

# SK COMPANY Analysis



**Analyst**  
**이동건**

dglee@sksec.co.kr  
3773-9909

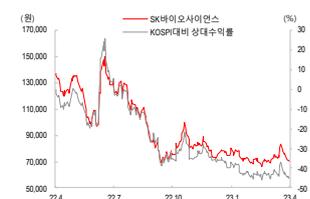
### Company Data

자본금	38 십억원
발행주식수	7,678 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	5,406 십억원
주요주주	
에스케이케미칼(외2)	68.24%
자사주	
외국인지분율	3.83%
배당수익률	0.0%

### Stock Data

주가(23/04/28)	70,400 원
KOSPI	2,501.53 pt
52주 Beta	1.87
52주 최고가	150,000 원
52주 최저가	66,200 원
60일 평균 거래대금	24 십억원

### 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	0.7%	-2.0%
6개월	-6.4%	-15.1%
12개월	-48.6%	-45.2%

## SK 바이오사이언스 (302440/KS | 매수(신규편입)|T.P 83,000 원(신규편입))

### 고개를 들면 보이는 것들

상반기 글로벌 제약사 일반 백신 CDMO 계약을 기점으로 CDMO 가치 재평가 기대 백신 뿐만 아니라 바이럴 벡터, ADC 등 신규 CDMO 시장 진출 위한 투자도 본격화 SKYVAX 제품군 매출도 국내 점유율 회복, 해외 진출 가속화 통한 고성장 본격화 스카이팩, HPV-10 백신 등 블록버스터 후보 백신 제품 개발 성과도 가시화 전망 목표주가 8.3 만원 신규 제시. 단기 실적 우려는 선반영, 반등 위한 근거들에 주목

### 투자 포인트 1) CDMO 가치 재평가, 2) 자체 개발 백신 성과 본격화

투자 포인트는 크게 두 가지다. CDMO 가치의 재평가와 자체 개발 백신 매출 고성장 및 신규 블록버스터 백신 파이프라인 성과 본격화다. 우선 1) CDMO 가치의 재평가가 기대된다. 이르면 상반기 중 글로벌 제약사와의 일반 백신 CDMO 계약 체결이 예상된다. 이를 통해 기존 코로나 19 백신 CDMO 계약으로 국한됐던 CDMO 성과로 저평가됐던 SK 바이오사이언스의 CDMO 사업 가치의 재평가가 기대된다. 또한 바이럴 벡터, ADC 등 백신 외 바이오의약품 CDMO 사업으로의 진출도 본격화될 전망이다. 이르면 연내 해외 CDMO 기업 M&A 등 성과 가시화가 기대된다.

2) 자체 개발 백신 제품군 'SKYVAX' 매출 고성장도 2023 년을 기점으로 본격화될 전망이다. 팬데믹 기간 동안 코로나19 백신 위탁생산에 집중함에 따라 감소했던 SKYVAX 제품군 매출은 국내 시장점유율 회복을 바탕으로 2023 년 1,087 억원을 기록, 팬데믹 초기인 2020 년의 1,482 억원 수준에 근접할 전망이다. 또한 해외 진출 국가 수의 빠른 확대가 이뤄지고 있는 만큼 국내 매출 회복 및 해외 매출 가세를 통해 2024 년 2,066 억원, 2025 년 2,789 억원으로 매출 고 성장을 이어갈 전망이다. 또한 5 개의 블록버스터 백신 파이프라인의 개발 성과도 가시화되고 있다. 가장 앞선 페렴구균백신 스카이팩은 사노피와의 공동개발을 통해 2상을 종료, 연내 3상 진입이 가시화될 전망이다. 그 외에도 HPV-10 백신, 재조합 대상포진 백신, RSV 백신 등 신규 파이프라인의 개발을 가속화, 이르면 2027 년부터 해당 파이프라인들의 상업화가 기대된다.

### 투자이견 '매수', 목표주가 83,000 원으로 커버리지 개선

목표주가는 CDMO 사업 가치 2.5 조원과 스카이팩 파이프라인 가치 2.8 조원, 순현금 1.0 조원을 합산해 도출했다. 2023 년을 기점으로 핵심이 되는 CDMO 사업 가치의 재평가와 자체 개발 백신들의 매출 성장 및 블록버스터로서의 가능성이 기대되는 파이프라인들의 개발 성과도 본격화될 전망이다. 단기 실적에 대한 우려는 충분히 주가에 반영된 만큼 반등을 위한 근거들에 주목할 시점이다.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	226	929	457	196	283	369
yoy	%	22.7	311.8	-50.8	-57.1	44.3	30.3
영업이익	십억원	38	474	115	-87	-53	-67
yoy	%	65.4	1,157.5	-75.7	-175.7	-39.7	26.5
EBITDA	십억원	54	493	143	-52	18	14
세전이익	십억원	37	471	142	-73	-42	-58
순이익(지배주주)	십억원	33	355	123	-48	-33	-45
영업이익률%	%	16.7	51.0	25.3	-44.5	-18.6	-18.1
EBITDA%	%	24.0	53.1	31.2	-26.3	6.2	3.9
EPS(계속사업)	원	537	4,642	1,600	-624	-426	-590
PER	배	0.0	48.5	46.0	-112.8	-165.4	-119.3
PBR	배	0.0	10.7	3.2	3.2	3.3	3.3
EV/EBITDA	배	-1.7	31.8	30.0	-84.9	270.3	339.1
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	-672	-519
부채비율	%	113.1	31.8	23.0	14.8	18.7	22.9

## 1. 투자의견 및 밸류에이션

### 투자의견 '매수', 목표주가 83,000 원으로 커버리지 개시

목표주가는 CDMO 사업 가치,  
스카이팩, 순현금 합산하여 도출

투자의견 '매수', 목표주가 83,000 원으로 커버리지를 개시한다. 전일 종가(70,400 원) 기준 상승 여력은 17.9%다. 목표주가 83,000 원은 DCF 밸류에이션을 통해 산출한 SK 바이오사이언스의 CDMO 사업 가치 2 조 5,493 억원에 PCV-21 폐렴구균백신 '스카이팩 (SKYPAC)' 파이프라인 가치 2 조 8,321 억원, 순현금 1 조 200 억원을 합산하여 도출했다.

