

Industry Indepth
2022. 8. 10

SK바이오사이언스 302440

자체 개발 COVID-19 백신으로 레벨 업

▲ 제약/바이오

Analyst 박송이
02. 6454-4865
songyi.park@meritz.co.kr

- ✓ 투자이견 Buy, 적정주가 16만원으로 커버리지 개시
- ✓ 2Q22 매출액은 1,383억원(yoy -4.4%), 영업이익 612억원(yoy -7.5%)
- ✓ mRNA, 바이러스 벡터 등 기업과 M&A로 CGT로 사업 포트폴리오 확장 기대
- ✓ Sanofi와 파트너십을 통해 공동 개발하는 차세대 폐렴구균 백신, 스카이코비원 멀티주 해외 규제기관 허가 신청 등 다수의 모멘텀 보유

Buy (신규)

적정주가 (12개월) **160,000 원**
현재주가 (8.9) **123,000 원**
상승여력 **30.1%**

KOSPI	2,503.46pt
시가총액	94,444억원
발행주식수	7,678만주
유동주식비율	26.80%
외국인비중	4.00%
52주 최고/최저가	335,500원/96,900원
평균거래대금	1,011.2억원

주요주주(%)
에스케이케미칼 외 2 인 68.24

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-12.1	-24.8	-47.1
상대주가	-17.5	-16.8	-31.1

주가그래프



풍부한 현금으로 포트폴리오 확대

COVID-19를 통해 확보한 풍부한 현금을 바탕으로 2024년까지 안동공장 Capacity를 증설하고, 송도 R&PD center를 신축할 예정이다. 또한 mRNA 플랫폼 확보와 M&A 등을 통한 CGT CDMO 사업에 진출도 예정되어 있다. 기존 백신 사업은 강화되고, CGT 신규 사업 진출을 통해 사업 포트폴리오가 다각화될 것으로 기대된다.

안정적인 백신 매출 기대

자체 COVID-19 백신 스카이코비원멀티주 지난 6월 29일 식약처 승인 득하였고, 연내 영국, 유럽, WHO 승인이 기대된다. 팬데믹이 안정화되고 있는 모습이기는 하나 하반기 새로운 변이 등장으로 재확산 우려가 높아지면서 스카이코비원멀티주와 노바백스 백신에 대한 추가 수요가 예상된다. COVID-19 이후에도 Sanofi사와 파트너십을 통해 공동 개발하고 있는 차세대 폐렴구균 백신은 2023년 3상 진입 예정되어 있고 중장기적인 모멘텀으로 예상된다.

투자이견 Buy, 적정주가 16만원으로 커버리지 개시

SK바이오사이언스에 대한 투자이견 Buy와 적정주가 16만원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 적정주가는 DCF valuation 방식으로 계산한 SK바이오사이언스의 영업가치와 2022년 말 기준 예상 순차입금, 차세대 폐렴구균 백신의 비영업가치 2.0조원을 더한 SOTP 방식으로 산출했다. 세포유전자치료제 CDMO 영역으로 사업 포트폴리오를 확장하고 있고, COVID-19 재확산으로 인한 백신 매출 증가 기대감으로 매수를 추천한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	225.6	37.7	32.9	537	124.1	4,310	0.0	0.0	-1.7	13.2	113.1
2021	929.0	474.2	355.1	4,828	798.3	20,932	46.6	10.7	31.8	38.1	31.8
2022E	989.4	473.7	379.4	4,945	2.4	25,855	24.9	4.8	15.4	21.2	27.0
2023E	1,095.2	541.2	440.8	5,741	16.1	31,751	21.4	3.9	13.0	19.9	15.1
2024E	1,244.0	602.7	491.2	6,398	11.4	38,292	19.2	3.2	11.0	18.3	11.0

1. 투자 의견 및 Valuation

투자의견 Buy
적정주가 16만원 신규 제시

SK바이오사이언스에 대한 투자의견 Buy와 적정주가 16만원을 신규 제시하며 커버리지를 개시한다. 적정주가는 DCF valuation 방식으로 계산한 SK바이오사이언스의 영업가치에 차세대 폐렴구균 백신의 비영업가치와 순차입금을 더한 SOTP 방식으로 산출하였다.

