

SK바이오팜

326030

Feb 09, 2022

Buy 유지
TP 110,000 원 하향

Company Data

현재가(02/08)	85,700 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	152,500 원
52 주 최저가(보통주)	73,200 원
KOSPI (02/08)	2,746.47p
KOSDAQ (02/08)	895.27p
자본금	392 억원
시가총액	67,114 억원
발행주식수(보통주)	7,831 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	20.3 만주
평균거래대금(60 일)	172 억원
외국인지분(보통주)	5.92%
주요주주	
SK 외 5 인	64.02%
국민연금공단	5.02%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-9.3	-32.5	-42.7
상대주가	-2.4	-19.6	-35.5



제약/바이오 김정현

3771-9351, jh.kim@iprovest.com



4QRe. Xcopri 미국 매출의 견조한 상승세 확인(주요 Q&A 포함)

4Q21 매출 2,307억, OP 1,343억 달성

Xcopri의 4Q 실적은 매출 2,307억 OP 1,343억 달성. 이번 분기 실적에는 이전까지 안분할 것으로 예상되었던 중국 JV 설립 계약에 따른 이익(약 1640억), 캐나다 딜 Upfront(약 240억)가 당기에 일시에 반영되었기 때문. 일시적 이익을 제외하고 가장 중요한 지표인 Xcopri 미국 매출은 279억으로 견조한 성장세 확인했으며 Xcopri 연간 매출은 782억으로 연초 제시했던 가이드스 600-800억의 상단 달성.

2022년 실적 매출 2,266억, OP 적자 전환 예상

SK바이오팜의 2022년 매출은 2,266억, OP -1,140억 기록 전망. Xcopri 미국 매출은 더욱 큰 폭으로 성장해 1,272억 예상. 매출 성장물은 UCB의 Vimpat/Briviact, Jazz의 Xyrem, Lundbeck의 Brintellix/Rexulti 등 주요 CNS 치료제의 출시 초기 성장물 준용. 다만 임상 비용 등이 증가하며 연간 판관비가 상승할 것을 실적 추정에 반영. 연간 판관비 약 10% 상향 가정(21년 약 3,000억->22년 추정치 3,300억).

마케팅 채널의 효율화를 위한 후기 파이프라인 도입 필요

투자 의견 Buy, 목표 주가는 110,000원으로 하향. 목표 주가의 하향 이유는 Xcopri 경쟁력과는 관계 없이 업종 투심 악화에 따른 주가 하락으로 TP와의 괴리를 축소를 위한 것. Xcopri의 매출은 향후에도 견조하게 성장해 5-6년 안에 블록버스터(연간 10억\$이상) 약 물로 성장할 것으로 예상. 다만, 향후 SK바이오팜의 주가 반등을 위해서는 직접 판매를 위해 구축한 마케팅 채널을 효율화할 수 있는 후기 파이프라인 도입이 필요할 것으로 판단. Jazz Pharmaceuticals의 GW Pharmaceuticals 인수나 UCB의 Zogenix 인수가 유사한 사례

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2019.12	2020.12	2021.12E	2022.12E	2023.12E
매출액(십억원)	124	26	419	227	330
YoY(%)	11,172.2	-79.0	1,510.4	-45.9	45.7
영업이익(십억원)	-79	-239	95	-114	-39
OP 마진(%)	-63.7	-919.2	22.7	-50.2	-11.8
순이익(십억원)	-72	-247	84	-116	-44
EPS(원)	-1,100	-3,442	1,285	-1,785	-684
YoY(%)	적지	적지	흑전	적전	적지
PER(배)	0.0	-49.1	75.7	-48.0	-125.3
PCR(배)	0.0	-54.9	49.2	-77.8	-277.5
PBR(배)	0.0	34.9	13.4	16.4	18.9
EV/EBITDA(배)	0.0	-56.3	69.2	-59.1	-187.7
ROE(%)	-313.7	-135.2	19.6	-28.5	-14.0

[도표 1] SK 바이오팜 실적 추정(단위: 억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2020	2021P	2022F
매출액	1,400	240	240	2,307	469	539	603	655	257	4,187	2,266
QoQ(%)	786%	-83%	0%	861%	-80%	15%	12%	8%			
YoY(%)	3490%	1043%	515%	1360%	-67%	125%	151%	-72%		1529%	-46%
Xcopri 미국	116	188	199	279	336	405	468	518	127	782	1,727
QoQ(%)	57%	62%	6%	40%	20%	21%	16%	11%			
YoY(%)	0%	795%	522%	277%	190%	115%	135%	86%		516%	121%
영업이익	760	-651	-499	1,343	-378	-311	-250	-201	-2,398	952	-1,140
OPM	54%	-271%	-208%	58%	-81%	-58%	-41%	-31%	-933%	23%	-50%
QoQ(%)	-241%	-186%	-23%	-369%	-128%	-18%	-20%	-19%			
YoY(%)	-217%	13%	-21%	-349%	-150%	-52%	-50%	-115%		-140%	-220%
당기순이익	1,290	-670	-501	691	-345	-278	-217	-168	-2,470	810	-1,160
당기순익률	92%	-279%	-209%	30%	-74%	-52%	-36%	-26%	-961%	19%	-51%
QoQ(%)	-321%	-152%	-25%	-238%	-150%	-19%	-22%	-22%			
YoY(%)	-294%	12%	-21%	-218%	-127%	-59%	-57%	-124%		-133%	-243%