CDMO 가치는 기존 노바백스와의 코로나 19 백신 CDMO 계약을 보수적으로 2023 년 종료를 가정했으며, 2023 년 상반기를 기점으로 신규 일반 백신 CDMO 계약 체결을 가정, 2025 년부터 일반 백신 CDMO 매출 발생을 가정했다. DCF 밸류에이션을 위한 가정에는 WACC 6.7%, 영구성장률 3.0%, 법인세율 22.0%를 적용했다. 스카이팩 파이프라인 가치는 2023 년 3 상 진입, 2028 년 출시를 가정해 rNPV 밸류에이션을 통해 산출했으며, 주요 가정으로는 WACC 6.7%, 영구성장률 -5.0%, 법인세율 22.0%, 성공확률 49.4%를 적용했다. 참고로 성공확률은 2 상 단계에서의 상업화까지의 성공확률 24.4%와 3 상 단계에서의 상업화까지의 성공확률 74.3%의 중간값을 반영했다.

현재 국내 상업화에 성공, 2023 년 중 WHO EUL 및 MHRA 허가를 기대 중인 코로나 19 백신 '스카이코비원'의 가치는 보수적으로 목표주가 산출에서 제외했다. 또한 2023년을 기점으로 국내 및 해외 진출 가속화를 통한 매출 고성장 기대되는 자체 개발 백신군 '스카이백스(SKYVAX)'의 가치 역시 보수적으로 제외했다. 따라서 향후 일반 백신 CDMO 계약 확보 지속을 통한 CDMO 가치의 상승, 스카이팩 임상 3 상 진입에 따른 파이프라인 가치 상향, 자체 개발 백신들의 판매 호조 및 신규 백신 출시에 따른 추가적인 성장 모멘텀 확보 등의 가능성을 고려 시 목표주가의 추가적인 상향 가능성은 높다고 판단한다.

높은 공매도 비중에 따른  
기업가치 제고를 위한 다양한  
대응 방안도 검토 중

마지막으로 높은 공매도 비중에 따른 기업가치 제고를 위한 자사주 매입 등 다양한 대응 방안 역시 검토 중인 것으로 판단되는 만큼 이에 따른 수급 관점에서의 모멘텀 역시 주목할 필요가 있다.

## SK 바이오사이언스 목표주가 산출

(십억원, 천주, 원)		비고
<b>1. CDMO 사업 가치(A+B)</b>	<b>2,549.3</b>	
A. NPV of FCFF	381.7	
B. NPV of Terminal Value	2,167.6	WACC 6.7%, 영구성장률 3.0% 적용
<b>2. 파이프라인 가치(C+D)</b>	<b>2,832.1</b>	
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
<b>3. 순차입금</b>	<b>(1,020.0)</b>	2023년 말 기준
<b>4. 기업가치(1+2-3)</b>	<b>6,401.4</b>	
5. 보통주주식수	76,784	
<b>6. 적정주가 산출</b>	<b>83,000</b>	
7. 현재 주가	70,400	2023년 4월 28일 증가
8. 상승여력	17.9%	

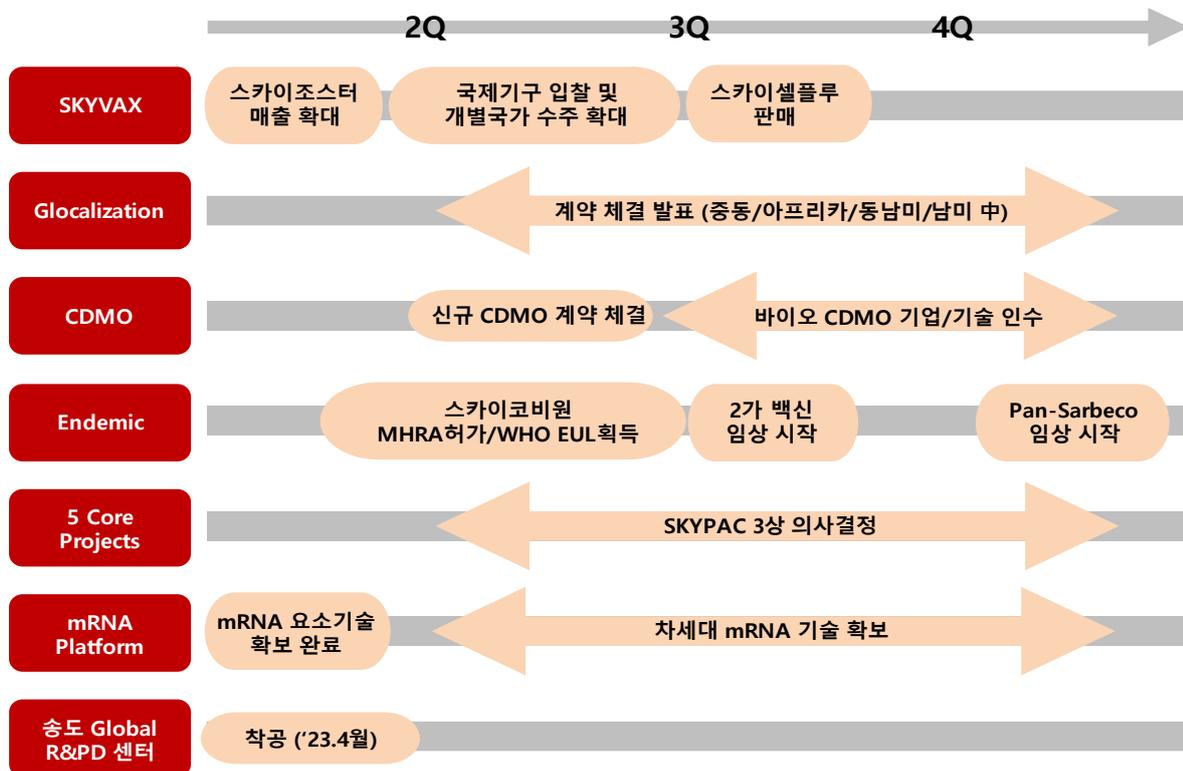
자료: SK 증권 추정

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

## 2. 투자 포인트

### (1) 일반 백신 CDMO 계약 기점으로 CDMO 가치의 재평가

일반 백신 CDMO 계약 확보를 통한 SK 바이오사이언스 CDMO 가치 재평가 기대

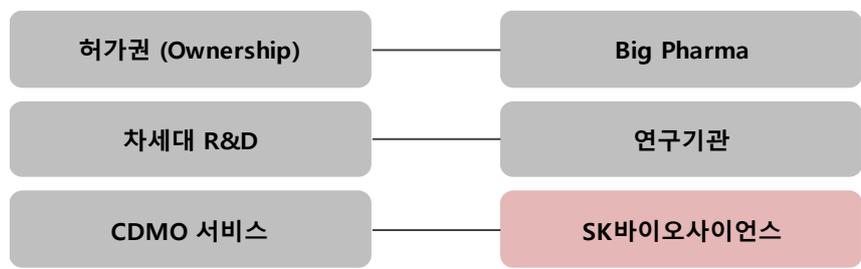
2023 년을 기점으로 기업 가치의 핵심인 CDMO 사업의 가치 재평가가 기대된다. 앞서 코로나 19 가 본격적으로 확산된 구간에서 SK 바이오사이언스는 안동 LHouse 에 대한 선제적 투자를 통해 펜더믹에 대응 가능한 백신 생산설비를 구축했다. 이를 바탕으로 아스트라제네카, 노바백스의 코로나 19 백신 CDMO 계약을 체결했다. 해당 계약들을 통해 SK 바이오사이언스는 글로벌 백신 생산 허브로서의 레퍼런스 확보가 가능했으며, 이를 바탕으로 한 일반 백신 CDMO 사업으로의 확장이 기대된다.

