

2025. 5. 12



▲ 제약/바이오

Analyst 김준영

02. 6454-4877

junyoung.kim@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)**적정주가 (12개월)** 140,000 원**현재주가 (5.9)** 90,400 원**상승여력** 54.9%

KOSPI 2,577.27pt

시가총액 70,795억원

발행주식수 7,831만주

유동주식비율 35.83%

외국인비중 11.17%

52주 최고/최저가 127,900원/75,700원

평균거래대금 223.4억원

주요주주(%)

SK 외 6 인 64.04

국민연금공단 6.02

주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 -5.2 -19.3 2.3

상대주가 -15.7 -19.8 7.6

주가그래프**SK바이오팜** 326030**단기 리스크 존재, 중장기 밸류에이션은 유효**

- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 14만원 하향
- ✓ 1Q25 연결 기준 매출액 1,444억원(YoY +26.7%, QoQ -11.4%), 영업이익 257억원(YoY +149.5%, QoQ -36.8%)으로 컨센서스 하회
- ✓ 도매상 재고 조정으로 인한 Xcopri의 제한적 매출 성장
- ✓ 2nd Product 연내 도입을 통해 레버리지 효과 극대화 기대

1Q25 Review

1Q25 연결 기준 매출액 1,444억원(YoY +26.7%, QoQ -11.4%), 영업이익 257억원(YoY +149.5%, QoQ -36.8%)으로 컨센서스를 각각 17.3%, 32.9% 하회하였다. 이는 도매상 재고 조정 등에 따른 Xcopri의 제한적 매출 성장에 기인한다. 주요 약국 체인 중 하나인 Walgreens는 최근 실적 악화로 인해 대규모 구조조정을 진행 중이며 24년 10월 3년간 북미 지역 약 1,200개의 매장을 폐쇄할 계획을 발표한 바 있다. 다만 25년 3월 사모펀드 Sycamore Partners가 약 100억 달러에 인수하기로 합의하며 매출 성장이 다시 정상화 될 것으로 예상된다.

2nd Product 연내 도입 예정

Xcopri의 매출 비중이 여전히 높은 상황이다. 약 80%의 매출 비중을 차지하고 있어 제품 포트폴리오를 강화할 필요성은 여전히 존재한다. 기존에 확보한 뇌전증 영업망을 활용할 수 있는 제품 도입 시 레버리지 효과를 더욱 극대화 시킬 수 있을 것으로 예상된다.

투자의견 Buy, 적정주가 14만원 하향

Xcopri의 성장세를 반영하여 멀티플에 부여했던 30%의 프리미엄을 제거하며 적정 주가를 14만원으로 하향한다. 의약품 관세와 약가 인하 리스크가 지속되고 있다. 당사는 관세 피해를 최소화하기 위해 선제적으로 미국 내 위탁생산시설(CMO) 관련하여 필요한 FDA 승인 절차를 모두 완료하였으며 미국내 6개월 이상의 재고를 확보한 상황이다. 다만 4/16 트럼프 미국 대통령이 의약품 가격 인하 행정명령을 발표한 바 있어 관세보다 약가 인하 리스크가 더 크게 작용할 것으로 예상된다. 향후 관세와 약가 인하 관련 리스크 해소 시 주가적 업사이드를 기대한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	354.9	-37.5	-32.9	-420	적지	3,623	-239.1	27.7	-352.9	-11.0	125.3
2024	547.6	96.3	240.7	3,074	흑전	6,976	36.1	15.9	75.5	58.0	80.6
2025E	704.4	159.7	125.8	1,606	-45.7	8,581	56.3	10.5	40.6	20.6	69.4
2026E	915.3	254.2	203.7	2,601	61.9	11,182	34.8	8.1	25.5	26.3	55.8
2027E	1,194.8	411.5	344.3	4,396	69.0	15,578	20.6	5.8	15.3	32.9	42.3

표1 1Q25P Review 테이블

(십억원)	1Q25P	1Q24	(% YoY)	4Q24	(% QoQ)	당사 예상치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	144.4	114.0	26.7	163.0	(11.4)	159.7	(9.6)	174.7	(17.3)
영업이익	25.7	10.3	149.5	40.7	(36.8)	35.3	(27.2)	38.3	(32.9)
세전이익	20.3	7.8	161.6	24.9	(18.6)	29.6	(31.5)	33.2	(38.9)
순이익	19.6	9.7	102.1	186.4	(89.5)	25.2	(22.2)	30.0	(34.7)
영업이익률(%)	17.8	9.0		24.9		22.1		21.9	
세전이익률(%)	14.1	6.8		15.3		18.6		19.0	
순이익률(%)	13.6	8.5		114.3		15.8		17.2	

