

SK바이오사이언스(302440)

중립(유지)

2Q23 Preview: 성장 전략 실현됨에도 추세 전환은 아직

실적은 부진

2분기 실적은 매출 203억원(-85.3% YoY, -1.2% QoQ), 영업손실 232억원(적전 YoY, 적지 QoQ)을 전망한다. 영업손실은 컨센서스를 22.9% 상회하는 수치다. 2분기에는 대상포진 백신 스카이조스터와 수두백신 스카이바리셀라의 매출이 발생할 전망이다. CMO 및 코로나 백신 공백을 메꾸기엔 부족하다. 큰 폭으로 감소한 매출은 R&D 투자로 증가한 판관비를 상쇄하지 못할 전망이다.

프리미엄 백신 시장 본격 진출 전망 - 폐렴구균 백신 임상 3상

SK바이오사이언스의 프리미엄 백신 시장 진출이 가시화되고 있다. 사노피와 공동으로 개발 중인 폐렴구균 백신이 첫 아이템이다. 양사의 임상 3상 진입 여부는 결정되지 않았지만, 지난 6월 30일 사노피가 공개한 백신 임상 결과를 참고했을 때 3상 진입 가능성이 높아 보인다. 영유아 대상으로 진행한 임상 2상에서 21가 단백접합백신으로써 목표한 9N 타입의 균에 대한 면역원성이 확인됐다. 현재 시판 중인 20가 백신 프리베나20 임상 결과와 간접적으로 비교한 결과 특정 균에 대한 항체 생성 정도가 우수했다. 임상 3상이 진행된다면 프리베나20과의 면역원성 직접 비교 임상으로 진행할 전망이다. 폐렴구균 백신 시장은 2029년 120억달러 규모로 성장하는 큰 백신 시장이다. 사노피의 마케팅 파워를 감안했을 때 출시 10년 후 시장 점유율 15% 가정, 10년간 SK바이오사이언스 귀속 백신의 현가는 3.6조 원으로 산출한다. 임상 개발 현황에 따라 성공 확률과 가치는 상향될 전망이다.

언제 될지 몰라서 주목할 수밖에 없지만 추세 전환은 아직

투자 의견 중립을 유지한다. SK바이오사이언스가 공약한 포스트코로나 성장 전략은 실현되고 있지만 영업 가치와 백신 파이프라인의 가치만으로는 상승 여력이 제한적이다. 성장 전략이 실현될 때마다 주가는 반등했으나 펀더멘털에 기반한 상승을 지속하기도 어렵다. 글로컬라이제이션, 백신 CMO 수주, 세포 및 유전자치료제 CDMO 사업 시작 등 영업 가치를 상향할 수 있는 모멘텀이 필요하다.

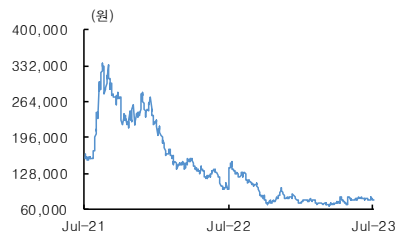
Stock Data

KOSPI(7/6)	2,556
주가(7/6)	76,500
시가총액(십억원)	5,874
발행주식수(백만)	77
52주 최고/최저가(원)	150,000/66,200
일평균거래대금(6개월, 백만원)	25,805
유동주식비율/외국인지분율(%)	30.6/4.6
주요주주(%)	에스케이케미칼 외 2인 68.2

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(7.5)	1.2	(37.0)
KOSPI 대비(%p)	(5.2)	(10.4)	(48.6)

주가추이



자료: FnGuide

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2021A	929	474	355	4,844	802.0	493	46.4	31.8	10.7	38.1	0.0
2022A	457	115	123	1,596	(67.0)	143	46.1	30.0	3.2	7.3	0.0
2023F	168	(44)	(31)	(404)	NM	(18)	NM	NM	3.4	(1.8)	0.0
2024F	216	(25)	(21)	(278)	NM	3	NM	1,792.5	NM	NM	0.0
2025F	265	5	4	58	NM	35	1,320.7	146.6	NM	NM	0.0

주: 순이익은 지분법적용 순이익

위해주, Ph.D.

hwji@koreainvestment.com

강은지

eunji.kang@koreainvestment.com

〈표 1〉 2Q23 실적 전망

	한투증권 (십억원)	QoQ (%, %p)	YoY (%, %p)	컨센서스 대비 (%, %p)	컨센서스 (십억원)	1개월 변화 (%, %p)
매출액	20.3	(1.2)	(85.3)	(11.0)	22.9	(45.2)
영업이익	(23.2)	(19.2)	NM	NM	(30.1)	NM
영업이익률(%)	(114.0)	25.4	NM	NM	(131.7)	NM
당기순이익	(22.9)	65.7	NM	NM		NM

