SK바이오팜 (326030)

우려는 존재할 수 있지만 엑스코프리는 강력하다

더 많은 리포트 보기

2025년 5월 12일

제약/바이오 Analyst 김혜민
hyemin.k@kbfg.com

투자의견 Buy 유지, 목표주가 기존 165,000원 → 150,000원으로 하향

SK바이오팜에 대해 투자의견 Buy를 유지하지만 목표주가는 기존 165,000원에서 150,000원으로 9.1% 하향한다. 주요 하향요인은 2025E/2026E 영업이익을 소폭 조정하였음에 기인하지만, 엑스코프리의 가이던스 변화는 없었기에 과도한 우려는 불필요하다는 판단이다. 5/8 종가 기준 업사이드는 53.2%로 여전히 매력적인 구간으로 보이며 특히 엑스코프리의 실적성장세가 지속적으로 확인된다면 언제든 상향조정이 가능하다는 판단이다.

1Q25 리뷰: 엑스코프리는 잘하고 있다

1Q25 매출액은 1,444억원 (+26.7% YoY, 이하 YoY 생략), 영업이익은 257억원 (+149.3%, OPM 17.8%)을 기록하며 시장 컨센서스를 각각 8.3%, 25.2% 하회했다. 엑스코프리 US 매출의 경우 1,333억원을 기록하며 전년 동기대비 46.6% 증가하는 고속성장세를 보였다. 특히 1분기 월별 TRx 변동성은 있었지만 경쟁 신약 대비 하락폭이 적고 3월 반등폭이 컸던 점을 감안하면 여전히 매력적인 구간이라고 판단한다. DP/API 및 용역 수익은 각각 72억원, 39억원을 기록하면서 전분기 중국 NDA 제출 마일스톤 소멸, 진행매출 일시 조정 등의 영향이 반영됐다. 그럼에도 불구하고 1분기 로열티 매출은 60억원을 초과하여 계획과 일치하는 수준이고, 기타 매출에 대한 연간 가이던스도 650억원으로 변동이 없던 점을 감안하면 과도한 우려는 불필요하다고 판단한다. 판관비의 경우 1,082억원 (+18.0%)을 기록했지만 비용효율화가 지속되고 있고 직전 소통된 연간 4,900억원 규모는 변동이 없어 고무적이라는 판단이다.

관세 우려는 현 주가에 반영되고 있다고 판단

향후 의약품 관세 부과 시 타격에 대한 우려가 최근 확대된 주가 변동폭을 통해 이미 반영되고 있다고 생각된다. 현재 필요 시 미국 내 DP생산을 위한 CMO와의 ready-to-go 수준 (생산변경에 대한 FDA 승인 완료)으로 준비가 되어있기 때문에 영향은 제한적일 것으로 판단한다. 이에 따라 과도한 낙폭확대 구간은 오히려 매력적인 타이밍이라는 의견을 유지한다.

Buy 유지

목표주가 (하향, 원)	150,000
Dividend yield* (%)	0.0
Total return (%)	53.2
현재가 (5/8, 원)	97,900
Consensus target price (원)	146,250
시가총액 (조원)	7.7

※ Dividend Yield는 12개월 Forward

Trading Data	
Free float (%)	35.8
거래대금 (3m, 십억원)	22.3
외국인 지분율 (%)	11.3
주요주주 지분율 (%)	SK 외 6 인 64.0
	국민연금공단 6.0

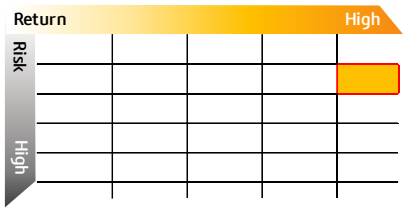
Stock Price Performance (Total Return 기준)

주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.2	-23.5	-12.6	9.4
시장대비 상대수익률	-10.6	-26.1	-14.7	13.9

