

투자 의견(신규)	매수
목표주가(신규)	86,000원
현재주가(24/5/28)	63,400원
상승여력	35.6%

영업이익(24F,십억원)	4
Consensus 영업이익(24F,십억원)	-39
EPS 성장률(24F,%)	-
MKT EPS 성장률(24F,%)	76.1
P/E(24F,x)	116.9
MKT P/E(24F,x)	11.1
KOSDAQ	851.01
시가총액(십억원)	2,293
발행주식수(백만주)	36
유동주식비율(%)	69.6
외국인 보유비중(%)	7.8
벤투(12M) 일간수익률	1.59
52주 최저가(원)	32,800
52주 최고가(원)	79,000
(%)	1M 6M 12M
절대주가	-3.2 38.0 60.7
상대주가	-2.5 32.4 59.2



[글로벌 바이오섹터]

서미화

mihwa.seo@miraeasset.com

리가캠바이오

돈버는 바이오섹터

투자 의견 매수, 목표주가 86,000원으로 커버리지 개시

리가캠바이오에 대한 투자 의견 매수, 목표주가 86,000원(상승여력 35.6%)로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2024~2030년 추정치를 이용한 DCF 모델을 통해 산정하였다. 2030년 시점 리가캠바이오의 신약 3개가 출시될 것으로 예상하기 때문이다. 영구성장률 1%, 가중평균자본비용(WACC) 8.2%를 적용하였다. 현재주가는 25F 기준 P/E 14.6배 수준이다. 매우 편한 밸류에이션이다. 상업화 아이টে임을 보유하고 있는 씨젠, 이뮤노젠 조차도 인수 전 영업적자를 기록하였으며, 엔허투를 잘 팔고 있는 다이이찌산쿄도 2025F P/E 34배 수준이기 때문이다.

리가캠바이오의 투자포인트

① 리가캠바이오의 플랫폼 가치가 높아지고 있다. 2015년 중국 포순제약(Fosun Pharma)에 HER2 ADC 판권 기술이전 후 총 10건의 ADC 플랫폼 및 후보물질 기술이전 계약을 체결하였다. 이는 리가캠바이오가 ADC 의약품에서 중요한 링커 및 페이로드 기술을 보유하고 있기 때문이다. 플랫폼 기술이전 달은 2019년 다케다와 계약 시, 개당 1,516억 수준이었으나, 2022년 암젠과 계약 시, 개당 3,210억원으로 112% 증가하였다.

② 24년 1월, 리가캠 바이오는 제3자 배정 유상증자 및 구주매각을 발표하고 3월말 완료하였다. 이를 통해 Pan Orion이 지분율 25.73%(5,485억원 투자)를 가지며, 리가캠 바이오의 최대주주가 되었다. 최대주주가 오리온으로 변경되면서 임상 비용에 대한 부담이 낮아졌다. 약 5천억원의 추가 자금이 유입되어, 연간 4~5개 후보물질 발굴, 5년 내 10개의 임상 파이프라인 확보를 할 수 있는 개발비를 충당할 수 있을 것으로 예상된다.

③ 하반기 LCB14(HER2 ADC) 조건부 허가 신청이 기대된다. 중국의 경우 3차 치료제로 사용되는 항암제는 임상 1상 종료 이후 허가신청서를 제출할 수 있다. 빠르면 올해 말 임상 1상 Cut-off 데이터로 조건부 허가 신청서 제출이 가능할 것으로 보인다. 그렇게 되면 2025년 리가캠 바이오의 신약이 처음으로 시장에 출시된다. 리가캠 바이오의 약점은 아직까지 상업화된 파이프라인이 없다는 점이다. 상업화된 신약을 보유하게 되면 기업가치는 2023년 글로벌 제약사에 인수된 씨젠, 이뮤노젠과 같이 평가받을 수 있을 것으로 보인다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	33	34	127	316	207
영업이익 (십억원)	-50	-81	4	193	74
영업이익률 (%)	-151.5	-238.2	3.1	61.1	35.7
순이익 (십억원)	-45	-74	19	159	82
EPS (원)	-1,650	-2,634	542	4,347	2,251
ROE (%)	-20.5	-40.1	4.8	22.1	9.8
P/E (배)	-	-	116.9	14.6	28.2
P/B (배)	5.4	12.1	3.6	2.9	2.6
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 리가캠바이오, 미래에셋증권 리서치센터

I. 투자포인트

1. 플랫폼 가치가 높아진다

리가캠바이오는 ADC(항체약물접합체; Antibody-Drug Conjugates) 플랫폼 기술과 파이프라인을 보유한 기업이다. 2015년 중국 포순제약(Fosun Pharma)에 HER2 ADC 판권 기술 이전 후 총 10건의 ADC 플랫폼 및 후보물질 기술이전 계약을 체결하였다. 이는 리가캠바이오가 ADC 의약품에서 중요한 링커 및 페이로드 기술을 보유하고 있기 때문이다. 플랫폼 기술이전 달은 2019년 다케다와 계약 시, 개당 1,516억 수준이었으나, 2022년 암젠과 계약 시, 개당 3,210억원으로 112% 증가하였다.

또한, 2023년 12월, 안센에 LCB84(Trop2 ADC)를 2.2조원에 기술이전하며 단일 후보물질 계약 금액 최고치를 달성하였다. 8년간 9개의 기술이전을 한 성과와 사람대상 임상에서 안전성 결과가 확보되면서 플랫폼 가치가 높아졌다고 판단된다. 플랫폼 기술을 보유하고 있기 때문에 플랫폼 및 단일 후보물질에 대한 기술이전이 모두 가능하다. 향후 기술이전 시, 더 높은 금액의 기술이전 계약이 기대된다.

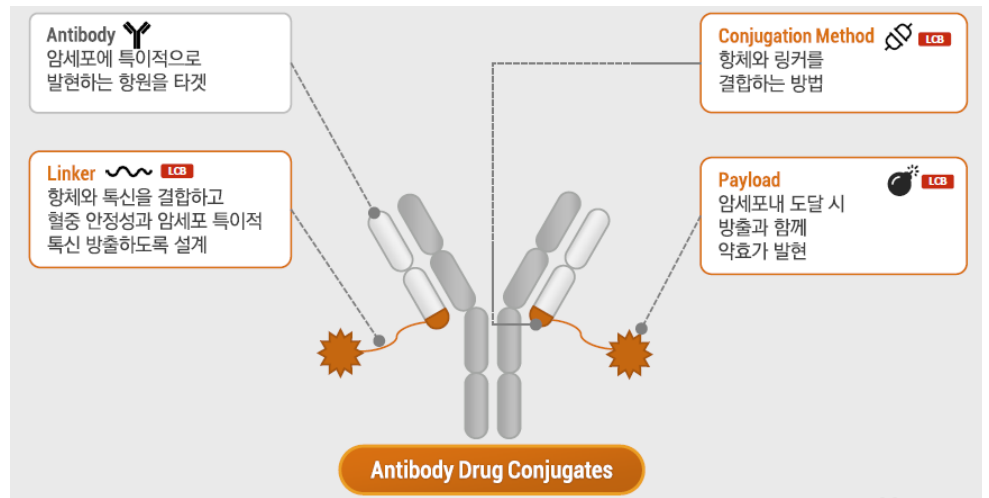
표 1. 리가캠바이오의 기술이전 계약 현황

(억원)