최근 진행된 애널리스트 간담회를 통해 SK 바이오사이언스는 2023 년 상반기 중 글로벌 제약사와의 일반 백신 CDMO 계약 체결과 더불어 향후 백신 외 바이럴 벡터(Viral Vector), ADC(Antibody-Drug Conjugate) 등 신규 바이오의약품 CDMO 시장으로의 진출 계획을 구체화했다. 신규 바이오의약품 CDMO 사업 진출과 관련해서는 해외 관련 기술 또는 시설을 보유 중인 기업에 대한 M&A 를 추진 중이라고 언급했다. 다만 이는 기존 SK 바이오사이언스의 핵심 역량인 백신 분야와는 다소 차이가 있는 만큼 중장기적 관점에서 주목할 모멘텀으로 판단된다.

일반 백신 CDMO 계약 확보는 코로나 19 백신에 국한됐던 CDMO 계약 성과에 따른 할인 요소 해소로 이어질 전망

하지만 글로벌 제약사와의 일반 백신 CDMO 계약 가능성은 분명 주목할 필요가 있다. SK 바이오사이언스의 핵심이자 코로나 19 백신에 국한됐던 CDMO 계약 성과로 가치 디스카운트가 불가피했던 백신 CDMO 가치의 재평가가 본격화될 것으로 기대된다. 특히 기존 노바백스 CDMO 계약 물량 생산에 따른 배정 Suite 들 중 일부 Suite 들의 일반 백신 CDMO 로의 전환은 현재 L House 에 대한 리레이팅 뿐만 아니라 향후 SK 바이오사이언스의 L House 증설분에 대한 가치 반영 또한 가능할 전망이다.

#### SK 바이오사이언스 글로벌 제약사향 CDMO 파트너십 구조



자료: SK 바이오사이언스, SK 증권

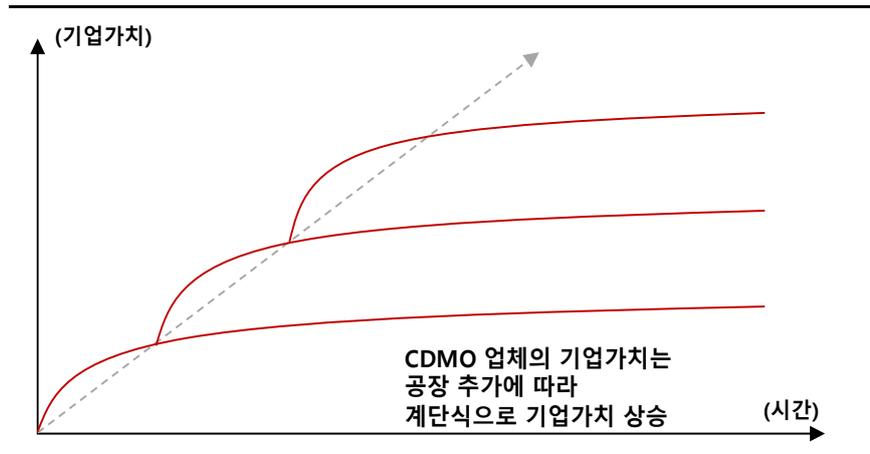
**국내 대표 CDMO 기업인  
삼성바이오로직스는 수주에 대한  
기대감을 바탕으로 기 확보 및  
향후 add-up 될 공장 가치까지  
기업가치에 선반영**

국내 CDMO 기업들 중 대표적인 기업인 삼성바이오로직스의 경우 CDMO 사업에 대한 가치를 반영하는 데 있어 현재 보유 중인 공장뿐만 아니라 가시화된 신규 공장에 대한 가치를 선제적으로 반영한다. 이는 삼성바이오로직스의 CDMO 사업 영역이 항체의약품 중심으로 구성되며, 항체의약품 시장 특성 상 다수의 바이오텍 및 글로벌 제약사들 역시 자체 생산뿐만 아니라 위탁생산에 대한 수요가 높다는 점이 확인됐기 때문이다. 또한 이 과정에서 삼성바이오로직스는 꾸준한 수주 확보를 바탕으로 현재까지 가동 또는 가동 예정인 1~4 공장에 대한 수주가 대부분 채워지며 결국 '기 확보된 Capacity 뿐만 아니라 향후 add-up 될 신규 공장의 Capacity 에 대한 선제적 가치 반영'이 가능했다.

**백신 CDMO 시장에 대한 시장의  
우려로 같은 CDMO 기업인  
SK 바이오사이언스에 대한 저평가  
불가피. 하지만 일반 백신 CDMO  
계약 확보로 해소될 것**

반면 SK 바이오사이언스는 CDMO 기업임에도 불구하고 사업 영역이 백신 시장이라는 점에서 항체의약품 CDMO 사업을 영위하는 삼성바이오로직스와는 상이한 밸류에이션을 적용받았다. 이는 백신 개발 바이오텍의 수가 상대적으로 적고, 대다수의 상업화된 백신이 글로벌 제약사들 위주로 이뤄져있다는 점에서 위탁생산이 아닌 자체 생산 비중이 클 것이라는 우려 때문이었다. 하지만 SK 바이오사이언스는 코로나 19 전후로 자체 백신 생산뿐만 아니라 다양한 기술의 백신 생산 역량을 입증함으로써 글로벌 제약사들의 백신 수주 가능성을 높이고 있으며, 이르면 2023 년 상반기를 기점으로 이러한 성과들을 확인시켜줄 전망이다. 따라서 이러한 일반 백신 CDMO 계약 성과의 시작은 그간 SK 바이오사이언스가 보유 중인 백신 Capacity 에 대한 가치 재평가와 더불어 향후 L House 증설 시 해당 Capacity 에 대한 가치 선반영까지도 기대 가능하다는 점에서 주목할 필요가 있다.

