

제약·바이오/화장품

이지원

02)6742-3584

leejw9205@heungkuksec.co.kr

(302440)

SK바이오사이언스

BUY(유지)

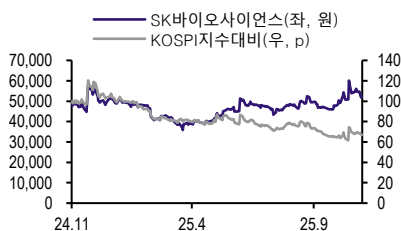
IDT 발 적자 개선 기대감 상승 중

목표주가	62,000원(상향)			
현재주가(11/20)	52,400원			
상승여력	18.3%			
시가총액	4,107십억원			
발행주식수	78,369천주			
52주 최고가 / 최저가	60,100 / 35,850원			
3개월 일평균거래대금	10십억원			
외국인 지분율	6.3%			
주요주주				
에스케이케미칼 (외 3인)	66.5%			
에스케이바이오사이언스우	0.4%			
리사주 (외 1인)	0.0%			
박진용 (외 1인)	0.0%			
주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	9.1	8.7	28.9	5.5
상대수익률(KOSPI)	4.1	-19.2	-25.0	-55.8

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	370	268	645	738
영업이익	-12	-138	-97	-81
EBITDA	23	-89	-16	-7
지배주주순이익	22	-54	-60	-47
EPS	290	-688	-764	-599
순차입금	-382	-152	49	192
PER	247.9	n/a	n/a	n/a
PBR	3.2	2.2	2.4	2.4
EV/EBITDA	226.0	n/a	n/a	n/a
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	1.3	-3.1	-3.4	-2.7
컨센서스 영업이익	-	-	0	0
컨센서스 EPS	-	-	0	0

주가추이



3Q25 Review: 영업적자 축소, IDT 인수 효과 입증

SK바이오사이언스의 3분기 연결 매출액은 1,508억원(+145% YoY), 연결 영업이익은 -194억원(YoY 적자 202억원 감소)을 시현, 시장의 적자 개선 기대감을 충족하였다. 3분기 별도 매출액은 571억원으로 전년 동기 대비 7% 하락하였는데 주된 요인은 국내 독감 백신 3가 전환에 따른 가격 하락, Nuvaxovid 교품 매출 소멸에 따른 역기저에 있다고 판단한다. 3분기 별도 영업적자는 전년 동기 대비 144억원 개선되었는데 독감 백신 마진 개선과 작년 일회성 비용의 제거가 주요했던 것으로 판단한다. 한편 25년 3분기 실적에서 가장 눈에 띄는 점은 IDT Biologika의 탐라인 성장을 개선과 두개 분기 연속 흑자전환, 올해 3분기 누적 매출액은 3,413억원으로 전년 대비 19% 성장, 3분기 누적 영업이익은 143억원을 시현하였다(백신, 치료제, DP 등 전반적인 수요 증가 및 batch 효율 극대화를 통한 공급 lead time 단축, 고객 incentive 확보 등). IDT 연간 매출 가이드선 4,000억원은 초과 달성할 것으로 예상, 향후 SK바이오사이언스 연결 적자 개선에 적극 기여하게 될 것으로 전망한다(2026/2027년 SK바이오사이언스 연결 영업적자 추정치: 811억/631억원, 2028년 연결 흑자 86억원 추정).

