

SK바이오사이언스(302440)

종립(유지)

주가(9/7, 원)	71,800
시가총액(십억원)	5,513
발행주식수(백만)	77
52주 최고/최저가(원)	111,000/66,200
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	27,331
유동주식비율(%)	30.6
외국인지분율(%)	5.0
주요주주(%)	에스케이케미칼 외 2 인 68.2

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2021A	929	474	355	4,844	802.0	493	46.4	31.8	10.7	38.1	0.0
2022A	457	115	123	1,596	(67.0)	143	46.1	30.0	3.2	7.3	0.0
2023F	290	10	38	496	(68.9)	40	145.4	79.3	3.1	2.2	0.0
2024F	223	(26)	(20)	(267)	NM	13	NM	370.0	3.1	(1.2)	0.0
2025F	307	5	3	42	NM	56	1,716.7	83.0	NM	NM	0.0

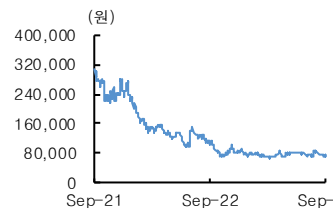
주: 순이익은 자본법적용 순이익

어차피 솔루션은 백신이다

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(14.6)	(0.6)	(30.3)
상대주가(%p)	(13.4)	(4.0)	(37.5)

주가추이



전세계 백신 접근성을 높이는 글로컬라이제이션: 지구 온난화는 곤충 매개성, 식품 매개성 감염병을 증가시킨다. 감염병에 대한 솔루션은 백신이기 때문에 전세계적으로 백신 개발 필요성과 의존도는 높아질 것이다. SK바이오사이언스는 글로컬라이제이션 전략을 통해 백신 생산 시설이 없는 국가에 백신 접근성을 높일 전망이다. 지역적으로는 아프리카와의 논의가 실현 가능성 있다. 다만 해당 국가에서 필요한 기초 백신 라인업은 많지 않아서 파트너십이나 도입을 통해 백신 제품 다각화가 필요한 상황이다. 한편 글로컬라이제이션이 성공적으로 자리 잡을 경우 일부 백신 생산을 아웃소싱해 원가절감을 위한 기지로 활용할 잠재력도 있다. 글로컬라이제이션은 단기 및 중장기 수익을 창출하는 사업이지만 아직 전세계적으로도 백신 글로컬라이제이션이 진행된 사례는 없기 때문에 영업 가치에 얼마만큼 기여할지 예측하기 어렵다. 올 하반기로 전망되는 계약 공시 규모와 구조에 따라 가치를 산정할 예정이다.

하반기 실적 개선으로 2023년 흑자 유지 가능: 노바백스로부터 수취한 약 1,500억원의 CMO 관련 매출이 3분기에 전액 인식될 전망이다. 이로써 부진했던 상반기 실적을 상쇄하고도 연간 흑자를 유지할 수 있게 됐다. 노바백스와의 계약에 따라 매출액은 노바백스 지분을 인수하는데 투자돼야 하지만 기보유 현금으로 투자 집행했기 때문에 매출 및 이익에 영향을 주지 않는다. 한편 3분기부터는 본격적으로 독감백신 스카이셀플루 매출이 발생하며 4분기 흑자 유지에 기여할 것이다.

폐렴구균백신 스카이팩 내년 1분기 임상 3상 진행 전망: 스카이팩 공동 개발사 사노피는 이미 임상 3상 진입 의사 결정을 내린 상태다. 내년 1분기 임상 3상을 진행할 전망이다. 이에 맞춰 SK바이오사이언스도 시설 투자(안동공장 cGMP 인증 준비 및 증설) 이사회를 준비하고 있다. 사실상 임상 3상 진입이 확실시됨에 따라 스카이팩 가치를 4조원으로 13.2% 상향한다. 기존 대비 승인 가능성(LOA)을 10%p 증가시킨 결과다. 하지만 스카이팩 가치와 12MF EBITDA 130억원으로는 상승 여력이 제한적이다. 모멘텀 플레이는 유효하다. 3분기 실적 발표 그리고 스카이팩 투자 확정 시 단기 업사이드를 기대할 수 있다. 펀더멘탈에 기반한 상승 여력을 기대하기 위해서는 하반기 글로컬라이제이션 계약 공시 그리고 EBITDA 상향 여부에 주목할 필요가 있다.