**일반적인 경우의 CDMO 기업 기업가치 변화**



자료: SK 증권

## (2) Glocalization 본격화, SK 바이오사이언스 플랫폼의 글로벌화

2023년 중 2곳 이상에  
Glocalization 통한 진출 예정.  
이르면 2년차부터 유의미한  
매출도 기대 가능

Glocalization이란 SK 바이오사이언스의 생산역량을 사업모델화해 글로벌 생산역량을 증진시키는 사업이다. SK 바이오사이언스가 보유한 공정연구 및 생산역량의 연계성, 즉 중개적 역량을 극대화해 글로벌 협력의 중심이 될 전망이다. 현재 진출을 논의 중인 중동, 남미, 동남아시아, 아프리카 등 백신 생산역량 및 설비가 불충분한 지역들에 JV 설립 등을 통해 DS, DP 기술이전을 통한 매출뿐만 아니라 DS, DP, 원부재료 매출도 기대되며 이 과정에서 SK 바이오사이언스가 자체 개발한 다수의 백신들의 해외 진출까지 가속화될 전망이다. 이는 향후 새로운 팬더믹의 등장 시 빠르게 대응 가능한 생산설비를 글로벌 전역에 확보하고자하는 CEPI, 빌&멜린다게이츠재단 등의 방향성과도 일치하는 것으로 유의미한 실적뿐만 아니라 국제기구들과의 협력에서 SK 바이오사이언스의 중요성이 더욱 부각될 수 있다는 점에서 주목할 필요가 있다.

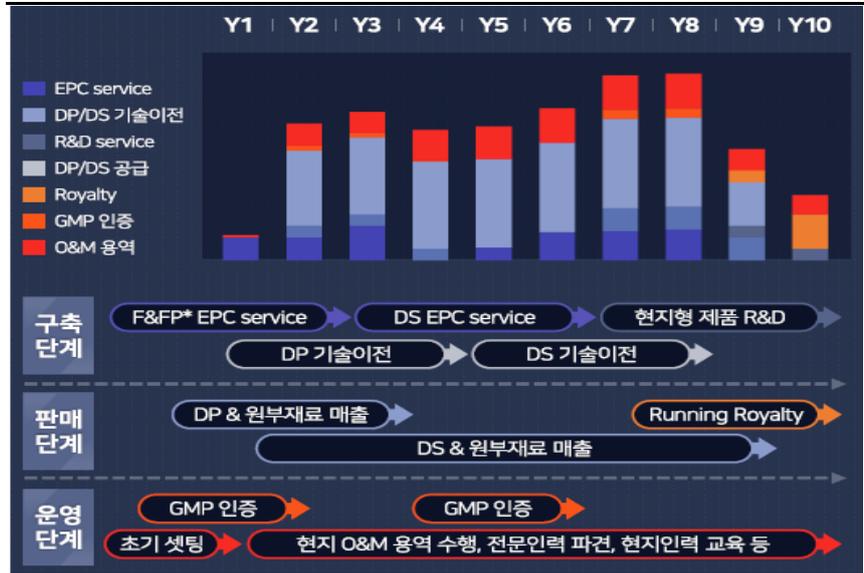
SK 바이오사이언스는 2023년 중 Glocalization을 통해 2곳 이상에 진출할 예정이다. 현지 정부 또는 국제 원조기금의 자금 지원을 통해 이뤄지는 만큼 SK 바이오사이언스의 자금은 크게 소요되지 않을 전망이다. 또한 이르면 2년차부터 DS, DP 기술이전 및 용역 매출 등을 통해 유의미한 매출 창출도 기대되는 만큼 단기 실적 개선에도 긍정적인 전망이다.

### SK 바이오사이언스 Glocalization 추진 현황

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

자료: SK 바이오사이언스, SK 증권

SK 바이오사이언스 Glocalization 사업 모델 매출 구조



자료: SK 바이오사이언스, SK 증권

### (3) 자체 개발 백신군 SKYVAX 해외 진출 및 라인업 확대 가속화

#### SKYVAX 국내 시장점유율 회복 및 해외 진출 바탕으로 2023 년 기점 매출 성장세 전환 기대

자체 개발 백신군인 'SKYVAX'의 국내 시장점유율 회복 및 해외 진출, 그리고 신규 블록버스터 파이프라인 개발이 가속화될 전망이다. 코로나 19 백신 위탁생산에 따라 축소됐던 자체 개발 백신군들의 생산이 다시금 본격화될 전망이며, 이에 따라 국내 시장점유율 회복과 더불어 해외 진출 역시 다수의 글로벌 국가 허가를 획득함에 따라 매출 성장이 기대된다. 또한 SK 바이오사이언스는 중장기 성장을 가속화할 5 개의 블록버스터 파이프라인을 개발할 예정이다. 5 개 파이프라인은 폐렴구균백신 스카이팩과 더불어 HPV-10 백신, 재조합 대상포진 백신, Pan-Sarbeco 백신, RSV 백신으로 SK 바이오사이언스의 R&D 역량과 Fast Follower, 파트너십 전략을 통해 빠르게 시장에 진출, 중장기 성장 모멘텀으로 작용할 전망이다.

1) 우선 코로나 19 팬더믹으로 코로나 19 백신 CDMO 사업에 따라 축소됐던 기존 SKYVAX 제품군인 스카이셀플루(세계 최초 4 가 세포배양 인플루엔자백신), 스카이조스터(국내 최초 개발 대상포진 백신), 스카이바리셀라(수두 백신) 등의 매출 성장이 기대된다. 앞서 언급한 바와 같이 코로나 19 팬더믹에 따른 아스트라제네카, 노바백스의 코로나 19 백신 위탁생산을 진행함에 따라 SKYVAX 제품군들의 생산 감소가 불가피했으며, 이 과정에서 시장점유율 하락 및 매출 감소가 나타났다. 하지만 팬더믹 상황이 진정됐고, 코로나 19 백신 CDMO 계약 역시 이에 따라 공급 물량이 축소됨에 따라 SKYVAX 품목들에 대한 생산이 재개됐으며, 이를 바탕으로 2023 년부터 팬더믹 이전 수준 매출로의 회복이 시작될 전망이다.

