

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

326030 · 제약/바이오

SK바이오팜

이게 신약 비즈니스. GPM 92.5% 기록

(유지) 매수	목표주가 130,000원	상승여력 52.6%	현재주가(23/11/9) 85,200원				
KOSPI	2,427.08	시가총액(십억원)	6,672	발행주식수(백만주)	78	외국인 보유비중(%)	7.5

Report summary

투자 의견 매수, 목표주가 13만원 유지

중추신경계 '자체개발신약'을 직접 개발해 FDA 허가를 획득, 글로벌 직접 판매까지 아우르는 국내 유일 '바이오 파마'로, 여전히 우리의 탑픽이다. 4Q23을 기점으로 영업이익 흑자전환 전환, 1Q24부터 매 분기 영업이익 최대 실적 경신이 예상된다.

3Q23 Review 및 4Q23F 실적 전망

3Q23 매출액 903억원(+2% YoY), 영업손실 -107억원(적자 지속)을 기록했다. 매출액 컨센서스 943억원에 부합, 영업손실 컨센서스 -142억원을 상회하는 수준이다. 엑스코프리 비중 증가와 DP/API 비중 감소로 매출총이익률이 92.5%를 기록, 판관비 통제 기조가 지속되어 영업손실이 시장 예상치 보다 축소되었다. 현재 처방 흐름이 지속된다면 4Q23 엑스코프리 미국 매출 910억원(달러 기준 \$70mn), 매출총이익률 92.5%, 비용 통제와 직접 판매에 따른 레버리지 효과로 영업이익 흑자전환 첫 분기가 될 것으로 예상된다.

Key data

Price performance



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

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	419	246	339	474	628
영업이익 (십억원)	95	-131	-51	48	162
영업이익률 (%)	22.7	-53.3	-15.0	10.1	25.8
순이익 (십억원)	65	-139	-52	35	126
EPS (원)	828	-1,780	-669	446	1,604
ROE (%)	15.8	-36.7	-18.1	12.4	34.7
P/E (배)	117.4	-	-	191.1	53.1
P/B (배)	17.1	17.8	25.3	22.3	15.7
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

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

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. 4Q23을 기점으로 영업이익 흑자전환 전환, 1Q24부터 매 분기 영업이익 최대 실적 경신이 예상된다.

3Q23 Review 및 4Q23F 실적 전망

3Q23 매출액 903억원(+2% YoY), 영업손실 -107억원(적자 지속)을 기록했다. 매출액 컨센서스 943억원에 부합, 영업손실 컨센서스 -142억원을 상회하는 수준이다. 자체 판매 중인 엑스코프리 미국 매출액이 757억원(+60% YoY)을 기록했고, 미국 외 지역 파트너 향 DP/API 매출액이 12억원(-88% YoY), 용역수익 134억원(-57% YoY)을 기록했다.

엑스코프리는 9월 전체 처방 수(TRx) 22,985건을 기록하며 경쟁 신약(3rd AED)들의 출시 41개월차 평균의 2.0배 수준을 기록하고 있다. 처방 증가는 세일즈 인센티브 제도 개선, 기존 뇌전증 전문의 중심에서 일반 신경과 전문의로 확대 노력에 기인한다. 엑스코프리 비중 증가와 DP/API 비중 감소로 매출총이익률이 92.5%를 기록, 판관비 통제 기조가 지속되어 영업손실이 시장 예상치 보다 축소되었다. 특히 Proteovant(현재 SK Lifesciences Labs) 인수에 따른 비용(약 80억원)이 반영되었음에도 불구하고 손실폭을 줄였다는 점이 긍정적이다. 회사의 주요 목표 중 하나인 비효율적인 비용 지출 통제가 잘 진행되고 있다.

4Q23 매출액 1,109억원(+77% YoY), 영업이익 13억원(흑자전환)을 기록할 것으로 예상된다. 현재 처방 흐름이 지속된다면 4Q23 엑스코프리 미국 매출 910억원(달러 기준 \$70mn), 매출총이익률 92.5%, 비용 통제와 직접 판매에 따른 레버리지 효과로 영업 이익 흑자전환 첫 분기가 될 것으로 예상된다.

