

제약/바이오

이나경

02)6260-2436

nkleee@heungkuksec.co.kr

(302440)

SK바이오사이언스

BUY(신규)

글로벌 백신 플랫폼 보유 기업

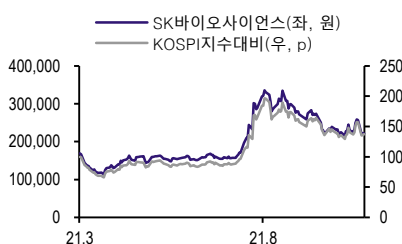
목표주가	315,000원(신규)
현재주가(11/15)	242,000원
상승여력	30.2%
시가총액	18,513십억원
발행주식수	76,500천주
52주 최고가 / 최저가	335,500 / 114,500원
3개월 일평균거래대금	369십억원
외국인 지분율	5.9%
주요주주	
에스케이케미칼 (외 1인)	68.4%
국민연금공단 (외 1인)	5.0%
에스케이바이오사이언스우 리시주 (외 1인)	5.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	1.9	-16.1	65.8	N/A
상대수익률(KOSPI)	2.4	-10.7	70.6	N/A

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020	2021E	2022E
매출액	184	226	938	948
영업이익	23	38	431	438
EBITDA	37	54	450	459
지배주주순이익	15	33	332	335
EPS	n/a	n/a	5,431	5,481
순차입금	31	-90	-1,152	-1,448
PER	n/a	n/a	44.6	44.2
PBR	n/a	n/a	9.4	7.8
EV/EBITDA	0.8	-1.7	35.1	33.7
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	6.5	13.2	36.0	19.2
컨센서스 영업이익	23	38	457	545
컨센서스 EPS	n/a	n/a	5,299	7,146

주가추이



당사는 SK바이오사이언스에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 31.5만원으로 분석을 시작합니다. SK바이오사이언스는 mRNA백신 플랫폼을 제외한 바이럴벡터, 합성항원 등 차세대 백신 플랫폼 기술을 보유하고 있습니다. GSK의 애주버트 AS03을 첨가한 GBP510 임상2상 데이터 발표 및 임상3상 통과 기대감과 중장기적으로 폐렴구균 단백질접합 백신 스카이팩, 바이럴벡터 CMO 사업으로 인한 사업 확장이 기대됩니다.

GBP510과 스카이팩 파이프라인 기대감

동사는 자체개발 COVID-19 백신 GBP510 임상3상을 진행 중이다. 18세 이상 성인 4,000명을 대상으로 아스트라제네카의 바이럴벡터 백신을 대조군으로 우위성 임상을 진행 중이다. 시장성에 대한 우려가 있으나, 유통과 보관의 편의성으로 아프리카 등 저개발 국가에 판매할 전략이다. 또한 동사는 PPSV와 PCV 폐렴구균 백신 가운데 4배 정도 시장규모가 큰 PCV백신 미국 임상 2상을 진행 중이다. 사노피 파스퇴르와 2014년부터 공동개발 중으로 해당 파이프라인 역시 중장기 투자포인트이다.

중장기 성장전략: 바이럴벡터 CMO

동사는 11/1 애널리스트데이를 통해 향후 중장기 성장 동력으로 바이럴벡터 CMO사업을 확장할 것을 발표했다. 이번 아스트라제네카 COVID-19 백신 CMO 경험을 트랙레코드 L삼아 세포치료제, 유전자치료제에 사용되는 바이럴 벡터 CMO 사업에 진출할 전망이다. CGT는 아직 임상 초기 단계의 파이프라인이 많기 때문에 중장기적으로 성장성이 높아 꾸준히 지켜봐야 할 체크포인트라 판단한다.

Valuation

당사는 목표주가 31.5만원으로 커버리지를 개시한다. 당사는 SK바이오사이언스의 1)기존 사업부(자체개발 백신제품, 상품, 기술수출료, CDMO)의 가치와 2) 임상3상 진행 중인 GBP510의 가치, 3)사노피 파스퇴르와 공동개발로 미국 임상 2상 진행 중인 차세대 폐렴구균 백신 스카이팩의 가치, 4) 순현금 1.2조원을 더해 목표 시가총액을 산출하였다.



I. 투자요인

1. GBP510 2022년 하반기 출시 예정

동사는 국내 최초 자체개발 COVID-19 합성항원 백신 GBP510파이프라인 임상 3상을 진행 중이다. GBP510 임상3상은 18세 이상 성인 4,000명을 대상으로 아스트라제네카의 COVID-19 백신 chAdOx1-S와의 면역원성 및 안전성을 비교하기 위한 대조군 실험으로 진행된다. 1차 평가지표는 2차접종 2주 뒤의 중화항체 역가의 대조약 대비 우위성 또는 기준선에서 중화항체 역가가 4배 이상 증가한 참가자의 비율이다. 2021년 8월30일 투약을 시작했으며, 2022년 3월 임상완료, 9월 결과 발표가 예상된다.

GBP510이 면역증강제로 GSK의 AS03을 사용한다는 점도 주목할 만하다. 보통 제조합 단백질 백신은 그 자체로는 면역효과가 약하고, 특히 T세포 반응을 유도하는데 취약하다. 이에 면역효과를 높이기 위해 면역증강제를 거의 대부분 추가한다. 참고로 노바백스의 합성항원 백신은 자체 개발한 사포닌 기반 면역증강제 Matrix-MIM을 사용하고 있다.

GBP510 출시 이후에 시장성에 대한 의문이 남아있다. 우선 CEPI로 계약된 물량이 공급될 예정이며, 이후는 자체 공급망을 통해 판매될 예정이다. 유니세프 통계 기준 8십억 도즈가 누적 공급되었고, 글로벌 총인구 78억명 당 2회 접종을 가정하면, 여전히 76억도즈 접종 여력이 남아 있으며, 최근 부스터샷 일정 역시 추가되고 있다. 게다가 FDA는 모든 백신 부스터샷에 대해 교차접종을 허용하고 있으며 동사는 부스터샷 임상 역시 진행 중이다.