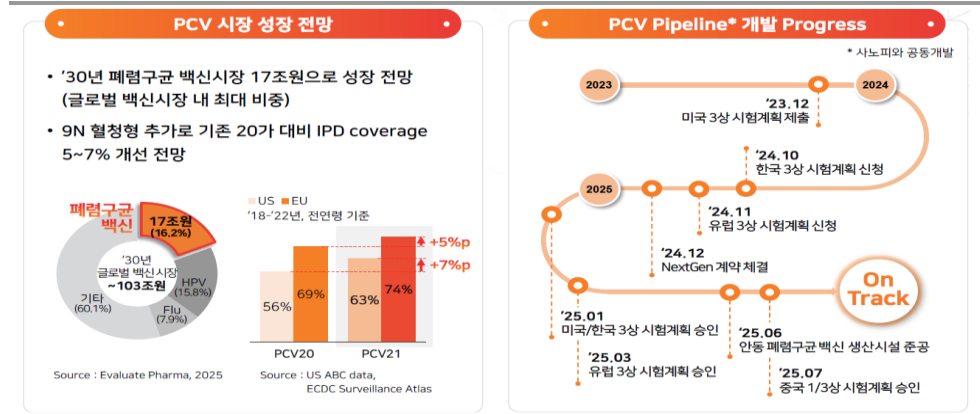
PCV21가 모멘텀은 여전히 살아 숨쉬는 중

PCV(폐렴구균 단백결합 백신) 시장은 2030년까지 17조원 규모로 성장할 것으로 예상, 글로벌 백신 시장 내 최대 비중을 차지하게 될 것으로 전망하는데 SK바이오사이언스의 PCV21가는 이 시장에서 First-in-class로 평가되고 있다. 향후 블록버스터급 포텐셜이 높은 PCV21가의 글로벌 임상 3상은 현재 순항 중이며 중간 결과는 내년 중 확인 가능할 것으로 전망한다(PCV21가 2028~30년 탐라인 추정치: 400억~2,200억원 수준 유지).

SK바이오사이언스 투자의견 BUY, 목표주가 62,000원

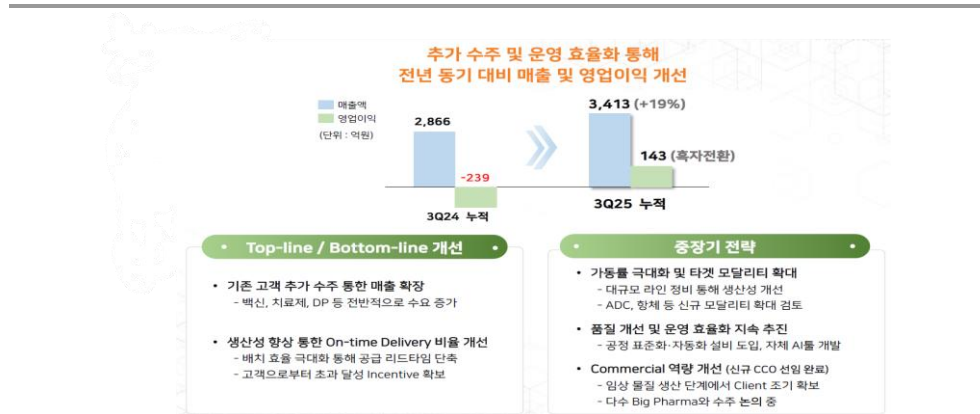
IDT 연결 이후 영업적자가 시장 기대치보다 큰 폭으로 축소되며 연결 효과를 입증, 적자 개선 기대감과 PCV 모멘텀을 반영한 SK바이오사이언스의 DCF 적정 기업가치를 4.9조원으로 산정하였다. 모두의 예상보다 좋아지고 있는 적자 개선폭과 수급 상황을 고려, SK바이오사이언스에 대한 투자의견 BUY 유지, DCF 사업가치 상향 조정에 따라 TP는 6.2만원으로 상향한다.

그림 1 PCV21가 임상 3상 진행 현황 (3Q25)



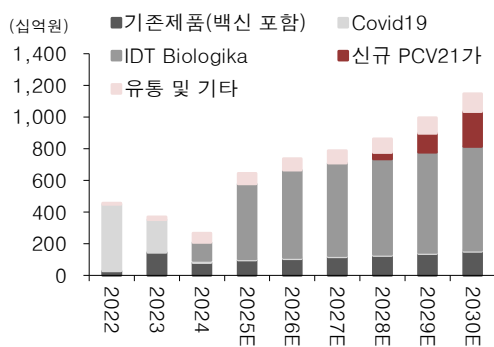
자료: SK바이오사이언스, IDT Biologika, 흥국증권 리서치센터