위해주, Ph.D.
hjwi@koreainvestment.com

[그림 3] SK바이오사이언스가 제시한 글로벌라이제이션 사업 모델



자료: SK바이오사이언스, 한국투자증권

<표 7> SK바이오사이언스 실적 전망

(단위: 십억원, %, %YoY)

	2023F				2024F				연간			
	1Q	2Q	3QF	4QF	1QF	2QF	3QF	4QF	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	21	26	191	53	30	46	80	67	457	290	223	307
매출액 증가율	(76.4)	(80.9)	109.2	(62.4)	47.1	73.8	(58.3)	26.7	(50.8)	(36.4)	(23.3)	37.6
기존 제품 등	20	26	41	53	30	46	80	67	12	122	223	268
C(D)MO	0	0	150	0	0	0	0	0	240	150	0	38
COVID-19 백신 외 (스카이코비원 포함)	0	0	0	0	0	0	0	0	205	17	0	0
영업이익	(29)	(35)	72	2	(18)	(9)	3	(1)	115	10	(26)	5
영업이익 증가율	NM	NM	239.0	(82.5)	NM	NM	(95.6)	NM	(75.7)	NM	NM	NM
영업이익률	NM	(131.6)	38.0	3.0	(60.0)	(20.0)	4.0	(2.0)	25.3	3.6	(11.5)	1.6
세전이익	(25)	(29)	73	(4)	(20)	(10)	4	6	142	15	(19)	10
당기순이익	(14)	(16)	72	(5)	(21)	(8)	3	5	123	38	(20)	3
증가율	NM	NM	246.4	NM	NM	NM	(95.9)	NM	(65.4)	NM	NM	NM

자료: SK바이오사이언스, 한국투자증권

<표 8> 스카이팩(21가 폐렴구균 백신 제품명) 가치 산출. 4조원

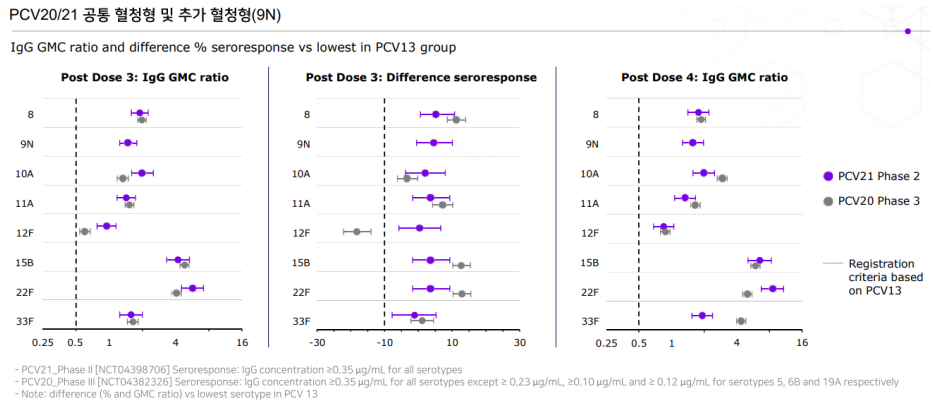
(단위: 백만달러, 십억원)

	2022	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F
폐렴구균 백신 시장 총규모 (백만달러)	6,866	7,847	8,292	8,659	8,971	9,142	9,322	9,508	9,772	10,044	10,324	10,612	10,908	11,213	11,774
개발단계 및 시장 점유율(%)		임상 3상		허가신청 승인/0.5%	3%	6%	8%	10%	12%	13%	14%	15%	15%		
스카이팩 매출액 추정(백만달러)					46	279	570	781	1,004	1,238	1,379	1,527	1,681	1,766	
SK 바이오사이언스 귀속 이익				25% 가정	11	70	143	195	251	310	345	382	420	442	
FCF					9	56	114	156	201	248	276	305	336	353	
FCF 원환산(1\$=1,200 원, 십억원)					11	67	137	188	241	297	331	367	404	424	
영구현금흐름 가치															8,650
가중평균자본비용(WACC)						6.8%									
영구성장률						1.8%									
현재가치					8	47	89	114	137	158	165	171	177	174	
영구현금흐름 현재가치					3,551										
총 현재가치					4,796										
승인 확률(LOA) 85%를 적용한 최종 현재가치(십억원)					4,076										