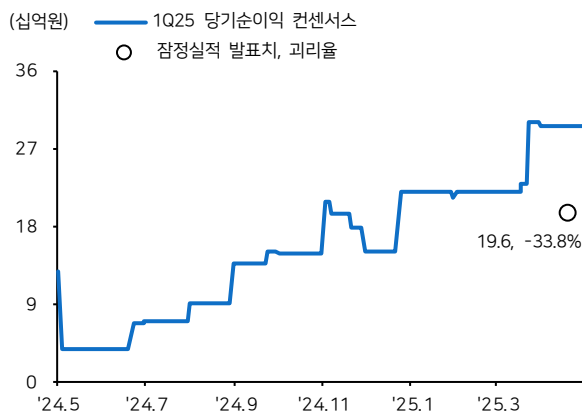
자료: SK바이오팜, 메리츠증권 리서치센터

표2 2025E 연간 실적 테이블

(십억원)	2025E	2024	(% YoY)	기존 추정치	(%diff)	컨센서스	(% diff.)
매출액	704.4	547.6	28.6	720.1	(2.2)	720.3	(2.2)
영업이익	160.8	96.3	66.9	169.9	(5.4)	164.8	(2.5)
세전이익	134.6	72.6	85.4	144.6	(6.9)	159.0	(15.3)
지배주주 순이익	122.5	227.0	(46.0)	122.9	(0.3)	133.3	(8.1)
영업이익률(%)	22.8	17.6		23.6		22.9	
세전이익률(%)	19.1	13.3		20.1		22.1	
순이익률(%)	17.4	41.5		17.1		18.5	

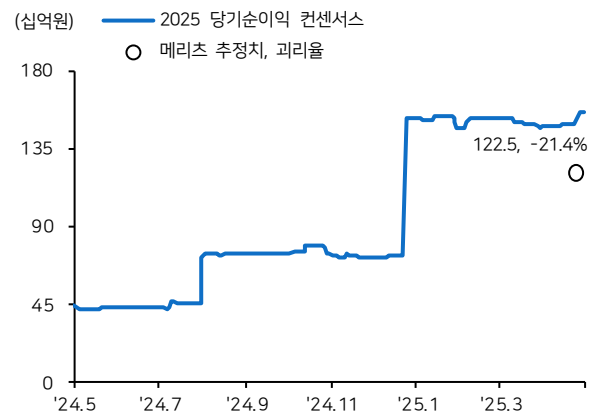
자료: Bloomberg, SK바이오팜, 메리츠증권 리서치센터

그림1 1Q25 지배주주 순이익, 컨센서스 -33.8% 하회



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025E 지배주주 순이익, 컨센서스 -21.4% 하회 전망



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 SK바이오팜 분기 및 연간 실적 추정

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	114.0	134.0	136.6	163.0	144.4	172.1	187.5	200.4	547.6	704.4	915.3
% YoY	26.7	28.4	37.2	22.9	30.8	28.4	29.9	30.7	54.3	28.6	29.9
Xcopri(US)	90.9	105.2	113.3	129.3	133.3	154.5	168.2	183.3	438.7	639.3	843.5
DP/API	8.2	5.1	13.1	0.5	7.2	4.5	4.2	4.3	26.9	20.2	18.9
용역수익	14.9	23.7	10.2	33.2	3.9	13.1	15.1	12.8	82.0	44.9	52.8
매출총이익	102.0	125.3	120.1	157.1	133.9	158.2	171.9	185.2	504.5	649.1	843.8
% YoY	79.5	85.2	43.7	39.3	31.2	26.3	43.1	17.8	57.3	28.7	30.0
GPM (%)	89.5	93.5	87.9	96.4	92.7	91.9	91.7	92.4	92.1	92.2	92.2
영업이익	10.3	26.1	19.3	40.7	25.7	37.7	51.0	46.4	96.3	160.8	255.9
% YoY	흑전	흑전	흑전	175.0	149.5	44.8	163.5	14.0	흑전	66.9	59.2
OPM (%)	9.0	19.4	14.2	24.9	17.8	21.9	27.2	23.1	17.6	22.8	28.0
당기순이익	9.7	24.6	6.3	186.4	19.6	30.0	38.9	33.9	227.0	122.5	201.2
% YoY	흑전	흑전	흑전	2,030.4	102.1	22.3	516.9	(81.8)	흑전	(46.0)	64.2
NPM (%)	8.5	18.3	4.6	114.3	13.6	17.4	20.8	16.9	41.5	17.4	22.0

