

BUY 유지

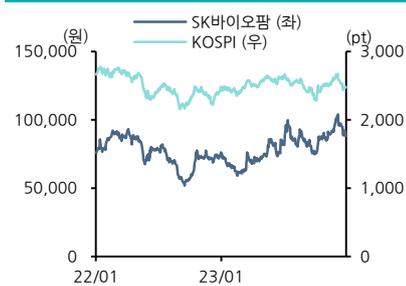
목표주가 유지 130,000원

종가(24.01.29) 93,900원
상승여력 38.4%

Stock Data

KOSPI(01/29)	2,500.7pt
시가총액	73,536억원
액면가	500원
52주 최고가	103,900원
52주 최저가	59,000원
외국인지분율	8.3%
90일 일평균거래대금	124억원
주요주주지분율	
SK (외 6인)	64.0%
유동주식비율	0.0%

Stock Price



엑스코프리 성장, 영업이익 증가 전망

4분기 용역매출 확대로 영업흑자 규모가 예상보다 컸다

2023년 4분기 연결기준 매출액이 1,268억원(YoY +101.9%), 영업이익 152억원(흑자전환)으로 발표되었다(표2). 용역매출(마일스톤/로열티 등)이 438억원으로 크게 증가하면서 전사 매출액 증가폭이 컸고, 영업이익 규모도 예상보다 많았다. 분기별 영업적자에서 처음으로 영업흑자로 전환된 것에 의미가 크다.

엑스코프리 미국 처방수 증가 지속, 2024년에도 매출 고성장 전망

2023년 4분기에 엑스코프리 미국 매출액은 777억원(YoY +56.2%)으로 증가했다. 전년대비 증가율은 높지만 예상치 872억원보다 다소 적었다. 이는 유통재고 조절을 위해 매출이 억제된 결과이다. 12월 엑스코프리 처방수(TRx)는 경쟁사 신약출시 44개월차 평균의 약 2.2배이다. 미국 엑스코프리 매출 급성장은 변함없이 지속되고 있는 것으로 평가된다.

2023년 4분기 영업이익은 엑스코프리의 미국 매출증가와 대규모 용역매출에 의해 예상보다 많은 152억원으로 발표되었다. 이제 엑스코프리 미국 매출만으로 BEP수준에 도달했으며, 특히 자회사 신약개발 바이오기업 SK LSB의 비용(연간 3천만달러)을 흡수한 후의 영업이익이어서 의미가 큰 것으로 평가된다.

수익성은 2024년 1분기 영업흑자 유지, 그 이후 증가하는 모습

2023년 4분기에 미국 엑스코프리 유통재고를 줄였기 때문에, 2024년 1분기에는 미국 매출이 더 증가할 것으로 전망된다. 따라서 2024년 1분기 전사 연결 매출액은 전년동기대비 70.2% 증가한 1,035억원으로 전망된다. 영업이익은 67억원으로 흑자가 지속되고, 이후부터 흑자 규모가 의미 있게 증가할 전망이다.

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2021	419	95	65	828	117.4	68.4	17.1	15.8	0.0
2022	246	-131	-139	-1,780	n/a	n/a	17.8	-36.7	0.0
2023E	355	-37	-32	-407	n/a	n/a	25.8	-10.6	0.0
2024E	489	64	39	494	190.0	79.5	22.7	12.7	0.0
2025E	629	174	144	1,840	51.0	35.5	15.7	36.4	0.0

자료 : K-IFRS연결기준, 상상인증권



QR코드로 간편하게

상상인증권
더 많은 리포트 찾아보기

엑스코프리 성장과 장기비전으로 기업가치 성장이 지속될 전망

엑스코프리 성장
잠재력 보여주고 있다
장기관점으로 매수 후 보유전략
여전히 유효하다

주가는 엑스코프리 미국 매출증가에 대한 기대감으로 상승한 후에, 2023년 8월부터 8~10만원대의 큰 박스권에서 등락을 보이고 있다.

2024년에도 미국시장에서의 엑스코프리 고성장이 지속되고, 유럽시장 등 글로벌시장으로 매출확대를 기대할 수 있을 것이다.

수익성이 너무 좋다. 전사 매출원가율이 8~10% 이내여서 매출이 증가할수록 이익이 급격히 증가하는 구조이다. 향후 이익 증가속도가 가파를 것으로 전망된다.

여기에 장기 성장 비전도 있다. 2025~2026년에는 엑스코프리의 적응증 확대를 통한 매출확대도 추진 중이다. 기존 마케팅조직을 이용한 새로운 상품/제품을 도입, 매출 확대 시나리오도 가능하다. 신규 신약개발도 추진하고 있어 장기관점에서 기업가치가 계속 성장할 수 있다는 믿음을 가지게 한다.

무엇보다 미국시장에서 오리지널 의약품을 가지고 경쟁력을 발휘하면서 매출을 늘려가고 있다는, 성공한 한국 제약사로서의 희소성에 프리미엄을 부여할 수 있다. 따라서 2024년 하반기 금리하락이 본격화 된다면 주식수급측면에서 유리한 장점도 있다.

