

# EARNINGS PREVIEW

12 Jan. 2023

이지수

제약/바이오 | jislee@daolfn.com

## BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		유지
적정주가	100,000	90,000	상향

### Earnings

#### Stock Information

현재가 (1/11)	74,400원
예상 추가상승률	34.4%
시가총액	58,265억원
비중(KOSPI내)	0.31%
발행주식수	78,313천주
52주 최저가 / 최고가	51,800 - 93,100원
3개월 일평균거래대금	71억원
외국인 지분율	6.6%
주요주주지분율(%)	
SK (외 6인)	64.0
국민연금공단 (외 1인)	5.0
에스케이바이오팜우리스주 (외 1인)	2.0

#### Valuation wide

	2021	2022E	2023E
PER(배)	117.4	n/a	n/a
PBR(배)	17.9	16.9	18.1
EV/EBITDA(배)	68.4	n/a	n/a
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

#### Performance

	1M	6M	12M	YTD
추가상승률 (%)	2.1	(6.1)	(19.2)	3.2
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	3.3	(6.9)	0.2	(2.3)

DAOL 다올투자증권

# SK바이오팜 (326030)

## 4Q22 Preview: XCopri 성장 이어진다

### Issue

4Q22 Preview 및 현황 업데이트

### Pitch

- 4Q22 실적은 뇌전증 치료제 XCopri의 미국 매출 성장이 이어지고, DP(완제의약품)/API(원료의약품) 매출도 증가해 시장 컨센서스에 부합할 전망이다. 다만 3Q22에 발생했던 라틴아메리카 기술이전 계약금 인식은 발생하지 않아 QoQ 감소 예상
- 아직 영업 적자를 기록하고 있지만 지속적인 XCopri의 처방 확대에 따른 매출 성장으로 4Q23 흑자 전환 가능 전망. 이에 따라 투자의견 BUY 유지, 적정주가 10만원으로 상향

### Rationale

- 4Q22 연결 매출액 722억원(-68.7% YoY, -18.7% QoQ), 영업손실 207억원(적전 YoY, 적지 QoQ)으로 시장 컨센서스 부합할 전망
- XCopri(성분명: Cenobamate)의 미국 처방 확대와 DP/API 매출 증가로 제품 매출 596억원(+71.7% YoY, +3.9% QoQ) 기록하면서 연초 발표했던 XCopri 관련 매출 가이드를 무난히 달성할 전망이다. 반면 영업이익의 경우, 전분기와 유사한 수준의 판매관리비로 인해 영업 적자폭 확대 예상
- 2022년에는 XCopri의 안정적인 매출 성장에도 불구하고 위드코로나 전환에 따른 영업활동 재개와 임상 진행에 따른 R&D 비용 증가로 영업 적자 지속되었음. 2023년에는 XCopri의 미국 매출 증가뿐만 아니라 유럽 등 기타 국가 매출 확대로 실적 턴어라운드 기대
- 최근 최고경영진 교체에 따라 XCopri의 판매 전략에 변화가 있을 것으로 예상. XCopri의 미국 내 처방이 지속적으로 확대되어 4Q23에는 흑자전환 가능할 전망이지만 판매 전략에 따라 흑자전환 시기가 앞당겨질 가능성 존재
- 그 외에 cenobamate의 적응증 확대, 후속 파이프라인 carisbamate의 임상 진전에 따라 실적 성장 가속화될 수 있을 전망

### 4Q22 Preview

(단위: 십억원, %, %p)

	변경 후		변경 전		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2022.12(E)	2022.12(E)	vs Chg	2022.12(E)	vs Con	2021.12(A)	YoY	2022.09(A)	QoQ	
매출액	72.2	77.2	(6.5)	72.1	0.1	230.7	(68.7)	88.8	(18.7)	
영업이익	(20.7)	(12.6)	적지	(22.4)	적지	134.0	적전	(9.2)	적지	
지배주주순이익	(17.7)	(13.7)	적지	(21.4)	적지	47.1	적전	(15.0)	적지	
OPM	-28.7%	-16.3%	-12.5%p	-31.0%	2.3%p	58.1%	-86.8%p	-10.4%	-18.3%p	
NIM	-24.5%	-17.7%	-6.7%p	-29.6%	5.2%p	20.4%	-44.9%p	-16.8%	-7.6%p	

