

Hold

SK바이오사이언스

302440

목표주가(신규)	75,000원	현재주가(05/19)	79,400원	Up/Downside	-5.5%	투자의견(신규)	Hold
----------	---------	-------------	---------	-------------	-------	----------	------

2023. 05. 22

지금은 기다림이 필요한 시기

투자의견 Hold, 목표주가 75,000원으로 커버리지 개시: 팬데믹 기간 동안 코로나 백신 개발 및 CDMO로 주목받는 실적 개선이 있었으나 코로나19 백신 수요 감소 및 엔데믹으로 접어들면서 개발한 코로나 백신의 의미있는 실적이 실현되기는 어려운 상황이다. 이에 SKVAX 4종의 국내외 판매 및 개발을 적극적으로 추진하며 연내 추가적인 백신 CDMO 계약 및 M&A를 추진하겠다고 밝혔다. 계획에 따르면 27년부터 폐렴구균 백신 등 프리미엄 백신의 글로벌 출시를 위해 1.2조원의 투자 계획을 공식화하였다. 투자금의 일부는 CEPI 등 비영리기관을 통해 지원 받았으나 후속 제품 출시까지 약 5년간 실적부진이 예상된다. 이에 투자의견 Hold, 목표주가 75,000원으로 커버리지 개시한다. 목표주가는 DCF(현금흐름할인) 밸류에이션 방식으로 산출하였고 이때 WACC 9.5%, 영구성장률 1.9% 적용하였다.

중장기 전략만큼 중요한 성과: 2018년 SK케미칼의 백신사업이 단순 물적 분할되어 설립되었으며 2021년 3월 유가증권 시장에 상장되었다. 자체 개발한 스카이셀플루4가(독감), 스카이조스터(대상포진), 스카이하리셀라(수두)는 국내외 판매 증으로 2019년 기준 매출 1,839억원, 영업이익 228억원(OPM 12.4%)을 기록하였다. 이후 시설 증설과 인력 증가로 고정비 부담이 커지고, 글로벌 임상 등 연구개발비 증가로 올해는 매출 1,690억원(-63%YoY), 영업손실 828억원(적자전환YoY)이 전망된다. 연내 기술이전을 기반한 해외 백신공장 설립계약(Glocalization), 스카이팍(폐렴구균) 임상 3상 진입 등 결정할 계획이다. 5월 MSD와 에블라 바이러스 백신 위탁생산 계약을 체결하였다. MSD는 2022년 할레만 연구소(Hilleman Laboratories)와 차세대 에블라 백신을 개발을 위한 공동연구개발 계약을 체결하였고, 개발 성과에 따라 구체적인 물량 및 금액이 제시된 추가 계약이 있을 수 있다.

Investment Fundamentals (IFRS개별)

(단위: 십억원 원 배 %)

Stock Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E	52주 최저/최고	
FYE Dec	2021	2022	2023E	2024E	2025E	66,200/150,000원	
매출액	929	457	169	182	199	KOSDAQ /KOSPI 842/2,538pt	
(증가율)	311.8	-50.8	-63.0	7.5	9.5	시가총액 60,967억원	
영업이익	474	115	-83	-80	-79	60일-평균거래량 413,058	
(증가율)	1,157.5	-75.7	적전	적지	적지	외국인지분율 4.7%	
지배주주순이익	355	123	-72	-69	-70	60일-외국인지분율변동추이 +0.7%p	
EPS	4,828	1,601	-940	-901	-907	주요주주 에스케이케미칼 외 2인 68.2%	
PER (H/L)	75.0/23.1	144.6/42.1	NA	NA	NA		
PBR (H/L)	17.3/5.3	10.2/3.0	3.7	3.8	4.0	주가상승률	
EV/EBITDA (H/L)	48.9/14.6	113.5/27.4	NA	NA	NA	절대기준	
영업이익률	51.0	25.3	-49.0	-43.8	-39.6	상대기준	
ROE	38.1	7.3	-4.2	-4.2	-4.4	1M 3.4 3M 10.7 12M -34.7 상대기준 4.9 7.0 -33.2	

도표 122. SK바이오사이언스 목표주가 산출

(단위: 십억원)

