



Outperform(Downgrade)

목표주가: 180,000원

주가(3/31): 157,000원

시가총액: 120,262억 원



제약바이오 Analyst 허혜민
hyemin@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (3/31)		2,757.65pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	335,500 원	114,500원
등락률	-53.2%	37.1%
수익률	절대	상대
1M	7.5%	5.3%
6M	-42.0%	-35.4%
1Y	30.3%	44.6%

Company Data

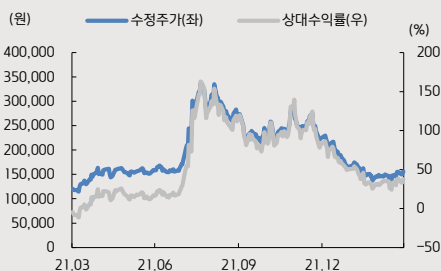
발행주식수	76,600	전주
일평균 거래량(3M)	520	전주
외국인 지분율	5.1%	
배당수익률(2022E)	0.0%	
BPS(2022E)	25,258원	
주요 주주	에스케이케미칼	68.3%

투자지표

(십억 원)	2020	2021	2022F	2023F
매출액	225.6	929.0	975.8	929.1
영업이익	37.7	474.2	458.1	426.7
EBITDA	54.2	493.0	478.1	446.3
세전이익	37.3	471.1	459.2	428.0
순이익	32.9	355.1	335.2	312.5
지배주주지분순이익	32.9	355.1	335.2	312.5
EPS(원)	537	4,828	4,377	4,079
증감률(% YoY)	124.1	798.3	-9.3	-6.8
PER(배)	0.0	46.6	35.9	38.5
PBR(배)	0.00	10.75	6.22	5.36
EV/EBITDA(배)		31.8	21.4	22.1
영업이익률(%)	16.7	51.0	46.9	45.9
ROE(%)	13.2	38.1	19.0	14.9
순차입금비율(%)	-35.6	-96.1	-92.5	-95.8

자료: 키움증권

Price Trend



SK바이오사이언스 (302440)

실적 하회 예상. 포트폴리오 다변화 준비 중.



1분기 실적은 고객사의 일시적인 출하 지연 등의 이슈로 컨센서스를 큰 폭 하회할 것으로 예상됩니다. 다만, 하반기 자체 백신 매출이 발생하면서 연간 실적에 미치는 영향은 미미할 것으로 전망됩니다. 코로나 백신 CMO 실적 지속성 우려가 반영되며, 주가는 지난해 고점 대비 -50% 하락하였습니다. 올해에는 코로나 관련 실적보다는 포트폴리오 다변화에 대한 투자 및 방향성이 관전 포인트가 될 것으로 보입니다.

>>> 1분기 시장 기대치 하회 전망

1분기 매출액은 732억원(YoY -35%), 영업이익 255억원(YoY -52%, OPM 35%)로 시장 컨센서스 매출액 3,006억원과 이익 1,700억원을 하회할 것으로 예상된다. 1분기 매출액은 노바백스 CMO향이 대부분일 것으로 추정되는데, 노바백스 백신의 QA(Quality Assurance)를 담당하는 BioReliance의 일시적인 병목현상으로 출하 지연 이슈가 발생했다. 현재까지 노바백스 백신은 유럽에서 느린 침투 속도를 보여주고 있다. 독일에서 2/24일 출시 이후 약 38,000 도즈 투여(3/14일 기준)로 독일 일평균 90,000개 백신 투여에 비하면 그 중 3%만이 노바백스 백신이다. 부스터 백신에 대한 수요가 선진국에서 더 높아 mRNA 백신이 여전히 선전하고 있으나, 백신 미접종자들에서는 대체로 노바백스 백신이 사용되고 있다. 유럽 27개국 성인의 85% 이상이 최소 1회 백신 접종을 받았고 그 중 2/3가 부스터 접종을 받았지만 여전히 수천만 명은 미접종 상태이다. 지난 31일 노바백스는 유럽에서 12세~17세 사이의 청소년으로 확대해달라는 요청을 제출하였다. 백신 접종 캠페인도 지속되고 있어 점진적인 확대가 예상된다.

노바백스와는 올해('22년) 계약이 되어있으며 대체로 상반기 노바백스 CDMO 생산 위주의 실적이 예상된다. 하반기에는 자체 백신 GBP 510의 매출이 대부분 반영될 것으로 보여 하반기로 갈수록 실적 개선이 전망된다. 관련 3상 데이터는 4월 중으로 확인할 수 있을 것으로 예상된다.

