



BUY (유지)

목표주가(12M) 150,000원
현재주가(8.10) 88,700원

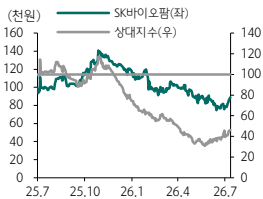
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	6,299.66
52주 최고/최저(원)	140,700/74,600
시가총액(십억원)	6,946.4
시가총액비중(%)	0.13
발행주식수(천주)	78,313.3
60일 평균 거래량(천주)	277.9
60일 평균 거래대금(십억원)	24.5
외국인지분율(%)	12.54
주요주주 지분율(%)	
SK 외 4인	50.10
국민연금공단	6.00

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	975.5	1,178.1
영업이익(십억원)	351.9	471.4
순이익(십억원)	319.3	407.0
EPS(원)	4,244	5,413
BPS(원)	14,691	20,231

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	547.6	706.7	972.7	1,240.0
영업이익	96.3	203.9	340.1	469.8
세전이익	72.6	150.9	357.1	496.8
순이익	240.7	267.0	321.2	401.8
EPS	3,074	3,409	4,101	5,130
증감율	흑전	10.90	20.30	25.09
PER	36.14	36.55	21.63	17.29
PBR	15.93	12.00	6.05	4.48
EV/EBITDA	75.53	43.07	18.17	12.61
ROE	58.01	39.28	32.75	29.78
BPS	6,975	10,382	14,660	19,790
DPS	0	0	0	0



Analyst 김선아 seona.kim@hanafn.com
RA 이희경 hklee@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2026년 8월 11일 | 기업분석_기업분석(Report)

SK바이오팜 (326030)

아제투칼너가 엑스코프리에 영향을 미칠 수 있을까?

엑스코프리 연간 가이드نس 상단(\$580M) 터치는 확실해지는 분위기

2Q26 실적은 매출 2,474억원(YoY+40.3%, QoQ+8.6%), 영업이익 971억원(YoY+56.9%, QoQ+8.1%, OPM39.2%)으로 전망된다. 판관비가 전분기 대비 115억원 증가하였는데, 마케팅 비용 증가가 주요인이다. 4월부터 기존 DTC 광고를 재개하였고, 6월 말에도 신규 DTC 광고를 출시하여 하반기 의료진 및 환자 대상 마케팅을 강화하기 위함이다. 현재 4Q에 처방량 대비 매출액이 감소하는 트렌드까지 고려하여 보수적으로 추정하여도 Xcopri의 연간 추정 매출액은 \$585M로써 가이드نس 상단인 \$580M에 근접하였다. Cenobamate가 아시아 지역으로 시장 확대 중으로 소액이지만 마일스톤이 발생하고 있고, 그에 따라 매출액도 성장할 전망이다. 우선 하반기엔 브라질 NDA 승인 및 Xcopri 런칭에 따른 매출, 일본 허가 획득(Ono pharma가 '25년9월 NDA 제출)에 따른 마일스톤을 기대할 수 있다.

3분기에는 R&D 성과 발표도 기대할 수 있을 것

이번 분기에 R&D 비용의 급증은 없었으나, 연간 5,700억원을 소진할 계획은 유지한다. 단기 주요 R&D 일정은 1) 2026년 3월 현탁액 제형 NDA 제출을 완료하여 빠르면 2027년 초 승인 기대, 2) 전신발작 적응증 및 소아 연령 확대를 위한 sNDA는 연내 제출 목표, 3) 일본 cenobamate는 연내 승인 등이 있다. 아울러 신약 파이프라인인 NTSR1 표적 RPT(방사성의약품)인 SKL35501(FDA 임상1상 IND 승인 획득), '27년 IND 제출을 목표로 개발 중인 p300 표적 TPD(표적단백질분해제)인 SKT-18416; CA9 표적 SKL37321(RPT, 항암제); 및 [225Ac]ROR1-RPT 등에 대한 개발 성과는 11월 3분기 실적발표에서 업데이트할 예정이다. 한편 많은 기대를 모으고 있는 2nd 프로젝트 도입에 관해서는 “연내 성과 확보를 목표로 전사 역량을 집중”하고 있으니 참고하면 좋을 듯 하다.

현저한 저평가, Azetukalner와 Cenobamate는 갈 길이 다르다

동사의 Fwd.12M 기준 OPM 38.9%, EV/EBITDA 13.3배인데, 동사의 역사적으로나 OPM 34.4%인 Peer EV/EBITDA 20.3배와 비교하면 매우 저평가 되어 있다. 이 저평가가 엑스코프리 단독 매출로 인한 불안함 때문이라 판단하여, 기존 타겟 배수인 17배를 그대로 유지하여 목표 주가를 산정하였다. 한편 Xenon의 Azetukalner 출시에 대한 우려는 내려놓아도 될 것 같다. Azetukalner는 Cenobamate 대비 효능적 이점을 충분히 입증하지 못했다. 또한 뇌전증은 내성으로 인해 교체 투약하거나 병용 필요성이 높다. Cenobamate는 다양한 선행 약물들과의 병용 이점을 입증하며, Peer 대비 높은 부작용이 있음에도 불구하고 지속적인 매출 성장을 보여왔다. 흔히 병용되는 약물 Top3 중 SV2A계 약물이 있어서, Briviact의 제네릭 출시로 Cenobamate와의 병용 needs가 높아지는 현상도 기대할 수 있다. 한편 Azetukalner는 동일한 MoA로도 Real-world data가 부족하여 우선 3제 이상의 다제 내성 환자에 대한 대체제로 소비되고 이후 병용 투여에서 안전성을 입증해 나가야 한다.

1. 2Q26 실적 관련 주요 데이터

도표 1. 엑스코프리의 미국 월별 처방량 추이 (Integrated Unit 기준)

