

SK바이오사이언스(302440.KS)

COVID-19로 높아진 시장의 기대치

중립(신규)

현재주가(11/24) 81,400원
 목표주가(12M) 77,000원

분석의 기본 가정

- 백신 CDMO에서 글로벌 경쟁력은 확인되었고 다음 단계로 성장이 필요
- 기존 백신 경쟁력에 글로벌 백신 CDMO 실적으로 기본기는 튼튼
 아스트라제네카, 노바백스의 백신 CMO를 수주하며 글로벌 품질의 백신 생산역량 입증. 독감백신 등 견실한 백신 파이프라인과 연평균 10.1%의 성장이 전망되는 글로벌 백신 CMO시장에서의 경쟁력으로 견고한 사업 펀더멘털 보유함.
- COVID-19로 높아진 기대치를 충족할 성장 모멘텀이 관건
 COVID-19 엔데믹에 따라 높은 비중을 차지하던 백신 CMO를 대신할 신규 수주 또는 백신제제 매출이 필요함. M&A를 통한 다양한 modality로의 CDMO 확장이나 즉시 상업화 가능한 파이프라인 도입이 진행된다면 주가에 긍정적인 전망임.
- 투자의견 중립, 목표주가 77,000원으로 커버리지 개시
 SK바이오사이언스에 대해 투자의견 중립, 목표주가 77,000원으로 커버리지 개시. 목표주가는 2026F EBITDA에 할인율 13.1%를 적용하고 Lonza의 P/E multiple 40배를 적용하여 산정함.

결산기(12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액(십억원)	226	929	542	323	421
영업이익(십억원)	38	474	181	13	55
세전순이익(십억원)	37	471	188	14	56
지배순이익(십억원)	33	355	150	11	43
EPS(원)	537	4,828	1,958	141	554
증감율(%)	124.1	798.3	-59.4	-92.8	293.4
ROE(%)	13.2	38.1	9.0	0.6	2.4
PER(배)	0.0	46.6	41.6	578.4	147.0
PBR(배)	0.0	10.7	3.6	3.6	3.5
EV/EBITDA(배)	0.0	31.8	22.6	142.9	60.5

Key Data

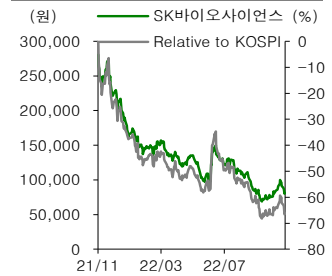
(기준일: 2022. 11. 24)

KOSPI(pt)	2441.33
KOSDAQ(pt)	738.22
액면가(원)	500
시가총액(억원)	62,502
발행주식수(천주)	76,784
평균거래량(3M, 주)	422,357
평균거래대금(3M, 백만원)	36,751
52주 최고/최저	280,500 / 68,800
52주 일간Beta	1.6
배당수익률(22F, %)	0.0
외국인지분율(%)	4.6
주요주주 지분율(%)	
에스케이케미칼 외 2인	68.2 %

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	8.2	-28.3	-38.1	-67.2
KOSPI대비상대수익률	-0.9	-28.1	-33.9	-59.8

Company vs KOSPI composite



1. 기업개요

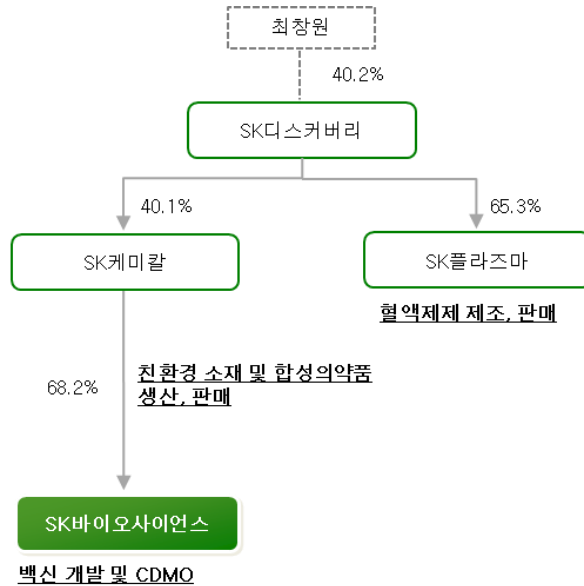
독감백신이 유명한
오랜 백신 전문기업

SK바이오사이언스는 SK디스커버리 산하 바이오기업으로 SK케미칼이 2001년 인수한 동신제약이 모태이다. 2018년 7월 1일 SK케미칼이 VAX 사업부문을 물적분할하여 설립되었으며 2021년 유가증권 시장에 상장되었다. 2012년 안동에 백신생산공장(L House)을 준공하여 장티푸스백신, 폐렴구균백신 CMO를 수주하여 생산하였고 2015년 국내 최초 3가 세포배양독감백신을 출시한 이후 대상포진백신, 수두백신 등을 발매하며 백신 전문기업의 위치를 확고히 하고 있다.

