SK바이오팜 (326030)

엑스코프리 처방량 회복 확인, 신제품 도입할 시점

BUY (신규)

목표주가(12M)	130,000원
현재주가(7.04)	91,400원

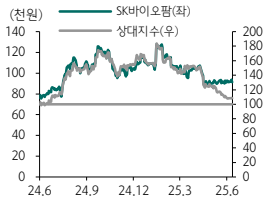
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,054.28
52주 최고/최저(원)	127,900/77,100
시가총액(십억원)	7,157.8
시가총액비중(%)	0.29
발행주식수(천주)	78,313.3
60일 평균 거래량(천주)	169.8
60일 평균 거래대금(십억원)	16.0
외국인지분율(%)	11.05
주요주주 지분율(%)	
SK 외 6 인	64.04
국민연금공단	6.02

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	704.3	913.9
영업이익(십억원)	155.7	293.2
순이익(십억원)	147.4	241.1
EPS(원)	1,979	3,297
BPS(원)	9,173	12,580

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	354.9	547.6	674.6	801.2
영업이익	(37.5)	96.3	172.1	257.5
세전이익	(43.9)	72.6	177.6	271.7
순이익	(32.9)	240.7	170.9	255.0
EPS	(420)	3,074	2,182	3,256
증감율	적지	흑전	(29.02)	49.22
PER	(239.05)	36.14	41.89	28.07
PBR	27.72	15.93	10.01	7.38
EV/EBITDA	(352.84)	75.53	36.54	24.34
ROE	(10.96)	58.01	27.10	30.26
BPS	3,622	6,975	9,132	12,387
DPS	0	0	0	0

Analyst 김선아 seona.kim@hanafn.com
RA 유창근 changkeunyoo@hanafn.com

하나증권 리서치센터

일시적으로 부진했던 실적 모두 회복, 서프라이즈도 기대 가능

엑스코프리 하나로 실적을 유지하고 있던 만큼, 1Q25에 엑스코프리의 갑작스러운 처방량 감소는 시장에 큰 우려를 주었다. 주요 경쟁 약물들 보다 빠른 속도로 처방량이 성장한 만큼 성장성 정체에 대한 두려움이 존재하고 있었기 때문이다. 다행히 1분기에 회사가 언급한 것처럼 보험사 및 PBM사의 프로모션, Formulary 등을 결정하는 시기에 따른 계절 특수성에 기인한 것이고, 4월부터 처방량의 빠른 회복세가 확인되었다. 엑스코프리의 추정 연간 매출액과 회복된 처방량의 수준을 비교하였을 때 연간 4.2억~4.5억 달러 가이던스는 충분히 달성할 수 있을 것으로 전망된다. 그 외에 기타 매출이나 용역은 엑스코프리 미국 매출만 전체 매출의 80%를 차지 하는 만큼 규모가 크지 않고, 관련 특이 사항도 확인되지 않기 때문에 현재의 컨센서스 수준은 무난히 달성할 수 있을 것으로 전망된다. 일회성의 용역 매출은 변동성이 큰 만큼 서프라이즈도 조심스럽게 기대해본다. 우리는 1Q25 분기매출액(연결) 1,684억원 (YoY+25.7%), 영업이익 389억원 (YoY+49.2%, OPM 23.1%)을 전망한다.

금리 인하와 환율 감소 분위기, 이제는 정말 2nd Product를 도입할 때

엑스코프리의 한 달치 처방량이 감소하였다고 시장이 민감하게 반응한 이유는 밸류에이션에서의 부담감을 느끼고 있기 때문으로 판단된다. 매출과 영업이익률로 보았을 때 우수한 성장성을 보유하고 있음은 분명하나, 국내외 Peer들과 비교하였을 때 주요 투자 지표가 전반적으로 높은 편이다. 따라서 지금의 기업가치를 충분히 설명하기 위해서는 2nd Product가 정말로 필요해 보인다. 회사는 수년간 후보군은 정해져 있고, 적절한 가격대로 협상만 하면 된다고 시장을 안심시켜 왔다. 하반기부터 내년까지 미국 금리 인하와 그에 따른 환율 감소가 이어질 것으로 전망되는 만큼, 기술의 가격이 본격적으로 오르기 전이면서 적절한 환율로 협상이 가능한 시점은 올해 하반기부터 2026년 상반기 정도가 되지 않을까 판단한다.

커버리지 개시: 투자의견 BUY, 목표주가 130,000원

뇌전증은 발병 기전이 다양하여 각 환자에 최적화된 조합을 찾다가, 여러 가지 약물을 동시 복용하게 된다. 따라서 제네릭이 출시되기 전까지는 엑스코프리의 매출은 꾸준히 증가할 것으로 전망된다. 올해부터 동아ST가 세노바메이트의 아시아 진출을 위한 작업 착수한 것은 덤이다. 하반기 내 2nd Product에 대한 회사의 결심을 보여준다면 더 높은 업사이드도 기대해 봄 직하다. 의약품 관세에 대한 우려는, DS가 약가의 10~15% 수준에 불과함을 고려하였을 때 수익성에 크게 위협되지는 않을 것으로 판단한다.

1. 엑스코프리의 성장성 전망

1) 엑스코프리가 계속 잘 나가는 이유?

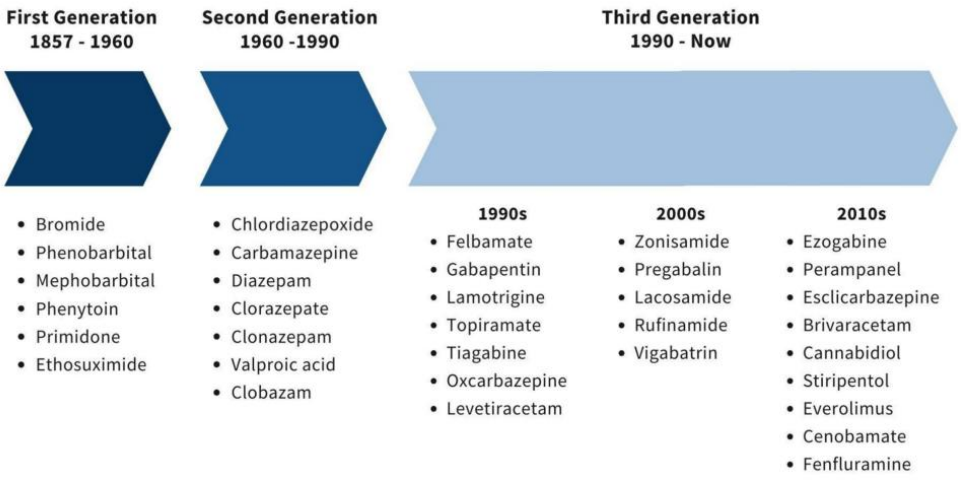
기전이 불명확하고 환자별 최선호도를 따르는 특성 리얼월드에서 시장성 입증해야

