

SK바이오팜 326030

4Q24 Re: '25년은 영업 레버리지 극대화의 해

4Q24 Review: 2025년은 영업 레버리지 극대화의 해

SK바이오팜의 4Q24 매출액 및 영업이익은 각각 약 1,630억원(+28.5% YoY), 약 407억원(+166.9% YoY, OPM 25.0%)를 달성하여 컨센서스 매출액 1,537억원 및 영업이익 303억원 대비 큰 폭 상회하였다. 연간 US 엑스코프리 매출이 약 \$321.6mn(한화 약 4,387억원)으로 가이던스 상단을 초과 달성하였다. 더불어 4분기 중국 파트너사 이그니스의 NDA 제출로 인한 마일스톤 \$15mn(한화 약 209억원)이 용역비에 반영되었으며 지속 가능한 로열티 매출이 연간 약 200억원으로 큰 폭 증가하였다.

2025년은 동사의 영업 레버리지 효과가 극대화되는 해로 광고선전비 확대 및 R&D 비용 투자 증가에도 불구하고 연간 매출액 7,385억원(+34.9% YoY), 영업이익 1,857억원(+92.9% YoY, OPM 25.1%)을 달성할 것으로 예상된다. '25년 US 엑스코프리 매출은 약 6,479억원으로 전년 동기대비 47.7% 증가할 전망이다. 4Q24 반영된 중국 허가 신청 마일스톤 약 209억원은 일회성 매출로 '25년 용역수익은 약 548억원으로 '24년 대비 소폭 감소할 것으로 전망한다.

투자의견 매수, 목표주가 150,000원으로 상향

SK바이오팜에 대하여 투자의견 매수를 유지하며 목표주가를 기존 135,000원에서 150,000원으로 약 11% 상향한다. 이는 고환율 기조가 지속됨에 따라 환수혜 효과를 반영함에 따른다.

동사의 투자 포인트 핵심은 1) 블록버스터 약물이 될 것으로 예상되는 엑스코프리 US 매출 확장과 이에 따른 영업이익의 고성장, 2) 2nd 파이프라인 도입으로 인한 레버리지 효과 극대화, 3) US 엑스코프리 전신발작 및 소아 적응증 확대다. 2025년부터 엑스코프리 영업 레버리지 효과를 직접 체감할 수 있을 것으로 예상되며 2nd 파이프라인 도입은 이르면 올해 상반기 진행될 것으로 기대된다. 기존 보유한 영업망을 적극 활용할 수 있는 파이프라인을 도입할 경우 레버리지 효과가 극대화 될 수 있다. 최근 트럼프 발언으로 인하여 관세에 대한 우려가 있으나 아직 구체화 된 정책이 없는 점 및 동사의 관세 우회 방안이 존재하는 점을 고려하여 해당 우려는 과다하다고 판단한다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	419	246	355	548	738
영업이익	95	-131	-38	96	186
영업이익률(%)	22.7	-53.2	-10.6	17.6	25.1
세전이익	71	-142	-44	77	161
지배주주지분순이익	65	-139	-33	343	222
EPS(원)	828	-1,780	-420	4,381	2,832
증감률(%)	흑전	적전	적지	흑전	-35.4
ROE(%)	15.8	-36.7	-11.0	75.5	30.1
PER(배)	117.4	-40.5	-239.1	29.0	44.8
PBR(배)	17.1	17.8	27.7	15.9	11.7
EV/EBITDA(배)	68.4	-46.5	-351.2	82.4	42.9

자료: SK바이오팜, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

김민정 제약·바이오

02-709-2656

kim.min_jeong@ds-sec.co.kr

강태호 RA

02-709-2666

kth@ds-sec.co.kr

2025.02.07

매수(유지)

목표주가(상향)	150,000원
현재주가(02/06)	127,000원
상승여력	18.1%

Stock Data

KOSPI	2,536.8pt
시가총액(보통주)	9,946십억원
발행주식수	78,313천주
액면가	500원
자본금	39십억원
60일 평균거래량	297천주
60일 평균거래대금	32,239백만원
외국인 지분율	11.4%
52주 최고가	130,000원
52주 최저가	72,600원
주요주주	
SK(외 7인)	64.0%
국민연금공단(외 1인)	6.0%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	15.0	13.1
3M	5.0	6.1
6M	60.6	60.0

