

제약·바이오/화장품

R.A.

이지원

송지원

02)6742-3584

02)739-5935

leejw9205@heungkuksec.co.kr

bd21312@heungkuksec.co.kr

(302440)

SK바이오사이언스

BUY(신규)

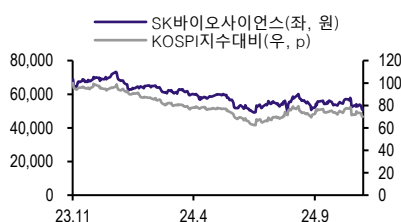
실적은 아쉽지만

목표주가		60,000원(신규)			
현재주가(11/08)	50,800원				
상승여력	18.1%				
시가총액	3,980십억원				
발행주식수	78,347천주				
52주 최고가 / 최저가	73,300 / 49,100원				
3개월 일평균거래대금	6십억원				
외국인 지분율	7.0%				
주요주주					
에스케이케미칼 (외 3인)	66.6%				
에스케이바이오사이언스주	1.1%				
리사주 (외 1인)					
박진웅 (외 1인)	0.0%				
주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월	
절대수익률	-5.9	-8.6	-15.2	-25.7	
상대수익률(KOSPI)	-4.6	-8.8	-8.5	-31.5	

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	457	370	191	204
영업이익	115	-12	-105	-80
EBITDA	142	23	-67	-39
지배주주순이익	122	22	-66	-46
EPS	1,595	290	-861	-600
순차입금	-127	-382	-324	-231
PER	46.1	247.9	-59.0	-84.6
PBR	3.2	3.2	2.4	2.5
EV/EBITDA	38.8	226.0	-54.4	-96.0
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	n/a	1.3	-4.0	-2.9
컨센서스 영업이익	115	-12	0	0
컨센서스 EPS	1,595	290	0	0

주가추이



SK바이오사이언스에 대한 투자 의견 BUY/목표주가 60,000원으로 커버리지를 개시한다. 올해 10월 1일 인수를 완료한 독일 CDMO IDT Biologika의 실적 턴어라운드가 2025년 예상되는 가운데 피인수기업의 글로벌 빅파마 트랙레코드를 기반으로 CDMO 사업의 중장기 성장성을 긍정적으로 본다. 또한 올해 하반기 개시될 'PCV21가' 글로벌 3상의 긍정적 성과를 기대하며 향후 정식 출시 이후 글로벌 블록버스터로 성장할 가능성이 높다고 본다.

독일 IDT Biologika와의 긍정적 시너지를 기대

SK바이오사이언스는 2024년 10월 1일 독일 소재 백신 CDMO기업인 IDT Biologika의 지분 인수 절차를 완료하고 2025년 실적 Turnaround를 목표로 향후 CDMO 사업에서 전략적 시너지를 창출할 것으로 기대된다. 구체적인 실적 목표로 IDT Biologika의 2025년 EBITDA를 680억원 수준의 가이던스를 제공하였고 향후 유휴 CAPA를 적극적으로 활용하여 가동률을 2배로 증가시키며 CGT CDMO 시장으로 매출 비중을 점차 늘려나갈 것으로 전망한다. 2024년 말까지 즉각 인력 구조조정을 통한 비용 절감과 효율적 재고관리, 공급망 개선 등 수익성 개선 작업들을 진행할 예정이다.

PCV21가 글로벌 3상 시작, 120억 달러 PCV 시장 정조준

글로벌 폐렴구균 단백질결합 백신(PCV) 시장규모는 2030년 120억달러 수준까지 확대될 것으로 전망되는데 SK바이오사이언스의 핵심 미래 먹거리로 판단하는 'PCV21가' 글로벌 임상 3상이 올해 하반기 본격 개시된다. 중간 결과는 2026년 발표 예정이며 2027년 FDA 승인 및 2028년 정식 출시를 목표로 하고 있다(사노피와 공동 개발, 매출/비용 각각 50% 부담). 소아용 PCV 시장에서 first-in-class로 평가되므로 성공적으로 출시된다면 중장기 실적 향상에 크게 기여할 것으로 판단한다(PCV 21가의 2028~30년 매출액 추정치: 400억~2,200억원).