자료: Quantwise, 한국투자증권

〈표 2〉 2Q23 추정치 변경 세부내역

(단위: 십억원, %)

	기존 전망	수정 전망	차이	비고
매출액	66.8	20.3	(69.5)	코로나19 관련 매출 감소 반영
기존 제품 등	8.0	20.3	154.3	스카이조스터, 바리셀라 매출 반영하여 상향
C(D)MO	33.0	0.0	NM	코로나19 관련 매출 감소 반영
COVID-19 백신 외 (스카이코비원 포함)	26.0	0.0	NM	코로나19 관련 매출 감소 반영
영업이익	18.4	(23.2)	NM	매출 대폭 감소하여 적전 YoY, 적지 QoQ
당기순이익	14.9	(22.9)	NM	

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 2023년 추정치 변경 세부내역

(단위: 십억원, %)

	기존 전망	수정 전망	차이	비고
매출액	393.0	168.3	(57.2)	코로나19 관련 매출 감소 반영
기존 제품 등	98.0	99.6	1.6	하반기 독감백신 매출 전망
C(D)MO	167.0	50.0	(70.1)	코로나19 관련 매출 감소 반영
COVID-19 백신 외 (스카이코비원 포함)	128.0	16.6	(87.1)	코로나19 관련 매출 감소 반영
영업이익	112.0	(44.1)	NM	매출 대폭 감소하여 적전 YoY, 적지 QoQ
당기순이익	91.0	(31.0)	NM	

자료: 한국투자증권

〈표 4〉 SK바이오사이언스 실적 전망

(단위: 십억원, %, %YoY)

	2023F				2024F				연간			
	1Q	2QF	3QF	4QF	1QF	2QF	3QF	4QF	2021	2022	2023F	2024F
매출액	21	20	61	67	30	46	79	61	929	457	168	216
매출액 증가율	(76.4)	(85.3)	(33.5)	(52.4)	45.3	126.4	31.3	(8.7)	311.8	(50.8)	(63.2)	28.6
기존 제품 등	20	20	36	42	28	44	78	58	59	12	100	209
C(D)MO	0	0	25	25	2	2	2	3	244	240	50	8
COVID-19 백신 외 (스카이코비원 포함)	0	0	0	0	0	0	0	0	626	205	17	0
영업이익	(29)	(23)	2	5	(18)	(9)	3	(1)	474	115	(44)	(25)
영업이익 증가율	NM	NM	(88.7)	(41.1)	NM	NM	31.3	NM	1,157.5	(75.7)	NM	NM
영업이익률	NM	NM	4.0	8.0	NM	NM	4.0	NM	51.0	25.3	NM	NM
세전이익	(25)	(22)	3	4	(19)	(8)	4	3	471	142	(39)	(20)
당기순이익	(14)	(23)	2	3	(20)	(6)	3	2	355	123	(31)	(21)
증가율	NM	NM	(88.2)	(88.5)	NM	NM	21.9	(32.9)	979.8	(65.4)	NM	NM

자료: SK바이오사이언스, 한국투자증권

〈표 5〉 스카이팩(21가 폐렴구균 백신 제품명) 가치 산출. 3.6조원

(단위: 백만달러, 십억원)

	2022	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F
폐렴구균 백신															
시장 총규모 (백만달러)	6,866	7,847	8,292	8,659	8,971	9,142	9,322	9,508	9,772	10,044	10,324	10,612	10,908	11,213	11,774
개발단계 및 시장 점유율(%)			임상 3상		허가신청 승인/0.5%		3%	6%	8%	10%	12%	13%	14%	15%	15%
스카이팩 매출액 추정						46.0	279.7	570.5	781.8	1,004.4	1,238.9	1,379.6	1,527.2	1,681.9	1,766.0
SK 바이오사이언스 귀속 이익				25% 가정		11	70	143	195	251	310	345	382	420	442
FCF						9	56	114	156	201	248	276	305	336	353
FCF 원환산(1\$=1,200 원, 십억원)						11	67	137	188	241	297	331	367	404	424
영구현금흐름 가치															8,650
가중평균자본비용(WACC)						6.8%									
영구성장률						1.8%									
현재가치						8	47	89	114	137	158	165	171	177	174
영구현금흐름 현재가치						3,545									
총 현재가치						4,785									
성공확률 75%를 적용한 최종 현재가치(십억원)						3,612									