사노피 파스퇴르, CEPI 등
글로벌 협력으로 역량 인정

2014년 사노피 파스퇴르와 폐렴구균백신 공동개발을 시작으로 2020년 COVID-19 팬데믹에 따라 급증하는 백신수요에 CEPI(Coalition for Epidemic Preparedness Innovations), 아스트라제네카, 노바백스 등 글로벌 백신개발사와 백신 생산공급 계약을 체결하며 글로벌 백신 CDMO 기업으로 성장하는 계기가 되었다.

도표 1. SK 바이오사이언스 지분구조



자료: SK 바이오사이언스, 신영증권 리서치센터

2. 투자포인트

EU GMP 인증받은
백신 생산설비 L House

기존 백신 경쟁력에 글로벌 백신 CDMO 실적으로 기본기는 튼튼

안동에 위치한 백신생산공장 L House는 Cell Bank와 8개 스위트(Suite)로 구성되어 있으며 이 중 3개 스위트를 노바백스 CMO 전용으로 활용하고 있다. 아스트라제네카와 노바백스 CMO를 진행하며 EU GMP 인증을 획득하였고 보유중인 파이프라인의 추가 글로벌 인증도 기대된다. 백신제제 생산 특성상 미생물배양기와 동물세포배양기를 모두 보유하고 있으며 동물세포 배양기는 싱글유즈를 선택하여 운영하고 있다. 2024년 1단계 증설, 2026년까지 2단계 증설을 발표하였고, 현재 capa에서 3배까지 확장될 전망이다.

도표 2. L House 증설 계획

현재	1단계 증설	2단계 증설
<u>원액 생산</u> 24,000L (2,000L x 12기) Cell Bank 1개	기존 부지내 증설 2023년 준공 목표	Capacity 3배 확보 (부지 추가 확보 필요)
<u>완제 생산</u> Pre-filled Syringe Liquid Vial Freeze-drying Vial Oral Injector	- 원액 생산 시설 - 완제 생산 시설 - QC 센터 - Warehouse	- 원액 생산 시설 - 완제 생산 시설 - 추가 필요 시설

자료: SK 바이오사이언스, 신영증권 리서치센터

오랜 기간 백신개발 및 생산사업을 영위하며 견실한 백신 파이프라인을 갖추고 있다. 2014년 사노피 파스퇴르와 차세대 폐렴구균백신을 공동개발하고 있고 CEPI 지원으로 자체 COVID-19 백신을 개발하여 해외허가 진행 중이다. 연평균 10.1%의 성장이 전망되는 글로벌 백신 CMO시장에서 경쟁력을 보유하고 있다고 판단된다.

도표 3. SK 바이오사이언스 주요 상업화 백신

파이프라인	개발완료	비고
스카이셀플루-3가 (3가 세포배양 독감백신)	2014	국내 판매. 해외 허가 중
스카이셀플루-4가 (4가 세포배양 독감백신)	2015	국내 판매. 해외 허가 중. WHO PQ 획득
스카이뉴모 (폐렴구균백신)	2016	특허문제로 상업화 불가
스카이조스터 (대상포진백신)	2017	국내 판매. 해외 허가 중
스카이바리셀라 (수두백신)	2018	국내 판매. 해외 허가 중. WHO PQ 획득
스카이타이포이드 (장티푸스 예방 백신)	2022	수출용 품목허가 획득. WHO PQ 진행 중
스카이코비원/ GBP510 (COVID-19 백신)	2022	국내 판매. 해외 허가 중 (CEPI)