플랫폼	날짜	파트너	파이프라인	총 마일스톤	
ADC	후보물질	2015.08	Fosun Pharma	LCB14(HER2-MMAF)	208
		2020.05	IKSUDA	LCB73(CD19-pPBD)	2,784
		2020.10	CSTONE	LCB71(ROR1-pPBD)	4,099
		2020.12	PYXIS	LCB67(DLK1-MMAE)	3,255
		2021.12	IKSUDA	LCB14(HER2-MMAF)	11,864
		2023.12	Janssen	LCB84(Trop2-MMAE)	22,458
	플랫폼	2019.03	Takeda	ADC platform(3개에 대한 linker)	4,548
		2021.06	IKSUDA	ADC platform(6개에 대한 linker/toxin)	9,200
		2021.11	SOTIO Biotech	ADC platform(5개)	12,127
		2022.12	Amgen	ADC platform(5개)	16,050
합성약품	2009.06	GC녹십자/Lee's Pharma	Nokxaban	비공개	
	2016.12	하이해바이오	Delpazolid	240	
	2017.05	브릿지바이오테라퓨틱스	BBT-877	300	

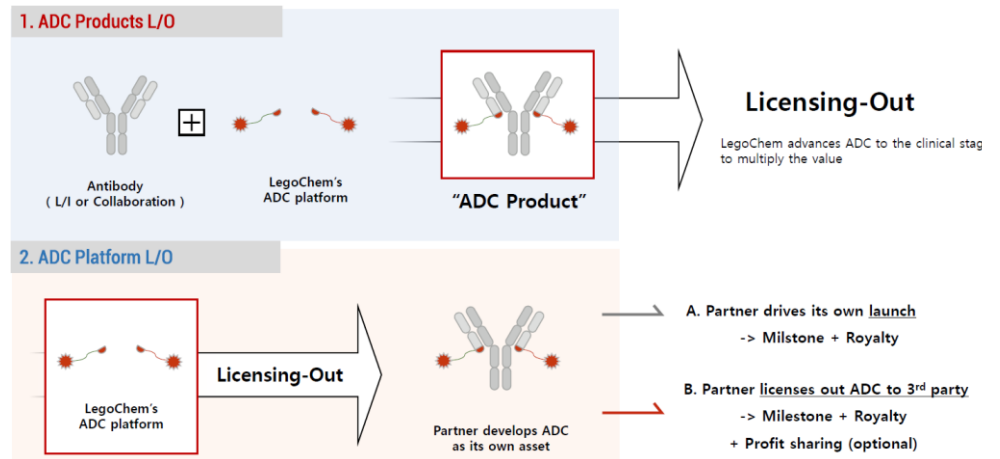
자료: 리가캠바이오, 미래셋증권 리서치센터

그림 1. 리가캠바이오 보유기술



자료: 리가캠바이오, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 후보물질 기술이전과 플랫폼 기술이전의 차이



자료: 리가캠바이오, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 리가캠바이오의 ADC 주요 파이프라인

분류	프로젝트	적응증/타겟	임상단계	항체 제공	라이선스 소유
ADC platform	LCB69	고형암, 혈액암	후보물질 발굴	Takeda	Takeda(전세계)
	LCB85(CanAg-pPBD)	고형암, 혈액암	후보물질 발굴	IKSUDA	IKSUDA(전세계)
	LCB20A	undisclosed	후보물질 발굴	SOTIO	SOTIO(전세계)
	LCB42A	undisclosed	후보물질 발굴	Amgen	Amgen(전세계)
	LCB19A	undisclosed	후보물질 발굴	Antengene	Antengene
ADC products	LCB14(HER2-MMAF)	유방암	임상 1상	Herceptin Biosimilar	Fosun(중국)
		유방암(vs. 캐싸일라)	임상 3상	Herceptin Biosimilar	Fosun(중국)
		고형암/위암	임상 2상	Herceptin Biosimilar	Fosun(중국)
		유방암	임상 1상	Herceptin Biosimilar	IKSUDA(중국 외/호주)
	LCB71(ROR1-pPBD)	고형암, 혈액암	임상 1상	에이비엘바이오	CSTONE(전세계)
	LCB73(CD19-pPBD)	혈액암	임상 1상	LIGHTCHAIN	IKSUDA(전세계)
	LCB84(Trop2-MMAE)	고형암, 혈액암	임상 1상	mediterranea	리가캠바이오

자료: 리가캠바이오, 미래에셋증권 리서치센터

2. 상업화가 임박해지고 있다.

엔허투와 경쟁해 볼 만한 LCB14

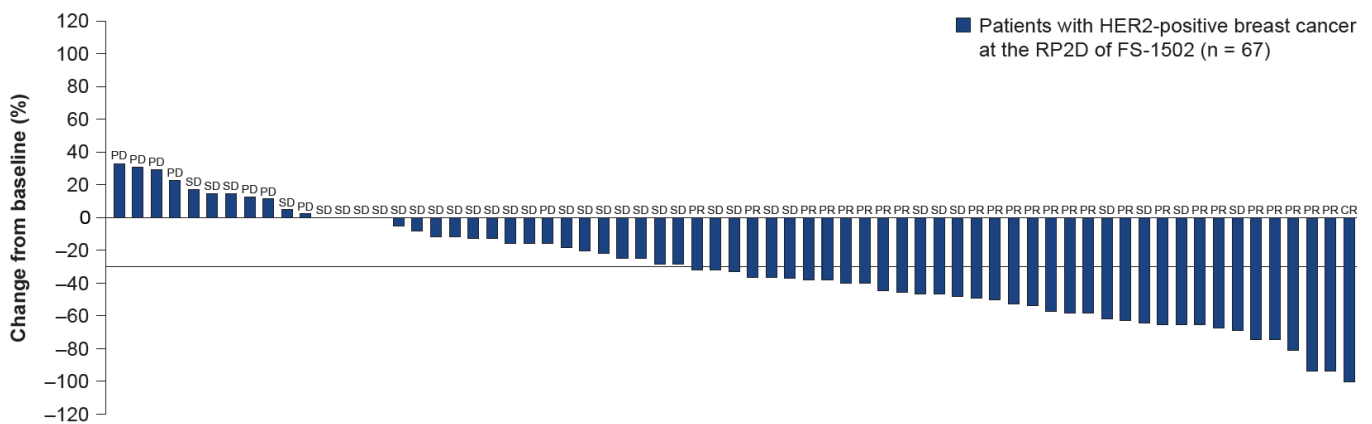
리가캠바이오의 LCB14는 HER2 ADC이다. 23년 6월 ASCO에서 리가캠바이오의 사람 대상 임상 결과가 공개되었다. 임상 1상 중간결과로 67명 유방암 환자에 대한 결과였다. ORR은 53.7%를 기록하였다. mPFS는 15.5개월이었다. 직접적으로 비교할 수 없으나 참고로 동일한 적응증에서 엔허투의 ORR은 54.3%로 유사했다.

