

Initiation

SK바이오 사이언스 (302440)

이희영 heeyounglee@daishin.com

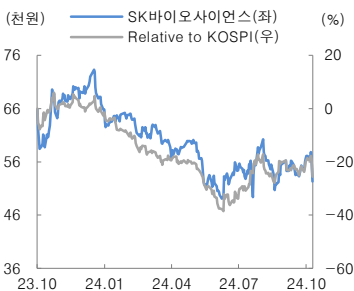
투자의견 **Marketperform**
시장수익률, 신규

6개월 **56,000**
목표주가
신규

현재주가 **52,300**
(24.10.25)
제약업종

KOSPI	2,583.27
시가총액	4,098십억원
시가총액비중	0.19%
자본금(보통주)	39십억원
52주 최고/최저	73,300원 / 49,100원
120일 평균거래대금	74억원
외국인지분율	6.92%
주요주주	에스케이케미칼 외 2 인 66.56%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.4	-1.9	-9.0	-14.4
상대수익률	-3.9	3.0	-7.4	-21.7



차근차근 나아가는 중

- 투자 의견 Marketperform, 목표주가 56,000원으로 커버리지 개시
- 독일 백신 CDMO IDT Biologika 인수로 기대되는 시너지 효과
- 차세대 PCV21 백신 글로벌 블록버스터 가능성 유효

투자 의견 시장수익률, 목표주가 56,000원 제시

동사의 실적은 PCV21 연구개발비 및 설비 투자 증가로 적자가 지속, 핵심 파이프라인 PCV21 백신이 3상에 진입한 점은 긍정적이나, 중간 결과는 2026년에 확인 가능. 따라서 투자 의견 Marketperform으로 제시

다만 2025년에는 IDT Biologika의 경영 정상화 및 사업적 시너지에 따라 추가적인 업사이드가 가능할 것으로 기대되어 커버리지를 개시함

목표주가는 SOTP 방식으로 산출, 영업가치는 DCF(현금흐름할인) 밸류에이션 방식을 적용하여 2.7조원 추정 (연구성장률 2.0%, WACC 7.6%). 총 기업가치는 보유지분 가치(IDT Biologika 포함)을 포함해 4.3조원으로 산정

IDT Biologika 인수로 기대되는 시너지 효과

동사는 올해 하반기 독일의 백신 CDMO 기업 IDT Biologika를 인수하였으며 이에 따른 시너지가 기대됨, IDT Biologika는 100년이 넘는 업력과 빅파마 15개사의 위탁생산 Track Record를 보유. 해당 인수로 1) 다수의 빅파마와 네트워크 보유, 2) 독일 및 미국 공장을 확보하여, 지역 다각화에 따른 공급 안정성 증대, 2) CGT(세포유전자 치료제) 생산 시설 및 전문 인력 확보로 추가 수주 경쟁력 및 신사업 시너지가 기대됨

PCV21(GBP510) 글로벌 블록버스터 가능성 유효

동사는 사노피와 PCV21(GBP510, 21가 폐렴구균백신)을 공동 개발 중이며, 2024년 6월 호주에서 임상 3상 IND 승인을 획득, 연내 환자 투약을 시작할 예정. 폐렴구균 백신 시장 규모는 2024년 기준 10조원에 달하며, 2030년까지 14조원까지 확대될 전망. 2026년 중간 결과 긍정적일 경우 출시 후 블록버스터 가능성 유효

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	457	370	184	201	229
영업이익	115	-12	-98	-69	-39
세전순이익	142	7	-88	-59	-29
총당기순이익	122	22	-62	-41	-26
지배지분순이익	122	22	0	0	0
EPS	1,596	291	0	0	0
PER	46.0	247.7	#DN/OI	#DM/OI	#DM/OI
BPS	22,703	22,190	22,079	21,757	21,757
PBR	3.2	3.2	2.4	2.4	2.4
ROE	7.3	1.3	0.0	0.0	0.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: SK바이오사이언스, 대신증권 Research Center

1. 투자의견 및 밸류에이션

투자의견 시장수익률, 목표주가 56,000 원으로 커버리지 개시

동사에 대한 투자의견은 다음과 같은 이유로 Marketperform으로 제시한다.

