

SK(034730)

SK바이오팜 및 바이오텍 가치 정밀분석

SK바이오팜과 바이오텍 가치의 역설:

누구나 알고 있으나 누구도 반영해 본 적 없는 가치

SK가 100% 보유한 바이오팜과 바이오텍의 가치 반영이 역설적이다. SK그룹에 관심 있는 투자자라면, 누구나 들어봤을 만큼 파이프라인 경쟁력과 실적 성장성을 지녔음에도 SK 주가는 그를 제대로 반영한 바가 없기 때문이다. 물론, 바이오 산업의 속성장 시장가치 변동폭이 크고 지분 보유에 따른 현금흐름 개선 요인(배당 등)이 미미하다는 한계점을 간과할 수 없으나 핵심 파이프라인인 Cenobamate의 글로벌 3상이 마무리되었고 '19년 IPO 추진이 임박했다는 점에서 장부가를 통한 지분가치 평가는 게으름의 소산임을 부인하기 어렵다. 금번 콜라보 자료를 통해 바이오팜과 바이오텍의 합산 지분가치를 6.58조원으로 재평가하였으며 이는 장부가 대비 8배에 달하는 규모이다.

2018년, 지분가치 현실화 및 현금흐름 레벨업 선순환의 시작

SK는 바이오팜과 바이오텍, SK E&S, 실트론 등 적극적인 투자를 통해 그룹 실적의 현격한 성장을 시현했다. 성공적인 투자 행보를 통해 그룹 실적의 레벨업은 분명하나, SK의 별도 순차입금 또한 '17년말 6.7조원까지 불어났다. 반면, '18년을 기점으로 그간 투자에 대한 본격적인 회수 사이클이 진행될 전망이다. 올 하반기 SK바이오팜의 상장 추진을 필두로 E&S와 바이오텍, 실트론 등의 상장이 예정되어 있다. 상장을 통한 가치 재평가뿐만 아니라 일부 지분의 유동화를 통한 투자대금 회수와 현금흐름 개선이 나타나는 선순환의 초입이라 평가한다. 이를 기반으로 주주환원 또한 기초적인 확대가 예상된다.

바이오팜 및 바이오텍 가치 재평가에 따라

목표주가 47만원으로 상향조정

SK 목표가를 기존 43만원에서 47만원으로 상향한다. 목표주가 상향은 바이오팜 및 바이오텍 가치 재평가의 영향이다. 핵심 파이프라인인 Cenobamate의 상업화가 임박한 SK바이오팜은 파이프라인별 적정가치 평가에 따라 지분가치를 기존 2.4조원에서 5.0조원으로 상향했다. SK바이오텍은 스위즈 공장 인수 및 신규 증설한 세종공장 실적 반영에 따라 적정 지분가치를 1.5조원대로 반영했다. SK E&S와 실트론의 실적 호조가 나타나는 가운데 바이오팜 및 바이오텍 가치 재평가 또한 올해 SK의 주가 레벨업을 이끌 핵심 이슈라 판단한다.

Collaboration Report

BUY

| TP(12M): 470,000원(상향) | CP(4월30일): 294,000원

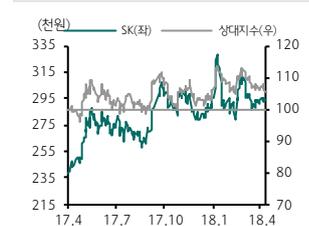
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,515.38	
52주 최고/최저(원)	328,500/242,500	
시가총액(십억원)	20,685.9	
시가총액비중(%)	1.72	
발행주식수(천주)	70,360.3	
60일 평균 거래량(천주)	95.3	
60일 평균 거래대금(십억원)	28.1	
17년 배당금(예상, 원)	4,000	
17년 배당수익률(예상, %)	1.36	
외국인지분율(%)	24.66	
주요주주 지분율(%)	최대원 외 4인 30.88	
국민연금	8.40	
주가상승률	1M	6M 12M
절대	(0.7)	1.7 21.2
상대	(3.4)	1.2 6.3

Consensus Data

	2017	2018
매출액(십억원)		97,825.1
영업이익(십억원)		6,228.5
순이익(십억원)		5,497.4
EPS(원)		28,580
BPS(원)		277,294

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2015	2016	2017	2018F	2019F
매출액	십억원	94,796	82,730	93,296	97,866	99,359
영업이익	십억원	4,656	5,281	5,861	6,677	7,225
세전이익	십억원	9,470	4,390	7,442	8,284	8,810
지배순익	십억원	1,219	766	1,677	2,382	2,589
EPS	원	21,622	13,577	29,748	42,239	45,906
증감율	%	흑자전환	-37.2%	119.1%	42.0%	8.7%
PER	배	11.1	16.9	9.5	7.0	6.4
PBR	배	1.1	1.0	1.2	1.0	0.9
ROE	배	9.54%	6.04%	12.68%	16.16%	15.25%
BPS	%	222,855	226,961	242,249	280,487	321,392
DPS	원	3,400	3,700	4,000	5,000	6,000



지주/보험 Analyst 오진연
02-3771-7525
jw.oh@hanafn.com



제약바이오 Analyst 선민정
02-3771-7785
rsslun@hanafn.com

CONTENTS

1. SK바이오팜/ 바이오텍 재평가로 SK 목표주가 상향조정	3
1) 비상장 계열사 성장에 대한 과실을 향유할 시점	3
2) 2018년, 지분가치 현실화 및 현금흐름 레벨업 선순환의 시작	6
3) SK E&S 및 SK실트론의 실적 호조 지속 전망	10
2. SK 바이오팜 한국의 길리어드를 꿈꾸다	18
1) Global FPCO	18
2) SK바이오팜 파이프라인 분석	19
3) SK바이오팜 기업가치평가	28
3. SK 바이오텍: 글로벌 Top10 CMO 도약이 목표	30
1) 생산규모 확대 중	30
2) BMS사의 원료의약품 공장 인수로 유럽 전초 기지 확보	31
3) SK바이오텍 기업가치평가	32

1. SK바이오팜/ 바이오텍 재평가로 SK 목표주가 상향조정

1) 비상장 계열사 성장에 대한 과실을 향유할 시점

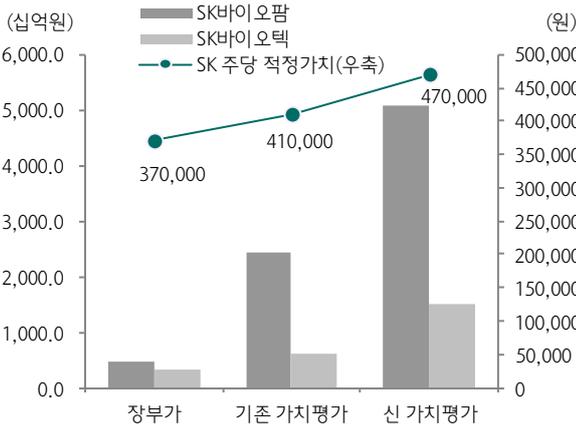
바이오팜 및 바이오텍 재평가로
SK 목표주가 43만원에서
47만원으로 상향조정

SK가 100% 지분을 보유한 SK바이오팜과 바이오텍의 지분가치를 각 2.4조원, 0.6조원에서 5.0조원, 1.5조원으로 상향하며 목표주가를 기존 43만원에서 47만원으로 상향한다. 현재 주가 대비 60% 전후의 상승여력으로 SK E&S 및 실트론 실적 호조와 더불어 SK 주가 레벨업을 이끌 핵심요인이라 평가한다.

바이오팜 Cenobamate
글로벌 3상 종료 임박.
바이오텍 CAPA 레벨업에 따른
실적 성장 본격화 전망

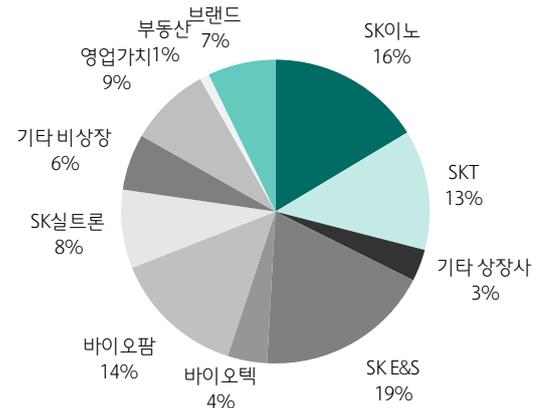
먼저 바이오팜은 글로벌 3상 임상 종료가 종료된 뇌전증 치료제 세노바메이트(Cenobamate)가 곧 미 FDA에 NDA를 제출할 예정이다. 또한 '19년 중 상장 추진 또한 계획하고 있어 지분가치의 대폭 재평가가 예상된다. SK바이오텍은 화학합성 원료의약품 생산을 위한 CMO 업체로서, '17년 10월 16만 리터 규모의 세종공장 완공으로 32만 리터 생산 시설을 확보한 데 이어 아일랜드 스위즈 공장 인수로 유럽 생산거점 또한 확보한 상황이다.

그림 1. SK바이오팜과 바이오텍 가치평가



자료: SK, 하나금융투자

그림 2. SK NAV 구성 현황



자료: SK, 하나금융투자

표 1. SK바이오팜 연혁 요약

SK바이오팜 연혁	
2005-11-01	뇌전증치료제 Cenobamate(YKP-3089) IND
2011-04-04	(주)SK의 Life Science 사업부문의 물적분할을 통해 설립(순자산 1,500억)
2011-01-16	파킨슨병 치료제(YKP10461) IND
1Q11	美 Jazz사에 수면장애신약 Solriamfetol(SKL-N05) 라이선스 아웃
2011-10-01	中 Medicilon사에 조울증 치료제(SKL-PSY) 라이선스 아웃
2014-01-20	(주) SK, 바이오팜에 1,000억원 증자
2015-06-01	수면장애신약(SKL-N05) 임상 3상 시작
2016-02-29	SK바이오텍 지분 100% (주)SK에 매각(매각단가 1,238억원)
2016-03-30	Cenobamate(YKP-3089) 임상 3상 시작
2017-12-22	Solriamfetol(SKL-N05) 신약판매승인(NDA)신청
2018-03-05	(주) SK, 바이오팜에 1,500억원 증자
현재	Solriamfetol(SKL-N05) 2019년 판매 예정 Relenopride(YKP-G) 글로벌 3상 진행 및 라이선스 아웃 가능성 Cenobamate 2018년 중 글로벌 3상 완료. 2019년 상업화 진행 예정

자료: SK, 하나금융투자

표 2. SK바이오텍 연혁 요약

SK바이오텍 연혁	
2015-04-01	SK바이오팜의 CMS 사업부문의 물적분할을 통해 설립(순자산 771억)
2016-02-29	SK바이오팜, SK바이오텍 지분 100% (주)SK에 매각(매각단가 1,238억원)
2016-03-04	(주)SK, 바이오텍에 400억원 증자
2017-06-18	(주)SK, BMS의 아일랜드 생산공장 인수 결정(1,700억원)
2017-10-17	SK바이오텍 세종 제2공장 가동 (연간 생산량 16만->32만)
2017-12-11	(주)SK, 바이오텍에 1,725억원 증자

자료: SK, 하나금융투자

표 3. SK SOTP 밸류에이션

(단위: 십억원,원)

	지분율	평가액	비고
투자자산가치		31,045	
상장사		12,590	2018-04-27 증가 기준
SK이노	32.96%	5,930	
SK텔레콤	25.22%	4,612	
SK머티리얼즈	49.10%	821	
기타		1,227	SK네트웍스, SKC, 에스엠코어 등
비상장사		18,454	상장 추진 계획이 있는 E&S, 바이오팜, 바이오텍 Fair value 평가. 기타 장부가
SK E&S	100%	6,698	SOTP Valuation 적용(상장 지분가치 30% 할인, 발전부문 P/E 10배 적용)
SK바이오텍	100%	1,512	'20년 순익 대비 P/E 15배 적용(Global Peer 비교. 미래 불확실성 고려 30% 할인)
SK바이오팜	100%	5,068	SK바이오팜 파이프라인 가치 합산 방식
SK실트론	71%	3,014	12M Forward EBITDA 대비 8.1배 적용(Global Peer 밸류에이션)
기타		2,162	기타 비상장사 합산
영업가치		3,117	2018년 예상 자체사업 세후영업익 대비 10배
부동산가치		361	2018년 예상 세후 임대료수익 대비 10배
브랜드가치		2,596	2018년 예상 브랜드손익 대비 20배(브랜드광고비 30% 차감후 기준)
순차입금		6,739	4분기 별도 순차입금
총 기업가치		30,380	
상장사 30% 할인을 적용시 기업가치		26,603	
주식수(천주)		56,389	자사주 제외한 우선주 포함 총 발행주식수 기준
주당 NAV(원)		470,000	
현재주가(원)		294,500	2018-04-27 증가 기준
상승여력		59.6%	

자료: SK, 하나금융투자

표 4. SK E&S SOTP 밸류에이션

(단위: 십억원,원)

	지분율	평가액	비고
투자자산가치		5,217	
상장사		3,467	2018/04/27 증가 기준
China Gas Holdings	16%	3,198	
부산도시가스	67%	269	
비상장사		1,750	
코원에너지서비스	100%	337	
충청에너지서비스	100%	87	
영남에너지서비스	100%	145	
전남도시가스	100%	40	
강원도시가스	100%	34	
전북에너지서비스	100%	26	
위례에너지서비스	95%	228	
나래에너지서비스	100%	192	
기타		661	
영업가치		4,072	2018년 발전사업 세후 영업익 대비 10배수 적용
순차입금		1,552	2017년 4분기말 별도 순차입금
총 기업가치		7,738	
상장사 30% 할인을 적용시 기업가치		6,698	
주식수(천주)		41,762	총 발행주식수 기준
주당 NAV(원)		160,000	

자료: SK E&S, 하나금융투자

표 5 . SK바이오팜의 파이프라인 및 가치평가 요약

(단위: 십억원)

파이프라인	적응증	전임상	1상	2상	3상	출시	가치	비고
SKL-N05/JZP-110	수면장애						776	미국 JAZZ Pharmaceuticals에 기술이전. 2015년 임상 3상 시작 2018년 3월 NDA filing. 2019년 초 시판허가 기대
Cenobamate	뇌전증						3,992	올해 2분기 3상 데이터 취합 완료 올해 말 NDA filing 기대. 2019년 하반기 시판허가 기대
Relenopride	만성변비, 과민성대장증후군						300	만성변비에 대해서 임상 2상 완료 올해 초 글라이식스사와 희귀 신경계질환 치료제 공동개발
Carisbamate	희귀뇌전증							
SKL136865	집중력장애							
SKL20540	조현병/인지장애							2018년 1월 국내 임상 1상 진행 2018년 3월 범부처전주기신약개발사업 과제로 선정
YKP10461	파킨슨							
SKL-PSY/FZ-016	조울증							
SK 바이오팜 기업가치							5,068	

자료: SK바이오팜, 하나금융투자

표 6. SK바이오텍 연간 매출추정

	2016	2017	2018	2019	2020
예상매출액	101	109	300	450	600
YoY(%)		8%	175%	50%	33%
이벤트			세종공장 및 스위즈 공장 본격가동	세종공장 생산시설 증설	총 80만리터로 확대
영업이익	29	28	60	113	180
영업이익률	28.7%	25.7%	20%	25%	30%
순이익			48.0	90.0	144.0
P/E Multiple(배)					15
SK 바이오텍 기업가치					2,160
반영 지분가치(30% 할인)					1,512

자료: 하나금융투자

2) 2018년, 지분가치 현실화 및 현금흐름 레벨업 선순환의 시작

'19년 상장 추진 예정인 바이오팜 이외에도 SK E&S, 바이오텍, 실트론, SK건설 등 비상장 자회사 다수의 상장 추진 계획

2019년 상장 추진 예정인 SK바이오팜 이외에도 SK E&S, SK바이오텍, 실트론, SK건설 등 SK 보유 비상장사 중 다수가 상장 추진 계획을 갖고 있다. SK E&S는 장부가액은 2,6조원에 불과하나, LNG 전후방 밸류체인을 모두 갖고 있는데다 발전사업 실적 호조를 감안시 6조원 이상의 가치평가가 가능할 것으로 예상된다. SK바이오텍 역시 스위즈 공장 인수 및 세종공장 CAPA 확장으로 향후 조원대 상장 지분가치를 추정한다. 실트론 또한 유사 CAPA를 지난 글로벌 Peer업체들의 시가총액을 감안할 때 현 직접 보유 장부가액은 6,260억원에 불과하나, Total Return Swap을 통해 확보한 71% 지분가치 기준 약 3조원의 가치평가가 가능할 전망이다. SK건설은 타 비상장사 대비 가치 재평가 여력은 제한적이나 SK케미칼과의 계열분리 가능성을 감안시 향후 상장 추진이 검토될 개연성이 충분해 보인다.

