

오스코텍 (039200)

전고점을 향해

투자의견	BUY (유지)
목표주가	53,000 원(상향)
현재주가	29,200 원(09/27)
시가총액	1,109 (십억원)

제약/바이오 권해순_02)368-6181_hskwon@eugenefn.com

- 목표주가 53,000원으로 상향, 투자의견 BUY 유지
- 레이저티닙 EGFR변이 비소세포폐암 치료요법 First Line Therapy 등재 예상: 국내 2023년말, 해외 2024년 말
- 2027년(레이저티닙 글로벌 판매 3년 차) 예상 순이익 968억원 현가화(연할인율 10%) X Target P/E 25배를 적용한 영업가치 1.82조원, 신약 파이프라인 추정 가치 0.20조원을 합산, 목표 시가총액 약 2.02조원 제시
- 레이저티닙의 상업화 성공으로 기업 가치 퀀텀 점프 예상, 후속 파이프라인 개발에 꾸준히 투자 중
- 알츠하이머 치매 치료제 후보물질 ADEL-Y01 글로벌 임상 1a상(N=40)/1b상(N=40) 2023년 9월 승인 FDA 승인, 예상 종료일 2026년 2월
- 세비도플레닙 2023년 6월 EHA(유럽 혈액 학회) 발표, 2024년 말 글로벌 임상 3상 진입 예상
- 10월 13일 R&D Day 개최를 통해 레이저티닙 후속 파이프라인 개발 현황 발표 예정

주가(원,9/27)	29,200
시가총액(십억원)	1,109
발행주식수	37,984천주
52주 최고가	36,000원
최저가	15,850원
52주 일간 Beta	0.67
60일 일평균거래대금	160억원
외국인 지분율	6.3%
배당수익률(2023F)	0.0%

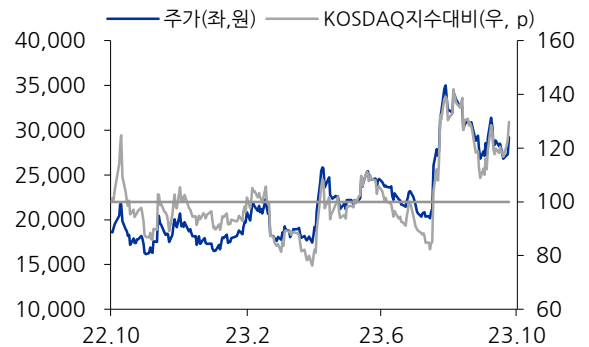
주주구성	
김정근 (외 7인)	12.9%
지케이에셋 (외 4인)	9.9%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	2.4	58.8	35.7
절대기준	-4.1	60.4	56.1

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	53,000	38,000	▲
영업이익(23)	-30	-30	-
영업이익(24)	-1	-1	-

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E
매출액	4	5	5	39
영업이익	-28	-29	-30	-1
세전손익	-29	-28	-28	1
당기순이익	-29	-28	-28	1
EPS(원)	-829	-665	-617	15
증감률(%)	na	na	na	흑전
PER(배)	na	na	na	1,905.1
ROE(%)	-64.2	-32.3	-21.0	0.6
PBR(배)	37.2	5.4	11.9	11.8
EV/EBITDA(배)	na	na	na	na

자료: 유진투자증권



1. 투자의견 BUY 유지, 목표주가 53,000 원으로 상향

오스코텍의 목표주가를 53,000 원(종전 38,000 원)으로 상향 조정하며, 투자의견 BUY 를 유지한다. 레이저티닙 공동 개발사인 유한양행과 함께 제약/바이오업종 Top pick 을 유지한다.

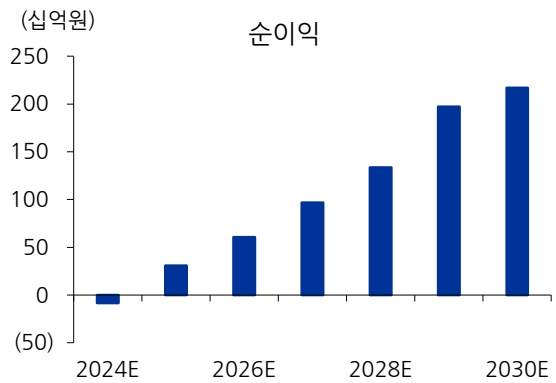
목표주가는 2027 년(레이저티닙 글로벌 판매 3 년 차) 예상 순이익 968 억원 현가화(연할인율 10%)한 값에 Target P/E 25 배를 적용한 영업가치 1.82 조원과 세비도플레닙 등 R&D 파이프라인 추정 가치 0.2 조원을 합산하여 산출하였다. 주식 수는 전환우선주의 100% 전환을 가정하여 주당 가치를 산출하였다.

