에스케이바이오팜
(326030.KS)

제 2 의 UCB 로 성장 예상

BIO

2020. 07. 02



Bio 한병화
02)368-6171
bhh1026@eugenefn.com



BUY(신규)

목표주가(12M, 신규)	**110,000원**
IPO 기준가	49,000원

Key Data	(기준일: 2020.7.1)
KOSPI(pt)	2,106.7
KOSDAQ(pt)	727.6
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	3,873
52 주 최고/최저(원)	-
52 주 일간 Beta	-
발행주식수(천주)	78,313
평균거래량(3M,천주)	-
평균거래대금(3M,백만원)	-
배당수익률(20F, %)	-
외국인 지분율(%)	-
주요주주 지분율(%)	
(주)SK	75.0

Company Performance				
주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-	-	-	-
KOSPI 대비상대수익률	-	-	-	-

Financial Data				
결산기(12 월)	2020E	2021E	2022E	2023E
매출액(십억원)	46.0	225.7	254.7	385.0
영업이익(십억원)	(197.2)	(60.0)	(64.8)	18.5
세전계속사업손익(십억원)	(195.8)	(52.6)	(60.1)	21.7
당기순이익(십억원)	(167.8)	(41.0)	(46.9)	17.0
EPS(원)	(2,337)	(523)	(599)	217
증감률(%)	적지	적지	적지	흑전
PER(배)	-	-	-	226.3
ROE(%)	-	(9.1)	(11.5)	4.3
PBR(배)	8.1	8.9	10.0	9.6
EV/EBITDA(배)	-	-	-	84,835.3

▪ 투자의견 BUY, 목표주가 110,000원으로 분석 시작

에스케이바이오팜에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 110,000 원을 제시한다. 목표주가 산정은 경쟁업체인 벨기에 UCB 의 고성장기 가치를 반영했다. 화학, 필름 등 다양한 사업을 제약과 같이 영위하던 UCB 는 여타사업부를 매각하고 2005 년부터 순수 제약/바이오업체로 높은 평가를 받기 시작했다. 당시 UCB 의 매출액 대비 시가총액인 PSR 은 5.0 배에 수준이었다. 에스케이바이오팜의 현재의 2 개의 시판 약물과 1 개의 파이프라인을 기반으로 한 매출액은 2030 년까지 최소 1.8 조원까지 성장할 것으로 예상된다. PSR 5.0 배를 적용하면 동사의 적정시가총액은 9 조원, 주당 110,000 원이다. 1 상 단계인 5 개의 파이프라인의 상용화를 감안하면 동사의 지속가능한 매출액은 최소한 1.8 조원 수준이라고 판단된다.

▪ 그룹을 배경으로 성장한다는 히든 밸류 평가 받아야

동사의 가치평가를 기존의 파이프라인 가치 방식으로 하면 저평가될 수 밖에 없다. 주 원인은 1) 동사가 주력인 중추신경계 약물은 출시부터 피크매출 시점 도달까지 약 8~10 년 정도 걸리는데 비해, 2) 연간 약 2 천억원 이상의 연구개발비와 판관비 등 비용을 지출하면서 초기 사업연도들에는 적자를 기록하기 때문이다. 따라서, 유사한 성장을 기록한 업체의 사례를 평가에 적용하는 것이 타당하다고 판단된다. UCB 는 1928 년에 창립해 화학, 필름사업을 중심으로 성장하면서 축적한 자금으로 오랜기간 제약/바이오사업을 지원하면서 성과를 낼 수 있었다. 동사도 SK 그룹이라는 거대한 산업자본에 기반한 업체이기 때문에 시간 문제일 뿐, 성장에는 의심의 여지가 없다. 에스케이바이오팜은 최소한 2005 년의 UCB 의 가치까지는 성장할 것으로 판단된다. UCB 는 풍부한 자금력으로 유럽의 Celltech, Schwarz 등을 인수하면서 바이오사업을 확장해왔다. 에스케이바이오팜도 유사한 경로를 통해 성장할 것으로 예상된다.