SK바이오사이언스 투자 의견 BUY/TP 60,000원 제시

SK바이오사이언스에 대해 투자 의견 BUY와 목표주가 6만원을 제시한다. DCF 밸류에이션을 적용한 적정 사업가치는 3.73조원으로 추정하며 향후 실적 턴어라운드 여부가 추가 업사이드를 제공할 것으로 판단한다.

I. 이익전망 및 Valuation

SK바이오사이언스의 2024년 연결 매출액 1,910억원 (-48.3% yoy), 연결 영업이익 -1,050억원을 전망한다. 2025년 연결 매출액은 2,044억원 (+7.1% yoy), 연결 영업이익은 -797억원으로 전망하며 코로나19 수요 급감에 따른 영업적자는 당분간 불가피할 것으로 보인다. 2024년 10월 1일 독일의 IDT Biologika를 인수 완료함으로써 향후 두 기업 간 CDMO 사업 운영 및 전략 시너지를 기대해볼 수 있을 것으로 판단한다. IDT Biologika은 과거 코로나19 팬데믹 기간 대규모 생산 설비 투자를 통하여 CAPA를 확대하였으나 팬데믹 종료 이후 수익 감소로 2023년 147억원 수준의 영업적자를 기록하였다. SK바이오사이언스는 IDT Biologika의 인수를 통하여 FDA, EMA 등 10여개 이상의 핵심 의약품 규제기관으로부터 인정받고 100년 이상의 기업역사와 더불어 다수의 글로벌 제약사들과 쌓아온 피인수기업의 탄탄한 트랙레코드를 확보하고자 한다. 또한 강도 높은 구조조정을 통하여 2025년 IDT Biologika의 실적 턴어라운드를 목표로 하고 있다.

우리는 SK바이오사이언스의 영업적자는 단기간에 해소되기 어려울 것으로 보지만 CDMO 사업에 대한 전략적 투자와 2028년 정식 출시를 목표로 하고 있는 블록버스터급 파이프라인(PCV21가)의 매출액 증대가 장기 기업가치 향상에 긍정적으로 작용할 것으로 판단한다. 2030년까지 120억달러 규모로 성장할 것으로 예측되는 PCV(폐렴구균 단백결합 백신)시장에서 소아용 PCV가 80%를 차지하므로 성공적인 출시만 보장된다면 관련 first-in-class으로 평가되는 PCV21가의 블록버스터 성장성은 높다고 판단한다. PCV21가는 2026년 임상 3상 중간 결과를 발표하고 27년 FDA 승인 및 2028년 정식 출시를 목표로 하고 있다. 우리는 PCV21가의 2028~30년 매출액 규모를 400억~2,200억 수준으로 추정하였다.

SK바이오사이언스에 대한 투자 의견 BUY, 목표주가 60,000원으로 커버리지를 개시한다. SK바이오사이언스의 적정 사업 가치는 DCF 밸류에이션 모델을 적용한 결과 3.73조원으로 추정하였고 목표주가는 SOTP 밸류에이션을 적용하여 산정하였다. 단기 실적 턴어라운드는 기대하기 힘들겠지만 적자 규모 대폭 축소, 피인수기업의 흑자전환, 신규 파이프라인 제시 등이 향후 추가적인 업사이드를 제공하게 될 것으로 판단한다.

표 1 SK바이오사이언스 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
연결 매출액	457	370	191	204	222	236	303	417	559	823	996
기존제품(백신 포함)	28	146	161	173	189	202	227	256	292	321	360
Covid19	420	205	10	9	9	8	8	9	10	11	11
신규 PCV21가							40	120	220	450	580
유통 및 기타	9	19	20	22	24	26	29	32	37	41	46
연결 매출액 YoY	-51%	-19%	-48%	7%	9%	6%	29%	38%	34%	47%	21%
연결 영업이익	115	-12	-105	-80	-47	-19	9	63	140	210	279
영업이익률	25%	-3%	-55%	-39%	-21%	-8%	3%	15%	25%	26%	28%

