

글로벌 MASH 모두 제치고 릴리 계약

2025년 2월 10일

✓ 투자판단	Not Rated	✓ 목표주가	-
✓ 상승여력	-	✓ 현재주가 (2월 7일)	20,550 원

[계약/바이오]

엄민용 연구위원
✉ my.eom@shinhan.com

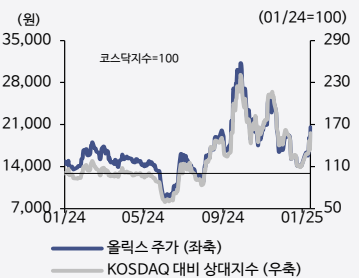
정희령 연구원
✉ hr.jung@shinhan.com

Revision	
실적추정치	Not Rated
Valuation	Not Rated

시가총액	379.3십억원
발행주식수(유동비율)	18.5백만주(80.5%)
52주 최고가/최저가	31,200원/8,750원
일평균 거래액 (60일)	9,672백만원
외국인 지분율	1.9%
주요주주 (%)	
이동기 외 10인	19.5

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	18.0	11.7	50.7	8.4
상대	14.1	10.3	64.7	0.2

주가



신한생각 노보 노디스크와 올릭스가 경쟁하는 구도라니

지난 7일 MASH 치료제로 호주 임상 1상 중인 OLX702A가 일라이 릴리와 9,116억원 규모 L/O 체결. 동일 기전의 경쟁약물 NN6581이 노보 노디스크로부터 임상 1상 진행 중이며 이를 넘어서는 물질이라는 판단이 있어야 계약 체결되었을 것으로 보아 높은 평가 필요

siRNA 플랫폼 검증 완료, 이제 시작

동사의 OLX702A는 mARC1기전의 약물로 노보 노디스크가 동일하게 1상 진입해 경쟁사로 있으며 MASH 치료제로만 개발 중, 동사는 호주 임상 1상을 진행 중이고 지난 11월 중간 데이터에서 일부 유효성 확인

OLX702A는 건강한 사람 대상에서 지방간(NAFLD) 환자를 중간에 추가 하도록 임상을 변경해 유효성을 확인. BMI -6.65%, 복부둘레 -15.3%, 간 수치 개선 등 2차 지표들을 중점적으로 릴리와 논의, 비만치료제 병용 용도 또한 가능한 계약 구조로 파악

계약 규모 9,116억원 외 비공개이나 계약금, 임상 단계 마일스톤, 판매 마일스톤만 포함, 로열티는 별도로 추정. 글로벌 기업과 곧 탈모 치료제 또는 화장품의 공동개발, 항반변성 OLX301A 3월말 또는 4월초 임상 1a/1b상 결과 발표 및 하반기 빅파마 L/O 성과도 기대

Valuation & Risk

릴리는 모든 MASH 후보군 검토 후 OLX702A 체결 가정. 글로벌 siRNA 또는 MASH 기업 앨나일람 50조원, 질랜드 10조원, 바이킹 5조원, 89BIO 2.3조원 수준, 노보노디스크는 다이서나를 4.3조원 인수해 OLX702A 경쟁약물 NN6581 획득했을 것. 경쟁사들 대비 저평가 판단

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2019	1.1	(15.1)	(14.4)	(19.3)	(34.3)	6.6	(16.8)	-
2020	2.5	(16.2)	(19.4)	(34.1)	(44.5)	15.0	(41.5)	-
2021	3.7	(24.2)	(29.7)	(18.9)	(93.1)	30.3	(24.8)	-
2022	9.3	(22.4)	(19.5)	(16.1)	(46.2)	5.2	(13.4)	-
2023	17.1	(18.2)	(19.1)	(12.8)	(33.0)	4.9	(16.2)	-

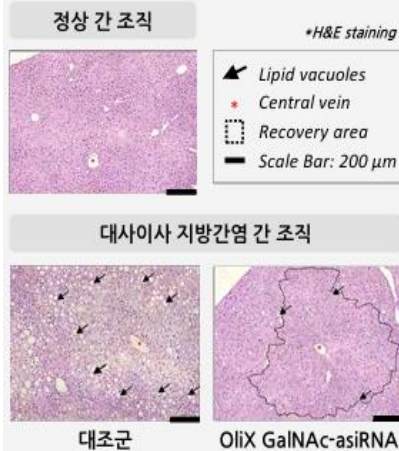
자료: 회사 자료, 신한투자증권

올릭스 OLX702A 어떤 결과가 계약을 이끌었을까?

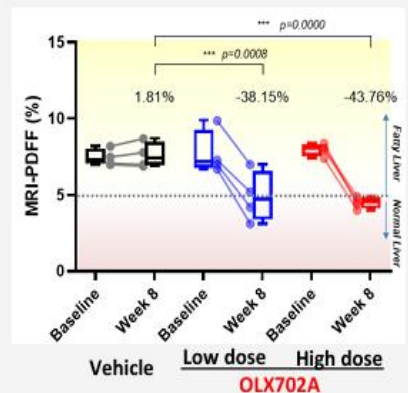
올릭스는 임상 데이터를 아직 공개하지 않아 설명의 제한이 있지만 호주에서 임상 1상을 진행 중이며 11월 4일 중간 데이터를 보도자료로 통해 발표한 바 있다. 최대 내약 용량을 확인하기 위해 건강한 지원자를 대상으로 안전성을 확인하였고 지난 5월 NAFLD(비알콜성 지방간) 환자들을 피험자에 추가하도록 임상을 변경해 안전성과 내약성에 더불어 예비효력도 확인이 가능해졌었다.

