Results Comment

SK바이오사이언스 (302440)

CDMO 자회사 조기 턴어라운드 진입

- 1Q25 연결 매출 1,545억원(+594%yoy), 영업이익 -152억원(적지)
- 사노피 백신 유통 증가, IDT 흑자 전환으로 컨센서스 상회
- IDT Biologika의 빠른 턴어라운드, 분기별 이익 성장세에 주목

이희영

heeyoung.lee@daishin.com

투자의견	Marketperform
	시장수익률, 유지
6개월 목표주가	43,000
	하향
현재주가 (25.05.07)	38,800
	제약업종

KOSPI	2573.8
시가총액	3,041십억원
시가총액비중	0.14%
자본금(보통주)	39십억원
52주 최고/최저	60,200원 / 35,850원
120일 평균거래대금	71억원
외국인지분율	6.64%
주요주주	에스케이케미칼 외 2 인 66.54%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.1	-19.6	-23.6	-34.9
상대수익률	-6.8	-21.2	-23.9	-30.8

투자의견 Marketperform 유지, 목표주가 43,000원으로 하향 조정

목표주가는 SOTP 방식으로 산출. 영업가치는 작년에 인수한 IDT Biologika 실적을 추가, DCF(현금흐름할인) 밸류에이션 방식 적용하여 3.7조원으로 추정. 다만, 지속되는 영업 적자, 단기 모멘텀 부재, 최근 백신에 비우호적 시장 환경 등을 반영하여 20% 할인 적용하였고, 순차입금 포함하여 총 기업가치는 23.4조원으로 산정. 목표주가는 43,000원으로 하향 조정함

동사의 핵심 파이프라인 PCV21가 백신이 글로벌 임상 3상 순항중이나, 중간결과는 26년에 확인이 가능할 것으로 예상되어 투자의견 Marketperform 유지. 다만, IDT Biologika가 예상보다 빠르게 흑자전환에 성공하였고, 연내 대규모 신규 수주 확보 및 높은 이익률 달성시, CDMO 사업 가치 리레이팅 가능성 유효

1Q25 Review: 사노피 백신 유통 증가, IDT 흑자 전환으로 컨센서스 상회

[1Q25 연결] 매출액 1,545억원(+593.8% yoy), 영업이익 -152억원 (적자지속), [별도] 매출액 362억원(+62.6% yoy), 영업이익 -228억원(적자지속), [IDT] 매출액 1,183억원, 영업이익 112억원, OPM 9.5%로 컨센서스를 상회하는 실적 기록. 매출은 대상포진 백신 매출이 자지체 물량 이연으로 감소하였으나, 1) 독감백신 및 수두백신 수출 확대, 2) 사노피 유통 매출 증가, 3) IDT Biologika 기존 고객 추가 발주 및 공장 운영 최적화 성과 가시화에 따라 큰 폭으로 성장함

영업이익은 기존 사업에서 87억원의 흑자를 기록하였으나, 백신 포트폴리오 확장 158억원, 인프라 투자 52억원, 추가 사업 확장(바이오 사업 확장 및 태국 JV 설립 등) 28억원 등 총 238억원을 미래 산업에 투자하여 적자를 기록. 다만 IDT Biologika가 인수 후 두번째 분기에서 흑자로 전환하였고, 이에 영업이익 적자폭이 전년 동기(-281억원)대비 크게 감소한 점은 긍정적임

25년 연결 매출 6,110억원(+128.4% yoy), 영업이익 -1,093억원(적지) 전망. 올해부터 PCV21가 백신 임상 3상 본격화 및 상업화 준비, 차세대 PCV21가 백신 개발, 신규 백신 발굴 등으로 연구개발비 및 투자금액 증가가 예상되나, 1분기부터 IDT Biologika가 흑자전환에 성공하였고, PCV21가 백신 임상 3상 비용의 대부분이 자산화되는 점을 감안하여 영업이익 적자폭은 전년대비 감소할 것 전망함

