



Outperform(Maintain)

목표주가: 80,000원
주가(10/7): 72,500원
시가총액: 55,668억 원



제약바이오 Analyst 허혜민
hyemin@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (10/7)		2,232.84pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	280,500 원	72,500원
등락률	-74.2%	0.0%
수익률	절대	상대
1M	-29.6%	-25.1%
6M	-49.5%	-39.0%
1Y	-68.4%	-58.1%

Company Data

발행주식수	76,784 천주
일평균 거래량(3M)	551천주
외국인 지분율	3.9%
배당수익률(2022E)	0.0%
BPS(2022E)	22,982원
주요 주주	에스케이케미칼외 2인 68.2%

투자지표

(십억 원)	2020	2021	2022F	2023F
매출액	225.6	929.0	518.8	506.8
영업이익	37.7	474.2	211.9	173.8
EBITDA	54.2	493.0	231.8	193.5
세전이익	37.3	471.1	214.3	163.4
순이익	32.9	355.1	165.0	125.8
지배주주지분순이익	32.9	355.1	165.0	125.8
EPS(원)	537	4,828	2,151	1,638
증감률(% YoY)	124.1	798.3	-55.4	-23.8
PER(배)	0.0	46.6	33.7	44.3
PBR(배)	0.00	10.75	3.15	2.95
EV/EBITDA(배)		31.8	16.6	19.1
영업이익률(%)	16.7	51.0	40.8	34.3
ROE(%)	13.2	38.1	9.8	6.9
순차입금비율(%)	-35.6	-96.1	-97.6	-99.6

자료: 키움증권

Price Trend



SK바이오사이언스 (302440)

백신 생산 감소로 기대치 하회 전망



3분기 실적은 노바백스 오미크론 대응 백신 생산 준비와 스카이코비원 출하 물량이 9월 개시되어 미미하였던 점이 영향을 미쳐 시장 기대치를 하회할 것으로 예상됩니다. 4분기에는 스카이코비원과 노바백스 CMO 계약물량 출하로 실적 개선이 예상됩니다. 다만, 시장은 코로나19 이후의 성장 동력이 될 수 있는 모멘텀을 기다리고 있습니다.

>>> 3분기 백신 생산 감소로 시장 기대치 하회 전망

3분기 매출액은 856억 원(YoY -61%, QoQ -38%), 영업이익 215억 원(YoY -79%, QoQ -65%, OPM 25%)로 시장 컨센서스 매출액 1,996억 원과 이익 908억 원을 하회할 것으로 예상된다. 코로나19 자체 백신 스카이코비원은 지난 1월 정부와 1,000만회분 선구매 계약을 체결하였다. 6/29일 국내 허가를 받아 8/30일 초도물량 60만 9,000회분 출하, 9/1일 사전 예약 접수 및 9/13일(현장 접종은 9/5일) 접종을 시작하였다. 9/17일 정부는 1~3차 접종 받은 사람들도 스카이코비원 부스터샷을 접종할 수 있도록 허용하였다. 10/6일 기준 누적 스카이코비원 접종자는 610명에 불과하다. 일차적으로 추가 접종에 대해서는 mRNA 백신이 우선 권고되고, 1/2차 접종에서 몸에 불편함 등 여러 이유로 더 이상 mRNA 백신 추가 접종을 원하지 않는 경우 스카이코비원 추가 접종을 권고하고 있다. 현재 스카이코비원 접종의 64%가 4차 접종이다. 10월 기준 4차 접종으로 가장 많이 사용되는 것은 화이자로 70%를 차지(9월 74%)하였으며, 모더나가 18%(9월 17%), 노바백스 11%(9월 9%), 스카이코비원 0.7%(9월 0.1%)를 차지하였다. 3분기 60만 도즈 출하 관련하여 약 120억원이 인식될 것으로 예상된다. 노바백스 백신 물량 CMO 또한 3분기보다는 4분기 집중될 것으로 보인다. 오미크론 대응 백신 생산 준비로 우한주 백신이 3분기 생산이 미미했을 것으로 추측된다.