3등급 이상의 부작용에는 호중구감소증(5.6%), 혈소판감소증(7%), 저칼륨혈증(18.3%)이 있었다. LCB14의 페이로드인 MMAF(Monomethyl auristatin F)는 오리스타틴 계열의 약물로 미세소관 합성 저해제이다. MMAF는 안독성(Ocular tox)을 일으키는 것으로 알려져 있다. FDA 허가를 받은 약물 중 MMAF를 페이로드로 사용한 ADC는 GSK의 다발성골수종치료제 블렌렙(Blenrep)이 유일하다. 블렌렙(Blenrep)의 경우도 FDA로부터 가속승인을 받으면서 '안구독성 관련 블랙박스 경고'가 포함되었다.

하지만 LCB14의 경우 3등급 이상의 안구독성은 나타나지 않았다. 이는 리가캠바이오의 자체 링커의 안정성 때문인 것으로 보인다. 링커가 안정적이면 페이로드가 타깃세포에서 정확히 분리되고 혈중에서 분리되는 비율이 낮아 부작용이 적다. 향후 임상 1상 최종결과에서도 동일한 안전성을 보여준다면 중국 판매 승인이 가능할 것으로 보인다. 중국의 경우 3차 치료제로 사용되는 항암제는 임상 1상 종료 이후 허가신청서를 제출할 수 있다. 빠르면 올해 말 임상 1상 Cut-off 데이터로 조건부 허가 신청서 제출이 가능할 것으로 보인다.

5월 23일 발표된 ASCO 초록에서는 LCB14 위암 임상 2상 시험 중간 결과가 발표되었다. 46명의 등록 환자중 35명의 HER2 양성 환자 대상 임상이었다. 코호트1은 이전 치료 횟수 2회 이상, 코호트2는 1차치료만 받은 환자 대상이다. 코호트1(16명)의 경우 ORR 37.5%, Median PFS 4.3개월, OS 10개월 (엔허투 DESTINY-GASTRIC06: ORR 35.6%, mPFS: 5.7개월, OS: 10.2개월)이 관찰되었다. 코호트2(19명)의 경우 ORR 52.6%, mPFS 4.4개월, OS 14.6개월 (엔허투 DESTINY-GASTRIC02: ORR 42.0%, mPFS: 5.6개월, OS: 12.1개월)로 확인되었다. 동일 임상은 아니나, 엔허투와 경쟁해 볼 만한 결과로 판단된다.

그림 3. LCB14(HER2 ADC) 임상 1상에서의 효능: ORR 53.7%



자료: 포순제약(2023 ASCO), 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. LCB14(HER2 ADC) 임상 1상에서의 부작용

TRAE, n (%)	Patients with HER2-positive breast cancer at the RP2D of FS-1502 (n = 71)
Any TRAEs	69 (97.2)
TRAEs of CTCAE grade ≥ 3	27 (38.0)
Most common TRAEs occurring in ≥ 25%	
Aspartate aminotransferase increased	54 (76.1)
Alanine aminotransferase increased	29 (40.8)
Hypokalemia	48 (67.6)
Proteinuria	33 (46.5)
Blood lactate dehydrogenase increased	25 (35.2)
Dry mouth	28 (39.4)
Platelet count decreased	23 (32.4)
Amylase increased	17 (23.9)
Keratitis	23 (32.4)
Anemia	20 (28.2)
Hypercholesterolemia	19 (26.8)
Hyperuricemia	19 (26.8)
Hypertriglyceridemia	18 (25.4)
Conjunctivitis	18 (25.4)
TRAEs of CTCAE grade ≥ 3 in ≥ 5%	
Hypokalemia	13 (18.3)
Platelet count decreased	5 (7.0)
Neutrophil count decreased	4 (5.6)

자료: 표준제약(2023 ASCO), 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. Blenrep 안구독성 관련 블랙박스 경고

FULL PRESCRIBING INFORMATION

WARNING: OCULAR TOXICITY

BLENREP caused changes in the corneal epithelium resulting in changes in vision, including severe vision loss and corneal ulcer, and symptoms, such as blurred vision and dry eyes [see Warnings and Precautions (5.1)].

Conduct ophthalmic exams at baseline, prior to each dose, and promptly for worsening symptoms. Withhold BLNREP until improvement and resume, or permanently discontinue, based on severity [see Dosage and Administration (2.3), Warnings and Precautions (5.1)].

Because of the risk of ocular toxicity, BLNREP is available only through a restricted program under a Risk Evaluation and Mitigation Strategy (REMS) called the BLNREP REMS [see Warnings and Precautions (5.2)].

자료: FDA, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. HER2 ADC 경쟁현황(1/3 낮은 농도에서 더 좋은 효과)

	캐싸일라(Kadcyla)	엔허투(Enhertu)	LCB14	XMT-1522
회사	로슈	다이이찌산쿄	리가캠바이오	Mersana
Payload (DAR)	DM1(~3.4)	DX-8951(~7.7)	MMAF(2)	Auristatin D(15)
MED (JIMT-1)	>20mpk	>10mpk	1mpk	1mpk
HNSTD	30 mpk	30 mpk	12 mpk	2.5 mpk
TI	<6	<12	48	10
임상 단계	출시	출시	3상	1상(중단)

자료: 리가캠바이오, 미래에셋증권 리서치센터

3. 안전하면서도 강한 효능

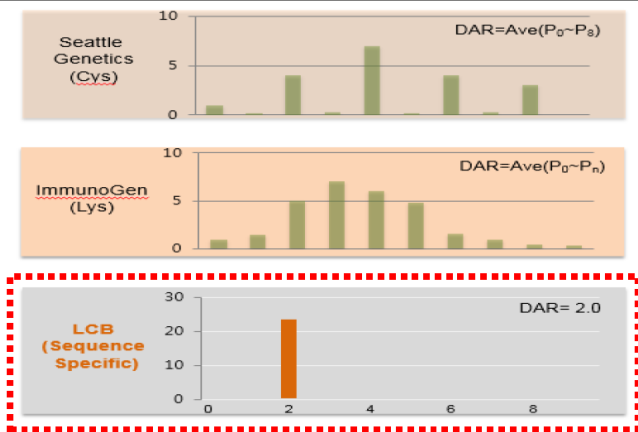
안전하게 페이로드를 방출하는 링커 플랫폼

리가캠바이오는 페이로드와 항체를 연결하는 링커 기술을 보유하고 있다. 링커는 혈중에서는 페이로드가 떨어지지 않도록 하고 암세포 내에서는 분리를 잘 시켜주어야 한다.