구분	산정가치	비고
영업가치	4,661	
NPV of FCF	760	
NPV of terminal Value	3,901	
순차입금	-1,067	23년말
발행주식수(천주)	76,784	
주당가치(원)	74,596	
목표주가(원)	75,000	

자료: DB금융투자

도표 123. SK바이오사이언스 DCF 밸류에이션

(단위: 십억원, %)

	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
매출액	457	169	182	199	221	387	639	908	1,203	1,566	2,090
YoY	-51	-63.0	7.5	9.5	11.2	75.0	65.0	42.1	32.5	30.2	33.5
EBIT	142	-82	-78	-76	-48	16	67	185	341	318	485
Tax	19	-10	-9	-6	-2	3	7	21	46	38	60
NOPLAT	123	-72	-69	-70	-45	13	60	163	295	280	425
(+)D&A	27	35	33	31	29	27	28	30	36	47	59
(-)CAPEX	-73	-55	-7	-8	-10	-16	-37	-53	-92	-135	-154
(-)운전자본	210	27	12	34	21	43	94	133	184	250	343
FCF	13	-10	-41	-66	-28	14	31	113	238	213	295
WACC	10										
연구성장율	2										
NPV of Total FCF	760										
NPV of Terminal Value	3,901										
총기업가치	4,661										

자료: DB금융투자

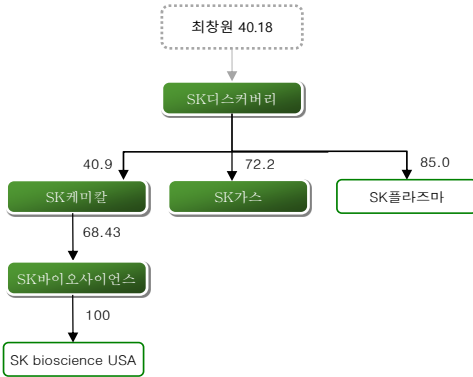
도표 124. SK바이오사이언스 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출	871	1,383	911	1,403	206	220	929	335	4,567	1,690	1,817
YoY	-22.7	-4.4	-58.8	-68.9	-76.3	-84.1	2.1	-76.2	-50.8	-63.0	7.5
매출총이익	478	861	558	499	9	77	418	168	2,396	673	763
YoY	-34.9	3.7	-57.5	-82.3	-98.1	-91.1	-25.0	-66.3	-58.0	-71.9	13.4
GPM	54.9	62.3	61.3	35.5	4.5	35.0	45.0	50.3	52.5	39.8	42.0
영업이익	238	612	214	91	-292	-283	-19	-235	1,154	-828	-795
YoY	-55.8	-7.5	-78.7	-96.4	적자전환	적자전환	적자전환	적자전환	-75.7	적자전환	적자지속
OPM	27.3	44.3	23.5	6.5	-141.5	-129.0	-2.0	-70.1	25.3	-49.0	-43.8

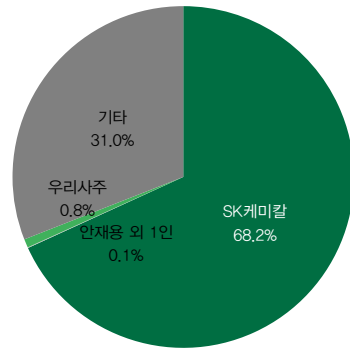
자료: DB금융투자

도표 125. SK바이오사이언스 지배구조



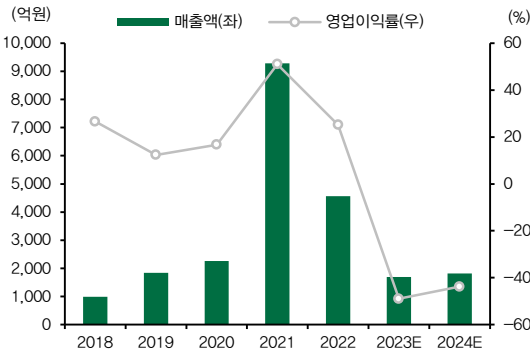
자료: SK바이오사이언스, DB금융투자
주: 2022년 12월 31일 기준