주가차트

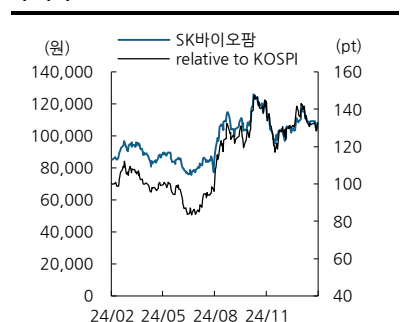


표1 Valuation Table

단위: 십억원, 배, 천주, 원

항목	비고
① 영업가치	11,085.1
'27F. EBITDA	457.3 WACC 10.8%
Target EV/EBITDA	24.2 미국 직판기업 셀트리온 및 녹십자 12mF 평균 EV/EBITDA에 20% 할증
② 순차입금	-471 '25년 말 기준
③ 기업가치 (=①-②)	11,556
④ 주식수	78,313
적정 주가 (=③/④)	147,562 =150,000원

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

표2 4Q24 SK바이오팜 Review

(십억원)	4Q24P	당사추정치	vs. 당사추정	컨센서스	vs. 컨센서스	4Q23	YoY	3Q24	QoQ
매출액	163.0	147.3	10.7%	153.7	6.1%	126.8	28.5%	136.6	19.4%
영업이익	40.7	34.1	19.3%	30.3	34.2%	15.2	166.9%	19.3	110.8%
당기순이익	186.4	31.1	499.4%	22.5	728.4%	7.8	2289.7%	6.3	2858.7%
OPM	25.0%	23.2%		19.7%		12.0%		14.1%	
NPM	114.4%	21.1%		14.6%		6.2%		4.6%	

자료: SK바이오팜, DS투자증권 리서치센터 추정

표3 SK바이오팜 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024P	2025F
매출액	114.0	134.0	136.6	163.0	166.5	178.7	190.3	202.9	354.9	547.6	738.5
YoY(%)	87.6%	74.0%	51.2%	28.5%	46.0%	33.4%	39.4%	24.5%	44.2%	54.3%	34.9%
제품	99.1	110.3	126.4	129.8	151.7	166.2	176.8	188.9	282.3	465.6	683.7
Xcopri US	90.9	105.2	113.3	129.3	142.7	157.4	167.5	180.4	270.7	438.7	647.9
YoY(%)	69.1%	65.7%	49.7%	66.4%	57.0%	49.6%	47.8%	39.5%	60.0%	62.1%	47.7%
API/DP	8.2	5.1	13.1	0.5	6.7	6.4	6.7	5.1	11.7	26.9	24.8
용역	14.9	23.7	10.2	33.2	14.9	12.5	13.5	14.0	72.6	82.0	54.8
매출총이익	102.0	125.3	120.0	157.1	154.4	166.6	177.6	191.0	320.8	504.4	689.5
GPM	89.4%	93.5%	87.9%	96.4%	92.7%	93.2%	93.3%	94.1%	90.4%	92.1%	93.4%
YoY%	79.5%	85.2%	43.7%	39.3%	51.4%	33.0%	47.9%	21.6%	53.9%	57.2%	36.7%
판매비 및 관리비	91.7	99.2	100.7	116.5	115.0	119.8	125.4	143.7	357.9	408.2	503.8
YoY%	15.4%	8.9%	6.9%	13.8%	25.4%	20.7%	24.5%	23.4%	5.4%	14.1%	23.4%
영업이익	10.3	26.0	19.3	40.7	39.4	46.8	52.2	47.4	-37.1	96.2	185.7
YoY%	흑전	흑전	흑전	167%	284%	80%	170%	16%	적지	흑전	92.9%
당기순이익	9.7	24.6	6.3	186.4	30.1	36.6	41.4	37.0	-36.3	227.0	145.1
YoY%	흑전	흑전	흑전	2290%	210%	49%	557%	-80%	적지	흑전	-36.1%

