

제약/바이오

이나경

02)6260-2436

nkleee@heungkuksec.co.kr

(302440)

SK바이오사이언스

Buy(유지)

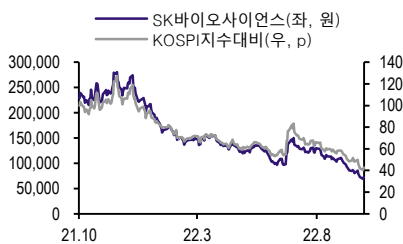
2023년의 방향성이 필요한 타이밍

목표주가	86,000원(하향)			
현재주가(10/13)	72,200원			
상승여력	19.1%			
시가총액	5,548십억원			
발행주식수	76,784천주			
52주 최고가 / 최저가	280,500 / 68,800원			
3개월 일평균거래대금	65십억원			
외국인 지분율	4.1%			
주요주주				
에스케이케미칼 (외 3인)	68.2%			
에스케이바이오사이언스우	1.2%			
리사주 (외 1인)	0.0%			
이수진 (외 1인)	0.0%			
추가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-10.0	-17.9	-41.1	-10.0
상대수익률(KOSPI)	-8.3	-19.1	-31.8	5.1

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	226	929	528	386
영업이익	38	474	199	92
EBITDA	54	493	223	115
지배주주순이익	33	355	161	71
EPS	537	4,642	2,103	924
순차입금	-79	-1,539	-1,713	-1,801
PER	n/a	48.5	34.7	78.9
PBR	n/a	10.7	3.2	3.0
EV/EBITDA	-1.5	31.8	17.4	33.1
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	13.2	38.1	9.6	3.9
컨센서스 영업이익	38	474	222	227
컨센서스 EPS	537	4,642	2,405	2,435

주가추이



당사는 SK바이오사이언스에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가 8.6만원으로 하향한다. 3Q22E 실적은 기존 시장 기대치(매출 1,374억원, 영업이익 528억 원)를 크게 하회할 것으로 보인다. 스카이코비원 국내 출하가 예상보다 늦어지며 대부분의 수주물량이 4Q22에 매출로 인식될 예정이다. 코로나19 백신 수요에 대한 우려가 여전한 가운데, 올해 이후의 실적에 대한 방향성을 제시해야 할 타이밍이다.

3Q22E Preview

SK바이오사이언스의 3Q22E 실적은 매출액 854억원(YoY -61.3%), 영업이익 199억원(YoY -80.2%, OPM 23.3%)를 기록할 것으로 전망한다. 올해 초 수주 받은 질병관리청항 스카이코비원의 경우 3Q22 약 60만 도즈 원액 및 완제 매출이 인식될 예정이다. 4Q22에는 남은 원액 수주물량 전부를 인식하며, 완제의 경우 출하에 따라 매출로 인식 될 것으로 예상된다. 따라서 3Q22의 경우 대부분의 매출이 노바백스항 CMO 물량에 의해 발생하지만, 4Q22에 스카이코비원 질병관리청항 매출이 더해지며 QoQ로 실적이 회복 될 전망이다.

다만 우려되는 부분은 2023년 실적 윤곽이 분명하지 않다는 점이다. 지난 8월 노바백스는 2분기 실적이 크게 부진하였고, 누박소비드 실적 가이드라인을 하향조정했다. 즉 동사 역시 내년 누박소비드 CDMO 수주를 담보하기 어렵다는 뜻이기도 하다. 동사는 현재 생산을 중단하고 있는 독감백신을 다시 생산하는 방향 역시 검토 중인 것으로 파악된다.

투자 의견 Buy 유지, 목표주가 8.6만원으로 하향

코로나19 확진 및 기존 확진과 다른 변이주에 의한 재확진자가 증가하면서, 코로나19 백신 수요에 대한 우려는 커지고 있다. 이에 스카이코비원 국내 및 해외 매출 업사이드를 크게 보기 어렵다는 의견을 유지한다. 목표주가는 SOTP 밸류에이션에 의해 2022E EBITDA 2,226억원에 Target EV/EBITDA 13배를 적용한 영업가치에 글로벌 임상2상 진행 중인 스카이팩 파이프라인 가치와 순현금을 고려해 8.6만원으로 하향했다. 참고로 스카이코비원 매출은 영업가치에 포함되었다.

