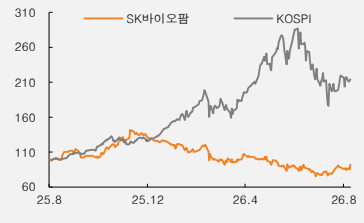


투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 160,000원
현재주가(26/8/26)	91,600원
상승여력	74.7%

영업이익(26F, 십억원)	341
Consensus 영업이익(26F, 십억원)	355
EPS 성장률(26F, %)	14.6
MKT EPS 성장률(26F, %)	282.0
P/E(26F, x)	23.5
MKT P/E(26F, x)	6.5
KOSPI	6,808.21
시가총액(십억원)	7,173
발행주식수(백만주)	78
유동주식비율(%)	49.8
외국인 보유비중(%)	12.5
베타(12M) 일간수익률	0.28
52주 최저가(원)	74,600
52주 최고가(원)	140,700
(%)	1M 6M 12M
절대주가	13.6 -22.2 -8.9
상대주가	11.7 -27.9 -57.5



[제약/바이오]

김승민
sm.kim.a@miraeasset.com

326030 · 제약/바이오

SK바이오팜

두가지 숙제를 풀었고, 진짜 시험은 연말 RISE3

투자의견 매수, 목표주가 16만원으로 상향(기존 15만원)

당사는 바이오헤이븐에서 Kv7 활성제 오파칼림(뇌전증)을 도입한 거래를 긍정적으로 평가한다. 미국에서 엑스코프리 단일 제품을 직접 판매하는 회사에서 복수 제품 직판 체제로 전환할 기반을 마련했다. 벡텍스, 재즈, UCB 등 수많은 바이오파마들이 성장했던 길을 가고 있다. 이러한 비즈니스 모델은 국내 유일하고, 최초다.

그간 밸류에이션 할인요인이던 1) 엑스코프리 후속 제품 부재, 2) 제논의 아제투칼너 등장 리스크를 완화하는 이벤트다. 기존 타겟 멀티플의 할인 요인을 제거해 목표주가를 16만원으로 상향했다. 다만, 목표주가에는 오파칼림 rNPV와 거래 종결 후 순 현금·차입 변화를 직접 반영하지 않았으며, 핵심 이벤트인 오파칼림 뇌전증 허가기반 임상 RISE3 데이터 발표 후 함께 재평가할 예정이다.

동사는 엑스코프리를 통해 미국 처방의사, 보험 등재, 전문약국, 의학부서와 영업망을 이미 구축했다. 따라서 오파칼림은 추가 영업비용을 제한하면서 판매 시너지를 낼 수 있다. 두 제품의 포지셔닝도 다르다. 엑스코프리는 ‘약효’, 오파칼림은 ‘내약성’이 핵심이다.

엑스코프리는 주요 허가용 임상에서 높은 발작 억제 효과와 발작 소실률을 확인했다. 뇌전증 치료제 중 발작 소실률(seizure free)이 가장 높다고 평가되고 있다. 반면 오파칼림은 장기 연장시험에서 낮은 어지럼증·졸림 등 중추신경계 부작용을 보여 우수한 내약성 가능성을 제시했다. 아직 허가용 무작위 임상 결과는 없지만 RISE3에서 내약성이 재현된다면 보다 이른 치료 단계까지 처방 확대가 가능하다.

동사는 실사 과정에서 국소발작 장기 연장시험, 유전적 변이 환자, 전신 발작 및 비임상 데이터를 종합 평가했다고 밝혔다. 회사는 아제투칼너보다 유효성이 유사하거나 다소 낮더라도 내약성 우위가 유지되면 충분한 경쟁력이 있다고 본다. 올해 말 RISE3에서 경쟁 가능한 효능과 낮은 중추신경계 부작용이 함께 확인되는지가 핵심이다. 아제투칼너의 2035년 컨센서스 매출액은 약 \$2.5bn, 제논의 시가총액은 \$6bn 수준이며, 현재 오파칼림의 2035년 컨센서스 매출액은 약 \$1bn 수준이다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	548	707	963	1,119	1,261
영업이익 (십억원)	96	204	341	471	571
영업이익률 (%)	17.5	28.9	35.4	42.1	45.3
순이익 (십억원)	241	267	306	426	688
EPS (원)	3,074	3,409	3,905	5,433	8,783
ROE (%)	58.0	39.3	31.7	32.0	36.4
P/E (배)	36.1	36.6	23.5	16.9	10.4
P/B (배)	15.9	12.0	6.4	4.6	3.2
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: SK바이오팜, 미래에셋증권 리서치센터

오파칼림(BHV-7000), 최대 US\$795mn 규모 전세계 권리 도입

거래 개요

동사는 2026년 8월 26일 Biohaven Bioscience Ireland Limited로부터 선택적 Kv7 활성화 화제 Opakalim(BHV-7000), 후속 Kv7 활성화제 화합물 및 Kv7 Discovery Platform의 전세계 독점 라이선스를 취득했다. 계약 총액은 최대 1.1조원(US\$795mn)이며, 계약금은 5,532억원(US\$400mn)이다. 이 중 US\$350mn은 거래 종결시, US\$50mn은 거래 종결 1년 후 지급된다. 개발·허가 마일스톤은 최대 US\$395mn이며 Opakalim에 US\$335mn, 기타 Kv7 화합물에 US\$60mn이 배정된다. 판매 후에는 순매출 구간에 따른 경상기술료를 지급한다(바이오헤븐에 low-teens to mid-teens, Knopp에 single digit). 오파칼림은 현재 허가기반임상 2건(RISE3, 2)을 진행중인 뇌전증 후기단계 에셋이다.

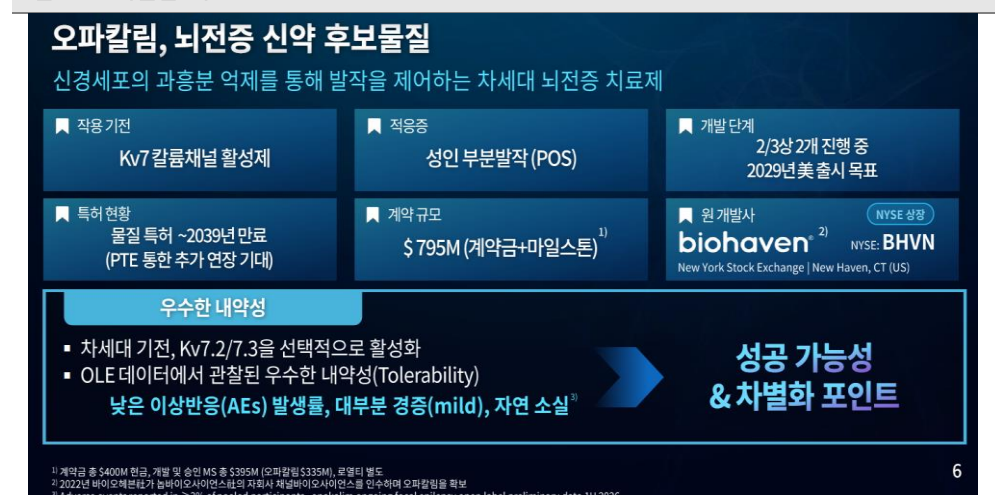
계약기간은 제품 출시 후 10년, 특허 만료, 허가독점권 만료 가운데 가장 늦은 시점까지다. 개발 연속성을 위해 현재 진행 중인 임상은 Biohaven이 계속 수행하되 관련 개발비는 SK바이오팜이 부담하는 구조다.

