

SK COMPANY Analysis



Analyst
이동건

dglee@sksec.co.kr
3773-9909

Company Data

자본금	38 십억원
발행주식수	7,678 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	5,966 십억원
주요주주	
에스케이케미칼(외2)	68.24%
자사주	
외국인지분율	4.25%
배당수익률	0.0%

Stock Data

주가(23/05/08)	77,700 원
KOSPI	2,513.21 pt
52주 Beta	1.85
52주 최고가	150,000 원
52주 최저가	66,200 원
60일 평균 거래대금	30 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	5.1%	4.2%
6개월	-8.7%	-12.8%
12개월	-36.8%	-33.5%

SK 바이오사이언스 (302440/KS | 매수(유지) | T.P 90,000 원(상향))

새로운 시작이 될 일반 백신 생산 계약

8 일 MSD 와 차세대 자이르 에볼라 백신 후보물질 위탁생산 계약 체결 발표
구체적인 규모는 향후 공개될 예정. L House 1 개 Suite 에서 생산이 이뤄질 전망
에볼라 바이러스는 여전히 높은 치명률 기록 증으로 백신에 대한 수요는 충분
이번 CDMO 계약을 기점으로 CDMO 가치의 재평가 본격화 될 것으로 기대
연내 Glocalization, 스카이팩 3 상 진입 등 성과에 주목. 업사이드는 여전히 존재

MSD 와 에볼라 바이러스 백신 위탁생산 계약 체결 발표

8 일 SK 바이오사이언스는 MSD(머크)와 차세대 자이르 에볼라 백신 후보물질의 신규 생산 계약을 체결했다고 발표했다. 이번 계약은 SK 바이오사이언스의 코로나 19 이후 첫 일반 백신 CDMO 계약으로 향후 구체적인 물량 및 금액은 공개될 예정이다. 안동 L House 내 1 개 Suite 에서 생산이 이뤄질 예정이며, 향후 확정되는 물량 및 금액, 그리고 추가적인 CDMO 계약 수주 가시성에 따라 L House 의 증설 가능성도 검토 중이다. MSD 는 힐레만연구소(Hilleman Laboratories)와 2022 년 11 월 공동연구개발 계약을 통해 앞서 글로벌 승인을 바탕으로 사용되고 있는 자이르 에볼라 백신 '에르베보(Ervebo)'의 공정 효율 및 열 안정성을 개선한 차세대 자이르 에볼라 백신 후보물질을 개발 중이다. 에볼라 바이러스 질환은 주로 아프리카에서 발병되는 희소하지만 치명률이 높은 것으로 알려져 있다. 힐레만연구소에 따르면 에볼라 바이러스의 발병 보고가 이뤄진 이후 최소 25%, 최대 90%의 치명률을 기록 중인 것으로 나타난다.

첫 일반 백신 CDMO 계약을 시작으로 CDMO 가치 재평가 본격화 기대

이번 차세대 자이르 에볼라 백신 후보물질 위탁생산 계약 체결을 기점으로 CDMO 가치의 재평가가 기대된다. 기존 코로나19 백신 CDMO 계약으로 국한됐던 CDMO 성과로 저평가됐던 SK 바이오사이언스의 CDMO 사업 가치의 재평가가 기대된다. SK 바이오사이언스는 이번 성과를 시작으로 지속적으로 일반 백신 CDMO 신규 계약 확보를 추진할 예정이며, 향후 가시성에 따라 L House 의 증설 또한 기대된다. CDMO 기업들의 기업가치가 수주 가시성이 높은 구간에서는 보유 중인 공장의 Capacity 와 증설 예정 또는 증설 중인 공장의 Capacity 에 대한 가치를 선반영하며 우상향하는 만큼 이르면 하반기 구체화될 증설에도 주목할 필요가 있다.