SK는 '15년 합병 지주회사 출범 이후 성공적인 M&A 행보를 지속한 가운데 반대급부로 차입금 증가. 향후 비상장 계열사 상장 추진으로 재무구조 개선 및 현금흐름 향상이 동시에 진행될 전망

SK는 지난 '15년 8월 SK C&C와 SK의 합병 이후 사업지주회사로서 성공적인 M&A 행보를 보였는데 인수합병 과정의 반대급부로 SK의 재무적 부담 또한 증대된 상황이다. 3Q15 기준 SK의 별도 순차입금은 4.7조원에서 '17년말 6.74조원까지 2조원 이상 증가했다. 물론 동기간 보유 지분가치의 상승이 그를 크게 압도한다는 측면에서 긍정적이나, 이는 재무제표상 관점에서의 시각일 뿐 현금흐름 개선은 상대적으로 제한적이었다. 그러나, 향후 보유 비상장사의 상장 추진 및 지분 유동화 과정에서 지주회사의 현금흐름 또한 한층 레벨업될 것으로 추정된다. IPO 추진이 가장 우선시될 바이오팜의 상장 추진시 일부 구주 매출과 신주 발행을 감안시 100% 지분을 보유한 SK 입장에서는 수조원대 순자산 증가와 동시에 1조원 이상의 현금유입이 가능할 것으로 판단된다.

그간 연결 실적 개선폭 대비 지주회사 별도 실적 개선폭은 상대적으로 미진했던 상황. 배당은 증가해 왔으나 주로 배당성향 상향의 영향.

실제, SK 합병 지주회사 출범 전후부터 영업익을 살펴보면, 별도 영업이익은 '14년 8,636억원에서 '17년 8,695억원으로 사실상 제자리 수준이었던 반면, 자회사 연결 영업이익은 동기간 2.37조원에서 5.86조원으로 2.5배 가까이 급증했다. 지주회사의 배당 체력은 연결이 아닌 별도라는 점에서 실제 그간의 배당 증대는 향후 현금흐름 유입 증가 기대를 감안한 배당 성향 상향에 기반했다. 실제 '16년 이후 별도 순익 대비 배당성향은 '17년 36.9%까지 상승하였다.

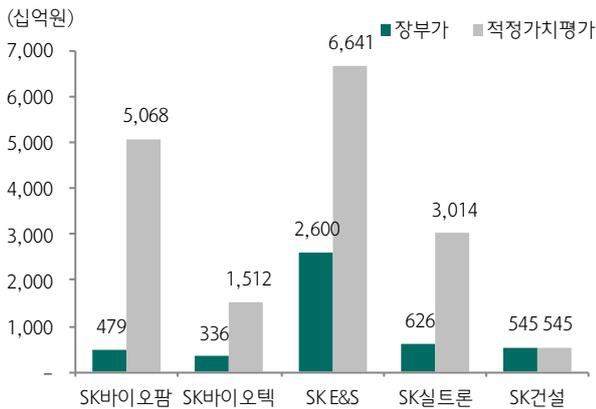
'18년부터 본격적으로 별도 실적 증가할 전망. SK E&S 턴어라운드가 현금흐름 개선의 물꼬를 트 상황

'18년은 성공적인 자회사 투자에 대한 과실을 향유하게 되는 선순환 초기라는 점에서 주목할 만 하다. 당장, 배당 기여도가 가장 큰 SK E&S의 '17년 턴어라운드로 '18년 배당 수익은 전년 대비 24.2% 증가한 7,300억원대가 예상된다. 이를 기반으로 '18년 별도 순익은 합병 이후 사상 최대치인 8,550억원대를 전망하며 주당 배당금은 5,000원 이상으로 상향될 것으로 추정한다.

'19년부터는 비상장 자회사의 본격적인 상장 추진에 따라서 순자산 증가 본격화 전망

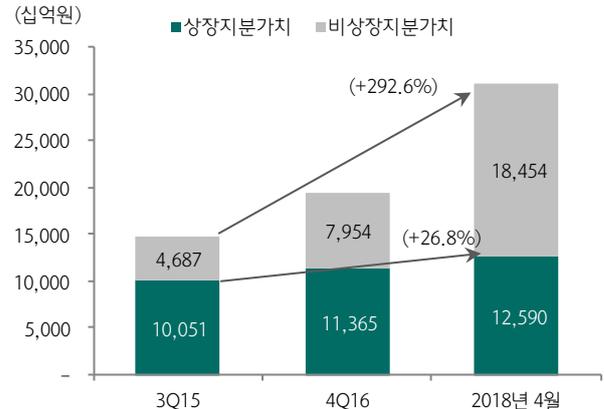
'19년부터 비상장 자회사의 본격적인 상장 추진에 따라 현재 장부가로 표기된 자회사 가치는 대규모 재평가가 예상된다. 앞서 살펴본 4개사 상장 추진시 기존 장부가 4.59조원에서 16.8조원대로 12조원 이상의 순자산 증가가 예상된다. '17년말 SK의 지배지분 순자산이 13.6조원이었다는 점에서 저평가 매력이 본격 부각될 것으로 전망한다.

그림 3. SK 보유 비상장 자회사 장부가와 적정가치평가 비교



자료: SK, 하나금융투자

그림 4. SK 합병 지주회사 출범 이후 보유 지분가치 대폭 증가



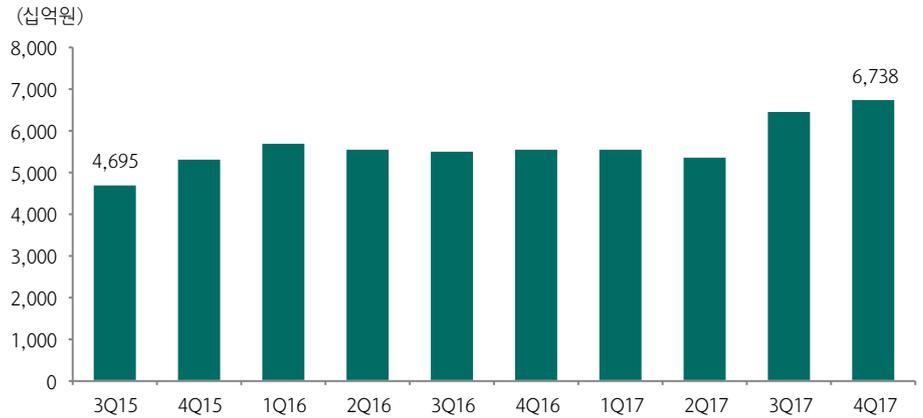
자료: SK, 하나금융투자

표 7. SK 합병 지주회사 출범 이후 주요 M&A 등 포트폴리오 변화 요약

공시 시점	대상	deal 종류	방법	금액 (십억원)	해당 지분율	목적
2015-11-23	OCI머티리얼즈	인수	현금취득	470	49.1%	반도체 특수가스 사업 진출을 통한 신규 성장 Portfolio 육성
2016-02-26	SK바이오텍	인수	현금취득	124	100.0%	의약품 생산사업을 그룹의 신규성장 Portfolio로 육성하기 위해 SK바이오텍을 SK주식회사의 직접 자회사로 지배구조 변경
2016-02-26	SK바이오텍	출자	유상증자 참여	40	-	설비투자 및 사업확장을 위한 유상증자 참여
2017-01-11	에스엠코어	인수	현금취득	394	26.7%	자동화설비 시스템 사업 진출
2017-01-23	LG실트론	인수	현금취득	620	51.0%	실리콘 웨이퍼 제조/판매사업 진출을 통한 반도체 소재사업 확장
2017-07-25	ESR Cayman Limited	지분 취득	현금취득	372	11.8%	중국 중심의 물류센터 사업 진입
2017-07-25	SK China Company Limited	출자	유상증자 참여	262	-	중국내 적기 투자기회 확보 등의 투자 Readiness 제고
2017-09-26	Plutus Capital NY, Inc	지분 취득	현금취득	117	100.0%	북미 Gathering & Processing 사업 진입
2017-11-20	에스케이엔카닷컴	매각	현금매각	205	50.1%	미래 성장을 위한 투자재원 확보
2017-11-28	SK바이오텍	출자	유상증자 참여	173	100.0%	SK 바이오텍의 Global 성장 Potential 확보
2017-11-28	SK마리타임	단순합병	합병	-	100.0%	지배구조 단순화
2017-12-21	Socar Mobility Malaysia SDN BHD	출자	유상증자 참여	7	-	사업 운영자금 출자
2018-03-05	SK증권	매각	현금매각	52	9.9%	공정거래예법에 따른 지주회사 행위제한 위반 해소
Cash In & Out				건수	총 금액 (십억원)	요약
지출 자금				10	2,579	실트론, 머티리얼즈, 에스엠코어 등 인수
단순 합병				1	-	SK해운 분할후 합병
유입 자금				2	257	SK증권 및 SK엔카 매각

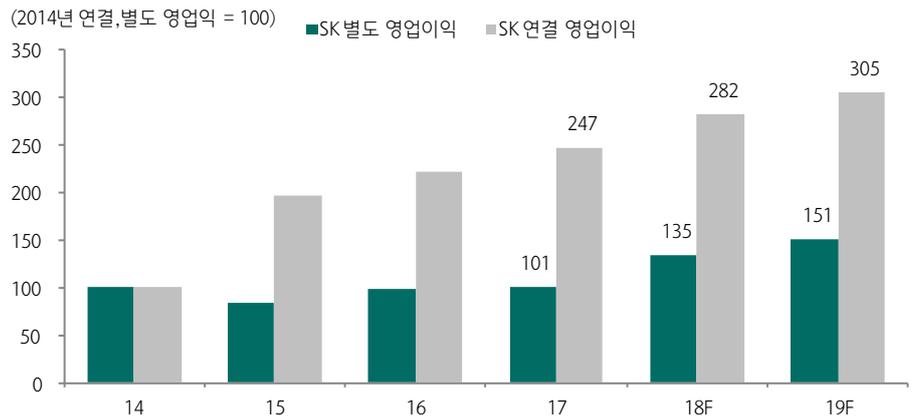
자료: SK, 하나금융투자

그림 5.SK 별도 순차입금 추이



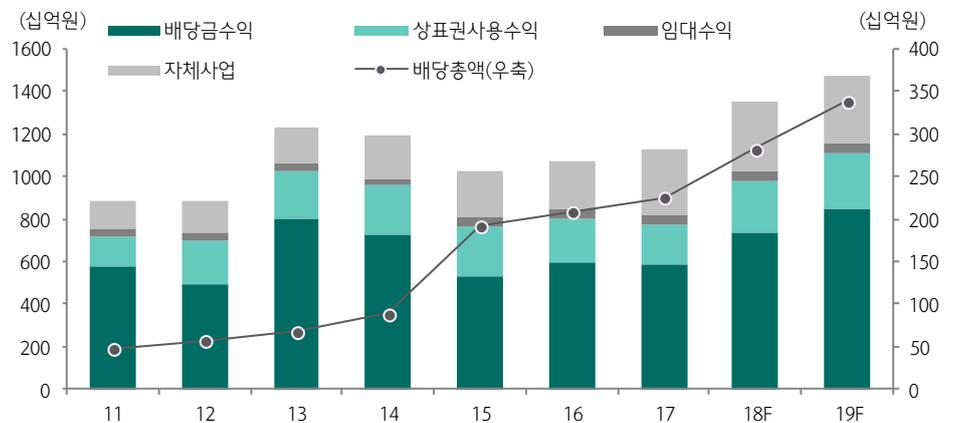
자료: SK, 하나금융투자

그림 6. 연결 실적 개선 대비 별도 실적 개선이 미미했던 SK



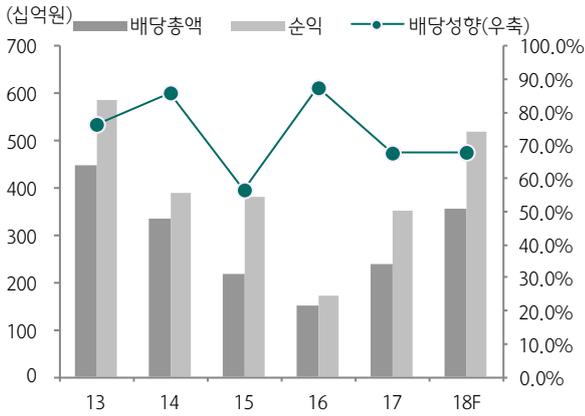
자료: SK, 하나금융투자

그림 7. '18년 사상 최대 별도 실적 예상



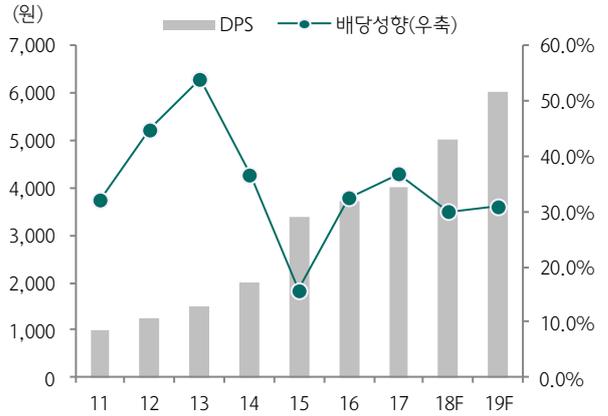
자료: SK, 하나금융투자

그림 8. SK E&S 턴어라운드로 배당총액 대폭 증가



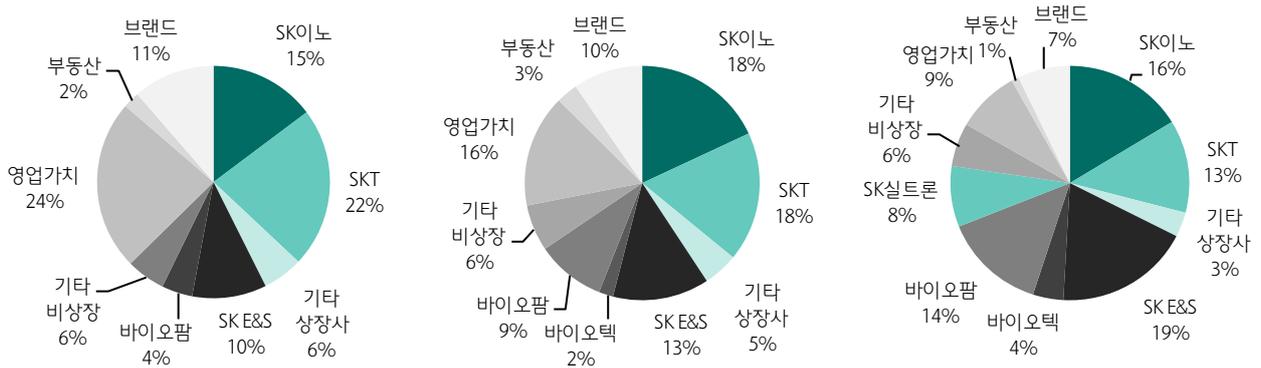
자료: SK, 하나금융투자

그림 9. '18년 SK 배당 증가 가시성 매우 높은 상황



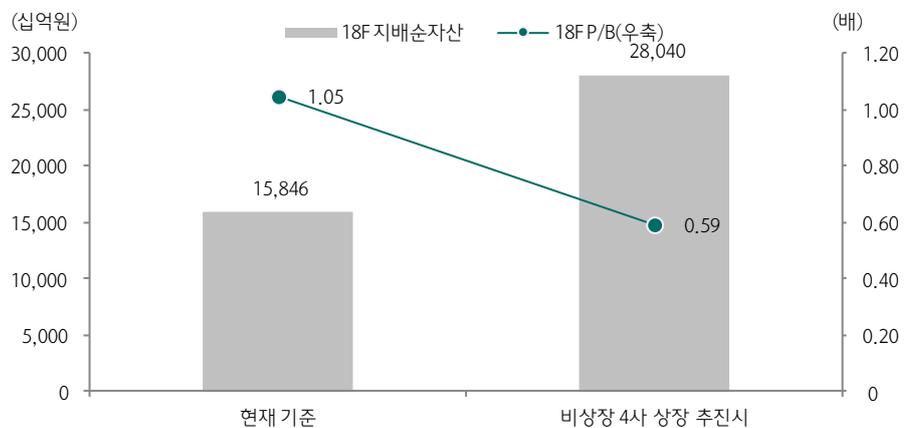
자료: SK, 하나금융투자

그림 10. SK NAV 구성비 변화 추이(3Q15, 4Q16, '18년 4월)



자료: SK, 하나금융투자

그림 11. 비상장 4사(바이오팜, 바이오텍, 실트론, E&S) 상장 추진시 SK 순자산 및 P/B 변화 추정



자료: SK, 하나금융투자

3) SK E&S 및 SK실트론의 실적 호조 지속 전망

'18년에도 실트론의 실적 개선세 이어질 전망.
중익효과 본격 반영

지난 '17년 1월 LG그룹으로부터 인수한 실트론의 실적 개선세는 '18년에도 지속될 전망이다. TRS(토탈리튬스왑)를 포함한 71% 지분을 보유한 SK는 실트론의 실적 급증에 따른 증익 효과 또한 '18년 본격 반영이 예상된다.

