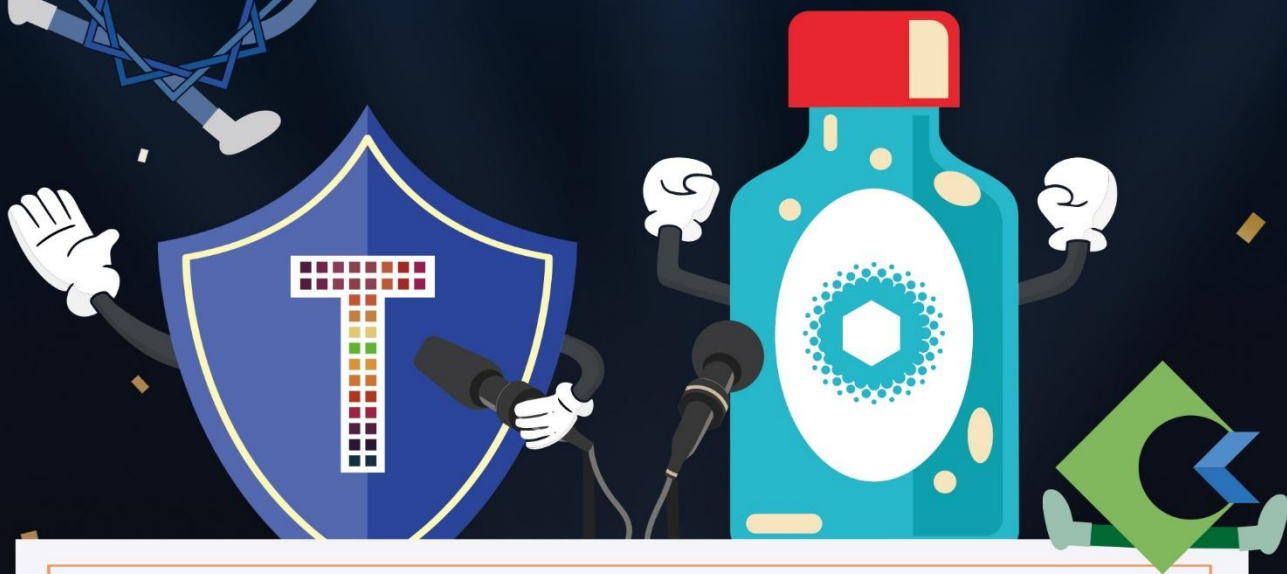




2025년 11월 13일 | 키움증권 리서치센터
산업분석 | 의료기기 Overweight (Maintain)

다가오는 gonna-bes 전성시대

의료기기 Analyst 신민수 alstn0527@kiwoom.com
RA 오치호 ch5@kiwoom.com



Contents



다가오는 gonna-bes(신인들) 전성시대 2

I. Gonna-bes are gonna be golden 3

- > 8월 말 이후로 의료기기 섹터 내 압도적 수익률 기록 중 3
- > 2H25 의료기기 섹터 양극화 review 엇갈리는 수급과 수익률 4
- > 명암이 엇갈렸음에도 시가총액 유지되는 이유: 의료기기 시장은 복잡하다 5

II. 우리가 gonna-bes에게 기대하는 것 6

- > 글로벌 시장을 장악한다면 의료기기 업체도 시가총액 300 조 원 6

III. 해외 의료 장비사들의 성공한 시장 독점 사례 7

- > Intuitive Surgical : 복강경 로봇하면 'da Vinci' 7
- > Boston Scientific: 'Farapulse' 로 시장 패러다임 뒤집기 14

기업분석 18

- > 토모큐브 (475960) 19
- > 온코닉테라퓨틱스 (476060) 33
- > 아스테라시스 (450950) 43
- > 프로티나 (468530) 51
- > 고영 (098460) 56

Compliance Notice

- 당사는 11월 13일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- '큐리옥스바이오시스템즈'는 2023년 8월 10일 당사가 주관회사로 코스닥에 상장시킨 법인입니다.
- '피엔에스로보틱스'는 2024년 7월 31일 당사가 주관회사로 코스닥에 상장시킨 법인입니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

다가오는 gonna-bes(신인들) 전성시대

>>> Gonna-bes are gonna be golden.

8월 말 이후 우리나라의 의료기기 새내기 업체들이 사업적으로나 주가 수익률 측면에서나 뛰어난 모습을 보여주고 있다. 다른 의료기기 세부 섹터와 비교조차 하기 힘들 수준인 연초 대비 수익률 +254%를 기록하고 있다. 이러한 배경에는 세부 산업별로 특성과 시장이 상이하여 업황이 동조되지 않고, 기존 주도주들에 대한 관심이 신규 상장주로 쏠린 것이 있다. 의료기기 섹터 자체의 시가총액은 약 30조 원으로 큰 변동 없이 유지되는데, 신규 상장주들의 비중은 16% ▶ 28%로 크게 증가했다.

>>> 커서 이런 기업이 될래요

지금은 새내기들이 모두 시가총액, 매출액, 글로벌 영향력이 모두 작지만 이러한 길을 걸어가서 전 세계 의료 시장을 독점하는 업체들도 있다. 복강경 수술 로봇 시장의 65%를 차지하고 있는 **Intuitive Surgical**은 연간 매출액이 120억 원 수준에서 12조 원으로 1,000배 성장한 대표적인 의료 시장 독점 성공 사례다.

다른 글로벌 성공 사례로는 **Boston Scientific**이 있는데, 원래 심방세동을 치료하는 기술을 보유하고 있었으나 크게 두각을 드러내지 못하고 있었다. 하지만 '24년 1월 'Farapulse'를 미국에 출시하고 시장을 주도하고 있다. 이를 통해 전기생리학(EP) 사업부의 매출액이 '23년 1.2조 원 ▶ '24년 2.8조 원 ▶ '25년 4.9조 원으로 가파른 성장세가 전망되고 있다.

>>> 새로운 일을 잘 해낼 기업들 5곳

최선희주는 토모큐브, 차선희주는 온코닉테라퓨틱스와 프로티나로 선정했다. 토모큐브는 홀로토크로그래피(HT) 원천 기술을 기반으로 바이오, 비바이오(산업용) 분야에서 쓰일 광학 현미경을 만든다. FDA 주도로 오가노이드 전임상 시대가 개막하고 있어 동사 장비 대한 수요가 크게 늘고, 그에 따른 제품 개발과 출시가 이뤄지고 있다. 또한 반도체, 유리기판, 디스플레이 등을 검사하는 장비로서도 매출액을 발생시키고 있어 전방 시장 다각화가 기대되는 포인트이다. 온코닉테라퓨틱스는 P-CAB 제재 '자큐보'로 돈을 벌고, 합성 치사 항암제 네수파립으로 R&D 모멘텀을 발동시킬 준비를 하고 있다. 프로티나는 뛰어난 단백질 검사 기술력으로 AI 신약 개발에 기여할 자격을 갖추고 있는 상황이다.

I. Gonna-bes are gonna be golden.

>>> 8월 말 이후로 의료기기 섹터 내 압도적 수익률 기록 중

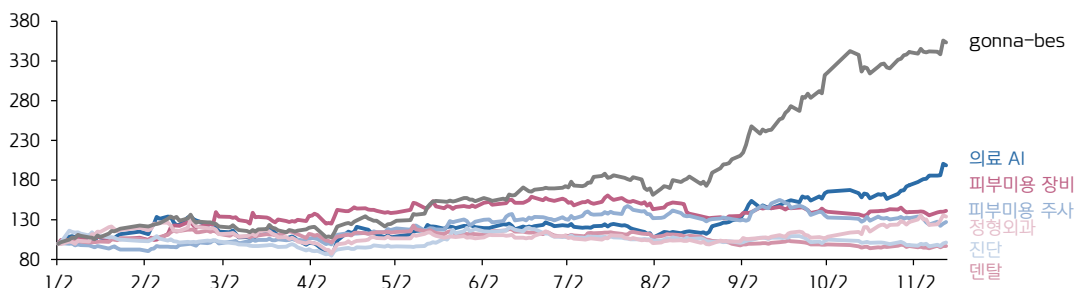
이번 자료에서 언급하게 될 gonna-bes는 다음과 같은 기준을 만족하는 업체들이다. ① 새로이 유통시장에 IPO를 통해 상장되었거나, ② 새로운 사업을 하는 회사들이다.

① 신규 상장: 상장한 지 1년이 지나지 않은 업체들로, **프로티나, 아스테라시스, 온코넵테라퓨틱스**가 이에 해당한다.

② 신규 사업: 기존 업체들이 출시하지 않은 제품을 개발하여 상업화 과정을 노리는 업체들이다. **토모큐브, 큐리옥스바이오시스템즈, 씨어스테크놀로지, 넥스트바이오메디컬, 고영**이 이에 해당한다.

위에서 정의한 gonna-bes는 8월 말부터 의료 AI, 피부미용 장비, 피부미용 주사, 정형외과, 진단, 덴탈 등 다른 의료기기 세부 산업들의 수익률을 크게 뛰어넘고 있다. 신규 상장주들의 연초 대비 수익률은 +254%로 압도적인 1등을 차지하고 있다. 뒤이어 의료 AI +99%, 피부미용 장비 +41%, 피부미용 주사 +27%, 정형외과 +34%, 진단 +2%, 덴탈 -3%로 YTD 수익률을 기록하고 있다.

의료기기 세부 섹터 연초 대비 수익률



주) 연초 시점을 100으로 한 수익률, 11월 4일 기준

주2) 의료 AI: 루닛, 뷰노, 제이엘케이, 딥노이드, 씨어스테크놀로지, 토모큐브, 프로티나, 뉴로핏, 코어라인소프트, 온코크로스, 파로스아이바이오, 신테카바이오 / 피부미용 장비: 클래식스, 원텍, 아스테라시스, 라메디텍, 레이저윙텍 / 피부미용 주사: 파마리서치, 휴젤, 대웅제약, 메디톡스, 엘앤씨바이오, 휴메딕스, 바이오플러스 / 덴탈: 덴티움, 디오, 덴티스, 레이, 바텍, 휴버츠, 그래피, 하스 / 진단: 에스디바이오센서, 바이오노드, 씨젠, 엑세스바이오, 수젠텍, 바디텍메드, 오상헬스케어, 아이엠비디엑스 / 정형외과: 엔젤로보틱스, 큐렉소, 코렌텍, 피앤에스로보틱스, 오스테오닉 / gonna-bes: 토모큐브, 프로티나, 큐리옥스바이오시스템즈, 씨어스테크놀로지, 넥스트바이오메디컬, 아스테라시스, 고영, 온코넵테라퓨틱스

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

'24~'25년 헬스케어 상장 공모가 대비 수익률 추이

	기업명	공모가	11/11 일 종가	수익률
수익률 상위권				
1	디앤디파마텍	33,000	280,500	750.0%
2	씨어스테크놀로지	17,000	91,900	440.6%
3	프로티나	14,000	62,700	347.9%
4	아스테라시스	4,600	15,360	233.9%
5	인투셀	17,000	53,000	211.8%
수익률 하위권				
5	지씨지눔	10,500	6,750	-35.7%
4	동국생명과학	9,000	3,865	-57.1%
3	라메디텍	16,000	6,750	-57.8%
2	아이엠테크놀로지	10,000	2,975	-70.3%
1	엑셀세라퓨틱스	10,000	2,170	-78.3%

자료: 키움증권 리서치센터

>>> 2H25 의료기기 섹터 양극화 review: 엇갈리는 수급과 수익률

중소형주들의 주가 상승 요인은 대부분 상향식(bottom-up)인 경우가 많다. 분기 매출액이 수십억 원 수준으로 절댓값의 상승분이 작더라도 성장률이 크게 기록될 수 있다. 영위하는 사업의 크기가 작기에 높은 성장률이 1~2년간 꾸준히 유지될 수 있다. 이러한 모습을 보여주는 업체는 시장 상황이 어렵더라도 이따금씩 나타난다. 미국처럼 분기마다 실적을 발표하고, 전 분기 대비(QoQ) 성장 수치에 민감하게 반응하는 국내 증시의 특성까지 고려하면 충분히 가능한 일이다.

아예 색다른 비즈니스 모델이 아니라 장비나 소모품을 제조하고 이를 판매하는 형태이기에 시장 참여자들이 기업을 이해하는 데에 큰 어려움이 없다. 결국 제조업의 형태를 띠고 있는 업체들이기에 외형 성장 ▶ 그에 따른 영업 레버리지로 인한 이익률 개선, 국내 적용 사례 확장 ▶ 해외 진출 등 앞선 의료기기와 다른 섹터들의 선두 주자들처럼 성장할 수 있다는 그림이 쉽게 그려질 수 있다.

이에 더해 유동성 장세가 이어지며 주식을 매수하고자 하는 자금들이 많이 있는 상황이다. 우호적인 시장 환경 속에서 새로운 사업을 하거나 새로이 상장된 업체들에게 긍정적인 심리 효과가 작용한다는 점 또한 복합적으로 gonna-bes의 시가총액이 커질 수 있는 요인으로 작용했다.

여러 요인들 중 아직 크게 변한 것은 없다. **새로운 업체들이 시장의 관심을 더 많이 받을 수 있는 시장 환경이 조성되고 앞으로도 유지될 것**이라 판단할 수 있다.

새로운 의료기기 업체들의 주가 수익률 좋았던 이유

번호	분류	내용
1	개별 기업 성장	국내 의료 현장 침투율 상승, 글로벌 시장 독점력 강조, 우수한 실적 성장세 등
2	장점 극대화	하드웨어(장비, 소모품, 의약품 등)를 만들어 판매하여 가성비라는 장점 강조
3	증시 수급	의료기기 섹터의 시가총액은 유지, 작고 성장성 뛰어나다고 판단되는 종목들로의 자금 유입, 기존 주도주들의 시가총액이 gonna-bes 로 이동
4	매크로 경제	유동성이 풍부해 중소형주로의 자금 유입이 될 수 있는 환경 유지
5	최신 효과(recency effect)	새로운 사업을 하거나 새롭게 상장된 업체에 대한 긍정적인 심리 효과

자료: 키움증권 리서치센터

최근 의료기기 신규 업체들에 대한 열망이 커진 것과는 반대로 기존에 산업을 주도하던 회사들에 대한 관심도는 떨어졌다. 3Q25 실적 성장세 둔화 또는 QoQ 역성장이 기록되고, 이에 따른 차익 실현 물량들이 시장에 많이 나온 것으로 해석할 수 있다. 또한, 신규 상장주들과는 반대로 이미 성장 스토리를 시장이 익히 알고 있고, 비교적 모멘텀이 약하거나 적은 상태이기에 참여자들의 반향을 이끌어내기 어려운 측면도 있었다.

기존 주도 업체들의 주가 수익률 아쉬웠던 이유

번호	분류	내용
1	실적 성장 둔화	3Q25 실적 성장세 둔화 및 QoQ 역성장
2	차익 실현	1~3년간 우상향하던 주가에 높은 수익률을 실현시키고자 하는 매도 희망 물량
3	자극 둔감화	기존 업체들의 성장 스토리를 이미 시장이 알고 있는 상태에서 새로운 모멘텀이 비교적 약하거나 적음

자료: 키움증권 리서치센터

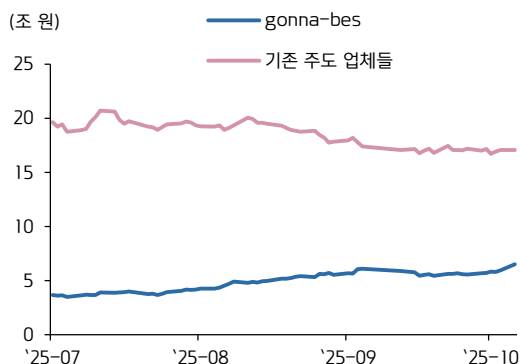
>>> 명암이 엇갈렸음에도 시가총액 유지되는 이유: 의료기기 시장은 복잡하다

흔히 말하는 “대장주가 올라야 나머지 업체들 주가도 오른다.”는 말이 2H25 의료기기 섹터에서는 틀린 말이 되었다. 위의 문장은 시가총액이 크고 산업 트렌드를 주도하는 회사의 주가가 상승해야 나머지 업체들에게도 훈풍이 불어 같이 수익률이 좋아질 수 있다는 뜻이다. 일반적으로는 옳은 문장이다. 업계 1등 업체가 실적이 좋지 않다는 것은 해당 산업 전반적인 성장세가 줄어들었음을 나타낼 가능성이 높다. 결국 2등 이하의 업체들도 부정적인 영향을 받을 수밖에 없다.

2H25 의료기기 섹터에서는 위의 내용과 다른 결과가 나타난 이유는 **메디컬 시장의 특성 때문**이다. 산업군을 “의료기기”로 칭할 뿐이지, 세부적으로 시장을 조사하면 각기 다른 섹터라고 봐도 될 정도로 다른 성격을 가지고 있다. 앞선 세부 섹터 연초 대비 수익률 그래프를 보더라도 의료 AI, 에스테틱(장비, 주사), 정형외과, 진단, 덴탈 등으로 나뉠 수 있다. 진단 분야 시장만 보더라도 형광 면역 진단, NGS 유전체 검사, RT-PCR 분석, 혈액 생검, CGMS 등 당뇨 진단, 영상 의학 진단 등으로 분류될 정도로 광범위한 시장을 내포한다. 각 세부 시장별로 기업이 갖춰야 할 강점들이 모두 다르고, 취급하는 제품의 특성도 상이하다.

결국 이렇게 세분화된 의료기기 시장은 그간 섹터를 주도하던 국내 피부미용 트렌드가 꺾인다고 해서 다른 시장에 유의미한 영향을 미치지 않는다. 반대로 정형외과 수가가 낮다고 하여 의료관광이 어려움을 겪지도 않는다. 이러한 모습이 최근 의료기기 섹터에 나타나며 주가 수익률이 양극화되고 있음을 확인할 수 있다.

의료기기 섹터 내 시가총액 추이

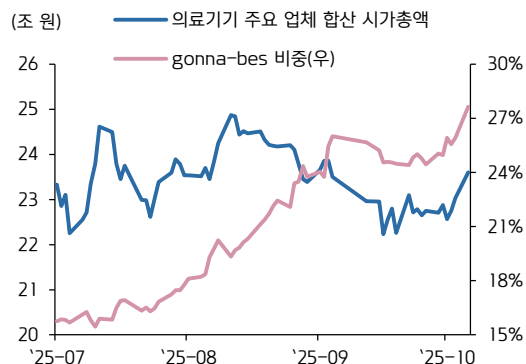


주) gonna-bes = 토모코브, 프로티나, 큐리옥스바이오시스템즈, 씨어스 테크놀로지, 넥스트바이오메디컬, 아스테라시스, 고영, 온코넵테라퓨틱스

주2) 기존 주도 업체들 = 휴젤, 파마리서치, 클래스시스, 대웅제약, 메디톡스, 원텍, 루닛, 뷰노, 제이엘케이

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

의료기기 섹터 내 gonna-bes 비중



주) gonna-bes = 토모코브, 프로티나, 큐리옥스바이오시스템즈, 씨어스 테크놀로지, 넥스트바이오메디컬, 아스테라시스, 고영, 온코넵테라퓨틱스

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

II. 우리가 gonna-bes에게 기대하는 것

>>> 글로벌 시장을 장악한다면 의료기기 업체도 시가총액 300조 원

Thermo Fisher Scientific(TMO.US)은 전 세계적으로 연구실용 장비, 시약, 분석 플랫폼 등을 종합적으로 납품하고 사후 관리한다. '24년 연간 매출액은 \$42,879M(약 61.6조 원), 11/12일 기준 시가총액은 \$220,924M(약 324.7조 원) 수준이다. 25E PER 25.9배, 26E PER 23.8배로 높은 밸류에이션을 기록하고 있다. 이는 글로벌 시장 속 독점적 지위 유지 ▶ 향후 꾸준한 실적 성장을 기록 기대감 ▶ 시장의 믿음 ▶ 30배 이상의 높은 PER 밸류에이션 지표로 이어진 것이다.

생명 과학 분석 장비와 여성 건강 시약 등을 제조 및 판매하는 Danaher(DHR.US)도 마찬가지다. '24년 연간 매출액 \$23,875M(약 34.3조 원), 11/12일 기준 시가총액 \$154,973M(약 227.8조 원)을 기록하며 대형 기업으로서의 면모를 드러내고 있다. 25E PER 28.4배, 26E PER 26.1배로 Thermo Fisher Scientific과 마찬가지로 시장에서의 평가가 우수하다는 것을 확인할 수 있다. 꿈을 키우면 우리나라도 이에 비견될 만한 업체가 등장하여 성장할 수도 있다.

글로벌 바이오 진단 및 분석 장비 업체

업체명	국가	주요 장비 포트폴리오	'24년 연간 매출액(\$M)	시가총액 (\$M)	25E PER	26E PER
Thermo Fisher Scientific	미국	연구실용 장비, 시약, 분석 플랫폼 등	42,879	220,924	25.9	23.8
Danaher	미국	생명 과학 분석 장비, 여성 건강 시약 및 장비	23,875	154,973	28.4	26.1
Beckman Coulter	미국	원심분리기(centrifuges), 유세포 분석기(flow cytometers), 자동화 액체 핸들링 장비 등	-	-	-	-
Becton, Dickinson and Company(BD)	미국	바이오 임상 시험 장비, 소모품, 세포 처리 관련 장비	20,178	55,067	12.9	12.1
Agilent Technologies	미국	분석 화학, 분광 분석, 질량 분석 등 계속 장비	6,510	42,956	27.2	25.2
Illumina	미국	유전자 NGS 분석 장비	4,372	18,639	25.9	24.2
Charles River Labs	미국	전임상 및 동물 모델 CRO 서비스	4,050	8,440	16.8	15.8
Hologic	미국	여성 건강 진단, 유방암 촬영 장비 등	4,030	16,584	16.4	14.9
Satorius	독일	생물 공정 장비, 바이오 제약 시험 장비 등	3,932 (€3,380M)	15,511 (€15,167)	47.1	40.4
IDEXX	미국	수의 진단 기기, 소모품	3,898	56,979	55.6	49.5
Bruker	미국	자동화 QC 장비, 질량 분석(mass spectrometry), 형광 분석, 적외선 반도체 계측 등	3,370	6,456	22.5	19.7
Waters	미국	색층분석(chromatography), 질량분석(mass spectrometry) 장비 등	2,958	23,062	29.5	27.3
Bio-Rad	미국	리서치, 임상 진단 시약 및 장비	2,567	8,718	32.5	31.7
QIAGEN	독일	샘플 준비, dPCR 장비, 분자 진단 장비	1,978	9,656	18.9	17.6
Revvity	미국	생명과학 시약, 유전체 분석 장비	1,254	10,672	19.2	17.8

주) 미래 이익 전망치 관련 PER 지표는 Bloomberg Consensus

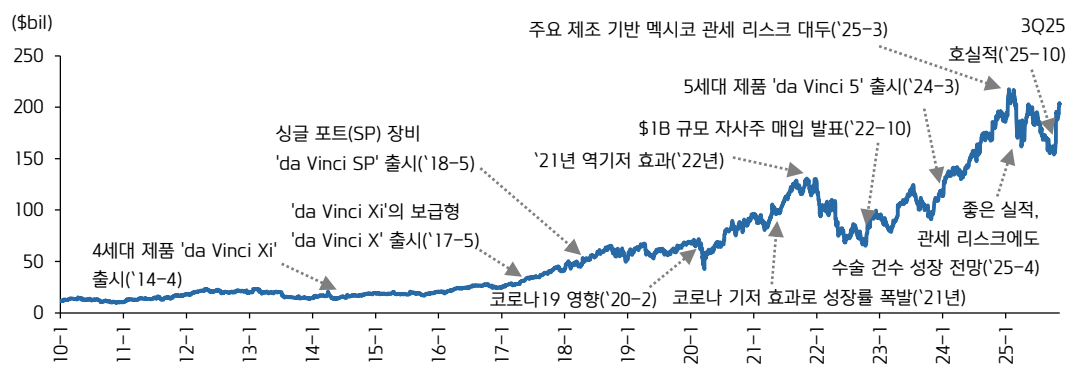
자료: 각 사, Bloomberg, sec.gov, 키움증권 리서치센터

III. 해외 의료 장비사들의 성공한 시장 독점 사례

>>> Intuitive Surgical: 복강경 로봇하면 'da Vinci'

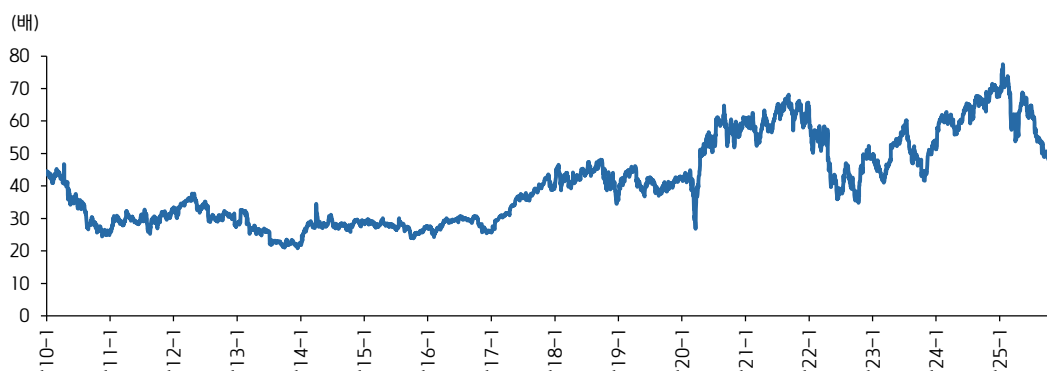
Intuitive Surgical은 1995년 법인이 설립되어 복강경 수술 로봇을 판매하고, 수술에 필요한 소모품 등을 통해 꾸준한 매출과 높은 수익성을 기록하고 있는 업체다. '24년 연간 매출액 \$8.3B(약 12.1조 원; YoY +17.2%), 11/12일 기준 시가총액 \$202.9B(약 298.1조 원), 25E PER 66.3배, 26E PER 59.2배를 기록하고 있다. 전 세계 복강경 수술 시장의 65%를 차지할 정도로 압도적인 지위를 자랑하고 있다. 시장을 장악한 능력 덕분에 앞으로도 꾸준한 매출 성장세가 예상되고 있고, 이에 따라서 밸류에이션 지표도 높게 평가받고 있는 상황이다.