올해 연간 매출액은 9,758억원(YoY +5%), 이익은 4,581억원(YoY -3%, OPM +47%)가 예상된다. 오는 4/6일 FDA 자문위원회에서 코로나19 백신 부스터 샷 사용에 대한 향후 방침을 논의할 예정으로 엔데믹 전환되어 매년 부스터 샷을 접종하게 될 지 등의 여부를 알 수 있을 것으로 보인다. 교차 접종 부스터 샷에 대한 데이터 연내 발표가 예상되며, 엔데믹의 백신으로 선정된다면 '23년부터 꾸준히 실적 발생이 전망된다.

>>> 코로나 이후를 대비 중

생산 지역 확대, 진화된 mRNA 플랫폼 확보, 세포유전자(CGT) CDMO 등으로 사업 확장하여 코로나에 집중된 포트폴리오를 다변화할 것으로 전망된다. 약 1.6조원 이상의 풍부한 현금을 확보하고 있어 이 중 일부 금액을 상반기 M&A 등에 활용할 것으로 전망된다. 밸류에이션 산정 방식을 기존 DCF 방식에서 Target multiple PER 적용 방식으로 변경하면서 동사에 대한 목표주가를 180,000원 투자의견 Outperform으로 하향한다.

SK바이오사이언스 향후 추진 방안



자료: SK바이오사이언스, 키움증권 리서치센터

백신 파이프라인

			기초연구/전임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상	상업화
코로나/Pandemic 대응	코로나19백신	CEPI, Bill&Melinda Gates Foundation				✓ 글로벌	
	콤보 백신 (코로나19 + 특감)		✓				
	범용 코로나 백신 (Sarbecovirus)	CEPI, Institute for Protein Design	✓				
	Nasal Spray		✓				
	코로나19 mRNA 백신		✓				
Premium (potential)	차세대 페렴구균백신	Sanofi Pasteur			✓ 미국		
	RSV 백신		✓				
	면역항암제, 비만백신 등		✓				
기초백신	NRRV ¹ 백신	PATH, Bill&Melinda Gates Foundation				✓ 아프리카	
	장티푸스 접합백신	IVI ³ , Bill&Melinda Gates Foundation					✓ 수출용 품목허가신청
	자궁경부암 백신 4/10가			✓ 임상 1/2상			
	로타바이러스 백신			✓			
	iNTS ² 백신 (비장티푸스성 살모넬라)		✓				
	A형 간염, 제조합 대상포진 등		✓				
	그 외 기초 백신						
글로벌 M&A를 통한 허가 및 상업화 완료 백신 및 파이프라인 확보 추진 중							

자료: SK바이오사이언스, 키움증권 리서치센터

실적 세부 내역 1

(단위, 십억원)

구분	1Q22E	컨센서스	차이	2022	컨센서스	차이
매출액	73.2	300.6	-76%	975.8	1,493.4	-35%
yoy	-35%	167%		5%	61%	
영업이익	25.5	170.0	-85%	458.1	667.2	-31%
yoy	-52%	216%		-3%	41%	
OPM	35%	57%		47%	45%	
순이익	19.4	114.9	-83%	335.2	535.4	-37%

자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

실적 세부 내역 2

(십억원)

구분	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2022E
매출액	112.7	144.6	220.8	450.9	929.0	73.2	156.1	292.7	453.7	975.8
YOY	422%	277%	124%	573%	312%	-35%	8%	33%	1%	5%
매출 원가	39.3	61.6	89.5	168.4	358.7	29.2	75.8	133.2	169.4	407.7
원가율	35%	43%	41%	37%	39%	40%	49%	46%	37%	42%
매출총이익	73.4	83.0	131.4	282.5	570.3	44.0	80.3	159.5	284.3	568.1
판매관리비	19.7	16.9	30.9	28.5	96.1	18.5	22.9	35.3	33.3	109.9
판매관리비율	17%	12%	14%	6%	10%	25%	15%	12%	7%	11%
영업이익	53.7	66.2	100.4	253.9	474.2	25.5	57.4	124.2	251.0	458.1
YOY	흑전	흑전	175%	2227%	1158%	-52%	-13%	24%	-1%	-3%
OPM	48%	46%	45%	56%	51%	35%	37%	42%	55%	47%

자료: 키움증권 리서치센터

목표주가 산정내역

(단위, 억원, 천 주)

구분	가치 산정	비고
① 영업가치	121,782	상위 제약사 평균 fw12m PER
② 순현금	16,000	
③ 유통 주식 수	76,500	
④ 기업가치(=①+②)	137,782	
⑤ 목표주가(=④/③)	180,000	

