

제약/바이오

4Q23 Preview: 무난한 실적시즌이 될 것

SK증권 리서치센터



Analyst
이동건

dglee@sksc.co.kr
3773-9909

4Q23 Preview: 업종 지수 반등의 트리거가 되긴 어려울 전망

2023년 11월 이후 금리 인하 기대감 부각 속 성장주 내 바텀피싱 매력이 높았던 국내 헬스케어 업종의 반등은 필연적이었다. 하지만 최근 금리 인하 기대감이 단기적으로 축소된 가운데 Bottom-up 관점에서의 중요 모멘텀 중 하나였던 JP 모건 헬스케어 컨퍼런스 역시 종료됨에 따라 해당 구간 나타났던 중소형 바이오텍들의 주가 상승세는 소강 상태에 접어든 것으로 판단된다.

업종 지수 랠리의 중요한 선결 조건 중 하나인 '대형주의 유의미한 반등'을 위해서는 호실적 기대감 역시 뒷받침되어야 한다는 점을 감안 시 실적시즌은 그러한 기대감을 높여줄 수 있는 중요한 모멘텀이 될 수 있다. 다만 당사가 커버하고 있는 대형 바이오를 비롯해 제약사, 의료기기/용품 기업들의 4Q23 실적은 유의미한 대형주의 반등 근거로 작용하기 어려울 전망이다.

4Q23 실적 모멘텀: 제약 > 의료기기/용품 = 바이오 순

SK 증권 헬스케어 업종 커버리지 기업들 중 4Q23 실적 프리뷰를 작성한 12개 기업의 합산 매출액 및 영업이익은 각각 전년동기대비 13.2%, 70.2% 증가할 전망이다. 코로나 19 이슈로 역기저가 불가피한 SK 바이오사이언스, 소송비용 증가 영향으로 역성장이 예상되는 메디톡스를 제외한 대부분의 커버리지 기업들의 실적 성장이 예상된다.

실적 모멘텀 측면에서는 제약사들의 실적이 의료기기/용품 또는 대형 바이오 대비 긍정적일 전망이다. 당사 커버리지 중 이번 프리뷰를 작성한 4개 제약사들의 실적은 모두 양호한 것으로 확인되며 이들 중 특히 종근당은 CKD-510 기술이전 계약금 수령, 일동제약은 비용 효율화 및 유노비아 분할 효과에 힘입어 시장 예상치를 크게 상회할 것으로 기대된다. 한편 의료기기/용품 커버리지 기업 내에서는 제이브이엠의 호실적이 기대되나 메디톡스, 휴메딕스의 실적이 예상보다 부진할 전망이며, 대형 바이오에서는 셀트리온의 합병법인 실적 추정이 이루어지지 않은 시점에서 그 외 기업들은 전반적으로 컨센서스에 부합한 실적이 예상된다. 물론 SK 바이오사이언스가 컨센서스를 상회한 실적이 예상되나 적자 폭 축소에 해당하기에 큰 의미를 갖기는 어려울 전망이다.

4Q23 실적시즌 주목할 기업: 종근당, 일동제약, 제이브이엠 주목

4Q23 실적이 시장 컨센서스를 상회할 것으로 예상되고, 실적시즌 이후로도 2024년 실적 및 파이프라인 모멘텀 등을 바탕으로 지속적인 주가 반등 가능성이 높다고 판단되는 기업들로는 종근당, 일동제약, 제이브이엠을 제시한다. 한편 4Q23 실적 모멘텀은 크지 않으나 2024년 연간 실적 모멘텀이 부각될 것으로 기대되는 기업들로는 HK 이노엔, 휴메딕스를 추가적으로 관심 종목으로 제시한다.

Contents

4Q23 헬스케어 실적 Preview	3
----------------------	---

- (1) 업종 지수 반등의 트리거가 되긴 어려울 전망
- (2) 대형 바이오: 무난한 실적. SK 바이오팜 영업흑자 여부가 관건
- (3) 제약사: 고른 성장세. 종근당 계약금 유입, 일동제약 턴어라운드 주목
- (4) 의료기기/용품: 비용 이슈가 관건. 제이브이엠 호실적 돌보여
- (5) 4Q23 실적시즌 주목할 기업은?

Company Analysis

- 삼성바이오로직스
- SK 바이오팜
- SK 바이오사이언스
- 한미약품
- 종근당
- HK 이노엔
- 일동제약
- 메디톡스
- 휴메딕스
- 티엔엘
- 제이브이엠
- 제테마

Compliance Notice

작성자(이동건)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 -> 매수 / -15%~15% -> 중립 / -15%미만 -> 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 01월 18일 기준)

매수	95.35%	중립	4.65%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

4Q23 헬스케어 실적 Preview

(1) 업종 지수 반등의 트리거가 되긴 어려울 전망

주요 커버리지 합산 매출액 및 영업이익 각각 +13.2% YoY, +70.2% YoY 전망

SK 증권 헬스케어 업종 커버리지 기업들 중 4Q23 실적 프리뷰를 작성한 12 개 기업의 합산 매출액 및 영업이익은 각각 전년동기대비 13.2%, 70.2% 증가할 전망이다. 코로나 19 이슈로 역기저가 불가피한 SK 바이오사이언스, 소송비용 증가 영향으로 역성장이 예상되는 메디톡스를 제외한 대부분의 커버리지 기업들의 실적 성장이 예상된다.

세부 구분별로는 1) 바이오 대형주(삼성바이오로직스, SK 바이오팜, SK 바이오사이언스)의 합산 매출액 및 영업이익은 각각 9.8%, 24.4% 증가할 것으로 예상된다. 참고로 커버리지 기업인 셀트리온은 합병 법인에 대한 정확한 실적 추정이 가능해지는 시점부터 프리뷰 작성을 하게 될 예정으로 이번 4Q23 실적 프리뷰에는 포함하지 않았다.

2) 주요 제약사(한미약품, 종근당, HK 이노엔, 일동제약)의 합산 매출액 및 영업이익은 전년동기대비 각각 15.8%, 441.1% 증가할 전망이다. 합산 영업이익의 큰 변화는 종근당의 CKD-510 기술이전 계약금 반영(약 1천억원) 및 일동제약 턴어라운드에 기인한다.

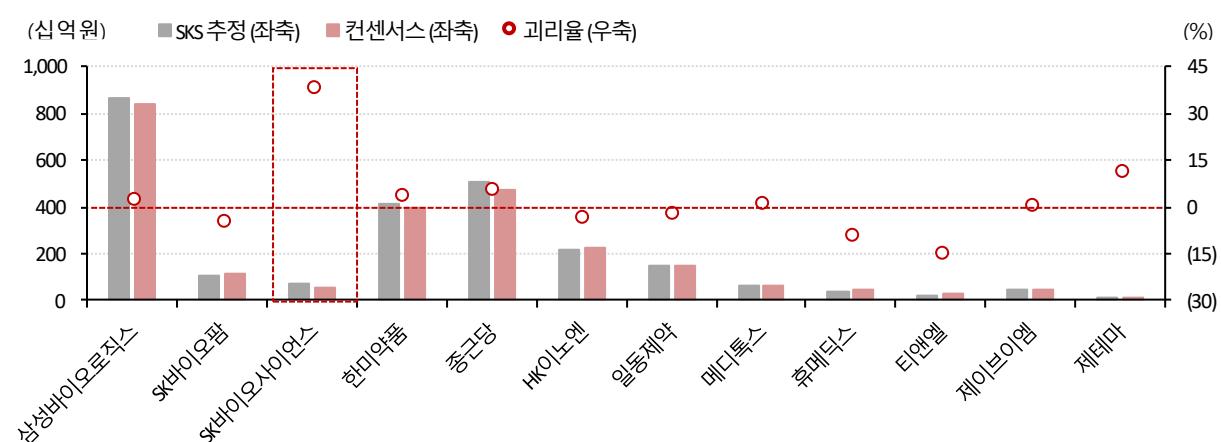
3) 의료기기/용품(메디톡스, 휴메딕스, 티앤엘, 제이브이엠, 제테마)의 합산 매출액 및 영업이익은 전년동기대비 각각 15.5%, 1.7% 증가가 예상된다. 제이브이엠의 어닝 서프라이즈가 예상되나 합산 영업이익 내 가장 큰 비중을 차지하는 메디톡스의 소송비용 증가에 따른 전년동기대비 영업이익 역성장 여파로 합산 실적 역시 매출액 증가율 대비 영업이익 증가율이 다소 저조할 전망이다.

2023년 11월 이후 연초까지 강한 상승세를 나타냈던 업종 지수는 JP 모건 헬스케어 컨퍼런스 종료 및 금리인하 기대감 위축 등 Top-down 과 Bottom-up 모멘텀이 단기적으로 위축되며 하락 반전했다. 이러한 상황 속 4Q23 실적시즌이 업종 지수 반등의 트리거로 작용하기에는 어려울 전망이다. 따라서 1월 말~2월까지 지속될 국내 실적시즌에서는 호실적이 기대되거나 기술이전 또는 임상 성과 등 개별 모멘텀을 보유한 기업들의 반등이 나타나는 종목 장세가 연출될 것으로 전망한다.

이번 프리뷰를 작성한 12 개 기업들 중 어닝 서프라이즈가 기대되는 기업은 SK 바이오사이언스, 종근당, 일동제약, 제이브이엠

한편 당사 헬스케어 커버리지 기업들 중 이번 자료에서 실적 프리뷰를 작성하지 않은 5 개 기업(셀트리온, 유한양행, 레고켐바이오, 에이프릴바이오, 바이넥스)를 제외하고 4Q23 프리뷰를 작성한 12 개 기업들 중 어닝 서프라이즈가 기대되는 기업은 SK 바이오사이언스, 종근당, 일동제약, 제이브이엠이며, 반대로 어닝 쇼크가 예상되는 기업은 휴메딕스로 추정된다.

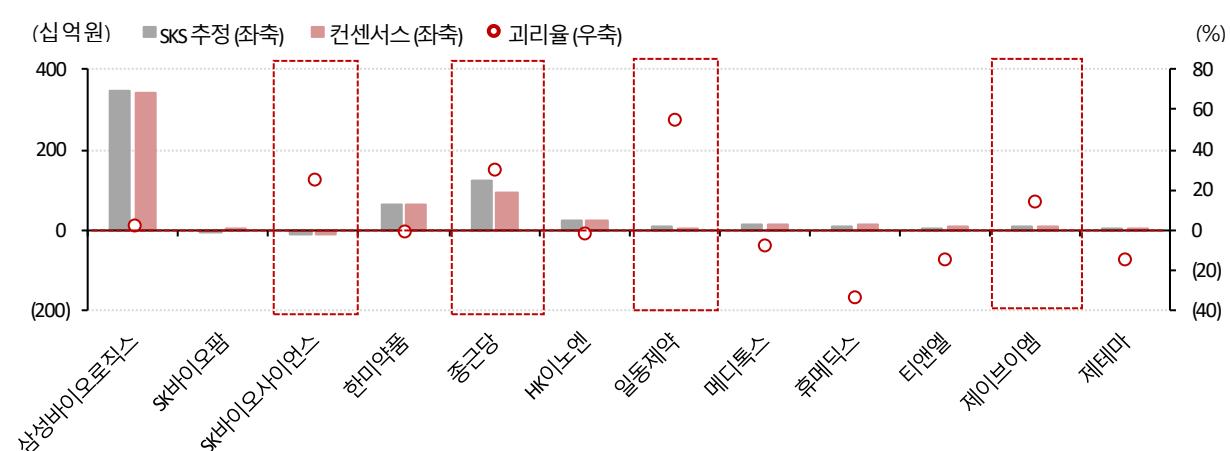
헬스케어 커버리지 기업 4Q23 매출액 추정치 vs. 컨센서스



자료: Quantwise, SK 증권 추정

주: 삼성바이오로직스, 종근당, 일동제약, 제테마는 별도 기준

헬스케어 커버리지 기업 4Q23 영업이익 추정치 vs. 컨센서스



자료: Quantwise, SK 증권 추정

주: 삼성바이오로직스, 종근당, 일동제약, 제테마는 별도 기준. SK 바이오팜은 SKS 추정치 적자, 컨센서스 흑자인 관계로 괴리율 미표기

(2) 대형 바이오: 무난한 실적, SK 바이오파م 영업흑자 여부가 관건

대형 바이오 실적에서 주목할 점은 SK 바이오파의 4Q23 분기 영업이익 흑자전환 여부

대형 바이오(삼성바이오로직스, SK 바이오파, SK 바이오사이언스) 실적은 무난할 전망이다. 4Q23 대형 바이오 실적에서 주목할 만한 이슈로는 SK 바이오파의 분기 영업이익 흑자전환 여부다.

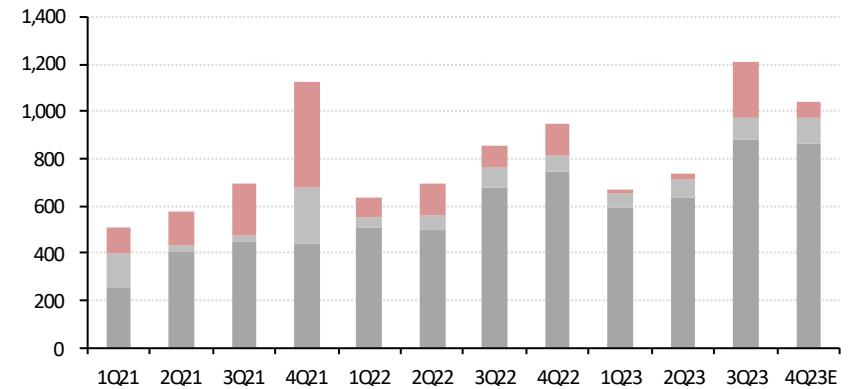
우선 삼성바이오로직스의 연결 실적 및 별도 실적은 시장 컨센서스에 부합할 전망이다. 별도 실적은 지난 3Q23과 마찬가지로 1) 1~3공장 Full 가동 지속, 2) 4공장 Ramp-up 을 바탕으로 한 매출 가세, 3) 우호적 환율 지속을 바탕(4Q23 평균 원/달러 환율 1,320.7 원/달러)으로 전년동기대비 유의미한 성장이 기대된다. 다만 생산 품목 스케줄에 따라 3Q23 대비로는 소폭 실적 감소가 예상된다. 한편 연결 실적은 전년동기대비로나 전분기대비로도 성장이 예상되는데 이는 1) 삼성바이오로직스 별도 실적 호조에 따른 전년동기대비 성장이 기대되는 가운데 2) 내부거래 규모가 축소됨에 따라 전분기대비로도 성장이 기대된다(3Q23 약 1,100 억원 vs. 4Q23E 약 330 억원).

SK 바이오파 실적이 관전 포인트가 될 전망이다. 당사는 연결 매출액 및 영업손실을 각각 1,063 억원(+69.4% YoY), 2 억원(적자지속 YoY)으로 추정한다. 이는 영업이익 흑자전환을 전망하고 있는 시장 컨센서스(영업이익 30 억원)와는 다소 괴리가 있다. 다만 최근 추정치들의 하향 조정이 나타나고 있는 만큼 괴리의 폭은 실적 발표를 앞두고 점차 축소될 것으로 예상된다. 4Q23 영업적자 지속을 전망하는 주된 배경에는 이전과는 달리 홀세일러들의 연초 약가 인상을 대비한 재고 쌓기가 제한됨에 따라 계절적으로 4Q 에 미국 엑스코프리의 TRx 대비 매출이 크게 증가하는 효과는 나타나지 않을 예정이기 때문이다. 이에 더해 비용 측면에서는 지난 3Q23 연결 편입된 SK Life Science Labs(기존 프로테오반트)의 비용이 온기로 반영됨에 따라 소폭의 비용 증가 가능성이 존재한다. 다만 앞서 언급한 예상 대비 저조한 매출의 가능성은 반대로 매 1 분기마다 높아진 가격 기준으로 리베이트를 지급함에 따라 매출 차감이 이뤄졌던 점을 감안 시 이전 1 분기들 대비 1Q24 매출이 더욱 긍정적일 수 있다는 점에서 우려할 사안은 아니다.

마지막으로 **SK 바이오사이언스** 실적은 전분기 노비백스와의 CDMO 계약 종료에 따른 일회성 정산금 유입으로 영업흑자 달성을 성공한 이후 일회성 요인 제거로 재차 적자전환은 불가피할 전망이다. 다만 의미있는 점은 독감, 대상포진 등 양호한 SKYVAX 매출과 더불어 노비백스로부터 도입한 변이 대응 백신 매출이 가세함에 따라 영업적자 폭은 예상보다 크지 않을 전망이다.

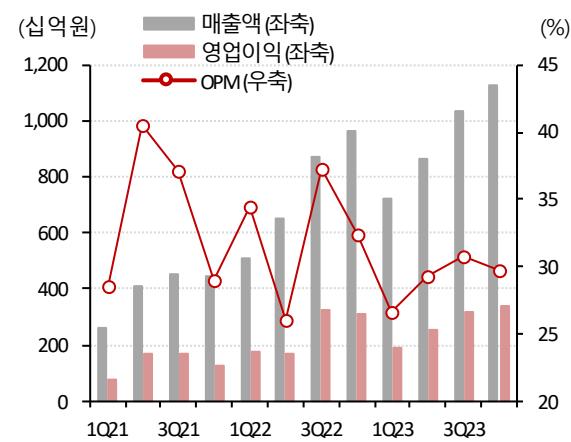
주요 대형 바이오 커버리지 합산 매출액 추이 및 전망

(십억원) ■ 삼성바이오로직스 ■ SK바이오팜 ■ SK바이오사이언스



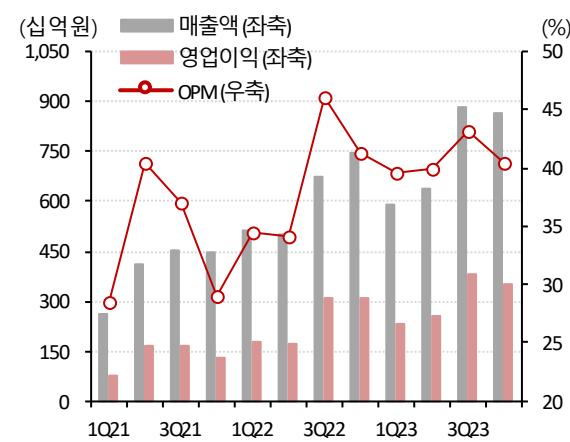
자료: 회사 자료, SK 증권 추정

삼성바이오로직스 분기 실적 추이 및 전망 (연결 기준)



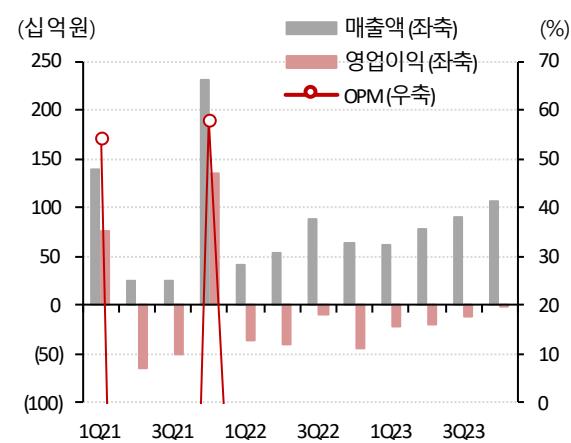
자료: 삼성바이오로직스, SK 증권 추정

삼성바이오로직스 분기 실적 추이 및 전망 (별도 기준)



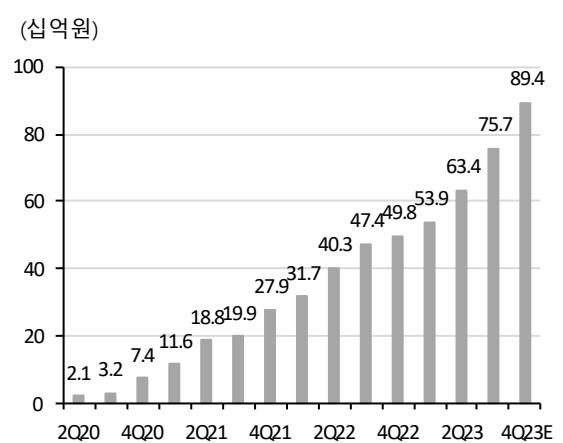
자료: 삼성바이오로직스, SK 증권 추정

SK 바이오팜 분기 실적 추이 및 전망



자료: SK 바이오팜, SK 증권 추정

Xcopri 미국 분기별 매출 추이 및 전망



자료: SK 바이오팜, SK 증권 추정

(3) 제약사: 고른 성장세, 종근당 계약금 유입, 일동제약 턴어라운드 주목

제약사들의 실적은 성장세를 바탕으로 긍정적. 특히 종근당과 일동제약 호실적 주목

제약사 커버리지 기업들(한미약품, 종근당, HK 이노엔, 일동제약)의 실적은 성장세를 바탕으로 긍정적일 전망이다. 커버리지 기업들 중에서는 종근당이 CKD-510 기술이전 계약금 반영, 일동제약이 비용 효율화 및 유노비아 분할 효과를 바탕으로 예상치를 상회한 어닝 서프라이즈가 기대된다.

종근당은 시장 컨센서스 대비로는 영업이익은 30% 이상 상회한 실적이 예상된다. 큰 폭의 실적 성장의 배경에는 지난 11월 노바티스와 체결한 'CKD-510'에 대한 글로벌 판권 기술이전에 따른 계약금 8 천만달러가 4Q23 실적에 반영됐기 때문이다. 주력 품목들의 성장도 견조할 전망이다. 특히 프롤리아, 딜라트렌, 아토젯 등 품목들은 두자릿수대 매출 성장이 기대된다. 2024년을 기점으로 계약이 종료된 케이캡 매출 역시 기보유 재고 판매 효과로 10% 이상 매출이 성장한 것으로 파악된다.

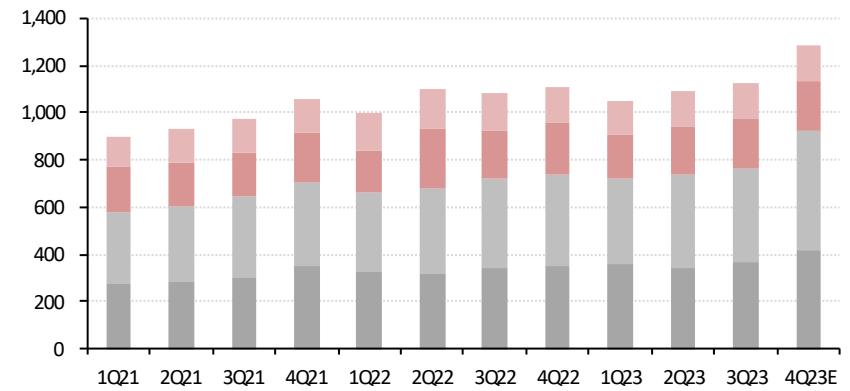
일동제약은 아로나민, 케어리브 등 주요 ETC 및 CHC 품목들의 견조한 매출 성장 속 수익성 중심의 품목 재정비를 통한 매출총이익률도 유의미하게 개선된 것으로 판단된다. 또한 전반적인 비용 효율화가 진행 중인 가운데 지난 11월 1일을 기점으로 기존 일동제약에서 진행 중이었던 신약 개발 등 연구개발 사업을 담당하는 '유노비아'를 분할설립함에 따라 별도 실적 내 연구개발비 등 주요 판매관리비의 큰 폭 감소가 예상된다. 이를 통해 3년여간 지속되어온 별도 영업적자 트렌드가 마무리되고, 기존 당사 영업이익 추정치였던 46 억원을 약 60% 상회한 71 억원을 기록할 것으로 기대된다.

한미약품은 컨센서스에 부합한 양호한 실적이 예상된다. 주력 품목들의 매출 고성장이 지속되는 가운데 국내 및 중국 독감 환자 수 증가 영향으로 한미약품 별도 및 북경한미 매출은 고성장을 이어갈 전망이다. 또한 MSD에 기술이전된 '에피노페그듀타이드' 임상 2b 상 개시에 따른 마일스톤도 실적에 반영될 전망이다.

HK 이노엔 역시 컨센서스에 부합한 양호한 실적이 예상된다. 2023년 말을 기점으로 종근당과의 케이캡 국내 공동판매계약 종료에 따른 재고 조정에도 불구하고 우려와는 달리 신규 파트너사인 보령으로의 재고 공급이 일부 이뤄짐에 따라 케이캡 국내 매출액은 전분기와 유사한 수준 달성이 기대된다. 다만 수액제 매출, HB&B 부문 매출은 전분기대비 역기저 효과 및 계절적 비수기 영향이 맞물리며 감소가 불가피할 전망이다.

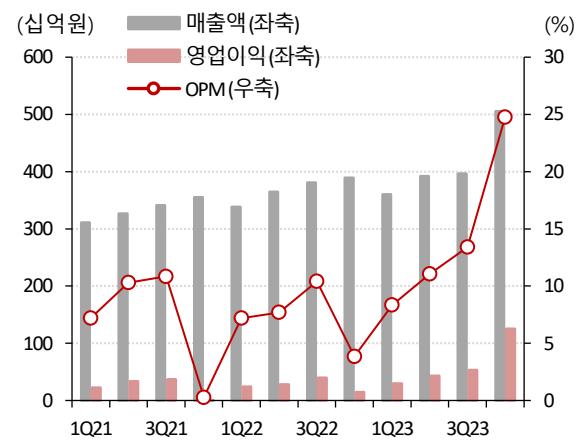
주요 제약사 커버리지 합산 매출액 추이 및 전망

(십억원) ■ 한미약품 ■ 종근당 ■ HK이노엔 ■ 일동제약



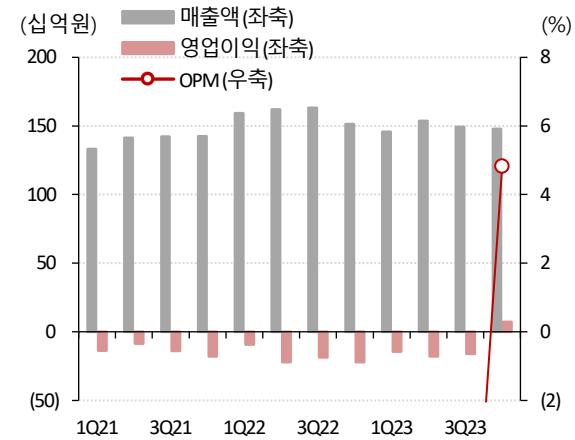
자료: 회사 자료, SK 증권 추정

종근당 분기 실적 추이 및 전망



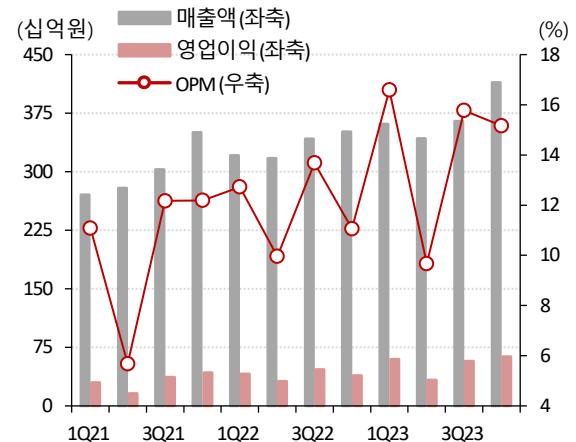
자료: 종근당, SK 증권 추정 / 주: 별도 기준

일동제약 분기 실적 추이 및 전망



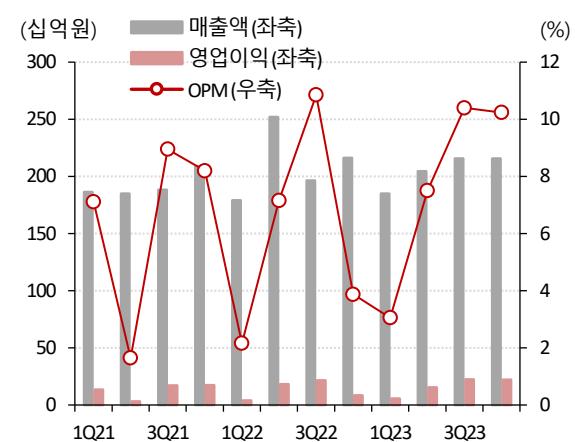
자료: 일동제약, SK 증권 추정 / 주: 별도 기준

한미약품 분기 실적 추이 및 전망



자료: 한미약품, SK 증권 추정 / 주: 연결 기준

HK 이노엔 분기 실적 추이 및 전망



자료: HK 이노엔, SK 증권 추정

(4) 의료기기/용품: 비용 이슈가 관건. 제이브이엠 호실적 돋보여

의료기기/용품 업체들의 실적은 차별화될 전망. 메디톡스, 휴메딕스는 비용 이슈 등으로 다소 부진하겠으나 제이브이엠 실적은 해외 매출 호조를 바탕으로 어닝 서프라이즈 전망

의료기기/용품 커버리지 기업들(메디톡스, 휴메딕스, 티앤엘, 제이브이엠, 제테마)의 실적은 기업들 간 차별화될 전망이다. 메디톡스와 휴메딕스는 비용 이슈로 영업이익이 컨센서스 및 기존 당사 추정치를 하회할 것으로 예상되는 반면 제이브이엠은 예상대비 해외 조제시스템 매출이 호조를 나타냄에 따라 영업 레버리지 효과를 바탕으로 어닝 서프라이즈가 기대된다.

제이브이엠은 3Q23 조제시스템 수출 매출의 인식 시점 지연 이슈로 4Q23 조제시스템 해외 매출이 크게 증가했으며, 특히 유럽 법인의 경우 2023년 흑자전환에 성공한 이후 4Q23 10%대 OPM을 기록하며 영업 레버리지가 가속화되고 있다. 한편 차세대 약국 자동화 시스템 '메니스(MENITH)'의 출시도 이뤄짐에 따라 메니스의 기존 조제시스템 대비 높은 단가와 수익성 감안 시 해당 제품 판매 성과에도 주목할 필요가 있다.

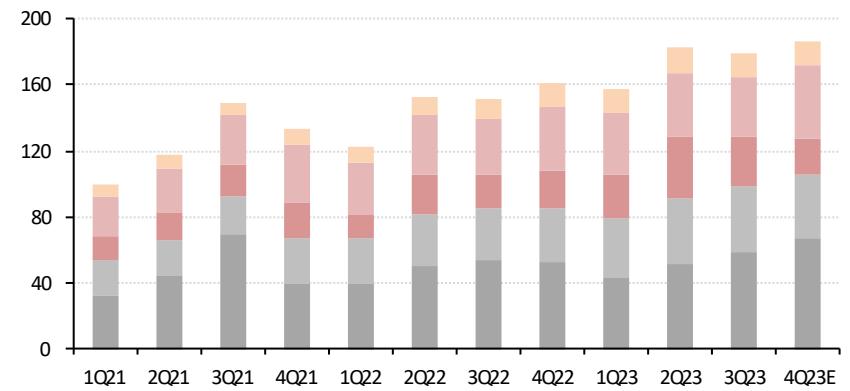
메디톡스는 기존 특신 및 필러 품목들의 견조한 성장과 더불어 12월 뉴럭스 국내 출시 효과를 바탕으로 매출액은 예상치를 소폭 상회하겠으나, 4Q23 엘러간과 진행 중인 ICC 국제 중재사건 관련 소송비용이 반영됨에 따라 영업이익은 예상을 하회할 전망이다. 그럼에도 불구하고 전분기대비로는 일회성 ITC 소송비용 부담 이슈가 해소됨에 따라 큰 폭의 영업이익 성장이 기대된다.

휴메딕스는 컨센서스 및 당사 기존 추정치 대비 매출액은 10% 내외, 영업이익은 30% 이상 하회한 실적이 예상된다. 부진한 실적의 원인은 CMO 및 원료의약품 생산 설비의 유지 보수 이슈에 따른 관련 매출 감소 및 가동률 하락에 따른 원가율 상승, 성과급 반영에 따른 인건비 증가, 복합필러 '밸피엔' 임상에 따른 연구개발비 증가에 기인한다. 다만 유지 보수는 12월을 기점으로 마무리됐으며, 연구개발비 증가 역시 1Q24까지 반영되는 일시적 비용 증가 이슈인 만큼 과도한 우려는 불필요하다. 필러 매출은 해외를 필두로 고성장을 지속 중인 만큼 추가 신규 지역 진출 효과가 가시화될 2024년 실적은 더욱 돋보일 전망이다.

티앤엘은 시장 컨센서스 대비 약 15% 하회한 실적이 예상되나, 최근 하향 조정되고 있는 컨센서스 트렌드에는 부합할 전망이다. 2Q23 파트너사 C&D 향 선제적 재고 확보 목적의 물량 공급에 따른 호실적이 역기저로 작용하며 2개 분기 연속 QoQ 역성장이 지속 중이나 1Q24를 기점으로 리스탁킹 수요가 확인되고 있는 만큼 과도한 우려는 불필요하다.

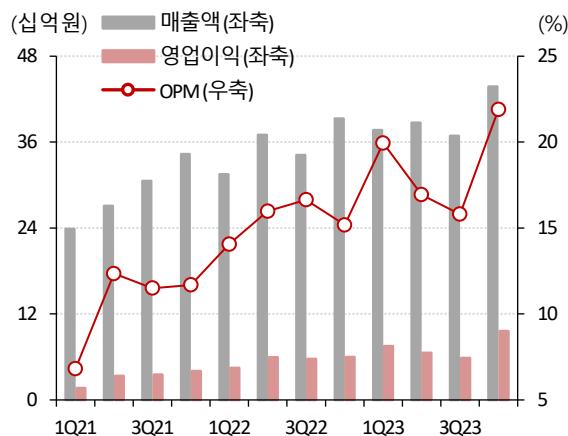
주요 의료기기/용품 커버리지 합산 매출액 추이 및 전망

(십억원) ■ 메디톡스 ■ 휴메딕스 ■ 티앤엘 ■ 제이브이엠 ■ 제테마



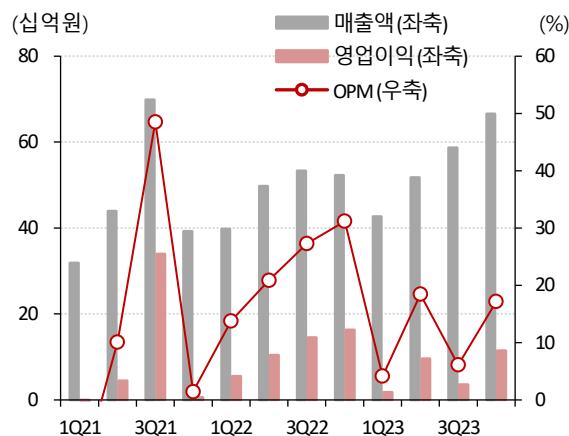
자료: 회사 자료, SK 증권 추정

제이브이엠 분기 실적 추이 및 전망



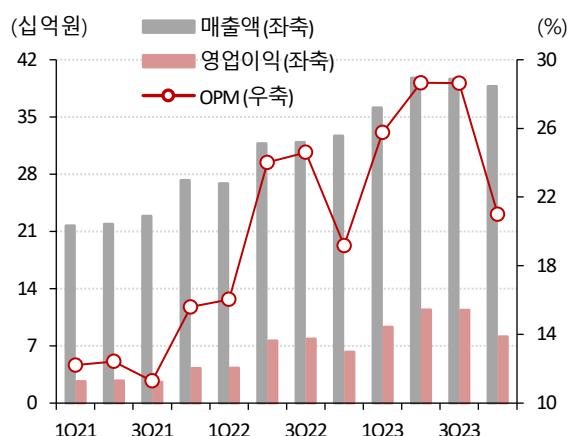
자료: 제이브이엠, SK 증권 추정 / 주: 연결 기준

메디톡스 분기 실적 추이 및 전망



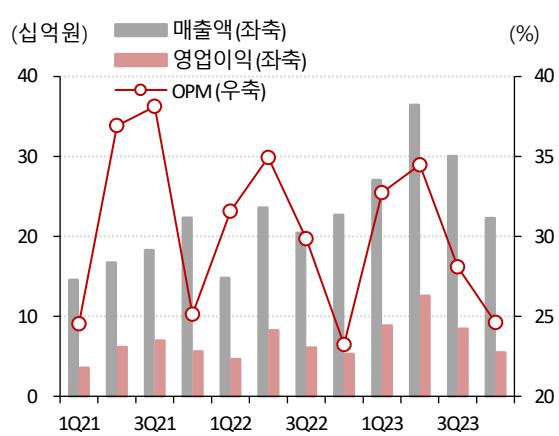
자료: 메디톡스, SK 증권 추정 / 주: 연결 기준

휴메딕스 분기 실적 추이 및 전망



자료: 휴메딕스, SK 증권 추정

티앤엘 분기 실적 추이 및 전망



자료: 티앤엘, SK 증권 추정

(5) 4Q23 실적시즌 주목할 기업은?

4Q23 실적시즌이 국내 헬스케어 업종의 유의미한 반등을 이끌어낼 근거는 미미. 당분간 개별 종목장세 이어질 전망

앞서 언급한 바와 같이 2023년 11월 이후 금리 인하 기대감 부각 속 성장주 내 바텀피싱 매력이 높았던 국내 헬스케어 업종의 반등은 필연적이였다. 하지만 최근 금리 인하 기대감이 단기적으로 축소된 가운데 Bottom-up 관점에서의 중요 모멘텀 중 하나였던 JP 모건 헬스케어 컨퍼런스 역시 종료됨에 따라 해당 구간 나타났던 중소형 바이오텍들의 주가 상승세는 소강 상태에 접어든 것으로 판단된다.

업종 지수 랠리의 중요한 선결 조건 중 하나인 '대형주의 유의미한 반등'을 위해서는 호실적 기대감 역시 뒷받침되어야 한다는 점을 감안 시 실적시즌은 그러한 기대감을 높여줄 수 있는 중요한 모멘텀이 될 수 있다. 다만 앞서 대형 바이오를 비롯해 제약사, 의료기기/용품 기업들의 실적을 통해 언급한 바와 같이 4Q23 실적시즌에서는 유의미한 대형주의 반등 근거를 찾기 어려울 전망이다.

현 시점 실적시즌에서 주목할 기업들로는 종근당, 일동제약, 제이브이엠 제시

따라서 현 구간에서는 실적 모멘텀을 보유한 기업, 또는 R&D 파이프라인 모멘텀 (기술이전, 임상 결과 발표 등) 부각이 예상되는 기업들에 주목할 필요가 있다. 4Q23 실적을 전후로 주가 반등 가능성이 부각될 것으로 기대되는 기업들로는 종근당, 일동제약, 제이브이엠을 제시한다. 한편 4Q23 실적 모멘텀은 크지 않으나 2024년 연간 실적 모멘텀이 부각될 것으로 기대되는 기업들로는 HK 이노엔, 휴메딕스를 추가적으로 제시한다.

