

제약/바이오
 이나경
 02)6260-2436
 nklee@heungkuksec.co.kr

(302440)

SK바이오사이언스

Buy(유지)

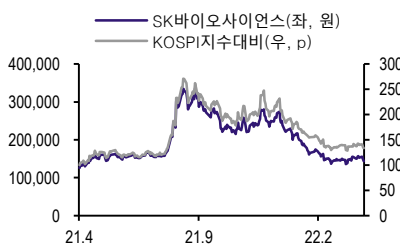
1Q22 Preview: 상저하고

목표주가	178,000원(하향)			
현재주가(04/07)	143,500원			
상승여력	24.0%			
시가총액	10,992십억원			
발행주식수	76,600천주			
52주 최고가 / 최저가	335,500 / 114,500원			
3개월 일평균거래대금	82십억원			
외국인 지분율	5.1%			
주요주주				
에스케이케미칼 (외 1인)	68.4%			
국민연금공단 (외 1인)	5.0%			
에스케이바이오사이언스우 리사주 (외 1인)	5.0%			
추가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-2.4	-32.6	-37.5	25.3
상대수익률(KOSPI)	-4.1	-23.9	-28.6	39.4

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020	2021	2022E
매출액	184	226	929	1,147
영업이익	23	38	474	651
EBITDA	37	54	494	672
지배주주순이익	15	33	355	502
EPS	0	0	5,804	8,208
순차입금	31	-90	-1,333	-1,739
PER	n/a	n/a	24.7	17.5
PBR	n/a	n/a	5.5	4.2
EV/EBITDA	0.8	-1.7	19.6	13.8
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	6.5	13.2	38.2	27.2
컨센서스 영업이익	23	38	474	599
컨센서스 EPS	0	0	4,642	6,717

주가추이



당사는 SK바이오사이언스에 대해 투자 의견 Buy 유지, 목표주가 17.8만원으로 하향한다. 올해 실적은 GBP510 및 노바백스 CMO 수주 금액 각 2,000억원 및 2,400억원을 하방으로 GBP510 판매량에 따라 상방이 결정될 예정이다. 현재 주가는 거의 역사상 저점을 기록하고 있어 GBP510 및 스카이팩 파이프라인에 관심을 가질 필요가 있다.

1Q22E 실적 컨센 하회 전망

SK바이오사이언스의 1Q22E 실적에 대해 매출액 816억원(YoY -27.6%), 영업이익 295억원(YoY -45.2%)로 추정한다. 1Q22E 실적은 노바백스 백신(누박소비드)의 질병관리청 구매 물량 총 4천만 도즈 중 약 2백만 도즈에 대한 DP 매출과 자체 개발 백신 및 상품화 매출이 대부분인 것으로 파악된다. 1Q22 실적 컨센 하회의 주된 요인은 노바백스 백신 QA 지연 이슈로 기생산된 노바백스 CMO 물량의 출하가 지연된 영향이다. 이에 2분기부터 정상적으로 공급 진행된다는 가정하에 상저하고의 실적 QoQ 증가가 기대된다.

3Q22 GBP510 실적 반영 기대

동사는 GBP510에 대해 질병관리청과 2천억원(천만 도즈) 선구매 계약을 체결했으며, 기타 해외 지역으로의 계약 확대 역시 염두에 두고 있다. 이에 3Q22E 실적부터 GBP510 매출이 포함되었다. 동사의 주요 파이프라인인 PCV21가 백신 스카이팩은 현재 2개 수트를 이용해 임상용 약물을 생산 중이며, 내년 임상3상에 진입할 계획이다.