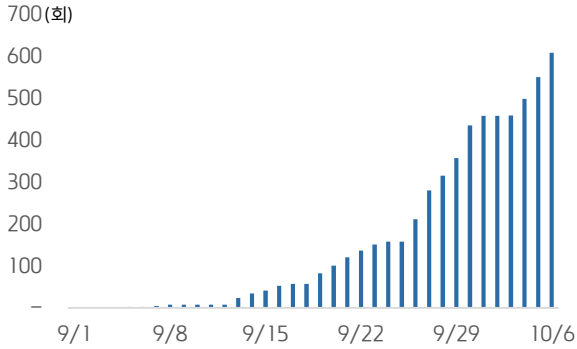
>>> 4분기에는 스카이 코비원과 노바백스 CMO 물량 출하

스카이코비원의 저조한 접종율에도 불구하고 사전 계약분에 대해서는 원액을 4분기에 완제를 '23년에 인식하면서 실적 개선이 기대된다. 노바백스와의 CMO 계약건 또한 4분기 이행되면서 수익성 개선 가능할 것으로 전망된다. 4분기 매출액은 2,079억 원(YoY -54%, QoQ +143%), 1,048억 원(YoY -59%, QoQ 389%, OPM 50%)이 예상된다.

>>> 투자의견 Outperform 유지, 목표주가 8만 원 하향

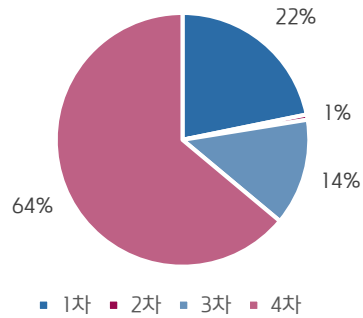
'23년 노바백스 재계약과 스카이코비원 CEPI항 물량을 보수적으로 적용하며, 실적 추정치 하향하여 동사에 대한 목표주가를 8만 원으로 하향하고 투자의견 Outperform 유지한다. 올해 생산하지 않았던 독감백신의 생산이 '23년 확정되었으나, 여전히 코로나19 백신 CMO 물량 감소로 인해 단기 수익 모델 창출이 필요하다. 이에 따라 M&A 및 상품 도입 등이 가속화될 것으로 보인다.

스카이코비원 누적 접종 추이



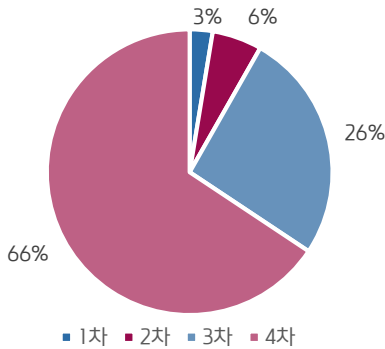
자료: 중앙사고수습본부, 키움증권 리서치센터

스카이코비원 누적 접종 비중. 4차가 대부분.