Intuitive Surgical 시가총액 추이 분석



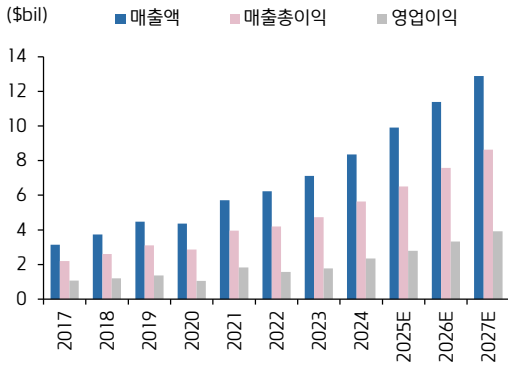
자료: Intuitive Surgical, Bloomberg, 언론보도, 키움증권 리서치센터

Intuitive Surgical 12개월 선행 PER

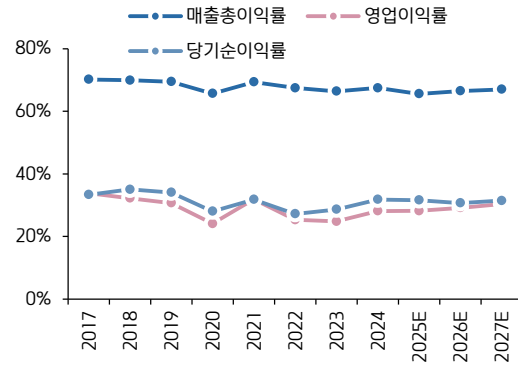


자료: Intuitive Surgical, Bloomberg, 언론보도, 키움증권 리서치센터

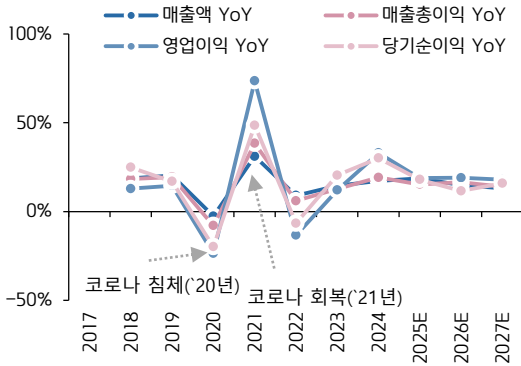
Intuitive Surgical 연간 실적 추이 및 전망



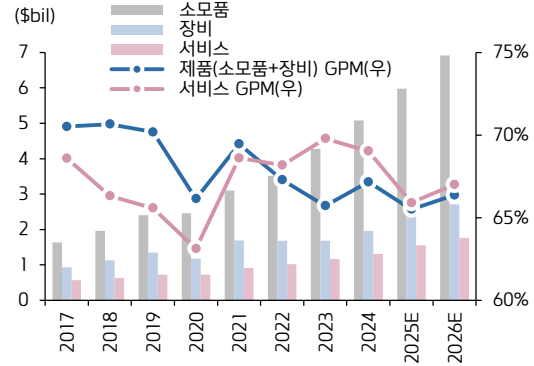
Intuitive Surgical 연간 수익성 지표 추이



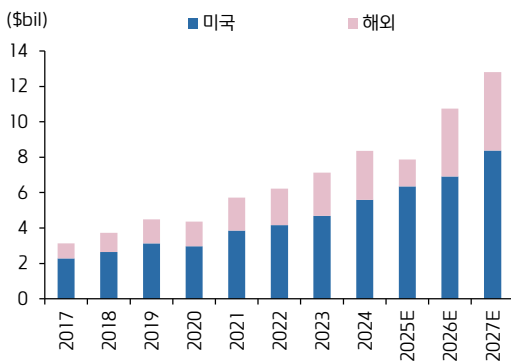
Intuitive Surgical 연간 성장성 지표 추이



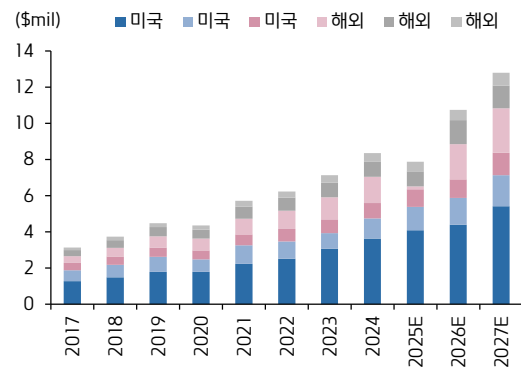
Intuitive Surgical 연간 사업부별 실적 분류



Intuitive Surgical 연간 지역별 매출액 추이, 전망



Intuitive Surgical 연간 지역별 사업부 매출



복강경 수술 로봇 'da Vinci 5' 장비 사진



자료: Intuitive Surgical, 키움증권 리서치센터

'da Vinci'를 활용 중인 의사의 모습



자료: MedStar Health, 키움증권 리서치센터

우리 인류의 장기는 모두 가슴과 배 아래에 있어 해당 부위의 수술을 하기 위해서는 매스로 배를 열어 장기를 드러낸 채로 진행하는 개복 수술이 필요했다. 장기가 보이지 않는 상태에서 수술을 할 수는 없기 때문이다. 다만 개복 수술은 절개 부위가 크기 때문에 환자가 원래 몸 상태로 회복하기까지 시간이 너무 오래 걸리고, 테이블 데스(수술 도중 환자 사망)의 위험성도 높다는 치명적인 단점이 있다.

이후 기술이 발전하고 1987년 프랑스에서 담낭을 절제하는 수술을 복강경으로 진행하는 것을 시작으로 복강경 수술의 개념이 정립되기 시작했다. 2000년에는 동사가 'da Vinci' 수술 로봇을 개발하여 1세대 제품을 출시하였다. 수술 부위가 미세하여 정밀한 손놀림이 필요한 비뇨의학과 수술부터 빠르게 적용되기 시작했다. 뒤이어 '06년, '09년, '14년, '17년, '18년, '24년에 차세대 수술 로봇 제품을 출시하며 빠르게 제품 사양을 개선했다. 최근에 나온 5세대 'da Vinci 5'는 AI와 디지털 기능 강화, 원격 수술 기능 지원 시작, 포스 피드백 진동('플레이스테이션5'의 '듀얼 센스'와 비슷한 기능) 추가 등 최첨단 장비의 조건들을 모두 갖춘 상태로 판매되고 있다.

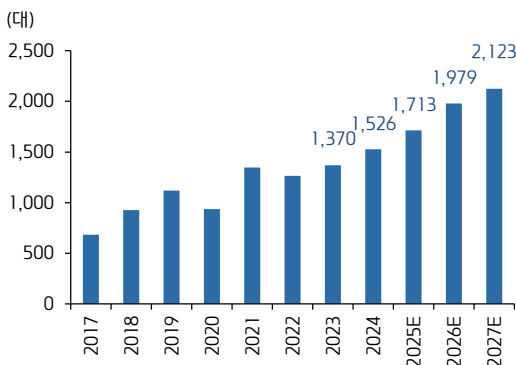
경쟁사로는 Medtronic 'Hugo', CMR Surgical의 'Versius', Asensus Surgical의 'Senhance', Johnson & Johnson(JNJ)의 'Ottava', 리브스메드의 'ArtiSential' 등이 있다.

복강경 수술 로봇 'da Vinci' 시리즈 주요 내용

제품명	FDA 허가 시기	시장 출시 시기	특징
'da Vinci Standard'	'00-07	'00-07	1 세대 제품, 3D HD 화질, 3-arm(수술 로봇 팔 3 개)
'da Vinci S'	'06-03	'06-03	2 세대 제품, 얇아진 로봇 팔, 새로운 UI 적용, 시야 개선
'da Vinci Si'	'09-04	'09-04	3 세대 제품, 향상된 3D HD 비전, 다중 콘솔 지원
'da Vinci Xi'	'14-04	'14-04	4 세대 제품, 슬림한 장비와 유연한 도킹 기술
'da Vinci X'	'17-05	'17-05	da Vinci Xi'의 합리적 가격의 보급형 제품
'da Vinci SP'	'18-05	'18-05	SP(Single Port) 시스템
'da Vinci 5'	'24-03	'24-03	5 세대 제품, AI 및 디지털 기능 강화, 포스 피드백 진동 기능 추가

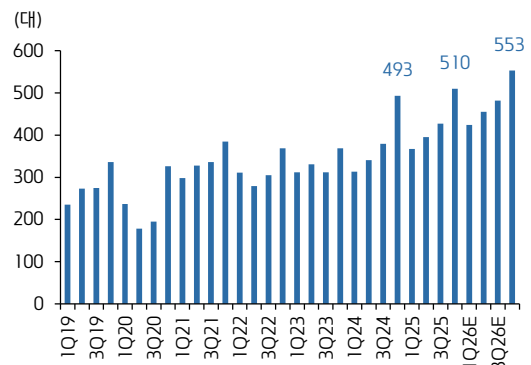
자료: Intuitive Surgical, 키움증권 리서치센터

연간 'da Vinci' 수술 로봇 판매 대수 추이



주) 전망치는 Bloomberg Consensus
자료: Bloomberg, Intuitive Surgical, 키움증권 리서치센터

분기 'da Vinci' 수술 로봇 판매 추이



주) 전망치는 Bloomberg Consensus
자료: Bloomberg, Intuitive Surgical, 키움증권 리서치센터

복강경 수술 로봇 경쟁 제품 상황

회사	국가	제품명	미국 출시일
Intuitive Surgical	미국	da Vinci	2000-07-01
Medtronic	미국	Hugo RAS	임상 중
CMR Surgical	영국	Versius	2024-10-11
Asensus Surgical	미국	Senhance	2017-10-13
Johnson & Johnson(JNJ)	미국	OTTAVA	임상 중
리브스메드	한국	ArtiSential	2020-02-13

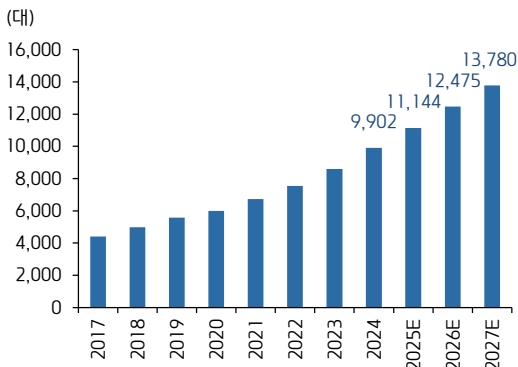
자료: 각 사, 식품의약품안전처, FDA, 키움증권 리서치센터

헬스케어 분야에서는 많은 적용 사례 자체가 하나의 진입 장벽이 된다. 일반 기술 분야는 신기술이 높은 확률로 이전 세대 기술보다 좋다고 인식된다. 예를 들면, iPhone 16보다 iPhone 17을 구매하고 싶은 것과 비슷하다. 하지만 임상 현장에서는 이야기가 다르다. 새로운 기술이라는 사실은 오히려 임상적 근거가 충분하지 않다는 약점으로 해석될 수 있다. 이는 사람의 생명이 달려있기에 의사 결정이 보수적일 수밖에 없는 의료진 또는 병원 등 고객들에게 기술을 도입하는 데에 큰 걸림돌이 된다. 이미 기존 치료법으로도 많은 환자들을 살려내고 병세를 개선시킬 수 있는데, 추가 비용과 리스크를 부담하면서 신의료기술을 받아들일 필요성이 적기 때문이다. 그렇기에 헬스케어의 어느 분야에서 경쟁사 대비 적용 사례를 많이 가지고 있다는 것은 후발주자들과 큰 격차를 가지고 있는 셈이다.

동사는 3Q25 기준 복강경 수술 로봇 'da Vinci'를 누적 10,763대 판매하였고, 기관지경 수술 로봇 'Ion'을 954대 판매하였다. 3Q25에는 'da Vinci'를 활용한 수술 건수가 전 세계적으로 797,000건(YoY +19.0%, QoQ +2.8%) 진행되었다. '17년부터의 수술 로봇 활용 건수는 누적 15,128,000건으로 타의 추종을 불허한다. 3Q21 이후로 수술 건수가 꾸준히 QoQ 증가세가 이어지고 있어 전 세계에서 동사의 로봇 수술 활용이 견조함을 살펴볼 수 있다.

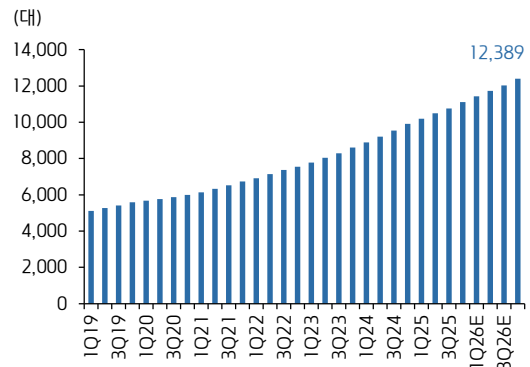
장비 1대당 가격이 20억 원 이상이기에 장비 외의 수술에 활용되는 바늘, 케이블 등의 소모품 매출액이 꾸준히 발생하는 것이 중요하다. 실제로 동사는 이미 장비의 시장 침투기를 지나 성숙기를 맞이하면서 3Q25 장비 매출액 \$590.4M(약 8,550억 원; YoY +2.7%; 매출 비중 23.6%)을 기록했다. 대신 소모품 매출액 \$1,518.8M(약 2.2조 원; YoY +3.0%; 매출 비중 60.6%)을 발생시키며 장비보다 높은 마진의 소모품 매출 비중이 커져 매출총이익률 66.4%, 영업이익률 30.3%의 고수익률을 유지하고 있다.

연간 'da Vinci' 수술 로봇 누적 판매 대수 추이



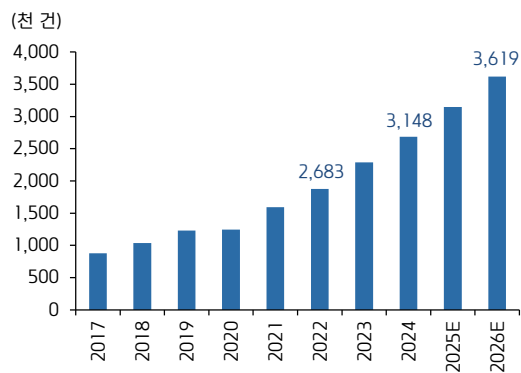
주) 전망치는 Bloomberg Consensus
자료: Bloomberg, Intuitive Surgical, 키움증권 리서치센터

분기 'da Vinci' 수술 로봇 누적 판매 대수



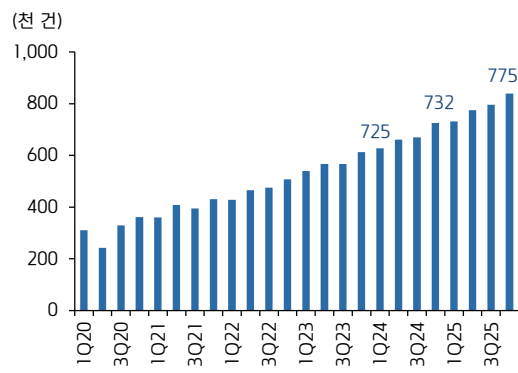
주) 전망치는 Bloomberg Consensus
자료: Bloomberg, Intuitive Surgical, 키움증권 리서치센터

연간 'da Vinci' 활용 수술 건수 추이



주) 전망치는 Bloomberg Consensus
자료: Bloomberg, Intuitive Surgical, 키움증권 리서치센터

분기 'da Vinci' 활용 수술 건수 추이



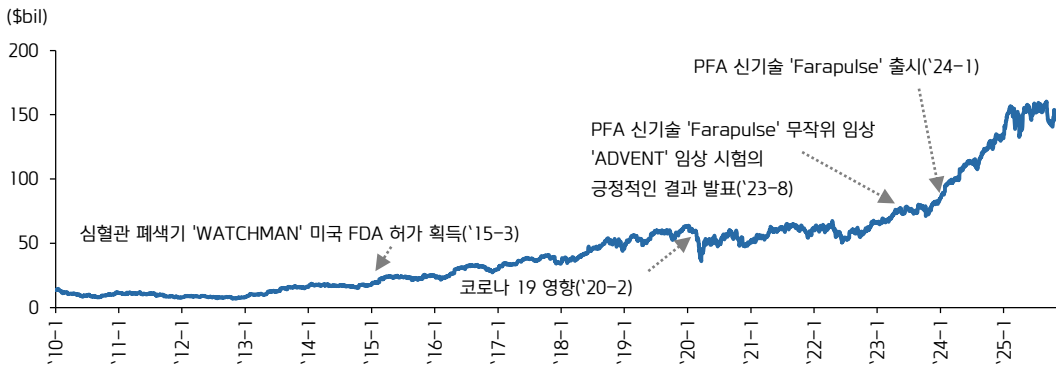
주) 전망치는 Bloomberg Consensus
자료: Bloomberg, Intuitive Surgical, 키움증권 리서치센터

>>> Boston Scientific: 'Farapulse'로 시장 패러다임 뒤집기

Boston Scientific은 1979년에 법인이 설립되고 최소 침습 치료 기술, 혈관 및 비혈관 스텐트, 전기생리학 수술, 소화기계, 비뇨의학과 등 여러 분야의 의료기기를 개발하고 판매하는 업체다. '24년 연간 매출액 \$16.7B(약 24.3조 원; YoY +17.6%), 11/12일 기준 시가총액 \$154.4B(약 226.8조 원), 25E PER 34.3배, 26E PER 30.0배를 기록하고 있다. 전 세계 100개국 이상에 다양한 적응증의 의료기기를 판매하고 있어 광범위한 유통망과 제품 포트폴리오를 갖추고 있다.

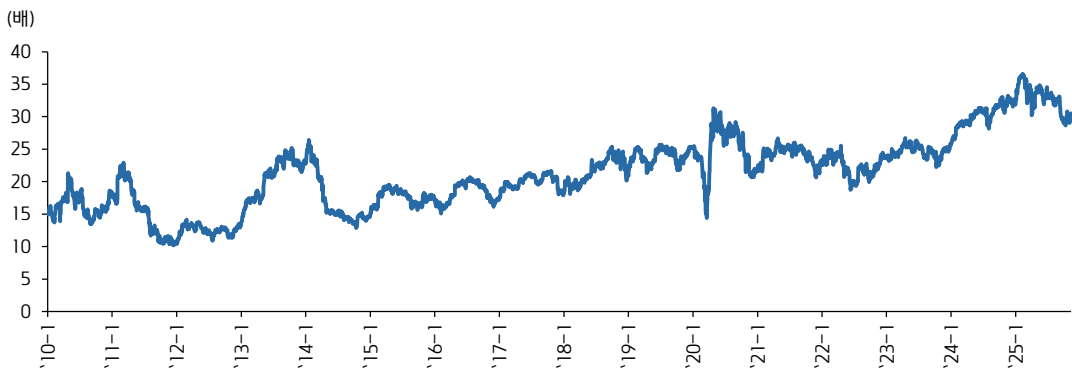
여러 사업부가 균등하게 매출 비중을 가지고 있고 사업부별 성장률도 모두 YoY +10% 이상씩 성장하며 순항하고 있다. 동사의 'Farapulse'는 전기 신호가 정상적이지 않아 발생하는 부정맥의 일환인 심방세동을 치료하기 위한 펄스장 절제술(PFA; Pulse Field Ablation) 제품이다. 해당 시장을 근본적으로 바꿀 정도로 뛰어난 혁신성을 통해 동사의 전기생리학(EP; electrophysiology) 사업부 매출액 증대를 주도하고 있다. 3Q25 EP 사업부 매출액은 \$865M(약 1.3조 원; YoY +64.2%)을 기록했다. 미국에서는 \$607M(약 8,794억 원; YoY +65.8%), 미국 외 지역에서는 \$258M(약 3,737억 원, YoY +60.7%)의 매출액을 기록하며 모든 지역에서 성장세가 가파르게 나타나는 중이다.

Boston Scientific 시가총액 추이 분석



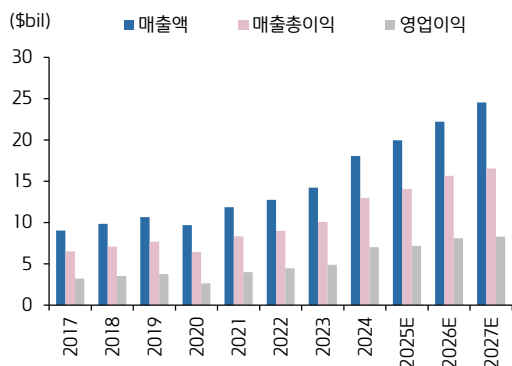
자료: Boston Scientific, Bloomberg, 언론보도, 키움증권 리서치센터

Boston Scientific 12개월 선행 PER



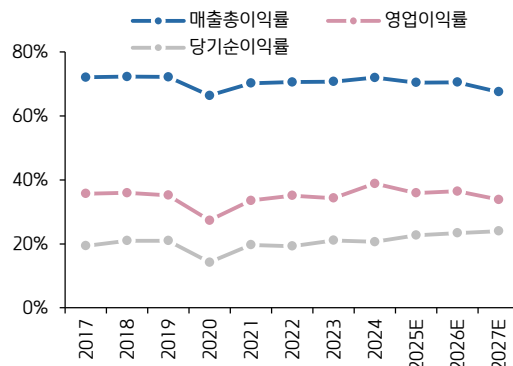
자료: Boston Scientific, Bloomberg, 언론보도, 키움증권 리서치센터

Boston Scientific 연간 실적 추이 및 전망



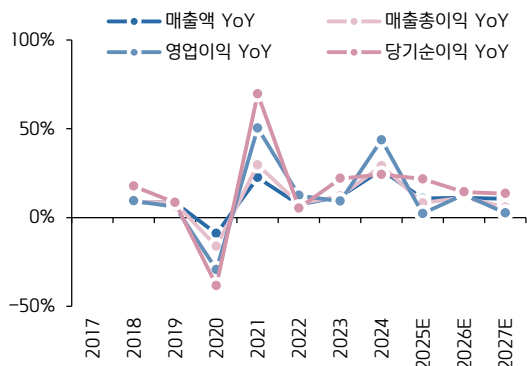
주) 전망치는 Bloomberg Consensus
자료: Bloomberg, Boston Scientific, 키움증권 리서치센터

Boston Scientific 연간 수익성 지표 추이



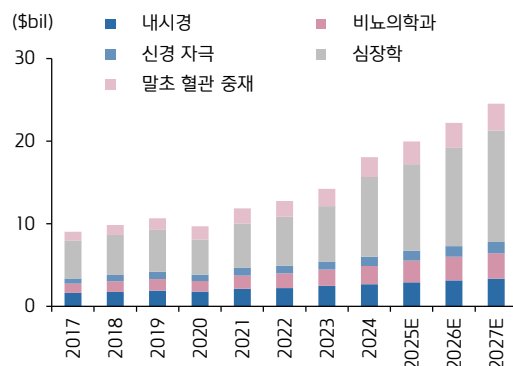
주) 전망치는 Bloomberg Consensus
자료: Bloomberg, Boston Scientific, 키움증권 리서치센터

Boston Scientific 연간 성장성 지표 추이



주) 전망치는 Bloomberg Consensus
자료: Bloomberg, Boston Scientific, 키움증권 리서치센터

Boston Scientific 연간 사업부별 실적 분류



주) 전망치는 Bloomberg Consensus
자료: Bloomberg, Boston Scientific, 키움증권 리서치센터

PFA는 원래 고주파 에너지나 아주 낮은 온도(냉각)를 활용하여 세포를 죽이고 조직을 절제하는 수술이었다. 결국은 온도의 차이를 통해 열 에너지로써 해당 세포의 괴사를 유도하거나 직접 파괴하는 기전인데, 이러한 이유로 수술을 의도하지 않은 인접 조직이 파괴될 가능성도 있다. 또한 냉각 방식의 경우 조직이 해동되면서 어느 부위까지 세포가 손상될지 정확하게 예측하기 어려워 부작용이 상대적으로 커질 수 있다.

대신 'Farapulse'는 전기장을 활용하기에 열 에너지를 활용할 필요가 없다. 높은 전압의 전기 펄스를 흘려보내 세포막의 인지질층 단백질에 미세한 구멍을 낸다. 세포막을 형성하는 공간에 물리적 통로가 생기고, 세포 안팎의 이온 균형이 무너져 세포가 사라지는 과정을 거친다. 이 과정에서 열이 거의 발생하지 않아 해동 및 인접 조직 손상 리스크가 줄어든다는 장점이 있다. 이에 더해 심장 근육 세포(cardiomyocyte)들은 펄스장에 대한 전기 민감성이 높지만 다른 식도, 혈관 등 섬유 조직(fibrous tissue)들은 저항성이 높아 애초에 세포막에 구멍 자체가 잘 나지 않는다. 결국 원하는 세포만을 선택적으로 건드려서 파괴할 수 있다는 근본적인 장점이 에너지원의 차이로부터 생긴다.

동사는 '14년 1월에 Farapulse사에 투자하여 지분 27%를 보유하며 PFA 기술에 관심을 드러내기 시작했다. 개발사명과 동일한 제품 'Farapulse'는 '19년 5월 미국 FDA BDD(혁신 의료기기 지정)을 획득했고, '20년 9월에 동사가 Farapulse사에 추가 투자 및 인수 옵션 계약을 체결하며 그 혁신성을 크게 인정받았다. '21년 1월 유럽 CE 인증 획득, '21년 3월 미국 'ADVENT' 임상 시험(n=607) 개시 이후에 결국 '21년 6월에 동사가 인수 옵션을 발동하며 \$387M(약 4,480억 원) 규모로 나머지 73%의 지분을 인수했다. 성공적인 임상 시험 후 '24년 1월 미국 FDA 허가를 획득하고 바로 상업화 출시를 진행했다. '25년 10월 말 기준 'Farapulse' 출시 2년이 지나지 않은 채로 50만 명 이상의 환자를 치료해 빠르게 실제 사용 데이터를 확보하고 있다.

