

SK바이오사이언스(302440)

중립(유지)

1Q24 Preview: 신중한 모습

예견된 적자

매출은 218억원(+5.8% YoY), 영업손실은 226억원(적지 YoY)을 전망한다. 두 백신, 대상포진 백신 매출에 태국향 독감 백신 매출이 더해지며 전년 수준 매출이 전망된다. 연구개발비 투자 지속으로 영업 적자가 지속될 것이다. FY24 매출액은 2,584억원(-30.1% YoY), 영업손실 565억원(적지 YoY)을 전망한다.

성과는 나타나고 있지만 상징성에 크칠 것

4.4조원의 시가총액을 설명할 수 있는 영업가치 상향이 필요한 상황이다. 일부 성과들이 나타나고 있다. 1) 수출 국가가 확대되고 있다. 독감 백신은 태국향 44만도즈를 수출하며 남반구 지역에서는 첫 매출을 창출했다. 장티푸스 백신은 WHO PQ 인증을 획득하며 국제기구 조달 자격을 갖췄다. 2) 사노피와의 협업도 공고해지고 있다. 사노피의 국가필수예방접종 백신 5종의 국내 유통 계약을 체결했다. 해당 백신의 23년 국내 시장 규모 약 259억원이며 계약 기간은 2분기부터 올해 말까지다. 다만 이러한 노력들이 올해 영업가치 상향에 기여하는 바는 크지않을 것이다. 판매가가 높지 않고 마진도 적기 때문이다. 중장기적인 관점에서 SK바이오사이언스의 제품 다변화 그리고 역량 강화가 되고 있다는 상징성이 더 크다.

파이프라인 가치가 시총의 대부분을 차지 - 영업가치 상향 필요

사노피와 공동 개발하는 21가 페럼구균백신(GBP410; SP0202)의 비영업가치는 3.7조원이다. 경쟁사 머크, GSK 등과는 다르게 소아 대상 백신으로 포지셔닝 한 것이 차별점이다. SK바이오사이언스의 역할은 물질 생산이다. 815억원을 투자해 안동 L 하우스의 증축 및 업그레이드를 진행 중이다. 한편 작년 12월에 신청한 임상 3상은 2H24에 시작할 전망이다. 27년 품목허가 신청, 29년에 매출 인식을 기대할 수 있다. 현재 시가총액은 비영업가치 3.7조원과 순현금 1.2조원을 대부분 반영하고 있다. 상승 여력을 위해서는 영업가치를 상향할 이벤트가 필요하다. 중립 의견을 유지한다.

KIS ESG Indicator

종합	E	S	G
62	57	79	47

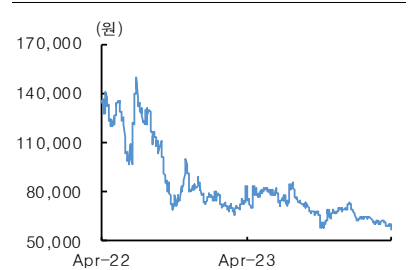
Stock Data

KOSPI(4/17)	2,584
주가(4/17)	56,700
시가총액(십억원)	4,356
발행주식수(백만)	77
52주 최고/최저가(원)	85,800/56,700
일평균거래대금(6개월, 백만원)	6,022
유동주식비율/외국인지분율(%)	31.0/6.6
주요주주(%)	에스케이케미칼 외 2 인 67.9

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(6.3)	(13.8)	(27.9)
KOSPI 대비(%p)	(3.2)	(18.9)	(28.2)

주가추이



자료: FnGuide

위해주, Ph.D.

hjwi@koreainvestment.com

이승우

seungwoo.lee@koreainvestment.com

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2022A	457	115	123	1,596	(67.0)	143	46.1	30.0	3.2	7.3	0.0
2023A	370	(10)	24	318	(80.1)	25	226.4	172.3	3.2	1.4	0.0
2024F	258	(56)	(37)	(488)	NM	(26)	NM	NM	2.6	(2.2)	0.0
2025F	331	(26)	(18)	(239)	NM	16	NM	201.1	NM	NM	0.0
2026F	401	4	17	217	NM	60	261.3	47.7	NM	NM	0.0

