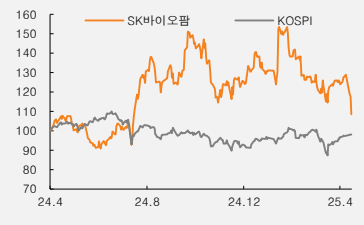


투자 의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ 150,000원
현재주가(25/5/9)	90,400원
상승여력	65.9%

영업이익(25F, 십억원)	145
Consensus 영업이익(25F, 십억원)	165
EPS 성장률(25F, %)	-45.0
MKT EPS 성장률(25F, %)	25.2
P/E(25F, x)	53.5
MKT P/E(25F, x)	9.3
KOSPI	2,577.27
시가총액(십억원)	7,080
발행주식수(백만주)	78
유동주식비율(%)	35.8
외국인 보유비중(%)	11.2
베타(12M) 일간수익률	0.29
52주 최저가(원)	75,700
52주 최고가(원)	127,900

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-5.2	-19.3	2.3
상대주가	-15.7	-19.8	7.6



[제약/바이오]

김승민
sm.kim.a@miraeasset.com

조세은
seeun.jo@miraeasset.com

SK바이오팜

과도한 우려

투자 의견 매수, 목표주가 15만원으로 하향(기존 16만원)

엑스코프리 미국 연간 매출 1조원 돌파가 예상되는 28년 EBITDA의 현재(할인율 8.5%) 4,362억원에 EV/EBITDA 27x를 적용했다. 27x는 동사가 롤모델로 삼는 Vertex Pharmaceuticals의 실적 고장기(19년~21년) 멀티플이다. 미국 의약품 관세 불확실성, 예상치 하회하는 실적 등으로 주가 급락했으나 과도한 주가 하락으로 판단한다. 동사는 미국 내 DP CMO 전환에 필요한 절차를 완료, 현재는 계약 후 즉시 생산이 가능한 단계에 있다. 실적 하회는 1분기 엑스코프리 관련 일시적 요인이며, 조정된 용역 수익은 연내 잔여 기간에 이연 반영될 것으로 예상된다.

1Q25P Review

연결 기준, 1Q25P 매출액 1,444억원(+27% YoY), 영업이익 257억원(+149% YoY)으로 컨센서스 대비 -8%, -25% 하회, 당사 추정치 대비 -2%, -15% 하회했다. 엑스코프리(미국) 1,333억원(+47% YoY, +3% QoQ), DP/API 72억원(-13% YoY), 용역수익 39억원(-74% YoY)을 기록했다. 엑스코프리의 달러기준 매출액이 -1.2% QoQ 역성장했고, 1Q25 처방 건수(TRx) 성장속도 또한 둔화되었다(QoQ 성장률: 2Q24 +9.1%, 3Q24 + 8.0%, 4Q24 +9.6%, 1Q25 +1.3%). 이는 1) 영업일 수 감소, 2) 4Q24 채널 재고 증가에 따른 1Q25 감소, 3) 월그린즈 사모펀드 인수에 따른 재고 주문 감소/일부 물량 반환, 4) 미국 서부 산불 영향 등 때문이다. 영업이익 하회는 아시아 진행매출 조정에 따른 용역수익 감소(39억원 vs. 당사 추정 80억원)에 기인한다.

2025년 실적 전망

연결 기준, 2025년 매출액 6,751억원(+23% YoY), 영업이익 1,453 억원(+51% YoY)을 예상한다. 기존 추정치 대비 매출액 -1%, 영업이익 -6% 하향조정했다. 1Q25 둔화를 반영해 엑스코프리 미국 매출 \$433mn으로 추정(vs.기존 \$446mn)한다, 회사 가이던스 \$420~450mn을 달성할 전망이다. 최근 4월 TRx 처방이 3월 이후 반등세를 유지하고 있다. 또한, 회사는 컨퍼런스 콜에서 계절적, 일시적 영향을 벗어나 정상적인 매출 상승을 확인했다 밝혔다. 엑스코프리 처방 둔화는 일시적이라는 판단이다. 올해, 2차 처방 등 앞선 치료 라인으로의 전환(기존 3, 4차)을 주요 마케팅 과제로 삼고 있고, DTC 광고 또한 빠르면 5월 시작할 계획이다. 2nd 프로젝트 도입은 빠르면 상반기, 늦어도 연내 예정이다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	355	548	675	856	1,084
영업이익 (십억원)	-38	96	145	297	518
영업이익률 (%)	-10.7	17.5	21.5	34.7	47.8
순이익 (십억원)	-33	241	132	269	469
EPS (원)	-420	3,074	1,691	3,440	5,988
ROE (%)	-11.0	58.0	21.6	33.1	39.7
P/E (배)	-	36.1	53.5	26.3	15.1
P/B (배)	27.7	15.9	10.4	7.5	5.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: SK바이오팜, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. SK바이오팜 밸류에이션

