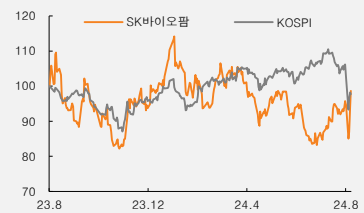


투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	130,000원
현재주가(24/8/8)	89,800원
상승여력	44.8%

영업이익(24F, 십억원)	71
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	58
EPS 성장률(24F, %)	-
MKT EPS 성장률(24F, %)	86.2
P/E(24F, x)	134.3
MKT P/E(24F, x)	9.9
KOSPI	2,556.73
시가총액(십억원)	7,033
발행주식수(백만주)	78
유동주식비율(%)	34.0
외국인 보유비중(%)	10.6
베타(12M) 일간수익률	0.85
52주 최저가(원)	74,800
52주 최고가(원)	103,900

(%)	1M	6M	12M
절대주가	12.4	5.2	-2.0
상대주가	25.6	7.8	-1.3



[제약/바이오]

김승민

sm.kim.a@miraeasset.com

326030 · 제약/바이오

## SK바이오팜

## 가야할 방향으로 가장 먼저 가고 있다

## 투자의견 매수, 목표주가 13만원 유지

최근 국내 신약 업체들의 FDA 허가 여부와 미국 시장 직판에 대한 시장의 관심이 높다. FDA로부터 CRL을 수령했거나, FDA PDFUA를 앞두고 있거나, 자사 신약을 미국시장에 런칭하고 있기 때문이다. SK바이오팜은 이미 5년전에 FDA 허들을 넘었고 직판 중이다. 개발, 허가, 판매를 아우르는 국내 유일 바이오 파마다.

고정비 레버리지 효과가 확인되고 있다. 이번 분기 엑스코프리 매출은 처음으로 판관비를 넘어섰다. 본격적인 이익 증가 구간에 진입했다. 최근 라이선스-인한 방사성의약품(RPT) 파이프라인에 대한 경쟁력, 임상 계획 및 액티늄 공급계약 등 RPT 비즈니스 전반적인 내용에 대해 8월 안으로 발표할 예정이고, 엑스코프리 영업망과 시너지를 낼만한 2<sup>nd</sup> product를 늦어도 내년까지 도입할 예정이다.

## 2Q24P Review

연결 기준, 2Q24P 매출액 1,340억원(+74% YoY), 영업이익 260억원(흑전 YoY)으로 컨센서스를 +15%, +146% 상회하는 호실적을 기록했다. 엑스코프리(미국) 1,052억원(+66% YoY), DP/API 51억원(+1% YoY), 용역수익 237억원(+178% YoY)을 기록했다. 엑스코프리는 6월 처방 수(TRx) 약 2.8만건으로 경쟁 신약의 출시 50개월차 평균의 약 2.2배 수준이다. 예상대로 성장하고 있다. 실적 서프라이즈 주요 원인은 용역수익 237억원(vs. 당사 추정 121억원)이다. 임상 진행 매출 및 파트너로부터 발생한 로열티 외에도 비마약성진통제 SKL22544 기술이전에 따른 업프론트 41억원, 추가적인 용역 매출(비공개) 등이 발생했다. 마진율이 낮은 DP/API가 줄어들고 엑스코프리 및 용역수익 매출 증가로 매출총이익률이 +5.6%p YoY 상당히 개선되었고, 판관비 통제 기조에 따라 영업이익 또한 고성장했다.

