



BUY (유지)

목표주가(12M) 100,000원
현재주가(1.29) 93,900원

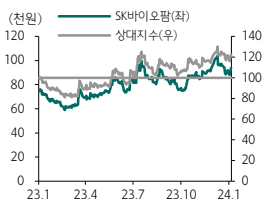
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,500.65
52주 최고/최저(원)	103,900/59,000
시가총액(십억원)	7,353.6
시가총액비중(%)	0.36
발행주식수(천주)	78,313.3
60일 평균 거래량(천주)	139.1
60일 평균 거래대금(십억원)	12.8
외국인지분율(%)	8.30
주요주주 지분율(%)	
SK 외 5 인	64.02
국민연금공단	6.02

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	337.1	492.4
영업이익(십억원)	(50.5)	52.6
순이익(십억원)	(44.2)	42.6
EPS(원)	(550)	531
BPS(원)	3,539	4,115

Stock Price



Financial Data

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	418.6	246.2	354.9	460.6
영업이익	95.0	(131.1)	(37.1)	41.9
세전이익	71.3	(142.5)	(42.6)	42.3
순이익	64.8	(139.4)	(33.8)	26.2
EPS	828	(1,780)	(431)	335
증감율	흑전	적전	적지	흑전
PER	117.39	(40.51)	(232.95)	262.69
PBR	17.14	17.84	26.97	21.69
EV/EBITDA	68.42	(46.53)	(346.27)	133.89
ROE	15.75	(36.66)	(11.11)	8.62
BPS	5,672	4,042	3,722	4,057
DPS	0	0	0	0



Analyst 박재경 jaeyeon2@hanafn.com
RA 이준호 junholee95@hanafn.com

하나증권 리서치센터

에스케이바이오팜 (326030)

4Q23 Re: 용역비 증가로 흑자전환 시현

4Q23 Re: 엑스코프리 일시 둔화, 용역비 증가로 흑자전환 시현

SK바이오팜은 4Q23 연결 기준 매출액 1,268억원(+101.9%YoY, +40.3%QoQ), 영업이익 152억원(흑전YoY, 흑전QoQ)으로 컨센서스 매출액 1,091억원, 영업이익 20억원을 상회하는 실적을 기록했다. 호실적의 요인은 용역 매출의 증가다. 미국 엑스코프리 매출액은 777억원(+56.2%YoY, +2.7%QoQ)으로, 전 분기 대비 낮은 성장률을 기록했다. 4분기의 계절적 특성(Co-pay 지원 프로그램 집중 등)에 따른 Gross to Net 비율 하락이 주 요인이다. API/완제 매출액은 53억원(-28.7%YoY, +333.8%QoQ), 용역 매출액은 438억원(+679.7%YoY, +225.4%QoQ)을 기록했다. 1) 중국, 일본 지역 엑스코프리 임상 진행에 따른 마일스톤 인식 집중(합계 약 100억원), 2) Proteovant의 미인식 매출, 3) 공시되지 않은 세노바메이트, 수노시 관련 마일스톤이 인식되며 용역비가 크게 증가하며 매출 성장을 시현했다. Proteovant의 인수로 약 120억원 수준의 판관비가 추가로 지출돼, 판관비는 976억원(+8억원YoY, +33억원QoQ)을 기록했다. 흑자 실적이 온기로 반영되는 24년에는 매출액 4,606억원(+29.8%YoY), 영업이익 419억원(흑전YoY)을 기록할 것으로 전망한다. 미국 엑스코프리 매출액은 3,918억원(+44.7%YoY), API/완제 매출액은 170억원(+45.4%YoY), 용역 매출액은 518억원(-28.6%YoY)으로 추정한다.

