2022년 10월 7일

기업분석 | 제약/바이오

SK바이오사이언스 (302440)

3Q22 Preview: 4Q로 연기된 매출과 제한적인 업사이드

Analyst
강하나
02 3779 8808
kangx687@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	100,000 원
현재주가	78,400 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		●

Stock Data

KOSPI(10/6)	2,237.86 pt
시가총액	60,199 억원
발행주식수	76,784 천주
52주 최고가/최저가	280,500 / 78,400 원
90일 일평균거래대금	888.33 억원
외국인 지분율	4.0%
배당수익률(22.12E)	0.0%
BPS(22.12E)	22,917 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -18.5%
	6개월 -28.7%
	12개월 -42.9%
주주구성	SK 케미칼 (외 3 인) 68.2%
	SK바이오사이언스우리사주 (외 1인) 1.2%

Stock Price

3Q22 Preview: 쉽지 않다

3Q22 실적은 매출액 787억원(-64.4% yoy, -43.1% qoq), 영업이익 192억원(-80.9% yoy, -68.6% qoq)으로 어닝 쇼크를 예상한다. 기존 대비 추정치를 대폭 하향한 이유는 1)동일 기전인 노바백스의 접종 부진에 따른 스카이코비원에 대한 기대 하락 2)스카이코비원의 정부 매출이 기대에 미치지 못한 점(2천만 도즈 중 60만 도즈, 약 120억원) 3)국제기관(WHO 등)에서 아직 승인 받지 못해 해외 출국 시 접종 미인정 4)노바백스와 스카이코비원 부스터샷 미승인으로 추가 매출 반영이 힘든 점, 4)노바백스향 CDMO 계약이 오리지널 백신에서 변이용 대응 백신 생산으로 변경되며 3Q22 생산이 대폭 감소했기 때문이다.

스카이코비원과 노바백스향 매출

2H22에 스카이코비원 정부매출과 노바백스 CDMO매출이 나뉘어서 인식될 것이라고 예상했던 것과 달리 대부분 4Q22에 반영될 전망이다. 전세계적으로 코로나19를 감기와 동일시하며 추가접종에 대한 수요가 낮아지고 있다. 노바백스: 노바백스는 코로나19 부스터샷으로 승인을 아직 받지 못했기 때문에 접종이 더욱 부진하며, 오리지널 백신 접종 선호도가 낮아 변이용 백신으로 전략을 변경한 것이 추가 매출 지연의 이유 중 하나다. 스카이코비원의 2022년 추가 수주는 힘들 것으로 보이며 부스터샷과 FDA, EMA 승인여부에 따라 가치가 결정될 것이다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 100,000원으로 하향

스카이코비원이 국내 최초 코로나19 백신 품목허가를 받았으나 매출 가이던스가 없다는 점과 코로나19 백신 접종이 필수가 아니게 됨에 따른 불확실성이 있다. 동사는 글로벌 수준의 백신 플랫폼을 보유한 기업으로 자금력은 있으나 2022년과 2023년 스카이코비원의 가치와 노바백스 변이용 생산이 연초 기대치 대비 저조할 것으로 전망하여 목표주가를 145,000원에서 100,000으로 하향한다. 2023년 스카이코비원과 노바백스 변이용 백신/부스터샷 글로벌 승인을 기대하며 Buy를 유지하나, 코로나19에 대한 우려가 사라지고 있는 일상생활 속에서 코로나19 백신 매출 고성장을 기대하기는 어렵기 때문에 보수적으로 접근해야 하는 시기이다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	226	929	516	521	485
영업이익	38	474	203	187	129
세전계속사업손익	37	471	201	185	127
순이익	33	355	152	140	95
EPS (원)	537	4,642	1,984	1,824	1,248
증감률 (%)	124.1	763.8	-57.3	-8.1	-31.6
PER (x)	n/a	48.5	39.5	43.0	62.8
PBR (x)	n/a	10.7	3.4	3.2	3.0
EV/EBITDA (x)	-1.7	31.8	18.6	18.7	19.7
영업이익률 (%)	16.7	51.0	39.3	36.0	26.5
EBITDA 마진 (%)	24.0	53.1	44.8	43.1	45.4
ROE (%)	13.2	38.1	9.1	7.7	4.9
부채비율 (%)	113.1	31.8	23.6	21.9	20.7