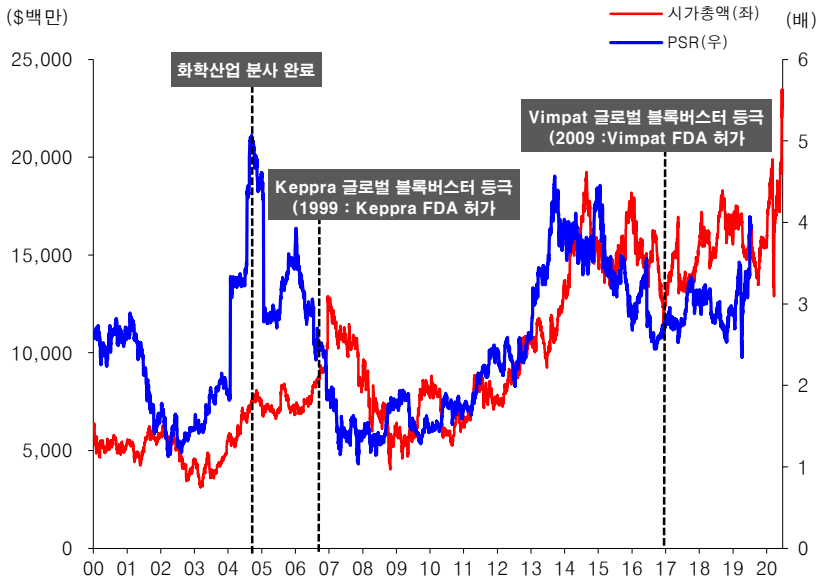
▪ 3개의 약품은 글로벌 시장에서 의미 있는 성장 예상

2020 년 엑스코프리의 미국 직판을 시작으로 동사의 매출액은 2030 년까지 연평균 약 45% 성장할 것으로 예상된다. 매출액은 2020 년 460 억원에서, 2024 년 6,294 억원, 2030 년 1.8 조원으로 추정된다. 영업이익은 2020 년 1,972 억원 적자에서 2023 년 185 억원 흑자로 전환하고, 2030 년에는 8,388 억원에 달할 것으로 판단된다. 실적추정은 엑스코프리의 미국직판, 유럽 로열티 매출, 수노시의 미국과 유럽 로열티 매출, 세노바메이트의 미국과 유럽직판 매출을 포함한다. 엑스코프리는 글로벌 블록버스터가 될 것으로 판단된다. 뇌전증 치료제로서 가장 중요한 발작완전소실 비율에서 경쟁약물을 압도하기 때문이다. 이 외에 Relenopride, SKL13865, SKL20540, SKL-PSY, SKL24741 등 임상 1 상 초기 단계의 약물은 실적 추정에서 제외했다.

UCB 사례 적용해 목표주가 11만원 제시

에스케이바이오팜에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 110,000 원을 제시한다. 목표주가 산정은 경쟁업체인 UCB 의 사례를 적용해서 산출했다. UCB 는 순수 제약/바이오업체로 변신한 2005 년에 매출액과 시가총액의 비율인 PSR 이 약 5.0 배 수준까지 상승했다. UCB 는 당시 글로벌 블록버스터로 성장하고 있는 뇌전증 치료제 Keppra 를 보유하고 있었고, 이는 에스케이바이오팜이 엑스코프리를 주력으로 하는 것과 비교될 수 있다. UCB 의 뇌전증 치료제인 Keppra 와 Vimpat 이 허가부터 글로벌 블록버스터(연간 매출 10 억달러 기준)로 성장하는데 8 년이 걸렸다. 엑스코프리도 글로벌 블록버스터로 성장할 가능성이 높고 당사는 이를 2026 년 부터라고 추정한다. Vimpat, Keppra 보다 발작소실률이 월등히 높기 때문이다. 에스케이바이오팜이 출시했거나 가능성이 높은 엑스코프리, 수노시, 세노바메이트 3 개의 치료제를 기반으로 한 피크매출액은 약 1.8 조원이다. 여기에 UCB 의 고성장기의 PSR 5.0 배를 적용하면 동사의 적정 시가총액은 약 9 조원으로 계상된다. 이를 기준으로 목표주가 110,000 원을 제시한다.

도표 1 UCB 의 시가총액과 PSR 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

파이프라인 가치 평가 방식으로는 적정 가치 평가 어려워

동사의 가치 평가 시 기존 바이오업체들처럼 파이프라인 가치를 평가하게 되면 제대로 된 평가를 하기 어렵다. 가장 큰 이유는 에스케이바이오팜은 이제 막 주력 약품들의 매출이 시작된 데 비해 연구개발비, 인건비 등의 주요 비용 등을 연간 2 천억원 이상 지출해 2023 년이 되어야 흑자전환이 예상되기 때문이다. 또한 주요약물들의 매출액 피크타임이 출시 후 약 8~10 년정도 걸리는 CNS(Central Nerves System: 중추 신경계통)약물 계열들이기 때문이라는 것도 고려해야 한다. 에스케이바이오팜은 최근에야 주요 약물들의 매출이 시작되었지만, 기존의 경쟁 바이오업체들과 차별화되는 점이 있다. SK 그룹이라는 거대한 산업자본을 배경으로 하고 있다는 것이다. 2 개의 출시된 약물과 1 개의 유력한 약품 이외에 개발 중인 5 개의 1 상 단계의 파이프라인이 풍부한 자금지원으로 상용화될 가능성이 매우 높다는 뜻이다. 히든 밸류를 평가해야 동사의 적정가치를 올바르게 볼 수 있고, 가장 유사한 UCB 사례를 통해 에스케이바이오팜의 가치를 보는 것이 합리적이라는 판단이다.

도표 2 에스케이바이오팜 주요 파이프라인

프로젝트	적응증	Research	IND	Phase1	Phase2	Phase3	NDA	시판 허가	글로벌 파트너 社
엑스코프리	뇌전증 (부분발작)								ARVELLE THERAPEUTICS
	뇌전증 (일차성 전신강직간내 발작)								Jazz Pharmaceuticals
수노시	수면장애 (기면증 또는 수면무호흡증으로 인한 과도한 주간 졸림증)								
카리스바메이트	레녹스, 가스토 증후군				(Phase 1b/2)				-
Relenopride	희귀 신경계 질환								키니시테라퓨틱스
SKL 13865	집중력 장애								-
SKL 20540	조헌병								-
SKL PSY	조울증								北大医疗 PKU HEALTHCARE
SKL24741	뇌전증								-

