

SK바이오사이언스(302440)

2Q22 Preview: 주가는 실적을 선행한다

노바백스향 CMO 매출 이상무, 실적은 컨센 대비 소폭 하회 전망

2분기 실적은 매출 1,331억원(-7.9% YoY, +52.9% QoQ), 영업이익 564억원(-14.7% YoY, +137.9% QoQ, OPM 42.4%)으로 각각 컨센서스를 5.5%, 1.7% 하회할 전망이다. 주요 매출처인 노바백스향 CMO 물량은 차질없이 출하 중이며 관련 매출은 1,164억원에 달할 것이다. 1분기에 출하 지연된 CMO 물량이 2분기 매출로 인식되면서 전분기 대비 매출이 증가했다. 노바백스향 CMO 매출은 하반기에도 점차 증가하며 스카이코비원과 함께 2022년 주된 매출원이 될 전망이다.

내년 실적을 본다면 현재 주가 흐름은 당연한 것

6월 29일, 스카이코비원이 국내 개발 코로나19 백신으로 품목허가를 받았다. 동종 부스터샷 임상에서는 25배 높은 오미크론 예방 효과를 확인하는 등 호재도 뒤따르고 있다. 7월 5일부터는 코로나19 재확산 우려가 커지면서 백신을 보유한 SK바이오사이언스가 수혜주로 부상했다. 올해 스카이코비원 매출은 2,600억원 수준이지만 2023년 예상 매출액은 7,320억원으로 전망된다. 2023년부터의 스카이코비원 매출 추정치는 이중 부스터샷 승인(3분기 전망), 영국 및 유럽 품목허가 승인, WHO 품질인증 획득을 전제로 한다. 스카이코비원과 유사한 임상 디자인과 환자수로 6월 23일 유럽 품목허가 받은 발네바사의 사례를 참고하면 Rolling review 신청 7개월 후 승인이 전망된다.

목표주가 28% 상향한 16만원 제시

SK바이오사이언스의 목표주가를 28% 상향한 160,000원으로 제시한다. 이전 목표주가는 피어그룹 2022F EV/EBITDA를 적용했다. 하지만 현재 주가에는 스카이코비원에 대한 기대치가 반영되고 있다. 따라서 스카이코비원 매출이 가시화된 현 시점부터 밸류에이션 기준을 변경했다. 12MF EBITDA 5,657억원과 피어그룹의 12MF EV/EBITDA 18.5배를 반영한 목표 시가총액은 12.3조원으로 계산된다. 2023년 스카이코비원 수출 전망은 유럽 품목허가, WHO 품질인증 획득을 가정하고 있다. 관련 이벤트와 시점에 주목할 필요가 있다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2020A	226	38	33	537	123.9	54	NM	NM	NM	13.2	NM
2021A	929	474	355	4,844	802.0	493	46.4	31.8	10.7	38.1	0.0
2022F	951	442	373	4,873	0.6	462	27.2	18.6	5.1	20.9	0.0
2023F	1,282	629	497	6,492	33.2	651	20.4	12.8	4.1	22.4	0.0
2024F	1,121	540	431	5,621	(13.4)	562	23.6	14.6	3.5	16.0	0.0

주: 순이익은 지분법적용 순이익

매수(유지)

목표주가: 160,000원(상향)

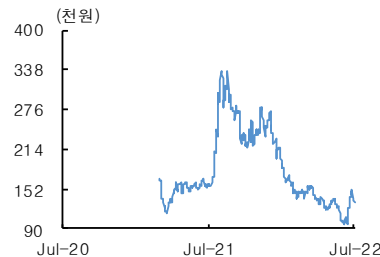
Stock Data

KOSPI(7/19)	2,371
주가(7/19)	132,500
시가총액(십억원)	10,174
발행주식수(백만)	77
52주 최고/최저가(원)	335,500/96,900
일평균거래대금(6개월, 백만원)	85,150
유동주식비율/외국인지분율(%)	26.8/3.8
주요주주(%)	에스케이케미칼 외 2인 68.2

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	27.4	(28.8)	(15.3)
KOSPI 대비(%p)	30.3	(12.2)	11.6

주가추이



자료: FnGuide

위해주, Ph.D.

