



# SK 바이오사이언스

| Bloomberg Code (302440 KS) | Reuters Code (302440.KS)

2022년 7월 29일

## [제약/바이오]

## 반등을 위한 근거가 필요

이동건 수석연구원

☎ 02-3772-1547

✉ shawn1225@shinhan.com

원재희 연구원

☎ 02-3772-2669

✉ jhwon@shinhan.com



**중립**  
(하향)



현재주가 (7월 28일)

**127,000 원**



목표주가

-



상승여력

-

- ◆ 2Q22 Re: 노바백스 CMO QA 지연 이슈 해소로 양호한 실적 시현
- ◆ 스카이코비원 해외 허가는 4Q22~1Q23 전망. 하반기 추정치 하향
- ◆ 투자 의견 '중립' 하향. 스카이코비원 및 오픈 이노베이션 성과 필요



신한 리서치 투자정보  
www.shinhaninvest.com



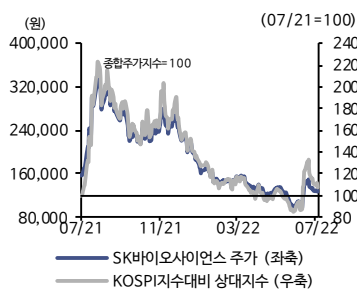
신한금융투자 기업분석부

투자판단	중립 (하향)
목표주가	-
상승여력	-

KOSPI	2,435.27p
KOSDAQ	798.32p
시가총액	9,751.6십억원
액면가	500 원
발행주식수	76.8백만주
유동주식수	20.6백만주 (26.8%)
52 주 최고가/최저가	335,500 원/96,900 원
일평균 거래량 (60 일)	759,952 주
일평균 거래액 (60 일)	97,351 백만원
외국인 지분율	3.76%
주요주주	
에스케이케미칼 외 2 인	68.24%

절대수익률	
3 개월	-7.3%
6 개월	-23.0%
12 개월	-23.5%
KOSPI 대비 상대수익률	
3 개월	1.5%
6 개월	-15.8%
12 개월	1.7%

## 주가차트



## 2Q22 Re: 노바백스 CMO QA 지연 이슈 해소로 양호한 실적 시현

2분기 개별 기준 매출액 및 영업이익은 각각 1,383억원(-4.4% YoY, 이하 YoY 생략), 612억원(-7.5%, OPM 44.3%)을 시현했다. 당사 추정치 및 시장 컨센서스에 부합한 양호한 실적을 기록했다. 전분기대비로는 매출액은 58.8%, 영업이익은 157.6% 증가했다.

전분기대비 큰 폭의 실적 성장의 배경에는 1분기까지 지속된 노바백스 코로나19 백신 CMO 매출의 QA 지연 이슈가 2분기를 기점으로 해소됨에 따라 CMO 매출 정상화가 이뤄진 가운데 이연 매출까지 반영됨에 따른 것으로 하반기에도 견조한 CMO 매출 달성이 기대된다.

## 스카이코비원 해외 허가는 4Q22~1Q23 전망. 하반기 추정치 하향

2022년 연간 매출액 및 영업이익을 각각 7,330억원(-21.1%), 3,507억원(-26.1%, OPM 47.8%)으로 추정한다. CMO 매출은 2분기를 기점으로 QA 지연 이슈가 해소됨에 따라 견조한 매출이 하반기에도 이어질 전망이다. 하반기 CMO 매출은 약 2,231억원으로 추정한다.

스카이코비원(GBP510) 매출은 글로벌 규제기관 허가 시점이 기존 예상보다 지연될 것으로 추정됨에 따라 추정치 하향이 불가피하다. 하반기 스카이코비원 매출을 2,246억원으로 추정한다. 스카이코비원은 지난 6월 29일 식약처로부터 품목허가를 획득했으며, 하반기 중 연초 질병청과 체결한 선구매 계약 2천억원 중 원액(DS) 매출은 전부 인식될 전망이다.

당초 3분기 중 WHO, EMA, MHRA 등 글로벌 규제기관 허가가 예상됐지만, 8월부터 순차적으로 허가 신청을 거쳐 4분기, 또는 보수적으로 23년 1분기 중 품목허가 획득이 기대된다. 높은 국내 코로나19 백신 재고 감안 시 선구매 계약 이후 연내 추가 확장 계약 가능성은 낮다. 글로벌 판매 매출 역시 허가 예상 시점 감안 시 유의미한 매출 기여는 어려울 전망이다.