자료: SK바이오팜, DS투자증권 리서치센터 추정

표4 라이선스 인 계약 상세

계약상대방	Full-Life Technologies (홍콩)
계약체결일	2024년 07월 17일
계약의 내용	NTSR-1 target 방사성 치료제로 개발 중인 'FL-091'에 대한 연구, 개발, 생산 및 상업화 권리 (Worldwide)
계약기간	제품 출시 후 10년, 물질특허 만료, 허가독점권 만료 중 가장 나중에 도래하는 시점까지
계약 규모	① 계약금 : 11,781,000,000 원 (USD 8,500,000) ② 마일스톤 기술료 : 개발/허가 및 매출에 따른 단계별 마일스톤 최대 780,318,000,000 원 (USD 563,000,000) ③ 경상기술료(로열티) : 제품 판매 순매출액에 따라 경상기술료 지불
기타	당사는 Full-Life Technologies 가 개발하는 일부 방사성 의약품 후보물질 도입에 대한 우선협상권 보유

자료: dart, DS투자증권 리서치센터

그림1 Full life Technologies 파이프라인

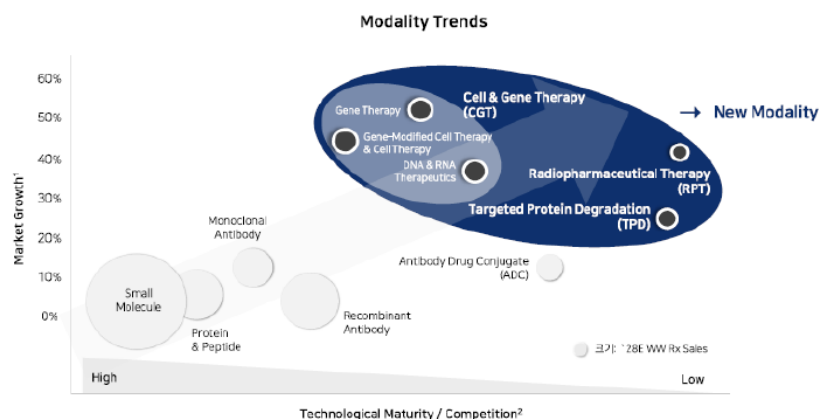


자료: Full life Technologies, DS투자증권 리서치센터

그림2 SK바이오팜 장기성장 로드맵

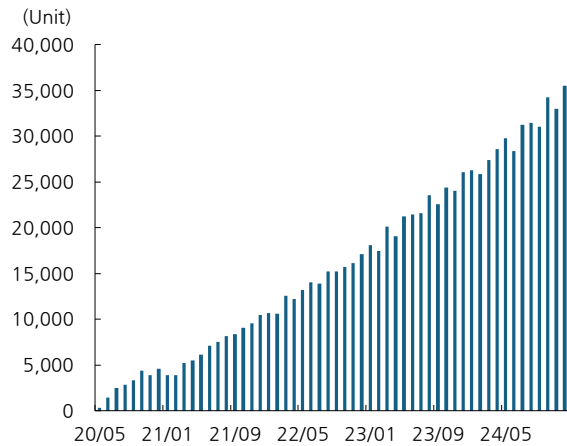
3대 New Modality : RPT, TPD, CGT

- First-Mover(Asia No.1) 입지, 기존 R&D 역량, SK그룹 시너지 고려
- SK그룹 Synergy: RPT(핵심 경쟁력 Actinium-225 확보), TPD(SK Life Science Labs, Inc. 인수), CGT(CGT CDMO: CBM, Ypsosesi)



