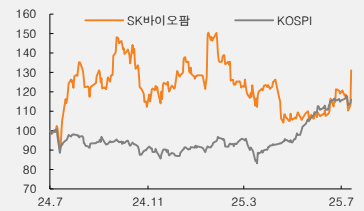


투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 165,000원
현재주가(25/8/5)	111,400원
상승여력	48.1%

영업이익(25F, 십억원)	176
Consensus 영업이익(25F, 십억원)	156
EPS 성장률(25F, %)	-33.8
MKT EPS 성장률(25F, %)	23.8
P/E(25F, x)	54.7
MKT P/E(25F, x)	11.6
KOSPI	3,198.00
시가총액(십억원)	8,724
발행주식수(백만주)	78
유동주식비율(%)	35.8
외국인 보유비중(%)	10.8
베타(12M) 일간수익률	0.68
52주 최저가(원)	77,400
52주 최고가(원)	127,900

(%)	1M	6M	12M
절대주가	21.9	2.8	43.9
상대주가	16.4	-19.4	9.9



[제약/바이오]

김승민
sm.kim.a@miraesasset.com

조세은
seeun.jo@miraesasset.com

SK바이오팜

우려를 불식시키는 호실적

투자의견 매수, 목표주가 16.5만원으로 상향(기존 15만원)

2Q25 호실적 기반 25년 영업이익을 +21% 상향조정했다. 목표주가는 엑스코프리 미국 연간 매출 1조원 돌파가 예상되는 28년 EBITDA의 현재(할인율 8.5%) 4,722억원에 EV/EBITDA 27x를 적용했다. 27x는 동사가 롤모델로 삼는 Vertex Pharma의 실적 고장기(19년~21년) 멀티플이다. 1Q25 엑스코프리 처방 둔화, 미국 의약품 관세 불확실성, 미국 MFN 약가 정책 등 리스크가 부각되었으나 해소되고 있다. 1) 엑스코프리 2Q25 실적으로 해소되었고, 2) 미국 내 재고 축적 및 DP CMO 전환에 필요한 절차를 완료했고, 3) MFN 정책은 아직 법제화 여부가 불확실하다.

2Q25P Review 및 2025년 실적 전망

연결 기준, 2Q25P 매출액 1,763억원(+32% YoY, +22% QoQ), 영업이익 619억원(+138% YoY, +141% QoQ)으로 컨센서스를 +5%, +72% 상회하는 호실적을 기록했다. 엑스코프리(미국) 1,541억원(+47% YoY, +16% QoQ), DP/API 41억원(-20% YoY), 용역수익 181억원(-24% YoY)을 기록했다. 영업이익 서프라이즈는 1) 2Q25 처방(TRx) 고성장에 따른(QoQ 성장률: 1Q24 +6.8% 2Q24 +9.1%, 3Q24 +8.0%, 4Q24 +9.6%, 1Q25 +1.3%, 2Q25 +12.4%) 엑스코프리 호실적 \$109.5mn (vs. 당사 추정 \$103mn), AI 조인트벤처 설립 관련 회계상 일회성 용역수익 약 100억원, 비용통제(R&D+판관비 1,045억원 +5% YoY, -3% QoQ) 때문이다.

