

2022. 10. 25



▲ 제약/바이오

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

Buy

적정주가 (12개월)	94,000 원
현재주가 (10.24)	75,200 원
상승여력	25.0%
KOSPI	2,236.16pt
시가총액	57,742억원
발행주식수	7,678만주
유동주식비율	30.62%
외국인비중	4.23%
52주 최고/최저가	280,500원/68,800원
평균거래대금	437.4억원
주요주주(%)	
에스케이케미칼 외 2인	68.24

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-12.8	-41.0	-66.6
상대주가	-10.7	-28.7	-55.1

주가그래프



SK바이오사이언스 302440

3Q22 Preview: COVID-19 이후 전략 필요

- ✓ 투자 의견 Buy 유지, 적정주가 94,000원으로 하향
- ✓ 3Q22 매출액 806억원(YoY -63.5%, QoQ -41.7%), 영업이익 210억원(YoY -79.1%, QoQ -65.8%) 추정
- ✓ 3Q22 실적 발표 이후 구체적인 Next COVID-19 전략 제시될 것으로 기대

3Q22E Preview

3Q22 매출액 806억원(YoY -63.5%, QoQ -41.7%), 영업이익 210억원(YoY -79.1%, QoQ -65.8%)을 기록하여 시장 컨센서스를 하회할 전망이다. 스카이코비원의 출하가 늦어지면서 3Q22에는 60만 도즈의 원액 및 완제 매출을 인식할 예정이다. 4Q22에는 나머지 원액에 대한 매출과 완제 매출은 출하 일정에 따라 인식될 예정이다.

투자 의견 Buy 유지, 적정주가 94,000원으로 하향

최근 COVID-19의 안정화로 COVID-19 백신 추가 물량 확보 불확실성에 따라 이전 적정주가 160,000원에서 94,000원으로 하향한다. 향후 팬데믹 수준의 대규모 수주는 불확실하지만 내년까지 백신의 일부 수요는 잔존할 예정이다. 최근 미국질병통제예방센터(Centers for Disease Control and Prevention, CDC) 산하 백신자문위원회(Advisory Committee on Immunization Practices, ACIP)에서 내년 예방접종 스케줄에 COVID-19 백신 포함을 만장일치로 승인했기 때문이다.

적정주가는 DCF valuation 방식으로 산정한 SK바이오사이언스의 영업가치와 2023년 말 기준 예상 순차입금, 차세대 폐렴구균 백신의 비영업가치를 더한 SOTP 방식으로 산출하였다. 매출의 대부분을 차지했던 COVID-19 백신 관련 매출 감소에 따라 적정주가를 하향하지만, 풍부한 현금 바탕으로 새로운 성장 동력이 기대되어 투자 의견은 유지한다.

Next COVID-19 전략이 중요

동사는 세포/유전자치료제 CDMO 진출, mRNA 플랫폼 기술 확보 등을 미래 전략으로 제시하고 있다. 3Q22 실적 발표 이후 구체적인 방향성이 나올 것으로 기대된다.

(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	526.9	183.2	148.9	1,941	-59.8	22,956	38.7	3.3	20.2	8.9	23.6
2023E	610.7	206.7	147.5	1,921	-1.0	24,877	39.2	3.0	17.2	8.0	61.3
2024E	696.1	251.7	162.3	2,114	10.1	26,991	35.6	2.8	13.5	8.2	86.7

Part 1. 투자 의견 및 Valuation

투자 의견 Buy
적정주가 94,000원 제시

SK바이오사이언스에 대한 투자의견 Buy와 적정주가 94,000원을 제시한다. 적정 주가는 DCF valuation 방식으로 산정한 SK바이오사이언스의 영업가치에 차세대 폐렴구균 백신의 비영업가치, 순차입금을 더한 SOTP 방식으로 산출하였다. 차세대 폐렴구균 백신의 비영업가치는 이전 추정치 2.2조원을 사용하였다.

산출 시 주요 가정은 무위험 이자율 국고채 1년물 금리 3.5%, 시장 위험 프리미엄은 Equity risk premium 6.1%, Beta 0.6 등을 사용했다. WACC은 8.6%, 영구 성장률은 4.0%를 적용했다.

