

SK바이오팜

326030

Nov 10, 2023

Buy

유지

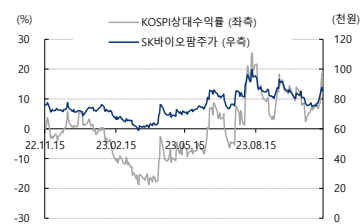
TP 120,000 원

유지

Company Data

현재가(11/09)	85,200 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	99,700 원
52 주 최저가(보통주)	59,000 원
KOSPI (11/09)	2,427.08p
KOSDAQ (11/09)	802.87p
자본금	392 억원
시가총액	66,723 억원
발행주식수(보통주)	7,831 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	14.2 만주
평균거래대금(60 일)	113 억원
외국인자본(보통주)	7.52%
주요주주	
SK 외 5 인	64.02%
국민연금공단	6.02%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.5	19.5	34.8
상대주가	0.8	23.6	34.7

3Q23 Re. 꾸준한 성장성 재차 확인(Q&A 포함)

3Q23 실적 리뷰

3Q23 매출 903억(QoQ +17.4%, YoY +1.7%), OP -107억(QoQ 적지, YoY 적지) 기록. 10/13일 교보증권 추정치(904억/-144억)이나 컨센서스(943억/-142억)을 소폭 상회. 동분기 특이사항은 1) XCOPRI 미국 매출은 764억으로 동사 분기 추정과 유사했으며 2) 히크마와 중동 지역 L/O에 따른 계약금 300만\$가 3Q23에 대부분 반영되며 용역매출이 134억(QoQ +49억)을 기록했으며 3) 판관비는 SK라이프사이언스랩스(구, 프로테오반트) 비용 80억이 반영되었음에도 QoQ -77억 감소하며 수익성을 개선

23년 실적 전망

2023년 매출 3,411억(YoY +38.6%), OP -520억(YoY 적지) 기록 전망. 10/13일 교보증권 추정치와 사실상 동일하며 컨센서스(3,468억/-521억)에도 사실상 부합할 것으로 전망. 연초 제시했던 Xcopri 미국 매출 가이드(2.05억\$~2.28억\$)에 부합하는 2.16억 달러 전망. 원/달러 환율이 1,300원 기준

투자의견 Buy, 목표주가 12만원 유지

SK바이오팜에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 12만원 유지. 24년은 SK바이오팜이 기업가치에 큰 변화가 있을 것으로 예상. 우선 1) 일회성 이익을 제외한 약물 매출 성장에 따른 영업이익 흑전의 원년이 될 것으로 예상. 그리고 2) 공연한바 대로 25년 세컨 프로덕트 도입 위해 다양한 성장 방안들이 제시될 것. 3) 지난 Financial Story에서 제시한 TPD(Targeted Protein Degradation), RPT(Radio Pharmaceutical Therapy), CGT(Cell And Gene Therapy) 등 3가지 방향에서 New Modality를 확보하기 위한 구체적인 전략이 실현되어 나갈 것. 그 동안 Xcopri 단일 에셋을 보유한 기업에서 다양한 성장 가능성을 모색하는 시점이 도래한 것.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2021.12	2022.12	2023.12E	2024.12E	2025.12E
매출액(십억원)	419	246	341	477	635
YoY(%)	1,510.2	-41.2	38.6	40.0	33.0
영업이익(십억원)	95	-131	-52	52	178
OP 마진(%)	22.7	-53.3	-15.2	10.9	28.0
순이익(십억원)	65	-139	-49	44	170
EPS(원)	828	-1,780	-628	565	2,172
YoY(%)	흑전	적전	적지	흑전	284.7
PER(배)	117.4	-40.5	-135.7	150.9	39.2
PCR(배)	-393.4	-62.3	-172.3	77.1	28.0
PBR(배)	17.1	17.8	25.0	21.4	13.9
EV/EBITDA(배)	68.4	-46.5	-162.4	104.9	34.4
ROE(%)	15.8	-36.7	-16.8	15.3	42.9