Boston Scientific의 PFA(펄스장 절제술) 신기술 'Farapulse' 개발 내용

시기	내용
2014-01	Farapulse 사 투자, 지분 27% 보유
2019-05	미국 FDA BDD 획득
2020-09	Boston Scientific 의 Farapulse 추가 투자 및 인수 옵션 계약 체결
2021-01	유럽 CE 인증 획득
2021-03	미국 'ADVENT' 임상 시험(n=607) 개시
2021-06	Farapulse 사 인수 옵션 발동, \$387M 규모로 나머지 73% 지분 인수
2024-01	미국 FDA 허가 획득, 상업화 출시
2024-12	13만 명 이상의 환자 치료 성공
2025-10	50만 명 이상의 환자 치료 성공

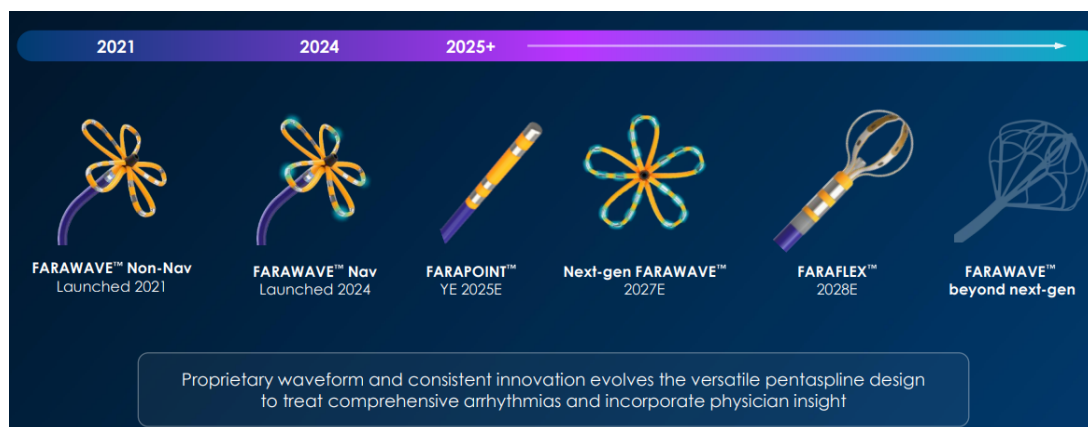
자료: Boston Scientific, FDA, 언론보도, 키움증권 리서치센터

Boston Scientific 전기 생리학(EP; electrophysiology) 사업부 제품 확장 타임라인



자료: Boston Scientific

'Farapulse' 제품 개발 타임라인



자료: Boston Scientific



기업분석

토모큐브
(475960) Buy(Initiate)/목표주가 70,000원
친해지면 좋을 토모다치(ともだち)

온코닉테라퓨틱스
(476060) Buy(Initiate)/목표주가 19,000원
1단 추진 로켓 대활약, 2단 준비

아스테라시스
(450950) Buy(Initiate)/목표주가 19,000원
EBD 업체의 위력, 마진 상승 중

프로티나
(468530) Not Rated
역사적으로 홀러가듯 가, AI에 기여하라

고영
(098460) Not Rated
실적은 본업이, 주가는 수술 로봇이



Buy(Initiate)

목표주가 70,000원

주가(11/13) 40,250원

의료기기 Analyst 신민수

alstn0527@kiwoom.com

동사는 홀로토포그래피(HT) 기반 광학 현미경을 개발하여 바이오, 비바이오(산업용) 전방 시장을 노리고 있다. 3Q25 'HT-X1 Plus' 장비 판매가 미국과 유럽에서 원활히 진행 중이다. 현지 법인 설립으로 직판 체제로의 전환이 이뤄지며 확보 가능한 마진도 높아지고 있다. 이에 더해 상대적으로 낮은 가격대로 국내와 아시아 연구용 시장을 노리는 'HT-X1 mini'도 빠르게 전사 실적 성장을 주도할 전망이다. 투자의견 매수, 목표주가 7.0만 원을 제시하며 기업에 대한 커버리지를 개시한다.

Stock Data

KOSDAQ (11/13)		918.37pt
시가총액		5,362억 원
52주 주가동향	최고가	최저가
	52,500 원	10,530원
최고/최저가 대비 등락	-23.3%	282.2%
주가수익률	절대	상대
	1M	-13.6%
	6M	50.7%
	1Y	208.4%
		131.6%

Company Data

발행주식수	13,322 천주
일평균 거래량(3M)	393천주
외국인 지분율	3.4%
배당수익률(25E)	0.0%
BPS(25E)	2,928원
주요 주주	박용근 외 1인
	19.2%

Price Trend



친해지면 좋을 토모다치(ともだち)

>>> 미국과 유럽으로 잘 나가요

3Q25 실적은 매출액 41억(YoY +94.0%, QoQ +29.7%), 영업이익 -3억(YoY 적지, QoQ 적지, 영업이익률 -8.1%)으로 추정한다. 2Q25에 이어 3Q25에도 'HT-X1 Plus' 장비 판매가 원활히 이뤄졌다. 국내보다 상대적으로 예산이 여유로운 미국과 유럽 고객들의 구매가 이어지는 중이다. 미국에서는 '25년 초, 유럽에서는 '25년 6월부터 현지 법인을 통한 직판 전환도 성공적으로 진행 중이기에 **확보할 수 있는 마진이 높아지고 있다**. 이에 더해 상대적으로 낮은 가격대로 국내와 아시아 연구용 시장을 노리는 'HT-X1 mini'도 빠르게 각 연구실들에 판매되며 전사 실적 성장을 주도할 것으로 전망한다.

>>> 다가오는 오가노이드 시대, 진짜예요

'22년, 동물 실험 의무 방안 완화와 대체 시험을 허용하고자 하는 FDAMA(FDA Modernization Act) 2.0 법안이 발표되었다. '24년에는 법률안 개정으로써 실제로 전임상 패러다임을 바꾸겠다는 FDAMA 3.0이 발의되어 '25년 현재 미국 양원에서 논의되고 있다. '25년 4월에는 관련 가이드라인이 배포되며 말뿐인 변화가 아님을 체감할 수 있었다.

동물 실험 대체안 중 시장성이 크고 여러 글로벌 빅파마들이 관심을 보이는 오가노이드 분야에서 동사의 HT 현미경 장비가 특징점을 드러낼 수 있다. 3D 형태로, **살아있는 세포를, 형광 염색 없이, 오래도록 관찰하고, 두꺼운 오가노이드도 분석할 수 있는 장비는 동사를 제외하고는 사실상 없다**.

>>> 투자의견 매수, 목표주가 7.0만 원 제시

'28년 EPS 전망치 2,579원을 동사 WACC 5.3%로 현재화한 2,209원에 목표 PER 30배를 적용한 목표주가 70,000원을 제시한다. 이에 투자의견 '매수'로 기업에 대한 커버리지를 개시한다.

(십억 원, IFRS 연결)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	3.7	5.9	13.1	23.8	46.5
영업이익	-6.7	-8.8	-4.2	1.2	13.9
EBITDA	-5.6	-7.5	-3.1	1.9	14.3
세전이익	-23.6	-8.3	-3.8	1.5	14.3
순이익	-23.6	-8.3	-3.8	1.5	11.4
지배주주지분순이익	-23.6	-8.3	-3.8	1.5	11.4
EPS(원)	-3,137	-753	-295	118	876
증감률(% YoY)	NA	적지	적지	흑전	639.4
PER(배)	N/A	N/A	N/A	338.9	45.8
PBR(배)	N/A	4.77	13.71	13.16	10.22
EV/EBITDA(배)	N/A	N/A	N/A	269.5	35.0
영업이익률(%)	-181.1	-149.2	-32.1	5.0	29.9
ROE(%)	-133.0	-27.8	-9.6	4.0	25.1
순차입금비용(%)	-63.3	-84.8	-81.2	-74.1	-64.5

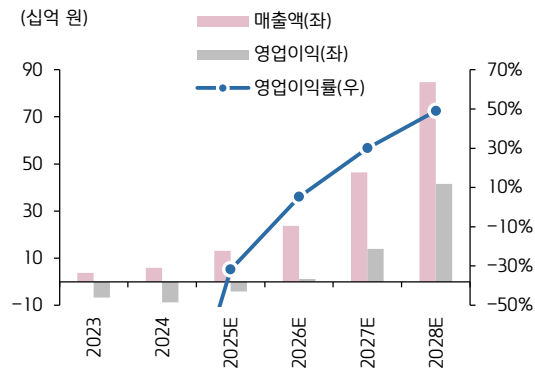
자료: 키움증권 리서치센터

토모큐브 실적 추이 및 전망 표

(단위: 십억 원)	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025E	2026E	2027E
매출액	0.7	3.1	4.1	5.3	3.3	4.3	5.3	10.9	13.1	23.8	46.5
YoY	-46%	82.8%	94.0%	479%	400%	37.0%	30.8%	106%	121%	80.7%	95.7%
국내	0.0	1.0	1.3	1.7	0.9	1.3	1.4	1.7	3.9	5.3	14.6
해외	0.6	2.2	2.8	3.6	2.4	3.1	3.9	9.2	9.2	18.5	31.8
아시아	0.2	0.7	0.4	0.4	0.7	0.8	1.1	1.3	1.6	3.9	11.2
유럽	0.1	0.1	0.9	1.3	0.7	1.0	1.4	6.2	2.4	9.4	12.3
북중미	0.4	1.4	1.5	1.9	0.9	1.3	1.4	1.6	5.2	5.2	8.3
매출원가	0.3	1.0	1.1	1.4	0.9	1.1	1.4	2.8	3.8	6.2	12.2
매출원가율	50.2%	31.7%	27.0%	26.7%	26.4%	26.2%	26.0%	25.8%	29.2%	26.0%	26.2%
매출총이익	0.3	2.1	3.0	3.9	2.4	3.2	3.9	8.1	9.3	17.6	34.3
매출총이익률	49.8%	68.3%	73.0%	73.3%	73.6%	73.8%	74.0%	74.2%	70.8%	74.0%	73.8%
판매비와 관리비	3.3	3.3	3.3	3.6	4.1	4.2	4.0	4.1	13.5	16.4	20.4
판매비율	511%	104%	81.1%	67.9%	124%	96.9%	75.2%	37.7%	102%	68.9%	43.8%
영업이익	-3.0	-1.1	-0.3	0.3	-1.7	-1.0	-0.1	4.0	-4.2	1.2	13.9
YoY	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	적지	흑전	적지	흑전	1039%
영업이익률	-461%	-36%	-8.1%	5.4%	-51%	-23%	-1.2%	36.5%	-32%	5.1%	30.0%
당기순이익	-2.8	-1.1	-0.3	0.3	-1.6	-0.9	0.0	4.0	-3.8	1.5	11.4
YoY	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	흑전	흑전	적지	흑전	639%
당기순이익률	-427%	-36%	-6.7%	6.5%	-49%	-21%	0.3%	37.2%	-29%	6.5%	24.6%

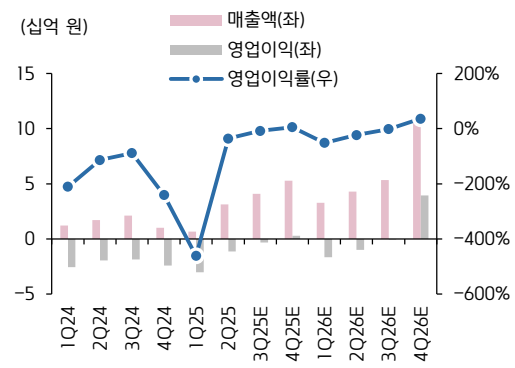
자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

토모큐브 연간 실적 추이 및 전망



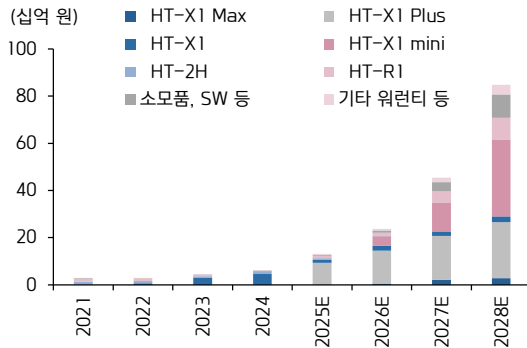
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

토모큐브 분기 실적 추이 및 전망



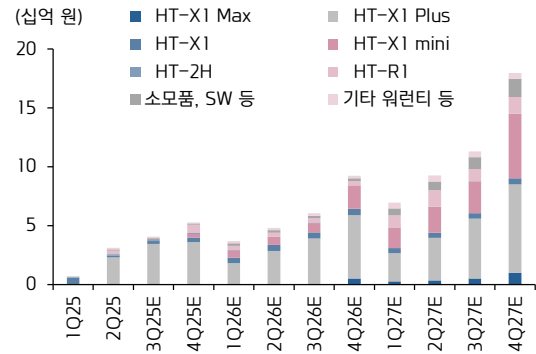
자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

토모큐브 연간 사업부별 매출액 추이 및 전망



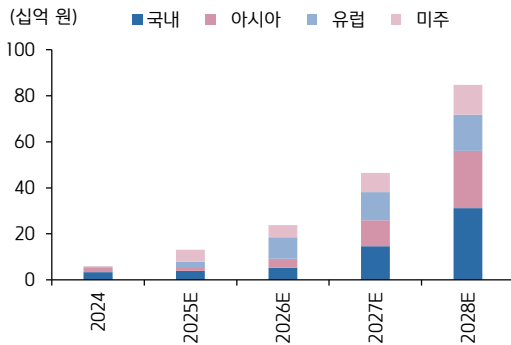
자료: 전자공시, 토모큐브, 키움증권 리서치센터

토모큐브 분기 사업부별 매출액 추이 및 전망



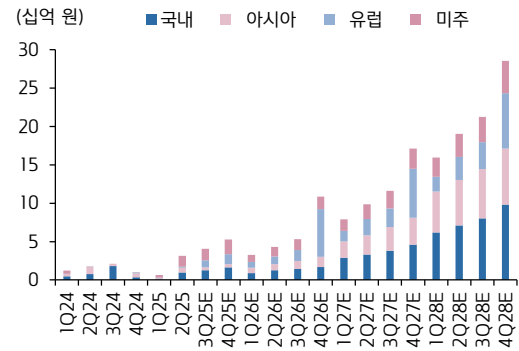
자료: 전자공시, 토모큐브, 키움증권 리서치센터

토모큐브 연간 지역별 매출액 추이 및 전망



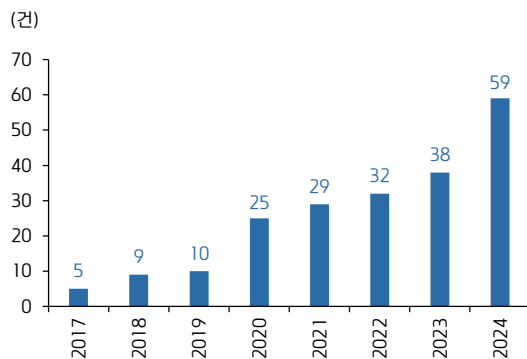
자료: 전자공시, 토모큐브, 키움증권 리서치센터

토모큐브 분기 지역별 매출액 추이 및 전망



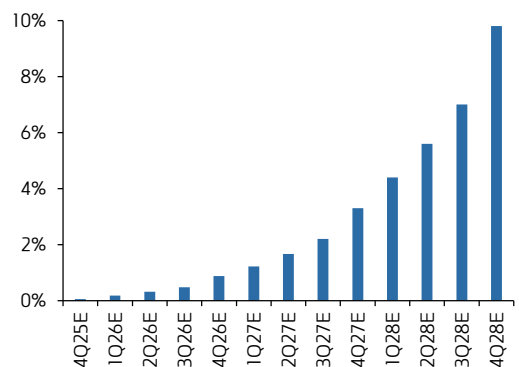
자료: 전자공시, 토모큐브, 키움증권 리서치센터

토모큐브 제품 사용 학술 논문 게재 건수 추이



자료: 토모큐브, 키움증권 리서치센터

HT-X1 mini 국내 연구용 시장 침투율 추이



주) 상급종합병원, 의과대학, 생명과학대학, 기초 과학 연구소, 생명 공학 연구소, 산업체, 제약사, 바이오텍 등 실험실 합산 5,000개소 기준
자료: 키움증권 리서치센터

>>> 오가노이드가 중요해지는 이유

1938년부터 시작된 동물 실험

의약품은 원하는 질병 단백질을 죽일 수 있고, 적정 용량만을 투여하면 그것은 독극물이 아니라 치료제가 된다. 하지만 결국은 체내에서 합성되지 않는 외부 물질이고, 독성으로 인식되어 몸이 반응한다. 사람에게 비가역적인 해를 입힐 수 있기에 후보물질 발굴부터 전임상, 3 번의 본 임상, 시판 후 검증 등 까다로운 조건을 거쳐야 신약은 세상에 모습을 드러낼 수 있다.

그렇다면 어떻게 사람에게 제대로 된 의약품이라고 입증되기 이전에 그 효능과 안전성을 검증해볼 수 있을까? 아무리 병세가 악화되어 어떠한 조치라도 원하는 환자일지라도 임의의 의약품을 투여하여 임상 시험을 해볼 수 없다. 그렇기에 사람과 비슷한 조건을 가진 동물에게 실험을 하는 것이 기본적인 의약품 개발 과정의 조건이었다. 1938 년 미국 FDA(Food and Drug Administration)는 1 상 개시를 위해 전임상 후보 물질의 과학적 안전성을 최초로 동물 모델 결과로써 입증해야 한다고 정해두었다(preclinical test including tests on animals; FFDCA 505 조 (i)항에서). 이 동물 실험이라는 장치는 **무려 87 년이나 지난 지금까지도 모든 의약품의 첫 관문이 되어왔다.**

대부분 설치류, 그 중에서도 쥐를 동물 실험 모델로 많이 사용하고 있다. 이유는 여러 가지가 있다.

- 1) **짧은 수명:** 수명이 짧아 약물 투여 ▶ 실제 사망까지 추적 관찰하기 편리하다.
- 2) **경제성:** 뛰어난 생식성으로 개체 수를 늘리는 데에 많은 비용이 들어가지 않는다.
- 3) **쉬운 유전적 변형 가능성:** 특정 단백질 변이가 발생한 사람처럼 쥐를 비슷하게 만들 수 있다.
- 4) **사람과의 유사성:** 보유한 유전자의 80~99%가 사람과 유사하여 형질을 흉내낼 수 있다.

쥐 동물 실험 모델을 많이 사용하던 이유

분류	내용
짧은 수명	수명이 짧아 약물 투여에서 실제 사망까지 추적 관찰하기 편리함
경제성	뛰어난 생식성으로 개체 수를 늘리는 데에 비용이 적게 들어감
유전적 변형	특정 단백질 변이가 발생한 사람처럼 쥐를 비슷하게 만들기 쉬움
유사성	사람과 유전자의 80~99%가 비슷하여 형질을 흉내낼 수 있음

자료: NIH, 키움증권 리서치센터

하지만 혈류(blood-flow rate), 조직 특이성(tissue specificity), 장기 크기(organ size), 비보존 바이오 과정(nonconserved biological process)들의 차이로 **결국 사람과 쥐는 다르다.** 약이 흡수되고 대사되어서 어떻게 분해되는지를 확인할 수 있는 ADME(Absorption, Distribution, Metabolism, Excretion) 과정이 상이하다. 사람의 체내에서 발생하는 복잡한 과정을 **쥐 동물 실험으로는 정확하게 시뮬레이션 할 수 없다**는 뜻이다.

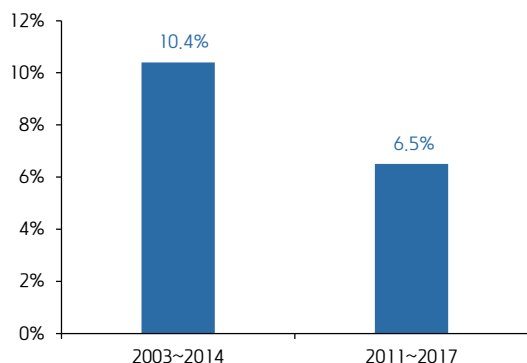
향후 모든 임상 시험의 기초 과정이 바뀐다

사람에게 인권이 있는 것처럼 동물에게도 동물권이 있다는 주장들이 제기되기 시작하며 동물 실험을 대체해야 한다는 여론이 커지기 시작했다. 의약품에 비해 상대적으로 효능과 안전성 검증이 덜 중요하고, 소비자 트렌드에 민감한 화장품 업계에서는 **‘비건 화장품’**이라는 카테고리를 만들어서 마케팅 전략을 이미 활발하게 실행하고 있다. **‘비건 화장품’은 동물성 원료도 전혀 사용하지 않고, 동물 실험도 거치지 않은 제품들을 의미한다.**

단순히 이런 주장들에 의해서 동물 실험이 폐지되어야 한다는 것은 아니다. 실제로 통계상으로도 동물 실험을 대체할 수 있는 방안을 고려해야 할 필요가 있다. **2003~2014년에는 전임상에서 1상으로 전환된 비율이 10.4%에 불과했다.** 시간이 더 지난 **2011~2017년에는 6.5% 수준으로 더 낮아졌다.** 생명과학 기술은 날이 갈수록 발전하고 있는데 전임상에서 유능한 후보물질을 가려내는 것은 그러한 추세가 보이지 않는다. 이러한 비동조화 현상은 **동물 실험이 필수적이지만 최고의 방법은 아니라는 증거**이기도 하다.

그래서 FDA가 칼을 빼들었다. **구시대적인 동물 실험 의무 교정을 완화시키고, 사람 기반 대체 방안을 허용한다는 규제 현대화 법안, FDAMA(FDA Modernization Act) 2.0을 발표했다.** '22년 12월 29일에 FDAMA(FDA Modernization Act) 2.0은 의회를 통과했다. 또한, FDA와 NIH(국립보건원)는 **신규 접근법(NAM; New Approach Methodology)**들을 통해 사람의 세포와 조직을 활용한 실험들을 확대하고자 협력 중이다. NAM의 예시로는 유도 만능 줄기 세포(iPSC; induced pluripotent stem cell), 장기 유사체(오가노이드; organoid), 장기 칩(OoC; organs-on-a-chip), 인공지능(AI) 시뮬레이션 등이 있다.

전임상에서 1상으로 전환된 신약 후보물질 비율



자료: NIH, 키움증권 리서치센터

주요 임상 신규 접근법(NAM) 종류

이름	내용
유도 만능 줄기 세포(iPSC)	어떠한 세포로도 분화할 수 있는 줄기 세포
장기 유사체 (오가노이드)	사람의 장기를 따라함
장기 칩(OoC)	칩 위에 오가노이드를 배치하여 실제 장기를 흉내냄
인공지능(AI)	시뮬레이션을 통해 분자 구조 예측, 개량

자료: NIH, 키움증권 리서치센터

우선적으로 동물 실험을 폐지할 modality 는 단일 클론 항체(monoclonal antibody) 분야로 선정되었다. 이후에 시간을 두고 저분자 화합물 등의 화학(chemical) 기반 의약품, 고분자 바이오 의약품 등으로도 확대할 방침을 밝혔다. 많은 의약품 종류 중에서 단일 클론 항체가 최우선 과제로 여겨진 이유는 크게 5 가지다.

- 1) **낮은 효용성**: 동물 면역원성은 사람의 것을 예측할 수 없어 그 효능이 떨어진다.
- 2) **외부 변수 개입**: 실험실 생활에서 동물이 받는 스트레스 등 외부 변수가 전임상 결과를 바꾼다.
- 3) **실패 사례 TGN 1412**: 이 단일 클론 항체 신약 후보 물질은 전임상 영장류(원숭이) 모델에서 안전성을 입증했다. 하지만 본 임상 단계에서 사람에게 투여하자 사이토카인 방출 증후군을 유발시켜 환자의 목숨을 위협한 바 있었다.
- 4) **아쉬운 경제성**: 단일 클론 항체 관련 임상 비용은 최소 6.5 억 달러(약 1 조 원)이 필요하다. 통상적으로 단일 클론 항체 개발에 144 마리의 영장류(NHP: non-human primate)들이 쓰이는데, 1 마리당 5만 달러(약 7,300 만 원)에 달할 정도로 비용이 커지고 있다.
- 5) **오래 걸리는 시간**: 제대로 안전성과 효능을 입증하기 위해서는 9 년의 시간이 필요하다.

단일 클론 항체 동물 실험 폐지 우선시되는 이유

분류	내용
저효율	동물의 면역원성은 사람의 것을 대신할 수 없어 그 효능이 떨어짐
외부 변수	실험실 생활에서 동물이 받는 스트레스 등 외부 변수 가 전임상 결과를 바꿀 여지가 큼
실패 사례 (TGN1412)	해당 파이프라인은 전임상 영장류(원숭이) 모델에서 안전성을 입증했으나 사람에게 투여하자 사이토카인 방출 증후군을 유발하여 환자의 목숨을 위협한 바 있음
고비용	관련 임상 비용 최소 6.5억 달러(약 1조 원) , 통상적으로 단일 클론 항체 개발에 144 마리의 영장류 (NHP: non-human primate)들이 쓰이는데, 1 마리 당 5만 달러(약 7,300 만 원) 에 달할 정도로 비용 커지는 중
시간	제대로 안전성과 효능을 입증하기 위해 9 년의 시간이 필요함

자료: 각 사, 토모큐브, 키움증권 리서치센터

소규모 바이오텍뿐만 아니라 Sanofi, 항서제약처럼 국가를 대표하는 제약사들도 **오가노이드 데이터를 기반으로 IND 를 승인 받아 임상을 진행하는 사례들이 있다.** 후보 물질들의 modality 도 항체에 국한되지 않고 저분자 화합물들도 여러 케이스들이 있다는 사실을 살펴볼 수 있다. 국내 기업에서는 신라젠이 개발 중인 항암제 BAL0891 이 Qureator 의 오가노이드 기반 데이터로 미국 FDA IND 승인을 획득한 바 있다.

