

2023. 1. 20

Tech팀

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

정동희
RA
donghee1009.jeong@samsung.com

▶ AT A GLANCE

투자의견	HOLD	
목표주가	60,000원	-22.3%
현재주가	77,200원	
시가총액	5.9조원	
Shares (float)	76,784,046주 (30.6%)	
52주 최저/최고	68,800원/190,000원	
60일-평균거래대금	250.0억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
SK바이오사이언스 (%)	-7.8	-41.7	-58.5
Kospi 지수 대비 (%pts)	-8.9	-42.0	-50.4

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	HOLD	HOLD	
목표주가	60,000	80,000	-25.0%
2022E EPS	1,677	2,580	-35.0%
2023E EPS	165	767	-78.5%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	9
Target price	83,500
Recommendation	3.4
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

SK바이오사이언스 (302440)

예상되는 역성장에서 성장 전략 고민

- 4Q22 preview: 스카이코비원 국내항 원료 매출 인식에도 추가 계약 불확실성으로 인한 재고자산 평가손실 총당금 및 CDMO 생산 감소로 컨센서스 하회 전망.
- 투자의견 HOLD, 목표주가 6만원으로 하향: 2023년 Novavax CDMO 계약 불확실성과 스카이코비원 매출 제외로 목표주가 하향, 코로나19 외 신규 모멘텀 필요.

WHAT'S THE STORY?

4Q22 preview: 연결 매출액 1,771억원(-60.7% y-y, +94.5% q-q), 영업이익 430억원(-83.1% y-y, +82.9% q-q) 예상, 컨센서스 대비 매출액과 영업이익 각각 16.3%, 53.9% 하회 전망. 자체개발 코로나19 백신 스카이코비원 국내항 원료 매출 1,320억원 인식하나, 스카이코비원 추가 계약 불확실하여 관련 원자재에 대한 재고자산 평가손실 총당금 및 Novavax CDMO 생산 감소 등으로 직전 추정 대비 매출액과 영업이익 27.4%, 66.9% 하향 조정.

2023년 outlook: 연결 매출액 1,901억원(-61.5% y-y), 영업이익 226억원(-84.8% y-y)으로 기존 추정치 대비 각각 48%, 72% 하향 조정. Novavax 코로나19 백신 매출 부진에 따라 CDMO 계약 물량 축소 예상. 스카이코비원 국내 공급 종료에 따른 매출 부재. 1Q23 스카이코비원 WHO 긴급사용목록 등재 기대하나, 워드코로나 전환에 따른 백신 접종률 감소로 인해 공급 불확실. 물론 mRNA 백신 가격 인상으로 인해 Novavax의 Nuvaxovid, 스카이코비원 등이 반사 이익 볼 수 있으나, 신규 계약 체결 전까지 매출 미반영.

투자의견 HOLD, 목표주가 6만원으로 하향 조정: 2023년 Novavax CDMO 계약 연장 불확실성 및 스카이코비원 매출 제외하면서 SOTP 기반 목표주가 하향 조정. 2023년은 인플루엔자 백신, 대상포진 백신, 수두 백신 등으로 내수 및 수출 부문 매출 회복 기대하나, 코로나19 백신 매출 의존도가 높았던 2022년 대비 역성장 전망되면서 밸류에이션 디레이팅 예상. 향후 스카이코비원 추가 계약, 코로나19 백신 외에 신규 백신 CDMO 계약, Sanofi에 기술 이전한 폐렴구균 백신 스카이팩 임상 진전 등이 가시화될 경우 실적에 반영 예정.

SUMMARY OF FINANCIAL DATA

	2021	2022E	2023E	2024E
매출액 (십억원)	929	494	190	157
영업이익 (십억원)	474	149	23	-16
순이익 (십억원)	355	129	13	-10
EPS (adj) (원)	4,828	1,677	165	-130
EPS (adj) growth (%)	798.3	-65.3	-90.2	적전
EBITDA margin (%)	53.1	35.6	25.2	3.8
ROE (%)	38.1	7.7	0.7	-0.6
P/E (adj) (배)	46.6	43.8	468.9	n/a
P/B (배)	10.7	3.2	3.4	3.4
EV/EBITDA (배)	31.8	24.5	92.8	734.1
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: SK바이오사이언스, 삼성증권 추정