단기 실적 모멘텀보다 장기 방향성에 주목

SK바이오팜의 밸류에이션은 24년 실적이 아니라 향후 10년동안의 미래 현금 흐름에 기반 DCF(Discount Cash Flow) 방식으로 산출되고 있다. 흑자 전환 자체보다는 업체의 장기적인 value add에 주목해야 한다. 가치를 높일 수 있는 가시성이 높은 전략은 1) 신규 품목 도입과 2) 엑스코프리의 매출 확대를 위한 노력(적응증 확대 등)이다. SK바이오팜은 미국 내에 영업/마케팅 조직을 갖추고 있으며, 이는 고정비를 높인다. 기존 뇌전증 영업/마케팅 인력을 활용할 수 있는 품목을 도입한다면, 추가적인 고정비 지출 없이 매출액을 높이고 레버리지 효과를 활용할 수 있다. SK바이오팜은 상장 이후 꾸준히 이러한 품목에 대한 도입 계획을 밝히고 있다. 24년 ~ 25년 품목 도입 가시화를 기대한다. 엑스코프리의 적응증 확장을 위한 개발은 꾸준히 진행되고 있다. 전신 발작(generalized tonic clonic seizures, GTCS) 임상 3상은 24년 임상 종료되고 25년 적응증 확장 예정이며, 소아, 청소년(2 ~17세) 부분 발작 역시 25년 적응증 확장이 기대된다.

24년 이후의 현금 흐름을 반영해 목표주가 100,000원 유지

SK바이오팜에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가 100,000원을 유지한다. 엑스코프리의 매출액 J-curve, 신규 제품 확보에 따른 추가 업사이드를 기대해 본다.

도표 1. 4Q23 Review

(단위: 십억원, %)

	4Q23(P)	4Q22	3Q23	YoY	QoQ	컨센서스	차이(%)	당사추정	차이(%)
매출액	126.8	62.8	90.3	101.9	40.3	109.1	16.2	104.4	21.4
영업이익	15.2	(44.6)	(10.7)	흑전	흑전	2.0	660.7	(1.3)	흑전
당기순이익	7.8	(43.9)	(18.4)	흑전	흑전	(1.1)	흑전	(3.1)	흑전
영업이익률(%)	12.0	(71.1)	(11.9)			1.8		(1.2)	
당기순이익률(%)	6.1	(69.9)	(20.4)			(1.0)		(3.0)	

자료: Quantivise, 하나증권

도표 2. SK바이오팜 실적 전망

(단위: 십억원, %)

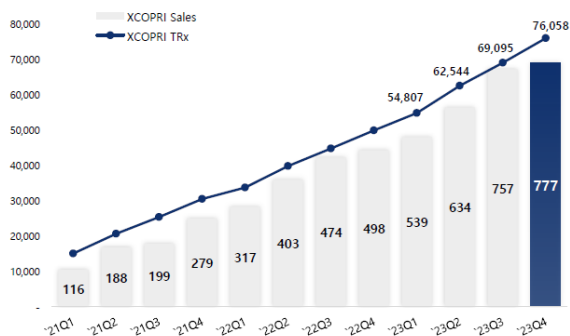
	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023P	2024F
매출액	60.8	77.0	90.3	126.8	104.5	109.6	120.8	125.7	354.9	460.6
YoY(%)	47.7	44.1	1.7	101.9	72.0	42.4	33.7	(0.9)	44.2	29.8
제품매출액	54.1	68.4	76.9	83.0	89.2	98.3	108.3	113.0	282.4	408.8
YoY(%)	57.4	55.2	34.1	45.2	64.9	43.7	40.9	36.1	46.3	44.8
엑스코프리(미국)	53.9	63.4	75.7	77.7	85.8	94.4	103.8	107.8	270.7	391.8
YoY(%)	70.0	57.3	59.7	56.0	59.2	48.9	37.2	38.7	60.0	44.7
완제, API 매출액	0.2	5.0	1.2	5.3	3.4	3.9	4.5	5.2	11.7	17.0
YoY(%)	(95.3)	(8.0)	(87.9)	(28.4)	1,601.5	(21.7)	275.0	(1.9)	(50.8)	45.4
용역매출액	6.8	8.5	13.5	43.8	15.3	11.3	12.5	12.7	72.5	51.8
YoY(%)	0.7	(8.9)	(57.3)	685.6	124.2	32.9	(7.4)	(70.9)	36.4	(28.6)
매출총이익	56.8	67.6	83.5	112.8	92.9	97.8	107.7	111.9	320.8	410.3
YoY(%)	61.8	48.7	10.5	116.1	63.4	44.7	29.0	(0.8)	53.9	27.9
매출총이익률(%)	93.5	87.8	92.5	89.0	88.9	89.2	89.2	89.0	90.4	89.1
영업이익	(22.7)	(18.9)	(10.7)	15.2	7.0	7.8	13.3	13.8	(37.1)	41.9
YoY(%)	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	(0.1)	적지	흑전
영업이익률(%)	(37.3)	(24.6)	(11.9)	12.0	6.7	7.1	11.0	11.0	(10.5)	9.1
당기순이익	(2.4)	(23.3)	(18.4)	7.8	6.0	5.7	10.6	12.4	(36.4)	34.7
YoY(%)	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	0.6	적지	흑전
당기순이익률(%)	(3.9)	(30.3)	(20.4)	6.1	5.7	5.2	8.8	9.9	(10.2)	7.5

