



**BUY (유지)**

목표주가(12M) 160,000원  
현재주가(1.16) 120,400원

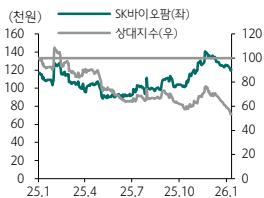
#### Key Data

|                  |                |
|------------------|----------------|
| KOSPI 지수 (pt)    | 4,840.74       |
| 52주 최고/최저(원)     | 140,700/88,500 |
| 시가총액(십억원)        | 9,428.9        |
| 시가총액비중(%)        | 0.24           |
| 발행주식수(천주)        | 78,313.3       |
| 60일 평균 거래량(천주)   | 275.3          |
| 60일 평균 거래대금(십억원) | 34.8           |
| 외국인지분율(%)        | 12.98          |
| 주요주주 지분율(%)      |                |
| SK 외 5인          | 64.04          |
| 국민연금공단           | 7.03           |

#### Consensus Data

|           |       |        |
|-----------|-------|--------|
| 매출액(십억원)  | 714.5 | 911.4  |
| 영업이익(십억원) | 215.9 | 334.1  |
| 순이익(십억원)  | 192.2 | 257.6  |
| EPS(원)    | 2,609 | 3,509  |
| BPS(원)    | 9,738 | 13,520 |
| 매출액(십억원)  | 714.5 | 911.4  |

#### Stock Price



#### Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

| 투자지표      | 2023     | 2024  | 2025F   | 2026F  |
|-----------|----------|-------|---------|--------|
| 매출액       | 354.9    | 547.6 | 703.0   | 934.1  |
| 영업이익      | (37.5)   | 96.3  | 205.9   | 382.0  |
| 세전이익      | (43.9)   | 72.6  | 148.5   | 326.4  |
| 순이익       | (32.9)   | 240.7 | 156.1   | 267.8  |
| EPS       | (420)    | 3,074 | 1,994   | 3,420  |
| 증감율       | 적지       | 흑전    | (35.13) | 71.51  |
| PER       | (239.05) | 36.14 | 62.49   | 35.20  |
| PBR       | 27.72    | 15.93 | 13.97   | 9.76   |
| EV/EBITDA | (352.84) | 75.53 | 43.12   | 22.94  |
| ROE       | (10.96)  | 58.01 | 25.09   | 32.17  |
| BPS       | 3,622    | 6,975 | 8,920   | 12,340 |
| DPS       | 0        | 0     | 0       | 0      |



Analyst 김선아 seonakim@hanafn.com  
RA 유창근 changkeunyo@hanafn.com

**하나증권 리서치센터**

2026년 1월 19일 | 기업분석\_기업분석(Report)

## SK바이오팜 (326030)

### 가이던스 상단 근접할 것, 시장 확대로 26년도 성장

#### 4Q25도 미국 처방량은 성장, 매출할인 고려해도 상단 수준 달성할 것

4Q25 실적은 매출 1,906억원(YoY+16.9%, QoQ-0.6%), 영업이익 483억원(YoY+18.8%, QoQ-31.1%, OPM25.3%)으로 전망된다. 미국 Xcopri 처방량(TRx)은 올해 매 분기 증가하였고, 이번 분기에도 QoQ+5.8%로 여전한 성장세를 확인하였다. 올해 엑스코프리 US 매출 가이던스는 \$420mln~450mln이다. TRx 당 매출을 3Q25 수준을 반영하여 추정하면 25년 총 매출은 \$456mln을 기대할 수 있을 것이나, 4분기는 미국 유통 구조의 특성상 Co-Pay 프로그램, PBM사 및 사보험사의 고객 대상 쿠폰 할인 등으로 매출 할인이 크게 반영될 듯 하다. 이러한 영향을 고려하여 보수적으로 추정하여도, 엑스코프리 US 매출은 \$447mln로서 가이던스 상단에 거의 근접할 것으로 전망된다. 2<sup>nd</sup> 프로젝트 도입은 25년에도 부재했기 때문에, 4Q25 판관비의 급격한 상승은 없다. 다만 '25년 11월 말에 방사선의약품인 WT-7695를 WARF로부터 도입하기 위한 자문비 등 일회성 비용, 26년 미국 1상 진입하는 방사선의약품 SKL35501의 FDA IND 신청을 위한 비용 등을 고려하면 QoQ 15.6% 수준의 판관비 상승을 예상한다. 그 외 마일스톤 등의 1회성 수익은 이번 분기는 부재할 것으로 전망되므로, 영업이익은 컨센서스인 537억원에 미달할 것으로 예상된다. 다만 현재 컨센서스가 2<sup>nd</sup> 프로젝트 도입을 고려한 것이므로 영업상 문제는 없다.

