

SK COMPANY Analysis



Analyst
나승두

nsdoo@sk.com
02-3773-8891

Company Data

자본금	159 억원
발행주식수	3,173 만주
자사주	55 만주
액면가	500 원
시가총액	2,907 억원
주요주주	
바이넥스홀딩스(외2)	11.04%
아주아이비투자(외2)	5.04%
외국인지분률	9.20%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(19/01/03)	9,590 원
KOSDAQ	657.02 pt
52주 Beta	1.57
52주 최고가	17,150 원
52주 최저가	8,600 원
60일 평균 거래대금	35 억원

이 보고서는
『코스닥 시장 활성화를 통한
자본시장 혁신 방안』의 일환으로
작성된 보고서입니다

바이넥스 (053030/KQ | Not Rated)

존재감 넘치는 중소형 CMO

- 중소 제약/바이오 기업에 적합한 CMO 설비는 국내에 충분치 않은 상황
- 임상시료 생산을 위한 적절한 규모의 CMO 시설을 갖춘 곳은 바이넥스가 유일
- ABL 바이오/제백신/인트론바이오/파맵신 등 바이오 신약개발 업체 생산 위탁 중
- 일본 Nichi-iko 社の 레미케이드 바이오시밀러 생산 확대로 공장 가동률 증가
- 중국 제약사와의 바이오시밀러 기술이전, 중국업체들의 높은 관심 지속

중소형 CMO의 매력

최근 바이오시밀러(Biosimilar) 의약품에 포함된 바이오 신약 개발에 나서는 중소 제약/바이오 기업들이 늘고 있다. 하지만 이들에게 적합한 CMO(Contract Manufacturing Organization, 의약품 위탁 생산) 설비는 충분치 않은 상황이다. 대형 제약/바이오 기업들은 대형 CMO 시설을 보유하고 있지만, 중소 제약/바이오 기업들이 이용할 수 있는 적절한 규모의 CMO 설비를 찾기 어렵다. ① '생물반응기(Bioreactor)' 용량이 너무 크거나(Over Size), ② 물리적 거리가 너무 멀거나(Overseas), ③ 충분한 reference 가 확보되지 않은 경우가 대부분이기 때문이다. 하지만 바이오 신약 개발을 위한 파이프라인 연구에 나서는 기업들이 점점 늘어나면서 중소형 CMO에 대한 수요는 꾸준히 증가하고 있다. 글로벌 대형 제약사들이 중소형 규모의 CMO 업체 M&A에 나서는 이유이기도 하다. 국내에서 임상시료 생산을 위한 적절한 규모의 CMO 시설을 갖춘 곳은 바이넥스가 유일하다. 실제로 동사는 에이비엘바이오/제백신/인트론바이오/파맵신 등 바이오 신약 개발 업체들의 생산을 맡고 있다.

공장 가동률의 증가, 장치산업의 실적 회복 신호탄

현재 오송공장의 5,000L 생물반응기를 제외한 모든 공장 라인이 가동 중이다. 특히 2017년 11월 일본 후생성으로부터 최종 판매허가를 받은 Nichi-iko 社の 레미케이드 바이오시밀러가 본격적인 생산에 돌입했다. 대부분의 장치산업이 그렇듯 생물반응기 공장라인을 보유한 동사도 공장 가동률이 회복됨에 따라 수익성이 개선되는 모습을 보이고 있다. 일본의 경우 바이오시밀러 시장 자체가 개화기에 접어들었다는 평가를 받고 있을뿐만 아니라 블록버스터 의약품인 레미케이드의 가장 대표적인 바이오시밀러인 셸트 리온 '렘시마(Remsima)'의 점유율이 높지 않기 때문에, Nichi-iko 社の 바이오시밀러의약품 침투가 더욱 용이할 것으로 예상된다.

동아시아 바이오 시장을 노리는 중국의 높은 관심

지난해 11월 중국 충칭 지역의 즈언 제약회사와의 항체 바이오시밀러 기술이전 계약을 공시한 바 있다. CMO를 전문으로 하되 초기 기술연구도 가능한 CDMO 업체로서의 기술력 검증의 의미가 있지만, 약 300조 규모로 추정되는 중국 바이오의약품 시장 진출을 위한 첫 걸음을 떼었다는데 더 큰 의미가 있다. 과거 칭화그룹과 합작법인 설립을 포함한 전략적 제휴가 시도되었던 적이 있었지만 THAAD 등 국제 관계 영향으로 무산된 바 있다. 하지만 여전히 우리나라와 중국 간 바이오 산업 교류의 중간다리 역할을 하고 있는 대표 기업임에는 틀림없다.

