

2021.05.04

SK바이오사이언스 (302440)

1분기부터 예상을 넘어섰다.

1분기 기대 이상. 이런 식이라면 하반기 실적은 훨씬 기대된다.

SK바이오사이언스는 1분기 매출액 1,127억원(yoy +422.4%) 및 영업이익 537억원(yoy 흑전, OPM 47.7%)을 시현했다. 컨센서스는 없지만, 시장 예상을 훌쩍 뛰어넘는 호실적으로 판단된다. 1분기 매출의 상당부분은 아스트라제네카 CMO사업에서 비롯된 것으로 추정된다. 아직까지 노바백스 라인도 본격적으로 가동되고 있지 않기 때문이다. 올해 동사 실적에 가장 중요한 3가지 사업은 아스트라제네카CMO, 노바백스CMO, 노바백스L/in 사업이다. 이 중, 1분기에는 가장 수익성이 떨어질 것으로 예상되는 아스트라제네카 CMO만 있는 상황에서도, 무려 47.7%의 영업이익률과 500억원 이상의 영업이익 창출력을 증명했다. 기대이상의 결과다. 하반기부터는 노바백스 CMO의 시작과 더불어 가장 수익성이 높은 노바백스 국내 L/in매출이 시작된다. 하반기로 갈수록 큰 폭의 계단식 성장 이 기대된다.

대규모 코로나19 백신 CMO 계약 임박한듯.

이번 실적발표 컨퍼런스콜에서 동사는 추가 CMO 계약을 언급했다. 아마도 CMO 계약 발표가 매우 임박한 것으로 보인다. 이것을 반영하여 동사는 올해 CMO 생산 가이드를 기존 50~100백치에서 100백치 내외 생산으로 상향하기도 했다. 사실 1분기 실적만 감안하더라도, 올해 생산실적은 기존의 가이드(50~100백치)의 상단을 달성할 것으로 예상할 수 있었다. 그런데 이번에 가이드까지 상향함에 따라서 실제로는 올해 생산량은 100백치를 훨씬 상회할 것으로 예상할 수 있겠다. 따라서 우리는 올해 동사의 영업이익 추정치를 기존 2,984억원에서 3,479억원으로 +16.6% 상향한다. 최소한 만을 반영한 매우 보수적 추정이다.

자체 코로나 백신, 임상 3상만 들어가도 가치 폭증 전망.

현재 진행중인 'GBP510'의 임상 1/2상, 'NBP2001'의 임상 1상은 차질없이 계획대로 진행되고 있는 것으로 보인다. 하반기 글로벌 3상 진입은 무난하게 진행될 것으로 보이며, 임상 1/2상 결과도 6~7월이면 공개될 것으로 예상된다. 3상은 변이(남아공, 영국) 바이러스 대상의 연구도 포함될 것으로 보인다. 특히 'GBP510'이 글로벌 3상에 진입하면 CEPI로부터 천억원 단위의 임상자금을 지원받게 될 예정이다. 따라서 3상에 진입하는 것만으로도 후보물질의 상당한 가치상승을 기대할 수 있다. 얼마 남지도 않았다. 고작 몇 개월이면 3상에 진입한다.

(십억원,개별)	2018A	2019A	2020A	2021F
매출액	99	184	226	1,026
영업이익	26	23	38	348
영업이익률	26.6%	12.4%	16.7%	33.9%
순이익[지배]	9	15	33	276
EPS(원)	295	240	537	3,209
PER(배)				46.6
PBR				8.9
EV/EVITA				28.6
ROE(%)	4.1%	6.5%	13.2%	30.6%

자료: SK바이오사이언스, 한양증권

N.R

목표주가(12M)	-
현재주가(2021.05.03)	149,500원
상승여력	-

Analyst 오병용

제약/바이오

byoh@hygood.co.kr

02-3770-5344

주가지표

KOSPI(05/03)	3,127P
KOSDAQ(05/03)	962P
현재주가(05/03)	149,500원
시가총액	11,437십억원
총발행주식수	7,650만주
120일 평균거래대금	2,597억원
52주 최고주가	190,000원
52주 최저주가	111,500원
유동주식비율	25.7%
외국인지분율(%)	3,127P
주요주주	에스케이케미칼 (68.4%)

