유진투자증권

2024 Biopharma

23 April 2024

Overweight



바이오제약

Evolution Becomes Revolution

제약/바이오 권해순 연구위원
02)368-6181
hskwon@eugenefn.com

진화의 시작

Evolution Becomes Revolution

Introduction

by 권해순

2024년, 국내 바이오제약산업이 제 3 성장기에 진입하면서, 산업의 성장 잠재력이 빠르게 기업가치에 반영되고 있다. 2027년, 바이오제약 기업들은 어떤 과정을 거쳐서 기업가치가 어디까지 상승할 수 있을 것인가 예상해보고자 한다. 제 3 성장기를 선도할 기업들의 핵심역량을 분석해보았다.

소수의 과학자들이 기술력 하나를 바탕으로 창업한 유망 바이오기업들의 기업가치 상승을 주목한다. 국내 바이오기업들이 진화를 거듭하며 글로벌 시장에서 두각을 나타내고 있다. 그들은 핵심 역량을 바탕으로 글로벌 바이오제약 산업의 변화를 빠르게 감지하고 있어, 대규모 투자를 통해 연구개발 범위를 공격적으로 확대할 것이다. 글로벌 빅파마들에게 지속적으로 신약 파이프라인들의 기술이전 계약을 체결하면서 풍성한 연구개발 성과를 나타낼 전망이다.

2024년은 국내 유망 바이오기업들이 전통제약사들을 앞질러 선두그룹으로 올라가는 변곡점이 될 시기라고 판단한다. 당사는 바이오기업 4사들(리가켐바이오, 에스티팜, ABL바이오, 알테오젠)의 중장기 투자 수익률이 전통 제약기업들과 대형 바이오기업들의 투자 수익률을 큰 폭으로 상회할 것으로 예상한다.

동 보고서에서는 중장기 관점에서 국내 바이오제약 산업이 나아갈 방향에 대해 고민해보았다. 이를 위해 글로벌 바이오제약 산업에서 상위그룹으로 진입한 글로벌 바이오텍 기업들의 사례를 분석하였다.

당사는 바이오기업들 중 Top picks로 리가켐바이오(BUY, TP 9.2만원)와 에스티팜(BUY, TP 10만원)을 추천한다. 제약기업 중에서는 유한양행(BUY, TP 11만원)을 Top pick으로 추천한다.

바이오제약 종목 투자 기준 정립: 핵심 역량 보유, 중장기 성장 전략 구축, 글로벌 상업화 역량 보유

Top picks: 리가켐바이오, 에스티팜, 유한양행

진화의 시작

① 국내 개발 신약의 글로벌 상업화 기대: HLB, 알테오젠, 유한양행, HK이노엔, 리가켐바이오, ABL바이오
② 이종산업 간 통합을 통한 경영 전문화와 대규모 투자: 리가켐바이오와 오리온
③ 동종산업 간 협력을 통한 시장 점유율 강화: 대웅제약, 종근당, HK이노엔, 셀트리온 제약, 보령

Born-Global Company: 바이오텍들이 진화하고 있다

① 리가켐바이오(BUY, TP 92,000원): 신약 개발에 최적화 된 조직역량
② 에스티팜(BUY, TP 100,000원): 높은 성장 가치를 감안할 때 저평가된 기업
③ ABL바이오(BUY, TP 37,000원): Level-up 시기가 다가오고 있다
④ 알테오젠(BUY, TP 210,000원): 플랫폼의 확장성에 대한 프리미엄 부여

전통제약사들: 블록버스터 글로벌 신약 상업화를 앞두고 있는 유한양행을 Top pick으로 추천

① 유한양행(BUY, TP 110,000원): 제약주 Top pick
② 한미약품(BUY, TP 440,000원): 견조한 실적 성장 지속가능할 것
③ HK이노엔(BUY, TP 50,000원): K-CAP 글로벌 타겟 시장 > $3bn
④ 종근당(BUY, TP 150,000원): 투자가 필요할 때
⑤ 대웅제약(BUY, TP 150,000원): 3가지 주력품목 매출 고성장 예상

CONTENTS

01/ 진화의 시작 05
- 새로운 투자기준을 정립해야 할 시기
- 3가지 변화

02/ Case Study: 글로벌 바이오제약 기업 8 개사 17
- 길리어드 사이언스, 리제네론, 버텍스, 젠맵, 다이이찌산쿄, 에자이, 베이진, 레전드

03/ 바이오텍들의 진화 43
- Born-Global companies
- Top picks: 리가켐바이오, 에스티팜

04/ 전통제약사 7개사 99
- Top pick: 유한양행

05/ 기업별 투자포인트 및 Valuation 127

06/ Global Biopharma Industry 133
- Neutral, but Dynamic

01

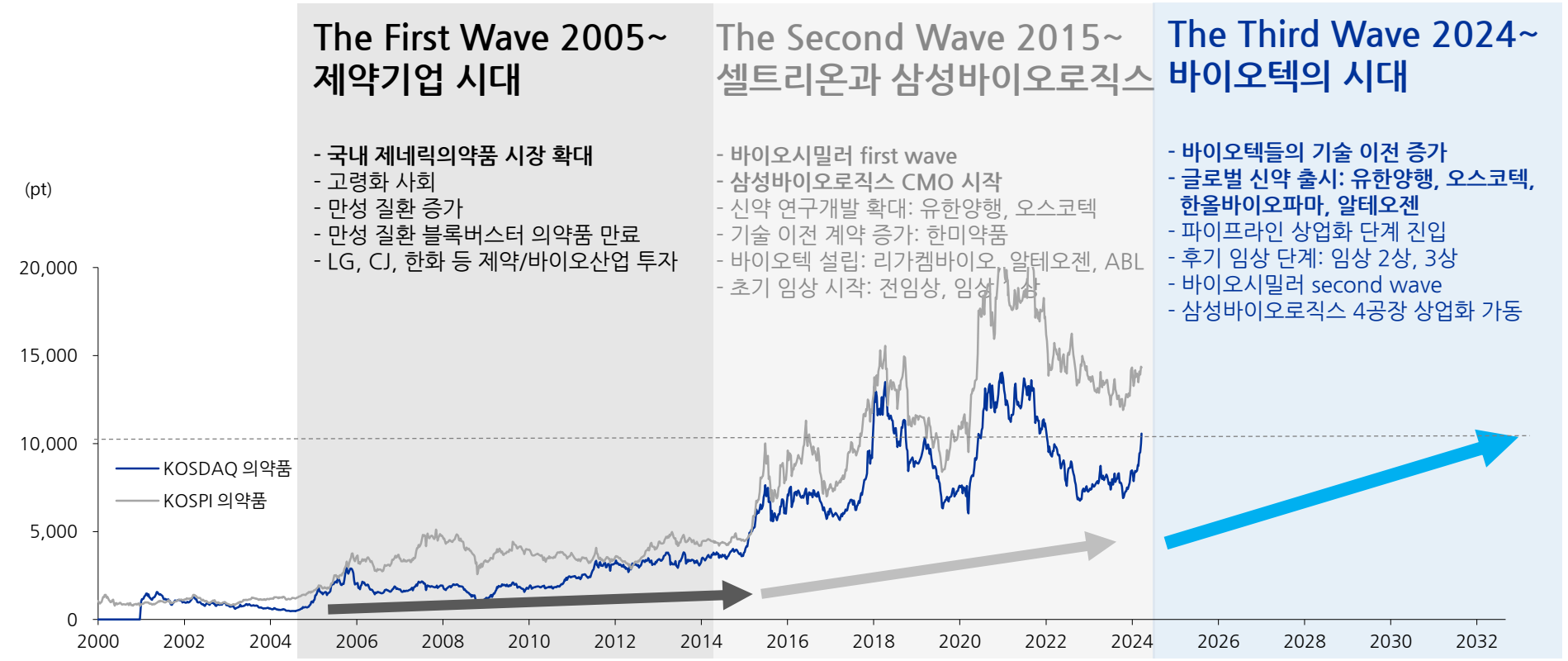
진화의 시작

- 새로운 투자기준을 정립해야 할 시기
- 3가지 변화

2024년: 바이오텍이 전면에 나선다

- 다수의 신약 파이프라인 상업화 단계 진입 및 글로벌 신약 출시 예상: 유한양행/오스코텍, 알테오젠, 한올바이오, HK이노엔, HLB 등
- 바이오텍들의 기술 이전 증가: 알테오젠, 리가켐바이오, ABL바이오, 지아이이노베이션, 보로노이 등
- 바이오시밀러 산업 2nd wave 진입: 셀트리온, 삼성바이오에피스 등
- 글로벌 CDMO인 삼성바이오로직스(2023년 하반기~2025년 상반기), 에스티팜(2025년 하반기~2026년) 등은 생산능력 확대로 이익 고성장 예상
- 3번째 성장 단계에는 유망한 바이오텍들의 기업가치 상승에 주목해야 한다

2024년 3번째 Level-up 사이클 진입 전망



자료: Quantiwise, 유진투자증권

2024년 이후

- 2024~ 2026년까지 글로벌 임상 진전과 글로벌 상업화와 관련된 긍정적 이슈 다수 발생: 바이오제약 산업 Value-up
- 4번째 성장 단계는 2029년 전후가 될 전망: 바이오텍들이 개발한 다수의 신약 출시가 예상됨 & 한미약품, 종근당
- 2029년 전후 출시 예상되는 종근당, ABL바이오, 리가켐바이오의 신약 파이프라인
  - First-in Class 이거나 Best-in Class 치료제가 될 것으로 판단
  - 키트루다 복합제SC, 유한양행/지아이이노베이션 개발 신약 후보물질 등도 기대

2024년 3번째 Value-up 사이클 진입 전망

	2023년	2024년	2025년	2026년	2027년	2028년	2029년	2030년
기술이전	종근당 오름 리가켐바이오	알테오젠 리가켐바이오 ABL바이오 유한양행/GI이노베이션						
임상 진행		알테오젠 3상 완료 HK이노엔 3상 완료 한올바이오 3상 완료 종근당 2상 시작	ABL 1상 완료, 2상 진입 리가켐 1상 완료, 2상 진입 한미약품 2b 완료		종근당 2상 완료 ABL 2상 완료 리가켐 2상 완료		한미약품 3상 완료 종근당 3상 완료 ABL 3상 완료 리가켐 3상 완료	
FDA NDA	셀트리온	HLB 유한양행	알테오젠 HK이노엔 한올바이오				한미약품	종근당 ABL 리가켐
출시		셀트리온 HLB 유한양행	알테오젠	HK이노엔 한올바이오			키트루다 IV 바이오시밀러 출시	한미약품 종근당 ABL 리가켐

자료: 각 사, 유진투자증권

국내 바이오제약 산업을 대표하는 기업들

각 분야에서 거론되는 유망한 국내 기업들과 글로벌 대표 기업들의 시가총액 비교

유형	국내 기업	시가총액	Global peers	시가총액	비교
Biobetter	알테오젠	$6.7bn	▪ Halozyme	$4.8bn	▪ 알테오젠 Hybrozyme™ 적용될 제품 후보 13개 ▪ 할로자임 ENHANZE™ 적용된 상업화 제품 7개, 제품 후보 14개
ADC	리가켐바이오	$1.3bn	▪ 다이이찌산쿄 ▪ Seagen[Pfizer]*	$57.2bn $43.0bn*	▪ 빅파마 기술 이전: 리가켐 1개, 다이이찌산쿄 5개 ▪ 글로벌 상업화 제품: 리가켐 0개, 시젠 4개 , 다이이찌산쿄 1개
Bispecific Ab	ABL바이오	$0.8bn	▪ Regeneron ▪ Genmab ▪ Harbour Biomed	$98.1bn $18.8bn $0.11bn	▪ 글로벌 상업화 제품 - ABL바이오 0개, 리제네론 9개, 젠맵 2개 ▪ 빅파마 기술 이전 - ABL바이오 1개, 하버바이오메드 2개
RNA	에스티팜(CDMO)	$1.1bn	▪ Agilent(CDMO) ▪ Alnylam(RNAi) ▪ Ionis(ASO)	$38.8bn $18.3 $5.9bn	▪ 에스티팜 2025년 말까지 총 1,500억 원 투자해 제2 올리고동 증설 계획 ▪ 애질런트 약 9,040억 원 투자로 2026년까지 올리고 CAPA 2배 확장 계획 ▪ 앨라일람 2023년 매출액 18.3억 달러 ▪ 아이오니스 2023년 매출액 7.9억 달러
Cell Therapy	큐로셀 앱클론	$0.3bn	▪ Kite Pharma [Gilead Science]* ▪ Celgene[BMS]* ▪ Legend Biotech/J&J	$11.9bn* $74.0bn* $8.6bn	▪ 빅파마에게 인수될 당시 주요 파이프라인 - 카이트 파마: YESCARTA®(axicabtagene ciloleucel), TECARTUS®(brexucabtagene autoleucel) - 셀젠: INREBIC®(fedratinib), ZEPOSIA®(ozanimod) ▪ Legend Biotech : 상업화 제품 1개(CARVYKTI®), 빅파마 기술이전 2건, 신약 파이프 라인 3개
Biosimilar	셀트리온 삼성바이오에피스	$0.2bn	▪ Amgen ▪ Sandoz ▪ Teva ▪ Alvotech	$140.9bn $13.6bn $14.7bn $3.4bn	▪ 바이오시밀러 출시 제품(FDA 승인 or 판매) - 셀트리온 6개(레미케이드BS, 허셉틴BS, 리툭산BS, 아바스틴BS, 휴미라BS, 짐펜트라) - 삼성바이오에피스 7개(레미케이드BS, 허셉틴BS, 아바스틴BS, 휴미라BS, 루센티스BS, 솔리리스BS, 엔브렐BS) - 암젠 5개(레미케이드BS, 허셉틴BS, 아바스틴BS, 휴미라BS, 스텔라라BS) - 산도즈 3개(휴미라BS, 엔브렐BS, 타사브리BS) - 테바 3개(허셉틴BS, 리툭산BS : 셀트리온 제품 판매, 휴미라BS: 알보텍 제품 판매) - 알보텍 1개 (휴미라BS)
CDMO	삼성바이오로직스	$27.9bn	▪ Lonza ▪ Wuxi Biologics	$41.6bn $2.7bn	▪ 생산 능력 - 삼성Biologics: 2024년 60.4만L(4공장 상업화 가동), 2025년 5월 완공예정인 5공장(18만L)을 포함하여 2032년까지 7.5조원 투자, 총 생산능력 132.4만L까지 확대할 계획, - 론자: 2023년 기준 48.7만L, 2024년 3월 약 16조원 투입해 33만L 생산 가능한 Genentech 공장 매입, 2025년 말 기준 81.7만L로 확대 - 우시 바이오로직스: 2023년 기준 61.1만L, 2025년 미국에 12만L 규모 생산 시설 가동 계획, 2025년 말 기준 61.1만 L로 확대

자료: Bloomberg, 각 사, 유진투자증권
주: 시가총액은 2024년 4월 18일 종가 기준
주*: 빅파마에 인수된 Peers는 인수 규모로 비교([]: 인수 기업)

새로운 투자 기준을 정립해야 할 시기

- 2023년 하반기부터 2024년 1분기까지 유망한 바이오제약 기업들의 기업가치가 큰 폭으로 상승하였음
- 글로벌 빅파마들이 신기전 치료제들에 적극적으로 투자하고 있음
- 유망 파이프라인을 보유한 바이오텍들의 가치는 지속적으로 상승할 수 있음: 플랫폼 기술의 확장성 및 잠재성, 동적역량, 우수한 조직적 학습 역량
- 국내 바이오텍들의 역량이 상승하면서 글로벌 바이오제약 산업에서 두각을 나타내고 있음: 바이오텍들의 지속가능한 성장성이 기대됨
- 현 시점에서는 글로벌 기업들과 핵심 역량을 비교해 보고 어느 수준까지 성장할 수 있을지를 그려보는 것이 투자 포인트
- 연구를 넘어서 개발분야에서 핵심역량을 보유하고 있어야 하며, 개발 이후 창출한 이익의 재투자 계획도 수립되어야 함

R&D 핵심 역량 확보

- 핵심 기술
- 핵심 파이프라인
- 타겟 치료제군
- 우수한 조직적 학습 역량
- 동적 역량
- 비즈니스 모델

중장기 성장 전략 점검

- 각 단계별 예상 소요 기간
- 신약 후보물질의 포지셔닝
- 회사의 중장기 실적 전망 가이던스
- 투자 방향 제시
- ROE
- 주주가치 환원 방안 제시
- 파이프라인들의 영속성과 진행 속도 점검

글로벌 상업화 역량

- 후보물질 확보를 넘어서 자체 개발능력 구축해야 할 시기로 진입
  - 임상 1, 2, 3상 진행 속도를 높여야 함
- 장기적으로 마케팅 역량까지 구축하는 전략이 실행되도록 비즈니스 모델 혁신(Business Model Innovation)이 추진되어야 함
- 신약 후보물질의 개발이 진행될수록 가치가 급등함. 후기 임상 단계에서 기술이전하도록 해야 함
  - 기술이전 규모, 시기, 대상 고려할 것

진화의 시작

- 국내 개발 신약의 글로벌 상업화
  - 2027년 이후 국내 개발 신약들의 글로벌 판매 연간 영업이익은 최소 2,000억원 이상일 것으로 추정됨
  - 2025년부터는 바이오텍들의 파이프라인들이 글로벌 임상 2상 단계 진입할 예정. 관련 바이오텍들의 기업가치가 레벨 업 될 것
- 이종 산업간 통합을 통해 경영 전문화와 투자규모가 확대될 것
  - 바이오제약 산업의 특수성을 감안할 때, 전문 경영인 영입이 필수. 세대 교체가 이루어질 것
  - 자금력을 확보한 바이오텍들의 대규모 투자가 시작될 것
- 동종 산업간 협력 강화: 국내 시장의 성장 정체를 방증하는 것
  - 국내 제약 시장에서 Top 10 상위제약사들의 입지 강화
  - 상위사와 중소형사들 갭 확대

글로벌 상업화

- 2024~2025
  - HLB: 리보세라닙/캄렐리주맙
  - 유한양행: 레이저티닙
  - 알테오젠: ALT-B4
  - 한올바이오: 바토클리맵
  - HK이노엔: 케이캡
- 2029~2030
  - 리가켐바이오: LCB84
  - ABL바이오: ABL301
  - 유한양행/지아이이노베이션 YH35324

이종 산업 간 통합

- 리가켐바이오와 오리온: 유상증자 4.5천억원
- 한미약품과 OCI: 유상증자 5천억원 (무산)

동종 산업 간 협력

- 종근당과 대웅제약: 펙수클루
- 종근당과 셀트리온제약
- HK이노엔과 보령
- 한미약품과 부광약품

글로벌 상업화

글로벌 상업화 된(될) 신약 출시(예정)인 기업들의 신약(후보물질) 목표/예상 매출액 및 관련 이익

제약사	SK바이오팜*1	셀트리온	HLB*2	유한양행/오스코텍	알테오젠	HK이노엔	한올바이오파마*3
제품명	자코프리	짐펜트라	툴베지오/-	렉라자	ALT-B4	케이캡	-
성분명	세노바메이트	인플렉시맙 SC	리보세라닙/캄렐리주맙	레이저티닙	재조합 단백질 히알루로니다제	테고프라잔	바토클리맵
적응증 기전	뇌전증 GABA A modulator	염증성 장질환 TNF-α 저해제	항암제 (간암) VEGFR 저해제/ PD-L1 저해제	항암제 (폐암) EGFR 저해제	효소	항궤양제 P-CAB	자가면역질환 FcRn Inhibitor
FDA 승인 (예상 시기)	2019년 11월	2023.10월	2024년 2분기	2024년 3분기	2024년 4분기	2025년 하반기	2025년 하반기~2026년
글로벌 판매 시기	2020년 5월	2024년 2분기	2024년 하반기 예상	2024년 4분기 예상	2024년 2분기 예상	2026년 예상	2026년 예상
파트너사	자체 판매	자체 판매	자체 판매	J&J	Merck	Seleba	Immunovant
경쟁사	UCB	다케다 아스트라제네카	로슈 아스트라제네카	아스트라제네카	로슈 BMS	Phathom 다케다	아제닉스 J&J
타겟 시장 추정 크기	>$4bn	>$10bn	>$15bn	>$10bn	>$40bn	>$3bn	>$5bn
2030 목표/예상 M/S	30%	30%	50% 목표	50% 예상	50%	20%	30%
신약 관련 목표/예상 매출액	2029년 >1조원 목표	2030년 >3조원 목표	2027년 >3조원 목표	2030년 >3조원	2030년 >20조원	2030년 >5천억원	2030년 >1조원 예상
신약 관련 목표/예상 이익	2029년 >6천억원	2030년 >1조원 목표	2027년 >2조원 목표	2030년 >3천억원	2030년 >4천억원	2030년 >600억원	2030년 >1천억원 예상
2030년 예상 시가총액	-	>50조원	-	>10조원	>15조원	>3조원	-

자료: 각 사, 유진투자증권
주: 2030년 예상 시가총액은 당사 추정치, * 1, 2, 3: SK바이오팜, HLB, 한올바이오파마 관련 추정치는 회사 또는 시장 컨센서스 추정치

글로벌 기술이전

빅파마에게 기술이전하여 임상 중이거나 향후 1년 이내 기술이전이 예상되는 신약 후보물질

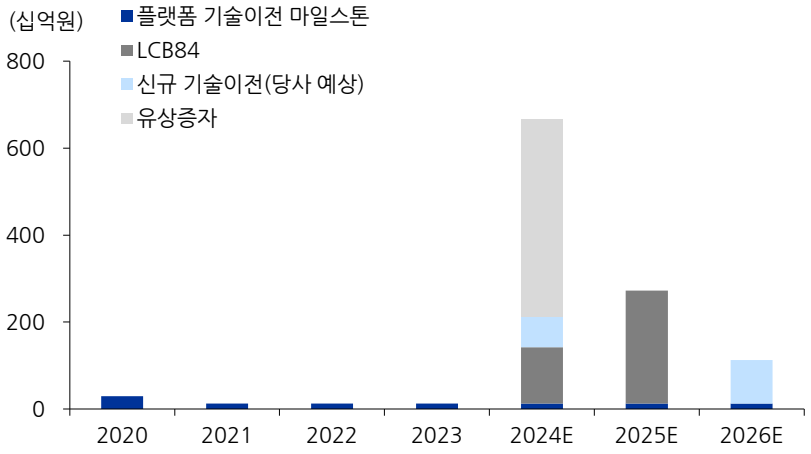
제약사	유한양행 오스코텍	한미약품	ABL바이오	종근당	리가켐바이오	유한양행 GI이노베이션*1	에스티팜*2
신약 후보물질	레이저티닙	에피노페그듀타이드 MK-6024	ABL301	CKD 510	LCB 84	YH35324 (GI-301)	STP0404
파트너사	J&J	Merck (MSD)	Sanofi	Novartis	J&J	기술이전 추진 중	임상 2상 완료 후 기술이전 추진
적응증	EGFR변이 비소세포폐암	MASH 대사이상 관련 지방간염	파킨슨 치료제	심순환계 질환 희귀질환(샤코 마리투스)	항암제 유방암, 폐암 등 타겟	면역질환 (알러지)	에이즈치료제
기전	EGFR 저해제	단백질 재조합 GLP-1/GIP dual agonist	이중항체 α-시뉴클레인 X IGF 1R	저분자화합물 NH-DAC 저해제	ADC Trop 2 Target ADC	융합단백질 IgE X FcεR1α 타겟	인테그라아제 저해
기술이전 시기	2018년 11월 임상 1상 완료	2020년 8월 임상 1상	2022년 3월 전임상	2023년 11월 임상 1상 완료	2023년 12월 임상 1상 진입	2024~2025년 기대	2025~2026년 기대
선급금 총 기술이전 규모	$50mn $1,255mn	$10mn $870mn	$75mn $1,060mn	$80mn $1,305mn	$100mn $1,700mn	기술이전 추진 중	임상 2상 완료 후 기술이전 추진
임상 단계	임상 3상	임상 2b 상	임상 1상	임상 1상 완료 후 기술이전	임상 1상	임상 1b상	임상 2상
임상 결과 발표 예상 시기	2024년 말~2025년 초	2025년 하반기	2024년 말~2025년 초	2024년 하반기 임상 2상 진입 예정	2024년 말~2025년 초	2024년 하반기	2024년 하반기
신약 출시 예상 시기	2024년 3분기	2029년	2030년	2030년	2030년	2032년	2028년
타겟 시장	>10조	>10조	>10조	>3조	>5조	>10조	>10조
예상 가치	>3조	>2조	>3조	>1조	>2조	>1조	>1조

자료: 각 사, 유진투자증권
주: * 1, 2: GI 이노베이션/유한양행, 에스티팜 관련 기술 이전 예상 시기 등은 당사 예상 시기임

대규모 R&D 투자가 지속될 것

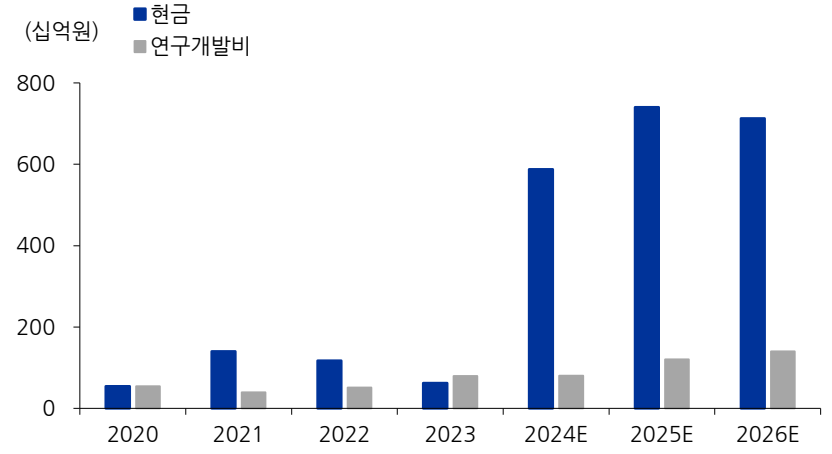
- 대한민국 신약 개발 역사에 한 획을 긋다
  - 리가켐바이오는 오리온을 상대로 신주 발행을 통한 유상증자 계획 발표
  - 경영전문성을 유지하며 R&D 투자 지속적으로 확대할 것
- 리가켐바이오 현금 유입은 지속될 가능성이 높다고 판단함
  - 2023년 말 빅파마 J&J에게 선급금 1,300억원에 달하는 LCB84 기술이전
  - 2024년 신규 기술이전 계약 기대
  - 2025년 LCB84 임상 2상 진입에 따른 옵션 선급금 2,608억원 유입 예상
- 2024년 연구개발비 1천억원 투자 예상, 자체 현금 유입으로 연구개발비 충당
  - 4,500억원에 달하는 투자금은 글로벌 임상 개발과 신약 후보물질 확충에 적극적으로 투자될 것
  - 2024년 4월 AACR에 5개 파이프라인 전임상 및 임상 결과 발표하며 확대되는 연구 활동을 꾸준히 입증

리가켐바이오 예상 현금 유입



자료: 리가켐바이오, 유진투자증권

리가켐바이오 연구개발비 추이



자료: 리가켐바이오, 유진투자증권

동종 산업간 협력 강화는 국내 제약산업의 위기를 방증하는 것

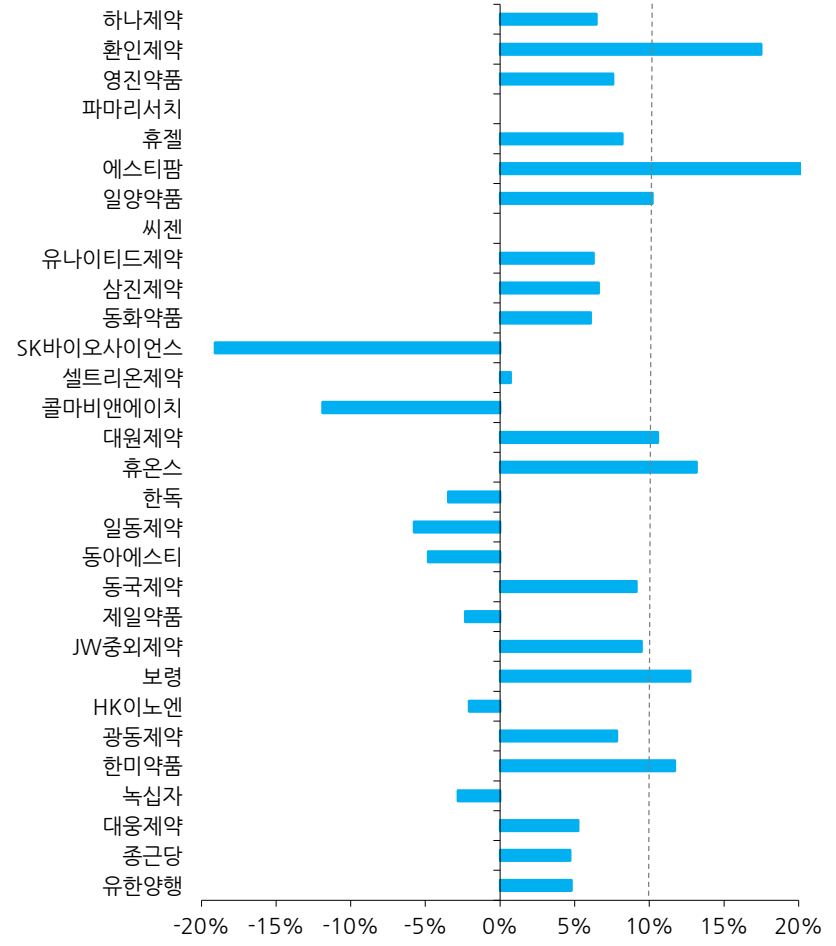
- 제약산업이 성장 산업이라는 말은 옛말
  - 매출 성장이 지속되고 있으나 성장률 둔화
  - 주력 제품을 제외한 일반의약품, 제네릭 제품들의 매출은 점차 감소
- 2023년 실적 분석: 상위 제약사들만 실적 성장
  - 매출 성장은 10% 이하이나 이익 성장률 약 15~20%
  - 이익 레버리지가 높기 때문에 매출 성장을 상회하는 이익 성장이 지속되고 있음
  - 그러나 높아지는 원가율, 연구개발비 증가로 이익 성장 둔화가 우려되는 수준
  - 하위 제약사들의 매출은 성장하고 있으나 이익은 감소
- 신규 성장동력 필요한 제약기업들이 동종 산업간 협력을 강화하고 있으나 한계가 존재함
  - 종근당과 대웅제약/ 셀트리온제약/ 휴온스
  - HK이노엔과 보령

동종 산업간 협력 강화

제약사	파트너사	코마케팅 품목	적응증
종근당	대웅제약	펙수클루	항궤양제, P-CAP 제제 2024년 목표 매출액 1,000억원
	셀트리온 제약	고덱스	간장질환용제
	휴온스	원더톡신	보툴리늄 톡신 제제
HK이노엔	보령	케이캡	항궤양제, P-CAP 제제 2024년 목표 매출액 1,800억원 이상

자료: 각 사, 유진투자증권

2023년 상위 30위 제약사 매출 성장률: 10% 이하가 대부분

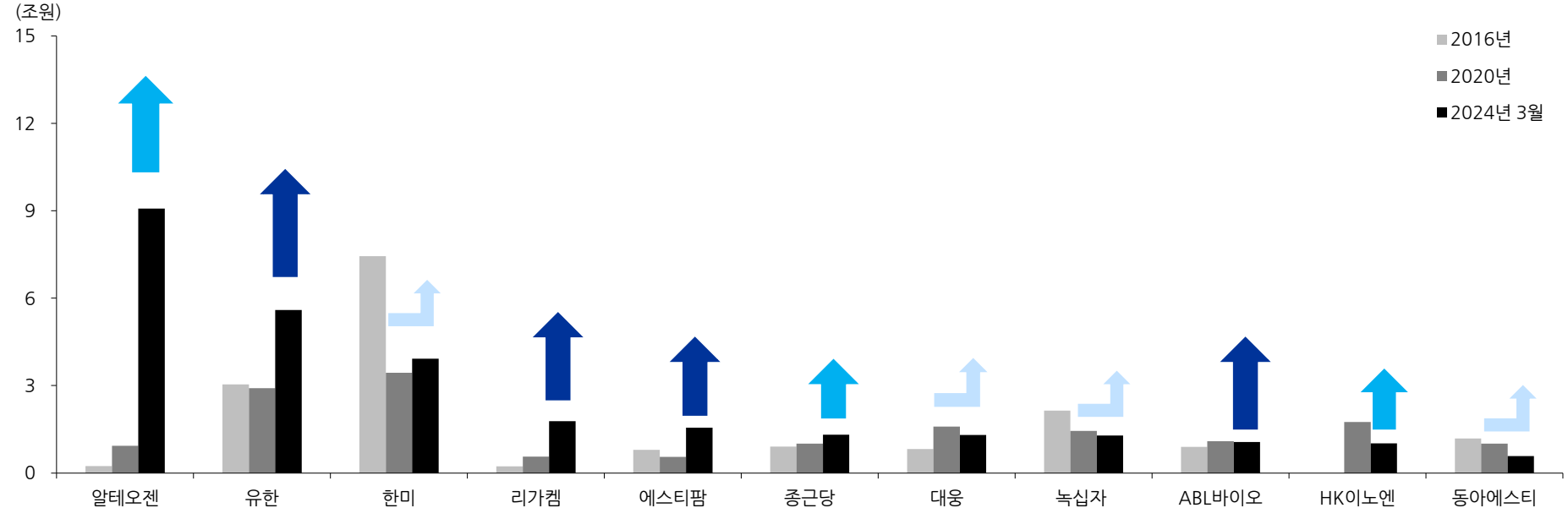


자료: 각 사, 유진투자증권

현황> 바이오텍들이 전통 제약기업들의 기업가치를 뛰어넘고 있다

- 바이오텍들의 등장 이후 제약사들과 바이오텍들의 기업가치
  - 바이오텍들이 전통 제약사들의 시장 가치를 넘어서고 있다
  - 연구개발 성과 확대와 글로벌 빅파마들과의 협력이 더욱 많아지면서 지속가능한 기업가치 상승이 기대된다.
- 바이오텍들의 동적역량(Dynamic Capabilities)이 기업가치 상승을 견인: sensing, seizing, entrepreneurship
- 대부분 전통제약사들의 기업가치는 높은 성장잠재력을 찾기 쉽지 않은 상태
- 2030년까지 기업가치의 상승을 견인할 요인들은 무엇일까? 핵심 역량의 확장성, 중장기 성장 전략 가시화, 기술 경영 능력

바이오텍들의 기업가치 변화

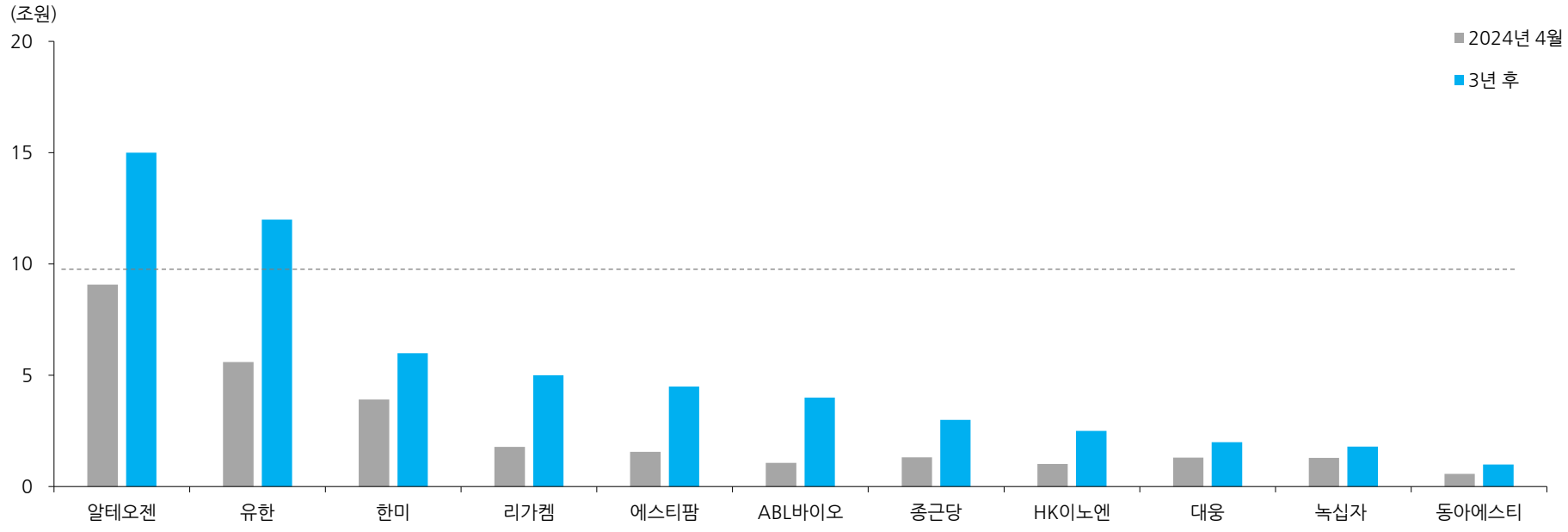


자료: Quantiwise, 유진투자증권

전망> 기업가치 상승동력은 무엇인가?

- 3년 후 바이오제약 기업들의 기업가치 상승 폭은 어떻게 될 것인가? 바이오텍들과 전통제약사들의 기업가치 간격 확대될 전망
  - 10조원 이상: 알테오젠, 유한양행
  - 5조원 이상: 한미약품, 리가켐바이오. 에스티팜, ABL바이오
- 핵심 역량에 기반한 비즈니스 모델의 확장성, 기술경영, 중장기 성장 전략 수립을 통한 기업가치 상승이 예상되는 바이오텍
- 기술 경영학적 투자관점이 필요한 시점
  - 글로벌 환경: 핵심 기술들에 대한 글로벌 빅파마들의 투자 확대(ADC, 이중항체, SC제형 기술, 올리고뉴클레오타이드 치료제 등)
  - 글로벌 바이오제약 산업의 성장과 동행 가능한 핵심 역량 보유: 글로벌 빅파마들과의 제휴가 확대되는 바이오텍들
  - 현재 보유한 자원과 역량이 전략적으로 활용되는 방법: 비즈니스 모델 확인

3년 후 국내 바이오제약 기업들 예상가치



자료: Quantiwise, 유진투자증권

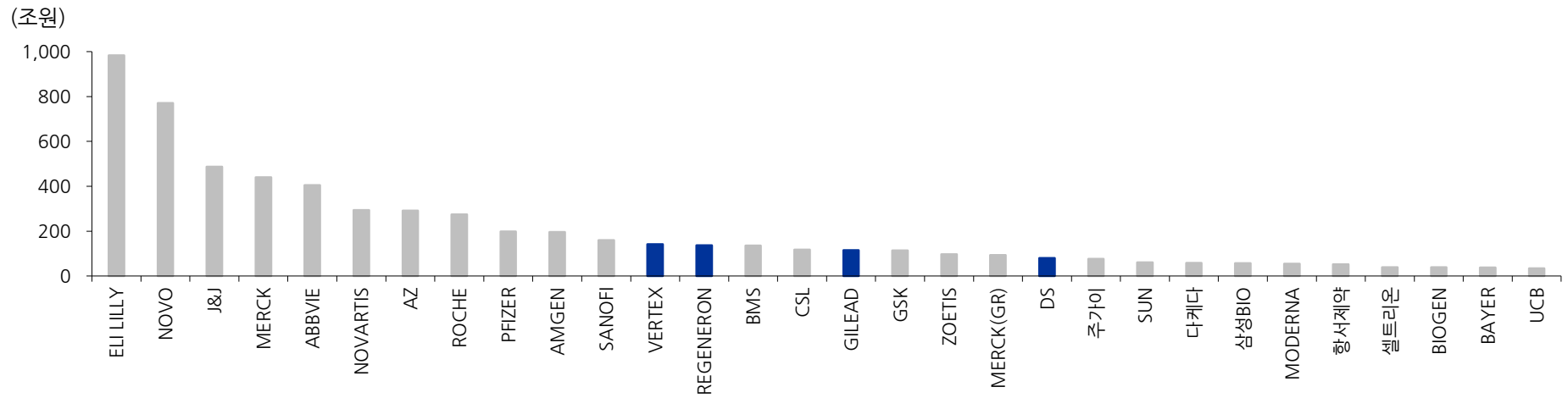
02

Case Study: 글로벌 바이오기업 8개사

- 길리어드 사이언스, 리제네론, 버텍스, 젠맵, 다이이찌산쿄, 에자이, 베이진, 레전드

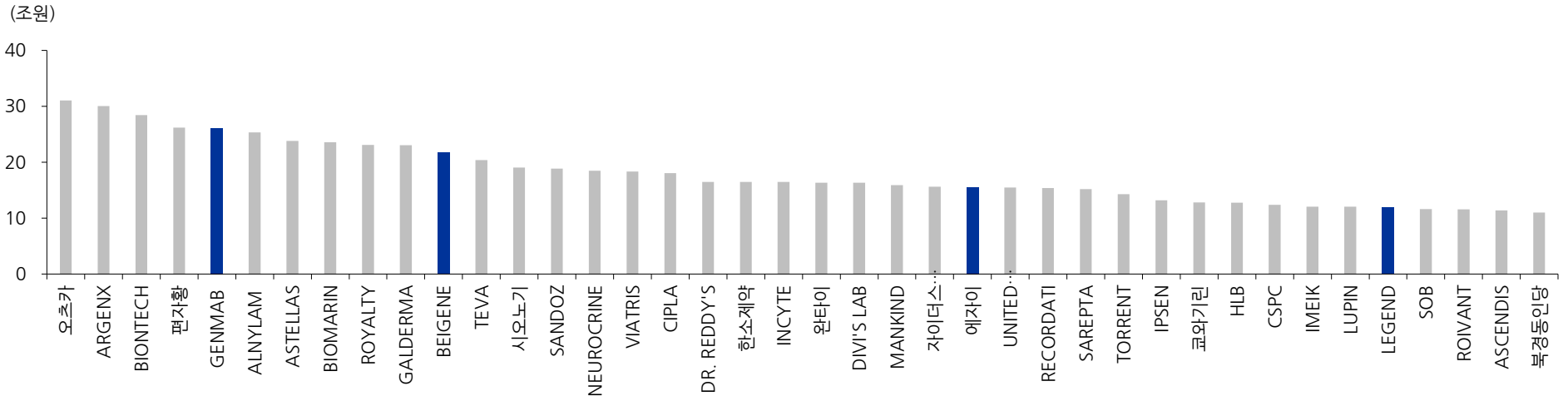
글로벌 바이오제약사 시가총액 순위

시가총액 1위~ 30위



자료: Bloomberg, 유진투자증권
주: 2024년 04월 18일 종가 및 환율(1,386원/달러) 기준

시가총액 31위~ 70위



자료: Bloomberg, 유진투자증권
주: 2024년 04월 18일 종가 및 환율(1,386원/달러) 기준

진화에 성공한 글로벌 바이오제약 기업들

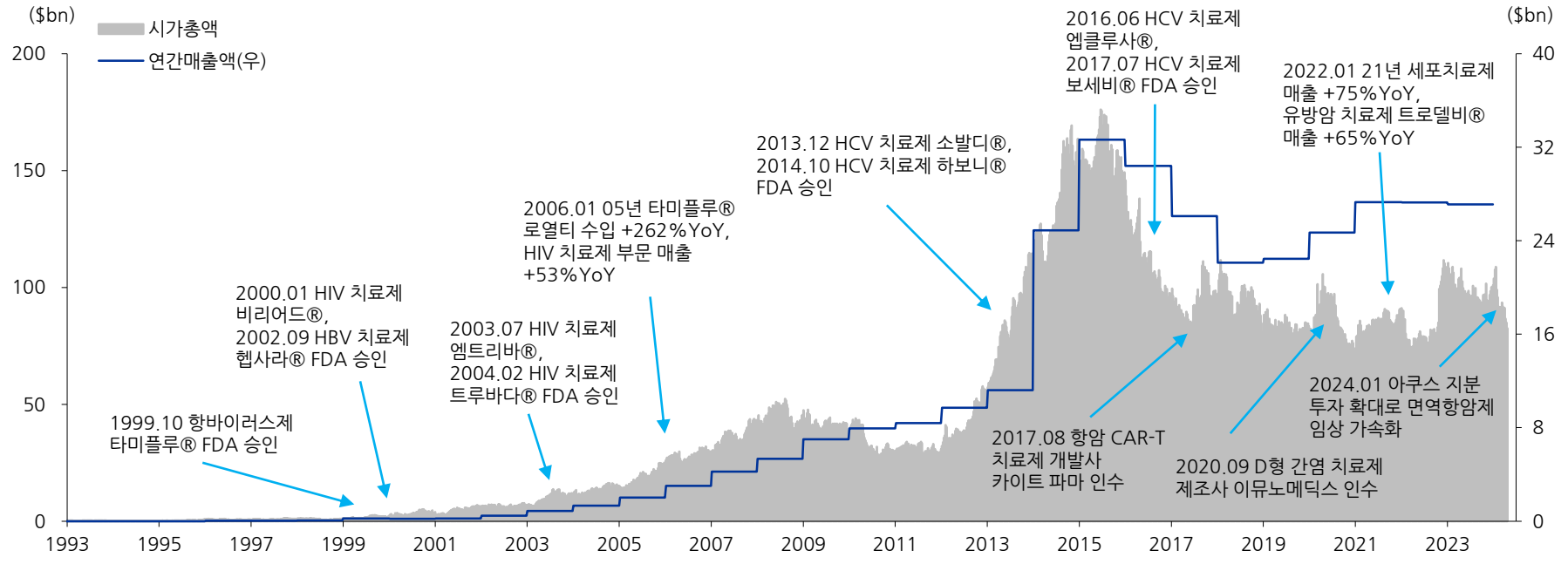
제약사 Ticker	길리어드 사이언스 NASDAQ: GILD	리제네론 NASDAQ: REGN	버텍스 NASDAQ: VRTX	젠맵 CPH: GMAB	다이이찌산쿄 TYO: 4568	에자이 TYO: 4523	베이진 NASDAQ: BGNE	레전드 NASDAQ: LEGN
소재지	미국			덴마크	일본		미국, 중국	
설립일 상장일	1987년 6월 22일 1922년 1월 22일	1988년 1월 8일 1991년 4월 2일	1989년 1월 4일 1991년 7월 4일	1998년 6월 11일 2000년 10월 18일	1899년 2005년 9월 28일 (다이이찌와 산쿄 합병)	1941년 12월 6일 1961년 9월 14일	2010년 10월 28일 2016년 2월 3일	2015년 5월 27일 2020년 6월 5일
시가총액 12Fwd P/E	$82.5bn 10.1배	$98.1bn 21.2배	$101.7bn 24.4배	$26.1bn 26.7배	$57.2bn 54.6배	$15.5bn 40.7배	$21.7bn -	$11.9bn -
2023 매출액 2023 영업이익	$27.1bn $7.6bn	$13.1bn $4.0bn	$9.9bn $3.8bn	$16.5bn $5.3bn	$1,278.5bn $120.6bn	$744.4bn $38.4bn	$2.5bn -$1.2bn	$0.3bn -$0.4bn
매출 $1bn 달성	2004년 $1.32bn	2012년 $1.38bn	2011년 $1.41bn	2020년 $1.54bn	2005년 $8.19bn	1992년 $1.68bn	2021년 $1.18bn	2023년 $0.29bn
연구 분야	바이러스질환 항암제	면역항암제 대사질환	희귀 유전 질환	항암제	항암제 심혈관 질환	뇌질환 항암제	면역항암제	세포치료제
대표 제품	빅타비 트로델비(ADC) 예스카타(CAR-T)	아일리아 듀피젠트 립타요	트라이카프타 카프트리오 카스제비(엑사셀,SCD)	다잘렉스 앱킨리 테페자	엔허투 릭시아나 탈리제	레켐비 렌비마 데이비고	테빔브라 브루킨사	카빅티
주력 모달리티	ADC CAR-T Small molecule	Bispecific Ab	Small molecule CRISPR/Cas9	Bispecific Ab ADC	ADC	Small molecule Ab	Small molecule Ab	CAR-T
M&A 이력	Pharmasset(2010) Kite(2017) Immunomedics (2021)	Checkmate(2022)	Aurora Bio.(2001) Semma(2019) ViaCyte(2022) Alpine(2024)	ProfoundBio(2024)	Ambit Bio.(2014) Plexxikon(2011)	MGI Pharma(2007)	-	-
Partner	Arcus	J&J	CRISPR Therapeutics Moderna	J&J AbbVie BioNTech	Astrazeneca Merck	Biogene BioArctic	Amgen	J&J Novartis

자료: Bloomberg, 각 사, 유진투자증권
주: 시가총액은 2024년 4월 18일 종가 기준

길리어드 사이언스(NASDAQ: GILD): To create a healthier world for all people

- 설립 37년: 바이러스 치료제 개발회사에서 세포 치료제 개발 회사로
  - 1987년에 설립, 1992년 상장, 타미플루 개발 후 로슈에게 판권 매각(직원 350명,1999년), 약 30개의 제약바이오 기업들은 인수합병
  - 2000년대부터 HIV, HCV, HBV 개발을 통해 제약기업으로 진화
  - 2017년 8월 카이트 파마를 119억 달러에 인수하여 CAR-T 세포치료제 항암제 개발사로 영역 확대
  - 2020년 6월 이뮤노메딕스를 240억 달러에 인수하여 ADC 항암제 개발사로 영역 확대
  - 최근 TIGIT 면역항암제 개발사에도 투자하여 ADC + 면역항암제 병용요법으로 임상 진행 중
- 시가총액: $82.5bn (순위 16위, 2024년 4월 18일), 2023년 매출액: $27.1bn(순위 17위)

시가총액 및 매출액 추이 및 이벤트 차트



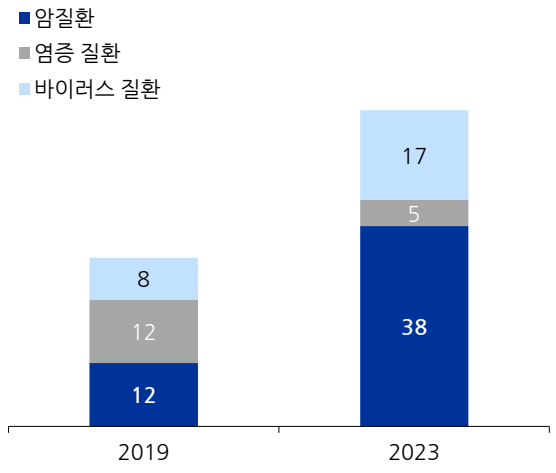
자료: Bloomberg, 길리어드 사이언스, 유진투자증권

길리어드 사이언스의 진화

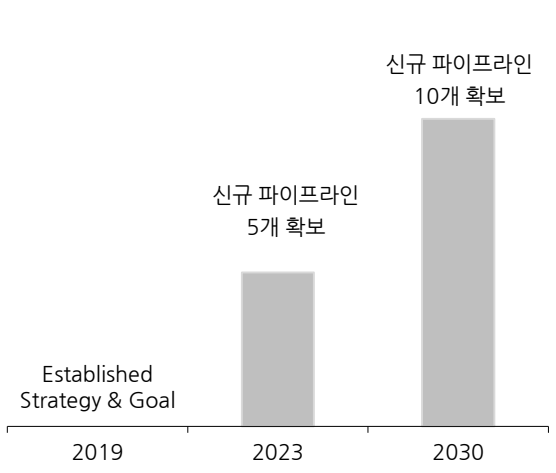
- 핵심역량
  - 니치 마켓에서 바이오텍으로 신약 개발 성공
  - 설립 20년이 지난 바이오텍에서 바이오제약 기업으로 변모
  - 차세대 신성장 치료제 분야(small molecule ➔ ADC, CAR-T)로 발빠르게 비즈니스 모델 확장
- 2030년 전망: 항암제 매출액이 총 매출액의 1/3 이상을 차지하도록 Transformative Therapies 를 확보

Transformation Taking Shape as Momentum Builds

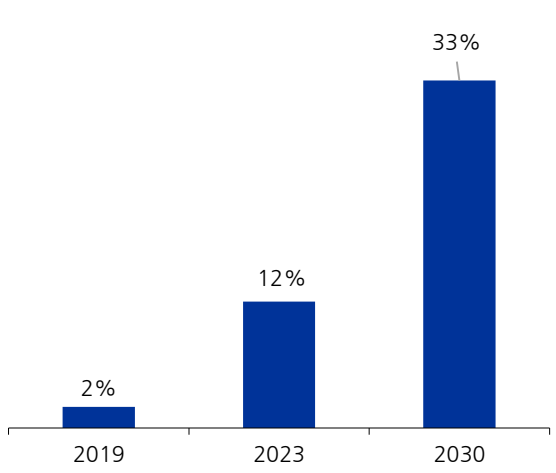
2019년 대비 파이프라인 개수 성장률 32개 임상 ➔ 60개 임상



2030년까지 10개 이상의 새로운 치료제 파이프라인 (New Transformative Therapies) 확보



2030년에는 항암제 매출액이 총 매출액의 1/3 이상을 차지



자료: 길리어드 사이언스, 유진투자증권

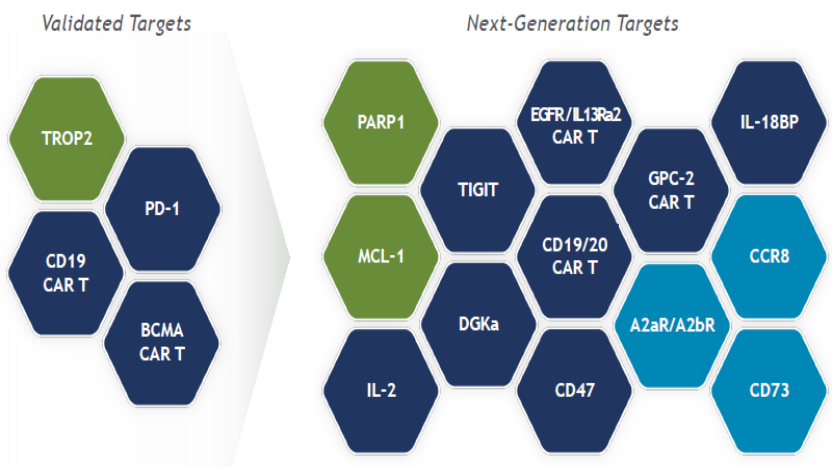
길리어드 사이언스 파이프라인 및 전망

항암제 파이프라인 개발 현황

파이프라인	개발 현황
트로델비 TROP2 ADC	삼중음성 유방암, 요도암, HR+/HER2 유방암 FDA 승인 NSCLC, 자궁내막암, 두경부암, 소세포폐암 임상 진행 중 면역항암제 병용요법 진행 중
예스카타	LBCL 2차, 3차 치료제로 처방 2024년에는 제조일 16일 이하로 단축 목표
테카터스	2020년 7월 24일 MCL 2차 치료제로 승인 받음 2021년 10월 1일 B세포 ALL 치료제로 승인 받음 2024년 1월 CAR-T 세포 치료제 중 유일하게 블랙박스 경고문구 제외됨
Anito-cel	MM 분야 2차 치료제 진입을 목표로 임상 2상 진행 중 타겟 시장 $12bn 2026년 출시 목표

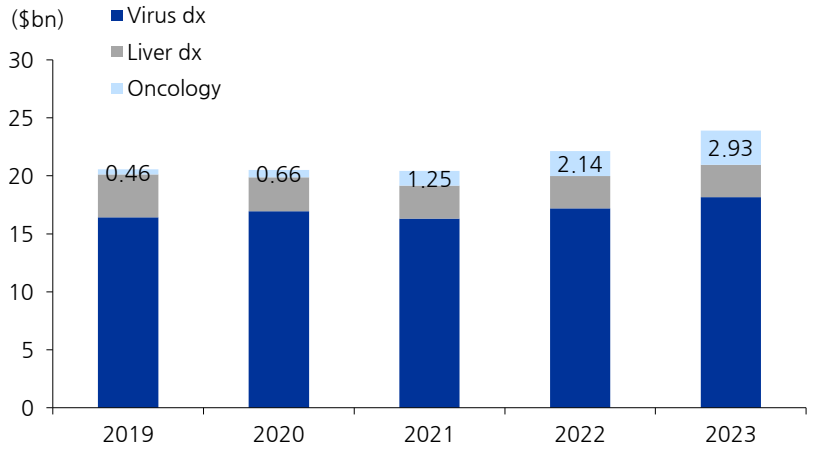
자료: 길리어드 사이언스, 유진투자증권

신규 타겟들 확보 4개 → 13개



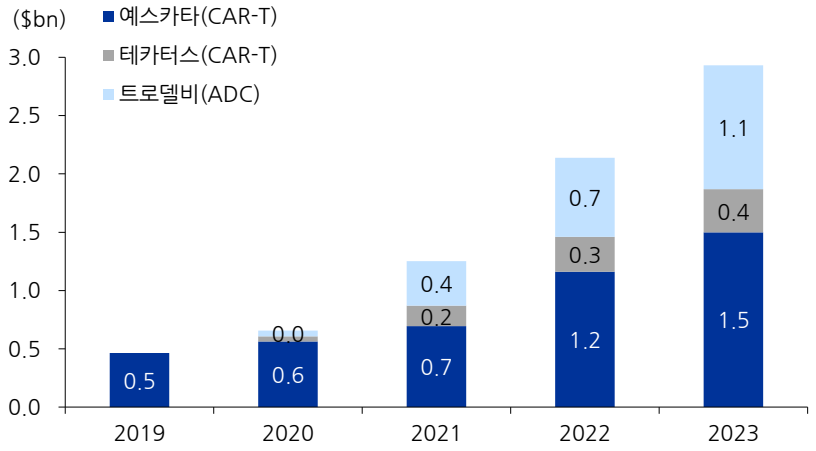
자료: 길리어드 사이언스, 유진투자증권

매출액 추이: 항암분야 매출액 비중 11%까지 상승



자료: 길리어드 사이언스, 유진투자증권

항암제 매출액 추이

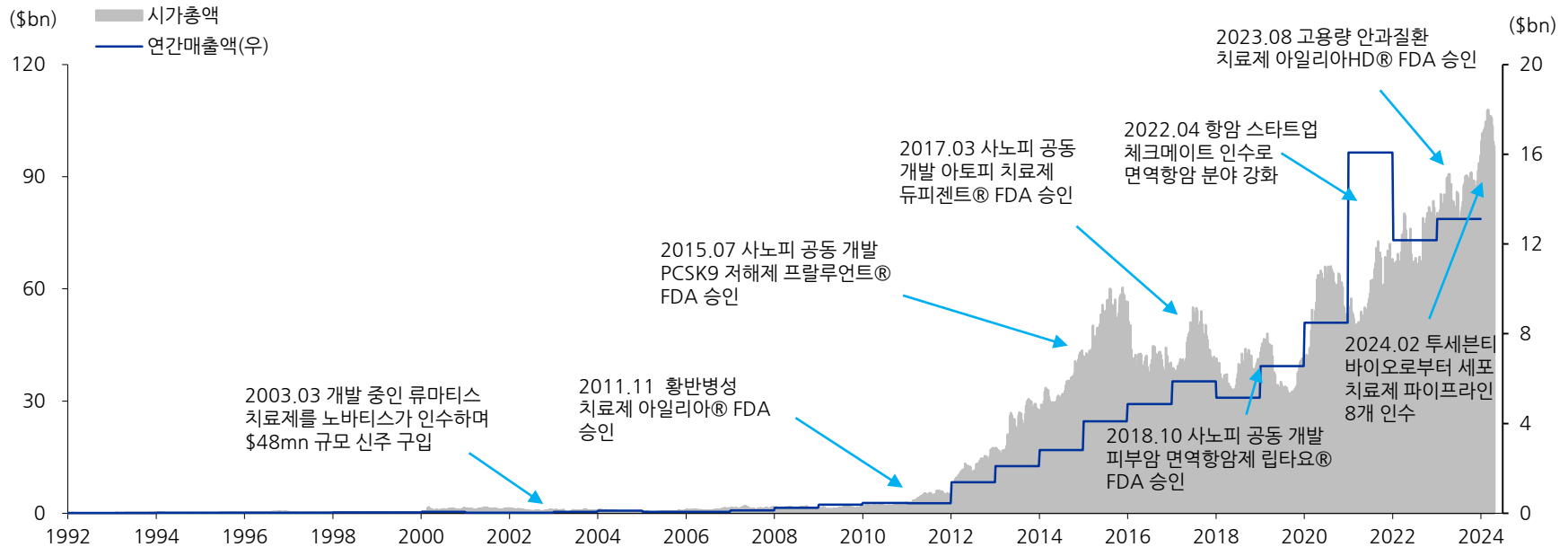


자료: 길리어드 사이언스, 유진투자증권

리제네론(NASDAQ:REGN): Improving the lives of people with serious diseases

- 설립 36년: 항체 개발 전문 회사, Trap technology와 VelociSuite® technology platform 보유, 11개 상업화 제품 출시
  - 1988년에 설립, 1991년 4월 상장, 8개의 상업화 제품 보유, 노바티스. J&J, 애브비, 시젠과 파트너십 체결 후 상업화
  - 2011년 아일리아(황반변성 치료제) FDA 승인, 2023년 매출액 $9.2bn, 2027~2032년 특허 만료
  - 2015년 프랄루언트(PCSK9 저해제) FDA 승인 , 2023년 매출액 $0.64bn, 2029년 특허 만료
  - 2017년 듀피젠트(알러지 질환) FDA 승인, 2023년 매출액 $11.6bn, 2031년~ 특허 만료
  - 2018년 립타요(면역항암제) FDA 승인, 2023년 매출액 억 $0.87bn, 2035년~ 특허 만료
  - 2023년 아일리아 고농도 FDA 승인, 2023년 매출액 $0.17bn, 2032년~ 특허 만료
- 시가총액: $98.1bn(순위 13위, 2024년 4월 18일), 매출액: $13.1bn(순위 23위)

리제네론 시가총액, 매출액 및 이벤트 차트



자료: Bloomberg, 리제네론, 유진투자증권

리제네론의 진화: 완전 인간화 항체 생산 플랫폼, 융합 단백질 기술보유

- 핵심역량
  - Trap Technology, VelociSuite® Platform 을 보유
  - 단일항체로 시작하여 이중항체, RNA 치료제, 유전자 치료제로 영역 확장
  - 면역질환, 항암분야에서 대사질환, 유전질환으로 확장
  - 내부에서 개발된 파이프라인들끼리 병용요법으로 개발
- 36년간 총 11개 제품 상업화
  - Bayer, Sanofi, Roche, Alnylam, Intellia, BioNTech 등과 파트너십
  - 첫 인수 합병: Checkmate Pharmaceuticals(2022) $250mn 인수, 난치성 종양(흑색종, 비흑색종 피부암, 두경부암) 파이프라인 추가

리제네론 핵심 역량

Fully Human monoclonal Antibodies	Fusion proteins	Regeneron Genetic Center
Regeneron has developed a suite of patented technologies (VelociSuite®), including VelociGene®, VelocImmune® and VelociMab®, that allow Regeneron scientists to determine the best targets for therapeutic intervention and rapidly generate high quality, fully human antibodies as drug candidates.	Our novel and patented “Trap” fusion protein technology creates high-affinity product candidates for many different types of signaling molecules, including growth factors and cytokines. The technology involves fusing two distinct fully human receptor components and a fully human immunoglobulin.	A large-scale, fully-integrated genomics program that uses DNA sequencing and analysis to better understand the causes of disease, and to more rapidly and efficiently bring new therapeutics to patients in need.

