

SK바이오팜 326030

3Q23 Re: 4분기 흑전을 향해 나아가는 중

3Q23 Re: 4분기 흑전을 향해 나아가는 중

SK바이오팜은 연결기준 3분기 매출액 903억원(+1.7% YoY), 영업이익 -107억원(적자 지속)을 달성하며 매출은 당사 추정치 소폭 상회, 영업이익은 당사 추정치 -91억원 대비 소폭 하회하였으나 컨센서스 -141억원 대비 큰 폭 상회하였다. 당사 추정치 대비 영업이익 하회는 예상보다 높았던 판관비에 기인한다. 2023년 8월 SK라이프사이언스랩스(SK Life Science Labs, 구 프로테오반트)가 인수로 연결 편입되었으며 인수에 따른 일회성 비용이 판관비에 반영되었다.

엑스코프리 US 매출액은 757억원(+19% QoQ, +60% YoY)로 QoQ +122억 성장하며 역대 최고 성장을 갱신하였다. 이는 당사 추정치 724억원을 약 33억원 상회하는 훌륭한 수치다. 이 같은 추세로 예상컨대 2024년 내 엑스코프리 처방건수는 경쟁약 Briviact의 총 처방(소아, 성인 합산)을 무난히 넘어설 것으로 예상된다. 당사는 현재 Tier 3 성인 간질 환자 중 과반 이상에서 엑스코프리가 처방되고 있는 것으로 추정하고 있으며 이를 통해 향후 일반의(Neurologist)에서 엑스코프리 처방량이 유의미하게 증가할 것으로 전망한다.

4Q23 흑자전환 전망, 이러한 흑전은 지속될 것

SK바이오팜은 올해 4분기부터 흑자전환이 가능할 것으로 추정한다. 계절성 요인으로 4분기 엑스코프리 매출이 증가하는 경향이 있어 흑자전환이 4Q23으로 그칠 수 있다는 우려가 일부 존재한다. 그러나 엑스코프리 미국향 처방이 과반 이상에서 이루어지고 있는 점, SK라이프사이언스랩스 인수에도 불구하고 판관비 통제가 효율적으로 이루어지고 있는 점 등을 감안할 때 SK바이오팜은 4Q23 이후 지속적으로 영업이익 흑자를 달성하며 기업가치를 증명하는 기업으로 탈바꿈할 것으로 전망한다.

투자의견 매수, 목표주가 125,000원. 대형주 Top pick 유지

SK바이오팜에 대하여 대형주 Top pick을 유지한다. '24년은 SK바이오팜이 신약 엑스코프리를 통해 흑자전환을 달성하는 원년이 될 것이다. 우리는 이러한 빅파마의 시작을 올해 4분기부터 흑자전환을 통해 관찰할 수 있을 것으로 전망한다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	26	419	246	338	464
영업이익	-239	95	-131	-52	50
영업이익률(%)	-921.2	22.7	-53.2	-15.5	10.7
세전이익	-240	71	-142	-51	34
지배주주지분순이익	-247	65	-139	-48	34
EPS(원)	-3,159	828	-1,780	-609	430
증감률(%)	적지	흑전	적전	적지	흑전
ROE(%)	n/a	15.8	-36.7	-16.3	11.8
PER(배)	-53.5	117.4	-40.5	-139.8	198.0
PBR(배)	34.9	17.1	17.8	24.8	22.1
EV/EBITDA(배)	-56.3	68.4	-46.5	-168.3	109.8

자료: SK바이오팜, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

김민정 제약·바이오

02-709-2656

kim.min_jeong@ds-sec.co.kr

2023.11.10

매수(유지)

목표주가(유지)	125,000원
현재주가(11/09)	85,200원
상승여력	46.7%

Stock Data

KOSPI	2,427.1pt
시가총액(보통주)	6,672십억원
발행주식수	78,313천주
액면가	500원
자본금	39십억원
60일 평균거래량	183천주
60일 평균거래대금	15,772백만원
외국인 지분율	7.5%
52주 최고가	103,000원
52주 최저가	57,600원
주요주주	
SK(외 6인)	64.0%
국민연금공단(외 1인)	6.0%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	1.5	0.8
3M	-14.2	-7.4
6M	19.5	22.8

주가차트

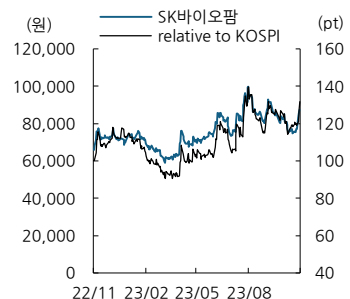


표1 3Q23 SK바이오팜 실적

(십억원)	3Q23P	당사추정치	차이	컨센서스	차이	3Q22	YoY	2Q23	QoQ
매출액	90.3	89.6	0.8%	93.9	-3.8%	88.83	1.7%	77.0	17.3%
영업이익	-10.7	-9.1	-	-14.1	-	-9.3	적지	-18.9	적지
당기순이익	-18.4	-9.7	-	-20.1	-	-15.0	적지	-23.3	적지
OPM	-11.9%	-10.2%	-	-15.0%	-	-10.4%	-	-24.6%	-
NPM	-20.4%	-10.8%	-	-21.4%	-	-16.8%	-	-30.3%	-

