

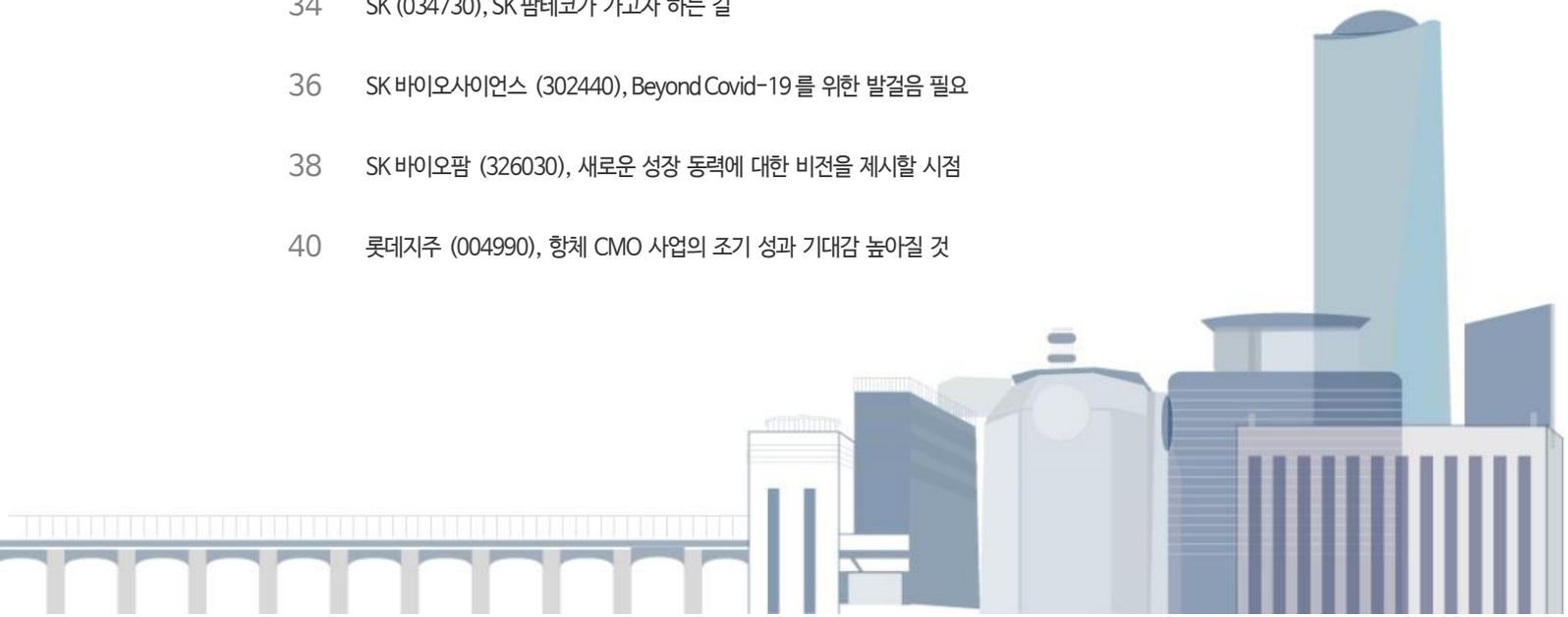
늘어나는  
우리,

성장에  
목마른  
대기업

CMO  
&  
신약개발

「제약\바이오」 김정현 책임연구원

|    |  |
|----|--|
| 4  | <b>0. 그들이 가는 길, CMO와 신약개발</b>                      |
| 6  | <b>1. CDMO, 트랙 레코드의 어려움, 그 뒤의 성장성과 수익성</b>         |
| 8  | 1-1. Biologics CMO                                 |
| 12 | 1-2. Cell & Gene Therapy CMO                       |
| 15 | 1-3. Small-Molecule CMO                            |
| 17 | <b>2. 신약 개발, 지난하고 힘든 길, 그 뒤의 달콤한 과실</b>            |
| 18 | 2-1. LG의 신약 개발                                     |
| 20 | 2-2. SK의 신약 개발                                     |
| 22 | 2-3. 삼성의 신약 개발                                     |
| 23 | 2-4. 신약 개발에 성공하기 위한 조건                             |
| 24 | <b>3. 기업분석</b>                                     |
| 25 | 삼성바이오로지스 (207940), 글로벌 #1 바이오의약품 CMO               |
| 27 | LG화학 (051910), 성장하는 Cash Cow와 매력적인 R&D의 만남, 생명과학본부 |
| 34 | SK (034730), SK팜테코가 가고자 하는 길                       |
| 36 | SK바이오사이언스 (302440), Beyond Covid-19를 위한 발걸음 필요     |
| 38 | SK바이오팜 (326030), 새로운 성장 동력에 대한 비전을 제시할 시점          |
| 40 | 롯데지주 (004990), 항체 CMO 사업의 조기 성과 기대감 높아질 것          |



## Executive Summary. 성장에 목마른 대기업, CDMO와 신약개발

한국 대기업 집단의 제약바이오 산업 진출이 활발히 진행되고 있다. 22년초 롯데그룹이 본격적인 바이오 산업 진출을 알리면서 한국 5대 그룹 중 현대차를 제외한 삼성, SK, LG, 롯데 등 4개 그룹이 모두 바이오/헬스케어 사업 포트폴리오를 보유하게 되었으며 CJ그룹도 CGT CDMO 기업을 인수하며 동 산업 진출을 알렸다.

한국 대기업의 바이오 산업 진출은 크게 CDMO와 신약 개발로 나누어질 수 있다. 삼성바이오로직스, SK바이오사이언스, 롯데바이오로직스, SK팜테코 등이 해당 CDMO 사업을 영위하고 있으며 신약 개발은 삼성바이오에피스, LG화학, SK바이오팜 등이 영위하고 있다.

CDMO 사업은 안정적인 수주 계약을 체결할 수 있다면 수익성과 성장성을 모두 확보할 수 있는 사업 분야로 평가되고 있다. 구체적으로 Biologics, Cell & Gene, Small-Molecule 으로 유형별로 나눌 수 있는데 1) 삼성바이오로직스, 롯데바이오로직스, SK바이오사이언스 등이 Biologics CDMO 사업을 영위하며 2) 삼성바이오로직스, SK바이오사이언스, SK팜테코 등이 CGT CDMO 사업을 미래 성장동력으로 삼고 있으며 3) SK팜테코가 Small-Molecule CMO 사업을 보유하고 있다.

반면 신약 개발 사업은 지난하고 고된 과정이다. 일부 성과를 낸 대기업의 경우 20년 넘는 긴 기간동안 대규모 투자가 선행되어야 했으며 이마저도 자본 시장의 논리보다는 의지를 가진 대기업의 안정적인 지원 속에서 성과를 낸 경우가 많다. 현재는 1) LG화학 2) SK바이오팜 3) 삼성바이오에피스 등이 신약 개발 사업을 지속하고 있다. 1) LG화학은 1981년부터 유전공학 연구를 시작해 국내 최초의 FDA 승인(2003) 신약인 팩티브를 개발한 바 있으며 2) SK바이오팜은 1993년부터 신약연구개발 프로젝트를 시작해 25년만인 2018년에 최초로 FDA을 받고 현재 2개의 FDA 승인 약물을 보유하고 있다. 3) 삼성바이오로직스는 바이오시밀러 사업에 집중해왔으나 최근 추가적인 에피스 지분 확보 이후 추가적인 신약 개발 파이프라인을 확충할 것으로 판단된다.

사실 국내 제약바이오 산업을 향한 자본 시장의 높은 기대감에 비해 상업적인 성과는 아직 크지 않았다. 특히 신약 개발의 경우 전통 제약사/Bio-Tech 등이 제 역할을 하고 있으나 상업성 있는 글로벌 혁신 신약 중에서는 SK바이오팜이 개발한 Xcopri가 가장 돋보인다. 무엇보다도 한국 대기업 집단은 지난 40년 동안 국내 바이오 산업 성장을 이끌어온 강력한 동력이었으며 앞으로도 그 역할이 필요하다. 한국 제약 바이오 산업의 폭발적 성장이 다가올 미래라고 단언하며 성장 과정에서 국내 대기업 집단이 다시 한번 큰 역할을 하게 되길 기대한다.

## 0. 그들이 가는 길, CMO와 신약개발

### 한국 대기업 집단, 활발하게 제약바이오 산업 진출 중

삼성, SK, LG, 롯데  
4대 그룹 모두  
제약/바이오 사업 보유

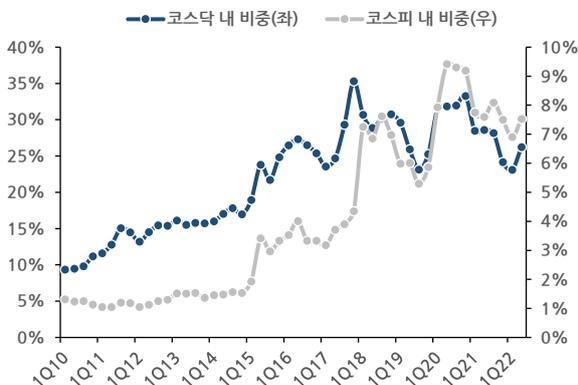
한국 대기업 집단이 나섰다. 22년초 롯데그룹이 본격적인 바이오 산업 진출을 알리면서 한국 5대 그룹 중 현대차를 제외한 삼성, SK, LG, 롯데 등 4개 그룹이 모두 바이오/헬스케어 사업 포트폴리오를 보유하게 되었다. 이외에도 CJ도 CJ제일제당을 통해 CGT CDMO 기업을 인수 하기도 했다 각 그룹의 신사업 진출에 대한 이해관계는 다를 수 있으나 바이오 산업은 높은 성장성을 인정받는 분야라는 점이 신성장에 목말라 있는 각 기업의 이해관계에 맞았으리라 추정 해본다. 결국 이번 보고서는 특정 종목에 대한 매수/매도 의견보다도 각 그룹들이 영위하거나 영위하고자 하는 사업의 종류가 무엇이고 향후 사업의 성패를 가를 변수는 글로벌 산업 동향 은 어떻게 변화하고 있는지 알아보고자 한다.

[도표 1] 국내 대기업의 바이오 산업 진출 내용과 사업 규모

| 대기업 집단 분류 | 계열사        | 사업 내용                  | 시가총액(10/04 기준)/기업가치(외부평가 기준)/사업규모      |
|-----------|------------|------------------------|--|
| 삼성        | 삼성바이로직스    | 항체 CDMO                | 시가총액 57.7 조                            |
|           | 삼성바이오에피스   | 바이오시밀러 개발              | 22년 3월 기업가치 평가 46억\$(50%-1주=23억\$ 기준)  |
| SK        | SK 바이오사이언스 | 백신 신약 개발 및 백신 CMO      | 시가총액 6.6 조                             |
|           | SK 바이오팜    | CNS/항암제 신약 개발          | 시가총액 4.5 조                             |
|           | SK 팜테코     | 저분자 화합물 및 CGT CMO      | 비상장                                    |
|           | SK 플라즈마    | 혈액제제                   | 21년 7월 기업가치 평가 3,700 억                 |
| LG        | LG 화학      | 당뇨병, 성장호르몬, 백신, 바이오시밀러 | 17년 1월 소규모 합병 당시 1.1 조                 |
| 롯데        | 롯데바이로직스    | 항체 CDMO                | 1.6억\$에 BMS 공장 인수, 최대 8,000~1 조 투자 기대  |
|           | 롯데헬스케어     | 유전체 사업?                | 자본금 700 억                              |
| CJ        | CJ 제일제당    | CGT CMO                | Batavia Biosciences 지분 76% 2,677 억에 인수 |

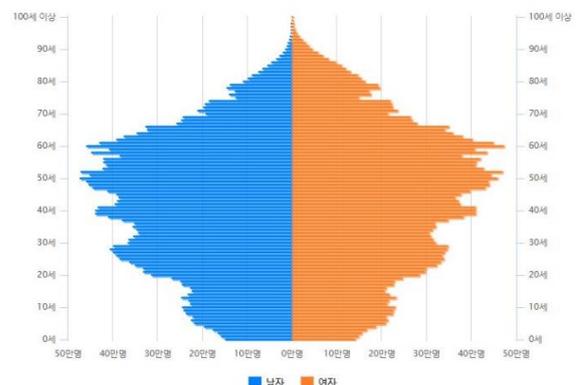
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 2] 전체 시가총액 내 건강관리 업종의 비중 추이



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 3] 늘어가는 한국의 인구 구조(2021년 기준)



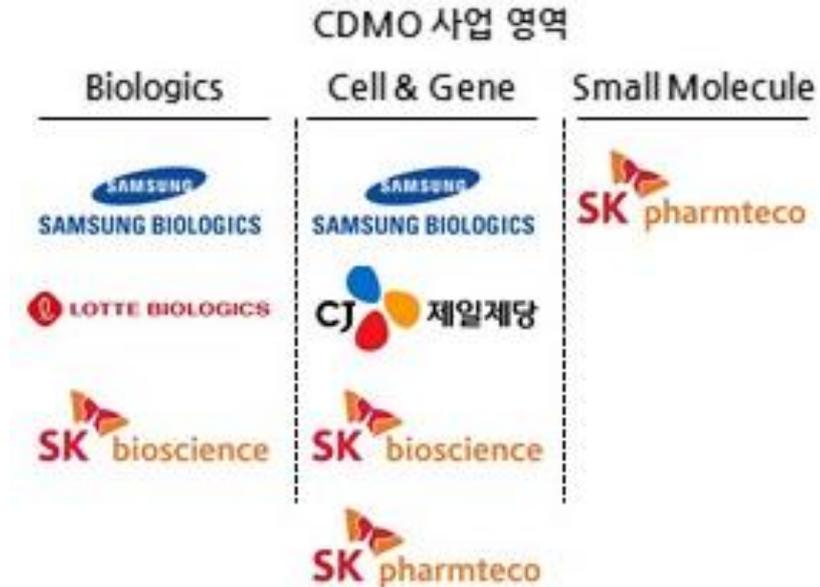
자료: 통계청 교보증권 리서치센터

그들이 가는 길, CDMO와 신약 개발

CDMO와 신약개발

한국 대기업의 제약바이오 사업 방향은 크게 CDMO와 신약 개발로 나누어질 수 있다. CDMO로는 삼성바이오로직스, SK바이오사이언스, 롯데바이오로직스, SK팜테코 등이 해당 CDMO 사업을 영위하고 있다. 신약개발은 삼성바이오에피스, LG화학, SK바이오팜 등이 영위하고 있다. 바이오 CDMO 사업은 2010년대 이후 삼성바이오로직스가 항체의약품 중심의 CMO 사업에 성공하였으며 SK바이오사이언스 등이 백신 C(D)MO 사업에 본격 성공한다. 롯데바이오로직스는 2022년 항체의약품 CDMO 사업 진출을 선언했고 SK팜테코는 Small Molecule/CGT 중심의 사업을 운영하고 있다. 신약 개발 측면에서는 LG화학이 1981년에 국내 최초로 유전공학연구를 시작하며 신약 개발을 시작하였으며 이후 22년만에 국내 최초로 FDA 승인을 받은 항생제 신약 팩티브를 출시하기도 한다. SK바이오팜의 경우 SK의 의약연구그룹인 P-프로젝트 팀을 모태로 신약사업이 시작되었으며 이후 3년만에 현재 Sunosi로 승인받은 약물 후보군이 FDA 1상에 진입하기도 한다. 하지만 SK바이오팜의 FDA 첫번째 승인 신약은 그 이후 25년이 지난 2018년에 나오게 된다. 삼성바이오로직스의 100% 자회사의 삼성바이오에피스는 바이오시밀러사업을 주력으로 하고 있으나 급성췌장염 치료제 신약 후보물질 SB26을 Takeda와 공동개발하고 있다.

[도표 4] 국내 대기업의 CDMO 분야별 사업 영역



자료: 교보증권 리서치센터

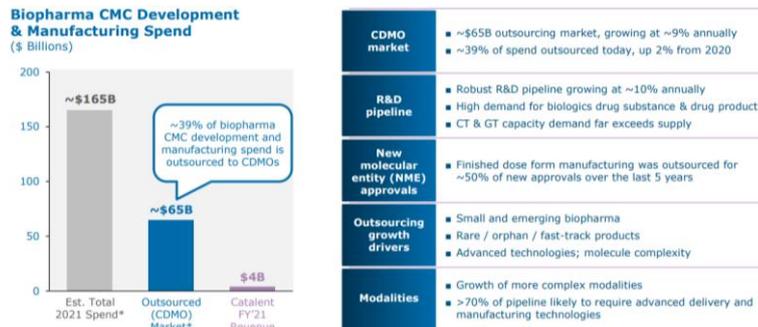
# 1. CDMO, 초기 경험, 그 뒤의 성장성과 수익성

## 성장성과 수익성이 증명된 산업, CDMO

CDMO 산업은 초기 수  
주만 이루어질 경우  
이후 성장성과 수익성  
은 가시성 있게 예측 가  
능

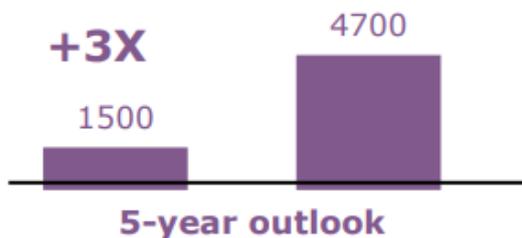
글로벌 CDMO 시장은 빠르게 성장 중이다. 글로벌 CMO인 Catalent에 따르면 글로벌 CDMO 시장(Bio, Small Molecule, CGT 포함)은 연간 9% 이상 성장하는 고성장하는 분야이다. 21년 기준 글로벌 의약품 생산 중 최대 39%가 외부생산(Outsourced) 된 것으로 추정되며 이는 20년 최대 37% 대비 2% 이상 성장한 것이라고 추정했다. 또한 현재 글로벌 의약품 생산(CMC 개발 포함) 시장 규모는 1,650억\$인데 이 중 650억\$ 정도가 외부에서 거래되고 되었 으며 더구나 지난 5년간 새롭게 승인된 약물 중 최대 50%가 외부 생산된 것으로 추정된다고 한다. 즉, 글로벌 의약품은 보다 R&D나 마케팅에 집중하되 생산은 외주화하는 경향이 심화됨 이 뚜렷하다는 것이다. 이는 경험적으로도 알 수 있는데 승인 당시 단기에 블록버스터 약물(매 출 연간 10억\$ 이상)이 될 수 있을 것으로 기대되었던 바이오젠의 Aduhelm은 21년 전체 매 출이 300만\$에 그쳤다. 그 만큼 약물은 승인 이후에도 수요 예측이 어렵다는 것이다. 또한 세 포치료제나 RNA 치료제 같이 새롭게 성장하는 모달리티의 경우 아직 상업화된 치료제가 많 지 않아 자사의 의약품 만으로 생산 설비의 가동률을 높이는 것이 여의치 않은 상황으로 보이 며 실제 제약사들이 자체 보유하고 있는 CGT 설비들이 매물로 나오고 있다. 따라서 이러한 Risk를 외주화할 수 있는 CDMO 사업은 성장세는 당분간 이어질 것으로 판단한다.

[도표 5] 글로벌 CDMO 산업은 꾸준히 성장중



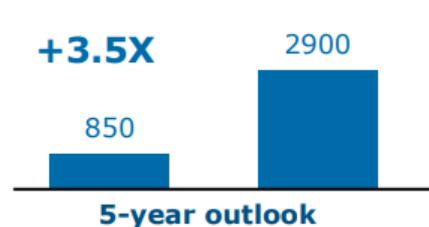
자료: Catalent, 교보증권 리서치센터

[도표 6] 세포치료제 임상 프로그램 5년 후 전망



자료 Catalent, 교보증권 리서치센터

[도표 7] 유전자 치료제 임상 프로그램 5년 후 전망



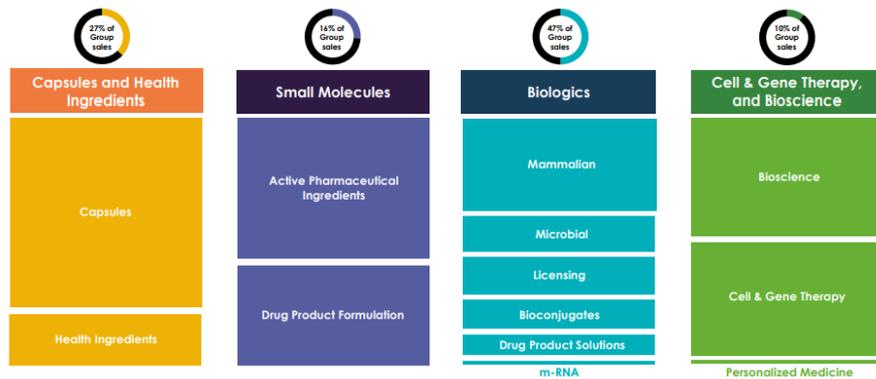
자료: Catalent, 교보증권 리서치센터

삼성바이오로직스, SK바이오사이언스, SK팜테코, 롯데바이오로직스 등이 CMO 사업 영위

- 1) Biologics
- 2) Cell & Gene
- 3) Small-Molecule

한국 대기업 중 삼성바이오로직스, SK바이오사이언스, SK팜테코, 롯데바이오로직스 등이 CMO 사업을 영위한다. 다만 이들이 생산하는 의약품은 그 기전과 분류법에서 다소 차이가 있어 이를 구별할 필요가 있다. 참고로 글로벌 CMO인 Lonza의 경우 CMO 사업부의 매출을 1) Biologics 2) Cell & Gene Therapy (CGT) 3) Small-Molecule 사업부로 나누고 있으며 국내 기업은 해당 부문 중 1개 혹은 2개의 사업을 영위하고 있다. 삼성바이오로직스의 경우 Biologics 중에서 항체 의약품을 전문으로 생산하고 있으며 SK바이오사이언스는 Biologics 중 백신을 전문적으로 위탁 생산하고 있다. SK팜테코의 경우 Small-Molecule 제품을 주로 생산하고 있으며 이포스케스/CBM 등 연결 자회사를 통해 CGT CMO 사업으로 확장해나가고자 한다. 롯데바이오로직스의 경우 BMS 항체의약품 공장을 인수하며 항체의약품 중심의 바이오의약품 CMO 사업을 시작하고자 하며 추후 국내 증설을 통해 사업을 확대해나갈 예정이다. 이처럼 국내 대기업 집단에서는 각기 다른 분야에서 CMO 사업을 적극적으로 확장해나가고 있다.