#### 2026년은 한국 시판, 연말 일본에서의 허가도 대기 중

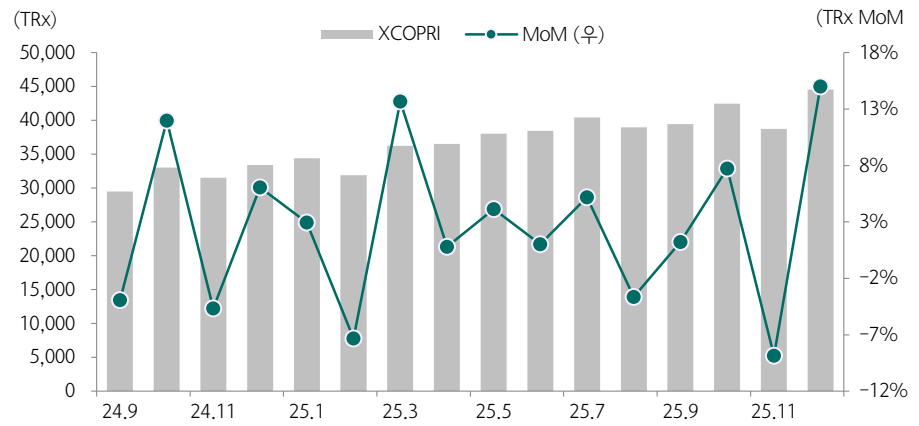
'25년 11월에 한국에서 세노바메이트가 허가되어 26년에는 본격적인 판매가 이루어질 것으로 전망한다. 일본에도 작년 9월에 신약허가 신청했으므로, 2H26 내 허가를 획득하고 일본 시판도 기대할 수 있다. 미국에서 엑스코프리의 처방량과 매출이 꾸준히 성장하고 있는 중에, 한국/일본 매출도 추가될 것이므로 26년의 전망도 밝다. 특히 한국/일본은 로열티를 수령하기 때문에 영업이익 증가에 크게 기여할 것이다. 의약품 관세가 15%로 제한되면서 대외 리스크도 해소되었고, 미국 약가 인하도 글로벌 빅파마들 사례와 유사한 방식으로 합의하여 Net Sales 보전이 가능할 것이다. '24년 말에 미국 도매상이 물량을 크게 주문하면서 작년 1분기 때 일시적인 매출 쇼크가 있었다. 4Q25는 선적 물량을 조정하여 1Q26에 작년과 같은 쇼크는 없을 것이다. 따라서 2026년도 현재 처방량 성장률로 추정한 바에 따라 꾸준한 매출 성장을 보일 것으로 전망한다. 환율이 예상 보다 높은 상태를 유지되고 있는 것도 동사의 매출과 이익 전망에 긍정적인 요소이다.

#### 목표주가 160,000원 유지, 2<sup>nd</sup> Product 도입 불확실성 리스크 높임

시장 확대에 따라 '26년과 '27년의 급격한 매출 상승이 기대되나, 2<sup>nd</sup> Product 도입이 수년간 늦어지는 분위기가이므로 리스크 할인을 25%에서 50%로 상향하였다. 또한 매출에서 단일 상품에 대한 의존도가 더욱 높아져, Peer를 유사한 구조의 기업으로 변경하여 밸류에이션 하였다. (삼성바이오로직스, 셀트리온 → 셀트리온, 녹십자, HK노노엔)

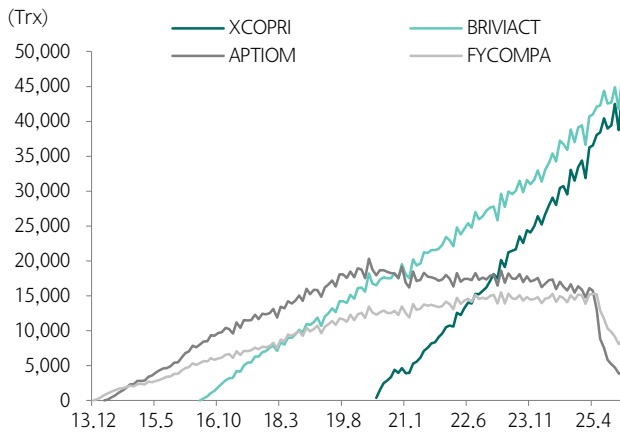
도표 1. 엑스코프리의 미국 월별 처방량 추이

TRx에 대한 Q 매출 추정치  
3Q25 수준일 시 \$456mln,  
4Q 매출할인 효과 고려해  
추정 4Q25 매출은 \$447mln



자료: Bloomberg, 하나증권

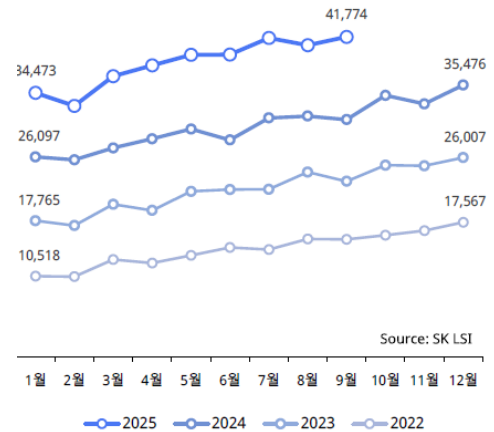
도표 2. 주요 3세대 뇌전증 치료제 처방량 추이 (단위: 1 TRx)