SK 증권 헬스케어 커버리지 투자의견 및 목표주가

구분	종목명	종목코드	투자의견		목표주가 (원)		비고
			Before	After	Before	After	
바이오	삼성바이오로직스	207940	매수	매수	1,000,000	1,000,000	투자의견 및 목표주가 유지
	셀트리온	068270	매수	매수	210,000	210,000	투자의견 및 목표주가 유지
	SK 바이오팜	326030	매수	매수	130,000	130,000	투자의견 및 목표주가 유지
	SK 바이오사이언스	302440	매수	매수	89,000	89,000	투자의견 및 목표주가 유지
	바이넥스	053030	매수	매수	18,000	18,000	투자의견 및 목표주가 유지
제약사	유한양행	000100	매수	매수	87,000	87,000	투자의견 및 목표주가 유지
	한미약품	128940	매수	매수	410,000	440,000	투자의견 유지, 목표주가 상향
	종근당	185750	매수	매수	160,000	160,000	투자의견 및 목표주가 유지
	HK 이노엔	195940	매수	매수	54,000	56,000	투자의견 유지, 목표주가 상향
	일동제약	249420	매수	매수	23,000	23,000	투자의견 및 목표주가 유지
의료기기	메디톡스	086900	매수	매수	430,000	390,000	투자의견 유지, 목표주가 하향
	티앤엘	340570	매수	매수	69,000	60,000	투자의견 유지, 목표주가 하향
	휴메딕스	200670	매수	매수	66,000	56,000	투자의견 유지, 목표주가 하향
	제이브이엠	054950	매수	매수	37,000	37,000	투자의견 및 목표주가 유지
	제테마	216080	매수	매수	30,000	25,000	투자의견 유지, 목표주가 하향
R&D	레고켐바이오	141080	매수	매수	74,000	74,000	투자의견 및 목표주가 유지
	에이프릴바이오	397030	매수	매수	24,000	24,000	투자의견 및 목표주가 유지

자료: SK 증권 추정

Company Analysis

삼성바이오로직스 (207940/KS)

올라갈 일만 남았다

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 1,000,000 원(유지)

현재주가: 756,000 원

상승여력: 32.3%

4Q23 Pre: 컨센서스에 부합한 양호한 실적 예상

4Q23 연결 매출액 및 영업이익을 각각 1조 1,269 억원(+16.7% YoY, 이하 YoY 생략), 3,357 억원(+7.3%, OPM 29.8%)으로 추정한다. 삼성바이오로직스 별도 매출액 및 영업이익은 각각 8,641억원(+15.6%), 3,489 억원(+13.1%, OPM 40.4%)을 전망한다. 연결과 별도 실적 모두 시장 컨센서스에 부합하는 양호한 실적이 예상된다.

삼성바이오로직스 별도 실적은 지난 3Q23과 마찬가지로 1) 1~3공장 Full 가동 지속, 2) 4공장 Ramp-up 을 바탕으로 한 매출 가세, 3) 우호적 환율 지속을 바탕(4Q23 평균 원/달러 환율 1,320.7 원/달러)으로 전년동기대비 유의미한 성장이 기대된다. 다만 생산 품목 스케줄에 따라 3Q23 대비로는 소폭 실적 감소가 예상된다. 한편 연결 실적은 전년동기대비로나 전분기대비로도 성장이 예상되는데 이는 1) 삼성바이오로직스 별도 실적 호조에 따른 전년동기대비 성장이 기대되는 가운데 2) 내부거래 규모가 축소됨에 따라 전분기대비로도 성장이 기대된다(3Q23 약 1,100 억원 vs. 4Q23E 약 330 억원).

2024년 실적은 4공장 매출 반영 확대에 따른 고성장세 이어갈 전망

2024년 연결 매출액 및 영업이익을 각각 4조 3,770 억원(+16.8%), 1조 3,392 억원(+21.8%, OPM 30.6%), 별도 매출액 및 영업이익은 각각 3조 7,048 억원(+24.5%), 1조 5,477 억원(+27.0%, OPM 41.8%)으로 추정한다. 2024년 실적은 2023년과 마찬가지로 1~3공장 Full 가동이 별도 정기보수 일정 없이 지속될 것으로 기대되는 가운데 4공장 매출의 Ramp-up 지속에 따른 매출 반영 확대로 고성장세를 이어갈 전망이다.

할인율 하락 및 4공장 수주 마무리, 업황 우려 해소 바탕으로 반등 기대

2024년은 최근 펀더멘탈과 무관한 바이오 CDMO 업황 관련 우려에 따른 저평가 요인의 해소와 더불어 자체 모멘텀까지 부각되며 유의미한 주가 상승이 가능할 전망이다. 대표적으로 2023년 글로벌 Peer들의 CDMO 수주 관련 우려들이 부각된 이후 삼성바이오로직스에 대한 투자자들의 우려 또한 함께 확대됐다. 하지만 지속적인 수주 성과들을 통해 증명한 바와 같이 삼성바이오로직스는 안정적으로 4공장 수주를 채워가고 있으며 오히려 예상 대비 빠른 수주 속도를 바탕으로 4공장의 조기 수주 마무리 가능성도 배제할 수 없다고 판단한다. 또한 추세적인 금리 하락에 따른 할인율 하락까지 기대되는 만큼 최소 1~4공장 가치에 해당하는 약 90만원 수준의 주가, 이후 5공장 기대감 반영 시 목표주가인 100만원 수준까지 상승도 가능하다고 판단한다. 대형 바이오 Top pick 의견 제시한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	1,165	1,568	3,001	3,748	4,377	4,657
영업이익	십억원	293	537	984	1,099	1,339	1,271
순이익(지배주주)	십억원	241	394	798	830	1,012	961
EPS	원	3,599	5,878	11,213	11,664	14,219	13,508
PER	배	226.8	151.8	73.2	65.2	53.2	56.0
PBR	배	11.9	12.0	6.5	5.5	5.0	4.6
EV/EBITDA	배	125.1	85.4	44.7	37.5	31.7	32.2
ROE	%	5.2	8.2	11.4	8.8	9.8	8.5

주가 및 상대수익률



삼성바이오로직스 3Q23 실적 요약 (연결 기준)

(십억원, %)	4Q23E	4Q22	YoY	3Q23	QoQ	Consen	vs. Consen	Pre	vs. Pre
매출액	1,126.9	965.5	16.7	1,034.0	9.0	1,057.5	6.6	1,036.1	8.8
영업이익	335.7	312.8	7.3	318.5	5.4	313.8	7.0	289.1	16.1
세전이익	334.5	397.6	(15.9)	316.3	5.8	308.2	8.5	287.9	16.2
(지배주주)순이익	263.2	369.9	(28.9)	240.4	9.5	252.3	4.3	226.5	16.2
영업이익률	29.8	32.4		30.8		29.7		27.9	
순이익률	23.4	38.3		23.2		23.9		21.9	

자료: 회사 자료, Quantwise, SK증권 추정

삼성바이오로직스 3Q23 실적 요약 (별도 기준)

(십억원, %)	4Q23E	4Q22	YoY	3Q23	QoQ	Consen	vs. Consen	Pre	vs. Pre
매출액	864.1	747.7	15.6	882.7	(2.1)	838.3	3.1	845.3	2.2
영업이익	348.9	308.5	13.1	381.6	(8.6)	340.5	2.5	355.4	(1.8)
세전이익	337.8	423.8	(20.3)	374.0	(9.7)	339.1	(0.4)	344.3	(1.9)
당기순이익	253.8	314.1	(19.2)	283.0	(10.3)	276.6	(8.2)	258.7	(1.9)
영업이익률	40.4	41.3		43.2		40.6		42.0	
순이익률	29.4	42.0		32.1		33.0		30.6	

자료: 회사 자료, Quantwise, SK증권 추정

삼성바이오로직스 실적 추이 및 전망 (연결 기준)

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
매출액	511.3	651.4	873.0	965.5	720.9	866.2	1,034.0	1,126.9	1,568.0	3,001.3	3,747.9	4,377.0
YoY	96.1	58.0	93.7	117.3	41.0	33.0	18.4	16.7	34.6	91.4	24.9	16.8
평균 가동률	82.8	100.0	112.5	87.1	87.1	92.5	77.5	77.7	96.7	98.8	82.2	85.0
삼성바이오로직스(별도)	511.3	503.7	674.6	747.7	591.0	637.2	882.7	864.1	1,568.0	2,437.3	2,974.9	3,704.8
1 공장	99.1	107.3	120.9	130.4	110.9	119.0	130.6	131.3	333.6	457.7	491.8	496.6
2 공장	184.2	124.2	249.0	268.4	198.9	213.3	263.4	264.7	701.5	825.9	940.3	1,008.0
3 공장	198.7	245.9	277.1	298.8	222.4	238.6	299.4	300.8	617.5	1,020.5	1,061.2	1,148.8
4 공장 및 기타					0.0	0.0	25.9	104.0		129.9	689.0	
삼성바이오에피스	0.0	149.4	269.7	244.6	213.4	255.9	262.1	295.2	0.0	663.8	1,026.6	1,120.5
매출총이익	229.7	288.2	486.2	464.3	342.5	427.1	501.8	528.3	726.5	1,468.4	1,799.8	2,098.7
YoY	114.0	36.4	126.4	140.6	49.1	48.2	32	13.8	74.7	102.1	22.6	16.6
GPM	44.9	44.2	55.7	48.1	47.5	49.3	48.5	46.9	46.3	48.9	48.0	47.9
영업이익	176.4	169.7	324.7	312.8	191.7	253.4	318.5	335.7	537.3	983.6	1,099.4	1,339.2
YoY	137.5	1.7	94.0	142.8	8.7	49.4	(1.9)	7.3	83.6	83.1	11.8	21.8
OPM	34.5	26.0	37.2	32.4	26.6	29.3	30.8	29.8	34.3	32.8	29.3	30.6
세전이익	198.5	214.5	198.4	397.6	196.6	251.3	316.3	334.5	561.3	1,009.0	1,098.8	1,339.4
YoY	148.9	22.5	0.6	264.0	(0.9)	17.2	59.4	(15.9)	99.8	79.8	8.9	21.9
(지배주주)순이익	146.9	152.0	129.2	369.9	141.8	184.9	240.4	263.2	393.6	798.1	830.2	1,012.0
YoY	141.0	25.1	(2.0)	366.4	(3.5)	21.6	86.1	(28.9)	56.8	102.8	4.0	21.9
NPM	28.7	23.3	14.8	38.3	19.7	21.3	23.2	23.4	25.1	26.6	22.1	23.1

자료: 삼성바이오로직스, SK증권 추정

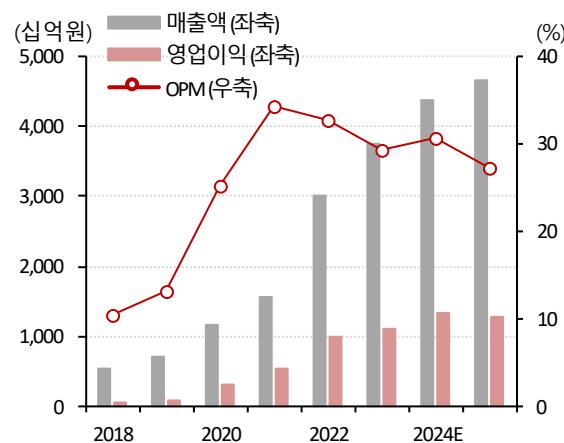
주: 삼성바이오에피스 매출액은 삼성바이오로직스 연결 반영 이후 기준

삼성바이오로직스 실적 추이 및 전망 (별도 기준)

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
매출액	511.3	503.7	674.6	747.7	591.0	637.2	882.7	864.1	1,568.0	2,437.3	2,974.9	3,704.8
YoY	96.1	22.2	49.7	68.3	15.6	26.5	30.8	15.6	34.6	55.4	22.1	24.5
평균 가동률	82.8	100.0	112.5	87.1	87.1	92.5	77.5	77.7	96.7	98.8	82.2	85.0
1 공장	99.1	107.3	120.9	130.4	110.9	119.0	130.6	131.3	333.6	457.7	491.8	496.6
2 공장	184.2	124.2	249.0	268.4	198.9	213.3	263.4	264.7	701.5	825.9	940.3	1,008.0
3 공장	198.7	245.9	277.1	298.8	222.4	238.6	299.4	300.8	617.5	1,020.5	1,061.2	1,148.8
4 공장 및 기타					0.0	0.0	25.9	104.0		129.9	689.0	
매출총이익	229.6	231.8	369.3	369.6	293.4	314.7	453.9	422.9	725.9	1,200.2	1,485.0	1,839.4
YoY	113.5	9.9	72.1	91.7	27.8	35.8	22.9	14.4	74.6	65.3	23.7	23.9
GPM	44.9	46.0	54.7	49.4	49.6	49.4	51.4	48.9	46.3	49.2	49.9	49.6
영업이익	176.2	171.9	311.4	308.5	234.4	254.1	381.6	348.9	536.5	968.1	1,219.1	1,547.7
YoY	137.6	32	86.2	139.9	33.0	47.8	22.6	13.1	83.4	80.4	25.9	27.0
OPM	34.5	34.1	46.2	41.3	39.7	39.9	43.2	40.4	34.2	39.7	41.0	41.8
세전이익	188.7	136.1	174.2	423.8	241.3	257.3	374.0	337.8	546.9	922.9	1,210.4	1,562.6
YoY	131.1	(17.6)	(1.9)	246.1	27.9	89.0	114.6	(20.3)	94.7	68.8	31.2	29.1
당기순이익	141.3	101.8	129.6	314.1	182.4	193.5	283.0	253.8	423.2	686.8	912.7	1,178.2
YoY	126.5	(21.4)	(3.5)	223.8	29.0	90.1	118.4	(19.2)	68.6	62.3	32.9	29.1
NPM	27.6	20.2	19.2	42.0	30.9	30.4	32.1	29.4	27.0	28.2	30.7	31.8

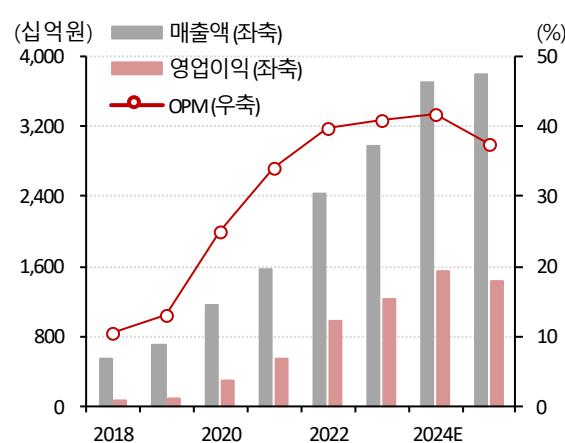
자료: 삼성바이오로직스, SK 증권 추정

삼성바이오로직스 연간 실적 추이 및 전망 (연결 기준)



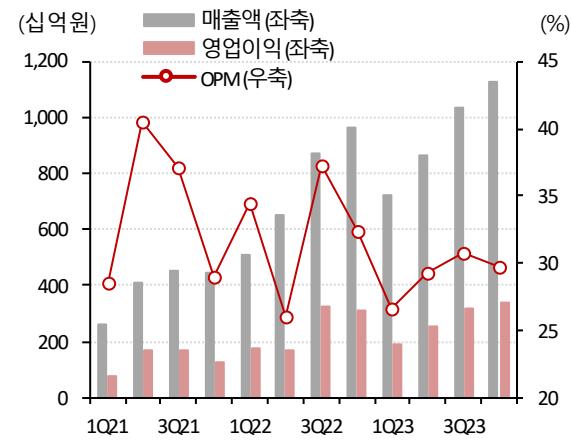
자료: 삼성바이오로직스, SK 증권 추정

삼성바이오로직스 연간 실적 추이 및 전망 (별도 기준)



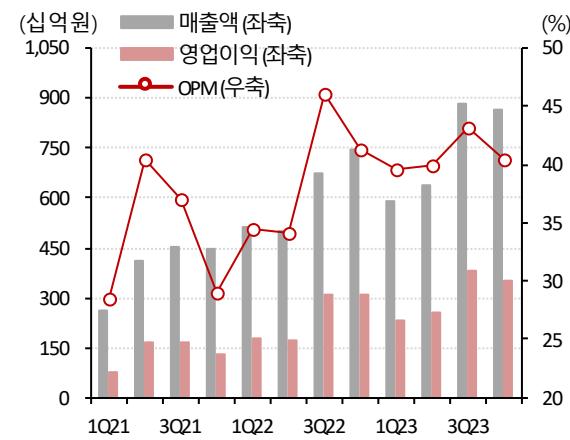
자료: 삼성바이오로직스, SK 증권 추정

삼성바이오로직스 분기 실적 추이 및 전망 (연결 기준)



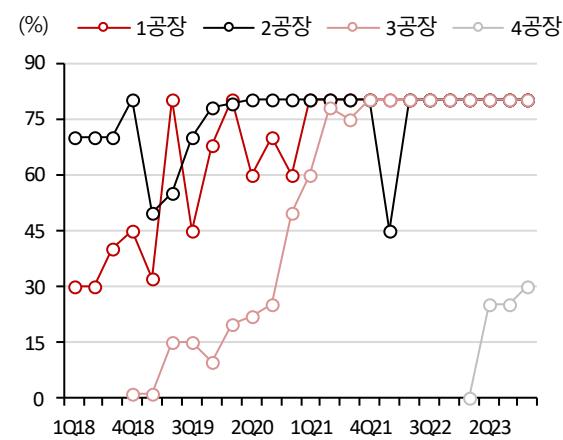
자료: 삼성바이오로직스, SK 증권 추정

삼성바이오로직스 분기 실적 추이 및 전망 (별도 기준)



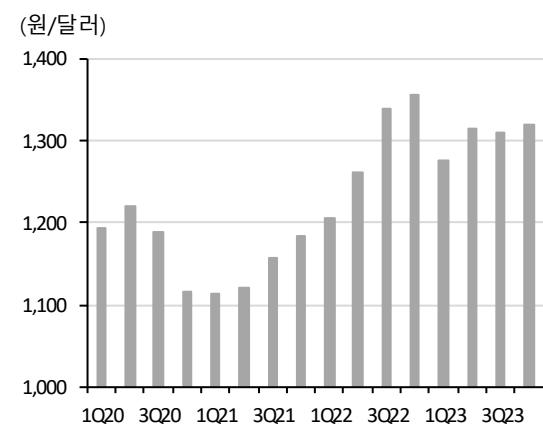
자료: 삼성바이오로직스, SK 증권 추정

삼성바이오로직스 공장별 가동률 추이 및 전망



자료: 삼성바이오로직스, SK 증권 추정

분기별 원/달러 평균 환율 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

삼성바이오로직스 공장 현황

구분	1공장	2공장	3공장	4공장	5공장
위치	인천 송도	인천 송도	인천 송도	인천 송도	인천 송도
규모	30,000L (5,000L x 6기)	154,000L (15,000L x 10기, 1,000L x 4기)	180,000L (15,000L x 12기)	240,000L (15,000L x 12기, 10,000L x 6기)	180,000L (15,000L x 12기)
공사기간	25 개월	29 개월	35 개월	31 개월	24 개월
공사비용	3,500 억원	7,000 억원	8,500 억원	2 조원	1.98 조원
현황	상업생산	상업생산	상업생산	2020년 11월 착공, 10,000L x 6기 2022년 10월 부분 가동, 2023년 6월 180,000L 가동	2023년 투자 발표, 2023년 4월 착공, 2025년 4월 가동 목표

자료: 삼성바이오로직스, SK 증권

삼성바이오로직스 5공장 및 ADC 생산시설



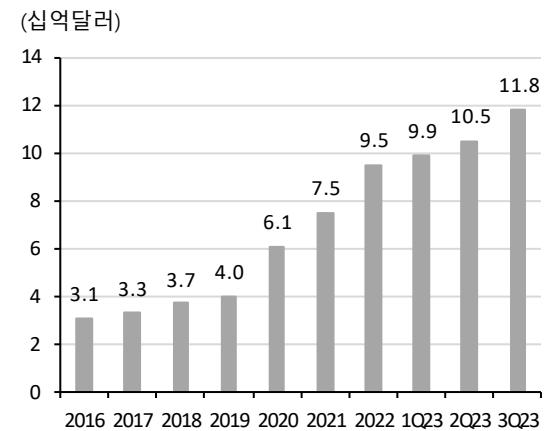
자료: 삼성바이오로직스, SK증권

삼성바이오에피스 바이오시밀러 파이프라인 현황

Indication	Original	프로젝트	Product		현황			마케팅파트너 / 출시연도	
			EU	US	Ph III	Approval	Launch	EU	US
자가 면역 질환	Enbrel® (Etanercept)	SB4	Benepali	Eticovo				Biogen('16)	TBD
	Remicade® (Infliximab)	SB2	Flixabi	Renflexis				Biogen('16)	Organon('17)
	Humira® (Adalimumab)	SB5	Imraldi	Hadlima				Biogen('18)	Organon('23)
	Stelara® (Ustekinumab)	SB17	-	-		준비중		Sandoz	Sandoz
종양 질환	Herceptin® (Trastuzumab)	SB3	Ontruzant	Ontruzant				Organon('18)	Organon('20)
	Avastin® (Bevacizumab)	SB8	Aybintio	-				Organon('20)	TBD
안질환	Lucentis® (Ranibizumab)	SB11	Byooviz	Byooviz				Biogen('23)	Biogen('22)
	Eylea® (Aflibercept)	SB15	-	-		준비중		Biogen	Biogen
혈액 질환	Soliris® (Eculizumab)	SB12	Epsilonli	-				Samsung Bioepis('23)	TBD
골격계 질환	Prolia® (Denosumab)	SB16	-	-		준비중		TBD	TBD

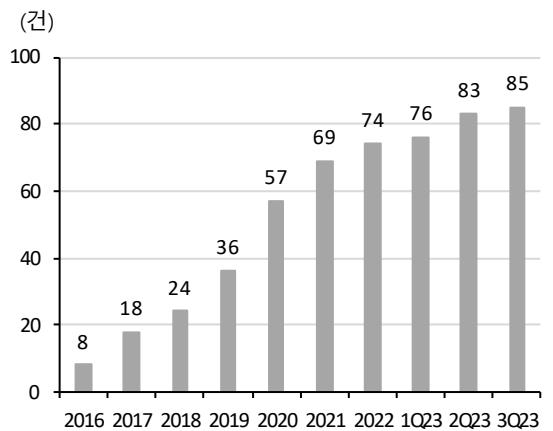
자료: 삼성바이오로직스, SK증권 / 주: 파란 글씨는 First mover, 빨간 글씨는 Second mover 를 의미

삼성바이오로직스 누적 CMO 수주 금액



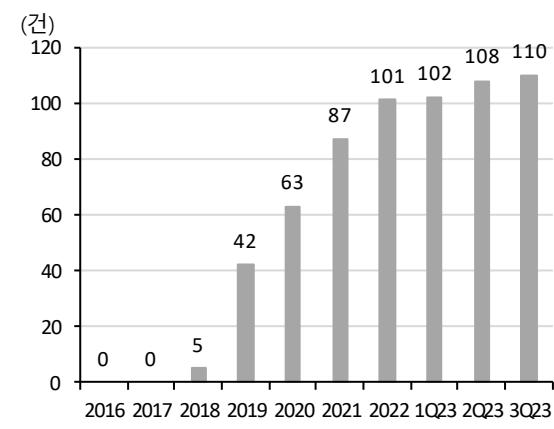
자료: 삼성바이오로직스, SK증권

삼성바이오로직스 누적 CMO 수주 제품 수



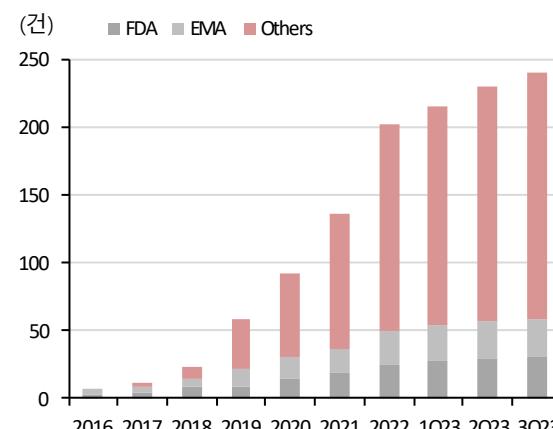
자료: 삼성바이오로직스, SK증권

삼성바이오로직스 누적 CDO 수주 제품 수



자료: 삼성바이오로직스, SK증권

삼성바이오로직스 규제기관별 누적 승인 현황



자료: 삼성바이오로직스, SK증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	2,823	6,458	7,614	9,143	10,135
현금및현금성자산	47	891	767	1,163	1,651
매출채권 및 기타채권	366	733	915	1,069	1,137
재고자산	1,013	2,376	2,967	3,465	3,686
비유동자산	5,147	10,124	10,632	11,282	11,771
장기금융자산	31	69	86	101	107
유형자산	2,207	3,417	3,817	4,443	4,917
무형자산	32	5,961	6,014	6,017	6,023
자산총계	7,970	16,582	18,246	20,425	21,906
유동부채	1,107	4,182	5,166	5,996	6,365
단기금융부채	167	1,281	1,600	1,868	1,988
매입채무 및 기타채무	325	1,554	1,941	2,267	2,412
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1,872	3,416	3,265	3,602	3,752
장기금융부채	1,125	1,256	1,256	1,256	1,256
장기매입채무 및 기타채무	9	551	551	551	551
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	2,979	7,598	8,431	9,598	10,117
지배주주지분	4,991	8,984	9,815	10,827	11,788
자본금	165	178	178	178	178
자본잉여금	2,487	5,663	5,663	5,663	5,663
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	2,347	3,146	3,976	4,988	5,949
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	4,991	8,984	9,815	10,827	11,788
부채와자본총계	7,970	16,582	18,246	20,425	21,906

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	466	944	1,435	1,599	1,451
당기순이익(손실)	394	798	830	1,012	961
비현금성항목등	350	598	629	714	718
유형자산감가상각비	155	184	200	224	249
무형자산상각비	7	124	148	146	145
기타	188	289	281	344	324
운전자본감소(증가)	-235	-263	258	217	97
매출채권및기타채권의감소(증가)	-121	-305	-182	-154	-68
재고자산의감소(증가)	-371	-180	-591	-498	-222
매입채무및기타채무의증가(감소)	21	135	387	326	145
기타	235	87	644	543	242
법인세납부	-42	-188	-269	-327	-311
투자활동현금흐름	-926	-3,063	-411	-1,319	-1,014
금융자산의감소(증가)	-500	-1,000	444	-298	-133
유형자산의감소(증가)	-406	-957	-600	-850	-723
무형자산의감소(증가)	-15	-52	-200	-150	-150
기타	-5	-1,054	-54	-21	-9
재무활동현금흐름	478	-222	319	269	120
단기금융부채의증가(감소)	9	-344	319	269	120
장기금융부채의증가(감소)	488	155	0	0	0
자본의증가(감소)	0	3,188	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-19	-3,222	0	0	0
현금의 증가(감소)	19	843	-124	396	488
기초현금	29	47	891	767	1,163
기밀현금	47	891	767	1,163	1,651
FCF	60	-13	835	749	729

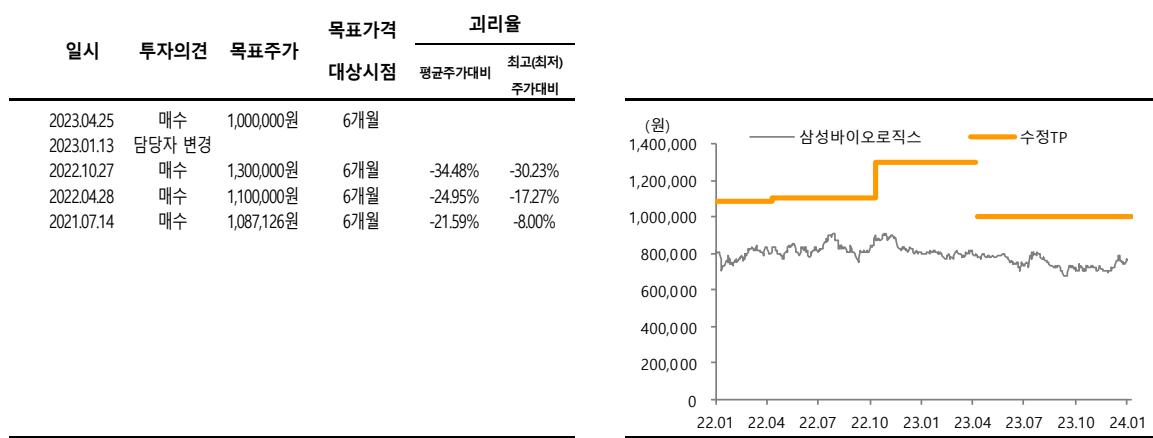
자료 : 삼성바이오로직스, SK증권

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,568	3,001	3,748	4,377	4,657
매출원가	842	1,533	1,948	2,278	2,571
매출총이익	726	1,468	1,800	2,099	2,086
매출총이익률(%)	46.3	48.9	48.0	47.9	44.8
판매비와 관리비	189	485	700	759	815
영업이익	537	984	1,099	1,339	1,271
영업이익률(%)	34.3	32.8	29.3	30.6	27.3
비영업손익	24	25	-1	0	1
순금융수익	-5	-11	-13	-16	-13
외환관련손익	18	-64	0	0	0
관계기업등 투자손익	14	27	-1	-1	-1
세전계속사업이익	561	1,009	1,099	1,339	1,272
세전계속사업이익률(%)	35.8	33.6	29.3	30.6	27.3
계속사업법인세	168	211	269	327	311
계속사업이익	394	798	830	1,012	961
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	394	798	830	1,012	961
순이익률(%)	25.1	26.6	22.1	23.1	20.6
지배주주	394	798	830	1,012	961
지배주주귀속 순이익률(%)	25.1	26.6	22.1	23.1	20.6
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	392	805	830	1,012	961
지배주주	392	805	830	1,012	961
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	699	1,292	1,447	1,709	1,665

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	34.6	91.4	24.9	16.8	6.4
영업이익	83.5	83.1	11.8	21.8	-5.1
세전계속사업이익	111.0	79.8	8.9	21.9	-5.0
EBITDA	60.2	84.8	12.0	18.2	-2.6
EPS	63.3	90.8	4.0	21.9	-5.0
수익성 (%)					
ROA	55	65	4.8	5.2	4.5
ROE	8.2	11.4	8.8	9.8	8.5
EBITDA마진	44.6	43.0	38.6	39.1	35.7
안정성 (%)					
유동비율	255.0	154.4	147.4	152.5	159.2
부채비율	59.7	84.6	85.9	88.7	85.8
순차입금/자기자본	-1.6	-7.5	2.2	-1.9	-6.0
EBITDA/이자비용(배)	47.5	20.2	37.9	40.4	37.0
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	5,878	11,213	11,664	14,219	13,508
BPS	74,537	126,233	137,896	152,115	165,623
CFPS	8,294	15,544	16,544	19,421	19,034
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER	151.8	73.2	65.2	53.2	56.0
PBR	12.0	6.5	5.5	5.0	4.6
PCR	107.6	52.8	45.9	38.9	39.7
EV/EBITDA	85.4	44.7	37.5	31.7	32.2
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0



Compliance Notice

작성자(이동간)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 01월 18일 기준)

매수	95.35%	중립	4.65%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

SK 바이오팜 (326030/KS)

분기 흑자전환 시점은 본질을 바꾸지 않는다

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 130,000 원(유지)

현재주가: 89,500 원

상승여력: 45.3%



Analyst
이동건

dglee@sks.co.kr
3773-9909

Company Data

발행주식수	7,831 만주
시가총액	7,009 십억원
주요주주	
SK(외5)	64.02%
국민연금공단	6.02%

Stock Data

주가(24/01/17)	89,500 원
KOSPI	2,435.90 pt
52주 최고가	103,900 원
52주 최저가	59,000 원
60일 평균 거래대금	12 십억원

주가 및 상대수익률



4Q23 Pre: 영업적자 지속은 불가피할 듯. 다만 1Q24는 더욱 긍정적

4Q23 연결 매출액 및 영업손실을 각각 1,063 억원(+69.4% YoY, 이하 YoY 생략), 2 억 원(적자지속)으로 추정한다. 지난 분기와 마찬가지로 영업적자 폭 축소는 유의미하게 이어질 전망이다. 기존 당사 추정치 대비로는 매출액은 부합, 영업손실 폭은 축소될 전망이다. 참고로 컨센서스는 매출액 1,106 억원, 영업이익 30 억원으로 영업흑자를 전망 중이다.

1) 엑스코프리(Xcopri) 매출액은 894 억원(+79.5%, +18.1% QoQ)을 예상한다. 10~11 월 엑스코프리 TRx(총처방 수량)는 전년동기대비 51.8% 증가했으며, 12 월 역시 꾸준히 우상향 중인 트렌드를 감안 시 유사, 또는 그 이상의 성장을 기록했을 것으로 추정된다. 한편 4Q23에는 이전과는 달리 홀세일러들의 연초 약가 인상을 대비한 재고 쌓기가 제한됨에 따라 계절적으로 4 분기에 TRx 대비 매출이 크게 증가하는 효과는 나타나지 않을 예정이나 반대로 매 1 분기마다 높아진 가격 기준으로 리베이트를 자급함에 따라 매출 차감이 이뤄졌던 점을 감안 시 이전 1 분기들 대비 1Q24 매출은 더욱 긍정적일 전망이다. 2) 한편 비용 측면에서는 지난 3Q23 연결 편입된 SK Life Science Labs(기존 프로테오반트)의 비용이 온기로 반영됨에 따라 소폭의 비용 증가 가능성은 존재하나 전사적인 비용 통제 효과를 바탕으로 그 증가 폭은 크지 않을 것으로 기대되는 만큼 전분기에 이은 영업적자 폭의 유의미한 감소세는 이어질 전망이다.

2024년 영업흑자는 상수. 관건은 엑스코프리의 매출 증가 속도

2024년 연결 매출액 및 영업이익은 각각 4,998 억원(+49.4%), 648 억원(흑자전환, OPM 13.0%)을 전망한다. 분기 흑자전환 시점에 관한 이견은 존재하겠으나(4Q23 vs. 1Q24), 연간 흑자전환은 상수다. 결국 향후 SK 바이오팜 주가 상승의 변수는 '미국 엑스코프리의 매출 증가 속도'가 될 것이다. 높은 수익성의 미국 엑스코프리 매출 증가세가 가속화될 수록 영업 레버리지 역시 극대화될 전망이며, 이는 Peak sales 가정의 상향 및 연간 수익성 가정의 상향으로 이어짐에 따라 유의미한 주가 상승을 이끌어낼 전망이다.