그림 1 SK바이오사이언스 실적 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E
매출액	112.7	144.6	220.8	450.9	87.1	138.3	85.4	228.6	225.6	929.0	528.0
YoY(%)	422.4%	277.2%	123.8%	572.8%	-22.7%	-4.4%	-61.3%	-49.3%	22.7%	311.8%	-43.2%
제품	9.7	104.1	140.8	384.3	78.8	128.0	71.5	219.1	148.2	638.9	486.1
상품	4.3	6.4	9.7	5.7	4.5	6.7	10.2	5.9	61.0	26.1	27.4
매출원가	39.3	61.6	89.5	168.4	39.3	52.1	34.3	91.5	130.3	358.7	217.2
매출원가율(%)	34.9%	42.6%	40.5%	37.3%	45.1%	37.7%	40.2%	40.0%	57.7%	38.6%	41.1%
YoY(%)	143.5%	99.7%	90.4%	363.9%	-0.1%	-15.3%	-61.6%	-45.7%	22.8%	175.4%	-39.5%
매출총이익	73.4	83.0	131.4	282.5	47.8	86.1	51.0	137.2	95.3	570.3	310.8
GPM(%)	65.1%	57.4%	59.5%	62.7%	54.9%	62.3%	59.8%	60.0%	42.3%	61.4%	58.9%
YoY(%)	1251.2%	1007.2%	154.1%	819.7%	-34.9%	3.7%	-61.1%	-51.4%	22.5%	498.1%	-45.5%
판매관리비	19.7	16.9	30.9	28.5	24.1	25.0	31.1	31.6	57.6	96.1	111.8
YoY(%)	80.1%	44.6%	103.3%	44.1%	22.2%	47.8%	0.6%	10.8%	4.66%	66.69%	16.33%
영업이익	53.7	66.2	100.4	253.9	23.8	61.2	19.9	105.6	37.7	474.2	199.0
영업이익률(%)	47.7%	45.7%	45.5%	56.3%	27.3%	44.3%	23.3%	46.2%	16.7%	51.0%	37.7%
YoY(%)	흑전	흑전	175.3%	2227.2%	-55.8%	-7.5%	-80.2%	-58.4%	65.4%	1157.5%	-58.0%
당기순이익	41.9	52.8	76.4	184.0	27.8	46.1	14.7	80.6	32.9	355.1	154.7
당기순이익률(%)	37.2%	36.5%	34.6%	40.8%	31.9%	33.4%	17.2%	35.3%	14.6%	38.2%	29.3%
YoY(%)	흑전	흑전	137.3%	1762.3%	-33.7%	-12.7%	-80.8%	-56.2%	124.1%	979.8%	-56.4%

자료: SK바이오사이언스, 흥국증권 리서치센터

그림 2 SK바이오사이언스 밸류에이션

(십억원)	Value	산출방법
영업가치		
(1)기존사업 가치	2,893	2022E EBITDA 2,226 억원 Target EV/EBITDA 13 배 적용
비영업가치		
(2)스카이팩	2,262	
(3)순현금	1,713	
NAV	6,599	(1)+(2)+(3)
유통주식수(천주)	76,784	
주당 가치(원)	85,937	
목표주가(원)	86,000	
현재주가(원)	72,200	
Upside(%)	19.1%	

자료: 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	226	929	528	386	382
증가율 (Y-Y,%)	22.7	311.8	(43.2)	(27.0)	(0.9)
영업이익	38	474	199	92	95
증가율 (Y-Y,%)	65.4	1,157.5	(58.0)	(53.8)	3.6
EBITDA	54	493	223	115	118
영업외손익	(0)	(3)	7	(0)	1
순이자수익	(4)	(2)	6	(1)	(1)
외화관련손익	3	(2)	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	37	471	206	92	96
당기순이익	33	355	154	71	74
지배기업당기순이익	33	355	154	71	74
증가율 (Y-Y,%)	124.1	979.8	(54.7)	(56.1)	5.3
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	n/a	110.6	42.1	19.6	(25.6)
영업이익증가율(3Yr)	n/a	161.8	105.9	34.6	(41.4)
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	146.2	81.3	28.4	(37.9)
순이익증가율(3Yr)	n/a	241.3	122.1	29.0	(40.6)
영업이익률(%)	16.7	51.0	37.7	23.9	24.9
EBITDA마진(%)	24.0	53.1	42.2	29.8	30.8
순이익률 (%)	14.6	38.2	30.5	18.3	19.5
NOPLAT	33	357	156	71	74
(+) Dep	17	19	24	23	22
(-) 운전자본투자	(71)	(166)	(3)	(7)	(0)
(-) Capex	10	43	24	18	18
OpFCF	111	500	158	83	79

