

제약/바이오

Overweight (신규)



The graphic features the letters 'CMO' in large red font. The 'O' is a red circle with a diagonal slash through it. Inside the circle is a yellow virus particle with a blue hexagonal structure above it. A blue syringe is shown injecting into the virus. To the right of the virus is a blue virus particle. Below the 'CMO' is the text 'LOON SHOT' in large black font. The background includes a DNA double helix on the left, a pair of white scissors cutting the DNA, and a large red 3D arrow pointing upwards and to the right.

CMO LOON SHOT

- Part 1 투자의견
- Part 2 의약품 개요
- Part 3 필수적인 C(D)MO의 성장
- Part 4 RNA 기반 의약품의 등장



CMO LOON SHOT

LOON SHOT은 "전쟁, 의학, 비즈니스의 판을 바꾼 아이디어"를 의미합니다.
향후 CMO 산업의 판도를 바꿀 의약품들을 애널리스트와 약사의 눈으로 탐구합니다.

제약/바이오 Overweight (신규)

Top Pick

종목	투자판단	적정주가
삼성바이오로직스 (207940)	Buy (신규)	1,200,000원

관심종목

종목	투자판단	적정주가
에스티팜 (237690)	Buy (신규)	150,000원
SK바이오사이언스 (302440)	Buy (신규)	160,000원

제약/바이오
Analyst 박송이
02. 6454-4865
songyi.park@meritz.co.kr





Contents

Summary	4
Key Chart	5
<hr/>	
Part 1 투자 의견	8
제약/바이오 Overweight 제시	8
<hr/>	
Part 2 의약품 개요	9
1. 의약품 분류	9
2. 비즈니스 모델의 이해	10
<hr/>	
Part 3 필수적인 C(D)MO의 성장	11
1. 뛰는 바이오 의약품 시장, 나는 바이오 의약품 CMO	11
2. 글로벌 CDMO의 성장 전략	12
3. CMO 성장의 주역: 항체 의약품	14
4. CMO의 신 성장 동력: Cell & Gene Therapy(CGT)의 등장	16
5. CGT가 폭발적으로 증가하는 여섯 가지 이유	18
6. Virus vector의 공급 부족 현상	21
<hr/>	
Part 4 RNA 기반 의약품의 등장	36
1. RNA 기반 치료제가 각광받는 이유	36
2. RNA 기반 치료제 종류	38
3. mRNA 연구 동향	41
4. mRNA 생산공정	42
5. mRNA 공급 부족 현상	43
6. mRNA 특허 기술의 종착지	44
7. mRNA 관련 국내 기업	48
<hr/>	
기업분석	
삼성바이오로직스 (207940)_가이던스 상향으로 높아진 자신감	50
에스티팜 (237690)_실적 성장에 더해진 mRNA의 가치	57
SK바이오사이언스 (302440)_자체 개발 COVID-19백신으로 레벨 업	63

Summary

제약/바이오 업종에 대한 투자 의견 비중 확대(Overweight)를 제시한다. 글로벌 경기 침체 우려 환경에서 헬스케어 섹터는 필수 소비재로 경기 방어주 성격을 갖고 있어 주목해야 한다.

글로벌 바이오 의약품 CMO(Contract Manufacturing Organization) 시장은 팬데믹 상황에도 해마다 성장 중이다. 오리지널 항체 의약품의 지속적인 만료, ADC(Antibody Drug Conjugate, 항체-약물 접합체) 개발 등으로 항체 의약품 수요는 꾸준히 증가해 CMO의 캐시카우 역할을 하고 있다.

CMO 신 성장 동력으로 CGT(Cell & Gene Therapy, 세포·유전자치료제)가 떠오르면서 2027년까지 바이러스 벡터의 공급 부족이 예상된다. COVID-19 백신 개발로 mRNA(messenger RNA) 수요 또한 급증했고, 폭발적인 성장으로 솟티지를 겪고 있다. CGT와 mRNA 전방산업의 성장으로 CMO의 견조한 실적 성장이 가능하다.

제약/바이오 산업은 규제기관의 승인이 필요하고, 진입장벽이 높다. 과거 빅파마와의 수주 경험으로 트랙 레코드를 쌓은 기업이 유리하다. 안정적인 매출을 유지하면서 향후 CGT와 mRNA에 진출하는 기업을 주목해야 한다.

삼성바이오로직스(Buy/1,200,000원)를 업종 내 최선호주로 제시한다.

① 바이러스 벡터, mRNA 등 CGT 진출로 사업 포트폴리오를 다각화하겠다. ② 2023년 4공장 완공으로 총 생산규모 62만L를 보유해 글로벌 CMO 생산량 중 30%를 차지하겠다. ③ 지속적인 증설을 통해 안정적인 항체 의약품 위탁생산 사업 확대 및 활발한 수주가 기대된다.

에스티팜(Buy/150,000원)을 업종 내 차선호주로 추천한다.

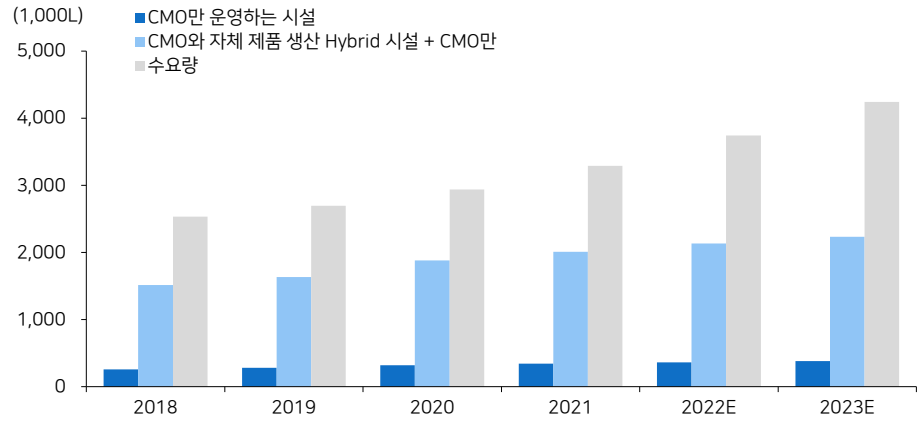
① 2026년까지 증설을 통해 글로벌 올리고뉴클레오타이드 생산규모 1위에 등극하겠다. ② RNA 기반 의약품 전방산업 성장에 따라 올리고뉴클레오타이드 수요량 증가가 기대된다. ③ mRNA 자체 핵심기술 1) 5'-Capping: SMARTCAP, 2) LNP: SMARTLNP, ST LNP, In-license LNP, 3) 자체 코돈을 최적화할 수 있는 기술 등을 가진 동사의 집중 수혜가 예상된다.

SK바이오사이언스(Buy/160,000원) 역시 매수를 추천한다.

① mRNA, 바이러스 벡터 등 CGT로 사업 영역 확장이 기대된다. ② COVID-19 재확산으로 COVID-19 백신 신규 수주에 따른 추가 업사이드가 전망된다. ③ Sanofi와 공동 개발하는 차세대 폐렴구균 백신, 스카이셀플루와 COVID-19 백신을 결합한 Combo 백신 등 다수의 주가 상승 모멘텀을 보유하고 있다.

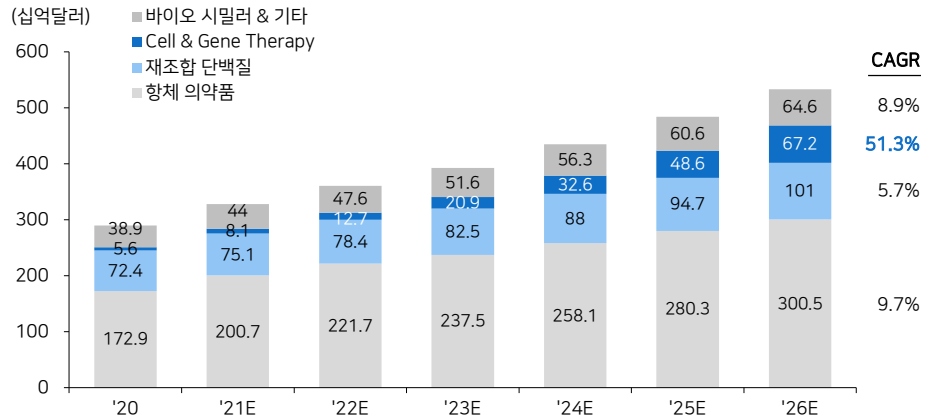
Key Chart

그림1 CMO와 자체 제품 생산하는 Hybrid의 Capacity까지 합쳐도 CMO 부족은 지속



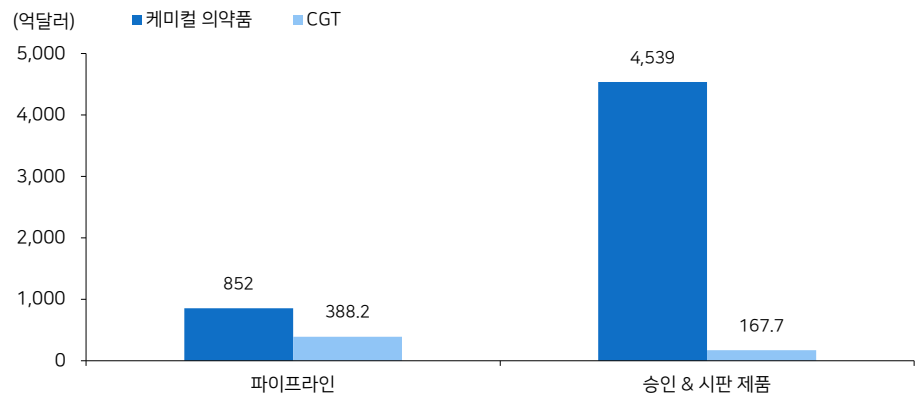
자료: Supply and Demand Trends: Mammalian Biomanufacturing Industry Overview, 메리츠증권 리서치센터

그림2 바이오 의약품 별 시장 규모 및 전망: CGT의 성장세가 두드러짐



자료: 삼성바이오로직스, Evaluate Pharma & Mckinsey, 메리츠증권 리서치센터

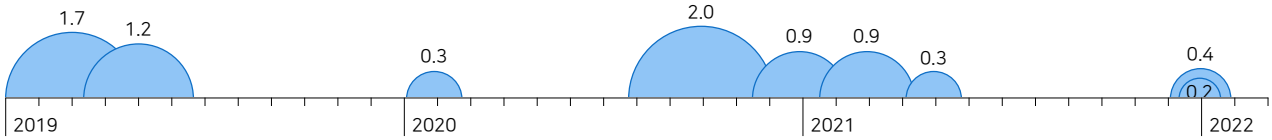
그림3 케미컬 의약품과 CGT의 파이프라인 가치와 승인/시판되는 의약품 매출액 비교



