

이동진 수석연구원
✉ shawn1225@shinhan.com

4) SK바이오사이언스(Trading BUY(상향), TP 7.2만원(신규))

(1) 3Q22 Preview: 그때는 맞고 지금은 틀리다

3Q22 매출액 및 영업이익
YoY -68%, -86% 추정

3분기 개별 기준 매출액 및 영업이익을 각각 708억원(-67.9% YoY, 이하 YoY 생략), 137억원(-86.3%, OPM 19.4%)으로 추정한다. 최근 하향 조정되고 있는 컨센서스(매출액 1,996억원, 영업이익 908억원) 대비로도 큰 폭 하회한 실적이 예상된다.

3분기 부진한 실적이 예상되는 근거는 크게 2가지다. 먼저 1) 자체 개발 코로나 19 백신인 ‘스카이코비원’ 관련 3분기 중 인식된 매출액이 기존 예상치를 하회할 것으로 예상된다. 3분기 당사가 추정한 스카이코비원 매출은 281억원이다. 국내에서 기초접종 대상 허가를 획득함에 따라 스카이코비원 생산이 3분기 중 제한적으로 이뤄진 것으로 판단되며 이에 따라 당초 연중 인식될 예정이었던 국내 선구매 매출 2천억원 중 DS(원료의약품) 매출 대부분은 4분기에 반영될 전망이다. 또한 2) 위탁생산 중인 노바백스 코로나19 백신 매출 역시 7월 계약 변경을 통해 오미크론 변이 대응 백신 생산을 위한 전환 과정으로 생산 규모가 일시적으로 감소한 것으로 판단된다.

(2) 전망 및 투자 판단

4분기 실적은 유의미한 회복 가능. 다만 코로나19 백신의 수요 감소 및 경쟁 백신들의 오미크론 변이 대응 효과 감안 시 중장기 실적 추정치 하향 불가피

4분기에는 스카이코비원 국내 선구매 계약에 따른 DS 매출 반영, 노바백스 코로나19 백신 위탁생산 매출 회복을 바탕으로 3분기 대비 유의미한 매출 성장이 기대된다. 하지만 노바백스의 코로나19 백신 매출 가이드스가 하향조정되고 있는 가운데 2023년 SK바이오사이언스의 노바백스향 백신 위탁생산 계약 역시 대폭 하향조정될 것으로 예상된다. 스카이코비원 역시 이르면 2022년 말 MHRA 조건부허가(CMA)와 WHO 긴급사용목록 등록이 기대되나 글로벌 코로나19 백신 수요 감소 및 화이자, 모더나 등 mRNA 백신의 오미크론 변이 대응 백신 출시에 따른 부정적 영향은 불가피할 전망이다. 최근 주가 하락으로 투자 의견은 ‘Trading BUY’로 상향, 목표주가는 할인을 상승 및 실적 추정치 하향을 반영하여 7.2만원으로 제시한다.

SK바이오사이언스 3Q22 실적 추정

(십억원, %)	3Q22F	3Q21	YoY	2Q22	QoQ	기존	컨센서스
매출액	70.8	220.8	(67.9)	138.3	(48.8)	181.1	199.6
영업이익	13.7	100.4	(86.3)	61.2	(77.5)	82.5	90.8
세전이익	27.5	96.6	(71.5)	55.3	(50.3)	80.2	87.5
당기순이익	20.9	76.4	(72.7)	46.1	(54.7)	61.0	72.4
영업이익률	19.4	45.5		44.3		45.6	45.5
순이익률	29.5	34.6		33.4		33.7	36.3

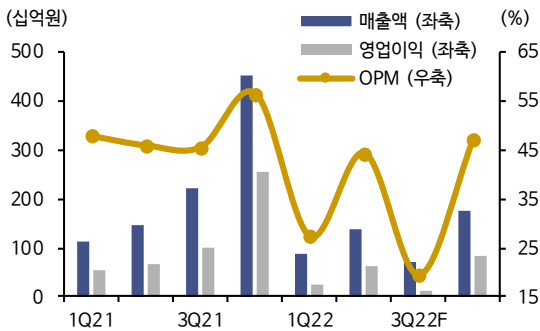
자료: 회사 자료, FnGuide, 신한투자증권 추정 / 주: 개별 기준