좀 더 나아가 AI와의 결합을 통해 1 상 이전의 단계를 모두 NAM 을 활용한 진보적인 경우도 존재한다. AI, 양자 물리학, 로봇틱스 기술 기반 신약 개발사인 XtalPi Holdings 가 6 개월 만에 빠르게 후보 물질을 도출하고, Signet Therapeutics 가 4 년이 채 되기 전에 오가노이드를 통해 전임상 데이터를 입증하여 IND 승인을 획득한 것이다. 일반적으로 전임상 완료까지 5~6 년의 시간이 걸린다는 것을 감안하면 **신약 개발 과정을 33% 단축시킨 것이다.**

오가노이드를 활용하여 임상 IND 승인 받은 사례들

일자	임상 국가	업체	파이프라인	modality	target	적용증	내용
'22-04	글로벌	Sanofi	SAR445088 (riliprubart)	항체 치료제	보체 C1s 저해제	희귀 말초신경질환 (CIDP, MMN)	- 애초에 동물 모델 적용이 어려운 적응증이었음 - Hesperos 사의 HoC(human-on-a-chip)의 효능 데이터가 지원 근거가 되었다고 명확히 밝힘 - 2 상(NCT04658472) 진행된 바 있음, 현재 3 상 중
'23-05	중국	항서제약	HRS-1893	저분자 화합물	마이오신 저해제	심장 질환 (oHCM)	- 심장 근육 OoC 효능 데이터로 중국 IND 승인
'23-12	호주	Inipharma	INI-822	경구용 저분자 화합물	HSD17B13 저해제	NASH	- PhysioMimix 사의 OoC 모델 데이터로 IND 승인 - 현재 1 상(NCT05945537) 진행 중
'24-07	중국	Signet Therapeutics (XtalPi Holdings)	SIGX1094R	경구용 저분자 화합물	FAK/SRC 저해제	미만성 위암, 유방암(TNBC) 등	- 환자 유래 오가노이드 기반 데이터 입증 성공 후 FDA IND 승인 - 현재 베이징 암 병원에서 1 상(NCT06739291) 진행 중 ▶ '25 년 말 2 상 진입 목표 - 241125 FDA 희귀 의약품 지정, 250220 미국 FDA 패스트 트랙 지정 받은 바 있음
'24-07	-	argenx	-	-	-	-	- MIMETAS 사의 OoC 질환 모델 데이터로 IND 신청
'25-10	미국	Qureator (신라젠)	BAL0891	저분자 화합물	TTK/PLK 저해제	유방암(TNBC) 등	- tislelizumab 과의 병용 투여 임상 시험 FDA IND 승인 - 사람 혈관화 3D 오가노이드 데이터로 효능 입증 성공 - NCT05768932 로 1 상 진행 중

자료: 각 사, 토모큐브, 키움증권 리서치센터

FDAMA 3.0 법안 처리 진행 중

FDAMA 2.0 에 이어 실제로 법제화하여 동물 실험을 없애겠다는 내용을 담은 FDAMA 3.0 이 '25 년 2 월 미국 상원에서 제안, '25 년 4 월 미국 하원에서 제안되었다. 해당 발의안과 FDA 사이트를 참고하면 공개한 구체적 로드맵을 살펴볼 수 있다. 아직은 동물 실험이 예외적이지만, 3~5 년 후에는 동물 실험이 기본적인 방식으로 인식할 수 있게끔 큰 전환점을 만들겠다는 것이 FDA 의 장기 목표다. 이를 위해 FDA 와 NIH 가 우선순위를 높게 생각하는 NAM 시험에 자금을 조달하거나, NAM 데이터가 우수한 기업에게는 심사 기간을 단축시켜주는 등 여러 경제적, 비경제적 방안들을 설정하고 있다. 이미 NIH 는 동물 실험만으로 구성된 연구 제안서에는 자금 지원을 중단하는 등의 강도 높은 자본적 조치를 시행하고 있다.

미국 상원에서 처리 중인 FDAMA 3.0

S.355 - FDA Modernization Act 3.0

119th Congress (2025-2026) | [Get alerts](#)

BILL Hide Overview ✕

Sponsor: [Sen. Booker, Cory A. \[D-NJ\]](#) (Introduced 02/03/2025)

Committees: Senate - Health, Education, Labor, and Pensions

Latest Action: Senate - 02/03/2025 Read twice and referred to the Committee on Health, Education, Labor, and Pensions. ([All Actions](#))

Tracker: **Introduced** > Passed Senate > Passed House > To President > Became Law

주) 의안번호 S.355
자료: congress.gov

미국 하원에서 처리 중인 FDAMA 3.0

H.R.2821 - FDA Modernization Act 3.0

119th Congress (2025-2026) | [Get alerts](#)

BILL Hide Overview ✕

Sponsor: [Rep. Carter, Earl L. "Buddy" \[R-GA-1\]](#) (Introduced 04/10/2025)

Committees: House - Energy and Commerce

Committee Meetings: [07/16/25 10:00AM](#) [07/09/25 10:15AM](#)

Latest Action: House - 04/10/2025 Referred to the House Committee on Energy and Commerce. ([All Actions](#))

Tracker: **Introduced** > Passed House > Passed Senate > To President > Became Law

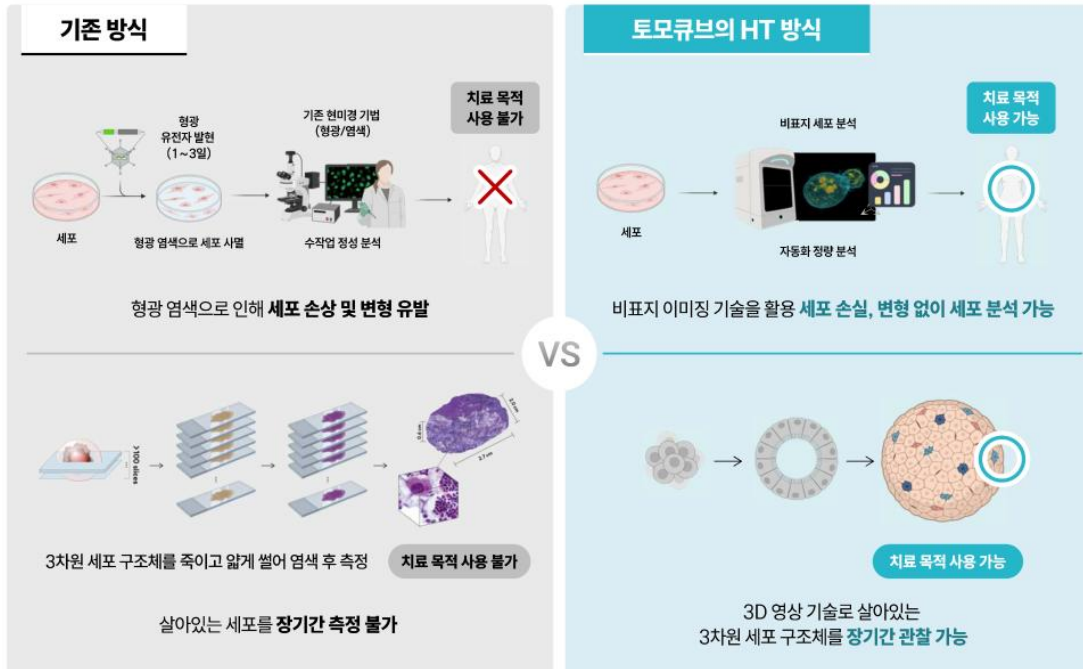
주) 의안번호 H.R.2821
자료: congress.gov

글로벌 빅파마들의 오가노이드 관련 사업 동향

시기	내용
Roche	
2018	organ-no-a-chip 기술 활용한 독성 시험 대체 연구 파트너십
2022	- Hans Clevers 영입 - Institute for Human Biology(IHB) 설립, 오가노이드 활용한 약물 발견 및 개발 목표
2023	Basel 대학교와 인간 질병 모델링, 약물 테스트에 오가노이드 사용 확대
2024	자가 면역 세포 포함 장 오가노이드 개발, Nature 지 논문 발표
2025	오가노이드 atlas, AI 기반 맞춤형 신약 개발 연구 확대
Novartis	
2016	뇌 오가노이드 기술 통한 신경퇴행성 질환 연구
2018	Basel 대학 병원과 심장 오가노이드 개발
2020	- '신장, 대장 등 여러 오가노이드 모델 활용한 질환 연구 및 신약개발 - 오가노이드 기술 표준화 및 자동화 연구 인프라 투자 확대
2022	신장 오가노이드 활용 질환 기전 연구 논문 발표
AstraZeneca	
2020	CELLINK와 3D 바이오프린팅 기술 기반 오가노이드 제작 연구
2022	오가노이드 기술 통한 신약 후보 물질 발굴 시작
2023	폐 오가노이드 활용한 COPD 연구 결과 발표
Merck KGaA	
2021	네덜란드 암 연구소(NKI)와 AI 기반 오가노이드 연구 개발 가속화
2022	BioMed X와 복합 장기 오가노이드 모델 개발 프로젝트
2023	- 'AI 활용 오가노이드 기반 간 질환 연구 - 췌장 20 종, 대장 20 종 오가노이드 상용화
2024	HUB Organoids Holding 인수하며 3D 오가노이드 포트폴리오 강화
2025	imec과 차세대 MPS 플랫폼 공동 개발 위한 전략적 파트너십 체결
Pfizer	
2018	Hubrecht Organoid Technology(HUB)와 협력하여 장 오가노이드 기술 개발
2023	인간 장 오가노이드 분자 및 기능 특성 연구 결과 IBD 지에 논문 발표

자료: 각 사, 토모큐브, 키움증권 리서치센터

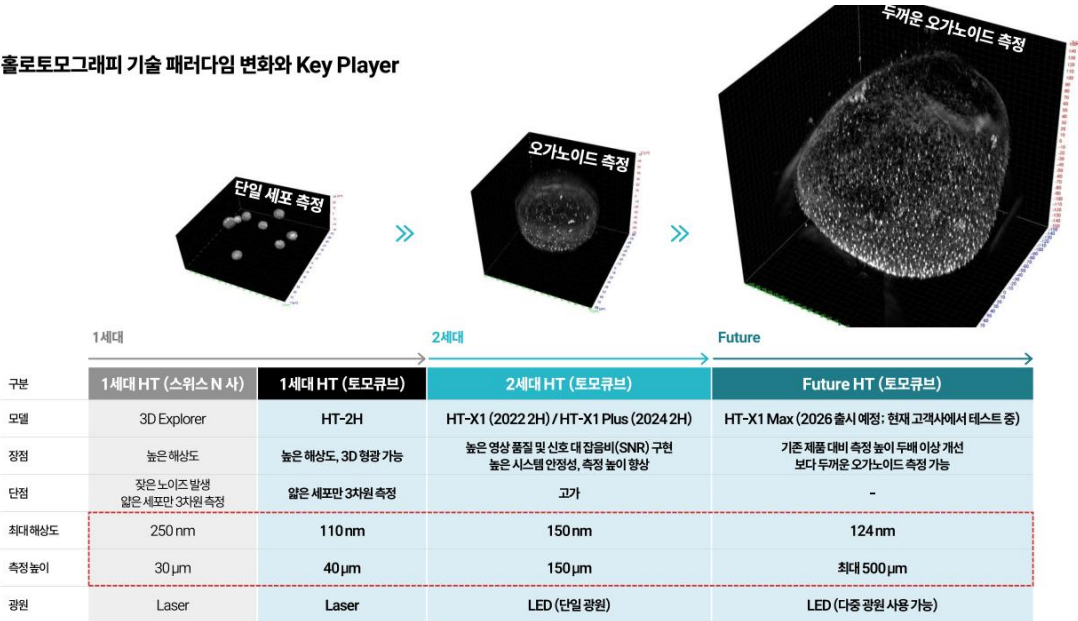
HT(홀로토포그래피) 기술이 세포 분석 과정에서 필요한 이유



자료: 토모큐브

HT(홀로토포그래피) 기술 발전 흐름

홀로토포그래피 기술 패러다임 변화와 Key Player



자료: 토모큐브

토모큐브 기업 주요 연혁

시기	내용
2015-08	법인 설립
2016-04	1 세대 HT 장비 'HT-1H' 개발 완료 및 CE 인증
2017-12	1 세대 HT 장비 'HT-2H' 개발 완료 및 CE 인증
2022-08	2세대 HT 장비 'HT-X1' 개발 완료 및 CE 인증
2023-11	소모품 'HT-Ready 96 Well Plate' 출시
2023-12	AI 기반 전용 소프트웨어 'TomoAnalysis' 출시
2024-10	AI 기반 전용 소프트웨어 'TomoAnalysis 2.0' 출시
2024-10	신규 장비 'HT-X1 Plus' 출시
2025-06	독일 소재 유럽 법인 'Tomocube Europe' 설립
2025-09	산업재 첨단 측정 및 검사 장비 사업 담당 정밀 사업부 출범 >> 중저가 연구용 'HT-X1 mini' 출시
2026E	고성능 프리미엄 장비 'HT-X1 Max' 출시

자료: 전자공시, 토모큐브, 키움증권 리서치센터

바이오 세포 분석 기술 경쟁 우위

업체 및 제품	국가	제품	3D 이미징	고해상도	다중 이미징	두꺼운 시편	비표지	정량 분석	AI 분석
토모큐브	한국	'HT-X1' 시리즈	O	O	O	O	O	O	O
S 사	독일	명시야 현미경			O		▲	▲	
S 사	일본	공간섭 단층 촬영	O			O	O		
N 사	일본	공초점 형광 현미경	O	O	O	▲			
Z 사	독일	Light sheet 현미경	O	▲	O	O			▲
M 사	미국	고속 공초점 형광 현미경	O	O	O	▲		▲	▲
N 사	스위스	1 세대 HT	O	O	▲		O	▲	▲

자료: 토모큐브, 키움증권 리서치센터

비바이오(산업용) 검사 기술 경쟁 우위

업체 및 제품	국가	'23년 매출액(억 원)	검사 분야	고해상도 3D 측정	비파괴 내부 검사	고속 검사
토모큐브	한국	37	하이브리드 본딩, TGV	O	O	O
K 사	미국	130,000	광학, 결함 분석	▲	X	O
O 사	미국	10,000	TSV 높이, 미세 결함 측정	▲	▲	O
C 사	이스라엘	4,400	자동화 광학	▲		
P 사	한국	1,448	웨이퍼 결함, 표면 분석	O		
N 사	한국	879	미세 패턴 결함		▲	▲
I 사	한국	748	후공정 패키징	▲		O
O 사	한국	455	TSV, 범프			▲

자료: 토모큐브, 키움증권 리서치센터

비바이오(산업용) 사업 추진 현황

선제적 기술개발을 통한 신제품 출시



24년 7월 HT-R1 (Alpha) rev.3 개발 완료

24년 3Q Aberration correction 알고리즘 적용

25년 제품화 및 Hybrid Bonding 샘플 본격 평가

26년 HT-R1 정식 출시 (예정)

3D 검게측 모듈 공급을 통한 시장 진입

진입 장비 제조사向 모듈 공급

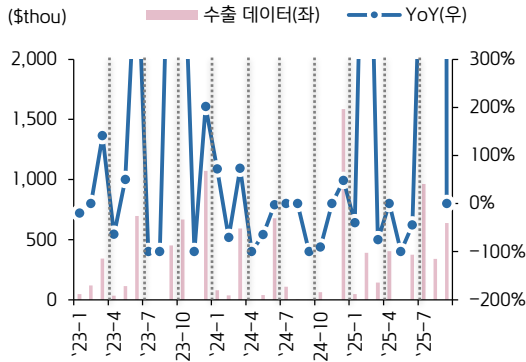


주요 사업 분야

- OLED/microLED | 미세 3차원 복합 디스플레이 구조 측정 및 검사
 - TGV | 유리 기판 내 TGV 3차원 구조 측정 및 검사, 미세 크랙 탐지
 - Wafer | Hybrid bonding 검사
 - AR/VR | Holographic Optical Element 3차원 구조 측정 및 검사
- (‘25.1H 부터, HT-R1 모듈 파트너/고객사에 공급 개시)

자료: 토모큐브

대전시 유성구 생물 현미경 월간 수출 데이터

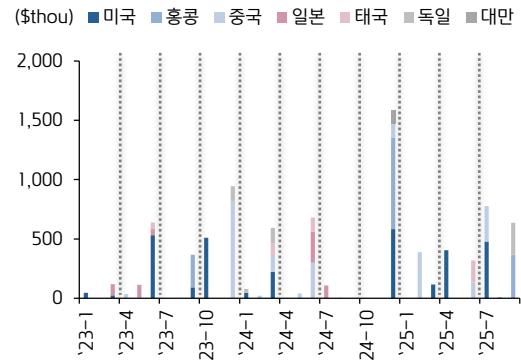


주) 토모큐브 추정

주2) HS 코드: 9011.80.4000

자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

대전시 유성구 주요 국가별 생물 현미경 수출

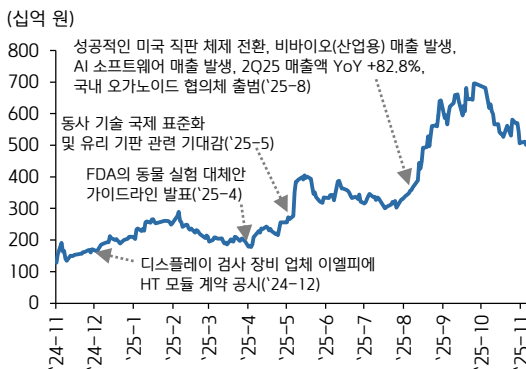


주) 토모큐브 추정

주2) HS 코드: 9011.80.4000

자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

토모큐브 시가총액 추이 분석



자료: FnGuide, 언론보도, 토모큐브, 키움증권 리서치센터

토모큐브 목표주가 산정 내용

2028년 EPS 전망치	2,579 원
WACC	5.3%
현재화한 EPS	2,209 원
목표 PER	30 배
목표 주가	66,715 원
조정	70,000 원
현재 주가	40,250 원
상승 여력	73.9%

자료: 키움증권 리서치센터

토모큐브 주요 peer table

기업명	파크시스템스	Danaher	Sartorius	Revvity	Bruker	Carl Zeiss	
시가총액(백만 원)	1,605,439	223,442,972	26,382,974	15,673,830	9,295,525	6,661,510	
연초 대비 주가 수익률	8.5%	-6.0%	6.1%	-15.5%	-28.8%	-3.6%	
주요 사업 ('24 년 기준)	산업 장비 74% 연구 장비 24% 기타 2%	진단 41% 생명 과학 31% 바이오 28%	바이오 80% 연구 장비 20%	면역 진단 28% 실험 시약 26% 생식 건강 19% 실험 장비 12% 유전체학 7% 실험 S/W 7%	반도체 33% 진단 과학 32% 자기공명 27% 초전도 8%	안과 장비 77% 미세 수술 23%	
주요 매출처 ('24 년 기준)	중화권 48% 유럽 17% 한국 14% 미국 14% 기타 7%	미국 43% 개도국 29% 서유럽 23% 선진국 5%	미국 35% EMEA 28% APAC 11% 독일 9% 중국 7% 한국 5% 프랑스 5%	미국 44% 아시아 29% 유럽 27%	미국 28% 유럽 26% APAC 15% 중국 14% 독일 9% 기타 8%	APAC 46% EMEA 28% 미국 26%	
매출액 (백만 원)	'24 년	175,060	22,076	3,381	2,755	3,366	2,066
	'25 년	212,507	21,124	3,545	2,843	3,418	2,199
	'26 년	258,998	21,965	3,824	2,929	3,463	2,306
YoY	'25 년	21.4%	-4.3%	4.9%	3.2%	1.5%	6.4%
	'26 년	21.9%	4.0%	7.9%	3.0%	1.3%	4.9%
영업이익 (백만 원)	'24 년	38,530	4,497	391	347	253	194
	'25 년	51,338	5,972	591	772	441	232
	'26 년	67,977	6,427	706	818	536	281
YoY	'25 년	33.2%	32.8%	50.9%	122.7%	74.2%	19.3%
	'26 년	32.4%	7.6%	19.5%	5.9%	21.5%	21.2%
영업 이익률	'24 년	22.0%	20.4%	11.6%	12.6%	7.5%	9.4%
	'25 년	24.2%	28.3%	16.7%	27.2%	12.9%	10.5%
	'26 년	26.2%	29.3%	18.5%	27.9%	15.5%	12.2%
순이익 (백만 원)	'24 년	42,804	3,605	84	270	113	179
	'25 년	48,562	4,788	332	573	287	148
	'26 년	61,206	5,186	389	601	331	187
YoY	'25 년	13.5%	32.8%	295.1%	111.8%	153.8%	-17.0%
	'26 년	26.0%	8.3%	17.2%	5.0%	15.2%	25.8%
순이익률	'24 년	24.5%	16.3%	2.5%	9.8%	3.4%	8.7%
	'25 년	22.9%	22.7%	9.4%	20.1%	8.4%	6.8%
	'26 년	23.6%	23.6%	10.2%	20.5%	9.6%	8.1%
EV/ EBITDA	'24 년	31.5	24.2	22.2	19.2	22.9	20.8
	'25 년	26.8	22.1	19.9	15.4	14.2	11.9
	'26 년	20.2	20.6	17.7	14.5	12.2	10.6
PER	'24 년	34.3	40.6	142.5	43.5	31.7	35.2
	'25 년	34.5	28.0	37.1	19.2	22.1	25.9
	'26 년	26.1	25.6	31.8	17.8	19.3	20.5
PBR	'24 년	7.8	3.3	4.7	1.8	5.0	3.1
	'25 년	6.9	3.0	4.5	1.5	2.3	1.8
	'26 년	5.5	2.8	3.6	1.4	2.2	1.7
ROE	'24 년	25.8%	7.6%	3.5%	3.5%	7.2%	8.5%
	'25 년	21.2%	10.5%	9.9%	7.6%	14.4%	6.8%
	'26 년	23.4%	10.2%	11.2%	8.1%	12.6%	8.1%

주) 추정치는 Bloomberg Consensus

주2) 11월 12일 종가 기준

자료: Bloomberg, 전자공시, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	3.7	5.9	13.1	23.8	46.5
매출원가	1.6	2.3	3.8	6.2	12.2
매출총이익	2.2	3.6	9.3	17.6	34.3
판매비	8.9	12.4	13.5	16.4	20.4
영업이익	-6.7	-8.8	-4.2	1.2	13.9
EBITDA	-5.6	-7.5	-3.1	1.9	14.3
영업외손익	-16.8	0.5	0.3	0.3	0.4
이자수익	0.6	0.4	0.3	0.3	0.3
이자비용	5.1	0.1	0.1	0.1	0.1
외환관련이익	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
외환관련손실	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-12.4	0.0	0.0	0.0	0.1
법인세차감전이익	-23.6	-8.3	-3.8	1.5	14.3
법인세비용	0.0	0.0	0.0	0.0	2.9
계속사업손익	-23.6	-8.3	-3.8	1.5	11.4
당기순이익	-23.6	-8.3	-3.8	1.5	11.4
지배주주순이익	-23.6	-8.3	-3.8	1.5	11.4
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	NA	59.5	122.0	81.7	95.4
영업이익 증감율	NA	31.3	-52.3	-128.6	1,058.6
EBITDA 증감율	NA	33.9	-58.7	-161.3	652.6
지배주주순이익의 증감율	NA	-64.8	-54.2	-139.5	660.0
EPS 증감율	NA	적지	적지	흑전	639.4
매출총이익율(%)	59.5	61.0	71.0	73.9	73.8
영업이익률(%)	-181.1	-149.2	-32.1	5.0	29.9
EBITDA Margin(%)	-151.4	-127.1	-23.7	8.0	30.8
지배주주순이익률(%)	-637.8	-140.7	-29.0	6.3	24.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-5.9	-6.5	-4.2	-1.1	3.9
당기순이익	-23.6	-8.3	-3.8	1.5	11.4
비현금항목의 가감	19.2	2.0	1.2	0.8	3.4
유형자산감가상각비	1.0	1.1	0.8	0.5	0.3
무형자산감가상각비	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	18.1	0.7	0.2	0.2	3.0
영업활동자산부채증감	-2.0	-0.5	-1.9	-3.8	-8.3
매출채권및기타채권의감소	-0.7	-0.4	-1.1	-2.1	-4.5
재고자산의감소	-1.3	-0.4	-1.6	-3.2	-6.8
매입채무및기타채무의증가	0.1	0.1	0.8	1.6	3.0
기타	-0.1	0.2	0.0	-0.1	0.0
기타현금흐름	0.5	0.3	0.3	0.4	-2.6
투자활동 현금흐름	7.5	-14.4	2.4	2.2	-0.8
유형자산의 취득	-0.2	-0.6	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	0.0	-0.3	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-9.5	-13.6	2.3	2.1	-0.9
기타	17.3	0.1	0.1	0.1	0.1
재무활동 현금흐름	-0.2	30.7	-1.4	-1.4	-1.4
차입금의 증가(감소)	0.0	-0.9	0.0	0.0	0.0
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	33.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-0.2	-1.4	-1.4	-1.4	-1.4
기타현금흐름	0.0	0.1	0.9	1.0	1.0
현금 및 현금성자산의 순증가	1.3	9.8	-2.4	0.6	2.7
기초현금 및 현금성자산	1.5	2.9	12.7	10.3	10.9
기말현금 및 현금성자산	2.9	12.7	10.3	10.9	13.6

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	16.0	40.1	38.2	42.0	57.0
현금 및 현금성자산	2.9	12.7	10.4	11.0	13.6
단기금융자산	9.5	23.1	20.8	18.7	19.6
매출채권 및 기타채권	1.0	1.5	2.6	4.8	9.3
재고자산	2.3	2.4	3.9	7.1	13.9
기타유동자산	0.3	0.4	0.5	0.4	0.6
비유동자산	3.8	3.5	2.5	1.8	1.4
투자자산	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
유형자산	3.1	2.8	2.0	1.5	1.2
무형자산	0.4	0.6	0.3	0.2	0.1
기타비유동자산	0.2	0.0	0.1	0.0	0.0
자산총계	19.8	43.6	40.6	43.8	58.4
유동부채	1.8	1.3	2.1	3.7	6.8
매입채무 및 기타채무	0.5	0.9	1.7	3.3	6.3
단기금융부채	1.1	0.1	0.1	0.1	0.1
기타유동부채	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4
비유동부채	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
장기금융부채	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
부채총계	2.1	1.6	2.4	4.0	7.1
지배지분	17.7	42.0	38.2	39.8	51.3
자본금	2.6	6.5	6.5	6.5	6.5
자본잉여금	66.7	97.9	97.9	97.9	97.9
기타자본	5.6	3.1	3.1	3.1	3.1
기타포괄손익누계액	0.0	0.0	0.1	0.1	0.2
이익잉여금	-57.2	-65.5	-69.4	-67.8	-56.4
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	17.7	42.0	38.2	39.8	51.3

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	-3,137	-753	-295	118	876
BPS	1,695	3,218	2,928	3,050	3,930
CFPS	-576	-574	-200	182	1,136
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	N/A	N/A	N/A	338.9	45.8
PER(최고)	N/A	N/A	N/A		
PER(최저)	N/A	N/A	N/A		
PBR	N/A	4.77	13.71	13.16	10.22
PBR(최고)	N/A	5.31	18.58		
PBR(최저)	N/A	3.09	4.61		
PSR	N/A	28.48	39.85	22.05	11.27
PCFR	N/A	-26.7	-200.5	220.5	35.3
EV/EBITDA	N/A	-21.8	-161.9	269.5	35.0
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%·보통주, 현금)		0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	-119.1	-26.2	-9.1	3.7	22.4
ROE	-133.0	-27.8	-9.6	4.0	25.1
ROIC	-101.6	-133.6	-60.4	13.7	77.3
매출채권회전율	7.3	4.7	6.4	6.4	6.6
재고자산회전율	3.3	2.6	4.2	4.3	4.4
부채비율	11.7	3.9	6.4	10.1	13.8
순차입금비용	-63.3	-84.8	-81.2	-74.1	-64.5
이자보상배율, 현금	-1.3	-133.3	-63.5	18.6	211.5
총차입금	1.1	0.1	0.1	0.1	0.1
순차입금	-11.2	-35.6	-31.0	-29.5	-33.1
EBITDA	-5.6	-7.5	-3.1	1.9	14.3
FCF	-7.9	-9.0	-5.0	-1.9	3.2



Buy(Initiate)

목표주가 19,000원

주가(11/13) 14,000원

의료기기 Analyst 신민수

alstn0527@kiwoom.com

동사는 위 식도 역류 질환 P-CAB 치료제 '자큐보'를 시판하고, PARP 합성 치사 항암제 네수파립을 개발 중인 업체다. 제일약품, 동아에스티와 협력하며 처방량이 빠르게 증가하고 있다. 3Q25에는 중국 '자큐보' 임상 완료 및 허가 신청 마일스톤 69억을 수령받아 해외 진출 가시성이 더욱 커졌다. 네수파립은 '26년부터 주요 임상 결과 발표를 통해 기술 이전 모멘텀을 생길 여지를 남겨두고 있다. 투자 의견 매수, 목표주가 1.9만 원을 제시하며 기업에 대한 커버리지를 개시한다.

