2024-01-18

SK 바이오팜 (326030/KS)

분기 흑자전환 시점은 본질을 바꾸지 않는다

SK증권 리서치센터

매수(유지)

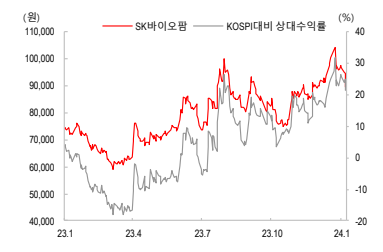
목표주가: 130,000 원(유지)
현재주가: 89,500 원
상승여력: 45.3%

Analyst
이동건
dglee@sks.co.kr
3773-9909

Company Data	
발행주식수	7,831 만주
시가총액	7,009 십억원
주요주주	
SK(외5)	64.02%
국민연금공단	6.02%

Stock Data	
주가(24/01/17)	89,500 원
KOSPI	2,435.90 pt
52주 최고가	103,900 원
52주 최저가	59,000 원
60일 평균 거래대금	12 십억원

주가 및 상대수익률



4Q23 Pre: 영업적자 지속은 불가피할 듯. 다만 1Q24 는 더욱 긍정적

4Q23 연결 매출액 및 영업손실을 각각 1,063 억원(+69.4% YoY, 이하 YoY 생략), 2 억원(적자지속)으로 추정한다. 지난 분기와 마찬가지로 영업적자 폭 축소는 유의미하게 이어질 전망이다. 기존 당사 추정치 대비로는 매출액은 부합, 영업손실 폭은 축소될 전망이다. 참고로 컨센서스는 매출액 1,106 억원, 영업이익 30 억원으로 영업흑자를 전망 중이다.

1) 엑스코프리(Xcopri) 매출액은 894 억원(+79.5%, +18.1% QoQ)을 예상한다. 10~11 월 엑스코프리 TRx(총처방 수량)는 전년동기대비 51.8% 증가했으며, 12 월 역시 꾸준히 우상향 중인 트렌드를 감안 시 유사, 또는 그 이상의 성장을 기록했을 것으로 추정된다. 한편 4Q23 에는 이전과는 달리 홀세일러들의 연초 약가 인상을 대비한 재고 쌓기가 제한됨에 따라 계절적으로 4 분기에 TRx 대비 매출이 크게 증가하는 효과는 나타나지 않을 예정이나 반대로 매 1 분기마다 높아진 가격 기준으로 리베이트를 지급함에 따라 매출 차감이 이뤄졌던 점을 감안 시 이전 1 분기들 대비 1Q24 매출은 더욱 긍정적일 전망이다. 2) 한편 비용 측면에서는 지난 3Q23 연결 편입된 SK Life Science Labs(기존 프로테오반트)의 비용이 온기로 반영됨에 따라 소폭의 비용 증가 가능성이 존재하나 전사적인 비용 통제 효과를 바탕으로 그 증가 폭은 크지 않을 것으로 기대되는 만큼 전분기에 이은 영업적자 폭의 유의미한 감소세는 이어질 전망이다.

2024 년 영업흑자는 상수. 관건은 엑스코프리의 매출 증가 속도

2024 년 연결 매출액 및 영업이익은 각각 4,998 억원(+49.4%), 648 억원(흑자전환, OPM 13.0%)을 전망한다. 분기 흑자전환 시점에 관한 이견은 존재하겠으나(4Q23 vs. 1Q24), 연간 흑자전환은 상수다. 결국 향후 SK 바이오팜 주가 상승의 변수는 '미국 엑스코프리의 매출 증가 속도'가 될 것이다. 높은 수익성의 미국 엑스코프리 매출 증가세가 가속화될 수록 영업 레버리지 역시 극대화될 전망이며, 이는 Peak sales 가정의 상향 및 연간 수익성 가정의 상향으로 이어짐에 따라 유의미한 주가 상승을 이끌어낼 전망이다.

