

2023. 2. 9



▲ 제약/바이오

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

Hold

적정주가 (12개월) **80,000 원**

현재주가 (2.8) **77,900 원**

상승여력 **2.7%**

KOSPI 2,483.64pt

시가총액 59,815억원

발행주식수 7,678만주

유동주식비율 30.62%

외국인비중 4.51%

52주 최고/최저가 166,000원/68,800원

평균거래대금 226.3억원

주요주주(%)

에스케이케미칼 외 2인 68.24

주가상승률(%)

1개월 3.0 6개월 -40.5 12개월 -53.1

절대주가 -5.0 -40.3 -48.1

주가그래프



SK바이오사이언스 302440

우려가 현실화 되는 시점

- ✓ 투자 의견 Hold, 적정주가 80,000원으로 하향 조정
- ✓ 4Q22 별도 기준 매출액 1,403억원(YoY -68.9%, QoQ +54.1%), 영업이익 91억원 (YoY -96.4%, QoQ -57.5%)으로 매출액 -17.6%, 영업이익 -82.3% 컨센서스 하회
- ✓ 실적 부진 요인은 1) 노바백스 COVID-19 백신 CMO 매출액 감소, 2) 추가 COVID-19 계약 부재로 백신 재고자산 평가 손실액 반영

4Q22 Review

별도 기준 4Q22 매출액 1,403억원(YoY -68.9%, QoQ +54.1%), 영업이익 91억원 (YoY -96.4%, QoQ -57.5%)으로 매출액 -17.6%, 영업이익 -82.3% 컨센서스를 하회 했다. 4분기 실적 부진의 주된 요인은 노바백스 COVID-19 백신의 CMO 매출액 감소 및 재고자산 평가 손실액 반영이다. 당사는 COVID-19 백신 매출액 의존도가 높아 다소 아쉬운 실적이었다.

COVID-19 백신 이후 구체적인 계획이 필요한 상황

COVID-19 백신의 매출액 감소분은 자체 백신과 잔여 suite의 CMO 계약으로 채워질 예정이다. 독감, 수두, 장티푸스 등 자체 백신은 현재 12개국 17개의 인허가를 확보하였고, 11개국에서 13건의 허가 진행 중에 있다. 승인 이후 해당 국가들에서 국가필수예방접종으로 선정되면 장기적인 수요를 확보할 수 있다. 잔여 suite 활용 계획은 빅파마들과 논의 중이다.

송도 R&PD 센터는 2023년 5월 착공 후 2026년부터 파일럿 생산이 가능할 예정이다. 당사는 송도 R&PD Center 구축을 위해 약 2,800억원 규모의 신규 시설 투자 계획을 발표했다. 향후 연구시설과 GMP 상업생산시설의 시너지를 기대할 수 있다.

투자 의견 Hold, 적정주가 80,000원으로 하향조정

COVID-19 백신 이후의 뚜렷한 전략이 부재한 상황이다. 현재 당사의 보유 현금은 1.5조원으로 새로운 플랫폼 기술을 확보할 여력은 있다. 향후 글로벌 협력을 통해 포트폴리오를 확장할 예정이고 그에 따라 기업가치 재평가 가능하다. 단기적으로 매출에 기여할 파이프라인 부재로 투자 의견과 적정주가를 하향조정 한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	929.0	474.2	355.1	4,828	798.3	20,932	46.6	10.7	31.8	38.1	31.8
2022E	456.7	115.4	120.2	1,567	-67.5	22,584	46.9	3.3	28.5	7.2	19.9
2023E	551.6	171.4	129.0	1,680	7.2	24,263	46.4	3.2	21.2	7.2	83.0
2024E	491.6	164.9	100.2	1,305	-22.3	25,568	59.7	3.0	20.8	5.2	109.8
2025E	589.9	190.4	150.9	1,966	50.6	27,534	39.6	2.8	15.5	7.4	103.3