자료: 흥국증권 리서치센터

그림 1 독일 IDT Biologika 2025년 실적 turnaround 목표

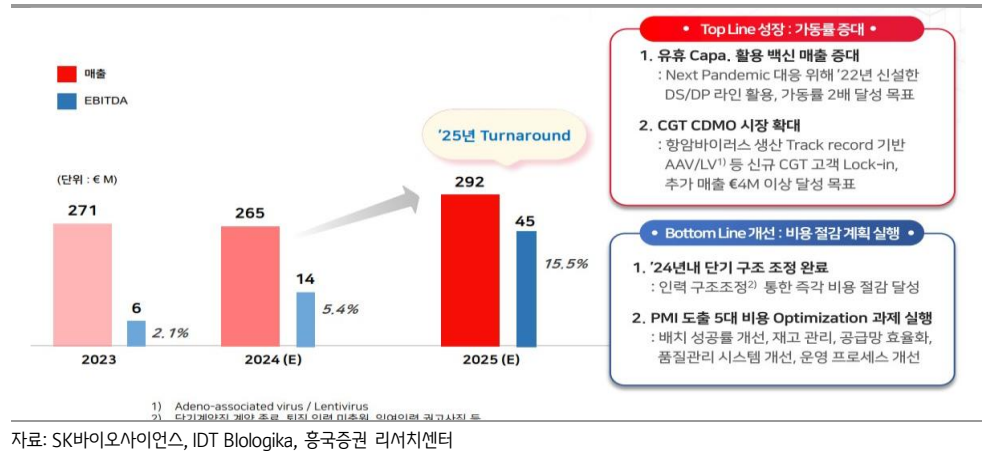


그림 2 SK바이오사이언스와 IDT Biologika의 시너지 극대화 전략



그림 3 SK바이오사이언스 매출액 추이 및 전망

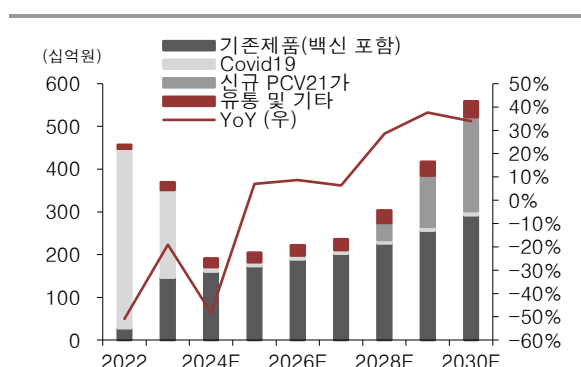


그림 4 잠재적 블록버스터 PCV21가 매출액 추정

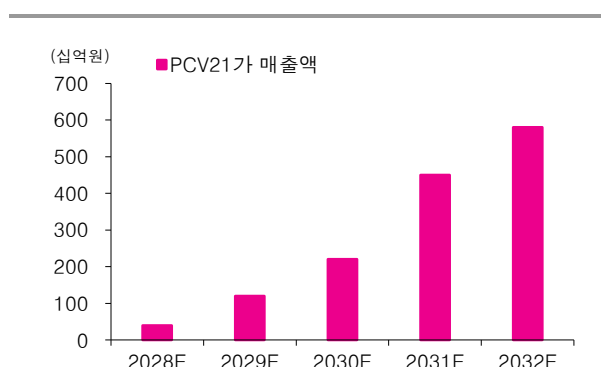
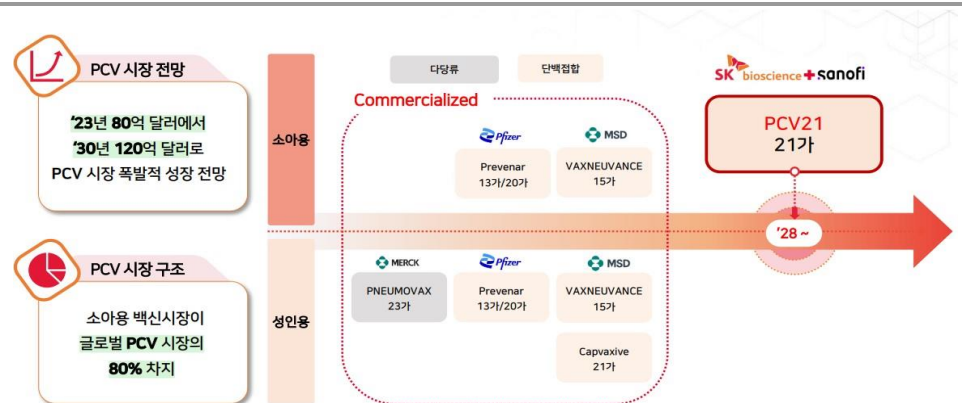
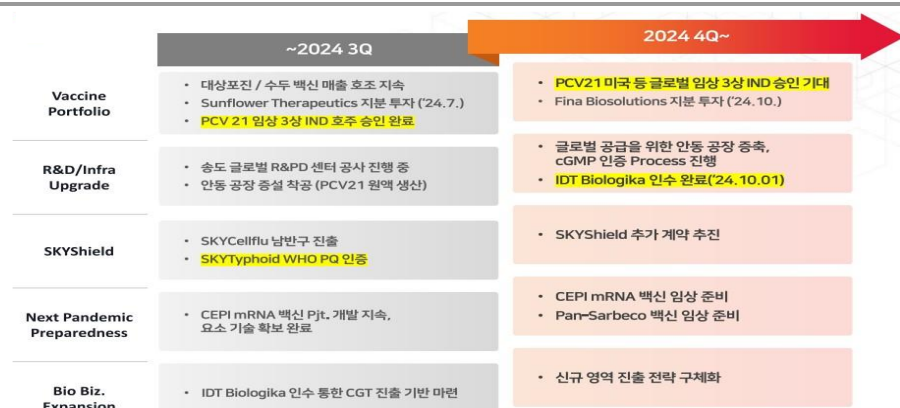