리가캠바이오가 사용하고 있는 링커기술은 2세대 기술이다. 1세대 기술과의 가장 큰 차이는 항체의 원하는 위치에 링커를 결합하는 것이다. 1세대 링커는 항체에 링커가 랜덤하게 결합하고 2세대 기술은 같은 위치에 동일한 양의 링커를 결합시킬 수 있다. 이는 균질한 의약품을 생산해 내는데 중요하다.

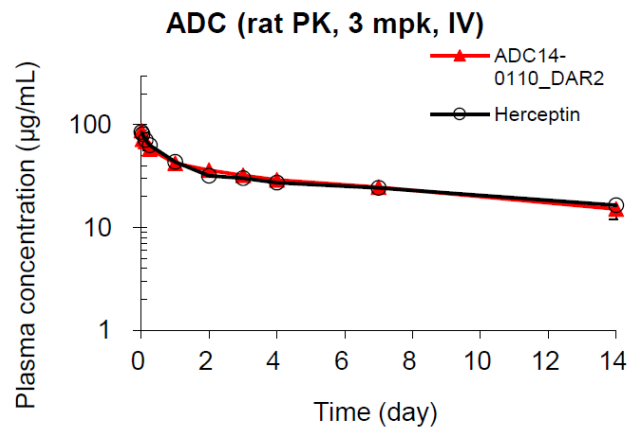
링커와 페이로드를 연결하는 부분은 글루쿠론산분해효소(BG; β -glucuronidase)에 의해 분해될 수 있는 화합물이 부착되어있다. 글루쿠론산분해효소는 암세포에 많이 발현되어 암세포 내에서 페이로드가 분리되며 활성화된다.

그림 6. 리가캠 기술력: 단일물질 ADC(균질하게 생산)



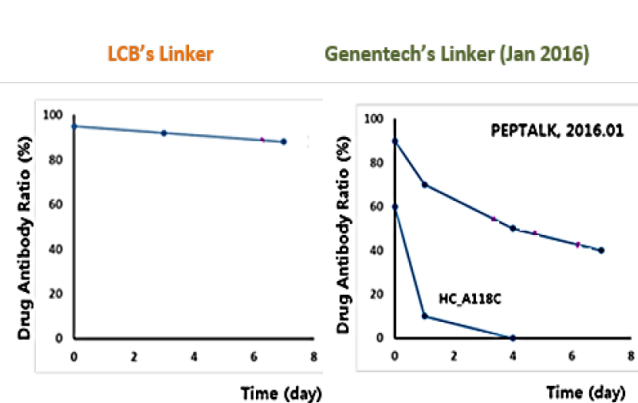
자료: 리가캠바이오, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 리가캠 기술력: 우수한 PK Profile



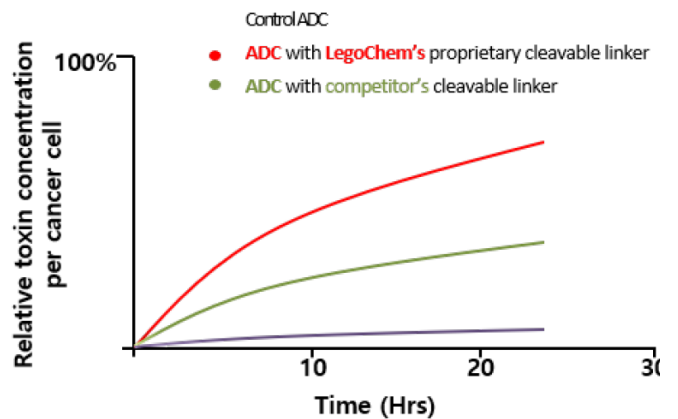
자료: 리가캠바이오, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 리가캠 기술력: 우수한 혈중 안정성



자료: 리가캠바이오, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 리가캠 기술력: 효소를 활용한 효율적 약물유리



자료: 리가캠바이오, 미래에셋증권 리서치센터

강하지만 안전한 특신 플랫폼

리가캠바이오는 PBD(pyrrrobenzodiazepine) 전구체 관련 특허를 보유하고 있다. PBD는 DNA에 결합하여 복제, 수정 등을 억제하여 암세포를 사멸시키는 독성물질이다. PBD는 독성이 매우 높아 pmol 단위의 약물로도 큰 효과를 내기 때문에 ADC에서 떨어진 PBD는 매우 위험하다.

리가캠바이오의 PBD 전구체는 링커 말고도 페이로드 자체에 안전장치를 하나 더 달았다고 볼 수 있다. ADC에서 떨어진 PBD는 바로 DNA를 손상시키는 효과를 낸다. 하지만 PBD 전구체는 비활성화된 상태로 유지된다. 이는 PBD 전구체에 특신기능 중요부위에 화합물이 붙어있기 때문이다. 이 화합물은 암세포에 있는 β -glucuronidase(글루쿠론산분해효소)에 의해 분리될 수 있고, 화합물이 분리되면 독성을 내는 PBD가 된다. 또한, β -glucuronidase는 산성환경에서 활성도가 높아진다. 정상세포에서는 β -glucuronidase의 농도가 낮기 때문에 PBD 전구체가 들어가더라도 불활성화상태로 유지될 확률이 높다.

FDA 허가를 받은 ADC 중 진론타(Zynlonta)의 페이로드가 PBD dimer이다. 진론타는 PBD payload를 이용한 치료제로 임상결과 환자의 3%에서 흉막 삼출, 1%에서 심낭 삼출이 발생하기도 하였다.

