

2 H 2 5 O U T L O O K

유진투자증권 

바 이 오 / 제 약

2025.05.28 | OVERWEIGHT

제 3 성장국면, 시즌 2: NEXUS

밸류에이션을 생각할 때



바이오/제약 권해순 02)368-6181_ hskwon@eugenefn.com
바이오/제약RA 이다빈 02)368-6144_ db23@eugenefn.com

제 3 성장국면, 시즌 2

밸류에이션을 생각할 때

Executive Summary

by 권해순

2025년, 국내 바이오제약 산업은 제 3 성장기의 준 2에 진입하였다. 2024년 '시즌 1'에서 재평가가 이루어지며 업종 전반적으로 리레이팅이 진행되었다며, 2025년은 '본격적인 수익 실현' 이 예정된 2026년으로 다리를 놓아주는 전략적 '연결의 시기'이다. 따라서 시즌 2에서는 단기 모멘텀에 의존한 접근보다, 개별 기업의 중장기 성장 동력과 실적 가시성을 보다 면밀하게 점검해야 한다. 또한 국내외 peer group과의 밸류에이션 수준을 검토해서 진정한 재평가 가능성을 선별하는 접근이 더욱 중요해졌다고 판단한다.

본 리포트에서는 각 기업의 비즈니스 모델과 파이프라인 전략을 확인하고, 중장기 실적 성장 가능성을 점검했으며, 실적주와 리레이팅 가능한 후보들을 선별하는 유형화 작업을 진행하였다. 이를 위해 글로벌 바이오제약 기업들의 사례 분석과 기업 가치 변화 추이를 검토하였다. 그 결과 2025년 하반기, 나아가 그 이후에도 투자가 유효할 바이오제약 포트폴리오 전략을 제시하고자 하였다.

위의 과정을 거쳐 바이오 기업들 중에서는 Top picks으로 리가켄바이오(BUY, TP 16만원), ABL바이오(BUY, TP 10만원)를, 제약 기업들 중에서는 유한양행(BUY, TP 22만원)과 한미약품(BUY, TP 38만원)을 추천한다. 리가켄바이오와 ABL바이오는 해외 기술 이전 모멘텀과 파이프라인 가치를 높게 평가한다. 유한양행은 레이저 티닙의 상업화가 본격화되면서 실적 성장이 뚜렷해 질 전망이며, 한미약품은 MASH 치료제 신약 후보 물질인 에피노페그듀타이드(MK-6024)의 글로벌 임상 2상 결과가 긍정적일 경우 re-rating이 예상된다.

추가로 바이오제약 업종에 대한 투자 리스크를 다시 한번 더 생각해 볼 시기이다. 신약 개발 과정에서 발생하는 임상 실패, 경쟁 심화와 개발 속도 저하에 따른 경쟁 우위 상실, 그 결과 상업성 하락에 따른 R&D 파이프라인들의 가치 하락, 경영 비효율화, 비효율적인 R&D 투자 등을 주의해야 한다. 바이오제약 업종을 투자할 때는 현재 연구개발 중인 신약 후보 물질들이 기업 가치 상승으로 직결되는 시기를 예상할 수 있도록 지속적인 점검이 필요하다.

01/	대한민국 바이오제약 산업 중장기 전망	05
02/	글로벌 바이오제약 산업	21
03/	2025년: NEXUS	41
04/	Valuation을 생각해야 할 때	53
05/	유형화 작업	91
	- 실적에 따른 주가 상승을 기대해야 하는 기업들 Re-rating 가능성을 기대하는 기업들	
06/	기업 분석	103
	- Top picks: 리가켄바이오, ABL바이오	

01

대한민국 바이오제약 산업 중장기 전망

3번째 성장 국면 이후는?

