

2023. 5. 15

## Tech팀

서근희, Ph.D.  
Senior Analyst  
keunhee.seo@samsung.com정동희  
Analyst  
donghee1009.jeong@samsung.com

## ▶ AT A GLANCE

투자 의견	<b>BUY</b>	
목표주가	100,000원	39.1%
현재주가	71,900원	
시가총액	5,6조원	
Shares (float)	78,313,250주 (34.0%)	
52주 최저/최고	51,800원/88,700원	
60일-평균거래대금	804.7억원	

## ▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
SK바이오팜 (%)	11.2	7.0	-17.9
Kospi 지수 대비 (%pts)	11.9	2.9	-14.6

## ▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	100,000	100,000	0.0%
2023E EPS	-77	-320	nm
2024E EPS	1,833	2,006	-8.6%

## ▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	12
Target price	102,083
Recommendation	4.0
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

## SK바이오팜 (326030)

## 엑스코프리의 가파른 처방을 기다린다

- 3Q23까지 영업 손실 지속 전망되나, 2024년 엑스코프리 처방 확대로 영업 레버리지 효과 기대.
- 투자의견 BUY, 목표주가 10만원 유지: 엑스코프리 미국 발매 4년차로 리얼-월드 데이터 누적, 성과 보상 체계 개편으로 영업력 강화 등으로 처방 확대 기대.

## WHAT'S THE STORY?

**1Q23 review:** 연결 기준 매출액 608억원(+47.7% y-y, -3.2% q-q), 영업손실 227억원(적지 y-y, 적지 y-y), 지배주주 순손실 24억원(적지 y-y, 적지 q-q) 기록. 엑스코프리 US 매출액 539억원(+70.2% y-y, +8.4% q-q)으로 고성장세 유지. 중국 임상 2Q로 지연되면서 용역 매출 68억원(+0.6% y-y, +21.5% q-q), 파트너사 재고 조절에 따라 제품 DP(완제)/API(원료) 매출은 2억원 기록. 이그니스 지분 관련 회계처리에 따라 일회성 이익 180억원 반영되면서 영업외손익 증가.

**중장기 성장 스토리:** 엑스코프리 미국 직접 판매 외에 유럽, 일본/캐나다, 중국, 라틴아메리카 등에서 판매 확대. 엑스코프리 성인 대상 전체 발작 및 소아대상 부분 발작 임상 3상 및 레녹스-가스도 증후군(희귀 소아 뇌전증) carisbamate 임상 3상 진행 중, 2025년 글로벌 규제 기관에 허가 신청 예정. Cenobamate 대비 안전성과 효능 개선한 차세대 뇌전증 치료제 SKL24741 임상 1상, 표적 항암제 SKL279696 임상 1/2상 진행.

**투자의견 BUY, 목표주가 10만원 유지:** 엑스코프리의 미국 판매 확대(2026년까지 선형 성장)으로 추정, 2026년 처방 볼륨 기준 미국 시장 점유율 25% 가정) 및 기타 국가에서의 매출 증대 등을 반영하여 DCF 밸류에이션 기반 목표주가 산출. 2023년 연결 기준 매출액 3,690억원(+49.9% y-y), 영업손실 295억원(적지 y-y, 전년 동기 대비 적자 폭 감소) 전망, 4Q23부터 손익분기점 이상의 매출 성장 기대. 엑스코프리 처방이 J-curve로 확대된다면 2024-2025년에 미국 시장 점유율 25-30%까지도 확보 가능. 2019년 엑스코프리 발매 이후 의료 현장에서 리얼-월드 데이터가 쌓이면서 의료진 및 환자의 처방 선호도 증가. 기존 뇌전증 치료제에 내성이 있는 환자에서 탁월한 발작 감소 효과가 있기 때문에 엑스코프리 처방 확대에 대한 기대 유효. 지속적인 영업 손실로 인한 투자 피로도가 길었던 만큼 실적 개선에 대한 추가 상승은 보다 강하게 나타날 것으로 기대.

## SUMMARY OF FINANCIAL DATA

	2022	2023E	2024E	2025E
매출액 (십억원)	246	369	627	870
영업이익 (십억원)	-131	-29	179	386
순이익 (십억원)	-139	-6	144	310
EPS (adj) (원)	-1,780	-77	1,833	3,958
EPS (adj) growth (%)	적전	적지	흑전	115.9
EBITDA margin (%)	-48.0	-5.0	29.8	44.9
ROE (%)	-36.7	-1.9	37.6	50.9
P/E (adj) (배)	n/a	n/a	39.2	18.2
P/B (배)	17.8	18.1	12.4	7.4
EV/EBITDA (배)	n/a	n/a	28.7	12.9
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: SK바이오팜, 삼성증권 추정