엑스코프리(Xcopri)는 Cenobamate의 미국 제품명으로, 뇌전증 치료제로 처방되고 있다. 뇌전증은 유전, 외상, 퇴행성 변화 등 다양한 요인으로 발생하고, 연령별로 유발 원인도 다르게 구분될 수 있다. 발작 증상도 다양하기 때문에 3세대까지 발전한 현 시점에서도 여전히 1세대 치료제가 처방되고 있고, 발작 세기와 조절 정도에 따라 여러 가지의 약물을 복용할 수 있다. 1차 약물 투여시 47% 발작 감소, 2차 치료시 13%, 3차 치료시 1~3%로 감소한다. 반응률을 높이기 위해 여러 약물을 병용투여 하지만, 30~40%의 환자가 불응성을 보이는 것으로 알려져 있다 (대한뇌전증학회). 뇌전증 약물은 기전이 명확하게 이해되지 않아 메커니즘나 특성이 아닌 출시된 시점에 따라 세대를 구분(Sheri Cotterman-Hart et al. 2015)한다. 당연히 3세대 내에서도 명확한 기전이나 계열로 세대를 구분할 수 없으므로 리얼월드에서 입증된 환자 선호도로 시장성을 획득하는 것이 더 중요할 수 밖에 없다.

시장성 획득 후 확장은 자연적, 독점적 매출 확보 가능한 상태 2032년까지 매출 상승 전망

최근 시장성을 획득했더라도 동일 세대 내 제네릭이 나오는 경우 분명 위협이 될 수 있다. 그런데 주요 경쟁약물인 Fycompa(미국 판매사 Catalyst)와 Aptiom(미국 판매사 Sunovion Pharmaceuticals)은 주요 특허가 만료(2025년)되었거나 될 예정이나 이미 2019년부터 처방량은 정체되어 있다. Briviact(UCB)가 엑스코프리의 출시에도 불구하고 꾸준히 처방량이 증가 중이나, Vimpat(UCB)이 Peak sales 시점인 2021년에 글로벌 시장 점유율 14.9%를 차지하고 있었고 그 이듬해인 '22년에 제네릭이 출시되었음에도 불구하고 엑스코프리는 그때나 지금에나 비슷한 성장률로 꾸준히 매출이 상승하고 있다. 따라서 엑스코프리 API인 세노바메이트의 특허 만료 시기인 2032년 10월까지는 매출 증가세가 이어질 수 있을 것으로 보인다. 참고로 Briviact의 물질특허(US6911461)는 2026년2월21일, 제형특허(US10729653) 2030년4월9일까지이고, 세노바메이트의 경우 물질특허(US7598279) 2032년10월30일 만료 예정이다.

도표 1. 항뇌전증 치료제 구분



자료: Colado-Martinez J et al. (2025), 하나증권

2) 세노바메이트의 약물로서의 장점은?

Mechanism으로는 확인 어려움
Na+채널과 GABA 수용체
복합적으로 작용하는 특성

다른 뇌전증 치료제의 기전을 명확히 구분하기 어려운 것과 같이, 세노바메이트도 메커니즘을 정확히 이해할 수는 없지만, Sodium Channel 억제로 흥분성 뉴론의 활성을 줄이고, 신경억제 물질인 GABA를 활성화하여 발작을 낮추는 것으로 알려져 있다 (Bettina Schmitz et al. 2023). 한편 이러한 기전은 뇌전증 치료제 중 유일한 것은 아니고 다른 peer들도 동일하거나 추가적인 수용체 등을 표적한다 (Ryosuke Hanaya et al. p.207). 따라서 메커니즘만으로는 장단점을 확인하기 어렵다. 가장 유력한 경쟁자인 Briviact의 경우 시냅스 소포 단백질 2A(SV2A)에 결합하여 흥분성 신경전달물질 방출을 조절하고, Sodium Channel 작용은 없는 것으로 알려져 있다.

문헌 비교 분석에서
경쟁자 대비 효능에서의 우월성
부작용에서도 이점 확인

뇌전증은 빠르게 처치하지 않는 경우 환자가 위험에 처할 수 있고, 전통적인 약물들이 이미 저렴한 약가로 처방이 되고 있어서 Naïve(투약 받은 적이 없는) 환자나 환자군을 완전히 컨트롤 한 Head to Head 임상이 쉽지 않다. 따라서 대부분의 비교 분석은 문헌 비교를 통해서 이루어지고 있다. Yankun Chen et al. (2024)의 Lancet 논문에서 주요 3세대 항뇌전증 약물의 효능과 부작용을 비교하였을 때, 세노바메이트는 반응성에서 가장 높은 점수를 얻었으나, 나머지 점수에서는 Briviact가 더 우수했다. 다만 용량 의존적인 결과가 확인되지는 않아서 리얼월드에서도 동일하게 확인될지는 의문이다. 다른 문헌 (Lanskier et al. 2023)에서는 3세대(BRV, ESL, LCM, PER) 중 세노바메이트가 비용 대비 삶의 질 조정 수명(quality adjusted life year, 치료를 통해 추가적으로 얻게 되는 수명의 질)이 가장 우수하다고 평가하였다. 따라서 고용량에서 내약성이 우수한 환자는 세노바메이트를 복용하는 이점이 매우 클 것으로 판단된다. 효능과 내약성에서 전반적으로 Briviact가 세노바메이트 보다 우수하다. 그러나 반응률은 세노바메이트가 현저하게 높기 때문에 가장 많은 환자에게 반응성을 갖게 되어 빠르게 시장을 점유해 나가고 있는 것으로 보인다. 그러므로 Briviact의 제네릭이 나온다고 하더라도 세노바메이트의 판매량은 계속 올라갈 것으로 판단한다. 한편 연구자 임상이 이루어진다면 더 명확한 비교를 해볼 수 있을 것이다.