자료: 리제네론, 유진투자증권

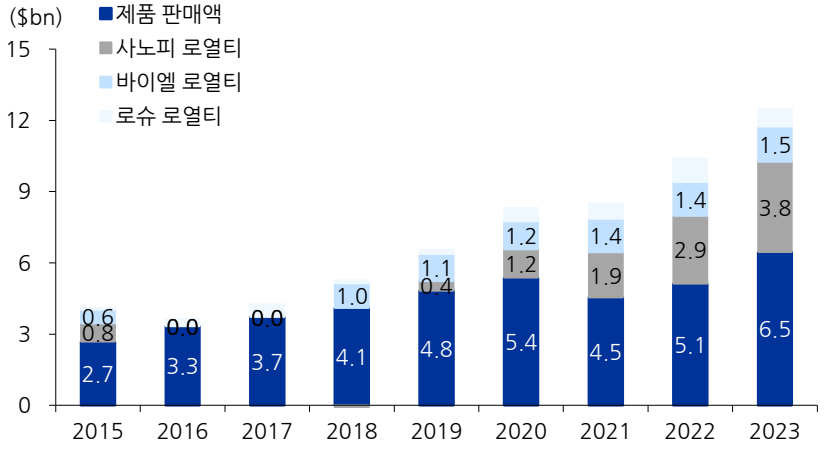
리제네론 파이프라인 및 전망

다양한 모달리티와 다양한 질환영역으로 연구개발 확장

모달리티	단일항체 - anti PD-1, anti LAG-3 - Trevogrumab(anti-myostatin) - garetosmab (anti-activin A)	**이중항체** **- CD3 이중항체** **- CD28 이중항체**	**siRNA**	CRISPR/Cas9	AAV Gene Therapy
질환	- 면역항암제(면역관문억제제) - 대사질환 : **비만치료**, 임상 2상 시작, 위고비 및 마운자로와 병용요법 임상	- 혈액암 - 고형암	- 뇌질환 치료(알츠하이머) - siRNA+ 항체 병용 치료 (중증근무력증, 지도모양위축증 등) - GPR75 타겟 비만치료 - **MASH** 치료(임상 2상, 1상) - Alnylam과 파트너십	- Knockout and Insertion Genome Editing - 인텔리아와 파트너십	- 청력 질환 타겟 - 근육 장애 질환 타겟 - 혈우병 B 치료

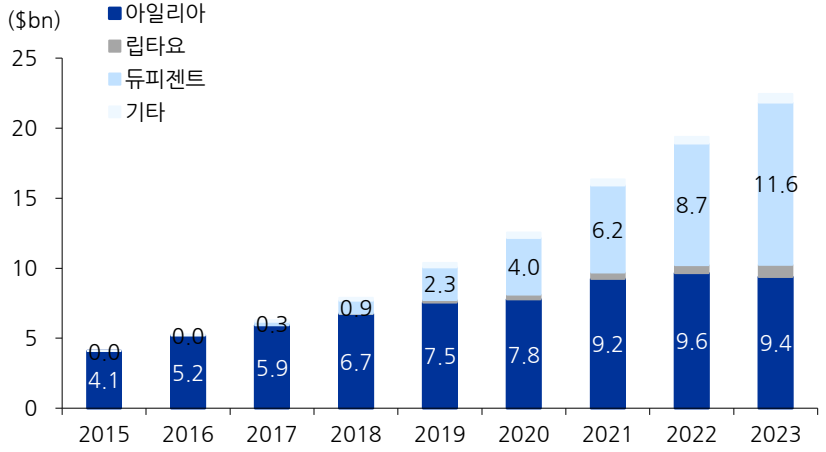
자료: 리제네론, 유진투자증권

매출액 추이: 미국 내 제품 판매액(듀피젠트 제외) + 로열티



자료: 리제네론, 유진투자증권

리제네론이 개발한 제품들 전세계 매출액 2023년 $22bn

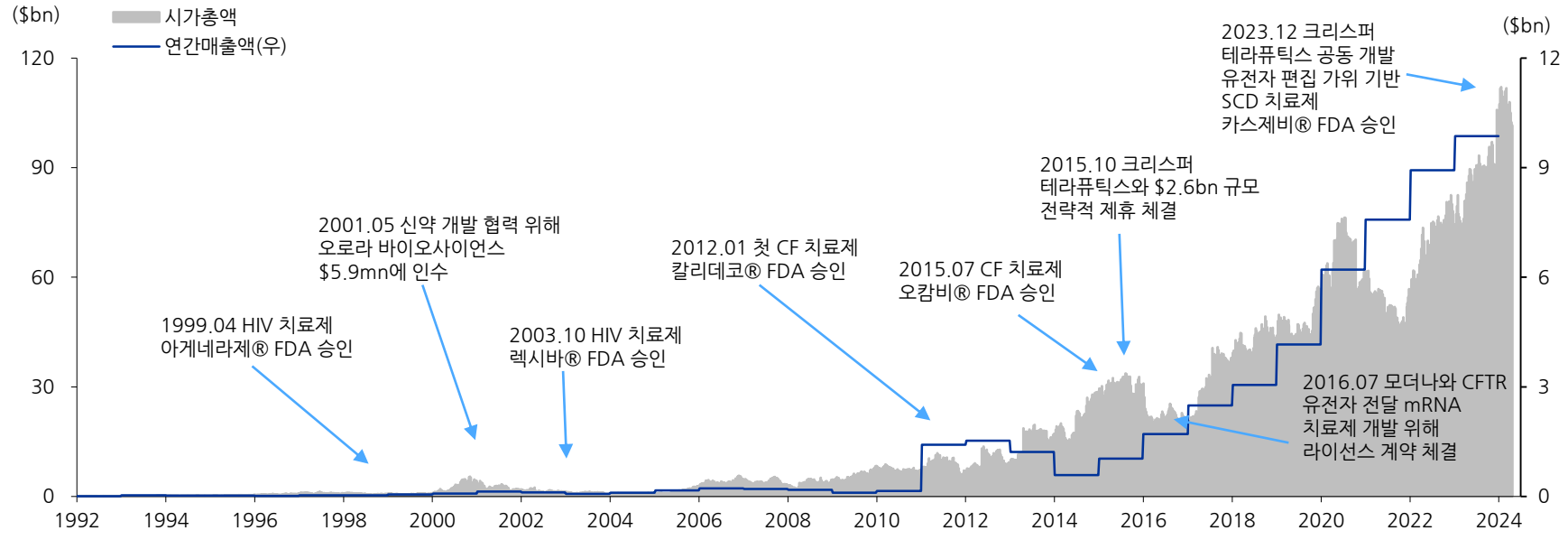


자료: 리제네론, 유진투자증권

버텍스(NASDAQ:VRTX): To transform the way serious disease are treated

- 설립 35년: HIV, HCV 치료제 개발 회사에서 희귀질환 치료제 개발사로 개발영역 전환에 성공, 첫 유전자편집 치료제까지 출시
  - 1989년 설립, 2000년 10월 상장
  - 1999년 HIV 치료제 Argenerase 출시, 2011년 HCV 치료제 출시하였으나 실패
  - 2001년에 인수한 Aurora Biosciences사가 연구하던 낭포성 섬유증 (CF, Cystic fibrosis, 희귀성 유전질환) 치료제 개발사로 전환
  - 2012년 첫 CF 제품 출시, 5개의 CF 상업화 제품 보유
  - 2015년 CRISPR 테라퓨틱스와 research collaboration 시작, 2020년 5월 ODD로 지정
  - SCD(겸상적혈구질환), TDT(베타지중해성 빈혈)분야에서 카스제비(CASGEVY, 유전자편집 가위를 이용한 치료제) 출시
  - 2016년 모더나와 mRNA에 기반한 CF 치료제 개발 협력
- 시가총액: $101.7bn(순위 12위, 2024년 4월 18일), 2023년 매출액: $9.9bn달러(순위 26위)

버텍스 시가총액, 매출액 및 이벤트 차트

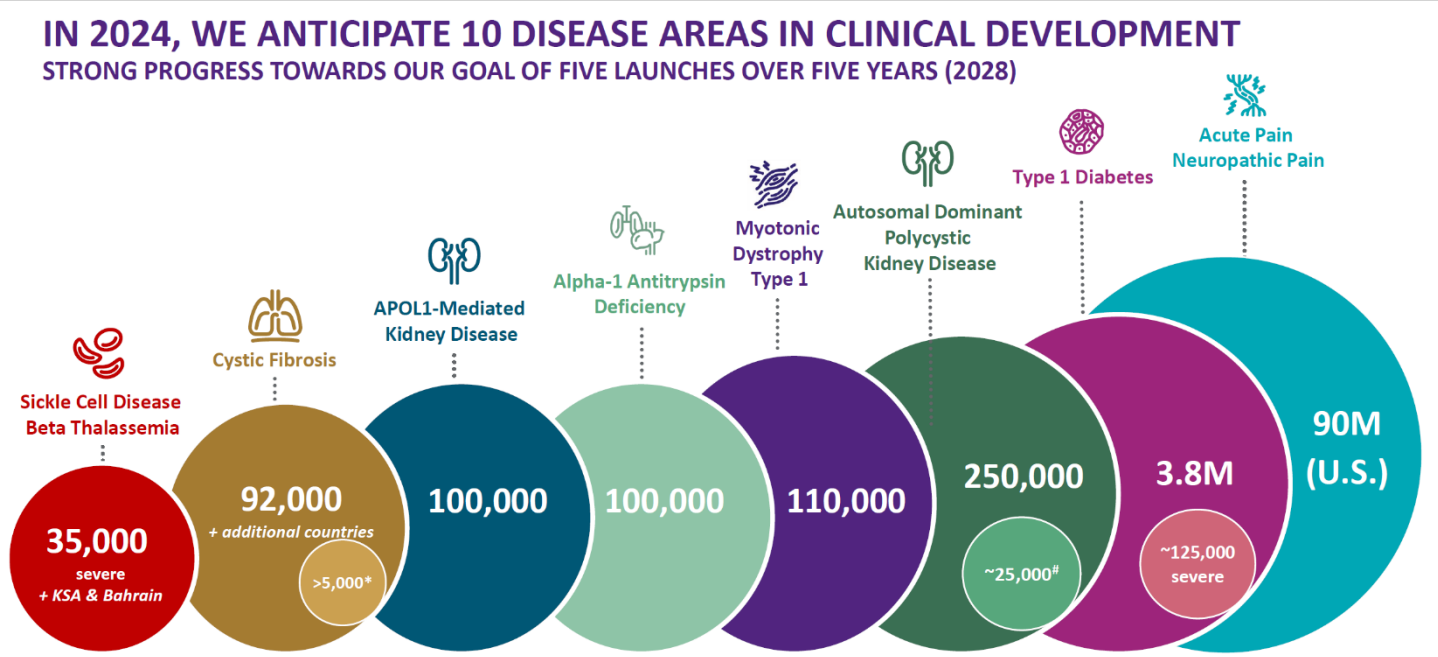


자료: Bloomberg, 버텍스, 유진투자증권

버텍스의 진화: The science of possibility

- 핵심역량
  - Science에 기반한 연구, - 치료제가 없는 first-in-class 치료제 출시, 하나의 타겟에 대해 다방면으로 치료제를 출시하여 치료효과를 높임
  - first-in-class 치료제의 높은 수익성은 지속적으로 대규모 R&D 투자를 가능하게 함
- 20년 연구 끝에 낭포성 섬유증(CF, Cystic fibrosis, 희귀성 유전질환) 치료제 시장에서 first-in-class 제품을 출시함
  복합제, 병용요법으로 5개의 제품을 출시하면서 2023년 매출액 $9.9bn 달성
- 혁신 치료제 개발에 투자: 유전자편집 치료제 투자하여 상업화 성공, mRNA 분야 투자 중
- 잠재적 시장이 100조원인 비마약성 진통제(VX-548) 개발에 투자, 2024년 하반기 NDA 제출 예정이며 2025년 출시가 기대됨

버텍스 핵심 역량



자료: 버텍스, 유진투자증권

버텍스 파이프라인 및 전망

버텍스 제품 및 파이프라인 개발 현황

제품/ 파이프라인	개발 현황
TRIKAFTA/KAFTRIO ORKAMBI KALYDECO SYMDEKO/SYMKEVI	상업화, 2023년 연간 판매액 약 $9.9bn 삼중복합제, RNA 치료제로 후속 제품 개발 중
CASGEVY	세계 최초 유전자 편집가위를 이용한 유전자 교정 치료제 겸상적혈구 질환, 베타지중해성 빈혈 치료제
Vanzacaftor/tezacaftor /deutivacaftor	삼중복합제 2024년 중기 미국, 유럽, 캐나다 신약 승인 신청 예정
VX-548 VX-993(경구)	NaV1.8 inhibitor, 선택적 나트륨 채널 저해제 비마약성 급성 진통제
VX-880	제 1당뇨 치료제: Allogenic stem-cell derived insulin-producing islet cell replacement therapy

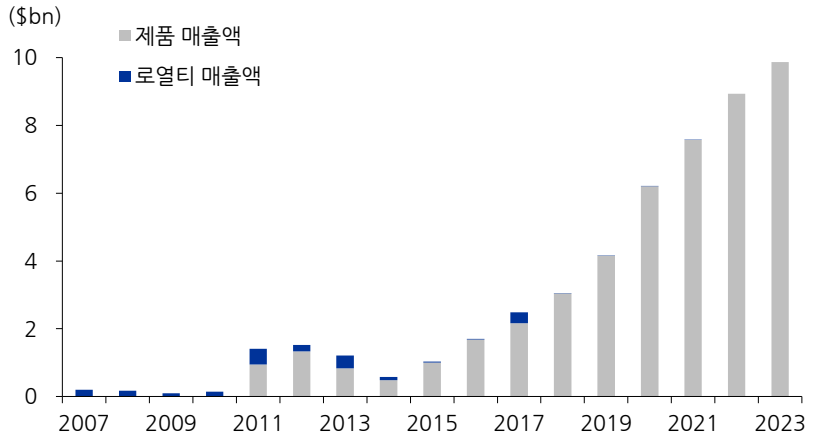
자료: 길리어드 사이언스, 유진투자증권

유전자 편집 치료제 카스제비 출시

	가정	산출 과정	설명
중증 환자	32,000명	-	-
치료조건에 맞는 환자	50%	16,000명	-
카스제비 M/S	90%	14,400명	-
치료비 중간값	$1.9mn	$27.4bn	카스제비 잠재 매출액
OP margin	45%	$12.3bn	-
VERTEX profit share	60%	$ 7.4bn	버텍스 예상 수익

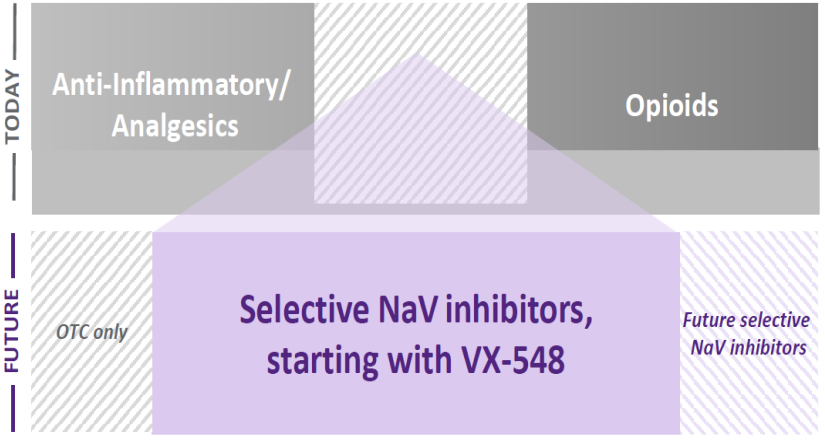
자료: 유진투자증권 추정

매출액 추이: 섬유성 낭종 제품 매출액 연간 $10bn



자료: 버텍스, 유진투자증권

비마약성 진통제 VX-548: 2025년 출시 예정

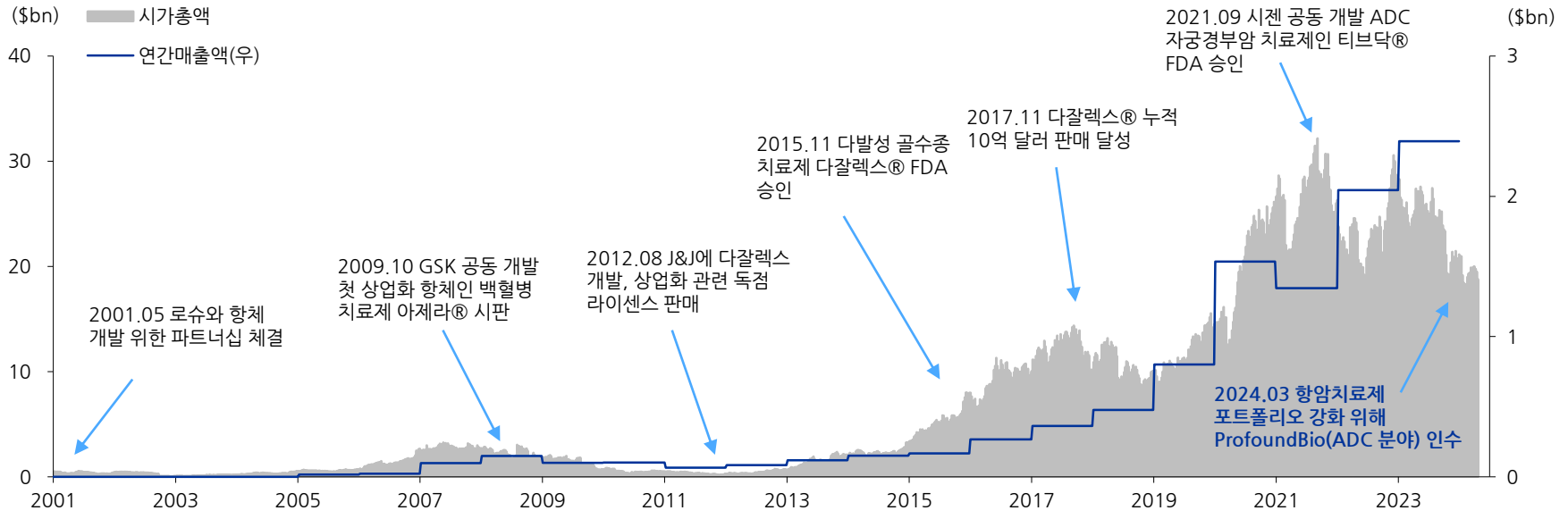


자료: 버텍스, 유진투자증권

젠맵(CPH: GMAB): Engineering a transformative tomorrow

- 설립 27년: 단일항체에서 이중항체 치료제 개발로 진화
  - 1998년에 설립, 2000년 10월 상장, 8개의 상업화 제품 보유, 노바티스. J&J, 애브비, 시젠과 파트너십 체결 후 상업화
  - 2001년 로슈와 첫 파트너십 체결
  - 2003년 첫 인간화 항체 개발, 2005년 다라투무맵(제품명 다잘렉스®, 단일항체, 다발성 골수종 치료제) 신약 후보물질 확정
  - 2009년 첫 신약 상업화, GSK -
  - 2010년 이중항체 플랫폼 확보, 2012년 J&J과 파트너십 체결, 2014년 시젠과 ADC 개발
  - 2015 년 다잘렉스 FDA 승인
- 시가총액: $18.8bn(순위 35위, 2024년 4월 18일), 2023년 매출액: $2.4bn(순위 70위)

시가총액 및 매출액 추이 및 이벤트 차트

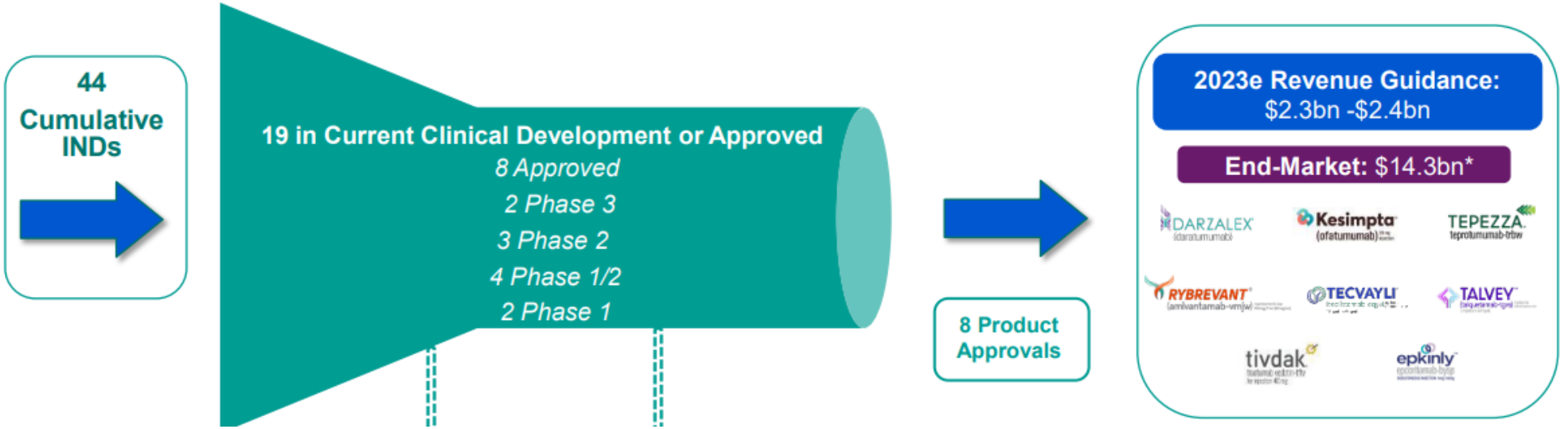


자료: Bloomberg, 유진투자증권

젠맵의 진화: Evolving into a fully integrated biotech innovation powerhouse

- 핵심역량
  - Focus on **core competence**
  - Turn science into medicine
  - Build a profitable & successful biotech
- 2017년 ~ 2022년까지 총 44개의 파이프라인이 임상 진입➔ 19개가 임상 진행 중이거나 상업화
  - 11개가 현재 임상 진행 중(임상 3상 2개, 임상 1~2상 9개), 8개는 상업화 성공
  - 6년간 $3.4bn 지출, 그 중 77%가 연구개발 비용 ➔ 연평균 약 5,700억원을 연구개발에 투자

Power of Discovery and Drug Development Engine



자료: 젠맵, 유진투자증권

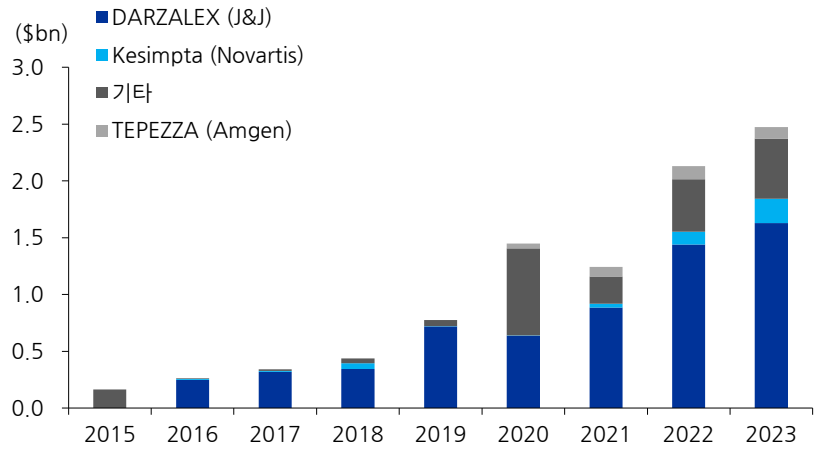
젠맵 파이프라인 및 전망

항암제 파이프라인 개발 현황

	초기 임상	임상 2상	임상 3상	승인
젠맵이 50% 이상 소유	GEN1053/BNT313: HexaBody-CD27 GEN1056/ BNT322 GEN3017: DuoBody-CD3X CD30	Acasunlimab (GEN1046/ BNT311): PD-L1 X 4—1BB GEN 1042/BNT312: CD40 X 4-1BB GEN1047: CD3 X B7H4		에코리타맵(엡킨리®, J&J) Tisotumab vedotin (티브닥®, 화이자)
기술 이전한 파이프라인	Additional early-stage programs in development	Ordesekimab (사노피) Lu AF82422 (룬드백)	Inclacumab (화이자) Mim8 (노보 노디스크)	다라투무맵(다잘렉스®, J&J) 아미반타맵(리브리반트®, J&J) 테클리스타맵(탈베이®,J&J) 오파투무맵(케심타®, 노바티스) 테프로투무맵(테페자®, 암젠)

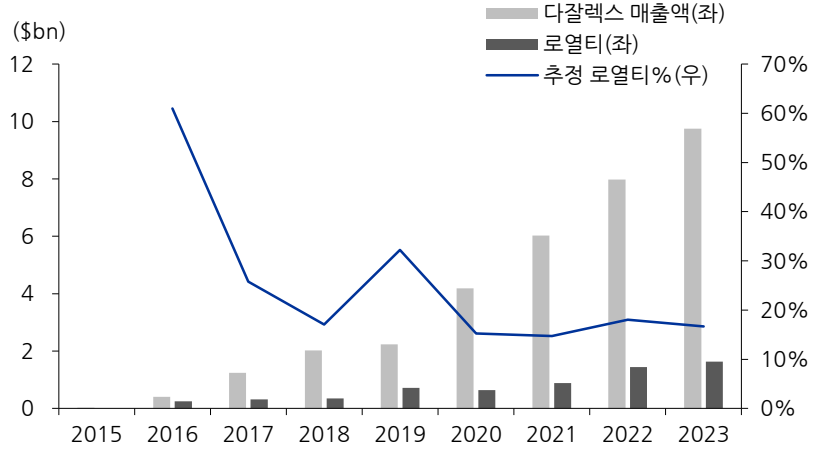
자료: 젠맵, 유진투자증권

매출액 추이: 판매 로열티가 66%(다잘렉스 판매로열티 66%)



자료: 젠맵, 유진투자증권

다잘렉스 매출액 및 판매 로열티 추이

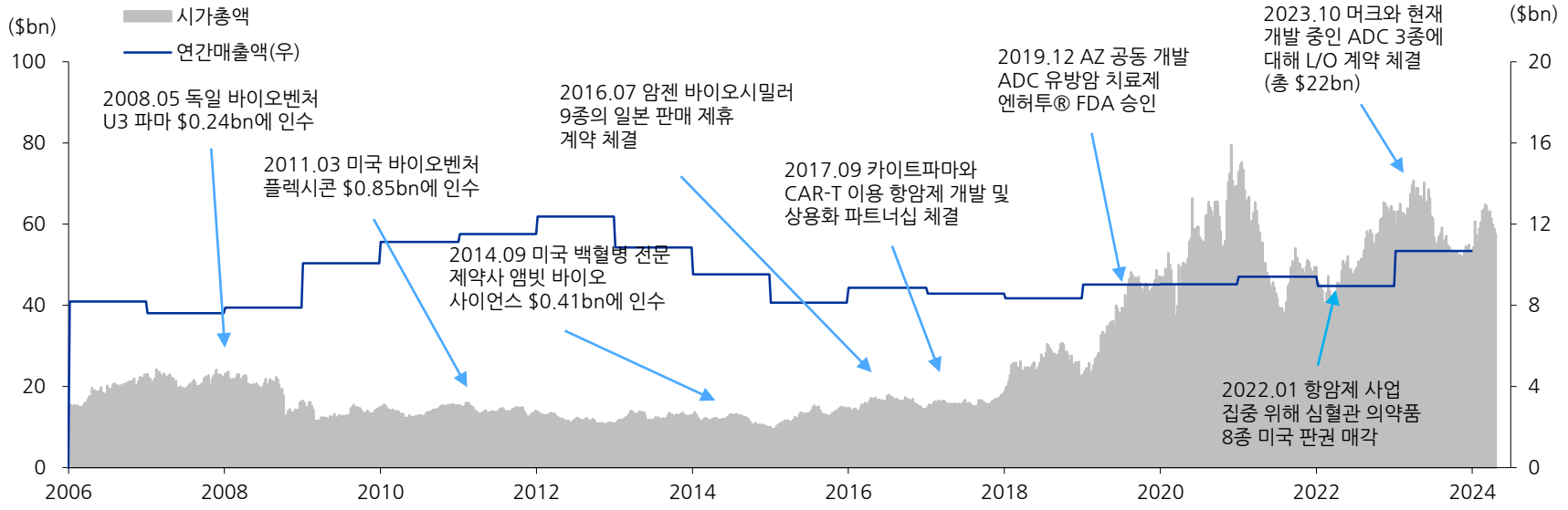


자료: J&J, 젠맵, 유진투자증권

다이이찌산쿄(TYO: 4568): Contribute to the enrichment of quality of life around the world

- 설립 27년: 단일항체에서 이중항체 치료제 개발로 진화
  - 2005년에 일본 산쿄와 다이이찌 파마슈티컬스가 합병하여 설립
  - 2008년 인도 란박시 지분 64% 인수
  - 2008년 U3 Pharma 인수, HER 3 항체 확보 , 2011년 미국 Plexxikon 인수, 2014년 Ambit Biosciences 인수
  - 2018년 항암제 분야를 제외하고 모두 매각
  - ADC 분야에 진출
  - 2019년 3월, 2020년 7월 아스트라제네카와 엔허투, DATO-Dxd 기술 이전. 총 계약 규모 각각 $6.9bn(임상 2상), $6bn(임상 1상)
  - 2023년 10월 머크에게 3개 ADC 기술 이전, 총 계약 규모 $22bn(임상 1상, 2상, 3상 물질 각각 1개씩)
- 시가총액: $57.2bn(순위 20위, 2024년 4월 18일), 2023년 매출액: $9.5bn(순위 28위)

다이이찌산쿄 시가총액, 매출액 및 이벤트 차트



자료: Bloomberg, 다이이찌산쿄, 유진투자증권

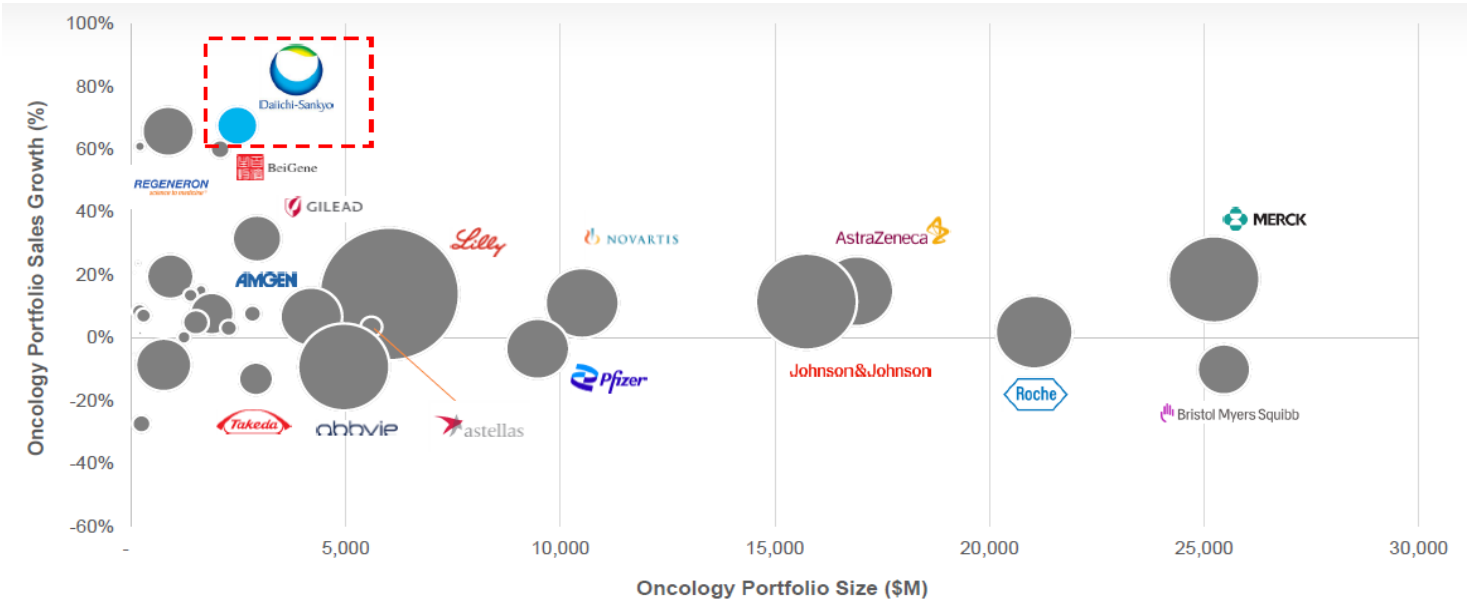
다이이찌산쿄의 진화

다이이찌산쿄의 진화

제약사	핵심 역량	1990년대	2000년대		2010년대	2020년대
산쿄	Biologics	인간화 항체 연구	mAb screening 구축 mAb 포트폴리오 확대 대규모 제조 시설 구축 인수합병을 통해 항체 확보 (Denosumab 등)	2007년 합병	2010년 : Cross-functional activity ADC 연구	5 DXd ADCs & Next Wave
다이이찌 파마슈티컬	Topo I inhibitors	1980년대: 야쿠르트와 이리노테칸(CPT-11) 공동개발 1990년대: 강력한 Topo I 저해제인 Exatecan 개발 임상 3상 완료	약물전달시스템 연구개발		엔허투 연구개발 2013년 전임상 2015년 임상 시작 2019년 FDA 승인	

자료: 다이이찌산쿄, 유진투자증권

항암제 분야에서 다이이찌산쿄의 위상 상승: 2023년 15위 ➔ Top 10 진입 목표



자료: 다이이찌산쿄, 유진투자증권

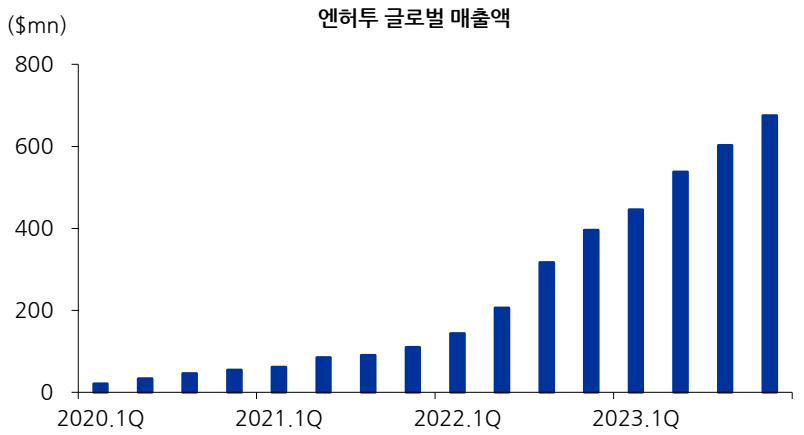
다이이찌산쿄 파이프라인 및 전망

다이이찌산쿄 제품 및 파이프라인 개발 현황

파이프라인	파트너사	개발 현황
엔허투	아스트라 제네카	2019년 FDA 승인, 2024년 판매 시작
Dato-DXd		2024년 FDA 승인 신청, 2025년 판매 시작 예상
HER 3 -DXd	머크	mEGFR NSCLC 3L, 2024년 FDA 승인 신청
DS-7300		SCLC, CRPC, ESCC, sqNSCLC 2상
DS-6000		OVC 1
DS-3939	자체 개발	첫 환자 투여 시작
Next Wave	자체 개발	Quizartinib (FLT3-ITD+ AML) Next generation ADC:DS-9606 New assets: DS-1103, DS-1741

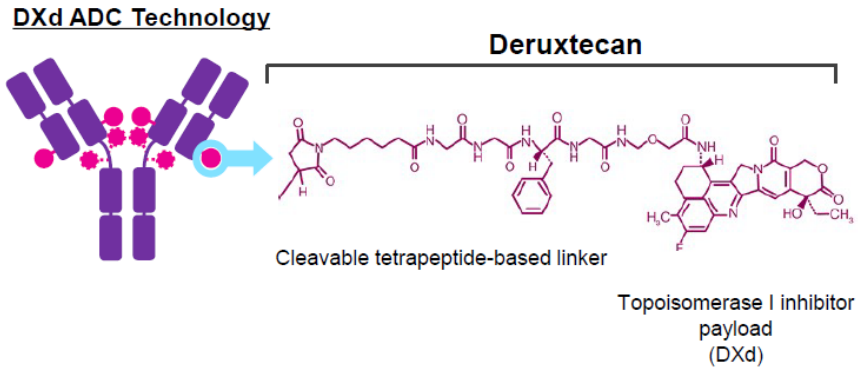
자료: 다이이찌산쿄, 유진투자증권

엔허투 매출액 추이 및 전망



자료: 다이이찌산쿄, 유진투자증권

다이이찌산쿄 DXd ADC 특징



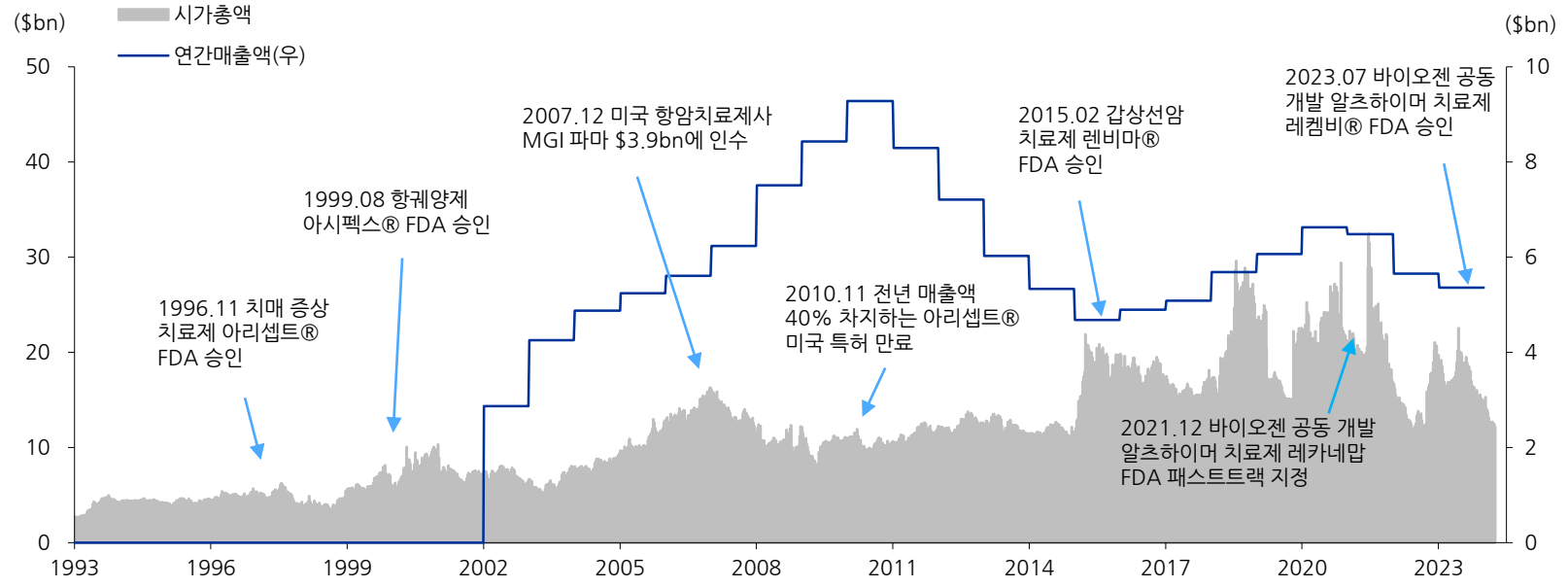
- Payload MOA: Topoisomerase I inhibitor
- High potency of payload
- High drug to antibody ratio (DAR)
- Stable linker-payload
- Payload with short systemic half-life
- Tumor-selective cleavable linker
- Bystander antitumor effect

자료: 다이이찌산쿄, 유진투자증권

에자이(TYO:4523): EWAY Future & Beyond

- 설립 83년: 뇌질환 분야 치료제 개발에 특화된 일본 제약사
  - 1941년에 설립, 1995년 미국법인 설립
  - 1996년 11월 미국 FDA에 아리셉트(성분명 도네페질) FDA 승인, 화이자와 코마케팅
  - 1999년 Aciphex(라베프라졸, 항궤양제) 승인, J&J와 코마케팅
  - 2007년 미국 치료용 항체 개발 회사 인수, 2007년 MGI Pharma 항암제 개발 회사 인수 $3.9bn
  - 2015년 렌비마(표적항암제, 갑상선암, 신장암) FDA 승인
  - 2017년 Biogen과 알츠하이머 치료제 공동개발 협약
  - 2023년 알츠하이머 치매 치료제 레켐비 FDA 승인, 상업화
- 시가총액: $11.2bn (순위 55위, 2024년 4월 18일), 2023년 매출액: $5.5bn(순위 39위), 직원 수 10,000+명

에자이 시가총액, 매출액 및 이벤트 차트



자료: Bloomberg, 에자이, 유진투자증권

에자이의 진화: 레카네맙 상업화에 성공

- 핵심 역량: 뇌질환 치료제 개발에 투자 지속
  - 2005년 에자이는 알츠하이머 치료를 위해 스웨덴의 BioArctic (2003년 설립)와 전략적 연구개발을 시작, BAN2401 확보
  - 2007년 12월 에자이는 BAN2401의 독점적 라이선스 계약 체결
  - 2014년 바이오젠도 공동 개발에 참여, 2017년 임상 2상, 2020년 임상 3상, 2023년 1월 FDA 신약 승인
  - 치매 치료제에 대한 접근성을 낮추기 위해 치매 치료를 위한 플랫폼 구축
- 레카네맙 개발 상황
  - 2023년 1월 6일: 미국 FDA 승인, 2023년 1월 23일: 미국 출시, 2023년 7월 6일: 정식 승인
  - 2024년 4~6월: EU 승인 및 출시 예정
  - 2023년 9월 25일: 일본 승인 , 2023년 12월 20일: 일본 출시
  - 2024년 1월 9일: 중국 승인, 2024년 7~9월: 중국 출시 예정

1941년 설립

- 1940~1960년 비타민제제 판매
- 1964년 도쿄 및 오사카 상장거래소 상장
- 1966~ 1975년 아시아 시장 진출기
- 1981년 미국 캘리포니아에 제약공장 설립
- 1984년 위장관 치료제 판매
- 1990년대 유럽 시장 진출

1995년 미국 시장 진출

- 1996년 11월 25일 아리셉트 FDA승인 화이자와 코마케팅 시작
- 1999년 아시펙스(라베프라졸) FDA 승인 J&J과 코마케팅 시작
- 2006년 9월 항암제 개발사 Ligand Pharmaceuticals 인수
- 2007년 4월 단일항체 연구개발하는 Exton 인수
- 2007년 12월 항암제 개발사 MGI 인수($3.9bn)

2015 뇌질환 치료제 개발에 집중 투자

- 2015년 항암제 렌비마 글로벌 출시
- 2016년 EWAY2025: 7년 중장기 계획 발표
- 2017년 바이오젠과 알츠하이머 치료제 아두카누맙 공동개발 상업화 시작
- 2018년 Merck와 렌비마 판매 전략적 제휴
- 2021년 EWAY Future & Beyond 8년 중장기 계획 발표
- 2023년 레켐비 가속 승인 받음

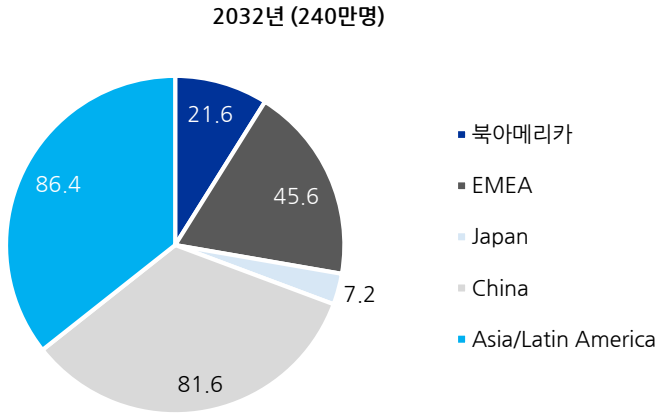
에자이 파이프라인 및 전망

에자이 제품 및 파이프라인 개발 현황

파이프라인	적응증	판매 및 개발 현황
렌비마	항암제(신장암 등) Small molecule	2023년 매출액 $1.35bn 전체 매출액의 약 40% 물질 및 제조 특허만료 2035년 제네릭사들과 특허소송 진행 중
레켐비	알츠하이머 증상 완화 단일항체	2023년 매출액 $10mn 2026년 목표 매출액 290bn Yen 2032년 목표 매출액 1.3 Tril Yen
E2814	알츠하이머 증상 완화 단일항체	타우단백질 응집 저해 바이오마커 확인 2030년 미국 시장 출시 예정

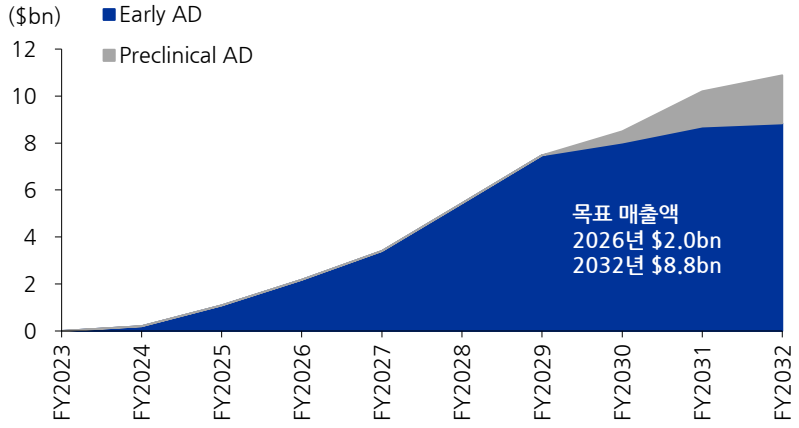
자료: 에자이, 유진투자증권

글로벌 치매 치료제 시장 전망



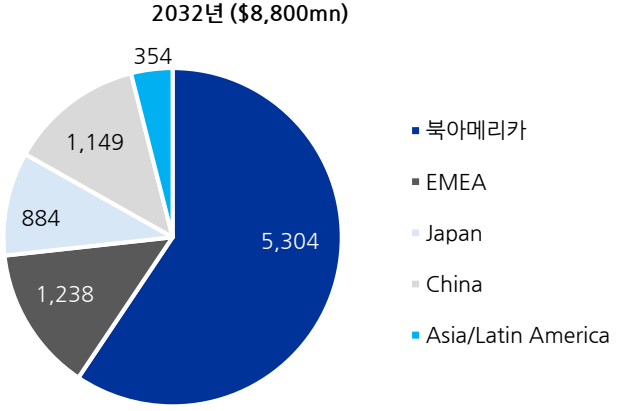
자료: 에자이, 유진투자증권

매출액 추이



자료: 에자이, 유진투자증권

알츠하이머 치매 치료제 시장 전망

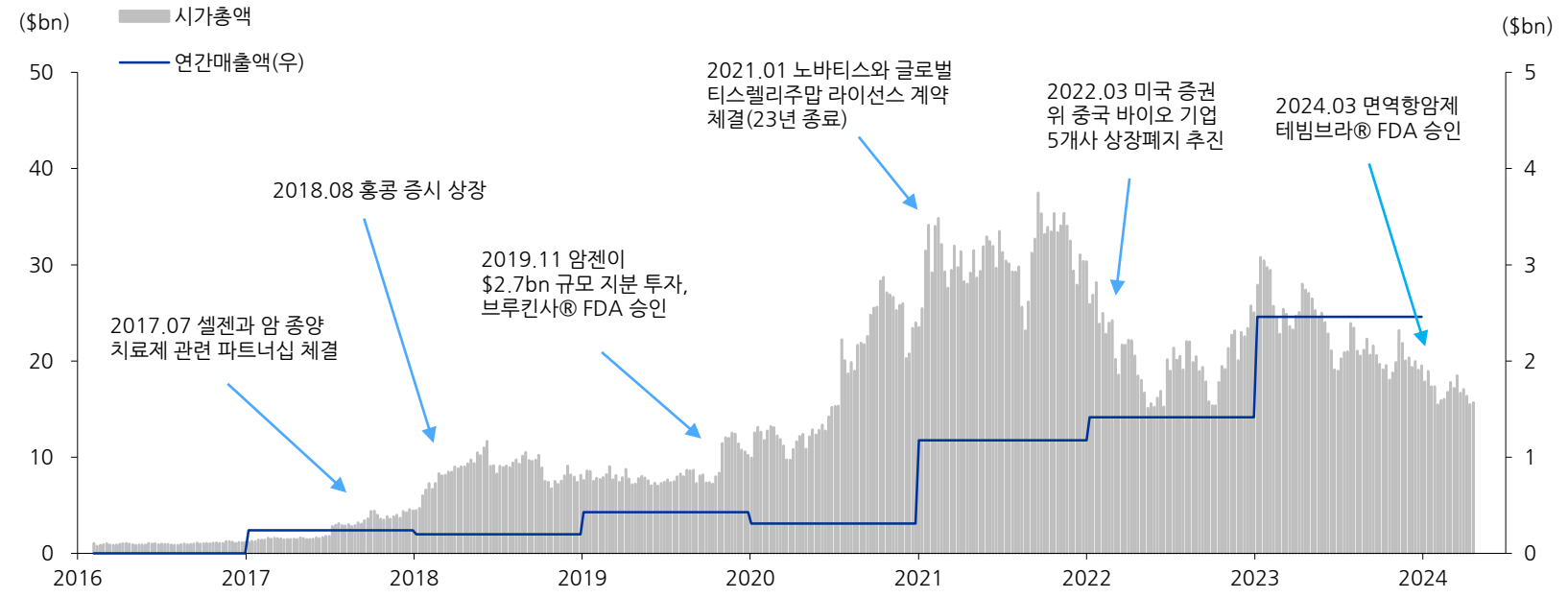


자료: 에자이, 유진투자증권

베이진(NASDAQ: BGNE): Science-Based , Passion-Driven

- 설립 14년: 항암제 분야에서 고성장 , 빅파마들과 연계, 중국 및 미국에서 고른 매출 성장 , 17개의 상업화 제품 판매(자체 개발 2개)
  - 2010년에 설립, 머크는 2011년 베이진에 $20mn 투자
  - 2016년 NASDAQ 기업공개, 2018년 홍콩증시에 기업공개
  - 2017년 Celgene과 파트너십 체결, 면역항암제 개발 시작(2024년 3월 FDA승인), Celgene의 BMS 인수 이후 거래 종료
  - 2019년 암젠이 20.5% 투자 ($2.7bn), 11월 브루킨사(항암제, BTK 저해제) FDA 승인
  - 2021년 노바티스와 협력체결 이후 2023년 9월 종료
  - 2024년 3월 면역항암제 테빔브라® FDA 승인, 2번째 FDA 승인
- 시가총액: $15.7bn(순위 41위, 2024년 4월 18일), 매출액 $2.5bn(순위 67위), 직원 10,000+ , 자체 임상, 생산 시설 보유, 매출 지역 다변화, multi-asset 전략

베이진 시가총액 , 매출액 및 이벤트 차트

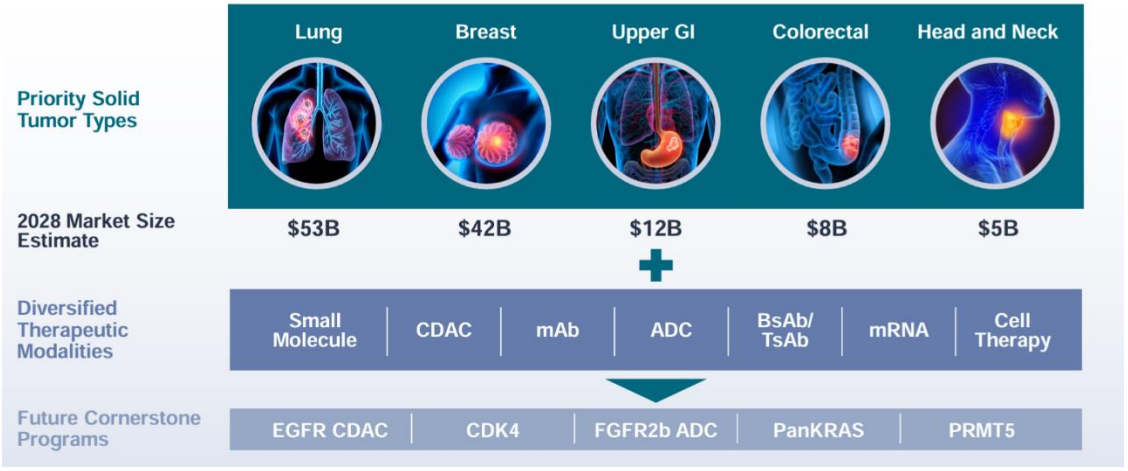


자료: Bloomberg, 베이진, 유진투자증권

베이진의 진화

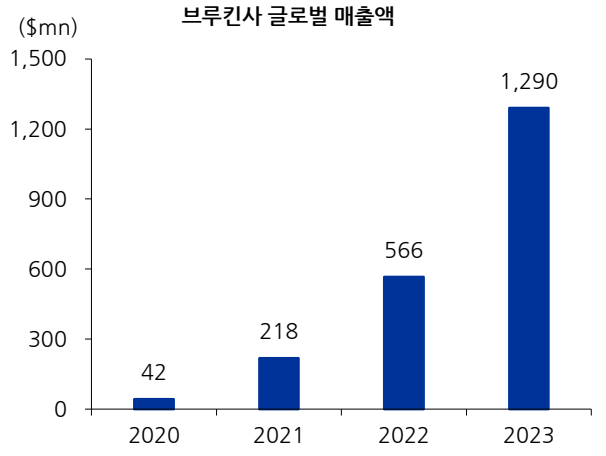
잠재적 시장 가치가 큰 고형암 분야에서 다양한 모달리티를 이용한 치료제 개발