무엇보다 중요한 것은 임상데이터이다. GBP510 임상2상 및 3상 데이터에서 델타 변이체에 대한 예방효과, 중화항체 역가 등 어떠한 결과값이 나오느냐에 따라 GBP510 가치가 달라질 가능성이 있다. 또한 백신 접종률이 증가하고 있음에도, 백신 미접종자들을 중심으로 돌파감염이 발생하고 있고, 확진자 수가 여전히 2천명대를 이어가고 있기 때문에 정부당국 입장에서는 여전히 감염예방을 위한 최선의 방책인 백신 부스터샷 접종을 주도할 가능성이 높다.

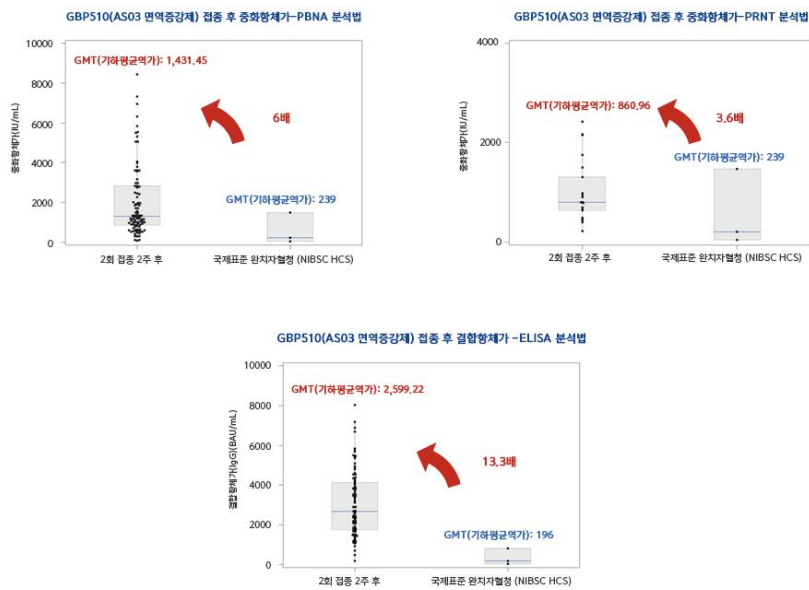
그림 106 GBP510 임상3상 디자인

Study Design

Study Type ① : Interventional (Clinical Trial)
 Estimated Enrollment ① : 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 Im
(GBP510) in Adults Aged 18 Years and Older
 Actual Study Start Date ① : August 30, 2021
 Estimated Primary Completion Date ① : March 2022
 Estimated Study Completion Date ① : September 2022

자료: clinical Trial.gov, 흥국증권 리서치센터

그림 107 GBP510 임상 1/2상 결과 데이터



자료: SK바이오사이언스, 흥국증권 리서치센터

2. 차세대 폐렴구균 단백질접합백신 스카이팩의 시장성

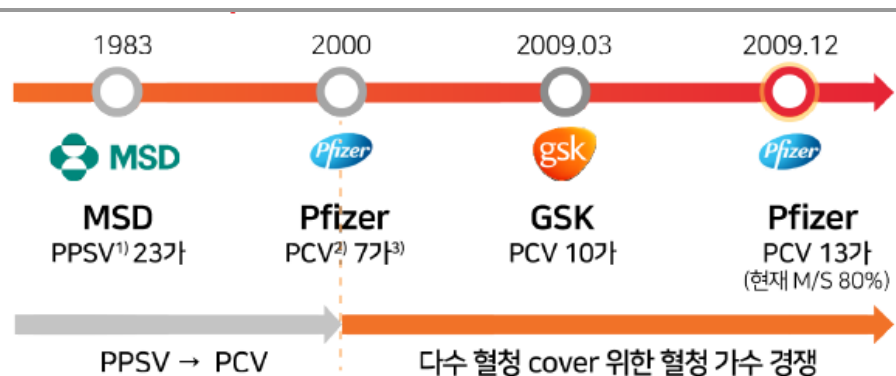
GBP510과 함께 동사의 핵심 파이프라인은 사노피와 공동개발로 미국 임상2상 진행 중인 폐렴구균 단백질접합 백신 스카이팩이다. 동사가 COVID-19 백신 개발에 집중하느라 일부 임상 진행 일정상의 딜레이는 있었으나, GBP510임상 마무리가 진행됨에 따라 다시 개발에 주력할 것으로 보인다.

폐렴구균 백신은 크게 PCV(Pneumococcal Conjugate Vaccine, 폐렴구균 단백질접합 백신)와 PPSV(Pneumococcal polysaccharide vaccine, 폐렴구균 다당질 백신)으로 나뉜다. PPSV는 폐렴구균 세포벽의 다당질을 항원으로 이용하고, PCV는 다당질의 항원에 단백질 운반체를 결합해 48개월 이하의 소아까지 접종할 수 있게 개발된 백신이다. 48개월 이하의 소아는 다당 항원에 대해 항체를 충분히 형성하지 못하기 때문이다. 소아는 생후 2,4,6개월 각 1회, 12-16개월에 1회, 총 4회를 접종해야 하며, 성인의 경우 면역저하자 위험군에 대해 1회 혹은 2회이기 때문에, 소아 폐렴구균 백신 시장이 4배정도 크다고 볼 수 있다.