1) 코로나19 팬데믹 이후 매출 하락, 연구개발비 및 설비 투자 증가로 적자 지속, 2) 핵심 파이프라인 PCV21 백신이 3상에 진입한 점은 긍정적이나, 중간 결과는 2026년에 확인 가능할 것으로 예상, 단기 R&D 모멘텀 부재로 부진한 주가 흐름이 지속되고 있다.

다만 2025년에는 하반기에 인수한 IDT Biologika의 경영 정상화 및 사업적 시너지에 따라 추가적인 업사이드가 기대되어 커버리지를 개시한다.

목표주가는 SOTP 방식으로 산출했다. 영업가치는 DCF(현금흐름할인) 밸류에이션 방식을 적용하여 2.7조원(연구성장률 2.0%, WACC 7.6%)으로 추정한다. 예상 매출은 글로벌 블록버스터가 기대되는 PCV21이 출시되는 2028년부터 본격적으로 상승할 것으로 추정하였으며, 사노피와 공동개발에 따라 PCV21 총 매출의 50%를 반영하였다. 총 기업가치는 보유지분 가치(IDT Biologika 포함)을 포함해 4.3조원으로 산정했다.

표 29. SK 바이오사이언스 목표주가 산출

(단위: 십억원)

	가치	비고
SK 바이오사이언스 영업가치 (A)	2,689	DCF 밸류에이션으로 산출
NPV of FCFF	1,049	
NPV of TV	1,640	
비영업가치 (B)	447	장부가액 기준 (IDT 취득가액 포함)
순차입금 (C)	(1,184)	
기업가치 (A+B-C)	4,319	
보통주 총 주식수 (천주)	76,828	유통주식수
적정 주가 (원)	56,222	
목표주가 (원)	56,000	
현재주가 (원)	52,300	
상승여력	7%	

자료: 대신증권 Research Center

표 30. SK 바이오사이언스 영업가치 추정

(단위: 십억원)

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
매출액 (별도)	183.7	200.8	229.0	270.5	342.3	436.7	584.8	792.9	950.1	1051.2
yoy (%)	-50.3%	9.3%	14.0%	18.1%	26.6%	27.6%	33.9%	35.6%	19.8%	10.6%
차세대 PCV 21 가 백신 매출					44.8	115.4	237.8	428.6	567.6	649.5
시장점유율 가정(%)					0.8%	2.0%	4.0%	7.0%	9.0%	10.0%
매출 비중(%)					13.1%	26.4%	40.7%	54.0%	59.7%	61.8%
영업이익	-98.4	-69.2	-39.2	-12.9	7.3	53.0	118.0	203.3	279.5	326.5
OPM (%)	-53.6%	-34.4%	-17.1%	-4.8%	2.1%	12.1%	20.2%	25.6%	29.4%	31.1%
Tax	-29.5	-20.7	-3.9	-0.6	1.1	10.6	23.6	40.7	55.9	65.3
NOPLAT	-68.9	-48.4	-35.3	-12.3	6.2	42.4	94.4	162.7	223.6	261.2
(+) 감가상각비	40.0	44.8	47.8	48.0	48.2	47.1	46.1	45.3	45.8	46.3
(+) -CAPEX 증가	3.7	3.1	2.6	2.2	1.8	1.5	1.3	1.0	0.9	0.7
(+) -운전자본 증가	-235.5	-181.8	-178.7	-168.7	-161.5	-146.5	-141.6	-139.0	-139.2	-130.9
FCFF	-264.4	-185.4	-166.1	-132.9	-107.2	-57.0	-1.1	68.9	130.2	176.6
PV Factor	1.0	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5
WACC	7.6%									
연구성장률 (g)	2.0%									
NPV of FCFF	1,049									
NPV of TV	1,640									
적정 영업가치	2,689									