또한 해외 진출 역시 가속화될 전망이다. 현재 스카이셀플루는 11 개 국가에서 허가를 완료, 향후 추가적으로 허가를 진행 중인 12 개국에서의 허가까지 획득 시 20 여개 국가에 진출이 이뤄질 예정이다. 스카이조스터 역시 경쟁 제품인 GSK 의 싱그릭스가 상대적으로 높은 가격으로 시장 진입에 한계를 보이는 만큼 향후 해외 허가 건수를 늘려 국내에서의 1 위뿐만 아니라 해외 시장에서의 유의미한 침투 성과를 확인 가능할 전망이다.

#### SKYVAX 제품 라인업 및 해외 진출 현황

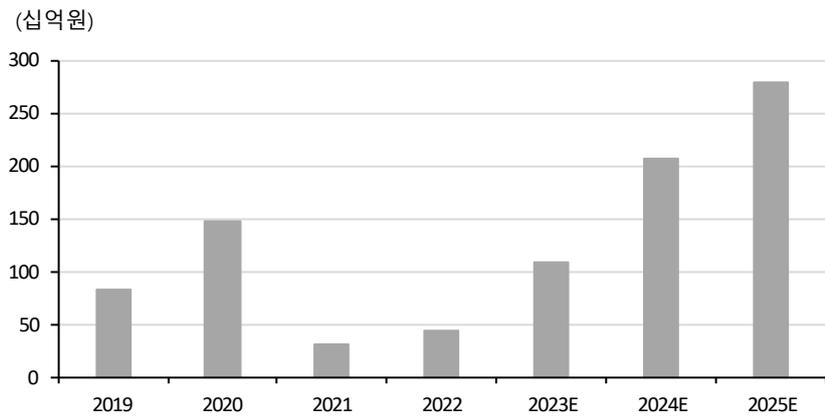
제품	허가 완료 국가	허가 중 국가
SKY Cellflu (독감백신)	11	12
SKY Zoster (대상포진 백신)	2	2
SKY Varicella (수두 백신)	4	10
SKY Pneumo (폐렴구균 백신)	1	-

자료: SK 바이오사이언스, SK 증권

2023년 SKYVAX 제품군 매출  
1,087 억원, 2024년 2,066 억원,  
2025년 2,789 억원 기록 전망

이를 바탕으로 코로나 19 팬데믹 초기인 2020년 1,482 억원을 기록했던 SK 바이오사이언스의 SKYVAX 제품군 매출은 2022년 200 억원 수준으로 감소한 이후 2023년 1,087 억원, 2024년 2,066 억원, 2025년 2,789 억원으로 가파른 성장세를 나타낼 전망이다.

#### SK 바이오사이언스 SKYVAX 제품군 매출 추이 및 전망

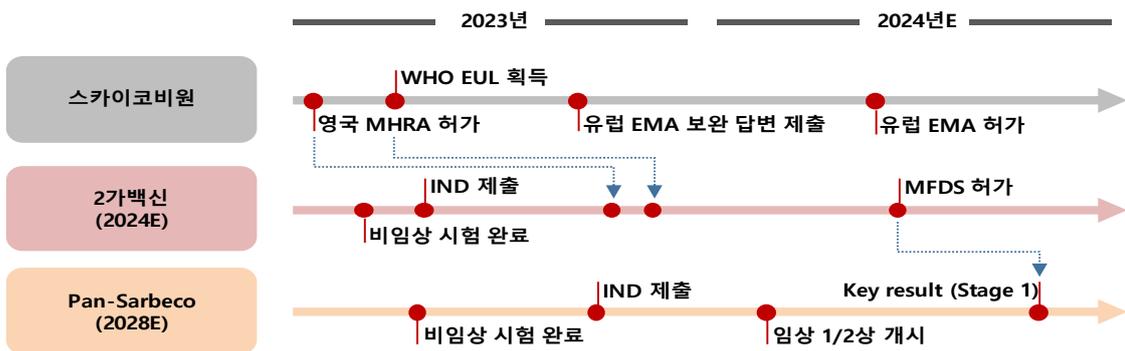


자료: SK 바이오사이언스, SK 증권 추정

**자체 개발 코로나 19 백신  
스카이코비원의 점진적 매출  
성장도 기대**

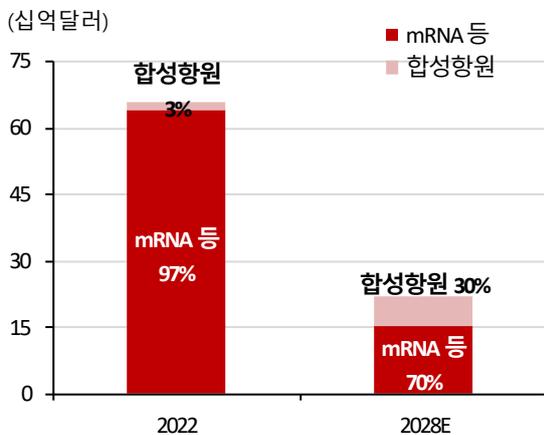
2) 자체 개발 코로나 19 백신 ‘스카이코비원’의 점진적 매출 성장도 예상된다. 비록 팬더믹이 한창이던 시기 대비 글로벌 백신 접종률 및 추가 접종 의사를 고려한다면 현 시점에서 기대 가능한 코로나 19 백신 관련 매출은 제한적인 것은 분명하다. 하지만 향후 주요 국가들이 코로나 19 백신의 접종을 연례화하는 방안을 검토 중이며, 이 경우 상대적으로 안전성 측면에서 우수한 합성항원 방식의 코로나 19 백신에 대한 선호도는 높아질 전망이다. Evaluate Pharma 에 따르면 2022 년 660 억달러에 달했던 글로벌 코로나 19 백신 시장 규모는 2028 년 220 억원으로 감소하겠으나, 2022 년 97%에 달했던 mRNA 기반 백신 매출 비중은 2028 년 70% 수준으로 감소할 전망이다. 특히 저소득 국가들을 중심으로 이미 합성항원 등 비 mRNA 백신 접종률이 54%에 달하는 것으로 나타나는 만큼 2024 년까지 변이주에 대응하는 다가 백신 출시, 2028 년까지 범용 코로나에 대응하는 Pan-Sarbeco 백신 출시를 통해 시장의 낮아진 눈높이를 상회하는 코로나 19 백신 관련 매출 달성을 기록할 것으로 기대된다.