현재 폐렴구균 백신 시장은 화이자의 프리베나13이 시장 점유율 80%이상을 차지하고 있으며, 프리베나와 프리베나13 합산 2020년 매출액이 5.9십억달러를 기록했다. 화이자는 프리베나 13에 혈청형 백스누반스는 프리베나 13 혈청형에 22F, 33F 두가지 혈청형을 추가했고, 프리베나 20은 8,10A, 11A, 12F, 15B, 22F, 33F의 7가지 혈청형을 더했다. 동사가 사노피와 공동개발 중인 스카이팩은 20가에 혈청형을 추가한 형태로 개발될 가능성이 있어, 글로벌 폐렴구균 단백질접합 백신 시장으로의 진출이 기대된다.

화이자와 머크의 새로운 폐렴구균 백신에 대해 특허 이슈가 있는데, 동사에게도 물론 해당되는 요인이며, 동사는 이에 대해 협상을 하거나, 직접 타개하는 방안을 고려중이라 언급했다.

그림 108 폐렴구균 백신 기술 트렌드



자료: SK바이오사이언스, 흥국증권 리서치센터

3. 중장기 성장동력, 바이럴백터 CMO

3Q21실적 컨퍼런스콜과 11/1 애널리스트 데이를 통해 중장기적 성장 전략 중 하나로 바이럴백터 CMO사업을 발표했다. 바이럴백터는 CAR-T세포치료제와 유전자치료제를 생산하는데 필요한 핵심원료이다. T세포는 항원을 인식할 때 T세포수용체(T-Cell Receptor)를 이용해 수지상세포(APC, Antigen Presenting Cell)에 의해 제시된 항원을 인식하는데, MHC분자 위의 펩타이드 항원을 인식하므로 항원 인식과정이 항체에 비해 다고 복잡하다. 이에 CAR-T(Chimeric Antigen Receptor, 결합된 항원 수용체)세포치료제는 항체 유전자를 T세포에 주입해 인위적인 항체가 결합되어있는 T세포를 만든다. 이 때 CAR유전자를 T세포 안에 주입하는데 바이러스 벡터가 사용된다. 현재 상용화된 CAR-T세포치료제는 노바티스의 킴리아, 길리어드의 예카르타 등이 있다.

동사는 이러한 성장성을 바탕으로 바이럴백터 CMO사업으로 진출 할 것을 발표했으나, 구체적인 시기와 규모, 방안은 미정인 상태이다. 시장 경쟁이 높지 않고, 아스트라제네카의 바이럴백터 백신 CMO 트랙레코드를 보유하고 있다는 점에서 중장기적으로 주목해야 할 투자포인트라고 판단한다.

II. 이익전망

SK바이오사이언스의 3Q21실적은 매출액 2,208억원(YoY +123.7%), 영업이익 1,004억원(YoY +175.3%), 영업이익률 45.7%(YoY +8.7%pt)의 고성장을 시현했다. 금번 실적 호조의 주된 이유는 아스트라제네카 COVID-19 백신 DS/DP CMO 공급 물량과 노바백스 COVID-19 백신 DS CDMO 수주의 일부 매출 반영이다. 보통 CMO 비즈니스 OP마진이 30%대인 것에 반해, 워낙 긴급한 상황에 CMO수주를 받게 되다 보니, 좋은 마진으로 수주를 받아 이익률이 개선되었다.

이러한 COVID-19 CDMO로 인한 실적 성장은 4Q21에도 지속될 전망이다. 노바백스의 COVID-19 백신은 본래 3분기에 FDA허가가 예상 되었으나, 미국 후지필름 텍사스 공장의 QA(Quality Assurance, 연구실에서 생산한 백신과 공장에서 생산한 백신이 임상적으로 동등하다는 것을 입증하기 위한 서류) 단계에서 분석법 이슈로 FDA허가가 딜레이되었고, 결국 노바백스는 FDA 승인을 철회했다. 노바백스는 11월 1일 인도네시아 사용 승인을 받았으며, WHO, EU와 영국에도 승인을 신청해놓은 상태이다.

2022년 동사의 노바백스 DS CDMO 생산을 진행하는 수트 2,3은 풀가동으로 추정했다. 수트4의 질병관리청과 계약한 노바백스 License-in 4천만회 국내 공급 물량의 경우, DS는 이미 생산을 완료했으며, DP는 생산 진행 중이며, 노바백스 백신의 각국 승인과 함께 4Q21~2022년에 걸쳐 매출로 인식될 예정이며, 해당 매출 반영에 따라 4Q21 실적의 Upside가 커질 수 있다.

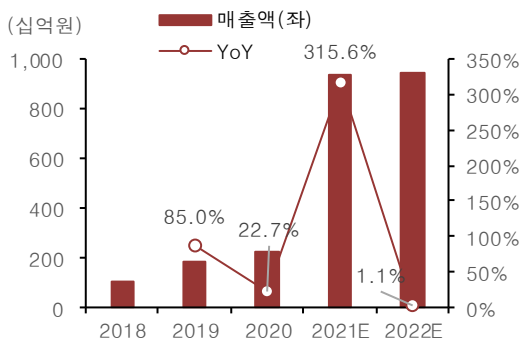
2021E 매출액 9,376억원(YoY +315.6%), 영업이익 4,306억원(YoY +1,041.8%), 2022E 매출액 9,480억원(YoY +1.1%), 영업이익 4,381억원(YoY +1.7%)를 전망한다. 2022년과 2023년 예상 실적에 내년 하반기 출시로 추정되는 GBP510 예상 매출은 반영하지 않았다. 동사의 2022E 실적에서 확인해야할 부분은 인간세포 배양 수트1을 채울 수주물량이다. 현재 아스트라제네카의 COVID-19 백신 CMO를 진행 중이나 내년으로 계약연장이나 다른 수주건에 대한 언급은 아직 없는 상황이다.