주: IFRS 별도 기준
자료: SK바이오사이언스, 이베스트투자증권 리서치센터

이베스트투자증권

3Q22 Preview

표1 SK 바이오사이언스 3Q22 Preview

(억원)	3Q22	3Q21	YoY	2Q22	QoQ	기존 추정치	컨센서스
매출액	787	2,208	*-64.4%*	1,383	*-43.1%*	3,249	2,220
영업이익	192	1,004	*-80.9*	612	*-68.6%*	1,497	1,027
순이익	148	764	*-99.8*	461	*-67.9%*	1,162	796

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 (변경 후)SK 바이오사이언스 분기실적 추정

(억원)	1Q22	2Q22	3Q22E	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

표3 SK 바이오사이언스 SOTP Valuation 변경

구분 (억원)	추정치	비고
1.CDMO/CMO 영업가치	31,604	
NPV of FCFF	8,479	
NPV of Terminal value	23,125	
2. 코로나19 GBP510 백신 가치	8,874	
3. 폐렴구균 SP0202 백신 가치	15,848	
4. 그 외 백신 사업 가치	13,324	
5. 순현금	13,513	
적정 기업가치	**83,163**	
유통 주수 (천주)	76,784	
적정주가	108,308	
목표 주가 (원)	**100,000**	**적정주가에서 내림 해서 산출**
현재 주가 (원)	78,400	
상승여력	27.6%	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표4 (변경 전)SK 바이오사이언스 분기실적 추정

(억원)	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E
매출액	871	1,383	3,249	3,871	2,256	9,290	9,374
yoy	*-22.7%*	*-4.4%*	*39.9%*	*-14.1%*	*22.7%*	*311.8%*	*0.9%*
CDMO/CMO 사업부	697	662	942	1,277	165	2,640	3,578
노바백스 및 GBP510	158	705	2,243	2,525	1,482	6,389	5,631
기존사업부 (그 외 백신)	16	16	64	69	609	261	165
영업이익	238	612	1,497	1,853	377	4,742	4,200
yoy	*-55.8%*	*-750.0%*	*49.1%*	*-27.0%*	*65.4%*	*1157.5%*	*-15.0%*
OPM	*27.3%*	*44.3%*	*46.1%*	*47.9%*	*16.7%*	*51.0%*	*44.8%*

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

추정치를 큰 폭으로 하향 한 이유는 1) 자체 코로나19 백신 스카이코비원의 국내외 승인 지연(MHRA, EMA, WHO 신청 완료) 및 추가 물량 생산 불확실성 2)mRNA 백신 접종 선호에 따른 재조합단백질 기반 백신 접종 미달 3)노바백스 및 스카이코비원 부스터샷 미승인(노바백스는 신청 중) 4)오리지널 백신 선호도 하락에 따른 오미크론 변이용 백신으로 추가 개발 필요성 5)노바백스 CDMO 계약 변경으로 3Q22 생산 급감 + 2023 업사이드 제한적 6)코로나19 백신 접종 필요성 감소(오미크론 등장 이후 증상 약화)가 있다.

그러나 SK바이오사이언스가 1)국내 최초로 백신 플랫폼 보유 기업이 되었다는 점과 2) 글로벌 수준의 백신 CDMO 기업이 된 점은 장기적으로 보았을 때 기술력이 입증되었다는 것을 증명하고 있다. 또한 2021년 겨울철에 오미크론 변이가 등장하여 감염 사례가 급증한 점을 고려하면 2022년 말에도 강한 변이가 발생할 가능성이 높다. 영국의 코로나19 확진자가 다시금 상승하자 병원을 중심으로 마스크 착용을 의무화하고 있기 때문에 고위험군 부스터샷은 매년 접종 가능 할 것이라 보인다.