산출 시 주요 가정은 무위험 이자율 국고채 1년물 금리 2.0%, 시장 위험 프리미엄은 Equity risk premium 6.1%, Beta 1.1 등을 사용했다. WACC은 8.8%, 영구성장률은 4.0%를 적용했다.

연내 스카이코비원멀티주의 EMA, WHO, MHRA 승인과 타 백신 기초접종 완료자 대상 부스터샷의 결과가 기대된다. COVID-19 백신을 통해 확보한 현금에 기반한 바이러스 벡터, mRNA 등 CGT 산업 진출도 매출 성장에 기여할 전망이다.

표38 SK바이오사이언스의 적정주가 산출

(십억원)	Value	내용
SK바이오사이언스 영업가치 (A=B+C)	8,112.7	DCF valuation으로 산정
NPV of FCFF (B)	1,559.5	
PV of Terminal value (C)	6,553.2	
비영업가치: PCV (D)	2,177.8	
순차입금 (E)	(1,639.1)	2022년 말 기준
주주가치 (E=A+D-E)	11,929.7	
주식 수 (F)	76,600천주	
적정주가 (G = E / F)	160,000원	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표39 SK바이오사이언스 영업가치 추정

(십억원)	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
매출액	989.4	1,095.2	1,244.0	1,433.1	1,688.1
% YoY	6.5%	10.7%	13.6%	15.2%	17.8%
EBIT	473.7	541.2	602.7	691.6	819.6
% YoY	-0.1%	14.3%	11.4%	14.8%	18.5%
- EBIT에 대한 세금	90.2	100.0	112.2	129.4	152.5
- CAPEX	176.3	60.0	50.0	-	-
- 순운전자본 증가(감소)	122.8	153.9	60.8	20.1	27.1
+ 감가상각비	30.3	32.6	34.6	63.5	47.6
+ 무형자산상각비	3.6	5.1	9.8	11.4	5.8
WACC	8.8%				
Terminal Growth	4.0%				
NPV of FCFF	1,559.5				
NPV of TV	6,553.2				
합산 가치	8,112.7				

자료: 메리츠증권 리서치센터

표40 폐렴구균 백신 비영업가치 산정

(십억원)	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
글로벌 폐렴구균 백신 시장	13,908.4	14,284.6	14,713.1	15,154.5	15,609.2	16,077.4	16,559.8	17,056.6	17,568.3	18,100.0
Market share	0.3%	0.5%	1.0%	2.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
매출액	41.7	71.4	147.1	303.1	312.2	482.3	496.8	511.7	527.0	543.0
법인세	8.8	15.0	30.9	63.6	65.6	101.3	104.3	107.5	110.7	114.0
FCF	33.0	56.4	116.2	239.4	246.6	381.0	392.5	404.2	416.4	429.0
WACC	8.6%									
영구 성장율	-3.0%									
NPV of FCF	11.0	51.9	98.3	186.1	176.3	250.4	237.2	224.6	212.8	201.5
TV	1,663.1									
2027년의 가치	3,313.3									
현재의 가치	2,177.8									

자료: 메리츠증권 리서치센터

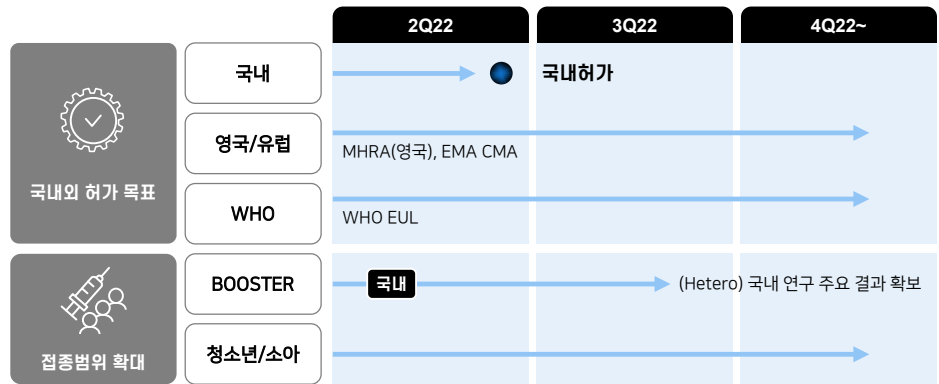
2. 2022년 2분기 리뷰 및 향후 실적 전망

2022 영업이익 컨센서스 소폭 상회 SK바이오사이언스의 2분기 매출액은 1,383억원(yoy -4.4%), 영업이익 612억원(yoy -7.5%), 영업이익률 44.3%로 영업이익 기준 컨센서스를 소폭 상회하였다. 1Q22 노바백스 COVID-19 백신의 QA 지연 이슈로 출하가 늦어졌던 물량이 2Q22부터 정상화되어 인식 예정이다.