'17년 실트론 영업이익 229% 증가.
웨이퍼 가격 상승세 확인

실트론의 '17년 영업이익은 전년 대비 299% 증가한 1,327억원을 기록했다. 이는 반도체 웨이퍼 업황 턴어라운드에 따른 ASP 상승 영향으로 반도체 웨이퍼의 무역협회 수입 데이터를 살펴보면, 수입금액 대비 수입증량을 통해 추산한 ASP(톤당 1000 USD)는 지난 '16년 11월 이후 가파른 상승세를 나타낸 것으로 확인된다.

'18년에도 웨이퍼 산업의 타이트한 수급 상황 이어질 전망
영업익 97% 증가 추정

'18년 실트론은 웨이퍼 산업의 타이트한 수급 밸런스를 기반으로 안정적인 가격 흐름이 지속될 것으로 전망한다. 1.1조원대 매출과 2,621억원(YoY +97%)의 영업익, 4천억원대 EBITDA를 예상한다.

6,970억원의 투자계획
공시를 통해 발표

한편 동사는 지난 2/9일 공시를 통해 '18년 투자계획 6,970억원을 발표했다. 시장 수요증가에 대비한 생산 능력 확대, 선단 제품 대응력 강화, 노후 설비 개선 등을 위한 경상 투자 목적의 투자라 밝혔다.

3,054억원의 장기선수금 수령.
매출 및 이익 안정성 확보.
'18년 4천억원대 EBITDA 추정.
글로벌 웨이퍼 업체들 또한
가격 상승세 전망

사측은 지난 3분기 장기공급계약 관련 3,054억원(전년 매출의 37% 규모)의 장기선수금을 수령하여(실리콘 웨이퍼 관련 수년간 공급 과잉으로 장기공급 계약이 불필요했던 상황) 매출 및 이익 안정성이 확보된 가운데 '18년 가이드선으로 4천억원 이상의 EBITDA를 제시한 바 있고, 글로벌 웨이퍼 업체들 또한 Shinestu는 2017과 2018년 가격상승률을 각각 20%, 16%로 밝혔고, Global Wafer는 실적발표 자료를 통해 2020년까지 가격이 상승할 것으로 전망하였다.

CAPA 증설하더라도
'18년 업황 호조 지속 예상

실트론의 투자폭 확대에 CAPA 증가에 대한 우려가 존재하나, 실제로는 Debottle-necking 수준의 증설로 실제 업계 CAPA에 미치는 영향은 크지 않을 전망이다. DRAM/ NAND/ 비메모리 전방의 수요 증가를 고려할 때, 웨이퍼 시장의 타이트한 수급 상황과 가격 강세 기조는 이어질 것으로 판단된다.

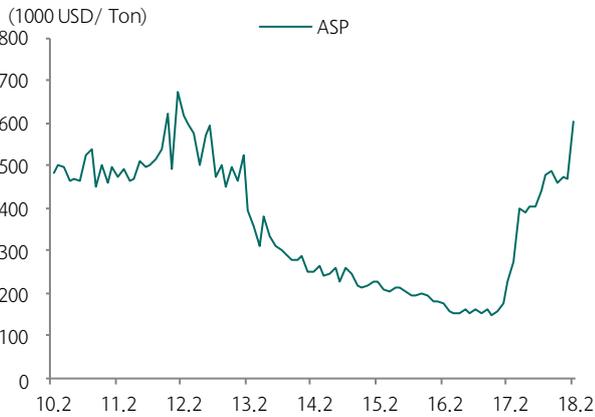
표 8. SK실트론 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2016	2017	2018F
매출액	201.2	205.8	208.7	210.8	211.9	225.2	242.7	253.3	826.5	933.1	1,150.5
300mm Capa(천장/월)	700.0	700.0	700.0	700.0	750.0	750.0	750.0	750.0	700.0	750.0	800.0
ASP Growth(전기대비)		2.3%	1.4%	1.0%	-6.2%	6.3%	7.8%	12.0%		5.4%	15.6%
영업이익	1.2	7.8	11.1	13.2	18.4	23.9	43.3	47.0	33.3	132.7	262.1
영업이익률	0.6%	3.8%	5.3%	6.3%	8.7%	10.6%	17.9%	18.6%	4.0%	14.2%	22.8%
감가상각비									111.3	132.0	160.0
EBITDA									144.5	267.6	424.5

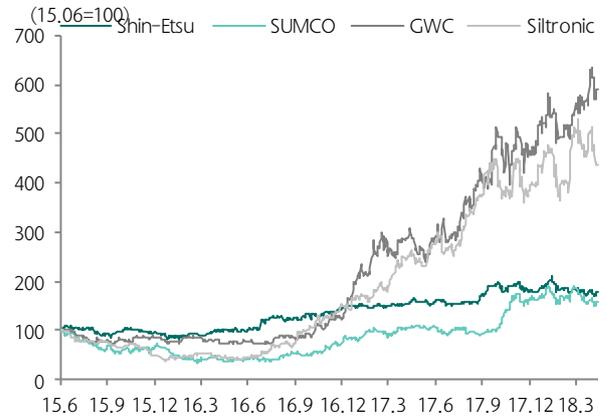
자료: SK실트론, 하나금융투자

그림 12. 실리콘 웨이퍼 국내 수입량 ASP 추이



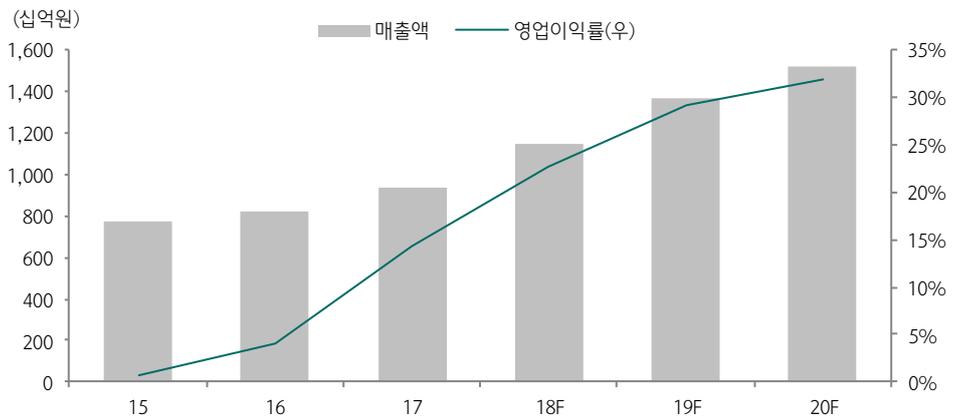
자료: 무역협회, 하나금융투자

그림 13. 글로벌 웨이퍼 Peer 주가 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 14. SK실트론 실적 전망



자료: SK실트론, 하나금융투자

2020년까지 증설 진행

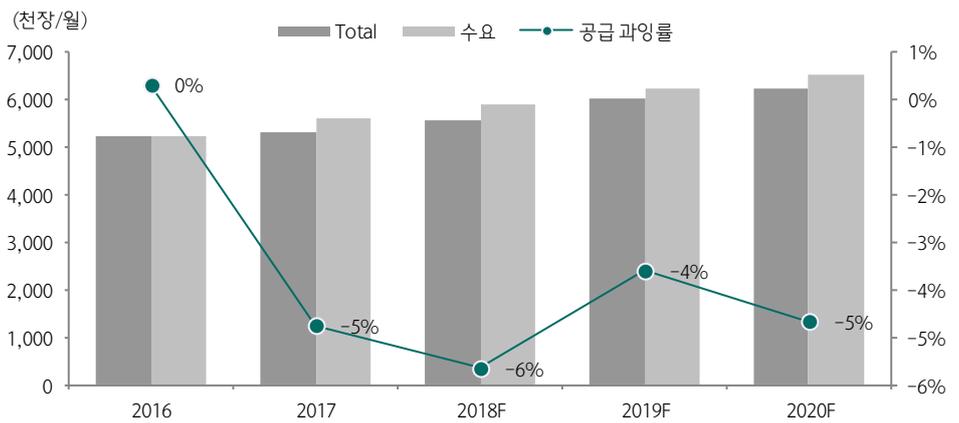
그림 15. 300mm 웨이퍼 글로벌 생산능력 전망



자료: 각 사, 업계 자료, 하나금융투자

2016~2017년에 300mm 웨이퍼의 수급 밸런스가 개선

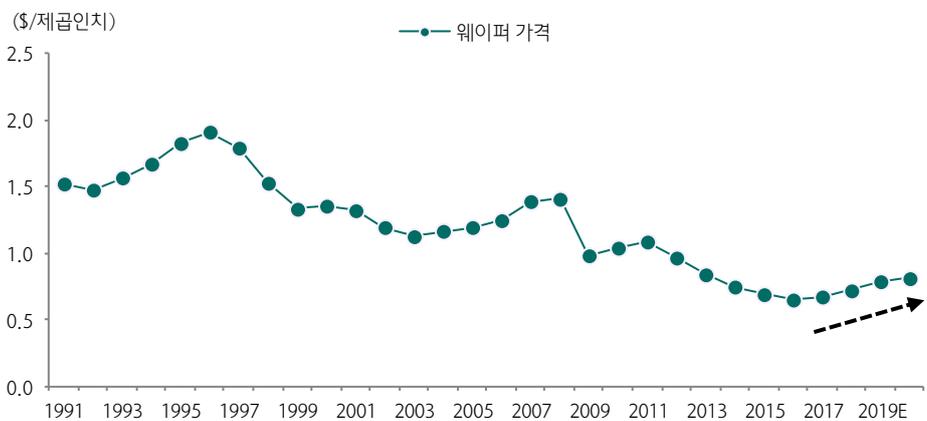
그림 16. 300mm 웨이퍼 글로벌 수요 및 공급 전망



자료: 각 사, 업계 자료, 하나금융투자

GWC는 2020년까지 가격이 지속 상승할 것이라고 전망

그림 17. 실리콘 웨이퍼 가격 추이 및 전망



자료: GWC, 하나금융투자

2017년 SK E&S,
가파른 실적 턴어라운드 시현
SMP 상승과 CP 인상,
파주발전소 신규 가동의 영향.
올해 들어서도 SMP 상승세
지속되는 상황

SK E&S는 '16년 세전익 2,537억원을 바닥으로 가파른 실적 턴어라운드를 나타냈다. '17년 세전익은 SMP 상승과 CP 인상, 파주발전소 신규가동의 영향으로 전년 대비 83% 증가한 4,642억원을 기록했다. '17년 연평균 SMP는 전년 대비 5.9% 상승한 81.3원/KWh를 기록하였고 올 4월까지의 평균은 93.6원으로 전년 동기 대비 8.6% 상승을 기록했다. 4월 들어 유가가 68불을 상회하고 여전히 상반기 한국전력의 원전이용률이 전년 대비 낮은 상황이기 에 올해 연평균 SMP는 전년 대비 상승 추세를 지속할 것으로 추정된다.

1Q18 영업익은
전년 대비 42.7% 증가하며
사상 최고 수준의 실적 시현 예상

먼저 1분기는 역대 최저 수준의 한국전력 원전 이용률, 전년 동기 대비 5.3% 상승한 SMP 94.5KWh, 신규 가동된 파주발전소의 영향으로 영업익은 42.7% 증가한 2,332억원을 전망 한다. 이는 과거 원전사태에 버금갈 정도의 사상 최고 영업익 레벨이다.

1분기 뿐만 아니라
올해 세전익은 전년 대비
48% 추가 증가할 전망

1분기 뿐만 아니라, SK E&S는 파주발전소의 연간 풀가동과, 미세먼지 저감 관련 노후 석탄 발전소 가동 중단(3~6월), 4월 이후 발전용 석탄 관련 개별소비세 인상, SMP 상승, 차이나 가스 홀딩스 지분법 이익 증가 영향으로 2018년 세전익은 전년 대비 48% 증가한 6,889억 원을 예상한다.

SK E&S가 보유한
CGH 주가 상승 및 실적 증가 또한
긍정적인 상황.
'17년 지분법손익 2배 이상 증가,
'18~19년 증가 추세 지속될 전망

SK E&S가 15.8% 지분을 보유한 China Gas Holdings는 연초 이후 29.4%, 1년전 대비 129.1% 주가가 상승했을 뿐만 아니라, '18년 및 '19년 컨센서스 손익의 가파른 상향 조정이 관찰되고 있다. 이는 중국 내 타이트한 LNG 수급상황에 따른 것으로 SK E&S 영업외손익 내 지분법이익 증가로 이어질 전망이다. CGH 관련 지분법이익은 '17년 1,335억원으로 전 년 대비 112.6% 증가하였고 컨센서스 기준 '18년은 1,787억원으로 33.9% 증가, '19년은 2,111억원으로 18.2% 증가 추정된다.

SK E&S 내 파주에너지서비스
지분 일부 유동화를 통해
신규 투자자금 확보 예정

SK E&S는 지난 2/27일, 파주에너지서비스 지분 일부 매각 절차를 진행하고 있다 밝혔다. 파주발전소는 '17년 연간 1,055억원의 영업익을 기록했으며 지분 일부 유동화 이후 매각자 금은 여주발전소 신규 투자나 LNG 관련 밸류체인 투자에 활용할 것으로 예상된다. 특히 향 후 본격화될 중국 향 LNG 수출 관련 지분 및 터미널 관련 투자 등이 구체화될 전망이다.

1Q18 SK 지배순익,
컨센서스 대비 호조 예상

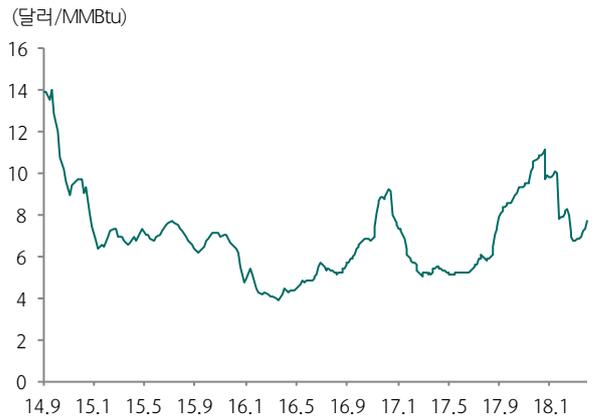
1Q18 SK 지배순익은 SK이노베이션의 예상치 대비 부진에도 불구하고 실트론 및 SK E&S의 호실적으로 인해 컨센서스를 16% 상회한 6,860억원으로 추정된다.