Science-Driven Set of Broad Modalities in High Value Solid Tumors



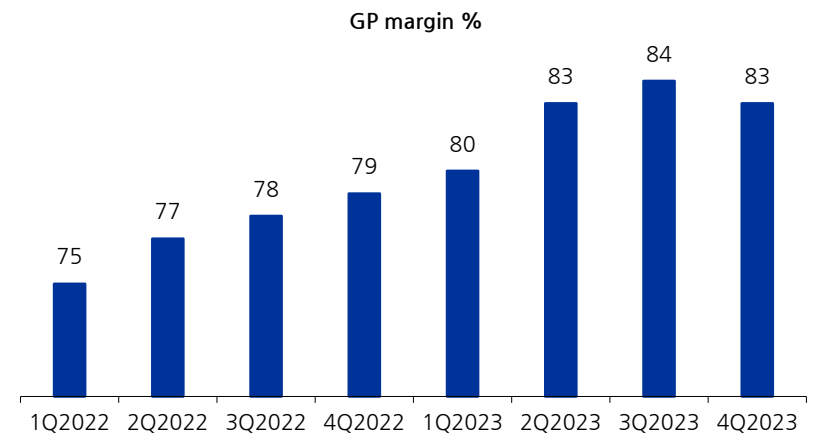
자료: 베이진, 유진투자증권

브루킨사 (BTK 저해제, 경구)



자료: 베이진, 유진투자증권

GP margin trends



자료: 베이진, 유진투자증권

연구개발-생산 일원화를 통해 원가율 개선, 개발 속도 상승

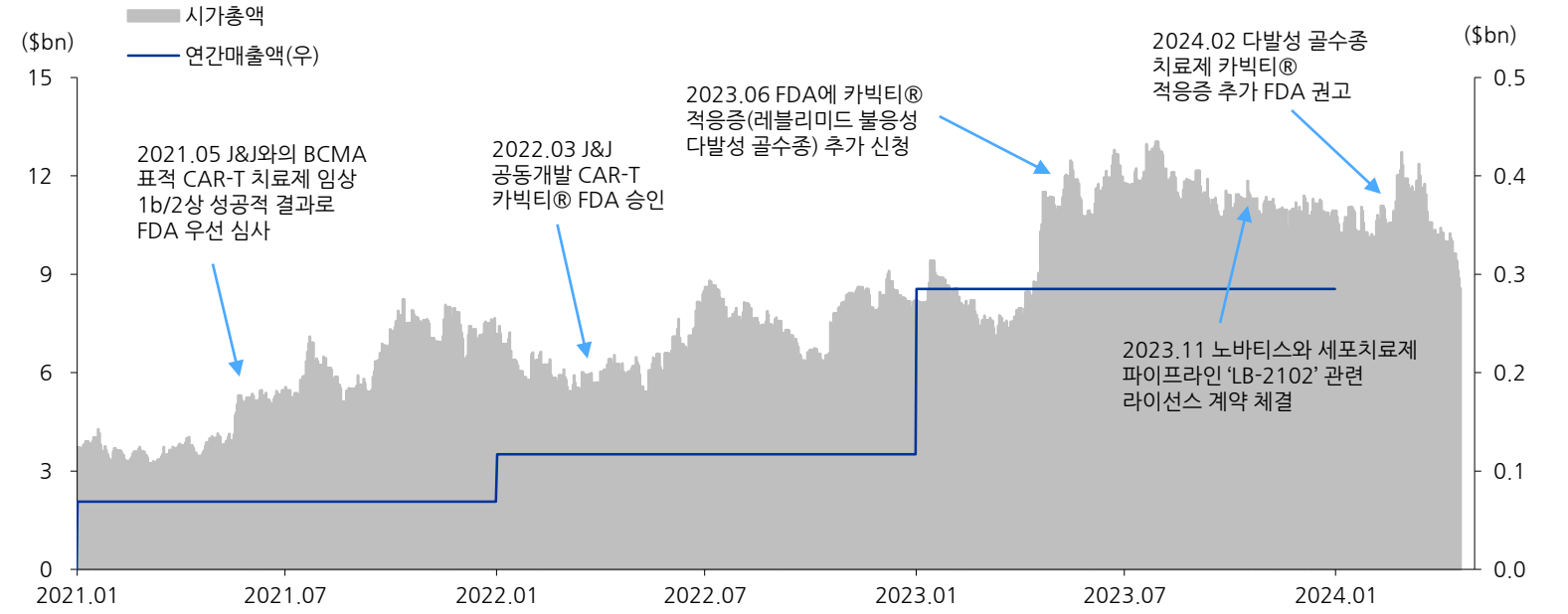


자료: 베이진, 유진투자증권

레전드 바이오텍(NASDAQ: LEGN): To reimagine healthcare

- 설립 10년: CAR-T 세포 치료제 연구-개발-생산이 일원화된 바이오텍, 빅파마 2개사(J&J, 노바티스)에게 기술이전
  - 2014년에 설립, 모회사 GenScript (HKEX: 1548, 시가총액 $3.1bn(2024년 4월 18일)), 상장일 2015년 12월 30일
  - 2015년 CAR-T 치료제 연구개발에 집중
  - 2017년 ASCO에서 전임상 결과 발표 이후 2018년 1월 J&J과 CARVYKTI 기술이전 (계약금 $350mn, 총 계약규모 $1.275bn)
  - 2022년 2월 FDA 신약 승인 후 출시, 5번째 FDA 승인 받은 CAR-T 치료제
  - 2023년 11월 노바티스에게 DLL-3 타겟 CAR-T 세포치료제 임상 1상 단계 독점적 글로벌 판매 라이선스 계약(계약금 $100mn, 계약규모 $1.01bn)
- 시가총액: $8.6bn(순위 66위, 2024년 4월 18일) (CAR-T 치료제 상업화 성공 w/ J&J, Novartis와 미국 임상 1상 파트너),
  직원 1,800여명, R&D 300여명, 매출액: $0.29bn(순위 376위), 순적자 $0.52bn

레전드 바이오텍 시가총액, 매출액 및 이벤트 차트

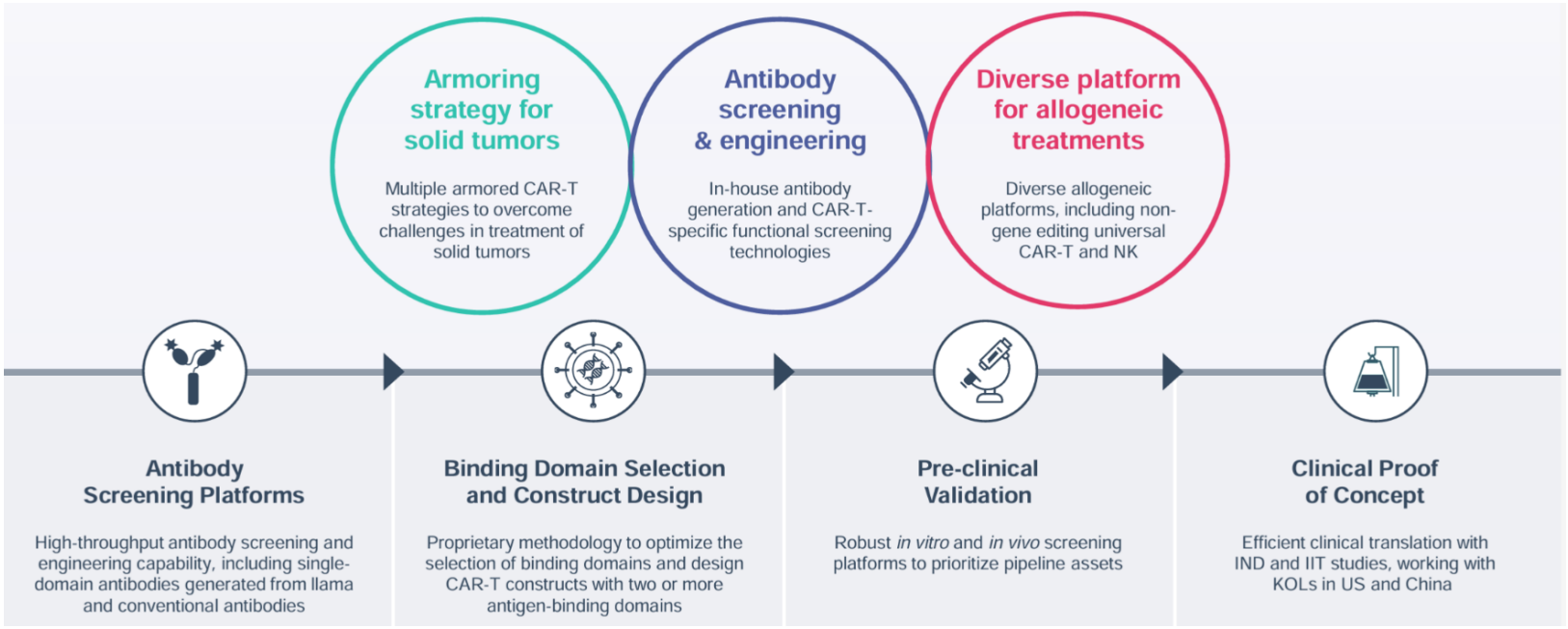


자료: Bloomberg, 레전드 바이오텍, 유진투자증권

레전드 바이오텍: Differentiated R&D Approach

- 핵심역량: 세포 치료제 분야에서 연구개발-생산 일원화 (1개 상업화, 8개 파이프라인 보유)
  - 카빅티®: 다발성골수종 치료제의 표준요법 변화 기대, 2022년 2월 출시해 2023년 매출액 $500mn
  - 다발성골수종 환자들을 대상으로 레날리도마이드 불응성 환자에 대해 카빅티 처방 임상(CARTITUDE-4): 표준요법 대비 HR 0.2
  - CARVYKTY의 상업화 성공: CAR-T 치료제 중 출시 후 가장 빠르게 매출 증가세 기록
  - Autologus DLL3 타겟 CAR-T 치료제(LB2102) 임상 1상: 소세포폐암 적응증, 노바티스에게 기술 이전
  - 세포 치료제 3개분야에서 핵심 기술 보유 Autologus, Allogenic platform 보유
  - CAR-T, CAR-NK, CAR-γδ T, non-gene-editing CAR technologies 보유
  - 1,800명 이상의 직원, R&D 직원 300명, 6개의 생산 사이트(미국, 유럽, 중국) 보유

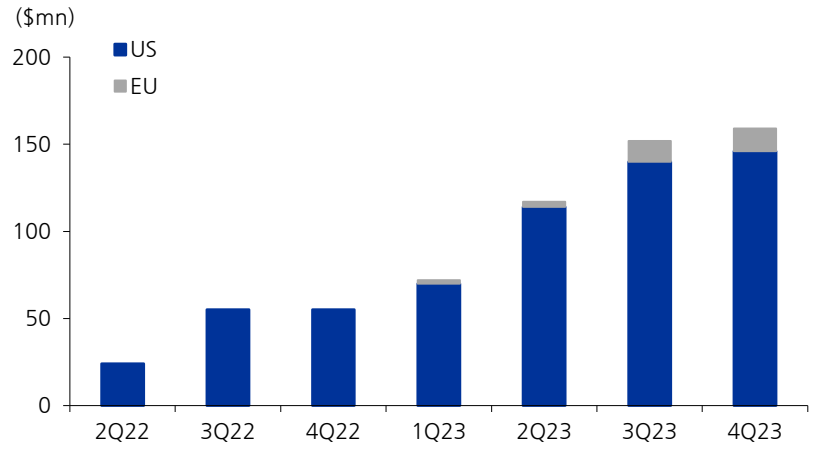
Our Differentiated R&D Approach: potential best-in-class proprietary technology platforms and end-to-end capability



자료: 레전드 바이오텍, 유진투자증권

레전드 바이오텍 파이프라인

CARVYKTI® Net Trade Sales: 2023년 출시 1년 $500mn



자료: 레전드 바이오텍, 유진투자증권

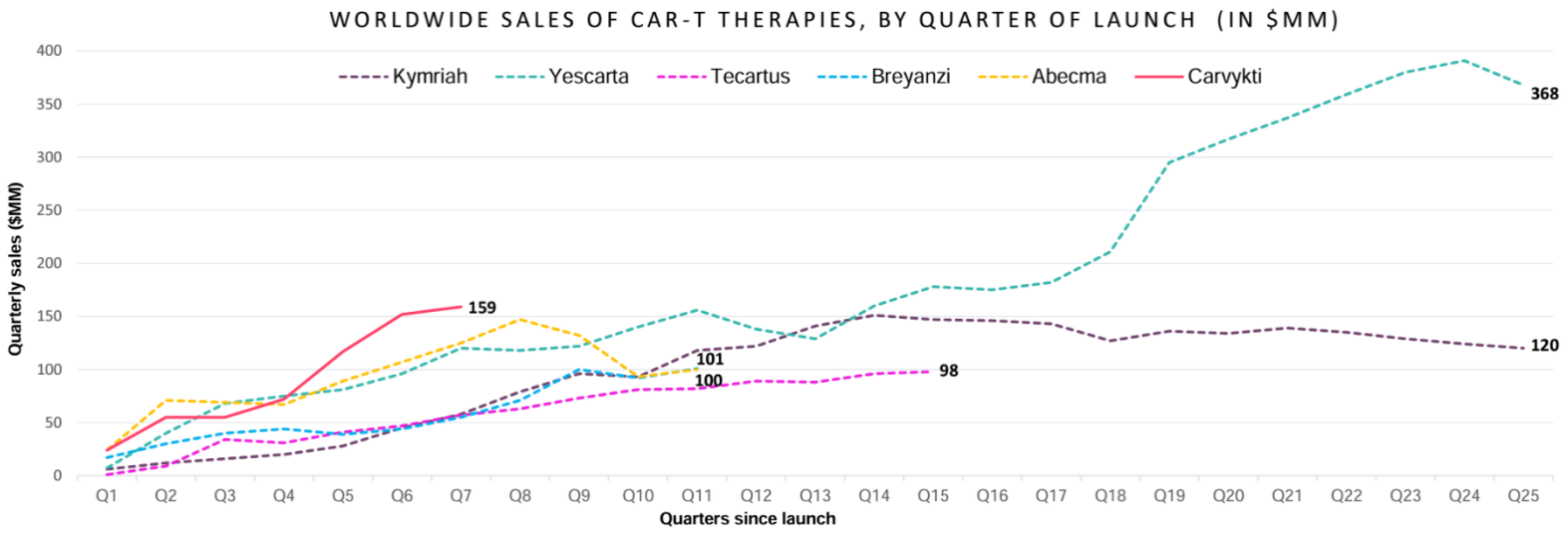
파이프라인

Platform	임상 1상	임상2상	임상3상
BCMA 타겟 자가세포치료제 CARVYKTI	LEGEND-2 중국 임상	CARTIFAN-1 CARTITUDE-1 CARTITUDE-2	CARTITUDE-4 CARTITUDE-5 CARTITUDE-6

Platform	전임상	임상 1상
자가 세포치료제	비소세포폐암 GPC3	대장암, 간암, 혈액암, 소세포폐암: 노바티스에게 기술이전 위암, 식도암, 췌장암: CLDN 18.2 타겟
동종 세포치료제	비호지킨 림프암 CD 20 타겟	다발성 골수종 BCMA 타겟 CAR-NK, CAR-γδ T

자료: 레전드 바이오텍, 유진투자증권

CAR-T cell 치료제 출시 이후 분기별 매출액 추이



자료: 레전드 바이오텍, 유진투자증권

03

바이오텍들의 진화

- Born-Global companies
- Top picks: 리가켐바이오, 에스티팜

Born-Global firms

- ***Born- Global firms*** *view the world as their marketplace from the outset and see the domestic market as a support for their international business. (McKinsey & Co., 1993)*
- 후발 주자들의 글로벌 시장 진입 전략(Kim,1997): technological learning, imitative innovation, resource LLL(Linkage, Learning and Leverage)
- 핵심 역량 Core Competency ➔ 차별적 경쟁우위(Competitive Advantage)를 가져옴
- 동적 역량 Dynamic Capabilities (Teece, 1997): Sensing, Seizing, Transforming, Entrepreneurship

글로벌 제약산업의 변화(신기전 치료제들의 등장)를 감지하고 차별화된 경쟁 우위를 확보하는 국내 바이오텍

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
ADC	애드세트리스®		캐싸일라®				베스폰사®		루목시티® 폴라이비® 파드셉® 엔허투®	트로델비® 블렌렙® 아칼룩스®	진론타® 아이딕시® 티브닥®	엘라히어®	
Bispecific Abs				블린사이토®			헴리브라®				리브리반트®	킴트랙® 바비스모® 테크베일리® 룬수미오®	엡킨리® 컬럼비® 탈베이® 엘렉스피오®
RNA			카이남로®			엑손디스51® 스핀라자®		온파트로®, 테그세디®	웨이리브라®, 지블라리®, 비욘디스53®	빌텝소®, 옥스루모®	아몬디스45® 렉비오®	앰부트라®	칼소디® 립플로자®
Cell Therapy							킴리아® 예스카타®			테카투스®	브레얀지® 아베크마®	카빅티®	

자료: 각 사, FDA, 유진투자증권

Born-Global: 대한민국 바이오제약 산업 성장을 견인할 것

	리가켐바이오(LigaChem BIO) KQ: 141080	에스티팜(ST Pharm) KQ: 237690	에이비엘 바이오(ABL BIO) KQ: 298380	알테오젠(Alteogen) KQ: 196170
핵심역량	신약 개발에 대한 조직 역량이 국내 최고	올리고뉴클레오타이드 시장 확대 수혜	신약 플랫폼의 잠재성이 높은 바이오텍	독점적 플랫폼 확장성
설립일 소재지	2006년 5월 2일 대한민국 대전	2008년 8월 18일 대한민국 시흥	2016년 2월 16일 대한민국 성남	2008년 5월 13일 대한민국 대전
상장일 시가총액	2013년 5월 10일 1조 7,463억원	2016년 06월 23일 1조 5,772억원	2018년 12월 19일 1조 872억원	2014년 12월 12일 9조 3,470억원
2023년 실적	매출액 342억원 영업손실 808억원 순손실 737억원	매출액 2,850억원 영업이익 335억원 순이익 175억원	매출액 656억원 영업손실 26억원 순손실 27억원	매출액 965억원 영업손실 97억원 순손실 35억원
2028년 이후 실적 전망	LCB4 임상진행 관련 마일스톤 등 유입 기대 연구개발비 투자액 > 1천억원 상회 LCB84 판매 로열티 2030년부터 유입 예상	2028년 예상 매출액 >5천억원 2028년 예상 영업이익: 800억원대	ABL301등 임상진행 관련 마일스톤 등 유입 기대 연구개발비 투자액 > 1천억원 상회 ABL301 판매 로열티 2030년부터 유입 예상	약 4,000억원 + 테르가제 매출액 등 2028년 예상 영업이익: 약 3,000억원 + 테르가제 판매이익 등 margin > 70 %
핵심 기술 특허	ConjuAll, LegoChemistry	SmartCap®, STLNP®	Grabody™-T, Grabody™-B,	Hybrozyme™ Tergase (2024년부터 판매 시작)
대표 인력 현황	김용주 147명(2024.12.31)	김경진 669명(2024.12.31)	이상훈 102명(2024.12.31)	박순재 131명(2024.12.31)
파트너사	시스톤(2020), 소티오(2021), 익수다(2021), 암젠(2022), J&J (2023)	노바티스, 제론, 아이오니스, 바이오젠	아이맵(2018), 컴파스(2018), 시스톤(2020), 사노피(2022)	사노피(2019), 미국 Merck(2020), 인타스(2021), 산도즈(2022)
영업 현황	2023년 12월 J&J에게 LCB84 기술이전 선급금 1,300억원, 총 계약 규모 2.2조원 2024년에도 기술이전 계약 추진 중 2025년 J&J 옵션계약금 2,608억원 유입 예상	2020년부터 올리고뉴클레오타이드 치료제 CDMO 영역 확장 2024년 파트너사 제론의 이메텔스타트의 FDA 승인이 예상되면서 실적 성장 예상	2022년 3월 사노피에게 ABL301기술이전 2024년말~2025년 ABL301 임상 1상 완료 2024년 기술 이전계약 추진 중	2020년, 2024년 Merck와 기술이전 계약 체결 2025년부터 마일스톤 유입될 전망
중장기 전략	신규 면역항암제 ADC 개발 독자 개발 파이프라인 확보로 기술이전 가치 확대	CDMO 기술 혁신/증설로 올리고 생산성 향상 mRNA CDMO 파트너십 강화 mRNA 백신/HIV 치료제 개발	자체 이중항체 플랫폼 활용해 면역항암제, 퇴행성뇌질환 치료제 파이프라인 확보	ADC, 이중항체 등 신기전 치료제들로 SC 제형 기술 적용 영역 확장 자체 바이오시밀러SC 제형 출시 테르가제(히알루로니다제) 직접 판매 연구-개발-생산 일원화

자료: 각 사, 유진투자증권
주1: 시가총액은 2024년 4월 18일 종가 기준
주2: 에스티팜의 파트너사는 추정 고객사

경쟁사이자 벤치마킹 글로벌 기업

	다이이찌산쿄 TYO: 4568	애질런트 NYSE: A	젠맵 CPH: GMAB	할로자임 NASDAQ: HALO
핵심역량	ADC(Payload: Topo 1 inhibitor)	임상 분석 솔루션	이중항체(DuoBody, HexaBody 등) ADC 분야까지 진출	SC제형 기술
설립일 소재지	2005년 9월 28일 일본 도쿄	1999년 5월 4일 미국 산타클라라	1998년 6월 11일 덴마크 코펜하겐	1988년 2월 26일 미국 샌디에고
상장일 시가총액	2005년 9월 28일(합병일) $57.2bn	1999년 11월 17일 $38.8bn	2000년 10월 18일 $18.8bn	2004년 3월 11일(합병일) $4.8bn
2024E PE valuation	54.14배	26.19배	27.27배	11.45배
2023년 실적	매출액 $9.46bn 영업이익 $0.84bn	매출액 $6.83bn 영업이익 $1.74bn	매출액 $2.39bn 영업이익 $0.78bn	매출액 $0.83bn 영업이익 $0.34bn
대표 인력 현황	Sunao Manabe 17,435명(2023.03.31)	Padraig McDonnell 17,700명(2023.01.31)	Dr Jan G J van de Winkel 2,204명(2023.12.31)	Dr Helen I Torley 373명(2023.12.31)
파트너사	아스트라제네카, 머크	화이자, 앨라일람, 바이오엔텍	노바티스, 애브비, 로슈, 시젠, 화이자	Roche, J&J, Abbvie, BMS, GSK
영업 현황	2023년 머크에 $22bn 규모 ADC 기술 이전, 2023년 엔허투 출시 3년 만에 매출 $2.6bn, 유방암/폐암치료제 Dato-DXd FDA승인 신청	2023년 올리고 CDMO 매출 $350mn 이상, 올리고 사업 부 4년 간 CAGR 29% 성장, 2023년 바이오파마 사업부 매출 비중 43%까지 확대(2019년 22%)	2023년 앱킨리 일본, 미국 출시, 2024년 이중항체 GEN1046/BNT311 (PD-L1 X 4-1BB) 임상 3상 시작 전략적 제휴, 인수합병을 통해 ADC 분야로 연구개발 영역 확장	2023년 비브가르트 하이트룰로, 테센트릭SC 출시, 2024~2025년 아테졸리주맙SC, 오크렐리주맙SC 등 출시 예정
중장기 전략	엔허투®, Dato-DXd, HER3-DXd 등 ADC 제품 적응증 확대 IND 진행 중인 20개 항암, 백신 등의 신약 후보 물질 개발	2026년 새로운 올리고 제조 라인 가동 예정 백신 제조 및 신약 연구에서 생산까지 밸류체인 일원화 추진	KYSO(Knock Your Socks Off) 항체, ADC 파이프라인 지속 개발	약물 전달 기술 강화 ENHANZE®, VYVGART®, 자동주사제 등 성장으로 2028년까지 로열티 매출 $1bn, CAGR 18% 달성 목표

자료: Bloomberg, 각 사, 유진투자증권
주: 시가총액은 2024년 4월 18일 종가 기준

리가켐바이오
(141080)

주가상승	1M	6M	12M
상대기준(%)	-6.0	80.1	54.1
절대기준(%)	-10.4	85.9	48.2

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가(원)	92,000	92,000	-
영업이익(24)	-39	-43	▲
영업이익(25)	-56	-17	▼

투자의견 **BUY** (유지)

목표주가 **92,000원** (유지)

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

현재주가(원, 4/18)	62,100
시가총액(십억원)	1,746
발행주식수	28,120천주
52주 최고가	84,000원
최저가	31,200원
52주 일간 Beta	1.91
60일 일평균거래대금	973억원
외국인 지분율	11.4%
배당수익률(2024E,%)	0.0%
주주구성	
팬 오리온 코프. (외 10인)	10.3%

투자의견 BUY(유지)

목표주가(12M) 92,000원



결산기(12월)(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E
매출액	33	34	96	104
영업이익	-50	-81	-39	-56
세전손익	-47	-77	-36	-54
당기순이익	-45	-75	-36	-54
EPS(원)	-1,781	-2,664	-1,039	-1,484
증감률(%)	-	-	-	-
PER(배)	-	-	-	-
ROE(%)	-18.7	-40.0	-10.1	-9.9
PBR(배)	5.3	12.3	4.0	4.4
EV/EBITDA(배)	-	-	-	-

자료: 리가켐바이오, 유진투자증권

신약 개발에 최적화 된 조직역량

Investment Point

- **경쟁력 있는 ADC 플랫폼 보유:** 2018년 이후 WORLD ADC에서 Best ADC Platform Technology 5회 수상 이력으로 증명. ADC 치료제에서 핵심역할을 하는 Linker가 높은 안정성을 나타냄
- **신약 개발에 집중되어 있는 조직 역량:** 연구개발인력 **140**명(총인원165명)으로 국내 바이오텍 중에 가장 많은 연구개발인력 보유, ADC 신약후보물질 도출 기간 3년으로 업계 평균 보다 빠른 신약 개발 역량 확보, 글로벌 임상도 자체적으로 진행하면서 진정한 Clinical stage Biotech으로 레벨 업 됨
- **Best-in class 신약 후보물질 LCB84**: 리가켐바이오의 대표 파이프라인 이미 상업화된 경쟁약들 보다 높은 항암효과와 낮은 부작용을 보임. 여러 암종에서 항암효과가 확인되며 상업성이 높은 TROP2 타겟 시장에서 Best-in class로 개발될 전망. 글로벌 빅파마 J&J에게 2023년 12월 기술 이전함. 2025년 임상 2상 진입이 기대됨

Valuation

- **글로벌 임상이 진행되고 있는 신약 파이프라인 3개 보유:** LCB14(HER2 ADC), LCB84(TROP2 ADC), LCB71(ROR1 ADC) 등 각 파이프라인의 가치 합산하여 산출, 3개의 임상1~2상 파이프라인 확보한 글로벌 바이오텍들의 평균 기업가치 약 3~4조원대 형성
- **2023년에 이어 2024년에도 Big Deal 기대**: 2024년 말~2025년까지 글로벌 임상에 진입할 신약 후보물질 4개 추가 확정. 빅파마들과 기술이전 협상 활발히 진행 중

리가켐바이오 시가총액 및 주요 이벤트

2022년 말 Amgen에게 플랫폼 기술이전, 2023년 말 J&J에게 LCB84 기술이전, 2024년과 2025년에도 Big Deal 이어질 전망

- 2006년 5월 2일 설립, 2013년 5월 10일 코스닥 상장, 설립 18년
- 2015년 첫 ADC 신약후보물질 LCB14 중국 Fosun Pharma에 기술이전
- 2017년 ADC 플랫폼 ConjuALL 미국/일본 특허 등록
- 2019년 다케다에게 ADC 플랫폼 기술 이전
- 2020년 익수다, 2022년 암젠에게 플랫폼 기술 이전
- 2023년 12월 J&J에게 Best-in Class 신약 후보물질 LCB84 기술이전
- 2024년 오리온 유상증자 참여하여 대주주 지분 확보(25.73%, 2024년 4월 1일)

시가총액 및 주요 이벤트



자료:Quantiwise, 리가켐바이오, 유진투자증권

리가켐바이오 향후 전망 및 목표주가

투자의견 BUY 및 목표주가 92,000원 유지, Biotech 업종 Top pick

- LCB84 추정 가치 1.7조원: 2030년 출시 예상, TROP2 관련 치료제 시장 50억 달러 상회
- LCB14 추정 가치 0.45조원: 글로벌 빅파마에게 기술이전 시 가치 상승 예상, 호주 임상 1상 진행 중
- LCB 71 추정 가치 0.15조원
- 신규 파이프라인 가치 0.6조원: 2024년 말~2025년 임상 1상 진입 예정인 파이프라인 4개
- 플랫폼 가치 0.4조원: 다케다, 암젠 등으로 기술이전된 플랫폼 총 계약 규모 약 4.2조원

Valuation

가치 구성 요소 파이프라인	NPV (백만원)	가치 평가 가정
LCB 84 (Trop 2-MMAE)	1,714	▪ (상향 조정) 2023년 말 J&J로 기술이전, upfront 1,304억원, 옵션 마일스톤 2.608억원 포함 총 2.25조원 규모의 기술 이전 계약 체결 ▪ 출시 이후 매출액 로열티 유입 반영 ▪ 2030년 출시 예상, Trop 2 관련 치료제 시장 예상 50억 달러 ▪ 2036년 Peak 점유율 40% 및 매출액 약 26억 달러 가정 ▪ 할인율 10%(종전 15%)로 현가화
LCB 14 (HER 2 - MMAF)	452	▪ 2028년 출시 예상, HER2 관련 치료제 시장 예상 50억 달러 ▪ 2034년 Peak 점유율 20% 및 매출액 약 15억 달러 가정 할인율 15%로 현가화
LCB 71 (ROR 1 - pPBD)	150	▪ MSD/Velosbio의 계약규모의 10% 반영
신규 파이프라인	600	▪ 신규 반영, 타겟 당 1,500억원 ▪ 2024년 말~ 2025년 임상 1상 진입이 예상되는 4개의 ADC ▪ B7-H4, CLDN 18.2, L1CAM directed ADCs 등
플랫폼 가치	437	▪ Takeda, IKSUDA, Sotio, 암젠으로 기술 이전된 플랫폼 총 계약 규모 약 4.2조원의 10% 반영(예상보다 후보물질 도출이 지연되면서 종전 반영률 20%에서 하향 조정)
합산 가치 (십억원)	3,354	
주당 가치 (원)	92,054	▪ 주식 수 36,432,401주 ▪ 현재 주식수 + 전환 우선주의 보통주 전환 100%가정 + 오리온 유상증자 신주 모두 합산
목표 주가 (원)	92,000	

자료: 리가켐바이오, 유진투자증권

리가켐바이오 신약 파이프라인 분석

프로젝트	적응증/타겟	체결일 선급금 계약규모(십억원)	ADC 구성	Ab provider	파트너사	진행경과
LCB 14	유방암	2015.08 비공개 20.8	· HER2-MMAF	Herceptin Biosimilar	Fosun (China)	· 유방암 임상 1상 완료 · 1상 종료 후 3차 치료제로 신약 승인 신청 예정, 1/ 2차 치료제 임상 진행 예정 · 2023년 4월 캐사일라와 직접 비교 임상 3상 개시, · 그외 임상 2상 진행 중
	유방암 (캐사일라 직접비교)					
	고형암					
	대장암					
	유방암	2021.12 비공개 1,186.4			Iksuda (ex-China)	· 2023년 10월 첫환자 투여, 호주 임상 1상 dose escalation · 2024년 하반기 데이터 확인 기대 · 빅파마들과 기술 이전 논의 중, 기술 이전 시 익수다와 Profit sharing
LCB 84	고형암, 혈액암	2023.12 130.4 260.8 (옵션행사) 2,245.8	· Trop2-MMAE	Mediterranea	J&J	· 2023년 6월 글로벌 임상 1상 신청, 2023년 9월 임상 승인 · 2023년 12월 22일 J&J 기술 이전 , 2023년 1월 선급금 1,304억원 유입 · 2024년 말~2025년 초 임상 1상 목표 · 2025년 J&J 옵션행사로 마일스톤 2,608억원 유입 예상 · 2025~2026년 임상 2상 목표, 2027년 임상3상 진입 기대
LCB 71 CS5001	고형암, 혈액암	2020.10 11.3 409.9	· ROR1-pPBD	ABL Bio	Cstone (WW)	· Merck: VelosBio의 VLS-101(임상1/2)를 $2.75bn 확보, 임상 중단 · 베링거잉겔하임: NBE의 NBE-002(임상1)을 $1.4bn 확보, 임상 2상 중 · 2024년 하반기 pivotal 임상 진입, 고형암 및 혈액암에서 유효성 입증
LCB 73	혈액암	2020.10 6.1 278.4	· CD19-pPBD	Light Chain	Iksuda	· 글로벌 임상 1상 시작 예정 · 2023.06~2027.06, N=140
LCB 67	고형암, 혈액암 SCLC, Soft Tissue Sarcoma	2020.12 10.5 325.8	· DLK1-MMAE	Y-biologics	Pyxis Oncology (NASDAQ: PYXS)	· First in class ADC Targeting DLK-1 · 픽시스는 2021년 나스닥 상장, 리가켐바이오가 지분 0.15% 확보 · 2022년 8월 개발 잠정 중단
LCB 97	고형암		· L1CAM ADC	Elthera (2023, 2 항체도입)	LCB	· 후보물질 도출완료 · 2024년 말 이후 임상 1상 진입 예정
LCB 02A	고형암, 혈액암		· CLDN 18.2 ADC	HARBOUR BIOMED	LCB	· 후보물질 도출완료 · 2024년 말 이후 임상 1상 진입 예정
LCB 41A	고형암, 혈액암		· B7-H4 ADC	Nextcure	LCB & Nextcure	· 후보물질 도출완료 · 2024년 말 이후 임상 1상 진입 예정

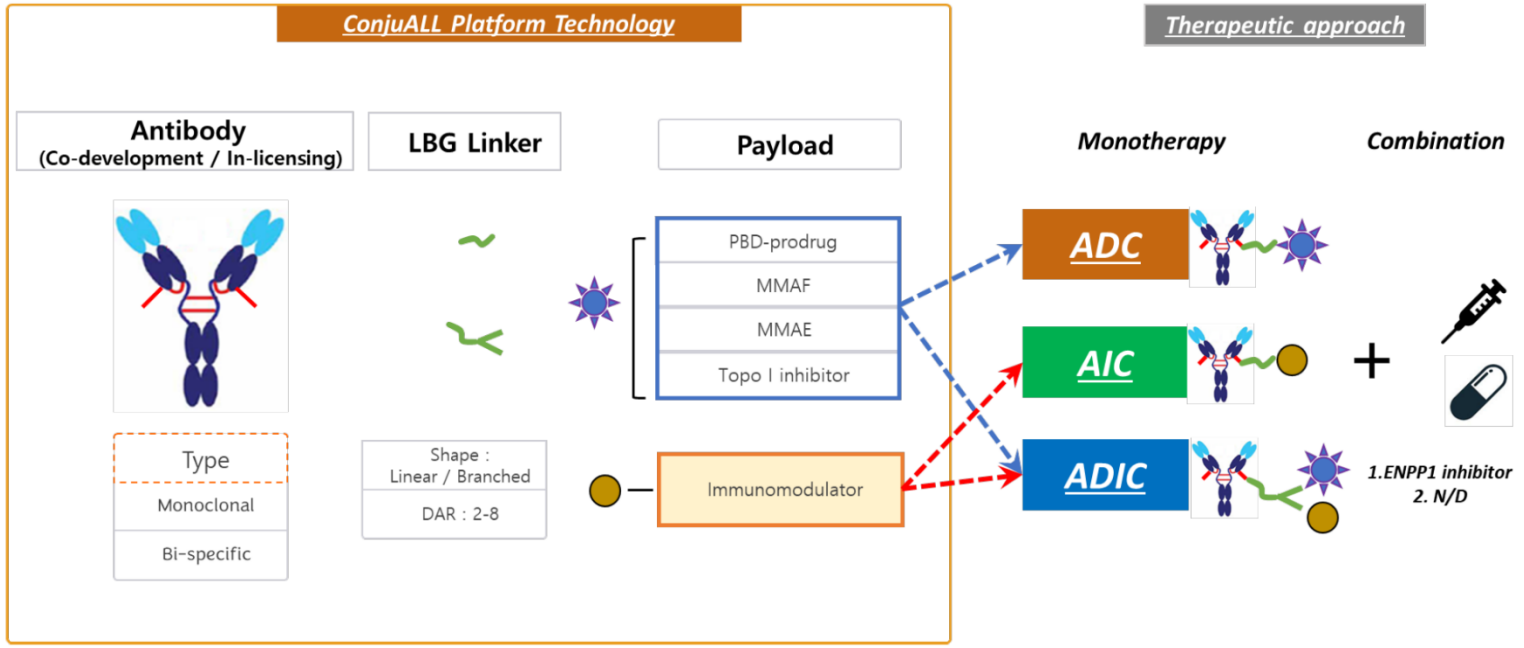
자료: 리가켐바이오, 유진투자증권

리가켐바이오 핵심 역량

플랫폼의 확장성, 자체 신약 개발 능력 확보, 뛰어난 조직적 학습능력

- 플랫폼의 확장성: ConjuALL platform, LBG Linker
  - 단일물질 ADC, 우수한 PK 프로필, 혈중안정적 링커, 효율적인 약물 유리
  - 다양한 Payload 확보: PBD-prodrug, MMAF, MMAE, Topo I inhibitor
  - AIC: payload로 immunomodulator 연구개발 중
- 자체 신약 개발 능력 확보: LCB84 글로벌 임상 1상을 진행하며 자체 임상 경험 축척
- 국내외 인재들이 선호하는 국내 1위 바이오텍, 총 인력 150여명

검증된 기술 패키지를 갖춘 리가켐바이오: One-stop shopping ADC 파트너사로 위상 부각



자료: 리가켐바이오, 유진투자증권

ADC 연구개발 분야 연구개발 에셋 1위

Familiar names have shifted around in the list of leading ADC developers between 2019 and 2023, with some disappearing entirely

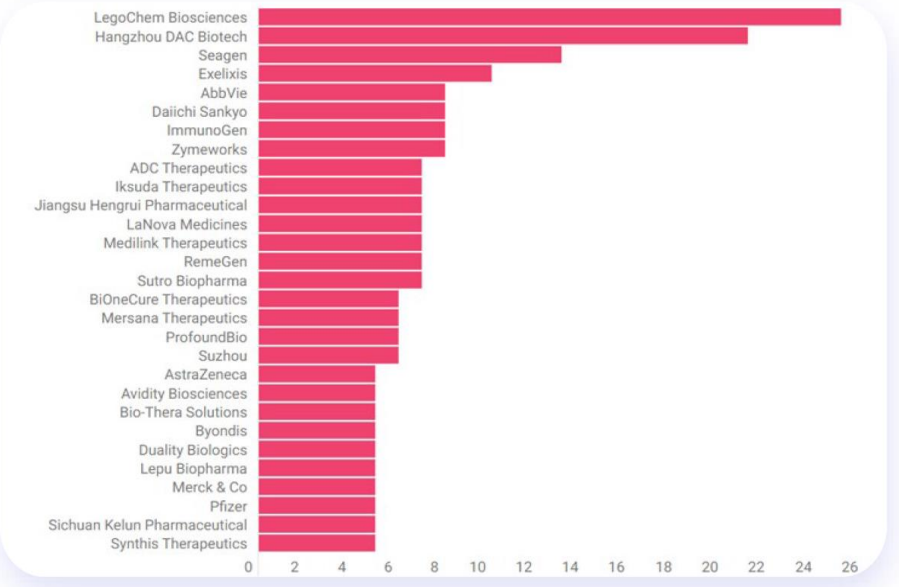
Leading Developers in 2019	# Assets	Leading Developers in 2023	# Assets
ImmunoGen	8	LigaChem Biosciences	25
LigaChem Biosciences	8	Hangzhou DAC Biotech	21
AbbVie	8	Seagen	13
Seattle Genetics (Seagen)	7	Exelixis	10
Daiichi Sankyo	7	AbbVie	8
NBE Therapeutics	6	Daiichi Sankyo	8
Auven Therapeutics	6	ImmunoGen	8
Shanghai Miracogen	6	Zymeworks	8
Pfizer	5	ADC Therapeutics	7
Ambrx	5	Iksuda Therapeutics	7
Bayer	5	Jiangsu Hengrui Pharmaceutical	7
CytomX Therapeutics	5	LaNova Medicines	7
Heidelberg Pharma	4	Medilink Therapeutics	7
Oncomatryx	4	RemeGen	7
Zydus Cadila	4	Sutro Biopharma	7
Roche	4	BiOneCure Therapeutics	6
Sutro Biopharma	4	Mersana Therapeutics	6
Systimmune	4	ProfoundBio	6
BiVictriX Therapeutics	4	Suzhou	6
Rakuten Medical	3	AstraZeneca	5
		Avidity Biosciences	5
		Bio-Thera Solutions	5
		Byondis	5
		Duality Biologics	5
		Lepu Biopharma	5
		Merck & Co	5
		Pfizer	5
		Sichuan Kelun Pharmaceutical	5
		Synthis Therapeutics	5

자료: Citeline, 유진투자증권

ADC 에셋 글로벌 1위

- 2020년 전후로 ADC 연구물질 빠르게 확장
- 2024 AACR에서 전임상 중인 신규 파이프라인들 결과 발표

LigaChem Biosciences is the number one ADC developer



ADCs Coming Of Age: Deals, Targets And Catalysts :: In Vivo (informa.com)

자료: Citeline, 유진투자증권

LCB84 및 LCB14 파이프라인 가치 추정

LCB84 밸류에이션 테이블

(단위: 백만달러)	2024E	2030 E	2031 E	2032 E	2033 E	2034 E	2035 E	2036 E	2037 E	2038 E
Trop 2 타겟 치료제 시장		4,862	5,105	5,360	5,627	5,910	6,205	6,516	6,841	7,183
점유율	임상 1	5%	10%	20%	25%	30%	35%	40%	40%	40%
예상 매출액		243	511	1,072	1,407	1,773	2,172	2,606	2,737	2,873
로열티 및 마일스톤 합산	130+260.8	232	266	339	283	330	382	439	356	374
PV(10%할인) 합산		$1.69bn								
환율 1,300원/달러 적용 후 세후 가치		1,714조원								

자료: 유진투자증권 추정

LCB14 밸류에이션 테이블

(단위: 백만달러)	2024E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
HER2 타겟 치료제 시장		5,054	5,320	5,600	5,712	5,826	5,942	6,061	6,182	6,306
점유율	임상 1	1%	5%	7%	10%	15%	20%	25%	25%	25%
예상 매출액		54	266	392	571	874	1,189	1,515	1,546	1,577
로열티 및 마일스톤 합산		103	113	20	129	44	159	76	77	79
PV(15%할인) 합산		$395.7mn								
환율 1,300원/달러 적용 후 세후 가치		4,512억원								

자료: 유진투자증권 추정

다이이찌산쿄 ADC 포트폴리오 개발 계획

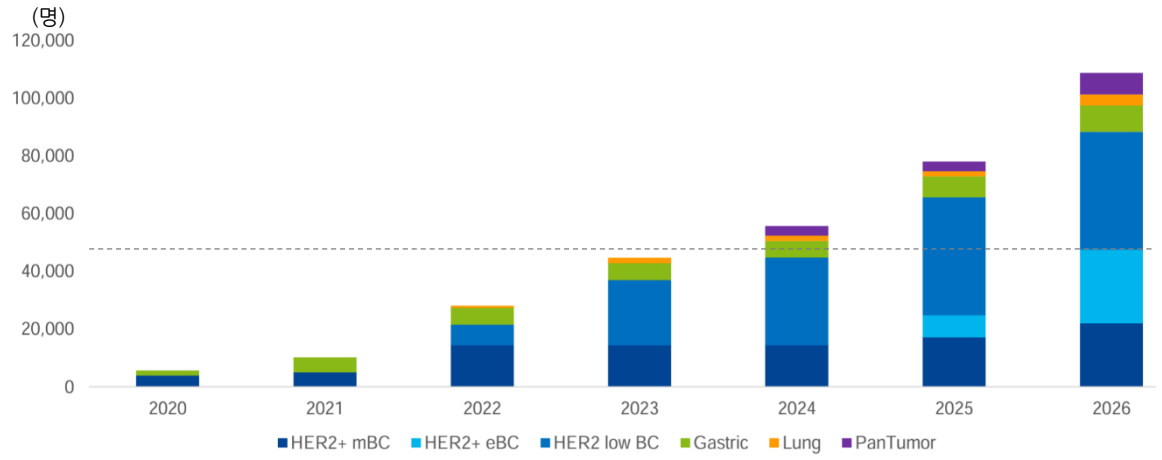
다이이찌산쿄의 ADC 포트폴리오 개발 계획

	2019~2023		FY2024		FY2025		FY2026	
	FDA approval	임상	적응증	임상	적응증	임상	적응증	임상
엔허투	2019.12.20 HER2+ BC 2L+	DESTINY- Breast 01	2024.04.06 HER2+ Pan-tumor 2L+	DESTINY- PanTumor02	HER+/HER2low BC(chemo naïve)	DESTINY-Breast06	HER2+ High Risk Adjuvant BC	DESTINY Breast05
	2021.01.15 HER2+ Gastric or GEJ 2+	DESTINY- Gastric 01			HER2 + 1L NSCLC	DESTINY-Breast09		
	2022.05.05 HER2+ BC 2L+	DESTINY- Breast 03			HER2 mut 1L NSCLC	DESTINY-Lung04		
	2022.08.06 HER2 low BC 1L+	DESTINY- Breast 04			HER2+ 2L mGC	DESTINY-Breast11		
	2022.08.12 HER2+ NSCLC 2L+	DESTINY- Lung 01				DESTINY- Gastric04		
Dato-DXd			NSQ NSCLC 2L	TROPION -Lung01	HR+/HER2 low or (-) mBC 2/3L			
					TNBC PD-1/PD-L1 ineligible 1L			
					NSCLC w/o AGA, PD-L1 ≥50% 1L			
HER3-DXd			EGFRm NSCLC 3L	HERTHENA -Lung01	EGFRm NSCLC 2L	HERTHENA -Lung 02		

자료: 다이이찌산쿄, 유진투자증권

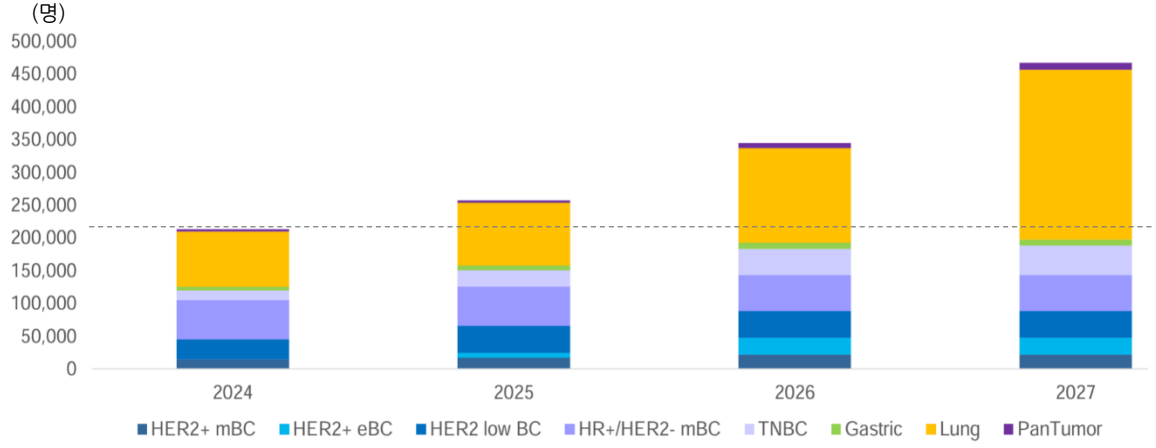
다이이찌산쿄 ADC 잠재시장 분석

엔허투 처방 타겟 환자 추정치



자료: 다이이찌산쿄, 유진투자증권

ADC 파이프라인 타겟 시장 추정 환자 수 (엔허투, DATO-DXd, HER3-DXd)



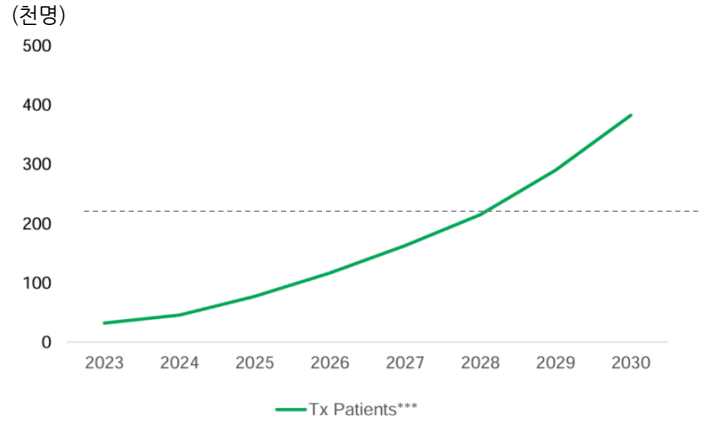
자료: 다이이찌산쿄, 유진투자증권

엔허투 분기별 매출액 추이 및 전망

적응증		대상 환자 수(명)
Pan-tumor		~10K
HR+/HER2 low BC (chemo naïve)		~18K
HER2+ mBC 1L		~8K
HER2+ BC High Risk Adjuvant		~10K
HER2mut NSCLC 1L		~2K
HER2+ BC Neoadjvant		~27K
HER2+ mGC 2L		~3K
DATO-DXd	NSQ NSCLC 2L	~80K
	HR+/HER2 low /(-) mBC 2/3L	~50K
HER2-DXd		~10K
I-DXd		~13K
DS-6000(R-DXd)		~8K

자료: 다이이찌산쿄, 유진투자증권

신규 처방 환자 예상치



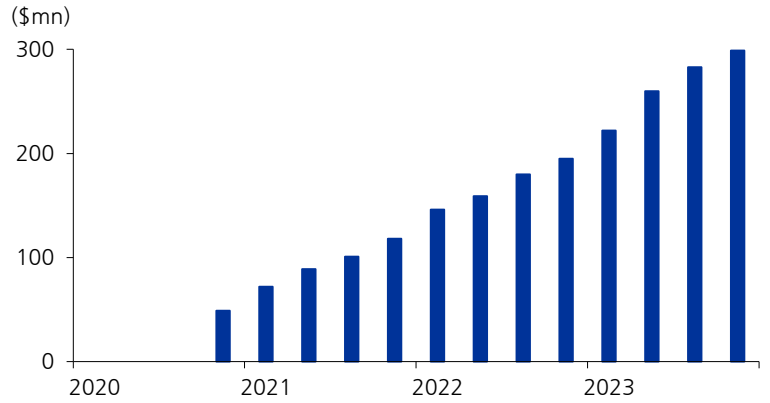
자료: 다이이찌산쿄, 유진투자증권

TROP 2 ADC market: Best-in Class 치료제가 없다

TROP 2 ADC 경쟁 파이프라인

- 길리어드사이언스: 트로델비
  - 2024년 1월 NSCLC2L+, EVOKE-01 study 실패 발표
  - 1L + 키트루다 EVOKE-02 임상 2상 , EVOKE -03 임상3상 진행중
- 아스트라제네카/다이이찌산쿄: DATO-Dxd
  - PDUFA: 2025년 1분기
  - NSCLC, BC(HR+/HER2-): TROPION-Lung01, TROPION-Breast01
- 머크: MK2870: 임상 3상 진행 중, 2027년 이후 완료 예정
- J&J: LCB84 임상 1/ 2상 진행 중, 2027년 임상 1/ 2상 완료 예정

트로델비 분기별 매출액 추이



자료: 길리어드 사이언스, 유진투자증권

TROP2 ADC 파이프라인 현황

	개발사	도입 시기 및 바이오텍	현황	출시 시기	적응증	임상	mPFS	mOS
트로델비 (US 2028 EU 2029 Exclu 2032)	길리어드	2020년 이뮤노메딕스 FDA승인 $20bn 인수	출시 3년차	2020.04	TNBC 3L 가속 승인	ASCENT	ORR 33.3%	mDoR 7.7m
				2021.04	TNBC 3L 정식 승인	ASCENT	4.8 vs. 1.7 (HR 0.43)	11.8 vs. 6.9 (HR 0.51)
				2021.04	Urothelial Cancer 2L	TROPHY	ORR 27.7&	mDoR 7.2m
				2023.02	HR+/HER2- BC 3L	TROPiCS-02	5.5 vs.4.0 (HR 0.66)	14.4 vs 11.2 (HR 0.79)
				-	PD L1 (-/+) TNBC 1L	ASCENT-03/04	임상 3상 진행 중	
				-	키트루다 병용 TNBC adjuvant	ASCENT 05		
				-	HR+/HER2(-) BC	ASCENT-07		
DATO-Dxd	아스트라 제네카	2020년 7월 다이이찌산쿄 임상2상, $6bn 도입	FDA NDA review	2025.1Q 예상	비소세포폐암 유방암,	TROPION-Lung01 TROPION-Breast01	5.6 vs. 3.7 (HR 0.63) 6.9 vs. 4.9 (HR 0.64)	12.4 vs. 11.0 (HR 0.90) Not mature (HR 0.84)
MK2870	머크	2022년 중국 켈룬 임상 2상	임상 3상	2028년 예상	유방암, 폐암, 자궁내막암, 식도암 등에 대해 임상 3상 진행 중 2027년 이후 임상 3상 완료, 2024AACR에서 임상 중간 결과 발표 (ORR 22%)			
LCB84	J&J	2023년 12월 리가켐바이오임상 1상 $1.6bn	임상 1상	2030년 예상	고형암에 대해 임상 1상 진행 중, 2023년 10월 임상 1상 시작, 2027년 5월 임상 1~2상 완료 예정 As a single agent and in combination with an Anti-PD-1 Ab			

자료: 각 사, 유진투자증권

ADC 치료제 시장: 2023년 >13조원 ➔ 2030년 >40조원

엔허투 Effect, 면역항암제+ADC 표준요법으로 입지 강화

- 엔허투 Effect: ADC 치료제 시장의 키트루다, 출시 4년차 매출액 $2.6bn 상회, 2030년 $10bn 까지 성장할 전망
  ADC 치료제들의 SC제형 개발 가능성 높아짐
- 표준요법으로 입지 강화: 면역항암제와 병용요법, 화학항암제를 대체 (ex) 키트루다/파드셉 병용요법, 엔허투, 트로델비는 1L 치료제 임상 진행 중

ADC 치료제 판매 현황

치료제	회사	승인일	타겟	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
마일로타그®	Pfizer	2000.05.17	CD33									
애드세트리스®	Seagen/Takeda	2011.08.19	CD30	455	524	640	854	1,090	1,198	1,313	1,472	1,732
캐싸일라®	Roche	2013.02.22	HER2	799	844	929	1,001	1,402	1,863	2,168	2,179	2,189
베스폰사®	Pfizer	2017.08.17	CD22						182	192	219	236
루목시티®	AstraZeneca	2019.09.13	CD22						1	-	-	-
폴라이비®	Roche	2019.06.10	CD79B					52	180	261	457	932
파드셉®	Astellas/Seagen	2019.12.18	Nectin-4						311	503	755	1,118
엔허투®	Daiichi Sankyo / AstraZeneca	2019.12.20	HER2						225	497	1,207	2,566
트로델비®	Gilead	2020.04.22	Trop-2						49	380	680	1,069
블렌렙®	GSK	2020.08.05	BCMA						42	122	146	44
아칼룩스®*	Rakuten Medical	2020.09.25	EGFR								-	-
진론타®	ADC Therapeutics	2021.04.23	CD19							34	75	69
아이딕시®**	RemeGen	2021.06.08	HER2								10	-
티브닥®	Genmab/Seagen	2021.09.20	TF							6	63	85
엘라히어®	ImmunoGen	2022.11.14	FRα								3	>212
합계				**1,253**	**1,368**	**1,569**	**1,855**	**2,544**	**4,051**	**5,476**	**7,256**	**10,252**
YoY(%)				-	9.2	14.7	18.2	37.1	59.2	35.2	32.5	41.1

자료: BioPharma PEG, 각 사, 유진투자증권
주1: * 일본 승인; ** 중국 승인; 그 외 FDA 승인, 단위:$mn
주2: 블렌렙 2022년 11월 판매 중단, 루목시티 2021.07 EU 마케팅 중단, 2023.01 미국 마케팅 중단
주3: 2023년 4분기 엘라히어 매출액은 이뮤노젠 피인수로 공시되지 않음

빅파마들의 ADC 파이프라인

빅파마들의 ADC 치료제 개발 현황

	MERCK						Astrazeneca				
	U3-1402	MK-2870	DS-7300	DS-6000	MK-1200	1 additional clinical asset	AZD8205	AZD9592	AZD5335	AZD0901	LM-305
공동개발자	다이이찌산쿄	Kelun Biotech	다이이찌산쿄	다이이찌산쿄	Kelun Biotech	Kelun Biotech	하버바이오메드	자체 개발	자체 개발	KYM Bioscience	LaNova Medicines
일반명	Patritumab deruxtecan	Sacituzumab tirumotecan	Ifinatamab deruxtecan	Raludotatug deruxtecan	Undisclosed	Undisclosed	페이로드: TOPO1 inhibitor			페이로드: MMAE	
타겟	HER3	TROP2	B7H4	CDH6	Claudin 18.2	Undisclosed	B7H4	EGFR/cMET Bispecific ADC	FRα	CLDN18.2	GPRC5D
임상 단계	3상	3상	2상	1상	1상	1상	2상	1상	1상	2상	1상
치료 암분야	EGFRm 비소세포폐암 유방암	비소세포폐암 유방암	ES-소세포암 진행성 고형암	난소암	위장관암	Undisclosed	유방암, 방광암, 난소암, 내막암	비소세포폐암 두경부소세포암	난소암 폐암	위암 췌장암	다발성골수종

