



기업분석 | 제약/바이오

Analyst

강하나

02 3779 8808

kangx687@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	90,000 원
현재주가	76,300 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
●		

Stock Data

KOSPI(11/1)	2,335.22 pt
시가총액	58,586 억원
발행주식수	76,784 천주
52주 최고가/최저가	280,500 / 68,800 원
90일 일평균거래대금	404.53 억원
외국인 지분율	4.1%
배당수익률(22.12E)	0.0%
BPS(22.12E)	22,937 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -13.3%
	6개월 -30.3%
	12개월 -44.5%
주주구성	SK 케미칼 (외 3인) 68.2%
	SK바이오사이언스우리스주 (외 1인) 1.2%

Stock Price



SK바이오사이언스 (302440)

3Q22 Review + Analyst day comment

3Q22 Review: 아쉽지만 미래를 기약하자

3Q22 실적은 매출액 911억원(-58.7% yoy, -34.1% qoq), 영업이익 214억원(-78.7% yoy, -65.0% qoq)으로 낮아진 컨센서스 대비 상회하는 실적을 기록했으나 연초 기대치 대비 저조한 실적이었다. 실적 부진의 주요 원인은 1)노바백스 CMO 매출 저조(변이 백신 생산 준비로 계약변경), 2)스카이코비원의 정부 매출이 기대에 미치지 못한 점(2천만 도즈 중 60만 도즈, 약 120억원)때문이다. 4Q22는 국제기관(WHO 등)승인여부와 지연된 노바백스/스카이코비원 정부 매출이 대부분 인식되어 단기 실적 개선은 가능할 것으로 보인다.

Analyst Day KEYWORDS: CEPI, CGT CDMO, Vaccine

SK바이오사이언스는 1)Public Health에 중점을 두어 CEPI와 빌게이츠재단 같은 글로벌 재단들의 선택을 받을 수 있었다. 백신의 기능이 예방에서 치료로 변화하고 있는 가운데 동사는 파트너십(빅파마, CEPI 등)과 백신 기술력(R&D 혁신)에 중점을 두어 글로벌 협력과 경영인프라를 키우고 있는 상황이다. 백신으로써 질병 예방률을 적정 수준 이상으로 설정하여 안정성과 가격 메리트가 있는 제품을 만들고자 하며, 전세계적으로 대량공급이 가능한 제조합 단백질 기반의 백신 플랫폼 구축이 주목적이다.

동사는 미래 성장동력으로써 보유하고 있는 현금 1.4조원을 활용하여 1)Viral vector기반의 CGT CDMO 인수 및 JV, 2)빌게이츠 재단이 보유하고 있는 120개의 임상 파이프라인의 후기임상 개발/생산 참여, 3)아웃소싱이 증가하고 있는 백신개발 기업들의 전문 CDMO기업이 되는 것을 중장기 목표로 잡고 있다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 90,000원으로 하향

2022년과 2023년 스카이코비원의 가치와 CMO 수주가 저조할 것으로 전망되어 목표주가를 100,000원에서 90,000원으로 하향하나, 애널리스트데이에서 언급되었던 계획들이 달성되는 순간부터 코로나19 관련기업이 아닌 글로벌 백신 CDMO 기업으로 변모한다. 또한 10월 CEPI와의 협약을 통해 mRNA플랫폼을 활용한 일본뇌염 바이러스와 라싸열 바이러스 백신 개발을 위한 연구개발비(약 2,000억원)를 지원받아 백신 플랫폼을 인정받았으며 글로벌 백신 기업으로서의 시작이 기대되기 때문에 투자의견 Buy를 유지한다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	226	929	532	470	575
영업이익	38	474	205	143	183
세전계속사업손익	37	471	203	140	181
순이익	33	355	153	106	136
EPS (원)	537	4,642	2,005	1,382	1,782
증감률 (%)	124.1	763.8	-56.8	-31.1	28.9
PER (x)	n/a	48.5	38.1	55.2	42.8
PBR (x)	n/a	10.7	3.3	3.1	2.9
EV/EBITDA (x)	-1.7	31.8	17.8	22.6	15.2
영업이익률 (%)	16.7	51.0	38.5	30.3	31.8
EBITDA 마진 (%)	24.0	53.1	43.9	38.3	47.8
ROE (%)	13.2	38.1	9.1	5.9	7.1
부채비율 (%)	113.1	31.8	23.7	22.0	21.1

주: IFRS 별도 기준

자료: SK바이오사이언스, 이베스트투자증권 리서치센터

3Q22 Review

표1 SK 바이오사이언스 3Q22 Review

(억원)	3Q22P	3Q21	YoY	2Q22	QoQ	기존 추정치	컨센서스
매출액	911	2,208	-58.7%	1,383	-34.1%	787	759
영업이익	214	1,004	-78.7%	612	-65.0%	192	178
순이익	208	764	-72.8%	461	-54.9%	148	143