도표 2. 주요 3세대 항뇌전증 약물의 효능 및 부작용 비교

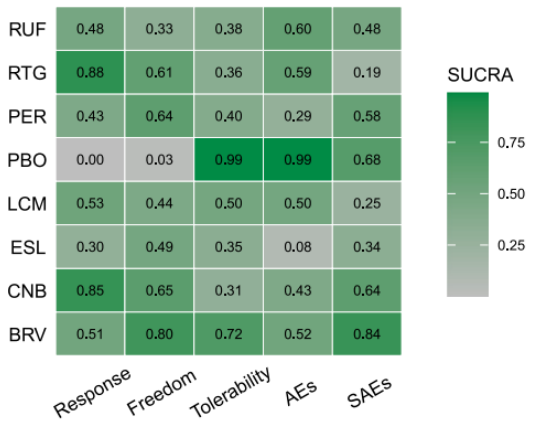
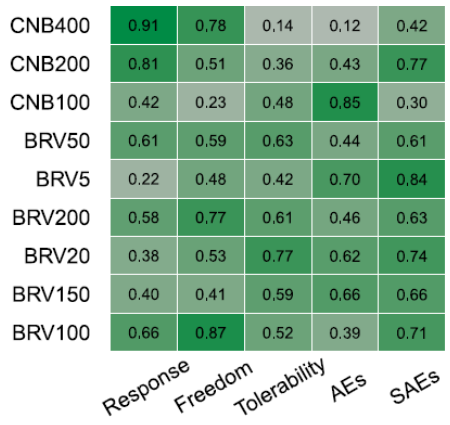


도표 3. 엑스코프리와 Briviact의 용량별 비교



주1: SUCRA는 논문에서 설정한 산정 방식에 따른 점수임. PBO, Placebo; RUF, Rufinamide; BRV, Brivaracetam; CNB, Cenobamate; ESL, Eslicarbazepine; LCM, Lacosamide; RTG, Retigabine; PER, Perampanel; AEs, adverse effects; SAEs, serious adverse events; RR, risk ratio; CI, credible interval; SUCRA, the surface under the cumulative ranking curve. Response는 발작빈도가 50% 이상 감소하는 경우, Freedom은 6개월 이상 발작이 없는 상태가 유지되는 것

주2: 모든 항목 점수가 높을수록 좋음. 예를 들어 Response는 RTG가 가장 좋고, AE는 ESL이 가장 심함.

자료: Yankun Chen et al. (2024), 하나증권

2. 엑스코프리의 수익으로 파이프라인 고도화

1) 고수익 매출로 R&D 비용 확보

'24년 흑자 전환
GPM 92%, OPM 17.6%
낮은 원가율로 관세 영향도 낮음
올해는 영업이익 더욱 성장할 것

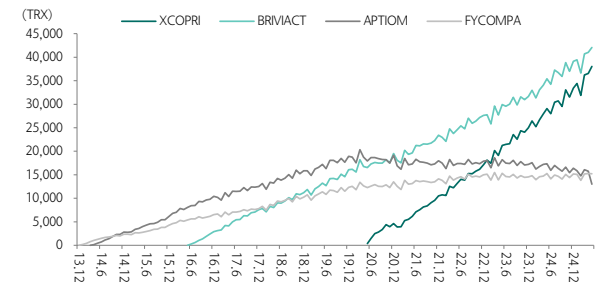
동사는 작년부터 흑자 전환하였고, 엑스코프리는 여전히 처방량이 성장하고 있기 때문에 올해는 20% 이상(2025년 OPM 25.5% 추정)의 영업이익률을 달성할 수 있을 것으로 보인다. 원료의 가격이나 생산 방식에 따른 원가율 차이가 크지 않은 Small molecule 특성상, 2024년 기준 7.9% 수준의 원가율은 계속 유지할 것으로 보인다. 관세 압박이 여전하나, 원낙에 낮은 원가율로 공급이 가능하기 때문에 관세가 추가된다 하더라도 약가를 크게 조정할 상황도 없을 것으로 생각된다. 따라서 현재 추정하고 있는 영업이익은 향후(특허 만료되는 32년 까지는) 계속 될 것으로 전망한다. R&D를 하기 위한 자금은 충분하다.

RTP(방사선의약품),
TPD(표적단백질분해) 등
신약 파이프라인 확보

24년 7월 17일자로 SK바이오팜은 중국 업체인 Full Life technologies의 방사성 의약품 파이프라인 FL091(SKL35501)의 글로벌 권리를 계약금 850만달러(약111억), 최대 마일스톤 5억 6,300만달러(약7,400억)에 도입하였다. FL091은 NTSR-1을 타겟 하는 방사선 동위원소 actinium-225(225Ac)를 사용한 방사성의약품으로, 225Ac은 177Lu 대비 반감기가 길고(11일 vs. 7일), 베타선이 아닌 알파선을 발생시킨다. 알파선은 투과력이 낮아 약효가 강하고 작용거리가 짧아 상대적으로 안전할 수 있다는 점이 최근에 부각되면서 방사성의약품에 대한 빅파마들의 관심이 높아지고 있다. '25년 12월 BMS가 인수한 RayzeBio(41억달러), '24년 3월 Astrazeneca가 인수한 Fusion Pharma(20억달러) 등이 actinium 기반의 방사성 의약품 개발사이다.

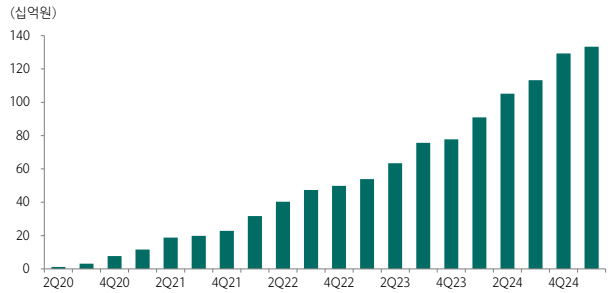
방사성 의약품의 시장성을 대표하는 노바티스의 플루빅토는 Lutetium 177(베타선)을 동위원소로 활용하고 있지만, 2024년 12억9200만달러(1조8천억원) 매출을 발생시키고 있다. 플루빅토는 PSMA(전립선 특이적 항원)를 리간드로 사용하기 때문에 용도가 전립선암에 한정된다. 한편 FL091의 타겟인 NTSR-1은 대장암, 전립선암, 췌장암 등 고형암에 과발현되는 타겟으로 알려져 있다. 따라서 개발에 성공하는 경우 적응증 확장에 따라 플루빅토 보다 더 넓은 시장성을 기대할 수 있을 것으로 전망한다. 동사는 원료회사와의 공급계약에 이어서 원자력연구원과 신약 개발 MOU를 체결하였고, 장기적으로 세노바메이트와 같은 풀 밸류체인 구축을 통해 고수익 파이프라인 개발을 목표로 하고 있다. FL091은 올해 중 전임상을 마치고, '25년 말 FDA에 IND를 제출할 계획이다.

