SK 바이오사이언스

| Bloomberg Code (302440 KS) | Reuters Code (302440.KS)

2022 년 6 월 16 일

기다림이 조금 더 필요할 듯

[제약/바이오]

이동건 수석연구원
☎ 02-3772-1547
✉ shawn1225@shinhan.com

원재희 연구원
☎ 02-3772-2669
✉ jhwon@shinhan.com

매수	현재주가 (6 월 15 일)	목표주가	상승여력
(유지)	105,500 원	121,000 원 (하향)	14.7%

- 2Q22 Pre: 노바백스 백신 QA 지연 이슈 해소로 양호한 실적 기대
- 리오프닝 본격화 속 코로나19 백신에 대한 낮아지는 기대치
- 목표주가 12.1만원으로 하향. 스카이코비원 가치 하향 반영

신한 리서치 투자정보
www.shinhaninvest.com

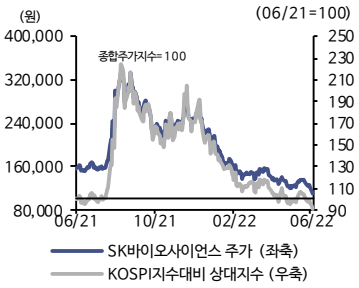
신한금융투자 기업분석부

투자판단	매수 (유지)
목표주가	121,000 원 (하향)
상승여력	14.7%

KOSPI	2,492.97p
KOSDAQ	823.58p
시가총액	8,407.9 십억원
액면가	500 원
발행주식수	76.8 백만주
유동주식수	20.6 백만주(26.8%)
52 주 최고가/최저가	335,500 원/109,500 원
일평균 거래량 (60 일)	407,157 주
일평균 거래액 (60 일)	56,082 백만원
외국인 지분율	4.32%
주요주주	
에스케이케미칼 외 2 인	68.24%

절대수익률	
3 개월	-25.5%
6 개월	-57.6%
12 개월	-31.1%
KOSPI 대비 상대수익률	
3 개월	-20.9%
6 개월	-49.1%
12 개월	-10.2%

주가차트



2Q22 Pre: 노바백스 백신 QA 지연 이슈 해소로 양호한 실적 기대

2분기 매출액 및 영업이익을 각각 1,404억원(-2.9% YoY, 이하 YoY 생략), 643억원(-2.8%, OPM 45.8%)으로 추정한다. 컨센서스에 부합한 양호한 실적이 예상된다. 전분기대비로는 매출액은 61%, 영업이익은 171% 증가할 것으로 기대되는데 이는 1분기 실적 리뷰 자료에서 언급한 바와 같이 1분기까지 이어졌던 노바백스 코로나19 백신 CDMO QA 지연 이슈가 4월을 기점으로 해소됨에 따른 것으로 하반기 갈수록 CDMO 매출의 안정적 성장이 기대된다. 한편 정부 계약 노바백스 코로나19 백신 DP 매출도 국내 출하에 따른 매출 인식이 지속되고 있는 것으로 추정된다.

리오프닝 본격화 속 코로나19 백신에 대한 낮아지는 기대치

스카이코비원(GBP510)은 6월 국내 허가 획득, 이르면 3분기 중 EMA, WHO 등 허가 획득이 기대된다. 이에 따라 3월 21일 질병관리청과 체결한 2천억원 규모의 선구매 계약 DS 매출 및 COVAX향 공급 매출은 3분기를 시작으로 차츰 증가할 것으로 기대된다. 다만 현 시점에서 글로벌 리오프닝이 본격화되고 있는 가운데 각 국가들의 높은 기존 코로나19 백신 재고 및 급격히 낮아진 추가 접종으로 기대 매출은 낮아질 필요가 있다고 판단한다. 국내 기준 1, 2차 접종률은 각각 87.4%, 86.5%를 기록했으나 3차 접종부터 64.6%로 급격히 하락, 4차 접종은 8.3%에 불과하다. 앞서 코로나19 백신을 출시한 주요 기업들의 합산 코로나19 백신 매출 추정치 역시 이를 반영하여 2022년 631억달러(80.1조원)에서 2023년 336억달러(43.4조원), 2024년 201억달러로 급감하는 것으로 나타났다.

