

# SK 바이오팜

| Bloomberg Code (326030 KS) | Reuters Code (326030.KS)

2024년 1월 30일

[제약/바이오]

## 1차 예선 통과

정재원 선임연구원

☎ 02-3772-1542

✉ jaewonjeong@shinhan.com



**매수**  
(유지)



현재주가 (1월 29일)  
**93,900원**



목표주가  
**120,000원 (유지)**



상승여력  
**27.8%**

- ◆ 분기 첫 흑자 전환 성공
- ◆ 2024년에도 엑스코프리 처방량은 견조하게 증가할 것
- ◆ 지속적인 성장을 증명해야하는 시기. 목표주가 유지



신한 리서치 투자정보  
www.shinhansec.com

시가총액	7,353.6십억원
발행주식수	78.3백만주
유동주식수	26.6백만주(34.0%)
52 주 최고가/최저가	103,900원/59,000원
일평균 거래량 (60 일)	139,090 주
일평균 거래액 (60 일)	12,766백만원
외국인 지분율	8.30%

주요주주	
SK 외 5인	64.02%
국민연금공단	6.02%

절대수익률	
3개월	25.5%
6개월	14.9%
12개월	23.2%

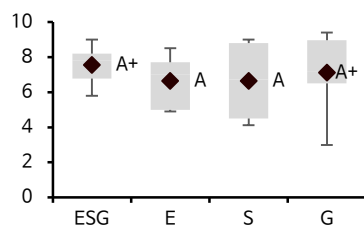
KOSPI 대비 상대수익률	
3개월	15.6%
6개월	19.9%
12개월	22.4%

## 주가



## ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



## 4Q23 Re: 분기 흑자 전환 성공

SK바이오팜의 2023년 4분기 매출 및 영업이익은 1,268억원(YoY +101.9%, 이하 생략), 152억원(흑자전환, OPM 12.0%)을 달성했다. 매출은 컨센서스에 부합했으나 영업이익은 크게 상회했다. 이는 엑스코프리를 제외한 기타 매출 성장에 기인한다. 세노바메이트 아시아 임상 환자 모집의 가속화 효과 및 로열티, 마일스톤 인식 영향이다.

엑스코프리의 처방량은 견조히 성장 중이나 처방량 대비 매출 증가는 크지 않았다. 이는 연초 엑스코프리의 약가 인상에 따라 연말 도매상 재고 비축을 억제했기 때문이다. 지속적인 성장 기조를 지키기 위한 방안인 점에서 2024년에는 처방량 상승에 따른 매출 증가가 온전히 반영될 수 있을 것으로 기대된다.

## 2024년은 엑스코프리를 통한 성장 유지 전망

동사의 2024년 매출 및 영업이익을 4,853억원(YoY +36.7%), 367억원(흑자전환, OPM 7.6%)으로 전망한다. 분기 흑자 기조는 가능할 예정이다. 엑스코프리의 2024년 매출은 4,027억원(+48.7%)으로 전망하며 견조한 처방수 증가 추세가 유지될 수 있을 것으로 예상된다. 비용 통제가 얼마나 효율적으로 이뤄지는지가 중요하다. 작년 인수한 SK라이프사이언스랩스의 비용이 추가되더라도 수익성 개선의 모습을 증명해야 한다. 동사의 연간 판매관리비를 3,997억원으로 전망한다.

## 목표주가 유지. 이제부터가 중요하다

목표주가는 기존 12만원을 유지한다. DCF 밸류에이션을 통해 산출한 동사의 영업가치와 2024년말 예상되는 순현금 1,585억원을 합산한 최종 가치는 9조 4,453억원이다. 이전 영업가치 추정치(9조 2,358억원) 대비 약 2% 상향했으며 이는 흑자 전환 시기가 앞당겨짐에 기인한다.

