제약·바이오/화장품
이지원
02)6742-3584
leejw9205@heungkuksec.co.kr

(326030)

SK바이오팜

BUY(유지)

역시 Xcopri는 강했다

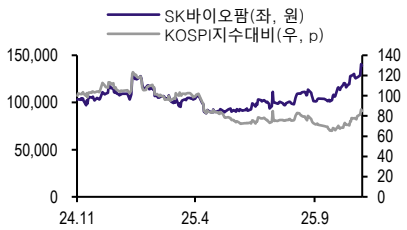
목표주가	160,000원(상향)
현재주가(11/27)	139,100원
상승여력	15.0%
시가총액	10,893십억원
발행주식수	78,313천주
52주 최고가 / 최저가	140,700 / 88,500원
3개월 일평균거래대금	30십억원
외국인 지분율	12.6%
주요주주	
SK (외 6인)	64.0%
국민연금공단 (외 1인)	7.0%
에스케이바이오팜우리사주 (외 1인)	0.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	20.7	38.0	53.2	39.2
상대수익률(KOSPI)	22.1	12.9	2.0	-20.0

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	355	548	722	923
영업이익	-38	96	218	296
EBITDA	-22	114	236	302
지배기업순이익	-33	241	160	247
EPS	-420	3,074	2,038	3,158
순차입금	-65	-136	-189	-346
PER	n/a	36.1	68.3	44.0
PBR	27.7	15.9	15.4	11.4
EV/EBITDA	n/a	75.3	45.4	34.9
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	-11.0	58.0	25.5	29.8
컨센서스 영업이익	-	-	215	328
컨센서스 EPS	-	-	2,362	3,435

주가추이



미국 Xcopri 처방량은 ATH 갱신 중

SK바이오팜의 핵심 신약 Xcopri의 미국 내 월간 처방량이 견조한 상승세를 시현하고 있다. 2025년 10월 기준 미국 내 Xcopri 처방량은 42,492건으로 +29% YoY, +8% MoM의 성장률을 보여주고 있으며 월간 기준 All time high를 갱신하였다. 3분기 높은 처방량을 보여주며 SK바이오팜의 호실적에 큰 기여를 한 Xcopri의 상승세가 4분기 들어서도 꺾이지 않고 있는 모습이다. 4분기는 계절적으로 판관비 부담이 증가하는 시기이지만 10월 처방량 증가세를 고려할 때 Xcopri의 탑라인 성장세가 비용 증가 부담을 완화하며 호실적을 견인할 것으로 전망한다(2025년 4분기 SK바이오팜 매출액/영업이익 추정치: 2,095억원/608억원, OPM: 29%). 우리는 Xcopri의 뛰어난 경쟁력과 미국 내 본격화하고 있는 마케팅 효과, 의약품 관세 리스크 일부 해소, 우호적 환율 등 여러 긍정적 요인들로 인해 Xcopri의 미국 내 월간 처방량 상승세가 SK바이오팜의 향후 이익 성장에 크게 기여할 것으로 전망한다(2026~27년 SK바이오팜의 탑라인 추정치: 9,226억~1.06조원, 영업이익 추정치: 2,957억~3,619억원, OPM 추정치: 32.0~34.3%).

