

2023년 전망 시리즈

12

제약/바이오

# The Threshold of Growth

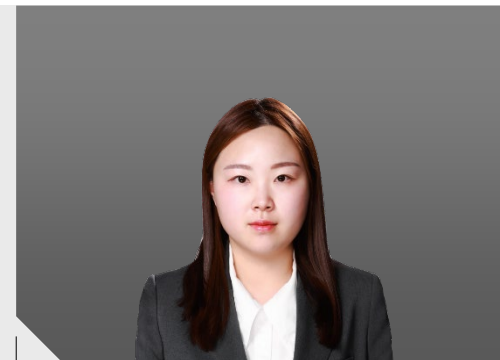
2023년 전망 시리즈 **12**  
**제약/바이오**

# The Threshold of Growth

## Overweight

Top Picks	투자판단	적정주가
삼성바이오로직스 (207940)	Buy	1,200,000원
대웅제약 (069620)	Buy (신규)	210,000원

관심 종목	투자판단	적정주가
에스티팜 (237690)	Buy	130,000원
파미셀 (005690)	Buy (신규)	17,500원
SK바이오사이언스 (302440)	Buy	94,000원



**제약/바이오**

Analyst **박송이**

02. 6454-4865

songyi.park@meritz.co.kr

# Contents

Part I	2022 Review	7
Part II	빅파마의 시선은 어디로 향하는가?	15
Part III	2023 K-제약/바이오 Trend	29

기업분석	삼성바이오로직스 (207940) Sustainable Growth	52
	대웅제약 (069620) 나보타와 펙수클루 양 날개를 달고	57
	에스티팜 (237690) 조금 멀어진 미래	63
	파미셀 (005690) 떠오르는 샛별	67
	SK바이오사이언스 (302440) 기다림의 시간	72

## Summary

## The Threshold of Growth

## Overweight

## 2022 Review

- I
- 지수대비 큰 성과를 내지 못한 헬스케어
- 제약/바이오에 가혹했던 2022년 상반기 신규투자
- COVID-19 수혜주-파티는 종료
- 전통 제약사-감기약, 백신 수요 증가로 매출 증대 및 수익성 개선

## 빅파마의 시선은 어디로 향하는가?

- II
- 2023년부터 다가오는 특허 절벽으로 빅파마들의 매출액 50% 이상 감소 우려
- 오리지널 의약품 매출액과 COVID-19로 확보한 풍부한 현금 바탕으로 포트폴리오 확충 의지가 강한 빅파마
- 1H22 Deal은 모달리티에서는 세포유전자치료제(CGT), 이중항체, ADC, AI 순으로 거래
- 1H22 Deal 질환별로는 암, 신경질환, 희귀/유전질환, 감염증, 염증/자가질환 순으로 거래
- 2023년 기대되는 바이오텍: 에이비엘바이오, 올릭스, 에이비온

## 2023 K-제약/바이오 Trend

- III
- 1) 항체 기반 의약품의 지속 성장: ADC, 오리지널 항체의약품 특허 만료, 알츠하이머 치료제 유효성 입증 등
- 2) RNA 기반 의약품: 뉴클레오시드, 뉴클레오티드 공급부족 현상
- 3) Si기반 헬스케어: 암 진단, 치료제 결정, 신약개발 등에 활용
- 4) 의료기기-보툴리눔 독신: 오리지널 Botox 대비 저렴하지만 고순도의 국내 보툴리눔 독신에 주목

## 기업분석

- 삼성바이로직스 (207940): 2023년 휴미라 특허 만료 및 항체의약품 연구가 활발해져 가동률 빠르게 상승
- 대웅제약 (069620): 2023년 중국까지 발매하면 국내 제품 중 유일하게 미국, 유럽, 중국 진출한 보툴리눔 독신
- 에스티팜 (237690): 글로벌 올리고 뉴클레오티드 수요는 지속적으로 증가세, 2023년 승인 받는 2개의 제품
- 파미셀 (005690): 전방산업 성장에 따른 뉴클레오시드의 공급부족 현상, 글로벌 생산량의 80% 이상 차지
- SK바이오사이언스 (302440): WHO, CEPI 등 국제 기구와 협력으로 대량 공급 물량 확보 및 Private 시장 전개를 통한 Profit 창출

2023년 전망 시리즈 **12**  
제약/바이오

## 기업분석

종목	투자판단	적정주가
삼성바이오로직스 (207940)	Buy	1,200,000원
대웅제약 (069620)	Buy (신규)	210,000원
에스티팜 (237690)	Buy	130,000원
파미셀 (005690)	Buy (신규)	17,500원
SK바이오사이언스 (302440)	Buy	94,000원

# 삼성바이오로직스 (207940) Sustainable Growth

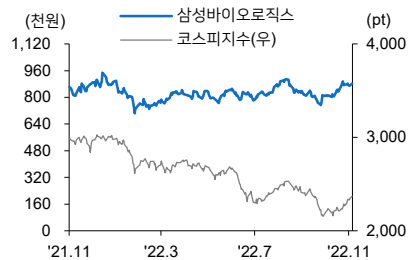
Analyst 박송이 02.6454-4865  
songyi.park@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월)	1,200,000원
현재주가 (11.7)	883,000원
상승여력	35.9%
KOSPI	2,371.79pt
시가총액	628,466억원
발행주식수	7,117만주
유동주식비율	24.72%
외국인비중	10.71%
52주 최고/최저가	946,788원/703,667원
평균거래대금	491.7억원
<b>주요주주(%)</b>	
삼성물산 외 4 인	74.38
국민연금공단	5.60

<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	8.9	11.2	3.4
상대주가	2.5	24.0	29.5

### 주가그래프



## 지속적으로 늘어나는 항체의약품 수주

- 2023년 글로벌 판매 1위 의약품 휴미라의 미국 특허 만료로 다수의 바이오 시밀러 출시
- 바이오젠 사의 베타 아밀로이드 표적 신약 Lecanemab의 유효성 확보로 관련 연구들이 활성화될 전망. 특히 삼성바이오로직스는 바이오젠과 합작으로 삼성바이오에피스를 설립했었던 만큼 이후의 파트너쉽 기대
- 매출액 성장요인은 1) 환율효과, 2) 고마진 제품 Mix, 3) 4공장 부분가동 및 전 공장 Full 가동, 4) DP 생산 증가
- 최근 GSK와 약 4,200억원(매출액 대비 26.8%) 규모의 판매·공급 계약을 체결

## 삼성바이오에피스 고농도 휴미라 ‘하드리마’ FDA 승인

- 8/15 미국 FDA로부터 고농도 휴미라 바이오시밀러의 허가를 득하였고, milestone 300억원 유입됨.
- 2023년 7월 하드리마 출시 예정

## 투자의견 Buy, 적정주가 120만원 유지

- 1) 향후 4공장의 가동률 상승, 2) 하드리마 미국 시장 선점, 3) 추가 공장 설립 계획이 향후 삼성바이오로직스의 투자 포인트

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	1,165	293	251	3,748	405.6	44,725	217.8	18.3	125.2	8.8	45.8
2021	1,568	536	423	6,320	68.6	51,003	141.2	17.5	85.6	13.2	72.9
2022E	2,372	941	498	7,117	12.6	99,760	117.3	8.4	51.3	9.5	59.7
2023E	2,795	1,139	724	10,175	43.0	109,935	82.1	7.6	43.1	9.7	62.5
2024E	3,224	1,285	851	11,962	17.6	121,897	69.8	6.9	38.5	10.3	62.1

# 삼성바이오로직스 실적 추이 및 전망

2023년 전망 시리즈 12  
제약/바이오

## 삼성바이오로직스(별도) 분기 실적 추정

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	260.8	412.2	450.7	444.3	511.3	503.7	674.6	682.5	1,568.0	2,372.0	2,794.8
% YoY	25.9%	34.0%	64.2%	18.4%	96.1%	22.2%	49.7%	53.6%	34.6%	51.3%	17.8%
영업이익	74.2	166.6	167.2	128.6	176.2	171.9	311.4	281.2	536.5	940.8	1,138.8
% YoY	18.5%	105.3%	194.5%	39.6%	137.6%	3.2%	86.3%	118.7%	83.4%	75.4%	21.1%
OPM (%)	28.4%	40.4%	37.1%	28.9%	34.5%	34.1%	46.2%	41.2%	34.2%	39.7%	40.7%
당기순이익	62.4	129.5	134.3	97.0	141.3	101.8	129.6	125.1	423.2	497.8	724.2
% YoY	24.4%	116.8%	235.5%	-4.0%	126.5%	-21.4%	-3.5%	29.0%	68.6%	17.6%	45.5%
NPM (%)	23.9%	31.4%	29.8%	21.8%	27.6%	20.2%	19.2%	18.3%	27.0%	21.0%	25.9%

자료: 메리츠증권 리서치센터

## 삼성바이오로직스 가동률 추정치

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
1공장 (30,000L)	100%	90%	80%	80%	90%
2공장 (150,000L)	60%	90%	100%	100%	80%
3공장 (180,000L)	100%	90%	80%	80%	100%
4공장 (240,000L)	2022.10 부분가동	50% GMP	80%	100%	100%