목표주가 9 만원으로 상향. 연이어 발표될 성과를 통한 재평가 지속 전망

목표주가를 이번 일반 백신 CDMO 계약 성과를 반영해 9 만원으로 상향한다. 목표주가 9 만원은 보수적으로 계약 성과를 가정해 DCF 밸류에이션을 통해 산출한 SK 바이오사이언스의 CDMO 사업 가치 3 조 680 억원에 PCV-21 폐렴구균백신 스카이팩 파이프라인 가치 2 조 8,321 억원, 순현금 1 조 200 억원을 합산하여 도출했다. 연내 Glocalization, 스카이팩 3 상 진입 여부 결정 등 연이은 성과들을 통한 재평가가 이어질 예정인 만큼 업사이드는 여전히 존재한다.

영업실적 및 투자지표

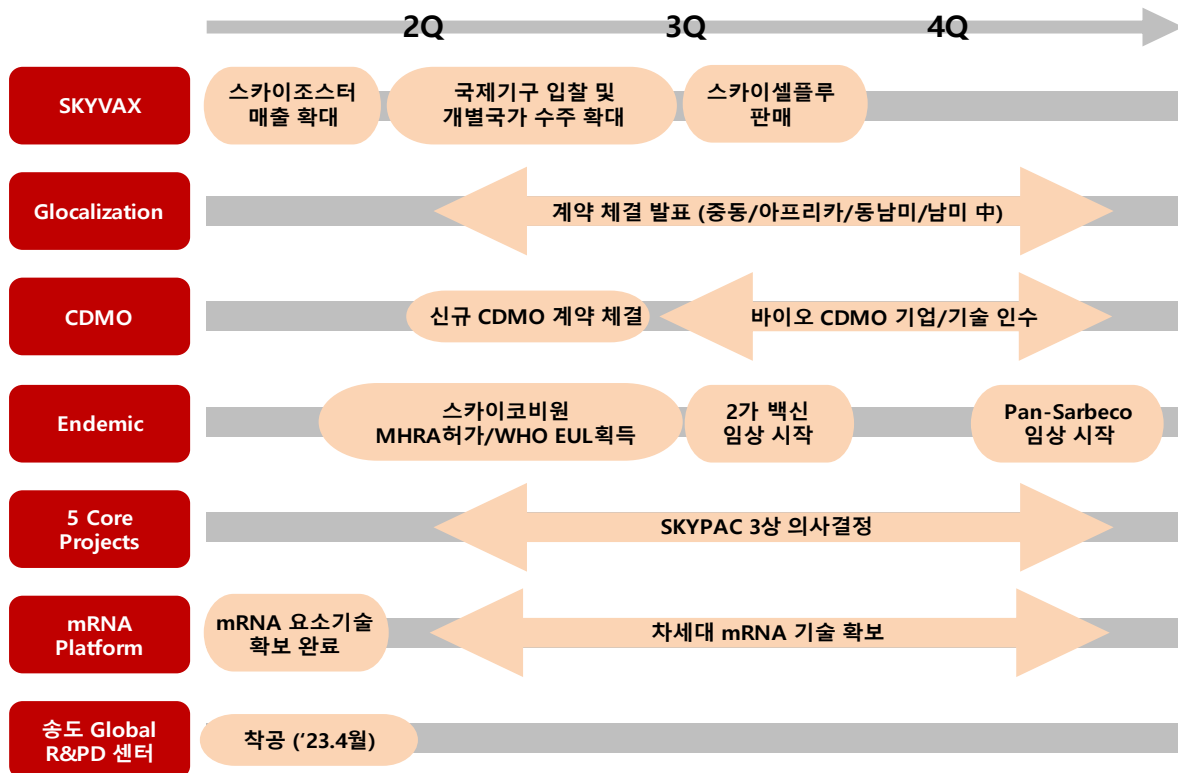
구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	226	929	457	196	307	343
yoy	%	22.7	311.8	-50.8	-57.1	56.4	11.8
영업이익	십억원	38	474	115	-87	-51	-68
yoy	%	65.4	1,157.5	-75.7	-175.7	-41.3	32.7
EBITDA	십억원	54	493	143	-52	19	13
세전이익	십억원	37	471	142	-73	-41	-60
순이익(지배주주)	십억원	33	355	123	-48	-32	-46
영업이익률%	%	16.7	51.0	25.3	-44.5	-16.7	-19.9
EBITDA%	%	24.0	53.1	31.2	-26.3	6.2	3.8
EPS(계속사업)	원	537	4,642	1,600	-624	-412	-605
PER	배	0.0	48.5	46.0	-124.5	-188.6	-128.3
PBR	배	0.0	10.7	3.2	3.5	3.6	3.7
EV/EBITDA	배	-1.7	31.8	30.0	-84.9	250.1	380.1
배당수익률	%	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	%	13.2	38.1	7.3	-2.8	-1.9	-2.8
순차입금	십억원	-90	-1,539	-1,371	-1,020	-687	-504
부채비율	%	113.1	31.8	23.0	14.8	19.6	21.9

