

2023. 4. 28

Tech팀

서근희, Ph.D.  
Senior Analyst  
keunhee.seo@samsung.com

정동희  
Analyst  
donghee1009.jeong@samsung.com

▶ AT A GLANCE

투자의견	<b>HOLD</b>	
목표주가	60,000원	-15.3%
현재주가	70,800원	
시가총액	5,4조원	
Shares (float)	76,784,046주 (30.6%)	
52주 최저/최고	66,200원/150,000원	
60일-평균거래대금	235.6억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
SK바이오사이언스 (%)	0.0	-7.2	-49.6
Kospi 지수 대비 (%pts)	-3.5	-14.9	-46.7

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	HOLD	HOLD	
목표주가	60,000	60,000	0.0%
2023E EPS	-622	164	nm
2024E EPS	-745	-131	nm

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	8
Target price	73,000
Recommendation	3.1
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

## SK바이오사이언스 (302440)

### 중장기 그림은 좋으나 기다림은 필요

- 1Q23 review: 코로나19 백신 CDMO 매출 부재로 영업 적자 전환.
- 27일 중장기 성장을 위한 사업 계획 발표: 신규 백신 포트폴리오, Glocalization 사업, CDMO 확장을 통한 성장 기대.
- 투자의견 HOLD, 목표주가 6만원 유지: 중장기 성장 그림은 2027년부터 가시화. 단 기적으로 R&D 비용 증가로 인한 성장 정체가 예상됨에 따라 투자 매력 감소.

#### WHAT'S THE STORY?

**1Q23 review:** 연결 매출액 206억원(-76.4% y-y, -85.3% q-q), 영업적자 292억원(적전 y-y, 적전 q-q), 지배주주순이익 143억원(적전 y-y, 적전 q-q) 기록. 노바백스 CDMO 생산 부재 및 R&D 비용 증가로 실적 악화.

**2023년 outlook:** 연결 매출액 1,332억원(-70.8% y-y), 영업적자 862억원(적전 y-y) 전망. 노바백스 CDMO 계약 연장 부재 반영하여 기존 추정치 대비 큰 폭으로 하향 조정. 2Q23 스카이코비원(코로나19 백신) WHO 긴급사용목록 등재 예상하나, 백신 접종 감소로 매출 미반영. Glocalization(백신 생산 시설 건설 및 기술 이전) 사업 및 신규 CDMO 계약 역시 예상되나, 계약 체결 후 반영 예정. Glocalization 사업은 연내 두 건의 계약 체결 기대, 플랜트 건설 수주, 기술 이전 등을 통해 매출 성장 가능. CDMO 사업 확장을 위해 미국 세포/유전자 CDMO 업체 인수 추진 및 안동 백신 공장 cGMP 시설로 업그레이드 진행.

**투자의견 HOLD, 목표주가 6만원 유지:** 2027년부터 폐렴구균 백신, 자궁경부암 백신, 재조합 대상포진 백신, Pan-Sarbeco 백신, RSV 백신 글로벌 시장 발매를 통해 새로운 성장 기대. 향후 5년간 성장 공백과 대규모의 R&D 비용 집행(1조 2,300억원 예상되나, 일부는 CEPI, 게이츠 재단 지원받음)으로 실적 부진 전망하여 투자의견 HOLD 유지. 이에 기존 EV/EBITDA 밸류에이션(12M Fwd EBITDA 기반 추정)에서 DCF 밸류에이션(2023-2030년 현금흐름 추정)으로 전환했으나, 기존과 목표주가 6만원으로 동일.