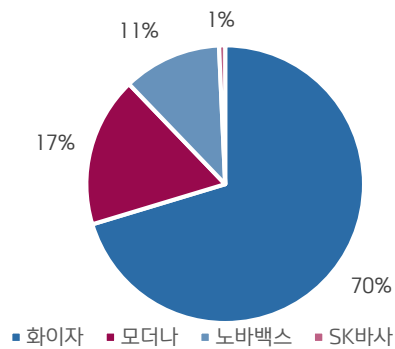
자료: 중앙사고수습본부, 키움증권 리서치센터

코로나19 백신 비중



주: 10/1~6일 기준
자료: 중앙사고수습본부, 키움증권 리서치센터

백신 업체별 비중



주: 10/1~6일 기준
자료: 중앙사고수습본부, 키움증권 리서치센터

파이프라인 현황

백신명	파트너	기초연구/전임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상	상업화
코로나19백신	CEPI BILL & MELINDA GATES foundation	●	●	●	●	MFDS 품목허가 획득
콤보 백신 (코로나19 + 독감)		✓				
범용 코로나 백신 (Sarbecovirus)	CEPI Protein Design	✓				
Nasal Spray	INSTITUTE FOR Protein Design BILL & MELINDA GATES foundation	✓				
코로나19 mRNA 백신	BILL & MELINDA GATES foundation	✓				
차세대 페렴구균백신	sanofi			✓ 미국		
RSV 백신		✓				
면역항암제, 비만백신 등		✓				
NRRV ¹ 백신 (저개발 국가용)	PATH BILL & MELINDA GATES foundation				✓ 아프리카	
장티푸스 접합백신	International Vaccine Institute BILL & MELINDA GATES foundation					수출용 품목허가 획득
자궁경부암 백신 4/10가	Sunflower		✓ 임상 1/2상			
로타바이러스 백신			✓			
A형 간염, 재조합 대상포진 등		✓				
그 외 기초 백신		글로벌 M&A를 통한 허가 및 상업화 완료 백신 및 파이프라인 확보 추진 중				

자료: SK바이오사이언스, 키움증권 리서치센터

실적 세부 내역 1

(단위, 십억원)

구분	1Q22	2Q22	3Q22E	컨센서스	차이	2022	컨센서스	차이
매출액	87.1	138.3	85.6	199.6	-57%	518.8	932.0	-44%
yoy	-23%	-4%	-61%	-10%		-44%	0%	
영업이익	23.8	61.2	21.5	90.8	-76%	211.9	421.6	-50%
yoy	-56%	-8%	-79%	-10%		-55%	-11%	
OPM	27%	44%	25%	45%		41%	45%	
순이익	27.8	46.1	17.1	72.4	-76%	165.0	335.2	-51%

자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

실적 세부 내역 2

(십억원)

구분	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2022E
매출액	112.7	144.6	220.8	450.9	929.0	87.1	138.3	85.6	207.9	518.8
YOY	422%	277%	124%	573%	312%	-23%	-4%	-61%	-54%	-44%
매출 원가	39.3	61.6	89.5	168.4	358.7	39.3	52.1	39.8	79.7	210.9
원가율	35%	43%	41%	37%	39%	45%	38%	47%	38%	41%
매출총이익	73.4	83.0	131.4	282.5	570.3	47.8	86.1	45.8	128.2	307.9
판매관리비	19.7	16.9	30.9	28.5	96.1	24.1	24.3	24.3	23.3	96.0
판매관리비율	17%	12%	14%	6%	10%	28%	18%	28%	11%	19%
영업이익	53.7	66.2	100.4	253.9	474.2	23.8	61.8	21.5	104.8	211.9
YOY	흑전	흑전	175%	2227%	1158%	-56%	-7%	-79%	-59%	-55%
OPM	48%	46%	45%	56%	51%	27%	45%	25%	50%	41%

자료: 키움증권 리서치센터

목표주가 산정내역

(단위, 억원, 천 주)

구분	가치 산정	비고
① 영업가치	47,766	상위제약사 평균 fw12m PER
② 순현금	13,500	
③ 유통 주식 수	76,500	
④ 기업가치(=①+②)	61,266	
⑤ 목표주가(=④/③)	80,000	