자료: 교보증권 리서치센터

주요 Q&A 정리

Q1. Xcopri 판가에 조정이 있었는지?

A. XCOPRI 판가는 오히려 3% 인상. 경쟁 제품인 Vimpat도 특허 만료(3월) 앞두고 7% 가량 인상. 미국 뇌전증 치료제 시장은 약가를 인하하면서 경쟁하지 않는다고 판단

Q2. 2022년 Xcopri 매출 가이드스는?

A. 1,600억-1850억. 여기에는 미국 직접 매출, 일본 오노약품공업항 API, 유럽 Arvelle Therapeutics항 DP 포함되고 Arvelle 로부터 받을 로열티는 제외.

Q3. 21년 판관비 구성과 22년 판관비 가이드스를 제시해준다면?

A. 21년은 R&D 1,200억, 마케팅비 1,000억 기타 800억 내외. 합계 3,000억 소폭 상회. 이것은 관리 회계로 관리되는 항목으로 공시되는 숫자량은 다를 수 있음. 22년은 임상이 증가하면서 R&D 비용이 증가할 수 있을 것. 나머지는 안정적으로 관리할 것.

Q4. TRX 처방 건수량 매출 추이가 비례하지 않는 이유는?

A. TRX는 월별로 지속 증가 중. TRX와 매출이 비례하면서 증가하지 않은 이유는 도매상들이 코로나 등으로 인해 보수적으로 재고를 운영하며 매출에는 변동성이 있기 때문.

Q5. 향후 제품 판매 이외에 추가적으로 될 관련하여 매출 인식할 수 있는 게 있는지?

A. 중국 계약 관련 매출 미인식 분이 730억 남아서 3년동안 안분 가능하며 나머지 추가적인 지역으로 기술이전 계약 가능성도 있어

Q6. Vimpat 특허 만료 이후 Xcopri 영업 상황은 어떻게 바뀔 것인지?

A. 2가지 측면에서 모두 우호적이라고 판단. 1) 영업/마케팅 측면. Vimpat 특허 만료 이후에는 Brand Market에서 입지 다질 것. 특허만료 이후에는 Vimpat 프로모션 불가능. Vimpat 제네릭은 2-3개 정도 출시 가능할 것. 2) 효능 측면 우리 사후 분석 데이터에 따르면 완전발작소 실비율이 33.9%로 임상 데이터보다도 더 좋은 것으로 확인

SK 바이오팜 [326030]

4QRe. Xcopri 미국 매출의 견조한 상승세 확인(주요 Q&A 포함)

[SK바이오팜 326030]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	124	26	419	227	330
매출원가	1	2	22	9	23
매출총이익	123	24	397	217	307
매출총이익률 (%)	99.6	92.4	94.7	95.9	93.0
판매비와관리비	203	264	301	331	346
영업이익	-79	-239	95	-114	-39
영업이익률 (%)	-64.0	-921.2	22.7	-50.3	-11.9
EBITDA	-73	-229	103	-108	-34
EBITDA Margin (%)	-58.7	-879.4	24.7	-47.5	-10.4
영업외손익	-5	0	-13	-2	-5
관계기업손익	-5	0	-61	3	0
금융수익	6	7	8	7	7
금융비용	-3	-7	-12	-12	-12
기타	-3	-1	52	-1	-1
법인세비용차감전순이익	-84	-240	82	-116	-44
법인세비용	-13	8	-2	0	0
계속사업순이익	-72	-247	84	-116	-44
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-72	-247	84	-116	-44
당기순이익률 (%)	-57.7	-951.6	19.9	-51.2	-13.5
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	-72	-247	84	-116	-44
지배순이익률 (%)	-57.7	-951.6	19.9	-51.2	-13.5
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	-6	-6	-6	-6
포괄순이익	-72	-253	78	-122	-50
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	-72	-253	78	-122	-50