연결 기준, 2025년 매출액 6,888억원(+26% YoY), 영업이익 1,757억원(+82% YoY)을 예상한다. 기존 추정치 대비 매출액 +2%, 영업이익 +21% 상향조정했다. 2Q25 엑스코프리 처방 증가에 따른 미국 매출 \$444mn으로 상향조정(vs. 기존 \$433mn)에 기반한다(회사 가이던스 \$420~450mn). 하반기 호실적 여부는 비용 집행 여부, 엑스코프리 처방 증가가 좌우할 전망이다. 1) 1H25 R&D+판관비는 2,127억원으로 회사 가이던스 연간 4,900억원(유지) 대비 상당히 효율적으로 관리되고 있다(당사 추정 4,800억원). 비용 효율화 지속 여부에 따라 추가적인 이익 추정치 상향 가능성이 있다. 2) 1Q25 엑스코프리 처방 둔화는 일시적이었음을 확인했다. 올해부터 2차 처방 등 치료 라인으로 전환(기존 3, 4차)을 주요 마케팅 과제로 삼고 있고, 5월부터 DTC 광고를 시작해 하반기 처방 증가를 기대할 수 있다. 엑스코프리 월평균 신규처방(NBRx)이 1Q25 1,600건 수준에서 2Q25 1,800건 수준으로 증가했다. 처방 가속화에 따른 엑스코프리 추정치 상향 가능성이 있다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	355	548	689	885	1,084
영업이익 (십억원)	-38	96	176	331	518
영업이익률 (%)	-10.7	17.5	25.5	37.4	47.8
순이익 (십억원)	-33	241	159	299	471
EPS (원)	-420	3,074	2,036	3,818	6,009
ROE (%)	-11.0	58.0	25.5	35.0	37.9
P/E (배)	-	36.1	54.7	29.2	18.5
P/B (배)	27.7	15.9	12.4	8.7	5.9
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	4,722 - 엑스코프리 매출 1조원 돌파 예상 2028F EBITDA(6,411억원) 현재(WACC 8.5%)
Target EV/EBITDA	27 - SK바이오팜이 롤모델로 삼는 Vertex Pharmaceuticals의 EV/EBITDA
EV	126,544
순현금	2,757 - 25년 기준
기업가치	129,300
주식 수(천주)	78,313
적정 추가	165,107 * 165,000원
현재 추가	111,400
상승 여력	48.1%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. SK바이오팜 2Q25P 실적 Review

(억원, %, %p)

	2Q24	1Q25	2Q25P			성장률	
			발표치	컨센서스	vs. 컨센서스	YoY	QoQ
매출액	1,340	1,444	1,763	1,685	4.6	31.6	22.1
매출총이익	1,253	1,339	1,664	1,557	6.9	32.9	24.3
매출총이익률	93.5	92.7	94.4	92.4	2.0	0.9	1.7
영업이익	260	257	619	359	72.3	137.6	141.1
영업이익률	19.4	17.8	35.1	21.3	13.8	15.7	17.3
순이익	281	233	329	301	9.5	17.0	41.2

자료: Fnguide, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 연간 실적 추정 변경

(억원, %)

	변경전		변경후		조정 비율	
	25F	26F	25F	26F	25F	26F
매출액	6,759	8,667	6,888	8,848	1.9	2.1
영업이익	1,448	3,079	1,757	3,310	21.4	7.5
EBITDA	1,644	3,282	1,944	3,388	18.2	3.2