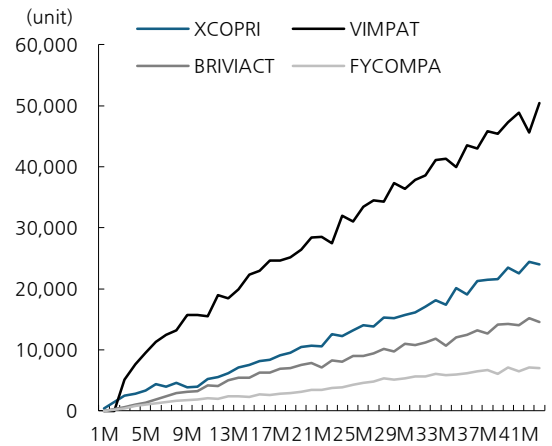
자료: SK바이오팜, DS투자증권 리서치센터

그림3 엑스코프리 TRx 성장 추이



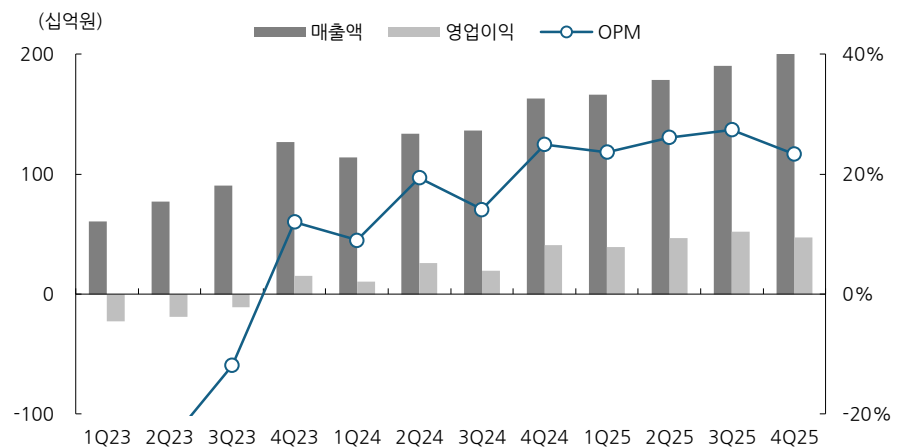
자료: Bloomberg, SK바이오팜, DS투자증권 리서치센터

그림4 뇌전증치료제 출시 후 월간 TRx 추이



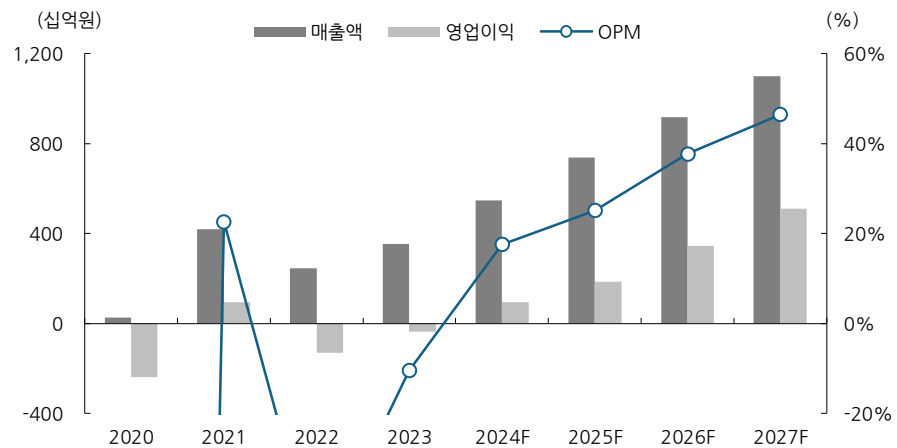
자료: SK바이오팜, DS투자증권 리서치센터 추정

그림5 SK바이오팜 분기별 매출 및 영업이익 추이 및 전망



자료: SK바이오팜, DS투자증권 리서치센터 추정

그림6 SK바이오팜 연간 실적 전망 및 추이



자료: SK바이오팜, DS투자증권 리서치센터 추정

[SK 바이오팜 326030]

재무상태표						손익계산서					
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	471	488	489	848	1,064	매출액	419	246	355	548	738
현금 및 현금성자산	226	104	240	506	645	매출원가	22	38	34	43	49
매출채권 및 기타채권	57	66	114	164	205	매출총이익	396	208	321	504	689
재고자산	52	91	103	144	179	판매비 및 관리비	301	339	358	408	504
기타	136	226	33	34	35	영업이익	95	-131	-38	96	186
비유동자산	172	176	234	233	265	(EBITDA)	107	-118	-22	117	221
관계기업투자등	94	91	93	81	85	금융손익	13	12	2	4	0
유형자산	23	20	48	40	39	이자비용	1	4	8	8	0
무형자산	19	17	27	42	70	관계기업등 투자손익	-35	-10	1	-24	-25
자산총계	644	664	723	1,081	1,330	기타영업외손익	-3	-13	-9	1	0
유동부채	148	163	242	356	382	세전계속사업이익	71	-142	-44	77	161
매입채무 및 기타채무	85	80	76	84	105	계속사업법인세비용	6	-3	-8	-154	16
단기금융부채	5	6	57	152	152	계속사업이익	65	-139	-35	232	145
기타유동부채	58	77	109	120	125	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	51	185	161	71	72	당기순이익	65	-139	-35	232	145
장기금융부채	10	150	121	24	24	지배주주	65	-139	-33	343	222
기타비유동부채	41	34	40	46	48	총포괄이익	72	-129	-35	232	145
부채총계	199	348	402	427	454	매출총이익률 (%)	94.7	84.7	90.4	92.1	93.4
지배주주지분	444	317	284	626	847	영업이익률 (%)	22.7	-53.2	-10.6	17.6	25.1
자본금	39	39	39	39	39	EBITDA마진률 (%)	25.5	-48.0	-6.3	21.3	29.9
자본잉여금	1,085	1,085	1,085	1,085	1,085	당기순이익률 (%)	15.5	-56.6	-10.0	42.3	19.6
이익잉여금	-689	-828	-862	-518	-297	ROA (%)	11.3	-21.3	-4.7	38.0	18.4
비지배주주지분(연결)	0	0	37	28	28	ROE (%)	15.8	-36.7	-11.0	75.5	30.1
자본총계	444	317	321	654	876	ROIC (%)	421.5	-179.4	-23.0	34.6	59.5