목표주가 12.1만원으로 하향. 스카이코비원 가치 하향 반영

목표주가를 12.1만원으로 33% 하향한다. 목표주가는 백신 CDMO 사업가치 4조 3,059억원에 스카이코비원 파이프라인 가치 1조 2,515억원, 스카이팩 파이프라인 가치 1조 9,878억원, 순현금 1조 7,470억원을 합산하여 산출했다. 스카이코비원 가치를 큰 폭 하향했는데, 이는 비록 이르면 6월 중 국내 허가 획득, 이르면 3분기 중 EMA, WHO 등 허가를 획득할 것으로 기대되나 국내를 비롯해 여전히 주요국들의 높은 코로나19 백신 재고와 낮아지고 있는 추가 백신 접종률을 감안해 스카이코비원 자체 판매분에 대한 기대 매출액을 큰 폭 하향함에 기인한다. 결국 주가 반등을 위해서는 백신 매출 고성장 가시화 또는 향후 증설 및 신사업 진출 등에 대한 구체적 성과가 필요하다고 판단한다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2020	225.6	37.7	37.3	32.9	537	124.1	4,310	0.0	(1.7)	0.0	13.2	(34.3)
2021	929.0	474.2	471.1	355.1	4,828	798.3	20,932	46.6	31.8	10.7	38.1	(96.1)
2022F	998.0	499.4	519.6	398.2	5,190	7.5	26,040	21.1	12.7	4.2	22.1	(87.4)
2023F	1,203.7	600.5	639.2	489.0	6,368	22.7	32,409	17.2	9.9	3.4	21.8	(87.3)
2024F	1,228.1	552.7	611.8	468.0	6,095	(4.3)	38,504	18.0	10.0	2.8	17.2	(86.7)

자료: 회사 자료, 신한금융투자

SK바이오사이언스 2Q22 실적 추정

(십억원, %)	2Q22F	2Q21	YoY	1Q22	QoQ	Consen	vs. Consen
매출액	140.4	144.6	(2.9)	87.1	61.2	147.7	(5.0)
영업이익	64.3	66.2	(2.8)	23.8	170.9	60.2	6.9
세전이익	67.3	67.9	(0.9)	32.8	105.4	62.2	8.2
당기순이익	51.5	52.8	(2.5)	27.8	85.1	46.9	9.7
영업이익률	45.8	45.7		27.3		40.8	
순이익률	36.7	36.5		31.9		31.8	

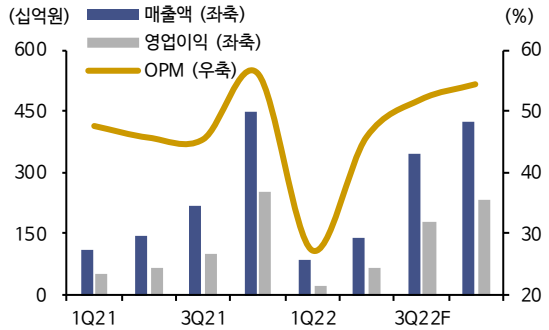
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

