

SK (034730)

지주회사



최남곤

02 3770 5604
namkon.choi@yuantakorea.com

서미화

Ph. D
02 3770 5595
mihwa.seo@yuantakorea.com

RA 이해인

02 3770 5580
hyein.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	450,000원 (M)
현재주가 (11/16)	251,000원
상승여력	79%

시가총액	177,836억원
총발행주식수	76,889,311주
60일 평균 거래대금	550억원
60일 평균 거래량	211,513주
52주 고	355,000원
52주 저	211,500원
외인지분율	19.21%
주요주주	최대원 외 33 인 28.13%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(4.6)	(5.8)	14.6
상대	(4.0)	(0.3)	(2.8)
절대(달러환산)	(4.4)	(6.7)	7.8

꼭 사야 하는 이유가 생겼다

CBM M&A를 통해 북미 지역에서의 GCT 거점 확보

CBM(Center for Breakthrough Medicines) M&A는 프랑스 Yposkesi 이후 추가적인 세포 유전자치료제 설비에 대한 확장으로 볼 수 있다. 세포유전자치료제는 연평균 50% 성장하여 2026년 약 940억달러 규모로 확대될 것으로 보이며, 성장률이 높은 차세대 바이오의약품 CMO 수요 증가에 대한 선제적 투자이다. 특히 세포치료제의 경우 지역별 생산기지를 갖추고 있는 것이 중요하기 때문에 유럽에 이어 미국에도 생산시설을 갖추는 것은 세포치료제 CMO로서 중요한 역량을 갖추는 것으로 보인다.

SK팜테코의 투자 포인트 3가지

①사업의 본거지를 한국이 아닌 세계 최대 제약 시장인 미국과 유럽에 Focus하여 진행하고 있다는 점이다. 국내 제약 바이오 기업의 대부분은 국내를 포함한 ROW 지역을 대상으로 사업을 전개하거나, 파트너를 통한 북미 시장 접근법을 취했다. GCT 분야에서의 협력 기반을 키우기 위해서는 주요 시장 거점 별 설비 구축 기반이 필수 조건이다. Yposkesi를 통한 유럽 시장 대응, CBM 인수를 통한 미국 시장 대응은 향후 주요 제약사의 신약 개발 파트너로서의 지위를 확보했다는 의미이다.

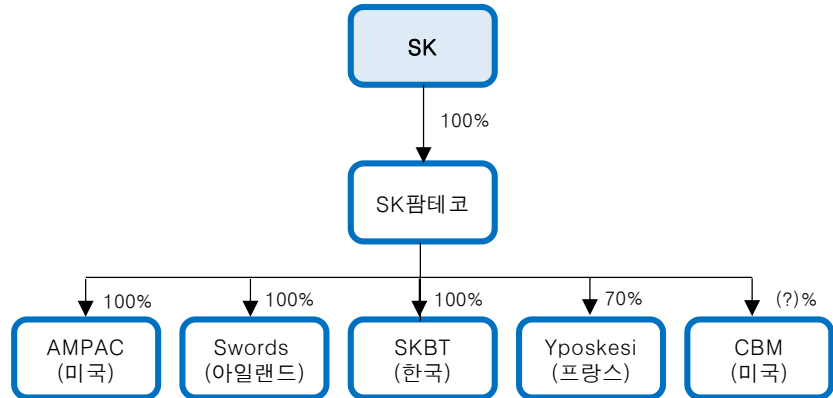
②SK팜테코의 타겟 의약품은 차세대 항체 치료제(ADC), PROTAC, GCT와 같은 3세대 바이오 의약품 중심이다. 동사는 25년 기준 기존의 합성 API 분야에서 매출 1조원, EBITDA 2,000억원, 바이오CMO 분야에서 매출액 1조원, EBITDA 마진 30%를 목표로 하고 있다. 이 경우 EBITDA 멀티플은 30x 내외 적용이 가능하며, 예상 기업가치는 15조원 이상이다.

