

2024. 10. 15



▲ 제약/바이오

Analyst 김준영

02. 6454-4877

junyoung.kim@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)**적정주가 (12개월)** 130,000 원**현재주가 (10.14)** 119,200 원**상승여력** 9.1%

KOSPI 2,623.29pt

시가총액 93,349억원

발행주식수 7,831만주

유동주식비율 33.98%

외국인비중 12.11%

52주 최고/최저가 119,200원/74,800원

평균거래대금 353.8억원

주요주주(%)

SK 외 6 인 64.04

국민연금공단 6.02

주가상승률(%)

1개월 14.3 6개월 37.5 12개월 47.2

절대주가 12.2 40.6 37.8

주가그래프**SK바이오팜** 326030**3Q24E Preview: 순조로운 엑스코프리 성장세**

- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 13만원으로 상향
- ✓ 3Q24E 연결 기준 매출액 1,343억원(YoY +48.6%, QoQ +0.2%), 영업이익 202억원(흑자전환, QoQ -22.6%)으로 컨센서스 부합할 전망
- ✓ 낮은 원가율 바탕으로 한 레버리지 효과는 이제 시작
- ✓ 엑스코프리 의존도를 낮춰줄 2nd Product 도입은 25년도 예상

3Q24 Preview

SK바이오팜 3Q24E 연결 기준 매출액 1,343억원(YoY +48.6%, QoQ +0.2%), 영업이익 202억원(흑자전환, QoQ -22.6%)으로 컨센서스 부합할 전망이다. 엑스코프리 매출 고성장과 우호적인 달러 환율(3Q24 평균 1,359원)을 바탕으로 3분기 엑스코프리 매출액은 1,187억원(YoY +51.1%)을 예상한다.

단기적으로 2nd Product 도입 필요

현재 엑스코프리가 성장세를 잘 유지하고 있으며 낮은 원가율을 바탕으로 레버리지 효과를 극대화하고 있는 상황이나 2H24 기준 매출액의 79.1% 비중을 차지하는 엑스코프리에 대한 의존도가 높은 단점도 존재한다. 제품 포트폴리오를 다양화하여 의존도를 낮출 필요가 있으며 이를 위해서는 엑스코프리 영업망과 시너지를 낼 수 있는 2nd Product의 도입이 필요하다. 기존 예상했던 24년 하반기에서 타임라인이 늦춰지며 25년에는 2nd Product를 확인할 수 있을 것이라 전망한다.

투자의견 Buy, 적정주가 13만원으로 상향

투자의견 Buy 유지하며 적정주가를 13만원으로 상향한다. 엑스코프리의 매출 성장세를 고려하여 DCF valuation에 반영하였다. 부분 발작(PGTC) 및 2-17세 환자 대상 임상 3상 결과는 늦어도 25년에는 확인할 것으로 전망하며 환자군 확보를 통해 성장세 이어갈 것이라 예상한다. 8월 공개되었던 RPT(방사성의약품), 연내 공개 예정인 TPD(표적단백질분해제) 파이프라인은 아직 전임상 단계이기에 단기간내 임상 모멘텀 혹은 신약 가치 반영은 쉽지 않은 상황이다. 2nd Product 도입을 기대하자.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	246.2	-131.1	-139.4	-1,780	적전	4,042	-40.5	17.8	-46.5	-36.7	109.8
2023	354.9	-37.5	-32.9	-420	적지	3,623	-239.1	27.7	-352.9	-11.0	125.3
2024E	534.3	91.5	88.0	1,124	흑전	4,920	106.1	24.2	85.5	26.3	103.7
2025E	681.7	193.4	170.1	2,171	97.1	7,091	54.9	16.8	43.8	36.2	76.5
2026E	912.0	361.7	321.8	4,109	89.2	11,200	29.0	10.6	23.6	44.9	51.2