주: 2023년~2029년까지의 값은 Global data 추정치. 2030년~2036년까지의 값은 당사 추정치. WACC 6.8%, 영구성장률 1.8% 적용(단백접합폐렴구균 백신 2027F~2035F CAGR 1.8% 적용). 임상 3상 백신의 성공 확률 58.1%에 150% 프리미엄을 적용한 성공확률 75% 적용. 프리미엄은 임상 2상 결과를 보고 부여함
 자료: Global data, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

SK바이오사이언스는 2018년 에스케이케미칼 주식회사의 VAX 사업 부문이 단순·물적 분할되어 설립된 신설법인이다. 2021년 3월 18일 유가증권 시장에 상장했다. 자체 개발 프리미엄 백신 스카이셀플루4가(독감), 스카이조스터(대상포진), 스카이바리셀라(수두)를 국내외로 판매하고 있다. 코로나19 백신 스카이코비원 외 주요 임상 개발 파이프라인은 사노피와 공동개발 중인 폐렴구균 백신이다. 이 외 동물세포, 인체유래세포, 곤충세포, 미생물 배양을 통한 백신 생산 및 공정 기술 플랫폼을 바탕으로 백신 CDMO 사업으로 확장을 준비하고 있다.

- 폐렴구균감염증: 매년 전세계적으로 160만명이 사망하는 원인. 대표적인 폐렴구균 감염증으로는 폐렴을 포함해 영유아에서 흔한 급성중이염, 전 연령에서 치사율 높은 침습성 질환인 패혈증, 균혈증 등이 있음. 폐렴구균은 평소 체내에 상주하다가 보균자의 면역력이 낮아졌을 때 인체 각 기관에 침투해 질병을 발생시킴. 소아에서 약 25~50%, 성인에서 약 5~10%의 사람들이 증상은 없어도 비강이나 인후 내에 폐렴구균을 보유하고 있는 것으로 알려져. 보균자의 기침, 재채기 같은 호흡 비밀에 의해 폐렴구균 질환에 감염
- 폐렴구균백신: 제조 방법에 따라 다당질백신과 단백질접합백신으로 분류. 피막 다당류를 면역원으로 사용하는 다당질백신의 경우에는 2세 이하 소아에게 투여했을 때 면역원성이 낮게 나타나 영유아에게는 권장되지 않음. 단백질접합백신은 이러한 다당질백신의 한계를 극복하기 위해 1980년대 피막 다당류와 단백질 운반체를 결합시키는 단백질접합 기술을 통해 개발된 백신. 단백질접합백신은 다당질백신보다 항체 형성 정도가 높고 지속기간이 긴 특징. 단백질접합백신은 백신에 포함된 혈청형의 개수를 점차 증가시키는 방식으로 발전되고 있음

손익계산서

(단위: 십억원)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	929	457	168	216	265
매출원가	359	217	82	100	117
매출총이익	570	240	86	117	148
판매관리비	96	124	130	142	143
영업이익	474	115	(44)	(25)	5
영업이익률(%)	51.0	25.3	(26.2)	(11.6)	2.0
EBITDA	493	143	(18)	3	35
EBITDA Margin(%)	53.1	31.2	(10.6)	1.3	13.2
영업외수익	(3)	27	5	5	5
금융수익	26	117	33	39	44
금융비용	32	85	28	33	39
기타영업외손익	2	(4)	(1)	(1)	(0)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	471	142	(39)	(20)	10
법인세비용	116	19	(8)	1	6
당기순이익	355	123	(31)	(21)	4
당기순이익률(%)	38.2	26.9	(18.5)	(9.7)	1.5
조정당기순이익	355	122	(31)	(21)	4
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	311.8	(50.8)	(63.2)	28.6	22.3
영업이익 증가율	1,157.5	(75.7)	NM	NM	NM
당기순이익 증가율	976	(65)	(125)	(32)	(119)
EPS 증가율	802.0	(67.0)	NM	NM	NM
EBITDA 증가율	808.9	(71.1)	NM	NM	1,151.1

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동현금흐름	537	(125)	511	(564)	34
당기순이익	355	123	(31)	(21)	4
유형자산감가상각비	16	24	25	26	28
무형자산상각비	3	4	1	2	2
자산부채변동	44	(209)	516	(571)	(1)
기타	119	(67)	0	0	1
투자활동현금흐름	(1,422)	266	(457)	427	(79)
유형자산투자	(43)	(73)	(272)	(173)	(174)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(1,377)	346	7	(1)	(15)
무형자산순증	(2)	(3)	10	(4)	(4)
기타	0	(4)	(202)	605	114
재무활동현금흐름	958	(20)	13	24	30
자본의증가	983	3	0	0	0
차입금의순증	(24)	(22)	23	24	30
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	(1)	(1)	(10)	0	0
기타현금흐름	0	(0)	0	0	0
현금의증가	73	121	67	(113)	(14)
FCF	497	(214)	295	(789)	(102)

