

2021. 3. 18



▲ 제약/바이오
Analyst 김지하
02. 6454-4868
jiha.kim@meritz.co.kr

Not Rated

확정 공모가	65,000 원
현재주가 (3.18)	-
상승여력	-
KOSPI	3,047.5pt
공모가 기준 시가총액	49,725억원
발행주식수	7,650만주
유통주식비율	11.6%
주요주주(%)	
SK케미칼	68.43
우리사주조합	5.95
공모주주	24.13

SK바이오사이언스 302440

백신 강자의 등장

- ✓ 백신 사업의 유통 및 판매, CMO/CDMO 사업을 영위
- ✓ 아스트라제네카와 노바백스 코로나19 백신 CMO/CDMO 수주로 생산 경쟁력 입증
- ✓ 공모가 65,000원, 공모가 기준 시가총액 5조원
- ✓ 코로나19 백신 생산 업체의 밸류에이션 프리미엄과 주요지수 편입, 자체 개발 코로나19 백신 1상 결과 발표 모멘텀으로 상장 이후 주가 업사이드 클 것이라는 판단

코로나19 백신 CMO 수주로 백신 생산 경쟁력 입증

SK바이오사이언스는 2018년 7월 SK케미칼의 백신 사업 부문을 물적 분할하여 설립된 회사이다. 백신 사업의 유통 및 판매, CMO/CDMO 사업을 영위하고 있다. 동사는 아스트라제네카와 노바백스 코로나19 백신 CMO/CDMO 계약과 노바백스 백신 국내 공급을 위한 License-in 계약을 체결하였다. 글로벌 평균 단가 및 수익 구조 등을 고려한 CMO/CDMO 사업의 실적은 '21년 연간 4,969억원, '22년 7,395억원으로 예상된다. 현재 백신 공급 Shortage가 심한 상황에서는 여유 CAPA를 이용한 추가 CMO 계약 수주도 가능성도 존재한다.

자체 코로나19 백신과 프리미엄 백신 개발로 장기 성장 동력 확보

합성항원 방식의 코로나19 백신 후보물질 2개(NBP2001, GBP510)를 개발 중이며, 각각 임상 1상과 임상 1/2상 단계이다. 연내 1개 품목으로 글로벌 임상 3상을 진행할 계획이며, 상반기 중 1상 결과 발표가 가능하겠다. 동사는 사노피와 차세대 폐렴구균 백신 개발을 위한 공동개발 협약을 맺고, 현재 글로벌 임상 2상을 진행 중이다. 약 7조원 규모의 폐렴구균 백신 시장에서 Best-in-Class 품목을 목표로 개발 중이다.

공모가 65,000원, 공모가 기준 시가총액 5조원

확정 공모가는 65,000원으로 공모가 기준 시가총액은 4조 9,725억원, 유통가능물량은 11.6%이다. 1) 코로나19 백신 생산 업체로 밸류에이션 프리미엄을 줄 수 있고, 2) 상장 이후 코스피200 편입 이슈와 3) 자체 개발 코로나19 백신 1상 결과 발표 등 모멘텀 풍부해 상장 이후에도 주가 업사이드 클 것이라 판단한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	99.4	26.4	8.9	117	-	2,866	-	-	-	4.1	82.4
2019	183.9	22.8	14.7	192	64.3	3,042	-	-	-	6.5	73.6
2020E	250.0	56.6	44.7	584	204.6	3,627	-	-	-	17.5	67.2
2021E	730.8	247.4	193.3	2,527	332.3	6,153	-	-	-	51.7	65.3
2022E	979.8	342.0	274.6	3,589	42.1	9,743	-	-	-	45.2	49.6

공모 개요

공모가 기준 시가총액 5조원, 유통가능물량 단 12%

3/18 SK바이오사이언스 상장
 확정 공모가 65,000원
 공모가 기준 시가총액 5조원

SK바이오사이언스는 2018년 7월 SK케미칼의 백신 사업 부문을 물적 분할하여 설립된 자회사다. 백신 사업의 유통 및 판매, CMO/CDMO 사업을 영위하고 있다. 금일(3/18) 코스피 상장 예정인 SK바이오사이언스의 확정 공모가는 밴드 상단 가격인 65,000원이다(수요예측 경쟁률 1,275 대 1). 공모가 기준 시가총액은 4조 9,725억원이며, 상장 이후 유통가능물량은 11.6%이다.