SK바이오사이언스 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22F	3Q22F	4Q22F	20	21	22F
매출액	**112.7**	**144.6**	**220.8**	**450.9**	**87.1**	**140.4**	**345.9**	**424.6**	**225.6**	**929.0**	**998.0**
YoY	397.4	266.8	128.8	572.8	(22.7)	(2.9)	56.7	(5.8)	22.7	311.8	7.4
제품(코로나19 백신 원액 포함)	**9.7**	**104.1**	**164.7**	**360.4**	**15.8**	**34.0**	**208.2**	**284.5**	**148.2**	**638.9**	**542.5**
GBP510 매출	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	152.3	228.4	0.0	0.0	380.6
상품(로타텍, 수액제 포함)	**4.3**	**6.4**	**9.1**	**6.3**	**1.6**	**6.7**	**9.6**	**6.7**	**60.9**	**26.1**	**24.5**
기타(CDMO 포함)	**98.8**	**34.2**	**47.0**	**84.1**	**69.7**	**99.7**	**128.1**	**133.4**	**16.5**	**264.0**	**430.9**
매출총이익	**73.4**	**83.0**	**131.4**	**282.5**	**47.8**	**92.3**	**211.2**	**263.0**	**95.3**	**570.3**	**614.3**
YoY	1,026.3	867.3	165.2	819.7	(34.9)	11.2	60.8	(6.9)	22.5	498.1	7.7
GPM	65.1	57.4	59.5	62.7	54.9	65.8	61.0	61.9	42.3	61.4	61.6
영업이익	**53.7**	**66.2**	**100.4**	**253.9**	**23.8**	**64.3**	**179.9**	**231.4**	**37.7**	**474.2**	**499.4**
YoY	흑전	흑전	192.7	2,227.2	(55.8)	(2.8)	79.2	(8.9)	65.4	1,157.5	5.3
OPM	47.7	45.7	45.5	56.3	27.3	45.8	52.0	54.5	16.7	51.0	50.0
세전이익	**55.0**	**67.9**	**96.6**	**251.6**	**32.8**	**67.3**	**183.2**	**236.4**	**37.3**	**471.1**	**519.6**
YoY	흑전	흑전	169.5	2,267.5	(40.5)	(0.9)	89.7	(6.0)	101.7	1,163.3	10.3
당기순이익	**41.9**	**52.8**	**76.4**	**184.0**	**27.8**	**51.5**	**139.2**	**179.7**	**32.9**	**355.1**	**398.2**
YoY	흑전	흑전	150.1	1,762.3	(33.7)	(2.5)	82.1	(2.3)	124.1	979.8	12.1
NPM	37.2	36.5	34.6	40.8	31.9	36.7	40.2	42.3	14.6	38.2	39.9

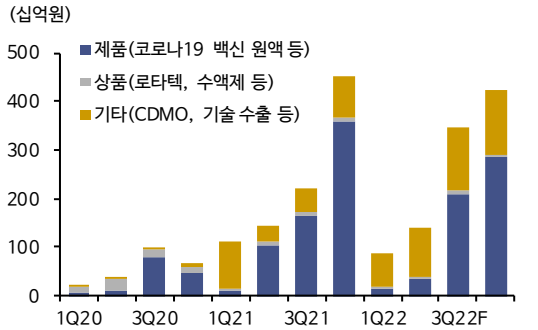
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정 / 주: 개별 기준

SK바이오사이언스 분기 실적 추이 및 전망



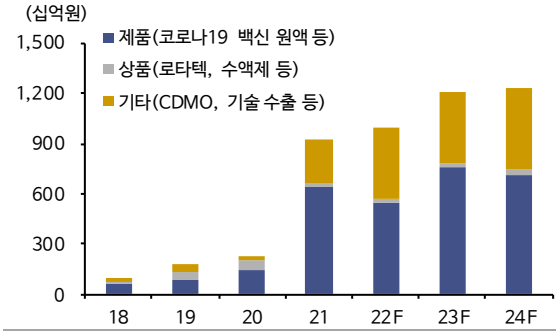
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

SK바이오사이언스 분기 유형별 매출 추이 및 전망



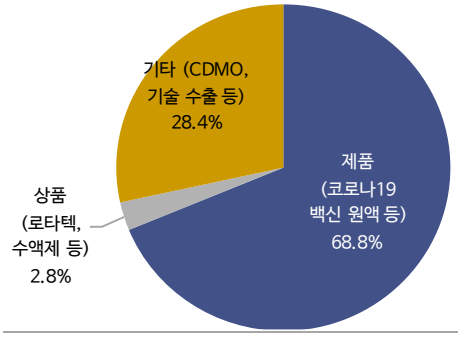
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

SK바이오사이언스 연간 매출 추이 및 전망



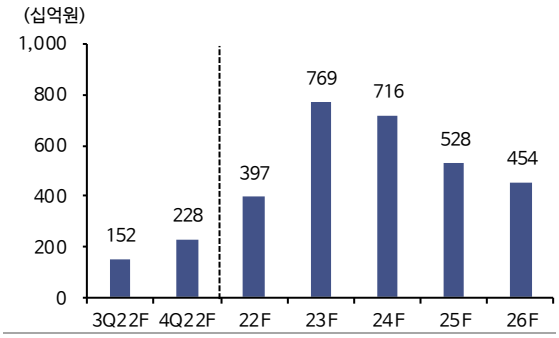
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정 / 주: GBP510 매출 포함