(억원, 원)

구분	내용
28F EBITDA 현재	4,362 - 엑스코프리 매출 1조원 돌파 예상 2028F EBITDA(6,045억원) 현재(WACC 8.5%)
Target EV/EBITDA	27 - SK바이오팜이 롤모델로 삼는 Vertex Pharmaceuticals의 EV/EBITDA
EV	115,600
순현금	2,517 - 25년 기준
기업가치	118,117
주식 수(천주)	78,313
적정 추가	150,826 * 150,000원
현재 추가	90,400
상승 여력	66.8%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. SK바이오팜 1Q25P 실적 Review

(억원, %, %p)

	1Q24	4Q24	1Q25P			성장률	
			발표치	컨센서스	vs. 컨센서스	YoY	QoQ
매출액	1,140	1,630	1,444	1,575	-8.3	26.7	-11.4
매출총이익	1,020	1,571	1,339	1,455	-8.0	31.2	-14.8
매출총이익률	89.5	96.4	92.7	92.4	0.4	3.2	-3.7
영업이익	103	407	257	343	-25.2	149.3	-36.9
영업이익률	9.0	24.9	17.8	21.8	-4.0	8.7	-7.2
순이익	97	1,864	196	260	-22.5	102.3	-89.5

자료: Fnguide, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 연간 실적 추정 변경

(억원, %)

	변경전		변경후		조정 비율	
	25F	26F	25F	26F	25F	26F
매출액	6,829	8,686	6,751	8,556	-1.1	-1.5
영업이익	1,548	3,097	1,453	2,974	-6.1	-4.0
EBITDA	1,741	3,312	1,650	3,177	-5.3	-4.1