제약/바이오 김정현

3771-9351, jh.kim@iprovest.com



KYOBO 교보증권

[도표 1] SK 바이오팜 실적 추정(단위: 억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23F		2022	2023F	2024F
매출액	411	534	888	628	608	770	904	1,130		2,462	3,412	4,778
QoQ(%)	-82.2%	29.9%	66.3%	-29.3%	-3.1%	26.6%	17.4%	25.0%				
YoY(%)	-70.6%	122.9%	270.9%	-72.8%	47.8%	44.1%	1.8%	80.0%		-41.2%	38.6%	40.0%
Xcopri 미국	317	403	474	498	539	634	764	880		1,692	2,817	4,085
QoQ(%)	13.6%	27.1%	17.6%	5.1%	8.2%	17.6%	20.5%	15.2%				
YoY(%)	173.3%	114.4%	138.2%	78.5%	70.0%	57.3%	61.2%	76.7%		116.4%	66.5%	45.0%
영업이익	-371	-401	-92	-446	-227	-189	-144	4		-1,311	-557	530
OPM	-90.3%	-75.0%	-10.4%	-71.1%	-37.3%	-24.5%	-16.0%	0.4%		-53.2%	-16.3%	11.1%
QoQ(%)	-127.7%	7.9%	-76.9%	382.5%	-49.1%	-16.7%	-23.6%	-103.0%				
YoY(%)	-148.9%	-38.4%	-81.4%	-133.3%	-38.9%	-52.8%	56.2%	-101.0%		-238.0%	-57.5%	-195.1%
당기순이익	-352	-454	-150	-439	-24	-233	-164	-16		-1,394	-457	450
당기순이익률	-85.6%	-85.0%	-16.8%	-69.9%	-3.9%	-30.3%	-18.2%	-1.4%		-56.6%	-13.4%	9.4%
QoQ(%)	-174.7%	29.0%	-67.0%	193.1%	-94.5%	870.8%	-29.4%	-90.5%				
YoY(%)	-127.3%	-32.2%	-66.2%	-193.1%	-93.2%	-48.7%	9.9%	-96.4%		-315.0%	-67.2%	-198.3%

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 2] SK 바이오팜 3Q23 비교(단위: 억원)

	3Q23	기존 추정	차이	컨센서스	차이	3Q22	YoY(%)	2Q23	QoQ(%)
매출액	903	904	-1	943	-40	888	1.7%	770	17.3%
영업이익	-107	-144	37	-142	35	-92	15.7%	-189	-43.4%
순이익	-184	-164	-20	-194	10	-150	23.0%	-233	-21.0%

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 3] SK 바이오팜 4Q23 & 2023 실적 추정 변경 내역(단위: 억원)

	4Q23F					2023F				
	변경 후	변경 전	차이	컨센서스	차이	변경 후	변경 전	차이	컨센서스	차이
매출액	1,130	1,130	0	1,132	-2	3,411	3,412	-1	3,468	-57
영업이익	4	4	0	20	-16	-520	-557	37	-521	1
순이익	-16	-16	0	-85	69	-491	-457	-34	-449	-42

자료: 교보증권 리서치센터

주요 Q&A(일부 중복 질문은 재구성)

Q1. 영업외 비용이 증가한 배경은?

A. SK라이프사이언스 인수 과정에서 발생한 손상차손비용 40억, 임상 진행하는 회사의 자본법 손실 50억 반영 때문

Q2. 유럽 직판 가능성을 시사한 소식이 보도되었는데?

A. 유럽 직판 체제 구축은 장기적으로 다수의 프로덕트를 구축했을 때 고려할 사안이지 현재 추진 사항 없음.

Q3. 23년 DP/API 매출 가이드نس로 제시한 200억 달성 가능한지?

A. 23년 DP/API 매출 가이드نس로 200억을 제시했다기보다는 YoY 감소 가능성 언급한 바 있어. DP/API 매출은 파트너사 재고 정책에 따라 변동성이 크고 DP 매출은 이익률이 XCOPRIUS 매출 대비 낮아.

Q4. RPT 사업 진행 상황은 어떻게 되는지, 제조 설비 등 다양한 이슈가 있는데?

A. RPT 사업은 아직 계획 세우고 있는 중. 다양한 논의가 언급될 수 있으나 아직은 미공개. 향후 한국 포함 아시아 4개국에 진출하게 될 것.

Q5. 파이프라인 우선순위를 조정한다고 언급했는데 그 의미를 다시 설명한다면?

A. Xcopri 매출 극대화를 최우선순위 목표로 설정. 이에 따라 전신 발작 적응증 확장, 아시아 3상, 소아 연령 확장 이외에도 마케팅 목적의 임상도 고려 중. 그리고 Carisbamate가 1년 늦어진 것이고 다른 파이프라인은 초기 단계여서 큰 조정 없고 대규모 자본 투자가 필요하지는 않음. 24년 Xcopri TV 커머셜 광고 시점도 고민 중. 의사(Epileptologist/General Neurologist)를 넘어서 환자 사이의 마케팅 효과도 유도할 수 있기 때문.

Q6. SK라이프사이언스 랩스 반영에 따른 77억의 범위는 3분기 온기인지? 8/9월 두 달만 반영 된 것인지?

A. SK라이프사이언스 랩스 1년 5,000~6,000만\$ 적자였으나 동사 인수 후 연간 3,000~4,000만\$ 적자로 효율적 운용 목표. 3Q 반영판관비는 7월 반영 안된 8월, 9월만 반영된 비용 77억. 다만 퇴직비용/인수 컨설팅 비용 등 인수에 따른 일회성 비용 고려하면 정상적 시기의 온기 반영 비용 수준과 유사할 것으로 전망.