표1 SK바이오팜 2Q24 Preview

(십억원)	3Q24E	3Q23	(% YoY)	2Q24	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	134.3	90.3	48.6	134.0	0.2	131.9	1.8
영업이익	20.2	(10.7)	흑전	26.1	(22.6)	19.6	2.8
OPM (%)	15.0	(11.9)	흑전	19.4	(22.8)	14.9	1.0
당기순이익	14.6	(18.4)	흑전	24.6	(40.7)	14.4	1.1

자료: SK바이오팜, 메리츠증권 리서치센터

표2 SK바이오팜 분기 및 연간 실적 추정

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출액	60.8	77.0	90.3	126.8	114.0	134.0	134.3	152.2	246.2	354.9	534.4	681.8
% YoY	87.6	57.1	43.2	5.4	29.0	15.2	34.5	20.6	(41.2)	44.2	50.6	27.6
Xcopri(US)	53.9	63.4	75.7	77.7	90.9	105.2	118.7	120.1	169.2	270.7	434.8	611.8
DP/API	0.2	5.0	1.2	5.3	8.2	5.1	3.6	5.1	23.8	11.7	22.0	25.0
용역수익	6.8	8.5	13.4	43.8	14.9	23.7	12.0	27.0	53.3	72.5	77.6	45.0
매출총이익	56.9	67.6	83.5	112.8	102.0	125.3	124.4	139.1	208.4	320.8	490.7	633.0
% YoY	61.8	48.7	10.5	116.1	79.4	85.2	48.9	23.3	(47.4)	53.9	53.0	29.0
GPM (%)	93.5	87.8	92.5	89.0	89.5	93.5	92.6	91.4	84.7	90.4	91.8	92.8
영업이익	(22.7)	(18.9)	(10.7)	14.8	10.3	26.0	20.2	33.8	(131.1)	(37.5)	90.3	189.1
% YoY	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	128.5	적전	적지	흑전	109.5
OPM (%)	-	-	-	11.7	9.0	19.4	15.0	22.2	-	-	16.9	27.7
당기순이익	(2.4)	(23.3)	(18.4)	8.8	9.7	24.6	14.6	25.4	(139.4)	(35.4)	74.2	144.8
% YoY	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	190.0	적전	적지	흑전	95.2
NPM (%)	-	-	-	6.9	8.5	18.3	10.8	16.7	-	-	13.9	21.2

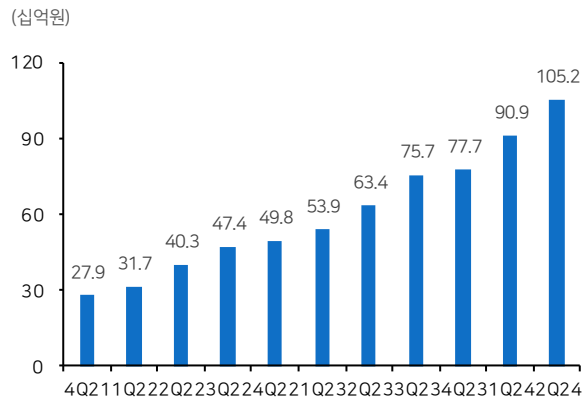
자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 SK바이오팜 적정주가 산출