2023년 하반기와 2024년 1월에 걸쳐서 주가수준이 한단계 레벨업 되었지만, 2024년 하반기까지 본다면 추가 레벨업될 여지가 크다고 평가된다. 매수 후 장기보유전략이 여전히 유효하다.

표 1. 부문별 매출 추이

(단위: 억원)

구분	2021	2022	1Q	2Q	3Q	4Qp	2023E	1QE	2QE	3QE	4QE	2024E
엑스코프리 US	782	1,692	539	634	757	777	2,707	916	983	1,075	1,088	4,062
		116.4%	70.0%	57.3%	59.7%	56.2%	60.0%	70.0%	55.0%	42.0%	40.0%	50.0%
제품매출 DP/DS	110	238	0.2	50	12	53	116	40	30	14	35	119
용역수익(진행/로열티등)	3,294	533	68	85	134	438	725	78	90	147	394	709
		-83.8%	0.0%	-9.3%	-57.5%	682.1%	36.1%	15.0%	5.0%	10.0%	-10.0%	-2.2%
매출합계	4,186	2,462	608	770	903	1,268	3,549	1,035	1,102	1,237	1,517	4,891
(증감률)		-41.2%	47.7%	44.0%	1.6%	102.0%	44.1%	70.2%	43.2%	37.0%	19.6%	37.8%

자료: SK바이오팜, 상상인증권

표 2. 분기별 요약 영업실적 추이

12월결산 (억원)	2023P				2024E			
	1Q	2Q	3Q	4Qp	1QE	2QE	3QE	4QE
매출액	608	770	903	1,268	1,035	1,102	1,237	1,517
영업이익	- 227	- 189	- 107	152	67	94	210	273
세전이익	- 25	- 251	- 198	48	- 10	36	144	209
순이익	- 24	- 233	- 184	78	- 10	36	144	209
YoY(%)								
매출액	47.7	44.1	1.7	101.9	70.2	43.1	36.9	19.6
영업이익	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	79.6
세전이익	적지	적지	적지	흑전	적지	흑전	흑전	334.9
순이익	적지	적지	적지	흑전	적지	흑전	흑전	167.7

자료: SK바이오팜, 연결기준, 상상인증권

표 3. 주가 밸류에이션

(단위: 억원)

제품명	제품명	평가액/현재가치	가정
엑스코프리	10년간 현재가치	40,131	가정: 피크매출 1.5조원, 피크매출 영업이익률 60%, 법인세 18%, 영구성장률 -2%, Wacc 5.0% (영구성장률 마이너스 가정으로 할인)
	잔존가치	35,723	
	합계	75,853	
Sunosi	수면장애치료제	3,410	피크매출 로열티 7%로 600억원대, 법인세 18%, 할인율 5%, 영구성장률 -2%
기타 Pipeline 가치		5,000	기타 Pipeline 주관적 평가
중간합계		84,263	
미국시장 마케팅밸류체인 구축 잠재가치로 프리미엄 15%부여		96,903	주관적 추정치, 적응증 확대 상품매출 추가 등 글로벌 제약사업로의 잠재력 확대 반영
순현금		1,800	2023년말 추정치
합계(기업가치 합계)		98,703	
발행주식수(주)		78,313,250	
자기주식수(주)		-	
유통주식수(주)		78,313,250	
적정주가(원)		126,036	

자료: 상상인증권

표 4. 주요 신약 Pipeline 현황



자료: SK바이오팜

대차대조표

(단위: 십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	471.2	487.9	539.2	590.0	761.2
현금 및 현금성자산	225.9	104.1	303.0	336.6	500.7
매출채권	57.4	66.5	83.4	83.1	104.7
재고자산	51.9	90.9	125.1	141.3	125.7
비유동자산	172.4	176.3	247.0	239.0	240.9
관계기업투자등	94.0	90.9	112.0	116.5	121.3
유형자산	22.9	20.3	47.8	41.7	43.7
무형자산	18.9	17.2	30.0	21.2	13.9
자산총계	643.7	664.2	786.2	829.0	1,002.1
유동부채	148.3	163.1	290.4	293.2	321.1
매입채무	85.2	80.3	86.2	83.1	104.7
단기금융부채	5.5	5.6	56.7	56.7	56.7
비유동부채	51.2	184.6	174.4	175.6	176.8
장기금융부채	10.3	150.3	125.2	125.2	125.2
부채총계	199.5	347.7	464.8	468.8	497.9
지배주주지분	444.2	316.6	284.6	323.3	467.4
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	-689.1	-827.6	-859.5	-820.8	-676.8
비지배주주지분	0.0	0.0	36.9	36.9	36.9
자본총계	444.2	316.6	321.5	360.2	504.2