SK바이오사이언스 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22F	4Q22F	20	21	22F
매출액	1127	1446	220.8	450.9	87.1	138.3	70.8	176.8	225.6	929.0	473.0
YoY	397.4	266.8	128.8	572.8	(22.7)	(4.4)	(67.9)	(60.8)	22.7	311.8	(49.1)
제품(코로나19 백신 원액 포함)	9.7	104.1	164.7	360.4	15.8	7.8	41.4	142.4	148.2	638.9	207.4
스카이코비원 매출	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	28.1	112.4	0.0	0.0	140.4
상품(로타텍, 수액제 포함)	4.3	6.4	9.1	6.3	1.6	1.5	4.6	3.2	60.9	26.1	10.8
기타(CDMO 포함)	98.8	34.2	47.0	84.1	69.7	129.0	24.8	31.3	16.5	264.0	254.8
매출총이익	73.4	83.0	131.4	282.5	47.8	86.1	37.1	112.7	95.3	570.3	283.8
YoY	1,026.3	867.3	165.2	819.7	(34.9)	3.7	(71.8)	(60.1)	22.5	498.1	(50.2)
GPM	65.1	57.4	59.5	62.7	54.9	62.3	52.4	63.7	42.3	61.4	60.0
영업이익	53.7	66.2	100.4	253.9	23.8	61.2	13.7	83.4	37.7	474.2	182.1
YoY	흑전	흑전	192.7	2,227.2	(55.8)	(7.5)	(86.3)	(67.1)	65.4	1,157.5	(61.6)
OPM	47.7	45.7	45.5	56.3	27.3	44.3	19.4	47.2	16.7	51.0	38.5
당기순이익	41.9	52.8	76.4	184.0	27.8	46.1	20.9	73.4	32.9	355.1	168.2
YoY	흑전	흑전	150.1	1,762.3	(33.7)	(12.7)	(72.7)	(60.1)	124.1	979.8	(52.6)
NPM	37.2	36.5	34.6	40.8	31.9	33.4	29.5	41.5	14.6	38.2	35.6

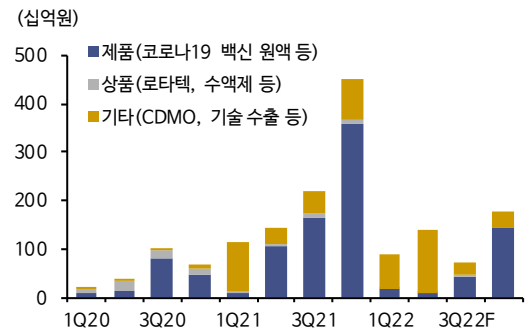
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정 / 주: 개별 기준

SK바이오사이언스 분기 실적 추이 및 전망



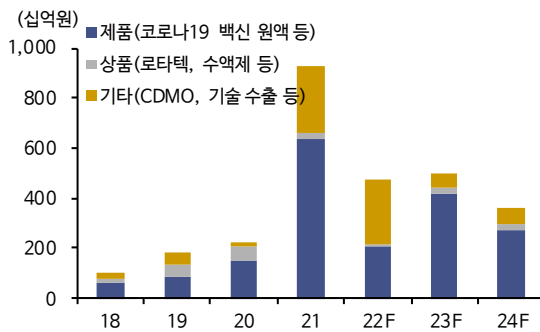
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

SK바이오사이언스 분기 유형별 매출 추이 및 전망



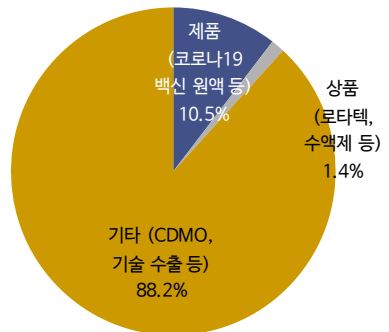
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

