



BUY(Initiate)

목표주가 370,000원

주가(8/24) 304,000원

제약/바이오 Analyst 허혜민

02) 3787-4912/hyemin@kiwoom.com

동사는 이번 코로나19를 계기로 글로벌 CMO 기업으로 펀더멘털 레벨업이 되고 있으며, '22년 자체 신약이 글로벌 출시된다면 임상 디자인과 글로벌 규제 당국 승인 신청 노하우를 보유하게 된다. 코로나 이후에도 차세대 신규 플랫폼 시설 구축, M&A, 파이프라인 도입 등을 통한 지속 성장 노력을 하고 있다는 점이 긍정적이다. 동사에 대한 투자 의견 BUY, 목표주가 37만 원으로 커버리지 개시한다.

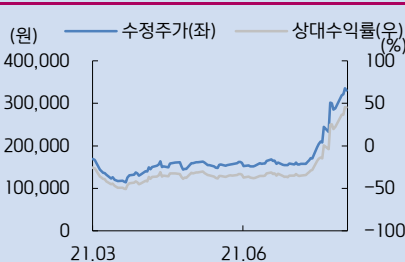
Stock Data

KOSPI (8/24)	3,138.30pt		
시가총액	232,560억 원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	335,500 원	114,500원	
최고/최저가 대비 등락	-9.4%	165.5%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	93.0%	100.2%
	6M	-	-
	1Y	-	-

Company Data

발행주식수	76,500 천주
일평균 거래량(3M)	1,588천주
외국인 지분율	3.7%
배당수익률(2021E)	0.0%
BPS(2021E)	20,990원
주요 주주	에스케이케미칼 68.4%

Price Trend



백신 허브 중심에 서다

>>> 촘촘히 짜인 단기 모멘텀

9월 중순 6개월 보호예수(약 395만 주, 약 5.2%) 해제로 오버행 이슈가 있으나, **10월중 자체 코로나 백신 GBP 510 2상 발표가 예상**된다. 4분기 노바백스 유럽과 미국 허가 신청서 제출, '22.1Q GBP 510 3상 데이터 도출, '22.2Q GBP 510 국내 승인 신청 및 출시가 전망된다. 미국 제외한 개발대상국 지역 등에서도 출시가 예상된다. 9월 오버행 이슈가 해소되면, 분기마다 노바백스 승인 관련 소식과 자체 개발 백신의 데이터 발표 모멘텀이 있다. 올해 노바백스 승인으로 EU GMP 인증, GBP 510 신약의 글로벌 출시 등 글로벌 CMO와 신약 노하우 및 트랙 레코드 쌓이며 글로벌 업체로의 진화가 기대된다.

>>> 지속 성장을 위한 증설과 신성장 진입

변이의 출현과 부스터샷 필요성이 높아지며 코로나19 백신 자체 신약 및 CMO 사업부는 '23년까지 성장 모멘텀이 될 것으로 보인다. **'24년부터는 완공될 것으로 예상되는 안동 공장에 차세대 Viral vector, mRNA CMO 및 CDMO 등의 신규 플랫폼 시설을 구축하여 지속 성장이 가능할 것으로 전망**한다. 이 밖에도 추진하고 있는 M&A와 라이선스 인 또한 성장 모멘텀이 될 수 있다.

>>> 목표주가 37만 원 커버리지 개시

코로나19 이후에도 기존 CMO/CDMO 사업부 지속 수주 가능성 반영, 추가 증설 예정인 안동 공장 '24년 가동 및 GBP510 신약가치 적용하여 동사에 대한 투자 의견 BUY, 목표주가 37만 원으로 커버리지 개시한다.

