

2022. 11. 2



▲ 제약/바이오

Analyst 박송이

02. 6454-4865

songyi.park@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 94,000 원

현재주가 (11.1) 76,300 원

상승여력 23.2%

KOSPI 2,335.22pt

시가총액 58,586억원

발행주식수 7,678만주

유동주식비율 30.62%

외국인비중 4.12%

52주 최고/최저가 280,500원/68,800원

평균거래대금 403.3억원

주요주주(%)

에스케이케미칼 외 2 인 68.24

주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 -5.0 -43.7 -66.1

상대주가 -12.3 -35.0 -56.7

주가그래프



SK바이오사이언스 302440

3Q22 Review: 기다림의 시간

- ✓ 매출액 911억원(YoY -58.8%, QoQ -34.2%), 영업이익 214억원(YoY -78.7%, QoQ -65.1%) 기록
- ✓ 실적 부진 요인은 1) 노바백스 CMO 매출 감소, 2) 9/2부터 스카이코비원 출하 시작해 예상보다 적은 매출 반영, 3) 전년 대비 R&D 비용 소폭 증가
- ✓ 4분기에는 백신 정부 선구매분 원액 매출 인식 예정으로 QoQ 성장 전망
- ✓ 10/25 CEPI와 최대 1.4억달러 규모의 mRNA 백신 개발 협약 체결

3Q22 Review

매출액 911억원(YoY -58.8%, QoQ -34.2%), 영업이익 214억원을(YoY -78.7%, QoQ -65.1%) 기록했다. 전년 동기 대비 실적이 감소한 요인은 1) 노바백스 CMO 매출액 감소, 2) 자체 COVID-19 백신인 스카이코비원 출하가 늦어져 적은 매출액 반영, 3) 전년 대비 R&D 비용 소폭 증가 이다. 하지만 정부 백신 선구매분 원액 매출(약 1400억원)에 대해서는 올해 모두 인식해 QoQ로는 성장 전망이다. 백신의 완제 매출은 2023년까지 나눠서 인식될 예정이다.

NEXT COVID-19 전략

동사는 11/1 Analyst day를 통해 COVID-19 이후의 중장기 전략을 제시했다. 주요 내용은 WHO, CEPI 등 국제 기구와 협력 및 국가필수예방접종 선정을 통한 Public Health 시장 진출 그리고 Private 시장 전개를 통한 Profit 창출이다. 또한 백신 생산 노하우 기반 바이러스 벡터, 세포·유전자치료제 CDMO 진출, mRNA 플랫폼 기술 도입으로 sustainable growth를 추구할 전망이다. 현재는 노바백스를 주요 고객사로 백신을 위탁생산하고 있지만 향후에는 다양한 고객사와의 파트너십을 진행할 예정이다. 풍부한 현금 기반 다양한 M&A를 통해 기술 확보가 기대된다.

투자의견 Buy, 적정주가 94,000원 유지

엔데믹 이후의 불확실했던 사업 전략이 CEPI의 Funding으로 가시화되고 있다. 일본뇌염, 라싸열 백신 개발 후 플랫폼 기술 기반 RSV 백신, CMV 백신, 비만/항암 백신 등 Private 영역까지의 확장이 기대되어 투자의견 Buy로 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	225.6	37.7	32.9	537	124.1	4,310	0.0	0.0	-1.7	13.2	113.1
2021	929.0	474.2	355.1	4,828	798.3	20,932	46.6	10.7	31.8	38.1	31.8
2022E	537.4	183.6	157.5	2,053	-57.5	23,068	37.2	3.3	20.5	9.3	23.5
2023E	626.2	212.1	163.5	2,130	3.7	25,198	35.8	3.0	17.1	8.8	60.5
2024E	712.2	257.5	179.1	2,333	9.5	27,531	32.7	2.8	13.4	8.8	85.0