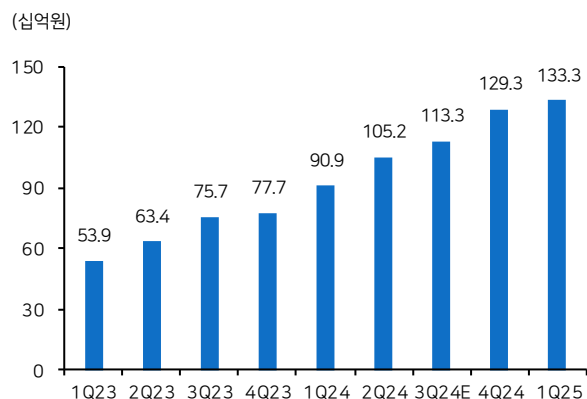
자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 SK바이오팜 적정주가

(십억원)	비고	
SK바이오팜의 영업가치 (A)	10,777.8	
2027년 EBITDA	423.3	
할인율	7.8%	무위험이자율 2.76, 리스크프리미엄 5.32, Beta 1.0 적용
타겟 EV/EBITDA	23.6	국내 피어(유한양행, 셀트리온, 녹십자)의 평균 EV/EBITDA
순 차입금 (B)	-209.1	2025년 말 기준
주주가치 (C=A-B)	10,986.8	
주식수 (D)	78,313 천주	유통주식수 기준
적정주가 (P=C/D)	140,000원	

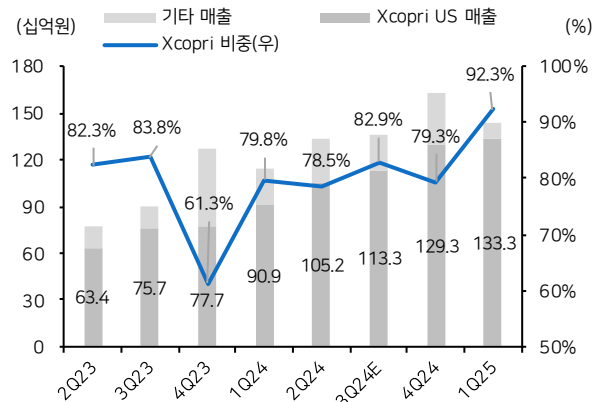
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 엑스코프리 US 분기별 매출 추이



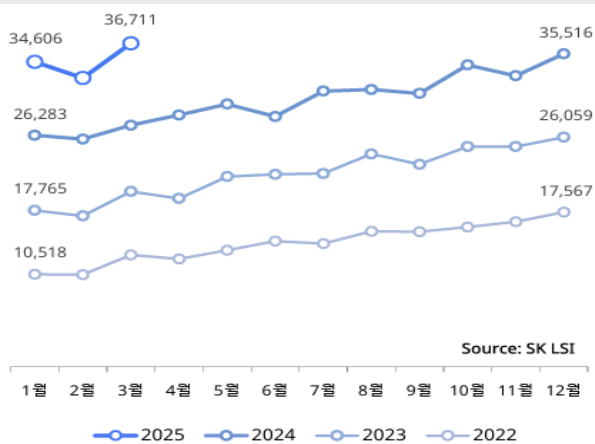
자료: SK바이오팜, 메리츠증권 리서치센터

그림2 엑스코프리 US 매출 및 비중



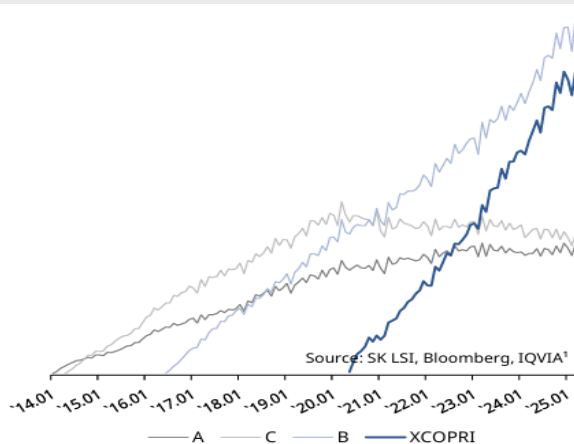
자료: SK바이오팜, 메리츠증권 리서치센터

그림3 엑스코프리 분기별 TRx 추이



자료: SK바이오팜, 메리츠증권 리서치센터

그림4 경쟁 신약 TRx 추이



자료: SK바이오팜, 메리츠증권 리서치센터

그림5 25년 3월 사모펀드 Sycamore Partners와 계약을 체결한 Walgreens

Walgreens Boots Alliance Enters into Definitive Agreement to Be Acquired by Sycamore Partners