자료: 에스케이바이오팜, 유진투자증권

도표 3 Peer Valuation

	에스케이바이오팜	UCB SA	ACADIA HEALTHCARE CO INC	ZOGENIX INC	INTRA-CELLULAR THERAPIES INC	GW PHARMACEUTICALS PLC
2020-06-30						
통화	KRW	EUR	USD	USD	USD	USD
시가총액(십억원, 백만달러)	3,872	22,279.8	2,216.4	1,444.9	1,673.2	3,710.9
PER(배)						
FY19A	-	16.8	16.3	-	-	-
FY20F	-	20.0	13.2	-	-	-
FY21F	-	**17.3**	**10.3**	-	-	-
FY22F	-	**15.8**	**9.8**	-	-	**22.9**
PBR(배)						
FY19A	-	2.0	1.2	9.6	9.8	4.4
FY20F	8.1	2.6	0.8	-	7.0	-
FY21F	8.9	**2.4**	**0.8**	-	**5.8**	**4.9**
FY22F	10.0	**2.3**	**0.7**	-	**5.4**	**3.7**
매출액(십억원, 백만달러)						
FY19A	123.9	5,500.0	3,107.5	3.6	0.1	311.3
FY20F	46.0	5,815.5	3,176.1	12.7	28.6	-
FY21F	225.7	6,174.8	3,399.9	89.5	135.4	557.2
FY22F	254.7	6,269.3	3,542.8	231.2	299.5	830.4
영업이익(십억원, 백만달러)						
FY19A	(79.3)	1,195.6	323.1	-429.8	-154.0	-118.4
FY20F	(197.2)	1,272.2	380.3	-199.5	-238.5	-
FY21F	(60.0)	1,438.6	452.3	-136.7	-198.5	-39.2
FY22F	(64.8)	1,585.3	475.3	-29.5	-47.8	188.8
영업이익률(%)						
FY19A	(64.0)	21.7	10.4	-11,782.4	-254,090.5	-38.0
FY20F	(428.8)	21.9	12.0	-1,573.8	-834.8	-
FY21F	(26.6)	23.3	13.3	-152.7	-146.6	-7.0
FY22F	(25.5)	25.3	13.4	-12.8	-16.0	22.7
순이익(십억원,백만달러)						
FY19A	(71.5)	886.6	108.9	-419.5	-147.7	-9.0
FY20F	(167.8)	1,065.9	165.8	-175.7	-230.9	-
FY21F	(41.0)	1,225.4	213.6	-142.6	-183.6	-32.4
FY22F	(46.9)	1,322.9	224.0	-23.4	-54.7	191.5
EV/EBITDA(배)						
FY19A	-	9.6	10.3	-	-	-
FY20F	-	13.8	9.5	1.0	-	-
FY21F	-	12.3	8.5	1.0	-	-
FY22F	84,835.3	11.3	8.2	-	12,242.7	17.3
ROE(%)						
FY19A	-	11.9	4.5	-109.3	-57.6	-1.6
FY20F	-	12.2	6.5	-56.2	-121.9	-
FY21F	(9.1)	13.5	7.7	-	-131.0	-6.3
FY22F	(11.5)	12.1	7.6	-	0.1	17.8

참고: 2020.06.30 종가기준.
자료: Bloomberg, 유진투자증권

매출 연평균 45% 성장, 2023년부터 흑자전환 예상

동사의 매출액은 2020 년 460 억원, 2024 년 6,294 억원, 2030 년에는 1.8 조원으로 동기간에 연평균 45% 증가할 것으로 예상된다. 영업이익은 2020 년 1,972 억원 적자에서 2023 년 185 억원의 흑자로 전환되고, 2030 년에는 8,388 억원의 흑자를 기록할 것으로 추정된다. 매출액은 뇌전증 치료제인 엑스코프리의 미국 직판과 유럽 로열티, 기면증 치료제인 수노시의 미국과 유럽 로열티, 희귀 뇌전증 치료제인 카리스바메이트의 미국과 유럽 직판매출을 포함했다. 이 외의 현재 1 상 임상이 진행 중인 5 개의 파이프라인은 추정에 포함시키지 않았다.

