

2023. 2. 10



Company Analysis | 제약/바이오

Analyst 강하나

02 3779 8808_kangx687@ebestsec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (유지)	120,000 원
현재주가	71,300 원
상승여력	68.3 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		●

Stock Data

KOSPI(2/9)	2,481.52 pt
시가총액	55,837 억원
발행주식수	78,313 천주
52주 최고가/최저가	93,100 / 51,800 원
90일 일평균거래대금	71.33 억원
외국인 지분율	6.5%
배당수익률(22.12P)	0.0%
BPS(22.12P)	3,892 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -8.3%
	6개월 -12.2%
	12개월 -3.9%
주주구성	SK (외 6인) 64.0%
	국민연금공단 (외 1인) 5.0%
	에스케이바이오팜우리사주 (외 1인) 2.0%

Stock Price



SK바이오팜 (326030)

4Q22 Review: 알고 있던 적자, 조금 더 컸다

4Q22 Review: 알고 있던 적자, 조금 더 컸다

4Q22 실적은 매출액 628억원(-72.8% yoy, -29.3% qoq)에 영업이익 -446억원(적자 지속)으로 컨센서스를 하회했다. 컨센서스 하회의 이유는 1)라이선스 계약 부재로 일회성 계약금 인식이 없었고, 2)연말 추가 비용이 발생했으며, 3)엑스코프리의 완전한 처방수 성장 대비 재고 처리에 따른 낮은 매출액 반영, 4)중국과 일본의 임상 지연으로 로열티 소량 반영, 그리고 5)연말 DP API물량 인식 저조 때문이다. 2023년 대면 마케팅에 분기 흑자전환이 시작된다면 연구개발비용 증가 이상의 매출 시너지가 날 것이라고 기대한다. 세노바메이트는 이미 전세계 주요 지역에 라이선스 아웃을 완료하여 추가 계약은 없을 것이고, 해외 임상과 출시에 따른 매출 증가를 기다려야 할 때이다.

엑스코프리의 성장세로 4Q23 흑자전환은 유지 가능

엑스코프리 매출액은 2022년 가이던스 상단(1,850억원)을 뛰어넘는 1,929억원을 달성했다. 4Q22에도 엑스코프리의 매출 성장세는 지속되었으나 재고 중 일부 유효기간 만료로 회계적 손실 처리로 인해 처방수 대비 매출액이 덜 증가했다. 미국 직판에 들어가는 비용 1,000~1,500억원(연간)은 안정화되어 매년 고정적으로 반영될 것이며, 이를 뛰어넘는 엑스코프리 매출이 2022년에 확인되었기 때문에 4Q23에는 엑스코프리만으로도 분기 흑자전환이 예상된다. 2023년 엑스코프리 제품 가이던스는 205M~228M에 DP API 및 아시아 임상 진행에 따른 로열티 포함 약 600억원을 제시했으며 엑스코프리 매출 3,395억원을 달성할 것이라 기대한다. 2023년 판관비는 2022년 마케팅비용으로 인한 증가보다는 연구개발비용(소아발작, 전신발작, 아시아 임상3상 등)을 중심으로 판관비가 이루어질 것이라고 예상된다.

투자의견 Buy, 목표주가 120,000원 유지

아직까지 정상적인 영업활동이 힘들지만 트랙레코드가 쌓이고 있고, 대면영업 강화에 따라 2023년에는 더욱 가파른 성장세가 기대된다. 2020년 이후 출시한 신약들은 대면영업 선호도가 높은 미국/유럽 선진 제약업계에서 불리할 수 밖에 없었으며 2023년에는 기저효과를 기대해볼 수 있다. 동사는 기존에 고려했던 TV광고보다는 즉각적인 대면 마케팅을 강화할 예정이다. 동사는 세노바메이트의 글로벌화/적응증 확대와 신규 먹거리 확보의 중요성을 강조하고 있다. 영업 노하우와 기업가치 증대에 대한 이해도가 높아짐에 따라 엑스코프리의 매출 성장세가 기대되어 투자의견 Buy, 목표주가 120,000원을 유지한다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	26	419	246	368	517
영업이익	-239	95	-131	-33	97
순이익	-247	65	-139	-57	58
EPS (원)	-3,159	828	-1,780	-733	738
증감률 (%)	적지	흑전	적전	적지	흑전
PER (x)	n/a	117.4	n/a	n/a	97.3
PBR (x)	34.9	17.1	18.4	22.7	18.4
영업이익률 (%)	-921.2	22.7	-53.2	-8.8	18.8
EBITDA 마진 (%)	-879.4	25.5	-47.8	-5.7	21.0
ROE (%)	n/a	15.8	-37.2	-20.8	20.9

