세대 코로나19 백신 개발 프로젝트로 선정되며 현재 임상 3상 중이다. 2022년 상반기 중간 데이터 확보 및 국가별 EUA 획득이 예상된다.

1) 백신 CDMO 본격화, 2) GBP510 COVAX향 대규모 수주 기대

L House에 대한 선제적 투자를 통해 팬더믹에 대응 가능한 백신 생산 설비를 확보했으며, 이를 통해 아스트라제네카, 노바백스의 코로나19 백신 CDMO 계약을 체결했다. 백신 시장에서 생산 역량과 경쟁력을 입증했다는 점에서 지속적인 수혜가 기대된다. 2021년 상반기에 이어 하반기에도 코로나19 백신 CDMO 매출은 견조할 전망이다. 전사 하반기 매출액은 7,814억원으로 상반기대비 203.7% 증가할 전망이며, 영업이익 역시 4,203억원으로 상반기대비 250.6% 증가할 전망이다.

COVAX에 따르면 2022년 1분기까지 26.6억도즈의 코로나19 백신을 COVAX 설비를 통해 생산할 계획이며, 2022년 말까지 누적 59.4억도즈를 공급할 계획이다. 하지만 현재까지 실제로 공급한 물량은 139개국 총 2.4억도즈에 불과하다. 이는 기존 계획 대비 크게 하회한 수치로 2022년 상반기 GBP510 허가 획득 시 충분히 확보된 생산 설비를 바탕으로 COVAX향 대규모 수주 가능성을 높일 전망이다.

투자의견 '매수', 목표주가 35만원으로 커버리지 개시

목표주가는 CDMO 사업가치 15.1조원, GBP510 파이프라인 가치 8.2조원, 차세대 폐렴구균백신 파이프라인 가치 1.9조원, 순현금 1.3조원을 합산하여 산출했다. CDMO 가치는 L House 배양수트들 중 Cell bank, 차세대 폐렴구균백신, 수두/대상포진 백신 목적의 Suite 3개를 제외한 6개 Suite의 가치만 합산했다. 또한 GBP510의 생산은 2025년까지 이뤄진다고 가정했다. GBP510은 2022년 상반기 출시, 임상단계를 감안해 성공확률 80%를 적용했다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2019	183.9	22.8	18.5	14.7	240	(18.6)	3,803	-	0.8	-	6.5	13.1
2020	225.6	37.7	37.3	32.9	537	124.1	4,310	-	(1.7)	-	13.2	(34.3)
2021F	1,038.7	540.2	545.3	417.8	5,680	956.9	21,910	51.0	37.1	13.2	43.1	(76.3)
2022F	7,195.2	3,768.4	3,779.5	2,891.3	37,795	565.4	59,705	7.7	4.9	4.8	92.6	(79.7)
2023F	9,350.7	4,895.2	4,910.1	3,756.2	49,101	29.9	108,806	5.9	3.1	2.7	58.3	(82.2)

자료: 회사 자료, 신한금융투자

밸류에이션

투자의견 '매수', 목표주가 35만원으로 커버리지 개시

목표주가 35만원은
CDMO 사업가치 15.1조원,
SP0202 가치 1.9조원,
GBP510 가치 8.2조원,
순현금 1.3조원 합산 산출

투자의견 '매수', 목표주가 35만원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 백신 CDMO 사업가치 15.1조원에 코로나19 백신 후보물질 GBP510 파이프라인 가치 8.2조원, 차세대 폐렴구균백신 파이프라인 가치 1.9조원, 순현금 1.3조원을 합산하여 산출했다.

백신 CDMO 사업가치는 안동 L House 내 배양수트 9개 중 Cell bank, 차세대 폐렴구균백신, 수두/대상포진 백신 목적의 Suite 3개를 제외한 6개 Suite의 가치만 합산하여 반영했다. 다만 코로나19 백신 생산은 2025년까지 이뤄진다고 가정했으며 이후에는 기타 백신 CDMO를 가정했다. 코로나19 백신 후보물질인 GBP510은 2022년 상반기 중 출시, 현 임상단계를 감안해 성공확률 80%를 적용했다. 사노피 파스퇴르와 공동개발 중인 차세대 폐렴구균백신 SP0202 파이프라인 가치는 2028년 출시, 글로벌 시장 점유율 최대 20%를 가정했다.

최근 언론보도에 따르면 SK바이오사이언스는 L House가 위치하고 있는 안동시에 공장 증설 및 확장 용지 매입을 위한 투자양해각서를 체결했다. 2024년까지 약 1,500억원을 투자해 최신 백신 제조설비를 증설하고 신규 백신 플랫폼을 구축할 전망이다. 또한 송도에 위치한 인천테크노파크 확대 조성단지에 2024년까지 본사 및 연구소 이전이 이뤄질 예정이다. 이 경우 기존 보유 백신 생산설비 외 추가 생산설비 확보가 가능할 전망이다. 아직 구체적인 생산 규모가 공개되지 않은 만큼 목표주가 산출에 포함하지 않았으나, 향후 추가적인 목표주가 상향을 위한 근거로 작용할 공산이 크다.

SK바이오사이언스 목표주가 산출

(십억원, 천주, 원)		비고
1. CDMO 사업 가치(A+B)	**15,115.9**	
A. NPV of FCFF	1,754.6	
B. NPV of Terminal Value	13,361.3	
2. 파이프라인 가치(C+D)	**10,074.0**	
C. SP0202(차세대 폐렴구균 백신)	1,921.1	2028년 출시, 임상 2상 성공확률 24.4% 적용
D. GBP510(코로나19 백신)	8,152.9	2022년 출시, 임상 3상 성공확률 80.0% 적용
3. 순차입금	(1,279.7)	2021년 말 기준
4. 기업가치(1+2-3)	**26,469.5**	
5. 보통주주식수	76,500	
6. 적정주가 산출	**350,000**	
7. 현재 주가	276,500	2021년 9월 14일 종가
8. 상승여력	26.6%	

자료: 신한금융투자 추정

백신 CDMO 사업 가치 산정

		21F	22F	23F	24F	…	28F	29F	30F
Suite 1 (AZ CMO)	배치 수	50.0	50.0	50.0	50.0		70.0	70.0	70.0
	가동률	80%	80%	80%	70%		80%	80%	80%
	가동 배치 수	40.0	40.0	40.0	35.0		56.0	56.0	56.0
	배치당 단가(백만달러)	2.0	2.1	2.2	2.3		3.2	3.4	3.6
	Suite 1 매출(십억원)	96.0	100.8	105.8	97.2		218.1	229.0	240.4
	Suite 1 EBIT(십억원)	38.4	40.3	42.3	38.9		65.4	68.7	72.1
Suite 2~3 (노바백스 CMO)	배치 수	140.0	140.0	140.0	140.0		140.0	140.0	140.0
	가동률	70%	80%	80%	70%		80%	80%	80%
	가동 배치 수	98.0	112.0	112.0	98.0		112.0	112.0	112.0
	배치당 단가(백만달러)	2.3	2.4	2.5	2.7		3.2	3.4	3.6
	Suite 2~3 매출(십억원)	271.2	325.4	341.7	313.9		436.1	457.9	480.8
	Suite 2~3 EBIT(십억원)	108.5	130.2	136.7	125.6		130.8	137.4	144.2
Suite 4 (노바백스 정부 계약분)	DS 공급 물량(백만도즈)	32.0	8.0						
	DP 공급 물량(백만도즈)		40.0						
	DS 도즈당 단가(달러)	16.0	16.0						
	DP 도즈당 단가(달러)		4.0						
	Suite 4 매출(십억원)	614.4	345.6						
	Suite 4 EBIT(십억원)	213.8	120.3						
Suite 4 (노바백스 CMO)	배치 수		35.0	70.0	70.0		70.0	70.0	70.0
	가동률		50%	80%	70%		80%	80%	80%
	가동 배치 수		17.5	56.0	49.0		56.0	56.0	56.0
	배치당 단가(백만달러)		2.4	2.5	2.7		3.2	3.4	3.6
	Suite 4 매출(십억원)		50.9	170.9	157.0		218.1	229.0	240.4
	Suite 4 EBIT(십억원)		20.3	68.3	62.8		65.4	68.7	72.1
Suite 5 (GBP510)	배치 수						70.0	70.0	70.0
	가동률						80%	80%	80%
	가동 배치 수						56.0	56.0	56.0
	배치당 단가(백만달러)						3.2	3.4	3.6
	Suite 5 매출(십억원)						218.1	229.0	240.4
	Suite 5 EBIT(십억원)						65.4	68.7	72.1
Suite 6 (GBP510)	배치 수						70.0	70.0	70.0
	가동률						80%	80%	80%
	가동 배치 수						56.0	56.0	56.0
	배치당 단가(백만달러)						3.2	3.4	3.6
	Suite 6 매출(십억원)						218.1	229.0	240.4
	Suite 6 EBIT(십억원)						65.4	68.7	72.1
합산 (Suite 1~6)	**Suite 1~6 CMO 매출(십억원)**	**981.6**	**822.7**	**618.4**	**568.2**		**1,308.4**	**1,373.8**	**1,442.5**
	Suite 1~6 CMO EBIT(십억원)	**360.7**	**311.1**	**247.4**	**227.3**		**392.5**	**412.1**	**432.7**
	NOPLAT(Tax rate 20.0%)	288.6	248.9	197.9	181.8		314.0	329.7	346.2
	Sum of FCFF	1,754.6							
	Terminal Value	25,081.1							
	PV of Terminal Value	13,361.3							
	최종가치(십억원)	**15,115.9**							

자료: 신한금융투자 추정 / 주: 환율 1,200원/달러, 코로나19 백신 마진 40%, 기타 백신 마진 30%, WACC 6.5%, 영구성장률 5% 가정

GBP510(코로나19 백신) 파이프라인 가치 산정

		21F	22F	23F	24F	25F	26F
GBP510 연간 생산 규모(백만도즈)			337.5	450.0	405.0	303.8	212.6
CEPI 공급분	CEPI 공급분은 22~23년 전체 생산량의 50% 공급, 이후 비중 감소 가정		168.8	225.0	135.0	94.5	66.2
자체 판매분			168.8	225.0	270.0	209.3	146.5
CEPI 공급 규모(백만도즈)			168.8	225.0	135.0	94.5	66.2
도즈 당 단가(달러)			10.0	10.3	10.6	10.9	11.3
CEPI 공급분 매출액(백만달러)			1,687.5	2,317.5	1,432.2	1,032.6	744.5
CEPI 공급분 EBIT(백만달러)	마진 20% 가정		337.5	463.5	286.4	206.5	148.9
자체 판매 규모(백만도즈)			168.8	225.0	270.0	209.3	146.5
도즈 당 단가(달러)			20.9	21.5	22.2	22.8	23.5
자체 판매분 매출액(백만달러)			3,526.9	4,843.6	5,986.7	4,778.9	3,445.6
자체 판매분 EBIT(백만달러)	마진 50% 가정		1,763.4	2,421.8	2,993.3	2,389.4	1,722.8
GBP 510 합산 매출액(백만달러)			**5,214.4**	**7,161.1**	**7,418.9**	**5,811.5**	**4,190.1**
GBP 510 합산 EBIT(백만달러)			**2,100.9**	**2,885.3**	**3,279.8**	**2,596.0**	**1,871.7**
법인세율	20%		1,680.8	2,308.2	2,623.8	2,076.8	1,497.3
Sum of FCFF	WACC 6.5%	8,492.6					
최종가치(백만달러)	성공확률 80.0% 가정	6,794.1					
최종가치(십억원)	**성공확률 80.0% 가정**	**8,152.9**					