도표 4. 주요 3세대 뇌전증 치료제 월별 처방량



자료: Bloomberg, 나증권

도표 5. 엑스코프리(미국) 분기별 매출액 (억원)



자료: SK바이오팜, 하나증권

2) 세노바메이트의 시장 확대

중국 기업 Ignis에 투자, IPO에 따른 기업가치 상승 기대
동아ST와 함께 아시아 진출
미국 환자군 확장까지

세노바메이트의 시장성을 미국에서 확인한 후 아시아로 확장하고 있다. 중국 시장 진출을 위해 중국의 경우 Ignis사에 기술이전 하면서 지분을 인수하였다. 지분을 인수하였기 때문에 시장 진입에 성공하더라도 로열티가 발생하지 않는다. 그러나 상업화 성공시 DS 매출의 추가와 Ignis사의 홍콩 시장 IPO에 따른 연결기업 가치 상승을 기대할 수 있다. 중화권의 경우 홍콩은 판매를 시작하였고, 중국은 '24년12월 NDA를 제출하고 승인을 기다리고 있다.

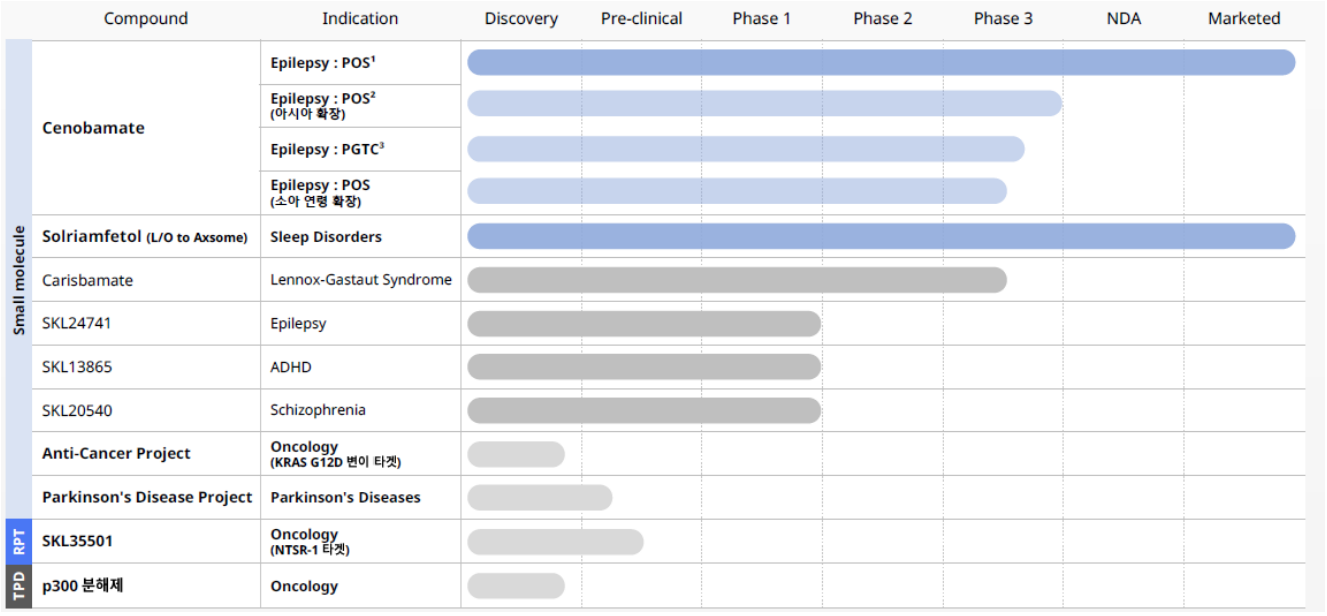
또한 작년 말 동아ST에 아시아 개발 및 판권에 관한 기술이전을 체결하였고, 한국 식약처에 '25년 2월 허가신청을 하고 승인을 기다리는 중이다. 미국에서도 현재 부분발작으로만 허가를 받아둔 상태라, 전신발작과 청소년-소아까지 처방이 가능하도록 적응증 확장 임상을 진행하고 있다. 연내에 결과를 확인할 수 있을 것으로 기대한다.

3) 모두가 기다리는 2nd Product

금리인하 및 환율하락 전망
2nd Product 도입 시기
가까워진 듯

엑스코프리의 영업 네트워크를 활용하여 즉각적으로 매출에 기여할 수 있는 2nd product의 도입 기대감이 계속되고 있다. 수년째 미뤄져 왔지만 올해 하반기 또는 내년 중에는 결정될 것으로 판단된다. 이 논의가 '20년부터 이어져 왔고 '21년까지 상당한 바이오 버블과 금리 급상승으로 인한 밸류에이션의 국내외 괴리가 있어 기술이전을 감행하기 어려웠다. 그러나 올해 하반기에 미국 금리 인하가 분명해 보이고, 고환율도 안정을 찾아 1350원/달러 미만에 이를 것으로 전망되므로 국내와 비교하여 해외 기술의 상대적인 가치상승이 예상된다. 값이 더 오르기 전에 이전하려면 빠르게 결단을 해야 할 것으로 보인다. 최근 2년 간 2nd product 도입에 대한 자신감을 비춰온 만큼, 대상은 특정되어 있는 것으로 추측된다. 기존 뇌전증 영업/마케팅 인력을 활용할 수 있는 품목이 판관비 추가적인 고정비 지출 없이 매출액을 높이고 레버리지 효과를 활용할 수 있으므로 CNS계 약물을 고려하고 있다.