#### 분기 실적

(십억원)	1Q23	증감 (%)		차이 (%)	
		전년동기 대비	전분기 대비	삼성증권 추정	컨센서스
매출액	20.6	(76.4)	(85.3)	(88.4)	(47.3)
영업이익	(29.2)	적전	적전	nm	nm
세전이익	(25.7)	적전	적전	nm	nm
순이익	(14.3)	적전	적전	nm	nm
<b>이익률 (%)</b>					
영업이익	n/a				
세전이익	n/a				
순이익	n/a				

자료: SK바이오사이언스, Fnguide, 삼성증권 추정

#### Valuation summary

	2022	2023E	2024E
<b>Valuation (배)</b>			
P/E	45.9	n/a	n/a
P/B	3.2	3.2	3.3
EV/EBITDA	38.7	n/a	n/a
Div yield (%)	0.0	0.0	0.0
EPS 증가율 (%)	(66.8)	적전	적지
ROE (%)	7.3	(2.8)	(3.4)
<b>주당지표 (원)</b>			
EPS	1,601	-622	-745
BVPS	22,690	22,068	21,323
DPS	0	0	0

## SK바이오사이언스 밸류에이션

(십억원, 원)	2023E
SK바이오사이언스 (A=B+C+D)	4,609
현재가치 (B)	59
영구현금흐름 현재가치 (C)	4,497
순현금 (D)	52
보통주 주식 수 (E, 천주)	76,784
적정 주가 (A/E)	60,021
목표주가	60,000

자료: 삼성증권 추정

## SK바이오사이언스 DCF 밸류에이션

(십억원)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
매출액 (연결)	133	140	143	219	432	841	1,174	1,679
YoY (%)		4.9	2.7	52.9	97.1	94.5	39.7	42.9
EBIT	(86)	(90)	(126)	(86)	70	318	512	808
TAX	(4)	(5)	(6)	(4)	14	70	113	178
NOPAT	(82)	(86)	(119)	(82)	56	248	400	631
감가상각	34	67	137	124	111	100	90	81
CAPEX	140	690	290	20	10	10	10	10
운전자본증감	(86)	(39)	(40)	(4)	2	3	0	0
FCF	(102)	(670)	(232)	26	154	335	479	701
가중평균자본비용 (%)	10.0							
영구성장률 (%)	1.9							
영구현금흐름 가치								8,784
할인율 (%)	0.0	9.1	17.4	24.9	31.8	38.0	43.7	48.8
현재가치	(102)	(608)	(192)	19	105	208	270	359
영구현금흐름 현재가치								4,497
합산가치	4,557							

참고: COE=10.3%, 무위험수익률 (3.0%, 국고채 3년물)+시장위험수익률 9.1(%)\*Beta 0.8, COD=6.5%, 영구성장률=1.9% 가정

2026년 페럼구균 백신, 2027년 HPV-10, 재조합 대상 포진, 2028년 RSV 백신 발매 예정. 기존에 발매된 경쟁 제품의 시장 점유율 2.5~8% 확보 가정

자료: 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	929	457	133	140	143
매출원가	359	217	90	92	94
매출총이익	570	240	44	48	49
(매출총이익률, %)	61.4	52.5	32.7	34.0	34.5
판매 및 일반관리비	96	124	130	138	175
영업이익	474	115	-86	-90	-126
(영업이익률, %)	51.0	25.3	-64.7	-64.5	-87.7
영업외손익	-3	27	33	33	27
금융수익	26	117	19	19	21
금융비용	32	85	-14	-14	-6
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	2	-4	0	0	0
세전이익	471	142	-53	-57	-99
법인세	116	19	-10	0	-1
(법인세율, %)	24.6	13.6	19.0	-0.9	1.2
계속사업이익	355	123	-48	-57	-98
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	355	123	-48	-57	-98
(순이익률, %)	38.2	26.9	-35.9	-41.0	-68.0
지배주주순이익	355	123	-48	-57	-98
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	493	143	-53	-23	11
(EBITDA 이익률, %)	53.1	31.2	-39.5	-16.4	7.7
EPS (지배주주)	4,828	1,601	-622	-745	-1,270
EPS (연결기준)	4,828	1,601	-622	-745	-1,270
수정 EPS (원)*	4,828	1,601	-622	-745	-1,270

