

SK바이오팜 (326030)

4Q24 Pre: 순항과 마일스톤 효과

4Q24 Preview: 견조한 Xcopri 성장세 + 마일스톤 효과

동사의 4Q24 매출액은 1,595억원(YoY+25.8%, QoQ+16.7%), 영업이익 29.2억원(YoY+97.8%, OPM 18.3%)으로 추정, 컨센서스 매출액 1,487억원 및 영업이익 28.2억원을 상회하는 실적을 기록할 전망이다. 미국에서 Xcopri의 순항이 이어지고 있으며 중국 이그니스社의 NDA 제출에 따른 마일스톤 수령(210억원)이 타라인 성장 및 수익성에 기여할 것으로 추정된다.

Xcopri는 견조한 성장세를 이어가는 중이다. Xcopri의 매출액은 일회성 요인으로 다소 주춤했던 3분기를 지나 성장률을 다시 회복하며 4분기 1,281억원(YoY+64.9%, QoQ+13.1%)을 기록할 전망이다. 4분기동안 이어진 높은 환율은 미국에서 인식하는 매출에 우호적이나, 현지 인력 및 연구개발비 등 주요 판관비 역시 달러로 인식하는 만큼 큰 영향을 기대하기는 어렵다. 4분기에 집중된 일부 판관비 및 환율의 영향을 고려하여 판관비 상승(YoY+24.1%)이 예상되나, 이익에 직접 기여하는 마일스톤 효과 및 엑스코프리 고성장으로 수익성은 개선(QoQ+4.2%p)될 전망이다.

25년 Outlook 및 주목할 포인트: Xcopri 성장 지속, 2nd product

동사의 투자포인트는 미국 Xcopri의 높은 성장 및 직판 체제에서 기인하는 영업 레버리지 효과이다. 25년은 견조한 Xcopri의 타라인 성장 속 효율적인 비용 통제를 통해 높은 수익성 확인이 가능한 시점이 될 전망이다. 판관비의 상승 요인은 연내 TV광고 개시 및 연구개발비 정도로, 모두 타라인의 상승에 기여할 수 있는 비용으로 판단된다. 진행 중인 PGTC 적응증 확장을 위한 임상3상은 연내 타라인 결과 공개가 예상되며, NDA 제출 및 26년 승인에 따라 처방 확대를 기대할 수 있다.

동사의 25년 매출은 6,846억원 (YoY+25.8%), 영업이익 1,740억원 (YoY+104.9%)으로 추정하며 연간 흑자 전환에 성공한 작년을 기점으로 올해는 큰 폭의 영업이익 성장을 확인하는 시기가 될 전망이다. 항상 미래의 성장을 선반영해왔던 동사의 멀티플 (FTM EV/EBITDA)은 올해 큰 폭의 이익 성장 전망치와 함께 하향으로 정상화되며 현재 약 40.7x를 형성하고 있다. 시장이 기대하는 성장에 영향을 미칠 수 있는 요소는 1)2nd product의 도입 및 2)브랜드 의약품 특허 만료 및 경쟁 신약 진입에 따른 뇌전증 시장 지형도 변화 등이다. 동사는 2nd product의 도입을 위한 협상을 작년부터 지속중이며 연내 자세한 도입 소식 및 자금조달 방안을 확인할 수 있을 전망이다.

경쟁약품(Azeltukalner)의 시장 진입은 27년으로 예상, 2H25 임상3상 타라인 결과 공개를 앞두고 있다. 뇌전증 시장(당사 JPMHC25 Recap 자료 참고) 및 각 약물의 특성을 고려했을 때 하반기 공개될 임상3상의 결과가 Xcopri의 매출 추정치 및 동사의 투자포인트에 미치는 영향은 제한적일 전망이다.

투자의견 Buy, 목표주가 150,000원 유지

동사의 중장기적인 투자 포인트에 변한 점은 없다. 투자의견 Buy, 목표주가 150,000원을 유지한다.

