

(Analyst) 김승민 sm.kim.a@miraeeasset.com

MIRAE ASSET
미래에셋증권

326030 · 제약/바이오

SK바이오팜

엑스코프리 기반 이익 성장, 올해부터 본격화

(유지)

매수

목표주가

130,000원

상승여력

38.4%

현재주가(24/1/29)

93,900원

KOSPI	2,500.65	시가총액(십억원)	7,354	발행주식수(백만주)	78	외국인 보유비중(%)	8.3
-------	----------	-----------	-------	------------	----	-------------	-----

Report summary

투자의견 매수, 목표주가 13만원 유지

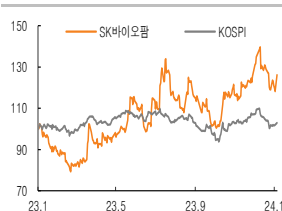
‘신약’을 직접 개발, FDA 허가 획득, 직접 판매까지 아우르는 국내 유일 ‘바이오 파마’, 여전히 우리의 탑픽. 엑스코프리 기반 영업이익 성장이 올해부터 본격적으로 나타날 것으로 예상. 또한, 올해 안에 2nd Product 확보 방안을 제시, SKLS의 표적단백질분해제 파이프라인 개발 일정 제시, 방사성 의약품 세부 사업 계획 발표 예정.

2024년 실적 전망

연결 기준, 매출액 4,812억원(+39% YoY), 영업이익 499억원(흑자전환 YoY) 전망. 엑스코프리 미국 매출액 4,067억원(+50% YoY), DP /API 61억원(-47% YoY), 용역수익 684억원(-6% YoY) 추정. 엑스코프리는 올 하반기 브리비액트의 점유율을 넘어서면서 일반 신경과 전문의에 대한 침투가 더욱 빨라질 것으로 예상. 세노바메이트 및 솔리암페톨의 마일스톤 및 로열티가 매 분기 지속적으로 발생할 전망. 24년도에도 비용 통제 기조 지속되어 판관비 3,865억원(+8% YoY), 영업이익률 10.4% 추정.

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	-6.5	14.9	23.2
상대주가	-0.7	19.9	22.4

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	419	246	355	481	638
영업이익 (십억원)	95	-131	-37	50	163
영업이익률 (%)	22.7	-53.3	-10.4	10.4	25.5
순이익 (십억원)	65	-139	-36	36	127
EPS (원)	828	-1,780	-464	464	1,619
ROE (%)	15.8	-36.7	-12.2	12.2	33.4
P/E (배)	117.4	-	-	202.3	58.0
P/B (배)	17.1	17.8	28.1	23.2	16.6
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: SK바이오팜, 미래에셋증권 리서치센터

4Q23 Review

4Q23 연결 기준, 매출액 1,268억원(+102% YoY, +40% QoQ), 영업이익 152억원(흑자전환 YoY, QoQ)을 기록했다. 매출액과 컨센서스 1,091억원, 영업이익 컨센서스 12억원을 대폭 상회했다.

엑스코프리 미국 매출액 777억원(+56% YoY, +3% QoQ)을 기록했다. QoQ 매출 성장이 크지 않았던 이유는 24년 +6%의 약가 인상을 대비한 연말 도매상들의 재고 쌓기를 억제한 반면, 계절적 요인 매출 할인(Gross to Net)은 그대로 반영되었기 때문이다. 엑스코프리 4Q23 처방수(TRx)는 76,058건으로 +10% QoQ 성장했다. 엑스코프리 처방 증가는 세일즈 인센티브 제도 개선, 기존 뇌전증 전문의 중심에서 일반 신경과 전문의로 확대 노력에 기인한다.

DP/API 매출액 53억원(-28% YoY), 용역 수익 438억원(+682% YoY)을 기록했다. 용역수익 증가는 세노바메이트(엑스코프리)의 아시아 지역 임상 가속화에 따른 진행 매출 급증, 세노바메이트 및 솔리암페톨(수노시) 파트너로부터 발생한 마일스톤, SK Life Sciences Labs(SKLS, 과거 프로테오반트)의 잔여 매출 등에 기인한다.

SKLS 인수에 따라 R&D비용이 약 120억원 추가되었음에도 불구하고 엑스코프리의 매출 성장, 용역 수익의 증가로 영업이익은 152억, 영업이익률 15.2%를 달성했다.

