

투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	130,000원
현재주가(24/5/9)	88,400원
상승여력	47.1%

영업이익(24F, 십억원)	50
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	53
EPS 성장률(24F, %)	-
MKT EPS 성장률(24F, %)	76.2
P/E(24F, x)	191.9
MKT P/E(24F, x)	11.2
KOSPI	2,745.05
시가총액(십억원)	7,009
발행주식수(백만주)	78
유동주식비율(%)	34.0
외국인 보유비중(%)	10.1
베타(12M) 일간수익률	1.06
52주 최저가(원)	69,500
52주 최고가(원)	103,900

(%)	1M	6M	12M
절대주가	0.4	2.2	27.1
상대주가	-0.6	-9.9	16.4



[제약/바이오]

김승민

sm.kim.a@miraeasset.com

326030 · 제약/바이오

## SK바이오팜

## 신약 기반 이익 성장 본격화 국면 진입

## 투자 의견 매수, 목표주가 13만원 유지

최근 국내 업체 항암 신약 FDA 허가에 대한 시장의 관심이 높다. FDA 허들을 넘을 수 있을 지 여부이다. SK바이오팜은 이미 5년전에 FDA 허들을 넘었다. 개발, 허가, 판매를 아우르는 국내 유일 바이오파마다.

직판의 결과물인 레버리지 효과는 올해부터 본격적으로 나타날 것으로 예상된다. 이 외에도, 올해 안에 엑스코프리 영업망과 시너지를 낼 수 있을 만한 2nd Product를 도입할 예정이고, SKLS의 표적단백질분해제(TPD) 파이프라인 개발 일정을 제시, 방사성 의약품(RPT) 세부 사업 계획도 발표 예정이다.

## 1Q24P Review

연결 기준, 1Q24 매출액 1,140억원(+88% YoY, -10% QoQ), 영업이익 103억원(흑자전환 YoY, -30% QoQ)을 기록했다. 매출액과 영업이익 컨센서스를 +6%, +75% 상회하는 호실적을 기록했다.

엑스코프리 미국 매출액 909억원(+69% YoY, +17% QoQ)을 기록했다. 통상적으로 1) 연말에 다음년도 가격인상을 대비한 재고상들의 재고 쌓기 및 2) 적은 영업일수 등 영향으로 1분기가 계절적으로 비수기이나, 작년말 재고 조절 효과 등으로 QoQ 성장을 지속했다. 엑스코프리 3월 처방수(TRx)는 27,427건으로 경쟁 신약 출시 47개월차 평균의 약 2.3배 수준이다. 엑스코프리 처방 증가는 세일즈 인센티브 제도 개선, 기존 뇌전증 전문의 중심에서 일반 신경과 전문의로 확대 노력에 기인한다.

DP/API 매출액 82억원(-55% QoQ), 용역 수익 149억원(+118% YoY)을 기록했다. 용역수익 증가는 세노바메이트(엑스코프리)의 아시아 지역 임상 진행 매출, 세노바메이트 및 솔리암페톨(수노시) 파트너로부터 발생한 로열티, 동아에스티에 30개국 라이선스 아웃에 대한 업프론트 49억 때문이다.

엑스코프리의 매출 성장, 용역 수익의 증가, 비용 효율화 기조로 영업이익 흑자가 지속되고 있다. 지난 4월 이그니스 테라퓨틱스에 비마약성통증치료제 기술이전 체결 또한 세노바메이트에 집중하고자 하는 비용 효율화 기조의 일환이다(업프론트 \$3mn 2Q24에 인식 예정)

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	246	355	481	638	882
영업이익 (십억원)	-131	-38	50	163	354
영업이익률 (%)	-53.3	-10.7	10.4	25.5	40.1
순이익 (십억원)	-139	-33	37	122	269
EPS (원)	-1,780	-420	466	1,554	3,429
ROE (%)	-36.7	-11.0	12.1	31.9	46.6
P/E (배)	-	-	191.9	57.6	26.1
P/B (배)	17.8	27.7	21.9	15.9	9.9
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: SK바이오팜, 미래에셋증권 리서치센터

## 2024년 실적 전망

2024년 연결 기준, 매출액 4,812억원(+36% YoY), 영업이익 499억원(흑자전환 YoY)을 기록할 것으로 예상된다. 엑스코프리 미국 매출액은 4,067억원(+50% YoY), DP/API 250억원(+116% YoY), 용역수익 534억원(-26% YoY)을 기록할 것으로 예상된다. 엑스코프리 가 올 하반기 브리비액트의 점유율을 넘어서면서 일반 신경과 전문의에 대한 침투가 더욱 빨라질 것으로 예상되고, 세노바메이트 관련 진행 매출과 세노바메이트, 솔리암페톨의 마일스톤 및 로열티가 매 분기 지속적으로 발생할 전망이다.