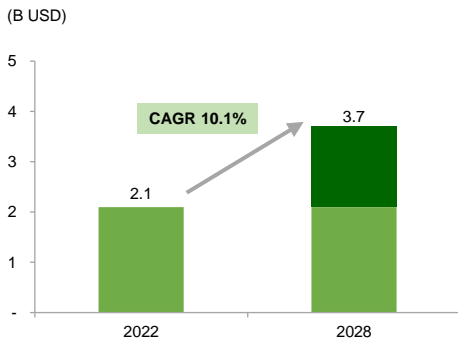
자료: SK 바이오사이언스, 신영증권 리서치센터

도표 4. SK 바이오사이언스 주요 R&D 파이프라인



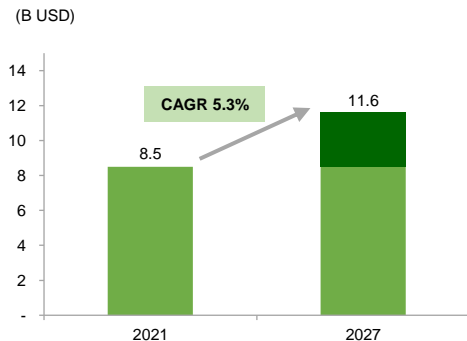
자료: SK 바이오사이언스, 신영증권 리서치센터

도표 5. 글로벌 백신 CMO 시장 전망



자료: Research and Markets

도표 6. 글로벌 폐렴구균 백신 시장 전망



자료: Research and Markets

COVID-19은 이제 끝
시장 눈높이를 만족시킬
NEXT가 필요

M&A로 무언가를
보여주어야 할 때

COVID-19로 높아진 기대치를 충족할 성장 모멘텀이 관건

COVID-19 엔데믹에 따라 노바백스 CMO 수요는 크게 감소할 것으로 전망되고 자체개발한 스카이코비원의 수요도 의미있게 증가하기는 어려울 것으로 보인다. 스카이코비원 생산이 중단되며 설비 가동률을 개선할 신규 CMO 수주 또는 독감백신 등 다른 백신제제 매출이 필요하다.

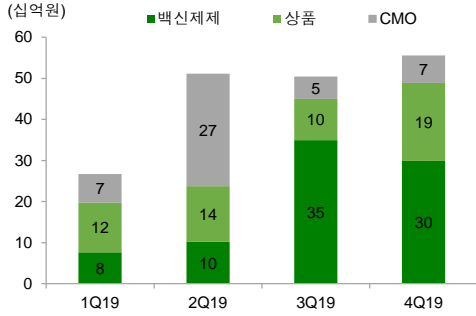
동사는 COVID-19으로 mRNA 백신이 대중화되며 시장이 급변함에 따라 mRNA제제로도 확장계획을 갖고 있으며, 세포배양기술 및 노하우를 토대로 Viral Vector, 세포치료제 CDMO 시장으로도 관심을 갖고 있다. 11월 2일 CEO 주관 사업설명회에서 안정적인 매출 창출을 위한 파이프라인 인수에도 무게를 두고 있음을 언급하였는데, M&A를 통한 다양한 modality로의 CDMO 확장이나 즉시 상업화 가능한 파이프라인 도입이 진행된다면 추가에 긍정적인 전망이다.

도표 7. COVID-19 확진자 증가세와 주가흐름 비교



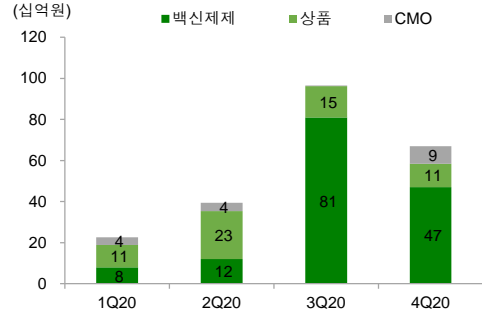
자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 8. 분기 매출 추이 (2019)



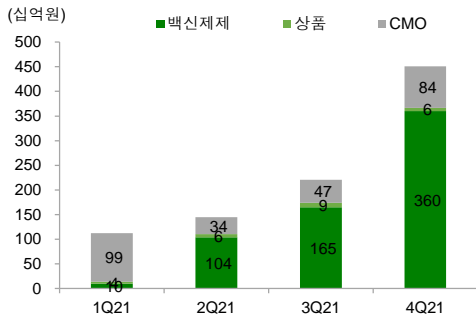
자료: SK 바이오사이언스, 신영증권 리서치센터

도표 9. 분기 매출 추이 (2020)