4Q22 실적 전망

(십억원)	4Q22E	3Q22	4Q21	Consensus	증감 (%)		
					QoQ	YoY	Consensus
매출액	177.1	91.1	450.9	211.5	94.5	(60.7)	(16.3)
영업이익	43.0	21.4	253.9	93.2	101.2	(83.1)	(53.9)
세전이익	42.4	23.2	251.6	81.6	82.9	(83.2)	(48.0)
순이익	33.9	20.8	184.0	70.8	63.2	(81.6)	(52.1)
이익률 (%)							
영업이익	24.3	23.5	56.3	44.0			
세전이익	23.9	25.5	55.8	38.6			
순이익	19.1	22.8	40.8	33.5			

자료: 삼성증권 추정

SK바이오사이언스 밸류에이션 (기준)

(십억원)	환산가치	12 Fwd EBITDA	EV/EBITDA (배)
영업가치 (A)*	2,483	206.9	12.0**
비영업가치 (B)	2,224		
CMO	668	CMO 2030년 Suite 25개 기준 가동률 50% 가정	
차세대 폐렴구균 백신	1,556	임상 성공 확률 60% 적용	
순현금 (C)	1,444		
합산가치 (A+B+C)	6,151		
보통주식 수 (D, 천주)	76,784		
적정주가 (원)	80,108		
목표주가 (원)	80,000		

참조: *, COVAX항 물량 부재 가정,

** 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: Bloomberg, 삼성증권 추정

SK바이오사이언스 밸류에이션 (신규)

(십억원)	환산가치	12 Fwd EBITDA	EV/EBITDA (배)
영업가치 (A)*	575	47.9	12.0**
비영업가치 (B)	2,328		
CMO	729	CMO 2030년 Suite 25개 기준 가동률 50% 가정	
차세대 폐렴구균 백신	1,599	임상 성공 확률 60% 적용	
순현금 (C)	1,482		
합산가치 (A+B+C)	4,385		
보통주식 수 (D, 천주)	76,784		
적정주가 (원)	57,112		
목표주가 (원)	60,000		

참조: *, COVAX항 물량 부재 가정,

** 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: Bloomberg, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	226	929	494	190	157
매출원가	130	359	233	91	92
매출총이익	95	570	260	99	64
(매출총이익률, %)	42.3	61.4	52.7	52.2	41.2
판매 및 일반관리비	58	96	111	77	81
영업이익	38	474	149	23	-16
(영업이익률, %)	16.7	51.0	30.2	11.9	-10.2
영업외손익	-0	-3	4	-7	3
금융수익	8	26	106	17	25
금융비용	10	32	99	24	22
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	2	2	-2	0	0
세전이익	37	471	154	16	-13
법인세	4	116	25	3	-3
(법인세율, %)	11.8	24.6	16.3	20.0	22.0
계속사업이익	33	355	129	13	-10
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	33	355	129	13	-10
(순이익률, %)	14.6	38.2	26.1	6.7	-6.4
지배주주순이익	33	355	129	13	-10
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	54	493	176	48	6
(EBITDA 이익률, %)	24.0	53.1	35.6	25.2	3.8
EPS (지배주주)	537	4,828	1,677	165	-130
EPS (연결기준)	537	4,828	1,677	165	-130
수정 EPS (원)*	537	4,828	1,677	165	-130

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동에서의 현금흐름	120	537	-130	134	76
당기순이익	33	355	129	13	-10
현금유출입이없는 비용 및 수익	25	149	47	26	16
유형자산 감가상각비	14	16	23	22	19
무형자산 상각비	3	3	4	3	3
기타	9	131	21	0	-6
영업활동 자산부채 변동	66	44	-196	96	64
투자활동에서의 현금흐름	-108	-1,422	128	-179	160
유형자산 증감	-10	-43	-66	0	0
장단기금융자산의 증감	-100	-1,381	145	-179	160
기타	2	1	49	-0	0
재무활동에서의 현금흐름	-2	958	-10	4	-51
차입금의 증가(감소)	1	-19	55	4	-51
자본금의 증가(감소)	-0	984	3	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	-2	-7	-69	0	-0
현금증감	11	73	-13	-41	186
기초현금	14	25	98	85	45
기말현금	25	98	85	45	231
Gross cash flow	58	505	176	38	6
Free cash flow	110	494	-196	134	76