(십억원, IFRS 연결)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	183.9	225.6	972.0	990.5	901.2
영업이익	22.8	37.7	463.9	516.9	470.5
EBITDA	37.3	54.2	481.8	534.3	488.0
세전이익	18.5	37.3	461.4	515.3	469.7
순이익	14.7	32.9	359.9	376.1	342.9
지배주주지분순이익	14.7	32.9	359.9	376.1	342.9
EPS(원)	240	537	4,892	4,917	4,482
증감율(%YoY)	-18.6	124.1	810.3	0.5	-8.8
PER(배)	0.0	0.0	66.1	65.8	72.2
PBR(배)	0.00	0.00	15.41	12.50	10.66
EV/EBITDA(배)			48.6	43.1	46.4
영업이익률(%)	12.4	16.7	47.7	52.2	52.2
ROE(%)	6.5	13.2	38.5	21.0	15.9
순차입금비율(%)	13.1	-35.6	-83.1	-87.5	-91.3

자료: 키움증권 리서치센터

>>> 투자의견 BUY, TP 37만 원 커버리지 개시

목표주가는 CMO, CDMO 영업가치와 신약가치 DCF 기반으로 산출하여 SOTP 방식을 통해 산출하였다. CMO 영업가치 16.7조 원에 코로나19 백신 GBP 510 가치 9.8조 원으로 반영하였다. CMO 영업가치는 코로나19 대유행 이후에도 빅파마 신약 생산 트랙 레코드 기반으로 추가 CMO 수주를 받아 80% 가동된다고 가정하였다. CMO의 특성상 제약/바이오 신약 시장 성장에 따라 지속 성장한다는 점을 감안하여 영구성장률을 삼성바이오로직스와 같은 5%로 적용하였다. 동사는 현재 생산 시설 외에도 '24년 완공을 목표로 하는 안동 공장 증설하여 차세대 유전자, mRNA 등 신규 플랫폼 시설 구축을 준비하고 있다. 아직 구체적인 수트와 CAPA가 공개되지 않아 부지 기반으로 기존 공장과 같은 CAPA가 추가된다고 가정하였다. 다만, 가동률은 보수적으로 첫 해 10%, 다음해 20%로 하여 80%의 가동이 되기까지 5개년이 소요된다고 가정하였다.

목표주가 요약

(단위: 억 원, 천 주, 원)

구분	가치 산정	비고
① 영업가치	167,510	안동공장 가동 적용 포함
② 비영업가치		
GBP 510	98,465	최대 생산 도즈 4.5억 도즈 가정
③ 순현금	14,000	
④ 유통 주식 수	76,500	
⑤ 기업가치(=①+②+③)	279,975	
⑥ 목표주가(=⑤/④)	370,000	

자료: 키움증권 리서치센터

영업가치 세부내역

(단위: 십억 원)

	2021E	2022E	2023E	...	2031E
EBIT	463.9	522.7	470.5		719.2
Tax	102.1	115.0	103.5		158.2
NOPLAT	361.8	407.7	367.0		561.0
+ Depreciation	15.2	15.2	15.6		19.6
- CAPEX	156.2	182.8	54.4		20.0
- Changes in working capital	385.0	12.7	24.1		27.1
FCF	(164.2)	227.3	304.1	...	533.5
NPV	2,513				
PV of Terminal Value	14,238				
합산가치	16,751				

주: WACC 7%, 영구성장률 5%, 세율 22%

자료: 키움증권 리서치센터

코로나19 백신 GBP 510은 실적 추정치에는 포함시키지 않았으며, 성공 확률(85%)를 적용하여 신약가치를 따로 산정하였다. 최대 생산 도즈는 4.5억으로 가정하였으나, 수율과 수트 활용에 따라 최대 10억 도즈까지도 높아질 수 있어 향후 상향 조정도 가능하다. CEPI 항 가격은 \$3에 이익률은 18%로 산정하였고, 자체 판매 가격은 \$20에 이익률 65%로 가정하였다. 추후 코로나19의 안정화 상황을 감안하여 '25년부터 GBP 510 가동률을 30%, '26년부터는 20%로 산정하였다.