그림 18. WTI에 후행하여 SMP 상승추세 지속



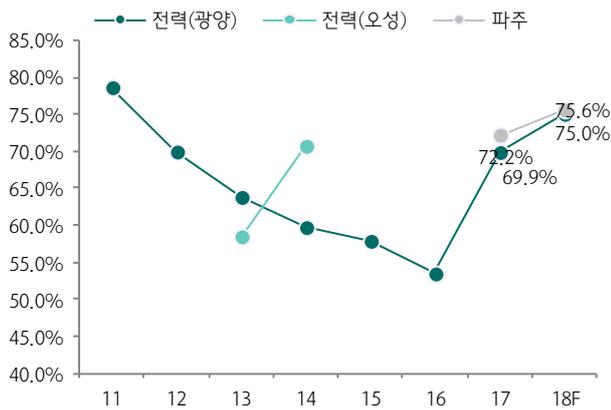
자료: 한전, Bloomberg, 하나금융투자

그림 19. 4Q17 급등했던 Spot LNG 가격 안정화



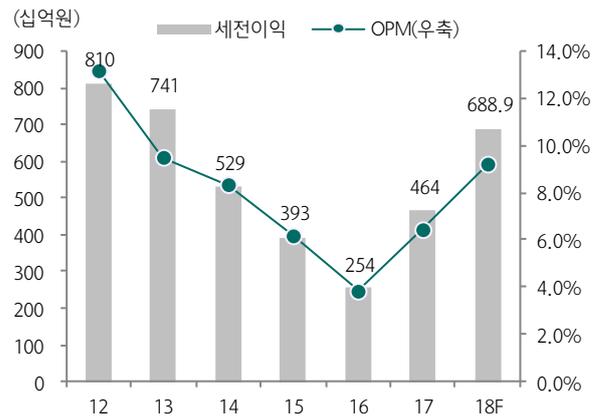
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 20. SK E&S 파주, 광양 발전소 공히 가동률 상승세 뚜렷



자료: SK E&S, 하나금융투자

그림 21. SK E&S 2018년 세전이익 48% 증가 전망



자료: SK E&S, 하나금융투자

표 9. 2017년 세법개정안 내 발전용 유연탄 개별소비세 인상 개정안

현행	개정안	
· 유연탄 기본세율 30원/kg	· 기본세율 조정 36원/kg	
· 탄력세율 발열량별 3단계 차등세율 - 저열량탄: 27원/kg (5,000kcal 미만) - 고열량탄: 33원/kg (5,500kcal 이상) - 중열량탄 (5,000kcal 이상, 5,500kcal미만)은 기본세율: 30원/kg	· 탄력세율 조정 발열량별 3단계 차등세율 - 저열량탄: 33원/kg (5,000kcal 미만) - 고열량탄: 39원/kg (5,500kcal 이상) - 중열량탄 (5,000kcal 이상, 5,500kcal미만)은 기본세율: 36원/kg	
	개정이유	환경에 미치는 영향 및 발전연료(유연탄 LNG)간의 형평성 감안
	적용시기	2018년 4월 1일 이후 제조업·발전·수입 신고하는 분부터 적용

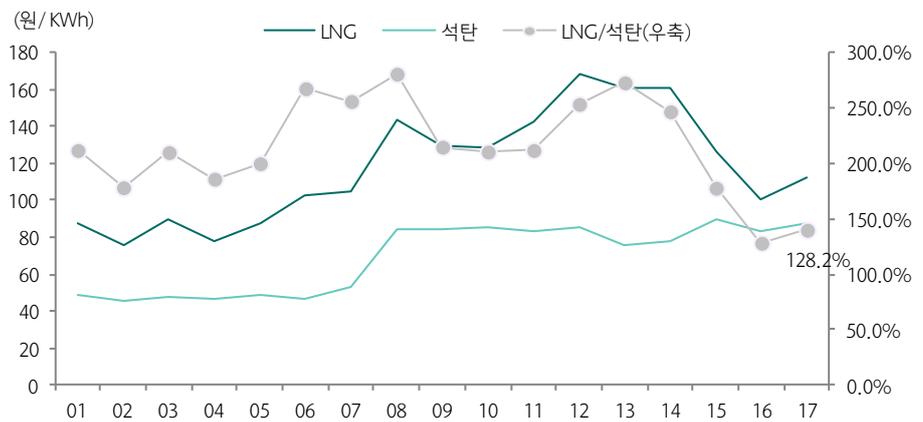
자료: 기재부, 하나금융투자

표 10. 노후 석탄발전소 5기, 3~6월간 가동중단. 전년 석탄발전 규모의 8.6% 해당

발전기명		설비용량(MW)	가동기간	소재지	폐지일정	발전사
영동	1호기	125	44년	강원 강릉	17년 7월 既 폐지	남동
	2호기	200	38년	강원 강릉	19년 1월	
보령	1호기	500	34년	충남 보령	22년 5월	중부
	2호기	500	33년	충남 보령	22년 5월	
삼천포	1호기	560	34년	경남 고성	19년 12월	남동
	2호기	560	34년	경남 고성	19년 12월	
서천	1호기	200	34년	충남 서천	17년 7월 既 폐지	중부
	2호기	200	33년	충남 서천	17년 7월 既 폐지	
호남	1호기	250	45년	전남 여수	21년 1월	동서
	2호기	250	45년	전남 여수	21년 1월	

자료: 산업통상자원부, 하나금융투자

그림 22. 연료원별 정산단가 추이_LNG와 유연탄 간의 차이는 역대 최저 수준까지 축소



자료: 전력거래소, 하나금융투자

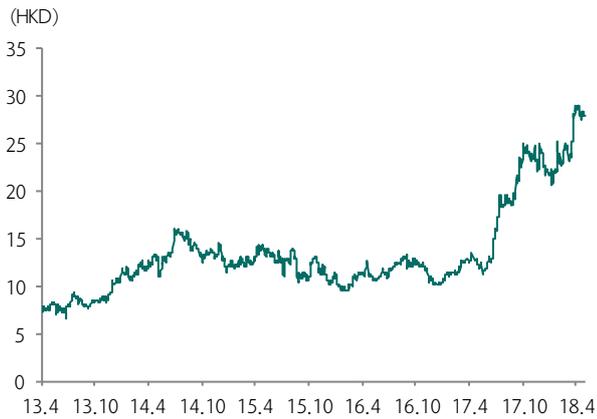
표 11. SK E&S LNG 도입 및 소요 스케줄

가스전	연평균 LNG 도입	15	16	17	18F	19F	20F	21F	~25F
인도네시아 Tangguh	50만ton								
호주 Gorgon	80만ton								
미국 Freeport	220만 ton								
		415만톤(5년간 415만톤)							
		Freeport							
발전소	연평균 LNG 소요	15	16	17	18F	19F	20F	21F	~25F
광양(1.1GW)	70만ton	Tangguh							
장흥문산(1.8GW)	120만ton								
위례(0.45GW)	30만ton								
나래(0.4GW)	30만ton	KOGAS							
연간 LNG 소요(만ton, 나래발전 제외)		70	70	220	220	220	220	220	220
연간 LNG 도입(만ton, 나래발전 제외)		50	50	190	190	185	270	270	270
소요/도입 밸런스(만ton)		-20	-20	-30	-30	-35	50	50	50

주: 연간 LNG 소요 및 도입은 아직 정확한 도입 물량 추정이 불가한 호주 바르사칼다 전 등 제외, 발전소 사업권을 보유한 여주도 시점 불확실성을 반영 제외. SK그룹은 이와 별도로 2020년 500만톤을 유통하는 글로벌 LNG 사업자로의 성장 목표를 갖고 있음

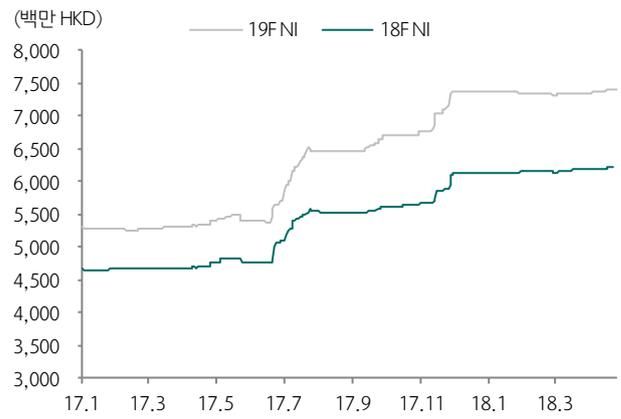
자료: SK, 하나금융투자

그림 23. China gas holdings 주가 추이



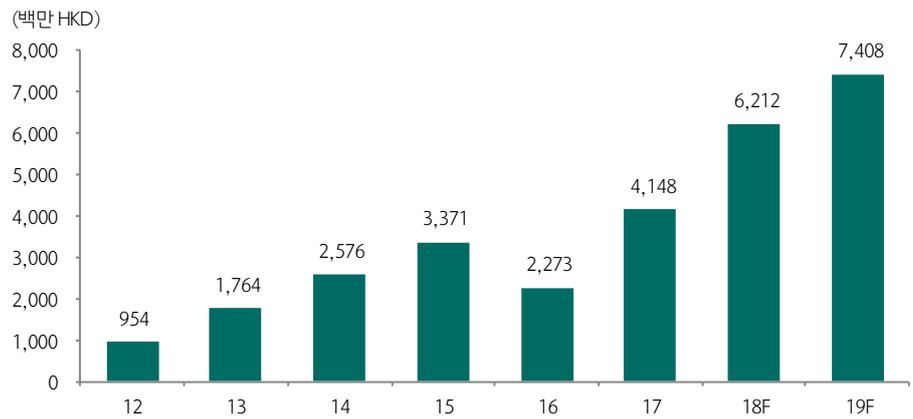
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 24. China gas holdings 18년 및 19년 순익 컨센서스 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 25. China gas holdings 순익 추이



주: 18년, 19년은 컨센서스

자료: China gas holdings, Bloomberg, 하나금융투자

그림 26. SK E&S의 China Gas Holdings의 지분법손익 추이



주: 18년, 19년은 컨센서스

자료: SK, Bloomberg, 하나금융투자

표 12. SK 연결실적 상세

(단위: 십억원, %)

Consolidation										
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F
매출액	23,063	21,968	23,763	24,503	24,520	23,932	24,317	25,097	93,296	97,866
YoY	11.6%	4.0%	18.4%	17.5%	6.3%	8.9%	2.3%	2.4%	12.8%	4.9%
QoQ	10.5%	-4.7%	8.2%	3.1%	0.1%	-2.4%	1.6%	3.2%		
자체사업	878	911	944	931	666	718	802	861	3,664	3,047
SK이노	11,387	10,561	11,759	13,120	12,810	12,735	13,131	13,014	46,827	51,691
SK텔레콤	4,234	4,346	4,443	4,497	4,335	4,387	4,427	4,488	17,520	17,637
영업이익	1,707	1,102	1,619	1,433	1,750	1,660	1,646	1,621	5,861.0	6,677
YoY	12.8%	-34.6%	76.4%	23.0%	2.5%	50.6%	1.7%	13.1%	11.0%	13.9%
QoQ	46.5%	-35.4%	46.9%	-11.5%	22.2%	-5.2%	-0.8%	-1.5%		
OPM	7.4%	5.0%	6.8%	5.8%	7.1%	6.9%	6.8%	6.5%	6.3%	6.8%
자체사업	92	116	120	80	102	107	115	106	408	430
SK이노	1,004	421	964	845	861	865	855	865	3,234	3,446
SK텔레콤	411	423	392	310	405	413	407	354	1,537	1,579
지배순이익	594	407	454	223	686.0	612	577	507	1,677	2,382
YoY	53.3%	41.6%	116.0%	흑전	15.6%	50.3%	27.0%	127.8%	119.1%	42.0%
QoQ	흑전	-31.4%	11.5%	-51.0%	208.2%	-10.8%	-5.7%	-12.1%		
NPM	2.6%	1.9%	1.9%	0.9%	2.8%	2.6%	2.4%	2.0%	1.8%	2.4%
SK이노	847	278	683	364	650	619	615	616	2,173	2,499
SK텔레콤	589	625	796	648	722	729	712	677	2,658	2,840
구. SK C&C 자체사업										
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F
매출액	878	911	944	931	666	718	802	861	3,664	3,047
YoY	37.0%	10.3%	12.4%	8.2%	-24.2%	-21.2%	-15.1%	-7.5%	15.7%	-16.9%
QoQ	2.1%	3.7%	3.6%	-1.3%	-28.5%	7.8%	11.7%	7.5%		
IT서비스	356	397	381	421	368	427	478	544	1,554	1,817
보안서비스	41	55	51	66	43	58	53	69	213	223
기타	481	459	513	444	255	233	271	248	1,897	1,007
영업이익	92	116	120	80	102	107	115	106	408.0	429.9
YoY	83.4%	53.1%	36.4%	3.9%	10.7%	-7.0%	-4.6%	31.9%	40.2%	5.4%
QoQ	19.0%	25.5%	4.0%	-33.1%	26.7%	5.5%	6.7%	-7.5%		
OPM	10.5%	12.7%	12.7%	8.6%	15.3%	15.0%	14.3%	12.3%	11.1%	14.1%
IT서비스	36	54	46	21	46	53	60	54	158	213
보안서비스	4	6	6	8	5	6	6	7	24	24
기타	52	55	68	52	51	48	49	44	227	193
SK E&S										
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F
매출액	1,665	1,154	1,075	1,641	1,960	1,257	1,036	1,622	5,535	5,874
YoY	4.1%	62.7%	78.4%	44.8%	17.7%	8.9%	-3.7%	-1.1%	36.8%	6.1%
QoQ	47.0%	-30.7%	-6.8%	52.6%	19.4%	-35.9%	-17.6%	56.6%		
발전	363	508	530	613	673	581	510	644	2,013	2,408
도시가스	1,302	646	546	1,028	1,287	676	526	978	3,522	3,467
영업이익	163	82	50	60	233.2	122	72	114	356	541
YoY	53.7%	790.6%	3846.9%	58.8%	42.7%	48.3%	42.3%	90.5%	130.2%	52.0%
QoQ	332.8%	-49.8%	-38.5%	18.8%	289.1%	-47.8%	-41.0%	59.1%		
OPM	9.8%	7.1%	4.7%	3.7%	11.9%	9.7%	6.9%	7.0%	6.4%	9.2%
지배순이익	145	97	25	84	203	127	70	122	350	522
YoY	76.0%	307.6%	-5.2%	110.4%	40.4%	31.5%	179.6%	45.3%	103.6%	49.0%
QoQ	263.0%	-33.0%	-74.3%	237.1%	142.3%	-37.3%	-45.4%	75.2%		
NPM	8.7%	8.4%	2.3%	5.1%	10.4%	10.1%	6.7%	7.5%	6.3%	8.9%

자료: SK, 하나금융투자

2. SK 바이오팜 한국의 길리어드를 꿈꾸다

1) Global FIPCO

SK바이오팜은 Global FIPCO로 성장하는 것이 목표

SK바이오팜은 1993년부터 SK 그룹의 차세대 신성장 동력사업의 일환으로 혁신적인 신약 후보물질을 개발하고 있는 회사이다. 주로 중추신경계 질환을 타겟으로 8개의 글로벌 임상 파이프라인을 보유하고 있으며, 미국 현지법인을 통해 글로벌 임상개발을 직접 수행하고 있다.