도표 126. SK바이오사이언스 주주현황



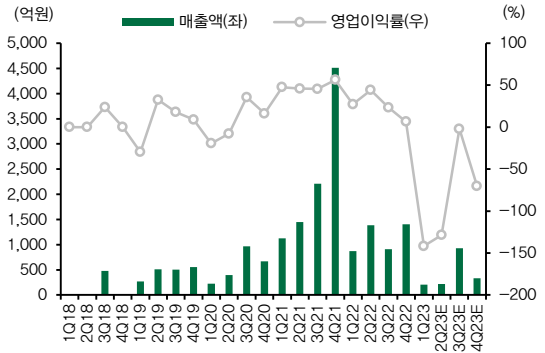
자료: SK바이오사이언스, DB금융투자
주: 2022년 12월 31일 기준

도표 127. SK바이오사이언스 연간 실적 추이



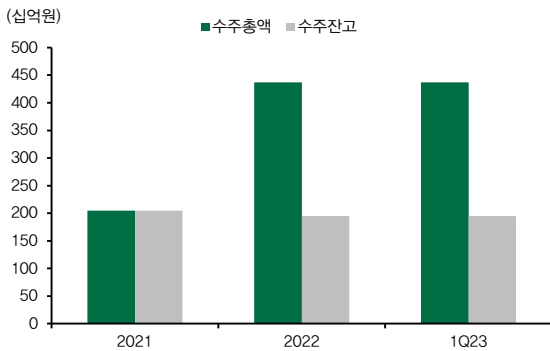
자료: SK바이오사이언스, DB금융투자

도표 128. SK바이오사이언스 분기별 실적 추이



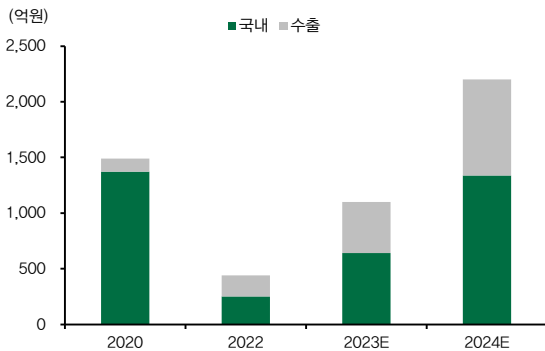
자료: SK바이오사이언스, DB금융투자

도표 129. SK바이오사이언스 수주잔고



자료: SK바이오사이언스, DB금융투자

도표 130. SK바이오사이언스 SKYVAX 매출 추이 및 전망



자료: SK바이오사이언스, DB금융투자

도표 131. SK바이오사이언스 SKYVAX 허가 현황

제품	허가 완료 국가 수	허가 중 국가 수	비고
SKY Cellflu	11	12	- 세계 최초 세포배양 4가 독감백신 - WHO PQ
SKY Zoster	2	2	- 세계 두번째&한국 최초 대상포진 백신
SKY Varicella	4	10	- WHO PQ
SKY Pheumo	1	-	

자료: SK바이오사이언스, DB금융투자

도표 132. SK바이오사이언스 SKYVAX 프리미엄 백신의 경쟁력 분석 및 개발 계획

(단위: 조)

	R&D Experience	Fast Follower	Partnerships	출시 연도	시장 규모 ('22 → '28)	출시후 누적매출(3개년)
SKYPAC	O PCV-13 개발원료 PCV-21 임상 2상 [※]	O Pfizer Prevnar MSD Pneumovax [※]	O Sanofi 공동개발	연내 임상 3상 의사결정 예정	10조 → 12조	
HPV-10	O HPV-4 임상 2상 완료	Δ MSD Gardasil-9	O 요소기술 파트너링 (공동개발 Open)	2027년	9조 → 11조	2.5
재조합 대상포진	O 스카이조스터 상업화 단백질재조합기술 보유	O GSK Shingrix	O 요소기술 파트너링 (공동개발 Open)	2027년	5조 → 8.5조	0.6
Pan- Sarbeco	O 스카이코비원 상업화	N/A First-in-Class	O CEPI Funding 요소기술 파트너링	2027년	28년 30조	1.4
RSV	Δ 기초연구 실적보유	Δ GSK & Pfizer 허가신청	O Revitalization	2029년	28년 4.5조	1.5