도표 4 연간실적 추정

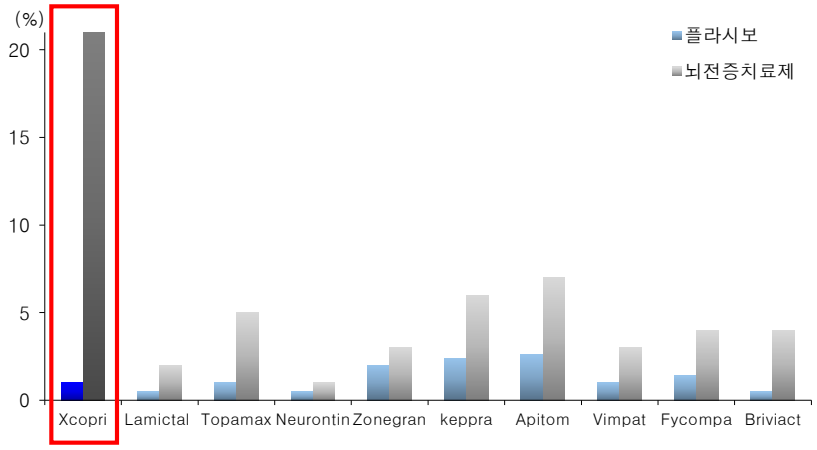
(십억원)	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
매출액	**123.8**	**46.0**	**225.7**	**254.7**	**385.0**	**629.4**	**907.5**	**1,199.4**	**1,384.7**	**1,536.3**	**1,689.0**	**1,828.9**
증가율			*390.9%*	*12.9%*	*51.1%*	*63.5%*	*44.2%*	*32.2%*	*15.4%*	*11.0%*	*9.9%*	*8.3%*
약품별 매출액	123.8	46.0	125.7	224.7	355.0	599.4	877.5	1,169.4	1,354.7	1,506.3	1,659.0	1,798.9
엑스코프리	117.1	36.5	115.1	209.3	330.5	563.2	820.6	1,079.7	1,234.3	1,357.8	1,481.2	1,604.6
수노시	6.7	9.5	10.6	15.4	24.4	36.2	47.1	54.5	60.0	61.5	62.4	62.2
카리스바메이트	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	9.9	35.2	60.4	87.1	115.3	132.0
기타	0.0	0.0	100.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
매출원가	**0.5**	**15.0**	**45.5**	**77.3**	**117.4**	**201.6**	**294.3**	**396.2**	**459.9**	**512.6**	**565.7**	**615.1**
매출원가율	0.4%	32.6%	20.1%	30.3%	30.5%	32.0%	32.4%	33.0%	33.2%	33.4%	33.5%	33.6%
판관비	**202.6**	**228.1**	**240.2**	**242.3**	**249.0**	**261.0**	**270.5**	**283.0**	**315.5**	**334.0**	**354.4**	**375.0**
판관비율	163.6%	496.2%	106.4%	95.1%	64.7%	41.5%	29.8%	23.6%	22.8%	21.7%	21.0%	20.5%
영업이익	**-79.3**	**-197.2**	**-60.0**	**-64.8**	**18.5**	**166.9**	**342.7**	**520.2**	**609.3**	**689.8**	**768.9**	**838.8**
영업이익률	-64.0%	-428.8%	-26.6%	-25.5%	4.8%	26.5%	37.8%	43.4%	44.0%	44.9%	45.5%	45.9%
증가율					*흑전*	*800.1%*	*105.4%*	*51.8%*	*17.1%*	*13.2%*	*11.5%*	*9.1%*
세전이익	**-84.5**	**-195.8**	**-52.6**	**-60.1**	**21.7**	**169.4**	**346.2**	**524.0**	**613.3**	**694.3**	**773.9**	**844.5**
법인세	-12.9	-28.0	-11.6	-13.2	4.8	37.3	76.2	115.3	134.9	152.7	170.2	185.8
법인세율	15.3%	14.3%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%
당기순이익	**-71.5**	**-167.8**	**-41.0**	**-46.9**	**17.0**	**132.1**	**270.1**	**408.7**	**478.4**	**541.5**	**603.6**	**658.7**
원달러 환율		**1,175**	**1,100**	**1,100**	**1,100**	**1,100**	**1,100**	**1,100**	**1,100**	**1,100**	**1,100**	**1,100**

자료: 유진투자증권

엑스코프리는 글로벌 블록버스터로 성장 예상

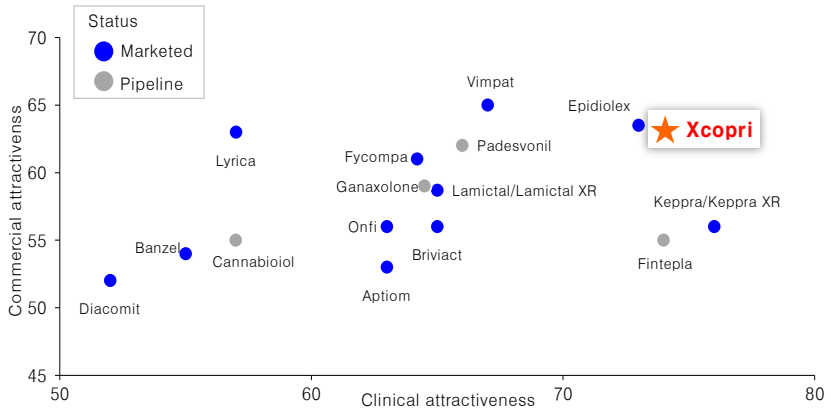
2019 년 11 월에 FDA 로부터 뇌전증 부분발작 단독/병용 치료제로 승인받은 엑스코프리(세노바메이트)는동사가 미국에서 직판채널을 통해 판매하고, 유럽에서는 Arvell 을 통해 로열티를 수령하는 구조로 매출이 발생한다. 엑스코프리는 뇌전증 치료에서 가장 중요한 효능인 발작완전소실 비율에서 여타 경쟁약물들을 압도한다. 엑스코프리의 소실비율이 21%에 달하는 반면 Keppra, Aptiom, Topama 등이 5~7%, 글로벌 블록버스터인 Vimpat 은 3% 수준에 불과하다. 현재는 1~3 제 약물에 반응하지 않는 난치성 환자와 부분 발작 환자에게 처방되지만, 임상중인 전신발작 환자대상으로 커버리지가 확대되는 2024 년부터는 매출액의 추가 확대가 예상된다. 엑스코프리의 매출액과 로열티 금액 합계액은 2020 년 365 억원에서 2024 년 5,632 억원, 2030 년에는 1.6 조원에 달할 것으로 추정된다. 이는 현재 대표적인 뇌전증 치료제인 UCB Vimpat 의 2019 년 매출액인 15 억달러와 유사한 수준이다.