그림 5 SK바이오사이언스의 신규 PCV21가(2028년 출시 예상)



자료: SK바이오사이언스, 흥국증권 리서치센터

그림 6 SK바이오사이언스 3.0 Progress & Plan



자료: SK바이오사이언스, 흥국증권 리서치센터

표 2 SK바이오사이언스 사업 가치 산정

(단위: 십억원)

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
NOPLAT	-81	-61	-36	-15	7	48	108	162	215
(+) D&A	41	42	43	50	57	67	77	90	104
(-) Capex	60	50	50	70	80	80	70	70	60
(-) Change in working capital	205	145	138	131	124	118	112	107	101
Free cash flows (FCF)	-305	-214	-181	-166	-140	-83	3	75	158
Discounted FCF	-285	-187	-147	-126	-99	-55	2	43	84
PV of FCF	-769								
PV of terminal value	4,502								
Enterprise value	3,733								

자료: 흥국증권 리서치센터

표 3 SK바이오사이언스 목표주가 산정 SOTP Valuation

	비고
SK바이오사이언스 value (A)	3,733
Non-core assets	
(-) Net debt (B)	-825 FY24E 순부채
(-) Preferred shares (C)	0
Fair value of equity (A-B-C)	4,558
No. of total shares (m)	76.8
NAV/Share (W)	59,331
목표주가 (원)	60,000
현재주가 (원)	50,800
상승여력	18.1%

자료: 흥국증권 리서치센터

II. 기업개요

SK바이오사이언스는 백신 R&D와 생산 및 허가, 유통 전 과정을 소화하는 글로벌 백신 전문기업이다.

2018년 7월, SK케미칼이 VAX사업부문을 물적분할하며 설립되었다. 자체 연구개발과 해외 위탁 개발·생산을 비롯해 글로벌 바이오사 및 연구기관들과 현지JV를 설립, 공동개발하는 방식으로 다양한 글로벌 백신 포트폴리오를 구축하고 있다. 3·4가 독감(스카이셀플루), 대상포진(스카이조스터), 장티푸스(스카이라이프), 수두(스카이바리셀라) 등 현재까지 총 7종의 세균·바이러스 백신을 상용화하였으며, 약 12종의 백신이 R&D 및 임상 진행되고 있다. 2021년에는 자체 개발의 COVID-19 백신 ‘스카이코비원(GBP510)’을 상업화하며 국내에선 첫 코로나백신 개발에 성공하였다. 경북 안동에 백신 생산시설 ‘LHOUSE’를 통해 즉각적인 제품 대량공급이 가능하다.