흑자전환 시점은 본격적인 주가 반등의 시작점 차이일 뿐. 본질은 여전

분기 영업흑자 전환 시점은 앞서 언급한 엑스코프리 매출 증가세 가속화에 따른 영업 레버리지 효과 본격화, 그리고 중장기 실적 추정치의 상향으로 이어지는 출발점이 된다는 점에서 의미는 크다. 하지만 4Q23 흑자전환 여부는 그 시작의 차이만을 바꿀 뿐 본질은 여전하다. 긍정적 관점을 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	26	419	246	334	500	680
영업이익	십억원	-239	95	-131	-52	65	212
순이익(지배주주)	십억원	-247	65	-139	-42	49	160
EPS	원	-3,159	828	-1,780	-531	625	2,037
PER	배	-53.5	117.4	-40.5	-189.0	143.1	43.9
PBR	배	34.9	17.1	17.8	28.6	21.6	14.5
EV/EBITDA	배	-56.3	68.4	-46.5	-200.2	88.3	30.2
ROE	%	-135.2	15.8	-36.7	-14.1	16.4	39.5

SK 바이오팜 4Q23 실적 추정

(십억원, %)	4Q23E	4Q22	YoY	3Q23	QoQ	Consen	vs. Consen	Preview	vs. Pre
매출액	106.3	62.8	69.4	90.3	17.7	110.6	(3.8)	103.4	2.8
영업이익	(0.2)	(44.6)	적지	(10.7)	적지	3.0	-	(1.2)	84.9
세전이익	(2.2)	(46.5)	적지	(19.8)	적지	2.3	-	(3.2)	32.9
(지배주주)순이익	(2.0)	(43.9)	적지	(13.9)	적지	6.6	-	(3.6)	45.1
영업이익률	-	-		-		-		-	
순이익률	-	-		-		-		-	