주: 상위 제약사는 에스디바이오센서, 유한양행, 한미약품, 녹십자, 대웅제약

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	225.6	929.0	975.8	929.1	934.9
매출원가	130.3	358.7	407.7	383.1	381.9
매출총이익	95.3	570.3	568.1	546.0	553.0
판관비	57.6	96.1	109.9	119.4	117.9
영업이익	37.7	474.2	458.1	426.7	435.1
EBITDA	54.2	493.0	478.1	446.3	454.6
영업외손익	-0.4	-3.1	1.0	1.4	1.7
이자수익	0.5	1.5	1.7	2.1	2.4
이자비용	4.2	3.4	3.4	3.4	3.4
외환관련이익	5.4	7.7	7.3	7.3	7.3
외환관련손실	2.2	9.3	5.1	5.1	5.1
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.1	0.4	0.5	0.5	0.5
법인세차감전이익	37.3	471.1	459.2	428.0	436.8
법인세비용	4.4	116.0	124.0	115.6	117.9
계속사업순손익	32.9	355.1	335.2	312.5	318.9
당기순이익	32.9	355.1	335.2	312.5	318.9
지배주주순이익	32.9	355.1	335.2	312.5	318.9
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	22.7	311.8	5.0	-4.8	0.6
영업이익 증감율	65.4	1,157.8	-3.4	-6.9	2.0
EBITDA 증감율	45.2	809.6	-3.0	-6.7	1.9
지배주주순이익 증감율	124.2	979.3	-5.6	-6.8	2.0
EPS 증감율	124.1	798.3	-9.3	-6.8	2.1
매출총이익률(%)	42.2	61.4	58.2	58.8	59.2
영업이익률(%)	16.7	51.0	46.9	45.9	46.5
EBITDA Margin(%)	24.0	53.1	49.0	48.0	48.6
지배주주순이익률(%)	14.6	38.2	34.4	33.6	34.1

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	120.2	536.6	276.4	388.1	368.3
당기순이익	32.9	355.1	335.2	312.5	318.9
비현금항목의 가감	25.1	149.4	150.4	141.4	143.3
유형자산감가상각비	13.6	15.5	16.8	17.1	17.4
무형자산감가상각비	3.0	3.3	3.1	2.5	2.1
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	8.5	130.6	130.5	121.8	123.8
영업활동자산부채증감	66.4	44.0	-83.5	51.1	25.1
매출채권및기타채권의감소	1.7	-7.6	-98.2	25.6	-0.8
재고자산의감소	-31.6	-70.3	-6.8	6.8	-0.8
매입채무및기타채무의증가	-0.9	46.5	21.5	18.7	26.7
기타	97.2	75.4	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	-4.2	-11.9	-125.7	-116.9	-119.0
투자활동 현금흐름	-108.1	-1,421.9	135.8	-19.0	1.0
유형자산의 취득	-9.9	-42.9	-20.0	-20.0	0.0
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	0.2	-1.6	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	10.5	-21.8	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-110.8	-1,356.7	154.8	0.0	0.0
기타	1.9	1.1	1.0	1.0	1.0
재무활동 현금흐름	-1.5	958.4	-0.6	-0.6	-0.6
차입금의 증가(감소)	-1.2	-24.2	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	983.3	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-0.3	-0.7	-0.6	-0.6	-0.6
기타현금흐름	0.0	0.0	-7.1	-7.1	-7.1
현금 및 현금성자산의 순증가	10.6	73.1	404.6	361.4	361.7
기초현금 및 현금성자산	14.4	25.0	98.0	502.6	864.0
기말현금 및 현금성자산	25.0	98.0	502.6	864.0	1,225.7