[도표 8] Lonza의 비즈니스 구조



자료: Lonza, 교보증권 리서치센터

[도표 9] Lonza의 부문별 기대 성장률 및 수익률

|                              | Biologics | Small Molecules   | Cell & Gene | Capsules & Health Ingredients |
|------------------------------|-----------|-------------------|-------------|-------------------------------|
| Sales CAGR 2021 - 2024 (CER) | Mid-teens | High single-digit | Mid-teens   | Low to mid single-digit       |
| CORE EBITDA margin 2024      | 35%+      | 30%+              | 15%+        | ~35%                          |

자료: Lonza, 교보증권 리서치센터

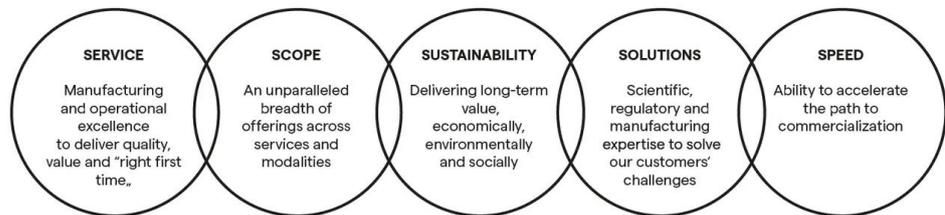
## 1-1. Biologics CMO

### Biologics CMO 사업의 핵심 역량

- 1) 서비스 품질
- 2) 서비스 범위
- 3) 서비스 지속성
- 4) 문제 해결 능력
- 5) 서비스의 속도

Biologics CMO 사업에서 성공하기 위한 핵심적인 역량은 무엇일까. Lonza의 경영진은 CDMO 계약을 수주하기 위한 핵심적인 역량으로 1) 서비스의 품질 2) 빠른 개발 진행 등 일정 관리라고 언급한 바 있다. Lonza는 프리미엄 가격 전략을 고수하고 있는 만큼 가격은 다소 후순위에 두는 것으로 판단된다. 또한 Wuxi는 언론과의 인터뷰를 통해 1) 빠른 개발 능력 2) 유연한 생산 역량 3) 안정적인 원부자재 확보 능력 4) 상업화 전략 지원 등을 바탕으로 고객을 추가 유치할 수 있었다고 밝힌 바 있다. 두 기업이 공통적으로 말하는 CMO 사업의 핵심적인 역량은 1) 서비스 품질 2) 시간 단축 그리고 이를 뒷받침할 수 있는 3) 트랙 레코드 등인 것으로 추정된다.

[도표 10] Lonza가 꼽는 자사의 핵심 경쟁력



자료: Lonza, 교보증권 리서치센터

### Biologics CMO 사업의 높은 수익성의 배경

- 항체 중심의 바이오
- 의약품 CMO의
- 기대 수익성 가장 높아

Biologics CMO 사업은 저분자 화합물 CMO 사업에 비해 초기 투자 규모 / 글로벌 규제 기관으로부터의 인증 과정 / 고객 유치 과정이 더욱 까다롭다. Biologics CMO는 생물체에서 유래한 세포/조직/호르몬 등을 활용해서 의약품을 생산하기 때문에 생산 관리의 난이도가 훨씬 높기 때문이다. 동시에 바이오 의약품은 생산 사이트 변경이 극히 까다로워 만약 개발사가 개발 당시 생산 사이트를 1개만 고려하였을 경우 고객사와의 강력한 Lock-In 효과도 기대할 수 있다. 이러한 특징이 Biologics CMO 기업이 높은 수익성을 확보하고 동시에 기업가치 추정에서도 높은 밸류에이션을 인정받는 배경이 된다. Biologics CMO 사업은 높은 수익성도 기대된다. 경쟁자에 비해 프리미엄 전략을 제시하는 Lonza의 경우 EBITDA Margin으로 35% 이상을 장기 적정 이익률로 제시하고 있으며 다른 경쟁 CMO들도 정상적인 이익률로 OPM 30% 이상을 제시한다. 본질적으로 동사 사업은 원가 절감보다는 서비스의 품질과 안정성을 높이고 동시에 이를 증명해나가며 높은 수익성을 확보한다는 사실을 알 수 있다.

[도표 11] Lonza의 부문별 기대 성장률 및 이익률

|                              | Biologics | Small Molecules   | Cell & Gene | Capsules & Health Ingredients |
|------------------------------|-----------|-------------------|-------------|-------------------------------|
| Sales CAGR 2021 - 2024 (CER) | Mid-teens | High single-digit | Mid-teens   | Low to mid single-digit       |
| CORE EBITDA margin 2024      | 35%+      | 30%+              | 15%+        | ~35%                          |

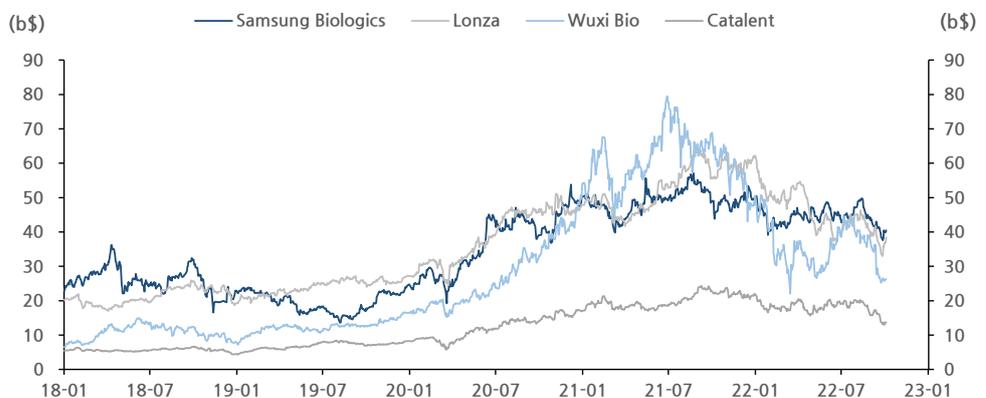
자료: Lonza, 교보증권 리서치센터

국내 Biologics CMO, 삼성바이오로직스, 롯데바이오로직스

삼성바이오로직스  
롯데바이오로직스  
항체 중심의 바이오  
의약품 CMO 진출

국내에서 Biologics CMO 사업을 영위하는 기업은 삼성바이오로직스, 롯데바이오로직스, SK바이오사이언스 등이 있다. 이 중 삼성바이오로직스와 롯데바이오로직스는 항체 중심의 바이오 사업을 영위하고 있다. 삼성바이오로직스는 1) 4공장 가동을 앞두고 있으며 2) 높은 수익성을 유지하고 있다. 이에 따라 장기 성장성의 가시성이 높아 글로벌 CMO 중 가장 높은 시가총액을 유지하고 있다. 롯데바이오로직스는 BMS의 Syracuse 공장(3.5만 L)를 1.6억\$에 인수하며 항체의약품 CMO 사업에 본격 진출했다. 10년 전 삼성바이오로직스의 1공장(3만 L) 3억 \$ 투자, 현재 완공을 눈 앞에 두고 있는 4공장(25.6만L) 14.7억\$ 투자 규모를 고려할 때 적절한 수준의 인수가액으로 판단된다. 또한 인수 과정에서 BMS와 풀 가동 기준 1년 이상의 수주 계약을 체결한 것을 고려할 때 인수 직후부터 대규모의 매출과 영업이익을 기록할 수 있을 것으로 판단한다. 이제 관건은 BMS와 체결한 수주 물량이 소진된 24년 이후 추가 수주를 이뤄내는 것에 달려 있다. 이미 바이오 USA 등을 통해 선수주 활동을 개시했으며 롯데바이오로직스로 인수가 결정된 후 기존 직원들의 이탈이 극히 적은 점 역시 향후 수주 전망을 밝게 하는 면이다. 참고로 SK바이오사이언스는 백신 CMO 사업을 영위하고 있다.

[도표 12] 글로벌 CMO 중 삼성바이오로직스의 시가총액이 가장 높아



자료: 교보증권 리서치센터

### 삼성바이오로직스와 미국의 Wuxi Biologics에 대한 견제 의지

미국 정부는  
중국 바이오 산업 대한  
강력한 견제 의지 가져

앞으로 삼성바이오로직스의 성과는 크게 1) 미국 정부의 Wuxi Biologics에 대한 견제 정도 2) 이중항체/ADC 와 같은 신규 Modality 의약품 수주 현황 3) 5공장 이후의 증설과 경쟁사 증설에 따른 수급 변화 4) 4공장 등 신규 공장 수주 현황에 따라 결정될 가능성이 높다. 우선 미국 정부의 Wuxi Biologics에 대한 견제 의지가 분명하다. 미국 정부가 Wuxi Biologics를 UVL에 등록한 후 아직까지 유지하고 있으며 Wuxi의 기업가치 역시 이러한 우려를 반영해 호실적에도 불구하고 약세가 이어지고 있다. 또한 또한 삼성바이오로직스는 2020년부터 GeneQuantum 등과 임상단계에 있는 ADC 파이프라인 CMO 계약을 맺는 등 다양한 Modality 를 선점하기 위한 노력을 경주하고 있다. 또한 삼성바이오로직스는 S-Cellerate 플랫폼 서비스를 통해 CDO 사업을 강화하고 있으며 22년 9~10월 경에는 자체 개발한 이중항체 플랫폼 서비스 역시 출시할 것으로 판단된다. 마지막으로 삼성바이오로직스는 4공장 관련 5곳으로부터 7개의 제품을 수주한 상황이다. 4분기 부분 가동을 시작하면서 향후 수주는 원활하게 진행될 것으로 판단한다. 다만 이러한 전략적인 방향은 Lonza나 Wuxi와 같은 경쟁 CMO 기업들의 장기전략과 유사한 만큼 향후 수주 성과에 따라 결정될 가능성이 높다. 특이할 점은 그 동안 시장의 많은 관심을 받았던 CGT CDMO 사업의 경우 다소 진행 속도에 조절이 있는 것으로 알려졌다.

[도표 13] 글로벌 CMO 기업 밸류에이션

| (m usd)      |          | SAMSUNG BIOLOGIC | LONZA GROUP    | WUXI BIOLOGICS C | CATALENT                   |
|--------------|----------|------------------|----------------|------------------|----------------------------|
| Ticker       |          | 207940 KS Equity | LONN SW Equity | 2269 HK Equity   | CTLT US Equity<br>(6 월 결산) |
| 시가총액         | 22/10/04 | 40,471           | 38,441         | 26,256           | 13,766                     |
| 매출액          | 2020     | 989              | 4,807          | 814              | 3,998                      |
|              | 2021     | 1,370            | 5,917          | 1,596            | 4,828                      |
|              | 2022F    | 1,736            | 6,278          | 2,140            | 5,086                      |
|              | 2023F    | 2,109            | 7,012          | 2,965            | 5,631                      |
| 영업이익         | 2020     | 249              | 1,021          | 289              | 686                        |
|              | 2021     | 469              | (1,730)        | 612              | 849                        |
|              | 2022F    | 515              | 1,400          | 717              | 975                        |
|              | 2023F    | 677              | 1,631          | 982              | 1,130                      |
| EBITDA       | 2020     | 370              | 1,531          | 333              | 1,004                      |
|              | 2021     | 611              | (1,261)        | 687              | 1,255                      |
|              | 2022F    | 660              | 1,997          | 919              | 1,355                      |
|              | 2023F    | 815              | 2,320          | 1,250            | 1,548                      |
| 지배주주순이익      | 2020     | 205              | 781            | 246              | 585                        |
|              | 2021     | 344              | 741            | 544              | 519                        |
|              | 2022F    | 422              | 1,119          | 691              | 591                        |
|              | 2023F    | 516              | 1,328          | 944              | 705                        |
| PER(x)       | 2020     | 226.8            | 58.0           | 201.3            | 23.7                       |
|              | 2021     | 151.8            | 83.9           | 93.1             | 36.8                       |
|              | 2022F    | 98.4             | 34.0           | 39.0             | 20.1                       |
|              | 2023F    | 83.1             | 28.8           | 28.7             | 17.1                       |
| PBR(x)       | 2020     | 11.9             | 6.2            | 17.2             | 4.7                        |
|              | 2021     | 12.0             | 5.8            | 10.0             | 4.0                        |
|              | 2022F    | 8.1              | 3.6            | 4.8              | 2.6                        |
|              | 2023F    | 7.0              | 3.4            | 4.0              | 2.3                        |
| EB/EBITDA(x) | 2020     | 136.2            | 31.8           | 163.6            | 18.9                       |
|              | 2021     | 82.8             | -51.7          | 71.8             | 15.7                       |
|              | 2022F    | 60.3             | 20.3           | 30.4             | 10.7                       |
|              | 2023F    | 45.0             | 17.7           | 23.0             | 9.4                        |
| ROE(%)       | 2020     | 5.4              | 13.1           | 10.1             | 15.5                       |
|              | 2021     | 8.2              | 35.5           | 12.8             | 11.5                       |
|              | 2022F    | 10.3             | 10.4           | 13.6             | 12.7                       |
|              | 2023F    | 9.7              | 11.5           | 15.4             | 13.3                       |

자료: 교보증권 리서치센터

## 1-2. Cell & Gene Therapy CMO

성장성은 높아보이나 당장은...

CGT CMO는  
관심이 높으나  
성장성이나 수익성이  
증명되지 않은 분야

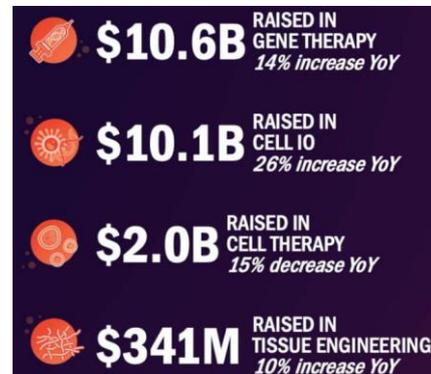
Cell & Gene Therapy는 20년-21년 모험 자본들의 폭발적인 투자를 유치한 의약품 분야이다. RNA 치료제나 Car-T 치료제가 높은 효능을 증명하고 관련 기업들의 가치도 급등하면서 VC 들의 기록적인 투자가 이어진 것이다. 또한 COVID-19 확산 국면에서 mRNA 백신이 가장 빠르게 효능을 인정받고 동시에 높은 상업적 성과를 거둔 점 역시 이러한 투자 흐름을 가속화 했다. 이런 임상 파이프라인 급증에 맞추어 CMO 기업들도 CGT에 투자를 본격적으로 진행한 바 있다. 대부분의 글로벌 CMO가 CGT 분야에 투자를 확대했으나 그 중에서도 특히 Catalent가 적극적으로 CGT 분야에 투자를 결정했다. 16년부터 20년 사이 투자 중 약 40% 를 CGT 분야 M&A에 사용한 것이다. 그런데 최근 CGT 관련 투자 동향에서 달라진 분위기가 감지된다. 우선 22년 초부터 CGT Modality를 개발하는 Bio-Tech 들의 주가 하락이 가파르게 진행되었으며 실제 일부 임상 파이프라인들도 지연되거나 정비에 들어간 것으로 알려 지고 있다. 물론 LONZA와 같은 Top-Tier CMO 기업은 CGT 분야에서 1H22에도 여전히 가파른 성장을 기록했으나 다른 기업들에게서는 변화된 투자 동향이 확인되고 있다.

[도표 14] 17년~21년 Cell & Gene Therapy 글로벌 투자 동향



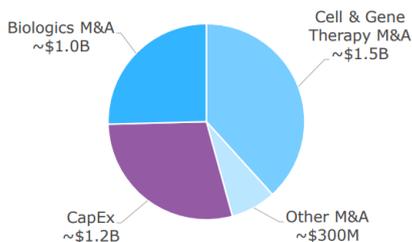
자료: labiotech, 교보증권 리서치센터

[도표 15] 2021년 CGT 분야 세부 투자 동향



자료: labiotech, 교보증권 리서치센터

[도표 16] Catalent의 CGT에 대한 대규모 투자



자료: Catalent, 교보증권 리서치센터

[도표 17] Lonza, 1H22에도 CGT 부문에서 꾸준한 실적 성장



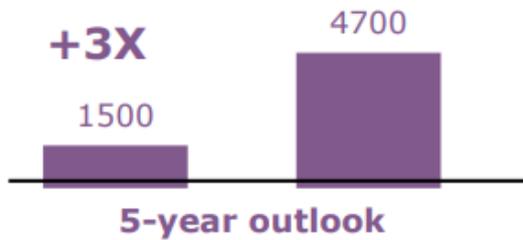
자료: Lonza, 교보증권 리서치센터

CGT CDMO는  
관심이 높으나  
성장성이나 수익성이  
증명되지 않은 분야

Fujifilm의 ATARA Bio의 세포치료제 설비 인수 건

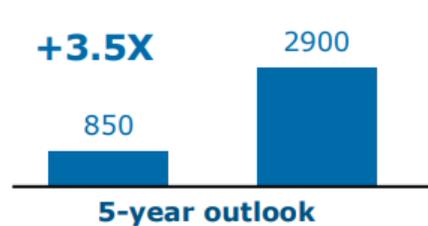
New Modality 치료제 개발에 성공하는 확률은 무척 낮다. 개발에 성공하더라도 실제 수요가 얼마나 될지도 예측이 어려운 경우가 많다. 이는 경험적으로도 알 수 있는데 승인 당시 단기에 블록버스터 약물(매출 연간 10억\$ 이상)이 될 수 있을 것으로 기대되었던 바이오젠의 Aduhelm은 21년 전체 매출이 300만\$에 그쳤다. 그 만큼 약물은 승인 이후에도 수요 예측이 어렵다는 것이다. 당연히 세포치료제나 RNA 치료제 같은 New Modality 치료제의 경우 아직 상업화된 치료제가 많지 않아 자사의 의약품 만으로 생산 설비의 가동률을 높이는 것이 어려울 수 있다. 실제 글로벌 Big-Pharma나 Bio-Tech 들이 자체 보유하고 있는 CGT 설비들이 꾸준히 매물로 나오고 있다. 예를 들어 동종 세포치료제를 개발하는 Bio-Tech으로 알려져 있는 Atara Bio의 경우 Fujifilm에 자사의 세포치료제 설비를 1억\$에 매각한 바 있다. 자사의 치료제 개발이 지연에 따라 설비 가동에 따른 부담을 느꼈던 것이 매각 배경이 되었을 것으로 추정된다. Bio-Tech 이외에도 Big-Pharma도 세포치료제 가동을 부담스러워하기도 한다. 따라서 이러한 가동률 Risk를 외주화할 수 있는 CDMO 사업의 장기 성장성은 이어질 것으로 판단한다. 다만 혁신적이며 비싼 치료제로 알려져 있는 CGT 치료제가 CMO 입장에서 수익성을 확보할 수 있을지는 조금 더 지켜봐야 한다. 맞춤형 생산 공정이 필요하거나 생산 인력의 퀄리티 유지가 매우 중요해 마진 확보 여부가 아직은 증명되지 않았기 때문이다. Lonza 역시 이런 점을 고려해 부문별 기대 이익률에서 CGT 분야를 가장 낮게 제시한 것으로 추정된다.

[도표 18] 5년 후 세포치료제 임상 프로그램 개수 전망



자료: Catalent, 교보증권 리서치센터

[도표 19] 5년 후 유전자 치료제 임상 프로그램 개수 전망



자료: Catalent, 교보증권 리서치센터

[도표 20] Lonza의 부문별 기대 성장률 및 이익률

|                            | Biologics | Small Molecules   | Cell & Gene | Capsules & Health Ingredients |
|----------------------------|-----------|-------------------|-------------|-------------------------------|
| Sales CAGR 2021-2024 (CER) | Mid-teens | High single-digit | Mid-teens   | Low to mid single-digit       |
| CORE EBITDA margin 2024    | 35%+      | 30%+              | 15%+        | ~35%                          |

자료: Lonza, 교보증권 리서치센터

국내 CMO 기업 CGT 시장 진출 성공 가능성

- 1) 삼성바이오로직스
- 2) SK팜테코
- 3) SK바이오사이언스

국내에서는 삼성바이오로직스/SK팜테코/SK바이오사이언스 등이 CGT CMO 분야에 진출하거나 진출을 선언한 상황이다. 삼성바이오로직스의 경우 21년 11월 미국 Green Light 사와의 COVID19 mRNA 백신 원료의약품(Drug Substance, DS) 위탁생산 파트너십을 맺고 22년 8월 첫 시험생산에 성공했다. SK팜테코 역시 프랑스의 Yposkesi 인수와 미국 CBM 투자를 통해 CGT CDMO 분야에 적극 진출한 상황이다. 다만 국내외 CDMO 기업들의 진출에도 불구하고 최근에는 온도 변화가 느껴진다. 우선 삼성바이오로직스가 CGT CDMO 분야 진출에 속도조절에 나섰다는 보도가 나왔다. 22년 1월 삼성바이오로직스 존립 대표는 JPM 컨퍼런스에서 증설 예정인 5공장은 멀티모달리티플랫폼(MMT)로 확장해 CGT 등 다양한 모달리티 치료제를 생산하겠다는 계획을 밝힌 바 있으나 해당 계획이 보류된 것으로 언론에 보도된 것이다. 따라서 CGT CDMO 시장에서 성공하기 위해서는 우선 1) 위험을 감수해서 임상 단계의 파이프라인을 미리 선점하거나 혹은 2) 시장 개화 시기에 M&A를 통해 관련 사업을 확보하는 등 장기 전략이 다소 차이가 발생할 것이다. 다만 상업성을 증명하지 못한 것을 떠나 기술적/규제 장벽도 높을 것으로 판단된다. 예를 들어 자가 세포치료제의 경우 1) 표준화 보다는 맞춤형 생산 과정이 필요해 Scale-Up이 어렵거나 2) 환자의 상태가 악화되기 전 치료제 생산을 위해 빠른 현지 생산이 필요하거나 3) 매우 높은 생산비용이 요구되어 생산 과정을 상업화 수준으로 확대하는 것이 쉽지 않을 것 평가된다. 또한 동종 세포치료제의 경우에도 1) Talen/ZFN/Crisper 등 유전자 편집 기술이 필요하거나 2) 각국의 규제기관이 사용을 강제하는 Cell Bank 등이 존재하는 경우도 있어 글로벌 각지에 거점 설비가 필요하기도 하다. 이처럼 CGT 분야는 높은 잠재성만큼이나 기술적/규제 장벽 역시 높아 향후 시장 재편 과정을 유심히 살펴볼 필요가 있다.