주: A: APTIOM/ B: BRIVACT/ C: FYCOMPA

자료: Bloomberg, 하나증권

도표 3. 엑스코프리 US 월별 TRx 추이 (단위: 1 TRx)



자료: SK바이오팜 3Q25 IR

도표 4. SK바이오팜 3Q25 공개 파이프라인

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

자료: SK바이오팜, 하나증권

도표 5. SK바이오팜 실적 전망(연결)

|                     | 1Q25   | 2Q25   | 3Q25F   | 4Q25F  | 1Q26F  | 2Q26F  | 3Q26F  | 4Q26F  | 2025F  | 2026F  |
|---------------------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액                 | 144.4  | 176.3  | 191.7   | 190.6  | 214.8  | 226.5  | 241.9  | 251.0  | 703.0  | 934.1  |
| YoY(%)              | 26.7%  | 31.6%  | 40.4%   | 16.9%  | 48.8%  | 28.5%  | 26.2%  | 31.7%  | 28.4%  | 32.9%  |
| QoQ(%)              | -11.4% | 22.1%  | 8.8%    | -0.6%  | 12.7%  | 5.5%   | 6.8%   | 3.8%   |        |        |
| 제품매출액               | 140.4  | 158.2  | 173.7   | 180.5  | 199.1  | 206.9  | 223.7  | 232.5  | 652.9  | 862.2  |
| YoY(%)              | 41.7%  | 43.5%  | 37.4%   | 39.1%  | 41.8%  | 30.8%  | 28.7%  | 28.8%  | 40.2%  | 32.1%  |
| QoQ(%)              | 8.2%   | 12.6%  | 9.8%    | 3.9%   | 10.3%  | 3.9%   | 8.1%   | 4.0%   |        |        |
| 엑스코프리(미국API)        | 133.3  | 154.1  | 172.2   | 177.2  | 187.6  | 195.8  | 212.1  | 220.3  | 636.8  | 815.8  |
| YoY(%)              | 46.6%  | 46.5%  | 52.0%   | 37.1%  | 40.7%  | 27.1%  | 23.2%  | 24.3%  | 45.2%  | 28.1%  |
| QoQ(%)              | 3.1%   | 15.6%  | 11.7%   | 2.9%   | 5.9%   | 4.4%   | 8.3%   | 3.8%   |        |        |
| DS (US 외)*          |        |        |         |        | 7.5    | 7.8    | 8.5    | 8.8    | 0.0    | 32.7   |
| 기타(DP, API 등)**     | 7.1    | 4.1    | 1.5     | 3.3    | 4.0    | 3.2    | 3.0    | 3.4    | 16.1   | 13.7   |
| 용역매출액               | 3.9    | 18.1   | 18.0    | 10.1   | 15.7   | 19.6   | 18.2   | 18.5   | 50.1   | 72.0   |
| QoQ(%)              | -73.6% | -23.8% | 77.1%   | -69.7% | 298.3% | 8.4%   | 1.2%   | 83.3%  | -38.9% | 43.6%  |
| 수노시+엑스코프리<br>(미국 외) | 3.8    | 7.3    | 16.6    | 10.0   | 12.6   | 15.8   | 16.1   | 16.2   | 37.7   | 60.6   |
| 그외 기타 매출            | 0.1    | 10.9   | 1.3     | 0.1    | 3.1    | 3.9    | 2.1    | 2.3    | 12.4   | 11.4   |
| 매출원가                | 10.5   | 9.9    | 7.5     | 10.5   | 11.4   | 11.3   | 11.8   | 12.3   | 38.4   | 46.9   |
| YoY(%)              | -12.1% | 13.3%  | -54.3%  | 78.4%  | 8.9%   | 13.7%  | 56.6%  | 17.7%  | -10.8% | 21.9%  |
| 원가율(%)              | 7.3%   | 5.6%   | 3.9%    | 5.5%   | 5.3%   | 5.0%   | 4.9%   | 4.9%   | 5.5%   | 5.0%   |
| 매출총이익               | 133.9  | 166.4  | 184.2   | 180.1  | 203.4  | 215.2  | 230.0  | 238.6  | 664.5  | 887.3  |
| YoY(%)              | 131.2% | 132.8% | 153.4%  | 114.6% | 151.9% | 129.4% | 124.9% | 132.5% | 31.7%  | 33.5%  |
| 매출총이익률(%)           | 92.7%  | 94.4%  | 96.1%   | 94.5%  | 94.7%  | 95.0%  | 95.1%  | 95.1%  | 94.5%  | 95.0%  |
| 판매비                 | 108.2  | 104.5  | 114.1   | 131.8  | 118.5  | 115.4  | 126.9  | 144.4  | 458.6  | 505.3  |
| YoY(%)              | 18.0%  | 5.3%   | 13.3%   | 13.2%  | 9.5%   | 10.5%  | 11.2%  | 9.6%   | 12.4%  | 10.2%  |
| 판매비율(%)             | 74.9%  | 59.3%  | 59.5%   | 69.2%  | 55.2%  | 51.0%  | 52.5%  | 57.6%  | 65.2%  | 54.1%  |
| 영업이익                | 25.7   | 61.9   | 70.1    | 48.3   | 84.8   | 99.8   | 103.2  | 94.2   | 205.9  | 382.0  |
| YoY(%)              | 149.3% | 137.6% | 262.4%  | 18.8%  | 230.4% | 61.3%  | 47.1%  | 95.1%  | 113.8% | 85.5%  |
| QoQ(%)              | -36.9% | 141.1% | 13.3%   | -31.1% | 75.6%  | 17.7%  | 3.3%   | -8.7%  |        |        |
| 영업이익률(%)            | 17.8%  | 35.1%  | 36.6%   | 25.3%  | 39.5%  | 44.1%  | 42.7%  | 37.5%  | 29.3%  | 40.9%  |
| 영업외손익               | (5.3)  | (27.2) | (8.0)   | (16.9) | (12.4) | (15.3) | (13.6) | (14.3) | (57.4) | (55.6) |
| 법인세차감전순이익           | 20.3   | 34.7   | 62.1    | 31.4   | 72.4   | 84.5   | 89.6   | 79.9   | 148.5  | 326.4  |
| 당기순이익               | 19.6   | 29.5   | 71.4    | 24.8   | 57.2   | 66.8   | 70.8   | 63.1   | 145.3  | 257.8  |
| YoY(%)              | 102.3% | 20.2%  | 1031.3% | -86.7% | 191.4% | 126.2% | -0.8%  | 154.2% | -36.0% | 77.4%  |
| NIR(%)              | 13.6%  | 16.7%  | 37.2%   | 13.0%  | 26.6%  | 29.5%  | 29.3%  | 25.1%  | 20.7%  | 27.6%  |