## 실적 전망

2024년 매출액 5,073억원(+43% YoY), 영업이익 710억원(흑전 YoY), 영업이익률 14%(흑전 YoY)을 예상한다. 엑스코프리 미국 매출액 4,295억원(+59% YoY), DP/API 196억원(+69% YoY), 용역수익 581억원(-20% YoY)을 예상한다. 엑스코프리는 회사 가이던스 \$300~\$320mn의 상단을 달성할 전망이다. 올해 안에 브리비엑트의 점유율을 넘어서면서 일반 신경과 전문의에 대한 침투가 더욱 빨라질 것으로 예상된다. 2H24 DP/API와 용역수익 매출은 1H24 보다 작고, 엑스코프리 비중 증가로 GPM 90% 수준을 유지, 제한적인 판관비 성장으로 영업이익 고성장을 예상한다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	246	355	507	637	868
영업이익 (십억원)	-131	-38	71	164	343
영업이익률 (%)	-53.3	-10.7	14.0	25.7	39.5
순이익 (십억원)	-139	-33	52	123	261
EPS (원)	-1,780	-420	668	1,567	3,328
ROE (%)	-36.7	-11.0	16.9	30.9	44.3
P/E (배)	-	-	134.3	57.3	27.0
P/B (배)	17.8	27.7	20.9	15.3	9.8
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: SK바이오팜, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. SK바이오팜 2Q24P 실적 리뷰

(억원, %, %p)

	2Q23	1Q24	2Q24P			성장률	
			발표치	컨센서스	vs. 컨센서스	YoY	QoQ
매출액	770	1,140	1,340	1,167	14.8	74.0	17.5
매출총이익	676	1,020	1,253	1,073	16.7	85.2	22.8
매출총이익률	87.8	89.5	93.5	91.9	1.5	5.6	4.0
영업이익	-189	103	260	106	145.5	흑전	152.7
영업이익률	-	9.0	19.4	9.1	10.3	흑전	10.4
순이익	-233	97	252	54	366.7	흑전	159.8