향후 2H22 실적은 자체 COVID-19 백신 스카이코비원멀티주와 노바백스 백신을 생산 일정에 맞춰 매출을 인식할 예정이고, 내년까지 완제에 대한 매출을 추가로 인식할 예정이다. 전 세계적으로 접종 완료 인구 비율은 약 60%로 일부 저개발 국가에서 COVID-19 백신에 대한 수요가 잔존하고 있다.

스카이코비원멀티주를 기초 접종 했던 사람에게 동사 백신으로 부스터 접종 한 3상 임상시험(Homologous Booster)의 주요 결과는 연내 확보 예정이다. mRNA 등 타 백신을 기초 접종한 후 스카이코비원멀티주를 부스터 접종 한 임상시험(Heterologous Booster)의 글로벌 결과는 내년 확인 예정이다. 향후 신규 수주에 따른 COVID-19 백신의 추가 업사이드가 기대된다.

그림57 스카이코비원멀티주 후속 개발 진행 계획



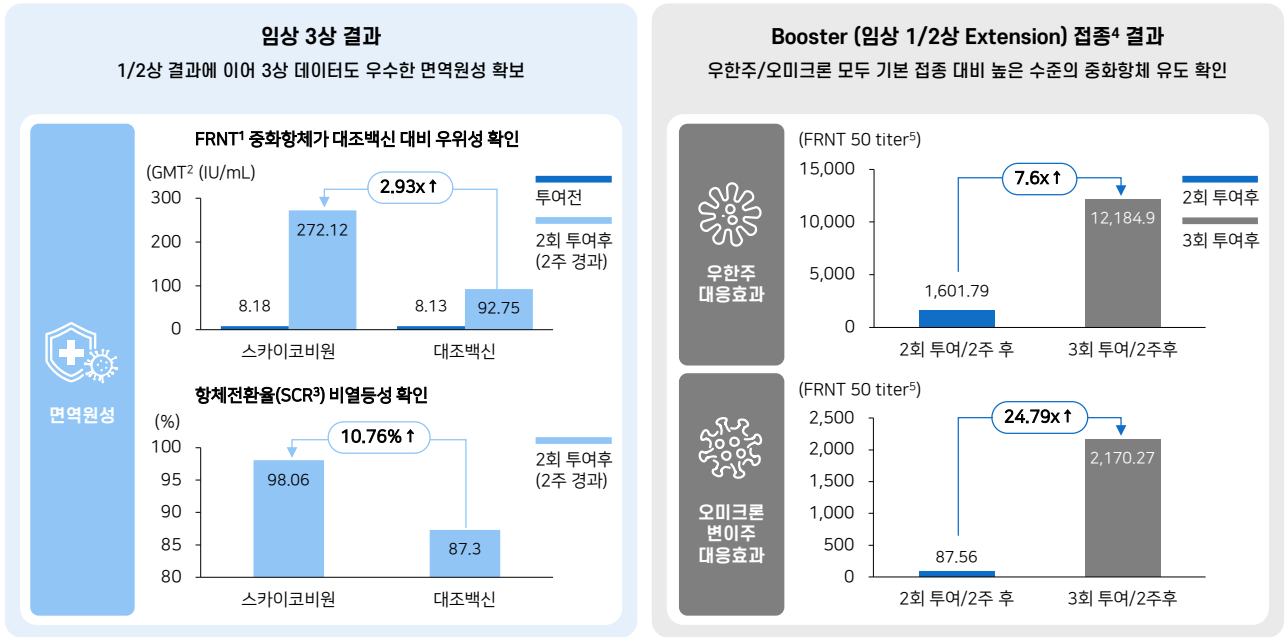
자료: SK바이오사이언스, 메리츠증권 리서치센터

표41 SK바이오사이언스 분기 실적 추정

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22P	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	112.7	144.6	220.8	450.9	87.1	138.3	300.5	463.5	929.0	989.4	1,095.2
% YoY	397.4%	266.8%	128.8%	572.8%	-22.7%	-4.4%	36.1%	2.8%	311.8%	6.5%	10.7%
영업이익	53.7	66.2	100.4	253.9	23.8	61.2	146.9	242.0	474.2	473.7	541.2
% YoY	흑전	흑전	192.7%	2227.2%	-55.8%	-7.5%	46.3%	-4.7%	1157.5%	-0.1%	14.3%
OPM (%)	47.7%	45.7%	45.5%	56.3%	27.3%	44.3%	48.9%	52.2%	51.0%	47.9%	49.4%