자료: 미래에셋증권 리서치센터

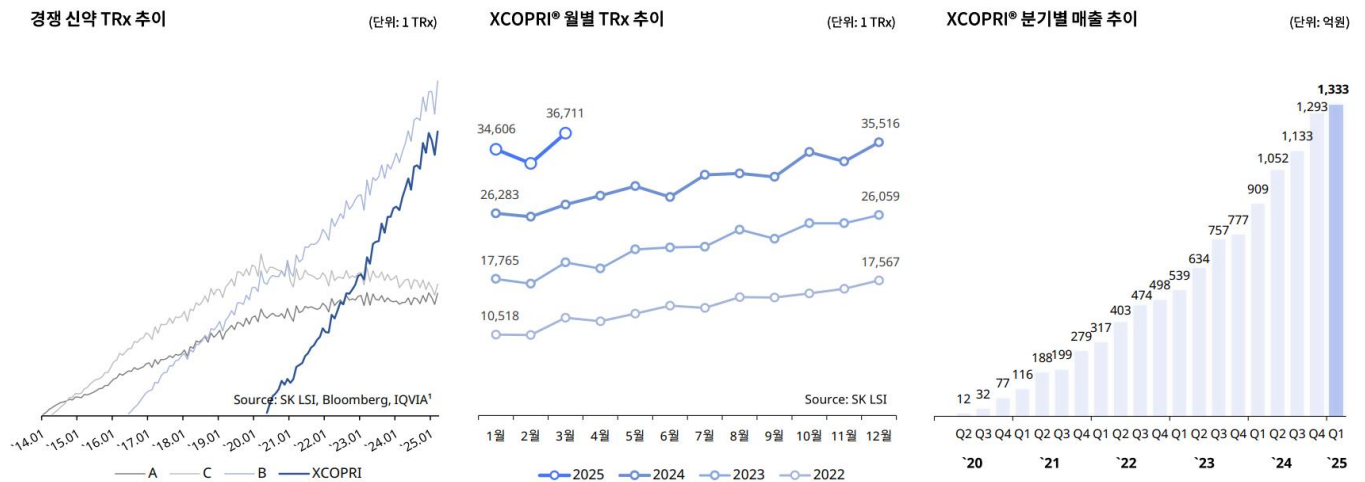
표 4. SK바이오팜 분기 및 연간 실적 전망

(백만달러, 억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,140	1,340	1,366	1,630	1,444	1,680	1,728	1,899	3,549	5,476	6,751	8,556	10,426
YoY 성장률	87.5	74.0	51.2	28.5	26.7	25.4	26.5	16.5	44.2	54.3	23.3	26.7	21.9
엑스코프리(달러)	68	77	83	93	92	106	114	121	207	322	433	562	684
YoY 성장률	61.7	58.9	44.3	57.7	34.1	37.6	36.2	30.7	58.4	55.1	34.5	30.0	21.6
엑스코프리(원화)	909	1,052	1,133	1,293	1,333	1,460	1,568	1,676	2,708	4,387.0	6,036.8	7,760	9,435
YoY 성장률	68.6	65.9	49.7	66.4	46.6	38.8	38.4	29.6	60.0	62.0	37.6	28.5	21.6
DP/API	82	51	131	5	72	50	60	60	116	304	84	114	145
YoY 성장률	40,900.0	2.0	991.7	-90.6	-12.2	-2.0	-54.2	1,100.0	-51.3	162.1	-72.3	35.9	26.6
용역수익	149	237	102	332	39	170	100	164	726	581	428	916	1,032
YoY 성장률	119.1	178.8	-23.9	-24.2	-73.8	-28.3	-2.2	-50.7	36.2	-20.0	-26.3	113.9	12.6
매출총이익	1,020	1,253	1,201	1,571	1,339	1,576	1,613	1,782	3,208	5,045	6,309	8,073	9,827
YoY 성장률	79.5	85.2	43.7	39.3	31.2	25.8	34.3	13.4	53.9	57.3	25.1	28.0	21.7
매출총이익률	89.5	93.5	87.9	96.4	92.7	93.8	93.3	93.8	90.4	92.1	93.5	94.4	94.3
영업이익	103	260	193	406	257	396	414	395	-375	963	1,453	2,974	4,473
YoY 성장률	흑전	흑전	흑전	174.7	149.6	51.9	114.2	-2.7	적지	흑전	50.8	104.7	50.4
영업이익률	9.0	19.4	14.2	24.9	17.8	23.6	24.0	20.8	-	17.6	21.5	34.8	42.9
EBITDA	147	304	236	449	304	443	461	442	-222	1,138	1,650	3,177	4,692
YoY 성장률	흑전	흑전	흑전	133.2	107.2	45.7	95.2	-1.7		흑전	45.0	92.6	47.7
EBITDA 마진율	12.9	22.7	17.3	27.6	21.0	26.3	26.7	23.3		20.8	24.4	37.1	45.0
순이익	97	246	63	1,864	196	417	453	182	-354	2,270	1,248	2,540	4,421
YoY 성장률	흑전	흑전	흑전	2,031.3	101.7	70.0	617.7	-90.2	적지	흑전	-45.0	103.5	74.1
순이익률	8.5	18.3	4.6	114.4	13.5	24.9	26.2	9.6	-	41.4	18.5	29.7	42.4

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 엑스코프리 미국 처방 수 및 매출 현황



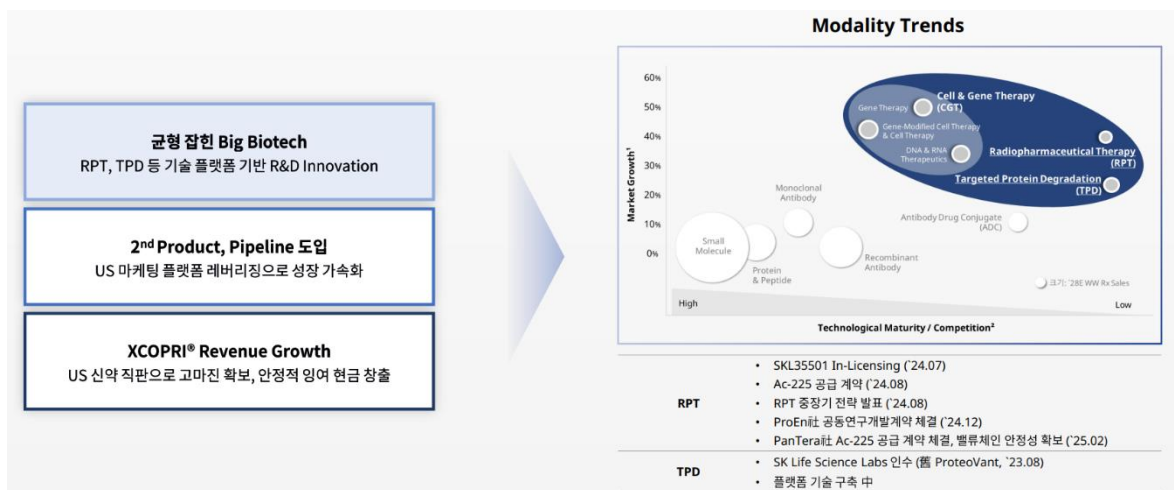
자료: SK바이오팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 파이프라인 현황

