

오스코텍

(039200.KQ)

NDR 후기: 변화의 바람

투자의견

BUY(유지)

목표주가

53,000 원(유지)

현재주가

32,600 원(08/22)

시가총액

1,247(십억원)

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

- 리레이팅이 기대되는 유망한 신약 연구개발 기업: 레이저티닙 판매 증가, 'ADEL-Y01' 기술 이전 논의 진행 중
- [변화의 바람 1]** 레이저티닙 원개발사인 제노스코(지분율 59.12%, 전환우선주 제외)의 코스닥 상장 철회 후 하나의 기업으로 통합할 수 있는 방안을 모색 중. 연내 관련 방안을 발표하기 위해 노력하고 있음
- [변화의 바람 2]** 레이저티닙 글로벌 판매 증가에 따라 매출 및 영업이익 증가 중. 레이저티닙/아미반타맵(라즈클루즈®/리브리반트®) 병용요법은 미국(2024년 3분기), 일본(2025년 2분기)에서 판매가 시작됨. 하반기에는 유럽 출시, 2026년 상반기에는 중국 출시에 따른 마일스톤 유입이 기대됨. 2028년 이후 연간 1,000~1,500억원 수준의 레이저티닙 글로벌 판매 수익(판매 로열티와 목표 매출액 도달 마일스톤 합산)이 유입될 것으로 기대
- [변화의 바람 3]** 아델(비상장사)과 공동 개발 중인 ADEL-Y01(타우 응집 저해 기전에 기반한 알츠하이머 치매 치료제 신약 후보 물질)의 글로벌 임상 1상이 순조롭게 진행 중, 임상 2상 진입 이전에 글로벌 빅 파마로 기술 이전 가능성이 높아진 것으로 판단됨. 유사 기전 파이프라인들과 전임상 데이터 간접 비교에서 경쟁력 있는 비임상 결과를 발표했고(2024년), 2024년에 Bepranemab(UCB, 임상 2상)이 타우 응집 억제 기반 DMT(Disease Modifying Treatment)로서 POC를 입증한 이후 유사 기전인 ADEL-Y01에 대해서도 빅 파마들이 높은 관심을 나타내고 있음. 실제로 오스코텍은 2025년 초부터 글로벌 기술 이전을 추진 중이라고 공개적으로 언급함. 참고로 최근 퇴행성 뇌 질환 분야에서 기술 이전 사례를 보면 계약 규모는 약 1~2조원, 선금금은 1억달러 수준으로 체결되고 있음

주가(원, 08/22)	32,600
시가총액(십억원)	1,247

발행주식수	38,255천주
52주 최고가	43,700원
최저가	21,600원
52주 일간 Beta	0.40
60일 일평균거래대금	40억원
외국인 지분율	0.0%
배당수익률(2025E)	0.0%

주주구성	
김정근 (외 2인)	12.7%
지케이에셋 (외 4인)	9.8%
오스코텍우리스주 (외 1인)	0.1%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-0.5	22.0	-9.9
절대기준	-4.3	23.0	-8.7

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	53,000	53,000	-
영업이익(25)	6	6	-
영업이익(26)	33	33	-

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	5	34	46	76
영업이익	-33	-3	6	33
세전손익	-32	-1	6	33
당기순이익	-28	-2	5	30
EPS(원)	-639	23	98	593
증감률(%)	-	흑전	326.5	506.4
PER(배)	-	1,062.5	333.5	55.0
ROE(%)	-21.9	0.8	3.0	16.6
PBR(배)	8.9	7.3	10.0	8.4
EV/EBITDA(배)	-	-	146.6	32.4

자료: 유진투자증권



NDR 후기: 변화의 바람

레이저티닙 글로벌 반영될 전망

당사는 8 월 20~21 일에 걸쳐 주요 기관 투자자를 대상으로 오스코텍 NDR 을 진행하였다. 금번 NDR 에서 오스코텍은 제노스코 관련된 진행 사항, 레이저티닙 글로벌 출시에 따른 실적 추이 및 전망, 주요 파이프라인들의 연구개발 현황 및 전망 등 주요 3 가지 이슈에 대해 IR 을 진행하였다.