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	150,000원(유지)
증가(2025.01.22)	108,800원
상승여력	37.9%

Stock Indicator

자본금	39십억원
발행주식수	7,831만주
시가총액	8,520십억원
외국인지분율	11.4%
52주 주가	75,700~125,900원
60일평균거래량	272,967주
60일평균거래대금	29.6십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	6.6	-11.5	27.5	18.4
상대수익률	0.6	-10.6	35.4	15.0

Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	355	544	685	918
영업이익(십억원)	-38	85	174	360
순이익(십억원)	-33	59	133	276
EPS(원)	-420	750	1,702	3,528
BPS(원)	3,622	4,379	6,089	9,624
PER(배)		145.1	63.9	30.8
PBR(배)	27.7	24.8	17.9	11.3
ROE(%)	-11.0	18.7	32.5	44.9
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	-	82.7	43.7	21.7

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[제약/바이오]

장민환

2122-9208 minhwan.jang@imfnsec.com

표1. SK바이오팜 valuation table

항목	단위	비고
① 별도 SK바이오팜 가치	11,534	십억원
'27년 추정 EBITDA	392.6	십억원 SK바이오팜 추정 27 EBITDA, 3년 할인
할인율	8.5	% CoD 3.7%, CoE 8.6%, 시장 위험 프리미엄 4.7%, beta 1.06 적용
타겟 EV/EBITDA 멀티플	29.4	미국 직판 Peer(셀트리온, 녹십자)의 6M 평균 EV/EBITDA 50% 할증
② 순차입금	-106.2	십억원 4Q25 추정치
③ 기업가치 (=①+②-③)	11,641	십억원
④ 주식수	78,313	천주
⑤ 목표주가 (=④÷⑤)	150,000	원 148,640 원

자료: iM증권 리서치본부

표2. SK바이오팜 분기별 요약손익계산서(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2024	2025E
매출액	60.8	77.0	90.3	126.8	114.0	134.0	136.6	159.5	544.0	684.6
YoY	47.7%	44.1%	1.7%	101.9%	87.5%	74.0%	51.2%	25.8%	53.3%	25.8%
제품	54.0	68.5	76.9	83.0	99.1	110.3	126.4	128.2	464.0	619.4
XCOPRI	53.9	63.4	75.7	77.7	90.9	105.2	113.3	128.1	437.5	598.4
DP/API	0.1	5.1	1.2	5.3	8.2	5.1	13.1	0.1	26.4	21.0
용역	6.8	8.5	13.5	43.8	14.9	23.7	10.2	31.3	80.1	65.3
매출총이익	56.9	67.6	83.5	112.8	102.0	125.3	120.1	150.8	498.2	635.6
YoY	61.8%	48.7%	10.5%	116.1%	79.5%	85.2%	43.7%	33.7%	55.3%	27.6%
GPM	93.5%	87.8%	92.5%	89.0%	89.5%	93.5%	87.9%	94.6%	91.6%	92.8%
영업이익	-22.7	-18.9	-10.7	14.8	10.3	26.1	19.3	29.2	84.9	174.0
YoY	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	97.8%	흑전	104.9%
OPM	적자	적자	적자	11.7%	9.0%	19.4%	14.2%	18.3%	15.6%	25.4%

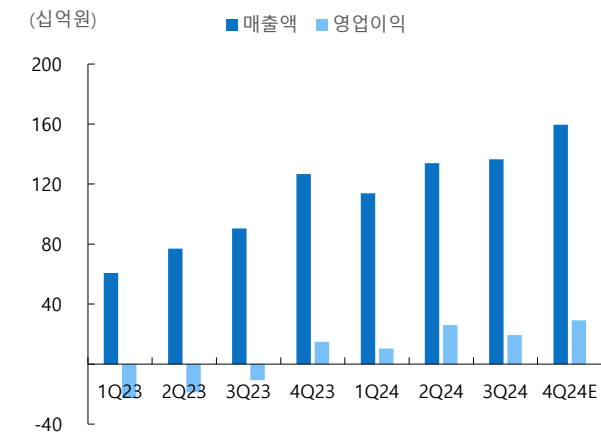
자료: iM증권 리서치본부

표3. SK바이오팜 추정치 변경(십억원)