신약가치 세부내역

(단위: 십억 원)

GBP 510		'21E	'22E	'23E	...	'32E
생산 도즈 수 (만)		-	45,000	45,000		45,000
가동률			50%	100%		20%
CEPI 도즈(만)	50%		11,250	22,500		4,500
CEPI 도즈 당 가격(원)			3,450	3,450		3,450
CEPI 항 매출액			388	776		155
자체 판매 도즈(만)	50%		11,250	22,500		4,500
자체 판매 도즈 당 가격(원)			23,000	23,000		23,000
자체 판매항 매출액			2,588	5,175		1,035
GBP 510 매출액			2,975.6	5,951.3		1,190.3
EBIT			1,751.7	3,503.5		700.7
FCF			1,366.4	2,732.7	...	546.5
NPV	7,875					
NPV of TV	3,709					
NPV 합산 가치	11,584					
rNPV 합산 가치	9,847					

주: 환율 1,150원, CEPI항 마진율 18%, 자체 마진율 65%, WACC 7%, 영구성장률 0%, 세율 22%, 신약성공확률 85%
 자료: 키움증권 리서치센터

연도별 실적 추정

(단위 십억원)

구분		2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	
Sute 1	배치 수		40	40	40	40	32	
	AZ	배치 가격		3.0	3.2	3.2	3.3	3.3
		YoY			5%	3%	1%	1%
		가동율(%)		100%	100%	100%	100%	80%
		매출액		130	126	140	131	106
Sute 2	배치 수		56	80	80	80	64	
	Novavax	배치 가격		3.0	3.0	3.2	3.2	3.3
		CDMO	YoY			0%	5%	3%
		가동율(%)		70%	100%	100%	100%	80%
		매출액		178	240	252	260	210
Sute 3	배치 수		28	40	40	32	32	
	Novavax	배치 가격		3.0	3.0	3.2	3.2	3.3
		L/I	YoY			0%	5%	3%
		가동율(%)		70%	100%	100%	80%	80%
		매출액		94	120	126	104	105
Sute 4	배치 수			-	80	80	64	
		배치 가격		3.0	3.0	3.2	3.2	3.3
		YoY			0%	5%	3%	1%
		가동율(%)			0%	100%	100%	80%
		매출액			10	252	260	210
NX 정부 계약	도즈(만)		2,500	2,000				
	도즈 당 가격(원)		20,000	20,000				
	NX 정부 계약 매출액		500	400				
중실 공장	매출액(2X)					630	610	
	가동율(%)					10%	20%	
	매출액					63	122	
	기타 제품	148	40.0	60	90	99	109	
	YoY	79%	-73%	50%	50%	10%	10%	
	상품 제품	77	30.0	35	41	46	50	
	YoY	-24%	-61%	15%	20%	10%	10%	
	매출액	226	70	95	131	145	159	
Total 매출액		225.6	972.0	990.5	901.2	961.6	911.2	
YOY(%)		22.7%	330.8%	1.9%	-9.0%	6.7%	-5.2%	

자료: 키움증권 리서치센터

분기별 실적 추정

(단위: 십억 원)

구분	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2021E
매출액	22.7	39.4	96.5	67.0	225.6	112.7	144.6	273.2	441.4	972.0
YOY	-15%	-23%	91%	21%	23%	397%	267%	183%	559%	331%
매출 원가	16.1	30.8	47.0	36.3	130.3	39.3	61.6	94.8	159.6	355.3
원가율	71%	78%	49%	54%	58%	35%	43%	35%	36%	37%
매출총이익	6.5	8.6	49.5	30.7	95.3	73.4	83.0	178.5	281.8	616.7
판매관리비	19.7	16.9	26.5	89.8	57.6	19.7	16.9	26.5	89.8	152.8
판매관리비율	87%	43%	27%	134%	26%	17%	12%	10%	20%	16%
영업이익	(13.2)	(8.3)	23.1	(59.1)	37.7	53.7	66.2	152.0	192.0	463.9
YOY	67%	-150%	157%	-1280%	65%	흑전	흑전	559%	흑전	1130%
OPM	-	-	24%	-	17%	48%	46%	56%	43%	48%