자료: 메리츠증권 리서치센터

# 삼성바이오로직스 적정주가 산출

2023년 전망 시리즈 12  
제약/바이오

## 삼성바이오로직스 적정주가 산출

(십억원)	Value	내용
삼성바이오로직스 영업가치 (A=B+C)	65,598.3	DCF valuation으로 산출
NPV of FCFF (B)	2,504.1	
PV of Terminal Value (C)	63,094.2	
삼성바이오에피스 가치 (D=E x F)	18,842.0	
2023년 예상 순이익 현재가치 (E)	314.0	
Target Multiple (F)	60	12mth Fwd 셀트리온 PER * 1.5배
순 차입금 (G)	(1,080.7)	
삼성바이오로직스 주주가치 (H=A+D-G)	85,521.0	
주식수 (I)	71,174천주	
적정주가 (J=H/I)	1,200,000	

자료: 메리츠증권 리서치센터

## 삼성바이오에피스 매출액 추정

(십억원)	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Etanercept Biosimilar	594.8	623.8	585.2	557.2	537.5	528.8	521.3
Infliximab Biosimilar	407.7	476.1	474.7	479.4	485.0	500.0	515.0
Adalimumab Biosimilar	328.2	554.0	654.9	729.3	801.3	893.8	983.8
Trastuzumab Biosimilar	216.7	266.8	285.4	297.1	312.5	333.8	355.0
Bevacizumab Biosimilar	43.6	83.4	110.5	146.6	178.8	213.8	250.0
Ranibizumab Biosimilar	11.5	86.2	106.5	127.5	153.8	182.5	213.8
적용 환율(원/달러)	1,282	1,368	1,315	1,275	1,250	1,250	1,250
<b>Total</b>	<b>1602.5</b>	<b>2090.3</b>	<b>2217.1</b>	<b>2337.1</b>	<b>2468.8</b>	<b>2652.5</b>	<b>2838.8</b>

자료: 메리츠증권 리서치센터



# 삼성바이오로직스 공장 및 승인 현황

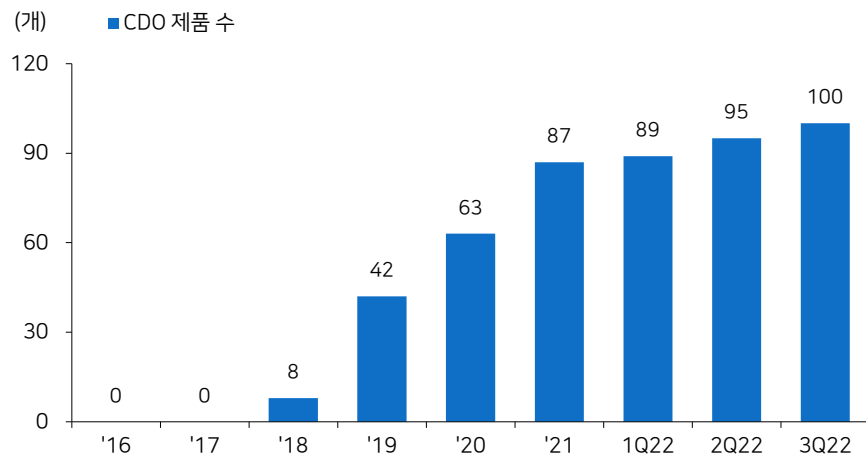
2023년 전망 시리즈 12  
제약/바이오

## 삼성바이오로직스 공장 시설 현황

	1공장	2공장	3공장	4공장
규모	30,000L = 5,000L X 6	150,000L = 15,000L X 10	180,000L = 15,000L X 12	240,000L = 15,000L X 12 10,000L X 6
공사 비용	3,500억원	7,000억원	8,500억원	2조원
가동 현황	생산	생산	생산	2023년 말까지 GMP 생산 가동 계획, 60,000L 부분 가동중

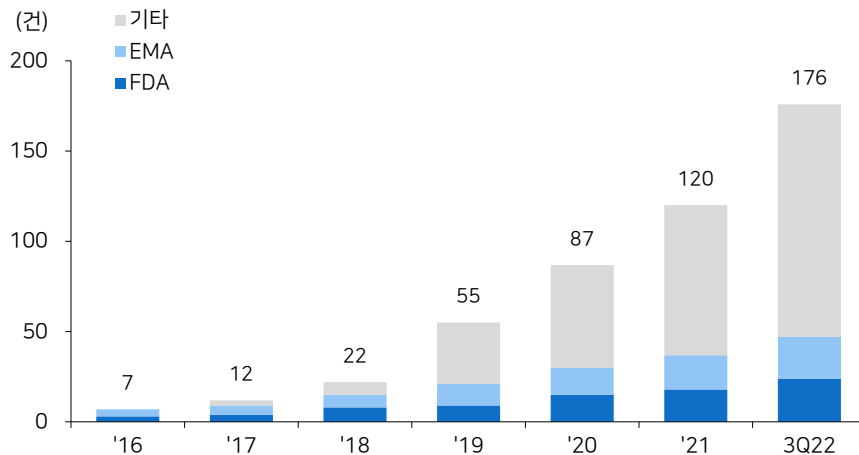
자료: 삼성바이오로직스, 메리츠증권 리서치센터

## CMO 누적 수주 금액



자료: 삼성바이오로직스, 메리츠증권 리서치센터

## 해외 규제기관 승인 현황



자료: 삼성바이오로직스, 메리츠증권 리서치센터

# 삼성바이오로직스 (207940)

2023년 전망 시리즈 12

제약/바이오

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>매출액</b>	<b>1,165</b>	<b>1,568</b>	<b>2,372</b>	<b>2,795</b>	<b>3,224</b>
매출액증가율(%)	66.0	34.6	51.3	17.8	15.4
매출원가	749	842	1,200	1,397	1,602
매출총이익	416	726	1,172	1,397	1,622
판매비와관리비	123	189	231	259	337
<b>영업이익</b>	<b>293</b>	<b>536</b>	<b>941</b>	<b>1,139</b>	<b>1,285</b>
영업이익률(%)	25.1	34.2	39.7	40.7	39.9
금융손익	-8	19	-274	-159	-133
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-4	-8	1	-1	-2
세전계속사업이익	281	547	668	979	1,151
법인세비용	30	124	170	254	299
<b>당기순이익</b>	<b>251</b>	<b>423</b>	<b>498</b>	<b>724</b>	<b>851</b>
지배주주지분 순이익	251	423	498	724	851
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>유동자산</b>	<b>1,743</b>	<b>2,815</b>	<b>4,419</b>	<b>5,220</b>	<b>5,807</b>
현금및현금성자산	20	39	236	723	827
매출채권	0	0	0	0	0
재고자산	646	1,013	1,556	1,749	2,051
비유동자산	2,624	3,089	6,922	7,494	8,259
유형자산	1,734	2,203	3,229	3,723	4,395
무형자산	23	32	34	42	51
투자자산	552	568	3,336	3,354	3,375
<b>자산총계</b>	<b>4,367</b>	<b>5,903</b>	<b>11,341</b>	<b>12,714</b>	<b>14,066</b>
<b>유동부채</b>	<b>589</b>	<b>1,106</b>	<b>2,312</b>	<b>2,257</b>	<b>2,254</b>
매입채무	55	32	38	40	42
단기차입금	30	50	50	0	0
유동성장기부채	161	110	190	190	190
비유동부채	784	1,382	1,929	2,632	3,135
사채	40	539	499	499	499
장기차입금	532	576	583	1,283	1,783
<b>부채총계</b>	<b>1,372</b>	<b>2,488</b>	<b>4,240</b>	<b>4,889</b>	<b>5,390</b>
자본금	165	165	178	178	178
자본잉여금	2,497	2,497	5,672	5,672	5,672
기타포괄이익누계액	-10	-13	-14	-14	-14
이익잉여금	343	766	1,264	1,988	2,840
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>2,995</b>	<b>3,415</b>	<b>7,100</b>	<b>7,825</b>	<b>8,676</b>