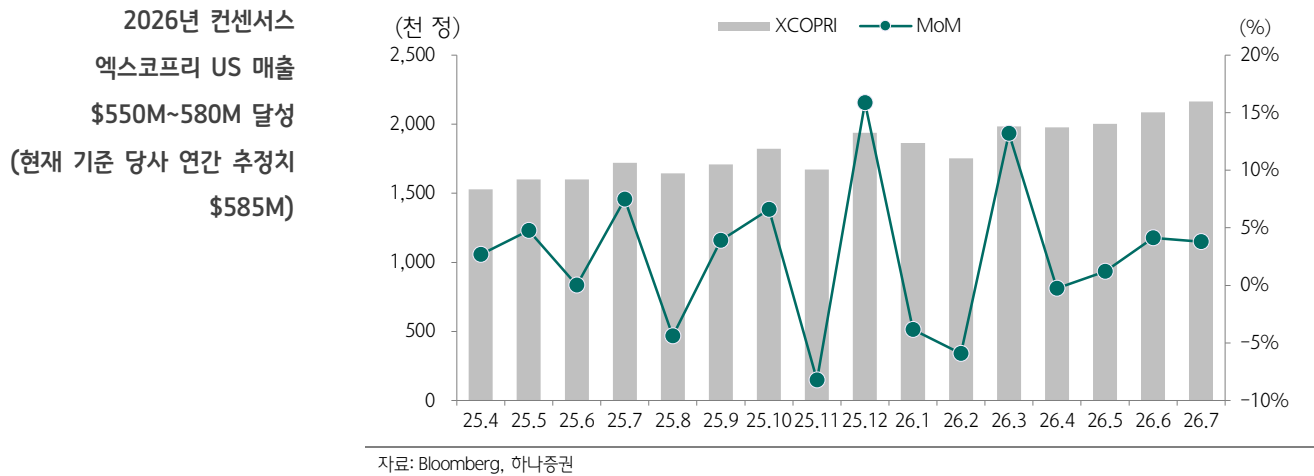


도표 2. SK바이오팜 2Q26 실적발표에서 공개한 파이프라인

	Compound	Indication (Target/MoA)	Discovery	Pre-clinical	Phase 1	Phase 2	Phase 3	NDA	Marketed
Small molecule	Cenobamate	Epilepsy - Focal Seizures ¹							
		Epilepsy - Focal Seizures, 아시아 ²							
		Epilepsy - Generalized Seizures ³							
		Epilepsy - Focal Seizures, 소아							
	Solriamfetol (L/O to Axsome, Ignis)	EDS ⁴ in Narcolepsy, EDS in OSA ⁵							
	Carisbamate	Lennox-Gastaut Syndrome							
RPT ⁶	SKL32276	Parkinson's Diseases (GCase Activator)							
	SKL24741	Epilepsy							
	SKL13865	ADHD							
	SKL20540	Schizophrenia							
	SKL35501 (FL-091)	Oncology (NTSR1 타겟)							
TPD ⁷	SKL37321 (WT-7695)	Oncology (CA9 타겟)							
	ROR1 Project	Oncology (ROR1 타겟)							
	SKT-18416	Oncology (p300 타겟)							
	Neuroimmune Project	CNS (VAV1 타겟)							

주: 1) 부분 발작, 2) 한국 NDA 승인('25.11), 중국 출시 완료('26.03), 일본 NDA 신청 완료('25.09), 3) 일차성 전신 강직 간대 발작(PGTC), 임상3상 탐라인 결과 발표('25.9) 4) Excessive Daytime Sleepiness, 과다 졸림증, 5) Obstructive Sleep Apnea, 폐쇄성 수면무호흡증 6) Radiopharmaceutical Therapy, 방사성의약품 7) Targeted Protein Degradation, 표적 단백질 분해

자료: SK바이오팜 1Q26 실적발표 IR

도표 3. SK바이오팜 실적 전망(연결)

	1Q26	2Q26P	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	2026F	2027F
매출액	227.9	247.4	252.0	245.5	289.3	298.3	320.9	331.5	972.7	1,240.0
YoY(%)	57.8%	40.3%	31.4%	26.3%	27.0%	20.6%	27.3%	35.0%	37.6%	27.5%
QoQ(%)	17.2%	8.6%	1.9%	-2.6%	17.9%	3.1%	7.6%	3.3%		
제품매출액	210.8	237.7	235.9	229.2	270.7	278.2	299.7	310.6	913.7	1,159.2
YoY(%)	50.1%	50.3%	35.8%	26.0%	28.4%	17.0%	27.1%	35.5%	39.7%	26.9%
QoQ(%)	15.9%	12.7%	-0.7%	-2.8%	18.1%	2.7%	7.7%	3.6%		
엑스코프리(미국API)	197.7	224.4	222.6	215.9	249.4	256.7	278.1	288.8	860.6	1,073.0
YoY(%)	48.3%	45.6%	29.3%	26.4%	26.2%	14.4%	24.9%	33.8%	36.5%	24.7%
QoQ(%)	15.7%	13.5%	-0.8%	-3.1%	15.6%	2.9%	8.3%	3.8%		
기타제품(DP, API 등)	13.1	13.3	13.3	13.4	21.3	21.5	21.6	21.8	53.0	86.2
용역매출액	17.1	9.7	16.1	16.3	18.6	20.1	21.2	20.9	59.1	80.7
YoY(%)	333.5%	-46.5%	-10.7%	30.2%	8.9%	107.3%	31.7%	28.5%	12.5%	36.6%
수노시+엑스코프리(미국 외)	17.1	5.8	6.1	6.3	12.6	12.6	12.8	12.9	35.2	51.0
그외 기타 매출	0.0	3.9	10.0	10.0	6.0	7.5	8.4	8.0	23.9	29.8
매출원가	14.3	15.0	15.9	15.7	18.9	19.1	20.0	20.4	60.9	78.4
YoY(%)	36.5%	51.7%	110.6%	4.9%	32.0%	27.2%	25.9%	29.8%	42.0%	28.6%
원가율(%)	6.3%	6.1%	6.3%	6.4%	6.5%	6.4%	6.2%	6.1%	6.3%	6.3%
매출총이익	213.6	232.4	236.1	229.8	270.4	279.1	300.9	311.1	911.8	1,161.6
YoY(%)	159.5%	139.7%	128.2%	128.1%	126.6%	120.1%	127.4%	135.4%	37.4%	27.4%
매출총이익률(%)	93.7%	93.9%	93.7%	93.6%	93.5%	93.6%	93.8%	93.9%	93.7%	93.7%
판매비	123.8	135.3	139.8	172.8	149.5	162.5	168.4	211.3	571.7	691.7
YoY(%)	14.4%	29.5%	22.6%	29.8%	20.7%	20.1%	20.5%	22.3%	24.3%	21.0%
판매비율(%)	54.3%	54.7%	55.5%	70.4%	51.7%	54.5%	52.5%	63.8%	58.8%	55.8%
영업이익	89.8	97.1	96.3	57.0	120.9	116.6	132.5	99.8	340.1	469.8
YoY(%)	249.7%	56.9%	37.4%	23.2%	34.7%	20.2%	37.6%	75.0%	66.8%	38.1%
QoQ(%)	94.0%	8.1%	-0.8%	-40.8%	112.2%	-3.6%	13.6%	-24.7%		
영업이익률(%)	39.4%	39.2%	38.2%	23.2%	41.8%	39.1%	41.3%	30.1%	35.0%	37.9%
영업외손익	10.2	(3.6)	5.1	5.4	5.4	6.2	7.4	8.0	17.0	27.0
법인세차감전순이익	100.0	93.4	101.4	62.4	126.4	122.9	139.9	107.8	357.1	496.8
법인세	(2.8)	11.8	21.3	13.1	26.5	25.8	29.4	22.6	43.4	104.3
당기순이익	102.7	85.1	80.1	49.3	99.8	97.1	110.5	85.1	317.2	392.6
YoY(%)	423.5%	188.4%	12.2%	-62.9%	-2.8%	14.0%	38.0%	72.8%	25.3%	23.7%
NIR(%)	45.1%	34.4%	31.8%	20.1%	34.5%	32.6%	34.4%	25.7%	32.6%	31.7%