투자의견 BUY, 목표주가 53,000 원 유지: 영업가치와 신약(ADEL- Y01) 파이프라인 가치를 합산하여 산출함

금번 IR 에서 당사는 오스코텍의 기업가치가 상승할 내용들을 감지하였으며, 점진적으로 기업가치가 re-rating 국면에 진입할 것으로 예상한다. 오스코텍에 대해 투자의견 BUY 및 목표주가 53,000 원을 유지한다. 목표주가는 2027 년(레이저티닙 글로벌 판매 3 년 차) 예상 순이익 945 억원을 현가화(연할인율 10%)한 값에 Target P/E 23 배를 적용한 영업가치 1.8 조원과 R&D 파이프라인(ADEL-Y01: 알츠하이머 치매 치료제 파이프라인, 2026 년 임상 1 상 종료 예정) 추정 가치 0.2 조원을 합산하여 산출하였다.

도표 1. 오스코텍 주가 및 이벤트 차트



자료: Quantwise, 오스코텍, 유진투자증권
주: 2025E 예상 실적은 당사 추정치 기준

[1] 연내 주주가치 제고 계획 구체화될 것

금번 NDR 에서 오스코텍은 기업가치 제고를 위한 여러가지 방안을 마련하고 있으며, 대표적으로 제노스코와 관계를 명확하게 정리하고 있음을 언급하였다.

제노스코와의
통합 방안은 연내
구체화될 것

오스코텍은 레이저티닙의 원개발사 제노스코(지분율 59.12%, 전환우선주 제외)의 코스닥 상장 철회 이후 두 기업이 하나의 기업으로 시너지를 낼 수 있도록 여러가지 통합 방안을 협의 중이라고 밝혔다. 연초 대표이사 교체 등 경영진 개편이 진행되었으며, 신규 CFO 를 영입하면서 기존에 연구개발에만 집중되어 있었던 기업 활동에서 벗어나, 레이저티닙의 글로벌 판매 이후 새로운 중장기 성장 전략에 대한 논의가 진행되고 있음을 설명하였다. 또한 그 과정에서 주주가치 제고를 위한 다양한 논의가 진행되고 있음을 강조하였다. 제노스코와 관련된 통합 방향은 일부분이라도 연내 가시화할 수 있을 것이라고 언급하였다.

[2] 2028 년 레이저티넵 관련 예상 수익

J&J 가 언급하고 있는 글로벌
예상 판매액에 근거하여
2028 년경 유입될 수 있는
예상 수익 범위로
1,000~1,500 억원을 제시

오스코텍은 현재 수익 창출 원동력인 레이저티넵의 글로벌 판매가 확대되면서
중장기 이익 성장성이 높다는 것을 강조하였다. 물론 아직까지 레이저티넵의 글
로벌 판매액을 예상하기가 쉽지 않지만 J&J 가 공식적으로 밝히고 있는 레이저티
넵의 2027 년 및 2028 년 글로벌 판매액(각각 \$3.6bn, \$4.6bn 이상)에 근거하
여 2028 년경 유입될 수 있는 레이저티넵 관련 수익은 약 1,000~1,500 억원으
로 예상된다고 언급하였다.

2024 년부터 글로벌 판
매가 시작되면서 마일
스톤 유입 시작, 판매
로열티는 아직 미미한
수준

레이저티넵/아미반타맵(라즈클루즈®/리브리반트®) 병용요법은 현재 미국 및
일본에서 처방되고 있다. 2024 년 3 분기에 미국에서 판매가 시작되면서
오스코텍에 유입된 마일스톤 수익은 276 억원으로 확인되는데, 동 기간
오스코텍의 영업이익은 196 억원에 달했다. 2025 년에는 2 분기 매출액은
100 억원을 상회하였는데, 라즈클루즈의 일본 판매에 따른 마일스톤 수익
71.6 억원과 판매 로열티 수익 21 억원이 유입되었다. 하반기에는 유럽, 2026 년
상반기에는 중국 판매가 시작되면서 마일스톤 수익이 각각 약 150 억원,
250 억원을 상회할 것으로 추정된다(당사 추정).