(십억원)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
제품 매출	193.0	282.4	456.7	636.7	871.5	1,075.4	1,281.9	1,488.3	1,692.2	1,866.5	1,993.4
용역 매출	53.3	72.5	77.6	45.0	40.5	38.5	36.6	34.7	33.0	31.3	29.8
SK바이오팜 매출	246.3	354.9	534.3	681.7	912.0	1,113.9	1,318.5	1,523.0	1,725.2	1,897.8	2,023.2
매출총이익	208.4	320.8	490.7	613.6	820.8	1,002.5	1,186.6	1,370.7	1,552.7	1,708.0	1,820.9
EBIT	(131.1)	(37.5)	91.5	193.4	361.7	465.3	603.8	738.3	869.7	970.4	1,024.2
- EBIT에 대한 세금	(2.8)	(7.3)	(0.6)	29.0	65.1	93.1	120.8	147.7	173.9	194.1	204.8
- CAPEX	4.9	2.4	2.9	5.1	5.2	5.4	5.6	5.9	6.2	6.5	6.9
- 순운전자본 증가(감소)	57.4	66.2	35.8	27.4	53.5	55.4	57.3	59.3	61.4	63.5	65.8
+ 감가상각비	7.9	9.5	11.1	10.0	9.0	7.6	6.8	7.5	7.4	7.2	7.1
+ 무형자산 상각비	5.1	5.9	5.4	3.9	3.1	2.9	2.5	2.4	2.3	2.3	2.2
FCFF	(177.6)	(83.6)	69.9	145.8	250.0	322.0	429.4	535.3	637.8	715.8	756.0
PV of FCFF			69.9	134.2	211.9	251.4	308.7	354.4	388.8	401.8	390.7
영구 성장률	3.0%										
WACC	8.6%										
NPV of FCFF	2,512										
Terminal value	13,905										
PV of Terminal value	7,187										
영업 가치	9,699										
순차입금	-128.5	2024년 말 기준									
기업 가치	9,827										
주식 수	78,313 천주	유통주식수 기준									
적정 주가	130,000										

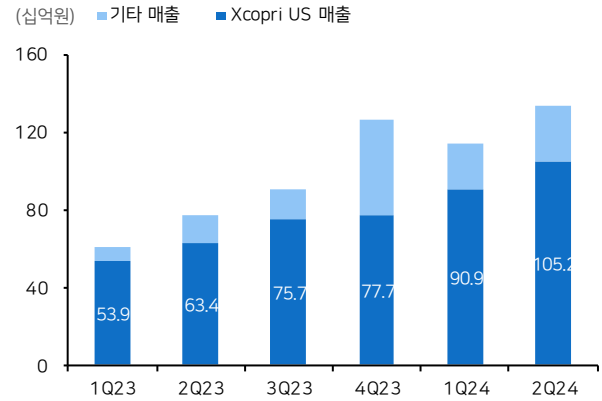
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 엑스코프리 US 분기별 매출 추이