표1 SK바이오사이언스의 적정주가 산출

(십억원)	Value	내용
SK바이오사이언스 영업가치 (A=B+C)	3,269.2	DCF valuation으로 산정
NPV of FCFE (B)	880.8	
PV of Terminal value (C)	2,388.4	
비영업가치: PCV (D)	2,177.8	
순차입금 (E)	(-1,695.1)	2023년 말 예상
주주가치 (F=A+D-E)	7,142.1	
주식 수 (G)	76,600천주	
적정주가 (H=F / G)	94,000 원	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 SK바이오사이언스 영업가치 추정

(십억원)	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
매출액	526.9	610.7	696.1	835.3	1,027.5
% YoY	-43.3%	15.9%	14.0%	20.0%	23.0%
EBIT	183.2	206.7	251.7	293.8	365.3
% YoY	-61.4%	12.8%	21.8%	16.7%	24.3%
- EBIT에 대한 세금	32.9	38.2	46.9	53.9	67.5
- CAPEX	167.7	60.0	50.0	-	-
- 순운전자본 증가(감소)	53.0	-80.2	-126.4	-71.8	-99.1
+ 감가상각비	25.1	27.1	28.4	59.9	45.0
+ 무형자산상각비	3.7	3.2	2.6	2.1	1.6
WACC	8.6%				
Terminal Growth	4.0%				
NPV of FCFE	880.8				
NPV of TV	2,388.4				
합산가치	3,269.2				

자료: 메리츠증권 리서치센터

Part 2. 3Q22 Preview 및 향후 실적 전망

3Q22 매출액 806억원,
영업이익 210억원 전망

3Q22 매출액 806억원 (YoY -63.5%, QoQ -41.7%), 영업이익 210억원 (YoY -79.1%, QoQ -65.8%)을 기록할 전망이다.

대규모 수주 불확실성에도
일부 수요 잔존 예상

최근 COVID-19 안정화로 이전 팬데믹 수준의 대규모 수주는 불확실하지만 내년까지 일부 수요는 유지될 전망이다. 최근 미국질병통제예방센터(Centers for Disease Control and Prevention, CDC) 산하 백신자문위원회(ACIP)에서 내년 예방접종 스케줄에 COVID-19 백신 포함을 만장일치로 승인했기 때문이다.

Pfizer 백신 가격 인상에
따른 가격

또한 백신 가격 상승의 여지도 있다. 미국 바이든 정부는 COVID-19 관련 예산 고갈로 이르면 내년 초부터 백신의 대량 구매를 중단할 예정이다. 이에 따라 Pfizer는 백신의 가격을 25~30달러에서 110~130달러까지 약 4배 가량 인상할 계획이다. 내년까지 일부 COVID-19에 대한 수요는 잔존하고, 백신 가격 인상의 여지가 남아있다.

표3 SK바이오사이언스 3Q22 Preview

(십억원)	3Q22E	3Q21	(% YoY)	2Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	80.6	220.8	-63.5%	138.3	-41.7%	105.5	-23.6%
영업이익	21.0	100.4	-79.1%	61.2	-65.8%	36.2	-42.1%
OPM	26.0%	45.5%	-42.8%	44.3%	-41.2%	34.3%	-24.2%
당기순이익	14.8	76.4	-80.7%	46.1	-68.0%	29.8	-50.5%