Note: K-IFRS 연결 기준

Source: 다올투자증권

Fig. 1: SK바이오팜 분기 실적 변경

(십억원)

	변경전				변경후				차이(%,%p)			
	2022.12	2023.03	2023.06	2023.09	2022.12	2023.03	2023.06	2023.09	2022.12	2023.03	2023.06	2023.09
매출액	77.2	78.5	82.5	89.3	72.2	80.3	84.0	90.8	(6.5)	2.2	1.9	1.6
영업이익	(12.6)	(14.1)	(10.7)	(9.6)	(20.7)	(14.3)	(12.0)	(10.2)	적지	적지	적지	적지
영업이익률(%)	(16.3)	(17.9)	(13.0)	(10.7)	(28.7)	(17.8)	(14.2)	(11.2)	(12.5)	0.1	(1.3)	(0.5)
EBITDA	(9.4)	(10.9)	(7.4)	(6.2)	(17.7)	(11.1)	(8.6)	(6.6)	적지	적지	적지	적지
EBITDA이익률(%)	(12.2)	(13.8)	(9.0)	(7.0)	(24.5)	(13.9)	(10.2)	(7.2)	(12.3)	0.0	(1.2)	(0.2)
자배주주순이익	(13.7)	(11.4)	(8.5)	(6.3)	(17.7)	(9.4)	(7.2)	(4.4)	적지	적지	적지	적지

Source: 다올투자증권

Fig. 2: SK바이오팜 실적 추정

(십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2021	2022E	2022E
연결매출	140.0	24.0	24.0	230.7	41.1	53.4	88.8	72.2	418.6	255.6	350.0
YoY	3,464.1	1,060.5	510.5	1,334.7	(70.6)	122.9	270.9	(68.7)	1,510.2	(38.9)	36.9
제품	13.1	20.2	21.2	34.7	34.4	44.1	57.3	59.6	89.2	195.4	241.7
용역	126.9	3.8	2.7	196.0	6.8	9.4	31.5	12.6	329.4	55.8	108.3
매출총이익	138.1	21.9	21.7	214.6	35.1	45.5	75.6	61.6	396.3	217.8	301.4
YoY	3,817.5	1,643.5	505.1	1,270.7	(74.6)	107.8	247.9	(71.3)	1,549.6	(45.0)	38.4
GPM	98.7	91.3	90.7	93.0	85.4	85.1	85.1	85.3	94.7	85.2	86.1
영업이익	75.9	(65.1)	(49.9)	134.0	(37.1)	(40.1)	(9.2)	(20.7)	95.0	(107.2)	(33.0)
YoY	흑전	적지	적지	흑전	적전	적지	적지	적전	흑전	적전	적지
OPM	54.2	(271.5)	(208.5)	58.1	(90.3)	(75.0)	(10.4)	(28.7)	22.7	(41.9)	(9.4)
당기순이익	129.0	(67.0)	(44.3)	47.1	(35.2)	(45.4)	(15.0)	(17.7)	64.8	(113.2)	(15.3)
YoY	흑전	적지	적지	흑전	적전	적지	적지	적전	흑전	(274.6)	(86.5)
NPM	92.1	(279.5)	(184.9)	20.4	(85.6)	(85.0)	(16.8)	(24.5)	15.5	(44.3)	(4.4)