표1 SK바이오사이언스 공모 및 상장 개요

구분(주, 원, 십억원)	내용
공모주식수	22,950,000
상장예정주식수	76,500,000
확정 공모가	65,000
공모예정금액	1,491.8
예상 시가총액	4,972.5
상장예정일	2021.3.18

자료: 전자공시시스템, 메리츠증권 리서치센터

표2 SK바이오사이언스 상장 후 주주 현황

구분		주식 수(주)	비중(%)	기간
유통제한물량	SK케미칼	52,350,000	68.4	6개월
	우리사주조합(우선배정)	4,490,400	5.9	1년
	공모주주(확약)	10,762,090	14.1	15일~6개월
	합계	67,602,490	88.4	
유통가능물량	공모주주(미확약)	7,697,510	10.1	-
	우리사주조합	59,050	0.1	
	소액주주	1,140,950	1.5	
	합계	8,897,510	11.6	
총 합계		76,500,000	100.0	

자료: 전자공시시스템, 메리츠증권 리서치센터

표3 기관투자자 의무보유확약기간별 배정현황

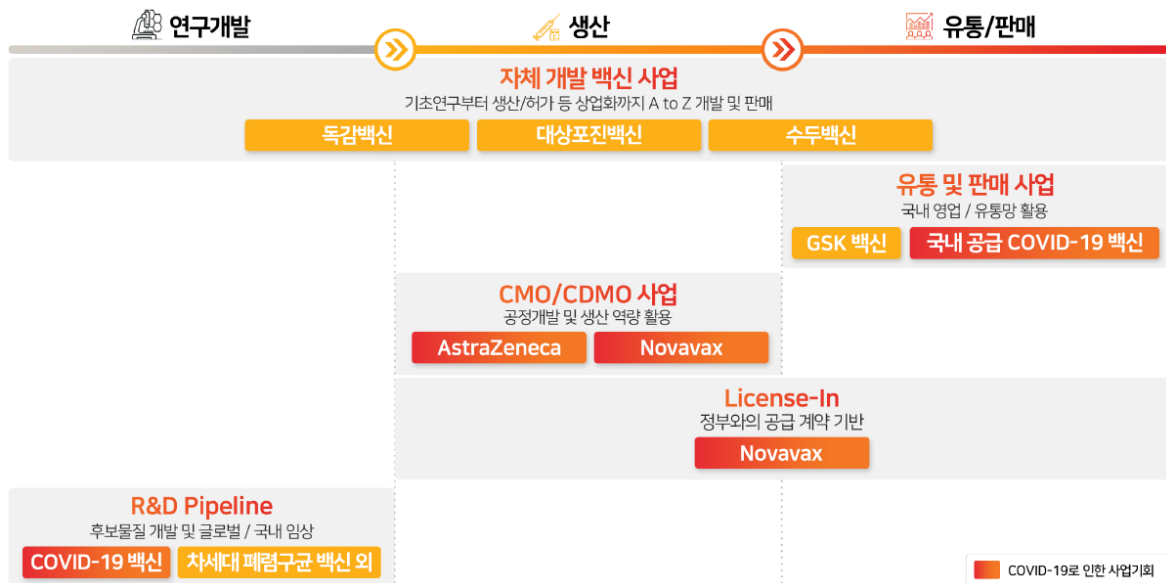
기간	배정 주식 수(주)	배정비율(%)
15일	364,380	2.9
1개월	3,118,610	24.7
3개월	3,331,000	26.4
6개월	3,948,100	31.3
미확약	1,860,410	14.7
전체	12,622,500	100.0