도표 1. 오스코텍 목표주가 산정

구성요소	가치 (십억원)	산정 근거
세후 순이익	1,818	2027년 레이저티닙 글로벌 판매 3년차 예상 순이익 968억원을 현가화(연할인율 10%)한 후 Target P/E 25배 적용
기타 R&D	200	세비도플레닙 등 임상 파이프라인 가치를 유사한 peer group 시가총액을 감안, 글로벌 임상 2개 진행 중
합산	2,018	(십억원)
주식 수	38,148	(천주) 전환우선주 포함
주당 가치	52,905	(원)

자료: 유진투자증권

도표 2. 레이저티닙 판매 후 예상 순이익



자료: 유진투자증권

주: 레이저티닙 글로벌 판매에 따른 수익(판매로알타+미일스톤)에 대해 34% 배분 가정

도표 3. 오스코텍 주가 및 이벤트 차트



자료: Quantwise, 유진투자증권

2. 기타 R&D 파이프라인

오스코텍은 레이저티닙 뒤를 이어갈 '세비도플레닙'과 'ADEL-Y01'의 글로벌 임상 3상을 진행 중이다.

세비도플레닙
2025년 글로벌
임상 3상 진입 예상,
ADEL-Y01
글로벌 임상 1상 시작

지난 2월 말 임상 2상이 마무리 단계에 접어들어 세비도플레닙은 기술 이전을 추진 중이다. 2025년경 글로벌 임상 3상 진입이 예상된다.

지난 9월 ADEL-Y01(알츠하이머 타겟)의 글로벌 임상 1상 시작에 대해 FDA 승인을 받았다. 예상 종료일은 2026년 2월이다. 이와 관련하여 오스코텍은 오는 10월 13일 R&D Day를 개최하여 향후 연구개발 방향에 대해 발표할 예정이다.

당사는 오스코텍의 후속 파이프라인에 대해서는 R&D Day 이후 추가 업데이트 예정이다.

도표 4. 오스코텍 R&D 파이프라인 (임상 진행 중인 파이프라인 진행 상황)

Pipeline	작용 기전	적응증	비임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상	진행 상황
Lazertinib	EGFR Tyrosine Kinase Inhibitor	비소세포폐암 (EGFR T790M 돌연변이)					<ul style="list-style-type: none"> 글로벌 임상 2상 및 3상 중간 결과 (리브리반트 병용요법) 2023년 하반기 확인 가능할 것으로 예상됨 2024년 FDA 신청 및 승인 예상 - 2024년 하반기 시장 출시 후 마일스톤 유입예상
Cevidopenib (SKI-O-703)	SYK Inhibitor	ITP (Immune ThrombocytoPenia 면역성 혈소판 감소증)					<ul style="list-style-type: none"> 글로벌 임상 2상 완료 유효성 및 안전성을 확인 Primary End point 기준으로는 통계적 유의성은 없다고 볼 수 있으나 Secondary End Point, Eye-test 등에서 경쟁 파이프라인과 비교 시 (간접 비교) 유의미한 반응을 확인. 상업화 가치가 높다고 판단, 기술 이전 추진 중 2023년 6월 EHA(유럽 혈액 학회) 발표 기술 이전 이후 임상 3상 진행 (2024년말) 예정
		RA (Rheumatoid Arthritis 류마티스 관절염)					<ul style="list-style-type: none"> RA에 대해 임상 2상 중단 중증 RA 환자에 효과가 낮은 것으로 판단 다른 적응증(전신 홍반성 낭창, 건선, 자가면역성 용혈성 빈혈)으로 변경 후 임상 진행 예정
SKI-G-801	FLT3/AXL Dual Inhibitor	AML (급성골수성 백혈병)					<ul style="list-style-type: none"> US FDA 희귀의약품 지정(2018) 임상 1a dose escalation study 완료 경구용 제제로 변경하여 추가 임상 진행 예정 키트루다 치료에 실패한 환자 대상 병용요법
		고형암					<ul style="list-style-type: none"> 국내 임상 1상 dose escalation study 진행 중 폐암, 전립선암, 삼중음성 유방암 타겟
ADEL-Y01	Anti-TAU mAb	알츠하이머					<ul style="list-style-type: none"> 2023년 9월 임상 1상 시작 예상 종료일 2026년 2월 앞선 경쟁 파이프라인들의 경우 임상 2상 진행 중
OCT-598	EP2/4 Dual Antagonist	고형암					<ul style="list-style-type: none"> 비임상 진행 중