주: 순이익은 지분법적용 순이익

〈표 1〉 1Q24 추정치 변경 세부내역

(단위: 십억원, %)

	기존 전망	수정 전망	차이	비고
매출액	40.4	21.8	(46.0)	
기존 제품 등	30.9	21.8	(29.4)	
COVID-19_백신 외 (스카이코비원 포함)	9.5	0.0	NM	
영업이익	(14.0)	(22.6)	NM	
당기순이익	(17.0)	(24.4)	NM	

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 2024년 추정치 변경 세부내역

(단위: 십억원, %)

	기존 전망	수정 전망	차이	비고
매출액	288.0	258.4	(10.3)	
기존 제품 등	240.5	233.4	(2.9)	
COVID-19_백신 외 (스카이코비원 포함)	47.5	25.0	(47.4)	
영업이익	(15.0)	(56.5)	NM	
당기순이익	2.8	(37.5)	NM	

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 SK바이오사이언스 실적 전망

(단위: 십억원, %, %YoY)

	2023				2024F				연간			
	1Q	2Q	3Q	4QF	1QF	2QF	3QF	4QF	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	21	26	232	91	22	34	109	94	370	258	331	401
매출액 증가율	(76.4)	(80.9)	154.6	(35.4)	5.8	26.9	(52.9)	3.5	(19.1)	(30.1)	27.9	21.4
기존 제품 등	21	26	55	44	22	29	101	82	127	233	288	305
C(D)MO	0	0	177	0	0	0	0	0	177	0	0	45
COVID-19_백신 외 (스카이코비원 포함)	0	0	0	47	0	5	9	11	64	25	43	52
영업이익	(29)	(35)	62	(8)	(23)	(25)	(9)	(1)	(10)	(56)	(26)	4
영업이익 증가율	NM	NM	188.2	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
영업이익률	(139.4)	(131.6)	26.6	(8.6)	(103.5)	(73.7)	(7.8)	(0.7)	(2.6)	(21.9)	(8.0)	1.1
세전이익	(25)	(29)	59	4	(23)	(25)	(0)	9	9	(39)	(12)	21
당기순이익	(14)	(16)	49	5	(24)	(20)	(1)	8	24	(37)	(18)	13
증가율	NM	NM	135.8	(83.0)	NM	NM	NM	71.5	NM	NM	NM	NM

자료: SK바이오사이언스, 한국투자증권

〈표 4〉 스카이팩(21가 폐렴구균 백신 제품명) 가치 산출. 3.7조원

(단위: 백만달러, 십억원)

	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F
PCV 시장	6,032	6,654	8,182	9,266	11,114	9,142	9,322	9,508	9,772	10,044	10,324	10,612	10,908	11,213	11,774
단계 및 점유율(%)	임상 3상		허가신청		승인	0.5%	3%	6%	8%	10%	12%	13%	14%		
스카이팩 매출액 추정								48	293	603	826	1,061	1,309	1,458	1,648
SK 바이오사이언스 귀속 이익				25%	가정			12	73	151	206	265	327	364	412
FCF								10	59	121	165	212	262	292	330
FCF 원환산(1\$=1,200 원, 십억원)								11	70	145	198	255	314	350	396
가중평균자본비용(WACC)						6.8%									
연구성장률						1.8%									
현재가치								8	45	87	112	135	156	162	172
영구현금흐름 가치															8,055
영구현금흐름 현재가치															3,501
총 현재가치															4,378
성공확률 85%를 적용한 최종 현재가치(십억원)															3,721