March 6, 2025

Total Consideration Consists of \$11.45 per Share in Cash and Additional Potential Value of Up To \$3.00 in Cash per WBA Share from Future Monetization of VillageMD Businesses

Sycamore and WBA Combine Retail and Healthcare Expertise to Better Position WBA to Accelerate Turnaround Plan

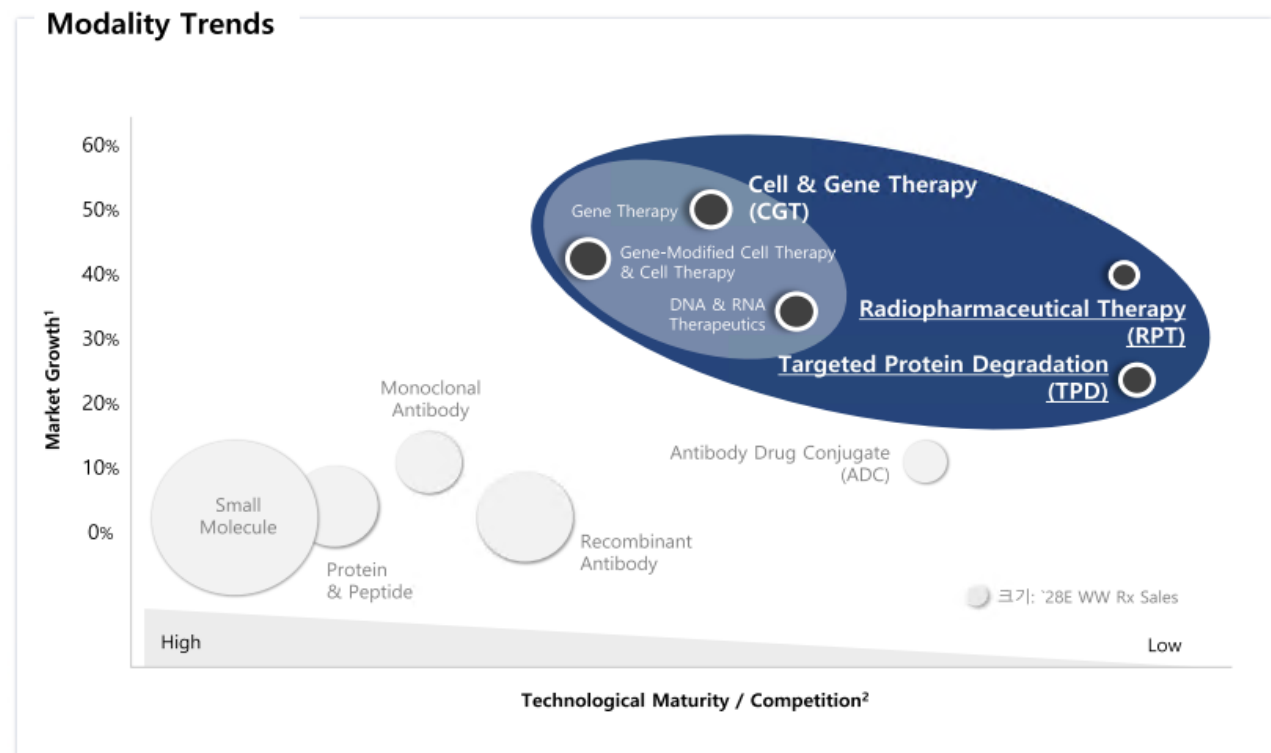
자료: Walgreens, 메리츠증권 리서치센터

그림6 SK바이오팜 파이프라인

	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)							
	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)							
RPT	Parkinson's Disease Project	Parkinson's Diseases							
	SKL35501	Oncology (NTSR-1 타겟)							
	p300 분해제	Oncology							
TPD									