자료: 오스코텍, 유진투자증권

[참고 1] 오스코텍에 귀속되는 레이저티닙 NPV 약 1.3 조원

레이저티닙 원개발사	레이저티닙 글로벌 상업화가 시작될 경우 오스코텍의 기업가치 퀀텀 점프가 예상된다. 레이저티닙은 오스코텍의 자회사 제노스코(지분율 68.37%, 비상장)가 원 개발사이다. 오스코텍은 임상 1 상 이후 2015 년 유한양행에게 기술 이전 및 판권 매각하였고 유한양행은 국내 임상 진행 중 2018 년 말 J&J 에게 글로벌 판권을 재매각 하였다.
국내 판매에 대한 로열티 수입은 아직 미미	오스코텍에 유입되는 유한양행의 레이저티닙 국내 판매분에 대한 로열티는 국내 매출액의 약 10~15% 수준에서 반영되는 것으로 추정된다. 레이저티닙은 2021 년 말 국내에 출시되었지만 2 차 치료제로 판매되어 타겟 시장이 크지 않고, 판매 이후 위험 수익 분담제가 적용되면서 오스코텍에 반영되는 이익 자체가 크지 않았던 것으로 파악된다. 그러나 레이저티닙은 2023 년말 국내에서 1 차 치료제로 승인받아 적응증이 확대될 전망이며 2024 년부터는 매출 증가가 예상된다. 또한 2024 년 말 글로벌 시장에서 상업화 될 경우 예상되는 판매 금액을 감안하면 오스코텍은 2025 년부터 흑자 전환할 전망이다.
해외 판매에 대한 로열티 및 마일스톤 수입은 약 34%가 오스코텍에 귀속될 것으로 추정	해외 판매액에 따른 이익 반영은 레이저티닙의 글로벌 마일스톤 및 판매로열티 수익의 약 40%가 반영될 것으로 예상된다. 이후 원개발사인 제네스코와 수익 배분이 이루어질 것으로 추정된다. 제네스코에 대한 지분율이 68.37%라는 것을 감안하면 레이저티닙부터 유입될 총 수익의 약 34%가 오스코텍에 반영되는 가치로 추정된다. 이에 따라 오스코텍에게 귀속되는 레이저티닙 글로벌 판매에 따른 순현재 가치는 약 1.3 조원으로 평가된다(당사 2023 년 5 월 8 일 발간 자료 'NASH 와 NSCLC: 2023 년 하반기에 주목해야 할 신약 파이프라인 MAESTRO 와 MARIPOSA' 참고).

[참고 2] 레이저티닙 가치 산정 주요 가정

1. Sales: 2030년 약 50억 달러 예상

2030년 시장 점유율
50% 가정

레이저티닙의 예상 매출액은 타그리소의 판매액 추이 및 J&J의 예상 매출액을 감안하여 추정하였다. 타그리소는 2015년 출시 이후 7년차인 2022년까지 지속적으로 매출액이 성장하고 있고(2022년 매출액 54억 달러), 레이저티닙 출시를 고려하지 않은 2030년 매출액은 100억 달러를 상회할 것으로 평가된다. J&J는 레이저티닙과 아미반타맵의 합산 매출액을 2025년 50억 달러 수준으로 제시한 바 있다. 당사는 J&J이 제시한 매출액 달성 시기를 2024년 하반기 출시 이후 6년 차인 2030년 도달할 것으로 가정하였다. 향후 임상 결과 및 J&J의 마케팅 전략에 따라 당사 추정치보다 빠르게 50억 달러 매출을 기록할 가능성도 존재한다.

2. Target Market 구분

선진시장과 아시아시장
구분하여 가치 산정

타그리소의 매출액이 선진국 시장(미국과 유럽) 및 아시아를 포함한 이머징 시장이 약 50%를 차지하고, EGFR 변이 비율이 아시아인들이 더 높은 것을 감안하여 지역별로 시장을 구분하여 가치 산정하였다.