자료: SK바이오사이언스, DB금융투자

도표 133. SK바이오사이언스 공급계약

(단위: 억원)

구분	일자	계약 상대방	계약금액	내용	구분	관련 최초 계약	계약 시작일	계약 종료일
	2020.03.21	대한민국 질병관리청	2,000	- COVID-19 백신(GBP510) 정부 선구매 계약 - SK바이오사이언스 개발 및 생산 COVID-19 백신(GBP510) 공급	단일판매 · 공급계약 체결		2022.03.21	2024.06.29
	2022.07.18	Novavax	395	- 노바백스 코로나19 백신의 PFS 제형 생산	기타 판매 · 공급계약	2022.07.18	2020.04.09	2023.12.31
(정정)	2022.01.19	Novavax	658	- 노바백스 COVID-19 백신 원액의 위탁생산 및 공급 - 백신 위탁생산 계약 (Collaboration and License Agreement)의 부속계약) - 해당 백신 완제품 순매출액의 일부를 상기 계약금액 외 별도의 수수료(Fee Incentive)로 수령할 예정 - 계약금액 변경	기타 판매 · 공급계약	2021.12.23	2021.12.23	2022.12.31
(정정)	2023.04.28	Novavax	1,316	- 계약기간 종료일 변경에 따른 정정	단일판매 · 공급계약 체결	2021.12.24	2021.12.23	2023.07.31

자료: 전자공시시스템, DB금융투자

도표 134. SK바이오사이언스 2023년 주요 마일스톤

구분	~1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	비고
SKYVAX	스카이조스터 매출 확대	국제기구 입찰 및 개별국가 수주 확대	스카이셀플루 판매		- 매출 목표: '23년 1,100억원/'24년 2,200억원
Glocalization		계약 체결 발표(중동/아프리카/동남아/남미 중)			- 연내 계약 2곳 이상 체결 예정
CDMO		신규 CDMO 계약 체결	바이오 CDMO 기업/기술 인수		- 신규 CDMO 계약 1H23 체결 - 연내 바이오 CDM 추진을 위한 기업/시설 인수 추진
Endemic		스카이코비원 MHRA 허가/WHO EUL 획득	2가 백신 임상 시작		Pan- Sarbeco 임상 시작 - MHRA, WHO EUL 획득 - 2가 백신/Pan-Sarbeco 개발
5 Core Projects		SKYPAC 3상 의사 결정			- HPV-10 '27년 출시 후 3년 누적 매출 2.5조원 - 재조합대상포진 '27년 출시 후 3년 누적 매출 6천억원 등
mRNA Platform	mRNA 요소 기술 확보 완료	차세대 mRNA 기술 확보			- 연내 CEPI mRNA 프로젝트 임상 진입(일본외역) - 차세대 mRNA 관련, M&A 진행
송도 Global R&PD 센터		착공 ('23년 4월)			- '23년 착공/'25년 준공

자료: SK바이오사이언스, DB금융투자

도표 135. SK바이오사이언스 성장전략

연도별 투자계획	- 향후 5년간 2.4조원 투자 - '33년까지 연 평균 ROIC 14%+ 달성
Globalization	- 중동, 아프리카, 동남아, 남미에서 협의 진행중: 연내 2곳 이상 확보 - 기존 자산 활용한 비즈니스 모델 고도화
SKYVAX 성장전략	- SKYVAX 매출 목표: '20년 1,490억원 → '22년 440억원 → '23년 1,100억원 → '24년 2,200억원
CDMO 계약	- 백신 CDMO: 빅파마와 1H23 계약 체결(선진시장 진입 초석) - 신규 바이오 CDMO: 해외 기업/시설인수
프리미엄 백신	- HPV-10: '27년 출시 후 3개년 누적 2.5조원 이상 매출 - 재조합 대상포진: '27년 출시 후 3개년 누적 6천억원 이상 매출