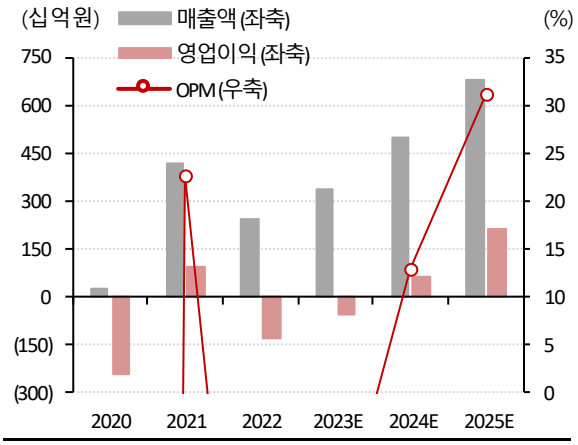
자료: SK 바이오팜, Quantiwise, SK 증권 추정

SK 바이오팜 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
매출액	**41.1**	**53.4**	**88.8**	**62.8**	**60.8**	**77.0**	**90.3**	**106.3**	**418.6**	**246.2**	**334.5**	**499.8**
YoY	(70.6)	122.9	270.9	(72.8)	47.7	44.1	1.7	69.4	1,510.2	(41.2)	35.9	49.4
제품매출	**34.4**	**44.1**	**57.3**	**57.2**	**54.1**	**68.4**	**76.9**	**95.3**	**89.2**	**193.0**	**294.7**	**425.5**
Xcopri US	31.7	40.3	47.4	49.8	53.9	63.4	75.7	89.4	78.2	169.2	282.4	409.5
DP/API	2.7	3.8	9.9	7.4	0.2	5.0	1.2	5.9	11.0	23.8	12.3	16.0
용역매출	**6.8**	**9.4**	**31.5**	**5.6**	**6.8**	**8.5**	**13.4**	**11.0**	**329.4**	**53.2**	**39.7**	**74.3**
매출총이익	**35.1**	**45.5**	**75.6**	**52.2**	**56.8**	**67.6**	**83.5**	**95.3**	**396.3**	**208.4**	**303.4**	**459.0**
YoY	(74.6)	107.8	247.9	(75.7)	61.8	48.7	10.5	82.6	1,549.6	(47.4)	45.6	51.3
GPM	85.4	85.1	85.1	83.2	93.5	87.8	92.5	89.7	94.7	84.7	90.7	91.8
영업이익	**(37.1)**	**(40.1)**	**(9.2)**	**(44.6)**	**(22.7)**	**(18.9)**	**(10.7)**	**(0.2)**	**95.0**	**(131.1)**	**(52.5)**	**64.8**
YoY	적전	적지	적지	적전	적지	적지	적지	적지	흑전	적전	적지	흑전
OPM	(90.3)	(75.0)	(10.4)	(71.1)	(37.3)	(24.6)	(11.9)	(0.2)	22.7	(53.2)	(15.7)	13.0
세전이익	**(35.0)**	**(44.3)**	**(16.6)**	**(46.5)**	**(2.5)**	**(25.1)**	**(19.8)**	**(2.2)**	**71.3**	**(142.5)**	**(49.5)**	**57.6**
YoY	적전	적지	적지	적전	적지	적지	적지	적지	흑전	적전	적지	흑전
(지배주주)순이익	**(35.2)**	**(45.4)**	**(15.0)**	**(43.9)**	**(2.4)**	**(23.3)**	**(13.9)**	**(2.0)**	**64.8**	**(139.4)**	**(41.6)**	**49.0**
YoY	적전	적지	적지	적전	적지	적지	적지	적지	흑전	적전	적지	흑전
NPM	(85.6)	(85.0)	(16.8)	(69.9)	(3.9)	(30.3)	(20.4)	(1.8)	15.5	(56.6)	(12.4)	9.8