	Pfizer							BMS			Roche
	Disitamab Vedotin	IB6 ADC	Felmetatug vedotin	PF-08046051	PF-08046050	PF-08052666	35C	BL-B01D1 (Systlimmune)	P5 (Tubulis)	ORM-6151 (Orum)	YK211 (Mablink)
페이로드	Vedotin				TOPO1 inhibitor			Bispecific ADC	TOPO1 inhibitor	GSPT1 Degrader :Dual-Precision Targeted Protein Degradation (TPD2 TM)	Tumor Micro-environment Activable LINker-payload (TMALIN) ADC
일반명	Disitamab Vedotin	Sigvotatug Vedotin	B7H4 ADC	PD-L1 ADC	CEACAM5-TOPO 01	MesoC2	PF-08046044		P5 Conjugation platform		
타겟	HER2	Integrin beta 6	B7H4	PD-L1	CEACAM5	Mesothelin	CD30-TOPO 1	EGFR X HER3		CD33	C-Met
임상 단계	2상	1상	1상	1상	1상	2024년 첫환자 투여	2024년 첫환자 투여	1상		1상	IND
치료 암분야	요로상피세포암 유방암	비소세포폐암	유방암	비소세포폐암	폐암, 대장암	고형암	혈액암	비소세포폐암	고형암	혈액암 AML	고형암

자료: 각 사, 유진투자증권

리가켐바이오(141080.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	**256**	**192**	**608**	**555**	**496**
유동자산	191	133	557	505	456
현금성자산	169	108	532	479	430
매출채권	19	19	19	20	20
재고자산	0	0	0	1	1
비유동자산	66	59	51	50	40
투자자산	31	27	22	22	13
유형자산	26	25	23	22	22
기타	8	7	6	5	5
부채총계	**33**	**42**	**42**	**43**	**43**
유동부채	29	38	38	38	39
매입채무	16	24	24	25	25
유동성이자부채	12	12	12	12	12
기타	1	2	2	2	2
비유동부채	4	4	4	4	4
비유동이자부채	0	0	0	0	0
기타	4	4	4	4	4
자본총계	**223**	**151**	**566**	**513**	**453**
지배지분	223	151	566	513	453
자본금	14	14	18	18	18
자본잉여금	94	98	547	547	547
이익잉여금	109	33	(3)	(56)	(116)
기타	6	6	3	3	3
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	**223**	**151**	**566**	**513**	**453**
총차입금	12	12	12	12	12
순차입금	(157)	(96)	(519)	(467)	(418)

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업현금	**(7)**	**(62)**	**(34)**	**(49)**	**(56)**
당기순이익	(45)	(75)	(36)	(54)	(60)
자산상각비	4	5	4	4	4
기타비현금성손익	14	5	(2)	0	0
운전자본증감	17	(1)	(0)	(0)	0
매출채권감소(증가)	10	(7)	(0)	(0)	(0)
재고자산감소(증가)	0	0	(0)	(0)	0
매입채무증가(감소)	0	(0)	0	0	0
기타	7	6	(0)	(0)	(0)
투자현금	**(17)**	**9**	**1**	**(5)**	**4**
단기투자자산감소	(10)	12	(2)	(2)	(2)
장기투자증권감소	(1)	0	0	0	9
설비투자	4	1	1	2	2
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
재무현금	**3**	**(2)**	**454**	**0**	**0**
차입금증가	(0)	(0)	0	0	0
자본증가	3	(2)	454	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	**(23)**	**(55)**	**421**	**(54)**	**(52)**
기초현금	140	117	62	483	429
기말현금	117	62	483	429	377
Gross Cash flow	(27)	(65)	(34)	(49)	(56)
Gross Investment	(10)	4	(3)	3	(6)
Free Cash Flow	**(17)**	**(69)**	**(31)**	**(52)**	**(50)**

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	**33**	**34**	**96**	**104**	**126**
증가율(%)	3.9	2.2	182.0	7.7	21.5
매출원가	16	16	17	17	17
매출총이익	**18**	**18**	**80**	**87**	**109**
판매 및 일반관리비	68	99	119	143	171
기타영업손익	50	46	20	20	20
영업이익	**(50)**	**(81)**	**(39)**	**(56)**	**(62)**
증가율(%)	적지	적지	적지	적지	적지
EBITDA	**(46)**	**(77)**	**(35)**	**(52)**	**(58)**
증가율(%)	적지	적지	적지	적지	적지
영업외손익	**3**	**4**	**3**	**2**	**2**
이자수익	4	6	3	2	2
이자비용	0	1	1	1	1
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업손익	(1)	(1)	0	1	1
세전순이익	**(47)**	**(77)**	**(36)**	**(54)**	**(60)**
증가율(%)	적지	적지	적지	적지	적지
법인세비용	(2)	(2)	0	0	0
당기순이익	**(45)**	**(75)**	**(36)**	**(54)**	**(60)**
증가율(%)	적지	적지	적지	적지	적지
지배주주지분	(45)	(75)	(36)	(54)	(60)
증가율(%)	적지	적지	적지	적지	적지
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	**(1,781)**	**(2,664)**	**(1,039)**	**(1,484)**	**(1,666)**
증가율(%)	적지	적지	적지	적지	적지
수정EPS(원)	(1,781)	(2,664)	(1,039)	(1,484)	(1,666)
증가율(%)	적지	적지	적지	적지	적지

주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	(1,781)	(2,664)	(1,039)	(1,484)	(1,666)
BPS	8,072	5,305	15,565	14,094	12,442
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	-	-	-	-	-
PBR	5.3	12.3	4.0	4.4	5.0
EV/EBITDA	-	-	-	-	-
배당수익률	0.0	0.0	-	-	-
PCR	-	-	-	-	-
수익성(%)					
영업이익률	(149.7)	(237.7)	(40.7)	(53.8)	(49.5)
EBITDA이익률	(137.4)	(224.1)	(36.0)	(49.8)	(46.3)
순이익률	(136.0)	(219.4)	(37.6)	(51.6)	(47.7)
ROE	(18.7)	(40.0)	(10.1)	(9.9)	(12.4)
ROIC	(65.8)	(158.0)	(99.3)	(168.3)	(199.4)
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	(70.2)	(63.8)	(91.7)	(91.1)	(92.2)
유동비율	667.0	352.3	1,461.4	1,316.6	1,179.7
이자보상배율	(175.1)	(156.2)	(71.7)	(102.3)	(114.3)
활동성 (회)					
총자산회전율	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
매출채권회전율	1.0	1.8	5.0	5.3	6.4
재고자산회전율	142.4	172.6	287.2	189.7	203.3
매입채무회전율	2.3	1.7	4.0	4.2	5.1

자료: 리가켐바이오, 유진투자증권

에스티팜

(237690)

주가상승	1M	6M	12M
상대기준(%)	-9.2	12.2	4.5
절대기준(%)	-13.5	18.0	-1.4

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가(원)	100,000	100,000	-
영업이익(24)	44	40	▲
영업이익(25)	54	53	▲

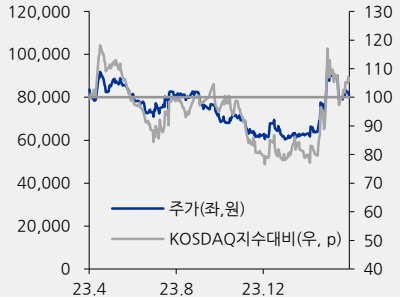
투자의견
BUY
(유지)

목표주가
100,000원
(유지)

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

현재주가(원, 4/18)	**83,300**
시가총액(십억원)	1,577
발행주식수	18,934천주
52주 최고가	99,000원
최저가	59,900원
52주 일간 Beta	1.14
60일 일평균거래대금	192억원
외국인 지분율	5.2%
배당수익률(2024E,%)	0.6%
주주구성(%)	
동아쏘시오홀딩스(외 5인)	46.2%

투자의견 **BUY(유지)**
목표주가(12M) **100,000원**



결산기(12월)(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E
매출액	249	285	322	372
영업이익	18	34	44	54
세전손익	19	23	43	56
당기순이익	18	18	36	51
EPS(원)	957	1,041	2,010	2,821
증감률(%)	443.5	8.8	93.1	40.3
PER(배)	91.5	65.1	41.4	29.5
ROE(%)	5.4	5.4	9.5	12.3
PBR(배)	4.9	3.3	3.8	3.4
EV/EBITDA(배)	48.9	24.6	25.2	22.4

자료: 에스티팜, 유진투자증권

높은 성장 가치를 감안할 때 저평가된 기업

Investment Point

- **올리고뉴클레오타이드 CDMO:** 글로벌 올리고뉴클레오타이드 치료제 시장 확대 시 위탁생산 물량 증가 예상, 생산능력도 확대 중
- **2024년 하반기**
  ① 상업화가 시작될 혈액암 치료제(제론, 이메텔스타트) 승인 기대, 2030년 타겟 시장 크기 >70억 달러, 생산물량 +50%YoY
  ② 에이즈치료제 신약 후보 STP0404 (Primitegravir) 임상 2상 종료 예상, R&D 파이프라인 가치 상승 기대
- **2025년 하반기**: 제 2 올리고동 완공 예정이며 생산 수율이 지속적으로 상승 중, 임상 3상 진행 중인 파이프라인들(4개)이 순차적으로 상업화 물량으로 전환될 예정
- **수율 상승, 영업레버리지 확대 진행:** 수율 개선에 따른 원가율 하락, 영업레버리지 확대로 지속될 것, 중장기 영업이익률 20% 이상 예상

투자의견 BUY 및 목표주가 10만원 유지

- **2024년 예상 실적:** 매출액 및 영업이익 각각 13%YoY, 31%YoY, OPM 13.7%(약 +2%ppt)
- 이익 고성장이 지속되면서 높은 밸류에이션 지표가 빠르게 하락하는 중

에스티팜 시가총액 및 주요 이벤트

2021년 시가총액 2조 7,170억 원 이후 주가 약 42% 하락한 상태 (2024년 4월 18일 기준)

- 2008년 설립, 2016년 코스닥 상장
- 2021~2022년 mRNA 백신, RNA 치료제 가치가 급증하면서 실적과 별도로 시가총액은 2조 7천억 원대까지 까지 상승
- 에이즈 및 바이러스 치료제 생산 기술을 기반으로 RNA 치료제 CDMO로서 역량 확대, 관련 분야에서 최고의 글로벌 CDMO로 인정받고 있음
- 생산 캐파 증가로 장기적은 올리고뉴클레오타이드 치료제 시장 확대의 대표적인 수혜주
- RNA 치료제 임상 증가, 신약 출시로 장기간 실적 성장이 예상되는 기업

에스티팜 시가총액, 영업이익 및 주요 이벤트



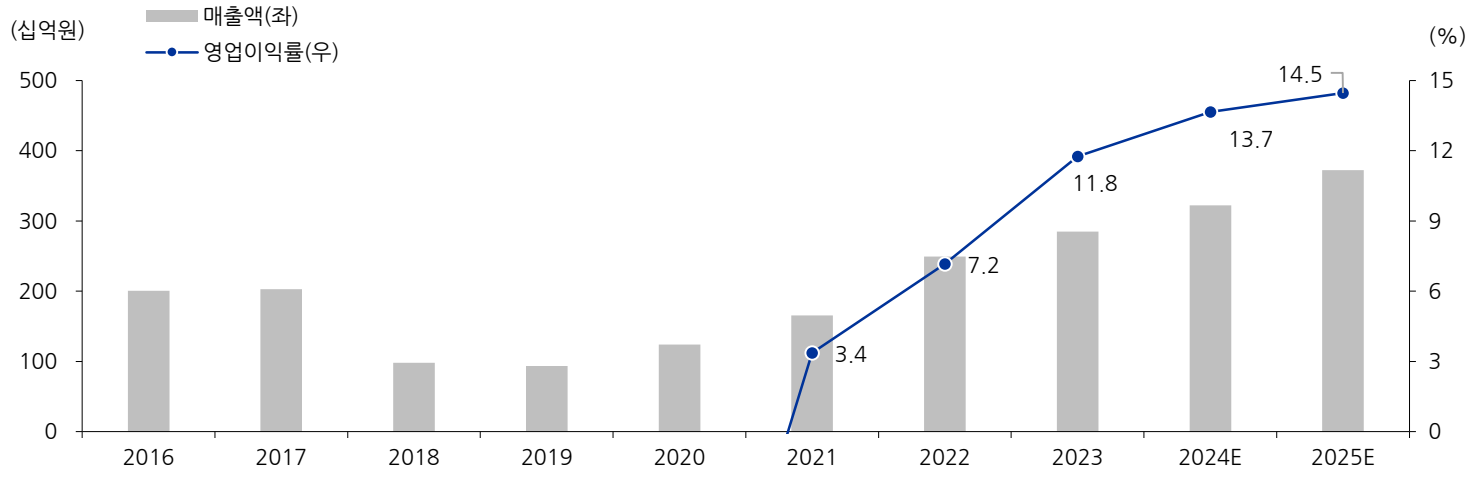
자료:Quantiwise, 에스티팜, 유진투자증권

에스티팜 향후 전망 및 목표주가

투자의견 BUY 및 목표주가 10만원 유지

- 목표주가 10만원은 2025년 예상 실적 현가화(할인율 10%) X Target P/E 40배 적용
- 2026년 생산 능력 2023년 대비 100% 증가, 신약 연구개발도 병행
- 연평균 20%를 상회하는 이익 성장 지속될 전망, 현 주가 수준은 2024E P/E 40배, 2025E P/E 29배 수준
- 지속가능한 이익 고성장세를 감안할 때 기업가치 상승 여력이 풍부하다는 판단

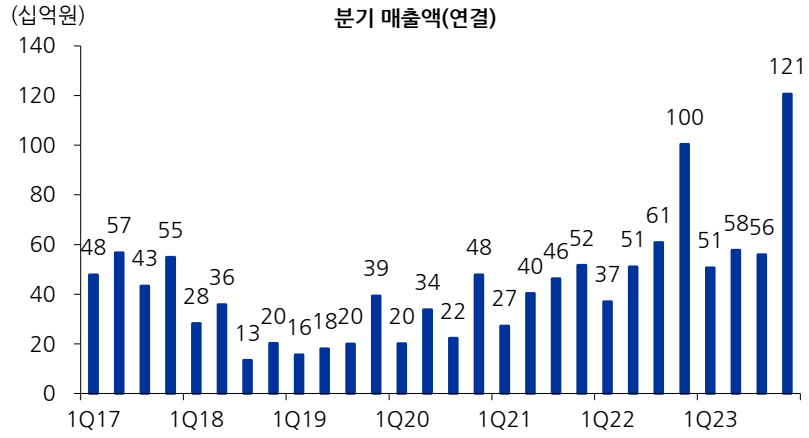
에스티팜 매출액 및 영업이익률 추이



자료:Quantiwise, 에스티팜, 유진투자증권

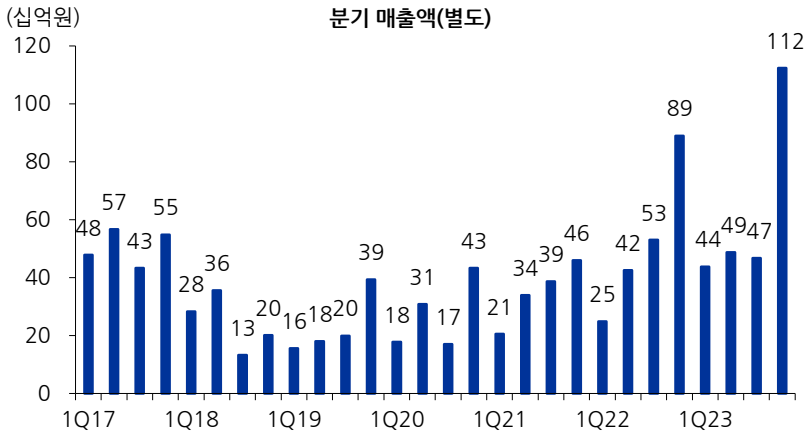
에스티팜 실적 추이

분기 매출액 (연결 기준) 추이



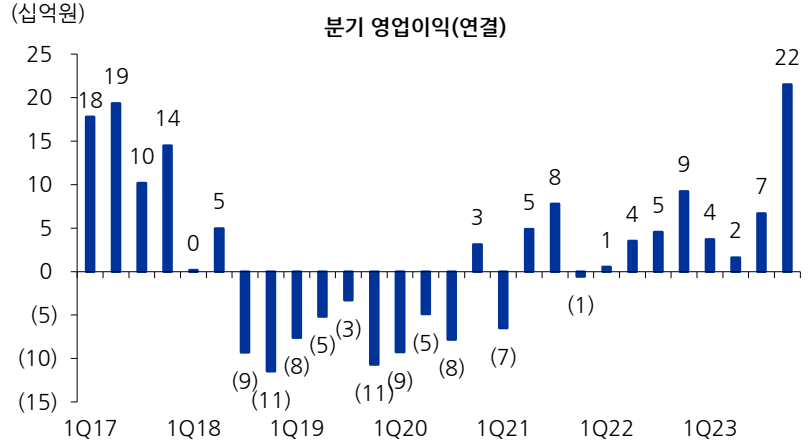
자료: 에스티팜, 유진투자증권

분기 매출액 (별도 기준) 추이



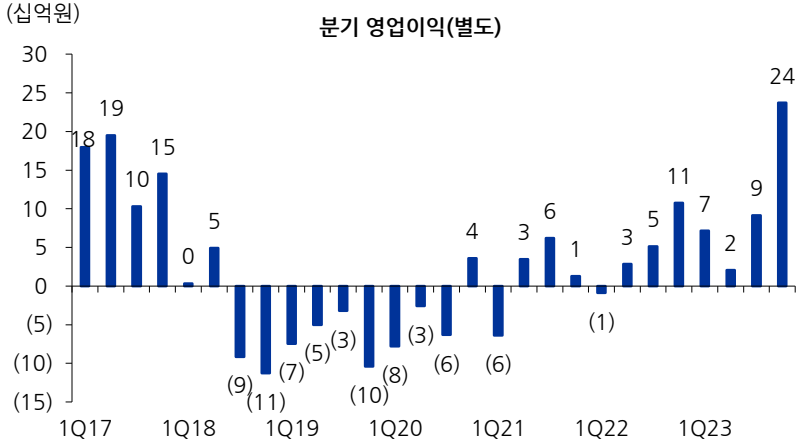
자료: 에스티팜, 유진투자증권

분기 영업이익 (연결 기준) 추이



자료: 에스티팜, 유진투자증권

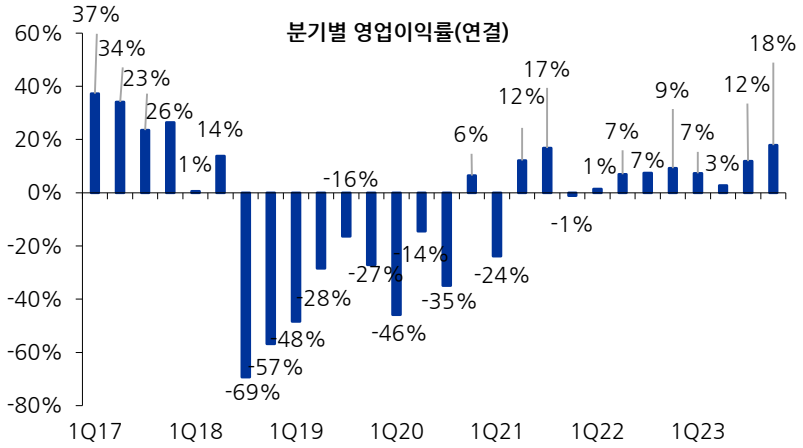
분기 영업이익 (별도 기준) 추이



자료: 에스티팜, 유진투자증권

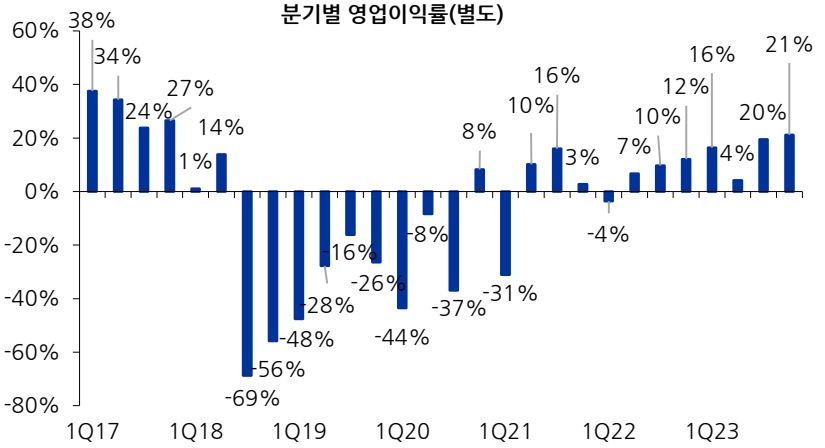
에스티팜 실적 추이 2

분기 영업이익률 (연결 기준) 추이



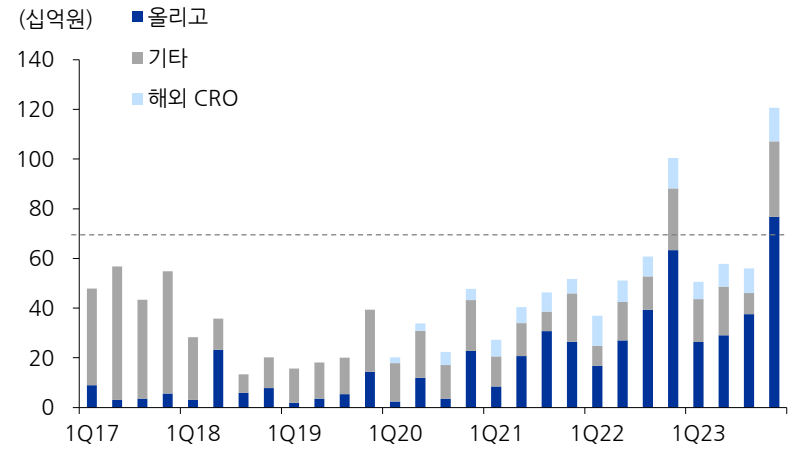
자료: 에스티팜, 유진투자증권

분기 영업이익률 (별도 기준) 추이



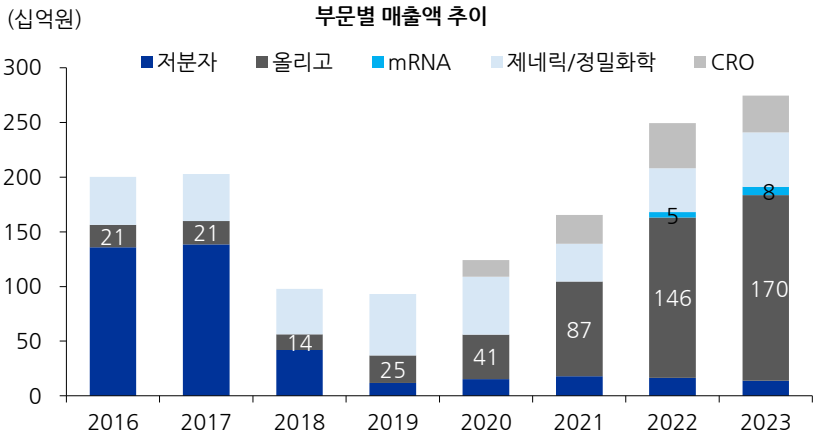
자료: 에스티팜, 유진투자증권

사업부문별 분기매출액 추이



자료: 에스티팜, 유진투자증권

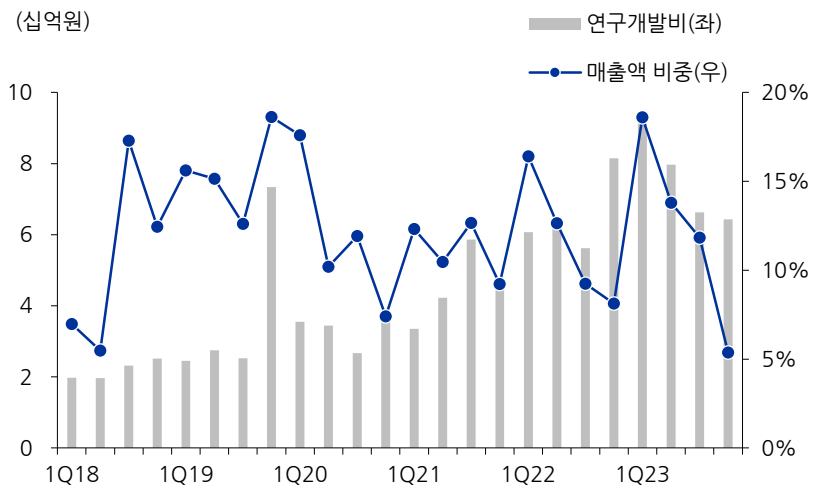
사업부문별 연간 매출액 추이



자료: 에스티팜, 유진투자증권

에스티팜 투자현황

분기 연구개발비 추이



자료: Quantiwise, 유진투자증권

자회사 및 CRO

	버나젠 (Vernage)	레바티오 (Levatio)	아나패스 (Anapath Research&Service)
설립(인수) 연도	2021년 8월 설립	2021년 4월 설립	2019년 11월 인수
지분율	미국 자회사 STP아메리카 리서치를 통해 지분 100% 보유	동아쏘시오홀딩스 22.5%, STP아메리카리서치 67.5% 보유	78.65% 보유 (178억원에 인수)
사업 내용	mRNA 신약 파이프라인 연구개발	원형 RNA 및 CAR-NKT 세포기술 기반 신약 개발	비임상 전문 CRO
마일스톤	▪ 13건 프로젝트 진행 ▪ 4개 프로젝트 임상 1상 진입 준비 중 ▪ 2023년 당기순손실 17.3억원	▪ 원형 RNA 기술 기반 백신 2025년 임상 1상 진입 예정 ▪ 2023년 당기순손실 21.3억원	▪ 2023년 당기순손실 152.4억원

자료: 에스티팜, 유진투자증권

2024년 9월 제 2 올리고동 (7층) 착공: 고성장 시장의 강력한 수요에 선제 대응

올리고 생산	2021	2022	2025년 3분기	2026년 2분기
총 CAPA	2.0 mole	6.4 mole	8~9 mole	12~14 mole
	약 330kg ~1ton	약 1~3.2 ton	약 1.4~4.6 ton	약 2.3~7 ton
설비 line	1 대	4 대	7 대	10 대

자료: 에스티팜, 유진투자증권
주: 1 mole은 약 167kg ~ 500kg

STP0404 에이즈 치료제

Top 10 글로벌 에이즈 치료제들은 모두 블록버스터급

- 에이즈치료제 개발사: 길리어드 사이언스, ViiV Healthcare, 머크
- 매출액 1위 에이즈치료제: 빅타비 4제 복합제, 길리어드 사이언스가 개발, 2023년 매출액 $11.8bn
- 카베누바®: 근육주사로 월 1회~2개월 1회 주사제 출시 (장기지속형)
- STP0404(Pirmitegravir)
  - 인테그라아제(에이즈 바이러스의 RNA를 숙주 세포에 전달하여 통합하는 것을 촉진)의 비촉매 부위를 타겟(억제), 비정상적 올리고머화 촉진
  - HIV 유전물질을 바이러스를 보호하는 외막인 캡시드 밖으로 꺼내 바이러스 증식을 차단
  - 임상 2상 진행 중, 2024년 하반기 임상 2상 유효성 확인 가능, HIV 치료제 전문기업에게 기술 이전 추진 목표
  - 경쟁약 돌루테그라비르(GSK, 매출액 2.3조원), 엘비테그라비르(길리어드, 3.2조원), 랄테그라비르(Merck, 0.8조원)

에이즈 치료제 기전

종류	기전 설명
역전사 효소 억제제	▪ HIV 역전사효소가 HIV RNA를 DNA로 전환하지 못하게 막음 ▪ 뉴클레오시드, 뉴클레오티드, 비-뉴클레오시드계 약물이 있음
프로테아제 억제제(PI: 단백분해효소 억제제)	▪ 프로테아제가 새로 생성된 바이러스 내에서 특정 단백질을 활성화시키지 못하게 막음 ▪ 새로운 세포들을 감염시키지 못하는 미숙하고 결함이 있는 HIV가 만들어짐
유입(융합)억제제 (Fusion inhibitor)	▪ HIV가 세포에 들어가지 못하게 막음 ▪ 인체 세포에 침투하기 위해, HIV는 CD4 수용체 및 CCR-5 수용체 등 또 다른 1개의 수용체와 결합해야 하는데, 유입 억제제 중 한 가지인 CCR-5 억제제는 CCR-5 수용체를 차단하여, HIV가 인체 세포에 들어가는 것을 막음
부착 후 억제제	▪ HIV가 세포에 들어가는 것을 막지만, 융합 억제제와는 다른 방식으로 차단함 ▪ 주로 여러 다른 약물에 내성인 HIV 감염에 사용
인테그라아제 억제제 (INSTI: Integrase Strand Transfer Inhibitors)	▪ HIV DNA가 인체 DNA로 통합되지 못하게 막음
부착 억제제	▪ HIV가 숙주 T 세포와 다른 면역 세포에 부착하는 것을 막아서 세포에 침입할 수 없게 함

자료: 약학정보원, 머크, 유진투자증권

RNA 파이프라인

2025년 FDA 승인 또는 임상 3상 진입이 예상되는 주요 RNA 신약 후보 물질들

	후보물질	임상명	회사	적응증	출시 예정 시기
Phase 3					
1	Pelacarsen (펠라카르센) TQJ230(AKCEA-APO(a)-LRx)	NCT 03385239	Ionis/Akcea /Norvatis	▪ Type of RNA: ASO / 적응증: Lp(a) 타겟 심혈관 위험이 있는 고중성 지방혈증 ▪ 2025년 5월 임상 3상 종료 예정 (N=7,680)	2025
2	Bepirovirsen (베피로비르센) GSK 3228836	B-Clear phase IIb NCT04449029	GSK/Ionis (2019~)	▪ Type of RNA: ASO / 적응증: B형 간염 바이러스 ▪ 2023년 임상 3상 시작, 2025년 FDA NDA 신청 예정	2026~2027
3	Olezarsen (올레자르센)	BALANCE NCT 04568434	Ionis	▪ Type of RNA: ASO ▪ 적응증: 고중성지방혈증: SHTG(SevereHypertriglyceridema), ApoC- III 생성을 저해 ▪ ApoC - III는 lipoprotein lipase를 저해함으로서 혈관내 triglyceride를 조절하는 단백질 ▪ 2024년 2월 15일 FCS, AP 치료제로 FDA ODD 지정	2024
4	Fitusiran (피투시란)	ATLAS-PPX NCT 03549871	Alnylam/Sanofi	▪ Type of RNA: siRNA/ 적응증: 혈우병(Haemophilia A and B) ▪ 2024년 FDA Filing 예정	2025~
5	Cemdisiran (셈디시란)	NIMBLE NCT 05070858	Alnylam/ Regeneron	▪ Type of RNA: siRNA / 적응증: Complement Mediated Disease ▪ Regeneron의 포젤리맙(Pozelimab) 병용 요법 ▪ 임상 1차 완료일: 2024년 08월 14일	2025~
6	Eplontersen (엡론터센)	NEURO- TTRansform NCT 04136184	Ionis/ AstraZeneca	▪ Type of RNA: ASO / 적응증: ATTR, 추가 적응증 확대 임상 중 ▪ 2023년 3월 FDA NDA 승인 ▪ 2023년 12월 21일 FDA 승인(Wainua™)	2024
7	Donidalorsen (도니다로센)	NCT 05392114	Ionis	▪ Type of RNA: ASO ▪ 적응증: 유전성 혈관부종(Hereditary Angioedema) ▪ 2023년 임상 3상 환자 등록 완료 ▪ 2024년 상반기 임상 3상 데이터 발표 예정	2025~2026
8	Plozasiran (플로자시란) (ARO-APOC3)	PALISADE NCT 05089084	Arrowhead	▪ Type of RNA: siRNA ▪ 적응증: 고중성지방혈증 (Hypertriglyceridemia)	2026~
9	Ulefnersen (우레프너센)	FUS-ALS NCT 04768972	Ionis	▪ Type of RNA: ASO ▪ 적응증: 루게릭병 ▪ 2025년 임상 3상 데이터 발표 예정	2025~2026

자료: 각 사, 유진투자증권
주: 파란 박스의 후보물질은 에스티팜이 올리고뉴클레오타이드 공급을 담당하고 있는 것으로 추정됨

RNA 파이프라인

2025년 FDA 승인 또는 임상 3상 진입이 예상되는 주요 RNA 신약 후보 물질들

	후보물질	임상명	회사	적응증	임상 1차 종료
Phase 2					
1	Tominersen (토미너센)	GENERATION-HD2 NCT 05686551	Ionis/Roche	▪ Type of RNA: ASO ▪ 적응증: 헌팅턴병 ▪ 2023년 1분기 첫 환자 투여 시작	2025.01
2	ALN-HBV02	MARCH NCT 04856085	Alnylam/Vir	▪ Type of RNA: siRNA ▪ 적응증: B형 간염 바이러스 ▪ 2023년 상반기 임상 2상 결과 발표	2027.06
3	Zilebesiran (질레베시란)	KARDIA-1 (단독) NCT 04936035 KARDIA-2(병용) NCT 05103332	Roche/Alnylam	▪ Type of RNA: siRNA ▪ 적응증: 고혈압 ▪ 2023년 9월 질레베시란 단독요법 KARDIA-1 임상 2상 탑라인 결과 발표	2023.04(단독) 2023.09(병용)
4	JNJ-3989	OCTOPUS-1 NCT 05275023	Arrowhead/GSK	▪ Type of RNA: siRNA ▪ 적응증: B형 간염 바이러스 ▪ 2023년 10월, J&J는 JNJ-3989의 개발 및 전 세계 독점 권리를 GSK에게 양도 ▪ GSK는 베피로비르센 투여 후 JNJ-3989 투여 임상 진행 계획	2023.12
5	Vesleteplirsen (베슬레테필리르센) (SRP-5051)	MOMENTUM NCT 04004065	Sarepta	▪ Type of RNA: ASO ▪ 적응증: 뒤시엔느 근이영양증	2023.10
6	Sapablursen	NCT 05143957	Ionis	▪ Type of RNA: ASO ▪ 적응증: 베타 지중해성 빈혈 (B-Thalassemia) ▪ 2025년 12월 임상 2상 종료 예정	2025.01

자료: 각 사, 유진투자증권
주: 파란 박스 후보물질은 에스티팜이 올리고뉴클레오타이드 공급을 담당

에스티팜(237690.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	**571**	**675**	**692**	**742**	**798**
유동자산	263	348	385	424	498
현금성자산	50	90	123	119	177
매출채권	97	122	99	116	131
재고자산	108	121	148	174	174
비유동자산	307	327	307	318	299
투자자산	41	37	38	40	41
유형자산	254	277	256	266	247
기타	12	13	13	12	12
부채총계	**230**	**289**	**279**	**285**	**291**
유동부채	179	84	73	78	83
매입채무	41	39	28	33	37
유동성이자부채	115	30	30	30	30
기타	23	15	15	15	15
비유동부채	50	205	206	207	208
비유동이자부채	20	177	177	177	177
기타	31	28	29	30	31
자본총계	**341**	**387**	**413**	**457**	**507**
지배지분	338	385	411	454	505
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	196	226	226	226	226
이익잉여금	127	136	164	208	258
기타	6	13	11	11	11
비지배지분	3	2	2	2	2
자본총계	**341**	**387**	**413**	**457**	**507**
총차입금	135	207	207	207	207
순차입금	85	117	84	88	30

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업현금	**7**	**1**	**43**	**37**	**69**
당기순이익	18	18	36	51	57
자산상각비	18	23	22	21	20
기타비현금성손익	16	28	0	3	4
운전자본증감	(41)	(65)	(15)	(38)	(12)
매출채권감소(증가)	(48)	(26)	23	(17)	(16)
재고자산감소(증가)	(26)	(13)	(28)	(26)	(0)
매입채무증가(감소)	6	(0)	(11)	5	4
기타	27	(25)	(0)	(0)	(0)
투자현금	**(6)**	**(82)**	**(3)**	**(33)**	**(3)**
단기투자자산감소	54	(40)	(2)	(2)	(2)
장기투자증권감소	0	0	(0)	(0)	(0)
설비투자	60	43	0	44	4
유형자산처분	0	0	0	14	4
무형자산처분	0	(0)	0	0	0
재무현금	**11**	**81**	**(9)**	**(9)**	**(9)**
차입금증가	20	91	0	0	0
자본증가	(9)	(9)	(9)	(9)	(9)
배당금지급	9	9	9	9	9
현금 증감	**11**	**(0)**	**31**	**(6)**	**57**
기초현금	39	50	50	81	75
기말현금	50	50	81	75	132
Gross Cash flow	51	68	58	75	81
Gross Investment	101	107	16	69	13
Free Cash Flow	**(50)**	**(39)**	**42**	**5**	**68**

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	**249**	**285**	**322**	**372**	**420**
증가율(%)	50.5	14.3	13.0	15.6	12.8
매출원가	160	173	186	215	242
매출총이익	89	112	136	157	178
판매 및 일반관리비	71	79	92	103	116
기타영업손익	36	11	17	12	12
영업이익	**18**	**34**	**44**	**54**	**62**
증가율(%)	220.1	87.7	31.3	22.4	14.4
EBITDA	**35**	**57**	**66**	**74**	**82**
증가율(%)	77.3	59.5	16.5	13.0	9.6
영업외손익	**1**	**(10)**	**(1)**	**2**	**2**
이자수익	1	2	3	5	4
이자비용	3	6	6	6	6
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업손익	3	(6)	2	4	4
세전순이익	**19**	**23**	**43**	**56**	**64**
증가율(%)	1,426.5	21.4	84.2	31.0	13.0
법인세비용	2	6	7	6	6
당기순이익	**18**	**18**	**36**	**51**	**57**
증가율(%)	418.6	0.0	106.2	40.3	13.0
지배주주지분	18	20	38	53	60
증가율(%)	443.5	8.8	93.1	40.3	13.0
비지배지분	(0)	(2)	(2)	(2)	(3)
EPS(원)	**957**	**1,041**	**2,010**	**2,821**	**3,188**
증가율(%)	443.5	8.8	93.1	40.3	13.0
수정EPS(원)	957	1,041	2,010	2,821	3,188
증가율(%)	443.5	8.8	93.1	40.3	13.0

주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	957	1,041	2,010	2,821	3,188
BPS	17,951	20,445	21,833	24,154	26,841
DPS	500	500	500	500	500
밸류에이션(배,%)					
PER	91.5	65.1	41.4	29.5	26.1
PBR	4.9	3.3	3.8	3.4	3.1
EV/EBITDA	48.9	24.6	25.2	22.4	19.7
배당수익률	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6
PCR	32.5	18.7	26.8	21.0	19.3
수익성(%)					
영업이익률	7.2	11.8	13.7	14.5	14.7
EBITDA이익률	14.2	19.8	20.4	20.0	19.4
순이익률	7.0	6.1	11.2	13.6	13.6
ROE	5.4	5.4	9.5	12.3	12.5
ROIC	4.3	5.5	7.6	9.5	10.5
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	24.8	30.2	20.4	19.4	5.9
유동비율	146.9	416.0	527.2	543.3	603.5
이자보상배율	6.2	5.5	7.2	8.8	10.1
활동성 (회)					
총자산회전율	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
매출채권회전율	3.1	2.6	2.9	3.5	3.4
재고자산회전율	2.6	2.5	2.4	2.3	2.4
매입채무회전율	7.4	7.2	9.7	12.3	12.1

자료: 에스티팜, 유진투자증권

ABL바이오

(298380)

주가상승	1M	6M	12M
상대기준(%)	-8.0	21.2	5.9
절대기준(%)	-12.4	27.0	0.0

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가(원)	37,000	37,000	-
영업이익(24)	-27	0	▼
영업이익(25)	11	1	▲

투자의견 **BUY** (유지)

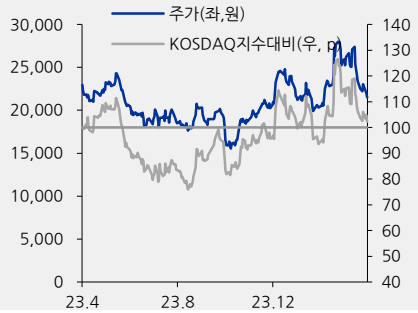
목표주가 **37,000원** (유지)

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

현재주가(원, 4/18)	**22,700**
시가총액(십억원)	1,087
발행주식수	47,893천주
52주 최고가	30,500원
최저가	15,370원
52주 일간 Beta	1.88
60일 일평균거래대금	255억원
외국인 지분율	8.4%
배당수익률(2024E,%)	0.0%
주주구성(%)	
이상훈(외 13인)	30.7%

투자의견 **BUY(유지)**

목표주가(12M) **37,000원**



결산기(12월)(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E
매출액	65	64	42	82
영업이익	0	-3	-27	11
세전손익	4	-2	-27	11
당기순이익	4	-2	-27	11
EPS(원)	81	-52	-565	228
증감률(%)	흑전	적전	-	흑전
PER(배)	285.2	-	-	99.4
ROE(%)	6.1	-3.4	-44.2	20.6
PBR(배)	15.7	15.8	22.8	18.5
EV/EBITDA(배)	440.5	-	-	71.7

자료: ABL바이오, 유진투자증권

Level-up 시기가 다가오고 있다

Investment Point

- **이중항체 시장:** 면역항암제로서 이중항체 신약 2026년 출시 예상
- **Grabody-T:** 4-1BB 결합 이중항체 플랫폼 기술, Best-in Class
  - 4-1BB 고유의 독성문제를 해결하여 효과 극대화
  - ABL111 임상 1상 확대, 블록버스터 면역항암제 병용 예정
  - ABL103, 105, 104, 102, 503 임상도 순항 중
- **Grabody-B:** IGF1R을 이용한 BBB 셔틀 플랫폼
  - 2024년 말~ 2025년 1분기 임상 1상 결과 확인, 마일스톤 유입 예상
  - 미개척 분야인 CNS 분야에서 first-in class 신약 가능성

파이프라인 업데이트

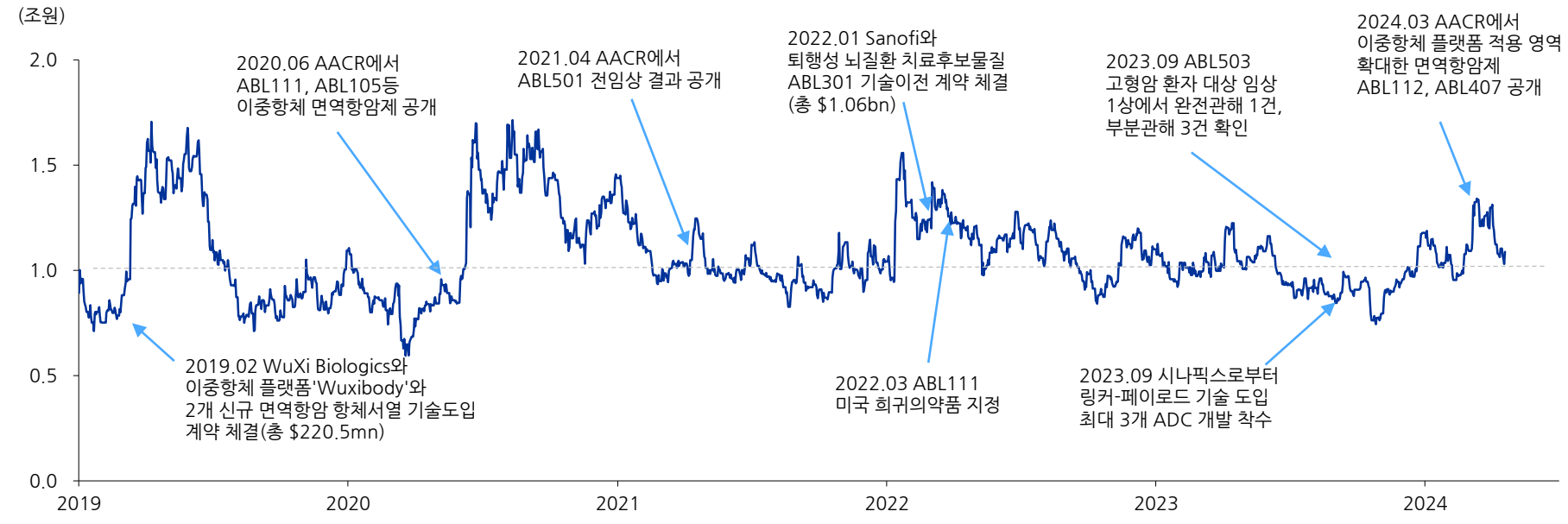
- **2024년 하반기**: 빅파마향 기술이전 기대, ABL301 임상 1상 결과 확인
- **ABL111**: CLDN18.2 저발현군에서도 효능 입증, 높아지는 상업성
- **ABL103:** B7-H4 X 4-1BB 이중항체로 기존 면역항암치료의 한계 극복 가능성 보임, 2023 PEGS Europe에서 빅파마들의 높은 관심 확인
- **ABL301**: 파킨슨 치료제의 First-in class 치료제로 개발 중, 임상에 성공할 경우 타 CNS 질환 치료에도 적용될 수 있어 플랫폼 확장성이 매우 높음, 2024년 말~2025년 초 임상 1상 완료 후 마일스톤 유입

ABL바이오 시가총액 및 주가 이벤트 차트

2022년 ABL301 기술이전, 2024년 빅파마와 기술 이전 계약 체결 기대

- 2016년 설립, 2018년 코스닥 상장
- 2022년 3월 ABL301(파킨슨 치료 타겟) 이중항체를 사노피에게 기술 이전
- 임상 파이프라인들의 데이터가 발표되면서 플랫폼의 가치가 상승할 것, 2024년 하반기가 변곡점이 될 것
  - ABL111 등 4-1BB 이중항체 플랫폼의 가치 상승 예상
  - ABL301 임상 1상이 완료되는 2025년 상반기부터는 IGF1R 매개의 BBB 셔틀 플랫폼 가치 상승 예상

ABL바이오 시가총액 및 주요 이벤트



자료:Quantiwise, ABL바이오, 유진투자증권

ABL바이오 목표주가 및 향후 전망

Grabody 플랫폼 비롯한 이중항체 파이프라인의 잠재적 가치가 주가에 반영되지 않은 상태, 임상 6개(글로벌 5개) 진행 중

- Grabody-B: ABL301 가치 1조원으로 추정, 1월 기술 이전 시 선급금 910억원, 총 계약 규모 1조 2,720억원
- Grabody-T 등: ABL111 가치 4,200억원 추정, ABL503, ABL001 각각 2,000억원으로 가정
- ABL바이오는 국내에서 글로벌 임상 진행 파이프라인 수가 제일 많으며, 학회를 통해 많은 성과들을 꾸준히 발표하는 Global Emerging Biotech
- 다만 이중항체 치료제 시장이 아직 개화되지 않아 이중항체 신약들에 대한 기대감이 낮은 상태
- 빅파마들의 면역항암제 이중항체 파이프라인들은 2026년부터 상업화될 것으로 전망됨
- ABL바이오는 2024~2025년 빅파마향 기술 이전, ABL301 임상 1상의 성공적인 완료가 예상됨. 기업가치가 레벨 업 될 시기가 임박했다고 판단

목표주가

	가치 (십억원, 원)	설명
Grabody-B	978	▪ ABL 301 가치만 포함 ▪ 2030년 출시, 타겟 시장 84조원, 출시 5년 매출액 25억 달러, M/S 25%, 판매로열비 13%, 잔여 마일스톤 10억 달러 합산하여 현가화 (당사 2022년 10월 24일 발간 자료 중 도표 198참고) ▪ ABL301 임상 진입 후 Grabody-B 플랫폼 가치 상승 예상
Grabody-T 등	820	▪ ABL 111(CLDN 18.2 x 4-1BB): AZ와 하버바이오메드와 총 3억 5천만 달러 규모의 계약(계약금 2,500만 달러 포함)을 체결한 것을 반영 (약 4,200원 가치) ▪ ABL 503(PD-1 x 4-1BB): 파이프라인 추정 가치를 약 2천억원으로 반영 ▪ ABL 001(VEGF x DLL4): 국내 최초의 이중항체 임상 파이프라인으로 anti-Angiogenesis 플랫폼을 사용하며 추정 가치는 약 2천억원으로 가정 ▪ 글로벌 임상이 진행되고 있는 앞선 파이프라인들만 반영
합산	1,798	
주당 가치	37,542	주식 수 47,892,539주
목표주가	37,000원	

자료: ABL바이오, 유진투자증권

ABL바이오 파이프라인 분석

총 5개의 파이프라인이 글로벌 임상 진행 중

- ABL001, 111, 104, 105, 503: 파트너들과 글로벌 임상/전임상 진행 중
- ABL102, 103 자체 개발 중 ➔ 빅파마향 기술 이전 계약 체결 기대
- ABL301: 빅파마 사노피에게 기술이전, CNS질환 치료에 BBB 셔틀의 필요성 증가

ABL바이오 플랫폼 기술 및 해당 신약 후보물질들

플랫폼	파이프라인	파트너사	설명
Grabody-B	ABL301: α-syn x IGF1R	사노피(임상 1상)	▪ 치료 항체의 뇌혈류장벽(BBB, Brain Blood Barrier) 통과능력을 향상시키는 BBB 셔틀 플랫폼 ▪ 파킨슨 치료제의 타겟인 α-synucleine 응집체 타깃 항체에 BBB셔틀 플랫폼 IGF1R를 결합
Grabody-T 등	ABL111: CLDN 18.2 x 4-1BB ABL102: ROR1 x 4-1BB ABL103: B7-H4 x 4-1BB ABL104: EGFR x 4-1BB ABL105: HER 2 x 4-1BB ABL503: PD-L1 x 4-1BB	I-MAB(임상 1상) 자체 개발(전임상) 자체 개발(국내 임상 1상) Yuhan(전임상) Yuhan(임상 1상) I-MAB(임상 1상)	▪ TCE: T Cell Engager bispecific Antibody (T 세포 관여 이중항체) ▪ 면역관문 조절 및 암 특이 항원 또는 암 연관 항원 관련 새로운 타깃의 발굴 및 검증 기술 ▪ B7-H4(고형암), CLDN 18.2(위암), HER2(유방암), PD-L1(담도암, 대장암) 등을 타겟하는 항체 이용 ▪ T-cell의 활성도를 높이는 co-stimulatory 4-1BB를 이용하여 특정 환경(TME)에서 선택적으로 작용 ▪ ABL503은 Grabody-I 플랫폼임
Anti-Angiogenesis	ABL001: VEGF x DLL4	Compass(임상 2/3상)	▪ 신생혈관을 억제하는 암 특이 항원에 대한 항체 ▪ 가속승인 추진 ▪ 임상 2상 담도암
이중항체 ADC	향후 학회에서 공개 예정		

자료: ABL바이오, 유진투자증권

Grabody-T: 4-1BB platform

이중항체 positioning

- 이중항체는 차세대 면역항암제로 자리잡고 있음
- 현재 면역항암제(단일항체 면역관문억제제)들의 특허 만료 후 병용요법이나 복합제, 이중항체들이 면역항암제로 상업화 될 것
- 또는 표적항원과 면역세포의 기능을 높이는 T cell Engager로서 이중항체의 입지가 강화될 전망
- 4-1BB는 면역 T세포 표면에 있는 co-stimulatory factor: ABL바이오의 4-1BB 파이프라인들의 임상 데이터가 좋은 결과를 보이면서 빅파마들의 관심 증가하고 있음

4-1BB 플랫폼 보유 경쟁사

기업	이중항체	임상 현황	적응증
ABL바이오	ABL111: CLDN 18.2 x 4-1BB ABL102: ROR1 x 4-1BB ABL103: B7-H4 x 4-1BB ABL104: EGFR x 4-1BB ABL105: HER 2 x 4-1BB ABL503: PD-L1 x 4-1BB	1상 전임상 1상 전임상 1상 2상	위암 고형암 고형암 위암 폐암, 유방암 고형암 등
젠맵/ 바이오앤텍	Acasunlimab: PDL1X 4-1BB	2상 2상 1상	비소세포폐암 자궁내막암 고형암
	GEN1042/BNT312	1/2상	고형암
하버바이오메드	HBM7008: B7H4 X 4-1BB	1상	고형암

자료: 각 사, 유진투자증권

동일 타겟을 가진 경쟁사

타겟	기업	임상 현황	적응증 파트너사/기술이전규모
CLDN 18.2	아스텔라스	졸베툭시맙 CLDN18.2단일항체	FDA 신약 승인 대기 중
	ABL바이오	ABL111 CLDN18.2 X 4-1BB	임상 1상 후기 글로벌 기술 이전 추진 중
	하버바이오메드	HBM7022 CLDN18.2 X CD3	전임상 아스트라제네카 $350mn
	키메드 바이오사이언스	CGM901 CLDN 18.2 ADC	임상 1상 아스트라제네카 $1.1bn
	리가켐바이오	LCB02A CLDN18.2 ADC	전임상
B7-H4	하버바이오메드	HBM7008 B7H4 X 4-1BB	미국, 호주 1상 컬리넌 온콜로지 $588mn
		HBM7008 B7H4 X CD3	전임상
	젠맵	GEN1047 B7H4 X CD3	미국 등 4개국가 1/2상
	ABL바이오	ABL103 B7H4 X 4-1BB	국내 임상 1상 진입 글로벌 기술 이전 추진 중
	아스트라제네카	AZD8205 B7H4 ADC	다국가 1/2상
	화이자/시젠	Felmetatug vedotin B7H4 ADC	다국가 1상
	리가켐바이오	LCB41A B7H4 ADC	전임상
ROR1	머크/VELOSBIO	MK2140 ROR1-MMAE ADC	임상 2상 머크 $2.75bn
	BI/NBE therapeutics	NBE 002 ROR1-PNU ADC	임상 1상 이후 중단 베링거잉겔하임 $1.18bn
	Cistone ABL바이오/리가켐바이오	CS5001/ABL202/LCB02 ROR1-PBD	임상 1상 마무리 CStone $363.5mn
	ABL바이오	ABL102 ROR1 X 4-1BB	전임상
	Sutro Biopharma	STRO-003 ROR1 ADC	임상 1상 진입

자료: 각 사, 유진투자증권

글로벌 이중항체 치료제 시장

이중항체 치료제 시장도 성장하고 있다

- 2023년 이중항체치료제 시장 $8.48bn: 로슈의 헴리브라와 바비스모가 상업적으로 성공함
- 2023년 4개의 이중항체 신약 출시, 항암제로서는 시장 침투 초기, 아직은 혈액암 치료제로 공략

이중항체 치료제 판매 현황

약물명	회사	승인일	적응증	타겟	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
블린사이토®	Amgen	2014.12.03	백혈병	CD19 x CD3	115	175	230	312	379	472	583	861
헴리브라®	Roche	2017.11.16	혈우병	FIXa x FX		3	229	1,389	2,335	3,306	4,006	4,618
리브리반트®	J&J	2021.05.21	비소세포폐암	EGFR x cMET								
킴트랙®	Immunocore	2022.01.25	포도막 흑색종	GP100 x CD3							141	239
바비스모®	Roche	2022.01.28	황반병성	VEGF x Ang2							619	2,625
텍베일리®	J&J / Genmab	2022.10.25	다발성 골수종	BCMA x CD3								1Q24 예정
룬수미오®	Roche	2022.12.22	소포성 림프종	CD20 x CD3							3	65
엡킨리®	Abbvie / Genmab	2023.05.19	림프종	CD20 x CD3								31
컬럼비®	Roche	2023.06.15	림프종	CD20 x CD3								31
탈베이®	J&J	2023.08.09	다발성 골수증	GPRC5D x CD3								-
엘렉스피오®	Pfizer	2023.08.14	다발성 골수증	BCMA x CD3								-
합계 ($mn)					115	178	459	1,701	2,714	3,778	5,352	8,470
성장률 (%)					-	54.8	157.9	270.6	59.6	39.2	41.7	58.3

자료: BioPharma PEG, 각 사, 유진투자증권

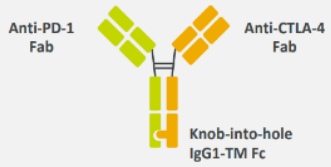
아스트라제네카: Next Wave Immune Oncology

면역종항약 분야에서 선도적인 위치 강화 목표

- 면역 체크포인트를 조합적으로 타겟팅하여 암의 복잡한 면역회피 메커니즘 극복하고자 하는 목표
- 암 치료 패러다임에 중요한 변화를 가져올 것: 새로운 물결을 예고
- Volrustomig(MEDI5752): 임상 3상 시작 2023.10.24~ 2028.05.30(primary completion), 900명 대상, 비소세포폐암 적응증
- Rilvegostomig(AZD2936): 임상 3상 진행 2023.12.04~2029.06.29, N=750, 담도암 적응증 (ARTEMIDE-Billiary01)
- Sabestomig(AZD1966): DATO-DXd와 병용 임상 1상 진행 중, 2021.02.02~2026.01.30, N=321, 비소세포폐암 적응증
- **ABL바이오 ABL112 (TIGIT X 4-1BB, 전임상): 2024 AACR에서 신규 이중항체 플랫폼 발표**

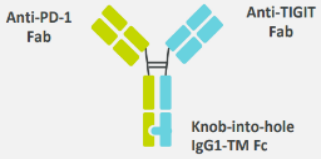
NEXT WAVE Pipeline 이중항체

volrustomig
(PD1/CTLA4)



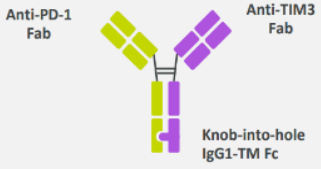
Specifically designed to enhance CTLA-4 blockade on PD-1+ activated T-cells to widen therapeutic index

rilvegostomig
(PD1/TIGIT)



Designed to maximise effect of PD-1 and TIGIT blockade through cooperative binding

sabestomig
(PD1/TIM3)



Binds to unique TIM3 epitope and exerts differentiated T-cell and myeloid/dendritic cell engagement