당기순이익	41.9	52.8	76.4	184.0	27.8	46.1	114.4	191.2	355.1	379.4	440.8
% YoY	흑전	흑전	150.1%	1,762.3%	-33.7%	-12.8%	49.6%	3.9%	979.8%	6.8%	16.2%
NPM (%)	37.2%	36.5%	34.6%	40.8%	31.9%	33.3%	38.1%	41.2%	38.2%	38.3%	40.2%

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림58 스카이코비원 임상 3상 및 Booster 접종에서 우수한 면역원성 및 높은 중화항체 유도 확인

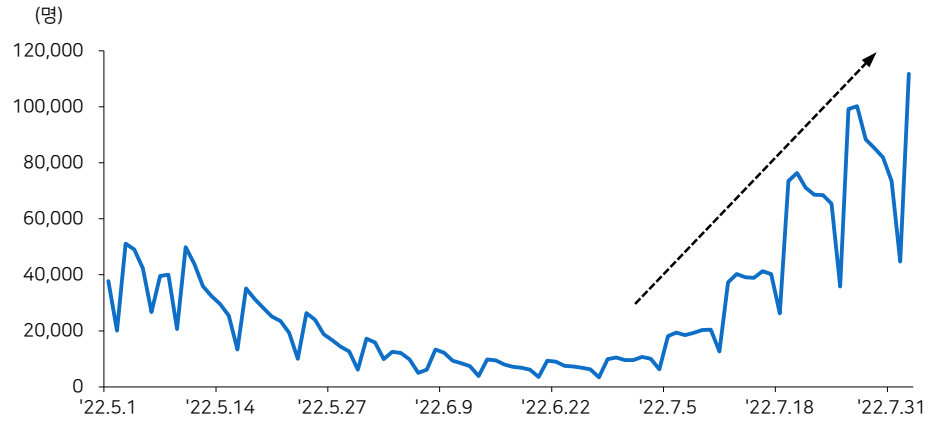


자료: 메리츠증권 리서치센터

중앙재난안전대책본부에서는 COVID-19가 재확산 국면으로 전환되었다고 공식화한 바 있다. 이에 따라 백신 4차 접종의 확대가 논의되고 있다. 현재 백신은 감염 예방효과는 낮고 지속기간이 짧지만, 중증 및 사망 예방효과는 50% 이상 장기간 유지된다.

캐나다 장기요양시설 입소자를 대상으로 COVID-19 백신 4차 접종 효과를 분석한 결과(BMJ 2022; 378:e071502) 백신 효과는 매 접종 시마다 증가했다. 그리고 미접종자 대비 4차 접종의 감염 예방효과가 49%, 중증(입원 또는 사망) 예방효과는 86%로 나타났다. 신규 변이가 발생해도 현존하는 백신의 중증 및 사망 예방효과는 유지되므로 기존 백신이 선제적 수단으로 사용될 예정이다.

그림59 COVID-19 최근 국내 확진자 발생 현황



자료: 질병관리청, 메리츠증권 리서치센터

표42 COVID-19 3차 접종대비 4차 접종 예방효과

구분	분석기간	3차 접종대비 4차 접종 예방효과 (%)			
		0-14일	15-30일	16-45일	46일 이상
감염	2022. 2. 16 ~ 2022. 4. 30	21.0	24.6	8.9	6.2
중증화		50.5	55.0	39.3	40.7
사망		54.1	55.2	44.0	42.9

