

SK바이오사이언스(302440)

중립(유지)

4Q23 Preview: 아직은 지켜볼 때

영업손실 컨센 대비 81억원 축소 전망

4분기 실적은 매출 707억원(-49.6% YoY, -69.5% QoQ), 영업손실 50억원(적전 YoY, 적전 QoQ)을 전망한다. 매출 기준으로는 컨센서스를 43.7% 상회할 전망이다. 기존 백신(스카이셀플루, 스카이조스터, 스카이바리셀라) 등 매출 494억 원에 노바백스 변이 대응 백신 매출 215억원이 반영된 덕분이다. 탐라인 선방으로 영업손실 폭을 컨센서스대비 81억원 축소할 전망이다. 단 당사의 이전 추정치 대비로는 영업손실이 49억원 확대될 전망인데, 이는 인건비와 연구개발비 증가분을 반영하지 못했기 때문이다.

PCV21 임상 3상 진입은 호재, 출시 시점 지연은 할인 요인

SK바이오사이언스와 사노피는 3,550명 이상의 피험자를 대상으로 21가 폐렴구균 단백접합백신(PCV21) 임상 3상을 진행한다. 지난 12월 3건의 임상시험계획서를 FDA에 제출했다. 1Q24 중 승인될 전망이며 기승인 백신과 효능(면역원성) 및 안전성을 비교 분석할 예정이다. 다만 매출 인식 시점은 29년(27년 3상 완료, 28년 품목허가, 29년 시장 출시)으로 기존 대비 2년 지연될 전망이다. 파이프라인의 가치도 기존 대비 0.3조원 낮아진 3.7조원으로 조정했다. 한편 SK바이오사이언스는 JPM 헬스케어 컨퍼런스에 참석해 새로운 백신 후보를 소개했다. 항암 살상 바이러스 백신과 비만 치료 백신이다. 다양한 바이러스 연구 노하우로 독자 개발한 백신이며 물질 특허까지 확보했다. 올해 비임상 연구를 시작할 전망이다.

영업 가치 상향할 이벤트 필요

SK바이오사이언스가 공약한 성장 전략은 일부 실현되고 있지만 영업 가치 1,190억원(12MF EBITDA 9억원 x 백신 피어기업 12MF EV/EBITDA 13.3배)과 PCV21 가치 3.7조원 그리고 순현금 1.2조원만으로는 현재의 시가총액을 뒷받침하기 부족하다. 한편 FY24에도 영업 손실은 불가피하다. 매출 2,503억원(-28.4% YoY), 영업손실 279억원(적지 YoY)을 전망한다. 영업 가치 상향 이벤트(백신 CMO 수주, 글로컬라이제이션 계약 등) 발표 전까지는 투자의견 중립을 유지한다.

	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	350	(7)	36	466	(70.8)	24	154.5	187.7	3.1	2.0	0.0
2024F	250	(28)	0	2	(99.5)	7	31,250.0	557.8	2.7	0.0	0.0
2025F	323	6	39	508	22,095.8	52	123.0	73.3	2.6	2.2	0.0

주: 순이익은 지분법적용 순이익

KIS ESG Indicator

종합	E	S	G
NA	NA	NA	NA

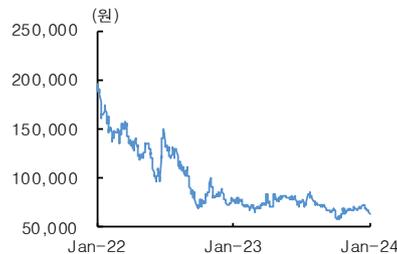
Stock Data

KOSPI(1/18)	2,440
주가(1/18)	62,500
시가총액(십억원)	4,802
발행주식수(백만)	77
52주 최고/최저가(원)	85,800/58,400
일평균거래대금(6개월, 백만원)	13,320
유동주식비율/외국인지분율(%)	31.0/6.0
주요주주(%)	에스케이케미칼 외 2인 67.9

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(9.3)	(16.0)	(19.5)
KOSPI 대비(%p)	(4.3)	(9.6)	(22.5)

주가추이



자료: FnGuide

위해주, Ph.D.

hwjw@koreainvestment.com

박정인

jungin.park@koreainvestment.com

〈표 1〉 4Q23 실적 전망

	한투증권 (십억원)	QoQ (%, %p)	YoY (%, %p)	컨센서스 대비 (%, %p)	컨센서스 (십억원)	1개월 변화 (%, %p)
매출액	70.7	(69.5)	(49.6)	43.7	49.2	0.0
영업이익	(5.0)	NM	NM	NM	(13.1)	NM
영업이익률(%)	NM	NM	NM	NM	(26.6)	0.0
당기순이익	16.2	(28.9)	(42.5)	NM	(14.7)	NM

자료: Quantivise, 한국투자증권

〈표 2〉 4Q23 추정치 변경 세부내역

(단위: 십억원, %)