레이저티넵 글로벌
판매가 시작되며
2025 년부터 하반
기부터 실적 성장
가속화 예상

참고로 당사는 2025 년과 2026 년의 레이저티넵 글로벌 판매액을 각각
3,047 억원, 8,153 억원 억원으로 예상한다. 레이저티넵 글로벌 판매액의 4%가
판매로열티로 반영되는 것을 가정하여 오스코텍의 실적 추정에 반영하였다.
오스코텍의 2025 년 예상 매출액 및 영업이익은 각각 460 억원, 63 억원으로
흑자 전환이 예상되며, 2026 년 예상 매출액과 영업이익은 각각 764 억원,
334 억원으로 2025 년 대비 각각 66%yoy, 435%yoy 성장할 전망이다.

당사는 2027 년 레이저티넵의 글로벌 판매액을 약 2 조원으로 추정하고 있다.
이는 J&J 가 금년 1 분기 실적 발표에서 구체적으로 언급한
레이저티넵/아미반타맵의 2027 년과 2028 년 글로벌 목표 판매액인 \$3.6 bn(약
4.9 조원, 환율 1,350 원/달러 가정) 및 \$4.6bn(약 6.2 조원)와 유사한 수준이다.

[3] ADEL-Y01: 기술 이전 협상 진행 중

연구개발 파이프라인이 단계적으로 잘 구축되어 있음

오스코텍은 신성장 동력으로 ADEL-Y01(알츠하이머병 치료제)의 기술이전, OST598(항암제, 카나프 테라퓨틱스와 공동 개발)의 임상 개시 예정(2025 년 4 분기), 디스커버리 단계의 신약 후보물질(P4899 등) 연구를 언급하며, 연구개발 파이프라인이 단계적으로 잘 구축되어 있음을 강조하였다. 그 중에서도 ADEL-Y01 에 대해서는 글로벌 빅 파마들의 높은 관심을 받고 있어, 현재 기술 이전 협의가 진행 중임을 밝혔다.

ADEL-Y01: 비정상적 타우 응집체에 작용하는 단일항체, 글로벌 임상 1 상 진행 중

당사 또한 아델(ADEL, 비상장사, 대표 윤승용)과 공동 개발 중인 알츠하이머병 신약 후보 물질인 ADEL-Y101 의 글로벌 임상 1 상 결과에 따라 R&D 가치가 큰 폭으로 성장할 가능성을 주목하고 있다. ADEL-Y101 은 알츠하이머병에서 병리학적으로 변형된 타우 응집체에 작용하는 단일클론 항체이다(관련 기전은 당사의 2025 년 7 월 11 일 보고서 참고). 2024 년 2 월 글로벌 임상 1 상이 개시되었으며, 2026 년 2 월 종료가 예정되어 있는 것으로 확인된다(NCT 06247345).

빠르면 연내, 늦어도 2026 년 중 기술 이전 계약 체결 가능성 높은 것으로 판단됨

오스코텍은 ADEL-Y01 이 SAD(Single Ascending Dose, 단일용량 단계)에서 우수한 PK 데이터와 안전성을 확인함에 따라 MAD(Multiple Ascending Dose, 반복용량 단계)로 진입하여 글로벌 임상 1b 를 진행 중이라고 언급하였다. 다만 환자 모집이 예상보다 지연됨에 따라 임상 1b 가 당초 2026 년 초 종료 예정이었으나 2026 년 하반기로 연장될 가능성이 있다고 밝혔다. 그러나 회사 측은 기술이전이 임상 2 상 진입 전에 가능할 것으로 기대하고 있어, 빠르면 연내, 늦어도 2026 년 중에는 기술 이전 계약 체결 가능성이 높다고 판단된다. 참고로 퇴행성 뇌질환 분야의 주요 기술 이전 사례를 살펴보면 계약 규모는 약 1~2 조원, 선급금은 1 억달러 수준으로 체결된 바 있다.