자료: 하나증권

도표 4. SK바이오팜 추가 Valuation (십억원)

구분	Valuation	비고
영업가치	8,244.8	현가화한 28년도 EBITDA에 EV/EBITDA 17배 적용
2nd Product 가치	2,847.6	엑스코프리의 '20년 출시 후 6년치 FCFF 시나리오로 '26~31년 DCF추정
순현금	470.8	26년도 기말 예상 순현금
기업가치	11,563.2	
주식수(천주)	78,313.3	
적정 추가(원)	150,000	만원 미만 올림
전일 종가(원)	88,700	
상승여력	69.1%	

주: 할인율은 WACC 값 10.1% 적용

자료: 하나증권

도표 5. 영업가치 추정 (십억원)

Multiple (배)	17.0
28년 EBITDA	616.4
WACC	10.1%
현가 EBITDA	485.0
영업가치	8,244.8

주: Multiple은 Peer(셀트리온, 녹십자)의 EV/EBITDA FY1 평균
자료: 하나증권

도표 6. 2nd Product 현재가치 (십억원)

비영업가치	5,695.2
리스크 할인	50%
할인된 비영업가치	2,847.6

도표 7. 국내 Peer 제약사 지표

(단위: 십억원, 배)

기업명	시가총액 (조원)	매출액 (Fwd.12M)	영업이익 (Fwd.12M)	OPM (Fwd.12M)	ROE (Fwd.12M)	P/E (FY1)	P/E (FY2)	P/B (FY1)	P/B (FY2)	P/S (FY1)	P/S (FY2)	EV/EBITDA (FY1)	EV/EBITDA (FY2)	EV/EBITDA (Fwd.12M)
SK바이오팜	6.9	1,110.6	431.6	38.9%	14.0	24.7	24.6	3.6	3.1	3.1	3.0	13.3	13.3	13.3
한미약품	5.2	1,743.7	295.1	16.9%	7.7	39.9	26.6	2.3	2.2	2.7	2.4	32.1	22.8	25.3
유한양행	6.5	2,494.6	180.6	7.2%	7.7	8.6	28.4	1.1	1.1	0.8	0.7	14.0	12.1	12.7
녹십자	1.6	2,084.3	87.2	4.2%	13.5	8.1	8.3	1.3	1.1	0.9	0.9	7.4	7.0	7.1
대웅제약	1.5	1,729.0	238.4	13.8%	7.2	13.1	11.2	0.9	0.8	1.1	1.0	8.7	7.4	7.8
HK이노엔	1.2	1,146.2	142.1	12.4%	6.4	14.7	13.5	0.9	0.8	0.5	0.5	7.9	7.3	7.5
종근당	1.0	1,944.1	83.1	4.3%	4.3	12.0	12.3	0.5	0.5	0.4	0.4	10.3	9.9	10.0
동아에스티	0.4	896.0	41.9	4.7%	30.9	20.9	16.4	6.0	4.4	7.1	5.9	17.5	12.6	13.9
셀트리온	46.7	6,051.8	2,080.6	34.4%	9.1	29.9	26.3	2.5	2.3	8.5	7.4	22.7	19.3	20.3
Peer 평균				19.3%	8.4	19.3	27.4	1.8	1.7	4.7	4.1	18.4	15.7	16.5

주: Peer는 SK바이오팜과 매출 발생 구조가 비슷한 기업으로 선별
자료: 하나증권

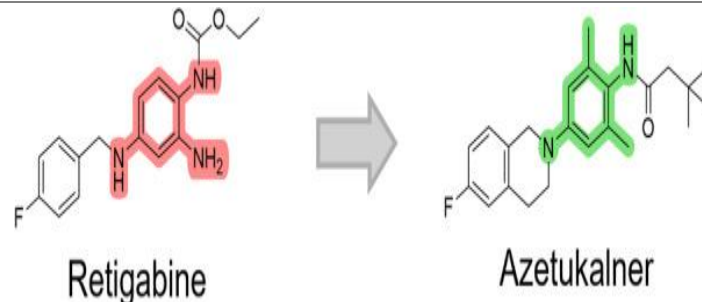
2. Azetukalner는 Cenobamate를 넘을 수 있을까

1) Azetukalner가 Cenobamate의 비교

Azetukalner는
부작용 리스크 해소한
차세대 KV7 작동제
X-TOLE2에서 높은 순응도와
내성 환자 대상 약효 확인

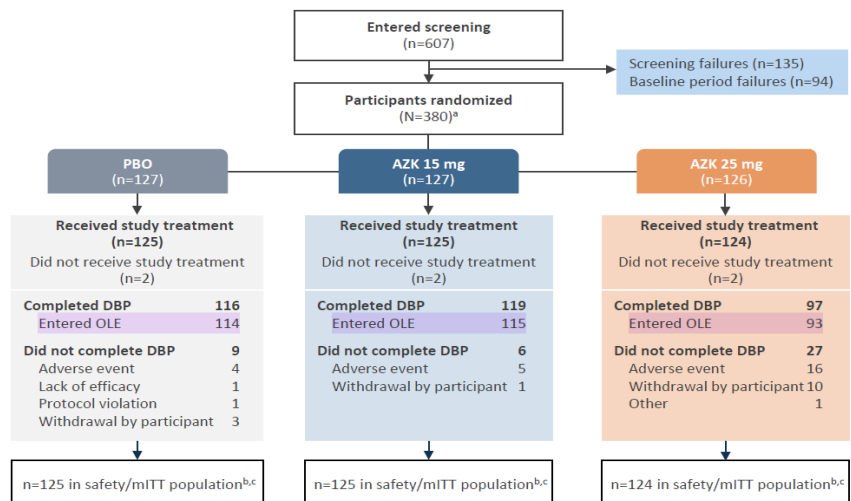
최근 Xenon이 개발한 뇌전증 치료제 신약인 Azetukalner(XEN1101)의 임상3상 X-TOLE2 결과가 공개되면서 Cenobamate의 매출에 영향을 미칠 것으로 우려되고 있는 듯 하다. Azetukalner는 KV7.2 및 KV7.2에 높은 선택성을 갖는 양성 알로스테릭 칼륨 채널 작동제이다. 이 전에 Retigabine이라는 동일 타겟에 대한 약물이 존재하였다. Retigabine은 Valeant Pharmaceuticals와 GSK가 공동개발한 약물로, 2011년 FDA에 승인 받았으나 청색증(Cyanosis), 망막 색소 침착 및 시력 손상 부작용으로 2017년 철수되었다. 이후 해당 부작용이 칼륨 채널을 타겟함으로 인한 것이 아니라 산화에 민감한 대사체 때문임을 이해한 후, 구조적으로 높은 대사 안정성, 효능, 및 BBB 투과성을 갖는 Azetukalner를 개발하였다. X-TOLE2(이중맹검) 3상에서 투약 받은 환자 중 대부분이 X-TOLE Open-Label Extension(OLE) 임상에도 진입한 것을 보아 치료에 대한 만족도를 의미하는 것으로 보인다 (부작용이 높았던 25mg 투약 군도 95.9%가 OLE 임상 진입). 3개 이상의 ASM을 복용중인 환자가 위약을 전체 환자의 약 51%를 차지하고 있었던 것도, 내성 환자에 대해서도 약효를 확인하였음을 보여준다.