그림 109 SK바이오사이언스 실적 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2020	2021E	2022E
연결 매출액	21.6	38.3	98.7	67.0	112.7	144.6	220.8	459.4	225.6	937.6	948.0
YoY(%)	-19.2%	-25.1%	108.2%	14.2%	422.4%	277.2%	123.7%	585.7%	22.7%	315.6%	1.1%
제품(COVID-19 백신 원액 외)	8.1	12.1	80.9	47.1	9.7	104.1	140.8	347.7	148.2	602.3	532.4
YoY(%)	5.3%	18.6%	131.6%	57.7%	19.8%	760.3%	74.0%	638.2%	79.2%	306.4%	-11.6%
상품(부스트릭스 등)	10.9	23.3	15.4	11.4	4.3	6.4	9.7	16.2	61.0	36.6	67.1
YoY(%)	-9.7%	71.6%	52.6%	-40.1%	-60.6%	-72.5%	-37.0%	42.1%	11.4%	-40.0%	83.3%
기타(CDMO 용역, 기술 수출)	3.8	4.0	0.2	8.5	98.8	34.2	70.3	95.5	16.5	298.8	348.5
YoY(%)	-45.4%	-85.4%	-96.3%	26.9%	2500.0%	755.0%	35050.0%	1024.1%	-64.5%	1711.2%	16.6%
매출총이익	5.4	7.5	51.7	30.7	73.4	83.0	131.4	275.7	95.3	563.5	565.2
GPM(%)	25.2%	19.6%	52.4%	45.8%	65.1%	57.4%	59.5%	60.0%	42.3%	60.1%	59.6%
YoY(%)	14.7%	-75.8%	181.1%	29.3%	1251.2%	1007.2%	154.2%	797.5%	22.5%	491.0%	0.3%
판매관리비	10.9	11.7	15.2	19.8	19.7	16.9	31.0	65.4	57.6	133.0	127.1
YoY(%)	-13.3%	-18.3%	21.9%	26.2%	80.1%	44.6%	103.7%	230.5%	4.7%	130.8%	-4.5%
영업이익	-5.5	-4.2	36.5	10.9	53.7	66.2	100.4	210.3	37.7	430.6	438.1
영업이익률(%)	-25.5%	-10.9%	37.0%	16.3%	47.7%	45.7%	45.7%	45.8%	16.7%	45.9%	46.2%
YoY(%)	적전	적전	517.7%	35.2%	흑전	흑전	175.3%	1827.3%	65.4%	1041.8%	1.7%
지배주주순이익	-5.8	-3.4	32.2	9.9	41.9	52.8	76.4	152.1	32.9	332.4	335.4
지배주주순이익률(%)	-27.1%	-8.7%	32.6%	14.7%	37.2%	36.5%	34.6%	33.1%	14.6%	34.5%	36.3%
YoY(%)	적전	적전	1008.1%	62.7%	흑전	흑전	137.2%	1440.0%	124.1%	910.6%	0.9%

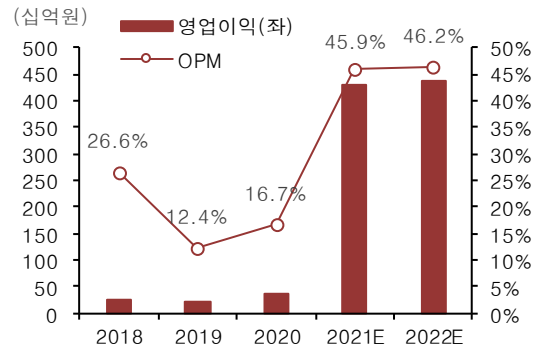
자료: SK바이오사이언스, 흥국증권 리서치센터

그림 110 SK바이오사이언스 연간 매출액 추이



자료: 흥국증권 리서치센터

그림 111 SK바이오사이언스 연간 영업이익 추이



자료: 흥국증권 리서치센터

III. 벨류에이션

동사는 SK바이오사이언스의 1)기존 사업부(자체개발 백신제품, 상품, 기술수출료, CDMO)의 가치와 2) 임상3상 진행 중인 GBP510의 가치, 3)사노피 파스퇴르와 공동개발로 미국 임상 2상 진행 중인 차세대 폐렴구균 백신 스카이팩의 가치를 더해 목표 시가총액을 산출하였다.

CDMO사업의 경우 안동L하우스의 수트 1~4까지의 최대 배치수와 가동률, 배치당 단가를 고려해서 매출액을 산출했으며, GBP510파이프라인 가치는 2022년 하반기부터 2026년까지의 FCF를 할인해 산출했다. GBP510 생산에는 수트5,6을 사용하며 총 생산 가능 도즈 수와 CEPI향 공급, 자체 판매량을 감안해 매출을 추정했다.

스카이팩의 경우 현재 출시된 화이자의 프리베나/프리베나13의 10년 연평균성장률 4.8%를 적용해 시장 규모를 산출, 2028년 출시를 가정, 점유율 10%를 타겟으로 소폭 증가시켰다. 영구성장률은 10년 연평균성장률과 같이 4.8%를 적용했다. 이에 목표 시가총액 22조 8,760억원, 목표 주가 315,000원으로 커버리지를 개시한다.