Stock Data

KOSDAQ (11/13)	918.37pt	
시가총액	6,223억 원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	21,750 원	3,263원
최고/최저가 대비 등락	-35.6%	329.1%
주가수익률	절대	상대
	1M	-39.7%
	6M	143.5%
	1Y	N/A

Company Data

발행주식수	44,447 천주
일평균 거래량(3M)	1,620천주
외국인 지분율	6.8%
배당수익률(25E)	0.0%
BPS(25E)	1,999원
주요 주주	제일약품 외3인
	55.5%

Price Trend



1단 추진 로켓 분리 중, 2단 준비

>>> 무서운 3등 주자, 내년엔 R&D도 기대

3Q25 실적은 **매출액 192억**(YoY +867.1%, QoQ +103.7%), **영업이익 83억**(YoY 흑전, QoQ +647.4%, 영업이익률 43.3%), **당기순이익 94억**(YoY 흑전, QoQ 흑전, 순이익률 48.9%)으로 추정한다.

'자큐보': 3Q25 매출액 123억(YoY +832.1%, QoQ +30.5%)을 기록했다. 모회사인 제일약품, 국내 파트너사 동아에스티와 협력 중이다. 초기 처방량 증가 속도가 다른 P-CAB 제품들과 비슷하게 성장 중이다. 계열 내 경쟁보다는 이전 세대의 PPI 제제들을 대체하며 시장의 크기를 키워가고 있다. 현재 **중국 신약 허가 심사 진행 중**으로, 해외 진출도 가능하다.

마일스톤: '자큐보' 중국 파트너사인 Livzon으로부터 3상 완료/허가 신청 마일스톤 약 69억 원을 받았다. Livzon은 시가총액 약 6.3조 원, '24년 연간 매출액 약 2.4조 원으로 중국 내 소화기 질환 업계 선두로 알려져 있다.

네수파립: PARP x tynkrase 이중 저해제 합성 치사 항암제로 췌장암 2상, 난소암 2상, 자궁내막암 2상, 위암 1상 등으로 고형암들을 대상으로 임상 개발이 진행 중이다. 1상(ORR 41%) 중이던 항서제약의 HRS-1167을 독일 Merck가 총 2조 원에 L/한 사례가 있다. 네수파립에 대해서도 '26년 초 임상 결과 발표 등으로 L/O 모멘텀이 생길 여지가 남아있다.

>>> **투자의견 매수, 목표주가 1.9만 원 제시**
'26년 EPS 전망치 747원에 목표 PER 15배를 적용한 **영업 가치 11,498원과 '자큐보' 중국 파이프라인 가치 6,003원을 합산하고, 주당 순현금 1,017원을 더한 목표주가 19,000원을 제시한다.** 이에 투자의견 '매수'로 기업에 대한 커버리지를 개시한다.

(십억 원, IFRS 별도)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	211	148	529	855	1,030
영업이익	22	-48	126	349	502
EBITDA	27	-43	131	352	505
세전이익	7	-99	166	396	561
순이익	17	-81	135	323	457
지배주주지분순이익	17	-81	135	323	457
EPS(원)	69	-244	313	747	1,058
증감률(% YoY)	흑전	적전	흑전	138.2	41.6
PER(배)	N/A	N/A	43.6	18.3	12.9
PBR(배)	N/A	3.15	6.84	4.98	3.60
EV/EBITDA(배)	N/A	N/A	40.4	14.0	8.7
영업이익률(%)	10.4	-32.4	23.8	40.8	48.7
ROE(%)	-8.1	-44.6	19.0	31.5	32.3
순차입금비용(%)	81.2	-76.3	-92.7	-97.3	-102.3

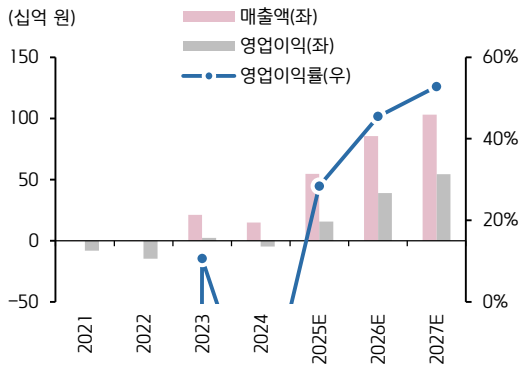
자료: 키움증권 리서치센터

온코닉테라퓨틱스 실적 추이 및 전망 표

(단위: 십억 원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	1.3	2.7	2.0	8.8	9.2	9.4	19.2	15.1	14.8	52.9	85.5
YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	594.9%	249.9%	867.1%	70.6%	-29.5%	256.4%	61.7%
자규보정	0.0	0.0	1.3	4.5	7.0	9.4	12.3	15.1	5.8	43.8	85.5
자규보정	1.3	2.7	0.7	4.3	2.2	0.0	6.9	0.0	9.0	9.1	0.0
기술이전	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업비용	4.3	3.5	4.3	7.5	7.6	8.3	10.9	13.4	19.6	40.2	50.7
영업비율	329.4%	129.2%	218.3%	84.5%	82.8%	88.2%	56.7%	89.1%	132.3%	76.1%	59.2%
영업이익	-3.0	-0.8	-2.4	1.4	1.6	1.1	8.3	1.6	-4.8	12.6	34.9
YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	흑전	흑전	흑전	19.9%	적전	-363.6%	175.7%
영업이익률	-229.4%	-29.2%	-118.3%	15.5%	17.2%	11.8%	43.3%	10.9%	-32.3%	23.9%	40.8%
당기순이익	-3.1	-7.9	-2.8	5.6	1.9	-0.2	9.4	2.4	-8.1	13.5	32.3
YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	흑전	적지	흑전	-570%	적지	-267.4%	138.2%
당기순이익률	-231.4%	-292.7%	-139.9%	63.7%	20.5%	-1.7%	48.9%	16.1%	-54.5%	25.6%	37.7%

자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

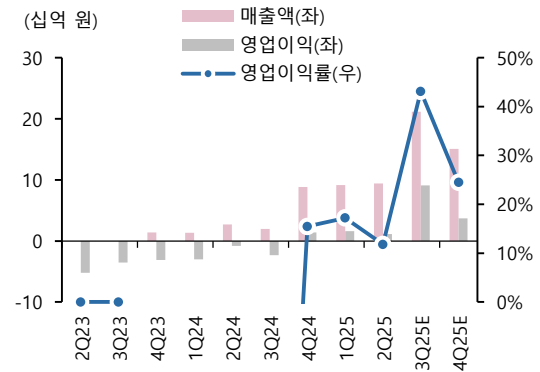
온코닉테라퓨틱스 연간 실적 추이 및 전망



주) '21년, '22년, '24년 영업이익률은 각각 -13903%, -15619%, -32%

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

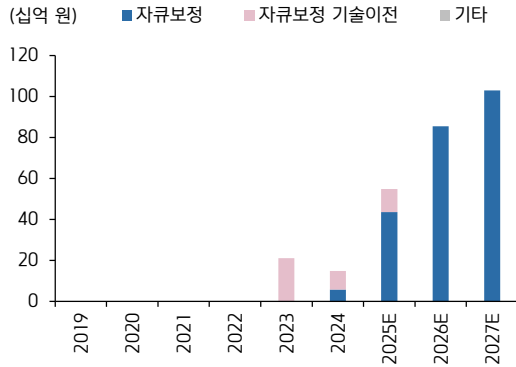
온코닉테라퓨틱스 분기 실적 추이 및 전망



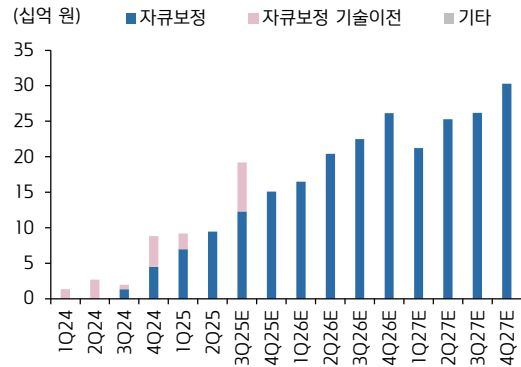
주) 4Q23, 1Q24, 2Q24, 3Q24 영업이익률은 각각 -223%, -229%, -29%, -118%

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

온코닉테라퓨틱스 사업부별 연간 매출액 추이



온코닉테라퓨틱스 사업부별 분기 매출액 추이



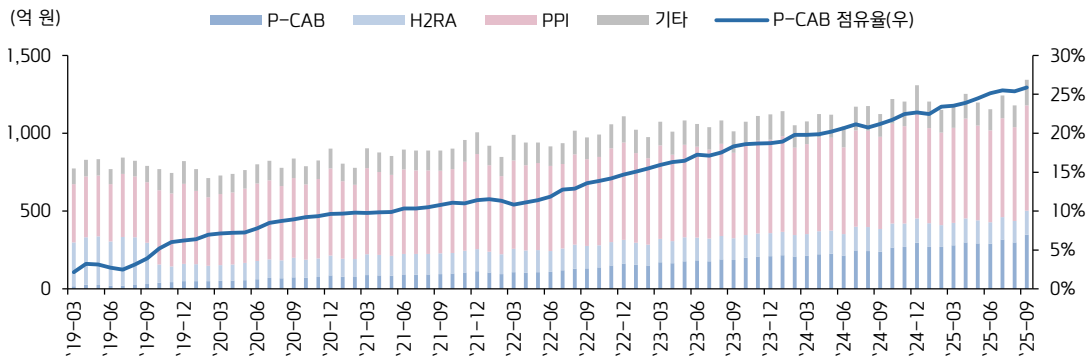
자료: FnGuide, 전자공시, 키움증권 리서치센터

온코닉테라퓨틱스 주요 기업 연혁

시기	내용
2020-05-01	법인 설립
2020-09-01	제일약품으로부터 '네수파립' L/I
2020-09-01	제일약품과 '자류보정' 기술 실시 계약 체결
2021-03-01	체장암 대상 '네수파립' 미국 FDA 희귀의약품 지정
2021-06-01	체장암 대상 '네수파립' 국내 식약처 희귀의약품 지정
2023-03-01	'자류보정' 1,600억 원 규모 중국 Livzon에 L/O
2023-05-01	'자류보정' 3상 종료
2024-04-01	미란성 식도암 대상 '자류보정' 국내 식약처 신약 허가 획득
2024-05-01	'자류보정' 인도 L/O 계약 체결
2024-09-01	'자류보정' 멕시코-남미 L/O 계약 체결
2025-03-01	위암 대상 '네수파립' 미국 희귀의약품 지정
2025-06-01	위궤양 대상 '자류보정' 국내 식약처 신약 허가 획득
2025-10-01	'네수파립' 셀트리온 '베그젤마'와 병용 2상 IND 신청
2025-10-31	'자류보정' 구강봉해정 국내 식약처 신약 허가 획득

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

월별 국내 위식도 역류 질환 치료제 시장 추이



자료: UBIST, 키움증권 리서치센터

온코닉테라퓨틱스의 '자큐보' 중국 로열티 DCF 추정

'자큐보' (zastaprazan)	27E	28E	29E	30E	31E	32E	33E	34E	35E	36E	37E	38E	39E	40E
중국 로열티 수취액 추정치 (십억 원)	0.1	2.6	4.5	7.8	10.0	11.5	13.2	15.2	17.5	20.1	23.1	26.6	30.6	35.2
YoY		423 3%	73%	73%	28%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
법인세율 (22.4%)	0.0	2.0	3.5	6.1	7.8	8.9	10.3	11.8	13.6	15.6	17.9	20.6	23.7	27.3
WACC (4.5%)														
현가화 (십억 원)	0.0	1.8	2.9	4.9	6.0	6.6	7.2	7.9	8.7	9.6	10.6	11.6	12.8	14.1
'27~40년 '자큐보' 중국 파이프라인 가치(십억 원)	104.8													
영구성장률 (0.0%)														
'40년 이후 잔존 가치 (십억 원)														313.5
잔존 가치 현가화 (십억 원)	162.0													
'자큐보' 파이프라인 가치(십억 원)	266.8													

자료: 온코닉테라퓨틱스, 키움증권 리서치센터

중국 P-CAB 허가 의약품 목록

허가일자	기업명	제품명	성분명	적응증	주요 내용
'19-12	Takeda(일본)	Takecab	vonoprazan	미란성 식도염(EE), 유지 용법, 헬리코박터 파일로리균 (H.pylori)	- 보험 급여 등재는 EE 만 적용됨
'22-04	Luoxin Pharmaceuticals(중국) HK 이노엔(한국)	타이산판(泰欣赞) (=케이캡)	tegoprazan	미란성 식도염(EE)	- 151022 \$95.3M(1,143 억 원) 규모 L/O - '17년 1 상 시작 - '20년 말 허가 신청 후 2년 4개월 만에 허가 획득 - '22년 4월 허가 획득 15일 만에 바로 제품 출시 - '22년 12월 보험 급여 등재(230301 적용 시작) - '25년 1월 보험 급여 NRDL 경신 성공 (보험가 4.15 위안 = 약 830 원)
'23-02	Fosun Pharmaceuticals(중국) Carephar Pharmaceuticals(중국)	H008	keverprazan (=carenopraza n)	미란성 식도염(EE), 십이지장궤양(DU)	- '21년 9월 허가 신청 후 1년 5개월 만에 허가 획득 - '22년 9월 Fosun Pharma 에 글로벌 판권 L/O - 보험 급여 등재는 EE, DU 둘 다 적용됨 (보험가 5.68 위안 = 약 1,130 원)
'23-11	Luoxin Pharmaceuticals(중국) HK 이노엔(한국)	타이산판(泰欣赞) (=케이캡)	tegoprazan	십이지장궤양(DU)	- '24년 11월 보험 급여 NRDL 등재 신청 - '25년 1월 보험 급여 NRDL 등재 성공
2024- 10-22	Luoxin Pharmaceuticals(중국) HK 이노엔(한국)	타이산판(泰欣赞) (=케이캡)	tegoprazan	헬리코박터 파일로리균 (H.pylori)	- '23년 12월 허가 신청 후 10개월 만에 허가 획득 - '25년 9월 보험 급여 NRDL 등재 신청
2024- 12-04	SPH Sine Pharmaceutical(중국) Jiangsu Sinorda Biomedicine(중국) Cinclus Pharma(스웨덴)	X842	linaprazan	위식도 역류 질환	- '23년 2월 허가 신청 후 1년 10개월 만에 허가 획득 - Cinclus ▶ Sinorda ▶ SPH Sine 의 sub L/O 구조 - '25년 상업화 과정 진행 중
2025- 09-02	양쯔강제약(중국) 대웅제약(한국)	펙수클루	fexuprazan	미란성 식도염(EE)	- 210317 \$339.5M(3,802 억 원) 규모 L/O - 230626 허가 신청 후 2년 3개월 만에 허가 획득 - 240314 양쯔강제약과 변경 계약 체결
-	Livzon Pharmaceuticals(중국) 온코넥타라퓨틱스(한국)	자큐보(JP-1366)	zastaprazan	미란성 식도염(EE)	- 230310 \$127.5M(1,670 억 원) 규모 L/O - '24년 12월 3상 시작 후 '25년 8월 종료 - 허가 신청 완료

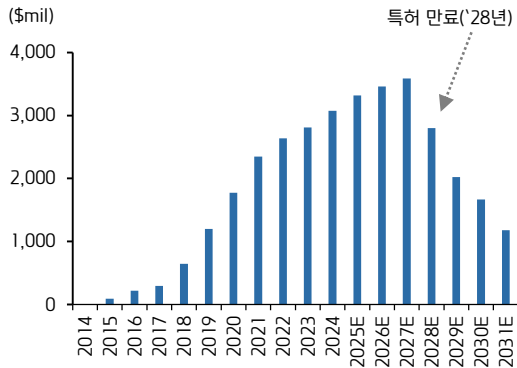
자료: 각 사, 전자공시, 언론보도, 키움증권 리서치센터

온코네티라퓨틱스 R&D 파이프라인

파이프라인	적응증	약물 발굴	전임상	1상	2상	3상	허가	비고
'자큐보' zastaprazan	미란성 식도염							
	위궤양							
	NSAID 궤양 예방							
	비미란성 식도염							
네수파립 nesuparib	췌장암							미국 FDA 회귀의약품 지정('21년 2월) 국내 식약처 회귀의약품 지정 ('21년 6월)
	난소암							'베그젤마' 병용
	자궁내막암							'Keytruda' 병용
	위암							미국 FDA 회귀의약품 지정('25년 5월)
OCNR-100	고형암							
OCNR-101	고형암							
OCNR-200	고형암							
OCNR-300	고형암							

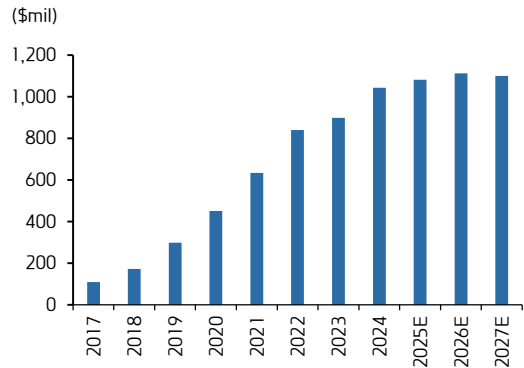
자료: 온코네티라퓨틱스, 키움증권 리서치센터

AstraZeneca의 'Lynparza'(olaparib)



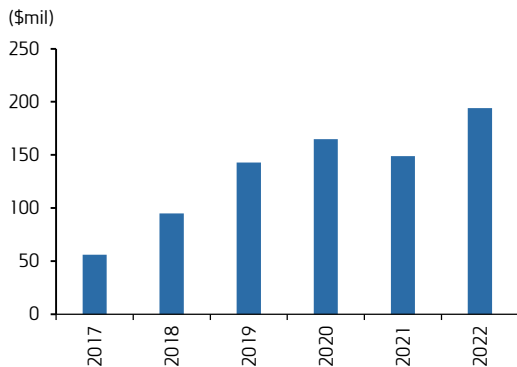
자료: Cortellis, 키움증권 리서치센터

GSK의 'Zejula'(niraparib)



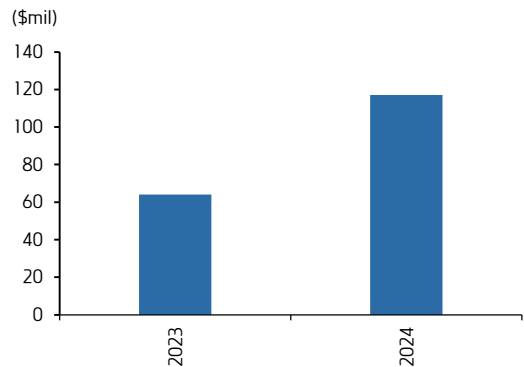
자료: Cortellis, 키움증권 리서치센터

Pharma& Schweiz의 'Rubraca'(rucaparib)



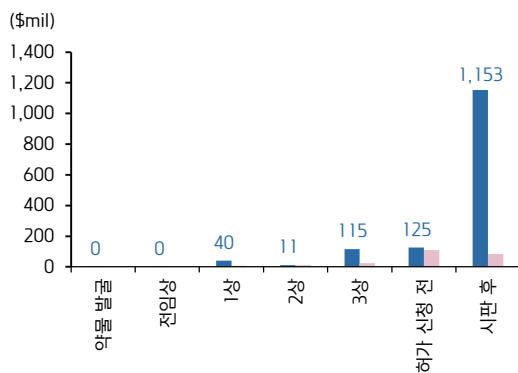
자료: Cortellis, 키움증권 리서치센터

Pfizer의 'Talzenna'(talazoparib)



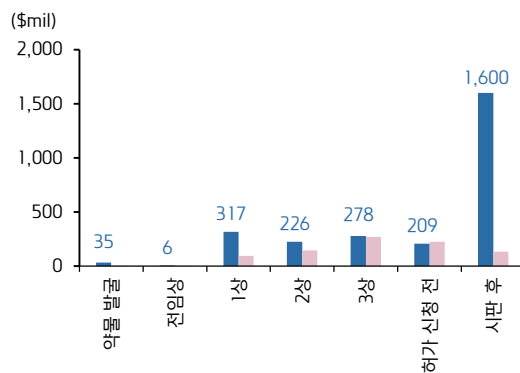
자료: Cortellis, 키움증권 리서치센터

임상 단계별 PARP 저해제 계약 선급금 추이



자료: Cortellis, 키움증권 리서치센터

임상 단계별 PARP 저해제 총 계약금 규모 추이



자료: Cortellis, 키움증권 리서치센터

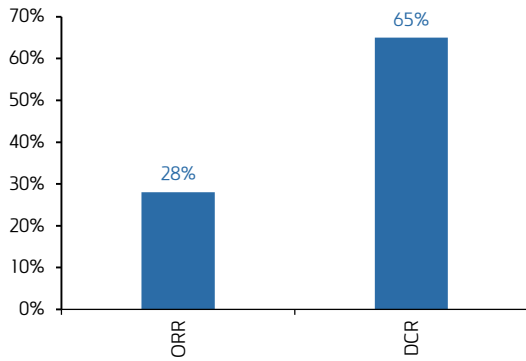
주요 PARP 저해제 계약 내용

일시	개발사	인수자	파이프라인	선급금	총 계약 규모	계약 체결 당시 임상 단계
2016-04-06	TESARO	Johnson & Johnson(JNJ)	'Zejula' (niraparib)	35	450	3 상
2017-06-27	TESARO	Takeda	'Zejula' (niraparib)	100	340	시판 중
2017-07-27	AstraZeneca	Merck	'Lynparza' (olaparib)	1,600	8,450	시판 중
2018-12-03	TESARO	GSK	'Zejula' (niraparib)	5,100	5,100	시판 중
2021-02-02	Ribon Therapeutics	오노제약	RBN-2397	16	148	1 상
2022-01-03	Allarity Therapeutics	Oncoheroes	dovitinib, stenoparib	250	252	2 상
2023-05-05	Clovis Oncology	pharma & Schweiz	'Rubraca' (rucaparib)	65	135	시판 중
2023-10-30	항서제약	Merck KGaA	M9466 (HRS-1167)	174	1,524	1 상

주) 굵은 글씨체 GSK-TESARO 계약은 기업을 인수한 것

자료: Cortellis, 각 사, 키움증권 리서치센터

네수파립 국내 1상 basket 시험 결과



주) n=39

주2) ORR(Objective Response Rate: 객관적 반응률)

= (CR + PR) 환자 수 / 임상 전체 환자 수

주3) DCR(Disease Control Rate: 질병 관리율)

= (CR + PR + SD) 환자 수 / 임상 전체 환자 수

주4) CR(Complete Response: 완전 관해)

: 약물 투여 후 종양이 100% 사라짐

주5) PR(Partial Response: 부분 관해)

: 약물 투여 후 종양 크기가 30% 이상~100% 미만으로 작아짐

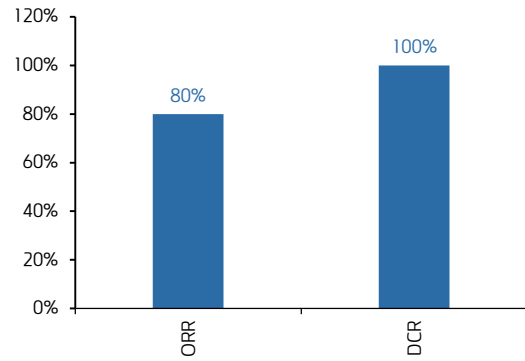
주6) SD(Stable Disease: 안정 병변)

: 약물 투여 후 종양이 오히려 25% 미만으로 커지거나

30% 미만으로 작아짐

자료: 온코넵테라퓨틱스, 키움증권 리서치센터

네수파립 난소암 국내 1상 결과



주) n=10

주2) ORR(Objective Response Rate: 객관적 반응률)

= (CR + PR) 환자 수 / 임상 전체 환자 수

주3) DCR(Disease Control Rate: 질병 관리율)