표 1. 오파칼림 도입 개요

항목	내용
계약 상대	Biohaven Bioscience Ireland Limited (아일랜드)
대상	Opakalim(BHV-7000), 기타 Kv7 activator 화합물, Kv7 Discovery Platform
권리 범위	Worldwide 독점 라이선스
총 규모	최대 US\$795mn (1조 995억 6,450만원)
선금금	US\$400mn (5,532억 4,000만원): Closing US\$350mn + 1년 후 US\$50mn
마일스톤	최대 US\$395mn: Opakalim US\$335mn + 기타 Kv7 화합물 US\$60mn
로열티	제품 순매출 구간별 경상기술료(Biohaven에 low-teens to mid-teens, Knopp에 mid single digit)
개발 단계	RISE2 NCT06132893 / RISE3 NCT06309966, 임상 2/3상
계약 기간	출시 후 10년·특허 만료·허가독점권 만료 중 가장 늦은 시점까지
임상 수행	기존 임상은 Biohaven이 지속 수행, 관련 개발비는 SK바이오팜 부담

자료: SK바이오팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 오파칼림 개요



자료: SK바이오팜, 미래에셋증권 리서치센터

같은 의사를 대상으로 판매하는 두 제품, 경쟁보다 시너지

동사는 2020년부터 엑스코프리를 미국에서 직접 판매하며 뇌전증 전문의 대상 영업조직과 보험 등재, 의학부서, 전문약국 및 유통망을 이미 구축했다. 따라서 오파칼림이 출시되더라도 새로운 치료영역에 진입하는 경우처럼 대규모 영업조직을 새로 구축할 필요는 크지 않을 것으로 본다.

컨퍼런스콜에서 엑스코프리와 오파칼림 간 매출 잠식보다 판매 시너지가 더 클 것이라고 설명했다. 두 제품의 작용기전과 강점이 다르기 때문에 같은 의사에게 환자 특성에 따라 서로 다른 선택지를 제시할 수 있기 때문이다.

엑스코프리는 약효, 오파칼림은 내약성으로 차별화

엑스코프리는 높은 발작 억제 효과와 발작 소실률을 강점으로 이미 미국 국소발작 시장에서 입지를 확보했다. 반면 Opakalim은 Kv70이라는 다른 작용기전, 1일 1회 복용, 별도의 용량 조절이 필요 없다는 점과 낮은 중추신경계 부작용 가능성이 강점이다.

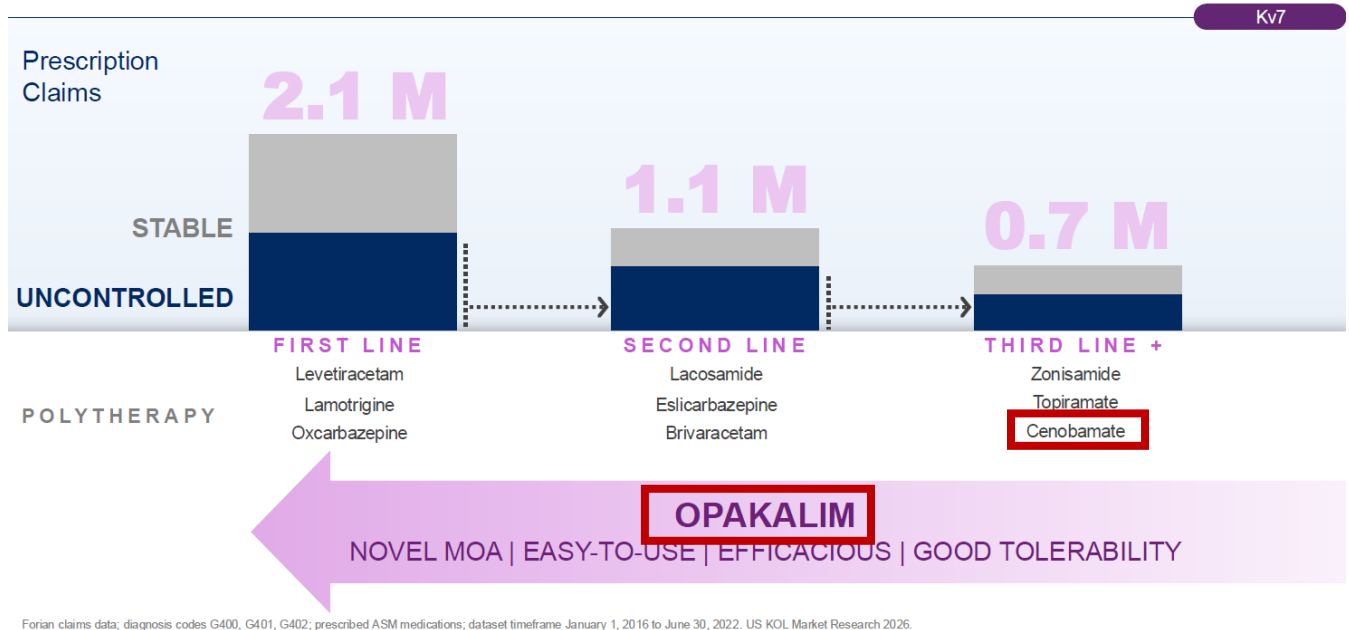
동사가 제시한 전략도 명확하다. “엑스코프리는 약효, Opakalim은 내약성”으로 환자군을 나누겠다는 것이다. 뇌전증은 환자마다 약물 반응과 부작용이 크게 다르기 때문에 하나의 치료제가 모든 환자를 만족시키기 어렵다. 따라서 두 제품이 서로 경쟁하기보다, 환자 특성에 따라 선택지를 넓히며 SK바이오팜의 뇌전증 시장 전체 점유율을 확대하는 방향이 가능하다.

제품의 역할도 상호보완적이다. 엑스코프리는 높은 약효가 필요한 난치성 환자에서 강점을 가질 수 있고, 오파칼림은 내약성을 앞세워 보다 이른 치료 단계까지 처방이 확대될 가능성이 있다. 동사는 azetukalner보다 약효가 유사하거나 다소 낮더라도 내약성 우위가 유지된다면 충분한 시장 경쟁력을 확보할 수 있다고 판단하고 있다.