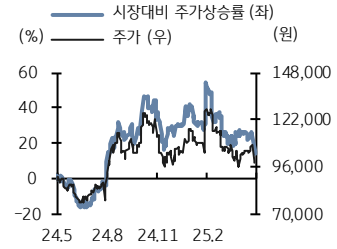
Earnings Forecast & Valuation

결산기말	2024A	2025E	2026E	2027E
매출액 (십억원)	548	713	900	1,126
영업이익 (십억원)	96	164	263	389
지배주주순이익 (십억원)	241	141	220	327
EPS (원)	3,074	1,803	2,810	4,170
증감률 (%)	흑전	-41.3	55.9	48.4
P/E (x)	36.1	54.3	34.8	23.5
EV/EBITDA (x)	75.5	41.9	25.9	17.0
P/B (x)	15.9	11.2	8.4	6.2
ROE (%)	58.0	22.9	27.6	30.5
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

Risk & Total Return (annualized over three years)

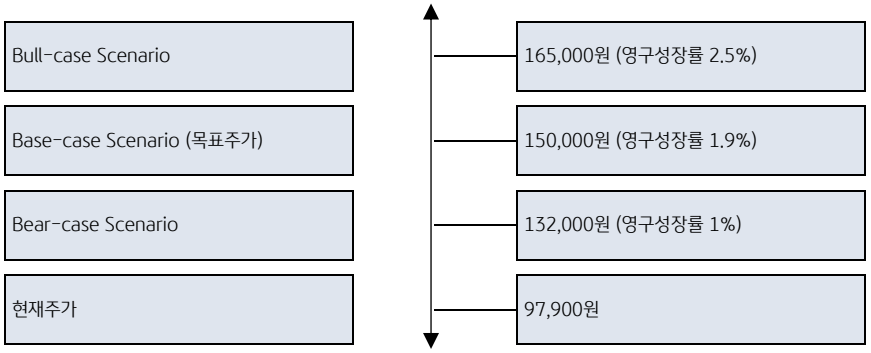


Stock Price & Relative Performance



자료: SK바이오팜, KB증권

투자의견과 위험요소 점검



Base-case Scenario: 향후 주가 동인
1) 엑스코프리 향후 5년 매출액 CAGR 21.2%
2) TPD/RPT 연구개발 순항

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소
1) 엑스코프리 향후 5년 매출액 CAGR 21.2% 상회
2) TPD/RPT 신약성과 조기 도출

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소
1) 엑스코프리 향후 5년 매출액 CAGR 21.2% 하회
2) TPD/RPT 신약개발 실패

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	713	900	713	900	0.0	0.0
영업이익	169	279	164	263	-3.1	-5.7
지배주주순이익	144	201	141	220	-1.7	9.2

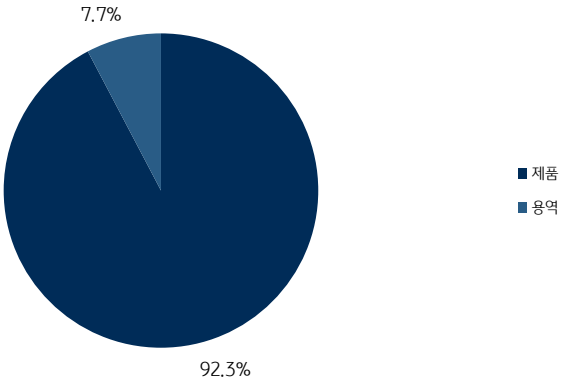
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	713	900	720	930	-1.0	-3.3
영업이익	164	263	165	288	-0.6	-8.5
지배주주순이익	141	220	156	264	-9.4	-16.7

자료: FnGuide, KB증권 추정

매출액 구성 (1Q25P 기준)