hwji@koreainvestment.com

강은지

eunji.kang@koreainvestment.com

〈표 1〉 SK바이오사이언스 밸류에이션: 목표주가 160,000원으로 상향

(단위: 십억원)

구분	주요 내용	비고
A. 기업가치	10,472	
12MF EBITDA	566.2	피어그룹 12MF EV/EBITDA 18.5배 적용
B. 2023F 순차입금	(1,826)	
C. 목표 시가총액(A-B)	12,299	
D. 발행주식수(천주)	76,600	
E. 적정주가(C/D, 원)	160,555	
F. 목표주가(원)	160,000	
G. 현재주가(원)	132,500	7/19(화) 증가 기준
H. 상승여력	20.8%	

주1: 피어그룹은 한미약품, 녹십자, 에스티팜(백신 컨소시엄), 화이자, 모더나를 적용

주2: 이전(6/23) 밸류에이션 방법 - 2022F EBITDA 4,790억원 * 피어그룹 2022F EV/EBITDA 16.4배 적용

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 2Q22 실적 전망

	한투증권 (십억원)	QoQ (%, %p)	YoY (%, %p)	컨센서스 대비 (%, %p)	컨센서스 (십억원)	1개월 변화 (%, %p)
매출액	133.1	52.9	(7.9)	(5.5)	140.9	(4.6)
영업이익	56.4	137.9	(14.7)	(1.7)	57.4	(4.7)
영업이익률(%)	42.4	15.2	(3.4)	1.6	40.8	(0.0)
당기순이익	44.8	61.0	(15.2)	0.1	44.7	(4.4)

자료: Quantiwise, 한국투자증권

〈표 3〉 2022년 추정치 변경 세부내역

(단위: 십억원, %)

	기존 전망	수정 전망	차이	비고
매출액	985.6	951.3	(3.5)	
기존 제품 등	204.7	188.5	(7.9)	기존 제품 판매 추정치 하향
COVID-19_CMO	363.5	411.3	13.1	EU-GMP 인증 추가 획득, 출하량 증가 가능성 반영해 상향
COVID-19_CMO 외	177.4	91.5	(48.4)	노바백스 백신의 국내, 태국, 베트남 판매 로열티 추정 하향
COVID-19_스카이코비원	240.0	260.0	8.3	정부 추가 계약 가능성 반영해 상향
영업이익	459.4	441.9	(3.8)	
당기순이익	373.2	373.7	0.1	

자료: 한국투자증권

〈표 4〉 SK바이오사이언스 실적 전망

(단위: 십억원, %, %YoY)

	2021				2022F				연간			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QF	3QF	4QF	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	113	145	221	451	87	133	314	417	929	951	1,282	1,121
매출액 증가율	397.4	266.8	128.8	572.8	(22.7)	(7.9)	42.0	(7.4)	311.8	2.4	34.8	(12.6)
기존 제품 등	16	18	18	6	2	17	96	75	59	189	249	265
COVID-19_CMO	97	22	41	84	70	100.7	115	126	244	411	301	344
COVID-19_CMO 외	0	104	162	360	16	15.8	25	35	626	92	0	0
COVID-19_스카이코비원	-	-	-	-	-	0	78	182	0	260	732.0	512
영업이익	54	66	100	254	24	56	151	210	474	442	629	540
영업이익 증가율	NM	NM	192.7	2,227.2	(55.8)	(14.7)	50.9	(17.2)	1,157.5	(6.8)	42.4	(14.2)
영업이익률	47.7	45.7	45.5	56.3	27.2	42.4	48.3	50.4	51.0	46.5	49.1	48.2
세전이익	55	68	97	252	33	53	148	207	471	440	626	538
당기순이익	42	53	76	184	28	45	126	176	355	374	497	431
증가율	NM	NM	150.1	1,762.3	(33.7)	(15.2)	64.2	(4.6)	979.8	5.2	33.1	(13.4)

자료: SK바이오사이언스, 한국투자증권

〈표 5〉 정부의 2022년 백신 도입 현황 및 계획

(단위: 만회분)