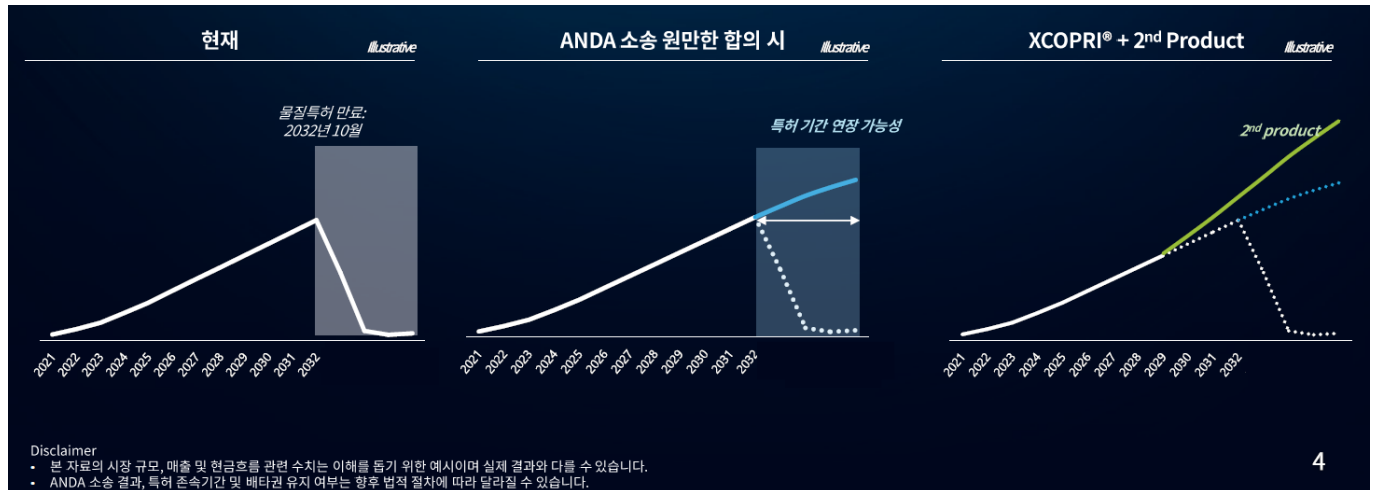
Xcopri의 현금창출 구간과 Opakalim의 출시 시기가 겹친다

동사는 현재 적응증·처방연령·제형 확대와 특허 전략을 통해 엑스코프리의 제품 수명을 연장하고 있다. 현재는 물질특허 만료인 2032년 10월 이후 매출이 급감할 것으로 예상되고 있으나, 최근 제네릭 업체와의 합의로 이후에도 독점판매기간이 연장될 가능성이 생겼다. 엑스코프리의 독점판매기간이 연장되고 오파칼림이 긍정적인 임상 결과를 바탕으로 2029년에 출시된다면, 엑스코프리의 현금창출 기간과 오파칼림의 매출 성장 시기가 겹치게 된다. 기존 미국 영업망의 활용기간을 자연스럽게 연장하면서 잉여현금흐름을 높일 수 있다는 의미다.

그림 2. 엑스코프리(세노바메이트)와 오파칼림의 뇌전증내 포지셔닝



자료: Biohaven, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 잠재적 특허 기간 연장 및 2nd Product 확보를 통한 현금흐름 극대화 가능성

자료: SK바이오팜, 미래에셋증권 리서치센터

양사의 이해관계가 맞아떨어진 거래

바이오헤이븐은 2Q26 10-Q에서 기존 현금으로 최소 1년 이상의 운영이 가능하다고 밝힌 바 있다. 다만 2Q26 말 현금 및 단기금융자산은 약 \$268mn인 반면, 1H26 영업활동으로 약 \$235mn의 현금을 소진했다. 같은 기간 연구개발비와 판매관리비는 각각 \$204.6mn, \$50.7mn이었다. 다수의 후기 파이프라인을 동시에 개발하고 있다는 점을 고려하면 추가 자금조달 필요성은 여전히 높은 상황이었다.

이번 계약을 통해 받는 최초 계약금 \$350mn만으로도 6월 말 보유 현금 및 단기금융자산을 상회하며, 1년 뒤 지급되는 \$50mn을 포함한 총 \$400mn의 확정 계약금은 1H26 영업활동 현금유출액의 약 1.7배에 해당한다. 바이오헤이븐 입장에서는 추가적인 지분 희석 없이 현금 보유기간을 연장하는 동시에 오파칼림의 임상 및 허가에 필요한 자금 부담을 줄일 수 있게 됐다.

상업화 단계에서 발생할 비용 부담도 거래 판단에 영향을 미쳤을 것으로 본다. 바이오헤이븐이 오파칼림의 임상 성공, 허가를 직접 받더라도 미국에서 독자 판매를 위해서는 영업인력, 마케팅, 보험 등재, 의학부서 등 상업화 인프라를 새롭게 구축해야 한다. 이는 임상개발 이후에도 상당한 추가 비용과 시간이 필요하다는 의미다. 반면 동사는 이미 엑스코프리를 통해 미국 뇌전증 시장에서 직접 판매망과 상업화 인프라를 구축해 놓은 만큼 오파칼림 출시 시 추가 비용을 상대적으로 제한할 수 있다. 같은 자산이라도 바이오헤이븐보다 SK바이오팜에서 더 높은 수익성을 실현할 수 있는 구조다.

또한 바이오헤이븐은 2022년 Knopp로부터 Kv7 플랫폼을 도입하면서 오파칼림에 대해 한 자릿수 중반 수준의 로열티와 미국·유럽 승인에 연동된 최대 \$185mn의 추가 지급 의무를 보유하고 있었다. 즉 독자적으로 개발과 상업화를 이어가더라도 오파칼림에서 발생하는 경제적 이익을 전부 가져가는 구조는 아니었다.

결국 바이오헤이븐은 임상 결과 발표 직전의 추가 상승 가능성 일부를 포기하는 대신 \$400mn의 확정 현금, 향후 개발비 및 상업화 비용 절감, 추가 지분 희석 회피라는 실질적인 이익을 선택한 것으로 보인다. 반면 SK바이오팜은 엑스코프리가 본격적인 현금창출 구간에 진입한 시점에 임상 성공 확인 전의 할인된 가격으로 후기 뇌전증 자산을 확보했다. 바이오헤이븐의 자금조달 필요와 상업화 비용 부담, SK바이오팜의 후속 제품 확보 필요와 기존 영업망 활용 가능성이 같은 시점에 맞물린 양사간의 win-win 거래로 판단한다.

오파칼림(BHV-7000): 경쟁 약품 대비 내약성 기반 상업적 성공 가능성

Kv7 활성화제: 아제투칼너가 가장 앞서고, 오파칼림이 뒤를 추격

Kv7은 신경세포의 흥분성을 조절하는 칼륨통로다. Kv7이 활성화되면 칼륨 이온이 세포 밖으로 이동해 세포막이 안정되고, 신경세포의 반복적인 발화를 억제할 수 있다. 동사의 주력 제품인 엑스코프리가 나트륨통로 억제와 GABA 작용 강화를 통해 과도한 신경신호를 낮춘다면, Kv7 활성화제는 신경세포가 쉽게 흥분하지 않도록 흥분 문턱 자체를 높이는 접근이다.

뇌전증에서 이미 검증된 기전으로, 1세대 Kv7 활성화제인 retigabine이 과거 치료제로 허가된 바 있다. 다만, Retigabine은 Kv7 기전의 항발작 효과를 입증했지만 망막·피부 색소침착 등 안전성 문제와 낮은 복약편의성으로 시장에서 철수했다. 이후에는 효과를 유지하면서 부작용을 줄인 차세대 Kv7 활성화제 개발이 이어지고 있다.

현재 가장 앞선 자산은 Xenon의 아제투칼너로, 2026년 3월 X-TOLE2 3상에 성공했고 3Q26 미국 허가신청을 예고했다. 오파칼림은 현재 RISE2/3 허가용 임상을 진행 중이며 올해 말 RISE3 결과가 예정돼 있다. 그 밖에도 Jazz/Saniona의 SAN2355, Shanghai Zhimeng의 CB03-154 등 후속 자산이 개발되고 있지만 개발 단계상 당분간 주요 상업 경쟁은 azetukalner와 Opakalim 중심으로 형성될 가능성이 높다.