신약개발, 생산, 마케팅까지 모든 Value chain 보유

국내 신약개발 회사들이 임상 1~2상 정도까지 수행하고 글로벌 제약사에 기술이전하는 사업모델과는 달리 SK바이오팜은 후기 임상시험까지 독자적으로 수행하고 있으며, 궁극적으로 미국 등 글로벌 시장에서 독자 마케팅까지 자체 보유하려는 전략을 추진하고 있다. 중장기적 관점에서 SK바이오팜은 신약개발, 생산, 마케팅까지 모든 Value chain을 보유한 Global FIPCO(Fully Integrated Pharma Company)로 도약하는 것이 최종 목표라 할 수 있다. 이와 같은 전략을 추진할 수 있었던 것은 SK 그룹의 풍부한 자본력이 바탕이 되었기 때문으로 글로벌 제약사로의 성공 가능성은 그 어느 신약개발 회사보다 높을 것으로 기대된다.

주요 파이프라인은 뇌전증, 우울증, 조현병, 수면장애 등과 같은 중추신경계 질환 타겟 뇌전증 치료제 세노바메이트 연내 미 FDA filing 목표

SK바이오팜이 개발하고 있는 주요 파이프라인을 보면 뇌전증, 우울증, 조현병, 파킨슨병, 과민성대장증후군, 수면장애 등 주로 중추신경계 질환을 타겟으로 하고 있으며, 이 중 뇌전증 치료제인 세노바메이트(Cenobamate)는 SK바이오팜이 직접 글로벌 임상 3상까지 추진하여 곧 미 FDA에 NDA를 제출할 수 있을 것으로 예상된다. 세노바메이트가 미 FDA로부터 승인받는다면 국내 업체가 직접 신청서를 제출한 신약으로는 LG화학의 팩티브 이후 2번째 혁신 신약이 될 것으로 기대된다.

그림 27. SK바이오팜의 파이프라인

	Biological Study	Lead	Preclinical	Phase I	Phase II	Phase III	NDA
SKL-N05/JZP-110	기면증/수면장애 유래 주간졸림증						
Cenobamate	뇌전증/신경병성통증/ 불안증						
Relenopride	만성변비/과민성대장증후군/희귀 신경계 질환						
Carisbamate	희귀뇌전증						
SKL136865	집중력장애						
SKL20540	조현병/인지장애						
YKP10461	파킨슨병						
SKL-PSY/FZ-016	조울증						

자료: SK바이오팜, 하나금융투자

2) SK바이오팜 파이프라인 분석

세노바메이트(Cenobamate)

뇌전증 치료제 세노바메이트
연내 미 FDA filing 가능
2019년 말 상용화 기대

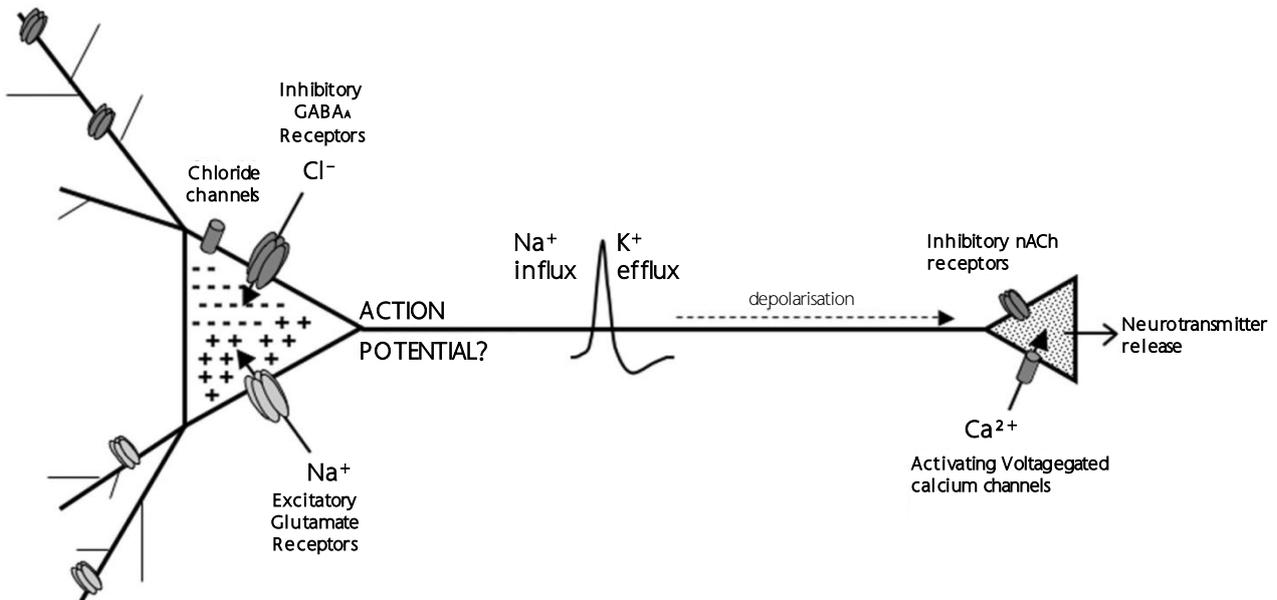
세노바메이트는 SK바이오팜이 직접 임상 3상까지 수행한 신약후보물질로 뇌전증을 적응증으로 개발하고 있는 물질이다. 올해 2분기 내로 임상 3상 데이터 취합을 완료하면 연내에 NDA filing이 가능할 것으로 예상된다. 심사기간을 고려하면 2019년 말에는 미국시장에 정식으로 시판될 수 있을 것으로 기대되는 물질이다.

뇌전증은 Unmet needs가 높은 질환군

뇌전증은 뇌의 특정 부분에 있는 신경세포에 전기적 문제가 발생하여 야기되는 간질성 발작 (Seizure)이 반복적으로 재발되는 질환이며, 의식의 소실, 사지의 경련, 언어장애, 신체의 이상감각 등의 다양한 증상이 나타날 수 있다. 가장 흔한 만성 신경질환으로 100명당 약 1명의 비율로 발생, 전 세계적으로 약 5,000만명 이상의 환자가 존재한다. 그러나 환자의 20~30%가 기존 뇌전증 치료제에 효과를 보이고 있지 않으며, 뇌 신경전달물질과 관련된 단백질을 타겟으로 개발된 의약품들이 많아서 어지러움, 구토, 메스꺼움과 심하면 우울증 및 자살충동 유발 등과 같은 부작용이 발생, 그 어느 질환보다 unmet needs가 높은 질환이다. 이로 인해 글로벌 뇌전증 치료제 시장은 2017년 45억 달러 규모를 형성하고 있으며, 연평균 약 4.4%로 고성장 2027년에는 약 69억 달러의 시장을 형성할 것으로 예상되고 있다.

뇌전증 치료제 시장은 2017년 45억 달러, 연평균 4.4%로 고성장 중
2027년에는 약 69억원 시장 형성

그림 28. 뇌전증 치료제 관련 메커니즘



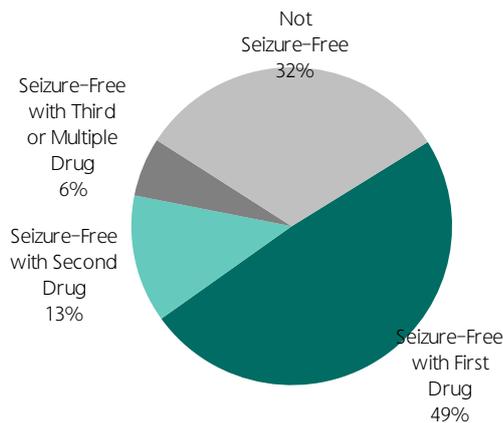
자료: 산업자료, 하나금융투자

표 13. 뇌전증 치료제와 메커니즘

메커니즘	제조사	상품명	성분명
Unknown	Pfizer	Neurontin	ganapentin
	Pfizer	Lyrica	pregabalin
	UCB	Keppra	levetiracetam
	Johnson & Johnson	Topamax	topiramate
Sodium Channel Modulator	Novartis	Tegretol	carbamazepine
	Novartis	Trileptal	oxcarbazpine
	Pfizer	Dilantin	phenytoin
	GSK	Lamictal	lamotrigine
	Eisai	Banzel	rufinamide
	UCB	Vimpat	lacosamide
GABA Modulator	Abbott	Depakote	sodium valproate
Potassium Channel Opener	Lundbeck	Sabril	vigabatrin
	Valeant/GSK	Potiga	retigabine

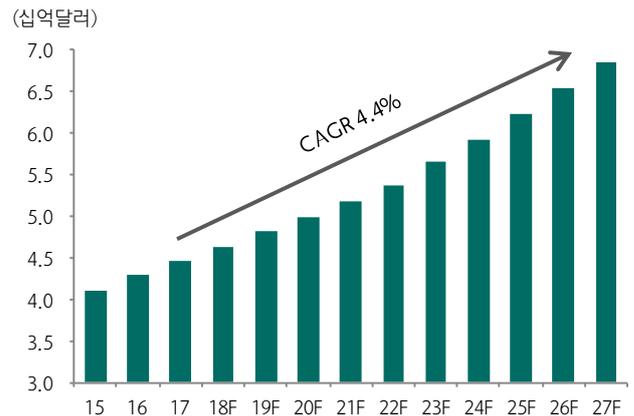
자료: 산업자료, 하나금융투자

그림 29. 뇌전증 치료율



자료: SK바이오팜, 하나금융투자

그림 30. 글로벌 뇌전증 치료제 시장



자료: Visongain, 하나금융투자

뇌전증 치료제의 경우 장기복용 및 복합복용이 필수

현재까지 출시된 뇌전증 치료제는 원인치료제가 아니라 증상완화제로서 약의 복용을 중단 하게 되면 다시 재발할 확률이 매우 높다. 따라서 정상적인 생활을 영위하기 위해서는 장기 복용이 필수적인 질환군으로 통계적으로 뇌전증 환자의 약 70%가 4종류 이상의 약물을 복용하며, 장기복용 및 복합복용으로 인한 부작용을 겪는 것으로 알려져 있다. 이로 인해 초기에 출시된 1세대 치료제(페니토인, 발프로에이트)보다 2세대 치료제(케프라, 토파맥스)가 약효는 뛰어나지 못하지만 장기복용시 부작용이 적고 안전성이 뛰어난 것으로 알려져 있다.

3세대 항경련제인 UCB사의 빔팻 2017년 기준 약 1.1조원의 매출

그리고 UCB사의 빔팻(Vimpat)으로 대표되는 3세대 항경련제의 경우 약효의 우수성보다는 장기복용 안전성 및 복합복용 시 나타나는 부작용을 감소시키는 데 초점이 맞춰져 있는 치료제이며, 이러한 이유로 빔팻은 출시 이후 빠른 매출성장세를 기록하면서 2017년 기준 약 1.1조원의 매출액을 기록하고 있다.

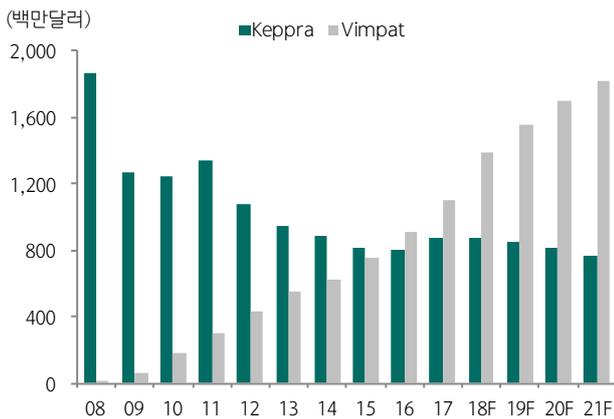
세노바메이트는 임상 2b상 결과로 유효성 입증 성공

세노바메이트는 신경세포간의 전기적 신호전달과 관련되어 가장 메인이 되는 단백질인 나트륨 채널(Voltage gated sodium channel)을 저해하는 기전 및 뇌의 신호전달을 차단하는데 관여하는 신경전달물질인 GABA의 기능을 증가시키는 이중기전을 가지고 있어서 보다 효과적으로 발작 발생을 억제할 수 있다. 222명의 뇌전증 환자를 대상으로 진행된 글로벌 임상 2b상에서 세노바메이트는 빔팻 대비 우수한 발작 억제효과를 보이고 있으며, 임상 2b상의 결과만으로도 유효성이 충분히 입증되었다고 판단, FDA는 유효성 입증을 위한 추가 임상시험 없어도 된다는 결론을 내렸다.

글로벌 임상 3상은 장기 안전성 입증 위한 임상시험

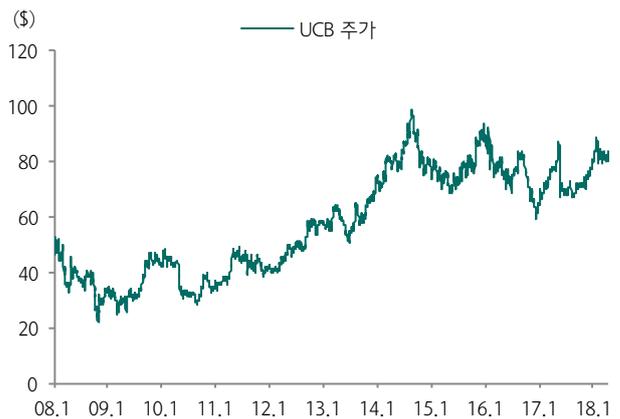
이로 인해 세노바메이트의 글로벌 임상 3상은 장기 안전성 입증을 위한 시험으로 17개 국가에서 약 1,200명의 환자를 대상으로 실시되었다. 현재까지 특이한 부작용은 없었으며, 장기 복용과 관련된 안전성만 확보된다면 빔팻대비 뛰어난 치료효과를 보이고 있는 점으로 미루어 볼 때, 향후 빔팻보다 빠른 속도로 시장 점유율을 확대할 가능성이 매우 높다고 할 수 있다.

그림 31. 케프라 vs. 빔팻 매출액 추이



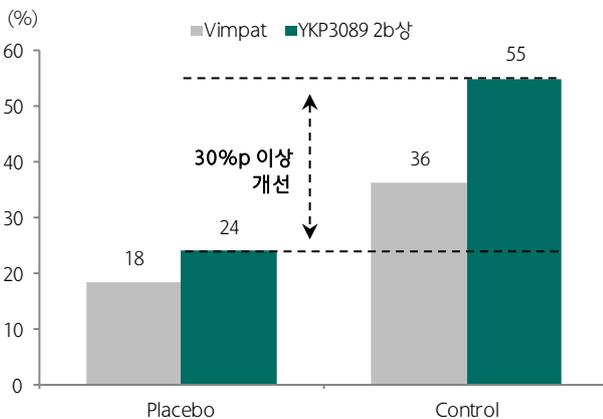
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 32. UCB사의 주가차트(시총: 156억 달러)



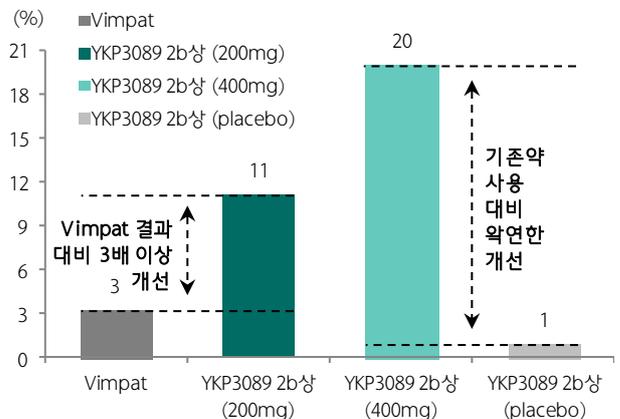
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 33. 세노바메이트 임상 2상 결과 Vimpat 대비 탁월



주: 12주 동안, 매 4주의 발작 빈도 감소 비율을 확인하는 것으로 기존 뇌전증 치료제를 복용하고 있음에도 발작의 제어에 실패하고 있는 환자들을 대상으로 한 시험. Placebo 그룹은 기존 치료제와 위약을 투여, Control 그룹은 기존 치료제와 YKP3089를 투여
자료: SK바이오팜, 하나금융투자

그림 34. 글로벌 2b상 결과 Vimpat 대비 탁월한 효능 관찰



주: 12주 동안의 결과이며 placebo 그룹은 기존 뇌전증 치료제 복용군 108명이며, control 그룹은 기존 뇌전증 치료제와 YKP 3089를 함께 복용. 각 용량에 따라 약 110명 수준의 뇌전증 환자에 대해서 시험. 기간 중 발작 완전소실(Seizure Free) 환자 비율을 도사한 것
자료: SK바이오팜, 하나금융투자

세노바메이트 가치 추정

세노바메이트 가치 추정을 위한 가정

세노바메이트 가치는 아래와 같은 가정으로 추정하였다.