자료: 하나증권

도표 3. 엑스코프리 US 분기별 처방 및 매출

XCOPRI® US 분기별 처방 및 매출

(단위: 억원, 1 TRx)

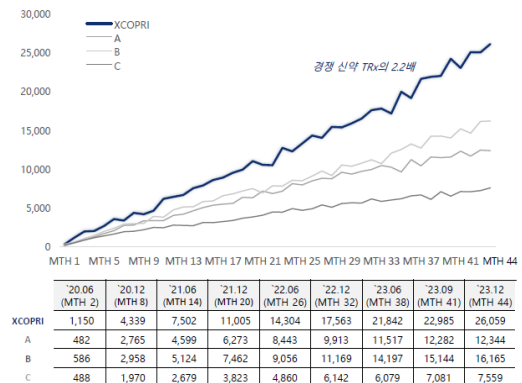


주: SK바이오팜, 하나증권

도표 4. 경쟁 신약 대비 엑스코프리 출시 후 TRx

경쟁 신약 대비 출시 후 TRx

(3세대 뇌전증 신약, 단위: 1 TRx)



주: SK바이오팜, 하나증권

도표 5. SK바이오팜 매출 추정 상세

(단위: 십억원)

	23P	24F	25F	26F	27F	28F	29F	30F	31F	32F	33F
SK바이오팜 매출액											
매출액	354.9	460.6	568.5	707.9	872.5	1,024.2	1,191.4	1,336.6	1,476.9	1,599.3	1,715.8
YoY	44.2%	29.8%	23.4%	24.5%	23.2%	17.4%	16.3%	12.2%	10.5%	8.3%	7.3%
제품매출액											
제품매출액	282.4	408.8	532.8	657.2	803.5	950.5	1,105.1	1,236.1	1,361.8	1,476.9	1,586.6
YoY	46.3%	44.8%	30.3%	23.4%	22.3%	18.3%	16.3%	11.9%	10.2%	8.5%	7.4%
Xcopri(미국)	270.7	391.8	496.1	618.2	742.5	864.9	982.5	1,093.2	1,196.2	1,291.2	1,378.4
YoY	60.0%	44.7%	26.6%	24.6%	20.1%	16.5%	13.6%	11.3%	9.4%	7.9%	6.8%
완제, API 매출액	11.7	17.0	36.7	16.3	25.6	30.5	36.6	44.4	52.9	56.8	60.6
YoY	-50.8%	45.4%	115.8%	-55.5%	57.0%	18.8%	20.2%	21.3%	19.1%	7.4%	6.8%
Carisbamate				22.6	35.3	55.1	86.1	98.5	112.7	129.0	147.6
YoY					56.0%	56.0%	56.0%	14.4%	14.4%	14.4%	14.4%
용역매출액											
용역매출액	72.5	51.8	35.7	50.7	68.9	73.7	86.2	100.5	115.1	122.3	129.2
YoY	36.4%	-28.6%	-31.1%	42.1%	36.0%	6.9%	17.0%	16.5%	14.5%	6.3%	5.6%
Arvelle	7.5	12.7	16.2	19.6	27.7	28.0	31.6	38.1	45.8	47.6	49.6
Ignis Therapeutics	19.2	8.6	2.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Axsome	15.9	12.4	15.0	17.9	20.3	22.6	24.1	25.2	26.1	26.7	27.1
Endo 그룹	0.0	0.1	0.9	2.0	3.5	5.0	6.5	8.3	10.9	13.0	15.3
오노약품공업	11.0	13.0	0.7	4.1	10.5	18.1	24.1	28.8	32.4	35.0	37.2
동아에스티		5.0	0.0	7.0	7.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 하나증권