표 2. 주요 Kv7 뇌전증 에셋 비교

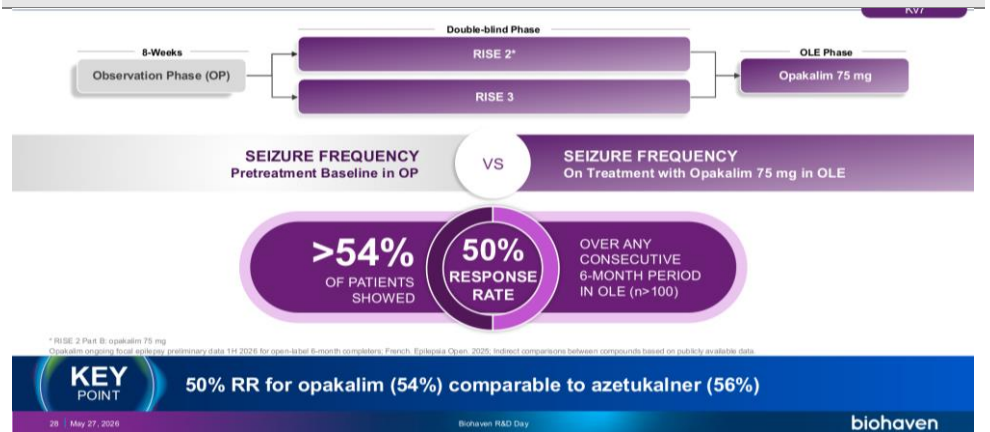
에셋	개발사	프로파일	개발 단계	핵심 포인트
Retigabine (ezogabine)	GSK / Valeant	1세대 Kv7 활성화	과거 승인 후 철수	Kv7 기전은 임상적으로 검증. 색소침착·망막 이상 등 안전성 문제와 복약 불편으로 시장 철수
Azetukalner (XEN1101)	Xenon	Kv7.2/7.3 선택적 활성화, 1일 1회	X-TOLE2 3상 성공; 3Q26 NDA 예정	현재 가장 앞선 차세대 Kv7 자산. 국소발작 시장의 선발주자 가능성
Opakalim (BHV-7000)	Biohaven → SK 바이오팜	Kv7.2/7.3 선택적 활성화, 1일 1회	RISE2/3 허가용 임상 진행; RISE3 연말 결과 예정	Azetukalner를 추격. 약효보다 낮은 중추신경계 부작용과 내약성이 핵심 차별화 포인트

자료: Biohaven, Xenon, FDA, 미래에셋증권 리서치센터

오파칼림 국소발작 오픈라벨: 50% 반응을 54%, 경쟁 가능한 수준 효능

오파칼림의 핵심 적응증인 난치성 국소발작의 장기 연장시험에서는 75mg을 6개월 이상 투여한 100명 이상의 환자 가운데 54%가 발작 빈도 50% 이상 감소를 보였다. Biohaven이 제시한 아제투칼너 장기 연장시험의 56%와 유사해, 현재 공개된 자료만 보면 효능은 경쟁 가능한 범위로 보인다. 다만, 두 수치는 서로 다른 공개시험의 간접비교이고, 오파칼림 자료는 위약군이 없는 장기 연장시험이므로 허가용 무작위 임상시험의 효능을 대신할 수는 없다. 이중맹검 시험 완료율과 장기 연장시험 전환율이 각각 약 95%였고, 200명 이상이 6개월 이상 장기 투여를 이어갔다는 점도 긍정적이다.

그림 4. 오파칼림 오픈라벨 데이터, 효능 시그널

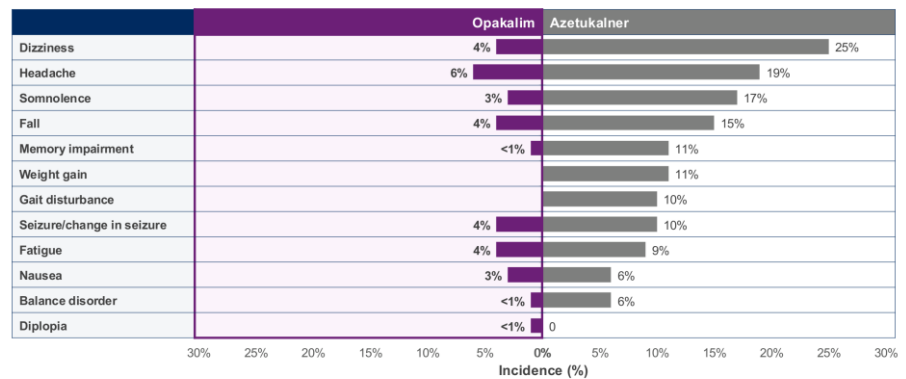


자료: Biohaven, 미래에셋증권 리서치센터

차별화 포인트는 효능이 아니라 내약성

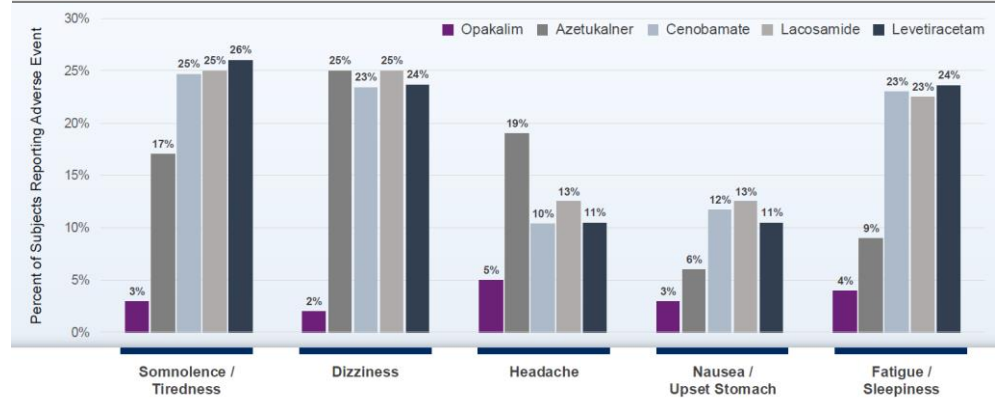
동사는 아제투칼너보다 약효가 유사하거나 다소 낮더라도 내약성이 우수하면 충분한 시장 경쟁력이 있다고 판단하고 있다. 오파칼림 75mg 장기 연장시험에서 어지럼증은 5.0%, 피로는 4.1%로 낮았다. Biohaven이 공개한 OLE 간접비교에서는 오파칼림과 아제투칼너의 어지럼증이 각각 4%와 25%, 졸림이 3%와 17%, 낙상이 4%와 15%, 기억장애가 1% 미만과 11%로 제시됐다. 뇌전증 치료제는 장기간 복용해야 하는 만큼 이러한 중추신경계 부작용은 복약 지속성과 처방 선택에 직접 영향을 미칠 수 있다. 다만 서로 다른 시험의 환자군과 관찰기간을 비교한 결과이므로 약물 간 우열을 확정적으로 판단해서는 안 된다