자료: Evaluate Pharma (2022), 메리츠증권 리서치센터

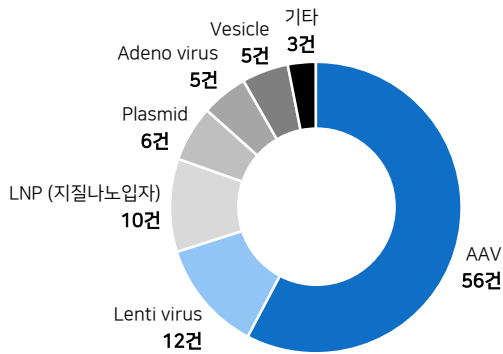
그림4 바이러스 벡터 제조시설 투자 현황

(USDbn)



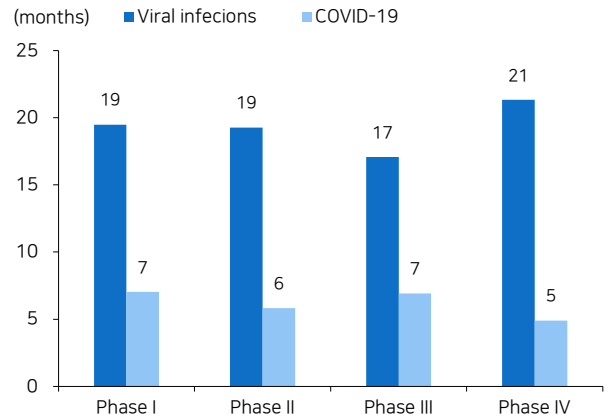
자료: McKinsey & Company, 메리츠증권 리서치센터

그림5 2020~2021년 유전자치료제 거래 현황



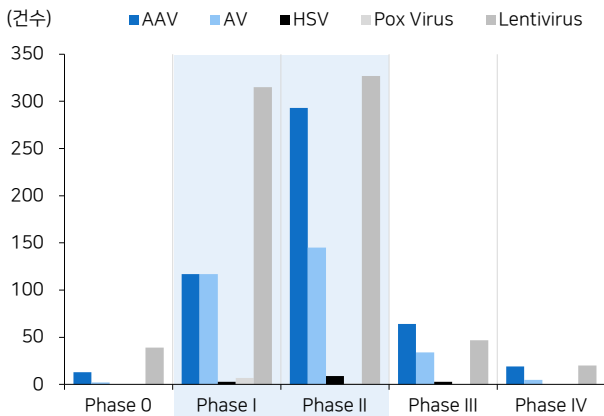
자료: 바이오센추리, 메리츠증권 리서치센터

그림6 COVID-19 백신, 타 바이러스 백신 임상시험 기간대비 30% 가량 짧아



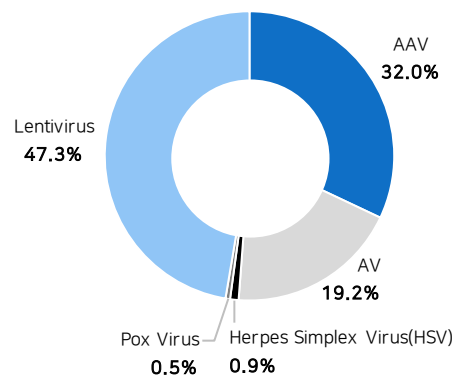
자료: GlobalData, 메리츠증권 리서치센터

그림7 바이러스 벡터 별 임상시험은 주로 I, II상 초기 단계



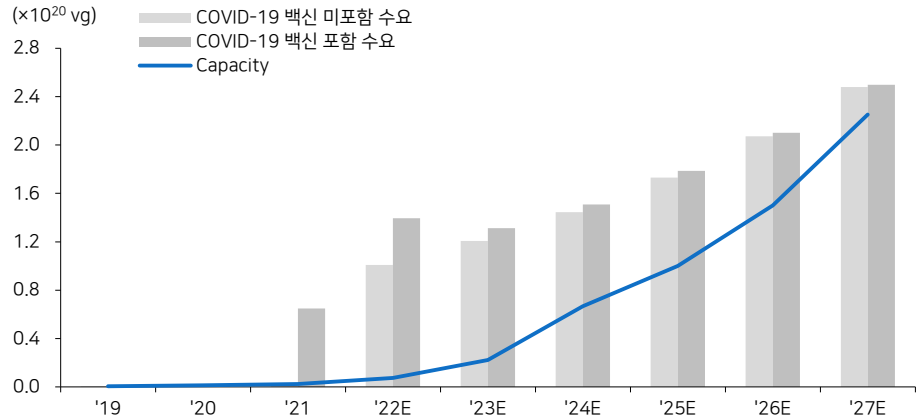
자료: Global Data, 메리츠증권 리서치센터

그림8 바이러스 벡터 임상시험은 Lentivirus > AAV > AV 순으로 차지



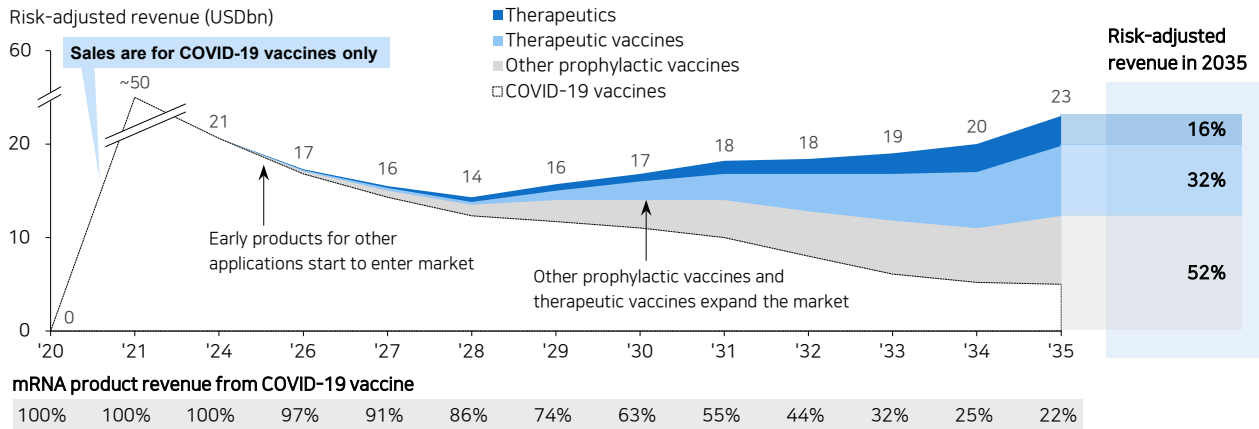
자료: Global Data, 메리츠증권 리서치센터

그림9 바이러스 벡터 공급부족은 최소 2027년까지 지속



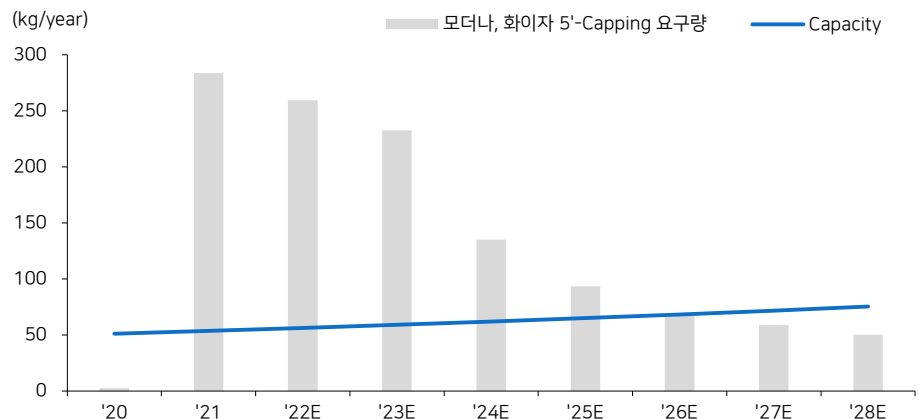
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림10 mRNA 시장 매출



자료: Wen Xie et al. Nature Reviews Drug Discovery (2021), 메리츠증권 리서치센터

그림11 mRNA 생산요소 최소 2026년까지 지속 부족



자료: Public Citizen (2021) 재구성, 메리츠증권 리서치센터

기업분석

종목	투자판단	적정주가
삼성바이오로직스 (207940)	Buy (신규)	1,200,000원
에스티팜 (237690)	Buy (신규)	150,000원
SK바이오사이언스 (302440)	Buy (신규)	160,000원

Industry Indepth
2022. 8. 10

삼성바이오로직스 207940

가이던스 상향으로 높아진 자신감

▲ 제약/바이오

Analyst **박송이**
02. 6454-4865
songyi.park@meritz.co.kr

- ✓ 투자이견 Buy, 적정주가 120만원으로 커버리지 개시
- ✓ 항체의약품 글로벌 Capacity 1위로 안정적인 수주 기대
- ✓ 바이러스 벡터, mRNA 등 세포 유전자 치료제 진출로 사업 포트폴리오 다각화와 선 수주 기대
- ✓ 지속적 증설 통한 안정적 항체의약품 CMO 사업 확대 기대. 최선호주 추천

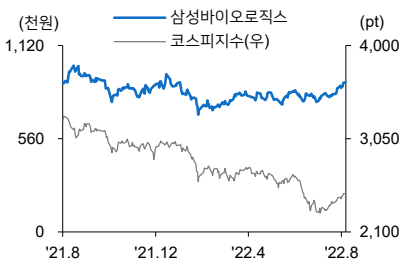
Buy (신규)

적정주가 (12개월) **1,200,000 원**
현재주가 (8.9) **902,000 원**
상승여력 **33.0%**

KOSPI	2,503.46pt
시가총액	641,989억원
발행주식수	7,117만주
유동주식비율	25.59%
외국인비중	10.77%
52주 최고/최저가	1,000,156원/703,667원
평균거래대금	494.2억원
주요주주(%)	
삼성물산 외 4 인	74.37
국민연금공단	5.60

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	10.1	18.1	0.4
상대주가	3.4	30.6	30.8

주가그래프



승자의 독식이 예상되는 CMO 시장: Capacity도 1위, 품질도 1위

항체의약품 적응증 확대, ADC 증가 등 전방산업의 성장으로 바이오 의약품의 위탁 생산 수요는 꾸준한 증가가 예상된다. 2023년 4공장 완공으로 총 62만L의 Capacity를 보유하며 글로벌 CMO 생산량 중 30%를 차지할 전망이다. 이는 2025년 CMO 시설 기준 글로벌 1위에 해당한다. 그 동안 생산 관련 보완 요구 서한 수량이 없었고, FDA, EMA 등 글로벌 인증 획득으로 쌓인 Track record에 기반한 수주 확대가 예상된다.