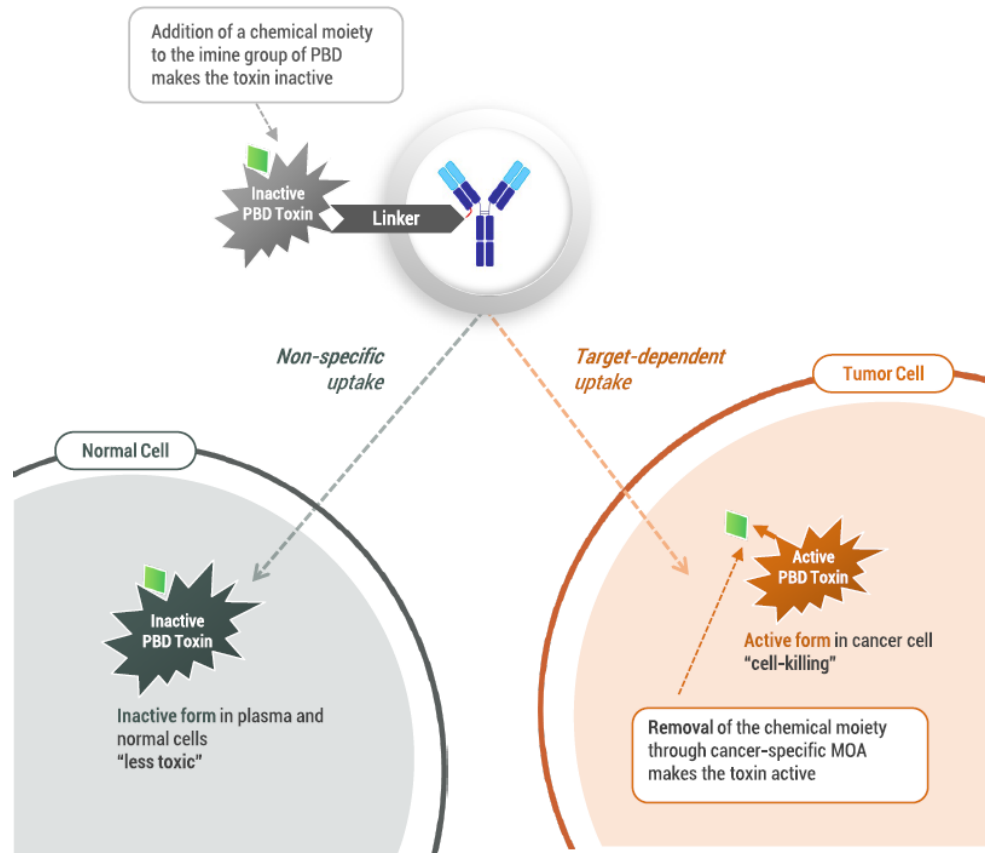
PBD를 페이로드로 하는 파이프라인

리가캠바이오도 PBD 전구체를 페이로드로 사용한 후보물질을 보유하고 있다. ROR1 ADC와 CD19 ADC 등이다. LCB71(CS5001)는 ROR1 ADC로 24년 3월, 파트너사인 시스톤 파마슈티컬스(CStone Pharmaceuticals)이 1상 중간결과를 발표하였다. 현재는 임상 1a상 용량 증대 시험 중이다. 고형암과 혈액암 모두에서 Dose Level 5 부터 초기 항암 효과가 관찰(고형암은 Lung, Pancreatic cancer 포함, 혈액암은 Hodgkin lymphoma and diffuse large B-cell lymphoma)되었다. Dose Level 9까지도 dose limiting toxicity (DLT)와 maximum tolerated dose (MTD)에 도달하지 않았다. 또한 4-5 등급의 심각한 약물 연관 부작용도 관찰되지 않았다.

또한 페이로드가 같거나 타깃항원이 같은 두개의 경쟁약물 대비 혈소판 및 호중구 감소나 빈혈 부작용도 낮게 관찰되었다. 기존 PBD를 페이로드로 사용한 ADC는 높은 독성으로 인해 반감기를 낮추려는 시도가 많다. 그 결과 고형암 치료제로 사용하기에는 부적합하다. 하지만 LCB71경우 임상적으로 안전성이 계속 확인된다면, 고형암 치료제로도 충분히 사용 가능하다. 2024년 상반기 임상 2상 용량이 확정될 것으로 예상된다. 이후 2024년 말 임상 1b/2상 개시가 예상된다. 6월 진행되는 ASCO에서 임상 1상 데이터가 추가로 발표(제목: A phase 1a/b, multi-regional, first-in-human study of CS5001, a novel anti-ROR1 ADC, in patients with advanced solid tumors and lymphomas)될 예정이다. 호지킨 림프종 ORR 55.6%, DLBCL ORR 50.0%, 고형암에서 부분 반응이 관찰되었다.

참고로 24년 4월 입센은 수트로바이오파마의 STRO-003(ROR1 ADC)를 총 9억 달러에 기술 도입했다. 또한, 머크도 2020년 ROR1 ADC 파이프라인을 보유한 벨로스 바이오를 27.5억 달러에 인수하였다. ROR1 ADC의 가치를 간접적으로 확인할 수 있는 달이었다.

그림 10. PBD 전구체의 MoA



자료: 리가캠바이오, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 기존 PBD 독신 대비 PBD 전구체의 강점

	효능	독성	TI(치료계수)	생산성
기존 PBD-ADC	높음	높음	낮음	낮음
리가캠바이오 PBD 전구체-ADC	높음 (암세포 특이적 독소 활성화)	낮음 (혈중 및 정상세포에서 독소 비활성화)	높음 (향상된 효능&낮은 독성)	높음 (향상된 물성)

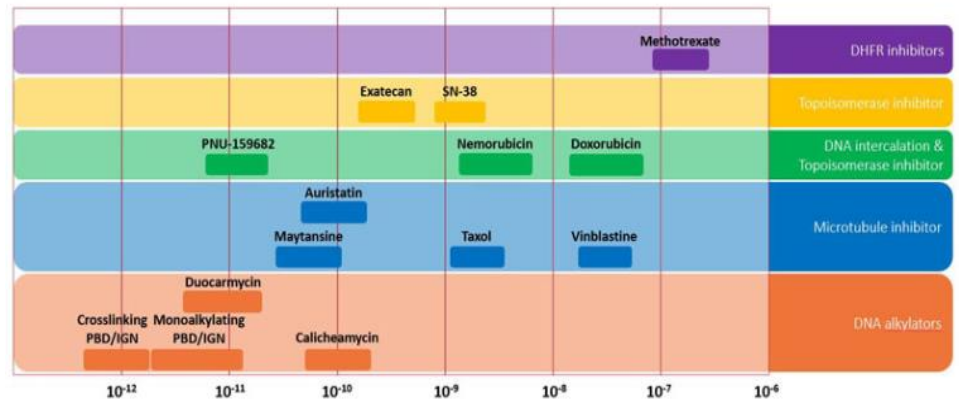
자료: 리가캠바이오, 미래에셋증권 리서치센터

표 5. CD19-PBD ADC 경쟁현황

	Zynlonta	SGN-CD19B	LCB73
회사	ADC Therapeutics	Seagen	리가캠바이오
Estimated HNSTD in cyno	0.6 mg/kg	0.25 mg/kg	>1 mg/kg
MED in mouse xeno study	1.0 mg/kg	0.33 mg/kg	0.33 mg/kg
TI	2.4	3	>12.0
임상 단계	출시	1상(중단)	전임상