파이프라인 다각화에 대한 세부 계획을 연내 발표할 예정이다. 제2의 상업화 제품, 세노바메이트와 솔리암페톨 임상 업데이트 및 신규 모달리티에 대한 개발 계획 등을 확인 가능하다. 이를 통한 영업가치 상승도 가능하나 현 시점에서는 실적 추이가 성장을 증명하고 있는지 확인하는 것이 더 중요하다 판단한다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비용 (%)
2021	418.6	95.0	64.8	828	5,672	117.4	68.4	17.1	15.8	(71.8)
2022	246.2	(131.1)	(139.4)	(1,780)	4,042	(40.5)	(46.5)	17.8	(36.7)	(47.8)
2023P	354.9	(37.1)	(31.8)	(407)	3,636	(246.9)	(713.7)	27.6	(10.6)	(40.2)
2024F	485.3	36.7	22.3	285	3,921	308.5	106.5	22.4	7.6	(52.4)
2025F	675.0	183.9	152.0	1,941	5,862	45.3	31.7	15.0	39.7	(71.4)

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## SK바이오팜 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	22	23P	24F	25F
매출액	60.8	77.0	90.3	126.8	99.0	110.7	129.0	146.6	246.2	354.9	485.3	675.0
YoY	47.7	44.1	1.7	101.9	62.9	43.8	42.8	15.7	(41.2)	44.2	36.7	39.1
제품매출	53.9	68.4	76.9	83.0	85.9	100.5	115.6	124.0	193.0	282.4	426.0	585.1
용역매출	6.8	8.5	13.4	43.8	13.1	10.2	11.9	22.6	53.2	72.5	57.8	90.0
매출총이익	56.8	67.6	83.5	112.8	89.9	97.8	116.7	131.9	208.4	320.8	436.4	613.6
YoY	61.8	48.7	10.5	116.0	58.2	44.6	39.7	17.0	(47.4)	53.9	36.0	40.6
GPM	93.5	87.8	92.5	89.0	90.8	88.3	90.5	90.0	84.7	90.4	89.9	90.9
영업이익	(22.7)	(18.9)	(10.7)	15.2	0.3	4.4	17.2	14.8	(131.1)	(37.1)	36.7	183.9
YoY	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	(2.3)	적전	적지	흑전	흑전
OPM	(37.3)	(24.6)	(11.9)	12.0	0.3	4.0	13.4	10.1	(53.2)	(10.5)	7.6	27.2
세전이익	(2.5)	(25.1)	(19.8)	4.8	(2.4)	0.8	17.0	13.3	(142.5)	(42.6)	28.6	190.0
YoY	적전	적지	적지	흑전	적전	흑전	흑전	176.0	적전	적지	흑전	흑전
(지배주주)순이익	(2.4)	(23.3)	(13.9)	7.8	(2.3)	0.6	13.4	10.6	(139.4)	(31.8)	22.3	152.0
YoY	적지	적지	적지	흑전	적지	흑전	흑전	흑전	적전	적지	흑전	흑전
NPM	(3.9)	(30.3)	(20.4)	6.2	(2.3)	0.6	10.4	7.2	(56.6)	(9.0)	4.6	22.5

자료: 회사 자료, FnGuide, 신한투자증권 추정 / 주: 연결 기준

## SK바이오팜 4Q23P 실적 정리

(십억원, %)	4Q23P	4Q22	YoY	3Q23	QoQ	Consensus	vs Consen.
매출액	126.8	62.8	101.9	90.3	40.3	111.1	14.0
영업이익	15.2	(44.6)	흑전	(10.7)	흑전	3.3	366.3
세전이익	4.8	(46.5)	흑전	(19.8)	흑전		
(지배주주)순이익	7.8	(43.9)	흑전	(13.9)	흑전	5.4	
영업이익률	12.0	(71.1)		(11.9)		2.9	
순이익률	6.2	(69.9)		(15.4)			