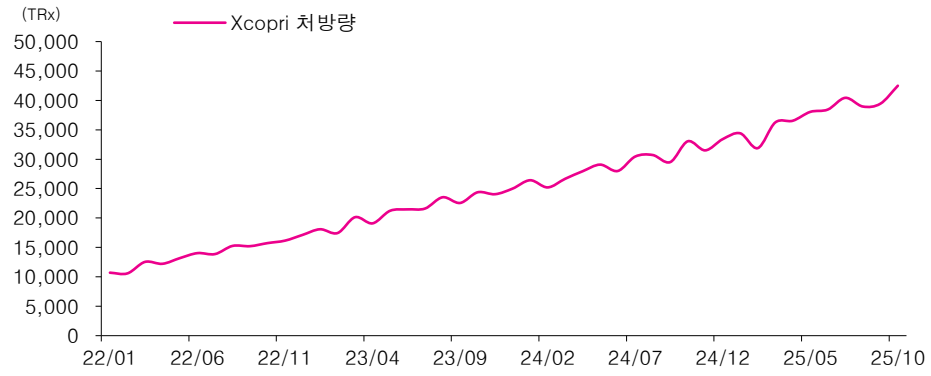
Xcopri 밸류 주가에 빠르게 반영 중

Xcopri의 향후 미국 시장 내 점유율 상승(2027년 16.3% m/s 가정)을 긍정적으로 전망하며 2026~27년 Xcopri 매출액을 8,464~9,754억원 수준으로 추정하였는데 이는 현재 주가에 빠르게 반영되고 있는 모습이다. SK바이오팜의 주가는 최근 들어 3분기 호실적 및 Xcopri의 처방량 상승세에 힘입어 가파르게 상승하였는데 2027년까지 Xcopri의 미국 점유율 상승 시나리오를 충분히 반영하고 있다고 판단한다(25년 7월~YTD 주가 상승률: 50.5%).

Xcopri 추가 업사이드 제한적, 필요한 것은 2nd Product

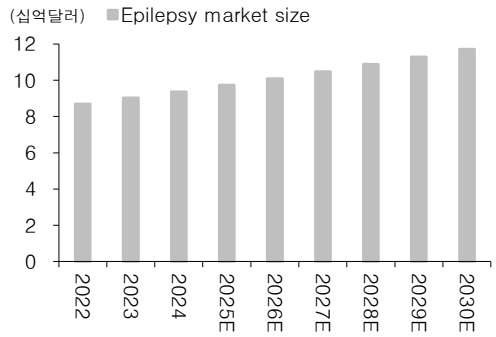
우리는 과거 리포트를 통하여 SK바이오팜의 2nd Product 도입과 RPT, TPD 등 신사업 분야는 차치하고 Xcopri의 미국 매출만 고려했을 때 적정 기업가치 10.3조원은 평가받아야 한다고 주장한 바 있다. 25년 Xcopri 가이던스 초과 달성 전망과 그에 따른 레버리지 효과를 감안하여 SK바이오팜의 이익 추정치와 TP를 상향 조정하였다. 하지만 추가 업사이드에 필요한 것은 시장에서 가장 기대하는 CNS 계열 2nd Product 도입 구체화일 것이다.

그림 1 Xcopri 월별 처방 수(TRx) 추이



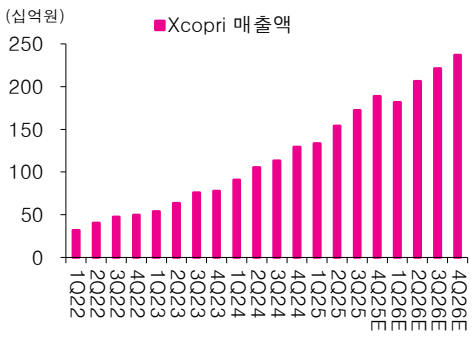
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 2 글로벌 뇌전증(Epilepsy) 치료제 시장 규모 추이