자료: 전자공시시스템, 메리츠증권 리서치센터

분류(백만원)	용도	2021	2022	2023	합계
시설자금	차세대 페럼구균 백신 생산 시설	20,000	50,000	50,000	120,000
	백신 CMO 사업 설비 추가 확충	56,000	54,000	0	110,000
	바이오 CMO 연구/생산 시설 신축	75,000	75,000	0	150,000
	안동공장 기존 설비 증축/개선	5,200	3,800	4,400	13,400
	합계	156,200	182,800	54,400	393,400
운영자금	신규 파이프라인 개발	17,200	31,900	42,300	91,400
	차세대 페럼구균 백신	10,200	18,900	27,300	56,400
	RSV 백신	2,000	3,000	5,000	10,000
	기타	5,000	10,000	10,000	25,000
	신규 플랫폼 기술 개발	26,256	27,256	29,255	82,767
	mRNA 기술 플랫폼	24,256	24,256	24,255	72,767
	mRNA 독감 Adjuvant	2,000	3,000	5,000	10,000
	기존 파이프라인 연구 개발	3,800	3,400	2,900	10,100
	연구 조직 인건비 등	12,500	13,200	13,600	39,300
	합계	59,756	75,756	88,055	223,567
기타	Glocalization	0	0	18,196	18,196
	기초 백신 포트폴리오 확장	0	0	150,000	150,000
	바이오 CMO 사업 가속화 추진	0	200,000	0	200,000
	합계	0	200,000	168,196	368,196
총 합계		215,956	458,556	310,651	985,163

자료: 전자공시시스템, 메리츠증권 리서치센터

그림1 SK바이오사이언스 사업 개요



자료: SK바이오사이언스, 메리츠증권 리서치센터

코로나19 백신 CMO/CDMO 사업

글로벌 코로나19 유행 상황 및 백신 접종 현황

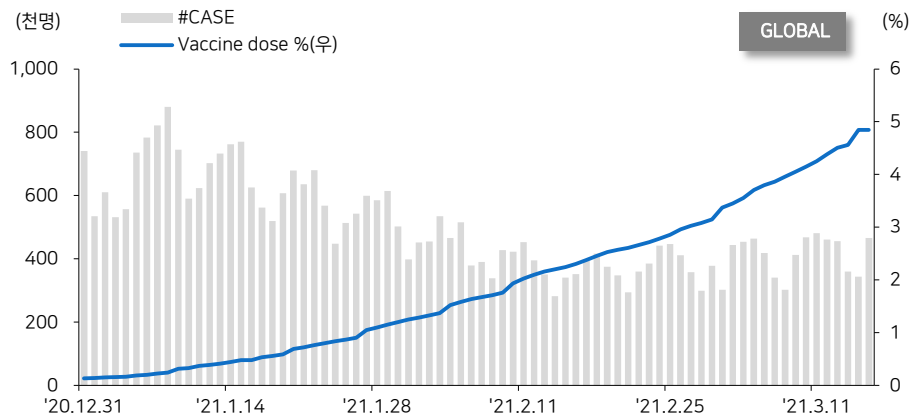
작년 12월 백신 공급 시작
현재 글로벌 백신 접종률 5%

작년 12월 화이자 백신을 시작으로 전세계에 코로나19 백신 접종이 진행 중이다. 전세계 인구 대비 백신 접종 비율이 약 5%에 불과해 여전히 매일 40~50만명의 신규 확진자가 발생하고 있다.

이스라엘-접종률 60% 이상
확진자 수 크게 줄어 집단 면역
형성 기대

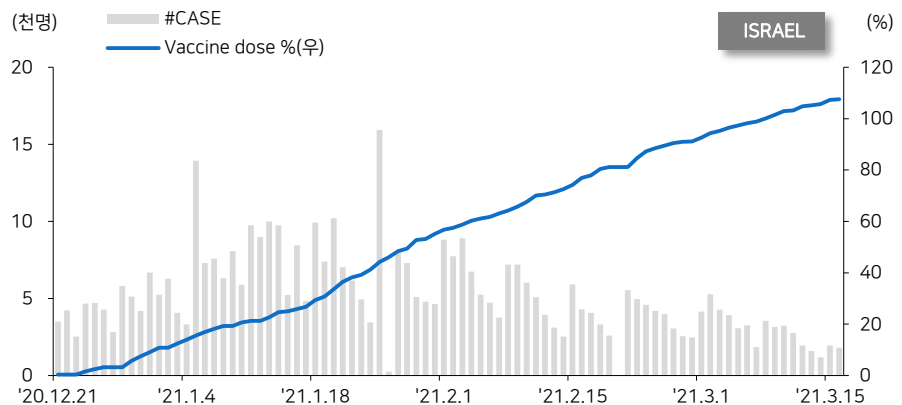
이스라엘은 집단 면역 달성을 위한 백신 접종률을 만족한 대표적인 나라이다. 현재 이스라엘은 접종 1회 기준으로 접종률이 60% 이상, 2회 접종률도 40%를 넘어섰다. 접종 1회 기준으로 접종률이 약 40%를 기록했을 시점까지는 확진자 수가 오히려 증가했었다. 이후 접종률이 점점 높아질수록 신규 확진자 수도 감소하여 현재는 1천명대까지 크게 줄어든 것을 볼 수 있다.

