

제약·바이오/화장품 R.A.
이지원 송지원
 02)6742-3584 02)739-5935
 leejw9205@heungkuksec.co.kr bd21312@heungkuksec.co.kr

(302440)

SK바이오사이언스

BUY(유지)

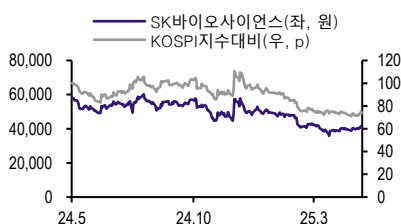
PCV 블록버스터를 기대하며

목표주가	50,000원(하향)
현재주가(05/20)	40,600원
상승여력	23.0%
시가총액	3,186십억원
발행주식수	78,369천주
52주 최고가 / 최저가	60,200 / 35,850원
3개월 일평균거래대금	7십억원
외국인 지분율	6.5%
주요주주	
에스케이케미칼 (외 3인)	66.5%
에스케이바이오사이언스우	0.5%
리사주 (외 1인)	
박진용 (외 1인)	0.0%
주가수익률(%)	1개월 3개월 6개월 12개월
절대수익률	4.0 -15.2 -18.1 -31.8
상대수익률(KOSPI)	-0.8 -13.3 -22.9 -26.7

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	370	268	611	675
영업이익	-12	-138	-110	-88
EBITDA	23	-89	-37	-18
지배기업순이익	22	-54	-71	-53
EPS	290	-688	-906	-671
순차입금	-382	-152	300	412
PER	247.9	n/a	n/a	n/a
PBR	3.2	2.2	1.8	1.9
EV/EBITDA	226.0	n/a	n/a	n/a
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	1.3	-3.1	-4.0	-3.1
컨센서스 영업이익	-	-	-86	-80
컨센서스 EPS	-	-	-842	-728

주가추이



1Q25 Review: IDT Biologika의 빠른 턴어라운드

SK바이오사이언스의 2025년 1분기 연결 매출액은 1,546억원(+594% YoY, -1% QoQ), 영업이익은 -151억원(적자지속 YoY)을 시현하였는데 1분기 실적에서 눈에 띄는 긍정적인 점은 독일 CDMO 자회사 IDT Biologika의 예상보다 빠른 턴어라운드이다. 1분기 IDT Biologika의 매출액은 1,183억 원, 영업이익은 112억원(OPM: 9.5%)으로 기존 고객의 추가 발주에 따른 매출 증가와 공장 운용 효율화 성과가 예상보다 빨리 가시화되며 흑자 전환에 성공하였다. IDT Biologika의 빠른 턴어라운드와 SK바이오사이언스 기존 사업의 영업흑자(87억원)에도 불구하고 백신 포트폴리오 확장, 인프라 투자 및 태국 JV 설립 추진 등 추가 사업 확장으로 인해 1분기 연결 영업이익자를 이어갔다. SK바이오사이언스 별도 탑라인의 경우 1분기 362억원(+62.6% YoY)으로 대상포진 백신 지자체 물량이 2분기로 분산되며 매출이 감소하였지만 태국, 칠레 등 독감백신의 수출 확대와 수두백신 수출액 증가, 사노피 유통매출 증가로 인해 전년 동기 대비 성장세를 시현하였다.

PCV21가 상업화까지 적자 지속 예상

2030년까지 120억달러 규모의 시장을 형성할 것으로 예상되는 PCV(폐렴 구균 단백결합 백신) 시장에서 소아용 PCV가 70~80% 정도를 차지하는데 SK바이오사이언스의 PCV21가는 이 시장에서 First-in-class로 평가되며 성공적으로 출시된다면 향후 블록버스터로서 성장성이 높다고 판단한다. PCV21가 글로벌 3상은 순항 중이며 중간 결과는 2026년 중 확인 가능, 2027년 FDA 승인 및 2028년 상업화를 목표로 하고 있다. PCV21가의 2028~30년 매출액은 400억~2,200억원으로 추정하고 있으며 PCV21가 상업화 시점까지 임상 비용 및 인프라 투자 비용 집행이 계속되어 SK바이오사이언스의 연결 적자는 당분간 지속될 것으로 예상된다(2025/26년 SK바이오사이언스 연결 영업이익 추정치: -1,100억/-877억원).