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	334	1,838	1,909	1,957	2,035
현금성자산	216	1,646	1,815	1,886	1,965
매출채권	46	48	27	20	19
재고자산	70	135	58	43	42
비유동자산	228	272	263	252	250
투자자산	29	45	26	19	19
유형자산	181	210	216	215	214
무형자산	18	17	21	18	17
자산총계	562	2,110	2,171	2,209	2,285
유동부채	181	460	370	357	358
매입채무	57	155	60	44	44
유동성이자부채	24	63	68	71	73
비유동부채	118	49	39	19	19
비유동이자부채	113	44	34	14	14
부채총계	298	509	409	376	377
자본금	31	38	38	38	38
자본잉여금	181	1,157	1,157	1,157	1,157
이익잉여금	53	405	566	637	711
자본조정	(1)	1	1	1	1
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	264	1,601	1,762	1,833	1,907
투하자본	184	62	49	32	30
순차입금	(79)	(1,539)	(1,713)	(1,801)	(1,878)
ROA	6.8	26.6	7.5	3.2	3.3
ROE	13.2	38.1	9.6	3.9	4.0
ROIC	14.9	289.7	278.4	174.3	239.7

주요투자지표

(단위:십억원, 원)

결산기	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Per share Data					
EPS	537	4,642	2,103	924	972
BPS	4,310	20,932	23,038	23,962	24,934
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	n/a	48.5	34.7	78.9	75.0
PBR	n/a	10.7	3.2	3.0	2.9
EV/ EBITDA	(1.5)	31.8	17.4	33.1	31.6
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PCR	n/a	34.1	28.7	69.4	57.5
PSR	n/a	18.5	10.6	14.5	14.6
재무건전성 (%)					
부채비율	113.1	31.8	23.2	20.5	19.8
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	184.8	399.6	515.8	548.5	567.9
이자보상배율	10.2	248.2	n/a	83.2	126.7
이자비용/매출액	1.8	0.4	4.0	4.6	5.3
자산구조					
투하자본(%)	42.9	3.6	2.6	1.6	1.5
현금+투자자산(%)	57.1	96.4	97.4	98.4	98.5
자본구조					
차입금(%)	34.1	6.3	5.5	4.4	4.4
자기자본(%)	65.9	93.7	94.5	95.6	95.6

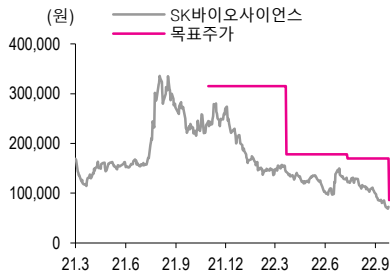
주) 재무제표는 개별기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업현금	120	537	197	87	97
당기순이익	33	355	161	71	74
자산상각비	17	19	24	23	22
운전자본증감	66	44	3	7	0
매출채권감소(증가)	2	(8)	21	7	0
재고자산감소(증가)	(32)	(70)	77	16	0
매입채무증가(감소)	(1)	47	(95)	(16)	(0)
투자현금	(108)	(1,422)	(33)	(19)	(21)
단기투자자산감소	(102)	(1,363)	0	0	0
장기투자증권감소	0	1	0	0	0
설비투자	(10)	(43)	(24)	(18)	(18)
유무형자산감소	0	(2)	(9)	(1)	(3)
재무현금	(2)	958	5	3	2
차입금증가	(1)	(24)	5	3	2
자본증가	0	983	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	11	73	169	71	79
총현금흐름(Gross CF)	58	505	194	80	97
(-) 운전자본증가(감소)	(71)	(166)	(3)	(7)	(0)
(-) 설비투자	10	43	24	18	18
(+) 자산매각	0	(2)	(9)	(1)	(3)
Free Cash Flow	120	626	164	68	77
(-) 기타투자	0	(1)	0	0	0
잉여현금	120	627	164	68	77

SK바이오사이언스 - 주가 및 당사 목표주가



최근 2년간 당사 투자이건 및 목표주가 변경

날짜	투자의건	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2021-11-16	담당자변경			
2021-11-16	Buy	315,000	(38.5)	(11.0)
2022-04-08	Buy	178,000	(29.2)	(15.7)
2022-07-29	Buy	170,000	(93.8)	(92.3)
2022-10-14	Buy	86,000		

투자의건(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상
		산업	

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2022년 09월 30일 기준)

Buy (95.5%)	Hold (4.5%)	Sell (0.0%)
-------------	-------------	-------------

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으며 당사의 동의없이 무단 복제, 대어, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

흥국씨앤티체

흥국씨앤티체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 if 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앤티체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.



<http://www.heungkuksec.co.kr>

- 주소 (사무소) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32(여의도파이낸스타워 14층)
- 전화번호 영업부 대표 02) 6742-3635
- 팩스 영업부 대표 02) 739-6286