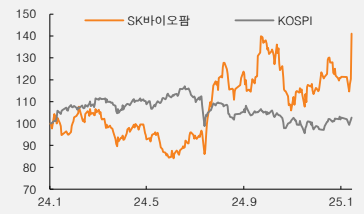


투자의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 160,000원
현재주가(25/2/6)	127,000원
상승여력	26.0%

영업이익(24F,십억원)	96
Consensus 영업이익(24F,십억원)	83
EPS 성장률(24F,%)	흑전
MKT EPS 성장률(24F,%)	68.3
P/E(24F,x)	41.6
MKT P/E(24F,x)	10.8
KOSPI	2,536.75
시가총액(십억원)	9,946
발행주식수(백만주)	78
유동주식비율(%)	35.8
외국인 보유비중(%)	11.9
베타(12M) 일간수익률	0.69
52주 최저가(원)	75,700
52주 최고가(원)	127,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	15.0	60.6	42.9
상대주가	12.9	59.6	45.1



[제약/바이오]

김승민

sm.kim.a@miraeasset.com

SK바이오팜

신약 비즈니스 모델의 첫 주자

투자의견 매수, 목표주가 16만원으로 상향(기존 14.5만원)

엑스코프리 미국 연간 매출 1조원 돌파가 예상되는 28년 EBITDA의 현재(할인을 8.5%) 4,488억원에 EV/EBITDA 27x를 적용했다. 27x는 동사가 롤모델로 삼는 Vertex Pharmaceuticals의 실적 고장기(19년~21년) 멀티플이다.

국내 제약/바이오섹터는 새로운 비즈니스 모델 등장, 그 비즈니스의 상업성을 입증하는 이익성장이 나타나면서 팬덤이 형성되어 왔다. 신약 기술수출이 그렸고, 바이오 시밀러가 그렸고, CDMO가 그렸다. 동사는 신약 개발, FDA 허가 획득, 직접 판매까지 아우르는 국내 유일 '바이오파마'다. '상업화' 비즈니스 모델을 실적으로 증명해 나가고 있는 첫 주자다.

4Q24P Review

연결 기준, 4Q24P 매출액 1,630억원(+29% YoY), 영업이익 407억원(+175% YoY), 순이익 1,864억원(+2,031% YoY)을 기록했다. 매출액과 영업이익이 컨센서스를 +7%, +35% 상회했다. 순이익 급증은 흑자구조 정착에 따른 미인식 이연법인세자산(약 1,500억원)의 일시 인식 때문이다. 엑스코프리(미국) 1,293억원(+66% YoY, +14% QoQ), DP/API 5억원(-91% YoY), 용역수익 332억원(-24% YoY)을 기록했다. 엑스코프리의 4Q24 처방 수(TRx)는 102,792건으로 QoQ 성장속도가 증가세에 있고(QoQ 성장률: 1Q24 +6.8%, 2Q24 +9.1%, 3Q24 +8.0%, 4Q24 +9.6%). 경쟁 약품보다 빠르다. 저마진의 DP 매출 감소, 중국 이그니스 NDA 신청에 따른 마일스톤(약 210억원)이 발생하면서 매출총이익률이 96.4%(+7.4%p YoY, +8.5%p QoQ)로 상당히 개선되었고, 판관비 통제 기조, 엑스코프리의 매출 증가에 따른 영업레버리지 확대로 영업이익 흑자가 확대되었다.

2025년 실적 전망

연결 기준, 2025년 매출액 6,829억원(+25% YoY), 영업이익 1,548억원(+61% YoY)을 예상한다. 엑스코프리 미국 매출 \$446mn으로 추정(vs.기존 \$432mn), 회사 가이던스 \$420~450mn의 상단을 달성할 전망이다. 엑스코프리 DTC 광고와 영업 조직 강화, 차세대 모달리티 투자 증가로 판관비는 4,856억원(+18% YoY)을 예상한다. 큰 비용의 증가이나, 엑스코프리 성장이 더욱 가파르다. 엑스코프리 성장 기반 기준 추정치 대비 매출액과 영업이익을 +11%, +9% 상향조정했다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	246	355	548	683	869
영업이익 (십억원)	-131	-38	96	155	310
영업이익률 (%)	-53.3	-10.7	17.5	22.7	35.7
순이익 (십억원)	-139	-33	209	120	240
EPS (원)	-1,780	-420	2,669	1,535	3,063
ROE (%)	-36.7	-11.0	53.8	21.7	32.7
P/E (배)	-	-	41.6	82.7	41.5
P/B (배)	17.8	27.7	17.7	16.2	11.7
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: SK바이오팜, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. SK바이오팜 밸류에이션