자료: 대신증권 Research Center

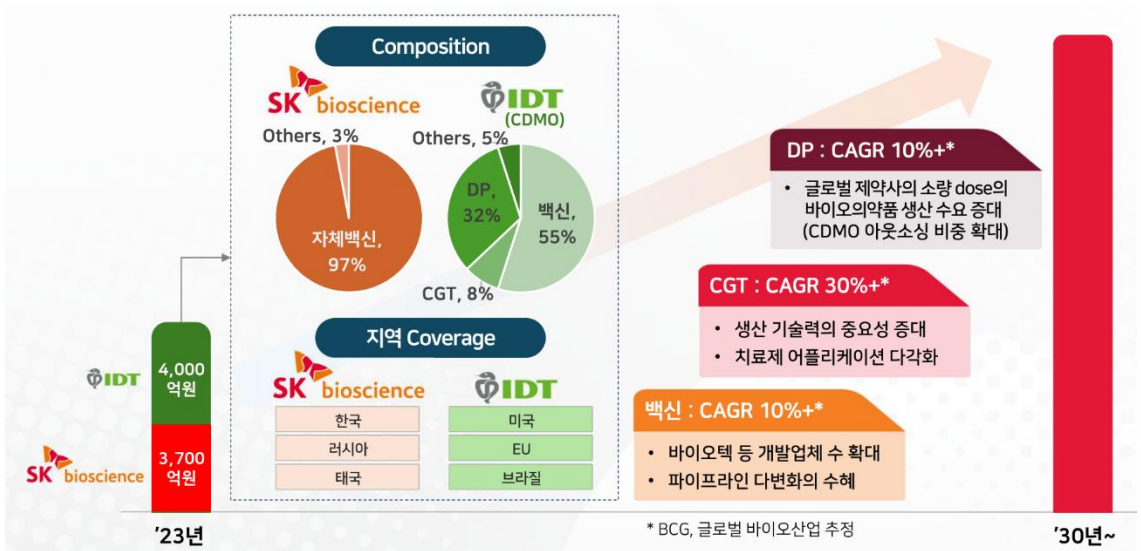
IDT Biologika 인수로 기대되는 시너지 효과

동사는 2024년 6월 독일의 백신 CDMO 기업 IDT Biologika 지분 60%를 인수하는 계획을 발표하였으며, 24년 10월 인수 절차가 완료되었다. IDT Biologika는 1921년 설립된 독일 백신 CDMO 기업으로, 오래된 업력으로 경쟁력 있는 전문 인력을 보유하고 있으며, 빅파마 15개사의 위탁생산 Track Record를 확보한 우량 기업이다.

2021년~2022년 대규모 CAPEX 투자로 생산 능력을 확대하였으나, 코로나19 팬데믹 이후 수익 감소로 2023년 적자 전환하였다. SK바이오사이언스는 2025년 다음과 같은 방법으로 IDT Biologika의 경영 정상화에 주력할 예정이며, 2025년 연간 EBITDA 4,500만 유로(약 675억원)을 목표로 제시했다. 1) 인력 구조 조정, 2) 재고관리, 공정 개선 및 공급망 효율화를 실행하여 비용 절감, 3) 수주 활동 확대로 공장 가동률 증가에 따른 수익성 개선 효과를 목표로 한다.

동사는 IDT Biologika 인수로 1) 다수의 빅파마와 네트워크 보유, 2) 독일 및 미국 공장을 확보하여, 지역 다각화에 따른 공급 안정성 증대, 2) CGT(세포유전자 치료제) 생산 시설 및 전문 인력 확보로 추가 수주 경쟁력 및 신사업 시너지가 기대된다.

그림 75. SK 바이오사이언스와 IDT Biologika 매출 구성 현황



자료: SK바이오사이언스, 대신증권 Research Center

글로벌 폐렴구균 백신 시장 규모 10조원 전망

동사의 핵심 파이프라인은 사노피와 공동개발하는 PCV21(21가 폐렴구균백신)이다. 폐렴구균 백신 시장 규모는 2023년 기준 10조원에 달하는 거대한 시장이며, 2030년까지 14조원까지 확대될 전망이다. 현재는 화이자의 Prevnar13(13가 PCV 백신)가 시장 점유율을 80% 이상 차지하고 있다. PCV 백신은 소아기에 접종할 경우 효과 및 경제성 측면에서 우수하여, PCV 백신 시장의 80%는 소아용 시장이 점유하고 있다. GBP510은 소아용 백신으로 개발중이며, 출시 후 넓은 혈청형 커버리지를 바탕으로 시장 침투가 가능할 것으로 기대된다.