3. 약가 및 시장 차별화 전략 가정

병용요법 약가, 단독출
시 가능성을 반영하여
약가 가정

선진 시장에서는 아미반타맵과의 병용요법 매출 비중이 높을 것으로 예상되고, 미국 시장 기준으로 아미반타맵과 타그리소의 연간 약가는 약 1.57:1 수준인 것으로 추정된다. 따라서 선진 시장에서의 매출 추정치 중 38%를 레이저티닙 매출액으로 가정하였다. 아시아를 포함한 이머징 시장에서는 레이저티닙 단독요법 매출 비중이 높을 것으로 예상된다. 레이저티닙 매출이 단독요법을 위주로 하여 70%를 차지할 것으로 가정하였다. 동 가정 또한 향후 J&J의 약가 책정 및 시장 차별화 전략에 따라 변경될 수 있다.

4. 판매로열티 등 가정

매출액 구간별
10~15% 판매로열티
+ 지역별/매출액 달성
에 따른 마일스톤

레이저티닙의 매출액에 연동되는 판매 로열티는 매출액 구간별로 차별화되는 것으로 적용하였다. 통상 두자릿 수 초반대 판매로열티가 책정되는 것을 감안하여 매출액 구간별로 10~15% 사이의 판매로열티를 가정하였다. 마일스톤은 2024년 하반기에 각 국가별로 출시되는 것과 일정 매출액에 도달하는 것을 기념하여 유입되는 것으로 가정하였다. 레이저티닙에 대한 마일스톤 기준 계약규모는 12.55억 달러였으며 2022년 말까지 1.5억 달러가 유입되었다.

5. 오스코텍에게 귀속되는 레이저티닙 가치 약 1.3조원 추정

도표 5. 레이저티닙 가치 산정 (2024~2035년까지 추정)

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
타그리소 매출액: 2030년까지 약 +8%yy 가정	6,557	7,149	7,762	8,394	9,044	9,709	10,387	11,076	11,774
LAZ+AMI 점유율: Peak M/S 50% 가정	1%	13%	25%	30%	40%	50%	50%	50%	50%
글로벌 매출액 (\$mn)	43	614	1,281	1,663	2,389	3,206	3,430	3,657	3,888
(1) US+EU Market 50%, AMI 병용 시 매출액 1.6배 증가(가격 증가 감안) LAZ 매출액 비중 35%	20	288	602	782	1,123	1,507	1,612	1,719	1,827
(2) Emerging Market 50%, LAZ 처방률 60%	23	325	679	881	1,266	1,699	1,818	1,938	2,060
글로벌 판매 이익 (\$mn)	66	182	305	433	580	809	886	881	778
주요 가정 1. 판매로열티 구간별로 10~15% 2. 마일스톤: 지역별 및 매출 구간별 차별화 3. 원료매출액 약 2.5% 가정	66	182	305	433	580	809	886	881	778
현가화 (할인율 10%)	60	150	229	296	360	457	455	411	330
현재 가치 (\$mn)	3,664								
현재가치 (십억원) 환율 1,300원/\$ 가정	4,763								
오스코텍에게 귀속되는 레이저티닙 세후 NPV	1,305	(십억원)							

자료: 유진투자증권 추정

주 1. 2023~2024년은 생략

주 2. 당사 2023년 5월 8일 발간 자료 NASH와 NSCLC: 2023년 하반기에 주목해야 할 신약 파이프라인 MAESTRO와 MARPOSA' 인용

오스코텍(039200.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
자산총계	49	144	115	198	255
유동자산	17	108	79	164	220
현금성자산	15	104	76	119	166
매출채권	1	2	2	12	14
재고자산	1	1	1	33	40
비유동자산	32	36	35	35	35
투자자산	8	16	17	18	18
유형자산	23	19	18	17	16
기타	1	1	0	0	0
부채총계	18	22	22	105	124
유동부채	14	19	19	102	120
매입채무	3	3	3	87	105
유동성이자부채	6	10	10	10	10
기타	5	6	6	6	6
비유동부채	3	3	3	3	4
비유동이자부채	1	0	0	0	0
기타	3	3	3	3	3
자본총계	31	122	92	93	131
지배지분	29	123	93	94	132
자본금	15	19	19	19	19
자본잉여금	102	216	216	216	216
이익잉여금	(95)	(119)	(142)	(141)	(103)
기타	6	7	0	0	0
비지배지분	2	(1)	(1)	(1)	(1)
자본총계	31	122	92	93	131
총차입금	7	10	10	10	10
순차입금	(7)	(94)	(66)	(108)	(156)