자료: Fnguide, 미래에셋증권 리서치센터

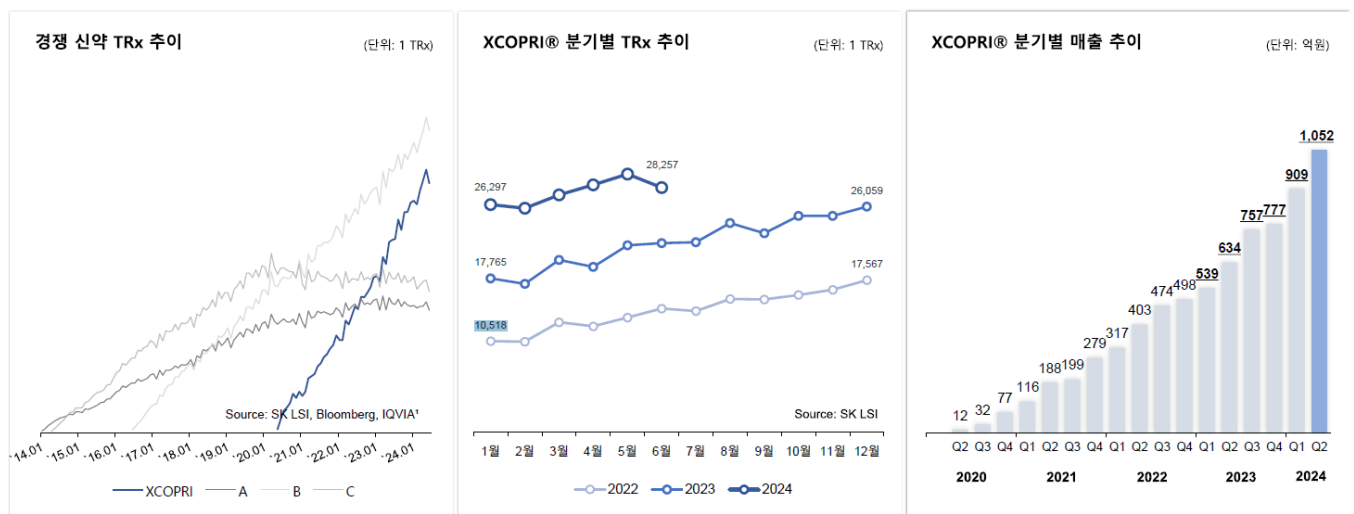
표 2. SK바이오팜 분기 및 연간 실적 전망

(억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
매출액	608	770	903	1,268	1,140	1,340	1,250	1,343	2,462	3,549	5,073	6,375
YoY 성장률	47.7	44.1	1.7	102.0	87.5	74.0	38.3	5.9	-41.2	44.2	42.9	25.7
엑스코프리 - 미국	539	634	757	777	909	1,052	1,120	1,214	1,692	2,708	4,295	5,857
YoY 성장률	70.0	57.3	59.7	56.0	68.6	65.9	48.0	56.2	116.4	60.0	58.6	36.4
DP/API	0	50	12	53	82	51	32	32	238	116	196	88
YoY 성장률	-99.3	31.6	-87.9	-28.4	-	2.0	164.3	-40.2	116.4	-51.3	69.3	-55.3
용역수익	68	85	134	438	149	237	98	98	533	726	581	429
YoY 성장률	0.0	-9.6	-57.5	682.1	119.1	178.8	-27.2	-77.7	-83.8	36.2	-20.0	-26.1
매출총이익	568	676	835	1,128	1,020	1,253	1,125	1,213	2,084	3,208	4,611	5,813
YoY 성장률	61.8	48.7	10.5	116.0	79.5	85.2	34.6	7.6	-47.4	53.9	43.7	26.1
매출총이익률	93.5	87.8	92.5	88.9	89.5	93.5	90.0	90.3	84.7	90.4	90.9	91.2
영업이익	-227	-189	-107	148	103	260	149	198	-1,311	-375	710	1,639
YoY 성장률	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	33.6	적전	적지	흑전	131.0
영업이익률	-	-	-	11.7	9.0	19.4	11.9	14.7	-	-	14.0	25.7
순이익	-24	-233	-184	87	97	252	120	95	-1,394	-354	563	1,320
YoY 성장률	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	8.3	적지	적지	흑전	134.4
순이익률	-	-	-	6.9	8.5	18.8	9.6	7.1	-	-	11.1	20.7

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 엑스코프리 미국 처방 수 및 매출 현황



자료: SK바이오팜, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. SK바이오팜 DCF Valuation

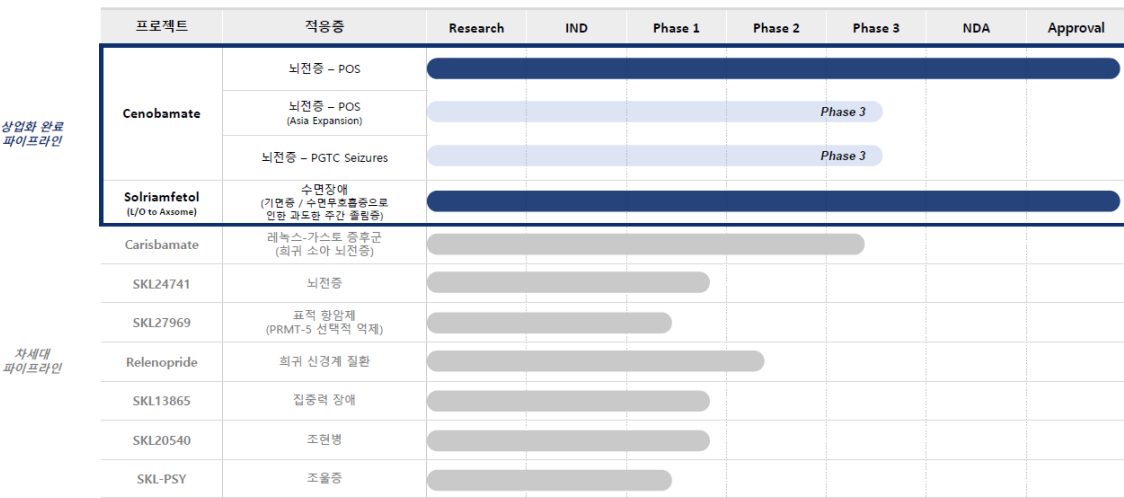
(백만달러, 십억원)