Source: 다올투자증권

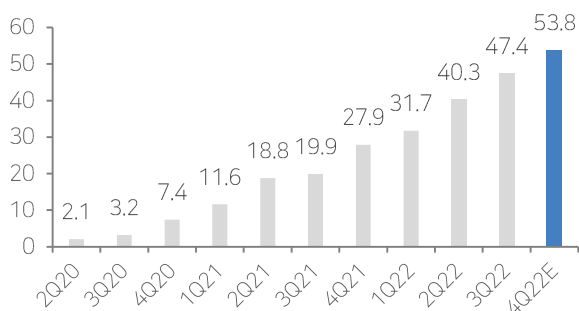
Fig. 3: SK바이오팜의 SOTP(Sum-of-the-parts) 밸류에이션

구분	(십억원)	비고
SK바이오팜 영업가치 (A=B+C)	7,972	
Sum of FCF NPV (B)	1,334	
NPV of Terminal Value (C)	6,639	
순차입금 (D)	(115)	2023년말 기준
주주가치 (E= A-D)	8,087	
발행주식 수 (F, 천주)	78,313	
적정 주가 (E/F, 원)	103,263	
적정주가(원)	100,000	

Source: 다올투자증권

Fig. 4: 분기별 XCopri US 매출 추이 및 전망

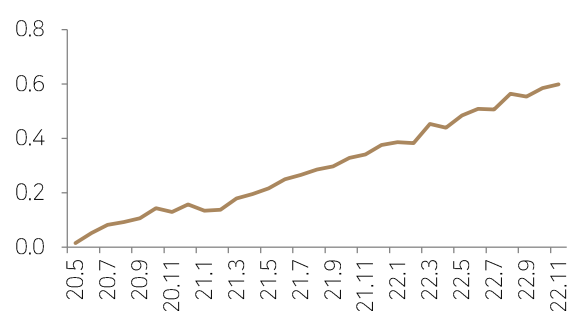
(십억원)



Source: SK바이오팜, 다올투자증권

Fig. 5: XCopri 처방 데이터

(백만 TRx)



Source: Bloomberg, 다올투자증권  
Note: 소매(Retail) 기준 total prescription quantity

Fig. 6: 파이프라인 현황

(원, 배수)

프로젝트	적응증	Research	IND	Phase 1	Phase 2	Phase 3	NDA	시판허가	글로벌 파트너사
<b>Cenobamate</b>	뇌전증 - 부분 발작	[Progress bar from Research to Phase 3]							ANGELINI PHARMA
	뇌전증 - 일차성 전신강직간대발작	[Progress bar from Research to Phase 2]							ONO PHARMACEUTICAL
<b>Solriamfetol (L/O to Axsome)</b>	수면장애 (기면증 또는 수면무호흡증으로 인한 과도한 주간 졸림증)	[Progress bar from Research to Phase 3]							axsome (전세계, 아시아 제외)
<b>Carisbamate</b>	레녹스-가스토 증후군 (희귀 소아 뇌전증)	[Progress bar from Research to Phase 3]							--
<b>SKL24741</b>	뇌전증	[Progress bar from Research to Phase 1]							--
<b>SKL27969</b>	표적 항암제 (PRMT-5 선택적 억제)	[Progress bar from Research to Phase 1/2]							--
<b>Relenopride</b>	희귀 신경계 질환	[Progress bar from Research to Phase 1]							KiniSI (전세계, 아시아 일부 제외)
<b>SKL13865</b>	집중력 장애	[Progress bar from Research to Phase 1]							--
<b>SKL20540</b>	조현병	[Progress bar from Research to Phase 1]							--
<b>SKL-PSY</b>	조울증	[Progress bar from Research to Phase 1]							北大医疗 PHARMACEUTICAL