도표 2. 퇴행성 뇌질환 주요 기술 이전 사례(최근 5 년)

계약년도	기술이전 기업	파트너 기업	파이프라인	기전/기술	선급금	계약 규모	임상 단계	현재 사항
2007	BioArctic	Eisai	BAN2401 (레카네맵)	Aβ 응집 억제	비공개	비공개	전임상	글로벌 판매 중
2014	Eisai	Biogen		레카네맵 글로벌 공동개발 및 상업화	비공개	비공개	2상	
2020.07	UCB	로슈	베프레네맵	타우 응집 억제	\$120mn	\$2.0bn	2a상	Roche 권리 반환, UCB 단독 개발 중
2021.06	Prothena	BMS	PRX005	타우 응집 억제	\$80mn	비공개	1상	권리 확장
2022.01	ABL Bio	사노피	ABL301	α-synuclein/IGF1R 이중항체	\$75mn	\$1.06bn	전임상	2상 진입 전
2023.07	BioArctic	BMS	BAN1503, BAN2803	PyroGlu-Aβ 항체 프로그램, BrainTransporter	\$100mn	\$1.35bn	전임상	임상 초기
2024.05	Prothena	BMS	PRX019	퇴행성 뇌질환 타겟, 비공개	\$80mn	비공개	1상 전	1상 진행
2024.05	AC Immune	다케다	ACH-24.060	Anti-Aβ 백신	\$100mn	\$2.1bn	1b/2	-
2024.09	Alchemab	일라이 릴리	ATLX-1282	ALS 치료 목적 항체	비공개	\$415mn	1상 전	1상 진입 전

자료: 각 사, 유진투자증권

도표 3. 타우 응집 타겟 치매 치료제 개발 파이프라인

개발명/성분명	개발사	기전/ 타겟	파트너사	임상 단계	NCT	환자 수	코멘트
Etalanutug (E2814)	UCL	타우 단백질 MTBR 중간 영역 HVPGG	에자이	임상 2/3상, 2028년 완료 예정	05269394, 01760005	190 490	레카네맵과 병용 임상 진행, 가족력 있는 환자 중심 임상
BMS-986446 (PRX005)	프로테나 바이오-사이언스	타우 단백질 MTBR 중간 영역	BMS	임상 2상, 2027년 완료 예정	06268886	475	2023년 7월 마일스톤, 로열티 합산하여 \$1.55bn 규모로 BMS에게 기술 이전
Posdinemab	J&J	병리적 인산화 타우 단백질 mid-domain 타겟 항체	자체 개발	임상 2상, 2026년 완료 예정	05879393 (AuTonomy)	~600	혈장 p-tau 기반 선별 FDA Fast Track 지정 초기 알츠하이머병 대상
JNJ-2056	AC Immune	병리적 인산화 타우 단백질 C-말단 타겟, 능동 면역 백신	J&J	임상 2b상, 2026년 완료 예정	05909949 (ReTain)	~540	Predclinical 알츠하이머병 환자 대상 예방적 접근 FDA Fast Track 지정
Bepranemab	UCB	타우 단백질 mid-domain 타겟	로슈/제넨텍	임상 2상, 2025년 완료	04867616	466	CTAD 2024에서 임상 2상 결과 1차 평가 변수(CDR-SB 변화) 미충족 결과 발표, 2024년 10월 로슈가 권리 반환
ADEL-Y01	ADEL	MTBR의 ack2800이라는 병리적으로 아세틸화된 상태의 타우 응집체 타겟	오스코텍	임상 1상, 2026년 2월 완료 예정→연장 예상	06247345	73	전임상 및 임상 1a에서 경쟁 기전 대비 우수한 데이터 확인, 글로벌 기술 이전 논의 진행 중

자료: 각 사, Clinical Trials, 유전투자증권

오스코텍(039200.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	133	171	167	190	284
유동자산	102	141	138	161	256
현금성자산	97	103	132	155	250
매출채권	2	35	2	2	2
재고자산	2	2	2	2	2
비유동자산	30	30	29	29	29
투자자산	12	12	12	12	13
유형자산	18	17	16	15	14
기타	1	1	1	1	1
부채총계	38	38	39	39	39
유동부채	35	35	36	37	37
매입채무	3	5	6	6	6
유동성이자부채	25	23	23	23	23
기타	7	7	7	7	7
비유동부채	3	4	2	2	2
비유동이자부채	0	0	0	0	0
기타	3	4	2	2	2
자본총계	95	132	128	151	245
지배지분	99	128	125	148	242
자본금	19	19	19	19	19
자본잉여금	217	245	245	245	245
이익잉여금	(144)	(143)	(139)	(116)	(22)
기타	7	6	0	0	0
비지배지분	(4)	5	3	3	3
자본총계	95	132	128	151	245
총차입금	25	23	23	23	23
순차입금	(73)	(80)	(109)	(132)	(227)