흑자전환 시점은 본격적인 주가 반등의 시작점 차이일 뿐. 본질은 여전

분기 영업흑자 전환 시점은 앞서 언급한 엑스코프리 매출 증가세 가속화에 따른 영업 레버리지 효과 본격화, 그리고 중장기 실적 추정치의 상향으로 이어지는 출발점이 된다는 점에서 의미는 크다. 하지만 4Q23 흑자전환 여부는 그 시작의 차이만을 바꿀 뿐 본질은 여전하다. 긍정적 관점을 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	26	419	246	334	500	680
영업이익	십억원	-239	95	-131	-52	65	212
순이익(지배주주)	십억원	-247	65	-139	-42	49	160
EPS	원	-3,159	828	-1,780	-531	625	2,037
PER	배	-53.5	117.4	-40.5	-189.0	143.1	43.9
PBR	배	34.9	17.1	17.8	28.6	21.6	14.5
EV/EBITDA	배	-56.3	68.4	-46.5	-200.2	88.3	30.2
ROE	%	-135.2	15.8	-36.7	-14.1	16.4	39.5

SK 바이오파 4Q23 실적 추정

(십억원, %)	4Q23E	4Q22	YoY	3Q23	QoQ	Consen	vs. Consen	Preview	vs. Pre
매출액	106.3	62.8	69.4	90.3	17.7	110.6	(3.8)	103.4	2.8
영업이익	(0.2)	(44.6)	적지	(10.7)	적지	3.0	-	(1.2)	84.9
세전이익	(2.2)	(46.5)	적지	(19.8)	적지	2.3	-	(3.2)	32.9
(지배주주)순이익	(2.0)	(43.9)	적지	(13.9)	적지	6.6	-	(3.6)	45.1
영업이익률	-	-		-		-		-	
순이익률	-	-		-		-		-	

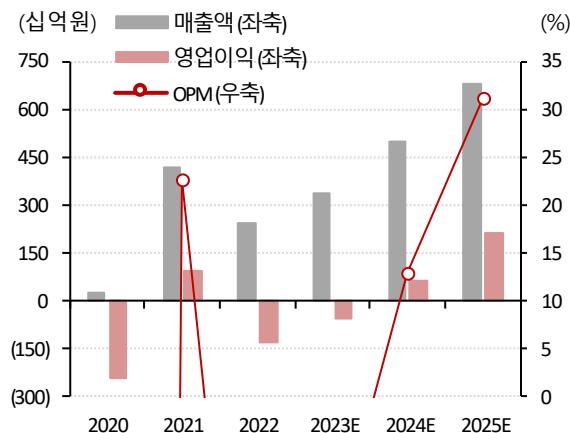
자료: SK 바이오파, Quantwise, SK 증권 추정

SK 바이오파 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
매출액	41.1	53.4	88.8	62.8	60.8	77.0	90.3	106.3	418.6	246.2	334.5	499.8
YoY	(70.6)	122.9	270.9	(72.8)	47.7	44.1	1.7	69.4	1,510.2	(41.2)	35.9	49.4
제품매출	34.4	44.1	57.3	57.2	54.1	68.4	76.9	95.3	89.2	193.0	294.7	425.5
Xcopri US	31.7	40.3	47.4	49.8	53.9	63.4	75.7	89.4	78.2	169.2	282.4	409.5
DP/API	2.7	3.8	9.9	7.4	0.2	5.0	1.2	5.9	11.0	23.8	12.3	16.0
용역매출	6.8	9.4	31.5	5.6	6.8	8.5	13.4	11.0	329.4	53.2	39.7	74.3
매출총이익	35.1	45.5	75.6	52.2	56.8	67.6	83.5	95.3	396.3	208.4	303.4	459.0
YoY	(74.6)	107.8	247.9	(75.7)	61.8	48.7	10.5	82.6	1,549.6	(47.4)	45.6	51.3
GPM	85.4	85.1	85.1	83.2	93.5	87.8	92.5	89.7	94.7	84.7	90.7	91.8
영업이익	(37.1)	(40.1)	(9.2)	(44.6)	(22.7)	(18.9)	(10.7)	(0.2)	95.0	(131.1)	(52.5)	64.8
YoY	적전	적지	적지	적전	적지	적지	적지	적지	흑전	적전	적지	흑전
OPM	(90.3)	(75.0)	(104)	(71.1)	(37.3)	(24.6)	(11.9)	(0.2)	22.7	(53.2)	(15.7)	13.0
세전이익	(35.0)	(44.3)	(16.6)	(46.5)	(2.5)	(25.1)	(19.8)	(2.2)	71.3	(142.5)	(49.5)	57.6
YoY	적전	적지	적지	적전	적지	적지	적지	적지	흑전	적전	적지	흑전
(지배주주)순이익	(35.2)	(45.4)	(15.0)	(43.9)	(2.4)	(23.3)	(13.9)	(2.0)	64.8	(139.4)	(41.6)	49.0
YoY	적전	적지	적지	적전	적지	적지	적지	적지	흑전	적전	적지	흑전
NPM	(85.6)	(85.0)	(16.8)	(69.9)	(3.9)	(30.3)	(20.4)	(1.8)	15.5	(56.6)	(12.4)	9.8

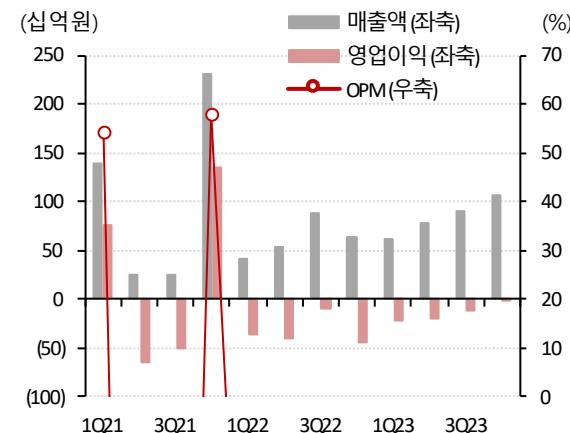
자료: SK 바이오파, SK 증권 추정

SK 바이오파 연간 실적 추이 및 전망



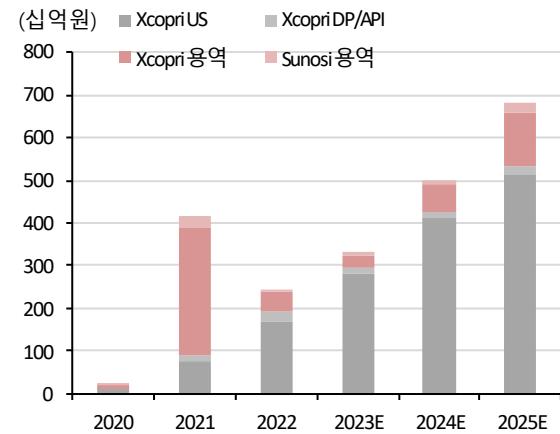
자료: SK 바이오파, SK 증권 추정

SK 바이오파 분기 실적 추이 및 전망



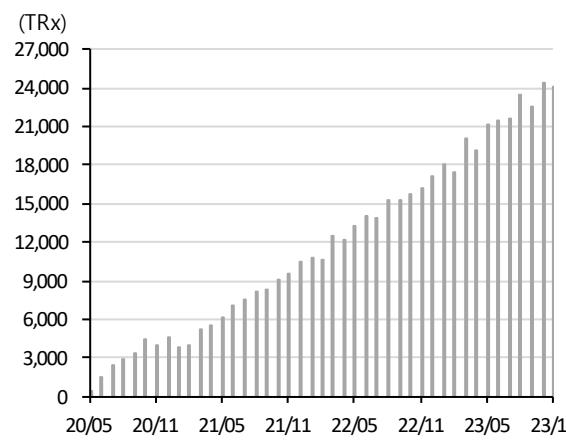
자료: SK 바이오파, SK 증권 추정

SK 바이오파 매출 구분별 추이 및 전망



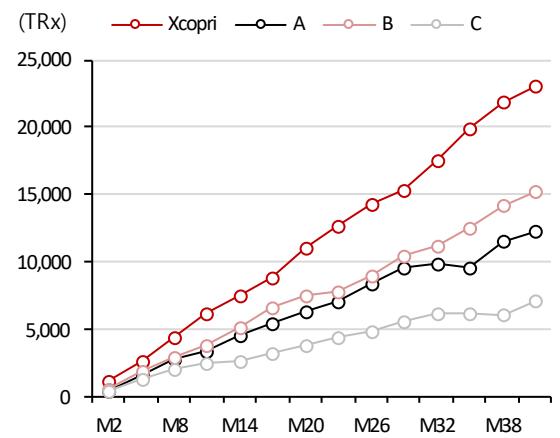
자료: SK 바이오파, SK 증권 추정

Xcopri 미국 TRx 추이



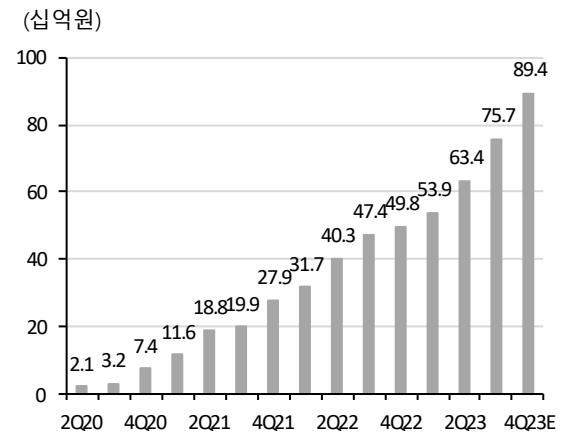
자료: Symphony Health, Bloomberg, SK 증권

Xcopri와 경쟁 3세대 뇌전증 치료제 신약 TRx 비교



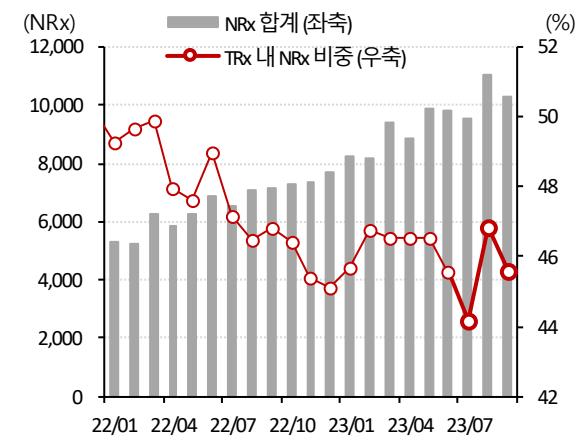
자료: Symphony Health, Bloomberg, SK 바이오파, SK 증권

Xcopri 미국 분기별 매출 추이 및 전망



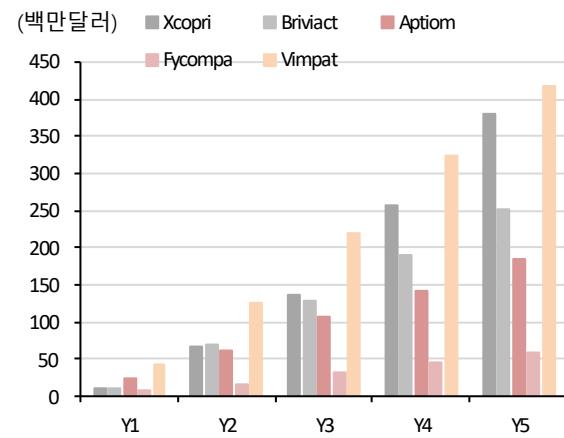
자료: SK 바이오파, SK 증권 추정

Xcopri 미국 NRx 및 TRx 내 NRx 비중 추이



자료: Symphony Health, Bloomberg, SK 증권

출시 연차 기준 주요 뇌전증 치료제 미국 매출 추이



자료: 산업 자료, SK 증권

SK 바이오팜 R&D 파이프라인 현황

프로젝트	적용증	전임상	1상	2상	3상	허가	비고
Cenobamate (Xcopri)	뇌전증 - 부분 발작(FOS)					(US/EU)	
	뇌전증 - 부분 발작(FOS)				(Asia)		소아/아시아 확장 임상 진행 중
	뇌전증 - 일차성 전신강직간대발작(PGTC)				(US/EU)		2024~2025년 sNDA 제출 예상
Solriamfetol (Sunosi)	수면장애						Axsome에 기술이전 (글로벌, 단 아시아 제외)
Carisbamate	레녹스-가스토 증후군 (희귀 소아 뇌전증)						2024~2025년 NDA 제출 예상
SKL24741	뇌전증						Voltage gated-sodium channel
SKL27969	진행성 고형암		1/2 상 진행 중				표적항암제, PRMT-5 선택적 억제
Relenopride	희귀 신경계 질환						Kinisi therapeutics에 기술이전 (글로벌, 단 아시아 일부 지역 제외)
SKL13865	집중력 장애(ADHD)		(US)				1상 완료
SKL20540	조현병		(KR)				1상 완료
SKL-PSY	조울증						북경대에 기술이전, 중국 임상 준비 중

자료: SK 바이오팜, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	471	488	401	440	592
현금및현금성자산	226	104	41	17	113
매출채권 및 기타채권	57	66	73	84	93
재고자산	52	91	99	111	121
비유동자산	172	176	204	251	298
장기금융자산	14	9	12	19	25
유형자산	23	20	20	21	21
무형자산	19	17	19	20	21
자산총계	644	664	605	691	890
유동부채	148	163	185	222	260
단기금융부채	5	6	28	29	30
매입채무 및 기타채무	17	23	24	25	26
단기충당부채	18	46	62	93	127
비유동부채	51	185	149	150	151
장기금융부채	10	150	120	118	115
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	2	3	4	6	9
부채총계	199	348	335	372	411
지배주주지분	444	317	275	324	484
자본금	39	39	39	39	39
자본잉여금	1,085	1,085	1,085	1,085	1,085
기타자본구성요소	8	8	8	8	8
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	-689	-828	-869	-820	-661
비지배주주지분	0	0	-4	-4	-4
자본총계	444	317	270	319	479
부채와자본총계	644	664	605	691	890

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	-95	-161	-61	64	179
당기순이익(손실)	65	-139	-46	49	160
비현금성항목등	-84	49	17	30	66
유형자산감가상각비	7	8	8	8	8
무형자산상각비	4	5	6	6	6
기타	-96	36	3	16	51
운전자본감소(증가)	-70	-66	-29	1	5
매출채권및기타채권의감소(증가)	-38	-12	-7	-11	-9
재고자산의감소(증가)	-29	-39	-8	-12	-10
매입채무및기타채무의증가(감소)	1	7	1	1	1
기타	-3	-22	-14	22	23
법인세납부	-6	-5	3	-9	-45
투자활동현금흐름	262	-91	10	-84	-79
금융자산의감소(증가)	217	-94	51	-23	-18
유형자산의감소(증가)	-4	-5	-8	-8	-8
무형자산의감소(증가)	-2	-1	-7	-7	-8
기타	51	9	-26	-45	-45
재무활동현금흐름	-6	133	-8	-2	-1
단기금융부채의증가(감소)	0	0	23	1	1
장기금융부채의증가(감소)	-5	136	-30	-2	-2
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-1	-3	0	0	0
현금의 증가(감소)	167	-122	-63	-24	96
기초현금	59	226	104	41	17
기밀현금	226	104	41	17	113
FCF	-100	-166	-69	55	170

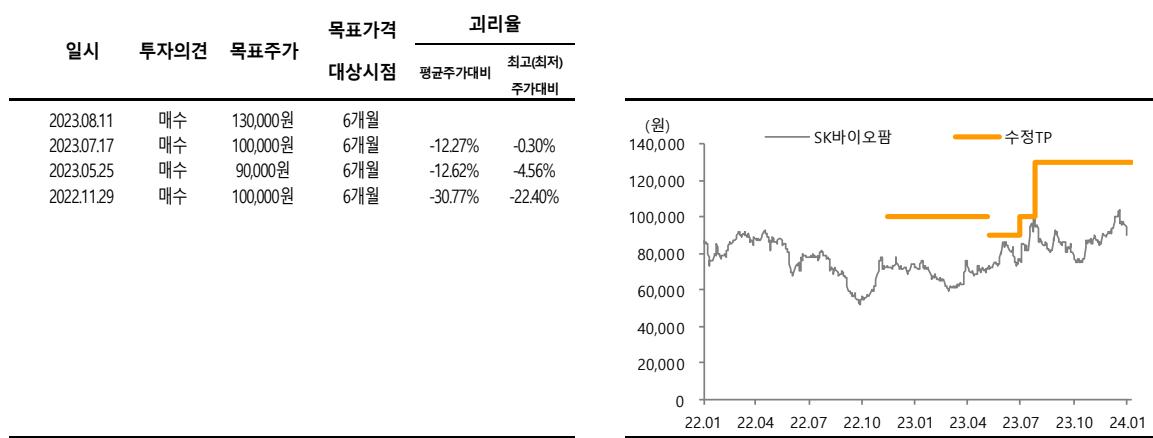
자료 : SK바이오팜, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	419	246	334	500	680
매출원가	22	38	31	41	54
매출총이익	396	208	303	459	626
매출총이익률(%)	94.7	84.7	90.7	91.8	92.1
판매비와 관리비	301	339	356	394	414
영업이익	95	-131	-52	65	212
영업이익률(%)	22.7	-53.2	-15.7	13.0	31.2
비영업손익	-24	-11	3	-7	-8
순금융손익	1	3	-7	-7	-6
외환관련손익	12	9	0	0	0
관계기업등 투자손익	-35	-10	7	-9	-9
세전계속사업이익	71	-142	-50	58	205
세전계속사업이익률(%)	17.0	-57.9	-14.8	11.5	30.1
계속사업법인세	6	-3	-3	9	45
계속사업이익	65	-139	-46	49	160
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	65	-139	-46	49	160
순이익률(%)	15.5	-56.6	-13.8	9.8	23.5
지배주주	65	-139	-42	49	160
지배주주귀속 순이익률(%)	15.5	-56.6	-12.4	9.8	23.5
비지배주주	0	0	-4	0	0
총포괄이익	65	-128	-46	49	160
지배주주	65	-128	-46	49	160
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	107	-118	-39	79	227

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	1,510.2	-41.2	35.9	49.4	36.0
영업이익	흑전	적전	적지	흑전	227.1
세전계속사업이익	흑전	적전	적지	흑전	255.1
EBITDA	흑전	적전	적지	흑전	187.5
EPS	흑전	적전	적지	흑전	225.8
수익성 (%)					
ROA	11.3	-21.3	-7.3	7.6	20.2
ROE	15.8	-36.7	-14.1	16.4	39.5
EBITDA마진	25.5	-48.0	-11.7	15.8	33.3
안정성 (%)					
유동비율	317.7	299.2	216.4	198.6	227.9
부채비율	44.9	109.8	123.7	116.4	85.8
순차입금/자기자본	-71.8	-47.8	-16.6	-14.3	-33.5
EBITDA/이자비용(배)	112.6	-31.8	-4.6	9.7	28.1
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	828	-1,780	-531	625	2,037
BPS	5,672	4,042	3,511	4,136	6,174
CFPS	977	-1,615	-359	804	2,223
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER	117.4	-40.5	-189.0	143.1	43.9
PBR	17.1	17.8	28.6	21.6	14.5
PCR	99.5	-44.7	-279.5	111.4	40.3
EV/EBITDA	68.4	-465	-200.2	88.3	30.2
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0



Compliance Notice

작성자(이동간)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 01월 18일 기준)

매수	95.35%	중립	4.65%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

SK 바이오사이언스 (302440/KS)

구체화된 방향성 확인이 우선

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 89,000 원(유지)

현재주가: 63,400 원

상승여력: 40.4%

4Q23 Pre: 영업적자는 불가피하나 예상보다는 양호한 실적

4Q23 별도 매출액 및 영업손실을 각각 733 억원(-47.7% YoY, 이하 YoY 생략), 90 억 원(적자지속)으로 추정한다. 전분기 노비백스와의 CDMO 계약 종료에 따른 일회성 정산 금 유입으로 영업흑자 달성을 성공한 이후 일회성 요인 제거로 재차 적자전환은 불가피할 전망이다. 다만 의미있는 점은 독감, 대상포진 등 양호한 SKYVAX 매출과 더불어 노바백스로부터 도입한 변이 대응 백신 매출이 가세함에 따라 영업적자 폭은 예상보다 크지 않을 전망이다.

2024년 실적도 적자 지속 전망. 성장 방향성을 제시하는 해가 될 필요

2024년 별도 매출액 및 영업손실은 각각 2,749 억원(-21.9%), 633 억원(적자지속)으로 추정한다. SKYVAX 매출 성장세 지속, 변이 대응 백신 매출 연간 온기 반영 등을 바탕으로 매출은 견조하겠으나 R&D 투자 등에 따른 판매관리비 증가로 적자지속이 불가피할 전망이다. 결국 2024년 핵심은 단기 실적이 아닌 중장기 성장의 보다 구체화된 방향성 제시가 될 전망이다.

SK 바이오사이언스는 최근 JP 모건 헬스케어 컨퍼런스를 통해 1) 백신 포트폴리오 강화 (PCV21, 암백신, 비만백신 등), 2) R&D 및 인프라 강화, 3) SKYShield, 4) Next 팬데믹 대비, 5) 바이오 사업 영역 확장(바이오 설비 인수, 신규 기술 분야 진출 등)이라는 5 가지 중장기 성장 방향성을 제시한 바 있다. 다만 이는 지난 1~2년간 제시된 내용에서 크게 벗어나지 않은 내용으로 2024년에는 구체화된 내용들과 실질적인 투자 성과 확인이 이뤄져야 할 것이다.

순현금 기반 투자 방향성에 따라 빠른 재평가도 가능. 목표주가 유지

목표주가 8.9 만원을 유지한다. 앞서 언급한 바와 같이 2024년은 2023년과 마찬가지로 실적 측면에서는 적자지속이 불가피할 전망이다. 즉 단기 실적 모멘텀을 통한 주가 상승 가능성은 제한적이다. 따라서 중장기 성장 방향성에 대한 보다 구체화된 내용의 제시, 또는 3Q23 말 기준 1.23 조원에 달하는 순현금을 바탕으로 한 M&A 또는 L/I 등 in-organic growth에서의 성과 여부에 주목할 필요가 있다. 관련 성과에 따라서 단기 실적의 상향 조정 등 예상보다 빠른 기업가치 재평가 여지도 존재한다고 판단한다.



Analyst
이동건

dglee@sks.co.kr
3773-9909

Company Data

발행주식수	7,683 만주
시가총액	4,871 십억원
주요주주	
에스케이케미칼(외2)	67.88%
자사주	

Stock Data

주가(24/01/17)	63,400 원
KOSPI	2,435.90 pt
52주 최고가	85,800 원
52주 최저가	58,400 원
60일 평균 거래대금	7 십억원

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	226	929	457	352	275	427
영업이익	십억원	38	474	115	-11	-63	-31
순이익(지배주주)	십억원	33	355	123	10	-52	-30
EPS	원	537	4,642	1,600	128	-679	-386
PER	배	0.0	48.5	46.0	561.4	-93.3	-164.4
PBR	배	0.0	10.7	3.2	3.2	2.9	2.9
EV/EBITDA	배	-1.7	31.8	30.0	213.4	-150.2	280.8
ROE	%	13.2	38.1	7.3	0.6	-3.0	-1.8

SK 바이오사이언스 4Q23 실적 추정

(십억원, %)	4Q23E	4Q22	YoY	3Q23	QoQ	Consen	vs. Consen	Previous	vs. Pre
매출액	73.3	140.3	(47.7)	231.8	(68.4)	52.9	38.6	-	-
영업이익	(9.0)	9.1	적전	61.6	적전	(11.3)	25.3	-	-
세전이익	(13.0)	30.8	적전	59.2	적전	(24.1)	85.0	-	-
당기순이익	(9.8)	28.1	적전	49.0	적전	(18.1)	85.2	-	-
영업이익률	-	6.5		26.6		-		-	
순이익률	-	20.0		21.1		-		-	

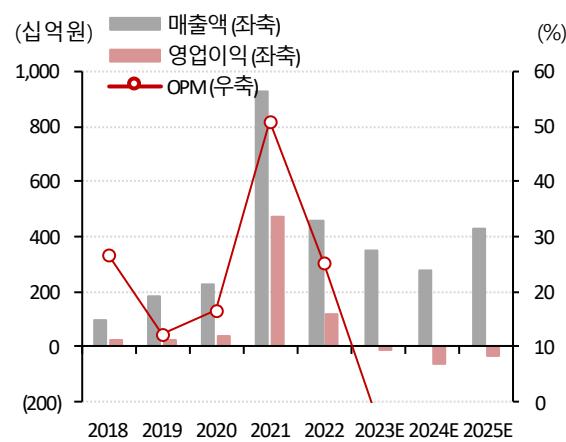
자료: SK 바이오사이언스, Quantwise, SK 증권 추정

SK 바이오사이언스 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	87.1	138.3	91.1	140.3	20.6	26.5	231.8	73.3	456.7	352.2	274.9
YoY	(22.7)	(4.4)	(58.8)	(68.9)	(76.4)	(80.9)	154.6	(47.7)	(50.8)	(22.9)	(21.9)
제품(코로나 19 백신 원액 포함)	15.8	7.8	28.6	152.5	16.6	13.2	55.4	62.6	204.6	147.7	262.2
GBP510 매출	0.0	0.0	14.0	126.4	0.0	0.0	0.0	0.0	140.4	0.0	0.0
SKVAX 매출	1.4	6.7	7.3	4.5	12.0	8.6	54.8	62.6	19.9	138.0	262.2
상품(로타텍, 수액제 포함)	1.6	1.5	5.6	3.2	1.9	2.3	3.1	4.3	11.9	11.6	12.7
기타(CDMO 포함)	69.7	129.0	56.9	(15.4)	2.1	11.1	173.4	6.4	240.2	192.9	0.0
매출총이익	47.8	86.1	55.8	49.9	0.9	6.5	105.5	34.6	239.6	147.4	122.4
YoY	(34.9)	3.7	(57.5)	(82.3)	(98.1)	(92.5)	89.1	(30.7)	(58.0)	(38.5)	(17.0)
GPM	54.9	62.3	61.3	35.5	4.3	24.5	45.5	47.1	52.5	41.8	44.5
영업이익	23.8	61.2	21.4	9.1	(28.7)	(34.8)	61.6	(9.0)	115.4	(11.0)	(63.3)
YoY	(55.8)	(7.5)	(78.7)	(96.4)	적전	적전	188.2	적전	(75.7)	적전	적지
OPM	27.3	44.3	23.5	6.5	(139.4)	(131.6)	26.6	(12.2)	25.3	(3.1)	(23.0)
세전이익	32.8	55.3	23.2	30.8	(25.2)	(28.8)	59.2	(13.0)	142.1	(7.8)	(61.4)
YoY	(40.5)	(18.5)	(76.0)	(87.8)	적전	적전	155.5	적전	(69.8)	적전	적지
당기순이익	27.8	46.1	20.8	28.1	(13.8)	(15.6)	49.0	(9.8)	122.8	9.9	(52.2)
YoY	(33.7)	(12.7)	(72.8)	(84.7)	적전	적전	135.8	적전	(65.4)	적전	적지
NPM	31.9	33.4	22.8	20.0	(67.1)	(58.7)	21.1	(13.3)	26.9	2.8	(19.0)

자료: SK 바이오사이언스, SK 증권 추정 / 주: 별도 기준

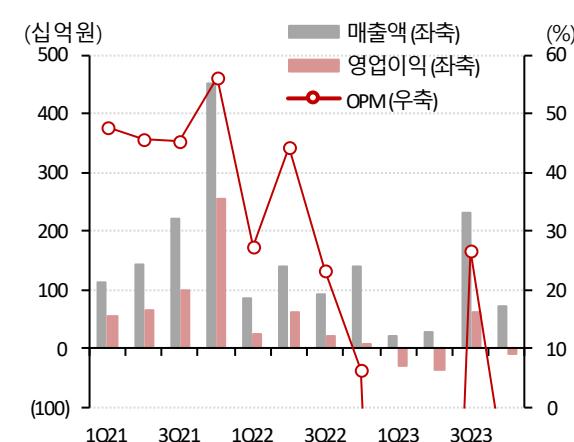
SK바이오사이언스 연간 실적 추이 및 전망



자료: SK 바이오사이언스, SK 증권 추정

주: 별도 기준

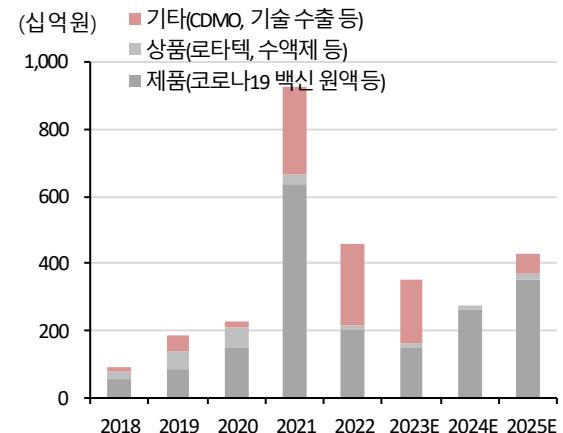
SK 바이오사이언스 분기 실적 추이 및 전망



자료: SK 바이오사이언스, SK 증권 추정

주: 별도 기준

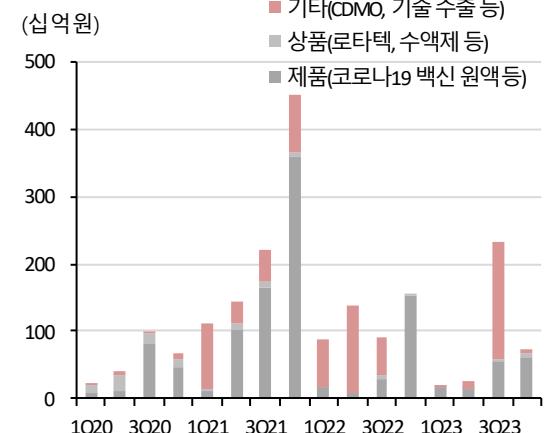
연간 유형별 매출 추이 및 전망



자료: SK 바이오사이언스, SK 증권 추정

주: 별도 기준

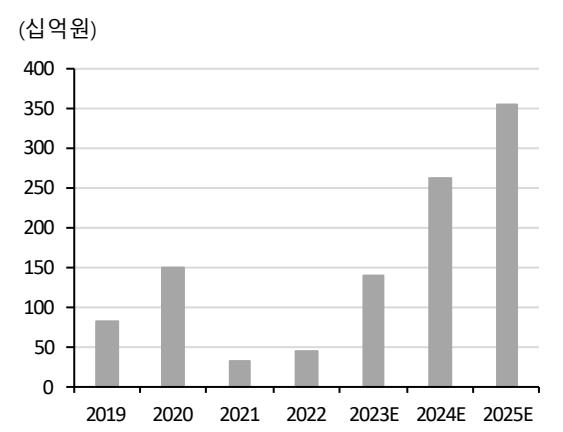
분기 유형별 매출 추이 및 전망



자료: SK 바이오사이언스, SK 증권 추정

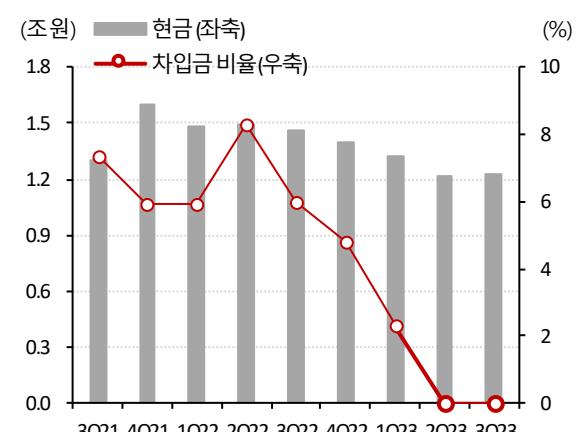
주: 별도 기준

자체 개발 백신(SKYVAX) 매출 전망



자료: SK 바이오사이언스, SK 증권 추정

순현금 및 차입금비율 추이



자료: SK 바이오사이언스, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	1,838	1,777	1,535	1,383	1,268
현금및현금성자산	98	219	195	409	547
매출채권 및 기타채권	48	90	99	108	119
재고자산	135	187	206	227	249
비유동자산	272	365	525	625	730
장기금융자산	24	19	15	12	18
유형자산	210	264	296	377	464
무형자산	17	18	32	51	59
자산총계	2,110	2,142	2,059	2,009	1,998
유동부채	460	380	288	290	308
단기금융부채	63	96	0	0	0
매입채무 및 기타채무	76	25	23	18	27
단기충당부채	0	3	2	2	3
비유동부채	49	20	20	19	20
장기금융부채	44	18	18	18	18
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	2	2	1	2
부채총계	509	400	307	309	328
지배주주지분	1,601	1,742	1,752	1,700	1,670
자본금	38	38	38	38	38
자본잉여금	1,157	1,160	1,160	1,160	1,160
기타자본구성요소	1	10	10	10	10
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	405	534	544	491	462
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,601	1,742	1,752	1,700	1,670
부채와자본총계	2,110	2,142	2,059	2,009	1,998

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	540	-127	15	-46	-1
당기순이익(손실)	355	123	10	-52	-30
비현금성항목등	149	63	14	27	44
유형자산감가상각비	16	24	25	27	33
무형자산상각비	3	4	6	10	12
기타	131	36	-18	-10	-1
운전자본감소(증가)	44	-209	-26	-31	-16
매출채권및기타채권의감소(증가)	-8	-5	-9	-10	-11
재고자산의감소(증가)	-70	-96	-19	-21	-23
매입채무및기타채무의증가(감소)	47	-53	-3	-5	10
기타	75	-55	4	5	7
법인세납부	-9	-104	18	9	0
투자활동현금흐름	-1,421	270	112	265	145
금융자산의감소(증가)	-1,377	352	303	403	295
유형자산의감소(증가)	-43	-73	-57	-107	-121
무형자산의감소(증가)	-2	-3	-20	-30	-20
기타	0	-5	-115	-0	-9
재무활동현금흐름	-5	-25	-96	0	0
단기금융부채의증가(감소)	11	33	-96	0	0
장기금융부채의증가(감소)	-13	-55	0	0	0
자본의증가(감소)	984	3	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-988	-6	0	0	0
현금의 증가(감소)	73	121	-24	213	138
기초현금	25	98	219	195	409
기밀현금	98	219	195	409	547
FCF	497	-200	-41	-153	-121

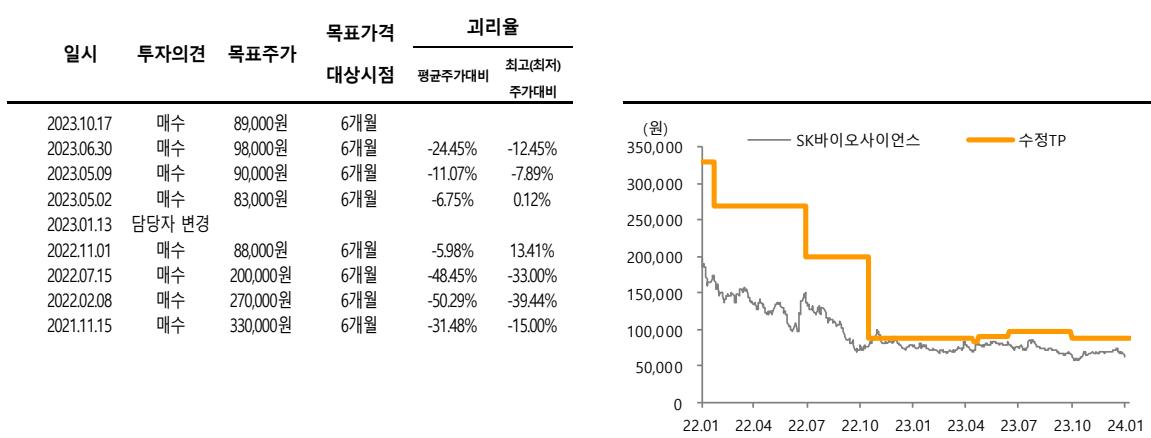
자료 : SK바이오사이언스, SK증권

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	929	457	352	275	427
매출원가	359	217	205	153	223
매출총이익	570	240	147	122	205
매출총이익률(%)	61.4	52.5	41.8	44.5	47.9
판매비와 관리비	96	124	158	186	235
영업이익	474	115	-11	-63	-31
영업이익률(%)	51.0	25.3	-3.1	-23.0	-7.2
비영업손익	-5	31	3	2	1
순금융손익	-2	2	0	1	1
외환관련손익	-2	17	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	469	147	-8	-61	-30
세전계속사업이익률(%)	50.5	32.1	-2.2	-22.3	-6.9
계속사업법인세	116	19	-18	-9	0
계속사업이익	355	123	10	-52	-30
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	355	123	10	-52	-30
순이익률(%)	38.2	26.9	2.8	-19.0	-6.9
지배주주	355	123	10	-52	-30
지배주주귀속 순이익률(%)	38.2	26.9	2.8	-19.0	-6.9
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	353	129	10	-52	-30
지배주주	353	129	10	-52	-30
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	493	143	21	-26	15

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	311.8	-50.8	-22.9	-21.9	55.4
영업이익	1,157.5	-75.7	적전	적지	적지
세전계속사업이익	1,222.1	-68.7	적전	적지	적지
EBITDA	808.9	-71.1	-85.6	적전	흑전
EPS	763.8	-65.5	-92.0	적전	적지
수익성 (%)					
ROA	26.6	5.8	0.5	-2.6	-1.5
ROE	38.1	7.3	0.6	-3.0	-1.8
EBITDA마진	53.1	31.2	5.8	-9.5	34
안정성 (%)					
유동비율	399.6	468.1	533.3	477.6	412.0
부채비율	31.8	23.0	17.5	18.2	19.6
순차입금/자기자본	-96.1	-78.7	-65.0	-55.9	-47.5
EBITDA/이자비용(배)	143.9	58.0	10.7	-50.5	28.1
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	4,642	1,600	128	-679	-386
BPS	20,932	22,690	22,806	22,126	21,741
CFPS	4,888	1,954	539	-195	204
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER	48.5	46.0	561.4	-93.3	-164.4
PBR	10.7	3.2	3.2	2.9	2.9
PCR	46.0	37.6	133.6	-324.4	311.0
EV/EBITDA	31.8	30.0	213.4	-150.2	280.8
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0



Compliance Notice

작성자(이동간)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 01월 18일 기준)

매수	95.35%	중립	4.65%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

한미약품 (128940/KS)

걱정 없는 실적, 부각될 파이프라인 가치

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 440,000 원(상향)

현재주가: 330,500 원

상승여력: 33.1%

4Q23 Pre: 마일스톤 유입, 호흡기 매출 증가로 양호한 실적 전망

4Q23 연결 매출액 및 영업이익을 각각 4,144 억원(+18.0% YoY, 이하 YoY 생략), 629 억원(+61.8%, OPM 15.2%)으로 추정한다. 컨센서스에 부합한 양호한 실적이 예상된다. 1) 한미약품 별도 매출액 및 영업이익은 각각 3,067 억원(+15.0%), 356 억원(+40.1%, OPM 11.6%)으로 추정한다. 주력 품목인 로수젯의 20%대 매출 고성장이 지속되는 가운데 최근 국내 독감 환자 수 증가 영향으로 관련 ETC 매출 역시 큰 폭 증가한 것으로 파악된다. 한편 GLP/GCG agonist '에피노페그듀타이드'는 임상 2b 상 진입에 따른 마일스톤이 4Q23 중 이뤄진 것으로 파악된다(100~200 억원 수준). 2) 북경한미 매출액 및 영업이익은 각각 1,012 억원(+20.0%), 258 억원(+130.3%, OPM 25.5%)으로 추정한다. 계절적 성수기 및 국내와 마찬가지로 호흡기 질환 환자 수 증가 영향으로 예상 대비 큰 폭의 매출 성장이 기대된다. 3) 한미정밀화학 매출액은 326 억원(+10.0%), 영업이익은 약 20 억원 달성이 예상된다. CDMO 매출 반영에 따른 QoQ 영업이익 흑자전환이 기대된다.

2024년 실적은 성장세 지속할 전망. MASH 모멘텀이 주가의 Key

2024년 연결 매출액 및 영업이익을 각각 1조 5,829 억원(+6.7%), 2,385 억원(+11.7%, OPM 15.1%)으로 추정한다. 로수젯 등 주요 품목들의 매출 고성장세가 지속되는 가운데 북경한미 역시 중국 내 침투 확대 및 제품 라인업 확대를 바탕으로 견조한 성장세를 이어갈 전망이다. 2024년 한미약품 주가의 Key는 MASH 모멘텀이 될 전망이다. 비록 2023년에는 일라이 릴리, 노보 노디스크 등 GLP-1 RA 비만 치료제 모멘텀의 수혜로 주목을 받았으나 직접적으로 개발 중인 GLP-1 RA 비만 치료제가 최근 국내 3 상에 진입한 만큼 모멘텀의 수혜를 온전히 누리기는 어려웠다고 판단한다. 하지만 1Q24 첫 MASH 치료제의 허가 가능성성이 존재하는 가운데(마드리갈의 레스메티롬) 허가 획득 시 그간 unmet needs 가 높았던 MASH 시장 특성 상 후속 개발 파이프라인들에 대한 관심도 높아질 전망이다. 특히 한미약품은 에피노페그듀타이드 뿐만 아니라 자체 2b 상 진행 중인 '에포시페그트루 타이드'를 보유, 잠재적 기술이전 가능성 역시 높은 만큼 2024년에는 보유 중인 MASH 파이프라인들의 가치 재평가가 이뤄지는 원년이 될 가능성이 높다.