\*주: 세노바메이트 미국 외 시판 국가인 한국 매출 (향후 일본 추가)

\*\*주: DP(완제품), API 등 매출

자료: 하나증권

도표 6. SK바이오팜 추가 Valuation (십억원)

| 구분             | Valuation                                                |
|----------------|----------------------------------------------------------|
| 영업가치           | 9,876.3    현가화한 27년도 EBITDA에 EV/EBITDA 18.5배 적용          |
| 2nd Product 가치 | 2,317.2    엑스코프리의 '20년 출시 후 6년치 FCFF 시나리오로 '26~31년 DCF추정 |
| 순현금            | 190.2    25년도 예상 순현금                                     |
| 기업가치           | 12,383.6                                                 |
| 주식수(천주)        | 78,313.3                                                 |
| 적정 추가(원)       | 160,000    만원 미만 올림                                      |
| 전일 증가(원)       | 120,400                                                  |
| 상승여력           | 32.9%                                                    |

자료: 하나증권

도표 7. 영업이익 추정 (십억원)

|              |                |
|--------------|----------------|
| Multiple (배) | 18.5           |
| 27년 EBITDA   | 620.1          |
| WACC         | 7.8%           |
| 현가 EBITDA    | 533.9          |
| <b>영업가치</b>  | <b>9,876.3</b> |

주: Multiple은 도표12 주석에 설명

자료: 하나증권

도표 8. 2<sup>nd</sup> Product 현재가치 (십억원)

|                  |                |
|------------------|----------------|
| 비영업가치            | 4,634.4        |
| 리스크 할인           | 50%            |
| <b>할인된 비영업가치</b> | <b>2,317.2</b> |

도표 9. 국내 Peer 제약사 지표

| 기업명    | 시가총액     | 매출액(FY1) | 영업이익(FY1) | OPM(FY1) | 매출액(Fwd.12M) | 영업이익(Fwd.12M) | OPM(Fwd.12M) | EBITDA(Fwd.12M) | EV/EBITDA(FY1) | EV/EBITDA(Fwd.12M) |
|--------|----------|----------|-----------|----------|--------------|---------------|--------------|-----------------|----------------|--------------------|
| 셀트리온   | 42,774.0 | 4,101.2  | 1,122.8   | 0.3      | 5,109.8      | 1,655.1       | 32.4%        | 1,962.3         | 34.1           | 24.9               |
| SK바이오팜 | 10,893.4 | 714.5    | 215.9     | 0.3      | 928.0        | 344.3         | 37.1%        | 358.5           | 39.2           | 24.7               |
| 녹십자    | 1,569.5  | 1,936.0  | 61.7      | 0.0      | 2,109.6      | 92.8          | 4.4%         | 176.2           | 18.5           | 15.4               |
| HK이노엔  | 1,416.5  | 1,057.3  | 107.6     | 0.1      | 1,150.5      | 126.2         | 11.0%        | 177.6           | 10.8           | 8.8                |

주: Peer 선정 기준은 단일 상품에 수익 의존도가 높고, 해외 진출로 시장 확장 중인 기업 (셀트리온 BS, 녹십자 알리글로, HK이노엔 케이캡)