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	4Q24	1Q25					2Q25		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	22	157	24	155	593.7	-1.5	130	143	434.4	-7.4
영업이익	-28	-51	-19	-15	적지	적지	-24	-9	적지	적지
순이익	-14	-6	64	-9	적지	적지	-23	-5	적지	적지

자료: SK바이오사이언스, FnGuide, 대신증권 Research Center

표 1. SK 바이오사이언스 목표주가 산출 (단위: 십억원)

	가치	비고
SK 바이오사이언스 영업가치 (A)	**2,774**	DCF 밸류에이션으로 산출한 값에 25% 할인 적용
NPV of FCFF	1,595	
NPV of TV	2,104	
순차입금 (B)	**(585)**	
기업가치 (A-B)	3,359	
보통주 총 주식수 (천주)	78,347	유통주식수
적정 주가 (원)	42,870	
목표주가 (원)	**43,000**	
현재주가 (원)	39,450	
상승여력	9%	

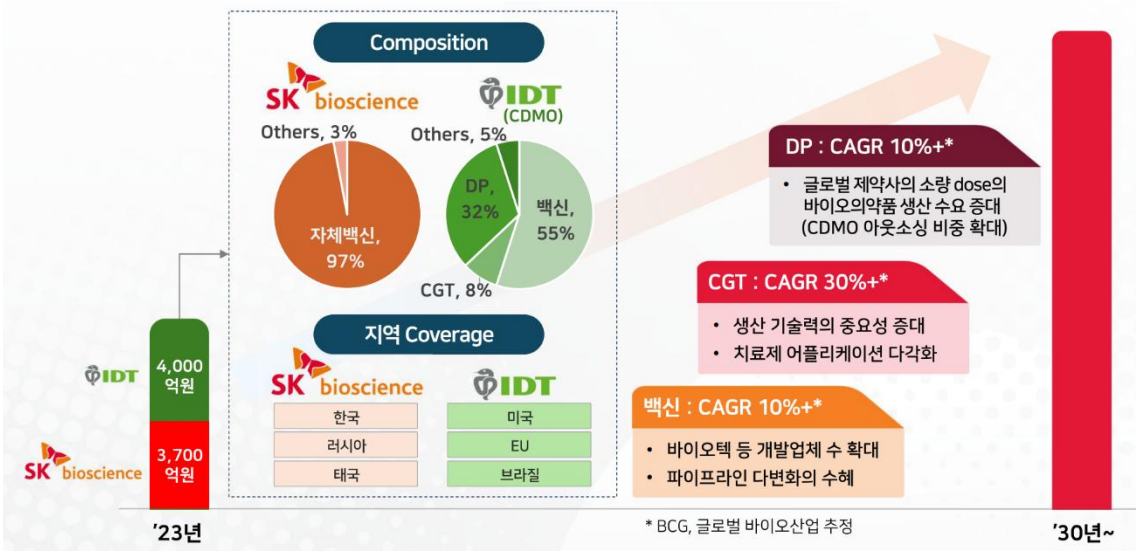
자료: 대신증권 Research Center

표 2. SK 바이오사이언스 영업가치 추정 (단위: 십억원)

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
매출액	**611.0**	**744.8**	**891.2**	**1091.0**	**1245.3**	**1458.1**	**1709.9**	**1912.9**	**2062.2**
yoy (%)	128.4%	21.9%	19.7%	22.4%	14.1%	17.1%	17.3%	11.9%	7.8%
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(%)				4.1%	9.3%	16.3%	25.1%	29.7%	31.5%
영업이익	**-109.3**	**-93.9**	**-74.3**	**1.0**	**84.5**	**179.3**	**298.5**	**401.0**	**494.4**
OPM (%)	-17.9%	-12.6%	-8.3%	0.1%	6.8%	12.3%	17.5%	21.0%	24.0%
Tax	-65.8	-3.7	0.2	16.9	35.9	59.7	80.2	98.9	98.9
NOPLAT	**-28.2**	**-70.5**	**0.9**	**67.6**	**143.4**	**238.8**	**320.8**	**395.5**	**395.5**
(+) 감가상각비	45.3	43.7	42.0	40.2	38.3	36.3	34.4	32.4	30.6
(+) -CAPEX 증가	6.0	5.4	4.9	4.4	4.0	3.6	3.2	2.9	2.6
(+) -운전자본 증가	-311.4	-258.4	-214.1	-191.2	-173.4	-134.9	-139.9	-149.3	-170.0
FCFF	**-294.3**	**-285.2**	**-171.2**	**-83.4**	**8.3**	**140.2**	**215.3**	**278.7**	**256.1**
PV Factor	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5
WACC	8.0%								
영구성장률 (g)	2.0%								
NPV of FCFF	1,595								
NPV of TV	2,104								
적정 영업가치	**3,699**								