도표 6. SK바이오팜 1Q25 공개 파이프라인



자료: SK바이오팜, 하나증권

3. 매출 전망 및 Valuation

1) 엑스코프리 매출 감소 우려 해소, 올해도 꾸준한 우상향 기대

'25년 연결 연매출 1조6천억원
영업이익 2,662억원 전망

미국 엑스코프리 처방량이 가끔 감소하는 때가 있었다. 다만 25년 2월의 감소 폭이 제법 컸고, 관세 및 약가 인하 이슈가 함께 작용하여 주가가 큰 폭으로 하락한 것으로 보인다. 회사가 언급한 바대로 3월부터 처방량이 회복되고, 가장 최근인 5월까지도 꾸준히 상승하고 있는 것으로 확인되었다. 관세 및 약가 인하 이슈는 상반기에 비해 현재 가능성과 강도에 대해 상당 수준 우려가 감소하였다. 따라서 하반기에도 엑스코프리 매출의 꾸준한 상승이 기대된다. 회사의 가이던스와 최근 처방 증감율을 고려하였을 때, 2Q25 엑스코프리 매출은 100.6mln$가 예상된다. 평균 환율인 1,404.04원(매매기준율)을 적용하여 환산하였을 때 2Q25 엑스코프리 매출 1,413억원(YoY+32.7%, QoQ+4.2%) 수준으로 전망한다. 이 경우 총 매출 1,684억원(YoY+25.7%), 영업이익 389억원(YoY+49.2%, QoQ +49.2%, OPM23.1%) 달성할 것으로 추정한다.

2) 2nd Product는 고밸류를 해소할 주요 요소, 기대를 품고 BUY

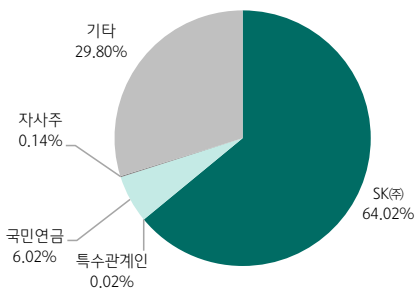
EV/EBITDA 배수
Peer 대비 높은 상태
2nd Product 가치가 추가되어야

매출과 영업이익률로 보았을 때 우수한 성장성을 보유하고 있음은 분명하나, 국내외 Peer들과 비교하였을 때 주요 투자 지표가 전반적으로 높다. 동사의 영업익률이 어느 정도 안정화 추세에 접어든 시점임에도 이익률이 높은 삼성바이오로직스와 셀트리온만 놓고 비교하더라도 다소 낮은 수준이다. 현재 SK바이오팜에 부여된 EV/EBITDA 배수를 포함하여 평균하면 33.2배이고, 이를 현가화 하여 27년F EBITDA를 적용한 후 현재 영업가치를 산정하였다. 지금의 주가를 설명하기 위해 2nd Product의 가치를 추가하였고, '26년에 도입한 후 판매를 시작하는 것으로 가정하였다. 어떤 품목인지 정확하게 알 수 없으므로, 추정값을 최소화 하기 위해 엑스코프리 매출로 추정값이 가장 적은 판매년도(2020년~25년F)를 적용하여 DCF로 산정하였다. 출시가 늦어지는 경우로 20% 리스크 할인했다.

2nd Product는 기업가치 상승+
단일 품목 불안감 해소
주가 상승 요소가 분명함

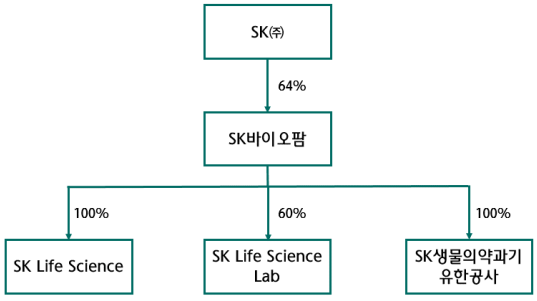
엑스코프리의 한 달치 처방량이 감소하였다고 시장이 민감하게 반응한 이유는 밸류에이션에서의 부담감을 느끼고 있기 때문으로 판단된다. 또한 지금의 기업가치를 충분히 설명하기 위해서는 2nd Product가 정말로 필요해 보인다. 하반기부터 내년까지 미국 금리 인하와 그에 따른 환율 감소가 이어질 것으로 전망되는 만큼 이벤트를 기대해 보자.