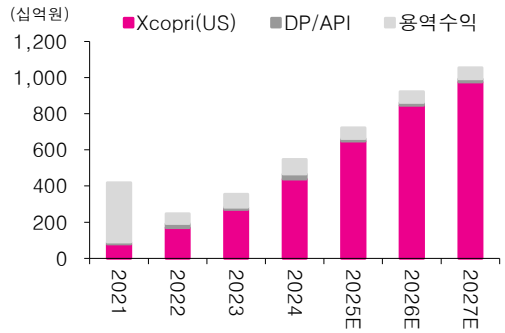
자료: Market Digits, 흥국증권 리서치센터

그림 3 Xcopri 분기별 매출액 추이 및 전망



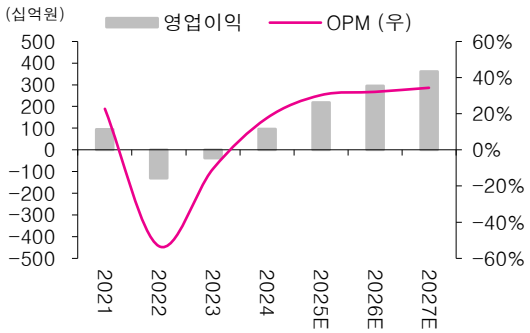
자료: SK바이오팜, 흥국증권 리서치센터

그림 4 SK바이오팜 연간 매출액 추이 및 전망



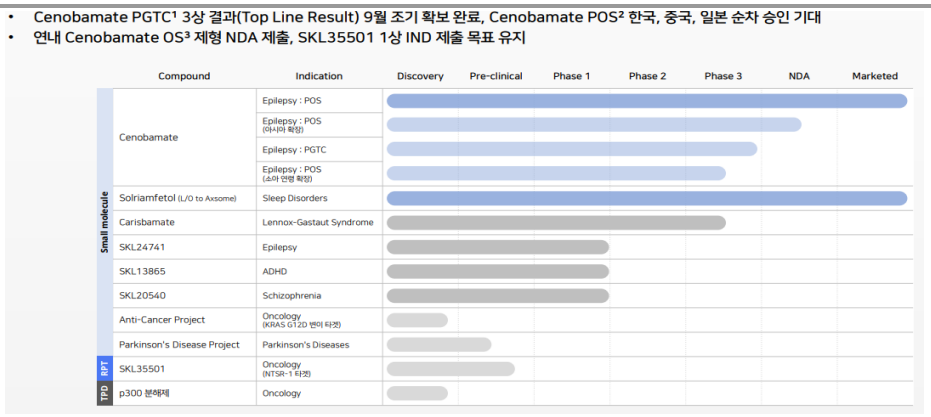
자료: SK바이오팜, 흥국증권 리서치센터

그림 5 SK바이오팜 연간 영업이익 추이 및 전망



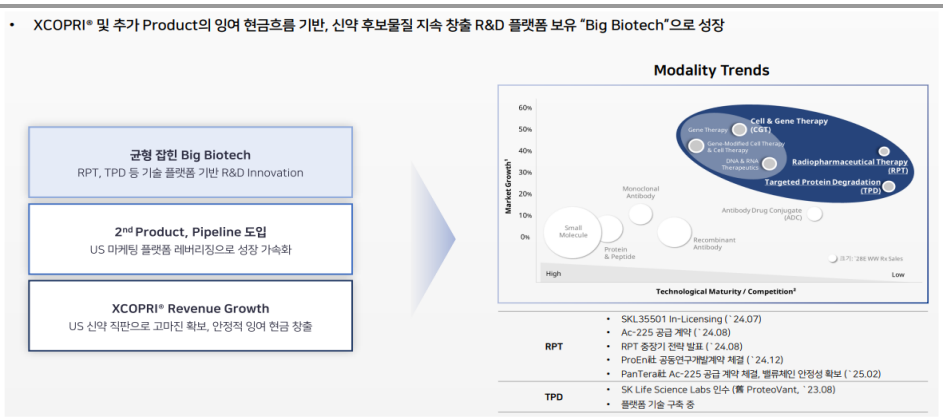
자료: SK바이오팜, 흥국증권 리서치센터

그림 6 SK바이오팜 - Pipeline 업데이트 (3Q25)



자료: SK바이오팜, 흥국증권 리서치센터

그림 7 SK바이오팜 - New Modalities (3Q25)



자료: SK바이오팜, 흥국증권 리서치센터

표 1 SK바이오팜 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	**144**	**176**	**192**	**210**	**193**	**229**	**241**	**258**	**355**	**548**	**722**	**923**
Xcopri(US)	**133**	**154**	**172**	**189**	**182**	**206**	**221**	**237**	**271**	**439**	**648**	**846**
DP/API	7	4	2	1	8	5	2	1	12	27	14	15
용역수익	4	18	18	20	4	18	18	20	73	82	60	61
영업이익	**26**	**62**	**70**	**61**	**58**	**76**	**79**	**83**	**-38**	**96**	**218**	**296**
수익성(%)												
영업이익률	17.8%	35.1%	36.6%	29.0%	29.8%	33.0%	32.8%	32.2%	-10.6%	17.6%	30.3%	32.0%
성장률(YoY)												
전체 매출액	26.7%	31.6%	40.4%	28.5%	34.0%	30.2%	25.9%	23.3%	44.2%	54.3%	31.8%	27.8%
Xcopri(US)	46.6%	46.5%	52.0%	46.0%	36.2%	34.0%	28.5%	25.5%	60.0%	62.1%	47.8%	30.5%