OLX702A 비임상 MASH 효력 시험 결과

마우스 MASH 모델 내 효력 확인



원숭이 MASH 모델 내 효력 확인



자료: 회사 자료, 신한투자증권

SAD(단회용량상승시험)과 MAD(다중용량상승시험) 코호트를 60명 투여해 84일의 추적관찰 후 중간데이터를 보았을 때 BMI 27 이상한 건강한 지원자들은 OLX702A의 복부둘레가 평균 약 1인치 감소했고 최대 감량치를 보인 환자는 투여 3개월 후 BMI -6.62%, 복부둘레 -15.3% 감소했다.

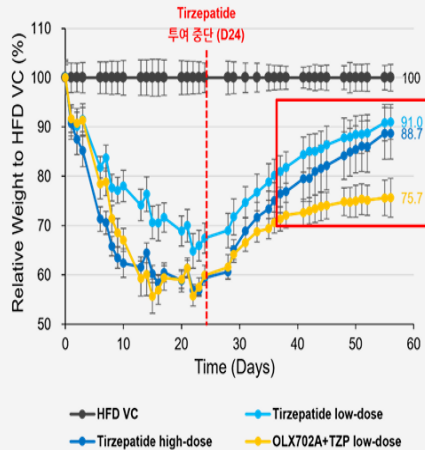
NAFLD 환자들을 대상으로 한 SAD 코호트에서는 간 지방 함량이 최대 약 70% 수준으로 감소한 것을 확인했다. 특히 1-2개월만에 간 지방 함량이 정상 수준인 5% 이하 (3.4%, 3.9%)로 감소해 단회 투여 시간에 따른 간 지방의 감소 패턴으로 볼 때 3개월 이상의 효력 유지 기간이 가능함을 확인했다고 발표했다.

안정성 또한 중대한 이상반응 등은 관찰되지 않아 안정성과 우수한 예비 효력 결과가 관찰된 것이 일라이 릴리와 계약을 한 주요 원인으로 보고 있다. 결론적으로는 NAFLD 환자의 지방간 감소, 간 지방 함량의 정상화, BMI 수치 및 복부둘레 감소 등으로 볼 수 있다.

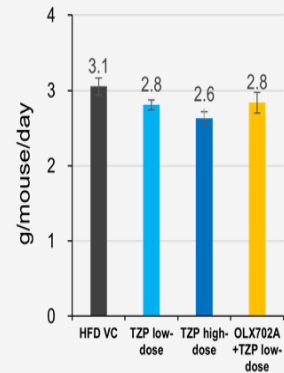
비만치료제와 병용요법에 대한 가능성도 확인은 하였으나 siRNA 약가의 부분은 검토가 필요하다. 비만 병용보다는 MASH 치료제 병용 요법을 추가할 수 있어 마운자로의 매출액 증가에 기여할 수 있을 것으로 기대된다.

OLX720A + 릴리 젠폰드 병용요법 시너지

체중 변화 비교 (Tirzepatide 단독 vs OLX720A+TZP)



투여군 별 식이량 (일별)

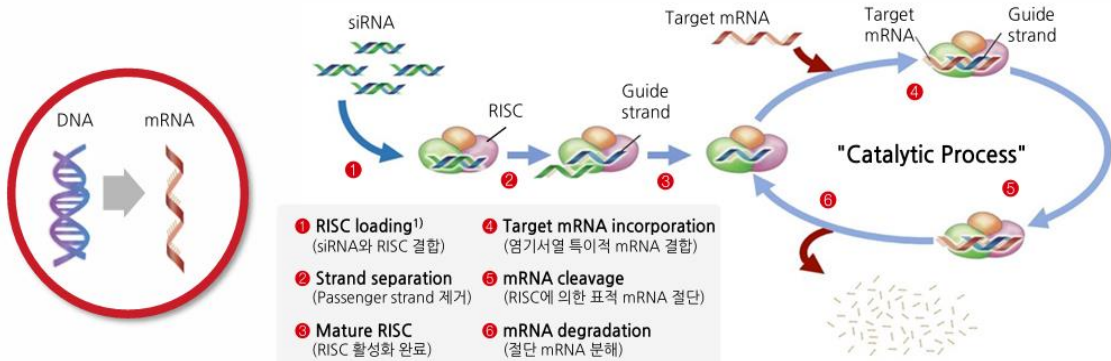


자료: 회사 자료, 신한투자증권

siRNA 유전자 치료제란? 동사의 플랫폼 경쟁력은?

올릭스를 이해하려면 우선 siRNA의 기술을 알아야 한다. 우리는 DNA가 책의 원본이고 이 정보를 읽고 mRNA가 원본을 훼손하지 않으면서 정보만 옮겨진 일종의 '복사본'이라고 본다면 개념은 쉽다. 질병을 일으키는 물질의 생성 명령이 적힌 이 복사본 mRNA에 siRNA가 결합하면 mRNA는 읽히지 못하고 삭제된다. 우리가 흔히 알고 있는 항체는 이미 체내에 생성된 질병물질을 억제한다면 siRNA는 물질이 만들어지는 그 원인을 차단시킨다는 점에서 큰 장점이 있다.