SK 바이오사이언스 성장전략 요약

구분	세부 내용
연도별 투자계획	- 향후 5년간 2.4조원 투자 - '33년까지 연 평균 ROIC 14%+ 달성
Glocalization	- 중동, 아프리카, 동남아, 남미에서 협의 진행중 - 연내 2곳 이상 확보 - 기존 자산 활용한 비즈니스 모델 고도화
SKYVAX 성장전략	- SKYVAX 매출 목표 '20년 1,490억원 → '22년 440억원 → '23년 1,100억원 → '24년 2,200억원
CDMO 계약	- 백신 CDMO: 빅파마와 상반기 계약 체결 (선진시장 진입 초석) - 신규 바이오 CDMO: 해외 기업/시설 인수
프리미엄 백신	- HPV-10: '27년 출시 후 3개년 누적 2.5조원 이상 매출 - 재조합 대상포진: '27년 출시 후 3개년 누적 6천억원 이상 매출

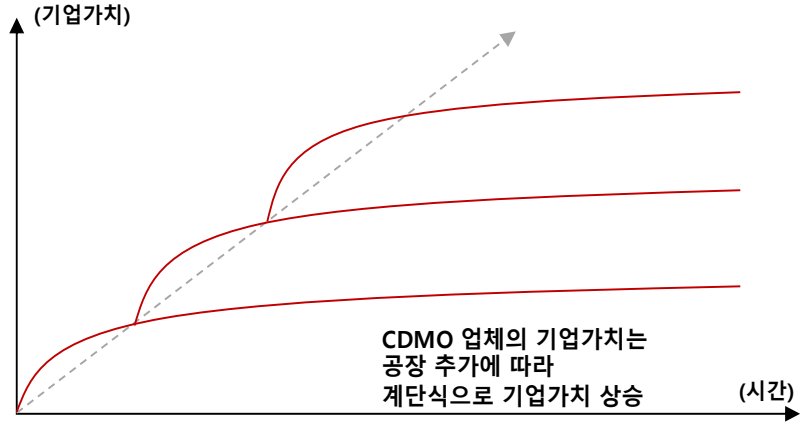
자료: SK 바이오사이언스, SK 증권

SK 바이오사이언스 2023년 주요 마일스톤



자료: SK 바이오사이언스, SK 증권

일반적인 경우의 CDMO 기업 기업가치 변화



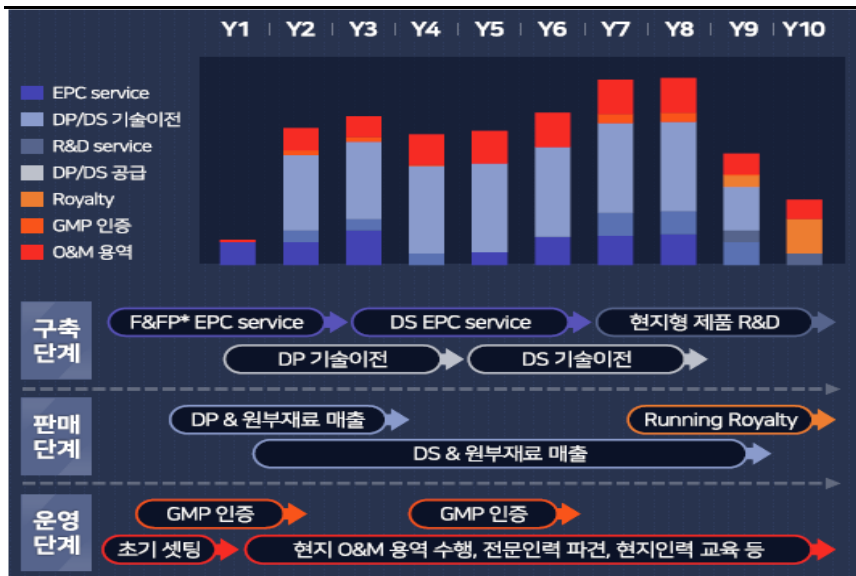
자료: SK 증권

SK 바이오사이언스 Glocalization 추진 현황

	Biz. Model		Products	Funding