자료: SK바이오팜, DS투자증권 리서치센터

표2 엑스코프리 US 추정

구분	3Q23P	추정치
매출액(십억원)	75.7	72.4
분기 TRx	67,718	68,685

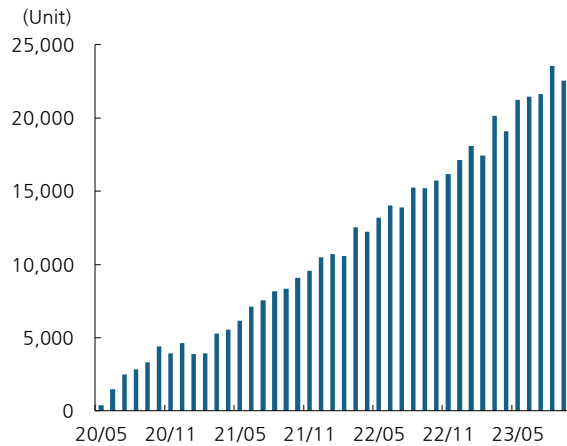
자료: DS투자증권 리서치센터 추정

표3 SK바이오팜 실적 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023F	2024F
매출액	60.8	77.0	90.3	108.9	91.4	111.8	121.2	139.5	246.2	337.0	463.9
YoY(%)	48%	44%	2%	74%	50%	45%	34%	28%	-41%	37%	38%
제품	54.0	68.5	76.9	96.1	79.1	98.4	107.6	126.0	193.0	295.5	411.1
Xcopri US	53.8	63.5	75.7	88.1	77.6	92.9	100.1	118.5	169.1	281.1	389.1
YoY(%)	70%	58%	60%	77%	44%	46%	32%	34%	126%	66%	38%
API/DP	0.2	5.0	1.2	8.0	1.5	5.5	7.5	7.5	23.8	14.4	22.0
용역	6.8	8.5	13.4	12.8	12.3	13.4	13.6	13.5	53.2	41.5	52.8
매출총이익	56.8	67.6	83.5	95.9	83.8	100.0	107.7	125.0	208.4	303.9	416.6
GPM	94%	88%	92%	88%	92%	90%	89%	90%	85%	90%	90%
YoY%	62%	49%	10%	84%	47%	48%	29%	30%	-47%	46%	37%
판매비 및 관리비	79.5	86.6	94.3	95.9	83.5	88.3	96.2	97.8	339.5	356.2	365.7
YoY%	10%	1%	11%	-1%	5%	2%	2%	2%	13%	5%	3%
영업이익	-22.7	-18.9	-10.8	0.1	0.3	11.7	11.6	27.3	-131.1	-52.3	50.9
YoY%	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	36910%	적지	적지	흑전
당기순이익	-2.4	-23.3	-18.4	-3.7	-3.4	7.2	7.0	21.7	-139.4	-47.8	32.5
YoY%	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	적지	적지	흑전

