

SK034730

## 경쟁력 있는 CDMO, 여기에도 있다

## 북미 생물보안법 통과에 따른 SK팜테코 사업 기회 창출

중국 주요 바이오 기업과의 거래를 제한하는 '생물 보안법'이 미국 하원을 통과했다. 특히 이 과정에서 SK팜테코는 제제 대상이 된 우시바이오와 CGT CDMO (세포유전자 치료제 위탁생산, Cell Gene Therapy CDMO) 등에서 겹치는 사업 영역이 있어 새로운 기회가 열렸다. 이미 올해 4,5월부터 주요 글로벌 제약사들이 SK팜테코를 포함 비 중국계 CDMO 기업들을 적극적으로 찾은 것으로 알려진다.

SK팜테코는 CGT 계열뿐만 아니라 올리고 핵산, 항체약물 접합체 (ADC) 등을 25년 시범 생산, 26년부터 본격 상업 생산에 들어간다. 비만 치료제 수요에 대응하기 위해 GLP-1 등 펩타이드 분야에서도 CDMO 진출을 검토 중이다. 최근 미국 cGMP (제조 인증 시설)에서 6개월만에 스위스 페링 제약으로부터 방광암 유전자 치료제 위탁 생산 계약을 체결하는 등 긍정적인 성과를 기록 중이다.

## CGT CMO 분야의 Inorganic 성장과 올해 하반기부터 실적 가시화

21년 CGT 전문 CMO인 프랑스의 Yposkesi 인수 (70%지분)와 23년 미국 CGT CMO인 CBM사를 인수하면서 유럽과 미국에 생산 거점 확보를 통한 CGT CMO 시장에 진입했다. 2분기를 기점으로 펀더멘털도 개선세에 진입했다. 합성 CDMO는 SK바이오텍 아일랜드의 당노 등의 핵심 제품 공급 확대로 매출이 회복세에 있으며 CGT 가동률 상승에 따른 고정비 부담 완화로 영업손실도 축소되고 있다. 하반기 CGT CDMO 고객사 주문 재개와 생물 보안법 통과에 따른 25년 매출 증가도 기대되는 상황이다.

## 지배구조 개편과 CDMO사업 비교군 주가 상승은 NAV할인을 축소 계기

그룹의 리밸런싱을 통한 재무 안정성 확보 작업이 시작됐고 보유 중인 투자 유가증권 (플러그 파워 등) 중 일부 매각을 통한 현금화 가능성도 열려있다. 특히 최근 CDMO산업 Peer들의 기업가치가 크게 증가하고 있어 동사가 보유 중인 팜테코 (86.5%지분)의 지분가치도 재평가가 필요하다. 팜테코 가치 5조원을 반영하여 목표주가를 기존 20만원에서 22만원으로 상향 조정한다.

## Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	97,204	132,079	131,238	132,116	133,437
영업이익	4,860	8,161	5,056	5,940	4,478
영업이익률(%)	5.0	6.2	3.9	4.5	3.4
세전이익	5,982	5,900	-678	3,923	3,033
지배주주지분순이익	1,966	1,099	-777	1,177	731
EPS(원)	26,448	14,779	-10,651	21,405	13,266
증감률(%)	903.8	-44.1	적전	흑전	-38.0
ROE(%)	10.2	5.1	-3.7	5.6	3.3
PER(배)	9.5	12.8	-16.7	6.9	11.1
PBR(배)	0.9	0.7	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	4.8	4.1	5.2	4.2	4.0

자료: SK, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

김수현 지주회사·미드스몰캡·비상장  
02-709-2650  
seankim@ds-sec.co.kr

2024.09.19

## 매수(유지)

목표주가(상향)	220,000원
현재주가(09/13)	147,900원
상승여력	48.7%

## Stock Data

KOSPI	2,575.4pt
시가총액(보통주)	10,723십억원
발행주식수	72,503천주
액면가	200원
자본금	16십억원
60일 평균거래량	192천주
60일 평균거래대금	29,305백만원
외국인 지분율	23.5%
52주 최고가	212,000원
52주 최저가	128,400원
주요주주	
최대원(외 40인)	25.6%
자사주(외 1인)	24.8%