(억원, 원)

구분	내용
28F EBITDA 현재	4,488 - 엑스코프리 매출 1조원 돌파 예상 2028F EBITDA(6,220억원) 현재(WACC 8.5%)
Target EV/EBITDA	27 - SK바이오팜이 롤모델로 삼는 Vertex Pharmaceuticals의 EV/EBITDA
EV	121,181
순현금	4,034 - 25년 기준
기업가치	125,216
주식 수(천주)	78,313
적정 주가	160,388 * 160,000원
현재 주가	127,000
상승 여력	26.0%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. SK바이오팜 4Q24P 실적 Review

(억원, %, %p)

	4Q23	3Q24	4Q24P			성장률	
			발표치	컨센서스	vs. 컨센서스	YoY	QoQ
매출액	1,268	1,366	1,630	1,525	6.9	28.6	19.3
매출총이익	1,128	1,201	1,571	1,412	11.3	39.3	30.8
매출총이익률	89.0	87.9	96.4	92.6	3.8	7.4	8.5
영업이익	148	193	407	301	35.4	175.3	110.4
영업이익률	11.7	14.2	25.0	19.7	5.3	13.3	10.8
순이익	68	97	1,901	143	1,234.0	2,712.2	1,869.0

자료: Fnguide, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 연간 실적 추정 변경

(억원, %)

	변경전		변경후		조정 비율	
	24P	25F	24P	25F	24P	25F
매출액	5,196	6,131	5,476	6,829	5.4	11.4
영업이익	822	1,417	964	1,548	17.3	9.3
EBITDA	964	1,549	1,137	1,741	18.0	12.4
순이익	573	1,140	2,249	1,294	292.2	13.4