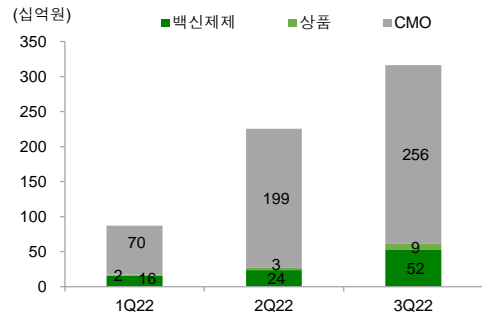
자료: SK 바이오사이언스, 신영증권 리서치센터

도표 10. 분기 매출 추이 (2021)



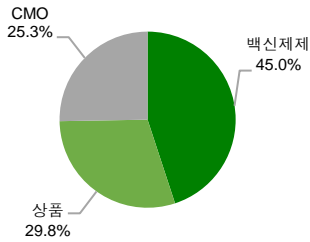
자료: SK 바이오사이언스, 신영증권 리서치센터

도표 11. 분기 매출 추이 (2022 YTD)



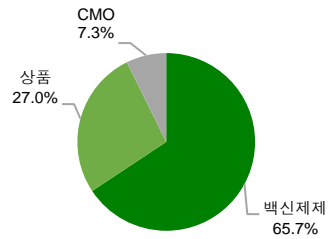
자료: SK 바이오사이언스, 신영증권 리서치센터

도표 12. 매출 유형별 비중 (2019)



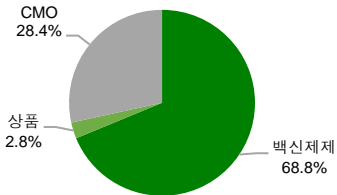
자료: SK 바이오사이언스, 신영증권 리서치센터

도표 13. 매출 유형별 비중 (2020)



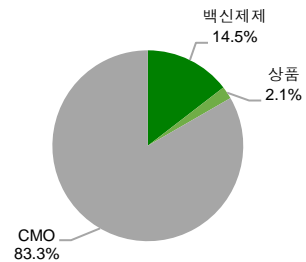
자료: SK 바이오사이언스, 신영증권 리서치센터

도표 14. 매출 유형별 비중 (2021)



자료: SK 바이오사이언스, 신영증권 리서치센터

도표 15. 매출 유형별 비중 (2022)



자료: SK 바이오사이언스, 신영증권 리서치센터

3. 투자의견 및 밸류에이션

투자의견 중립 및 목표주가 77,000원 신규 제시

투자의견 중립
목표주가 77,000원

SK바이오사이언스에 대해 투자의견 중립, 목표주가 77,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2026F EBITDA에 할인율 13.1%를 적용하고 Lonza의 P/E multiple 40배를 적용하여 예상 기업가치를 산정하였다.

신규 파이프라인 인수는
설비활용도를 높이고
안정적 매출성장에 기여할 것

동사는 COVID-19 백신 CMO 사업으로 확보한 현금을 바탕으로 신성장 동력 확보를 위해 적극적으로 M&A를 추진할 것으로 보인다. 현재 보유한 백신 제품군에 신규 파이프라인이 추가되면 설비 활용도를 높이고 안정적인 매출성장이 가능할 것으로 판단된다.

도표 16. SK 바이오사이언스 목표주가 산정 개요

산출 내용		비고
2026F EBITDA	2,411억원	
2026F EBITDA (disc.)	1,474억원	할인율 13.1% 적용
Target	40배	Lonza P/E multiple
합산가치	58,714억원	기업가치-순차입금
발행주식총수	76,784,046주	
목표주가	77,000원	
현재 주가(11/24)	81,400원	
상승여력	-5.4%	

자료: 신영증권 리서치센터

SK바이오사이언스(302440.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	2,256	9,290	5,419	3,235	4,210
증가율(%)	22.7	311.8	-41.7	-40.3	30.1
매출원가	1,303	3,587	2,325	1,617	2,315
원가율(%)	57.8	38.6	42.9	50.0	55.0
매출총이익	953	5,703	3,094	1,617	1,894
매출총이익률(%)	42.2	61.4	57.1	50.0	45.0
판매비와 관리비 등	576	961	1,279	1,490	1,341
판매비율(%)	25.5	10.3	23.6	46.1	31.9
영업이익	377	4,742	1,814	127	553
증가율(%)	65.4	1,157.8	-61.7	-93.0	335.4
영업이익률(%)	16.7	51.0	33.5	3.9	13.1
EBITDA	542	4,930	2,015	315	740
EBITDA마진(%)	24.0	53.1	37.2	9.7	17.6
순금융손익	-23	-54	98	27	13
이자손익	-37	-19	-19	-21	-23
외화관련손익	32	-17	23	23	23
기타영업외손익	18	23	-32	-11	-6
종속및관계기업 관련손익	0	0	0	0	0
법인세차감전계속사업이익	373	4,711	1,880	143	561
계속사업손익법인세비용	44	1,160	378	34	136
세후종단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	329	3,551	1,502	108	425
증가율(%)	123.8	979.3	-57.7	-92.8	293.5
순이익률(%)	14.6	38.2	27.7	3.3	10.1
지배주주지분 당기순이익	329	3,551	1,502	108	425
증가율(%)	123.8	979.3	-57.7	-92.8	293.5
기타포괄이익	-21	-18	-18	-18	-18
총포괄이익	308	3,533	1,484	90	407