SK바이오사이언스 목표주가 50,000원으로 하향

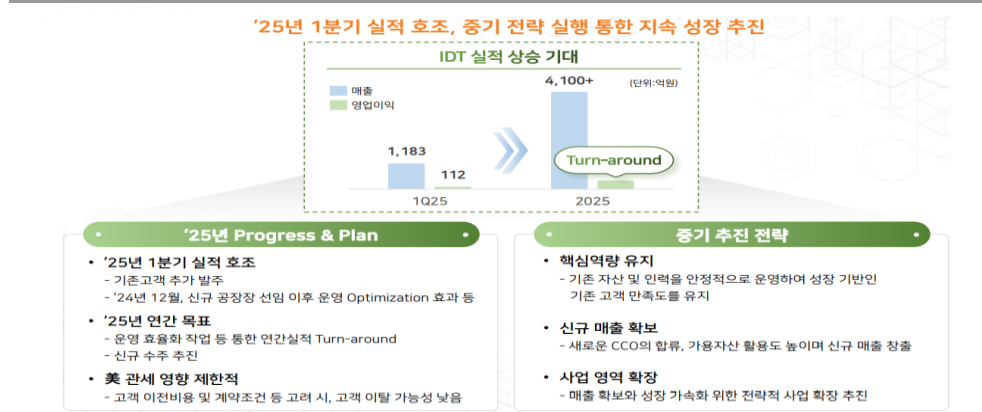
DCF 밸류에이션을 적용한 SK바이오사이언스의 적정 사업가치를 3.9조원으로 추정하며 PCV21가의 사업성을 높게 평가하여 투자여건 BUY로 유지하지만 당분간 영업이익자 지속은 불가피하여 TP는 50,000원으로 하향한다.

그림 1 PCV21가 임상 3상 진행 현황 (1Q25)



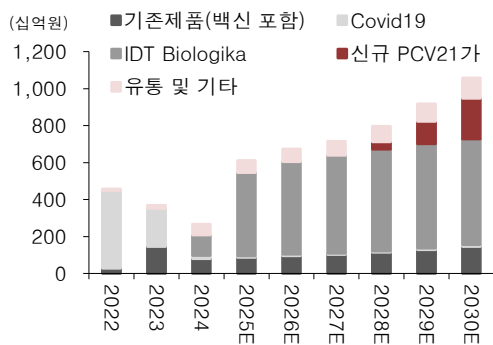
자료: SK바이오사이언스, IDT Biologika, 흥국증권 리서치센터

그림 2 독일 IDT Biologika Business Updates (1Q25)



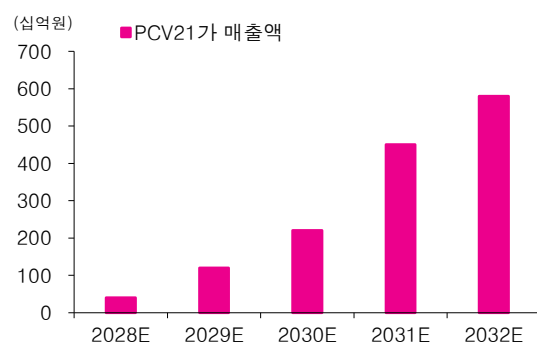
자료: SK바이오사이언스, 흥국증권 리서치센터

그림 3 SK바이오사이언스 매출액 추이 및 전망



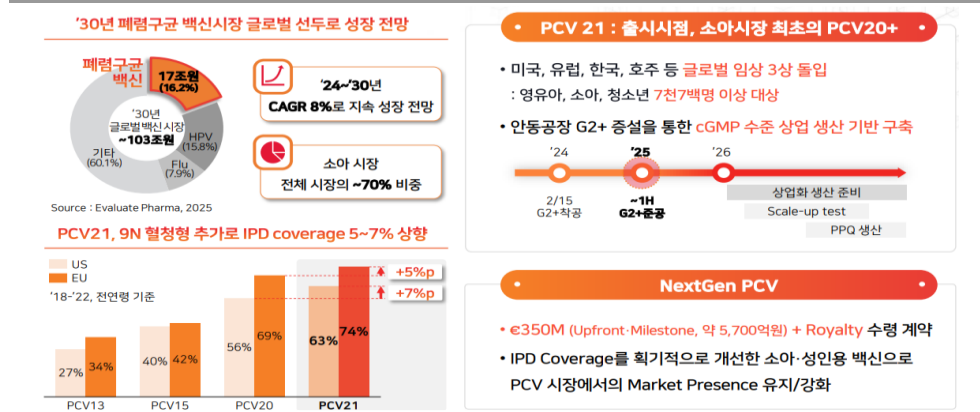
자료: SK바이오사이언스, 흥국증권 리서치센터

그림 4 잠재적 블록버스터 PCV21가 매출액 추정



자료: 흥국증권 리서치센터

그림 5 SK바이오사이언스의 신규 PCV21가(2028년 출시 예상)



자료: SK바이오사이언스, 흥국증권 리서치센터

그림 6 SK바이오사이언스 3.0 Progress & Plan (1Q25)