Source: 다올투자증권

## SK바이오팜 재무제표 (K-IFRS 연결)

## 대차대조표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	434.6	471.2	464.6	449.0	532.1
현금성자산	388.0	334.5	311.4	280.8	344.3
매출채권	12.6	57.4	65.2	72.9	83.0
재고자산	23.0	51.9	60.2	67.3	76.6
비유동자산	65.6	172.4	210.2	229.1	243.2
투자자산	21.7	130.6	168.6	175.4	182.5
유형자산	24.2	22.9	22.5	26.4	23.4
무형자산	19.7	18.9	19.1	27.3	37.3
자산총계	500.2	643.7	674.8	678.2	775.3
유동부채	70.6	148.3	120.0	137.4	174.6
매입채무	48.8	85.2	53.1	69.8	96.4
유동성이자부채	4.9	5.5	8.8	8.8	18.8
비유동부채	50.6	51.2	190.0	191.4	192.7
비유동이자부채	13.6	10.3	157.4	157.4	157.4
부채총계	121.2	199.5	310.1	328.7	367.3
자본금	39.2	39.2	39.2	39.2	39.2
자본잉여금	1,084.8	1,084.8	1,084.8	1,084.8	1,084.8
이익잉여금	(747.0)	(689.1)	(803.3)	(818.6)	(760.0)
자본조정	2.0	9.3	44.0	44.0	44.0
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	379.1	444.2	364.7	349.4	408.0
투하자본	9.6	31.4	99.4	109.9	109.9
순차입금	(369.5)	(318.8)	(145.3)	(114.6)	(168.1)
ROA	(77.4)	11.3	(17.2)	(2.3)	8.1
ROE	na	15.8	(28.0)	(4.3)	15.5
ROIC	(1,496.3)	421.5	(118.9)	(22.9)	41.4

## 손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	26.0	418.6	255.6	350.0	514.6
증가율 (Y-Y,%)	(79.0)	1,510.2	(38.9)	36.9	47.0
영업이익	(239.5)	95.0	(107.2)	(33.0)	58.4
증가율 (Y-Y,%)	적지	흑전	적전	적지	흑전
EBITDA	(228.6)	106.6	(94.6)	(18.9)	74.7
영업외손익	(0.4)	(23.7)	(8.5)	16.3	16.7
순이자수익	(2.3)	1.4	2.5	2.1	2.2
외화관련손익	0.5	12.0	15.6	14.5	14.7
지분법손익	0.0	(34.5)	(10.2)	0.0	0.0
세전계속사업손익	(239.9)	71.3	(115.7)	(16.7)	75.1
당기순이익	(247.4)	64.8	(113.4)	(15.3)	58.5
지배기업당기순이익	(247.4)	64.8	(113.2)	(15.3)	58.5
증가율 (Y-Y,%)	적지	흑전	적전	적지	흑전
NOPLAT	(173.6)	86.4	(77.7)	(23.9)	45.5
(+) Dep	10.9	11.6	12.6	14.0	16.3
(-) 운전자본투자	7.1	13.0	48.0	(2.2)	(7.6)
(-) Capex	11.0	4.3	6.7	12.3	5.1
OpFCF	(180.9)	80.8	(119.7)	(19.9)	64.3
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	n/a	625.0	27.3	137.9	7.1
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	(15.0)
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	(11.2)
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	(3.4)
영업이익률(%)	(921.2)	22.7	(41.9)	(9.4)	11.3
EBITDA마진(%)	(879.4)	25.5	(37.0)	(5.4)	14.5
순이익률(%)	(951.6)	15.5	(44.4)	(4.4)	11.4