## 투자의견 '중립' 하향. 스카이코비원 및 오픈 이노베이션 성과 필요

투자의견을 '중립'으로 하향한다. 최근 코로나19 확진자 수 증가로 주가는 재차 반등했다. 하지만 여전히 기존 국내 스카이코비원 선구매 계약 외 추가 매출 추정치 상향을 위한 근거는 불충분하며, 근거가 될 글로벌 규제기관 허가 시점 역시 기존 추정 대비 하향이 불가피하다. 즉 현 주가에서는 리스크가 주가 상승 여력보다 큰 시점이라고 판단한다. 새로운 모멘텀으로 가세할 오픈 이노베이션에서의 성과들에 주목할 필요가 있다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비용 (%)
2020	225.6	37.7	37.3	32.9	537	124.1	4,310	-	-	-	13.2	(34.3)
2021	929.0	474.2	471.1	355.1	4,828	798.3	20,932	46.6	31.8	10.7	38.1	(96.1)
2022F	733.0	350.7	349.7	272.8	3,556	(26.3)	24,407	35.7	21.7	5.2	15.7	(86.5)
2023F	1,186.7	555.3	572.1	446.3	5,812	63.5	30,219	21.9	13.3	4.2	21.3	(86.4)
2024F	1,079.2	450.5	486.0	379.1	4,937	(15.1)	35,156	25.7	15.5	3.6	15.1	(85.4)

자료: 회사 자료, 신한금융투자

## SK바이오사이언스 2Q22 실적 요약

(십억원, %)	2Q22P	2Q21	YoY	1Q22	QoQ	Consen	vs. Consen
매출액	138.3	144.6	(4.4)	87.1	58.8	140.1	(1.3)
영업이익	61.2	66.2	(7.5)	23.8	157.6	57.5	6.4
세전이익	55.3	67.9	(18.5)	32.8	69.0	58.6	(5.6)
당기순이익	46.1	52.8	(12.7)	27.8	65.9	45.2	2.0
영업이익률	44.3	45.7		27.3		41.0	
순이익률	33.4	36.5		31.9		32.3	

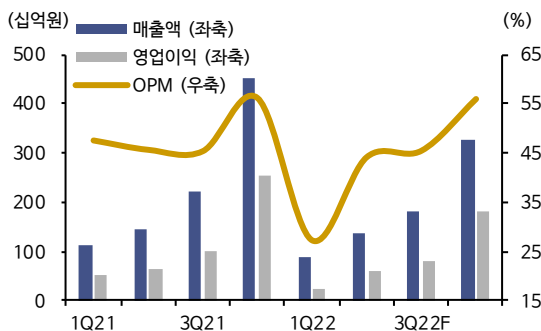
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

## SK바이오사이언스 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22P	3Q22F	4Q22F	20	21	22F
매출액	112.7	144.6	220.8	450.9	87.1	138.3	181.1	326.5	225.6	929.0	733.0
YoY	397.4	266.8	128.8	572.8	(22.7)	(4.4)	(18.0)	(27.6)	22.7	311.8	(21.1)
제품(코로나19 백신 원액 포함)	9.7	104.1	164.7	360.4	15.8	6.3	61.3	207.0	148.2	638.9	290.4
GBP510 매출	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	44.9	179.7	0.0	0.0	224.6
상품(로타텍, 수액제 포함)	4.3	6.4	9.1	6.3	1.6	6.7	9.6	6.7	60.9	26.1	24.5
기타(CDMO 포함)	98.8	34.2	47.0	84.1	69.7	125.3	110.2	112.9	16.5	264.0	418.1
매출총이익	73.4	83.0	131.4	282.5	47.8	86.1	111.6	214.6	95.3	570.3	460.1
YoY	1,026.3	867.3	165.2	819.7	(34.9)	3.7	(15.0)	(24.0)	22.5	498.1	(19.3)
GPM	65.1	57.4	59.5	62.7	54.9	62.3	61.6	65.7	42.3	61.4	62.8
영업이익	53.7	66.2	100.4	253.9	23.8	61.2	82.5	183.2	37.7	474.2	350.7
YoY	흑전	흑전	192.7	2,227.2	(55.8)	(7.5)	(17.8)	(27.8)	65.4	1,157.5	(26.1)
OPM	47.7	45.7	45.5	56.3	27.3	44.3	45.6	56.1	16.7	51.0	47.8
세전이익	55.0	67.9	96.6	251.6	32.8	55.3	80.2	181.4	37.3	471.1	349.7
YoY	흑전	흑전	169.5	2,267.5	(40.5)	(18.5)	(16.9)	(27.9)	101.7	1,163.3	(25.8)
당기순이익	41.9	52.8	76.4	184.0	27.8	46.1	61.0	137.9	32.9	355.1	272.8
YoY	흑전	흑전	150.1	1,762.3	(33.7)	(12.7)	(20.2)	(25.1)	124.1	979.8	(23.2)
NPM	37.2	36.5	34.6	40.8	31.9	33.4	33.7	42.2	14.6	38.2	37.2