2024년 전망

2024년 연결 기준, 매출액 4,812억원(+39% YoY), 영업이익 499억원(흑자전환 YoY)을 기록할 것으로 예상된다. 엑스코프리 미국 매출액은 4,067억원(+50% YoY), DP/API 61억원(-47% YoY), 용역수익 684억원(-6% YoY)을 기록할 것으로 예상된다. 엑스코프리는 올 하반기 브리비엑트의 점유율을 넘어서면서 일반 신경과 전문의에 대한 침투가 더욱 빨라질 것으로 예상되고, 세노바메이트 관련 진행 매출과 세노바메이트, 솔리암페톨의 마일스톤 및 로열티가 매 분기 지속적으로 발생할 전망이다.

비용 통제가 상당히 효율적으로 진행되고 있다. 23년 판관비는 3,579억원(+5% YoY)을 기록했는데, 여기서 SKLS 비용 200억원을 제외하면 판관비 증가 분은 사실상 없다. 올해에도 비용통제 기조는 지속될 것으로 예상된다. 우리는 24년도 판관비 3,865억원(8% YoY), 영업이익률 10.4%로 추정한다.

투자의견 및 향후 전망

투자의견 매수, 목표주가 13만원을 유지한다. 중추신경계 ‘신약’을 직접 개발해 FDA 허가를 획득, 글로벌 직접 판매까지 아우르는 국내 유일 ‘바이오 파마’로, 여전히 우리의 탑픽이다. 엑스코프리 기반 영업이익 성장은 올해부터 본격적으로 나타날 것으로 예상된다. 또한, 엑스코프리 외에 장기 성장 동력에 대한 구체적인 계획 발표도 있을 것으로 예상된다. 올해 안에 2nd Product 확보 방안을 제시하고, SKLS의 표적단백질분해제(TPD) 파이프라인 개발 일정을 제시, 방사성 의약품(RPT) 세부 사업 계획도 발표 예정이다.

표 1. SK바이오팜 4Q23 실적 리뷰

(억원, %, %p)

	4Q22	3Q23	4Q23			성장률	
			발표치	컨센서스	vs. 컨센서스	YoY	QoQ
매출액	628	903	1,268	1,091	16.2	102.0	40.4
매출총이익	522	835	1,128			116.0	35.0
매출총이익률	83.2	92.5	88.9			5.8	-3.5
영업이익	-446	-107	152	20	660.2	흑전	흑전
영업이익률	-	-	12.0	1.8			
순이익	-439	-184	78	-26		흑전	흑전

자료: Fnguide, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 연간 실적 추정치 변경

(억원, %)

	변경 전		변경 후		조정 비율		비고
	24년	25년	24년	25년	24년	25년	
매출액	4,736	6,280	4,812	6,380	1.6	1.6	원/달러 가정 변경 (1,200원 -> 1,250원)
영업이익	484	1,618	499	1,631	3.2	0.8	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. SK바이오팜 분기 및 연간 실적 전망

(억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2021	2022	2023P	2024F
매출액	608	770	903	1,268	1,035	1,147	1,229	1,401	4,186	2,462	3,549	4,812
YoY 성장률	47.7	44.1	1.7	102.0	70.2	49.0	36.0	10.5		-41.2	44.2	35.6
엑스코프리 - 미국	539	634	757	777	813	976	1,058	1,220	782	1,692	2,708	4,067
YoY 성장률	70.0	57.3	59.7	56.0	50.9	54.0	39.7	57.0		116.4	60.0	50.2
DP/API	0	50	12	53	15	15	15	15	110	238	116	61
YoY 성장률	-99.3	31.6	-87.9	-28.4		-69.5	27.1	-71.2		116.4	-51.3	-47.4
용역수익	68	85	134	438	206	156	156	166	3,294	533	726	684
YoY 성장률	0.0	-9.6	-57.5	682.1	202.9	83.5	16.4	-62.1		-83.8	36.2	-5.8
매출총이익	568	676	835	1,128	938	1,041	1,114	1,271	3,963	2,084	3,208	4,364
YoY 성장률	61.8	48.7	10.5	116.0	65.1	53.9	33.4	12.7		-47.4	53.9	36.0
매출총이익률	93.5	87.8	92.5	88.9	90.7	90.7	90.7	90.7	94.7	84.7	90.4	90.7
영업이익	-227	-189	-107	152	69	74	148	208	950	-1,311	-371	499
YoY 성장률	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	36.8		적전	적지	흑전
영업이익률	-	-	-	12.0	6.6	6.5	12.1	14.8	-	-	-	10.4
순이익	-24	-233	-184	78	71	49	121	122	648	-1,394	-363	363
YoY 성장률	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	56.0		적지	적지	흑전
순이익률	-	-	-	6.2	6.9	4.2	9.9	8.7	-	-	-	7.6