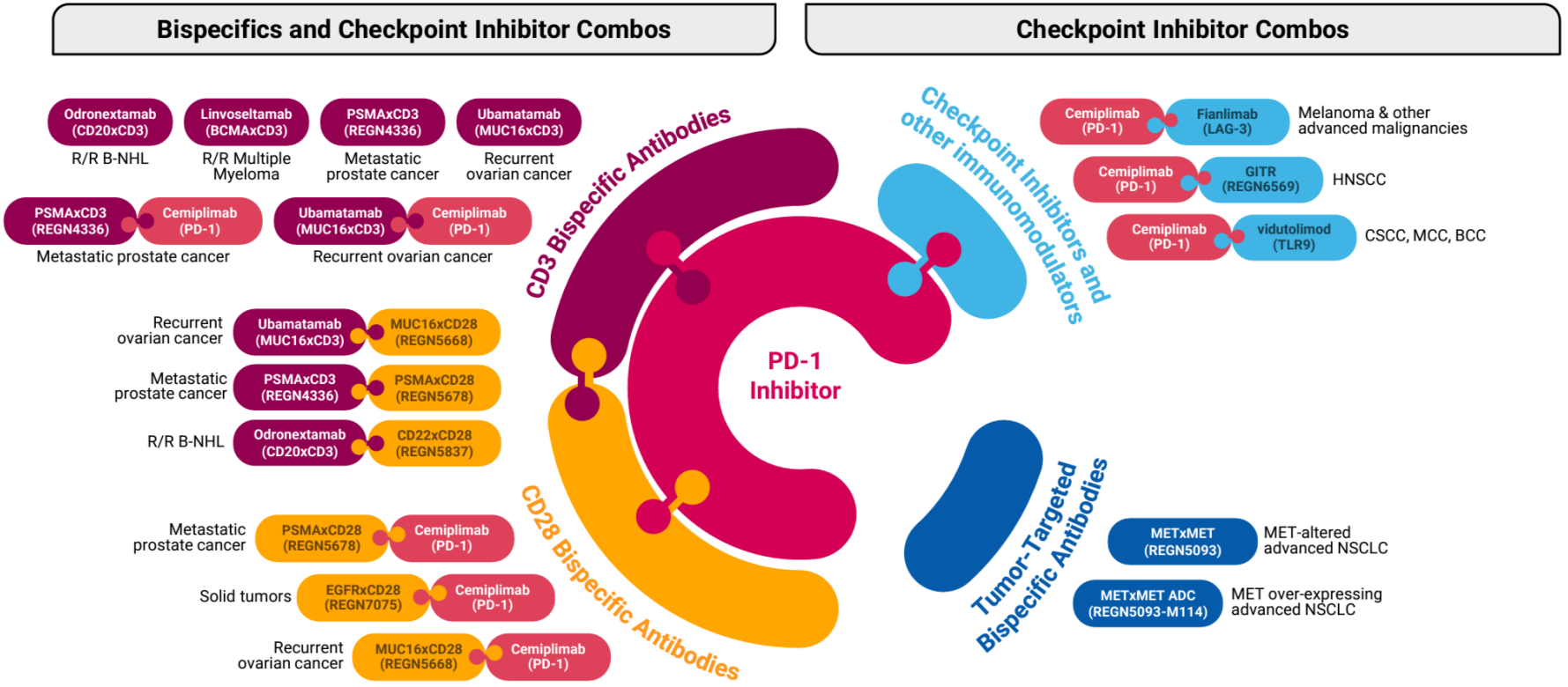
자료: 아스트라제네카, 유진투자증권

리제네론: Harnessing the immune system to fight cancer

3가지 독립적인 카테고리 파이프라인 병용을 통해 면역항암 분야 개척

- Checkpoint inhibitors: 면역관문억제제 병용
- CD Bispecifics: CD3는 T세포 표면에 존재하는 단백질로 TCR(T세포 수용체)에 연결되어 신호 전달에 관여, T세포를 활성화시킴
- CD28 costimulatory Bispecifics: T세포 표면에 발현되는 수용체로 T세포 활성화에 중요한 역할, 추가적인 제 2 신호를 제공함, T세포의 장기 생존, 증식 및 다양한 기능을 활성화 함

Unique flexibility of internally-developed pipeline drives potential for novel and differentiated combinations



자료: 리제네론, 유진투자증권

ABL바이오 (298380.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	**143**	**161**	**162**	**163**	**167**
유동자산	83	75	80	85	92
현금성자산	35	36	41	45	52
매출채권	1	0	0	0	0
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	60	86	82	78	75
투자자산	54	10	10	10	9
유형자산	4	74	69	66	63
기타	3	3	2	2	2
부채총계	**73**	**86**	**115**	**105**	**105**
유동부채	71	42	50	40	40
매입채무	7	10	18	8	8
유동성이자부채	1	1	1	1	1
기타	63	32	32	32	32
비유동부채	2	44	64	64	64
비유동이자부채	1	43	63	63	63
기타	1	1	1	1	1
자본총계	**70**	**75**	**48**	**59**	**62**
지배지분	70	75	48	59	62
자본금	24	24	24	24	24
자본잉여금	361	364	364	364	364
이익잉여금	(338)	(342)	(369)	(358)	(355)
기타	24	29	29	29	29
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	**70**	**75**	**48**	**59**	**62**
총차입금	2	44	64	64	64
순차입금	(33)	8	23	19	12

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업현금	**73**	**(26)**	**(15)**	**5**	**7**
당기순이익	4	(2)	(27)	11	3
자산상각비	2	3	5	4	4
기타비현금성손익	6	7	0	0	0
운전자본증감	60	(32)	8	(10)	(0)
매출채권감소(증가)	(0)	0	(0)	0	(0)
재고자산감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무증가(감소)	1	1	8	(10)	0
기타	60	(34)	(0)	(0)	(0)
투자현금	**(73)**	**(13)**	**(1)**	**(1)**	**(1)**
단기투자자산감소	(50)	40	(0)	(0)	(0)
장기투자증권감소	(22)	18	0	1	0
설비투자	1	71	0	1	1
유형자산처분	1	1	0	0	0
무형자산처분	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
재무현금	**5**	**43**	**20**	**0**	**0**
차입금증가	(1)	42	20	0	0
자본증가	6	2	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	**2**	**4**	**4**	**4**	**6**
기초현금	22	23	28	32	37
기말현금	23	28	32	37	43
Gross Cash flow	12	7	(23)	15	7
Gross Investment	(37)	85	(7)	11	1
Free Cash Flow	**49**	**(78)**	**(15)**	**5**	**6**

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	**65**	**64**	**42**	**82**	**76**
증가율(%)	1,125.3	(2.7)	(34.5)	96.4	(7.0)
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	**65**	**64**	**42**	**82**	**76**
판매 및 일반관리비	65	67	69	71	73
기타영업손익	13	2	3	3	3
영업이익	**0**	**(3)**	**(27)**	**11**	**3**
증가율(%)	흑전	적전	적지	흑전	(70.5)
EBITDA	**2**	**(0)**	**(22)**	**15**	**7**
증가율(%)	흑전	적전	적지	흑전	(51.9)
영업외손익	**4**	**1**	**(0)**	**(0)**	**(0)**
이자수익	0	1	0	0	0
이자비용	0	0	0	0	0
지분법손익	2	(2)	0	0	0
기타영업손익	1	2	0	0	0
세전순이익	**4**	**(2)**	**(27)**	**11**	**3**
증가율(%)	흑전	적전	적지	흑전	(71.5)
법인세비용	0	0	0	0	0
당기순이익	**4**	**(2)**	**(27)**	**11**	**3**
증가율(%)	흑전	적전	적지	흑전	(71.5)
지배주주지분	4	(2)	(27)	11	3
증가율(%)	흑전	적전	적지	흑전	(71.5)
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	**81**	**(52)**	**(565)**	**228**	**65**
증가율(%)	흑전	적전	적지	흑전	(71.5)
수정EPS(원)	81	(52)	(565)	228	65
증가율(%)	흑전	적전	적지	흑전	(71.5)

주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	81	(52)	(565)	228	65
BPS	1,467	1,561	996	1,225	1,290
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	285.2	-	-	99.4	348.3
PBR	15.7	15.8	22.8	18.5	17.6
EV/EBITDA	440.5	-	-	71.7	148.3
배당수익률	0.0	0.0	-	-	-
PCR	92.1	169.3	-	71.1	149.4
수익성(%)					
영업이익률	0.2	(4.7)	(64.8)	13.6	4.3
EBITDA이익률	3.7	(0.7)	(53.9)	18.9	9.8
순이익률	5.9	(3.9)	(65.0)	13.4	4.1
ROE	6.1	(3.4)	(44.2)	20.6	5.2
ROIC	-	-	(27.8)	11.9	3.4
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	(47.0)	10.7	48.7	31.5	19.6
유동비율	115.9	178.2	160.2	211.0	226.7
이자보상배율	1.7	(45.6)	(240.6)	71.9	21.2
활동성 (회)					
총자산회전율	0.6	0.4	0.3	0.5	0.5
매출채권회전율	223.1	225.8	170.8	266.0	401.5
재고자산회전율	-	-	-	-	-
매입채무회전율	8.9	7.8	3.0	6.4	9.7

자료: ABL바이오, 유진투자증권

알테오젠

(196170)

주가상승	1M	6M	12M
상대기준(%)	-8.4	197.5	254.1
절대기준(%)	-12.8	203.3	248.2

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가(원)	210,000	140,000	▲
영업이익(24)	-8	20	▼
영업이익(25)	58	136	▼

투자의견 **BUY** (유지)

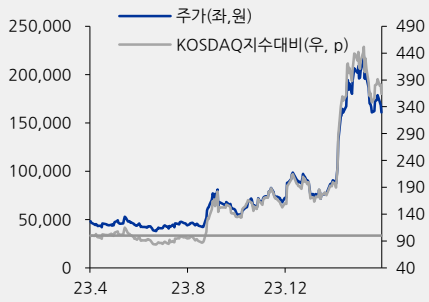
목표주가 **210,000원** (상향)

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

현재주가(원, 4/18)	176,200
시가총액(십억원)	9,341
발행주식수	53,012천주
52주 최고가	225,500원
최저가	38,000원
52주 일간 Beta	1.94
60일 일평균거래대금	2,846억원
외국인 지분율	11.1%
배당수익률(2024E,%)	0.0%
주주구성(%)	
박순재(외 4인)	20.6%

투자의견 BUY(유지)

목표주가(12M) ▲210,000원



결산기(12월)(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E
매출액	29	97	62	128
영업이익	-29	-10	-8	58
세전손익	-10	-4	-13	52
당기순이익	-10	-4	-13	52
EPS(원)	-158	-64	-195	783
증감률(%)	-	-	-	흑전
PER(배)	-	-	-	225.1
ROE(%)	-5.8	-2.3	-7.2	26.2
PBR(배)	13.5	35.3	67.8	52.1
EV/EBITDA(배)	-	-	-	158.4

자료: 알테오젠, 유진투자증권

플랫폼 확장성에 대한 프리미엄 부여

Investment Point

- **특허 경쟁력:** ALT-B4의 특허 만료는 2040년. 향후 새로운 SC 제형 개발은 ABT-B4를 탑재하는 것이 유리함
- **Hybrozyme의 확장성:** 단일항체, ADC, 이중항체 등 신기전치료제들이 SC 제형으로 개발될 가능성 높아지고 있음
- **수익성:** 경쟁사 할로자임보다 높은 수익성, 국내 바이오제약 기업 중 최고의 수익성 시현할 전망

투자의견 BUY 및 목표주가 210,000원으로 상향 조정

- **목표주가 상향:** 경쟁사 할로자임 대비 플랫폼의 높은 확장성을 반영해 밸류에이션 투자지표를 상향 조정, 에스티팜에 부여하는 Target P/E 40배 적용
- **테르가제:** 고성장하고 있는 히알루로니다제 글로벌 시장에서 상업화에 성공한다면 기업 가치 상승을 견인할 전망
- **비즈니스 모델 확장 기대:** 중장기 전략 구축 중

알테오젠 시가총액 및 주요 이벤트

2019년 Hybrozyme™ 기술 개발➔ 2020/2024년 머크 계약➔2025년 키트루다 SC 출시➔2028년 키트루다IV 특허만료

- 2008년 설립, 2014년 코스닥 상장
- 2019년 Hybrozyme™ 기술 개발
- 2019년 12월 글로벌 제약사와 기술이전 계약, 2020년 6월 머크와 기술이전 계약
- 2024년 머크와 추가 계약, 키트루다 SC 임상 3상 완료(3분기) 후 FDA 승인 신청(연말)
- 2025년 키트루다 SC 출시 예정(상반기)
- 2028년 키트루다 IV 특허 만료. 2029년부터 키트루다 IV 바이오시밀러 출시 예정

시가총액 및 주요 이벤트



자료: Quantiwise, 알테오젠, 유진투자증권

알테오젠 향후 전망

기업가치 상승을 견인할 이벤트가 매년 풍부, 하나씩 확인 과정이 필요함

- 2024년 하반기 키트루다SC 임상 3상 완료 후 FDA 승인 신청, 연말쯤 ADC SC 연구결과 확인 가능할 것
- 2025년 상반기 키트루다SC 승인, 2025년 하반기 키트루다SC 판매 시작, 키트루다 복합제SC 임상 시작
- 2026~2029년 연평균 3,000억원대의 마일스톤 유입 예상, 2029년 이후 연평균 4,000억원대의 마일스톤 유입 예상
- 2029년 키트루다IV 바이오시밀러 출시와 키트루다SC 제형간 시장 점유율 경쟁
- 2030년 키트루다 복합제SC 출시 기대, ADC SC 출시 기대
- 2032년경 키트루다+ENHANZE 기술이 적용된 제품 개발 가능성 존재

연도별 예상되는 주요 이벤트

2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
키트루다SC 임상3상 완료 FDA NDA filing	FDA approval 미국 등 출시 ($50mn)	키트루다SC 마일스톤 유입			키트루다SC 판매 로열티 유입			
	키트루다복합제SC 임상 1상	키트루다 복합제 출시			키트루다 특허만료 ➔ 바이오시밀러 출시	키트루다 복합제SC 출시		키트루다 + ENHANZE 제품 출시 가능성 존재
테르가제 국내 시판	ADC SC 임상 1상 시작		알토스 바이오로직스 Eylear BS 임상 완료			ADC SC 출시		
	치루제약 Herceptin BS 출시 Intas/Accord Herceptin SC 출시추정			주 1회 제형 성장 호르몬 Intas/Accord Phesgo BS 출시 추정				

자료: 알테오젠, 유진투자증권

목표주가 상향 조정

목표주가 210,000원(Target 시가총액 11조원)으로 상향

- Target P/E 40배 적용: RNA 치료제 시장 확대로 이익 고성장이 예상되는 에스티팜과 동일하게 부여, 플랫폼의 확장성, 높은 수익성 등을 반영
- MERCK와 추가 계약이 예상되어 신규 반영

경쟁사 할로자임보다 높은 투자지표 적용

구성요소	신규		이전	
	Value (십억원)	산정 근거	Value (십억원)	산정 근거
키트루다 SC 마일스톤 및 판매 마일스톤	8,564	2026년 예상 순이익 8%할인 X Target P/E 40 배 (연평균 20%를 상회하는 고성장이 지속할 것으로 예상하는 에스티팜과 동일하게 부여, 플랫폼 확장성 반영하여 프리미엄 부여)	5,472	2026년 예상 순이익 8% 할인 X Target P/E 20 배 (할로자임의 마일스톤 및 로열티 유입이 본격화된 시기인 2022년 P/E valuation)
Merck 계약에서 잔여 마일스톤의 30% 반영	1,299	신규 반영: Merck 기술수출 합산 규모 30% 반영 (키트루다SC제외)	반영하지 않았음	
ALT-B4 가치 (유지)	488	유지	488	2019년 1차 계약사, 산도즈, 인타스 기술 수출 합산 규모 30% 반영
ALT-PH1 가치 (유지)	473	유지	473	유지
ALT-BB4 가치 (유지)	200	유지	200	유지
Altos Biologics (유지)	300	유지	300	유지
가치 합산 (십억원)	11,325		6,933	
주당 가치 (원)	213,624	주식 수: 53,011,828 주	133,933	
목표 주가 (원)	**210,000**	50% 상향 조정	140,000	

자료: 유진투자증권 추정

프리미엄 부여 근거

할로자임보다 프리미엄을 부여해야 하는 이유: 차별화된 경쟁력, 확장성, 수익성, 비즈니스 모델

- 할로자임의 ENHANZE와 차별화된 경쟁력
  ① 특허: 알테오젠 특허는 2040년까지 지속
  ② 신기전 치료제들에 대한 확장성: ADC, 이중항체 등 신기전 치료제들의 시장 확대를 위해 필요한 SC 제형, 알테오젠을 선호할 것
  ③ 3천억원을 상회하는 마일스톤 유입: 할로자임보다 높은 수익성, 국내 바이오제약 기업 중 최고의 수익성 시현할 전망
  ④ 비즈니스 모델 확장: 기업가치를 높이기 위한 중장기 전략 구축 중

할로자임 파트너사 및 ENHANZE™가 적용된 제품들

파트너사	제품	적응증	할로자임 계약일	FDA 승인	로열티 수취만료
로슈	허세팁 SC	항암제	2006.12	2013.09	2030.07
	리툭산 SC	항암제		2014.06	2030.09
	페스고 SC	항암제		2020.06	2030.07
	티센트릭 SC	항암제	2017.09	2024.1Q (미정)	2040.12 (미정)
BMS	옵디보 SC	항암제	2017.09	2024 (미정)	-
Takeda	HYQVIA	면역결핍장애	2007.09	2014.09	2030.09
J&J	다잘렉스 SC	다발성경화증	2014.12	2020.06	12년간
	아미반타맵 SC	항암제	2019.12	2024 (미정)	-
아제닉스	비브가르트 SC	자가면역질환	2019.02	2023.06	2040 (미정)
Hylenex	rHuPH20	흡수 개선	-	2005.12	자체 판매

자료: 할로자임, 유진투자증권

알테오젠 파트너사 및 Hybrozyme™이 적용된 제품들

파트너사	제품	적응증	출시일	타겟 시장	특허
머크	키트루다 SC	항암제	2025	>40조원	2040
	미공개 5개	항암제	2029 이후	품목당 >1조원	2040
산도즈	미공개 2개	항암제	2030 이후	품목당 >0.5조원	2040
사노피	미공개 2개	항암제	2030 이후	-	2040
인타스	허셉틴SC 바이오시밀러	항암제	2025	품목당 >0.5조원	2040
치루	허셉틴 바이오시밀러	항암제	2024 이후	품목당 >0.5조원	-
TERGASE	rHuPH20	흡수 개선	2024	>1조원	2040
ADC, 이중항체	연구개발 진행 중				

자료: 알테오젠, 유진투자증권

알테오젠 vs. 할로자임

유사하지만 다르다

	알테오젠 Alteogen KQ: 196170	할로자임 Halozyme NASDAQ: HALO
설립일 소재지	2008년 5월 13일 대한민국 대전	1998년 2월 26일 미국 샌디에고, 캘리포니아
상장일 시가총액	2014년 12월 12일 9조 3,407억원	2004년 3월 11일(합병일) 약 6조 6,597억원($4.8bn)
2023년 실적 및 사업부문	2023년 매출액 965억원 2023년 영업손실 97억원 2023년 순손실 35억원	2023년 매출액 $829mn(Royalty $448 + others) 2023년 영업이익 $337mn(OPM 40.6%) 2023년 순이익 $285mn
2028년 예상 실적	2028년 예상 매출액: 약 4,000억원 + α (테르가제 매출액 등) 2028년 예상 영업이익: 약 3,000억원 + α (테르가제 판매이익 등) margin > 70 %	2028년 매출액 가이던스 $1,565~1,690mn (+26~37%YoY) 2028년 Adjusted EBITDA 가이던스 $1,125~1,250mn (+23%YoY) (Adjusted EBITDA margin 71~73%)
핵심 기술 및 특허	Hybrozyme™ Tergase (2024년부터 판매 시작 예상)	ENHANZE™ rHuPH20 (2015년부터 판매 시작)
대표 및 인력 현황	박순재 131명 (2024.12.31)	Helen Torley 373명 (2024.02.12)
파트너사	사노피(2019), 미국 Merck(2020), 인타스(2021), 산도즈(2022)	로슈(2006), 다케다(2007), J&J(2014), BMS(2017), Argenx(2019), ViiV(2021) 등
영업 현황	라이선스 아웃 계약 체결 후 착수금 수취 2025년부터 파트너사 Merck 로부터 마일스톤 유입될 전망 2030년 예상되는 로열티 > 4,000억+ α	2006년 로슈와 기술이전 계약 체결, 2013년부터 로열티 유입 2014년 J&J와 기술이전 계약 체결, 2020년부터 로열티 유입 2030년 예상되는 로열티 > $1, 690mn이나 이후 특허만료로 점진적으로 감소 예상
중장기 전략	ADC, 이중항체 등 신기전 치료제들로 SC 제형 기술 적용 영역 확장 자체 바이오시밀러SC 제형 출시 테르가제(히알루로니다제) 직접 판매 연구-개발-생산 일원화	2024~2025년 ENHANZE 기술이 적용된 4개 신약 후보물질 상업화 추가 2027년까지 ENHANZE 기술이 적용된 4개 신약 후보물질 상업화 추가 auto injector 포함 medical device 확장

자료: 알테오젠, 할로자임, 유진투자증권
주: 시가총액은 2024년 4월 18일 기준

Co-formulation 특허 연장이 가능한 경우

비자명성 혁신이나 결과를 인정받으면 co-formulation 제품에 대해 특허 연장 인정

- 투여방법, 용량, 조합 등에 대해 진보성 인정
- 높은 안정성을 보이게 될 경우
- 반응률을 개선시킬 경우
- 주사 투여와 관련된 부작용을 감소시켰을 경우

**비자명성(Non-obvious): 진보성(inventive step)과 유사한 개념. 청구발명이 선행 기술과 동일하게 개시되어 있지 않다고 하더라도, 특허를 받고자 하는 발명은 전체적으로 고려하였을 때 선행기술과의 차이가 발명 당시에 그 기술분야에서 통상의 기술을 가진 자에게 자명하다면 특허를 받을 수 없음. 유용성(utility), 신규성(novelty), 명세서 기재요건 등과 같은 다른 특허요건들을 만족한다 하더라도, 그 청구발명이 특허를 통해 배타적인 권리를 인정받기 위해서는 사소한 정도 이상의 진보성을 보여 주어야 함

Non-obvious Innovation or Results

Reason for Patent Grant	HyQvia (Immune Globulin Infusion 10% (Human) with Recombinant Human Hyaluronidase)	Herceptin HYLECTA (trastuzumab and hyaluronidase-oysk)	RituxanHYCELA (rituximab/hyaluronidase human)	DARZALEX Faspro (daratumumab and hyaluronidase-fihj)	PHESGO (PERTUZUMAB-TRASTUZUMAB)
Non-obvious combination, dosage and/or method of administration	✓		✓		
Unexpected stability of co-formulation		✓			✓
Improved response rate with SC versus IV				✓	
Reduced infusion related reactions				✓	

자료: 할로자임, 알테오젠, 유진투자증권

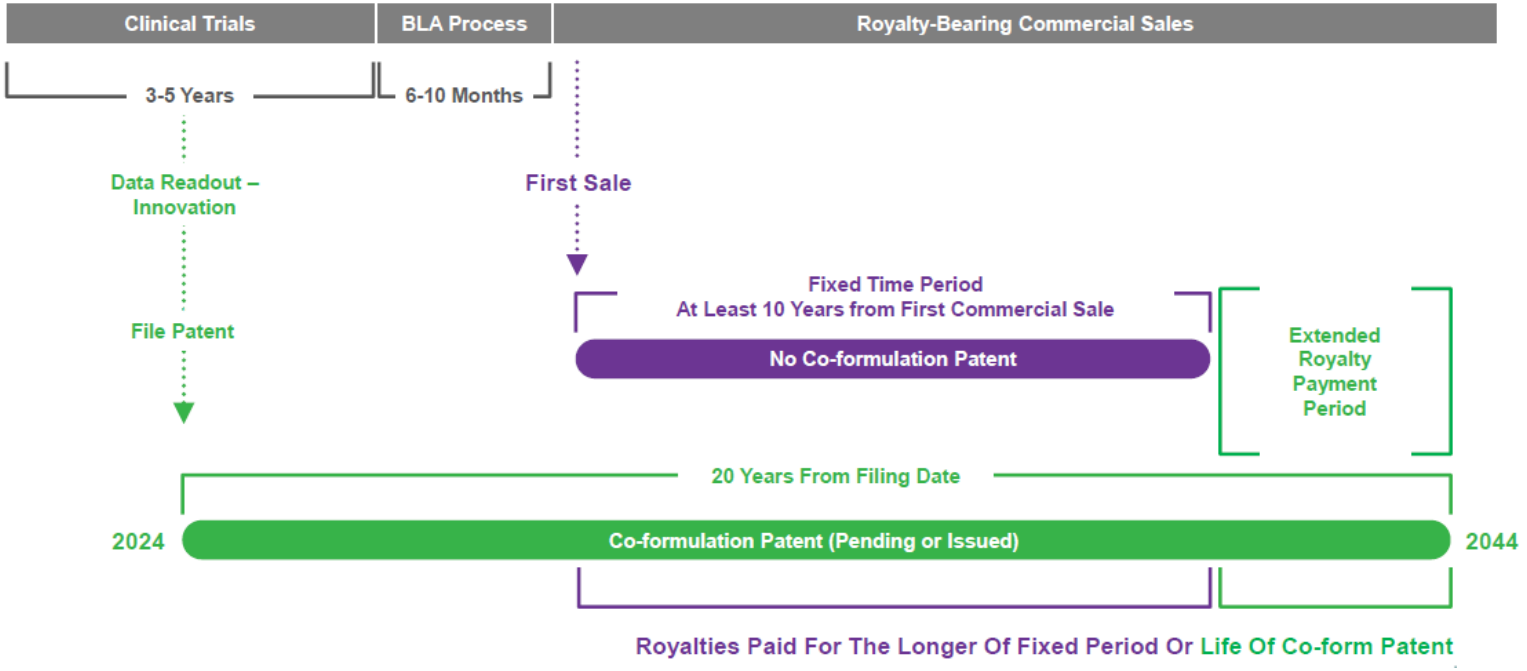
Co-formulation 특허 연장 구조

비자명성 혁신이나 결과를 인정받으면 co-formulation 제품에 대해 특허 연장 인정

① 알테오젠은 물질특허가 2040년
② 할로자임은 물질 특허 US 2027년, EU 2024년 , 추가로 2029년까지 특허 연장 가능, new rHuPH20 은 온도에 대한 안전성을 높여 유럽 2032년, 미국 2034년까지 특허기간 연장. Co-formulation 특허가 인정받아야만 2024년 제품 출시 후 20년간 특허 인정. 그러나 마일스톤 유입 기간은 제품 출시 후 약 10년 정도로 예상, 할로자임은 2044년까지 가능할 것으로 추정

➔ 신기전 치료제들에 대한 확장성: ADC, 이중항체 등 신기전 치료제들의 시장 확대를 위해 필요한 SC 제형은 Hybrozyme을 선호할 것

특허 비교



자료: 할로자임, 알테오젠, 유진투자증권

알테오젠과 머크 계약 정리

알테오젠과 머크 계약 정리

계약	항목	$mn	내용	
2020년 계약	총 계약금	3,865.0	5조 245억원	
	선급금 수취	(16.0)	(208억원)	
	잔여 마일스톤(품목 6개 합산)	3,849.0	5조 37억원	
	품목 1개(키트루다SC) 마일스톤	641.5	8,340억원	
	키트루다 SC 임상 1상 개발 마일스톤	(3.5)	(45.5억원)	2021.11 수취
	키트루다 SC 임상 3상 개발 마일스톤	(13.5)	(175.5억원)	2023.04 수취
	GMP물질 배치 생산 완료	(2.0)	(26억원)	2022년 수취
	키트루다SC 잔여 마일스톤 ①	604.0	8,086억원 (품목허가 마일스톤[1] 및 연간/누적 매출 마일스톤[2] 포함)	2025년 품목허가 마일스톤 및 일부 순매출 마일스톤 합산 약 1천억원[3] 유입 예상
2024년 추가 계약	Singing fee	20	267억원	2024년 1분기 수취
	키트루다 SC 추가 마일스톤 ②	432	5,616억원	① 과 ②를 합산(품목허가 마일스톤 제외 약 1.27조원) 2026~2029년 상반기까지 연평균 3천억원[4] 유입 예상
	판매 로열티	2%로 가정	2029년 하반기 잔여 마일스톤 수취가 끝날 것으로 예상됨 2029년 하반기부터 키트루다SC 판매액의 2%[5]가 로열티로 유입될 것으로 추정 연평균 4.3천억원[6]으로 추정	
	* 마일스톤 대금 수취 이후 판매 로열티 수취 예상액 가정 근거	▪ 2029년 키트루다SC 순매출액의 약 2%[5] 로 예상함 ▪ 머크는 2017년 BMS와 특허침해 소송에서 키트루다 매출액의 6.5% (2017~2023년) 및 2.5%(2024~2026)를 지급하기로 합의 ▪ 이를 감안하여 머크가 알테오젠의 SC제형에 대한 판매 로열티를 2029년부터 2% 수준에서 지급하는 것은 가능할 것으로 당사는 판단 ▪ 2030년경 키트루다SC제형 매출액이 IV예상 매출액(약 40조원)의 50%까지 대체 가능할 것으로 추정 ▪ 2%[5]의 판매 로열티(연간 4천억원)를 예상함 (회사는 미공개)		

자료: 알테오젠, 유진투자증권
주: 1)~6)는 모두 당사의 추정치를 반영한 것임, 원화가치는 환율 1,300원/$ 가정

키트루다 SC 마일스톤 및 판매로열티 예상 유입액 연도별 추정치

키트루다 SC 매출액은 2028년까지 빠르게 키트루다 IV 시장을 대체할 것

- 2025년 출시 이후 4년차인 2028년까지 SC제형은 IV 제형 시장을 대체할 것
- 2028년 말 IV 제형에 대한 바이오시밀러 출시 예정
- 2029년부터 SC 제형은 할인폭을 높여 IV 바이오시밀러 대비 바이오베터 컨셉으로 가격을 재조정 할 것 + 키트루다 복합제 SC 제형 출시 가능성
- 2032년은 키트루다 IV + 할로자임 기술이 적용된 SC 제형이 출시될 가능성이 있음

2023년 매출액 986억원 ➔ 2024년 예상 매출액 > 600억원 ➔ 2025년 > 1천억원 ➔ 2026년 > 3천억원 ➔ 2029년 > 4천억원

	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
상반기 일정	1H 임상 3상 완료	1H 품목 허가 상업화 물량 생산	SC제형이 IV 제형 시장을 빠르게 대체 IV 제형 적응증의 85%에 대해 SC 적용			2029년 IV 바이오시밀러 출시 후, SC제형 가격은 IV 바이오시밀러 보다 약간 높게 형성될 것	2028년 이후 SC제형 매출액은 IV 시장의 50%로 축소될 것 가정
하반기 일정	2H 품목 허가 신청	2H 출시			IV 특허 만료		
키트루다IV 예상 매출액(조원)	36.4	40.0	45	50	50	35	25
SC 대체율(%)	-	15%	40%	80%	95%	95%	95%
SC 매출액(조원)	-	6	18	40	46	30(가격인하 예상)	22(가격인하 예상)
마일스톤 및 판매로열티 등 수취 유형	Signing fee + CMO 기술이전 수탁 용역 수익	품목허가 마일스톤 + 판매 마일스톤	판매 마일스톤 (연간 SC 목표 매출액 및 누적 SC 목표 매출액 도달 시 유입)			판매 마일스톤 수취 완료 + 판매 로열티 유입	판매 로열티
수취 예상 금액(억원)	700억원	1,085억원	3,192억원	3,192억원	3,192억원	3,500억원	4,400억원

자료: 알테오젠, 유진투자증권

키트루다 적응증 및 승인 현황: 총 39개

키트루다 적응증 및 승인현황: 19개의 암종으로 적응증 확대

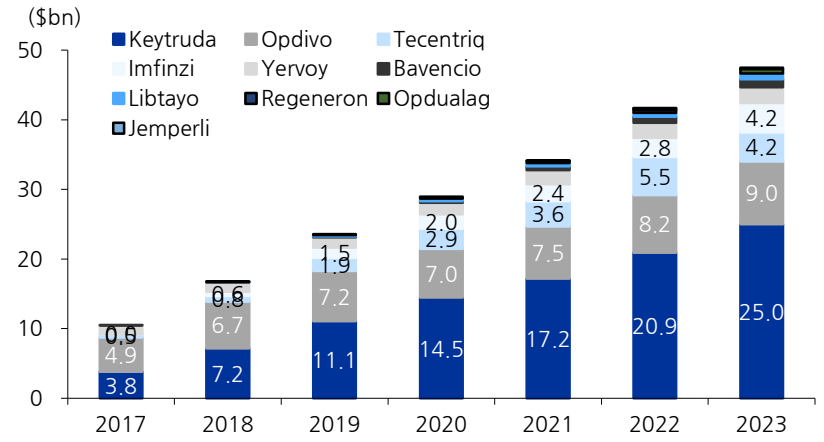
Indication	Setting	임상	승인연도
악성 흑색종 Melanoma	2L+	KEYNOTE-002	2014
	1L	KEYNOTE-006	2015
	Adjuvant	KEYNOTE-054	2019
두경부 편평 세포 암종 SCCHN	Post-Platinum	KEYNOTE-012 KEYNOTE-040	2016
	1L Mono PD-L1+ / 1L combo w/ chemo	KEYNOTE-048	2019
초기 호지킨 림프종 cHL	3L+	KEYNOTE-087 KEYNOTE-204	2017
	2L+ pediatric	KEYNOTE-204	2020
요로상피세포암 Urothelial	2L+	KEYNOTE-045	2017
	1L post-platinum	KEYNOTE-052	2017
	2L+ NMIBC high-risk	KEYNOTE-057	2020
	1L w/ Padvec	KEYNOTE869	2023
MSI-High CRC	1L	KEYNOTE-177	2020
MSI -High	2L+	Multiple (5)	2017
	2L+	KEYNOTE-164 KEYNOTE-158 KEYNOTE-051	2023
위식도 접합부암 GEJ	3L+	KEYNOTE-059	2017
	1L	KEYNOTE-590	2021
	1L HER 2+	KEYNOTE-811	2021
자궁경부암 Cervical	2L + post-chemo PD -L1+	KEYNOTE-158	2018
	1L w/ bev PD-L1+	KEYNOTE-826	2021
	FIGO 2014 Stage III-IVA	KEYNOTE-A18	2024
자궁내막암 Endometrial	2L+ 2/ Lenvatinib Not MSI - H	KEYNOTE-146	2019
	2L + w/ Lenvatinib	KEYNOTE-755	2021
	2L + MSI -High	KEYNOTE-158	2022

Indication	Setting	임상	승인연도
비소세포폐암 NSCLC	2L+ > 1% PD-L1	KEYNOTE-010	2015
	1L+ > 5-% PD-L1	KEYNOTE-024	2016
	1L chemo combo non-sq	KEYNOTE-021	2017
	1L chemo combo non-sq no EGFR/ALG mutation	KEYNOTE-189	2018
	1L chemo combo sq	KEYNOTE-407	2018
	1L mono	KEYNOTE-042	2019
	Adjuvant	KEYNOTE-091	2023
간암 HCC	Post -sorafenib	KEYNOTE-244	2018
메르켈 세포암 MCC	2L+	KEYNOTE-017	2018
신세포암 RCC	1L w/ axitinib	KEYNOTE-426	2019
	1L w/ Lenvatinib	KEYNOTE-581	2021
	Adjuvant high -risk	KEYNOTE-564	2021
소세포폐암 SCLC	3L+	KEYNOTE-158 KEYNOTE-028	2019
식도편평세포암 ESCC	2L+ CPS > 10	KEYNOTE-181 KEYNOTE-180	2019
	1L	KEYNOTE-590	2021
삼중음성유방암 TNBC	1L CPS >10	KEYNOTE-355	2020
	Neojuvant/ Adjuvant	KEYNOTE-522	2021
종양돌연변이부하 TMB-High	TMB-H >10	KEYNOTE-158	2020
피부 소세포암 cSCC	2L +	KEYNOTE-629	2020 & 2021
암 원발성 종격동 세포 림프종 PMBCL	2L +	KEYNOTE-170	2018

자료: 머크, 유진투자증권

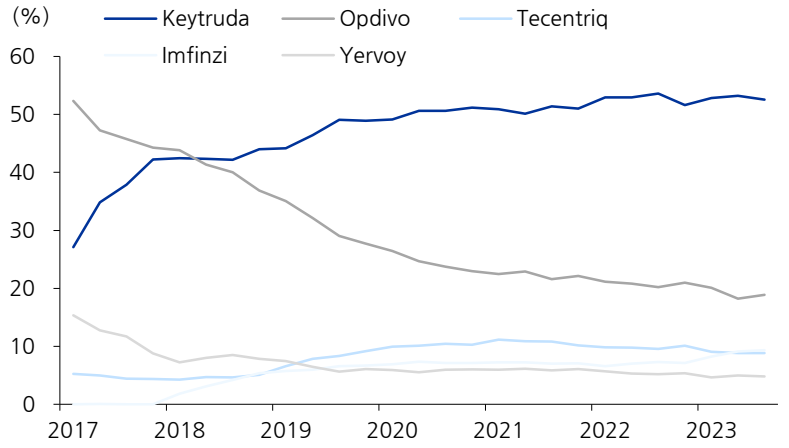
키트루다 매출액 추이

키트루다 매출액 추이



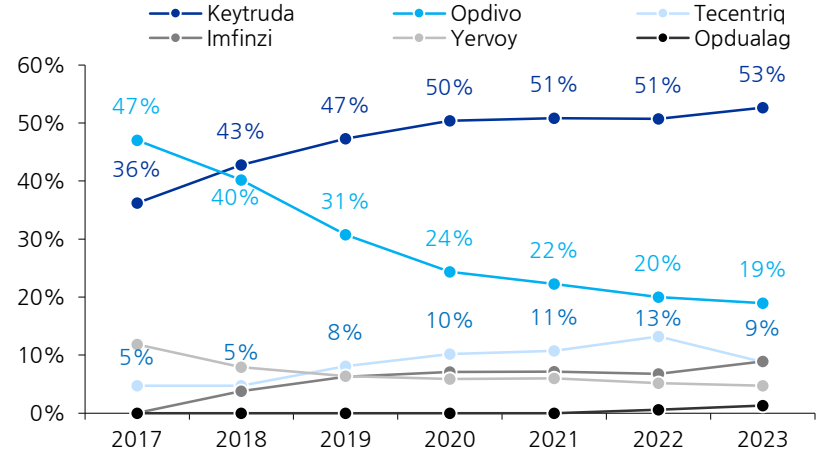
자료: 각 사, 유진투자증권

키트루다 매출액 추이



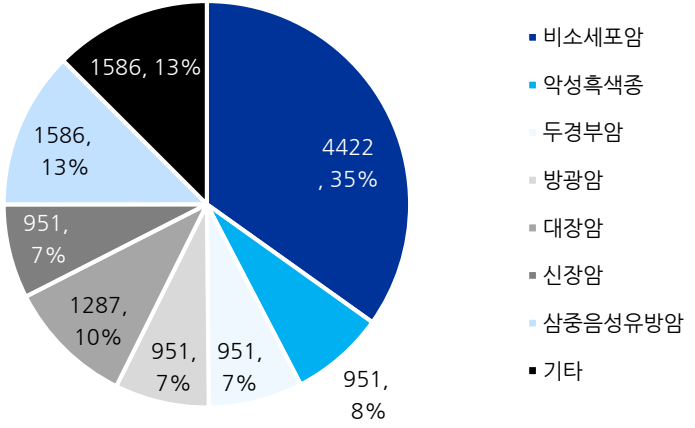
자료: 각 사, 유진투자증권

키트루다 매출액 추이



자료: 각 사, 유진투자증권

키트루다 적응증별 매출액 추이



자료: 각 사, 유진투자증권

키트루다 Franchise

키트루다 프랜차이즈: 머크는 키트루다 프랜차이즈 합산 매출액이 400억 달러를 유지할 것으로 전망

- 펨브롤리주맙 외 3개의 복합제 임상 2상 및 3상 진행 중, 2028년 출시 예상
  - MK-4280A 임상 3상(대장암, China extension study) primary completion 2024.08, Study completion 2025.07
  - MK-4280A 임상 3상(대장암) primary completion 2024.08, Study completion 2025.07
  - MK-4280A 임상 3상(비호지킨 림포마, PD-1/L1 치료에 대한 불응환자) primary completion 2027.05, Study completion 2031.06
  - MK-1308A 임상 3상(신장암) primary completion 2027.06, Study Completion 2027.06
  - MK-7684A 임상 3상 primary completion 2026.04, Study completion 2028.06
- 펨브롤리주맙SC 2025년 출시 예정. 매출액의 약 50% 차지하는 비소세포폐암과 피부 편평세포암에 대해 임상 진행 중

키트루다 Franchise

성분	치료영역 / 기전	임상현황	적응증	
펨브롤리주맙(PD-1 타겟) + 파베질리맙(LAG-3 타겟) MK-4280A	항암제 / 단일항체 고정용량 콤보	임상 3상	2개	대장암, 혈액암
		임상 2상	6개	방광암, 자궁내막암, 식도암, 피부 편평세포암, 신장암, 악성 흑색종
펨브롤리주맙(PD-1 타겟) + 쿠아본리맙(CTLA-4 타겟) MK-1308A	항암제 / 단일항체 고정용량 콤보	임상 3상	1개	신장암
		임상 2상	1개	대장암
펨브롤리주맙(PD-1 타겟) + 비보스톨리맙 (TIGIT 타겟) MK-7684A	항암제 / 단일항체 고정용량 콤보	임상 3상	3개	악성 흑생종, 비소세포폐암, 소세포폐암
		임상 2상	11개	담도암, 방광암, 유방암, 자궁암, 대장암, 자궁내막암, 식도암, 위암, 두경부암, 난소암, 전립선암
펨브롤리주맙 (PD-1 타겟) + 히알루로니다제 SC NK-3475A	항암제 / 단일항체 고정용량 콤보	임상 3상	1개	비소세포폐암
		임상 2상	1개	피부 편평세포암

자료: 머크, 유진투자증권

키트루다 + ADC 병용요법

머크는 키트루다와 ADC 병용요법 임상 진행 중

- 키트루다 + 파드셉: 2023 ASCO에서 표준요법 대비 방광암 1차 치료요법으로 등재
- 켈룬 바이오텍(중국)의 ADC 파이프라인 3 + α 인수: 총 계약 규모
- 다이이찌산쿄의 ADC 파이프라인 3개 인수: 총 계약 규모
- 블록버스터 ADC 치료제 1순위 엔허투®: 2023년 매출액 $2.6bn, 2030년 예상 매출액 $10bn

머크와 다이이찌산쿄의 ADC

	머크 (MERCK)						다이이찌산쿄(Daiichi Sankyo)					
	U3-1402	MK-2870	DS-7300	DS-6000	MK-1200	1 additional clinical asset	ENHERTU	Dato-DXd	HER3-DXd	DS-7300	DS-6000	DS-3939
파트너사	다이이찌산쿄	켈룬	다이이찌산쿄	다이이찌산쿄	켈룬	켈룬	아스트라 제네카	아스트라 제네카	머크	머크	머크	-
일반명	Patritumab deruxtecan	Sacituzumab tirumotecan	Ifinatamab deruxtecan	Raludotatug deruxtecan	미공개	미공개	Trastuzumab deruxtecan	Datopotamab deruxtecan	Patritumab deruxtecan	Ifinatamab deruxtecan	Raludotatug deruxtecan	-
타겟	HER 3	TROP 2	B7-H4	CDH 6	Claudin 18.2	미공개	HER 2	TROP 2	HER 3	B7-H4	CDH 6	-
임상 단계	3상	3상	2상	1상	1상	1상	판매 중	3상	NDA filed	2상	1상	-
적응증	EGFRm NSCLC 유방암	NSCLC 유방암	ES-소세포암 진행성 고형암	난소암	위장관암	미공개	유방암,위암 NCCLC, 대장암	NSCLC 유방암 등	NSCLC 유방암	ESCC, CRPC, NSCLC, SCLC	난소암	-

자료: 머크, 다이이찌산쿄, 유진투자증권

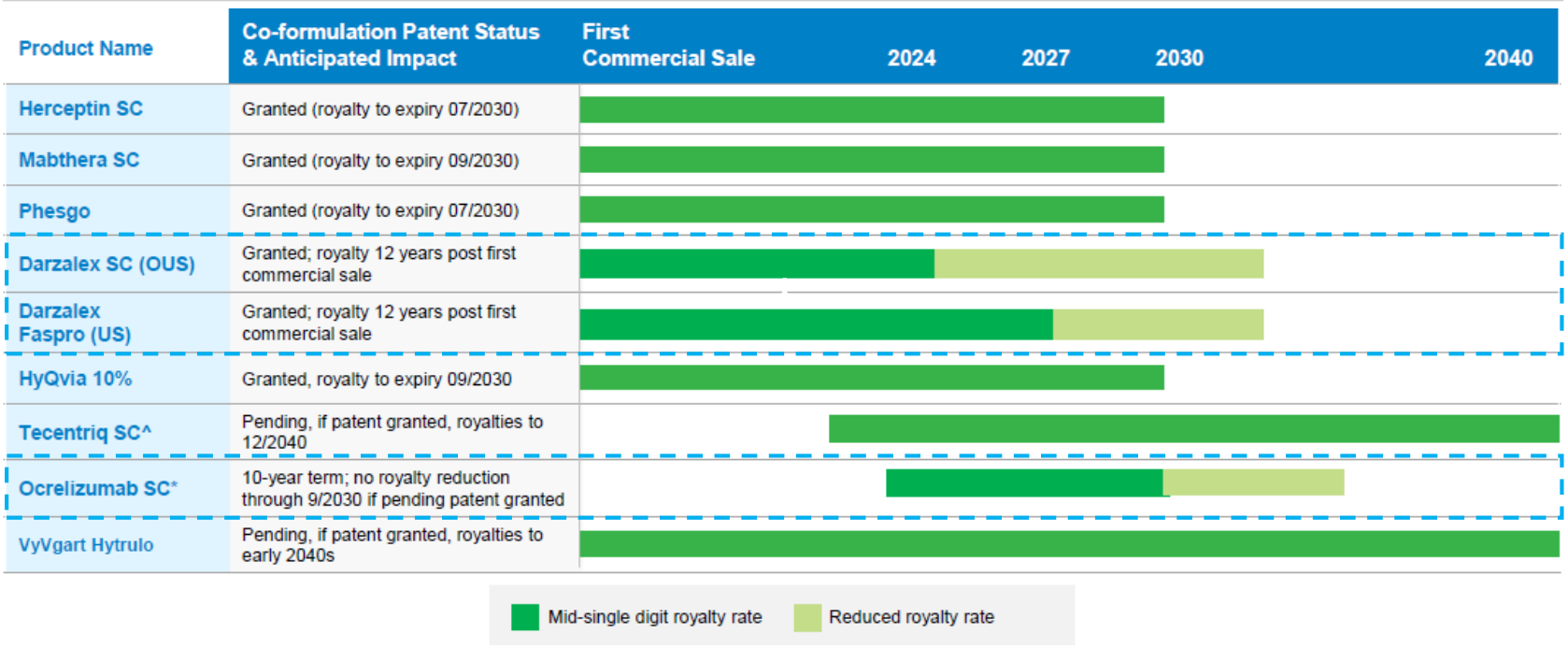
산도즈 계약: 2030년 이후 바이오시밀러 SC 제형 출시

산도즈의 중장기 성장 방향은 미국 시장 진출

- 블록버스터 오리지널 의약품의 SC 제형 진출이 증가하고 있음: 옵디보, 티센트릭, 다잘렉스, 오크레부스 등
- 바이오시밀러도 SC제형으로 출시해야 경쟁력이 높아질 것
- 산도즈는 알테오젠과 2022년 2개의 품목에 대해 비독점적 계약 체결: 1개는 확정. 나머지 1개는 미확정된 것으로 파악
- 할로자임의 파이프라인을 볼 때, 바이오시밀러 SC 제형 출시가 가능한 것은 오크레부스SC와 다잘렉스SC 가 될 것으로 예상됨

할로자임 SC 제형 기술(ENHANZE)이 적용된 블록버스터 오리지널 의약품

Product Name	Co-formulation Patent Status & Anticipated Impact	First Commercial Sale
Herceptin SC	Granted (royalty to expiry 07/2030)	
Mabthera SC	Granted (royalty to expiry 09/2030)	
Phesgo	Granted (royalty to expiry 07/2030)	
Darzalex SC (OUS)	Granted; royalty 12 years post first commercial sale	
Darzalex Faspro (US)	Granted; royalty 12 years post first commercial sale	
HyQvia 10%	Granted, royalty to expiry 09/2030	
Tecentriq SC^	Pending, if patent granted, royalties to 12/2040	
Ocrelizumab SC*	10-year term; no royalty reduction through 9/2030 if pending patent granted	
VyVgart Hytrulo	Pending, if patent granted, royalties to early 2040s	



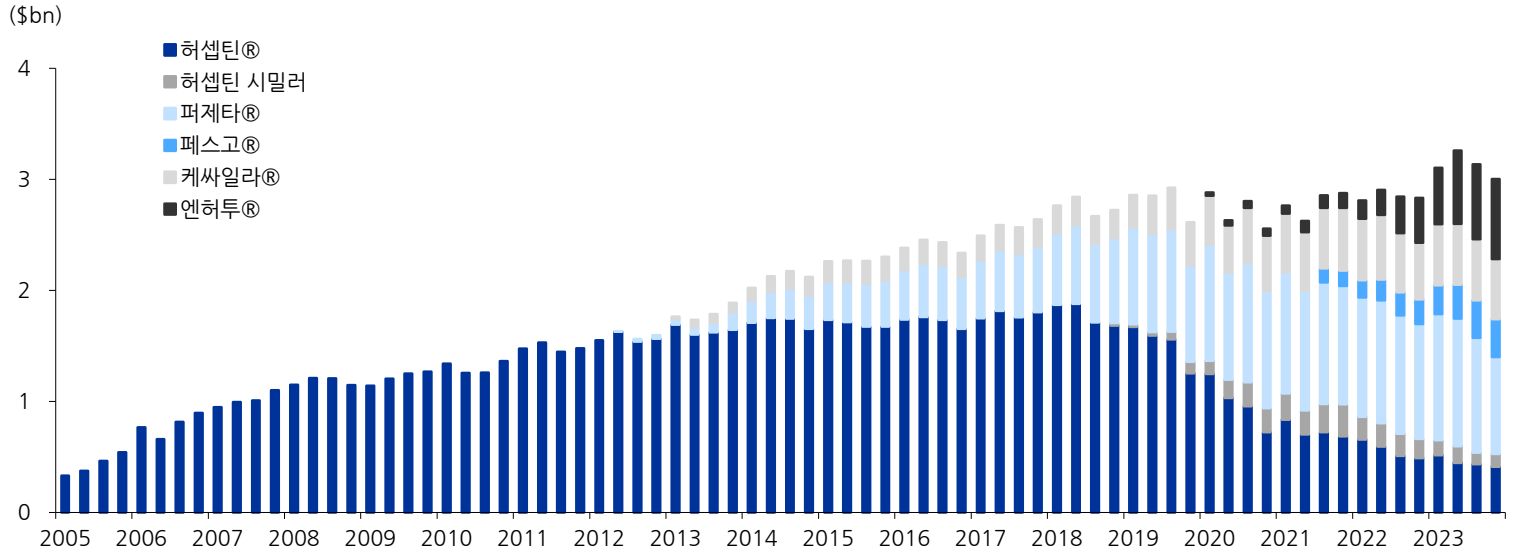
자료: 할로자임, 유진투자증권

HER2 타겟 치료제 시장

HER 2 타겟 치료제 매출액 추이

- 글로벌 HER2타겟 시장은 지속적으로 성장 중
- 퍼제타: 허셉틴이 작용하는 HER2 수용체의 다른 부분에 작용하여 상호보완적으로 HER2의 이합체화를 차단하여 암세포 성장 억제
- 페스고: 허셉틴 + 퍼제타 복합제SC, 2021년 하반기 출시
- 단일항체에서 ADC 치료제로 시장 변화하는 중
- 치루제약: 허셉틴 바이오시밀러 기술이전
- 인타스: 허셉틴SC 기술이전(총 계약금 규모 $109mn+로열티)

HER2 타겟 치료제 시장 제품별 매출액 추이



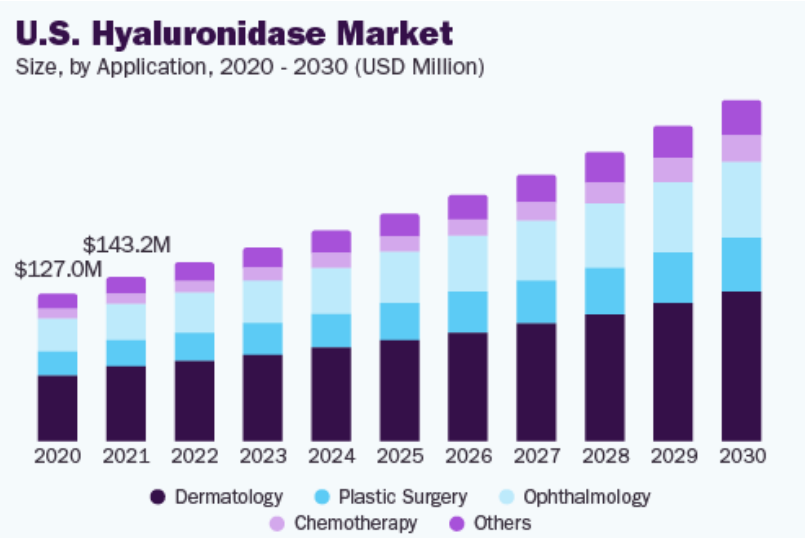
자료: 각 사, 유진투자증권
주: 2023년 4분기 허셉틴 시밀러 중 허쥬마 매출은 셀트리온헬스케어 피인수로 공시되지 않음

글로벌 히알루로니다제 시장

글로벌 히알루로니다제 시장 2023년 $901.5mn ➔ 2031년 $1,884.2mn까지 성장

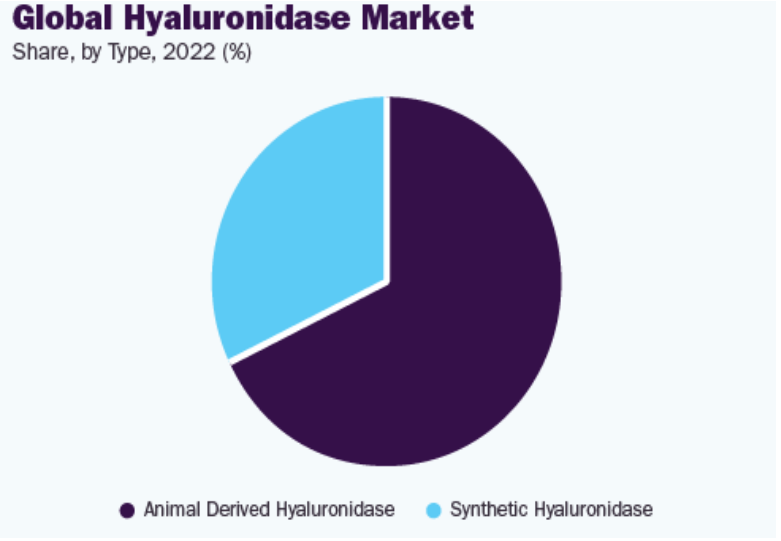
- 연평균 10%YoY 성장, 특히 아시아 피부과 수요가 고성장 중
- 동물 유래 제품이 67% 차지: Bausch Health Company의 Vitrase®, Amphastar Pharmaceuticals의 Amphase® 등
- ALT-BB4는 국내에서 먼저 출시되어 미용분야 성장성이 높은 중국을 포함한 아시아로 시장을 넓히는 전략을 적극적으로 추진
- 해외 임상이 진행되면서 글로벌 기술이전 추진 또는 판매 및 유통사 계약 진행될 것으로 기대

히알루로니다제 시장 추이



자료: global market data, 유진투자증권

히알루로니다제 시장 제품별 구성: 동물 유래 67.0%



자료: global market data, 유진투자증권

성장호르몬 치료제 시장

잠재적 성장성이 높은 성장호르몬(재조합단백질호르몬) 시장

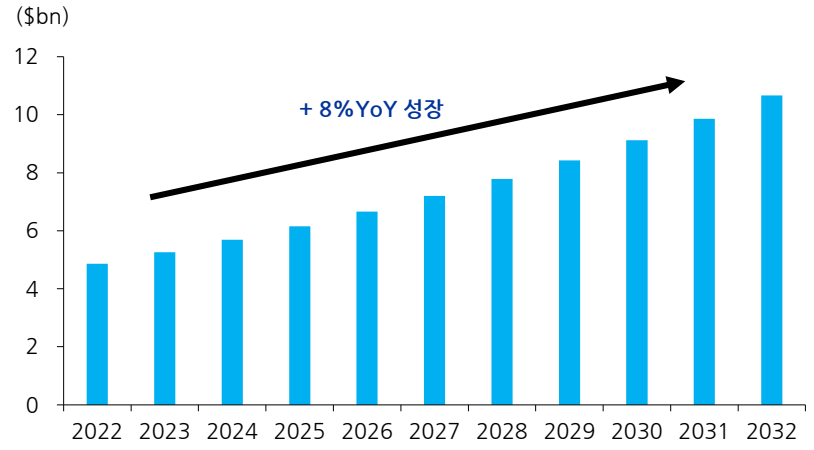
- 글로벌 시장: 연평균 +10%YoY 성장
- 국내 시장: 연평균 +20%YoY 성장
- ALT-P1은 주 1회 성장호르몬
  - 글로벌 시장에서 주 1회 성장 호르몬 제품 3개 출시
  - 주 1회 성장 호르몬의 필요성 있는가
  - 알테오젠 임상 진행 사항: 글로벌 임상 2상 진행 중
  - 국내외 유통사 확보가 중요