자료: 하나증권

도표 10. 엑스코프리 US 시장 매출 추정

| 엑스코프리 미국 판매년차                       | 5차년도         | 6차년도         | 7차년도         | 8차년도           | 9차년도           | 10차년도          | 11차년도          | 12차년도          |
|-------------------------------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| (mln\$)                             | 2024         | 2025F        | 2026F        | 2027F          | 2028F          | 2029F          | 2030F          | 2031F          |
| 뇌전증 치료제 글로벌 시장                      | 15,710       | 16,480       | 17,287       | 18,134         | 19,023         | 19,955         | 20,933         | 21,958         |
| 뇌전증 치료제 US market 비중                | 67.0%        |              |              |                |                |                |                |                |
| 뇌전증 치료제 US 시장                       | 10,526       | 11,041       | 11,582       | 12,150         | 12,745         | 13,370         | 14,025         | 14,712         |
| Briviact US 매출                      | 584          | 635          | 417          | 201            | 128            | 68             | 33             | 18             |
| Briviact US 점유율                     | 5.5%         | 5.8%         | 3.6%         | 1.7%           | 1.0%           | 0.5%           | 0.2%           | 0.1%           |
| <b>Xcopri US 추정 연매출(mln\$)</b>      | <b>322</b>   | <b>447</b>   | <b>569</b>   | <b>725</b>     | <b>923</b>     | <b>1175</b>    | <b>1497</b>    | <b>1906</b>    |
| Xcopri US 점유율 추정                    | 2.0%         | 2.7%         | 3.3%         | 4.0%           | 4.9%           | 5.9%           | 7.2%           | 8.7%           |
| 원/달러 환율(매매기준율)                      | 1,363.98     | 1,423.32     | 1,430.00     | 1,430.00       | 1,430.00       | 1,430.00       | 1,430.00       | 1,430.00       |
| Xcopri US 추정 연매출(십억원)               | 439.2        | 636.3        | 814.0        | 1,036.6        | 1,320.0        | 1,680.9        | 2,140.5        | 2,725.7        |
| Adjust Index                        | 1.00         |              |              |                |                |                |                |                |
| <b>Xcopri US 연매출 Adjusted (십억원)</b> | <b>438.7</b> | <b>636.8</b> | <b>813.1</b> | <b>1,035.4</b> | <b>1,318.5</b> | <b>1,679.0</b> | <b>2,138.1</b> | <b>2,722.6</b> |

주1: 뇌전증 치료제 글로벌 시장은 Global Data에서 2000~2024년간 CAGR 4.9%로 Forecasting 함

주2: 뇌전증 치료제 US 시장 비율은 Vimpat의 Peak sales ('21년 "Global 1,995mln\$" / "US 1,336mln\$") 로 산정: 67%

주3: Xcopri US 점유율 추정은 Briviact US 추정 점유율과 동기화하여 최근 '19년부터 25년까지의 점유율 CAGR(21.4%)을 적용. 단, 25년 점유율은 가이던스 반영하여 조정.

주4: Xcopri US 매출 가이던스 4.2~4.5억 달러

자료: 하나증권

도표 11. 엑스포크리 US 외 시장 매출 추정

| 엑스포크리 판매년차           |          |                                            | 6차년도     | 7차년도     | 8차년도     | 9차년도     | 10차년도    | 11차년도    | 12차년도    | 13차년도    |
|----------------------|----------|--------------------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| (mln\$)              |          | 비고                                         | 2025F    | 2026F    | 2027F    | 2028F    | 2029F    | 2030F    | 2031F    | 2032F    |
| 글로벌 시장               |          |                                            | 16,480   | 17,287   | 18,134   | 19,023   | 19,955   | 20,933   | 21,958   | 21,958   |
| KR market 비중         | 25년 말 허가 | 0.69% (일본 인구수 대비 약 42%, 경쟁강도 80% 할인)       |          |          |          |          |          |          |          |          |
| JP market 비중         | 26년 말 허가 | 1.64% (Vimpat의 '21년 JP 매출 비율에 경쟁강도 80% 할인) |          |          |          |          |          |          |          |          |
| CN 매출                |          |                                            | 1,219    | 1,279    | 1,342    | 1,408    | 1,477    | 1,549    | 1,625    | 1,625    |
| KR 매출                |          |                                            | 114      | 119      | 125      | 131      | 137      | 144      | 151      | 151      |
| JP 매출                |          |                                            | 270      | 284      | 297      | 312      | 327      | 343      | 360      | 360      |
| 원/달러 환율              | (매매기준율)  |                                            | 1,423.32 | 1,430.00 | 1,430.00 | 1,430.00 | 1,430.00 | 1,430.00 | 1,430.00 | 1,430.00 |
| KR 추정 연매출            | (십억원)    |                                            |          | 170.3    | 178.6    | 187.4    | 196.6    | 206.2    | 216.3    | 216.3    |
| JP 추정 연매출            | (십억원)    |                                            |          |          | 425.3    | 446.1    | 468.0    | 490.9    | 515.0    | 515.0    |
| DS 생산매출              | (%)      | 24% (원가를 4%+CMO 20%)                       |          |          |          |          |          |          |          |          |
| 로열티율                 | (%)      | 10% (가정)                                   |          |          |          |          |          |          |          |          |
| 위험할인                 | (%)      | 80% (시장진입 lagging time)                    |          |          |          |          |          |          |          |          |
| US 외 국가 DS 매출 (십억원)  |          |                                            | 0        | 32.7     | 115.9    | 121.6    | 127.6    | 133.8    | 140.4    | 140.4    |
| US 외 국가 로열티 매출 (십억원) |          |                                            | 0        | 13.6     | 48.3     | 50.7     | 53.2     | 55.8     | 58.5     | 58.5     |

주1: 삼바 CMO 이익 45%-50%. Small molecule이므로 난이도 고려해 절반으로 할인함.