[도표 21] SK 팜테코의 Small-Molecule/CGT 확장 과정



자료: 한국경제, 교보증권 리서치센터

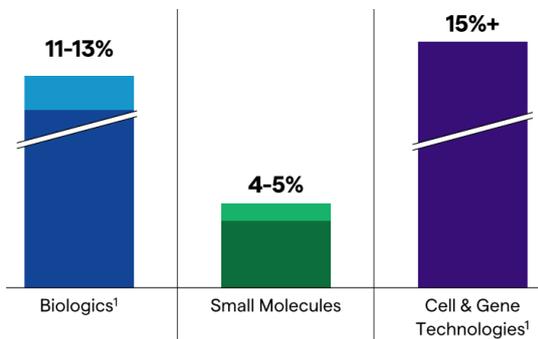
## 1-3. Small-Molecule CMO

### 천천히 성장하지만 수익성은 높아. Small-Molecule CMO

성장률은 다소 낮지만  
수익성은 탄탄한  
Small-Molecule CMO

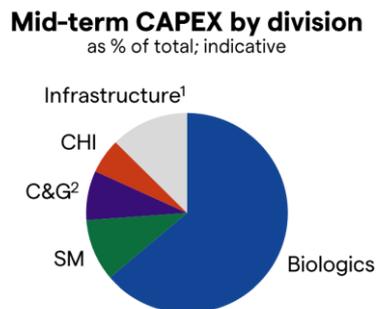
저분자 의약품의 경우 통상적으로 전체 의약품 시장의 70%를 차지한다고 알려져 있으나 성장률은 상대적으로 낮은 편이다. Lonza는 바이오 의약품의 경우 연간 11-13% 성장할 것으로 예상했으나 저분자 의약품의 경우 연간 4~5% 수준을 전망한다. Catalent도 Biologic 시장의 장기 성장률을 10-15% 정도로 예상하는 반면 Small Molecule 시장의 장기 성장률은 5-8%로 추정하는 등 유사한 전망을 공유한다. 이처럼 CMO도 높은 성장이 예상하는 Biologics 분야의 투자 우선순위가 높게 되며 Lonza도 Capex의 70% 이상 Biologics에 투자하고 있다. Catalent의 부문별 수익성(EBITDA Margin 기준) 역시 바이오 의약품은 30%를 상회하는 편이나 저분자 의약품은 이보다는 소폭 낮은 편이다. 따라서 향후 저분자 의약품 CMO 시장의 경우 다소 낮은 시장 성장성을 극복하고 수익성을 방어하기 위해서는 CMO가 보유하고 있는 Technological Hook이 중요해질 것이다. 예를 들면 Lonza의 경우 Small Molecule 투자 확대 중 일부는 ADC의 Payload를 전용 생산하는 라인에 투자하며 ADC 시장 성장에 대비하고 있다. Catalent의 경우 Zydis 라는 경구용 약물 전달 플랫폼 기술(Small Molecule)을 보유하고 있으며 해당 기술에 대한 수요와 로열티 수익, 수익성까지 모두 개선되고 있는 구간이다. 이에 따라 Zydis를 보유한 Catalent의 사업부의 경우 2Q22 EBITDA 마진이 38%에 달하는 수익성을 증명했다. 결론적으로 저분자 화합물 CMO의 경우 전반적인 성장성이나 수익성은 바이오 CMO에 비해 낮은 편이나 고객사와의 Technological Hook을 형성할 경우 수익성과 성장성 모두를 증명할 수 있는 것으로 판단된다.

[도표 22] Lonza 가 바라보는 유형별 의약품 시장 성장률



자료: Lonza, 교보증권 리서치센터

[도표 23] Lonza 사업 부문별 Capex 비중(SM=Small Molecule)

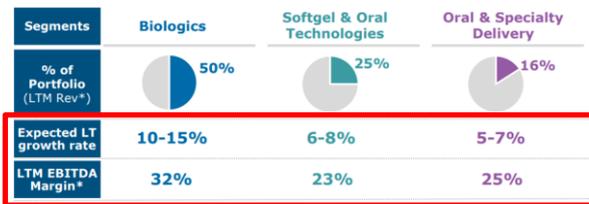


자료: Lonza, 교보증권 리서치센터

**제약/바이오**

늘어가는 우리, 성장에 목마른 대기업, CMO & 신약개발

[도표 24] Catalent 바라보는 유형별 의약품 시장 성장률/수익성



자료: Catalent, 교보증권 리서치센터

[도표 25] Catalent의 OSD 사업부 수익률(Zydis 로열티 포함)

| (USD M)                            | Quarter Ended |              |
|------------------------------------|---------------|--------------|
|                                    | Jun 30, 2022  | Jun 30, 2021 |
| <b>Oral and Specialty Delivery</b> |               |              |
| Net Revenue                        | 194           | 186          |
| Segment EBITDA                     | 74            | 63           |
| EBITDA Margin                      | 37.9 %        | 34.4 %       |

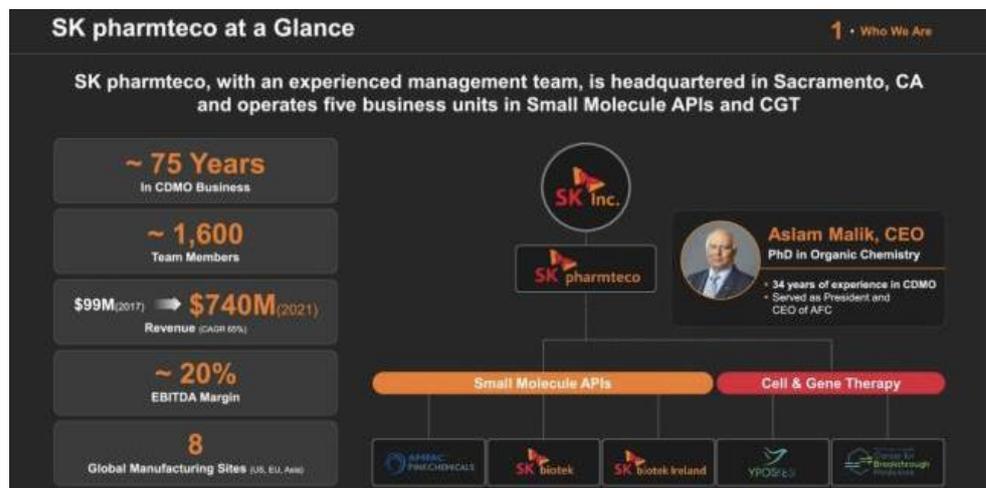
자료: Catalent, 교보증권 리서치센터

**SK팜테코의 가능성**

**Small-Molecule과 CGT의 만남**

SK팜테코는 한국의 SK바이오텍, 미국의 AMPAC, 유럽의 SK바이오텍 아일랜드 등 3개의 Small Molecule CMO 기업을 100% 자회사로 보유하고 있다. 그리고 이슬람 말릭 SK팜테코 사장에 따르면 SK팜테코는 2021년 매출 7.4억\$를 기록했다고 밝혔으며 그리고 2025년까지 매출 20억\$를 달성하겠다는 목표도 공개했다. 2025년 매출 목표 중 절반을 Small Molecule에서 기록할 수 있을 것으로 목표하고 있으며 목표 EBITDA Margin 은 25% 수준이다. 이 같은 목표를 달성할 수 있을지 여부는 안정적인 계약구조를 바탕으로 Technological Hook을 얼마나 보호할 수 있는지에 따라 결정될 것이다. 위에서 상술했듯 저분자 화합물의 경우 바이오 의약품 대비 상대적으로 성장률이 낮을 뿐 전체 의약품 시장 중 70%에 달하는 만큼 꾸준한 성장과 함께 수익성 높은 Cash Cow 역할을 할 수 있기를 기대한다.

[도표 21] SK 팜테코의 사업 확장 계획



자료: SK팜테코, 교보증권 리서치센터

## 2. 신약 개발, 지난하고 힘든 길, 그 뒤 달콤한 과실

### 지난하고 고단한 역사.

- 1) LG화학
- 2) SK바이오팜
- 3) 삼성바이오에피스

국내 코스닥 시장에 다수 상장되어 있는 Bio-Tech의 궁극적인 목표는 혁신 기술을 기반으로 한 신약 출시일 것이다. 하지만 이는 생각보다 쉬운 일은 아니며 아직 국내 Bio-Tech이 개발하고 FDA로부터 승인받은 약물은 아직 없다. 21년 9월 기준 FDA로부터 승인받은 약물은 25개이며 이 중 바이osi밀러/개량신약 등을 제외한 혁신 신약으로 평가받을 수 있는 치료제는 5개(LG화학의 팩티브, 동아ST의 시백스트로, SK케미칼의 앵스틸라, SK바이오팜의 수노시/엑스코프리, 한미약품의 톨론티스)에 불과하다. 이중 LG화학의 팩티브는 LG그룹이 1981년 생명과학 연구를 시작한지 22년만에 첫 성과를 거둔 것이며 SK바이오팜이 2018년 FDA허가를 받은 Sunosi는 1994년에 처음 합성된 물질이었고 2019년 허가를 받은 Xcopri는 2001년부터 기초 연구를 한 물질이다. 결론적으로 하나의 기업이 연구를 시작하고 유의미한 성과를 거두기까지는 20년 이상이 소요되며 FDA 승인을 받았다 하더라도 이후 다시 마케팅 과정을 통해 다시 시장성을 증명하는 어려운 과정을 거친다. 국내 Bio-Tech의 역동적인 움직임과는 실제 신약의 Business Development 환경은 어렵고 지루하고 고단하다. 이처럼 신약 개발이란 지극히 고단한 과정을 겪을 수 밖에 없기 때문에 국내 혁신 신약 개발은 크게 1) 대기업 집단이 의지를 가지고 장기간 투자를 이어가거나 2) 제약사의 R&D 과정을 통해 개발되거나 3) VC 등 모험 자본의 투자를 바탕으로 기술을 개발하는 등의 3가지 과정에 따라 진행된다. 이번 보고서에서는 대기업 집단이 의지를 가지고 오랜 기간 투자를 이어나가 성과를 보거나 혹은 투자를 이어나가는 과정을 서술하고자 한다.

[도표 26] 국내 대기업의 지난한 신약개발의 역사



자료: 교보증권 리서치센터

## 2-1. LG 의 신약 개발사

### 성장성은 높아보이나 당장은

LG화학 국내 최초 FDA  
승인 신약인  
팩티브 개발

LG 의 신약 개발사는 1981년부터 시작된다. 국내 대기업 중 가장 먼저 신약 개발 연구를 시작한 덕분에 빠른 성과를 낼 수 있었고 2003년 국내 신약 중 최초로 FDA 승인을 받은 팩티브를 개발했다. 그리고 LG생명과학은 2002년 LGCI(주, LG)에서 분할 상장된 후에는 성장호르몬이나 당뇨 신약 제미글로, 바이오시밀러 등을 개발하는데 다시 한번 성공한다. 다만 분할 상장 후 17년 1월 재합병되기 전까지 미국/유럽 등 글로벌 시장에서 가능성이 있는 신약 후보 물질은 나오지 못했다. 이후 LG화학과의 합병과 동시에 당시 한미약품 신약개발본부장이었던 손지용 본부장(현 LG화학의 생명과학사업본부장 사장)을 영입한 이후 R&D 투자를 다시 확대하고 임상 파이프라인도 확충하게 된다. R&D 투자 규모가 21년 2,000억, 22년 3,120억에 이르는데 이는 국내 상위권 제약사의 연간 R&D 투자규모인 1,500-2,000억을 크게 상회하는 규모이다. 이 같은 대규모 투자가 가능한 이유는 LG화학이라는 대형 우량 기업의 지원 아래에서 보다 장기적인 관점에서 R&D 투자가 가능해진 영향으로 판단된다. 현재는 1) 당뇨 신약 2) 백신 사업 3) 성장호르몬 4) 바이오시밀러 5) 필러 등을 Cash Cow로 보유하고 있으며 주요 R&D 파이프라인은 크게 1) 통풍치료제 2) 희귀 비만치료제 3) NASH 치료제 등을 개발 중이다. 글로벌 Unmet-Needs를 해소할 수 있는 First-In-Class 신약이 나오기를 기원한다.

[도표 27] LG 화학 생명과학본부의 성장과정

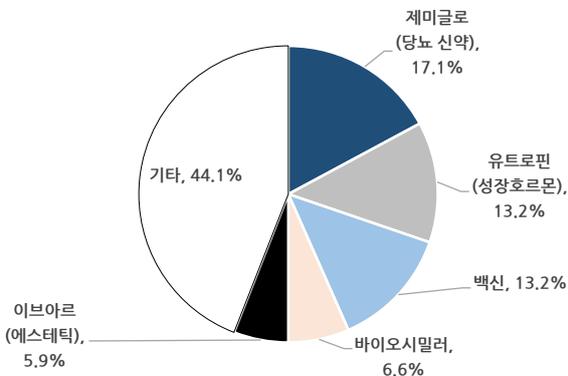
| 일자   | 내용   |
|------|--|
| 1981 | 국내 최초 유전공학연구 시작 (LG 화학)                    |
| 1989 | 국내 최초 유전공학 의약품 출시 (인터맥스감마)                 |
| 1996 | B형간염백신 WHO Pre Qualification 인증            |
| 2002 | LG 생명과학 출범                                 |
| 2003 | 국내 최초 美 FDA 신약 승인 (팩티브)                    |
| 2008 | 국내 제약사 최초 수출 1 억불 달성                       |
| 2009 | 세계 유일 주 1 회 성장호르몬 출시 (유트로핀플러스)             |
| 2012 | 국내 최초 당뇨신약 출시 (제미글로)                       |
| 2016 | 5 가 혼합백신 WHO Pre Qualification 인증          |
| 2017 | 1 월 1 일자로 LG 화학의 100% 자회사 (합병)             |
| 2021 | 통풍치료제 LC350189 의 긍정적인 2 상 결과 발표            |
| 2021 | 2021 년 매출 7,600 억 영업이익 670 억을 기록, 최대 실적 달성 |

자료: LG화학, 교보증권 리서치센터

**제약/바이오**

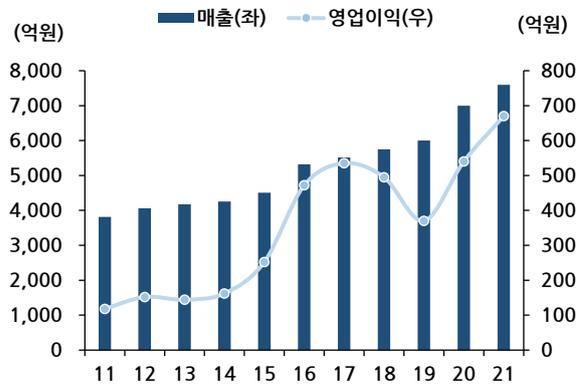
높어가는 우리, 성장에 목마른 대기업, CMO & 신약개발

[도표 28] LG 화학 생명과학본부 제품별 매출 비중(2021년 기준)



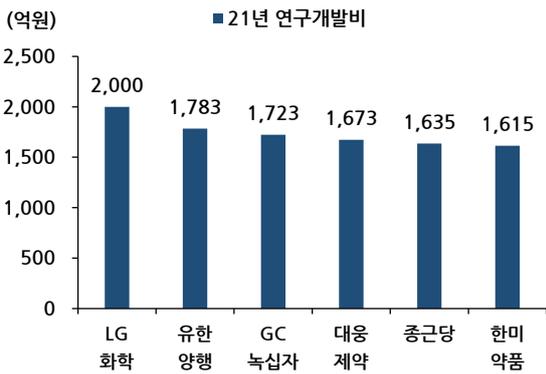
자료: LG화학, 교보증권 리서치센터

[도표 29] LG 화학 생명과학본부 연간 매출/영업이익 추이



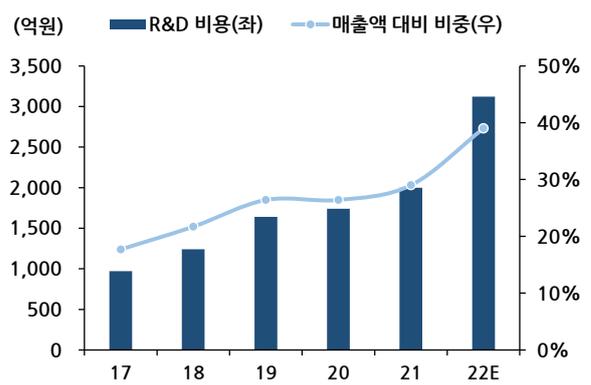
자료: LG화학, 교보증권 리서치센터

[도표 30] 2021년 기준 국내 대형 제약사 연구개발비 현황



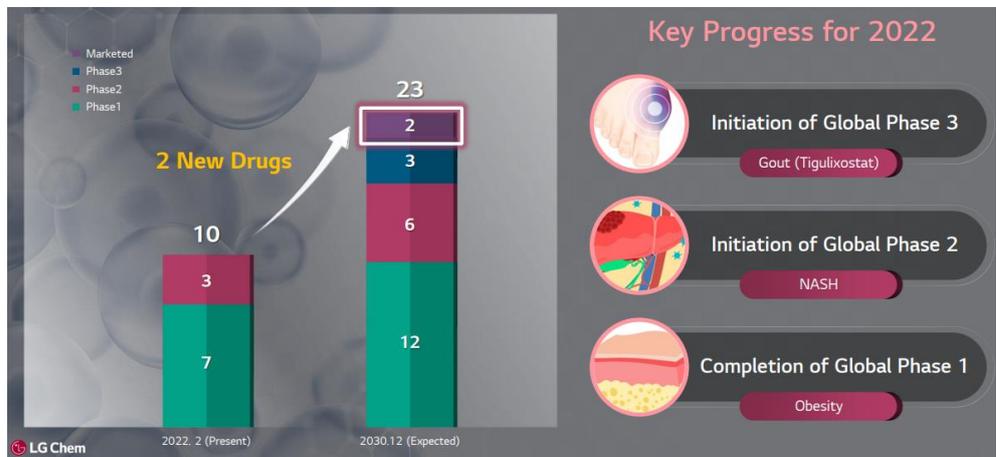
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 31] LG 화학 생명과학본부의 R&D 비용 추이



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 32] LG 화학 생명과학본부의 세포치료제 파이프라인



자료: LG화학, 교보증권 리서치센터

SK바이오팜은  
국가 대표  
신약 개발 기업

## 2-2. SK 의 신약 개발사

### 불굴의 의지로 이뤄낸 신약 개발 성공기

SK(주)는 1993년 P-프로젝트팀이 구성되며 처음 신약 개발 사업을 시작한다. 그리고 생각보다 조기에 성과가 확인하는 듯 했다. P-프로젝트 결과 현재 시판되고 있는 Solriamfetol 그리고 현재 다시 3상을 진행 중인 Carisbamate 등을 발굴하는데 성공한 것이다. 그리고 1999년 J&J과 기술이전 계약을 맺으며 본격적인 결실을 맺는다. 2005년에는 현재 SK바이오팜의 핵심 자산인 Cenobamate의 FDA 1상이 시작된다. 이후에도 우울증, 정신분열증, 불안증, 통증, 파킨슨병 등 CNS 질환에 특화된 파이프라인을 꾸준히 개발하며 미국 시장에 도전을 지속한다. 그러나 이 같은 SK의 신약 개발 도전도 여러 차례 위기에 직면한 바 있다. J&J로 기술이전되었던 Carisbamate 는 NDA를 목전에 두고 권리가 반환되었으며 급성중첩발작 치료제 Plumiaz 역시 NDA를 신청한 후 재임상하는 과정에서 반환되었다. 그리고 2011년 SK바이오팜은 신약 전문 개발 기업으로 SK(주)에서 신약 관련 자산을 물적분할하여 설립된다. 신약개발 과정의 지난한 어려움에도 불구하고 결국 2018년 5월 Jazz Pharmaceuticals는 SK바이오팜이 원 개발한 Solriamfetol으로 NDA에 성공하였으며 2019년에는 SK바이오팜이 처음부터 끝까지 자체 개발한 Cenobamate도 FDA NDA를 받는데 성공한다. 현재 Cenobamate는 22년 미국 매출만 1,600억 이상이 예상되는 핵심 자산으로 성장한다.

[도표 33] SK 바이오팜의 주요 연혁

| 일자       | 내용   |
|----------|--|
| 1993.02  | SK(주), 제약연구그룹인 P-프로젝트팀을 구성하며 신약 개발 사업 시작.                                      |
| 1994.08  | YKP10A(이후 SKL-N05, 솔리암페톨) 발굴   |
| 1996.12  | 우울증 치료제 YKP10A, 1상 IND 승인(FDA)   |
| 1998.10. | 뇌전증 치료제 YKP509(이후 카리스바메이트), FDA 1상 IND 승인                                      |
| 1999.07  | YKP509, J&J 자회사인 Ortho-McNeil Pharmaceutical 사로 기술이전(로열티 3,800만\$+매출액의 10~12%) |
| 2000.11  | YKP10A, J&J 자회사인 Jassen Research Foundation 사로 기술 이전(로열티 4,900만\$+매출액의 10~12%) |
| 2005.08  | 불안증 치료제 YKP3089(이후 세노바메이트), FDA 1상 IND 승인                                      |
| 2008.10  | J&J, YKP509를 16세 이상의 부분 발작 환자를 위한 뇌전증 치료제로 FDA NDA 신청                          |
| 2009.05  | SK, Addrenex 에 YKP10A 기술이전   |
| 2009.08  | J&J, YKP509 NDA 신청 후 FDA로부터 CRL 수령. 이후 SK 바이오팜으로 권리 반환                         |
| 2010     | Acorda Therapeutics 와 급성중첩발작 치료제 플루미아즈(Plumiaz)의 기술이전 계약 체결                    |
| 2011.04  | SK(주)에서 물적분할하여 SK 바이오팜 설립  |
| 2011     | SK, Aerial Biopharma 에 SKL-N05 기술이전  |
| 2014.01  | SKL-N05, Jazz Pharmaceuticals 로 기술 이전  |
| 2017.08  | Acorda Therapeutics 와 급성중첩발작 치료제 플루미아즈(Plumiaz)의 L/O 계약 해지                     |
| 2018.05  | Jazz Pharmaceuticals, FDA로부터 수면장애 치료제 SKL-N05의 NDA 받아                          |
| 2019.11  | SK 바이오팜, FDA로부터 뇌전증 치료제 세노바메이트의 NDA 성공   |
| 2020.05  | SK 바이오팜, 미국 시장에 세노바메이트 출시  |
| 2021.03  | EMA는 뇌전증 치료제 세노바메이트의 시판을 허가  |

자료: 언론보도종합, 교보증권 리서치센터

**제약/바이오**

늘어가는 우리, 성장에 목마른 대기업, CMO & 신약개발

[도표 34] SK 바이오팜의 주요 연구 분야



자료: SK바이오팜, 교보증권 리서치센터

[도표 35] SK 바이오팜 제품 정보(FDA/EMA 승인 신약 2 종)

| 제품명<br>성분명   | 적응증           | 판매사                                      | 특징                 |
|--|---------------|--|--------------------|
| <br>XCOPRI®<br>(cenobamate tablets) C<br>12.5 • 25 • 50 • 100 • 150 • 200 mg | 뇌전증<br>(부분발작) | SK Life Science<br>(SK 바이오팜<br>100% 자회사) | 개발~마케팅<br>전 과정 내재화 |
| <br>sunosi.<br>(solriamfetol) IV   | 수면장애          | Jazz<br>Pharmaceuticals                  | 1상 완료 후<br>기술이전    |

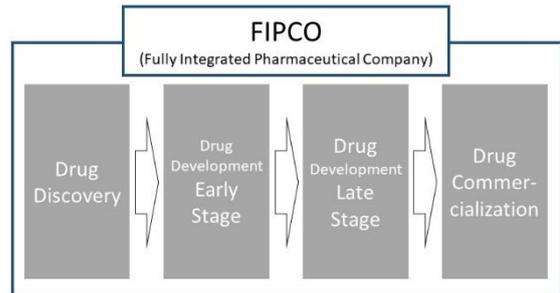
자료: SK바이오팜, 교보증권 리서치센터

[도표 36] SK 바이오팜의 자회사 지분 구조



자료: SK바이오팜, 교보증권 리서치센터

[도표 37] 종합제약사(FIPCO) 로서의 SK 바이오팜 특징



자료: SK바이오팜, 교보증권 리서치센터

**신약 개발의 Scope는 매우 길다**

신약개발은 길고 험난한 과정을 거쳐야

이처럼 신약 개발의 Scope는 매우 길다. 1994년 처음 합성된 Solriamfetol은 2018년 FDA로부터 승인을 받는 데까지 24년이 소요되었으며 2001년부터 연구가 시작된 Cenobamate는 2019년 FDA로부터 승인을 받는다. 1994년 P-연구프로젝트에서 같이 합성되었던 Carisbamate는 다시 3상에 도전해 2024년 1월 다시 평가가 이루어질 예정이다. 이처럼 하나의 연구 결과가 실제 상업화된 물질로 이어지는 것은 장기간의 투자가 필요한 일이며 이 같은 결실은 SK와 같은 대기업이 의지를 가지고 장기간 비용을 감내해줬기 때문이다. 신약 개발은 자본 시장의 기대처럼 단기간에 성과를 내기는 어려운 영역이다.