그림 2 독일 IDT Biologika Business Updates (3Q25)



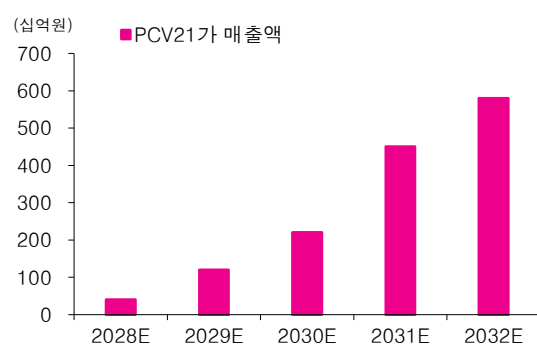
자료: SK바이오사이언스, 흥국증권 리서치센터

그림 3 SK바이오사이언스 매출액 추이 및 전망



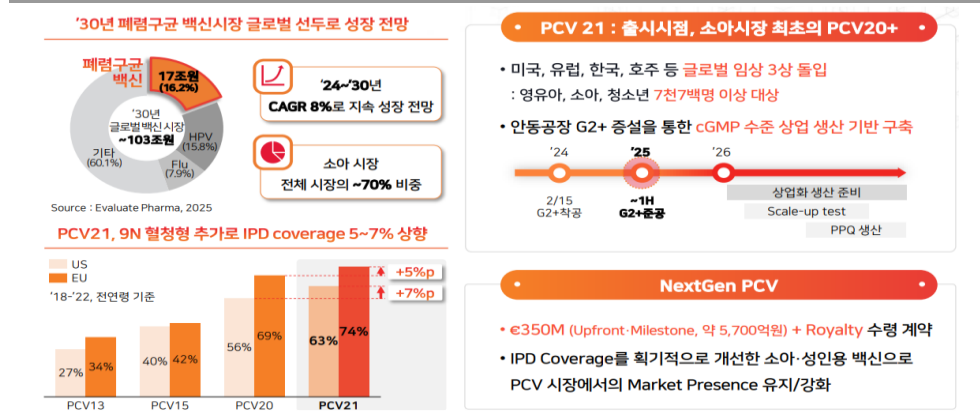
자료: SK바이오사이언스, 흥국증권 리서치센터

그림 4 잠재적 블록버스터 PCV21가 매출액 추정



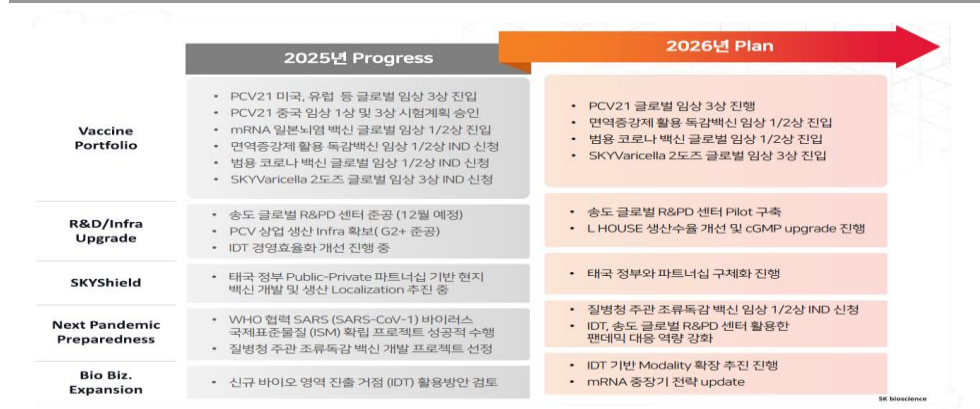
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 5 SK바이오사이언스의 신규 PCV21가(2028년 출시 예상)