Q8. Vimpat Generic과의 경쟁 구도는?

A. Vimpat 오리지널 월별 TRx는 1만 초반대로 하향. 또한 Vimpat(Lacosamide) 오리지널+제네릭 합계 처방 건수는 Vimpat이 기록했던 최대 15만 건에서 크게 달라지지 않아. 이 점에서 동사의 경쟁 약물이 Vimpat 제네릭이 아니라 Briviact/Fycompa와 같은 브랜드 신약임을 알 수 있음.

Q9. 판관비에서 연구개발비 Breakdown 가능한지?

A. 구체적인 판관비는 추후 공개되는 사업보고서에서 확인할 수 있을 것. 다만 21년 판관비 3,000억 R&D 1,200억 마케팅 1,000억 스테핑 800억, 22년 3,400억 중 1,250억/1,250억/900억으로 사용한 점을 참고 필요. 그리고 23년 판관비 전체 규모는 미정이라는 하나 R&D 비중이 이전보다 늘어날 것으로 예상. 마케팅 비용은 안정화 단계

Q10. 합계 처방 금액이랑 동사 인식 순매출액의 차이가 확대되는 것으로 추정되는데 리베이트 증가 때문인지?

A. GTN 공개 어려워. 4Q에 GTN 결정할 때 다음 해 인플레이션 추정치를 고려하게 되는데. 인플레이션이 예상보다 낮아 약가를 더 많이 인상하게 되었을 경우 리베이트로 회수되는 구조. 매년 말 결정하는 약가 인상률의 가장 중요한 근거는 예상 인플레이션율이나 공보험/사보험 리베이트에 대한 추정 등이지. 경쟁 때문에 가격을 인하하지 않음.

Q11. 25년 도입하게 될 세컨 프로덕트는 저분자 화합물인지?

A. 동사가 구축한 미국의 영업 채널을 활용할 수 있는 물질이면 가장 좋을 것. CNS나 Epilepsy면 가장 효율적

Q12. 구체적인 효율적 판관비 관리 방법은?

A. 과거부터 사용되어오던 사전에 정해진 예산 집행에서 목표 중심적인 방법으로 변경. 또한 관행적으로 사용했던 판관비를 최대한 관리. SK라이프사이언스 랩스에서도 효율화 진행

Q13. 24년 예상 판관비 제시 가능한지? 혹은 24년 목표에 대한 코멘트 가능한지?

A. 관행처럼 사용되던 4Q23 판관비 통제하고자 목표. 다만 24년 목표나 예상 판관비는 아직 언급 어려워. 24년의 핵심은 R&D 역량 강화와 세컨 프로덕트 확보. R&D 전략은 기존에 소통하던 3가지 New Modality를 좀 더 구체화하는 과정으로 진행될 것.

Q14. Xeron Pharmaceuticals의 XEN1101 안정성 높고 효능 발현도 빠른 것으로 알려져 있는데 Xcopri 매출에 영향을 줄 수 있는 않은지?

A. XEN1101은 출시 시점이 그리 빠르지 않을 것이며 효능도 Xcopri에 유사한 정도이지 넘어서는 수준은 아니라고 판단.

Q15. 판관비 효율화 진행 개시 시점이나 4Q23 흑전 이후 영업이익의 유지 가능한지?

A. 4Q22 이후 판관비 효율화가 계속 되고 있으며 4Q23 이후에도 유지 가능할 것. 일시적 분기 흑전은 의미가 낮다고 판단하며 흑전 유지하는 것이 목표.

Q16. 용역매출 비중을 알 수 있는지?

A. 비공개. 다만, 아시아 진행 매출은 많고 Angelini나 Axxome 비슷. 그리고 내년 아시아 임상 진행하고 나면 용역매출 감소할 것

SK 바이오팜 [326030]

3Q23 Re. 꾸준한 성장성 재차 확인 (Q&A 포함)

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	419	246	341	477	635
매출원가	22	38	34	48	60
매출총이익	396	208	307	430	575
매출총이익률 (%)	94.7	84.7	90.1	90.0	90.5
판매비와관리비	301	339	359	377	396
영업이익	95	-131	-52	52	178
영업이익률 (%)	22.7	-53.2	-15.2	11.0	28.1
EBITDA	107	-118	-41	63	188
EBITDA Margin (%)	25.5	-48.0	-11.9	13.2	29.7
영업외손익	-24	-11	3	-8	-8
관계기업손익	-35	-10	0	-11	-13
금융수익	21	35	30	31	34
금융비용	-10	-36	-27	-28	-28
기타	-1	0	0	0	0
법인세비용차감전순이익	71	-142	-49	44	170
법인세비용	6	-3	0	0	0
계속사업순이익	65	-139	-49	44	170
종단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	65	-139	-49	44	170
당기순이익률 (%)	15.5	-56.6	-14.4	9.3	26.8
비배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	65	-139	-49	44	170
지배순이익률 (%)	15.5	-56.6	-14.4	9.3	26.8
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	12	12	12	12
포괄순이익	65	-128	-37	56	182
비배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	65	-128	-37	56	182