= (CR + PR + SD) 환자 수 / 임상 전체 환자 수

주4) CR(Complete Response: 완전 관해)

: 약물 투여 후 종양이 100% 사라짐

주5) PR(Partial Response: 부분 관해)

: 약물 투여 후 종양 크기가 30% 이상~100% 미만으로 작아짐

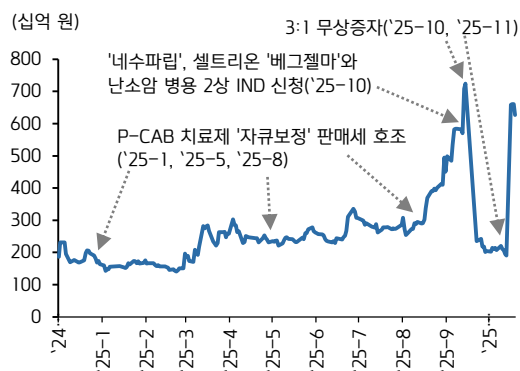
주6) SD(Stable Disease: 안정 병변)

: 약물 투여 후 종양이 오히려 25% 미만으로 커지거나

30% 미만으로 작아짐

자료: 온코넵테라퓨틱스, 키움증권 리서치센터

온코닉테라퓨틱스 시가총액 추이 분석



자료: FnGuide, 언론보도, 온코닉테라퓨틱스, 키움증권 리서치센터

온코닉테라퓨틱스 목표주가 산정 내용

2026년 EPS 전망치	747 원
목표 PER	15 배
A: 주당 영업 가치 (= 4,969 억 원)	11,498 원
B: '자큐보' 중국 파이프라인 가치 (= 2,668 억 원)	6,003 원
C: 순현금 (=452 억 원)	1,017 원
A+B+C: 합산 목표 주가	18,517 원
조정	19,000 원
현재 주가	14,000 원
상승 여력	35.7%

자료: 키움증권 리서치센터

온코닉테라퓨틱스 12개월 선행 PER BAND CHART



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

온코닉테라퓨틱스 12개월 선행 PBR BAND CHARTs



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 별도	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	211	148	529	855	1,030
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	211	148	529	855	1,030
판매비	188	196	402	507	528
영업이익	22	-48	126	349	502
EBITDA	27	-43	131	352	505
영업외손익	-16	-51	40	48	59
이자수익	9	9	18	25	37
이자비용	18	7	7	7	7
외환관련이익	3	32	12	12	12
외환관련손실	3	11	3	3	3
종속 및 관계기업손익	0	0	0	0	0
기타	-7	-74	20	21	20
법인세차감전이익	7	-99	166	396	561
법인세비용	-10	-18	31	74	104
계속사업손익	17	-81	135	323	457
당기순이익	17	-81	135	323	457
지배주주순이익	17	-81	135	323	457
증감 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	22,110	-29.9	257.4	61.6	20.5
영업이익 증감률	흑전	-318.2	-362.5	177.0	43.8
EBITDA 증감률	흑전	-259.3	-404.7	168.7	43.5
지배주주순이익 증감률	흑전	-576.5	-266.7	139.3	41.5
EPS 증감률	흑전	적전	흑전	138.2	41.6
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	10.4	-32.4	23.8	40.8	48.7
EBITDA Margin(%)	12.8	-29.1	24.8	41.2	49.0
지배주주순이익률(%)	8.1	-54.7	25.5	37.8	44.4

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 별도	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	41	-78	253	401	576
당기순이익	17	-81	135	323	457
비현금항목의 가감	18	57	72	106	125
유형자산감가상각비	5	5	4	3	3
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	13	52	68	103	122
영업활동자산부채증감	22	-57	66	27	68
매출채권및기타채권의감소	7	-73	23	-33	-17
재고자산의감소	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무의증가	17	20	44	60	86
기타	-2	-4	-1	0	-1
기타현금흐름	-16	3	-20	-55	-74
투자활동 현금흐름	-11	-1	1	1	1
유형자산의 취득	-12	-1	0	0	0
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
무형자산의 순취득	0	0	0	0	0
투자자산의감소(증가)	0	0	0	0	0
단기금융자산의감소(증가)	0	0	0	0	0
기타	1	0	1	1	1
재무활동 현금흐름	0	196	166	-2	-2
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본금,자본잉여금의 증가(감소)	0	198	168	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	-2	-2	-2	-2
기타현금흐름	-2	12	-47	-47	-46.93
현금 및 현금성자산의 순증가	28	129	373	353	528
기초현금 및 현금성자산	273	301	430	803	1,156
기말현금 및 현금성자산	301	430	803	1,156	1,684

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 별도	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	308	521	873	1,260	1,805
현금 및 현금성자산	301	430	804	1,157	1,684
단기금융자산	0	0	0	0	0
매출채권 및 기타채권	4	76	53	86	103
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	3	15	16	17	18
비유동자산	68	88	84	80	77
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	32	30	26	22	19
무형자산	0	0	0	0	0
기타비유동자산	36	58	58	58	58
자산총계	375	609	957	1,340	1,882
유동부채	570	48	91	151	238
매입채무 및 기타채무	19	41	85	145	231
단기금융부채	139	2	2	2	2
기타유동부채	412	5	4	4	5
비유동부채	2	1	1	1	1
장기금융부채	2	1	1	1	1
기타비유동부채	0	0	0	0	0
부채총계	572	49	93	153	239
지배지분	-197	560	864	1,186	1,643
자본금	29	54	222	222	222
자본잉여금	71	874	874	874	874
기타자본	13	23	23	23	23
기타포괄손익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	-310	-391	-256	67	524
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	-197	560	864	1,186	1,643

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 별도	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	69	-244	313	747	1,058
BPS	-806	1,296	1,999	2,745	3,802
CFPS	142	-71	480	993	1,347
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	N/A	N/A	43.6	18.3	12.9
PER(최고)	N/A	N/A	84.9		
PER(최저)	N/A	N/A	10.0		
PBR	N/A	3.15	6.84	4.98	3.60
PBR(최고)	N/A	5.03	13.31		
PBR(최저)	N/A	2.97	1.57		
PSR	N/A	9.13	11.18	6.91	5.74
PCFR	N/A	N/A	28.5	13.8	10.2
EV/EBITDA	N/A	N/A	40.4	14.0	8.7
주요비율(%)					
배당성향(% ,보통주,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(% ,보통주,현금)		0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	4.9	-16.4	17.3	28.1	28.4
ROE	-8.1	-44.6	19.0	31.5	32.3
ROIC	3.3	40.1	229.4	-	-736.4
				5,537.9	
매출채권회전율	34.9	3.7	8.2	12.4	10.9
재고자산회전율					
부채비율	-290.7	8.7	10.7	12.9	14.5
순차입금비율	81.2	-76.3	-92.7	-97.3	-102.3
이자보상배율, 현금	1.3	-7.2	19.0	52.5	75.6
총차입금	141	3	3	3	3
순차입금	-160	-427	-801	-1,154	-1,681
EBITDA	27	-43	131	352	505
FCF	7	-115	173	314	480

아스테라시스 (450950)



Buy(Initiate)

목표주가 19,000원

주가(11/13) 15,590원

의료기기 Analyst 신민수

alstn0527@kiwoom.com

동사는 HIFU, RF 장비와 소모품을 판매하는 에너지 기반 피부 미용 장비(EBD) 업체다. '24년 매출액의 20.8%는 HIFU, 13.2%는 RF, 61.3%는 소모품, 나머지 4.7%는 기타 사업에서 발생했다. 다른 EBD 사들처럼 초기 장비 침투 이후 소모품 매출 증가로 이익률 개선을 향후 기대할 수 있다. 현재는 전사 외형 성장에 따른 고정비 상쇄 영업 레버리지 효과로 수익성이 개선되고 있다. 투자의견 매수, 목표주가 1.9만 원을 제시하며 기업에 대한 커버리지를 개시한다.

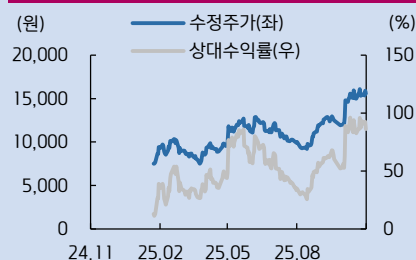
Stock Data

KOSDAQ (11/13)		918.37pt
시가총액		5,847억 원
52주 주가동향	최고가	최저가
	16,100 원	6,640원
최고/최저가 대비 등락	-3.2%	134.8%
주가수익률	절대	상대
	1M	30.0%
	6M	62.4%
	1Y	N/A
		21.8%
		29.4%
		N/A

Company Data

발행주식수	37,507 천주
일평균 거래량(3M)	410천주
외국인 지분율	1.2%
배당수익률(25E)	0.2%
BPS(25E)	910원
주요 주주	서은택 외 5인 46.3%

Price Trend



EBD 업체의 위력, 마진 상승 중

>>> 장비 판매 살짝 쉬는 3분기

3Q25 실적은 매출액 88억(YoY +29.2%, QoQ -15.3%), 영업이익 23억(YoY +56.8%, QoQ -40.0%, 영업이익률 26.3%), 당기순이익 19억(YoY +84.3%, QoQ -35.1%, 순이익률 21.8%)을 기록했다.

동사는 고강도 집속 초음파(HIFU)와 고주파(RF)를 에너지원으로 하는 피부 미용 장비(EBD)를 판매한다. '24년 매출액의 20.8%는 HIFU 장비, 13.2%는 RF 장비, 61.3%는 소모품, 나머지 4.7%는 기타 사업에서 발생했다. 다른 EBD사들처럼 출시 초기 장비 판매 ▶ 시술 수요 증가에 따른 소모품 판매량 성장 ▶ 장비 대비 상대적으로 이익률이 높은 소모품 매출 비중 증가로 전사 마진 개선 등의 스토리가 동사에도 향후에 적용될 수 있다. 현재는 전사 외형 성장에 따른 고정비 상쇄 영업 레버리지 효과가 발생하며 수익성이 개선되고 있다.

HIFU 장비: 3Q25 매출액 16억(YoY -15.6%, QoQ +2.9%, 매출 비중 18.4%)을 기록했다. 신규 장비 '쿨소닉'이 국내에서 2Q25 20대, 3Q25 37대 판매되며 사업부 매출 성장을 주도했다.

RF 장비: 3Q25 매출액 10억(YoY +40.3%, QoQ -57.9%, 매출 비중 11.3%)을 기록했다. '쿨페이스'는 2분기 대만, 인도네시아 허가 획득, 3분기 태국 허가 획득 후에 초도 물량을 납품했다. 다만 최대 수출국 브라질 비수가 영향으로 효과가 상쇄됐다.

소모품: 3Q25 매출액 57억(YoY +52.2%, QoQ -3.3%, 매출 비중 65.4%)을 기록했다.

>>> 투자의견 매수, 목표주가 1.9만 원 제시

'26년 EPS 전망치 736원에 목표 PER 25배를 적용한 목표주가 19,000원을 제시한다. 이에 투자의견 '매수'로 기업에 대한 커버리지를 개시한다.

(십억 원, IFRS 연결)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	17.5	28.8	38.8	61.6	82.0
영업이익	1.6	6.7	11.9	27.0	41.0
EBITDA	2.9	8.2	13.3	27.6	41.3
세전이익	0.7	6.3	13.2	28.3	42.4
순이익	0.9	5.4	11.2	24.1	36.1
지배주주지분순이익	0.9	5.4	11.2	24.1	36.1
EPS(원)	29	173	342	735	1,102
증감률(%, YoY)	-28.0	493.4	97.9	114.8	49.9
PER(배)	N/A	N/A	46.4	21.6	14.4
PBR(배)	N/A	N/A	17.47	9.85	5.92
EV/EBITDA(배)	N/A	N/A	43.9	20.6	13.1
영업이익률(%)	9.1	23.3	30.7	43.8	50.0
ROE(%)	14.3	40.6	45.4	58.3	51.3
순차입금비용(%)	55.2	-21.9	-40.6	-51.7	-62.6

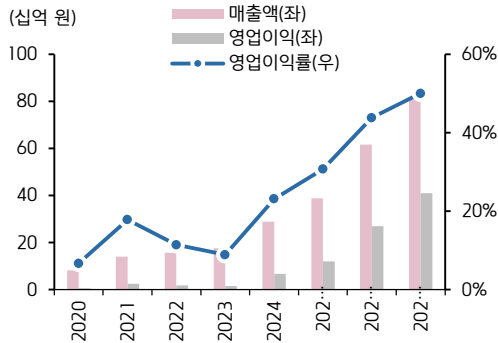
자료: 키움증권 리서치센터

아스테라시스 실적 추이 및 전망 표

(단위: 십억 원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	3.5	7.8	6.8	10.7	6.7	10.3	8.8	13.0	28.8	38.8	61.6
YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	90.1%	31.8%	29.2%	21.9%	64.8%	34.6%	58.7%
HIFU 장비	1.0	1.7	1.9	1.4	1.0	1.6	1.6	2.7	6.0	6.9	12.6
RF 장비	0.0	0.3	0.7	2.7	1.0	2.4	1.0	2.5	3.8	6.8	14.1
소모품	2.2	5.2	3.8	6.5	4.4	5.9	5.7	7.4	17.7	23.5	33.3
기타	0.3	0.6	0.4	0.0	0.3	0.5	0.4	0.5	1.4	1.7	1.6
매출원가	1.1	2.2	1.9	2.7	1.4	2.5	1.7	3.1	7.9	8.7	13.1
매출원가율	32.4%	28.1%	28.3%	25.0%	21.1%	23.8%	19.9%	23.5%	27.5%	22.4%	21.3%
매출총이익	2.4	5.6	4.9	8.0	5.3	7.9	7.0	10.0	20.9	30.1	48.5
매출총이익률	67.6%	71.9%	71.7%	75.0%	78.9%	76.2%	80.1%	76.5%	72.5%	77.6%	78.7%
판매비와관리비	3.3	3.2	3.4	4.3	4.7	4.0	4.7	4.9	14.2	18.2	21.5
판매비율	94.7%	40.8%	50.0%	40.3%	70.1%	39.1%	53.7%	37.2%	49.3%	47.0%	34.9%
영업이익	-1.0	2.4	1.5	3.7	0.6	3.8	2.3	5.1	6.7	11.9	27.0
YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	흑전	57.3%	56.8%	38.2%	328.6%	78.7%	126.5%
영업이익률	-27.1%	31.1%	21.7%	34.7%	8.8%	37.1%	26.3%	39.3%	23.1%	30.7%	43.8%
당기순이익	-1.0	1.7	1.0	3.7	0.5	2.9	1.9	5.2	5.4	11.2	24.1
YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	흑전	73.0%	84.3%	40.8%	513.9%	109.5%	114.8%
당기순이익률	-29.8%	21.7%	15.3%	34.3%	7.8%	28.4%	21.8%	39.6%	18.6%	28.9%	39.1%

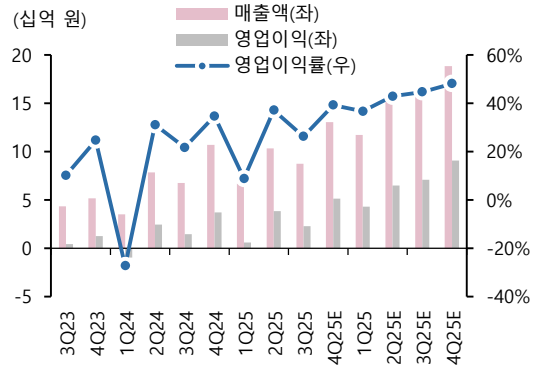
자료: 전자공시, 아스테라시스, 키움증권 리서치센터

아스테라시스 연간 실적 추이 및 전망



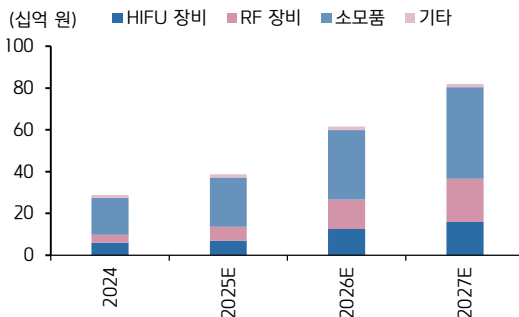
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

아스테라시스 분기 실적 추이 및 전망



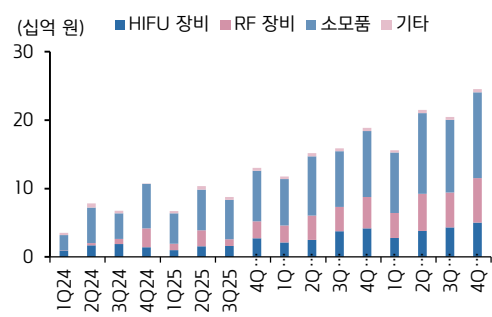
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

아스테라시스 사업부별 연간 매출액 추이 및 전망



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

아스테라시스 사업부별 분기 매출액 추이 및 전망



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

아스테라시스 주요 연혁

일자	내용
'15-07	법인 설립
'18-04	사명 변경(대한바이오메디칼 ▶ 아스테라시스)
'20-03	HIFU 장비 '리프테라-A', '리프테라-V' 브라질 ANVISA 허가 획득
'20-08	HIFU '리프테라-V' 국내 식약처 허가 획득
'22-07	HIFU 장비 '리프테라-A2' 국내 식약처 허가 획득
'23-05	HIFU 장비 '리프테라-A2' 브라질 ANVISA 허가 획득
'24-04	RF 장비 '쿨페이즈' 국내 식약처 허가 획득
'24-07	RF 장비 '쿨페이즈' 프로모션 모델로 하지원 선정
'24-09	RF 장비 '쿨페이즈' 브라질 ANVISA 허가 획득
'25-01	KOSDAQ 상장
'25-02	HIFU 장비 '쿨소닉' 국내 식약처 허가 획득
'25-10	HIFU 장비 '쿨소닉' 미국 FDA 510(k) 허가 획득
	HIFU 장비 '쿨소닉' 프로모션 모델로 현빈 선정

자료: 전자공시, 아스테라시스, 키움증권 리서치센터

아스테라시스 주요 EBD 플랫폼 개요 및 진출 국가

에너지원	제품명	허가 획득 지역					
		한국	미국	브라질	일본	태국	중국
고강도 집속 초음파(HIFU)	리프테라	O		O			
	리프테라 2	O		O			
	쿨소닉	O	'26 년 목표				'27 년 목표
	쿨소닉 맥스	'25 년 목표	'26 년 목표				
고주파(RF)	쿨페이즈	O	O	O		O	'27 년 목표

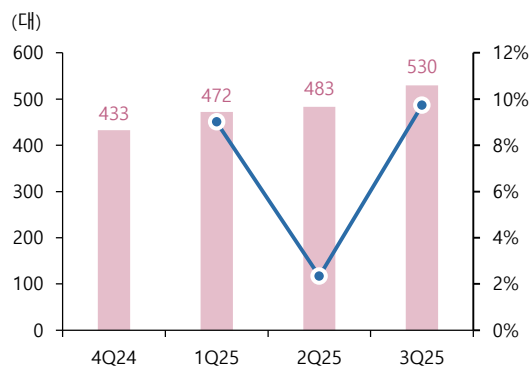
자료: 전자공시, 아스테라시스, 키움증권 리서치센터

고강도 집속 초음파(HIFU) 장비 '리프테라'



자료: 리프테라

HIFU '리프테라' 국내 누적 설치 대수 추정치



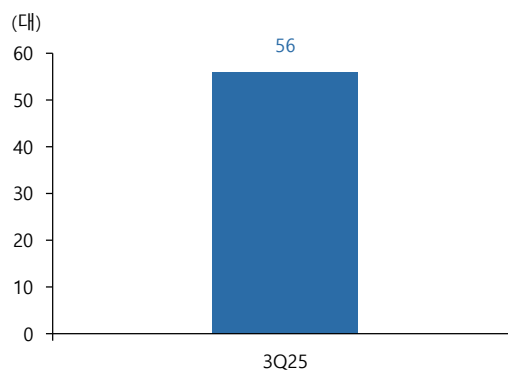
자료: 리프테라, 키움증권 리서치센터

고강도 집속 초음파(HIFU) 장비 '쿨소닉'



자료: 쿨소닉, 키움증권 리서치센터

HIFU '쿨소닉' 국내 누적 설치 대수 추정치



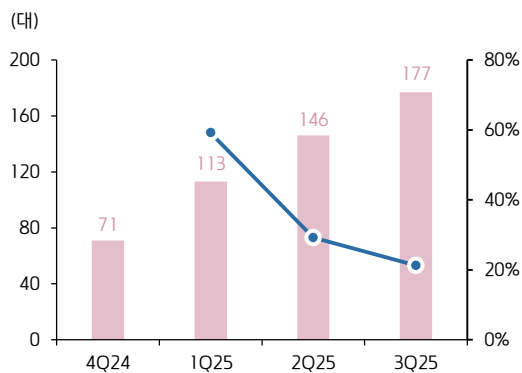
자료: 쿨소닉, 키움증권 리서치센터

고주파(RF) 장비 '쿨페이즈'



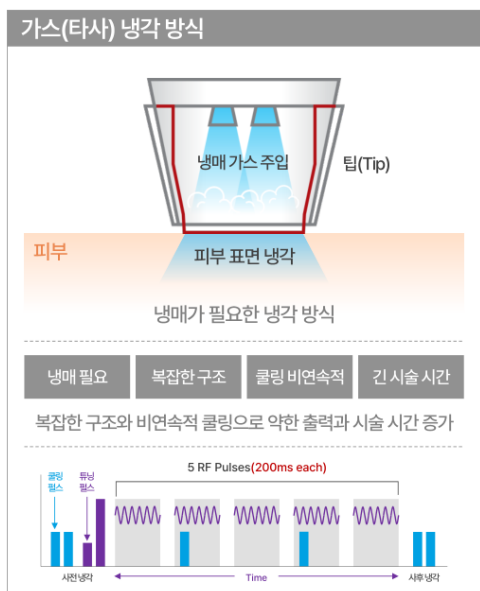
자료: 쿨페이즈

RF '쿨페이즈' 국내 누적 설치 대수 추정치



자료: 쿨페이즈, 키움증권 리서치센터

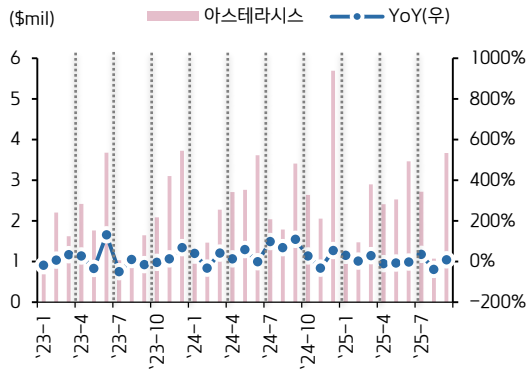
RF 장비 '쿨페이즈' 소모품의 특수 냉각 방식 기술 'DCC'



자료: 아스테라시스



서울시 성동구 EBD 월간 관세청 수출 데이터

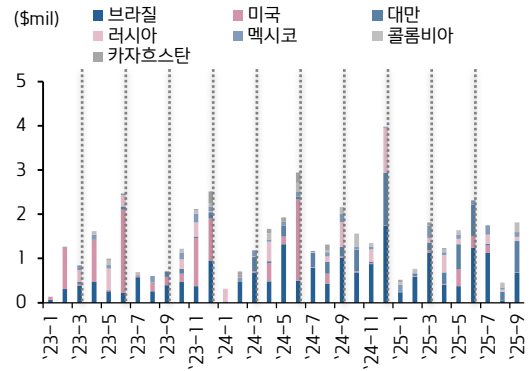


주) 아스테라시스 추정

주2) HS 코드: 9018.90

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

서울시 성동구 주요 국가별 EBD 관세청 데이터

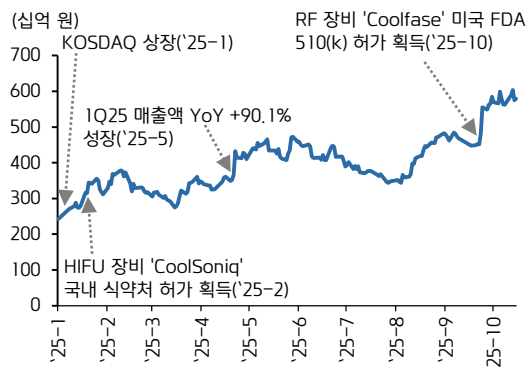


주) 아스테라시스 추정

주2) HS 코드: 9018.90

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

아스테라시스 시가총액 추이 분석



자료: FnGuide, 언론보도, 아스테라시스, 키움증권 리서치센터

아스테라시스 목표주가 산정 내용

2026년 EPS 전망치	736 원
목표 PER	25 배
목표 주가	18,719 원
조정	19,000 원
현재 주가	15,590 원
상승 여력	21.9%