CGT, 바이러스 벡터, mRNA 등 사업 포트폴리오 확장

동사는 mRNA, 바이러스 벡터 등을 기반으로 한 CGT와 차세대 백신 CMO로 사업 포트폴리오를 확대할 예정이다. 기존 공장 내 mRNA 기반 원료의약품 생산 시설을 건설하고, mRNA 전주기 생산체제를 마련하여 차세대 바이오 의약품으로 확장해 나갈 예정이다. CGT 위탁생산의 공급부족 현상과 항체 의약품으로 쌓은 품질에 대한 인지도를 바탕으로 2023년 말 가동 목표인 5공장의 선수주가 기대된다. 활발한 수주 활동으로 2023년 연결 영업이익 기준 1조원 달성이 전망된다.

투자이견 Buy, 적정주가 120만원으로 커버리지 개시

삼성바이오로직스에 대한 투자이견 Buy와 적정주가 120만원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 적정주가는 DCF valuation으로 산정한 삼성바이오로직스의 가치와 삼성바이오에피스의 지분가치를 더한 SOTP(Sum of the parts) 방식으로 산출했다. 삼성바이오에피스 지분 인수로 3Q22부터 연결 실적 반영해 valuation 조정 예정이다. 항체의약품의 안정적인 CMO 사업과 바이러스 벡터, mRNA 등 CGT로의 사업 포트폴리오 확장되는 동사를 업종 내 최선호주로 추천한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	1,164.8	292.8	241.0	3,599		68,678	226.8	11.9	125.1	5.2	39.7
2021	1,568.0	537.3	393.6	5,878	63.3	74,537	151.8	12.0	85.4	8.2	59.7
2022E	2,327.3	740.8	569.2	8,138	38.5	111,626	110.8	8.1	66.5	8.8	38.4
2023E	3,070.9	1,077.9	799.4	11,231	38.0	122,857	80.3	7.3	47.5	9.6	36.3
2024E	3,610.6	1,320.8	971.1	13,644	21.5	136,501	66.1	6.6	39.2	10.5	33.7

1. 투자 의견 및 Valuation

투자 의견 Buy
 적정주가 120만원 신규 제시

삼성바이오로직스에 대한 투자 의견 Buy와 적정주가 120만원을 신규 제시하며 커버리지를 개시한다. 적정주가는 DCF 방식으로 2026년까지의 삼성바이오로직스 영업가치와 순차입금, 삼성바이오에피스 비지배주주지분을 합한 SOTP 방식으로 산출하였다. 산출 시 주요 가정은 무위험 이자율 국고채 1년물 금리 2.0%, 시장 위험 프리미엄은 Equity risk premium 6.1%, Beta 0.7 등을 사용했다.

특히 만료 바이오 의약품의 증가로 새로운 바이오 시밀러가 지속적으로 개발되고 있고, ADC 등 항체의약품의 적용 범위가 넓어지고 있다. 5공장 설립으로 CGT에 대한 진출이 기대된다. 영구성장률은 글로벌 CDMO 시장의 연평균 성장률 10%에서 50% 할인하여 5.0%를 적용했다.

표26 삼성바이오로직스 적정주가 산출

(십억원)	Value	내용
삼성바이오로직스 영업가치 (A)	78,094.5	DCF valuation으로 산출
삼성바이오에피스 가치 (B=C×D×0.5)	5,582.2	삼성바이오에피스 지분을 50% 적용
2022년 예상 순이익 현재가치 (C)	186.1	
Target Multiple (D)	60×	셀트리온 12month forward PER 48×, 25% 프리미엄
순차입금 (E)	(1,556.3)	
삼성바이오로직스 주주가치 (F=A+B-E)	85,233.1	
주식 수 (G)	71,174천주	
적정주가 (H=F/G)	1,200,000원	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표27 삼성바이오로직스 영업가치 추정

(십억원)	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
매출액	2,327.3	3,070.9	3,610.6	4,061.9	4,626.5
% YoY	48.4%	31.9%	17.6%	12.5%	13.9%
EBIT	740.8	1,077.9	1,320.8	1,466.3	1,697.5
% YoY	37.9%	45.5%	22.5%	11.0%	15.8%
- EBIT에 대한 세금	207.6	305.0	373.9	337.3	390.4
- CAPEX	1,299.8	1,100.0	1,200.0	30.0	30.0
- 순운전자본 증감	225.9	181.8	81.3	51.1	51.2
+ 감가상각비	193.4	238.5	285.1	705.1	528.8
+ 무형자산상각비	7.2	15.7	16.0	17.8	9.9
WACC	6.3%				
Terminal Growth	5.0%				
NPV of FCFF	1,687.6				
NPV of TV	76,404.9				
합산 가치	78,094.5				

자료: 메리츠증권 리서치센터

표28 삼성바이오로직스 공장 가동률 추정

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
1공장 (30,000L)	100%	90%	80%	80%	90%
2공장 (154,000L)	60% 정기보수	90%	100%	100%	80%
3공장 (180,000L)	100%	90%	80%	80%	100%
4공장 (256,000L)	30% 2022.10 부분가동	50% 완공 예정	80%	100%	100%
5공장 (멀티 모달 플랜트)	착공	-	20%	50%	100%
6공장 (항체약품)	부지확보	-	20%	50%	100%

자료: 메리츠증권 리서치센터

표29 삼성바이오에피스 2022년 예상 순이익

(십억원)	2019	2020	2021	2022E
매출액	765.9	777.4	847.0	1,058.7
(% YoY)		1.5%	9.0%	25.0%
영업이익	122.8	145.0	192.7	240.9
% on sales	16.0%	18.7%	22.8%	22.8%
법인세 차감전 이익	105.6	142.2	174.6	228.1
법인세	-	157.8	4.2	29.5
당기순이익	263.4	138.0	152.0	198.6
2022년 당기순이익 현재가치				186.1

자료: 메리츠증권 리서치센터

2. 2022년 2분기 리뷰 및 향후 실적 전망

2022 호실적 기록

삼성바이오로직스의 2분기 연결 매출액은 6,514억원(yoy +58.0%), 영업이익 1,697억원(yoy +1.7%)을 기록했다. 이번 2Q22 실적부터 지분법으로 반영되던 삼성바이오에피스 실적이 연결 반영된다.

2022 2공장 정기보수 영향에도 연간 가동률 full 예정

삼성바이오로직스 별도 매출액은 5,037억원, 영업이익 1,719억원을 기록했다. 2분기 실적에 반영되는 1분기 공장 가동률은 1, 3공장 full, 2공장 정기보수로 slow down되어 50%가 예상된다. 하지만 공정 효율화를 통해 2022년 연간으로 1, 2, 3공장 전체 full 수준으로 유지될 예정이다.

삼성바이오에피스 별도 매출액은 2,328억원, 영업이익 585억원을 기록했다. 4월 세전 이익과 당기순이익은 지분법으로 인식하였고, 5월, 6월은 연결로 인식하여 당분기의 수치는 전 분기/전년 동기 대비 단순 비교는 어렵다.

공장 건설 일정에 맞추어 선수주 확보해 빠른 ramp-up 가능

10월부터 삼성바이오로직스 4공장 부분가동 예정이다. 4공장 생산능력은 단일공장 기준 세계 최대로 규모의 경제가 기대된다. 가동 전 5개사 7개 제품의 생산 수주 계약을 맺었다. 2024년 가동 목표인 5공장도 선 수주로 완공 전 물량 확보가 기대된다. 활발한 수주활동을 바탕으로 2023년에는 연결 영업이익 1조원이 예상된다.

삼성바이오에피스는 지난 6월 바이오젠을 통해 Lucentis 바이오 시밀러(Byooviz, 성분명: Ranibizumab)를 미국에 런칭했고, 하반기부터 실적에 반영될 예정이다. 중장기적으로 Humira, Eylea 바이오 시밀러 등 신제품 출시를 통해 견조한 매출 성장이 기대된다.

삼성바이오로직스의 실적은 대규모 위탁생산 계약 체결과 규제기관의 인증 등에 따라 움직인다. 따라서 각 공장 별 가동률 추정치를 바탕으로 각 공장의 생산능력을 리터수로 환산해 실적을 추정했다.

그림51 삼성바이오로직스 주가 추이



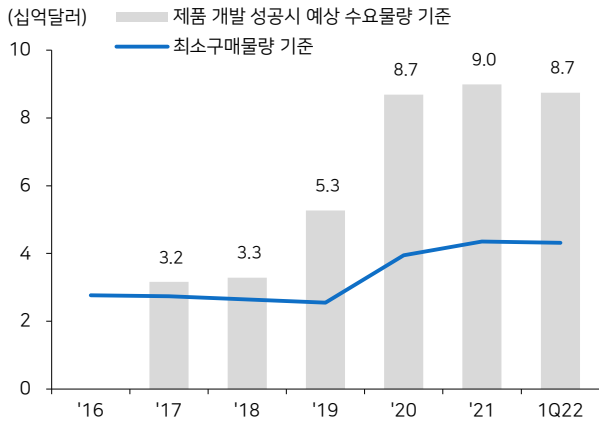
자료: QuantiWise, 언론 자료, 메리츠증권 리서치센터

표30 삼성바이오로직스 분기 실적 추정

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22P	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	260.8	412.2	450.7	444.3	511.3	503.7	646.8	665.6	1,568.0	2,327.3	3,070.9
% YoY	25.9%	34.0%	64.2%	18.4%	96.1%	22.2%	43.5%	49.8%	34.6%	48.4%	31.9%
영업이익	74.3	166.8	167.4	128.8	176.4	171.9	206.5	186.3	537.3	741.1	1,077.9
% YoY	18.7%	105.6%	196.1%	39.2%	137.5%	3.1%	23.4%	44.6%	83.5%	37.9%	45.5%
OPM (%)	28.5%	40.5%	37.1%	29.0%	34.5%	34.1%	31.9%	28.0%	34.3%	31.8%	35.1%
당기순이익	61.0	121.5	131.8	79.3	146.9	127.3	153.8	141.1	393.6	569.2	799.4
% YoY	66.4%	133.6%	135.0%	-17.6%	141.0%	4.8%	16.7%	77.9%	63.3%	44.6%	40.4%
NPM (%)	23.4%	29.5%	29.2%	17.9%	28.7%	25.3%	23.8%	21.2%	25.1%	24.5%	26.0%

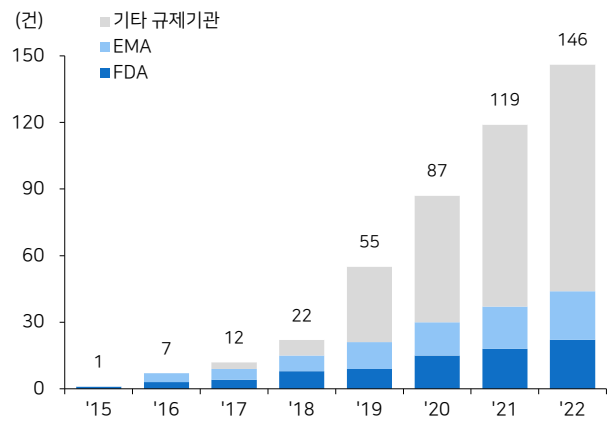
주: 삼성바이오에피스는 지분법 반영, 3Q22부터 연결로 반영 예정
 자료: 메리츠증권 리서치센터