**SK 바이오사이언스 코로나 19 엔데믹 대응 파이프라인 개발 현황**



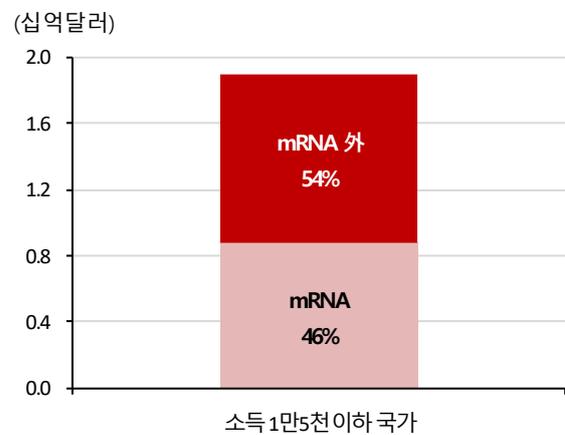
자료: SK 바이오사이언스, SK 증권

**코로나 19 백신 시장 전망**



자료: Evaluate Pharma, SK 바이오사이언스, SK 증권

**저소득 국가 플랫폼별 접종비율**



자료: Our world in data, SK 바이오사이언스, SK 증권

신규 5 개의 블록버스터 백신  
 파이프라인에도 주목할 필요.  
 가장 개발단계 앞선 스카이팩은  
 2023 년 중 3 상 진입여부 결정  
 예정

3) 마지막으로 SK 바이오사이언스는 중장기 성장을 가속화할 5 개의 블록버스터 파이프라인을 개발할 예정이다. 5 개 파이프라인은 폐렴구균백신 스카이팩과 더불어 HPV-10 백신, 재조합 대상포진 백신, Pan-Sarbeco 백신, RSV 백신으로 SK 바이오사이언스의 R&D 역량과 Fast Follower, 파트너십 전략을 통해 빠르게 시장에 진출, 중장기 성장 모멘텀으로 작용할 전망이다.

가장 개발 속도가 앞선 폐렴구균백신 SKYPAC 은 사노피와 공동개발을 통해 글로벌 2 상을 완료했으며, 2023 년 중 임상 3 상 진입여부를 위한 의사결정을 거쳐 3 상 진입이 이뤄질 예정이다. Best-in-class 가능성을 지닌 최초의 PCV-21 백신으로 향후 개발을 거쳐 상업화 시 연간 10 조원 이상에 달하는 시장인 만큼 유의미한 매출 달성이 기대된다.

HPV-10 백신과 재조합 대상포진 백신, Pan-Sarbeco 백신은 기존 SK 바이오사이언스가 HPV-4 백신 2 상 완료 경험 및 생바이러스백신인 스카이조스터 상업화 경험, 스카이코비원 상업화 경험을 보유한 만큼 개발 속도 가속화가 기대되며, 3 개 파이프라인 모두 이를 바탕으로 이르면 2027 년 중 상업화가 가능할 전망이다. RSV(Respiratory Syncytial Virus, 호흡기세포융합바이러스) 백신은 글로벌 개발 속도에서 앞서있는 GSK 와 화이자의 허가 이후 Fast Follower 전략을 바탕으로 2029 년까지 글로벌 시장 진출이 가능할 전망이다.

SK 바이오사이언스 5 개 블록버스터 파이프라인 추진 현황

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

자료: SK 바이오사이언스, SK 증권

### 3. 실적 추정

#### 실적 역성장 불가피, 다만 자체 개발 백신 매출 성장 주목할 필요

**1분기 영업이익 적자전환.  
노바백스 CMO 매출 미발생 및  
R&D 투자 본격화에 따른 판관비  
증가 영향**

1분기 별도 기준 매출액 및 영업이익은 각각 206 억원(-76.4% YoY, 이하 YoY 생략), -287 억원(적자전환)을 시현했다. 노바백스 코로나 19 백신 CMO 매출이 미발생한 가운데 R&D 투자 본격화에 따른 연구개발비 및 인건비 증가 영향으로 판매관리비가 전년동기대비 23.0% 증가하며 영업이익은 2020년 2분기 이후 처음으로 적자 전환했다. 1분기 판매관리비는 296 억원(+23.0%)을 기록했다. 스카이팩, HPV-10 백신, 재조합 대상포진 백신 개발 등 R&D 프로젝트들이 다수 확대되며 2022년 4분기부터 본격화된 인건비 증가가 지속 중이다. 연구개발비 또한 이러한 R&D 확대 영향으로 전년동기대비 30.7% 증가한 161 억원(판매관리비 반영분 기준, 전체 연구개발비는 275 억원)을 기록했다.

2023년 별도 기준 매출액 및 영업이익은 각각 1,961 억원(-57.1%), -874 억원(적자전환)으로 추정한다. 자체 개발 백신 매출은 스카이셀플루, 스카이조스터, 스카이하리셀라 등 주요 제품들의 국내 영업 재개 및 국제기구 Tender 등 해외 진출 가속화를 바탕으로 1,087 억원의 매출액을 기록할 것으로 기대된다. 다만 기존 CMO 파트너사인 노바백스의 코로나 19 백신 수요 급감에 따른 CDMO 부문 매출 감소, 2022년 정부향 스카이코비원 DS 및 DP 매출 일부 반영에 따른 역기저로 전사 매출액은 전년대비 큰 폭의 감소가 불가피할 전망이다. 영업이익 역시 수익성이 좋은 스카이코비원 정부향 매출 급감, CDMO 매출 감소, 인건비 및 연구개발비 등 판매관리비 증가 영향으로 적자전환이 예상된다.

**단기 실적은 아쉬우나 시장의  
우려는 주가에 충분히 선반영.  
중장기 실적 모멘텀에 주목할  
필요**

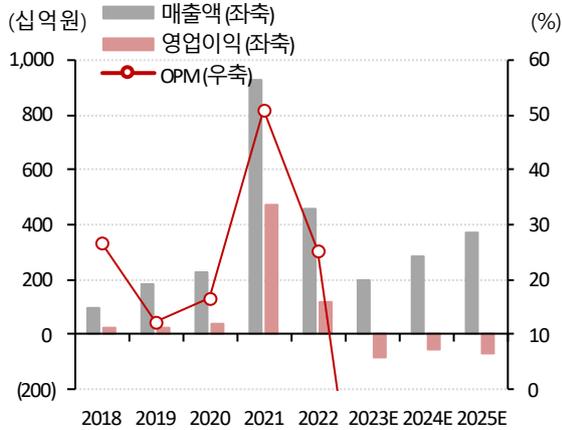
다만 향후 자체 개발 백신 제품군의 매출 고성장, 2023년부터 본격화될 일반 백신 CDMO 계약 성과를 바탕으로 한 실적 회복은 2024년부터 나타날 전망이다. 또한 보수적으로 추정한 코로나 19 백신 스카이코비원 역시 해외 진출 및 2가백신 출시를 바탕으로 향후 판매 성과에 따라 실적 추정치 상향 조정도 가능하다. 단기 실적은 아쉬우나 중장기 실적 모멘텀은 긍정적인 만큼 이에 주목할 필요가 있다.