23년부터 이동훈 사장 체제가 본격화되며 상당히 효율적으로 비용이 집행되고 있다. 23년 판관비는 3,579억원(+5% YoY)을 기록했는데, SKLS 비용 200억원을 제외하면 판관비 증가 분은 사실상 없었다. 올해에도 비용통제 기조는 지속될 것으로 예상된다. 우리는 24년도 판관비 3,865억원(+8% YoY), 영업이익률 10.4%로 추정한다.

표 1. SK바이오팜 1Q24P 실적 리뷰

(억원, %, %p)

	1Q23	4Q23	1Q24			성장률	
			발표치	컨센서스	vs. 컨센서스	YoY	QoQ
매출액	608	1,268	1,140	1,071	6.4	87.5	-10.1
매출총이익	568	1,128	1,020			79.4	-9.6
매출총이익률	93.5	88.9	89.5			-4.0	0.5
영업이익	-227	148	103	59	74.6	흑전	-30.3
영업이익률	-	11.7	9.0	5.5	3.5		-2.6
순이익	-24	87	97	1	9600.0	흑전	10.9

자료: Enguide, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. SK바이오팜 분기 및 연간 실적 전망

(억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
매출액	608	770	903	1,268	1,140	1,153	1,232	1,291	2,462	3,549	4,812	6,380
YoY 성장률	47.7	44.1	1.7	102.0	87.5	49.7	36.4	1.8	-41.2	44.2	35.6	32.6
엑스코프리 - 미국	539	634	757	777	909	976	1,049	1,098	1,692	2,708	4,067	5,799
YoY 성장률	70.0	57.3	59.7	56.0	68.6	54.0	38.6	41.3	116.4	60.0	50.2	42.6
DP/API	0	50	12	53	82	56	56	56	238	116	250	87
YoY 성장률	-99.3	31.6	-87.9	-28.4	40,900.0	12.0	366.7	5.7	116.4	-51.3	115.5	-65.2
용역수익	68	85	134	438	149	121	127	137	533	726	534	494
YoY 성장률	0.0	-9.6	-57.5	682.1	119.1	42.4	-5.2	-68.7	-83.8	36.2	-26.4	-7.5
매출총이익	568	676	835	1,128	1,020	1,046	1,118	1,181	2,084	3,208	4,364	5,805
YoY 성장률	61.8	48.7	10.5	116.0	79.4	54.6	33.8	4.7	-47.4	53.9	36.0	33.0
매출총이익률	93.5	87.8	92.5	88.9	89.5	90.7	90.7	91.5	84.7	90.4	90.7	91.0
영업이익	-227	-189	-107	148	103	80	151	165	-1,311	-375	499	1,631
YoY 성장률	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	11.8	적전	적지	흑전	226.7
영업이익률	-	-	-	11.7	9.0	6.9	12.3	12.8	-	-	10.4	25.6
순이익	-24	-233	-184	87	97	58	129	110	-1,394	-354	393	1,309
YoY 성장률	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	25.5	적지	적지	흑전	233.1
순이익률	-	-	-	6.9	8.5	5.0	10.4	8.5	-	-	8.2	20.5