자료: Unicef, 신한금융투자 추정 / 주: 환율 1,200원/달러 가정

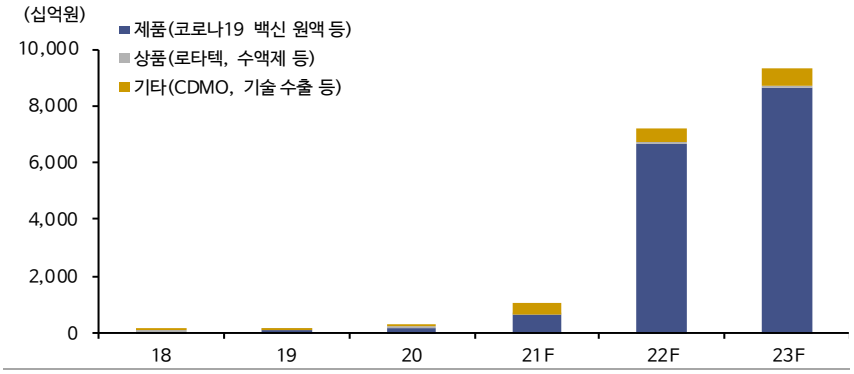
SP0202(차세대 폐렴구균백신) 파이프라인 가치 산정

(백만달러, Unit)		21F	22F	23F	24F	…	28F	29F	30F	31F	32F
폐렴구균백신 시장	**금액 기준**	**7,591.4**	**7,910.5**	**8,103.8**	**8,682.9**						
YoY		1.9	4.2	2.4	7.1						
Prevnar 13		5,912.6	5,914.6	5,699.6	5,746.7						
Prevnar 20		9.0	40.0	55.0	319.0						
Pneumovax		1,075.8	1,149.7	1,181.5	1,206.4						
Vaxneuvance		37.0	206.0	571.0	775.0						
Synflorix		556.6	599.9	596.1	594.1						
Others		0.4	0.4	0.6	41.7						
폐렴구균백신 시장	**수량 기준**	**39.6**	**41.7**	**43.6**	**46.8**		**54.6**	**56.8**	**59.1**	**61.4**	**63.9**
Prevnar 13	Prevnar 13 약가 역산	28.0	28.0	27.0	27.2						
Prevnar 20	Prevnar 20 약가 역산	0.0	0.2	0.2	1.4						
Pneumovax	Pneumovax 약가 역산	8.6	9.2	9.5	9.7						
Vaxneuvance	Pneumovax 약가 역산	0.3	1.5	4.1	5.5						
Synflorix	Prevnar 13 약가 역산	2.6	2.8	2.8	2.8						
Others	Prevnar 13 약가 역산	0.0	0.0	0.0	0.2						
SK바이오사이언스 SP0202 매출	**제조마진과 글로벌 순매출액의 50% 수령 가정**						**116.6**	**303.1**	**630.4**	**1,092.7**	**1,623.4**
주요 이벤트				2상 종료/ 3상 개시			출시				
시장 점유율							1.7	4.2	8.4	14.0	20.0
수량 기준 시장							0.9	2.4	5.0	8.6	12.8
예상 매출액	Prevnar 20 약가 적용						211.9	551.0	1,146.2	1,986.7	2,951.6
순매출액	예상 매출액의 70% 수준 가정						148.4	385.7	802.3	1,390.7	2,066.1
제조마진	약가의 20% 가정						42.4	110.2	229.2	397.3	590.3
EBIT	**제조마진 40% 가정**						**91.1**	**236.9**	**492.8**	**854.3**	**1,269.2**
법인세율	20%	0.0	0.0	0.0	0.0		72.9	189.6	394.3	683.4	1,015.4
Sum of FCFF	6.5%	2,978.6									
Terminal value	-5%	9,812.5									
PV of Terminal value		3,582.5									
최종가치(백만달러)	성공확률 24.4%	1,600.9									
최종가치(십억원)		**1,921.1**									

자료: Evaluate Pharma, 신한금융투자 추정

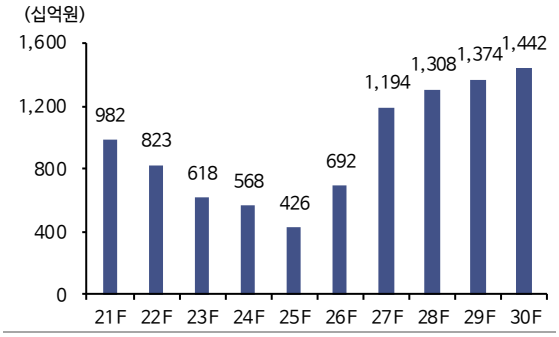
Key Charts

SK바이오사이언스 연간 실적 추이 및 전망



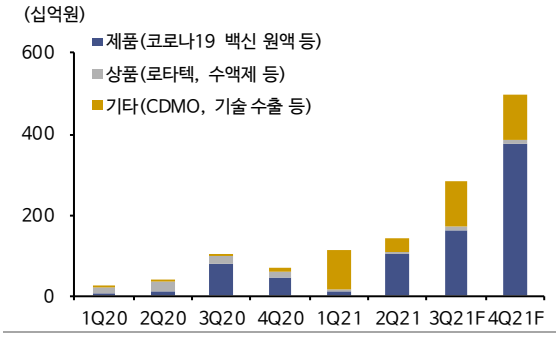
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

SK바이오사이언스 CDMO 매출 전망



자료: 신한금융투자 추정 / 주: Suite 1~6 합산 가치 반영

SK바이오사이언스 분기별 매출 추이 및 전망



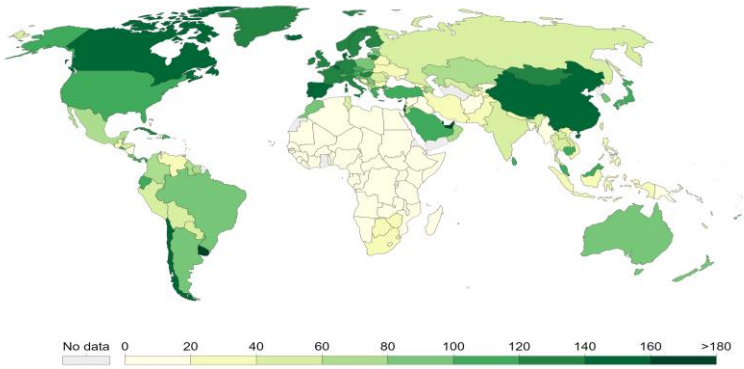
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

배양 Suite별 운용현황 및 계획

배양 Suite	2021년 운용현황/계획	배양 Suite	2021년 운용현황/계획
Suite 1	아스트라제네카 코로나19 백신 CMO	Suite 5	자체 코로나19 백신 GBP510
Suite 2	노바백스 코로나19 백신 CDMO	Suite 6	자체 코로나19 백신 GBP510
Suite 3	노바백스 코로나19 백신 CDMO	Suite 7	차세대 폐렴구균백신(사노피 파스퇴르 계약)
Suite 4	노바백스 코로나19 백신 License-in	Suite 8	기존 백신(스카이바리셀라, 스카이조스터 등)

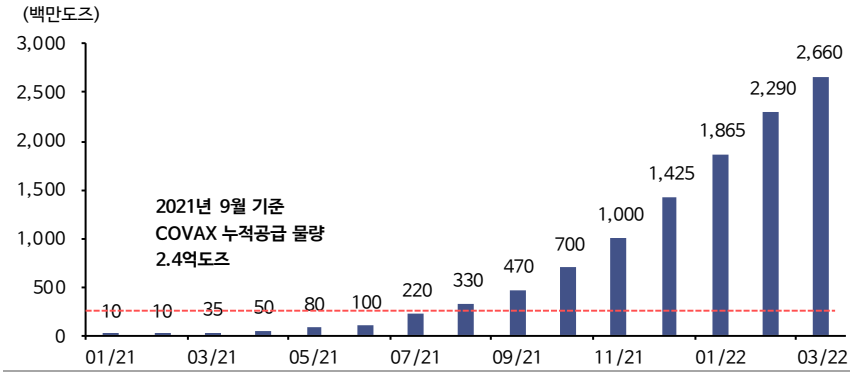
자료: 회사 자료, 신한금융투자 정리

인구 100명당 코로나19 백신 접종률



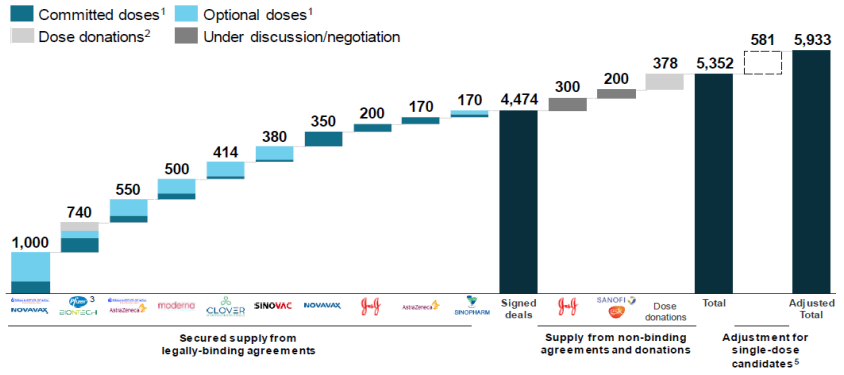
자료: Our World In Data, 신한금융투자 / 주: 2021년 9월 8일 기준

2021~2022년 1분기 COVAX 코로나19 백신 생산 전망치



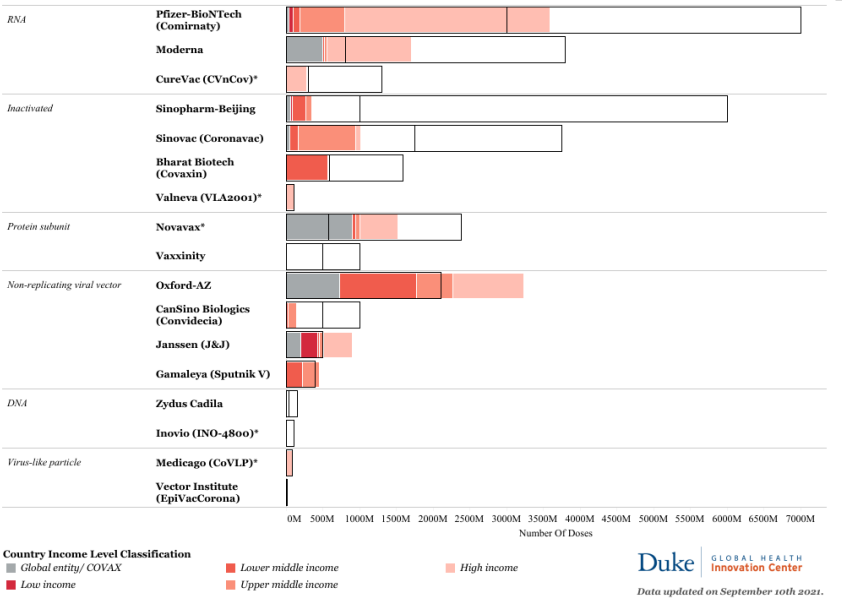
자료: COVAX, 신한금융투자 정리

코로나19 백신 포트폴리오에 따른 COVAX 백신 생산 전망치 구성



자료: COVAX, 신한금융투자

국가별 소득 수준에 따른 코로나19 백신별 구매계약 물량 및 공급 현황



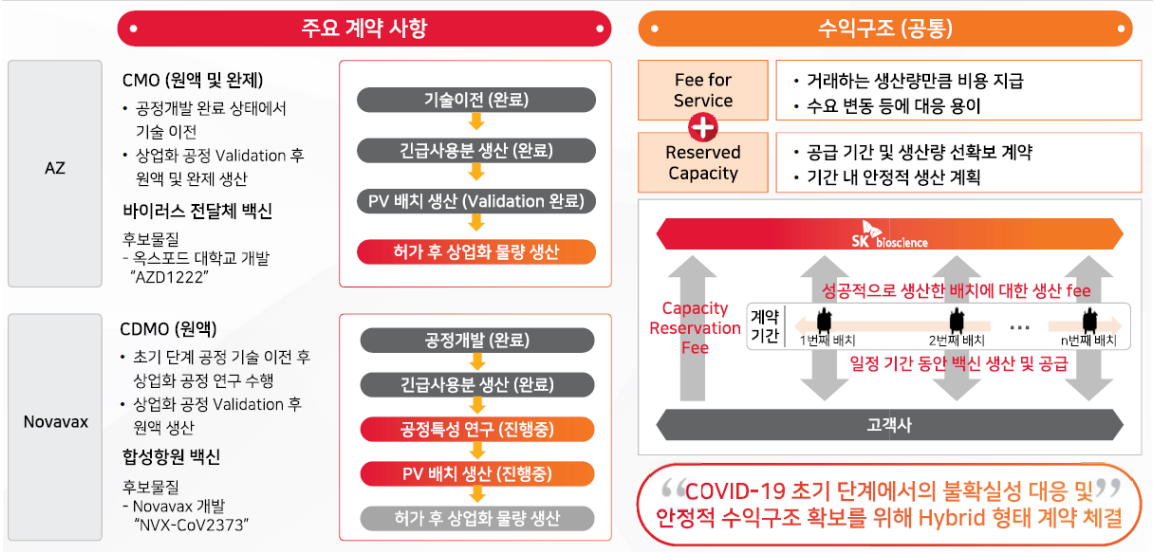
자료: Duke Global Health Innovation Center, 신한금융투자