도표 7. SK바이오팜 주주구성



자료: Quantiwise, 나증권

도표 8. SK바이오팜 주요 계열사 현황



자료: SK바이오팜, 하나증권

도표 9. SK바이오팜 실적 전망(연결)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F
매출액	**114.0**	**134.0**	**136.6**	**163.0**	**144.4**	**168.4**	**179.2**	**182.7**	**547.6**	**674.6**
YoY(%)	*87.5%*	*74.0%*	*51.2%*	*28.6%*	*26.7%*	*25.7%*	*31.2%*	*12.1%*	*54.3%*	*23.2%*
QoQ(%)	*-10.1%*	*17.6%*	*1.9%*	*19.3%*	*-11.4%*	*16.6%*	*6.4%*	*2.0%*		
제품매출액	**99.1**	**110.3**	**126.4**	**129.8**	**140.4**	**146.4**	**165.0**	**168.9**	**465.6**	**620.6**
YoY(%)	*83.6%*	*61.0%*	*64.4%*	*56.4%*	*41.7%*	*32.7%*	*30.5%*	*30.1%*	*64.9%*	*33.3%*
QoQ(%)	*19.4%*	*11.3%*	*14.7%*	*2.7%*	*8.2%*	*4.2%*	*12.7%*	*2.4%*		
엑스코프리(미국API)	**90.9**	**105.2**	**113.3**	**129.3**	**133.3**	**141.3**	**157.8**	**166.0**	**438.7**	**598.4**
YoY(%)	*68.6%*	*65.9%*	*49.7%*	*66.4%*	*46.6%*	*34.3%*	*39.3%*	*28.4%*	*62.1%*	*36.4%*
QoQ(%)	*17.0%*	*15.7%*	*7.7%*	*14.1%*	*3.1%*	*6.0%*	*11.7%*	*5.2%*		
*기타(DP, API 등)**	8.2	5.1	13.1	0.5	7.1	5.1	7.2	2.9	26.9	22.3
용역매출액	**14.9**	**23.7**	**10.2**	**33.2**	**3.9**	**22.0**	**14.2**	**13.9**	**82.0**	**54.0**
YoY(%)	*119.1%*	*178.8%*	*-24.5%*	*-24.1%*	*-73.6%*	*-7.2%*	*39.8%*	*-58.3%*	*13.0%*	*-34.1%*
QoQ(%)	*3.3*	*3.1*	*3.1*	*12.2*	*5.7*	*8.9*	*5.6*	*5.6*	*21.6*	*25.8*
수노시+엑스코프리 (미국 외)	11.6	20.6	7.1	21.1	5.1	13.1	8.6	8.3	60.3	35.1
그외 기타 매출	11.9	8.7	16.5	5.9	11.0	8.5	10.6	10.2	43.1	40.3
매출원가	**11.9**	**8.7**	**16.5**	**5.9**	**11.0**	**8.5**	**10.6**	**10.2**	**43.1**	**40.3**
YoY(%)	*203.3%*	*-6.7%*	*142.8%*	*-57.9%*	*-7.8%*	*-3.2%*	*-36.0%*	*74.1%*	*26.4%*	*-6.5%*
원가율(%)	*10.5%*	*6.5%*	*12.1%*	*3.6%*	*7.6%*	*5.0%*	*5.9%*	*5.6%*	*7.9%*	*6.0%*
매출총이익	**102.0**	**125.3**	**120.1**	**157.1**	**133.4**	**159.9**	**168.6**	**172.5**	**504.5**	**634.3**
YoY(%)	*79.5%*	*85.2%*	*143.8%*	*139.3%*	*130.7%*	*127.7%*	*140.4%*	*109.8%*	*57.3%*	*25.7%*
매출총이익률(%)	*89.5%*	*93.5%*	*87.9%*	*96.4%*	*92.4%*	*95.0%*	*94.1%*	*94.4%*	*92.1%*	*94.0%*
판관비	**91.7**	**99.2**	**100.7**	**116.5**	**108.2**	**121.0**	**113.7**	**119.9**	**408.2**	**462.8**
YoY(%)	*15.4%*	*14.6%*	*6.9%*	*18.9%*	*18.0%*	*22.0%*	*12.9%*	*2.9%*	*13.9%*	*13.4%*
판관비율(%)	*80.5%*	*74.0%*	*73.7%*	*71.5%*	*74.9%*	*71.9%*	*63.4%*	*65.6%*	*74.5%*	*68.6%*
영업이익	**10.3**	**26.0**	**19.3**	**40.7**	**25.7**	**38.9**	**54.9**	**52.6**	**96.3**	**172.1**
YoY(%)	*145.4%*	*237.5%*	*흑전*	*175.0%*	*149.3%*	*49.2%*	*184.0%*	*29.4%*	*흑전*	*78.6%*
영업이익률(%)	*9.0%*	*19.4%*	*14.2%*	*24.9%*	*17.8%*	*23.1%*	*30.7%*	*28.8%*	*17.6%*	*25.5%*
영업외손익	*(2.5)*	*(2.3)*	*(9.8)*	*(9.1)*	*(5.3)*	*6.0*	*1.8*	*3.1*	(23.7)	5.6
법인세차감전순이익	*7.8*	*23.8*	*9.5*	*31.5*	*20.3*	*44.9*	*56.8*	*55.7*	72.6	177.6
당기순이익	9.7	24.6	6.3	186.4	19.6	35.4	44.8	44.0	227.0	143.9
YoY(%)	*흑전*	*흑전*	*흑전*	*2031.3%*	*102.3%*	*44.3%*	*611.7%*	*-76.4%*	*흑전*	*-36.6%*
NIR(%)	*8.5%*	*18.3%*	*4.6%*	*114.3%*	*13.6%*	*21.0%*	*25.0%*	*24.1%*	*41.4%*	*21.3%*

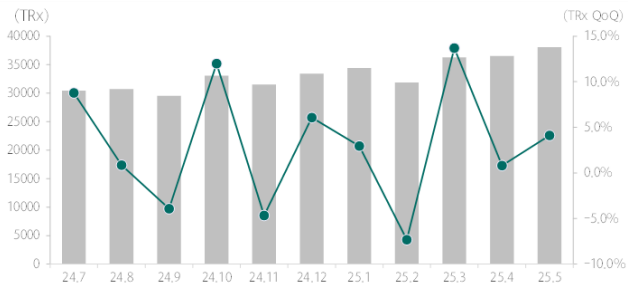
*주: 세노바메이트(미국 외): 미국 외 국가(유럽 등), API(일본 등)
자료: 하나증권

도표 10. SK바이오팜 주주구성

2025 년	1~3 월	4,5 월	4~6 월 추정
엑스코프리 TRx	102,540	74,594	111,891
TRx QoQ			9.1%
월간 매출 성장 고려시 엑스코프리 QoQ 매출 증가율			10%
1Q25 매출 (mln$)			91.7
2Q25 매출 (mln$)			**100.9**
연간 추정치에 따른 보정 후 2Q25 매출 F (mln$)			**100.6**

자료: Quantiwise, 나증권

도표 11. 엑스코프리 월별 TRx 와 월별 처방수 차이(MoM)



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 12. SK바이오팜 주가 Valuation (십억원)

구분	Valuation	
영업이익	6,545.5	현가화한 27년도 EBITDA에 EV/EBITDA 33.2배 적용
2nd Product 가치	2,865.9	엑스코프리의 '20년 출시 후 6년치 FCFF 시나리오로 '26~31년 DCF추정
순현금	259.3	25년도 예상 순현금
기업가치	9,670.8	
주식수(천주)	78,313.3	
적정 주가(원)	**130,000**	만원 미만 올림
전일 종가(원)	91,400	
상승여력	42.2%	

주: EV/EBITDA는 영업이익률과 25F, 26F EV/EBITDA 편차를 고려하여, 한국 Peer만 선별. 수출 매출 비율이 90% 이상인 삼성바이오로직스, 셀트리온, 및 동사인 SK바이오팜의 25F EV/EBITDA consensus 평균인 33.2배 적용

자료: 하나증권

도표 13. 영업이익 추정 (십억원)

multiple	33.2
27년 EBITDA	237.3
WACC	7.7%
현가 EBITDA	197.2
영업가치	6,545.5

도표 14. 2nd Product 현재가치 (십억원)