자료: 미래에셋증권 리서치센터

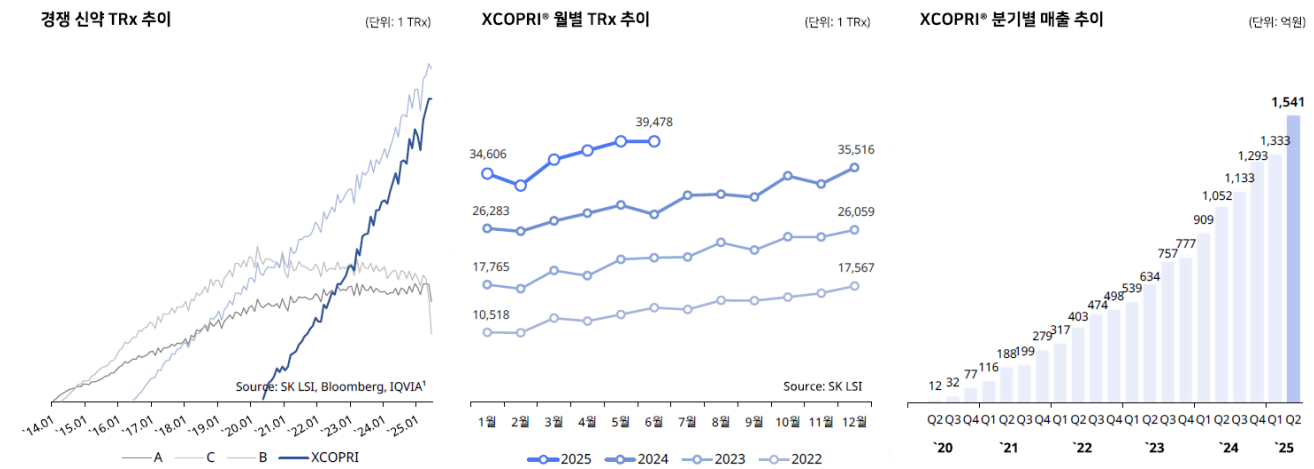
표 4. SK바이오팜 분기 및 연간 실적 전망

(백만달러, 억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,140	1,340	1,366	1,630	1,444	1,763	1,833	1,959	3,549	5,476	6,888	8,848	10,792
YoY 성장률	87.5	74.0	51.2	28.5	26.7	31.6	34.2	20.2	44.2	54.3	25.8	28.5	22.0
엑스코프리(달러)	68	77	83	93	92	110	118	126	207	322	444	583	709
YoY 성장률	61.7	58.9	44.3	57.7	34.1	42.4	40.9	35.2	58.4	55.1	38.2	31.1	21.8
엑스코프리(원화)	909	1,052	1,133	1,293	1,333	1,541	1,622	1,734	2,708	4,387	6,229	8,039	9,790
YoY 성장률	68.6	65.9	49.7	66.4	46.6	46.5	43.2	34.1	60.0	62.0	42.0	29.0	21.8
DP/API	82	51	131	5	72	41	60	60	116	304	84	114	145
YoY 성장률	40,900.0	2.0	991.7	-90.6	-12.2	-19.6	-54.2	1,100.0	-51.3	162.1	-72.3	35.9	26.6
용역수익	149	237	102	332	39	181	151	165	726	581	428	916	1,032
YoY 성장률	119.1	178.8	-23.9	-24.2	-73.8	-23.5	48.2	-50.3	36.2	-20.0	-26.3	113.9	12.6
매출총이익	1,020	1,253	1,201	1,571	1,339	1,664	1,716	1,838	3,208	5,045	6,557	8,350	10,179
YoY 성장률	79.5	85.2	43.7	39.3	31.2	32.9	42.9	17.0	53.9	57.3	30.0	27.3	21.9
매출총이익률	89.5	93.5	87.9	96.4	92.7	94.4	93.6	93.9	90.4	92.1	95.2	94.4	94.3
영업이익	103	260	193	406	257	619	434	446	-375	963	1,757	3,310	4,756
YoY 성장률	흑전	흑전	흑전	174.7	149.6	137.7	124.5	10.0	적지	흑전	82.4	88.4	43.7
영업이익률	9.0	19.4	14.2	24.9	17.8	35.1	23.7	22.8	-	17.6	25.5	37.4	44.1
EBITDA	147	304	236	449	304	666	481	493	-222	1,138	1,944	3,388	4,975
YoY 성장률	흑전	흑전	흑전	133.2	107.2	119.2	103.7	9.7		흑전	70.9	74.3	46.9
EBITDA 마진율	12.9	22.7	17.3	27.6	21.0	37.8	26.2	25.2		20.8	28.2	38.3	46.1
순이익	97	246	63	1,864	196	295	453	559	-354	2,270	1,503	2,819	4,436
YoY 성장률	흑전	흑전	흑전	2,031.3	102.3	20.0	618.7	-70.0	적지	흑전	-33.8	87.5	57.4
순이익률	8.5	18.3	4.6	114.4	13.6	16.7	24.7	28.5	-	41.4	21.8	31.9	41.1

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 엑스코프리 미국 처방 수 및 매출 현황



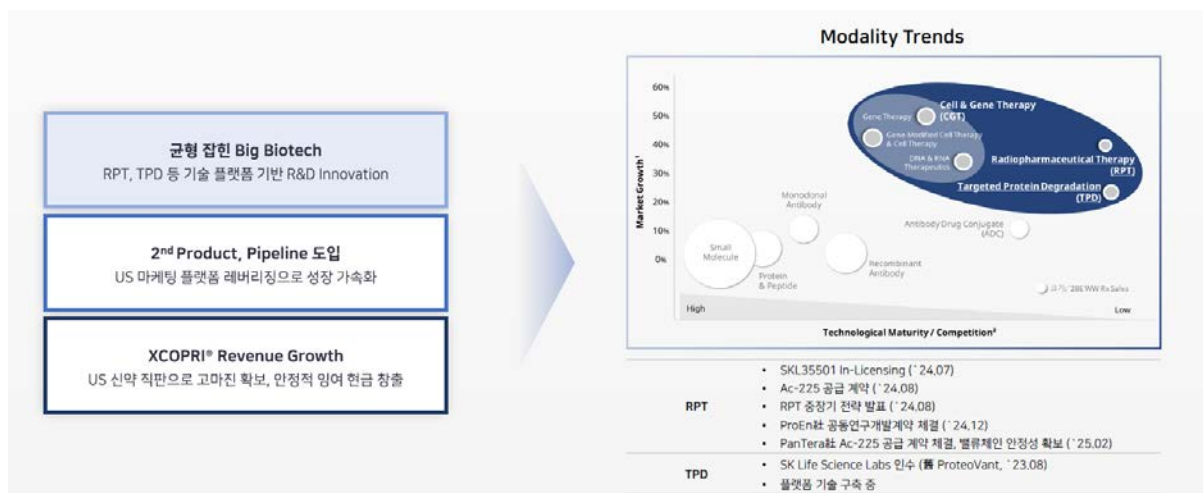
자료: SK바이오팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 파이프라인 현황