	기존 전망	수정 전망	차이	비고
매출액	71.7	70.7	(1.3)	
기존 제품 등	42.0	49.2	17.2	스카이조스터, 바리셀라 매출 반영하여 상향
COVID-19_백신 외 (스카이코비원 포함)	29.7	21.5	(27.6)	정부 납품 백신 전망 하향
영업이익	(0.7)	(5.0)	NM	판관비(인건비, 연구개발비) 전망 상향
당기순이익	(3.6)	16.2	NM	

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 2023년 추정치 변경 세부내역

(단위: 십억원, %)

	기존 전망	수정 전망	차이	비고
매출액	350.6	349.6	(0.3)	
기존 제품 등	125.2	132.4	5.8	스카이조스터, 바리셀라 매출 반영하여 상향
COVID-19_백신 외 (스카이코비원 포함)	230.3	215.1	(6.6)	정부 납품 백신 전망 하향
영업이익	(3.3)	(6.9)	NM	판관비(인건비, 연구개발비) 전망 상향
당기순이익	35.8	35.8	(0.1)	

자료: 한국투자증권

〈표 4〉 SK바이오사이언스 실적 전망

(단위: 십억원, %, %YoY)

	2023F				2024F				연간			
	1Q	2Q	3Q	4QF	1QF	2QF	3QF	4QF	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	21	26	232	71	30	49	94	78	457	350	250	323
매출액 증가율	(76.4)	(80.9)	154.6	(49.6)	44.5	84.9	(59.5)	9.9	(50.8)	(23.5)	(28.4)	29.2
기존 제품 등	26	26	55	49	30	49	83	72	12	132	234	285
C(D)MO	0	0	177	0	0	0	0	0	240	177	0	38
COVID-19_백신 외 (스카이코비원 포함)	0	0	0	22	0	0	11	5	205	38	16	0
영업이익	(29)	(35)	62	(5)	(18)	(19)	7	3	115	(7)	(28)	6
영업이익 증가율	NM	NM	188.2	NM	NM	NM	(89.3)	NM	(75.7)	NM	NM	NM
영업이익률	(139.4)	(131.6)	26.6	(7.0)	(62.0)	(39.0)	7.0	4.0	25.3	(2.0)	(11.1)	1.9
세전이익	(25)	(29)	59	17	(19)	(19)	25	12	142	22	(1)	47
당기순이익	(14)	(16)	49	16	(20)	(15)	24	11	123	36	0	39
증가율	NM	NM	135.8	(42.5)	NM	NM	(51.9)	(28.9)	(65.4)	NM	NM	NM

자료: SK바이오사이언스, 한국투자증권

<표 5> 스카이팩(21가 폐렴구균 백신 제품명) 가치 산출. 3.7조원

(단위: 백만달러, 십억원)

	2022	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F
폐렴구균 백신															
시장 총규모 (백만달러)	6,032	6,654	8,182	9,266	11,114	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%
스카이팩 매출액 추정								48	293	603	826	1,061	1,309	1,458	1,648
SK 바이오사이언스 귀속 이익					25% 가정			12	73	151	206	265	327	364	412
FCF								10	59	121	165	212	262	292	330
FCF 원환산(1\$=1,200 원, 십억원)								11	70	145	198	255	314	350	396
가중평균자본비용(WACC)							6.8%								
영구성장률							1.8%								
현재가치								8	45	86	110	133	153	160	169
영구현금흐름 가치															8,650
영구현금흐름 현재가치															3,443
총 현재가치															4,307
성공확률 85%를 적용한 최종 현재가치(십억원)															3,661

주: 2023년~2028년까지의 값은 Evaluate Pharma 추정치. 2029년~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 50% 프리미엄을 적용한 성공확률 85% 적용. 프리미엄은 임상 2상 결과를 보고 부여함
 자료: Evaluate Pharma, 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 알려짐. 보균자의 기침, 재채기 같은 호흡 비밀에 의해 폐렴구균 질환에 감염
- 폐렴구균백신: 제조 방법에 따라 다당질백신과 단백질백신으로 분류. 피막 다당류를 면역원으로 사용하는 다당질백신의 경우에는 2세 이하 소아에게 투여했을 때 면역원성이 낮게 나타나 영유아에게는 권장되지 않음. 단백질백신은 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	350	250	323
매출원가	359	217	198	121	154
매출총이익	570	240	152	129	170
판매관리비	96	124	159	157	164
영업이익	474	115	(7)	(28)	6
영업이익률(%)	51.0	25.3	(2.0)	(11.1)	1.9
EBITDA	493	143	24	7	52
EBITDA Margin(%)	53.1	31.2	6.7	2.7	16.1
영업외수익	(3)	27	29	27	41
금융수익	26	117	117	111	102
금융비용	32	85	87	83	60
기타영업외손익	2	(4)	(1)	(1)	(0)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	471	142	22	(1)	47
법인세비용	116	19	(13)	(1)	8
당기순이익	355	123	36	0	39
당기순이익률(%)	38.2	26.9	10.3	0.0	12.1
조정당기순이익	355	122	36	0	39
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	311.8	(50.8)	(23.5)	(28.4)	29.2
영업이익 증가율	1,157.5	(75.7)	NM	NM	NM
당기순이익 증가율	976	(65)	(71)	(100)	NM
EPS 증가율	802.0	(67.0)	(70.8)	(99.5)	22,095.8
EBITDA 증가율	808.9	(71.1)	(83.5)	(71.0)	665.8