SK바이오사이언스 주요 R&D 파이프라인

Blockbuster Pipeline	기초연구/전임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상	상업화
1 COVID-19 백신 CEPI BILL & MELINDA GATES foundation				✔ 임상 3상 국내외 IND 신청	
2 차세대 폐렴구균백신 SANOFI PASTEUR			✔ 미국		
로타바이러스 백신 (저개발 국가용) PATH BILL & MELINDA GATES foundation				✔ 아프리카 (잠비아 등 3개국)	
장티푸스 접합백신 International Vaccine Institute BILL & MELINDA GATES foundation				✔ 네팔, 필리핀	
자궁경부암 백신 4가 (NBP615)		✔ 임상 1/2상			
로타바이러스 백신 (NBP613)		✔			
A형 간염, 재조합 대상포진 등	✔				
면역항암제, 비만백신 등	✔				
기타 (mRNA 면역보조제)	✔				

자료: 회사 자료, 신한금융투자

아스트라제네카, 노바백스 코로나19 백신 위탁생산 주요 계약 사항 및 수익구조



자료: 회사 자료, 신한금융투자

코로나19 백신 제조 파트너사 현황

	Bulk Manufacturing + Fill & Finish(DS+DP)	Bulk Manufacturing(DS)	Fill & Finish(DP)	Role Unknown
Novavax	Fujifilm, Takeda, Serum Institute	AGC Biologics, Fujifilm, Novavax, PolyPeptide, SK Bioscience, Zendal(Biofabri)	Baxter, Endo, GSK, Jubilant, Siegfried	National Research Council
Janssen	Reig Jofre, Sanofi, Biological E	Emergent, Janssen, Merck	Aspen, Catalent, Grand River, Merck	IDT, Takeda, Vibalogics
Moderna	-	CordenPharma, Lonza, Moderna	Baxter, Catalent, Recipharm, ROVI, Sanofi, SamsungBiologics, ThermoFisher	-
Oxford /AstraZeneca	AstraZeneca, BioKangtai, CSL, Fiocruz, IDT, Serum Institute, Siam Bioscience, SK Bioscience	Catalent, Halix, JCR, mAbxience,ThermoFisher	CP Pharma, Daiichi-Sankyo, Insud, KM Biologics, Meiji, Wockhardt, Liomont, Albany Molecular Research, Catalent	Cobra, Oxford Biomedica, R-Pharm
Pfizer /BioNTech	BioNTech, Pfizer, Dermapharm	Rentschler, Croda, Exelead, AGC Biologics, Merck, Polymun	Novartis, Sanofi, Siegfried, Allergopharma, Biovac, Delpharm, Eurofarma	Baxter, Fosun Pharma

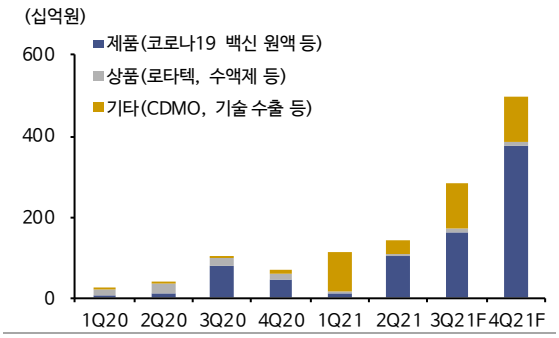
자료: Duke Global Health Innovation Center, 신한금융투자 정리

SK바이오사이언스 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21F	4Q21F	20	21F	22F
매출액	**22.7**	**39.4**	**96.5**	**67.0**	**112.7**	**144.6**	**282.7**	**498.7**	**225.6**	**1,038.7**	**7,195.2**
YoY	(15.2)	(22.9)	91.2	20.5	397.4	266.8	192.9	644.2	22.7	360.4	592.7
제품(코로나19 백신 원액 포함)	**8.1**	**12.1**	**80.9**	**47.1**	**9.7**	**104.1**	**162.5**	**375.0**	**148.2**	**651.2**	**6,654.4**
GBP510 매출	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	6,257.3
상품(로타텍, 수액제 포함)	**10.9**	**23.3**	**15.4**	**11.4**	**4.3**	**6.4**	**9.2**	**11.4**	**60.9**	**31.2**	**43.7**
기타(CDMO 포함)	**3.8**	**4.0**	**0.2**	**8.5**	**98.8**	**34.2**	**111.1**	**112.3**	**16.5**	**356.3**	**497.1**
매출총이익	**6.5**	**8.6**	**49.5**	**30.7**	**73.4**	**83.0**	**172.5**	**301.5**	**95.3**	**630.4**	**4,002.2**
YoY	37.6	(72.3)	130.9	48.4	1,026.3	867.3	248.3	881.5	22.5	561.2	534.9
GPM	28.8	21.8	51.3	45.8	65.1	57.4	61.0	60.5	42.3	60.7	55.6
영업이익	**(4.4)**	**(3.1)**	**34.3**	**10.9**	**53.7**	**66.2**	**149.8**	**270.5**	**37.7**	**540.2**	**3,768.4**
YoY	적지	적전	282.5	118.0	흑전	흑전	336.8	2,378.6	65.4	1,332.4	597.6
OPM	(19.5)	(7.8)	35.5	16.3	47.7	45.7	53.0	54.2	16.7	52.0	52.4
세전이익	**(5.8)**	**(3.3)**	**35.8**	**10.6**	**55.0**	**67.9**	**150.9**	**271.4**	**37.3**	**545.3**	**3,779.5**
YoY	적지	적전	327.0	265.2	흑전	흑전	321.1	2,453.8	101.7	1,362.1	593.1
당기순이익	**(5.0)**	**(2.5)**	**30.6**	**9.9**	**41.9**	**52.8**	**115.4**	**207.6**	**32.9**	**417.8**	**2,891.3**
YoY	적지	적전	484.6	163.3	흑전	흑전	277.7	2,002.0	124.1	1,170.4	592.0
NPM	(22.2)	(6.4)	31.7	14.7	37.2	36.5	40.8	41.6	14.6	40.2	40.2

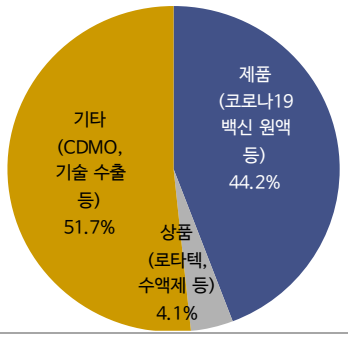
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

SK바이오사이언스 분기 실적 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

SK바이오사이언스 유형별 매출 비중



자료: 회사 자료, 신한금융투자

Contents

Ⅰ. 기업개요 13

국내 대표 백신기업에서 글로벌 바이오 플랫폼 업체로 변화 중

Ⅱ. 투자포인트 15

Ⅱ-1. 코로나19 백신을 시작으로 글로벌 CDMO 사업 본격화

Ⅱ-2. 자체 백신 GBP510을 통한 글로벌 백신 업체로 도약

Ⅱ-3. 차세대 폐렴구균백신 SP0202, 중장기 모멘텀으로 작용할 전망

Ⅲ. 실적 전망 27

2021년: 매출액 1조 387억원, 영업이익 5,402억원 전망

2022년: 매출액 7조 1,952억원, 영업이익 3조 7,684억원 전망

I. 기업개요

국내 대표 백신기업에서 글로벌 바이오 플랫폼 업체로 변화 중

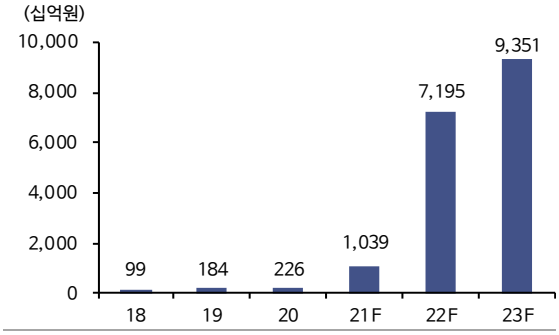
2021년 3월 18일 상장. 백신 생산시설 L House 및 다수의 자체개발 백신 보유

2001년 SK케미칼이 동신제약을 인수하며 백신 사업에 진출, 2018년 7월 1일 SK케미칼 VAX사업부문의 물적분할을 거쳐 설립됐으며 2021년 3월 18일 유가증권시장에 상장한 국내 대표 백신기업이다. 국내 최대 규모의 백신 전문 R&D 센터를 바탕으로 백신 및 바이오의약품 개발 및 생산, 판매 사업을 영위하고 있다. 2012년 안동시에 총 9개의 원액 생산 Suite(배양 Suite 8개, Cell bank 1개)를 보유한 L House를 완공했으며, 2014년에는 글로벌 백신 업체인 사노피 파스퇴르에 차세대 폐렴구균백신 후보물질(SP0202)의 공동 개발 및 수출 계약을 체결했다. 2015년 세포배양3가 독감백신 '스카이셀플루'를 시작으로, 2016년 '스카이셀플루 4가', 2017년 '스카이조스터'를 출시하는 등 꾸준히 신규 백신을 출시하고 있다.

특히 백신 생산시설은 L House는 Prefilled Syringe, Oral Injector, Liquid Vial 등 모든 형태의 완제 설비를 보유하고 있으며 2014년 GMP 획득, 2021년 국내 백신기업으로는 최초로 EU GMP를 획득하며 기술력을 인정받았다. SK바이오사이언스는 보유한 백신 기술 플랫폼과 L House의 생산 기술력을 바탕으로 2020년 아스트라제네카의 코로나19 백신 'AZD1222'의 원액 및 완제 위탁생산계약(CMO)을 체결했으며, 노바백스의 코로나19 백신 'NVX-CoV2373'의 위탁개발생산(CDMO) 계약을 체결했다. 백신 CDMO 사업과 더불어 현재 자체 코로나19 백신을 개발 중이며 선도 물질인 'GBP510'은 CEPI(감염병혁신연합)로부터 차세대 코로나19 백신 개발 프로젝트 'Wave2'의 첫 지원 대상 프로젝트로 선정되며 CEPI와 더불어 BMGF(빌앤멜린다게이츠재단)로부터 약 2.1억달러의 개발비 지원을 받았다. GBP510은 현재 글로벌 임상 3상 진행 중으로 2022년 상반기 중 중간 데이터 확보 및 각 국가별 긴급사용허가(EUA) 획득이 예상된다.

2021년 상반기 기준 매출액은 2,573억원(+329.5% YoY)을 시현했으며, 유형별 매출 비중은 각각 제품(코로나19 백신 원액 등) 44%, 상품(백신제제, 수액 등) 4%, 기타(CDMO 매출, 기술수출 등) 52%로 이뤄져있다.