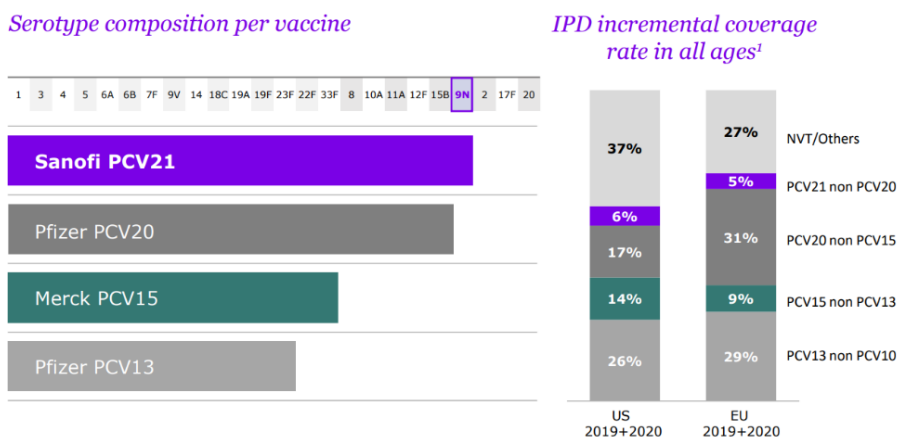
폐렴구균은 여러가지 혈청형으로 나뉘는데, 현재까지 밝혀진 혈청형은 약 100여개에 이른다. 각 혈청형은 고유한 항원을 가지고 있어, 특정 혈청형에 대한 백신이 다른 혈청형에 대한 보호 효과가 없기 때문에, 기존 백신에 혈청형을 추가한 PCV 백신이 개발되고 있다. 따라서 혈청형 커버리지 비율과 임상에서 혈청형별 면역 반응 결과에 따라 시장에서 경쟁력이 결정될 것으로 보인다.

글로벌 블록버스터로 가능성은 충분

동사와 사노피가 공동개발 중인 GBP510은 20가에 9N 혈청형을 추가한 형태로, 9N은 폐렴구균 감염 환자의 5-7%를 커버하는 혈청형이다. 사노피는 임상 2상에서 GBP510이 Prevnar13 대비 유사한 안전성, Prevnar13, Prevnar20와 비교하여 대부분의 혈청형에서 우수한 면역원성을 보이며, 긍정적인 결과를 보였다고 발표했다.

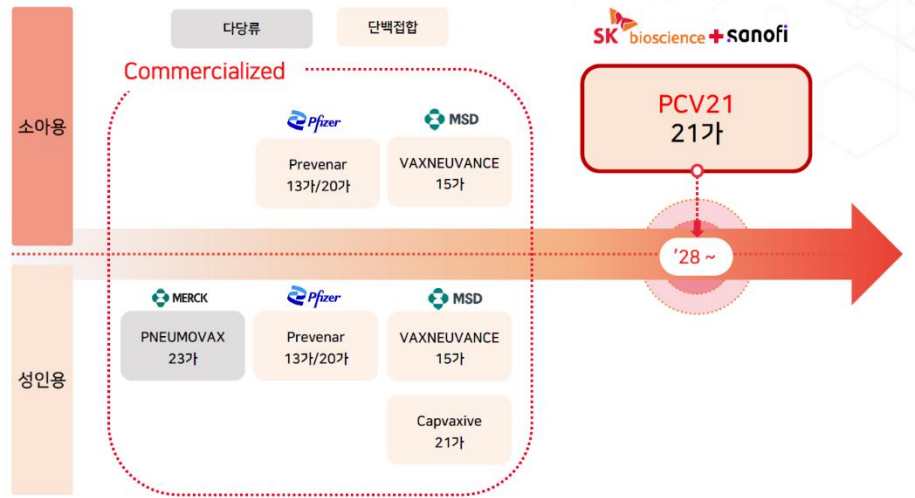
사노피는 2023년 6월 GBP510의 임상 2상을 완료하였고, 2024년 6월 호주에서 임상 3상 IND 승인을 받았다. 해당 글로벌 임상 3상은 생후 6주~만 17세의 건강한 영유아, 어린이 및 청소년 8,000명을 대상으로 최대 4회 접종 후 면역원성과 안전성을 평가할 예정이다. 해당 임상 3상 중간 결과는 2026년 발표가 예상되며, 2027년 FDA 승인 및 2028년 출시를 목표로 하고 있다. 사노피와 공동개발 계약 구조는 매출 및 비용에 대해 50%씩 부담하도록 되어있으며, 출시가 예상되는 2028년부터 동사의 실적에 기여할 것으로 전망한다.