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동현금흐름	537	(125)	(93)	97	265
당기순이익	355	123	36	0	39
유형자산감가상각비	16	24	28	33	43
무형자산상각비	3	4	3	2	3
자산부채변동	44	(209)	(161)	64	179
기타	119	(67)	1	(2)	1
투자활동현금흐름	(1,422)	266	64	(126)	(265)
유형자산투자	(43)	(73)	(159)	(224)	(275)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(1,377)	346	(9)	1	(3)
무형자산순증	(2)	(3)	1	2	(6)
기타	0	(4)	231	95	19
재무활동현금흐름	958	(20)	13	14	6
자본의증가	983	3	0	0	0
차입금의순증	(24)	(22)	23	14	6
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	(1)	(1)	(10)	0	0
기타현금흐름	0	(0)	0	0	0
현금의증가	73	121	(16)	(15)	6
FCF	497	(214)	(280)	(104)	(54)

주: 1. K-IFRS (별도) 기준

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

재무상태표

(단위: 십억원)

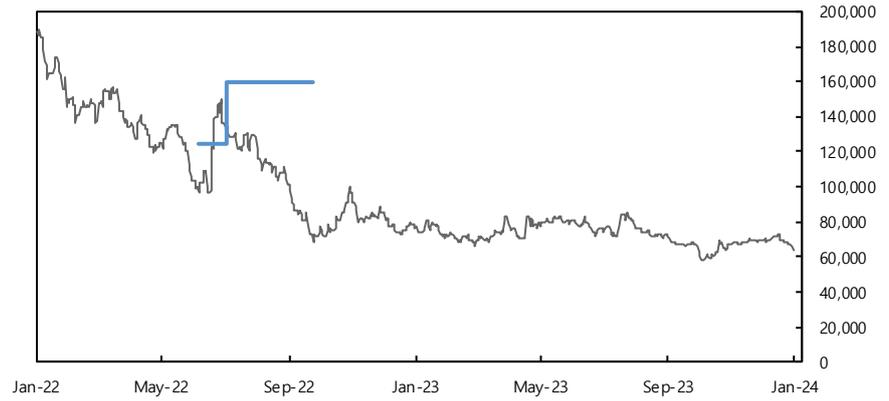
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
자산총계	2,110	2,142	1,964	2,008	2,214
유동자산	1,838	1,777	1,474	1,348	1,305
현금성자산	98	219	203	188	194
매출채권및기타채권	48	90	105	100	97
재고자산	135	187	105	88	65
비유동자산	272	365	490	660	909
투자자산	24	12	21	20	23
유형자산	210	264	396	587	818
무형자산	17	18	14	10	13
부채총계	509	400	195	239	406
유동부채	460	380	170	212	374
매입채무및기타채무	155	67	35	25	32
단기차입금및단기사채	12	46	55	60	61
유동성장기부채	50	50	60	65	66
비유동부채	49	20	25	28	32
사채	36	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	9	18	21	25	28
자본총계	1,601	1,742	1,768	1,769	1,808
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	570	570	609
조정자본총계	1,601	1,742	1,777	1,778	1,817
순차입금	(1,539)	(1,371)	(1,116)	(1,002)	(977)

주요 투자지표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	4,844	1,596	466	2	508
BPS	20,932	22,683	23,136	23,138	23,646
DPS	0	0	0	0	0
수익성(%)					
ROA	26.6	5.8	1.7	0.0	1.8
ROE	38.1	7.3	2.0	0.0	2.2
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
부채비율(x)	31.8	23.0	11.1	13.5	22.5
차입금/자본총계비율(%)	6.7	6.5	7.7	8.5	8.6
이자보상배율(x)	138.4	46.9	(1.8)	(6.6)	1.4
순차입금/EBITDA(x)	(3.1)	(9.6)	(46.5)	(143.1)	(18.8)
Valuation(x)					
PER	46.4	46.1	154.5	31,250.0	123.0
최고	74.7	145.1	190.1	36,850.0	145.1
최저	23.0	42.2	122.5	31,250.0	123.0
PBR	10.7	3.2	3.1	2.7	2.6
최고	17.3	10.2	3.8	3.2	3.1
최저	5.3	3.0	2.5	2.7	2.6
PSR	17.8	12.3	15.8	19.2	14.8
EV/EBITDA	31.8	30.0	187.7	557.8	73.3

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				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	-	-	-
	2023.10.11	1년경과	-	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2024년 1월 19일 현재 SK바이오사이언스 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자가 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. 12. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
87.3%	12.7%	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.