자료: 회사 자료, FnGuide, 신한투자증권

## SK바이오팜 목표주가 산출

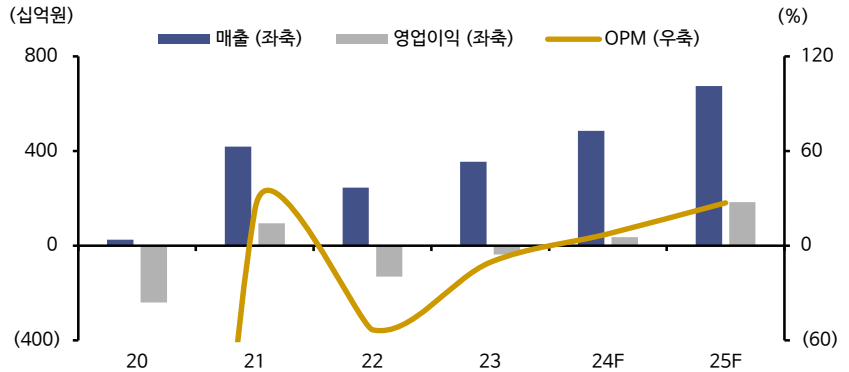
(십억원, 천주, 원)		비고
1. 영업가치	9,286.8	
A. NPV of FCFF	2,109.6	
B. NPV of Terminal Value	7,177.2	
2. 순차입금	(158.5)	2024년 말 추정 기준
3. 기업가치(1-2)	9,445.3	
4. 보통주주식수	78,313	
5. 적정주가 산출	120,000	
6. 현재 주가	93,900	2024년 1월 29일 종가
7. 상승여력	27.8%	

자료: 신한투자증권 추정

SK바이오팜 영업가치 추정											
(십억원, %)	2023P	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F
제품 매출	282.2	426.0	585.1	761.6	946.6	1,131.4	1,308.5	1,472.8	1,620.8	1,751.1	1,237.2
용역 매출	72.5	59.3	90.0	91.2	102.7	133.0	122.4	159.9	139.3	187.8	131.1
SK바이오팜 매출액	354.9	485.3	675.0	852.8	1,049.3	1,264.3	1,431.0	1,632.7	1,760.1	1,938.9	1,368.2
YoY	44.2	36.7	39.1	26.3	23.0	20.5	13.2	14.1	7.8	10.2	(29.4)
매출총이익	320.8	436.4	613.6	777.6	959.4	1,158.9	1,312.7	1,500.2	1,617.7	1,784.5	1,252.1
YoY	53.9	36.0	40.6	26.7	23.4	20.8	13.3	14.3	7.8	10.3	(29.8)
GPM	90.4	89.9	90.9	91.2	91.4	91.7	91.7	91.9	91.9	92.0	91.5
영업이익	(37.1)	36.7	183.9	315.5	462.4	624.1	737.3	881.0	951.4	1,067.5	480.8
YoY	적지	흑전	401.1	71.6	46.5	35.0	18.1	19.5	8.0	12.2	(55.0)
OPM	(10.5)	7.6	27.2	37.0	44.1	49.4	51.5	54.0	54.1	55.1	35.1
Tax	(2.5)	9.6	37.6	70.4	102.8	138.6	163.6	195.5	211.2	237.0	107.5
NOPLAT	(34.6)	27.1	146.4	245.1	359.5	485.5	573.6	685.6	740.2	830.5	373.2
감가상각비	17.5	17.6	15.0	15.3	15.5	15.7	16.0	16.2	16.5	16.7	17.0
운전자본증가	38.7	39.7	57.8	58.7	59.5	60.4	61.3	62.3	63.2	64.1	65.1
CAPEX	34.7	22.9	15.8	16.0	16.3	16.5	16.8	17.0	17.3	17.5	17.8
WACC	6.6%										
Terminal Growth	1.5%										
Terminal Value	14,190.7										
NPV of FCFF	2,109.6										
NPV of Terminal Value	7,177.2										
합산가치	9,286.8										