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. SK바이오팜 DCF Valuation

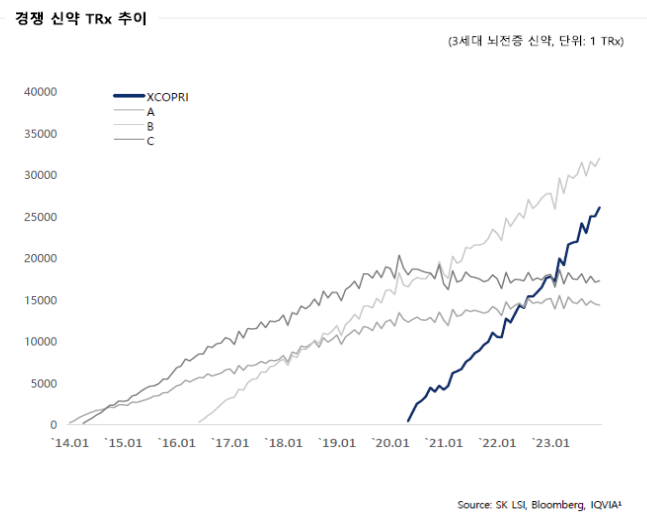
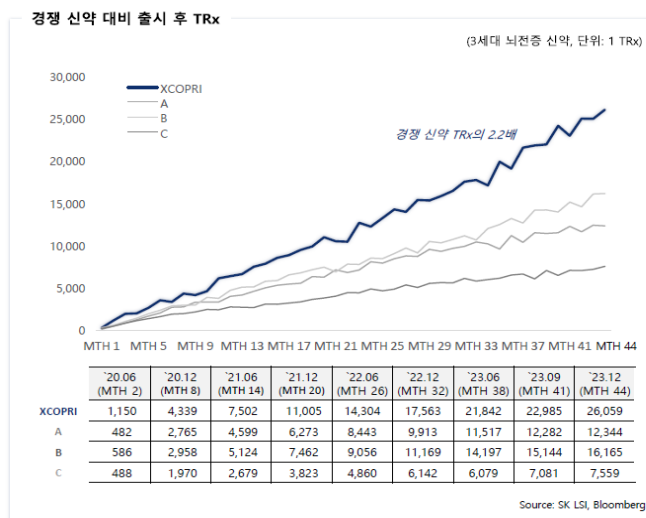
(백만달러, 십억원)

	2022	2023P	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
엑스코프리 미국 매출(달러)	114	219	325	483	638	831	1,042	1,252	1,362
엑스코프리 미국 외 매출(달러)	34	66	98	145	191	249	313	376	409
엑스코프리 글로벌 매출액(달러)	148	284	423	628	829	1,080	1,355	1,628	1,770
수노시 매출액(달러)	45	74	143	200	298	357	445	450	450
SK바이오팜 매출액(원화)	246.2	354.9	481.2	638.0	882.0	1,131.0	1,405.3	1,671.5	1,810.2
엑스코프리 미국 매출	169.2	270.8	406.7	579.9	765.7	997.2	1,250.4	1,502.6	1,634.1
DP/API	23.8	11.6	6.1	8.7	11.5	15.0	18.8	22.5	24.5
용역수익	53.2	72.6	68.4	49.4	104.9	118.9	136.1	146.4	151.5
EBIT	-131.1	-37.1	49.9	163.1	354.4	550.1	768.3	978.0	1,068.1
Tax	-3.0	-1.0	2.0	29.4	63.8	99.0	138.3	176.0	192.3
NOPLAT	-128.0	-36.1	47.9	133.7	290.6	451.1	630.0	802.0	875.9
유무형자산 상각비	0.0	11.8	10.9	10.2	9.7	9.2	9.2	9.2	9.2
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	63.0	44.1	-40.0	-33.0	-33.0	-33.0	-33.0
FCFF	-347.6	-108.7	1.6	105.9	346.6	500.0	679.3	851.6	925.9
PV of FCFF		-108.7	1.5	90.1	271.7	361.5	452.8	523.4	524.7
할인율(WACC)		8.5%							
영구성장률		3.0%							
Sum of PV of FCFF		2,226							
PV of TV		7,835							
영업 가치		10,061							
순차입금		-151.2	*23년 기준						
기업 가치		10,212							
주식 수		78,313,250							
적정 주가		130,404	130,000원						
현재주가		93,900							
상승여력		38.9%							