도표 5 엑스코프리의 탁월한 발작완전소실 비율



자료:, 에스케이바이오팜

도표 6 엑스코프리, 뇌전증 치료제 중 임상데이터와 상업 성공 매력도 가장 높은 수준



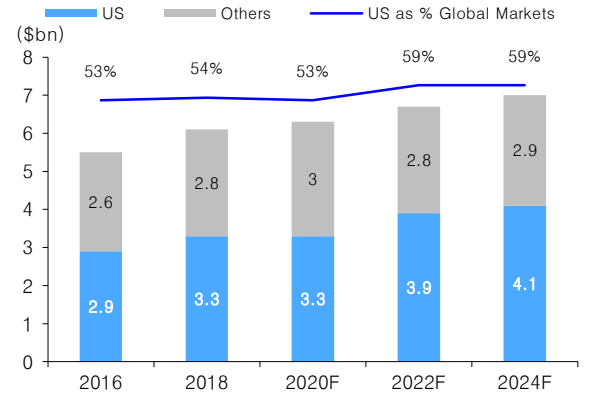
자료: 데이터모니터

도표 7 엑스코프리 매출 도출 가정

	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
엑스코프리 미국 처방액(백만 달러)	32	103	185	288	495	714	946	1,082	1,191	1,299	1,407
엑스코프리 미국 처방액(십억원)	**36**	**114**	**203**	**317**	**545**	**786**	**1,040**	**1,191**	**1,310**	**1,429**	**1,548**
엑스코프리 유럽 처방액 (백만 달러)	-	11	45	100	140	266	299	332	365	398	432
엑스코프리 유럽로얄티(백만 달러)	-	1	5	12	17	32	36	40	44	48	52
엑스코프리 유럽로얄티(십억원)	-	**1**	**6**	**13**	**18**	**35**	**39**	**44**	**48**	**53**	**57**
미국 뇌전증 환자수(백만명)*	1.2	1.2	1.2	1.2	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
엑스코프리 처방환자수 (명)	7,200	22,800	39,600	60,000	100,000	140,000	180,000	200,000	220,000	240,000	260,000
엑스코프리 가격(달러)**	4,400	4,532	4,668	4,808	4,952	5,101	5,254	5,411	5,411	5,411	5,411
유럽 뇌전증 환자수(백만명)***		2.5	2.5	2.5	2.5	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2
엑스코프리 처방환자수(명)		13,750	56,250	125,000	175,000	332,000	373,500	415,000	456,500	498,000	539,500
엑스코프리 가격 (달러 기준)		800	800	800	800	800	800	800	800	800	800
원달러 환율	1,175	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100

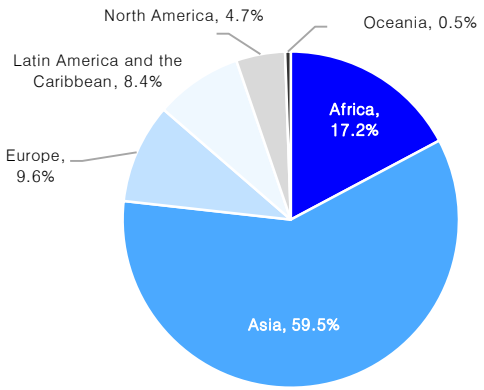
자료 : 유진투자증권
*미국 전체 뇌전증 환자수 2 백만명, 부분발작 처방 환자 120 만명 예상, 엑스코프리의 전신발작으로 적응증 확대 처방은 2024 년부터로 가정
**엑스코프리 가격은 Vimpat 의 연간 1 인당 실제 약제비와 유사한 4,400 달러를 기준으로 매년 3%의 가격 인상 가정
***유럽 전체 뇌전증 환자수 420 만명, 부분발작 환자 250 만명 가정
****유럽 엑스코프리 연간 1 인당 약제비 800 달러 가정

도표 8 글로벌 뇌전증 시장 규모



자료: 에스케이바이오팜, 유진투자증권

도표 9 뇌전증 환자들의 지역별 분포(2020 년 기준)



자료: 산업자료, 유진투자증권(글로벌 환자수 약 5,520 만명 기준)

수노시도 글로벌 매출 약 5억달러 수준까지 성장 예상

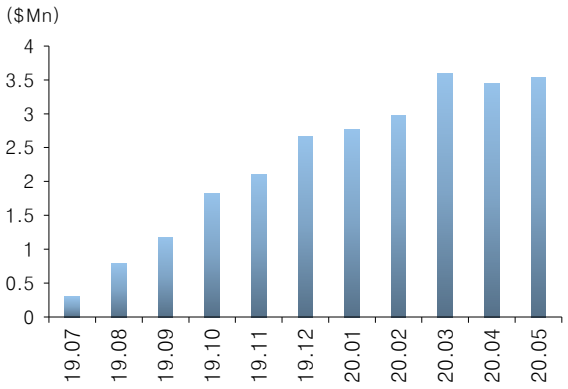
기면증/ 수면무호흡증으로 인한 과도한 주간졸림증 치료제인 수노시(솔리암페톨)는 2019 년 미국 FDA 판매허가, 2020 년 EMA 허가를 받았다. Jazz Pharma 가 미국과 유럽의 판권을 가지고 있고, 에스케이바이오팜에게는 판매 로열티를 지급하고 있다. Jazz 는 자신들이 판매하고 있는 Xyrem 등 다른 기면증 치료제와 달리 수면무호흡증으로 인한 주간과다졸림증을 수노시의 주요 적응증으로 마케팅하면서 2025 년 기준 약 5 억달러의 미국 매출액을 예상하고 있다. 당사는 수노시의 글로벌 매출액을 2020 년 0.64 억달러에서 2024 년 3.7 억달러, 2030 년에는 6.3 억달러로 추정한다. 현재 수노시는 미국에서 80% 이상의 사보험사에 등재되어있고, 유럽에서도 주요 시장부터 판매가 시작될 예정이다. 이에 따른 에스케이바이오팜이 수령하는 수노시 로열티 매출액은 2020 년 69 억원, 2024 년 362 억원, 2030 년에는 623 억원을 기록할 것으로 추정한다.