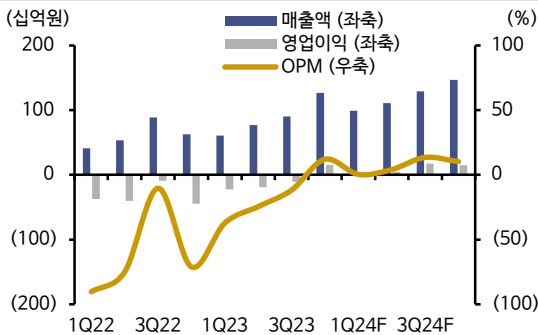
자료: 신한투자증권 추정 / 주: 엑스코프리의 특허만료시점 2032년 예정

### 연간 실적 추이 및 전망



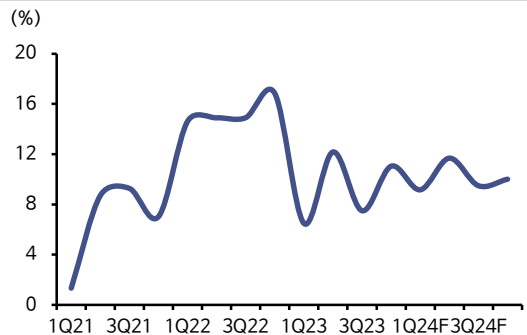
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

### 분기 실적 추이 및 전망



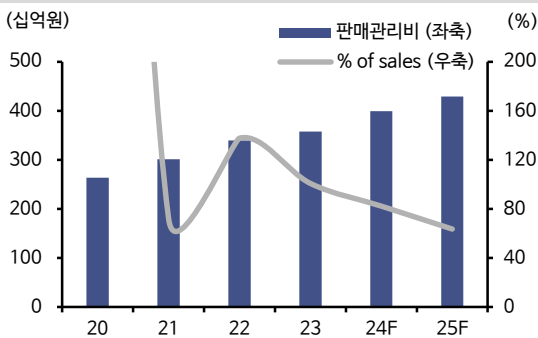
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

### 매출원가를 분기별 추이 및 전망



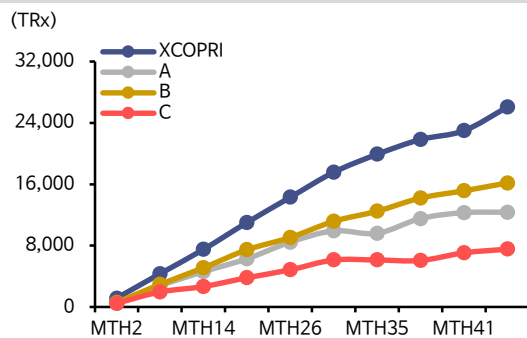
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

### 판매관리비 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

### 글로벌 TRx 비교



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

## 재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023P	2024F	2025F
<b>자산총계</b>	<b>643.7</b>	<b>664.2</b>	<b>684.7</b>	<b>770.6</b>	<b>1,010.9</b>
유동자산	471.2	487.9	509.5	616.1	866.5
현금및현금성자산	225.9	104.1	269.8	288.3	410.5
매출채권	55.9	63.5	92.5	126.4	175.9
재고자산	51.9	90.9	107.7	147.2	204.8
비유동자산	172.4	176.3	175.2	154.6	144.4
유형자산	22.9	20.3	37.6	42.9	43.6
무형자산	18.9	17.2	23.6	23.9	21.4
투자자산	107.7	100.0	75.2	49.1	40.7
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>199.5</b>	<b>347.7</b>	<b>404.5</b>	<b>468.1</b>	<b>556.3</b>
유동부채	148.3	163.1	252.0	329.2	412.2
단기차입금	0.0	0.0	50.0	55.0	33.0
매입채무	16.9	23.1	2.7	3.7	5.2
유동성장기부채	5.5	5.6	5.6	5.6	5.6
비유동부채	51.2	184.6	152.5	138.9	144.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	10.3	150.3	102.9	71.2	49.9
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>444.2</b>	<b>316.6</b>	<b>280.2</b>	<b>302.6</b>	<b>454.6</b>
자본금	39.2	39.2	39.2	39.2	39.2
자본잉여금	1,084.8	1,084.8	1,084.8	1,084.8	1,084.8
기타자본	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7
기타포괄이익누계액	1.6	12.4	12.4	12.4	12.4
이익잉여금	(689.1)	(827.6)	(859.4)	(837.1)	(685.0)
<b>지배주주지분</b>	<b>444.2</b>	<b>316.6</b>	<b>284.7</b>	<b>307.1</b>	<b>459.1</b>
비지배주주지분	0.0	0.0	(4.5)	(4.5)	(4.5)
*충차입금	15.7	155.9	158.6	131.8	88.5
*순차입금(순현금)	(318.8)	(151.2)	(112.8)	(158.5)	(324.8)