상대주가차트



[도표 1] 백신 CMO, L/in(한국판권) 손익 추정

NVX L/in 판매실적 예상(억원)		2021F	2022F	2023F
판매량(백만 dose)		30	30	20
매출액	dose 당 18\$ 가정	5,940	5,940	3,960
NVX 로열티	매출액의 27.5%	1,634	1,634	1,089
영업이익	60% 가정	1,931	1,931	1,287
AZN/NVX CMO 매출 예상(억원)				
예상배치수		90	110	110
매출액	배치당 \$3mil 가정	2,970	3,630	3,630
영업이익	50% 가정	1,485	1,815	1,815
CMO+Lin 매출 합산(억원)				
매출액		8,910	9,570	7,590
영업이익		3,416	3,746	3,102

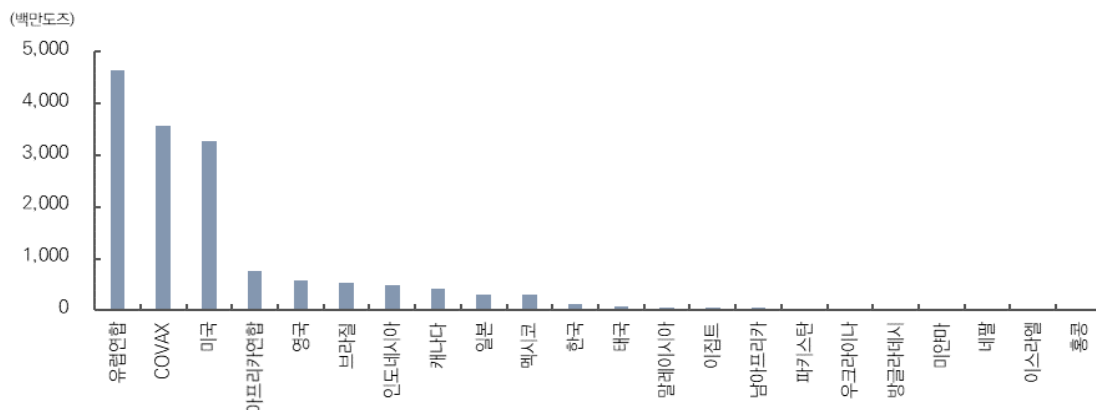
출처: 한양증권 리서치센터

[도표 2] CEPI 가 지정한 코로나 19 백신 Wave1~2

스테이지	Early Wave 1		Late Wave 1		Wave 2	
주요기술	mRNA	바이러스 전달체	mRNA	합성항원	합성항원	Wave 2 선정 기준
회사	모더나 화이자 바이오엔텍	존슨앤존슨 아스트라제네카	큐어백	노바백스 사노피 파스퇴르	SK 바이오사이언스 (현재까지 선정 유일)	백신 효과 우수성 수출에 따른 경제성 유통 편의성 R&D 역량 생산 Capa. 등