도표 10 수노시 매출액 도출 가정

	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
수노시 미국 처방액(백만 달러)	55	86	127	203	305	396	456	501	511	516	511
수노시 유럽 처방액(백만 달러)	9	21	29	44	61	79	95	105	110	114	118
수노시 글로벌 처방액(백만 달러)	64	107	156	247	366	475	551	606	621	630	629
수노시 로열티(달러기준)	6	10	14	22	33	43	50	55	56	57	57
수노시 로열티(십억원)	**6**	**11**	**15**	**24**	**36**	**47**	**55**	**60**	**61**	**62**	**62**
원달러 환율	1,175	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100

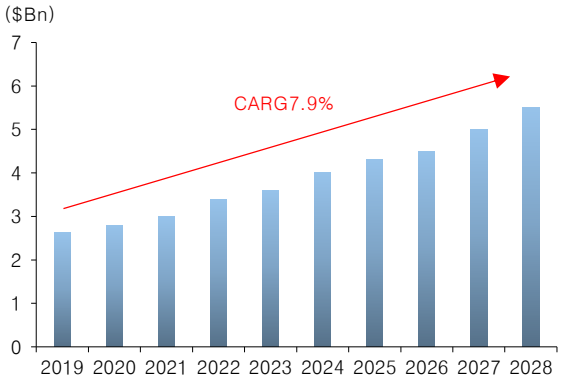
자료 : 유진투자증권

도표 11 수노시 월별 미국 처방액



자료: Symphony, 유진투자증권(WAC 기준)

도표 12 기면증 치료제 글로벌 시장 전망



자료: Nextmsc, 유진투자증권

카리스바메이트, 2025년부터 매출 예상

카리스바메이트는 나트륨/칼슘 채널 차단제로 목표 적응증은 레녹스-가스토 증후군이다. 이 병증은 뇌전증 중 가장 심한 형태의 희귀질환으로 1~8 세의 소아와 아동에게 발병한다. 부분발작, 전신발작이 뇌기능의 저하와 동반하기도 하는 질병이고, 아직 1/3 의 환자들에게는 발병원인을 찾지 못하고 있는 상태이다. 동사의 카리스바메이트는 2020 년내에 2 상을 완료하고, 2021 년 3 상을 시작해 2024 년에 미국, 2025 년에 유럽에서 허가를 받을 것으로 추정된다. 처방은 2025 년 미국, 2026 년부터 유럽에서 시작될 것으로 판단된다. 미국의 환자수는 약 3 만명, 1 년 치료비는 3 만달러로 가장했다. 최근 레녹스-가스토 증후군 차료제 중 처방이 늘고 있는 GW Pharma 의 Epidiolex 의 연간 치료비는 3 만 2,500 달러이다. 유럽의 카리스바메이트 매출액은 환자수는 미국보다 많으나 약가가 낮은 것을 감안해 미국 매출액의 15%로 추정했다. 동사의 카리스바메이트 매출액은 2025 년 100 억원, 2027 년 604 억원, 2030 년 1,320 억원으로 예상된다.