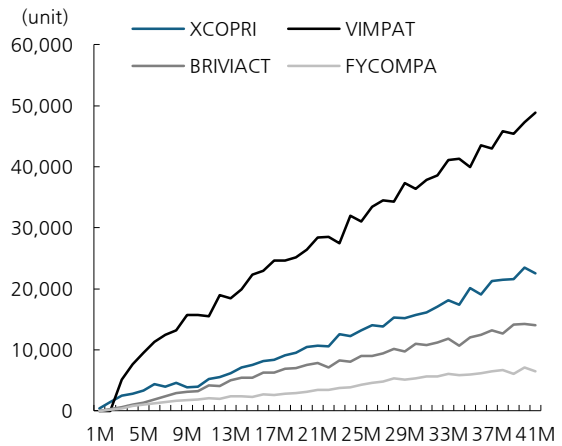
자료: Dart, DS투자증권 리서치센터 추정

그림1 엑스코프리 TRx 성장 추이



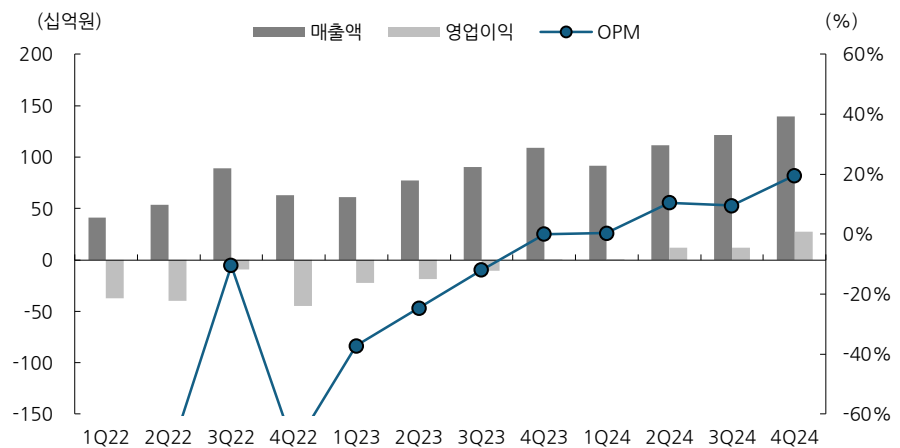
자료: SK바이오팜, DS투자증권 리서치센터

그림2 뇌전증치료제 출시 후 월간 TRx 추이



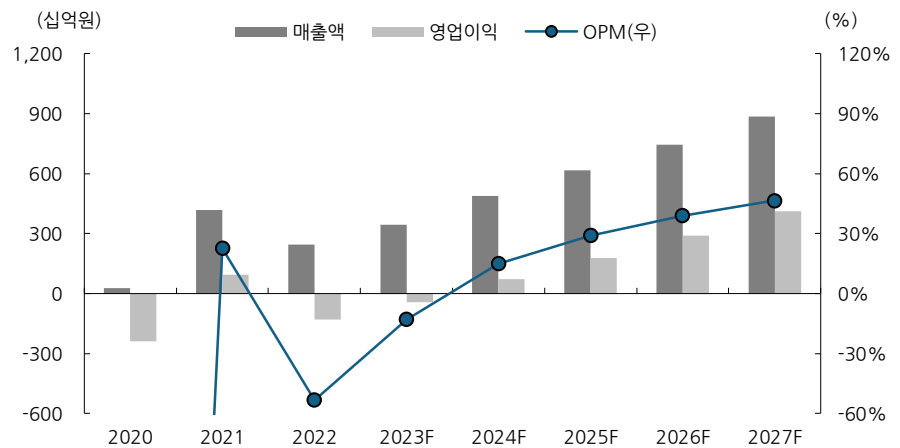
자료: SK바이오팜, DS투자증권 리서치센터 추정

그림3 SK바이오팜 분기별 매출 및 영업이익 추이 및 전망



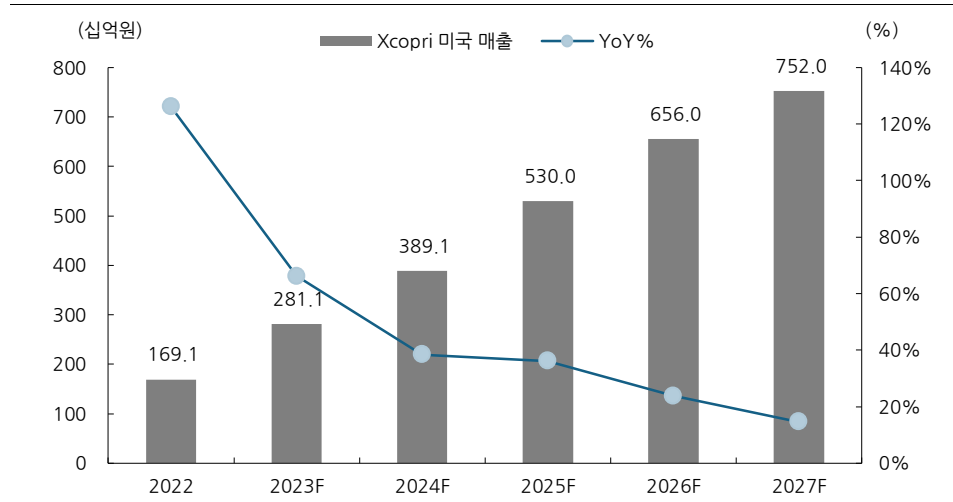
자료: SK바이오팜, DS투자증권 리서치센터 추정

그림4 SK바이오팜 연간 실적 전망 및 추이



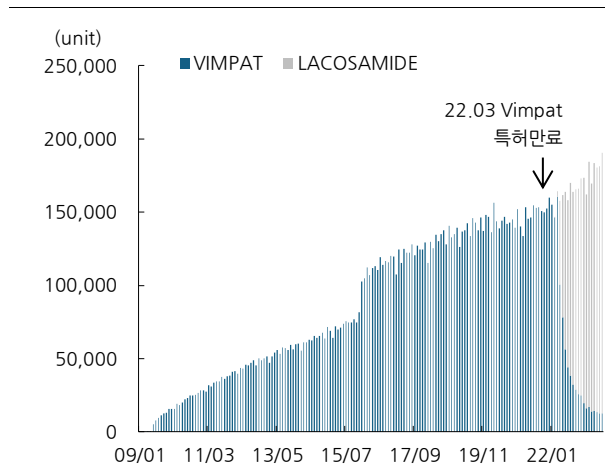
자료: SK바이오팜, DS투자증권 리서치센터 추정

그림5 Xcopri 미국 매출 전망 및 추이



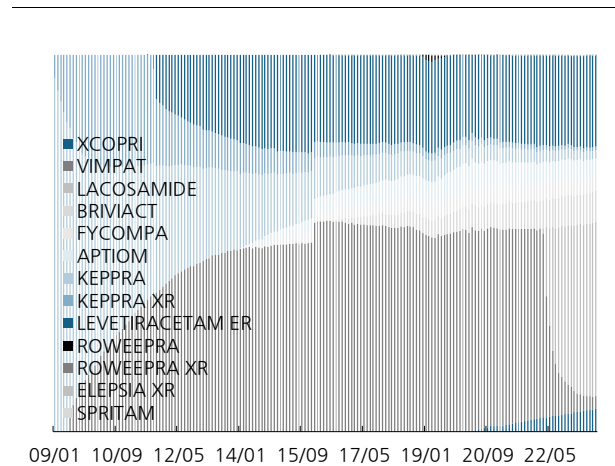
자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림6 Vimpat 특허 만료 후 TRx 추이



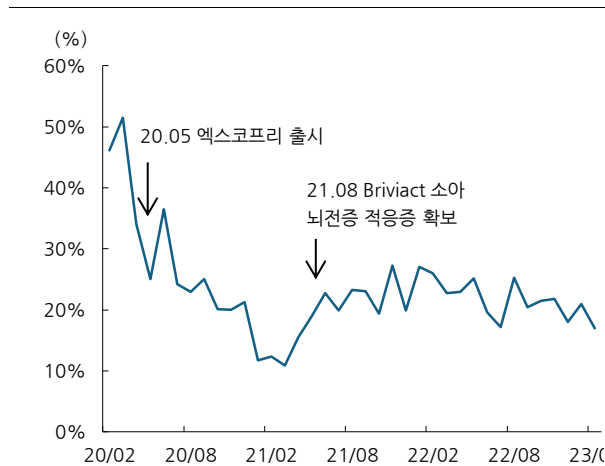
자료: Symphony Health, DS투자증권 리서치센터

그림7 TRx M/S 추이



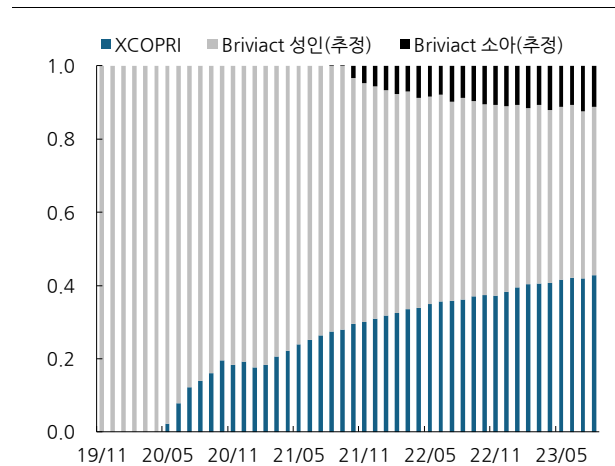
자료: Symphony Health, DS투자증권 리서치센터

그림8 엑스코프리 출시 후 Briviact TRx YoY%