그림52 삼성바이오로직스 수주 잔고



자료: 삼성바이오로직스, 메리츠증권 리서치센터

그림53 글로벌 규제기관 승인 현황



자료: 삼성바이오로직스, 메리츠증권 리서치센터

표31 삼성바이오로직스 생산시설 현황

	1공장	2공장	3공장	4공장	5공장	6~9공장
규모	30,000L	154,000L	180,000L	256,000L	멀티모달 플랜트	대량 항체약품 생산 시설 등
건설기간	25개월	29개월	35개월	30~32개월	-	-
공사비용	3,500억원	7,000억원	8,500억원	1조 7,400억원	-	-
가동 시점	2012년	2015년	2017년	2022년 10월 일부 가동 2023년 완공 예정	5공장 연내 착공 예정	연내 부지 확보 예정

자료: 언론 자료, 메리츠증권 리서치센터

표32 삼성바이오로직스 수주 현황

계약 상대방	계약 체결일	계약 종료일	계약 금액 (백만달러)
Cilag GmbH International	2016.11.15	-	291.8
Sun Pharma Global FZE	2017.07.04	-	55.5
미국 소재 제약사	2017.07.20	-	14.9
Checkpoint Therapeutics, Inc.,	2017.11.08	2022.11.09	7.2
UCB	2017.12.21	-	41.7
TG Therapeutics, Inc.	2018.02.21	2026.12.31	50.3
글로벌 제약사의 스위스 소재 자회사	2018.04.30	2025.12.31	449.4
Ichnos Sciences	2018.06.01	-	15.1
아시아 소재 제약사	2018.08.14	-	127.6
Gilead Sciences, Inc.	2018.09.11	2025.12.31	266.5
Immunovant Sciences GmbH	2018.12.18	2029.12.31	43.5
CytoDyn Inc.	2019.04.01	2027.12.31	50.2
아시아 소재 제약사	2019.04.26	-	17.1
아시아 소재 제약사	2019.04.26	-	32
아시아 소재 제약사	2019.05.14	-	29.8
UCB	2019.05.17	-	33.8
H. Lundbeck A/S	2019.09.27	2031.12.31	27.9
아시아 소재 제약사	2019.11.28	-	19.1
미국 소재 제약사	2019.12.03	-	58.2
GlaxoSmithKline Trading Services Limited	2020.05.21	2028.12.31	505.4
Eli Lilly and Company	2020.07.27	2026.08.30	268.3
GlaxoSmithKline Trading Services Limited	2020.08.05	2023.12.31	226.9
AstraZeneca UK Ltd.,	2020.09.21	2023.12.31	16
AstraZeneca AB	2020.09.21	2028.12.31	377.5
Checkpoint Therapeutics, Inc.,	2020.10.06	2030.10.02	19.7
미국 소재 제약사	2020.11.03	2030.12.31	16.1
FibroGen, Inc.	2020.11.09	2022.12.31	51.5
F.Hoffmann-La Roche Ltd	2021.01.15	2024.12.31	202.3
F.Hoffmann-La Roche Ltd	2021.01.15	2024.12.31	550.2
MSD International Business GmbH	2021.09.29	-	41.5
유럽 소재 제약사	2021.09.29	2022.06.30	56.6
Eli Lilly Kinsale Limited	2022.03.28	2029.12.31	92
MSD International Business GmbH	2022.07.01	2028.12.31	213.9

자료: DART, 메리츠증권 리서치센터

삼성바이오로직스 (207940)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	1,164.8	1,568.0	2,327.3	3,070.9	3,610.6
매출액증가율 (%)		34.6	48.4	31.9	17.6
매출원가	748.7	841.6	1,234.5	1,621.0	1,897.9
매출총이익	416.1	726.5	1,092.8	1,449.9	1,712.7
판매관리비	123.3	189.1	352.1	371.9	391.9
영업이익	292.8	537.3	740.8	1,077.9	1,320.8
영업이익률	25.1	34.3	31.8	35.1	36.6
금융손익	-8.1	18.5	33.7	16.9	9.1
중속/관계기업손익	-17.8	13.9	16.4	19.8	24.6
기타영업외손익	-0.9	-8.3	0.1	0.0	0.0
세전계속사업이익	266.0	561.3	790.9	1,114.7	1,354.5
법인세비용	25.0	167.7	221.7	315.3	383.4
당기순이익	241.0	393.6	569.2	799.4	971.1
지배주주지분 순이익	241.0	393.6	569.2	799.4	971.1

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	1,751.4	2,823.2	4,463.7	4,013.1	3,820.7
현금및현금성자산	28.9	47.4	1,923.5	1,068.7	756.9
매출채권	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산	646.0	1,012.9	1,127.3	1,190.5	1,194.0
비유동자산	4,672.9	5,146.8	6,530.6	7,902.7	9,170.5
유형자산	1,736.6	2,207.1	3,221.0	4,082.4	4,997.3
무형자산	23.3	32.2	32.8	36.1	40.1
투자자산	2,657.8	2,688.4	3,042.8	3,547.3	3,888.2
자산총계	6,424.2	7,970.0	10,994.3	11,915.8	12,991.2
유동부채	589.3	1,107.3	963.7	885.2	848.1
매입채무	55.0	32.3	58.2	108.2	134.9
단기차입금	30.0	50.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	160.9	109.9	80.1	50.1	30.1
비유동부채	1,236.1	1,871.6	2,085.8	2,286.5	2,427.8
사채	39.9	538.6	518.7	478.7	428.7
장기차입금	531.5	576.1	677.7	777.7	877.7
부채총계	1,825.4	2,978.9	3,049.5	3,171.6	3,275.9
자본금	165.4	165.4	177.9	177.9	177.9
자본잉여금	2,487.3	2,487.3	4,859.7	4,859.7	4,859.7
기타포괄이익누계액	-7.5	-8.8	-9.2	-9.2	-9.2
이익잉여금	1,953.6	2,347.2	2,916.4	3,715.8	4,686.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	4,598.8	4,991.1	7,944.9	8,744.2	9,715.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	202.1	454.6	738.2	992.7	1,257.6
당기순이익(손실)	241.0	393.6	569.2	799.4	971.1
유형자산상각비	137.6	155.1	193.4	238.6	285.1
무형자산상각비	6.1	6.7	7.2	15.7	16.0
운전자본의 증감	-203.5	-234.8	-23.4	-41.1	10.0
투자활동 현금흐름	-418.7	-933.5	-1,251.6	-1,881.4	-1,602.0
유형자산의증가(CAPEX)	-139.7	-406.3	-1,299.8	-1,100.0	-1,200.0
투자자산의감소(증가)	-2,675.6	-16.8	-338.0	-484.7	-316.3
재무활동 현금흐름	122.6	496.6	2,387.0	34.0	32.5
차입금의 증감	786.2	506.6	4.5	34.0	32.5
자본의 증가	2,652.7	0.0	2,384.9	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-96.3	18.6	1,876.1	-854.7	-311.9
기초현금	125.1	28.9	47.4	1,923.5	1,068.7
기말현금	28.9	47.4	1,923.5	1,068.7	756.9

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	17,395	23,417	33,272	43,146	50,729
EPS(지배주주)	3,599	5,878	8,138	11,231	13,644
CFPS	6,725	11,099	13,679	18,717	22,788
EBITDAPS	6,518	10,440	13,458	18,717	22,788
BPS	68,678	74,537	111,626	122,857	136,501
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	226.8	151.8	110.8	80.3	66.1
PCR	121.4	80.4	65.9	48.2	39.6
PSR	46.9	38.1	27.1	20.9	17.8
PBR	11.9	12.0	8.1	7.3	6.6
EBITDA	436.5	699.1	941.4	1,332.2	1,621.9
EV/EBITDA	125.1	85.4	66.5	47.5	39.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.2	8.2	8.8	9.6	10.5
EBITDA 이익률	37.5	44.6	40.4	43.4	44.9
부채비율	39.7	59.7	38.4	36.3	33.7
금융비용부담률	1.4	0.9	0.4	0.3	0.3
이자보상배율(x)	18.2	36.5	73.2	103.1	125.0
매출채권회전율(x)					
재고자산회전율(x)	1.8	1.9	2.2	2.6	3.0

Industry Indepth
2022. 8. 10

에스티팜 237690

실적 성장에 더해진 mRNA 의 가치

▲ 제약/바이오

Analyst **박송이**
02. 6454-4865
songyi.park@meritz.co.kr

- ✓ 투자이견 Buy, 적정주가 15만원으로 커버리지 개시
- ✓ 2Q22 매출액 511억원 (yoy +26.7), 영업이익 35억원 (yoy -27.5%)
- ✓ xRNA 의약품 전방산업 성장에 따른 올리고뉴클레오타이드 수요량 증가 및 mRNA 자체 보유 플랫폼을 통한 수주 계약 기대
- ✓ 세 차례 공장 증설을 통해 2026년 글로벌 올리고뉴클레오타이드 CMO 생산규모 1위 등극 예정

Buy (신규)

적정주가 (12개월) **150,000 원**
현재주가 (8.9) **115,500 원**
상승여력 **29.9%**

KOSDAQ	833.65pt
시가총액	21,724억원
발행주식수	1,881만주
유동주식비율	52.13%
외국인비중	0.00%
52주 최고/최저가	144,500원/83,400원
평균거래대금	89.9억원

주요주주(%)	
동아쏘시오홀딩스 외 5 인	46.49
국민연금공단	8.17

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	21.5	13.6	4.7
상대주가	11.7	24.0	33.1

주가그래프



올리고뉴클레오타이드 글로벌 1위 Capacity 기대

동사는 아시아 1위, 글로벌 3위 규모의 올리고뉴클레오타이드 CMO Capacity를 보유하고 있다. 2026년까지 증설을 통해 연간 14.0 mole의 올리고뉴클레오타이드를 생산할 수 있는 시설을 갖추어 글로벌 생산규모 1위에 등극할 예정이다. 뉴클레오타이드 계열 API 공급부터 시작한 30년 이상의 트랙 레코드를 보유하고 있고, 아시아 올리고뉴클레오타이드 제조소 최초 미국 cGMP를 획득한 에스티팜의 추가 수주가 기대된다.

mRNA 자체 플랫폼을 활용한 CMO 기대

mRNA 자체 핵심기술인 1) 5'-Capping: SMARTCAP, 2) LNP: SMARTLNP, ST LNP, In-license LNP, 3) 자체 코돈을 최적화할 수 있는 기술을 갖추고 있다. 향후 COVID-19 백신 임상시험을 통해 자체 플랫폼 기술이 입증된다면 mRNA CMO로서 발돋움 할 수 있을 것이다. mRNA 관련 기술의 특허 소송이 활발한 가운데 국내는 다른 국가들에 비해 mRNA 기술 특허 진입률이 낮아 글로벌 mRNA 생산 Hub가 될 것으로 전망된다. 따라서 mRNA 자체 핵심 기술을 가진 동사의 집중 수혜가 예상된다.