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	(22)	(26)	30	24	95
당기순이익	(28)	(2)	5	30	124
자산상각비	2	2	2	1	1
기타비현금성손익	(3)	1	(10)	(7)	(29)
운전자본증감	(1)	(31)	33	0	0
매출채권감소(증가)	(0)	(31)	33	0	0
재고자산감소(증가)	(0)	(0)	(0)	0	0
매입채무증가(감소)	1	0	(1)	0	0
기타	(1)	1	1	0	0
투자현금	13	(0)	13	1	(50)
단기투자자산감소	14	0	13	2	(50)
장기투자증권감소	0	0	(0)	(0)	(0)
설비투자	1	1	0	0	0
유형자산처분	1	1	0	0	0
무형자산처분	0	(0)	(0)	(0)	(0)
재무현금	11	30	0	0	0
차입금증가	(4)	12	(0)	0	0
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	2	5	43	25	45
기초현금	6	8	13	56	82
기말현금	8	13	56	82	127
Gross Cash flow	(30)	2	(3)	24	95
Gross Investment	1	31	(32)	1	1
Free Cash Flow	(31)	(29)	29	23	95

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	5	34	46	76	184
증가율(%)	(2.2)	586.9	35.1	66.3	140.9
매출원가	2	2	2	3	3
매출총이익	3	32	44	74	181
판매 및 일반관리비	36	35	38	40	43
기타영업손익	12	(3)	9	7	7
영업이익	(33)	(3)	6	33	138
증가율(%)	적지	적지	흑전	435.0	311.9
EBITDA	(31)	(1)	8	34	139
증가율(%)	적지	적지	흑전	343.7	302.1
영업외손익	0	2	0	(0)	(0)
이자수익	5	4	4	3	4
이자비용	0	1	2	2	2
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	(4)	(1)	(1)	(1)	(2)
세전순이익	(32)	(1)	6	33	137
증가율(%)	적지	적지	흑전	414.0	315.9
법인세비용	(4)	0	2	3	14
당기순이익	(28)	(2)	5	30	124
증가율(%)	적지	적지	흑전	506.4	317.0
지배주주지분	(24)	1	4	23	95
증가율(%)	적지	흑전	326.5	506.4	317.0
비지배지분	(4)	(2)	1	7	29
EPS(원)	(639)	23	98	593	2,472
증가율(%)	적지	흑전	326.5	506.4	317.0
수정EPS(원)	(639)	23	98	593	2,472
증가율(%)	적지	흑전	326.5	506.4	317.0

주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	(639)	23	98	593	2,472
BPS	2,590	3,340	3,269	3,862	6,334
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배, %)					
PER	n/a	1,062.5	333.5	55.0	13.2
PBR	8.9	7.3	10.0	8.4	5.1
EV/ EBITDA	n/a	n/a	146.6	32.4	7.4
배당수익율	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	n/a	506.5	n/a	52.6	13.1
수익성(%)					
영업이익율	(659.6)	(8.0)	13.6	43.7	74.8
EBITDA이익율	(622.1)	(2.3)	16.9	45.1	75.2
순이익율	(575.4)	(4.7)	10.6	38.8	67.1
ROE	(21.9)	0.8	3.0	16.6	48.5
ROIC	(94.8)	(5.3)	13.3	160.8	671.3
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	(76.7)	(60.3)	(85.3)	(87.7)	(92.5)
유동비율	293.9	406.0	378.6	440.9	698.6
이자보상배율	(80.3)	(2.5)	2.9	15.6	64.1
활동성 (회)					
총자산회전율	0.0	0.2	0.3	0.4	0.8
매출채권회전율	2.6	1.8	2.4	32.4	78.0
재고자산회전율	3.3	19.6	25.7	42.3	102.0
매입채무회전율	1.5	8.4	8.4	12.7	30.5

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.

따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	98%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	2%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.06.30 기준)