Compound	Indication	Discovery	Pre-clinical	Phase 1	Phase 2	Phase 3	NDA	Marketed
Cenobamate	Epilepsy : POS ¹							
	Epilepsy : POS ² (아시아 확장)							
	Epilepsy : PGTC ³							
	Epilepsy : POS (소아 연령 확장)							
Small molecule	Solriamfetol (L/O to Axsome)							
	Carisbamate							
	SKL24741							
	SKL13865							
	SKL20540							
Anti-Cancer Project	Oncology (KRAS G12D 변이 타겟)							
Parkinson's Disease Project	Parkinson's Diseases							
TPD RPT	SKL35501							
	p300 분해제							

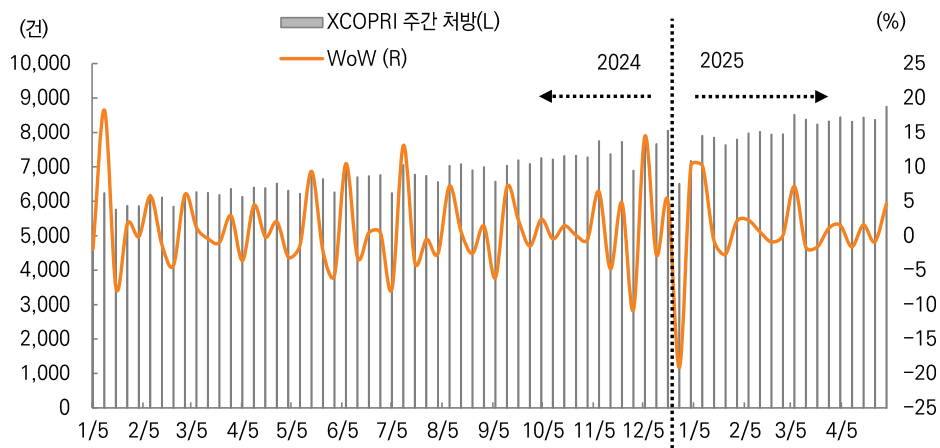
자료: SK바이오팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. SK바이오팜의 Financial Story 및 3대 New Modalities