구분	수정전		수정후		변동		비고
실적 추정	4Q24	2025E	4Q24	2025E	4Q24	2025E	
매출액	139.1	679.4	159.5	684.6	15%	1%	4분기 마일스톤 반영
영업이익	26.9	178.6	29.2	174.0	9%	-3%	4분기 마일스톤/판관비 반영

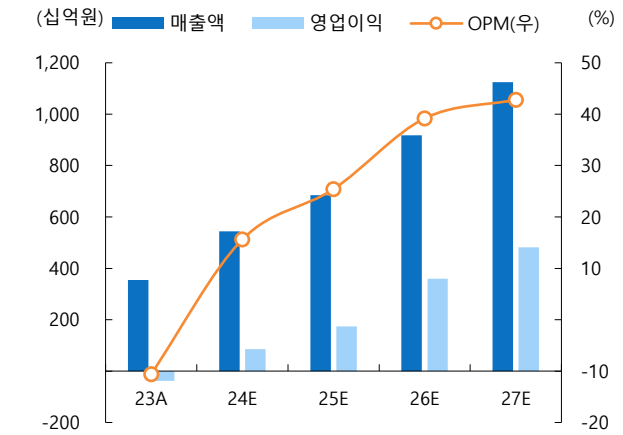
자료: iM증권 리서치본부

그림1. SK바이오팜 분기 실적 추이 및 전망(1Q23-4Q24E)



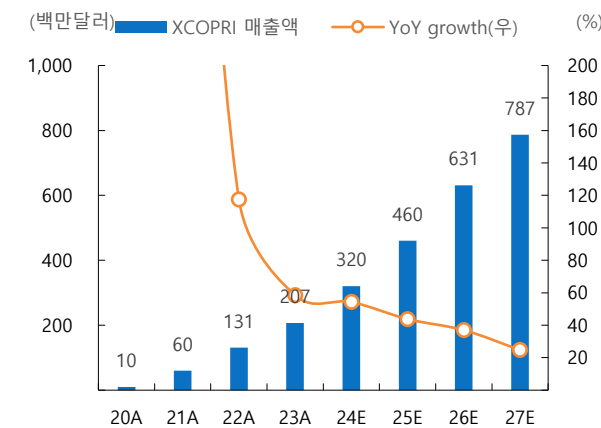
자료: SK바이오팜, iM증권 리서치본부

그림2. SK바이오팜 연간 실적 추이 및 전망(23-27E)



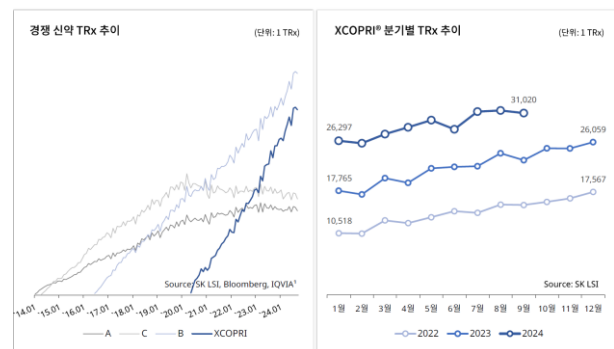
자료: SK바이오팜, iM증권 리서치본부

그림3. XCOPRI 연간 매출 전망(20A-27E)



자료: SK바이오팜, iM증권 리서치본부

그림4. XCOPRI 미국 처방 수 추이(TRx)