자료: Symphony Health, DS투자증권 리서치센터

그림9 Tier 3 뇌전증 치료제 TRx 점유율 추이 추정



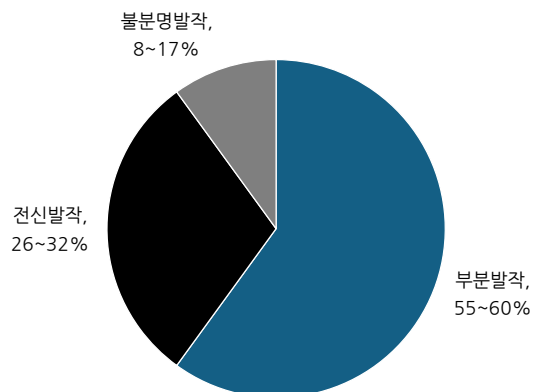
자료: Symphony Health, DS투자증권 리서치센터 추정

그림10 SK바이오팜 진행 임상 파이프라인

프로젝트	적응증	Research	IND	Phase 1	Phase 2	Phase 3	NDA	시판허가	글로벌 파트너
<div>상업화 완료 파이프라인</div> Cenobamate	뇌전증 - 부분 발작								ANGELINI PHARMACEUTICALS
	뇌전증 - 부분 발작 (소아 환자 확대, 아시아 지역 확장)					Phase 3			LG NIS 廣濟 李時 衛
	뇌전증 - PGTC (일차성 전신 강직-간대발작)					Phase 3			ONO ONO PHARMACEUTICAL CO., LTD.
Solriamfetol (L/O to Axsome)	수면장애 (기면증 또는 수면무호흡증으로 인한 과도한 주간 졸림증)								axsome (한세계, 아시아 제외)
Carisbamate	레녹스-가스토 증후군 (희귀 소아 뇌전증)					Phase 3			...
SKL24741	뇌전증								...
SKL27969	표적 항암제 (PRMT-5 선택적 억제)				Phase 1/2				...
Relenopride	희귀 신경계 질환								Kinisi (한세계, 아시아 일부 제외)
SKL13865	집중력 장애								...
SKL20540	조현병								...
SKL-PSY	조울증								한세계