## 주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	6.9	8.7
3M	-19.3	-12.8
6M	-17.5	-13.1

## 주가차트

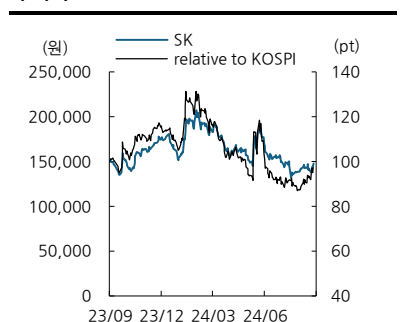
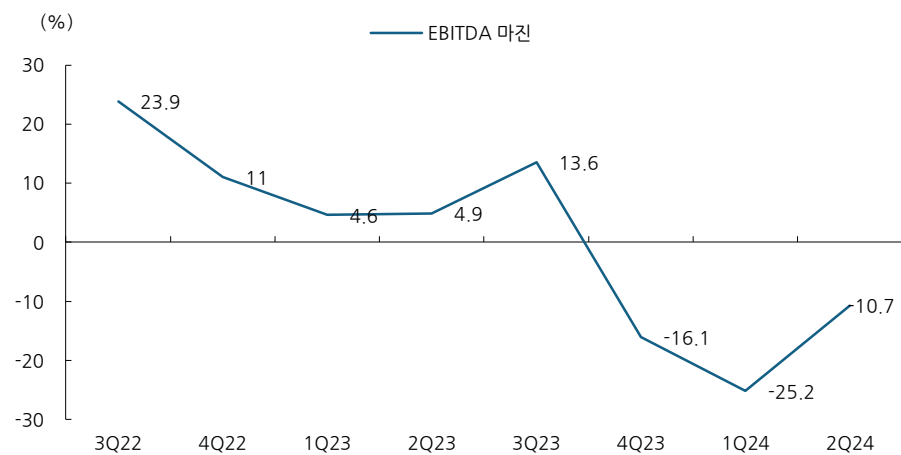


표1 SK팜테코 분기별 실적 추이

(십억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
매출액	144	190	211	231	226	215	217	249	197	214	187	218	172	224
YoY	25.6	6.2	35.7	19.1	57.0	13.1	2.9	7.8	-12.8	-0.5	-13.8	-12.4	-10.9	5.6
영업이익	-0.3	4	11	14	15	5	24	5	-15	-15	1	-59	-70	-55
YoY	적자전환	81	흑자전환	-33.3	흑자전환	16.7	115.9	-64.3	적자전환	적자전환	-95.8	적자전환	적자지속	적자지속