그림2 글로벌 코로나19 확진자 수 및 인구 대비 백신 접종 비율(1회 기준)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 이스라엘 코로나19 확진자 수 및 인구 대비 백신 접종 비율(1회 기준)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

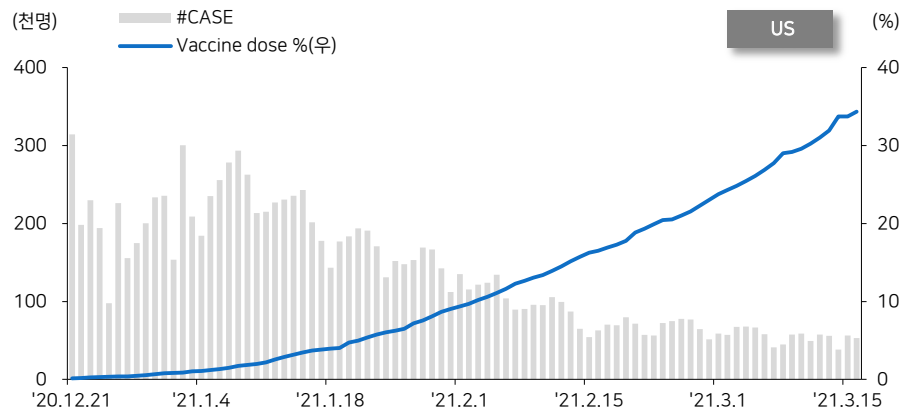
미국-접종률 30% 이상
얀센 백신 공급 개시로
접종 속도 높여갈 것

미국 역시 작년 12월 화이자와 모더나 백신 승인 이후부터 백신 접종을 시작하여 현재 인구의 3분의 1이 1회 이상 접종을 완료하였다. 일일 30만명의 신규 확진자가 나왔던 심각한 상황에서 벗어나 현재는 10만명 아래로 유지되는 중이다. 얀센 백신 공급 개시로 백신 접종 속도가 더욱 가팔라질 것이기에 다소 둔화된 신규 확진자 감소 추세가 회복될 것으로 기대된다.

유럽/영국-접종률 10%대
AZN 백신 공급 차질로 계획보다
늦어진 접종, 변이 발생으로
최근 확진자 조금씩 증가 추세

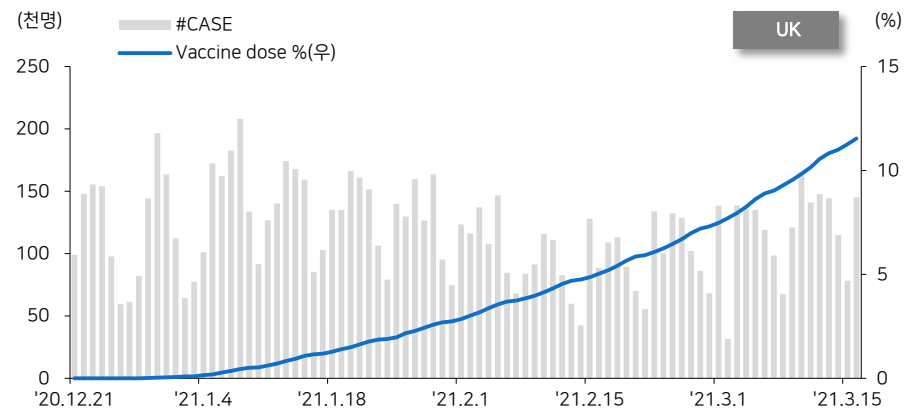
유럽의 경우 현재 백신 공급 계획에 차질이 발생해 아직 접종률이 10% 내외에 머무르고 있다. 아스트라제네카에서 올해 1분기까지 유럽 27개국에 8천만 Dose를 공급하기로 했으나, 인도 생산시설 화재로 약 60%의 물량이 줄었기 때문이다. 영국은 백신 공급 차질과 변이 발생, 이동 증가 등의 이유로 일일 신규 확진자 수가 다시 증가하는 추세이다.