자료: 미래에셋증권 리서치센터

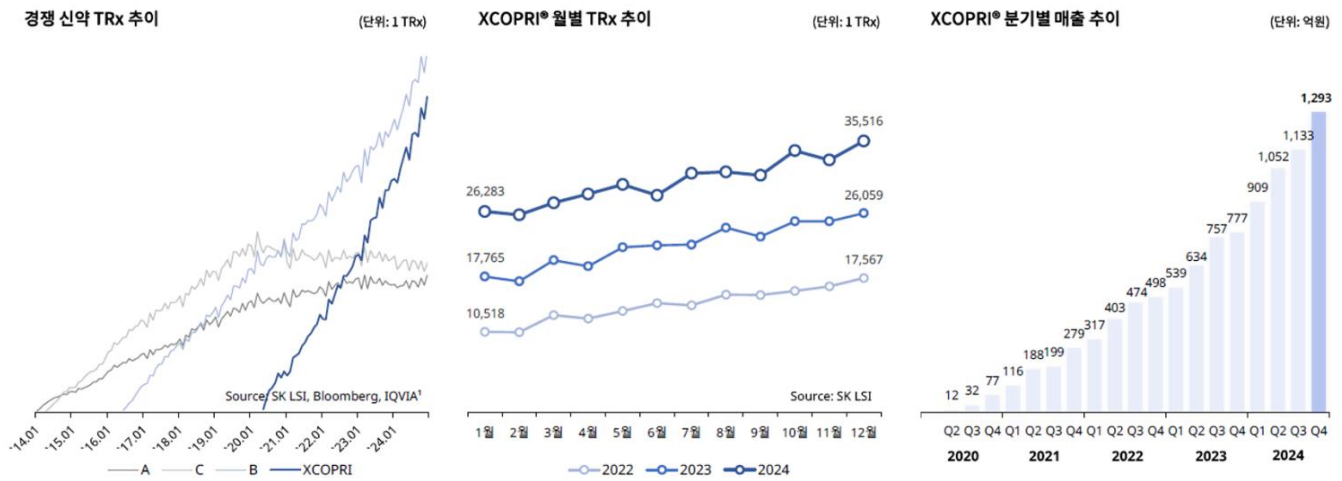
표 4. SK바이오팜 분기 및 연간 실적 전망

(백만달러, 억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024P	2025F	2026F	2027F
매출액	1,140	1,340	1,366	1,630	1,478	1,673	1,752	1,926	3,549	5,476	6,829	8,686	10,588
YoY 성장률	87.5	74.0	51.2	28.5	29.7	24.8	28.3	18.1	44.2	54.3	24.7	27.2	21.9
엑스코프리(달러)	68	77	83	93	99	107	115	123	207	322	446	571	695
YoY 성장률	61.7	58.9	44.3	57.7	45.4	39.7	38.3	32.7	58.4	55.1	38.5	28.2	21.7
엑스코프리(원화)	909	1,052	1,133	1,293	1,373	1,482	1,592	1,702	2,708	4,387.0	6,148.5	7,883	9,593
YoY 성장률	68.6	65.9	49.7	66.4	51.0	40.9	40.5	31.6	60.0	62.0	40.2	28.2	21.7
DP/API	82	51	131	5	30	50	60	60	116	304	84	114	145
YoY 성장률	40,900.0	2.0	991.7	-90.6	-63.4	-2.0	-54.2	1,100.0	-51.3	162.1	-72.3	35.9	26.6
용역수익	149	237	102	332	76	141	100	164	726	581	428	916	1,032
YoY 성장률	119.1	178.8	-23.9	-24.2	-49.1	-40.7	-1.6	-50.5	36.2	-20.0	-26.3	113.9	12.6
매출총이익	1,020	1,253	1,201	1,571	1,393	1,568	1,636	1,807	3,208	5,045	6,405	8,196	9,983
YoY 성장률	79.5	85.2	43.7	39.3	36.6	25.2	36.3	15.0	53.9	57.3	27.0	28.0	21.8
매출총이익률	89.5	93.5	87.9	96.4	94.3	93.7	93.4	93.8	90.4	92.1	93.8	94.4	94.3
영업이익	103	260	193	406	302	388	438	420	-375	964	1,548	3,097	4,629
YoY 성장률	흑전	흑전	흑전	174.7	193.6	48.8	126.4	3.6	적지	흑전	60.6	100.0	49.5
영업이익률	9.0	19.4	14.2	24.9	20.4	23.2	25.0	21.8	-	17.6	22.7	35.7	43.7
EBITDA	147	304	236	449	350	436	486	469	-222	1,137	1,741	3,312	4,870
YoY 성장률	흑전	흑전	흑전	133.2	139.0	43.5	105.8	4.3		흑전	53.1	90.2	47.0
EBITDA 마진율	12.9	22.7	17.3	27.6	23.7	26.1	27.7	24.3		20.8	25.5	38.1	46.0
순이익	97	246	63	1,864	306	392	450	145	-354	2,249	1,294	2,581	4,152
YoY 성장률	흑전	흑전	흑전	2,031.3	215.9	59.7	613.5	-92.2	적지	흑전	-42.5	99.5	60.9
순이익률	8.5	18.3	4.6	114.4	20.7	23.4	25.7	7.5	-	41.1	18.9	29.7	39.2