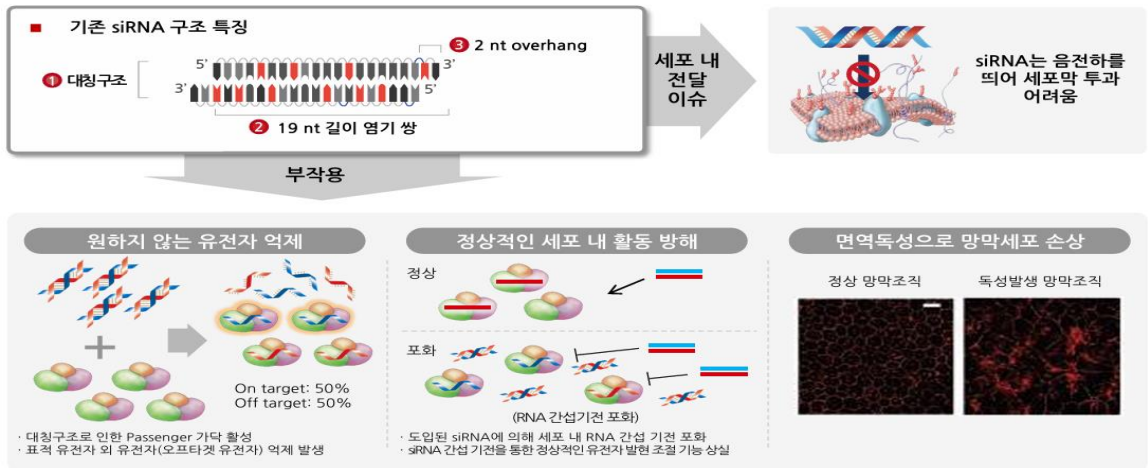
siRNA (RNA 간섭기술) 유전자 치료제 기전



자료: 회사 자료, 신한투자증권

그리고 siRNA는 정확하게 질병을 일으키는 유전정보의 상보된 염기서열을 가져 동물실험과 임상 재현성이 높다는 특징이 있어 비교적 초기 임상 단계에서 기술이전 되는 경우가 많다. 동사의 OLX702A가 임상 1상에서 기술이전이 된 이유도 임상 1상 중간결과에 대한 긍정적 해석도 있을 것이나 릴리가 생각하는 mARC1의 유전자 염기서열과 off-target 이슈, 영양류 실험에서의 데이터 등도 임상 1상에서 빠르게 기술이전된 큰 이유로 볼 수 있겠다.

비대칭 asi-siRNA 기전을 통한 부작용 최소화



자료: 회사 자료, 신한투자증권

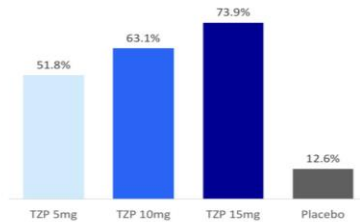
또한 동사의 기술의 차별점이 있다면 off-target을 줄일 수 있는 동사 특허 원천 기술 asi-siRNA라는 플랫폼을 뽑고자 한다. siRNA는 한 가닥만 투약하면 물질이 온도나 환경에 취약해 쉽게 망가져 이중가닥 형태로 제조한다. 그리고 그 이중 가닥 중 하나만 mRNA에 결합하므로 나머지 한 가닥의 siRNA는 정상 mRNA를 삭제시키는 off-target 부작용을 일으킬 수 있는데 이를 막는 기술이다. 비대칭 siRNA를 만들어 한 쪽은 결합되지 못하게 하는 것이다. 또한 GalNAc이라는 간세포 전달기술을 이용해 간에만 선택적으로 siRNA를 전달하는 기술도 보유 중이다.

릴리는 지난 2024년 4분기 실적발표에서 MASH 환자 대상의 터제파타이드(제품명: 켈바운드(비만), 마운자로(제2형 당뇨)) 임상 2상 SYNERGY-NASH (NCT04166773) 예비 결과가 긍정적이라고 발표한 바 있다. 과체중 또는 비만인 MASH 환자 196명을 대상으로 세 가지 용량 5, 10, 15mg을 투약 중이며 예비 결과에서 세 용량 모두 간섬유화 악화 없이 MASH가 발생하지 않는 결과를 보이며 1차 평가 지표 달성에 성공했다.

릴리 터제파타이드 MASH 임상 2상 발표

Tirzepatide SYNERGY-NASH Phase 2 Study

Proportion of participants with absence of MASH and no worsening of fibrosis on liver histology at 52 weeks



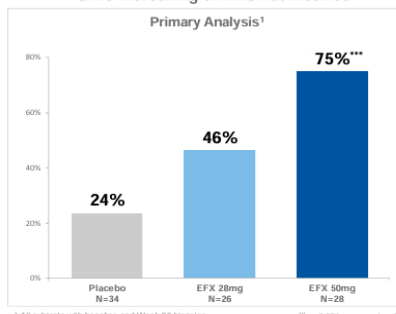
- Phase 2 study in adults with biopsy-proven MASH with stage 2 or 3 fibrosis
- All doses met primary endpoint of absence of MASH with no worsening of liver histology
- Secondary endpoint of decrease in fibrosis by at least one stage with no worsening of MASH on liver histology was clinically meaningful across doses
- Adverse events were consistent with other tirzepatide studies in people living with obesity or type 2 diabetes

자료: 회사 자료, 신한투자증권

릴리의 터제파타이드 고용량 15mg 주 1회 피하주사로 투약했을 때 1차 지표 달성율은 73.9%, 10mg이 63.1%, 5mg이 51.8%로 모두 위약군 12.6%를 크게 넘어섰다. 2차 평가변수는 MASH 악화 없이 섬유화가 최소 1 단계 이상 감소하는 것인데 세 가지 용량 모두 임상적 유효성을 확인했고 부작용 또한 다른 임상과 일치했다고 발표했다.