Valuation

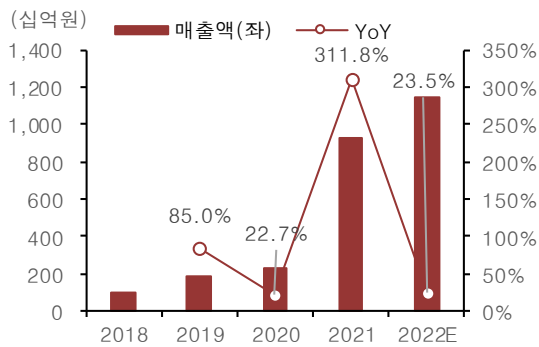
당사는 투자 의견 Buy를 유지하고, 목표주가는 17.8만원으로 하향한다. 목표주가 하향은 SOTP 밸류에이션에 의해 CMO 영업 가치와 GBP510 파이프라인 가치의 보수적 산출에 의한 것이다. COVID-19항 매출이 전사 매출의 대부분을 차지하는 반면, 엔데믹으로 빠르게 전환되고 있어 COVID-19항 매출 발생이 2023년 이후에도 지속 가능할 지가 명확하지 않다는 판단이다. 다만, 코로나백신의 매년 접종 가능성이 남아있으며, PCV 21가 백신에 대한 기대감은 유효하므로 중장기적으로 관심 가져야 할 기업이라는 의견이다.

그림 1 SK바이오사이언스 실적 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	112.7	144.6	220.8	450.9	81.6	146.5	424.2	494.5	929.0	1,146.9	939.6
YoY(%)	422.4%	277.2%	123.8%	572.8%	-27.6%	1.3%	92.1%	9.7%	311.8%	23.5%	-18.1%
제품(COVID-19 백신 원액 외)	9.7	104.1	140.8	384.3	73.4	70.2	318.0	379.4	638.887	841.02	657.092
상품(부스트릭스 등)	4.3	6.4	9.7	5.7	4.5	6.7	10.2	5.9	26.1	27.4	28.8
기타 (CDMO 용역, 기술수출)	98.8	34.2	70.3	60.7	3.6	69.6	96.0	109.2	264.0	278.4	253.7
매출총이익	73.4	83.0	131.4	282.5	51.8	73.4	285.0	345.5	570.3	755.6	653.8
GPM(%)	65.1%	57.4%	59.5%	62.7%	63.5%	50.1%	67.2%	69.9%	61.4%	65.9%	69.6%
YoY(%)	1251.2%	1007.2%	154.1%	819.7%	-29.4%	-11.6%	117.0%	22.3%	498.1%	32.5%	-13.5%
판매관리비	19.7	16.9	30.9	28.5	22.3	19.8	31.1	31.6	96.1	104.9	126.8
YoY(%)	80.1%	44.6%	103.3%	44.1%	13.4%	17.4%	0.6%	10.8%	66.7%	9.2%	20.9%
영업이익	53.7	66.2	100.4	253.9	29.5	53.6	253.8	313.8	474.2	650.7	527.0
영업이익률(%)	47.7%	45.7%	45.5%	56.3%	36.1%	36.6%	59.8%	63.5%	51.0%	56.7%	56.1%
YoY(%)	흑전	흑전	175.3%	2227.2%	-45.2%	-19.0%	152.8%	23.6%	1157.5%	37.2%	-19.0%
당기순이익	41.9	52.8	76.4	184.0	22.6	41.7	196.0	242.0	355.1	502.3	410.4
당기순이익률(%)	37.2%	36.5%	34.6%	40.8%	27.7%	28.5%	46.2%	48.9%	38.2%	43.8%	43.7%
YoY(%)	흑전	흑전	137.3%	1762.3%	-46.2%	-21.0%	156.4%	31.6%	979.8%	41.4%	-18.3%