SK바이오팜은  
국가 대표  
신약 개발 기업

## 2-3. 삼성의 신약 개발사

### 바이오시밀러 전문 제약사, 신약개발에도 성공할 것인가

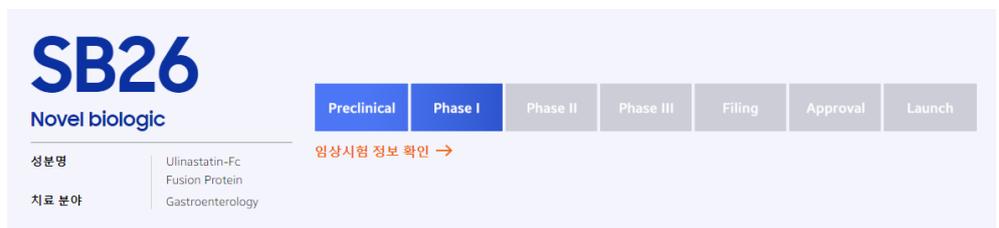
삼성바이오에피스는 바이오시밀러 전문 제약사이다. Etanercept, Infliximab, Adalimumab, Trastuzumab, Bevacizumab, Ranibizumab 등 6개의 시판 가능한 바이오시밀러 제품을 보유하고 있으며 Eculizumab, Aflibercept, Denosumab 등의 시밀러 제품을 승인 전 임상 단계에서 개발하고 있다. 여기에 급성체장염 치료제 SB26 등을 신약 파이프라인을 개발하고 있다. 아직 삼성바이오에피스의 신약 개발 전략이 공개된 적은 없으나 삼성바이로직스의 100% 자회사가 된 만큼 LG와 SK가 보여주었던 전례처럼 안정적인 환경 속에서 새로운 성과를 거둘 수 있기를 기대해본다.

[도표 38] 삼성바이오에피스가 시판중인 바이오시밀러 제품



자료: 삼성바이오에피스, 교보증권 리서치센터

[도표 39] 삼성바이오에피스가 개발 중인 급성체장염 치료제 신약 후보 물질



자료: 삼성바이오에피스, 교보증권 리서치센터

## 2-4. 신약 개발에 성공하기 위한 조건

### 1) 단기 실적 부담 없고 2) 대기업 집단의 강한 의지

#### 1) 단기 실적 부담 없고 2) 장기간의 투자가 가능한

현재 대기업 집단이 신약개발에서 성과를 보인 경우는 크게 1) 대기업의 사업 부문이나 지분 100%의 자회사 형태로 비용이나 단기 실적 부담이 없는 환경 속에서 연구 개발을 지속할 수 있어야 하며 2) 이러한 비용 구조를 감내해줄 수 있는 해당 대기업 집단의 강한 의지가 필요한 것으로 판단한다. 이러한 조건은 다른 어떤 사업 영역보다 신약개발 사업은 불확실성이 높고 실제 상업적인 성과를 거두는 것은 더욱 어렵다는 실증적인 사례이기도 하다. 다만 이 같은 대기업 집단의 끈기 있는 투자로 인해 다수의 FDA 승인 신약이 출시되었으며 앞으로도 이런 사례들이 다수 나와서 국내 제약바이오 산업이 만개할 수 있기를 기대해본다.



## Company Analysis

| 회사명                 | TP(원)       | 의견        | 상승여력(%) |
|---------------------|-------------|-----------|---------|
| 삼성바이오로직스 (207940)   | 1,050,000 원 | Buy       | 29%     |
| LG 화학 (051910)      |             | Not Rated |         |
| SK (034730)         |             | Not Rated |         |
| SK 바이오사이언스 (302440) |             | Not Rated |         |
| SK 바이오팜 (326030)    | 110,000 원   | Buy       | 90%     |
| 롯데지주 (004990)       |             | Not Rated |         |

Company Analysis

# 삼성바이오로직스 207940

Oct 05, 2022

## 글로벌 #1 바이오의약품 CMO

**Buy** 유지  
**TP 1,050,000 원** 유지

Company Data

|                |            |
|----------------|------------|
| 현재가(10/04)     | 811,000 원  |
| 액면가(원)         | 2,500 원    |
| 52 주 최고가(보통주)  | 946,788 원  |
| 52 주 최저가(보통주)  | 703,667 원  |
| KOSPI (10/04)  | 2,209.38p  |
| KOSDAQ (10/04) | 696.79p    |
| 자본금            | 1,654 억원   |
| 시가총액           | 577,221 억원 |
| 발행주식수(보통주)     | 7,117 만주   |
| 발행주식수(우선주)     | 0 만주       |
| 평균거래량(60 일)    | 6.3 만주     |
| 평균거래대금(60 일)   | 507 억원     |
| 외국인지분(보통주)     | 10.53%     |
| 주요주주           |            |
| 삼성물산 외 4 인     | 74.37%     |
| 국민연금공단         | 5.60%      |

Price & Relative Performance



| 주가수익률(%) | 1개월  | 6개월  | 12개월 |
|----------|------|------|------|
| 절대주가     | -3.2 | -0.6 | -6.2 |
| 상대주가     | 5.5  | 24.1 | 28.2 |



제약/바이오 김정현

3771-9351, jh.kim@iprovest.com

글로벌 #1 바이오의약품 CMO

삼성바이오로직스는 글로벌 #1 바이오의약품 CMO이다. 23년 4공장 가동 기준 설비 규모가 62만 리터에 달해 단일 기업 기준 최대 설비규모를 보유하고 있으며 시가총액 역시 405억\$ 수준으로 글로벌 Peer인 Lonza(384억)/Wuxi(263억) 대비 더욱 높다. 삼성바이오로직스는 2011년 설립 후 12년 7월 1공장(3만L) 준공, 15년 2월 2공장(15.2만L) 준공, 17년 11월 3공장(18만L) 준공 등의 과정을 거쳐 성장해왔으며 4공장 가동과 함께 다시 한 번 큰 폭의 성장이 예상되고 있다. 그리고 22년 7월에는 제2바이오 캠퍼스를 위한 토지매매계약을 체결하고 연내 5공장 착공 계획을 시사하며 경쟁사와의 초격차를 확대하기 위한 투자에 나선 상황이다.

잘하는 것에 집중하는 성장 방향

삼성바이오로직스의 증설 속도는 Lonza/Wuxi/Fuji Film/Catalent 등 글로벌 피어 기업의 증설 속도를 능가한다. 특히 삼성바이오로직스는 Small Molecule이나 CGT 등 사업 다각화 시도를 하는 경쟁사와는 달리 동물세포 기반의 설비 증설에 집중하는 전략을 선택하는 것으로 보인다. 동 전략은 상대적으로 성장률이 낮은 Small Molecule이나 상업성이 증명되지 않은 CGT 영역보다 이미 글로벌 #1의 위치를 누리고 있으며 수익성 높은 성장성을 유지하고 있는 동물세포 분야에 집중해 성장성과 수익성을 모두 확보하겠다는 것으로 읽힌다. 더구나 mRNA 등 일부 CGT DS/DP 설비도 확보한 상황이기도 하다.

CDO 사업의 성과가 나타날 시점

투자 의견 Buy, 목표주가 105만을 유지한다. 삼성바이오로직스는 폭발적인 증설을 통해 단기에 바이오의약품 시장의 글로벌 #1 지위에 오른 바 있다. 미국 정부의 Wuxi Biologics 등 중국 바이오 산업에 대한 견제가 본격화된 지금 삼성바이오로직스는 CDO 사업의 성과를 통해 매출의 장기 성장성과 가시성을 확보해야 한다. 동사는 과거 2030년 기준 CMO 생산의 50%까지 CDO 파이프라인으로 채운다는 계획도 밝힌 바 있다. 이 같은 계획이 현실화될 시점에 더 높은 멀티플과 고성장하는 실적으로 기업가치를 증대할 수 있을 것이다.

Forecast earnings & Valuation

| 12 결산(십억원)   | 2020.12 | 2021.12 | 2022.12E | 2023.12E | 2024.12E |
|--------------|---------|---------|----------|----------|----------|
| 매출액(십억원)     | 1,165   | 1,568   | 1,962    | 2,347    | 2,601    |
| YoY(%)       | NA      | 34.6    | 25.1     | 19.6     | 10.8     |
| 영업이익(십억원)    | 293     | 537     | 638      | 765      | 864      |
| OP마진(%)      | 25.2    | 34.2    | 32.5     | 32.6     | 33.2     |
| 순이익(십억원)     | 241     | 394     | 467      | 555      | 625      |
| EPS(원)       | 3,642   | 5,949   | 6,319    | 7,291    | 8,201    |
| YoY(%)       | 0.0     | 63.3    | 6.2      | 15.4     | 12.5     |
| PER(배)       | 226.8   | 151.8   | 128.3    | 111.2    | 98.9     |
| PCR(배)       | 122.8   | 81.4    | 73.0     | 66.1     | 60.4     |
| PBR(배)       | 11.9    | 12.0    | 7.1      | 6.7      | 6.3      |
| EV/EBITDA(배) | 125.0   | 85.3    | 70.2     | 61.1     | 55.3     |
| ROE(%)       | 10.5    | 8.2     | 6.8      | 6.2      | 6.6      |

제약/바이오

늘어가는 우리, 성장에 목마른 대기업, CMO & 신약개발

[삼성바이오로직스 207940]

포괄손익계산서

단위: 십억원

| 12 결산(십억원)        | 2020A | 2021A | 2022F | 2023F | 2024F |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액               | 1,165 | 1,568 | 1,962 | 2,347 | 2,601 |
| 매출원가              | 749   | 842   | 1,103 | 1,338 | 1,483 |
| 매출총이익             | 416   | 726   | 860   | 1,009 | 1,118 |
| 매출총이익률 (%)        | 35.7  | 46.3  | 43.8  | 43.0  | 43.0  |
| 판매비와관리비           | 123   | 189   | 221   | 244   | 254   |
| 영업이익              | 293   | 537   | 638   | 765   | 864   |
| 영업이익률 (%)         | 25.1  | 34.3  | 32.5  | 32.6  | 33.2  |
| EBITDA            | 436   | 699   | 785   | 898   | 986   |
| EBITDA Margin (%) | 37.5  | 44.6  | 40.0  | 38.3  | 37.9  |
| 영업외손익             | -27   | 24    | 28    | 27    | 27    |
| 관계기업손익            | -18   | 14    | 14    | 14    | 14    |
| 금융수익              | 33    | 48    | 39    | 38    | 38    |
| 금융비용              | -41   | -29   | -24   | -24   | -25   |
| 기타                | -1    | -8    | -1    | -1    | -1    |
| 법인세비용차감전순이익       | 266   | 561   | 666   | 792   | 891   |
| 법인세비용             | 25    | 168   | 199   | 237   | 266   |
| 계속사업순이익           | 241   | 394   | 467   | 555   | 625   |
| 중단사업순이익           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 당기순이익             | 241   | 394   | 467   | 555   | 625   |
| 당기순이익률 (%)        | 20.7  | 25.1  | 23.8  | 23.7  | 24.0  |
| 비지배지분순이익          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 지배지분순이익           | 241   | 394   | 467   | 555   | 625   |
| 지배순이익률 (%)        | 20.7  | 25.1  | 23.8  | 23.7  | 24.0  |
| 매도가능금융자산평가        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타포괄이익            | 3     | -1    | -1    | -1    | -1    |
| 포괄순이익             | 244   | 392   | 466   | 554   | 623   |
| 비지배지분포괄이익         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 지배지분포괄이익          | 244   | 392   | 466   | 554   | 623   |

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

| 12 결산(십억원) | 2020A | 2021A | 2022F  | 2023F | 2024F |
|------------|-------|-------|--------|-------|-------|
| 영업활동 현금흐름  | 202   | 455   | 827    | 723   | 847   |
| 당기순이익      | 241   | 394   | 467    | 555   | 625   |
| 비현금항목의 가감  | 209   | 350   | 347    | 372   | 389   |
| 감가상각비      | 138   | 155   | 141    | 129   | 118   |
| 외환손익       | 3     | -2    | -16    | -16   | -16   |
| 자본법평가손익    | 18    | -14   | -14    | -14   | -14   |
| 기타         | 51    | 211   | 235    | 272   | 301   |
| 자산부채의 증감   | -204  | -235  | 219    | 40    | 106   |
| 기타현금흐름     | -45   | -54   | -205   | -244  | -274  |
| 투자활동 현금흐름  | -419  | -933  | -1,642 | -544  | -594  |
| 투자자산       | -290  | -362  | -12    | -12   | -12   |
| 유형자산       | -140  | -406  | -1,400 | -200  | -100  |
| 기타         | 11    | -165  | -229   | -332  | -482  |
| 재무활동 현금흐름  | 123   | 497   | 3,237  | 9     | 9     |
| 단기차입금      | -120  | 20    | 10     | 10    | 10    |
| 사채         | 0     | 348   | 10     | 10    | 10    |
| 장기차입금      | 500   | 150   | 30     | 0     | 0     |
| 자본의 증가(감소) | 0     | 0     | 3,208  | 0     | 0     |
| 현금배당       | 0     | 0     | 0      | 0     | 0     |
| 기타         | -257  | -22   | -21    | -11   | -11   |
| 현금의 증감     | -96   | 19    | 2,379  | -124  | -68   |
| 기초 현금      | 125   | 29    | 47     | 2,426 | 2,302 |
| 기말 현금      | 29    | 47    | 2,426  | 2,302 | 2,235 |
| NOPLAT     | 265   | 377   | 448    | 536   | 606   |
| FCF        | 66    | -103  | -587   | 510   | 733   |

자료: 삼성바이오로직스, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

| 12 결산(십억원)  | 2020A | 2021A | 2022F  | 2023F  | 2024F  |
|-------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 유동자산        | 1,751 | 2,823 | 5,452  | 5,941  | 6,585  |
| 현금및현금성자산    | 29    | 47    | 2,426  | 2,302  | 2,235  |
| 매출채권 및 기타채권 | 218   | 366   | 440    | 528    | 633    |
| 재고자산        | 646   | 1,013 | 1,033  | 1,235  | 1,369  |
| 기타유동자산      | 859   | 1,397 | 1,553  | 1,876  | 2,349  |
| 비유동자산       | 4,673 | 5,147 | 6,233  | 6,325  | 6,330  |
| 유형자산        | 1,737 | 2,207 | 3,466  | 3,537  | 3,519  |
| 관계기업투자금     | 2,634 | 2,661 | 2,688  | 2,714  | 2,740  |
| 기타비유동자산     | 23    | 27    | 27     | 27     | 27     |
| 자산총계        | 6,424 | 7,970 | 11,685 | 12,266 | 12,916 |
| 유동부채        | 589   | 1,107 | 1,112  | 1,130  | 1,147  |
| 매입채무 및 기타채무 | 189   | 407   | 410    | 417    | 422    |
| 차입금         | 30    | 50    | 60     | 70     | 80     |
| 유동성채무       | 161   | 110   | 100    | 100    | 100    |
| 기타유동부채      | 209   | 540   | 542    | 543    | 544    |
| 비유동부채       | 1,236 | 1,872 | 1,908  | 1,915  | 1,923  |
| 차입금         | 532   | 576   | 606    | 606    | 606    |
| 사채          | 40    | 539   | 549    | 559    | 569    |
| 기타비유동부채     | 665   | 757   | 753    | 750    | 749    |
| 부채총계        | 1,825 | 2,979 | 3,020  | 3,045  | 3,070  |
| 지배지분        | 4,599 | 4,991 | 8,666  | 9,221  | 9,846  |
| 자본금         | 165   | 165   | 190    | 190    | 190    |
| 자본잉여금       | 2,487 | 2,487 | 5,670  | 5,670  | 5,670  |
| 이익잉여금       | 1,954 | 2,347 | 2,814  | 3,369  | 3,994  |
| 기타자본변동      | 0     | 0     | 0      | 0      | 0      |
| 비지배지분       | 0     | 0     | 0      | 0      | 0      |
| 자본총계        | 4,599 | 4,991 | 8,666  | 9,221  | 9,846  |
| 총차입금        | 780   | 1,285 | 1,321  | 1,339  | 1,357  |

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

| 12 결산(십억원) | 2020A  | 2021A  | 2022F   | 2023F   | 2024F   |
|------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| EPS        | 3,642  | 5,949  | 6,319   | 7,291   | 8,201   |
| PER        | 226.8  | 151.8  | 128.3   | 111.2   | 98.9    |
| BPS        | 69,505 | 75,434 | 113,759 | 121,050 | 129,251 |
| PBR        | 11.9   | 12.0   | 7.1     | 6.7     | 6.3     |
| EBITDAPS   | 6,597  | 10,566 | 10,625  | 11,794  | 12,939  |
| EV/EBITDA  | 125.0  | 85.3   | 70.2    | 61.1    | 55.3    |
| SPS        | 17,395 | 23,416 | 26,560  | 30,804  | 34,143  |
| PSR        | 47.5   | 38.6   | 30.5    | 26.3    | 23.8    |
| CFPS       | 994    | -1,550 | -7,943  | 6,695   | 9,629   |
| DPS        | 0      | 0      | 0       | 0       | 0       |

재무비율

단위: 원, 배, %

| 12 결산(십억원) | 2020A | 2021A | 2022F | 2023F | 2024F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 성장성        |       |       |       |       |       |
| 매출액 증가율    | NA    | 34.6  | 25.1  | 19.6  | 10.8  |
| 영업이익 증가율   | NA    | 83.5  | 18.8  | 19.9  | 13.0  |
| 순이익 증가율    | NA    | 63.3  | 18.6  | 19.0  | 12.5  |
| 수익성        |       |       |       |       |       |
| ROIC       | 23.7  | 15.3  | 13.3  | 12.8  | 13.5  |
| ROA        | 7.5   | 5.5   | 4.8   | 4.6   | 5.0   |
| ROE        | 10.5  | 8.2   | 6.8   | 6.2   | 6.6   |
| 안정성        |       |       |       |       |       |
| 부채비율       | 39.7  | 59.7  | 34.8  | 33.0  | 31.2  |
| 순차입금비율     | 12.1  | 16.1  | 11.3  | 10.9  | 10.5  |
| 이자보상배율     | 18.2  | 36.5  | 42.1  | 49.7  | 55.3  |

Company Analysis

# LG화학 051910

Oct 05, 2022

## 성장하는 Cash Cow와 매력적인 R&D의 만남, 생명과학본부

Not Rated

Company Data

|                |            |
|----------------|------------|
| 현재가(10/04)     | 555,000 원  |
| 액면가(원)         | 5,000 원    |
| 52 주 최고가(보통주)  | 850,000 원  |
| 52 주 최저가(보통주)  | 439,000 원  |
| KOSPI (10/04)  | 2,209.38p  |
| KOSDAQ (10/04) | 696.79p    |
| 자본금            | 3,914 억원   |
| 시가총액           | 411,778 억원 |
| 발행주식수(보통주)     | 7,059 만주   |
| 발행주식수(우선주)     | 769 만주     |
| 평균거래량(60 일)    | 19.8 만주    |
| 평균거래대금(60 일)   | 1,205 억원   |
| 외국인지분(보통주)     | 48.27%     |
| 주요주주           |            |
| LG 외 2 인       | 33.37%     |
| 국민연금공단         | 6.84%      |

Price & Relative Performance



| 주가수익률(%) | 1개월  | 6개월  | 12개월  |
|----------|------|------|-------|
| 절대주가     | -9.0 | 5.5  | -27.9 |
| 상대주가     | -0.8 | 31.7 | -1.5  |



제약/바이오 김정현

3771-9351, jh.kim@iprovest.com

국내 최초 FDA 승인 신약을 개발한 LG화학

LG화학의 생명과학 사업 부문은 LG그룹 내에서 바이오(신약 중심) 사업을 영위하고 있다. 동 사업 부문은 1981년부터 연구개발을 시작해 2003년 국내 최초 FDA 승인 신약인 항생제 팩티브를 개발하였으며 이후 HA필러 이브아르, 당뇨 신약 제미글로, 성장호르몬 유트로핀 등을 개발해 탄탄한 Cash Cow를 보유하고 있다. 21년 매출 비중은 제미글로가 17%, 유트로핀 13%, 백신 13%, 바이오시밀러 8%, 이브아르 6% 등이다. 22년 이후에도 제미글로 복합제 출시와 국내 시장 M/S 1위를 기록하고 있는 유트로핀 등이 지속 성장할 것으로 예상하며 24년 매출 1조원(CAGR 7~8% 성장)을 목표로 한다.

통풍치료제, 희귀비만치료제, 내시 치료제

LG화학의 생명과학 부문은 보다 장기적인 관점에서 신약을 개발하기 위해 17년 상장 회사(구 LG생명과학)에서 LG화학으로 합병된 바 있다. 합병 이후 단기 실적 개선 부담에서 벗어나 5년간 누계 8,000억에 달하는 R&D 비용을 집행할 수 있었으며 22년에도 R&D 비용은 약 3,120억 정도 집행되어 있다. 이러한 투자를 바탕으로 신약 파이프라인은 빠르게 성장할 수 있었으며 유망한 R&D 파이프라인으로는 1) 22년 미국 3상에 진입한 통풍치료제 2) 희귀비만 치료제 3) 내시 치료제 등을 꼽을 수 있다. 이중 통풍치료제 LR19074는 143명 규모의 2상에서 대조군 대비 1차/2차 평가지표를 모두 충족시켰으며 현재 미국 3상에 진입한 상황이다. Peak Sales는 1조, 출시 후 10년간 50억\$의 매출이 기대된다고 밝혔으며 3상 결과는 26년에 발표될 것으로 기대한다.

LG화학의 3대 성장 축 중 하나, 신약 개발

LG화학은 22년 실적 컨퍼런스를 통해 친환경/배터리 소재/신약개발 등 3대 신성장 동력 사업에 5년 합계 10조 이상의 투자 계획을 세웠다고 밝힌 바 있다. 이 중 생명과학 부문의 R&D 비용만 21년 2,000억이 집행되었고 22년 3,120억의 투자가 예정되어 있는데 이는 국내 상위 제약사의 연간 R&D 비용(1,500~2,000억) 을 훌쩍 넘어서는 수준이다. 특히 22년 통풍치료제가 글로벌 3상에 진입했으며 희귀비만/내시 치료제 등도 글로벌 임상에 진입했다. 또한 위 3개 파이프라인 이외에도 세포치료제나 초기 단계의 파이프라인을 다수 확보했으며 Late-Stage 파이프라인의 외부 도입도 기대해볼 만 한다. 다음 5년은 지난 5년의 대규모 R&D 투자의 성과를 입증하는 계기가 되기를 바란다.