그림 5. 오파칼림 오픈라벨 데이터, 내약성 우수



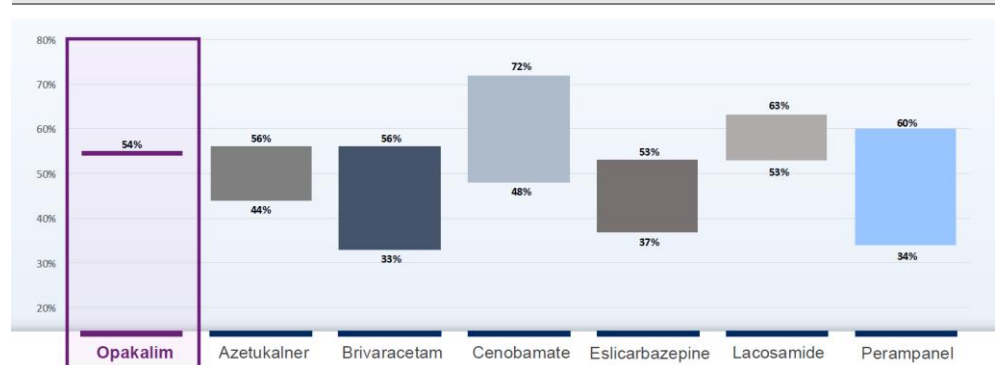
자료: Biohaven, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 주요 뇌전증 약물, 부작용 프로파일 비교



자료: Biohaven, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 주요 뇌전증 약물, 50% 발작 감소를 비율



Opakalim ongoing focal epilepsy open-label preliminary data 1H 2026; Hufnagel. Epilepsy Res. 2013; Haldar. Epilepsia. 2010; Strzelczyk. Epilepsia. 2021; Ben-Menachem. Epilepsy Res. 2021; O'Brien. Epilepsia. 2020; Klein. Neurology. 2022; Strzelczyk. Expert Rev Clin Pharmacol. 2015; Hussain. Epilepsia. 2012; French. J. Epilepsy Open. 2025; Rektor. Epilepsia. 2020.

자료: Biohaven, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 주요 뇌전증 약물, 복약편의성 및 내약성 장점

		No titration	Favorable CNS tolerability	Low neuropsychiatric AEs	Low metabolic / electrolyte AEs	Low SJS or DRESS risk
1	Lamotrigine	XX	✓	✓	✓	XX
	Levetiracetam	✓	✓	X	✓	~
	Oxcarbazepine	X	X	✓	X	X
2	Lacosamide	X	✓	✓	✓	✓
	Eslicarbazepine	X	X	✓	X	~
	Brivaracetam	~	X	X	✓	✓
3	Zonisamide	X	X	X	X	✓
	Cenobamate	XX	X	✓	✓	XX
	Topiramate	X	X	X	X	✓
	Opakalim (Kv7)	✓	✓	✓	✓	✓

✓ Favorable ~ Variable X Unfavorable XX Very Unfavorable

AE, Adverse Event; SJS, Stevens-Johnson Syndrome; DRESS, Drug Reaction with Eosinophilia and Systemic Symptoms

자료: Biohaven, 미래에셋증권 리서치센터

올해 말 허가용 임상 RISE3에서 효과와 내약성을 함께 확인

올해 말 예정된 RISE3 결과가 핵심 번곡점이다. 확인해야 할 것은 1) 위약 대비 발작 빈도 감소폭, 2) 50% 이상 반응률, 3) 어지럼증·졸림·피로와 이상반응에 따른 치료 중단률 등이다. 발작 억제 효과가 아제투칼너와 경쟁 가능한 범위를 유지하면서 현재 장기 연장시험에서 관찰된 낮은 중추신경계 등 부작용이 재현된다면, 후발주자라는 약점을 내약성 차별화로 상쇄할 수 있다. 동사 입장에서는 두 번째 뇌전증 제품의 상업적 가치와 SK바이오팜의 기존 미국 영업망을 활용한 시너지에 대한 가시성이 크게 높아질 전망이다.

한편, 제논의 아제투칼너 연간 최대매출액은 25억달러 수준으로 평가되며, 현재 시가총액 60억달러 수준에 형성되어 있다. 바이오텔의 오파칼림의 35년 컨센서스는 10억달러 수준에 형성되어 있다.

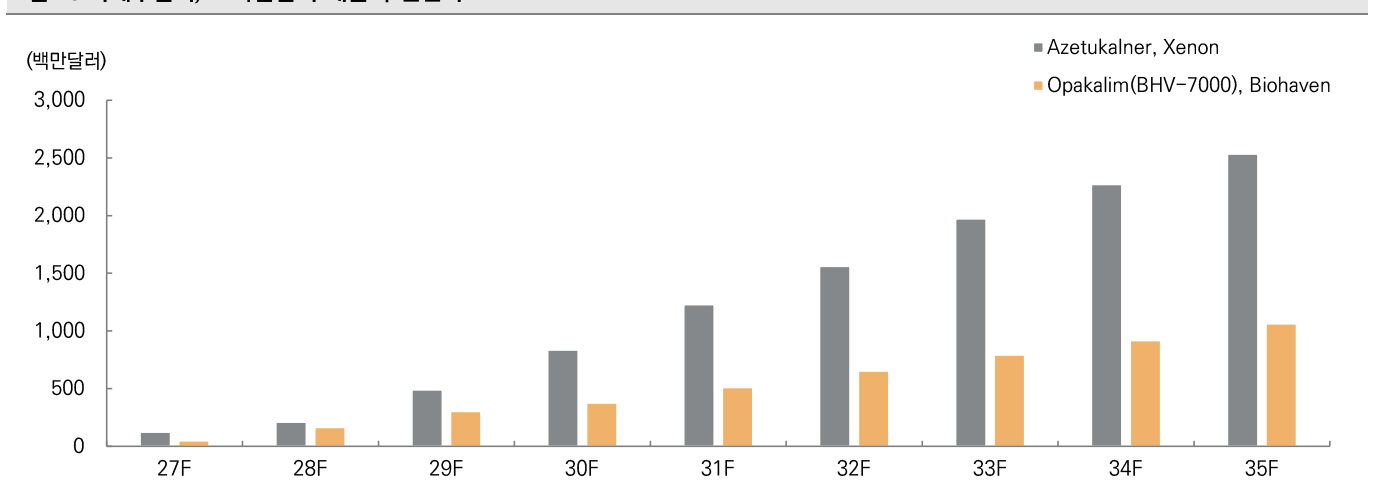
표 3. 주요 국소발작치료제 효과 및 내약성 비교

제품	기전 / 투여	대표 임상	발작 빈도 감소	50% 이상 반응률	발작 소실	주요 내약성
Xcopri (cenobamate)	Persistent Na current 억제 + GABA-A PAM QD, titration 필요	C017 RCT 200/400mg	-55.2% / -55.3% vs PBO -24.3% (위약 조정 -20.9%)	56% / 64% vs 25%	11% / 21% vs 1% (12주 maintenance)	Dizziness 22%/33%, somnolence 22%/37%; DRESS-QT shortening·DDI 주의
Azetukalner (XEN1101)	Kv7.2/7.3 opener QD, no titration	X-TOLE2 Ph3 25mg	-53.2% vs PBO -10.4% (placebo-adjusted -42.7%p)	54.8% vs 20.8%	6.5% vs 0.8% 전체 12주; 마지막 4주 13.7% vs 4.0%	Dizziness 20.5%, somnolence 8.8%, fatigue 7.6%; 25mg AE 중단 14.5%
Opakalim (BHV-7000)	Kv7.2/7.3 활성화 1일 1회, no titration	RISE 장기 연장시험 75mg RISE3 연말 결과 예정	허가용 무작위 임상 결과 미발표	54% (장기 연장시험, 위약 비교 아님)	국소발작 허가용 임상 미발표	75mg: 어지럼증 5.0%, 피로 4.1% 이중맹검 완료율·연장시험 전환율 약 95%
Vimpat (lacosamide)	Na channel slow inactivation 강화 BID, titration	Ph3 adjunctive 400mg/day	-36.4% ~ -37.3% vs PBO -20.5% ~ -20.8%	38.3%~40.5% vs 18.3%~25.8%	약 2.4%~2.5% vs 0~2.1%	Dizziness 약 25% (200~400mg pooled), ataxia 6%; PR prolongation 주의
Briviact (brivaracetam)	SV2A ligand BID, no titration	3 pooled Ph3 100/200mg	PBO 대비 seizure frequency -24.4% / -24.0%	39.5% / 37.8% vs 20.3%	5.1% / 4.0% vs 0.5%	Somnolence 15.2%, dizziness 11.2%, fatigue 8.7%; psychiatric AE 주의

주: 서로 다른 시험·치료기간·환자군의 간접비교. Xcopri/Vimpat/Briviact는 승인 허가용 임상, azetukalner는 X-TOLE2 3상, Opakalim은 RISE 장기 연장시험 기준.