도표 8. 대표적인 칼륨 채널 작동제 약물인 Retigabine과 Azetukalner 구조 차이



자료: Pascal et al. Arch Pharm (Weinheim); 2026 Jul 3;359(6):e70279, 하나증권

도표 9. Azetukalner의 X-TOLE2 임상3상 결과의 환자 배정



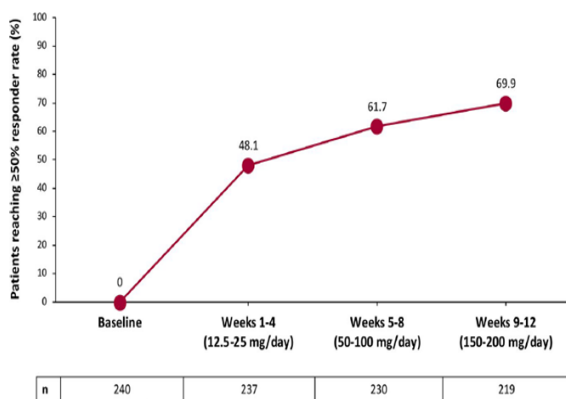
자료: Xenon의 AAN2026(미국뇌신경학회) 포스터 (2026.04.18), 하나증권

발작 감소율·투여 유지율 모두
Cenobamate가 우위,
Azetukalner는 고용량서도
개선 노력 제한적

그런데 약효에서는 50% 이상 발작 감소율로 비교했을 때, Cenobamate의 경우 최저 투여용량인 100mg에서 40%, 최대 용량 400mg에서 64%를 달성하였고 (FDA 허가 임상인 NCT01397968, NCT01866111 기준), 8주차까지 titration 하는 중에도 12.5-25mg에서 48.1%, 50-100mg에서 61.7%를 달성하였다. 반면 Azetukalner는 titration 이 없었음에도 50% 이상 발작 감소율은 최저 15mg에서 37.5%, 최대 25mg에서 54.8%였다. Cenobamate는 이후 200mg까지도 효능 증가를 확인한 점(최대 400mg 까지 투여)에서, titration 없이 고용량 투약한 Azetukalner는 임상에서 확인된 것 이상의 더 개선된 효과를 기대하기 어렵다는 의미로도 볼 수 있다.

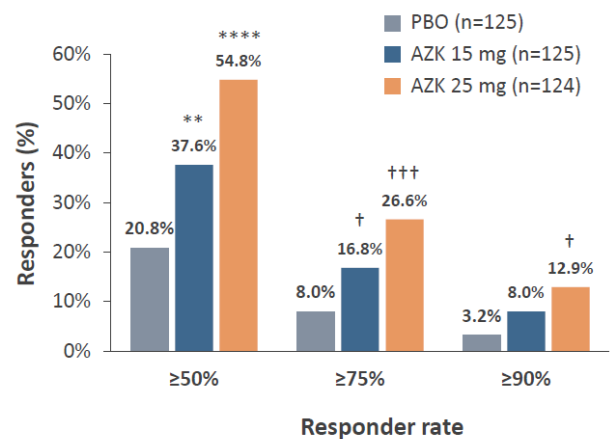
아울러 직접 비교임상은 아니나, 장기 투여 임상인 X-TOLE-OLE(2b상)는 투여 유지율 (retention rate)이 12개월에서 66%, 24개월 60%, 36개월 52%, 48개월 46%로 확인 되었는데, Cenobamate는 12개월 유지율 83%, 24개월 71%, 36개월 65%, 48개월 62%였다.

도표 10. Cenobamate 의 Open Label P3 상 결과 (NCT02535091)



자료: Michael et al. Epilepsia. 2021;62:3005-3015, 하나증권

도표 11. Azetukalner의 X-TOLE2 P3상 결과 중 반응을 결과



주: *P<0.05; **P<0.01; ***P<0.001; ****P<0.0001

자료: Xenon의 AAN2026(미국뇌신경학회) 포스터 (2026.04.18)

도표 12. Azetukalner 의 유지율 (X-TOLE-OLE, P2b 상)

RESULTS

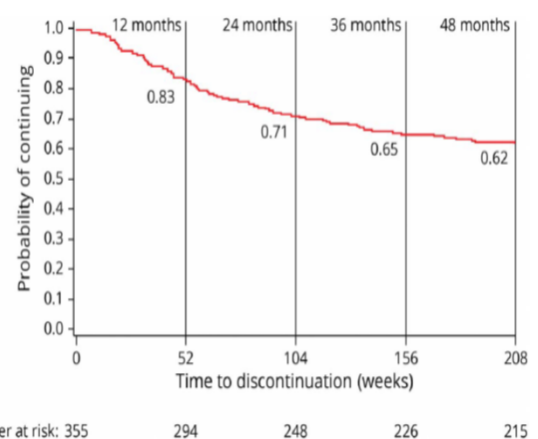
Participants

- A total of 325 participants were randomized in the X-TOLE study (placebo, n=114; 10 mg group, n=46; 20 mg group, n=51; 25 mg group, n=114)
- Of the 285 participants who completed the DBP, 275 (96.5%) enrolled in the OLE
- Demographics and baseline characteristics of participants in the OLE (Table 2) were consistent with those observed in the DBP
- At the analysis cutoff (October 6, 2025), 122 participants (44.4%) continued with the OLE
 - The most common reasons for discontinuation were lack of efficacy (17.8%), study withdrawal by the participant (17.5%), and adverse events (AEs; 13.1%)
- Retention rates with azetukalner at 1, 2, 3, and 4 years into the OLE study were 182 (66.2%), 165 (60.0%), 143 (52.0%), and 126 (45.8%) participants, respectively