자료: SK바이오팜, 이베스트투자증권 리서치센터

SK바이오팜 4Q22 Review

표1 SK 바이오팜 4Q22 Review

(억원)	4Q22P	4Q21	YoY	3Q22	QoQ	기존 추정치	컨센서스
매출액	628	2,307	-72.8%	888	-29.3%	752	719
영업이익	-446	1,344	적전	-92	적지	-226	-234

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 (변경 후) SK 바이오팜 분기실적 추정

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	41.1	53.4	88.8	62.8	80.5	86.7	96.8	104.3	418.6	246.2	368.3	516.8
yoy	-70.6%	122.9%	270.0%	-72.8%	95.9%	62.4%	9.0%	66.1%	1510.0%	-41.2%	49.6%	40.3%
엑스코프리(제품 및 원료)	31.7	44.1	57.3	57.2	71.5	79.7	89.3	99.0	89.2	190.3	339.5	426.5
수노시	1.1	1.2	1.2	1.2	1.5	1.6	1.6	1.6	3.5	4.7	6.3	12.5
계약금/마일스톤 및 로열티	8.3	8.1	30.3	4.4	7.5	5.4	5.9	3.7	325.9	51.1	22.5	77.8
판관비	72.3	85.6	84.8	96.8	87.1	88.1	88.5	89.2	301.4	339.5	352.9	351.2
영업이익	-37.1	-40.1	-9.2	-44.6	-20.6	-13.6	-3.8	5.5	95.3	-131.1	-32.5	96.9
yoy	적전	적지	적지	적전	적지	적지	적지	흑전	흑전	적전	적지	흑전

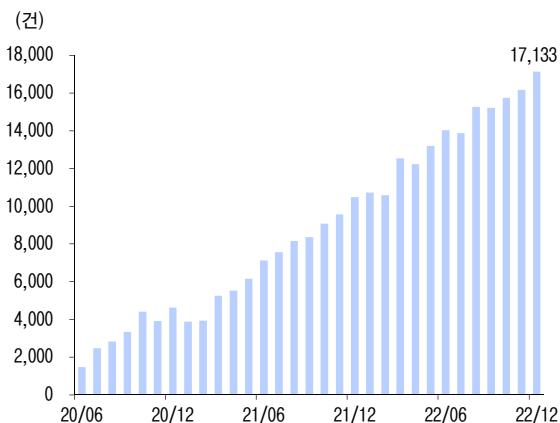
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표3 (변경 전) SK 바이오팜 분기실적 추정

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	41.1	53.4	88.8	75.2	80.5	87.2	97.2	108.2	418.6	258.5	373.1	516.8
yoy	-70.6%	122.9%	270.0%	-67.4%	95.9%	63.3%	9.5%	45.8%	1510.0%	-38.2%	43.5%	38.5%
엑스코프리(제품 및 원료)	31.7	44.1	57.3	64.4	71.5	80.1	90.1	99.9	89.2	197.5	341.6	426.5
수노시	1.1	1.2	1.2	1.5	1.5	1.6	1.6	1.6	3.5	5.0	6.3	12.5
계약금/마일스톤 및 로열티	8.3	8.1	30.3	9.3	7.5	5.5	5.5	6.7	325.9	56.0	25.2	77.8
판관비	72.3	85.6	84.8	85.2	86.5	87.2	88.5	89.2	301.4	327.9	351.4	341.2
영업이익	-37.1	-40.1	-9.2	-22.6	-19.8	-11.1	1.1	9.4	95.3	-109.0	-20.4	104.1
yoy	적전	적지	적지	적전	적지	적지	흑전	흑전	흑전	적전	적지	흑전