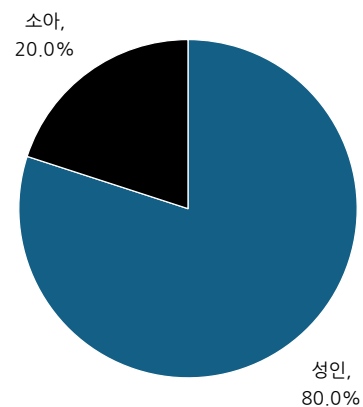
자료: SK바이오팜, DS투자증권 리서치센터

그림11 종류별 간질 발생 비율



자료: The Treatment of Epilepsy(Shorvon et al.), DS투자증권 리서치센터

그림12 연령별 간질 발생 비율



자료: SK바이오팜, DS투자증권 리서치센터

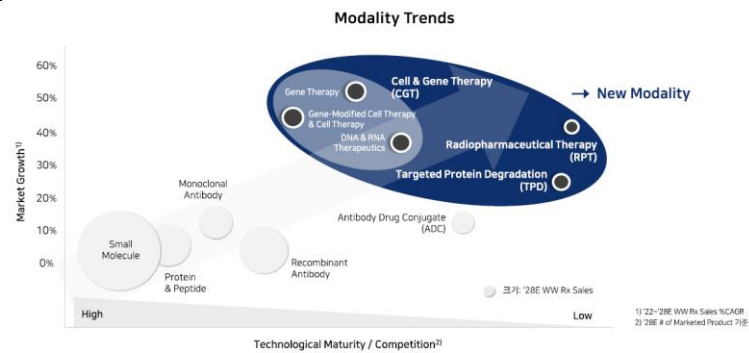
그림13 SK바이오팜 2nd Product 계획**(New) Financial Story: “균형 잡힌 Big Biotech, Asset에 Platform을 더하다.”**

- Cash Cow(XCOPRI)로부터의 보장된 Cash Flow 기반, 3대 New Modality(RPT¹⁾, TPD²⁾, CGT³⁾) 중심의 Future Star 확보
- 안정적 Value(블록버스터 예정 XCOPRI, 90%대 GPM) + “Big Biotech”으로의 성장 스토리



자료: SK바이오팜, DS투자증권 리서치센터

그림14 3가지 Next New Modality



자료: SK바이오팜, DS투자증권 리서치센터

그림15 프로테오반트 인수

타법인 주식 및 출자증권 취득결정

	회사명	Proteovant Sciences, Inc.
	국적	미국
1. 발행회사	자본금(원)	869,533,768
	발행주식총수(주)	66,666,660
	취득주식수(주)	40,000,000
	취득금액(원)	61,954,250,000
2. 취득내역	자기자본(원)	316,560,460,441
	자기자본대비(X)	19.6
	대규모법인여부	미해당
3. 취득후 소유주식수 및 지분비율	소유주식수(주)	40,000,000
	지분비율(X)	60.0
4. 취득방법		현금취득
5. 취득목적		Global 수준의 TPD(Targeted Protein Degradation) 기술 확보
6. 취득예결일자		2023-08-12

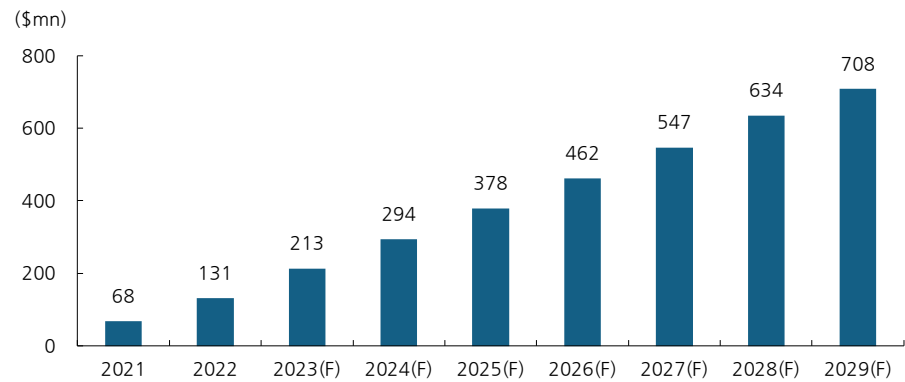
자료: dart, DS투자증권 리서치센터

그림16 한국원자력의학원 연구협력 협약



자료: 산업자료, DS투자증권 리서치센터

그림17 엑스코프리 글로벌 매출 전망(\$mn)