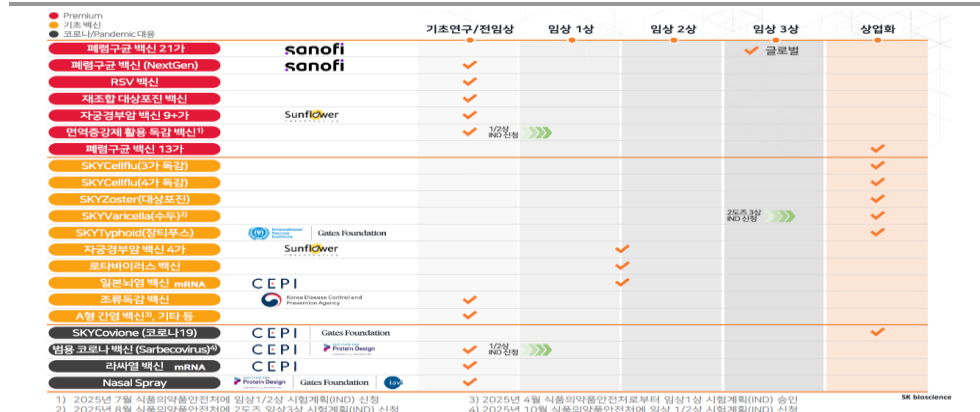
자료: SK바이오사이언스, 흥국증권 리서치센터

그림 6 SK바이오사이언스 3.0 Progress & Plan (3Q25)



자료: SK바이오사이언스, 흥국증권 리서치센터

그림 7 SK바이오사이언스 R&D 파이프라인 업데이트 (3Q25)



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	645	738	788	864	997	1,148	1,421	1,616
기존제품(백신 포함)	28	146	81	97	105	117	125	138	151	169	190
Covid19	420	205	16	9	9	8	8	8	8	7	7
IDT Biologika			111	472	550	585	603	632	655	670	700
신규 PCV21가							40	120	220	450	580
유통 및 기타	9	19	60	67	73	79	88	99	113	125	140
연결 매출액 YoY	-51%	-19%	-28%	141%	14%	7%	10%	15%	15%	24%	14%
연결 영업이익	115	-12	-138	-97	-81	-63	9	90	184	284	404
영업이익률	25%	-3%	-52%	-15%	-11%	-8%	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	-77	-65	-50	7	72	147	227	323	362
(+) 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)	-194	-192	-202	-158	-98	-17	59	160	193
Discounted FCF	-181	-167	-164	-120	-69	-11	36	92	104
PV of FCF	-481								
PV of terminal value	5,525								
Enterprise value	5,044								

자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

표 3 SK바이오사이언스 목표주가 산정 SOTP Valuation

(십억원)		비고
SK바이오사이언스 value (A)	5,044	
Non-core assets		
(-) Net debt (B)	172	FY25-27E 순부채 평균
(-) Preferred shares (C)	0	
Fair value of equity (A-B-C)	4,873	
No. of total shares (m)	78.3	
NAV/Share (W)	62,192	
목표주가 (원)	62,000	
현재주가 (원)	52,400	
상승여력	18.3%	

자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	370	268	645	738	788
증가율 (Y-Y,%)	(19.1)	(27.6)	141.0	14.4	6.9
영업이익	(12)	(138)	(97)	(81)	(63)
증가율 (Y-Y,%)	적전	적지	적지	적지	적지
EBITDA	23	(89)	(16)	(7)	8
영업외손익	19	49	24	24	24
순이자수익	12	3	1	(4)	(7)
외화관련손익	13	3	(9)	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	7	(89)	(73)	(57)	(39)
당기순이익	22	(50)	(56)	(44)	(30)
지배기업당기순이익	22	(54)	(60)	(47)	(32)
증가율 (Y-Y,%)	(81.8)	적전	적지	적지	적지
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	n/a	n/a	12.2	25.9	43.4
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)	(15.0)	(11.0)	(8.0)
EBITDA마진(%)	6.2	(33.3)	(2.5)	(1.0)	1.0
순이익률 (%)	6.0	(18.7)	(8.6)	(5.9)	(3.8)
NOPLAT	(9)	(100)	(70)	(59)	(46)
(+) Dep	35	49	81	74	71
(-) 운전자본투자	(406)	(125)	414	127	80
(-) Capex	43	164	132	48	48
OpFCF	389	(91)	(535)	(160)	(102)