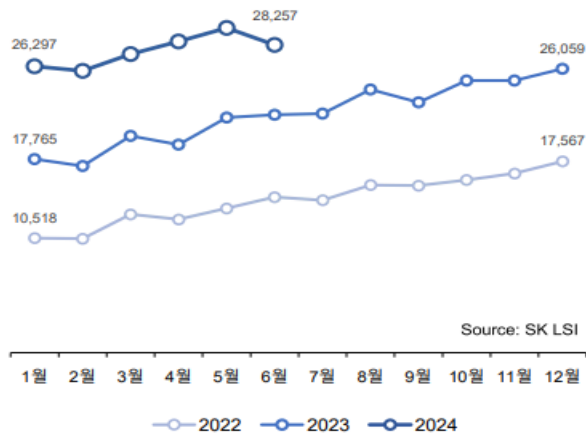
자료: SK바이오팜, 메리츠증권 리서치센터

그림2 엑스코프리 US 매출 및 총 매출 추이



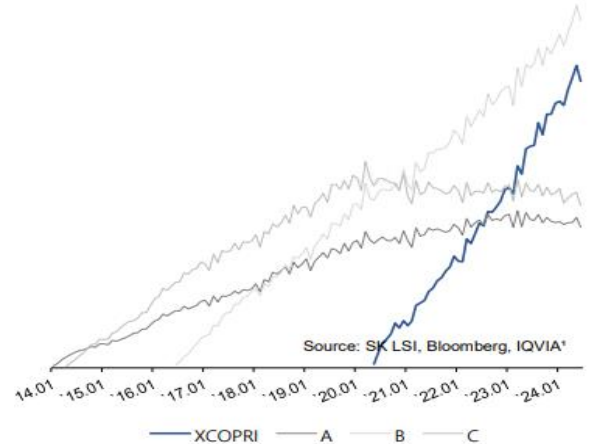
자료: SK바이오팜, 메리츠증권 리서치센터

그림3 엑스코프리 분기별 TRx 추이



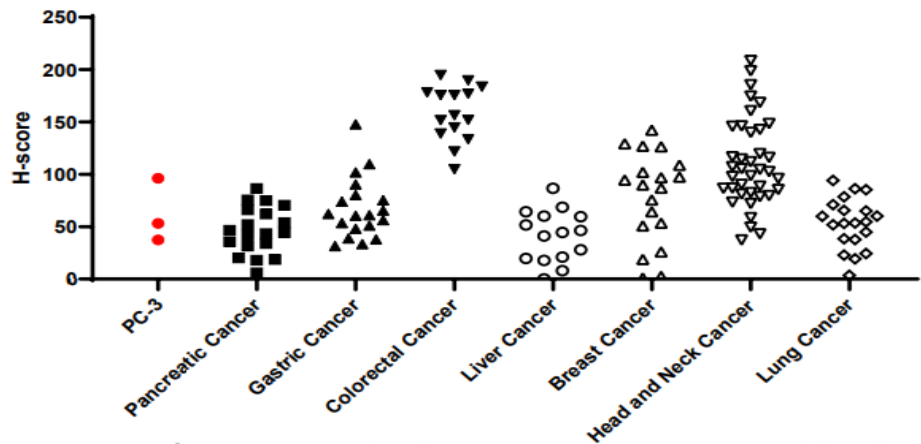
자료: SK바이오팜, 메리츠증권 리서치센터

그림4 경쟁 신약 TRx 추이



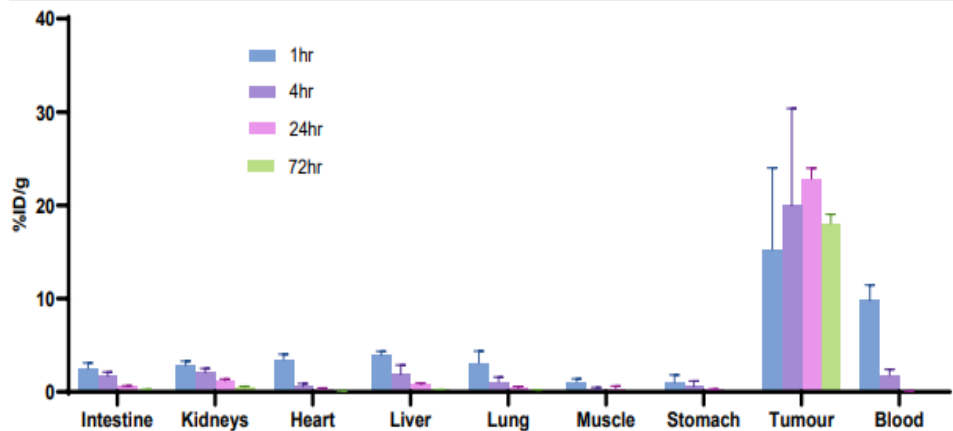
자료: SK바이오팜, 메리츠증권 리서치센터

그림5 다양한 암에서 분포하는 NTSR1



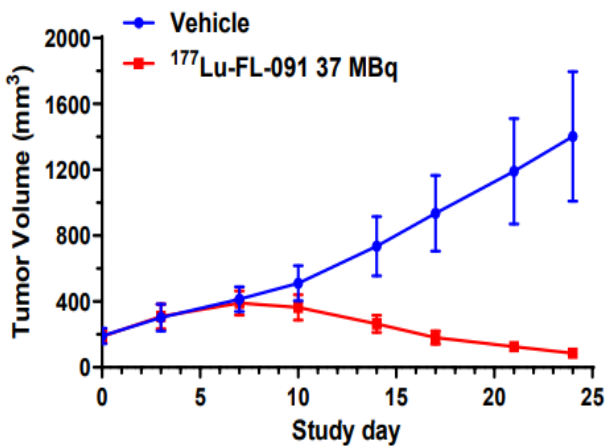
자료: Full-life technologies, 메리츠증권 리서치센터

그림6 FL-091 투여 후 72시간동안의 신체 내 분포



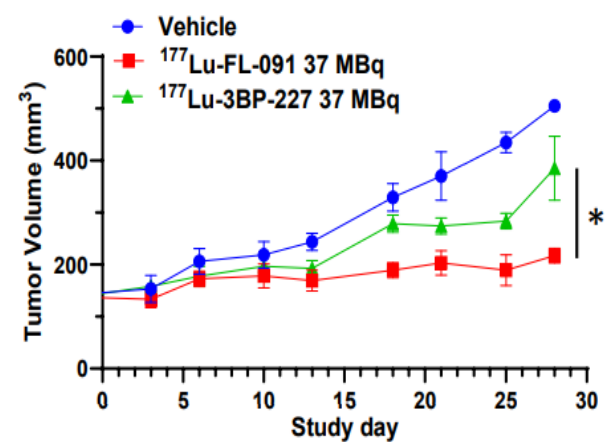
자료: Full-life technologies, 메리츠증권 리서치센터

그림7 전임상에서의 종양 감소 효과



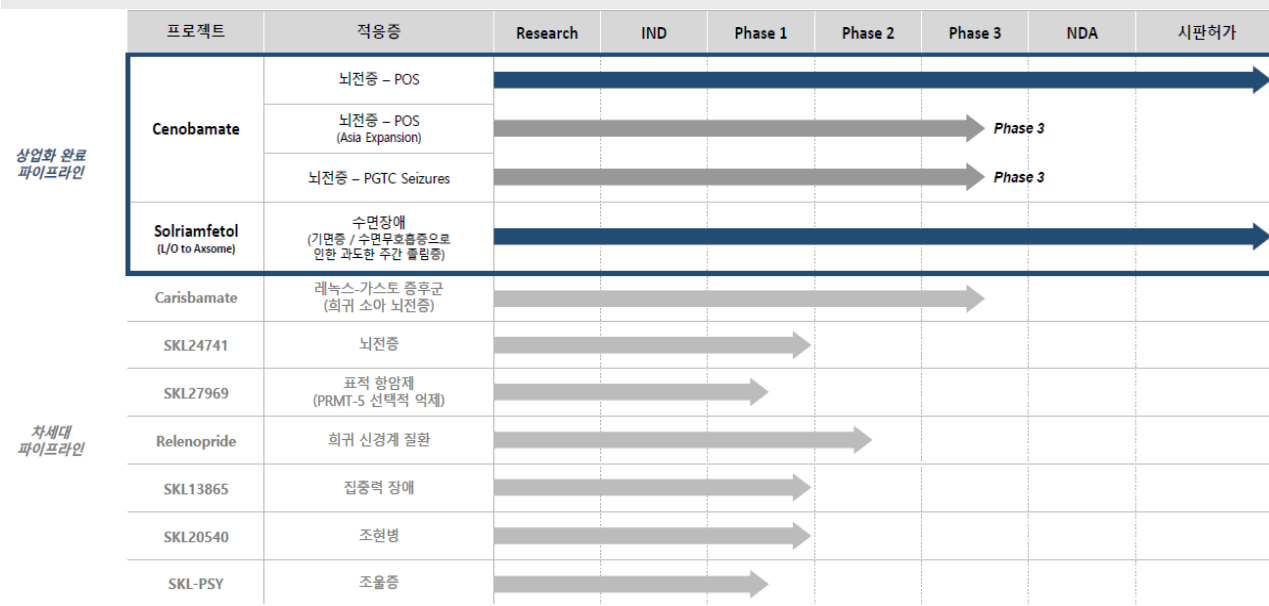
자료: Full-life technologies, 메리츠증권 리서치센터

그림8 전임상에서의 종양 감소 효과



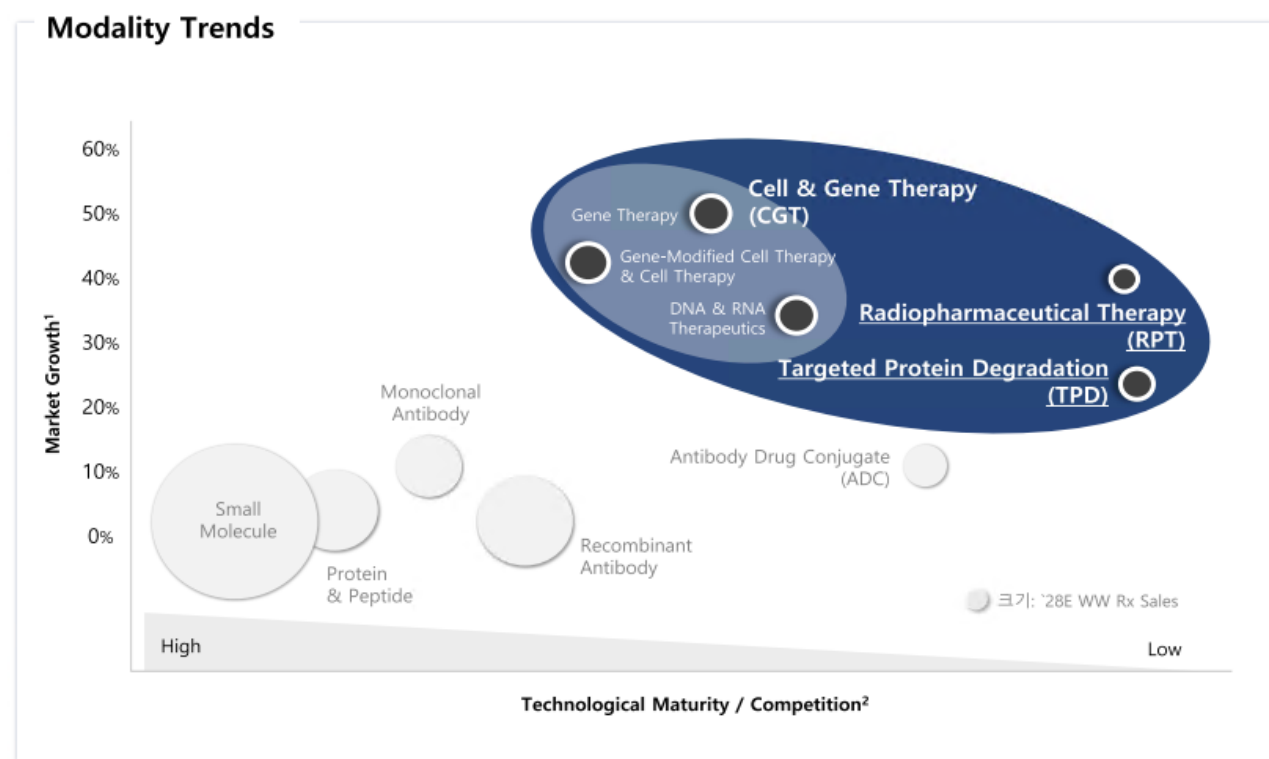
자료: Full-life technologies, 메리츠증권 리서치센터

그림9 SK바이오팜 파이프라인



자료: SK바이오팜, 메리츠증권 리서치센터

그림10 의약품 모달리티 트렌드



자료: SK바이오팜, 메리츠증권 리서치센터

SK 바이오팜 (326030)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	246.2	354.9	534.3	681.7	912.0