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 엑스코프리 미국 처방 수 및 매출 현황



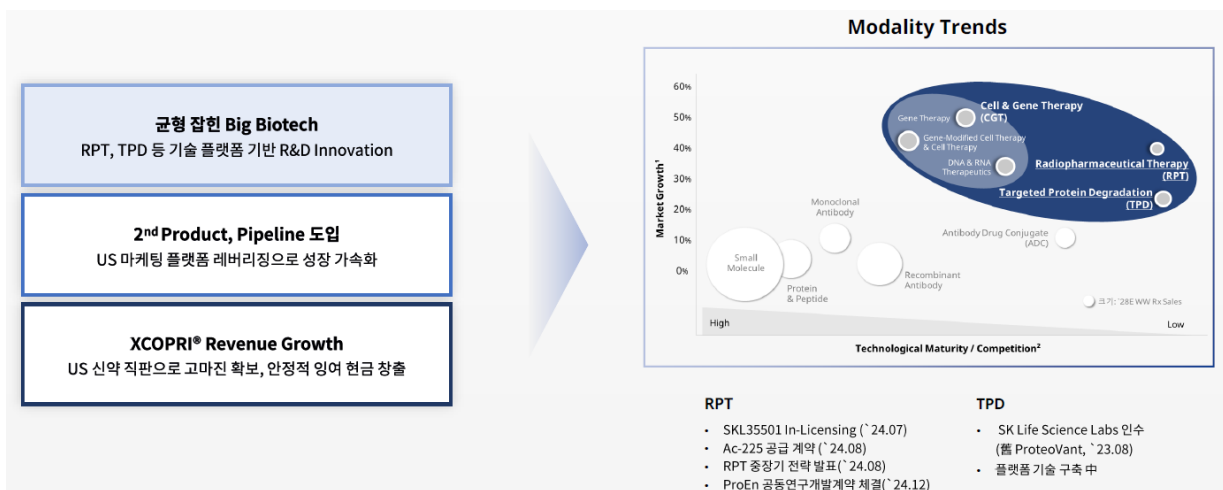
자료: SK바이오팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 파이프라인 현황

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

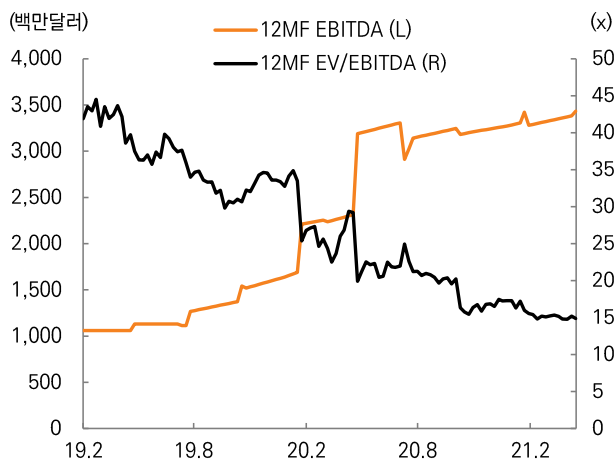
자료: SK바이오팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. SK바이오팜의 Financial Story 및 3대 New Modalities



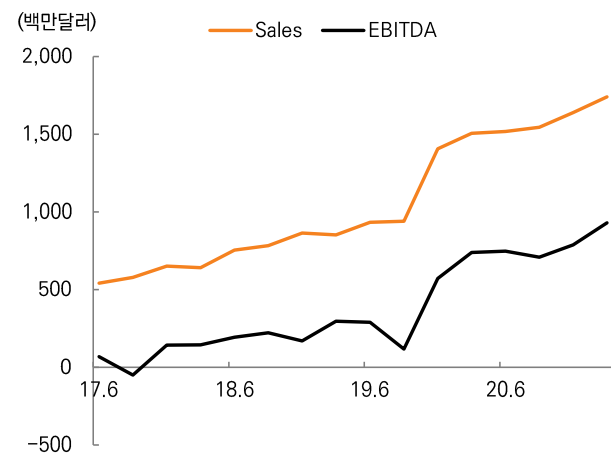
자료: SK바이오팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 버텍스 고성장기 12개월 선행 EBITDA 및 EV/EBITDA



자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 버텍스 고성장기 분기 매출액 및 EBITDA 추이



자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

SK바이오팜 (326030)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	355	548	683	869
매출원가	34	43	42	49
매출총이익	321	505	641	820
판매비와관리비	358	408	486	510
조정영업이익	-38	96	155	310
영업이익	-38	96	155	310
비영업손익	-6	-21	7	13
금융손익	1	2	7	13
관계기업등 투자손익	1	0	0	0
세전계속사업손익	-44	75	162	323
계속사업법인세비용	-8	-150	32	65
계속사업이익	-35	225	129	258
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-35	225	129	258
지배주주	-33	209	120	240
비지배주주	-2	16	9	18
총포괄이익	-35	225	129	258
지배주주	-33	212	122	244
비지배주주	-2	13	7	14
EBITDA	-22	114	174	331
FCF	-97	225	131	269
EBITDA 마진율 (%)	-6.2	20.8	25.5	38.1
영업이익률 (%)	-10.7	17.5	22.7	35.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	-9.3	38.1	17.6	27.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	489	928	1,200	1,588
현금 및 현금성자산	240	545	723	981
매출채권 및 기타채권	113	173	216	275
재고자산	103	158	197	251
기타유동자산	33	52	64	81
비유동자산	234	235	233	220
관계기업투자등	93	95	98	101
유형자산	48	47	44	29
무형자산	27	21	14	8
자산총계	723	1,163	1,433	1,808
유동부채	242	385	460	557
매입채무 및 기타채무	2	4	5	6
단기금융부채	57	100	105	105
기타유동부채	183	281	350	446
비유동부채	161	232	297	318
장기금융부채	121	171	221	221
기타비유동부채	40	61	76	97
부채총계	402	617	757	875
지배주주지분	284	493	613	853
자본금	39	39	39	39
자본잉여금	1,085	1,085	1,085	1,085
이익잉여금	-862	-653	-532	-292
비지배주주지분	37	53	62	80
자본총계	321	546	675	933