그림4 미국 코로나19 확진자 수 및 인구 대비 백신 접종 비율(1회 기준)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 영국 코로나19 확진자 수 및 인구 대비 백신 접종 비율(1회 기준)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

글로벌 코로나19 백신 개발 및 공급 현황

글로벌 코로나19 백신 매출 전망
'20E 10억달러 → '21E 347억달러

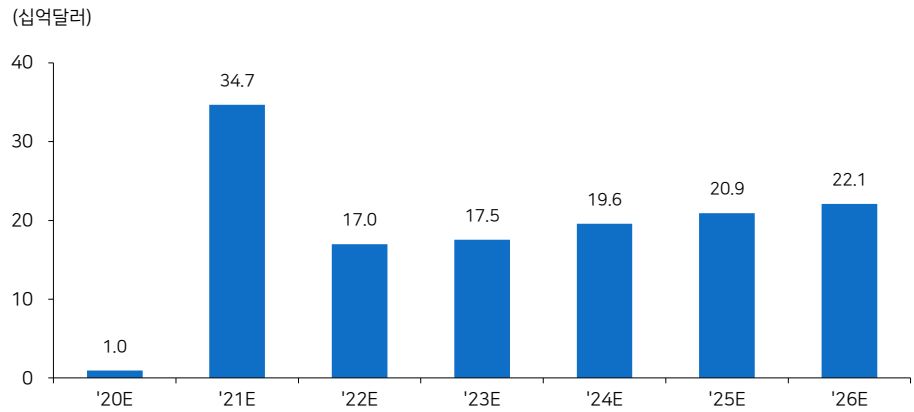
글로벌 코로나19 백신 전체의 매출액은 '20년 10억달러에서 '21년 347억달러까지 크게 늘어날 전망이다. 백신 CMO Shortage로 인한 공급 계획 차질과 여러 바이러스 변이들의 발생으로 코로나19 백신 개발은 아직도 활발히 진행 중이다.

남아공 변이 바이러스 전파력 1.5배
AZN 예방효과 10%에 불과

남아공(B.1.351) 변이 코로나19 바이러스는 전파력이 1.5배 강하고, 기존 백신으로 형성된 단 면역 효과를 감소시킬 수 있다는 우려가 제기되고 있다. 아스트라제네카 백신은 남아공 변이에 대한 임상 결과 예방효과가 10%에 불과했다. 화이자, 모더나 백신 역시 남아공 변이에 예방효과가 감소된다는 연구결과들이 공개됐다.

반면, 최근 개발된 안센과 노바백스 백신은 남아공 변이에 각각 57%, 55%의 예방효과를 보여 집단 면역 형성을 위한 게임체인저로 기대되고 있다.

그림6 글로벌 코로나19 백신 매출 전망



자료: GlobalData, 메리츠증권 리서치센터

표5 주요 코로나19 백신 비교

개발사	모더나	화이자/바이오엔텍	아스트라제네카	안센	노바백스
백신	mRNA-1273	BNT162	AZD1222	Ad26.COV2-S	NVX-CoV2373
백신 플랫폼	mRNA	mRNA	Non-replicating Viral Vector	Non-replicating Viral Vector	Protein Subunit
용법	2회	2회	2회	1회	2회
FDA 승인	O	O	X	O	21.5월 허가 예상
EMA 승인	O	O	O	O	
국내 승인	X	O	O	X	
고령층 접종 가능	O	O	O/X	O	
보관조건	냉동(영하 25~15도)	냉동(영하 80~60도)	냉장(2~8도)	냉장(2~8도)	냉장
예방효과(전체)	94%	95%	76%	66%	96%
남아공변이(B.1.351)	-	-	10%	57%	55%
21년 공급량(Dose)	10억	13억	30억	10억	1억(~21년 상반기)
국내 공급량(Dose)	4,000만	2,600만	2,000만	600만	4,000만
국내 공급시기	2분기	21.2.27~	21.2.26~	2분기	2분기

자료: 각 사, The New England Journal of Medicine, 메리츠증권 리서치센터

아스트라제네카/노바백스 코로나19 백신 CMO/CDMO 계약

동사는 아스트라제네카와 노바백스 2개의 코로나19 백신 개발사와 CMO/CDMO 계약을 체결하였다. 동사의 연간 최대 백신 생산량은 약 5억 Dose로, 충분한 양의 백신을 안정적으로 공급할 수 있는 규모이다. 원액 및 완제 생산에 대한 fee, 생산 CAPA 확보에 대한 fee를 수취할 수 있으며, 노바백스 CDMO 계약은 상업화 공정 개발에 대한 연구비까지 포함한다.