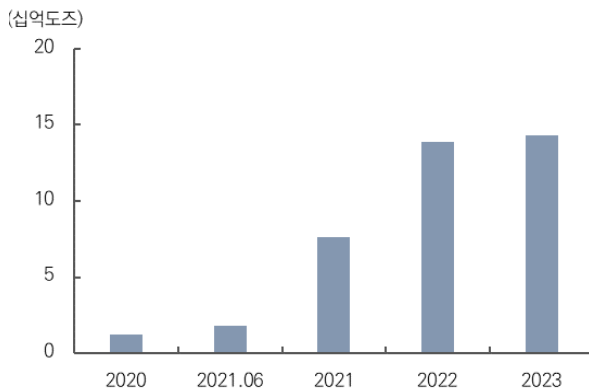
출처: SK 바이오사이언스, 한양증권 리서치센터

[도표 3] 주체별 코로나19 백신 계약 물량



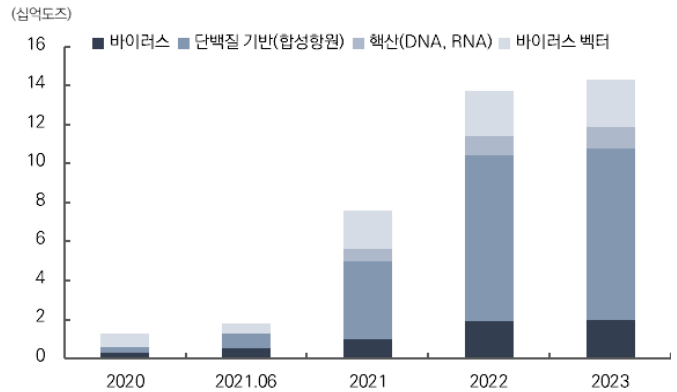
출처: Unicef, 한양증권 리서치센터

[도표4] 연간 백신 생산량 예상치



출처: Unicef, 한양증권 리서치센터

[도표5] 백신 종류별 생산량 예측치



출처: Globaldata, 한양증권 리서치센터

[도표 6] CEPI 의 COVID-19 백신 포트폴리오

회사	기술	자금 지원 금액	설명
Bio E	단백질항원기술	최대 500 만 달러	- 임상 1/2 상 단계 - 2020년 11월 인도에서 1/2 단계 임상시험 시작
Clover	단백질 기반 S-Trimer	최대 3억 2,800 만 달러	- 임상 2/3 상 단계 - CEPI, 안전성 입증 후 중국, 전세계적으로 허가받을 수 있도록 지원할 것
Novavax	재조합 단백질 나노입자	최대 3억 8,800 만 달러	- 임상 3 상 단계 - 여러 나노입자 백신 후보 중 NVX-CoV2373 을 가장 유망한 후보물질로 분류
SK 바이오사이언스	재조합 단백질	최대 3,670 만 달러	- 임상 1/2 상 단계 - CEPI 백신 중 'Wave 2' 후보
Queensland CSL	분자 클램프 재조합 단백질	초기 450 만 달러(펀딩 중단)	- V451 을 CEPI 가 지원하는 임상 2/3 상 단계로 진행하지 않겠다고 발표 - 특정 HIV 진단 검사와 관련이 있어 적합하지 않다고 판단
CureVac	mRNA	최대 1,530 만 달러	- 임상 2B/3 상 단계 - 선택한 항원에 대해 다양한 수준의 면역 반응을 유도하도록 조정 가능
Moderna	mRNA	최대 100 만 달러	- 임상 3 상 단계, 다국 사용 허가 - Moderna 와 NIAID 의 연구원들이 공동 개발
Inovio	DNA	최대 2,250 만 달러	- 임상 2 상 단계 - CEPI, Inovio 의 INO-4800 백신 임상 1/2 상을 한국에서 지원 중
Institut Pasteur	홍역 벡터	최대 490 만 달러(펀딩 중단)	- V591, 백신 1 상 단계 검토 이후 개발 중단
Oxford AstraZeneca	바이러스 벡터	최대 3억 8,400 만 달러	- 임상 3 상 단계, WHO EUL 승인 - ChAdOx1 벡터 백신을 사용 - Oxford 대학과 AstraZeneca 와의 제휴 확대, COVAX 용 AZD1222 백신 후보물질을 3억 도스 생산
VBI Vaccines	바이러스 입자	최대 3,300 만 달러	- CEPI 와 VBI 는 B.1.351 변종을 포함한 사스-CoV-2 변종에 대항하는 eVLP 백신 후보물질 개발 노력 중
Hong Kong University	약독화생백신	최대 520 만 달러	- 임상 전 단계 - 독감 바이러스의 약화된 버전을 사용하여 만든 백신 후보물질 사용

출처: CEPI, 한양증권 리서치센터

요약 재무제표

(단위: 십억원)

Income statement	2018A	2019A	2020A	2021F	Balance sheet	2018A	2019A	2020A	2021F
매출액	99	184	226	1,026	유동자산	181	171	334	1,733
매출원가	49	106	130	434	재고자산	32	36	70	308
매출총이익	50	78	95	593	단기금융자산	99	80	191	382
매출총이익률(%)	50.7%	42.3%	42.3%	57.8%	매출채권및기타채권	43	32	46	308
판매비와관리비등	24	55	58	245	현금및현금성자산	4	14	25	734
기타영업손익	0	0	0	0	비유동자산	219	233	228	210
영업이익	26	23	38	348	유형자산	173	182	181	166
영업이익률(%)	26.6%	12.4%	16.7%	33.9%	무형자산	22	19	18	15
조정영업이익	26	23	38	348	투자자산	11	11	0	0
EBITDA	21	37	58	366	자산총계	400	404	562	1,943
EBITDA 마진율(%)	21.2%	20.1%	25.5%	35.6%	유동부채	51	46	181	285
조정 EBITDA	33	37	54	366	단기차입금	0	0	0	0
순금융손익	-2	-3	-2	-2	매입채무및기타채무	30	37	57	161
이자손익	-2	-4	-4	-2	비유동부채	130	126	118	118
외화관련손익	0	-2	3	0	사채	92	93	80	80
기타영업외손익	-13	-2	2	0	장기차입금	34	23	22	22
총속기업및관계기업관련손익	0	0	0	0	부채총계	181	171	298	403
법인세차감전계속사업손익	12	18	37	345	지배주주지분	219	233	264	1,540
당기순이익	9	15	33	276	자본금	10	10	31	46
당기순이익률(%)	9.0%	8.0%	14.6%	26.9%	자본및이익잉여금	210	224	234	1,497
지배지분순이익	9	15	33	276	기타자본	0	0	1	1
비지배지분순이익	0	0	0	0	비지배지분	0	0	0	0
총포괄이익	9	13	31	274	자본총계	219	233	264	1,540