그림 112 SK바이오사이언스 벨류에이션

(십억원)	Value	산출방법
영업가치		
(1)기존사업 가치	16,327	수트 1~4 CMO Value + 스카이백신 3종 + 도입상품 + 기타
비영업가치		
(2)GBP510	4,187	2022~2026년 생산 가정
(3)스카이팩	2,371	
(4)순현금	1.2 조원	
NAV	22,876	(1)+(2)+(3)+(4)
유통주식수(천주)	76,500	
주당 가치(원)	314,837	
목표주가(원)	315,000	
현재주가(원)	242,000	
Upside(%)	30.2%	

자료: 흥국증권 리서치센터

그림 113 SK바이오사이언스 기존 사업 가치 (CMO가치포함)

(십억원)	2021F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
매출액	938	948	664	695	708	758	808	854	911	951	938
EBIT	431	438	251	282	287	305	322	337	356	367	431
NOPLAT	334	339	195	218	222	236	250	261	276	284	334
D&A	20	21	22	23	24	25	26	27	28	30	20
순운전자본	142	3	-19	9	2	17	14	14	17	12	142
CAPEX	42	48	33	35	36	38	41	43	46	48	42
FCF	170	310	203	197	208	206	220	231	242	255	170
WACC	6.1%										
PV of FCF	1,715										
PV of Terminal Value	14,612										
Enterprise Value	16,327										

자료: 흥국증권 리서치센터

주: Risk Free 1.0%, Beta 1.4. Risk Premium 5.1%, Cost of Debt 1.9%의 가정으로 WACC 산출

주: 영구성장률 5.6% 가정

그림 114 차세대 폐렴구균 스키아팩 파이프라인 가치

(백만달러)	2020	2021F	...	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F
Prevenar/Prevenar13	5,850	5,912		7,066	7,405	7,760	8,133	8,523	8,932	9,361	9,810	10,281	10,775
시장점유율							1.5%	3%	6%	7%	8%	9%	10%
예상 매출액(십억원)							136	285	598	731	875	1,032	1,201
EBIT							82	171	359	438	525	619	721
FCF							65	137	287	351	420	495	577
WACC	6.8%												
PV	1,182												
NPV(십억원)	642												
Terminal Value	7,260												
적정가치(십억원)	2,371												

자료: 흥국증권 리서치센터

주: Risk Free 1.0%, Beta 1.4. Risk Premium 5.9%, Cost of Debt 1.9%의 가정으로 WACC 산출

주: 폐렴구균 단백질접합 백신 시장 2011~2022E 연평균성장률 4.8%, 임상성공확률 30%

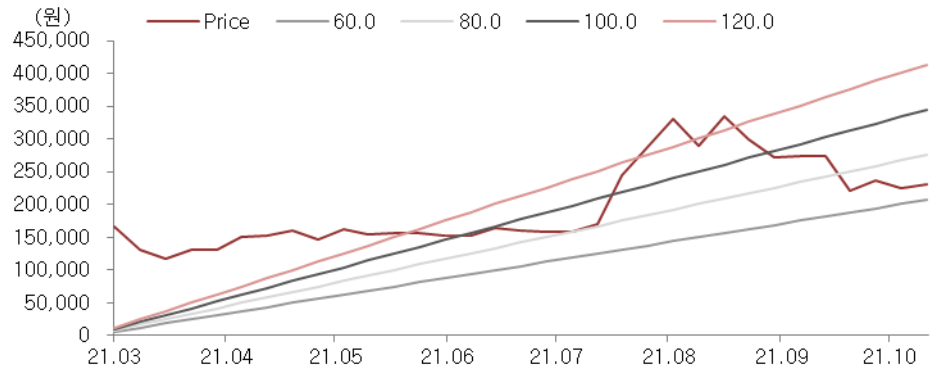
주: OPM 60% 가정, 영구성장률 4.8% 가정, 원/달러 환율 1,115원 가정, 법인세율 22.5%

그림 115 GBP510 파이프라인 가치

(십억원)		2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
수트 5~6	총 생산 도즈(억도즈)	2.6	4.5	4.5	3.6	2.9
	CEPI 공급도즈(억도즈)	2	2.3	2.3	1.8	1.4
	도즈당 단가(원)	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000
	매출(십억원)	3,000	3,450	3,450	2,700	2,100
자체 판매 도즈(억도즈)	자체 판매 도즈(억도즈)	0.6	1.1	1.1	0.9	0.7
	도즈당 단가(원)	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000
	매출(십억원)	900	1,650	1,650	1,350	1,050
예상 매출액		3,900	5,100	5,100	4,050	3,150
EBIT	CEPI 10%, 자체 70%	930	1500	1500	1215	945
NOPLAT	법인세율 22.5%	720.8	1,500.0	1,500.0	1,215.0	945.0
WACC	6.1%					
NPV(십억원)	5,233.1	720.8	1,414.2	1,333.3	1,018.2	746.6
임상성공확률	80%					
적정가치(십억원)	4,187					

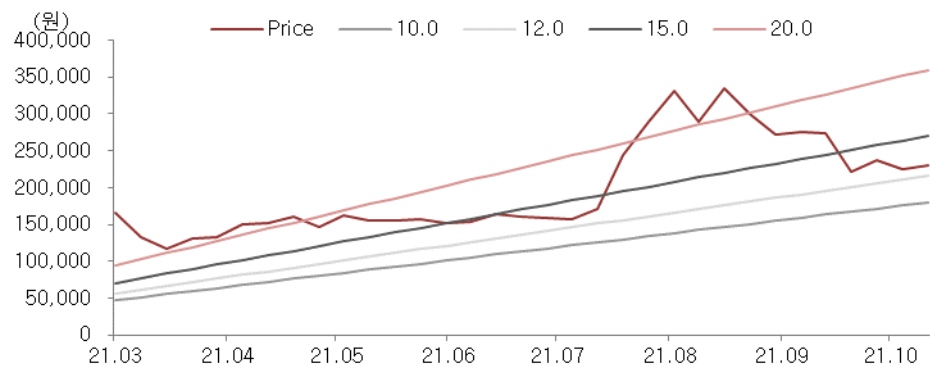
자료: 흥국증권 리서치센터
 주: Risk Free 1.0%, Beta 1.4. Risk Premium 5.1%, Cost of Debt 1.9%의 가정으로 WACC 산출