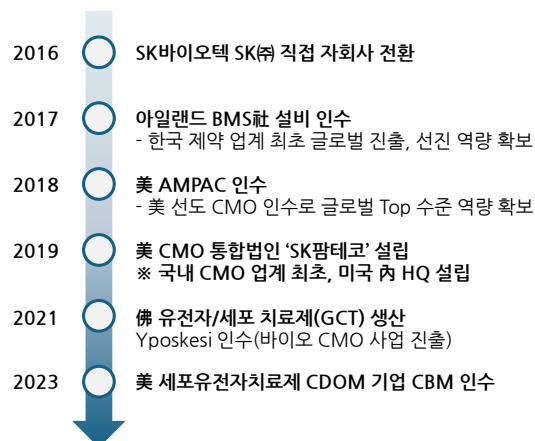
자료: SK, DS투자증권 리서치센터

그림1 SK팜테코 EBITDA 마진 추이



자료: SK, DS투자증권 리서치센터

그림1 SK CMO/CDMO 성장 히스토리



자료: SK, DS투자증권 리서치센터

그림2 CGT CDMO 시장 규모

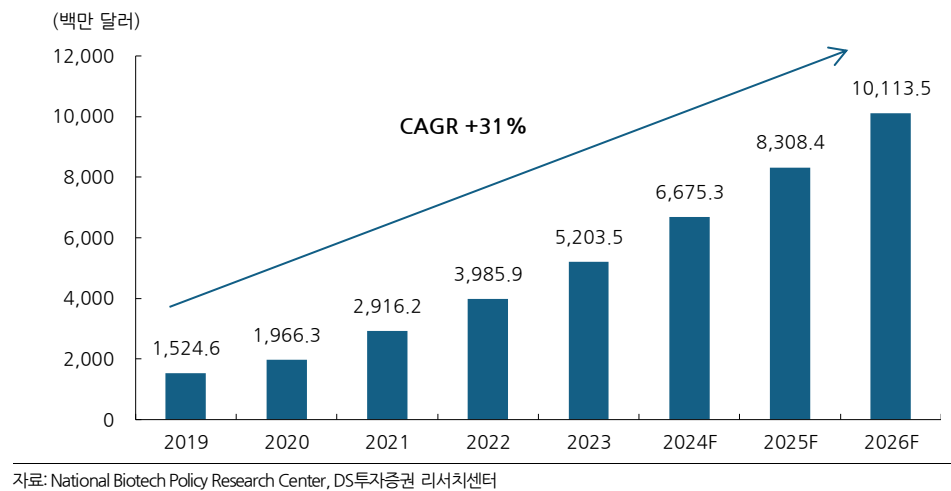


그림3 SK 지배구조도

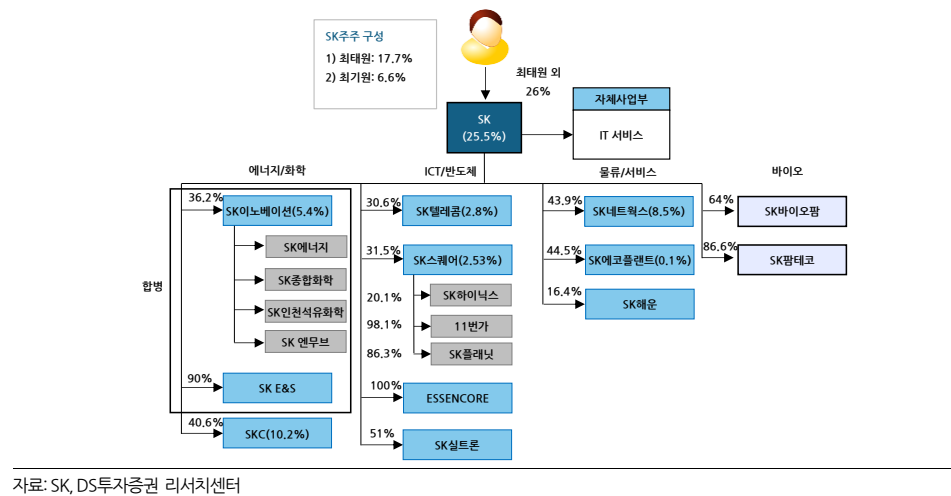


표2 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	증감율 (%, %p)
매출액	32,703	31,923	33,958	32,654	33,027	31,197	34,283	33,609	131,238	132,116	0.7
SK(별도)	1,641	791	766	939	1,237	796	773	949	4,137	3,755	(9.2)
SK 이노베이션	19,143	18,727	19,889	19,529	18,855	18,799	20,268	20,359	77,288	78,281	1.3
SK 텔레콤	4,372	4,306	4,403	4,527	4,475	4,422	4,487	4,568	17,609	17,952	2.0
SK 네트워크스	2,450	2,178	2,283	2,223	2,477	1,690	2,255	2,445	9,134	8,867	(2.9)
SK 에코플랜트	1,475	2,452	2,587	2,411	2,063	2,204	2,539	2,603	8,925	9,409	5.4
SK E&S	3,345	2,327	2,660	2,835	3,569	2,330	2,527	3,026	11,167	11,452	2.6
영업이익	1,130	695	2,806	425	1,537	756	1,996	1,650	5,056	5,940	17.5
SK(별도)	1,120	110	192	128	606	131	148	228	1,550	1,112	(28.3)
SK 이노베이션	375	(274)	1,353	(168)	586	(46)	725	763	1,287	2,028	57.6
SK 텔레콤	495	463	498	297	498	538	503	320	1,753	1,859	6.0
SK 네트워크스	53	65	55	65	62	29	60	67	237	219	(7.8)
SK 에코플랜트	48	129	121	(124)	57	70	99	0	175	225	29.2
SK E&S	48	129	121	(124)	57	70	99	0	1,332	1,445	8.5
지배순이익	123	(141)	327	(1,085)	157	181	523	315	(777)	1,177	흑전
영업이익률	3.5	2.2	8.3	1.3	4.7	2.4	5.8	4.9	3.9	4.5	0.6
SK(별도)	68.3	13.9	25.1	13.6	49.0	16.4	19.1	24.0	37.5	29.6	(7.9)
SK 이노베이션	2.0	(1.5)	6.8	(0.9)	3.1	(0.2)	3.6	3.7	1.7	2.6	0.9
SK 텔레콤	11.3	10.8	11.3	6.6	11.1	12.2	11.2	7.0	10.0	10.4	0.4
SK 네트워크스	2.2	3.0	2.4	2.9	2.5	1.7	2.7	2.7	2.6	2.5	(0.1)
SK 에코플랜트	3.3	5.3	4.7	(5.1)	2.7	3.2	3.9	0.0	2.0	2.4	0.4
SK E&S	5.5	10.6	25.1	8.2	12.8	8.3	20.5	9.2	11.9	12.6	0.7
순이익률	0.4	(0.4)	1.0	(3.3)	0.5	1.0	2.0	3.0	(0.6)	0.9	1.5