## 현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023P	2024F	2025F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	<b>(92.9)</b>	<b>(159.9)</b>	<b>(5.8)</b>	<b>59.1</b>	<b>186.7</b>
당기순이익	64.8	(139.4)	(36.3)	22.3	152.0
유형자산상각비	7.3	7.9	17.5	17.6	15.0
무형자산상각비	4.3	5.1	8.8	8.9	8.0
외환환손실(이익)	(5.3)	5.5	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	34.5	10.4	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(69.7)	(65.7)	(3.1)	3.0	4.3
(법인세납부)	(6.2)	(4.7)	6.2	(6.3)	(38.0)
기타	(122.6)	21.0	1.1	13.6	45.4
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	<b>259.0</b>	<b>(95.7)</b>	<b>169.0</b>	<b>(13.8)</b>	<b>(21.0)</b>
유형자산의증가(CAPEX)	(4.3)	(4.9)	(34.7)	(22.9)	(15.8)
유형자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의증가(증가)	(1.7)	(1.0)	(15.3)	(9.2)	(5.5)
투자자산의감소(증가)	48.7	4.2	24.8	26.1	8.4
기타	216.3	(94.0)	194.2	(7.8)	(8.1)
<b>FCF</b>	<b>66.5</b>	<b>(177.6)</b>	<b>(78.8)</b>	<b>(7.4)</b>	<b>96.6</b>
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	<b>(4.6)</b>	<b>134.9</b>	<b>2.7</b>	<b>(26.7)</b>	<b>(43.3)</b>
차입금의 증가(감소)	0.0	141.8	2.7	(26.7)	(43.3)
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(4.6)	(6.9)	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	(0.2)	(0.2)	(0.2)
연결법위반등으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	5.1	(1.1)	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>166.6</b>	<b>(121.9)</b>	<b>165.8</b>	<b>18.5</b>	<b>122.2</b>
기초현금	59.3	225.9	104.1	269.8	288.3
기말현금	225.9	104.1	269.8	288.3	410.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023P	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>418.6</b>	<b>246.2</b>	<b>354.9</b>	<b>485.3</b>	<b>675.0</b>
증감률 (%)	1,510.2	(41.2)	44.2	36.7	39.1
<b>매출원가</b>	<b>22.3</b>	<b>37.8</b>	<b>34.1</b>	<b>48.9</b>	<b>61.5</b>
<b>매출총이익</b>	<b>396.3</b>	<b>208.4</b>	<b>320.8</b>	<b>436.4</b>	<b>613.6</b>
매출총이익률 (%)	94.7	84.7	90.4	89.9	90.9
<b>판매관리비</b>	<b>301.4</b>	<b>339.5</b>	<b>357.9</b>	<b>399.7</b>	<b>429.7</b>
<b>영업이익</b>	<b>95.0</b>	<b>(131.1)</b>	<b>(37.1)</b>	<b>36.7</b>	<b>183.9</b>
증감률 (%)	흑전	적전	적지	흑전	401.1
영업이익률 (%)	22.7	(53.2)	(10.5)	7.6	27.2
영업외손익	(23.7)	(11.4)	15.3	8.1	6.1
금융손익	11.4	(0.5)	(2.0)	(2.8)	1.5
기타영업외손익	(0.5)	(0.4)	(4.6)	(5.0)	(11.3)
종속 및 관계기업관련손익	(34.5)	(10.4)	21.8	15.9	15.9
<b>세전계속사업이익</b>	<b>71.3</b>	<b>(142.5)</b>	<b>(42.6)</b>	<b>28.6</b>	<b>190.0</b>
법인세비용	6.4	(3.0)	(6.2)	6.3	38.0
계속사업이익	64.8	(139.4)	(36.3)	22.3	152.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>64.8</b>	<b>(139.4)</b>	<b>(36.3)</b>	<b>22.3</b>	<b>152.0</b>
증감률 (%)	흑전	적전	적지	흑전	580.6
순이익률 (%)	15.5	(56.6)	(10.2)	4.6	22.5
(지배주주)당기순이익	64.8	(139.4)	(31.8)	22.3	152.0
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	(4.5)	0.0	0.0
총포괄이익	65.1	(127.6)	(36.3)	22.3	152.0
(지배주주)총포괄이익	65.1	(127.6)	(36.3)	22.3	152.0
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>EBITDA</b>	<b>106.6</b>	<b>(118.1)</b>	<b>(10.9)</b>	<b>63.2</b>	<b>206.9</b>
증감률 (%)	흑전	적전	적지	흑전	227.6
EBITDA 이익률 (%)	25.5	(48.0)	(3.1)	13.0	30.7