주: 2023년~2028년까지의 값은 Evaluate Pharma 추정치. 2029년~2036년까지의 값은 당사 추정치. WACC 6.8%, 연구성장률 1.8% 적용(단백접합폐렴구균 백신 2027F~2035F CAGR 1.8% 적용). 임상 3상 백신의 성공 확률 58.1%에 50% 프리미엄을 적용한 성공확률 85% 적용. 프리미엄은 임상 2상 결과를 보고 부여함

자료: Evaluate Pharma, 한국투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	457	370	258	331	401
매출원가	217	227	160	191	212
매출총이익	240	142	99	140	189
판매관리비	124	152	155	166	185
영업이익	115	(10)	(56)	(26)	4
영업이익률(%)	25.3	(2.6)	(21.9)	(8.0)	1.1
EBITDA	143	25	(26)	16	60
EBITDA Margin(%)	31.2	6.7	(10.1)	4.8	14.9
영업외수익	27	19	17	14	17
금융수익	117	90	84	84	85
금융비용	85	71	67	70	68
기타영업외손익	(4)	0	(0)	(0)	(1)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	142	9	(39)	(12)	21
법인세비용	19	(15)	(2)	6	4
당기순이익	123	24	(37)	(18)	17
당기순이익률(%)	26.9	6.5	-14.3	-5.4	4.2
조정당기순이익	122	24	(37)	(18)	17
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	(50.8)	(19.1)	(30.1)	27.9	21.4
영업이익 증가율	(75.7)	NM	NM	NM	NM
당기순이익 증가율	(65)	(80)	(254)	(51)	(194)
EPS 증가율	(67.0)	(80.1)	NM	NM	NM
EBITDA 증가율	(71.1)	(82.6)	NM	NM	274.7

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동현금흐름	(125)	31	79	251	648
당기순이익	123	24	(37)	(18)	17
유형자산감가상각비	24	30	27	37	49
무형자산상각비	4	5	4	5	6
자산부채변동	(209)	(18)	97	241	593
기타	(67)	(10)	(12)	(14)	(17)
투자활동현금흐름	266	(45)	(10)	(250)	(551)
유형자산투자	(73)	(43)	(217)	(267)	(279)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	346	7	34	(2)	(9)
무형자산순증	(3)	(7)	3	(9)	(10)
기타	(4)	(2)	170	28	(253)
재무활동현금흐름	(20)	(89)	2	3	6
자본의증가	3	0	0	0	0
차입금의순증	(22)	(95)	12	3	6
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	(1)	6	(10)	0	0
기타현금흐름	(0)	7	0	0	0
현금의증가	121	(96)	70	5	103
FCF	(214)	(43)	(118)	(34)	361

주: 1. K-IFRS (별도) 기준

2. EPS, BPS는 각각 지분법이익이 반영된 조정당기순이익, 조정자본총계를 이용해 계산

재무상태표

(단위: 십억원)

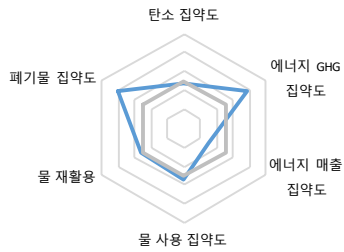
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	2,142	1,854	1,953	2,143	2,783
유동자산	1,777	1,379	1,386	1,327	1,712
현금성자산	219	123	194	198	301
매출채권및기타채권	90	22	103	99	120
재고자산	187	81	90	66	80
비유동자산	365	475	566	815	1,071
투자자산	12	55	21	23	32
유형자산	264	296	486	716	946
무형자산	18	22	16	20	24
부채총계	400	148	306	529	1,169
유동부채	380	135	290	511	1,150
매입채무및기타채무	67	50	26	33	40
단기차입금및단기사채	46	0	5	6	6
유동성장기부채	50	8	13	14	19
비유동부채	20	13	16	18	19
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	18	12	14	16	17
자본총계	1,742	1,706	1,646	1,614	1,614
자본금	38	38	38	38	38
자본잉여금	1,160	1,160	1,160	1,160	1,160
기타자본	10	10	0	0	0
이익잉여금	534	552	514	496	513
조정자본총계	1,742	1,706	1,669	NM	NM
순차입금	(1,371)	(1,251)	(1,157)	(1,122)	(1,464)