SK바이오사이언스 유형별 매출 비중



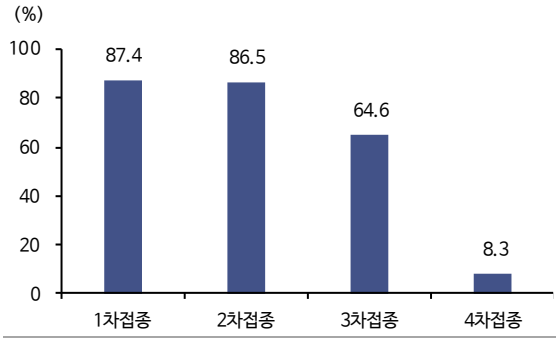
자료: 회사 자료, 신한금융투자 / 주: 2021년 기준

GBP510 매출 전망



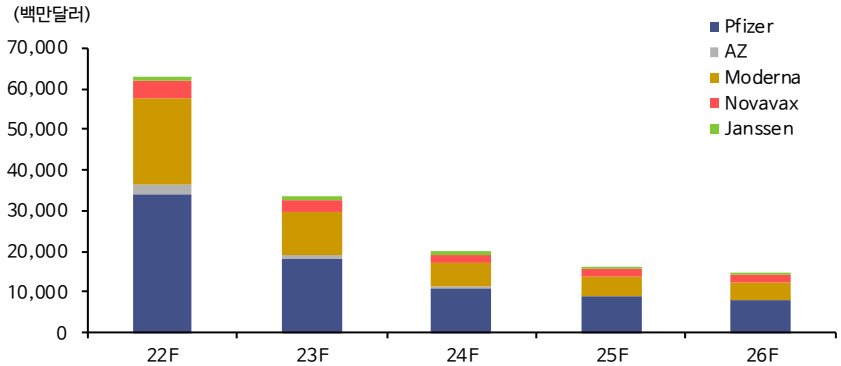
자료: 신한금융투자 추정 / 주: 2022년 3분기 허가 가정

국내 코로나19 백신 접종률 현황



자료: 질병관리청, 신한금융투자

글로벌 주요 코로나19 백신 매출 전망



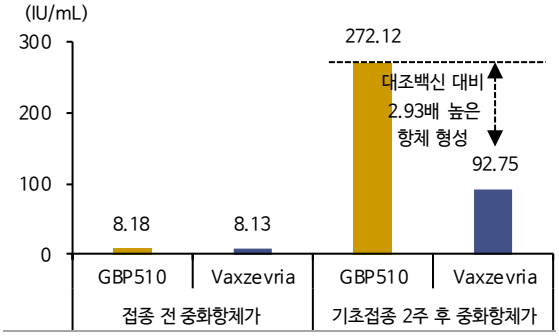
자료: Bloomberg, 신한금융투자

SK바이오사이언스 목표주가 산출

(십억원, 천주, 원)		비고
1. CDMO 사업 가치(A+B)	**4,305.9**	
A. NPV of FCFF	1,056.0	
B. NPV of Terminal Value	3,249.9	WACC 6.9%, 영구성장률 3.0% 적용
2. 파이프라인 가치(C+D)	**3,239.3**	
C. SP0202(차세대 폐렴구균 백신)	1,987.8	2028년 출시, 임상 2상 성공확률 24.4% 적용
D. 스카이코비원(코로나19 백신)	1,251.5	2022년 출시, 임상 3상 성공확률 95.0% 적용
3. 순차입금	(1,747.0)	2022년 말 예상치 기준
4. 기업가치(1+2-3)	**9,292.2**	
5. 보통주주식수	76,784	
6. 적정주가 산출	**121,000**	
7. 현재 주가	105,500	2022년 6월 15일 종가
8. 상승여력	14.7%	

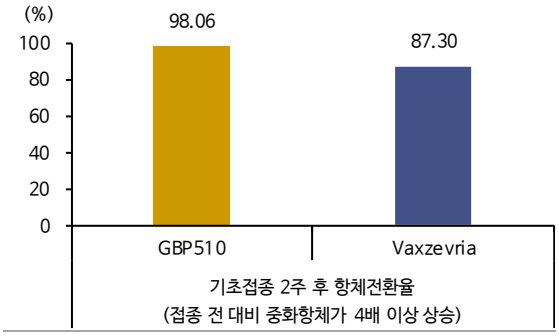
자료: 신한금융투자 추정

GBP510 3상 결과(기초접종 2주 후 중화항체가)



