

2022. 4. 6

헬스케어팀

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

정동희
Research Associate
donghee1009.jeong@samsung.com

▶ AT A GLANCE

투자 의견	BUY	
목표주가	190,000원	22.6%
현재주가	155,000원	
시가총액	11.9조원	
Shares (float)	76,600,000주 (26.7%)	
52주 최저/최고	114,500원/335,500원	
60일-평균거래대금	860.2억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
SK바이오사이언스 (%)	6.2	-38.1	31.4
Kospi 지수 대비 (%pts)	4.4	-33.6	48.6

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	190,000	190,000	0.0%
2022E EPS	5,871	6,355	-7.6%
2023E EPS	4,259	4,148	2.6%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	7
Target price	239,286
Recommendation	4.0
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

SK바이오사이언스 (302440)

숨 고르기 중, 향후 GBP510의 계약 규모에 주시

- 1Q22 preview: 노바백스 코로나19 백신 선적 물량 지연 및 국내 유통 물량 하반기에 집중됨에 따라 1분기 매출액과 영업이익의 기존 추정치 대비 79.8%, 90.1% 하향 조정.
- 투자 의견 Buy, 목표주가 19만원 유지: 기대 대비 실적 공백으로 주가 흐름 부진. 자체 개발 코로나19 백신 GBP510 계약 물량에 따라 하반기 실적 개선 기대.

WHAT'S THE STORY?

1Q22 preview: 연결 매출액 834억원(-26.0% y-y, -81.5% q-q), 영업이익 232억원(-56.9% y-y, -90.9% q-q) 전망(컨센서스 매출액 2,268억원, 영업이익 1,254억원). 1Q22에 예정됐던 노바백스 코로나19 백신 원료 CDMO 배치 선적 물량은 QA(품질 검수) 지연으로 인해 2Q22로 지연. 또한 1Q22에 인식된 노바백스 코로나19 백신 완제 국내 유통 물량은 200만 도즈로 예상됨에 따라 기존 추정치 대비 매출액과 영업이익 각각 79.8%, 90.1% 하향 조정. 내수 백신 매출액 98억원(-29.8% y-y, -58.5% q-q), 코로나19 백신 관련 매출액 720억원(-26.1% y-y, -83.2% q-q)으로 추정.

2022년 outlook: 노바백스 CDMO 선적은 2Q22부터 정상화될 것이며, 노바백스 코로나19 백신 완제 국내 공급도 하반기 내로 대부분의 물량 공급이 이루어질 것으로 예상됨에 따라 2022년 연간 실적 추정치는 변동 없이 매출액 1조 1,791억원(+26.9% y-y), 영업이익 5,605억원(+18.2% y-y) 예상.

투자 의견 BUY, 목표주가 19만원 유지: 지난 4분기 노바백스 코로나19 백신 국내 공급 물량에 대한 원료 부문 매출 인식으로 분기 최대 실적 달성한 만큼, 2022년 상반기 실적은 기대에 비해 다소 저조할 것으로 예상됨에 따라 주가 흐름도 숨고르기에 돌입한 상황. 기업 가치 제고를 위해 자체 개발 코로나19 백신 GBP510의 역할 중요. Pfizer, Moderna의 mRNA 기반 코로나19 백신이 대세인 만큼, 융합 항원 기반의 GBP510의 시장 점유율 확대는 다소 어려울 수 있음. 하지만 연초부터 융합 항원 기반의 노바백스 코로나19 백신 접종 개시로 융합 항원 백신에 대한 안전성 데이터가 쌓이고 있으며, GBP510의 발매 이후에는 mRNA 백신보다 융합 항원에 대한 접종 선호도가 높아질 수 있기 때문에 GBP510의 성장 가능성은 여전히 열려 있다고 판단. 한국 정부와 1,000만 도즈 계약은 확정되어 있으나, COVAX와의 계약 물량이 미확정으로 인해 2022년 이후 실적 추정치 변동 가능. 2Q22 GBP510 임상 3상 결과 발표 및 식약처 승인, 3Q22 WHO, EMA 승인에 맞춰 COVAX 및 기타 국가와의 계약 규모 확정 기대 및 4Q22 교차 접종 부스터샷 결과 발표 예정.