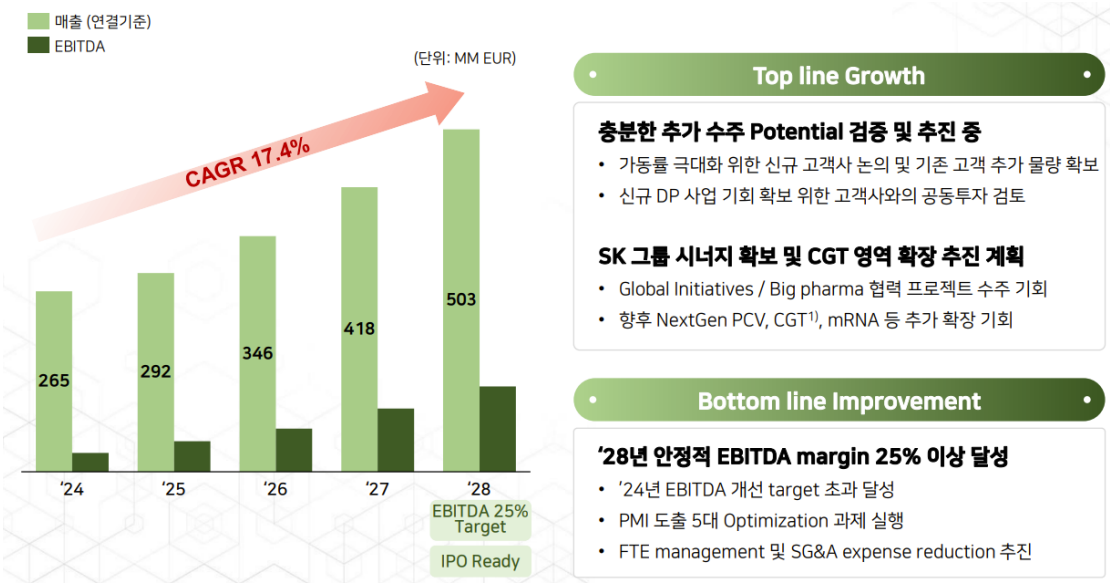
자료: 대신증권 Research Center

그림 1. SK 바이오사이언스와 IDT Biologika 매출 구성 현황



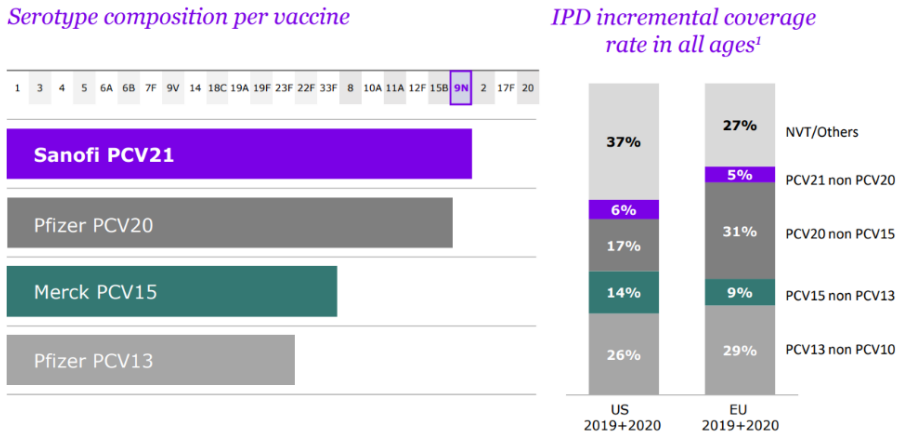
자료: SK바이오사이언스, 대신증권 Research Center

그림 2. IDT Biologika 매출 전망



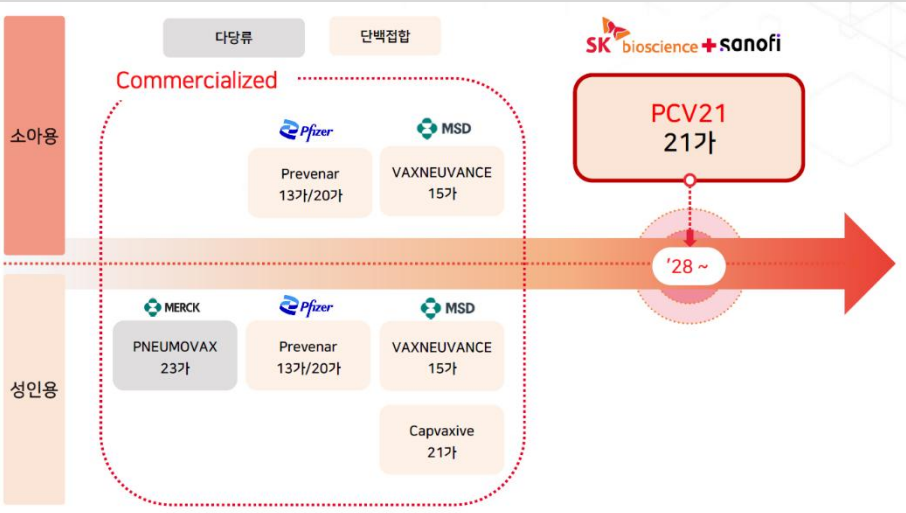
자료: SK바이오사이언스, 대신증권 Research Center

그림 3. PCV21(GBP510) 혈청형 커버리지



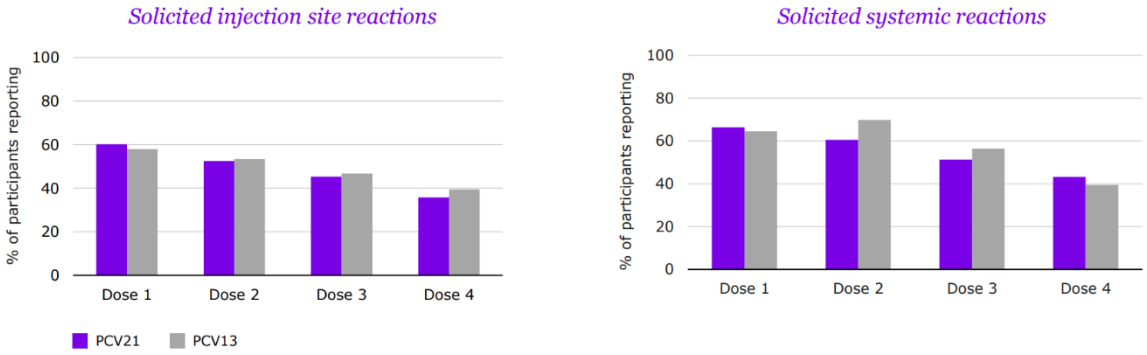
자료: Sanofi, 대신증권 Research Center

그림 4. PCV 백신 시장에서 PCV21(GBP510) 포지셔닝



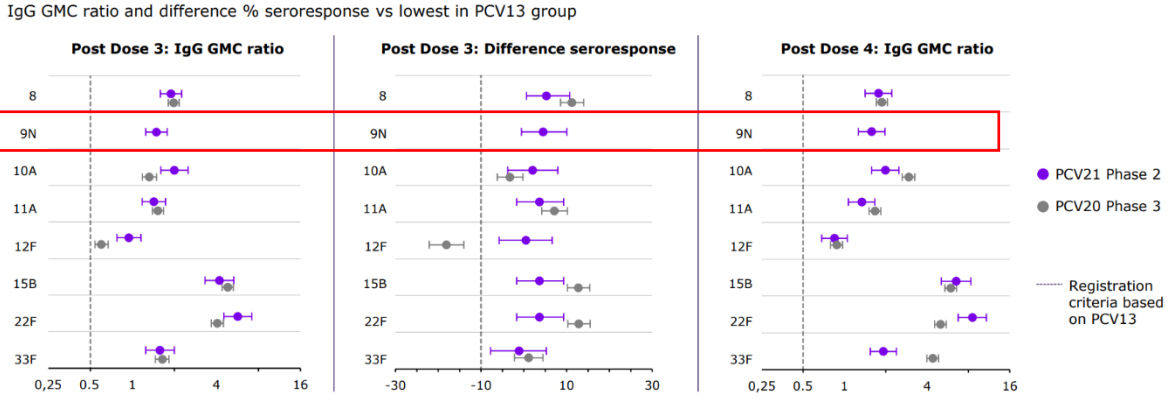
자료: SK바이오사이언스, 대신증권 Research Center

그림 5. PCV13 vs PCV21(GBP510) 임상 2 상 안전성 결과



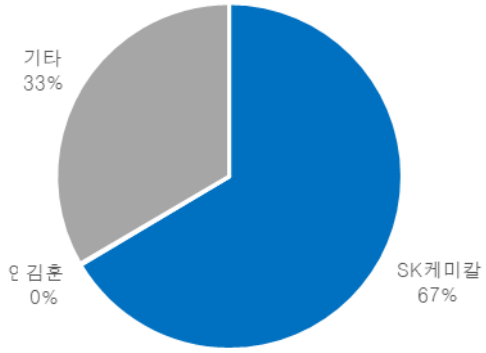
자료: Sanofi, 대신증권 Research Center

그림 6. PCV20 vs PCV21(GBP510) 공통 및 N9 혈청형에 대한 임상 2 상 면역원성 결과



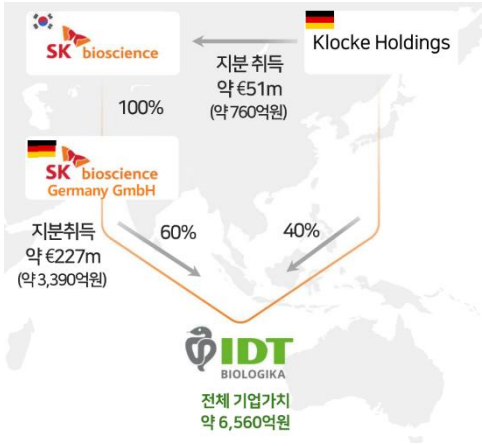