표1 SK바이오사이언스(별도) 4Q22 Review

(십억원)	4Q22	4Q21	(% YoY)	3Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 추정치	(% diff.)
매출액	140.3	450.9	-68.9%	91.1	54.1%	170.2	-17.6%	157.8	-11.1%
영업이익	9.1	253.9	-96.4%	21.4	-57.5%	51.4	-82.3%	34.7	-73.8%
OPM	6.5%	56.3%	-88.5%	23.5%	-72.4%	30.2%	-78.6%	22.0%	-70.6%
당기순이익	25.5	184.0	-86.1%	20.8	22.8%	40.9	-37.6%	27.6	-7.6%

자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 SK바이오사이언스(별도) 연간 실적 Table

(십억원)	2022E			2023E			2024E		
	변경전	변경후	변경률(%)	변경전	변경후	변경률(%)	변경전	변경후	변경률(%)
매출액	537.3	456.7	-15.0%	626.2	551.6	-11.9%	712.2	491.6	-31.0%
영업이익	183.6	115.4	-37.2%	212.1	171.4	-19.2%	257.5	164.9	-36.0%
당기순이익	157.5	120.2	-23.7%	163.5	129.0	-21.1%	179.1	100.2	-44.1%

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 SK바이오사이언스(별도) 분기 실적 Table

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	112.7	144.6	220.8	450.9	87.1	138.3	91.1	140.3	929.0	456.7	551.6
% YoY	422.4%	277.2%	123.8%	572.8%	-22.7%	-4.4%	-58.8%	-68.9%	311.8%	-50.8%	20.8%
영업이익	53.7	66.2	100.4	253.9	23.8	61.2	21.4	9.1	474.2	115.4	171.4
% YoY	흑전	흑전	175.3%	2227.2%	-55.8%	-7.5%	-78.7%	-96.4%	1157.5%	-75.7%	48.5%
OPM (%)	47.7%	45.7%	45.5%	56.3%	27.3%	44.3%	23.5%	6.5%	51.0%	25.3%	31.1%
당기순이익	41.9	52.8	76.4	184.0	27.8	46.1	20.8	25.5	355.1	120.2	129.0
% YoY	흑전	흑전	137.3%	1762.3%	-33.7%	-12.7%	-72.8%	-86.1%	979.8%	-66.1%	7.3%
NPM (%)	37.2%	36.5%	34.6%	40.8%	31.9%	33.4%	22.8%	18.2%	38.2%	26.3%	23.4%

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 SK바이오사이언스 적정주가 산출

(십억원)	Value	내용
SK바이오사이언스 영업가치 (A=B+C)	2,165.9	DCF valuation으로 산정
NPV of FCFF (B)	670.4	
PV of Terminal value (C)	1,495.5	
비영업가치: PCV (D)	2,177.8	
순차입금 (E)	-1,702.3	2023년 말 예상
주주가치 (F=A+D-E)	6,046.0	
주식 수 (G)	76,600천주	
적정주가 (H=F / G)	80,000원	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 SK바이오사이언스 백신 허가 추진 현황

SKYVAX	허가 추진 현황
스카이셀플루(4가)	11개국 품목허가 획득 / 4개국 허가 진행 중
스카이조스터	2개국 품목허가 획득 / 2개국 허가 진행 중
스카이바리셀라	4개국 품목허가 획득 / 6개국 허가 진행 중
스카타이포이드	국내 수출용 품목허가 / WHO PQ 추진

자료: SK바이오사이언스, 메리츠증권 리서치센터

SK 바이오사이언스 (302440)

Income Statement

(십억원)	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
매출액	929.0	456.7	551.6	491.6	589.9
매출액증가율 (%)	311.8	-50.8	20.8	-10.9	20.0
매출원가	358.7	217.1	239.6	201.6	241.9
매출총이익	570.3	239.6	312.0	290.1	348.1
판매관리비	96.1	124.2	140.6	125.2	157.7
영업이익	474.2	115.4	171.4	164.9	190.4
영업이익률	51.0	25.3	31.1	33.5	32.3
금융손익	-5.4	28.9	-17.5	-44.7	-12.8
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	2.3	-2.2	-2.6	-2.6	0.0
세전계속사업이익	471.1	142.1	151.3	117.6	177.6
법인세비용	116.0	21.9	22.4	17.4	26.6
당기순이익	355.1	120.2	129.0	100.2	150.9
지배주주지분 순이익	355.1	120.2	129.0	100.2	150.9