자료: SK바이오팜, 미래에셋증권 리서치센터

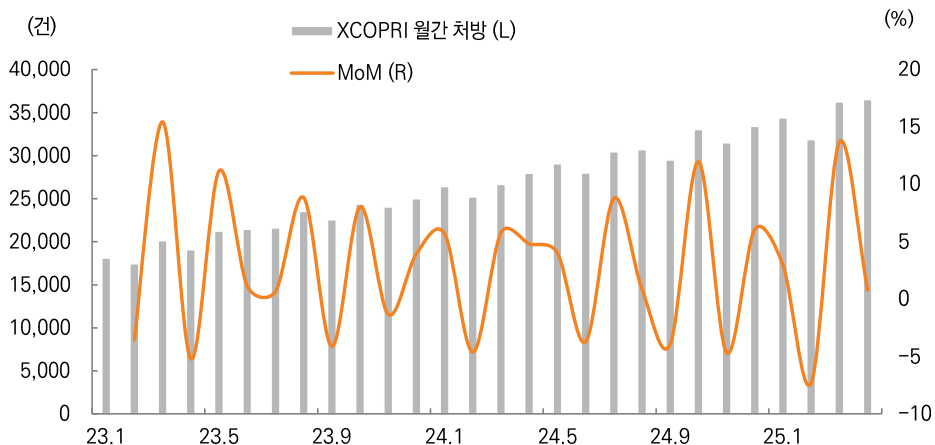
그림 4. 엑스코프리 주간 처방 수



주: Retail TRx

자료: Symphony Health - U.S. Estimates, 미래에셋증권 리서치센터

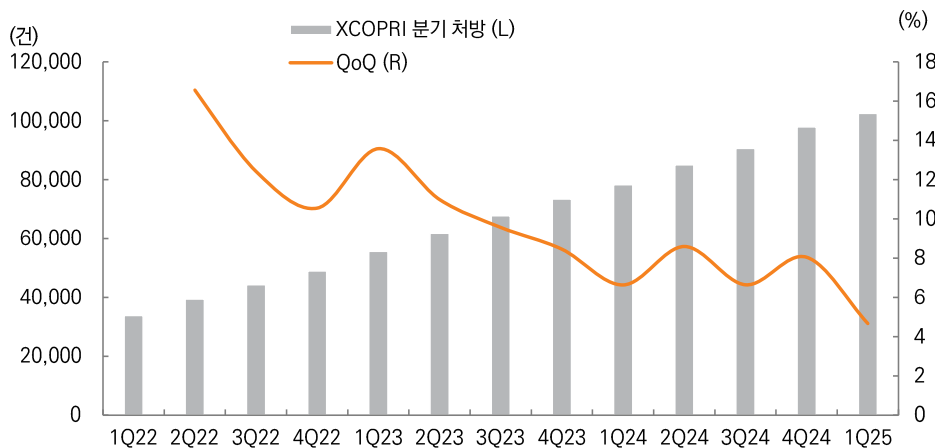
그림 5. 엑스코프리 월간 처방 수



주: Retail TRx

자료: Symphony Health - U.S. Estimates, 미래에셋증권 리서치센터

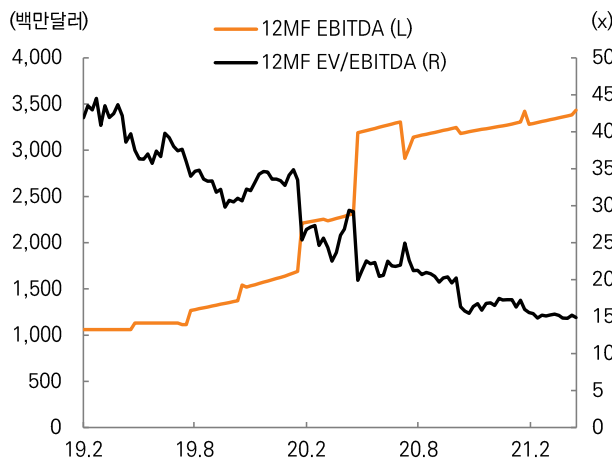
그림 6. 엑스코프리 분기 처방 수



주: Retail TRx

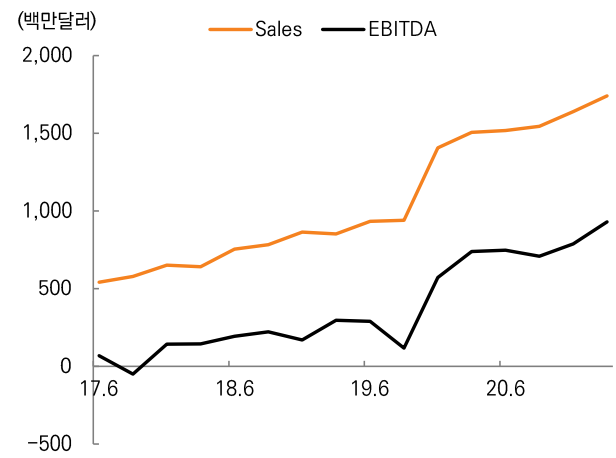
자료: Symphony Health - U.S. Estimates, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 버텍스 고성장기 12개월 선행 EBITDA 및 EV/EBITDA



자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 버텍스 고성장기 분기 매출액 및 EBITDA 추이