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. SK바이오팜 DCF Valuation

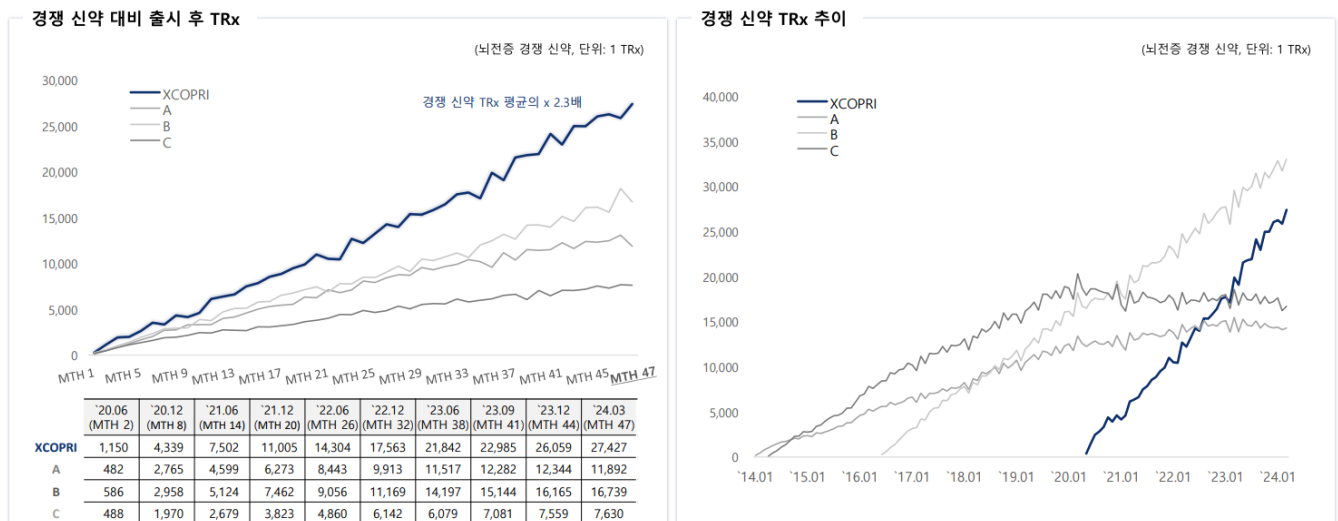
(백만달러, 십억원)

	2022	2023P	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
엑스코프리 미국 매출(달러)	114	219	325	483	638	831	1,042	1,252	1,362
엑스코프리 미국 외 매출(달러)	34	66	98	145	191	249	313	376	409
엑스코프리 글로벌 매출액(달러)	148	284	423	628	829	1,080	1,355	1,628	1,770
수노시 매출액(달러)	45	74	143	200	298	357	445	450	450
SK바이오팜 매출액(원화)	246.2	354.9	481.2	638.0	882.0	1,131.0	1,405.3	1,671.5	1,810.2
엑스코프리 미국 매출	169.2	270.8	406.7	579.9	765.7	997.2	1,250.4	1,502.6	1,634.1
DP/API	23.8	11.6	6.1	8.7	11.5	15.0	18.8	22.5	24.5
용역수익	53.2	72.6	68.4	49.4	104.9	118.9	136.1	146.4	151.5
EBIT	-131.1	-37.1	49.9	163.1	354.4	550.1	768.3	978.0	1,068.1
Tax	-3.0	-1.0	2.0	29.4	63.8	99.0	138.3	176.0	192.3
NOPLAT	-128.0	-36.1	47.9	133.7	290.6	451.1	630.0	802.0	875.9
유무형자산 상각비	0.0	11.8	10.9	10.2	9.7	9.2	9.2	9.2	9.2
CAPEX	5.3	5.5	5.8	6.1	6.4	6.7	7.0	7.4	7.8
순운전자본 증감	224.9	89.9	63.0	44.1	-40.0	-33.0	-33.0	-33.0	-33.0
FCFF	-347.6	-108.7	1.6	105.9	346.6	500.0	679.3	851.6	925.9
PV of FCFF		-108.7	1.5	90.1	271.7	361.5	452.8	523.4	524.7
할인율(WACC)		8.5%							
영구성장률		3.0%							
Sum of PV of FCFF		2,240							
PV of TV		7,858							
영업 가치		10,098							
순차입금		-96.6	*24년 기준						
기업 가치		10,195							
주식 수		78,313,250							
적정 주가		130,177	130,000원						
현재주가		88,400							
상승여력		47.1%							

TV
17,684

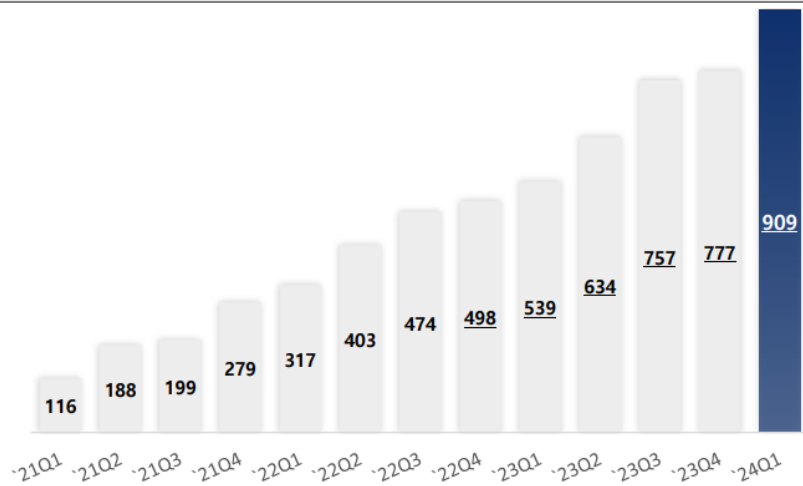
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 엑스코프리 미국 처방 수 현황