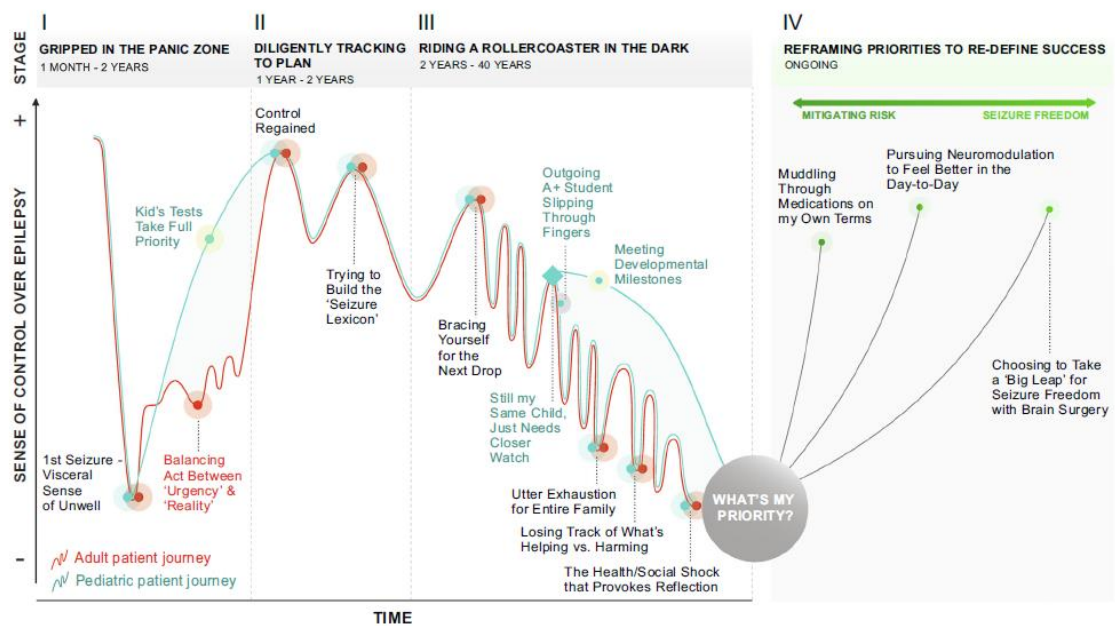
자료: Global data, DS투자증권 리서치센터

표4 Cenobamate 글로벌 라이선스 딜 현황

지역	기업	Upfront(\$,엔)	총 계약금(\$,엔)	단계
유럽	Arvelle Therapeutics	100mn	530mn	출시
중국 및 중화권 지역	Ignis Therapeutics	20mn	35mn + 지분	P3
일본	Ono Pharmaceutical	50 억엔	531 억엔	P3
캐나다	Endo Ventures Limited	20mn	36.4mn	상업화 진행 중
이스라엘	Dexcel Ltd.	비공개	비공개	상업화 진행 중
라틴아메리카	Eurofarma Lab.	15mn	62mn	상업화 진행 중
MENA(중동)	Hikma MENA FZE	23mn + 3mn	23mn + 3mn (첫 출시년도부터 3년간은 로열티 제외)	상업화 진행 중

