

SK바이오사이언스(302440)

매수(신규) / TP: 125,000원

주가(6/21, 원)	100,500
시가총액(십억원)	7,717
발행주식수(백만)	77
52주 최고/최저가(원)	335,500/98,700
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	79,774
유동주식비율(%)	26.8
외국인지분율(%)	4.6
주요주주(%)	에스케이케미칼 외 2인 68.2

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2020A	226	38	33	537	123.9	54	NM	(1.7)	NM	13.2	NM
2021A	929	474	355	4,844	802.0	493	46.4	31.8	10.7	38.1	0.0
2022F	986	459	363	4,746	(2.0)	479	21.2	12.6	3.9	20.4	0.0
2023F	1,308	632	499	6,520	37.4	654	15.4	8.9	3.1	22.6	0.0
2024F	1,175	593	474	6,181	(5.2)	616	16.3	9.1	2.6	17.5	0.0

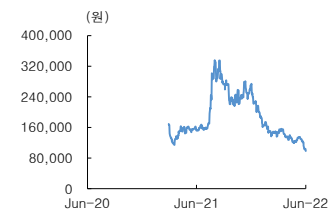
주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

코로나19 백신 개발 완주

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(20.9)	(60.3)	(34.7)
상대주가(%p)	(12.1)	(41.2)	(9.1)

주가추이



투자의견 매수, 목표주가 125,000원으로 분석 개시: 투자의견 매수, 목표주가 125,000원으로 분석을 개시한다. 기업가치는 2022F EBITDA에 피어그룹의 2022F EV/EBITDA 16.4배를 적용하였다. 순현금을 포함한 총 기업가치는 9.5조원으로 계산된다. 2022년 전반에 걸쳐 노바백스향 CMO 매출이 주된 매출원이 될 것이며 하반기에는 스카이코비원 한국 매출이 성장을 이끌 것이다.

스카이코비원, 하반기 매출 발생 전망: 자체 개발 코로나 백신인 스카이코비원의 매출이 2022년 하반기부터 발생할 전망이다. 스카이코비원은 한국 포함 다국가 임상 3상시험에서 아스트라제네카 백신 대비 효율, 안전성 측면에서 비열등성을 확인했다. 백신의 유효성을 평가하는 중화항체 생성량과 항체전환율에서 모두 통계적으로 유의한 수준으로 비교 우위를 확인했다. 국소 이상반응이 통계적으로 높았으나 회복되는 경증의 이상 반응이었고, 전신 또는 예상되지 않은 이상 반응은 비열등한 수준이었다. 4월 29일 한국 식약처에 품목허가 신청서를 제출했는데, 식약처 심사 기간 40일 적용 시 6월 말 승인이 예상된다. 정부는 이미 2천억원 규모의 천만회분 선구매를 계약했다. 허가 후 하반기 매출로 인식될 것이다. 영국 MHRA, EMA 허가는 올해 4분기로 추정한다. 지난 4월 14일 MHRA 승인받은 발네바 사의 사례 대비 스카이코비원은 피험자 수 적을 수 있고 영국 사이트 포함되지 않았다는 차이점이 있다. 하지만 SK바이오사이언스는 CEPI, MHRA, EMA와 임상 설계부터 논의를 지속해왔고 임상 결과에서도 목적인 결과가 확인됐기에 허가 심사에 긍정적인 영향을 줄 것이다. COVAX 조달 참여에 의한 매출 창출은 EMA 승인이 전제되기에 허가 여부에 주목할 필요가 있다. 코로나19 변이가 계속되고 미국 감염자 수가 10만명대로 증가한 점, 6월 9일 노바백스 백신의 FDA 승인 등을 고려해 코로나19 백신 필요성은 남아있다고 판단한다.

Sarbecovirus 범용 백신도 개발 중: 스카이코비원 후속 백신으로 광범위한 SARS-CoV 감염을 예방할 수 있는 Sarbecovirus 백신을 최우선 과제로 개발하고 있다. SARS-CoV-2는 백신의 효능을 회피하며 빠르게 진화하기 때문에 현재 우세종인 오미크론에 국한된 백신보다는 포스트 오미크론, 또는 그 이후의 변종에도 대처할 수 있는 광범위한 백신 개발이 필요한 때라는 판단이다.