표 4 SK바이오사이언스의 연혁

연도	내용
2018	SK케미칼에서 백신사업부문 분할, SK바이오사이언스 설립 수두백신 ‘스카이바리셀라’ 출시
2020	COVID-19 백신 CMO(Astrazeneca), CDMO(Novavax) 계약 체결 경북 안동 백신 생산공장 LHOUSE 증설 및 부지 추가매입
2021	SK케미칼로부터 코스피 분할상장 COVID-19 백신 ‘NVX-CoV2373’ 기술이전 및 국내공급(Novavax, 질병관리청) COVID-19 백신 후보물질 ‘GBP510’ 임상 3상 승인
2022	COVID-19 백신 ‘GBP510’ 정부 선구매 계약, ‘GBP510’ 부스터샷 임상 3상 승인
2023	2세대 에볼라 백신 공동개발 협약(힐레만 연구소) 에볼라 백신 CMO 계약 체결(MSD)
2024	미국 바이오기업 ‘선플라워’에 2백만 달러규모 조건부 지분인수 계약 21가 폐렴구균 백신(사노피 파스퇴르 공동개발) 미국 임상 3상 승인 독일 백신 CDMO기업 ‘IDT Biologika’ 인수

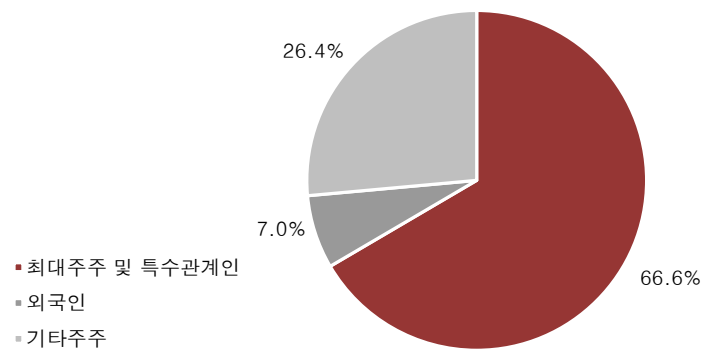
자료: SK바이오사이언스, 흥국증권 리서치센터

Ⅲ. 지배구조 및 종속기업

SK바이오사이언스의 최대주주는 SK케미칼로 66.6%의 지분을 보유하고 있다.

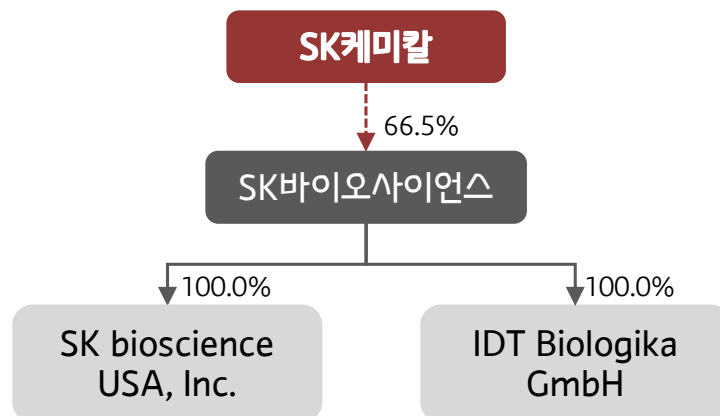
2018년 물적분할 당시, SK케미칼은 SK바이오사이언스의 지분 100%를 보유하게 되면서 완전 자회사로 출범시켰다. 2021년 SK바이오사이언스가 SK케미칼로부터 분할 상장되며 모회사 지분은 67.8%로 줄었으나, 여전히 높은 수준의 지배력을 지니고 있다.

그림 7 SK바이오사이언스의 주주구성 현황



주: 2024년 11월 8일 기준
 자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

그림 8 SK바이오사이언스 지배구조



주: 2024년 반기보고서 기준
 자료: 전자공시시스템, 흥국증권 리서치센터

SK바이오사이언스(302440) 요약 재무제표

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	457	370	191	204	222
증가율 (Y-Y,%)	적지	(19.1)	(48.3)	7.1	8.6
영업이익	115	(12)	(105)	(80)	(47)
증가율 (Y-Y,%)	적지	적전	적지	적지	적지
EBITDA	142	23	(67)	(39)	(5)
영업외손익	27	19	19	20	19
순이자수익	2	12	8	14	13
외화관련손익	17	13	3	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	142	7	(86)	(60)	(27)
당기순이익	122	22	(66)	(46)	(21)
지배기업당기순이익	122	22	(66)	(46)	(21)
증가율 (Y-Y,%)	적지	(81.8)	적전	적지	적지
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	(23.5)	(15.6)
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익률(%)	25.2	(3.2)	(55.0)	(39.0)	(21.0)
EBITDA마진(%)	31.1	6.2	(35.2)	(19.1)	(2.2)
순이익률 (%)	26.8	6.0	(34.6)	(22.6)	(9.4)
NOPLAT	99	(9)	(76)	(58)	(34)
(+) Dep	27	35	38	41	42
(-) 운전자본투자	1,259	(406)	(138)	30	32
(-) Capex	73	43	111	43	43
OpFCF	(1,206)	389	(11)	(90)	(67)