자료: 질병관리청, 메리츠증권 리서치센터

SK 바이오사이언스 (302440)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	225.6	929.0	989.4	1,095.2	1,244.0
매출액증가율 (%)	22.7	311.8	6.5	10.7	13.6
매출원가	130.3	358.7	412.4	433.3	480.5
매출총이익	95.3	570.3	577.0	661.9	763.5
판매관리비	57.6	96.1	103.4	120.7	160.8
영업이익	37.7	474.2	473.7	541.2	602.7
영업이익률	16.7	51.0	47.9	49.4	48.4
금융손익	-2.3	-5.4	-3.2	-0.5	0.9
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	1.8	2.3	-1.9	0.0	0.0
세전계속사업이익	37.3	471.1	468.6	540.7	603.6
법인세비용	4.4	116.0	89.2	99.9	112.4
당기순이익	32.9	355.1	379.4	440.8	491.2
지배주주지분 순이익	32.9	355.1	379.4	440.8	491.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	120.2	536.6	289.2	320.2	471.6
당기순이익(손실)	32.9	355.1	379.4	440.8	491.2
유형자산상각비	13.6	15.5	30.3	32.6	34.6
무형자산상각비	3.0	3.3	3.6	5.2	9.8
운전자본의 증감	66.4	44.0	-75.7	-155.7	-62.3
투자활동 현금흐름	-108.1	-1,421.9	14.0	-144.8	-155.4
유형자산의 증가(CAPEX)	-9.9	-42.9	-176.3	-60.0	-50.0
투자자산의 감소(증가)	10.6	-23.5	-7.2	-3.3	-6.2
재무활동 현금흐름	-1.5	958.4	-2.9	-30.4	4.7
차입금의 증감	0.6	-18.5	9.1	-42.4	-6.3
자본의 증가	-0.3	984.2	1.1	12.0	11.0
현금의 증가(감소)	10.6	73.1	300.4	145.0	320.9
기초현금	14.4	25.0	98.0	398.4	543.4
기말현금	25.0	98.0	398.4	543.4	864.4

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	333.9	1,837.8	2,087.2	2,335.4	2,763.1
현금및현금성자산	25.0	98.0	398.4	543.4	864.4
매출채권	30.5	38.0	116.1	133.0	139.1
재고자산	70.3	135.1	135.7	140.7	156.1
비유동자산	228.3	272.3	433.4	471.2	500.9
유형자산	181.0	210.3	354.9	382.3	397.7
무형자산	17.9	17.1	19.2	20.1	23.3
투자자산	0.5	23.9	31.1	34.4	40.6
자산총계	562.2	2,110.1	2,520.6	2,806.5	3,264.0
유동부채	180.6	460.0	481.1	352.0	309.0
매입채무	17.5	63.8	71.8	79.4	85.7
단기차입금	0.0	11.7	11.9	9.9	6.9
유동성장기부채	12.6	50.3	53.8	49.8	46.8
비유동부채	117.8	48.9	54.4	16.6	14.7
사채	80.5	35.5	36.3	0.3	0.3
장기차입금	21.8	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	298.4	508.8	535.4	368.5	323.8
자본금	30.6	38.3	38.3	38.3	38.3
자본잉여금	180.5	1,157.1	1,158.1	1,170.1	1,181.1
기타포괄이익누계액	-1.5	-0.2	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	53.2	405.3	784.7	1,225.5	1,716.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	263.8	1,601.3	1,985.2	2,438.0	2,940.2

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	3,687	12,628	12,897	14,264	16,201
EPS(지배주주)	537	4,828	4,945	5,741	6,398
CFPS	948	6,858	6,601	7,644	8,532
EBITDAPS	886	6,701	6,616	7,540	8,428
BPS	4,310	20,932	25,855	31,751	38,292
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	0.0	46.6	24.9	21.4	19.2
PCR	0.0	32.8	18.6	16.1	14.4
PSR	0.0	17.8	9.5	8.6	7.6
PBR	0.0	10.7	4.8	3.9	3.2
EBITDA	54.2	493.0	507.6	579.0	647.1
EV/EBITDA	-1.7	31.8	15.4	13.0	11.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.2	38.1	21.2	19.9	18.3
EBITDA 이익률	24.0	53.1	51.3	52.9	52.0
부채비율	113.1	31.8	27.0	15.1	11.0
금융비용부담률	1.8	0.4	1.3	1.0	0.7
이자보상배율(x)	9.1	138.4	36.0	48.5	68.1
매출채권회전율(x)	7.2	27.1	12.8	8.8	9.1
재고자산회전율(x)	4.2	9.0	7.3	7.9	8.4