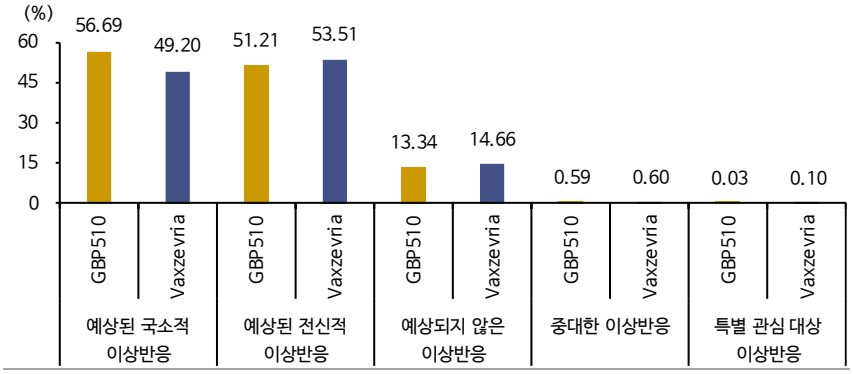
자료: 회사 자료, 신한금융투자

GBP510 3상 결과(기초접종 2주 후 항체전환율)



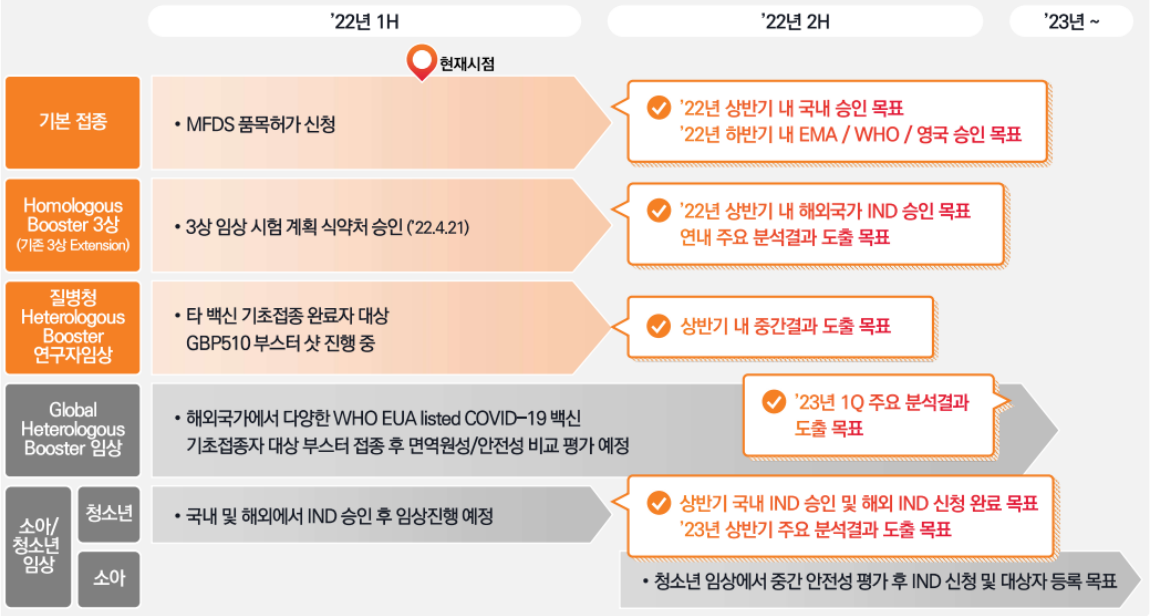
자료: 회사 자료, 신한금융투자
주: 항체전환율은 접종 전 대비 중화항체가 4배 이상 상승한 비율

스카이코비원(GBP510) 3상 결과(안전성)