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>203</b>	<b>452</b>	<b>460</b>	<b>711</b>	<b>746</b>
당기순이익(손실)	251	423	498	724	851
유형자산감가상각비	137	154	189	206	229
무형자산상각비	6	7	7	8	9
운전자본의 증감	-203	-236	-292	-227	-343
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-429</b>	<b>-930</b>	<b>-3,688</b>	<b>-876</b>	<b>-1,144</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-138	-403	-1,268	-700	-900
투자자산의 감소(증가)	-23	-16	-2,767	-18	-21
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>123</b>	<b>497</b>	<b>3,425</b>	<b>651</b>	<b>502</b>
차입금증감	487	38	27	700	500
자본의증가	0	0	3,188	0	0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>-105</b>	<b>19</b>	<b>197</b>	<b>486</b>	<b>104</b>
기초현금	125	20	39	236	723
기말현금	20	39	236	723	827
Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	17,395	23,416	33,911	39,267	45,299
EPS(지배주주)	3,748	6,320	7,117	10,175	11,962
CFPS	6,722	11,066	13,308	16,518	19,335
EBITDAPS	6,513	10,405	16,242	19,004	21,396
BPS	44,725	51,003	99,760	109,935	121,897
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	23.0	19.0	18.1	13.3	10.1
PCR	14.5	9.5	12.2	9.6	7.6
PSR	4.8	3.5	4.2	3.5	3.0
PBR	6.7	4.7	5.3	3.8	2.8
EBITDA	47.2	64.1	96.3	127.3	162.3
EV/EBITDA	15.3	9.1	10.0	7.0	4.9
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	8.8	13.2	9.5	9.7	10.3
EBITDA이익률	37.4	44.4	47.9	48.4	47.2
부채비율	45.8	72.9	59.7	62.5	62.1
금융비용부담률	1.4	0.9	1.4	2.1	2.3
이자보상배율(x)	18.2	36.6	28.8	19.4	17.4
매출채권회전율(x)	12.9	N/A	N/A	N/A	N/A
재고자산회전율(x)	2.1	1.9	1.8	1.7	1.7

# 대웅제약 (069620) 나보타와 펙수클루 양 날개를 달고

Analyst 박송이 02. 6454-4865  
songyi.park@meritz.co.kr

## Buy (신규)

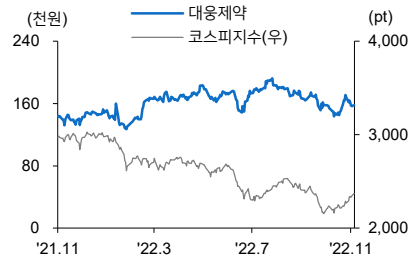
적정주가 (12개월)	210,000원
현재주가 (11.7)	158,000원
상승여력	32.9%

KOSPI	2,371.79pt
시가총액	18,307억원
발행주식수	1,159만주
유동주식비율	38.52%
외국인비중	8.70%
52주 최고/최저가	192,500원/127,000원
평균거래대금	43.2억원

주요주주(%)	
대웅 외 5인	56.98
국민연금공단	10.40

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.6	-11.5	9.7
상대주가	-3.4	-1.3	37.4

### 주가그래프



## 유럽과 중국 양 날개를 단 나보타의 무서운 성장세

- 3Q2022 파트너인 에볼루스와 제품명 누시바(Nuceiva)로 유럽에 나보타 출시 예정
- 2021년 중국 국가약품감독관리국(NMPA)에 생물의약품허가신청(BLA), 2023년 상반기 발매 예정
- 중국 허가까지 받으면 국내 특신 중 유일하게 미국, 유럽, 중국의 승인을 모두 받은 제품

## 2022E Preview

- 매출 1조 2,745억원(+10.5% YoY), 영업이익 1,143억원(+28.6% YoY, OPM 9.0%), 당기순이익 612억원
- 탄탄한 영업력 바탕으로 펙수클루정(Fexuprazan) 가파른 원외 처방액 증가세, 2022년 매출액 100억원 전망
- SGLT-2 저해제 엔블로정(Enavogliflozin) 단일제 및 2제, 3제 복합제 품목허가 연내 마무리 예정

## 투자 의견 Buy 및 적정주가 210,000원으로 커버리지 개시

- 보툴리눔 독신 제제 미국, 유럽, 중국 시장 동시 공략 및 환율효과에 따른 매출의 빠른 성장 예상
- 기존 영업망 바탕으로 자체 개발 신약(펙수클루정, 엔블로정)의 시장 안착 기대
- 특발성 폐섬유증 신약(DWN12088) 다국가 임상시험 2상 진입

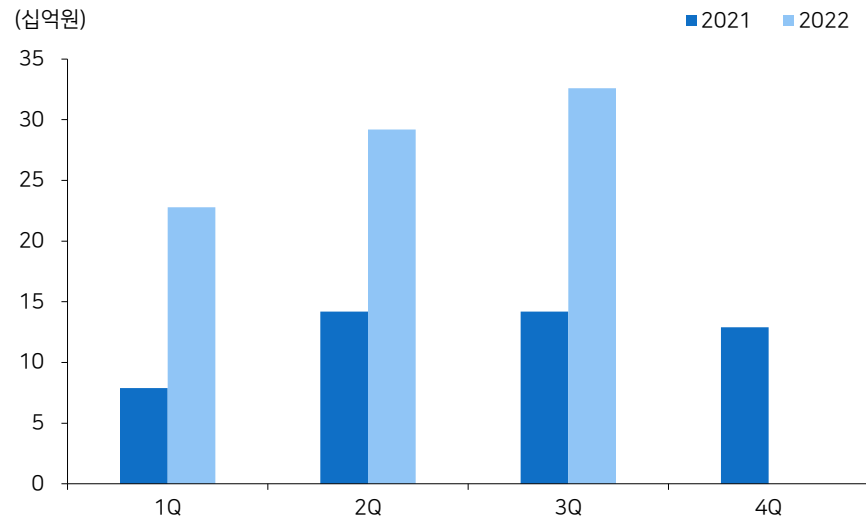
	매출액	영업이익	순이익	EPS (원)	증감률	BPS	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	부채비율
(십억원)			(지배주주)	(지배주주)	(%)	(원)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)
2020	945	13	3	271	-84.5	49,716	609.1	3.3	49.8	0.6	106.0
2021	1,055	95	36	3,089	1,040.4	53,015	47.9	2.8	16.2	6.0	105.1
2022E	1,177	127	82	7,104	130.0	60,992	23.1	2.7	14.1	12.5	95.1
2023E	1,304	155	101	8,710	22.6	69,129	18.8	2.4	11.6	13.4	86.5
2024E	1,425	175	116	9,977	14.5	78,533	16.4	2.1	10.0	13.5	78.7

# Jeuveau 수출 추이

## 구조적 성장하는 Jeuveau

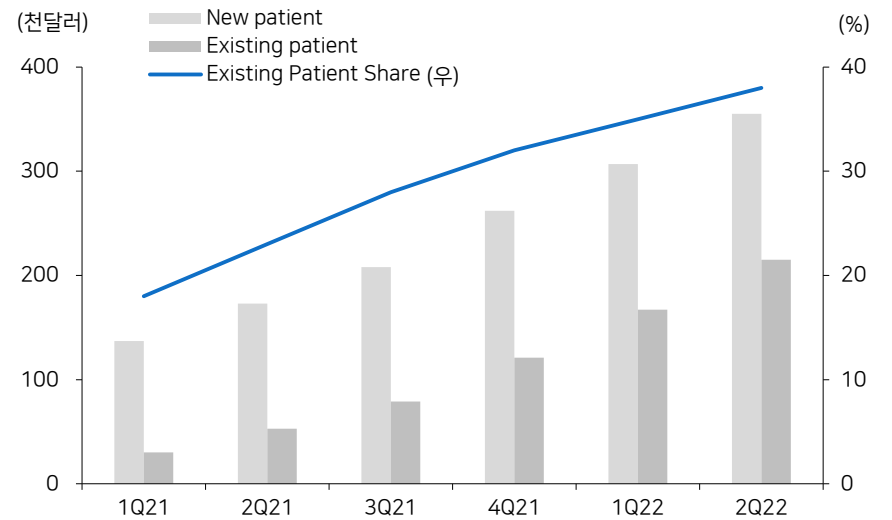
- 3Q22 나보타 매출액 400억원 돌파, Evolus 향 수출 226억원으로 전년 동기대비 2배 이상 성장
- Evolus 매출액 143~150 백만달러 예상 (YoY +43~50%)
- Evolus 의 강력한 마케팅으로 Consumer registration 270,000건 돌파
- 미용 시장 타겟, 미용 시장의 주요 대상인 밀레니얼 세대를 공략
- Extra strength Jeuveau 2상 임상시험 진행 중, 1H2023 임상시험 완료 및 중간 결과 발표 예정

## 나보타 수출 추이



자료: Evolus, 메리츠증권 리서치센터

## Jeuveau 환자 수 추이



자료: Evolus, 메리츠증권 리서치센터

# 대웅제약 적정주가 및 분기 실적 추정

2023년 전망 시리즈 12  
제약/바이오

## 대웅제약 적정주가 산출

(십억원)	Value	내용
대웅제약 영업가치 (A)	2248.6	대웅제약 2023년 EBITDA 1,853억원 HK이노엔, 휴젤, 한미약품 12month forward EV/EBITDA 12.1x
한올바이오파마 지분가치 (B)	228.3	한올바이오파마 지분율 31.79% 적용(=시가총액×지분율)
순차입금 (C)	240.8	2023년 말 기준
대웅제약 주주가치 (D=A+B-C)	2236.2	
주식 수 (E)	11,069천주	
적정주가 (F=D/E)	210,000원	