Compound	Indication	Discovery	Pre-clinical	Phase 1	Phase 2	Phase 3	NDA	Marketed
Small molecule	Epilepsy : POS ¹							
	Solriamfetol (L/O to Axsome)							
	Carisbamate							
	SKL24741							
	SKL13865							
	SKL20540							
	Anti-Cancer Project							
TPD RPT	Parkinson's Disease Project							
	SKL35501							
	p300 분해제							

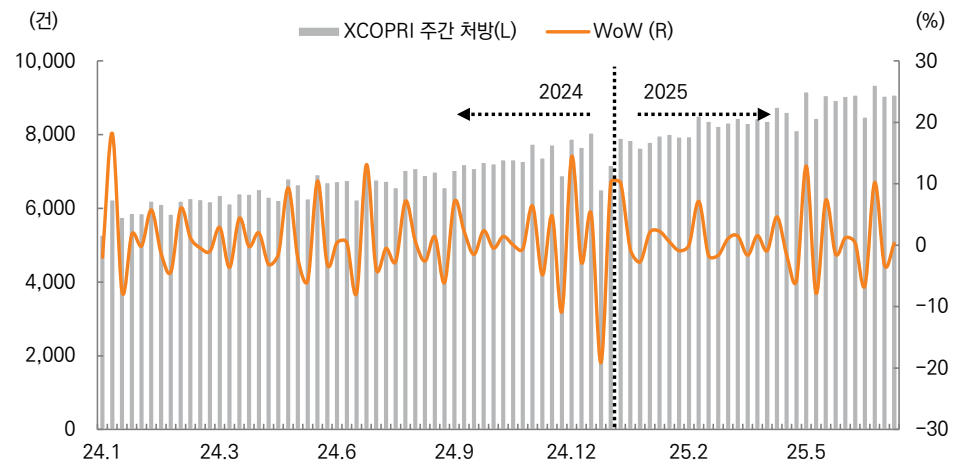
자료: SK바이오팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. SK바이오팜의 Financial Story 및 3대 New Modalities