그림 116 SK바이오사이언스의 P/E Band



자료: FnGuide, 흥국증권 리서치센터

그림 117 SK바이오사이언스의 P/B Band

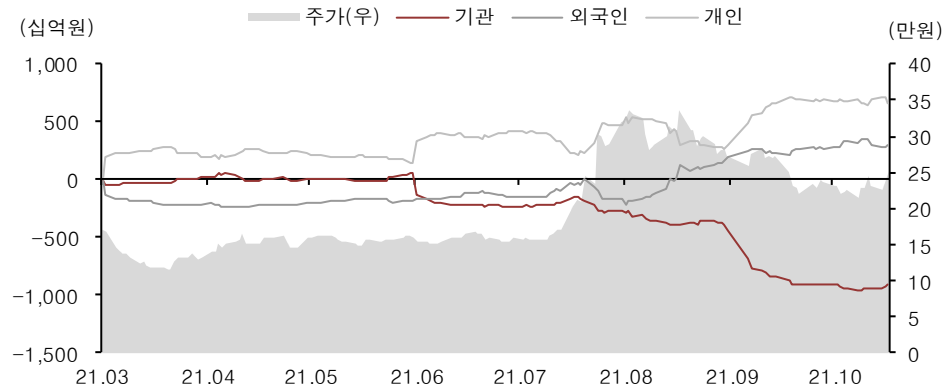


자료: FnGuide, 흥국증권 리서치센터

IV. 수급분석

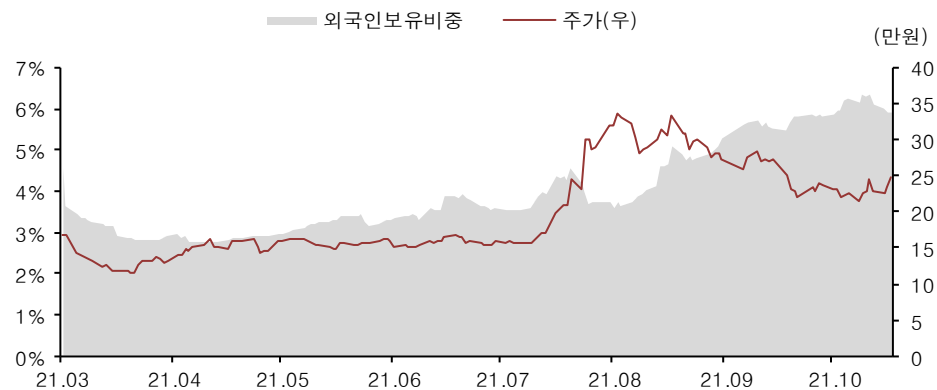
SK바이오사이언스의 수급을 보면, 기관/외국인과 개인의 매매 동향이 7월을 기점으로 달라진다. 상장 초기부터 동사 주식을 보유하고 있던 기관과 외국인들은 크게 매매동향을 보이지 않았다. 2021년 7월 중순 아스트라제네카 및 노바백스 COVID-19 백신 CMO 계약소식과 자체 개발 COVID-19 합성항원 백신인 GBP510 임상3상 승인 소식과 함께 주가가 2배 가까이 뛰었고, 이 과정에서 기관과 외국인은 차익실현 매도세를 보였다. 최근까지 특히 기관의 매도물량이 커지고 있다. 반면 개인들은 GBP510 임상3상 성공에 대한 기대감으로 7월 이후 매수세를 이어간 것으로 파악된다.

그림 118 SK바이오사이언스 매매 동향



자료: 흥국증권 리서치센터

그림 119 SK바이오사이언스 외국인 지분율과 주가



자료: 흥국증권 리서치센터

V. 기업개요

SK바이오사이언스는 2018년 12월 SK케미칼의 백신사업부를 물적분할하여 설립되었다. 동사는 국내 경쟁 백신제조사인 녹십자와 달리 세포배양 방식의 인플루엔자 백신을 생산하고 있다. 동사의 자체 개발 제품은 스카이셀플루 4가, 스카이즈스터(대상포진 생백신), 스카이바리셀라(수두 생백신)이 있다. 안동 L하우스 내 CAPA는 배양수트 8개, 셀 뱅크 1개가 있다. 도입 상품으로는 GSK의 부스트릭스, 서바릭스, 멘비오 등이 있다.

동사는 mRNA를 제외한 백신 플랫폼 기술을 모두 보유하고 있는데, 생백신의 대상포진 백신(스카이즈스터), 수두백신(스카이바리셀라), 세포배양 방식의 독감 4가 백신(스카이셀플루 4가)은 현재 국내 상용화 및 해외 수출 중이며, 합성항원 백신, 단백질접합 백신, 바이럴 벡터 백신까지 모든 플랫폼이 개발 단계이거나 CDMO 경험이 있다.

동사의 주요 파이프라인으로는 합성항원 COVID-19백신 GBP510, 미국 임상2상 중인 차세대 폐렴구균 백신 스카이팩, 빌앤멀린다게이트 재단의 지원을 받는 로타바이러스 백신, 장티푸스 접합 백신 등이 있다.

동사의 2020년 기준 사업부문별 매출은 제품(자체 개발 백신) 1,482억원, 상품 610억원, 기술수출료 165억원으로 2,256억원의 연간 매출액을 기록했다. COVID-19의 확산과 빠른 백신 개발로 동사의 L하우스 수트에 CMO수주가 들어오기 시작했고, 2020년 12월 노바백스의 합성항원 COVID-19 백신 CDMO, 아스트라제네카의 COVID-19 백신 CMO 계약을 차례로 체결하며 3Q21 누적 매출액 4,781억원을 기록했다.