	기술이전 범위	사업수행 구조		
Project A	Full Scope + R&D (F&FP → DS 로 확장)	Greenfield JV 설립/사업운영	10 개 이상 제품 (SKBS + 타사)	현지 정부 Funding
Project B	F&FP (PKG → F&F 로 확장)	Greenfield O&M 용역 수행	2~3 개 제품 (SKBS)	국제 원조기금 Funding
Project C	Full Scope (F&FP → DS 로 확장)	Brownfield O&M 용역 수행	1 개 제품 (추후 확장 고려)	현지 공기업 Funding

자료: SK 바이오사이언스, SK 증권

SK 바이오사이언스 Glocalization 사업 모델 매출 구조



자료: SK 바이오사이언스, SK 증권

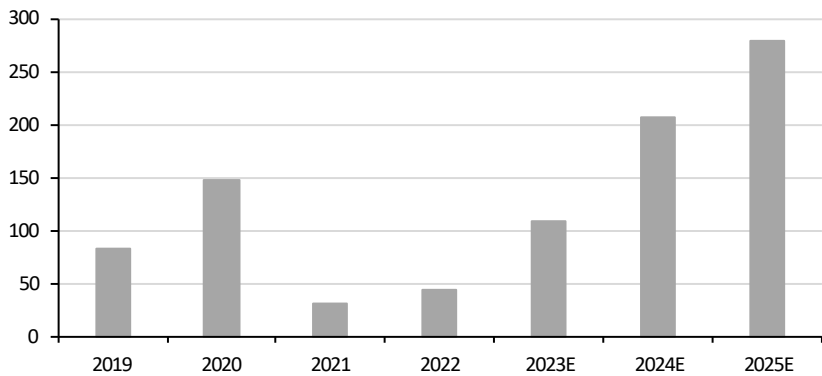
SKYVAX 제품 라인업 및 해외 진출 현황

제품	허가 완료 국가	허가 중 국가
SKY Cellflu (독감백신)	11	12
SKY Zoster (대상포진 백신)	2	2
SKY Varicella (수두 백신)	4	10
SKY Pneumo (폐렴구균 백신)	1	-

자료: SK 바이오사이언스, SK 증권

SK 바이오사이언스 SKYVAX 제품군 매출 추이 및 전망

(십억원)



