

#### 4) SK바이오사이언스 - 컨센서스 하회하는 실적, 수요에 대한 우려

##### 3Q22 컨센서스 하회하는 실적 전망

SK바이오사이언스는 3Q22 연결 기준 매출액 647억원(-70.7% YoY, -53.2% QoQ), 영업이익 122억원(-87.9% YoY, -80.1% QoQ)을 기록하며 컨센서스 매출액 2,382억원, 영업이익 1,116억원을 하회하는 실적을 기록할 전망이다. 실적 부진의 원인은 급감한 Novavax CMO와 국내 스카이코비원 매출이다. 오리지널 항원 대응 백신 원액 대신 변이주 대응 백신 원액 생산으로 공급 계약 변경이 이뤄짐에 따라 생산 일정에 일부 공백이 발생했을 것으로 추정된다. 또한 기존에는 스카이코비원의 국내 공급계약 물량이 3분기부터 본격적으로 매출로 인식될 것으로 전망하였으나, 9/2일자로 61만 도즈 초도 물량이 출하되며 본격적인 매출 인식 시점은 4분기가 될 것으로 예상된다.

##### 스카이코비원 개발 현황

스카이코비원의 개발은 순차적으로 진행되고 있다. 6월 말 성인 기초 접종에 대한 국내 허가 승인을 시작으로, 8/12일자로 국내 만 12세 ~ 17세 청소년에 대한 접종 승인을 획득했다. 동종(homologous), 이종(heterologous) 부스터 국내 임상에서 유의미한 결과를 확인했고, 이를 근거로 국내에서 mRNA 백신 접종을 원하지 않는 환자를 대상으로 동종, 이종 부스터 샷으로 접종이 시작됐다. 글로벌 이종 부스터 연구도 진행할 계획이다. 10/4일자로 네팔 이종 부스터 임상을 위한 IND를 신청했다. 인허가 관련해서는, 8/1일자로 유럽(EMA) 허가를 신청했고, 9/8일자로 WHO 긴급사용목록 등재(Emergency Use Listing, EUL)를 신청했다. 연내 WHO EUL 등재, 23년 상반기 유럽 허가 승인을 기대해 볼 수 있다.

##### 수요에 대한 우려는 여전

다만 스카이코비원에 대한 수요에 대한 우려는 여전하다. 국내의 경우 1,000만 도즈 공급계약을 체결하며 수요처를 확보하였으나 그 외의 수요에 대한 전망은 여전히 불투명하다. 국내 승인 후 선구매 계약이 기대되었던 COVAX를 통한 공급의 경우 연내 WHO EUL 완료, 23년 상반기 글로벌 부스터 임상 결과 확인 후 공급계약이 진행될 수 있을 것으로 예상된다. 추가 변수는 오미크론 BA.4/5 변이다. FDA는 6/30일자로 부스터 백신에 오미크론 BA.4/5 성분을 포함할 것을 권고했다. 변이 상황과 오미크론 BA.4/5 부스터의 임상에서의 유효성에 따라 수요 환경이 바뀔 수 있다.

##### 목표주가 95,000원으로 하향

투자의견 Buy를 유지하나, 목표주가를 95,000원으로 하향한다. 22년도 매출 추정치 변경과 Peer Multiple 하락을 반영해 영업가치를 기존의 9조 3,880억원에서 5조 5,060억원으로 하향 조정했으며, 스카이코비원의 수요 우려를 반영해 신약 가치를 기존의 3,120억원에서 2,810억원으로 하향 조정했다.

표 1. SK바이오사이언스 SOTP Valuation

(단위: 십억원, 1,000주, 원)

항목	가치	주당 가치	비고
1. 영업가치	5,506	71,704	GBP510 기여 제외한 22년 EBITDA에 Peer EV/EBITDA multiple 36.7배 적용
2. 신약가치(스카이코비원)	281	3,654	
3. 순차입금	(1,319)	(17,179)	22년 말 예상 기준
4. 총 기업가치(1+2-3)	7,105	92,536	
5. 주식수	76,784		
6. 적정 주가(4/5)	92,536		

자료: 하나증권

표 2. SK바이오사이언스 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22F	4Q22F	2021	2022F
매출액	112.7	144.6	220.8	450.9	87.1	138.3	64.7	170.6	929.0	460.7
YoY(%)	397.4	266.8	128.8	572.8	(22.7)	(4.4)	(70.7)	(62.2)	311.8	(50.4)
백신 CMO	96.9	30.4	44.2	81.9	70.8	123.9	36.5	69.2	253.4	300.3
스카이코비원							10.5	81.4		91.9
기타	15.8	114.2	176.7	368.9	16.3	14.4	17.7	20.0	675.6	68.4
매출총이익	73.4	83.0	131.4	282.5	47.8	86.1	34.5	106.4	570.3	274.9
YoY(%)	1025.8	867.7	165.2	819.6	(34.9)	3.8	(73.7)	(62.3)	498.1	(51.8)
매출총이익률(%)	65.1	57.4	59.5	62.7	54.9	62.3	53.3	62.3	61.4	59.7
영업이익	53.7	66.2	100.4	253.9	23.8	61.2	12.2	78.5	474.2	175.6
YoY(%)	흑전	흑전	192.6	2,225.5	(55.8)	(7.5)	(87.9)	(69.1)	1157.2	(63.0)
영업이익률(%)	47.7	45.7	45.5	56.3	27.3	44.2	18.8	46.0	51.0	38.1
당기순이익	41.9	52.8	76.4	184.0	27.8	46.1	8.7	62.5	355.1	145.1
YoY(%)	흑전	흑전	137.3	1762.3	(33.7)	(12.7)	(88.6)	(66.0)	979.8	(59.1)
당기순이익률(%)	37.2	36.5	34.6	40.8	31.9	33.4	13.4	36.6	38.2	31.5