SK바이오사이언스 매출 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

안동 L House

자료: 언론 보도, 신한금융투자

SK바이오사이언스 주요 R&D 파이프라인

Blockbuster Pipeline	기초연구/전임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상	상업화
1 COVID-19 백신 CEPI BILL & MELINDA GATES foundation				✔ 임상 3상 국내외 IND 신청	
2 차세대 폐렴구균백신 SANOFI PASTEUR			✔ 미국		
로타바이러스 백신 (저개발 국가용) PATH BILL & MELINDA GATES foundation				✔ 아프리카 (잠비아 등 3개국)	
장티푸스 접합백신 International Vaccine Institute BILL & MELINDA GATES foundation				✔ 네팔, 필리핀	
자궁경부암 백신 4가 (NBP615)		✔ 임상 1/2상			
로타바이러스 백신 (NBP613)		✔			
A형 간염, 재조합 대상포진 등	✔				
면역항암제, 비만백신 등	✔				
기타 (mRNA 면역보조제)	✔				

자료: 회사 자료, 신한금융투자

Ⅱ. 투자포인트

1) 코로나19 백신을 시작으로 글로벌 CDMO 사업 본격화

코로나19로 가속화된 백신 CDMO 시장 성장. 지리적 수혜도 기대 가능

글로벌 백신 CDMO 시장 규모는 2021년 14.9억달러에서 2026년 22.3억달러까지 확대될 전망

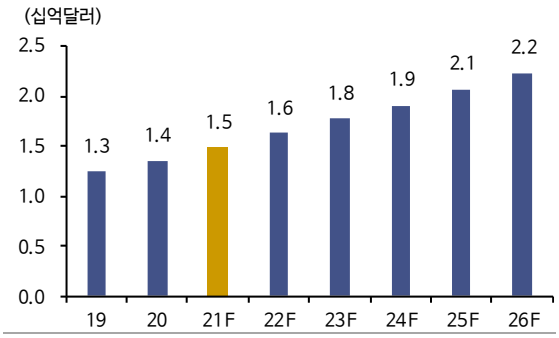
글로벌 백신 CDMO 시장 규모는 2019년 12.5억달러에서 코로나19 백신 생산이 본격화된 2021년 14.9억달러로 성장할 전망이다. 백신 CDMO 시장은 이후 연평균 8% 이상 고성장을 통해 2026년 22.3억달러까지 확대될 것으로 기대된다. 코로나19로 백신에 대한 대규모 신규 수요가 발생했으며, 이와 맞물려 독감 등 기존 백신들에 대한 수요 역시 동반 증가했기 때문이다. 하지만 코로나19 이후에도 백신 CDMO 시장의 고성장은 지속 가능하다고 판단한다.

먼저, 1) 코로나19 백신 개발을 기점으로 기존 글로벌 상위 백신 개발사들(사노피 파스퇴르, GSK, 화이자 등) 외에도 모더나, 노바백스 등 다수의 백신 개발 바이오텍들의 등장했다. 바이오텍들은 코로나19 백신 생산을 위한 설비가 부족하고, 이에 경쟁력을 갖춘 CDMO 업체들과 위탁생산계약을 체결했다. 이들은 코로나19 백신 외에도 다양한 백신 파이프라인들을 보유 중인 만큼 코로나19 이후에도 위탁생산 수요는 이어질 전망이다. 또한 2) 코로나19를 기점으로 미국, 유럽 등 선진국에 집중되어 있던 생산시설의 분산화가 가속화될 전망이다. 실제로 코로나19가 본격 확산되며 국가간 의약품 이동이 원활하지 않았으며, 이로 인해 FDA 등 글로벌 규제기관 역시 생산시설의 지역 분산을 요구하고 있는 상황이다.

L House에 대한 선제적 투자로 팬더믹에 빠른 대응. 아스트라제네카, 노바백스 코로나19 백신 CDMO 계약 통해 향후 백신 CDMO 사업 가속화 기대

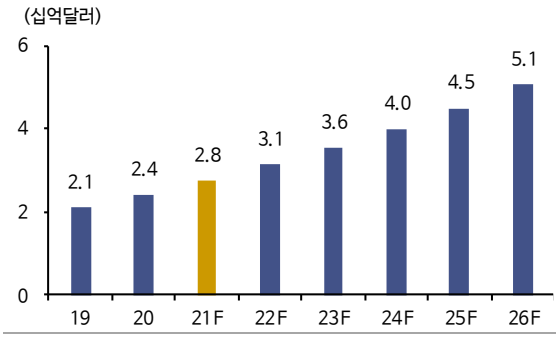
SK바이오사이언스는 L House에 대한 선제적 투자를 통해 팬더믹에 대응 가능한 백신 생산설비를 확보했으며, 이를 통해 아스트라제네카, 노바백스의 코로나19 백신 CDMO 계약을 체결했다. 계약을 통해 글로벌 백신 생산 허브로서의 레퍼런스 확보가 가능했으며 향후 기존 파트너사들의 코로나19 백신 외 백신 파이프라인 수주 가능성 및 신규 파트너사 확보 가능성 역시 높아졌다. 또한 미국, 유럽 외 지역에 대한 백신 생산설비 확보가 향후 글로벌 백신 개발사들에게 중요한 요소가 될 전망인 만큼 백신에 대한 수요 급증이 기대되는 아시아 지역에서의 생산 역량과 경쟁력을 입증한 SK바이오사이언스의 수혜가 기대 가능하다.

글로벌 백신 CDMO 시장 규모 추이 및 전망



자료: Evaluate Pharma, 신한금융투자 재가공

아시아 바이오 CDMO 시장 규모 추이 및 전망



자료: Evaluate Pharma, 신한금융투자 재가공

L House CDMO 사업 가치 15.1조원 추정. 6개 배양수트의 가치만 합산하여 산출

SK바이오사이언스 L House의 CDMO 사업 가치는 총 15.1조원으로 추정한다. 이는 안동 L House 내 배양수트 9개 중 Cell bank, 차세대 폐렴구균백신, 수두/대상포진 백신 목적의 Suite 3개를 제외한 6개 Suite의 가치만 합산하여 반영했다. 다만 코로나19 백신 생산은 2025년까지 이뤄진다고 가정했으며 이후에는 기타 백신 CDMO를 가정했다.

현재 SK바이오사이언스는 아스트라제네카, 노바백스의 코로나19 백신 위탁생산 계약을 체결해 생산 중이다. 보유 Suite들 중 한 개 Suite가 아스트라제네카 백신 생산에 할당됐으며, 두 개 Suite가 노바백스 CDMO 계약에 따라 할당됐으며, 한 개 Suite는 질병관리청간 구매계약에 따라 총 4천만도즈의 노바백스 백신 공급을 위해 라이선스인(License-in)을 통해 생산이 이뤄지고 있다. 그 외 2개 Suite는 자체 개발한 코로나19 백신 GBP510의 생산이 이뤄질 전망이다. 현재 정부계약 노바백스 백신 물량은 4월부터 생산을 시작했으며, 이에 따라 2분기 SK바이오사이언스의 제품 매출 내 코로나19 백신 원액 매출이 일부 포함됐다. 정부계약 물량 외 노바백스 코로나19 백신 생산분 역시 품목허가 전이나 QA 완료로 일부 매출이 시현된 상황이다.

하반기 CDMO 매출 증가로 전사 하반기 매출액은 상반기대비 204% 증가 전망

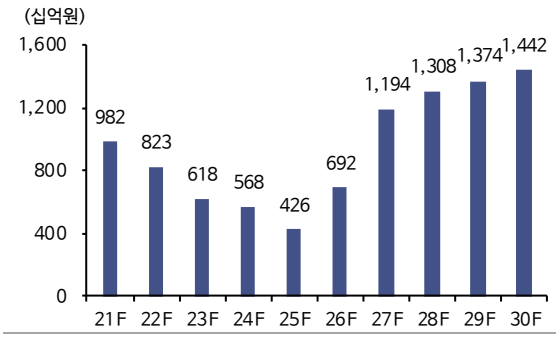
2021년 하반기에도 아스트라제네카 상업화 생산 및 출하 지속, 노바백스 생산물량 증가에 힘입어 큰 폭의 매출 성장이 기대된다. 전사 하반기 매출액은 7,814억원으로 상반기대비 203.7% 증가할 전망이며, 영업이익 역시 4,203억원으로 상반기대비 250.6% 증가할 전망이다.

배양 Suite별 운용현황 및 계획

배양 Suite	2021년 운용현황/계획	배양 Suite	2021년 운용현황/계획
Suite 1	아스트라제네카 코로나19 백신 CMO	Suite 5	자체 코로나19 백신 GBP510
Suite 2	노바백스 코로나19 백신 CDMO	Suite 6	자체 코로나19 백신 GBP510
Suite 3	노바백스 코로나19 백신 CDMO	Suite 7	차세대 폐렴구균백신(사노피 파스퇴르 계약)
Suite 4	노바백스 코로나19 백신 License-in	Suite 8	기존 백신(스카이바리셀라, 스카이조스터 등)

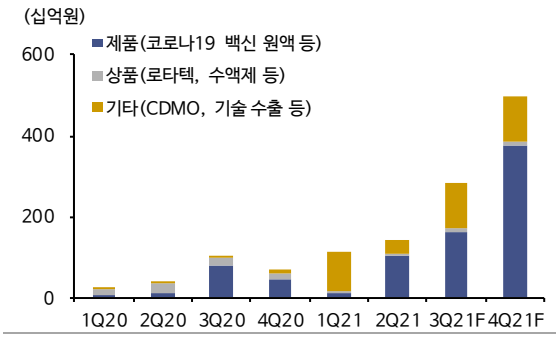
자료: 신한금융투자

SK바이오사이언스 CDMO 매출 전망



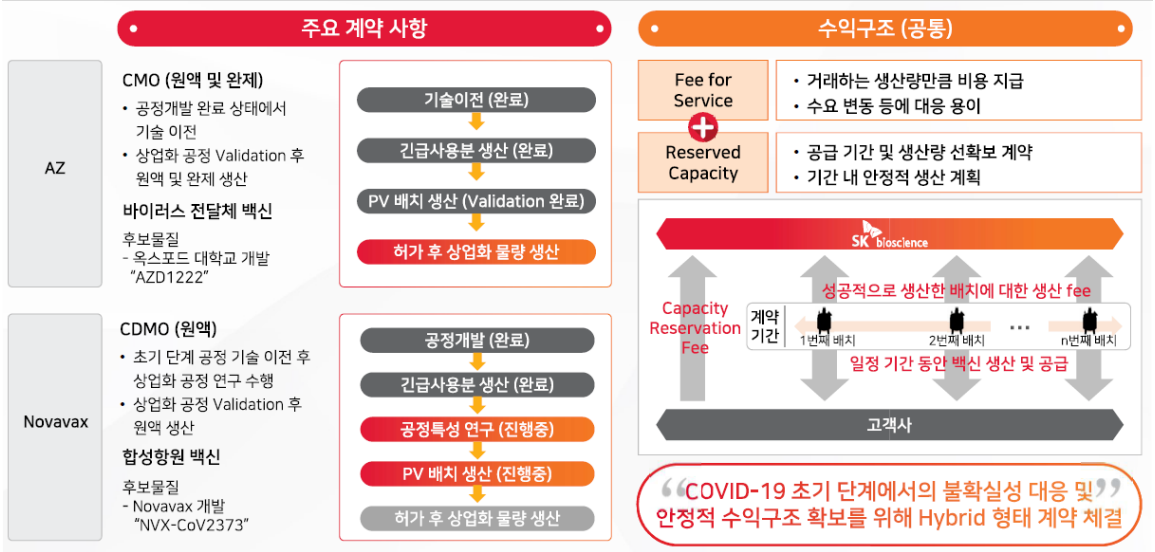
자료: 신한금융투자 추정 / 주: Suite 1~6 합산 가치 반영

SK바이오사이언스 분기별 매출 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

아스트라제네카, 노바백스 코로나19 백신 위탁생산 주요 계약 사항 및 수익구조



자료: 회사 자료, 신한금융투자

코로나19 백신 제조 파트너사 현황

	Bulk Manufacturing + Fill & Finish(DS+DP)	Bulk Manufacturing(DS)	Fill & Finish(DP)	Role Unknown
Novavax	Fujifilm, Takeda, Serum Institute	AGC Biologics, Fujifilm, Novavax, PolyPeptide, SK Bioscience, Zendal(Biofabri)	Baxter, Endo, GSK, Jubilant, Siegfried	National Research Council
Janssen	Reig Jofre, Sanofi, Biological E	Emergent, Janssen, Merck	Aspen, Catalent, Grand River, Merck	IDT, Takeda, Vibalogics
Moderna	-	CordenPharma, Lonza, Moderna	Baxter, Catalent, Recipharm, ROVI, Sanofi, SamsungBiologics, ThermoFisher	-
Oxford /AstraZeneca	AstraZeneca, BioKangtai, CSL, Fiocruz, IDT, Serum Institute, Siam Bioscience, SK Bioscience	Catalent, Halix, JCR, mAbxience,ThermoFisher	CP Pharma, Daiichi-Sankyo, Insud, KM Biologics, Meiji, Wockhardt, Liomont, Albany Molecular Research, Catalent	Cobra, Oxford Biomedica, R-Pharm
Pfizer /BioNTech	BioNTech, Pfizer, Dermapharm	Rentschler, Croda, Exelead, AGC Biologics, Merck, Polymun	Novartis, Sanofi, Siegfried, Allergopharma, Biovac, Delpharm, Eurofarma	Baxter, Fosun Pharma