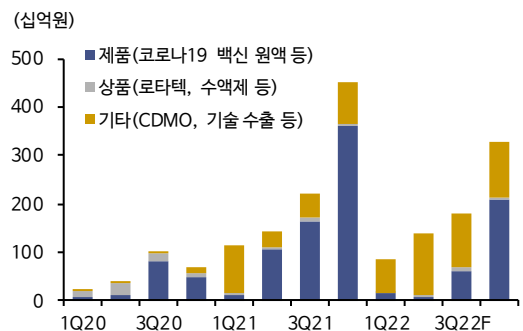
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정 / 주: 개별 기준

## SK바이오사이언스 분기 실적 추이 및 전망



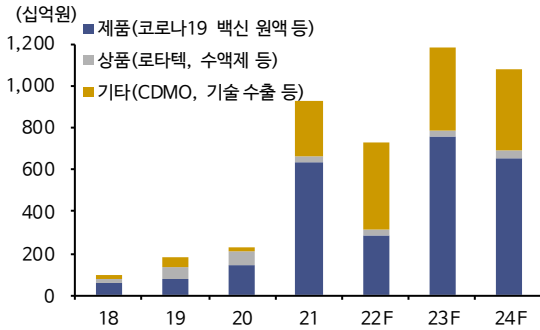
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

## SK바이오사이언스 분기 유형별 매출 추이 및 전망



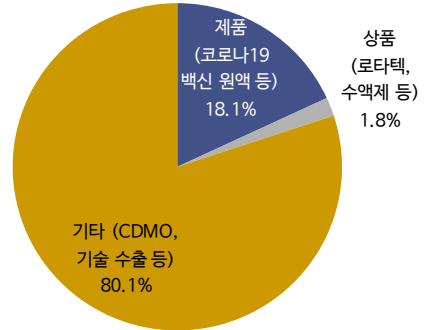
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

### SK바이오사이언스 연간 매출 추이 및 전망



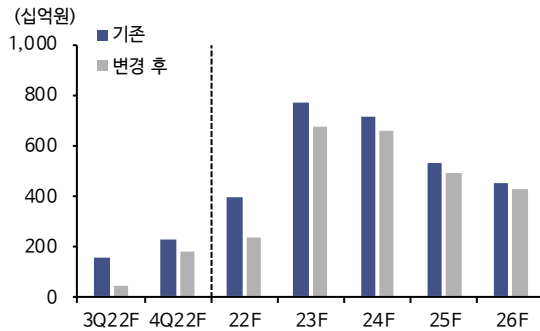
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정 / 주: GBP510 매출 포함