그림 76. PCV21(GBP510) 혈청형 커버리지



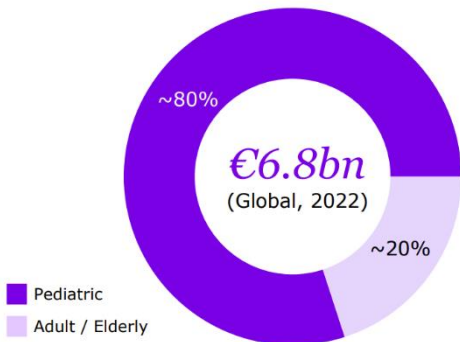
자료: Sanofi, 대신증권 Research Center

그림 77. PCV 백신 시장에서 PCV21(GBP510) 포지셔닝



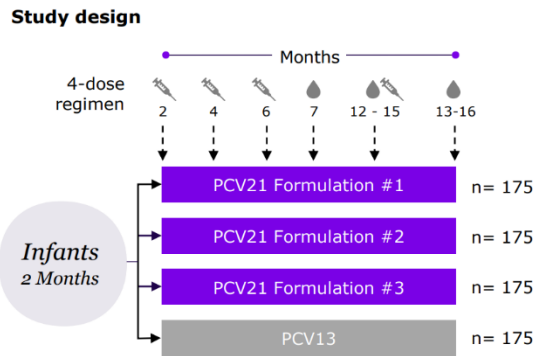
자료: SK바이오사이언스, 대신증권 Research Center

그림 78. PCV 백신 시장의 80%는 소아 시장이 차지



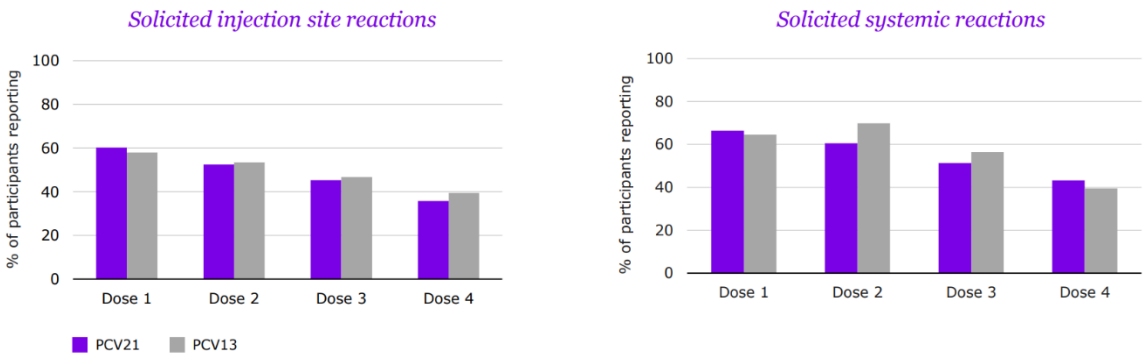
자료: Sanofi, 대신증권 Research Center

그림 79. PCV21(GBP510) 임상 2 상 디자인



자료: Sanofi, 대신증권 Research Center