위해주, Ph.D.
hjwi@koreainvestment.com

강은지
eunji.kang@koreainvestment.com

〈표 1〉 SK바이오사이언스 밸류에이션: 목표주가 125,000원으로 분석 개시 (단위: 십억원)

구분	주요 내용	비고
A. 기업가치	7,864	
2022F EBITDA	479	피어그룹 2022F EV/EBITDA 16.4배 적용
B. 2022F 순차입금	(1,656)	
C. 목표 시가총액(A-B)	9,520	
D. 발행주식수(천주)	76,600	
E. 적정주가(C/D, 원)	124,281	
F. 목표주가(원)	125,000	
G. 현재주가(원)	100,500	6/21(화) 증가 기준
H. 상승여력	24.4%	

주: 피어그룹은 한미약품, 녹십자, 에스티팜(백신 컨소시엄), 화이자, 모더나를 적용
 자료: 한국투자증권







〈표 2〉 SK바이오사이언스 실적 전망

(단위: 십억원, %, %YoY)

	2021				2022F				연간			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QF	3QF	4QF	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	113	145	221	451	87	139	319	440	929	986	1,308	1,175
매출액 증가율	397.4	266.8	128.8	572.8	(22.7)	(3.6)	44.4	(2.4)	311.8	6.1	32.7	(10.2)
기존 제품 등	16	18	18	6	2	35	96	72	59	205	275	318
COVID-19_CMO	97	22	41	84	70	98	98	98	244	363	301	344
COVID-19_CMO 외	0	104	162	360	16	7	53	102	626	177	0	0
COVID-19_스카이코비원	0	0	0	0	-	0	72	168	0	240	732	512
영업이익	54	66	100	254	24	55	157	223	474	459	632	593
영업이익 증가율	NM	NM	192.7	2,227.2	(55.8)	(16.6)	56.9	(12.2)	1,157.5	(3.1)	37.6	(6.1)
영업이익률	47.7	45.7	45.5	56.3	27.2	39.6	49.4	50.7	51.0	46.6	48.3	50.5
세전이익	55	68	97	252	33	51	154	219	471	457	629	592
지배주주 순이익	42	53	76	184	28	42	123	171	355	364	499	474
증가율	NM	NM	150.1	1,762.3	(33.7)	(20.2)	60.9	(7.0)	979.8	2.5	37.2	(5.2)

자료: SK바이오사이언스, 한국투자증권

〈그림 1〉 SK바이오사이언스 백신 제품 및 주요 파이프라인

	기초연구 / 비임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상	상업화
3가 세포배양 독감백신	✓				✓
4가 세포배양 독감백신	✓				✓
대상포진 백신	✓				✓
수두 백신	✓				✓
코로나19백신	CEPI				✓ 글로벌
 Bill & Melinda Gates Foundation					
 CEPI		✓			
 Protein Design		✓			
 iaviv		✓			
 Bill & Melinda Gates Foundation		✓			
 sanofi				✓ 미국	

자료: SK바이오사이언스, 한국투자증권

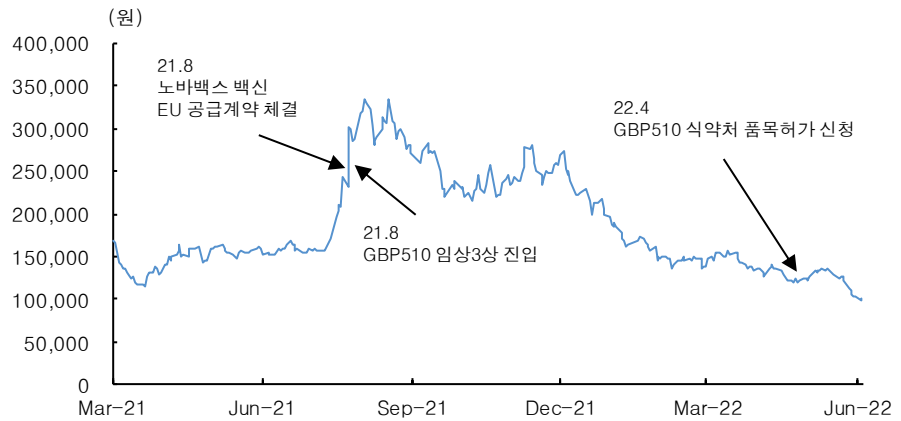
〈표 3〉 글로벌 백신 업체 밸류에이션 비교

(단위: 백만달러, %, 배)