### SK바이오사이언스 유형별 매출 비중



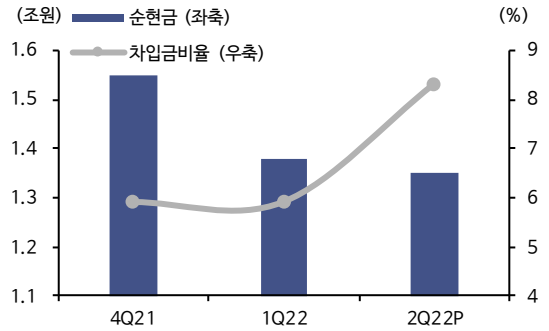
자료: 회사 자료, 신한금융투자 / 주: 2022년 1분기 기준

### 스카이코비원(GBP510) 매출 전망



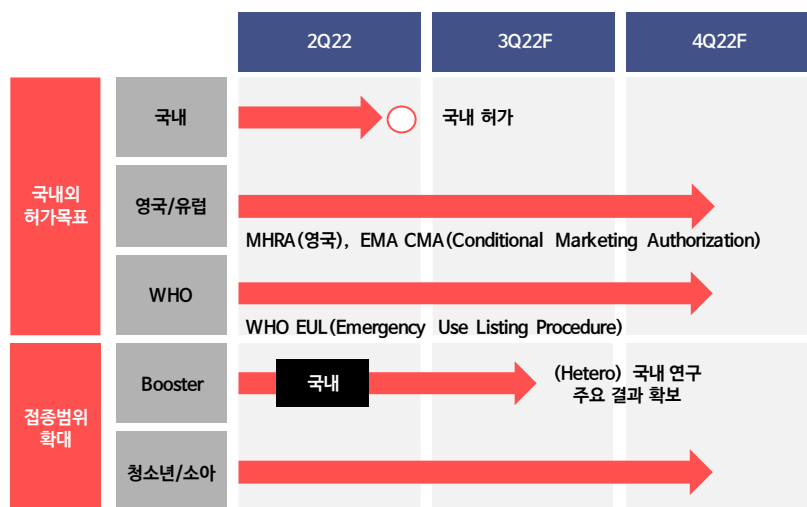
자료: 신한금융투자 추정

### 순현금 및 차입금비율 추이



자료: 회사 자료, 신한금융투자

### 스카이코비원 국내외 허가 및 후속 개발 계획



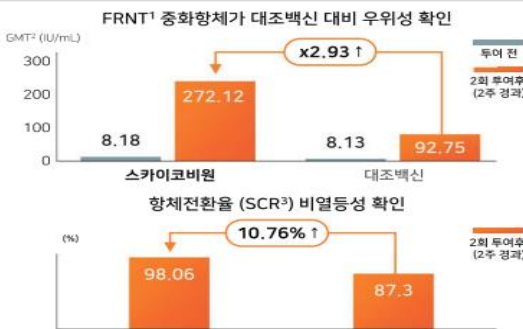
자료: 회사 자료, 신한금융투자

## SK바이오사이언스 목표주가 산출

(십억원, 천주, 원)		비고
1. CDMO 사업 가치(A+B)	3,689.6	
A. NPV of FCFF	1,012.1	
B. NPV of Terminal Value	2,677.5	WACC 7.3%, 영구성장률 3.0% 적용
2. 파이프라인 가치(C+D)	2,513.0	
C. SP0202(차세대 폐렴구균 백신)	1,447.0	2028년 출시, 임상 2상 성공확률 24.4% 적용
D. 스카이코비원(코로나19 백신)	1,066.0	2022년 출시 적용
3. 순차입금	(1,620.3)	2022년 말 예상치 기준
4. 기업가치(1+2-3)	7,823.0	
5. 보통주주식수	76,784	
6. 적정주가 산출	102,000	
7. 현재 주가	127,000	2022년 7월 28일 종가
8. 상승여력	-19.7%	