- ▶ 세노바메이트의 매출은 빙펫의 매출액 증가 추이에 근거하여 산정하였다. 다만 세노바메이트의 치료율이 빙펫 대비 우수하다는 점을 고려하여 향후 매출 성장률은 빙펫 대비 높게 산정하였다.
- ▶ 최대 영업이익률은 일반적인 신약개발 회사들의 영업이익률을 근거로 산정하였다.
- ▶ 연내 FDA에 NDA를 filing할 것으로 예상됨에 따라 2019년 최종 시판허가될 수 있을 것으로 가정하였다.
- ▶ 성공확률은 신경질환계 치료제 NDA filing의 LOA인 84.9%를 적용하였다. (출처 Nature Drug Discovery, 2014)
- ▶ Terminal Value는 지속성장률 -5%로 가정하여 산정되었다.

표 14. 세노바메이트 rNPV

(단위: 십억원)

	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30
예상매출액(백만 달러)			3	66	198	396	594	802	1,042	1,303	1,564	1,876	2,252	2,702
			2100%	200%	100%	50%	35%	30%	25%	20%	20%	20%	20%	
개발단계	NDA filing 승인 시판													
영업이익률			15%	20%	35%	40%	40%	45%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
영업이익(백만 달러)			0.5	13.2	69.3	158.4	237.6	360.9	521.2	651.5	781.9	938.2	1,125.9	1,351.0
원화환산수익(1\$=1,100)			0.7	14.7	76.6	174.7	261.8	397.4	573.9	717.2	860.6	1,032.6	1,239.0	1,486.7
세후이익(법인세율 20%)			0.5	11.8	61.3	139.7	209.4	317.9	459.1	573.8	688.5	826.1	991.2	1,189.4
할인율(10% 가정)		1.0	0.91	0.83	0.75	0.68	0.62	0.56	0.51	0.47	0.42	0.39	0.35	0.32
현재 가치 환산			0.5	9.7	46.0	95.4	130.0	179.5	235.6	267.7	292.0	318.5	347.4	379.0
NPV	4,701													
Terminal Value(성장률 -5% 가정)	2,400													
적정가치	84.9%	3,992												

주: 예상매출액은 Vimpat 매출추이 반영하여 추정
자료: 하나금융투자

SKL-N05(JZP-110, Solriamfetol)

SKL-N05 올해 말 늦어도 내년 초 시판허가 가능

2018년 3월 미 FDA는 수면장애 신약인 SKL-N05(성분명 솔리암페톨)의 승인여부를 결정하기 위한 공식검토를 개시했다. SKL-N05를 개발하고 있는 JAZZ Pharmaceuticals는 작년 12월 NDA를 제출한 바 있다. 승인 검토 기간을 고려했을 때 빠르면 올해 말 늦어도 내년 초에는 승인받아 시장에 출시할 수 있을 것으로 기대된다.

2014년 짜즈사로 기술이전 시판 이후 double-digit 로열티

SKL-N05는 SK바이오팜이 개발한 신약후보물질로 2011년 Aerial Pharma사로 기술이전된 뒤 Aerial Pharma사가 임상 2상 수행 이후 2014년 짜즈사로 기술이전된 물질이다. Aerial Pharma사가 보유하고 있던 SKL-N05의 개발권리를 짜즈사가 기술이전하면서 짜즈사는 Aerial Pharma사에 약 1억 2,500만 달러를 계약금으로 지급하였으며 마일스톤으로 Aerial사와 SK 바이오팜에 약 2억 7,200달러를 지급하였다. 시판 이후 double-digit의 로열티를 받는 것으로 알려져 있다.

SKL-N05 임상 3상 결과는 매우 긍정적으로 나옴

SKL-N05는 norepinephrine-dopamine reuptake 저해제로 짜즈사는 폐쇄수면무호흡증 후군(Obstructive sleep apnea)와 기면증(Narcolepsy)으로 인한 수면과다(excessive sleepiness) 환자를 대상으로 임상을 실시하였으며 작년 6월 임상 3상결과가 매우 긍정적으로 나왔음을 발표하였다. 수면장애의 대표적인 증상인 주간시간 동안의 과도 수면증상이 개선됨은 물론 밤 사이 수면부족으로 발생하는 각종 삶의 질 개선 지표(patient global impression-change(PGIC))는 SKL-N05를 투여받은 환자에서 90%정도가 개선되었음을 확인하였다.

표 15. SKL-N05 임상 3상 결과

	Change (SE) from Baseline to Week 12				
	JZP-110 300 mg (N=115)	JZP-110 150 mg (N=116)	JZP-110 75 mg (N=58)	JZP-110 37.5 mg (N=56)	Placebo (N=114)
TONES 3 Study Results (mITT population, N=459)					
Mean Sleep Latency on Maintenance of Wakefulness Test (MWT): Increased ability to stay awake	13.0 min -1 p<0.0001	11.0 min -1 p<0.0001	9.1 min -1.4 p<0.0001	4.7 min -1.4 p<0.05	0.2 min -1
Epworth Sleepiness Scale (ESS): Decreased subjective sleepiness	-7.9 -0.5 p<0.0001	-7.7 -0.4 p<0.0001	-5 -0.6 p<0.05	-5.1 -0.6 p<0.05	-3.3 -0.5
Patient Global Impression-Change (PGIC): Minimal, much, or very much improvement	88.70% p<0.0001	89.70% p<0.0001	72.40% p<0.05	55.40% p=0.4447	49.10%

자료: Jazz Pharmaceuticals, 하나금융투자

I 용어 정리

폐쇄수면무호흡증후군(Obstructive Sleep Apnea)

- 무호흡은 입과 코를 통한 호흡이 10초 이상 정지하는 경우를 의미하며, 저호흡은 호흡이 완전히 정지하지는 않고 일 호흡량의 50% 이하로 감소하고 산소포화도가 4% 이상 저하되는 경우를 말함
- 폐쇄수면무호흡증후군은 지속적인 호흡 노력이 있음에도 불구하고 잤을 상기도가 폐쇄되어 수면 중 무호흡이 일어나는 질병
- 무호흡이 수면시간 당 5회 이상이거나 7시간 이상의 수면 중 30회 이상인 경우를 의미
- 수면 중 증상으로는 수면 중 뒤척임, 발차기 등의 큰 움직임이 있을 수 있고, 상승된 복압으로 인해 소아에서는 야뇨증이 성인에게서는 야간배뇨가 흔해서 수면 중 자주 화장실에 드나드는 경우가 있음
- 야간 중 수면의 질 저하로 인해 주간기면이 발생할 수 있는데 주간기면이란 낮 시간 동안 과도하게 졸음이 오는 것으로 텔레비전 시청 중에는 물론이고 운전 중에 졸게되어 사고의 위험이 높아지고 심한 경우에는 식사 중이나 대화중에도 졸게 됨

기면증(Narcolepsy)

- 낮 시간에 과도하게 졸리고 REM 수면의 비정상적인 발현, 즉 잠이 들 때나 깰 때 환각, 수면마비, 수면발작 등의 증상을 보이는 신경정신과 질환
- 수면발작(sleep attack)은 참을 수 없이 수면이 엄습해 오는 것으로 흔하게 졸도발작(cataplexy), 즉 갑작스럽게 근력의 소실이 오는 증상과 함께 일어남
- 수면과 각성 사이에 REM 수면요소가 반복적으로 끼어드는 경우가 있으며 이는 잠이 들 때나 깰 때 환각증상으로 나타나고, 수면마비(sleep paralysis)로도 나타나는데 아침에 일어날 때 가장 흔하게 일어나며 의식은 있으나 근육을 움직일 수 없음
- 주로 청소년기나 30세 이전 성인기에 발생하고 평생 지속됨. 성인 중 약 0.02~0.16% 에서 발생

SKL-N05 가치 추정

SKL-N05 가치 추정을 위한 가정

SKL-N05의 가치는 아래와 같은 가정으로 추정하였다.

- ▶ SKL-N05의 예상매출액은 현재 췌즈사가 수면무호흡증후군 치료제로 시판하고 있는 Xyrem의 매출액을 기반으로 시작하였다.
- ▶ 참고로 2017년 기준 Xyrem의 매출액은 약 12억 달러를 기록하고 있으며, SKL-N05가 Xyrem 대비 우월한 치료효과를 보이고 있음을 고려할 때 췌즈사는 빠른 속도로 Xyrem을 SKL-N05로 대체할 것으로 가정하였다.
- ▶ 로열티는 double-digit이라고 알려져 있으나, 원래 SK바이오팜이 Aerial Pharma사에 기술이전한 물질을 다시 췌즈사로 기술이전 했기 때문에 double-digit인 13% 중 SK 바이오팜은 Aerial Pharma와 약 4:6으로 수익을 배분할 것으로 가정, SK바이오팜의 로열티는 약 5.2%로 산정하였다.
- ▶ 올해 3월 FDA가 제출된 NDA를 공식검토할 것으로 발표됨에 따라 2019년 최종 시판허가될 수 있을 것으로 가정하였다.
- ▶ 성공확률은 신경질환계 치료제 NDA filing의 LOA인 84.9%를 적용하였다. (출처 Nature Drug Discovery, 2014)
- ▶ Terminal Value는 지속성장률 -5%로 가정하여 산정되었다.

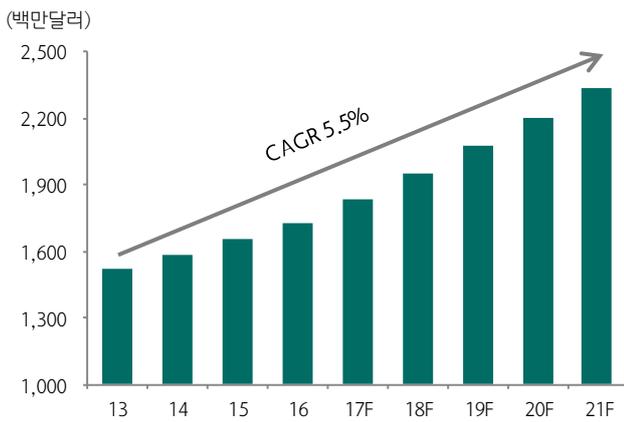
표 16. SKL-N05 rNPV

(단위: 십억원)

	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30
예상매출액(백만 달러)			570	798	1,037	1,297	1,595	1,914	2,259	2,597	2,935	3,228	3,551	3,835
				40%	30%	25%	23%	20%	18%	15%	13%	10%	10%	8%
개발단계	NDA filing 승인 시판													
영업이익률			29.6	41.5	53.9	67.4	82.9	99.5	117.4	135.1	152.6	167.9	184.7	199.4
로열티(5.2% 가정)			32.6	45.6	59.3	74.2	91.2	109.5	129.2	148.6	167.9	184.7	203.1	219.4
원화환산수익(1\$=1,100)			26.1	36.5	47.5	59.3	73.0	87.6	103.4	118.9	134.3	147.7	162.5	175.5
세후이익(법인세율 20%)			0.91	0.83	0.75	0.68	0.62	0.56	0.51	0.47	0.42	0.39	0.35	0.32
할인율(10% 가정)		1.0	23.7	30.2	35.7	40.5	45.3	49.4	53.0	55.4	57.0	57.0	57.0	55.9
현재 가치 환산			570	798	1,037	1,297	1,595	1,914	2,259	2,597	2,935	3,228	3,551	3,835
NPV	914													
Terminal Value(성장률 -5% 가정)	354													
적정가치	84.9%	776												

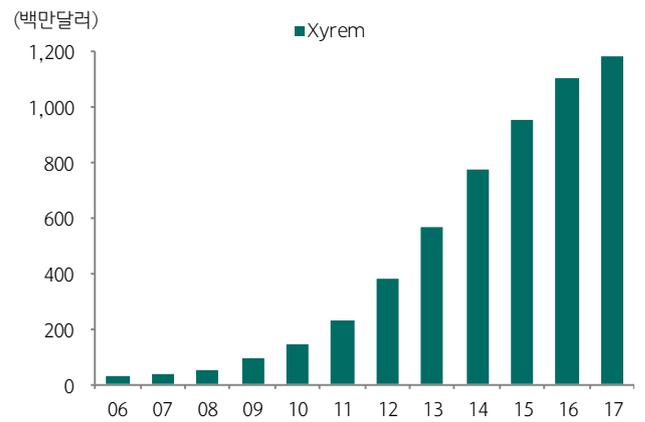
주: 예상매출액은 Xyrem 매출추이를 반영하여 추정
 자료: 하나금융투자

그림 35. 기면중치료제 시장 규모 추이



자료: 산업자료, 하나금융투자

그림 36. Xyrem 연간 매출액



자료: Bloomberg, 하나금융투자

Relenopride

Relenopride는 미국에서 만성변비 대상의 임상 계속 진행

Relenopride는 과민성대장증후군 및 만성변비 치료를 위해 개발된 물질로 세로토닌-4 수용체 길항제(Serotonin-4 receptor agonist)로 작용한다. 2013년 4월 SK케미칼과 공동개발 계약을 체결하여 한국에서의 임상 2상과 3상은 SK케미칼이 진행한 후 국내에서 발매하고, SK바이오팜은 미국에서 임상과 허가를 진행하여 시판할 예정이었으나, 2016년 10월 SK케미칼은 과민성 대장증후군을 적응증으로 하는 국내 임상 3상 계획을 잠정 중단하였다. 2015년 진행된 국내 임상 2상 결과가 기대 이하로 나타났기 때문이었다. 그러나 SK바이오팜은 미국에서 만성변비 치료를 적응증으로 진행하는 임상은 계속 유지하기로 결정하였다.

만성변비 및 과민성 대장증후군 치료제인 린제스 2017년도 매출액 약 7억 2,300만 달러

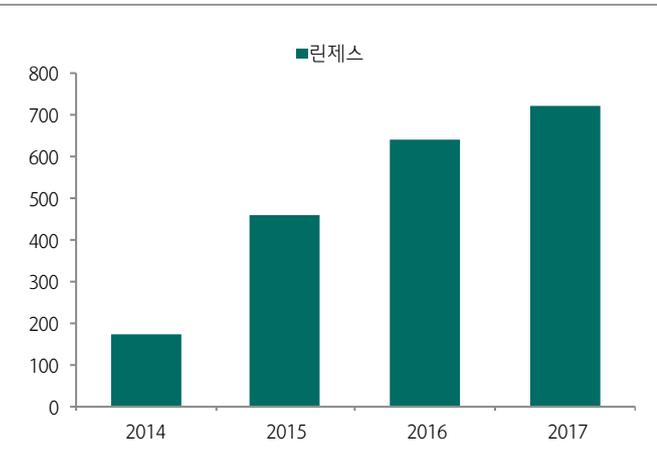
만성변비 및 과민성 대장증후군은 아직까지 치료제가 많지 않은 분야로 아이언우드(Ironwood)사의 린제스(Linzess)가 거의 유일한 의약품이라고 할 수 있다. 2017년 기준 린제스는 약 7억 2,300만 달러의 매출액을 기록하고 있다.

글라이식스사와 Relenopride에 대해 희귀 신경계질환 치료제로 공동개발

올해 1월 SK바이오팜은 미국의 글라이식스(Glycyx Therapeutics)사와 Relenopride를 희귀 신경계질환 치료제로써 개발하기 위해 합작 투자법인을 설립했다고 발표했다. 합작법인 설립 후 투자자 유치를 통해 올해부터 본격적으로 임상개발을 진행할 예정이다. 글라이식스사는 Salix Pharmaceuticals의 창업자인 Lorin K. Johnson 박사가 설립한 회사로, 미국 및 유럽 희귀 신경계질환 시장과 신약개발에 대한 다양한 경험 및 전문성을 보유하고 있다.