투자이견 Buy, 적정주가 15만원으로 커버리지 개시

에스티팜에 대한 투자이견 Buy와 적정주가 15만원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 적정주가는 DCF valuation 방식으로 산출한 에스티팜의 영업가치에 순차입금을 더한 SOTP 방식으로 산출하였다. xRNA 전방 산업의 성장과 더불어 5'-Capping, LNP 등 mRNA 자체 플랫폼을 보유해 매출의 성장이 기대되어 업종 내 차선호주로 추천한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	124.1	-18.8	-12.2	-651	-29.0	15,830	-159.4	6.6	-405.1	-4.1	50.1
2021	165.6	5.6	3.3	178	-125.7	17,172	784.2	8.1	130.8	1.1	52.9
2022E	220.7	13.6	11.2	595	269.5	16,737	194.2	6.9	69.9	3.5	72.7
2023E	299.0	38.6	27.1	1,442	142.5	17,679	80.1	6.5	36.3	8.4	77.9
2024E	393.8	74.1	52.8	2,805	94.5	19,983	41.2	5.8	22.0	14.9	79.2

1. 투자 의견 및 Valuation

투자의견 Buy
적정주가 15만원 신규 제시

에스티팜에 대한 투자의견 Buy, 적정주가 15만원을 신규 제시하며 커버리지를 개시한다. 적정주가는 DCF valuation 방식으로 계산한 에스티팜의 영업가치 2.9조원에 순차입금을 더한 SOTP 방식으로 산출했다.

산출 시 주요 가정은 무위험 이자율 국고채 1년물 금리 2.0%, 시장 위험 프리미엄은 Equity risk premium 6.1%, Beta 1.1 등을 사용했다. WACC은 8.0%, 영구성장을 4.0%를 적용했다.

Inclisiran을 시작으로 향후 만성 B형 간염, NASH 등으로 확장되어 전방산업 확대에 따른 올리고뉴클레오티드의 수요가 증가할 전망이다. 세 차례에 걸친 증설로 2024년 최소 10.2 mole, 2026년 최소 14.0 mole의 올리고뉴클레오티드를 생산할 수 있는 글로벌 1위 Capacity를 갖출 예정이다. 2025년 매출액은 약 5,000억 원에 이를 것으로 예상된다. 추후 mRNA 치료제 개발과 위탁생산을 통한 매출 성장이 예상된다.

표33 에스티팜의 적정주가 산출

(십억원)	Value	내용
에스티팜의 영업가치 (A = B+C)	2,921.0	DCF valuation으로 산출
NPV of FCFF (B)	358.2	
PV of Terminal value (C)	2,562.8	
순차입금 (D)	11.0	2022년 말 기준
주주가치 (E = A-D)	2,910.1	
주식수 (F)	18,809천주	
적정주가 (G = E/F)	150,000원	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표34 에스티팜 영업가치 추정

(십억원)	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
매출액	220.7	299.0	393.8	497.8	636.2
% YoY	33.3%	35.4%	31.7%	26.4%	27.8%
EBIT	13.6	38.5	74.1	114.3	191.5
% YoY	143.8%	183.5%	92.2%	54.3%	67.5%
- EBIT에 대한 세금	0.6	8.5	16.3	25.2	42.1
- CAPEX	32.2	45.0	35.0	10.0	5.0
- 순운전자본 증가(감소)	-34.7	-9.3	-16.0	-16.3	-24.8
+ 감가상각비	17.2	21.1	22.6	55.8	58.6
+ 무형자산상각비	0.5	0.5	0.5	1.0	1.0
WACC	8.0%				
Terminal Growth	4.0%				
NPV of FCFF	358.2				
NPV of TV	2,562.8				
합산 가치	2,921.0				

자료: 메리츠증권 리서치센터

2. 2022년 2분기 및 향후 실적 전망

2022 매출액 컨센서스 상회

2022년 2분기 에스티팜의 매출액은 511억원(yoy +26.7%), 영업이익 35억원(yoy -27.5%)이다. 신약 파이프라인의 연구개발비 증가와 인건비 증가로 판관비가 상승이 원인이다. 향후 증설로 인한 인력 증가와 개발비용 증가로 판관비가 지속적으로 증가할 것으로 예상되지만, mRNA 관련 수주와 올리고뉴클레오티드 매출이 큰 폭으로 성장하여 이익 개선이 예상된다.

올리고뉴클레오티드 : 아시아 최초 무결점 승인

지난 5월 아시아 최초 올리고뉴클레오티드 제조 공장 실사에서 무결점 승인을 받아 향후 추가 수주가 기대된다. 2분기 FDA 실사로 인해 일부 연기된 생산 물량이 3분기에 반영되어 하반기로 갈수록 매출 성장이 예상된다. 3분기부터 고지혈증 치료제 인클리시란의 원료 생산 매출이 발생할 예정이고, 2023년부터는 척수성 근위축증 상업화 원료가 공급될 예정이다.

mRNA : 자체 핵심 기술 입증 예정

mRNA 기반 의약품은 COVID-19 임상시험을 통해 기술력 입증 후 본격적인 mRNA CMO로 도약할 수 있을 것이다. 자체 mRNA 핵심 기술을 바탕으로 글로벌 빅파마들과 수주 논의 중인 것으로 파악된다.

자체 개발 신약 임상시험 기대 -에이즈 치료 신약 (STP0404) -대장암 치료제 (STP1002)

올리고뉴클레오티드와 mRNA 위탁생산뿐만 아니라 자체 개발 신약 임상시험 결과에 따라 추가 업사이드가 기대된다. 에이즈 치료 신약(STP0404)의 프랑스 임상 1상에서 성공적인 결과를 도출했고, 연내 2상 진입 예정이다. 대장암 치료제(STP1002)의 미국 임상 1상 결과도 마무리 단계에 있다. 올리고뉴클레오티드 및 mRNA CDMO를 기반으로 CRO와 자체 신약 개발까지 밸류체인 구축이 기대된다.

표35 에스티팜 분기 실적 추정

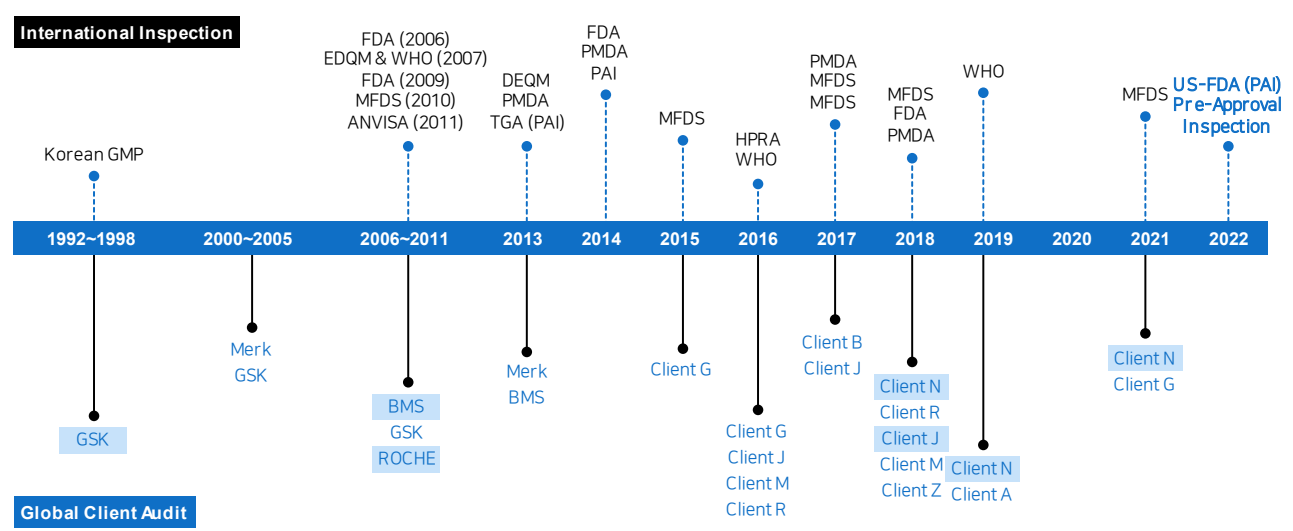
(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22P	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	27.3	40.4	46.3	51.7	37.0	51.1	60.9	71.8	165.6	220.7	299.0
% YoY	35.2%	19.5%	106.8%	8.3%	35.7%	26.7%	31.5%	38.7%	33.5%	33.3%	35.4%
영업이익	-6.5	4.9	7.8	-0.6	0.5	3.5	3.6	6.0	5.6	13.6	38.5
% YoY	적지	흑전	흑전	적전	흑전	-27.5%	-53.9%	흑전	흑전	143.8%	183.5%
OPM (%)	-23.9%	12.1%	16.8%	-1.1%	1.5%	6.9%	5.9%	8.3%	3.4%	6.2%	12.9%
당기순이익	-5.1	5.7	7.7	-5.0	2.1	3.4	2.6	4.5	3.4	12.6	30.5
% YoY	적지	124.1%	흑전	적지	흑전	-39.5%	-67.0%	흑전	흑전	272.4%	142.5%
NPM (%)	-18.6%	14.0%	16.7%	-9.6%	5.8%	6.7%	4.2%	6.2%	2.0%	5.7%	10.2%

자료: 메리츠증권 리서치센터

품목	적응증	수주일자	납기	총 금액	잔고	단위
올리고핵산 치료제 신약 원료의약품 (Oligonucleotide)	혈액암	2021.09	2022.05	15,348	4,929	천 USD
	고지혈증	2020.09	2022.03	38,737	1,675	천 CHF
	만성 B형 간염	2020.12	2023.07	18,474	14,165	천 USD
	동맥경화증	2021.01	2022.06	9,905	9,905	천 USD
	심혈관질환	2021.06	2023.06	9,555	9,345	천 USD
	동맥경화증	2021.12	2023.09	12,798	12,798	천 CHF
	고지혈증 (상업화)	2022.03	2023.01	65,344	65,344	천 USD
	만성 B형 간염	2022.05	2023.09	4,090	4,090	천 CHF
글로벌 제약사 설비 투자 무상지원 및 설비 사용 수수료		2020.10	2030.12	69,140	60,368	천 USD
mRNA	LNP용 인지질	2021.11	2022.05	1,116	1,116	천 USD
		2021.12	2022.05	4,015	4,015	천 USD
		2022.05	2023.06	13,971	13,971	천 USD
제네릭 원료의약품	MRI 조영제	2019.08	2024.12	13,872	11,854	천 USD