도표 6. SK바이오팜 장기 성장 로드맵 - 신규 플랫폼 확장

SK바이오팜의 신규 플랫폼

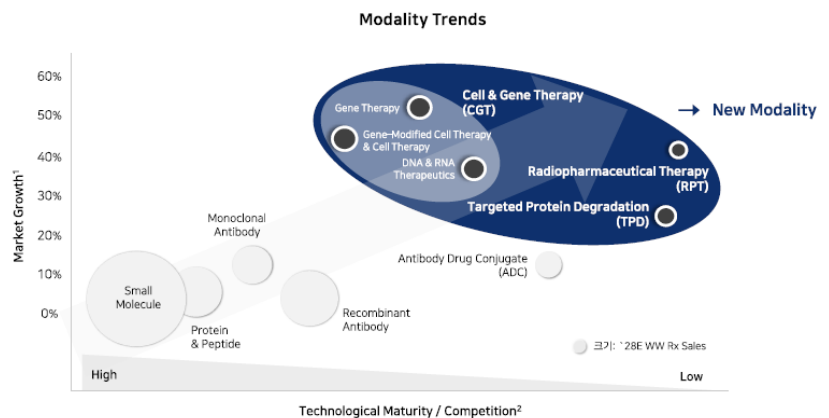
1) RPT(Radio Pharmaceutical Therapy)

2) TPD(Targeted Protein Degradation)

3) CGT(Cell Gene Therapy)

3대 New Modality : RPT, TPD, CGT

- First-Mover(Asia No.1) 입지, 기존 R&D 역량, SK그룹 시너지 고려
- SK그룹 Synergy: RPT(핵심 경쟁력 Actinium-225 확보), TPD(SK Life Science Labs, Inc. 인수), CGT(CGT CDMO: CBM, Yposkesi)



자료: SK바이오팜, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	418.6	246.2	354.9	460.6	568.5
매출원가	22.3	37.8	34.1	50.3	65.2
매출총이익	396.3	208.4	320.8	410.3	503.3
판매비	301.4	339.5	357.9	368.4	383.6
영업이익	95.0	(131.1)	(37.1)	41.9	119.6
금융손익	11.4	(0.5)	(7.3)	(0.6)	1.7
종속/관계기업손익	(34.5)	(10.4)	8.1	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.5)	(0.4)	(6.3)	1.0	1.0
세전이익	71.3	(142.5)	(42.6)	42.3	122.4
법인세	6.4	(3.0)	(6.2)	7.6	22.0
계속사업이익	64.8	(139.4)	(36.4)	34.7	100.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	64.8	(139.4)	(36.4)	34.7	100.3
비배주주지분 순이익	0.0	0.0	(2.6)	8.4	24.4
지배주주순이익	64.8	(139.4)	(33.8)	26.2	75.9
지배주주지분포괄이익	65.1	(127.6)	(25.3)	25.1	72.7
NOPAT	86.4	(128.3)	(31.7)	34.4	98.1
EBITDA	106.6	(118.1)	(22.4)	55.4	130.7
성장성(%)					
매출액증가율	1,510.00	(41.18)	44.15	29.78	23.43
NOPAT증가율	흑전	적전	적지	흑전	185.17
EBITDA증가율	흑전	적전	적지	흑전	135.92
영업이익증가율	흑전	적전	적지	흑전	185.44
(지배주주)순이익증가율	흑전	적전	적지	흑전	189.69
EPS증가율	흑전	적전	적지	흑전	189.25
수익성(%)					
매출총이익률	94.67	84.65	90.39	89.08	88.53
EBITDA이익률	25.47	(47.97)	(6.31)	12.03	22.99
영업이익률	22.69	(53.25)	(10.45)	9.10	21.04
계속사업이익률	15.48	(56.62)	(10.26)	7.53	17.64

투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	828	(1,780)	(431)	335	969
BPS	5,672	4,042	3,722	4,057	5,026
CFPS	(247)	(1,157)	(402)	721	1,682
EBITDAPS	1,361	(1,508)	(287)	708	1,669
SPS	5,346	3,144	4,532	5,882	7,259
DPS	0	0	0	0	0
주기지표(배)					
PER	117.39	(40.51)	(232.95)	262.69	90.82
PBR	17.14	17.84	26.97	21.69	17.51
PCR	(393.52)	(62.32)	(249.75)	122.05	52.32
EV/EBITDA	68.42	(46.53)	(346.27)	133.89	56.18
PSR	18.18	22.93	22.15	14.96	12.12
재무비율(%)					
ROE	15.75	(36.66)	(11.11)	8.62	21.34
ROA	11.34	(21.32)	(4.24)	2.78	7.17
ROIC	356.24	(279.69)	(44.57)	50.08	181.57
부채비율	44.91	109.83	181.21	163.07	148.77
순부채비율	(71.76)	(47.76)	(39.03)	(43.86)	(56.47)
이자보상배율(배)	100.27	(35.27)	(4.47)	4.20	11.89