매출액증가율(%)	-41.2	44.2	50.6	27.6	33.8
매출원가	37.8	34.1	43.7	48.8	62.0
매출총이익	208.4	320.8	490.7	632.9	850.0
판매관리비	339.5	358.3	399.2	439.5	488.2
영업이익	-131.1	-37.5	91.5	193.4	361.7
영업이익률(%)	-53.2	-10.6	17.1	28.4	39.7
금융손익	-0.5	0.1	8.3	7.9	7.8
종속/관계기업손익	-10.4	0.6	-24.6	-25.4	-25.6
기타영업외손익	-0.4	-7.0	-0.4	-1.2	-1.4
세전계속사업이익	-142.5	-43.9	74.8	174.6	342.5
법인세비용	-3.0	-8.5	-0.5	26.2	61.7
당기순이익	-139.4	-35.4	75.3	148.4	280.9
지배주주지분 순이익	-139.4	-32.9	88.0	170.1	321.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	-159.9	-94.2	74.2	144.5	251.1
당기순이익(손실)	-139.4	-35.4	75.3	148.4	280.9
유형자산상각비	7.9	9.5	11.1	10.0	9.0
무형자산상각비	5.1	5.9	5.4	3.9	3.1
운전자본의 증감	-65.7	-75.6	-26.6	-17.9	-41.9
투자활동 현금흐름	-95.7	225.3	-6.4	-14.4	-15.5
유형자산의증가(CAPEX)	-4.9	-2.4	-2.9	-5.1	-5.2
투자자산의감소(증가)	-7.3	-15.7	-15.2	-9.3	-10.3
재무활동 현금흐름	134.9	6.6	8.8	-25.2	-28.8
차입금의 증감	140.2	22.2	15.6	-25.2	-28.8
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-121.9	135.6	79.0	104.9	206.8