주: NCT03796962 임상

자료: Xenon의 AESAM2025(미국뇌전증연례학회) 포스터 (2025.12.05), 하나증권

도표 13. Cenobamate 의 유지율 (Open Label, NCT01866111)



자료: Pavel Klein et al. Neurology 2022;99:e989-e998, 하나증권

2) Cenobamate는 듀얼 작용이 매력적

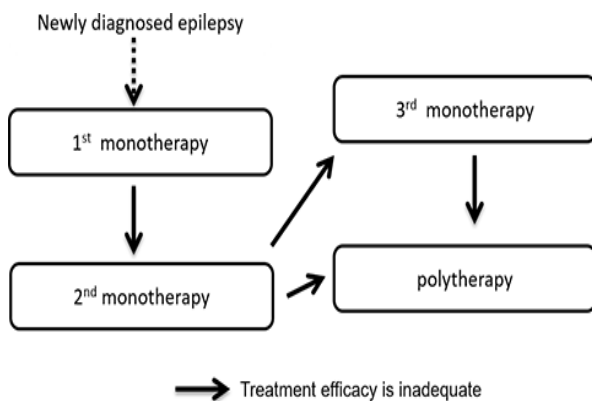
다양한 MoA로 접근해야 하는
시장에서 Cenobamate는
병용 약물로서 매력적인 약물

Cenobamate의 경쟁 약물로 볼 수 있는 것은 brivaracetam(BRIVIACT), lacosamide(VIMPAT), Eslicarbazepine(APTIOM) 및 perampanel(FYCOMPA)이다. 모두 Cenobamate와 비슷한 시기에 출시된 약물이고, 뇌전증 약물 중 국소발작의 경우 lacosamide를 제외하면 대체 단일 약물로서 권고되는 약물로 자리잡고 있다. 뇌전증의 경우 우선적으로 단일 약물 투약을 권고하지만, 이후 곧잘 대체 단일 약물로 넘어가고, 이후 세 번째 대체 단일 약물로 넘어가거나 병용 투약을 해야 한다. Azetukalner의 X-TOLE 임상에서 참여자의 50% 이상이 이미 3개 약물을 투약해 본 환자들임을 위의 설명에서 확인하였고, 다른 통계에서도 환자 30% 이상이 약물 내성을 경험하며 2개 약물에서 발작 소실을 달성하지 못하면 95%의 환자는 달리 치료 수단이 없거나 병용으로 넘어가야 하는 것으로 알려져 있다 (출처: VNS Therapy for Epilepsy). 따라서 뇌전증 약물은 다양한 MoA로 접근할 필요가 있고, 그래서 Na⁺ 채널 차단제이자 GABA-A 수용체 조절자인 Cenobamate가 병용 약물로 매력적인 이유를 갖는다. Cenobamate는 같은 Na⁺ 채널 차단제이면서 단일 치료제로 가장 우선적으로 권고되는 lacosamide와 병용으로 투여 시 약 36.7%의 많은 환자가 투약을 중단하는 것으로 조사된 바 있지만, lamotrigine과는 꽤 많은 내약성을 보여준다 (하기 도표 21 참고).

Azetukalner와 동일 MoA
병용 데이터 부족으로,
약효 및 안정성 입증 필요

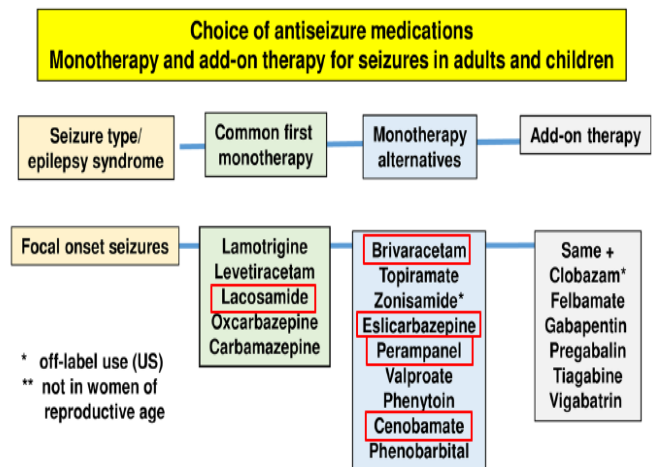
기존 약물들 중 Cenobamate처럼 voltage Na⁺채널과 Inhibitory synapse에 동시 작용하는 것은 없다. 대부분 Na⁺와 관련된 수용체로서 Glutamate에 의해 작동하는 AMPA나 NMDA와 관련되면서, Inhibitory synapse로도 작동하는 원리를 갖는다. 즉 MoA로 보았을 때에도 Cenobamate는 병용 약물로서 타 약물들과 구별된다. Azetukalner와 같은 MoA를 갖는 임상 약물은 Retigabine 인데, 이 약물이 일찍이 퇴출되는 바람에 병용 사례 데이터가 부족하다. 그렇기에 Azetukalner는 1제으로써 임상적 우월성을 입증할 수 없다면, Real-world에서 3제 이상의 다제 내성 환자에 대한 대체제로 소비되고 이후 병용 투여에서 안전성을 입증해 나가야 할 것이다.

도표 14. 뇌전증 약물 투약 지침



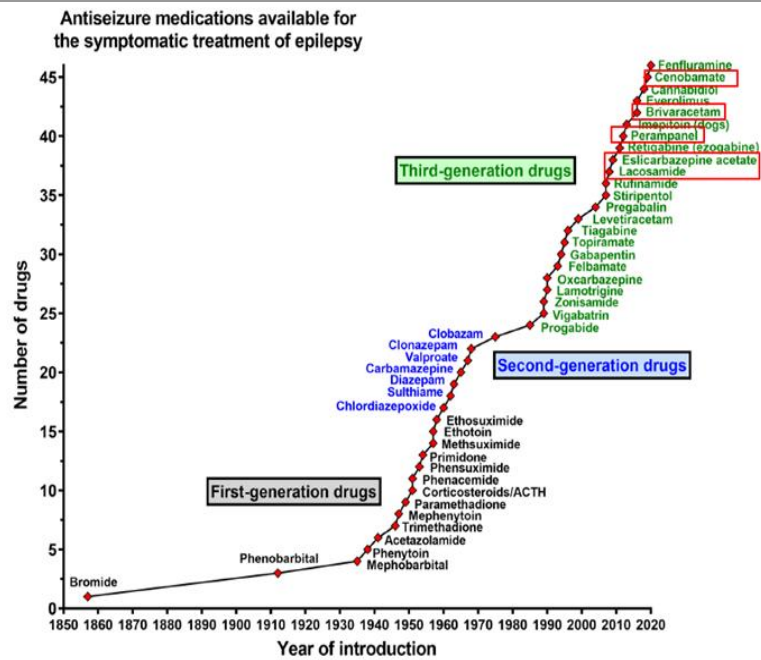
자료: Esai (perampanel 개발사)