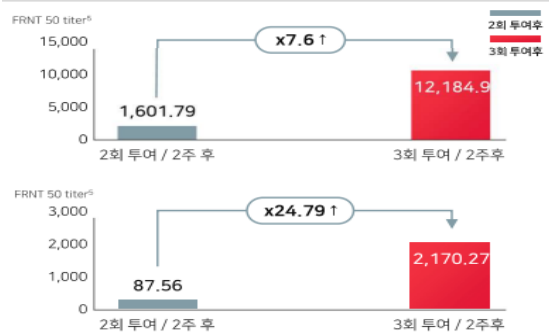
자료: 신한금융투자 추정

## 3상 결과(면역원성)



자료: 회사 자료, 신한금융투자

## 부스터 접종 결과(우한주, 오미크론변이 대응효과)



자료: 회사 자료, 신한금융투자

## SK바이오사이언스 3.0 전략



자료: 회사 자료, 신한금융투자

### 재무상태표

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
<b>자산총계</b>	<b>562.2</b>	<b>2,110.1</b>	<b>2,421.4</b>	<b>2,863.8</b>	<b>3,290.2</b>
유동자산	333.9	1,837.8	1,938.1	2,294.5	2,616.7
현금및현금성자산	25.0	98.0	24.3	189.3	301.0
매출채권	30.5	38.0	41.8	46.0	50.6
재고자산	70.3	135.0	148.6	163.4	179.7
비유동자산	228.3	272.3	483.4	569.3	673.6
유형자산	181.0	210.3	415.1	493.7	589.2
무형자산	17.9	17.1	20.9	25.6	31.4
투자자산	0.5	23.9	26.3	29.0	31.9
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>298.4</b>	<b>508.8</b>	<b>547.4</b>	<b>543.4</b>	<b>590.8</b>
유동부채	180.6	460.0	499.5	493.3	541.2
단기차입금	0.0	11.7	11.7	11.7	11.7
매입채무	17.5	63.8	70.2	77.2	84.9
유동성장기부채	12.6	50.3	50.3	0.0	0.0
비유동부채	117.8	48.9	47.9	50.1	49.6
사채	80.5	35.5	35.5	35.5	35.5
장기차입금(경기금융부채 포함)	32.5	8.8	8.8	8.8	8.8
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>263.8</b>	<b>1,601.3</b>	<b>1,874.1</b>	<b>2,320.3</b>	<b>2,699.4</b>
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
기타포괄이익누계액	(1.5)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
이익잉여금	53.2	405.3	678.1	1,124.3	1,503.4
<b>지배주주지분</b>	<b>263.8</b>	<b>1,601.3</b>	<b>1,874.1</b>	<b>2,320.3</b>	<b>2,699.4</b>
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	125.7	107.1	106.9	57.1	57.0
*순차입금(순현금)	(90.4)	(1,539.0)	(1,620.3)	(2,005.4)	(2,304.6)

### 현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	<b>120.2</b>	<b>536.6</b>	<b>316.3</b>	<b>497.8</b>	<b>433.2</b>
당기순이익	32.9	355.1	272.8	446.3	379.1
유형자산상각비	13.6	15.5	20.2	21.9	23.7
무형자산상각비	3.0	3.3	4.7	5.7	7.0
외화환산손실(이익)	(4.5)	3.9	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.2)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	66.4	44.0	19.6	24.8	24.3
(법인세납부)	(0.2)	(9.0)	(77.0)	(125.9)	(106.9)
기타	9.2	123.8	76.0	125.0	106.0
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	<b>(108.1)</b>	<b>(1,421.9)</b>	<b>(389.8)</b>	<b>(282.9)</b>	<b>(321.4)</b>
유형자산의증가(CAPEX)	(9.9)	(42.9)	(225.0)	(100.4)	(119.3)
유형자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	0.2	(1.6)	(8.5)	(10.5)	(12.8)
투자자산의감소(증가)	0.0	0.0	(2.4)	(2.6)	(2.9)
기타	(98.4)	(1,377.4)	(153.9)	(169.4)	(186.4)
<b>FCF</b>	<b>122.1</b>	<b>488.7</b>	<b>93.9</b>	<b>382.9</b>	<b>287.7</b>
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	<b>(1.5)</b>	<b>958.4</b>	<b>(0.2)</b>	<b>(49.8)</b>	<b>(0.1)</b>
차입금의 증가(감소)	(1.2)	(24.2)	(0.2)	(49.8)	(0.1)
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(0.3)	982.6	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>10.6</b>	<b>73.1</b>	<b>(73.7)</b>	<b>165.0</b>	<b>111.7</b>
기초현금	14.4	25.0	98.0	24.3	189.3
기말현금	25.0	98.0	24.3	189.3	301.0