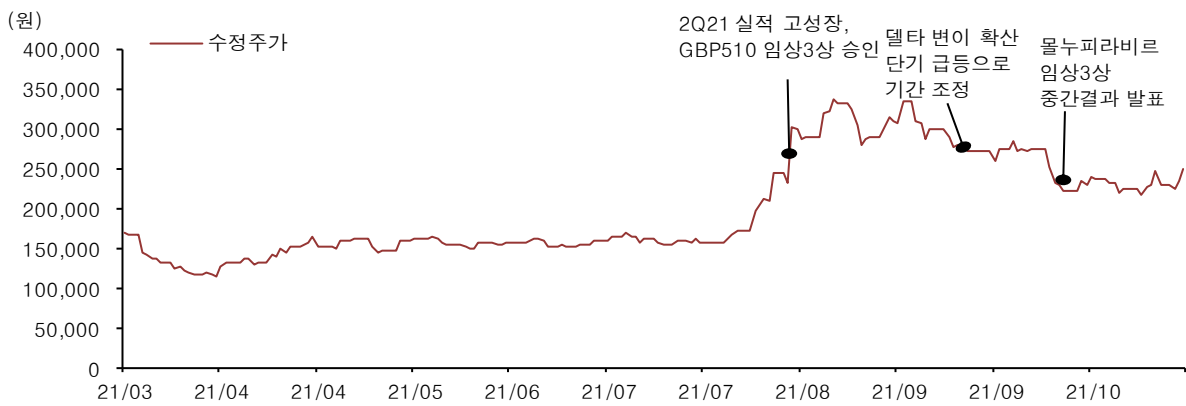
그림 120 SK바이오사이언스의 연혁

연도	내용
2005-12	백신 R&D 센터 설립
2012-12	백신 생산 공장 준공 (안동 L House)
2013-12	장티푸스백신 공동개발 및 글로벌 공급계약 (IVI, BMGF)
2014-12	차세대 폐렴구균백신 공동개발 계약 체결 (Sanofi Pasteur)
2016-12	세계 최초 4가 세포배양독감백신 발매
2017-12	세계 두 번째 대상포진백신 스카이즈스터 발매
2018-12	SK 바이오사이언스 설립 (2018년 7월 1일 SK 케미칼주의 VAX 사업부문 물적분할)
2019-12	독감백신 3가, 4가 및 수두백신 WHO PQ 인증
2020-12	COVID-19 CDMO 계약 체결 (Novavax)
2020-12	COVID-19 CMO 계약 체결 (AstraZeneca)
2020-12	COVID-19 Capacity Reservation 계약 체결 (CEPI)
2020-12	COVID-19 백신 개발 BMGF Grant
2020-12	COVID-19 백신 개발 착수
2020-12	차세대 폐렴구균백신 글로벌 임상 2상 진입 (Sanofi Pasteur)

자료: SK바이오사이언스, 흥국증권 리서치센터

동사는 상장 이후 2Q21 영업이익 662억원 기록으로 한 분기에 2020년 연간 영업이익 이상을 벌어들이는 엄청난 실적 성장(매출액 전년동기대비 272.2% 증가)을 기록함에 따라 주가의 반등이 시작됐다. 연이어 자체 개발 COVID-19 백신 GBP510의 임상 3상 승인 뉴스가 발표되며 한달만에 주가가 2배 가까이 상승했다. 그러나 델타 변이주가 전세계에 확산되고, 돌파감염사례가 잇따라 보도되며 초기 우한종을 타겟으로 만든 GBP510의 델타변이체 예방효과에 대한 우려가 생기며 주가가 하락 추세로 돌아섰다. 9월말에는 머크의 경구용 COVID-19 치료제 몰누피라비르의 임상3상 중간결과가 긍정적으로 발표, 긴급사용승인 신청에 들어가며 COVID-19 백신 관련주들의センチ먼트가 꺾인 상황이다.

그림 121 SK바이오사이언스 주가 장기차트



자료: 흥국증권 리서치센터

그림 122 SK바이오사이언스 백신 기술 플랫폼



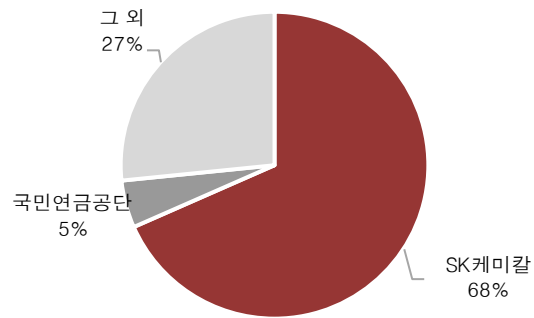
자료: SK바이오사이언스, 흥국증권 리서치센터

그림 123 SK바이오사이언스 주요 파이프라인

Blockbuster Pipeline		기초연구/전임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상	상업화
1	COVID-19 백신 CEPI, <small>BILL & MELINDA GATES Foundation</small>				✓ 글로벌	
2	차세대 페럼구균백신 SANOFI PASTEUR			✓ 미국		
	로타바이러스 백신 (재개발 국가용) PATH, <small>BILL & MELINDA GATES Foundation</small>				✓ 아프리카	
	장티푸스 접합백신 <small>WU</small> , <small>BILL & MELINDA GATES Foundation</small>					✓ 수출용 품목허가신청
	자궁경부암 백신 4가 (NBP615)		✓ 임상 1/2상			
	로타바이러스 백신 (NBP613)		✓			
	A형 간염, 재조합 대상포진 등	✓				
	면역항암제, 비만백신 등	✓				
	기타 (mRNA 면역보조제)	✓				