주: 상위 제약사는 셀트리온, 에스디바이오센서, 유한양행, 한미약품, 에스티팜

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	225.6	929.0	518.8	506.8	449.7
매출원가	130.3	358.7	210.9	227.3	222.3
매출총이익	95.3	570.3	307.9	279.6	227.4
판관비	57.6	96.1	96.0	105.7	95.3
영업이익	37.7	474.2	211.9	173.8	132.1
EBITDA	54.2	493.0	231.8	193.5	151.5
영업외손익	-0.4	-3.1	2.4	-10.4	-10.3
이자수익	0.5	1.5	1.7	1.8	2.0
이자비용	4.2	3.4	3.4	3.4	3.4
외환관련이익	5.4	7.7	30.0	15.0	15.0
외환관련손실	2.2	9.3	14.0	14.0	14.0
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.1	0.4	-11.9	-9.8	-9.9
법인세차감전이익	37.3	471.1	214.3	163.4	121.8
법인세비용	4.4	116.0	49.3	37.6	28.0
계속사업손익	32.9	355.1	165.0	125.8	93.8
당기순이익	32.9	355.1	165.0	125.8	93.8
지배주주순이익	32.9	355.1	165.0	125.8	93.8
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	22.7	311.8	-44.2	-2.3	-11.3
영업이익 증감율	65.4	1,157.8	-55.3	-18.0	-24.0
EBITDA 증감율	45.2	809.6	-53.0	-16.5	-21.7
지배주주순이익 증감율	124.2	979.3	-53.5	-23.8	-25.4
EPS 증감율	124.1	798.3	-55.4	-23.8	-25.5
매출총이익율(%)	42.2	61.4	59.3	55.2	50.6
영업이익율(%)	16.7	51.0	40.8	34.3	29.4
EBITDA Margin(%)	24.0	53.1	44.7	38.2	33.7
지배주주순이익율(%)	14.6	38.2	31.8	24.8	20.9

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	120.2	536.6	209.8	185.1	156.2
당기순이익	32.9	355.1	165.0	125.8	93.8
비현금항목의 가감	25.1	149.4	75.8	63.7	53.8
유형자산감가상각비	13.6	15.5	16.8	17.1	17.4
무형자산감가상각비	3.0	3.3	3.1	2.5	2.1
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	8.5	130.6	55.9	44.1	34.3
영업활동자산부채증감	66.4	44.0	20.1	34.8	38.2
매출채권및기타채권의감소	1.7	-7.6	-29.7	11.9	7.4
재고자산의감소	-31.6	-70.3	59.6	1.7	8.3
매입채무및기타채무의증가	-0.9	46.5	-9.9	21.1	22.4
기타	97.2	75.4	0.1	0.1	0.1
기타현금흐름	-4.2	-11.9	-51.1	-39.2	-29.6
투자활동 현금흐름	-108.1	-1,421.9	135.8	-19.0	1.0
유형자산의 취득	-9.9	-42.9	-20.0	-20.0	0.0
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	0.2	-1.6	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	10.5	-21.8	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-110.8	-1,356.7	154.8	0.0	0.0
기타	1.9	1.1	1.0	1.0	1.0
재무활동 현금흐름	-1.5	958.4	-0.5	-0.6	-0.6
차입금의 증가(감소)	-1.2	-24.2	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	983.3	0.1	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-0.3	-0.7	-0.6	-0.6	-0.6
기타현금흐름	0.0	0.0	-7.1	-7.1	-7.1
현금 및 현금성자산의 순증가	10.6	73.1	338.1	158.4	149.6
기초현금 및 현금성자산	14.4	25.0	98.0	436.1	594.6
기말현금 및 현금성자산	25.0	98.0	436.1	594.6	744.1