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 (변경 후)SK 바이오사이언스 분기실적 추정

(억원)	1Q22	2Q22	3Q22P	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
매출액	871	1,383	911	2,115	2,256	9,290	5,316	4,699
yoy	-22.7%	-4.4%	-58.7%	-52.3%	22.7%	311.8%	-42.8%	-11.6%
CDMO/CMO 사업부	697	662	452	505	165	2,640	2,316	2,320
노바백스 및 GBP510	158	705	414	1,589	1,482	6,389	2,866	2,167
기존사업부 (그 외 백신)	16	16	45	57	609	261	134	212
영업이익	238	612	192	985	377	4,742	2,049	1,426
yoy	-55.8%	-750.0%	-80.9%	-61.2%	65.4%	1157.5%	-56.79%	-30.4%
OPM	27.3%	44.3%	24.4%	45.8%	16.7%	51.0%	38.5%	30.4%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표3 SK 바이오사이언스 SOTP Valuation 변경

구분 (억원)	추정치	비고
1.CDMO/CMO 영업가치	25,383	
NPV of FCFF	6,235	
NPV of Terminal value	19,148	
2. 코로나19 GBP510 백신 가치	6,224	
3. 페렴구균 SP0202 백신 가치	15,848	
4. 그 외 백신 사업 가치	11,362	
5. 순현금	13,513	
적정 기업가치	72,330	
유통 주수 (천주)	76,784	
적정주가	94,199	
목표 주가 (원)	90,000	적정주가에서 내림해서 산출
현재 주가 (원)	76,300	
상승여력	18.0%	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표4 (변경 전)SK바이오사이언스 분기실적 추정

(억원)	1Q22	2Q22	3Q22P	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
매출액	871	1,383	787	2,115	2,256	9,290	5,156	5,212
yoy	-22.7%	-4.4%	-64.4%	-53.1%	22.7%	311.8%	-44.5%	1.1%
CDMO/CMO 사업부	697	662	623	126	165	2,640	2,108	2,087
노바백스 및 GBP510	158	705	146	1,972	1,482	6,389	2,981	3,012
기존사업부 (그 외 백신)	16	16	18	17	609	261	67	113
영업이익	238	612	192	986	377	4,742	2,028	1,874
yoy	-55.8%	-750.0%	-80.9%	-61.2%	65.4%	1157.5%	-57.2%	-7.6%
OPM	27.3%	44.3%	24.4%	46.6%	16.7%	51.0%	44.8%	36.0%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

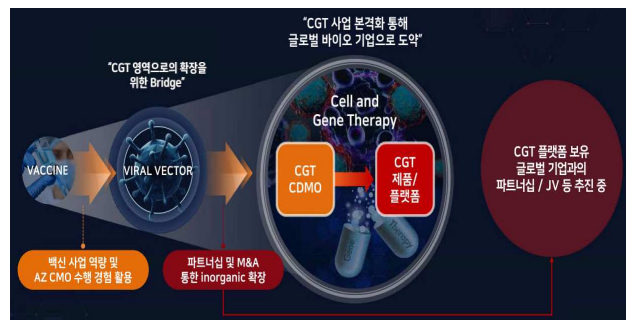
Analyst Day: 미래 성장 동력

그림1 글로벌 백신 공급 확대: 백신 Access 확대



자료: SK바이오사이언스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 CGT CDMO 를 시작으로 CGT 사업 전 영역으로 확대



자료: SK바이오사이언스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 백신 사업 강화: 기존 백신 제품 판매 확대



자료: SK바이오사이언스, 이베스트투자증권 리서치센터

SK바이오사이언스 (302440)

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	334	1,838	1,912	1,978	1,889
현금 및 현금성자산	25	98	270	346	239
매출채권 및 기타채권	46	48	27	24	29
재고자산	70	135	59	52	63
기타유동자산	193	1,557	1,557	1,557	1,557
비유동자산	228	272	258	291	529
관계기업투자등	0	0	0	0	0
유형자산	181	210	211	210	213
무형자산	18	17	21	59	289
자산총계	562	2,110	2,171	2,269	2,418
유동부채	181	460	361	354	366
매입채무 및 기타채무	57	155	61	54	66
단기금융부채	13	63	58	58	58
기타유동부채	111	242	242	242	242
비유동부채	118	49	55	55	55
장기금융부채	113	44	50	50	50
기타비유동부채	5	5	5	5	5
부채총계	298	509	416	409	421
지배주주지분	264	1,601	1,755	1,860	1,997
자본금	31	38	38	38	38
자본잉여금	181	1,157	1,157	1,157	1,157
이익잉여금	53	405	559	664	801
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	264	1,601	1,755	1,860	1,997

