



BUY(Maintain)

목표주가: 280,000원
주가(10/7): 229,500원

시가총액: 175,568억 원

제약바이오

Analyst 허혜민

02) 3787-4912, hyemin@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (10/7)		2,959.46pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	335,500원	114,500원
등락률	-31.6%	100.4%
수익률	절대	상대
1M	-25.4%	-19.6%
6M	100.4%	112.5%
1Y	N/A	N/A

Company Data

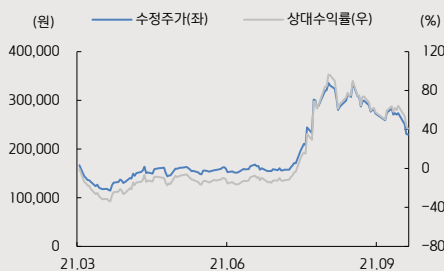
발행주식수	76,500 천 주
일평균 거래량(3M)	1,917천 주
외국인 지분율	5.7%
배당수익률(2021E)	0.0%
BPS(2021E)	20,880원
주요 주주	에스케이케미칼 68.4%

투자지표

(십억 원)	2019	2020	2021F	2022F
매출액	183.9	225.6	880.0	818.5
영업이익	22.8	37.7	453.1	418.8
EBITDA	37.3	54.2	471.0	436.2
세전이익	18.5	37.3	450.7	417.1
순이익	14.7	32.9	351.5	304.4
지배주주지분순이익	14.7	32.9	351.5	304.4
EPS(원)	240	537	4,779	3,980
증감률(% YoY)	-18.6	124.1	789.2	-16.7
PER(배)	0.0	0.0	48.2	57.9
PBR(배)	0.00	0.00	11.04	9.28
EV/EBITDA(배)			34.6	36.6
영업이익률(%)	12.4	16.7	51.5	51.2
ROE(%)	6.5	13.2	37.8	17.4
순차입금비율(%)	13.1	-35.6	-84.3	-88.8

자료: 키움증권

Price Trend



SK바이오사이언스 (302440)

코로나 투심 약화에 실적 부진 이미 반영



3Q 실적이 기대치를 하회할 것으로 예상되며 최근 주가는 고점 대비 -37% 하락 하였습니다. 다만, 3분기 수익성(OPM 60%)은 양호할 것으로 예상되며, 이연 물량으로 인한 4분기 호실적도 예상됩니다. 자체 백신이 4분기내에 기존 백신 대비 차별성 및 경쟁력을 갖춘 데이터를 보여준다면 4분기 실적과 자체 백신 기대감으로 투자심리 개선이 가능할 것으로 전망됩니다.

>>> 컨센서스 하회 전망되나, QoQ 성장 및 4Q 호실적 기대

3분기 매출액 1,726억 원(YoY +75%, QoQ +19%), 영업이익 1,027억 원(YoY +182%, QoQ +55%, OPM 60%)으로 매출액과 영업이익 각각 시장 컨센서스 -33%, -23% 하회 할 것으로 예상된다. **노바백스의 코로나19 백신 승인이 4분기 지연되며, CDMO 매출이 4분기에 몰릴 것으로 예상되기** 때문이다. 다만, 노바백스 라이선스 **공급 국내 4천만 도즈 중 일부가 반영될** 것으로 전망된다. 아스트라제네카 CMO 물량 또한 3분기보다 4분기에 더욱 증가할 것으로 예상된다.

>>> 올해는 노바백스 선구매, 내년은 자체 백신 선구매

연내 자체 백신 **GBP-510 2상 데이터 발표 및 국내 선구매(조건: 2상 중간 결과와 3상 시험 계획 승인)**, 노바백스 4분기 유럽 승인 신청, '22년 상반기 3상 결과 발표 및 승인이 기대된다. 올해 연간 매출액은 8,800억 원(YoY +290%), 영업이익 4,531억 원(YoY +1,102%, OPM 51%)이 예상된다. '22년 영업이익 4,188억 원(YoY -8%)으로 전망하였으나, 이는 GBP-510 추정이 제외된 것이다. GBP-510 성공으로 인한 CEPI와 국내 정부에 선구매 분량만 감안해도 영업이익은 6,598억 원 ~ 8,583억 원도 가능할 것으로 예상된다. GBP-510의 2상 데이터가 기존 mRNA 백신 대비 현재 우세종인 델타변이에서 더 높은 효력을 보여준다면, 돌파 감염 우려 감소 및 보관 편리성으로 개발도상국 접종 확대에 기여할 수 있을 것으로 보인다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 28만 원 하향