현금흐름표

(단위: 십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	-92.9	-159.9	-35.0	72.1	210.5
당기순이익(손실)	64.8	-139.4	-36.3	38.7	144.1
현금수익비용가감	-84.2	48.8	5.4	47.6	45.7
유형자산감가상각비	7.3	7.9	11.4	17.2	16.9
무형자산상각비	4.3	5.1	6.6	8.9	7.3
기타현금수익비용	-95.8	35.8	-39.7	21.5	21.5
운전자본 증감	-69.7	-65.7	-1.4	-14.2	20.7
매출채권의 감소(증가)	-38.2	-12.4	-11.2	0.3	-21.6
재고자산의 감소(증가)	-29.5	-38.7	-35.6	-16.2	15.6
매입채무의 증가(감소)	0.6	7.0	14.1	-3.1	21.6
기타영업현금흐름	-2.7	-21.5	31.3	4.9	5.1
투자활동 현금흐름	259.0	-95.7	218.4	-38.4	-46.4
유형자산 처분(취득)	-4.3	-4.9	-4.7	-11.1	-18.9
무형자산 감소(증가)	-1.7	-1.0	-0.2	0.0	0.0
투자자산 감소(증가)	269.7	-85.9	193.8	-24.9	-25.1
기타투자활동	-4.7	-3.9	29.5	-2.3	-2.4
재무활동 현금흐름	-4.6	134.9	16.5	0.0	0.0
차입금의 증가(감소)	-4.8	136.3	-4.1	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금 지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.2	-1.4	20.6	0.0	0.0
현금의 증감	166.6	-121.9	198.9	33.6	164.1
기초현금	59.3	225.9	104.1	303.0	336.6
기말현금	225.9	104.1	303.0	336.6	500.7

손익계산서

(단위: 십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	418.6	246.2	354.9	489.1	628.5
매출원가	22.3	37.8	34.1	37.9	45.0
매출총이익	396.3	208.4	320.8	451.2	583.5
판매비와 관리비	301.4	339.5	357.9	386.7	409.4
영업이익	95.0	-131.1	-37.1	64.4	174.1
EBITDA	106.6	-118.1	-19.1	90.5	198.3
금융손익	13.4	11.9	5.3	-3.4	-3.3
관계기업등 투자손익	-34.5	-10.4	5.5	-20.3	-20.3
기타영업외손익	-2.5	-12.9	-16.3	-2.0	-0.3
세전계속사업이익	71.3	-142.5	-42.6	38.7	150.1
계속사업법인세비용	6.4	-3.0	-3.2	0.0	6.1
당기순이익	64.8	-139.4	-36.3	38.7	144.1
지배주주순이익	64.8	-139.4	-31.8	38.7	144.1
매출총이익률 (%)	94.7	84.7	90.4	92.3	92.8
영업이익률 (%)	22.7	-53.2	-10.5	13.2	27.7
EBITDA 마진률 (%)	25.5	-48.0	-5.4	18.5	31.5
세전이익률 (%)	17.0	-57.9	-12.0	7.9	23.9
지배주주순이익률 (%)	15.5	-56.6	-9.0	7.9	22.9
ROA (%)	11.3	-21.3	-4.4	4.8	15.7
ROE (%)	15.8	-36.7	-10.6	12.7	36.4
ROIC (%)	421.5	-179.4	-33.3	53.6	222.9

주요투자지표

(단위: 십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
투자지표 (배)					
P/E	117.4	n/a	n/a	190.0	51.0
P/B	17.1	17.8	25.8	22.7	15.7
EV/EBITDA	68.4	n/a	n/a	79.5	35.5
P/S	18.2	22.9	20.7	15.0	11.7
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
매출액 증가율	1,510.2	-41.2	44.2	37.8	28.5
영업이익 증가율	흑전	적전	적지	흑전	170.2
세전이익 증가율	흑전	적전	적지	흑전	287.8
지배주주순이익 증가율	흑전	적전	적지	흑전	272.2
EPS 증가율	흑전	적전	적지	흑전	272.2
안정성 (%)					
부채비율	44.9	109.8	144.6	130.2	98.7
유동비율	317.7	299.2	185.7	201.2	237.1
순차입금/자기자본	-71.8	-47.8	-38.1	-43.4	-63.5
영업이익/금융비용	100.3	-35.3	-5.2	12.6	34.2
총차입금 (십억원)	15.7	155.9	181.9	181.9	181.9
순차입금 (십억원)	-318.8	-151.2	-122.6	-156.3	-320.4
주당지표 (원)					
EPS	828	-1,780	-407	494	1,840
BPS	5,672	4,042	3,634	4,128	5,968
SPS	5,346	3,144	4,532	6,245	8,026
DPS	0	0	0	0	0

SK바이오팜 목표주가 추이 및 투자의견 변동내역



Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:하태기)
- 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 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 제3자에게 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

구분	투자등급 기준 및 기간	투자등급	투자등급 비율	비고	구분	투자등급 기준 및 기간	투자등급	투자등급 비율	비고
산업 (Industry)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 시장대비 상대수익률	Overweight (비중확대)	76.9%	시가총액 대비 비중확대	기업 (Company)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 절대수익률	BUY	95.5%	절대수익률 15% 초과
		Neutral (중립)	23.1%	시가총액 수준 유지			HOLD	4.5%	절대수익률 +15% ~ -15%
		Underweight (비중축소)	0.0%	시가총액 대비 비중축소			SELL	0.0%	절대수익률 -15% 초과
		합계	100%				합계	100%	