성장호르몬 제품 현황

제약사	제품	현황
알테오젠	ALT-P1	글로벌 임상 2상 진행 중 브라질 크리스탈리아가 임상 2상 비용 부담 남미 판권 이전 미국, 중국, 일본 판권은 알테오젠이 보유
어센디스 파마	TrasCon hGH®	글로벌 1번째 출시, 주 1회 소아 성장호르몬 주사제 2021년 8월 FDA 허가
노보 노디스크	소그로야 (Sogroya)	글로벌 2번째 출시 FDA 허가 2023.04.28 소아 대상 피하주사제
화이자 OPKO Health	엔젤라® 소마트로곤	글로벌 3번째 출시, FDA 허가 2023.06 국내 보험급여 등재 기존 1일 제형 제품 제노트로핀
LG화학	유트로핀 플러스	주 1회 소아용 지속형 성장호르몬, 유트로핀 개량
동아에스티	그로트로핀	국내 및 아시아 대상 1일 제제 판매 중

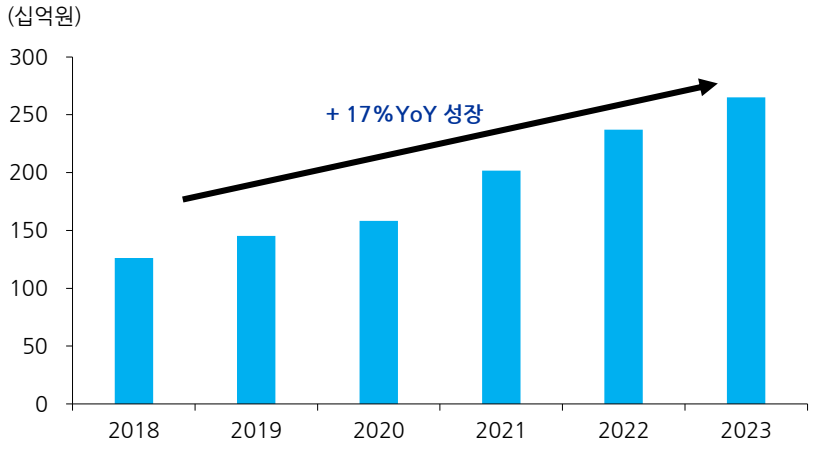
자료: 각 사, 유진투자증권

글로벌 성장호르몬 시장



자료: global market data, 유진투자증권

국내 성장호르몬 시장



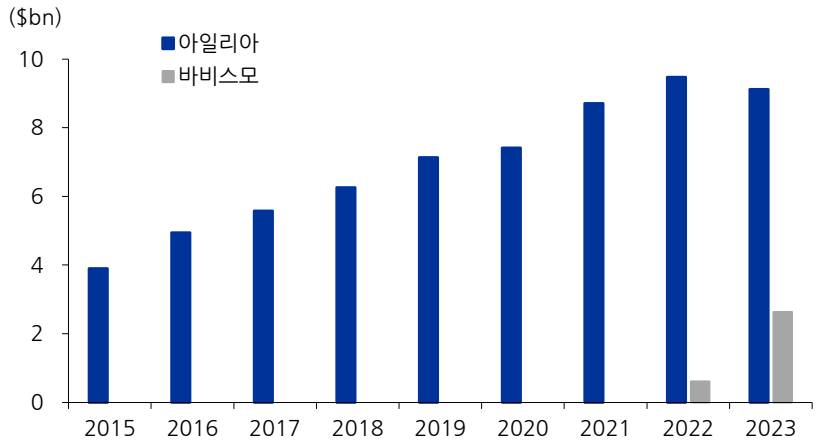
자료: global market data, 유진투자증권

알토스 바이오로직스는 2025~2026년 상장 계획

바이오시밀러 개발 업체

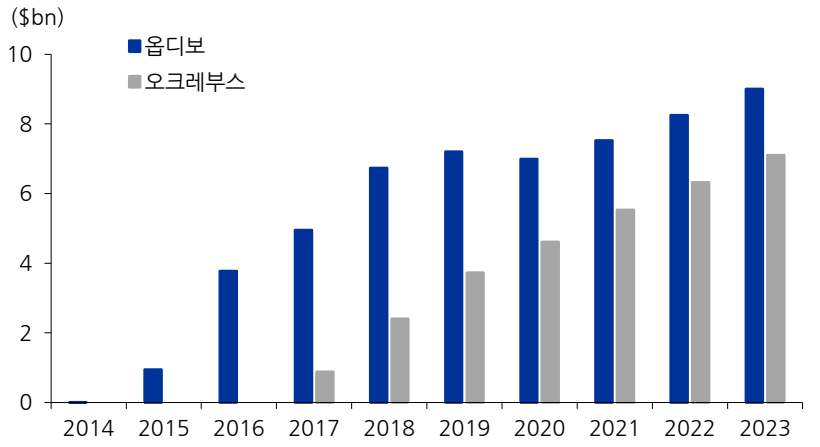
- 알테오젠 지분율 72.56%, 2025~2026년 상장 계획
- 아일리아 바이오시밀러 개발: 임상 3상 마무리 단계
  - 글로벌 황반변성 치료제 시장 분기별 $3.0bn 상회, 2023년 치료제 시장 $12.0bn (아일리아 76% 정체, 바비스모 출시 2년차 24%까지 상승)
- 옵디보SC 개발 시작(2024년 초): 현재 옵디보IV 제형은 암젠(ABP206), 중국의 루예 제약(LY01015) 개발 중
- 오크레부스SC PCT 출원, 이중항체 황반변성 치료제 개발 중

황반변성 치료제 시장 추이: 아일리아 $9.3bn, 바비스모 $2.6bn



자료: 각 사, 유진투자증권

옵디보 및 오크레부스 매출액 추이



자료: BMS, 로슈, 유진투자증권

알테오젠(196170.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	**245**	**256**	**248**	**291**	**525**
유동자산	145	144	119	135	341
현금성자산	128	106	87	99	293
매출채권	9	17	10	12	21
재고자산	2	1	1	3	5
비유동자산	100	112	129	156	184
투자자산	26	4	4	4	4
유형자산	27	19	16	15	15
기타	47	89	109	137	165
부채총계	**100**	**108**	**110**	**112**	**115**
유동부채	94	100	102	104	106
매입채무	4	17	19	21	23
유동성이자부채	87	83	83	83	83
기타	3	0	0	0	0
비유동부채	6	8	8	8	8
비유동이자부채	1	2	2	2	2
기타	5	6	6	6	6
자본총계	**145**	**148**	**138**	**179**	**410**
지배지분	149	148	138	179	411
자본금	26	27	27	27	27
자본잉여금	102	103	103	103	103
이익잉여금	18	15	4	46	277
기타	2	4	4	4	4
비지배지분	(3)	(0)	(0)	(0)	(0)
자본총계	**145**	**148**	**138**	**179**	**410**
총차입금	88	85	85	85	85
순차입금	(39)	(20)	(2)	(14)	(208)

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	**29**	**97**	**62**	**128**	**380**
증가율(%)	(25.7)	235.1	(35.4)	104.8	197.4
매출원가	24	65	27	25	38
매출총이익	5	31	35	103	342
판매 및 일반관리비	34	41	43	45	47
기타영업손익	62	21	5	5	5
영업이익	**(29)**	**(10)**	**(8)**	**58**	**295**
증가율(%)	적지	적지	적지	흑전	408.7
EBITDA	**(27)**	**(6)**	**(4)**	**59**	**295**
증가율(%)	적지	적지	적지	흑전	400.6
영업외손익	**19**	**6**	**(5)**	**(6)**	**(6)**
이자수익	4	5	1	0	1
이자비용	0	1	2	2	2
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업손익	16	2	(4)	(5)	(5)
세전순이익	**(10)**	**(4)**	**(13)**	**52**	**289**
증가율(%)	적지	적지	적지	흑전	457.2
법인세비용	0	0	0	0	0
당기순이익	**(10)**	**(4)**	**(13)**	**52**	**289**
증가율(%)	적지	적지	적지	흑전	457.2
지배주주지분	(8)	(3)	(10)	41	231
증가율(%)	적지	적지	적지	흑전	457.2
비지배지분	(2)	(0)	(3)	10	58
EPS(원)	**(158)**	**(64)**	**(195)**	**783**	**4,362**
증가율(%)	적지	적지	적지	흑전	457.2
수정EPS(원)	(158)	(64)	(195)	783	4,362
증가율(%)	적지	적지	적지	흑전	457.2

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업현금	**(18)**	**(8)**	**2**	**40**	**222**
당기순이익	(10)	(4)	(13)	52	289
자산상각비	3	3	3	1	0
기타비현금성손익	(12)	(1)	3	(10)	(58)
운전자본증감	(1)	(11)	9	(3)	(9)
매출채권감소(증가)	(5)	(7)	7	(2)	(9)
재고자산감소(증가)	(1)	(0)	1	(3)	(2)
매입채무증가(감소)	(1)	1	2	2	2
기타	6	(4)	(0)	(0)	(0)
투자현금	**50**	**(9)**	**(23)**	**(31)**	**(31)**
단기투자자산감소	111	20	(3)	(2)	(3)
장기투자증권감소	0	0	(0)	(0)	(0)
설비투자	6	1	0	0	0
유형자산처분	0	5	0	0	0
무형자산처분	(36)	(42)	(20)	(28)	(28)
재무현금	**3**	**2**	**0**	**0**	**0**
차입금증가	0	(3)	0	0	0
자본증가	2	2	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	**35**	**(16)**	**(21)**	**9**	**191**
기초현금	11	46	30	9	18
기말현금	46	30	9	18	209
Gross Cash flow	(19)	(1)	(7)	43	232
Gross Investment	62	40	11	31	38
Free Cash Flow	**(82)**	**(42)**	**(18)**	**12**	**194**

주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	(158)	(64)	(195)	783	4,362
BPS	2,838	2,794	2,599	3,382	7,744
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	-	-	-	225.1	40.4
PBR	13.5	35.3	67.8	52.1	22.8
EV/EBITDA	-	-	-	158.4	31.0
배당수익률	0.0	0.0	-	-	-
PCR	-	-	-	219.0	40.3
수익성(%)					
영업이익률	(102.0)	(10.1)	(12.6)	45.3	77.5
EBITDA이익률	(92.8)	(6.6)	(7.1)	46.1	77.6
순이익률	(35.0)	(3.7)	(20.7)	40.6	76.1
ROE	(5.8)	(2.3)	(7.2)	26.2	78.4
ROIC	(28.1)	(6.1)	(4.4)	28.2	116.9
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	(27.1)	(13.7)	(1.6)	(7.7)	(50.6)
유동비율	153.9	143.5	116.4	130.0	321.2
이자보상배율	(69.0)	(14.5)	(4.5)	33.1	168.6
활동성 (회)					
총자산회전율	0.1	0.4	0.2	0.5	0.9
매출채권회전율	4.4	7.6	4.7	11.6	23.1
재고자산회전율	22.0	73.0	78.3	69.5	88.0
매입채무회전율	7.2	9.0	3.5	6.5	17.5

자료: 알테오젠, 유진투자증권

04

전통제약사 7개사

- Top pick: 유한양행

상위 제약사 성장 전략 및 R&D 파이프라인, 할인요인

- 유한양행: 신약 개발 부문에서 가장 앞서 있는 제약사
  - 레이저티닙 국내 매출 추이에 주가 상승도 병행할 것
  - 5월 리브리반트 SC제형 임상 결과 확인
  - 3분기 초 FDA 승인 기대
  - 4분기~ 2025년 상반기 mOS데이터 확인
  - GI이노베이션 파이프라인 기술 이전 기대
- 한미약품: 2025년 하반기에 연구개발 파이프라인 가시 상승을 기대할 만함
  - 대사질환에 집중, MASH 치료제는 일라이 릴리와 2년 차이, 국내 시장 진출은 2026년 하반기 이후
  - 국내 고지혈증 환자 증가세가 지속되고 있어 주력품목의 매출 고성장이 당분간은 실적 성장을 견인할 것
- HK이노엔: 해외 시장 진출을 통해 케이캡의 매출 성장은 지속될 것
  - 미국 임상 3상 결과가 하반기에는 확인 가능할 것이며 2026년 미국 시장 내 상업화 될 전망, 유럽 판권 매각 기대
- 종근당, 대웅제약
  - 상대적으로 저평가 받고 있다고 판단할 수 있으나 제품 포트폴리오, 신약 파이프라인 등을 감안하면 할인요인 존재
  - 신성장 동력 확보, 글로벌 시장 진출 전략, 연구개발 부문에서 성과 가시화되는 것이 주가 상승을 견인할 것
- 녹십자: '알리글로'의 미국 판매액 증가와 이에 따른 이익 증가가 주가 상승 동력으로 작용할 수 있음

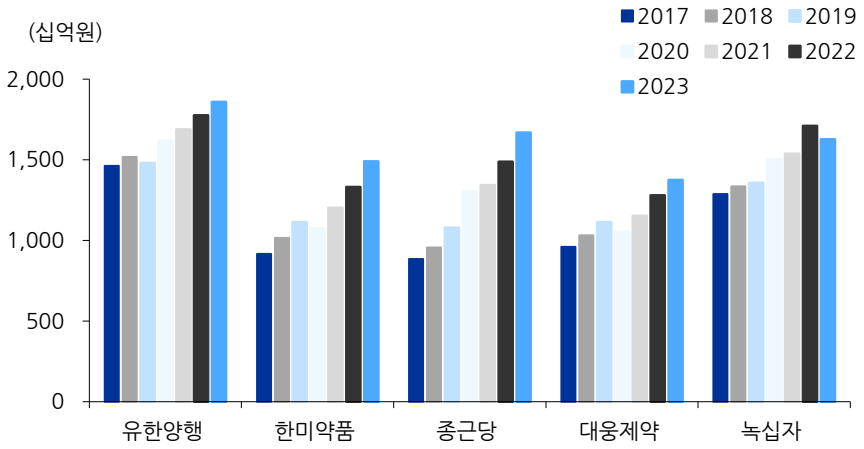
중장기 성장 동력 vs. 기업가치 할인 요인

1. 유한양행	2. 한미약품	3. HK이노엔	4. 종근당	5. 대웅제약	6. 녹십자	7. 동아에스티
▪ 레이저티닙 FDA ▪ 알러지치료제 임상 1상 ▪ MASH 임상 1상 ▪ 이중항체 임상 1상 ▪ 전략의 방향성 부재	▪ MASH 임상 2b상 ▪ 강력한 마케팅력 ▪ 로수젯 매출 성장 ▪ 북경한미의 제품 포트폴리오 다각화 ▪ R&D 파이프라인 약함	▪ 케이캡 해외 수출 ▪ 수액제 성장 ▪ 케이캡 이후 제품 부재 ▪ 케이캡의 글로벌 상업화 한계 존재	▪ HDAC 임상 1상 완료 ▪ ADC 파이프라인 ▪ 강력한 마케팅력 ▪ 풍부한 투자여력 ▪ 제품력 약함	▪ 특발성폐섬유증 ▪ 나보타, 펙수클루, 엔블로 주력 3대 품목의 고성장 예상 ▪ 강력한 마케팅력 보유 ▪ 메디톡스와 소송 장기화	▪ 알리글로(이뮤노글로불린) 미국 시장 진출 ▪ 대상포진백신 연구개발 중 ▪ 안정적인 수익원으로서 백신 판매 지속 ▪ 그러나 백신 외의 제품력, 연구개발력 부재 ▪ 낮은 수익성과 성장성	▪ 성장호르몬 ▪ 이외 제품 포트폴리오가 약함 ▪ 연구개발력을 아직 입증받지 못함

자료: 각 사, 유진투자증권

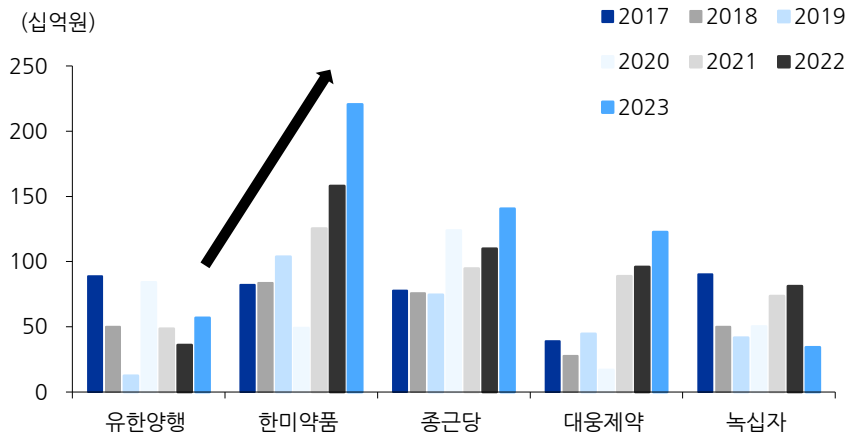
국내 상위 5개 제약사 7년간 실적 추이 비교

매출액: 종근당의 외형 증가가 가장 높음



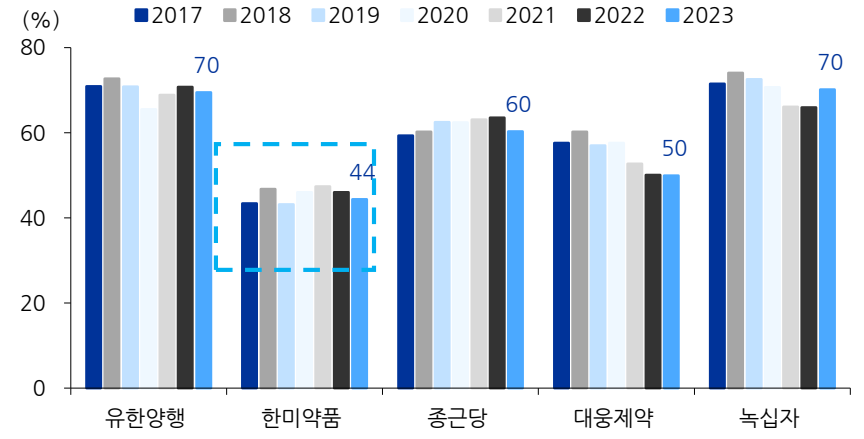
자료: Quantiwise, 유진투자증권

영업이익: 한미약품의 성장성이 가장 높음



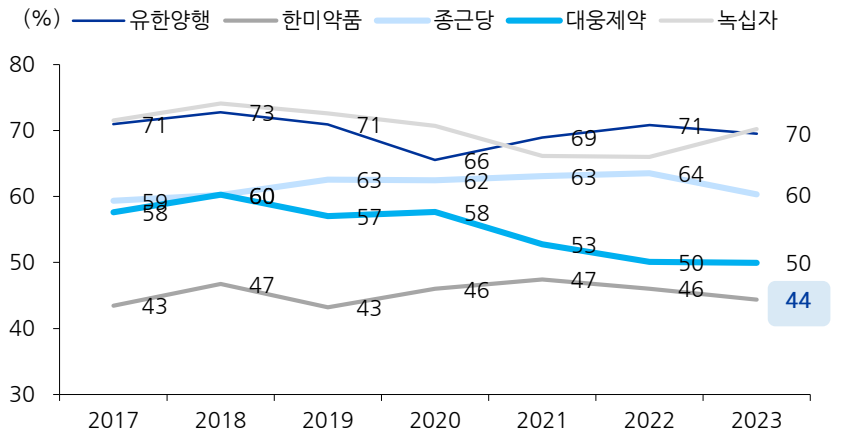
자료: Quantiwise, 유진투자증권
주: 종근당 2023년 기술수출료 제외(1,060억원)

매출원가율: 자체생산제품 판매비중이 높은 한미약품이 가장 낮은 원가율



자료: Quantiwise, 유진투자증권

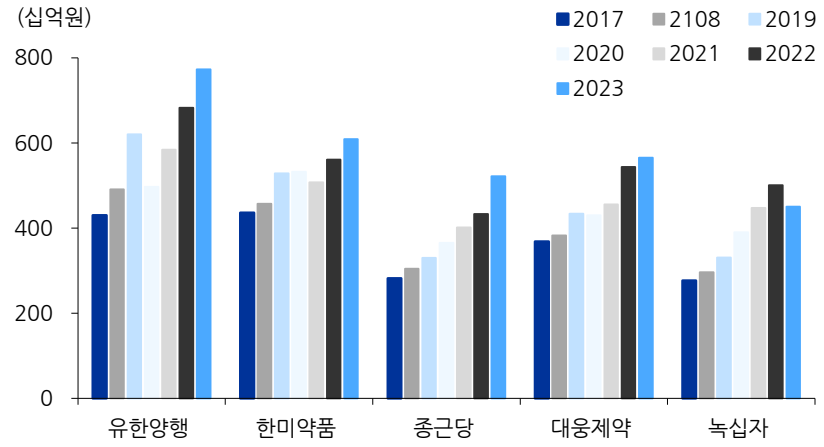
매출원가율 추이: 자체개발 제품 판매비중이 높아지는 대웅제약 원가율 하락 중



자료: Quantiwise, 유진투자증권

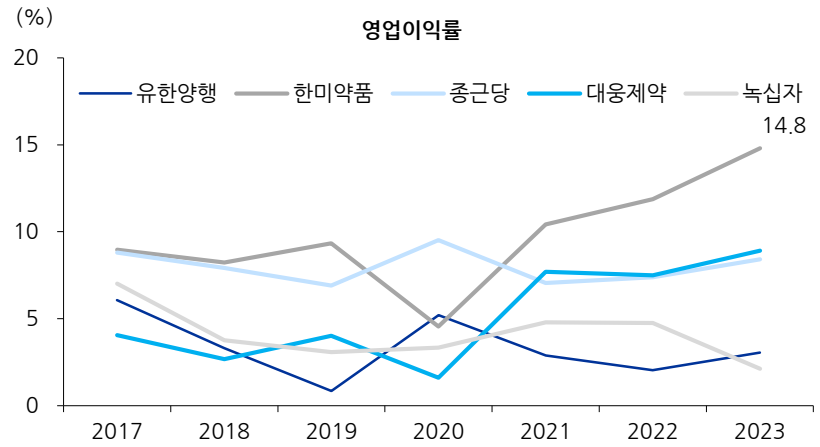
국내 상위 5개 제약사 비교 분석

판관비: 유한양행의 판관비 증가폭이 가장 높음



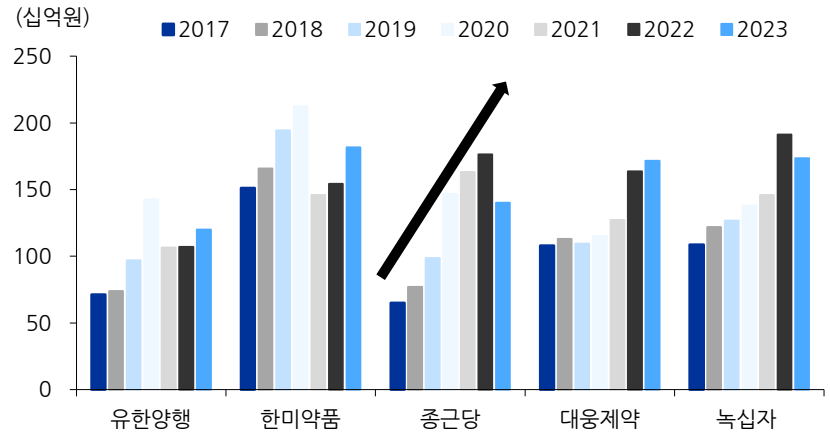
자료: Quantiwise, 유진투자증권

영업이익률: 한미약품이 15%에 가깝게 영업이익률 상승 중



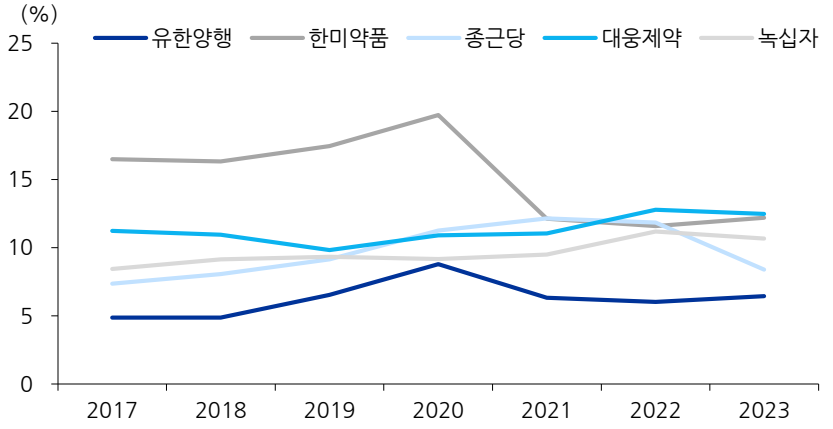
자료: Quantiwise, 유진투자증권

연구개발비 추이: 7년대비 평균 60%증가, 종근당 120% 증가



자료: Quantiwise, 유진투자증권

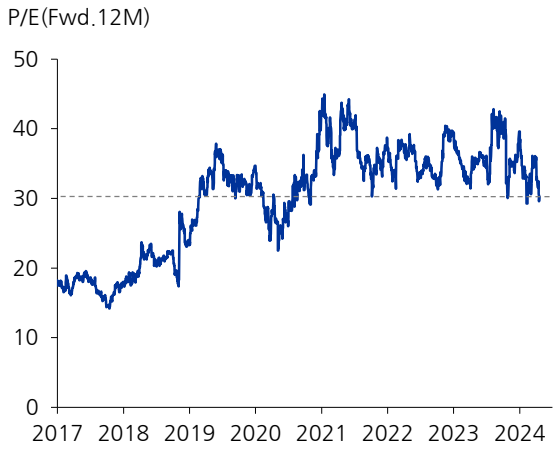
연구개발비 비중: 매출액 대비 10% 수준



자료: Quantiwise, 유진투자증권

Valuation

유한양행



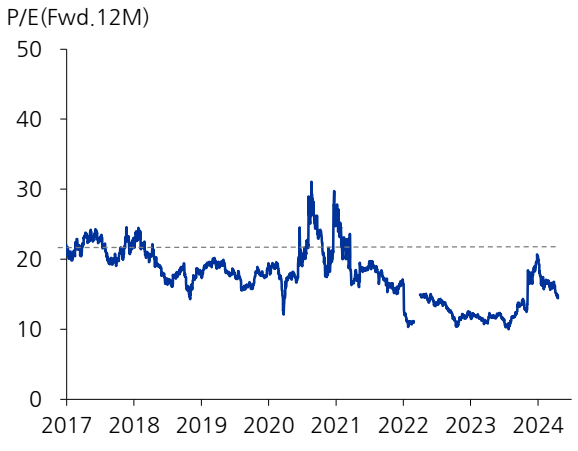
자료: Quantiwise, 유진투자증권

한미약품



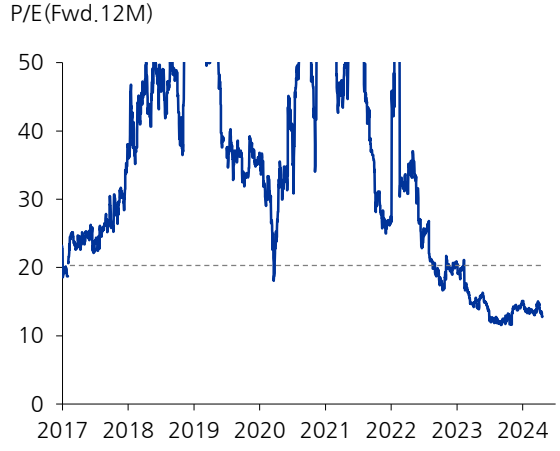
자료: Quantiwise, 유진투자증권

종근당



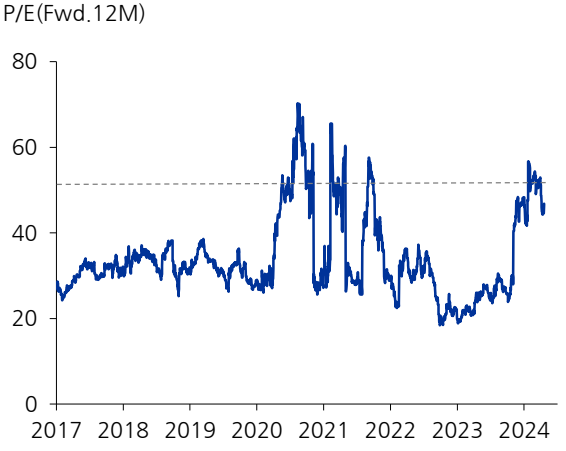
자료: Quantiwise, 유진투자증권

대웅제약



자료: Quantiwise, 유진투자증권

녹십자



자료: Quantiwise, 유진투자증권

HK이노엔



자료: Quantiwise, 유진투자증권

유한양행

(000100)

주가상승	1M	6M	12M
상대기준(%)	-3.7	12.1	26.0
절대기준(%)	-5.7	19.1	28.5

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가(원)	110,000	110,000	-
영업이익(24)	116	135	▼
영업이익(25)	245	264	▼

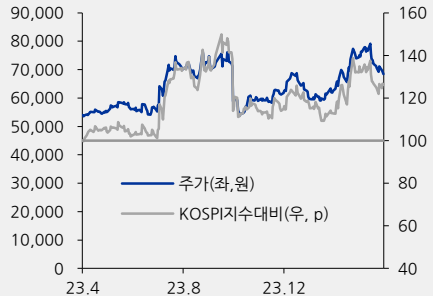
투자의견
BUY
(유지)

목표주가
110,000원
(유지)

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

현재주가(원, 4/18)	70,100
시가총액(십억원)	5,623
발행주식수	80,209천주
52주 최고가	88,400원
최저가	54,900원
52주 일간 Beta	1.08
60일 일평균거래대금	349억원
외국인 지분율	20.6%
배당수익률(2024E,%)	0.6%
주주구성(%)	
유한재단(외 4인)	23.3%

투자의견 BUY(유지)
목표주가(12M) 110,000원



결산기(12월)(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E
매출액	1,776	1,859	1,999	2,201
영업이익	36	57	116	245
세전손익	95	135	154	291
당기순이익	91	134	120	227
EPS(원)	1,186	1,697	1,565	2,960
증감률(%)	-7.3	43.0	-7.8	89.1
PER(배)	46.2	40.5	44.8	23.7
ROE(%)	4.9	6.7	5.7	10.1
PBR(배)	2.1	2.6	2.6	2.3
EV/EBITDA(배)	51.0	52.3	29.3	17.2

자료: 유한양행, 유진투자증권

제약주 Top pick

Investment Point

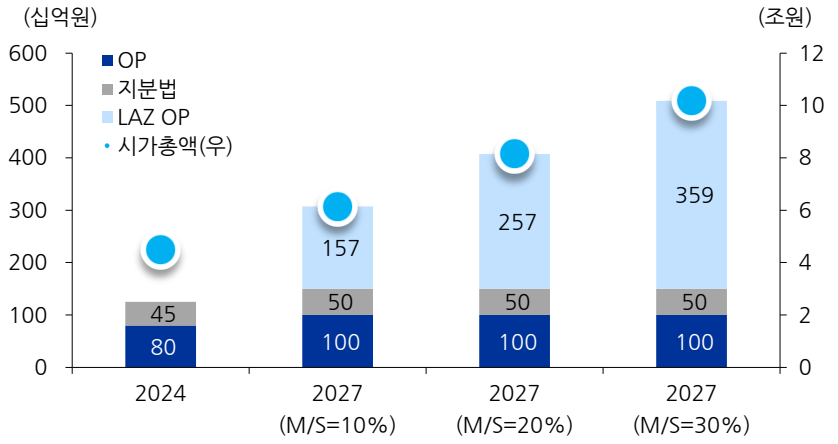
- **2024년 렉라자(레이저티닙 국내 상품명) 목표 매출액 1천억원**
- **FDA 신약 승인 예상:** 파트너사 J&J는 레이저티닙/아미반타맵 병용요법에 대해 2024년 2월 Priority review 신청, 6개월 이내 FDA 신약 승인 예상됨
- **4분기 mOS 데이터:** 타그리소와 6~7개월 차이가 난다면 시장 점유율 50%기대해 볼 만함, peak 매출액 3조원, 이익 4천억원 상회
- **YH35324 (GI 301):** GI이노베이션으로부터 도입한 알러지 치료제의 글로벌 임상 개발 및 상업화를 위한 기술이전 추진 중

글로벌 제약사로 도약하기 위한 과정

- **중장기 성장 전략 구체화:** 레이저티닙의 글로벌 판매가 시작되면 높은 이익 유입이 예상됨. 그러나 추가적인 기업가치 상승을 위해서는 중장기 성장 전략을 구체화하고 주주들과 공유하려는 노력이 필요함
- **투자 방향성 재정비:** 매년 오픈 이노베이션 정책으로 대규모의 투자를 진행하고 있으나 뚜렷한 방향성이 부재하다는 판단. 일관성 있는 투자 방향을 설정하는 것이 필요함

유한양행 기업가치 전망

레이저티닙 글로벌 시장 점유율에 따른 예상 기업가치



자료: 유한양행, 유진투자증권

목표주가

구성요소	가치 (십억원)	산정 근거 (2027년 예상 이익 기준으로)		
1. 영업 가치	7,978	레이저티닙 글로벌 상업화 3년차 2027년 예상 순이익 3,580억원	그 외 사업부문 예상 영업이익 1,200억원	유한킴벌리와 유한화학의 예상 지분법 합산 이익 550억원
		2024년말로 현가화(할인율 10%)한 값 X Target P/E 25배 적용		
3. 기타 R&D	434	NASH 치료제 등 계약금을 제외한 기술수출액에 임상 진행을 반영하여 15% 반영		
4. 투자지분	192			
가치합산	8,604			
주당가치	110,000	목표주가 11 만원		

자료: 유한양행, 유진투자증권

유한양행 시가총액 및 주가이벤트 차트

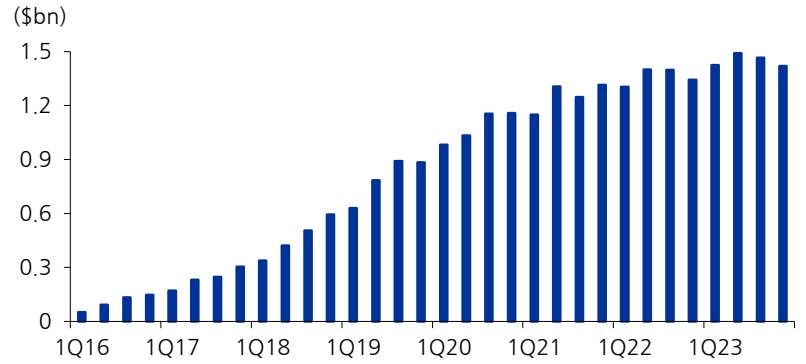


자료: Quantiwise, 유한양행, 유진투자증권

폐암 치료제 시장

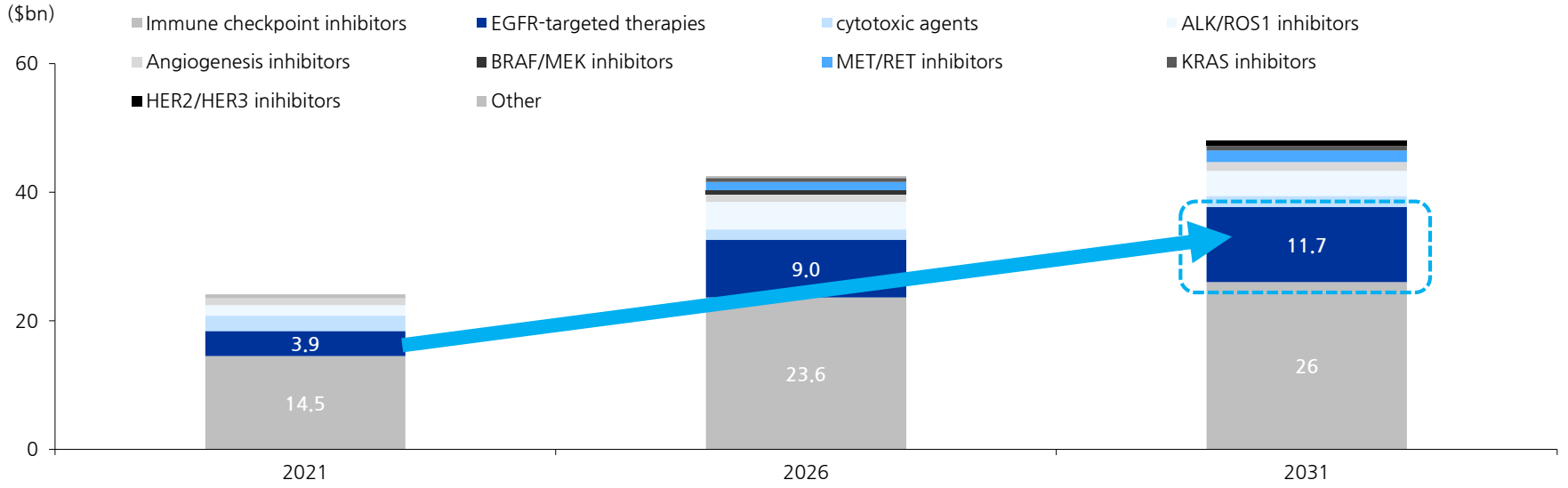
- 유한양행: 신약 개발 부문에서 앞서있는 제약사
  - 레이저티닙 국내 매출 추이에 주가 상승도 병행할 것
  - 5월 리브리반트 SC제형 임상 결과 확인
  - 3분기 초 FDA 승인 기대
  - 4분기~ 2025년 상반기 mOS데이타 확인
  - GI이노베이션 파이프라인 기술 이전 기대

타그리소 매출액 추이



자료: 아스트라제네카, 유진투자증권

비소세포폐암 치료제 시장 전망



자료: 유한양행, 유진투자증권

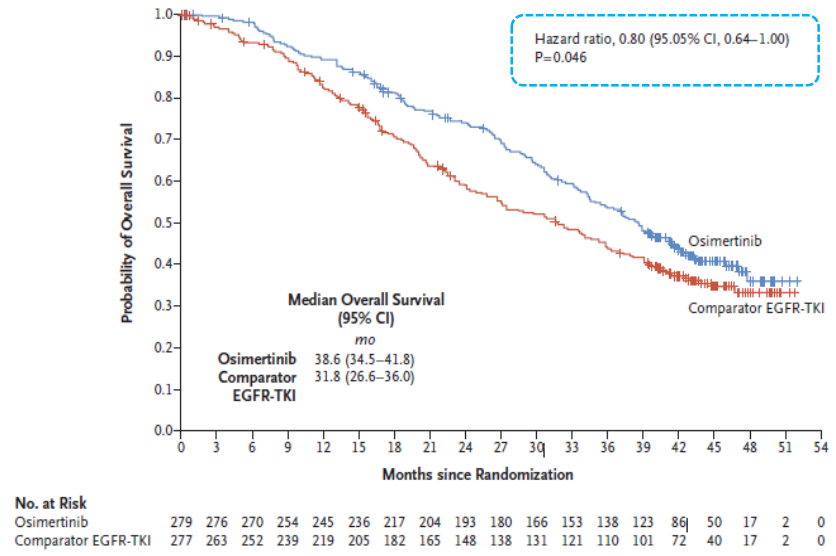
유한양행: MARIPOSA study 중간 결과 (mPFS)

임상 데이터 비교

	ORR %	mPFS (개월)				DoR (개월)	OS %			mOS (개월)	일정
MARIPOSA (2023)		BICR	Extra-Cranial	뇌전이 O	뇌전이 X		12 m	24 m	36m		- Cut off date: 2023.08.29
아미반타맵/레이저티닙	86	23.7 (19.1-27.7)	27.5 (22.1-N.E)	18.2 (16.6-23.7)	27.5 (22.1-N.E)	25.8 (20.1-NE)		74		?	- Median follow-up: 22개월
타그리소	80	16.6 (14.8-18.5)	18.5 (16.2-20.3)	13.0 (12.2-16.4)	19.9 (16.6-22.9)	16.8 (14.8-18.5)		69		?	- mOS data 도출 예상 시기: 최소 12개월 전후 2024.4Q~2025.1Q
레이저티닙		18.5 (14.8-20.1)									
FLAURA (2018)											
타그리소	80	18.9 (15.2-21.4)		15.2 (12.1-21.4)	19.1 (15.2-23.5)	17.2 (13.8-22.0)	89	74	54	38.6 (34.5-41.8)	
SOC(게피티닙)	76	10.2 (9.6-11.1)		9.6 (7.0-12.4)	10.1 (9.6-12.3)	8.5 (7.3-9.8)	83	59	44	31.8 (26.6-36.0)	

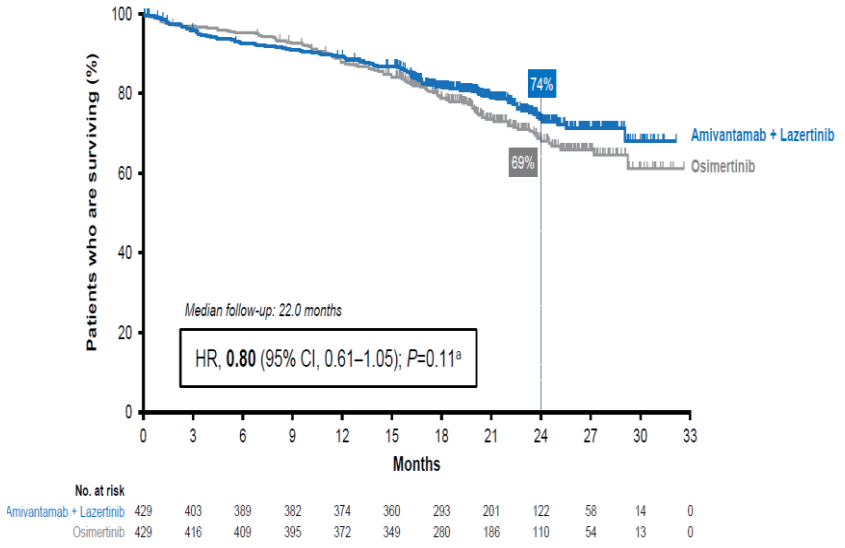
자료: 아스트라제네카, 유한양행, 유진투자증권

FLAURA OS data



자료: 아스트라제네카, 유진투자증권

MARIPOSA OS data



자료: 유한양행, 유진투자증권

투자 포트폴리오

유한양행 연도별 오픈 이노베이션 투자 현황(2019~2021년)

연도	기업명	주요영업활동	투자금액(억 원)	연도별 투자금액(억 원)
2019	에스엘바이젠	바이오의약품	30	200
	지아이이노베이션	바이오의약품	60	
	아임뉴런바이오사이언스	CNS	60	
	신테카바이오	AI 신약 발굴	50	
2020	셀비온	합성의약품	20	736
	아밀로이드솔루션	CNS	50	
	에이프릴바이오	혁신신약플랫폼	116	
	지놈오피니언	혁신신약플랫폼	50	
	지아이바이옴	마이크로바이옴	100	
	메디오젠	건기식 제조	400	
2021	제이인츠바이오	합성의약품	20	982
	이뮨온시아	바이오의약품	60	
	지아이이노베이션	바이오의약품	100	
	테라베스트	바이오의약품	30	
	에스엘백시젠	바이오의약품	30	
	아임뉴런바이오사이언스	CNS	20	
	에임드바이오	CNS	30	
	에이프릴바이오	혁신신약플랫폼	100	
	프로큐라티오	AI 신약 발굴	20	
	에스비바이오팜	동물의약품	70	
	네오딘바이오벳	동물의약품	65	
	주노랩	동물의약품	3	
	엠지	수액용 주사제	214	
	유한건강생활	화장품	54	
	YUHAN USA CORP.	의약품 제조	64	
	내츄럴엔도텍	의약품 개발	72	
	프로세사	의약품 개발	30	

자료: 유한양행, 유진투자증권

유한양행 연도별 오픈 이노베이션 투자 현황(2022~2023년)

연도	기업명	주요영업활동	투자금액(억 원)	연도별 투자금액(억 원)
2022	에이인비	AI 신약 발굴	10	764
	지놈오피니언	혁신신약플랫폼	60	
	온코마스터	혁신신약플랫폼	20	
	메디라마	CRO	15	
	제이인츠바이오	합성의약품	28	
	YUHAN USA CORP.	의약품 제조	70	
	지지56코리아	빅데이터, 블록체인	13	
	애드파마	합성의약품	70	
	에이투젠	마이크로바이옴	105	
	테라베스트	바이오의약품	20	
	전진바이오팜	동물의약품	18	
	휴이노에임	웨어러블 의료기기	10	
	스파인바이오파마	퇴행성디스크 치료제	25	
	유한화학	원료의약품	300	
2023	프로젠	의약품 연구개발	300	830
	퍼멘텍	미생물 배양기 제조	57	
	이뮨온시아	바이오의약품	282	
	에스비바이오팜	동물의약품	60	
	에임드바이오	CNS	10	
	메디라마	CRO	15	
	제이인츠바이오	합성의약품	20	
	Yuhan ANZ Pty	의약품 개발판매	3	
	에이투젠	마이크로바이옴	70	
	제넥신	의약품 연구개발	12	

자료: 유한양행, 유진투자증권

유한양행(000100.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	**2,473**	**2,814**	**2,878**	**3,097**	**3,380**
유동자산	1,189	1,256	1,252	1,397	1,601
현금성자산	321	312	303	409	827
매출채권	509	574	551	589	437
재고자산	275	285	313	312	250
비유동자산	1,284	1,558	1,626	1,700	1,779
투자자산	791	736	738	739	741
유형자산	355	523	503	490	483
기타	138	298	386	471	555
부채총계	**465**	**712**	**688**	**714**	**688**
유동부채	434	583	558	583	556
매입채무	208	287	261	284	256
유동성이자부채	96	169	169	169	169
기타	130	126	128	129	130
비유동부채	31	129	130	131	133
비유동이자부채	3	100	100	100	100
기타	27	29	30	32	33
자본총계	**2,008**	**2,102**	**2,190**	**2,383**	**2,691**
지배지분	1,986	2,051	2,139	2,332	2,641
자본금	74	78	78	78	78
자본잉여금	116	114	114	114	114
이익잉여금	1,902	1,975	2,063	2,257	2,565
기타	(107)	(116)	(116)	(116)	(116)
비지배지분	22	51	51	51	51
자본총계	**2,008**	**2,102**	**2,190**	**2,383**	**2,691**
총차입금	99	269	269	269	269
순차입금	(222)	(43)	(33)	(140)	(557)

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업현금	**100**	**144**	**104**	**224**	**536**
당기순이익	91	134	120	227	342
자산상각비	43	45	78	77	78
기타비현금성손익	(124)	(293)	(194)	(203)	(214)
운전자본증감	(110)	(8)	(30)	(14)	186
매출채권감소(증가)	(37)	(63)	23	(39)	152
재고자산감소(증가)	(0)	(5)	(28)	1	62
매입채무증가(감소)	(8)	45	(27)	23	(28)
기타	(65)	16	1	0	0
투자현금	**16**	**(199)**	**(82)**	**(84)**	**(86)**
단기투자자산감소	129	41	(1)	(1)	(1)
장기투자증권감소	0	(94)	63	67	70
설비투자	58	161	50	55	60
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(36)	(42)	(95)	(95)	(95)
재무현금	**(66)**	**63**	**(32)**	**(33)**	**(33)**
차입금증가	(30)	86	0	0	0
자본증가	(43)	(35)	(32)	(33)	(33)
배당금지급	26	27	32	33	33
현금 증감	**39**	**6**	**(10)**	**106**	**417**
기초현금	254	293	299	289	395
기말현금	293	299	289	395	812
Gross Cash flow	141	124	134	237	350
Gross Investment	223	248	112	97	(101)
Free Cash Flow	**(82)**	**(124)**	**23**	**140**	**451**

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	**1,776**	**1,859**	**1,999**	**2,201**	**2,416**
증가율(%)	5.2	4.7	7.6	10.1	9.8
매출원가	1,258	1,293	1,323	1,361	1,401
매출총이익	518	566	676	840	1,015
판매 및 일반관리비	482	509	561	594	631
기타영업손익	1	6	10	6	6
영업이익	**36**	**57**	**116**	**245**	**384**
증가율(%)	(25.9)	57.5	103.9	111.8	56.8
EBITDA	**79**	**101**	**193**	**322**	**462**
증가율(%)	(21.9)	28.3	90.7	66.7	43.4
영업외손익	**59**	**78**	**38**	**46**	**54**
이자수익	10	14	12	14	15
이자비용	3	6	6	6	6
지분법손익	42	81	65	68	71
기타영업손익	10	(11)	(32)	(30)	(26)
세전순이익	**95**	**135**	**154**	**291**	**438**
증가율(%)	(24.7)	41.7	14.3	89.1	50.7
법인세비용	4	1	34	64	96
당기순이익	**91**	**134**	**120**	**227**	**342**
증가율(%)	(8.6)	47.9	(10.5)	89.1	50.7
지배주주지분	95	136	120	227	342
증가율(%)	(7.3)	43.0	(11.9)	89.1	50.7
비지배지분	(5)	(2)	0	0	0
EPS(원)	**1,186**	**1,697**	**1,565**	**2,960**	**4,460**
증가율(%)	(7.3)	43.0	(7.8)	89.1	50.7
수정EPS(원)	1,186	1,697	1,558	2,953	4,453
증가율(%)	(7.3)	43.0	(8.2)	89.5	50.8

주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	1,186	1,697	1,565	2,960	4,460
BPS	26,687	26,358	27,486	29,970	33,932
DPS	365	430	430	430	430
밸류에이션(배,%)					
PER	46.2	40.5	44.8	23.7	15.7
PBR	2.1	2.6	2.6	2.3	2.1
EV/ EBITDA	51.0	52.3	29.3	17.2	11.1
배당수익률	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
PCR	31.6	45.0	40.6	23.0	15.6
수익성(%)					
영업이익률	2.0	3.1	5.8	11.1	15.9
EBITDA이익률	4.5	5.5	9.7	14.6	19.1
순이익률	5.1	7.2	6.0	10.3	14.1
ROE	4.9	6.7	5.7	10.1	13.7
ROIC	3.1	4.3	5.9	11.8	18.6
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	(11.1)	(2.0)	(1.5)	(5.9)	(20.7)
유동비율	273.8	215.4	224.4	239.8	288.1
이자보상배율	10.4	9.0	18.4	38.9	61.0
활동성 (회)					
총자산회전율	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
매출채권회전율	3.6	3.4	3.6	3.9	4.7
재고자산회전율	6.5	6.6	6.7	7.0	8.6
매입채무회전율	8.4	7.5	7.3	8.1	8.9

자료: 유한양행, 유진투자증권

한미약품
(128940)

주가상승	1M	6M	12M
상대기준(%)	-1.5	7.4	-2.9
절대기준(%)	-3.4	14.4	-0.4

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가(원)	440,000	440,000	-
영업이익(24)	244	244	-
영업이익(25)	271	271	-

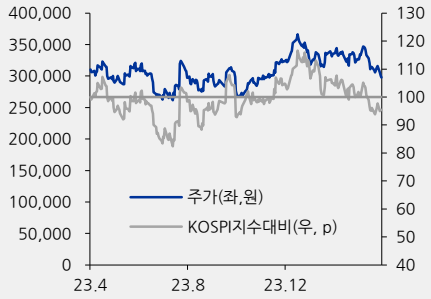
투자의견
BUY
(유지)

목표주가
440,000원
(유지)

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

현재주가(원, 4/18)	**316,000**
시가총액(십억원)	4,048
발행주식수	12,811천주
52주 최고가	377,000원
최저가	261,500원
52주 일간 Beta	0.69
60일 일평균거래대금	147억원
외국인 지분율	17.6%
배당수익률(2024E,%)	0.2%
주주구성(%)	
한미사이언스(외 3인)	41.4%

투자의견 **BUY(유지)**
목표주가(12M) **440,000원**



결산기(12월)(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E
매출액	1,332	1,491	1,620	1,794
영업이익	158	221	244	271
세전손익	121	194	220	247
당기순이익	102	165	181	203
EPS(원)	6,463	11,415	12,960	14,548
증감률(%)	23.5	76.6	13.5	12.3
PER(배)	45.2	30.9	24.4	21.7
ROE(%)	9.9	16.0	15.8	15.4
PBR(배)	4.1	4.6	3.6	3.1
EV/EBITDA(배)	16.1	15.2	12.7	11.4

자료: 한미약품, 유진투자증권

견조한 실적 성장 지속될 것

Investment Point

- **국내 및 북경한미 실적은 2024년에도 지속될 전망:** 국내 고지혈증 환자 증가에 따른 주력품목 로수젯의 매출 고성장 예상, 북경한미 성장세 유지 전망
- **신약 파이프라인 가치는 2025년 하반기 레벨 업 기대:** 2020년 Merck에게 기술이전한 MK6024(MASH치료제) 임상 2상 순항 중, Merck는 블록버스터급 신약 후보 파이프라인으로 언급

최근 이슈

- **경영권 분쟁**: 3월 말 경영권 분쟁은 일단락됨. 그러나 중장기 핵심 비즈니스 모델에 대한 논란이 존재함. 명확한 방향을 제시할 필요가 있음
- **비만대사질환 분야에 대해 공격적 투자:** 관련된 파이프라인들은 초기 단계이거나 국내 시장 출시가 우선되고 있음. 보다 중장기적인 관점으로 지켜봐야 한다는 판단

한미약품: 2025년 하반기, 연구개발 성과가 반영될 것

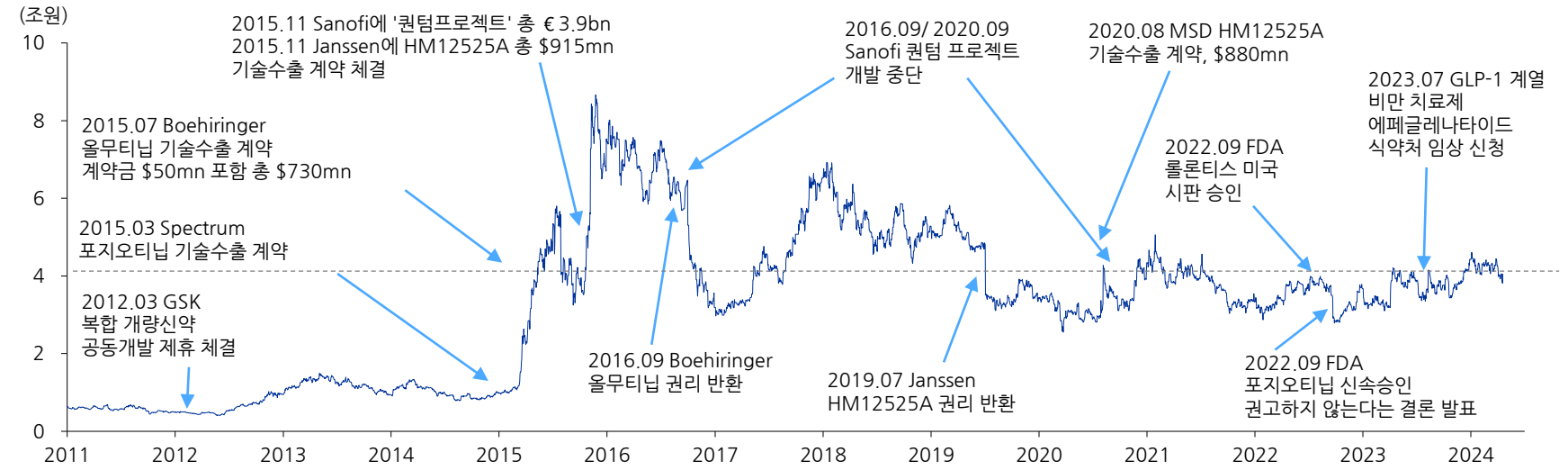
- 2015년 기업가치 레벨 업 이후 10년째 정체된 분위기
- 국내 및 북경한미의 견조한 성장세를 기록하고 있으나
- R&D 성과가 아직 기업가치에 반영되지 못하고 있다는 판단
- 2025년 하반기 MK6024 임상 2b상 결과에 따라 기업가치가 큰 폭으로 변화할 것

한미약품 밸류에이션 추이



자료: 한미약품, 유진투자증권

한미약품 시가총액 및 주가이벤트 차트



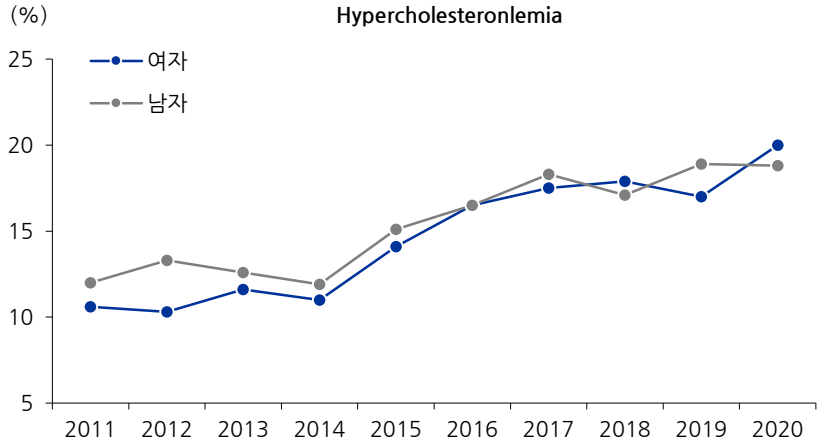
자료: Quantiwise, 한미약품, 유진투자증권

한미약품: 국내 고지혈증 치료제 시장 확대 수혜

- 국내 고지혈증 유병률 10년간 10%pt 상승: 30대 유병률 20%까지 상승 중
- 국내 고지혈증 치료제 시장 성장 지속 중: 한미약품, 유한양행, 중외제약 등 관련 치료제 매출 지속적으로 고성장
- 한미약품 **로수젯®**(로수바스타틴+ 에제티미브) 2023년 매출액 1,787억(+25%YoY, 한미약품 연결 매출액의 12%, 별도 매출 16%) 달성
- 2024년 예상 매출액 2,000원 상회할 전망
- 단일제보다 **복합제** 매출 급증