SK 바이오사이언스 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E
<b>매출액</b>	<b>87.1</b>	<b>138.3</b>	<b>91.1</b>	<b>140.3</b>	<b>20.6</b>	<b>36.2</b>	<b>68.9</b>	<b>70.5</b>	<b>929.0</b>	<b>456.7</b>	<b>196.1</b>
YoY	(22.7)	(4.4)	(58.8)	(68.9)	(76.4)	(73.8)	(24.4)	(49.8)	311.8	(50.8)	(57.1)
제품(코로나 19 백신 원액 포함)	15.8	7.8	28.6	152.5	18.2	26.4	55.1	59.2	638.9	204.6	158.9
GBP510 매출	0.0	0.0	14.0	126.4	0.0	0.4	1.1	2.9	0.0	140.4	4.5
상품(로타텍, 수액제 포함)	1.6	1.5	5.6	3.2	1.8	3.7	6.7	4.8	26.1	11.9	17.0
기타(CDMO 포함)	69.7	129.0	56.9	(15.4)	0.6	6.1	7.1	6.5	264.0	240.2	20.2
<b>매출총이익</b>	<b>47.8</b>	<b>86.1</b>	<b>55.8</b>	<b>49.9</b>	<b>0.9</b>	<b>8.9</b>	<b>25.7</b>	<b>28.4</b>	<b>570.3</b>	<b>239.6</b>	<b>64.0</b>
YoY	(34.9)	3.7	(57.5)	(82.3)	(98.1)	(89.6)	(53.8)	(43.0)	498.1	(58.0)	(73.3)
GPM	54.9	62.3	61.3	35.5	4.3	24.7	37.4	40.3	61.4	52.5	32.6
<b>영업이익</b>	<b>23.8</b>	<b>61.2</b>	<b>21.4</b>	<b>9.1</b>	<b>(28.7)</b>	<b>(27.8)</b>	<b>(16.3)</b>	<b>(14.5)</b>	<b>474.2</b>	<b>115.4</b>	<b>(87.4)</b>
YoY	(55.8)	(7.5)	(78.7)	(96.4)	적전	적전	적전	적전	1,157.5	(75.7)	적전
OPM	27.3	44.3	23.5	6.5	(139.4)	(76.9)	(23.6)	(20.6)	51.0	25.3	(44.5)
<b>세전이익</b>	<b>32.8</b>	<b>55.3</b>	<b>23.2</b>	<b>30.8</b>	<b>(25.2)</b>	<b>(24.6)</b>	<b>(12.9)</b>	<b>(10.2)</b>	<b>471.1</b>	<b>142.1</b>	<b>(72.9)</b>
YoY	(40.5)	(18.5)	(76.0)	(87.8)	적전	적전	적전	(133.1)	1,163.3	(69.8)	적전
<b>당기순이익</b>	<b>27.8</b>	<b>46.1</b>	<b>20.8</b>	<b>28.1</b>	<b>(13.8)</b>	<b>(17.6)</b>	<b>(9.2)</b>	<b>(7.3)</b>	<b>355.1</b>	<b>122.8</b>	<b>(47.9)</b>
YoY	(33.7)	(12.7)	(72.8)	(84.7)	적전	적전	적전	(126.0)	979.8	(65.4)	적전
NPM	31.9	33.4	22.8	20.0	(67.1)	(48.6)	(13.4)	(10.4)	38.2	26.9	(24.4)