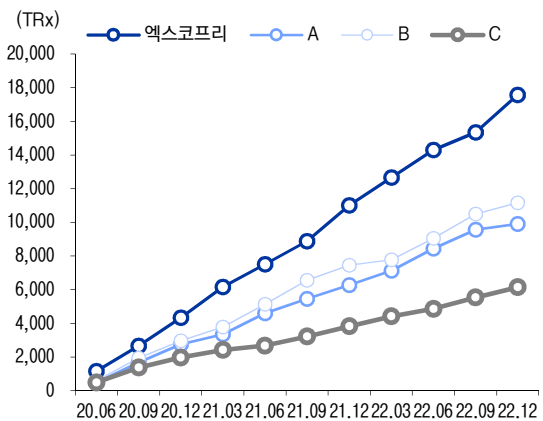
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 엑스코프리(세노바메이트) 미국 처방 수 추이



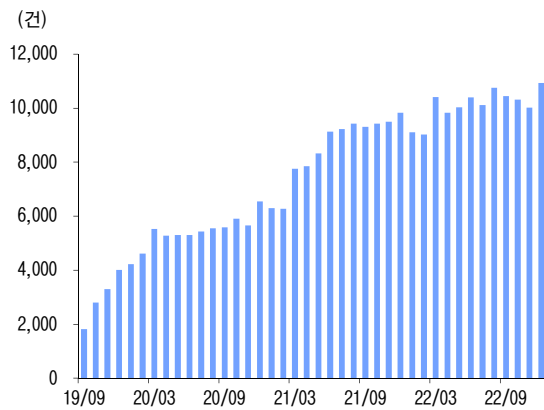
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 경쟁 신약 대비 출시 후 TRx 비교 ('10~'20 출시 신약)



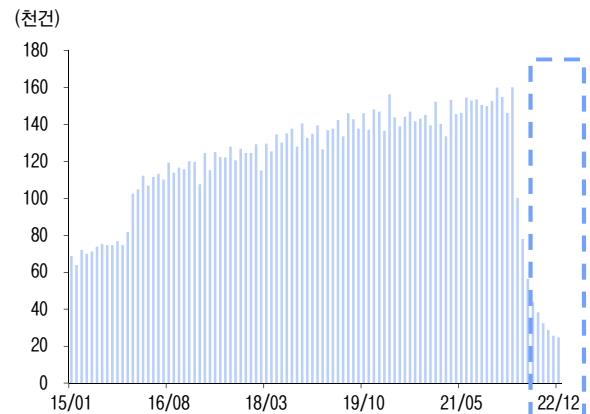
자료: SK바이오팜, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 수노시(솔리암페톨) 처방 수 추이



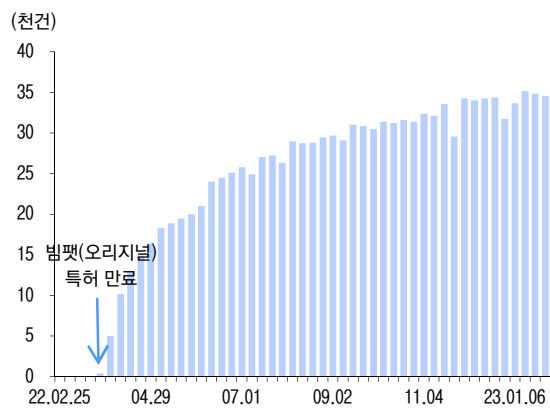
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 빔펫(라코사마이드 오리지널) 처방 수 추이_월별