(십억원)	3Q22	3Q21	(% YoY)	2Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	91.1	220.8	-58.8%	138.3	-34.2%	75.9	20.0%
영업이익	21.4	100.4	-78.7%	61.2	-65.1%	17.8	20.0%
OPM	23.5%	45.5%	-48.4%	44.3%	-47.0%	23.5%	0.0%
당기순이익	20.8	76.4	-72.8%	46.1	-55.0%	14.3	45.3%

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	112.7	144.6	220.8	450.9	87.1	138.3	91.1	220.9	929.0	537.3	626.2
% YoY	397.4%	266.8%	128.8%	572.8%	-22.7%	-4.4%	-63.5%	-51.0%	311.8%	-42.2%	16.5%
영업이익	53.7	66.2	100.4	253.9	23.8	61.2	21.4	77.3	474.2	183.6	212.1
% YoY	흑전	흑전	192.7%	2227.2%	-55.8%	-7.5%	-79.1%	-69.6%	1157.5%	-61.3%	15.5%
OPM (%)	47.7%	45.7%	45.5%	56.3%	27.3%	44.3%	23.5%	35.0%	51.0%	34.2%	33.9%
당기순이익	41.9	52.8	76.4	184.0	27.8	46.1	20.8	62.8	355.1	157.5	163.5
% YoY	흑전	흑전	150.1%	1762.3%	-33.7%	-12.7%	-80.7%	-67.3%	979.8%	-55.6%	3.8%
NPM (%)	37.2%	36.5%	34.6%	40.8%	31.9%	33.4%	22.8%	28.4%	38.2%	29.3%	26.1%

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
매출액	537.3	626.2	712.2	854.7	1,051.3
% YoY	-42.2%	16.5%	13.7%	20.0%	23.0%
EBIT	183.6	212.1	257.5	300.8	373.9
% YoY	-61.4%	15.5%	21.4%	16.8%	24.3%
- EBIT에 대한 세금	29.1	31.5	38.2	45.6	55.9
- CAPEX	167.7	60.0	50.0	-	-
- 순운전자본 증가(감소)	53.0	-80.2	-126.4	-71.8	-99.1
+ 감가상각비	25.1	27.1	28.4	59.9	45.0
+ 무형자산상각비	3.7	3.2	2.6	2.1	1.6
WACC	8.7%				
Terminal Growth	4.0%				
NPV of FCFE	925.7				
NPV of TV	2452.3				
합산가치	3,378.1				

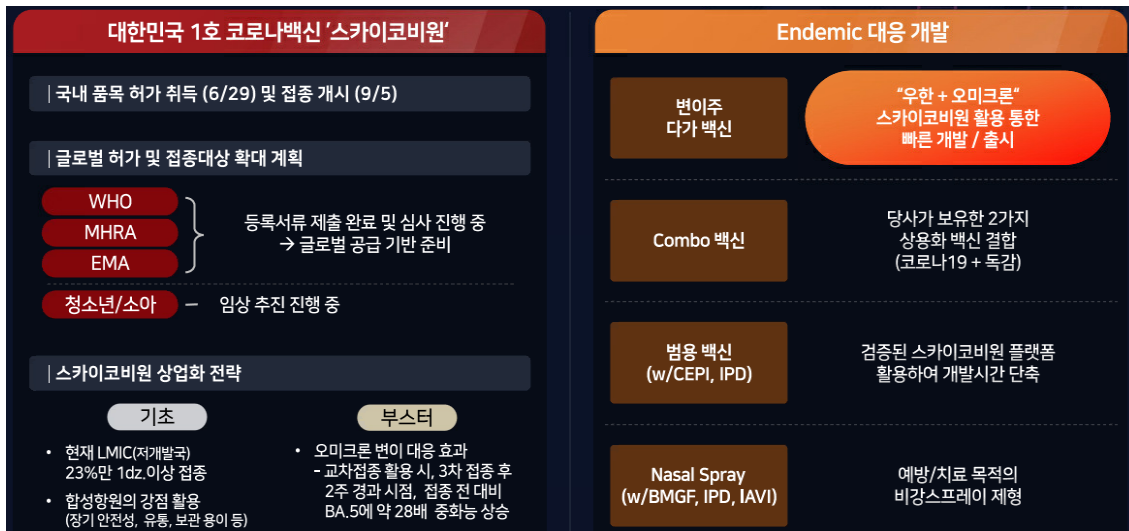
자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 SK바이오사이언스 적정주가 산출