도표 15. 뇌전증 약물 투여 지침 - 각 단계별 권고 약물



자료: Wolfgang et al. CNS Drugs (2021) 35:935-963, 하나증권

도표 16. 뇌전증 약물 세대 및 출시 년도



자료: Wolfgang et al. CNS Drugs (2021) 35:935-963, 하나증권

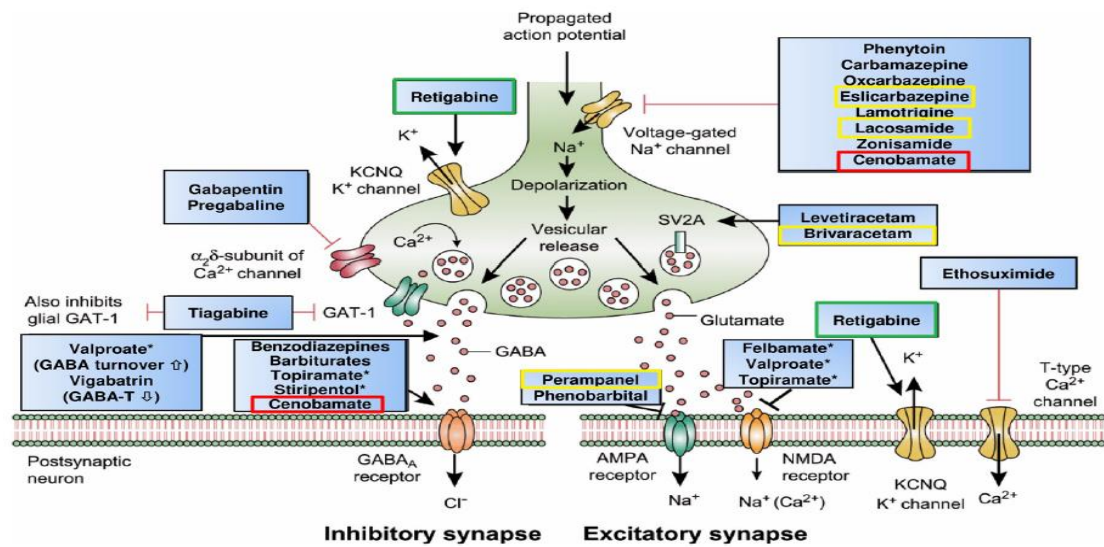
도표 17. 뇌전증 약물 투여 지침상 2차 치료제 약물의 정보

약물명	오리지널 제품명	개발사	FDA 승인 년도	MoA
Bivaracetam	Briviact	UCB	2016.02	SV2A 리간드
Topiramate	Topamax	Ortho-McNeil/ Janssen Pharmaceuticals	1996.12	NMDA(Na+) 수용체 차단, GABA-A 활성화, + 그 외 다중 메커니즘
Zonisamide	Zonegran	Dainippon Pharmaceutical	2000.03	Voltage-gated Na ⁺ 채널 차단, T-type Ca ²⁺ 채널 억제
Eslicarbazepine	Aptiom	Bial	2013.11	Voltage-gated Na ⁺ 채널 차단
Perampanel	Fycompa	Eisai	2012.10	AMPA(Na+) 수용체 길항제
Valproate	Depakene (valproic acid)	Abbott Laboratories	1978.02	NMDA(Na+) 수용체 차단, GABA 회전율(turnover) 증가, + 그 외 다중 메커니즘
Phenytoin	Dilantin	Parke-Davis(현 Pfizer)	1953	Voltage-gated Na ⁺ 채널 차단
Cenobamate	Xcopri	SK Biopharmaceuticals	2019.11	Voltage-gated Na ⁺ 채널 차단, GABA-A 양성 조절
Phenobarbital	Luminal	Bayer	해당없음*	AMPA(Na+) 수용체 길항제

주*: Phenobarbital은 Bayer가 개발해 1912년 Luminal로 출시했지만, 미국의 현대적 신약 허가제도보다 먼저 판매된 약물이므로 공식적인 FDA 최초 승인연도는 없음

자료: Global data, Wolfgang et al. CNS Drugs (2021) 35:935-963, 하나증권

도표 18. 약물 별 작동 메커니즘 도식 (붉은색: Cenobamate, 노란색: Peer, 초록색: Azetukalner와 같은 기존 약물)



주: *는 다중 메커니즘을 갖는 약물로서, 여기에서 표시된 것 외에도 다른 메커니즘을 더 가짐

자료: Wolfgang et al. CNS Drugs (2021) 35:935–963, 하나중권

3) Cenobamate는 애초에 Brivaracetam 대비 좋은 약이라 보긴 어려웠다

Cenobamate는
반응률·내성에서 강한 효과,
But 높은 부작용 발생,
→ 다제 내성 환자에게 이점 큼
이를 임상적으로 확인한 강점

우리가 “좋은 약” 내지 “best-in-class”라 부르는 것들은 효능에서 뛰어나고 부작용은 적기 때문에 환자에게 최선의 선택지가 될 수 있으면서, 시장에서 압도적인 우위를 차지할 수 있는 성질을 갖는다. 그런 의미에서 Cenobamate는 좋은 약이라 볼 수는 없다. 일반적인 질환에서 “좋은 약”이라 부르는 기준을 놓고 보면 Brivaracetam(BRIVACT)이 가장 좋다. 약효는 1차 단일 약물로 흔히 사용되는 Lacosamide(Vimpat) 만큼 좋으면서 부작용은 전반적으로 아주 낮은 수준이기 때문이다. 그럼에도 불구하고 Cenobamate가 선택될 수 밖에 없었던 것은 반응률이 압도적으로 높으면서 부작용도 SAE 기준으로보면 타 약물 대비 준수한 수준이기 때문이다. Cenobamate만큼 높은 반응률을 보이는 것은 Retigabin인데, 앞서 설명한 바와 같이 부작용으로 인해 시장에서 퇴출된 상태다. 최신 자료로 2026년 2월 JAMA Neurology 학술지에서도 brivaracetam, cenobamate, lacosamide, 및 peramppanel의 성인 약물 저항성 국소 뇌전증에서의 효과와 안전성을 분석한 데이터를 공개하였다(JAMA Neurol 2026;83;(4):320-328). 17개 기관에서 모집된 약물 저항성 국소 뇌전증 환자 1,949명을 대상으로 실제 임상 현장에서 조사한 바에 의하면, 반응률 및 6개월/12개월 발작 소실 효과로 보았을 때 cenobamate가 조사된 다른 약물 대비 내성에서 강한 효과를 갖는 것으로 확인되었다. 이 조사에서 cenobamate 투약시 가장 높은 부작용이 발생했고 (57.8%), lacosamide 투약시 부작용 발생률이 가장 낮았다 (14.8%). 즉, Cenobamate는 임상의가 우선적으로 추천할 수 있는 “좋은 약”이라기 보다, 필요한 환자에게 “최선의 선택지”가 될 수 있는 약이다.