주: 2023년~2028년까지의 값은 Evaluate Pharma 추정치, 2029년~2036년까지의 값은 당사 추정치. WACC 6.8%, 영구성장률 1.8% 적용(단백접합폐렴구균 백신 2027F~2035F CAGR 1.8% 적용). 임상 3상 백신의 승인 확률 58.1%에 145% 프리미엄을 적용한 85% 적용. 프리미엄은 임상 2상 결과와 사노피의 임상 3상 진입 의사 결정을 바탕으로 부여함

자료: Evaluate Pharma, 한국투자증권

[그림 4] 스카이팩 임상 2상 결과 - 13가 백신과 동등하거나 우수한 면역원성 확인



자료: Sanofi, SK바이오사이언스, 한국투자증권

[그림 5] SK바이오사이언스 제품 및 파이프라인 현황

제품/기술	파트너	기초연구/전임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상	상업화
SKYCovione(코로나 19 백신)	CEPI, BILL & MELINDA GATES foundation					✓ 국내: 품목허가 획득 해외: MHRA/EMA/WHO EUL 획득
범용 코로나 백신 (Sarbecovirus)	CEPI, Protein Design	✓				
Nasal Spray	Protein Design, BILL & MELINDA GATES foundation, iav	✓				
차세대 폐렴구균백신	sanofi			✓ 미국		
RSV		✓				
재조합 대상포진		✓				
자궁경부암 백신 10가	Sunflower	✓				
Cancer/Obesity Vaccine, etc.		✓				
SKYCellfiu(4가 독감 백신)						✓
SKYZoster(대상포진 백신)						✓
SKYVaricella(수두 백신)						✓
장티푸스 접합백신	International Vaccine Institute, BILL & MELINDA GATES foundation					✓ 수출용 품목허가 획득
자궁경부암 백신 4가	Sunflower		✓ 임상 1/2 상			
로타바이러스 백신			✓			
A형 간염, 기타 등		✓				
그 외 기초 백신						파트너십 및 inorganic 투자를 통한 신규 기초 백신 확보 추진

자료: SK바이오사이언스, 한국투자증권

기업개요

SK바이오사이언스는 2018년 에스케이케미칼 주식회사의 VAX 사업 부문이 단순·물적 분할되어 설립된 신설법인이다. 2021년 3월 18일 유가증권 시장에 상장했다. 자체 개발 프리미엄 백신 스카이셀플루4가(독감), 스카이조스터(대상포진), 스카이바리셀라(수두)를 국내외로 판매하고 있다. 코로나19 백신 스카이코비원 외 주요 임상 개발 파이프라인은 사노피와 공동개발 중인 폐렴구균 백신이다. 동물세포, 인체유래세포, 곤충세포, 미생물 배양을 통한 백신 생산 및 공정 기술 플랫폼을 바탕으로 백신 CDMO 사업으로도 확장하고 있다. 중소득 및 저소득 국가의 백신 현지화를 위한 글로벌라이제이션과 mRNA 백신 플랫폼 도입을 위한 사업 및 연구개발도 진행 중이다.

손익계산서

(단위: 십억원)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	929	457	290	223	307
매출원가	359	217	140	103	135
매출총이익	570	240	151	120	171
판매관리비	96	124	140	146	166
영업이익	474	115	10	(26)	5
영업이익률(%)	51.0	25.3	3.6	(11.5)	1.6
EBITDA	493	143	40	13	56
EBITDA Margin(%)	53.1	31.2	13.9	5.6	18.2
영업외수익	(3)	27	5	7	5
금융수익	26	117	34	40	45
금융비용	32	85	28	33	39
기타영업외손익	2	(4)	(1)	(1)	(0)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	471	142	15	(19)	10
법인세비용	116	19	(23)	1	7
당기순이익	355	123	38	(20)	3
당기순이익률(%)	38.2	26.9	13.1	(9.0)	1.0
조정당기순이익	355	122	38	(20)	3
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	311.8	(50.8)	(36.4)	(23.3)	37.6
영업이익 증가율	1,157.5	(75.7)	(91.0)	NM	NM
당기순이익 증가율	976	(65)	(69)	(153)	(115)
EPS 증가율	802.0	(67.0)	(68.9)	NM	NM
EBITDA 증가율	808.9	(71.1)	(71.7)	(69.0)	345.3