자료: Duke Global Health Innovation Center, 신한금융투자 정리

백신 CDMO 사업 가치 산정

		21F	22F	23F	24F	…	28F	29F	30F
Suite 1 (AZ CMO)	배치 수	50.0	50.0	50.0	50.0		70.0	70.0	70.0
	가동률	80%	80%	80%	70%		80%	80%	80%
	가동 배치 수	40.0	40.0	40.0	35.0		56.0	56.0	56.0
	배치당 단가(백만달러)	2.0	2.1	2.2	2.3		3.2	3.4	3.6
	Suite 1 매출(십억원)	96.0	100.8	105.8	97.2		218.1	229.0	240.4
	Suite 1 EBIT(십억원)	38.4	40.3	42.3	38.9		65.4	68.7	72.1
Suite 2~3 (노바백스 CMO)	배치 수	140.0	140.0	140.0	140.0		140.0	140.0	140.0
	가동률	70%	80%	80%	70%		80%	80%	80%
	가동 배치 수	98.0	112.0	112.0	98.0		112.0	112.0	112.0
	배치당 단가(백만달러)	2.3	2.4	2.5	2.7		3.2	3.4	3.6
	Suite 2~3 매출(십억원)	271.2	325.4	341.7	313.9		436.1	457.9	480.8
	Suite 2~3 EBIT(십억원)	108.5	130.2	136.7	125.6		130.8	137.4	144.2
Suite 4 (노바백스 정부 계약분)	DS 공급 물량(백만도즈)	32.0	8.0						
	DP 공급 물량(백만도즈)		40.0						
	DS 도즈당 단가(달러)	16.0	16.0						
	DP 도즈당 단가(달러)		4.0						
	Suite 4 매출(십억원)	614.4	345.6						
	Suite 4 EBIT(십억원)	213.8	120.3						
Suite 4 (노바백스 CMO)	배치 수		35.0	70.0	70.0		70.0	70.0	70.0
	가동률		50%	80%	70%		80%	80%	80%
	가동 배치 수		17.5	56.0	49.0		56.0	56.0	56.0
	배치당 단가(백만달러)		2.4	2.5	2.7		3.2	3.4	3.6
	Suite 4 매출(십억원)		50.9	170.9	157.0		218.1	229.0	240.4
	Suite 4 EBIT(십억원)		20.3	68.3	62.8		65.4	68.7	72.1
Suite 5 (GBP510)	배치 수						70.0	70.0	70.0
	가동률						80%	80%	80%
	가동 배치 수						56.0	56.0	56.0
	배치당 단가(백만달러)						3.2	3.4	3.6
	Suite 5 매출(십억원)						218.1	229.0	240.4
	Suite 5 EBIT(십억원)						65.4	68.7	72.1
Suite 6 (GBP510)	배치 수						70.0	70.0	70.0
	가동률						80%	80%	80%
	가동 배치 수						56.0	56.0	56.0
	배치당 단가(백만달러)						3.2	3.4	3.6
	Suite 6 매출(십억원)						218.1	229.0	240.4
	Suite 6 EBIT(십억원)						65.4	68.7	72.1
합산 (Suite 1~6)	**Suite 1~6 CMO 매출(십억원)**	**981.6**	**822.7**	**618.4**	**568.2**		**1,308.4**	**1,373.8**	**1,442.5**
	Suite 1~6 CMO EBIT(십억원)	**360.7**	**311.1**	**247.4**	**227.3**		**392.5**	**412.1**	**432.7**
	NOPLAT(Tax rate 20.0%)	288.6	248.9	197.9	181.8		314.0	329.7	346.2
	Sum of FCFF	1,754.6							
	Terminal Value	25,081.1							
	PV of Terminal Value	13,361.3							
	최종가치(십억원)	**15,115.9**							

자료: 신한금융투자 추정 / 주: 환율 1,200원/달러, 코로나19 백신 마진 40%, 기타 백신 마진 30%, WACC 6.5%, 영구성장률 5% 가정

2) 자체 백신 GBP510을 통한 글로벌 백신 업체로 도약

8월 GBP510 임상 3상 개시. 파이프라인 가치 7.4조원 추정

GBP510은 CEPI의 차세대 코로나19 백신 개발 프로젝트 'Wave2'의 첫 지원 프로젝트로 선정되며 기대감 높여

SK바이오사이언스는 현재 합성항원 기술에 기반한 두 개의 자체 코로나19 백신 개발 프로젝트(NBP2001, GBP510)를 진행 중이다. 이들 중 현재 임상 3상 단계로 개발 속도에서 앞서있는 GBP510에 주목할 필요가 있다. GBP510은 차세대 코로나19 백신 개발 프로젝트 'Wave2'의 첫 지원 대상 프로젝트로 선정되며 CEPI와 더불어 BMGF(빌앤멜린다게이츠재단)로부터 약 2.1억달러의 개발비 지원을 받았다. 미국 워싱턴대학 항원디자인연구소(IPD, Institute for Protein Design)와 공동 개발한 코로나19 백신 후보물질이다. GSK의 면역증강제 AS03과 혼합해 개발 중이다.

GBP510은 28일 간격으로 2회 근육투여하는 방식의 백신으로 2~8도의 냉장 조건에서 보관이 가능해 냉동보관이 필요한 mRNA 백신들 대비 기존 백신 물류망을 활용할 수 있다는 점에서 장점을 지닌다. 특히 현재 이미 높은 백신 접종률을 기록 중인 미국, 유럽 등 선진국보다 CEPI를 통해 신흥국 등 백신 접종률이 상대적으로 저조한 국가들에 빠르게 진출 가능할 전망이다. 현재 L House내 두 개 Suite를 GBP510 생산을 위해 확보했으며, 연간 최대 생산 가능 규모는 약 4.5억 도즈 수준으로 추정한다.

8월 식약처 임상 3상 IND 승인. IVI와 유럽, 동남아 등 해외 기관 3상 IND 승인 통해 임상 본격화 예정

SK바이오사이언스는 지난 8월 10일 국내 식약처의 임상 3상 IND 승인을 바탕으로 현재 국내 14개 기관에서 투약이 개시됐다. 향후 비영리 국제기구인 국제백신연구소(IVI, International Vaccine Institue)와 유럽, 동남아 등 해외 기관에 임상 3상 IND 승인을 신청할 예정이다. GBP510의 임상 3상은 총 3,990명을 대상으로 진행되며, GBP510 투약군 3,000명, 대조군 990명으로 구성된다. 각각 0.5ml 씩 4주 간격으로 2회 접종해 안전성과 면역원성을 확인하게 된다. 한편 대조약물로는 아스트라제네카의 코로나19 백신을 설정했으며 향후 임상 3상 중간결과를 2022년 상반기 중 확보, 국내를 비롯해 WHO PQ(Pre-Qualification, 사전적격성평가), 각 국의 긴급사용승인(EUA) 획득을 진행할 예정이다.

GBP510 임상 3상 디자인

Study Design Go to

Study Type :	Interventional (Clinical Trial)
Estimated Enrollment :	3990 participants
Allocation:	Randomized
Intervention Model:	Parallel Assignment
Masking:	Quadruple (Participant, Care Provider, Investigator, Outcomes Assessor)
Primary Purpose:	Prevention
Official Title:	A Phase III, Randomized, Active-controlled, Observer-blind, Parallel-group, Multi-center Study to Assess the Immunogenicity and Safety of SK SARS-CoV-2 Recombinant Nanoparticle Vaccine Adjuvanted With AS03 (**GBP510**) in Adults Aged 18 Years and Older
Estimated Study Start Date :	August 2021
Estimated Primary Completion Date :	March 2022
Estimated Study Completion Date :	September 2022

자료: Clinicaltrials.gov, 신한금융투자

임상 1/2상 Stage 1에서 GBP510은 코로나19 바이러스 무력화하는 중화항체 형성률 100% 확인

앞서 공개된 임상 1/2상 Stage 1 결과에 따르면 GBP510과 면역증강제를 함께 투여한 투약군에서 코로나19 바이러스를 무력화하는 중화항체의 100% 형성이 확인됐다. 또한 중화항체 유도 수준은 코로나19 완치자의 혈청 패널 대비 5배에서 최대 8배가 넘어 향후 임상 3상에서의 성공 기대감을 높였다. 특히 GBP510은 노바백스의 NVX-CoV2373과 마찬가지로 합성항원 방식의 백신으로 모더나/화이자의 mRNA 방식이나 아스트라제네카의 유전자재조합 방식과는 달리 이미 인플루엔자나 B형간염, 자궁경부암 등 다수의 백신에 적용된 기술인 만큼 안전성 측면에서 경쟁력이 높다고 판단한다.

GBP510 파이프라인 가치 7.4조원 추정. 2022년 상반기 3상 중간결과 발표, 각 국 EUA 승인 가정

GBP510의 파이프라인 가치는 7.4조원으로 추정한다. 2022년 상반기 임상 3상 중간결과 발표, 각 국 긴급사용승인 신청 후 승인 획득을 적용했다. 현재 GBP510 생산을 위해 배정된 두 개 Suite에서 연간 최대 생산 가능한 규모는 약 4.5억도즈로 추산된다. CEPI의 개발 지원에 따라 초기 생산분의 약 50%가 COVAX향으로 공급될 전망이며, 나머지 물량은 SK바이오사이언스가 자체 판매할 예정이다. 이에 따라 자체 판매분의 도즈 당 단가는 글로벌 주요 코로나19 백신(모더나, 화이자, 아스트라제네카, 노바백스 등)의 평균 단가인 20.9달러를 적용했으며 COVAX향 공급 단가는 도즈 당 10.0달러를 적용했다. 2022년 출시 후 GBP510의 생산은 2026년까지 이뤄질 것으로 전망했다. COVAX 공급분의 기대 마진율은 항원 및 면역증강제 관련 지급 비용을 감안해 20%로 가정했으며, 자체 판매분은 50%로 가정했다.

GBP510(코로나19 백신) 파이프라인 가치 산정

		21F	22F	23F	24F	25F	26F
GBP510 연간 생산 규모(백만도즈)			337.5	450.0	405.0	303.8	212.6
CEPI 공급분	CEPI 공급분은 22~23년 전체 생산량의 50% 공급, 이후 비중 감소 가정		168.8	225.0	135.0	94.5	66.2
자체 판매분			168.8	225.0	270.0	209.3	146.5
CEPI 공급 규모(백만도즈)			168.8	225.0	135.0	94.5	66.2
도즈 당 단가(달러)			10.0	10.3	10.6	10.9	11.3
CEPI 공급분 매출액(백만달러)			1,687.5	2,317.5	1,432.2	1,032.6	744.5
CEPI 공급분 EBIT(백만달러)	마진 20% 가정		337.5	463.5	286.4	206.5	148.9
자체 판매 규모(백만도즈)			168.8	225.0	270.0	209.3	146.5
도즈 당 단가(달러)			20.9	21.5	22.2	22.8	23.5
자체 판매분 매출액(백만달러)			3,526.9	4,843.6	5,986.7	4,778.9	3,445.6
자체 판매분 EBIT(백만달러)	마진 50% 가정		1,763.4	2,421.8	2,993.3	2,389.4	1,722.8
GBP 510 합산 매출액(백만달러)			**5,214.4**	**7,161.1**	**7,418.9**	**5,811.5**	**4,190.1**
GBP 510 합산 EBIT(백만달러)			**2,100.9**	**2,885.3**	**3,279.8**	**2,596.0**	**1,871.7**
법인세율	20%		1,680.8	2,308.2	2,623.8	2,076.8	1,497.3
Sum of FCFF	WACC 6.5%	8,492.6					
최종가치(백만달러)	성공확률 80.0% 가정	6,794.1					
최종가치(십억원)	**성공확률 80.0% 가정**	**8,152.9**					