SUMMARY OF FINANCIAL DATA

	2021	2022E	2023E	2024E
매출액 (십억원)	929	1,179	1,035	707
영업이익 (십억원)	474	560	399	206
순이익 (십억원)	355	450	326	166
EPS (adj) (원)	4,828	5,871	4,259	2,169
EPS (adj) growth (%)	798.3	21.6	-27.5	-49.1
EBITDA margin (%)	53.1	49.3	41.3	32.8
ROE (%)	38.1	24.6	14.7	6.8
P/E (adj) (배)	46.6	26.4	36.4	71.4
P/B (배)	10.7	5.8	5.0	4.7
EV/EBITDA (배)	31.8	17.1	22.6	40.7
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: SK바이오사이언스, 삼성증권 추정

SK바이오사이언스 목표주가 산정

(십억원, 원)	2022E			분류	주요 가정
	Base	Bull	Bear		
SK바이오사이언스(A = B + C + D)	14,571	18,239	13,778	Base	COVAX항 GBP510 2022년 1억 도즈, 2023년 2억 도즈 가정
영업가치(B)	9,253	11,726	8,917		CMO 2028년 Suite 25개 기준 가동률 50% 가정
12M Fwd EBITDA	661	733	637		폐렴구균 백신 임상 성공 확률 60% 적용
EV/EBITDA*	14	16	14		
비영업가치(C)	3,385	4,579	2,928	Bull	COVAX항 GBP510 2022년 1.5억 도즈, 2023년 3억 도즈 가정
CMO	1,277	1,769	821		CMO 2028년 Suite 25개 기준 가동률 80% 가정
차세대 폐렴구균 백신	2,107	2,810	2,107		폐렴구균 백신 임상 성공 확률 80% 적용
순현금(D)	1,933	1,933	1,933		
보통주 주식 수(E, 천주)	76,600	76,600	76,600	Bear	COVAX항 GBP510 2022년 1억 도즈, 2023년 1억 도즈 가정
적정주가(A/E)	190,220	238,104	179,866		CMO 2028년 Suite 25개 기준 가동률 20% 가정
목표주가(원)	190,000	240,000	180,000		폐렴구균 백신 임상 성공 확률 60% 적용
현재주가(원)	170,000	170,000	170,000		
Upside(%)	11.8	41.2	5.9		

참조: *, 커버리지 기업(삼성바이오로직스, 셀트리온헬스케어, 녹십자, 유한양행, 동아에스티, 한미약품, HK이노엔 등) 및 해외 백신 Peer 기업(Moderna, BioNTech, Pfizer, Novavax)의 12M Fwd EV/EBITDA 평균 사용

자료: 삼성증권 추정

SK바이오사이언스 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)	2021	2022E	2023E	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E
매출	929	1,179	1,035	113	145	221	451	83	154	394	547	248	252	296	238
YoY %	311.8	26.9	(12.3)	397.4	266.8	128.8	572.8	(26.0)	6.7	78.5	21.4	197.7	63.4	(24.9)	(56.5)
내수 백신	73	116	127	14	16	19	24	10	18	61	27	15	19	63	29
제품 백신	40	81	85	10	10	10	10	6	10	50	15	10	10	50	15
1) 인플루엔자	0	45	45	0	0	0	0	0	0	40	5	0	0	40	5
2) 수두	20	18	20	5	5	5	5	3	5	5	5	5	5	5	5
3) 대상포진	20	18	20	5	5	5	5	3	5	5	5	5	5	5	5
4) 기타	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
상품 백신	33	35	42	4	6	9	14	4	8	11	12	5	9	13	14
1) 로타텍 등	25	27	29	2	5	8	9	3	6	9	10	3	6	10	11
2) 기타	9	8	12	2	1	1	5	2	2	2	2	3	3	3	4
코로나19 백신	856	1,056	896	97	127	205	427	72	135	331	518	230	230	230	206
C(D)MO	251	360	216	97	22	41	91	48	89	103	120	60	60	60	36
Novavax - L/I	605	256	0	0	104	165	336	24	46	72	114	0	0	0	0
GBP510 (COVAX)	0	240	480	0	0	0	0	0	0	96	144	120	120	120	120
GBP510 (기타)	0	200	200	0	0	0	0	0	0	60	140	50	50	50	50
라이선스 수익	0	8	12	2	2	-4	0	2	2	2	2	3	3	3	3
매출원가	359	499	506	39	62	89	168	31	58	179	230	116	119	150	120
YoY (%)	175.3	39.1	1.4	8.3	56.6	45.3	88.0	(81.5)	86.6	208.4	28.5	(49.5)	2.6	26.0	(20.4)
원가율	38.6	42.3	48.9	34.9	42.6	40.5	37.3	37.3	37.7	45.5	42.1	46.8	47.3	50.8	50.2
판매비	96	120	130	20	17	31	29	29	30	30	31	32	32	33	33
YoY (%)	66.7	24.9	8.2	80.1	44.6	103.3	44.2	47.9	75.9	(2.1)	8.2	8.2	8.2	8.2	8.2
판매비율 (%)	10.3	10.2	12.6	17.5	11.7	14.0	6.3	34.9	19.2	7.7	5.6	12.7	12.8	11.1	14.0
영업이익	474	560	399	54	66	100	254	23	67	185	286	101	101	113	85
YoY (%)	1157.8	18.2	(28.8)	흑전	흑전	192.7	2228.3	(56.9)	0.5	84.0	12.6	334.1	51.4	(38.9)	(70.2)
영업이익률 (%)	51.1	47.5	38.6	47.7	45.7	45.5	56.4	27.8	43.1	46.9	52.3	40.5	39.9	38.1	35.7
세전이익	471	567	408	55	68	97	252	25	68	187	288	103	103	115	87
YoY (%)	1163.3	20.4	(28.1)	417.9	23.3	42.2	160.6	(90.2)	175.6	173.7	54.4	(64.4)	0.2	11.9	(24.0)
순이익	355	450	326	42	53	76	184	19	55	145	230	82	82	92	70
YoY (%)	979.8	26.6	(27.4)	흑전	흑전	150.1	1762.3	(54.0)	3.2	90.3	25.2	325.7	50.9	(36.7)	(69.6)
순이익률 (%)	38.2	38.1	31.5	37.2	36.5	34.6	40.8	23.1	35.3	36.9	42.1	33.1	32.6	31.1	29.4