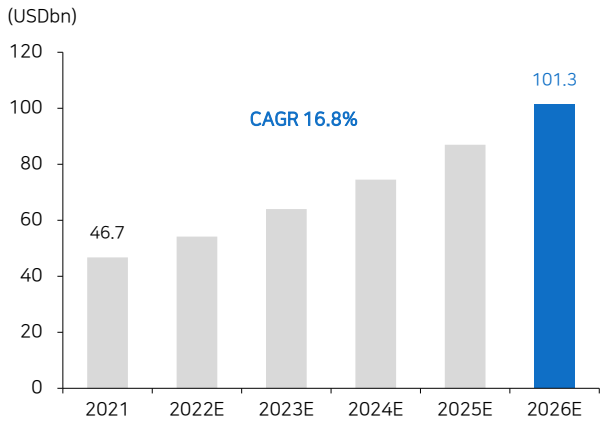
자료: 에스티팜, 메리츠증권 리서치센터

그림54 글로벌 인증 및 실사 History



자료: 에스티팜, 메리츠증권 리서치센터

그림55 mRNA 백신 및 치료제 시장 전망



자료: Research And Markets, 메리츠증권 리서치센터

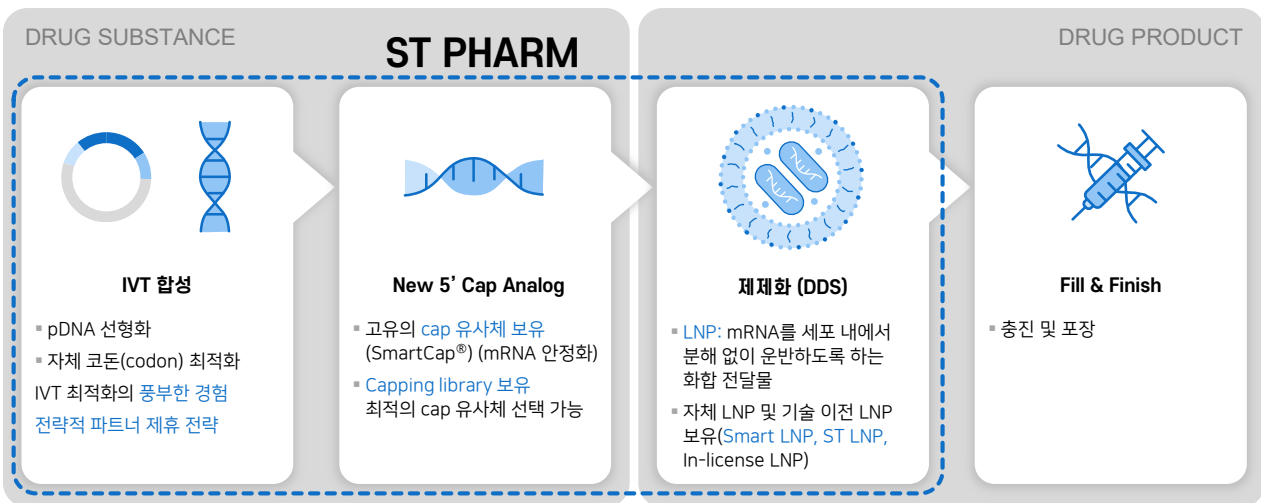
표37 mRNA 백신 개발 현황

2021년 7월 기준 31개 회사, 180개, pipelines 개발 진행

종류	비중	2035 예상 매출액
예방용 백신 (RSV, Influenza 등)	52%	USD12~15bn (COVID-19 USD5bn)
치료용 백신 (I-O, 개인맞춤형 암백신)	32%	USD7~10bn
치료제 (중양치료제, CF, 희귀질환)	16%	USD4~5bn

자료: Xie et al, Boston Consulting Group (2021), 메리츠증권 리서치센터

그림56 mRNA 백신/치료제 제조 공정



자료: 에스티팜, 메리츠증권 리서치센터

에스티팜 (237690)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	124.1	165.6	220.7	299.0	393.8
매출액증가율 (%)	33.1	33.5	33.3	35.4	31.7
매출원가	104.1	107.9	138.2	180.6	226.0
매출총이익	20.0	57.7	82.6	118.4	167.8
판매관리비	38.8	52.2	69.0	79.8	93.7
영업이익	-18.8	5.6	13.6	38.6	74.1
영업이익률	-15.2	3.4	6.2	12.9	18.8
금융손익	1.6	-0.7	-0.3	0.6	2.0
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.4	-3.6	-0.2	0.0	0.0
세전계속사업이익	-16.8	1.3	13.2	39.1	76.1
법인세비용	-3.7	-2.1	0.6	8.6	16.7
당기순이익	-13.2	3.4	12.6	30.5	59.3
지배주주지분 손이익	-12.2	3.3	11.2	27.1	52.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	-20.9	7.3	78.9	63.7	99.1
당기순이익(손실)	-13.2	3.4	12.6	30.5	59.3
유형자산상각비	14.0	14.2	17.2	21.1	22.6
무형자산상각비	0.1	0.2	0.5	0.5	0.5
운전자본의 증감	-20.8	-21.5	48.8	11.2	16.6
투자활동 현금흐름	-69.1	-8.0	-31.0	-55.8	-36.5
유형자산의 증가(CAPEX)	-17.0	-51.8	-32.3	-45.0	-35.0
투자자산의 감소(증가)	-5.9	-5.6	0.1	-0.7	-1.2
재무활동 현금흐름	115.9	-0.1	-12.8	-2.2	-6.9
차입금의 증감	110.8	-19.4	34.2	10.2	5.4
자본의 증가	6.2	20.9	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	25.8	0.6	35.8	5.8	55.7
기초현금	12.8	38.6	39.2	75.0	80.8
기말현금	38.6	39.2	75.0	80.8	136.5

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	235.6	244.1	270.1	300.1	380.8
현금및현금성자산	38.6	39.2	75.0	80.7	136.5
매출채권	45.4	63.0	74.3	81.7	89.9
재고자산	45.4	80.8	52.5	53.6	57.9
비유동자산	210.0	254.4	280.8	304.9	318.0
유형자산	174.3	209.1	230.6	254.6	266.9
무형자산	10.0	12.6	11.9	11.4	10.9
투자자산	9.6	15.2	15.1	15.8	17.0
자산총계	445.6	498.6	550.9	605.0	698.9
유동부채	18.6	75.4	130.8	157.0	200.1
매입채무	4.7	12.9	17.8	22.4	30.5
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	15.0	20.0	25.0	30.0
비유동부채	130.2	97.2	101.1	108.0	108.7
사채	102.2	83.0	68.7	63.7	33.7
장기차입금	23.5	8.5	18.5	28.5	58.5
부채총계	148.8	172.5	231.9	264.9	308.8
자본금	9.3	9.4	9.4	9.4	9.4
자본잉여금	174.9	195.7	195.7	195.7	195.7
기타포괄이익누계액	-0.6	0.3	-0.9	-0.9	-0.9
이익잉여금	111.6	115.6	107.9	125.6	169.0
비지배주주지분	1.4	3.1	4.2	7.6	14.2
자본총계	296.8	326.0	319.0	340.1	390.0

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	6,653	8,877	11,736	15,896	20,938
EPS(지배주주)	-651	178	595	1,442	2,805
CFPS	-8	1,495	1,801	3,249	5,274
EBITDAPS	-255	1,071	1,664	3,196	5,168
BPS	15,830	17,172	16,737	17,679	19,983
DPS	0	500	500	500	500
배당수익률(%)	0.0	0.4	0.4	0.4	0.4
Valuation(Multiple)					
PER	-159.4	784.2	194.2	80.1	41.2
PCR	-13,657.9	93.1	64.1	35.5	21.9
PSR	15.6	15.7	9.8	7.3	5.5
PBR	6.6	8.1	6.9	6.5	5.8
EBITDA	-4.8	20.0	31.3	60.1	97.2
EV/EBITDA	-405.1	130.8	69.9	36.3	22.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-4.1	1.1	3.5	8.4	14.9
EBITDA 이익률	-3.8	12.1	14.2	20.1	24.7
부채비율	50.1	52.9	72.7	77.9	79.2
금융비용부담률	0.5	3.1	1.0	1.0	0.7
이자보상배율(x)	-29.2	1.1	6.1	13.0	26.1
매출채권회전율(x)	3.1	3.1	3.2	3.8	4.6
재고자산회전율(x)	2.9	2.6	3.3	5.6	7.1

Industry Indepth
2022. 8. 10

SK바이오사이언스 302440

자체 개발 COVID-19 백신으로 레벨 업

▲ 제약/바이오

Analyst 박송이
02. 6454-4865
songyi.park@meritz.co.kr

- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 16만원으로 커버리지 개시
- ✓ 2Q22 매출액은 1,383억원(yoy -4.4%), 영업이익 612억원(yoy -7.5%)
- ✓ mRNA, 바이러스 벡터 등 기업과 M&A로 CGT로 사업 포트폴리오 확장 기대
- ✓ Sanofi와 파트너십을 통해 공동 개발하는 차세대 폐렴구균 백신, 스카이코비원 멀티주 해외 규제기관 허가 신청 등 다수의 모멘텀 보유

Buy (신규)

적정주가 (12개월) **160,000 원**
현재주가 (8.9) **123,000 원**
상승여력 **30.1%**

KOSPI	2,503.46pt
시가총액	94,444억원
발행주식수	7,678만주
유동주식비율	26.80%
외국인비중	4.00%
52주 최고/최저가	335,500원/96,900원
평균거래대금	1,011.2억원

주요주주(%)
에스케이케미칼 외 2인 68.24

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-12.1	-24.8	-47.1
상대주가	-17.5	-16.8	-31.1

주가그래프



풍부한 현금으로 포트폴리오 확대

COVID-19를 통해 확보한 풍부한 현금을 바탕으로 2024년까지 안동공장 Capacity를 증설하고, 송도 R&PD center를 신축할 예정이다. 또한 mRNA 플랫폼 확보와 M&A 등을 통한 CGT CDMO 사업에 진출도 예정되어 있다. 기존 백신 사업은 강화되고, CGT 신규 사업 진출을 통해 사업 포트폴리오가 다각화될 것으로 기대된다.

안정적인 백신 매출 기대

자체 COVID-19 백신 스카이코비원멀티주 지난 6월 29일 식약처 승인 득하였고, 연내 영국, 유럽, WHO 승인이 기대된다. 팬데믹이 안정화되고 있는 모습이기는 하나 하반기 새로운 변이 등장으로 재확산 우려가 높아지면서 스카이코비원멀티주와 노바백스 백신에 대한 추가 수요가 예상된다. COVID-19 이후에도 Sanofi사와 파트너십을 통해 공동 개발하고 있는 차세대 폐렴구균 백신은 2023년 3상 진입 예정되어 있고 중장기적인 모멘텀으로 예상된다.