③코로나 치료제 관련 대응이 가능하다는 점이다. AMPAC 인수를 통해 북미에 생산 시설을 보유하고 있다는 점은 코로나 치료제 수주에 있어 확실한 비교 우위 포인트이다. 2020년 기준 동사는 미국 정부에게 핵심 의약품을 공급하는 업체로 선정된 바 있다. IR을 통해 초기 제형 개발부터 상당 부분을 많은 파트너와 논의 중이며, NDA로 인해 상세한 제품과 관련한 직접적인 언급은 피했다. 하지만 합성 기술, 제형 개발 기술, 생산 기술 등을 종합적으로 고려할 때, 사업 파트너로서 SK의 포지션에 대한 의미를 강조했다. 종합적인 정황을 놓고 봤을 때, M社, P社와의 경구용 코로나 치료제 CMO 파트너로 SK팜테코가 협력할 가능성이 매우 높아 보인다. 코로나 치료제 CMO 파트너로 확인된다면, 글로벌 신약 개발 시장에서 주요 CMO 파트너로서 SK팜테코의 위상을 증명하는 이벤트가 될 것이다. 연말 ~ 연초에 걸쳐 관련 사안에 대한 확인이 가능해 보이며, 가능성은 매우 높아 보인다.

SK(주)에 대한 빠른 판단 필요. 펀더멘트에 더해진 스토리

연말 ~ 연초에 걸쳐 SK(주)의 추가 상승 가능성이 높다. ①3Q21 실적을 통해 확인된 SK E&S와 SK실트론의 실적 개선, ②소재와 그린 분야의 성장 비전, ③주당 8,000원 이상의 예상 배당과 더불어 ④금번 IR을 통해 3세대 바이오 CMO 시장에서의 SK팜테코가 보여줄 가능성, 그리고 코로나 치료제 CMO 파트너가 매우 유력해 보이기 때문이다. 이미 20년~21년 상반기까지의 백신 테마에서 21년 하반기에는 코로나 치료제 테마로 시장의 분위기가 급변하고 있다. SK(주)가 가장 유력한 후보임을 확인한다. 목표주가 45만원을 유지한다.

[그림 1] SK 팜테코 지배구조



자료: SK, 유안타증권 리서치센터

[표 1] SK 팜테코 주요 이벤트

연도	내용
2016년	SK 바이오텍, SK㈜ 직접 자회사 전환
2017년	아일랜드 BMS 설비 인수
2018년	북미 AMPAC 인수
2019년	북미 CMO 통합법인 SK 팜테코 설립
2021년 3월	프랑스 유전자/세포 치료제(GCT) Yposkesi 인수(바이오 CMO 사업 진출)
2021년 11월	북미 유전자/세포 치료제(GCT) CMB 인수

자료: SK, 유안타증권 리서치센터

[표 2] Leading CMO의 GCT 영역 M&A 현황

회사	M&A 타겟
Catalent	Paragon ('19) Novavax Manufacturing Asset ('19) MasTherCell ('20) AB Bio Fill/Finish Facility ('20) Skeletal Cell Therapy Support ('20) Delphi Genetics ('21)
Thermo Fisher	Brammer ('19) Phitonex ('20) Novasep Viral Vector Biz ('21) Propel Labs Cell sorting Tech. ('21)

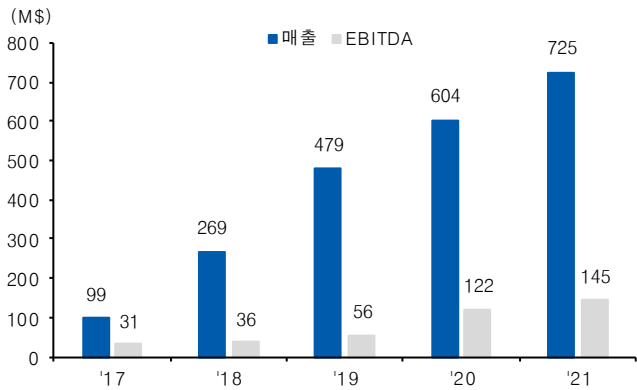
자료: SK, 유안타증권 리서치센터

[표 3] SK 팜테코 성장 전략 방향성

항목	SK 팜테코 성장 전략 방향성
①	바이오(GCT) 중심 CMO Value Chain 지속 확대 - M&A 를 통한 미국 GCT CMO 사업 조기 진입 - 주사제 등 DP 분야 선별적 진입 통한 시너지 창출
②	Organic 투자를 통한 신약 개발 Partner 로 경쟁력 강화 - 핵심 특화 기술에 대한 R&D 경쟁력 강화 위한 투자 지속 - Capa Flexibility 확보 위한 지역별 전략적 Capa 확대 추진
③	BM 확장 및 Digitalization 기술 적용 등 EV 차별화 - 지역별 분석 서비스 확장을 통한 안정적 Cash 창출 - 수주/생산/SCM 쉐어 영역 대상 Digitalization 적용 확대