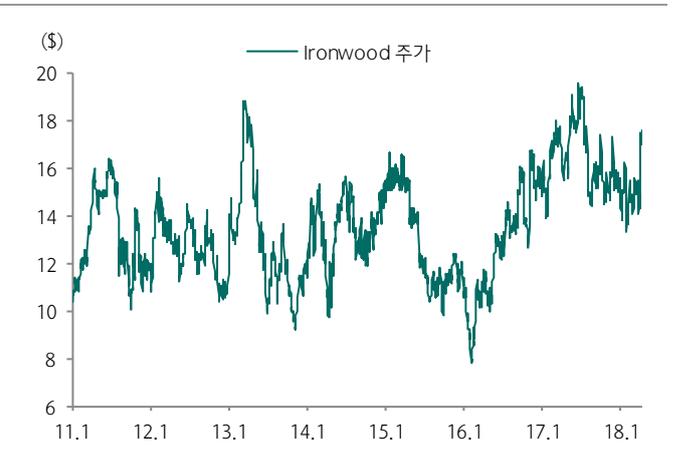
국내 임상 3상 진입 포기로 과민성 대장증후군에 대한 적응증 획득에는 다소 시간이 지연된 것은 사실이지만, 글라이식스사와의 합작법인 설립을 통해 향후 희귀 신경계질환 치료제로 개발하기로 함에 따라 Relenopride의 가치는 향후 더욱 증가할 수 있을 것으로 기대된다.

그림 37. 린제스 연간 매출추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 38. Ironwood사의 주가차트(시총: 26억 달러)



자료: Bloomberg, 하나금융투자

Carisbamate

Carisbamate는 희귀난치성 질환인 Lennox-Gastaut Syndrome을 타겟으로 임상 2상 진행

Carisbamate는 1998년 J&J로 라이선싱 아웃한 물질이다. 원래 partial onset seizure로 미 FDA에 승인신청하였으나, 승인이 거절된 이후 현재는 Lennox-Gastaut Syndrome(LGS)과 같은 희귀 난치성 발작질환을 대상으로 임상 2상을 진행하고 있다. Lennox-Gastaut Syndrome은 매우 심각한 뇌전증으로 보통 4세 이하의 영아에게서 발병한다. 매년 미국에서만 1,400~4,500명의 신규환자가 발생하는 것으로 알려져 있고, 다양한 형태의 발작을 수반하며 완치되는 경우는 매우 드물다.

GW사의 Epidiolex와 Zogenix사의 Fenfluramine은 2026년 각각 약 10억 달러의 매출액 기대

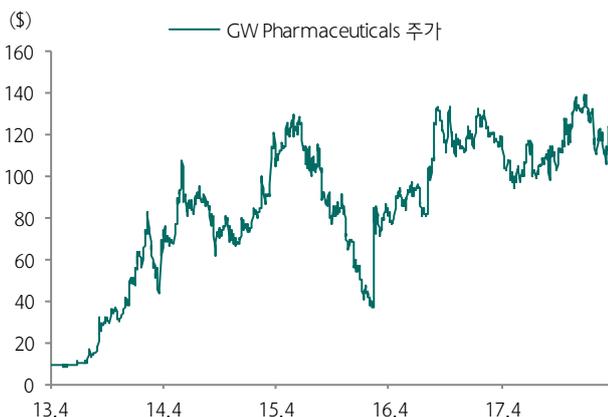
4월 19일 GW Pharmaceuticals사가 Lennox-Gastaut Syndrome(LGS)와 Dravet syndrome(영아기 중증 근간대성 간질, 1살 이전의 영아에게서 발병하며 증상이 심각하고 초기 열에 의해서 발생) 치료제로 개발한 Epidiolex(cannabidiol)에 대해 미 FDA의 신경계 질환 치료제 자문위원회(Peripheral and Central Nervous System Drugs Advisory Committee)에서는 13:0 만장일치로 승인권고 결정을 내렸다. GW사의 Epidiolex는 마리화나 추출물의 천연물의약품으로 희귀 난치성 발작질환 치료제로 개발된다는 이유로 향후 고가의 약가 책정으로 2026년 즈음에는 약 10억 달러의 시장을 형성할 수 있을 것으로 기대되는 물질이다.

비슷한 사례로 Zogenix사의 Fenfluramine도 Epidiolex와 마찬가지로 Lennox-Gastaut Syndrome(LGS)와 Dravet syndrome 치료제로 개발되고 있는 물질이다. Fenfluramine은 과거 비만환자의 식욕억제제로 시판되었으나 심각한 부작용으로 인해 현재는 시장에서 퇴출된 의약품이다. 그러나 Zogenix는 낮은 농도의 액상제형으로 Fenfluramine의 제형을 변경하여 Dravet syndrome치료제로 개발 임상 3상을 완료한 상황이다. 역시 희귀 난치성 발작 치료제로서의 가능성을 인정받아 2026년경에는 약 10억 달러의 매출을 기록할 수 있을 것으로 전망되고 있다.

Carisbamate도 임상결과에 따라 블록버스터급 신약으로 성장 기대

SK바이오팜의 Carisbamate도 이와 같은 희귀 난치성 발작질환을 대상으로 임상이 진행되고 있다. 향후 임상 결과가 발표되어 Epidiolex나 Fenfluramine 대비 경쟁우위의 결과가 도출된다면, LGS가 unmet needs가 높은 질환임을 고려할 때 블록버스터급 신약으로 성장할 수 있을 것으로 기대된다.

그림 39. GW Pharmaceuticals사의 주가차트(시총: 37억 달러)



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 40. Zogenix사의 주가차트(시총: 14억 달러)



자료: Bloomberg, 하나금융투자

3) SK바이오팜 기업가치평가

SK바이오팜 가치평가에 초기단계 파이프라인 가치 반영 필요

SK바이오팜의 기업가치는 그동안 상용화를 목전에 둔 세노바메이트와 SKL-N05 두 개의 파이프라인의 rNPV 가치만을 반영하였다. 그러나 이 두 개의 물질 이외에도 Relenopride 나 Carisbamate 등 아직 구체적인 임상결과가 나오지 않아 평가하기는 힘들어도 향후 임상 결과들이 발표되면 블록버스터급 신약으로 발전할 수 있는 신약들이 다수 존재한다.

하나금융 리서치센터에서는 한미약품의 경우에도 수많은 전임상 및 임상 1상 단계의 파이프라인에 대해 LAPSCOVERY 플랫폼 가치로 약 5,000억원의 가치를 부여한 바 있다. SK바이오팜의 경우에도 아직 비상장사

로 각각의 파이프라인에 대해 알려진 것들이 많지 않거나 초기 임상단계에 있는 후보물질들이 많으므로 임상 2상 이전 단계에 있는 물질들에 대해 전체적으로 약 3,000억원의 가치를 반영하여 아래 표 6과 같이 기업가치를 산정하였다.

표 5 . SK바이오팜의 파이프라인 및 가치평가 요약

(단위: 십억원)

파이프라인	적응증	전임상	1상	2상	3상	출시	가치	비고
SKL-N05/JZP-110	수면장애						776	미국 JAZZ Pharmaceuticals에 기술이전. 2015년 임상 3상 시작 2018년 3월 NDA filing. 2019년 초 시판허가 기대
Cenobamate	뇌전증						3,992	올해 2분기 3상 데이터 취합 완료 올해 말 NDA filing 기대. 2019년 하반기 시판허가 기대
Relenopride	만성변비, 과민성대장증후군						300	만성변비에 대해서 임상 2상 완료 올해 초 글라이식스사와 희귀 신경계질환 치료제 공동개발
Carisbamate	희귀뇌전증							
SKL136865	집중력장애							
SKL20540	조현병/인지장애							2018년 1월 국내 임상 1상 진행 2018년 3월 범부처전주기신약개발사업 과제로 선정
YKP10461	파킨슨							
SKL-PSY/FZ-016	조울증							
SK 바이오팜 기업가치							5,068	

자료: SK바이오팜, 하나금융투자

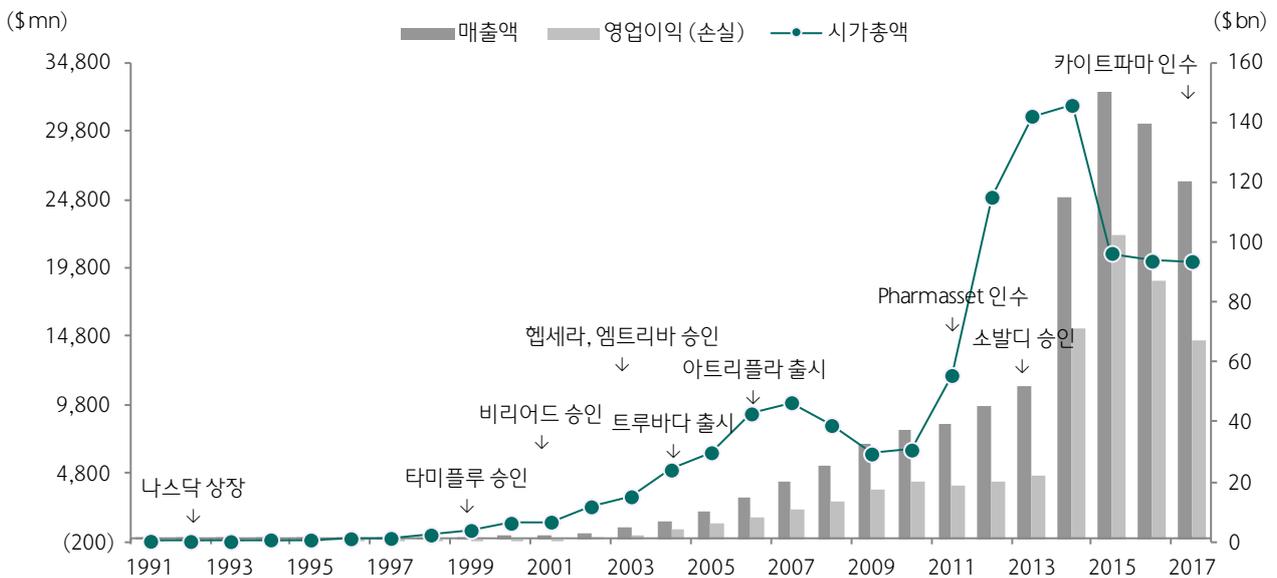
SK바이오팜은 2019년부터 본격적인 매출액 발생

2019년에는 쟁츠사의 SKL-N05가 본격 시판될 수 있을 것으로 예상되며, 뒤를 이어 SK바이오팜이 직접 판매까지 담당하는 세노바메이트가 2019년 연말쯤부터 시판될 수 있을 것으로 예상된다. 쟁츠사로부터 유입되는 로열티와 세노바메이트의 매출액이 인식되면서 SK바이오팜 실제 매출이 발생하는 신약개발 회사로 성장할 수 있을 것으로 기대된다.

SK바이오팜에서 과거 길리어드의 성장 스토리 발견

SK바이오팜이 미국시장에서 실제 판매까지 담당한다는 점에서, 그리고 주로 중추신경계 질환을 타겟한 신약을 개발하고 있다는 점에서 SK바이오팜은 지금은 Big Pharma로 성장한 길리어드와 매우 비슷한 모습이다. 길리어드는 항바이러스제 개발에 특화된 회사로서 타미플루를 로슈사에 기술이전, 상업화에 성공하여 로열티를 받을 수 있었고, 이를 바탕으로 에이즈치료제 등을 개발 직접 판매하면서 충분한 현금을 확보, 향후 소발디 개발사인 Pharmasset을 인수하면서 현재와 같은 글로벌 대형 제약사로 성장할 수 있었다. SK바이오팜이 마치 과거의 길리어드와 같은 전략을 취하고 있음을 감안할 때, 향후 SK바이오팜도 길리어드와 같이 성장할 수 있을 것으로 기대해 본다.

그림 41. 신약개발 벤처회사에서 글로벌 제약사로 성공한 길리어드



자료: 하나금융투자

3. SK 바이오텍: 글로벌 Top10 CMO 도약이 목표

1) 생산규모 확대 중

SK바이오텍은 화학합성 원료의약품 생산을 위한 CMO

SK바이오텍은 1999년부터 대전에 위치한 제 1 플랜트에서 의약품 중간체 생산을 시작으로 화학합성 원료의약품을 생산하기 시작했다. 2010년 제 2 플랜트를 리노베이션하면서 cGMP 규격에 부합하는 원료의약품 API를 생산하고 있으며, 현재 대전공장에서만 16만 리터급의 생산시설을 보유하고 있다. 제 1 플랜트와 제 2 플랜트는 각각 13개의 배치 리액터(batch reactor)를 보유하고 있으며, 제 3 플랜트는 연속공정을 위해 특별히 디자인된 플랜트로 3개의 연속축매수산화 리액터를 보유하고 있다.

작년 세종공장 완공으로 총 32만 리터 생산시설 보유

여기에 작년 10월 16만 리터 규모의 세종공장이 완공됨에 따라 현재 약 32만 리터 생산시설을 확보하게 되었다. 세종공장에서는 현재 당노치료제와 항암제, 비만 치료제 등에 사용되는 원료의약품을 생산하고 있다. 배치 리액터 11개 등 총 23개의 리액터를 보유하고 있으며, 아직도 유희부지가 충분함에 따라 추가적인 공장증설도 예정되어 있어서 2020년에는 80만리터까지 생산규모가 증가하게 될 것으로 예상된다.

그림 42. SK바이오텍 주요 생산설비



자료: SK바이오텍, 하나금융투자

2) BMS사의 원료의약품 공장 인수로 유럽 전초 기지 확보

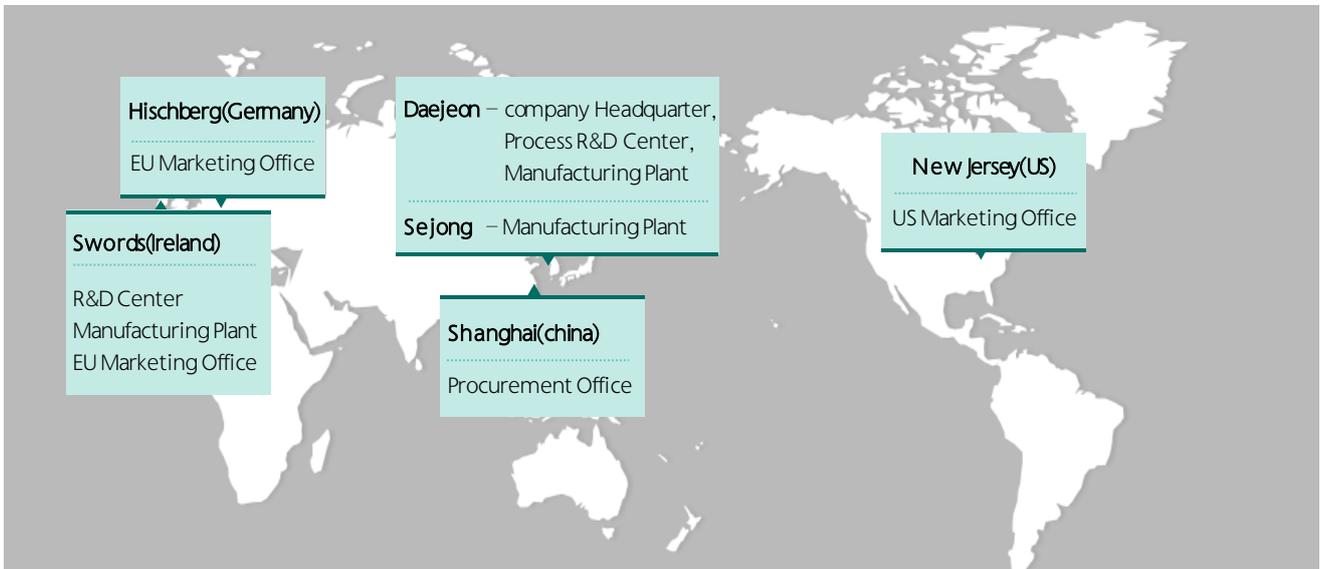
2017년 6월 BMS사의 스위즈 공장 인수. 유럽 생산거점 확보
글로벌 CMO로 도약할 수 있는 발판

SK바이오텍은 작년 6월 BMS사의 아일랜드 스위즈(Swords) 공장을 인수하였다. 국내 기업이 글로벌 제약사 공장을 인수한 사례로는 최초로, 추가 생산시설 및 전문인력, 그리고 유럽 생산거점을 확보했다는 점에서 글로벌 CMO 기업으로 도약할 수 있는 발판을 마련하였다.