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	-93	-160	-75	13	141
당기순이익	65	-139	-49	44	170
비현금항목의 가감	-84	49	17	27	27
감가상각비	7	8	8	8	8
외환손익	-5	6	-14	-14	-14
지분법평가손익	84	15	0	11	13
기타	-170	21	24	23	20
자산부채의 증감	-70	-66	-44	-59	-60
기타현금흐름	-4	-4	1	1	3
투자활동 현금흐름	259	-96	-12	-12	-12
투자자산	49	4	4	4	4
유형자산	-4	-5	-9	-9	-9
기타	215	-95	-7	-7	-7
재무활동 현금흐름	-5	135	18	23	23
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	142	30	30	30
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-5	-7	-12	-7	-7
현금의 증감	167	-122	-63	24	149
기초 현금	59	226	104	41	65
기말 현금	226	104	41	65	214
NOPLAT	86	-128	-52	52	178
FCF	24	-186	-93	-5	120

자료: SK 바이오팜, 교보증권 리서치센터

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	471	488	461	538	742
현금및현금성자산	226	104	41	65	214
매출채권 및 기타채권	57	66	94	105	114
재고자산	52	91	97	136	181
기타유동자산	136	226	229	231	233
비유동자산	172	176	185	194	204
유형자산	23	20	21	23	24
관계기업투자금	94	91	102	112	123
기타금융자산	14	9	9	9	9
기타비유동자산	42	56	53	50	48
자산총계	644	664	646	731	945
유동부채	148	163	166	179	194
매입채무 및 기타채무	85	80	89	102	117
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	5	6	0	0	0
기타유동부채	58	77	77	77	77
비유동부채	51	185	212	241	270
차입금	0	144	174	204	234
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	51	41	39	37	36
부채총계	199	348	379	420	464
지배지분	444	317	267	312	482
자본금	39	39	39	39	39
자본잉여금	1,085	1,085	1,085	1,085	1,085
이익잉여금	-689	-828	-877	-833	-662
기타자본변동	8	8	8	8	8
비배지분	0	0	0	0	0
자본총계	444	317	267	312	482
총차입금	16	156	178	206	235

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	828	-1,780	-628	565	2,172
PER	117.4	-40.5	-135.7	150.9	39.2
BPS	5,672	4,042	3,414	3,979	6,151
PBR	17.1	17.8	25.0	21.4	13.9
EBITDAPS	1,361	-1,508	-519	804	2,406
EV/EBITDA	68.4	-46.5	-162.4	104.9	34.4
SPS	5,346	3,144	4,356	6,096	8,106
PSR	18.2	22.9	19.6	14.0	10.5
CFPS	307	-2,373	-1,192	-66	1,527
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	1,510.2	-41.2	38.6	40.0	33.0
영업이익 증가율	흑전	적전	적지	흑전	240.9
순이익 증가율	흑전	적전	적지	흑전	284.7
수익성					
ROIC	285.2	-265.4	-71.9	51.4	129.0
ROA	11.3	-21.3	-7.5	6.4	20.3
ROE	15.8	-36.7	-16.8	15.3	42.9
안정성					
부채비율	44.9	109.8	141.6	134.7	96.3
순차입금비율	2.4	23.5	27.5	28.2	24.9
이자보상배율	100.3	-35.3	-12.1	10.4	31.1

SK 바이오팜 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2015.09.01	Trading Buy	1,500,000	(3.94)	8.28	2023.10.13	매수	120,000	(30.48)	(20.42)
2015.11.03	Trading Buy	32,000	(0.48)	10.94	2023.11.09	매수	120,000		
2015.12.01	Trading Buy	32,000	1.55	12.97					
2016.01.13	Buy	48,000	(33.92)	(30.73)					
2016.03.03	Buy	48,000	(32.46)	(28.75)					
2016.03.31	Buy	48,000	(31.85)	(26.67)					
2016.05.02	Buy	48,000	(32.34)	(26.67)					
2016.06.01	Buy	48,000	(33.09)	(26.67)					
2016.07.01	Buy	48,000	(33.53)	(26.67)					
2016.08.01	Buy	48,000	(32.72)	(29.58)					
2016.09.01	Buy	48,000	(30.14)	(23.54)					

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 저작권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자 의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자_2023.09.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	94.2	2.9	2.9	0.0

[업종 투자의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하