자료 : 키움증권

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	333.9	1,837.8	1,991.2	2,136.0	2,269.8
현금 및 현금성자산	25.0	98.0	436.1	594.6	744.1
단기금융자산	190.9	1,547.6	1,392.9	1,392.9	1,392.9
매출채권 및 기타채권	45.8	48.1	77.8	65.9	58.5
재고자산	70.3	135.0	75.4	73.7	65.4
기타유동자산	1.9	9.1	9.0	8.9	8.9
비유동자산	228.3	272.3	272.4	272.7	253.3
투자자산	0.5	22.3	22.3	22.3	22.3
유형자산	181.0	210.3	213.5	216.3	199.0
무형자산	17.9	17.1	13.9	11.4	9.3
기타비유동자산	28.9	22.6	22.7	22.7	22.7
자산총계	562.2	2,110.1	2,263.6	2,408.7	2,523.1
유동부채	180.6	460.0	450.1	471.2	493.6
매입채무 및 기타채무	57.0	155.3	145.4	166.5	188.9
단기금융부채	12.6	62.0	62.0	62.0	62.0
기타유동부채	111.0	242.7	242.7	242.7	242.7
비유동부채	117.8	48.9	48.9	48.9	48.9
장기금융부채	109.4	44.3	44.3	44.3	44.3
기타비유동부채	8.4	4.6	4.6	4.6	4.6
부채총계	298.4	508.8	498.9	520.0	542.5
지배자본	263.8	1,601.3	1,764.7	1,888.6	1,980.6
자본금	30.6	38.3	38.4	38.4	38.4
자본잉여금	180.5	1,157.1	1,157.1	1,157.1	1,157.1
기타자본	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
기타포괄손익누계액	-1.5	-0.2	-2.0	-3.8	-5.6
이익잉여금	53.2	405.3	570.3	696.1	789.9
비지배자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	263.8	1,601.3	1,764.7	1,888.6	1,980.6
투자지표					
주당지표(원)					
EPS	537	4,828	2,151	1,638	1,221
BPS	4,310	20,932	22,982	24,597	25,794
CFPS	948	6,858	3,139	2,468	1,921
DPS	0	0	0	0	0
주기배수(배)					
PER	0.0	46.6	33.7	44.3	59.4
PER(최고)	0.0	75.0	107.6		
PER(최저)	0.0	23.1	33.3		
PBR	0.00	10.75	3.15	2.95	2.81
PBR(최고)	0.00	17.29	10.07		
PBR(최저)	0.00	5.33	3.12		
PSR	0.00	17.82	10.72	10.98	12.38
PCFR	0.0	32.8	23.1	29.4	37.7
EV/EBITDA		31.8	16.6	19.1	23.3
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)		0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	6.8	26.6	7.5	5.4	3.8
ROE	13.2	38.1	9.8	6.9	4.8
ROIC	12.4	384.3	681.6	-4,073.4	-206.1
매출채권회전율	5.8	19.8	8.2	7.1	7.2
재고자산회전율	4.2	9.0	4.9	6.8	6.5
부채비율	113.1	31.8	28.3	27.5	27.4
순차입금비율	-35.6	-96.1	-97.6	-99.6	-102.5
이자보상배율	9.1	138.4	61.8	50.7	38.5
총차입금	122.0	106.2	106.2	106.2	106.2
순차입금	-93.9	-1,539.4	-1,722.7	-1,881.2	-2,030.8
EBITDA	54.2	493.0	231.8	193.5	151.5
FCF	97.9	386.0	183.1	168.3	159.3

Compliance Notice

- 당사는 10월 7일 현재 'SK바이오사이언스(302440)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