자료: 메리츠증권 리서치센터

## 대웅제약 분기 실적 추정

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	241.7	273.1	265.1	275.3	272.2	293.8	301.5	309.1	1,055.2	1,176.5	1,303.8
% YoY	5.8%	20.8%	6.5%	14.0%	12.6%	7.6%	13.7%	12.3%	11.7%	11.5%	10.8%
영업이익	20.2	26.7	23.9	24.7	26.8	33.6	30.3	36.5	95.5	127.1	155.4
% YoY	1514.0%	흑전	240.5%	171.5%	32.6%	25.8%	26.7%	47.6%	656.4%	33.1%	22.3%
OPM (%)	8.4%	9.8%	9.0%	9.0%	9.8%	11.4%	10.1%	11.8%	9.1%	10.8%	11.9%
당기순이익	21.5	22.6	24.2	24.6	25.6	26.5	27.4	28.3	35.8	82.3	100.9
% YoY	적지	흑전	303.3%	126.7%	19.0%	17.4%	13.3%	15.0%	1040.4%	130.0%	22.6%
NPM (%)	8.9%	8.3%	9.1%	9.0%	9.4%	9.0%	9.1%	9.2%	3.4%	7.0%	7.7%

자료: 메리츠증권 리서치센터

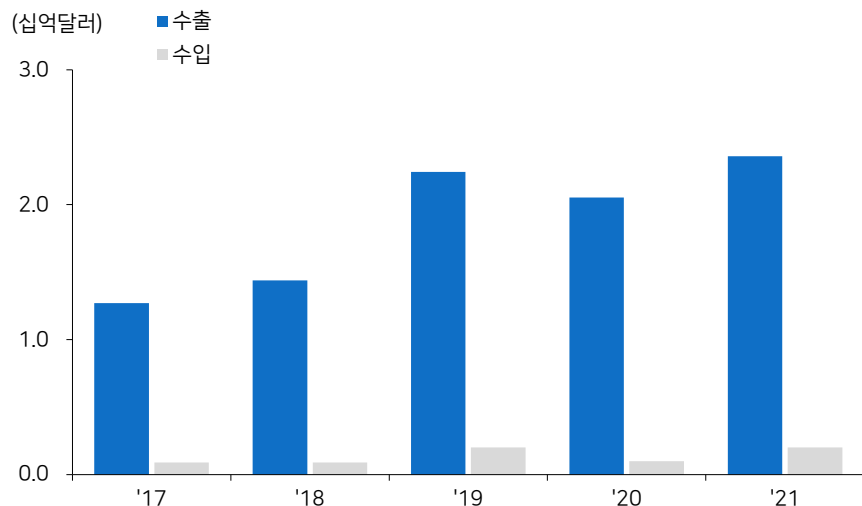
# 지속적인 성장이 기대되는 나보타

2023년 전망 시리즈 12  
제약/바이오

## 꾸준한 Q의 증가

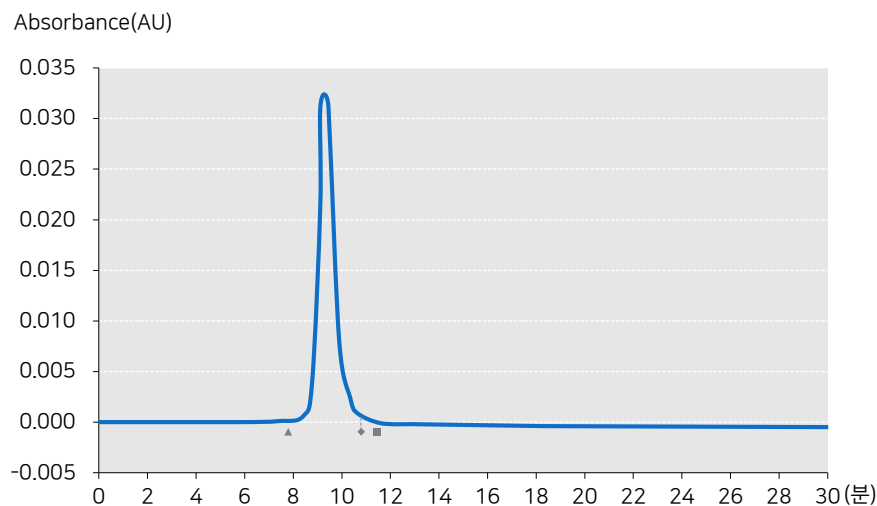
- 보툴리눔 독신 수출액은 매년 증가 추세, 미국 여성 중 6% 만 사용한 잠재력이 매우 큰 시장
- Evolus 향 수출 증가 및 환율효과로 매출액 급증, 2023년 호주 허가 완료 예상
- 비급여 판매로 약가 유지 가능
- 대응제약 자체 특허 정제 공정인 'Hi-Pure 공법'으로 제조한 순도 높은 보툴리눔 독신제제 (KR.10-1339349)

## 연간 보툴리눔 독신 수출액



자료: 관세청 (HS코드 3002903090 기준), 메리츠증권 리서치센터

## 순도 높은 Nabota



자료: Nabota Brochure, 메리츠증권 리서치센터

# 대웅제약 R&D 파이프라인 현황

2023년 전망 시리즈 12  
제약/바이오

## 대웅제약 R&D 파이프라인 현황

	연구	전임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상	NDA 제출	허가/발매
<b>NCEs</b> (New Chemical Entity)	DWJ215 난청	DWP212525 자가면역질환	DWP17061 골관절염 통증	DWN12088 특발성폐섬유증(IPF)	Fexuprazan 위염	Enavogliflozin 2형 당뇨	Fexuprazan (펙수클루) 역류성 식도염
	DWP216 항암	DWN12088 SSc-ILD	DWP213388 자가면역질환	DWP305401 궤양성 대장염			
	DWP217 항암	DWN12088 전신경화증					
	DWP218 자가면역질환						
<b>Biologics</b>	HL186 (면역)-암	DWP457 장기지속형 인슐린	Furestem 크론병	Furestem-RA 골관절염	HL036 안구건조증		
	HL187 (면역)-암	DWP820S001 치매(알츠하이머)	DWP710 급성호흡곤란증후군	HL161 MG, TED, WAIHA			
	DWP458 골다공증	DWP820S009 급성중증췌장염		DWP706 각막손상			
	DWP820S002 뇌졸중						

자료: 대웅제약, 메리츠증권 리서치센터

# 대웅제약 (069620)

2023년 전망 시리즈 12

제약/바이오

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	945	1,055	1,177	1,304	1,425
매출액증가율(%)	-6.0%	11.7%	11.5%	10.8%	9.3%
매출원가	555	568	594	639	698
매출총이익	390	487	583	665	727
판매비와관리비	377	391	456	510	552
영업이익	13	95	127	155	175
영업이익률(%)	1.3	9.1	10.8	11.9	12.3
금융손익	-13	4	-8	-8	-9
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-8	-74	-8	-14	-15
세전계속사업이익	-8	26	111	133	152
법인세비용	-11	-10	29	32	37
당기순이익	3	36	82	101	116
지배주주지분 순이익	3	36	82	101	116
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	375	371	446	569	704
현금및현금성자산	52	33	66	155	252
매출채권	107	114	128	139	152
재고자산	141	143	160	175	191
비유동자산	812	888	933	925	922
유형자산	304	301	299	277	257
무형자산	103	147	158	150	142
투자자산	281	298	350	372	397
자산총계	1,187	1,260	1,378	1,494	1,626
유동부채	291	437	396	414	435
매입채무	63	68	76	83	91
단기차입금	52	52	88	88	88
유동성장기부채	90	200	100	100	100
비유동부채	319	208	276	278	281
사채	200	90	90	90	90
장기차입금	90	90	155	155	155
부채총계	611	645	672	693	716
자본금	29	29	29	29	29
자본잉여금	111	133	133	133	133
기타포괄이익누계액	-8	-32	-15	-15	-15
이익잉여금	472	501	577	671	780
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	576	614	707	801	910

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	98	48	114	121	133
당기순이익(손실)	3	36	82	101	116
유형자산감가상각비	26	25	24	22	20
무형자산상각비	7	8	8	8	8
운전자본의 증감	37	-19	-15	-10	-11
투자활동 현금흐름	-136	-100	-74	-26	-29
유형자산의 증가(CAPEX)	-21	-20	-22	0	0
투자자산의 감소(증가)	-84	-17	-52	-22	-25
재무활동 현금흐름	70	33	-7	-7	-7
차입금증감	93	0	65	0	0
자본의증가	11	22	0	0	0
현금의증가(감소)	32	-19	33	89	97
기초현금	20	52	33	66	155
기말현금	52	33	66	155	252
Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	81,538	91,068	101,543	112,524	123,022
EPS(지배주주)	271	3,089	7,104	8,710	9,977
CFPS	6,204	6,783	13,045	13,644	15,401
EBITDAPS	3,938	11,084	13,710	15,995	17,550
BPS	49,716	53,015	60,992	69,129	78,533
DPS	600	600	600	600	600
배당수익률(%)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Valuation(Multiple)					
PER	23.0	19.0	18.1	13.3	10.1
PCR	14.5	9.5	12.2	9.6	7.6
PSR	4.8	3.5	4.2	3.5	3.0
PBR	6.7	4.7	5.3	3.8	2.8
EBITDA	47.2	64.1	96.3	127.3	162.3
EV/EBITDA	15.3	9.1	10.0	7.0	4.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	0.6	6.0	12.5	13.4	13.5
EBITDA이익률	4.8	12.2	13.5	14.2	14.3
부채비율	106.0	105.1	95.1	86.5	78.7
금융비용부담률	1.1	0.9	-0.4	-0.7	-0.6
이자보상배율(x)	1.3	9.9	-27.5	-16.8	-19.0
매출채권회전율(x)	7.0	9.5	9.7	9.8	9.8
재고자산회전율(x)	6.6	7.4	7.8	7.8	7.8