글로벌 CMO 설비 현황

Scale	Mammalian cell Culture	CMOs (HQ)	Largest Bioreactor Size	Facility Location
Mega Scale	> 180,000L	Lonza (Switzerland)	15,000L	Worldwide
		Boehringer Ingelheim (Germany)		Worldwide
		Samsung Biologics (Korea)		Korea
Small & Midium Scale	36,000L	Asahi Glass (Japan)	3,000L	Denmark, USA
	18,500L	Thermo Fisher (USA)	2,000L	USA, Netherland, Australia
	12,000L	Rentschler (Germany)	3,000L	Germany
	11,500L	BINEX (Korea)	5,000L	Korea
	4,000L	Toyobo (Japan)	4,000L	Japan
	2,000L	Wuxi Biologics (China)	1,000L	China

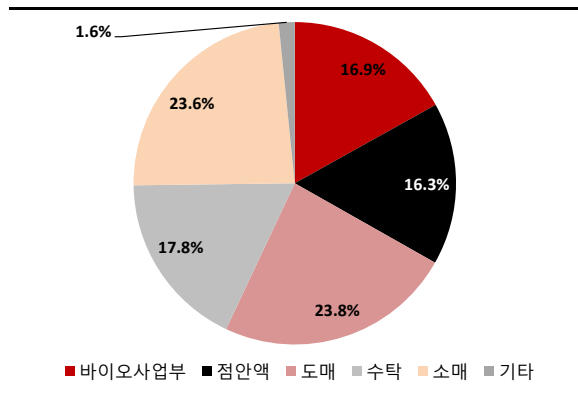
자료 : BINEX, SK 증권

송도/오송 공장 설비 구성

Type			Working Volume	Location
Songdo Facility	Drug Substance (Bulk)	Mammalian (4,500L)	1 x 1,000L (SUB)	Suite 1-1
			1 x 1,000L (SUB)	Suite 1-2
			1 x 500L (SUS)	Suite 2
	Drug Product (Fill/Finish)	Microbial (500L)	2 x 1,000L (SUS)	Suite 5, Suite 6
			1 x 500L (SUS)	Suite 3
			Liquid Vial	7,200 vials/hr (available size : 2ml to 50ml)
Osong Facility	Drug Substance (Bulk)	Mammalian (7,000L)	30,000 vials/lot (available size : 2ml to 50ml)	Fill / Finish (Suite 4)
			22,000 syringes/hr (available size : 1ml to 3ml)	
			1 x 5,000L (SUS)	
2 x 1,000L (SUS)				

자료 : BINEX, SK 증권

사업부별 매출 비중(2017년 기준)



자료 : BINEX, SK 증권

글로벌 기업들의 CMO M&A 사례

Before		Now	
Capacity (mammalian)	CMOs (HQ)	CMO (HQ)	Capacity (mammalian)
> 180,000	Lonza (Switzerland)	Lonza (Switzerland)	> 180,000
	Boehringer Ingelheim (Germany)	Boehringer Ingelheim (Germany)	
	Samsung Biologics (Korea)	Samsung Biologics (Korea)	
18,000L	CMC Biologics (Denmark)	Asahi Glass (Japan)	36,000L
12,000L	Rentschler (Germany)	Rentschler (Germany)	12,000L
11,500L	Binex (Korea)	Binex (Korea)	11,500L
8,500L	Gallus	Thermo Fisher (USA)	18,500L
7,000L	DSM (the Netherlands)		
3,000L	Laureate (USA)	Catalent (USA)	9,700
5,850L	Cook Pharmica (USA)		
2,200L	KBI (USA)	JSR (Japan)	2,200

자료 : BINEX, SK 증권

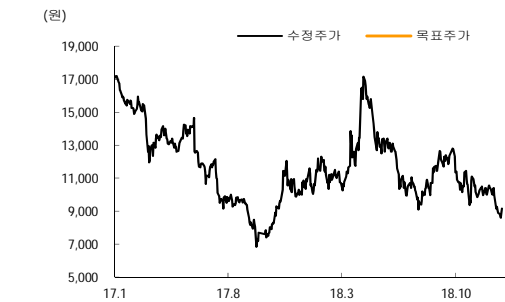
바이넥스 실적 추이

(단위 : 억원)

구분	2016	2017	3Q 18
매출액	809.2	780.3	729.2
바이오	215.6	132.3	186.0
의약품	591.5	646.6	540.8
기타	2.2	1.4	2.4
영업이익	-19.9	-75.5	8.7
(OPM)	(-)	(-)	(1.2%)

자료 : BINEX, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	과리율	
			대상시점	평균주가대비 최고(최저) 주가대비
2019.01.04	Not Rated			
2018.01.24	Not Rated			



Compliance Notice

- 작성자(나승두)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 1월 3일 기준)