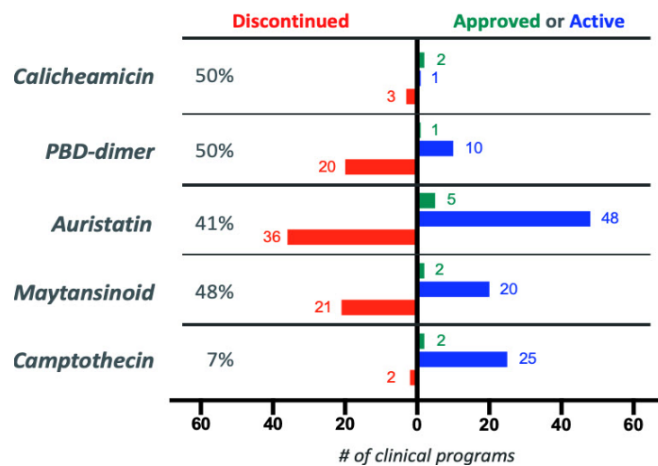
자료: 리가캠바이오, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 페이로드로 사용되는 물질의 독성 비교



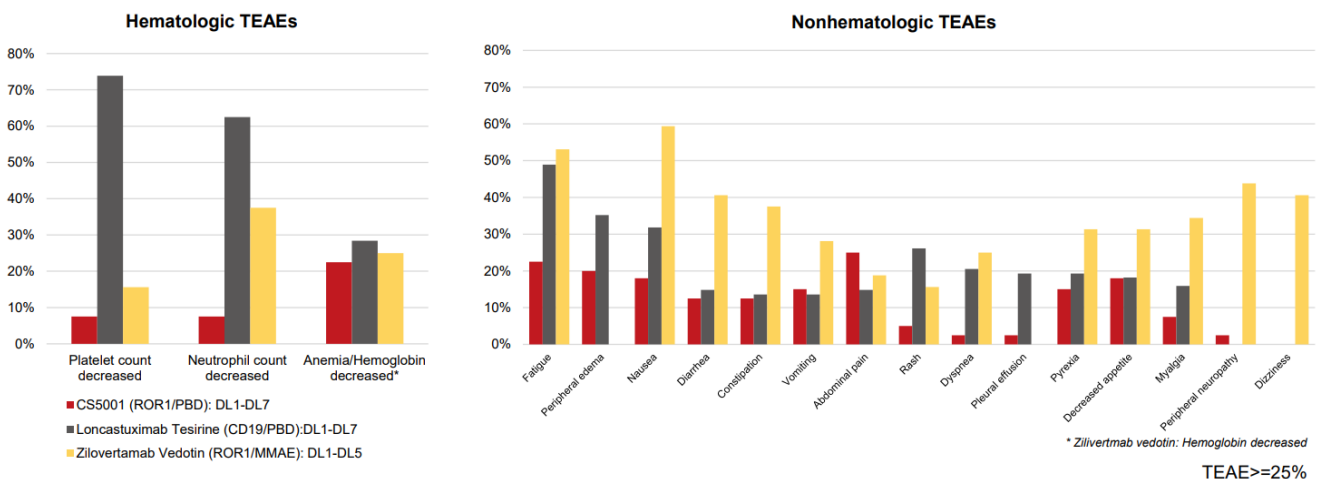
주: 단위: IC50, M
 자료: 론자(Lonza), 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 승인, 개발 중, 중단한 ADC 후보물질의 페이로드 종류



주: 22년 10월 기준
 자료: bioprocessonline.com, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. LCB71(ROR1 ADC) 임상 1상 중간결과: 낮은 부작용



자료: 시스톤 파마슈티컬스, 미래에셋증권 리서치센터

얀센이 산 Trop2 ADC

LCB84는 Trop2 항체에 MMAE(모노메틸 오리스타틴 E; monomethyl auristatin E) 페이로드, 리가캠바이오의 링커로 구성되어있다. Trop2 수용체는 암세포와 정상세포 모두 발현되는 점 때문에 높은 독성의 페이로드를 사용하는 ADC 후보물질이 거의 없었다. 출시된 길리어드의 트로델비도 SN-38인 캠토테신 계열 토포아이스머레이즈1 저해제를 이용한다. ADC가 정상세포를 공격했을 때의 부작용이 우려되기 때문이다.

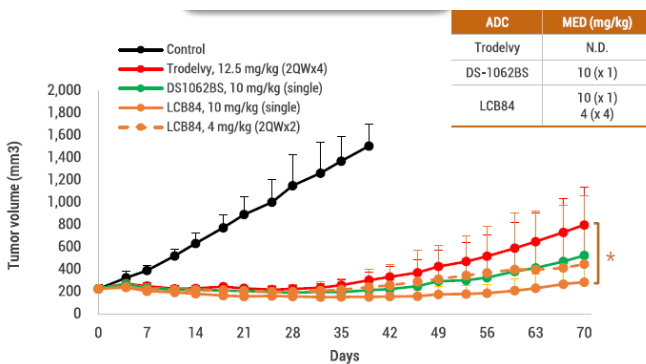
그런데 리가캠바이오가 사용하는 페이로드인 MMAE는 오히려 트로델비의 SN-38 보다 독성이 더 높다. 높은 효능을 기대할 수 있으나 정상세포에 페이로드가 작용했을 때 부작용 문제가 생길 수 있다. 따라서 LCB84 임상에서 필수적으로 확인해야할 부분은 부작용 이슈이다. 사람을 대상으로 한 임상에서 트로델비와 Dato-Dxd 대비 높은 효능과 낮은 부작용 결과를 보여준다면 베스트인클래스 약물이 될 수 있다. 2023년 12월 임상 1상 첫환자 투여가 완료되었다. 또한 같은 달 안센에 2.2조원에 기술이전 되었다. 계약금 1,300억원이 유입되었으며, 1/2상 중 안센이 옵션을 행사하면 약 2,600억원 수취가 가능하다.