자료: FDA/DailyMed, PubMed, Xenon, Biohaven, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 아제투칼너, 오파칼림의 매출액 컨센서스



자료: 26.08.26 기준 Bloomberg 컨센서스, 미래에셋증권 리서치센터

단기 비용 부담은 있으나 감당 가능

개발비는 분기 \$20mn 내외 증가, 26년 비용 가이드언스는 일단 유지

동사는 2026년 비용 가이드언스 5,900억원을 현재 유지하되 11월 조정 가능성을 열어뒀다. Opakalim 도입에 따른 추가 개발비는 분기당 약 US\$20mn 내외로 예상했다. 따라서 허가 전까지는 매출 기여 없이 R&D 비용이 증가해 단기 영업이익에는 부담이다.

계약금은 자산화 후 매출 발생 기간 상각, 단기 P&L 부담은 개발비와 금융비용 중심

계약금은 자산화한 뒤 제품 매출이 발생하는 기간 동안 정액 상각한다. 향후 마일스톤은 자산가치 증대 여부에 따라 회계 처리할 예정이다. 따라서 출시 이전 손익에는 계약금 상각보다 임상개발비와 차입에 따른 금융비용이 먼저 반영되고, 상업화 이후에는 매출과 함께 무형자산 상각이 시작되는 구조다.

자금 조달은 보유현금 + 금융기관 차입, 2~3년 내 투자금 회수 목표

계약금 \$400mn은 현재 보유현금 3,100억원과 금융기관 차입을 통해 조달할 계획이다. 회사는 엑스코프리 매출 증가와 현금창출력을 고려하면 2~3년 내 투자금 회수가 가능할 것으로 설명했다. 다만 차입 확대에 따른 순차입금과 이자비용 증가는 체크할 변수다.

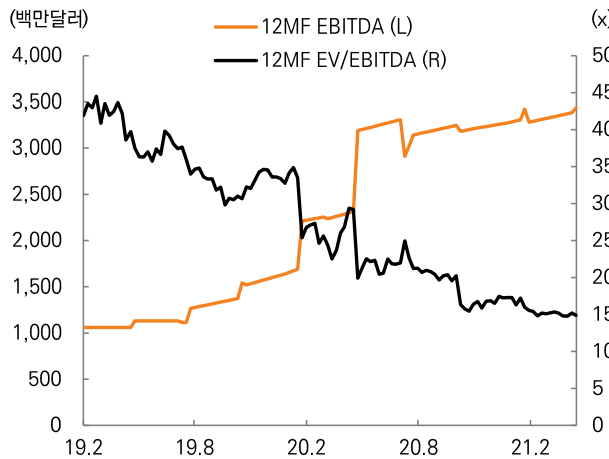
표 4. SK바이오팜 밸류에이션

(억원, 원)

구분	내용
27F EBITDA 현재	4,420 - 엑스코프리 매출 1조원 돌파 예상 2027F EBITDA(4,915억원) 현재(WACC 8.5%) - SK바이오팜이 톨모델로 삼는 Vertex Pharmaceuticals의 고성장기 EV/EBITDA 27x (기준에 경쟁 신약 등장 및 섹터 섹티멘트 악화 등 고려해 기준 타깃 멀티플에서 -10% 할인해왔으나 할인 요인 제거)
Target EV/EBITDA	27x (기준 25x) Opakalim rNPV는 직접 반영하지 않았으며 RISE3 결과 이후 자산가치와 거래 재무효과를 재평가 예정
EV	119,349
순현금	5,398 - 26F 기준. Opakalim 거래 종결에 따른 현금 유출·차입 미반영
기업가치	124,748
주식 수(천주)	78,313
적정 주가	159,293 * 160,000원
현재 주가	85,300
상승 여력	74.7%

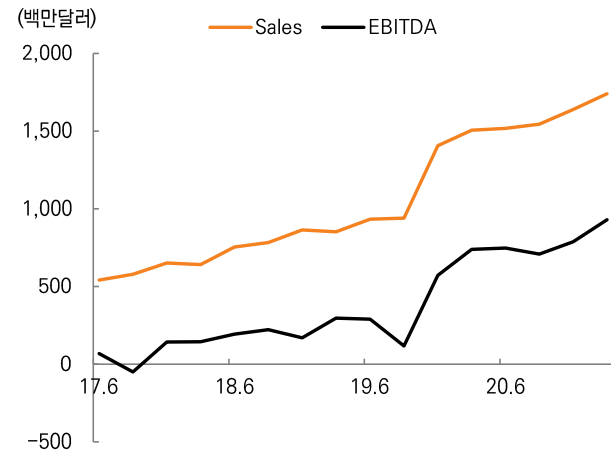
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 버텍스 고성장기 12개월 선행 EBITDA 및 EV/EBITDA



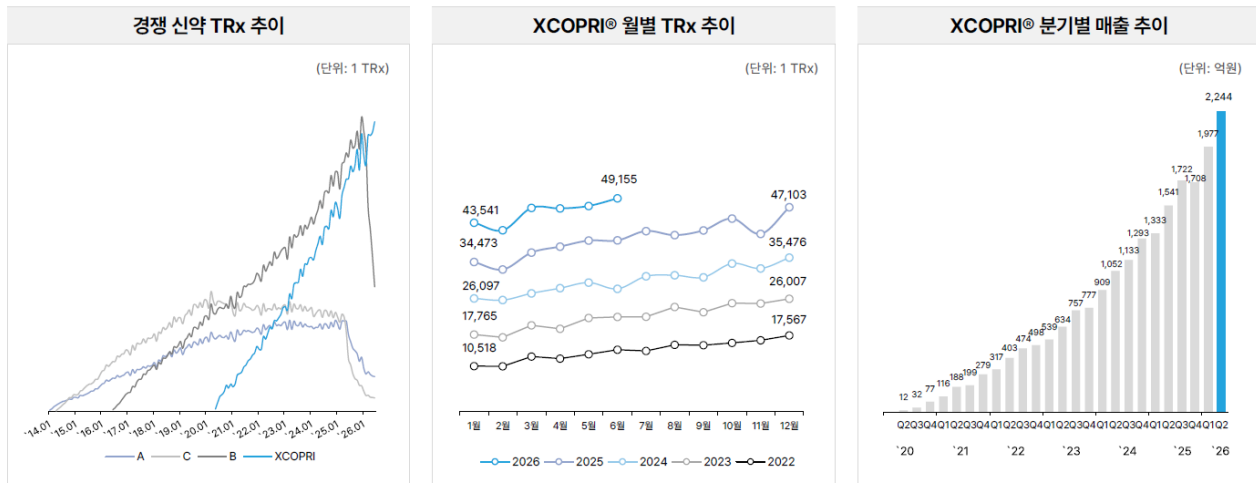
자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 버텍스 고성장기 분기 매출액 및 EBITDA 추이