투자 의견 Buy, 적정주가 16만원으로 커버리지 개시

SK바이오사이언스에 대한 투자 의견 Buy와 적정주가 16만원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 적정주가는 DCF valuation 방식으로 계산한 SK바이오사이언스의 영업가치와 2022년 말 기준 예상 순차입금, 차세대 폐렴구균 백신의 비영업가치 2.0조원을 더한 SOTP 방식으로 산출했다. 세포유전자치료제 CDMO 영역으로 사업 포트폴리오를 확장하고 있고, COVID-19 재확산으로 인한 백신 매출 증가 기대감으로 매수를 추천한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	225.6	37.7	32.9	537	124.1	4,310	0.0	0.0	-1.7	13.2	113.1
2021	929.0	474.2	355.1	4,828	798.3	20,932	46.6	10.7	31.8	38.1	31.8
2022E	989.4	473.7	379.4	4,945	2.4	25,855	24.9	4.8	15.4	21.2	27.0
2023E	1,095.2	541.2	440.8	5,741	16.1	31,751	21.4	3.9	13.0	19.9	15.1
2024E	1,244.0	602.7	491.2	6,398	11.4	38,292	19.2	3.2	11.0	18.3	11.0

1. 투자 의견 및 Valuation

투자의견 Buy
적정주가 16만원 신규 제시

SK바이오사이언스에 대한 투자의견 Buy와 적정주가 16만원을 신규 제시하며 커버리지를 개시한다. 적정주가는 DCF valuation 방식으로 계산한 SK바이오사이언스의 영업가치에 차세대 폐렴구균 백신의 비영업가치와 순차입금을 더한 SOTP 방식으로 산출하였다.

산출 시 주요 가정은 무위험 이자율 국고채 1년물 금리 2.0%, 시장 위험 프리미엄은 Equity risk premium 6.1%, Beta 1.1 등을 사용했다. WACC은 8.8%, 영구성장률은 4.0%를 적용했다.

연내 스카이코비원멀티주의 EMA, WHO, MHRA 승인과 타 백신 기초접종 완료자 대상 부스터샷의 결과가 기대된다. COVID-19 백신을 통해 확보한 현금에 기반한 바이러스 벡터, mRNA 등 CGT 산업 진출도 매출 성장에 기여할 전망이다.

표38 SK바이오사이언스의 적정주가 산출

(십억원)	Value	내용
SK바이오사이언스 영업가치 (A=B+C)	8,112.7	DCF valuation으로 산정
NPV of FCFF (B)	1,559.5	
PV of Terminal value (C)	6,553.2	
비영업가치: PCV (D)	2,177.8	
순차입금 (E)	(1,639.1)	2022년 말 기준
주주가치 (E=A+D-E)	11,929.7	
주식 수 (F)	76,600천주	
적정주가 (G = E / F)	160,000원	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표39 SK바이오사이언스 영업가치 추정

(십억원)	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
매출액	989.4	1,095.2	1,244.0	1,433.1	1,688.1
% YoY	6.5%	10.7%	13.6%	15.2%	17.8%
EBIT	473.7	541.2	602.7	691.6	819.6
% YoY	-0.1%	14.3%	11.4%	14.8%	18.5%
- EBIT에 대한 세금	90.2	100.0	112.2	129.4	152.5
- CAPEX	176.3	60.0	50.0	-	-
- 순운전자본 증가(감소)	122.8	153.9	60.8	20.1	27.1
+ 감가상각비	30.3	32.6	34.6	63.5	47.6
+ 무형자산상각비	3.6	5.1	9.8	11.4	5.8
WACC	8.8%				
Terminal Growth	4.0%				
NPV of FCFF	1,559.5				
NPV of TV	6,553.2				
합산 가치	8,112.7				

자료: 메리츠증권 리서치센터

표40 폐렴구균 백신 비영업가치 산정

(십억원)	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
글로벌 폐렴구균 백신 시장	13,908.4	14,284.6	14,713.1	15,154.5	15,609.2	16,077.4	16,559.8	17,056.6	17,568.3	18,100.0
Market share	0.3%	0.5%	1.0%	2.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
매출액	41.7	71.4	147.1	303.1	312.2	482.3	496.8	511.7	527.0	543.0
법인세	8.8	15.0	30.9	63.6	65.6	101.3	104.3	107.5	110.7	114.0
FCF	33.0	56.4	116.2	239.4	246.6	381.0	392.5	404.2	416.4	429.0
WACC	8.6%									
영구 성장율	-3.0%									
NPV of FCF	11.0	51.9	98.3	186.1	176.3	250.4	237.2	224.6	212.8	201.5
TV	1,663.1									
2027년의 가치	3,313.3									
현재의 가치	2,177.8									

자료: 메리츠증권 리서치센터

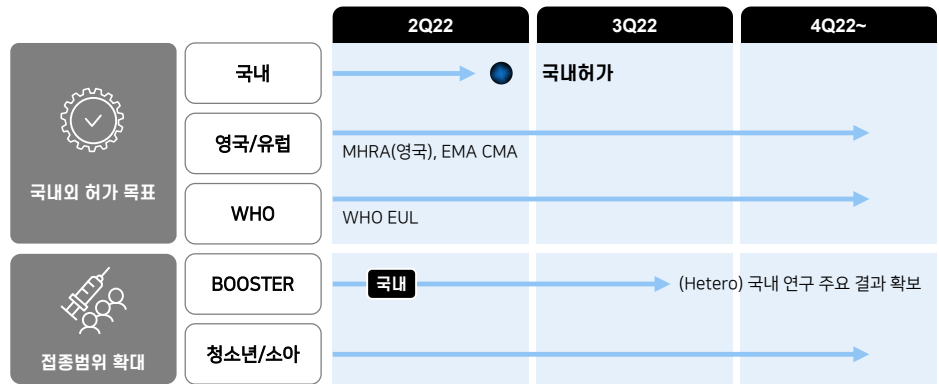
2. 2022년 2분기 리뷰 및 향후 실적 전망

2022 영업이익 컨센서스 소폭 상회 SK바이오사이언스의 2분기 매출액은 1,383억원(yoy -4.4%), 영업이익 612억원(yoy -7.5%), 영업이익률 44.3%로 영업이익 기준 컨센서스를 소폭 상회하였다. 1Q22 노바백스 COVID-19 백신의 QA 지연 이슈로 출하가 늦어졌던 물량이 2Q22부터 정상화되어 인식 예정이다.

향후 2H22 실적은 자체 COVID-19 백신 스카이코비원멀티주와 노바백스 백신을 생산 일정에 맞춰 매출을 인식할 예정이고, 내년까지 완제에 대한 매출을 추가로 인식할 예정이다. 전 세계적으로 접종 완료 인구 비율은 약 60%로 일부 저개발 국가에서 COVID-19 백신에 대한 수요가 잔존하고 있다.

스카이코비원멀티주를 기초 접종 했던 사람에게 동사 백신으로 부스터 접종 한 3상 임상시험(Homologous Booster)의 주요 결과는 연내 확보 예정이다. mRNA 등 타 백신을 기초 접종한 후 스카이코비원멀티주를 부스터 접종 한 임상시험(Heterologous Booster)의 글로벌 결과는 내년 확인 예정이다. 향후 신규 수주에 따른 COVID-19 백신의 추가 업사이드가 기대된다.

그림57 스카이코비원멀티주 후속 개발 진행 계획



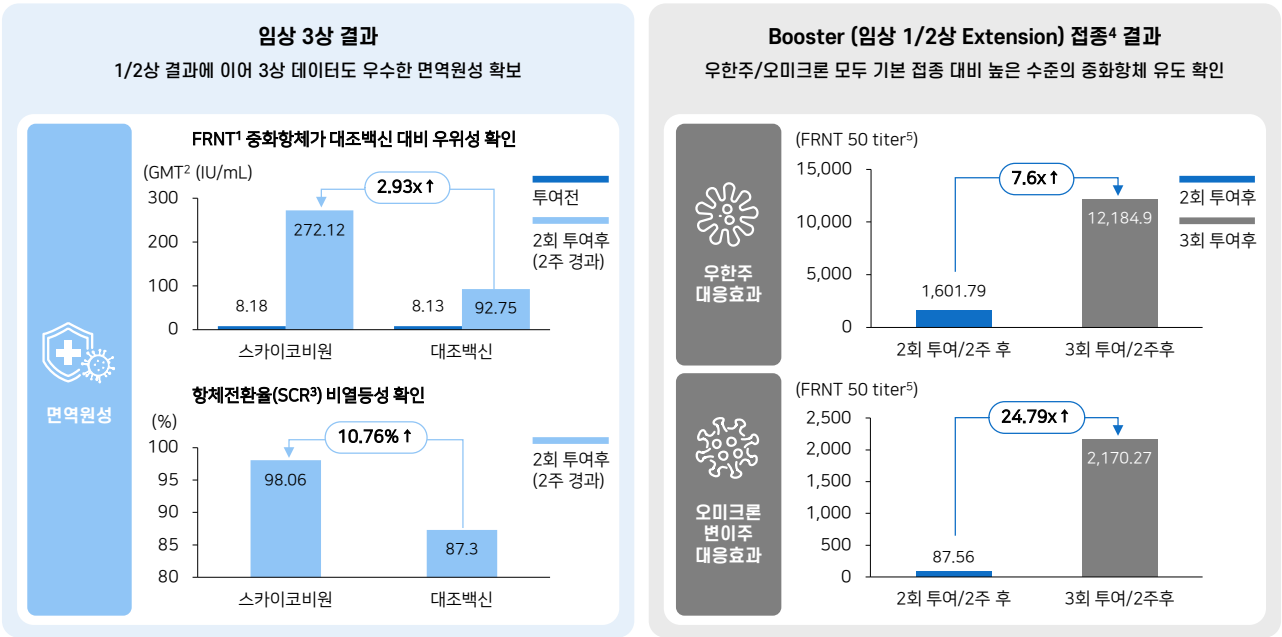
자료: SK바이오사이언스, 메리츠증권 리서치센터

표41 SK바이오사이언스 분기 실적 추정

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22P	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	112.7	144.6	220.8	450.9	87.1	138.3	300.5	463.5	929.0	989.4	1,095.2
% YoY	397.4%	266.8%	128.8%	572.8%	-22.7%	-4.4%	36.1%	2.8%	311.8%	6.5%	10.7%
영업이익	53.7	66.2	100.4	253.9	23.8	61.2	146.9	242.0	474.2	473.7	541.2
% YoY	흑전	흑전	192.7%	2227.2%	-55.8%	-7.5%	46.3%	-4.7%	1157.5%	-0.1%	14.3%
OPM (%)	47.7%	45.7%	45.5%	56.3%	27.3%	44.3%	48.9%	52.2%	51.0%	47.9%	49.4%
당기순이익	41.9	52.8	76.4	184.0	27.8	46.1	114.4	191.2	355.1	379.4	440.8
% YoY	흑전	흑전	150.1%	1,762.3%	-33.7%	-12.8%	49.6%	3.9%	979.8%	6.8%	16.2%
NPM (%)	37.2%	36.5%	34.6%	40.8%	31.9%	33.3%	38.1%	41.2%	38.2%	38.3%	40.2%