Forecast earnings & Valuation

| 12 결산(십억원)   | 2017.12 | 2018.12 | 2019.12 | 2020.12 | 2021.12 |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액(십억원)     | 25,698  | 28,183  | 27,353  | 30,059  | 42,655  |
| YoY(%)       | 24.4    | 9.7     | -2.9    | 9.9     | 41.9    |
| 영업이익(십억원)    | 2,928   | 2,246   | 825     | 1,805   | 5,025   |
| OP 마진(%)     | 11.4    | 8.0     | 3.0     | 6.0     | 11.8    |
| 순이익(십억원)     | 2,022   | 1,519   | 376     | 682     | 3,954   |
| EPS(원)       | 26,903  | 20,203  | 4,216   | 6,170   | 50,674  |
| YoY(%)       | 43.5    | -24.9   | -79.1   | 46.3    | 721.4   |
| PER(배)       | 15.1    | 17.2    | 75.3    | 133.6   | 12.1    |
| PCR(배)       | 7.5     | 6.6     | 6.5     | 12.5    | 5.2     |
| PBR(배)       | 2.0     | 1.6     | 1.5     | 3.6     | 2.2     |
| EV/EBITDA(배) | 7.1     | 7.8     | 11.4    | 16.6    | 7.4     |
| ROE(%)       | 12.9    | 8.9     | 1.8     | 2.9     | 18.5    |

# 1. 회사 소개

## 최초의 FDA 승인 국내 신약을 개발한 LG화학의 생명과학 부문

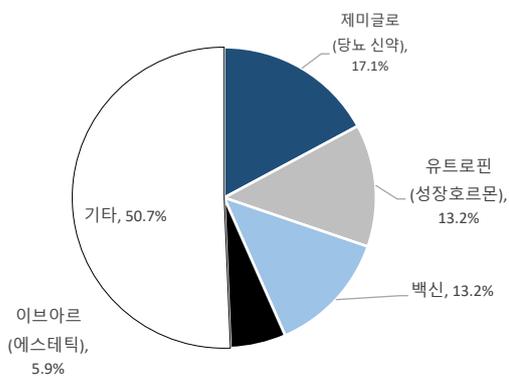
LG화학의 생명과학 부문은 2002년 8월 (주) LG의 생명과학 사업부문이 분할 후 설립된 기업인 LG생명과학(합병 후 소멸법인)을 모태로 한다. LG생명과학은 항생제 신약인 팩티브로 국내 신약 중 최초로 FDA에서 승인을 받고 미국 시장에 출시에 성공한 바 있다. 이후 2011년에는 국내 최초 HA 필러 이브아르를 출시하고 중국에서 큰 성공을 거두었으며 2012년에는 당뇨 신약 제미글로 패밀리를 개발하였으며 이 중 제미메트가 DPP-4 계열내 단일제품 기준 1위를 차지할 만큼 큰 성공을 기록한다. 그리고 LG생명과학은 2002년 분할 이후 상장 상태에서 17년 1월 1일 LG화학에 흡수합병되며 현재까지 LG화학 내 사업을 영위하고 있다. 21년 기준 매출 7,600억, 영업이익 670억을 기록하는 등 큰 폭의 외형 성장을 이루어냈으며 22년 예상 R&D 투자 규모도 3,120억에 달하는 등 신약 개발에도 투자를 아끼지 않고 있다.

[도표 1] LG 화학의 생명과학 부문의 성장과정

| 일자   | 내용  |
|------|---|
| 1981 | 국내 최초 유전공학연구 시작 (LG 화학)                     |
| 1989 | 국내 최초 유전공학 의약품 출시 (인터맥스감마)                  |
| 1996 | B형간염백신 유백스 WHO Pre Qualification 인증         |
| 2002 | LGCI에서 분할하여 LG 생명과학 설립 후 상장                 |
| 2003 | 국내 최초 美 FDA 신약 승인 (팩티브)                     |
| 2009 | 세계 유일 주 1 회 성장호르몬 출시 (유티로핀플러스)              |
| 2012 | 국내 최초 당뇨신약 출시 (제미글로)                        |
| 2016 | 5 가 혼합백신 WHO Pre Qualification 인증           |
| 2017 | 1 월 1 일자로 LG 화학으로 흡수합병. LG 화학 내 생명과학본부      |
| 2021 | 통풍치료제 LC350189 의 긍정적인 2 상 결과 발표             |
| 2021 | 2021 년 매출 7,600 억 영업이익 670 억을 기록하며 최대 실적 달성 |

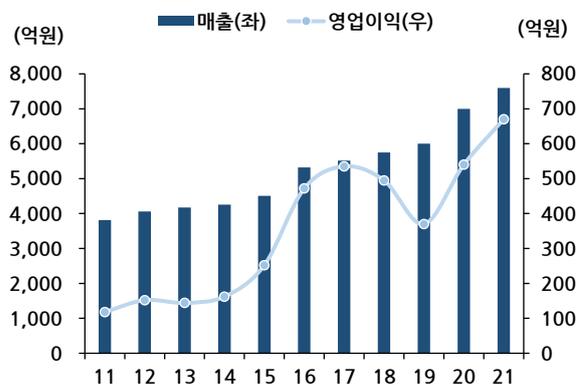
자료: LG화학, 교보증권 리서치센터

[도표 2] LG 화학 생명과학 부문 제품별 매출 비중(2021년 기준)



자료: LG화학, 교보증권 리서치센터

[도표 3] LG 화학 생명과학 부문 연간 매출/영업이익 추이



자료: LG화학, 교보증권 리서치센터

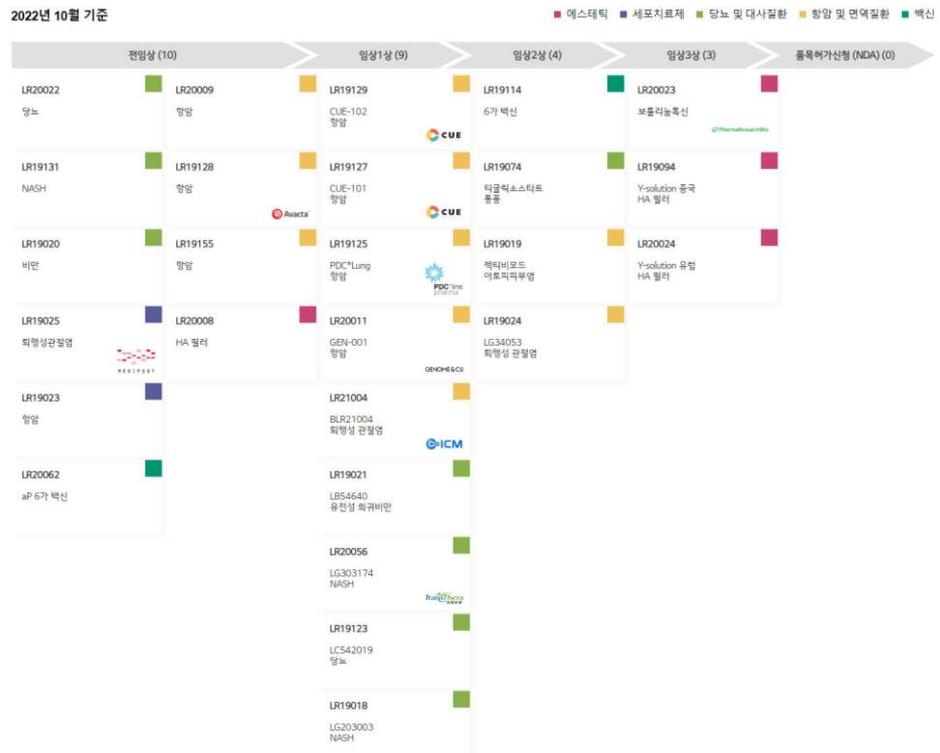
## 2. 주요 R&D 파이프라인

### 본격적인 신약 파이프라인 가치 성장을 앞둔 상황

22년 예상 R&D 투자 규모가 3,120억 수준으로 국내 대형 제약사의 R&D 투자를 크게 상회

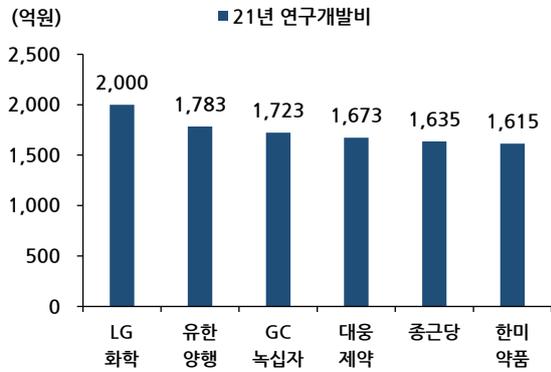
LG화학 생명과학본부의 22년 R&D 투자 규모는 약 3,120억 수준으로 예상된다. 21년 기준 국내 대형 제약사의 R&D 규모는 일반적으로 1,500~2,000억 사이 정도이나 생명과학본부는 21년에만 이를 상회하는 비용을 지출하였으며 22년부터는 21년 대비해서 50% 이상 증가한 금액을 사용할 예정인 것이다. 이와 같은 대규모 R&D 투자 규모가 증가한 것은 Late-Stage의 임상 파이프라인이 늘어난 영향이다. 대규모 투자를 바탕으로 생명과학본부는 다수의 R&D 파이프라인을 추가로 확보할 수 있었으며 그 중에서도 1) 통풍치료제 LR19074 2) 비만치료제 LR19021 3) NASH 치료제 등이 가장 주목할 만하다. 이중 통풍치료제 LR19074는 21년 1차/2차 평가지표를 모두 충족하는 2상 결과를 발표하고 현재 글로벌 3상에 진입한 상황이다. 생명과학본부에 따르면 LR19074는 출시 될 경우 10년간 누적 최대 매출 50억\$, 연간 Peak Sales는 1조원 수준을 기대한다고 밝혔다. 또한 비만치료제 LB54640는 미국 FDA로부터 희귀의약품 지정 받았으며 최근 1상을 완료하고 22년부터 유전성 비만 환자 대상 글로벌 2/3상에 진입할 예정이다. VAP-1 표적의 NASH 치료제 LR20056는 올해 미국 2상 IND를 신청할 예정이다.

[도표 4] LG 화학 생명과학본부의 임상 파이프라인



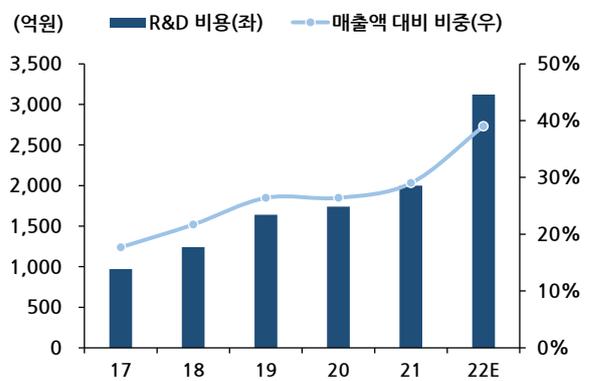
자료: LG화학, 교보증권 리서치센터

[도표 5] 2021년 기준 국내 대형 제약사 연구개발비 현황



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 6] LG 화학 생명과학본부의 R&D 비용 추이



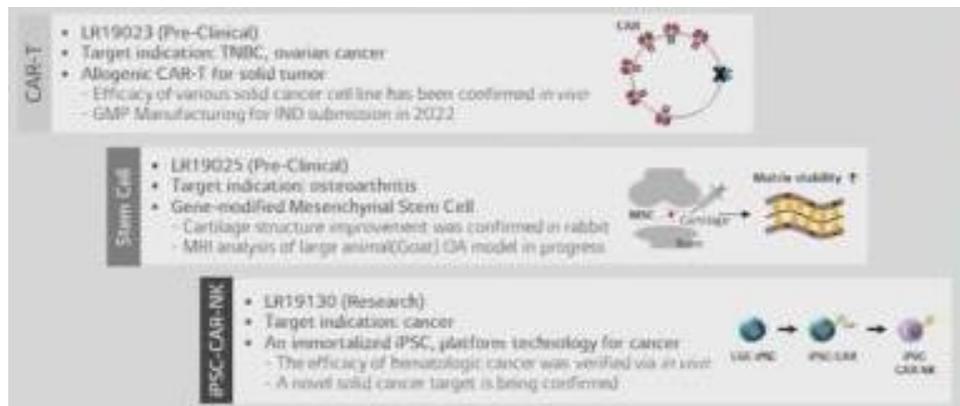
자료: 교보증권 리서치센터

미래를 향한 준비, 세포치료제

- 1) Car-T
- 2) 줄기세포
- 3) Car-NK

LG화학 생명과학본부는 New Modality인 세포치료제 파이프라인 개발에도 많은 투자를 기울이고 있다. 세포치료제 파이프라인은 크게 Car-T, iPSC 기반 Car-NK, 줄기세포 등으로 구성되어 있다. Car-T 파이프라인인 LR19023은 삼중음성유방암, 난소암 등 고형암 타겟의 동종 세포치료제이다. 현재 비임상에서 효능을 입증한 상황이며 23년 1상 진입을 목표로 하고 있다. 고형암에 동종 세포치료제인 만큼 효능이 입증될 경우 큰 폭의 가치 상승이 기대되는 파이프라인이다. 또한 iPSC 기반의 Car-NK 치료제를 개발 중이며 25년 임상 진입이 예정되어 있다. 또한 현재 비임상단계인 골관절염 치료제 LR19025는 20년 12월 메디포스트와의 기술이전 계약을 통해 확보한 MLSC 플랫폼 기술을 기반으로 개발되고 있다.

[도표 7] LG 화학 생명과학본부의 세포치료제 파이프라인



자료: LG화학, 교보증권 리서치센터

### 3. LG화학의 주요 Cash Cow

#### 탄탄한 수익성을 확보할 수 있는 파이프라인

- 1) 당뇨신약 제미글로
- 2) 성장호르몬유트로핀
- 3) 백신
- 4) 바이오시밀러유셉트
- 5) HA 필러 이브아르

LG화학 생명과학본부의 주요 제품으로는 1) 당뇨병 신약 제미글로 2) 성장호르몬 유트로핀 3) 백신 사업 4) 엔브렐 바이오시밀러 유셉트 5) 히알루론산 필러 이브아르 등이 있다. 21년 매출 비중은 제미글로가 17%, 유트로핀 13%, 백신 사업 13%, 유셉트 8%, 이브아르 6%, 기타 등으로 기록했다. 이 중 최대 Cash Cow인 제미글로 패밀리는 당분간 매출 성장세가 이어질 것으로 예상된다. 제2형 당뇨병 시장이 3제 병용 요법으로 재편되고 있는 가운데 LG화학 생명과학본부는 이에 대한 준비가 완료 것으로 판단하기 때문이다. 지금까지 당뇨 경구약제는 메트포르민 중심으로 병용요법이 처방되어 왔으나 환자의 임상 상태, 혈당강하 효과, 저혈당 위험 등을 고려해 3제 병용(메트포르민+DPP-4억제제+SGLT-2억제제)에 대한 의학적 수요가 증가하고 있다. 여기서 LG화학 생명과학본부는 DPP-4억제제(제미글로) 신약을 보유하고 있으며 다과글리플로진(SGLT-2억제제, 제품명 포시가)과의 복합제인 제미다과의 품목 허가를 받은 상황이다. 더구나 국내 제약사들이 21년말부터 오리지널 사의 특허 공략에 성공함에 따라 DPP-4억제제+SGLT-2억제제 다수의 복합제들도 준비되고 있어 당뇨 복합제 시장이 빠르게 성장할 가능성이 높다. 성장호르몬 유트로핀의 경우 93년 출시 이후 현재 국내 MS 40%를 달성하며 1위를 유지하고 있으며 경쟁 제품 대비 매출 규모는 2배 이상을 기록하고 있다. 성장호르몬 시장은 최근 5년간 연평균 성장률이 약 20% 수준에 달해 유트로핀 패밀리의 매출 성장세는 지속될 것으로 예상된다. LG화학 생명과학본부의 백신 사업 역시 연간 약 1,000억 정도 매출을 기록하는 대표적인 Cash Cow 사업이다. 소아마비 백신 유폴리오, 5가혼합백신 유펜타, B형간염백신 유박스 등 기초 필수백신이 주요 제품이며 유니세프 등과 대규모 공급계약을 맺는 등 당분간 성장세는 꾸준히 이어질 것으로 예상된다.

[도표 8] LG 화학 생명과학본부의 주요 Cash Cow 제미글로



자료: LG화학, 교보증권 리서치센터

[도표 9] LG 화학 생명과학본부의 주요 Cash Cow 유트로핀



자료: LG화학, 교보증권 리서치센터

## 4. LG화학 생명과학본부의 장기 비전

대규모 장기 투자를 가능하게 했던 LG화학과의 합병, 이제 성과를 보여줄 때

신약개발은 LG화학의  
3대신성장 동력 중 하나

생명과학본부의 신약개발 사업은 LG화학의 3대 신성장동력 중 하나이다. LG화학은 22년 실적 컨퍼런스콜을 통해 친환경/배터리 소재/신약 개발 등 LG화학의 3대 신성장 동력 사업에 5년간 매년 4~5조원의 투자 계획을 세웠다고 밝힌 바 있다. 이 중 특히 생명과학본부의 R&D 비용은 21년에만 2,000억 가량 집행되었으며, 22년에는 3,120억 규모의 투자가 예정되어 있다. 이는 국내 대형 제약사들의 연간 R&D 투자 규모(1,500~2,000억)를 훌쩍 넘어서는 수준이다. 이처럼 신약 개발을 위해 필요한 장기간의 대규모 투자 규모를 고려할 때 2017년 합병은 기업가치 성장에 탁월한 선택이었다고 판단된다. 다만 모회사인 LG화학의 시가총액은 37.8조, 계열사인 LG에너지솔루션은 100조에 달하는 점, 22년 컨센서스 기준 50조 이상을 상회하는 LG화학의 연간 매출 규모 등을 고려할 때 생명과학본부의 가치가 상대적으로 주목받지 못하는 현실적인 이유가 역시 존재한다. 따라서 향후 생명과학본부의 가치가 LG화학의 기업가치 개선에 기여하기 위해서는 1) 위에서 언급한 자체 R&D 파이프라인이 다수 성공하거나 2) Late-Stage의 항암 파이프라인을 적절한 비용으로 도입하거나 3) 미국의 직간접적인 마케팅 채널을 확보하면서 실제 시장성을 증명할 수 있어야 한다. 향후 5년은 지난 5년의 대규모 R&D 투자의 성과를 입증하는 날이 되기를 기대해본다.

제약/바이오

늘어가는 우리, 성장에 목마른 대기업, CMO & 신약개발

[LG화학 051910]

포괄손익계산서

단위: 십억원

| 12 결산 (십억원)       | 2017A  | 2018A  | 2019A  | 2020A  | 2021A  |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액               | 25,698 | 28,183 | 27,353 | 30,059 | 42,655 |
| 매출원가              | 20,134 | 22,837 | 22,667 | 23,741 | 31,436 |
| 매출총이익             | 5,564  | 5,346  | 4,686  | 6,317  | 11,218 |
| 매출총이익률 (%)        | 21.6   | 19.0   | 17.1   | 21.0   | 26.3   |
| 판매비               | 2,635  | 3,100  | 3,860  | 4,512  | 6,193  |
| 영업이익              | 2,928  | 2,246  | 825    | 1,805  | 5,025  |
| 영업이익률 (%)         | 11.4   | 8.0    | 3.0    | 6.0    | 11.8   |
| EBITDA            | 4,330  | 3,733  | 2,682  | 4,116  | 7,866  |
| EBITDA Margin (%) | 16.9   | 13.2   | 9.8    | 13.7   | 18.4   |
| 영업외손익             | -365   | -306   | -251   | -854   | -135   |
| 관계기업손익            | 7      | 5      | 22     | 9      | -7     |
| 금융수익              | 240    | 210    | 286    | 417    | 687    |
| 금융비용              | -320   | -367   | -421   | -1,109 | -661   |
| 기타                | -292   | -154   | -138   | -172   | -154   |
| 법인세비용차감전순이익       | 2,564  | 1,940  | 574    | 952    | 4,891  |
| 법인세비용             | 542    | 421    | 169    | 368    | 1,236  |
| 계속사업순이익           | 2,022  | 1,519  | 405    | 584    | 3,655  |
| 중단사업순이익           | 0      | 0      | -29    | 99     | 299    |
| 당기순이익             | 2,022  | 1,519  | 376    | 682    | 3,954  |
| 당기순이익률 (%)        | 7.9    | 5.4    | 1.4    | 2.3    | 9.3    |
| 비지배지분순이익          | 77     | 47     | 63     | 170    | 284    |
| 지배지분순이익           | 1,945  | 1,473  | 313    | 513    | 3,670  |
| 지배순이익률 (%)        | 7.6    | 5.2    | 1.1    | 1.7    | 8.6    |
| 매도가능금융자산평가        | -6     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 기타포괄이익            | -141   | -86    | 72     | -70    | 847    |
| 포괄순이익             | 1,876  | 1,433  | 449    | 612    | 4,801  |
| 비지배지분포괄이익         | 67     | 45     | 65     | 160    | 388    |
| 지배지분포괄이익          | 1,808  | 1,388  | 383    | 452    | 4,414  |

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

| 12 결산 (십억원) | 2017A  | 2018A  | 2019A   | 2020A   | 2021A   |
|-------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 영업활동 현금흐름   | 3,181  | 2,125  | 3,121   | 5,841   | 5,510   |
| 당기순이익       | 0      | 0      | 0       | 0       | 0       |
| 비현금항목의 가감   | 1,867  | 2,212  | 3,161   | 4,154   | 4,697   |
| 감가상각비       | 1,305  | 1,379  | 1,720   | 2,130   | 2,618   |
| 외환손익        | -89    | 19     | 6       | 10      | -30     |
| 자본법평가손익     | 0      | 0      | 0       | 0       | 0       |
| 기타          | 651    | 814    | 1,436   | 2,013   | 2,109   |
| 자산부채의 증감    | -715   | -1,264 | 115     | 1,266   | -3,007  |
| 기타현금흐름      | 2,028  | 1,177  | -155    | 421     | 3,819   |
| 투자활동 현금흐름   | -1,640 | -3,639 | -6,111  | -5,296  | -5,349  |
| 투자자산        | 28     | 14     | 31      | -339    | 222     |
| 유형자산        | 2,253  | 4,219  | 6,238   | 5,536   | 5,774   |
| 기타          | -3,921 | -7,872 | -12,381 | -10,493 | -11,345 |
| 재무활동 현금흐름   | -737   | 1,794  | 2,301   | 938     | 124     |
| 단기차입금       | 0      | 0      | 0       | 0       | 0       |
| 사채          | 0      | 0      | 0       | 0       | 0       |
| 장기차입금       | -349   | 2,241  | 2,686   | 879     | 555     |
| 자본의 증가(감소)  | 0      | 0      | 0       | 0       | 0       |
| 현금배당        | -386   | -494   | -484    | -178    | -870    |
| 기타          | -2     | 46     | 99      | 237     | 438     |
| 현금의 증감      | 775    | 264    | -625    | 1,386   | 487     |
| 기초 현금       | 1,474  | 2,249  | 2,514   | 1,889   | 3,274   |
| 기말 현금       | 2,249  | 2,514  | 1,889   | 3,274   | 3,761   |
| NOPLAT      | 2,309  | 1,759  | 582     | 1,107   | 3,756   |
| FCF         | 5,249  | 6,201  | 8,792   | 10,221  | 9,363   |