Analyst
이동건

dglee@skc.co.kr
3773-9909

Company Data

발행주식수	1,281 만주
시가총액	4,152 십억원
주요주주	
한미사이언스(외2)	41.43%
국민연금공단	11.34%

Stock Data

주가(24/01/17)	330,500 원
KOSPI	2,435.90 pt
52주 최고가	366,500 원
52주 최저가	241,849 원
60일 평균 거래대금	17 십억원

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	1,076	1,203	1,332	1,483	1,583	1,677
영업이익	십억원	49	125	158	213	238	282
순이익(지배주주)	십억원	12	67	83	152	145	173
EPS	원	934	5,232	6,463	11,833	11,296	13,483
PER	배	371.1	50.8	45.2	29.8	29.3	24.5
PBR	배	5.9	4.1	4.1	4.3	3.5	3.1
EV/EBITDA	배	46.2	18.7	16.8	16.2	14.7	12.6
ROE	%	1.6	8.7	9.9	16.0	13.3	13.9

한미약품 4Q23 실적 추정

(십억원, %)	4Q23E	4Q22	YoY	3Q23	QoQ	Consen	vs. Consen	Previous	vs. Pre
매출액	414.4	351.2	18.0	364.6	13.6	398.6	4.0	407.4	1.7
영업이익	62.9	38.8	61.8	57.5	9.3	63.2	(0.5)	71.3	(11.8)
세전이익	56.5	20.7	173.2	56.3	0.3	59.2	(4.6)	63.9	(11.6)
(지배주주)순이익	39.8	19.5	104.1	54.7	(27.3)	35.6	11.7	43.0	(7.5)
영업이익률	15.2	11.1		15.8		15.8		17.5	
순이익률	9.6	5.5		15.0		8.9		10.6	

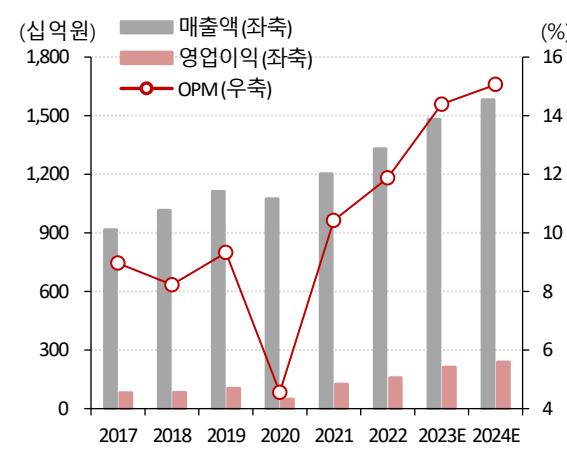
자료: 한미약품, Quantwise, SK증권 추정 / 주: 연결 기준

한미약품 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	321.1	317.1	342.1	351.2	361.2	342.7	364.6	414.4	1,331.5	1,482.9	1,582.9
YoY	18.8	13.5	12.9	0.2	12.5	8.1	6.6	18.0	10.7	11.4	6.7
한미약품(별도)	226.6	238.0	250.8	266.7	250.7	253.2	272.1	306.7	982.0	1,082.7	1,146.5
제품	187.6	196.8	207.4	221.8	212.1	197.8	228.4	246.5	813.6	884.8	947.4
상품	36.1	38.0	39.7	37.0	32.8	49.8	37.1	35.2	150.8	154.9	162.6
기술료 수익	0.2	0.1	0.1	3.0	0.7	2.9	2.2	20.4	3.4	26.2	18.8
기타	2.7	3.1	3.6	4.9	5.1	2.7	4.4	4.7	14.3	16.9	17.7
북경한미	94.8	78.5	93.0	84.3	111.0	90.1	93.3	101.2	350.6	395.6	423.2
한미정밀화학	23.7	23.9	23.3	29.6	25.9	30.0	21.6	32.6	100.5	110.1	121.1
기타 및 연결조정	(24.0)	(23.3)	(24.9)	(29.4)	(26.4)	(30.6)	(22.3)	(26.0)	(101.6)	(105.4)	(107.9)
매출총이익	172.7	166.0	188.5	191.3	207.1	180.2	198.8	225.0	718.6	811.1	878.8
YoY	18.1	17.4	17.6	3.6	19.9	8.6	5.5	17.6	13.6	12.9	8.3
GPM	53.8	52.3	55.1	54.5	57.3	52.6	54.5	54.3	54.0	54.7	55.5
영업이익	40.9	31.6	46.8	38.8	59.9	33.2	57.5	62.9	158.1	213.4	238.5
YoY	36.4	99.1	26.9	(9.1)	46.6	5.0	22.9	61.8	26.1	35.0	11.7
OPM	12.7	10.0	13.7	11.1	16.6	9.7	15.8	15.2	11.9	14.4	15.1
세전이익	36.4	26.0	37.9	20.7	55.3	25.5	56.3	56.5	121.0	193.5	212.9
YoY	33.7	155.2	18.0	(39.5)	51.9	(2.2)	48.5	173.2	16.7	59.9	10.0
(지배주주)순이익	19.5	18.4	25.4	19.5	43.1	14.0	54.7	39.8	82.8	151.6	144.7
YoY	2.5	159.0	8.4	11.5	121.1	(24.1)	115.6	104.1	23.5	83.1	(4.5)
NPM	6.1	5.8	7.4	5.5	11.9	4.1	15.0	9.6	6.2	10.2	9.1

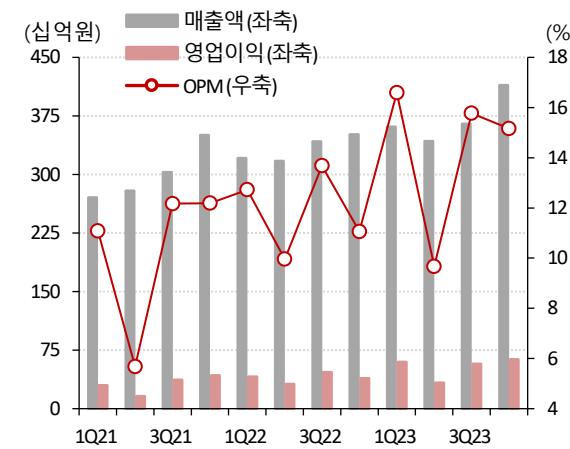
자료: 한미약품, SK증권 추정 / 주: 연결 기준

한미약품 연간 실적 추이 및 전망



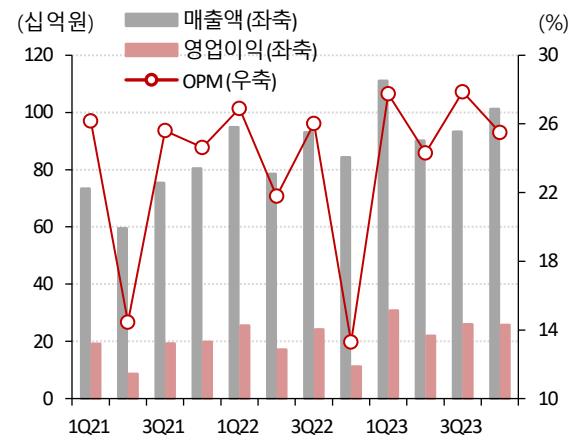
자료: 한미약품, SK증권 추정 / 주: 연결 기준

한미약품 분기 실적 추이 및 전망



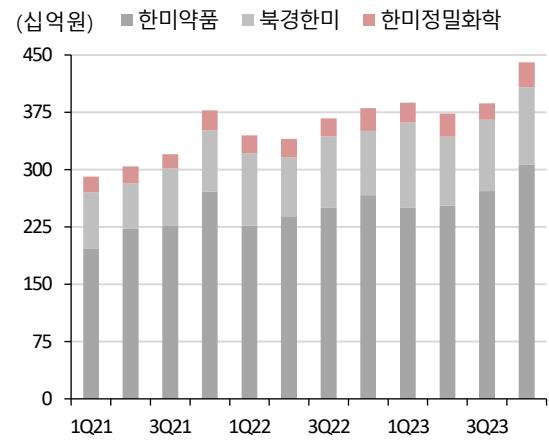
자료: 한미약품, SK증권 추정 / 주: 연결 기준

북경한미 실적 추이 및 전망



자료: 한미약품, SK 증권 추정

부문별 분기 매출 추이 및 전망



자료: 한미약품, SK 증권 추정

한미약품 목표주가 산출

(십억원, 배, 천주, 원, %)	비고
1. 영업가치 (A+B)	4,634.1
A. 한미약품 2024F EBITDA	332.6
B. Target EV/EBITDA	13.9
2. 파이프라인 가치 (C+D+E+F+G)	1,129.7
C. 롤론티스	135.2
D. 포지오티닙	-
E. Dual Agonist	300.7
F. Triple Agonist	693.8
3. 순차입금	261.0
4. 보통주주식수	12,562
5. 적정주가 산출	440,000
6. 현재 주가	330,500
7. 상승여력	33.1%

자료: SK 증권 추정

한미약품 R&D 파이프라인 현황

	전임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상	허가 신청 및 출시
OBESITY/ NASH/ DIABETES	HM15136+Efpeglenatide (LAPS Glucagon Combo) 비만/대사성질환		Efinopegdutide (Merck) (LAPS GLP/GCG) NASH	Efpeglenatide (LAPS Exd4 Analog) 제2형 당뇨병, 비만	
	HM15275 (LA-GLP/GIP/GCG) 비만		Efocipegrutide (LAPS Triple Agonist) NASH		
ONCOLOGY	BH3120 (PD-L1/4-1BB BsAb) 고형암	Rolontis® (Assertio) (Eflapegrastim) 호중구감소증(당일투여요법)	Belvafafenib (Roche) (Pan-RAF Inhibitor) BRAF변이 및 융합 고형암	Pozotinib (Assertio) (Pan-HER Inhibitor) HER2 exon20 변이 NSCLC 2 차 치료요법	Oraxol® (Athenex) (Paclitaxel+Encequidar) 유방암, 고형암
	HM99462 (SOS1) 고형암	Belvafafenib (Genentech) (Pan-RAF Inhibitor) 흑색종 등 고형암	FLX475 (Merck, RAPT) (CCR4 Inhibitor) 고형암		Rolontis® (Assertio) (Eflapegrastim) 호중구감소증
	HM16390 (LAPS IL-2 Analog) 고형암	BH2950 (Innovent) (PD-1/HER2 BsAb) 면역항암	Poselitinib (BTK Inhibitor) B세포림프종		
		Tusپetinib (APTOSE) (MKI) 급성골수성 백혈병			
		HM97662 (EZH1/2 Inhibitor) 고형암 및 혈액암			
		BH3120 (PD-L1/4-1BB BsAb) 고형암			
RARE DISEASES/ OTHER	HM15211 (LAPS Triple Agonist) 특별성 패섬유증		HM15136 (LAPS Glucagon Analog) 선천성 고인슐린증		Sodium hyaluronate (Artherex) (하일루론산나트륨) 슬관절의 골관절염
	HM15421 (GC) (Long-acting GLA) 파프리병		HM15912 (LAPS GLP-2 Analog) 단장증후군		
			Efpegmatropin (LAPS hGH) 성장호르몬 결핍증		
			Luminate® (Allegro, AffaMed) (Integrin inhibitor) 간경도 인성황반변성		

자료: 한미약품, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	704	694	804	922	1,070
현금및현금성자산	209	147	193	270	379
매출채권 및 기타채권	223	180	201	214	227
재고자산	250	266	296	316	335
비유동자산	1,233	1,230	1,261	1,267	1,276
장기금융자산	51	71	75	78	81
유형자산	945	888	881	879	881
무형자산	80	85	87	89	91
자산총계	1,937	1,925	2,065	2,188	2,346
유동부채	649	677	663	647	631
단기금융부채	455	489	465	441	419
매입채무 및 기타채무	125	121	135	144	153
단기충당부채	4	0	0	0	0
비유동부채	360	239	225	206	186
장기금융부채	301	226	216	196	176
장기매입채무 및 기타채무	39	4	4	4	4
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,008	915	889	852	817
지배주주지분	803	872	1,017	1,156	1,322
자본금	30	31	31	31	31
자본잉여금	413	413	413	413	413
기타자본구성요소	-33	-37	-37	-37	-37
자기주식	-33	-37	-37	-37	-37
이익잉여금	397	452	598	736	903
비지배주주지분	125	137	159	180	207
자본총계	928	1,009	1,176	1,336	1,529
부채와자본총계	1,937	1,925	2,065	2,188	2,346

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	215	171	228	233	268
당기순이익(손실)	81	102	173	166	199
비현금성항목등	193	173	122	144	150
유형자산감가상각비	78	84	82	81	81
무형자산상각비	11	12	13	13	14
기타	104	76	27	50	56
운전자본감소(증가)	-54	-74	-40	-27	-26
매출채권및기타채권의감소(증가)	-77	37	-20	-14	-13
재고자산의감소(증가)	19	-14	-30	-20	-19
매입채무및기타채무의증가(감소)	10	-3	14	9	9
기타	-6	-94	-3	-3	-3
법인세납부	-7	-30	-21	-47	-56
투자활동현금흐름	-38	-171	-136	-106	-110
금융자산의감소(증가)	-7	-93	-10	-7	-6
유형자산의감소(증가)	-20	-28	-75	-79	-83
무형자산의감소(증가)	-14	-20	-15	-15	-16
기타	3	-30	-35	-5	-5
재무활동현금흐름	-127	-53	-41	-49	-48
단기금융부채의증가(감소)	-130	-31	-24	-23	-22
장기금융부채의증가(감소)	27	4	-10	-20	-20
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-6	-6	-6	-6	-6
기타	-18	-19	-0	0	0
현금의 증가(감소)	63	-62	45	77	109
기초현금	146	209	147	193	270
기밀현금	209	147	193	270	379
FCF	195	144	153	154	185

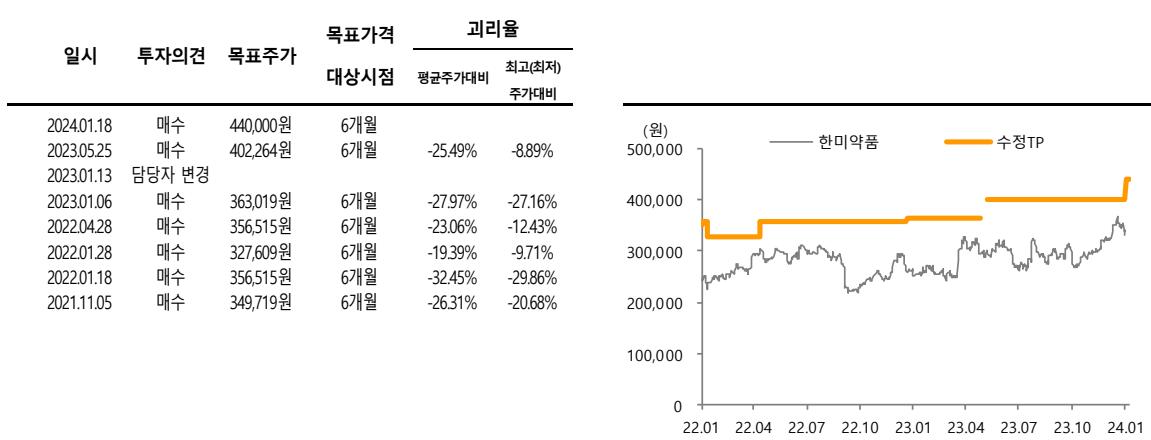
자료 : 한미약품, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,203	1,332	1,483	1,583	1,677
매출원가	570	613	672	704	724
매출총이익	633	719	811	879	952
매출총이익률(%)	52.6	54.0	54.7	55.5	56.8
판매비와 관리비	507	560	598	640	671
영업이익	125	158	213	238	282
영업이익률(%)	10.4	11.9	14.4	15.1	16.8
비영업손익	-22	-37	-20	-26	-26
순금융손익	-11	-15	-6	-3	1
외환관련손익	0	-3	0	0	0
관계기업등 투자손익	-0	-9	-3	-3	-3
세전계속사업이익	104	121	194	213	256
세전계속사업이익률(%)	8.6	9.1	13.0	13.5	15.2
계속사업법인세	22	19	21	47	56
계속사업이익	81	102	173	166	199
증단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	81	102	173	166	199
순이익률(%)	6.8	7.6	11.7	10.5	11.9
지배주주	67	83	152	145	173
지배주주귀속 순이익률(%)	5.6	6.2	10.2	9.1	10.3
비지배주주	14	19	21	21	27
총포괄이익	107	89	173	166	199
지배주주	84	73	142	136	164
비지배주주	23	16	31	30	36
EBITDA	215	255	308	333	376

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	11.8	10.7	11.4	6.7	5.9
영업이익	156.1	26.1	35.0	11.7	18.1
세전계속사업이익	368.6	16.7	59.9	10.0	20.0
EBITDA	94.4	18.8	20.8	8.0	13.0
EPS	460.4	23.5	83.1	-4.5	19.4
수익성 (%)					
ROA	4.3	5.3	8.7	7.8	8.8
ROE	8.7	9.9	16.0	13.3	13.9
EBITDA마진	17.8	19.1	20.8	21.0	22.4
안정성 (%)					
유동비율	108.5	102.6	121.1	142.6	169.7
부채비율	108.6	90.7	75.6	63.8	53.4
순차입금/자기자본	58.7	47.4	33.0	19.6	6.8
EBITDA/이자비용(배)	12.9	11.3	20.8	23.7	28.7
배당성향	8.9	7.4	4.1	4.4	3.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	5,232	6,463	11,833	11,296	13,483
BPS	65,261	70,942	82,299	93,109	106,097
CFPS	12,186	14,022	19,217	18,640	20,821
주당 현금배당금	471	481	500	500	500
Valuation지표 (배)					
PER	50.8	45.2	29.8	29.3	24.5
PBR	4.1	4.1	4.3	3.5	3.1
PCR	21.8	20.9	18.3	17.7	15.9
EV/EBITDA	18.7	16.8	16.2	14.7	12.6
배당수익률	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1



Compliance Notice

작성자(이동간)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 01월 18일 기준)

매수	95.35%	중립	4.65%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

종근당 (185750/KS)

무엇을 상상하던 그 이상이 될 2024년

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 160,000 원(유지)

현재주가: 107,200 원

상승여력: 49.3%

4Q23 Pre: 주요 품목 판매 호조, CKD-510 계약금 반영으로 호실적

4Q23 별도 매출액 및 영업이익을 각각 5,052 억원(+29.9% YoY, 이하 YoY 생략), 1,251 억원(+733.2%, OPM 24.8%)으로 추정한다. 기존 당사 추정치에는 부합, 시장 컨센서스 대비로는 영업이익은 30% 이상 상회한 실적이 예상된다. 큰 폭의 실적 성장의 배경에는 지난 11월 노바티스와 체결한 HDAC inhibitor 'CKD-510'에 대한 글로벌 판권 기술이전에 따른 계약금 8천만달러(약 1천억원)가 4Q23 실적에 반영됐기 때문이다.

1) 기존 주요 품목들의 매출 성장세는 견조할 전망이다. 프롤리아는 전년동기대비 20% 이상의 성장을 기록한 것으로 파악되며 딜라트렌, 아토젯 등도 두 자릿수 매출 성장을 기록 중이다. 한편 2023년 말을 기점으로 공동판매계약이 종료된 케이캡은 기 보유 재고 판매가 4Q23 모두 이뤄진 것으로 파악됨에 따라 전년동기대비 10% 이상 매출 성장을 기록한 것으로 판단된다. 2) 한편 판매관리비는 1,159 억원(-5.2%, +24.7% QoQ)을 기록한 것으로 추정하는데, 이는 연구개발비가 전분기대비 소폭 증가한 것에 기인한다. 다만 연간 연구개발비는 1,400 억원 수준이 예상되며 이는 2022년 대비 20% 이상 감소한 수치다.

2024년 케이캡 매출 공백은 지텍 출시 및 외부 도입 통해 상쇄 가능

2024년 별도 매출액 및 영업이익은 각각 1조 4,953 억원(-9.6%), 1,287 억원(-48.8%, OPM 8.6%)으로 추정한다. 4Q23 CKD-510 계약금 약 1천억원 반영에 따른 역기저 및 케이캡 공동판매계약 종료로 매출액과 영업이익 모두 역성장이 불가피하나 우려할 내용은 아니라고 판단한다. 특히 케이캡 계약 종료에 따른 실적 공백은 연초 출시 예정인 자체개발 신약 '지텍' 출시 효과 및 외부 품목 도입을 통해 상쇄될 전망이다. 수익성 회복의 핵심이 될 지텍은 2022년 국내 품목허가를 획득했으나 약가 협상 지연으로 출시가 지연됐다. 하지만 최근 정부가 발표한 '신약의 혁신 가치 반영 및 보건안보를 위한 약가 제도개선 방안'에 따르면 천연물신약인 지텍이 약가 보상안에 포함될 가능성이 높아졌다. 지텍의 경쟁 약물인 스티렌과 제네릭 합산 시장은 약 1,300 억원 규모로 연초 출시 이후 판매 성과에 따라 높은 수익성과 함께 유의미한 실적 개선에 기여가 가능할 전망이다.

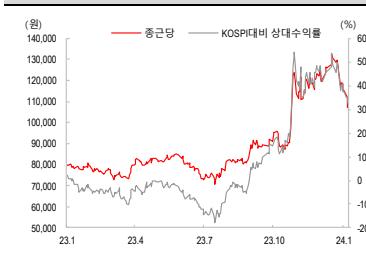
예상보다 더 클 영업가치와 추가 기술이전 가능성까지. Top picks 유지

2024년에는 우려 대비 긍정적일 실적과 후속 파이프라인들에서의 기술이전 모멘텀까지 기대되는 만큼 영업가치와 파이프라인가치의 추가 상향 가능성에 주목할 필요가 있다. 최근 상향했던 목표주가 16만원과 제약사 Top picks 의견을 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	1,301	1,334	1,472	1,653	1,495	1,548
영업이익	십억원	127	94	107	252	129	142
순이익(지배주주)	십억원	89	39	83	214	100	110
EPS	원	7,056	3,136	6,599	17,008	7,954	8,719
PER	배	27.9	32.3	11.9	7.7	13.5	12.3
PBR	배	4.4	2.2	1.5	1.9	1.4	1.3
EV/EBITDA	배	16.4	10.9	7.6	5.4	8.9	7.7
ROE	%	17.4	7.1	14.1	29.7	11.6	11.5

주가 및 상대수익률



종근당 4Q23 실적 추정

(십억원, %)	4Q23E	4Q22	YoY	3Q23	QoQ	Consen	vs. Consen	Pre	vs. Pre
매출액	505.2	388.9	29.9	396.2	27.5	476.9	5.9	508.4	(0.6)
영업이익	125.1	15.0	733.2	53.1	135.7	95.4	31.1	1303	(4.0)
세전이익	124.7	13.6	818.1	52.6	137.2	89.4	39.5	129.9	(4.0)
당기순이익	93.5	12.1	675.0	43.5	115.0	72.2	29.6	97.4	(4.0)
영업이익률	24.8	3.9		13.4		20.0		25.6	
순이익률	18.5	3.1		11.0		15.1		19.2	

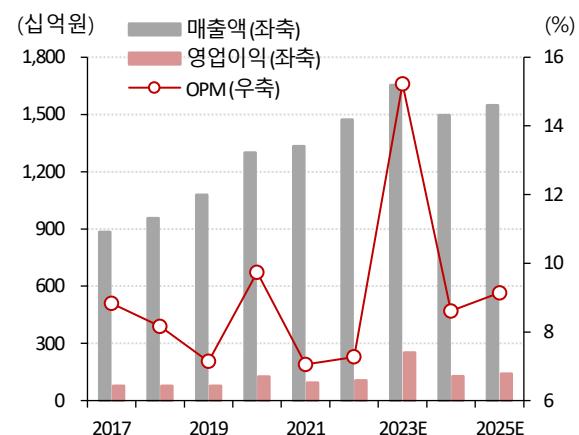
자료: 종근당, Quantwise, SK 증권 추정 / 주: 별도 기준

종근당 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
매출액	338.0	364.8	380.7	388.9	360.1	391.8	396.2	505.2	1,472.3	1,653.4	1,495.3	1,547.7
YoY	8.8	11.6	11.6	9.5	6.5	7.4	4.1	29.9	10.4	12.3	(9.6)	3.5
자누비아/자누메트	32.9	34.9	37.2	33.6	29.5	32.5	26.9	23.5	138.6	112.3	95.5	85.9
케이캡	28.2	30.1	31.3	32.5	28.3	30.1	33.1	35.8	122.1	127.2	0.0	0.0
아토젯	17.8	19.7	21.3	21.3	19.8	22.4	23.2	23.4	80.2	88.8	89.7	88.8
글리아티린	17.9	20.0	22.0	22.2	20.8	22.3	22.3	22.9	82.1	88.2	90.9	92.7
프롤리아주	21.6	26.3	23.8	23.8	26.7	28.7	29.0	29.1	95.7	113.5	130.5	139.7
이모튼	11.1	11.6	12.0	13.2	12.5	12.4	12.4	12.6	47.9	49.8	51.3	52.1
리피로우	4.9	5.1	6.7	8.2	6.8	7.5	7.2	7.8	24.9	29.4	35.3	38.8
타크로벨	9.9	10.3	11.4	12.1	11.0	11.8	11.8	12.7	43.7	47.3	49.6	51.1
딜라트렌	11.3	13.8	14.4	13.3	13.7	14.7	22.3	15.0	52.8	65.7	69.0	71.1
텔미누보	9.3	10.0	10.4	11.0	10.2	10.3	10.3	10.7	40.7	41.5	42.3	42.3
사이풀	7.0	5.5	8.3	9.5	6.4	7.6	8.3	7.6	30.3	29.9	30.8	31.1
큐미시아	4.9	5.1	7.5	8.6	6.5	7.6	7.9	9.0	26.1	31.0	34.1	36.5
기타	152.4	160.8	162.6	170.0	161.5	176.6	177.6	265.3	677.0	816.5	785.9	814.2
매출총이익	123.2	135.1	139.7	137.3	133.1	141.7	146.0	241.0	535.2	661.8	555.7	584.6
YoY	9.1	3.1	8.7	14.8	8.0	4.9	4.5	75.6	8.8	23.6	(16.0)	5.2
GPM	36.4	37.0	36.7	35.3	37.0	36.2	36.9	47.7	36.4	40.0	37.2	37.8
영업이익	24.3	28.1	39.7	15.0	30.1	43.4	53.1	125.1	107.1	251.6	128.7	141.6
YoY	8.6	(16.5)	7.1	1,420.3	23.6	54.4	33.8	733.2	13.8	134.9	(48.8)	10.0
OPM	7.2	7.7	10.4	3.9	8.3	11.1	13.4	24.8	7.3	15.2	8.6	9.1
세전이익	23.6	26.0	37.7	13.6	30.3	43.3	52.6	124.7	101.0	250.8	128.2	140.5
YoY	27.0	(24.0)	56.3	3,747.9	28.4	66.1	39.4	818.1	30.5	148.5	(48.9)	9.6
당기순이익	17.2	24.5	29.2	12.1	34.9	41.8	43.5	93.5	82.9	213.8	100.0	109.6
YoY	27.2	(4.1)	2,193.2	흑전	103.0	70.9	49.0	675.0	110.4	157.7	(53.2)	9.6
NPM	5.1	6.7	7.7	3.1	9.7	10.7	11.0	18.5	5.6	12.9	6.7	7.1

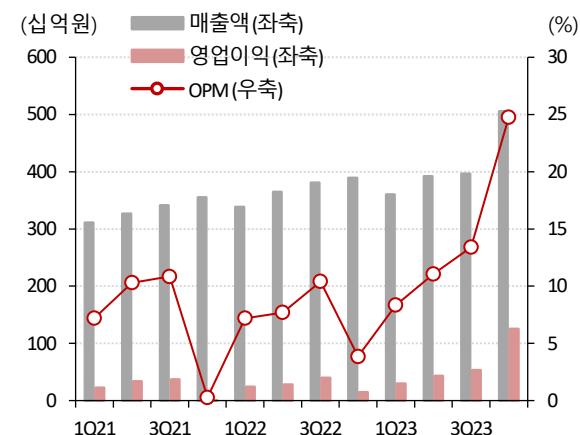
자료: 종근당, SK 증권 추정 / 주: 별도 기준

종근당 연간 실적 추이 및 전망



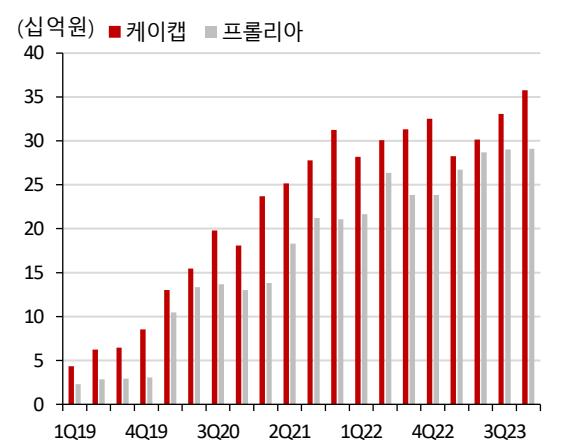
자료: 종근당, SK 증권 추정 / 주: 별도 기준

종근당 분기 실적 추이 및 전망



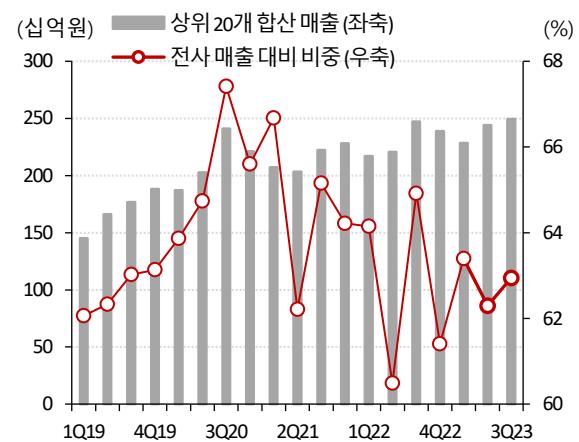
자료: 종근당, SK 증권 추정 / 주: 별도 기준

종근당 케이캡, 프롤리아 매출액 추이 및 전망



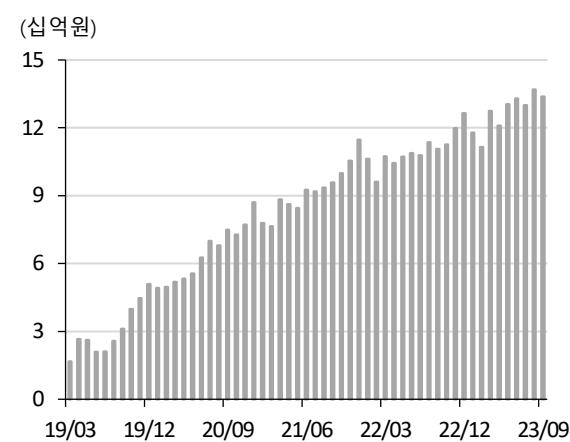
자료: 종근당, SK 증권 추정

종근당 매출액 상위 20개 품목 추이



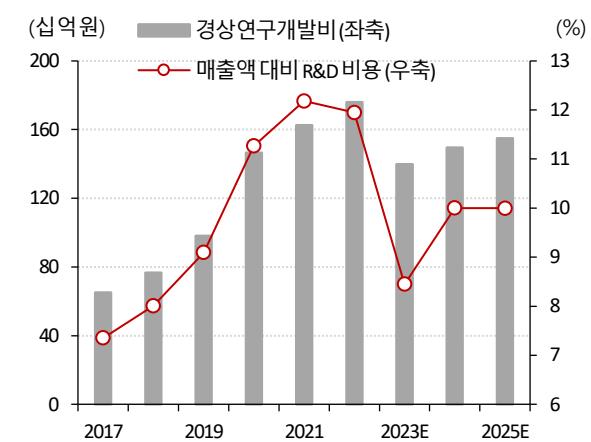
자료: 종근당, SK 증권 추정 / 주: 별도 기준

케이캡 국내 처방 실적 추이



자료: UBIST, SK 증권

종근당 R&D 비용 추이 및 전망



자료: 종근당, SK 증권 추정 / 주: 별도 기준

종근당 R&D 파이프라인

구분	과제명	MoA	적용증	임상 단계					비고
				전임상	1상	2상	3상	허가/출시	
합성 신약	CKD-943	Opioid Receptor Kappa agonist	통증, 소양증				US		Cara Therapeutics 에서 License-in
	CKD-516	Vascular disrupting agent	대장암		KR				Durvalumab 병용 1상 진행 중
	CKD-508	CETP inhibitor	이상지질혈증		UK				영국 1상 진행 중
	CKD-510	HDAC6 inhibitor	희귀질환(CMT) /심장질환						Novartis 에 기술이전 완료 (2023.11)
	CKD-512	A2aR antagonist	암						
바이오 의약품	루센비에스	VEGF-A inhibitor (Lucentis Biosimilar)	황반변성						2023년 1월 국내 출시
	CKD-702	EGFR/c-MET 이중항체	고형암		KR				Part 1,2 진행 종료(한국)
	CKD-971	INF-alpha kinoid	루푸스						Neovacs 에서 License-in
개량 신약	지텍	-	위염						
	CKD-398	-	당뇨						
	CKD-391	-	이상지질혈증						
	CKD-371	-	당뇨						
	CKD-843	-	탈모						
	CKD-841	-	암						Liquid Crystal Technology 탑재 서방 주사제
	CKD-846	-	전립선비대증						
	CKD-396	-	당뇨						
	CKD-379	-	당뇨						
	CKD-351	-	녹내장						

자료: 종근당, SK증권 정리

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	654	697	923	965	1,054
현금및현금성자산	129	111	228	334	401
매출채권 및 기타채권	226	278	312	282	292
재고자산	222	268	301	272	282
비유동자산	363	400	411	418	423
장기금융자산	31	43	43	43	43
유형자산	279	299	308	314	319
무형자산	21	27	28	29	30
자산총계	1,017	1,097	1,334	1,383	1,477
유동부채	307	360	402	364	361
단기금융부채	91	113	127	114	103
매입채무 및 기타채무	158	176	198	178	185
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	151	119	112	111	111
장기금융부채	125	101	101	101	101
장기매입채무 및 기타채무	8	8	8	8	8
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	457	479	514	475	472
지배주주지분	560	618	820	908	1,005
자본금	29	30	30	30	30
자본잉여금	266	265	265	265	265
기타자본구성요소	-24	-42	-42	-42	-42
자기주식	-22	-35	-35	-35	-35
이익잉여금	296	372	574	662	760
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	560	618	820	908	1,005
부채와자본총계	1,017	1,097	1,334	1,383	1,477

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	17	67	205	164	130
당기순이익(손실)	39	83	214	100	110
비현금성항목등	93	77	69	61	64
유형자산감가상각비	23	28	26	27	28
무형자산상각비	2	3	3	3	3
기타	68	46	40	31	33
운전자본감소(증가)	-64	-77	-38	33	-11
매출채권및기타채권의감소(증가)	-2	-51	-34	30	-10
재고자산의감소(증가)	-55	-55	-33	29	-10
매입채무및기타채무의증가(감소)	-18	17	22	-20	6
기타	12	12	7	-6	2
법인세납부	-52	-16	-37	-28	-31
투자활동현금흐름	-93	-63	-40	-37	-38
금융자산의감소(증가)	0	-10	-1	1	-0
유형자산의감소(증가)	-48	-44	-35	-33	-33
무형자산의감소(증가)	-4	-8	-4	-4	-4
기타	-42	-0	-0	-1	-1
재무활동현금흐름	84	-20	2	-25	-24
단기금융부채의증가(감소)	0	0	14	-13	-11
장기금융부채의증가(감소)	97	-3	0	0	0
자본의증가(감소)	-0	0	0	0	0
배당금지급	-11	-11	-12	-12	-12
기타	-3	-5	-0	-0	0
현금의 증가(감소)	6	-18	117	106	67
기초현금	123	129	111	228	334
기밀현금	129	111	228	334	401
FCF	-31	23	170	130	97

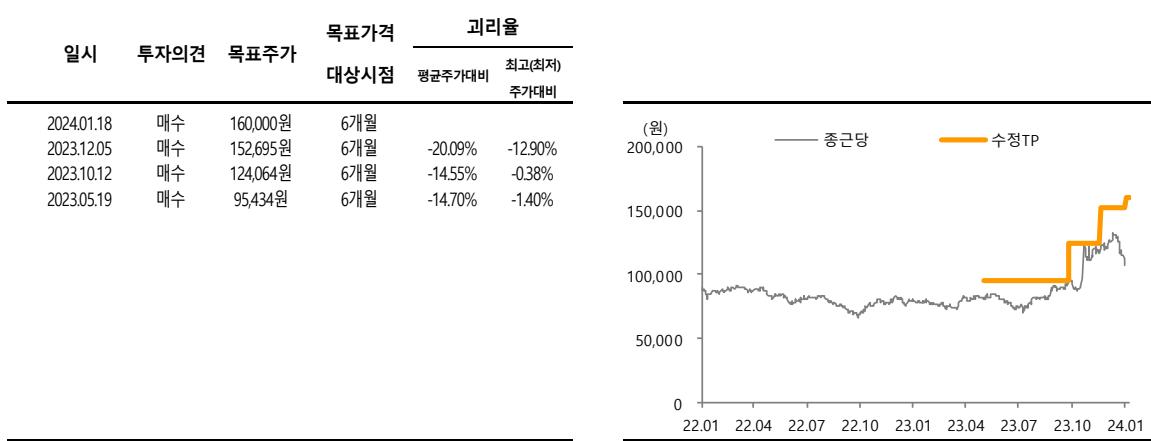
자료 : 종근당, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,334	1,472	1,653	1,495	1,548
매출원가	842	937	992	940	963
매출총이익	492	535	662	556	585
매출총이익률(%)	36.9	36.4	40.0	37.2	37.8
판매비와 관리비	398	428	410	427	443
영업이익	94	107	252	129	142
영업이익률(%)	7.1	7.3	15.2	8.6	9.1
비영업손익	-2	-4	-1	-1	-1
순금융손익	-2	-3	-3	-2	-2
외환관련손익	-0	-1	0	0	0
관계기업등 투자손익	-1	-0	0	-1	-1
세전계속사업이익	92	103	251	128	140
세전계속사업이익률(%)	6.9	7.0	15.2	8.6	9.1
계속사업법인세	38	18	37	28	31
계속사업이익	39	83	214	100	110
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	39	83	214	100	110
순이익률(%)	3.0	5.6	12.9	6.7	7.1
지배주주	39	83	214	100	110
지배주주귀속 순이익률(%)	3.0	5.6	12.9	6.7	7.1
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	36	87	214	100	110
지배주주	36	87	214	100	110
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	119	138	281	159	172

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	2.6	10.4	12.3	-9.6	3.5
영업이익	-25.7	13.8	134.9	-48.8	10.0
세전계속사업이익	-24.8	11.6	143.8	-48.9	9.6
EBITDA	-19.3	15.9	103.5	-43.5	8.6
EPS	-55.6	110.4	157.7	-53.2	9.6
수익성 (%)					
ROA	4.1	7.8	17.6	7.4	7.7
ROE	7.1	14.1	29.7	11.6	11.5
EBITDA마진	8.9	9.4	17.0	10.6	11.1
안정성 (%)					
유동비율	213.2	193.4	229.6	265.0	292.0
부채비율	81.7	77.5	62.6	52.3	46.9
순차입금/자기자본	5.6	10.4	-4.9	-17.3	-23.5
EBITDA/이자비용(배)	39.1	25.2	69.5	39.2	45.0
배당성향	28.5	14.0	5.7	12.1	11.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	3,136	6,599	17,008	7,954	8,719
BPS	46,322	51,926	68,011	75,001	82,756
CFPS	5,131	9,060	19,332	10,341	11,175
주당 현금배당금	909	954	1,000	1,000	1,000
Valuation지표 (배)					
PER	32.3	11.9	7.7	13.5	12.3
PBR	2.2	1.5	1.9	1.4	1.3
PCR	19.7	8.6	6.8	10.4	9.6
EV/EBITDA	10.9	7.6	5.4	8.9	7.7
배당수익률	0.9	1.2	0.8	0.8	0.8



Compliance Notice

작성자(이동간)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 01월 18일 기준)

매수	95.35%	중립	4.65%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

HK 이노엔 (195940/KQ)

걱정 없는 2024년, 기대 이상 성과는 필요

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 56,000 원(상향)

현재주가: 42,650 원

상승여력: 31.3%

4Q23 Pre: 컨센서스에 부합한 양호한 실적 전망

4Q23 개별 매출액 및 영업이익을 각각 2,157 억원(-0.3% YoY, 이하 YoY 생략), 221 억 원(+163.5%, OPM 10.2%)으로 추정한다. 컨센서스에 부합한 양호한 실적이 예상된다. 1) 케이캡 매출액은 326 억원(+90.9%)으로 추정한다. 2023년 말을 기점으로 종근당과의 케이캡 국내 공동판매계약 종료에 따른 재고 조정에도 불구하고 신규 파트너사인 보령으로의 재고 공급이 일부 이뤄짐에 따라 전분기와 유사한 수준의 매출이 예상된다. 2) 수액제 매출액은 308 억원(+18.0%)으로 추정한다. 3Q23 영양수액제 매출이 큰 폭 증가함에 따라 역기저로 작용하며 전분기대비로는 소폭 감소가 불가피할 전망이다. 3) HB&B 매출액은 254 억원(-3.1%)으로 추정한다. 컨디션의 꾸준한 매출 성장에도 불구하고 티로그는 계절적 영향으로 전분기대비 감소가 불가피할 전망이다.

완전히 달라질 2024년. 케이캡 성장과 카나브패밀리 매출 가세

2024년 매출액 및 영업이익은 각각 9,091 억원(+10.8%), 960 억원(+46.6%, OPM 10.6%)으로 추정한다. 2024년 실적에는 큰 변화가 예상된다. 대표적으로는 1) 국내 케이캡 수수료율 개선, 2) MSD 백신 계약 종료, 3) 보령 '카나브패밀리' 유통 개시, 4) 시다프비아/직류오 등 도입 품목 매출 반영 등이다.

매출뿐만 아니라 이익단에서의 가장 큰 변화는 파트너사 변경에 따른 케이캡 수수료율 변경이 될 전망이다. 파트너사가 보령으로 변경됨에 따라 그간 기존 파트너사와의 계약 종료를 앞두고 제한적으로 공급됐던 케이캡 매출은 1Q24를 기점으로 재고 공급을 포함해 큰 폭 증가할 전망이다. 이 과정에서 수수료율 역시 기존 대비 크게 개선된 것으로 파악되는 만큼 수익성 역시 유의미하게 상승할 전망이다. 한편 MSD 백신 계약 종료는 매출 규모 측면에서는 아쉬울 수 있으나 수익성이 미미했던 만큼 실적에 큰 영향은 없을 전망이며, 오히려 '카나브패밀리' 유통을 통해 매출액 기준으로는 1 천억대 초중반 수준 달성이 기대되며 이를 통해 MSD 백신 매출 공백 상쇄와 더불어 수익성을 추가적으로 개선될 전망이다.