자료: Sanofi, 대신증권 Research Center

그림 7. 주주 구성



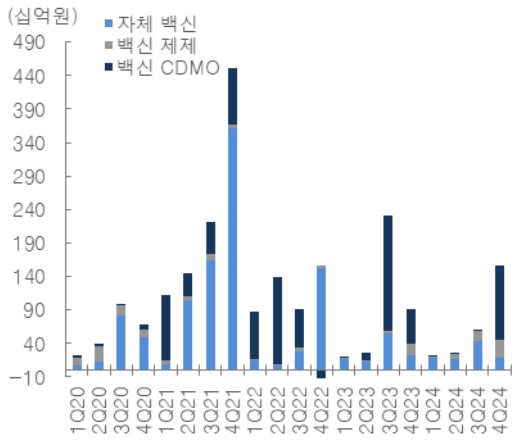
자료: SK바이오사이언스, 대신증권 Research Center

그림 8. IDT Biologika 지배 구조



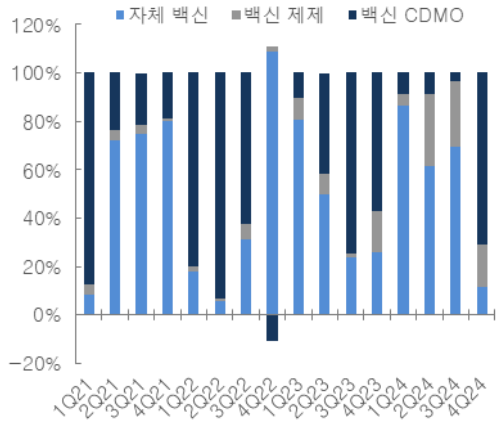
자료: SK바이오사이언스, 대신증권 Research Center

그림 9. 사업별 분기 매출 추이



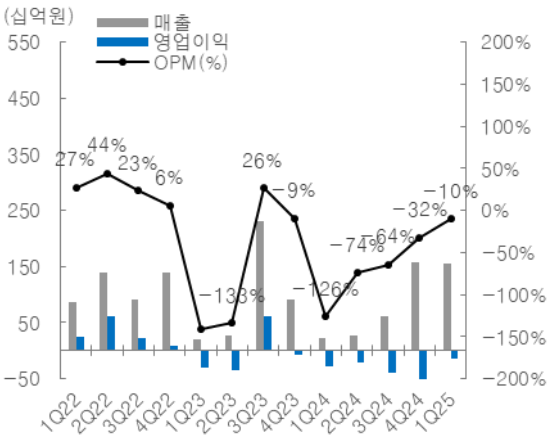
자료: SK바이오사이언스, 대신증권 Research Center

그림 10.사업별 매출 비중



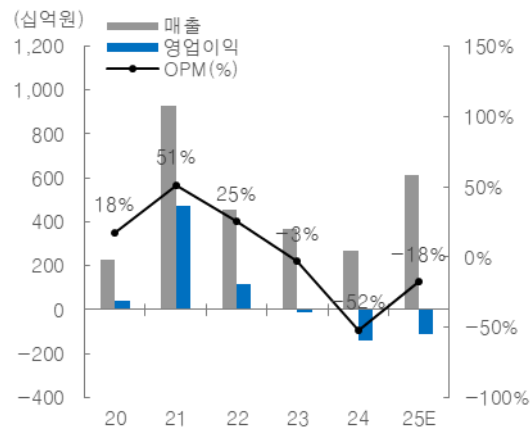
자료: SK바이오사이언스, 대신증권 Research Center

그림 11.분기별 매출 및 영업이익 추이



자료: SK바이오사이언스, 대신증권 Research Center

그림 12.연간 매출 및 영업이익 추이



자료: SK바이오사이언스, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	370	268	611	745	891
매출원가	227	237	502	589	690
매출총이익	142	31	109	156	201
판매비와관리비	154	169	218	250	276
영업이익	-12	-138	-109	-94	-74
영업이익률	-3.2	-51.7	-17.9	-12.6	-8.3