자료: SK바이오팜, iM증권 리서치본부

그림5. 주요 뇌전증 브랜드 의약품의 경쟁력 비교

구분		Vimpat	Aptiom	Fycompa	Briviact	Xcopri	XEN1101
기전	MoA	NaV channel blocker	NaV channel blocker	AMPA receptor blocker	SV2A ligand	NaV channel blocker/ GABA agonist	Kv7 potassium channel opener
1차	발작 감소율	200 mg 15% 400 mg 18% 600 mg 21%	800 mg 20% 1200 mg 24%	4 mg 12% 8 mg 18% 12 mg 16%	50 mg 20% 100 mg 24% 200 mg 24%	200 mg 31% 400 mg 31%	10 mg 15% 20 mg 28% 25 mg 34%
	RR50	200 mg 12% 400 mg 17% 600 mg 17%	800 mg 14% 1200 mg 22%	4 mg 9% 8 mg 16% 12 mg 16%	50 mg 14% 100 mg 9% 200 mg 18%	200 mg 31% 400 mg 39%	10 mg 13.4% 20 mg 28.2% 25 mg 39.6%
	발작 소실	200 mg 2% 400 mg 2% 600 mg 4%	800 mg 2% 1200 mg 6%	4 mg 3.4% 8 mg 2.5% 12 mg 3.1%	50 mg 2.0% 100 mg 4.6% 200 mg 3.5%	발작소실 환자 비율* 200 mg 10% 400 mg 20%	발작소실 환자 비율** 10 mg 0.4% 20 mg 6.0% 25 mg 4.5%
2차	주요 부작용	어지러움, 구역/구토	어지러움, 구역/구토, 운동실조 복시, 두통, 눈떨림 등	졸림, 어지러움, 정신장애 부작용으로 black box warning	졸림, 어지러움, 피로, 균형 소실	졸림, 어지러움, 복시, 눈떨림	어지러움, 졸림, 피로, 두통
	중단율	200 mg 3% 400 mg 12% 600 mg 24%	800 mg 7% 1200 mg 18%	4 mg 0.3% 8 mg 2.8% 12 mg 12.3%	50 mg 1.0% 100 mg 4.0% 200 mg 3.0%	100 mg 7% 200mg 5% 400mg 17%	10 mg 2.2% 20 mg 13.7% 25 mg 15.8%
3차 특이사항	특허 만료	2022년	2025년	2025년	2026년	2032년	2028년 + alpha
	AED와 DDI	없음	Cabamazepine, Phenytoin 등	Cabamazepine, Oxcarbazepine, Phenytoin 등	Cabamazepine Levetiracetam, Phenytoin 등	Cabamazepine, Lamotrigine, Phenytoin 등	Not Determined
	투약 횟수	1일 2회	1일 1회	1일 1회	1일 2회	1일 1회	1일 1회
	Titration	약 4주 초기용량) 50 mg bid 매주 100 mg 증량 유지 용량) 100-200 mg bid	2주-4주 초기용량) 400 mg qd 매주 400-600 mg 증량 유지 용량) 800-1600 mg qd	4주-6주 초기용량) 2 mg qd 취침전 매주 2 mg 씩 증량 유지 용량) 8-12 mg qd	No titration 초기용량) 50 mg bid 유지 용량) 50-100 mg bid	약 12주 초기용량) 12.5 mg qd 25/50/100/150/200 mg 으로 격주 증량 유지 용량) 200 mg qd	No titration

자료: 각 사, iM증권 리서치본부

주) XEN1101은 임상2b상 결과 기재. 효능은 모두 위약 보정 결과값 기재. qd: 1일 1회, bid: 1일 2회, AED: Anti-Epileptic Drug, DDI: Drug-Drug Interaction, RR50: 50% 반응률

주) XEN1101는 물질특허 US8,293,911 기준. 승인 후 PTE(patent term extension)에 의해 특허연장 최대 5년 가능