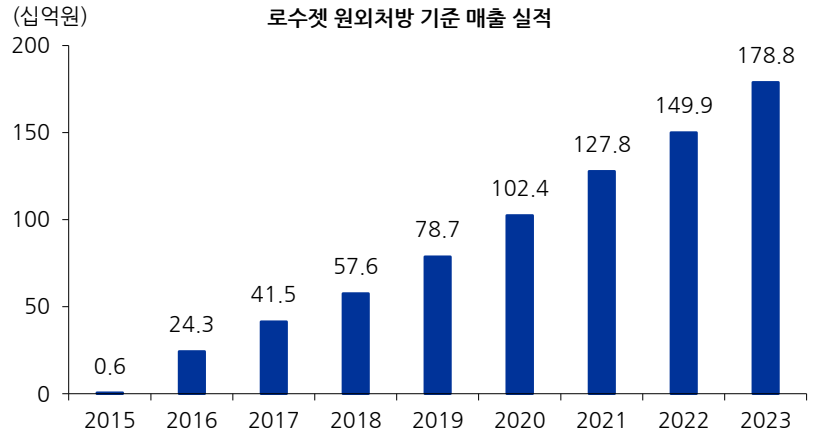
* **에제티미브(ezetimibe):** 음식으로 섭취한 콜레스테롤이 소장에서 체내로 다시 흡수되는 것을 막아주어 혈액 중 지질관련 수치를 낮춤

국내 고지혈증 환자 유병율



자료: Obesity, hypertension, diabetes mellitus, and hypercholesterolemia in Korean adults before and during the COVID-19 pandemic, 유진투자증권

로수젯 매출액 추이



자료: 한미약품, 유진투자증권

한미약품(128940.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	**1,925**	**1,899**	**2,060**	**2,247**	**2,497**
유동자산	694	731	944	1,177	1,467
현금성자산	237	165	310	515	677
매출채권	180	177	220	231	283
재고자산	266	289	314	330	404
비유동자산	1,230	1,168	1,116	1,070	1,030
투자자산	258	254	264	275	286
유형자산	888	833	768	709	656
기타	85	81	84	86	88
부채총계	**915**	**798**	**813**	**824**	**873**
유동부채	677	705	720	730	779
매입채무	197	189	204	214	263
유동성이자부채	453	484	484	484	484
기타	27	32	32	32	33
비유동부채	239	94	94	94	94
비유동이자부채	226	89	89	89	89
기타	13	5	5	5	5
자본총계	**1,009**	**1,100**	**1,247**	**1,423**	**1,624**
지배지분	872	955	1,102	1,278	1,479
자본금	31	31	31	31	31
자본잉여금	413	412	412	412	412
이익잉여금	452	582	739	915	1,116
기타	(24)	(70)	(80)	(80)	(80)
비지배지분	137	145	145	145	145
자본총계	**1,009**	**1,100**	**1,247**	**1,423**	**1,624**
총차입금	678	573	573	573	573
순차입금	442	408	263	58	(104)

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	**1,332**	**1,491**	**1,620**	**1,794**	**2,011**
증가율(%)	10.7	12.0	8.7	10.8	12.1
매출원가	613	662	713	790	885
매출총이익	719	829	907	1,005	1,126
판매 및 일반관리비	560	609	663	734	822
기타영업손익	10	9	9	11	12
영업이익	**158**	**221**	**244**	**271**	**304**
증가율(%)	26.1	39.6	10.7	11.1	12.0
EBITDA	**255**	**319**	**339**	**360**	**387**
증가율(%)	18.8	25.2	6.1	6.2	7.6
영업외손익	**(37)**	**(27)**	**(24)**	**(24)**	**(24)**
이자수익	8	5	4	5	5
이자비용	23	29	28	28	28
지분법손익	(9)	1	0	0	0
기타영업손익	(14)	(4)	(0)	(1)	(2)
세전순이익	**121**	**194**	**220**	**247**	**280**
증가율(%)	16.7	60.3	13.6	12.3	13.2
법인세비용	19	29	39	44	50
당기순이익	**102**	**165**	**181**	**203**	**230**
증가율(%)	24.6	62.8	9.4	12.3	13.2
지배주주지분	83	146	163	183	207
증가율(%)	23.5	76.6	11.3	12.3	13.2
비지배지분	19	19	18	20	23
EPS(원)	**6,463**	**11,415**	**12,960**	**14,548**	**16,466**
증가율(%)	23.5	76.6	13.5	12.3	13.2
수정EPS(원)	6,463	11,415	12,960	14,548	16,466
증가율(%)	23.5	76.6	13.5	12.3	13.2

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업현금	**162**	**217**	**194**	**254**	**211**
당기순이익	102	165	181	203	230
자산상각비	97	98	94	89	83
기타비현금성손익	73	57	(36)	(28)	(31)
운전자본증감	(74)	(57)	(54)	(18)	(79)
매출채권감소(증가)	37	(3)	(42)	(11)	(52)
재고자산감소(증가)	(14)	(17)	(25)	(16)	(75)
매입채무증가(감소)	(3)	6	15	10	48
기타	(94)	(43)	(1)	(1)	(1)
투자현금	**(181)**	**(183)**	**(47)**	**(47)**	**(48)**
단기투자자산감소	(93)	(4)	(4)	(5)	(5)
장기투자증권감소	(26)	0	(0)	(0)	(1)
설비투자	29	27	16	16	16
유형자산처분	1	3	0	0	0
무형자산처분	(20)	(16)	(16)	(16)	(16)
재무현금	**(37)**	**(127)**	**(6)**	**(6)**	**(6)**
차입금증가	(27)	(106)	0	0	0
자본증가	(10)	(21)	(6)	(6)	(6)
배당금지급	6	18	6	6	6
현금 증감	**(62)**	**(92)**	**141**	**200**	**157**
기초현금	209	147	55	196	396
기말현금	147	55	196	396	553
Gross Cash flow	275	331	247	271	290
Gross Investment	162	236	96	60	122
Free Cash Flow	**112**	**95**	**151**	**211**	**168**

주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	6,463	11,415	12,960	14,548	16,466
BPS	70,780	76,057	87,711	101,770	117,745
DPS	481	490	490	490	490
밸류에이션(배,%)					
PER	45.2	30.9	24.4	21.7	19.2
PBR	4.1	4.6	3.6	3.1	2.7
EV/EBITDA	16.1	15.2	12.7	11.4	10.2
배당수익률	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
PCR	13.6	13.6	16.1	14.6	13.7
수익성(%)					
영업이익률	11.9	14.8	15.1	15.1	15.1
EBITDA이익률	19.1	21.4	20.9	20.1	19.2
순이익률	7.6	11.1	11.2	11.3	11.4
ROE	9.9	16.0	15.8	15.4	15.0
ROIC	9.4	13.0	13.4	15.0	16.8
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	43.8	37.1	21.1	4.1	(6.4)
유동비율	102.6	103.7	131.2	161.2	188.3
이자보상배율	7.0	7.7	8.9	9.9	11.0
활동성 (회)					
총자산회전율	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
매출채권회전율	6.6	8.3	8.2	8.0	7.8
재고자산회전율	5.2	5.4	5.4	5.6	5.5
매입채무회전율	7.4	7.7	8.2	8.6	8.4

자료: 한미약품, 유진투자증권

HK이노엔
(195940)

주가상승	1M	6M	12M
상대기준(%)	2.1	-16.3	9.3
절대기준(%)	-2.3	-10.5	3.4

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가(원)	50,000	50,000	-
영업이익(24)	85	92	▼
영업이익(25)	110	113	▼

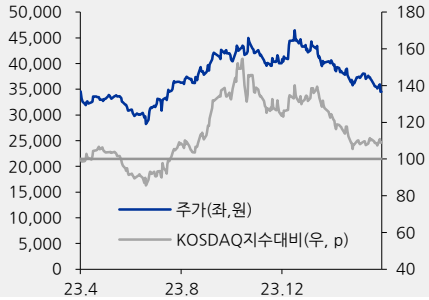
투자의견
BUY
(유지)

목표주가
50,000원
(유지)

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

현재주가(원, 4/18)	**36,500**
시가총액(십억원)	1,034
발행주식수	28,330천주
52주 최고가	47,450원
최저가	27,900원
52주 일간 Beta	0.18
60일 일평균거래대금	54억원
외국인 지분율	9.5%
배당수익률(2024E,%)	1.0%
주주구성(%)	
한국콜마(외 2인)	46.5%

투자의견 **BUY(유지)**
목표주가(12M) **50,000원**



결산기(12월)(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E
매출액	847	829	930	1,020
영업이익	53	66	85	110
세전손익	38	45	69	95
당기순이익	38	47	58	79
EPS(원)	1,319	1,666	2,037	2,804
증감률(%)	53.2	26.3	22.3	37.6
PER(배)	28.1	26.7	17.9	13.0
ROE(%)	3.3	4.0	4.7	6.2
PBR(배)	0.9	1.0	0.8	0.8
EV/EBITDA(배)	15.8	15.0	10.7	8.7

자료: HK이노엔, 유진투자증권

K-CAP 글로벌 타겟 시장 > $3bn

중장기 Investment Point

- **2025년 하반기**: 케이캡 글로벌 임상 3상 결과 발표
- **2026년:** FDA승인 후 미국 시장 상업화 기대
- K-CAP 미국 타겟 시장> $3bn, 2030년 미국 판매 수익> 500억원
- 중국 및 수출 증가 가속화가 프리미엄 요건으로 작용할 것

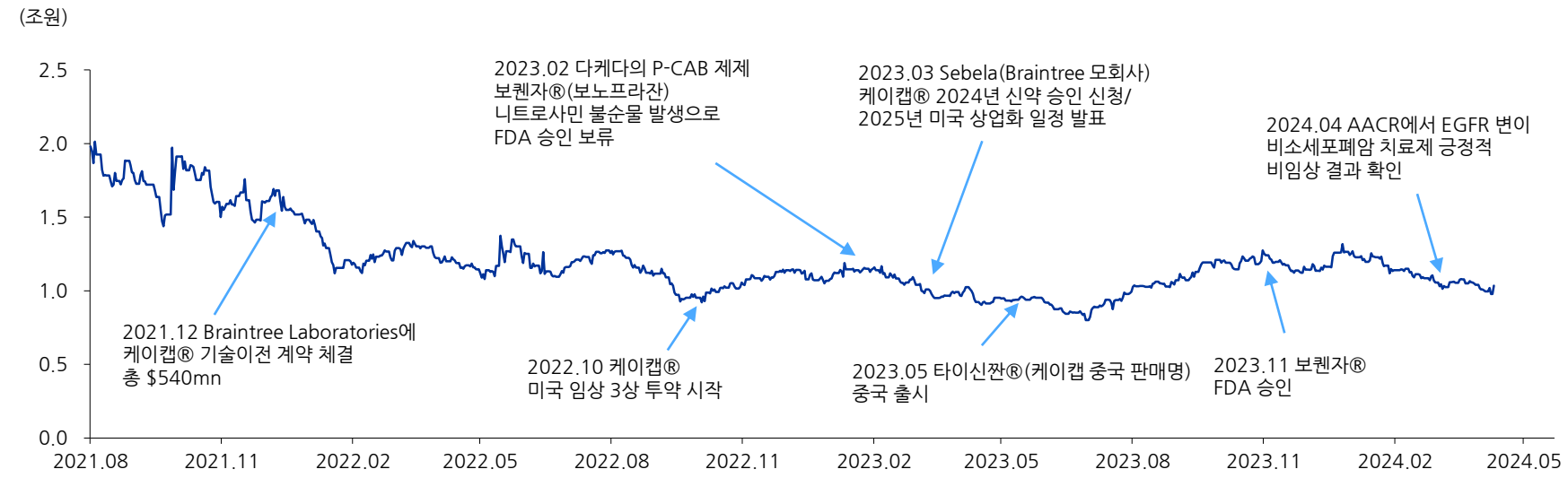
최근 실적 및 이슈

- **미국 경쟁사 Phathom(NASDAQ: PHAT)**: 미국 항궤양제 시장에서 첫 P-CAP 제제 출시하며 시가총액 6억 달러 형성함. NERD 적응증 PDUFA date 2024년 6월 19일로 3분기 출시 예정. HK이노엔의 케이캡보다 약 6개월~1년 먼저 출시 예정
- **1분기 실적 양호:** 국내 항궤양제 시장에서 견조한 처방 증가 지속 (2023년 항궤양제 치료제 시장 점유율 17%), 보령과의 코마케팅 시너지 효과

HK이노엔: 중국 판매, 수출의 실적 기여도 상승이 중요

- 투자의견 BUY 및 목표주가 5만원 유지
- 2023년 하반기 주가 상승 이후 정체 구간
  - 국내에서 케이캡 매출 꾸준히 상승 중
  - PPI기전 제품들의 점유율이 50%를 상회하여 여전히 시장 침투 여력은 높음
  - 국내 부문 실적 호조가 기업가치가 리레이팅을 견인하기는 어려움
- 중국 판매와 수출액의 실적 기여도가 높아질수록 투자 지표에 프리미엄이 붙을 것
- 2024년 하반기 미국 임상 3상 결과 확인, 2025년 FDA 신약 승인 신청, 2025년 ~2026년경 미국 시장에서 출시 예상

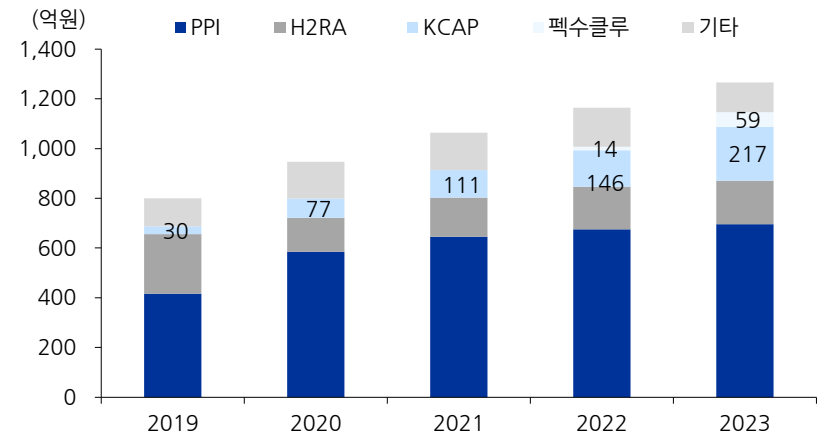
HK이노엔 시가총액 및 이벤트 차트



자료: Quantiwise, HK이노엔, 유진투자증권

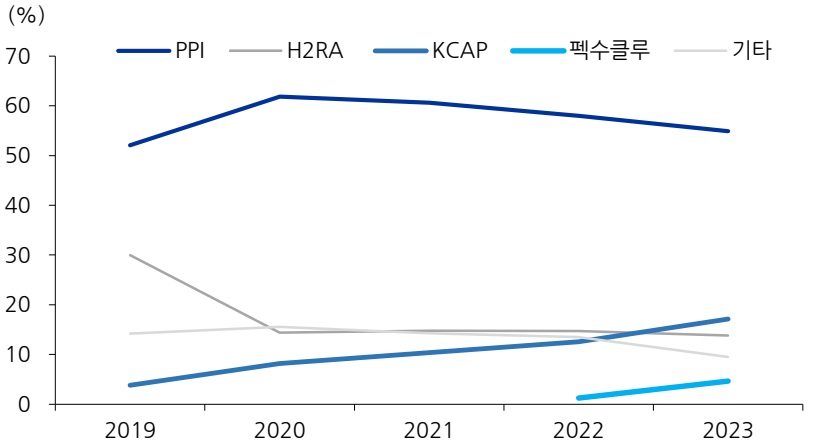
P-CAB 시장 전망

국내 항궤양제 시장 기전별 원외처방 매출액 추이



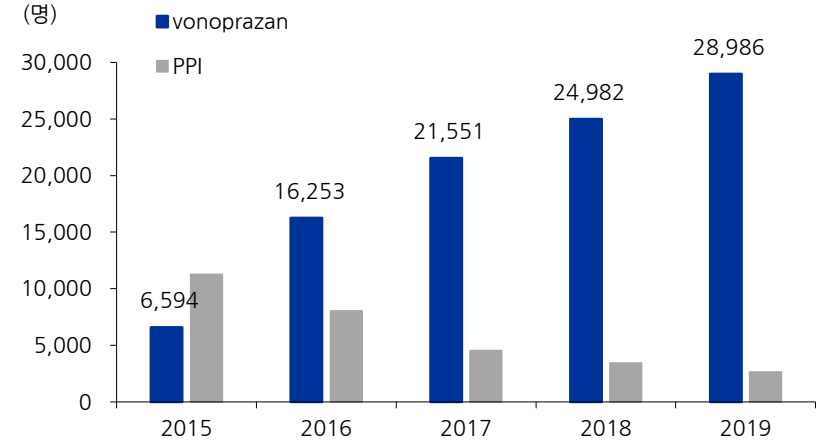
자료: 업계자료, 유진투자증권

국내 항궤양제 시장 기전별 점유율 추이 (원외처방 기준)



자료: 업계 자료, 유진투자증권

일본 PPI 및 P-CAP 치료제 처방 환자 추이



자료: Phathom Pharmaceuticals, 유진투자증권

글로벌 항궤양제 시장: prevalence of GERD and H. pylori infection

	GERD		H. Pylori infection	
	prevalence	Estimated population	prevalence	Estimated population
US	20%	65milion	35%	115mllion
EU5	15%	50 miliion	45%	145million
~ 65M people in the US with GERD				
~20M people with Erosive GERD			~45M people with NERD	
~17M adults with Erosive GERD			~38M adults with NERD	
~9M adults Dx with Erosive GERD			~19M adults Dx with NERD	
~7M adults Dx & Tx with Erosive GERD			~15M adults Dx & Tx with NERD	

자료: Phathom Pharmaceuticals, 유진투자증권

HK이노엔(195940.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	**1,803**	**1,848**	**1,908**	**1,996**	**2,117**
유동자산	408	433	518	630	772
현금성자산	149	141	162	214	352
매출채권	131	149	183	214	216
재고자산	126	142	171	200	202
비유동자산	1,395	1,415	1,390	1,366	1,345
투자자산	42	62	64	65	67
유형자산	265	277	256	238	221
기타	1,088	1,076	1,070	1,063	1,056
부채총계	**639**	**644**	**652**	**671**	**704**
유동부채	432	595	602	621	653
매입채무	152	167	173	191	223
유동성이자부채	268	416	416	416	416
기타	12	13	13	14	14
비유동부채	207	49	50	50	51
비유동이자부채	191	37	37	37	37
기타	16	12	13	13	14
자본총계	**1,164**	**1,204**	**1,256**	**1,325**	**1,413**
지배지분	1,164	1,204	1,256	1,325	1,413
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	516	516	516	516	516
이익잉여금	94	107	159	228	316
기타	540	567	567	567	567
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	**1,164**	**1,204**	**1,256**	**1,325**	**1,413**
총차입금	459	453	453	453	453
순차입금	310	312	291	239	101

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	**847**	**829**	**930**	**1,020**	**1,172**
증가율(%)	10.2	(2.1)	12.2	9.6	14.9
매출원가	497	453	504	535	610
매출총이익	349	376	427	485	562
판매 및 일반관리비	297	310	341	374	430
기타영업손익	12	4	10	10	15
영업이익	**53**	**66**	**85**	**110**	**131**
증가율(%)	4.5	25.5	28.9	29.8	19.2
EBITDA	**87**	**105**	**124**	**147**	**166**
증가율(%)	5.9	19.8	18.2	18.7	13.1
영업외손익	**(15)**	**(21)**	**(16)**	**(15)**	**(14)**
이자수익	3	4	4	5	5
이자비용	15	19	14	12	12
지분법손익	(1)	(0)	0	0	0
기타영업손익	(2)	(6)	(6)	(8)	(8)
세전순이익	**38**	**45**	**69**	**95**	**117**
증가율(%)	35.4	19.4	52.6	37.9	23.1
법인세비용	(0)	(2)	11	16	19
당기순이익	**38**	**47**	**58**	**79**	**98**
증가율(%)	53.2	23.8	22.3	37.6	23.0
지배주주지분	38	47	58	79	98
증가율(%)	53.2	23.8	22.3	37.6	23.0
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	**1,319**	**1,666**	**2,037**	**2,804**	**3,449**
증가율(%)	53.2	26.3	22.3	37.6	23.0
수정EPS(원)	1,319	1,666	2,037	2,804	3,449
증가율(%)	53.2	26.3	22.3	37.6	23.0

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업현금	**59**	**83**	**40**	**76**	**161**
당기순이익	38	47	58	79	98
자산상각비	35	39	39	37	35
기타비현금성손익	24	23	0	1	1
운전자본증감	(31)	(23)	(57)	(41)	28
매출채권감소(증가)	(11)	(15)	(35)	(31)	(2)
재고자산감소(증가)	(16)	(16)	(30)	(29)	(2)
매입채무증가(감소)	(4)	3	7	18	32
기타	(0)	5	0	0	0
투자현금	**67**	**(34)**	**20**	**(13)**	**(13)**
단기투자자산감소	94	(2)	33	0	0
장기투자증권감소	0	3	0	0	0
설비투자	20	36	8	8	8
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(1)	(3)	(4)	(4)	(4)
재무현금	**(102)**	**(52)**	**(6)**	**(10)**	**(10)**
차입금증가	(58)	(28)	0	0	0
자본증가	(30)	(5)	(6)	(10)	(10)
배당금지급	5	5	6	10	10
현금 증감	**23**	**(3)**	**54**	**52**	**138**
기초현금	87	111	108	162	214
기말현금	111	108	162	214	352
Gross Cash flow	97	109	97	117	133
Gross Investment	58	55	70	54	(15)
Free Cash Flow	**39**	**54**	**26**	**62**	**148**

주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	1,319	1,666	2,037	2,804	3,449
BPS	40,278	42,487	44,324	46,778	49,877
DPS	320	350	350	350	350
밸류에이션(배,%)					
PER	28.1	26.7	17.9	13.0	10.6
PBR	0.9	1.0	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	15.8	15.0	10.7	8.7	6.8
배당수익률	0.9	0.8	1.0	1.0	1.0
PCR	11.1	11.5	10.7	8.9	7.8
수익성(%)					
영업이익률	6.2	8.0	9.1	10.8	11.2
EBITDA이익률	10.3	12.6	13.3	14.4	14.2
순이익률	4.5	5.7	6.2	7.8	8.3
ROE	3.3	4.0	4.7	6.2	7.1
ROIC	2.6	3.2	4.7	6.0	7.2
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	26.6	25.9	23.2	18.0	7.1
유동비율	94.5	72.7	86.0	101.5	118.2
이자보상배율	3.5	3.5	6.1	9.2	11.0
활동성 (회)					
총자산회전율	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6
매출채권회전율	6.7	5.9	5.6	5.1	5.4
재고자산회전율	7.2	6.2	5.9	5.5	5.8
매입채무회전율	5.8	5.2	5.5	5.6	5.7

자료: HK이노엔, 유진투자증권

종근당
(185750)

주가상승	1M	6M	12M
상대기준(%)	-5.4	3.0	22.0
절대기준(%)	-7.3	10.0	24.5

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가(원)	150,000	150,000	-
영업이익(24)	112	112	-
영업이익(25)	118	118	-

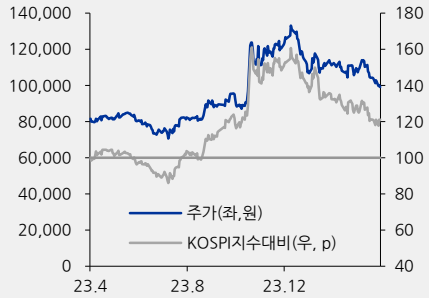
투자의견
BUY
(유지)

목표주가
150,000원
(유지)

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

현재주가(원, 4/18)	101,600
시가총액(십억원)	1,339
발행주식수	13,174천주
52주 최고가	139,800원
최저가	72,900원
52주 일간 Beta	0.88
60일 일평균거래대금	49억원
외국인 지분율	13.7%
배당수익률(2024E,%)	1.0%
주주구성(%)	
종근당홀딩스(외 6인)	38.9%

투자의견 BUY(유지)
목표주가(12M) 150,000원



결산기(12월)(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E
매출액	1,488	1,669	1,555	1,633
영업이익	110	247	112	118
세전손익	97	242	110	114
당기순이익	80	214	86	89
EPS(원)	6,145	16,131	6,823	7,058
증감률(%)	89.5	162.5	-57.7	3.4
PER(배)	12.8	8.1	14.9	14.4
ROE(%)	13.6	29.6	10.3	10.0
PBR(배)	1.5	2.0	1.5	1.4
EV/EBITDA(배)	7.6	5.3	7.4	6.8

자료: 종근당, 유진투자증권

투자가 필요할 때

Investment Point

- CKD510 기술이전으로 1천억원에 달하는 계약금 유입, 보유 현금 3천억원 상회
- 단기적 실적 모멘텀보다 중장기 전략 변화를 주목, 연구개발 부문 성과를 발판으로 중장기 신성장 동력을 구축해야 할 때
- 셀트리온 제약, 대웅제약, 휴온스 등과 코마케팅을 통해 국내 의약품 시장 입지는 지속적으로 강화될 전망

2024년 실적 전망

- CKD510 기술 이전에 따른 일회성 수익(1,061억원)을 제외하면 2023년과 유사한 매출액 예상, 케이캡 코마케팅 매출 공백에 따른 영향
- 펙수클루, 고덱스 등의 코마케팅 본격화 시기, 하반기 신제품 지텍의 시장 출시 시기와 침투 속도에 따라 추가 성장 가능

종근당: 레벨 업 된 기업가치를 지지해야 할 2024년

- 투자의견 BUY 및 목표주가 15만원 유지
- 레벨 업 된 기업가치를 지지해야 할 2024년
  - 국내 의약품 시장에서 상위사로 입지를 강화시키고 있지만
  - 연구개발 부문의 성과가 뚜렷하지 않아 2016년 이후 8년간 1조원대 기업가치에서 정체
  - 2023년 11월 CKD510 기술 이전으로 기업가치 레벨 업
- 풍부한 자금여력을 바탕으로 추가적인 신성장 동력을 확보해야 할 시기

종근당 시가총액 및 주가이벤트 차트



자료: Quantiwise, 종근당, 유진투자증권

꾸준한 신제품 출시

종근당 주요 제품별 매출액 추이 (십억원)

제품	치료 영역	2018	2019	2020	2021	2022	2023
자누비아	당뇨병	133	141	147	154	139	113
케이캡	항궤양		33	72	108	122	138
프롤리아	골다공증		30	53	75	96	116
글리아티린	치매	53	60	66	74	82	87
아토젠	고지혈증	36	55	68	77	80	89
딜라트렌	고혈압	44	47	51	52	53	60
이모튼	치주질환, 골관절염	32	35	40	46	48	48
타그로벨	면역억제제	30	33	38	42	44	46
텔미누보	고혈압	28	32	34	69	41	41
리피로우	고지혈증	39	38	43	23	25	30
프리베나	폐렴구균		27	74	15	20	18
마이렙트	면역억제제		11	12	15	15	17
사이폴	면역억제제	11	26	30	30	30	31
타크로리무스(수출)	면역억제제	25	13	13	14	17	17
듀비에	당뇨병		16	19	18	19	17
큐시미아	식욕억제			20	23	26	30
올루미언트	자가면역질환				13	16	20
텔미트렌	고혈압					16	17
벤포벨	비타민					17	22
원더톡스	보툴리늄 톡신 제제						19

자료: 종근당, 유진투자증권

종근당(185750.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	**1,125**	**1,402**	**1,384**	**1,471**	**1,564**
유동자산	714	947	902	964	1,031
현금성자산	126	363	437	476	519
매출채권	285	314	242	254	266
재고자산	270	261	215	226	237
비유동자산	411	456	481	507	533
투자자산	75	91	94	96	98
유형자산	309	312	315	320	327
기타	27	53	72	91	108
부채총계	**504**	**587**	**536**	**548**	**560**
유동부채	374	511	459	470	481
매입채무	202	254	200	210	221
유동성이자부채	124	185	185	185	185
기타	48	73	74	75	75
비유동부채	129	75	77	78	79
비유동이자부채	111	35	35	35	35
기타	18	40	42	43	44
자본총계	**621**	**816**	**848**	**924**	**1,003**
지배지분	622	816	848	924	1,004
자본금	30	31	31	31	31
자본잉여금	265	263	263	263	263
이익잉여금	376	577	649	725	805
기타	(49)	(56)	(96)	(96)	(96)
비지배지분	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)
자본총계	**621**	**816**	**848**	**924**	**1,003**
총차입금	236	220	220	220	220
순차입금	109	(143)	(217)	(256)	(299)

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	**1,488**	**1,669**	**1,555**	**1,633**	**1,715**
증가율(%)	10.8	12.2	(6.8)	5.0	5.0
매출원가	946	1,007	1,011	1,062	1,115
매출총이익	543	662	544	572	600
판매 및 일반관리비	433	416	432	454	477
기타영업손익	8	(4)	4	5	5
영업이익	**110**	**247**	**112**	**118**	**123**
증가율(%)	16.0	124.4	(54.6)	5.0	5.0
EBITDA	**144**	**284**	**151**	**159**	**166**
증가율(%)	17.4	97.6	(46.7)	4.8	4.9
영업외손익	**(13)**	**(5)**	**(2)**	**(3)**	**(3)**
이자수익	2	6	7	8	8
이자비용	7	9	10	10	10
지분법손익	(0)	1	0	0	0
기타영업손익	(8)	(3)	1	(2)	(2)
세전순이익	**97**	**242**	**110**	**114**	**120**
증가율(%)	20.6	148.6	(54.4)	3.8	5.0
법인세비용	17	28	24	25	26
당기순이익	**80**	**214**	**86**	**89**	**94**
증가율(%)	88.8	167.1	(59.6)	3.4	5.0
지배주주지분	81	213	86	89	93
증가율(%)	89.5	162.5	(59.6)	3.4	5.0
비지배지분	(1)	1	0	0	0
EPS(원)	**6,145**	**16,131**	**6,823**	**7,058**	**7,411**
증가율(%)	89.5	162.5	(57.7)	3.4	5.0
수정EPS(원)	6,145	16,131	6,823	7,058	7,411
증가율(%)	89.5	162.5	(57.7)	3.4	5.0

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업현금	68	318	152	119	124
당기순이익	80	214	86	89	94
자산상각비	34	37	39	41	43
기타비현금성손익	50	48	(39)	1	1
운전자본증감	(77)	30	66	(12)	(13)
매출채권감소(증가)	(51)	(29)	73	(12)	(13)
재고자산감소(증가)	(54)	(6)	46	(11)	(11)
매입채무증가(감소)	16	44	(53)	10	11
기타	12	21	1	1	1
투자현금	(65)	(171)	(65)	(67)	(69)
단기투자자산감소	(9)	(134)	0	0	0
장기투자증권감소	0	0	0	0	0
설비투자	45	41	38	40	42
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(8)	(28)	(24)	(24)	(24)
재무현금	(16)	(44)	(13)	(13)	(13)
차입금증가	(3)	(26)	0	0	0
자본증가	(13)	(18)	(13)	(13)	(13)
배당금지급	11	12	13	13	13
현금 증감	(14)	102	74	39	43
기초현금	132	117	220	294	333
기말현금	117	220	294	333	376
Gross Cash flow	165	303	86	131	137
Gross Investment	134	7	(2)	79	82
Free Cash Flow	32	296	88	52	56

주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	6,145	16,131	6,823	7,058	7,411
BPS	51,918	64,900	67,475	73,483	79,844
DPS	910	1,049	1,050	1,050	1,050
밸류에이션(배,%)					
PER	12.8	8.1	14.9	14.4	13.7
PBR	1.5	2.0	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	7.6	5.3	7.4	6.8	6.3
배당수익률	1.2	0.8	1.0	1.0	1.0
PCR	6.3	5.7	14.8	9.7	9.3
수익성(%)					
영업이익률	7.4	14.8	7.2	7.2	7.2
EBITDA이익률	9.6	17.0	9.7	9.7	9.7
순이익률	5.4	12.8	5.5	5.5	5.5
ROE	13.6	29.6	10.3	10.0	9.7
ROIC	13.6	32.9	14.3	15.0	14.9
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	17.6	(17.5)	(25.6)	(27.8)	(29.8)
유동비율	190.7	185.1	196.6	205.3	214.3
이자보상배율	16.1	26.6	11.6	12.1	12.7
활동성 (회)					
총자산회전율	1.4	1.3	1.1	1.1	1.1
매출채권회전율	5.8	5.6	5.6	6.6	6.6
재고자산회전율	6.0	6.3	6.5	7.4	7.4
매입채무회전율	7.8	7.3	6.9	8.0	8.0

자료: 종근당, 유진투자증권

대웅제약
(069620)

주가상승	1M	6M	12M
상대기준(%)	-5.2	-5.2	-3.8
절대기준(%)	-7.1	1.8	-1.4

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가(원)	150,000	150,000	-
영업이익(24)	137	137	-
영업이익(25)	148	148	-

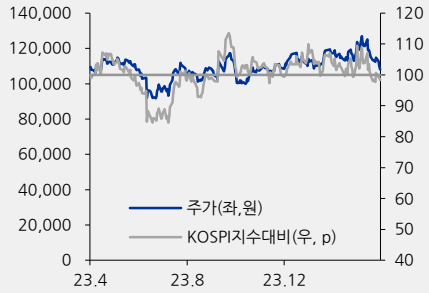
투자의견 **BUY** (유지)

목표주가 **150,000원** (유지)

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

현재주가(원, 4/18)	109,200
시가총액(십억원)	1,265
발행주식수	11,587천주
52주 최고가	127,600원
최저가	88,300원
52주 일간 Beta	0.85
60일 일평균거래대금	36억원
외국인 지분율	9.4%
배당수익률(2024E,%)	0.5%
주주구성(%)	
대웅(외 5인)	61.6%

투자의견 BUY(유지)
목표주가(12M) 150,000원



결산기(12월)(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E
매출액	1,280	1,375	1,406	1,514
영업이익	96	123	137	148
세전손익	38	122	122	128
당기순이익	39	120	119	125
EPS(원)	3,646	10,507	9,773	10,260
증감률(%)	72.4	188.2	-7.0	5.0
PER(배)	43.5	11.1	11.2	10.6
ROE(%)	7.2	17.7	13.6	12.4
PBR(배)	3.0	1.8	1.4	1.2
EV/EBITDA(배)	16.4	10.3	9.8	8.9

자료: 대웅제약, 유진투자증권

3가지 주력품목 매출 고성장 예상

Investment Point

- **주력 품목 고성장 :** 나보타, 펙수클루, 엔블로 주력 품목들의 매출 증가 및 매출 비중 상승에 따라 원가율 하락 추세 지속될 것
- 밸류에이션 부담은 상대적으로 낮음
- 메디톡스와의 소송 불확실성은 기업가치 할인요인
- 공장 증설: 인도네시아 공장 증설을 통해 나보타 해외 생산 확대

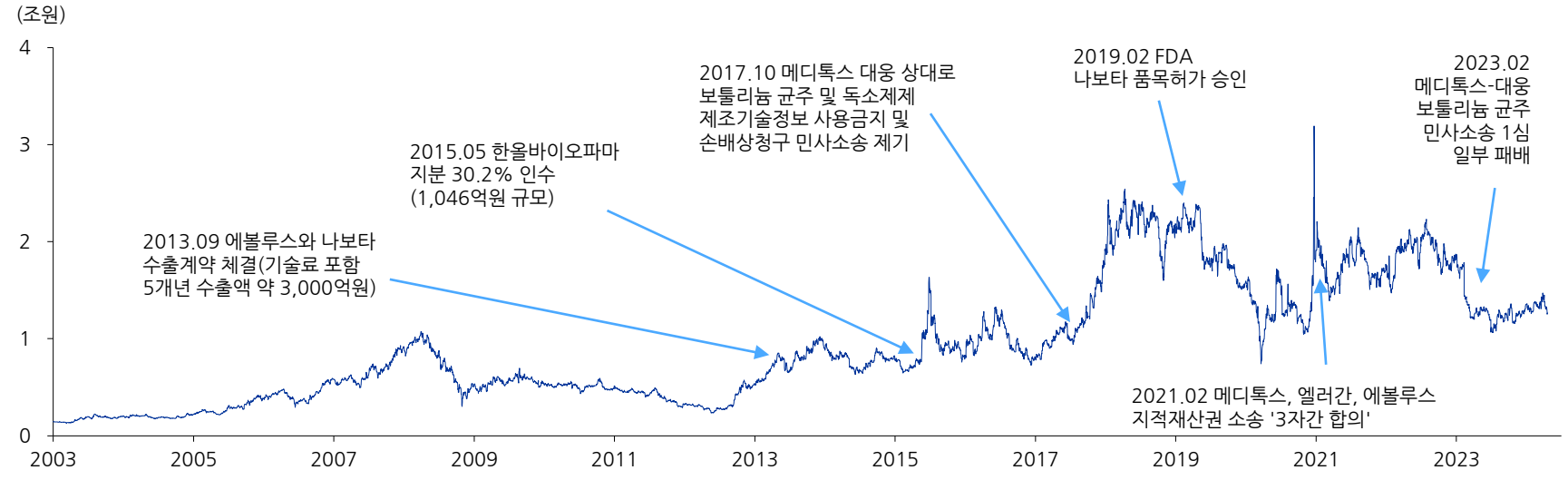
주력 품목 고성장

- **펙수클루** : 종근당과의 코마케팅 효과가 하반기에 나타나면서 연간 매출액 1,000억원대 달성 예상
- **나보타:** 에볼루스 사의 매출 고성장 지속, 주보 미국 판매약은 2023년 대비 30% 성장할 전망
- **엔블로**: 포시가의 국내 철수로 국내에서 개발된 신약이 엔블로의 시장 침투가 원활히 이루어질 것으로 예상됨

대웅제약

- 투자의견 BUY 및 목표주가 15만원 유지 (2024년 예상 실적 X Target P/E 15배, 소송 관련 리스크 반영하여 밸류에이션 지표 할인)
- 자체 개발 제품들이 주력 품목으로 자리잡으면서 견조한 이익 성장을 보이고 있음
  - 그러나 2019년부터 메디톡스와 보툴리늄 톡신 제제 관련 소송이 진행되면서 소송 관련 리스크가 기업가치 할인 요인으로 작용
  - 국내 상위 제약사 중 큰 규모의 기술 이전 계약 등 연구개발 부문에서 글로벌 성과가 미진함
- 소송 합의는 쉽지 않을 것으로 보여 기업가치 리레이팅을 제한하고 있음

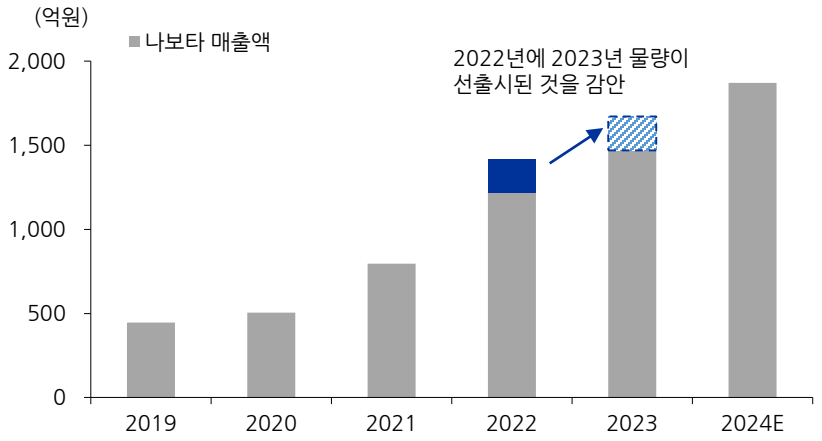
대웅제약 시가총액 및 이벤트 차트



자료: Quantiwise, 대웅제약, 유진투자증권

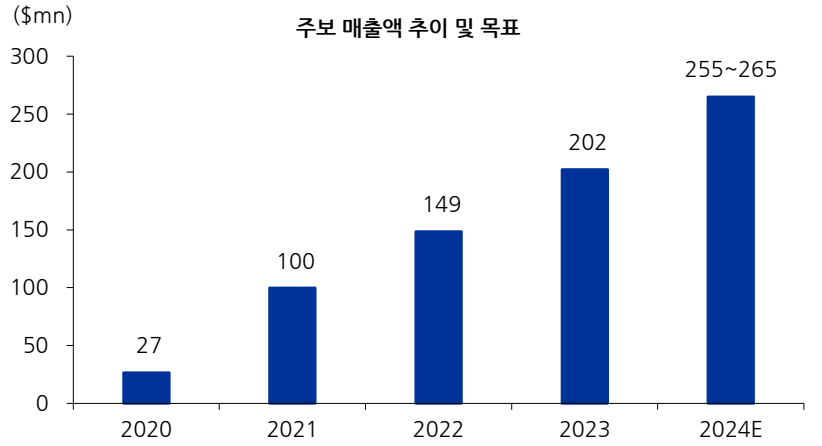
대웅제약 주력 품목들

나보타 매출액 추이 및 전망



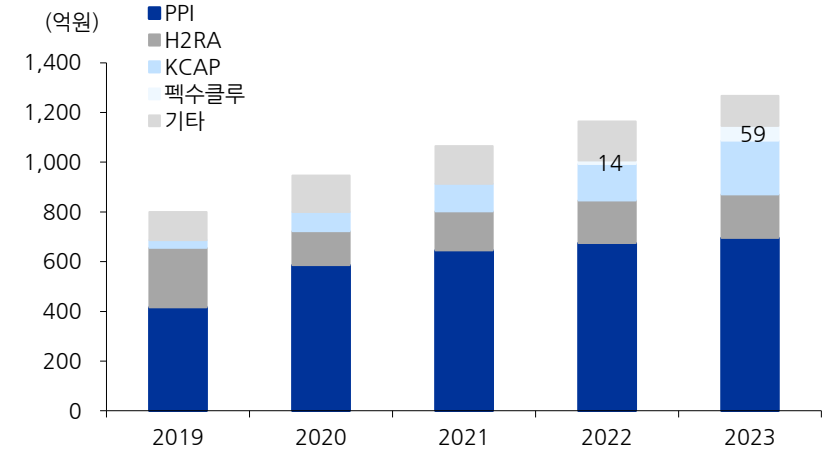
자료: 대웅제약, 유진투자증권

주보 매출액 추이 및 목표



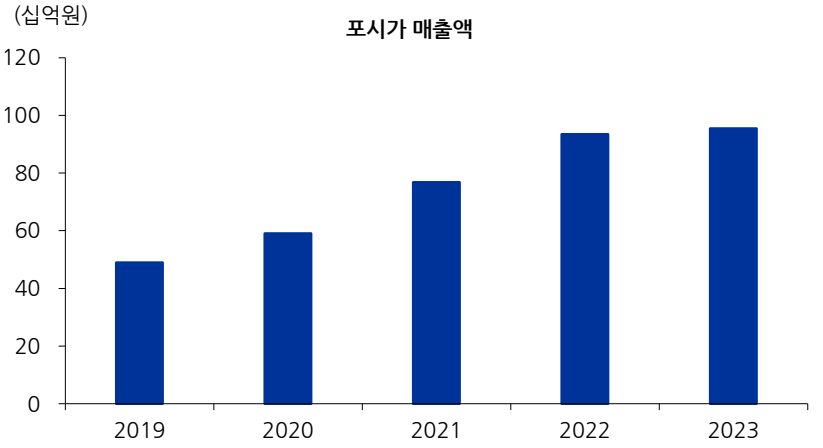
자료:에볼루스, 유진투자증권

펙수클루 매출액 추이



자료: 대웅제약, 유진투자증권

포시가 시장을 엔블로로 대체할 것



자료: 대웅제약, 유진투자증권

대웅제약(069620.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	**1,563**	**1,770**	**1,816**	**1,943**	**2,085**
유동자산	549	575	501	574	682
현금성자산	114	115	39	87	173
매출채권	183	180	180	190	200
재고자산	209	242	242	256	269
비유동자산	1,014	1,195	1,315	1,369	1,402
투자자산	316	380	396	412	428
유형자산	433	518	590	598	585
기타	266	297	329	360	389
부채총계	**822**	**858**	**916**	**931**	**944**
유동부채	473	667	820	835	849
매입채무	195	243	246	260	273
유동성이자부채	235	374	524	524	524
기타	43	50	50	51	51
비유동부채	349	191	95	95	95
비유동이자부채	262	95	95	95	95
기타	88	96	0	0	0
자본총계	**741**	**912**	**900**	**1,012**	**1,140**
지배지분	608	767	900	1,012	1,140
자본금	29	29	29	29	29
자본잉여금	122	149	149	149	149
이익잉여금	504	619	725	837	965
기타	(47)	(30)	(3)	(3)	(3)
비지배지분	133	145	0	0	0
자본총계	**741**	**912**	**900**	**1,012**	**1,140**
총차입금	497	470	620	620	620
순차입금	382	355	580	533	447

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	**1,280**	**1,375**	**1,406**	**1,514**	**1,590**
증가율(%)	11.0	7.4	2.2	7.7	5.0
매출원가	641	687	692	746	783
매출총이익	639	688	713	768	807
판매 및 일반관리비	543	566	576	621	652
기타영업손익	19	4	2	8	5
영업이익	**96**	**123**	**137**	**148**	**155**
증가율(%)	8.0	28.0	11.7	7.7	5.0
EBITDA	**135**	**166**	**188**	**203**	**210**
증가율(%)	4.5	22.8	13.1	7.8	3.7
영업외손익	**(57)**	**(1)**	**(15)**	**(20)**	**(10)**
이자수익	4	3	3	3	3
이자비용	8	14	20	25	15
지분법손익	(0)	30	0	0	0
기타영업손익	(53)	(20)	2	2	2
세전순이익	**38**	**122**	**122**	**128**	**145**
증가율(%)	94.0	218.3	(0.3)	5.0	13.5
법인세비용	(1)	2	2	3	3
당기순이익	**39**	**120**	**119**	**125**	**142**
증가율(%)	30.2	206.4	(0.7)	5.0	13.5
지배주주지분	42	122	113	119	135
증가율(%)	72.4	188.2	(7.0)	5.0	13.5
비지배지분	(3)	(2)	6	6	7
EPS(원)	**3,646**	**10,507**	**9,773**	**10,260**	**11,650**
증가율(%)	72.4	188.2	(7.0)	5.0	13.5
수정EPS(원)	3,646	10,507	9,773	10,260	11,650
증가율(%)	72.4	188.2	(7.0)	5.0	13.5

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업현금	**118**	**136**	**(49)**	**164**	**181**
당기순이익	39	120	119	125	142
자산상각비	40	44	51	55	56
기타비현금성손익	15	(50)	(222)	(6)	(7)
운전자본증감	32	(21)	2	(10)	(9)
매출채권감소(증가)	(24)	(4)	(0)	(11)	(10)
재고자산감소(증가)	0	0	(0)	(14)	(13)
매입채무증가(감소)	46	33	3	14	13
기타	10	(50)	0	0	0
투자현금	**(107)**	**(166)**	**(168)**	**(109)**	**(89)**
단기투자자산감소	8	(9)	3	0	0
장기투자증권감소	0	0	(8)	(9)	(9)
설비투자	65	109	112	49	28
유형자산처분	0	1	0	0	0
무형자산처분	(47)	(46)	(44)	(44)	(44)
재무현금	**16**	**39**	**145**	**(7)**	**(7)**
차입금증가	(1)	(3)	150	0	0
자본증가	(8)	43	(5)	(7)	(7)
배당금지급	8	7	7	7	7
현금 증감	**27**	**9**	**(72)**	**48**	**86**
기초현금	76	103	112	39	87
기말현금	103	112	39	87	173
Gross Cash flow	105	179	(51)	174	190
Gross Investment	83	177	169	120	98
Free Cash Flow	**21**	**2**	**(220)**	**55**	**93**

주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	3,646	10,507	9,773	10,260	11,650
BPS	52,476	66,223	77,718	87,378	98,428
DPS	600	600	600	600	600
밸류에이션(배,%)					
PER	43.5	11.1	11.2	10.6	9.4
PBR	3.0	1.8	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	16.4	10.3	9.8	8.9	8.1
배당수익률	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
PCR	17.6	7.6	-	7.3	6.6
수익성(%)					
영업이익률	7.5	8.9	9.7	9.7	9.7
EBITDA이익률	10.6	12.1	13.4	13.4	13.2
순이익률	3.1	8.7	8.5	8.3	8.9
ROE	7.2	17.7	13.6	12.4	12.5
ROIC	7.5	11.8	11.5	11.2	11.3
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	51.6	38.9	64.4	52.6	39.2
유동비율	116.1	86.2	61.1	68.7	80.4
이자보상배율	11.4	9.0	6.8	6.0	10.4
활동성 (회)					
총자산회전율	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
매출채권회전율	7.5	7.6	7.8	8.2	8.1
재고자산회전율	6.7	6.1	5.8	6.1	6.1
매입채무회전율	7.5	6.3	5.7	6.0	6.0

자료: 대웅제약, 유진투자증권

편집상의 공백페이지입니다

05

기업별 투자포인트 및 Valuation

2024년 분기별 예상이벤트

이어 달리기

	1분기 JP Morgan Healthcare Conference	2분기 예상 AACR ASCO	3분기 예상 WLCL ESMO	4분기 예상 WORLD ADC
알테오젠	▪ 머크, 키트루다SC독점계약 ▪ 치루제약 마일스톤 청구	▪ 키트루다SC 임상 3상 완료 ▪ 인타스 마일스톤 유입		▪ 키트루다SC FDA 승인 신청 ▪ 산도즈 옵션 행사 기대 ▪ ADC SC 기술이전
HLB	▪ 공장실사, Final Meeting	▪ 리보세라닙 5/16 PDUFA	▪ 리보세라닙 9월 3일 미국 출시	
레고켐 바이오	▪ LCB 84 계약금 유입(1,300억원)	▪ 기술 이전 계약 추진 중		▪ LCB 84 임상 1상 완료
유한양행 오스코텍	▪ 리브리반트+렉라자 우선 심사 승인		▪ FDA 승인	▪ 첫 환자 투여 ▪ 미국 $60mn 마일스톤 유입 예상 ▪ 유럽 $30mn 마일스톤 유입 예상
셀트리온		▪ 짐펜트라 PBM 등재	▪ 짐펜트라 매출 확인	
삼성바이오			▪ 4공장 가동률 상승	
한올 바이오		▪ 4월 MG 임상 3상 완료	▪ 임상 3상 데이터 확인	
HK 이노엔		▪ 케이캡 6월 임상 3상 완료 예정	▪ 케이캡 임상 3상 결과 확인	
ABL 바이오		▪ 기술이전 계약 추진 중		▪ ABL301 임상 1상 완료 (2025년 말~2026년 초)

자료: 각 사, Clinical Trials, 유진투자증권

연도별 예상 이벤트

2025년부터는 신약 개발 이익 유입 본격화

	2024년 예상	2025년 예상	2026년 예상	2027년 예상	2028년 이후
알테오젠	▪ 머크, 키트루다SC 독점계약 ▪ 키트루다SC 임상 3상 완료 ▪ FDA 승인 신청	▪ FDA승인 ▪ 허가 마일스톤 유입 ▪ 하반기 출시 ▪ ADC SC 기술이전 계약 체결	▪ 마일스톤 유입 ▪ 연평균 3,000억원대 ▪ 2026~2029		▪ 2030년 판매로열티 유입 ▪ SC 제형 2028년 이후 Peak sales 약 20조원 ▪ 키트루다IV BS 출시 ▪ 키트루다SC Biobetter 출시 ▪ 산도즈 BS 출시
HLB	▪ 리보세라닙 FDA 승인 (2024.05)	▪ 리보세라닙 출시		▪ 출시 3년차 목표 매출액 3.1조원, 영업이익 2.6조원(HLB 가이던스)	
레고켐 바이오	▪ LCB 84 임상 1상 완료 (2024.12) ▪ 추가 기술이전	▪ LCB 84 임상 2상 시작 ▪ J&J 옵션 행사 2,608억원 유입 (2025.2H)		▪ LCB 84 임상 3상 진입	
유한양행 오스코텍	▪ 레이저티닙 FDA 승인 ▪ 판매 시작	▪ 레이저티닙 OS 데이터 ▪ 하반기 마케팅 본격화		▪ 출시 만 3년차 ▪ 매출액 점유율 30% 예상 ▪ 예상 이익 약 3,500억원	
셀트리온	▪ 셀트리온 :하반기 짐펜트라 매출 반영	▪ 삼성바이오로직스 :제 5공장 완공 ▪ 스텔라라 BS출시	▪ 삼성바이오로직스 : 제 5공장 상업화 가동		▪ 키트루다 BS 출시
삼성바이오	▪ 4공장 상업화 가동 본격화	▪ 5공장 완공 후 가동 시작 ▪ 6공장 착공	▪ 5공장 상업화 가동	▪ 6공장 완공 ▪ 7공장 착공	▪ 6공장 상업화 가동
한올 바이오	▪ 2Q/3Q: CIDP 2b data ▪ MG 임상 3상 top line (2024.04 임상 완료)	▪ TED top line (2025.05) ▪ FDA 승인 신청 ▪ FDA 승인 ▪ IMVT-1402: 임상 4~5개 등록	▪ 바토클리맵 출시		
HK 이노엔	▪ 임상 3상 완료(2024.06)	▪ 상반기 FDA 승인 신청 ▪ 하반기 FDA 승인	▪ 미국 출시 기대		
ABL 바이오	▪ ABL301 임상 1상 완료	▪ ABL301 임상 2상 시작			▪ ABL301 임상 3상 시작

자료: 각 사, 유진투자증권

국내 바이오제약 기업들 투자 포인트 1

유진투자증권 바이오제약 업종 유망 종목 투자 포인트 정리

종목	현재주가(원) 목표주가(원)/투자의견	2023년 절대 수익률 상대 수익률	2024. 1Q 절대 수익률 상대 수익률	주요 이슈 및 투자포인트
신약 개발기업: 기업가치 레벨 업				
유한양행 KS: 000100	70,100 110,000/ BUY	20.3 1.5	11.5 8.0	▪ MARIPOSA 임상 중간 결과가 10월 18일 2023 ESMO(유럽종양학회)에서 발표. mPFS 23.1개월로 시장의 높아졌던 기대감(20개월 후반~30개월의 mPFS)를 충족시키지 못해 주가 하락. 그러나 임상 디자인, 타그리소 대비 높은 유효성, 타겟 시장 등을 감안할 때 시장의 우려는 과도하다는 판단 ▪ 향후 국내 판매 진행 사항, FDA 신약 신청 및 출시 일정, 단독 출시 일정 등을 확인하며 투자자들의 우려가 해소되며 단계적인 주가 상승 예상, 2024년 3분기 FDA승인, 2024년 말~ 2025년 초 미국 시장 출시 예상
오스코텍 KQ: 039200	28,750 53,000 / BUY	33.2 5.7	19.7 15.2	▪ 국내 1차 치료제로 보험 급여 등재되어 2024년 국내 렉라자® 매출액 약 1,000억원 예상 (타겟 시장 약 3천억원, 2024년 렉라자 판매 영업이익 약 20% 예상) ▪ 레이저티닙의 경쟁약 타그리소®(2030년 예상 매출액 13조원)의 시장을 감안할 때, 출시 만 3년차 2027년 시장 점유율 30 % 가정 시 레이저티닙 글로벌 매출액 약 2조원 예상, 글로벌 판매이익 약 3,500억원 추정
알테오젠 KQ: 196170	176,200 210,000 / BUY	157.5 129.9	100.4 95.9	▪ 키트루다SC 2024년 2분기말~3분기경 임상 3상 완료. 2025년 하반기 상업화 예상 ▪ 2025년 말~2029년까지 총 1.15조원에 달하는 마일스톤 유입 예상, 연평균 3,000억원의 마일스톤 유입 추정 ▪ 2029년 하반기부터 2040년까지 판매 로열티 유입 예상: 연평균 약 4천억원 유입 예상 ▪ SC제형이 적용될 Merck의 두번째 타겟 확정, 두번째 타겟 글로벌 상업화는 2029년부터 가능할 전망 ▪ 2024년 테르가제® 국내 승인 예상, 2025년 상업화 ▪ 오크레부트 SC 제형, 옵디보 SC제형 개발 중, ADC 의약품에 대한 SC 제형 적용 연구 중
HK이노엔 KQ: 195940	36,500 50,000 / BUY	20.0 -7.6	-16.6 -21.1	▪ 케이캡 글로벌 임상 3상 2024년 상반기 종료 예정, 2024년 말~2025년 FDA 신약 신청 기대 ▪ 2025년 하반기 케이캡 미국 시장 출시 예상 ▪ 케이캡 중국 판매 증가, 국내 코마케팅 계약 조건 변경에 따른 수익성 상승 예상
한올바이오파마 KS: 009420	33,300 Not-Rated	148.9 121.3	-15.6 -19.0	▪ 바토클리맙(Anti-FcRn)의 한계(LDL 수치 상승)을 극복한 새로운 신약 후보물질인 IMVT-1402(Anti-FcRn)가 임상 1상 중간 결과에서 높은 유효성과 안전성 데이터 발표 ▪ 바토클리맙 그레이브스병 임상 2상 완료 ▪ 중증근무력증 임상 3상 결과 2024년 하반기 발표 예정, 2025년 하반기 FDA 신약 승인 기대 ▪ IMVT-1402는 2027년 FDA 신약 승인 기대 ▪ 2024년 하반기~2025년: 이뮤노반트가 바토클리맙, IMVT-1402의 판권을 빅파마에게 재매각 할 것 기대