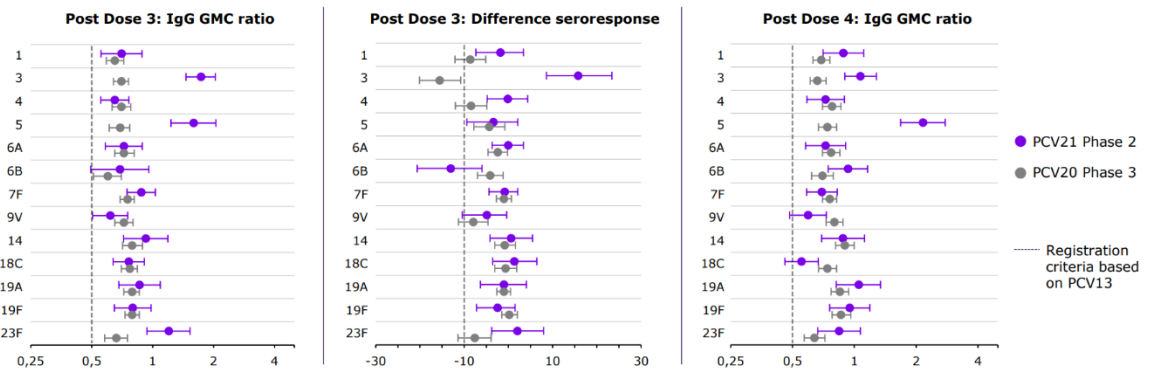
그림 80. PCV13 vs PCV21(GBP510) 임상 2 상 안전성 결과



자료: Sanofi, 대신증권 Research Center

그림 81. PCV13 vs PCV20 vs PCV21(GBP510) 공통 혈청형에 대한 임상 2상 면역원성 결과

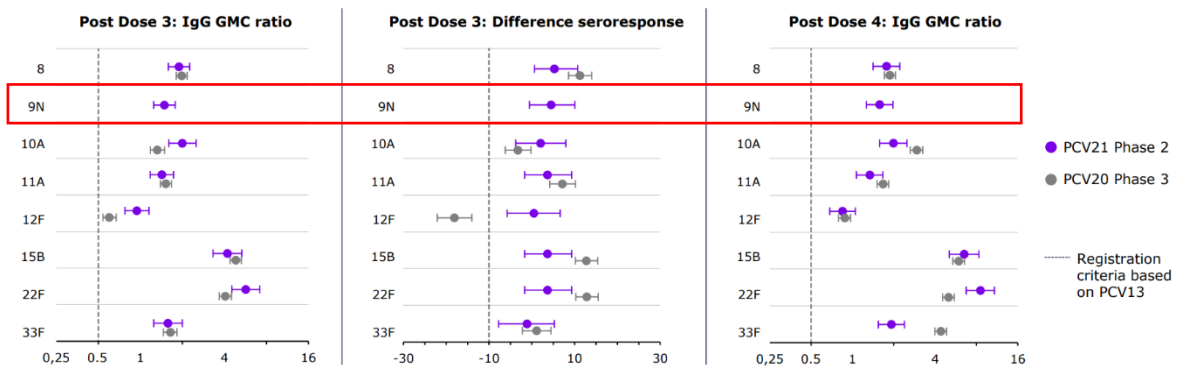
IgG GMC ratio and difference % seroresponse vs PCV13



자료: Sanofi, 대신증권 Research Center

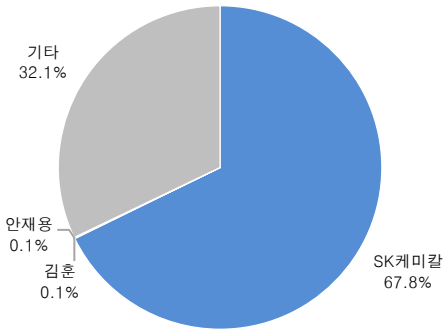
그림 82. PCV20 vs PCV21(GBP510) 공통 및 N9 혈청형에 대한 임상 2상 면역원성 결과