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	1,784	1,383	1,300	1,344	1,412
현금성자산	240	403	467	476	506
매출채권	90	22	12	12	13
재고자산	187	81	42	45	48
비유동자산	358	469	599	616	632
투자자산	76	151	202	211	219
유형자산	264	296	376	384	390
무형자산	18	22	21	22	22
자산총계	2,142	1,852	1,899	1,960	2,044
유동부채	380	136	119	107	95
매입채무	68	50	32	34	36
유동성이자부채	96	8	1	(17)	(34)
비유동부채	20	13	143	262	378
비유동이자부채	18	12	142	261	377
부채총계	400	149	262	368	473
자본금	38	38	38	38	38
자본잉여금	1,160	1,160	1,160	1,160	1,160
이익잉여금	533	549	483	437	416
자본조정	10	(44)	(44)	(44)	(44)
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	1,742	1,704	1,638	1,592	1,571
투하자본	1,613	1,279	1,210	1,253	1,296
순차입금	(127)	(382)	(324)	(231)	(163)
ROA	n/a	1.1	(3.5)	(2.4)	(1.0)
ROE	n/a	1.3	(4.0)	(2.9)	(1.3)
ROIC	n/a	(0.6)	(6.1)	(4.7)	(2.7)

주요투자지표

(단위:십억원, 원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Per share Data					
EPS	1,595	290	(861)	(600)	(273)
BPS	22,683	22,178	21,317	20,716	20,444
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	46.1	247.9	(59.0)	(84.6)	(186.4)
PBR	3.2	3.2	2.4	2.5	2.5
EV/ EBITDA	38.8	226.0	(54.4)	(96.0)	(767.1)
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PCR	30.4	85.0	n/a	n/a	188.2
PSR	12.4	15.0	20.4	19.1	17.6
재무건전성 (%)					
부채비율	23.0	8.7	16.0	23.2	30.1
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	469.3	1,019.7	1,091.4	1,260.5	1,481.1
이자보상배율	n/a	1.0	12.4	5.8	3.5
이자비용/매출액	0.5	0.4	0.6	0.9	1.2
자산구조					
투하자본(%)	83.6	69.8	64.4	64.6	64.1
현금+투자자산(%)	16.4	30.2	35.6	35.4	35.9
자본구조					
차입금(%)	6.1	1.2	8.0	13.3	17.9
자기자본(%)	93.9	98.8	92.0	86.7	82.1

주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금	(125)	29	(70)	(36)	(11)
당기순이익	122	22	(66)	(46)	(21)
자산상각비	27	35	38	41	42
운전자본증감	(208)	(18)	64	(30)	(32)
매출채권감소(증가)	(5)	27	22	(1)	(1)
재고자산감소(증가)	(96)	53	65	(3)	(4)
매입채무증가(감소)	(53)	(8)	(3)	2	2
투자현금	273	(45)	124	(64)	(65)
단기투자자산감소	337	119	232	(7)	(7)
장기투자증권감소	16	0	10	(4)	(4)
설비투자	(73)	(43)	(111)	(43)	(43)
유무형자산감소	(3)	(7)	(3)	(6)	(6)
재무현금	(20)	(90)	116	101	99
차입금증가	(22)	(95)	116	101	99
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	127	(98)	173	2	23
총현금흐름(Gross CF)	186	65	(136)	(5)	21
(-) 운전자본증가(감소)	1,259	(406)	(138)	30	32
(-) 설비투자	73	43	111	43	43
(+) 자산매각	(3)	(7)	(3)	(6)	(6)
Free Cash Flow	(1,150)	421	(305)	(214)	(181)
(-) 기타투자	(16)	0	(10)	4	4
잉여현금	(1,134)	421	(101)	(89)	(65)