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동에서의 현금흐름	537	-125	73	50	81
당기순이익	355	123	-48	-57	-98
현금유출입이없는 비용 및 수익	149	63	19	65	141
유형자산 감가상각비	16	24	30	64	135
무형자산 상각비	3	4	3	3	2
기타	131	36	-15	-3	4
영업활동 자산부채 변동	44	-209	87	40	41
투자활동에서의 현금흐름	-1,422	266	-142	-693	-293
유형자산 증감	-43	-73	-140	-690	-290
장단기금융자산의 증감	168	5	-2	-3	-3
기타	-1,547	334	-0	-0	0
재무활동에서의 현금흐름	958	-20	0	750	0
차입금의 증가(감소)	-19	6	0	750	0
자본금의 증가(감소)	984	3	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	-7	-29	0	0	0
현금증감	73	121	-70	106	-214
기초현금	25	98	219	149	255
기말현금	98	219	149	255	41
Gross cash flow	505	186	-29	7	44
Free cash flow	494	-198	-67	-640	-209

참고: \* 일회성 수익(비용) 제외  
 \*\* 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외  
 \*\*\* P/E, P/B는 지배주주기준  
 자료: SK바이오사이언스, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	1,838	1,777	1,658	1,767	1,560
현금 및 현금등가물	98	219	149	255	41
매출채권	38	40	45	50	56
재고자산	135	187	123	109	96
기타	1,567	1,331	1,342	1,353	1,366
비유동자산	272	365	473	1,097	1,252
투자자산	24	12	13	14	16
유형자산	210	264	374	1,000	1,155
무형자산	17	18	15	12	10
기타	21	71	71	71	71
자산총계	2,110	2,142	2,130	2,864	2,812
유동부채	460	380	415	455	501
매입채무	64	11	12	14	16
단기차입금	12	46	46	46	46
기타 유동부채	384	323	357	396	439
비유동부채	49	20	21	771	771
사채 및 장기차입금	36	0	0	750	750
기타 비유동부채	13	20	21	21	21
부채총계	509	400	436	1,226	1,272
지배주주지분	1,601	1,742	1,694	1,637	1,540
자본금	38	38	38	38	38
자본잉여금	1,157	1,160	1,160	1,160	1,160
이익잉여금	405	534	486	429	331
기타	1	10	10	10	10
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,601	1,742	1,694	1,637	1,540
순부채	9	-121	-52	590	801

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2021	2022	2023E	2024E	2025E
증감률 (%)					
매출액	311.8	-50.8	-70.8	4.9	2.7
영업이익	1,157.5	-75.7	적전	적지	적지
순이익	979.8	-65.4	적전	적지	적지
수정 EPS**	798.3	-66.8	적전	적지	적지
주당지표					
EPS (지배주주)	4,828	1,601	-622	-745	-1,270
EPS (연결기준)	4,828	1,601	-622	-745	-1,270
수정 EPS**	4,828	1,601	-622	-745	-1,270
BPS	20,932	22,690	22,068	21,323	20,053
DPS (보통주)	0	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	46.6	45.9	n/a	n/a	n/a
P/B***	10.7	3.2	3.2	3.3	3.5
EV/EBITDA	34.9	38.7	n/a	n/a	565.4
비율					
ROE (%)	38.1	7.3	-2.8	-3.4	-6.1
ROA (%)	26.6	5.8	-2.2	-2.3	-3.4
ROIC (%)	376.1	53.0	-19.7	-13.9	-12.4
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순부채비율 (%)	0.5	-6.9	-3.1	36.0	52.0
이자보상배율 (배)	138.4	46.9	-54.1	-31.0	-10.4

## Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2023년 4월 27일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2023년 4월 27일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

## 2년간 목표주가 변경 추이



## 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2022/2/14	7/5	7/29	10/6	11/1	2023/1/20
투자의견	BUY	BUY	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD
TP (₩)	190000	130000	120000	90000	80000	60000
과리율 (평균)	-30.16	3.96	-9.82	-17.81	2.85	
과리율 (최대/최소)	-17.37	15.38	-34.17	-13.11	24.75	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

### 기업

BUY (매수)	향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
HOLD (중립)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하

### 산업

OVERWEIGHT(비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
NEUTRAL(중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
UNDERWEIGHT(비중축소)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

## 최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2023.03.31

매수(78.1%) 중립(21.9%) 매도(0%)

## 삼성증권

### 삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)  
Tel: 02 2020 8000 / [www.samsungpop.com](http://www.samsungpop.com)

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of  
**Dow Jones  
Sustainability Indices**  
Powered by the S&P Global CSA