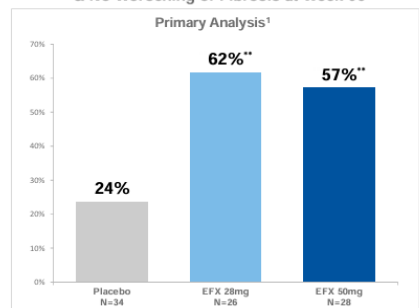
아케로 테라퓨틱스(Akero therapeutics)는 에프루시페르민(efruxifermin) 임상 2b상 HARMONY에서 섬유화 악화 없이 MASH 해소한 환자는 50mg에서 57%, 28mg에서 62%, 위약 24%로 터제파타이드 대비 고용량에서 저용량보다 낮은 MASH 해소를 보였다.

아케로 에프루시페르민 임상 2b상 96주차 임상 주요 결과

Fibrosis Improvement ≥ 1 Stage & No Worsening of MASH at Week 96

¹ All subjects with baseline and Week 96 biopsies
*** p<0.001, versus placebo (Cochran-Mantel-Haenszel Test [CMH])

MASH Resolution & No Worsening of Fibrosis at Week 96

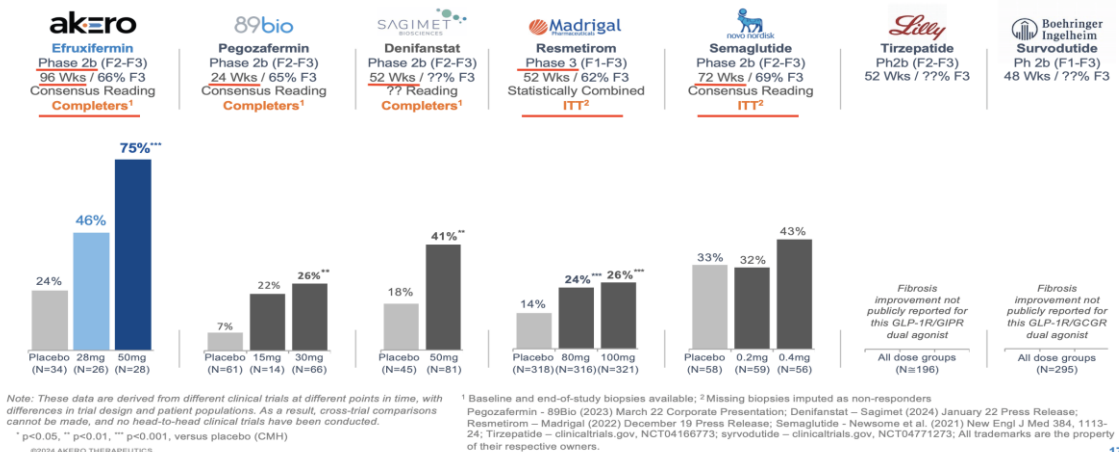


¹ All subjects with baseline and Week 96 biopsies
** p<0.01, versus placebo (CMH test)

자료: 회사 자료, 신한투자증권

그에 반하여 MASH 악화없이 섬유화 개선을 1단계 이상 보인 비율이 50mg 75%, 28mg 48%, 위약군 24%로 릴리의 터제파타이드와 유사한 임상 결과를 보였다. 그리고 마드리갈의 1일 1회 경구용 MASH 치료제 레스메티롬은 임상 3상 MAESTRO-NASH에서 평가 변수를 충족 발표했었다. 그리고 2023년 9월 FDA 허가 신청되어 2024년 3월 전세계 최초 MASH 치료제가 됐다.

아케로 에프루시페르민 MASH 악화없이 섬유화 개선을 비교



자료: 회사 자료, 신한투자증권

그러나 마드리갈은 52주 뒤 100mg 투여군의 30%에서 섬유증 악화없이 MASH 해소, 위약군은 10%였으며 26%가 NAS 악화 없이 섬유증이 한 단계 이상 개선되었다. 그러나 최근 발표되고 있는 임상 결과와 비교했을 때 70%를 넘어서고 있어 아쉬운 상황이다. 릴리의 SYNERGY-NASH에서는 2기 또는 3기 MASH 환자들을 등록한 반면 마드리갈의 MAESTRO-NASH는 초기 환자 단계도 포함, BMI 27 이상의 환자들만 포함된 릴리에 비해 마드리갈은 과체중이 아니어도 참여했다는 부분에서 릴리의 우위가 예측된다.

여기서 릴리의 섬유화 3단계에서 개선을 비교가 어려운 상황이다. 릴리가 터제파타이드의 MASH임상에서 아케로 결과 대비 우위성을 확보하고자 올릭스의 OLX702A의 병용요법을 검토하고 있을 가능성 또한 배제할 수 없다고 판단된다. 아직 노보노디스크는 동일 기전의 NN6581을 1상 중이기 때문에 병용의 여부는 확인된 바는 없으나 가능성이 있다.

MASH란? 그리고 mARC1 기전은 무엇인가?