표 1. 연간 실적 추정 변경

(억원, %)

	변경 전		변경 후		조정 비율	
	23년	24년	23년	24년	23년	24년
매출액	3,495	5,070	3,390	4,736	-3.0	-6.6
영업이익	-620	456	-511	484	17.6	6.1

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. SK바이오팜 분기 및 연간 실적 전망

(억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23F	2021	2022	2023F	2024F
매출액	411	534	888	628	608	770	903	1,109	4,186	2,462	3,390	4,736
YoY 성장률	-70.6	122.9	270.9	-72.8	47.7	44.1	1.6	76.6		-41.2	37.7	39.7
엑스코프리 - 미국	317	403	474	498	539	634	757	910	782	1,692	2,842	3,905
YoY 성장률	173.3	114.4	138.2	78.5	70.0	57.3	59.7	82.7		116.4	68.0	37.4
DP/API	27	38	99	74	0	50	12	58	110	238	120	59
YoY 성장률	80.0	171.4	661.5	8.8	-99.3	31.6	-87.9	-21.9		116.4	-49.6	-51.2
용역수익	68	94	315	56	68	85	134	141	3,294	533	428	773
YoY 성장률	-94.6	147.4	1,066.7	-97.1	0.0	-9.6	-57.5	151.6		-83.8	-19.7	80.6
매출총이익	351	455	756	522	568	676	835	1025	3,963	2,084	3,105	4,352
YoY 성장률	-74.6	107.8	247.9	-75.7	61.8	48.7	10.5	96.4		-47.4	49.0	40.2
매출총이익률	85.4	85.1	85.1	83.2	93.5	87.8	92.5	92.5	94.7	84.7	91.6	91.9
영업이익	-371	-401	-92	-446	-227	-189	-108	13	950	-1,311	-511	484
YoY 성장률	적전	적지	적지	적전	적지	적지	적지	흑전		적전	적지	흑전
영업이익률	-	-	-	-	-	-	-	1.2	-	-	-	10.2
순이익	-352	-454	-150	-439	-24	-233	-184	-83	648	-1,394	-524	349
YoY 성장률	적전	적지	적지	적전	적지	적지	적지	적지		적지	적지	흑전
순이익률	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	7.4

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. SK바이오팜 DCF Valuation

(백만달러, 십억원)

	2022	2023F	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	339.0	473.6	628.0	882.0	1,081.0	1,405.3	1,621.5	1,760.2
엑스코프리 미국 매출	169.2	284.2	390.5	579.9	765.7	997.2	1,250.4	1,502.6	1,634.1
DP/API	23.8	12.0	5.9	8.7	11.5	15.0	18.8	22.5	24.5
용역수익	53.2	42.8	77.3	39.4	104.9	68.9	136.1	96.4	101.5
EBIT	-131.1	-51.1	48.4	161.8	365.5	518.0	786.2	952.5	1,044.2
Tax	-3.0	-1.0	2.0	29.1	65.8	93.2	141.5	171.5	188.0
NOPLAT	-128.0	-50.1	46.4	132.7	299.7	424.8	644.7	781.1	856.2
유무형자산 상각비	13.0	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	-334.7	-122.7	0.1	104.9	355.8	473.7	694.0	830.7	906.2
PV of FCFF		-122.7	0.1	89.2	278.9	342.4	462.6	510.6	513.6
할인율(WACC)		8.5%							
영구성장률		3.0%	*기존 1.5%						
Sum of PV of FCFF		2,197							
PV of TV		7,669							
영업 가치		9,867							
순차입금		-151.2	*23년 기준						
기업 가치		10,018							
주식 수		78,313,250							
적정 주가		127,920	130,000원						
현재주가		85,200							
상승여력		50.1%							