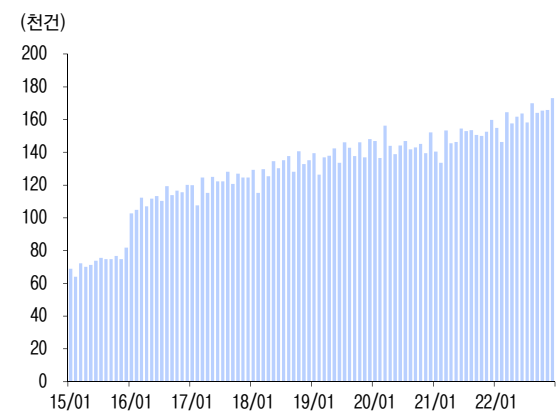
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 라코사마이드(빔펫 제제, 제네릭) 처방 수 추이_주별



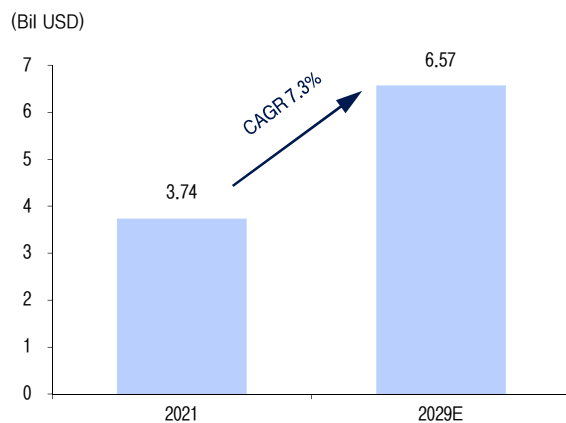
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 라코사마이드(오리지널+제네릭) 처방 수 추이



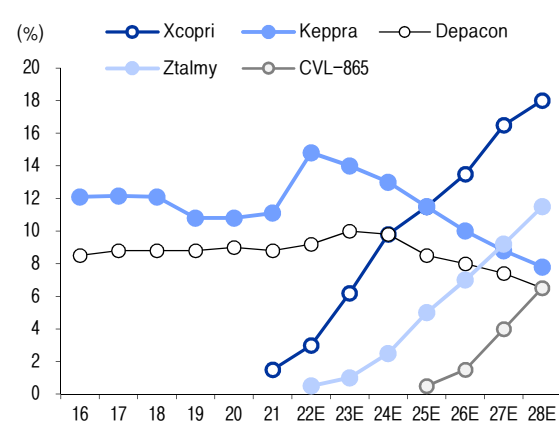
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 뇌전증 시장 추이 전망



자료: Maximize market research, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 글로벌 M/S 추이 및 전망 top5



자료: Evaluate Pharma, 이베스트투자증권 리서치센터

SK 바이오팜 (326030)

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
유동자산	435	471	451	355	376
현금 및 현금성자산	59	226	163	50	31
매출채권 및 기타채권	13	57	43	55	69
재고자산	23	52	63	71	89
기타유동자산	340	136	182	179	187
비유동자산	66	172	177	178	182
관계기업투자등	0	94	101	103	105
유형자산	24	23	19	15	14
무형자산	20	19	17	18	18
자산총계	500	644	628	534	558
유동부채	71	148	134	126	119
매입채무 및 기타채무	49	85	68	55	41
단기금융부채	5	5	5	8	11
기타유동부채	17	58	61	64	67
비유동부채	51	51	189	160	134
장기금융부채	14	10	143	116	91
기타비유동부채	37	41	46	44	43
부채총계	121	199	323	286	253
지배주주지분	379	444	305	247	305
자본금	39	39	39	39	39
자본잉여금	1,085	1,085	1,085	1,085	1,085
이익잉여금	-747	-689	-829	-886	-828
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	379	444	305	247	305