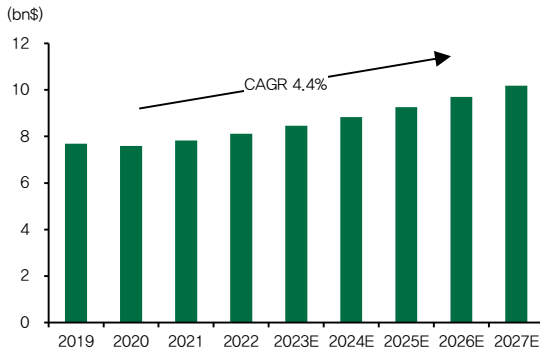
자료: SK바이오사이언스, DB금융투자

도표 136. SK바이오사이언스 파이프라인 현황

구분	파이프라인명	비임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상	상업화	파트너사
COVID-19 /Endemic 대응	SKYCovione (COVID-19 백신)					국내 품목허가 EMA/MHRA CMA 및 WHO EUL 신청	CEPI, 빌게이츠재단
	Sarbecovirus (범용코로나 백신)						CEPI, Protein Design
	Nasal Spray						ProteinDesign, 빌게이츠재단, iavi
프리미엄 백신	차세대 폐렴구균백신			미국 임상 진행 중			Sanofi
	RSV 백신						
	재조합 대상포진 백신						
	자궁경부암 백신 10가						Sunflower Therapeutics
	암/비만 백신 등						
기초 백신	SKYCellflu(4가 독감 백신)						
	SKYZoster(대상포진 백신)						
	SKYVaccine(수두 백신)						
	장티푸스 접합백신					수출용 품목 허가	IVI, 빌게이츠재단
	자궁경부암 백신 4가		임상 1/2상				Sunflower Therapeutics
	로타바이러스 백신						
	A형 간염, 기타등						
그 외 기초 백신		파트너쉽 및 inorganic 투자를 통한 신규 기초백신 확보 추진					

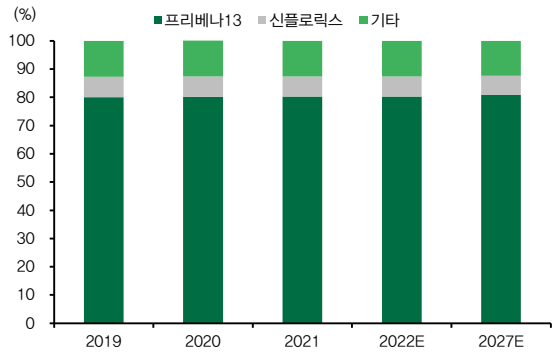
자료: SK바이오사이언스, DB금융투자

도표 137. 글로벌 폐렴구균 백신 시장규모 추이 및 전망



자료: 산업자료, DB금융투자

도표 138. 글로벌 폐렴구균 백신 시장 점유율 추이 및 전망



자료: 산업자료, DB금융투자

도표 139. 폐렴구균 백신 출시 및 임상 개발 현황

(단위: 백만달러)

종류	다카	제품명	기업명	국가	개발단계	FDA 허가	국내 허가	2022 매출
단백접합	10가	신플로릭스(Synflorix)	GSK	영국	상업화	-	2010-03-26	420
	13가	프리베나13(Prevnar13)	Pfizer	미국	상업화	2010-02-24	2010-03-19	6,337
	15가	백스누반스(VAXNEUVANCE)	MSD	미국	상업화	2021-07-16	-	-
	20가	프리베나20(Prevnar20)	Pfizer	미국	상업화	2021-06-08	-	-
다당질	23가	뉴모백스(Pneumovax23)	MSD	미국	상업화	1983-06-30	2000-12-15	602
단백접합	15가	AURO	Aurobindo Pharma & Tergene Biotech (조인트벤처)	인도	임상 3상			
	13가	PCVi	CanSino Biologics	중국	임상 3상			
	13 · 15 · 23가	CZBP	Chongqing Zhifei Biological Products	중국	임상 3상			
	21가	V116	MSD	미국	임상 2상			
	24가	VAX-24	Vaxcyte	미국	임상 2상			
	24가	ASP3772	Astellas Pharma	일본	임상 2상			
	21가	SP0202/ GBP410	Sanofi & SK Bioscience	프랑스/한국	임상 2상			