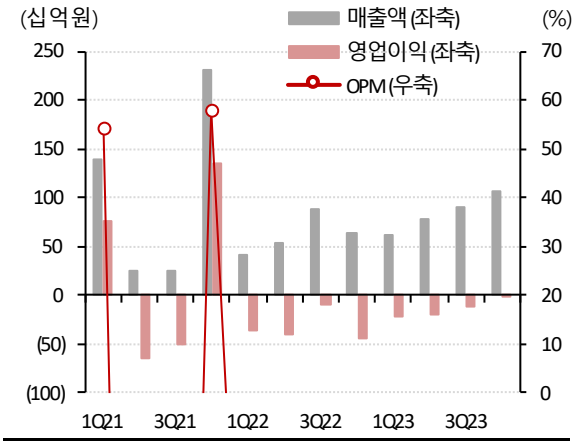
자료: SK 바이오팜, SK 증권 추정

SK 바이오팜 연간 실적 추이 및 전망



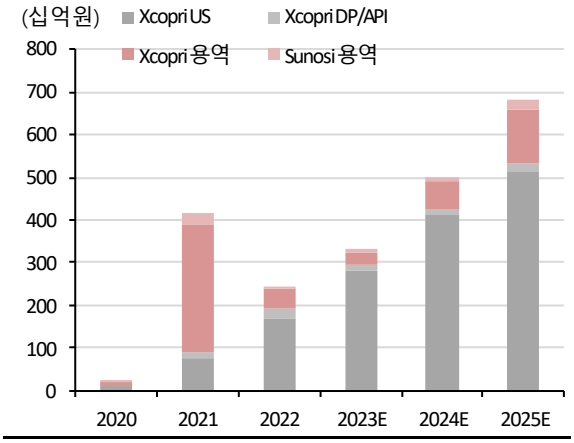
자료: SK 바이오팜, SK 증권 추정

SK 바이오팜 분기 실적 추이 및 전망



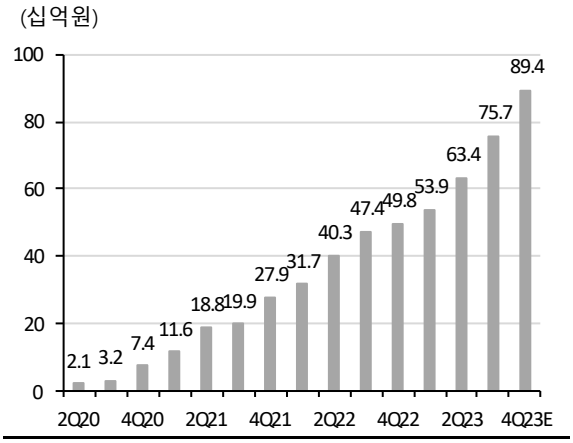
자료: SK 바이오팜, SK 증권 추정

SK 바이오팜 매출 구분별 추이 및 전망



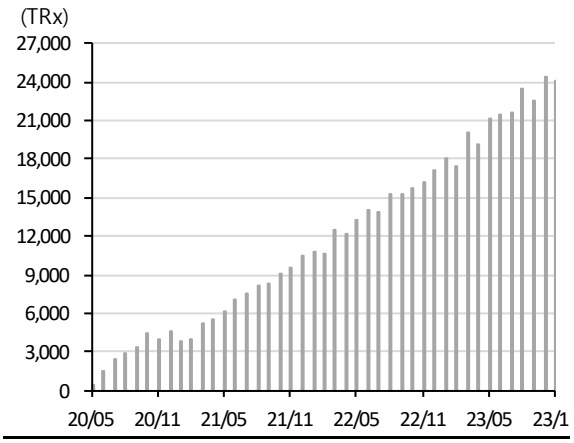
자료: SK 바이오팜, SK 증권 추정

Xcopri 미국 분기별 매출 추이 및 전망



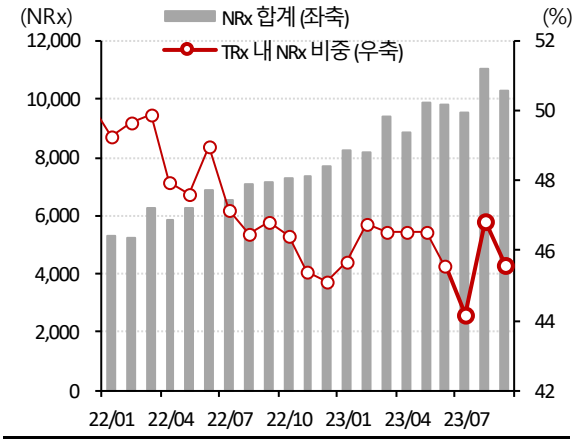
자료: SK 바이오팜, SK 증권 추정

Xcopri 미국 TRx 추이



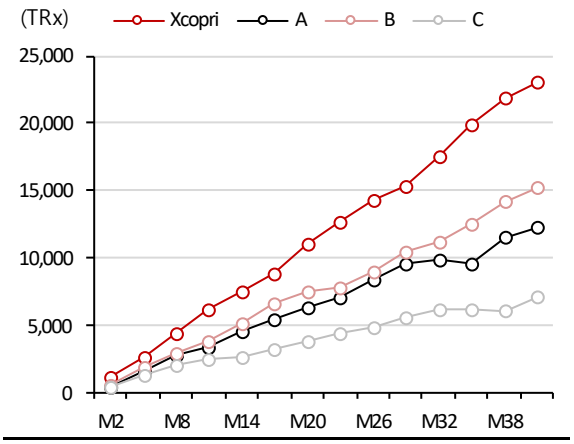
자료: Symphony Health, Bloomberg, SK 증권

Xcopri 미국 NRx 및 TRx 내 NRx 비중 추이



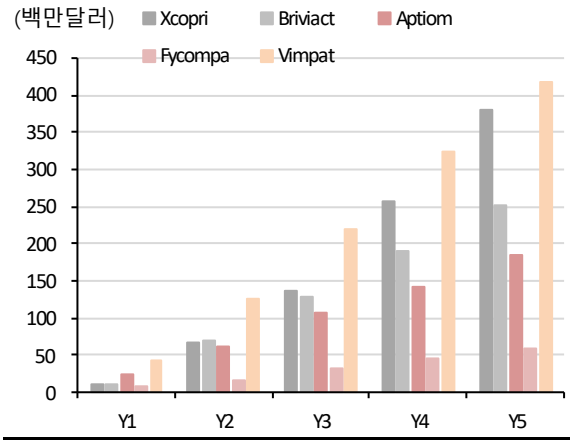
자료: Symphony Health, Bloomberg, SK 증권

Xcopri 와 경쟁 3 세대 뇌전증 치료제 신약 TRx 비교



자료: Symphony Health, Bloomberg, SK 바이오팜, SK 증권

출시 연차 기준 주요 뇌전증 치료제 미국 매출 추이



자료: 산업 자료, SK 증권

SK 바이오팜 R&D 파이프라인 현황

프로젝트	적응증	전임상	1 상	2 상	3 상	허가	비고
Cenobamate (Xcopri)	뇌전증 - 부분 발작(FOS)					(US/EU)	
	뇌전증 - 부분 발작(FOS)				(Asia)		소아/아시아 확장 임상 진행 중
	뇌전증 - 일차성 전신강직간대발작(PGTC)				(US/EU)		2024~2025 년 sNDA 제출 예상
Solriamfetol (Sunosi)	수면장애						Axsome 에 기술이전 (글로벌, 단 아시아 제외)
Carisbamate	레녹스-가스토 증후군 (희귀 소아 뇌전증)						2024~2025 년 NDA 제출 예상
SKL24741	뇌전증						Voltage gated-sodium channel
SKL27969	진행성 고형암		1/2 상 진행 중				표적항암제, PRMT-5 선택적 억제
Relenopride	희귀 신경계 질환						Kinisi therapeutics 에 기술이전 (글로벌, 단 아시아 일부 지역 제외)
SKL13865	집중력 장애(ADHD)		(US)				1 상 완료
SKL20540	조현병		(KR)				1 상 완료
SKL-PSY	조울증						북경대에 기술이전, 중국 임상 준비 중

자료: SK 바이오팜, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	471	488	401	440	592