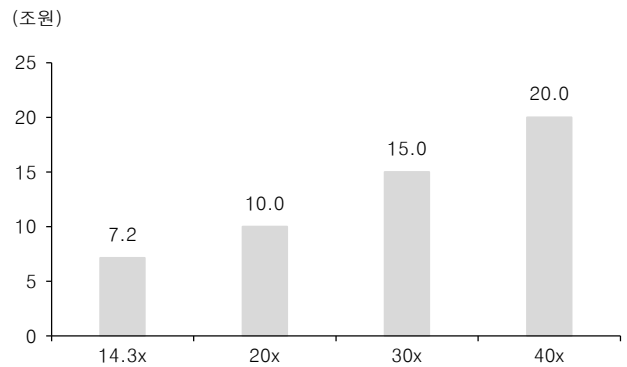
자료: SK, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] SK 팜테코 실적 전망



자료: SK, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] SK 팜테코 기업 가치 측정 (2025년 Financial Target 기준)



주: EBITDA 멀티플 기준

자료: SK, 유안타증권 리서치센터

[표 4] 글로벌 CMO peer 현황

(단위: 백만USD, 배, %)

		Lonza	Catalent	Siegfried	평균
2018	시가총액	58,711	21,948	4,103	-
	매출액	5,666	2,463	812	2,981
	영업이익	861	271	78	403
	EBITDA	1,399	461	129	663
	순이익	572	84	58	238
	PER	28.9	34.3	24.9	29.3
	PBR	3.0	5.1	2.0	3.4
	ROE	9.1	9.2	8.4	8.9
	EV/EBITDA	16.5	17.1	11.5	15.1
	PSR	3.4	2.2	1.8	2.5
2019	매출액	5,958	2,518	839	3,105
	영업이익	978	274	57	437
	EBITDA	1,526	503	109	713
	순이익	649	137	53	280
	PER	34.4	49.3	36.5	40.0
	PBR	4.0	4.7	4.4	4.4
	ROE	10.1	9.9	9.5	9.9
	EV/EBITDA	19.5	22.1	21.1	20.9
	PSR	4.4	3.1	2.3	3.3
	2020	매출액	4,807	3,094	901
영업이익		961	394	85	480
EBITDA		1,472	668	143	761
순이익		927	221	65	404
PER		58.0	59.6	44.4	54.0
PBR		6.2	4.1	5.5	5.3
ROE		13.1	7.6	13.1	11.2
EV/EBITDA		33.1	22.0	22.7	25.9
PSR		9.4	3.5	3.2	5.4
2021E		매출액	5,684	3,949	1,183
	영업이익	1,215	804	129	716
	EBITDA	1,738	1,000	220	986
	순이익	1,046	527	101	558
	PER	56.1	43.8	39.5	46.5
	PBR	6.1	5.3	5.4	5.6
	ROE	11.3	13.0	12.3	12.2
	EV/EBITDA	36.4	24.6	21.1	27.4
	PSR	10.5	5.6	3.5	6.5
	2022E	매출액	6,456	4,715	1,310
영업이익		1,545	1,022	166	911
EBITDA		2,098	1,253	264	1,205
순이익		1,262	624	136	674
PER		46.9	34.9	30.7	37.5
PBR		5.6	5.2	4.8	5.2
ROE		12.5	14.1	15.4	14.0
EV/EBITDA		30.2	19.6	17.7	22.5
PSR		9.3	4.7	3.2	5.7
2023E		매출액	7,171	5,139	1,370
	영업이익	1,832	1,090	177	1,033
	EBITDA	2,412	1,414	281	1,369
	순이익	1,480	734	150	788.1
	PER	40.5	30.3	28.4	33.1
	PBR	5.1	4.5	4.0	4.6
	ROE	13.1	14.4	13.5	13.7
	EV/EBITDA	26.2	17.4	16.6	20.1
	PSR	8.3	4.3	3.0	5.2

주: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[투자자 간담회 Q&A]**Q. 미국 생산설비 많이 가지고 있는데, 최근 이슈가 되고 있는 코로나 치료제 관련 생산계획?**