자료: DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	1,838	1,777	1,455	1,841	1,783
현금및현금성자산	98	219	1,156	1,536	1,428
매출채권및기타채권	48	90	62	64	74
재고자산	135	187	31	32	43
비유동자산	272	365	385	360	336
유형자산	210	264	288	266	245
무형자산	17	18	14	12	9
투자자산	24	12	12	12	12
자산총계	2,110	2,142	1,840	2,201	2,119
유동부채	460	380	155	587	580
매입채무및기타채무	155	67	67	84	82
단기차입금및단기차세	12	46	26	6	6
유동성장기부채	50	50	50	40	35
비유동부채	49	20	15	13	8
사채및차입금	36	0	0	0	0
부채총계	509	400	170	600	588
자본금	38	38	38	38	38
자본잉여금	1,157	1,160	1,160	1,160	1,160
이익잉여금	405	534	462	392	323
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,601	1,742	1,670	1,601	1,531

손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	929	457	169	182	199
매출원가	359	217	102	105	107
매출총이익	570	240	67	76	92
판매비	96	124	150	156	170
영업이익	474	115	-83	-80	-79
EBITDA	493	143	-48	-47	-48
영업외손익	-3	27	1	2	3
금융손익	-5	31	4	5	6
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	2	-4	-3	-3	-3
세전이익	471	142	-82	-78	-76
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	355	123	-72	-69	-70
지배주주지분순이익	355	123	-72	-69	-70
비지배주주지분순이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	353	129	-72	-69	-70
증감률(%YoY)					
매출액	311.8	-50.8	-63.0	7.5	9.5
영업이익	1,157.5	-75.7	적전	적지	적지
EPS	798.3	-66.8	적전	적지	적지

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	537	-125	1,108	447	-69
당기순이익	355	123	-72	-69	-70
현금유출이없는비용및수익	149	63	21	19	18
유형및무형자산상각비	19	27	35	33	31
영업관련자산부채변동	44	-209	1,149	488	-24
매출채권및기타채권의감소	-8	-5	27	-2	-10
재고자산의감소	-70	-96	156	0	-11
매입채무및기타채무의증가	47	-53	-1	17	-2
투자활동현금흐름	-1,422	266	-49	-3	-1
CAPEX	-43	-73	-55	-7	-8
투자자산의손증	-23	12	0	0	0
재무활동현금흐름	958	-20	-27	-34	-11
사채및차입금의 증가	-19	6	-25	-32	-10
자본금및자본잉여금의증가	984	3	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	-95	-30	-27
현금의증가	73	121	937	381	-108
기초현금	25	98	219	1,156	1,536
기말현금	98	219	1,156	1,536	1,428

주요 투자지표

12월 결산(십 % 배)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당이익(원)	4,828	1,601	-940	-901	-907
EPS	20,932	22,690	21,751	20,850	19,943
BPS	0	0	0	0	0
DPS					
Multiple(배)					
P/E	46.6	45.9	NA	NA	NA
P/B	10.7	3.2	3.6	3.7	3.9
EV/EBITDA	31.8	30.0	NA	NA	NA
수익성(%)					
영업이익률	51.0	25.3	-49.0	-43.8	-39.6
EBITDA마진	53.1	31.2	-28.5	-25.8	-24.1
순이익률	38.2	26.9	-42.7	-38.1	-35.0
ROE	38.1	7.3	-4.2	-4.2	-4.4
ROA	26.6	5.8	-3.6	-3.4	-3.2
ROIC	41.1	6.3	-7.1	-34.4	140.4
안정성및기타					
부채비율(%)	31.8	23.0	10.2	37.5	38.4
이자보상배율(배)	138.4	46.9	-36.8	-49.2	-68.7
배당성향(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: SK바이오사이언스, DB금융투자 주: FRS 개별기준

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 PO 대표주관업무 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이전 비율 (2023-04-05 기준) - 매수(94.81%) 중립(4.44%) 매도(0.74%)

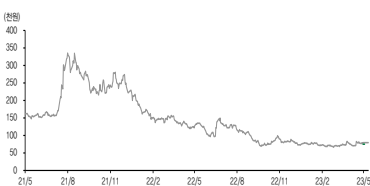
기업 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

SK바이오사이언스 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경

일자	투자이전	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이전	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
23/05/22	Hold	75,000	-	-					