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	-211	-93	19	-75	21
당기순이익(손실)	-247	65	-139	-57	58
비현금수익비용가감	26	-84	173	8	11
유형자산감가상각비	8	7	8	7	6
무형자산상각비	3	4	5	5	5
기타현금수익비용	15	-96	133	-20	-8
영업활동 자산부채변동	21	-70	-14	-25	-48
매출채권 감소(증가)	-12	-38	14	-12	-14
재고자산 감소(증가)	-17	-29	-11	-9	-18
매입채무 증가(감소)	9	1	-17	-14	-13
기타자산, 부채변동	41	-3	-1	9	-3
투자활동 현금	-319	259	-82	-41	-43
유형자산처분(취득)	-11	-4	-4	-4	-5
무형자산 감소(증가)	-3	-2	-4	-5	-6
투자자산 감소(증가)	-299	270	-74	-32	-31
기타투자활동	-6	-5	0	0	0
재무활동 현금	541	-5	0	3	3
차입금의 증가(감소)	-105	-5	0	3	3
자본의 증가(감소)	645	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	8	167	-63	-113	-19
기초현금	51	59	226	163	50
기말현금	59	226	163	50	31

자료: SK바이오팜, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	26	419	246	368	517
매출원가	2	22	38	48	69
매출총이익	24	396	208	320	448
판매비 및 관리비	264	301	340	353	351
영업이익	-239	95	-131	-33	97
(EBITDA)	-229	107	-118	-21	109
금융손익	-2	13	10	5	-2
이자비용	4	1	3	3	4
관계기업등 투자손익	0	-35	-25	-27	-28
기타영업외손익	1	-3	4	-5	-5
세전계속사업이익	-240	71	-142	-60	62
계속사업법인세비용	8	6	-3	-3	5
계속사업이익	-247	65	-139	-57	58
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-247	65	-139	-57	58
지배주주	-247	65	-139	-57	58
총포괄이익	-253	72	-139	-57	58
매출총이익률 (%)	92.4	94.7	84.6	87.0	86.7
영업이익률 (%)	-921.2	22.7	-53.2	-8.8	18.8
EBITDA 마진률 (%)	-879.4	25.5	-47.8	-5.7	21.0
당기순이익률 (%)	-951.6	15.5	-56.6	-15.6	11.2
ROA (%)	-77.4	11.3	-21.9	-9.9	10.6
ROE (%)	n/a	15.8	-37.2	-20.8	20.9
ROIC (%)	-	421.5	-272.8	-45.7	99.4

주요 투자지표

	2020	2021	2022P	2023E	2024E
투자지표 (x)					
P/E	-53.5	117.4	-40.3	-98.0	97.3
P/B	34.9	17.1	18.4	22.7	18.4
EV/EBITDA	-56.3	68.4	-46.4	-265.9	50.9
P/CF	n/a	n/a	169.7	n/a	81.5
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	-79.0	1,510.2	-41.2	49.6	40.3
영업이익	적지	흑전	적전	적지	흑전
세전이익	적지	흑전	적전	적지	흑전
당기순이익	적지	흑전	적전	적지	흑전
EPS	적지	흑전	적전	적지	흑전
안정성 (%)					
부채비율	32.0	44.9	106.1	115.6	82.8
유동비율	615.6	317.7	335.7	281.4	316.1
순차입금/자기자본(x)	-97.5	-71.8	-54.5	-32.3	-27.8
영업이익/금융비용(x)	-53.7	100.3	-52.4	-13.0	26.9
총차입금 (십억원)	18	16	148	124	102
순차입금 (십억원)	-370	-319	-166	-80	-85
주당지표 (원)					
EPS	-3,159	828	-1,780	-733	738
BPS	4,840	5,672	3,892	3,159	3,897
CFPS	n/a	n/a	423	n/a	881
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

SK바이오팜 목표주가 추이			투자 의견 변동내역												
(원)	주가	목표주가	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%)			
						최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비	
200,000			2021.11.08	변경	강하나										
150,000			2021.11.08	Buy	130,000	-18.1	-32.0								
100,000			2022.07.01	Buy	120,000										
50,000															
0															
21/02															
21/08															
22/02															
22/08															
23/02															

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성: 강하나).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 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 하시기를 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 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 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.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후12개월)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기 -15% 이하 기대	93.0% 7.0%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자 의견 비율은 2022. 1. 1 ~ 2022. 12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의 견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)