백신 종류	확보 물량	도입 물량			물량감축	도입 예정 물량
		계	1분기	2분기		
화이자	6,000	1,903.1	892.9	1,010.2	-	4,097
모더나	2,847	508.2	399.8	108.4	-	2,339
노바백스	4,000	233.5	203.1	30.4	-	3,767
얀센	449	49.2	-	49.2	400	-
코백스	1,748	-	-	-	1,265	483
SK 바이오사이언스	1,000	-	-	-	-	1,000
총	16,044	2,694	1,496	1,198	1,665	11,685

주: 2022년 7월 7일 기준
 자료: 질병관리청, 한국투자증권

〈표 6〉 스카이코비원 매출 추정

			2023F	2024F	2025F	2026F	
내수	부스터샷	50~79세 약 18백만명의 50% 접종 가정	판매량(백만도즈)	9	6	6	4
			매출 감소율(%)*	-	30	12	23
			단가(천원)	20	20	20	20
			매출액(십억원)	180	126	111	85
수출	신규접종	미접종자 6억명 * 2회 = 총 12억도즈의 3% 수출 가정	판매량(백만도즈)	36	25	22	17
			매출 감소율(%)*	-	30	12	23
			단가(천원)	12	12	12	12
			매출액(십억원)	432	302	266	205
수출	부스터샷	접종 완료자 2억명 대상 = 2억도즈의 5% 수출 가정	필요량(백만도즈)	10	7	6	5
			매출 감소율(%)*	-	30	12	23
			단가(천원)	12	12	12	12
			매출액(십억원)	120	84	74	57
총 매출액(십억원)			732	512	451	347	

주: Global Data 기준 COVID19 백신 2023F~2028F 시장 규모의 감소율은 18.8%, 이를 참고하여 스카이코비원의 매출 감소를 추정
 자료: 한국투자증권

〈표 7〉 스카이코비원과 유사한 임상디자인과 환자수로 유럽 품목허가를 승인받은 발네바 사례와의 비교

	발네바(Valneva)		SK 바이오사이언스		
백신 접종자수	3,037명		3,029명(최소 1회 이상 투약 대상자 수)		
백신 형태	불활화 SARS-CoV-2		SARS-CoV-2 스파이크 단백질 서브 유닛		
임상 디자인	박스제브리아 대비 항체 생성량 비교		박스제브리아 대비 항체 생성량 비교		
결과	1) 중화항체 생성능: 비교 우위 (GMT* 867 > 553, p<0.0001) 2) 안전성: 동등		1) 중화항체 생성능: 비교 우위 (FRNT50** 272 > 93, p<0.0001) 2) 안전성: 동등		
주요 승인 국가	영국	유럽	한국	영국(심사중)	유럽(준비중)
신청일	2021년 8월 3일	2021년 12월 2일	2022년 4월 29일	2022년 3월 31일	-
승인일	2022년 4월 14일	2022년 6월 23일	2022년 6월 29일	2022년 11월(추정)	-
소요기간	7개월	7개월	2개월	7개월(예상)	7개월(예상)

주: * = Geometric Mean Titer, ** = 50% Focus Reduction neutralization Test
 자료: 발네바, SK바이오사이언스, 한국투자증권

〈표 8〉 글로벌 백신 업체 밸류에이션 비교

(단위: 백만달러, %, 배)