TV
17,634

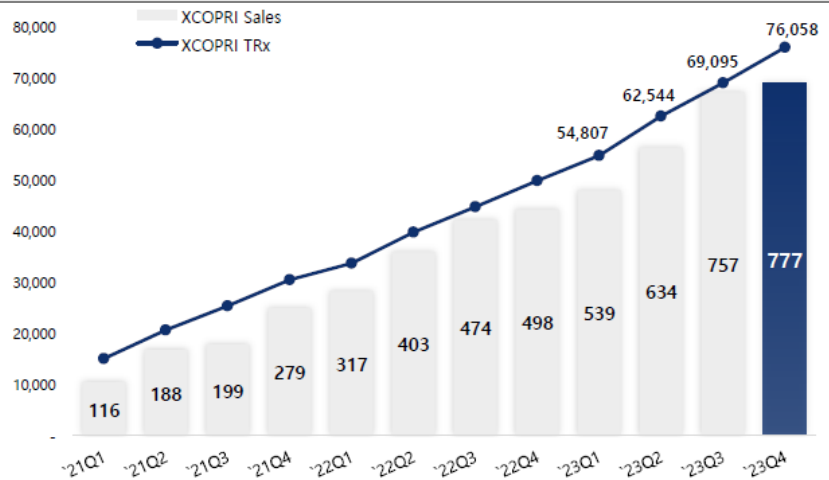
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 엑스코프리 미국 처방 수 현황



자료: SK바이오팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 엑스코프리 미국 분기별 처방 및 매출



주: 단위 억원, 1 TRx

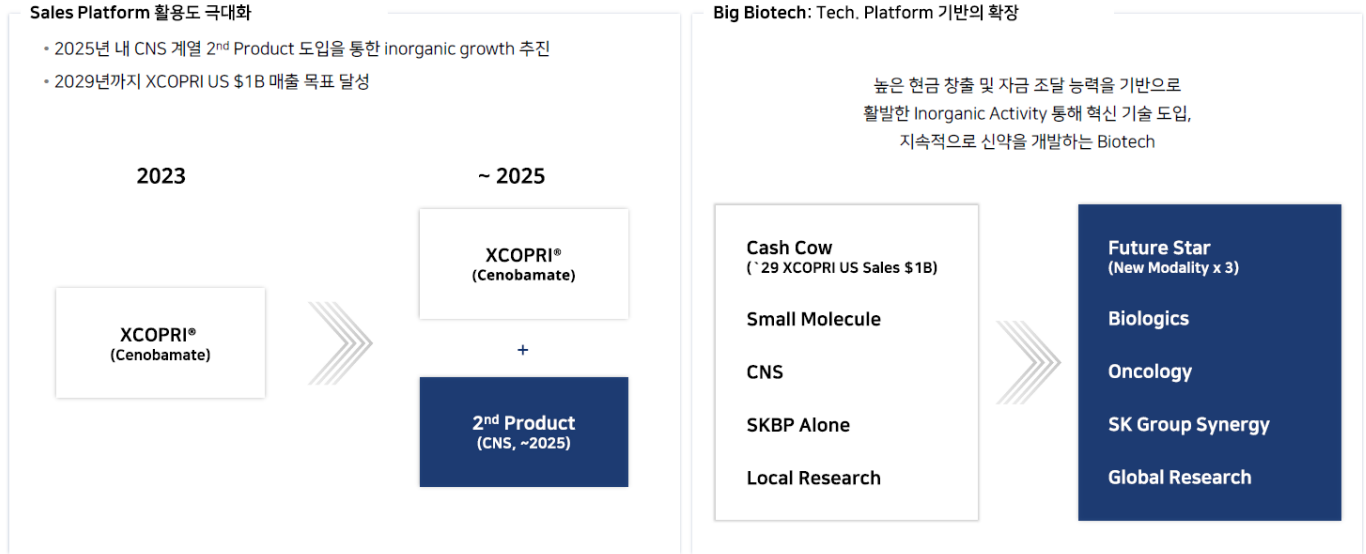
자료: SK바이오팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 엑스코프리 미국 처방 수 현황