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	-81	-211	152	-42	-12
당기순이익	-72	-247	84	-116	-44
비현금항목의 가감	-3	26	78	14	16
감가상각비	7	8	6	4	3
외환손익	0	1	-2	-2	-2
지분법평가손익	0	0	61	-3	0
기타	-9	17	12	14	14
자산부채의 증감	-7	21	-4	68	25
기타현금흐름	0	-10	-6	-8	-8
투자활동 현금흐름	-39	-319	18	44	-15
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	-13	-11	-6	-6	-6
기타	-27	-308	24	50	-9
재무활동 현금흐름	97	541	14	-5	-5
단기차입금	100	-100	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	30	0	0
자본의 증가(감소)	0	645	-7	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-3	-5	-9	-5	-5
현금의 증감	-23	8	143	-47	-62
기초 현금	74	51	59	203	156
기말 현금	51	59	203	156	94
NOPLAT	-67	-247	97	-114	-39
FCF	-81	-226	96	-46	-15

자료: SK 바이오팜, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	99	435	599	460	414
현금및현금성자산	51	59	203	156	94
매출채권 및 기타채권	4	13	29	18	25
재고자산	7	23	60	38	47
기타유동자산	37	340	307	248	248
비유동자산	40	66	63	63	64
유형자산	26	24	24	26	29
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타금융자산	0	7	7	7	7
기타비유동자산	14	35	32	30	29
자산총계	139	500	662	523	478
유동부채	146	71	108	102	102
매입채무 및 기타채무	41	49	57	51	51
차입금	100	0	0	0	0
유동성채무	3	5	0	0	0
기타유동부채	2	17	51	51	51
비유동부채	6	51	81	80	80
차입금	0	0	30	30	30
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	6	51	51	50	50
부채총계	152	121	189	183	182
지배지분	-13	379	473	340	295
자본금	33	39	33	33	33
자본잉여금	446	1,085	1,085	1,085	1,085
이익잉여금	-499	-747	-663	-779	-824
기타자본변동	8	8	25	8	8
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	-13	379	473	340	295
총차입금	109	18	44	44	44

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

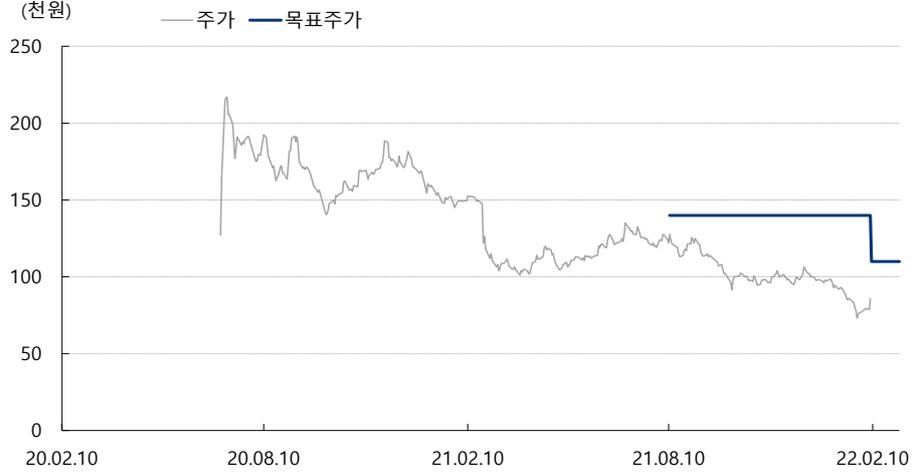
12 결산(십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	-1,100	-3,442	1,285	-1,785	-684
PER	0.0	-49.1	75.7	-48.0	-125.3
BPS	-200	4,840	7,280	5,229	4,546
PBR	0.0	34.9	13.4	16.4	18.9
EBITDAPS	-1,119	-3,181	1,591	-1,656	-527
EV/EBITDA	0.0	-56.3	69.2	-59.1	-187.7
SPS	1,905	362	6,442	3,486	5,080
PSR	0.0	467.2	15.1	24.6	16.9
CFPS	-1,242	-3,150	1,474	-703	-236
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
성장성					
매출액 증가율	11,172.2	-79.0	1,510.4	-45.9	45.7
영업이익 증가율	적지	적지	흑전	적전	적지
순이익 증가율	적지	적지	흑전	적전	적지
수익성					
ROIC	1,040.8	-1,937.7	333.9	-573.2	-258.9
ROA	-61.0	-77.4	14.4	-19.6	-8.9
ROE	-313.7	-135.2	19.6	-28.5	-14.0
안정성					
부채비율	-1,167.7	32.0	39.9	53.7	61.7
순차입금비율	78.4	3.7	6.6	8.3	9.1
이자보상배율	-51.2	-53.7	9.0	-10.8	-3.7

SK 바이오팜 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2021.08.11	매수	140,000	(23.11)	(10.36)					
2021.11.12	매수	140,000	(27.85)	(10.36)					
2022.02.09	매수	110,000							

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자_2021.12.31

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	97.0	0.0	3.0	0.0

[업종 투자의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하