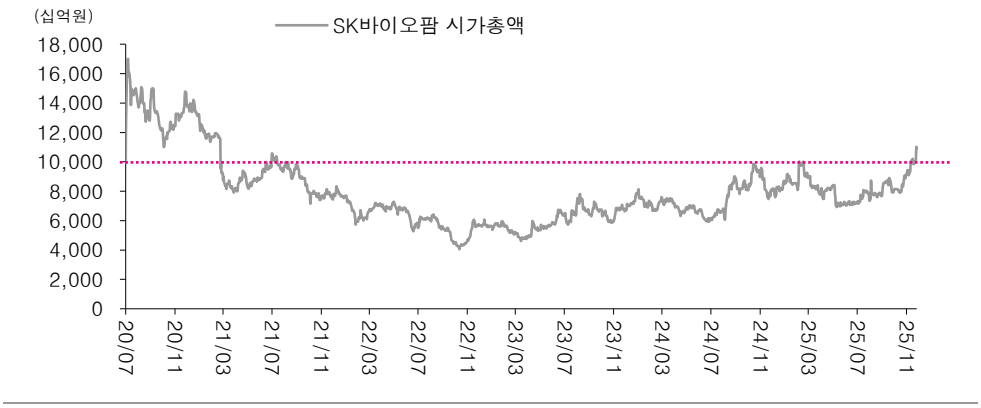
자료: SK바이오팜, 흥국증권 리서치센터

표 2 SK바이오팜 목표주가 산정 SOTP 밸류에이션

(십억원)		비고
SK바이오팜 EBITDA	334.5	2026~27E EBITDA 평균
Fair P/E multiple (x)	35.4	신약 개발사 2026~27년 EV/EBITDA 평균
SK바이오팜 value (A)	**11,840**	
Non-core assets		
(-) Net debt (B)	-469	FY26~27년 순차입금 평균
(-) Preferred shares (C)	0	
Fair value of equity (A-B-C)	**12,309**	
No. of total shares (백만주)	78.3	
NAV/Share (원)	157,174	
목표주가 (원)	**160,000**	
현재주가 (원)	139,100	
상승여력	15.0%	

자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 8 SK바이오팜 시가총액 추이 (Xcopri full value price-in 중)



자료: Dataguide, 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**355**	**548**	**722**	**923**	**1,055**
증가율 (Y-Y,%)	44.2	54.3	31.8	27.8	14.4
영업이익	**(38)**	**96**	**218**	**296**	**362**
증가율 (Y-Y,%)	적지	흑전	126.7	35.4	22.4
EBITDA	(22)	114	236	302	367
영업외손익	(6)	(24)	(25)	1	5
순이자수익	1	(1)	2	20	32
외화관련손익	1	17	(12)	0	0
지분법손익	1	(31)	(34)	(32)	(32)
세전계속사업손익	(44)	73	194	296	367
당기순이익	**(35)**	**227**	**151**	**231**	**287**
지배기업당기순이익	**(33)**	**241**	**160**	**247**	**309**
증가율 (Y-Y,%)	적지	흑전	(33.7)	55.0	25.1
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	139.0	9.4	43.1	37.5	24.4
영업이익증가율(3Yr)	n/a	0.5	n/a	n/a	55.5
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	2.2	n/a	n/a	47.7
순이익증가율(3Yr)	n/a	51.8	n/a	n/a	8.1
영업이익률(%)	(10.6)	17.6	30.3	32.0	34.3
EBITDA마진(%)	(6.3)	20.8	32.6	32.8	34.7
순이익률 (%)	(10.0)	41.4	21.0	25.1	27.2
NOPLAT	**(27)**	**70**	**171**	**231**	**282**
(+) Dep	15	17	17	7	5
(-) 운전자본투자	38	32	89	84	56
(-) Capex	2	1	3	1	1
OpFCF	(52)	54	96	153	230