*임상2상 12주 유지요법, **임상2b상 20 mg Open Label Extension 결과

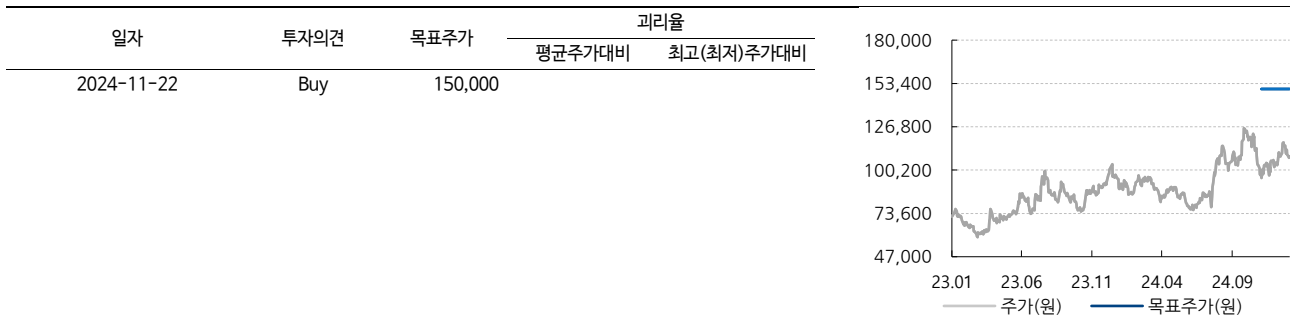
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원, %)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	489	575	747	1,075	매출액	355	544	685	918
현금 및 현금성자산	240	204	280	455	증가율(%)	44.2	53.3	25.8	34.0
단기금융자산	1	0	0	-	매출원가	34	46	49	60
매출채권	119	179	224	299	매출총이익	321	498	636	857
재고자산	103	157	198	265	판매비와관리비	358	413	462	498
비유동자산	234	234	234	240	연구개발비	137	137	137	137
유형자산	48	38	31	25	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	27	36	43	53	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	723	809	981	1,315	영업이익	-38	85	174	360
유동부채	242	264	292	328	증가율(%)	적지	흑전	104.9	106.7
매입채무	2	4	5	6	영업이익률(%)	-10.6	15.6	25.4	39.2
단기차입금	50	50	50	50	이자수익	9	8	11	18
유동성장기부채	7	7	7	7	이자비용	8	8	8	8
비유동부채	161	161	161	161	지분법이익(손실)	1	1	1	1
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	-7	-7	-7	-7
장기차입금	94	94	94	94	세전계속사업이익	-44	79	179	372
부채총계	402	424	452	489	법인세비용	-8	16	36	74
지배주주지분	284	343	477	754	세전계속이익률(%)	-12.4	14.5	26.2	40.5
자본금	39	39	39	39	당기순이익	-35	63	143	297
자본잉여금	1,085	1,085	1,085	1,085	순이익률(%)	-10.0	11.6	21.0	32.4
이익잉여금	-862	-803	-670	-393	지배주주귀속 순이익	-33	59	133	276
기타자본항목	21	22	22	23	기타포괄이익	1	1	1	1
비지배주주지분	37	42	52	73	총포괄이익	-35	64	144	298
자본총계	321	385	529	826	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	-94	-28	86	190	주당지표(원)				
당기순이익	-35	63	143	297	EPS	-420	750	1,702	3,528
유형자산감가상각비	9	11	9	7	BPS	3,622	4,379	6,089	9,624
무형자산상각비	6	7	9	12	CFPS	-224	973	1,932	3,766
지분법관련손실(이익)	1	1	1	1	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	225	17	15	9	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-2	-1	-1	-2	PER		145.1	63.9	30.8
무형자산의 처분(취득)	-1	-16	-16	-21	PBR	27.7	24.8	17.9	11.3
금융상품의 증감	-16	-12	-12	-12	PCR	-447.6	111.8	56.3	28.9
재무활동 현금흐름	7	7	7	7	EV/EBITDA	-	82.7	43.7	21.7
단기금융부채의증감	-	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	-	-	ROE	-11.0	18.7	32.5	44.9
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	-6.3	18.8	28.0	41.2
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	125.3	110.3	85.6	59.1
현금및현금성자산의증감	136	-36	76	174	순부채비율	-27.9	-13.6	-24.4	-36.7
기초현금및현금성자산	104	240	204	280	매출채권회전율(x)	3.8	3.6	3.4	3.5
기말현금및현금성자산	240	204	280	455	재고자산회전율(x)	3.7	4.2	3.9	4.0

자료 : SK바이오팜, iM증권 리서치본부

SK바이오팜 투자 의견 및 목표주가 변동 추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자 의견]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자 의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral(중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상	· Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2024-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.4%	6.9%	0.7%