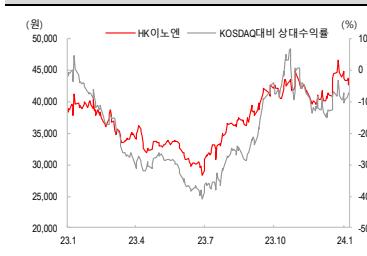
주가의 관건은 기대 이상의 성장 여부가 될 것. 하반기 이후 주가 주목

목표주가는 실적 추정치 조정을 반영해 5.6만원으로 상향한다. 2024년 HK 이노엔 주가의 Key는 기대 이상의 실적 성장의 가능성이 확인되는지 여부가 될 전망이다. 케이캡 수수료율 개선은 실적에 기반영된 이슈인 만큼 예상대비 높은 케이캡 매출 성장 속도가 확인되거나 카나브패밀리 또는 신규 도입 품목들에서의 성과를 바탕으로 실적 추정치 상향 및 주가 상승 여부가 결정될 전망이다. 해당 성과 확인이 가능해질 하반기에 주목할 필요가 있다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	515	768	847	821	909	999
영업이익	십억원	124	50	53	65	96	124
순이익(지배주주)	십억원	67	25	38	46	58	83
EPS	원	3,022	861	1,319	1,635	2,056	2,921
PER	배	0.0	61.0	28.1	27.2	20.7	14.6
PBR	배	0.0	1.3	0.9	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	배	4.4	21.9	15.8	15.4	11.3	8.9
ROE	%	8.7	2.6	3.3	3.9	4.7	6.4

주가 및 상대수익률



HK 이노엔 4Q23 실적 추정

(십억원, %)	4Q23E	4Q22	YoY	3Q23	QoQ	Consen	vs. Consen	Previous	vs. Pre
매출액	215.7	216.3	(0.3)	215.6	0.0	221.7	(2.7)	233.3	(7.5)
영업이익	22.1	8.4	163.5	22.4	(1.5)	22.4	(1.6)	25.5	(13.4)
세전이익	18.3	3.1	489.3	18.3	(0.2)	20.2	(9.5)	21.7	(15.8)
당기순이익	14.2	2.3	521.6	14.5	(2.0)	15.0	(5.2)	16.9	(15.8)
영업이익률	10.2	3.9		10.4		10.1		10.9	
순이익률	6.6	1.1		6.7		6.8		7.3	

자료: HK 이노엔, Quantwise, SK증권 추정

HK 이노엔 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
매출액	179.1	251.9	196.4	216.3	184.9	204.4	215.6	215.7	768.3	846.5	820.5	909.1
YoY	(3.8)	36.2	4.4	3.5	32	(18.9)	9.8	(0.3)	49.1	10.2	(3.1)	10.8
ETC	161.7	228.0	172.4	190.0	164.2	179.9	190.0	190.2	704.0	752.1	724.2	808.0
수액제	22.9	25.5	26.6	26.1	25.3	27.4	32.3	30.8	92.6	101.1	115.8	127.4
소화기계	23.0	31.1	25.7	19.0	26.0	30.9	34.8	34.6	87.7	98.9	126.3	183.2
케이캡	20.9	28.9	23.6	17.1	24.2	28.9	32.9	32.6	78.5	90.5	118.7	175.2
순환기계	28.9	31.3	30.7	29.3	30.8	31.6	31.1	31.4	119.4	120.3	124.8	237.1
당뇨/신장	16.3	17.8	18.7	18.3	10.8	12.7	13.6	15.6	69.5	71.1	52.7	102.7
항생제	9.9	9.5	10.0	11.9	11.1	14.6	11.7	13.9	34.9	41.3	51.4	54.0
항암	7.3	7.4	7.7	7.4	9.6	11.6	11.9	11.9	29.4	29.9	45.0	50.9
MSD 백신	40.2	82.2	28.9	49.3	35.3	36.8	37.1	32.1	192.4	200.6	141.2	(15.5)
기타	13.1	23.1	24.1	28.6	15.3	14.2	17.5	20.0	78.2	89.0	67.0	68.4
HB&B	18.5	23.8	25.8	26.2	20.7	24.5	25.6	25.4	65.8	94.4	96.3	101.1
컨디션	10.5	15.2	16.7	17.9	15.0	15.4	14.9	17.0	39.0	60.4	62.3	65.4
헛개수	2.8	3.7	3.4	3.4	2.7	3.3	3.6	3.7	13.1	13.2	13.4	14.1
기타	5.2	4.9	5.7	5.0	3.0	5.8	7.0	4.7	13.6	20.8	20.6	21.6
매출총이익	71.6	98.2	92.1	84.9	82.8	91.0	97.4	97.6	316.3	349.4	368.7	423.4
YoY	(3.3)	26.6	13.5	1.7	15.6	(7.3)	5.7	14.9	4.7	10.5	5.5	14.8
GPM	40.0	39.0	46.9	39.3	44.8	44.5	45.2	45.2	41.2	41.3	44.9	46.6
영업이익	3.9	18.0	21.3	8.4	5.6	15.3	22.4	22.1	50.3	52.5	65.5	96.0
YoY	(70.9)	492.1	26.5	(51.1)	46.1	(14.9)	5.2	163.5	(59.4)	4.5	24.7	46.6
OPM	2.2	7.2	10.9	3.9	3.1	7.5	10.4	10.2	6.5	6.2	8.0	10.6
세전이익	0.4	15.5	18.1	3.1	2.4	11.6	18.3	18.3	27.9	37.8	50.6	74.7
YoY	(95.1)	(730.4)	77.0	(74.4)	499.6	(25.0)	0.8	489.3	(69.1)	35.4	33.7	47.7
당기순이익	7.2	14.0	14.0	2.3	2.9	14.6	14.5	14.2	24.9	38.1	46.3	58.3
YoY	(15.7)	(1,813.2)	73.8	흑전	(59.0)	4.3	4.0	521.6	(62.9)	53.2	21.5	25.8
NPM	4.0	5.6	7.1	1.1	1.6	7.1	6.7	6.6	3.2	4.5	5.6	6.4

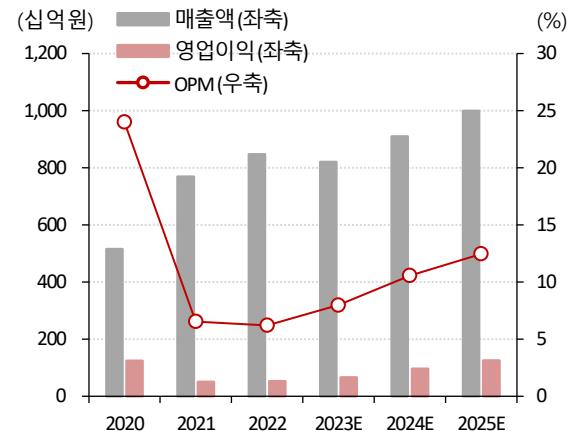
자료: HK 이노엔, SK증권 추정

HK 이노엔 목표주가 산출

(십억원, 배, 천주, 원, %)		비고
1. 기업가치 (A*B)	1,835.0	
A. HK 이노엔 2024F EBITDA	131.7	
B. Target EV/EBITDA	13.9	국내 주요 제약사 2024F 평균 EV/EBITDA
2. 순차입금	262.0	2024년 말 추정치 기준
3. 보통주주식수	28,330	
4. 적정주가 산출	56,000	
5. 현재 주가	42,650	2024년 1월 17일 종가
6. 상승여력	31.3%	

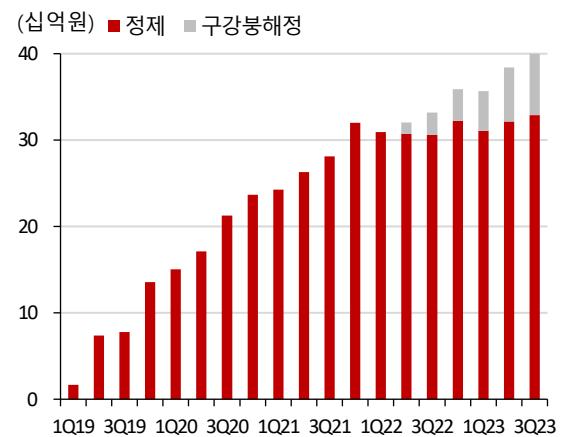
자료: SK증권 추정

HK 이노엔 연간 실적 추이 및 전망



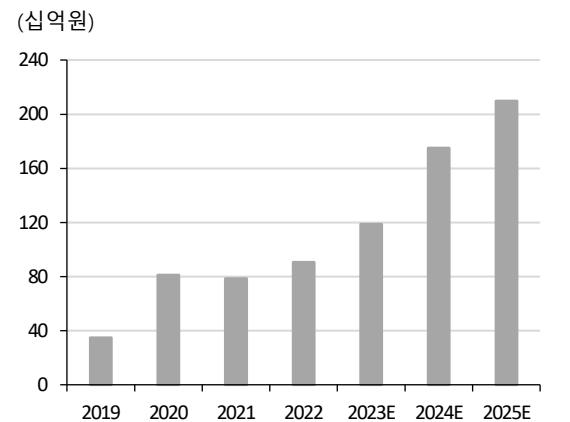
자료: HK 이노엔, SK 증권 추정

케이캡 처방 실적



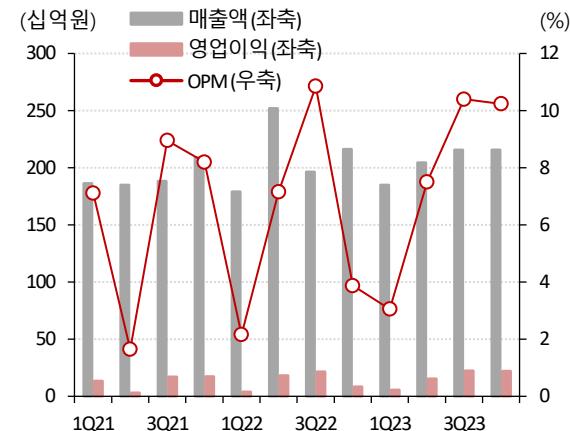
자료: UBIST, HK 이노엔, SK 증권

HK 이노엔 케이캡 매출액 추이 및 전망



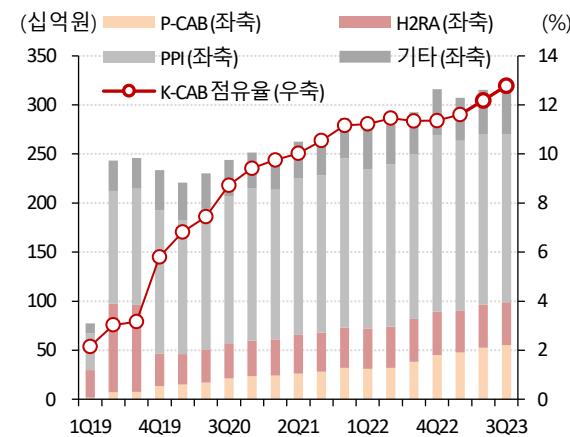
자료: HK 이노엔, SK 증권 추정

HK 이노엔 분기 실적 추이 및 전망



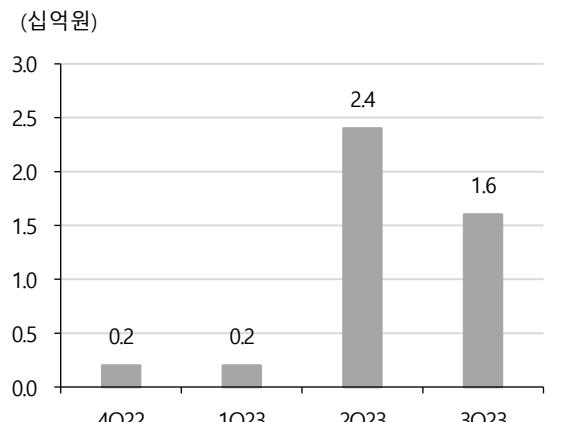
자료: HK 이노엔, SK 증권 추정

국내 소화성궤양용제 시장 추이



자료: UBIST, HK 이노엔, SK 증권 / 주: 1Q19는 3월 한 달치 기준

HK 이노엔 케이캡 수출 매출 추이



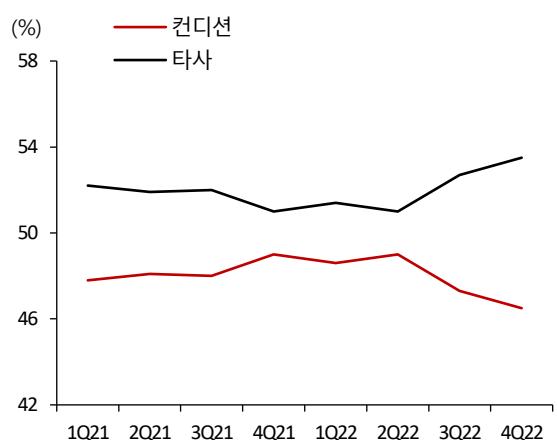
자료: HK 이노엔, SK 증권

케이캡 완제품 수출 국가

No.	지역	국가	출시 시기
1	-	몽골	2022.10
2		필리핀	2022.11
3	동남아	인도네시아	2023.07
4		싱가포르	2023.08
5	남미	멕시코	2023.05
6		페루	2023.10

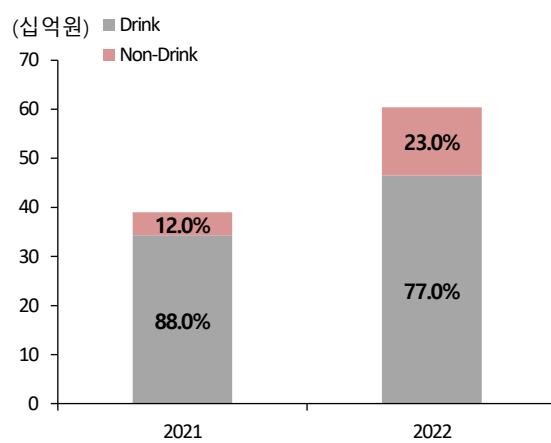
자료: HK 이노엔, SK 증권

숙취해소제 Drink 시장 점유율



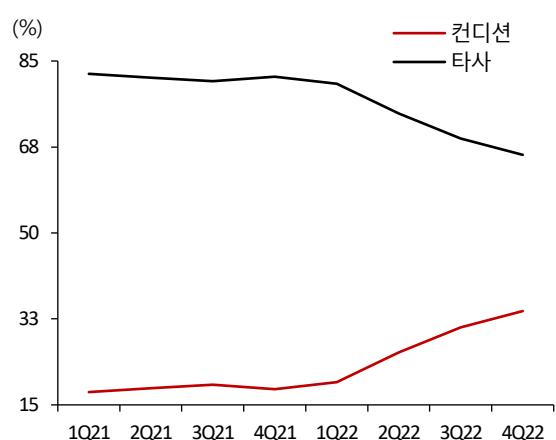
자료: Nielsen IQ Korea, HK 이노엔, SK 증권

컨디션 연간 매출



자료: HK 이노엔, SK 증권

숙취해소제 Non-Drink 시장 점유율



자료: Nielsen IQ Korea, HK 이노엔, SK 증권

케이캡 해외 진출 현황

* 8개국 : 출시 8개국(한국, 중국, 몽골, 필리핀, 멕시코, 인도네시아, 싱가포르, 페루)



자료: HK 이노엔, SK 증권

케이캡 중국 및 미국 진출 상황

중국(CHINA)



泰欣赞 (타이신판) 출시 및 보험급여 등재

- ✓ 2015년 L/O, 파트너사 중국 현지 임상 진행
- ✓ 2022년 4월 8일 품목허가, 5월 1일 출시, **중국 혁신 신약 (1류)** (적용증 : 미란성식도염(허가) / 심이지장궤양(허가신청) / 혈리코박터파일로리 제균요법(P3))
- ✓ 2023년 3월~ 중국 국가보험이약품목록(NRDL) 등재
- ✓ A2B 시장 글로벌 1위, 세계 2위 의약품 시장
2021년 중국 A2B 시장 4조 1,464억원 규모

미국(USA)



미국 GERD 시장

- ✓ GERD 환자 수 약 6,500만명 (유병률 20%)
- ✓ 4,000만명 PPI 복용 : ~20% 재발, 30~40% 불용성 환자
- ✓ PPI 복용자의 최소 20~30% P-CAB 대체 가능
- ✓ Tegoprazan 10억 달러 시장 가능성

NRDL 등재로 중국 내 성장 가속화

- ✓ 2023년 3월 1일~2024년 12월 31일 NRDL 포함
- ✓ 보험등재 후 전국 31개 성시 의약품 등록 완료 & 영업 중
- ✓ 소화기 영업력 强 & 경쟁약물 대비 차별점(Fast-Onset)
- ✓ 경쟁약 中 가장 높은 약가(중국 혁신 신약)

개발 스케줄

작용증	진행 단계				
	임상1상	임상2상	임상3상	NDA제출	출시
미란성식도염(EE) (n=1,250)	SKIP			2024 (E)	2025 (E)
비미란성식도염 (NERD) (n=633)	SKIP				

자료: HK 이노엔, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	455	408	401	477	578
현금및현금성자산	87	111	110	156	225
매출채권 및 기타채권	121	131	127	140	154
재고자산	108	126	122	135	148
비유동자산	1,383	1,395	1,426	1,424	1,422
장기금융자산	17	28	28	30	32
유형자산	255	265	267	270	273
무형자산	1,095	1,088	1,100	1,093	1,086
자산총계	1,838	1,803	1,826	1,901	2,001
유동부채	414	432	415	459	503
단기금융부채	261	268	259	287	316
매입채무 및 기타채무	92	94	87	96	106
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	272	207	206	188	170
장기금융부채	252	191	191	171	151
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	1	1	1	1	1
부채총계	686	639	621	646	673
지배주주지분	1,151	1,164	1,205	1,255	1,328
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	516	516	516	516	516
기타자본구성요소	0	-24	-24	-24	-24
자기주식	0	-24	-24	-24	-24
이익잉여금	174	94	135	184	258
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,151	1,164	1,205	1,255	1,328
부채와자본총계	1,838	1,803	1,826	1,901	2,001

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	27	59	94	98	123
당기순이익(손실)	25	38	46	58	83
비현금성항목등	63	58	54	66	73
유형자산감가상각비	21	26	28	28	29
무형자산상각비	11	8	8	7	7
기타	31	24	18	30	37
운전자본감소(증가)	-35	-31	-2	-10	-10
매출채권및기타채권의감소(증가)	-23	-11	4	-14	-14
재고자산의감소(증가)	-31	-16	4	-13	-13
매입채무및기타채무의증가(감소)	37	-4	-7	9	9
기타	-18	-0	-2	8	8
법인세납부	-26	-7	-4	-16	-23
투자활동현금흐름	-167	70	-65	-37	-37
금융자산의감소(증가)	-134	94	1	-4	-4
유형자산의감소(증가)	-24	-20	-30	-31	-32
무형자산의감소(증가)	-7	-1	-20	0	0
기타	-1	-3	-16	-2	-2
재무활동현금흐름	315	-18	-28	-16	-16
단기금융부채의증가(감소)	0	0	-8	28	28
장기금융부채의증가(감소)	335	2	0	-20	-20
자본의증가(감소)	384	0	0	0	0
배당금지급	0	-5	-5	-9	-9
기타	-404	-15	-15	-15	-15
현금의 증가(감소)	36	23	-1	46	69
기초현금	51	87	111	110	156
기밀현금	87	111	110	156	225
FCF	3	38	64	67	91

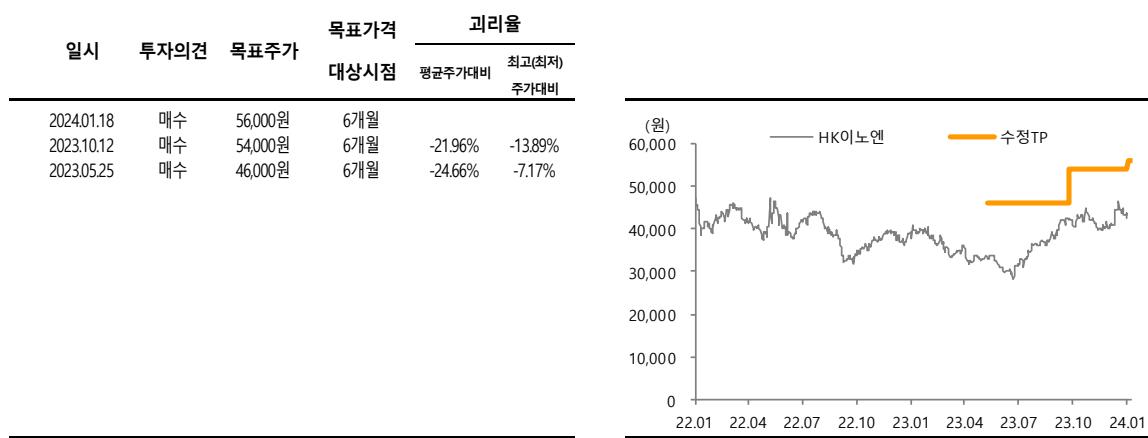
자료 : HK이노엔, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	768	847	821	909	999
매출원가	452	497	452	486	523
매출총이익	316	349	369	423	475
매출총이익률(%)	41.2	41.3	44.9	46.6	47.6
판매비와 관리비	266	297	303	327	351
영업이익	50	53	65	96	124
영업이익률(%)	6.5	6.2	8.0	10.6	12.5
비영업손익	-18	-11	-15	-21	-18
순금융손익	-19	-12	-14	-14	-14
외환관련손익	0	1	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	-0	0	0	0
세전계속사업이익	32	41	51	75	106
세전계속사업이익률(%)	4.2	4.9	6.2	8.2	10.6
계속사업법인세	3	-0	4	16	23
계속사업이익	25	38	46	58	83
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	25	38	46	58	83
순이익률(%)	3.2	4.5	5.6	6.4	8.3
지배주주	25	38	46	58	83
지배주주귀속 순이익률(%)	3.2	4.5	5.6	6.4	8.3
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	24	43	46	58	83
지배주주	24	43	46	58	83
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	83	87	101	132	160

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	49.1	10.2	-3.1	10.8	9.9
영업이익	-59.4	4.5	24.7	46.6	29.6
세전계속사업이익	-66.8	27.5	22.0	47.7	42.0
EBITDA	43.5	5.9	15.9	30.1	21.6
EPS	-71.5	53.2	24.0	25.8	42.0
수익성 (%)					
ROA	1.4	2.1	2.6	3.1	4.2
ROE	2.6	3.3	3.9	4.7	6.4
EBITDA마진	10.7	10.3	12.3	14.5	16.0
안정성 (%)					
유동비율	109.9	94.5	96.6	104.1	115.0
부채비율	59.6	54.9	51.5	51.5	50.6
순차입금/자기자본	25.2	26.6	25.2	20.9	14.8
EBITDA/이자비용(배)	4.2	5.8	6.9	9.0	10.8
배당성향	21.5	13.5	19.6	15.6	11.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	861	1,319	1,635	2,056	2,921
BPS	39,832	41,115	43,402	45,138	47,739
CFPS	1,977	2,525	2,899	3,318	4,183
주당 현금배당금	320	320	320	320	320
Valuation지표 (배)					
PER	61.0	28.1	27.2	20.7	14.6
PBR	1.3	0.9	1.0	0.9	0.9
PCR	26.6	14.7	15.3	12.9	10.2
EV/EBITDA	21.9	15.8	15.4	11.3	8.9
배당수익률	0.6	0.9	0.7	0.7	0.7



Compliance Notice

작성자(이동간)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 01월 18일 기준)

매수	95.35%	중립	4.65%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

일동제약 (249420/KS)

완전히 새로워질 2024년

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 23,000 원(유지)

현재주가: 15,670 원

상승여력: 46.8%

4Q23 Pre: 비용 효율화 및 유노비아 분할로 기대 이상의 턴어라운드!

4Q23 별도 매출액 및 영업이익을 각각 1,479억원(-2.3% YoY, 이하 YoY 생략), 71억원(흑자전환, OPM 4.8%)으로 추정한다. 기존 당사 추정치 대비 매출액은 부합, 영업이익은 50% 이상 상회한 호실적이 예상된다. 약 3년여간 지속되어온 별도 영업적자는 4Q23을 기점으로 마무리될 전망이다. 호실적 추정의 근거에는 1) 아로나민, 케어리브 등 주요 ETC 및 CHC 품목들의 견조한 매출 성장 속 수익성 중심의 품목 재정비를 통한 매출총이익률도 유의미하게 개선된 것으로 판단된다. 또한 2) 전반적인 비용 효율화가 진행 중인 가운데 3) 지난 11월 1일을 기점으로 기존 일동제약에서 진행 중이었던 신약 개발 등 연구개발 사업을 담당하는 '유노비아'를 분할설립함에 따라 별도 실적 내 연구개발비 등 주요 판매관리비의 큰 폭 감소가 예상된다.

2024년 영업이익 581억원 전망. 경구용 GLP-1 기술이전에도 주목

2024년 별도 매출액 및 영업이익은 각각 6,407억원(+7.4%), 581억원(흑자전환, OPM 9.1%)으로 추정한다. 4Q23 흑자전환을 기점으로 유노비아 분할 효과 및 비용 통제 효과가 연간 온기로 반영됨에 따라 큰 폭의 실적 턴어라운드가 예상된다. 한편 2024년에는 실적 턴어라운드 뿐만 아니라 유노비아를 통해 개발 중인 신약 파이프라인들에서의 성과도 확인 가능할 전망이다. 특히 최근 관심이 높은 경구용 GLP-1 RA 'ID110521156'은 상반기 중 국내 임상 1상 종료 및 결과 확인이 가능할 전망이며, 해당 결과 발표 전후를 기점으로 한 글로벌 판권 기술이전 역시 기대된다. 미국 바이오 전문매체 'BioCentury'에 따르면 최근 종료된 JPM 헬스케어 컨퍼런스에 일동제약 주요 경영진 및 연구진이 참석, 기술이전 논의가 활발하게 오갔던 것으로 파악되며 관련 기사에서는 중국 판권에 대해 구체적인 논의 상대방까지 언급될 정도로 진척이 빠른 것으로 판단된다. 또한 해당 기사를 통해 유노비아의 1억달러 규모 펀딩 유치 논의도 순항 중인 것으로 파악되며 이에 따른 유노비아 지분 가치 역시 부각될 가능성이 매우 높다(현재 일동제약 지분율 100%).

목표주가가 Bottom Value. 유노비아 성과가 추가 업사이드를 열 것

영업가치만을 고려한 목표주가 2.3만원을 유지한다. 앞서 언급한 봄과 같이 유노비아의 경구용 GLP-1 RA 판권 기술이전 및 유노비아의 1억달러 규모 펀딩 성과까지 연내 확인될 경우 지분가치와 파이프라인 가치 관점에서 업사이드는 크게 확대될 전망이다. 최근 연기금 순매도세가 지속 중이나 규모를 감안 시 수급 이슈도 단기간 내 일단락 될 것으로 기대된다. 제약사 Top picks 의견 제시한다.



Analyst
이동건

dglee@skc.co.kr
3773-9909

Company Data

발행주식수	2,806 만주
시가총액	434 십억원
주요주주	
일동홀딩스(외14)	39.50%
자사주	0.06%

Stock Data

주가(24/01/17)	15,670 원
KOSPI	2,435.90 pt
52주 최고가	27,200 원
52주 최저가	14,500 원
60일 평균 거래대금	3 십억원

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	561	559	636	596	641	675
영업이익	십억원	6	-54	-72	-41	58	71
순이익(지배주주)	십억원	-13	-99	-141	-94	29	33
EPS	원	-551	-4,155	-5,271	-3,338	1,020	1,181
PER	배	-34.3	-8.1	-5.4	-5.4	15.4	13.3
PBR	배	1.8	5.3	4.0	4.4	3.0	2.5
EV/EBITDA	배	16.2	-40.0	-21.6	-44.0	8.0	6.5
ROE	%	-5.2	-48.8	-82.5	-61.1	22.0	20.6

일동제약 4Q23 실적 추정

(십억원, %)	4Q23E	4Q22	YoY	3Q23	QoQ	Previous	vs. Pre
매출액	147.9	151.4	(2.3)	149.2	(0.8)	150.2	(1.5)
영업이익	7.1	(22.1)	흑전	(16.1)	흑전	4.6	56.8
세전이익	(14.5)	(40.0)	적지	(45.1)	적지	(2.1)	(85.8)
당기순이익	(14.7)	(54.0)	적지	(45.6)	적지	(2.1)	(85.8)
영업이익률	4.8	-	-	-	-	-	-
순이익률	-	-	-	-	-	-	-

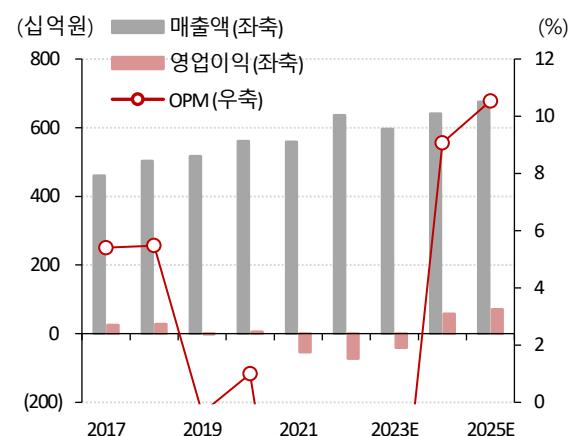
자료: 일동제약, SK 증권 추정 / 주: 별도 기준

일동제약 실적 추정

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	159.2	162.0	163.2	151.4	145.7	153.7	149.2	147.9	635.8	596.5	640.7	675.0
YoY	19.6	14.6	14.7	6.4	(8.5)	(5.1)	(8.6)	(2.3)	13.7	(6.2)	7.4	53
ETC	89.2	81.5	86.5	83.8	80.7	85.6	83.0	81.3	341.0	330.6	347.1	357.5
CHC	66.3	71.8	72.1	60.9	58.4	57.2	58.1	57.9	271.1	231.6	252.4	270.1
기타	3.7	8.7	4.6	6.7	6.6	10.9	8.1	8.8	23.7	34.3	41.2	47.4
매출총이익	59.0	60.5	60.3	54.6	53.8	55.3	49.5	57.0	234.4	215.5	246.8	266.2
YoY	15.7	4.3	5.1	4.9	(9.0)	(8.5)	(18.0)	4.4	7.3	(8.1)	14.5	7.9
GPM	37.1	37.3	37.0	36.1	36.9	36.0	33.2	38.5	36.9	36.1	38.5	39.4
영업이익	(9.4)	(22.0)	(18.6)	(22.1)	(14.4)	(18.0)	(16.1)	7.1	(72.1)	(41.4)	58.1	71.1
YoY	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	흑전	0.2
OPM	-	-	-	-	-	-	-	4.8	-	-	9.1	105
세전이익	(126.6)	70.4	(23.0)	(40.0)	(13.7)	(23.2)	(45.1)	(14.5)	(119.2)	(96.5)	31.8	41.4
YoY	적지	592.5	적지	적지	흑전	0.3						
(지배주주)순이익	(121.0)	50.5	(16.9)	(54.0)	(9.8)	(23.6)	(45.6)	(14.7)	(141.3)	(93.7)	28.6	33.1
YoY	적지	344.0	적지	적지	흑전	0.2						
NPM	-	31.2	-	-	-	-	-	-	-	-	4.5	4.9

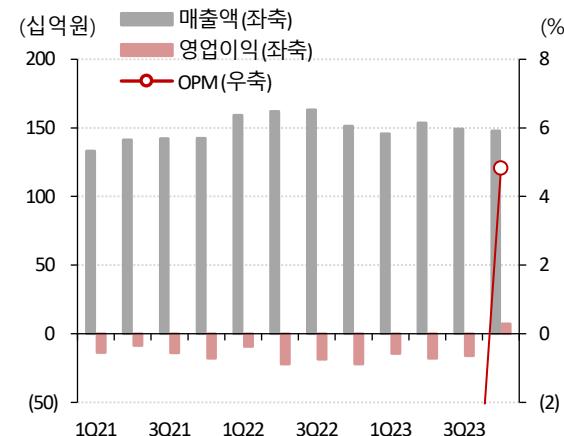
자료: 일동제약, SK 증권 추정 / 주: 별도 기준

일동제약 연간 실적 추이 및 전망



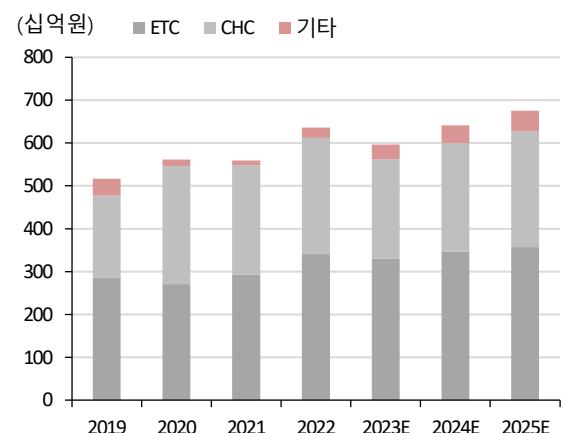
자료: 일동제약, SK 증권 추정 / 주: 별도 기준

일동제약 분기 실적 추이 및 전망



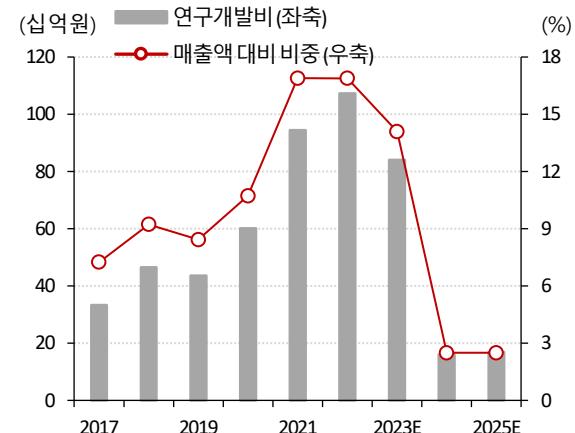
자료: 일동제약, SK 증권 추정 / 주: 별도 기준

일동제약 실적 추이 및 전망



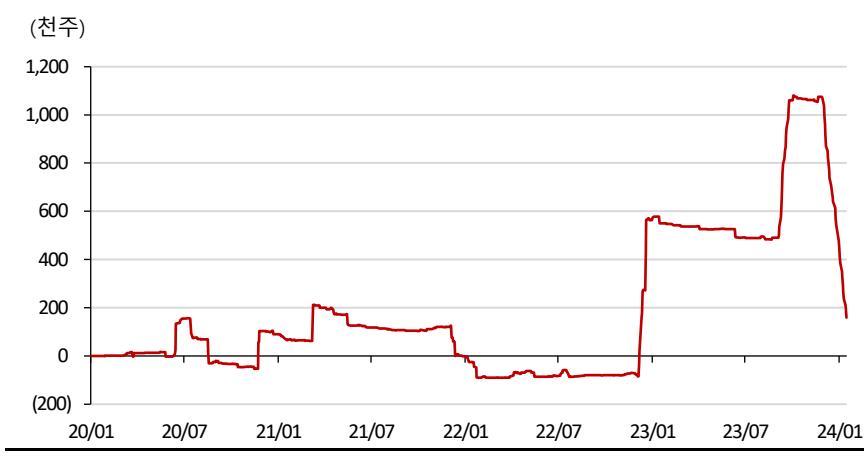
자료: 일동제약, SK 증권 추정 / 주: 별도 기준

일동제약 연구개발비 추이 및 전망



자료: 일동제약, SK 증권 추정 / 주: 별도 기준

2020년 이후 연기금 누적 순매수 현황



자료: Quantwise, SK 증권

미국 바이오 전문매체 ‘BioCentury’에 언급된 유노비아 1 억달러 규모 펀딩 및 경구용 GLP-1 RA 기술이전 가능성

SEARCH

BIOCENTURY

Analysis BCIQ Data Events My Workspace About BioCentury Contact



ARTICLE | EMERGING COMPANY PROFILE



Korea spinout Yunovia heads to JPM armed with oral, once-daily GLP-1



Ildong spin-off aims to raise about \$100M for GLP-1, Parkinson's programs and immune-cytokine, microbiome platforms



BY RICHARD GUY, BIOPHARMA ANALYST

2024년 1월 9일 10:31 AM GMT+9

Newly spun out Korean biotech Yunovia is aiming to raise about \$100 million from investors outside Korea and take a page out of Chinese biotech Eccogene's playbook by partnering its lead obesity compound, which it believes has advantages over later-stage GLP-1s.

Yunovia Co. Ltd. CEO and CFO JinSik Suh and Chief Business Officer Chae Joon Lee, who is also COO of parent company Ildong Pharmaceutical Co. Ltd. (KSE:000230), told BioCentury that the South Korea company decided to spin out its R&D division into a new company to focus on its domestic and overseas prescription and OTC businesses, and relieve itself of the expense of pharmaceutical R&D. ...