자료: SK바이오팜, KB증권 추정

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

1) 밸류에이션 사용기준 (방법):
DCF 밸류에이션

2) 목표주가 산정:
WACC 6.38%, 영구성장률 1.9%

3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:
165,000원 ~ 132,000원

4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:
12개월 Fwd. P/E 기준 66.7배

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2025E	2026E
환율 1% 상승 시	+2.8	+1.1
금리 1%p 상승 시	+0.0	+0.0

PEER 그룹 비교

(십억원, X, %)	시가총액	P/E		P/B		EV/EBITDA		ROE		배당수익률	
		2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
SK바이오팜	7,667	53.4	38.1	11.5	8.8	40.2	24.5	24.1	26.2	0.0	0.0
한미약품	3,331	20.4	18.8	2.7	2.4	10.5	9.5	14.1	13.5	0.5	0.5
대웅제약	1,653	12.4	10.2	1,8	1.5	10.2	8.8	15.5	15.0	0.4	0.4
유한양행	8,923	62.2	45.8	4.0	3.8	50.2	35.3	6.7	8.5	0.5	0.5

자료: FnGuide 컨센서스, KB증권

표 1. 1Q25 Review

(십억원)	1Q24	4Q24	1Q25P	% YoY	% QoQ	KB 추정	컨센서스
매출액	114	163	144	26.7	-11.4	148.4	157.5
영업이익	10	41	26	149.3	-36.9	30.4	34.3
opm(%)	*9*	*25*	*18*			*20.5*	*21.8*
지배주주순이익	13	190	23	81.6	-87.7	29.0	26.0

자료: SK바이오팜, FnGuide, KB증권 추정

표 2. 추정실적 변경내용

(십억원, 원, %, %p)	수정 전 (25.2.6)		수정 후		변동률	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	713	900	713	900	0.0	0.0
영업이익	169	279	164	263	-3.1	-5.7
지배주주순이익	144	201	141	220	-1.7	9.2
EPS	1,835	2,572	1,803	2,810	-1.7	9.2
BVPS	8,522	11,094	8,779	11,589	3.0	4.5
영업이익률	23.7	31.0	23.0	29.3	-0.7	-1.8
순이익률	20.2	22.4	19.8	24.5	-0.3	2.1

자료: SK바이오팜, KB증권 추정

표 3. DCF Valuation

(십억원)		2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
현금흐름 추정										
NOPLAT	a	124	200	295	364	444	525	628	757	868
감가상각비	b	9	8	7	6	6	6	6	6	7
총 현금흐름	c=a+b	133	207	302	370	450	531	634	763	875
운전자본 증감	d	-27	-34	-37	-32	-35	-35	-40	-46	-42
Capex	e	-3	-3	-4	-4	-4	-5	-5	-7	-10
총투자	f=d+e	-30	-37	-41	-36	-39	-40	-45	-53	-52
FCFF	g=c+f	103	170	261	334	411	490	588	710	823
조정 FCF		73	127	202	287	361	439	525	631	750
현금흐름의 현재 가치										
WACC		6.38%	6.45%	6.56%	6.66%	6.76%	6.85%	6.93%	7.00%	7.07%
영구성장률		1.9%								
Discount Factor		1.00	0.94	0.88	0.83	0.77	0.72	0.68	0.63	0.59
Discounted Free Cashflow		73	119	178	237	280	318	356	400	444
Total PV of FCFF		2,404								
Terminal Value		14,794								
PV of Terminal Value		8,750								
Valuation										
총 기업가치	j	11,154								
순현금	k	480								
비연결 관계기업투자	l	81								
비지배주주지분	m	0								
우선주 시가총액	n	0								
신약가치	o	0								
적정 기업가치	p=j+k+l-m-n+o	11,714								
보통주 총 주식수 (천주)	q	78,313								
목표주가 (원)	r=p/q	150,000								
현재주가 (원)		97,900	5/8 종가							
상승여력 (%)		53.2%								