- SK팜테코는 당뇨와 같은 만성 질환 및 암, 나아가 팬데믹에 대응하는 치료제 생산하는 준비 다 되어 있음
- 2020년 코로나 발발되면서, SK는 미국 정부에게 이미 핵심의약품을 공급하는 업체로 2020년에 선정됨
- Phlow 프로젝트와 같은 정부 대상 치료제 공급 외 글로벌 팬데믹 이슈 대응하기 위해 유수 제약사들과 협력 중
- 즉 빅파마들을 포함해서 SK는 미국 정부로부터 핵심의약품을 공급하는 파트너 상태
- SK는 계속 준비를 많이 해온 상태. 초기 제형 개발부터 같이 참여를 하고 있음. 상당부분을 많은 파트너들과 논의
- 상세한 제품 관련해서는 비밀유지 때문에 말씀드리기 어려움
- 합성 기술, 제형개발기술, 생산 기술들을 따져보면 SK와 이야기 안 할 수가 없음

Q. SK(주) 2025년 바이오 사업 재무적 목표?

- 합성 API 사업: 25년 매출 1조원 이상, EBITDA 마진 20% 이상 목표
- 바이오 CMO(이포스케시+CBM 포함): 2025년 추가 매출 1조원 예상. EBITDA 마진 30% 이상 기대

Q. 현재 CBM에서 수행하고 있는 임상 중 수주과제들에 대한 개수? 카테고리별 현황?

- 한 달 이후 자세하게 말씀드릴 수 있을 것 같음. 지금은 최종 협의 끝나고, 마지막 딜 클로징 단계 상태.
- CBM은 24시간 고객과 커뮤니케이션하는 채널을 열어놓고 있음. 온라인, 오프라인으로 고객 Customization 제공
- 그러한 과정으로 인해 다른 CMO 대비 고객 리텐션 높고, 고객으로부터 프로젝트를 수주하는 기간이 6개월 정도 빠름
- 임상단계로 100개 정도 수주한 상태

Q. 신약 개발은 어떤 전략? CMO 사업과 시너지?

- GCT분야의 CMO에 진출했으나, 당연히 시너지는 GCT 분야의 신약개발 프로젝트를 진행 예정
- SK가 생산공정을 가지고 있기 때문에, 초기 개발할 때 시너지가 좋음
- 기존 CMO와 사업적, 연구개발적 시너지가 있는 신약개발 우선적으로 할 것
- PROTAC, GCT, 유전자세포기술, 항체, ADC 등 지속 투자 할 것
- 신약투자는 미국에서 직접 진행 예정
- EIR 프로젝트: 바이오텍 사업 창업 의지 있는 사람들이 레지던스에서 같이 진행하는 것. 22년부터 시행 예정

Q. 코로나 치료제 생산한다는 루머가 있는데, 머크나 화이자 제품이 맞는지?

- 의약품 개발은 아무리 빨라도 5년 걸림.
- 팬데믹 발발한지 2년 됨. 생각해보면 발발한지 2년만에 백신이 나왔고, 최근엔 치료제가 승인받기 시작
- 백신 치료제 만드는 국가는 어디인가 했을 때, 미국/영국/독일. 치료제는 미국. 앞으로 유럽에서 몇 군데 더 있을 것.
- 초기부터 빅파마와 치료제 개발 착수한 건 사실
- 2년 기한을 맞춰줄 수 있는 파트너가 미국 CMO중에 많지 않기 때문. 팜테코가 가지고 있는 최대 장점으로 작용
- SK는 기본적으로 메이저와 일을 하고 있음

Q. GCT 사업은 초기에 수익성이 낮을 가능성이 높다고 알고 있음. 어떤 성장곡선 예상?

- 초기에는 임상 파이프라인이 1상, 2상 돌아갈때는 당연히 공수가 많이 들고 수익성 떨어짐
- 기본적으로 제품이 3상 넘어가고 상업화되면 약가를 보면 수익대. 마진율을 보면 고마진
- 1~2년간의 J커브를 그린 이후 마진율이 올라가는 스피드는 굉장히 가파를 것
- 합성의약품 EBITDA 마진율 20%을 본다면, GCT 의약품은 CMO 관점에서 30% 이상의 마진율을 예상
- 최근 M&A 시장에서 GCT 분야의 밸류에이션은 매출의 12배에 거래되고 있음.