코로나19 관련 수요 급변 상황 등을 고려하여 GBP-510의 신약 가치 DCF 산정을 기존 10년에서 5년으로 기간 단축, 가격 및 CMO 추정치 하향 등으로 동사에 대한 목표주가를 28만 원으로 하향한다. 만약, GBP-510 가치 제외한다면 목표주가 19만 원(시가총액 약 15조 원), 공장 증설까지 제외한다면 목표주가 14만 원(시가총액 약 10조 원)까지도 하방으로 볼 수 있으나 **GBP-510의 임상 성공 가능성이 높고 증설 진행에 큰 변화 없는 점**이 고려되어야 할 것이다. 3분기 실적은 시장 기대치 대비해서는 부진이 예상되나, 수익성은 양호할 것으로 기대되며 4분기에는 양호한 실적이 예상된다.

실적 세부 내역 1

구 분	1Q21	2Q21	3Q21E	컨센서스	차이	(단위, 십억 원)		
						2021	컨센서스	차이
매출액	112.7	144.6	172.6	257.6	-33%	880.0	1,030.0	-15%
YoY	422%	277%	75%	161%		290%	357%	
영업이익	53.7	66.2	102.7	132.9	-23%	453.1	459.5	-1%
YoY	-	흑전	182%	264%		1102%	1118%	
OPM	48%	46%	60%	52%		51%	45%	
순이익	41.9	52.8	64.5	77.3	-17%	351.5	372.1	-6%

자료: 키움증권 리서치센터

실적 세부 내역 2

구 분	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020	(십억 원)				
						1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2021E
매출액	21.6	38.3	98.7	67.0	225.6	112.7	144.6	172.6	450.1	880.0
YoY	-	-	-	-	123%	422%	277%	75%	572%	290%
매출 원가	16.1	30.8	47.0	36.3	130.3	39.3	61.6	51.2	158.3	310.4
원가율	75%	80%	48%	54%	58%	35%	43%	30%	35%	35%
매출총이익	5.4	7.5	51.7	30.7	95.3	73.4	83.0	121.3	291.8	569.6
판매관리비	10.9	11.7	15.2	19.8	57.6	19.7	16.9	18.6	61.3	116.5
판매관리비율	51%	30%	15%	30%	26%	17%	12%	11%	14%	13%
영업이익	(5.5)	(4.2)	36.5	10.9	37.7	53.7	66.2	102.7	230.6	453.1
YoY	-	-	-	-	65%	흑전	흑전	182%	2013%	1102%
OPM	-	-	37%	16%	17%	48%	46%	60%	51%	51%

자료: 키움증권 리서치센터

CEPI 최소 구매 계약 가정

가정	Bear	Bull
2022년 생산 도즈(만)	22,500	45,000
CEPI 향 생산	70%	70%
2022년 CEPI 향 공급 도즈	15,750	31,500
CEPI 도즈 당 가격(원)	3,000	5,000
CEPI 향 매출액 (십억 원)	473	1575
OPM_CEPI	18.0%	18.0%
CEPI 향 영업이익 (십억 원)	85.1	283.5

주: 위 가정은 키움증권 리서치센터의 가정으로 사실과 다를 수 있음.

자료: 키움증권 리서치센터

국내 선구매 계약 가정

도즈(만)	1,000
도즈 당 가격(원)	24,000
선구매향 매출액(십억 원)	240.0
OPM_선구매	65.0%
선구매 영업이익 (십억 원)	156.0

주: 위 가정은 키움증권 리서치센터의 가정으로 사실과 다를 수 있음.

자료: 키움증권 리서치센터

GBP 510 가치 산정 세부 내역

(십 억원)						
GBP 510	'21E	'22E	'23E	'24E	'25E	'26E
생산 도즈 수 (만)	-	45,000	45,000	45,000	45,000	45,000
가동율		50%	70%	60%	30%	20%
CEPI 도즈(만)	50%	15,750	15,750	13,500	6,750	4,500
CEPI 도즈 당 가격(원)		3,000	3,000	3,000	3,000	3,000
CEPI 향 매출액		473	473	405	203	135
자체 판매 도즈(만)	50%	6,750	15,750	13,500	6,750	4,500
자체 판매 도즈 당 가격(원)		18,000	18,000	18,000	18,000	18,000
자체 판매향 매출액		1,215	2,835	2,430	1,215	810
GBP 510 매출액		1,687.5	3,307.5	2,835.0	1,417.5	945.0
EBIT		874.8	1,927.8	1,652.4	826.2	550.8
FCF		682.3	1,503.7	1,288.9	644.4	429.6
NPV	3,801					
NPV of TV	4,376					
NPV 합산 가치	8,177					
rNPV 합산 가치	6,951					

