



기업분석 | 제약/바이오

Analyst

강하나

02 3779 8808

kangx687@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	240,000 원
현재주가	170,000 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	●	

Stock Data

KOSPI(2/7)	2,745.06 pt
시가총액	130,050 억원
발행주식수	76,500 천주
52주 최고가/ 최저가	335,500 / 114,500 원
90일 일평균거래대금	1,750.25 억원
외국인 지분율	5.6%
배당수익률(21.12E)	0.0%
BPS(21.12E)	28,008 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -13.1%
	6개월 -14.4%
	12개월 n/a

주주구성	SK 케미칼 (외 1인)	68.4%
	국민연금공단 (외 1인)	5.0%
	SK바이오사이언스우리스주 (외 1인)	5.0%

Stock Price



SK바이오사이언스 (302440)

최고의 4분기를 넘어 이제는 조금 기다릴 때

4Q21 Review

4Q21 매출액은 4,509억원(+573% yoy, +104% qoq), 영업이익 2,539억원(+2,227% yoy, +153% qoq)으로 컨센서스를 부합했다. 2022년 매출액은 1조 5,250억원(+64% yoy), 영업이익 5,987억원(+26% yoy)을 전망한다. 4분기 매출/영업이익의 사상 분기 최대치의 이유로는 1)노바백스 라이선스 인으로 인한 원액 매출의 증가와 2)아스트라제네카 원액 및 완제의 CMO 매출 실현에 의한 것이다. 12월 24일 노바백스와의 추가 계약 공시에 따라 1)라이선스 인 노바백스 원액으로 생산한 완제 백신에 대한 로열티를 수령하게 되며 2)기존 라이선스 인 계약이 한국 한정이었다면 베트남과 태국까지 확대하며 계약의 범위를 확대하며 코로나19 백신 접종율이 높아짐에 따른 공급 우려를 덜어냈다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 240,000원으로 하향

자체 백신인 GBP510의 임상3상이 순조롭게 진행 중이며 임상 검체 입고율은 61%로, 2022년 상반기 허가를 목표로 하고 있다. 덧붙여, 차세대 팬데믹 예방 범용 백신(코로나 19+관련 호흡기계)을 CEPI로부터 받은 초기 연구비(임상 1-2상 연구비 5천만불)로 개발 착수할 계획이다. 2022년 CMO 계약 체결은 2021년 완료하며, 2023년 계약을 진행중에 있다. 그러나 코로나 백신 접종율이 높아지고 있으며 이중/동종 부스터샷의 임상이 추가적으로 필요하게 된 상황 속에서 업사이드는 제한적이라는 판단이다. mRNA기반의 백신이 상용화 되었을 당시 대비 mRNA에 대한 신뢰도가 높아졌고, 변이 대응에 빠르게 대처가 가능하다는 가정을 기반으로 GBP510의 가치를 9.78조원에서 2.93조원으로 변경하며 그에 따라 추정치를 조정했다. 동사의 CDMO/CMO 트랙레코드가 올라가며 추가적인 백신 개발에 대한 성장성은 열려 있는 상황이며, 차후 파이프라인 확대와 폐렴구균 백신 SP0202의 가치 확보에 따라 차후 밸류에이션 조정이 가능할 것이라는 판단이다.

Financial Data

(십억원)	2019	2020	2021P	2022E	2023E
매출액	184	226	929	1,525	2,014
영업이익	23	38	474	599	521
세전계속사업손익	18	37	471	597	520
순이익	15	33	355	461	399
EPS (원)	n/a	n/a	5,802	7,539	6,515
증감률 (%)	n/a	n/a	n/a	29.9	-13.6
PER (x)	n/a	n/a	29.3	22.5	26.1
PBR (x)	n/a	n/a	6.1	5.3	4.9
EV/EBITDA (x)	0.8	-1.7	23.5	18.3	20.1
영업이익률 (%)	12.4	16.7	51.0	39.2	25.9
EBITDA 마진 (%)	20.3	24.0	53.2	40.7	27.2
ROE (%)	6.5	13.2	35.9	25.2	19.5
부채비율 (%)	73.6	113.1	75.5	62.2	58.9

주: IFRS 연결 기준

자료: SK바이오사이언스, 이베스트투자증권 리서치센터

4Q21 Review

표1 SK 바이오사이언스 4Q21 Review

(억원)	4Q21P	4Q20	YoY	3Q21	QoQ	당사 추정치	컨센서스
매출액	4,509	670	573%	2,208	104%	4,231	5,073
영업이익	2,539	109	2,229%	1,004	153%	2,365	2,510
순이익	1,840	99	1,759%	764	141%	2,088	1,847

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 SK 바이오사이언스 분기실적 추정

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	2021P	1Q22E	2022E
매출액	112.7	144.6	220.8	450.9	929.0	337.9	1,525.2
yoY	397%	267%	129%	573%	312%	200%	64%
CDMO/CMO 사업부	96.9	30.4	44.2	80.0	251.5	69.8	335.1
노바백스 및 GBP510	0	94.0	143.5	343.3	580.8	247.9	1102.3
기존사업부 (그 외 백신)	15.8	20.2	33.1	27.5	96.6	20.2	87.8
영업이익	53.7	66.2	100.4	253.9	474.2	211.5	598.7
yoY	흑전	흑전	193%	2,227%	1,157%	294%	26%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표3 SK 바이오사이언스 SOTP Valuation 변경