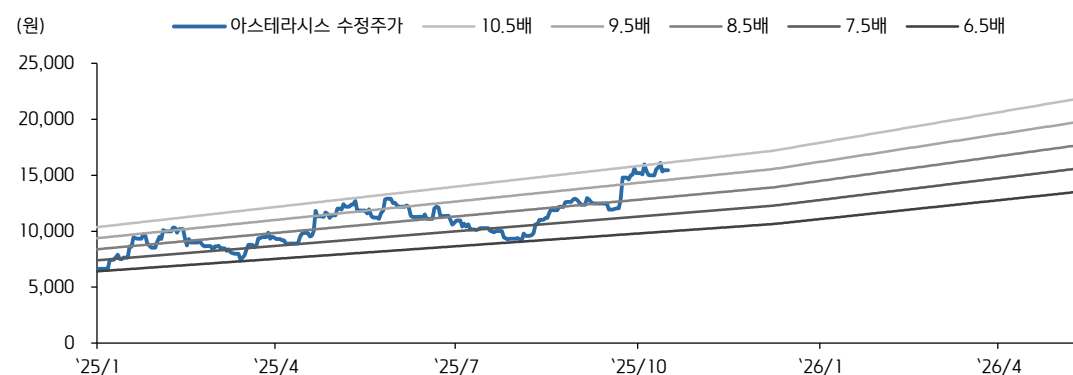
자료: 키움증권 리서치센터

아스테라시스 12개월 선행 PER BAND CHART



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

아스테라시스 12개월 선행 PBR BAND CHART



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	17.5	28.8	38.8	61.6	82.0
매출원가	4.5	7.9	8.7	13.1	16.3
매출총이익	13.0	20.9	30.1	48.5	65.7
판매비	11.4	14.2	18.2	21.5	24.8
영업이익	1.6	6.7	11.9	27.0	41.0
EBITDA	2.9	8.2	13.3	27.6	41.3
영업외손익	-0.8	-0.4	1.3	1.3	1.5
이자수익	0.0	0.0	0.1	0.1	0.2
이자비용	0.9	0.6	0.6	0.6	0.6
외환관련이익	0.2	0.6	0.4	0.4	0.4
외환관련손실	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.1	-0.3	1.5	1.5	1.6
법인세차감전이익	0.7	6.3	13.2	28.3	42.4
법인세비용	-0.1	0.9	2.0	4.2	6.3
계속사업손익	0.9	5.4	11.2	24.1	36.1
당기순이익	0.9	5.4	11.2	24.1	36.1
지배주주순이익	0.9	5.4	11.2	24.1	36.1
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	12.1	64.6	34.7	58.8	33.1
영업이익 증감율	-10.2	318.8	77.6	126.9	51.9
EBITDA 증감율	1.7	182.8	62.2	107.5	49.6
지배주주순이익 증감율	-25.7	500.0	107.4	115.2	49.8
EPS 증감율	-28.0	493.4	97.9	114.8	49.9
매출총이익율(%)	74.3	72.6	77.6	78.7	80.1
영업이익율(%)	9.1	23.3	30.7	43.8	50.0
EBITDA Margin(%)	16.6	28.5	34.3	44.8	50.4
지배주주순이익율(%)	5.1	18.8	28.9	39.1	44.0

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1.5	4.4	10.0	17.4	29.9
당기순이익	0.9	5.4	11.2	24.1	36.1
비현금항목의 가감	2.5	4.0	5.0	6.5	8.1
유형자산감가상각비	1.4	1.6	1.4	0.6	0.3
무형자산감가상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	1.1	2.4	3.6	5.9	7.8
영업활동자산부채증감	-1.8	-4.9	-3.8	-8.5	-7.7
매출채권및기타채권의감소	0.0	-5.0	-2.5	-5.7	-5.1
채고자산의감소	-1.3	0.2	-1.5	-3.4	-3.0
매입채무및기타채무의증가	-0.1	0.4	0.3	0.7	0.6
기타	-0.4	-0.5	-0.1	-0.1	-0.2
기타현금흐름	-0.1	-0.1	-2.4	-4.7	-6.6
투자활동 현금흐름	-1.6	-1.3	0.0	0.0	0.0
유형자산의 취득	-1.6	-1.2	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-0.6	-0.6	-1.7	-1.7	-1.7
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	-1.0	-1.0	-1.0
기타	-0.6	-0.6	-0.7	-0.7	-0.7
기타현금흐름	0.0	0.1	-0.6	-0.5	-0.6
현금 및 현금성자산의 순증가	-0.7	2.5	7.7	15.2	27.7
기초현금 및 현금성자산	4.4	3.6	6.1	13.9	29.1
기말현금 및 현금성자산	3.6	6.1	13.9	29.1	56.7

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	11.3	19.1	30.9	55.3	91.2
현금 및 현금성자산	3.6	6.1	13.9	29.1	56.8
단기금융자산	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
매출채권 및 기타채권	2.1	7.3	9.8	15.5	20.7
채고자산	4.8	4.3	5.8	9.1	12.2
기타유동자산	0.7	1.3	1.3	1.5	1.4
비유동자산	5.3	5.7	4.3	3.6	3.3
투자자산	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
유형자산	3.0	3.0	1.6	1.0	0.7
무형자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동자산	1.9	2.3	2.3	2.2	2.2
자산총계	16.6	24.7	35.2	58.9	94.5
유동부채	9.5	4.8	5.1	5.8	6.4
매입채무 및 기타채무	1.6	1.7	2.0	2.6	3.2
단기금융부채	7.1	1.7	1.7	1.7	1.7
기타유동부채	0.8	1.4	1.4	1.5	1.5
비유동부채	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
장기금융부채	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
기타비유동부채	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
부채총계	9.9	5.1	5.4	6.0	6.6
자본지분	6.7	19.6	29.8	52.8	87.9
자본금	3.0	3.3	3.3	3.3	3.3
자본잉여금	4.3	10.4	10.4	10.4	10.4
기타자본	0.4	1.6	1.6	1.6	1.6
기타포괄손익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	-0.9	4.4	14.6	37.6	72.7
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	6.7	19.6	29.8	52.8	87.9

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	29	173	342	735	1,102
BPS	225	600	910	1,613	2,684
CFPS	113	303	495	933	1,350
DPS	0	32	32	32	32
주가배수(배)					
PER	0.0	0.0	46.4	21.6	14.4
PER(최고)	0.0	0.0	51.1		
PER(최저)	0.0	0.0	18.5		
PBR	0.00	0.00	17.47	9.85	5.92
PBR(최고)	0.00	0.00	19.21		
PBR(최저)	0.00	0.00	6.97		
PSR	0.00	0.00	13.42	8.45	6.35
PCFR	0.0	0.0	32.1	17.1	11.8
EV/EBITDA			43.9	20.6	13.1
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	0.0	19.6	9.3	4.4	2.9
배당수익률(%·보통주, 현금)			0.2	0.2	0.2
ROA	5.6	25.9	37.4	51.2	47.1
ROE	14.3	40.6	45.4	58.3	51.3
ROIC	17.7	47.3	68.1	114.7	126.2
매출채권회전율	8.4	6.2	4.6	4.9	4.5
채고자산회전율	4.2	6.4	7.7	8.3	7.7
부채비율	147.1	25.9	18.0	11.4	7.5
순차입금비용	55.2	-21.9	-40.6	-51.7	-62.6
이자보상배율, 현금	1.8	12.1	21.6	49.0	74.4
총차입금	7.4	1.9	1.9	1.9	1.9
순차입금	3.7	-4.3	-12.1	-27.3	-55.0
EBITDA	2.9	8.2	13.3	27.6	41.3
FCF	-0.6	0.9	7.7	15.1	27.5

프로티나 (468530)



Not Rated

주가(11/13) 63,800원

의료기기 Analyst 신민수

alstn0527@kiwoom.com

동사는 단백질 간 상호 작용(PPI; Protein-Protein Interaction)을 분석한다. 'SPID' 장비와 소모품은 전처리 과정 없이 임상 검체 분석이 가능해 편의성이 높다. 해당 기술을 통해 항원-항체 결합력 측정 솔루션 'Landscape'를 개발하였고, 서울대와 삼성바이오에피스와 함께 AI 항체 바이오메터 개발 국책과제를 따냈다. 이미 9월에는 미국 A사와 PPI 기반 바이오마커 분석 'Pathfinder' 계약도 진행한 바 있다. 향후 학회 참석, 항체 후보물질 L/O 등의 모멘텀도 남아있는 상황이다.

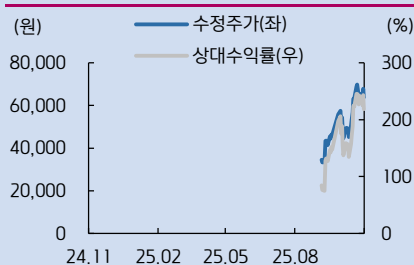
Stock Data

KOSDAQ (11/13)		918.37pt
시가총액		6,936억 원
52주 주가동향	최고가	최저가
	69,800 원	13,800원
최고/최저가 대비 등락	-8.6%	362.3%
주가수익률		절대
	1M	11.0%
	6M	N/A
	1Y	N/A

Company Data

발행주식수	10,872 천주
일평균 거래량(3M)	1,521천주
외국인 지분율	3.5%
배당수익률(25E)	0.0%
BPS(25E)	1,158원
주요 주주	윤태영 외 8인 22.8%

Price Trend



역사적으로 흘러가듯 가, AI에 기여하라

>>> 국책과제로 큰 한 걸음 내딛기에 성공

3Q25 실적은 매출액 11억(QoQ +9.0%), 영업이익 -22억(QoQ 적지, 영업이익률 -209.5%), 당기순이익 -19억(QoQ 적지, 순이익률 -180.1%)으로 추정한다.

지난 4일, 동사는 서울대학교, 삼성바이오에피스와 함께 AI 모델을 활용한 항체 바이오메터 개발 국책과제에 선정되었다고 공시했다. 삼성바이오로직스 인적분할 이후 삼성 계열사의 신약 개발 중심 축이 될 에피스가 항체 설계를 동사와 함께 한다는 것은 그 의미가 남다르다고 볼 수 있다. 향후 27개월간 10개의 항체 신약 후보물질을 개발하여 3개는 비임상, 1개는 1상 시험 계획(IND) 신청을 완료할 계획이다. 이번 과제를 통해 동사로 유입되는 정부 지원금은 약 136억이다.

'PPI Landscape': 기존 방식과는 다르게 정제하지 않은 조직 샘플도 'SPID' 플랫폼을 정확하게 분석할 수 있다. 이를 기반으로 항체 설계 시간을 단축할 수 있고, 항원-항체 PPI를 분석해 결합력을 측정하여 설계 능력을 고도화할 수 있다.

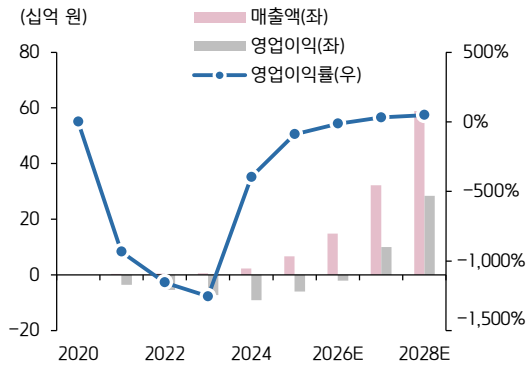
>>> 다른 솔루션, 사업 개발 모멘텀도 있다

지난 9월 미국 A사와 PPI 기반 바이오마커 분석 솔루션 'PPI Pathfinder' 계약을 체결했다. 3년 3개월간 12억 수준으로 계약 규모는 작지만 임상 검체 분석 서비스 제공 후 돈을 받는 비즈니스 모델이 작동하고, 글로벌 빅파마와의 계약 사례를 만들었다는 것이 중요하다. 'PPI Pathfinder'의 꾸준한 사업 개발뿐만 아니라 연말 학회 참석, 국내 바이오텍으로의 항체 개발 협업, '26년 파이프라인 L/O 등 여러 모멘텀들도 여전히 남아있다.

(십억 원, IFRS 연결)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	0.5	0.6	2.3	6.6	14.8
영업이익	-5.4	-7.3	-9.1	-5.9	-2.1
EBITDA	-4.8	-6.5	-8.1	-4.0	-1.4
세전이익	-11.4	-22.8	-5.7	-5.0	-1.1
순이익	-11.4	-22.8	-5.7	-5.0	-1.1
지배주주지분순이익	-11.4	-22.8	-5.7	-5.0	-1.1
EPS(원)	-2,279	-4,543	-912	-546	-123
증감률(% YoY)	적지	적지	적지	적지	적지
PER(배)	0.0	0.0	0.0	-124.4	-551.0
PBR(배)	0.00	0.00	0.00	58.63	65.71
EV/EBITDA(배)				-181.9	-515.1
영업이익률(%)	-1080.0	-1216.7	-395.7	-89.4	-14.2
ROE(%)	45.2	55.0	31.2	-38.1	-11.2
순차입금비용(%)	-5.3	7.4	-68.4	-52.3	-10.5

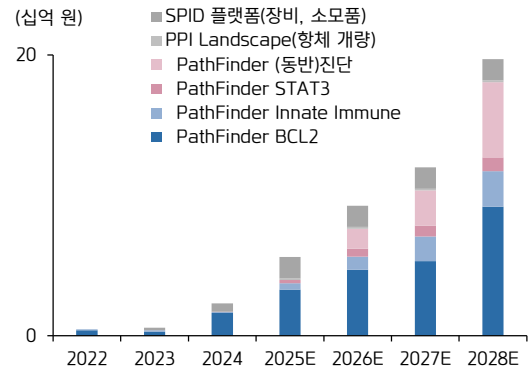
자료: 키움증권 리서치센터

프로티나 연간 실적 추이 및 전망



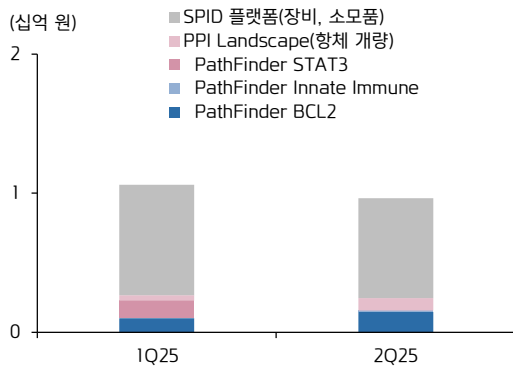
주) 추정치는 증권신고서 수치
자료: FnGuide, 전자공시, 키움증권 리서치센터

프로티나 사업부별 연간 매출액 추이



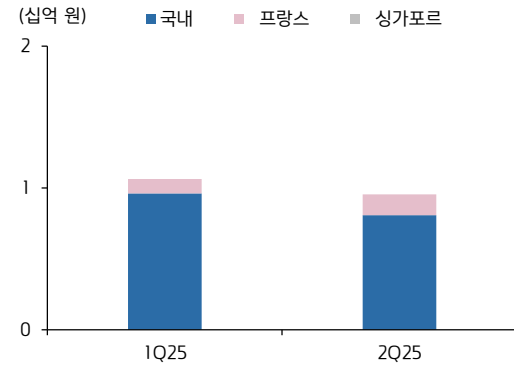
주) 추정치는 증권신고서 수치
자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

프로티나 사업부별 분기 매출액 추이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

프로티나 지역별 분기 매출액 추이



자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

프로티나 주요 연혁

일자	내용
2015-08	대전광역시 유성구에서 법인 설립
2015-09	KAIST 원천기술 22 건 이전
2016-05	pre-Series A 1.8 억 원 투자 유치
2016-08	Series A 13 억 원 투자 유치
2018-08	Series B 80 억 원 투자 유치
2019-01	이미징 장비 ProView(Pi-View 시제품) 1 등급 의료기기 허가 획득
2020-12	미국 A사와 'PathFinder' 분석 서비스 계약 체결
2021-03	PPI 이미징 장비 'Pi-View' 완제품 출시
2021-04	Series C 148 억 원 투자 유치
2021-12	미국 A사와 'PathFinder' 분석 서비스 추가 계약 체결
2023-04	cGMP 수준 공장 설립(경기도 안양시)
2023-08	아시아 T사와 'PathFinder' 분석 서비스 계약 체결
2023-10	미국 A사와 'PathFinder' 분석 서비스 마스터 3년 계약 체결
2023-11	pre-IPO 165 억 원 투자 유치
2023-12	유럽 R사와 'PathFinder' 분석 서비스 계약 체결
2024-01	유럽 S사와 'PathFinder' 계약 체결
2024-11	한국 J사 STAT3 저해제 임상 개발 솔루션 계약
2024-11	한국 SE사와 'landscape' 분석 서비스 계약 체결
2025-07	KOSDAQ 시장 상장
2025-11	서울대, 삼성바이오에피스와 AI 항체 치료제 개발 국책과제 협업

자료: 전자공시, 프로티나, 키움증권 리서치센터

프로티나 주요 플랫폼 소개

분류	제품명	내용
소프트웨어	'PPI Pathfinder'	- 단백질 간 상호작용(PPI) 분석으로써 약물 작용 기전 규명 - 신약 후보 물질 임상 개발 가능성 파악 - 향후 동반 진단 사업 확장 가능
	'PPI Landscape'	- 항체 공동 개발 협업 계약, 항체 개량 및 신약 후보물질 설계 의뢰 - 항체 플라스미드 개량을 통한 바이오메터 자체 개발 - 국책 과제 AI 항체 신약 플랫폼 개발
하드웨어	'SPID'	- 'Pi-Chip'에 비정제 샘플을 담고, 'Pi-View' 장비에 넣어 이미징 촬영 후 'Pi-InSight' 알고리즘으로 정밀 분석 - 대량의 PPI 데이터 확보

자료: 프로티나, 키움증권 리서치센터

프로티나 자체 개발 항체 치료제 바이오베터 파이프라인

파이프라인	target	적응증	타겟 선정	발굴	lead 최적화	전임상	L/O
PRT1207	TNF-alpha	자가면역질환					
PRT1208	TNF-alpha	자가면역질환					
PRT1301	GIPR	비만 및 당뇨					
PRT1401	HER2	유방암					
PRT1401a	HER2	유방암					

자료: 프로티나, 키움증권 리서치센터

AI 모델 항체 바이오베터 개발 실증사업 국책과제 내용

제목	AI 모델을 활용한 항체 바이오베터 개발 및 실증사업	
과제명	AI 설계 및 대규모 실험 데이터 피드백 기반 고속/병렬 항체 바이오의약품 개발 파이프라인 구축	
내용	대규모 PPI 데이터 생성 가능 'SPID' 플랫폼과 AI 기술을 활용하여 특정 질병 타겟에 최적화된 항체 신약 후보물질 도출 및 개발	
수행기간 시작일	2025-10-01	
수행기간 종료일	2027-12-31	
사업비(원)	46,965,000,000	
정부 출연금(원)	30,300,000,000	
프로티나 지원금(원)	13,635,000,000	
주관기관	프로티나	
참여기관	서울대학교 산학협력단, 삼성바이오에피스	

자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	0.5	0.6	2.3	6.6	14.8
매출원가	0.0	0.1	0.8	3.3	7.4
매출총이익	0.5	0.5	1.5	3.3	7.5
판매비	5.8	7.8	10.6	9.3	9.5
영업이익	-5.4	-7.3	-9.1	-5.9	-2.1
EBITDA	-4.8	-6.5	-8.1	-4.0	-1.4
영업외손익	-6.0	-15.5	3.4	0.9	0.9
이자수익	0.2	0.3	0.6	0.3	0.1
이자비용	2.2	2.8	3.1	3.1	3.1
외환관련이익	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0
외환관련손실	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-4.0	-13.0	5.8	3.7	3.9
법인세차감전이익	-11.4	-22.8	-5.7	-5.0	-1.1
법인세비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
계속사업손익	-11.4	-22.8	-5.7	-5.0	-1.1
당기순이익	-11.4	-22.8	-5.7	-5.0	-1.1
지배주주순이익	-11.4	-22.8	-5.7	-5.0	-1.1
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	29.0	20.0	283.3	187.0	124.2
영업이익 증감율	흑전	35.2	24.7	-35.2	-64.4
EBITDA 증감율	흑전	35.4	24.6	-50.6	-65.0
지배주주순이익 증감율	흑전	100.0	-75.0	-12.3	-78.0
EPS 증감율	적지	적지	적지	적지	적지
매출총이익율(%)	100.0	83.3	65.2	50.0	50.7
영업이익율(%)	-1,080.	-1,216.	-395.7	-89.4	-14.2
EBITDA Margin(%)	-960.0	-1,083	-352.2	-60.6	-9.5
지배주주순이익율(%)	-2,280.	-3,800.	-247.8	-75.8	-7.4

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-3.5	-5.7	-6.1	-10.3	-9.8
당기순이익	-11.4	-22.8	-5.7	-5.0	-1.1
비현금항목의 가감	7.8	17.5	-0.6	-0.5	-1.6
유형자산감가상각비	0.5	0.7	1.0	1.9	0.6
무형자산감가상각비	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	7.2	16.7	-1.7	-2.5	-2.2
영업활동자산부채증감	-0.1	-0.6	-0.2	-2.0	-4.1
매출채권및기타채권의감소	-0.1	0.1	-0.8	-2.1	-4.1
재고자산의감소	0.0	-0.4	0.3	-0.1	-0.3
매입채무및기타채무의증가	0.1	-0.1	0.0	0.1	0.2
기타	-0.1	-0.2	0.3	0.1	0.1
기타현금흐름	0.2	0.2	0.4	-2.8	-3.0
투자활동 현금흐름	3.7	-10.2	17.5	0.0	0.0
유형자산의 취득	-1.1	-0.3	-2.3	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-0.1	0.1	-0.2	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	5.0	-10.0	20.0	0.0	0.0
기타	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-0.2	16.3	-0.2	-0.2	-0.2
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금·자본이익금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-0.2	16.3	-0.2	-0.2	-0.2
기타현금흐름	0.0	0.0	0.1	5.3	5.3
현금 및 현금성자산의 순증가	0.0	0.4	11.3	-5.1	-4.6
기초현금 및 현금성자산	0.1	0.2	0.6	11.8	6.7
기말현금 및 현금성자산	0.2	0.6	11.8	6.7	2.0

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
유동자산	10.8	21.9	13.4	10.3	10.0
현금 및 현금성자산	0.2	0.6	11.8	6.6	2.0
단기금융자산	10.0	20.0	0.0	0.0	0.0
매출채권 및 기타채권	0.4	0.4	1.1	3.3	7.4
재고자산	0.0	0.4	0.1	0.2	0.5
기타유동자산	0.2	0.5	0.4	0.2	0.1
비유동자산	2.6	2.1	4.6	2.7	2.1
투자자산	0.1	0.0	0.2	0.2	0.2
유형자산	1.7	1.4	2.8	0.9	0.3
무형자산	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
기타비유동자산	0.6	0.5	1.4	1.5	1.5
자산총계	13.3	24.0	18.0	13.0	12.0
유동부채	28.1	59.7	0.9	1.0	1.1
매입채무 및 기타채무	0.4	0.6	0.6	0.8	0.9
단기금융부채	5.5	14.2	0.2	0.2	0.2
기타유동부채	22.2	44.9	0.1	0.0	0.0
비유동부채	15.6	16.8	1.3	1.3	1.3
장기금융부채	6.2	2.5	0.8	0.8	0.8
기타비유동부채	9.4	14.3	0.5	0.5	0.5
부채총계	43.7	76.5	2.2	2.3	2.5
자배지분	-30.4	-52.5	15.8	10.7	9.5
자본금	0.4	0.4	0.9	0.9	0.9
자본잉여금	2.1	2.1	75.0	75.0	75.0
기타자본	2.3	3.0	3.7	3.7	3.7
기타포괄손익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	-35.3	-58.1	-63.9	-68.9	-70.0
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	-30.4	-52.5	15.8	10.7	9.5

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	-2,279	-4,543	-912	-546	-123
BPS	-6,097	-10,023	1,706	1,158	1,033
CFPS	-717	-1,064	-1,004	-601	-295
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	0.0	0.0	0.0	-124.4	-551.0
PER(최고)	0.0	0.0	0.0		
PER(최저)	0.0	0.0	0.0		
PBR	0.00	0.00	0.00	58.63	65.71
PBR(최고)	0.00	0.00	0.00		
PBR(최저)	0.00	0.00	0.00		
PSR	0.00	0.00	0.00	94.59	42.27
PCFR	0.0	0.0	0.0	-112.9	-230.4
EV/EBITDA				-181.9	-515.1
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주·현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%·보통주·현금)				0.0	0.0
ROA	-74.7	-122.1	-27.3	-32.6	-9.1
ROE	45.2	55.0	31.2	-38.1	-11.2
ROIC	29.2	23.5	49.6	-111.0	-28.7
매출채권회전율	1.3	1.6	3.1	3.0	2.8
재고자산회전율		2.8	9.3	43.8	40.8
부채비율	-143.8	-145.7	14.0	21.9	26.1
순차입금비용	-5.3	7.4	-68.4	-52.3	-10.5
이자보상배율·현금	-2.5	-2.6	-3.0	-1.9	-0.7
총차입금	11.7	16.7	1.0	1.0	1.0
순차입금	1.6	-3.9	-10.8	-5.6	-1.0
EBITDA	-4.8	-6.5	-8.1	-4.0	-1.4
FCF	-6.0	-7.3	-10.6	-6.0	-5.5

고영 (098460)



Not Rated

주가(11/13) 20,700원

의료기기 Analyst 신민수

alstn0527@kiwoom.com

동사는 납 페이스트, 자동 광학, 반도체 등 산업재 검사 장비를 주로 판매한다. 우수한 기술을 통해 작은 실수도 용납되지 않는 뇌 수술 분야의 로봇을 개발하기 시작했다. 3Q25 실적은 중국 자동차 전장, 미국 AI 서버 등 주요 전방 시장들의 업황이 밝아져 수혜를 보았기 때문이다. '11년 개발 시작 ▶ '19년 국내 허가 ▶ '25년 미국 허가의 흐름으로 사업이 커지고 있는 뇌 수술 로봇 'KYMERO'는 현재까지 13대 판매, 누적 수술 활용 건수 700건 이상을 달성하며 시장에서 존재감을 드러내고 있다.

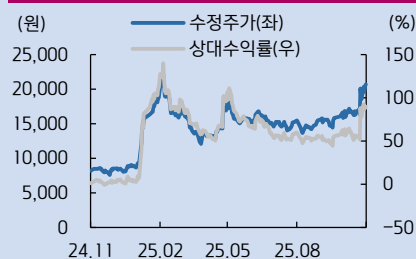
Stock Data

KOSDAQ (11/13)		918.37pt
시가총액		14,212억 원
52주 주가동향	최고가	최저가
	22,100 원	7,610원
최고/최저가 대비 등락	-6.3%	172.0%
주가수익률	절대	상대
	1M	24.4% 16.6%
	6M	17.5% -6.3%
	1Y	152.4% 89.6%

Company Data

발행주식수	68,655 천주
일평균 거래량(3M)	3,870천주
외국인 지분율	16.1%
배당수익률(25E)	0.7%
BPS(25E)	4,845원
주요 주주	고영홀딩스 외 19인
	20.5%

Price Trend



실적은 본업이, 주가는 수술 로봇이

>>> 돌아온 본업 호황, 실적 반전 시작

3Q25 실적은 매출액 603억(YoY +30.2%, QoQ +15.7%), 영업이익 47억(YoY +575.7%, QoQ +86.8%, 영업이익률 7.8%), 당기순이익 93억(YoY 흑전, QoQ 흑전, 순이익률 15.4%)을 기록했다. 동사는 납 페이스트, 자동 광학, 반도체 등 산업재 검사 장비를 개발하는 업체다. 정밀한 계산, 광학 기술 등을 기반으로 로봇을 세밀하게 움직이게 하는 기술력을 바탕으로 작은 실수도 용납되지 않는 뇌 수술 로봇을 개발하기 시작했다.