	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
엑스코프리 미국 매출(달러)	114	219	325	488	638	831	1,042	1,252	1,362
엑스코프리 미국 외 매출(달러)	34	66	98	146	191	249	313	376	409
엑스코프리 글로벌 매출액(달러)	148	284	423	635	829	1,080	1,355	1,628	1,770
수노시 매출액(달러)	45	74	100	120	130	170	220	250	300
SK바이오팜 매출액(원화)	246.2	354.9	507.3	637.5	867.9	1,115.3	1,386.4	1,654.7	1,797.6
엑스코프리 미국 매출	169.2	270.8	429.5	585.7	765.7	997.2	1,250.4	1,502.6	1,634.1
DP/API	23.8	11.6	19.6	8.8	11.5	15.0	18.8	22.5	24.5
용역수익	53.2	72.6	58.1	42.9	90.8	103.2	117.2	129.6	138.9
EBIT	-131.1	-37.1	71.0	163.9	343.3	538.0	753.7	965.9	1,060.1
Tax	-3.0	-1.0	2.0	29.5	61.8	96.8	135.7	173.9	190.8
NOPLAT	-128.0	-36.1	69.0	134.4	281.5	441.2	618.1	792.0	869.3
유무형자산 상각비	0.0	0.0	14.2	13.2	12.5	11.9	11.9	11.9	11.9
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	45.0	31.5	-40.0	-33.0	-33.0	-33.0	-33.0
FCFF	-347.6	-120.5	43.9	122.2	340.3	492.7	670.0	844.3	921.9
PV of FCFF		-120.5	40.5	103.9	266.8	356.2	446.6	518.9	522.5
할인율(WACC)			8.5%						
영구성장률			3.0%						
Sum of PV of FCFF			2,255.4						
PV of TV			7,801.8						
영업 가치			10,057.2						
순차입금			-111.3	*24년 기준					
기업 가치			10,168.5						
주식 수			78,313,250						
적정 주가			129,844	130,000원					
현재주가			89,800						
상승여력			44.6%						

TV  
17,559

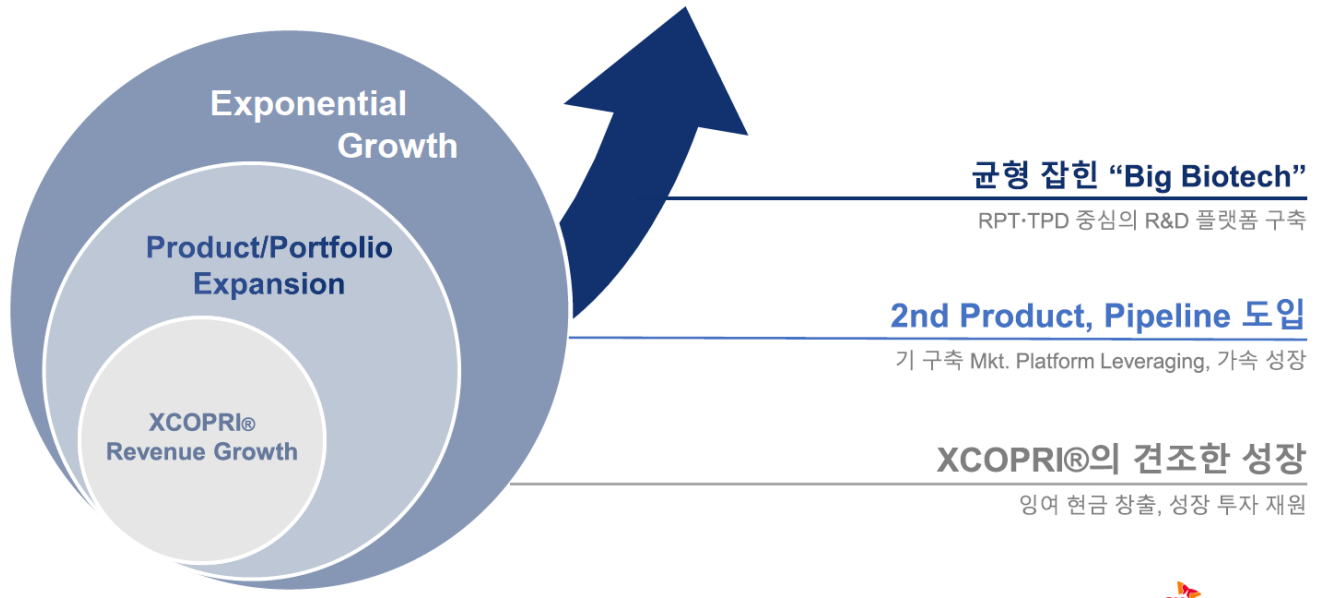
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 파이프라인 현황