구분 (억원)	추정치	비고
1. CDMO/CMO 영업가치	111,549	WACC 6%, 영구성장률 4% 환율 1,170원 적용
NPV of FCFF	18,784	
NPV of Terminal value	92,765	
2. 코로나19 GBP510 백신 가치	29,372	
3. 폐렴구균 SP0202 백신 가치	13,848	
4. 그 외 백신 사업 가치	9,714	
5. 순현금	16,125	
적정 기업가치	180,608	
유통 주수 (천주)	76,500	
적정주가	236,089	
목표 주가 (원)	240,000	적정주가에서 올림해서 산출
현재 주가 (원)	170,000	
상승여력	41.2%	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

SK바이오사이언스 (302440)

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021P	2022E	2023E
유동자산	171	334	2,053	2,339	2,758
현금 및 현금성자산	14	25	513	1,124	1,652
매출채권 및 기타채권	32	46	311	327	343
재고자산	36	70	204	245	293
기타유동자산	88	193	1,025	643	470
비유동자산	233	228	271	306	371
관계기업투자등	32	29	50	55	61
유형자산	182	181	206	238	300
무형자산	19	18	15	13	11
자산총계	404	562	2,324	2,645	3,129
유동부채	46	181	497	555	809
매입채무 및 기타채무	25	28	444	501	753
단기금융부채	1	13	12	11	11
기타유동부채	20	140	41	43	45
비유동부채	126	118	113	113	113
장기금융부채	124	113	108	108	108
기타비유동부채	2	5	5	5	5
부채총계	171	298	610	668	922
지배주주지분	233	264	1,714	1,977	2,207
자본금	10	31	31	31	31
자본잉여금	201	181	1,213	1,213	1,213
이익잉여금	22	53	235	498	727
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	233	264	1,714	1,977	2,207

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021P	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	36	120	1,691	431	948
당기순이익(손실)	15	33	355	526	459
비현금수익비용가감	25	25	647	-44	551
유형자산감가상각비	12	14	17	19	24
무형자산상각비	3	3	3	3	2
기타현금수익비용	0	-6	628	-66	524
영업활동 자산부채변동	0	66	689	-51	-61
매출채권 감소(증가)	0	2	-265	-16	-16
재고자산 감소(증가)	0	-32	-134	-41	-49
매입채무 증가(감소)	0	-1	55	4	4
기타자산, 부채변동	0	97	1,032	1	0
투자활동 현금	0	-108	-1,379	-281	-438
유형자산처분(취득)	-24	-10	-41	-51	-86
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	21	-102	-1,337	-229	-352
기타투자활동	3	4	0	0	0
재무활동 현금	0	-2	124	215	2
차입금의 증가(감소)	-23	-1	-1	-1	0
자본의 증가(감소)	0	0	1,033	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	23	0	-908	216	2
현금의 증가	10	11	435	365	513
기초현금	4	14	25	513	1,124
기말현금	14	25	513	1,124	1,652

자료: SK바이오사이언스, 이베스트투자증권 리서치센터. K-IFRS 연결 기준

손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021P	2022E	2023E
매출액	184	226	929	1,525	2,014
매출원가	106	130	222	613	1,145
매출총이익	78	95	708	913	869
판매비 및 관리비	55	58	233	314	348
영업이익	23	38	474	599	521
(EBITDA)	37	54	494	620	548
금융손익	-6	-1	-2	-1	0
이자비용	4	4	6	6	6
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	1	0	-1	-1	-1
세전계속사업이익	18	37	471	597	520
계속사업법인세비용	4	4	116	70	61
계속사업이익	15	33	355	526	459
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	15	33	355	526	459
지배주주	15	33	355	526	459
총포괄이익	15	33	355	526	459
매출총이익률 (%)	42.3	42.3	76.2	59.8	43.1
영업이익률 (%)	12.4	16.7	51.0	39.2	25.9
EBITDA마진률 (%)	20.3	24.0	53.2	40.7	27.2
당기순이익률 (%)	8.0	14.6	38.2	34.5	22.8
ROA (%)	3.7	6.8	24.6	21.2	15.9
ROE (%)	6.5	13.2	35.9	28.5	21.9
ROIC (%)	7.0	15.2	n/a	80.4	60.7

주요 투자지표

	2019	2020	2021P	2022E	2023E
투자지표 (x)					
P/E	n/a	n/a	29.3	19.8	22.7
P/B	n/a	n/a	6.1	5.3	4.7
EV/EBITDA	0.8	(1.7)	23.5	18.3	20.1
P/CF	n/a	n/a	10.4	21.6	10.3
배당수익률 (%)	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	85.0	22.7	311.8	64.2	32.0
영업이익	-13.8	65.4	1,157.5	69.1	-12.9
세전이익	52.8	101.7	1,163.9	69.8	-12.8
당기순이익	64.3	124.1	979.6	69.8	-12.8
EPS	n/a	n/a	n/a	69.8	-12.8
안정성(%)					
부채비율	73.6	113.1	75.5	12.8	11.8
유동비율	375.2	184.8	173.9	1,663.0	1,874.3
순차입금/자기자본	13.1	-34.3	-82.2	-82.9	-90.2
영업이익/금융비용	5.4	9.1	77.4	99.1	86.5
총차입금 (십억원)	125	126	120	119	119
순차입금 (십억원)	31	-90	-1,409	-1,639	-1,991
주당지표 (원)					
EPS	240	537	5,802	8,597	7,495
BPS	3,803	4,310	28,008	32,307	36,054
CFPS	n/a	n/a	16,377	7,880	16,491
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

SK바이오사이언스 목표주가 추이		투자의견 변동내역									
일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
			최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
			2021.11.08	신규	강하나						
2021.11.08	Buy	330,000									
2022.02.08	Buy	240,000									

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 강하나)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.1% 6.9%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±20%에서 ±15%로 변경
				100.0%	투자 의견 비율은 2021. 1. 1 ~ 2021. 12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)