비영업가치	3,582.4
리스크 할인	80%
할인된 비영업가치	2,865.9

*주: Mutiple은 삼성바이오로직스, 셀트리온, SK바이오팜 25F EV/EBITDA 평균

*자료: 하나증권

도표 15. 국내외 Peer 제약사 지표

(단위: 조원, 십억원, 배)

사명	시총	매출액	영업이익	OPM	ROE	P/E		P/B		EV/EBITDA		P/S	
		2025F	2025F	2025F	2025F	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2
Merck	276,941	88,119	36,479	41.4	42.3	9.1	8.3	3.7	2.9	7.7	7.1	3.1	3.0
Novartis	356,018	73,817	29,053	39.4	31.2	14.2	13.7	5.2	4.6	12.6	12.4	4.8	4.7
Roche	364,408	108,096	35,760	33.1	43.2	13.0	12.3	5.3	4.6	9.8	9.3	3.4	3.2
Novo Nordisk	433,313	71,186	32,023	45.0	68.5	17.2	14.8	9.9	7.8	12.9	11.0	6.1	5.3
Eli Lilly	1,008,278	80,851	32,573	40.3	96.6	35.8	26.5	26.5	15.9	29.9	23.0	12.4	10.4
삼성바이오로직스	73,879	5,658	1,745	30.8	11.9	53.3	44.6	6.0	5.3	31.5	27.2	13.1	11.2
셀트리온	41,104	4,331	1,157	26.7	5.1	44.1	31.0	2.2	2.1	28.3	21.4	9.5	7.9
SK바이오팜	7,158	696	156	22.5	22.1	52.7	28.6	10.5	7.7	39.9	22.7	10.3	8.0

주: [Peer 선정 기준]
-해외 Peer: 영업이익률 25F 30% 이상인 경우
-국내 Peer: 시가총액, 매출 중 수출 비중을 고려하여 선정
자료: 하나증권

도표 16. 엑스코프리 US 시장 매출 추정

엑스코프리 미국 판매년차	5차년도	6차년도	7차년도	8차년도	9차년도	10차년도	11차년도	12차년도
(mln$)	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F
뇌전증 치료제 글로벌 시장	*15,710*	*16,480*	*17,287*	*18,134*	*19,023*	*19,955*	*20,933*	*21,958*
뇌전증 치료제 US market 비중	*72.9%*							
뇌전증 치료제 US 시장	11,457	12,018	12,607	13,224	13,872	14,552	15,265	16,013
Briviact US 매출	*584*	*635*	*417*	*201*	*128*	*68*	*33*	*18*
Briviact US 점유율	*5.1%*	*5.3%*	*3.3%*	*1.5%*	*0.9%*	*0.5%*	*0.2%*	*0.1%*
Xcopri US 추정 연매출(mln$)	**322**	**428**	**546**	**695**	**885**	**1127**	**1435**	**1827**
Xcopri US 점유율 추정	*2.0%*	*2.6%*	*3.2%*	*3.8%*	*4.7%*	*5.6%*	*6.9%*	*8.3%*
원/달러 환율(매매기준율)	*1,363.98*	*1,395.50*	*1310*	*1310*	*1310*	*1310*	*1310*	*1310*
Xcopri US 추정 연매출(십억원)	439.2	597.9	714.8	910.2	1,159.0	1,475.9	1,879.4	2,393.3
Adjust Index	*1.00*							
Xcopri US 연매출 Adjusted (십억원)	**438.7**	**598.4**	**713.9**	**909.1**	**1,157.7**	**1,474.2**	**1,877.3**	**2,390.6**

주1: 뇌전증 치료제 글로벌 시장은 Global Data에서 2000~2024년간 CAGR 4.9%로 Forcasting 함
주2: 뇌전증 치료제 US 시장 비율은 Vimpat의 Peak sales ('21년 "Global 1,832mln$" /"US 1,336mln$") 로 산정: 72.9%
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 17. 2nd Product 가치 추정(Xcopri 출시 당시의 FCFF 동일하게 적용, 십억원)

추정년도	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F
엑스코프리 기준	출시 전	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025F
EBIT	0	-239.5	95.0	-131.1	-37.5	96.3	172.1
- EBIT에 대한 세금		7.5	8.6	-2.8	-1.0	4.4	32.7
- CAPEX		11.0	4.3	4.9	2.4	1.4	1.3
- 순운전자본 증가(감소)		9.9	-14.4	57.9	-3.8	14.4	-13.4
+ 감가상각비		8.3	7.3	7.9	9.5	11.3	10.8
+ 무형자산상각비		2.6	4.3	5.1	5.9	6.1	6.0
FCFF		(257.1)	108.1	(178.1)	(19.8)	93.5	168.4
Sum of PV of FCFF	(85.0)						
Terminal Value	4283.3						
PV of Terminal Value	3667.4						
비영업가치	3,582.4						
리스크 할인	80%						
할인된 비영업가치	2,865.9						

주: WACC 7.7%, 영구성장률 2.6% 적용
자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서 (단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	**354.9**	**547.6**	**674.6**	**801.2**	**804.6**
매출원가	34.1	43.1	39.8	45.5	45.4
매출총이익	320.8	504.5	634.8	755.7	759.2
판관비	358.3	408.2	462.8	498.1	538.3
영업이익	**(37.5)**	**96.3**	**172.1**	**257.5**	**220.9**
금융손익	0.0	6.6	34.6	45.0	46.5
종속/관계기업손익	0.6	(31.3)	(28.6)	(30.8)	(31.1)
기타영업외손익	(7.0)	0.9	(0.4)	0.0	0.0
세전이익	**(43.9)**	**72.6**	**177.6**	**271.7**	**236.2**
법인세	(8.5)	(154.4)	33.7	57.1	49.6
계속사업이익	(35.4)	227.0	143.9	214.7	186.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**(35.4)**	**227.0**	**143.9**	**214.7**	**186.6**
비지배주주지분 순이익	(2.5)	(13.8)	(27.0)	(40.3)	(35.0)
지배주주순이익	**(32.9)**	**240.7**	**170.9**	**255.0**	**221.6**
지배주주지분포괄이익	(32.9)	262.6	172.3	260.9	226.9
NOPAT	(30.3)	301.2	139.4	203.4	174.5
EBITDA	(22.2)	113.8	189.0	273.9	237.3
성장성(%)					
매출액증가율	44.15	54.30	23.19	18.77	0.42
NOPAT증가율	적지	흑전	(53.72)	45.91	(14.21)
EBITDA증가율	적지	흑전	66.08	44.92	(13.36)
영업이익증가율	적지	흑전	78.71	49.62	(14.21)
(지배주주)순익증가율	적지	흑전	(29.00)	49.21	(13.10)
EPS증가율	적지	흑전	(29.02)	49.22	(13.08)
수익성(%)					
매출총이익률	90.39	92.13	94.10	94.32	94.36
EBITDA이익률	(6.26)	20.78	28.02	34.19	29.49
영업이익률	(10.57)	17.59	25.51	32.14	27.45
계속사업이익률	(9.97)	41.45	21.33	26.80	23.19