동사는 노바백스 백신 국내 공급을 위한 License-in 계약도 체결하였다. 국내 공급 예정인 4천만 Dose에 대한 권리를 가져와 판매 후 수익에 대해 노바백스와 공유하는 구조이다.

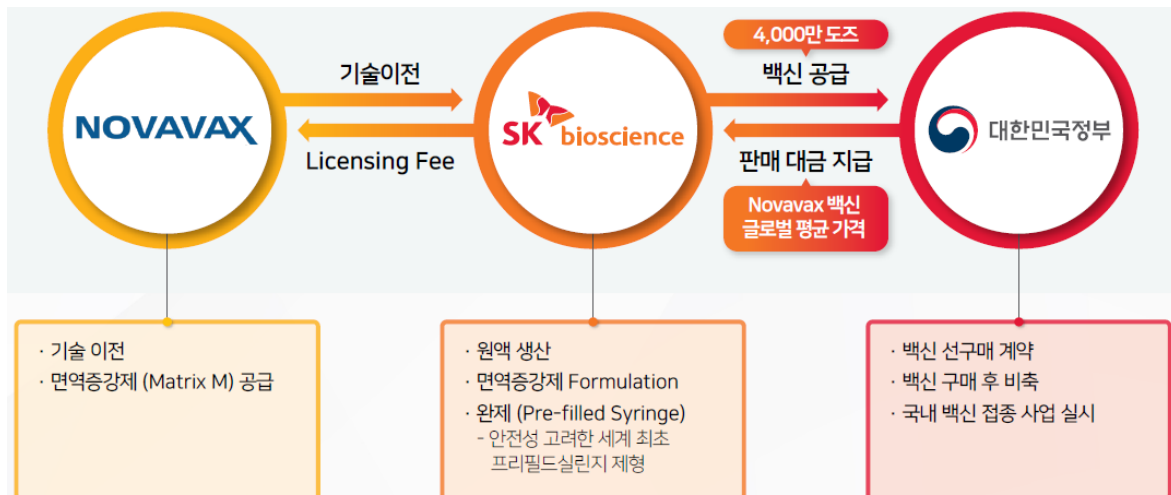
2개 품목 이외에도 수요가 있을 시 추가 계약이 가능한 CAPA를 보유하고 있다, 현재의 극심한 글로벌 백신 CMO Shortage가 이어질 경우 기존 품목 생산량 증가 또는 추가 제품 CMO 계약 수주 가능성이 존재한다.

그림7 SK바이오사이언스 CMO/CDMO 계약 내용

	AstraZeneca CMO	Novavax CDMO
백신 기술	바이러스 전달체 백신	합성항원 백신
후보 물질	옥스퍼드 대학교 개발 "AZD1222"	Novavax 개발 "NVX-CoV2373"
계약 내용	CMO (원액 및 완제) · 공정개발 완료 상태에서 기술 이전 · 상업화 공정 Validation 후 원액 및 완제 생산	CDMO (원액) · 초기 단계 공정 기술 이전 후 상업화 공정 연구 수행 · 상업화 공정 Validation 후 원액 생산

자료: SK바이오사이언스, 메리츠증권 리서치센터

그림8 SK바이오사이언스-노바백스 국내 공급 위한 License-in 계약 구조



자료: SK바이오사이언스, 메리츠증권 리서치센터

글로벌 평균 단가 및 수익 구조 등을 고려한 CDO/CDMO 사업의 실적은 '21년 연간 4,969억원, '22년 7,395억원으로 예상된다. 현재 백신 공급 Shortage가 심한 상황에서 국내 공급량 만큼 수출 물량이 나온다면, 예상치를 크게 웃도는 수익도 가능할 것이라는 판단이다.