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림58 스카이코비원 임상 3상 및 Booster 접종에서 우수한 면역원성 및 높은 중화항체 유도 확인

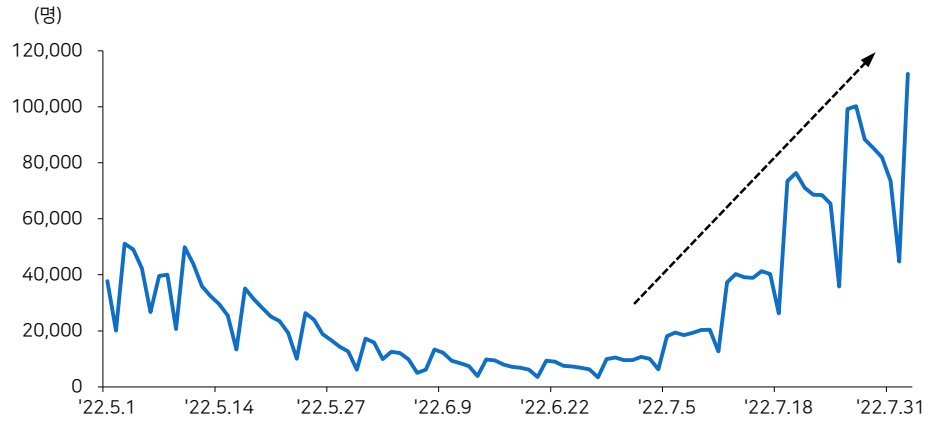


자료: 메리츠증권 리서치센터

중앙재난안전대책본부에서는 COVID-19가 재확산 국면으로 전환되었다고 공식화한 바 있다. 이에 따라 백신 4차 접종의 확대가 논의되고 있다. 현재 백신은 감염 예방효과는 낮고 지속기간이 짧지만, 중증 및 사망 예방효과는 50% 이상 장기간 유지된다.

캐나다 장기요양시설 입소자를 대상으로 COVID-19 백신 4차 접종 효과를 분석한 결과(BMJ 2022; 378:e071502) 백신 효과는 매 접종 시마다 증가했다. 그리고 미접종자 대비 4차 접종의 감염 예방효과가 49%, 중증(입원 또는 사망) 예방효과는 86%로 나타났다. 신규 변이가 발생해도 현존하는 백신의 중증 및 사망 예방효과는 유지되므로 기존 백신이 선제적 수단으로 사용될 예정이다.

그림59 COVID-19 최근 국내 확진자 발생 현황



자료: 질병관리청, 메리츠증권 리서치센터

표42 COVID-19 3차 접종대비 4차 접종 예방효과

구분	분석기간	3차 접종대비 4차 접종 예방효과 (%)			
		0-14일	15-30일	16-45일	46일 이상
감염	2022. 2. 16 ~ 2022. 4. 30	21.0	24.6	8.9	6.2
중증화		50.5	55.0	39.3	40.7
사망		54.1	55.2	44.0	42.9

자료: 질병관리청, 메리츠증권 리서치센터

SK 바이오사이언스 (302440)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	225.6	929.0	989.4	1,095.2	1,244.0
매출액증가율 (%)	22.7	311.8	6.5	10.7	13.6
매출원가	130.3	358.7	412.4	433.3	480.5
매출총이익	95.3	570.3	577.0	661.9	763.5
판매관리비	57.6	96.1	103.4	120.7	160.8
영업이익	37.7	474.2	473.7	541.2	602.7
영업이익률	16.7	51.0	47.9	49.4	48.4
금융손익	-2.3	-5.4	-3.2	-0.5	0.9
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	1.8	2.3	-1.9	0.0	0.0
세전계속사업이익	37.3	471.1	468.6	540.7	603.6
법인세비용	4.4	116.0	89.2	99.9	112.4
당기순이익	32.9	355.1	379.4	440.8	491.2
지배주주지분 순이익	32.9	355.1	379.4	440.8	491.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	120.2	536.6	289.2	320.2	471.6
당기순이익(손실)	32.9	355.1	379.4	440.8	491.2
유형자산상각비	13.6	15.5	30.3	32.6	34.6
무형자산상각비	3.0	3.3	3.6	5.2	9.8
운전자본의 증감	66.4	44.0	-75.7	-155.7	-62.3
투자활동 현금흐름	-108.1	-1,421.9	14.0	-144.8	-155.4
유형자산의증가(CAPEX)	-9.9	-42.9	-176.3	-60.0	-50.0
투자자산의감소(증가)	10.6	-23.5	-7.2	-3.3	-6.2
재무활동 현금흐름	-1.5	958.4	-2.9	-30.4	4.7
차입금의 증감	0.6	-18.5	9.1	-42.4	-6.3
자본의 증가	-0.3	984.2	1.1	12.0	11.0
현금의 증가(감소)	10.6	73.1	300.4	145.0	320.9
기초현금	14.4	25.0	98.0	398.4	543.4
기말현금	25.0	98.0	398.4	543.4	864.4

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	333.9	1,837.8	2,087.2	2,335.4	2,763.1
현금및현금성자산	25.0	98.0	398.4	543.4	864.4
매출채권	30.5	38.0	116.1	133.0	139.1
재고자산	70.3	135.1	135.7	140.7	156.1
비유동자산	228.3	272.3	433.4	471.2	500.9
유형자산	181.0	210.3	354.9	382.3	397.7
무형자산	17.9	17.1	19.2	20.1	23.3
투자자산	0.5	23.9	31.1	34.4	40.6
자산총계	562.2	2,110.1	2,520.6	2,806.5	3,264.0
유동부채	180.6	460.0	481.1	352.0	309.0
매입채무	17.5	63.8	71.8	79.4	85.7
단기차입금	0.0	11.7	11.9	9.9	6.9
유동성장기부채	12.6	50.3	53.8	49.8	46.8
비유동부채	117.8	48.9	54.4	16.6	14.7
사채	80.5	35.5	36.3	0.3	0.3
장기차입금	21.8	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	298.4	508.8	535.4	368.5	323.8
자본금	30.6	38.3	38.3	38.3	38.3
자본잉여금	180.5	1,157.1	1,158.1	1,170.1	1,181.1
기타포괄이익누계액	-1.5	-0.2	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	53.2	405.3	784.7	1,225.5	1,716.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	263.8	1,601.3	1,985.2	2,438.0	2,940.2

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	3,687	12,628	12,897	14,264	16,201
EPS(지배주주)	537	4,828	4,945	5,741	6,398
CFPS	948	6,858	6,601	7,644	8,532
EBITDAPS	886	6,701	6,616	7,540	8,428
BPS	4,310	20,932	25,855	31,751	38,292
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	0.0	46.6	24.9	21.4	19.2
PCR	0.0	32.8	18.6	16.1	14.4
PSR	0.0	17.8	9.5	8.6	7.6
PBR	0.0	10.7	4.8	3.9	3.2
EBITDA	54.2	493.0	507.6	579.0	647.1
EV/EBITDA	-1.7	31.8	15.4	13.0	11.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.2	38.1	21.2	19.9	18.3
EBITDA 이익률	24.0	53.1	51.3	52.9	52.0
부채비율	113.1	31.8	27.0	15.1	11.0
금융비용부담률	1.8	0.4	1.3	1.0	0.7
이자보상배율(x)	9.1	138.4	36.0	48.5	68.1
매출채권회전율(x)	7.2	27.1	12.8	8.8	9.1
재고자산회전율(x)	4.2	9.0	7.3	7.9	8.4

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 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

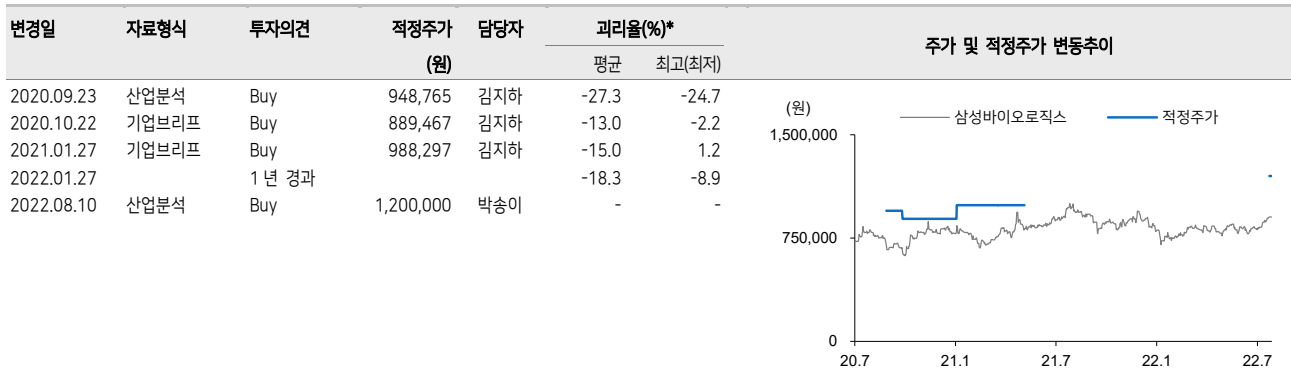
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	77.8%
중립	22.2%
매도	0.0%

2022년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

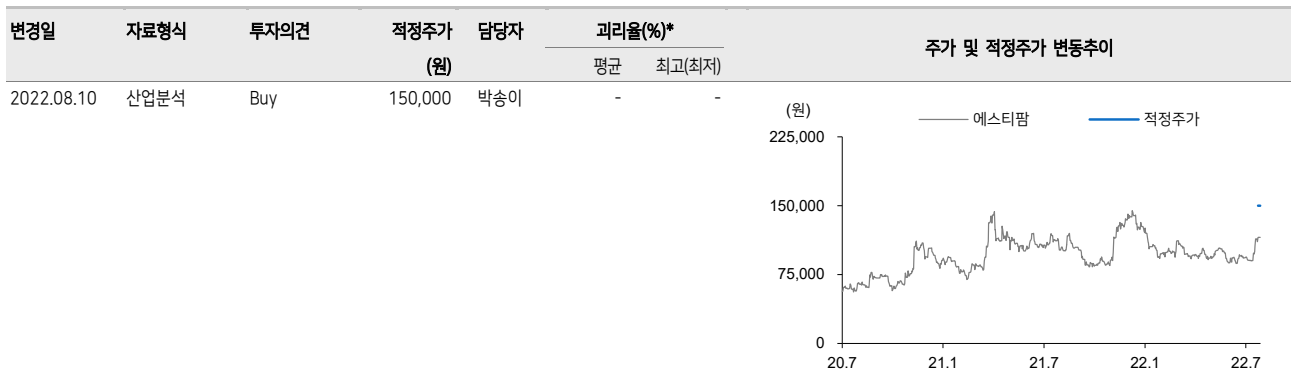
삼성바이오로직스 (207940) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



에스티팜 (237690) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



SK 바이오사이언스 (302440) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