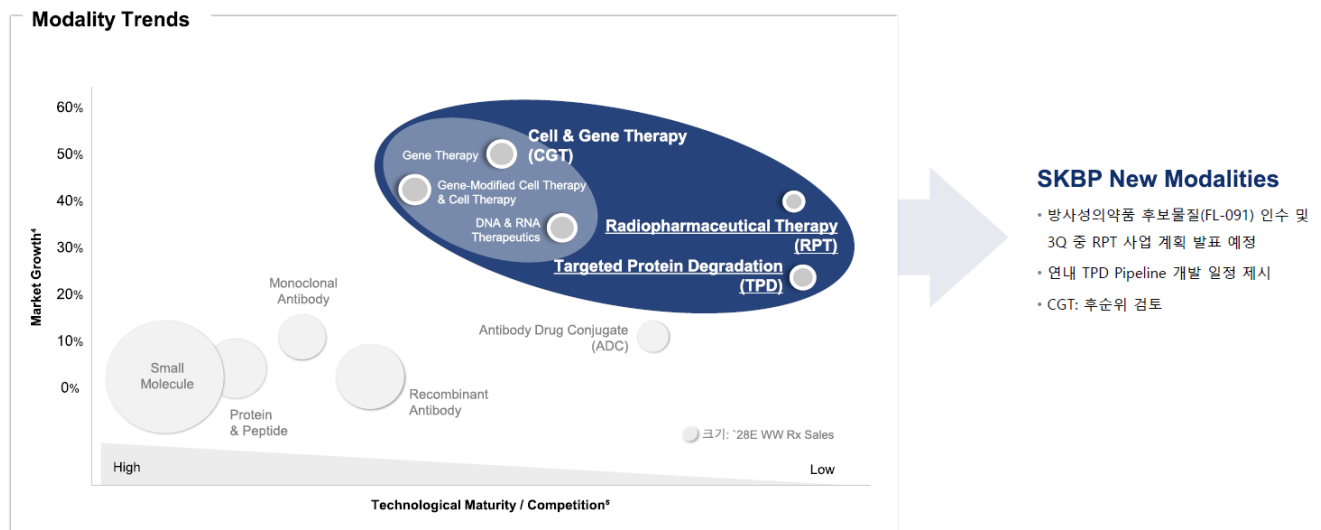
자료: SK바이오팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. SK바이오팜의 New Financial Story



자료: SK바이오팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. SK바이오팜이 제시하는 3대 New Modality



자료: SK바이오팜, 미래에셋증권 리서치센터

## SK바이오팜 (326030)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	355	507	637	868
매출원가	34	46	56	74
매출총이익	321	461	581	794
판매비와관리비	358	390	417	451
조정영업이익	-38	71	164	343
영업이익	-38	71	164	343
비영업손익	-6	-1	1	8
금융손익	1	-1	1	7
관계기업등 투자손익	1	0	0	0
세전계속사업손익	-44	70	165	351
계속사업법인세비용	-8	14	33	70
계속사업이익	-35	56	132	280
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-35	56	132	280
지배주주	-33	52	123	261
비지배주주	-2	4	9	20
총포괄이익	-35	56	132	280
지배주주	-33	53	125	265
비지배주주	-2	3	7	16
EBITDA	-22	85	177	356
FCF	-97	53	128	280
EBITDA 마진율 (%)	-6.2	16.8	27.8	41.0
영업이익률 (%)	-10.7	14.0	25.7	39.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	-9.3	10.3	19.3	30.1