자료: BioCentury, SK 증권

일동제약 주요 파이프라인

Code	Target	Therapeutic Area	Primary Indication	class	Development stage				IND application /P1 schedule
					Hit	Lead	NME	P1	
IDG16177	GPR40	대사질환	2형당뇨 (Type 2 diabetes)	F				→	임상 1상(독일) 진행중 (2021.07 ~)
ID119031166	FXR	간질환	비알콜성지방간염 (NASH)	B				→	임상 1상(미국) 진행중 (2022.11 ~)
ID120040002	H ⁺ K ⁺ ATPase	위장관질환	위식도역류질환 (GERD)	B				→	임상 1상(국내) 진행중 (2022.12 ~)
ID110521156	GLP-1R	대사질환	2형당뇨 (Type 2 diabetes)	B				→	임상 1상(국내) 진행중 (2023.06 ~)
ID110410395	CFTR/PDE4	안과질환	안구건조증 (Dry eye disease)	F				→	2024 2H
ID119050134	ATX	간질환	간섬유화/간경변 (NASH-fibrosis)	F				→	2024 3Q
ID119040338	A _{2A} /A ₁	퇴행성 뇌질환	파킨슨병 (Parkinson's disease)	F				→	2024 1Q

자료: 일동제약, SK 증권

ClinicalTrials.gov에 업데이트 된 경구용 GLP-1 ID110521156 임상 1상 내용

ClinicalTrials.gov

About This Site ▾ Find Studies ▾ Data About Studies ▾ Study Basics ▾ PRS Info ▾

[Go to the classic website](#)

My Saved Studies (0) →

Record 1 of 1 | [Return to Search](#)

[Home](#) > [Search Results](#) > Study Record

Single Ascending Oral Dose Phase 1 Study of ID11052 in Healthy Adult Subjects

ClinicalTrials.gov ID ⓘ NCT06063291

Sponsor ⓘ ILDong Pharmaceutical Co Ltd

Information provided by ⓘ ILDong Pharmaceutical Co Ltd (Responsible Party)

Last Update Posted ⓘ 2023-10-02

Study Details	Table View	No Results Posted	Record History
On this page <ul style="list-style-type: none"> Study Overview Contacts and Locations Participation Criteria Study Plan Collaborators and Investigators Publications Study Record Dates More Information 	<h3>Study Overview</h3> <p>Brief Summary</p> <p>The purpose of this study is to evaluate the safety, tolerability and pharmacokinetics of single oral doses of ID110521156 in healthy adult subjects. This is the first clinical study of ID110521156.</p> <p>Official Title</p> <p>A Randomized, Double-blinded, Placebo-controlled, Single Ascending Dose Phase 1 Clinical Trial to Evaluate Safety, Tolerability and Pharmacokinetics After a Single Oral Administration of ID110521156 in Healthy Subjects</p> <p>Conditions ⓘ</p> <p>Healthy Adult Subjects</p> <p>Intervention / Treatment ⓘ</p> <ul style="list-style-type: none"> • Drug: ID110521156 • Drug: Placebo of ID110521156 <p>Other Study ID Numbers ⓘ</p> <ul style="list-style-type: none"> • ID11052-T2DM-101 		
	<p>Study Start (Estimated) ⓘ</p> <p>2023-11-15</p> <p>Primary Completion (Estimated) ⓘ</p> <p>2024-04-15</p> <p>Study Completion (Estimated) ⓘ</p> <p>2024-04-15</p> <p>Enrollment (Estimated) ⓘ</p> <p>32</p> <p>Study Type ⓘ</p> <p>Interventional</p> <p>Phase ⓘ</p> <p>Phase 1</p>		

자료: ClinicalTrials.gov, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	275	256	203	217	276
현금및현금성자산	125	45	17	18	67
매출채권 및 기타채권	56	58	68	73	77
재고자산	83	98	89	96	101
비유동자산	415	382	351	344	338
장기금융자산	21	20	20	20	20
유형자산	247	255	241	237	233
무형자산	61	41	26	21	18
자산총계	690	637	554	561	614
유동부채	354	306	328	302	318
단기금융부채	255	197	226	192	202
매입채무 및 기타채무	42	52	49	53	56
단기충당부채	10	13	12	13	14
비유동부채	184	141	110	114	118
장기금융부채	91	59	47	47	47
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	6	6	6	6	6
부채총계	538	447	438	416	436
지배주주지분	152	191	116	145	178
자본금	24	27	29	29	29
자본잉여금	210	377	393	393	393
기타자본구성요소	-0	-0	-0	-0	-0
자기주식	-0	-0	-0	-0	-0
이익잉여금	-82	-211	-305	-276	-243
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	152	191	116	145	178
부채와자본총계	690	637	554	561	614

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	-9	-49	-96	52	55
당기순이익(손실)	-99	-141	-94	29	33
비현금성항목등	92	110	32	36	40
유형자산감가상각비	20	20	19	19	18
무형자산상각비	9	9	5	5	4
기타	63	81	7	13	18
운전자본감소(증가)	-2	-15	-27	0	0
매출채권및기타채권의감소(증가)	-2	-1	-10	-5	-4
재고자산의감소(증가)	7	-16	9	-7	-5
매입채무및기타채무의증가(감소)	2	8	-3	4	3
기타	-9	-6	-22	8	6
법인세납부	0	-2	3	-3	-8
투자활동현금흐름	-44	-22	36	-17	-17
금융자산의감소(증가)	-11	-5	30	-1	-1
유형자산의감소(증가)	-15	-12	-5	-15	-15
무형자산의감소(증가)	-5	-6	10	0	0
기타	-13	1	1	-1	-1
재무활동현금흐름	93	-9	36	-34	10
단기금융부채의증가(감소)	0	-17	29	-34	10
장기금융부채의증가(감소)	97	14	-12	0	0
자본의증가(감소)	0	170	19	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-4	-176	0	0	0
현금의 증가(감소)	41	-80	-27	1	49
기초현금	84	125	45	17	18
기밀현금	125	45	17	18	67
FCF	-23	-61	-101	37	40

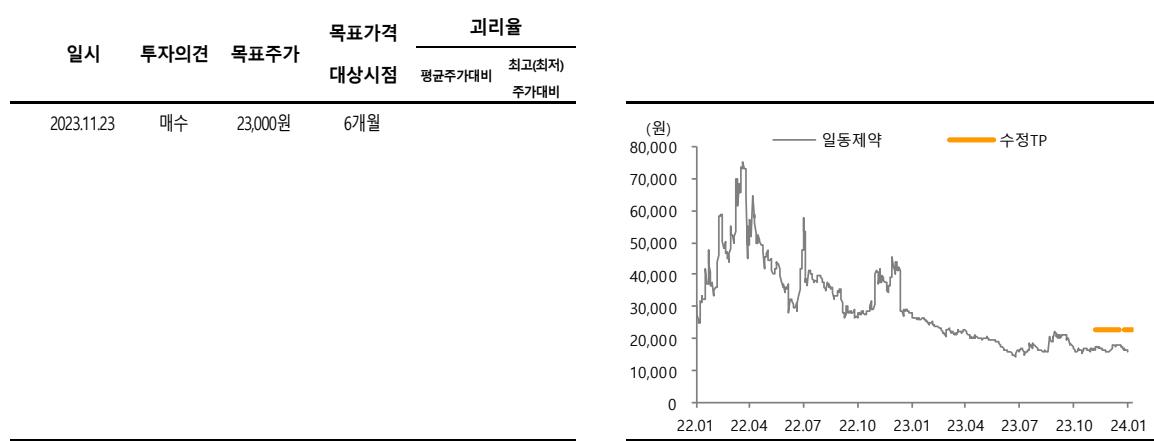
자료 : 일동제약, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	559	636	596	641	675
매출원가	341	401	381	394	409
매출총이익	218	234	216	247	266
매출총이익률(%)	39.1	36.9	36.1	38.5	39.4
판매비와 관리비	273	307	257	189	195
영업이익	-54	-72	-41	58	71
영업이익률(%)	-9.7	-11.3	-6.9	9.1	10.5
비영업손익	-86	-26	-55	-26	-30
순금융손익	-10	-9	-11	-10	-10
외환관련손익	0	-0	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	-140	-98	-97	32	41
세전계속사업이익률(%)	-25.1	-15.4	-16.2	5.0	6.1
계속사업법인세	-40	22	-3	3	8
계속사업이익	-99	-141	-94	29	33
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-99	-141	-94	29	33
순이익률(%)	-17.7	-22.2	-15.7	4.5	4.9
지배주주	-99	-141	-94	29	33
지배주주귀속 순이익률(%)	-17.7	-22.2	-15.7	4.5	4.9
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	-101	-131	-94	29	33
지배주주	-101	-131	-94	29	33
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	-25	-43	-17	81	93

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	-0.3	13.7	-6.2	7.4	5.3
영업이익	적전	적지	적지	흑전	22.4
세전계속사업이익	적지	적지	적지	흑전	30.2
EBITDA	적전	적지	적지	흑전	14.6
EPS	적지	적지	적지	흑전	15.7
수익성 (%)					
ROA	-153	-21.3	-15.7	5.1	5.6
ROE	-48.8	-82.5	-61.1	22.0	20.6
EBITDA마진	-4.5	-6.8	-2.8	12.7	13.8
안정성 (%)					
유동비율	77.8	83.6	61.9	71.8	86.7
부채비율	354.0	234.3	377.9	288.0	245.4
순차입금/자기자본	142.7	84.6	203.8	138.9	91.0
EBITDA/이자비용(배)	-2.4	-4.4	-1.5	7.7	9.3
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-4155	-5,271	-3,338	1,020	1,181
BPS	6,400	7,124	4,144	5,164	6,344
CFPS	-2,940	-4,183	-2,463	1,849	1,970
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER	-8.1	-5.4	-5.4	15.4	13.3
PBR	5.3	4.0	4.4	3.0	2.5
PCR	-11.4	-6.8	-7.4	8.5	8.0
EV/EBITDA	-40.0	-21.6	-44.0	8.0	6.5
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0



Compliance Notice

작성자(이동간)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당시는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 01월 18일 기준)

매수	95.35%	중립	4.65%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

메디톡스 (086900/KQ)

Attention(feat. 뉴럭스)

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 390,000 원(하향)

현재주가: 221,000 원

상승여력: 76.5%

4Q23 Pre: 뉴럭스 출시 효과는 긍정적. 다만 소송 비용 이슈는 ing...

4Q23 연결 매출액 및 영업이익을 각각 666 억원(+27.4% YoY, 이하 YoY 생략), 114 억 원(-29.9%, OPM 17.1%)으로 추정한다. 기존 당사 추정치 대비 매출액은 부합, 영업이익은 약 20% 하회하겠으나, 최근 하향 조정된 컨센서스에는 부합한 실적이 예상된다. 매출액은 국내 '뉴럭스' 출시 효과에 따른 특신 내수 매출 호조로 긍정적이나, 영업이익은 높은 수준의 소송 비용 반영이 지속됨에 따라 부정적 영향이 불가피할 전망이다.

1) 특신 매출액은 395 억원(+50.9%)을 전망한다. 계절적 성수기에 따른 내수 및 수출 매출의 고른 성장이 기대되는 가운데 지난 12 월 국내에서 출시된 뉴럭스 매출이 일부 가세함에 따라 내수 매출은 전년동기대비 100% 이상의 성장이 기대된다. 2) 필러 매출액은 199 억원(-3.5%)을 추정한다. 전분기에 이은 내수 및 수출 성장세는 지속 중인 것으로 파악된다. 3) 3Q23 반영된 ITC 관련 일회성 소송 비용 이슈는 4Q23 해소된 것으로 파악된다. 하지만 현재 엘리간과 진행 중인 ICC 국제 중재사건에 따른 소송 비용은 3Q23 부터 반영이 본격화, 4Q23 실적에도 높은 수준 반영된 것으로 판단된다. 관련 비용 반영으로 영업이익률은 당초 추정치인 22.1% 대비 약 5%p 하회한 17.1%를 기록할 것으로 예상한다.

2024년 뉴럭스가 매출 성장의 핵심. 소송 및 미국 직판 비용은 변수

2024년 연결 매출액 및 영업이익은 각각 2,522 억원(+14.8%), 342 억원(+29.8%, OPM 13.5%)으로 추정한다. 해당 추정치는 뉴럭스의 국내 출시 효과만을 반영했으며, 보수적 추정을 위해 해외 뉴럭스 출시 효과는 반영하지 않았다. 2024년 실적은 상반기 뉴럭스 국내 출시 효과에 따른 내수 특신 매출 성장이 이어지는 가운데 이르면 하반기 중 뉴럭스의 해외 허가 및 출시가 이뤄질 경우 본격적인 실적 고성장이 가능할 전망이다. 비용 측면에서는 엘리간과의 ICC 국제 중재사건 소송을 비롯한 국내외 소송 비용 이슈, 2025년 출시가 기대되는 MT10109L 미국 직판 관련 비용 증기가 변수가 될 전망이다.

뉴럭스 해외 출시를 기점으로 해소될 밸류 부담. 소송 결과들도 주목

목표주가는 보수적 2024년 실적 추정을 반영해 39 만원으로 하향한다. 현 주가는 2024년 예상 PER 60 배 이상에서 거래 중으로 밸류에이션은 다소 부담스러우나 이는 뉴럭스의 해외 진출 본격화 시 해소될 전망이다. 또한 2024년에는 ITC 판결, 민사 2심 판결 등 주요 소송 결과들도 확인이 가능할 예정인 만큼 해당 결과에 따라 추가적인 업사이드도 기대 가능하다.



Analyst
이동건

dglee@skc.co.kr
3773-9909

Company Data

발행주식수	730 만주
시가총액	1,613 십억원
주요주주	
정현호(외8)	18.36%
자사주	7.79%

Stock Data

주가(24/01/17)	221,000 원
KOSDAQ	833.05 pt
52주 최고가	307,500 원
52주 최저가	128,000 원
60일 평균 거래대금	15 십억원

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	141	185	195	220	252	301
영업이익	십억원	-37	34	47	26	34	67
순이익(지배주주)	십억원	-30	94	37	21	28	55
EPS	원	-4,229	12,657	4,953	2,660	3,633	6,519
PER	배	-37.9	10.9	25.8	90.6	60.8	33.9
PBR	배	3.5	2.1	1.8	3.4	3.0	3.1
EV/EBITDA	배	-61.7	18.0	15.4	44.7	36.6	21.5
ROE	%	-11.8	29.4	8.9	4.6	6.0	11.0

메디톡스 4Q23 실적 추정

(십억원, %)	4Q23E	4Q22	YoY	3Q23	QoQ	Consen	vs. Consen	Pre	vs. Pre
매출액	66.6	52.3	27.4	58.7	13.5	65.5	1.7	65.2	2.1
영업이익	11.4	16.3	(29.9)	3.6	219.4	12.4	(7.5)	14.4	(20.6)
세전이익	10.2	2.4	324.3	3.4	197.4	13.1	(22.2)	13.1	(21.9)
(지배주주)순이익	8.8	(0.5)	흑전	(2.3)	흑전	10.2	(13.9)	11.2	(21.9)
영업이익률	17.1	31.2		6.1		18.9		22.1	
순이익률	13.2	(0.9)		(4.0)		15.6		17.2	

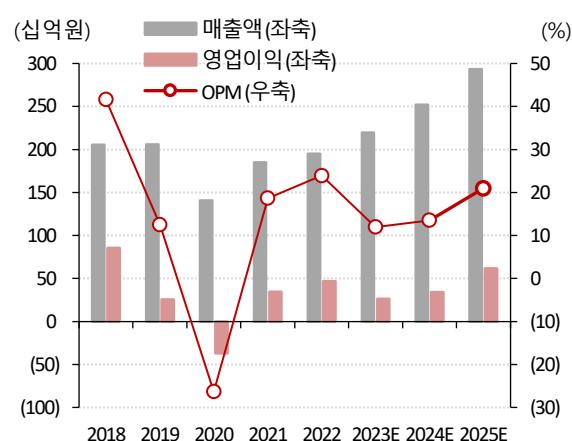
자료: 메디톡스, SK 증권 추정

메디톡스 연결 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	39.8	49.8	53.3	52.3	42.7	51.8	58.7	66.6	195.1	219.7	252.2
YoY	24.9	13.2	(23.7)	33.3	7.3	4.1	10.0	27.4	5.5	12.6	14.8
특신	17.2	23.4	27.9	26.2	16.6	27.9	33.8	39.5	94.7	117.8	144.0
YoY	36.5	25.8	62.2	78.2	(3.5)	19.2	21.1	50.9	50.1	24.4	22.2
내수	11.3	10.0	13.1	9.9	5.0	15.0	17.1	20.8	44.3	57.9	81.0
수출	5.9	13.4	14.8	16.3	11.6	12.9	16.7	18.7	50.4	59.9	62.9
필러	16.1	17.5	18.6	20.6	20.1	17.3	18.1	19.9	72.8	75.4	80.0
YoY	16.7	18.2	64.6	19.8	24.8	(1.1)	(2.7)	(3.5)	27.5	3.6	6.1
내수	3.4	4.5	3.5	4.3	4.3	4.0	4.1	4.7	15.7	17.1	18.8
수출	12.7	13.0	15.1	16.3	15.8	13.3	14.0	15.2	57.1	58.3	61.2
기타 및 마일스톤	6.5	8.9	6.8	5.5	6.0	6.6	6.8	7.2	27.6	26.5	28.2
매출총이익	24.7	32.1	34.9	34.7	24.3	32.6	37.6	41.6	126.4	136.2	159.3
YoY	51.1	56.0	(31.6)	94.1	(1.6)	1.9	7.5	19.9	19.4	7.7	17.0
GPM	62.1	64.4	65.5	66.4	56.9	63.0	64.1	62.5	64.8	62.0	63.2
영업이익	5.5	10.4	14.5	16.3	1.8	9.6	3.6	11.4	46.7	26.3	34.2
YoY	흑전	134.3	(57.2)	2,802.4	(0.7)	(8.0)	(75.4)	(29.9)	35.3	(43.6)	29.8
OPM	13.8	20.9	27.2	31.2	4.1	18.4	6.1	17.1	23.9	12.0	13.5
세전이익	5.3	24.2	17.6	2.4	6.6	9.2	3.4	10.2	49.5	29.4	35.8
YoY	(92.6)	(42.9)	(49.0)	흑전	23.5	(61.9)	(80.5)	324.3	(61.4)	(40.6)	21.8
(지배주주)순이익	5.0	19.2	13.2	(0.5)	5.6	8.6	(2.3)	8.8	37.0	20.6	28.1
YoY	(92.7)	(46.3)	(16.1)	적지	2.6	(57.2)	적전	흑전	(60.7)	(44.4)	36.6
NPM	12.7	38.7	24.8	(0.9)	13.0	16.5	(4.0)	13.2	19.0	9.4	11.1

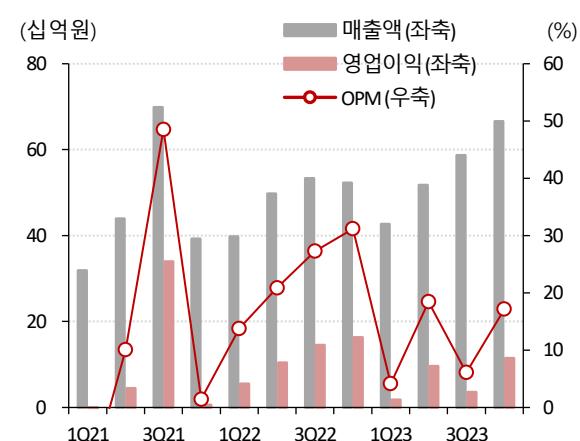
자료: 메디톡스, SK 증권 추정

연간 실적 추이 및 전망



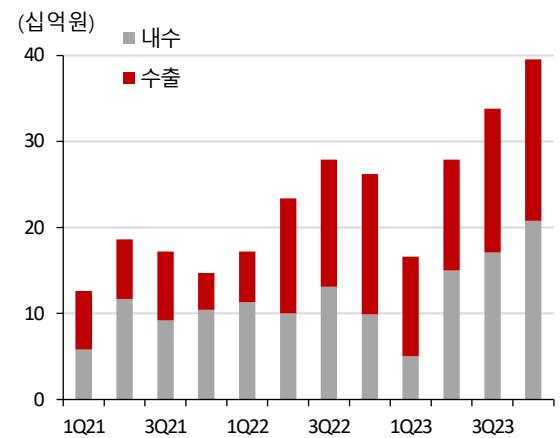
자료: 메디톡스, SK 증권 추정

분기 실적 추이 및 전망



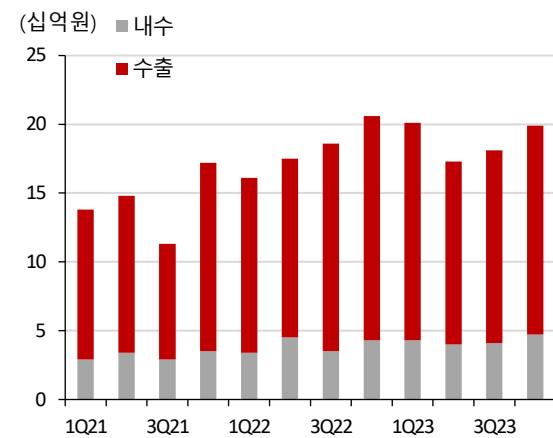
자료: 메디톡스, SK 증권 추정

특신 매출 추이 및 전망



자료: 메디톡스, SK 증권 추정

필러 매출 추이 및 전망



자료: 메디톡스, SK 증권 추정

메디톡스 목표주가 산출

(십억 원, 배, 천주, 원)	비고
1. 영업가치 (A*B)	
A. 메디톡스 2024F EBITDA	48.9
B. Target EV/EBITDA	17.4
2. 비영업가치 (C+D+E+F+G)	
C. MT10109L(미국, 중동)	2,002.3
D. 뉴럭스(미국)	-
E. 뉴로녹스(중국)	-
F. Evolus 지분가치	35.6
G. AEON 지분가치	28.6
3. 순차입금	65.0
4. 보통주주식수	7,298
5. 적정주가 산출	
6. 현재 주가	221,000
7. 상승여력	76.5%

자료: Quantwise, SK 증권 추정

메디톡스 보툴리눔 톡신 제품 개요

제품명	판매 용량(유닛)	적응증	특징
메디톡신	50, 100, 150, 200	경부근긴장이상, 눈가주름, 미간주름, 안검경련, 뇌출증후 상지경직, 소아 뇌성마비환자의 첨족기형	<ul style="list-style-type: none"> - 무색투명한 바이알에 동결건조한 백색분말이 충전된 주사제 - 최초로 국산화에 성공한 보툴리눔 톡신 A형 제품 - 사람혈청알부민과 염화나트륨을 함유
이노톡스	25, 50, 100	미간주름	<ul style="list-style-type: none"> - 무색투명한 바이알에 무색투명한 액이 충전된 주사제 - 희석과정 없이 곧바로 시술이 가능해 편의성과 시술이 안정성을 높임 - 단백질로 구성된 보툴리눔 톡신의 구조적 안정성을 개선시켜 효과의 지속기간 증가 - 보툴리눔 톡신에서 효능에 관여하지 않는 비독소 단백질을 제거, 신경독소만을 정제해 항체 형성에 따른 내성 발현으로 제품의 지속성이 감소하는 효과를 개선 - 사람혈청알부민을 안정화제로 사용하지 않아 혈액유래 병원균과 전염성 미생물에 감염될 수 있는 가능성 감소
코어톡스	100	미간주름, 뇌출증후 상지경직	<ul style="list-style-type: none"> - 무색투명한 바이알에 동결건조한 백색분말이 충전된 주사제 - 보툴리눔 톡신에서 효능에 관여하지 않는 비독소 단백질을 제거, 신경독소만을 정제해 항체 형성에 따른 내성 발현으로 제품의 지속성이 감소하는 효과를 개선 - 사람혈청알부민을 안정화제로 사용하지 않아 혈액유래 병원균과 전염성 미생물에 감염될 수 있는 가능성 감소
뉴럭스	100	미간주름	<ul style="list-style-type: none"> - 무색투명한 바이알에 동결건조한 백색분말이 충전된 주사제 - 개선된 최신 공정을 적용해 불순물에 의한 오염 가능성을 낮춤 - 균주 배양 과정에서 비동물성 배지만 사용, 화학물질 처리 과정을 원천 배제하여 독소 단백질의 변성을 최소화함으로써 제품 안정성 높임

자료: 메디톡스, SK 증권 정리

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	161	135	132	132	160
현금및현금성자산	72	21	4	1	18
매출채권 및 기타채권	41	52	46	49	53
재고자산	33	53	63	61	64
비유동자산	417	461	449	457	471
장기금융자산	102	122	103	105	107
유형자산	206	209	206	205	206
무형자산	12	26	27	29	30
자산총계	578	596	581	589	631
유동부채	108	135	96	85	81
단기금융부채	78	101	66	56	50
매입채무 및 기타채무	12	13	12	11	14
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	66	27	20	20	20
장기금융부채	55	22	19	19	19
장기매입채무 및 기타채무	8	5	5	5	5
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	174	163	116	105	101
지배주주지분	399	428	459	479	524
자본금	3	4	4	4	4
자본잉여금	114	113	113	113	113
기타자본구성요소	-81	-96	-77	-77	-77
자기주식	-89	-106	-88	-88	-88
이익잉여금	364	401	414	433	479
비지배주주지분	4	6	5	5	5
자본총계	404	434	465	484	529
부채와자본총계	578	596	581	589	631

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	17	26	30	42	66
당기순이익(손실)	93	37	21	28	55
비현금성항목등	-29	37	26	25	32
유형자산감가상각비	15	13	13	13	13
무형자산상각비	3	2	2	2	2
기타	-47	22	12	10	17
운전자본감소(증가)	-30	-30	-8	-3	-6
매출채권및기타채권의감소(증가)	4	-23	6	-3	-4
재고자산의감소(증가)	1	-19	-11	2	-3
매입채무및기타채무의증가(감소)	1	1	-2	-0	2
기타	-36	12	-2	-1	-1
법인세납부	-18	-19	-9	-8	-15
투자활동현금흐름	-25	-35	18	-24	-30
금융자산의감소(증가)	-6	0	19	-1	-1
유형자산의감소(증가)	-16	-10	-10	-12	-13
무형자산의감소(증가)	-4	-15	-3	-3	-4
기타	2	-10	11	-8	-12
재무활동현금흐름	-23	-24	-31	-21	-18
단기금융부채의증가(감소)	-19	-13	-35	-10	-6
장기금융부채의증가(감소)	-1	-1	-3	0	0
자본의증가(감소)	65	-1	0	0	0
배당금지급	0	-8	-8	-9	-10
기타	-69	-1	15	-3	-2
현금의 증가(감소)	28	-51	-16	-3	17
기초현금	44	72	21	4	1
기밀현금	72	21	4	1	18
FCF	1	16	20	31	53

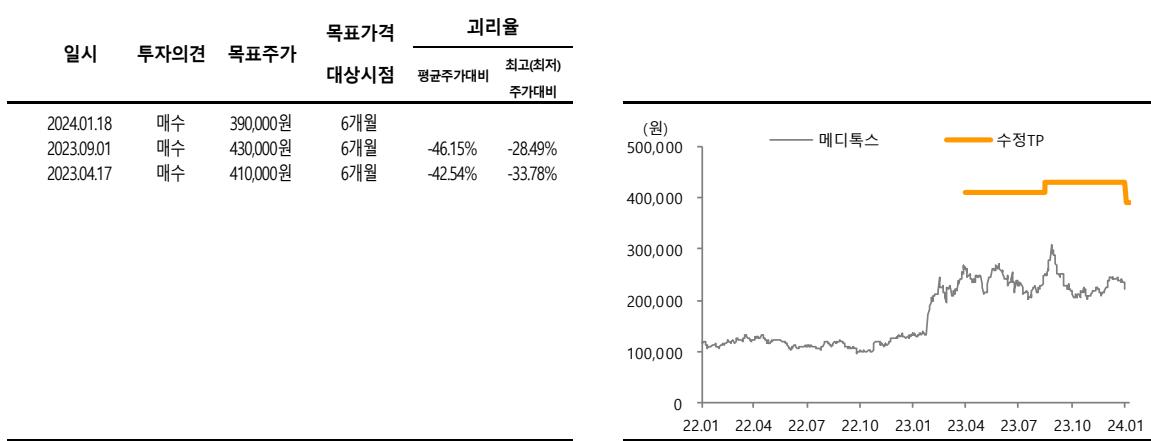
자료 : 메디톡스, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	185	195	220	252	301
매출원가	79	69	84	93	108
매출총이익	106	126	136	159	193
매출총이익률(%)	57.3	64.8	62.0	63.2	64.2
판매비와 관리비	71	80	110	125	126
영업이익	34	47	26	34	67
영업이익률(%)	18.7	23.9	12.0	13.5	22.3
비영업손익	94	3	3	2	3
순금융손익	-4	-2	-3	-3	-2
외환관련손익	2	3	0	0	0
관계기업등 투자손익	-1	-3	-4	-3	-3
세전계속사업이익	128	50	29	36	70
세전계속사업이익률(%)	69.4	25.4	13.4	14.2	23.4
계속사업법인세	35	13	9	8	15
계속사업이익	93	37	21	28	55
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	93	37	21	28	55
순이익률(%)	50.4	18.8	9.3	11.1	18.2
지배주주	94	37	21	28	55
지배주주귀속 순이익률(%)	50.9	19.0	9.4	11.1	18.4
비지배주주	-1	-0	-0	-0	-0
총포괄이익	96	51	21	28	55
지배주주	97	50	20	28	54
비지배주주	-1	1	0	0	1
EBITDA	53	62	41	49	82

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	31.3	5.5	12.6	14.8	19.4
영업이익	흑전	35.3	-43.6	29.8	96.2
세전계속사업이익	흑전	-61.4	-40.6	21.8	96.4
EBITDA	흑전	17.1	-33.5	19.0	67.7
EPS	흑전	-60.9	-46.3	36.6	79.5
수익성 (%)					
ROA	17.8	6.2	3.5	4.8	9.0
ROE	29.4	8.9	4.6	6.0	11.0
EBITDA마진	28.5	31.7	18.7	19.4	27.2
안정성 (%)					
유동비율	149.1	99.9	137.1	155.3	196.1
부채비율	43.1	37.5	25.0	21.7	19.2
순차입금/자기자본	11.8	21.9	15.6	13.4	7.8
EBITDA/이자비용(배)	11.0	26.7	11.7	18.2	33.7
배당성향	0.0	21.7	37.9	30.3	17.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	12,657	4,953	2,660	3,633	6,519
BPS	65,707	71,508	70,687	73,219	72,139
CFPS	15,111	6,975	4,567	5,532	8,276
주당 현금배당금	0	958	1,100	1,200	1,300
Valuation지표 (배)					
PER	10.9	25.8	90.6	60.8	33.9
PBR	2.1	1.8	3.4	3.0	3.1
PCR	9.1	18.4	52.8	39.9	26.7
EV/EBITDA	18.0	15.4	44.7	36.6	21.5
배당수익률	0.0	0.7	0.5	0.5	0.6



Compliance Notice

작성자(이동간)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 01월 18일 기준)

매수	95.35%	중립	4.65%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

휴메딕스 (200670/KQ)

일시적 부진일 뿐 달라지는 건 없다

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 56,000 원(하향)

현재주가: 31,250 원

상승여력: 79.2%

4Q23 Pre: 유지 보수 및 일시적 비용 증가 이슈로 부진한 실적 예상

4Q23 개별 매출액 및 영업이익을 각각 388억원(+18.6% YoY, 이하 YoY 생략), 81억원(+29.8%, OPM 21.0%)으로 추정한다. 컨센서스 및 당사 기준 추정치 대비 매출액은 10% 내외, 영업이익은 30% 이상 하회한 실적이 예상된다. 부진한 실적의 원인은 1) CMO 및 원료의약품 생산 설비의 유지 보수 이슈에 따른 관련 매출 감소 및 가동률 하락에 따른 원가율 상승, 2) 성과급 반영에 따른 인건비 증가, 3) 복합필러 '밸피엔' 임상에 따른 연구개발비 증가에 기인한다. 다만 유지 보수는 12 월을 기점으로 마무리됐으며, 연구개발비 증가 역시 1Q24 까지 반영되는 일시적 비용 증가인 만큼 과도한 우려는 불필요하다.

한편 실적의 Key 인 필러 매출은 145 억원(+45.4%)을 기록할 것으로 예상된다. 특히 수익성이 좋은 해외 필러 매출은 82 억원(+60.0%)이 예상되는 가운데 브라질, 중국과 같은 기존 주요 진출 국가에서의 성장뿐만 아니라 중동, 동남아, 러시아 등 신규 진출 국가들에서의 매출 반영도 가시화되고 있는 만큼 2024년에도 필러 매출 호조는 이어질 전망이다.

해외 필러 매출 고성장 바탕으로 2024년에도 이어질 호실적

2024년 개별 매출액 및 영업이익을 각각 1,788 억원(+15.9%), 532 억원(+32.4%, OPM 29.8%)으로 추정한다. 앞서 언급한 바와 같이 다소 저조한 4Q23 실적의 원인은 대부분 일회성 또는 일시적인 이슈들로 2024년 호실적 전망에는 변수로 작용할 가능성이 극히 낮다. 특히 전사 실적 고성장을 견인하고 있는 해외 필러 매출 고성장은 2024년에도 이어질 전망이다. 2024년 필러 매출액은 615 억원(+20.9%), 이중 해외 필러 매출은 359 억원(+30.0%)으로 추정된다. 2023년 필러 매출 호조를 견인한 브라질 매출 고성장세는 이어지는 가운데 신규 진출 지역인 중동, 동남아, 러시아, CIS 국가들에서의 매출도 본격화될 예정이다. 고마진의 해외 필러 매출 고성장은 전사 수익성에도 긍정적 기여가 가능, 약 30% 안팎의 전사 영업이익률 달성이 기대된다.

목표주가는 소폭 하향하나 여전히 매력적인 밸류에이션, 저가 매수 유효

목표주가는 실적 추정치 조정을 반영해 5.6 만원으로 하향한다. 2024년 예상 순이익에 Target PER 14.2 배(국내 Peer 평균 대비 10% 할인)를 적용했다. 현 주가는 2024년 예상 PER 7.9 배 거래 중으로 여전히 과도한 저평가 구간이다. 저가 매수 유효 판단한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	80	94	123	154	179	207
영업이익	십억원	12	12	26	40	53	64
순이익(지배주주)	십억원	13	9	21	29	44	53
EPS	원	1,332	902	2,116	2,607	3,945	4,737
PER	배	17.8	26.6	13.1	12.9	7.9	6.6
PBR	배	1.7	1.6	1.7	2.0	1.5	1.3
EV/EBITDA	배	10.2	10.1	6.5	6.5	4.2	3.0
ROE	%	11.5	7.4	16.1	19.5	24.6	24.0

주가 및 상대수익률



휴메딕스 4Q23 실적 추정

(십억원, %)	4Q23E	4Q22	YoY	3Q23	QoQ	Consen	vs. Consen	Pre	vs. Pre
매출액	38.8	32.7	18.6	39.7	(2.3)	42.4	(8.5)	44.5	(12.9)
영업이익	8.1	6.3	29.8	11.4	(28.4)	12.1	(32.8)	13.4	(39.1)
세전이익	7.8	(0.7)	흑전	11.3	(31.2)	11.8	(33.9)	13.0	(40.1)
(지배주주)순이익	6.2	(1.9)	흑전	7.2	(13.5)	9.2	(32.2)	10.4	(40.1)
영업이익률	21.0	19.2		28.6		28.6		30.1	
순이익률	16.1	-		18.2		21.7		23.4	

자료: 휴메딕스, Quantwise, SK 증권 추정

휴메딕스 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	26.9	31.7	31.9	32.7	36.1	39.8	39.7	38.8	123.2	154.3	178.8
YoY	23.8	45.0	39.4	20.0	34.5	25.3	24.3	18.6	31.5	25.3	15.9
제품 매출	18.9	23.4	22.8	24.7	27.3	29.3	30.8	29.2	89.8	116.5	139.2
필러	6.9	7.8	9.7	10.0	11.3	11.4	13.7	14.5	34.3	50.9	61.5
내수	3.4	5.3	4.5	4.9	5.5	5.3	6.1	6.4	18.1	23.3	25.6
수출	3.5	2.5	5.2	5.1	5.8	6.1	7.6	8.2	16.3	27.6	35.9
전문의약품	3.5	5.3	3.9	5.8	6.6	7.2	6.7	4.1	18.5	24.6	28.7
안과용제	3.5	5.4	4.8	4.7	4.7	5.7	4.3	4.9	18.5	19.6	20.2
관절염치료제	2.0	1.7	2.0	1.9	2.4	1.6	2.8	2.7	7.6	9.5	10.4
화장품 등	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.7	1.3	1.5	0.6	3.7	6.3
원료의약품	2.8	2.8	2.2	1.9	2.1	2.4	1.8	1.1	9.7	7.5	11.3
제품 기타	0.1	0.2	0.1	0.2	0.0	0.2	0.2	0.2	0.6	0.7	0.7
상품	6.3	8.1	8.7	7.8	8.6	10.3	8.7	9.4	30.8	36.9	38.7
기타	0.1	0.2	0.1	0.2	0.0	0.2	0.2	0.2	0.6	0.7	0.7
매출총이익	11.3	14.1	14.7	14.6	16.7	18.8	19.3	18.5	54.6	73.3	88.2
YoY	37.8	74.9	91.5	33.5	48.1	33.1	31.6	27.0	56.9	34.2	20.3
GPM	42.0	44.4	46.1	44.6	46.2	47.2	48.8	47.8	44.4	47.5	49.3
영업이익	4.3	7.6	7.8	6.3	9.3	11.4	11.4	8.1	26.0	40.2	53.2
YoY	62.7	180.4	204.0	47.5	116.0	49.4	44.7	29.8	113.5	54.3	32.4
OPM	16.0	24.0	24.6	19.2	25.8	28.7	28.6	21.0	21.1	26.0	29.8
세전이익	12.3	9.3	8.1	(0.7)	13.9	3.6	11.3	7.8	29.0	36.6	55.4
YoY	306.5	234.9	197.7	적전	13.0	(61.4)	40.3	흑전	188.1	26.3	51.3
당기순이익	11.4	5.4	6.2	(1.9)	11.1	3.3	7.2	6.2	21.2	29.3	44.3
YoY	365.0	108.0	179.6	적전	(2.9)	(39.3)	16.2	흑전	135.3	38.4	51.3
NPM	42.5	17.0	19.5	(5.7)	30.7	8.2	18.2	16.1	17.2	19.0	24.8

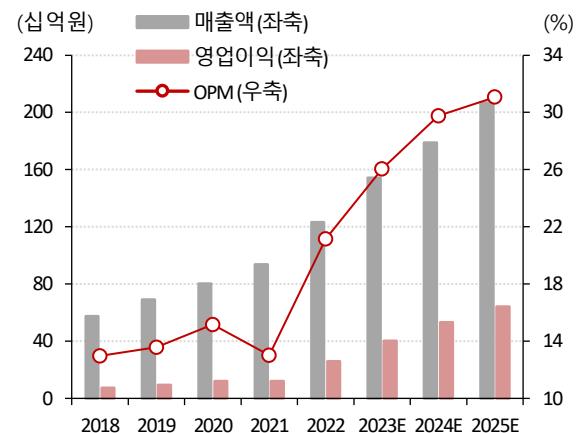
자료: 휴메딕스, SK 증권 추정

휴메딕스 목표주가 산출

(십억원, 배, 천주, 원)		비고
1. 기업가치 (A+B)	629.8	
A. 휴메딕스 12MF 순이익	44.3	
B. Target PER	14.2	국내 에스테틱 의료기기 기업 평균 2024F PER 10% 할인
2. 보통주주식수	11,230	보수적으로 잔여 CB 100% 전환 가정
3. 적정주가 산출	56,000	
4. 현재 주가	31,250	2024년 1월 17일 종가
5. 상승여력	79.2%	