도표 13 **카리스바메이트 매출액 도출 가정**

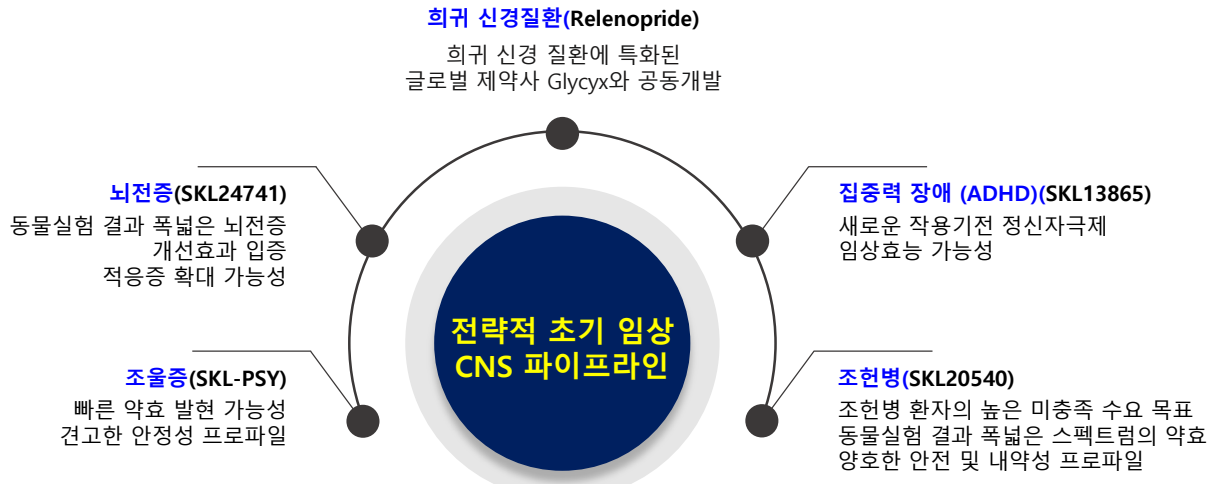
	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
미국 레녹스-가스토증후군 환자수(명)						30,000	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000
미국 카리스바메이트 가격(달러기준)						30,000	30,900	31,827	32,782	33,765	34,778
미국 카리스바메이트 처방환자수(명)						300	900	1,500	2,100	2,700	3,000
카리스바메이트 미국 처방액(백만 달러)						9	28	48	69	91	104
카리스바메이트 미국 처방액(십억원)						**10**	**31**	**53**	**76**	**100**	**115**
카리스바메이트 유럽처방액(백만 달러)							4	7	10	14	16
카리스바메이트 유럽처방액(십억원)							**5**	**8**	**11**	**15**	**17**
원달려 환율	1,175	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100

자료 : 유진투자증권

1상에 있는 파이프라인들도 속속 상용화 예상

세 가지 매출을 추정한 약물 이외에 1 상 단계에 있는 5 가지의 파이프라인도 상용화 가능성이 높은 것으로 판단된다. 희귀질환 전문 제약사인 Glycyx 와 공동개발 중인 Relenopride(희귀 신경질환치료제), 중국업체와 공동개발 중인 차기 뇌전증 치료제(SKL24741), ADHA 치료제로 개발 중인 SKL13865, 조현병을 주 적응증으로 하는 SKL20540, 조울증 치료제로 개발되고 있는 SKL-PSY 등이 있다. 또한 에스케이바이오팜은 중추신경계 화합물 25,000 개를 보유하고 있고, 뇌혈관장벽(Blood Brain Barrier, BBB)투과가능 화합물도 보유하고 있다. BBB 투과가능 화합물을 이용해서는 뇌종양 치료제 등 항암분야로 진출할 계획도 있다.

도표 14 에스케이바이오팜의 1 상 단계의 개발 약품들



자료 : 에스케이바이오팜, 유진투자증권

주요 약물들의 특허만료 기간 이슈도 크지 않아

동사의 약물들이 합성화합물들이기 때문에 특허만료 시 제네릭 출시로 인한 매출 급감의 리스크가 있다. 하지만 출시된 두 개의 약물들에 대한 특허만료 기간을 보면 이에 대한 우려는 낮은 것으로 판단된다. 수노시는 승인 전 희귀의약품으로 지정되었기 때문에 2019 년 판매승인 이후 2026 년까지 7 년간 시장독점권이 유지되고, 미국 특허청의 특허를 기준으로는 2027 년 8 월까지 용도특허가 유효하다. 제형특허는 2037 년까지다. 엑스코프리는 FDA 의 신약 시장 독점권 5 년이 2025 년 3 월까지이고, 세노바메이트 물질특허는 2027 년 10 월이다. 여기에 두 약품은 FDA 에서 인정하는 특허권 존속기간연장등록제도를 이용해 5 년간의 보호기간을 연장할 수 있을 것으로 판단된다. 이 제도는 당국이 신약개발을 촉진하기 위해 임상시험기간과 행정검토기간을 특허 연장에 이용할 수 있게 한 것이다. 카리스바메이트도 희귀의약품으로 지정되었기 때문에, 허가 후 미국은 7 년, 유럽은 10 년간의 독점권이 보호된다.

에스케이바이오팜(326030.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
자산총계	**523.6**	**470.6**	**420.7**	**435.7**	**565.8**
유동자산	496.6	414.1	352.2	337.7	413.5
현금성자산	486.3	396.1	327.4	294.1	330.4
매출채권	0.4	2.0	2.2	3.3	5.5
재고자산	1.3	7.4	14.0	31.6	69.0
비유동자산	27.1	56.6	68.5	98.0	152.3
투자자산	5.1	24.8	28.0	42.3	69.2
유형자산	20.3	29.2	37.1	51.4	78.0
기타	1.7	2.6	3.4	4.3	5.1
부채총계	**52.1**	**40.1**	**37.1**	**35.1**	**33.1**
유동부채	45.6	33.6	30.6	28.6	26.6
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성이자부채	3.2	(8.8)	(11.8)	(13.8)	(15.8)
기타	42.4	42.4	42.4	42.4	42.4
비유동부채	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5
비유동이자부채	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9
기타	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
자본총계	**471.5**	**430.5**	**383.6**	**400.6**	**532.7**
지배지분	471.5	430.5	383.6	400.6	532.7
자본금	39.2	39.2	39.2	39.2	39.2
자본잉여금	1,091.7	1,091.7	1,091.7	1,091.7	1,091.7
이익잉여금	(666.7)	(707.7)	(754.7)	(737.7)	(605.6)
기타	7.4	7.4	7.4	7.4	7.4
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**471.5**	**430.5**	**383.6**	**400.6**	**532.7**
총차입금	9.1	(2.9)	(5.9)	(7.9)	(9.9)
순차입금	(477.2)	(399.0)	(333.4)	(302.0)	(340.4)