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	3,339	18,378	19,659	19,711	20,329
현금및현금성자산	250	980	830	1,166	1,350
매출채권 및 기타채권	458	481	609	465	576
재고자산	703	1,350	788	470	612
비유동자산	2,283	2,723	2,622	2,635	2,548
무형자산	1,810	2,103	2,035	2,073	2,008
무형자산	179	171	138	112	90
투자자산	5	239	239	239	239
기타 금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	5,622	21,101	22,282	22,345	22,877
유동부채	1,806	4,600	4,344	4,378	4,575
단기차입금	0	117	167	227	299
매입채무및기타채무	570	1,553	1,197	1,111	1,164
유동성장기부채	126	503	553	613	685
비유동부채	1,178	489	439	379	307
사채	805	355	305	245	173
장기차입금	218	0	0	0	0
기타 금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	2,984	5,088	4,783	4,757	4,881
지배주주지분	2,638	16,013	17,499	17,589	17,996
자본금	306	383	384	384	384
자본잉여금	1,805	11,571	11,571	11,571	11,571
기타포괄이익누계액	-15	-2	-20	-38	-56
이익잉여금	532	4,053	5,555	5,663	6,088
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	2,638	16,013	17,499	17,589	17,996
총차입금	1,257	1,071	1,121	1,181	1,253
순차입금	-1,045	-15,531	-17,048	-17,496	-17,784

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동으로인한현금흐름	1,202	5,366	1,752	644	383
당기순이익	329	3,551	1,502	108	425
현금유출이없는비용및수익	251	1,494	575	221	322
유형자산감가상각비	136	155	168	162	165
무형자산상각비	30	33	33	26	21
영업활동관련자산부채변동	664	440	72	371	-206
매출채권의감소(증가)	17	-76	-127	144	-112
재고자산의감소(증가)	-316	-703	563	317	-142
매입채무의증가(감소)	-9	465	-355	-86	52
투자활동으로인한현금흐름	-1,081	-14,219	-1,968	-384	-285
투자자산의감소(증가)	106	-235	0	0	0
유형자산의감소	0	0	0	0	0
CAPEX	-99	-429	-100	-200	-100
단기금융자산의감소(증가)	-1,097	-13,561	-1,858	-173	-175
재무활동으로인한현금흐름	-15	9,584	45	54	66
장기차입금의증가(감소)	0	-227	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	-50	-60	-72
자본의증가(감소)	0	9,833	1	0	0
기타현금흐름	0	0	21	21	21
현금의 증가	106	731	-150	335	184
기초현금	144	250	980	830	1,166
기말현금	250	980	830	1,166	1,350

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Per Share (원)					
BPS	537	4,828	1,958	141	554
BPS	4,310	20,932	22,789	22,907	23,437
DPS	0	0	0	0	0
Multiples (배)					
PER	0.0	46.6	41.6	578.4	147.0
PBR	0.0	10.7	3.6	3.6	3.5
EV/EBITDA	0.0	31.8	22.6	142.9	60.5
Financial Ratio					
12월 결산(억원)					
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	124.1%	798.3%	-59.4%	-92.8%	293.4%
EBITDA(발표기준) 증가율	45.3%	809.6%	-59.1%	-84.4%	134.9%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	13.2%	38.1%	9.0%	0.6%	2.4%
ROE(지배순이익 기준)	13.2%	38.1%	9.0%	0.6%	2.4%
ROIC	12.4%	386.9%	601.3%	-393.1%	-290.8%
WACC	2.9%	13.3%	13.1%	13.1%	13.1%
안전성(%)					
부채비율	113.1%	31.8%	27.3%	27.0%	27.1%
순차입금비율	-39.6%	-97.0%	-97.4%	-99.5%	-98.8%
이자보상배율	9.1	138.4	50.6	3.4	13.8