자료: 키움증권 리서치센터

글로벌 주요 코로나 백신 3상 파이프라인

현황	업체명	프로젝트명	방식
승인	화이자/바이오엔텍	BNT162b1	RNA
	모더나	mRNA-1273	RNA
	안센	Ad26.COV2.S	Viral Vector
	아스트라제네카	AZD1222	Viral Vector
	스푸트니크	Sputnik	Viral Vector
	캔시노	Ad5-nCoV	Viral Vector
	시노팜	BBIBP-CorV	inactivated
3상	노바백스	NVX-CoV2373	protein
	사노피/GSK	Recombinant Protein	protein
	이노비오	INO-4800	DNA
	SK 바이오사이언스	GBP510	protein

주: 정식 FDA 승인은 화이자/바이오엔텍이며, 이 외에는 미국/유럽 등에서 긴급사용 승인
 자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 별도	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	183.9	225.6	972.0	990.5	901.2
매출원가	106.1	130.3	355.3	366.3	341.2
매출총이익	77.9	95.3	616.7	624.2	560.0
판관비	55.1	57.6	152.8	107.3	89.5
영업이익	22.8	37.7	463.9	516.9	470.5
EBITDA	37.3	54.2	481.8	534.3	488.0
영업외손익	-4.3	-0.4	-2.5	-1.6	-0.8
이자수익	0.2	0.5	3.2	4.0	4.9
이자비용	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2
외환관련이익	1.2	5.4	0.5	0.5	0.5
외환관련손실	2.7	2.2	1.9	1.9	1.9
중속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	1.2	0.1	-0.1	0.0	-0.1
법인세차감전이익	18.5	37.3	461.4	515.3	469.7
법인세비용	3.8	4.4	101.5	139.1	126.8
계속사업손손익	14.7	32.9	359.9	376.1	342.9
당기순이익	14.7	32.9	359.9	376.1	342.9
지배주주순이익	14.7	32.9	359.9	376.1	342.9
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	85.0	22.7	330.9	1.9	-9.0
영업이익 증감율	-13.8	65.4	1,130.5	11.4	-9.0
EBITDA 증감율	12.9	45.3	788.9	10.9	-8.7
지배주주순이익 증감율	64.6	123.8	993.9	4.5	-8.8
EPS 증감율	-18.6	124.1	810.3	0.5	-8.8
매출총이익률(%)	42.4	42.2	63.4	63.0	62.1
영업이익률(%)	12.4	16.7	47.7	52.2	52.2
EBITDA Margin(%)	20.3	24.0	49.6	53.9	54.2
지배주주순이익률(%)	8.0	14.6	37.0	38.0	38.0

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 별도	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	36.0	120.2	277.6	424.0	413.1
당기순이익	14.7	32.9	359.9	376.1	342.9
비현금항목의 가감	25.1	25.1	124.5	160.8	147.8
유형자산감가상각비	11.8	13.6	15.2	15.2	15.6
무형자산감가상각비	2.7	3.0	2.7	2.3	1.9
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	10.6	8.5	106.6	143.3	130.3
영업활동자산부채증감	8.1	66.4	-104.3	26.3	48.5
매출채권및기타채권의감소	11.8	1.7	-119.4	16.7	31.4
채고자산의감소	-6.9	-31.6	-56.1	-2.4	11.6
매입채무및기타채무의증가	7.3	-0.9	69.8	11.7	5.4
기타	-4.1	97.2	1.4	0.3	0.1
기타현금흐름	-11.9	-4.2	-102.5	-139.2	-126.1
투자활동 현금흐름	-2.6	-108.1	-1,024.9	102.3	-18.0
유형자산의 취득	-23.7	-9.9	-15.0	-20.0	-20.0
유형자산의 처분	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.3	0.2	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	0.4	10.5	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	19.1	-110.8	-1,011.9	120.3	0.0
기타	1.8	1.9	2.0	2.0	2.0
재무활동 현금흐름	-23.4	-1.5	983.8	-0.3	-0.3
차입금의 증가(감소)	-23.4	-1.2	0.0	0.0	0.0
자본금자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	984.1	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.0	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
기타현금흐름	0.0	0.0	-7.9	-7.9	-7.9
현금 및 현금성자산의 순증가	9.9	10.6	228.6	518.1	386.9
기초현금 및 현금성자산	4.5	14.4	25.0	253.6	771.7
기말현금 및 현금성자산	14.4	25.0	253.6	771.7	1,158.5