	2025년 1분기	2025년 2분기 ~
Vaccine Portfolio	<ul style="list-style-type: none"> PCV21 미국·국내 등 임상 3상 진입 mRNA 일본뇌염 백신 임상 1/2상 진입 	<ul style="list-style-type: none"> Pan Sarbeco 임상 1/2상 진입 차별화 플루 임상 1/2상 진입 HPV9+ 임상 준비
R&D/Infra Upgrade	<ul style="list-style-type: none"> 송도 글로벌 R&PD 센터 공사 진행 중 안동공장 증설(G2+) 진행 중 IDT 경영효율화 개선 진행 중 	<ul style="list-style-type: none"> 송도 R&PD센터 준공('25.12) L-house 수율 개선 및 cGMP upgrade G2+ 준공을 통한 PCV 상업화 생산 Infra 확보
SKYShield	<ul style="list-style-type: none"> 태국 정부 Public-Private 파트너십 기반 현지 백신 개발 및 생산 Localization 추진 중 	<ul style="list-style-type: none"> '25년 내 태국 정부와 파트너십 구체화 진행
Next Pandemic Preparedness	<ul style="list-style-type: none"> WHO 협력 SARS (SARS-CoV-1) 바이러스 국제표준물질 (ISM) 확립 프로젝트 성공적 수행 	<ul style="list-style-type: none"> H5N1, mRNA 등 Pandemic 대응 준비 IDT, 송도 R&PD 시설 통한 팬데믹 역량 강화
Bio Biz. Expansion	<ul style="list-style-type: none"> 신규 바이오영역 진출 거점 (IDT Biologika) 활용방안 검토 	<ul style="list-style-type: none"> IDT 기반 Modality 확장 추진 mRNA 플랫폼 확장 target 구체화

자료: SK바이오사이언스, 흥국증권 리서치센터

표 1 SK바이오사이언스 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
연결 매출액	457	370	268	611	675	715	796	918	1,058	1,328	1,501
기존제품(백신 포함)	28	146	81	87	95	101	114	128	146	161	180
Covid19	420	205	16	9	9	8	8	9	10	11	11
IDT Biologika			111	450	500	530	550	565	572	586	595
신규 PCV21가							40	120	220	450	580
유통 및 기타	9	19	60	65	71	76	85	96	109	120	135
연결 매출액 YoY	-51%	-19%	-28%	128%	10%	6%	11%	15%	15%	26%	13%
연결 영업이익	115	-12	-138	-110	-88	-72	8	83	169	266	375
영업이익률	25%	-3%	-52%	-18%	-13%	-10%	1%	9%	16%	20%	25%

자료: 흥국증권 리서치센터

표 2 SK바이오사이언스 사업 가치 산정 (단위: 십억원)

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
NOPLAT	-85	-68	-55	6	64	130	205	289	338
(+) D&A	78	75	79	83	87	91	96	101	106
(-) Capex	50	50	70	80	80	70	70	60	60
(-) Change in working capital	145	152	160	168	176	185	194	204	214
Free cash flows (FCF)	-201	-195	-206	-159	-106	-34	36	125	169
Discounted FCF	-188	-170	-167	-121	-75	-22	22	72	91
PV of FCF	-557								
PV of terminal value	4,838								
Enterprise value	4,280								

자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

표 3 SK바이오사이언스 목표주가 산정 SOTP Valuation

(십억원)	비고
SK바이오사이언스 value (A)	4,280
Non-core assets	
(-) Net debt (B)	356 FY25-26E 순부채 평균
(-) Preferred shares (C)	0
Fair value of equity (A-B-C)	3,924
No. of total shares (m)	78.3
NAV/Share (W)	50,087
목표주가 (원)	50,000
현재주가 (원)	40,650
상승여력	23.0%

자료: 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	370	268	611	675	715
증가율 (Y-Y,%)	(19.1)	(27.6)	128.3	10.4	6.0
영업이익	(12)	(138)	(110)	(88)	(72)
증가율 (Y-Y,%)	적전	적지	적지	적지	적지
EBITDA	23	(89)	(37)	(18)	(4)
영업외손익	19	49	24	24	24
순이자수익	12	3	(12)	(18)	(24)
외화관련손익	13	3	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	7	(89)	(86)	(64)	(48)
당기순이익	22	(50)	(66)	(49)	(37)
지배기업당기순이익	22	(54)	(71)	(53)	(39)
증가율 (Y-Y,%)	(81.8)	적전	적지	적지	적지
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	n/a	n/a	10.2	22.2	38.8
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(%)	(3.2)	(51.7)	(18.0)	(13.0)	(10.0)
EBITDA마진(%)	6.2	(33.3)	(6.1)	(2.6)	(0.5)
순이익률 (%)	6.0	(18.7)	(10.8)	(7.2)	(5.1)
NOPLAT	(9)	(100)	(80)	(64)	(52)
(+) Dep	35	49	73	70	68
(-) 운전자본투자	(406)	(125)	443	96	70
(-) Capex	43	164	48	48	48
OpFCF	389	(91)	(498)	(137)	(102)