바이오팜 목표주가 산출

(십억원, 원)	2023E			분류 주요 가정
	Base	Bull	Bear	
SK바이오팜 (A=B+C-D)	73,513	93,479	47,797	Base 엑스큐프리 미국 점유율 2024년 15%, 2027년 30% 가정
현재가치 (B)	24,186	33,157	17,489	
영구현금흐름 현재가치 (C)	47,879	61,770	31,756	
순현금 (D)	1,448	1,448	1,448	Bull 엑스큐프리 미국 점유율 2024년 25%, 2027년 40% 가정
보통주 주식수 (E, 천주)	78,313	78,313	78,313	
적정 주가 (A/E)	93,871	119,365	61,033	
목표주가	100,000	120,000	60,000	Bear 엑스큐프리 미국 점유율 2024년 12%, 2027년 20% 가정
현재 주가	71,900	71,900	71,900	
Upside	39.1	66.9	-16.6	

자료: 삼성증권 추정

SK바이오팜 DCF 밸류에이션

(억원)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Xcopri	3,303	5,403	7,038	9,188	10,981	11,942	11,863	12,090
YoY (%)	88.1	63.6	30.3	30.5	19.5	8.8	(0.7)	1.9
용역	387	868	1,579	1,910	2,428	1,450	1,465	954
YoY (%)	(27.5)	124.6	81.8	20.9	27.1	(40.3)	1.0	(34.9)
기타			84	173	552	1,132	1,625	2,547
YoY (%)				106.4	219.7	105.1	43.6	56.7
매출액	3,690	6,271	8,701	11,270	13,961	14,524	14,954	15,591
YoY (%)	49.9	70.0	38.7	29.5	23.9	4.0	3.0	4.3
EBIT	(295)	1,791	3,857	6,419	8,789	9,112	9,388	9,830
TAX	(12)	405	874	1,474	2,041	2,180	2,311	2,466
세후영업이익	(283)	1,386	2,983	4,945	6,748	6,932	7,077	7,364
유형 및 무형자산 상각비	108	75	52	36	25	18	13	9
CAPEX	0	0	0	0	0	0	0	0
운전자본 증감	87	98	110	(205)	(216)	2	18	(2)
FCFF	(262)	1,363	2,925	5,186	6,989	6,947	7,072	7,375
가중평균자본비용 (%)	10.0%							
영구성장률 (%)	1.9%							
영구현금흐름 가치								93,123
할인율 (%)	0.0	9.1	17.3	24.8	31.6	37.8	43.5	48.6
현재가치	-262	1,240	2,419	3,900	4,779	4,320	3,999	3,792
영구현금흐름 현재가치								47,879
기업가치	72,065							
순현금	1,448							
적정 시가총액	73,513							
조정 주식 수	78,313							
적정 주가	93,871							
목표주가	100,000							

참고: COE=13.0%, 무위험수익률 (3.0%, 국고채 3년물)+시장위험수익률 9.1(%)\*Beta 1.1, COD=3.9%, 영구성장률=1.9% 가정

자료: SK바이오팜, 삼성증권 추정

SK바이오팜 실적 추이 및 전망

(억원)	2022	2023E	2024E	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E
매출액	2,462	3,690	6,271	411	534	888	628	608	832	971	1,280	1,382	1,483	1,632	1,775
YoY (%)	(41.2)	49.9	70.0	(70.6)	122.9	270.9	(72.8)	47.7	55.6	9.3	103.9	127.4	78.3	68.0	38.7
Xcopri	1,930	3,303	5,403	344	441	573	572	539	730	865	1,169	1,210	1,304	1,398	1,491
미국 API	1,692	2,828	4,342	317	403	474	498	539	622	735	932	955	1,042	1,129	1,216
유럽 DP	238	313	344	27	38	99	74	0	75	81	156	76	83	90	96
기타	0	162	717	0	0	0	0	0	32	49	81	179	179	179	179
용역*	533	387	868	68	94	315	56	68	102	106	111	172	179	234	283
유럽 DP	0	0	495	0	0	0	0	0	0	0	0	50	100	150	195
일본	40	40	80	10	10	10	10	10	10	10	10	20	20	20	20
캐나다	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
중국	169	144	48	30	35	58	46	0	48	48	49	48	0	0	0
Sunosi	129	185	246	14	30	36	49	41	44	48	52	54	59	64	69
기타	-1	0	0	-1	-1	0	-0	1	0	0	0	0	0	0	0
매출원가	378	409	752	60	80	132	106	40	88	112	169	169	183	196	204
YoY (%)	69.1	8.3	83.9	225.6	281.6	496.4	(34.7)	(33.7)	10.1	(15.0)	60.0	325.3	108.5	73.9	20.9
매출원가율 (%)	15.3	11.1	12.0	14.6	14.9	14.9	16.8	6.6	10.5	11.6	13.2	12.3	12.3	12.0	11.5
판매비	3,395	3,576	3,728	723	856	848	968	795	898	891	992	834	931	935	1,028
YoY (%)	12.7	5.3	4.3	16.2	(1.6)	18.4	20.3	9.9	5.0	5.0	2.5	5.0	3.6	5.0	3.6
판매비율 (%)	137.9	96.9	59.5	175.7	160.1	95.5	154.3	130.7	108.0	91.7	77.5	60.4	62.8	57.3	57.9
영업이익	-1,311	-295	1,791	-371	-401	-92	-446	-227	-154	-32	118	379	370	501	542
YoY (%)	적전	적지	흑전	적전	적지	적지	적전	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	3.6
영업이익률 (%)	(53.2)	(8.0)	28.6	(90.3)	(75.0)	(10.4)	(71.1)	(37.3)	(18.5)	(3.3)	9.3	27.4	24.9	30.7	30.5
세전이익	-1,425	-265	1,841	-350	-443	-166	-465	-25	-147	-26	126	387	381	514	559
YoY (%)	적전	적지	흑전	적전	적지	적지	적전	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	3.4
순이익	-1,394	-60	1,436	-352	-454	-150	-439	-24	-115	-20	98	302	297	401	436
YoY (%)	적전	적지	흑전	적전	적지	적지	적전	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	3.4
순이익률 (%)	(56.6)	(1.6)	22.9	(85.6)	(85.0)	(16.8)	(69.9)	(3.9)	(13.8)	(2.0)	7.7	21.8	20.0	24.6	24.6