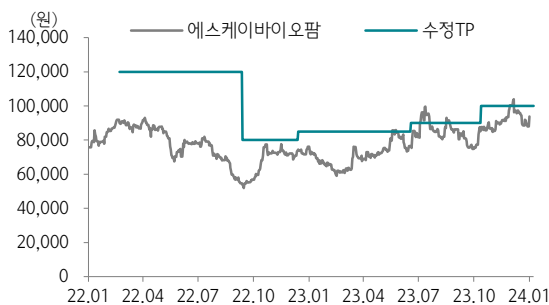
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	471.2	487.9	603.7	650.4	808.5
금융자산	334.5	307.1	309.8	341.0	443.7
현금성자산	225.9	104.1	308.3	339.5	441.8
매출채권	55.9	63.5	129.7	128.6	161.2
재고자산	51.9	90.9	126.8	143.6	157.5
기타유동자산	28.9	26.4	37.4	37.2	46.1
비유동자산	172.4	176.3	324.9	309.7	348.9
투자자산	107.7	100.0	200.5	198.8	249.1
금융자산	13.7	9.2	17.0	16.9	21.2
유형자산	22.9	20.3	48.8	40.1	33.0
무형자산	18.9	17.2	31.1	26.3	22.3
기타비유동자산	22.9	38.8	44.5	44.5	44.5
자산총계	643.7	664.2	928.7	960.1	1,157.5
유동부채	148.3	163.1	403.9	401.1	480.8
금융부채	5.5	5.6	55.8	55.8	55.8
매입채무	16.9	23.1	46.7	46.3	58.0
기타유동부채	125.9	134.4	301.4	299.0	367.0
비유동부채	51.2	184.6	194.6	194.0	211.4
금융부채	10.3	150.3	125.2	125.2	125.2
기타비유동부채	40.9	34.3	69.4	68.8	86.2
부채총계	199.5	347.7	598.4	595.1	692.2
지배주주지분	444.2	316.6	291.4	317.7	393.7
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
자본조정	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7
기타포괄이익누계액	1.6	12.4	21.2	21.2	21.2
이익잉여금	(689.1)	(827.6)	(861.5)	(835.2)	(759.3)
비지배주주지분	0.0	0.0	38.8	47.2	71.6
자본총계	444.2	316.6	330.2	364.9	465.3
순금융부채	(318.8)	(151.2)	(128.9)	(160.1)	(262.7)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	(92.9)	(159.9)	36.6	28.7	173.8
당기순이익	64.8	(139.4)	(36.4)	34.7	100.3
조정	(88.0)	45.2	5.3	13.5	11.1
감가상각비	11.6	13.0	14.6	13.5	11.1
외환거래손익	(5.3)	5.5	2.0	0.0	0.0
지분법손익	34.5	10.4	(8.1)	0.0	0.0
기타	(128.8)	16.3	(3.2)	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	(69.7)	(65.7)	67.7	(19.5)	62.4
투자활동 현금흐름	259.0	(95.7)	146.4	1.7	(50.7)
투자자산감소(증가)	(17.0)	22.6	(101.5)	1.7	(50.3)
자본증가(감소)	(4.3)	(4.9)	(3.4)	0.0	0.0
기타	280.3	(113.4)	251.3	0.0	(0.4)
재무활동 현금흐름	(4.6)	134.9	15.6	0.0	0.0
금융부채증가(감소)	(2.7)	140.2	25.1	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(1.9)	(5.3)	(9.5)	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	166.6	(121.9)	205.0	31.1	102.3
Unlevered CFO	(19.4)	(90.6)	(31.5)	56.4	131.7
Free Cash Flow	(97.2)	(164.8)	33.2	28.7	173.8

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

에스케이바이오팜



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
23.11.10	BUY	100,000		
23.7.17	BUY	90,000	-6.00%	10.78%
23.1.11	BUY	85,000	-16.43%	1.06%
22.10.11	BUY	80,000	-15.67%	-3.00%
22.3.21	BUY	120,000	-34.60%	-22.42%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박재경)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2024년 1월 30일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(박재경)는 2024년 1월 30일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.01%	5.53%	0.46%	100%

* 기준일: 2024년 01월 27일