자료: SK, DS투자증권 리서치센터 추정

표3 SK 목표주가 산정 테이블

(십억원, %)	적정가치	NVA내 비중	가정
영업가치	3,124	14.7	K-IFRS 개별 순이익 * 적정 PER
비상장 자회사 가치	12,492	158.3	
상장 자회사 가치	7,235	32.1	상장사 가치 할인율 80%
순차입금 (순부채)	10,965	105.1	
<b>총 자산 가치 (NAV)</b>	<b>11,886</b>	<b>100</b>	
발행주식수	72,503		
자사주	17,982		
<b>주당 NAV</b>	<b>220,000</b>		
현재주가	147,900		
<b>상승여력 (%)</b>	<b>48.7</b>		

자료: SK, DS투자증권 리서치센터 추정

## [SK034730]

재무상태표 (십억원)						손익계산서 (십억원)					
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	49,193	64,994	64,835	77,033	88,224	매출액	97,204	132,079	131,238	132,116	133,437
현금 및 현금성자산	12,318	21,394	22,684	32,646	43,069	매출원가	86,423	116,436	118,445	117,770	120,429
매출채권 및 기타채권	13,922	18,011	17,057	17,962	18,141	매출총이익	10,781	15,644	12,793	14,346	13,007
재고자산	10,681	15,552	15,007	15,824	15,982	판매비 및 관리비	5,921	7,482	8,354	8,444	8,529
기타	12,273	10,036	10,087	10,601	11,032	영업이익	4,860	8,161	5,056	5,940	4,478
비유동자산	116,175	129,512	142,136	139,217	129,301	(EBITDA)	13,247	16,945	14,044	15,597	13,620
관계기업투자등	35,597	35,408	34,082	33,883	30,763	금융손익	-1,448	-1,902	-2,408	-3,561	-2,608
유형자산	51,394	59,922	73,494	71,486	65,293	이자비용	1,418	2,045	3,206	3,657	3,641
무형자산	18,300	20,185	18,587	17,483	16,215	관계기업등 투자손익	2,372	214	-2,615	493	0
자산총계	165,368	194,506	206,970	216,250	217,525	기타영업외손익	199	-573	-711	1,052	1,163
유동부채	44,975	63,053	65,353	68,720	69,214	세전계속사업이익	5,982	5,900	-678	3,923	3,033
매입채무 및 기타채무	23,676	28,079	29,144	30,782	31,090	계속사업법인세비용	642	2,376	619	1,141	698
단기금융부채	17,219	30,384	32,051	33,360	33,360	계속사업이익	5,341	3,524	-1,297	2,782	2,335
기타유동부채	4,080	4,591	4,158	4,578	4,764	중단사업이익	365	442	891	91	0
비유동부채	54,841	59,644	63,738	67,137	67,465	당기순이익	5,706	3,966	-406	2,873	2,335
장기금융부채	46,939	50,795	54,286	57,653	57,653	지배주주	1,966	1,099	-777	1,177	731
기타비유동부채	7,901	8,849	9,452	9,484	9,812	총포괄이익	6,754	3,504	-648	2,873	2,335
부채총계	99,816	122,697	129,091	135,858	136,679	매출총이익률 (%)	11.1	11.8	9.7	10.9	9.7
지배주주지분	21,244	21,596	20,727	21,591	22,044	영업이익률 (%)	5.0	6.2	3.9	4.5	3.4
자본금	16	16	16	16	16	EBITDA마진률 (%)	13.6	12.8	10.7	11.8	10.2
자본잉여금	8,258	8,411	8,985	8,914	8,914	당기순이익률 (%)	5.9	3.0	-0.3	2.2	1.8
이익잉여금	14,061	14,919	13,668	14,667	15,120	ROA (%)	1.3	0.6	-0.4	0.6	0.3
비지배주주지분(연결)	44,309	50,213	57,152	58,801	58,801	ROE (%)	10.2	5.1	-3.7	5.6	3.3
자본총계	65,553	71,809	77,879	80,392	80,846	ROIC (%)	6.1	5.8	3.7	4.1	3.5