매수	93.18%	중립	6.82%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	577	587	592	688	812
현금및현금성자산	238	121	88	64	72
매출채권및기타채권	196	295	331	415	497
재고자산	73	94	106	133	159
비유동자산	725	1,221	1,243	1,235	1,233
장기금융자산	83	60	67	67	67
유형자산	310	933	965	971	982
무형자산	253	174	141	123	108
자산총계	1,302	1,808	1,834	1,924	2,045
유동부채	137	90	88	105	122
단기금융부채	75	30	20	20	20
매입채무 및 기타채무	31	38	43	54	65
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	35	232	261	262	264
장기금융부채	30	210	236	236	236
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	5	6	8	10	12
부채총계	171	322	349	367	386
지배주주지분	1,131	1,486	1,485	1,556	1,659
자본금	133	155	156	156	156
자본잉여금	904	1,313	1,323	1,323	1,323
기타자본구성요소	-5	-13	-14	-14	-14
자기주식	-19	-19	-19	-19	-19
이익잉여금	100	31	21	92	195
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,131	1,486	1,485	1,556	1,659
부채외자본총계	1,302	1,808	1,834	1,924	2,045

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	29	-58	25	70	106
당기순이익(손실)	104	-68	-12	72	103
비현금성항목등	7	166	97	118	128
유형자산감가상각비	19	21	44	72	72
무형자산감가상각비	43	43	34	23	20
기타	9	57	10	-5	-2
운전자본감소(증가)	-81	-137	-58	-101	-98
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-51	-99	-37	-85	-82
재고자산감소(증가)	11	-22	-12	-27	-26
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-12	10	-10	11	11
기타	-29	-27	1	0	0
법인세납부	0	-18	-1	-19	-27
투자활동현금흐름	79	-614	-76	-78	-84
금융자산감소(증가)	-14	24	9	0	0
유형자산감소(증가)	-25	-645	-75	-78	-83
무형자산감소(증가)	-3	-6	-5	-5	-5
기타	121	13	-5	5	4
재무활동현금흐름	-5	554	17	-15	-15
단기금융부채증가(감소)	-106	-47	-18	0	0
장기금융부채증가(감소)	65	224	20	0	0
자본의증가(감소)	46	383	8	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-10	-7	7	-15	-15
현금의 증가(감소)	124	-117	-33	-23	7
기초현금	114	238	121	88	64
기말현금	238	121	88	64	72
FCF	9	-492	-47	-14	17

자료 : 바이넥스, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	599	711	799	1,003	1,201
매출원가	347	380	511	587	673
매출총이익	252	331	288	416	528
매출총이익률 (%)	42.1	46.6	36.1	41.5	44.0
판매비와관리비	229	271	290	321	389
영업이익	24	61	-2	95	139
영업이익률 (%)	3.9	8.5	-0.3	9.5	11.6
비영업손익	80	-79	-13	-5	-9
순금융비용	0	2	7	10	11
외환관련손익	0	1	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	76	5	0	0	0
세전계속사업이익	104	-19	-15	91	131
세전계속사업이익률 (%)	17.3	-2.6	-1.9	9.0	10.9
계속사업법인세	10	50	-3	19	27
계속사업이익	94	-68	-12	72	103
중단사업이익	10	0	0	0	0
*법인세효과	2	0	0	0	0
당기순이익	104	-68	-12	72	103
순이익률 (%)	17.3	-9.6	-1.6	7.1	8.6
지배주주	104	-68	-12	72	103
지배주주귀속 순이익률(%)	17.3	-9.58	-1.55	7.13	8.59
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	100	-68	-13	71	103
지배주주	100	-68	-13	71	103
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	86	124	75	189	232

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	11.9	18.8	12.3	25.6	19.7
영업이익	흑전	157.3	적전	흑전	46.2
세전계속사업이익	흑전	적전	적지	흑전	44.2
EBITDA	519.1	44.8	-39.7	153.0	22.3
EPS(계속사업)	흑전	적전	적지	흑전	44.2
수익성 (%)					
ROE	9.8	-5.2	-0.8	4.7	6.4
ROA	8.2	-4.4	-0.7	3.8	5.2
EBITDA마진	14.3	17.4	9.4	18.9	19.3
안정성 (%)					
유동비율	422.6	649.7	674.3	655.2	666.4
부채비율	15.2	21.7	23.5	23.6	23.3
순차입금/자기자본	-16.8	4.8	9.0	10.1	9.0
EBITDA/이자비용(배)	13.1	10.2	5.2	12.3	15.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	364	-228	-40	230	331
BPS	4,267	4,783	4,758	4,986	5,316
CFPS	642	-16	208	531	627
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	29.5	N/A	N/A	75.0	51.8
PER(최저)	14.9	N/A	N/A	29.8	26.0
PBR(최고)	2.5	5.5	5.0	3.5	3.2
PBR(최저)	1.3	1.8	3.2	1.4	1.6
PCR	13.6	-1,021.4	81.6	20.3	14.6
EV/EBITDA(최고)	30.1	65.2	101.9	29.3	24.2
EV/EBITDA(최저)	14.0	18.3	64.6	0.8	12.4