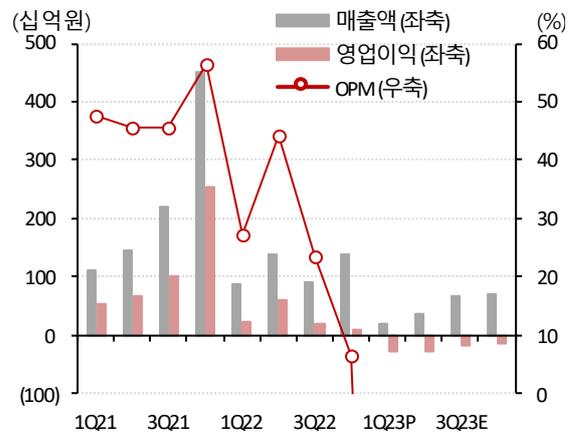
자료: SK 바이오사이언스, SK 증권 추정  
 주: 별도 기준

SK 바이오사이언스 연간 실적 추이 및 전망



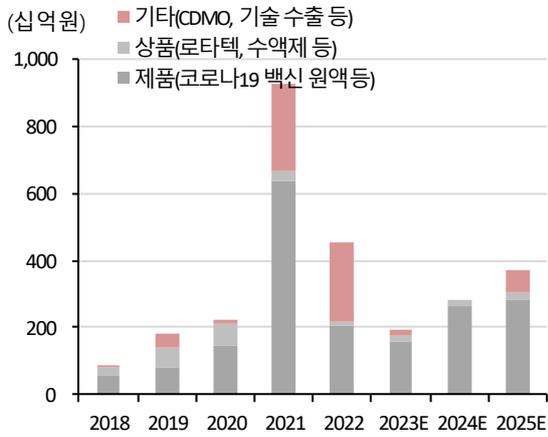
자료: SK 바이오사이언스, SK 증권 추정  
 주: 별도 기준

SK 바이오사이언스 분기 실적 추이 및 전망



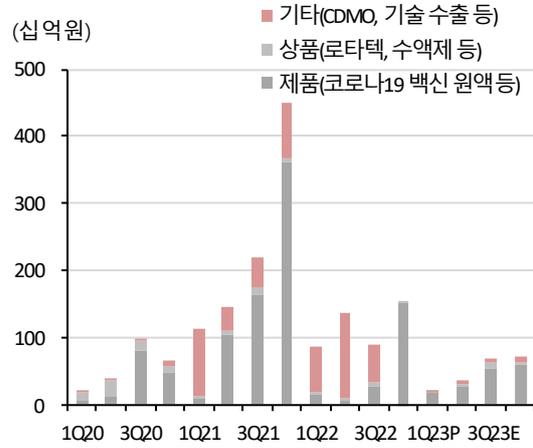
자료: SK 바이오사이언스, SK 증권 추정  
 주: 별도 기준

연간 유형별 매출 추이 및 전망



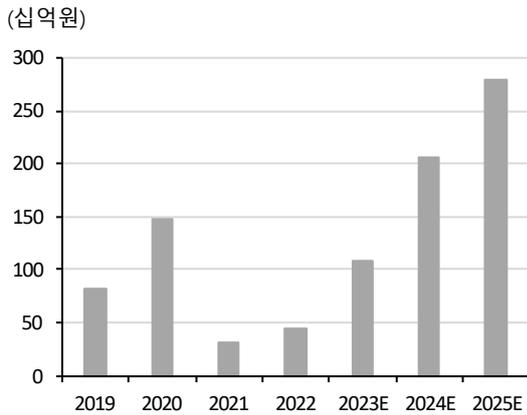
자료: SK 바이오사이언스, SK 증권 추정  
주: 별도 기준

분기 유형별 매출 추이 및 전망



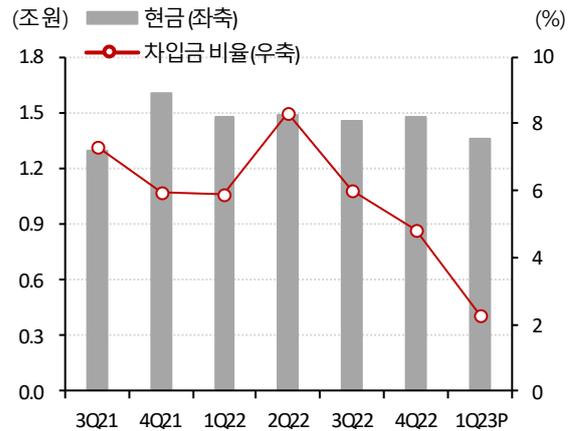
자료: SK 바이오사이언스, SK 증권 추정  
주: 별도 기준

자체 개발 백신(SKYVAX) 매출 전망



자료: SK 바이오사이언스, SK 증권 추정

순현금 및 차입금비율 추이



자료: SK 바이오사이언스, SK 증권 추정

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	1,838	1,777	1,501	1,196	1,088
현금및현금성자산	98	219	167	121	169
매출채권 및 기타채권	48	90	99	108	119
재고자산	135	187	206	227	249
<b>비유동자산</b>	272	365	443	777	898
장기금융자산	24	19	9	12	16
유형자산	210	264	329	638	747
무형자산	17	18	32	51	59
<b>자산총계</b>	2,110	2,142	1,945	1,972	1,986
<b>유동부채</b>	460	380	232	291	350
단기금융부채	63	96	86	91	95
매입채무 및 기타채무	76	25	23	33	43
단기충당부채	0	3	1	2	2
<b>비유동부채</b>	49	20	19	19	20
장기금융부채	44	18	18	18	18
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	2	1	1	2
<b>부채총계</b>	509	400	250	310	370
<b>지배주주지분</b>	1,601	1,742	1,694	1,662	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	453	408
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	1,601	1,742	1,694	1,662	1,616
<b>부채와자본총계</b>	2,110	2,142	1,945	1,972	1,986

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>영업활동현금흐름</b>	540	-127	-182	61	55
당기순이익(손실)	355	123	-48	-33	-45
비현금성항목등	149	63	12	63	70
유형자산감가상각비	16	24	29	60	69
무형자산상각비	3	4	6	10	12
기타	131	36	-24	-8	-11
운전자본감소(증가)	44	-209	-169	24	20
매출채권및기타채권의감소(증가)	-8	-5	-9	-10	-11
재고자산의감소(증가)	-70	-96	-19	-21	-23
매입채무및기타채무의증가(감소)	47	-53	-3	10	10
기타	75	-55	-139	44	43
법인세납부	-9	-104	25	9	13
<b>투자활동현금흐름</b>	-1,421	270	194	-106	-5
금융자산의감소(증가)	-1,377	352	309	297	197
유형자산의감소(증가)	-43	-73	-94	-369	-178
무형자산의감소(증가)	-2	-3	-20	-30	-20
기타	0	-5	-0	-5	-5
<b>재무활동현금흐름</b>	-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
<b>현금의 증가(감소)</b>	73	121	-52	-46	49
기초현금	25	98	219	167	121
기말현금	98	219	167	121	169
FCF	497	-200	-276	-308	-123

자료 : SK바이오사이언스, SK증권

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	929	457	196	283	369
<b>매출원가</b>	359	217	132	157	203
<b>매출총이익</b>	570	240	64	126	165
매출총이익률(%)	61.4	52.5	32.6	44.6	44.8
<b>판매비와 관리비</b>	96	124	151	179	232
<b>영업이익</b>	474	115	-87	-53	-67
영업이익률(%)	51.0	25.3	-44.5	-18.6	-18.1
<b>비영업손익</b>	-3	27	14	11	9
순금융손익	-2	2	-1	-2	-2
외환관련손익	-2	17	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	471	142	-73	-42	-58
세전계속사업이익률(%)	50.7	31.1	-37.2	-14.8	-15.8
<b>계속사업법인세</b>	116	19	-25	-9	-13
<b>계속사업이익</b>	355	123	-48	-33	-45
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	355	123	-48	-33	-45
순이익률(%)	38.2	26.9	-24.4	-11.6	-12.3
<b>지배주주</b>	355	123	-48	-33	-45
지배주주귀속 순이익률(%)	38.2	26.9	-24.4	-11.6	-12.3
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	353	129	-48	-33	-45
<b>지배주주</b>	353	129	-48	-33	-45
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	493	143	-52	18	14

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	311.8	-50.8	-57.1	44.3	30.3
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	-17.7
EPS	763.8	-65.5	적전	적지	적지
<b>수익성 (%)</b>					
ROA	26.6	5.8	-2.3	-1.7	-2.3
ROE	38.1	7.3	-2.8	-1.9	-2.8
EBITDA마진	53.1	31.2	-26.3	6.2	3.9
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	399.6	468.1	648.3	410.5	310.7
부채비율	31.8	23.0	14.8	18.7	22.9
순차입금/자기자본	-96.1	-78.7	-60.2	-40.4	-32.1
EBITDA/이자비용(배)	143.9	58.0	-16.1	5.6	4.4
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	4,642	1,600	-624	-426	-590
BPS	20,932	22,690	22,066	21,641	21,050
CFPS	4,888	1,954	-159	488	465
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER	48.5	46.0	-112.8	-165.4	-119.3
PBR	10.7	3.2	3.2	3.3	3.3
PCR	46.0	37.6	-443.0	144.2	151.4
EV/EBITDA	31.8	30.0	-84.9	270.3	339.1
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2023.05.02	매수	83,000원	6개월		
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 02일 기준)

투자등급	비율
매수	91.95%
중립	8.05%
매도	0.00%