자료: Unicef, 신한금융투자 추정 / 주: 환율 1,200원/달러 가정

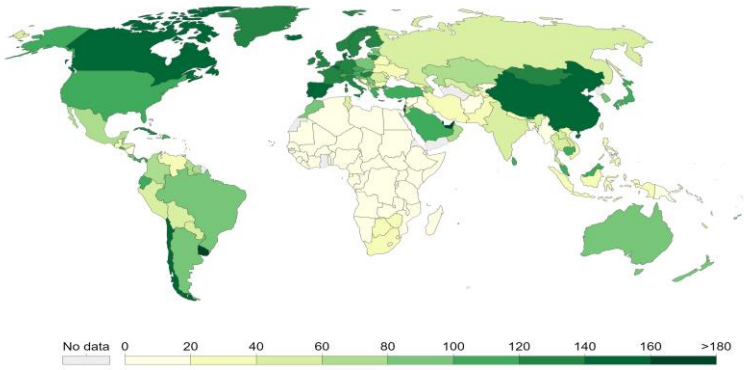
COVAX 목표 대비 공급량 크게 밑돌아. SK바이오사이언스에게 기회될 것

현재까지 COVAX 누적 공급 물량 2.4억도즈. 2022년 3월까지 26.6억도즈 생산/공급 계획 감안 시 GBP510 기회는 충분

현재 저소득 국가들이 사전 확보한 코로나19 백신 물량은 턱없이 부족한 실정이다. 이로 인해 백신 접종률에서도 선진국과 저소득 국가들간 격차는 뚜렷하게 나타난다. 이를 해결하기 위해 국제기구인 COVAX는 모더나, 노바백스, 아스트라제네카 등 45억도즈 물량의 백신에 대한 공급 계약을 체결했으나 2021년 9월 8일 기준 각 국에 COVAX가 실제로 공급한 물량은 139개국 총 2.4억도즈에 불과하다. 이는 COVAX가 기존 계획한 9월까지 약 4.7억도즈 공급에 크게 못미치는 수치로 주요 계약 파트너사인 J&J의 Emergent 생산시설에서의 이슈라든지, 노바백스의 허가 스케줄 지연 등에 따른다.

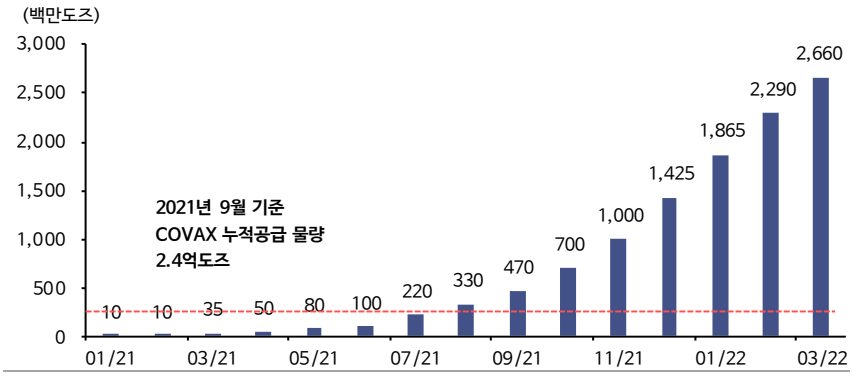
COVAX는 2022년 1분기까지 약 26.6억도즈의 코로나19 백신을 COVAX 설비를 통해 생산할 계획이며, 2022년말까지 누적 물량은 59.4억도즈까지 확대될 예정이다. 이러한 막대한 수요를 감안 시 당사가 추정한 GBP510의 파이프라인 가치는 보수적인 추정치로 판단된다. 향후 글로벌 코로나19 백신 수급 상황에 따라 GBP510의 생산량은 상향 조정될 가능성이 크다.

인구 100명당 코로나19 백신 접종률



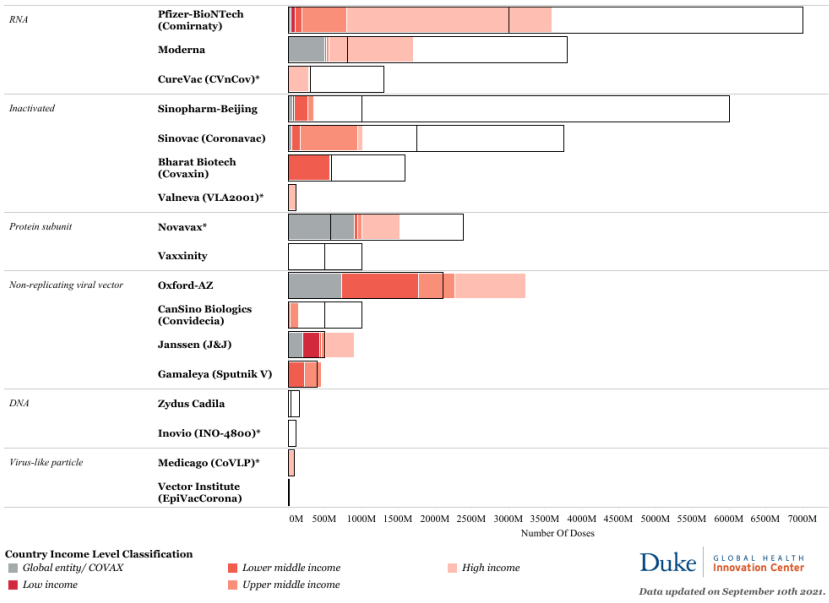
자료: Our World In Data, 신한금융투자 / 주: 2021년 9월 8일 기준

2021~2022년 1분기 COVAX 코로나19 백신 생산 전망치



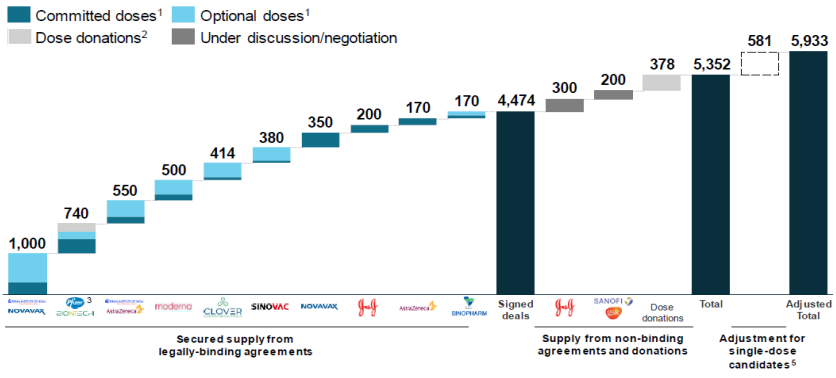
자료: COVAX, 신한금융투자 정리

국가별 소득 수준에 따른 코로나19 백신별 구매계약 물량 및 공급 현황



자료: Duke Global Health Innovation Center, 신한금융투자

코로나19 백신 포트폴리오에 따른 COVAX 백신 생산 전망치 구성



자료: COVAX, 신한금융투자

CEPI 코로나19 백신 투자 현황

기업명/기관명	파이프라인명	방식	투자규모	개발현황	비고
Bio E		Protein Antigen Technology	Upto 5mn USD	Phase 1/2	
Clover		S-Trimer vaccine	Upto 328mn USD	Phase 2/3	- Gavi-Clover간 합의에 따라 COVAX 4.14억도즈 물량 확보
Curevac		mRNA platform	Upto 15.3mn USD	Phase 2b/3	
Gritstone Bio		Self-amplifying mRNA vaccine	Upto 20.6mn USD	Phase 1	- CEPI의 'Wave 2' 백신 개발을 위해 투자
Inovio	INO-4800	DNA platform	Upto 22.5mn USD	Phase 2	
Institut Pasteur /MSD	V591	Measles vector vaccine	Upto 4.9mn USD (투자 중단)	Phase 1 이후 중단	- 면역 효과 충분하지 못해 중단 결정
Moderna	mRNA-1273	mRNA platform	Upto 1mn USD	Phase 3 /WHO EUL granted	- Gavi-Moderna간 합의에 따라 COVAX 5억도즈 물량 확보(2021년 하반기~2022년까지 공급 예정)
Novavax	NVX-CoV2373	Recombinant protein nanoparticle technology	Upto 399mn USD	Phase 3	- Gavi-Novavax간 합의에 따라 COVAX 3.5억도즈 물량 확보 - 상업화 이후 2022년까지 공급 - 계약 내용에는 누적 11억도즈 물량에 대한 권리 확보 각서도 포함. 잔여 물량에 대해서는 Serum Institute of India에서 구입 예정
AstraZeneca /Oxford	AZD1222	ChAdOx1 viral vector technology	Upto 384mn USD	Phase 3 /WHO EUL granted	- Gavi-AstraZeneca간 합의에 따라 COVAX 1.7억도즈 물량 확보 - Gavi, Serum Institue of India, Bill and Melinda Gates Foundation 합의에 따라 AstraZeneca/Oxford 또는 Novavax 코로나19 백신 2억도즈(최대 9억도즈) 물량 확보
Hong Kong University		Live attenuated influenza vaccine	Upto 5.4mn USD	Phase 1	
Shanghai Zerun Biotech		Chimeric protein vaccine	Upto 13.3mn USD	Phase 1	
SK Bioscience	**GBP510**	**Recombinant protein vaccine**	**Upto 210mn USD**	**Phase 3**	**- CEPI의 첫 'Wave 2' 백신 개발을 위해 CEPI-Bill and Melinda Gates Foundation 공동 투자**
Queensland /CSL	V451	Molecular clamp recombinant protein platform	4.5mn USD (투자 중단)	Phase 1 이후 중단	- 임상 1상에서 안전성과 면역원성 데이터는 긍정적이였으나, 백신으로 생성된 항체가 일부 HIV 검사에서 위양성 반응을 보임 - CSL과 CEPI는 백신 사용을 위해서는 특정 HIV 진단키트와 함께 사용되어야 한다는 점에서 확장성에 대한 우려로 임상 2/3상 중단 결정
VBI Vaccines	VBI-2905	Enveloped virus like particle	Upto 33mn USD	Preclinical	

자료: CEPI, 신한금융투자 정리

3) 차세대 폐렴구균백신 SP0202, 중장기 모멘텀으로 작용할 전망

2014년 사노피 파스퇴르와 차세대 폐렴구균백신 SP0202 공동개발 및 판매 계약 체결

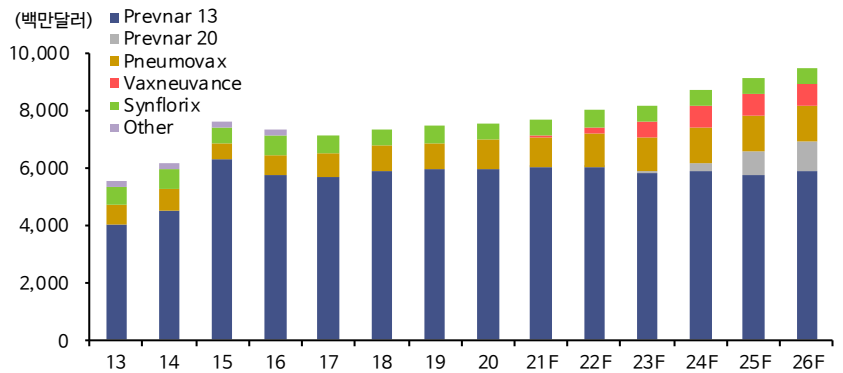
SK바이오사이언스는 장기간 백신사업을 통해 축적해온 백신 플랫폼 기술을 바탕으로 다수의 백신을 개발 및 상업화에 성공했다. 대표적으로 2016년 세계 최초의 4가 세포배양 독감백신인 '스카이셀플루4가', 2017년 대상포진 백신 '스카이조스터', 2018년 수두백신 '스카이바리셀라'가 있다. SK바이오사이언스는 글로벌 대표 백신 개발사인 사노피 파스퇴르와 2014년 3월 총계약금액 4,500만달러로 차세대 폐렴구균백신 후보물질 'SP0202'의 공동개발 및 판매 계약 체결했다. 현재는 글로벌 임상 2상 진행 중이다.