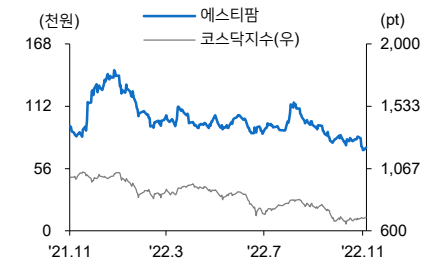
# 에스티팜 (237690) 조금 멀어진 미래

Analyst 박송이 02. 6454-4865  
songyi.park@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월)	130,000원
현재주가 (11.7)	74,800원
상승여력	73.8%
KOSDAQ	700.48pt
시가총액	14,069억원
발행주식수	1,881만주
유동주식비율	52.13%
외국인비중	0.00%
52주 최고/최저가	144,500원/72,500원
평균거래대금	76.9억원
<b>주요주주(%)</b>	
동아쏘시오홀딩스 외 5 인	46.49
국민연금공단	8.17

<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	-11.5	-22.9	-16.5
상대주가	-11.7	-2.7	19.3



## 3Q22 Review

- 매출액 608억원 (YoY +31.4%, QoQ +19.0%), 영업이익 45억원 (YoY -41.6%, QoQ +28.5%)으로 영업이익 기준 컨센서스 하회
- 분기 실적이 부진했던 요인으로는 1) 3분기에 인식될 것으로 예상했던 물량 일부가 상업화 물량에 밀려 4분기에 인식될 예정, 2) 고지혈증 치료제 PPQ배치에서 상업화 물량 공급으로 매출원가 상승, 3) 유럽 CRO 증설 및 미국 신약개발 자회사들의 R&D 비용 증가

## 자체 개발 케미컬 신약 R&D

- 에이즈 치료제(STP0404) 신약을 우선 순위로 진행하고, 나머지 파이프라인에 대해서는 보류를 검토할 예정
- 에이즈 치료제(프로토콜 No: STP-POC-001) 는 지난 8월 27일 2a상 IND 신청해 미국 시간 기준 9월 30일 승인

## 투자의견 Buy, 적정주가 130,000원으로 유지

- 글로벌 올리고뉴클레오타이드 수요는 지속적으로 증가하는 추세이고, 현재 원료를 공급하는 파이프라인 중 2023년 상반기와 하반기 각각 하나씩 상업화 승인을 받을 예정. 승인여부에 따라 실적 업사이드가 기대

	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	124	-19	-13	-651	-34.4	15,830	-159.4	6.6	-405.2	-4.1	50.1
2021	166	6	3	177	-127.3	17,171	784.2	8.1	130.8	1.1	52.9
2022E	226	16	19	1,027	478.4	17,773	79.0	4.6	50.8	5.9	81.5
2023E	297	39	24	1,300	26.6	18,573	62.4	4.4	30.0	7.2	99.5
2024E	396	71	49	2,622	101.7	20,695	30.9	3.9	18.7	13.4	116.5

# 에스티팜 실적 추정 및 전망

2023년 전망 시리즈 12

제약/바이오

## 에스티팜 분기 실적 추정

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	27.3	40.4	46.3	51.7	37.0	51.1	60.8	77.4	165.6	226.4	296.6
% YoY	35.2%	19.5%	106.8%	8.3%	35.7%	26.7%	31.4%	49.7%	33.5%	36.7%	31.0%
영업이익	-6.5	4.9	7.8	-0.6	0.5	3.5	4.5	7.0	5.6	15.6	38.5
% YoY	적지	흑전	흑전	적전	흑전	-27.5%	-41.6%	흑전	흑전	179.4%	147.2%
OPM (%)	-23.9%	12.1%	16.8%	-1.1%	1.5%	6.9%	7.5%	9.0%	3.4%	6.9%	13.0%
당기순이익	-5.1	5.7	7.7	-5.0	2.1	3.4	9.9	4.0	3.4	19.5	24.3
% YoY	적지	124.1%	흑전	적지	흑전	-40.2%	28.3%	흑전	흑전	476.2%	25.0%
NPM (%)	-18.6%	14.0%	16.7%	-9.6%	5.8%	6.6%	16.3%	5.2%	2.0%	8.6%	8.2%

자료: 메리츠증권 리서치센터

## 에스티팜 영업가치 추정

(십억원)	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
매출액	226.4	296.6	395.5	553.7	775.2
% YoY	36.7%	31.0%	33.3%	40.0%	40.0%
EBIT	15.6	38.5	71.2	112.9	190.4
% YoY	179.4%	147.2%	84.8%	58.6%	68.6%
- EBIT에 대한 세금	1.5	9.0	16.9	21.4	41.9
- CAPEX	43.6	45.0	30.0	10.0	5.0
- 순운전자본 증가(감소)	18.5	12.2	10.9	53.1	74.4
+ 감가상각비	15.0	14.6	13.6	51.0	39.5
+ 무형자산상각비	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
WACC	8.3%				
Terminal Growth	5.0%				
NPV of FCFF	117.1				
NPV of TV	2,274.6				
<b>합산가치</b>	<b>2,391.7</b>				

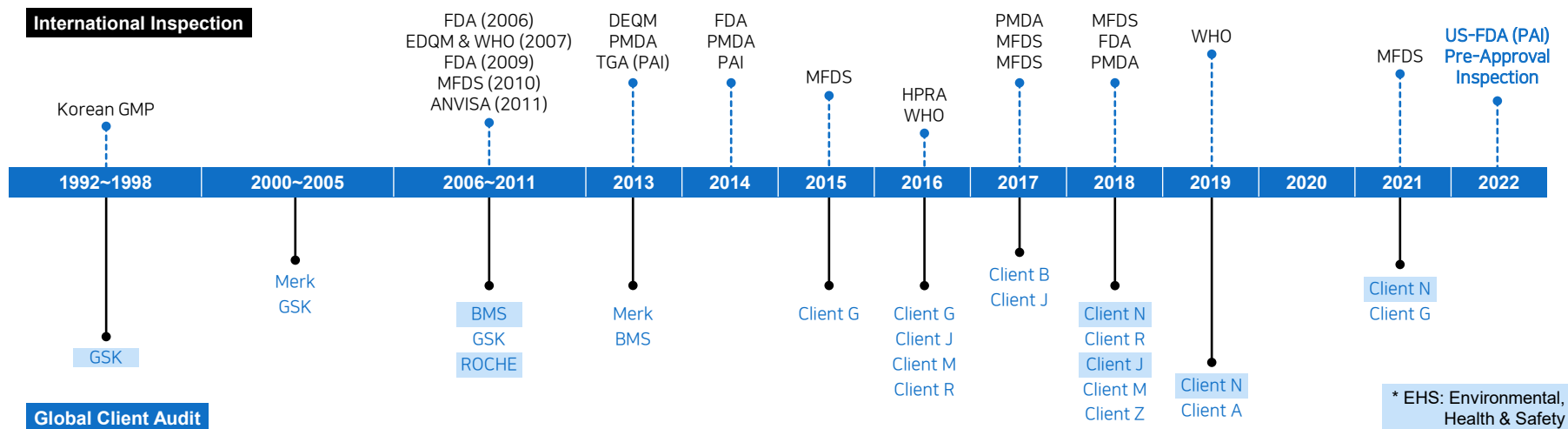
자료: 메리츠증권 리서치센터

## 에스티팜 적정주가 산출

(십억원)	Value	내용
에스티팜 영업가치 (A=B+C)	2,391.7	DCF valuation으로 산출
NPV of FCFF (B)	117.1	
PV of Terminal value (C)	2,274.6	
순차입금 (D)	62.4	2023년말 기준
주주가치 (E=A-D)	2,329.2	
발행주식수 (F)	18,809천주	
적정주가 (G=E/F)	130,000원	