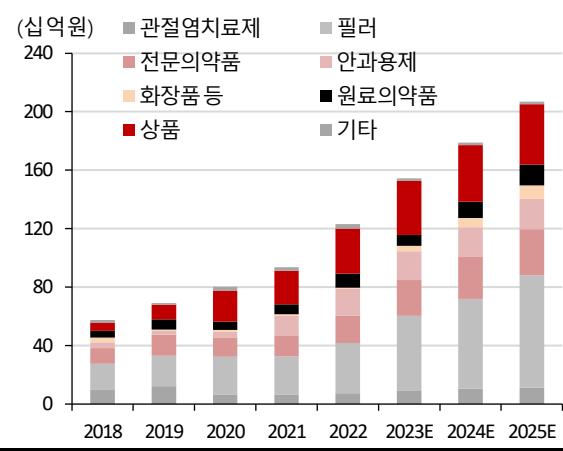
자료: Quantwise, SK 증권 추정

휴메딕스 연간 실적 추이 및 전망



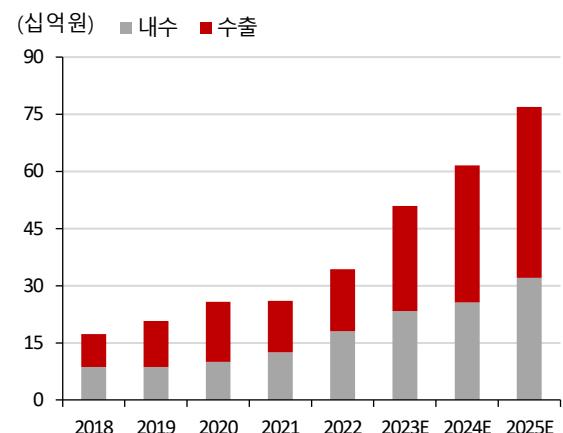
자료: 휴메딕스, SK 증권 추정

휴메딕스 연간 품목별 매출 추이 및 전망



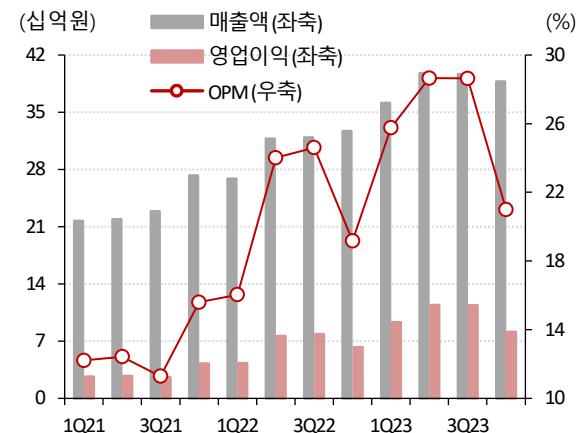
자료: 휴메딕스, SK 증권 추정

휴메딕스 필러 연간 매출액 추이 및 전망



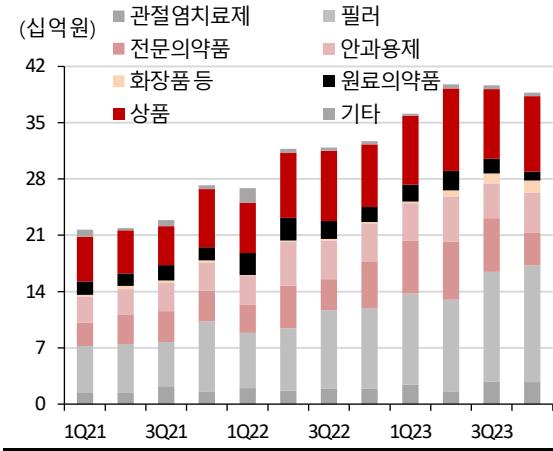
자료: 휴메딕스, SK 증권 추정

휴메딕스 분기 실적 추이 및 전망



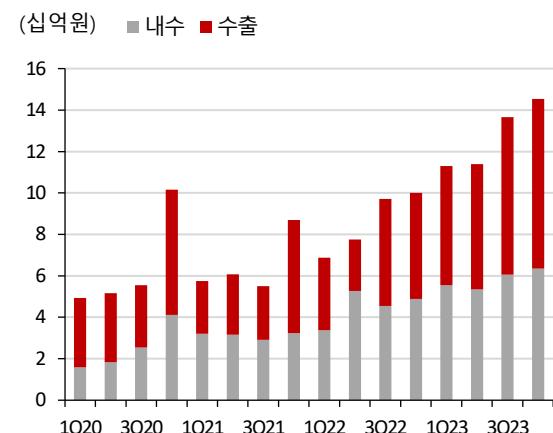
자료: 휴메딕스, SK 증권 추정

휴메딕스 분기 품목별 매출 추이 및 전망



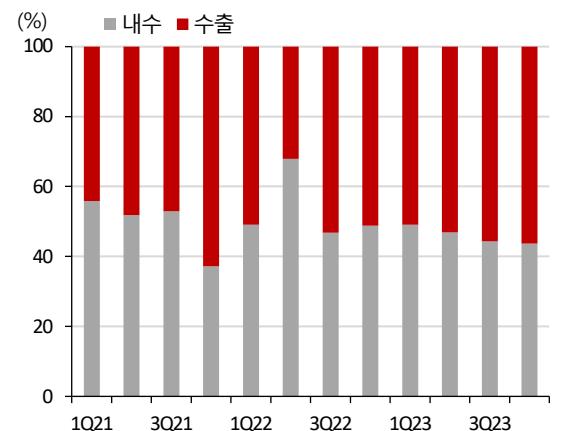
자료: 휴메딕스, SK 증권 추정

휴메딕스 필러 분기 매출액 추이 및 전망



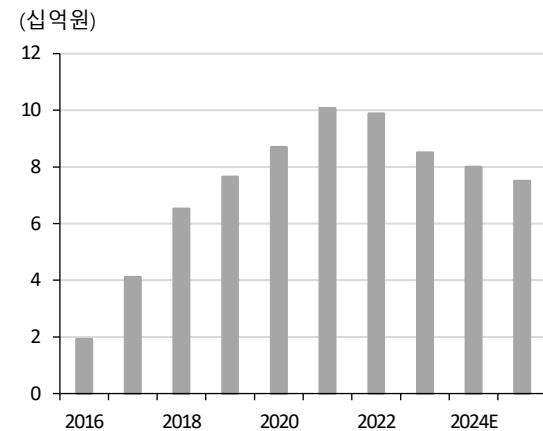
자료: 휴메딕스, SK 증권 추정

필러 분기 지역별 매출 비중 추이 및 전망



자료: 휴메딕스, SK 증권 추정

연간 감가상각비 추이 및 전망



자료: 휴메딕스, SK 증권 추정

종합 에스테틱 솔루션 기업으로의 도약

The Past

필러 사업 시장 확대



The Future

에스테틱 포트폴리오 강화



자료: 휴메딕스, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	100	141	135	167	217
현금및현금성자산	9	91	76	102	143
매출채권 및 기타채권	23	22	23	24	26
재고자산	16	21	26	31	35
비유동자산	96	87	79	75	71
장기금융자산	16	18	18	18	19
유형자산	54	50	43	38	35
무형자산	3	3	3	2	2
자산총계	196	227	215	242	288
유동부채	38	85	50	40	41
단기금융부채	25	61	24	12	11
매입채무 및 기타채무	7	11	11	12	12
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	34	3	3	3	3
장기금융부채	32	2	2	2	2
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	72	88	53	43	44
지배주주지분	124	139	161	199	244
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	88	90	90	90	90
기타자본구성요소	-25	-36	-36	-36	-36
자기주식	-22	-28	-28	-28	-28
이익잉여금	55	80	102	140	185
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	124	139	161	199	244
부채와자본총계	196	227	215	242	288

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	18	37	34	49	56
당기순이익(손실)	9	21	29	44	53
비현금성항목등	19	22	18	19	20
유형자산감가상각비	11	11	9	8	7
무형자산상각비	0	1	0	0	0
기타	7	11	9	11	13
운전자본감소(증가)	-10	-4	-5	-4	-4
매출채권및기타채권의감소(증가)	-5	-0	-1	-1	-1
재고자산의감소(증가)	-2	-7	-5	-4	-5
매입채무및기타채무의증가(감소)	-0	3	1	1	1
기타	-2	-0	1	1	1
법인세납부	-0	-2	-7	-11	-13
투자활동현금흐름	-48	55	-4	-4	-5
금융자산의감소(증가)	-37	41	-2	-1	-1
유형자산의감소(증가)	-13	-7	-2	-3	-4
무형자산의감소(증가)	0	0	0	0	0
기타	1	21	-0	-0	-0
재무활동현금흐름	20	-5	-44	-19	-9
단기금융부채의증가(감소)	-20	0	-36	-12	-1
장기금융부채의증가(감소)	44	-1	0	0	0
자본의증가(감소)	0	1	0	0	0
배당금지급	-4	4	-7	-7	-8
기타	-0	-1	0	-0	0
현금의 증가(감소)	-11	81	-14	25	42
기초현금	20	9	91	76	102
기밀현금	9	91	76	102	143
FCF	5	30	32	46	53

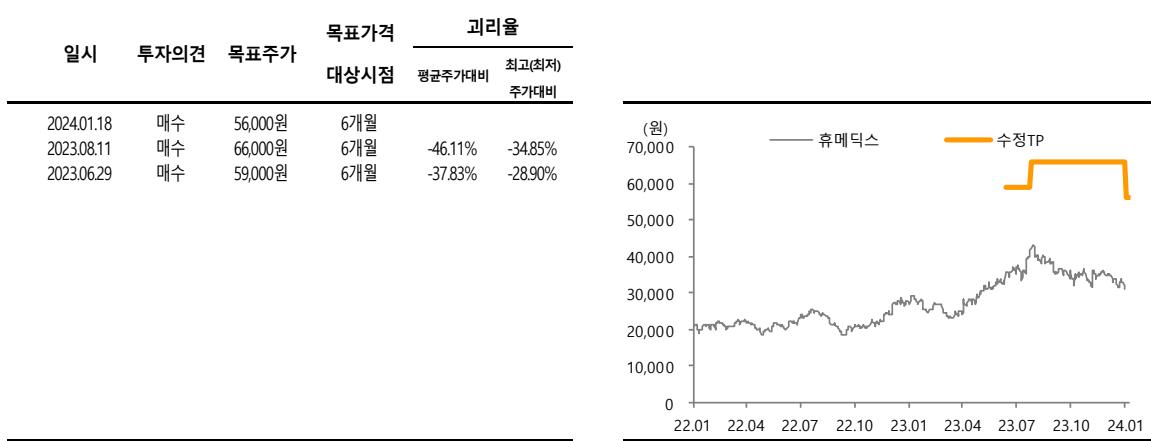
자료 : 휴메딕스, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	94	123	154	179	207
매출원가	59	69	81	91	104
매출총이익	35	55	73	88	103
매출총이익률(%)	37.2	44.4	47.5	49.3	49.8
판매비와 관리비	23	29	33	35	39
영업이익	12	26	40	53	64
영업이익률(%)	13.0	21.1	26.0	29.8	31.1
비영업손익	-2	-5	-4	2	2
순금융손익	-2	-1	-2	-0	0
외환관련손익	0	1	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	1	-1	-1	-1
세전계속사업이익	10	21	37	55	67
세전계속사업이익률(%)	10.4	17.2	23.7	31.0	32.2
계속사업법인세	1	8	7	11	13
계속사업이익	9	21	29	44	53
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	9	21	29	44	53
순이익률(%)	9.6	17.2	19.0	24.8	25.7
지배주주	9	21	29	44	53
지배주주귀속 순이익률(%)	9.6	17.2	19.0	24.8	25.7
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	9	21	29	44	53
지배주주	9	21	29	44	53
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	23	38	50	61	72

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	16.6	31.5	25.3	15.9	15.6
영업이익	0.1	113.5	54.3	32.4	20.7
세전계속사업이익	-30.5	118.0	72.9	51.3	20.1
EBITDA	7.4	60.3	32.2	23.7	16.5
EPS	-32.3	134.6	23.2	51.3	20.1
수익성 (%)					
ROA	5.1	10.0	13.3	19.4	20.1
ROE	7.4	16.1	19.5	24.6	24.0
EBITDA마진	25.0	30.5	32.2	34.3	34.6
안정성 (%)					
유동비율	263.8	165.8	268.6	419.5	535.2
부채비율	58.2	63.3	33.1	21.7	18.0
순차입금/자기자본	-2.0	-24.3	-35.6	-48.3	-57.5
EBITDA/이자비용(배)	10.5	11.9	19.4	52.1	89.7
배당성향	41.8	21.6	21.3	16.4	15.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	902	2,116	2,607	3,945	4,737
BPS	14,603	16,688	16,828	20,173	24,217
CFPS	2,026	3,265	3,449	4,674	5,386
주당 현금배당금	400	500	600	700	800
Valuation지표 (배)					
PER	26.6	13.1	12.9	7.9	6.6
PBR	1.6	1.7	2.0	1.5	1.3
PCR	11.8	85	98	6.7	5.8
EV/EBITDA	10.1	65	65	42	3.0
배당수익률	1.7	1.8	1.8	2.2	2.5



Compliance Notice

작성자(이동간)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 01월 18일 기준)

매수	95.35%	중립	4.65%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

티앤엘 (340570/KQ)

더 걱정할 건 없다

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 60,000 원(하향)

현재주가: 43,350 원

상승여력: 38.4%

4Q23 Pre: 2Q23 역기저 부담은 지속되나 1Q24 기점 회복세 기대

4Q23 연결 매출액 및 영업이익을 각각 223 억원(-1.8% YoY, 이하 YoY 생략), 55 억원(+4.0%, OPM 24.6%)으로 추정한다. 시장 컨센서스 대비 약 15% 하회한 실적이 예상되나, 최근 하향 조정되고 있는 컨센서스 트렌드에는 부합할 전망이다.

창상피복재 매출은 184 억원(-5.9%, -30.5% QoQ)을 전망한다. 내수 매출액은 소폭 성장세를 이어가겠으나, 수출은 110 억원(-12.0%)으로 QoQ 감소세가 이어질 것으로 예상된다. 감소세 지속의 주요 원인은 트러블 케어 패치 글로벌 파트너사인 Church & Dwight 의 북미 오프라인 침투 확대를 위한 선제적 재고 확보 목적의 공급 물량이 2Q23 실적에 크게 반영됐기 때문이다. 통상적으로 재고 소진까지 2~3 개 분기가 소요된다는 점 감안 시 2Q23 공급된 물량의 소진이 이뤄질 것으로 기대되는 1Q24~2Q24 이전까지의 공급 물량은 감소가 불가피했다.

2024년 실적은 '상고하저' 패턴 예상. 1Q24 부터 리스트킹 수요 확인

2024년 연결 매출액 및 영업이익은 각각 1,315 억원(+13.5%), 406 억원(+14.9%, OPM 30.9%)으로 추정한다. 2H23 실적 부진의 원인이었던 2Q23 파트너사향 트러블 케어 패치 선제적 재고 공급 물량은 통상적으로 재고 소진까지 약 2~3 개 분기가 소요된다 는 점 감안 시 1Q24 기점으로 리스트킹(재고 확충) 수요가 확인되고 있다. 이에 따라 2Q24 실적을 고점으로 2023년과 유사한 '2Q>1Q>3Q>4Q'의 실적 패턴이 예상된다. 다만 파트너사의 선제적 재고 확보 규모는 2023년과는 달리 편차가 드라마틱하지는 않을 것으로 예상되는 만큼 실적 안정성은 다시금 높아질 전망이다. 한편 2H23 유럽 트러블 케어 패치 시장 진출을 개시했으나 매출은 아직 초기인 만큼 미미한 수준인 것으로 파악된다. 다만 최근 SNS 등을 통해 'Mighty Patch' 브랜드의 유럽 내 주목도가 높아지고 있고, 과거 북미 진출 당시에도 출시 이후 3년차부터 본격적인 매출 성장이 확인됐던 만큼 유럽 성과는 2025년부터 가시화될 전망이다.

보수적 추정치 반영해 목표주가 6만원으로 하향. 저평가 매력 높아

목표주가는 실적 추정치 조정을 반영해 6만원으로 하향한다. 목표주가는 2024년 예상 순이익에 Target PER 14.3 배(국내 Peer 평균 대비 15% 할인)를 적용해 도출했다. 현 주가는 2024년 예상 PER 10.3배 거래 중이다. 저평가 매력은 높다고 판단한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	41	72	82	116	131	151
영업이익	십억원	10	22	24	35	41	48
순이익(지배주주)	십억원	10	20	21	30	34	40
EPS	원	1,235	2,410	2,598	3,746	4,217	4,908
PER	배	17.3	19.6	13.9	10.7	10.3	8.8
PBR	배	2.4	4.3	2.7	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA	배	12.9	14.5	9.9	7.4	7.0	5.6
ROE	%	19.1	24.2	21.5	25.5	23.2	22.1

주가 및 상대수익률



티엔엘 4Q23 실적 추정

(십억원, %)	4Q23E	4Q22	YoY	3Q23	QoQ	Consen	vs. Consen	Previous	vs. Pre
매출액	22.3	22.7	(1.8)	30.0	(25.8)	26.0	(14.4)	31.5	(29.3)
영업이익	5.5	5.3	4.0	8.4	(35.0)	6.4	(14.3)	7.8	(29.7)
세전이익	6.0	4.7	28.6	9.6	(37.7)	8.8	(32.0)	8.8	(32.0)
(지배주주)순이익	4.9	4.3	14.6	7.7	(35.9)	6.0	(17.6)	7.1	(30.9)
영업이익률	24.6	23.2		28.1		24.6		24.8	
순이익률	22.0	18.8		25.5		22.9		22.5	

자료: 티엔엘, FnGuide, SK 증권 추정

티엔엘 연결 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	14.8	23.6	20.5	22.7	27.0	36.5	30.0	22.3	81.6	115.8	131.5
YoY	1.4	41.3	12.0	1.7	82.8	54.3	46.7	(1.8)	13.5	42.0	135
수출 비중	52.3	62.5	62.0	61.9	71.6	76.1	72.0	57.3	60.3	70.4	72.8
창상피복재	12.0	19.8	16.9	19.6	23.2	33.6	26.5	18.4	68.4	101.7	116.8
YoY	6.7	41.5	11.4	3.8	93.1	69.1	56.4	(5.9)	15.2	48.7	14.8
하이드로콜로이드	8.9	14.5	12.7	13.3	16.3	24.9	20.7	11.1	49.4	73.0	82.4
플리우레탄 품	2.2	3.0	3.2	3.0	3.0	3.1	2.1	3.1	11.3	11.3	11.9
기타(마이크로니들 포함)	0.8	2.3	0.9	3.1	3.8	5.3	3.5	3.9	7.1	16.5	21.5
상품	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.4	0.5	0.9	1.0
정형외과용 고정제	1.8	2.6	2.3	2.0	2.2	1.3	1.9	2.3	8.7	7.7	8.0
YoY	(6.8)	44.0	9.9	(15.6)	20.9	(48.2)	(15.9)	11.6	5.9	(11.4)	3.4
제품	0.8	1.2	0.4	1.4	1.0	0.9	0.9	1.2	3.7	4.1	4.2
상품	1.1	1.4	1.9	0.6	1.2	0.4	1.0	1.0	5.0	3.7	3.8
기타	0.9	1.2	1.2	1.2	1.6	1.5	1.7	1.6	4.5	6.4	6.7
매출총이익	6.5	10.3	8.4	9.1	11.2	15.3	11.8	9.4	34.2	47.7	55.1
YoY	19.7	33.8	(5.7)	63	72.5	49.2	40.8	33	12.1	39.4	15.6
GPM	43.9	43.5	41.0	39.9	41.4	42.1	39.3	42.0	41.9	41.2	41.9
영업이익	4.7	8.3	6.1	5.3	8.9	12.6	8.4	5.5	24.3	35.3	40.6
YoY	30.5	33.7	(12.3)	(5.9)	89.5	52.3	38.1	4.0	8.9	45.4	14.9
OPM	31.6	34.9	29.9	23.2	32.7	34.5	28.1	24.6	29.8	30.5	30.9
세전이익	5.0	9.0	6.9	4.7	9.5	13.0	9.6	6.0	25.6	38.1	42.8
YoY	25.3	44.3	(7.6)	(19.0)	89.4	43.4	40.3	28.6	9.1	48.9	12.6
(지배주주)순이익	4.2	7.1	5.5	4.3	7.9	10.0	7.7	4.9	21.1	30.4	34.3
YoY	19.7	42.0	(10.8)	(12.4)	87.2	40.5	39.2	14.6	7.8	44.2	12.6
NPM	28.4	30.2	26.9	18.8	29.1	27.5	25.5	22.0	25.9	26.3	26.1

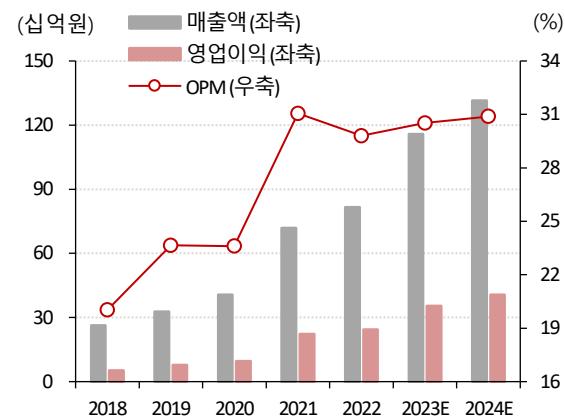
자료: 티엔엘, SK 증권 추정

티엔엘 목표주가 산출

(십억원, 배, 천주, 원, %)		비고
티엔엘 기업가치(A*B)	489.0	
A. 티엔엘 2024F (지배)순이익	34.3	
B. Target PER	14.3	국내 주요 에스테틱 기기/용품 Peer 평균 대비 15% 할인
보통주주식수	8,128	
적정주가 산출	60,000	
현재 주가	43,350	2024년 1월 17일 종가
상승여력	38.4%	

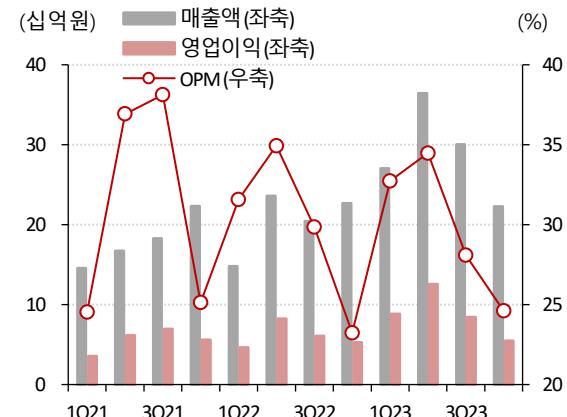
자료: SK 증권 추정

티앤엘 연간 실적 추이 및 전망



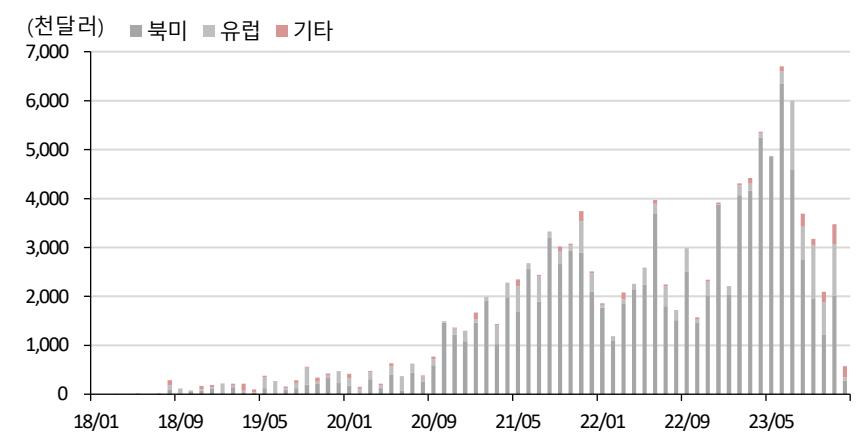
자료: 티앤엘, SK 증권 추정

티앤엘 분기 실적 추이 및 전망



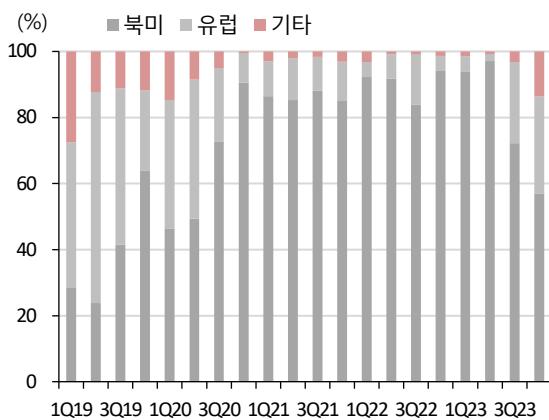
자료: 티앤엘, SK 증권 추정

티앤엘 월별 창상피복재 수출 통관데이터



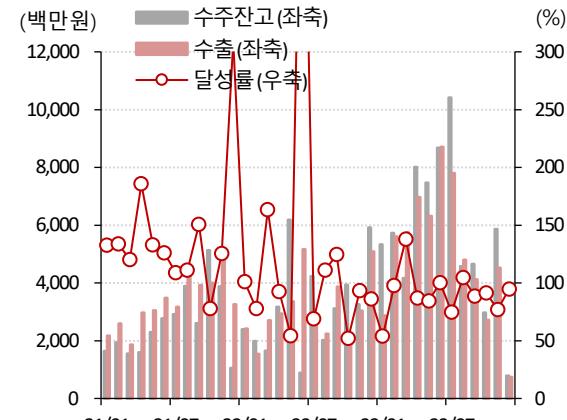
자료: Trass, SK 증권 / 주: 경기도 안성시 기준

티앤엘 분기별 지역별 창상피복재 수출 비중 추이



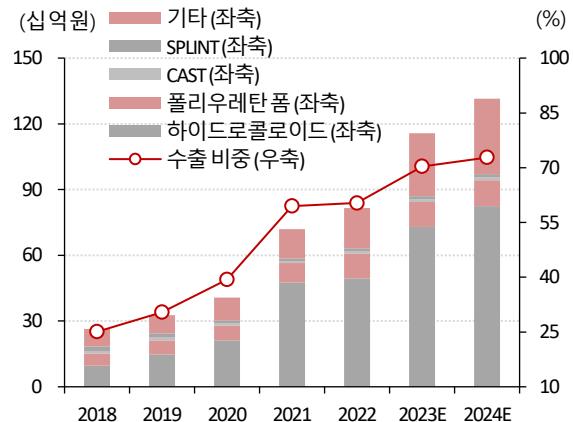
자료: Trass, SK 증권 / 주: 경기도 안성시 기준

티앤엘 창상피복재 수주잔고 및 수출액 추이



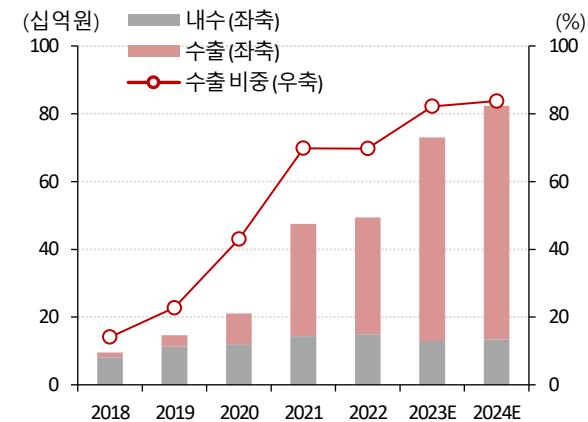
자료: 티앤엘, Trass, SK 증권 / 주: 1,300 원/달러 기준

제품군별 매출 및 수출 비중 추이 및 전망



자료: 티엔엘, SK 증권 추정

하이드로콜로이드 매출액 추이 및 전망



자료: 티엔엘, SK 증권 추정

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	52	59	82	106	133
현금및현금성자산	17	21	26	42	61
매출채권 및 기타채권	8	14	20	23	26
재고자산	7	11	15	17	20
비유동자산	46	58	65	73	82
장기금융자산	1	0	0	0	0
유형자산	43	56	63	70	80
무형자산	2	2	2	2	2
자산총계	98	117	147	178	215
유동부채	7	10	13	14	16
단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무	1	5	8	9	10
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1	1	1	1	2
장기금융부채	0	0	0	0	0
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	8	11	14	15	17
지배주주지분	90	106	133	163	198
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	28	28	28	28	28
기타자본구성요소	0	-2	-2	-2	-2
자기주식	0	-2	-2	-2	-2
이익잉여금	57	75	102	132	167
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	90	106	133	163	198
부채와자본총계	98	117	147	178	215

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	19	15	25	34	39
당기순이익(손실)	20	21	30	34	40
비현금성항목등	6	7	10	11	13
유형자산감가상각비	2	2	3	3	4
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	4	5	7	8	9
운전자본감소(증가)	-5	-8	-8	-4	-4
매출채권및기타채권의감소(증가)	-0	-6	-6	-3	-3
재고자산의감소(증가)	-2	-4	-4	-2	-2
매입채무및기타채무의증가(감소)	-3	4	2	1	1
기타	0	-2	0	0	0
법인세납부	-1	-5	-8	-9	-10
투자활동현금흐름	-15	-5	-14	-13	-16
금융자산의감소(증가)	0	9	-5	-2	-3
유형자산의감소(증가)	-16	-16	-9	-11	-13
무형자산의감소(증가)	-0	-0	-0	-0	-0
기타	1	1	-0	-0	-0
재무활동현금흐름	-2	-3	-4	-4	-5
단기금융부채의증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채의증가(감소)	-0	-0	0	0	0
자본의증가(감소)	-0	0	0	0	0
배당금지급	-2	-3	4	-4	-5
기타	0	-0	0	0	0
현금의 증가(감소)	2	4	6	16	18
기초현금	15	17	21	26	42
기밀현금	17	21	26	42	61
FCF	3	-1	16	23	26

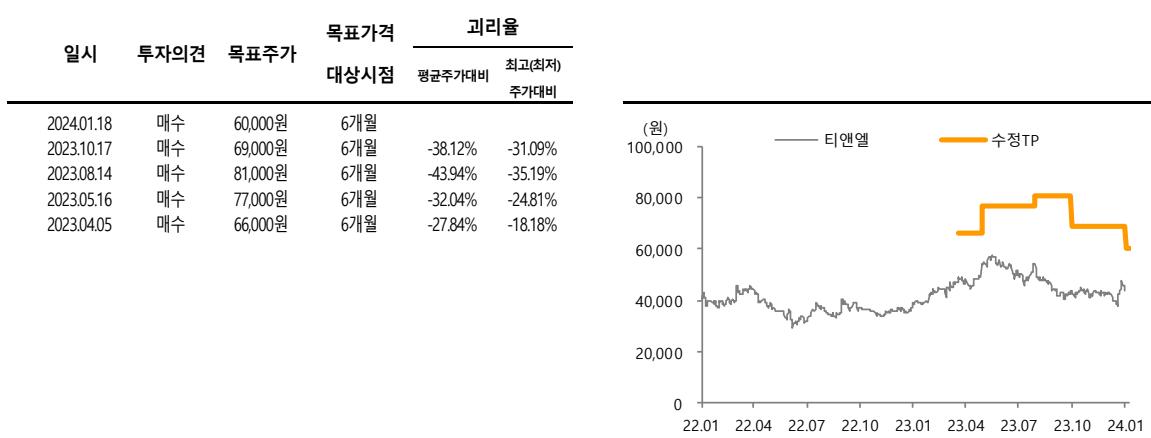
자료 : 티앤엘, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	72	82	116	131	151
매출원가	41	47	68	76	86
매출총이익	31	34	48	55	64
매출총이익률(%)	42.4	41.9	41.2	41.9	42.7
판매비와 관리비	8	10	12	15	17
영업이익	22	24	35	41	48
영업이익률(%)	31.1	29.8	30.5	30.9	31.6
비영업손익	1	1	3	2	2
순금융손익	0	1	0	0	1
외환관련손익	1	0	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	23	26	38	43	50
세전계속사업이익률(%)	32.6	31.3	32.9	32.6	33.1
계속사업법인세	4	4	8	9	10
계속사업이익	20	21	30	34	40
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	20	21	30	34	40
순이익률(%)	27.2	25.9	26.3	26.1	26.5
지배주주	20	21	30	34	40
지배주주귀속 순이익률(%)	27.2	25.9	26.3	26.1	26.5
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	20	21	30	34	40
지배주주	20	21	30	34	40
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	24	26	38	44	51

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	76.9	13.5	42.0	13.5	14.6
영업이익	132.8	8.9	45.4	14.9	17.1
세전계속사업이익	104.2	9.1	48.9	12.6	16.4
EBITDA	121.7	10.0	44.2	14.9	17.2
EPS	95.0	7.8	44.2	12.6	16.4
수익성 (%)					
ROA	22.0	19.6	23.1	21.1	20.3
ROE	24.2	21.5	25.5	23.2	22.1
EBITDA마진	33.4	32.4	32.9	33.3	34.1
안정성 (%)					
유동비율	749.0	604.3	647.1	751.9	847.4
부채비율	9.1	10.3	10.5	9.5	8.7
순차입금/자기자본	-40.4	-30.5	-32.6	-37.8	-41.8
EBITDA/이자비용(배)	6,158.4	788.4	8,583.0	9,371.3	10,615.0
배당성향	16.6	17.2	14.6	14.1	13.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2410	2,598	3,746	4,217	4,908
BPS	11,084	13,281	16,581	20,251	24,563
CFPS	2,617	2,857	4,083	4,605	5,371
주당 현금배당금	400	450	550	600	650
Valuation지표 (배)					
PER	19.6	13.9	10.7	10.3	8.8
PBR	4.3	2.7	2.4	2.1	1.8
PCR	18.1	12.7	9.8	9.4	8.1
EV/EBITDA	14.5	9.9	7.4	7.0	5.6
배당수익률	0.8	1.2	1.4	1.3	1.4



Compliance Notice

작성자(이동간)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 01월 18일 기준)

매수	95.35%	중립	4.65%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

제이브이엠 (054950/KQ)

예상보다도 좋은 실적. 2024년도 매력적

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 37,000 원(유지)

현재주가: 27,900 원

상승여력: 32.6%



Analyst
이동건

dglee@skc.co.kr
3773-9909

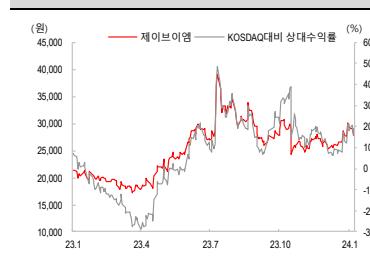
Company Data

발행주식수	1,209 만주
시가총액	337 십억원
주요주주	
한미사이언스	39.19%
자사주	4.73%

Stock Data

주가(24/01/17)	27,900 원
KOSDAQ	833.05 pt
52주 최고가	39,100 원
52주 최저가	17,280 원
60일 평균 거래대금	3 십억원

주가 및 상대수익률



4Q23 Pre: 수익성 좋은 해외 조제시스템 매출 고성장으로 호실적 전망

4Q23 연결 매출액 및 영업이익을 각각 437억원(+11.3% YoY, 이하 YoY 생략), 96억원(+60.7%, OPM 21.9%)으로 추정한다. 매출액은 시장 컨센서스 및 당사 추정치에 부합, 영업이익은 컨센서스를 약 14% 상회한 호실적이 예상된다.

1) 4Q23 조제시스템 매출은 233 억원(+8.8%)을 전망한다. 이중 수출은 133 억원(+22.0%)으로 추정된다. 3Q23 실적 발표 당시 언급한 바와 같이 조제시스템 수출 매출의 인식 시점 지연 이슈로 4Q23 조제시스템 해외 매출이 크게 증가한 것에 기인한다. 한편 유럽 법인은 흑자 전환에 성공한 이후 매출 성장 효과를 바탕으로 영업 레버리지 본격화 구간에 진입한 것으로 파악되며, 이에 따라 유럽 법인 역시 10%대 영업이익률을 달성한 것으로 판단된다. 2) 소모품 매출은 167 억원(+18.5%)을 기록, 안정적 성장세를 이어가고 있는 것으로 파악된다. 3) 수익성 측면에서는, 4Q23 인센티브 반영에 따른 인건비 소폭 증가 및 연구개발비 증가에도 불구하고 고마진의 조제시스템 해외 매출 고성장 및 전사 매출 내 수출 비중 확대를 바탕으로 영업 레버리지 효과가 두드러지게 나타남에 따라 연결 영업이익률은 21.9%를 달성, 어닝 서프라이즈로 이어질 전망이다.

2024년에도 해외 진출 확대 및 MENITH 출시 효과로 고성장 지속

2024년 연결 매출액 및 영업이익을 각각 1,760 억원(+12.1%), 368 억원(+25.0%, OPM 20.9%)으로 추정한다. 2024년에도 유럽, 미국 등 주력 해외 시장에서의 침투가 가속화되는 가운데 차세대 약국 자동화 시스템 '메니스(MENITH)' 출시 효과 등을 바탕으로 고성장 기조를 이어갈 전망이다. 특히 최근 출시된 MENITH는 기존 조제시스템 대비 높은 대당 단가 및 수익성이 기대되는 만큼 매출 반영이 본격화될 2024년 실적에 주목할 필요가 있다. 한편 국내 대비 수익성이 좋은 해외 매출 비중의 확대는 영업 레버리지 극대화로 이어질 전망으로 이를 바탕으로 첫 연간 영업이익률 20%대 달성을 기대된다.