현금흐름표 (십억원)						주요투자지표 (원, 배)					
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	6,113	7,678	11,354	8,973	10,089	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	5,706	3,966	-406	2,873	2,335	P/E	9.5	12.8	-16.7	6.9	11.1
비현금수익비용가감	7,472	13,726	14,489	8,800	7,865	P/B	0.9	0.7	0.6	0.5	0.5
유형자산감가상각비	6,700	7,049	7,232	7,897	7,528	P/S	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
무형자산상각비	1,688	1,735	1,756	1,760	1,614	EV/EBITDA	4.8	4.1	5.2	4.2	4.0
기타현금수익비용	-916	4,942	5,501	-2,457	-1,277	P/CF	1.4	0.8	0.9	0.9	1.1
영업활동 자산부채변동	-4,102	-6,422	1,383	-1,883	-112	배당수익률 (%)	3.2	2.6	2.8	3.4	3.4
매출채권 감소(증가)	-2,501	-3,880	1,240	268	-180	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-4,719	-5,509	881	-631	-158	매출액	20.3	35.9	-0.6	0.7	1.0
매입채무 증가(감소)	4,451	3,817	549	-1,660	308	영업이익	흑전	67.9	-38.0	17.5	-24.6
기타자산, 부채변동	-1,333	-851	-1,287	140	-82	세전이익	18,745.5	-1.4	적전	흑전	-22.7
투자활동 현금	-15,420	-14,959	-21,628	-3,325	611	당기순이익	흑전	-30.5	적전	흑전	-18.7
유형자산처분(취득)	-8,387	-12,642	-18,719	-3,876	-1,334	EPS	903.8	-44.1	적전	흑전	-38.0
무형자산 감소(증가)	-636	-582	-480	-318	-347	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-2,535	916	-495	823	2,957	부채배율	152.3	170.9	165.8	169.0	169.1
기타투자활동	-3,863	-2,651	-1,934	45	-664	유동배율	109.4	103.1	99.2	112.1	127.5
재무활동 현금	11,598	16,013	11,524	3,988	-277	순차입금/자기자본(x)	69.4	77.2	77.2	67.6	54.1
차입금의 증가(감소)	6,188	14,528	4,845	3,568	0	영업이익/금융비용(x)	3.4	4.0	1.6	1.6	1.2
자본의 증가(감소)	-1,394	-1,708	-1,674	-277	-277	총차입금 (십억원)	64,158	81,179	86,338	91,013	91,013
배당금의 지급	1,394	1,708	1,674	277	277	순차입금 (십억원)	45,472	55,457	60,151	54,358	43,772
기타재무활동	6,804	3,194	8,353	697	0	주당지표(원)					
현금의 증가	2,221	9,076	1,290	9,963	10,423	EPS	26,448	14,779	-10,651	21,405	13,266
기초현금	10,097	12,318	21,394	22,684	32,646	BPS	284,329	289,037	280,985	292,701	298,849
기말현금	12,318	21,394	22,684	32,646	43,069	SPS	1,300,98	1,767,76	1,779,14	1,791,04	1,808,95
NOPLAT	4,339	4,875	3,666	4,212	3,448		4	5	8	6	7
FCF	-6,343	-3,690	-6,162	6,464	10,700	CFPS	176,377	236,788	190,919	158,245	138,288
						DPS	8,000	5,000	5,000	5,000	5,000

자료: SK, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

## SK (034730) 투자 의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비		
2023-02-13	담당자변경				400,000	
2023-02-13	매수	300,000	-46.8	-34.0		
2023-11-01	매수	260,000	-34.0	-20.2		
2024-05-30	매수	200,000	-23.8	-5.7		
2024-08-16	매수	200,000	-28.8	-26.1		
2024-09-19	매수	220,000				

## 투자 의견 및 적용 기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업			산업	
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우		비중확대	업종별 투자 의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우		중립	
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우		비중축소	

## 투자 의견 비율

기준일 2024.06.30

매수	중립	매도
99.3%	0.7%	0.0%

## Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.