3번째 성장 국면, 시즌 2: BM 변화 성과 확대, 해외 진출 가속화

글로벌 신약 상업화

SK바이오팜 2021
녹십자 2024
셀트리온 2024
유한양행/오스코텍 2024
알테오젠 2025E
HK이노엔 2026E
리가켄바이오 2028E
ABL바이오 2030E

빅파마항 기술 이전

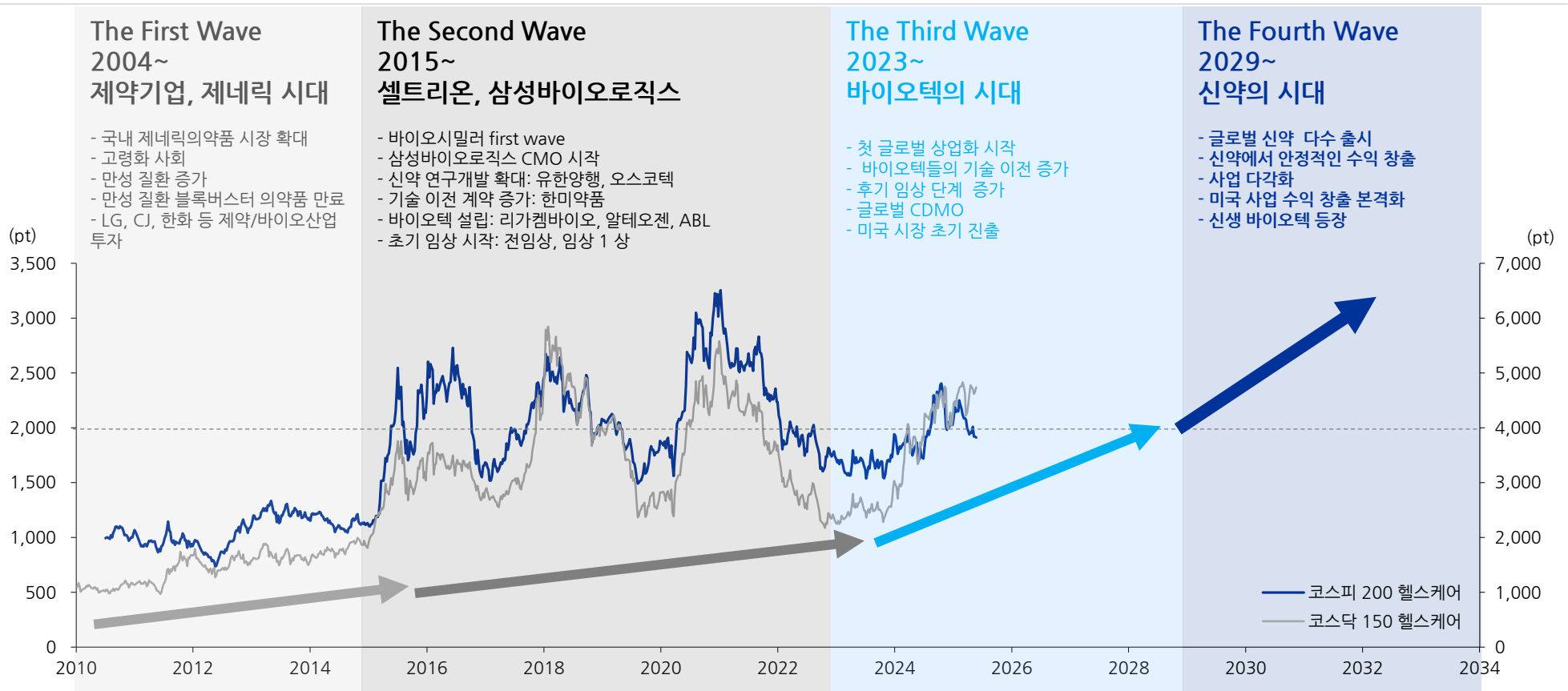
유한양행/오스코텍 2018
한미약품 2020
알테오젠 2020, 2024, 2025
ABL바이오 2022, 2024
리가켄바이오 2023, 2024
오름테라퓨틱 2023
올릭스 2025
알지노믹스 2025