자료: SK바이오팜, 메리츠증권 리서치센터

그림7 의약품 모달리티 트렌드



자료: SK바이오팜, 메리츠증권 리서치센터

SK 바이오팜 (326030)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	354.9	547.6	704.4	915.3	1,194.8
매출액증가율(%)	44.2	54.3	28.6	29.9	30.5
매출원가	34.1	43.1	55.3	71.4	80.0
매출총이익	320.8	504.5	649.1	843.8	1,114.8
판매관리비	358.3	408.2	489.5	589.7	703.4
영업이익	-37.5	96.3	159.7	254.2	411.5
영업이익률(%)	-10.6	17.6	22.7	27.8	34.4
금융손익	0.1	6.6	10.6	8.9	8.6
종속/관계기업손익	0.6	-31.3	-35.2	-36.3	-36.5
기타영업외손익	-7.0	0.9	0.3	0.1	0.0
세전계속사업이익	-43.9	72.6	135.4	226.9	383.6
법인세비용	-8.5	-154.4	12.1	27.2	46.0
당기순이익	-35.4	227.0	123.3	199.7	337.6
지배주주지분 순이익	-32.9	240.7	125.8	203.7	344.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	-94.2	94.9	105.1	158.2	272.3
당기순이익(손실)	-35.4	227.0	123.3	199.7	337.6
유형자산상각비	9.5	11.3	3.9	4.2	4.5
무형자산상각비	5.9	6.1	6.1	6.4	6.7
운전자본의 증감	-75.6	-32.7	-28.2	-52.1	-76.4
투자활동 현금흐름	225.3	-10.9	-21.2	-22.2	-7.8
유형자산의증가(CAPEX)	-2.4	-1.4	-5.1	-5.2	-5.2
투자자산의감소(증가)	-15.7	-18.6	-8.1	-9.0	5.4
재무활동 현금흐름	6.6	-4.5	-8.0	-16.0	-16.0
차입금의 증감	22.2	10.6	-8.0	-16.0	-16.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	135.6	83.1	75.9	120.0	248.6
기초현금	104.1	239.7	322.8	398.7	518.7
기말현금	239.7	322.8	398.7	518.7	767.3

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	488.7	651.4	784.5	989.5	1,351.6
현금및현금성자산	239.7	322.8	398.7	518.7	767.3
매출채권	111.0	173.8	213.7	279.3	371.1
재고자산	102.5	111.7	122.9	135.1	148.7
비유동자산	234.5	385.4	396.7	408.2	404.8
유형자산	13.6	12.1	13.3	14.2	15.0
무형자산	27.0	32.5	34.4	36.0	37.3
투자자산	104.2	91.5	99.6	108.6	103.2
자산총계	723.2	1,036.8	1,181.2	1,397.7	1,756.4
유동부채	241.6	396.3	417.4	434.2	455.3
매입채무	2.4	3.4	4.1	4.9	5.9
단기차입금	50.0	50.0	50.0	42.0	34.0
유동성장기부채	7.1	107.8	99.8	91.8	83.8
비유동부채	160.6	66.6	66.6	66.6	66.6
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	94.5	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	402.2	462.8	483.9	500.7	521.9
자본금	39.2	39.2	39.2	39.2	39.2
자본잉여금	1,084.9	1,084.9	1,084.9	1,084.9	1,084.9
기타포괄이익누계액	13.5	36.1	36.1	36.1	36.1
이익잉여금	-861.6	-621.5	-495.8	-292.1	52.1
비지배주주지분	37.3	27.7	25.3	21.3	14.6
자본총계	321.0	574.0	697.3	897.0	1,234.5

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	4,532	6,992	8,995	11,687	15,257
EPS(지배주주)	-420	3,074	1,606	2,601	4,396
CFPS	-184	1,771	1,856	2,988	4,910
EBITDAPS	-284	1,453	2,167	3,381	5,397
BPS	3,623	6,976	8,581	11,182	15,578
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-239.1	36.1	56.3	34.8	20.6
PCR	-545.4	62.7	48.7	30.3	18.4
PSR	22.2	15.9	10.1	7.7	5.9
PBR	27.7	15.9	10.5	8.1	5.8
EBITDA(십억원)	-22.2	113.8	169.7	264.8	422.6
EV/EBITDA	-352.9	75.5	40.6	25.5	15.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-11.0	58.0	20.6	26.3	32.9
EBITDA 이익률	-6.3	20.8	24.1	28.9	35.4
부채비율	125.3	80.6	69.4	55.8	42.3
금융비용부담률	2.3	2.0	1.5	1.1	0.8
이자보상배율(x)	-4.5	9.0	15.0	25.5	45.6
매출채권회전율(x)	4.1	3.8	3.6	3.7	3.7
재고자산회전율(x)	3.7	5.1	6.0	7.1	8.4

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	85.7%
중립	13.7%
매도	0.6%

2025년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

SK 바이오팜 (326030) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2024.06.05	산업분석	Buy	120,000	김준영	-22.4	-0.7	
2024.10.15	기업브리프	Buy	130,000	김준영	-6.7	-3.2	
2024.11.06	산업분석	Buy	150,000	김준영	-28.9	-15.3	
2025.02.07	기업브리프	Buy	170,000	김준영	-36.3	-24.8	
2025.05.12	기업브리프	Buy	140,000	김준영	-	-	