표 6. Trop2 ADC 경쟁현황

	Dato-Dxd	트로델비	LCB84
회사	다이이짜산교	Immunomedics/길리어드	리가캠바이오
임상 단계	3상	출시	1상
Payload(DAR)	DXd(4)	SN-38(~7.6)	MMAE(4)
MED(취장암)	~3 mg/kg(QWx2)	~12.5 mg/kg(2QWx4)	2 mg/kg(QDx1), ~ 1 mg/kg (2QWx2)
MED(유방암)		~12.5 mg/kg (Q4dx4)	~ 2 mg/kg (single dose)
MED(위암)		>17.5 mg/kg (2QWx4)	~ 4 mg/kg (single dose)

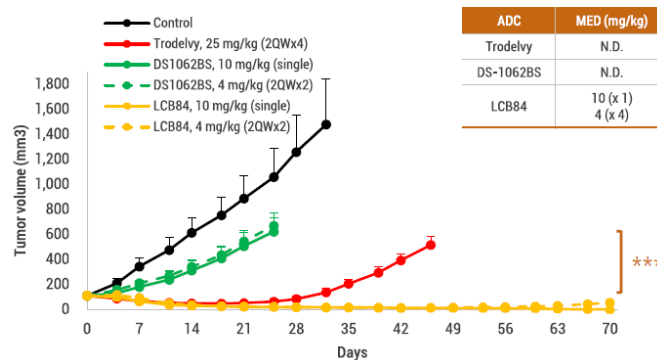
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. LCB84(TROP2-MMAE) 효과(비소세포폐암)



자료: 리가캠바이오, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. LCB84(TROP2-MMAE) 효과(비소세포폐암)



자료: 리가캠바이오, 미래에셋증권 리서치센터

4. 임상을 할 수 있는 여력

24년 1월, 리가캠바이오는 제3자 배정 유상증자 및 구주매각을 발표하고 3월말 완료하였다. 이를 통해 Pan Orion이 지분율 25.73%(5,485억원 투자)를 가지며, 리가캠바이오의 최대주주가 되었다. 최대주주가 오리온으로 변경되면서 임상 비용에대한 부담이 낮아졌다. 약 5천억원의 추가 자금이 유입되어, 연간 4~5개 후보물질 발굴, 5년 내 10개의 임상 파이프라인 확보를 할 수 있는 개발비를 총당이 가능할 것으로 예상된다. 자금을 이용한 임상수의 증가 및 개발 가속화가 진행된다면 기업의 가치는 빠르게 높아질 수 있을 것으로 판단된다.

모회사가 대기업이 되는 부분을 통해 안정적 자금 확보가 가능한 것이 긍정적인 점이다. 따라서 국내 바이오기업에서 발생했던 리스크 요인 중 하나인 대주주의 예상치 못한 주식 매도와 같은 리스크는 낮아질 것으로 판단된다.

표 7. 최대주주 변경을 수반하는 주식양수도 계약 체결

양수인	Pan Orion Corp. Limited
양수도 주식수(만주)	140
양도인	김용주(120만주), 박세진(20만주)
양수도 대금(억원)	786
1주당 가액(원)	56,186

자료: 리가캠바이오, 미래에셋증권 리서치센터

표 8. 리가캠바이오 유상증자

제3자배정 유상증자 대상자	Pan Orion Corp. Limited
신주 발행 수(주)	7,963,283
신주 발행가액	59,000
전일 주가 대비 프리미엄	5%
발행규모(억원)	4,698

자료: 리가캠바이오, 미래에셋증권 리서치센터

표 9. 자금의 이용 계획

임상 1~2상 5개 이상 개발비		5~6,000억원
차세대 성장동력 확보	항체확보	1~2,000억원
	AIC/ADIC 분야 연구비	1,000억원
	신규 모달리티	1,000억원

자료: 리가캠바이오, 미래에셋증권 리서치센터

II. 기업가치

리가캠바이오에 대한 투자 의견 매수, 목표주가 86,000원(상승여력 35.6%)로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2024~2030년 추정치를 이용한 DCF 모델을 통해 산정하였다. 2030년 기준, 리가캠바이오가 3개의 신약을 허가 받을 것으로 예상하기 때문이다. 영구성장률 1%, 가중평균자본비용(WACC) 8.2%를 적용하였다.

현재주가는 25F 기준 P/E 14.6배 수준이다. 매우 편한 밸류에이션이다. 상업화 아이টে를 보유하고 있는 글로벌 Peer 씨젠, 이뮤노젠 조차도 영업적자를 기록하였으며, 엔허투를 잘 팔고 있는 다이이찌산쿄도 2025F P/E 34배 수준이기 때문이다.

① 포순제약(중국)과 익수다에 기술이전된 LCB14(HER2 ADC)는 2025년 중국(조건부 승인), 2028년 미국에 출시되면서 매출에 따른 로열티가 유입될 것으로 가정하였다. 최대매출은 35억 7,800만 달러로 엔허투 침투율 20%를 가정하였다. 임상 성공확률은 50%로 가정하였다.

② 안센에 기술이전된 LCB84(Trop 2 ADC)는 임상 2상 이전인 2025년 시점 안센이 옵션을 행사면서 옵션 행사금 2억 달러가 유입될 수 있을 것으로 가정하였다. 상업화 이후에는 15%의 로열티가 유입될 것으로 가정하였다. LCB84는 2029년 출시되어 트로텔비와 Dato-Dxd 시장을 최대 40%까지 점유가능할 것으로 가정하였다. 이는 트로텔비가 실패한 폐암 적응증에서 임상 성공 시 가능한 시나리오가 될 것으로 보인다. 임상 성공확률은 30%로 가정하였다.

③ 임상 1상 중인 LCB71(ROR71 ADC)는 2030년 호지킨 림프종치료제로 미국 출시가능할 것으로 전망하였다. 미국 출시 후 시스톤 파마슈티컬로부터 로열티 15%가 유입될 수 있을 것으로 가정하였다. 임상 성공확률은 30%로 가정하였다.

리가캠바이오의 약점은 아직까지 상업화된 파이프라인이 없다는 점이다. 하지만 빠르면 2025년 LCB14(HER2 ADC)중국 조건부승인으로 상업화 아이টে를 등장할 것으로 보인다. 상업화된 신약을 보유하게 되면 기업가치는 픽시스, 익수다 대비 차별화될 것으로 보인다. 상업화 아이টে를 보유했던 이뮤노젠과 씨젠은 23년 애브비, 화이자게 각각 인수되었다.

표 10. 리가캠바이오 목표주가 산정(DCF 모델)

(억원)

	24F	25F	26F	27F	28F	29F	30F
매출액(억원)	1,040	2,904	643	916	1,190	2,081	4,276
YoY		179%	-78%	42%	30%	75%	105%
HER2 ADC	-	3	4	10	30	70	110
Trop2 ADC	80	220	-	60	-	90	203
ROR1 ADC	-	-	45	-	61	-	15
영업이익	37	1,928	232	495	738	1,623	3,771
YoY		5163%	-88%	114%	49%	120%	132%
영업이익률	4%	66%	36%	54%	62%	78%	88%
EBIT/영업이익+상각비	37	1,928	232	495	738	1,623	3,771
TAX	- 0	- 6	46	99	148	325	754
Tax rate	0%	0%	20%	20%	20%	20%	20%
NOPAT	37	1,934	185	396	590	1,299	3,017
+유형자산감가상각비	3	3	2	3	3	3	3
+무형자산감가상각비	13	11	9	11	11	11	11
-CAPEX	-5	-5	-5	-5	-5	-5	-5
-운전자본증감	- 87	72	33	30	75	76	76
FCF	135	1,871	158	375	524	1,232	2,950
NPV(현재가치)	135	1,729	135	296	383	831	1,838
Terminal Value	41,381						
PV of Terminal Value	25,789						
합산가치	31,136						
목표 주가(원)	86,000						
현재 주가(원)	63,400						
상승여력	35.6%						