자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

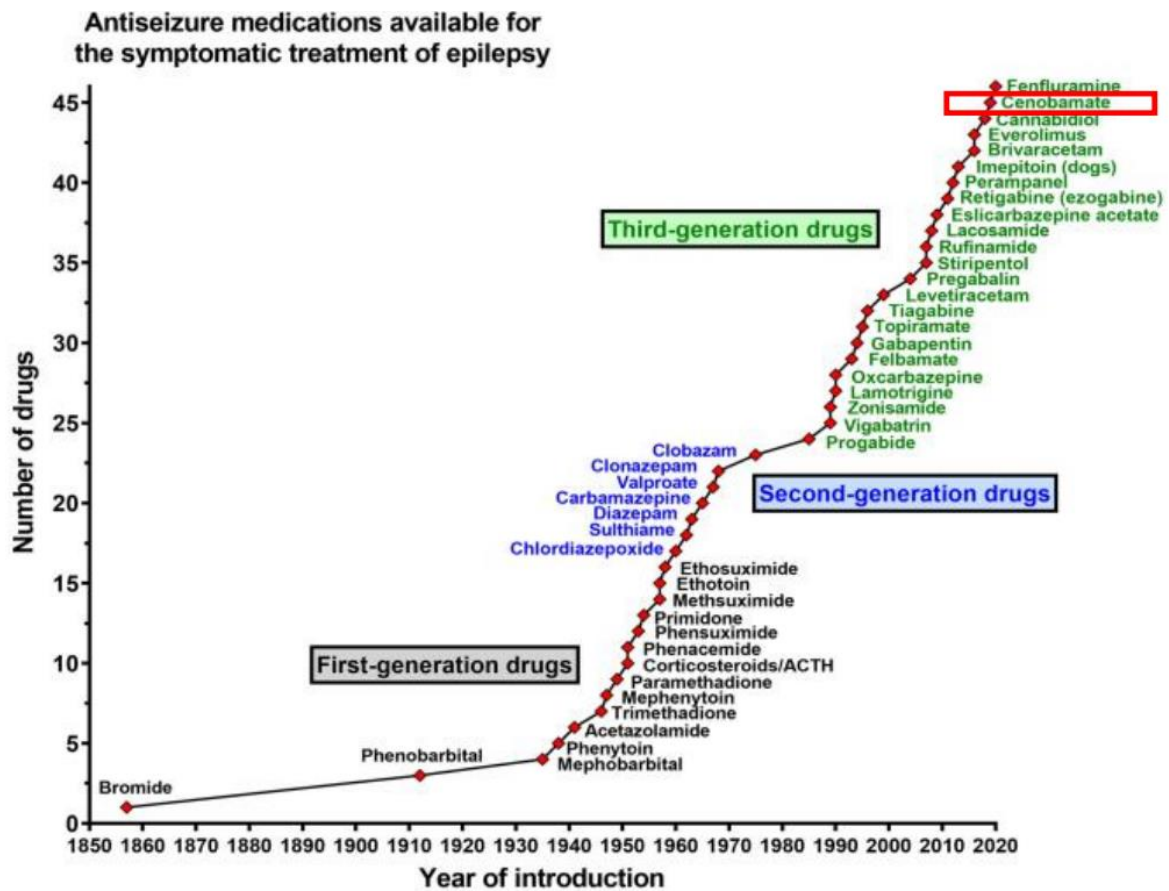
그림18 뇌전증 치료 Stage 1~4



자료: Glenn D.R. Watson P. Afra L. Bartolini et al., DS투자증권 리서치센터

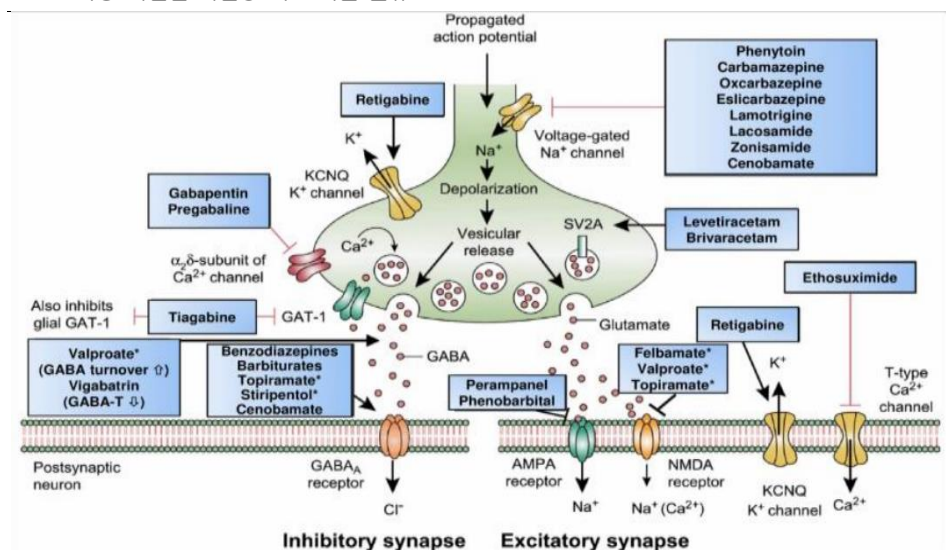
주: DRE=drug-resistant epilepsy, 약물 저항성 간질

그림19 세대별 뇌전증 약물 분류



자료: CNS Drugs, DS투자증권 리서치센터

그림20 작용 기전별 뇌전증 치료 약물 분류



자료: CNS drugs, DS투자증권 리서치센터

[SK 바이오팜 326030]