EBITDA	23	-89	-63	-49	-31
영업외손익	19	49	5	16	24
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	90	46	37	45	56
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-71	-22	-37	-39	-47
외환관련손실	13	7	2	2	2
기타	0	25	5	10	15
법인세비용차감전순손익	7	-89	-104	-78	-51
법인세비용	15	39	75	55	3
계속사업순손익	22	-50	-29	-24	-48
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	22	-50	-29	-24	-48
당기순이익률	6.0	-18.7	-4.8	-3.2	-5.4
비지배지분순이익	0	4	-29	-24	-48
지배지분순이익	22	-54	0	0	0
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-6	8	9	9	9
포괄순이익	-39	34	56	63	39
비지배지분포괄이익	0	12	56	63	39
지배지분포괄이익	-39	23	0	0	0

재무상태표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,383	1,577	1,731	1,907	2,129
현금및현금성자산	127	313	226	311	349
매출채권 및 기타채권	22	188	330	450	542
재고자산	81	211	359	497	615
기타유동자산	1,153	864	816	649	623
비유동자산	469	1,267	1,251	1,233	1,213
유형자산	296	973	966	954	939
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	173	294	285	279	274
자산총계	1,852	2,844	2,982	3,140	3,342
유동부채	136	311	370	432	525
매입채무 및 기타채무	50	112	113	112	124
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	8	7	7	8	9
기타유동부채	77	191	249	312	392
비유동부채	13	511	590	685	795
차입금	0	383	422	464	506
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	13	127	169	221	288
부채총계	149	821	960	1,117	1,320
지배지분	1,704	1,803	1,803	1,803	1,803
자본금	38	39	39	39	39
자본잉여금	1,160	1,235	1,235	1,235	1,235
이익잉여금	549	500	500	500	500
기타자본변동	-44	28	28	28	28
비지배지분	0	220	220	220	220
자본총계	1,704	2,022	2,022	2,022	2,022
순차입금	-1,254	-764	-585	-453	-416