주: 1. K-IFRS (별도) 기준

2. EPS, BPS는 각각 지분법이익이 반영된 조정당기순이익, 조정자본총계를 이용해 계산

재무상태표

(단위: 십억원)

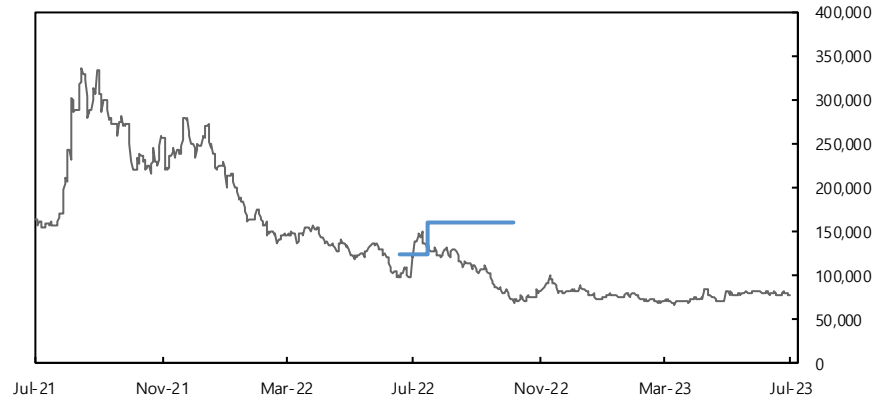
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
자산총계	2,110	2,142	2,441	1,907	1,974
유동자산	1,838	1,777	1,909	1,178	1,123
현금성자산	98	219	286	173	159
매출채권및기타채권	48	90	33	42	52
재고자산	135	187	69	89	109
비유동자산	272	365	533	686	852
투자자산	24	12	5	6	21
유형자산	210	264	511	658	804
무형자산	17	18	7	9	11
부채총계	509	400	740	226	289
유동부채	460	380	717	199	258
매입채무및기타채무	155	67	17	43	13
단기차입금및단기사채	12	46	55	66	79
유동성장기부채	50	50	60	70	84
비유동부채	49	20	23	27	31
사채	36	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	9	18	21	25	28
자본총계	1,601	1,742	1,701	1,680	1,685
자본금	38	38	38	38	38
자본잉여금	1,157	1,160	1,160	1,160	1,160
기타자본	1	10	0	0	0
이익잉여금	405	534	503	481	486
조정자본총계	1,601	1,742	1,711	NM	NM
순차입금	(1,539)	(1,371)	(1,665)	(878)	(762)

주요 투자지표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	4,844	1,596	(404)	(278)	58
BPS	20,932	22,683	22,279	NM	NM
DPS	0	0	0	0	0
수익성(%)					
ROA	26.6	5.8	(1.4)	(1.0)	0.2
ROE	38.1	7.3	(1.8)	NM	NM
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	0.0	0.0	NM	NM	0.0
안정성					
부채비율(x)	31.8	23.0	43.5	13.5	17.2
차입금/자본총계비율(%)	6.7	6.5	8.0	9.6	11.3
이자보상배율(x)	138.4	46.9	(11.7)	(5.8)	1.0
순차입금/EBITDA(x)	(3.1)	(9.6)	92.5	(292.7)	(21.8)
Valuation(x)					
PER	46.4	46.1	NM	NM	1,320.7
최고	74.7	145.1	NM	NM	1,482.8
최저	23.0	42.2	NM	NM	1,124.1
PBR	10.7	3.2	3.4	NM	NM
최고	17.3	10.2	3.9	NM	NM
최저	5.3	3.0	2.9	NM	NM
PSR	17.8	12.3	34.9	27.2	22.2
EV/EBITDA	31.8	30.0	NM	1,792.5	146.6

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
SK바이오사이언스 (302440)	2022.06.22	매수	125,000원	-1.8	20.0
	2022.07.20	매수	160,000원	-31.5	-18.1
	2022.10.11	중립	-	-	-
	2023.07.06	중립	0원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2023년 7월 7일 현재 SK바이오사이언스 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 SK바이오사이언스 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.
- 당사는 SK바이오사이언스 발행주식의 유가증권(코스닥)시장 상장을 위한 대표 주관업무를 수행한 증권사입니다.

■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가 등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2023. 6. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
87.6%	12.4%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.