참조: \* 계약금 및 마일스톤+Sunosi 로열티 추정

자료: SK바이오팜, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	419	246	369	627	870
매출원가	22	38	41	75	97
매출총이익	396	208	328	552	773
(매출총이익률, %)	94.7	84.7	88.9	88.0	88.9
판매 및 일반관리비	301	339	358	373	387
영업이익	95	-131	-29	179	386
(영업이익률, %)	22.7	-53.2	-8.0	28.6	44.3
영업외손익	-24	-11	3	5	12
금융수익	21	35	9	11	18
금융비용	10	36	6	6	6
지분법손익	-35	-10	0	0	0
기타	-1	0	0	0	0
세전이익	71	-142	-27	184	397
법인세	6	-3	-1	40	87
(법인세율, %)	9.0	2.1	4.3	22.0	22.0
계속사업이익	65	-139	-6	144	310
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	65	-139	-6	144	310
(순이익률, %)	15.5	-56.6	-1.6	22.9	35.6
지배주주순이익	65	-139	-6	144	310
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	107	-118	-19	187	391
(EBITDA 이익률, %)	25.5	-48.0	-5.0	29.8	44.9
EPS (지배주주)	828	-1,780	-77	1,833	3,958
EPS (연결기준)	828	-1,780	-77	1,833	3,958
수정 EPS (원)*	827	-1,780	-77	1,833	3,958

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동에서의 현금흐름	-93	-160	6	153	317
당기순이익	65	-139	-6	144	310
현금유출입이없는 비용 및 수익	-84	49	7	43	81
유형자산 감가상각비	7	8	6	4	3
무형자산 상각비	4	5	5	3	2
기타	-96	36	-4	36	76
영업활동 자산부채 변동	-70	-66	1	2	2
투자활동에서의 현금흐름	259	-96	-27	-30	-34
유형자산 증감	-4	-5	0	0	0
장단기금융자산의 증감	213	-90	-27	-30	-34
기타	50	-1	0	0	0
재무활동에서의 현금흐름	-5	135	0	0	0
차입금의 증가(감소)	-3	140	0	0	0
자본금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	-2	-5	0	0	0
현금증감	167	-122	-32	110	269
기초현금	59	226	104	72	182
기말현금	226	104	72	182	451
Gross cash flow	-19	-91	1	187	391
Free cash flow	-97	-165	6	153	317

참고: \* 일회성 수익(비용) 제외  
 \*\* 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외  
 \*\*\* P/E, P/B는 지배주주기준

자료: SK바이오팜, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	471	488	504	668	998
현금 및 현금등가물	226	104	72	182	451
매출채권	56	64	71	80	91
재고자산	52	91	102	115	130
기타	137	229	258	291	327
비유동자산	172	176	178	185	195
투자자산	108	100	113	127	143
유형자산	23	20	14	10	7
무형자산	19	17	13	9	7
기타	23	39	39	39	39
자산총계	644	664	682	853	1,193
유동부채	148	163	183	205	230
매입채무	17	23	26	29	33
단기차입금	0	0	0	0	0
기타 유동부채	131	140	157	176	197
비유동부채	51	185	189	194	199
사채 및 장기차입금	0	144	144	144	144
기타 비유동부채	51	41	45	50	56
부채총계	199	348	372	399	429
지배주주지분	444	317	311	454	764
자본금	39	39	39	39	39
자본잉여금	1,085	1,085	1,085	1,085	1,085
이익잉여금	-689	-828	-834	-690	-380
기타	9	20	20	20	20
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	444	317	311	454	764
순부채	-319	-151	-145	-283	-584