자료: 메리츠증권 리서치센터

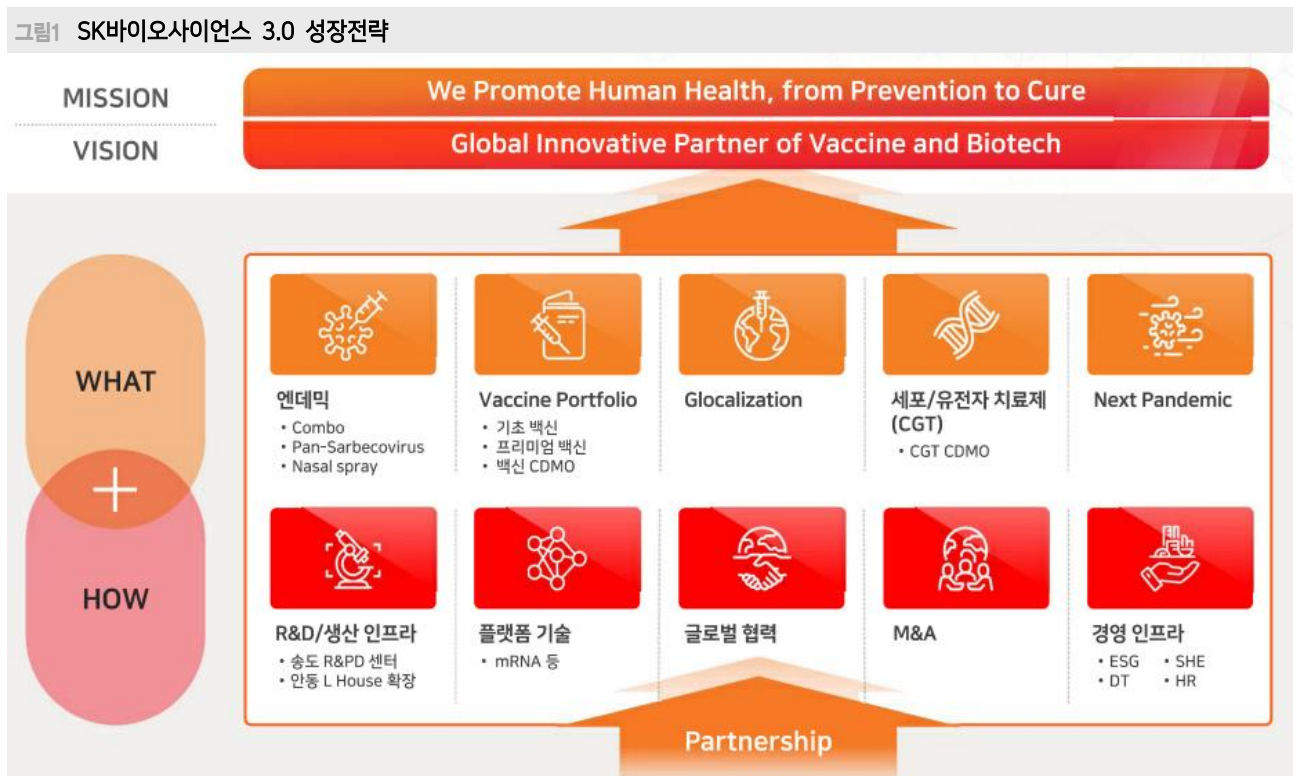
표4 SK바이오사이언스 연간 실적 추정 변경

(십억원)	변경 전			변경 후			(% diff.)		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
매출액	989.4	1,095.2	1,244.0	526.9	610.7	696.1	-46.7%	-44.2%	-44.0%
영업이익	473.7	541.2	602.7	183.2	206.7	251.7	-61.3%	-61.8%	-58.2%
OPM(%)	47.9%	49.4%	48.4%	34.8%	33.8%	36.2%	-27.4%	-31.5%	-25.4%
당기순이익	379.4	440.8	491.2	148.9	147.5	162.3	-60.8%	-66.5%	-67.0%

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021	2022E
매출액	112.7	144.6	220.8	450.9	87.1	138.3	80.6	220.9	929.0	526.9
% YoY	397.4%	266.8%	128.8%	572.8%	-22.7%	-4.4%	-63.5%	-51.0%	311.8%	-43.3%
제품 및 용역 매출	108.4	138.3	211.7	444.5	85.5	136.8	79.0	218.7	902.9	520.8
COVID-19 백신 관련 매출	92.2	117.5	179.9	377.8	72.7	116.3	67.1	185.9	767.5	442.0
COVID-19 외 백신	16.3	20.7	31.8	66.7	12.8	20.5	11.8	32.8	135.4	78.0
상품 및 기타	4.3	6.4	9.1	6.3	1.6	1.5	1.6	2.2	26.1	6.1
영업이익	53.7	66.2	100.4	253.9	23.8	61.2	21.0	77.3	474.2	183.2
% YoY	흑전	흑전	192.7%	2227.2%	-55.8%	-7.5%	-79.1%	-69.6%	1157.5%	-61.4%
OPM (%)	47.7%	45.7%	45.5%	56.3%	27.3%	44.3%	26.0%	35.0%	51.0%	34.8%
당기순이익	41.9	52.8	76.4	184.0	27.8	46.1	14.8	60.2	355.1	148.9
% YoY	흑전	흑전	150.1%	1762.3%	-33.7%	-12.7%	-80.7%	-67.3%	979.8%	-58.1%
NPM (%)	37.2%	36.5%	34.6%	40.8%	31.9%	33.4%	18.3%	27.3%	38.2%	28.3%