현금흐름표						주요투자지표					
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	-93	-160	-94	300	232	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	65	-139	-35	232	145	P/E	117.4	-40.5	-239.1	29.0	44.8
비현금수익비용가감	-84	49	21	107	138	P/B	17.1	17.8	27.7	15.9	11.7
유형자산감가상각비	7	8	9	12	16	P/S	18.2	22.9	22.2	18.2	13.5
무형자산상각비	4	5	6	8	19	EV/EBITDA	68.4	-46.5	-351.2	82.4	42.9
기타현금수익비용	-96	36	-19	95	152	P/CF	n/a	n/a	n/a	29.3	35.2
영업활동 자산부채변동	-70	-66	-76	-39	-51	배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매출채권 감소(증가)	-38	-12	-54	-51	-40	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-29	-39	-14	-41	-35	매출액	1,510.2	-41.2	44.2	54.3	34.8
매입채무 증가(감소)	1	7	-21	18	21	영업이익	흑전	적전	적지	흑전	92.7
기타자산 부채변동	-3	-22	12	35	4	세전이익	흑전	적전	적지	흑전	108.4
투자활동 현금	259	-96	225	-30	-92	당기순이익	흑전	적전	적지	흑전	-37.5
유형자산처분(취득)	-4	-5	-2	-4	-15	EPS	흑전	적전	적지	흑전	-35.4
무형자산 감소(증가)	-2	-1	-1	-22	-47	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	270	-86	200	-1	-28	부채비율	44.9	109.8	125.3	65.3	51.8
기타투자활동	-5	-4	29	-2	-3	유동비율	317.7	299.2	202.3	238.1	278.7
재무활동 현금	-5	135	7	-3	0	순차입금/자기자본(x)	-71.8	-47.8	-20.3	-50.7	-53.8
차입금의 증가(감소)	-5	136	-6	-3	0	영업이익/금융비용(x)	100.3	-35.3	-4.5	12.0	n/a
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0	총차입금 (십억원)	16	156	178	176	176
배당금의 지급	0	0	0	0	0	순차입금 (십억원)	-319	-151	-65	-332	-471
기타재무활동	0	-1	12	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	167	-122	136	267	139	EPS	828	-1,780	-420	4,381	2,832
기초현금	59	226	104	240	506	BPS	5,672	4,042	3,622	7,990	10,821
기말현금	226	104	240	506	645	SPS	5,346	3,144	4,532	6,992	9,429
NOPLAT	86	-95	-27	70	167	CFPS	-247	-1,157	-184	4,328	3,610
FCF	170	-252	135	270	139	DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: SK바이오팜, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

SK바이오팜 (326030) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)		(원)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비		
2023-10-18	담당자변경					
2023-10-18	매수	125,000	-27.9	-5.8		
2023-11-10	매수	125,000	-27.2	-5.8		
2024-01-22	매수	125,000	-27.3	-5.8		
2024-01-30	매수	125,000	-27.3	-5.8		
2024-07-18	매수	125,000	-19.9	-5.8		
2024-08-09	매수	125,000	-14.8	-5.8		
2024-10-14	매수	135,000	-18.8	-6.7		
2025-02-07	매수	150,000				

투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업		산업	
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대	
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소	

투자의견 비율

기준일 2024.12.31

매수	중립	매도
98.7%	1.3%	0.0%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.