주 : K-IFRS 개별 기준 / 조정영업이익=매출총이익-판매비

Cash flow statement	2018A	2019A	2020A	2021F	Valuation Indicator	2018A	2019A	2020A	2021F
영업활동으로인한현금흐름	15	36	120	-95	Per Share (원)				
당기순이익	9	15	33	276	EPS(당기순이익 기준)	295	240	537	3,209
현금유출이없는비용및수익	20	25	25	94	EPS(지배순이익 기준)	295	240	537	3,209
유형자산감가상각비	5	12	14	15	BPS(자본총계 기준)	3,582	3,803	4,310	16,776
무형자산상각비	1	3	3	3	BPS(지배지분 기준)	3,582	3,803	4,310	16,776
기타	13	11	9	76	DPS(보통주)				0
영업활동관련자산부채변동	-11	8	66	-394	Multiples (배)				
매출채권및기타채권의감소	-14	12	2	-262	PER(당기순이익 기준)				46.6
재고자산의감소	7	-7	-32	-238	PER(지배순이익 기준)				46.6
매입채무및기타채무의증가	-7	7	-1	104	PBR(자본총계 기준)				8.9
기타	3	-4	97	1	PBR(지배지분 기준)				8.9
이자, 배당, 법인세 및 증단현금흐름	-3	-12	-4	-71	EV/EBITDA (발표 기준)				28.6
투자활동으로인한현금흐름	-18	-3	-108	-189	Financial Ratio	2018A	2019A	2020A	2021F
투자자산의 감소(증가)	-11	0	11	0	성장성(%)				
유형자산의 감소	0	0	0	0	매출액증가율		85.0%	22.7%	354.9%
유형자산의 증가(CAPEX)	-5	-24	-10	0	영업이익증가율		-13.8%	65.4%	821.5%
무형자산의 감소(증가)	-1	0	0	0	EPS(당기순이익 기준) 증가율	NA	-18.6%	124.1%	497.2%
단기금융자산의감소(증가)	-99	19	-111	-191	EPS(지배기준) 증가율	NA	-18.6%	124.1%	497.2%
기타	99	2	2	2	EBITDA(발표기준) 증가율	NA	75.3%	55.4%	535.8%
이자, 배당, 법인세 및 증단현금흐름	0	0	0	0	수익성(%)				
재무활동으로인한현금흐름	1	-23	-2	1,002	ROE(당기순이익 기준)	4.1%	6.5%	13.2%	30.6%
장기차입금의증가(감소)	0	-11	0	0	ROE(지배순이익 기준)	4.1%	6.5%	13.2%	30.6%
사채의증가(감소)	0	0	0	0	ROIC	2.7%	8.2%	12.4%	80.5%
자본의 증가(감소)	11	0	0	1,002	ROA	2.2%	3.7%	6.8%	22.1%
기타	-10	-12	-2	0	배당수익률				0.0%
이자, 배당, 법인세 및 증단현금흐름	0	0	0	0	안전성(%)				
기타현금흐름	0	0	0	-9	부채비율	82.4%	73.6%	113.1%	26.2%
현금의 증가	-2	10	11	709	순차입금비율(자본총계 대비)	16.5%	13.1%	-34.2%	-64.3%
기초현금	6	4	14	25	이자보상비율	10.9%	5.4%	9.1%	153.6%
기말현금	4	14	25	734					

자료 : SK바이오사이언스, 한양증권



한양증권 점포현황www.hygood.co.kr

본 점	(02)3770-5000	서울 영등포구 국제금융로 6길 7 한양증권빌딩
송파RM센터	(02)419-2100	서울 송파구 가락로 183 한양APT상가 2층
광진금융센터	(02)2294-2211	서울 광진구 아차산로 355 타워더모스트 광진아크로텔 4층
안산지점	(031)486-3311	경기 안산시 단원구 광덕대로 264 한양증권빌딩 2층
인천지점	(032)461-4433	인천 남동구 백범로 132 만수프라자빌딩 1층

본 자료는 고객의 투자를 유도할 목적으로 작성된 것이 아니라 고객의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고자료입니다. 본 자료는 분석담당자가 신뢰할 만 하다고 판단하는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 분석담당자가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서 본 자료를 참고한 고객의 투자의사결정은 전적으로 고객 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한 본 자료는 당사 고객에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제, 전송, 인용, 배포하는 행위는 법으로 금지하고 있습니다.