Vertical Integration

SK바이오팜 2020
셀트리온 2020
녹십자 2024

글로벌 CDMO, biosimilar

삼성바이오로직스 2012
셀트리온 2013
에스티팜 2023



해외 진출 초입 국면: Re-rating 을 견인

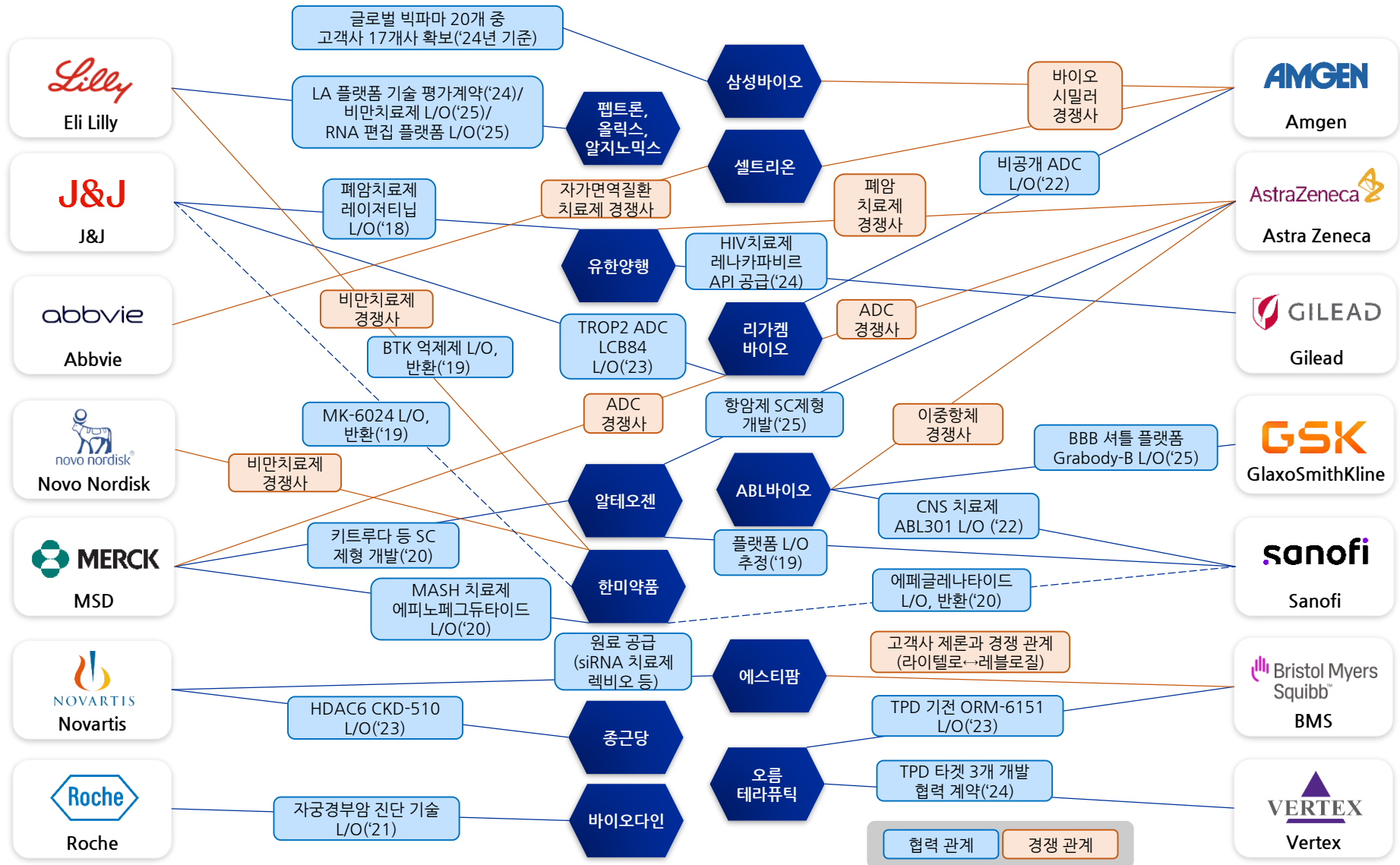
해외 진출 확대

	2013	2015	2016	2017	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028~
삼성바이오로직스		'15:2공장 완공		'17:3공장 완공					22:4공장 완공, Epi 100% 편입		25:5공장 완공, Epi 분할		27E:6공장 완공	7공장 완공
셀트리온	'13:유럽 진출		'16:미국 진출			20:유럽 작판			23: 미국 작판, 헬스케어 합병	24: 짐펜트라 승인		26E: CDMO 본격화	28E: 신약 상업화, CDMO 생산	
유한양행				'18: J&J I/O		20: 레이저티닙 글로벌 3상				24: 우선심사 승인(2월), 정식 승인(8월)				레이저티닙 매출액 3조
한미약품		'15: 사노피 I/O (20 반환)				20: MSD I/O (MK-6024)	21: 글로벌 2상 (MSD)					26E~: 글로벌 3상		글로벌 출시