자료: SK바이오팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 엑스코프리 미국 분기별 매출



주: 단위 억원

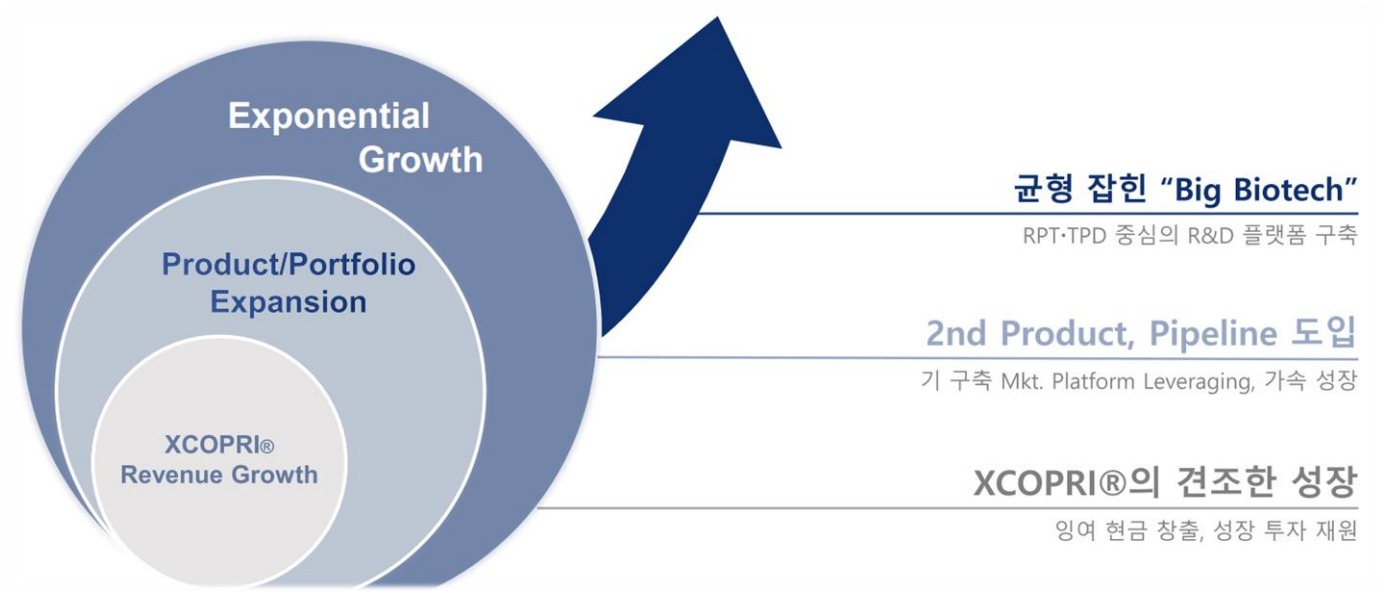
자료: SK바이오팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. SK바이오팜 파이프라인 현황

프로젝트	적용증	Research	IND	Phase 1	Phase 2	Phase 3	NDA	시판허가
상업화 완료 파이프라인	Cenobamate	뇌전증 – POS						
	Cenobamate	뇌전증 – POS (Asia Expansion)						
	Cenobamate	뇌전증 – PGTC Seizures						
	Solriamfetol (L/O to Axsome)	수면장애 (기면증 / 수면무호흡증으로 인한 과도한 주간 졸림증)						
차세대 파이프라인	Carisbamate	레녹스-가스토 증후군 (희귀 소아 뇌전증)						
	SKL24741	뇌전증						
	SKL27969	표적 항암제 (PRMT-5 선택적 억제)						
	Relenopride	희귀 신경계 질환						
	SKL13865	집중력 장애						
	SKL20540	조현병						
	SKL-PSY	조울증						