## 현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업현금	(210.7)	(92.9)	(164.8)	2.3	83.8
당기순이익	(247.4)	64.8	(113.2)	(15.3)	58.5
자산상각비	10.9	11.6	12.6	14.0	16.3
운전자본증감	20.7	(69.7)	(76.7)	2.2	7.6
매출채권감소(증가)	(12.3)	(38.2)	19.1	(7.7)	(10.1)
재고자산감소(증가)	(16.6)	(29.5)	(7.0)	(7.1)	(9.3)
매입채무증가(감소)	9.0	0.6	(44.1)	16.7	26.6
투자현금	(318.7)	259.0	(157.1)	(43.3)	(41.1)
단기투자자산감소	(298.9)	220.9	(146.6)	(10.3)	(10.7)
장기투자증권감소	0.0	48.7	(1.2)	(4.9)	(5.1)
설비투자	(11.0)	(4.3)	(6.7)	(12.3)	(5.1)
유무형자산감소	(3.3)	(1.7)	(2.1)	(13.9)	(18.1)
재무현금	540.9	(4.6)	137.1	0.0	10.0
차입금증가	(104.6)	(4.8)	137.8	0.0	10.0
자본증가	645.5	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	8.2	166.6	(168.7)	(41.0)	52.7
총현금흐름(Gross CF)	(221.4)	(19.4)	(85.8)	0.1	76.2
(-) 운전자본증가(감소)	7.1	13.0	48.0	(2.2)	(7.6)
(-) 설비투자	11.0	4.3	6.7	12.3	5.1
(+) 자산매각	(3.3)	(1.7)	(2.1)	(13.9)	(18.1)
Free Cash Flow	(519.5)	169.9	(319.6)	(41.0)	42.7
(-) 기타투자	0.0	(48.7)	1.2	4.9	5.1
잉여현금	(519.5)	218.6	(320.8)	(45.8)	37.7

자료: 다올투자증권

## 주요투자지표

(원, 배)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Per share Data					
EPS	(3,159)	828	(1,446)	(195)	748
BPS	4,589	5,431	4,413	4,113	4,734
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	n/a	117.4	n/a	n/a	99.5
PBR	36.8	17.9	16.9	18.1	15.7
EV/ EBITDA	n/a	68.4	n/a	n/a	75.8
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	n/a	n/a	n/a	54,583.2	76.4
PSR	509.1	18.2	22.8	16.6	11.3
재무건전성 (%)					
부채비율	32.0	44.9	85.0	94.1	90.0
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	615.6	317.7	387.0	326.9	304.8
이자보상배율	n/a	n/a	42.5	16.0	n/a
이자비용/매출액	17.2	0.2	1.0	0.5	0.4
자산구조					
투하자본(%)	2.3	6.3	17.1	19.4	17.3
현금+투자자산(%)	97.7	93.7	82.9	80.6	82.7
자본구조					
차입금(%)	4.6	3.4	31.3	32.2	30.2
자기자본(%)	95.4	96.6	68.7	67.8	69.8

**Compliance Notice**

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주권사료 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다. 본 자료는 '나눔스퀘어'와 '아리따 글꼴'을 사용하여 작성하였습니다.

**투자등급 비율**

BUY : 93.5%      HOLD : 5.8%      SELL : 0.6%

**투자등급 관련사항**

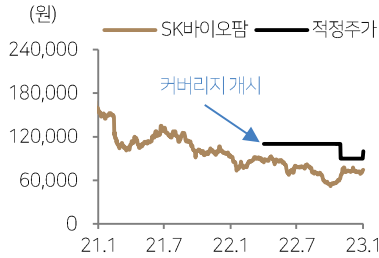
아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 기대수익률을 의미  
 · STRONG BUY: 추천기준일 증가대비 +50% 이상  
 · BUY: 추천기준일 증가대비 +15% 이상~+50% 미만  
 · HOLD: 추천기준일 증가대비 -15% 이상~ +15% 미만  
 · REDUCE: 추천기준일 증가대비 -15% 미만  
 · SUSPENDED: 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커진 경우, 분석 잠정적 중단, 적정주가 미제시.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음  
 동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음  
 · Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우  
 · Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우  
 · Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

**최근 2년간 투자등급 및 적정주가 변경내용**

**SK바이오팜 (326030)**



일자	커버리지	2022.04.13	2022.11.11	2023.01.12
투자이견	개시	BUY	BUY	BUY
적정주가		110,000원	90,000원	100,000원

\* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2023년 1월 11일)  
 \*\* 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

[www.daolfn.com](http://www.daolfn.com)

본사 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워 27층

**DAOL** 다올투자증권

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.