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 11. ADC 관련 기업 밸류에이션

기업명	에이디씨테라퓨틱스	다이이찌산쿄	픽시스 온콜로지	메르사나 테라퓨틱스	리가캠바이오	
	ADC THERAPEUTICS	DAIICHI SANKYO	PYXIS ONCOLOGY	MERSANA THERAPEUTICS	LIGACHEM BIOSCIENCES	
Ticker	ADCT US Equity	4568 JP Equity	PYXS US Equity	MRSN US Equity	141080 KS Equity	
시가총액	350.3	67,235.7	225.0	302.2	1,760.8	
2023	매출액(백만달러)	69.6	11,061.6	0.0	36.9	26.1
	영업이익(백만달러)	(166.0)	1,461.7	(82.2)	(179.7)	(61.9)
	EBITDA(백만달러)	(164.8)	1,889.1	(77.6)	(174.3)	(58.3)
	순이익(백만달러)	(240.1)	1,392.5	(73.8)	(171.7)	(56.4)
	EPS(달러, 연)	(2.9)	0.7	(1.9)	(1.5)	(2.0)
	PER(배)	-	45.6	-	-	-
	PBR(배)	-	5.4	0.6	7.6	12.3
	ROE(%)	-	12.8	(51.5)	(266.2)	(40.2)
	EV/EBITDA(배)	-	35.3	-	-	-
	PSR(배)	2.0	5.7	-	7.3	54.1
2024F	매출액(백만달러)	77.7	11,333.4	10.6	38.2	96.0
	영업이익(백만달러)	(138.3)	1,526.5	(66.8)	(82.0)	(1.5)
	EBITDA(백만달러)	(136.0)	1,957.1	-	(90.7)	1.4
	순이익(백만달러)	(170.3)	1,301.5	(55.8)	(79.4)	3.5
	EPS(달러, 연)	(1.8)	0.7	(1.1)	(0.6)	0.2
	PER(배)	-	51.9	-	-	273.7
	PBR(배)	-	6.3	-	-	4.7
	ROE(%)	110.4	12.0	-	(990.5)	3.6
	EV/EBITDA(배)	-	-	-	-	898.7
	PSR(배)	4.5	5.9	21.3	7.9	18.2

주: 2024년 5월 23일 기준
 자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

리가캠바이오 (141080)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	34	127	316	207
매출원가	16	16	17	19
매출총이익	18	111	299	188
판매비와관리비	99	107	106	114
조정영업이익	-81	4	193	74
영업이익	-81	4	193	74
비영업손익	5	16	14	17
금융손익	5	11	14	17
관계기업등 투자손익	1	0	0	0
세전계속사업손익	-76	20	207	91
계속사업법인세비용	-2	1	48	9
계속사업이익	-74	19	159	82
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-74	19	159	82
지배주주	-74	19	159	82
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	-74	18	159	82
지배주주	-74	18	159	82
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	-76	8	197	78
FCF	-64	31	155	80
EBITDA 마진율 (%)	-223.5	6.3	62.3	37.7
영업이익률 (%)	-238.2	3.1	61.1	35.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	-217.6	15.0	50.3	39.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	135	635	789	868
현금 및 현금성자산	63	464	646	771
매출채권 및 기타채권	18	24	15	13
재고자산	0	1	0	0
기타유동자산	54	146	128	84
비유동자산	55	80	50	44
관계기업투자등	8	29	8	5
유형자산	25	23	20	18
무형자산	7	6	5	4
자산총계	190	715	840	911
유동부채	37	70	36	27
매입채무 및 기타채무	12	11	10	7
단기금융부채	12	13	12	12
기타유동부채	13	46	14	8
비유동부채	4	6	6	4
장기금융부채	1	0	0	0
기타비유동부채	3	6	6	4
부채총계	41	76	42	31
지배주주지분	148	639	798	880
자본금	14	18	18	18
자본잉여금	98	563	563	563
이익잉여금	31	48	207	289
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	148	639	798	880

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	-62	31	155	80
당기순이익	-74	19	159	82
비현금수익비용가감	10	-4	38	-4
유형자산감가상각비	3	3	3	2
무형자산상각비	2	1	1	1
기타	5	-8	34	-7
영업활동으로인한자산및부채의변동	-2	7	-7	-5
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-7	3	0	4
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	0	0	-2
법인세납부	-1	-1	-48	-9
투자활동으로 인한 현금흐름	9	-82	6	43
유형자산처분(취득)	-1	0	0	0
무형자산감소(증가)	-1	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	10	-81	6	43
기타투자활동	1	-1	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-2	471	-1	0
장단기금융부채의 증가(감소)	0	0	-1	0
자본의 증가(감소)	4	470	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-6	1	0	0
현금의 증가	-55	401	182	125
기초현금	118	63	464	646
기말현금	63	464	646	771

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	-	116.9	14.6	28.2
P/CF (x)	-	151.6	11.8	29.8
P/B (x)	12.1	3.6	2.9	2.6
EV/EBITDA (x)	-	210.1	7.8	18.7
EPS (원)	-2,634	542	4,347	2,251
CFPS (원)	-2,272	418	5,392	2,128
BPS (원)	5,387	17,665	22,012	24,263
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	2.2	270.9	149.5	-34.6
EBITDA증가율 (%)	-	-	2,303.3	-60.5
조정영업이익증가율 (%)	-	-	5,162.5	-61.4
EPS증가율 (%)	-	-	701.4	-48.2
매출채권 회전율 (회)	2.5	9.4	26.2	20.9
재고자산 회전율 (회)	172.6	286.4	717.7	1,295.8
매입채무 회전율 (회)	2.3	2.3	2.4	3.2
ROA (%)	-33.3	4.1	20.4	9.4
ROE (%)	-40.1	4.8	22.1	9.8
ROIC (%)	-211.1	11.9	616.6	260.5
부채비율 (%)	27.9	11.9	5.2	3.6
유동비율 (%)	363.1	913.7	2,219.3	3,171.8
순차입금/자기자본 (%)	-65.3	-89.8	-94.6	-95.3
조정영업이익/금융비용 (x)	-153.0	6.2	312.0	124.1

자료: 리가캠바이오, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
리가캠바이오 (141080)				
2024.05.29	매수	86,000	-	-



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(-), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
85.36%	9.15%	5.49%	0%

* 2024년 03월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.