프로젝트	적응증	Research	IND	Phase 1	Phase 2	Phase 3	NDA	시판허가
상업화 완료 파이프라인	Cenobamate							
	뇌전증 - POS							
	뇌전증 - POS (Asia Expansion)						Phase 3	
	뇌전증 - PGTC Seizures						Phase 3	
차세대 파이프라인	Solriamfetol (L/O to Axsome)							
	수면장애 (기면증 / 수면무호흡증으로 인한 과도한 주간 졸림증)							
	Carisbamate						Phase 3	
	SKL24741							
	SKL27969				Phase 1/2			
	Relenopride							
	SKL13865							
	SKL20540							
	SKL-PSY							

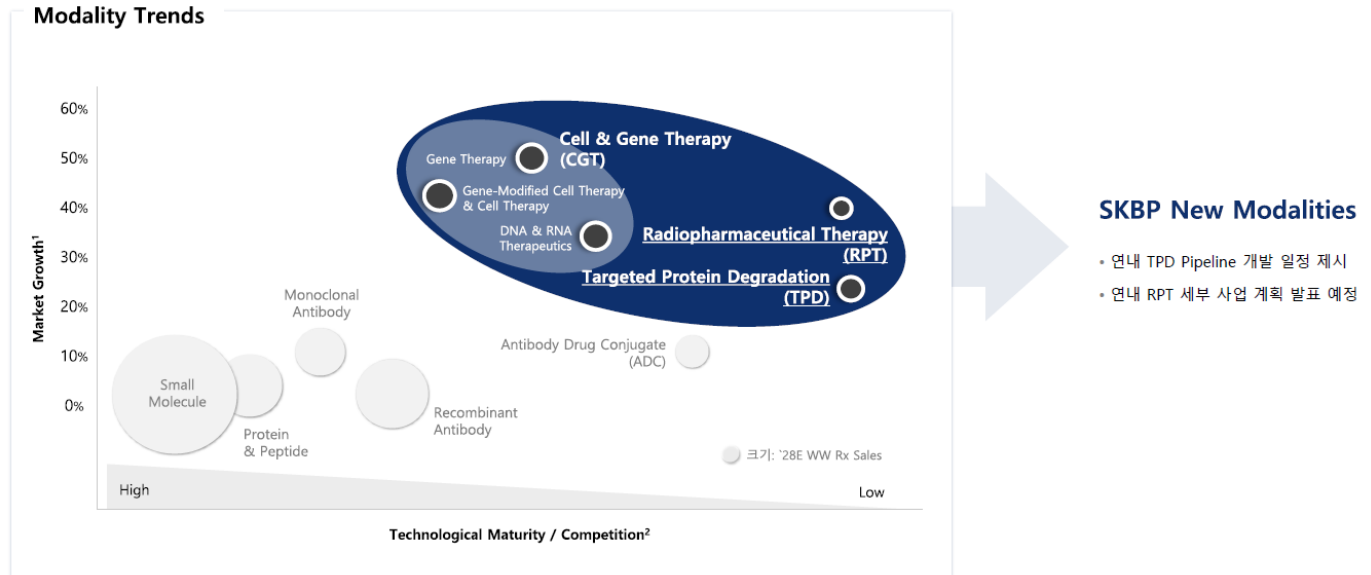
자료: SK바이오팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. SK바이오팜의 New Financial Story



자료: SK바이오팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. SK바이오팜이 제시하는 3대 New Modality



자료: SK바이오팜, 미래에셋증권 리서치센터

SK바이오팜 (326030)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	246	355	481	638
매출원가	38	34	45	57
매출총이익	208	321	436	581
판매비와관리비	339	358	387	417
조정영업이익	-131	-37	50	163
영업이익	-131	-37	50	163
비영업손익	-11	-6	-5	-4
금융손익	3	-2	-4	-5
관계기업등 투자손익	-10	-4	0	0
세전계속사업손익	-142	-43	45	159
계속사업법인세비용	-3	-6	9	32
계속사업이익	-139	-36	36	127
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-139	-36	36	127
지배주주	-139	-36	36	127
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	-128	-36	36	127
지배주주	-128	-36	36	127
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	-118	-25	61	173
FCF	-165	-17	43	134
EBITDA 마진율 (%)	-48.0	-7.0	12.7	27.1
영업이익률 (%)	-53.3	-10.4	10.4	25.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	-56.5	-10.1	7.5	19.9