MASH는 NAFLD(Non-Alcoholic Fatty Liver Disease, 비알콜성 지방간질환)의 발전된 질환이다. 단순 지방간(MAFLD)과 달리 MASH는 간 염증과 섬유화, 지방간이 동반된다. MASH는 또한 간경화에서 간경변, 간암으로 발전된다. 여기서 NAS 점수가 MASH의 진단 점수를 뜻하며 비알콜성 지방간 활성도 점수 (NAFLD Activity Score)를 뜻한다. 크게 3가지를 평가한다. 1) 지방증(stearosis)가 간세포 내 지방 축적 정도를 0~3점, 2) 풍선변형(Ballooning degeneration) 간세포 손상 정도를 0~2점, 3) 염증(inflammation) 간 내 염증 반응 정도 0~3점을 매긴다. 점수는 0~2점의 경우 NAFLD 가능성 낮음, 3~4점은 MASH 진행의 경계선이며 여기서 5점 이상은 MASH로 진단한다.

MASH (대사이상 지방간염)의 진행

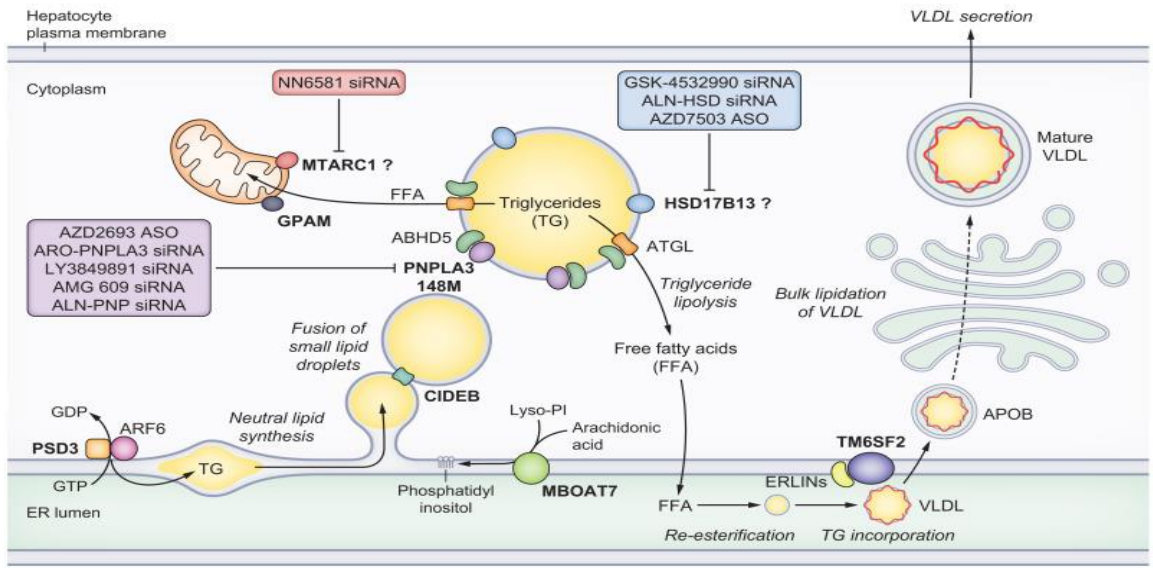


자료: 회사 자료, 신한투자증권

대사이상 지방간염 (MASH, Metabolic dysfunction-Associated Steatohepatitis) 치료제는 NAS 점수가 2점 이상 감소하는 것을 치료 효과의 주요 지표로 사용한다. 그리고 MASH를 치료하기 위한 다양한 기전이 시도되고 있으며 올릭스가 릴리랑 계약한 OLX702A는 mARC1이라는 기전을 사용한다. mARC1은 우선 트리글리세라이드(Triglycerides, 중성지방)을 이해해야 한다. 체내에서 에너지원으로 사용되는 주요 지방 성분이며 간에서 합성된다. 그리고 트리글리세라이드의 높은 수치는 NAFLD/MASH의 주요 위험 인자다.

혈중 트리글리세라이드가 높으면 간 내 지방 축적이 증가하여 NAFLD에서 MASH로 진행될 위험이 커진다. 그래서 간 세포 내 트리글리세라이드의 항상성이 유지되는 것을 방지하기 위한 유전적 치료가 바로 mARC1 기전이다. mARC1(Mitochondrial Amidoxime Reducing Component 1)은 미토콘드리아 외막에 위치한 몰리브데넘을 포함한 효소다. 다양한 N-하이드록실화 화합물의 환원에 관여하는 이 효소는 간에서의 지방 축적과 밀접한 연관이 있는 것으로 알려져 있다. 그리고 특정 유전 변이가 mARC1 단백질의 안정성을 감소시켜 간 내 지방 축적을 줄이게 된다. mARC1을 감소시키면 지방간을 감소시킬 수 있을 것으로 추정하고 있다.

MTARC1 유전적으로 검증된 잠재적 표적이 있는 간세포의 지질 대사



자료: 회사 자료, 신한투자증권

MASH 발병에 영향을 미치는 유전적 변이는 7개 기전이다. 1) PNPLA3로 이 변이는 지방증에서 염증, 섬유증 및 간세포암에 이르기까지 간 질환의 전체 스펙트럼에서 더 높은 위험을 일으키는 인자로 보고 있다. 이 위험 유전자를 보유하고 있는 환자는 간 손상에 더욱 취약하다는 것들이 연구결과로 나오고 있다. 심혈관 질환 특히 관상동맥질환(CAD) 환자들을 대상으로 위험이 증가될 수 있다고 보여 4개 회사가 가장 많은 임상으로 개발 중이다.