현금흐름표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업현금	(9)	(26)	(28)	44	48
당기순이익	(29)	(28)	(28)	1	48
자산상각비	2	2	1	1	1
기타비현금성손익	1	(0)	(1)	(0)	(9)
운전자본증감	19	(1)	0	42	9
매출채권감소(증가)	25	(1)	0	(10)	(2)
재고자산감소(증가)	(0)	(0)	(0)	(31)	(7)
매입채무증가(감소)	(1)	0	0	83	18
기타	(5)	0	0	0	0
투자현금	7	(100)	33	16	(3)
단기투자자산감소	18	(94)	34	17	(2)
장기투자증권감소	(1)	0	(0)	(0)	(0)
설비투자	11	2	0	0	0
유형자산처분	7	1	0	0	0
무형자산처분	0	0	0	0	0
재무현금	6	120	0	0	0
차입금증가	6	3	0	0	0
자본증가	0	117	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	5	(5)	5	60	45
기초현금	6	11	6	11	71
기말현금	11	6	11	71	116
Gross Cash flow	(26)	(26)	(28)	2	39
Gross Investment	(8)	7	0	(41)	(8)
Free Cash Flow	(18)	(33)	(28)	43	47

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	4	5	5	39	88
증가율(%)	(91.0)	29.7	2.0	662.6	123.6
매출원가	2	2	2	2	2
매출총이익	2	3	3	37	86
판매 및 일반관리비	30	32	33	38	49
기타영업손익	(25)	5	4	16	27
영업이익	(28)	(29)	(30)	(1)	37
증가율(%)	적전	적지	적지	적지	흑전
EBITDA	(27)	(27)	(29)	(0)	37
증가율(%)	적전	적지	적지	적지	흑전
영업외손익	(0)	1	2	2	11
이자수익	0	1	2	2	12
이자비용	0	0	1	1	1
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	(1)	(0)	0	0	0
세전순이익	(29)	(28)	(28)	1	48
증가율(%)	적전	적지	적지	흑전	6,705.4
법인세비용	0	(0)	(0)	0	0
당기순이익	(29)	(28)	(28)	1	48
증가율(%)	적지	적지	적지	흑전	6,705.4
지배주주지분	(26)	(24)	(23)	1	38
증가율(%)	적지	적지	적지	흑전	6,705.4
비지배지분	(2)	(3)	(5)	0	9
EPS(원)	(829)	(665)	(617)	15	1,043
증가율(%)	적지	적지	적지	흑전	6,705.4
수정EPS(원)	(829)	(665)	(617)	15	1,043
증가율(%)	적지	적지	적지	흑전	6,705.4

주요투자지표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	(829)	(665)	(617)	15	1,043
BPS	950	3,233	2,459	2,474	3,485
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배, %)					
PER	n/a	n/a	n/a	1,905.1	28.0
PBR	37.2	5.4	11.9	11.8	8.4
EV/ EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	25.4
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	n/a	n/a	n/a	648.3	28.2
수익성(%)					
영업이익률	(719.9)	(565.7)	(578.5)	(3.2)	41.6
EBITDA이익률	(680.4)	(530.8)	(552.4)	(0.5)	42.6
순이익률	(732.6)	(548.6)	(544.6)	1.8	54.0
ROE	(64.2)	(32.3)	(21.0)	0.6	33.9
ROIC	(74.5)	(80.2)	(79.0)	n/a	n/a
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	(23.5)	(77.1)	(70.9)	(116.6)	(118.6)
유동비율	117.6	580.8	423.4	160.6	183.5
이자보상배율	(261.0)	(90.5)	(58.4)	(2.5)	71.6
활동성 (회)					
총자산회전율	0.1	0.1	0.0	0.3	0.4
매출채권회전율	0.3	4.0	2.8	5.9	6.9
재고자산회전율	3.4	4.1	4.0	2.3	2.4
매입채무회전율	0.7	1.6	1.5	0.9	0.9

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 증가대비 -10%미만	1%

(2023.9.30 기준)