Valuation 지표 (단위: 원 배 %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	291	-698	0	0	0
PER	247.7	NA	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
BPS	22,190	23,348	23,003	23,001	23,001
PBR	3.2	2.2	1.7	1.7	1.7
EBITDAPS	297	-1,155	-799	-621	-390
EV/EBITDA	187.7	NA	NA	NA	NA
SPS	4,812	3,465	7,797	9,504	11,372
PSR	15.0	14.5	5.0	4.1	3.4
CFPS	847	-2,170	-2,212	-1,901	-1,566
DPS	0	0	0	0	0

재무비율 (단위: 원 배 %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	-19.1	-27.6	128.4	21.9	19.7
영업이익 증가율	적전	적지	적지	적지	적지
순이익 증가율	-81.8	적전	적지	적지	적지
수익성					
ROIC	-11.5	-10.0	-2.3	-1.9	-4.3
ROA	-0.6	-5.9	-3.8	-3.1	-2.3
ROE	1.3	-3.1	0.0	0.0	0.0
안정성					
부채비율	8.7	40.6	47.5	55.2	65.3
순차입금비율	-73.6	-37.8	-28.9	-22.4	-20.6
이자보상배율	-8.6	-37.6	0.0	0.0	0.0

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	29	-128	-393	-371	-348
당기순이익	22	-50	-29	-24	-48
비현금항목의 가감	43	-117	-144	-125	-75
감가상각비	35	49	47	45	44
외환손익	-5	-2	-1	-1	-1
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	13	-164	-190	-170	-117
자산부채의 증감	-18	40	-302	-284	-235
기타현금흐름	-17	-1	82	62	10
투자활동 현금흐름	-45	54	-61	-277	-262
투자자산	-111	97	-1	-2	-1
유형자산	-43	-148	-33	-28	-23
기타	110	104	-27	-247	-238
재무활동 현금흐름	-90	252	24	28	28
단기차입금	-44	0	0	0	0
사채	-39	0	0	0	0
장기차입금	0	192	38	42	42
유상증자	0	76	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-6	-15	-15	-15	-14
현금의 증감	-98	186	-87	85	38
기초 현금	225	127	313	226	311
기말 현금	127	313	226	311	349
NOPLAT	-37	-78	-31	-28	-71
FCF	-52	-201	-33	-27	-67

자료: SK 바이오사이언스, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

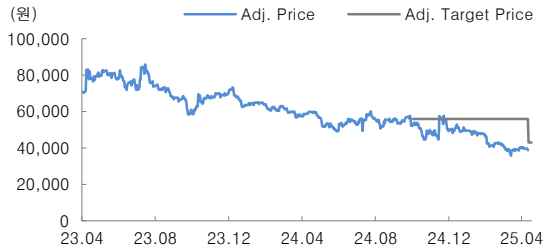
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 이희영)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

SK바이오사이언스(302440) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.05.08	25.04.28	24.11.16	24.10.28
투자의견	Marketperform	6개월 경과	Marketperform	Marketperform
목표주가	43,000	56,000	56,000	56,000
괴리율(평균,%)		(29.26)	(16.75)	(9.59)
괴리율(최대/최소,%)		(27.77)	3.21	(3.39)
제시일자				
투자의견				
목표주가				
괴리율(평균,%)				
괴리율(최대/최소,%)				
제시일자				
투자의견				
목표주가				
괴리율(평균,%)				
괴리율(최대/최소,%)				
제시일자				
투자의견				
목표주가				
괴리율(평균,%)				
괴리율(최대/최소,%)				

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자: 20250505)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.1%	7.9%	0.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상