현금및현금성자산	226	104	41	17	113
매출채권 및 기타채권	57	66	73	84	93
재고자산	52	91	99	111	121
비유동자산	172	176	204	251	298
장기금융자산	14	9	12	19	25
유형자산	23	20	20	21	21
무형자산	19	17	19	20	21
자산총계	644	664	605	691	890
유동부채	148	163	185	222	260
단기금융부채	5	6	28	29	30
매입채무 및 기타채무	17	23	24	25	26
단기충당부채	18	46	62	93	127
비유동부채	51	185	149	150	151
장기금융부채	10	150	120	118	115
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	2	3	4	6	9
부채총계	199	348	335	372	411
지배주주지분	444	317	275	324	484
자본금	39	39	39	39	39
자본잉여금	1,085	1,085	1,085	1,085	1,085
기타자본구성요소	8	8	8	8	8
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	-689	-828	-869	-820	-661
비지배주주지분	0	0	-4	-4	-4
자본총계	444	317	270	319	479
부채와자본총계	644	664	605	691	890

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	419	246	334	500	680
매출원가	22	38	31	41	54
매출총이익	396	208	303	459	626
매출총이익률(%)	94.7	84.7	90.7	91.8	92.1
판매비와 관리비	301	339	356	394	414
영업이익	95	-131	-52	65	212
영업이익률(%)	22.7	-53.2	-15.7	13.0	31.2
비영업손익	-24	-11	3	-7	-8
순금융손익	1	3	-7	-7	-6
외환관련손익	12	9	0	0	0
관계기업등 투자손익	-35	-10	7	-9	-9
세전계속사업이익	71	-142	-50	58	205
세전계속사업이익률(%)	17.0	-57.9	-14.8	11.5	30.1
계속사업법인세	6	-3	-3	9	45
계속사업이익	65	-139	-46	49	160
중단사업이익	0	0	0	0	0
***법인세효과**	0	0	0	0	0
당기순이익	65	-139	-46	49	160
순이익률(%)	15.5	-56.6	-13.8	9.8	23.5
지배주주	65	-139	-42	49	160
지배주주귀속 순이익률(%)	15.5	-56.6	-12.4	9.8	23.5
비지배주주	0	0	-4	0	0
총포괄이익	65	-128	-46	49	160
지배주주	65	-128	-46	49	160
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	107	-118	-39	79	227