자료: 메리츠증권 리서치센터



자료: SK바이오사이언스

SK 바이오사이언스 (302440)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	225.6	929.0	526.9	610.7	696.1
매출액증가율 (%)	22.7	311.8	-43.3	15.9	14.0
매출원가	130.3	358.7	224.1	263.1	285.4
매출총이익	95.3	570.3	302.8	347.6	410.7
판매관리비	57.6	96.1	119.6	140.9	159.0
영업이익	37.7	474.2	183.2	206.7	251.7
영업이익률	16.7	51.0	34.8	33.8	36.2
금융손익	-2.3	-5.4	0.8	-23.2	-49.7
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	1.8	2.3	-2.6	-2.6	-2.6
세전계속사업이익	37.3	471.1	181.4	181.0	199.5
법인세비용	4.4	116.0	32.5	33.5	37.2
당기순이익	32.9	355.1	148.9	147.5	162.3
지배주주지분 순이익	32.9	355.1	148.9	147.5	162.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	120.2	536.6	128.6	257.8	320.0
당기순이익(손실)	32.9	355.1	148.9	147.5	162.3
유형자산상각비	13.6	15.5	25.1	27.1	28.4
무형자산상각비	3.0	3.3	3.7	3.2	2.6
운전자본의 증감	66.4	44.0	40.4	80.0	126.6
투자활동 현금흐름	-108.1	-1,421.9	655.5	43.2	-133.4
유형자산의증가(CAPEX)	-9.9	-42.9	-167.7	-60.0	-50.0
투자자산의감소(증가)	10.6	-23.5	12.2	1.6	-1.3
재무활동 현금흐름	-1.5	958.4	22.5	686.9	490.1
차입금의 증감	0.6	-18.5	60.3	686.9	490.1
자본의 증가	-0.3	984.2	3.1	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	10.6	73.1	806.6	987.9	676.6
기초현금	14.4	25.0	98.0	904.6	1,892.6
기말현금	25.0	98.0	904.6	1,892.6	2,569.2

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	333.9	1,837.8	1,757.1	2,630.8	3,399.7
현금및현금성자산	25.0	98.0	904.6	1,892.6	2,569.2
매출채권	30.5	38.0	18.6	16.1	18.1
재고자산	70.3	135.1	66.2	57.3	64.5
비유동자산	228.3	272.3	421.6	449.7	470.0
유형자산	181.0	210.3	355.7	388.5	410.1
무형자산	17.9	17.1	16.1	12.9	10.3
투자자산	0.5	23.9	11.7	10.2	11.4
자산총계	562.2	2,110.1	2,178.7	3,080.5	3,869.7
유동부채	180.6	460.0	395.3	449.9	576.5
매입채무	17.5	63.8	31.3	27.1	30.5
단기차입금	0.0	11.7	53.0	40.0	30.0
유동성장기부채	12.6	50.3	95.4	95.4	95.4
비유동부채	117.8	48.9	20.8	720.5	1,220.8
사채	80.5	35.5	0.0	0.0	0.0
장기차입금	21.8	0.0	0.0	700.0	1,200.0
부채총계	298.4	508.8	416.1	1,170.4	1,797.2
자본금	30.6	38.3	38.4	38.4	38.4
자본잉여금	180.5	1,157.1	1,160.0	1,160.0	1,160.0
기타포괄이익누계액	-1.5	-0.2	0.2	0.2	0.2
이익잉여금	53.2	405.3	554.2	701.7	864.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	263.8	1,601.3	1,762.7	1,910.1	2,072.5

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	3,687	12,628	6,868	7,954	9,066
EPS(지배주주)	537	4,828	1,941	1,921	2,114
CFPS	948	6,858	2,681	2,845	3,188
EBITDAPS	886	6,701	2,763	3,087	3,681
BPS	4,310	20,932	22,956	24,877	26,991
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	0.0	46.6	38.7	39.2	35.6
PCR	0.0	32.8	28.0	26.4	23.6
PSR	0.0	17.8	10.9	9.5	8.3
PBR	0.0	10.7	3.3	3.0	2.8
EBITDA	54.2	493.0	212.0	237.0	282.7
EV/EBITDA	-1.7	31.8	20.2	17.2	13.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.2	38.1	8.9	8.0	8.2
EBITDA 이익률	24.0	53.1	40.2	38.8	40.6
부채비율	113.1	31.8	23.6	61.3	86.7
금융비용부담률	1.8	0.4	0.6	2.4	3.5
이자보상배율(x)	9.1	138.4	60.0	14.2	10.4
매출채권회전율(x)	7.2	27.1	18.6	35.1	40.6
재고자산회전율(x)	4.2	9.0	5.2	9.9	11.4

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	81.4%
중립	18.6%
매도	0.0%

2022년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

SK 바이오사이언스 (302440) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