2) MTARC1 (mARC1)은 미토콘드리아 바깥쪽 막에 존재하며 mARC1 보호 변이체는 혈장 트리글리세리드 수치 증가와 관련이 있지만 LDL-콜레스테롤 및 apoB 수치 감소와 관련이 있습니다. 간에서 트리글리세라이드가 많은 경우 LDL 분기가 증가했음을 뜻하고 이는 지방간과 연관성이 있다고 보고 있다. apoB 수치 감소는 NAFLD 발병률 감소와 직접적 연관이 있을 수 있다. 결론적으로 mARC1을 감소시킬 경우 세포 내 지질을 감소시키고 트리글리세라이드의 수치를 조절하며 MASH를 해소할 것으로 내다보고 있다. 그리고 이 기전에서 노보 노디스크가 NN6581을 임상 1상을 진행 중인데, 그 경쟁약물을 무려 국내 바이오텍 올릭스가 릴리와 개발하는 것이다.

3) HSD17B13, 4) MBOAT7, 5) GPAM, 6) PSD3, 7)CIDEA 등이 있으나 여기서는 논외로 하겠다. 아래 각 유전자 타겟별로 주요 글로벌 제약사들의 개발 현황을 정리했다.

특정 유전자 타겟 MASH 치료제 개발 현황					
타겟 유전자	개발사	파이프라인	치료 modal리티	임상 현황	임상 번호
MTARC1	노보 노디스크/다이서나	NN6581	GalNAc-siRNA	임상 1상	NCT05599945
	일라이 릴리/올릭스	OLX702A	GalNAc-siRNA	임상 1상	
HSD17B13	GSK/애로우헤드	GSK-4253990 (ARO-HSD)	GalNAc-siRNA	임상 2상	NCT04202354 NCT05583344
	리제네론/엘나일람	ALN-HSD	GalNAc-siRNA	임상 2상	NCT04565717 NCT05519475
	아스트라제네카/아이오니스	AZD7503	GalNAc-ASO	임상 1상	NCT05143905 NCT05560607 NCT05864391
	아스트라제네카/아이오니스	AZD2693	GalNAc-ASO	임상 2상	NCT05107336 NCT04142424 NCT04483947 NCT05809934 NCT05919069
PNPLA3	일라이 릴리/다이서나	LY3849891	GalNAc-siRNA	임상 1상	NCT04844450 NCT05039710
	암젠	AMG 609	GalNAc-siRNA	임상 1상	NCT05395481
	리제네론/엘나일람	ALN-PNP	GalNAc-siRNA	임상 1상	NCT05107336 NCT04142424 NCT04483947 NCT05809934 NCT05919069
	GSK/애로우헤드	GSK-4532990 (ARO-HSD)	GalNAc-siRNA	임상 1상	NCT04844450 NCT05039710

자료: 회사 자료, 신한투자증권 정리

글로벌 경쟁사들의 가치는 수조원에서 수십조원

현재 MASH 치료제를 개발하거나 또는 siRNA, ASO와 같은 유전자 치료제를 통한 MASH 치료제 개발사들은 글로벌 빅파마와 계약 또는 인수합병, 또는 그 가능성을 두고 수조원에서 수십조원의 시가총액을 가지고 있다.

대표적인 siRNA, ASO 개발 기업들 앨나일람 50조원, 아이오니스 7조원, 에로우헤드 3.5조원의 시가총액을 가지며 MASH 치료제 개발사 베링거 인겔하임과 개발 중인 질랜드 파마 10조원, 아케로 테라퓨틱스 5.7조원, 바이킹 테라퓨틱스 5조원, 89바이오 2.3조원 등 그 시장 규모와 MASH 치료제에 대한 전망도 그 기대치가 높다는 것을 보여준다.

특히 노보 노디스크는 33억 달러 규모로 다이서나(Dicerna)를 인수했고 그 과정에서 NN6581을 취득했다. 2022년 11월부터 임상 1상을 진행하고 단회상승용량 시험(SAD)은 올 8월 종료 예정이다. 올릭스는 2024년 2월 호주에서 임상 1상을 개시했으며 연말까지 MAD(다중용량상승시험)를 완료하고 내년 3분기 임 2상을 신청할 것으로 예상하고 있어 유사한 속도인 것 또한 놀랍다.






동사가 만약 MASH 치료제 중 mARC1 관련 경쟁사 노보 노디스크의 NN6581 보다 뛰어난 임상 결과를 예상하며 릴리와 계약되었다면 동사의 asi-siRNA 플랫폼의 가치 또한 재평가되어야 한다. 앞서 설명한 수조원에서 수십조원에 달하는 기업들이 개발하고 있는 MASH치료제도 릴리가 충분히 검토했을 것으로 판단했을 때 가장 우위성을 가질 것으로 기대할 수도 있다.

노보노디스크는 NN6581이 52주간 투여군에서 81%가 지방간염을 해소하고 간 섬유화 효과를 확인했다고 밝혔기 때문에 릴리와 계약한 동사의 OLX702A가 이에 준하거나 또는 그 이상의 임상 결과가 나올 수 있다는 기대감이 충분하다.