Brivaracetam 제네릭 출시가
오히려 기회가 될 수도

한편, Brivaracetam은 물질특허가 만료되면서 ‘26년 2월부터 제네릭이 출시되고, 그에 따라 오리지널인 BRIVACT 처방량이 급감하였다. Real-world에서 cenobamate와 함께 복용한 약물과 복용 후 트렌드를 보면 Cenobamate와 병용 사례가 많은 약물 Top3는 Lamotrigine, Levetiracetam, valproic acid인데, 이 중에 Levetiracetam은 Brivaracetam과 동일한 SV3A 선택적 리간드이다. Levetiracetam과 Brivaracetam의 SV2A에 대한 결합력이 다르고(Levetiracetam 대비 Brivaracetam의 리간드 친화도가 15-30배 더 높음), Cenobamate만 놓고 봐도 뇌전증 약물이 동일 MoA를 갖는다고 같은 효과를 단정하기 어렵다. 그러나 Brivaracetam의 가격이 제네릭 출시로 인해 현저하게 저렴해졌고 Brivaracetam이 부작용 면에서 더 선호되는 약물이기 때문에, Levetiracetam을 Brivaracetam으로 교체하는 시도가 많아지며 Cenobamate와의 더 좋은 조합을 갖는 약물로 자리잡을 가능성을 기대할 수는 있다. 또한 기존 약물을 처방 받던 환자가 내성이나 부족한 약효로 인해 약물의 교체, 병용하기로 결정하면서 BRIVACT를 소비하게 되었을 것이다. BRIVACT의 처방량 추이가 Real World에서의 뇌전증 치료제 교체 속도로 볼 수 있기 때문에, 위에서 추정된 상황이 발생한다면 적어도 BRIVACT의 처방량이 우상향한 기간만큼은 Cenobamate의 매출은 계속 우상향할 것으로 전망된다.

도표 19. 도표 2. 주요 3세대 항뇌전증 약물의 효능 및 부작용 비교

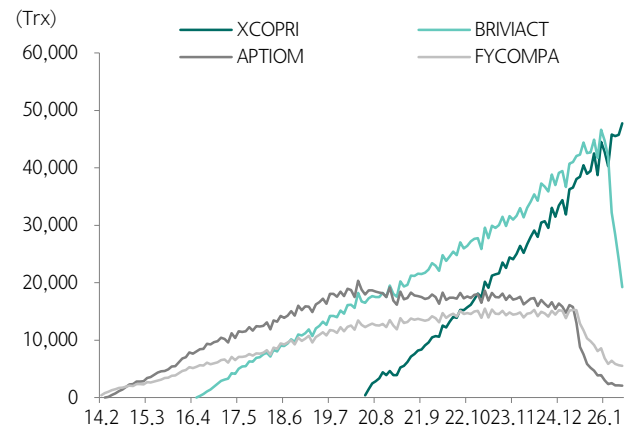


주1: SUCRA는 논문에서 설정한 산정 방식에 따른 점수임. PBO, Placebo; RUF, Rufinamide; BRV, Brivaracetam; CNB, Cenobamate; ESL, Eslicarbazepine; LCM, Lacosamide; RTG, Retigabine; PER, Perampanel; AEs, adverse effects; SAEs, serious adverse events; RR, risk ratio; CI, credible interval; SUCRA, the surface under the cumulative 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.

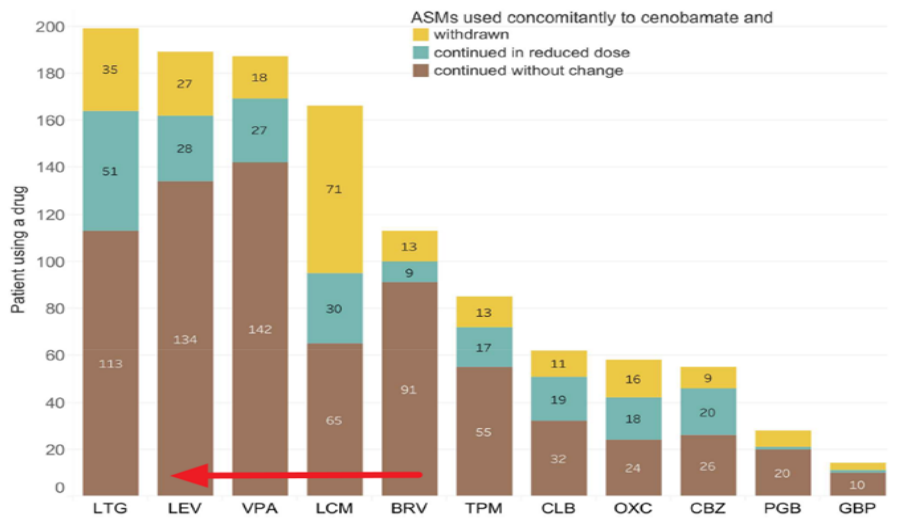
자료: Yankun Chen et al. (2024), 하나증권

도표 20. 주요 3세대 뇌전증 치료제 처방량 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 21. Real-world에서 cenobamate와 함께 복용한 약물과 복용 후 트렌드



주: LTG, lamotrigine; LEV, levetiracetam; VPA, valproic acid; LCM, lacosamide; BRV, brivaracetam; TPM, topiramate; CLB, clobazam; OXC, oxcarbazepine; CBZ, carbamazepine; PGB, pregabalin; GBP, gabapentin