1) 아스트라제네카 CMO : 3달러/1 Dose, CMO 생산비용 1 Dose 가격의 60%, 생산량-국내 2천만 Dose('21년~'22년), 수출 2천만 Dose('21년~'22년)

2) 노바백스 CDMO : 20달러/1 Dose, CMO 생산비용 1 Dose 가격의 60%, 생산량-수출 2천만 Dose('21년~'22년)

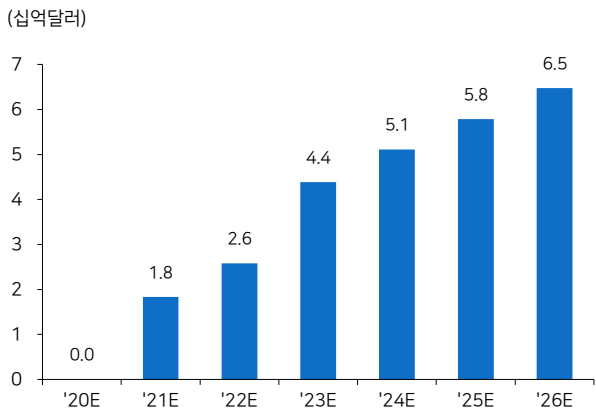
3) 노바백스 License-in : 20달러/1 Dose, OPM 50%, 판매로열티 Profit의 50% 생산량-국내 4천만 Dose('21년~'22년)

표6 SK바이오사이언스 CMO/CDMO 실적 추정

(십억원, %)	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021E	2022E	2023E
CMO/CDMO 수익	2.5	74.8	168.0	251.6	250.6	187.6	164.6	136.7	496.9	739.5	228.0
CMO(AZN)	2.5	6.6	14.0	20.6	19.6	11.6	10.6	6.9	43.7	48.7	12.4
국내	2.5	4.0	7.4	7.4	6.4	5.0	4.0	3.0	21.3	18.3	4.5
생산량(만dose)	125	200	375	375	325	250	200	150	1,075	925	225
수출		2.6	6.6	13.2	13.2	6.6	6.6	4.0	22.4	30.4	7.9
생산량(만dose)		100	250	500	500	250	250	150	850	1,150	300
CDMO(NVX)		68.2	154.0	231.0	231.0	176.0	154.0	129.8	453.2	690.8	215.6
국내			55.0	121.0	165.0	143.0	121.0	110.0	341.0	539.0	176.0
생산량(만dose)			250	550	750	650	550	500	1,550	2,450	800
수출			13.2	33.0	66.0	33.0	33.0	19.8	112.2	151.8	39.6
생산량(만dose)			100	250	500	500	250	150	850	1,150	300

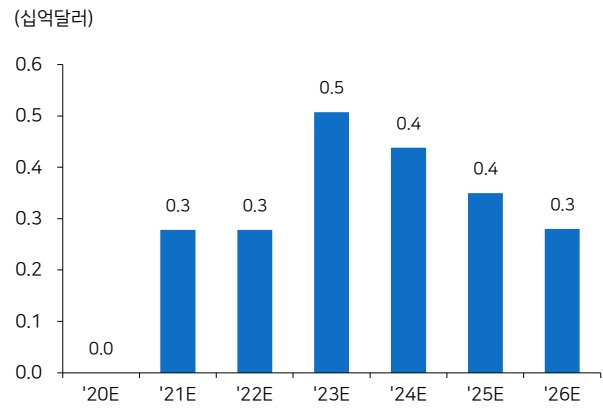
자료: SK바이오사이언스, 메리츠증권 리서치센터

그림9 노바백스 코로나19 백신 글로벌 매출 전망



자료: GlobalData, 메리츠증권 리서치센터

그림10 아스트라제네카 코로나19 백신 글로벌 매출 전망



자료: GlobalData, 메리츠증권 리서치센터

백신 제품 및 상품 판매 사업

동사는 자체 개발한 3개 백신 제품(독감, 대상포진, 수두) 판매 사업과 MSD의 백신 상품 유통 사업을 영위하였다. 올해부터는 MSD와의 유통 계약은 종료되고, GSK의 5개 백신 상품에 대한 판매를 시작한다.

3Q20 누적 매출액 1,586억원
 영업이익 268억원, OPM 16.9%
 독감 백신 판매 호조로 실적 개선

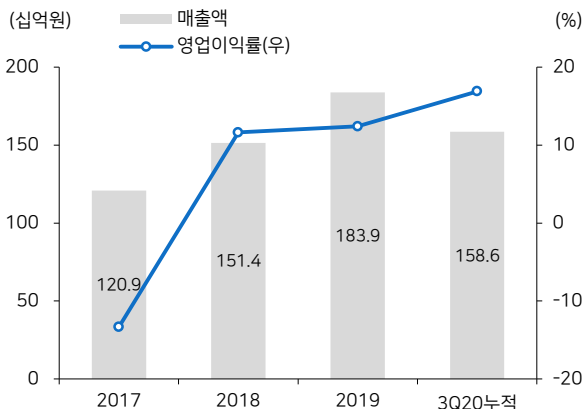
작년 코로나19 유행에 따른 독감과의 트윈데믹 우려에 따라 글로벌 독감 백신에 대한 수요가 크게 증가하였다. 이로 인해 3Q20 누적 매출액은 1,586억원 (+23.6% YoY), 영업이익은 268억원(+392.6% YoY)을 기록하였다. 독감 백신 판매 호조에 따른 제품 매출 비중 증가로 영업이익률 역시 3Q20 누적 기준 16.9%로 전년 대비 +12.7%p 개선되었다.