자료: 메리츠증권 리서치센터

## 글로벌 인증 및 실사 현황



자료: 에스티팜, 메리츠증권 리서치센터

# 에스티팜 (237690)

2023년 전망 시리즈 12

계약/바이오

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	124	166	226	297	396
매출액증가율(%)	33.1	33.5	36.7	31.0	33.3
매출원가	104	108	137	172	218
매출총이익	20	58	89	125	178
판매비와관리비	39	52	74	86	107
영업이익	-19	6	16	39	71
영업이익률(%)	-15.2	3.4	6.9	13.0	18.0
금융손익	2	-1	7	-7	-7
중속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	-4	-1	0	0
세전계속사업이익	-17	1	22	32	64
법인세비용	-4	-2	2	7	15
당기순이익	-13	3	19	24	49
지배주주지분 순이익	-12	3	19	24	49
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	236	244	325	385	514
현금및현금성자산	39	39	60	68	146
매출채권	45	63	94	119	143
재고자산	45	81	94	102	109
비유동자산	210	254	287	318	334
유형자산	174	209	238	268	285
무형자산	10	13	12	11	11
투자자산	10	15	15	16	16
자산총계	446	499	613	703	849
유동부채	19	75	125	149	173
매입채무	5	13	19	24	29
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	15	20	20	21
비유동부채	130	97	150	202	283
사채	102	83	84	84	84
장기차입금	24	9	56	106	186
부채총계	149	173	275	351	457
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	175	196	196	196	196
기타포괄이익누계액	-1	0	0	0	0
이익잉여금	112	116	125	140	180
비지배주주지분	1	3	3	3	3
자본총계	297	326	337	352	392

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	-21	7	31	29	54
당기순이익(손실)	-13	3	19	24	49
유형자산감가상각비	14	14	15	15	14
무형자산상각비	0	0	1	1	1
운전자본의 증감	-21	-21	-6	-11	-9
투자활동 현금흐름	-69	-8	-52	-63	-48
유형자산의 증가(CAPEX)	-17	-52	-44	-45	-30
투자자산의 감소(증가)	-6	-6	0	-1	-1
재무활동 현금흐름	116	0	41	42	72
차입금증감	8	-15	53	50	80
자본의증가	6	21	0	0	0
현금의증가(감소)	26	1	21	7	78
기초현금	13	39	39	60	68
기말현금	39	39	60	68	146
Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	6,652	8,877	12,035	15,770	21,028
EPS(지배주주)	-651	177	1,027	1,300	2,622
CFPS	-8	1,495	2,248	2,496	4,180
EBITDAPS	-255	1,071	1,658	2,858	4,542
BPS	15,830	17,171	17,773	18,573	20,695
DPS	0	500	500	500	500
배당수익률(%)	0.0	0.4	0.6	0.6	0.6
Valuation(Multiple)					
PER	-159.4	784.2	79.0	62.4	30.9
PCR	-13649.3	93.1	36.1	32.5	19.4
PSR	15.6	15.7	6.7	5.1	3.9
PBR	6.6	8.1	4.6	4.4	3.9
EBITDA	-5	20	31	54	85
EV/EBITDA	-405.2	130.8	50.8	30.0	18.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-4.1	1.1	5.9	7.2	13.4
EBITDA이익률	-3.8	12.1	13.8	18.1	21.6
부채비율	50.1	52.9	81.5	99.5	116.5
금융비용부담률	0.5	3.1	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	-29.2	1.1	N/A	N/A	N/A
매출채권회전율(x)	3.1	3.1	2.9	2.8	3.0
재고자산회전율(x)	2.9	2.6	2.6	3.0	3.7

# 파미셀 (005690) 떠오르는 섯별

Analyst 박송이 02. 6454-4865  
songyi.park@meritz.co.kr

## Buy (신규)

적정주가 (12개월) 17,500원

현재주가 (11.7) 10,300원

상승여력 69.9%

KOSPI	2,371.79pt
시가총액	6,182억원
발행주식수	6,002만주
유동주식비율	90.59%
외국인비중	9.81%
52주 최고/최저가	15,700원/8,570원
평균거래대금	62.7억원

### 주요주주(%)

김현수 외 5 인	9.39
국민연금공단	5.07

### 주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.0	-14.2	-15.6
상대주가	-3.0	-4.3	5.7

### 주가그래프



## 성장하는 뉴클레오시드

- 글로벌 뉴클레오시드 MS 80% 이상 차지, COVID-19 mRNA 백신 상용화 이후에 늘어나는 RNA 기반 치료제
- 2024년 기준 연간 47Ton의 뉴클레오시드 생산 가능해져 매출액 성장 본격화
- 뉴클레오시드를 이용한 의약품 연구가 활발해지면서 임상용 시료, 상업화 원료 모두 수요 견조할 것으로 예상
- 고순도, 고효율의 대량 생산 공정이 가능한 기업, 뉴클레오시드 글로벌 Market Share 1위

## 안정적인 난연제, 농약 등 매출

- 5G 네트워크 보드 등에 활용되는 저유전율소재는 높은 OPM으로 캐시카우 역할, 독자적인 기술력 확보
- 인쇄회로기판(PCB)에 사용되는 반응형/첨가형 난연제 국내 난연섬유 제조업체에 독점 공급 중

## 투자의견 Buy, 적정주가 17,500원으로 커버리지 개시

- 12mth Fwd 예상 EPS 348원에 코스피 의약품 평균 12mth Fwd P/E 50배 적용

	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	38	7	5	87	20.6	952	197.9	18.2	112.7	9.7	22.1
2021	51	8	10	159	81.5	1,090	82.2	12.0	82.2	15.5	46.6
2022E	66	14	16	267	68.5	1,459	35.4	6.5	34.2	21.0	44.3
2023E	82	19	21	358	34.0	1,817	26.4	5.2	25.5	21.9	39.3
2024E	108	26	29	479	33.6	2,296	19.8	4.1	18.6	23.3	37.3

# 파미셀 분기 실적 추정

2023년 전망 시리즈 12  
제약/바이오

## 파미셀 분기 실적 추정

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023
매출액	12.2	13.8	13.2	11.8	17.4	13.6	17.0	17.8	50.9	65.8	81.6
% YoY	27.8%	20.8%	67.2%	31.5%	43.3%	-1.4%	29.0%	50.8%	34.8%	29.3%	24.1%
영업이익	1.4	3.4	3.4	- 0.6	4.9	1.8	3.1	4.1	7.6	13.8	18.8
% YoY	0.9	- 0.1	1.7	적전	249.3%	-48.3%	-10.0%	흑전	5.2%	81.5%	35.9%
OPM(%)	11.6%	24.6%	25.8%	-5.0%	28.2%	12.9%	18.0%	23.0%	15.0%	21.0%	23.0%
당기순이익	3.8	5.0	5.0	5.3	5.5	5.7	6.5	7.1	9.5	16.0	21.5
% YoY	121.1%	-27.0%	394.7%	172.6%	44.4%	12.6%	31.3%	33.6%	81.5%	68.5%	34.0%
NPM(%)	31.6%	36.5%	37.8%	44.9%	31.9%	41.7%	38.5%	39.8%	18.7%	24.4%	26.3%


자료: 메리츠증권 리서치센터

# 파미셀 공장 현황 및 뉴클레오시드 활용 의약품

2023년 전망 시리즈 12  
계약/바이오

## 파미셀 공장 현황


	제 1공장	제 2공장	제 3공장
뉴클레오시드 CAPA	13T	14T	20T
내용	뉴클레오시드, mPEG 등 의약품 원료물질 및 기타 화학물질 생산	2022.06.30 완공 뉴클레오시드 전용 생산시설	1, 2 공장 대비 약 1.7배 규모의 부지 2023년 12월 말 완공 예정



**2024년 기준  
연간 47T의 뉴클레오시드  
생산 가능**

자료: 파미셀, 메리츠증권 리서치센터

## 뉴클레오시드 활용 의약품

KYNAMRO	SPINRAZA	TEGSEDI	ONPATTRO	INCLISIRAN
가족성 고 콜레스테롤혈증 질환 치료제	영아의 척수성 근위축성 질환 치료제	Hattr 아밀로이드증 치료제	다발성신경병증을 동반한 Hattr 아밀로이드증 치료제	RNAi 기반 고지혈증 치료제
<ul style="list-style-type: none"> <li>2013년 미 FDA 허가</li> </ul> 	<ul style="list-style-type: none"> <li>바이오젠과 아이니스가 협력 개</li> <li>2016년 미 FDA, EU, 일본, 캐나다 허가</li> <li>시장규모는 약 10~20억달러 예상</li> </ul> 	<ul style="list-style-type: none"> <li>2018년 미 FDA 허가</li> </ul> 	<ul style="list-style-type: none"> <li>2018년 미국 FDA 허가</li> </ul> 	<ul style="list-style-type: none"> <li>2020년 EU 허가</li> <li>2021년 FDA 허가</li> </ul> 

자료: 파미셀, 메리츠증권 리서치센터

# 파미셀 R&D 파이프라인 현황

2023년 전망 시리즈 12  
제약/바이오

## 파미셀 R&D 파이프라인 현황

구분	상업화 단계	전임상 단계	연구자임상	상업화 1상	상업화 2상	상업화 3상	품목허가	시판후 조사	
Cellgram (MSC) 중간엽 줄기세포	심장질환 치료제								
	급성 심근경색증 (Hearticellgram-AMI)	→						재심사 완료	→
	간질환 치료제								
	간경변(국내) (Cellgram-LC)	→							
	간경변(미국)	→							
	기타								
발기부전 (Cellgram-ED)	→								
동종	신장질환 치료제								
	만성신장질환 (Cellgram-CKD)	→							
	급성 신손상 (Cellgram-AKI)	→							
DC 수지상 세포	암질환 치료제								
	난소암등 고형암 (CAR-DC-WT1)	→							