		SK바이오사이언스	한미약품	녹십자	에스티팜	화이자	모더나	평균
시가총액(백만달러)		5,973	2,841	1,488	1,352	269,940	51,705	
PER (배)	2021A	46.4	51.3	20.2	786.4	13.7	9.0	154.5
	2022F	21.2	47.3	30.6	139.7	7.0	4.7	41.7
	2023F	15.4	41.0	26.4	54.4	9.1	16.7	27.2
PBR (배)	2021A	10.7	4.2	2.0	8.1	4.3	7.2	6.1
	2022F	3.9	4.2	1.5	5.4	2.7	2.1	3.3
	2023F	3.1	3.8	1.4	5.2	2.4	1.7	2.9
ROE (%)	2021A	38.1	8.7	10.3	1.1	31.3	146.1	39.3
	2022F	20.4	9.5	5.4	5.1	41.7	58.5	23.4
	2023F	22.6	9.9	5.9	9.7	26.0	10.9	14.1
EV/ EBITDA (배)	2021A	31.8	18.6	24.1	131.8	13.6	6.8	37.8
	2022F	12.6	19.8	15.3	37.9	5.9	3.1	15.8
	2023F	8.9	18.8	14.3	24.1	7.6	11.5	14.2
영업 이익률 (%)	2021A	51.0	10.4	4.8	3.4	23.9	72.0	27.6
	2022F	46.6	10.1	6.3	13.2	43.0	61.8	30.2
	2023F	48.3	10.5	8.8	16.9	42.2	43.6	28.4
EPS 증가율 (% YoY)	2021A	802.0	460.9	52.0	NM	126.6	NM	360.4
	2022F	(2.0)	17.3	(50.1)	275.8	75.7	(9.4)	51.2
	2023F	37.4	15.3	15.8	156.7	(23.0)	(71.6)	21.8
배당 수익률 (%)	2021A	0.0	0.2	0.9	0.4	2.6	0.0	0.7
	2022F	0.0	0.2	1.2	0.5	3.3	0.0	0.9
	2023F	0.0	0.2	1.2	0.5	3.5	0.0	0.9

주: 6월 21일 증가 기준
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 2] SK바이오사이언스 주가 추이



자료: 언론보도, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

SK바이오사이언스는 2018년 에스케이케미칼 주식회사의 VAX 사업 부문이 단순·물적 분할되어 설립된 신설법인이다. 2021년 3월 18일 유가증권 시장에 상장했다. 자체 개발 프리미엄 백신 스카이셀플루4가(독감), 스카이조스터(대상포진), 스카이바리셀라(수두)를 국내외로 판매하고 있다. 코로나19 백신 스카이코비원 외 주요 임상 개발 파이프라인은 사노피와 공동개발 중인 페렴구균 백신이다. 이 외 동물세포, 인체유래세포, 곤충세포, 미생물 배양을 통한 백신 생산 및 공정 기술 플랫폼을 바탕으로 백신 CDMO 사업으로 확장을 준비하고 있다.

손익계산서

(단위: 십억원)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	226	929	986	1,308	1,175
매출원가	130	359	419	552	480
매출총이익	95	570	567	756	694
판매관리비	58	96	107	124	101
영업이익	38	474	459	632	593
영업이익률(%)	16.7	51.0	46.6	48.3	50.5
EBITDA	54	493	479	654	616
EBITDA Margin(%)	24.0	53.1	48.6	50.0	52.5
영업외수익	(0)	(3)	(2)	(3)	(1)
금융수익	8	26	13	13	16
금융비용	10	32	13	14	17
기타영업외손익	2	2	(1)	(2)	(0)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	37	471	457	629	592
법인세비용	4	116	93	130	118
당기순이익	33	355	363	499	474
당기순이익률(%)	14.6	38.2	36.9	38.2	40.3
조정당기순이익	33	355	363	499	474
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	22.7	311.8	6.1	32.7	(10.2)
영업이익 증가율	65.4	1,157.5	(3.1)	37.6	(6.1)
당기순이익 증가율	124.1	979.8	2.3	37.4	(5.2)
EPS 증가율	123.9	802.0	(2.0)	37.4	(5.2)
EBITDA 증가율	45.3	808.9	(2.8)	36.5	(5.8)

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동현금흐름	120	537	459	466	580
당기순이익	33	355	363	499	474
유형자산감가상각비	14	16	17	18	19
무형자산상각비	3	3	3	4	4
자산부채변동	66	44	68	(59)	88
기타	4	119	8	3	(4)
투자활동현금흐름	(108)	(1,422)	(435)	(444)	(529)
유형자산투자	(10)	(43)	(330)	(231)	(132)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(99)	(1,377)	(6)	(10)	4
무형자산순증	0	(2)	(4)	(10)	(2)
기타	1	(0)	(95)	(193)	(399)
재무활동현금흐름	(2)	958	26	27	11
자본의증가	0	983	0	0	0
차입금의순증	(1)	(24)	27	27	11
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	(0)	(1)	(1)	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	11	73	50	48	62
FCF	118	497	131	228	220