자료: SK바이오사이언스, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	226	929	1,179	1,035	707
매출원가	130	359	499	506	365
매출총이익	95	570	680	529	343
(매출총이익률, %)	42.3	61.4	57.7	51.1	48.5
판매 및 일반관리비	58	96	120	130	136
영업이익	38	474	560	399	206
(영업이익률, %)	16.7	51.0	47.5	38.6	29.2
영업외손익	-0	-3	7	9	7
금융수익	8	26	22	24	9
금융비용	10	32	15	16	2
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	2	2	0	0	-0
세전이익	37	471	567	408	213
법인세	4	116	118	82	47
(법인세율, %)	11.8	24.6	20.7	20.0	22.0
계속사업이익	33	355	450	326	166
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	33	355	450	326	166
(순이익률, %)	14.6	38.2	38.1	31.5	23.5
지배주주순이익	33	355	450	326	166
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	54	493	582	427	232
(EBITDA 이익률, %)	24.0	53.1	49.3	41.3	32.8
EPS (지배주주)	537	4,828	5,871	4,259	2,169
EPS (연결기준)	537	4,828	5,871	4,259	2,169
수정 EPS (원)*	537	4,828	5,871	4,259	2,169

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동에서의 현금흐름	120	537	497	384	200
당기순이익	33	355	450	326	166
현금유출입이없는 비용 및 수익	25	149	135	105	66
유형자산 감가상각비	14	16	18	26	24
무형자산 상각비	3	3	3	2	2
기타	9	131	114	76	40
영업활동 자산부채 변동	66	44	26	30	8
투자활동에서의 현금흐름	-108	-1,422	-297	-322	-60
유형자산 증감	-10	-43	-100	-100	0
장단기금융자산의 증감	-100	-1,381	-197	-222	-60
기타	2	1	0	-0	-0
재무활동에서의 현금흐름	-2	958	0	0	-50
차입금의 증가(감소)	1	-19	0	0	-50
자본금의 증가(감소)	-0	984	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	-2	-7	0	0	0
현금증감	11	73	200	62	90
기초현금	14	25	98	298	360
기말현금	25	98	298	360	450
Gross cash flow	58	505	585	431	232
Free cash flow	110	494	397	284	200