기초현금	225.9	104.1	239.7	318.7	423.6
기말현금	104.1	239.7	318.7	423.6	630.4

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	487.9	488.7	605.0	754.2	1,033.9
현금및현금성자산	104.1	239.7	318.7	423.6	630.4
매출채권	63.5	111.0	133.3	160.7	214.9
재고자산	90.9	102.5	112.8	124.1	136.5
비유동자산	176.3	234.5	235.5	235.9	239.4
유형자산	20.4	47.8	42.2	37.3	33.6
무형자산	17.2	27.0	22.3	18.4	15.3
투자자산	100.0	104.2	108.3	117.6	127.9
자산총계	664.2	723.2	840.5	990.1	1,273.2
유동부채	163.1	241.6	335.5	335.4	335.0
매입채무	23.1	2.4	2.8	3.4	4.1
단기차입금	0.0	50.0	41.4	24.2	3.4
유동성장기부채	5.6	7.1	100.6	92.6	84.6
비유동부채	184.6	160.6	92.4	93.7	96.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	143.7	94.5	25.0	25.0	25.0
부채총계	347.7	402.2	427.9	429.1	431.4
자본금	39.2	39.2	39.2	39.2	39.2
자본잉여금	1,084.9	1,084.9	1,084.9	1,084.9	1,084.9
기타포괄이익누계액	12.4	13.5	27.2	27.2	27.2
이익잉여금	-827.6	-861.6	-773.7	-603.6	-281.8
비지배주주지분	0.0	37.3	27.3	5.7	-35.2
자본총계	316.6	321.0	412.6	561.0	841.9