## 주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023P	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	828	(1,780)	(464)	285	1,941
EPS (지배순이익, 원)	828	(1,780)	(407)	285	1,941
BPS (자본총계, 원)	5,672	4,042	3,578	3,864	5,805
BPS (지배지분, 원)	5,672	4,042	3,636	3,921	5,862
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	117.4	(40.5)	(216.5)	308.5	45.3
PER (지배순이익, 배)	117.4	(40.5)	(246.9)	308.5	45.3
PBR (자본총계, 배)	17.1	17.8	28.1	22.8	15.2
PBR (지배지분, 배)	17.1	17.8	27.6	22.4	15.0
EV/EBITDA (배)	68.4	(46.5)	(713.7)	106.5	31.7
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>수익성</b>					
EBITDA 이익률 (%)	25.5	(48.0)	(3.1)	13.0	30.7
영업이익률 (%)	22.7	(53.2)	(10.5)	7.6	27.2
순이익률 (%)	15.5	(56.6)	(10.2)	4.6	22.5
ROA (%)	11.3	(21.3)	(5.4)	3.1	17.1
ROE (지배순이익, %)	15.8	(36.7)	(10.6)	7.6	39.7
ROIC (%)	192.4	(173.0)	(23.0)	14.9	60.7
<b>안정성</b>					
부채비율 (%)	44.9	109.8	144.3	154.7	122.4
순차입금비율 (%)	(71.8)	(47.8)	(40.2)	(52.4)	(71.4)
현금비율 (%)	152.3	63.8	107.1	87.6	99.6
이자보상배율 (배)	100.3	(35.3)	(5.5)	5.8	38.5
<b>활동성</b>					
순운전자본회전율 (회)	(252.9)	6.1	4.0	3.8	3.8
재고자산회수기간 (일)	32.7	105.9	102.1	95.8	95.2
매출채권회수기간 (일)	28.1	88.5	80.2	82.3	81.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 투자 의견 및 목표주가 추이

### SK바이오팜(326030)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 09월 01일	매수	100,000	(32.6)	(22.4)
2023년 03월 02일		6개월경과	(24.5)	(0.3)
2023년 09월 03일		6개월경과	(16.9)	(7.0)
2023년 11월 23일	매수	120,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

## Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 정재원)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

## 투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
----	---	----	--

## 신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 01월 29일 기준)

매수 (매수)	92.62%	Trading BUY (중립)	5.33%	중립 (중립)	2.05%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------