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	1,383	1,577	1,826	1,994	2,164
현금성자산	403	546	258	304	386
매출채권	22	188	430	475	504
재고자산	81	211	482	532	564
비유동자산	469	1,267	1,234	1,205	1,178
투자자산	151	169	176	183	191
유형자산	296	973	939	908	878
무형자산	22	125	119	114	109
자산총계	1,852	2,844	3,061	3,199	3,342
유동부채	136	311	406	432	450
매입채무	50	112	200	218	227
유동성이자부채	8	9	9	9	9
비유동부채	13	511	703	869	1,033
비유동이자부채	12	386	549	708	866
부채총계	149	821	1,110	1,300	1,483
자본금	38	39	39	39	39
자본잉여금	1,160	1,235	1,235	1,235	1,235
이익잉여금	549	500	429	376	337
자본조정	(44)	28	28	28	28
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	1,704	2,022	1,951	1,899	1,859
투자자본	1,279	1,848	2,228	2,287	2,323
순차입금	(382)	(152)	300	412	489
ROA	1.1	(2.3)	(2.4)	(1.7)	(1.2)
ROE	1.3	(3.1)	(4.0)	(3.1)	(2.4)
ROIC	(0.6)	(6.4)	(3.9)	(2.8)	(2.2)

주요투자지표

(단위:십억원, 원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	290	(688)	(906)	(671)	(504)
BPS	22,178	23,007	22,101	21,430	20,926
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	247.9	n/a	n/a	n/a	n/a
PBR	3.2	2.2	1.8	1.9	1.9
EV/ EBITDA	226.0	n/a	n/a	n/a	n/a
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PCR	85.0	n/a	101.0	133.5	91.4
PSR	15.0	14.8	5.2	4.7	4.5
재무건전성 (%)					
부채비율	8.7	40.6	56.9	68.5	79.7
Net debt/Equity	n/a	n/a	15.4	21.7	26.3
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	1,019.7	507.6	449.8	461.9	481.2
이자보상배율	1.0	42.0	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.4	1.4	3.1	3.7	4.4
자산구조					
투자자본(%)	69.8	72.1	83.7	82.4	80.1
현금+투자자산(%)	30.2	27.9	16.3	17.6	19.9
자본구조					
차입금(%)	1.2	16.3	22.2	27.4	32.0
자기자본(%)	98.8	83.7	77.8	72.6	68.0

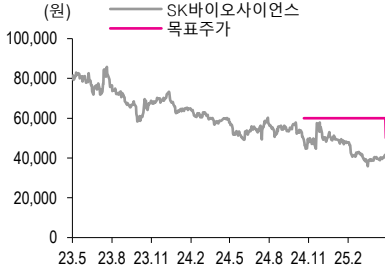
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	29	(128)	(411)	(72)	(35)
당기순이익	22	(50)	(66)	(49)	(37)
자산상각비	35	49	73	70	68
운전자본증감	(18)	40	(443)	(96)	(70)
매출채권감소(증가)	27	(2)	(242)	(45)	(29)
재고자산감소(증가)	53	79	(271)	(50)	(32)
매입채무증감(감소)	(8)	(1)	88	18	10
투자현금	(45)	54	(50)	(50)	(51)
단기투자자산감소	119	326	(9)	(10)	(10)
장기투자증권감소	0	105	(1)	(1)	(1)
설비투자	(43)	(164)	(48)	(48)	(48)
유무형자산감소	(7)	9	14	14	14
재무현금	(90)	252	163	159	158
차입금증가	(95)	181	163	159	158
자본증가	0	76	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	(98)	186	(298)	36	71
총현금흐름(Gross CF)	65	(168)	32	24	35
(-) 운전자본증감(감소)	(406)	(125)	443	96	70
(-) 설비투자	43	164	48	48	48
(+) 자산매각	(7)	9	14	14	14
Free Cash Flow	421	(199)	(445)	(106)	(69)
(-) 기타투자	0	(105)	1	1	1
잉여현금	421	(93)	(446)	(107)	(70)

SK바이오사이언스-주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2024-11-15	담당자변경			
2024-11-15	Buy	60,000	(24.2)	(3.7)
2025-05-21	Buy	50,000		

투자의견(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2025년 03월 31일 기준)

Buy (94.6%)	Hold (5.4%)	Sell (0.0%)
-------------	-------------	-------------

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 중간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대어, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

흥국씨앗체

흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 iF 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.



<http://www.heungkuksec.co.kr>

- 주소 (본사) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32 (여의도파이낸스 타워 14층)
(리서치센터) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32(여의도파이낸스타워 6층)
- 전화번호 영업부 대표 02) 6742-3635
- 팩스 영업부 대표 02) 739-6286