SK바이오팜					'19: FDA 승인	20: 미국 작판 시작	21: 유럽 판매 시작			24: 중국 허가 신청				
녹십자									23: FDA 승인	24: 미국 판매 시작				
HK이노엔								22: 중국 판매 시작			25: 미국 3상 데이터 발표	26E: 미국 상업화		
에스티팜	~'13: 노바티스 공급	'15: 임상용 올리고 API 공급				20: 상업화용 올리고 API 공급				24: 이메텔스타트, 올레자르센 FDA 승인	25E: 제2 올리고 동 완공			
알테오젠				'18: 하이브로자임 개발		20: MSD I/O		22: 산도즈 I/O		24: 다이아찌산교 I/O	25: AZ I/O, 키트루다 SC 출시			ADC SC 후기 임상
리가캠바이오		'15: 포순 I/O				20: 익수다 I/O		22: 암젠 I/O	23: J&J I/O	24: 오노 I/O		26E: LCB842 상		28E: LCB84 승인 신청
ABL바이오								22: 사노피 I/O	22: ABL111 미화귀의약품 지정	25: GSK I/O	26E: ABL3012 상			
오름테라퓨틱									23: BMS I/O	24: 벡텍스 I/O				
펩트론, 올릭스, 알지노믹스										24: 펩트론-릴리 기술 평가 계약	25: 올릭스-릴리, I/O	25: 알지노믹스-릴리 I/O		