자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 엑스코프리 미국 처방 수 및 매출 현황



자료: SK바이오팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 파이프라인 현황

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

자료: SK바이오팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. SK바이오팜의 R&D 전략

Small Molecule	Cenobamate로 검증된 Medicinal Chemistry 역량 기반 확장 중상 완하에서 Disease Modifying Therapy 영역으로 전환
Radiopharmaceutical Therapy(RPT)	Asset 도입/연구에서 Platform으로 확장 - Ligand-Linker-Chelator 전 영역에 대한 연구 역량 내재화 및 안정적인 R&D 공급망 확보 통해 지속가능한 RPT 신약 개발 밸류체인 구축 - 다양한 Target 적용을 위한 Novel Chelator 개발을 통해 RPT 플랫폼 확충 추진 - 자체개발, 외부 도입 파이프라인 연구 동시 진행하며 임상 역량 강화
Targeted Protein Degradation(TPD)	Undruggable 타겟을 제거하는 뉴모달리티로 확장 - 기존 Inhibitor(저해제) 한계를 극복한 Degradant(분해제) 개발 - Molecular Glue Platform (MOPED™) 기반 파이프라인 발굴 지속

Early-Stage Pipeline Overview

	SKL32276	SKL35501 (FL-091)	SKL37321 (WT-7695)	ROR1	Chelator Platform	SKT-18416
Modality	Small Molecule	RPT	RPT	RPT	RPT	TPD
Positioning	Best-in-class	First-in-class	Best-in-class	First-in-modality	Best-in-class	First-in-class
Target	GCase Activator	NTSR1	CA9	ROR1	Multi target	p300
Indication	Parkinson's Diseases	Oncology	Oncology	Oncology	Oncology	Oncology
Next Milestone	-	미국/한국 임상1상 주	IND 제출 임상1상 시작 ('27년 상반기)	전임상 연구	기초 연구 ('27년)	IND 제출 ('27년 상반기)
주요 학회 발표	WPC ¹	AACR ² SNMMI ³ EANM ⁴	EANM ⁴ ENA ⁵	EANM ⁴	-	AACR ² TPD Summit ⁶

1) World Parkinson Congress, 미국 (5월)
 2) American Association of Cancer Research, 미국 (4월)
 3) Society of Nuclear Medicine and Molecular Imaging, 미국 (5월)
 4) European Association of Nuclear Medicine, 오스트리아 (10월)
 5) EORTC-NCI-AACR Symposium, 스페인 (11월)
 6) World TPD & Induced Proximity Summit, 한국(6월) & 미국(10월)

5

자료: SK바이오팜, 미래에셋증권 리서치센터

SK바이오팜 (326030)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	707	963	1,119	1,261
매출원가	43	56	42	43
매출총이익	664	907	1,077	1,218
판매비와관리비	460	566	606	648
조정영업이익	204	341	471	571
영업이익	204	341	471	571
비영업손익	-53	22	34	26
금융손익	-1	7	15	27
관계기업등 투자손익	-34	26	30	0
세전계속사업손익	151	363	505	597
계속사업법인세비용	-102	73	101	-55
계속사업이익	253	290	404	653
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	253	290	404	653
지배주주	267	306	426	688
비지배주주	-14	-16	-22	-35
총포괄이익	252	290	404	653
지배주주	267	307	427	690
비지배주주	-14	-17	-23	-37
EBITDA	221	360	491	592
FCF	169	267	384	663
EBITDA 마진율 (%)	31.3	37.4	43.9	46.9
영업이익률 (%)	28.9	35.4	42.1	45.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	37.8	31.8	38.1	54.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	683	1,094	1,584	2,312
현금 및 현금성자산	308	582	989	1,642
매출채권 및 기타채권	229	312	363	409
재고자산	100	137	159	179
기타유동자산	46	63	73	82
비유동자산	515	503	488	478
관계기업투자등	58	59	61	69
유형자산	15	2	-11	-25
무형자산	51	44	37	30
자산총계	1,198	1,597	2,072	2,790
유동부채	295	391	454	512
매입채무 및 기타채무	9	13	15	17
단기금융부채	12	4	5	6
기타유동부채	274	374	434	489
비유동부채	77	90	98	105
장기금융부채	40	40	40	40
기타비유동부채	37	50	58	65
부채총계	372	481	552	617
지배주주지분	813	1,118	1,544	2,233
자본금	39	39	39	39
자본잉여금	1,085	1,085	1,085	1,085
이익잉여금	-354	-48	377	1,065
비지배주주지분	13	-2	-24	-60
자본총계	826	1,116	1,520	2,173

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	176	267	384	663
당기순이익	253	290	404	653
비현금수익비용가감	-21	62	78	-61
유형자산감가상각비	13	13	13	14
무형자산상각비	4	7	7	7
기타	-38	42	58	-82
영업활동으로인한자산및부채의변동	-36	-19	-12	-11
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-58	-83	-51	-46
재고자산 감소(증가)	11	-36	-22	-20
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	6	3	2	2
법인세납부	-20	-73	-101	55
투자활동으로 인한 현금흐름	-35	-7	-4	-4
유형자산처분(취득)	-7	0	0	0
무형자산감소(증가)	-22	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-4	-7	-4	-4
기타투자활동	-2	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-157	-7	1	1
장단기금융부채의 증가(감소)	-137	-7	1	1
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-20	0	0	0
현금의 증가	-15	274	407	652
기초현금	323	308	582	989
기말현금	308	582	989	1,642

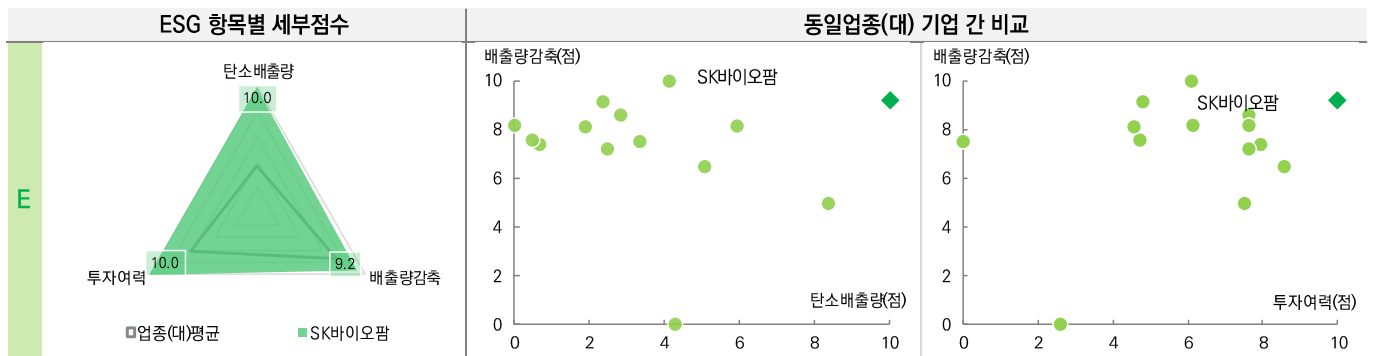
자료: SK바이오팜, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