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	-94	235	141	269
당기순이익	-35	225	129	258
비현금수익비용가감	21	-132	45	73
유형자산감가상각비	9	11	13	15
무형자산상각비	6	6	6	7
기타	6	-149	26	51
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	-76	-10	-8	-11
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-54	-60	-42	-58
재고자산 감소(증가)	-14	-56	-39	-54
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-21	1	1	1
법인세납부	-8	150	-32	-65
투자활동으로 인한 현금흐름	225	-21	-15	-8
유형자산처분(취득)	-2	-10	-10	0
무형자산감소(증가)	-1	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	198	-8	-5	-8
기타투자활동	30	-3	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	7	93	55	0
장단기금융부채의 증가(감소)	22	93	55	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-15	0	0	0
현금의 증가	136	305	178	259
기초현금	104	240	545	723
기말현금	240	545	723	981

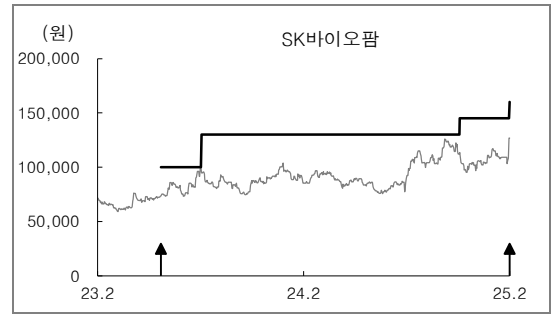
자료: SK바이오팜, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	-	41.6	82.7	41.5
P/CF (x)	-	93.3	57.1	30.0
P/B (x)	27.7	17.7	16.2	11.7
EV/EBITDA (x)	-	74.5	55.2	28.3
EPS (원)	-420	2,669	1,535	3,063
CFPS (원)	-184	1,190	2,223	4,229
BPS (원)	3,622	6,291	7,826	10,890
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 (%)	44.2	54.3	24.7	27.2
EBITDA증가율 (%)	적지	흑전	53.1	90.2
조정영업이익증가율 (%)	적지	흑전	60.6	100.0
EPS증가율 (%)	적지	흑전	-42.5	99.5
매출채권 회전율 (회)	4.1	3.9	3.5	3.6
재고자산 회전율 (회)	3.7	4.2	3.8	3.9
매입채무 회전율 (회)	2.7	14.5	10.4	9.5
ROA (%)	-5.1	23.8	10.0	15.9
ROE (%)	-11.0	53.8	21.7	32.7
ROIC (%)	-18.0	114.1	40.6	70.6
부채비율 (%)	125.3	113.0	112.2	93.7
유동비율 (%)	202.3	241.1	260.8	285.3
순차입금/자기자본 (%)	-20.3	-51.2	-59.8	-71.1
조정영업이익/금융비용 (x)	-4.5	8.7	10.5	19.2

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
SK바이오팜 (326030)				
2025.02.07	매수	160,000	-	-
2024.11.11	매수	145,000	-26.87	-12.41
2024.08.11	1년 경과 이후	130,000	-14.20	-3.15
2023.08.11	매수	130,000	-33.27	-20.08
2023.05.31	매수	100,000	-17.79	-0.30



* 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
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(—), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
84.62%	7.14%	8.24%	0%

* 2024년 12월 31일 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.