		SK바이오사이언스	한미약품	녹십자	에스티팜	화이자	모더나	평균
시가총액(백만달러)		7,800	2,932	1,626	1,358	288,232	66,482	
PER (배)	2021A	46.4	51.3	20.2	786.4	13.7	9.0	154.5
	2022F	27.2	48.5	33.7	143.5	7.7	6.1	44.4
	2023F	20.4	42.7	29.1	56.7	9.8	21.4	30.0
PBR (배)	2021A	10.7	4.2	2.0	8.1	4.3	7.2	6.1
	2022F	5.1	4.4	1.6	5.5	3.0	2.6	3.7
	2023F	4.1	4.0	1.6	5.2	2.5	2.2	3.3
ROE (%)	2021A	38.1	8.7	10.3	1.1	31.3	146.1	39.3
	2022F	20.9	9.5	5.0	4.0	40.6	58.5	23.1
	2023F	22.4	9.9	5.2	9.5	25.2	10.9	13.8
EV/ EBITDA (배)	2021A	31.8	18.6	24.1	131.8	13.6	6.8	37.8
	2022F	18.5	20.1	16.4	51.0	6.3	4.2	19.4
	2023F	12.8	19.3	16.0	29.1	8.2	15.5	16.8
영업 이익률 (%)	2021A	51.0	10.4	4.8	3.4	23.9	72.0	27.6
	2022F	46.5	10.6	6.3	8.3	42.5	61.8	29.3
	2023F	49.1	10.8	8.2	13.7	42.3	43.2	27.9
EPS 증가율 (% YoY)	2021A	802.0	460.9	52.0	NM	126.6	NM	360.4
	2022F	0.6	19.1	(50.1)	270.7	71.1	(9.4)	50.3
	2023F	33.2	13.7	15.8	153.0	(21.7)	(71.6)	20.4
배당 수익률 (%)	2021A	0.0	0.2	0.9	0.4	2.6	0.0	0.7
	2022F	0.0	0.2	1.1	0.5	3.1	0.0	0.8
	2023F	0.0	0.2	1.1	0.5	3.3	0.0	0.8

주: 7월 19일 증가 기준
 자료: Bloomberg, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

SK바이오사이언스는 2018년 에스케이케미칼 주식회사의 VAX 사업 부문이 단순·물적 분할되어 설립된 신설법인이다. 2021년 3월 18일 유가증권 시장에 상장했다. 자체 개발 프리미엄 백신 스카이셀플루4가(독감), 스카이조스터(대상포진), 스카이바리셀라(수두)를 국내외로 판매하고 있다. 코로나19 백신 스카이코비원 외 주요 임상 개발 파이프라인은 사노피와 공동개발 중인 페렴구균 백신이다. 이 외 동물세포, 인체유래세포, 곤충세포, 미생물 배양을 통한 백신 생산 및 공정 기술 플랫폼을 바탕으로 백신 CDMO 사업으로 확장을 준비하고 있다.

손익계산서

(단위: 십억원)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	226	929	951	1,282	1,121
매출원가	130	359	379	503	439
매출총이익	95	570	572	779	682
판매관리비	58	96	130	150	142
영업이익	38	474	442	629	540
영업이익률(%)	16.7	51.0	46.5	49.1	48.2
EBITDA	54	493	462	651	562
EBITDA Margin(%)	24.0	53.1	48.5	50.8	50.2
영업외수익	(1)	(3)	(2)	(3)	(2)
금융수익	8	26	12	13	15
금융비용	10	32	13	14	17
기타영업외손익	2	2	(1)	(2)	(0)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	37	471	440	626	538
법인세비용	4	116	66	129	108
당기순이익	33	355	373	497	431
당기순이익률(%)	14.6	38.2	39.2	38.8	38.4
조정당기순이익	33	355	373	497	431
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	22.7	311.8	2.4	34.8	(12.6)
영업이익 증가율	65.4	1,157.5	(6.8)	42.4	(14.2)
당기순이익 증가율	124	980	5	33	(13)
EPS 증가율	123.9	802.0	0.6	33.2	(13.4)
EBITDA 증가율	45.3	808.9	(6.3)	41.1	(13.7)

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동현금흐름	120	537	395	488	505
당기순이익	33	355	373	497	431
유형자산감가상각비	14	16	17	18	19
무형자산상각비	3	3	3	4	4
자산부채변동	66	44	(5)	(35)	57
기타	4	119	7	4	(6)
투자활동현금흐름	(108)	(1,422)	(376)	(465)	(462)
유형자산투자	(10)	(43)	(330)	(231)	(132)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(99)	(1,377)	(5)	(10)	5
무형자산순증	0	(2)	(4)	(10)	(1)
기타	1	0	(37)	(214)	(334)
재무활동현금흐름	(2)	958	26	27	11
자본의증가	0	983	0	0	0
차입금의순증	(1)	(24)	27	27	11
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	(1)	(1)	(1)	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	11	73	45	50	54
FCF	118	497	68	250	156

주: 1. K-IFRS (별도) 기준

2. EPS, BPS는 각각 지분법이익이 반영된 조정당기순이익, 조정자본총계를 이용해 계산

재무상태표

(단위: 십억원)