손익계산서

(단위:십억원)	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
매출액	**46.0**	**225.7**	**254.7**	**385.0**	**629.4**
증가율(%)	적지	390.9	12.9	51.1	63.5
매출원가	15.0	45.5	77.3	117.4	201.6
매출총이익	**31.0**	**180.2**	**177.5**	**267.5**	**427.9**
판매 및 일반관리비	228.1	240.2	242.3	249.0	261.0
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	**(197.2)**	**(60.0)**	**(64.8)**	**18.5**	**166.9**
증가율(%)	적지	적지	적지	흑전	800.1
EBITDA	**(186.6)**	**(44.8)**	**(45.6)**	**45.2**	**207.4**
증가율(%)	적전	적지	적지	흑전	358.5
영업외손익	1.3	7.4	4.7	3.2	2.5
이자수익	5.2	4.0	3.4	2.6	3.5
이자비용	1.6	0.8	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업손익	(2.2)	4.2	1.3	0.6	(1.0)
세전순이익	**(195.8)**	**(52.6)**	**(60.1)**	**21.7**	**169.4**
증가율(%)	적지	적지	적지	흑전	679.1
법인세비용	(28.0)	(11.6)	(13.2)	4.8	37.3
당기순이익	**(167.8)**	**(41.0)**	**(46.9)**	**17.0**	**132.1**
증가율(%)	적지	적지	적지	흑전	679.1
지배주주지분	(167.8)	(41.0)	(46.9)	17.0	132.1
증가율(%)	적지	적지	적지	흑전	679.1
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS(원)	**(2,337)**	**(523)**	**(599)**	**217**	**1,687**
증가율(%)	적지	적지	적지	흑전	679.1
수정EPS(원)	(2,337)	(523)	(599)	217	1,687
증가율(%)	적지	적지	적지	흑전	679.1

현금흐름표

(단위:십억원)	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
영업현금	**(145.7)**	**(53.3)**	**(37.6)**	**10.5**	**106.3**
당기순이익	(167.8)	(41.0)	(46.9)	17.0	132.1
자산상각비	10.5	15.1	19.2	26.7	40.5
기타비현금성손익	5.6	(19.7)	(3.2)	(14.3)	(26.9)
운전자본증감	6.0	(7.7)	(6.8)	(18.8)	(39.5)
매출채권감소(증가)	0.6	(1.6)	(0.3)	(1.1)	(2.1)
재고자산감소(증가)	5.5	(6.1)	(6.5)	(17.7)	(37.3)
매입채무증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
투자현금	**(5.7)**	**(24.9)**	**(28.0)**	**(41.9)**	**(67.9)**
단기투자자산감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
설비투자	(4.9)	(24.1)	(27.1)	(41.0)	(67.1)
유형자산처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(0.8)	(0.8)	(0.8)	(0.8)	(0.8)
재무현금	**555.4**	**(12.0)**	**(3.0)**	**(2.0)**	**(2.0)**
차입금증가	(100.0)	(12.0)	(3.0)	(2.0)	(2.0)
자본증가	655.4	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	**403.9**	**(90.2)**	**(68.6)**	**(33.3)**	**36.4**
기초현금	51.1	455.0	364.8	296.2	262.9
기말현금	455.0	364.8	296.2	262.9	299.2
Gross Cash flow	(151.7)	(45.6)	(30.9)	29.3	145.7
Gross Investment	(0.3)	32.6	34.8	60.7	107.4
Free Cash Flow	**(151.5)**	**(78.2)**	**(65.6)**	**(31.3)**	**38.4**

자료: 유진투자증권

주요투자지표

	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	(2,337)	(523)	(599)	217	1,687
BPS	6,021	5,498	4,898	5,115	6,802
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	-	-	-	226.3	29.0
PBR	8.1	8.9	10.0	9.6	7.2
EV/ EBITDA	-	-	-	84,835.3	18,503.5
배당수익율	0.0	0.0	-	-	-
PCR	-	-	-	130.8	26.3
수익성(%)					
영업이익율	(428.8)	(26.6)	(25.5)	4.8	26.5
EBITDA이익율	(405.9)	(19.9)	(17.9)	11.7	32.9
순이익율	(364.9)	(18.2)	(18.4)	4.4	21.0
ROE	-	(9.1)	(11.5)	4.3	28.3
ROIC	-	-	(115.0)	19.4	89.5
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	(101.2)	(92.7)	(86.9)	(75.4)	(63.9)
유동비율	1,088.0	1,230.9	1,149.5	1,179.1	1,552.1
이자보상배율	(122.5)	(70.8)	(4,665.4)	1,041.1	8,191.0
활동성 (회)					
총자산회전율	0.1	0.5	0.6	0.9	1.3
매출채권회전율	68.3	191.6	122.3	138.8	143.1
재고자산회전율	11.5	51.9	23.8	16.9	12.5
매입채무회전율	-	-	-	-	-

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)		당사 투자의견 비율(%)
• STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
• BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	85%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	15%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2020.06.30 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가 대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가 대비
2020-07-02	Buy	110,000	1년		

에스케이바이오팜(326030.KS) 주가 및 목표주가 추이
담당 애널리스트: 한병화