SK바이오사이언스 (302440)

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	334	1,838	1,910	2,012	1,876
현금 및 현금성자산	25	98	271	371	242
매출채권 및 기타채권	46	48	26	26	25
재고자산	70	135	57	58	54
기타유동자산	193	1,557	1,557	1,557	1,557
비유동자산	228	272	257	295	522
관계기업투자등	0	0	0	0	0
유형자산	181	210	211	211	210
무형자산	18	17	21	59	289
자산총계	**562**	**2,110**	**2,167**	**2,307**	**2,399**
유동부채	181	460	359	360	356
매입채무 및 기타재무	57	155	59	60	55
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**	**414**	**415**	**411**
지배주주지분	264	1,601	1,753	1,893	1,988
자본금	31	38	38	38	38
자본잉여금	181	1,157	1,157	1,157	1,157
이익잉여금	53	405	557	697	792
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	**264**	**1,601**	**1,753**	**1,893**	**1,988**

손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	**226**	**929**	**516**	**521**	**485**
매출원가	130	359	203	223	232
매출총이익	**95**	**570**	**313**	**299**	**253**
판매비 및 관리비	58	96	110	111	124
영업이익	**38**	**474**	**203**	**187**	**129**
(EBITDA)	54	493	231	225	220
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**	**201**	**185**	**127**
계속사업법인세비용	4	116	50	46	31
계속사업이익	33	355	152	140	95
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**33**	**355**	**152**	**140**	**95**
지배주주	33	355	152	140	95
총포괄이익	**33**	**356**	**152**	**140**	**95**
매출총이익률 (%)	42.3	61.4	60.6	57.3	52.1
영업이익률 (%)	16.7	51.0	39.3	36.0	26.5
EBITDA마진률 (%)	24.0	53.1	44.8	43.1	45.4
당기순이익률 (%)	14.6	38.2	29.4	26.8	19.7
ROA (%)	6.8	26.6	7.1	6.2	4.1
ROE (%)	13.2	38.1	9.1	7.7	4.9
ROIC (%)	15.2	303.3	290.6	226.5	49.9

현금흐름표

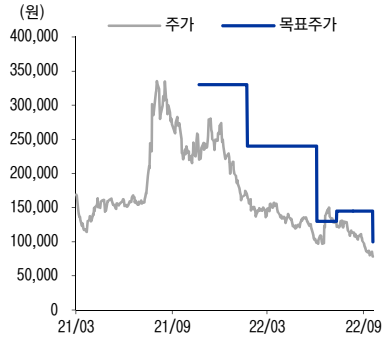
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	**120**	**537**	**210**	**176**	**191**
당기순이익(손실)	33	355	152	140	95
비현금수익비용가감	25	149	54	37	93
유형자산감가상각비	14	16	23	23	23
무형자산상각비	3	3	5	14	68
기타현금수익비용	-1	130	26	0	2
영업활동 자산부채변동	66	44	4	0	2
매출채권 감소(증가)	2	-8	22	0	2
재고자산 감소(증가)	-32	-70	78	-1	4
매입채무 증가(감소)	-1	47	-96	1	-4
기타자산, 부채변동	97	75	0	0	0
투자활동 현금	**-108**	**-1,422**	**-33**	**-76**	**-321**
유형자산처분(취득)	-10	-43	-24	-24	-22
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**	**173**	**101**	**-130**
기초현금	14	25	98	271	371
기말현금	25	98	271	371	242

주요 투자지표

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
투자지표 (x)					
P/E	n/a	48.5	39.5	43.0	62.8
P/B	n/a	10.7	3.4	3.2	3.0
EV/EBITDA	-1.7	31.8	18.6	18.7	19.7
P/CF	n/a	34.1	29.1	33.9	31.7
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	22.7	311.8	-44.5	1.1	-6.9
영업이익	65.4	1,157.5	-57.2	-7.6	-31.3
세전이익	101.7	1,163.3	-57.3	-8.1	-31.6
당기순이익	124.1	979.8	-57.3	-8.1	-31.6
EPS	124.1	763.8	-57.3	-8.1	-31.6
안정성(%)					
부채비율	113.1	31.8	23.6	21.9	20.7
유동비율	184.8	399.6	532.0	559.3	527.6
순차입금/자기자본	-34.3	-96.1	-97.6	-95.7	-84.6
영업이익/금융비용	9.1	138.4	56.3	41.6	30.6
총차입금 (십억원)	126	107	109	109	109
순차입금 (십억원)	-90	-1,539	-1,710	-1,811	-1,681
주당지표 (원)					
EPS	537	4,642	1,984	1,824	1,248
BPS	4,310	20,932	22,917	24,740	25,989
CFPS	948	6,595	2,696	2,310	2,470
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

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

SK바이오사이언스 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 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									

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 당사에게 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 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 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)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	90.2% 9.8%	2018 년 10 월 25 일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2021. 10. 1 ~ 2022. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)