자료: 회사 자료, 신한금융투자

### 포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
<b>매출액</b>	<b>225.6</b>	<b>929.0</b>	<b>733.0</b>	<b>1,186.7</b>	<b>1,079.2</b>
증감률 (%)	22.7	311.8	(21.1)	61.9	(9.1)
<b>매출원가</b>	<b>130.3</b>	<b>358.7</b>	<b>272.9</b>	<b>495.7</b>	<b>468.6</b>
<b>매출총이익</b>	<b>95.3</b>	<b>570.3</b>	<b>460.1</b>	<b>691.0</b>	<b>610.6</b>
매출총이익률 (%)	42.3	61.4	62.8	58.2	56.6
<b>판매관리비</b>	<b>57.6</b>	<b>96.1</b>	<b>109.5</b>	<b>135.7</b>	<b>160.1</b>
<b>영업이익</b>	<b>37.7</b>	<b>474.2</b>	<b>350.7</b>	<b>555.3</b>	<b>450.5</b>
증감률 (%)	65.4	1,157.5	(26.1)	58.3	(18.9)
영업이익률 (%)	16.7	51.0	47.8	46.8	41.7
영업외손익	(0.4)	(3.1)	(0.9)	16.9	35.5
금융손익	(2.3)	(5.4)	0.4	17.6	35.6
기타영업외손익	1.8	2.3	(1.4)	(0.7)	(0.0)
중간이익 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>세전계속사업이익</b>	<b>37.3</b>	<b>471.1</b>	<b>349.7</b>	<b>572.1</b>	<b>486.0</b>
법인세비용	4.4	116.0	77.0	125.9	106.9
계속사업이익	32.9	355.1	272.8	446.3	379.1
중간사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>32.9</b>	<b>355.1</b>	<b>272.8</b>	<b>446.3</b>	<b>379.1</b>
증감률 (%)	124.1	979.8	(23.2)	63.6	(15.1)
순이익률 (%)	14.6	38.2	37.2	37.6	35.1
(지배주주)당기순이익	32.9	355.1	272.8	446.3	379.1
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
종교괄이익	30.8	353.3	272.8	446.3	379.1
(지배주주)종교괄이익	30.8	353.3	272.8	446.3	379.1
(비지배주주)종교괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>EBITDA</b>	<b>54.2</b>	<b>493.0</b>	<b>375.5</b>	<b>582.9</b>	<b>481.2</b>
증감률 (%)	45.3	808.9	(23.8)	55.2	(17.4)
EBITDA 이익률 (%)	24.0	53.1	51.2	49.1	44.6

### 주요 투자지표

12월 결산	2020	2021	2022F	2023F	2024F
EPS (당기순이익, 원)	537	4,828	3,556	5,812	4,937
EPS (지배순이익, 원)	537	4,828	3,556	5,812	4,937
BPS (자본총계, 원)	4,310	20,932	24,407	30,219	35,156
BPS (지배지분, 원)	4,310	20,932	24,407	30,219	35,156
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	0.0	46.6	35.7	21.9	25.7
PER (지배순이익, 배)	0.0	46.6	35.7	21.9	25.7
PBR (자본총계, 배)	0.0	10.7	5.2	4.2	3.6
PBR (지배지분, 배)	0.0	10.7	5.2	4.2	3.6
EV/EBITDA (배)	(1.7)	31.8	21.7	13.3	15.5
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>수익성</b>					
EBITDA 이익률 (%)	24.0	53.1	51.2	49.1	44.6
영업이익률 (%)	16.7	51.0	47.8	46.8	41.7
순이익률 (%)	14.6	38.2	37.2	37.6	35.1
ROA (%)	6.8	26.6	12.0	16.9	12.3
ROE (지배순이익, %)	13.2	38.1	15.7	21.3	15.1
ROIC (%)	12.9	430.8	235.8	180.2	113.7
<b>안정성</b>					
부채비율 (%)	113.1	31.8	29.2	23.4	21.9
순차입금비율 (%)	(34.3)	(96.1)	(86.5)	(86.4)	(85.4)
현금비율 (%)	13.8	21.3	4.9	38.4	55.6
이자보상배율 (배)	9.1	138.4	111.3	229.9	268.2
<b>활동성</b>					
순운전자본회전율 (회)	(25.1)	(7.3)	(3.4)	(5.0)	(4.1)
재고자산회수기간 (일)	86.3	40.3	70.6	48.0	58.0
매출채권회수기간 (일)	50.7	13.5	19.9	13.5	16.3

자료: 회사 자료, 신한금융투자

## 투자 의견 및 목표주가 추이

### SK바이오사이언스(302440)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2021년 09월 15일	매수	350,000	(33.6)	(19.1)
2022년 02월 08일	매수	270,000	(44.8)	(39.4)
2022년 04월 04일	매수	185,000	(25.3)	(16.2)
2022년 05월 02일	매수	180,000	(30.3)	(24.7)
2022년 06월 16일	매수	121,000	0.4	24.0
2022년 07월 29일	중립	-	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준



## Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 이동건, 원재희)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 당사는 상기회사 SK바이오사이언스를 기초자산으로 한 주식선물의 유동성 공급회사(LP)임을 고지합니다.
- ◆ 당사는 상기회사 SK바이오사이언스를 기초자산으로 한 주식옵션의 유동성 공급회사(LP)임을 고지합니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적차와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

## 투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

## 신한금융투자 유니버스 투자등급 비율 (2022년 07월 27일 기준)

매수 (매수)	97.82%	Trading BUY (중립)	0.44%	중립 (중립)	1.75%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------