이번 실적이 좋았던 이유는 **중국 자동차 전장과 미국 AI 서버 등 주요 전방 시장들의 업황이 밝아졌고, 그에 따른 수혜**를 보았기 때문이다. 4개분기 연속 전년 동기 대비 역성장을 기록하던 자동차 전장 사업 매출액도 YoY +14.2% 성장, 서버 사업 매출액 YoY 성장률은 2Q21 이후 최고 수치인 +66.6%를 기록했다. 4Q25, '26년에도 이러한 추세가 이어질 것으로 보여 전사 실적 턴어라운드 예상된다.

>>> 뇌 수술을 로봇으로 한다

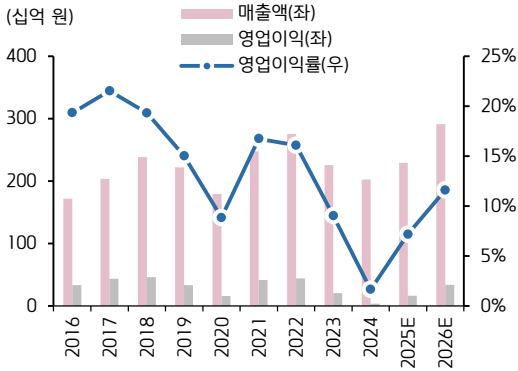
'KYMERO': 뇌 수술 로봇 장비인 'KYMERO'는 '11년부터 개발되기 시작하여 '19년 9월 국내 식약처 허가를 획득했다. 이후 매년 1대 이상씩을 국내 대형 병원들에 판매하였다. 아직 비급여 보험 코드가 없어 환자 본인의 실비 보험 등으로 비용을 청구해야 하기에 빠르게 사용 케이스가 늘어나지 않고 있다. 그럼에도 '25년 8월 기준 700건 이상의 누적 수술 활용 건수를 기록했다. 기존 장비들에 비해 가이드라인 정립, 실제 수술 과정 보조 등의 장점으로 영업을 진행 중이다.

미국에서는 'Geniant Cranial' 이라는 이름으로 '25년 1월 미국 FDA 510(k) 허가를 획득했다. 올해가 가기 전에 일본 PMDA 허가 획득도 전망되고 있다.

(십억 원, IFRS 연결)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	225.6	202.5	229.1	291.1	223.8
영업이익	20.4	3.3	16.4	33.7	-8.4
EBITDA	32.8	15.9	29.3	42.3	-2.7
세전이익	30.6	28.1	23.3	44.1	3.3
순이익	21.9	21.0	17.4	32.9	2.5
지배주주지분순이익	21.9	21.0	17.4	32.9	2.5
EPS(원)	319	306	253	479	36
증감률(% YoY)	-44.2	-4.2	-17.2	89.4	-92.5
PER(배)	51.8	26.5	81.0	42.8	566.9
PBR(배)	3.72	1.72	4.23	3.94	4.00
EV/EBITDA(배)	31.4	26.4	43.0	29.9	-453.1
영업이익률(%)	9.0	1.6	7.2	11.6	-3.8
ROE(%)	7.2	6.7	5.3	9.5	0.7
순차입금비용(%)	-35.7	-42.2	-43.7	-40.8	-52.2

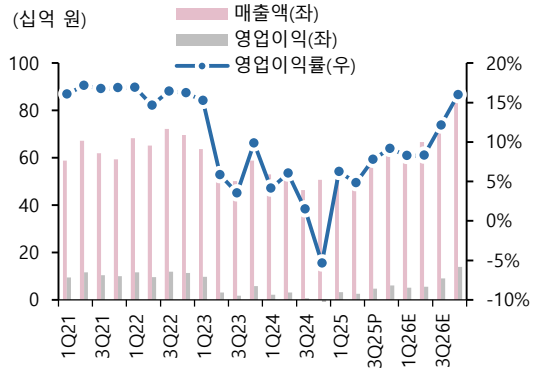
자료: 키움증권 리서치센터

고영 연간 실적 추이 및 전망



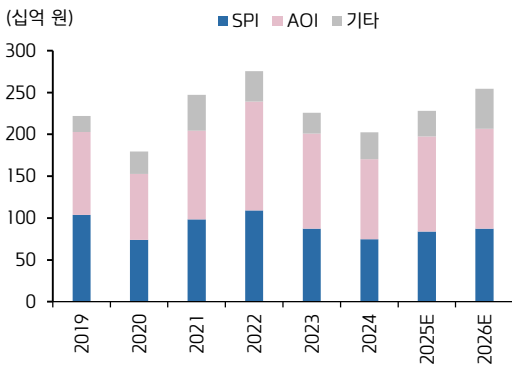
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

고영 분기 매출액 추이



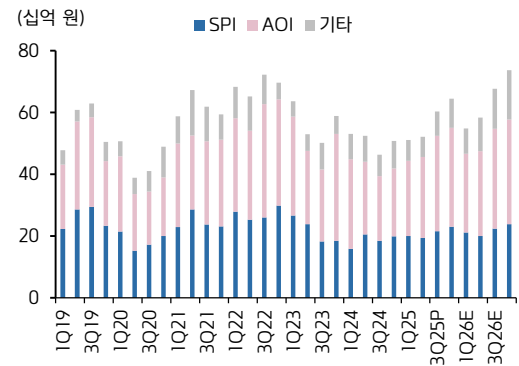
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

고영 사업부별 연간 매출액 추이 및 전망



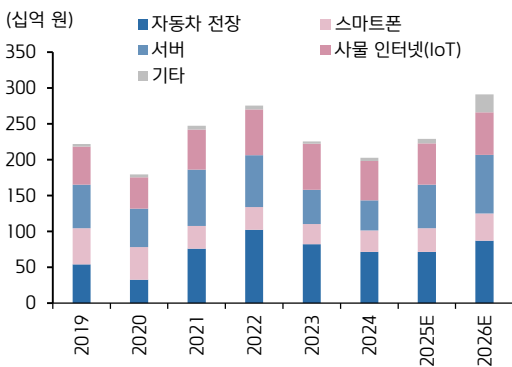
자료: 고영, 키움증권 리서치센터

고영 사업부별 분기 매출액 추이 및 전망



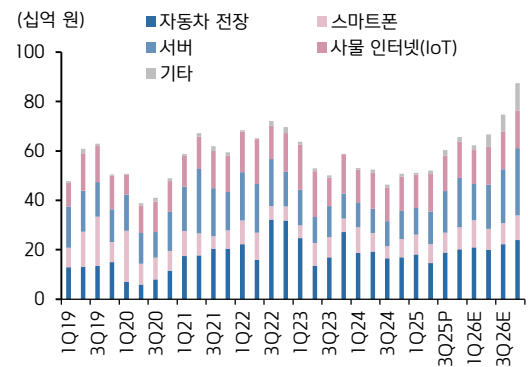
자료: 고영, 키움증권 리서치센터

고영 전방 시장별 연간 매출액 추이 및 전망



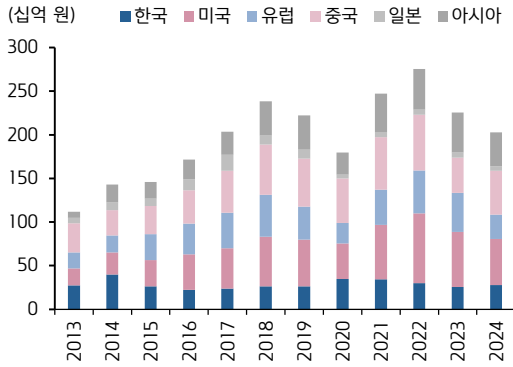
자료: 고영, 키움증권 리서치센터

고영 전방 시장별 분기 매출액 추이 및 전망



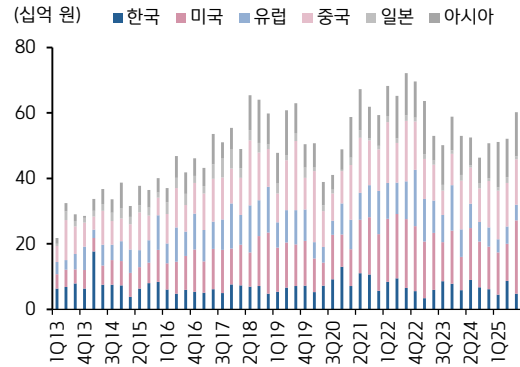
자료: 고영, 키움증권 리서치센터

고령 지역별 연간 매출액 추이 및 전망



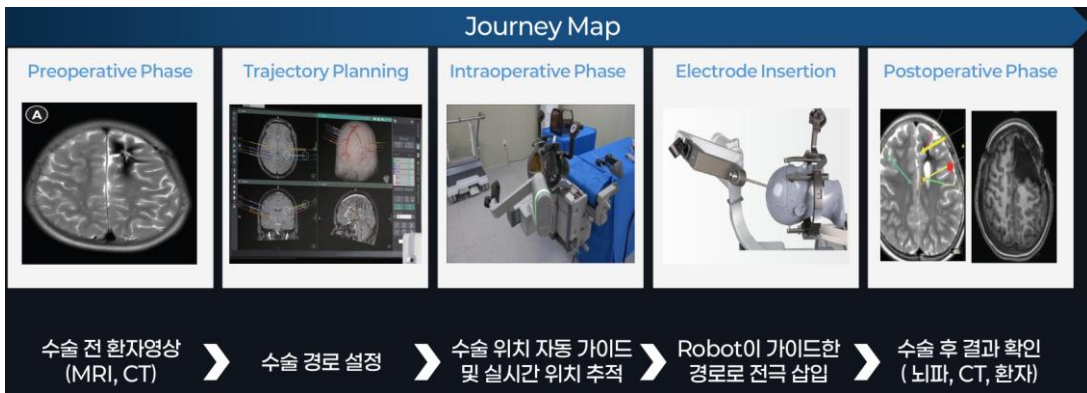
자료: 고령, 키움증권 리서치센터

고령 지역별 분기 매출액 추이 및 전망



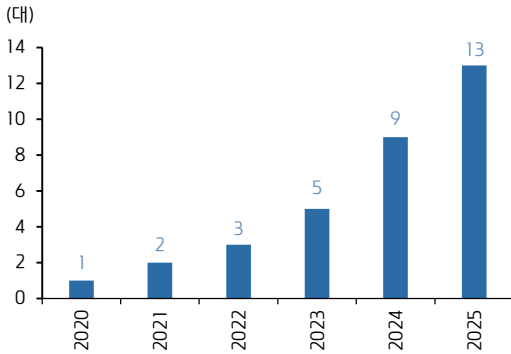
자료: 고령, 키움증권 리서치센터

뇌 수술 로봇 활용 과정



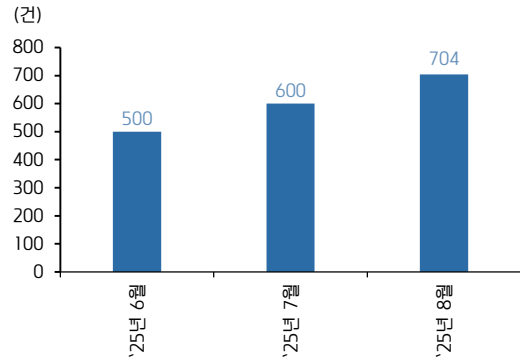
자료: 고령

고영 연간 뇌 수술 로봇 누적 판매량 추이



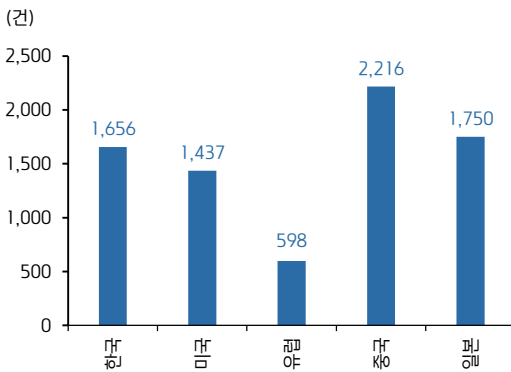
자료: 고영, 키움증권 리서치센터

고영 뇌 수술 로봇 누적 사용 케이스 추이



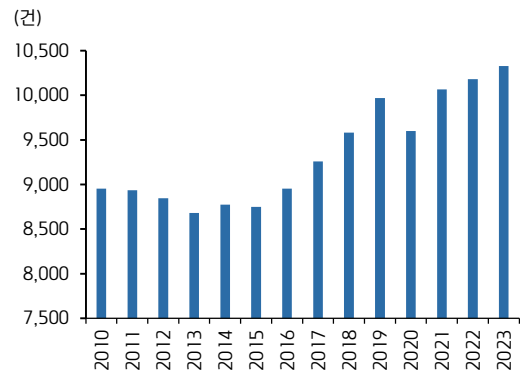
자료: 고영, 키움증권 리서치센터

주요 국가 신경외과 병원 수



자료: 고영, 보건의료빅데이터개방시스템, 키움증권 리서치센터

연간 국내 신경외과 건강보험 심사결정 건수 추이



자료: 보건의료빅데이터개방시스템, 키움증권 리서치센터

고영의 3D 납도포 검사 장비(SPI) 'asPire 3'



자료: 고영

고영의 3D 부품 실장 검사 장비(AOI) 'Zenith 2'



자료: 고영

고영의 반도체 검사 장비 'Meister S'



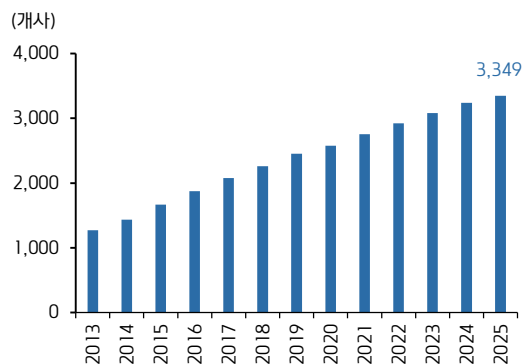
자료: 고영

고영의 뇌 수술 로봇 장비 'KYMERO'



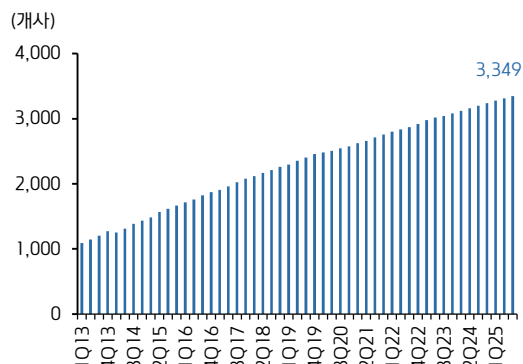
자료: 고영

고영 연도별 고객사 수 추이



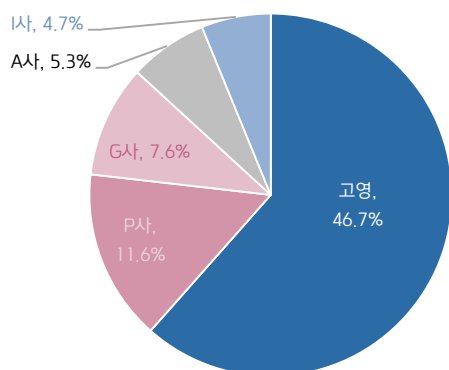
자료: 고영, 키움증권 리서치센터

고영 분기별 고객사 수 추이



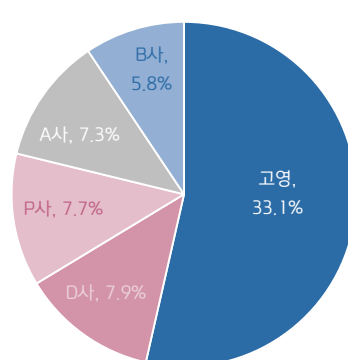
자료: 고영, 키움증권 리서치센터

SPI 장비 시장 점유율 현황



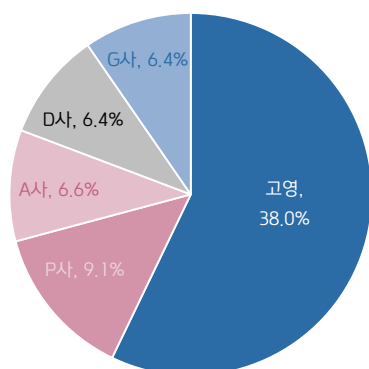
자료: 고영, 키움증권 리서치센터

AXI 제외 AOI 장비 시장 점유율 현황



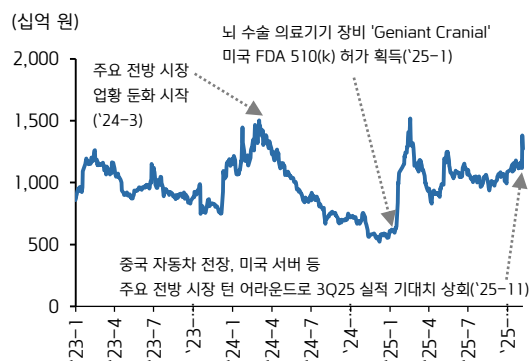
자료: 고영, 키움증권 리서치센터

AXI 제외 SMT 장비 시장 점유율 현황



자료: 고영, 키움증권 리서치센터

고영 시가총액 추이 분석



자료: FnGuide, 언론보도, 고영, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	225.6	202.5	229.1	291.1	223.8
매출원가	80.1	76.7	85.8	113.3	85.7
매출총이익	145.5	125.9	143.3	177.8	138.1
판매비	125.1	122.5	126.9	144.1	146.5
영업이익	20.4	3.3	16.4	33.7	-8.4
EBITDA	32.8	15.9	29.3	42.3	-2.7
영업외손익	10.2	24.8	6.9	10.4	11.7
이자수익	4.6	5.4	5.7	5.8	7.1
이자비용	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
외환관련이익	10.4	23.1	8.8	8.8	8.8
외환관련손실	5.9	2.8	2.4	2.4	2.4
중속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	1.8	-0.4	-4.7	-1.3	-1.3
법인세차감전이익	30.6	28.1	23.3	44.1	3.3
법인세비용	8.7	7.1	5.9	11.2	0.8
계속사업손익	21.9	21.0	17.4	32.9	2.5
당기순이익	21.9	21.0	17.4	32.9	2.5
지배주주순이익	21.9	21.0	17.4	32.9	2.5
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-18.1	-10.2	13.1	27.1	-23.1
영업이익 증감율	-53.9	-83.8	397.0	105.5	-124.9
EBITDA 증감율	-41.8	-51.5	84.3	44.4	-106.4
지배주주순이익 증감율	-44.3	-4.1	-17.1	89.1	-92.4
EPS 증감율	-44.2	-4.2	-17.2	89.4	-92.5
매출총이익율(%)	64.5	62.2	62.5	61.1	61.7
영업이익율(%)	9.0	1.6	7.2	11.6	-3.8
EBITDA Margin(%)	14.5	7.9	12.8	14.5	-1.2
지배주주순이익율(%)	9.7	10.4	7.6	11.3	1.1

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	29.5	36.4	17.1	9.0	46.5
당기순이익	21.9	21.0	17.4	32.9	2.5
비현금항목의 가감	23.3	12.3	14.1	15.0	0.4
유형자산감가상각비	10.4	10.5	10.5	6.6	4.2
무형자산감가상각비	2.0	2.1	2.4	2.0	1.6
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	10.9	-0.3	1.2	6.4	-5.4
영업활동자산부채증감	-4.1	2.5	-13.7	-32.9	37.9
매출채권및기타채권의감소	18.3	19.9	-9.5	-22.3	24.2
채고자산의감소	-7.1	0.8	-6.6	-15.3	16.7
매입채무및기타채무의증가	-6.6	-10.5	2.9	5.2	-2.5
기타	-8.7	-7.7	-0.5	-0.5	-0.5
기타현금흐름	-11.6	0.6	-0.7	-6.0	5.7
투자활동 현금흐름	-12.8	2.5	12.2	12.2	12.1
유형자산의 취득	-7.1	-3.4	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.1	0.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-3.2	-4.8	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	1.1	-1.6	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-11.4	2.0	2.0	2.0	1.9
기타	7.7	10.1	10.2	10.2	10.2
재무활동 현금흐름	-38.5	-15.1	-15.2	-15.2	-15.2
차입금의 증가(감소)	-6.1	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-17.3	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-9.4	-9.2	-9.2	-9.2	-9.2
기타	-5.7	-5.9	-6.0	-6.0	-6.0
기타현금흐름	0.1	1.6	-3.5	-3.5	-3.5
현금 및 현금성자산의 순증가	-21.7	25.4	10.7	2.6	40.0
기초현금 및 현금성자산	49.9	28.1	53.5	64.2	66.8
기말현금 및 현금성자산	28.1	53.5	64.2	66.8	106.8

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	272.3	284.0	309.3	347.9	345.7
현금 및 현금성자산	28.1	53.5	64.3	66.8	106.8
단기금융자산	100.5	98.5	96.5	94.5	92.6
매출채권 및 기타채권	83.0	72.7	82.3	104.5	80.4
채고자산	50.0	50.1	56.7	72.1	55.4
기타유동자산	10.7	9.2	9.5	10.0	10.5
비유동자산	94.9	93.9	81.0	72.4	66.7
투자자산	5.4	7.0	7.0	7.0	7.0
유형자산	45.6	46.7	36.3	29.7	25.5
무형자산	10.7	12.3	9.8	7.8	6.3
기타비유동자산	33.2	27.9	27.9	27.9	27.9
자산총계	367.2	377.9	390.3	420.4	412.5
유동부채	39.8	36.1	39.0	44.2	41.7
매입채무 및 기타채무	27.6	25.5	28.5	33.6	31.1
단기금융부채	5.7	5.2	5.2	5.2	5.2
기타유동부채	6.5	5.4	5.3	5.4	5.4
비유동부채	22.1	18.7	18.7	18.7	18.7
장기금융부채	13.9	10.3	10.3	10.3	10.3
기타비유동부채	8.2	8.4	8.4	8.4	8.4
부채총계	61.9	54.8	57.7	62.8	60.4
자본지분	305.3	323.2	332.6	357.6	352.1
자본금	6.9	6.9	6.9	6.9	6.9
자본잉여금	41.8	44.7	44.7	44.7	44.7
기타자본	-33.4	-31.6	-31.6	-31.6	-31.6
기타포괄손익누계액	1.8	4.0	5.3	6.6	7.9
이익잉여금	288.3	299.2	307.3	331.0	324.2
비자본지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	305.3	323.2	332.6	357.6	352.1

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	319	306	253	479	36
BPS	4,447	4,707	4,845	5,208	5,129
CFPS	659	485	458	697	42
DPS	140	140	140	140	140
주가배수(배)					
PER	51.8	26.5	81.0	42.8	566.9
PER(최고)	58.9	78.6	87.9		
PER(최저)	33.2	24.9	32.2		
PBR	3.72	1.72	4.23	3.94	4.00
PBR(최고)	4.23	5.11	4.59		
PBR(최저)	2.39	1.62	1.68		
PSR	5.04	2.75	6.14	4.84	6.29
PCFR	25.1	16.7	44.7	29.4	482.6
EV/EBITDA	31.4	26.4	43.0	29.9	-453.1
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	41.9	44.0	53.2	28.1	372.1
배당수익률(%·보통주, 현금)	0.8	1.7	0.7	0.7	0.7
ROA	5.8	5.6	4.5	8.1	0.6
ROE	7.2	6.7	5.3	9.5	0.7
ROIC	7.3	2.0	7.0	13.3	-3.5
매출채권회전율	2.5	2.6	3.0	3.1	2.4
채고자산회전율	4.8	4.0	4.3	4.5	3.5
부채비율	20.3	16.9	17.3	17.6	17.1
순차입금비용	-35.7	-42.2	-43.7	-40.8	-52.2
이자보상배율, 현금	29.4	6.6	32.6	66.9	-16.7
총차입금	19.6	15.5	15.5	15.5	15.5
순차입금	-109.0	-136.5	-145.2	-145.8	-183.9
EBITDA	32.8	15.9	29.3	42.3	-2.7
FCF	11.6	10.6	11.5	0.8	37.3

고지사항

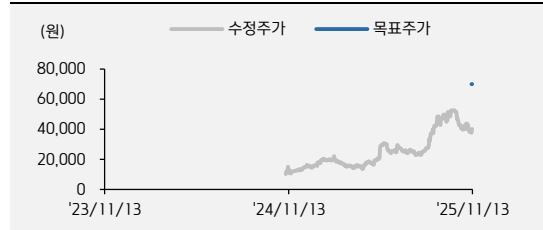
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	과리율(%)		
				목표 가격 대상 시점	평균 주가 대비	최고 주가 대비
토모큐브 (475960)	202511-13	Buy(Initiate)	70,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음

목표주가 추이(2개년)

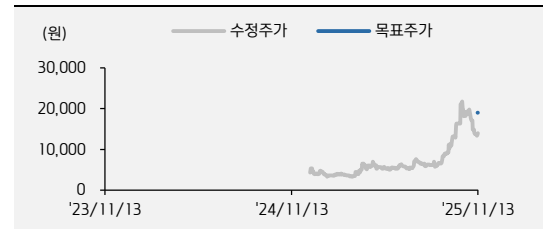


투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	과리율(%)		
				목표 가격 대상 시점	평균 주가 대비	최고 주가 대비
온코닉 테라퓨틱스 (476060)	2025-11-13	Buy(Initiate)	19,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음

목표주가 추이(2개년)

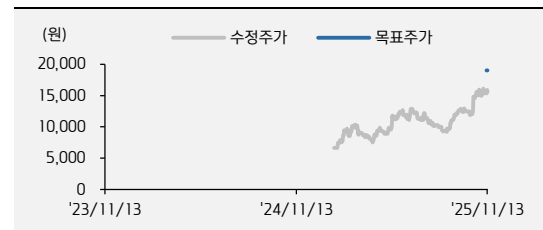


투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	과리율(%)		
				목표 가격 대상 시점	평균 주가 대비	최고 주가 대비
아스테 라시스 (450950)	2025-11-13	Buy(Initiate)	19,000원	6개월	-24.70	1.20

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음

목표주가 추이(2개년)



투자 의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2024/10/01~2025/09/30)

매수	중립	매도
95.21%	4.79%	0.00%