자료: KB증권 추정

표 4. 영구성장률과 WACC의 민감도 분석

(원)		Terminal Growth (%)								
		0.7	1.0	1.3	1.6	1.9	2.2	2.5	2.8	3.1
WACC (%)	5.78	144,000	150,000	157,000	165,000	173,000	183,000	195,000	208,000	224,000
	5.98	138,000	144,000	150,000	157,000	165,000	174,000	184,000	196,000	210,000
	6.18	132,000	138,000	143,000	150,000	157,000	165,000	174,000	184,000	197,000
	6.38	127,000	132,000	137,000	143,000	150,000	157,000	165,000	174,000	185,000
	6.58	123,000	127,000	132,000	137,000	143,000	150,000	157,000	165,000	175,000
	6.78	118,000	122,000	127,000	132,000	137,000	143,000	150,000	157,000	166,000
	6.98	114,000	118,000	122,000	126,000	131,000	137,000	143,000	150,000	157,000

자료: KB증권 추정

표 5. WACC 산출 내역

(십억원, %)		비고
COE (A) = a + b x c	**7.69**	
Risk Free Rate (a)	2.55	최근 3개월 평균 통안채 1년 수익률
조정 beta (b)	0.99	1년 Adj. Beta
Raw Beta	0.96	
Risk Premium (c = d – e)	5.19	
Market (d)	8.44	2001년~2025년 WMI500 연평균 Total Return
Risk Free Rate (e)	3.25	2001년~2025년 통안채 1년물 연평균 Total Return
세후 COD (B)	**1.61**	
주식가치 가중치 (f)	78.5	
차입금 가중치 (g)	21.5	
WACC (C) = (A x f) + (B x g)	**6.38**	