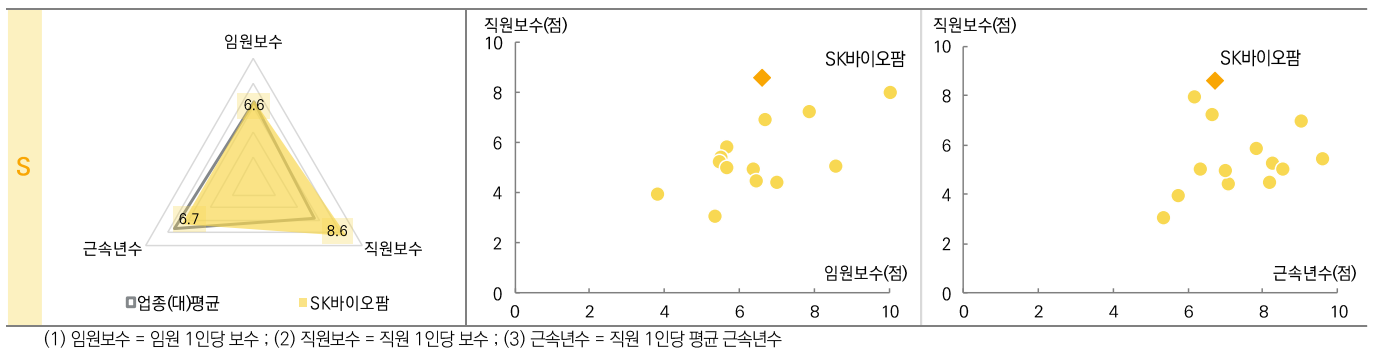
	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	36.6	23.5	16.9	10.4
P/CF (x)	42.0	20.4	14.9	12.1
P/B (x)	12.0	6.4	4.6	3.2
EV/EBITDA (x)	43.1	18.4	12.6	9.3
EPS (원)	3,409	3,905	5,433	8,783
CFPS (원)	2,964	4,494	6,152	7,559
BPS (원)	10,382	14,287	19,720	28,503
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	29.1	36.2	16.2	12.7
EBITDA증가율 (%)	94.2	63.2	36.4	20.4
조정영업이익증가율 (%)	111.7	67.1	38.2	21.1
EPS증가율 (%)	10.9	14.6	39.1	61.6
매출채권 회전율 (회)	3.5	3.6	3.3	3.3
재고자산 회전율 (회)	6.7	8.1	7.6	7.5
매입채무 회전율 (회)	6.7	5.1	3.1	2.7
ROA (%)	22.7	20.8	22.0	26.8
ROE (%)	39.3	31.7	32.0	36.4
ROIC (%)	115.0	77.6	96.2	150.3
부채비율 (%)	45.0	43.1	36.3	28.4
유동비율 (%)	231.4	280.0	348.8	451.7
순차입금/자기자본 (%)	-31.2	-48.4	-62.3	-73.6
조정영업이익/금융비용 (x)	26.5	110.2	163.5	195.2

ESG 레이팅 : SK바이오팜 (326030)

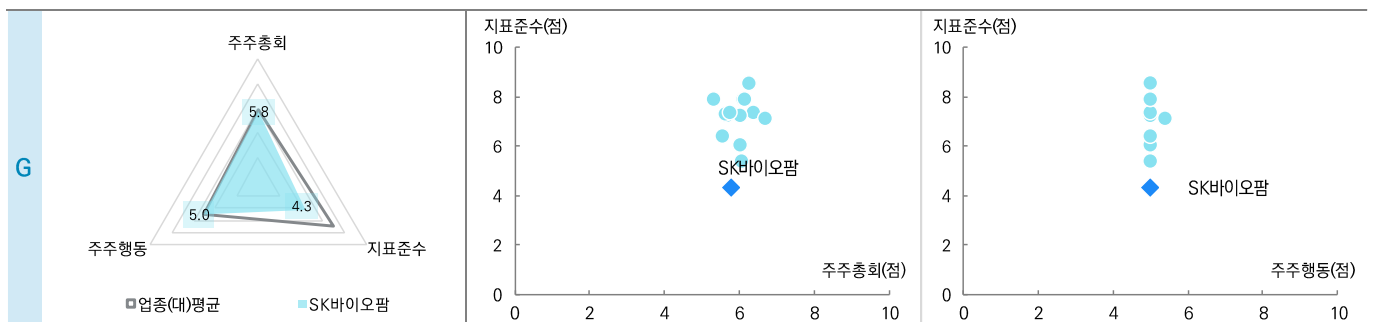
종합		세부항목						
E S G	카본 10.0 인센티브 7.5 거버넌스 3.8 □업종(대)평균 ■SK바이오팜	ESG 점수	6.6	▼	직전점수		업종(대)	건강관리
		ESG 등급	AA		직전등급		업종(중)	제약과생물공학
		세부항목	점수	등급	가중치(%)		담당자	김승민
		카본(E)	10.0	AAA	40	=	담당자 코멘트	
		인센티브(S)	7.5	A	10	=		
		거버넌스(G)	3.8	BB	50	=		



(1) 탄소배출량 = 탄소집약도(탄소배출량/매출); (2) 배출량감축 = 3년평균 탄소집약도 감소율; (3) 투자여력 = 3년 평균 ROE
 주: 탄소배출량 점수와 탄소집약도는 반비례; 배출량감축 점수와 탄소집약도 감소율은 비례



(1) 임원보수 = 임원 1인당 보수; (2) 직원보수 = 직원 1인당 보수; (3) 근속년수 = 직원 1인당 평균 근속년수



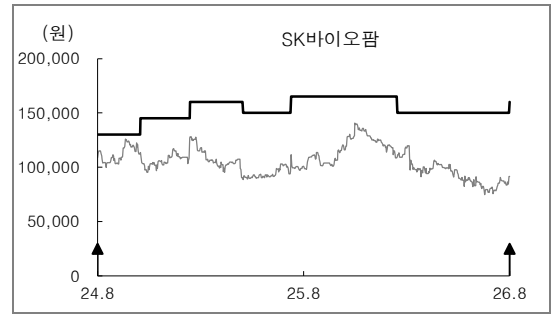
(1) 주주총회 = 주총 안전 종합 반대·기권 비율; (2) 주주행동 = 주주제안·공개서한 수취 건 수 및 주주행동 수용 건 수; (3) 지표준수 = 기업지배구조보고서 핵심지표 15가지에 대한 준수를
 주: 주주총회 및 주주행동 점수가 높을수록 견제와 균형이 작동함을 의미

점수	산정식 및 설명
ESG 점수	ESG 점수 = (E 가중치 × 카본스코어) + (S 가중치 × 인센티브 스코어) + (G 가중치 × 거버넌스 스코어)
카본 스코어	카본 스코어 = 탄소배출량 점수 + (투자여력 점수 × 배출량감축 점수)
인센티브 스코어	인센티브 스코어 = 임원보수 점수 + 직원보수 점수 + 근속년수 점수
거버넌스 스코어	거버넌스 스코어 = 주주총회 점수 + 주주행동 점수 + 지표준수 점수

자료: MSCI, FnGuide, 한국거래소, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
SK바이오팜 (326030)				
2026.08.27	매수	160,000	-	-
2026.02.09	매수	150,000	-37.63	-20.13
2025.08.05	매수	165,000	-29.75	-14.73
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		-	-



* 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 악화

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
83.02%	0%	16.35%	0.63%

* 2026년 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.