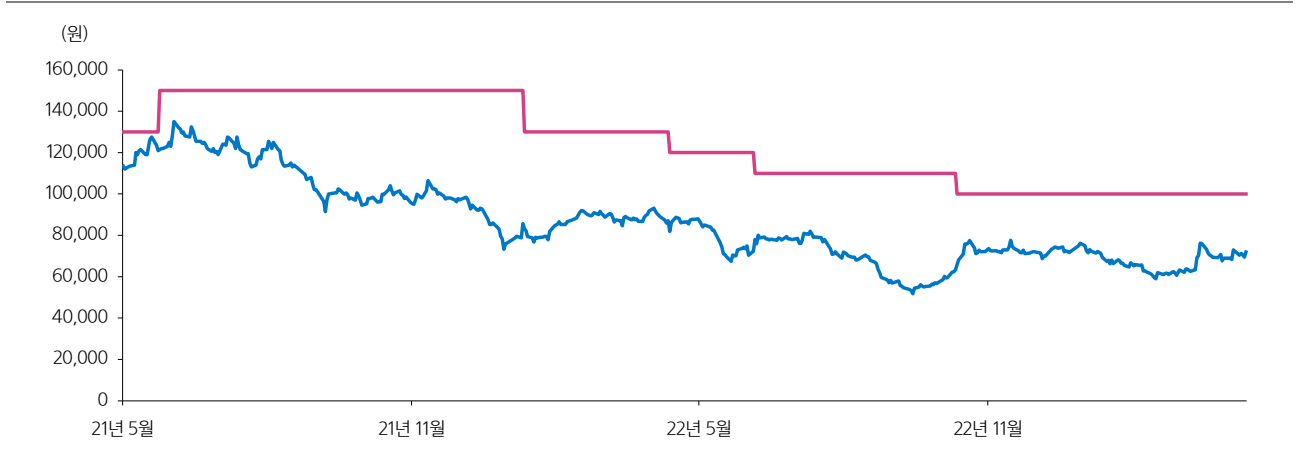
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2021	2022	2023E	2024E	2025E
증감률 (%)					
매출액	1,510.2	-41.2	49.9	69.9	38.7
영업이익	흑전	적전	적지	흑전	115.4
순이익	흑전	적전	적지	흑전	115.9
수정 EPS**	흑전	적전	적지	흑전	115.9
주당지표					
EPS (지배주주)	828	-1,780	-77	1,833	3,958
EPS (연결기준)	828	-1,780	-77	1,833	3,958
수정 EPS**	827	-1,780	-77	1,833	3,958
BPS	5,672	4,042	3,965	5,799	9,757
DPS (보통주)	0	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	117.6	n/a	n/a	39.2	18.2
P/B***	17.1	17.8	18.1	12.4	7.4
EV/EBITDA	68.4	n/a	n/a	28.7	12.9
비율					
ROE (%)	15.8	-36.7	-1.9	37.6	50.9
ROA (%)	11.3	-21.3	-0.9	18.7	30.3
ROIC (%)	193.1	-147.7	-24.5	121.5	252.8
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순부채비율 (%)	-71.8	-47.8	-46.6	-62.4	-76.5
이자보상배율 (배)	100.3	-35.3	-4.6	27.9	60.2

**Compliance notice**

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2023년 5월 12일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2023년 5월 12일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

**2년간 목표주가 변경 추이**



**최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)**

일 자	2021/1/28	4/14	6/23	2022/2/9	5/12	7/5	11/10
투자의견	HOLD	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (₩)	130000	130000	150000	130000	120000	110000	100000
과리율 (평균)	-6.55	-12.02	-28.93	-33.21	-33.70	-38.03	
과리율 (최대or최소)	-22.31	-1.92	-10.00	-28.38	-26.08	-25.45	

**투자기간 및 투자등급:** 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

**기업**

- BUY (매수)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- HOLD (중립)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외
- SELL (매도)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하

**산업**

- OVERWEIGHT(비중확대)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
- NEUTRAL(중립)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
- UNDERWEIGHT(비중축소)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

**최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율** 2023.03.31

매수(78.1%) 중립(21.9%) 매도(0%)

## 삼성증권

### 삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)  
Tel: 02 2020 8000 / [www.samsungpop.com](http://www.samsungpop.com)

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of  
**Dow Jones  
Sustainability Indices**  
Powered by the S&P Global CSA