자료: 각 사, 유진투자증권

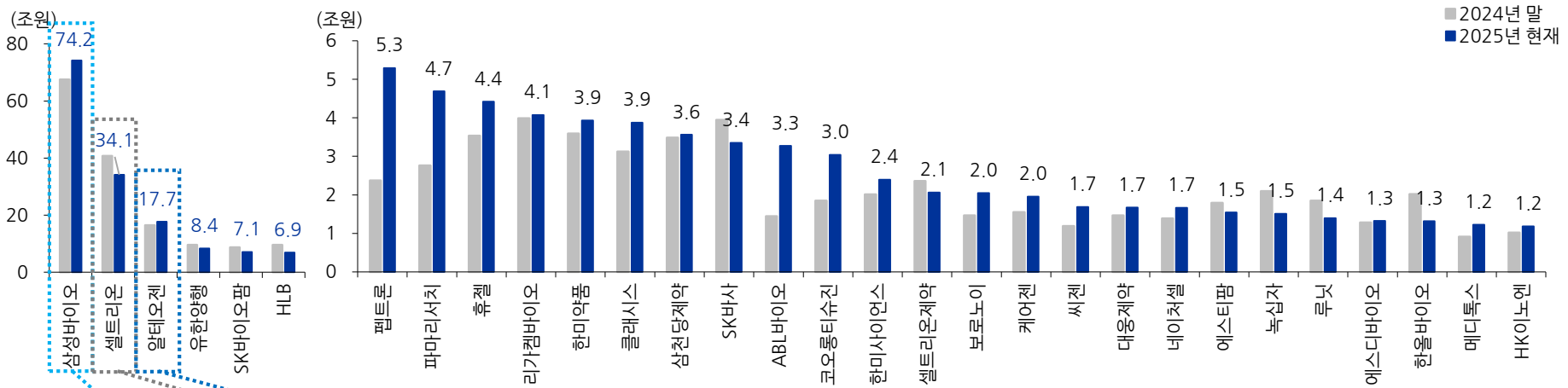
글로벌 빅파마들과 파트너십 체결 확대, Track record 쌓기

글로벌 빅파마와 관계 도식화



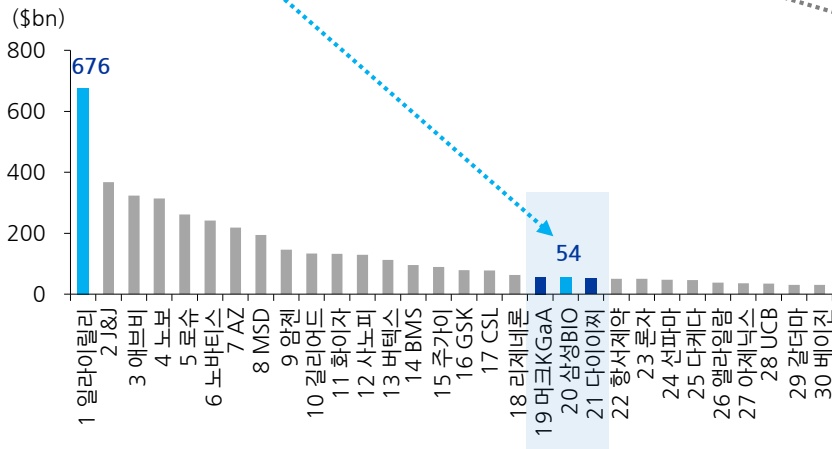
국내 바이오제약사들 글로벌 입지

국내 바이오제약사 시가총액 순위(1~30)



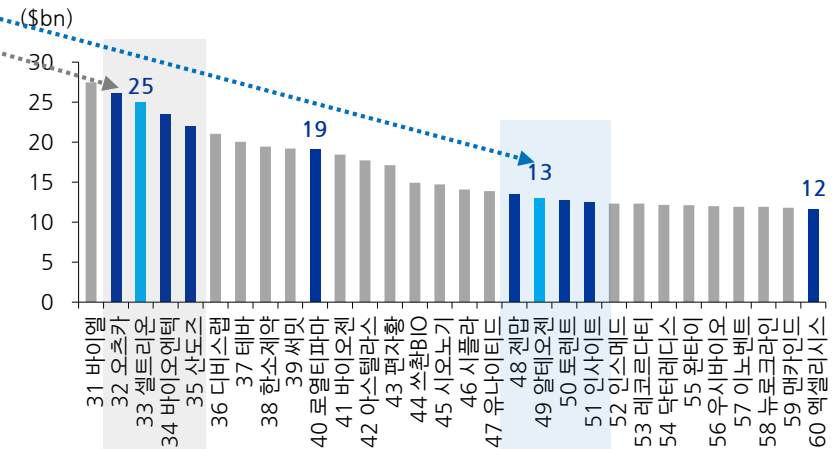
자료: 유진투자증권
주: 2025.05.26 기준

글로벌 바이오제약사 시가총액(1~30)



자료: 유진투자증권
주: 2025.05.26 기준

글로벌 바이오제약사 시가총액(31~60)