자료 : 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 별도	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	170.7	333.9	1,748.6	2,131.7	2,475.4
현금 및 현금성자산	14.4	25.0	253.6	771.7	1,158.5
단기금융자산	80.1	190.9	1,202.8	1,082.6	1,082.6
매출채권 및 기타채권	32.4	45.8	165.2	148.6	117.2
채고자산	36.4	70.3	126.4	128.8	117.2
기타유동자산	7.4	1.9	0.6	0.0	-0.1
비유동자산	233.2	228.3	225.5	228.0	230.4
투자자산	10.9	0.5	0.5	0.5	0.5
유형자산	182.5	181.0	180.8	185.7	190.1
무형자산	19.5	17.9	15.2	12.9	10.9
기타비유동자산	20.3	28.9	29.0	28.9	28.9
자산총계	404.0	562.2	1,974.0	2,359.7	2,705.9
유동부채	45.5	180.6	250.4	262.1	267.5
매입채무 및 기타채무	37.5	57.0	126.8	138.5	143.9
단기금융부채	1.4	12.6	12.6	12.6	12.6
기타유동부채	6.6	111.0	111.0	111.0	111.0
비유동부채	125.7	117.8	117.8	117.8	117.8
장기금융부채	123.7	109.4	109.4	109.4	109.4
기타비유동부채	2.0	8.4	8.4	8.4	8.4
부채총계	171.2	298.4	368.2	379.9	385.3
지배지분	232.7	263.8	1,605.7	1,979.7	2,320.5
자본금	10.2	30.6	38.3	38.3	38.3
자본잉여금	201.2	180.5	1,157.0	1,157.0	1,157.0
기타자본	0.3	0.9	0.9	0.9	0.9
기타포괄손익누계액	-1.3	-1.5	-3.6	-5.7	-7.8
이익잉여금	22.3	53.2	413.1	789.3	1,132.2
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	232.7	263.8	1,605.7	1,979.7	2,320.5

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	240	537	4,892	4,917	4,482
BPS	3,803	4,310	20,990	25,879	30,334
CFPS	650	948	6,584	7,019	6,414
DPS	0	0	0	0	0
주당배수(배)					
PER	0.0	0.0	66.1	65.8	72.2
PER(최고)	0.0	0.0	74.0		
PER(최저)	0.0	0.0	22.8		
PBR	0.00	0.00	15.41	12.50	10.66
PBR(최고)	0.00	0.00	17.25		
PBR(최저)	0.00	0.00	5.31		
PSR	0.00	0.00	24.48	24.99	27.46
PCFR	0.0	0.0	49.1	46.1	50.4
EV/EBITDA			48.6	43.1	46.4
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)			0.0	0.0	0.0
ROA	3.7	6.8	28.4	17.4	13.5
ROE	6.5	13.2	38.5	21.0	15.9
ROIC	8.2	12.4	173.9	152.8	162.0
매출채권회전율	4.8	5.8	9.2	6.3	6.8
채고자산회전율	5.4	4.2	9.9	7.8	7.3
부채비율	73.6	113.1	22.9	19.2	16.6
순차입금비율	13.1	-35.6	-83.1	-87.5	-91.3
이자보상배율(현금)	5.4	9.1	111.8	124.5	113.4
총차입금	125.1	122.0	122.0	122.0	122.0
순차입금	30.6	-93.9	-1,334.5	-1,732.2	-2,119.1
NOPLAT	37.3	54.2	481.8	534.3	488.0
FCF	18.1	97.9	260.4	401.1	389.5