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
유동자산	1,837.8	1,723.7	3,025.1	3,716.1	3,949.1
현금및현금성자산	98.0	1,182.3	2,497.8	3,244.6	3,383.3
매출채권	38.0	11.8	11.5	10.3	12.4
재고자산	135.1	42.0	40.9	36.6	43.9
비유동자산	272.3	354.8	384.1	402.1	348.3
유형자산	210.3	292.5	325.4	347.0	294.1
무형자산	17.1	17.6	14.1	11.4	9.1
투자자산	23.9	7.5	7.3	6.5	7.8
자산총계	2,110.1	2,078.5	3,409.2	4,118.2	4,297.3
유동부채	460.0	326.3	428.0	537.0	564.9
매입채무	63.8	19.9	19.3	17.3	20.8
단기차입금	11.7	58.8	45.8	35.8	35.8
유동성장기부채	50.3	51.9	51.9	51.9	0.0
비유동부채	48.9	18.2	1,118.1	1,618.0	1,618.2
사채	35.5	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	1,100.0	1,600.0	1,600.0
부채총계	508.8	344.5	1,546.2	2,154.9	2,183.2
자본금	38.3	38.4	38.4	38.4	38.4
자본잉여금	1,157.1	1,160.0	1,160.0	1,160.0	1,160.0
기타포괄이익누계액	-0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
이익잉여금	405.3	525.5	654.5	754.7	905.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,601.3	1,734.1	1,863.0	1,963.2	2,114.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	536.6	103.8	225.8	256.4	275.7
당기순이익(손실)	355.1	120.2	129.0	100.2	150.9
유형자산상각비	15.5	25.1	27.1	28.4	52.9
무형자산상각비	3.3	3.7	3.4	2.8	2.2
운전자본의 증감	44.0	43.6	66.3	125.0	69.7
투자활동 현금흐름	-1,421.9	1,025.5	-47.3	0.5	-85.2
유형자산의증가(CAPEX)	-42.9	-106.0	-60.0	-50.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-23.5	16.5	0.2	0.8	-1.3
재무활동 현금흐름	958.4	-45.1	1,137.0	490.0	-51.8
차입금의 증감	-18.5	20.6	1,137.0	490.0	-51.8
자본의 증가	984.2	3.1	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	73.1	1,084.3	1,315.5	746.8	138.7
기초현금	25.0	98.0	1,182.3	2,497.8	3,244.6
기말현금	98.0	1,182.3	2,497.8	3,244.6	3,383.3

Key Financial Data

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	12,628	5,954	7,184	6,403	7,683
EPS(지배주주)	4,828	1,567	1,680	1,305	1,966
CFPS	6,858	2,174	2,454	2,083	3,197
EBITDAPS	6,701	1,880	2,630	2,553	3,197
BPS	20,932	22,584	24,263	25,568	27,534
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	46.6	46.9	46.4	59.7	39.6
PCR	32.8	33.8	31.7	37.4	24.4
PSR	17.8	12.3	10.8	12.2	10.1
PBR	10.7	3.3	3.2	3.0	2.8
EBITDA	493.0	144.2	202.0	196.1	245.5
EV/EBITDA	31.8	28.5	21.2	20.8	15.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	38.1	7.2	7.2	5.2	7.4
EBITDA 이익률	53.1	31.6	36.6	39.9	41.6
부채비율	31.8	19.9	83.0	109.8	103.3
금융비용부담률	0.4	0.5	2.5	4.3	4.1
이자보상배율(x)	138.4	47.7	12.2	7.9	7.9
매출채권회전율(x)	27.1	18.3	47.3	45.1	52.1
재고자산회전율(x)	9.0	5.2	13.3	12.7	14.7

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	84.9%
중립	15.1%
매도	0.0%

2022년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

SK 바이오사이언스 (302440) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