(십억원)	Value	내용
SK바이오사이언스 영업가치 (A=B+C)	3,378.1	DCF valuation으로 산정
NPV of FCFF (B)	925.7	
PV of Terminal value (C)	2,452.3	
비영업가치: PCV (D)	2,177.8	
순차입금 (E)	(1,719.8)	2023년 말 예상
주주가치 (F=A+D-E)	7,275.6	
주식 수 (G)	76,600천주	
적정주가 (H=F / G)	94,000 원	

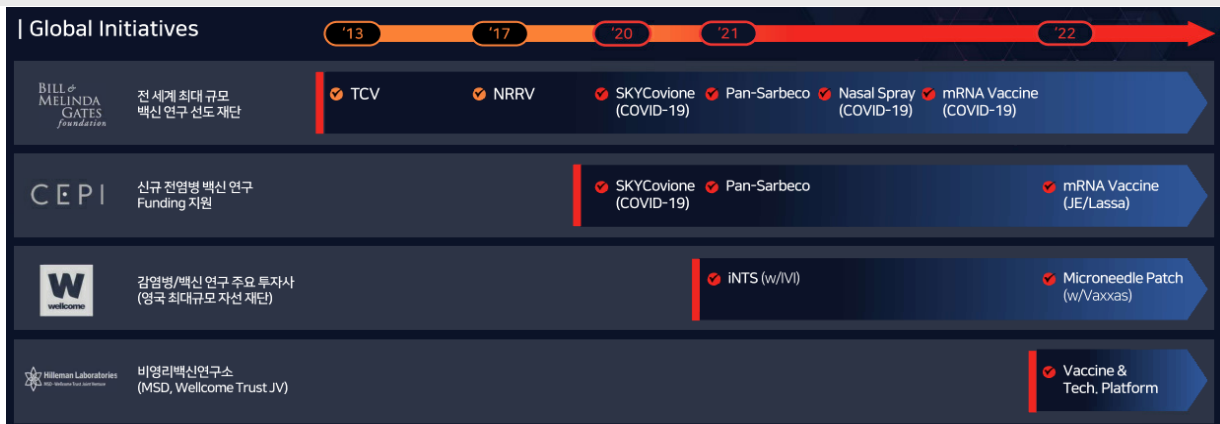
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 스카이코비원 허가/출하 및 엔데믹 대응 후속 개발 전략