폐렴구균(Pneumococcus)은 국내에서 3대 사망 질환에 해당하는 폐렴의 가장 흔한 원인균으로 알려져있다. 세균성 폐렴 중 약 60~70%가 폐렴구균에 의해 발병하며 기도 뿐만 아니라 신체의 여러 부위에서 질병을 일으킨다. 현재 시판 중인 폐렴구균백신은 크게 PPSV(Pneumococcal Polysaccharide Vaccine)와 PCV(Pneumococcal Conjugate Vaccine)로 구분된다. PPSV와 PCV 모두 폐렴구균 감염증 예방에 효과가 있으나, 항원으로 사용한 물질에 따라 구분된다. 현재 시판 중인 대표적인 PPSV인 PPSV23가(PNEUMOVAX23)이며 대표적인 PCV는 PCV13가(PREVNAR13)가 있다. PPSV와 PCV 뒤에 붙는 숫자는 면역력을 획득할 수 있는 혈청형의 수를 의미한다. PPSV와 PCV 모두 장단점을 보유하고 있으나, 최근에는 PPSV가 PCV 대비 면역원성이 낮다는 단점을 지녀 PCV 시장이 전체 폐렴구균백신 시장을 주도하고 있다.

글로벌 폐렴구균백신 시장 규모 2020년 75.6억달러에서 연평균 4% 이상 성장 전망

글로벌 폐렴구균백신 시장 규모는 2020년 75.6억달러에서 2026년 95.0억달러로 연평균 4% 이상 성장이 예상된다. 전체 백신시장에서 가장 큰 비중을 차지하고 있으며 매출 1위 품목인 PREVNAR13의 경우 과거 글로벌 매출 Top 10 의약품에 포함된 바 있다. 최근 PREVNAR13의 개발사인 화이자는 13가에서 20가로 확대한 PREVNAR20에 대한 FDA의 승인을 획득했다. 이를 바탕으로 화이자는 글로벌 폐렴구균백신 시장 내에서의 지배력을 확대할 전망이다.

글로벌 폐렴구균백신 시장 규모 추이 및 전망



자료: Evaluate Pharma, 신한금융투자

최근 상업화된 화이자의 PREVNAR20 감안 시 SP0202는 PCV20+α가 백신 전망

SK바이오사이언스와 사노피 파스퇴르는 Best-in-class 폐렴구균백신 후보물질인 SP0202를 통해 PREVNAR20 대비 다가 백신으로 개발을 진행 중이다. 공개된 특허 내용에 따르면 'PCV20+α'가의 가능성이 높은 것으로 판단된다. 현재 진행 중인 SP0202의 글로벌 임상 2상은 2023년 중순 종료, 2027~2028년 중 글로벌 출시가 기대된다. 사노피 파스퇴르는 글로벌 임상 및 인허가를 진행하며 글로벌 판매를 담당할 예정이다. SK바이오사이언스는 임상 공동개발 및 L House를 통한 임상 시료 생산과 공정 개발, 상업화 시 제품 생산 및 공급을 수행할 전망이다. 이에 따라 향후 SK바이오사이언스는 SP0202 상업화 시 제조마진과 글로벌 판매에 따른 일정 비율의 수익 수령이 가능할 전망이다.

사노피와의 계약조건 및 상업화 스케줄 감안 시 SP0202 파이프라인 가치는 1.9조원 추산

이러한 계약조건 및 상업화 스케줄을 고려해 산출한 SK바이오사이언스의 SP0202 파이프라인 가치는 1.9조원이다. 이는 2028년 글로벌 출시, 시판 5년 후 Peak M/S 20% 달성, 영구성장률 -5%를 가정하여 산출했다. 한편 성공확률은 백신 임상 2상 단계에서의 평균 성공확률인 24.4%를 적용했다. 향후 임상 3상 진입 시 성공확률은 74.3%로 상향될 전망이며, 이 경우 파이프라인 가치는 동일 조건 가정 시 5.8조원까지 확대될 전망이다.

SP0202 임상 2상 디자인(소아 대상)

Study Design Go to

Study Type :	Interventional (Clinical Trial)
Estimated Enrollment :	840 participants
Allocation:	Randomized
Intervention Model:	Parallel Assignment
Masking:	Quadruple (Participant, Care Provider, Investigator, Outcomes Assessor)
Masking Description:	The study will be performed in a modified double-blind fashion: • Investigators and study staff who conduct the safety assessment and the participant will not know which vaccine is administered • Only the study staff who prepare and administer the vaccine and are not involved with the safety evaluation will know which vaccine is administered This study will be observer-blinded between any SP0202 formulation and Prevnar 13 and double-blind across the 3 SP0202 formulations
Primary Purpose:	Prevention
Official Title:	Safety and Immunogenicity of a Pneumococcal Conjugate Vaccine When Administered Concomitantly With Routine Pediatric Vaccines in Healthy Toddlers and Infants
Actual Study Start Date :	May 22, 2020
Estimated Primary Completion Date :	May 26, 2023
Estimated Study Completion Date :	July 7, 2023

자료: Clinicaltrials.gov, 신한금융투자

SP0202 임상 2상 디자인(50~84세 대상)

Study Design Go to

Study Type :	Interventional (Clinical Trial)
Estimated Enrollment :	750 participants
Allocation:	Randomized
Intervention Model:	Parallel Assignment
Masking:	Quadruple (Participant, Care Provider, Investigator, Outcomes Assessor)
Primary Purpose:	Prevention
Official Title:	Safety and Immunogenicity of a Pneumococcal Conjugate Vaccine in Healthy Adults Aged 50 to 84 Years
Actual Study Start Date :	October 8, 2020
Estimated Primary Completion Date :	August 2021
Estimated Study Completion Date :	January 2022

자료: Clinicaltrials.gov, 신한금융투자

SP0202(차세대 폐렴구균백신) 파이프라인 가치 산정

(백만달러)		21F	22F	23F	24F	…	28F	29F	30F	31F	32F
폐렴구균백신 시장	**금액 기준**	**7,591.4**	**7,910.5**	**8,103.8**	**8,682.9**						
YoY		1.9	4.2	2.4	7.1						
Prevnar 13		5,912.6	5,914.6	5,699.6	5,746.7						
Prevnar 20		9.0	40.0	55.0	319.0						
Pneumovax		1,075.8	1,149.7	1,181.5	1,206.4						
Vaxneuvance		37.0	206.0	571.0	775.0						
Synflorix		556.6	599.9	596.1	594.1						
Others		0.4	0.4	0.6	41.7						
폐렴구균백신 시장	**수량 기준**	**39.6**	**41.7**	**43.6**	**46.8**		**54.6**	**56.8**	**59.1**	**61.4**	**63.9**
Prevnar 13	Prevnar 13 약가 역산	28.0	28.0	27.0	27.2						
Prevnar 20	Prevnar 20 약가 역산	0.0	0.2	0.2	1.4						
Pneumovax	Pneumovax 약가 역산	8.6	9.2	9.5	9.7						
Vaxneuvance	Pneumovax 약가 역산	0.3	1.5	4.1	5.5						
Synflorix	Prevnar 13 약가 역산	2.6	2.8	2.8	2.8						
Others	Prevnar 13 약가 역산	0.0	0.0	0.0	0.2						
SK바이오사이언스 SP0202 매출	**제조마진과 글로벌 순매출액의 50% 수령 가정**						**116.6**	**303.1**	**630.4**	**1,092.7**	**1,623.4**
주요 이벤트				2상종료/ 3상개시			출시				
시장 점유율							1.7	4.2	8.4	14.0	20.0
수량 기준 시장							0.9	2.4	5.0	8.6	12.8
예상 매출액	Prevnar 20 약가 적용						211.9	551.0	1,146.2	1,986.7	2,951.6
순매출액	예상 매출액의 70% 수준 가정						148.4	385.7	802.3	1,390.7	2,066.1
제조마진	약가의 20% 가정						42.4	110.2	229.2	397.3	590.3
EBIT	**제조마진 40% 가정**						**91.1**	**236.9**	**492.8**	**854.3**	**1,269.2**
법인세율	20%	0.0	0.0	0.0	0.0		72.9	189.6	394.3	683.4	1,015.4
Sum of FCFF	6.5%	2,978.6									
Terminal value	-5%	9,812.5									
PV of Terminal value		3,582.5									
최종가치(백만달러)	성공확률 24.4%	1,600.9									
최종가치(십억원)		**1,921.1**									

자료: Evaluate Pharma, 신한금융투자 추정

Ⅲ. 실적 전망

2021년: 매출액 1조 387억원, 영업이익 5,402억원 전망

상반기부터 본격화된 아스트라제네카, 노바백스 코로나19 백신 CDMO 실적 반영

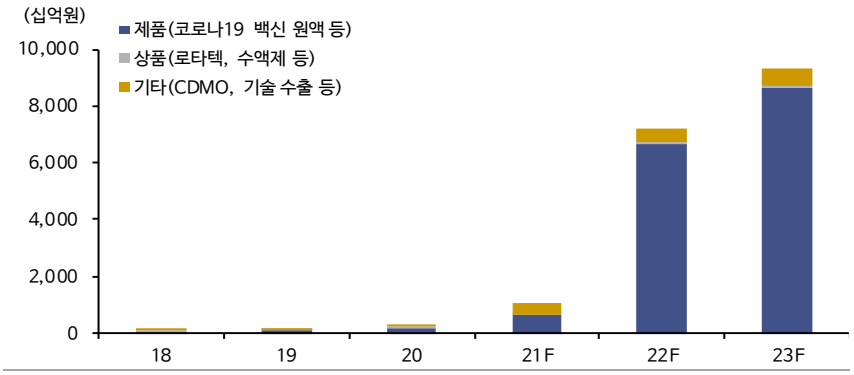
2021년 개별 기준 매출액 및 영업이익은 각각 1조 387억원(+360.4% YoY, 이하 YoY 생략), 5,402억원(+1,332.4%, OPM 52.0%)으로 추정한다. 큰 폭의 실적 성장은 상반기부터 본격화된 아스트라제네카, 노바백스 코로나19 백신 위탁생산에 기인한다. 2021년 노바백스 정부계약 물량 4천만도즈 중 약 3,200만도즈의 원액생산(DS)이 이뤄질 전망이다. 현재 유니세프에서 발표된 노바백스 도즈당 단가는 덴마크 계약 물량 기준 도즈당 20.9달러 수준이다. 이를 감안 시 원액생산에 따른 2021년 매출 반영분은 약 6천억원에 달할 전망이다. 한편 아스트라제네카, 노바백스 CDMO 물량 역시 꾸준히 생산이 이뤄지고 있는 만큼 2분기 2~3월 정기보수에 따른 일시적 매출 감소 영향을 감안하더라도 약 3,700억원 매출 반영이 예상된다.

2022년: 매출액 7조 1,952억원, 영업이익 3조 7,684억원 전망

백신 CDMO 실적 견조. 자체 코로나19 백신 GBP510 매출도 허가 이후 본격화 전망

2022년 개별 기준 매출액 및 영업이익은 각각 7조 1,952억원(+592.7%), 3조 7,684억원(+597.6%, OPM 52.4%)으로 추정한다. 2022년 추정 실적에는 현재 진행 중인 아스트라제네카, 노바백스 코로나19 백신 위탁생산 매출 약 4,800억원이 반영됐으며, 노바백스 정부계약 물량 4천만도즈에 대한 완제생산(DP) 및 잔여 원액생산분 800만도즈에 대한 매출 약 3,500억원이 포함됐다. 한편 2021년에 이어 큰 폭의 실적 성장은 자체 개발 코로나19 백신 GBP510의 매출이 반영됐기 때문이다. GBP510은 2022년 상반기 중 중간결과 발표, 이후 각 국 긴급사용승인(EUA) 신청이 기대된다. 특히 GBP510은 CEPI와의 계약물량도 공급이 이뤄질 전망이다. 2022년 GBP510 관련 매출액은 6.3조원에 달할 전망이다. 다만 CEPI 계약물량은 낮은 마진 수준에서 공급이 이뤄질 예정인 만큼 큰 폭의 매출 증가에도 불구하고 2021년 대비 영업이익률 개선은 0.4%p 수준에 그칠 예정이다.