스위즈 공장은 약 8만 1,000리터 급 생산규모이며, 항암, 항바이러스, 당뇨치료제, 심혈관계 치료제에 쓰이는 원료의약품을 생산하고 있다. 유럽 내에서도 난이도와 부가가치가 높은 제품을 생산하는 것으로 알려져 있다. 더불어 인수 계약 시점 유명 당뇨치료제를 보유한 아스트라제네카사로의 공급계약도 체결함으로써 성장성까지 확보하게 되었다.

SK바이오텍은 중장기적으로 스위즈 공장을 유럽 내 마케팅/판매 전초기지로 육성할 계획이다. 이를 위해 마케팅 인력을 충원하고 있으며, 미국 마케팅 법인과 더불어 글로벌 통합 마케팅 추진을 가속화할 수 있을 것으로 기대하고 있다. 유럽 스위즈 공장은 결국 SK바이오텍이 글로벌 Top 10의 CMO기업으로 성장할 수 있는 디딤돌이 될 것으로 전망된다.

그림 43. SK바이오텍 글로벌 거점



자료: SK바이오텍, 하나금융투자

3) SK바이오텍 기업가치평가

2018년도 매출액 3,000억원 기대
세종공장과 스위즈 공장 매출 반영

2017년 SK바이오텍의 매출액은 전년대비 약 8% 증가한 1,094억원, 영업이익은 전년대비 약 3.4% 감소한 285억원을 기록하였다. 2017년도 매출액은 대전공장 16만 리터 생산규모에 기반한 금액으로 2018년에는 세종공장 16만 리터의 가동량이 증가하고, 스위즈 공장 매출 규모가 반영됨에 따라 전년대비 크게 증가한 약 3,000억원 규모가 될 것으로 예상된다. 참고로 BMS사의 스위즈 공장의 연간 매출액 규모는 2,000억원으로 알려져 있다. 2020년까지 세종공장의 추가 증설이 예정되어 총 80만 리터 규모로 확대될 것을 감안하면 6,000억원 매출액 달성은 어렵지 않을 것으로 전망된다.

표 18. SK바이오텍 연간 매출추정

	2016	2017	2018	2019	2020
예상매출액	101	109	300	450	600
YoY(%)		8%	175%	50%	33%
이벤트			세종공장 및 스위즈 공장 본격가동	세종공장 생산시설 증설	총 80만리터로 확대
영업이익	29	28	60	113	180
영업이익률	28.7%	25.7%	20%	25%	30%
순이익			48.0	90.0	144.0

자료: 하나금융투자

SK바이오텍 기업가치는 약 2.2조원
2020년 순이익 X P/E 15 적용

SK바이오텍은 지속적인 생산규모 확대로 올해부터 본격적인 성장이 가능할 것으로 예상된다. 삼성바이오로직스가 캐파 확장으로 2020년까지 고속성장할 것으로 예상되면서 2020년 순이익을 기준으로 평가받는 점을 감안해서 SK바이오텍의 기업가치도 2020년을 기준으로 산정하였다. 2020년 80만 리터급의 생산규모로 확대, 매출액 고성장이 예상되므로 2020년 순이익을 기업가치 평가의 기준으로 삼게 된다면 Global peer group들의 P/E 15배를 적용, SK바이오텍은 약 2.2조원 가치를 보유하는 것으로 추정된다.

표 19. Global peer group들의 Valuation

		LONZA	CATALENT	SIEGFRIED	RECI PHARM
현재주가(\$)		247.0	41.9	351.3	13.8
시가총액(M\$)		18,394.8	5,580.7	1,495.3	874.8
주가수익율(%)	1W	-0.4	0.0	1.5	15.2
	1M	8.3	1.9	8.5	25.5
	3M	-5.8	-11.7	4.8	25.1
	6M	-7.9	-2.7	12.0	17.1
	12M	29.4	43.0	22.8	-2.0
매출액	17	5,186.3	2,075.4	762.4	624.9
	18E	6,052.0	2,454.6	831.3	657.2
	19E	6,416.9	2,645.4	884.3	676.0
영업이익	17	734.5	234.2	65.6	-2.6
	18E	1,202.2	433.7	91.8	47.0
	19E	1,355.4	405.0	111.8	50.4
순이익	17	737.6	109.8	40.4	-20.0
	18E	899.0	222.5	63.7	27.4
	19E	1,022.4	233.7	80.2	33.0
EPS	17	10.8	0.9	9.9	-0.3
	18E	11.8	1.7	15.8	0.5
	19E	13.5	1.9	19.7	0.6
영업이익률(%)	17	14.2	11.3	8.6	-0.4
	18E	19.9	17.7	11.0	7.2
	19E	21.1	15.3	12.6	7.4
순이익률(%)	17	14.2	5.3	5.3	-3.2
	18E	14.9	9.1	7.7	4.2
	19E	15.9	8.8	9.1	4.9
P/E(배)	17	23.4	36.6	34.3	N/A
	18E	21.0	25.1	22.6	27.7
	19E	18.5	22.4	18.2	23.5
P/B(배)	17	2.9	5.6	2.1	1.6
	18E	2.9	5.1	2.2	1.6
	19E	2.6	4.4	2.0	1.6
EV/EBITDA(배)	17	18.2	14.6	12.4	13.2
	18E	14.4	14.5	11.4	13.1
	19E	13.0	13.0	9.9	12.3
매출액성장률(%)	17	23.6	12.3	4.6	14.2
	18E	16.7	18.3	9.0	5.2
	19E	6.0	7.8	6.4	2.9
영업이익성장률(%)	17	48.8	7.5	38.2	TB
	18E	63.7	85.2	39.9	TR
	19E	12.7	-6.6	21.7	7.1
EPS 성장률(%)	17	101.2	-2.2	38.0	TB
	18E	9.7	91.5	60.0	TR
	19E	13.9	12.1	24.6	18.0

자료: Bloomberg, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017	2018F	2019F
매출액	39,299.5	83,617.5	93,296.4	97,866.0	99,359.2
매출원가	35,382.7	73,769.7	82,399.7	86,455.4	87,306.2
매출총이익	3,916.8	9,847.8	10,896.7	11,410.6	12,053.0
판매비	2,510.0	4,549.6	5,035.7	4,733.4	4,828.1
영업이익	1,406.8	5,298.2	5,861.0	6,677.2	7,224.9
금융손익	(269.5)	(816.4)	(458.0)	(599.1)	(492.3)
종속/관계기업손익	664.9	719.3	997.0	0.0	0.0
기타영업외손익	4,485.9	(825.3)	1,042.1	2,205.6	2,077.8
세전이익	6,288.1	4,375.8	7,442.2	8,283.7	8,810.4
법인세	581.6	1,354.0	2,260.8	2,278.0	2,422.9
계속사업이익	5,706.4	3,021.8	5,181.4	6,005.7	6,387.6
중단사업이익	(157.2)	(199.3)	(15.7)	0.0	0.0
당기순이익	5,549.3	2,822.5	5,165.7	6,005.7	6,387.6
비지배주주지분 손익	203.3	2,056.9	3,463.7	3,623.9	3,799.0
지배주주순이익	5,346.0	765.6	1,701.9	2,381.8	2,588.6
지배주주지분포괄이익	5,363.3	766.5	1,779.8	2,238.4	2,380.8
NOPAT	1,276.6	3,658.7	4,080.6	4,841.0	5,238.1
EBITDA	3,607.0	10,511.4	11,185.9	11,369.4	11,311.2
성장성(%)					
매출액증가율	1,519.9	112.8	11.6	4.9	1.5
NOPAT증가율	577.6	186.6	11.5	18.6	8.2
EBITDA증가율	997.4	191.4	6.4	1.6	(0.5)
영업이익증가율	418.2	276.6	10.6	13.9	8.2
(지배주주)순이익증가율	4,099.5	(85.7)	122.3	39.9	8.7
EPS증가율	3,580.8	(88.5)	122.3	39.9	8.7
수익성(%)					
매출총이익률	10.0	11.8	11.7	11.7	12.1
EBITDA이익률	9.2	12.6	12.0	11.6	11.4
영업이익률	3.6	6.3	6.3	6.8	7.3
계속사업이익률	14.5	3.6	5.6	6.1	6.4

투자지표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	93,713	10,794	23,996	33,581	36,496
BPS	189,929	197,625	215,328	245,761	278,322
CFPS	68,519	154,633	176,199	191,395	188,773
EBITDAPS	63,230	148,201	157,711	160,298	159,477
SPS	688,906	1,178,933	1,315,396	1,379,825	1,400,878
DPS	3,400	3,700	4,000	5,000	6,000
주가지표(배)					
PER	2.4	26.2	12.3	8.8	8.1
PBR	1.2	1.4	1.4	1.2	1.1
PCFR	3.3	1.8	1.7	1.5	1.6
EV/EBITDA	18.1	6.6	5.8	5.1	4.6
PSR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
재무비율(%)					
ROE	70.6	6.0	12.4	15.4	14.6
ROA	10.5	0.8	1.6	2.2	2.3
ROIC	4.6	6.6	7.5	9.6	11.4
부채비율	141.1	143.5	144.1	139.6	134.6
순부채비율	53.6	46.5	32.8	17.3	3.6
이자보상배율(배)	4.0	6.6	6.5	7.4	8.0

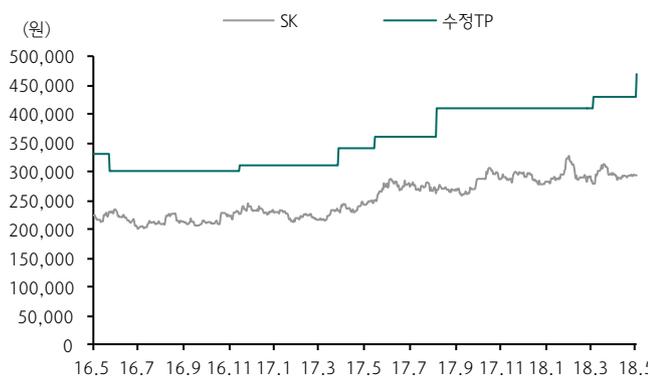
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017	2018F	2019F
유동자산	29,765.1	32,450.0	39,160.4	46,219.4	53,002.6
금융자산	10,488.7	12,003.4	16,786.0	23,303.9	29,540.5
현금성자산	6,995.2	7,087.0	11,247.1	17,630.8	23,731.7
매출채권 등	12,071.8	12,443.4	14,018.6	14,358.4	14,701.8
재고자산	5,643.3	6,018.9	6,780.8	6,945.2	7,111.2
기타유동자산	1,561.3	1,984.3	1,575.0	1,611.9	1,649.1
비유동자산	66,868.7	70,597.3	68,430.9	64,115.2	60,409.3
투자자산	13,715.3	13,785.4	15,530.4	15,906.9	16,287.3
금융자산	2,557.5	2,225.5	2,507.2	2,568.0	2,629.4
유형자산	39,445.3	41,032.5	38,052.8	34,464.9	31,366.5
무형자산	9,749.4	11,772.4	11,103.8	9,999.6	9,011.8
기타비유동자산	3,958.7	4,007.0	3,743.9	3,743.8	3,743.7
자산총계	96,633.8	103,047.3	107,591.3	110,334.6	113,411.9
유동부채	25,919.3	28,716.6	30,822.0	31,353.4	31,890.2
금융부채	8,324.2	8,501.5	8,475.6	8,482.6	8,489.7
매입채무 등	14,170.7	16,679.7	18,791.2	19,246.7	19,706.9
기타유동부채	3,424.4	3,535.4	3,555.2	3,624.1	3,693.6
비유동부채	30,637.2	32,004.0	32,690.3	32,930.9	33,173.9
금융부채	23,649.7	23,196.2	22,767.5	22,767.5	22,767.5
기타비유동부채	6,987.5	8,807.8	9,922.8	10,163.4	10,406.4
부채총계	56,556.6	60,720.6	63,512.4	64,284.2	65,064.1
지배주주지분	12,566.6	13,112.3	14,368.0	16,526.5	18,835.9
자본금	15.4	15.4	15.4	15.4	15.4
자본잉여금	5,678.5	5,645.6	5,541.1	5,541.1	5,541.1
자본조정	(904.5)	(904.5)	(904.5)	(904.5)	(904.5)
기타포괄이익누계액	(24.5)	(12.3)	(124.1)	(124.1)	(124.1)
이익잉여금	7,801.7	8,368.1	9,840.0	11,998.5	14,307.9
비지배주주지분	27,510.7	29,214.4	29,711.0	29,523.9	29,512.0
자본총계	40,077.3	42,326.7	44,079.0	46,050.4	48,347.9
순금융부채	21,485.2	19,694.2	14,457.1	7,946.3	1,716.8

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	4,588.9	9,110.7	11,386.4	10,921.6	10,699.9
당기순이익	5,549.3	2,822.5	5,165.7	6,005.7	6,387.6
조정	(2,464.0)	6,157.8	4,467.5	4,692.1	4,086.2
감가상각비	2,200.3	5,213.2	5,324.8	4,692.2	4,086.3
외환거래손익	(26.4)	70.3	(30.7)	0.0	0.0
지분법손익	(713.5)	(527.8)	(1,021.1)	0.0	0.0
기타	(3,924.4)	1,402.1	194.5	(0.1)	(0.1)
영업활동 자산부채 변동	1,503.6	130.4	1,753.2	223.8	226.1
투자활동 현금흐름	4,329.9	(7,380.5)	(5,224.7)	(4,321.7)	(4,327.0)
투자자산감소(증가)	(9,367.5)	649.3	(748.0)	(376.5)	(380.4)
유형자산감소(증가)	(2,052.7)	(4,767.9)	(1,966.5)	0.0	0.0
기타	15,750.1	(3,261.9)	(2,510.2)	(3,945.2)	(3,946.6)
재무활동 현금흐름	(2,225.5)	(1,622.4)	(1,943.8)	(216.3)	(272.0)
금융부채증가(감소)	30,383.7	(276.2)	(454.6)	7.0	7.1
자본증가(감소)	5,602.9	(32.8)	(104.5)	0.0	0.0
기타재무활동	(38,047.2)	(180.8)	(223.3)	0.0	0.0
배당지급	(164.9)	(1,132.6)	(1,161.4)	(223.3)	(279.1)
현금의 증감	6,749.2	91.7	4,160.2	6,383.6	6,100.9
Unlevered CFO	3,908.7	10,967.6	12,497.2	13,574.9	13,389.0
Free Cash Flow	2,351.2	4,175.3	9,334.4	10,921.6	10,699.9

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

SK



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.5.2	BUY	470,000		
18.3.5	BUY	430,000	-31.01%	-27.09%
17.8.6	BUY	410,000	-30.02%	-19.88%
17.5.15	BUY	360,000	-23.97%	-20.14%
17.3.27	BUY	340,000	-29.58%	-26.32%
16.11.14	BUY	310,000	-26.76%	-20.97%
16.5.23	BUY	300,000	-28.05%	-22.00%
16.5.8	BUY	330,000	-33.09%	-30.30%
15.12.27	BUY	350,000	-33.70%	-27.29%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.6%	7.8%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2018년 4월 30일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원, 선민정)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 5월 2일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원, 선민정)는 2018년 5월 2일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.