주2: 경쟁강도는 주요 제품이 5개인 것으로 가정하여 산정 (Vimpat, Ficompa, Aptiom, Briviact, Xcopri),

주3: 중국에도 허가되었으나 이그니스 지분 보유로 중국향 매출은 없음

자료: 하나증권

도표 12. 2<sup>nd</sup> Product 가치 추정(Xcopri 출시 당시의 FCFF 동일하게 적용, 십억원)

| 추정년도                 | 2025F   | 2026F  | 2027F | 2028F  | 2029F | 2030F | 2031F |
|----------------------|---------|--------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 엑스포크리 기준             | 출시 전    | 2020A  | 2021A | 2022A  | 2023A | 2024A | 2025F |
| EBIT                 | 0       | -239.5 | 95.0  | -131.1 | -37.5 | 96.3  | 205.9 |
| - EBIT에 대한 세금        |         | 7.5    | 8.6   | -2.8   | -1.0  | 4.4   | 4.4   |
| - CAPEX              |         | 11.0   | 4.3   | 4.9    | 2.4   | 1.4   | 2.5   |
| - 순운전자본 증가(감소)       |         | 9.9    | -14.4 | 57.9   | -3.8  | 14.4  | -34.8 |
| + 감가상각비              |         | 8.3    | 7.3   | 7.9    | 9.5   | 11.3  | 12.1  |
| + 무형자산상각비            |         | 2.6    | 4.3   | 5.1    | 5.9   | 6.1   | 4.3   |
| FCFF                 |         | -257.1 | 108.1 | -178.1 | -19.8 | 93.5  | 250.3 |
| Sum of PV of FCFF    | (3.2)   |        |       |        |       |       |       |
| Terminal Value       | 5,587.9 |        |       |        |       |       |       |
| PV of Terminal Value | 4,637.5 |        |       |        |       |       |       |
| 비영업가치                | 4,634.4 |        |       |        |       |       |       |
| 리스크 할인               | 50%     |        |       |        |       |       |       |
| 할인된 비영업가치            | 2,317.2 |        |       |        |       |       |       |

주: WACC 7.8%, 영구성장을 3.2% 적용

자료: 하나증권

추정 재무제표

| 손익계산서        | (단위:십억원) |         |         |        |         |
|--------------|----------|---------|---------|--------|---------|
|              | 2023     | 2024    | 2025F   | 2026F  | 2027F   |
| 매출액          | 354.9    | 547.6   | 703.0   | 934.1  | 1,277.3 |
| 매출원가         | 34.1     | 43.1    | 38.4    | 46.9   | 55.5    |
| 매출총이익        | 320.8    | 504.5   | 664.6   | 887.2  | 1,221.8 |
| 판매비          | 358.3    | 408.2   | 458.6   | 505.3  | 615.0   |
| 영업이익         | (37.5)   | 96.3    | 205.9   | 382.0  | 606.7   |
| 금융손익         | 0.0      | 6.6     | (16.3)  | (9.0)  | (9.9)   |
| 종속/관계기업손익    | 0.6      | (31.3)  | (36.1)  | (38.1) | (38.3)  |
| 기타영업외손익      | (7.0)    | 0.9     | (5.1)   | (8.5)  | (8.3)   |
| 세전이익         | (43.9)   | 72.6    | 148.5   | 326.4  | 550.2   |
| 법인세          | (8.5)    | (154.4) | 3.2     | 68.5   | 115.5   |
| 계속사업이익       | (35.4)   | 227.0   | 145.3   | 257.8  | 434.7   |
| 중단사업이익       | 0.0      | 0.0     | 0.0     | 0.0    | 0.0     |
| 당기순이익        | (35.4)   | 227.0   | 145.3   | 257.8  | 434.7   |
| 비지배주주지분 손이익  | (2.5)    | (13.8)  | (10.8)  | (10.0) | (16.9)  |
| 지배주주순이익      | (32.9)   | 240.7   | 156.1   | 267.8  | 451.5   |
| 지배주주지분포괄이익   | (32.9)   | 262.6   | 152.1   | 265.3  | 447.2   |
| NOPAT        | (30.3)   | 301.2   | 201.5   | 301.8  | 479.3   |
| EBITDA       | (22.2)   | 113.8   | 222.4   | 395.3  | 620.1   |
| 성장성(%)       |          |         |         |        |         |
| 매출액증가율       | 44.15    | 54.30   | 28.38   | 32.87  | 36.74   |
| NOPAT증가율     | 적지       | 흑전      | (33.10) | 49.78  | 58.81   |
| EBITDA증가율    | 적지       | 흑전      | 95.43   | 77.74  | 56.87   |
| 영업이익증가율      | 적지       | 흑전      | 113.81  | 85.53  | 58.82   |
| (지배주주)순이익증가율 | 적지       | 흑전      | (35.15) | 71.56  | 68.60   |
| EPS증가율       | 적지       | 흑전      | (35.13) | 71.51  | 68.60   |
| 수익성(%)       |          |         |         |        |         |
| 매출총이익률       | 90.39    | 92.13   | 94.54   | 94.98  | 95.65   |
| EBITDA이익률    | (6.26)   | 20.78   | 31.64   | 42.32  | 48.55   |
| 영업이익률        | (10.57)  | 17.59   | 29.29   | 40.89  | 47.50   |
| 계속사업이익률      | (9.97)   | 41.45   | 20.67   | 27.60  | 34.03   |