자료: 유진투자증권
주: 2025.05.26 기준

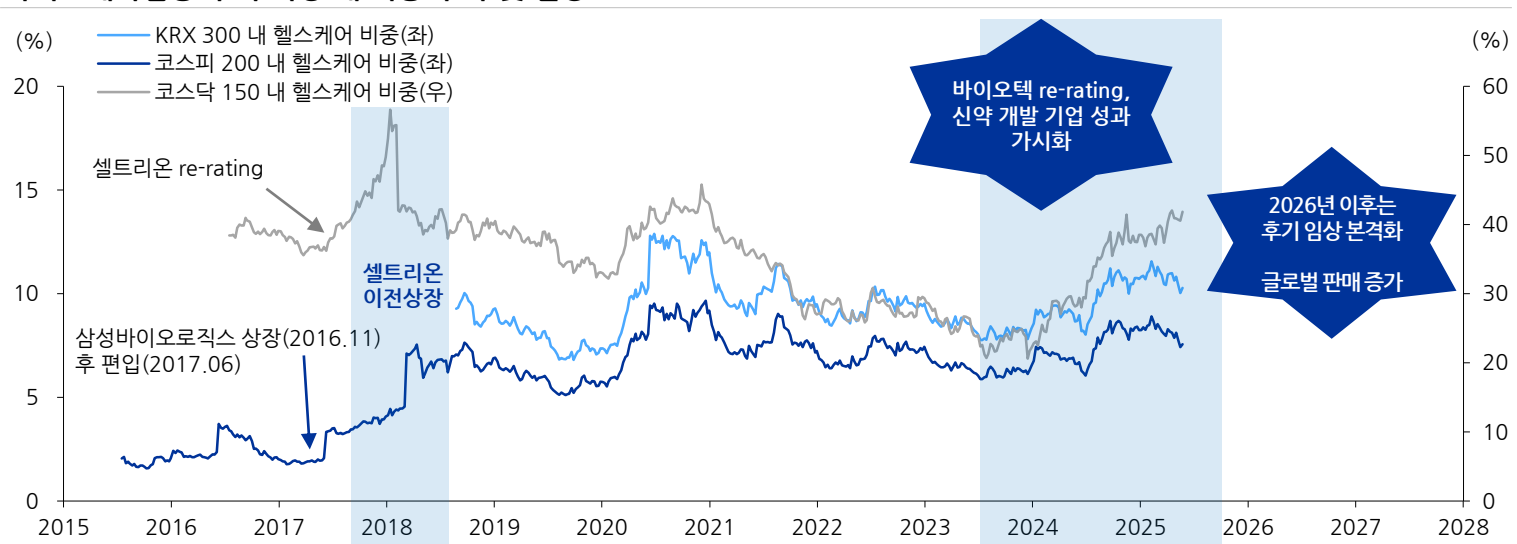
국내 바이오제약 산업의 성장은 지속 가능할 것으로 전망함

다수 국내 상위사들의 펀더멘털이 강화되고 있어 바이오제약업종 합산 시가총액은 지속적으로 증가 가능할 전망

① 코스피 내 바이오제약 기업들 중 상위 7개사 비중이 약 90%를 상회: 삼성바이오로직스, 셀트리온, 유한양행, SK바이오팜, SK바이오사이언스, 한미약품, 한미사이언스, 연평균 20% 이상의 실적 성장 나타나며 지속가능한 성장 예상

② 코스닥 내 바이오제약 기업들 중 상위 5개사 및 바이오텍 2개사 비중이 약 60%: 시가총액 상위 5개 기업 알테오젠, HLB, 펩트론, 파마리서치, 휴젤과 바이오텍 리가켄바이오, ABL바이오 합산 시가총액 기준, 5년 간 기업가치 리레이팅에 따른 큰 폭 성장 기대

바이오제약업종 주식 시장 내 비중 추이 및 전망



자료: Quantiwise, 유진투자증권

주: KOSPI 200, KOSDAQ 150, KRX300 지수 시가총액 중 각각 헬스케어 업종 지수의 시가총액 비중으로 산출

상위 바이오제약기업들 시가총액 비중 및 추이

KOSPI 바이오제약 업종 주식 시장 내 비중 추이



자료: Quantiwise, 유진투자증권
주: KOSPI 시가총액 중 코스피 200 헬스케어 지수 시가총액의 비중으로 산출

KOSPI 200 헬스케어 내 상위 7개사 시가총액 추이



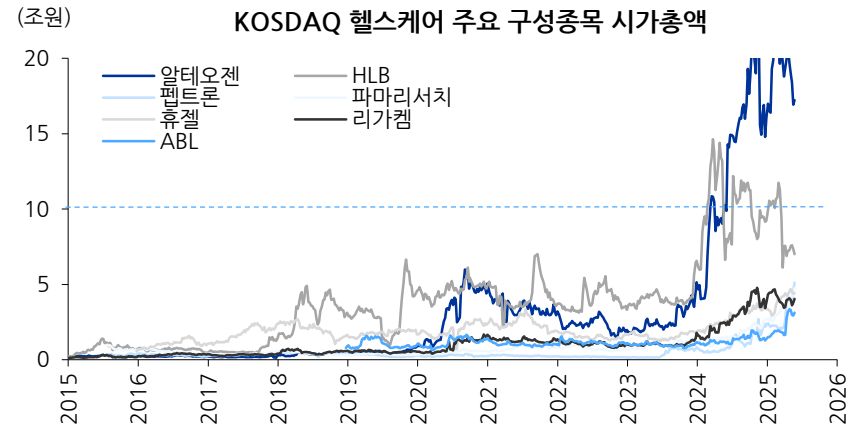
자료: Quantiwise, 유진투자증권
주: 2025.05.23 기준 상위 7개사 삼성바이오로직스, 셀트리온, 유한양행, SK바이오팜, SK 바이오사이언스, 한미약품, 한미사이언스