자료: SK바이오사이언스, 메리츠증권 리서치센터

그림2 SK바이오사이언스 글로벌 협력관계



자료: SK바이오사이언스, 메리츠증권 리서치센터

SK 바이오사이언스 (302440)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	225.6	929.0	537.4	626.2	712.2
매출액증가율 (%)	22.7	311.8	-42.2	16.5	13.7
매출원가	130.3	358.7	223.9	269.7	292.0
매출총이익	95.3	570.3	313.5	356.4	420.2
판매관리비	57.6	96.1	129.9	144.3	162.7
영업이익	37.7	474.2	183.6	212.1	257.5
영업이익률	16.7	51.0	34.2	33.9	36.2
금융손익	-2.3	-5.4	6.1	-17.5	-44.7
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	1.8	2.3	-2.6	-2.6	-2.6
세전계속사업이익	37.3	471.1	187.2	192.0	210.3
법인세비용	4.4	116.0	29.7	28.5	31.2
당기순이익	32.9	355.1	157.5	163.5	179.1
지배주주지분 순이익	32.9	355.1	157.5	163.5	179.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	120.2	536.6	137.2	273.8	336.8
당기순이익(손실)	32.9	355.1	157.5	163.5	179.1
유형자산상각비	13.6	15.5	25.1	27.1	28.4
무형자산상각비	3.0	3.3	3.7	3.2	2.6
운전자본의 증감	66.4	44.0	40.4	80.0	126.6
투자활동 현금흐름	-108.1	-1,421.9	655.5	43.2	-133.4
유형자산의증가(CAPEX)	-9.9	-42.9	-167.7	-60.0	-50.0
투자자산의감소(증가)	10.6	-23.5	12.2	1.6	-1.3
재무활동 현금흐름	-1.5	958.4	22.5	686.9	490.1
차입금의 증감	0.6	-18.5	60.3	686.9	490.1
자본의 증가	-0.3	984.2	3.1	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	10.6	73.1	815.2	1,004.0	693.4
기초현금	14.4	25.0	98.0	913.3	1,917.2
기말현금	25.0	98.0	913.3	1,917.2	2,610.7

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	333.9	1,837.8	1,765.8	2,655.5	3,441.2
현금및현금성자산	25.0	98.0	913.3	1,917.2	2,610.7
매출채권	30.5	38.0	18.6	16.1	18.1
재고자산	70.3	135.1	66.2	57.3	64.5
비유동자산	228.3	272.3	421.6	449.7	470.0
유형자산	181.0	210.3	355.7	388.5	410.1
무형자산	17.9	17.1	16.1	12.9	10.3
투자자산	0.5	23.9	11.7	10.2	11.4
자산총계	562.2	2,110.1	2,187.4	3,105.2	3,911.2
유동부채	180.6	460.0	395.3	449.9	576.5
매입채무	17.5	63.8	31.3	27.1	30.5
단기차입금	0.0	11.7	53.0	40.0	30.0
유동성장기부채	12.6	50.3	95.4	95.4	95.4
비유동부채	117.8	48.9	20.8	720.5	1,220.8
사채	80.5	35.5	0.0	0.0	0.0
장기차입금	21.8	0.0	0.0	700.0	1,200.0
부채총계	298.4	508.8	416.1	1,170.4	1,797.2
자본금	30.6	38.3	38.4	38.4	38.4
자본잉여금	180.5	1,157.1	1,160.0	1,160.0	1,160.0
기타포괄이익누계액	-1.5	-0.2	0.2	0.2	0.2
이익잉여금	53.2	405.3	562.8	726.4	905.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	263.8	1,601.3	1,771.3	1,934.8	2,114.0

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	3,687	12,628	7,004	8,155	9,276
EPS(지배주주)	537	4,828	2,053	2,130	2,333
CFPS	948	6,858	2,756	2,989	3,328
EBITDAPS	886	6,701	2,769	3,157	3,758
BPS	4,310	20,932	23,068	25,198	27,531
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	0.0	46.6	37.2	35.8	32.7
PCR	0.0	32.8	27.7	25.5	22.9
PSR	0.0	17.8	10.9	9.4	8.2
PBR	0.0	10.7	3.3	3.0	2.8
EBITDA	54.2	493.0	212.4	242.4	288.5
EV/EBITDA	-1.7	31.8	20.5	17.1	13.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.2	38.1	9.3	8.8	8.8
EBITDA 이익률	24.0	53.1	39.5	38.7	40.5
부채비율	113.1	31.8	23.5	60.5	85.0
금융비용부담률	1.8	0.4	0.6	2.3	3.4
이자보상배율(x)	9.1	138.4	60.2	14.6	10.7
매출채권회전율(x)	7.2	27.1	19.0	36.0	41.6
재고자산회전율(x)	4.2	9.0	5.3	10.1	11.7

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간 증가대비 3등급	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	81.4%
중립	18.6%
매도	0.0%

2022년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

SK 바이오사이언스 (302440) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