자료: 미래에셋증권 리서치센터

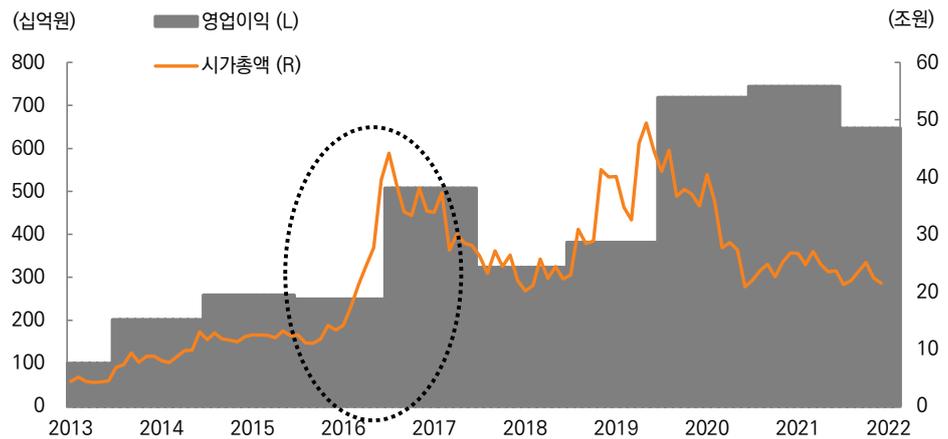
TV
17,346

실적 성장과 팬덤 형성 가능성

제약/바이오 섹터 내 새로운 비즈니스 모델의 등장, 그 비즈니스를 입증하는 실적의 고 성장이 나타나는 경우 팬덤이 형성되어 왔다. 바이오시밀러 팬덤이 형성되었던 시기, 셀트리온은 16년 영업이익 2,500억원에서 17년 5,000억원으로 고속 성장했고 시가총 액은 10조원에서 40조원까지 가파르게 상승했다. 코로나로 CMO 팬덤이 형성되었던 시기, 삼성바이오로직스는 19년 영업이익 920억원에서 21년 5,400억원으로 고속 성 장했고 시가총액은 20조원에서 60조원까지 상승했다.

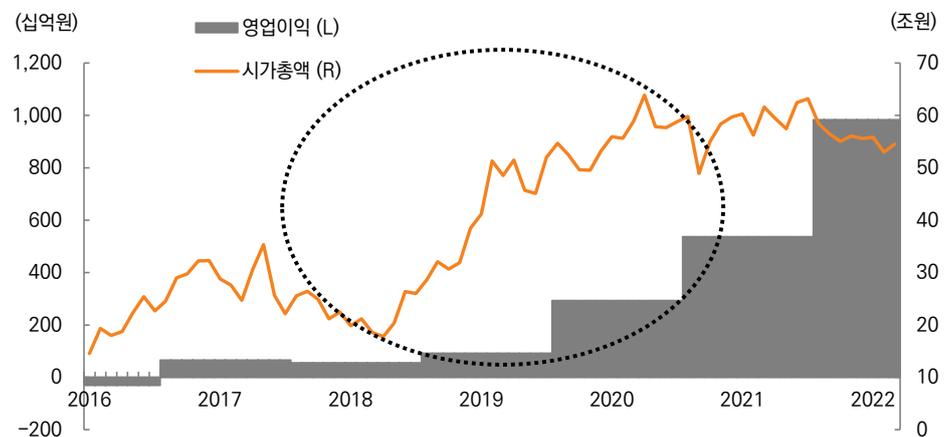
SK바이오팜은 자체 개발 신약 비즈니스를 실적으로 증명하는 시기에 가까워 있다. 엑 스코프리의 고속 성장에 힘입어 4Q23을 기점으로 영업이익 흑자전환이 나타날 것으로 예상된다. 신규 에셋 M&A를 가정하지 않았을 때, 우리가 예상하는 영업이익은 24년 484억원, 25년 1,618억원, 26년 3,655억원이다.