SK바이오사이언스 연간 실적 추이 및 전망



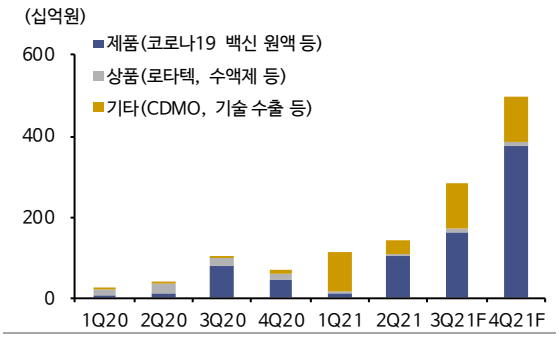
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

SK바이오사이언스 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21F	4Q21F	20	21F	22F
매출액	**22.7**	**39.4**	**96.5**	**67.0**	**112.7**	**144.6**	**282.7**	**498.7**	**225.6**	**1,038.7**	**7,195.2**
YoY	(15.2)	(22.9)	91.2	20.5	397.4	266.8	192.9	644.2	22.7	360.4	592.7
제품(코로나19 백신 원액 포함)	**8.1**	**12.1**	**80.9**	**47.1**	**9.7**	**104.1**	**162.5**	**375.0**	**148.2**	**651.2**	**6,654.4**
GBP510 매출	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	6,257.3
상품(로타텍, 수액제 포함)	**10.9**	**23.3**	**15.4**	**11.4**	**4.3**	**6.4**	**9.2**	**11.4**	**60.9**	**31.2**	**43.7**
기타(CDMO 포함)	**3.8**	**4.0**	**0.2**	**8.5**	**98.8**	**34.2**	**111.1**	**112.3**	**16.5**	**356.3**	**497.1**
매출총이익	**6.5**	**8.6**	**49.5**	**30.7**	**73.4**	**83.0**	**172.5**	**301.5**	**95.3**	**630.4**	**4,002.2**
YoY	37.6	(72.3)	130.9	48.4	1,026.3	867.3	248.3	881.5	22.5	561.2	534.9
GPM	28.8	21.8	51.3	45.8	65.1	57.4	61.0	60.5	42.3	60.7	55.6
영업이익	**(4.4)**	**(3.1)**	**34.3**	**10.9**	**53.7**	**66.2**	**149.8**	**270.5**	**37.7**	**540.2**	**3,768.4**
YoY	적지	적전	282.5	118.0	흑전	흑전	336.8	2,378.6	65.4	1,332.4	597.6
OPM	(19.5)	(7.8)	35.5	16.3	47.7	45.7	53.0	54.2	16.7	52.0	52.4
세전이익	**(5.8)**	**(3.3)**	**35.8**	**10.6**	**55.0**	**67.9**	**150.9**	**271.4**	**37.3**	**545.3**	**3,779.5**
YoY	적지	적전	327.0	265.2	흑전	흑전	321.1	2,453.8	101.7	1,362.1	593.1
당기순이익	**(5.0)**	**(2.5)**	**30.6**	**9.9**	**41.9**	**52.8**	**115.4**	**207.6**	**32.9**	**417.8**	**2,891.3**
YoY	적지	적전	484.6	163.3	흑전	흑전	277.7	2,002.0	124.1	1,170.4	592.0
NPM	(22.2)	(6.4)	31.7	14.7	37.2	36.5	40.8	41.6	14.6	40.2	40.2

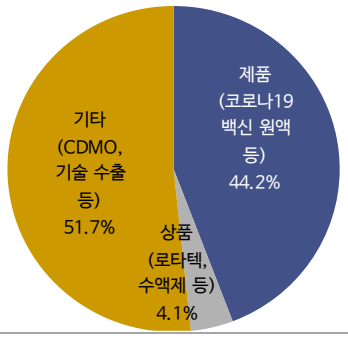
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

SK바이오사이언스 분기 실적 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

SK바이오사이언스 유형별 매출 비중



자료: 회사 자료, 신한금융투자

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
자산총계	**404.0**	**562.2**	**2,184.3**	**5,323.8**	**9,176.5**
유동자산	170.7	333.9	1,926.9	4,832.2	8,581.3
현금및현금성자산	14.4	25.0	142.3	2,132.4	5,177.3
매출채권	32.2	30.5	140.4	280.8	421.2
재고자산	36.4	70.3	323.6	647.1	970.7
비유동자산	233.2	228.3	257.4	491.6	595.2
유형자산	182.5	181.0	211.1	435.2	536.4
무형자산	19.5	17.9	15.2	12.9	10.9
투자자산	11.0	0.5	2.1	14.5	18.9
기타금융업자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**171.2**	**298.4**	**508.2**	**756.4**	**852.8**
유동부채	45.5	180.6	392.8	509.3	559.7
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무	18.4	17.5	80.6	104.8	115.3
유동성장기부채	1.4	1.6	0.0	0.0	0.0
비유동부채	125.7	117.8	115.4	247.1	293.2
사채	93.5	80.5	82.5	82.5	82.5
장기차입금(장기금융부채 포함)	30.2	32.5	10.7	10.7	10.7
기타금융업부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**232.7**	**263.8**	**1,676.1**	**4,567.4**	**8,323.6**
자본금	10.2	30.6	38.3	38.3	38.3
자본잉여금	201.2	180.5	1,167.4	1,167.4	1,167.4
기타자본	0.3	0.9	0.9	0.9	0.9
기타포괄이익누계액	(1.3)	(1.5)	(1.5)	(1.5)	(1.5)
이익잉여금	22.3	53.2	471.1	3,362.4	7,118.6
지배주주지분	**232.7**	**263.8**	**1,676.1**	**4,567.4**	**8,323.6**
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	125.1	125.7	104.5	106.6	107.3
*순차입금(순현금)	30.6	(90.4)	(1,279.7)	(3,640.2)	(6,845.9)

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	**183.9**	**225.6**	**1,038.7**	**7,195.2**	**9,350.7**
증감률 (%)	85.0	22.7	360.4	592.7	30.0
매출원가	**106.1**	**130.3**	**408.3**	**3,192.9**	**4,163.5**
매출총이익	**77.9**	**95.3**	**630.4**	**4,002.2**	**5,187.2**
매출총이익률 (%)	42.3	42.3	60.7	55.6	55.5
판매관리비	**55.1**	**57.6**	**90.2**	**233.9**	**292.0**
영업이익	**22.8**	**37.7**	**540.2**	**3,768.4**	**4,895.2**
증감률 (%)	(13.8)	65.4	1,332.4	597.6	29.9
영업이익률 (%)	12.4	16.7	52.0	52.4	52.4
영업외손익	(4.3)	(0.4)	5.1	11.1	14.9
금융손익	(2.5)	(2.3)	1.6	6.1	8.6
기타영업외손익	(1.8)	1.8	3.5	5.0	6.3
종속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	**18.5**	**37.3**	**545.3**	**3,779.5**	**4,910.1**
법인세비용	3.8	4.4	127.4	888.2	1,153.9
계속사업이익	14.7	32.9	417.8	2,891.3	3,756.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**14.7**	**32.9**	**417.8**	**2,891.3**	**3,756.2**
증감률 (%)	64.3	124.1	1,170.4	592.0	29.9
순이익률 (%)	8.0	14.6	40.2	40.2	40.2
(지배주주)당기순이익	14.7	32.9	417.8	2,891.3	3,756.2
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	13.2	30.8	417.8	2,891.3	3,756.2
(지배주주)총포괄이익	13.2	30.8	417.8	2,891.3	3,756.2
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	**37.3**	**54.2**	**562.7**	**3,794.1**	**4,924.5**
증감률 (%)	13.0	45.3	937.5	574.2	29.8
EBITDA 이익률 (%)	20.3	24.0	54.2	52.7	52.7

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동으로인한현금흐름	**36.0**	**120.2**	**245.0**	**2,618.9**	**3,337.1**
당기순이익	14.7	32.9	417.8	2,891.3	3,756.2
유형자산상각비	11.8	13.6	19.9	23.4	27.4
무형자산상각비	2.7	3.0	2.7	2.3	1.9
외화환산손실(이익)	2.0	(4.5)	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.0)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	8.1	66.4	(193.9)	(296.6)	(447.0)
(법인세납부)	(7.6)	(0.2)	(127.4)	(888.2)	(1,153.9)
기타	4.3	9.2	126.1	886.9	1,152.7
투자활동으로인한현금흐름	**(2.6)**	**(108.1)**	**(1,101.2)**	**(631.2)**	**(293.2)**
유형자산의증가(CAPEX)	(23.7)	(9.9)	(50.0)	(247.5)	(128.6)
유형자산의감소	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(0.3)	0.2	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	0.0	0.0	(1.6)	(12.4)	(4.3)
기타	21.3	(98.4)	(1,049.6)	(371.3)	(160.3)
FCF	**14.6**	**122.1**	**175.2**	**2,232.8**	**3,152.4**
재무활동으로인한현금흐름	**(23.4)**	**(1.5)**	**973.4**	**2.1**	**0.7**
차입금의 증가(감소)	(23.4)	(1.2)	(21.1)	2.1	0.7
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.0	(0.3)	994.5	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.2	0.2	0.2
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	**9.9**	**10.6**	**117.4**	**1,990.0**	**3,044.9**
기초현금	4.5	14.4	25.0	142.4	2,132.4
기말현금	14.4	25.0	142.4	2,132.4	5,177.3

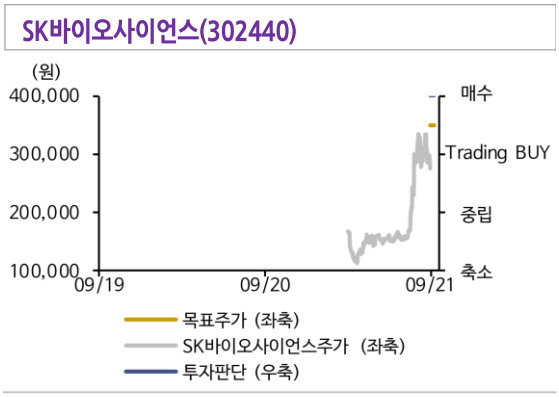
자료: 회사 자료, 신한금융투자

주요 투자지표

12월 결산	2019	2020	2021F	2022F	2023F
EPS (당기순이익, 원)	240	537	5,680	37,795	49,101
EPS (지배순이익, 원)	240	537	5,680	37,795	49,101
BPS (자본총계, 원)	3,803	4,310	21,910	59,705	108,806
BPS (지배지분, 원)	3,803	4,310	21,910	59,705	108,806
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	0.0	0.0	51.0	7.7	5.9
PER (지배순이익, 배)	0.0	0.0	51.0	7.7	5.9
PBR (자본총계, 배)	0.0	0.0	13.2	4.8	2.7
PBR (지배지분, 배)	0.0	0.0	13.2	4.8	2.7
EV/EBITDA (배)	0.8	(1.7)	37.1	4.9	3.1
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0
수익성					
EBITTDA 이익률 (%)	20.3	24.0	54.2	52.7	52.7
영업이익률 (%)	12.4	16.7	52.0	52.4	52.4
순이익률 (%)	8.0	14.6	40.2	40.2	40.2
ROA (%)	3.7	6.8	30.4	77.0	51.8
ROE (지배순이익, %)	6.5	13.2	43.1	92.6	58.3
ROIC (%)	8.3	12.9	154.4	404.6	280.8
안정성					
부채비율 (%)	73.6	113.1	30.3	16.6	10.2
순차입금비율 (%)	13.1	(34.3)	(76.3)	(79.7)	(82.2)
현금비율 (%)	31.6	13.8	36.2	418.7	925.1
이자보상배율 (배)	5.4	9.1	141.8	1,078.4	1,382.6
활동성					
순운전자본회전율 (회)	5.3	(25.1)	18.7	19.2	11.2
재고자산회수기간 (일)	67.7	86.3	69.2	24.6	31.6
매출채권회수기간 (일)	74.5	50.7	30.0	10.7	13.7

자료: 회사 자료, 신한금융투자

투자의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
2021년 09월 15일	매수	350,000		

주: 목표주가 괴리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 이동건, 원재희)
- 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 ◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% ◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% ◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 ◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 ◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한금융투자 유니버스 투자등급 비율 (2021년 09월 13일 기준)

매수 (매수)	95.15%	Trading BUY (중립)	1.46%	중립 (중립)	3.40%	축소 (매도)	0.00%