## 예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	489	732	997	1,426
현금 및 현금성자산	240	377	552	820
매출채권 및 기타채권	113	160	201	274
재고자산	103	147	184	251
기타유동자산	33	48	60	81
비유동자산	234	237	240	238
관계기업투자등	93	95	98	101
유형자산	48	48	49	39
무형자산	27	22	19	16
자산총계	723	969	1,238	1,664
유동부채	242	364	437	556
매입채무 및 기타채무	2	3	4	6
단기금융부채	57	100	105	105
기타유동부채	183	261	328	445
비유동부채	161	228	292	318
장기금융부채	121	171	221	221
기타비유동부채	40	57	71	97
부채총계	402	591	729	874
지배주주지분	284	336	458	720
자본금	39	39	39	39
자본잉여금	1,085	1,085	1,085	1,085
이익잉여금	-862	-809	-687	-426
비지배주주지분	37	41	51	70
자본총계	321	377	509	790

## 예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	-94	63	138	280
당기순이익	-35	56	132	280
비현금수익비용가감	21	29	45	75
유형자산감가상각비	9	9	9	9
무형자산상각비	6	5	4	3
기타	6	15	32	63
영업활동으로인한자산및부채의변동	-76	-8	-7	-13
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-54	-48	-41	-72
재고자산 감소(증가)	-14	-44	-38	-67
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-21	1	1	2
법인세납부	-8	-14	-33	-70
투자활동으로 인한 현금흐름	225	-16	-15	-9
유형자산처분(취득)	-2	-10	-10	0
무형자산감소(증가)	-1	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	198	-6	-5	-9
기타투자활동	30	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	7	93	55	0
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
현금의 증가	136	138	175	268
기초현금	104	240	377	552
기말현금	240	377	552	820

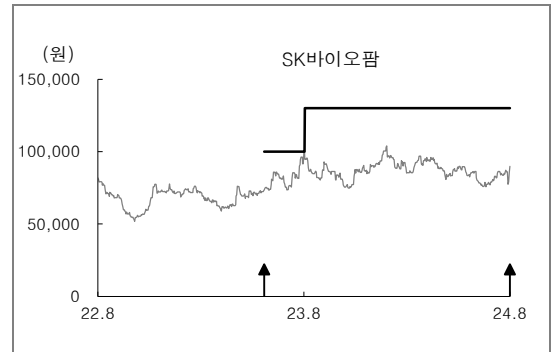
자료: SK바이오팜, 미래에셋증권 리서치센터

## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	-	134.3	57.3	27.0
P/CF (x)	-	82.6	39.7	19.8
P/B (x)	27.7	20.9	15.3	9.8
EV/EBITDA (x)	-	81.8	38.7	18.6
EPS (원)	-420	668	1,567	3,328
CFPS (원)	-184	1,087	2,261	4,542
BPS (원)	3,622	4,291	5,858	9,186
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	42.9	25.7	36.2
EBITDA증가율 (%)	-	-	108.1	100.9
조정영업이익증가율 (%)	-	-	131.0	109.4
EPS증가율 (%)	-	-	134.4	112.4
매출채권 회전율 (회)	4.1	3.8	3.6	3.7
재고자산 회전율 (회)	3.7	4.1	3.9	4.0
매입채무 회전율 (회)	2.7	16.2	14.8	14.8
ROA (%)	-5.1	6.7	12.0	19.3
ROE (%)	-11.0	16.9	30.9	44.3
ROIC (%)	-18.0	23.3	44.4	77.2
부채비율 (%)	125.3	156.8	143.1	110.7
유동비율 (%)	202.3	201.2	228.5	256.3
순차입금/자기자본 (%)	-20.3	-29.5	-45.6	-63.6
조정영업이익/금융비용 (x)	-4.5	6.4	11.1	21.2

## 투자 의견 및 목표주가 변동 추이

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

## 투자 의견 분류 및 적용 기준

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 약화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	
매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)	

## 투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
79.52%	12.05%	8.43%	0%

\* 2024년 06월 30일 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.