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	1,830	1,901	1,871
현금 및 현금등가물	25	98	85	45	231
매출채권	30	38	64	72	74
재고자산	70	135	227	149	89
기타	208	1,567	1,454	1,636	1,477
비유동자산	228	272	311	286	264
투자자산	0	24	2	2	2
유형자산	181	210	255	233	214
무형자산	18	17	18	14	12
기타	29	21	37	37	37
자산총계	562	2,110	2,141	2,188	2,135
유동부채	181	460	372	405	361
매입채무	18	64	34	39	40
단기차입금	0	12	59	59	59
기타 유동부채	163	384	279	307	263
비유동부채	118	49	27	28	28
사채 및 장기차입금	102	36	0	0	0
기타 비유동부채	16	13	27	28	28
부채총계	298	509	399	433	390
지배주주지분	264	1,601	1,742	1,755	1,745
자본금	31	38	38	38	38
자본잉여금	181	1,157	1,160	1,160	1,160
이익잉여금	53	405	534	547	537
기타	-1	1	10	10	10
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	264	1,601	1,742	1,755	1,745
순부채	-90	-1,539	-1,348	-1,482	-1,558

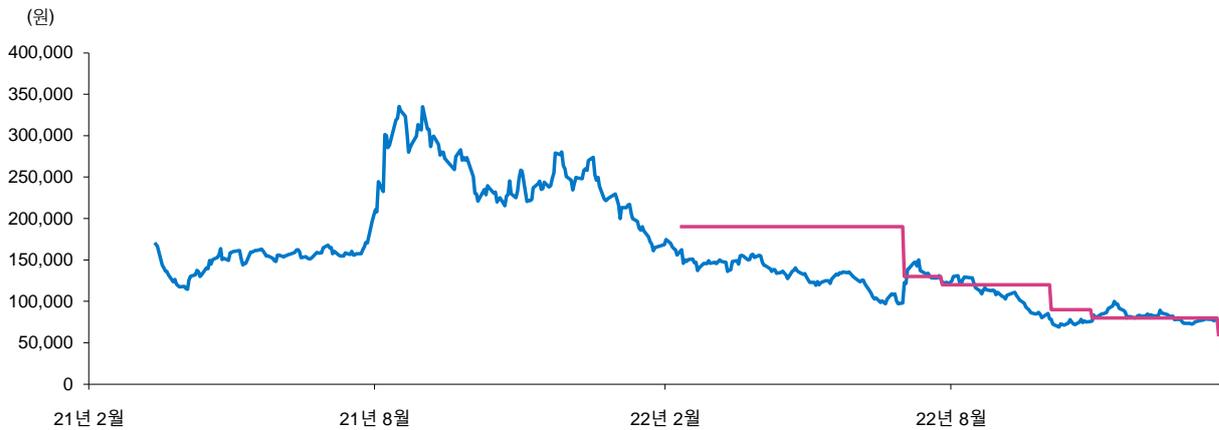
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2020	2021	2022E	2023E	2024E
증감률 (%)					
매출액	22.7	311.8	-46.9	-61.5	-17.6
영업이익	65.4	1,157.5	-68.5	-84.8	적전
순이익	124.1	979.8	-63.8	-90.2	적전
수정 EPS**	124.1	798.3	-65.3	-90.2	적전
주당지표					
EPS (지배주주)	537	4,828	1,677	165	-130
EPS (연결기준)	537	4,828	1,677	165	-130
수정 EPS**	537	4,828	1,677	165	-130
BPS	4,310	20,932	22,693	22,858	22,727
DPS (보통주)	0	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	n/a	46.6	43.8	468.9	n/a
P/B***	n/a	10.7	3.2	3.4	3.4
EV/EBITDA	-1.7-	31.8	24.5	92.8	734.1
비율					
ROE (%)	13.2	38.1	7.7	0.7	-0.6
ROA (%)	6.8	26.6	6.1	0.6	-0.5
ROIC (%)	16.6	376.1	58.7	5.4	-5.4
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	-77.4	-84.4	-89.3
이자보상배율 (배)	9.1	138.4	60.3	11.2	-9.3

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2023년 1월 19일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2023년 1월 19일 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	7/5	7/29	10/6	11/1	2023/1/20
투자의견	BUY	BUY	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD
TP (₩)	190000	130000	120000	90000	80000	60000
과리율 (평균)	-30.16	3.96	-9.82			
과리율 (최대/최소)	-17.37	15.38	-34.17			

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)

NEUTRAL(중립)

UNDERWEIGHT(비중축소)

향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상

향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상

향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2022.12.31

매수(80.6%)·중립(90.4%)·매도(0%)

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**
Powered by the S&P Global CSA