자료: Quantiwise, 각 사, 유진투자증권
주: 현재 주가는 2024년 4월 18일 종가 기준

국내 바이오제약 기업들 투자 포인트 2

유진투자증권 바이오제약 업종 유망 종목 투자 포인트

종목	목표주가(원) 현재주가(원) / 투자의견	2023년 절대 수익률 상대 수익률	2024. 1Q 절대 수익률 상대 수익률	주요 이슈 및 투자포인트
대형주: 실적 성장하는 만큼 기업가치 상승				
삼성 바이오로직스 KS: 207940	790,000 1,100,000 / BUY	-7.4 -26.2	9.3 5.9	▪ 고환율 지속, 2024년 예상 매출액 및 영업이익 증가율 각각 36%, 32% ▪ 4공장 상업화 가동을 통한 생산 물량 증가가 2023년 하반기 실적부터 반영되고 있음 ▪ 실적으로 기업 가치가 성장하는 시기 진입 ▪ 2025년까지 실적 고성장 예상: 2022년부터 연평균 매출액 증가율 27%YoY, 영업이익 증가율 22%YoY
셀트리온 KS: 068270	177,100 250,000 / BUY	25.5 6.8	-5.1 -8.6	▪ 2024년 1월 12일 합병 법인 출범 ▪ 10 월 짐펜트라® FDA 승인, 유플라이마®의 미국 PBM 리스트에 지속적으로 등재 중 ▪ 바이오시밀러 산업이 2nd wave 성장 국면 진입, 미국 시장 진출 성공 시 글로벌 제약사로 레벨 업 가능할 것, 빠르면 2024년 2분기 실적에서 확인 가능할 것
한미약품 KS: 128940	316,000 440,000 / BUY	18.3 -0.4	-5.5 -9.0	▪ 고지혈증 유병률 상승으로 로수젯 매출 고성장 ➔ 내수부문 견조한 성장 지속 ▪ 국내 판매를 겨냥한 비만 치료제 국내 임상 시작, 2026년 출시 예정 ▪ 중국 사업에서 외형 및 이익 성장이 지속되고 있음. 1/ 4분기에 북경한미의 감기약 판매 증가로 실적 모멘텀 발생 ▪ MASH 치료제 신약 파이프라인 가치는 2025년 하반기부터 재평가 예상, R&D 성과는 2025년 하반기 이후 가시화
Global Emerging Biotech: 파이프라인 가치 상승 기대				
리가켐바이오 KQ: 141080	62,100 92,000 / BUY	51.7 24.1	15.1 10.6	▪ Merck가 다이이찌산쿄의 3개 ADC 파이프라인을 총 규모 30조원에 글로벌 판권 매입하며 ADC에 대한 관심 부각 ▪ 최근 LCB84 경쟁약 DATO-DXd(아스트라제네카/다이이찌산쿄)는 2023ESMO에서 기대를 하회하는 임상 결과 발표 ▪ LCB84 글로벌 임상 1상 진입하면서 파이프라인 가치 상승, J&J와 Trop-2 ADC LCB84 기술이전 계약 체결 ▪ 총 $1.7bn(약 2.2조원), 2025년 하반기 추가 마일스톤 2,608억원 기대
ABL바이오 KQ: 298380	22,700 37,000 / BUY	7.0 -21.0	10.2 5.7	▪ 10월 ESMO에서 ABL111 임상 1상 결과 발표 ▪ 2024년 하반기 다수의 파이프라인 가치 임상 진행 결과 확인 예정 ▪ 2024년 말~2025년 초 파킨슨 치료제 신약 후보물질 ABL301 임상 1상 결과 기대
에스티팜 KQ: 237690	83,300 100,000 / BUY	-22.6 -50.2	31.0 26.5	▪ 2023년 하반기 제 2올리고 동 착공, 2026년 하반기 생산능력 100% 확대 ▪ 제론의 이메텔스타트 2024년 하반기 상업화 기대, CMO인 에스티팜 수주 증가 예상 ▪ 아이오니스의 올레자르핀 임상 3상 결과 발표, 2024년 신약 출시 기대 ▪ 생산 시설 증설과 RNA 치료제 시장 확대로 2025년 큰 폭의 이익 성장 예상, 상저하고 실적 추이

자료: Quantiwise, 각 사, 유진투자증권
주: 현재 주가는 2024년 4월 18일 종가 기준

국내 바이오제약 기업들 투자 포인트 3

유진투자증권 바이오제약 업종 유망 종목 투자 포인트

종목	목표주가(원) 현재주가(원) / 투자의견	2023년 절대 수익률 상대 수익률	2024. 1Q 절대 수익률 상대 수익률	주요 이슈 및 투자포인트
기타				
대웅제약 KS: 069620	109,200 150,000 / BUY	-26.3 -45.0	3.9 0.4	▪ 보툴리눔 톡신 공장 해외(인도네시아)에 건설 시작 ▪ 비용 관리를 통한 영업이익 고성장으로 실적 성장에 따른 밸류에이션 매력 부각 ▪ 한올바이오파마(지분율 32%)의 자가면역질환 치료제 후보 파이프라인의 가치 상승 ▪ 메디톡스와 소송 장기화가 기업가치 할인 요인
종근당 KS: 185750	101,600 150,000 / BUY	59.4 40.7	-15.8 -19.3	▪ 노바티스와 NHA HDAC6 저해제 CKD-510 기술이전 계약 체결, 총 계약규모 $1.3Bn(약 1.7조원) ▪ 대웅제약과 펙수클루 코마케팅 ▪ 천연물신약 지텍 출시 예정 ▪ 2024년 ADC 파이프라인 임상 1상 진입으로 연구개발비 증가 예상
녹십자 KS: 006280	110,600 140,000 / BUY	-3.1 -21.8	-3.3 -6.8	▪ 2023년 부진한 실적 발표 ▪ 2024년 12월 15일 IVIG-SN 10% FDA 승인 ➔ 2025년 하반기부터 매출액 반영 기대 ▪ 제약상 중 투자매력 낮음, 2~3분기에 백신 또는 감염질환 관련 테마주로 부상
동아에스티 KS: 170900	68,800 80,000 / BUY	13.7 -5.1	7.2 3.8	▪ 성장호르몬 국내 판매 증가에 따른 이익 성장 ▪ 뉴로보(지분율 54%)를 통해 MASH(임상 2상 진입 예정), 비만 치료제(임상 1상 진입 예정) 개발 중 ▪ 공격적으로 오픈 이노베이션을 진행 중이나 성과가 가시화되는 것을 기대하기는 이른 단계

자료: Quantiwise, 각 사, 유진투자증권
주: 현재 주가는 2024년 4월 18일 종가 기준

06

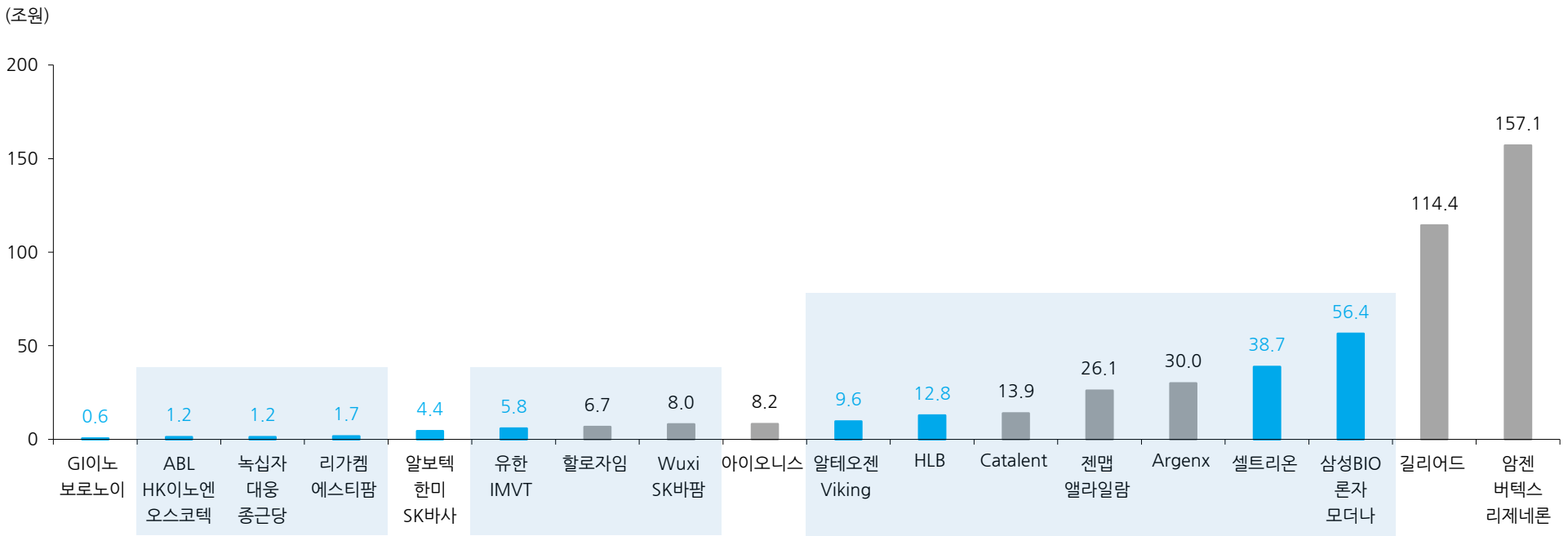
Global Biopharma Industry

- Neutral, but Dynamic

Market Cap 비교

- 국내 바이오제약 산업도 이제 글로벌 의약품 시장에서 비교 가능한 수준: 연구개발 기술력이 점차 높아지고 있음
- 글로벌 바이오제약기업들의 시장 가치와 비교해보는 것은 유효한 투자전략
- 글로벌 상업화에 성공한 신약 3-5개 + 다수의 임상 파이프라인 보유: 시가총액 30조원 내외
- 글로벌 상업화에 성공한 신약 1개 + 다수의 임상 파이프라인 보유: 시가총액 10조원 내외
- 글로벌 임상 1~2상 단계 파이프라인 보유: 시가총액 1~2조원

글로벌 Peer Group 들의 시장 가치와 비교하며 큰 그림을 그려보자



자료: Quantiwise, Bloomberg, 유진투자증권(2024년 4월 18일 기준)
주: 규모가 유사한 기업들의 시가총액을 평균한 값임

2024 Big Pharma Trends

- 2024년 1월 8~11일까지 진행된 42회 JP Morgan Healthcare Conference에 참가한 빅파마들의 중장기 전략 분석

  (1) 빅파마들이 느끼는 업황: 바이오시밀러 의약품들의 시장 진입과 IRA 약가 인하가 가져올 부정적 영향을 인식

  ➔ 2023~2024년을 2025년 이후 지속가능한 성장을 달성하기 위한 준비 기간으로 삼고 있음: Resetting

  (2) 빅파마들이 제시한 성장 전략 공통점

  ① 주력 품목들 중심으로 한 Franchise 구축

  ② 신성장 동력을 구축하기 위해 신규 모달리티 중심으로 파이프라인 확보

  (3) 공통적으로 대사질환 치료제 시장의 고성장 전망, 관련된 파이프라인 확장 중, 바이오텍들로부터 기술 도입 지속적으로 증가할 것으로 전망

  (4) 블록버스터 치료제로 예상되는 신규 파이프라인들은 후기 임상 진행 중, 2027년 전후 매출 성장 전망

- 2024년 1월초 기술 이전 / M&A 발표: J&J (ADC), Novartis (자가면역), AZ(폐암), 노보 노디스크(만성질환) 등 다수

2024 JP Morgan Healthcare Conference에서 언급된 빅파마들의 각 분야별 전망

2024년 전망	항암분야	면역질환분야	대사질환분야	CNS분야	신기전 치료제
▪ 특허만료와 IRA 약가인하가 산업 성장에 부정적, 불확실성요인 ▪ 2024년보다는 2025년 성장성 회복 전망 ▪ 성장동력을 중심으로 Franchise 구축 ▪ 신규 파이프라인 확보는 지속할 것 ▪ 대사질환 치료제 시장의 고성장 전망	▪ 면역항암제를 중심으로 병용요법 확장 ▪ 항암분야에서는 기존 제품의 1st Line 치료제로 진입하기 위한 임상 확장 진행 중 ▪ 면역항암제+ADC : 1st Line Therapy 구축	▪ 자가면역질환 치료제 시장은 아직 개척해야 할 부분이 많음 ▪ 경구용 제제들의 임상 활발	▪ 폭발적인 성장세 지속 ▪ 체중감량으로는 시장 확대가 어려움 ▪ 대사질환 치료제로서 적응증을 확대하는 것이 필요 ▪ GLP-1 RA 기전을 넘어서는 신기전 치료제들이 개발 중: 2025.2H ~2027년 출시 예정	▪ 각 기업별로 전략적으로 개발하는 파이프라인이 다름 ▪ 알츠하이머 치매, 파킨슨 치료제 파이프라인을 보유하고 있으나 2030년 전후 임상 결과 가시화 예상	▪ ADC는 기본적으로 보유하고 있으며, 중요하게 생각하는 항암제 모달리티, 새로운 형태의 ADC 개발 중 ▪ 면역항암제 시장에서 이중항체가 후기 임상 진행 중 ▪ Early stage 신기전 치료제들에 대한 관심과 투자는 지속될 것

자료: 2024 JP Morgan Healthcare Conference, 유진투자증권

2024 Big Pharma Trends

2024 JP Morgan Healthcare Conference에서 언급된 빅파마들의 각 분야별 전망

기업	성장전략	관련 국내 기업
J&J 1/8	▪ New Jonhnson & Johnson ▪ 다발성골수종 Franchise 구축: 다잘렉스(단일항체), 카빅티(세포치료제), 텍베일리(이중항체), Talvey(이중항체) 병용 ▪ 고형암(Lung Cancer, ADC, 전립선암), 신경질환(타우단백질 타겟 알츠하이머 치매 치료제 개발 중) 신규 진출 중 ▪ 스텔라라의 바이오시밀러 출시에도 불구하고 2030년까지 5~7% 성장 지속될 것으로 전망. 수익성 확대 기대	유한양행 리가켐바이오
Roche 1/9	▪ Entering the next growth cycle: continuously shifting the standard of care ▪ 혈액질환에서 헴리브라(혈우병치료제), 폴리비(ADC)의 고성장, 이중항체 바비스모(황반변성 치료제)의 매출 증가 ▪ 이중항체 룬수미오(혈액암) 및 콜룸비(DLBCL)는 3차에서 1차 치료제로 진입하면서 신규 성장 동력으로 작용할 것 ▪ 중장기로 앨라일람의 질레베시란(고혈압치료제), 텔라반트의 자가면역질환 치료제, 카모트의 대사질환 치료제 기대	에스티팜
Merck 1/8	▪ Remain confident in medium-term outlook for growth ▪ 키트루다 Franchise 구축: SC제형, ADC 병용요법, 복합제 3개 후기 임상 진행 중. 2030년에도 매출 성장 예상 ▪ 대사질환 파이프라인: 폐동맥 고혈압 치료제 소타터셉트 2024년 FDA 승인 기대 ▪ MASH 치료제 후기 임상 2상 중	알테오젠 한미약품
Pfizer 1/8	▪ 2024년: A year of Execution, 항암제 분야에서 Seagen과의 통합이 최우선 과제임. 향후 추가로 대규모 M&A는 없으나 기술 도입계약은 지속할 것임. ADC의 표준요법 등재, 1st Line therapy진입을 목표로 하고 있음 ▪ 비만 치료제 시장의 성장성은 매우 높으며 저분자 경구용분야에서 first-in class 개발 중	리가켐바이오
BMS 1/8	▪ 2024년: We are writing the next chapter in our history pf scientific achievement and delivering innovative medicines. ▪ 항암(옵디보SC)/혈액질환(레브로질)/심순환계(mavacamten, camzyos)에서 선두를 구축하고, 면역질환(소틱투)/신경과학분야에서 성장, 차별화된 파이프라인/플랫폼으로 가치 극대화 ▪ 2023년 TPD, ADC, 방사성의약품, 신경질환치료제 개발 기업들을 인수/기술 도입하여 파이프라인 공격적으로 확장	오름테라퓨틱스
AZ 1/9	▪ 2030년까지 5대 전략분야에서 글로벌 Top 3 목표 ▪ 전략적으로 5대 질환분야(항암, 심순환/신장/대사질환, 호흡/면역분야, 백신/면역치료, 희귀질환)에 집중 ▪ 2023년 7건의 기술도입을 동해 전략분야에서 신규파이프라인을 구축함 ▪ 2024년 신규 초기단계 파이프라인(이중항체, ADC, 대사질환, 올리고 뉴클레오타이드) 등 9개 임상 결과 발표 예정	유한양행 리가켐바이오 ABL바이오

자료: 각 사, 유진투자증권

2024 Big Pharma Trends

2024 JP Morgan Healthcare Conference에서 언급된 빅파마들의 각 분야별 전망

기업	성장전략	관련 국내 기업
Abbvie 1/10	▪ 2024년: on trying to return to growth in 2025 with the growth platform ▪ 5개 브랜드(자가면역질환 치료제 스카이리치/린버크, 편두통치료제ubrelvy/QULIPTA, 향정신성 브레일라)와 에스테틱 포트폴리오(보톡스 m/s 68%), 스카이리치/린버크 프랜차이즈 매출은 2033년까지 성장할 것, IBD시장 고성장 ▪ 2024~2029년은 외형은 높은 한자릿수 성장 예상. 수익성 확대로 이익 성장률은 더 높을 것 ▪ 고형암 분야 진출을 위해 이뮤노젠의 인수합병, 자체적으로 확보하고 있는 ADC 파이프라인들에 대한 언급	한올바이오
Sonofi 1/9	▪ One of the world's leading immunology companies ▪ 듀피젠트와 백신 분야에서 고성장을 지속 + 12개의 블록버스터 파이프라인들이 2년 이내 출시될 예정 ▪ 면역계와 관련된 질환 중심의 파이프라인 확장: 면역항암제, 자가면역질환, 신경염증반응관련 질환(다발성경화증, ALS, CIDP), 이식/제1당뇨 치료제 ▪ 2027년경 peak sales 50억 유로로 예상되는 신제품 3개 출시 + 예상 매출액 20~50억 유로로 예상되는 신제품 6개 이상 출시, 경구용 치료제들의 파이프라인 진행	ABL바이오
Novartis 1/8	▪ 2024년: Transformation into a pure-play innovative medicines company with a differentiated profile ▪ 2022~2027년까지 +5%CAGR, 2027년 이후 mid-single digit 유지 예상, core margin =40% ▪ 산도즈 분사 이후 혁신적인 치료제 연구개발에 집중: 4 core therapeutic areas(심순환, 신장/대사, 면역, 신경과학, 항암), 2+3 technology platforms(xRNA-신경과학/심순환, 방사성리간드-고형암, CGT-면역분야) ▪ 2024~2027년에 15개 신약 신청 예정, 2023년 15개, 60억 달러이상의 전략적 제휴 체결	종근당 유한양행 GI이노베이션
Gilead 1/8	▪ 2024년: A Year of Clinical Catalysts ▪ 항암분야에 성공적으로 매출 확대: 트로델비(ADC), 예스카타/테카터스(CAR-T), 2024년 CAR-T 생산성 확대로 미국내 생산 시 16일 이내 생산 타겟. 차세대 세포치료제 기술 연구개발 확대 ▪ HIV 분야에서 지속적인 성장이 가능하도록 하는 포트폴리오 구축	에스티팜 큐로셀 앱클론
Novo Nordisk 1/9	▪ 2024년: Comfortable position, 당뇨/비만 치료제들의 생산 부족 문제가 2024년부터 해결될 것 ▪ 체중 감량이 만성질환 치료에 미치는 전반적인 영향을 확인하는 것이 중요하며 이제 시작 ▪ SELECT study 결과에 따라 semaglutide 등 비만 치료제 시장이 판도를 바꿔 놓을 것(game changer)	한미약품
Eli Lilly 1/9	▪ M&A is only one approach to external innovation ▪ 파이프라인 확장을 위해 적극적으로 파트너십을 체결하고 M&A를 강화하며 하는 전략 언급 ▪ 비만치료제 중에서는 경구용의 잠재력이 가장 클 것으로 예상 (ex. 일라이 릴리는 경구용 저분자 화합물 오포클리프론 임상 2상 진행 중) ▪ 비만치료제 시장에서 새로운 진입자가 있을 것이나 first mover advantage가 있는 산업이라는 점에서 일라이 일리와 노보 노디스크가 지속적으로 선두를 점유할 것	한미약품

자료: 각 사, 유진투자증권

분야별 주요 이슈 전망

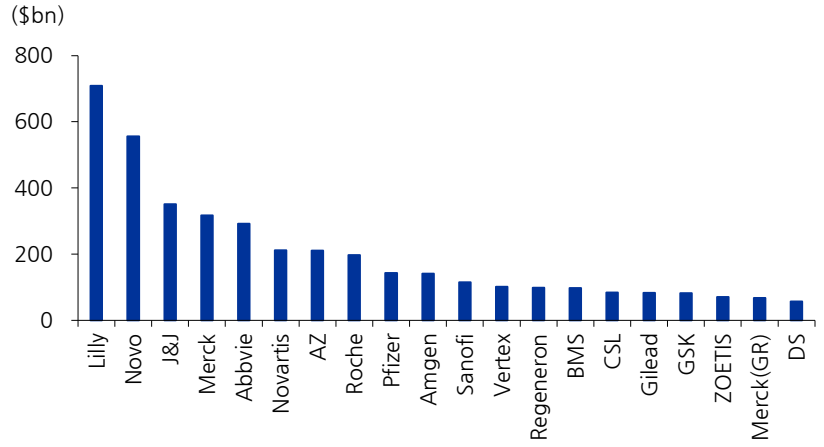
항암제	면역질환	대사질환	치매치료제	정책 등
▪ **NSCLC: 경쟁 심화** **- EGFRm+ 1L therapy** - 면역항암제 Adjuvant, Neoadjuvant **- 면역항암제 + ADC** - 면역항암제 + 이중항체 ▪ Breast Cancer: ▪ Ovarian Cancer: ADC 출시 ▪ Bladder Cancer: 키트루다+ADC	▪ 휴미라 뒤를 이어 **스카이리치**와 **린버크**의 블록버스터 의약품 등극 -염증성장질환 치료제 시장 고성장 ▪ **듀피젠트**의 매출 고성장 -졸레어 ▪ 경구용 의약품 개발 ▪ **스텔라라**의 바이오시밀러 출시	▪ **대사질환 치료제 시장이 다시 열린다** ▪ **MASH** - 2024.03 첫 치료제 FDA 승인 기대 - 마드리갈 파마슈티컬 - 2024.1H 터제파타이드 MASH임상 결과 발표 예정 ▪ **PCSK9** 경구용 임상 진행 중: Merck ▪ 당뇨 ▪ **비만 치료제** **- Obesity Pandemic** **- Obesity Battle**	▪ 레카네맙(에자이, 바이오젠) : SC 제형 임상 결과 발표 ▪ **도나네맙(일라이 릴리)** **: 2024년 1분기** FDA 승인 기대 ▪ Dementia Ecosystem - 치매치료제 시장 확대는 **2026년** 이후 - 전체 치매환자의 0.1% 정도만 대상 - 진단 시장 성장이 더 중요	▪ 2025년 특허만료 가속화 ▪ 'New Bold Goals' (2023.03.22) - 2022년 9월 12일 NBBI 실행을 위해 구체적인 정책 방향 제시 - NBBI: New Bold Goals For U.S. Biotechnology and Biomanufacturing Initiative (국가 바이오기술 및 바이오제조 이니셔티브) - 궁극적 목적: 일자리 창출, 공급사슬 강화, 약가부담 완화 - 목표: 미국 정부, 바이오경제 산업 혁신 ▪ IRA: 2026년부터 실행 예정

ADC	Bispecific Antibody	RNA therapy	CAR-T 세포 치료제	유전자 치료제
▪ 면역항암제(ex. 키트루다 등)+ ADC 병용요법 부상 ▪ Chemotherapy를 대체 ▪ 2024년 하반기 ADC 3개 FDA 신약 승인 신청 준비 중: AZ, Sanofi, Merck ▪ **Trop 2- ADC 경쟁** - 유방암, 폐암, 대장암 등 - 길리어드 사이언스 트로델비 - AZ/다이이찌산쿄 DATO-DXd - Merck의 SKB264 - 리가켐바이오 LCB 84	▪ 고형암 치료로 영역 확장 - 아미반타맵 ▪ **면역항암제로 부상** (1) T-Cell Engager: T-cell 과 암 항원에 선택적으로 작용하는 면역항암제 역할 (2) 면역관문억제기전 2개에 선택적으로 작용하는 면역항암제 역할: AstraZeneca 2.0	▪ RNA 치료제 **- 2025년 신제품 출시 예정** - 만성질환 치료제로 시장 확대 - 노바티스, 로슈, 일라이 릴리 등 진출 - 전달 기술 발달이 중요 - C16: CNS 전달 - CDMO들 증설 진행 ▪ 펠라카르센 ▪ 도나카르센 ▪ 질레베시란	▪ 세포치료제 - 글로벌 빅파마들은 지속적으로 투자 확대 - 생산 문제 해결을 위해 미국 바이든 대통령 행정명령으로 정책적 지원 중 **- 생산 공정 자동화, 표준화 추진** 중 - 고형암 치료제로 초기 임상 진행 중 - 동종 세포 이용한 대량 생산 시도 중	▪ 유전자치료제 - 희귀질환, 고가 의약품 - 접근성 확대가 필요 - 시장 성장 한계

자료: 각 사, 유진투자증권

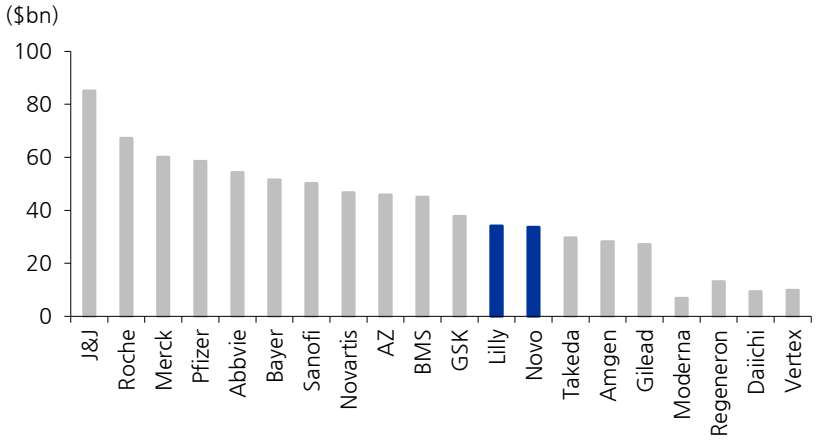
대사질환 치료제로 빅파마 서열 변화

시가총액



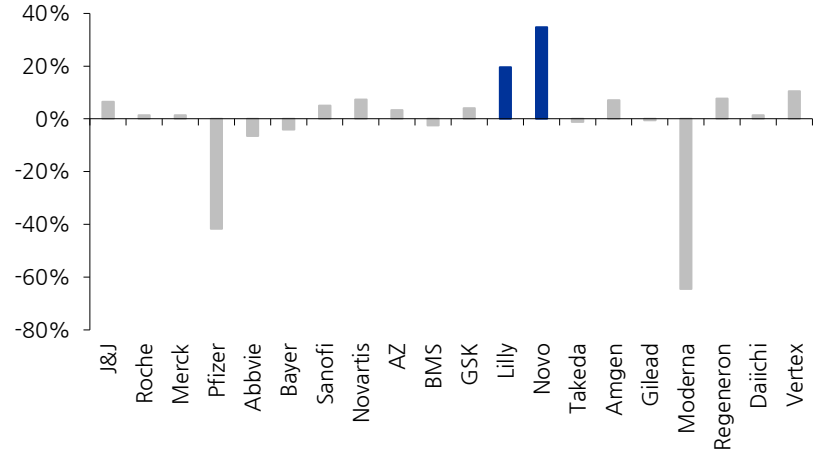
자료: Bloomberg, 유진투자증권
주: 2024년 4월 18일 종가 기준

2023년 매출액



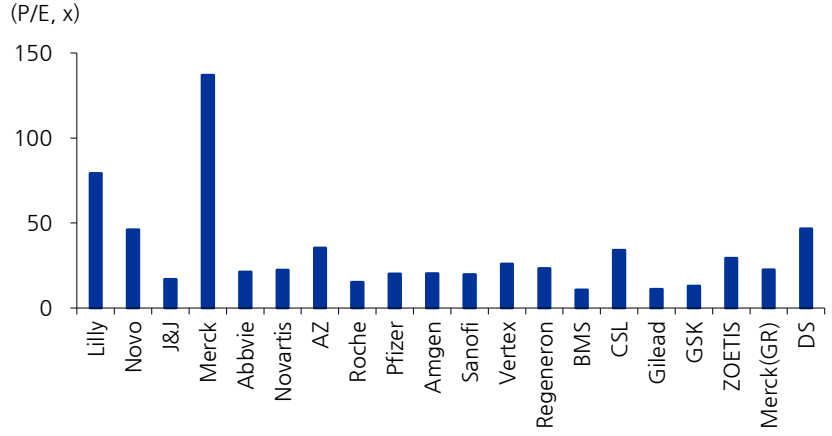
자료: Bloomberg, 유진투자증권

2023년 매출액 전년비 증가율



자료: Bloomberg, 유진투자증권

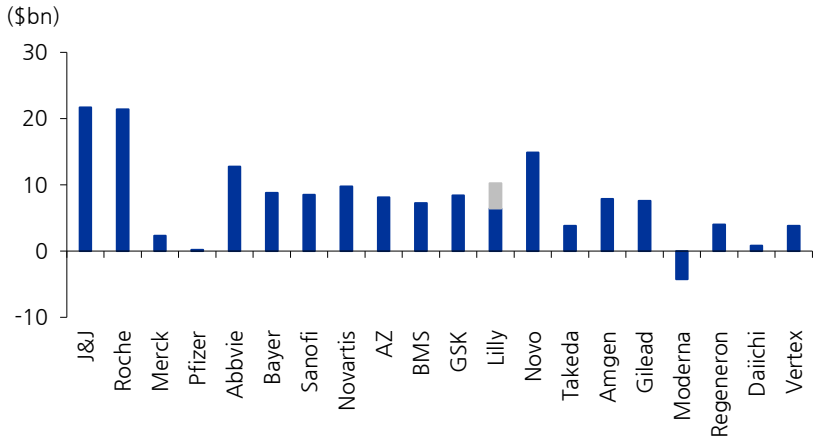
P/E valuation



자료: Bloomberg, 유진투자증권
주: 2024년 4월 18일 종가 기준

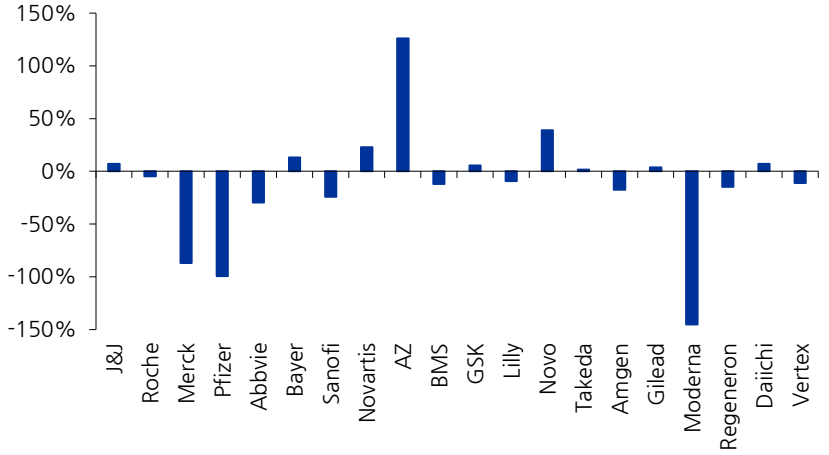
대사질환 치료제로 빅파마 서열 변화

2023 영업이익



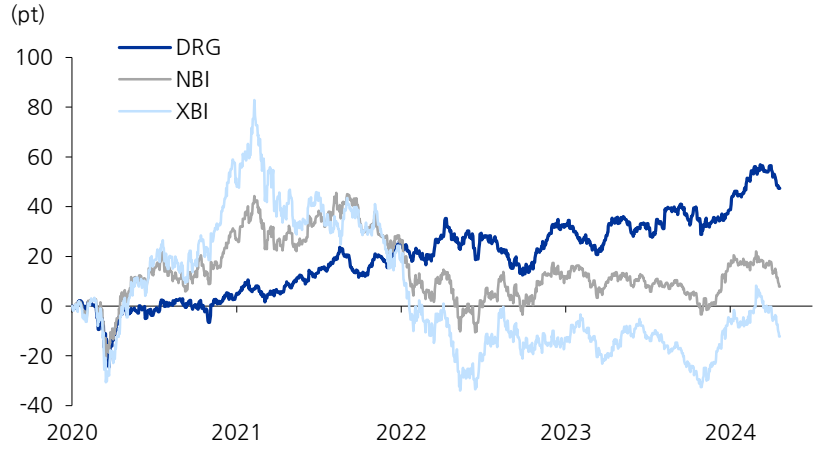
자료: Bloomberg, 유진투자증권
주: 2023년 일라이 릴리 일회성 비용 제거 시 영업이익

2023년 영업이익 전년비 증가율



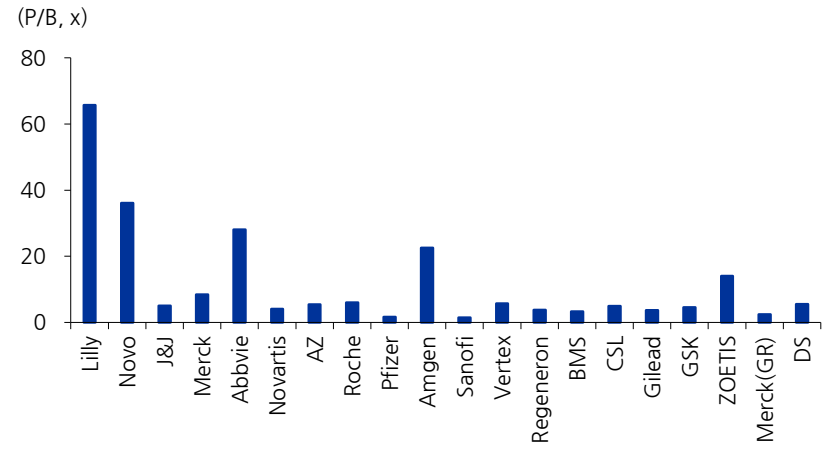
자료: Bloomberg, 유진투자증권

2020년 이후 주가 상승률



자료: Bloomberg, 유진투자증권

P/B valuation



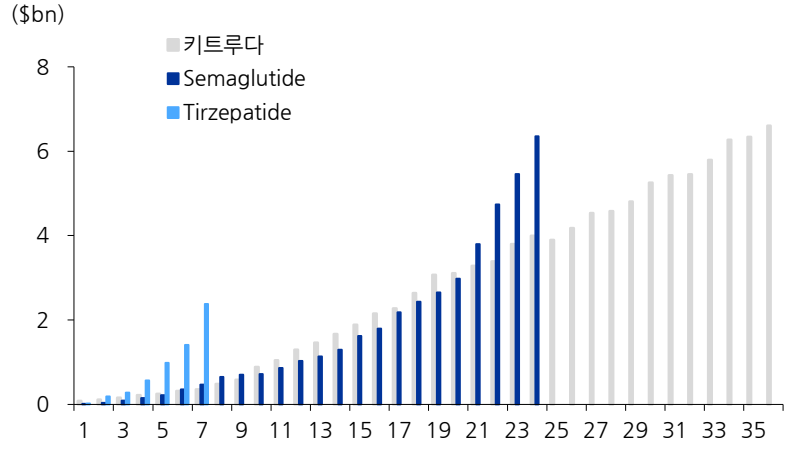
자료: Bloomberg, 유진투자증권
주: 2024년 4월 18일 종가 기준

키트루다 vs. 마운자로/젭바운드 vs. 오젬픽/위고비

마운자로/젭바운드의 매출 성장

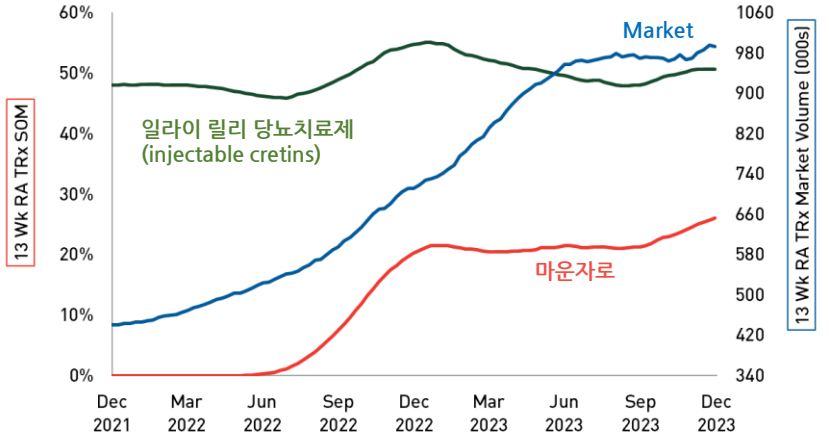
- 마운자로/젭바운드의 출시 이후 매출액 추이: 2023년 Top selling 제품인 키트루다, 경쟁 제품인 세마글루타이드 치료제들과 비교해도 매우 빠르게 시장에 침투하고 있음
- 키트루다는 출시 8년차 매출액이 250억 달러, 세마글루타이드 출시 6년차 매출액 250억 달러 달성 예상
- 마운자로/젭바운드 출시 4년차 매출액 250억 달러 달성 예상
- 2023년 터제파타이드와 세마글루타이드 시장 점유율은 각각 50% 수준으로 추정

키트루다 vs. 마운자로/젭바운드 vs. 오젬픽/위고비/리벨서스



자료: 각 사, 유진투자증권
주: 출시 첫분기부터의 분기별 매출액 추이 비교

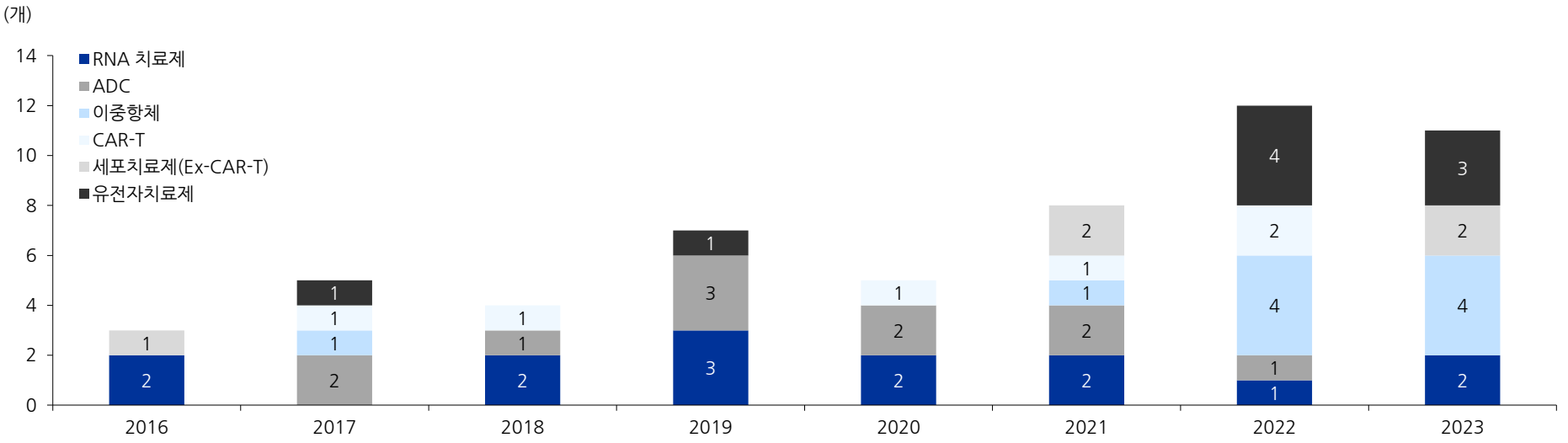
마운자로 vs. 오젬픽/리벨서스



자료: 일라이 릴리, 노보 노디스크, 유진투자증권

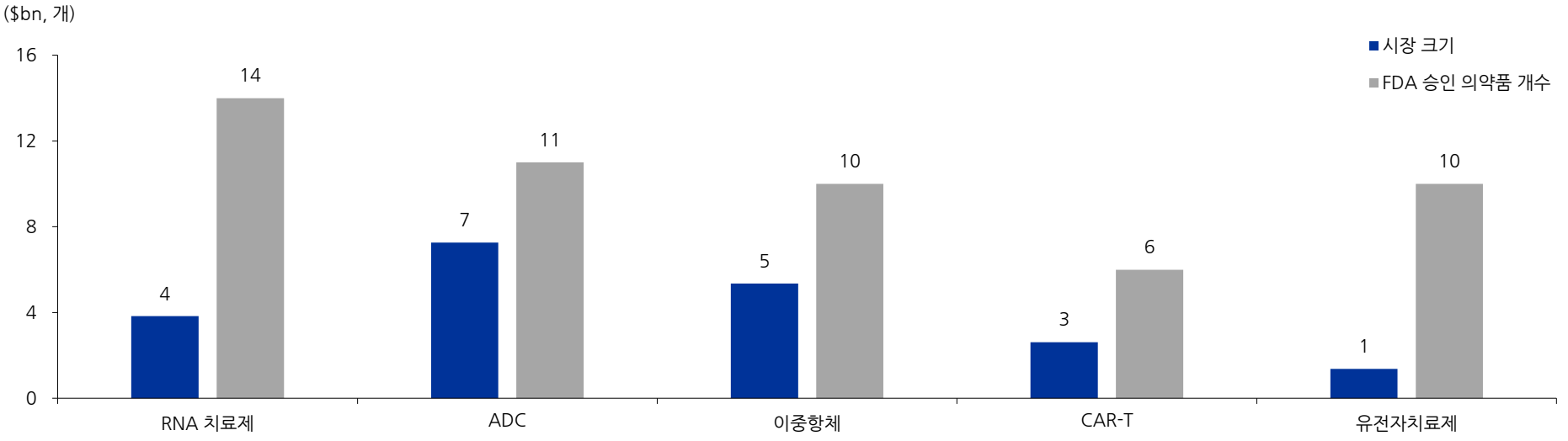
신기전 치료제 (New Modality Drug)

승인받은 신기전 치료제 개수 비교



자료: FDA, 유진투자증권

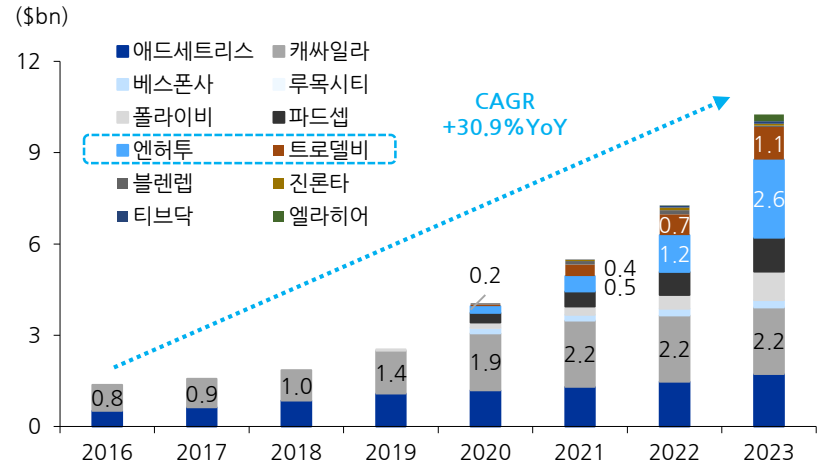
신기전 치료제 시장 크기 비교 (2022년 주요 제품 매출액 합산 기준)



 자료: 각 사, 유진투자증권

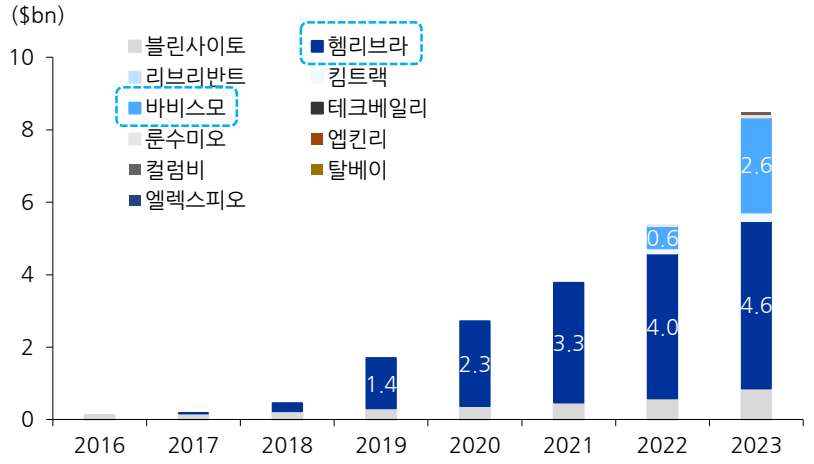
신기전 치료제 시장 크기 비교

ADC: FDA 승인 제품 12개



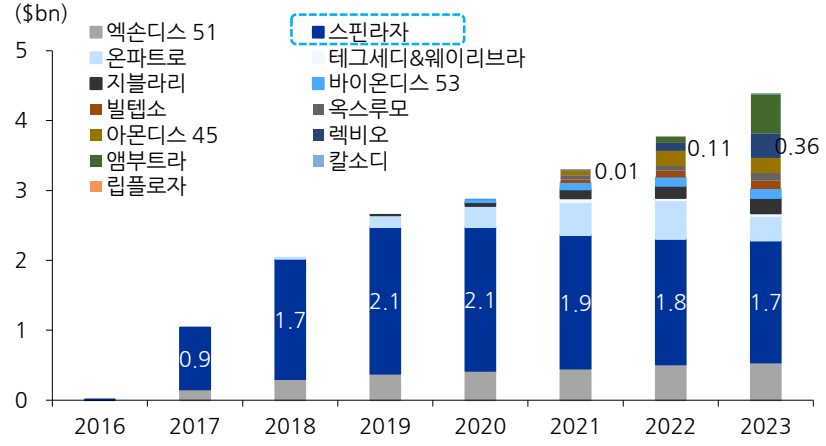
자료: 각 사, 유진투자증권
주: Blenrep 2022.11 판매 중단

Bispecific Antibody: FDA 승인 제품 11개



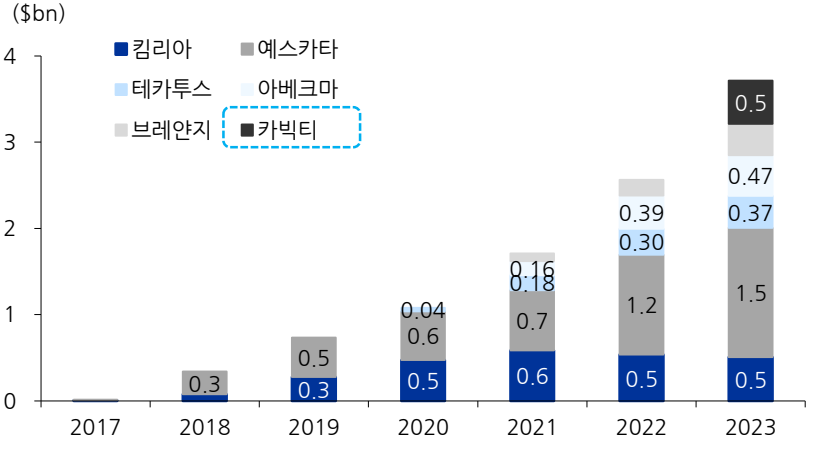
자료: 각 사, 유진투자증권

RNA: FDA 승인 제품 13개



자료: 각 사, 유진투자증권
주: 웨이리브라는 EMA 승인 제품임

CAR-T: FDA 승인 제품 6개



자료: 각 사, 유진투자증권

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 기관투자가 또는 제3자에게 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 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 동 자료는 당사의 동의없이 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

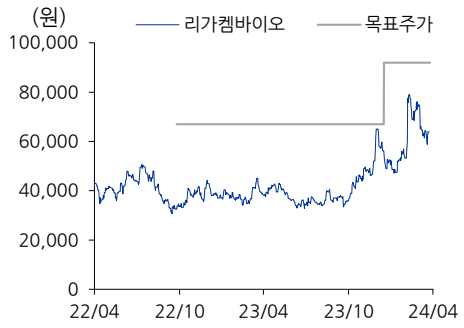
종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)		당사 투자의견 비율 (%)
· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	1%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	93%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	5%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2024.03.31 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균 주가대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가 대비
2022-10-24	Buy	67,000	1년	-40.8	-3.0
2022-12-23	Buy	67,000	1년	-40.2	-3.0
2023-02-07	Buy	67,000	1년	-40.0	-3.0
2023-04-05	Buy	67,000	1년	-39.1	-3.0
2023-08-07	Buy	67,000	1년	-36.3	-3.0
2023-09-06	Buy	67,000	1년	-33.7	-3.0
2023-10-10	Buy	67,000	1년	-31.0	-3.0
2023-10-23	Buy	67,000	1년	-28.7	-3.0
2023-11-15	Buy	67,000	1년	-24.0	-3.0
2023-12-04	Buy	67,000	1년	-20.7	-3.0
2023-12-15	Buy	67,000	1년	-17.6	-3.0
2024-01-02	Buy	67,000	1년	-16.7	-7.5
2024-01-22	Buy	92,000	1년	-33.1	-14.1
2024-04-02	Buy	92,000	1년	-31.5	-28.0
2024-04-23	Buy	92,000	1년		

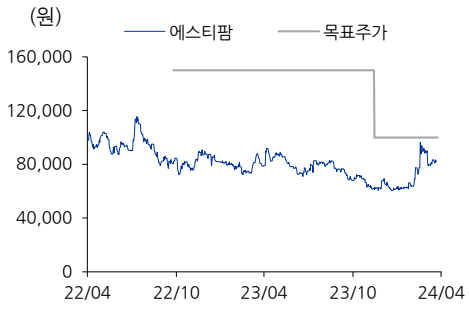
리가켐바이오(141080.KQ) 주가 및 목표주가 추이
담당 애널리스트: 권해순



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균 주가대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가 대비
2022-10-24	Buy	150,000	1년	-47.7	-38.8
2023-03-09	Buy	150,000	1년	-48.7	-38.8
2023-07-28	Buy	150,000	1년	-50.7	-44.9
2023-08-07	Buy	150,000	1년	-50.9	-44.9
2023-08-29	Buy	150,000	1년	-51.9	-44.9
2023-09-06	Buy	150,000	1년	-52.4	-44.9
2023-10-10	Buy	150,000	1년	-54.5	-49.3
2023-11-15	Buy	150,000	1년	-56.6	-52.3
2023-12-14	Buy	100,000	1년	-29.4	-3.7
2024-01-02	Buy	100,000	1년	-28.4	-3.7
2024-02-02	Buy	100,000	1년	-24.6	-3.7
2024-02-15	Buy	100,000	1년	-22.5	-3.7
2024-03-18	Buy	100,000	1년	-15	-6.1
2024-04-23	Buy	100,000	1년		

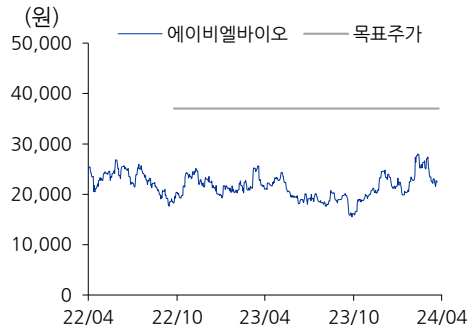
에스티팜(237690.KQ) 주가 및 목표주가 추이
담당 애널리스트: 권해순



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균 주가대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가 대비
2022-10-24	Buy	37,000	1년	-43.3	-30.8
2023-02-07	Buy	37,000	1년	-44.4	-30.8
2023-07-27	Buy	37,000	1년	-43.4	-24.3
2023-08-07	Buy	37,000	1년	-43.2	-24.3
2023-09-06	Buy	37,000	1년	-42.3	-24.3
2023-10-10	Buy	37,000	1년	-41.5	-24.3
2023-11-15	Buy	37,000	1년	-38.9	-24.3
2024-01-02	Buy	37,000	1년	-36.8	-24.3
2024-04-02	Buy	37,000	1년	-38.4	-32.8
2024-04-23	Buy	37,000	1년		

에이비엘바이오(298380.KQ) 주가 및 목표주가 추이
담당 애널리스트: 권해순



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균 주가대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가 대비
2022-10-24	Buy	70,000	1년	-23.0	38.7
2023-04-26	Buy	70,000	1년	-27.8	15.7
2023-07-10	Buy	70,000	1년	-22.9	15.7
2023-08-07	Buy	70,000	1년	-17.9	15.7
2023-09-06	Buy	70,000	1년	-9.6	15.7
2023-10-10	Buy	70,000	1년	-11.3	2.7
2023-11-15	Buy	90,000	1년	-10.1	16.7
2024-01-02	Buy	90,000	1년	-6.3	-20.7
2024-01-04	Buy	90,000	1년	-6.7	16.7
2024-02-23	Buy	140,000	1년	31.2	56.8
2024-04-23	Buy	210,000	1년		

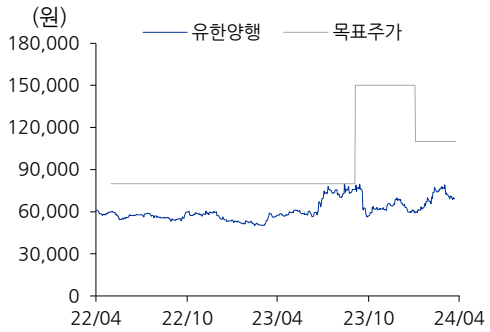
알테오젠(196170.KQ) 주가 및 목표주가 추이
담당 애널리스트: 권해순



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균 주가대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가 대비
2022-05-30	Buy	80,000	1년	-24.5	4.4
2022-07-18	Buy	80,000	1년	-24.0	4.4
2022-11-03	Buy	80,000	1년	-22.3	4.4
2022-12-01	Buy	80,000	1년	-21.8	4.4
2023-02-24	Buy	80,000	1년	-22.6	-0.1
2023-05-08	Buy	80,000	1년	-17.7	-0.1
2023-05-30	Buy	80,000	1년	-16.0	-0.1
2023-07-03	Buy	80,000	1년	-12.4	-0.1
2023-07-31	Buy	80,000	1년	-7.3	-0.1
2023-08-07	Buy	80,000	1년	-7.2	-0.1
2023-08-29	Buy	80,000	1년	-7.4	-0.1
2023-09-06	Buy	80,000	1년	-6.0	-0.1
2023-10-04	Buy	150,000	1년	-56.9	-47.0
2023-10-10	Buy	150,000	1년	-57.2	-47.0
2023-10-17	Buy	150,000	1년	-57.7	-52.1
2023-11-01	Buy	150,000	1년	-57.2	-52.1
2023-11-15	Buy	150,000	1년	-56.9	-52.1
2024-01-02	Buy	150,000	1년	-58.8	-54.1
2024-01-04	Buy	150,000	1년	-59.1	-56.1
2024-02-07	Buy	110,000	1년	-35.5	-28.0
2024-04-23	Buy	110,000	1년		

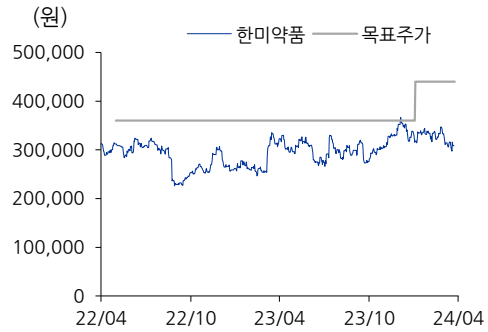
유한양행(000100.KS) 주가 및 목표주가 추이
담당 애널리스트: 권해순



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균 주가대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가 대비
2022-05-30	Buy	360,000	1년	-17.8	5.7
2022-07-06	Buy	360,000	1년	-17.9	5.7
2022-09-13	Buy	360,000	1년	-18.4	5.7
2022-09-22	Buy	360,000	1년	-18.3	5.7
2023-03-31	Buy	360,000	1년	-14.5	3.8
2023-07-31	Buy	360,000	1년	-13.6	3.8
2023-08-07	Buy	360,000	1년	-13.3	3.8
2023-09-06	Buy	360,000	1년	-12.7	3.8
2023-10-10	Buy	360,000	1년	-11.7	3.8
2023-11-02	Buy	360,000	1년	-9.5	3.8
2023-11-15	Buy	360,000	1년	-8.2	3.8
2023-12-07	Buy	360,000	1년	-5.4	3.8
2024-01-02	Buy	360,000	1년	-6.4	1.8
2024-02-05	Buy	440,000	1년	-25.6	-21.1
2024-02-15	Buy	440,000	1년	-25.7	-21.1
2024-04-23	Buy	440,000	1년		

한미약품(128940.KS) 주가 및 목표주가 추이
담당 애널리스트: 권해순



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균 주가대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가 대비
2023-11-15	Buy	50,000	1년	-20.0	-7.0
2024-01-02	Buy	50,000	1년	-20.9	-7.0
2024-04-23	Buy	50,000	1년		

HK이노엔(195940.KQ) 주가 및 목표주가 추이

담당 애널리스트: 권해순

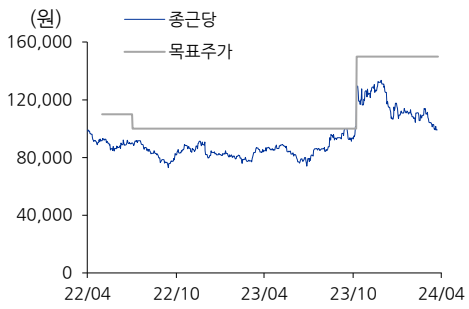


과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균 주가대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가 대비
2022-05-30	Buy	110,000	1년	-19.3	-15.6
2022-08-01	Buy	100,000	1년	-12.5	34.1
2023-01-26	Buy	100,000	1년	-14.8	28.0
2023-07-19	Buy	100,000	1년	-10.6	28.0
2023-08-07	Buy	100,000	1년	-8.2	28.0
2023-09-06	Buy	100,000	1년	-4.6	28.0
2023-10-10	Buy	100,000	1년	-2.5	28.0
2023-11-07	Buy	150,000	1년	-20.5	-7.1
2023-11-15	Buy	150,000	1년	-20.6	-7.1
2023-11-30	Buy	150,000	1년	-20.9	-7.1
2024-03-20	Buy	150,000	1년	-29.2	-24.0
2024-04-23	Buy	150,000	1년		

종근당(185750.KS) 주가 및 목표주가 추이

담당 애널리스트: 권해순



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균 주가대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가 대비
2022-05-30	Buy	230,000	1년	-29.5	-16.3
2022-06-27	Buy	230,000	1년	-29.5	-16.3
2022-07-20	Buy	230,000	1년	-30.3	-16.3
2022-12-09	Buy	230,000	1년	-34.0	-29.8
2023-02-13	Buy	170,000	1년	-36.8	-27.3
2023-07-31	Buy	170,000	1년	-37.2	-31.0
2023-08-07	Buy	170,000	1년	-37.2	-31.0
2023-09-06	Buy	170,000	1년	-36.8	-31.0
2023-10-10	Buy	170,000	1년	-37.2	-31.0
2023-10-30	Buy	150,000	1년	-24.8	-15.4
2023-11-15	Buy	150,000	1년	-24.2	-15.4
2024-01-02	Buy	150,000	1년	-23.1	-15.4
2024-03-13	Buy	150,000	1년	-22.0	-15.4
2024-04-23	Buy	150,000	1년		

대웅제약(069620.KS) 주가 및 목표주가 추이

담당 애널리스트: 권해순