자료: SK바이오팜, 미래에셋증권 리서치센터

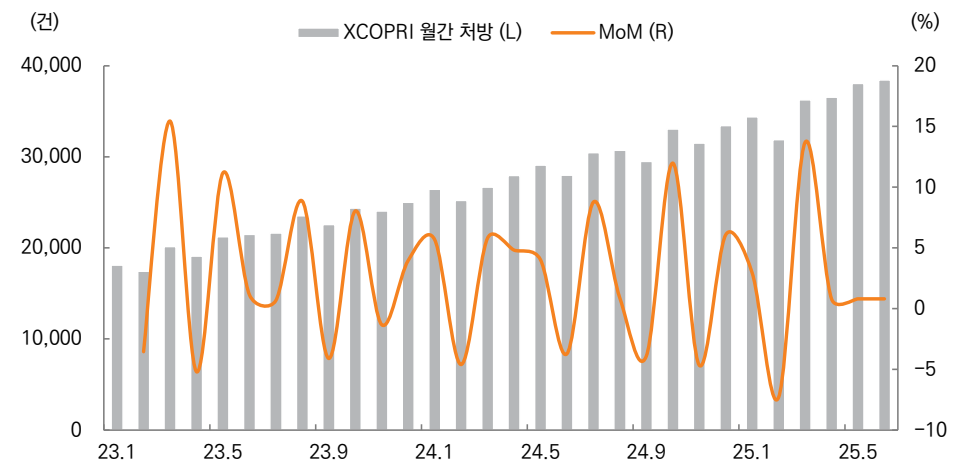
그림 4. 엑스코프리 주간 처방 수



주: Retail TRx

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

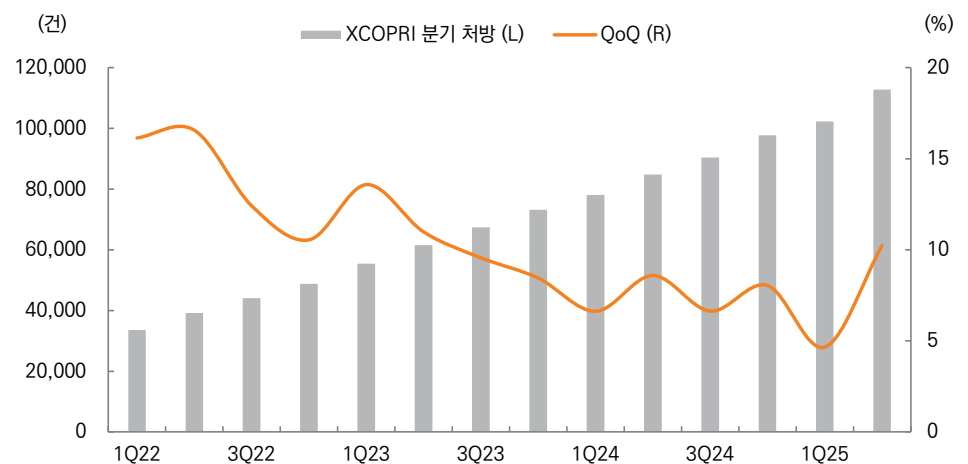
그림 5. 엑스코프리 월간 처방 수



주: Retail TRx

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

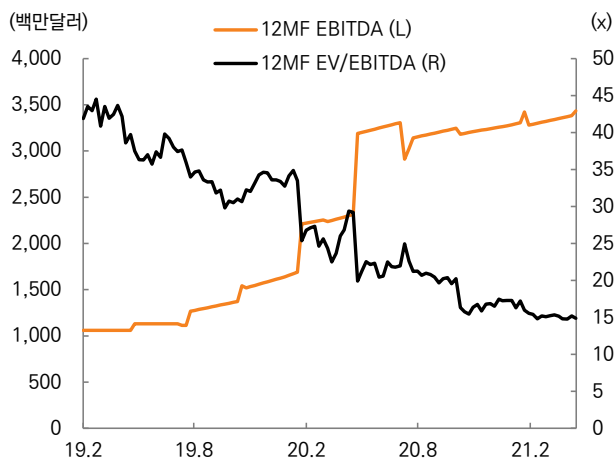
그림 6. 엑스코프리 분기 처방 수



주: Retail TRx

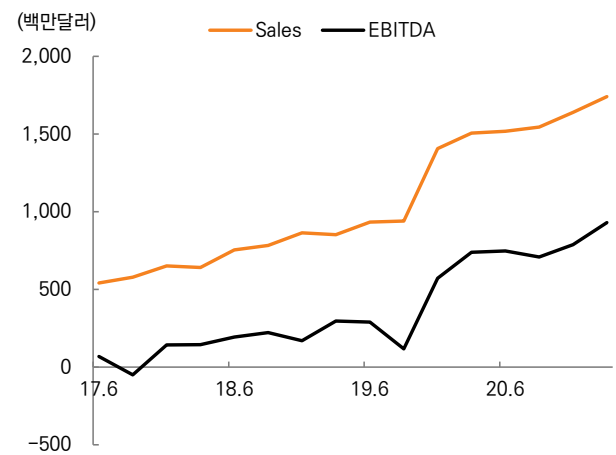
자료: Symphony Health - U.S. Estimates, 미래에셋증권 리서치센터

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	689	885	1,084
매출원가	43	33	50	88
매출총이익	505	656	835	996
판매비와관리비	408	480	504	478
조정영업이익	96	176	331	518
영업이익	96	176	331	518
비영업손익	-23	12	21	37
금융손익	-1	4	12	25
관계기업등 투자손익	-31	19	21	24
세전계속사업손익	73	188	352	555
계속사업법인세비용	-154	38	70	111
계속사업이익	227	150	282	444
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	227	150	282	444
지배주주	241	159	299	471
비지배주주	-14	-9	-17	-27
총포괄이익	253	150	282	444
지배주주	263	156	293	460
비지배주주	-10	-6	-11	-17
EBITDA	114	194	351	539
FCF	94	129	266	424
EBITDA 마진율 (%)	20.8	28.2	39.7	49.7
영업이익률 (%)	17.5	25.5	37.4	47.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	44.0	23.1	33.8	43.5