국내 기업의 사례로는 올릭스가 드디어 플랫폼 기업 이자 빅파마 기술이전 성공 기업 반열에 들어선다. 알테오젠 머크, 사노피(추정), 노바티스/산도즈, 다이이찌 산쿄 등의 플랫폼 계약으로 시가총액 20조원, 리가켄바이오 J&J, 다케다, 오노제약 등 빅파마 포함 누적 기술이전 계약규모 10조원 이상으로 시가총액 5조원, 에이비엘바이오는 사노피에 뇌투과 플랫폼 1.3조원 기술이전 1건 외 다수 계약 및 추가 계약 기대감으로 시가총액이 2조원, 펩트론 또한 릴리와 지속형 비만치료제 개발에 대한 본계약 체결 기대감으로 2조원 규모 시가총액을 유지 중이다.

MASH 치료제 경쟁사, 또는 siRNA 경쟁사, 국내 빅파마 기술이전 계약을 체결한 기업들의 시가총액 규모로 보았을 때 플랫폼의 추가 기술이전의 가능성, 항반변성 치료제, 탈모 치료제 등의 글로벌 기업들과 협업, 릴리와 향후 추가 확대 계약에 대한 기대감 충분하기 때문에 극심한 저평가 상태로 판단한다.

올릭스 파이프라인 개발 현황

분야	프로그램	적응증	Platform Development	Discovery	Animal POC	Preclinical	Clinical	비고
 SKIN	OLX101A	비대흉터						
	OLX104C	탈모					(미국) Phase 2 (호주) Phase 1	
 EYE	OLX301A	건성 황반변성 및 습성 황반변성						
	OLX301D	망막하 섬유화증 및 습성 황반변성					(미국) Phase 1	
	OLX304C	망막색소변성증						
 Liver	OLX702A	대사이상 지방간염(MASH)/비만						
	OLX703A	B형 간염(HBV)					(호주) Phase 1	
	OLX706A	심혈관 질환						합소계약 (Greater China)
	OLX706B	대사성 질환						합소계약 (Greater China)
	OLX706C	심혈관 질환						합소계약 (Greater China)
	OLX702N/P	비만						
	OLX702R	고혈압						
 LUNG	OLX201A	특발성 폐섬유화						
 CNS & Oncology	OLX801A	면역항암제						
	OLX401A/B	신경병성통증						
	OLX402	뇌 질환						

자료: 회사 자료, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2019	2020	2021	2022	2023
자산총계	45.2	78.6	86.7	132.7	102.8
유동자산	37.4	69.0	52.2	65.0	32.1
현금및현금성자산	5.0	11.3	34.3	4.9	12.0
매출채권	0.0	0.0	0.0	0.1	3.6
재고자산	0.4	0.3	0.4	0.7	0.5
비유동자산	7.8	9.5	34.4	67.6	70.7
유형자산	5.9	6.2	31.5	37.2	43.9
무형자산	1.4	2.5	2.1	2.1	2.0
투자자산	0.2	0.6	0.7	27.7	24.3
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	3.4	33.2	67.3	66.4	52.5
유동부채	2.8	4.5	40.4	39.5	6.6
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	16.4	19.2	0.0
비유동부채	0.6	28.7	26.9	26.9	45.9
사채	0.0	14.0	0.0	0.0	15.4
장기차입금(경기금융부채 포함)	0.2	0.3	20.4	23.8	27.3
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	41.8	45.4	19.4	66.2	50.3
자본금	3.3	6.8	6.9	8.4	8.4
자본잉여금	71.5	91.1	92.9	151.9	157.2
기타자본	1.7	1.8	2.9	4.3	5.3
기타포괄이익누계액	0.1	(0.0)	0.1	4.5	1.8
이익잉여금	(34.8)	(54.4)	(84.3)	(103.2)	(122.9)
지배주주지분	41.8	45.3	18.5	65.9	49.8
비지배주주지분	0.0	0.1	0.9	0.3	0.5
*총차입금	0.2	14.5	48.6	55.8	43.7
*순차입금(순현금)	(35.5)	(53.9)	(1.4)	(6.1)	17.8

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2019	2020	2021	2022	2023
영업활동으로인한현금흐름	(10.7)	(3.8)	(19.1)	(30.7)	(21.2)
당기순이익	(14.4)	(19.4)	(30.3)	(21.9)	(19.1)
유형자산상각비	0.6	0.9	1.4	1.8	2.3
무형자산상각비	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
외화환산손실(이익)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	0.0	0.1
자산처분손실(이익)	(0.0)	0.0	0.0	(0.0)	0.1
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	(10.5)	0.9
운전자본변동	1.6	10.0	2.4	(8.5)	(7.2)
(법인세납부)	(0.1)	0.0	(0.8)	(0.3)	(1.5)
기타	1.4	4.5	8.0	8.4	2.9
투자활동으로인한현금흐름	12.6	(31.4)	15.5	(54.8)	34.4
유형자산의증가(CAPEX)	(1.0)	(0.7)	(26.0)	(2.2)	(8.8)
유형자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
무형자산의감소(증가)	(0.1)	(0.4)	0.2	(0.3)	(0.2)
투자자산의감소(증가)	2.9	10.3	1.4	(13.1)	0.2
기타	10.8	(40.6)	39.9	(39.2)	43.1
FCF	N/A	(12.4)	(41.7)	(27.2)	(30.5)
재무활동으로인한현금흐름	0.2	41.7	26.6	56.0	(6.1)
차입금의 증가(감소)	(0.0)	29.1	20.0	0.0	(5.5)
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.2	12.6	6.6	56.0	(0.6)
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.1	(0.1)	0.0	(0.0)	(0.0)
현금의증가(감소)	2.1	6.4	23.0	(29.4)	7.1
기초현금	2.8	5.0	11.3	34.3	4.9
기말현금	5.0	11.3	34.3	4.9	12.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