그림 1. 셀트리온 연간 영업이익 및 시가총액 추이



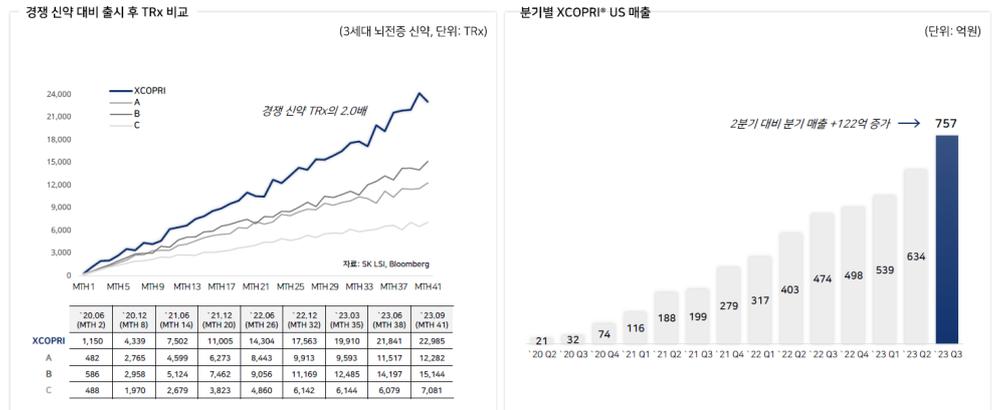
자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 삼성바이오로직스 연간 영업이익 및 시가총액 추이



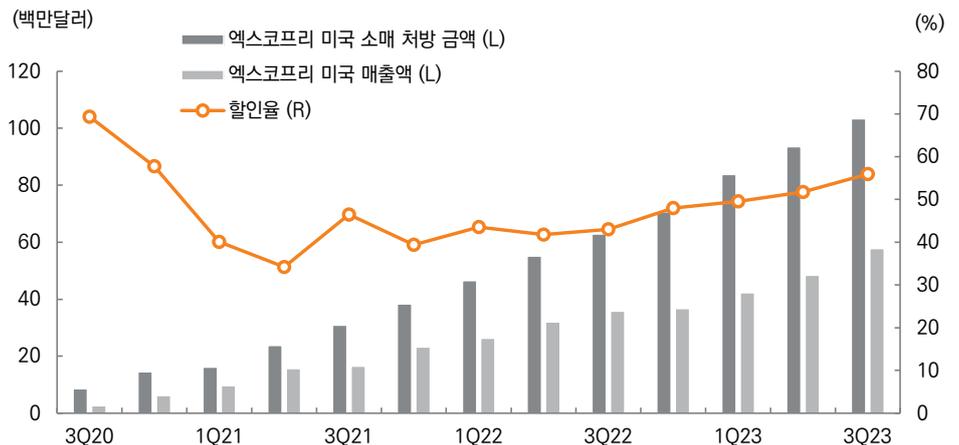
자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 엑스코프리 월간 처방 수(TRx) 및 분기 매출 추이



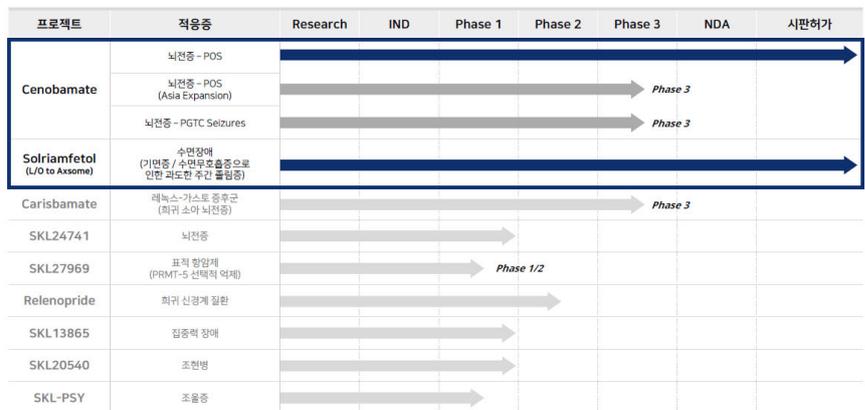
자료: SK바이오팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 엑스코프리 미국 소매 처방 금액과 미국 실제 매출액 추이