자료: 파미셀, 메리츠증권 리서치센터



Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	38	51	66	82	108
매출액증가율(%)	16.2%	34.8%	29.3%	24.1%	32.7%
매출원가	20	27	36	42	55
매출총이익	18	23	30	39	53
판매비와관리비	11	16	16	20	27
영업이익	7	8	14	19	26
영업이익률(%)	19.2	15.0	21.0	23.0	23.9
금융손익	0	0	-1	-1	-1
중속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-2	1	3	4	3
세전계속사업이익	5	10	16	21	29
법인세비용	0	0	0	0	0
당기순이익	5	10	16	21	29
지배주주지분 순이익	5	10	16	21	29
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	43	67	85	107	139
현금및현금성자산	21	26	23	32	38
매출채권	10	10	14	17	24
재고자산	6	17	25	31	41
비유동자산	27	29	41	45	50
유형자산	17	19	31	35	40
무형자산	6	6	6	6	6
투자자산	0	0	0	0	0
자산총계	70	96	126	152	189
유동부채	7	25	30	33	38
매입채무	2	1	1	2	2
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	3	0	0	0	0
비유동부채	6	6	8	10	13
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	13	30	39	43	51
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	188	188	193	193	193
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	-161	-153	-136	-114	-86
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	57	65	87	109	138

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	9	-5	8	17	18
당기순이익(손실)	5	10	16	21	29
유형자산감가상각비	2	2	2	3	3
무형자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본의 증감	-1	-16	-11	-7	-14
투자활동 현금흐름	-4	-9	-19	-10	-14
유형자산의 증가(CAPEX)	-1	-4	-13	-7	-8
투자자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0
재무활동 현금흐름	0	19	7	1	3
차입금증감	0	0	0	0	0
자본의증가	0	0	5	0	0
현금의증가(감소)	4	5	-3	9	6
기초현금	17	21	26	23	32
기말현금	21	26	23	32	38
Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	630	849	1,097	1,362	1,807
EPS(지배주주)	87	159	267	358	479
CFPS	163	185	285	344	466
EBITDAPS	150	156	270	355	479
BPS	952	1,090	1,459	1,817	2,296
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	197.9	82.2	35.4	26.4	19.8
PCR	106.3	70.5	33.2	27.5	20.3
PSR	27.5	15.4	8.6	6.9	5.2
PBR	18.2	12.0	6.5	5.2	4.1
EBITDA	9	9	16	21	29
EV/EBITDA	112.7	82.2	34.2	25.5	18.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.7	15.5	21.0	21.9	23.3
EBITDA이익률	23.8	18.4	24.6	26.1	26.5
부채비율	22.1	46.6	44.3	39.3	37.3
금융비용부담률	0.2	3.3	-3.1	-4.7	-3.8
이자보상배율(x)	85.2	4.5	-6.8	-4.9	-6.4
매출채권회전율(x)	4.4	5.2	5.5	5.1	5.3
재고자산회전율(x)	5.2	4.4	3.1	2.9	3.0

# SK바이오사이언스 (302440) 기다림의 시간

Analyst 박송이 02.6454-4865  
songyi.park@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월) 94,000원

현재주가 (11.7) 84,800원

상승여력 10.8%

KOSPI	2,371.79pt
시가총액	65,113억원
발행주식수	7,678만주
유동주식비율	30.62%
외국인비중	4.34%
52주 최고/최저가	280,500원/68,800원
평균거래대금	387.0억원

### 주요주주(%)

에스케이케미칼 외 2인 68.24

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	17.0	-31.1	-67.0
상대주가	10.1	-23.1	-58.7

### 주가그래프



## 3Q22 Review

- 매출액 911억원(YoY -58.8%, QoQ -34.2%), 영업이익 214억원을(YoY -78.7%, QoQ -65.1%) 기록
- 실적이 감소한 요인은 1) 노바백스 CMO 매출액 감소, 2) 자체 COVID-19 백신인 스카이코비원 출하가 늦어져 적은 매출액 반영, 3) 전년 대비 R&D 비용 소폭 증가

## NEXT COVID-19 전략

- WHO, CEPI 등 국제 기구와 협력 및 국가필수예방접종 선정을 통한 대량의 공급 물량 확보 그리고 Private 시장 전개를 통한 Profit 창출
- 백신 생산 노하우 기반 바이러스 벡터, 세포·유전자치료제 CDMO 진출, mRNA 플랫폼 기술 도입으로 sustainable growth를 추구
- 엔데믹 이후의 불확실했던 사업 전략이 CEPI의 Funding으로 가시화, 일본뇌염, 라싸열 백신 개발 후 플랫폼 기술 기반 RSV 백신, CMV 백신, 비만/항암 백신 등 Private 영역까지의 확장 기대

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	226	38	33	537	124.1	4,310	0.0	0.0	-1.7	13.2	113.1
2021	929	474	355	4,828	798.3	20,932	46.6	10.7	31.8	38.1	31.8
2022E	537.3	184	158	2,053	-57.5	23,068	35.4	3.2	19.2	9.3	23.5
2023E	626.2	212	164	2,130	3.7	25,198	34.1	2.9	15.9	8.8	60.5
2024E	712.2	258	179	2,333	9.5	27,531	31.2	2.6	12.4	8.8	85.0

# SK바이오사이언스 실적 추정

2023년 전망 시리즈 12  
제약/바이오

## SK바이오사이언스 분기 실적 추정

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	112.7	144.6	220.8	450.9	87.1	138.3	91.1	220.9	929.0	537.3	626.2
% YoY	397.4%	266.8%	128.8%	572.8%	-22.7%	-4.4%	-63.5%	-51.0%	311.8%	-42.2%	16.5%
영업이익	53.7	66.2	100.4	253.9	23.8	61.2	21.4	77.3	474.2	183.6	212.1
% YoY	흑전	흑전	192.7%	2227.2%	-55.8%	-7.5%	-79.1%	-69.6%	1157.5%	-61.3%	15.5%
OPM (%)	47.7%	45.7%	45.5%	56.3%	27.3%	44.3%	23.5%	35.0%	51.0%	34.2%	33.9%
당기순이익	41.9	52.8	76.4	184.0	27.8	46.1	20.8	62.8	355.1	157.5	163.5
% YoY	흑전	흑전	150.1%	1762.3%	-33.7%	-12.7%	-80.7%	-67.3%	979.8%	-55.6%	3.8%
NPM (%)	37.2%	36.5%	34.6%	40.8%	31.9%	33.4%	22.8%	28.4%	38.2%	29.3%	26.1%

자료: 메리츠증권 리서치센터

## SK바이오사이언스 영업가치 추정

(십억원)	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
매출액	537.3	626.2	712.2	854.7	1,051.3
% YoY	-42.2%	16.5%	13.7%	20.0%	23.0%
EBIT	183.6	212.1	257.5	300.8	373.9
% YoY	-61.4%	15.5%	21.4%	16.8%	24.3%
- EBIT에 대한 세금	29.1	31.5	38.2	45.6	55.9
- CAPEX	167.7	60.0	50.0	-	-
- 순운전자본 증가(감소)	53.0	-80.2	-126.4	-71.8	-99.1
+ 감가상각비	25.1	27.1	28.4	59.9	45.0
+ 무형자산상각비	3.7	3.2	2.6	2.1	1.6
WACC	8.7%				
Terminal Growth	4.0%				
NPV of FCFF	925.7				
NPV of TV	2452.3				
<b>합산가치</b>	<b>3,378.1</b>				

자료: 메리츠증권 리서치센터

# SK바이오사이언스 적정주가 산출

2023년 전망 시리즈 12  
제약/바이오

## SK바이오사이언스 적정주가 산출

(십억원)	Value	내용
SK바이오사이언스 영업가치 (A=B+C)	3,378.1	DCF valuation으로 산정
NPV of FCFF (B)	925.7	
PV of Terminal value (C)	2,452.3	
비영업가치: PCV (D)	2,177.8	
순차입금 (E)	(1,719.8)	2023년 말 예상
주주가치 (F=A+D-E)	7,275.6	
주식 수 (G)	76,600천주	
<b>적정주가 (H=F / G)</b>	<b>94,000 원</b>	