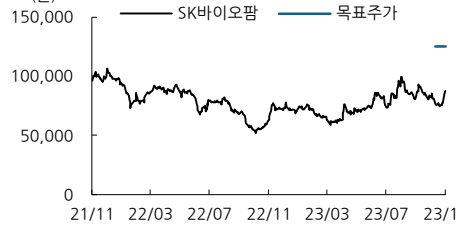
재무상태표						손익계산서					
	2020	2021	2022	2023F	2024F		2020	2021	2022	2023F	2024F
유동자산	435	471	488	441	501	매출액	26	419	246	338	464
현금 및 현금성자산	59	226	104	38	22	매출원가	2	22	38	33	47
매출채권 및 기타채권	13	57	66	110	140	매출총이익	24	396	208	305	417
재고자산	23	52	91	151	192	판매비 및 관리비	264	301	339	357	367
기타	340	136	226	142	147	영업이익	-239	95	-131	-52	50
비유동자산	66	172	176	197	202	(EBITDA)	-229	107	-118	-40	61
관계기업투자등	0	94	91	114	118	금융손익	-2	13	12	7	0
유형자산	24	23	20	17	19	이자비용	4	1	4	4	0
무형자산	20	19	17	14	11	관계기업등 투자손익	0	-35	-10	8	-16
자산총계	500	644	664	639	704	기타영업외손익	1	-3	-13	-13	0
유동부채	71	148	163	225	256	세전계속사업이익	-240	71	-142	-51	34
매입채무 및 기타채무	49	85	80	99	126	계속사업법인세비용	8	6	-3	-4	2
단기금융부채	5	5	6	33	33	계속사업이익	-247	65	-139	-48	32
기타유동부채	17	58	77	93	97	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	51	51	185	145	145	당기순이익	-247	65	-139	-48	32
장기금융부채	14	10	150	125	125	지배주주	-247	65	-139	-48	34
기타비유동부채	37	41	34	20	20	총포괄이익	-253	72	-129	-48	32
부채총계	121	199	348	370	401	매출총이익률 (%)	92.4	94.7	84.7	90.2	89.8
지배주주지분	379	444	317	269	302	영업이익률 (%)	-921.2	22.7	-53.2	-15.5	10.7
자본금	39	39	39	39	39	EBITDA마진률 (%)	-879.4	25.5	-48.0	-11.7	13.1
자본잉여금	1,085	1,085	1,085	1,085	1,085	당기순이익률 (%)	-951.6	15.5	-56.6	-14.1	6.8
이익잉여금	-747	-689	-828	-876	-842	ROA (%)	-77.4	11.3	-21.3	-7.3	5.0
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0	ROE (%)	n/a	15.8	-36.7	-16.3	11.8
자본총계	379	444	317	269	302	ROIC (%)	-1,496.3	421.5	-179.4	-32.9	26.3

현금흐름표						주요투자지표					
	2020	2021	2022	2023F	2024F		2020	2021	2022	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	-211	-93	-160	-123	21	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	-247	65	-139	-48	32	P/E	-53.5	117.4	-40.5	-139.8	198.0
비현금수익비용가감	26	-84	49	1	30	P/B	34.9	17.1	17.8	24.8	22.1
유형자산감가상각비	8	7	8	7	7	P/S	509.1	18.2	22.9	19.7	14.4
무형자산감가상각비	3	4	5	5	4	EV/EBITDA	-56.3	68.4	-46.5	-168.3	109.8
기타현금수익비용	15	-96	36	-31	51	P/CF	n/a	n/a	n/a	n/a	108.4
영업활동 자산부채변동	21	-70	-66	-71	-41	배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매출채권 감소(증가)	-12	-38	-12	-38	-30	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-17	-29	-39	-62	-41	매출액	-79.0	1,510.2	-41.2	37.3	37.2
매입채무 증가(감소)	9	1	7	16	27	영업이익	적지	흑전	적전	적지	흑전
기타자산 부채변동	41	-3	-22	13	3	세전이익	적지	흑전	적전	적지	흑전
투자활동 현금	-319	259	-96	65	-37	당기순이익	적지	흑전	적전	적지	흑전
유형자산처분(취득)	-11	-4	-5	-6	-9	EPS	적지	흑전	적전	적지	흑전
무형자산 감소(증가)	-3	-2	-1	0	0	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-299	270	-86	72	-25	부채비율	32.0	44.9	109.8	137.7	132.7
기타투자활동	-6	-5	-4	-2	-2	유동비율	615.6	317.7	299.2	195.9	196.0
재무활동 현금	541	-5	135	-3	0	순차입금/자기자본(x)	-97.5	-71.8	-47.8	0.4	4.1
차입금의 증가(감소)	-105	-5	136	-3	0	영업이익/금융비용(x)	-53.7	100.3	-35.3	-14.4	n/a
자본의 증가(감소)	645	0	0	0	0	총차입금 (십억원)	18	16	156	158	158
배당금의 지급	0	0	0	0	0	순차입금 (십억원)	-370	-319	-151	1	12
기타재무활동	0	0	-1	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	8	167	-122	-66	-16	EPS	-3,159	828	-1,780	-609	430
기초현금	51	59	226	104	38	BPS	4,840	5,672	4,042	3,430	3,860
기말현금	59	226	104	38	22	SPS	332	5,346	3,144	4,316	5,924
NOPLAT	-174	86	-95	-38	46	CFPS	-2,828	-247	-1,157	-596	786
FCF	-519	170	-252	-53	-16	DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: SK바이오팜, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

SK바이오팜 (326030) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2023-10-18	담당자변경				
2023-10-18	매수	125,000	-37.7	-29.9	
2023-11-10	매수	125,000			



투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

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

투자의견 비율

기준일 2023.09.30

매수	중립	매도
100.0%	0.0%	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 하시기 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.