자료: Symphony Health Solutions, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. SK바이오팜 파이프라인 현황



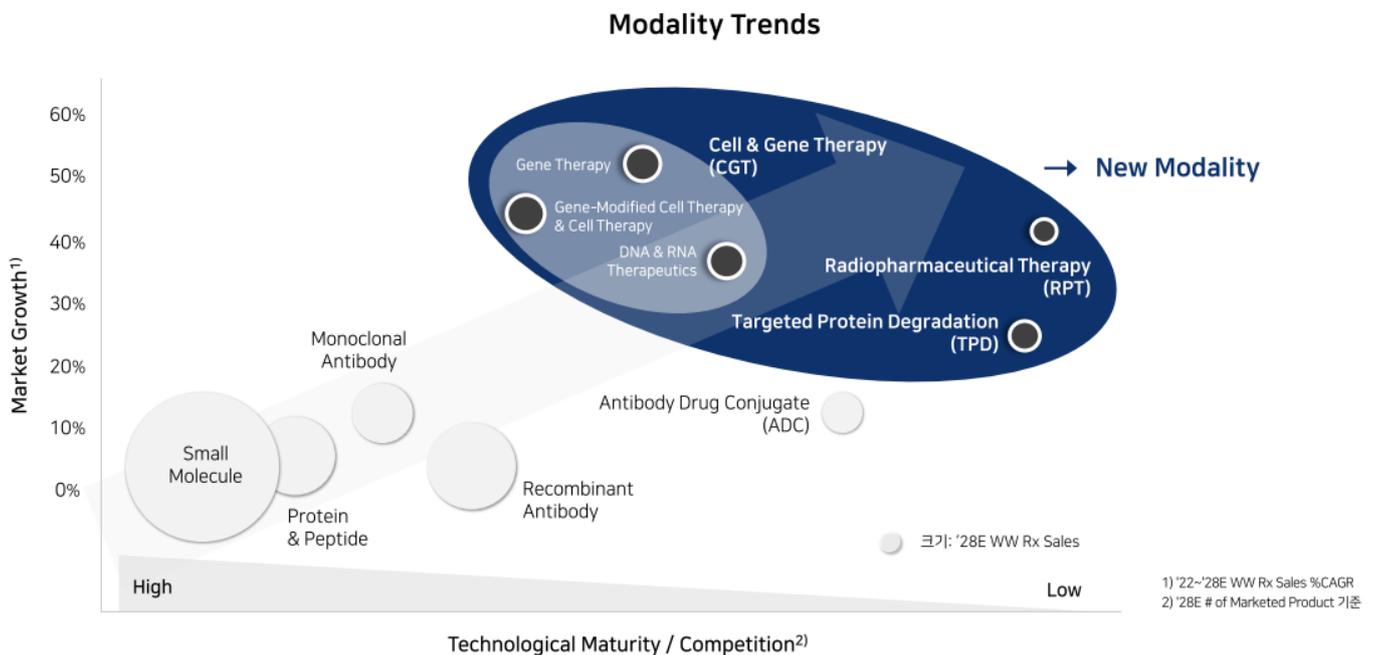
자료: SK바이오팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. SK바이오팜의 New Financial Story



자료: SK바이오팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. SK바이오팜이 제시하는 3대 New Modality



자료: SK바이오팜, 미래에셋증권 리서치센터

SK바이오팜 (326030)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	246	339	474	628
매출원가	38	28	38	48
매출총이익	208	311	436	580
판매비와관리비	339	362	387	418
조정영업이익	-131	-51	48	162
영업이익	-131	-51	48	162
비영업손익	-11	-4	-4	-5
금융손익	3	-2	-5	-5
관계기업등 투자손익	-10	-2	0	0
세전계속사업손익	-142	-55	44	157
계속사업법인세비용	-3	-3	9	31
계속사업이익	-139	-52	35	126
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-139	-52	35	126
지배주주	-139	-52	35	126
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	-128	-52	35	126
지배주주	-128	-52	35	126
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	-118	-39	59	172
FCF	-165	-35	42	132
EBITDA 마진율 (%)	-48.0	-11.5	12.4	27.4
영업이익률 (%)	-53.3	-15.0	10.1	25.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	-56.5	-15.3	7.4	20.1