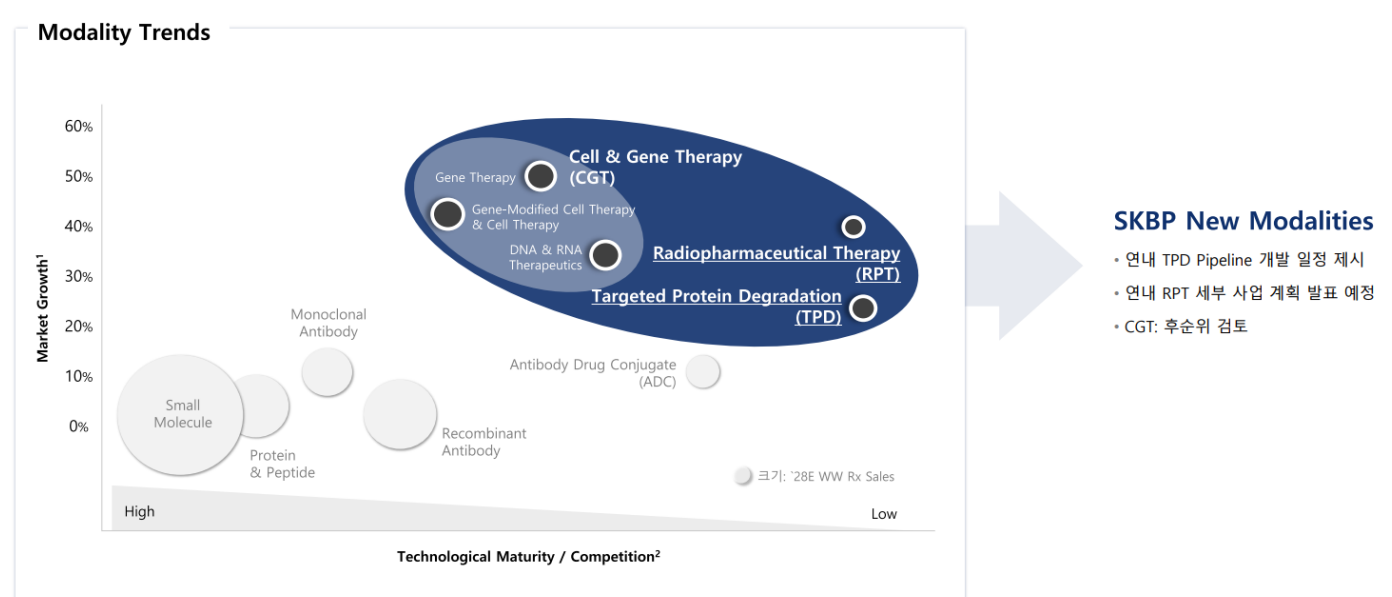
자료: SK바이오팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. SK바이오팜의 New Financial Story



자료: SK바이오팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. SK바이오팜이 제시하는 3대 New Modality



자료: SK바이오팜, 미래에셋증권 리서치센터

## SK바이오팜 (326030)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	<b>355</b>	<b>481</b>	<b>638</b>	<b>882</b>
매출원가	34	45	57	77
<b>매출총이익</b>	<b>321</b>	<b>436</b>	<b>581</b>	<b>805</b>
판매비와관리비	358	387	417	451
<b>조정영업이익</b>	<b>-38</b>	<b>50</b>	<b>163</b>	<b>354</b>
<b>영업이익</b>	<b>-38</b>	<b>50</b>	<b>163</b>	<b>354</b>
<b>비영업손익</b>	<b>-6</b>	<b>-1</b>	<b>1</b>	<b>7</b>
금융손익	1	-1	1	7
관계기업등 투자손익	1	0	0	0
세전계속사업손익	-44	49	164	361
계속사업법인세비용	-8	10	33	72
계속사업이익	-35	39	131	289
중단사업이익	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>-35</b>	<b>39</b>	<b>131</b>	<b>289</b>
지배주주	-33	37	122	269
비지배주주	-2	3	9	20
<b>총포괄이익</b>	<b>-35</b>	<b>39</b>	<b>131</b>	<b>289</b>
지배주주	-33	37	124	273
비지배주주	-2	2	7	16
EBITDA	-22	64	176	367
FCF	-97	37	125	287
EBITDA 마진율 (%)	-6.2	13.3	27.6	41.6
영업이익률 (%)	-10.7	10.4	25.5	40.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	-9.3	7.7	19.1	30.5