가 정	
환율(원)	1,150
OPM_자체	65.0%
OPM_CEPI	18.0%
Tax Rate	22%
WACC	7%
영구성장율	0%
신약 성공확률	85%

자료: 키움증권 리서치센터

목표주가 산정내역

(단위, 억 원, 천 주)		
구 분	가치 산정	비 고
① 영업가치	134,111	안동공장 가동 적용 포함
② 비영업가치		
GBP 510	69,505	최대 생산 도즈 4.5 억 도즈 가정
③ 순현금	14,000	
④ 유통 주식 수	76,500	
⑤ 기업가치(=①+②+③)	217,616	
⑥ 목표주가(=⑤/④)	280,000	

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	183.9	225.6	880.0	818.5	913.8
매출원가	106.1	130.3	310.4	328.5	373.9
매출총이익	77.9	95.3	569.6	490.0	539.9
판관비	55.1	57.6	116.5	71.3	66.6
영업이익	22.8	37.7	453.1	418.8	473.3
EBITDA	37.3	54.2	471.0	436.2	490.8
영업외손익	-4.3	-0.4	-2.4	-1.7	-0.9
이자수익	0.2	0.5	3.2	3.9	4.7
이자비용	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2
외환관련이익	1.2	5.4	0.5	0.5	0.5
외환관련손실	2.7	2.2	1.9	1.9	1.9
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	1.2	0.1	0.0	0.0	0.0
법인세차감전이익	18.5	37.3	450.7	417.1	472.3
법인세비용	3.8	4.4	99.2	112.6	127.5
계속사업순손익	14.7	32.9	351.5	304.4	344.8
당기순이익	14.7	32.9	351.5	304.4	344.8
지배주주순이익	14.7	32.9	351.5	304.4	344.8
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	85.0	22.7	290.1	-7.0	11.6
영업이익 증감율	-13.8	65.4	1,101.9	-7.6	13.0
EBITDA 증감율	12.9	45.3	769.0	-7.4	12.5
지배주주순이익 증감율	64.6	123.8	968.4	-13.4	13.3
EPS 증감율	-18.6	124.1	789.2	-16.7	13.3
매출총이익율(%)	42.4	42.2	64.7	59.9	59.1
영업이익률(%)	12.4	16.7	51.5	51.2	51.8
EBITDA Margin(%)	20.3	24.0	53.5	53.3	53.7
지배주주순이익률(%)	8.0	14.6	39.9	37.2	37.7

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	170.7	333.9	1,733.0	2,038.3	2,398.2
현금 및 현금성자산	14.4	25.0	265.6	726.4	1,078.1
단기금융자산	80.1	190.9	1,202.8	1,082.6	1,082.6
매출채권 및 기타채권	32.4	45.8	149.6	122.8	118.8
재고자산	36.4	70.3	114.4	106.4	118.8
기타유동자산	7.4	1.9	0.6	0.1	-0.1
비유동자산	233.2	228.3	225.5	228.0	230.4
투자자산	10.9	0.5	0.5	0.5	0.5
유형자산	182.5	181.0	180.8	185.7	190.1
무형자산	19.5	17.9	15.2	12.9	10.9
기타비유동자산	20.3	28.9	29.0	28.9	28.9
자산총계	404.0	562.2	1,958.4	2,266.3	2,628.7
유동부채	45.5	180.6	243.3	248.8	268.5
매입채무 및 기타채무	37.5	57.0	119.7	125.2	144.9
단기금융부채	1.4	12.6	12.6	12.6	12.6
기타유동부채	6.6	111.0	111.0	111.0	111.0
비유동부채	125.7	117.8	117.8	117.8	117.8
장기금융부채	123.7	109.4	109.4	109.4	109.4
기타비유동부채	2.0	8.4	8.4	8.4	8.4
부채총계	171.2	298.4	361.1	366.6	386.3
지배지분	232.7	263.8	1,597.4	1,899.7	2,242.4
자본금	10.2	30.6	38.3	38.3	38.3
자본잉여금	201.2	180.5	1,157.0	1,157.0	1,157.0
기타자본	0.3	0.9	0.9	0.9	0.9
기타포괄손익누계액	-1.3	-1.5	-3.6	-5.7	-7.8
이익잉여금	22.3	53.2	404.8	709.2	1,054.0
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	232.7	263.8	1,597.4	1,899.7	2,242.4