SK바이오사이언스 연간 매출 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

SK바이오사이언스 유형별 매출 비중



자료: 회사 자료, 신한투자증권 / 주: 2022년 2분기 기준

SK바이오사이언스 목표주가 산출		
(십억원, 천주, 원)		비고
1. CDMO 사업 가치(A+B)	2,451.6	
A. NPV of FCFF	546.2	
B. NPV of Terminal Value	1,905.3	WACC 7.9%, 영구성장률 3.0% 적용
2. 파이프라인 가치(C+D)	1,727.2	
C. SP0202(차세대 페렴구균 백신)	1,287.6	2028년 출시, 임상 2상 성공확률 24.4% 적용
D. 스카이코비원(코로나19 백신)	439.7	2022년 국내 출시, 1H23 글로벌 출시 가정
3. 순차입금	(1,376.6)	2022년 말 예상치 기준
4. 기업가치(1+2-3)	5,555.4	
5. 보통주주식수	76,784	
6. 적정주가 산출	72,000	
7. 현재 주가	68,800	2022년 10월 11일 종가
8. 상승여력	4.7%	

자료: 신한투자증권 추정

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
자산총계	562.2	2,110.1	2,195.8	2,328.6	2,377.4
유동자산	333.9	1,837.8	1,712.4	1,759.3	1,703.8
현금및현금성자산	25.0	98.0	92.0	325.2	431.4
매출채권	30.5	38.0	95.0	76.0	60.8
재고자산	70.3	135.0	189.1	151.3	121.0
비유동자산	228.3	272.3	483.4	569.3	673.6
유형자산	181.0	210.3	415.1	493.7	589.2
무형자산	17.9	17.1	20.9	25.6	31.4
투자자산	0.5	23.9	26.3	29.0	31.9
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	298.4	508.8	426.3	449.3	473.9
유동부채	180.6	460.0	399.2	421.8	446.0
단기차입금	0.0	11.7	11.7	11.7	11.7
매입채무	17.5	63.8	70.2	77.2	84.9
유동성장기부채	12.6	50.3	0.3	0.0	0.0
비유동부채	117.8	48.9	27.0	27.4	27.9
사채	80.5	35.5	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	32.5	8.8	18.8	18.8	18.8
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	263.8	1,601.3	1,769.5	1,879.3	1,903.5
자본금	30.6	38.3	38.3	38.3	38.3
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
기타포괄이익누계액	(1.5)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
이익잉여금	53.2	405.3	573.5	683.3	707.5
지배주주지분	263.8	1,601.3	1,769.5	1,879.3	1,903.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	125.7	107.1	31.2	30.9	30.8
*순차입금(순현금)	(90.4)	(1,539.0)	(1,376.6)	(1,478.5)	(1,466.4)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동으로인한현금흐름	120.2	536.6	72.6	214.5	122.0
당기순이익	32.9	355.1	168.2	109.8	24.2
유형자산상각비	13.6	15.5	20.2	21.9	23.7
무형자산상각비	3.0	3.3	4.7	5.7	7.0
외환환산손실(이익)	(4.5)	3.9	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.2)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	66.4	44.0	(119.5)	78.0	68.0
(법인세납부)	(0.2)	(9.0)	(43.9)	(31.0)	(6.8)
기타	9.2	123.8	42.9	30.1	5.9
투자활동으로인한현금흐름	(108.1)	(1,421.9)	(2.8)	18.9	(15.7)
유형자산의증가(CAPEX)	(9.9)	(42.9)	(225.0)	(100.4)	(119.3)
유형자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의증가(증가)	0.2	(1.6)	(8.5)	(10.5)	(12.8)
투자자산의감소(증가)	0.0	0.0	(2.4)	(2.6)	(2.9)
기타	(98.4)	(1,377.4)	233.1	132.4	119.3
FCF	122.1	488.7	(178.9)	118.9	11.2
재무활동으로인한현금흐름	(1.5)	958.4	(75.9)	(0.3)	(0.1)
차입금의 증가(감소)	(1.2)	(24.2)	(75.9)	(0.3)	(0.1)
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(0.3)	982.6	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	10.6	73.1	(6.1)	233.2	106.2
기초현금	14.4	25.0	98.0	91.9	325.1
기말현금	25.0	98.0	91.9	325.1	431.3