자료: LG 화학, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

| 12 결산 (십억원) | 2017A  | 2018A  | 2019A  | 2020A  | 2021A  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산        | 11,206 | 12,089 | 11,870 | 16,320 | 20,414 |
| 현금및현금성자산    | 2,249  | 2,514  | 1,889  | 3,274  | 3,761  |
| 매출채권 및 기타채권 | 4,690  | 4,664  | 3,972  | 5,615  | 7,306  |
| 재고자산        | 3,352  | 4,289  | 5,034  | 5,350  | 8,283  |
| 기타유동자산      | 914    | 621    | 975    | 2,081  | 1,064  |
| 비유동자산       | 13,836 | 16,856 | 22,155 | 25,069 | 30,721 |
| 유형자산        | 11,211 | 13,839 | 18,594 | 20,567 | 24,378 |
| 관계기업투자금     | 264    | 266    | 308    | 309    | 535    |
| 기타금융자산      | 88     | 158    | 268    | 249    | 1,104  |
| 기타비유동자산     | 2,272  | 2,592  | 2,985  | 3,943  | 4,704  |
| 자산총계        | 25,041 | 28,944 | 34,024 | 41,389 | 51,135 |
| 유동부채        | 6,645  | 7,274  | 8,942  | 12,624 | 15,062 |
| 매입채무 및 기타채무 | 4,213  | 5,133  | 6,829  | 9,248  | 8,577  |
| 차입금         | 958    | 1,254  | 771    | 880    | 1,688  |
| 유동성채무       | 493    | 359    | 585    | 669    | 1,789  |
| 기타유동부채      | 981    | 527    | 756    | 1,828  | 3,008  |
| 비유동부채       | 2,058  | 4,348  | 7,699  | 9,974  | 12,863 |
| 차입금         | 519    | 982    | 1,537  | 3,131  | 3,629  |
| 사채          | 1,047  | 2,703  | 5,299  | 5,377  | 7,413  |
| 기타비유동부채     | 492    | 664    | 863    | 1,466  | 1,822  |
| 부채총계        | 8,703  | 11,622 | 16,641 | 22,598 | 27,925 |
| 지배지분        | 16,169 | 17,083 | 17,005 | 18,039 | 21,694 |
| 자본금         | 391    | 391    | 391    | 391    | 391    |
| 자본잉여금       | 2,274  | 2,275  | 2,275  | 2,692  | 2,696  |
| 이익잉여금       | 14,039 | 14,994 | 14,799 | 15,175 | 18,092 |
| 기타자본변동      | -363   | -374   | -374   | -55    | -37    |
| 비지배지분       | 170    | 239    | 379    | 751    | 1,516  |
| 자본총계        | 16,339 | 17,322 | 17,384 | 18,790 | 23,210 |
| 총차입금        | 3,045  | 5,352  | 8,415  | 10,228 | 14,766 |

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

| 12 결산 (십억원) | 2017A   | 2018A   | 2019A   | 2020A   | 2021A   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| EPS         | 26,903  | 20,203  | 4,216   | 6,170   | 50,674  |
| PER         | 15.1    | 17.2    | 75.3    | 133.6   | 12.1    |
| BPS         | 206,544 | 218,227 | 217,230 | 230,440 | 277,127 |
| PBR         | 2.0     | 1.6     | 1.5     | 3.6     | 2.2     |
| EBITDAPS    | 37,415  | 28,692  | 10,544  | 23,063  | 64,198  |
| EV/EBITDA   | 7.1     | 7.8     | 11.4    | 16.6    | 7.4     |
| SPS         | 364,095 | 399,236 | 387,479 | 425,809 | 604,240 |
| PSR         | 1.1     | 0.9     | 0.8     | 1.9     | 1.0     |
| CFPS        | 67,068  | 79,217  | 112,308 | 130,564 | 119,613 |
| DPS         | 6,000   | 6,000   | 2,000   | 10,000  | 12,000  |

재무비율

단위: 원, 배, %

| 12 결산 (십억원) | 2017A | 2018A | 2019A | 2020A | 2021A |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 성장성         |       |       |       |       |       |
| 매출액 증가율     | 24.4  | 9.7   | -2.9  | 9.9   | 41.9  |
| 영업이익 증가율    | 47.0  | -23.3 | -63.3 | 118.7 | 178.4 |
| 순이익 증가율     | 57.8  | -24.9 | -75.2 | 81.4  | 479.4 |
| 수익성         |       |       |       |       |       |
| ROIC        | 13.5  | 8.6   | 2.5   | 4.2   | 11.9  |
| ROA         | 8.5   | 5.5   | 1.0   | 1.4   | 7.9   |
| ROE         | 12.9  | 8.9   | 1.8   | 2.9   | 18.5  |
| 안정성         |       |       |       |       |       |
| 부채비율        | 53.3  | 67.1  | 95.7  | 120.3 | 120.3 |
| 순차입금비율      | 12.2  | 18.5  | 24.7  | 24.7  | 28.9  |
| 이자보상배율      | 29.3  | 16.6  | 4.1   | 9.1   | 23.8  |

Company Analysis

# SK034730

Oct 05, 2022

## SK팜테코가 가고자 하는 길

Not Rated

### Company Data

|                |            |
|----------------|------------|
| 현재가(10/04)     | 201,500 원  |
| 액면가(원)         | 200 원      |
| 52 주 최고가(보통주)  | 269,000 원  |
| 52 주 최저가(보통주)  | 192,000 원  |
| KOSPI (10/04)  | 2,209.38p  |
| KOSDAQ (10/04) | 696.79p    |
| 자본금            | 154 억원     |
| 시가총액           | 150,393 억원 |
| 발행주식수(보통주)     | 7,415 만주   |
| 발행주식수(우선주)     | 57 만주      |
| 평균거래량(60 일)    | 10.4 만주    |
| 평균거래대금(60 일)   | 223 억원     |
| 외국인지분(보통주)     | 22.28%     |
| 주요주주           |            |
| 최태원 외 38 인     | 25.99%     |
| 국민연금공단         | 8.02%      |

### Price & Relative Performance



| 주가수익률(%) | 1개월   | 6개월   | 12개월  |
|----------|-------|-------|-------|
| 절대주가     | -10.2 | -18.6 | -23.2 |
| 상대주가     | -2.1  | 1.6   | 4.9   |



제약/바이오 김정현

3771-9351, jh.kim@iprovest.com

### Small-Molecule/CGT CDMO 사업 영위

SK의 100% 자회사인 SK팜테코는 한국 SK바이오텍, 미국 AMPAC, 유럽 SK바이오텍 아일랜드 등 3개의 기업을 통해 Small Molecule CMO 사업을 영위하며 프랑스의 Yposkesi 지분 70%와 미국 CBM의 지분 일부 등을 보유하며 CGT CMO 분야에도 진출한 상황이다. 이슬람 말릭 SK팜테코 사장에 따르면 SK팜테코는 2021년 매출 7.4억\$를 기록했다고 밝혔으며 그리고 2025년까지 매출 20억\$를 달성하겠다는 목표도 공개했다. EBITDA Margin은 현재 최대 20%에서 향후 25%까지 기대할 수 있을 것으로 예상된다.

### Biologics 없는 CDMO 사업 진출의 성패는?

SK팜테코는 현재 Cash Cow인 Small Molecule CDMO 사업과 향후 미래 성장 동력이 될 CGT CDMO 사업을 영위하고자 한다. Small Molecule 사업의 경우 고객사와의 단단한 Technological Hook을 바탕으로 추가 수주 및 높은 수익성을 유지할 수 있을 전망이다. 또한 CGT CDMO 사업의 경우 단기적으로는 수익성이 증명되지 않았으나 추후 다양한 임상 파이프라인의 상업화 시점이 다가올 경우 그 성과를 나눠 받을 수 있을 것으로 판단한다. SK팜테코는 9월 29일 기자간담회를 통해 단기적으로는 국내 항체/CGT CDMO 계획이 없음을 밝히며 Small-Molecule, 글로벌 CGT CDMO 선점이라는 목표를 분명히 밝혔다.

### SK팜테코 성장과 상장 시점

SK의 기업가치에 영향을 미치는 것은 결국 SK팜테코의 성장 속도와 기업가치, 그리고 상장 시점일 것이다. SK팜테코의 가치가 증가하기 위해서는 결국 Small-Molecule CDMO의 Catalent의 Small-Molecule CDMO 사업과 같이 Technological Hook을 유지할 수 있는지 여부와 동시에 현재 다소 성장성/수익성 측면에서 다소 불확실성을 가지고 있는 CGT CDMO 시장이 빠르게 성장하는 조건 등이 필요할 것으로 판단한다. 국내 대기업의 글로벌 CGT 시장 진출과 성과를 기대해본다.

### Forecast earnings & Valuation

| 12 결산(십억원)   | 2017.12 | 2018.12 | 2019.12 | 2020.12 | 2021.12 |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액(십억원)     | 90,613  | 100,162 | 97,812  | 80,819  | 98,325  |
| YoY(%)       | 9.5     | 10.5    | -2.3    | -17.4   | 21.7    |
| 영업이익(십억원)    | 5,745   | 4,684   | 3,736   | -77     | 4,936   |
| OP마진(%)      | 6.3     | 4.7     | 3.8     | -0.1    | 5.0     |
| 순이익(십억원)     | 5,066   | 6,151   | 1,606   | -108    | 5,718   |
| EPS(원)       | 23,808  | 31,982  | 10,149  | 2,635   | 27,814  |
| YoY(%)       | 119.4   | 34.3    | -68.3   | -74.0   | 955.6   |
| PER(배)       | 11.9    | 8.1     | 25.8    | 91.3    | 9.0     |
| PCR(배)       | 2.4     | 2.3     | 1.7     | 1.9     | 1.9     |
| PBR(배)       | 1.5     | 1.1     | 1.1     | 1.0     | 0.9     |
| EV/EBITDA(배) | 6.5     | 7.5     | 7.9     | 11.4    | 8.0     |
| ROE(%)       | 12.5    | 14.9    | 4.3     | 1.1     | 10.2    |

제약/바이오

늘어가는 우리, 성장에 목마른 대기업, CMO & 신약개발

[SK 034730]

포괄손익계산서

단위: 십억원

| 12 결산 (십억원)       | 2017A  | 2018A   | 2019A  | 2020A  | 2021A  |
|-------------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 매출액               | 90,613 | 100,162 | 97,812 | 80,819 | 98,325 |
| 매출원가              | 79,919 | 90,673  | 89,026 | 75,442 | 87,259 |
| 매출총이익             | 10,694 | 9,488   | 8,786  | 5,377  | 11,066 |
| 매출총이익률 (%)        | 11.8   | 9.5     | 9.0    | 6.7    | 11.3   |
| 판매비               | 4,949  | 4,805   | 5,050  | 5,454  | 6,131  |
| 영업이익              | 5,745  | 4,684   | 3,736  | -77    | 4,936  |
| 영업이익률 (%)         | 6.3    | 4.7     | 3.8    | -0.1   | 5.0    |
| EBITDA            | 11,387 | 10,555  | 11,335 | 7,907  | 13,323 |
| EBITDA Margin (%) | 12.6   | 10.5    | 11.6   | 9.8    | 13.6   |
| 영업외손익             | 1,698  | 2,874   | -900   | 109    | 1,091  |
| 관계기업손익            | 2,485  | 3,665   | 597    | 800    | 1,924  |
| 금융수익              | 2,973  | 3,922   | 3,373  | 4,996  | 3,583  |
| 금융비용              | -3,285 | -4,506  | -4,761 | -5,878 | -5,035 |
| 기타                | -475   | -208    | -109   | 191    | 619    |
| 법인세비용차감전순이익       | 7,443  | 7,558   | 2,836  | 32     | 6,027  |
| 법인세비용             | 2,252  | 1,932   | 1,006  | 267    | 628    |
| 계속사업순이익           | 5,191  | 5,626   | 1,829  | -235   | 5,399  |
| 중단사업순이익           | -125   | 525     | -223   | 127    | 320    |
| 당기순이익             | 5,066  | 6,151   | 1,606  | -108   | 5,718  |
| 당기순이익률 (%)        | 5.6    | 6.1     | 1.6    | -0.1   | 5.8    |
| 비지배지분순이익          | 3,389  | 3,898   | 889    | -298   | 3,748  |
| 지배지분순이익           | 1,677  | 2,253   | 717    | 189    | 1,970  |
| 지배순이익률 (%)        | 1.9    | 2.2     | 0.7    | 0.2    | 2.0    |
| 매도가능금융자산평가        | 202    | 0       | 0      | 0      | 0      |
| 기타포괄이익            | -803   | -121    | 281    | -377   | 2,985  |
| 포괄순이익             | 4,466  | 6,030   | 1,887  | -486   | 8,703  |
| 비지배지분포괄이익         | 3,071  | 3,730   | 960    | -324   | 5,685  |
| 지배지분포괄이익          | 1,395  | 2,300   | 927    | -162   | 3,018  |

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

| 12 결산 (십억원) | 2017A   | 2018A   | 2019A   | 2020A   | 2021A   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 영업활동 현금흐름   | 6,930   | 7,857   | 8,028   | 9,695   | 6,125   |
| 당기순이익       | 5,066   | 6,151   | 1,606   | -108    | 5,718   |
| 비현금항목의 가감   | 6,581   | 5,625   | 9,977   | 8,505   | 7,472   |
| 감가상각비       | 4,318   | 4,538   | 6,066   | 6,350   | 6,700   |
| 외환손익        | -107    | 7       | 34      | -153    | 115     |
| 지분법평가손익     | -2,488  | -3,668  | -528    | -800    | -1,924  |
| 기타          | 4,857   | 4,748   | 4,404   | 3,108   | 2,582   |
| 자산부채의 증감    | -2,560  | -1,736  | -1,427  | 3,520   | -4,102  |
| 기타현금흐름      | -2,157  | -2,184  | -2,129  | -2,222  | -2,964  |
| 투자활동 현금흐름   | -6,293  | -10,182 | -10,686 | -10,419 | -15,432 |
| 투자자산        | 1,210   | 1,419   | 2,491   | -1,271  | 5,372   |
| 유형자산        | 4,972   | 6,276   | 7,825   | 9,239   | 8,750   |
| 기타          | -12,475 | -17,877 | -21,002 | -18,387 | -29,555 |
| 재무활동 현금흐름   | -408    | 1,930   | 3,819   | 3,244   | 11,598  |
| 단기차입금       | 207     | 737     | 2,413   | 259     | 1,280   |
| 사채          | 475     | 4,039   | 3,572   | 4,951   | 5,979   |
| 장기차입금       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 자본의 증가(감소)  | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 현금배당        | -1,356  | -1,511  | -1,816  | -1,212  | -1,394  |
| 기타          | 267     | -1,335  | -350    | -755    | 5,734   |
| 현금의 증감      | 59      | -363    | 1,199   | 2,115   | 2,221   |
| 기초 현금       | 7,087   | 7,146   | 6,783   | 7,982   | 10,097  |
| 기말 현금       | 7,146   | 6,783   | 7,982   | 10,097  | 12,318  |
| NOPLAT      | 4,007   | 3,487   | 2,410   | 569     | 4,421   |
| FCF         | 12,061  | 13,897  | 16,407  | 21,313  | 17,457  |

자료: SK, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

| 12 결산 (십억원) | 2017A   | 2018A   | 2019A   | 2020A   | 2021A   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 유동자산        | 35,200  | 37,128  | 40,015  | 38,052  | 49,193  |
| 현금및현금성자산    | 7,146   | 6,783   | 7,982   | 10,097  | 12,318  |
| 매출채권 및 기타채권 | 12,764  | 12,277  | 12,407  | 10,658  | 13,922  |
| 재고자산        | 8,179   | 8,993   | 9,138   | 6,179   | 10,681  |
| 기타유동자산      | 7,112   | 9,076   | 10,488  | 11,118  | 12,273  |
| 비유동자산       | 74,584  | 82,329  | 92,596  | 99,616  | 116,188 |
| 유형자산        | 41,295  | 39,716  | 42,828  | 45,896  | 51,406  |
| 관계기업투자금     | 14,630  | 19,218  | 21,895  | 21,019  | 26,050  |
| 기타금융자산      | 2,458   | 2,804   | 3,819   | 5,382   | 10,747  |
| 기타비유동자산     | 16,200  | 20,591  | 24,054  | 27,319  | 27,984  |
| 자산총계        | 109,783 | 119,457 | 132,611 | 137,668 | 165,381 |
| 유동부채        | 31,368  | 30,008  | 35,627  | 37,213  | 44,975  |
| 매입채무 및 기타채무 | 18,182  | 17,813  | 18,470  | 18,202  | 23,676  |
| 차입금         | 2,999   | 3,426   | 5,888   | 6,201   | 7,657   |
| 유동성채무       | 6,548   | 5,025   | 6,030   | 6,217   | 7,828   |
| 기타유동부채      | 3,639   | 3,744   | 5,239   | 6,592   | 5,813   |
| 비유동부채       | 32,659  | 38,561  | 44,808  | 48,595  | 54,841  |
| 차입금         | 5,166   | 6,960   | 7,237   | 10,444  | 13,378  |
| 사채          | 18,194  | 21,931  | 25,137  | 26,400  | 29,242  |
| 기타비유동부채     | 9,299   | 9,671   | 12,434  | 11,752  | 12,221  |
| 부채총계        | 64,027  | 68,569  | 80,435  | 85,808  | 99,816  |
| 지배지분        | 13,660  | 16,628  | 16,684  | 17,435  | 21,248  |
| 자본금         | 15      | 15      | 15      | 15      | 16      |
| 자본잉여금       | 5,017   | 5,536   | 5,886   | 7,062   | 8,258   |
| 이익잉여금       | 9,838   | 12,217  | 12,557  | 12,497  | 14,066  |
| 기타지분변동      | -904    | -904    | -1,812  | -1,811  | -1,813  |
| 비지배지분       | 32,096  | 34,260  | 35,492  | 34,425  | 44,317  |
| 자본총계        | 45,756  | 50,888  | 52,176  | 51,860  | 65,565  |
| 총차입금        | 32,952  | 37,636  | 47,962  | 53,439  | 62,366  |

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

| 12 결산 (십억원) | 2017A     | 2018A     | 2019A     | 2020A     | 2021A     |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| EPS         | 23,808    | 31,982    | 10,149    | 2,635     | 27,814    |
| PER         | 11.9      | 8.1       | 25.8      | 91.3      | 9.0       |
| BPS         | 192,595   | 234,433   | 235,226   | 245,819   | 284,390   |
| PBR         | 1.5       | 1.1       | 1.1       | 1.0       | 0.9       |
| EBITDAPS    | 81,000    | 66,037    | 52,673    | -1,084    | 69,283    |
| EV/EBITDA   | 6.5       | 7.5       | 7.9       | 11.4      | 8.0       |
| SPS         | 1,287,840 | 1,423,554 | 1,390,152 | 1,148,641 | 1,391,292 |
| PSR         | 0.2       | 0.2       | 0.2       | 0.2       | 0.2       |
| CFPS        | 170,046   | 195,939   | 231,330   | 300,491   | 245,050   |
| DPS         | 4,000     | 5,000     | 5,000     | 7,000     | 8,000     |

재무비율

단위: 원, 배, %

| 12 결산 (십억원) | 2017A | 2018A | 2019A | 2020A | 2021A |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 성장성         |       |       |       |       |       |
| 매출액 증가율     | 9.5   | 10.5  | -2.3  | -17.4 | 21.7  |
| 영업이익 증가율    | 8.8   | -18.5 | -20.2 | 적전    | 흑전    |
| 순이익 증가율     | 79.5  | 21.4  | -73.9 | 적전    | 흑전    |
| 수익성         |       |       |       |       |       |
| ROIC        | 6.5   | 5.4   | 3.5   | 0.8   | 5.6   |
| ROA         | 1.6   | 2.0   | 0.6   | 0.1   | 1.3   |
| ROE         | 12.5  | 14.9  | 4.3   | 1.1   | 10.2  |
| 안정성         |       |       |       |       |       |
| 부채비율        | 139.9 | 134.7 | 154.2 | 165.5 | 152.2 |
| 순차입금비율      | 30.0  | 31.5  | 36.2  | 38.8  | 37.7  |
| 이자보상배율      | 7.3   | 4.6   | 2.7   | -0.1  | 3.4   |

Company Analysis

# SK바이오사이언스 302440

Oct 05, 2022

## Beyond Covid-19를 위한 발걸음

Not Rated

Company Data

|                |           |
|----------------|-----------|
| 현재가(10/04)     | 85,500 원  |
| 액면가(원)         | 500 원     |
| 52 주 최고가(보통주)  | 280,500 원 |
| 52 주 최저가(보통주)  | 80,300 원  |
| KOSPI (10/04)  | 2,209.38p |
| KOSDAQ (10/04) | 696.79p   |
| 자본금            | 306 억원    |
| 시가총액           | 65,650 억원 |
| 발행주식수(보통주)     | 7,678 만주  |
| 발행주식수(우선주)     | 0 만주      |
| 평균거래량(60 일)    | 38.4 만주   |
| 평균거래대금(60 일)   | 366 억원    |
| 외국인지분(보통주)     | 4.20%     |
| 주요주주           |           |
| 에스케이케미칼 외 2 인  | 68.24%    |

Price & Relative Performance



| 주가수익률(%) | 1개월   | 6개월   | 12개월  |
|----------|-------|-------|-------|
| 절대주가     | -23.0 | -45.0 | -68.7 |
| 상대주가     | -16.0 | -31.4 | -57.3 |



제약/바이오 김정현

3771-9351, jh.kim@iprovest.com

바이오횰약품 CDMO와 백신 사업 영위

SK바이오사이언스는 바이오횰약품 CDMO와 백신 사업 등을 영위하는 기업이다. 22년 기준 1) 노바백스 COVID-19 CMO 2) 자체 COVID-19 백신 SKYCovione 3) 대상포진, 수두 백신 등으로 매출이 발생할 것으로 기대된다. 동사는 21년 아스트라제네카, 22년 노바백스 등 2건의 Covid-19 백신 C(D)MO 계약을 수주해 매출로 인식하며 성장해왔으며 22년 6월에는 국내 최초로 코로나 19 백신 품목 허가를 받는데 성공하였으며 WHO, EMA 등 글로벌 규제기관으로부터 허가를 기대하고 있다.

노바백스 CMO, SKYCovione 글로벌 승인, CGT 분야 성과

SK바이오사이언스의 기업가치의 향후 관건은 1) 노바백스의 CMO 계약 지속 가능성, 2) SKYCovione 글로벌 규제기관 품목 허가 획득 및 승인, 그리고 3) CGT CDMO 분야 성과 확인 등이 될 것이다. 노바백스의 경우 22년 연간 매출 Guidance로 5월 40~50억\$에서 8월 20~23억\$로 하향 제시한 상황으로 Covid 백신 수요 둔화가 진행 중임을 시사한 바 있다. SKYCovione의 경우 WHO, EMA, MHRA 등 글로벌 규제기관으로부터 허가를 득하기를 기대하고 있다. CGT CDMO의 경우 안동 공장 증설시 본격적으로 사업 진출에 나설 계획이다.