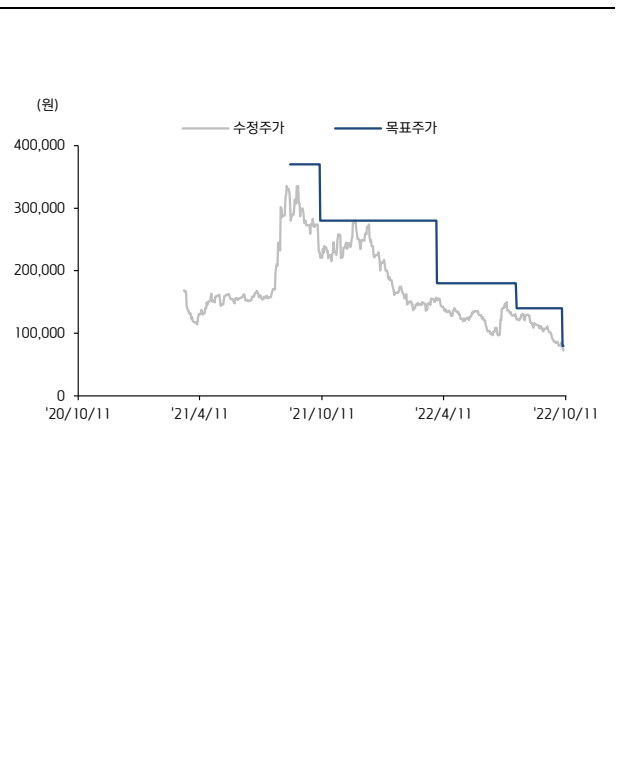
고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
SK 바이오 사이언스 (302240)	2021-08-24	BUY(Initiate)	370,000원	6개월	-23.02	-9.46
	2021-10-08	BUY(Maintain)	280,000원	6개월	-27.36	0.18
	2022-04-01	Outperform (Downgrade)	180,000원	6개월	-29.19	-13.61
	2022-07-29	Outperform (Maintain)	140,000원	6개월	-22.97	-6.43
	2022-10-11	Outperform (Maintain)	80,000원	6개월		

목표주가 추이 (2개년)



*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

투자의견 및 적용기준

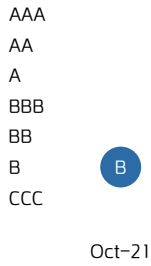
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2021/10/01~2022/09/30)

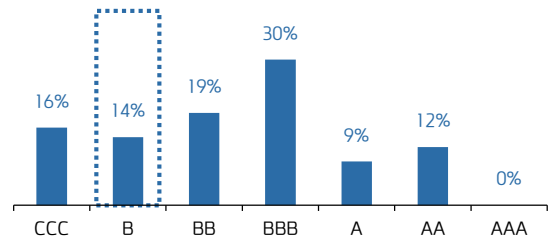
매수	중립	매도
98.19%	1.81%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치
Universe: MSCI ACWI Index 바이오텍 기업 43개

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
주요 이슈 가중평균	4.1	4.5		
환경	4.8	5.5	10.0%	
유독 물질 배출과 폐기물	4.8	5.5	10.0%	
사회	4.2	4.4	55.0%	
인력 자원 개발	3.1	3.8	25.0%	
의료 서비스	3.5	3.5	15.0%	
제품 안전과 품질	6.6	6.3	15.0%	
지배구조	3.7	4.4	35.0%	▲0.5
기업 지배구조	4.9	5.2		▲0.8
기업 활동	4.2	5.1		

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용
	주요 이슈 업데이트 없음

자료: 키움증권 리서치

MSCI 피어그룹 벤치마크

산업 피어 주요 5개사 (바이오텍)	유독 물질 배출과 폐기물	의료 서비스	인력 자원 개발	제품 안전과 품질	기업 지배구조	기업 활동	등급	추세
CSL LIMITED	●●	●●●●	●●●●●	●	●●●●	●●●	N/A	◀▶
GILEAD SCIENCES, INC.	●●●●	●●●●	●●●●	●	●●●●	●●●	N/A	◀▶
REGENERON PHARMACEUTICALS, INC.	●●●	●●●	●●●●	●●	●	●●●	N/A	◀▶
Shanghai Junshi Biosciences Co Ltd	●●	●	●●	●●●●	●●●●	●●	N/A	
Shenzhen Kangtai Biological Products Co.,Ltd.	●●	●●	●●	●●●	●●	●	N/A	◀▶
SK바이오사이언스	●	●●●	●●	●●●	●●	●●	B	◀▶

4분위 등급 : 최저 4분위 ● 최고 4분위 ●●●●●
 등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼
 자료: MSCI, 키움증권 리서치