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	36.0	120.2	289.7	366.7	377.9
당기순이익	14.7	32.9	351.5	304.4	344.8
비현금항목의 가감	25.1	25.1	122.1	134.4	148.6
유형자산감가상각비	11.8	13.6	15.2	15.2	15.6
무형자산감가상각비	2.7	3.0	2.7	2.3	1.9
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	10.6	8.5	104.2	116.9	131.1
영업활동자산부채증감	8.1	66.4	-83.8	40.7	11.4
매출채권및기타채권의감소	11.8	1.7	-103.8	26.8	4.0
재고자산의감소	-6.9	-31.6	-44.1	8.0	-12.4
매입채무및기타채무의증가	7.3	-0.9	62.6	5.5	19.7
기타	-4.1	97.2	1.5	0.4	0.1
기타현금흐름	-11.9	-4.2	-100.1	-112.8	-126.9
투자활동 현금흐름	-2.6	-108.1	-1,024.9	102.3	-18.0
유형자산의 취득	-23.7	-9.9	-15.0	-20.0	-20.0
유형자산의 처분	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.3	0.2	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	0.4	10.5	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	19.1	-110.8	-1,011.9	120.3	0.0
기타	1.8	1.9	2.0	2.0	2.0
재무활동 현금흐름	-23.4	-1.5	983.8	-0.3	-0.3
차입금의 증가(감소)	-23.4	-1.2	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	984.1	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.0	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
기타현금흐름	0.0	0.0	-7.9	-7.9	-7.9
현금 및 현금성자산의 순증가	9.9	10.6	240.7	460.8	351.7
기초현금 및 현금성자산	4.5	14.4	25.0	265.7	726.4
기말현금 및 현금성자산	14.4	25.0	265.7	726.4	1,078.1

자료: 키움증권

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	240	537	4,779	3,980	4,507
BPS	3,803	4,310	20,880	24,833	29,312
CFPS	650	948	6,438	5,736	6,450
DPS	0	0	0	0	0
주당배수(배)					
PER	0.0	0.0	48.2	57.9	51.1
PER(최고)	0.0	0.0	75.8		
PER(최저)	0.0	0.0	23.3		
PBR	0.00	0.00	11.04	9.28	7.86
PBR(최고)	0.00	0.00	17.34		
PBR(최저)	0.00	0.00	5.34		
PSR	0.00	0.00	19.27	21.54	19.30
PCFR	0.0	0.0	35.8	40.2	35.7
EV/EBITDA			34.6	36.6	31.8
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)			0.0	0.0	0.0
ROA	3.7	6.8	27.9	14.4	14.1
ROE	6.5	13.2	37.8	17.4	16.6
ROIC	8.2	12.4	178.6	139.4	176.5
매출채권회전율	4.8	5.8	9.0	6.0	7.6
재고자산회전율	5.4	4.2	9.5	7.4	8.1
부채비율	73.6	113.1	22.6	19.3	17.2
순차입금비율	13.1	-35.6	-84.3	-88.8	-90.9
이자보상배율	5.4	9.1	109.2	100.9	114.0
총차입금	125.1	122.0	122.0	122.0	122.0
순차입금	30.6	-93.9	-1,346.5	-1,687.0	-2,038.7
NOPLAT	37.3	54.2	471.0	436.2	490.8
FCF	18.1	97.9	272.5	343.8	354.5

Compliance Notice

- 당사는 10월 7일 현재 'SK바이오사이언스' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

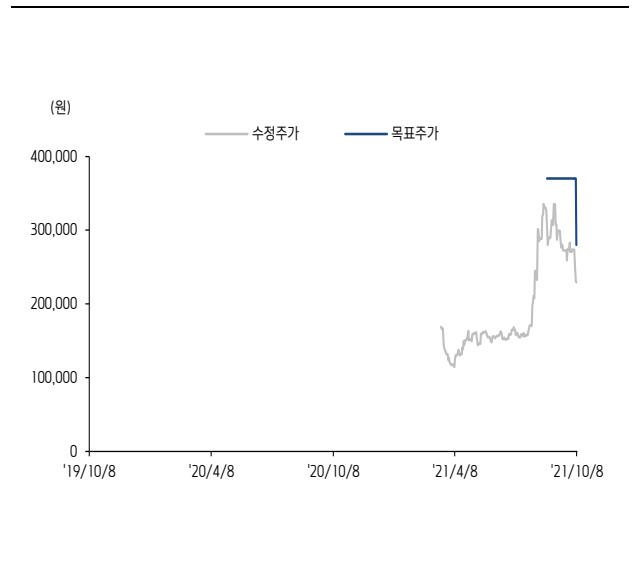
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자이견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자이견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
SK바이오 사이언스	2021-08-24	Buy(Initiate)	370,000원	6개월	-23.02	-9.46
(302440)	2021-10-08	Buy(Maintain)	280,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)



투자이견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2020/10/01~2021/09/30)

매수	중립	매도
97.63%	2.37%	0.00%