Beyond Covid-19를 위한 발걸음

SK바이오사이언스의 기업가치 개선 시점은 단기적인 관점에서는 Booster 백신 임상 결과를 기대해볼 수 있을 것이며 보다 장기적인 관점에서는 1) 폐렴구균 백신 개발이나 2) CGT CDMO 분야에서 성과 와 같은 Beyond-Covid19 파이프라인이 필요한 상황이다. 또한 2Q22말 기준 1.35조원에 달하는 순현금을 보유하고 있어 초기 임상 파이프라인의 가치가 하락해있는 지금, 백신 관련 초기 파이프라인들을 적기에 확보할 수 있는 기회이기도 하다. 다만 주요 고객사인 노바백스가 가이드언스를 크게 하향한 점은 Risk 요인이다. 보다 긴 호흡으로 동사에 대한 관심을 요한다

Forecast earnings & Valuation

| 12 결산(십억원)   | 2017.12 | 2018.12 | 2019.12 | 2020.12 | 2021.12 |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액(십억원)     | 0       | 99      | 184     | 226     | 929     |
| YoY(%)       | NA      | NA      | 85.0    | 22.7    | 311.8   |
| 영업이익(십억원)    | 0       | 26      | 23      | 38      | 474     |
| OP마진(%)      | 0.0     | 26.3    | 12.5    | 16.8    | 51.0    |
| 순이익(십억원)     | 0       | 9       | 15      | 33      | 355     |
| EPS(원)       | 0       | 8,839   | 7,195   | 537     | 4,828   |
| YoY(%)       | 0.0     | 0.0     | -18.6   | -92.5   | 798.3   |
| PER(배)       | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 46.6    |
| PCR(배)       | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 32.8    |
| PBR(배)       | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 10.7    |
| EV/EBITDA(배) | 0.0     | 1.1     | 0.8     | -1.7    | 31.8    |
| ROE(%)       | 0.0     | 8.1     | 6.5     | 13.2    | 38.1    |

제약/바이오

늘어가는 우리, 성장에 목마른 대기업, CMO & 신약개발

[SK바이오사이언스 302440]

포괄손익계산서

단위: 십억원

| 12 결산 (십억원)       | 2017A | 2018A | 2019A | 2020A | 2021A |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액               | 0     | 99    | 184   | 226   | 929   |
| 매출원가              | 0     | 49    | 106   | 130   | 359   |
| 매출총이익             | 0     | 50    | 78    | 95    | 570   |
| 매출총이익률 (%)        | na    | 50.7  | 42.3  | 42.3  | 61.4  |
| 판매비               | 0     | 24    | 55    | 58    | 96    |
| 영업이익              | 0     | 26    | 23    | 38    | 474   |
| 영업이익률 (%)         | na    | 26.6  | 12.4  | 16.7  | 51.0  |
| EBITDA            | 0     | 33    | 37    | 54    | 493   |
| EBITDA Margin (%) | na    | 33.2  | 20.3  | 24.0  | 53.1  |
| 영업외손익             | 0     | -14   | -4    | 0     | -3    |
| 관계기업손익            | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 금융수익              | 0     | 1     | 5     | 8     | 26    |
| 금융비용              | 0     | -3    | -8    | -10   | -32   |
| 기타                | 0     | -13   | -2    | 2     | 2     |
| 법인세비용차감전순이익       | 0     | 12    | 18    | 37    | 471   |
| 법인세비용             | 0     | 3     | 4     | 4     | 116   |
| 계속사업순이익           | 0     | 9     | 15    | 33    | 355   |
| 중단사업순이익           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 당기순이익             | 0     | 9     | 15    | 33    | 355   |
| 당기순이익률 (%)        | na    | 9.0   | 8.0   | 14.6  | 38.2  |
| 비지배지분순이익          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 지배지분순이익           | 0     | 9     | 15    | 33    | 355   |
| 지배순이익률 (%)        | na    | 9.0   | 8.0   | 14.6  | 38.2  |
| 매도가능금융자산평가        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타포괄이익            | 0     | 0     | -1    | -2    | -2    |
| 포괄순이익             | 0     | 9     | 13    | 31    | 353   |
| 비지배지분포괄이익         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 지배지분포괄이익          | 0     | 9     | 13    | 31    | 353   |

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

| 12 결산 (십억원) | 2017A | 2018A | 2019A | 2020A | 2021A  |
|-------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 영업활동 현금흐름   | 0     | 15    | 36    | 120   | 537    |
| 당기순이익       | 0     | 9     | 15    | 33    | 355    |
| 비현금항목의 가감   | 0     | 20    | 25    | 25    | 149    |
| 감가상각비       | 0     | 5     | 12    | 14    | 16     |
| 외환손익        | 0     | 0     | 2     | -5    | 5      |
| 지분법평가손익     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0      |
| 기타          | 0     | 14    | 11    | 16    | 129    |
| 자산부채의 증감    | 0     | -11   | 8     | 66    | 44     |
| 기타현금흐름      | 0     | -3    | -12   | -4    | -12    |
| 투자활동 현금흐름   | 0     | -18   | -3    | -108  | -1,422 |
| 투자자산        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0      |
| 유형자산        | 0     | 5     | 24    | 10    | 43     |
| 기타          | 0     | -23   | -26   | -118  | -1,465 |
| 재무활동 현금흐름   | 0     | 1     | -23   | -2    | 958    |
| 단기차입금       | 0     | 0     | 0     | 0     | 11     |
| 사채          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0      |
| 장기차입금       | 0     | 0     | -11   | 0     | -23    |
| 자본의 증가(감소)  | 0     | 0     | 0     | 0     | 0      |
| 현금배당        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0      |
| 기타          | 0     | 1     | -12   | -2    | 970    |
| 현금의 증감      | 0     | -2    | 10    | 11    | 73     |
| 기초 현금       | 0     | 6     | 4     | 14    | 25     |
| 기말 현금       | 0     | 4     | 14    | 25    | 98     |
| NOPLAT      | 0     | 20    | 18    | 33    | 357    |
| FCF         | 0     | 20    | 64    | 126   | 463    |

자료: SK 바이오사이언스, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

| 12 결산 (십억원) | 2017A | 2018A | 2019A | 2020A | 2021A |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산        | 0     | 181   | 171   | 334   | 1,838 |
| 현금및현금성자산    | 0     | 4     | 14    | 25    | 98    |
| 매출채권 및 기타채권 | 0     | 43    | 32    | 46    | 48    |
| 재고자산        | 0     | 32    | 36    | 70    | 135   |
| 기타유동자산      | 0     | 101   | 88    | 193   | 1,557 |
| 비유동자산       | 0     | 219   | 233   | 228   | 272   |
| 유형자산        | 0     | 173   | 182   | 181   | 210   |
| 관계기업투자금     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타금융자산      | 0     | 11    | 11    | 0     | 24    |
| 기타비유동자산     | 0     | 35    | 40    | 47    | 38    |
| 자산총계        | 0     | 400   | 404   | 562   | 2,110 |
| 유동부채        | 0     | 51    | 46    | 181   | 460   |
| 매입채무 및 기타채무 | 0     | 30    | 37    | 57    | 155   |
| 차입금         | 0     | 0     | 0     | 0     | 12    |
| 유동성채무       | 0     | 11    | 1     | 13    | 50    |
| 기타유동부채      | 0     | 9     | 7     | 111   | 243   |
| 비유동부채       | 0     | 130   | 126   | 118   | 49    |
| 차입금         | 0     | 34    | 23    | 22    | 0     |
| 사채          | 0     | 92    | 93    | 80    | 36    |
| 기타비유동부채     | 0     | 4     | 9     | 16    | 13    |
| 부채총계        | 0     | 181   | 171   | 298   | 509   |
| 지배지분        | 0     | 219   | 233   | 264   | 1,601 |
| 자본금         | 0     | 10    | 10    | 31    | 38    |
| 자본잉여금       | 0     | 201   | 201   | 181   | 1,157 |
| 이익잉여금       | 0     | 9     | 22    | 53    | 405   |
| 기타자본변동      | 0     | 0     | 0     | 1     | 1     |
| 비지배지분       | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 자본총계        | 0     | 219   | 233   | 264   | 1,601 |
| 총차입금        | 0     | 140   | 125   | 126   | 106   |

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

| 12 결산 (십억원) | 2017A | 2018A   | 2019A   | 2020A | 2021A  |
|-------------|-------|---------|---------|-------|--------|
| EPS         | 0     | 8,839   | 7,195   | 537   | 4,828  |
| PER         | 0.0   | 0.0     | 0.0     | 0.0   | 46.6   |
| BPS         | 0     | 107,473 | 114,085 | 4,310 | 20,932 |
| PBR         | 0.0   | 0.0     | 0.0     | 0.0   | 10.7   |
| EBITDAPS    | 0     | 26,158  | 11,175  | 616   | 6,446  |
| EV/EBITDA   | 0.0   | 1.1     | 0.8     | -1.7  | 31.8   |
| SPS         | 0     | 3,279   | 3,006   | 3,686 | 12,628 |
| PSR         | 0.0   | 0.0     | 0.0     | 0.0   | 17.8   |
| CFPS        | 0     | 20,193  | 31,570  | 2,061 | 6,296  |
| DPS         | 0     | 0       | 0       | 0     | 0      |

재무비율

단위: 원, 배, %

| 12 결산 (십억원) | 2017A | 2018A | 2019A | 2020A | 2021A   |
|-------------|-------|-------|-------|-------|---------|
| 성장성         |       |       |       |       |         |
| 매출액 증가율     | NA    | NA    | 85.0  | 22.7  | 311.8   |
| 영업이익 증가율    | NA    | NA    | -13.8 | 65.4  | 1,157.5 |
| 순이익 증가율     | NA    | NA    | 64.3  | 124.1 | 979.8   |
| 수익성         |       |       |       |       |         |
| ROIC        | 0.0   | 16.5  | 7.5   | 15.8  | 243.4   |
| ROA         | 0.0   | 4.5   | 3.7   | 6.8   | 26.6    |
| ROE         | 0.0   | 8.1   | 6.5   | 13.2  | 38.1    |
| 안정성         |       |       |       |       |         |
| 부채비율        | 0.0   | 82.4  | 73.6  | 113.1 | 31.8    |
| 순차입금비율      | 0.0   | 34.9  | 31.0  | 22.3  | 5.0     |
| 이자보상배율      | 0.0   | 10.9  | 5.4   | 9.1   | 138.4   |

Company Analysis

# SK바이오팜 326030

Oct 05, 2022

## 새로운 성장 동력에 대한 비전을 제시할 시점

**Buy** 유지  
**TP 110,000 원** 유지

| Company Data   |           |
|----------------|-----------|
| 현재가(03/02)     | 13,050 원  |
| 액면가(원)         | 500 원     |
| 52 주 최고가(보통주)  | 31,600 원  |
| 52 주 최저가(보통주)  | 12,200 원  |
| KOSPI (01/11)  | 2,703.52p |
| KOSDAQ (01/11) | 895.45p   |
| 자본금            | 38 억원     |
| 시가총액           | 1,994 억원  |
| 발행주식수(보통주)     | 1,528 만주  |
| 발행주식수(우선주)     | 0 만주      |
| 평균거래량(60 일)    | 6.1 만주    |
| 평균거래대금(60 일)   | 8 억원      |
| 외국인지분(보통주)     | 11.52%    |
| 주요주주           |           |
| 이종서 외 4 인      | 17.19%    |

### Price & Relative Performance



| 주가수익률(%) | 1개월  | 6개월   | 12개월  |
|----------|------|-------|-------|
| 절대주가     | -4.7 | -37.7 | -54.3 |
| 상대주가     | -7.1 | -27.2 | -52.9 |



제약/바이오 김정현

3771-9351, jh.kim@iprovest.com

### 블록버스터 가능성이 높은 국내 신약 최초 Xcopri

SK바이오팜의 주요 제품은 뇌전증 신약 Xcopri이다. Xcopri는 경쟁 뇌전증 신약 대비 높은 완전발작소실 비율을 입증했고 초기 시장 공략에 성공하며 미국 시장에서 매출이 빠르게 증가하고 있다. Xcopri의 미국 매출의 경우 회사 가이드스 상단을 달성하고 있으며 경쟁신약 대비 출시 후 처방건수도 훨씬 높은 수준을 달성했다. 또한 Xcopri 자산의 장기적인 사업화를 위해 유럽/일본/캐나다는 안정적인 파트너십을 체결했으며 중국 역시 JV 설립을 통해 다양한 사업화 계획을 마련해둔 상황이다. Xcopri는 SK바이오팜의 상장 당시 높았던 기대감을 충분히 충족시키며 성장하고 있다.

### 또 다른 성장 동력 필요

다만 SK바이오팜의 경우 새로운 성장 동력이 필요하다. 새로운 성장 동력은 크게 1) Late-Stage 외부 파이프라인 도입 2) Carisbamate 3상 결과 발표 3) 항암제 등 새로운 적응증의 치료제 개발 등으로 나눌 수 있을 것이다. 당사는 1) 현재 Late-Stage의 외부 파이프라인 도입을 위해 적극 노력하고 있으며 2) 희귀뇌전증(레녹스-가스토 증후군) 파이프라인인 Carisbamate는 3상 진입, 3) PRMT6 억제 기전의 항암제 SKL27969 등은 1상에 진입한 상황이다.

### SK 라이프사이언스의 채널을 효율화할 필요

제약바이오 업종 투심 악화와 새로운 성장 동력에 대한 기대감 약화로 SK바이오팜의 기업가치가 단기적으로 하락한 상황이다. 향후 SK바이오팜의 기업가치 증대를 위해서는 Xcopri를 판매하기 위해 구축해둔 SK 라이프사이언스 채널을 효율화할 수 있는 Inorganic Growth이 필요하다. Carisbamate의 3상 결과에 따라 상업화 가능성이 높아질 경우 마케팅 채널을 효율화할 수도 있을 것 Carisbamate의 3상 결과는 2024년 초 공개될 가능성이 높다. 결론적으로 Xcopri 이외의 양질의 파이프라인을 적시에 도입하는 것이 전사적인 기업가치 개선의 과제가 될 것이다.

### Forecast earnings & Valuation

| 12 결산(십억원)   | 2020.12 | 2021.12 | 2022.12E | 2023.12E | 2024.12E |
|--------------|---------|---------|----------|----------|----------|
| 매출액(십억원)     | 26      | 419     | 220      | 328      | 395      |
| YoY(%)       | -79.0   | 1,510.2 | -47.5    | 49.3     | 20.3     |
| 영업이익(십억원)    | -239    | 95      | -132     | -36      | 17       |
| OP마진(%)      | -919.2  | 22.7    | -60.0    | -11.0    | 4.3      |
| 순이익(십억원)     | -247    | 65      | -125     | -32      | 22       |
| EPS(원)       | -3,442  | 828     | -1,595   | -405     | 280      |
| YoY(%)       | 적지      | 흑전      | 적전       | 적지       | 흑전       |
| PER(배)       | -49.1   | 117.4   | -36.4    | -143.2   | 207.0    |
| PCR(배)       | -54.9   | -393.4  | -21.2    | -31.0    | -41.8    |
| PBR(배)       | 34.9    | 17.1    | 14.2     | 15.8     | 14.7     |
| EV/EBITDA(배) | -56.3   | 68.4    | -36.2    | -176.7   | 153.3    |
| ROE(%)       | -135.2  | 15.8    | -32.7    | -10.5    | 7.3      |

제약/바이오

늘어가는 우리, 성장에 목마른 대기업, CMO & 신약개발

[SK바이오팜 326030]

포괄손익계산서

단위: 십억원

| 12 결산(십억원)        | 2020A  | 2021A | 2022F | 2023F | 2024F |
|-------------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액               | 26     | 419   | 220   | 328   | 395   |
| 매출원가              | 2      | 22    | 33    | 36    | 40    |
| 매출총이익             | 24     | 396   | 187   | 292   | 356   |
| 매출총이익률 (%)        | 92.4   | 94.7  | 85.1  | 89.0  | 90.0  |
| 판매비와관리비           | 264    | 301   | 319   | 328   | 338   |
| 영업이익              | -239   | 95    | -132  | -36   | 17    |
| 영업이익률 (%)         | -921.2 | 22.7  | -59.8 | -11.0 | 4.4   |
| EBITDA            | -229   | 107   | -120  | -25   | 29    |
| EBITDA Margin (%) | -879.4 | 25.5  | -54.8 | -7.6  | 7.2   |
| 영업외손익             | 0      | -24   | 7     | 4     | 5     |
| 관계기업손익            | 0      | -35   | 2     | 0     | 0     |
| 금융수익              | 7      | 21    | 15    | 14    | 14    |
| 금융비용              | -7     | -10   | -9    | -9    | -9    |
| 기타                | -1     | -1    | -1    | -1    | -1    |
| 법인세비용차감전순이익       | -240   | 71    | -125  | -32   | 22    |
| 법인세비용             | 8      | 6     | 0     | 0     | 0     |
| 계속사업순이익           | -247   | 65    | -125  | -32   | 22    |
| 중단사업순이익           | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 당기순이익             | -247   | 65    | -125  | -32   | 22    |
| 당기순이익률 (%)        | -951.6 | 15.5  | -56.8 | -9.7  | 5.6   |
| 비지배자분순이익          | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 지배자분순이익           | -247   | 65    | -125  | -32   | 22    |
| 지배순이익률 (%)        | -951.6 | 15.5  | -56.8 | -9.7  | 5.6   |
| 매도가능금융자산평가        | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타포괄이익            | -6     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 포괄순이익             | -253   | 65    | -125  | -31   | 22    |
| 비지배자분포괄이익         | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 지배자분포괄이익          | -253   | 65    | -125  | -31   | 22    |

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

| 12 결산(십억원) | 2020A | 2021A | 2022F | 2023F | 2024F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 영업활동 현금흐름  | -211  | -93   | -313  | -219  | -155  |
| 당기순이익      | -247  | 65    | -125  | -32   | 22    |
| 비현금항목의 가감  | 26    | -84   | -177  | -175  | -175  |
| 감가상각비      | 8     | 7     | 8     | 9     | 9     |
| 외환손익       | 1     | -5    | -7    | -7    | -7    |
| 자본법평가손익    | 0     | 84    | -2    | 0     | 0     |
| 기타         | 17    | -170  | -177  | -177  | -178  |
| 자산부채의 증감   | 21    | -70   | -11   | -13   | -2    |
| 기타현금흐름     | -10   | -4    | 0     | 0     | 0     |
| 투자활동 현금흐름  | -319  | 259   | -18   | -18   | -18   |
| 투자자산       | 0     | 49    | 0     | 0     | 0     |
| 유형자산       | -11   | -4    | -10   | -10   | -10   |
| 기타         | -308  | 215   | -8    | -8    | -8    |
| 재무활동 현금흐름  | 541   | -5    | -5    | -5    | -5    |
| 단기차입금      | -100  | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 사채         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 장기차입금      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 자본의 증가(감소) | 645   | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 현금배당       | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타         | -5    | -5    | -5    | -5    | -5    |
| 현금의 증감     | 8     | 167   | -135  | -41   | 23    |
| 기초 현금      | 51    | 59    | 226   | 91    | 50    |
| 기말 현금      | 59    | 226   | 91    | 50    | 72    |
| NOPLAT     | -247  | 86    | -132  | -36   | 17    |
| FCF        | -226  | 24    | -142  | -48   | 17    |

자료: SK 바이오팜, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

| 12 결산(십억원)  | 2020A | 2021A | 2022F | 2023F | 2024F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산        | 435   | 471   | 348   | 320   | 343   |
| 현금및현금성자산    | 59    | 226   | 91    | 50    | 72    |
| 매출채권 및 기타채권 | 13    | 57    | 63    | 66    | 66    |
| 재고자산        | 23    | 52    | 55    | 66    | 66    |
| 기타유동자산      | 340   | 136   | 139   | 139   | 139   |
| 비유동자산       | 66    | 172   | 172   | 172   | 173   |
| 유형자산        | 24    | 23    | 25    | 26    | 27    |
| 관계기업투자금     | 0     | 94    | 94    | 94    | 94    |
| 기타금융투자자산    | 7     | 14    | 14    | 14    | 14    |
| 기타비유동자산     | 35    | 42    | 40    | 38    | 37    |
| 자산총계        | 500   | 644   | 520   | 492   | 515   |
| 유동부채        | 71    | 148   | 150   | 153   | 155   |
| 매입채무 및 기타채무 | 49    | 85    | 87    | 90    | 92    |
| 차입금         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 유동성채무       | 5     | 5     | 6     | 6     | 6     |
| 기타유동부채      | 17    | 58    | 58    | 58    | 58    |
| 비유동부채       | 51    | 51    | 51    | 51    | 51    |
| 차입금         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 사채          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타비유동부채     | 51    | 51    | 51    | 51    | 51    |
| 부채총계        | 121   | 199   | 201   | 204   | 206   |
| 지배자분        | 379   | 444   | 319   | 288   | 309   |
| 자본금         | 39    | 39    | 39    | 39    | 39    |
| 자본잉여금       | 1,085 | 1,085 | 1,085 | 1,085 | 1,085 |
| 이익잉여금       | -747  | -689  | -814  | -846  | -824  |
| 기타자본변동      | 8     | 8     | 8     | 8     | 8     |
| 비지배자분       | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 자본총계        | 379   | 444   | 319   | 288   | 309   |
| 총차입금        | 18    | 16    | 16    | 16    | 16    |

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

| 12 결산(십억원) | 2020A  | 2021A | 2022F  | 2023F  | 2024F |
|------------|--------|-------|--------|--------|-------|
| EPS        | -3,442 | 828   | -1,595 | -405   | 280   |
| PER        | -49.1  | 117.4 | -36.4  | -143.2 | 207.0 |
| BPS        | 4,840  | 5,672 | 4,077  | 3,672  | 3,952 |
| PBR        | 34.9   | 17.1  | 14.2   | 15.8   | 14.7  |
| EBITDAPS   | -3,181 | 1,361 | -1,537 | -318   | 365   |
| EV/EBITDA  | -56.3  | 68.4  | -36.2  | -176.7 | 153.3 |
| SPS        | 362    | 5,346 | 2,808  | 4,192  | 5,044 |
| PSR        | 467.2  | 18.2  | 20.7   | 13.8   | 11.5  |
| CFPS       | -3,150 | 307   | -1,809 | -607   | 216   |
| DPS        | 0      | 0     | 0      | 0      | 0     |

재무비율

단위: 원, 배, %

| 12 결산(십억원) | 2020A    | 2021A   | 2022F  | 2023F | 2024F |
|------------|----------|---------|--------|-------|-------|
| 성장성        |          |         |        |       |       |
| 매출액 증가율    | -79.0    | 1,510.2 | -47.5  | 49.3  | 20.3  |
| 영업이익 증가율   | 적지       | 흑전      | 적전     | 적지    | 흑전    |
| 순이익 증가율    | 적지       | 흑전      | 적전     | 적지    | 흑전    |
| 수익성        |          |         |        |       |       |
| ROIC       | -1,937.7 | 285.2   | -327.0 | -73.7 | 33.4  |
| ROA        | -77.4    | 11.3    | -21.5  | -6.3  | 4.4   |
| ROE        | -135.2   | 15.8    | -32.7  | -10.5 | 7.3   |
| 안정성        |          |         |        |       |       |
| 부채비율       | 32.0     | 44.9    | 62.9   | 71.1  | 66.5  |
| 순차입금비율     | 3.7      | 2.4     | 3.0    | 3.2   | 3.1   |
| 이자보상배율     | -53.7    | 100.3   | -138.8 | -38.1 | 18.4  |

Company Analysis

# 롯데지주 004990

Oct 05, 2022

## 항체 CMO 사업의 조기 성과 기대감 높아질 것

Not Rated

Company Data

|                |           |
|----------------|-----------|
| 현재가(10/04)     | 38,700 원  |
| 액면가(원)         | 200 원     |
| 52 주 최고가(보통주)  | 41,450 원  |
| 52 주 최저가(보통주)  | 25,900 원  |
| KOSPI (10/04)  | 2,209.38p |
| KOSDAQ (10/04) | 696.79p   |
| 자본금            | 212 억원    |
| 시가총액           | 40,972 억원 |
| 발행주식수(보통주)     | 10,491 만주 |
| 발행주식수(우선주)     | 81 만주     |
| 평균거래량(60 일)    | 17.7 만주   |
| 평균거래대금(60 일)   | 70 억원     |
| 외국인지분(보통주)     | 9.61%     |
| 주요주주           |           |
| 신동빈 외 65 인     | 41.70%    |
| 국민연금공단         | 5.01%     |

Price & Relative Performance



| 주가수익률(%) | 1개월  | 6개월  | 12개월 |
|----------|------|------|------|
| 절대주가     | -5.5 | 15.5 | 16.9 |
| 상대주가     | 3.1  | 44.2 | 59.8 |



제약/바이오 김정현

3771-9351, jh.kim@iprovest.com

### 롯데, 본격적인 제약바이오 산업 진출에 나서

롯데지주는 롯데그룹의 순수지주사로 롯데제과, 롯데쇼핑, 롯데칠성, 롯데케미칼, 롯데정보통신 등 상장사를 다수 지배하고 있다. 최근 롯데지주는 신사업 진출에 적극적인데 특히 22년 4월 롯데헬스케어, 6월 롯데바이오로직스 설립을 선언하고 본격적인 헬스케어/바이오 산업 진출을 선언했다. 이 중 롯데헬스케어는 테라젠바이오/온택트헬스 등과 협력해 진단/처방/관리 등 헬스케어 버티컬 커머스 플랫폼을 구축하는 것을 목표로 하고 있다. 또한 롯데바이오로직스는 BMS의 Syracuse 공장을 1.6억\$ 규모에 인수할 결정하며 본격적인 바이오의약품 시장 진출에도 나섰다. 그리고 향후 롯데바이오로직스를 8,000~1조 정도의 금액을 추가 투자해 국내에도 바이오 CMO 설비를 증설할 계획을 밝히는 등 제약 바이오 산업에 대한 적극적인 진출 의지를 알리고 있다.