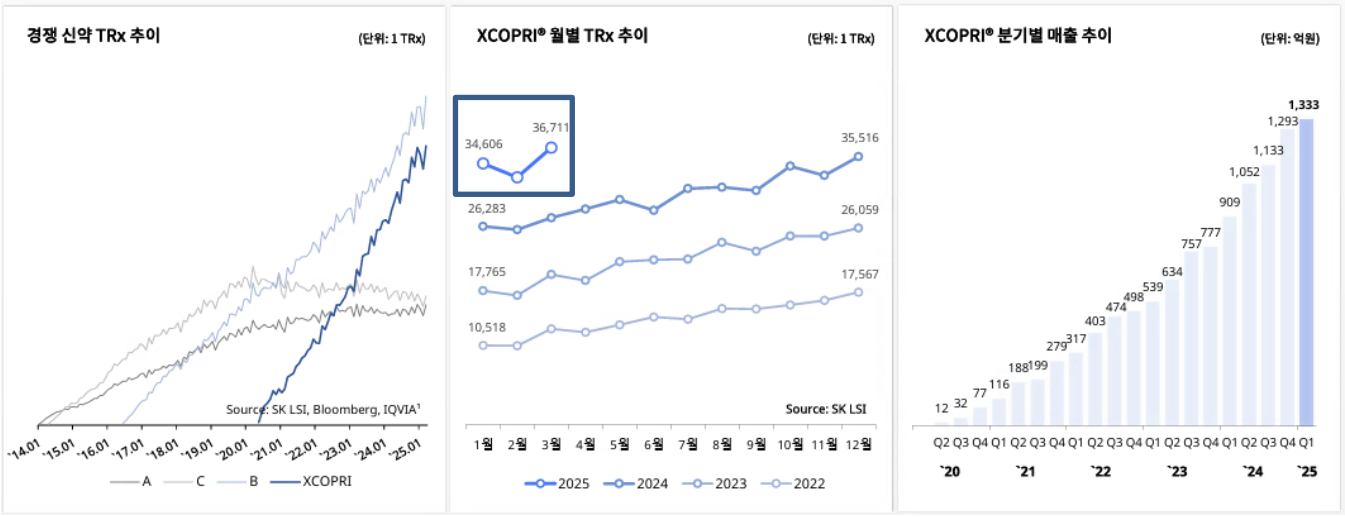
자료: KB증권 추정

표 6. WACC 변경 내역

(십억원, %)	변경 전 (25.2.6)	변경 후 (25.5.12)	비고
COE (A) = a + b x c	**7.84**	**7.69**	
Risk Free Rate (a)	2.71	2.55	최근 3개월 평균 통안채 1년 수익률
조정 beta (b)	0.99	0.99	1년 Adj. Beta
Raw Beta	0.96	0.96	
Risk Premium (c = d – e)	**5.19**	5.19	
Market (d)	8.54	8.44	01년~25년 WMI500 연평균 Total Return
Risk Free Rate (e)	3.36	3.25	01년~25년 통안채 1년물 연평균 Total Return
COD (B)	**1.61**	**1.61**	
주식가치 가중치 (f)	76.85	78.5	
차입금 가중치 (g)	23.15	21.5	
WACC (C) = (A x f) + (B x g)	**6.40**	**6.38**	