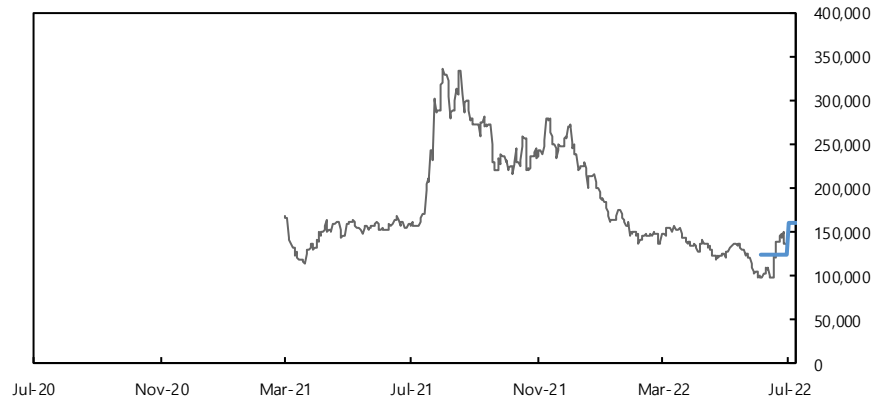
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
자산총계	562	2,110	2,516	3,080	3,539
유동자산	334	1,838	1,924	2,251	2,384
현금성자산	25	98	143	192	247
매출채권및기타채권	46	48	49	66	58
재고자산	70	135	138	186	163
비유동자산	228	272	592	829	931
투자자산	0	24	29	38	34
유형자산	181	210	524	737	851
무형자산	18	17	17	24	21
부채총계	298	509	544	612	642
유동부채	181	460	475	528	566
매입채무및기타채무	57	155	48	128	224
단기차입금및단기사채	0	12	15	18	21
유동성장기부채	13	50	63	75	88
비유동부채	118	49	68	84	75
사채	80	36	44	53	45
장기차입금및금융부채	33	9	11	13	15
자본총계	264	1,601	1,972	2,468	2,897
자본금	31	38	38	38	38
자본잉여금	181	1,157	1,157	1,157	1,157
기타자본	1	1	0	0	0
이익잉여금	53	405	778	1,276	1,706
조정자본총계	264	1,601	1,974	2,472	2,902
순차입금	(90)	(1,539)	(1,594)	(1,826)	(1,981)

주요 투자지표

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	537	4,844	4,873	6,492	5,621
BPS	4,310	20,932	25,777	32,268	37,889
DPS	0	0	0	0	0
수익성(%)					
ROA	6.8	26.6	16.1	17.8	13.0
ROE	13.2	38.1	20.9	22.4	16.0
배당수익률	NM	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
부채비율(x)	113.1	31.8	27.6	24.8	22.1
차입금/자본총계비율(%)	47.6	6.7	6.8	6.5	5.9
이자보상배율(x)	9.1	138.4	113.9	132.7	102.5
순차입금/EBITDA(x)	(1.7)	(3.1)	(3.5)	(2.8)	(3.5)
Valuation(x)					
PER	NM	46.4	27.2	20.4	23.6
최고	NM	74.7	47.5	35.7	41.2
최저	NM	23.0	19.5	14.6	16.9
PBR	NM	10.7	5.1	4.1	3.5
최고	NM	17.3	9.0	7.2	6.1
최저	NM	5.3	3.7	2.9	2.5
PSR	NM	17.8	10.7	7.9	9.1
EV/EBITDA	NM	31.8	18.6	12.8	14.6

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
SK바이오사이언스 (302440)	2022.06.22	매수	125,000원	-2.2	20.0
	2022.07.20	매수	160,000원	-	-



Compliance notice

- 당사는 2022년 7월 20일 현재 SK바이오사이언스 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 SK바이오사이언스 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.
- 당사는 SK바이오사이언스 발행주식의 유가증권(코스닥)시장 상장을 위한 대표 주관업무를 수행한 증권사입니다.

기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 추가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 추가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 추가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

투자등급 비율 (2022. 6. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
91.6%	8.4%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.