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	225.6	929.0	473.0	497.2	361.3
증감률 (%)	22.7	311.8	(49.1)	5.1	(27.3)
매출원가	130.3	358.7	189.2	235.9	186.1
매출총이익	95.3	570.3	283.8	261.3	175.2
매출총이익률 (%)	42.3	61.4	60.0	52.6	48.5
판매관리비	57.6	96.1	101.6	115.0	134.0
영업이익	37.7	474.2	182.1	146.3	41.3
증감률 (%)	65.4	1,157.5	(61.6)	(19.7)	(71.8)
영업이익률 (%)	16.7	51.0	38.5	29.4	11.4
영업외손익	(0.4)	(3.1)	30.1	(5.5)	(10.3)
금융손익	(2.3)	(5.4)	33.8	(3.1)	(9.2)
기타영업외손익	1.8	2.3	(3.7)	(2.4)	(1.2)
총속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	37.3	471.1	212.2	140.8	31.0
법인세비용	4.4	116.0	43.9	31.0	6.8
계속사업이익	32.9	355.1	168.2	109.8	24.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	32.9	355.1	168.2	109.8	24.2
증감률 (%)	124.1	979.8	(52.6)	(34.7)	(78.0)
순이익률 (%)	14.6	38.2	35.6	22.1	6.7
(지배주주)당기순이익	32.9	355.1	168.2	109.8	24.2
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	30.8	353.3	168.2	109.8	24.2
(지배주주)총포괄이익	30.8	353.3	168.2	109.8	24.2
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	54.2	493.0	207.0	173.9	72.0
증감률 (%)	45.3	808.9	(58.0)	(16.0)	(58.6)
EBITDA 이익률 (%)	24.0	53.1	43.8	35.0	19.9

주요 투자지표

12월 결산	2020	2021	2022F	2023F	2024F
EPS (당기순이익, 원)	537	4,828	2,193	1,430	315
EPS (지배순이익, 원)	537	4,828	2,193	1,430	315
BPS (자본총계, 원)	4,310	20,932	23,046	24,476	24,790
BPS (지배지분, 원)	4,310	20,932	23,046	24,476	24,790
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	0.0	46.6	33.1	50.7	230.4
PER (지배순이익, 배)	0.0	46.6	33.1	50.7	230.4
PBR (자본총계, 배)	0.0	10.7	3.1	3.0	2.9
PBR (지배지분, 배)	0.0	10.7	3.1	3.0	2.9
EV/EBITDA (배)	(1.7)	31.8	20.2	23.5	56.9
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	24.0	53.1	43.8	35.0	19.9
영업이익률 (%)	16.7	51.0	38.5	29.4	11.4
순이익률 (%)	14.6	38.2	35.6	22.1	6.7
ROA (%)	6.8	26.6	7.8	4.9	1.0
ROE (지배순이익, %)	13.2	38.1	10.0	6.0	1.3
ROIC (%)	12.9	430.8	76.9	32.0	8.6
안정성					
부채비율 (%)	113.1	31.8	24.1	23.9	24.9
순차입금비율 (%)	(34.3)	(96.1)	(77.8)	(78.7)	(77.0)
현금비율 (%)	13.8	21.3	23.0	77.1	96.7
이자보상배율 (배)	9.1	138.4	89.4	160.0	45.4
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(25.1)	(7.3)	(3.3)	(4.1)	(1.9)
재고자산회수기간 (일)	86.3	40.3	125.1	124.9	137.5
매출채권회수기간 (일)	50.7	13.5	51.3	62.8	69.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권