자료: 메리츠증권 리서치센터

## 스카이코비원 허가/출하 및 엔데믹 대응 개발 전략

<b>대한민국 1호 코로나백신 '스카이코비원'</b> 국내 품목 허가 취득 (6/29) 및 접종 개시 (9/5) 글로벌 허가 및 접종대상 확대 계획 WHO, MHRA, EMA } 등록서류 제출 완료 및 심사 진행 중 → 글로벌 공급 기반 준비 청소년/소아 - 임상 추진 진행 중 <b>스카이코비원 상업화 전략</b> <b>기초</b> - 현재 LMIC(저개발국) 23%만 1dz 이상 접종 - 합성항원의 강점 활용 (장기 안전성, 유통, 보관 용이 등) <b>부스터</b> - 오미크론 변이 대응 효과 교차접종 활용 시, 3차 접종 후 2주 경과 시점, 접종 전 대비 BA.5에 약 28배 중화능 상승		<b>Endemic 대응 개발</b> 변이주 다가 백신 Combo 백신 범용 백신 (w/CEPI, IPD) Nasal Spray (w/BMGF, IPD IAVI)	"우한 + 오미크론" 스카이코비원 활용 통한 빠른 개발/출시 당사가 보유한 2가지 상용화 백신 결합 (코로나19 + 독감) 검증된 스카이코비원 플랫폼 활용해 개발시간 단축 예방/치료 목적의 비강스프레이 제형
-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	--	--------------------------------------------------------------------------------------------------------	---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

자료: SK바이오사이언스, 메리츠증권 리서치센터

## SK바이오사이언스 글로벌 협력관계

Global Initiatives	2013	2017	2020	2021			2022
Bill & Merlinda Gates	TCV	NRRV	SKYCovione (COVID-19)	Pan-Sarbeco	Nasal Spray (COVID-19)	mRNA Vaccine (COVID-19)	
CEPI			SKYCovione (COVID-19)	Pan-Sarbeco			mRNA Vaccine (JE/Lassa)
Wellcome				iNTS(w/IVI)			Microneedle Patch (w/Vaxxas)
Hilleman Laboratories							Vaccine & Tech. Platform

자료: SK바이오사이언스, 메리츠증권 리서치센터

# SK바이오사이언스 (302440)

2023년 전망 시리즈 12

제약/바이오

## Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>매출액</b>	<b>226</b>	<b>929</b>	<b>537.3</b>	<b>626.2</b>	<b>712.2</b>
매출액증가율(%)	22.7	311.8	-42.2	16.5	13.7
매출원가	130	359	224	270	292
매출총이익	95	570	313	356	420
판매비와관리비	58	96	130	144	163
<b>영업이익</b>	<b>38</b>	<b>474</b>	<b>184</b>	<b>212</b>	<b>258</b>
영업이익률(%)	16.7	51.0	34.2	33.9	36.2
금융손익	-2	-5	6	-17	-45
중속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	2	2	-3	-3	-3
세전계속사업이익	37	471	187	192	210
법인세비용	4	116	30	29	31
<b>당기순이익</b>	<b>33</b>	<b>355</b>	<b>158</b>	<b>164</b>	<b>179</b>
지배주주지분 순이익	33	355	158	164	179

## Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>유동자산</b>	<b>334</b>	<b>1,838</b>	<b>1,766</b>	<b>2,655</b>	<b>3,441</b>
현금및현금성자산	25	98	913	1,917	2,611
매출채권	30	38	19	16	18
재고자산	70	135	66	57	64
<b>비유동자산</b>	<b>228</b>	<b>272</b>	<b>422</b>	<b>450</b>	<b>470</b>
유형자산	181	210	356	389	410
무형자산	18	17	16	13	10
투자자산	0	24	12	10	11
<b>자산총계</b>	<b>562</b>	<b>2,110</b>	<b>2,187</b>	<b>3,105</b>	<b>3,911</b>
<b>유동부채</b>	<b>181</b>	<b>460</b>	<b>395</b>	<b>450</b>	<b>576</b>
매입채무	18	64	31	27	30
단기차입금	0	12	53	40	30
유동성장기부채	13	50	95	95	95
<b>비유동부채</b>	<b>118</b>	<b>49</b>	<b>21</b>	<b>721</b>	<b>1,221</b>
사채	80	36	0	0	0
장기차입금	22	0	0	700	1,200
<b>부채총계</b>	<b>298</b>	<b>509</b>	<b>416</b>	<b>1,170</b>	<b>1,797</b>
자본금	31	38	38	38	38
자본잉여금	181	1,157	1,160	1,160	1,160
기타포괄이익누계액	-1	0	0	0	0
이익잉여금	53	405	563	726	905
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>264</b>	<b>1,601</b>	<b>1,771</b>	<b>1,935</b>	<b>2,114</b>

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>120</b>	<b>537</b>	<b>137</b>	<b>274</b>	<b>337</b>
당기순이익(손실)	33	355	158	164	179
유형자산감가상각비	14	16	25	27	28
무형자산상각비	3	3	4	3	3
운전자본의 증감	66	44	40	80	127
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-108</b>	<b>-1,422</b>	<b>655</b>	<b>43</b>	<b>-133</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-10	-43	-168	-60	-50
투자자산의 감소(증가)	11	-23	12	2	-1
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-2</b>	<b>958</b>	<b>23</b>	<b>687</b>	<b>490</b>
차입금증감	2	-24	10	700	500
자본의증가	0	984	3	0	0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>11</b>	<b>73</b>	<b>815</b>	<b>1,004</b>	<b>693</b>
기초현금	14	25	98	913	1,917
기말현금	25	98	913	1,917	2,611

## Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	3,686	12,628	7,004	8,155	9,276
EPS(지배주주)	537	4,828	2,053	2,130	2,333
CFPS	948	6,858	2,756	2,989	3,328
EBITDAPS	886	6,701	2,769	3,157	3,758
BPS	4,310	20,932	23,068	25,198	27,531
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	0.0	46.6	35.4	34.1	31.2
PCR	0.0	32.8	26.4	24.3	21.8
PSR	0.0	17.8	10.4	8.9	7.8
PBR	0.0	10.7	3.2	2.9	2.6
EBITDA	54	493	212	242	289
EV/EBITDA	-1.7	31.8	19.2	15.9	12.4
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	13.2	38.1	9.3	8.8	8.8
EBITDA이익률	24.0	53.1	39.5	38.7	40.5
부채비율	113.1	31.8	23.5	60.5	85.0
금융비용부담률	1.8	0.4	0.6	2.3	3.4
이자보상배율(x)	9.1	138.4	60.2	14.6	10.7
매출채권회전율(x)	7.2	27.1	19.0	36.0	41.6
재고자산회전율(x)	4.2	9.0	5.3	10.1	11.7

## Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

### 투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

### 투자의견 비율

투자의견	비율
매수	81.4%
중립	18.6%
매도	0.0%

2022년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

### 삼성바이오로직스 (207940) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

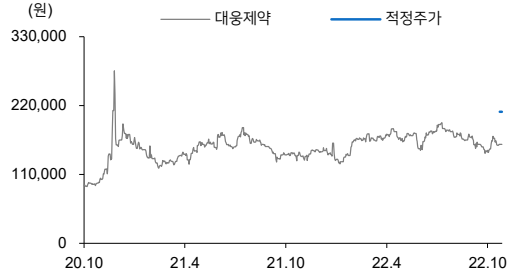
변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2020.10.22	기업브리프	Buy	889,467	김지하	-13.0	-2.2	
2021.01.27	기업브리프	Buy	988,297	김지하	-15.0	1.2	
2022.01.27		1년 경과			-18.2	-8.7	
2022.08.10	산업분석	Buy	1,200,000	박송이	-	-	

### 대웅제약 (069620) 투자등급변경 내용

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*	
					평균	최고(최저)
2022.11.08	산업분석	Buy	210,000	박송이	-	-

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

#### 주가 및 적정주가 변동추이

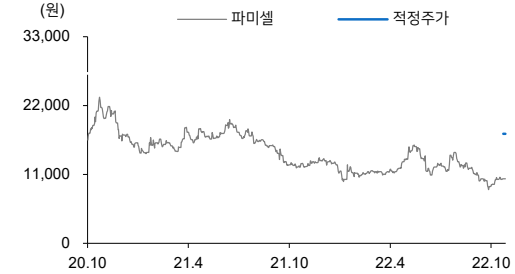


### 파미셀 (005690) 투자등급변경 내용

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*	
					평균	최고(최저)
2022.11.08	산업분석	Buy	17,500	박송이	-	-

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

#### 주가 및 적정주가 변동추이

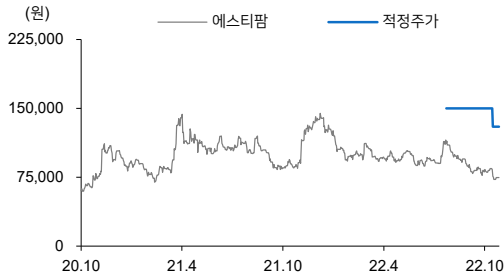


### 에스티팜 (237690) 투자등급변경 내용

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*	
					평균	최고(최저)
2022.08.10	산업분석	Buy	150,000	박송이	-40.0	-24.0
2022.11.01	기업브리프	Buy	130,000	박송이	-	-

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

#### 주가 및 적정주가 변동추이



### SK바이오사이언스 (302440) 투자등급변경 내용

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*	
					평균	최고(최저)
2022.08.10	산업분석	Buy	160,000	박송이	-39.2	-19.1
2022.10.25	기업브리프	Buy	94,000	박송이	-	-

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

#### 주가 및 적정주가 변동추이