현금흐름표

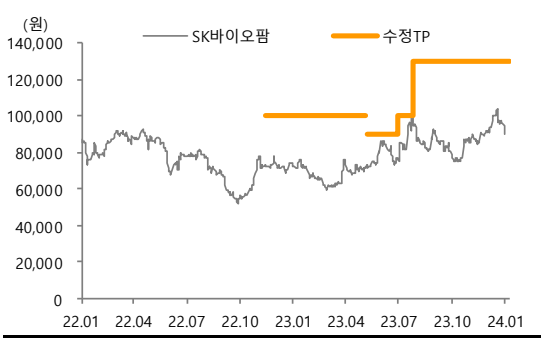
12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	-95	-161	-61	64	179
당기순이익(손실)	65	-139	-46	49	160
비현금성항목등	-84	49	17	30	66
유형자산감가상각비	7	8	8	8	8
무형자산상각비	4	5	6	6	6
기타	-96	36	3	16	51
운전자본감소(증가)	-70	-66	-29	1	5
매출채권및기타채권의감소(증가)	-38	-12	-7	-11	-9
재고자산의감소(증가)	-29	-39	-8	-12	-10
매입채무및기타채무의증가(감소)	1	7	1	1	1
기타	-3	-22	-14	22	23
법인세납부	-6	-5	3	-9	-45
투자활동현금흐름	262	-91	10	-84	-79
금융자산의감소(증가)	217	-94	51	-23	-18
유형자산의감소(증가)	-4	-5	-8	-8	-8
무형자산의감소(증가)	-2	-1	-7	-7	-8
기타	51	9	-26	-45	-45
재무활동현금흐름	-6	133	-8	-2	-1
단기금융부채의증가(감소)	0	0	23	1	1
장기금융부채의증가(감소)	-5	136	-30	-2	-2
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-1	-3	0	0	0
현금의 증가(감소)	167	-122	-63	-24	96
기초현금	59	226	104	41	17
기말현금	226	104	41	17	113
FCF	-100	-166	-69	55	170

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	1,510.2	-41.2	35.9	49.4	36.0
영업이익	흑전	적전	적지	흑전	227.1
세전계속사업이익	흑전	적전	적지	흑전	255.1
EBITDA	흑전	적전	적지	흑전	187.5
EPS	흑전	적전	적지	흑전	225.8
수익성 (%)					
ROA	11.3	-21.3	-7.3	7.6	20.2
ROE	15.8	-36.7	-14.1	16.4	39.5
EBITDA마진	25.5	-48.0	-11.7	15.8	33.3
안정성 (%)					
유동비율	317.7	299.2	216.4	198.6	227.9
부채비율	44.9	109.8	123.7	116.4	85.8
순차입금/자기자본	-71.8	-47.8	-16.6	-14.3	-33.5
EBITDA/이자비용(배)	112.6	-31.8	-4.6	9.7	28.1
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	828	-1,780	-531	625	2,037
BPS	5,672	4,042	3,511	4,136	6,174
CFPS	977	-1,615	-359	804	2,223
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER	117.4	-40.5	-189.0	143.1	43.9
PBR	17.1	17.8	28.6	21.6	14.5
PCR	99.5	-44.7	-279.5	111.4	40.3
EV/EBITDA	68.4	-46.5	-200.2	88.3	30.2
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료 : SK바이오팜, SK증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2023.08.11	매수	130,000원	6개월		
2023.07.17	매수	100,000원	6개월	-12.27%	-0.30%
2023.05.25	매수	90,000원	6개월	-12.62%	-4.56%
2022.11.29	매수	100,000원	6개월	-30.77%	-22.40%



Compliance Notice

작성자(이동건)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024 년 01 월 18 일 기준)

매수	95.35%	중립	4.65%	매도	0.00%