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	488	598	827	1,121
현금 및 현금성자산	104	44	75	125
매출채권 및 기타채권	64	92	125	166
재고자산	91	131	178	236
기타유동자산	229	331	449	594
비유동자산	176	209	215	225
관계기업투자등	91	131	134	138
유형자산	20	12	15	17
무형자산	17	13	10	8
자산총계	664	807	1,042	1,346
유동부채	163	277	408	513
매입채무 및 기타채무	23	33	45	60
단기금융부채	6	50	100	105
기타유동부채	134	194	263	348
비유동부채	185	250	317	389
장기금융부채	150	200	250	300
기타비유동부채	35	50	67	89
부채총계	348	527	725	902
지배주주지분	317	280	317	443
자본금	39	39	39	39
자본잉여금	1,085	1,085	1,085	1,085
이익잉여금	-828	-864	-828	-701
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	317	280	317	443

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	-160	-17	53	144
당기순이익	-139	-36	36	127
비현금수익비용가감	49	11	24	46
유형자산감가상각비	8	8	8	8
무형자산상각비	5	4	3	2
기타	36	-1	13	36
영업활동으로인한자산및부채의변동	-66	4	5	7
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-12	-28	-33	-40
재고자산 감소(증가)	-39	-40	-47	-58
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	7	10	12	15
법인세납부	-5	6	-9	-32
투자활동으로 인한 현금흐름	-96	-94	-119	-145
유형자산처분(취득)	-5	0	-10	-10
무형자산감소(증가)	-1	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-90	-94	-109	-135
기타투자활동	0	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	135	94	100	55
장단기금융부채의 증가(감소)	140	94	100	55
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-5	0	0	0
현금의 증가	-122	-60	31	50
기초현금	226	104	44	75
기말현금	104	44	75	125

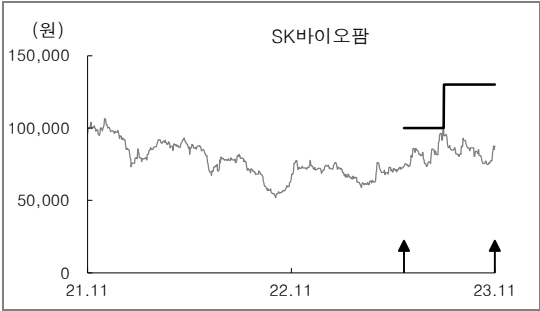
자료: SK바이오팜, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	-	-	202.3	58.0
P/CF (x)	-	-	120.9	42.4
P/B (x)	17.8	28.1	23.2	16.6
EV/EBITDA (x)	-	-	118.9	41.0
EPS (원)	-1,780	-464	464	1,619
CFPS (원)	-1,157	-323	776	2,212
BPS (원)	4,042	3,579	4,043	5,662
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 (%)	-41.2	44.2	35.6	32.6
EBITDA증가율 (%)	-	-	-	184.9
조정영업이익증가율 (%)	-	-	-	226.7
EPS증가율 (%)	-	-	-	248.9
매출채권 회전율 (회)	4.1	4.6	4.5	4.4
재고자산 회전율 (회)	3.4	3.2	3.1	3.1
매입채무 회전율 (회)	1.9	1.2	1.1	1.1
ROA (%)	-21.3	-4.9	3.9	10.6
ROE (%)	-36.7	-12.2	12.2	33.4
ROIC (%)	-147.7	-25.1	26.1	67.8
부채비율 (%)	109.8	187.9	229.0	203.5
유동비율 (%)	299.2	216.0	202.7	218.5
순차입금/자기자본 (%)	-47.8	-31.0	-38.6	-55.5
조정영업이익/금융비용 (x)	-35.3	-4.2	3.8	10.0

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 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
88.55%	6.63%	4.22%	0.6%

* 2023년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

<ul style="list-style-type: none">- 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.
<p>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.</p>