자료: SK 바이오사이언스, SK 증권 추정

SK 바이오사이언스 5개 블록버스터 파이프라인 추진 현황

	R&D Experience	Fast Follower	Partnerships	출시 연도	Market Size ('22 → '28E)
SKYPAC	PCV-13 개발완료 PCV-21 임상 2상	Pfizer Prevnar MSD pneumovax	Sanofi 공동개발	연내 임상 3상 의사결정 예정	10조 → 12조
HPV-10	HPV-4 임상 2상 완료	MSD Gardasil-9	요소기술 파트너링 (공동개발 Open)	2027년 출시 후 3개년 누적매출 2.5조	9조 → 11조
재조합 대상포진	스카이조스터 상업화 단백질재조합기술 보유	GSK Shingrix	요소기술 파트너링 (공동개발 Open)	2027년 출시 후 3개년 누적매출 6천억	5조 → 8.5조
Pan-Sarbeco	스카이코비원 상업화	N/A Fist-in-class	CEPI Funding 요소기술 파트너링	2027년 출시 후 3개년 누적매출 1.4조	28년 30조
RSV	기초연구 실적 보유	GSK & Pfizer 허가신청	Revitalization	2029년 출시 후 3개년 누적매출 1.5조	28년 4.5조

자료: SK 바이오사이언스, SK 증권

SK 바이오사이언스 목표주가 산출

(십억원, 천주, 원)		비고
1. CDMO 사업 가치(A+B)	3,068.0	
A. NPV of FCFF	468.3	
B. NPV of Terminal Value	2,599.7	WACC 6.7%, 영구성장률 3.0% 적용
2. 파이프라인 가치(C+D)	2,832.1	
C. 스카이팩(폐렴구균백신)	2,832.1	2028년 출시. 임상 2상, 3상 성공확률 중간값 49.4% 적용
D. 스카이코비원(코로나 19 백신)	-	보수적으로 가치 산출에서 제외
3. 순차입금	(1,020.0)	2023년 말 기준
4. 기업가치(1+2-3)	6,920.1	
5. 보통주주식수	76,784	
6. 적정주가 산출	90,000	
7. 현재 주가	77,700	2023년 5월 8일 종가
8. 상승여력	15.8%	

자료: SK 증권 추정

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	1,838	1,777	1,501	1,211	1,073
현금및현금성자산	98	219	167	135	155
매출채권 및 기타채권	48	90	99	108	119
재고자산	135	187	206	227	249
비유동자산	272	365	443	778	897
장기금융자산	24	19	9	13	15
유형자산	210	264	329	638	747
무형자산	17	18	32	51	59
자산총계	2,110	2,142	1,945	1,988	1,970
유동부채	460	380	232	306	334
단기금융부채	63	96	86	91	95
매입채무 및 기타채무	76	25	23	35	40
단기충당부채	0	3	1	2	2
비유동부채	49	20	19	19	20
장기금융부채	44	18	18	18	18
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	2	1	2	2
부채총계	509	400	250	326	354
지배주주지분	1,601	1,742	1,694	1,663	1,616
자본금	38	38	38	38	38
자본잉여금	1,157	1,160	1,160	1,160	1,160
기타자본구성요소	1	10	10	10	10
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	405	534	486	454	408
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,601	1,742	1,694	1,663	1,616
부채와자본총계	2,110	2,142	1,945	1,988	1,970

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	540	-127	-182	77	22
당기순이익(손실)	355	123	-48	-32	-46
비현금성항목등	149	63	12	63	70
유형자산감가상각비	16	24	29	60	69
무형자산상각비	3	4	6	10	12
기타	131	36	-24	-7	-11
운전자본감소(증가)	44	-209	-169	39	-12
매출채권및기타채권의감소(증가)	-8	-5	-9	-10	-11
재고자산의감소(증가)	-70	-96	-19	-21	-23
매입채무및기타채무의증가(감소)	47	-53	-3	13	4
기타	75	-55	-139	57	17
법인세납부	-9	-104	25	9	13
투자활동현금흐름	-1,421	270	194	-108	-1
금융자산의감소(증가)	-1,377	352	309	296	199
유형자산의감소(증가)	-43	-73	-94	-369	-178
무형자산의감소(증가)	-2	-3	-20	-30	-20
기타	0	-5	-0	-6	-2
재무활동현금흐름	-5	-25	-10	4	5
단기금융부채의증가(감소)	11	33	-10	4	5
장기금융부채의증가(감소)	-13	-55	0	0	0
자본의증가(감소)	984	3	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-988	-6	0	0	0
현금의 증가(감소)	73	121	-52	-32	20
기초현금	25	98	219	167	135
기말현금	98	219	167	135	155
FCF	497	-200	-276	-291	-155