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	651	825	1,222	1,782
현금 및 현금성자산	323	411	689	1,129
매출채권 및 기타채권	174	220	283	347
재고자산	112	140	180	221
기타유동자산	42	54	70	85
비유동자산	385	381	366	351
관계기업투자등	85	87	90	92
유형자산	12	10	-4	-17
무형자산	33	26	19	12
자산총계	1,037	1,206	1,588	2,133
유동부채	396	355	440	527
매입채무 및 기타채무	3	4	5	7
단기금융부채	162	60	62	63
기타유동부채	231	291	373	457
비유동부채	67	127	141	156
장기금융부채	27	77	77	77
기타비유동부채	40	50	64	79
부채총계	463	482	581	683
지배주주지분	546	705	1,005	1,475
자본금	39	39	39	39
자본잉여금	1,085	1,085	1,085	1,085
이익잉여금	-622	-462	-163	307
비지배주주지분	28	19	1	-25
자본총계	574	724	1,006	1,450

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	95	139	266	424
당기순이익	227	150	282	444
비현금수익비용가감	-88	37	62	87
유형자산감가상각비	11	12	13	13
무형자산상각비	6	6	7	7
기타	-105	19	42	67
영업활동으로인한자산및부채의변동	-33	-15	-19	-20
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-35	-45	-62	-63
재고자산 감소(증가)	-9	-29	-40	-41
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1	1	1	1
법인세납부	-12	-38	-70	-111
투자활동으로 인한 현금흐름	-11	-11	-3	-3
유형자산처분(취득)	-1	-10	0	0
무형자산감소(증가)	-11	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	6	-2	-3	-3
기타투자활동	-5	1	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-4	-52	2	2
장단기금융부채의 증가(감소)	11	-52	2	2
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-15	0	0	0
현금의 증가	83	88	279	440
기초현금	240	323	411	689
기말현금	323	411	689	1,129

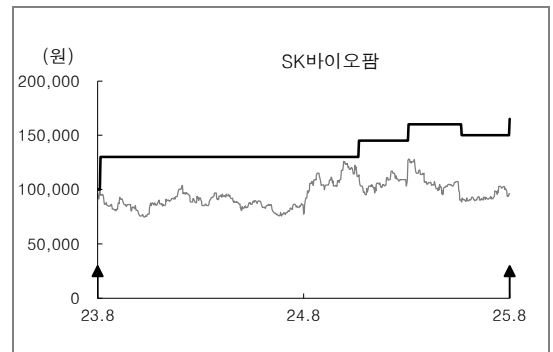
자료: SK바이오팜, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	36.1	54.7	29.2	18.5
P/CF (x)	62.7	46.6	25.4	16.4
P/B (x)	15.9	12.4	8.7	5.9
EV/EBITDA (x)	75.5	43.5	23.3	14.3
EPS (원)	3,074	2,036	3,818	6,009
CFPS (원)	1,771	2,392	4,392	6,773
BPS (원)	6,975	9,011	12,829	18,838
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	25.8	28.5	22.5
EBITDA증가율 (%)	흑전	70.9	80.6	53.3
조정영업이익증가율 (%)	흑전	82.4	88.4	56.6
EPS증가율 (%)	흑전	-33.8	87.5	57.4
매출채권 회전율 (회)	3.8	3.5	3.5	3.5
재고자산 회전율 (회)	5.1	5.5	5.5	5.4
매입채무 회전율 (회)	15.0	8.6	10.2	14.4
ROA (%)	25.8	13.4	20.2	23.9
ROE (%)	58.0	25.5	35.0	37.9
ROIC (%)	114.5	42.7	69.3	94.0
부채비율 (%)	80.6	66.5	57.8	47.1
유동비율 (%)	164.4	232.4	277.5	338.1
순차입금/자기자본 (%)	-23.7	-38.1	-55.0	-68.5
조정영업이익/금융비용 (x)	9.0	18.5	41.3	63.9

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
SK바이오팜 (326030)				
2025.08.05	매수	165,000	-	-
2025.05.12	매수	150,000	-37.26	-31.27
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

투자의견 분류 및 적용기준

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

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

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
84.91%	5.59%	8.94%	0.56%

* 2025년 06월 30일 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.