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	488	576	809	1,101
현금 및 현금성자산	104	47	70	121
매출채권 및 기타채권	64	88	123	163
재고자산	91	125	175	232
기타유동자산	229	316	441	585
비유동자산	176	202	209	218
관계기업투자등	91	125	128	131
유형자산	20	12	15	17
무형자산	17	13	10	8
자산총계	664	778	1,018	1,319
유동부채	163	267	403	507
매입채무 및 기타채무	23	32	44	59
단기금융부채	6	50	100	105
기타유동부채	134	185	259	343
비유동부채	185	248	316	388
장기금융부채	150	200	250	300
기타비유동부채	35	48	66	88
부채총계	348	514	719	894
지배주주지분	317	264	299	425
자본금	39	39	39	39
자본잉여금	1,085	1,085	1,085	1,085
이익잉여금	-828	-880	-845	-719
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	317	264	299	425

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	-160	-35	52	142
당기순이익	-139	-52	35	126
비현금수익비용가감	49	13	24	46
유형자산감가상각비	8	8	8	8
무형자산감가상각비	5	4	3	2
기타	36	1	13	36
영업활동으로인한자산및부채의변동	-66	4	6	7
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-12	-24	-35	-40
재고자산 감소(증가)	-39	-34	-50	-57
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	7	9	13	14
법인세납부	-5	3	-9	-31
투자활동으로 인한 현금흐름	-96	-80	-126	-143
유형자산처분(취득)	-5	0	-10	-10
무형자산감소(증가)	-1	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-90	-80	-116	-133
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	-57	23	51
기초현금	226	104	47	70
기말현금	104	47	70	121

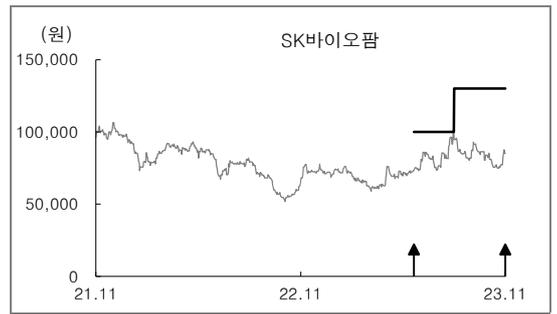
자료: SK바이오팜, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	-	-	191.1	53.1
P/CF (x)	-	-	112.6	38.8
P/B (x)	17.8	25.3	22.3	15.7
EV/EBITDA (x)	-	-	110.7	37.4
EPS (원)	-1,780	-669	446	1,604
CFPS (원)	-1,157	-501	757	2,196
BPS (원)	4,042	3,373	3,819	5,423
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	37.7	39.7	32.6
EBITDA증가율 (%)	-	-	-	190.3
조정영업이익증가율 (%)	-	-	-	234.6
EPS증가율 (%)	-	-	-	259.7
매출채권 회전율 (회)	4.1	4.5	4.5	4.4
재고자산 회전율 (회)	3.4	3.1	3.2	3.1
매입채무 회전율 (회)	1.9	1.0	1.0	0.9
ROA (%)	-21.3	-7.3	3.9	10.7
ROE (%)	-36.7	-18.1	12.4	34.7
ROIC (%)	-147.7	-39.3	25.9	68.2
부채비율 (%)	109.8	194.7	240.5	210.6
유동비율 (%)	299.2	216.0	200.9	217.3
순차입금/자기자본 (%)	-47.8	-28.9	-37.0	-54.9
조정영업이익/금융비용 (x)	-35.3	-5.8	3.7	9.9

투자의견 및 목표주가 변동추이

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

투자의견 분류 및 적용기준

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(◆), 주가(-), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
88.81%	7.24%	3.29%	0.66%

* 2023년 09월 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.