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	3,144	4,532	6,823	8,705	11,646
EPS(지배주주)	-1,780	-420	1,124	2,171	4,109
CFPS	-1,157	-184	1,388	2,354	4,380
EBITDAPS	-1,508	-284	1,379	2,647	4,773
BPS	4,042	3,623	4,920	7,091	11,200
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-40.5	-239.1	106.1	54.9	29.0
PCR	-62.3	-545.4	85.9	50.6	27.2
PSR	22.9	22.2	17.5	13.7	10.2
PBR	17.8	27.7	24.2	16.8	10.6
EBITDA(십억원)	-118.1	-22.2	108.0	207.3	373.8
EV/EBITDA	-46.5	-352.9	85.5	43.8	23.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-36.7	-11.0	26.3	36.2	44.9
EBITDA 이익률	-48.0	-6.3	20.2	30.4	41.0
부채비율	109.8	125.3	103.7	76.5	51.2
금융비용부담률	1.5	2.3	2.1	1.6	1.0
이자보상배율(x)	-35.3	-4.5	8.1	18.1	39.7
매출채권회전율(x)	4.1	4.1	4.4	4.6	4.9
재고자산회전율(x)	3.4	3.7	5.0	5.8	7.0

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.0%
중립	14.0%
매도	0.0%

2024년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

SK 바이오팜 (326030) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