자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

SK바이오팜 (326030)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	548	675	856	1,084
매출원가	43	44	48	88
매출총이익	505	631	808	996
판매비와관리비	408	486	510	478
조정영업이익	96	145	297	518
영업이익	96	145	297	518
비영업손익	-23	11	20	35
금융손익	-1	3	10	23
관계기업등 투자손익	-31	19	21	24
세전계속사업손익	73	156	317	553
계속사업법인세비용	-154	31	63	111
계속사업이익	227	125	254	442
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	227	125	254	442
지배주주	241	132	269	469
비지배주주	-14	-8	-15	-27
총포괄이익	253	125	254	442
지배주주	263	130	264	459
비지배주주	-10	-5	-10	-17
EBITDA	114	164	318	539
FCF	94	105	240	420
EBITDA 마진율 (%)	20.8	24.3	37.1	49.7
영업이익률 (%)	17.5	21.5	34.7	47.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	44.0	19.6	31.4	43.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	651	793	1,154	1,727
현금 및 현금성자산	323	386	639	1,075
매출채권 및 기타채권	174	216	274	347
재고자산	112	138	174	221
기타유동자산	42	53	67	84
비유동자산	385	381	365	351
관계기업투자등	85	87	90	92
유형자산	12	10	-4	-17
무형자산	33	26	19	12
자산총계	1,037	1,174	1,519	2,078
유동부채	396	349	428	527
매입채무 및 기타채무	3	4	5	7
단기금융부채	162	60	62	63
기타유동부채	231	285	361	457
비유동부채	67	126	139	156
장기금융부채	27	77	77	77
기타비유동부채	40	49	62	79
부채총계	463	475	567	683
지배주주지분	546	679	948	1,417
자본금	39	39	39	39
자본잉여금	1,085	1,085	1,085	1,085
이익잉여금	-622	-489	-220	249
비지배주주지분	28	20	5	-22
자본총계	574	699	953	1,395

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	95	115	240	420
당기순이익	227	125	254	442
비현금수익비용가감	-88	32	56	88
유형자산감가상각비	11	12	13	13
무형자산상각비	6	6	7	7
기타	-105	14	36	68
영업활동으로인한자산및부채의변동	-33	-13	-18	-22
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-35	-40	-57	-73
재고자산 감소(증가)	-9	-26	-37	-47
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1	1	1	1
법인세납부	-12	-31	-63	-111
투자활동으로 인한 현금흐름	-11	-12	-3	-4
유형자산처분(취득)	-1	-10	0	0
무형자산감소(증가)	-11	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	6	-2	-3	-4
기타투자활동	-5	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-4	-52	1	2
장단기금융부채의 증가(감소)	11	-52	1	2
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-15	0	0	0
현금의 증가	83	64	253	436
기초현금	240	323	386	639
기말현금	323	386	639	1,075

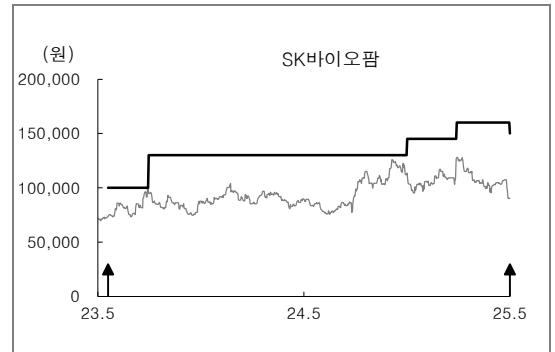
자료: SK바이오팜, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	36.1	53.5	26.3	15.1
P/CF (x)	62.7	45.1	22.8	13.3
P/B (x)	15.9	10.4	7.5	5.0
EV/EBITDA (x)	75.5	41.7	20.7	11.4
EPS (원)	3,074	1,691	3,440	5,988
CFPS (원)	1,771	2,003	3,964	6,773
BPS (원)	6,975	8,666	12,106	18,094
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	54.3	23.3	26.7	26.7
EBITDA증가율 (%)	흑전	44.2	93.7	69.5
조정영업이익증가율 (%)	흑전	50.8	104.7	74.2
EPS증가율 (%)	흑전	-45.0	103.5	74.1
매출채권 회전율 (회)	3.8	3.5	3.5	3.5
재고자산 회전율 (회)	5.1	5.4	5.5	5.5
매입채무 회전율 (회)	15.0	11.6	10.2	14.6
ROA (%)	25.8	11.3	18.9	24.6
ROE (%)	58.0	21.6	33.1	39.7
ROIC (%)	114.5	35.6	63.7	95.3
부채비율 (%)	80.6	67.9	59.5	48.9
유동비율 (%)	164.4	227.1	269.9	327.6
순차입금/자기자본 (%)	-23.7	-36.0	-52.8	-67.2
조정영업이익/금융비용 (x)	9.0	15.3	37.1	63.9

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
SK바이오팜 (326030)				
2025.05.12	매수	150,000	-	-
2025.02.07	매수	160,000	-32.48	-20.13
2024.11.11	매수	145,000	-26.87	-12.41
2024.08.11	1년 경과 이후	130,000	-14.20	-3.15
2023.08.11	매수	130,000	-33.27	-20.08
2023.05.31	매수	100,000	-17.79	-0.30



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
83.98%	6.63%	8.84%	0.55%

* 2025년 03월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.