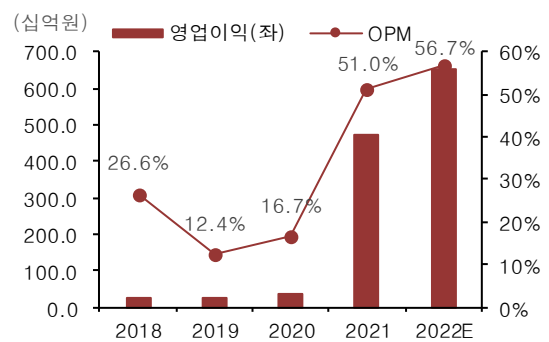
자료: SK바이오사이언스, 흥국증권 리서치센터

그림 2 SK바이오사이언스 연간 매출액 추이



자료: SK바이오사이언스, 흥국증권 리서치센터

그림 3 SK바이오사이언스 연간 영업이익 추이



자료: SK바이오사이언스, 흥국증권 리서치센터

그림 4 SK바이오사이언스 밸류에이션

(십억원)	Value	산출방법
영업가치		
(1)기존사업 가치	8,170	수트 1~4 CMO Value + 스카이백신 3종 + 도입상품 + 기타
비영업가치		
(2)GBP510	1,482	2022~2026년 생산 가정
(3)스카이팩	2,371	
(4)순현금	1,600	
NAV	13,624	
유통주식수(천주)	76,500	
주당 가치(원)	178,086	
목표주가(원)	178,000	
현재주가(원)	143,500	
Upside(%)	24.1%	

자료: 흥국증권 리서치센터

그림 5 차세대 폐렴구균 스카이팩 파이프라인 가치

(백만달러)	2020	2021F	...	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F
Prevenar/Prevenar13	5,850	5,912		7,066	7,405	7,760	8,133	8,523	8,932	9,361	9,810	10,281	10,775
시장점유율							1.5%	3%	6%	7%	8%	9%	10%
예상 매출액(십억원)							136	285	598	731	875	1,032	1,201
EBIT							82	171	359	438	525	619	721
FCF							65	137	287	351	420	495	577
WACC	6.8%												
PV	1,182												
NPV(십억원)	642												
Terminal Value	7,260												
적정가치(십억원)	2,371												

자료: 흥국증권 리서치센터

주: Risk Free 1.0%, Beta 1.4. Risk Premium 7.4%, Cost of Debt 1.9%의 가정으로 WACC 산출

주: 폐렴구균 단백질백신 시장 2011~2022E 연평균성장률 4.8%, 임상성공확률 30%

주: OPM 60% 가정, 연구성장률 4.8% 가정, 원/달러 환율 1,115원 가정, 법인세율 22.5%

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	226	929	1,147	940	952
증가율 (Y-Y,%)	127.0	311.8	23.5	(18.1)	1.3
영업이익	38	474	651	527	540
증가율 (Y-Y,%)	42.6	1,157.5	37.2	(19.0)	2.5
EBITDA	54	494	672	550	564
영업외손익	(0)	(3)	(3)	(2)	(3)
순이자수익	(4)	(16)	(10)	(10)	(14)
외화관련손익	3	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	37	471	648	525	537
당기순이익	33	355	502	407	416
지배기업당기순이익	33	355	502	407	416
증가율 (Y-Y,%)	268.2	980.0	41.4	(19.0)	2.4
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	n/a	110.6	84.1	60.9	0.8
영업이익증가율(3Yr)	n/a	161.8	205.6	140.9	4.4
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	146.3	162.1	116.5	4.6
순이익증가율(3Yr)	n/a	241.3	224.7	131.2	5.4
영업이익률(%)	16.7	51.0	56.7	56.1	56.7
EBITDA마진(%)	24.0	53.2	58.6	58.6	59.3
순이익률 (%)	14.6	38.2	43.8	43.3	43.7
NOPLAT	33	358	504	408	418
(+) Dep	17	20	22	23	24
(-) 운전자본투자	(82)	51	56	1	(18)
(-) Capex	10	41	50	45	42
OpFCF	122	285	419	386	419

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	334	1,684	2,196	2,584	3,002
현금성자산	216	1,500	1,926	2,337	2,771
매출채권	46	48	50	49	45
재고자산	70	135	220	198	185
비유동자산	228	267	307	319	337
투자자산	29	46	57	47	48
유형자산	181	205	237	261	280
무형자산	18	15	13	11	9
자산총계	562	1,950	2,503	2,903	3,339
유동부채	181	235	271	252	258
매입채무	28	102	133	109	110
유동성이자부채	13	53	58	63	68
비유동부채	118	119	134	146	159
비유동이자부채	113	114	129	141	154
부채총계	298	354	405	398	417
자본금	31	31	31	31	31
자본잉여금	181	181	181	181	181
이익잉여금	53	408	911	1,317	1,734
자본조정	(1)	977	977	977	977
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	264	1,596	2,098	2,505	2,922
투하자본	173	263	360	372	372
순차입금	(90)	(1,333)	(1,739)	(2,133)	(2,549)
ROA	6.8	28.3	22.6	15.0	13.3
ROE	13.2	38.2	27.2	17.7	15.3
ROIC	15.2	163.8	161.9	111.6	112.4