자료 : SK바이오사이언스, SK증권

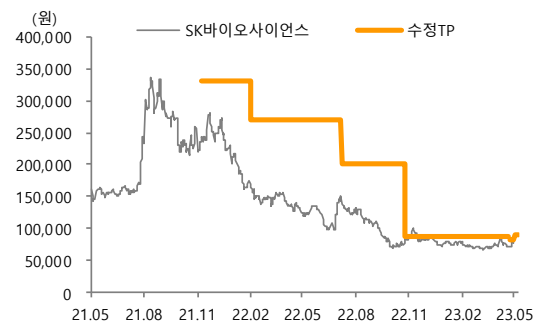
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	929	457	196	307	343
매출원가	359	217	132	178	180
매출중이익	570	240	64	128	163
매출총이익률(%)	61.4	52.5	32.6	41.9	47.4
판매비와 관리비	96	124	151	180	231
영업이익	474	115	-87	-51	-68
영업이익률(%)	51.0	25.3	-44.5	-16.7	-19.9
비영업손익	-3	27	14	11	9
순금융손익	-2	2	-1	-2	-2
외환관련손익	-2	17	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	471	142	-73	-41	-60
세전계속사업이익률(%)	50.7	31.1	-37.2	-13.2	-17.4
계속사업법인세	116	19	-25	-9	-13
계속사업이익	355	123	-48	-32	-46
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	355	123	-48	-32	-46
순이익률(%)	38.2	26.9	-24.4	-10.3	-13.6
지배주주	355	123	-48	-32	-46
지배주주귀속 순이익률(%)	38.2	26.9	-24.4	-10.3	-13.6
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	353	129	-48	-32	-46
지배주주	353	129	-48	-32	-46
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	493	143	-52	19	13

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	311.8	-50.8	-57.1	56.4	11.8
영업이익	1,157.5	-75.7	적전	적지	적지
세전계속사업이익	1,163.3	-69.8	적전	적지	적지
EBITDA	808.9	-71.1	적전	흑전	-31.6
EPS	763.8	-65.5	적전	적지	적지
수익성 (%)					
ROA	26.6	5.8	-2.3	-1.6	-2.3
ROE	38.1	7.3	-2.8	-1.9	-2.8
EBITDA마진	53.1	31.2	-26.3	6.2	3.8
안정성 (%)					
유동비율	399.6	468.1	648.3	395.1	321.3
부채비율	31.8	23.0	14.8	19.6	21.9
순차입금/자기자본	-96.1	-78.7	-60.2	-41.3	-31.2
EBITDA/이자비용(배)	143.9	58.0	-16.1	6.0	4.0
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	4,642	1,600	-624	-412	-605
BPS	20,932	22,690	22,066	21,654	21,049
CFPS	4,888	1,954	-159	502	450
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER	48.5	46.0	-124.5	-188.6	-128.3
PBR	10.7	3.2	3.5	3.6	3.7
PCR	46.0	37.6	-488.9	154.7	172.8
EV/EBITDA	31.8	30.0	-84.9	250.1	380.1
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2023.05.09	매수	89,000원	6개월		
2023.05.02	매수	83,000원	6개월	-6.75%	0.12%
2023.01.13	담당자 변경				
2022.11.01	매수	88,000원	6개월	-5.98%	13.41%
2022.07.15	매수	200,000원	6개월	-48.45%	-33.00%
2022.02.08	매수	270,000원	6개월	-50.29%	-39.44%
2021.11.15	매수	330,000원	6개월	-31.48%	-15.00%



Compliance Notice

작성자(이동건)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 05월 09일 기준)

투자등급	비율
매수	92.86%
중립	7.14%
매도	0.00%