주요 투자지표

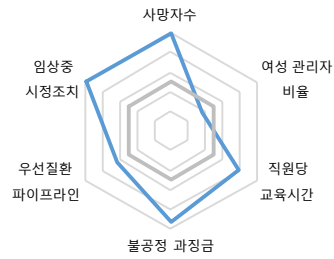
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	1,596	318	(488)	(239)	217
BPS	22,683	22,210	21,722	NM	NM
DPS	0	0	0	0	0
수익성(%)					
ROA	5.8	1.2	(2.0)	(0.9)	0.7
ROE	7.3	1.4	(2.2)	NM	NM
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	0.0	0.0	NM	NM	0.0
안정성					
부채비율(x)	23.0	8.7	18.6	32.8	72.4
차입금/자본총계비율(%)	6.5	1.2	2.0	2.2	2.6
이자보상배율(x)	46.9	(7.1)	(78.6)	(29.3)	4.5
순차입금/EBITDA(x)	-9.6	-50.0	44.5	-70.1	-24.4
Valuation(x)					
PER	46.1	226.4	NM	NM	261.3
최고	145.1	278.6	NM	NM	339.6
최저	42.2	179.6	NM	NM	261.3
PBR	3.2	3.2	2.6	NM	NM
최고	10.2	4.0	3.4	NM	NM
최저	3.0	2.6	2.6	NM	NM
PSR	12.3	15.0	16.9	13.2	10.9
EV/EBITDA	30.0	172.3	NM	201.1	47.7

KIS ESG Indicator

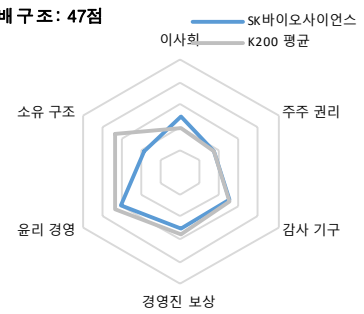
환경: 57점



사회: 79점



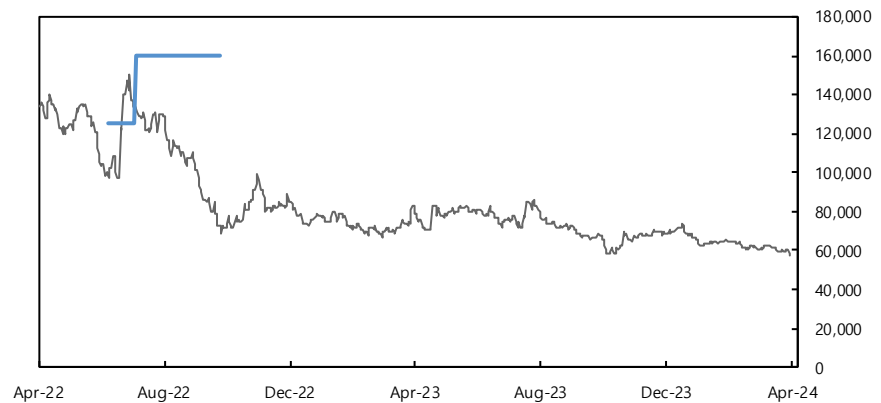
지배 구조: 47점



자료: 한국투자증권

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
SK바이오사이언스 (302440)	2022.06.22	매수	125,000원	-1.8	20.0
	2022.07.20	매수	160,000원	-31.5	-18.1
	2022.10.11	중립	-	-	-
	2023.10.11	1년경과	-	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2024년 4월 18일 현재 SK바이오사이언스 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 SK바이오사이언스 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가 등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2024. 3. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
84.7%	15.3%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.