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	1,383	1,577	1,978	2,159	2,337
현금성자산	403	546	434	453	531
매출채권	22	188	454	519	555
재고자산	81	211	509	582	622
비유동자산	469	1,267	1,433	1,401	1,371
투자자산	151	169	202	210	219
유형자산	296	973	1,056	1,024	995
무형자산	22	125	175	166	158
자산총계	1,852	2,844	3,411	3,559	3,708
유동부채	136	311	407	441	462
매입채무	50	112	211	238	251
유동성이자부채	8	9	5	5	5
비유동부채	13	511	1,029	1,190	1,350
비유동이자부채	12	386	479	640	800
부채총계	149	821	1,435	1,631	1,812
자본금	38	39	39	39	39
자본잉여금	1,160	1,235	1,236	1,236	1,236
이익잉여금	549	500	440	393	361
자본조정	(44)	28	28	28	28
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	1,704	2,022	1,975	1,929	1,896
투자자본	1,279	1,848	2,006	2,100	2,150
순차입금	(382)	(152)	49	192	274
ROA	1.1	(2.3)	(1.9)	(1.3)	(0.9)
ROE	1.3	(3.1)	(3.4)	(2.7)	(1.9)
ROIC	(0.6)	(6.4)	(3.6)	(2.9)	(2.2)

주요투자지표

(단위:십억원, 원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	290	(688)	(764)	(599)	(409)
BPS	22,178	23,007	22,241	21,642	21,234
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	247.9	n/a	n/a	n/a	n/a
PBR	3.2	2.2	2.4	2.4	2.5
EV/ EBITDA	226.0	n/a	n/a	n/a	548.7
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PCR	85.0	n/a	9.5	153.8	105.3
PSR	15.0	14.8	6.4	5.6	5.2
재무건전성 (%)					
부채비율	8.7	40.6	72.6	84.6	95.5
Net debt/Equity	n/a	n/a	2.5	9.9	14.4
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	3,432.2
유동비율	1,019.7	507.6	486.5	489.4	506.0
이자보상배율	1.0	42.0	125.6	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.4	1.4	1.5	1.7	2.1
자산구조					
투자자본(%)	69.8	72.1	75.9	76.0	74.2
현금+투자자산(%)	30.2	27.9	24.1	24.0	25.8
자본구조					
차입금(%)	1.2	16.3	19.7	25.1	29.8
자기자본(%)	98.8	83.7	80.3	74.9	70.2

주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	29	(128)	(77)	(101)	(41)
당기순이익	22	(50)	(56)	(44)	(30)
자산상각비	35	49	81	74	71
운전자본증감	(18)	40	(496)	(127)	(80)
매출채권감소(증가)	27	(2)	(342)	(65)	(36)
재고자산감소(증가)	53	79	(298)	(73)	(40)
매입채무증가(감소)	(8)	(1)	89	27	13
투자현금	(45)	54	(186)	(54)	(55)
단기투자자산감소	119	326	(5)	(12)	(13)
장기투자증권감소	0	105	(0)	(1)	(1)
설비투자	(43)	(164)	(132)	(48)	(48)
유무형자산감소	(7)	9	(47)	14	14
재무현금	(90)	252	78	161	160
차입금증가	(95)	181	78	161	160
자본증가	0	76	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	(98)	186	(182)	7	65
총현금흐름(Gross CF)	65	(168)	432	27	39
(-) 운전자본증가(감소)	(406)	(125)	414	127	80
(-) 설비투자	43	164	132	48	48
(+) 자산매각	(7)	9	(47)	14	14
Free Cash Flow	421	(199)	(160)	(134)	(74)
(-) 기타투자	0	(105)	0	1	1
잉여현금	421	(93)	(161)	(135)	(75)

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	(3.2)	20.2
2025-11-21	Buy	62,000		

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
		산업	

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2025년 09월 30일 기준)

Buy (97.1%)	Hold (2.9%)	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 주간사로 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, 대여, 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 분상을 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