한미사이언스 경영권 분쟁 이슈가 아닌 매력적인 펀더멘탈에 주목

한미약품그룹-OCI그룹 통합 소식 이후 제이브이엠의 주가는 약세를 지속 중이다. 비록 최대주주인 한미사이언스의 경영권 분쟁 이슈에 따른 것으로 판단되나 이는 4Q23 및 2024년 매 분기 호실적이 기대되는 펀더멘탈과 무관한 것인 만큼 과도한 주가 하락으로 판단한다. 2024년 예상 PER 12.2 배 거래 중인 만큼 밸류에이션 매력은 충분하다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	115	116	142	157	176	192
영업이익	십억원	16	12	22	29	37	43
순이익(지배주주)	십억원	10	9	16	24	28	32
EPS	원	864	740	1,303	2,019	2,282	2,661
PER	배	21.8	18.8	15.7	13.1	12.2	10.5
PBR	배	1.4	1.0	1.4	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA	배	10.0	7.6	7.8	7.9	6.8	5.6
ROE	%	8.0	6.4	10.4	14.5	14.5	14.9

제이브이엠 4Q23 실적 추정

(십억원, %)	4Q23E	4Q22	YoY	3Q23	QoQ	Consen	vs. Consen	Pre	vs. Pre
매출액	43.7	39.3	11.3	36.8	18.7	43.3	1.1	43.9	(0.4)
영업이익	9.6	6.0	60.7	5.8	64.5	8.4	14.3	8.8	8.9
세전이익	9.8	4.7	109.9	6.8	44.6	9.0	9.3	9.0	9.3
(지배주주)순이익	8.9	3.0	198.8	5.4	64.9	6.9	28.3	8.1	9.3
영업이익률	21.9	15.2		15.8		19.4		20.0	
순이익률	20.2	7.5		14.6		15.9		18.5	

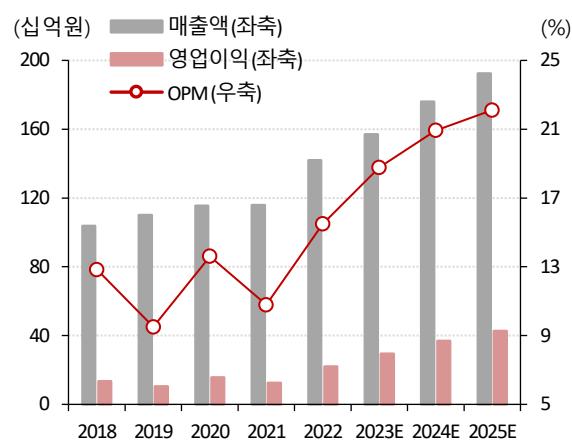
자료: 제이브이엠, Quantwise, SK 증권 추정 / 주: 연결 기준

제이브이엠 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	31.5	37.0	34.2	39.3	37.7	38.7	36.8	43.7	142.0	157.0	176.0
YoY	32.1	36.7	11.7	14.4	19.5	4.6	7.8	11.3	22.6	10.6	12.1
전체 수출	14.6	16.4	16.2	17.9	18.3	18.0	16.4	22.1	65.2	74.7	87.1
수출 비중	46.3	44.4	47.5	45.7	48.5	46.4	44.5	50.5	45.9	47.6	49.5
조제시스템	14.1	17.3	18.2	21.4	18.2	20.0	16.9	23.3	71.0	78.4	89.3
내수	7.2	9.3	9.0	10.5	8.6	9.3	9.0	10.0	35.9	36.9	39.5
수출	6.9	8.1	9.2	10.9	9.6	10.7	7.9	13.3	35.1	41.5	49.8
주요 소모품 외	13.5	16.5	12.2	14.1	15.7	15.0	16.2	16.7	56.2	63.6	71.2
내수	7.8	9.7	6.9	8.9	8.9	9.6	9.5	9.8	33.4	37.8	41.5
수출	5.7	6.7	5.2	5.2	6.8	5.4	6.7	6.9	22.9	25.8	29.7
상품	3.9	3.2	3.8	3.8	3.7	3.8	3.7	3.8	14.7	15.0	15.5
매출총이익	11.0	13.1	12.7	14.4	15.0	14.9	14.0	19.0	51.2	62.9	72.4
YoY	37.8	33.0	27.4	25.3	35.8	14.1	10.1	32.5	30.3	23.0	15.0
GPM	35.0	35.3	37.2	36.6	39.8	38.5	37.9	43.5	36.0	40.1	41.1
영업이익	4.4	5.9	5.7	6.0	7.5	6.6	5.8	9.6	22.0	29.5	36.8
YoY	172.7	76.9	61.8	48.5	69.4	10.9	2.4	60.7	76.0	34.0	25.0
OPM	14.1	16.0	16.6	15.2	19.9	16.9	15.8	21.9	15.5	18.8	20.9
세전이익	4.6	6.2	5.8	4.7	8.2	7.3	6.8	9.8	21.3	32.1	35.4
YoY	145.0	124.4	57.2	337.1	78.4	17.8	16.8	109.9	126.3	50.8	10.2
(지배주주)순이익	3.7	4.6	4.6	3.0	6.9	3.3	5.4	8.9	15.8	24.4	27.6
YoY	97.5	103.9	2.3	675.3	87.7	(26.8)	17.0	198.8	76.0	54.9	13.0
NPM	11.6	12.3	13.4	7.5	18.2	8.6	14.6	20.2	11.1	15.5	15.7

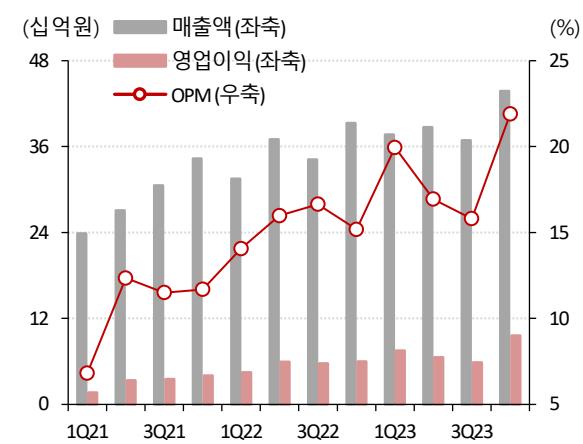
자료: 제이브이엠, SK 증권 추정 / 주: 연결 기준

제이브이엠 연간 실적 추이 및 전망



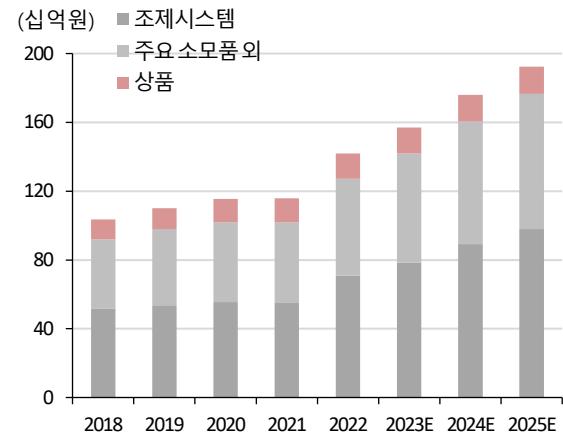
자료: 제이브이엠, SK 증권 추정 / 주: 연결 기준

제이브이엠 분기 실적 추이 및 전망



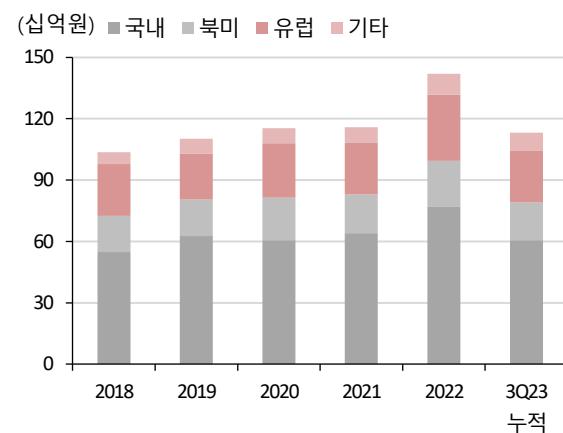
자료: 제이브이엠, SK 증권 추정 / 주: 연결 기준

제이브이엠 연간 품목별 매출 추이 및 전망



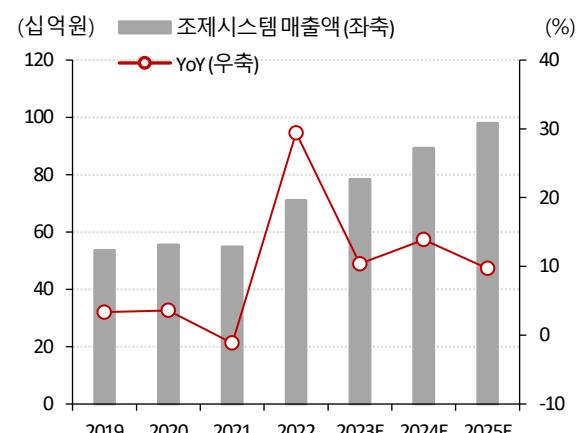
자료: 제이브이엠, SK 증권 추정 / 주: 연결 기준

제이브이엠 연간 지역별 매출 추이



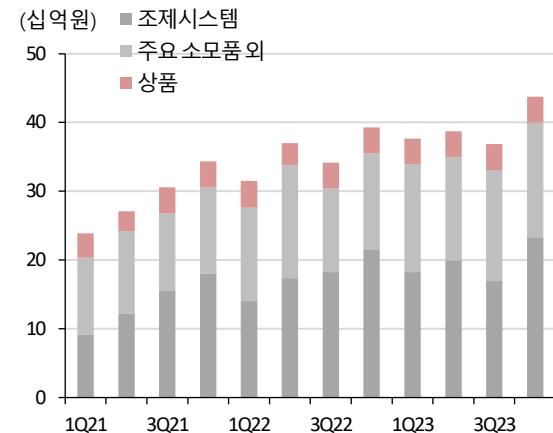
자료: 제이브이엠, SK 증권 / 주: 연결 기준

제이브이엠 조제시스템 매출 추이 및 전망



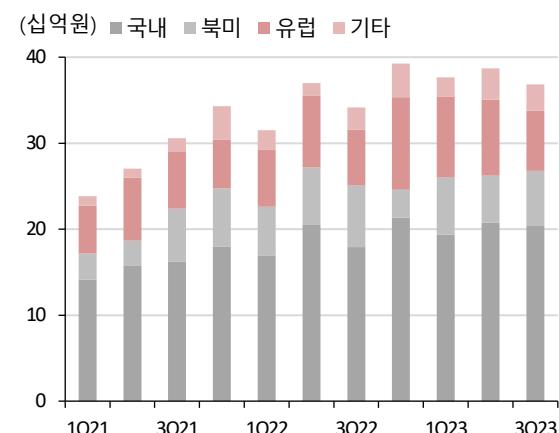
자료: 제이브이엠, SK 증권 추정

제이브이엠 분기 품목별 매출 추이 및 전망



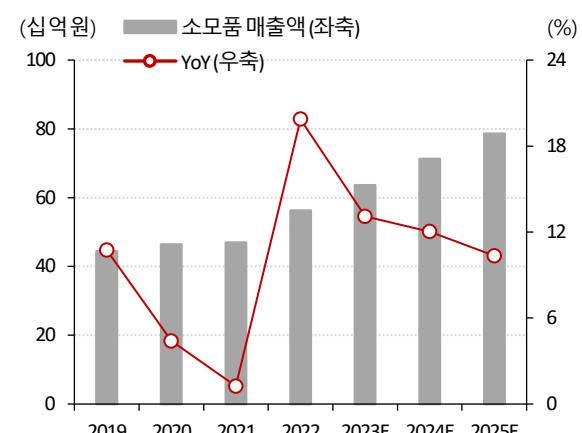
자료: 제이브이엠, SK 증권 추정 / 주: 연결 기준

제이브이엠 분기 지역별 매출 추이



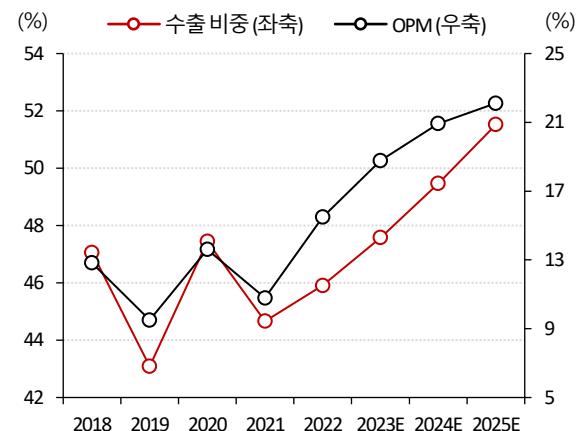
자료: 제이브이엠, SK 증권 / 주: 연결 기준

제이브이엠 주요 소모품 외 매출 추이 및 전망



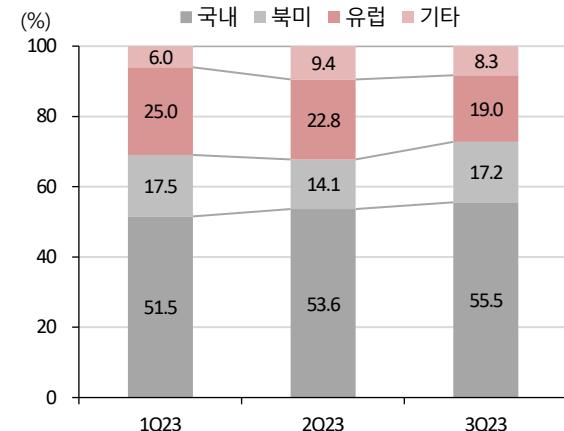
자료: 제이브이엠, SK 증권 추정

제이브이엠 전사 수출 비중 및 영업이익률 추이 및 전망



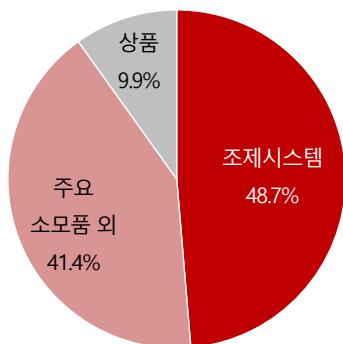
자료: 제이브이엠, SK 증권 추정 / 주: 연결 기준

제이브이엠 분기별 지역별 비중 추이



자료: 제이브이엠, SK 증권 / 주: 연결 기준

제이브이엠 3분기 누적 제품군별 매출 비중



자료: 제이브이엠, SK 증권 / 주: 연결 기준

제이브이엠 주가 추이



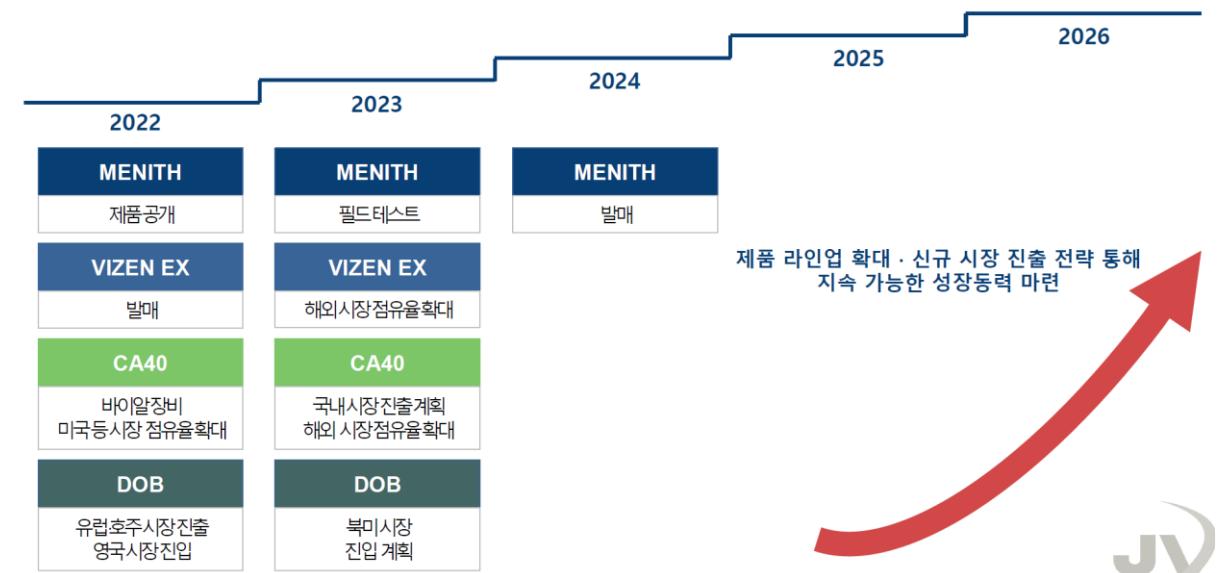
자료: Quantwise, SK 증권

제이브이엠 조제 자동화 사업 신제품 전략

MENITH	 <ul style="list-style-type: none"> ● 차세대 파우치 조제 자동화 시스템 ● 다관절 협동 로봇 팔로 캐니스터 교환 ● 조제 속도 기준 대비 2배 이상 높여 분당 120포 조제 가능 ● 자동 검수 기능 통합하여 효율 극대화 ● 생산성 3배 이상 향상 	VIZEN EX	 <ul style="list-style-type: none"> ● 차세대 파우치 검수 솔루션 ● 기기 내부 탑재된 카메라로 촬영하여 분당 최대 400개 파우치 포 검사 ● 알약 수량, 크기, 모양 등을 처방 내역과 비교 분석 ● 빠른 검수로 생산성 확대 
CA40	 <ul style="list-style-type: none"> ● 약품 카운팅 시스템 (바이알 포장) ● 2020년 캐나다 월마트 약국 입점 ● 캐나다, 미국, 뉴질랜드, 중국 등으로 시장 진출 확대 중 ● 최대 20대까지 확장 가능 	DOB	 <ul style="list-style-type: none"> ● 블리스터카드 포장 조제기 ● 2021년 호주 · 스페인 시장 진출 ● 유럽 · 호주 중심의 재포장 방식 ● 블리스터카드 시장 내 독보적 경쟁력

자료: 제이브이엠, SK 증권

제이브이엠 조제 자동화 사업 포트폴리오 로드맵



자료: 제이브이엠, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	99	119	141	166	195
현금및현금성자산	7	7	15	25	41
매출채권 및 기타채권	18	19	21	23	25
재고자산	24	29	32	36	39
비유동자산	112	112	115	116	118
장기금융자산	11	13	14	14	14
유형자산	70	70	71	72	74
무형자산	5	3	2	2	1
자산총계	211	232	256	282	313
유동부채	64	70	74	77	81
단기금융부채	24	31	32	34	36
매입채무 및 기타채무	28	24	25	26	27
단기충당부채	1	1	1	1	1
비유동부채	4	3	3	3	3
장기금융부채	1	1	1	1	1
장기매입채무 및 기타채무	1	1	1	1	1
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	68	74	77	80	84
지배주주지분	143	158	179	202	228
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	45	45	45	45	45
기타자본구성요소	-24	-24	-24	-24	-24
자기주식	-24	-24	-24	-24	-24
이익잉여금	102	117	138	161	187
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	143	158	179	202	228
부채와자본총계	211	232	256	282	313

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	25	14	26	28	33
당기순이익(순실)	9	16	24	28	32
비현금성항목등	11	14	11	11	12
유형자산감가상각비	4	4	4	4	4
무형자산상각비	1	1	1	1	0
기타	6	9	6	6	7
운전자본감소(증가)	5	-13	-3	-5	-4
매출채권및기타채권의감소(증가)	3	-0	-2	-3	-2
재고자산의감소(증가)	-2	-5	-3	-4	-3
매입채무및기타채무의증가(감소)	3	-5	1	1	1
기타	0	-3	1	1	1
법인세납부	0	-3	-8	-8	-9
투자활동현금흐름	-22	-17	-14	-14	-14
금융자산의감소(증가)	-17	-13	-7	-8	-7
유형자산의감소(증가)	-3	-3	-5	-5	-6
무형자산의감소(증가)	-2	-2	0	0	0
기타	1	1	-3	-0	-0
재무활동현금흐름	-5	3	-2	-3	-4
단기금융부채의증가(감소)	-2	6	2	2	2
장기금융부채의증가(감소)	-0	-1	0	0	0
자본의증가(감소)	-0	0	0	0	0
배당금지급	-2	-2	-3	-5	-6
기타	-0	-0	0	-0	0
현금의 증가(감소)	-1	0	8	10	15
기초현금	8	7	7	15	25
기밀현금	7	7	15	25	41
FCF	23	11	21	22	27

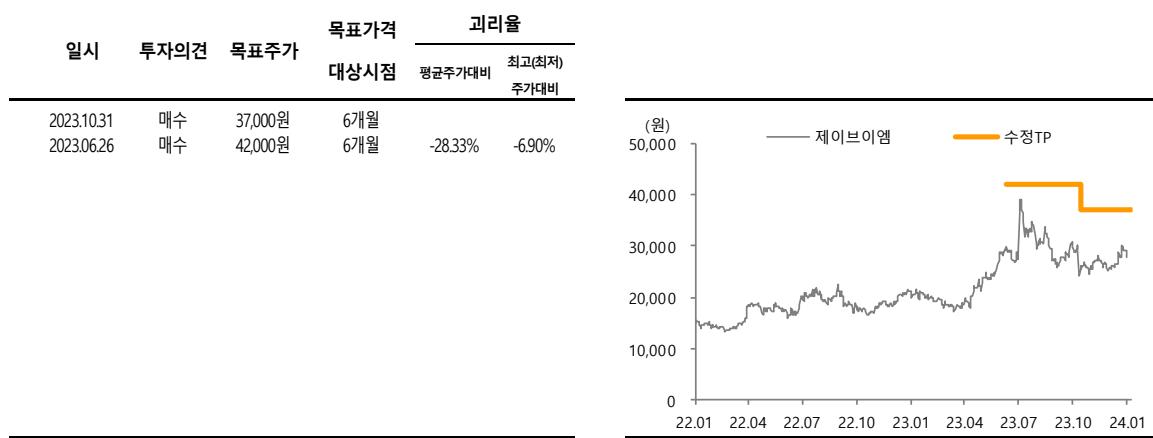
자료 : 제이브이엠, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	116	142	157	176	192
매출원가	77	91	94	104	111
매출총이익	39	51	63	72	81
매출총이익률(%)	33.9	36.0	40.1	41.1	42.1
판매비와 관리비	27	29	33	36	38
영업이익	12	22	29	37	43
영업이익률(%)	10.8	15.5	18.8	20.9	22.1
비영업손익	-3	-1	3	-1	-1
순금융손익	1	1	1	2	2
외환관련손익	-0	-0	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	9	21	32	35	41
세전계속사업이익률(%)	8.1	15.0	20.4	20.1	21.4
계속사업법인세	0	6	8	8	9
계속사업이익	9	16	24	28	32
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	9	16	24	28	32
순이익률(%)	7.7	11.1	15.5	15.7	16.7
지배주주	9	16	24	28	32
지배주주귀속 순이익률(%)	7.7	11.1	15.5	15.7	16.7
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	8	17	24	28	32
지배주주	8	17	24	28	32
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	18	27	34	41	47

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	0.4	22.6	10.6	12.1	9.3
영업이익	-20.4	76.0	34.0	25.0	15.5
세전계속사업이익	-25.5	126.3	50.8	10.2	16.6
EBITDA	-15.4	48.9	26.9	21.4	13.9
EPS	-14.3	76.0	54.9	13.0	16.6
수익성 (%)					
ROA	44	7.1	10.0	10.3	10.8
ROE	64	10.4	14.5	14.5	14.9
EBITDA마진	15.6	19.0	21.8	23.6	24.6
안정성 (%)					
유동비율	155.6	170.0	191.1	215.6	240.9
부채비율	47.1	46.5	42.8	39.7	36.8
순차입금/자기자본	-21.9	-24.2	-28.6	-33.8	-39.0
EBITDA/이자비용(배)	106.8	82.8	159.7	184.8	200.7
배당성향	25.7	21.9	18.9	20.9	19.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	740	1,303	2,019	2,282	2,661
BPS	13,818	15,028	16,761	18,662	20,846
CFPS	1,203	1,712	2,409	2,666	3,050
주당 현금배당금	200	300	400	500	550
Valuation지표 (배)					
PER	18.8	15.7	13.1	12.2	10.5
PBR	1.0	1.4	1.6	1.5	1.3
PCR	11.6	11.9	11.0	10.5	9.1
EV/EBITDA	7.6	7.8	7.9	6.8	5.6
배당수익률	1.4	1.5	1.5	1.7	1.9



Compliance Notice

작성자(이동간)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 01월 18일 기준)

매수	95.35%	중립	4.65%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

제테마 (216080/KQ)

단기 실적보다 국내 품목허가에 주목

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 25,000 원(하향)

현재주가: 14,980 원

상승여력: 66.9%

4Q23 Pre: 지정학적 이슈에 따른 아쉬운 필러 매출. 톡신은 양호

4Q23 별도 기준 매출액 및 영업이익을 각각 146 억원(+3.9% YoY, 이하 YoY 생략), 11 억원(-16.6%, OPM 7.8%)으로 추정한다.

1) 필러 매출액은 80 억원(-22.9%)을 전망한다. 기존 진출 지역 중인 주요 국가들의 견조한 성장이 예상되나, 중동 지역은 최근 중동 내 불안정한 정세 여파로 매출의 타격이 큰 것으로 파악된다. 다만 2024년부터는 중남미, 아시아 등 진출이 더욱 가속화됨에 따라 중동 지역에서의 매출 공백 가능성을 충분히 상쇄할 전망이다. 2) 톡신 매출액은 53 억원(+88.9%)으로 추정한다. 2Q23 이후 기존 진출 지역들에서의 안정적 성장을 바탕으로 분기 50 억 수준의 매출 달성이 이어지고 있는 것으로 파악된다. 3) 다만 영업이익은 전년동기 대비로나 전분기 대비로도 감소가 예상되는데, 이는 JTM201의 적응증 추가 임상 진행(상지근육경직) 및 해외 인증 비용 등이 일시적으로 증가함에 따른 것으로 판단된다.

2024년은 필러 고성장 및 견조한 톡신 매출에 따른 호실적 전망

2024년 별도 매출액 및 영업이익은 각각 718 억원(+23.5%), 114 억원(+133.6%, OPM 15.8%)으로 추정한다. 1) 필러 매출액은 433 억원(+27.3%)으로 추정한다. 중동발 지정학적 이슈 등 여파로 매출 성장세가 다소 주춤했던 필러 매출은 기존 주력 국가들에서의 성장 지속 및 중남미와 아시아 내 신규 진출 국가에서의 매출 역시 2024년부터 본격화될 것으로 기대된다. 2) 톡신 매출액은 222 억원(+26.9%)으로 추정한다. 이는 지난 10월 31일 JTM201 주에 대한 국내 품목허가 신청 이후 연내 허가가 예상됨에도 불구하고 보수적으로 국내 매출은 추정치에 반영하지 않은 수치다. 2023년 기준 진출 지역들에서의 안정적 매출 성장만으로도 연간 200 억원 이상의 매출 달성이 가능할 전망으로 향후 국내 품목허가 획득 시점에 따라 톡신 매출액 추정치는 상향될 여지도 존재한다.

국내 톡신 품목허가 및 해외 진출 가속화될 2024년. 긍정적 관점 유지

목표주가는 보수적 추정치 반영(2024년 국내 톡신 매출 미반영)으로 소폭 하향하나 긍정적 관점은 유지한다. 2024년에는 균주 출처 이슈로부터 자유로운 JTM201의 국내 품목허가가 예상되는 가운데 중국 JTM2011상 종료 및 3상 개시, 그리고 미국 진출을 위한 파트너십 계약 등 해외 진출을 위한 성과들 역시 가시화될 전망이다. 최근 175 억원 규모 CB 풋옵션 상환도 이뤄진 만큼 단기 오버행 우려도 제한적이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	21	33	46	58	72	106
영업이익	십억원	-6	2	4	5	11	30
순이익(지배주주)	십억원	-9	11	1	-12	3	19
EPS	원	-531	613	82	-682	169	1,043
PER	배	-43.1	33.4	160.4	-22.8	88.4	14.4
PBR	배	9.7	6.7	4.1	2.8	2.6	2.2
EV/EBITDA	배	-159.8	64.2	35.9	33.4	20.2	9.1
ROE	%	-24.7	22.6	2.6	-15.5	3.0	16.5

주가 및 상대수익률



제테마 4Q23 실적 추정

(십억원, %)	4Q23E	4Q22	YoY	3Q23	QoQ	Previous	vs. Pre
매출액	14.6	14.1	3.9	14.1	3.4	-	-
영업이익	1.1	1.4	(16.6)	1.6	(30.3)	-	-
세전이익	(1.2)	(10.7)	적지	(3.5)	적지	-	-
당기순이익	(1.2)	(10.7)	적지	(3.5)	적지	-	-
영업이익률	7.8	9.7		11.6		-	
순이익률	-	-		-		-	

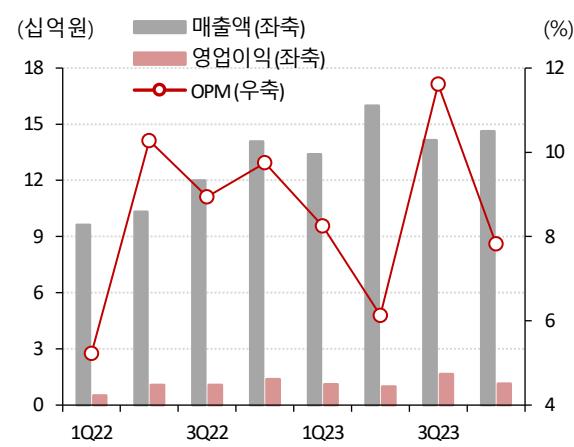
자료: 제테마, SK증권 추정 / 주: 별도 기준

제테마 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	9.6	10.3	12.0	14.1	13.4	16.0	14.1	14.6	46.0	58.1	71.8
YoY	27.6	25.7	64.2	38.3	39.3	55.0	18.0	39	38.4	26.4	23.5
필러	5.1	7.6	8.3	10.4	6.8	11.5	7.7	8.0	31.4	34.0	43.3
톡신	3.3	1.7	2.8	2.8	2.3	4.9	5.0	5.3	10.6	17.5	22.2
기타	1.2	1.0	0.9	0.9	4.3	(0.4)	1.4	1.3	4.0	6.6	6.3
매출총이익	4.1	5.5	6.0	6.7	6.3	7.2	7.2	7.4	22.3	28.1	38.5
YoY	11.8	26.9	147.5	44.3	52.1	32.1	20.0	10.5	47.9	26.0	37.2
GPM	43.0	53.1	50.0	47.5	46.9	45.3	50.8	50.5	48.5	48.3	53.7
영업이익	0.5	1.1	1.1	1.4	1.1	1.0	1.6	1.1	4.0	4.9	11.4
YoY	(47.7)	29.3	흑전	(20.1)	119.9	(7.6)	0.5	(16.6)	75.8	21.6	133.6
OPM	5.2	10.3	8.9	9.7	8.2	6.1	11.6	7.8	8.7	8.4	15.8
세전이익	3.6	8.4	0.6	(10.7)	(1.6)	(5.8)	(3.5)	(1.2)	1.9	(12.2)	3.2
YoY	163.5	2,199.6	흑전	적전	적전	적전	적전	적지	(82.7)	적전	흑전
당기순이익	3.6	8.3	0.3	(10.7)	(1.6)	(5.8)	(3.5)	(1.2)	1.5	(12.2)	3.0
YoY	163.5	2,167.0	흑전	적전	적전	적전	적전	적지	(86.6)	적전	흑전
NPM	37.3	80.6	2.2	(76.0)	(12.2)	(36.4)	(25.0)	(8.2)	3.2	(21.0)	4.2

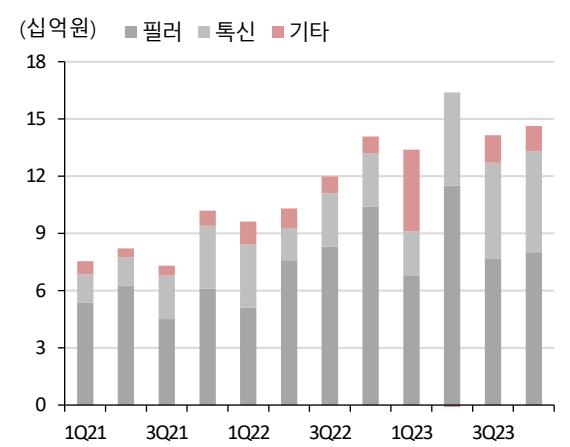
자료: 제테마, SK증권 추정 / 주: 별도 기준

제테마 분기 실적 추이 및 전망



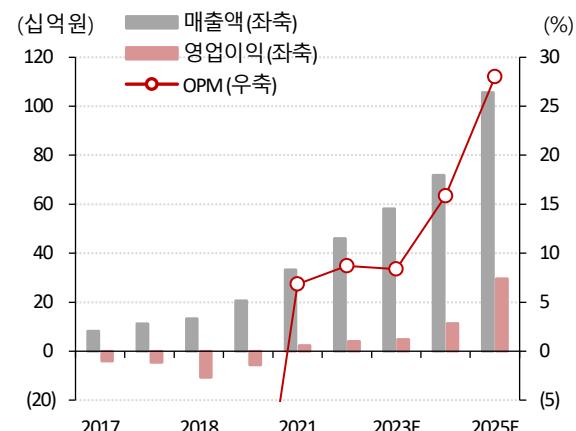
자료: 제테마, SK 증권 추정 / 주: 별도 기준

제테마 분기별 제품군 매출액 추이 및 전망



자료: 제테마, SK 증권 추정 / 주: 별도 기준

제테마 연간 실적 추이 및 전망



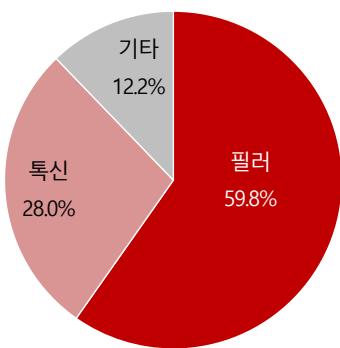
자료: 제테마, SK 증권 추정 / 주: 별도 기준

제테마 연간 제품군 매출액 추이 및 전망



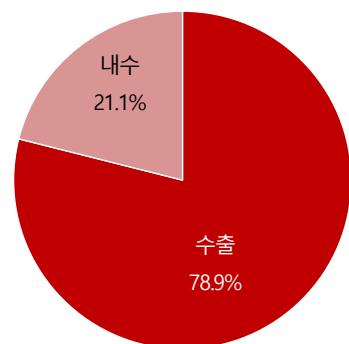
자료: 제테마, SK 증권 추정 / 주: 별도 기준

제품군별 매출 비중



자료: 제테마, SK 증권 추정 / 주: 별도 기준

내수 및 수출 비중



자료: 제테마, SK 증권 추정 / 주: 별도 기준

제테마 목표주가 산출

(십억원, 배, 천주, 원, %)		비고
1. 영업가치 (A*B)	144.3	
A. 제테마 2024F EBITDA	14.6	별도 기준
B. Target EV/EBITDA	9.9	국내 주요 필러/특신 업체 평균 2024F EV/EBITDA
2. 비영업가치 (C)	432.7	
C. 보툴리눔 특신 Type A	432.7	중국, 브라질 가치만 보수적으로 반영
3. 순차입금	52.0	2024년 말 기준
4. 보통주주식수	20,758	
5. 적정주가 산출	25,000	
6. 현재 주가	14,980	2024년 1월 17일 종가
7. 상승여력	66.9%	

자료: SK 증권 추정

제테마 보툴리눔 톡신 파이프라인 임상 계획

유형	파이프라인	적응증	국가	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
	JTM201 (Dry powder)		한국	특허제출 수출용허가취득/출시	IND승인 1상 진입	1상 완료	3상 진입	3상 완료 허가신청	출시						
Type A		미간주름 (미용)	브라질 튀르키예					허가신청	출시						
			중국		IND승인 1/2상 진입	1/2상 완료 3상 진입	3상 완료 허가신청	출시							
			미국		IND승인 2상 진입	2상 진행	2상 진행	3상 진입 3상 진행	3상 완료 허가신청	출시					
	상지근육경직 (치료)	한국			IND승인 1상 진입	1상 완료	3상 진입	3상 진행	3상 완료 허가/ 출시						
	JTM204 (Dry powder)		한국	특허제출											
Type E		미간주름	중국		IND승인 1/2상 진입	1/2상 완료 3상 진입	3상 진입 3상 진행	3상 완료 허가신청	출시						
			미국		IND승인	1상 진입	1상 완료 2상 진입	2상 완료 3상 진입	3상 완료 허가신청	출시					

자료: 제테마, SK 증권

제테마 보툴리눔 톡신 해외 시장 진출 전략

지역	계약금액 (억원)	현황 및 전략	주요 국가별 허가 예상 (자체브랜드)
브라질	1,440	<ul style="list-style-type: none"> • 브라질 미용 유통업체(스킨스토어)와 판매공급 체결(10년) • 선금로얄티 \$3,500,000 지불조건 • 계약금 포함 \$2,000,000 수령완료 	2025년 품목허가
중국	5,500	<ul style="list-style-type: none"> • 중국 판매 1위 에스테틱 전문기업(화동에스테틱스)과 판매공급 체결(10년) (계약상대방변경/ 2022년) • 선금로얄티(최대 \$12,500,000~최소 \$6,500,000) 지불조건 • 계약금 포함 \$5,500,000 수령완료 	2026년 품목허가
호주/뉴질랜드	193	<ul style="list-style-type: none"> • 선금로얄티 \$250,000 지불조건 (5년) • 1차 계약금 \$30,000 수령완료 	2025년 품목허가
튀르키예	800	<ul style="list-style-type: none"> • 튀르키예 5대 제약사(벌크 그룹)와 판매공급 체결(5년) • 국내 허가획득후 6개월내 현지허가 가능 	2025년 품목허가

자료: 제테마, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	94	36	36	41	63
현금및현금성자산	75	21	17	17	32
매출채권 및 기타채권	3	3	4	5	7
재고자산	8	10	12	16	19
비유동자산	54	153	154	157	165
장기금융자산	2	3	4	5	7
유형자산	50	104	102	101	101
무형자산	0	3	4	5	8
자산총계	148	188	190	197	228
유동부채	29	62	18	21	27
단기금융부채	23	54	8	8	9
매입채무 및 기타채무	4	5	6	8	11
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	64	69	70	73	78
장기금융부채	57	62	62	62	62
장기매입채무 및 기타채무	0	1	1	1	1
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	93	131	89	94	105
지배주주지분	55	57	101	104	122
자본금	9	9	10	10	10
자본잉여금	77	78	132	132	132
기타자본구성요소	2	2	2	2	2
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	-33	-32	-44	-41	-22
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	55	57	101	104	122
부채와자본총계	148	188	190	197	228

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	7	15	-5	8	29
당기순이익(손실)	11	1	-12	3	19
비현금성항목등	-5	13	12	11	14
유형자산감가상각비	3	5	5	5	5
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	-9	8	7	6	9
운전자본감소(증가)	1	1	1	-0	5
매출채권및기타채권의감소(증가)	0	1	-1	-1	-2
재고자산의감소(증가)	-1	-3	-2	-4	-3
매입채무및기타채무의증가(감소)	1	1	1	1	4
기타	1	2	2	3	7
법인세납부	-0	-0	0	-0	-3
투자활동현금흐름	-17	-107	-7	-8	-14
금융자산의감소(증가)	0	0	-0	-0	-0
유형자산의감소(증가)	-16	-62	-3	-4	-5
무형자산의감소(증가)	-0	-2	-1	-2	-3
기타	-1	-43	-3	-3	-6
재무활동현금흐름	68	40	10	0	0
단기금융부채의증가(감소)	-3	-5	-46	0	0
장기금융부채의증가(감소)	71	46	0	0	0
자본의증가(감소)	1	1	56	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-2	-1	0	0	0
현금의 증가(감소)	58	-54	-4	-0	15
기초현금	17	75	21	17	17
기밀현금	75	21	17	17	32
FCF	-10	-47	-8	4	25

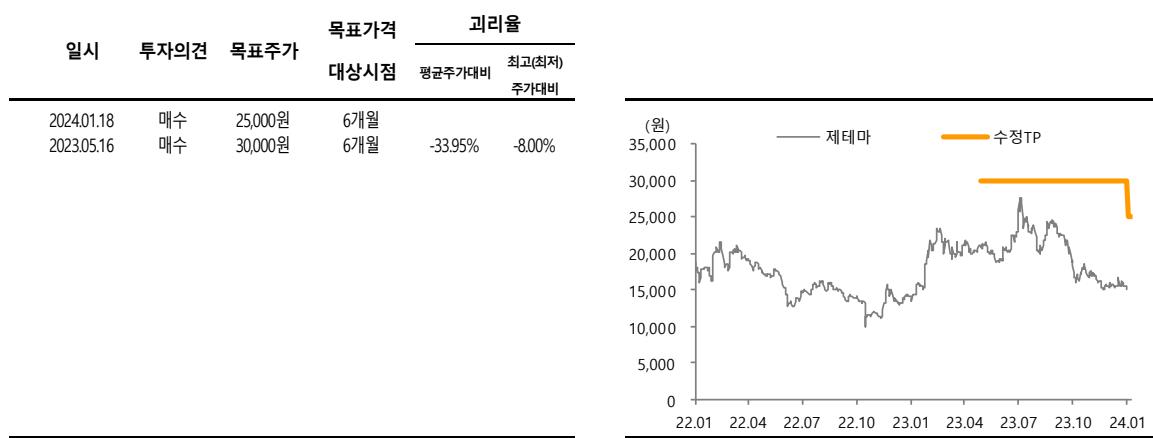
자료 : 제데마, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	33	46	58	72	106
매출원가	18	24	30	33	46
매출총이익	15	22	28	39	60
매출총이익률(%)	45.4	48.5	48.3	53.7	56.6
판매비와 관리비	13	18	23	27	30
영업이익	2	4	5	11	30
영업이익률(%)	6.9	8.7	8.4	15.8	28.0
비영업손익	9	-1	-17	-8	-8
순금융손익	-3	-9	-7	-5	-5
외환관련손익	1	1	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	-1	-0	-0	-0
세전계속사업이익	11	3	-12	3	22
세전계속사업이익률(%)	33.4	5.7	-21.0	4.4	20.8
계속사업법인세	0	0	0	0	3
계속사업이익	11	1	-12	3	19
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	11	1	-12	3	19
순이익률(%)	32.8	3.2	-21.0	4.2	17.6
지배주주	11	1	-12	3	19
지배주주귀속 순이익률(%)	32.8	3.2	-21.0	4.2	17.6
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	11	2	-12	3	19
지배주주	11	2	-12	3	19
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	6	9	10	16	35

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	60.8	38.4	26.4	23.5	47.2
영업이익	흑전	75.8	21.6	133.6	160.0
세전계속사업이익	흑전	-76.2	적전	흑전	588.3
EBITDA	흑전	61.5	8.0	65.6	111.9
EPS	흑전	-86.7	적전	흑전	515.8
수익성 (%)					
ROA	10.1	0.9	-6.4	1.6	8.8
ROE	22.6	26	-15.5	3.0	16.5
EBITDA마진	17.0	19.8	16.9	22.7	32.7
안정성 (%)					
유동비율	319.0	57.8	194.2	192.6	228.8
부채비율	171.1	230.8	88.3	90.3	85.9
순차입금/자기자본	-1.4	165.1	51.4	50.2	30.1
EBITDA/이자비용(배)	1.5	1.0	1.4	3.1	6.4
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	613	82	-682	169	1,043
BPS	3,071	3,197	5,642	5,811	6,855
CFPS	802	369	-403	446	1,323
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER	33.4	160.4	-22.8	88.4	14.4
PBR	6.7	4.1	2.8	2.6	2.2
PCR	25.5	35.5	-38.6	33.6	11.3
EV/EBITDA	64.2	35.9	33.4	20.2	9.1
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0



Compliance Notice

작성자(이동간)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 01월 18일 기준)

매수	95.35%	중립	4.65%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------