주: K-IFRS (개별) 기준

재무상태표

(단위: 십억원)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
자산총계	562	2,110	2,588	3,128	3,667
유동자산	334	1,838	1,994	2,297	2,497
현금성자산	25	98	148	196	258
매출채권및 기타채권	46	48	51	68	61
재고자산	70	135	143	190	171
비유동자산	228	272	594	831	935
투자자산	0	24	30	39	35
유형자산	181	210	524	737	851
무형자산	18	17	18	24	22
부채총계	298	509	625	667	735
유동부채	181	460	556	583	659
매입채무및 기타채무	57	155	49	131	235
단기차입금및단기사채	0	12	15	18	21
유동성장기부채	13	50	63	75	88
비유동부채	118	49	69	84	76
사채	80	36	44	53	45
장기차입금및금융부채	33	9	11	13	15
자본총계	264	1,601	1,962	2,460	2,932
자본금	31	38	38	38	38
자본잉여금	181	1,157	1,157	1,157	1,157
기타자본	1	1	0	0	0
이익잉여금	53	405	769	1,268	1,742
조정자본총계	264	1,601	1,965	2,464	2,938
순차입금	(90)	(1,539)	(1,656)	(1,867)	(2,083)

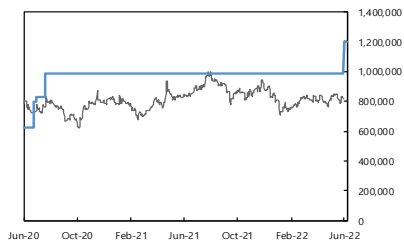
주요 투자지표

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	537	4,844	4,746	6,520	6,181
BPS	4,310	20,932	25,650	32,169	38,351
DPS	0	0	0	0	0
수익성(%)					
ROA	6.8	26.6	15.5	17.5	13.9
ROE	13.2	38.1	20.4	22.6	17.5
배당수익률	NM	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
부채비율(x)	113.1	31.8	31.9	27.1	25.0
차입금/자본총계비율(%)	47.6	6.7	6.8	6.5	5.9
이자보상배율(x)	9.1	138.4	118.4	133.3	112.6
순차입금/EBITDA(x)	(1.7)	(3.1)	(3.5)	(2.9)	(3.4)
Valuation(x)					
PER	0.0	46.4	21.2	15.4	16.3
최고	0.0	74.7	48.8	35.5	37.5
최저	0.0	23.0	28.2	20.6	21.7
PBR	0.0	10.7	3.9	3.1	2.6
최고	0.0	17.3	9.0	7.2	6.0
최저	0.0	5.3	5.2	4.2	3.5
PSR	0.0	17.8	7.8	5.9	6.6
EV/EBITDA	(1.7)	31.8	12.6	8.9	9.1

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율		종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비					평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
삼성바이오로직스 (207940)	2020.04.21	매수	622,626원	8.4	31.1	셀트리온(068270)	2020.05.10	매수	231,317원	16.5	37.1
	2020.07.15	매수	800,520원	-8.5	-7.4		2020.08.10	매수	346,976원	-13.6	12.1
	2020.07.22	매수	830,169원	-10.0	-6.3		2021.02.23	매수	353,333원	-31.3	-8.2
	2020.08.11	매수	988,296원	-20.4	-5.2		2022.02.23	1년경과		-53.9	-47.2
	2021.08.11	1년경과		-14.8	1.2		2022.06.22	매수	200,000원	-	-
	2022.06.22	매수	1,200,000원	-	-		SK바이오사이언스 (302440)	2022.06.22	매수	125,000원	-

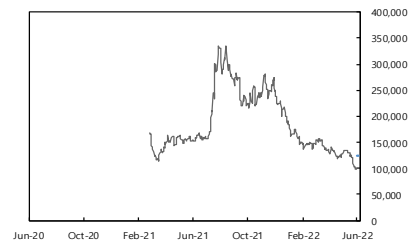
삼성바이오로직스(207940)



셀트리온(068270)



SK바이오사이언스(302440)



■ Compliance notice

- 당사는 2022년 6월 22일 현재 삼성바이오로직스, 론자, 캐털런트, 셀트리온, 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 삼성바이오로직스, 셀트리온, SK바이오사이언스 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성 공급자(LP)입니다.
- 당사는 SK바이오사이언스 발행주식의 유가증권(코스닥)시장 상장을 위한 대표 주관업무를 수행한 증권사입니다.
- 당사는 삼성바이오로직스 발행주식의 유상증자 주관사입니다.

■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가등락 기준임

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

■ 투자등급 비율 (2022. 3. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
89.7%	10.3%	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 높게 가져갈 것을 권함
- 중립 : 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.