주요투자지표

(단위:십억원, 원)

결산기	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Per share Data					
EPS	n/a	5,804	8,208	6,645	6,805
BPS	4,310	26,080	34,288	40,933	47,738
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Multiples (x,%)					
PER	n/a	25.4	18.0	22.2	21.7
PBR	n/a	5.7	4.3	3.6	3.1
EV/ EBITDA	(1.7)	15.6	10.8	12.5	11.5
배당수익율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PCR	n/a	33.9	17.1	20.0	19.9
PSR	n/a	9.7	7.9	9.6	9.5
재무건전성 (%)					
부채비율	113.1	22.2	19.3	15.9	14.3
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	184.8	715.0	810.9	1,026.0	1,162.1
이자보상배율	10.2	30.6	62.6	52.7	38.8
이자비용/매출액	1.8	3.2	1.4	1.8	2.0
자산구조					
투하자본(%)	41.4	14.5	15.4	13.5	11.7
현금+투자자산(%)	58.6	85.5	84.6	86.5	88.3
자본구조					
차입금(%)	32.3	9.5	8.2	7.5	7.1
자기자본(%)	67.7	90.5	91.8	92.5	92.9

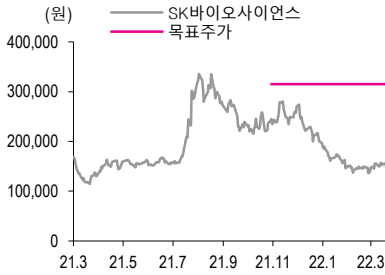
주) 재무제표는 개별기준기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업현금	120	309	472	451	472
당기순이익	33	355	502	407	416
자산상각비	17	20	22	23	24
운전자본증감	66	43	(56)	(1)	18
매출채권감소(증가)	2	(2)	(2)	1	4
재고자산감소(증가)	(32)	(65)	(85)	22	13
매입채무증가(감소)	(1)	75	30	(24)	1
투자현금	(108)	(1,398)	(205)	(130)	(132)
단기투자자산감소	(102)	(1,357)	(155)	(85)	(89)
장기투자증권감소	0	0	0	0	0
설비투자	(10)	(41)	(50)	(45)	(42)
유무형자산감소	0	(0)	(0)	(0)	(0)
재무현금	(2)	1,016	5	5	5
차입금증가	(1)	40	5	5	5
자본증가	0	976	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	11	(73)	271	326	345
총현금흐름(Gross CF)	58	266	528	452	453
(-) 운전자본증가(감소)	(82)	51	56	1	(18)
(-) 설비투자	10	41	50	45	42
(+) 자산매각	0	(0)	(0)	(0)	(0)
Free Cash Flow	130	174	421	406	430
(-) 기타투자	0	0	0	0	0
잉여현금	130	174	421	406	430

SK바이오사이언스 - 주가 및 당사 목표주가



최근 2년간 당사 투자 의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2021-11-16	담당자변경			
2021-11-16	Buy	315,000	(38.3)	(11.0)
2022-04-08	Buy	178,000		

투자의견(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상
		산업	

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2022년 03월 31일 기준)

Buy (94.1%)	Hold (5.9%)	Sell (0.0%)
-------------	-------------	-------------

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으며 당사의 동의없이 무단 복제, 대어, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

흥국씨앤티체

흥국씨앤티체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 if 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앤티체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.



<http://www.heungkuksec.co.kr>

- 주소 (본사) 서울시 종로구 새문안로 68 (신문로 1가, 흥국생명빌딩 19층)
(사무소) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32(여의도파이낸스타워 14층)
- 전화번호 영업부 대표 02) 6742-3635
- 팩스 영업부 대표 02) 739-6286