유안타 ESG Tearsheet

지주, 화장품, 음식료, 제약, 유통 산업내 순위	28위(52개 기업 중)	ESG 평가 기업	SK
Total ESG 점수	+1점	ESG 평가 날짜	2021 / 11 / 08
E (Environment)	-2점	Bloomberg Ticker	035420 KS
S (Social)	-1점	Industry	지주
G (Governance)	-1점	Analyst	최남곤
Qualitative	+5점	Analyst Contact	namkon.choi@yuantakorea.com

ESG Quantitative 평가

평가 기업 및 Peer	E	S	G	합계
SK	-2	-1	-1	-4
LG	0	-1	-1	-2
한화	1	-1	1	1
두산	2	1	-1	2
평균	1	2	1	2

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 평균치는 SK 포함 52개 동종 업종 ESG 점수 반영

ESG Qualitative 평가 점수

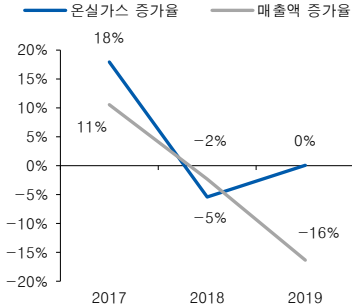
+3	ESG 외부평가기관 수상 내역
+2	한국기업지배구조원: 2020년 ESG 등급 A+, S&P: DJSI World 9년 연속 편입
+1	동반성장위원회: 2020년도 동반성장지수 최우수
+2	최근 이슈 관련 애널리스트 Comments 최대주주의 인사위원회 참여. 경영 독립성에 영향 RE100 가입, 넷제로 경영 가속 및 친환경 사업 위주로 포트폴리오 재편 그룹 내 계열사 자사주 지급으로 주주가치 극대화 실천

유안타 ESG Scoring 기준

분류	항목	기준	점수			
			낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
E	온실가스 전년대비 증가율	매출액 증가율 대비	낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
	신재생 에너지 사용	사용여부/ 전년대비	사용 : +1	무사용 : 0	전년대비 증가 : +2	2년 연속 증가 : +3
	물 사용 증가율	매출액 증가율 대비	낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
S	여성임원비율	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	계약직 직원 비율	업종 평균 대비	높다 : -1	낮다 : +1	-	-
	사회기부금/당기순이익	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
G	사외이사비율	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	배당성향	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	대표이사 이사회외장 겸직	겸직 여부	겸직 : -1	별도 : +1	-	-
ESG Qualitative	ESG 관련 외부평가기관 수상	KCGS 최우수기업 선정 등	+1	-	-	-
	담당 애널리스트 정성평가	오염물질 유출, 대주주 횡령, 직장내 갑질 등 최근 이슈 반영	-2 ~ +2	-	-	-

Environment

온실가스 증가율 vs. 매출액 증가율



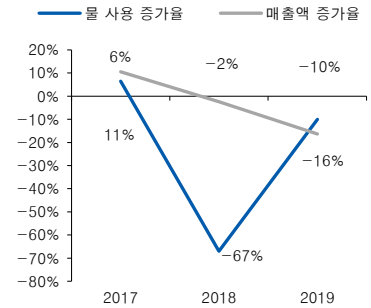
주: 국내 Scope 1(직접배출) 및 Scope 2(간접배출) 합산치 기준

▶ 온실가스 증가율 > 매출증가율 = -1점

신재생 에너지 사용량 & 증가율

데이터 미공시

물 사용량 vs. 매출액 증가율

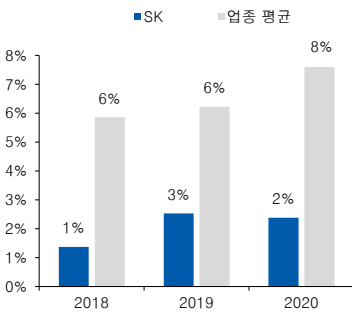


주: 국내 취수량 기준

▶ 물 사용 증가율 > 매출액 증가율 = -1점

Social

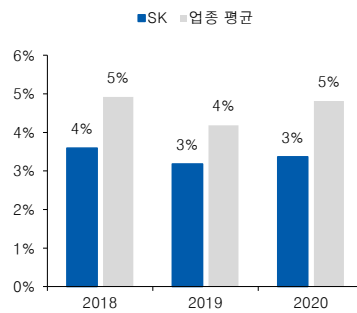
여성임원비율 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 52 개 기업 수치 반영

▶ 여성임원비율 업종평균 대비 하위 = -1점

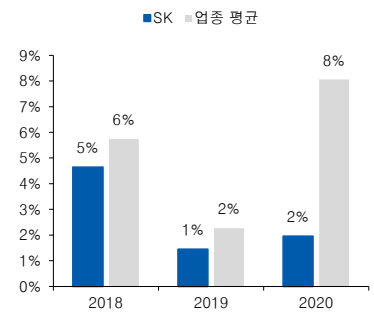
계약직 비율 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 52 개 기업 수치 반영