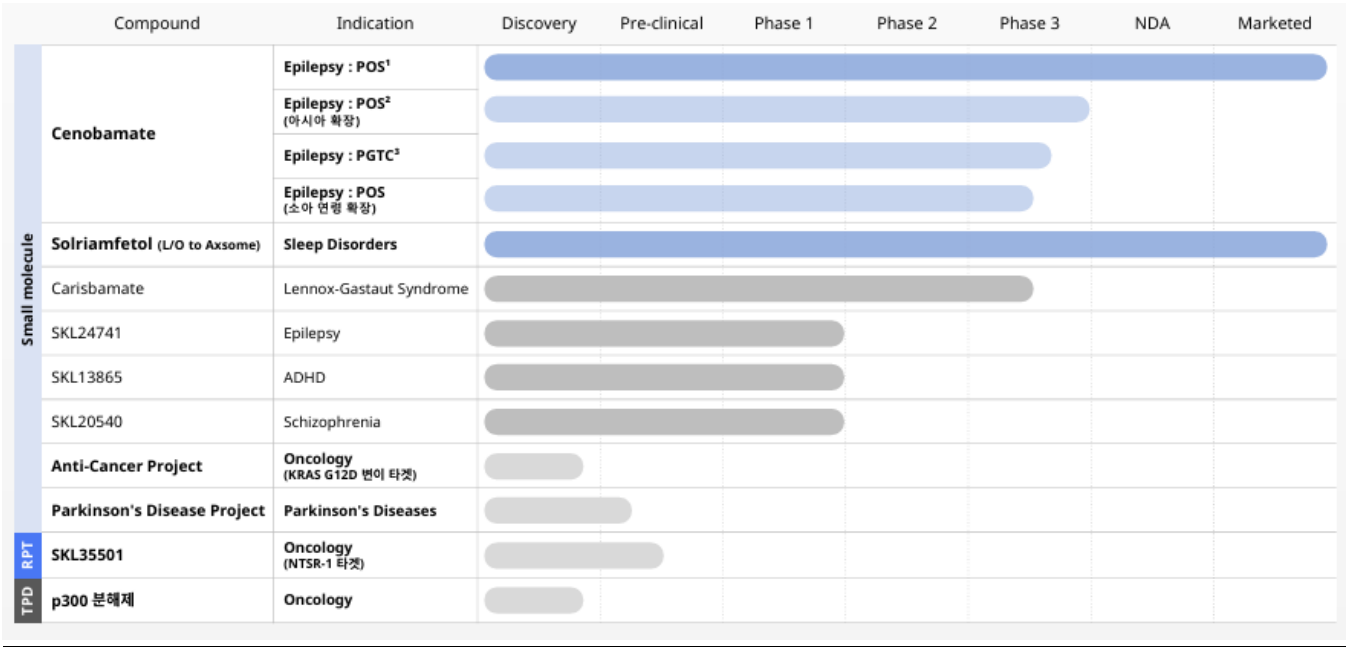
자료: KB증권 추정

그림 1. 엑스코프리 미국 처방 수 및 매출 현황



자료: SK바이오팜, KB증권

그림 2. 파이프라인 현황



자료: SK바이오팜, KB증권

포괄손익계산서

(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액	355	548	713	900	1,126
매출원가	34	43	55	68	84
매출총이익	321	505	658	831	1,042
판매비와관리비	358	408	494	568	653
영업이익	-38	96	164	263	389
EBITDA	-22	114	173	271	396
영업외손익	-6	-24	9	11	14
이자수익	9	10	10	10	10
이자비용	8	11	11	11	11
지분법손익	1	-31	0	0	0
기타영업외손익	-8	8	9	12	15
세전이익	-44	73	172	275	403
법인세비용	-8	-154	14	27	36
당기순이익	-35	227	159	247	367
지배주주순이익	-33	241	141	220	327
수정순이익	-33	241	141	220	327

성장성 및 수익성 비율

(%)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
매출액 성장률	44.2	54.3	30.2	26.2	25.2
영업이익 성장률	적지	흑전	69.9	60.9	47.7
EBITDA 성장률	적지	흑전	51.7	57.1	46.0
지배기업순이익 성장률	적지	흑전	-41.3	55.8	48.4
매출총이익률	90.4	92.1	92.3	92.4	92.6
영업이익률	-10.6	17.6	23.0	29.3	34.6
EBITDA이익률	-6.3	20.8	24.2	30.1	35.2
세전이익률	-12.4	13.3	24.2	30.5	35.8
지배기업순이익률	-9.3	44.0	19.8	24.5	29.0

현금흐름표

(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	-94	95	302	225	337
당기순이익	-35	227	159	247	367
유무형자산상각비	15	17	9	8	7
기타비현금손익 조정	6	-106	14	31	36
운전자본증감	-76	-33	-27	-34	-37
매출채권감소 (증가)	-54	-35	-52	-59	-72
재고자산감소 (증가)	-14	-9	-34	-38	-46
매입채무증가 (감소)	-21	1	1	1	1
기타운전자본증감	12	10	58	62	80
기타영업현금흐름	-4	-11	148	-27	-36
투자활동 현금흐름	225	-11	25	-7	-9
유형자산투자감소 (증가)	-2	-1	-3	-3	-4
무형자산투자감소 (증가)	-1	-11	0	0	0
투자자산감소 (증가)	-1	4	-4	-4	-4
기타투자현금흐름	230	-2	31	-1	-1
재무활동 현금흐름	7	-5	60	67	82
금융부채 증감	-6	-5	48	54	65
자본의 증감	0	0	0	0	0
배당금 당기지급액	0	0	0	0	0
기타재무현금흐름	12	0	12	14	16
기타현금흐름	-2	4	0	0	0
현금의 증가 (감소)	136	83	387	285	410
기말현금	240	323	709	994	1,405
잉여현금흐름 (FCF)	-97	94	299	222	333
순현금흐름	-86	77	340	231	346
순현금 (순차입금)	63	140	480	711	1,057

재무상태표

(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
자산총계	723	1,037	1,327	1,723	2,270
유동자산	489	651	1,137	1,534	2,080
현금 및 현금성자산	240	323	709	994	1,405
단기금융자산	1	2	2	3	3
매출채권	111	174	226	286	357
재고자산	103	112	145	184	230
기타유동자산	34	41	54	68	85
비유동자산	234	385	190	189	190
투자자산	104	92	95	99	103
유형자산	14	12	12	12	13
무형자산	27	33	26	21	18
기타비유동자산	90	249	56	56	56
부채총계	402	463	594	743	924
유동부채	242	396	516	651	815
매입채무	2	3	4	6	7
단기금융부채	57	158	205	259	324
기타유동부채	182	235	306	386	483
비유동부채	161	67	79	92	109
장기금융부채	121	27	27	27	27
기타비유동부채	40	40	52	66	82
자본총계	321	574	733	980	1,347
자본금	39	39	39	39	39
자본잉여금	1,085	1,085	1,085	1,085	1,085
기타자본항목	8	8	8	8	8
기타포괄손익누계액	14	36	36	36	36
이익잉여금	-862	-622	-480	-260	66
지배지분 계	284	546	688	908	1,234
비지배지분	37	28	45	72	113