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	489	651	649	804	1,014
현금성자산	243	324	217	264	402
매출채권	114	176	232	297	340
재고자산	103	112	147	188	215
비유동자산	234	385	386	394	404
투자자산	194	341	349	364	378
유형자산	14	12	9	8	7
무형자산	27	33	28	22	18
자산총계	**723**	**1,037**	**1,035**	**1,198**	**1,417**
유동부채	242	396	237	158	73
매입채무	76	84	69	86	94
유동성이자부채	57	162	(13)	(116)	(217)
비유동부채	161	67	75	70	65
비유동이자부채	121	27	40	34	28
부채총계	**402**	**463**	**312**	**228**	**138**
자본금	39	39	39	39	39
자본잉여금	1,085	1,085	1,085	1,085	1,085
이익잉여금	(862)	(622)	(462)	(215)	95
자본조정	21	44	44	44	44
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	**321**	**574**	**723**	**970**	**1,279**
투하자본	163	354	471	558	621
순차입금	(65)	(136)	(189)	(346)	(591)
ROA	(4.7)	27.4	15.4	22.2	23.7
ROE	(11.0)	58.0	25.5	29.8	27.9
ROIC	(23.0)	27.1	41.4	44.8	47.9

주요투자지표

(단위:십억원,원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	(420)	3,074	2,038	3,158	3,952
BPS	3,622	6,975	9,014	12,172	16,124
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	n/a	36.1	68.3	44.0	35.2
PBR	27.7	15.9	15.4	11.4	8.6
EV/ EBITDA	n/a	75.3	45.4	34.9	28.1
배당수익율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PCR	n/a	62.7	46.9	38.0	31.4
PSR	22.2	15.9	15.1	11.8	10.3
재무건전성 (%)					
부채비율	125.3	80.6	43.2	23.5	10.8
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	202.3	164.4	273.1	509.5	1,388.7
이자보상배율	36.2	179.6	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	2.3	2.0	1.0	n/a	n/a
자산구조					
투하자본(%)	27.1	34.7	45.4	47.1	44.3
현금+투자자산(%)	72.9	65.3	54.6	52.9	55.7
자본구조					
차입금(%)	35.7	24.7	3.6	(9.3)	(17.3)
자기자본(%)	64.3	75.3	96.4	109.3	117.3

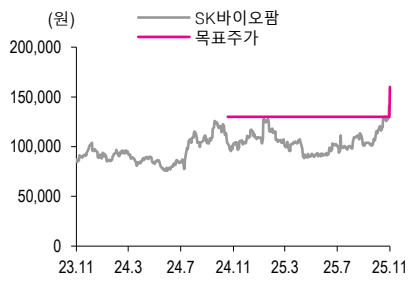
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	**(94)**	**95**	**86**	**203**	**291**
당기순이익	(35)	227	151	231	287
자산상각비	15	17	17	7	5
운전자본증감	(76)	(33)	(128)	(84)	(56)
매출채권감소(증가)	(54)	(35)	(63)	(65)	(43)
재고자산감소(증가)	(14)	(9)	(37)	(41)	(27)
매입채무증가(감소)	(21)	1	(6)	17	8
투자현금	**225**	**(11)**	**(17)**	**(46)**	**(47)**
단기투자자산감소	200	(0)	(0)	(0)	(0)
장기투자증권감소	0	6	(9)	(34)	(35)
설비투자	(2)	(1)	(3)	(1)	(1)
유무형자산감소	(1)	(11)	(0)	1	1
재무현금	**7**	**(4)**	**(180)**	**(109)**	**(107)**
차입금증가	(6)	(4)	(180)	(109)	(107)
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	136	83	(108)	48	138
총현금흐름(Gross CF)	**(14)**	**139**	**232**	**287**	**347**
(-) 운전자본증가(감소)	38	32	89	84	56
(-) 설비투자	2	1	3	1	1
(+) 자산매각	(1)	(11)	(0)	1	1
Free Cash Flow	(55)	95	140	203	291
(-) 기타투자	0	(6)	9	34	35
잉여현금	(55)	101	132	169	257

SK바이오팜 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2024-11-15	담당자변경			
2024-11-15	Buy	130,000		
2025-07-09	Buy	130,000		
2025-11-28	Buy	160,000		

투자의견(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2025년 09월 30일 기준)

Buy (97.1%)	Hold (2.9%)	Sell (0.0%)

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대여, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

흥국씨앗체

흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 iF 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.

Heungkuk
흥국증권

http://www.heungkuksec.co.kr

□ 주소 (본사) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32 (여의도파이낸스 타워 14층)
(리서치센터) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32(여의도파이낸스타워 6층)
□ 전화번호 영업부 대표 02) 6742-3635
□ 팩스 영업부 대표 02) 739-6286