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)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	334	1,838	2,256	2,564	2,720
현금 및 현금등가물	25	98	298	360	450
매출채권	30	38	43	48	50
재고자산	70	135	152	171	176
기타	208	1,567	1,763	1,985	2,044
비유동자산	228	272	354	429	404
투자자산	0	24	27	30	31
유형자산	181	210	292	366	342
무형자산	18	17	14	12	10
기타	29	21	21	21	21
자산총계	562	2,110	2,610	2,993	3,125
유동부채	181	460	510	566	531
매입채무	18	64	72	81	83
단기차입금	0	12	12	12	12
기타 유동부채	163	384	426	474	436
비유동부채	118	49	49	50	50
사채 및 장기차입금	102	36	36	36	36
기타 비유동부채	16	13	14	15	15
부채총계	298	509	559	616	581
지배주주지분	264	1,601	2,051	2,377	2,543
자본금	31	38	38	38	38
자본잉여금	181	1,157	1,157	1,157	1,157
이익잉여금	53	405	855	1,181	1,347
기타	-1	1	1	1	1
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	264	1,601	2,051	2,377	2,543
순부채	-90	-1,539	-1,933	-2,214	-2,413

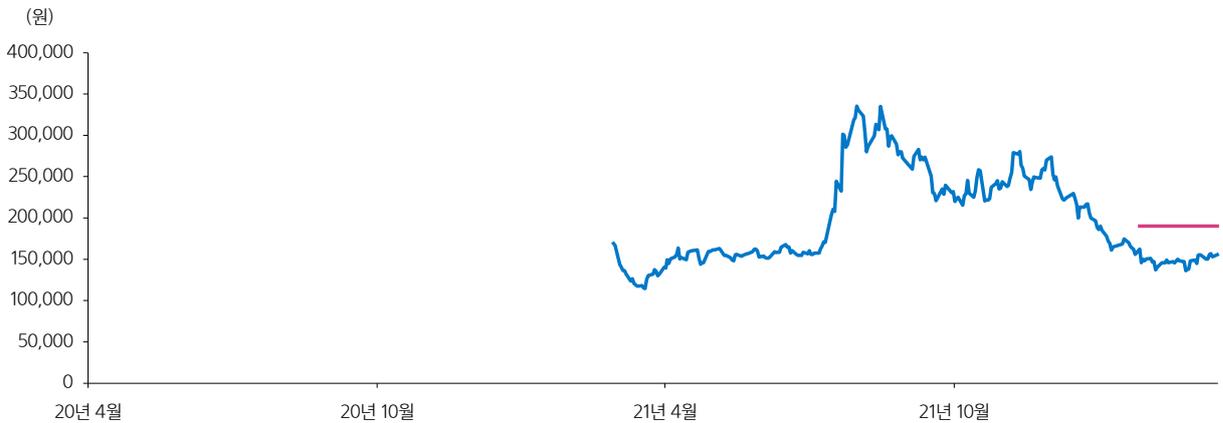
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2020	2021	2022E	2023E	2024E
증감률 (%)					
매출액	22.7	311.8	26.9	-12.3	-31.6
영업이익	65.4	1,157.5	18.2	-28.8	-48.3
순이익	124.1	979.8	26.6	-27.4	-49.1
수정 EPS**	124.1	798.3	21.6	-27.5	-49.1
주당지표					
EPS (지배주주)	537	4,828	5,871	4,259	2,169
EPS (연결기준)	537	4,828	5,871	4,259	2,169
수정 EPS**	537	4,828	5,871	4,259	2,169
BPS	4,310	20,932	26,774	31,033	33,202
DPS (보통주)	0	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	n/a	46.6	26.4	36.4	71.4
P/B***	n/a	10.7	5.8	5.0	4.7
EV/EBITDA	-1.7-	31.8	17.1	22.6	40.7
비율					
ROE (%)	13.2	38.1	24.6	14.7	6.8
ROA (%)	6.8	26.6	19.0	11.6	5.4
ROIC (%)	16.6	376.1	750.5	298.3	144.3
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (보통주, %)	n/a	0.0	0.0	0.0	0.0
순부채비율 (%)	-34.3	-96.1	-94.3	-93.1	-94.9
이자보상배율 (배)	9.1	138.4	185.7	132.1	89.2

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2022년 4월 5일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2022년 4월 5일 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
투자의견	BUY
TP (₩)	190000
과리율 (평균)	
과리율 (최대or최소)	

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 2022.3.31

매수(85.4%) 중립(14.6%) 매도(0%)

신뢰에 가치로 답하다

삼성증권



삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)

Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



MEMBER OF
**Dow Jones
Sustainability Indices**
In Collaboration with RobecoSAM