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	120	537	210	149	218
당기순이익(손실)	33	355	153	106	136
비현금수익비용가감	25	149	54	40	87
유형자산감가상각비	14	16	23	23	24
무형자산상각비	3	3	5	14	68
기타현금수익비용	-1	130	25	3	-5
영업활동 자산부채변동	66	44	3	3	-5
매출채권 감소(증가)	2	-8	21	3	-5
재고자산 감소(증가)	-32	-70	76	7	-12
매입채무 증가(감소)	-1	47	-95	-7	12
기타자산, 부채변동	97	75	0	0	0
투자활동 현금	-108	-1,422	-34	-73	-325
유형자산처분(취득)	-10	-43	-25	-22	-27
무형자산 감소(증가)	0	-2	-9	-52	-298
투자자산 감소(증가)	-102	-1,362	0	0	0
기타투자활동	4	-16	0	0	0
재무활동 현금	-2	958	-5	0	0
차입금의 증가(감소)	-1	-24	-5	0	0
자본의 증가(감소)	0	983	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	0	-1	0	0	0
현금의 증가	11	73	172	75	-106
기초현금	14	25	98	270	346
기말현금	25	98	270	346	239

자료: SK바이오사이언스, 이베스트투자증권 리서치센터. K-IFRS 별도 기준

손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	226	929	532	470	575
매출원가	130	359	217	222	268
매출총이익	95	570	315	248	307
판매비 및 관리비	58	96	110	105	124
영업이익	38	474	205	143	183
(EBITDA)	54	493	233	180	275
금융손익	-1	-4	-1	-2	-2
이자비용	4	3	4	5	4
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	37	471	203	140	181
계속사업법인세비용	4	116	50	35	45
계속사업이익	33	355	153	106	136
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	33	355	153	106	136
지배주주	33	355	153	106	136
총포괄이익	33	356	153	106	136
매출총이익률 (%)	42.3	61.4	59.2	52.8	53.4
영업이익률 (%)	16.7	51.0	38.5	30.3	31.8
EBITDA마진률 (%)	24.0	53.1	43.9	38.3	47.8
당기순이익률 (%)	14.6	38.2	28.9	22.5	23.7
ROA (%)	6.8	26.6	7.2	4.8	5.8
ROE (%)	13.2	38.1	9.1	5.9	7.1
ROIC (%)	15.2	303.3	287.6	178.4	70.1

주요 투자지표

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
투자지표 (x)					
P/E	n/a	48.5	38.1	55.2	42.8
P/B	n/a	10.7	3.3	3.1	2.9
EV/EBITDA	-1.7	31.8	17.8	22.6	15.2
P/CF	n/a	34.1	28.2	40.0	26.1
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	22.7	311.8	-42.8	-11.6	22.3
영업이익	65.4	1,157.5	-56.8	-30.4	28.3
세전이익	101.7	1,163.3	-56.8	-31.1	28.9
당기순이익	124.1	979.8	-56.8	-31.1	28.9
EPS	124.1	763.8	-56.8	-31.1	28.9
안정성(%)					
부채비율	113.1	31.8	23.7	22.0	21.1
유동비율	184.8	399.6	529.8	558.9	516.2
순차입금/자기자본	-34.3	-96.1	-97.4	-95.9	-84.1
영업이익/금융비용	9.1	138.4	56.9	31.7	43.5
총차입금 (십억원)	126	107	109	109	109
순차입금 (십억원)	-90	-1,539	-1,710	-1,785	-1,679
주당지표 (원)					
EPS	537	4,642	2,005	1,382	1,782
BPS	4,310	20,932	22,937	24,320	26,102
CFPS	948	6,595	2,708	1,909	2,919
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

SK바이오사이언스 목표주가 추이		투자이건 변동내역									
일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
			최고	최저	평균				최고	최저	평균
			대비	대비	대비				대비	대비	대비
2021.11.08	신규	강하나									
2021.11.08	Buy	330,000	-15.0		-31.4						
2022.02.08	Buy	240,000	-30.8		-42.6						
2022.06.21	Buy	130,000	15.4		-5.5						
2022.07.29	Buy	145,000	-9.7		-25.6						
2022.10.07	Buy	100,000	-21.8		-25.9						
2022.11.02	Buy	90,000									

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 강하나)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자이건 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	90.2% 9.8%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±20%에서 ±15%로 변경
				100.0%	투자이건 비율은 2021. 10. 1 ~ 2022. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)