| 투자지표      |          | 2023    | 2024    | 2025F   | 2026F   | 2027F |
|-----------|----------|---------|---------|---------|---------|-------|
| 주당지표(원)   |          |         |         |         |         |       |
| EPS       | (420)    | 3,074   | 1,994   | 3,420   | 5,766   |       |
| BPS       | 3,622    | 6,975   | 8,920   | 12,340  | 18,106  |       |
| CFPS      | (184)    | 1,771   | 2,699   | 3,755   | 6,504   |       |
| EBITDAPS  | (284)    | 1,453   | 2,840   | 5,048   | 7,918   |       |
| SPS       | 4,532    | 6,992   | 8,976   | 11,928  | 16,310  |       |
| DPS       | 0        | 0       | 0       | 0       | 0       |       |
| 주가지표(배)   |          |         |         |         |         |       |
| PER       | (239.05) | 36.14   | 62.49   | 35.20   | 20.88   |       |
| PBR       | 27.72    | 15.93   | 13.97   | 9.76    | 6.65    |       |
| PCFR      | (545.65) | 62.73   | 46.17   | 32.06   | 18.51   |       |
| EV/EBITDA | (352.84) | 75.53   | 43.12   | 22.94   | 14.06   |       |
| PSR       | 22.15    | 15.89   | 13.88   | 10.09   | 7.38    |       |
| 재무비율(%)   |          |         |         |         |         |       |
| ROE       | (10.96)  | 58.01   | 25.09   | 32.17   | 37.88   |       |
| ROA       | (4.74)   | 27.36   | 14.67   | 21.05   | 25.82   |       |
| ROIC      | (32.62)  | 254.05  | 149.76  | 195.99  | 256.78  |       |
| 부채비율      | 125.32   | 80.63   | 52.87   | 49.44   | 45.35   |       |
| 순부채비율     | (20.29)  | (23.66) | (25.45) | (37.58) | (49.96) |       |
| 이자보상배율(배) | (4.53)   | 9.02    | 32.34   | 0.00    | 0.00    |       |

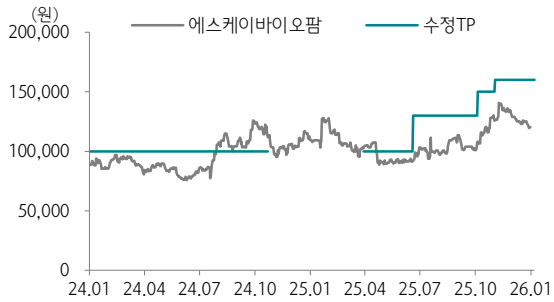
자료: 하나증권

| 대차대조표     | (단위:십억원) |         |         |         |         |
|-----------|----------|---------|---------|---------|---------|
|           | 2023     | 2024    | 2025F   | 2026F   | 2027F   |
| 유동자산      | 488.7    | 651.4   | 627.4   | 930.6   | 1,450.9 |
| 금융자산      | 243.2    | 324.5   | 236.0   | 421.1   | 761.0   |
| 현금성자산     | 239.7    | 322.8   | 234.1   | 418.5   | 757.4   |
| 매출채권      | 111.0    | 173.8   | 203.2   | 267.6   | 366.0   |
| 재고자산      | 102.5    | 111.7   | 130.6   | 171.9   | 235.2   |
| 기타유동자산    | 32.0     | 41.4    | 57.6    | 70.0    | 88.7    |
| 비유동자산     | 234.4    | 385.4   | 464.5   | 522.1   | 593.8   |
| 투자자산      | 104.2    | 91.5    | 107.0   | 140.9   | 192.7   |
| 금융자산      | 10.9     | 6.9     | 8.1     | 10.7    | 14.6    |
| 유형자산      | 13.6     | 12.0    | 11.1    | 11.2    | 11.2    |
| 무형자산      | 27.0     | 32.5    | 50.8    | 64.5    | 76.2    |
| 기타비유동자산   | 89.6     | 249.4   | 295.6   | 305.5   | 313.7   |
| 자산총계      | 723.2    | 1,036.8 | 1,091.9 | 1,452.7 | 2,044.7 |
| 유동부채      | 241.6    | 396.3   | 289.9   | 378.0   | 512.8   |
| 금융부채      | 57.1     | 162.0   | 13.1    | 14.7    | 17.1    |
| 매입채무      | 2.3      | 3.4     | 4.0     | 5.2     | 7.2     |
| 기타유동부채    | 182.2    | 230.9   | 272.8   | 358.1   | 488.5   |
| 비유동부채     | 160.6    | 66.6    | 87.8    | 102.5   | 125.1   |
| 금융부채      | 121.0    | 26.7    | 41.1    | 41.1    | 41.1    |
| 기타비유동부채   | 39.6     | 39.9    | 46.7    | 61.4    | 84.0    |
| 부채총계      | 402.2    | 462.8   | 377.6   | 480.6   | 638.0   |
| 지배주주지분    | 283.7    | 546.3   | 698.6   | 966.4   | 1,418.0 |
| 자본금       | 39.2     | 39.2    | 39.2    | 39.2    | 39.2    |
| 자본잉여금     | 1,084.8  | 1,084.8 | 1,084.8 | 1,084.8 | 1,084.8 |
| 자본조정      | 7.7      | 7.7     | 7.7     | 7.7     | 7.7     |
| 기타포괄이익누계액 | 13.5     | 36.1    | 32.1    | 32.1    | 32.1    |
| 이익잉여금     | (861.6)  | (621.5) | (465.3) | (197.5) | 254.1   |
| 비지배주주지분   | 37.3     | 27.7    | 15.7    | 5.7     | (11.2)  |
| 자본총계      | 321.0    | 574.0   | 714.3   | 972.1   | 1,406.8 |
| 순금융부채     | (65.1)   | (135.8) | (181.8) | (365.3) | (702.8) |