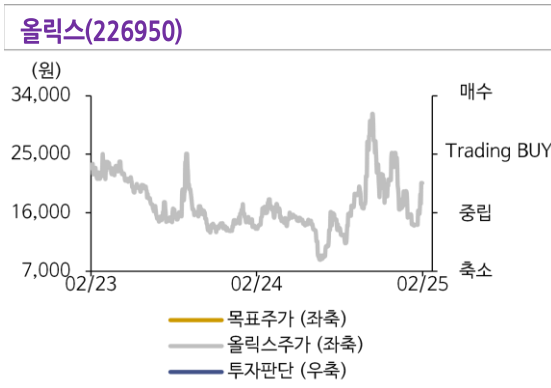
12월 결산 (십억원)	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	1.1	2.5	3.7	9.3	17.1
증감률 (%)	N/A	118.9	48.5	153.7	83.1
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1.1	2.5	3.7	9.3	17.1
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매관리비	16.2	18.7	27.9	31.7	35.2
영업이익	(15.1)	(16.2)	(24.2)	(22.4)	(18.2)
증감률 (%)	N/A	적지	적지	적지	적지
영업이익률 (%)	(1,337.4)	(656.4)	(659.4)	(240.1)	(106.6)
영업외손익	0.9	(4.3)	(5.8)	(6.7)	0.0
금융손익	0.9	(4.4)	(6.0)	(6.8)	0.9
기타영업외손익	0.0	0.1	0.2	0.1	0.0
중속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	(0.9)
세전계속사업이익	(14.2)	(20.5)	(30.0)	(29.1)	(18.2)
법인세비용	0.1	(1.1)	(0.8)	(1.0)	0.9
계속사업이익	(14.4)	(19.4)	(29.2)	(28.1)	(19.1)
중단사업이익	0.0	0.0	(1.1)	6.2	0.0
당기순이익	(14.4)	(19.4)	(30.3)	(21.9)	(19.1)
증감률 (%)	N/A	적지	적지	적지	적지
순이익률 (%)	(1,269.8)	(783.4)	(824.0)	(234.8)	(111.9)
(지배주주)당기순이익	(14.4)	(19.4)	(29.7)	(19.5)	(19.1)
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	(0.6)	(2.4)	0.0
총포괄이익	(14.4)	(19.7)	(30.3)	(16.9)	(22.4)
(지배주주)총포괄이익	(14.4)	(19.7)	(29.8)	(14.5)	(22.4)
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	(0.6)	(2.4)	0.0
EBITDA	(14.3)	(15.1)	(22.6)	(20.3)	(15.5)
증감률 (%)	N/A	적지	적지	적지	적지
EBITDA 이익률 (%)	(1,268.8)	(610.3)	(615.0)	(217.8)	(91.1)

주요 투자지표

12월 결산	2019	2020	2021	2022	2023
EPS (당기순이익, 원)	(1,102)	(1,474)	(2,212)	(1,415)	(1,139)
EPS (지배순이익, 원)	(1,102)	(1,474)	(2,171)	(1,260)	(1,139)
BPS (자본총계, 원)	3,201	3,349	1,416	3,963	2,980
BPS (지배지분, 원)	3,200	3,344	1,352	3,946	2,951
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	(19.3)	(34.1)	(18.5)	(14.4)	(12.8)
PER (지배순이익, 배)	(19.3)	(34.1)	(18.9)	(16.1)	(12.8)
PBR (자본총계, 배)	6.6	15.0	28.9	5.1	4.9
PBR (지배지분, 배)	6.6	15.0	30.3	5.2	4.9
EV/EBITDA (배)	(16.8)	(41.5)	(24.8)	(13.4)	(16.2)
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	(1,268.8)	(610.3)	(615.0)	(217.8)	(91.1)
영업이익률 (%)	(1,337.4)	(656.4)	(659.4)	(240.1)	(106.6)
순이익률 (%)	(1,269.8)	(783.4)	(824.0)	(234.8)	(111.9)
ROA (%)	(31.7)	(31.3)	(36.6)	(20.0)	(16.2)
ROE (지배순이익, %)	(34.3)	(44.5)	(93.1)	(46.2)	(33.0)
ROIC (%)	N/A	(240.2)	(174.4)	(73.6)	(46.9)
안정성					
부채비율 (%)	8.1	73.3	346.6	100.4	104.3
순차입금비율 (%)	(85.0)	(118.8)	(7.0)	(9.2)	35.4
현금비율 (%)	179.9	252.4	85.1	12.5	182.6
이자보상배율 (배)	(2,696.1)	(67.9)	(10.0)	(7.6)	(5.2)
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(1.1)	(1.1)	(0.5)	(1.3)	(9.2)
재고자산회수기간 (일)	118.1	49.4	33.7	20.2	12.0
매출채권회수기간 (일)	-	-	-	1.0	38.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 엄민용, 정희령)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 02월 07일 기준)

매수 (매수)	92.58%	Trading BUY (중립)	6.25%	중립 (중립)	1.17%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------