자료: Magdalena et al, European Journal of Epilepsy130(2025)25-31, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	547.6	706.7	972.7	1,240.0	1,529.4
매출원가	43.1	42.9	60.9	78.4	88.0
매출총이익	504.5	663.8	911.8	1,161.6	1,441.4
판매비	408.2	459.9	571.7	691.7	848.0
영업이익	96.3	203.9	340.1	469.8	593.4
금융손익	6.6	(14.8)	0.1	4.4	9.4
종속/관계기업손익	(31.3)	(34.3)	17.3	22.7	30.7
기타영업외손익	0.9	(4.0)	(0.4)	0.0	0.0
세전이익	72.6	150.9	357.1	496.8	633.5
법인세	(154.4)	(102.4)	43.4	104.3	133.0
계속사업이익	227.0	253.3	313.7	392.5	500.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	227.0	253.3	313.7	392.5	500.4
비배주주지분 순이익	(13.8)	(13.7)	(7.4)	(9.3)	(11.8)
지배주주순이익	240.7	267.0	321.2	401.8	512.3
지배주주지분포괄이익	262.6	266.8	330.2	401.2	511.5
NOPAT	301.2	342.3	298.8	371.2	468.8
EBITDA	113.8	220.9	356.1	489.8	616.4
성장성(%)					
매출액증가율	54.30	29.05	37.64	27.48	23.34
NOPAT증가율	흑전	13.65	(12.71)	24.23	26.29
EBITDA증가율	흑전	94.11	61.20	37.55	25.85
영업이익증가율	흑전	111.73	66.80	38.14	26.31
(지배주주)순이익증가율	흑전	10.93	20.30	25.09	27.50
EPS증가율	흑전	10.90	20.30	25.09	27.50
수익성(%)					
매출총이익률	92.13	93.93	93.74	93.68	94.25
EBITDA이익률	20.78	31.26	36.61	39.50	40.30
영업이익률	17.59	28.85	34.96	37.89	38.80
계속사업이익률	41.45	35.84	32.25	31.65	32.72

투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	3,074	3,409	4,101	5,130	6,541
BPS	6,975	10,382	14,660	19,790	26,331
CFPS	1,771	2,964	4,721	6,255	7,871
EBITDAPS	1,453	2,821	4,548	6,255	7,871
SPS	6,992	9,025	12,421	15,833	19,529
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	36.14	36.55	21.63	17.29	13.56
PBR	15.93	12.00	6.05	4.48	3.37
PCFR	62.73	42.04	18.79	14.18	11.27
EV/EBITDA	75.53	43.07	18.17	12.61	9.35
PSR	15.89	13.81	7.14	5.60	4.54
재무비율(%)					
ROE	58.01	39.28	32.75	29.78	28.37
ROA	27.36	23.89	22.52	20.76	20.14
ROIC	294.71	366.23	294.11	279.10	264.43
부채비율	80.63	45.03	44.66	44.45	40.87
순부채비율	(23.66)	(31.16)	(41.19)	(49.25)	(56.83)
이자보상배율(배)	9.02	26.52	58.50	44.35	43.89

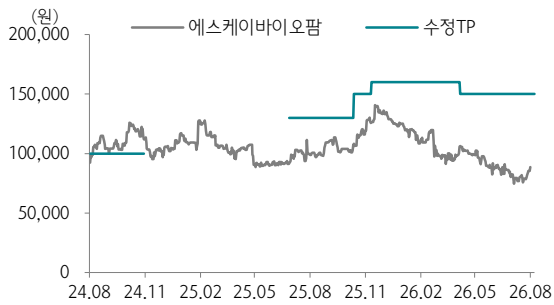
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	651.4	683.2	1,045.1	1,521.6	2,089.6
금융자산	324.5	309.5	574.7	891.6	1,313.7
현금성자산	322.8	307.8	572.6	888.6	1,310.1
매출채권	173.8	228.8	289.0	390.2	482.7
재고자산	111.7	100.2	126.6	170.9	211.5
기타유동자산	41.4	44.7	54.8	68.9	81.7
비유동자산	385.4	515.1	608.4	696.5	778.6
투자자산	97.8	74.7	94.4	127.4	157.6
금융자산	13.2	17.1	21.5	29.1	36.0
유형자산	12.0	15.0	19.0	20.1	20.5
무형자산	32.5	51.2	102.6	146.5	188.0
기타비유동자산	243.1	374.2	392.4	402.5	412.5
자산총계	1,036.8	1,198.3	1,653.5	2,218.1	2,868.2
유동부채	396.3	295.2	373.5	499.4	614.5
금융부채	162.0	11.6	12.9	14.2	15.5
매입채무	3.4	9.3	11.8	15.9	19.7
기타유동부채	230.9	274.3	348.8	469.3	579.3
비유동부채	66.6	76.8	137.0	183.1	217.7
금융부채	26.7	40.5	91.1	121.1	141.1
기타비유동부채	39.9	36.3	45.9	62.0	76.6
부채총계	462.8	372.0	510.5	682.5	832.2
지배주주지분	546.3	813.1	1,148.1	1,549.9	2,062.1
자본금	39.2	39.2	39.2	39.2	39.2
자본잉여금	1,084.8	1,084.8	1,089.3	1,089.3	1,089.3
자본조정	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7
기타포괄이익누계액	36.1	35.4	44.7	44.7	44.7
이익잉여금	(621.5)	(354.1)	(32.9)	368.9	881.1
비배주주지분	27.7	13.2	(5.0)	(14.3)	(26.1)
자본총계	574.0	826.3	1,143.1	1,535.6	2,036.0
순금융부채	(135.8)	(257.4)	(470.8)	(756.2)	(1,157.1)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	94.9	176.3	283.4	468.0	564.1
당기순이익	227.0	253.3	313.7	392.5	500.4
조정	(99.4)	(40.7)	12.3	(2.6)	(7.6)
감가상각비	17.4	16.9	16.0	20.0	23.0
외환거래손익	(5.5)	2.1	(9.4)	0.0	0.0
지분법손익	31.3	34.3	(17.3)	(22.7)	(30.7)
기타	(142.6)	(94.0)	23.0	0.1	0.1
영업활동 자산부채 변동	(32.7)	(36.3)	(42.6)	78.1	71.3
투자활동 현금흐름	(10.9)	(35.4)	(71.9)	(86.1)	(75.2)
투자자산감소(증가)	89.8	82.4	(5.0)	(10.4)	0.5
자본증가(감소)	(1.4)	(6.9)	(16.4)	(15.0)	(15.0)
기타	(99.3)	(110.9)	(50.5)	(60.7)	(60.7)
재무활동 현금흐름	10.6	(136.6)	42.1	31.4	21.3
금융부채증가(감소)	10.6	(136.6)	51.9	31.4	21.3
자본증가(감소)	0.0	0.0	4.5	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	0.0	(14.3)	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	94.6	4.3	267.8	316.1	421.5
Unlevered CFO	138.7	232.1	369.7	489.8	616.4
Free Cash Flow	93.5	169.4	267.0	453.0	549.1

투자의견 변동 내역 및 목표주가 과리율

에스케이바이오팜



날짜	투자의견	목표주가	과리율	
			평균	최고/최저
26.4.16	BUY	150,000		
25.11.20	BUY	160,000	-27.89%	-12.06%
25.10.22	BUY	150,000	-20.38%	-13.13%
25.7.7	BUY	130,000	-21.21%	-12.69%
25.4.16	담당자 변경		-	-
23.11.10	BUY	100,000	-2.17%	27.90%

Compliance Notice

- 당사는 2026년 8월 11일 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 8월 11일 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 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	98.62%	1.38%	0.00%	100%

* 기준일: 2026년 08월 08일