| 현금흐름표          | (단위:십억원) |         |         |        |        |
|----------------|----------|---------|---------|--------|--------|
|                | 2023     | 2024    | 2025F   | 2026F  | 2027F  |
| 영업활동 현금흐름      | (94.2)   | 94.9    | 109.1   | 279.4  | 480.7  |
| 당기순이익          | (35.4)   | 227.0   | 145.3   | 257.8  | 434.7  |
| 조정             | 16.8     | (99.4)  | 41.7    | (24.8) | (25.0) |
| 감가상각비          | 15.3     | 17.4    | 16.5    | 13.3   | 13.4   |
| 외환거래손익         | 8.1      | (5.5)   | 2.6     | 0.0    | 0.0    |
| 지분법손익          | (0.6)    | 31.3    | 16.0    | (38.1) | (38.3) |
| 기타             | (6.0)    | (142.6) | 6.6     | 0.0    | (0.1)  |
| 영업활동 자산부채 변동   | (75.6)   | (32.7)  | (77.9)  | 46.4   | 71.0   |
| 투자활동 현금흐름      | 225.3    | (10.9)  | (74.5)  | (23.4) | (37.7) |
| 투자자산감소(증가)     | 48.0     | 96.1    | 20.6    | 4.2    | (13.5) |
| 자본증가(감소)       | (2.4)    | (1.4)   | (2.5)   | 0.0    | 0.0    |
| 기타             | 179.7    | (105.6) | (92.6)  | (27.6) | (24.2) |
| 재무활동 현금흐름      | 22.2     | 10.6    | (153.1) | 1.6    | 2.4    |
| 금융부채증가(감소)     | 22.2     | 10.6    | (134.4) | 1.6    | 2.4    |
| 자본증가(감소)       | 0.0      | 0.0     | 0.0     | 0.0    | 0.0    |
| 기타재무활동         | 0.0      | 0.0     | (18.7)  | 0.0    | 0.0    |
| 배당지급           | 0.0      | 0.0     | 0.0     | 0.0    | 0.0    |
| 현금의 증감         | 153.2    | 94.6    | (86.5)  | 184.5  | 338.9  |
| Unlevered CFO  | (14.4)   | 138.7   | 211.4   | 294.1  | 509.4  |
| Free Cash Flow | (96.6)   | 93.5    | 106.6   | 279.4  | 480.7  |

## 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

## 에스케이바이오팜



| 날짜       | 투자 의견  | 목표주가    | 괴리율     |         |
|----------|--------|---------|---------|---------|
|          |        |         | 평균      | 최고/최저   |
| 25.11.20 | BUY    | 160,000 |         |         |
| 25.10.22 | BUY    | 150,000 | -20.38% | -13.13% |
| 25.7.7   | BUY    | 130,000 | -21.21% | -12.69% |
| 25.6.27  | BUY    | 100,000 | -7.70%  | -6.30%  |
| 25.4.16  | 담당자 변경 |         | -       | -       |
| 23.11.10 | BUY    | 100,000 | -2.17%  | 27.90%  |

## Compliance Notice

- 당사는 2026년 1월 18일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김선아)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김선아)는 2026년 1월 18일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰 할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

## 투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

## 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(비중축소)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

## 산업의 분류

Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

| 투자등급       | BUY(매수) | Neutral(중립) | Reduce(매도) | 합계   |
|------------|---------|-------------|------------|------|
| 금융투자상품의 비율 | 95.75%  | 4.25%       | 0.00%      | 100% |

\* 기준일: 2026년 01월 15일