자료: 회사 자료, 신한금융투자

스카이코비원(GBP510) 후속 진행 계획



자료: 회사 자료, 신한금융투자

SK바이오사이언스 3.0 추진방안

자료: 회사 자료, 신한금융투자

SK바이오사이언스 백신 파이프라인 현황

자료: 회사 자료, 신한금융투자

SK바이오사이언스 Glocalization 추진 방안

자료: 회사 자료, 신한금융투자

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
자산총계	**562.2**	**2,110.1**	**2,548.4**	**3,032.0**	**3,548.2**
유동자산	333.9	1,837.8	2,065.0	2,462.7	2,874.7
현금및현금성자산	25.0	98.0	151.3	357.6	559.0
매출채권	30.5	38.0	41.8	46.0	50.6
재고자산	70.3	135.0	148.6	163.4	179.7
비유동자산	228.3	272.3	483.4	569.3	673.6
유형자산	181.0	210.3	415.1	493.7	589.2
무형자산	17.9	17.1	20.9	25.6	31.4
투자자산	0.5	23.9	26.3	29.0	31.9
기타금융업자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**298.4**	**508.8**	**548.9**	**543.5**	**591.7**
유동부채	180.6	460.0	499.7	493.3	541.4
단기차입금	0.0	11.7	11.7	11.7	11.7
매입채무	17.5	63.8	70.2	77.2	84.9
유동성장기부채	12.6	50.3	50.3	0.0	0.0
비유동부채	117.8	48.9	49.2	50.2	50.3
사채	80.5	35.5	35.5	35.5	35.5
장기차입금(장기금융부채 포함)	32.5	8.8	8.8	8.8	8.8
기타금융업부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**263.8**	**1,601.3**	**1,999.5**	**2,488.5**	**2,956.5**
자본금	30.6	38.3	38.3	38.3	38.3
자본잉여금	180.5	1,157.1	1,157.1	1,157.1	1,157.1
기타자본	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
기타포괄이익누계액	(1.5)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
이익잉여금	53.2	405.3	803.5	1,292.5	1,760.5
지배주주지분	**263.8**	**1,601.3**	**1,999.5**	**2,488.5**	**2,956.5**
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	125.7	107.1	107.2	57.1	57.1
*순차입금(순현금)	(90.4)	(1,539.0)	(1,747.0)	(2,173.6)	(2,562.4)

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	**225.6**	**929.0**	**998.0**	**1,203.7**	**1,228.1**
증감률 (%)	22.7	311.8	7.4	20.6	2.0
매출원가	**130.3**	**358.7**	**383.6**	**465.3**	**509.1**
매출총이익	**95.3**	**570.3**	**614.3**	**738.4**	**719.0**
매출총이익률 (%)	42.3	61.4	61.6	61.3	58.5
판매관리비	**57.6**	**96.1**	**114.9**	**137.9**	**166.3**
영업이익	**37.7**	**474.2**	**499.4**	**600.5**	**552.7**
증감률 (%)	65.4	1,157.5	5.3	20.2	(7.9)
영업이익률 (%)	16.7	51.0	50.0	49.9	45.0
영업외손익	(0.4)	(3.1)	20.2	38.7	59.1
금융손익	(2.3)	(5.4)	18.6	35.9	55.1
기타영업외손익	1.8	2.3	1.7	2.8	4.0
종속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	**37.3**	**471.1**	**519.6**	**639.2**	**611.8**
법인세비용	4.4	116.0	121.5	150.2	143.8
계속사업이익	32.9	355.1	398.2	489.0	468.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**32.9**	**355.1**	**398.2**	**489.0**	**468.0**
증감률 (%)	124.1	979.8	12.1	22.8	(4.3)
순이익률 (%)	14.6	38.2	39.9	40.6	38.1
(지배주주)당기순이익	32.9	355.1	398.2	489.0	468.0
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	30.8	353.3	398.2	489.0	468.0
(지배주주)총포괄이익	30.8	353.3	398.2	489.0	468.0
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	**54.2**	**493.0**	**524.3**	**628.1**	**583.5**
증감률 (%)	45.3	808.9	6.3	19.8	(7.1)
EBITDA 이익률 (%)	24.0	53.1	52.5	52.2	47.5