▶ 계약직 직원 비율 업종평균 대비 하위 = +1점

사회기부금/당기순이익 비율 vs. 업종 평균

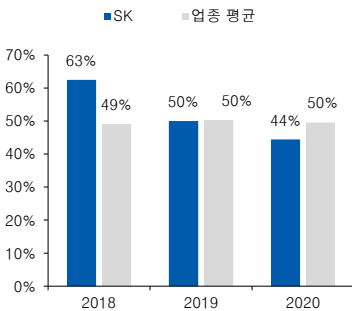


주: 업종평균에는 동종업종 52 개 기업 수치 반영

▶ 사회기부금/당기순이익 비율 업종평균 대비 하위 = -1점

Governance

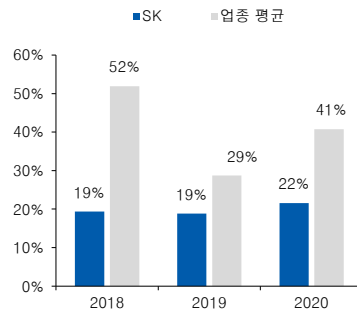
사외이사 비율 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 52 개 기업 수치 반영

▶ 사외이사비율 업종평균 대비 하위 = -1점

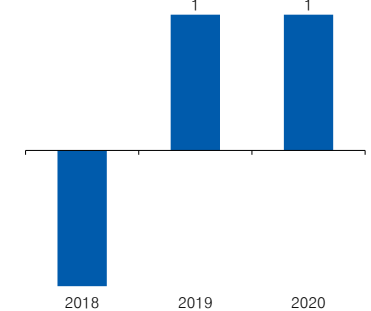
배당성향 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 52 개 기업 수치 반영

▶ 배당성향 업종평균 대비 하위 = -1점

대표이사의 이사회 의장 겸직 여부

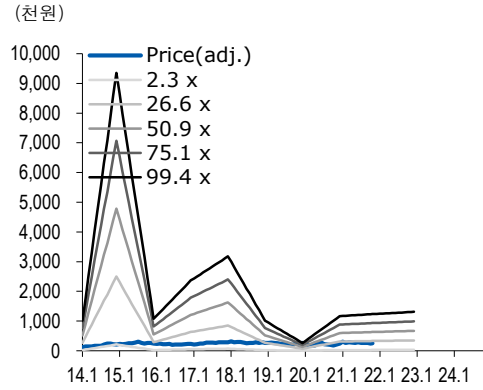


주: 대표이사의 이사회 의장 겸직 않을 시 +1, 겸직하는 경우 -1

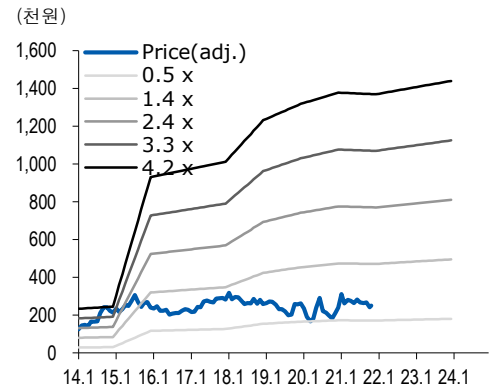
▶ 대표이사와 이사회 의장 분리 = +1점

자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

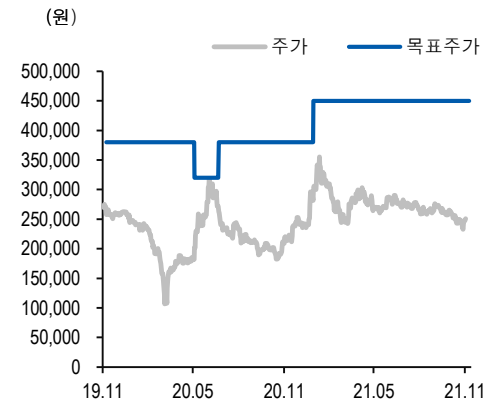
P/E band chart



P/B band chart



SK (034730) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-11-17	BUY	450,000	1년		
2021-01-13	BUY	450,000	1년		
2020-07-06	BUY	380,000	1년	-41.46	-22.11
2020-05-18	BUY	320,000	1년	-16.50	-0.63
2019-08-16	BUY	380,000	1년	-42.58	-27.63

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.0
Buy(매수)	91.6
Hold(중립)	8.4
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-11-14

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 최남근, 서미화)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.