자료 : 키움증권

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	333.9	1,837.8	2,192.6	2,521.7	2,885.0
현금 및 현금성자산	25.0	98.0	502.6	864.0	1,225.7
단기금융자산	190.9	1,547.6	1,392.9	1,392.9	1,392.9
매출채권 및 기타채권	45.8	48.1	146.4	120.8	121.5
재고자산	70.3	135.0	141.8	135.1	135.9
기타유동자산	1.9	9.1	8.9	8.9	9.0
비유동자산	228.3	272.3	272.4	272.7	253.3
투자자산	0.5	22.3	22.3	22.3	22.3
유형자산	181.0	210.3	213.5	216.3	199.0
무형자산	17.9	17.1	13.9	11.4	9.3
기타비유동자산	28.9	22.6	22.7	22.7	22.7
자산총계	562.2	2,110.1	2,465.0	2,794.4	3,138.2
유동부채	180.6	460.0	481.5	500.2	526.9
매입채무 및 기타채무	57.0	155.3	176.8	195.5	222.2
단기금융부채	12.6	62.0	62.0	62.0	62.0
기타유동부채	111.0	242.7	242.7	242.7	242.7
비유동부채	117.8	48.9	48.9	48.9	48.9
장기금융부채	109.4	44.3	44.3	44.3	44.3
기타비유동부채	8.4	4.6	4.6	4.6	4.6
부채총계	298.4	508.8	530.3	549.1	575.8
지배자본	263.8	1,601.3	1,934.7	2,245.4	2,562.4
자본금	30.6	38.3	38.3	38.3	38.3
자본잉여금	180.5	1,157.1	1,157.1	1,157.1	1,157.1
기타자본	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
기타포괄손익누계액	-1.5	-0.2	-2.0	-3.8	-5.6
이익잉여금	53.2	405.3	740.5	1,052.9	1,371.8
비지배자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	263.8	1,601.3	1,934.7	2,245.4	2,562.4
투자지표					
주당지표(원)					
EPS	537	4,828	4,377	4,079	4,163
BPS	4,310	20,932	25,258	29,313	33,452
CFPS	948	6,858	6,341	5,925	6,033
DPS	0	0	0	0	0
주기배수(배)					
PER	0.0	46.6	35.9	38.5	37.7
PER(최고)	0.0	75.0	52.9		
PER(최저)	0.0	23.1	30.6		
PBR	0.00	10.75	6.22	5.36	4.69
PBR(최고)	0.00	17.29	9.17		
PBR(최저)	0.00	5.33	5.31		
PSR	0.00	17.82	12.32	12.94	12.86
PCFR	0.0	32.8	24.8	26.5	26.0
EV/EBITDA		31.8	21.4	22.1	20.9
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)		0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	6.8	26.6	14.7	11.9	10.8
ROE	13.2	38.1	19.0	14.9	13.3
ROIC	12.4	384.3	441.6	338.0	714.6
매출채권회전율	5.8	19.8	10.0	7.0	7.7
재고자산회전율	4.2	9.0	7.0	6.7	6.9
부채비율	113.1	31.8	27.4	24.5	22.5
순차입금비율	-35.6	-96.1	-92.5	-95.8	-98.0
이자보상배율	9.1	138.4	133.7	124.5	127.0
총차입금	122.0	106.2	106.2	106.2	106.2
순차입금	-93.9	-1,539.4	-1,789.2	-2,150.6	-2,512.3
EBITDA	54.2	493.0	478.1	446.3	454.6
FCF	97.9	386.0	250.8	362.2	362.3

Compliance Notice

- 당사는 3월 31일 현재 'SK바이오사이언스(302440)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

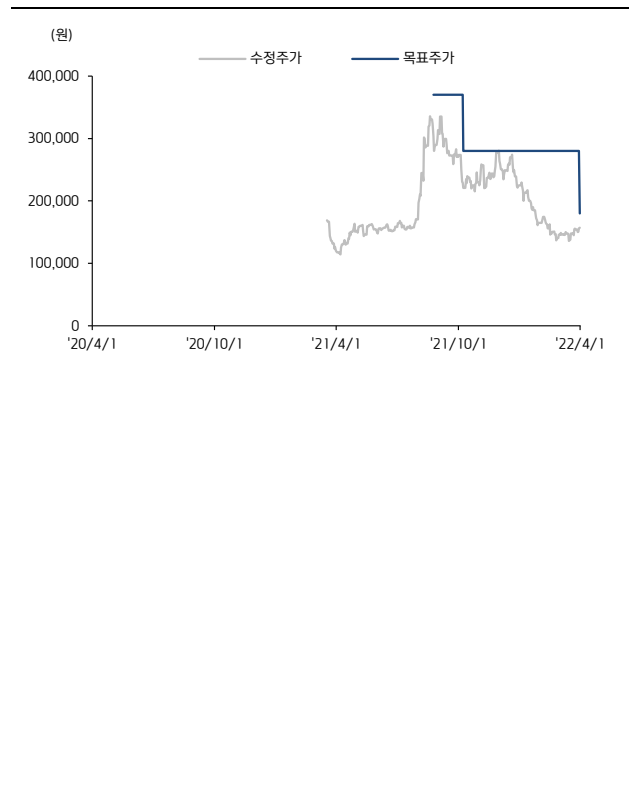
고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
SK 바이오 사이언스 (302240)	2021-08-24	BUY(Initiate)	370,000원	6개월	-23.02	-9.46
	2021-10-08	BUY(Maintain)	280,000원	6개월	-27.26	0.18
	2022-04-01	Outperform (Downgrade)	180,000원	6개월		

목표주가 추이 (2개년)



*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2021/04/01~2022/03/31)

매수	중립	매도
97.75%	2.25%	0.00%