자료: SK바이오사이언스, 흥국증권 리서치센터

그림 124 SK바이오사이언스의 주주구성 현황



자료: 전자공시시스템, 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	183.9	225.6	937.6	948.0	663.6
증가율 (Y-Y,%)	85.0	22.7	315.6	1.1	(30.0)
영업이익	22.8	37.7	430.6	438.1	251.2
증가율 (Y-Y,%)	(13.8)	65.4	1,041.6	1.7	(42.6)
EBITDA	37.3	54.2	450.1	459.3	273.3
영업외손익	(4.3)	(0.4)	(1.6)	(5.1)	(3.1)
순이자수익	(4.0)	(3.7)	(5.0)	(5.0)	(5.4)
외화관련손익	(1.5)	3.2	3.1	(0.3)	(0.1)
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	18.5	37.3	428.9	432.8	248.1
당기순이익	14.7	32.9	332.4	335.4	192.3
지배기업당기순이익	14.7	32.9	332.4	335.4	192.3
증가율 (Y-Y,%)	64.3	124.1	910.6	0.9	(42.7)
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	n/a	n/a	111.3	72.7	43.3
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	153.5	167.8	88.2
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	138.9	130.8	71.4
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	233.9	183.8	80.1
영업이익률(%)	12.4	16.7	45.9	46.2	37.9
EBITDA마진(%)	20.3	24.0	48.0	48.5	41.2
순이익률 (%)	8.0	14.6	34.5	36.3	29.0
NOPLAT	18.1	33.3	333.7	339.4	194.7
(+) Dep	14.5	16.5	19.6	21.4	22.1
(-) 운전자본투자	(5.7)	(82.2)	141.8	3.5	(19.2)
(-) Capex	23.7	9.9	41.3	47.4	33.2
OpFCF	14.6	122.1	170.2	309.9	202.8

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	170.7	333.9	1,560.1	1,889.3	2,091.1
현금성자산	94.5	216.0	1,257.3	1,574.1	1,818.4
매출채권	32.4	45.8	167.0	164.4	115.1
재고자산	36.4	70.3	135.0	150.0	156.8
비유동자산	233.2	228.3	343.3	370.9	345.0
투자자산	31.3	29.5	122.5	123.9	86.7
유형자산	182.5	181.0	205.6	234.1	247.4
무형자산	19.5	17.9	15.1	12.9	11.0
자산총계	404.0	562.2	1,903.4	2,260.2	2,436.2
유동부채	45.5	180.6	221.8	240.7	214.4
매입채무	24.5	27.6	91.1	100.0	76.7
유동성이자부채	1.4	12.7	10.7	20.7	17.7
비유동부채	125.7	117.8	99.9	109.9	119.9
비유동이자부채	123.7	113.0	95.0	105.0	115.0
부채총계	171.2	298.4	321.6	350.6	334.3
자본금	10.2	30.6	38.2	30.6	30.6
자본잉여금	201.2	180.5	1,157.0	1,157.0	1,157.0
이익잉여금	22.3	53.2	385.6	721.1	913.3
자본조정	(1.0)	(0.6)	0.9	0.9	0.9
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	232.7	263.8	1,581.7	1,909.6	2,101.8
투하자본	263.3	173.4	430.1	461.1	416.1
순차입금	30.6	(90.4)	(1,151.6)	(1,448.5)	(1,685.8)
ROA	3.7	6.8	27.0	16.1	8.2
ROE	6.5	13.2	36.0	19.2	9.6
ROIC	7.0	15.2	110.6	76.2	44.4

주요투자지표

(단위:십억원, 원)

결산기	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Per share Data					
EPS	n/a	n/a	5,431	5,481	3,142
BPS	114,085	4,310	25,845	31,202	34,344
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Multiples (x,%)					
PER	n/a	n/a	44.6	44.2	77.0
PBR	n/a	n/a	9.4	7.8	7.0
EV/ EBITDA	0.8	(1.7)	38.6	37.2	61.6
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PCR	n/a	n/a	99.7	40.5	56.6
PSR	n/a	n/a	15.8	15.6	22.3
재무건전성 (%)					
부채비율	73.6	113.1	20.3	18.4	15.9
Net debt/Equity	13.1	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	82.0	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	375.2	184.8	703.4	785.0	975.4
이자보상배율	5.7	10.2	86.4	88.2	46.3
이자비용/매출액	2.3	1.8	0.6	0.6	0.9
자산구조					
투하자본(%)	67.7	41.4	23.8	21.4	17.9
현금+투자자산(%)	32.3	58.6	76.2	78.6	82.1
자본구조					
차입금(%)	35.0	32.3	6.3	6.2	5.9
자기자본(%)	65.0	67.7	93.7	93.8	94.1

주) 재무제표는 개별기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업현금	0.0	120.2	100.7	362.1	280.8
당기순이익	14.7	32.9	332.4	335.4	192.3
자산상각비	14.5	16.5	19.6	21.4	22.1
운전자본증감	0.0	66.4	(47.8)	(3.5)	19.2
매출채권감소(증가)	0.0	1.7	(121.2)	2.6	49.3
재고자산감소(증가)	0.0	(31.6)	(64.7)	(15.0)	(6.8)
매입채무증가(감소)	0.0	(0.9)	63.5	8.9	(23.3)
투자현금	0.0	(108.1)	(50.5)	(52.7)	(31.5)
단기투자자산감소	20.6	(102.4)	(8.9)	(5.0)	2.0
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
설비투자	(23.7)	(9.9)	(41.3)	(47.4)	(33.2)
유무형자산감소	(0.2)	0.2	(0.3)	(0.3)	(0.3)
재무현금	0.0	(1.5)	982.1	2.4	(3.0)
차입금증가	(23.4)	(1.2)	(2.0)	10.0	(3.0)
자본증가	0.0	0.0	984.1	(7.6)	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	9.9	10.6	1,032.3	311.8	246.3
총현금흐름(Gross CF)	39.8	58.0	148.5	365.6	261.6
(-) 운전자본증가(감소)	(5.7)	(82.2)	141.8	3.5	(19.2)
(-) 설비투자	23.7	9.9	41.3	47.4	33.2
(+) 자산매각	(0.2)	0.2	(0.3)	(0.3)	(0.3)
Free Cash Flow	21.6	130.5	(34.7)	314.4	247.3
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
잉여현금	21.6	130.5	(34.7)	314.4	247.3