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동현금흐름	537	(125)	1,176	(1,234)	308
당기순이익	355	123	38	(20)	3
유형자산감가상각비	16	24	28	36	48
무형자산상각비	3	4	2	2	3
자산부채변동	44	(209)	1,107	(1,250)	253
기타	119	(67)	1	(2)	1
투자활동현금흐름	(1,422)	266	(1,117)	1,097	(333)
유형자산투자	(43)	(73)	(159)	(228)	(280)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(1,377)	346	(12)	5	(7)
무형자산순증	(2)	(3)	4	1	(6)
기타	0	(4)	(950)	1,319	(40)
재무활동현금흐름	958	(20)	13	24	30
자본의증가	983	3	0	0	0
차입금의순증	(24)	(22)	23	24	30
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	(1)	(1)	(10)	0	0
기타현금흐름	0	(0)	0	0	0
현금의증가	73	121	71	(112)	6
FCF	497	(214)	973	(1,434)	11

주: 1. K-IFRS (별도) 기준

2. EPS, BPS는 각각 지분법이익이 반영된 조정당기순이익, 조정자본총계를 이용해 계산

재무상태표

(단위: 십억원)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
자산총계	2,110	2,142	3,382	1,931	2,230
유동자산	1,838	1,777	2,826	1,232	1,267
현금성자산	98	219	290	178	184
매출채권및기타채권	48	90	57	44	60
재고자산	135	187	290	111	92
비유동자산	272	365	555	698	963
투자자산	24	12	23	18	25
유형자산	210	264	396	587	818
무형자산	17	18	12	9	12
부채총계	509	400	1,611	181	476
유동부채	460	380	1,586	153	444
매입채무및기타채무	155	67	29	11	15
단기차입금및단기사채	12	46	55	66	79
유동성장기부채	50	50	60	70	84
비유동부채	49	20	25	27	32
사채	36	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	9	18	21	25	28
자본총계	1,601	1,742	1,771	1,750	1,754
자본금	38	38	38	38	38
자본잉여금	1,157	1,160	1,160	1,160	1,160
기타자본	1	10	0	0	0
이익잉여금	405	534	572	551	555
조정자본총계	1,601	1,742	1,780	1,759	NM
순차입금	(1,539)	(1,371)	(2,332)	(909)	(913)

주요 투자지표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	4,844	1,596	496	(267)	42
BPS	20,932	22,683	23,179	22,912	NM
DPS	0	0	0	0	0
수익성(%)					
ROA	26.6	5.8	1.4	(0.8)	0.2
ROE	38.1	7.3	2.2	(1.2)	NM
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	0.0	0.0	0.0	NM	0.0
안정성					
부채비율(x)	31.8	23.0	91.0	10.3	27.1
차입금/자본총계비율(%)	6.7	6.5	7.7	9.2	10.9
이자보상배율(x)	138.4	46.9	2.8	(5.9)	1.0
순차입금/EBITDA(x)	(3.1)	(9.6)	(58.3)	(69.9)	(16.3)
Valuation(x)					
PER	46.4	46.1	145.4	NM	1,716.7
최고	74.7	145.1	178.6	NM	2,109.5
최저	23.0	42.2	131.5	NM	1,552.4
PBR	10.7	3.2	3.1	3.1	NM
최고	17.3	10.2	3.8	3.9	NM
최저	5.3	3.0	2.8	2.8	NM
PSR	17.8	12.3	19.1	24.9	18.1
EV/EBITDA	31.8	30.0	79.3	370.0	83.0

■ Compliance notice

- 당사는 2023년 9월 8일 현재 SK바이오사이언스 증권의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 SK바이오사이언스 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.
- 당사는 SK바이오사이언스 발행주식의 유가증권(코스닥)시장 상장을 위한 대표 주관업무를 수행한 증권사입니다.

■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 추가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 추가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 추가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2023. 6. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
87.6%	12.4%	0%

* 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.