대차대조표 (단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	**488.7**	**651.4**	**746.3**	**997.2**	**1,191.6**
금융자산	243.2	324.5	383.1	582.4	773.9
현금성자산	239.7	322.8	381.2	580.3	771.7
매출채권	111.0	173.8	194.8	222.9	224.5
재고자산	102.5	111.7	125.2	143.2	144.3
기타유동자산	32.0	41.4	43.2	48.7	48.9
비유동자산	**234.4**	**385.4**	**406.0**	**414.7**	**409.5**
투자자산	104.2	91.5	102.6	117.4	118.2
금융자산	10.9	6.9	7.8	8.9	8.9
유형자산	13.6	12.0	11.4	11.4	11.4
무형자산	**27.0**	**32.5**	**26.8**	**20.7**	**14.7**
기타비유동자산	**89.6**	**249.4**	**265.2**	**265.2**	**265.2**
자산총계	**723.2**	**1,036.8**	**1,152.3**	**1,411.9**	**1,601.2**
유동부채	**241.6**	**396.3**	**349.6**	**388.1**	**390.3**
금융부채	57.1	162.0	87.1	87.8	87.8
매입채무	2.3	3.4	3.8	4.4	4.4
기타유동부채	182.2	230.9	258.7	295.9	298.1
비유동부채	**160.6**	**66.6**	**87.0**	**93.4**	**93.8**
금융부채	**121.0**	**26.7**	**42.3**	**42.3**	**42.3**
기타비유동부채	39.6	39.9	44.7	51.1	51.5
부채총계	**402.2**	**462.8**	**436.6**	**481.5**	**484.1**
지배주주지분	**283.7**	**546.3**	**715.1**	**970.1**	**1,191.8**
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	33.7	33.7	33.7
이익잉여금	(861.6)	(621.5)	(450.3)	(195.4)	26.3
비지배주주지분	**37.3**	**27.7**	**0.6**	**(39.7)**	**(74.7)**
자본총계	**321.0**	**574.0**	**715.7**	**930.4**	**1,117.1**
순금융부채	(65.1)	(135.8)	(253.7)	(452.4)	(643.8)

투자지표

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	(420)	3,074	2,182	3,256	2,830
BPS	3,622	6,975	9,132	12,387	15,217
CFPS	(184)	1,771	2,438	3,252	2,718
EBITDAPS	(284)	1,453	2,413	3,498	3,030
SPS	4,532	6,992	8,615	10,230	10,274
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	(239.05)	36.14	41.89	28.07	32.30
PBR	27.72	15.93	10.01	7.38	6.01
PCFR	(545.65)	62.73	37.49	28.11	33.63
EV/EBITDA	(352.84)	75.53	36.54	24.34	27.13
PSR	22.15	15.89	10.61	8.93	8.90
재무비율(%)					
ROE	(10.96)	58.01	27.10	30.26	20.51
ROA	(4.74)	27.36	15.61	19.89	14.71
ROIC	(32.62)	254.05	112.53	167.96	147.40
부채비율	125.32	80.63	61.00	51.75	43.34
순부채비율	(20.29)	(23.66)	(35.44)	(48.62)	(57.63)
이자보상배율(배)	(4.53)	9.02	19.58	34.37	35.61

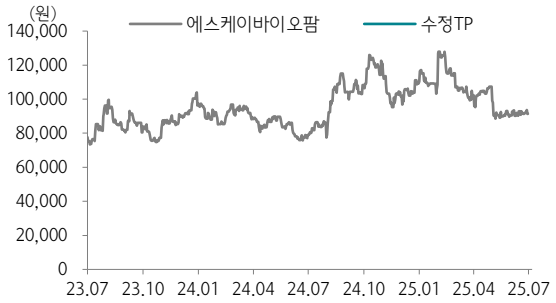
현금흐름표 (단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	**(94.2)**	**94.9**	**167.3**	**220.6**	**173.1**
당기순이익	(35.4)	227.0	143.9	214.7	186.6
조정	16.8	(99.4)	11.8	(14.4)	(14.7)
감가상각비	15.3	17.4	16.9	16.4	16.4
외환거래손익	8.1	(5.5)	(0.2)	0.0	0.0
지분법손익	(0.6)	31.3	(19.7)	(30.8)	(31.1)
기타	(6.0)	(142.6)	14.8	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(75.6)	(32.7)	11.6	20.3	1.2
투자활동 현금흐름	**225.3**	**(10.9)**	**6.1**	**14.1**	**28.7**
투자자산감소(증가)	48.0	96.1	17.6	16.0	30.3
자본증가(감소)	(2.4)	(1.4)	(1.3)	(1.6)	(1.6)
기타	179.7	(105.6)	(10.2)	(0.3)	(0.0)
재무활동 현금흐름	**22.2**	**10.6**	**(73.1)**	**0.7**	**0.0**
금융부채증가(감소)	22.2	10.6	(59.3)	0.7	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	0.0	(13.8)	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	**153.2**	**94.6**	**60.6**	**199.1**	**191.4**
Unlevered CFO	(14.4)	138.7	190.9	254.6	212.8
Free Cash Flow	(96.6)	93.5	166.0	219.0	171.5

자료: 하나증권

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

에스케이바이오팜



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
23.11.10	BUY	100,000		
23.7.17	BUY	90,000	-6.00%	10.78%
23.1.11	BUY	85,000	-16.43%	1.06%

Compliance Notice

- 당사는 2025년 7월 7일 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 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(김선아)는 2025년 7월 7일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 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 투자의견 비율공시

- **투자의견의 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	95.45%	4.55%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 07월 04일