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동으로인한현금흐름	**120.2**	**536.6**	**443.0**	**539.3**	**522.8**
당기순이익	32.9	355.1	398.2	489.0	468.0
유형자산상각비	13.6	15.5	20.2	21.9	23.7
무형자산상각비	3.0	3.3	4.7	5.7	7.0
외화환산손실(이익)	(4.5)	3.9	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.2)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	66.4	44.0	20.9	23.6	25.0
(법인세납부)	(0.2)	(9.0)	(121.5)	(150.2)	(143.8)
기타	9.2	123.8	120.5	149.3	142.9
투자활동으로인한현금흐름	**(108.1)**	**(1,421.9)**	**(389.8)**	**(282.9)**	**(321.4)**
유형자산의증가(CAPEX)	(9.9)	(42.9)	(225.0)	(100.4)	(119.3)
유형자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	0.2	(1.6)	(8.5)	(10.5)	(12.8)
투자자산의감소(증가)	0.0	0.0	(2.4)	(2.6)	(2.9)
기타	(98.4)	(1,377.4)	(153.9)	(169.4)	(186.4)
FCF	122.1	488.7	203.1	409.1	359.2
재무활동으로인한현금흐름	**(1.5)**	**958.4**	**0.1**	**(50.1)**	**0.0**
차입금의 증가(감소)	(1.2)	(24.2)	0.1	(50.1)	0.0
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(0.3)	982.6	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	**10.6**	**73.1**	**53.2**	**206.3**	**201.4**
기초현금	14.4	25.0	98.0	151.3	357.6
기말현금	25.0	98.0	151.3	357.6	559.0

자료: 회사 자료, 신한금융투자

주요 투자지표

12월 결산	2020	2021	2022F	2023F	2024F
EPS (당기순이익, 원)	537	4,828	5,190	6,368	6,095
EPS (지배순이익, 원)	537	4,828	5,190	6,368	6,095
BPS (자본총계, 원)	4,310	20,932	26,040	32,409	38,504
BPS (지배지분, 원)	4,310	20,932	26,040	32,409	38,504
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	0.0	46.6	21.1	17.2	18.0
PER (지배순이익, 배)	0.0	46.6	21.1	17.2	18.0
PBR (자본총계, 배)	0.0	10.7	4.2	3.4	2.8
PBR (지배지분, 배)	0.0	10.7	4.2	3.4	2.8
EV/EBITDA (배)	(1.7)	31.8	12.7	9.9	10.0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성					
EBITTDA 이익률 (%)	24.0	53.1	52.5	52.2	47.5
영업이익률 (%)	16.7	51.0	50.0	49.9	45.0
순이익률 (%)	14.6	38.2	39.9	40.6	38.1
ROA (%)	6.8	26.6	17.1	17.5	14.2
ROE (지배순이익, %)	13.2	38.1	22.1	21.8	17.2
ROIC (%)	12.9	430.8	330.0	191.1	136.8
안정성					
부채비율 (%)	113.1	31.8	27.5	21.8	20.0
순차입금비율 (%)	(34.3)	(96.1)	(87.4)	(87.3)	(86.7)
현금비율 (%)	13.8	21.3	30.3	72.5	103.3
이자보상배율 (배)	9.1	138.4	158.3	248.3	328.7
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(25.1)	(7.3)	(4.6)	(5.1)	(4.7)
재고자산회수기간 (일)	86.3	40.3	51.9	47.3	51.0
매출채권회수기간 (일)	50.7	13.5	14.6	13.3	14.4

자료: 회사 자료, 신한금융투자

투자의견 및 목표주가 추이

SK바이오사이언스(302440)

일자	투자 의견	목표 주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
2021년 09월 15일	매수	350,000	(33.6)	(19.1)
2022년 02월 08일	매수	270,000	(44.8)	(39.4)
2022년 04월 04일	매수	185,000	(25.3)	(16.2)
2022년 05월 02일	매수	180,000	(30.3)	(24.7)
2022년 06월 16일	매수	121,000	-	-

주: 목표주가 괴리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 이동건, 원재희)
- 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 ◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% ◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% ◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 ◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 ◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한금융투자 유니버스 투자등급 비율 (2022년 06월 14일 기준)

매수 (매수)	96.92%	Trading BUY (중립)	1.76%	중립 (중립)	1.32%	축소 (매도)	0.00%