IgG GMC ratio and difference % seroresponse vs lowest in PCV13 group



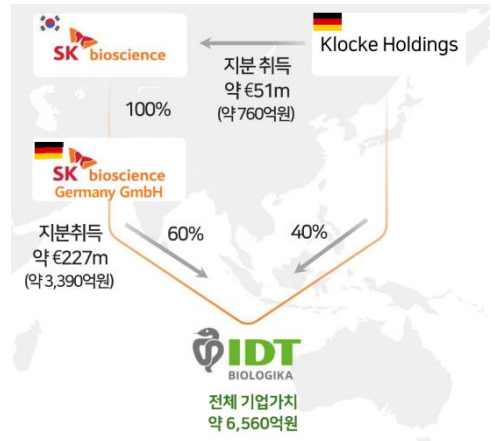
자료: Sanofi, 대신증권 Research Center

그림 83. 주주 구성



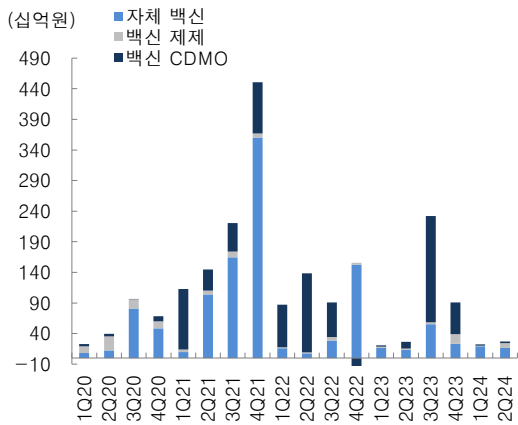
자료: SK바이오사이언스, 대신증권 Research Center

그림 84. IDT Biologika 지배 구조



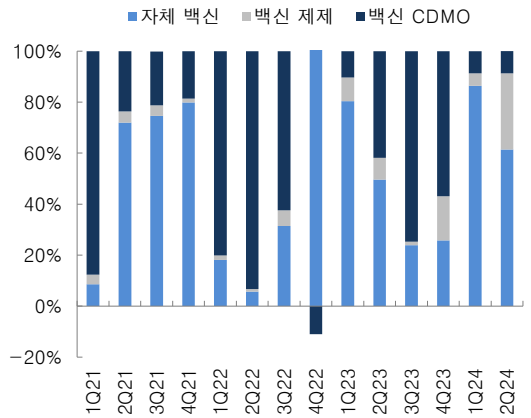
자료: SK바이오사이언스, 대신증권 Research Center

그림 85. 사업별 분기 매출 추이



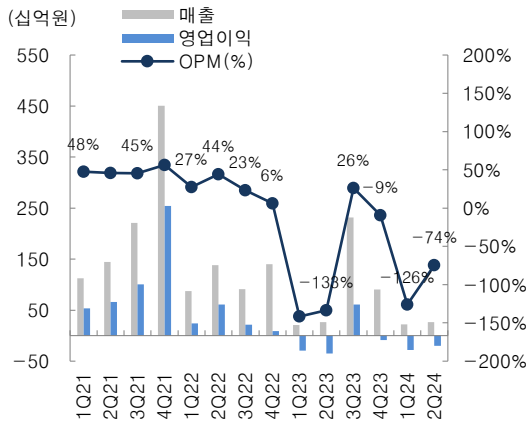
자료: SK바이오사이언스, 대신증권 Research Center

그림 86. 사업별 매출 비중



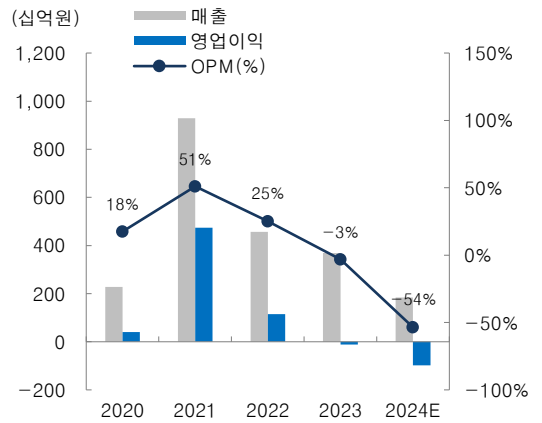
자료: SK바이오사이언스, 대신증권 Research Center

그림 87. 분기별 매출 및 영업이익 추이



자료: SK바이오사이언스, 대신증권 Research Center

그림 88. 연간 매출 및 영업이익 추이



자료: SK바이오사이언스, 대신증권 Research Center

재무제표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	457	370	184	201	229
매출원가	217	227	133	131	132
매출총이익	240	142	51	70	97
판매비와관리비	125	154	150	139	136
영업이익	115	-12	-98	-69	-39
영업이익률	25.2	-3.2	-53.6	-34.4	-17.1
EBITDA	142	23	-58	-24	9
영업외손익	27	19	11	10	10
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	117	90	79	80	82
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-85	-71	-68	-70	-72
외환관련손실	21	13	11	11	11
기타	-4	0	0	0	0
법인세비용차감전순손익	142	7	-88	-59	-29
법인세비용	-19	15	26	18	3
계속사업순손익	122	22	-62	-41	-26
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	122	22	-62	-41	-26
당기순이익률	26.8	6.0	-33.5	-20.5	-11.4
비재배분순이익	0	0	-62	-41	-26
재배분순이익	122	22	0	0	0
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	1	-6	-6	-6	-6
포괄순이익	128	-39	-123	-104	-89
비재배분포괄이익	0	0	-123	-104	-89
재배분포괄이익	128	-39	0	0	0

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	1,596	291	적자	적자	적자
PER	46.0	247.7	적자	적자	적자
BPS	22,703	22,190	22,079	21,757	21,757
PBR	3.2	3.2	2.4	2.4	2.4
EBITDAPS	1,854	297	-757	-311	111
EV/EBITDA	30.0	187.7	NA	NA	343.1
SPS	5,953	4,812	2,380	2,563	2,923
PSR	12.3	15.0	22.0	20.4	17.9
CFPS	2,423	847	-324	113	532
DPS	0	0	0	0	0

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	-50.8	-19.1	-50.3	9.3	14.0