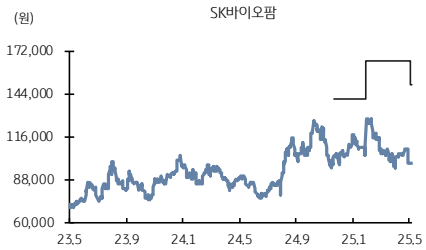
주요투자지표

(X, %, 원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Multiples					
P/E	N/A	36.1	54.3	34.8	23.5
P/B	27.7	15.9	11.2	8.4	6.2
P/S	22.2	15.9	10.8	8.5	6.8
EV/EBITDA	N/A	75.5	41.9	25.9	17.0
EV/EBIT	N/A	89.1	44.2	26.7	17.3
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS	-420	3,074	1,803	2,810	4,170
BVPS	3,622	6,975	8,779	11,589	15,759
SPS (주당매출액)	4,532	6,992	9,102	11,489	14,378
DPS (주당배당금)	0	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성지표					
ROE	-11.0	58.0	22.9	27.6	30.5
ROA	-5.1	25.8	13.4	16.2	18.4
ROIC	-5.3	42.2	18.4	21.8	24.3
안정성지표					
부채비율	125.3	80.6	81.1	75.9	68.6
순차입비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
유동비율	2.0	1.6	2.2	2.4	2.6
이자보상배율 (배)	-4.5	9.0	15.3	24.7	36.4
활동성지표					
총자산회전율	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
매출채권회전율	4.1	3.9	3.6	3.5	3.5
매입채무회전율	27.9	190.5	182.0	179.6	178.9
재고자산회전율	3.7	5.1	5.6	5.5	5.5

자료: SK바이오팜, KB증권 추정

투자자 고지 사항

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 ═)



SK바이오팜 (326030)

변경일	투자의견	애널리스트	목표주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
24-11-29	Buy		140,000	-23.40	-16.36
25-02-06	Buy	김혜민	165,000	-34.16	-22.48
25-05-12	Buy	김혜민	150,000		

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

투자등급 비율 (2025. 03. 31 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
86.3	13.7	-

투자의견 분류 및 기준

종목 투자의견 (12개월 예상 절대수익률 기준)

Buy: 15% 초과	Hold: 15% ~ -15%	Sell: -15% 초과

비고: 2017년 2월 23일부터 KB증권의 기업 투자의견 체계가 4단계 (Strong BUY, BUY, Marketperform, Underperform)에서 3단계 (Buy, Hold, Sell)로 변경되었습니다.
2020년 2월 10일부터 KB증권의 종목 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 절대수익률에서 12개월 예상 절대수익률로 변경되었습니다.

산업 투자의견 (12개월 예상 상대수익률 기준)

Positive: 시장수익률 상회	Neutral: 시장수익률 수준	Negative: 시장수익률 하회

비고: 2017년 6월 28일부터 KB증권의 산업 투자의견 체계가 (Overweight, Neutral, Underweight)에서 (Positive, Neutral, Negative)로 변경되었습니다.
2020년 2월 10일부터 KB증권의 산업 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 상대수익률에서 12개월 예상 상대수익률로 변경되었습니다.

주가 (현재가):
보고서에 쓰인 모든 주가는 KRX (유가증권, 코스닥) 종가를 기준으로 합니다.

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다.
이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.