자료: Quantwise, 하나증권

표 3. GPB510 rNPV Valuation

(단위: 십억원)

	22F	23F	24F	25F	26F	27F	28F	29F	30F
<b>GBP510(Base)</b>									
매출액	86	345	596	513	193	135	95	66	46
EBIT	51	106	145	182	39	27	19	13	9
위험조정비용	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
위험조정 FCF	33	68	93	117	25	17	12	8	6
PV of FCFF	271								
PV of TV	10								
NPV	281								
<b>GBP510(Bull)</b>									
매출액	86	520	964	840	338	237	166	116	81
EBIT	51	188	316	311	68	47	33	23	16
위험조정비용	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
위험조정 FCF	33	120	202	199	43	30	21	15	10
PV of FCFF	479								
PV of TV	17								
NPV	496								
<b>GBP510(Bear)</b>									
매출액	86	271	407	381	145	101	71	50	35
EBIT	51	127	141	146	29	20	14	10	7
위험조정비용	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
위험조정 FCF	33	81	90	93	19	13	9	6	4
PV of FCFF	255								
PV of TV	7								
NPV	262								

주: WACC 10.3%, 무위험이자율(국고채 3년물) 2.7%, 시장위험프리미엄 8.7%, Beta 1.3, 연구성장률 -10% 적용.  
 자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
<b>매출액</b>	<b>225.6</b>	<b>929.0</b>	<b>460.7</b>	<b>754.3</b>	<b>1,000.6</b>
매출원가	130.3	358.7	185.9	413.2	601.1
매출총이익	95.3	570.3	274.8	341.1	399.5
판매비	57.6	96.1	99.2	114.2	128.9
<b>영업이익</b>	<b>37.7</b>	<b>474.2</b>	<b>175.6</b>	<b>227.0</b>	<b>270.6</b>
금융손익	(2.3)	(5.4)	2.7	2.6	8.7
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	1.8	2.3	(1.7)	0.0	0.0
<b>세전이익</b>	<b>37.3</b>	<b>471.1</b>	<b>176.7</b>	<b>229.6</b>	<b>279.3</b>
법인세	4.4	116.0	31.6	42.6	52.0
계속사업이익	32.9	355.1	145.1	187.0	227.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>32.9</b>	<b>355.1</b>	<b>145.1</b>	<b>187.0</b>	<b>227.2</b>
비지배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>32.9</b>	<b>355.1</b>	<b>145.1</b>	<b>187.0</b>	<b>227.2</b>
지배주주지분포괄이익	30.8	353.3	145.5	187.0	227.2
NOPAT	33.3	357.5	144.2	184.9	220.2
EBITDA	54.2	493.0	201.3	258.2	302.6
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	22.68	311.79	(50.41)	63.73	32.65
NOPAT증가율	83.98	973.57	(59.66)	28.22	19.09
EBITDA증가율	45.31	809.59	(59.17)	28.27	17.20
영업이익증가율	65.35	1,157.82	(62.97)	29.27	19.21
(지배주주)순이익증가율	123.81	979.33	(59.14)	28.88	21.50
EPS증가율	123.75	799.07	(60.83)	28.77	21.52
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	42.24	61.39	59.65	45.22	39.93
EBITDA이익률	24.02	53.07	43.69	34.23	30.24
영업이익률	16.71	51.04	38.12	30.09	27.04
계속사업이익률	14.58	38.22	31.50	24.79	22.71

투자지표	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	537	4,828	1,891	2,435	2,959
BPS	4,310	20,932	22,907	25,342	28,301
CFPS	948	6,858	2,581	3,372	4,023
EBITDAPS	886	6,701	2,624	3,363	3,941
SPS	3,686	12,628	6,005	9,824	13,031
DPS	0	0	0	0	0
<b>주가지표(배)</b>					
PER	0.00	46.60	38.34	29.77	24.50
PBR	0.00	10.75	3.16	2.86	2.56
PCFR	0.00	32.81	28.09	21.50	18.02
EV/EBITDA	(1.67)	31.79	36.55	28.24	23.22
PSR	0.00	17.82	12.07	7.38	5.56
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	13.25	38.08	8.64	10.10	11.03
ROA	6.81	26.58	6.75	7.97	8.71
ROIC	17.58	230.89	52.87	42.62	47.32
부채비율	113.14	31.77	24.31	28.77	24.76
순부채비율	(34.26)	(96.11)	(74.99)	(71.14)	(75.88)
이자보상배율(배)	9.09	138.38	57.58	70.54	81.45