영업이익 증가율	-75.7	적전	적지	적지	적지
순이익 증가율	-65.5	-81.8	적전	적지	적지
수익성					
ROC	49.5	-11.5	-17.8	-10.7	-7.2
ROA	5.4	-0.6	-5.2	-3.5	-2.0
ROE	7.3	1.3	0.0	0.0	0.0
안정성					
부채비율	230	8.7	14.9	15.8	16.7
순차입금비율	-79.1	-73.6	-69.5	-67.3	-66.0
이자보상배율	46.7	-8.6	0.0	0.0	0.0

자료: SK 바이오사이언스, 대신증권 Research Center

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	1,784	1,383	1,426	1,405	1,409
현금및현금성자산	225	127	241	284	489
매출채권 및 기타채권	90	22	8	9	10
재고자산	187	81	122	134	153
기타유동자산	1,281	1,153	1,054	979	757
비유동자산	358	469	533	568	580
유형자산	264	296	369	407	432
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	94	173	165	161	148
자산총계	2,142	1,852	1,959	1,973	1,989
유동부채	380	136	157	168	179
매입채무 및 기타채무	68	50	64	65	66
차입금	46	0	0	0	0
유동상채무	50	8	9	10	11
기타유동부채	217	77	85	93	102
비유동부채	20	13	97	101	105
차입금	0	0	80	80	80
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	20	13	17	21	25
부채총계	400	149	254	269	284
자배지분	1,742	1,704	1,705	1,705	1,705
자본금	38	38	39	39	39
자본잉여금	1,160	1,160	1,160	1,160	1,160
이익잉여금	533	549	549	549	549
기타자본변동	10	-44	-44	-44	-44
비재배지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,742	1,704	1,705	1,705	1,705
순차입금	-1,377	-1,254	-1,184	-1,147	-1,125

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-125	29	-117	-67	-56
당기순이익	122	22	-62	-41	-26
비현금항목의 가감	63	43	36	50	68
감가상각비	27	35	40	45	48
외환손익	5	-5	-9	-9	-9
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	31	13	5	14	29
자산부채의 증감	-208	-18	-127	-102	-109
기타현금흐름	-102	-17	35	26	11
투자활동 현금흐름	273	-45	-87	-64	-51
투자자산	15	-111	-4	-6	-1
유형자산	-73	-43	-109	-80	-70
기타	331	110	25	22	20
재무활동 현금흐름	-20	-90	75	-6	-6
단기차입금	33	-44	0	0	0
사채	-48	-39	0	0	0
장기차입금	0	0	80	0	0
유상증자	3	0	1	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-7	-6	-6	-6	-6
현금의 증감	127	-98	114	42	206
기초 현금	98	225	127	241	284
기말 현금	225	127	241	284	489
NOPLAT	99	-37	-69	-48	-35
FCF	50	-52	-138	-84	-57