## 예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
<b>유동자산</b>	<b>489</b>	<b>699</b>	<b>980</b>	<b>1,425</b>
현금 및 현금성자산	240	363	534	808
매출채권 및 기타채권	113	152	202	279
재고자산	103	139	184	255
기타유동자산	33	45	60	83
<b>비유동자산</b>	<b>234</b>	<b>236</b>	<b>240</b>	<b>238</b>
관계기업투자등	93	95	98	101
유형자산	48	48	49	39
무형자산	27	22	19	16
<b>자산총계</b>	<b>723</b>	<b>935</b>	<b>1,220</b>	<b>1,663</b>
<b>유동부채</b>	<b>242</b>	<b>350</b>	<b>437</b>	<b>564</b>
매입채무 및 기타채무	2	3	4	6
단기금융부채	57	100	105	105
기타유동부채	183	247	328	453
<b>비유동부채</b>	<b>161</b>	<b>225</b>	<b>292</b>	<b>319</b>
장기금융부채	121	171	221	221
기타비유동부채	40	54	71	98
<b>부채총계</b>	<b>402</b>	<b>575</b>	<b>729</b>	<b>883</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>284</b>	<b>320</b>	<b>442</b>	<b>710</b>
자본금	39	39	39	39
자본잉여금	1,085	1,085	1,085	1,085
이익잉여금	-862	-825	-703	-435
<b>비지배주주지분</b>	<b>37</b>	<b>40</b>	<b>49</b>	<b>70</b>
<b>자본총계</b>	<b>321</b>	<b>360</b>	<b>491</b>	<b>780</b>

## 예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-94</b>	<b>47</b>	<b>135</b>	<b>287</b>
당기순이익	-35	39	131	289
비현금수익비용가감	21	25	45	78
유형자산감가상각비	9	9	9	9
무형자산상각비	6	5	4	3
기타	6	11	32	66
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	-76	-6	-9	-14
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-54	-40	-49	-76
재고자산 감소(증가)	-14	-37	-45	-70
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-21	1	1	2
법인세납부	-8	-10	-33	-72
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>225</b>	<b>-15</b>	<b>-16</b>	<b>-10</b>
유형자산처분(취득)	-2	-10	-10	0
무형자산감소(증가)	-1	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	198	-5	-6	-10
기타투자활동	30	0	0	0
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>7</b>	<b>93</b>	<b>55</b>	<b>0</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	22	93	55	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-15	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>136</b>	<b>123</b>	<b>171</b>	<b>275</b>
기초현금	104	240	363	534
기말현금	240	363	534	808

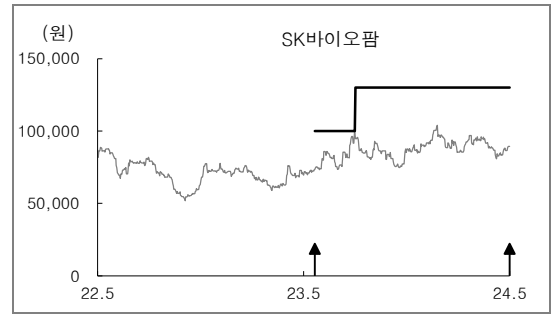
자료: SK바이오팜, 미래에셋증권 리서치센터

## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	-	191.9	57.6	26.1
P/CF (x)	-	109.4	39.8	19.1
P/B (x)	27.7	21.9	15.9	9.9
EV/EBITDA (x)	-	108.5	38.8	18.0
EPS (원)	-420	466	1,554	3,429
CFPS (원)	-184	818	2,251	4,684
BPS (원)	3,622	4,089	5,642	9,072
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	44.2	35.6	32.6	38.2
EBITDA증가율 (%)	-	-	175.1	108.1
조정영업이익증가율 (%)	-	-	226.7	117.3
EPS증가율 (%)	-	-	233.1	120.7
매출채권 회전율 (회)	4.1	3.7	3.6	3.7
재고자산 회전율 (회)	3.7	4.0	3.9	4.0
매입채무 회전율 (회)	2.7	16.2	15.5	15.3
ROA (%)	-5.1	4.7	12.1	20.0
ROE (%)	-11.0	12.1	31.9	46.6
ROIC (%)	-18.0	16.7	45.0	79.1
부채비율 (%)	125.3	159.6	148.4	113.2
유동비율 (%)	202.3	199.6	224.3	252.8
순차입금/자기자본 (%)	-20.3	-26.8	-43.6	-63.0
조정영업이익/금융비용 (x)	-4.5	4.5	11.0	21.9

## 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
SK바이오팜 (326030)				
2023.08.11	매수	130,000	-	-
2023.05.31	매수	100,000	-17.79	-0.30



\* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

## 투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	
매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)	

## 투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
85.36%	9.15%	5.49%	0%

\* 2024년 03월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

## Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.