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
<b>유동자산</b>	<b>333.9</b>	<b>1,837.8</b>	<b>1,804.6</b>	<b>2,034.2</b>	<b>2,271.8</b>
금융자산	216.0	1,646.1	1,486.4	1,551.7	1,816.4
현금성자산	25.0	98.0	532.2	105.1	451.1
매출채권	30.5	38.0	72.1	109.3	103.2
재고자산	70.3	135.0	197.3	299.2	282.4
기타유동자산	17.1	18.7	48.8	74.0	69.8
<b>비유동자산</b>	<b>228.3</b>	<b>272.3</b>	<b>381.8</b>	<b>471.5</b>	<b>439.3</b>
투자자산	0.5	23.9	1.9	2.8	2.6
금융자산	0.5	23.9	1.9	2.8	2.6
유형자산	181.0	210.3	325.6	417.2	387.6
무형자산	<b>17.9</b>	<b>17.1</b>	<b>16.3</b>	<b>13.3</b>	<b>11.0</b>
기타비유동자산	<b>28.9</b>	<b>21.0</b>	<b>38.0</b>	<b>38.2</b>	<b>38.1</b>
<b>자산총계</b>	<b>562.2</b>	<b>2,110.1</b>	<b>2,186.4</b>	<b>2,505.7</b>	<b>2,711.1</b>
<b>유동부채</b>	<b>180.6</b>	<b>460.0</b>	<b>407.3</b>	<b>538.7</b>	<b>517.0</b>
금융부채	12.7	62.9	148.8	149.0	148.9
매입채무	17.5	63.8	22.7	34.4	32.5
기타유동부채	150.4	333.3	235.8	355.3	335.6
<b>비유동부채</b>	<b>117.8</b>	<b>48.9</b>	<b>20.3</b>	<b>21.2</b>	<b>21.0</b>
금융부채	<b>113.0</b>	<b>44.3</b>	<b>18.6</b>	<b>18.6</b>	<b>18.6</b>
기타비유동부채	4.8	4.6	1.7	2.6	2.4
<b>부채총계</b>	<b>298.4</b>	<b>508.8</b>	<b>427.6</b>	<b>559.9</b>	<b>538.0</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>263.8</b>	<b>1,601.3</b>	<b>1,758.9</b>	<b>1,945.9</b>	<b>2,173.1</b>
자본금	<b>30.6</b>	<b>38.3</b>	<b>38.4</b>	<b>38.4</b>	<b>38.4</b>
자본잉여금	180.5	1,157.1	1,160.0	1,160.0	1,160.0
자본조정	0.9	0.9	9.8	9.8	9.8
기타포괄이익누계액	(1.5)	(0.2)	0.2	0.2	0.2
이익잉여금	53.2	405.3	550.4	737.4	964.6
<b>비지배주주지분</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>자본총계</b>	<b>263.8</b>	<b>1,601.3</b>	<b>1,758.9</b>	<b>1,945.9</b>	<b>2,173.1</b>
순금융부채	(90.4)	(1,539.0)	(1,319.0)	(1,384.2)	(1,648.9)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>120.2</b>	<b>536.6</b>	<b>(91.4)</b>	<b>211.6</b>	<b>260.3</b>
당기순이익	32.9	355.1	145.1	187.0	227.2
조정	20.9	137.5	(63.8)	31.2	32.0
감가상각비	16.5	18.8	25.7	31.3	32.0
외환거래손익	(4.5)	4.8	(6.1)	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	8.9	113.9	(83.4)	(0.1)	0.0
영업활동 자산부채변동	66.4	44.0	(172.7)	(6.6)	1.1
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(108.1)</b>	<b>(1,421.9)</b>	<b>502.8</b>	<b>(613.5)</b>	<b>81.5</b>
투자자산감소(증가)	10.6	(23.5)	22.1	(1.0)	0.2
자본증가(감소)	(9.9)	(42.9)	(134.7)	(120.0)	0.0
기타	(108.8)	(1,355.5)	615.4	(492.5)	81.3
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(1.5)</b>	<b>958.4</b>	<b>22.4</b>	<b>0.2</b>	<b>(0.0)</b>
금융부채증가(감소)	0.6	(18.5)	60.2	0.2	(0.0)
자본증가(감소)	(0.3)	984.2	3.1	0.0	0.0
기타재무활동	(1.8)	(7.3)	(40.9)	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의 증감</b>	<b>10.6</b>	<b>73.1</b>	<b>434.2</b>	<b>(427.2)</b>	<b>345.9</b>
Unlevered CFO	58.0	504.5	198.0	258.9	308.9
Free Cash Flow	110.3	493.7	(226.1)	91.6	260.3