그림11 SK바이오사이언스 백신 제품 및 상품 판매 사업



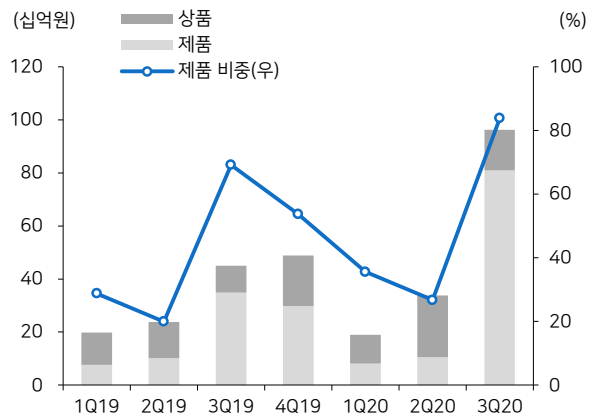
자료: SK바이오사이언스, 메리츠증권 리서치센터

그림12 SK바이오사이언스 실적 추이



자료: SK바이오사이언스, 메리츠증권 리서치센터

그림13 SK바이오사이언스 제품 및 상품 비중

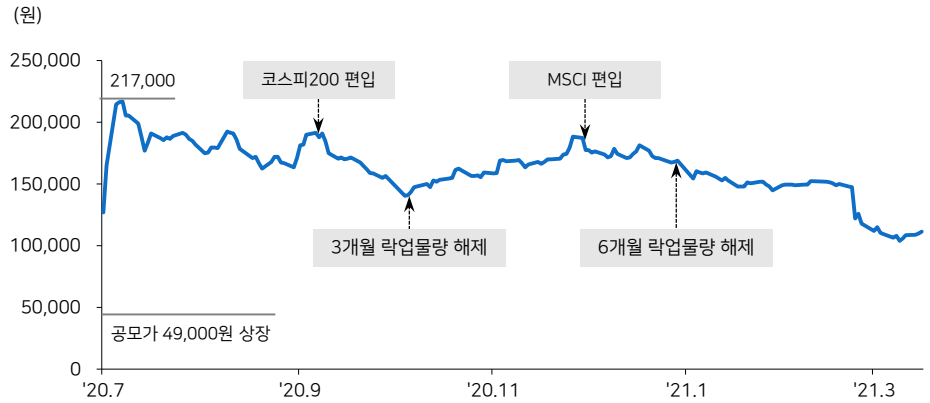


자료: 전자공시시스템, SK바이오사이언스, 메리츠증권 리서치센터

상장 이후 이슈 및 모멘텀

SK바이오팜처럼 주요지수 편입에 따른 긍정적인 주가 흐름 역시 기대해 볼 수 있다. 낮은 유통주식비율(1개월 락업 해제시 16%)로 5월 MSCI 정기 변경시 편입은 어려울 수 있지만, 6월 코스피 200에는 공모가 기준 시가총액 5조원 이상을 유지할 경우 편입될 가능성이 높다.

그림14 SK바이오팜 주가 추이



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

올해 하반기 자체 개발 중인 코로나19 백신 후보물질의 임상 3상 진입이 예상된다. 현재 1/2상을 진행 중인 GBP510은 상반기 내로 1상 결과 발표가 가능해 긍정적 결과 발표시 후보 물질의 가치 제고가 가능하겠다.

그림15 SK바이오사이언스 파이프라인 현황

Blockbuster Pipeline		기초연구/전임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상	상업화
1	COVID-19 백신	CEPI, BILL & MELINDA GATES foundation	✓ 임상 1상 (NBP2001) 임상 1/2상 (GBP510)			
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: SK바이오사이언스, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	<p>Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	82.2%
중립	17.8%
매도	0.0%

2020년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율