### BMS 설비 인수, Good Deal이 되길 기대

롯데바이오로직스는 BMS의 Syracuse 지역에 위치한 3.5만 L 설비를 1.6억\$에 인수했다. 10년 전 삼성바이오로직스의 1공장(3만 L) 3억\$ 투자, 현재 완공을 눈 앞에 두고 있는 4공장(25.6만L) 14.7억\$ 투자 규모를 고려할 때 적절한 수준의 인수가액으로 판단된다. 또한 인수 과정에서 풀 가동 기준 1년 이상의 수주 계약을 BMS와 체결한 것을 고려할 때 인수 직후부터 상당액 규모의 매출과 영업이익을 기록할 수 있을 것으로 판단한다. 이제 관건은 BMS와 체결한 수주 물량이 소진된 24년 이후 추가 수주를 이뤄내는 것에 달려 있다. 이미 바이오 USA 등을 통해 선수주 활동을 개시했으며 롯데바이오로직스로 인수가 결정된 후 기존 직원들의 이탈이 극히 적은 점 역시 향후 수주 전망을 밝게 한다.

### 국내 메가플랜트 증설과 함께 NPV 할인을 축소 전망

롯데지주는 연초 이후 자회사 지분가치 상승과 신규 사업 진출에 의한 NPV 할인을 축소에 따라 저점 대비 50% 이상, 연초 대비 28% 이상의 추가 상승을 경험한 바 있다. 현 상황에서 추가적으로 롯데바이오로직스가 삼성바이오로직스와 같이 고 멀티플을 받을 수 있는 기업으로 성장하기 위해서는 현재 목표인 10만 L 규모의 국내 메가플랜트 증설을 통해 장기 성장성을 가시성 있게 제시할 필요가 있다. 롯데바이오로직스의 Syracuse 공장의 추가 수주 가능성이 현실화되고 국내 증설에 대한 기대감이 높아질 때 롯데바이오로직스의 기업가치는 롯데지주 NPV 할인을 축소에 크게 기여할 수 있을 것이다.

### Forecast earnings & Valuation

| 12 결산(십억원)   | 2017.12 | 2018.12 | 2019.12 | 2020.12 | 2021.12 |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액(십억원)     | 1,869   | 7,271   | 8,856   | 9,087   | 9,925   |
| YoY(%)       | -16.9   | 289.0   | 21.8    | 2.6     | 9.2     |
| 영업이익(십억원)    | -7      | 98      | 175     | 156     | 216     |
| OP마진(%)      | -0.4    | 1.3     | 2.0     | 1.7     | 2.2     |
| 순이익(십억원)     | 495     | 111     | -412    | -239    | 150     |
| EPS(원)       | 10,655  | 1,757   | -3,435  | -1,899  | 2,931   |
| YoY(%)       | 116.9   | -83.5   | 적전      | 적지      | 흑전      |
| PER(배)       | 6.1     | 30.0    | -11.3   | -18.6   | 10.2    |
| PCR(배)       | 477.2   | 15.9    | 6.0     | 4.3     | 3.8     |
| PBR(배)       | 0.8     | 0.8     | 0.6     | 0.6     | 0.5     |
| EV/EBITDA(배) | 60.9    | 27.8    | 10.6    | 10.8    | 13.1    |
| ROE(%)       | 11.0    | 2.8     | -5.2    | -3.0    | 4.6     |

제약/바이오

늘어가는 우리, 성장에 목마른 대기업, CMO & 신약개발

[롯데지주 004990]

포괄손익계산서

단위: 십억원

| 12 결산 (십억원)       | 2017A  | 2018A  | 2019A | 2020A | 2021A |
|-------------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 매출액               | 1,869  | 7,271  | 8,856 | 9,087 | 9,925 |
| 매출원가              | 1,374  | 5,295  | 6,264 | 6,595 | 7,297 |
| 매출총이익             | 495    | 1,976  | 2,592 | 2,492 | 2,628 |
| 매출총이익률 (%)        | 26.5   | 27.2   | 29.3  | 27.4  | 26.5  |
| 판매비               | 502    | 1,877  | 2,418 | 2,336 | 2,411 |
| 영업이익              | -7     | 98     | 175   | 156   | 216   |
| 영업이익률 (%)         | -0.4   | 1.4    | 2.0   | 1.7   | 2.2   |
| EBITDA            | 71     | 411    | 785   | 760   | 782   |
| EBITDA Margin (%) | 3.8    | 5.7    | 8.9   | 8.4   | 7.9   |
| 영업외손익             | 524    | 240    | -721  | -446  | -147  |
| 관계기업손익            | 2,909  | 1,425  | -58   | -257  | 229   |
| 금융수익              | 71     | 56     | 135   | 91    | 135   |
| 금융비용              | -30    | -126   | -209  | -229  | -198  |
| 기타                | -2,426 | -1,116 | -590  | -51   | -312  |
| 법인세비용차감전순이익       | 517    | 339    | -546  | -290  | 69    |
| 법인세비용             | 35     | -97    | -41   | -51   | -81   |
| 계속사업순이익           | 483    | 436    | -505  | -239  | 150   |
| 중단사업순이익           | 12     | -325   | 94    | 0     | 0     |
| 당기순이익             | 495    | 111    | -412  | -239  | 150   |
| 당기순이익률 (%)        | 26.5   | 1.5    | -4.6  | -2.6  | 1.5   |
| 비지배지분순이익          | 26     | -74    | -52   | -40   | -158  |
| 지배지분순이익           | 469    | 185    | -360  | -198  | 309   |
| 지배순이익률 (%)        | 25.1   | 2.5    | -4.1  | -2.2  | 3.1   |
| 매도가능금융자산평가        | -30    | 0      | 0     | 0     | 0     |
| 기타포괄이익            | -130   | -81    | 3     | -76   | 346   |
| 포괄순이익             | 335    | 30     | -409  | -315  | 497   |
| 비지배지분포괄이익         | 21     | -75    | -66   | -53   | -145  |
| 지배지분포괄이익          | 314    | 105    | -343  | -262  | 642   |

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

| 12 결산 (십억원) | 2017A  | 2018A  | 2019A  | 2020A  | 2021A |
|-------------|--------|--------|--------|--------|-------|
| 영업활동 현금흐름   | -684   | -827   | 654    | 383    | 600   |
| 당기순이익       | 495    | 111    | -412   | -239   | 150   |
| 비현금항목의 가감   | -463   | 164    | 1,043  | 1,050  | 527   |
| 감가상각비       | 54     | 220    | 541    | 535    | 508   |
| 외환손익        | -5     | 6      | 15     | -19    | 16    |
| 자본법평가손익     | -2,909 | -1,425 | 58     | 257    | -229  |
| 기타          | 2,396  | 1,364  | 429    | 278    | 231   |
| 자산부채의 증감    | -836   | -1,637 | -579   | -190   | -184  |
| 기타현금흐름      | 119    | 536    | 602    | -238   | 108   |
| 투자활동 현금흐름   | 1,306  | -2,248 | 848    | -820   | 72    |
| 투자자산        | -123   | 2,286  | 126    | 174    | 221   |
| 유형자산        | 61     | 240    | 263    | 388    | 459   |
| 기타          | 1,368  | -4,774 | 459    | -1,381 | -608  |
| 재무활동 현금흐름   | -327   | 3,414  | -2,164 | 690    | -248  |
| 단기차입금       | 315    | 1,926  | -2,944 | -21    | -508  |
| 사채          | 223    | 910    | 1,247  | 773    | 379   |
| 장기차입금       | -34    | 831    | -103   | 432    | 304   |
| 자본의 증가(감소)  | 0      | 0      | 0      | 0      | 0     |
| 현금배당        | 0      | -7     | -93    | -69    | -88   |
| 기타          | -831   | -246   | -271   | -426   | -334  |
| 현금의 증감      | 288    | -323   | 5      | 176    | 431   |
| 기초 현금       | 754    | 1,042  | 718    | 724    | 963   |
| 기말 현금       | 1,042  | 718    | 724    | 900    | 1,394 |
| NOPLAT      | -6     | 127    | 162    | 129    | 468   |
| FCF         | -703   | -958   | 456    | 929    | 1,308 |

자료: 롯데지주, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

| 12 결산 (십억원) | 2017A  | 2018A  | 2019A  | 2020A  | 2021A  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산        | 13,362 | 15,477 | 3,127  | 4,903  | 4,772  |
| 현금및현금성자산    | 1,042  | 718    | 724    | 900    | 1,394  |
| 매출채권 및 기타채권 | 1,012  | 931    | 940    | 999    | 1,208  |
| 재고자산        | 248    | 424    | 478    | 667    | 991    |
| 기타유동자산      | 11,060 | 13,404 | 985    | 2,338  | 1,179  |
| 비유동자산       | 8,535  | 12,141 | 12,479 | 11,777 | 15,149 |
| 유형자산        | 1,472  | 2,589  | 2,390  | 2,952  | 5,651  |
| 관계기업투자금     | 3,804  | 7,135  | 6,701  | 6,214  | 6,478  |
| 기타금융자산      | 1,261  | 937    | 741    | 675    | 702    |
| 기타비유동자산     | 1,998  | 1,481  | 2,647  | 1,936  | 2,318  |
| 자산총계        | 21,897 | 27,618 | 15,606 | 16,680 | 19,922 |
| 유동부채        | 7,508  | 16,340 | 3,787  | 4,745  | 4,567  |
| 매입채무 및 기타채무 | 2,369  | 1,542  | 1,684  | 1,521  | 2,018  |
| 차입금         | 1,946  | 3,545  | 879    | 686    | 351    |
| 유형성채무       | 2,493  | 260    | 440    | 999    | 1,723  |
| 기타유동부채      | 700    | 10,992 | 784    | 1,539  | 475    |
| 비유동부채       | 6,900  | 2,845  | 4,026  | 4,103  | 5,726  |
| 차입금         | 1,445  | 285    | 715    | 986    | 872    |
| 사채          | 3,917  | 936    | 1,360  | 1,958  | 3,277  |
| 기타비유동부채     | 1,538  | 1,624  | 1,952  | 1,160  | 1,577  |
| 부채총계        | 14,407 | 19,185 | 7,813  | 8,849  | 10,293 |
| 지배지분        | 6,115  | 7,113  | 6,700  | 6,417  | 6,979  |
| 자본금         | 15     | 21     | 21     | 21     | 21     |
| 자본잉여금       | 7,057  | 4,249  | 4,246  | 4,246  | 4,246  |
| 이익잉여금       | 476    | 6,029  | 4,907  | 4,766  | 5,081  |
| 기타자본변동      | -1,409 | -3,092 | -2,458 | -2,416 | -2,425 |
| 비지배지분       | 1,375  | 1,320  | 1,093  | 1,414  | 2,650  |
| 자본총계        | 7,490  | 8,433  | 7,793  | 7,831  | 9,629  |
| 총차입금        | 9,895  | 5,138  | 4,502  | 5,014  | 6,708  |

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

| 12 결산 (십억원) | 2017A   | 2018A  | 2019A  | 2020A  | 2021A  |
|-------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| EPS         | 10,655  | 1,757  | -3,435 | -1,899 | 2,931  |
| PER         | 6.1     | 30.0   | -11.3  | -18.6  | 10.2   |
| BPS         | 81,890  | 67,169 | 63,267 | 60,599 | 65,903 |
| PBR         | 0.8     | 0.8    | 0.6    | 0.6    | 0.5    |
| EBITDAPS    | -153    | 929    | 1,651  | 1,475  | 2,044  |
| EV/EBITDA   | 60.9    | 27.8   | 10.6   | 10.8   | 13.1   |
| SPS         | 42,476  | 69,249 | 84,417 | 86,614 | 94,604 |
| PSR         | 1.5     | 0.8    | 0.5    | 0.4    | 0.3    |
| CFPS        | -15,897 | -9,039 | 4,307  | 8,777  | 12,354 |
| DPS         | 0       | 800    | 1,100  | 1,000  | 1,500  |

재무비율

단위: 원, 배, %

| 12 결산 (십억원) | 2017A | 2018A | 2019A | 2020A | 2021A |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 성장성         |       |       |       |       |       |
| 매출액 증가율     | -16.9 | 289.0 | 21.8  | 2.6   | 9.2   |
| 영업이익 증가율    | 적전    | 흑전    | 77.7  | -10.6 | 38.5  |
| 순이익 증가율     | 558.3 | -77.6 | 적전    | 적지    | 흑전    |
| 수익성         |       |       |       |       |       |
| ROIC        | -0.3  | 2.8   | 3.4   | 3.1   | 7.2   |
| ROA         | 3.6   | 0.7   | -1.7  | -1.2  | 1.7   |
| ROE         | 11.0  | 2.8   | -5.2  | -3.0  | 4.6   |
| 안정성         |       |       |       |       |       |
| 부채비율        | 192.4 | 227.5 | 100.3 | 113.0 | 106.9 |
| 순차입금비율      | 45.2  | 18.6  | 28.9  | 30.1  | 33.7  |
| 이자보상배율      | -0.5  | 1.3   | 1.0   | 1.1   | 1.9   |

**제약/바이오**

늘어가는 우리, 성장에 목마른 대기업, CMO & 신약개발

삼성바이오로직스 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

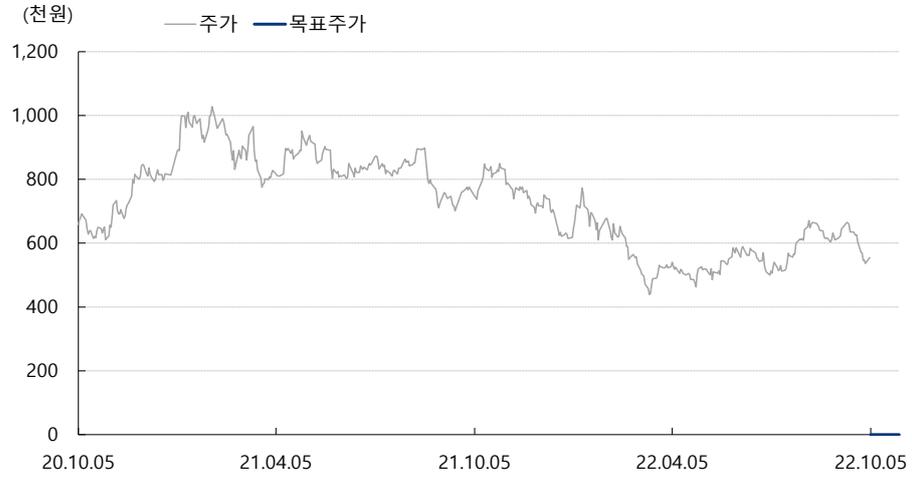
| 일자         | 투자의견 | 목표주가      | 괴리율     |         | 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율 |       |
|------------|------|-----------|---------|---------|----|------|------|-----|-------|
|            |      |           | 평균      | 최고/최저   |    |      |      | 평균  | 최고/최저 |
| 2021.06.30 | 매수   | 1,000,000 | (13.27) | (9.47)  |    |      |      |     |       |
| 2021.07.28 | 매수   | 1,050,000 | (10.72) | (4.75)  |    |      |      |     |       |
| 2021.08.25 | 매수   | 1,050,000 | (13.94) | (4.75)  |    |      |      |     |       |
| 2021.10.26 | 매수   | 1,050,000 | (16.09) | (4.75)  |    |      |      |     |       |
| 2022.01.25 | 매수   | 1,050,000 | (16.52) | (4.75)  |    |      |      |     |       |
| 2022.04.28 | 매수   | 1,050,000 | (22.50) | (18.86) |    |      |      |     |       |
| 2022.07.27 | 매수   | 1,050,000 |         |         |    |      |      |     |       |

자료: 교보증권 리서치센터

**제약/바이오**

늘어가는 우리, 성장에 목마른 대기업, CMO & 신약개발

LG 화학 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

| 일자         | 투자의견      | 목표주가 | 괴리율 |       | 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율 |       |
|------------|-----------|------|-----|-------|----|------|------|-----|-------|
|            |           |      | 평균  | 최고/최저 |    |      |      | 평균  | 최고/최저 |
| 2022.10.05 | Not Rated |      |     |       |    |      |      |     |       |

자료: 교보증권 리서치센터

SK 최근 2년간 목표주가 변동추이

**제약/바이오**

늘어가는 우리, 성장에 목마른 대기업, CMO & 신약개발



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

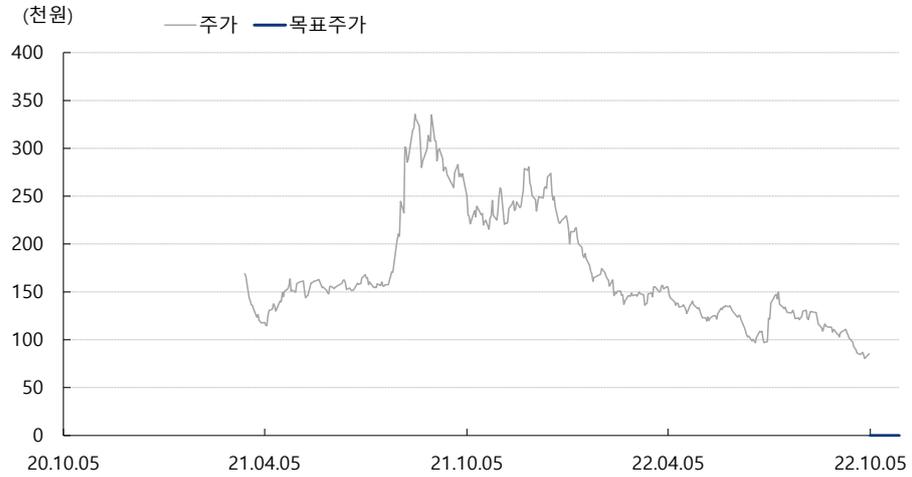
| 일자         | 투자의견      | 목표주가 | 괴리율 |       | 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율 |       |
|------------|-----------|------|-----|-------|----|------|------|-----|-------|
|            |           |      | 평균  | 최고/최저 |    |      |      | 평균  | 최고/최저 |
| 2022.10.05 | Not Rated |      |     |       |    |      |      |     |       |

자료: 교보증권 리서치센터

**제약/바이오**

늘어나는 우리, 성장에 목마른 대기업, CMO & 신약개발

SK 바이오사이언스 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

| 일자         | 투자의견      | 목표주가 | 괴리율 |       | 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율 |       |
|------------|-----------|------|-----|-------|----|------|------|-----|-------|
|            |           |      | 평균  | 최고/최저 |    |      |      | 평균  | 최고/최저 |
| 2022.10.05 | Not Rated |      |     |       |    |      |      |     |       |

자료: 교보증권 리서치센터

**제약/바이오**

높어가는 우리, 성장에 목마른 대기업, CMO & 신약개발

SK 바이오팜 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

| 일자         | 투자의견 | 목표주가    | 괴리율     |         | 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율 |       |
|------------|------|---------|---------|---------|----|------|------|-----|-------|
|            |      |         | 평균      | 최고/최저   |    |      |      | 평균  | 최고/최저 |
| 2021.08.11 | 매수   | 140,000 | (23.11) | (10.36) |    |      |      |     |       |
| 2021.11.12 | 매수   | 140,000 | (27.85) | (10.36) |    |      |      |     |       |
| 2022.02.09 | 매수   | 110,000 | (21.14) | (15.36) |    |      |      |     |       |
| 2022.05.13 | 매수   | 110,000 | (24.57) | (15.36) |    |      |      |     |       |
| 2022.08.16 | 매수   | 110,000 | (38.57) | (29.09) |    |      |      |     |       |
| 2022.10.05 | 매수   | 110,000 |         |         |    |      |      |     |       |

자료: 교보증권 리서치센터

**제약/바이오**

늘어가는 우리, 성장에 목마른 대기업, CMO & 신약개발

롯데지주 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

| 일자         | 투자의견      | 목표주가 | 괴리율 |       | 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율 |       |
|------------|-----------|------|-----|-------|----|------|------|-----|-------|
|            |           |      | 평균  | 최고/최저 |    |      |      | 평균  | 최고/최저 |
| 2022.10.05 | Not Rated |      |     |       |    |      |      |     |       |

자료: 교보증권 리서치센터

## 제약/바이오

늘어가는 우리, 성장에 목마른 대기업, CMO & 신약개발

### ■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

### ■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자\_2022.09.30

| 구분 | Buy(매수) | Trading Buy(매수) | Hold(보유) | Sell(매도) |
|----|---------|-----------------|----------|----------|
| 비율 | 100.0   | 0.0             | 0.0      | 0.0      |

#### [ 업종 투자의견 ]

**Overweight(비중확대):** 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대  
**Underweight(비중축소):** 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

**Neutral(중립):** 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

#### [ 기업 투자기간 및 투자등급 ] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

**Buy(매수):** KOSPI 대비 기대수익률 10%이상  
**Hold(보유):** KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

**Trading Buy:** KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되거나 불확실성 높은 경우  
**Sell(매도):** KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하