KOSDAQ 바이오제약 업종 주식 시장 내 비중 추이



자료: Quantiwise, 유진투자증권
주: KOSDAQ 시가총액 중 코스닥 150 헬스케어 지수 시가총액의 비중으로 산출

KOSDAQ 150 헬스케어 내 상위 5개사 + 2개사 시가총액 추이



자료: Quantiwise, 유진투자증권
주: 2025.05.23 기준 상위 5개사 알테오젠, HLB, 펩트론, 파마리서치, 휴젤 + 2개사 리가켄 바이오, 에이비엘바이오

2022~2030년 키워드 예측

■ 각 연도별 키워드와 투자 전략

- ① 특정 성장 국면의 투자포인트를 확인, 예상, 전망하고 해당 시기의 특징에 맞는 밸류에이션 전략, 투자 전략을 구사해야 한다.
- ② 2025년, 밸류에이션을 생각할 때: 중장기 실적 전망과 신약 후보물질들의 상업화 가치, 상업화 가능성을 점검해야 할 때

각 분야별 해당 기업

연도	키워드	설명	투자 전략
2022	트렌드를 알면 보인다	- 시장 전반의 주요 트렌드가 형성된 시기: 신기전 치료제 시장 확대 트렌드 - 이 시기의 트렌드를 이해해야 이후 성장 국면을 올바르게 해석할 수 있음	글로벌 트렌드에 맞는 기업 확인
2023	성장단계 초입	- 바이오제약 기업들의 임상 모멘텀이 발생한 시기 - 주요 파이프라인들의 연구결과들이 나타나기 시작함 - 수익 발생 기업들에게 관심이 생김	연구개발 투자 성과를 확인
2024	기초 체력이 강화되는 기업 바이오텍의 진화	- 재무, 운영 체력을 다지는 시기 - 기업의 비즈니스 모델 변화 성과가 나타나는 시기	성장성을 감안한 기업가치 상승 여력 검증
2025	밸류에이션을 생각할 때	- 밸류에이션 검증이 필요한 시기, 기업가치 재점검 2024년 기초 체력을 토대로 시장이 실적 추이와 파이프라인 리스크 재평가가 이루어져야 함	밸류에이션을 감안한 기업가치 상승 여력 검증
2026	Show me the money	- 수익 실현이 본격화되는 시기: 임상 성공 후 매출 급증 또는 기술이전 마일스톤 수령이 이루어짐 - 투자자들은 '실제 매출 이익' 데이터를 확인 - 다수의 바이오텍 수익 창출 기대, 공격적인 R&D 투자를 위한 자금 확보 분위기 형성	수익 실현 본격화
2027	현실적 업사이드가 증명된다	- 시장 기대치가 현실 성과로 확인되는 시기 2026년 실적의 지속가능성이 입증되고 이후 성장 여력이 "예측"이 아닌 "확증" 단계로 전환될 전망	수익 창출력 및 지속 가능성을 확인 연구개발 투자 성과 거증
2028	키트루다 그 이후를 생각할 때	- 기존 블록버스터 이후의 경쟁 구도가 새롭게 형성되는 시기 - 글로벌 시장 성장을 주도했던 키트루타의 특허 만료가 신기전 치료제로 대체 - 비만대사 질환 치료제 포트폴리오 다양화를 통해 시장 급성장 전망	새로운 글로벌 트렌드를 확인 국내 바이오기업들 신약 후보물질 후기 임상 마무리 단계 진입
2029	변화의 시기	- 기술·시장 트렌드가 재편되는 변곡점 - 글로벌 블록버스터 의약품들의 바이오시밀러 전환 등으로 업종의 룰이 변화 - 국내 바이오텍들의 다수의 신약 후보물질 임상 후기 마무리	연구개발 투자 성과를 확인 글로벌 출시 임박
2030	제 4 성장기 진입	- 차세대 제품군들의 글로벌 출시 - 지속 가능한 수익 모델 확립을 통해 업종 장기 성장이 가시화될 전망	신규 수익 창출력의 잠재성을 확인 신규 바이오텍 re-rating 본격화

연도별 글로벌 트렌드 및 국내 기업들 마일스톤 예측

연도별 주요 이슈 예상

		~2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
글로벌	항암제					VEGF/PD-1 bsAb 글로벌 임상 데이터 발표	VEGF/PD-1 bsAb 신약 출시 가능성 확인	키트루다 특허 만료	키트루다 BS 본격 출시	
	비만대사	위고비, 오젠퍍, 마운자로	젠포운드 출시		오포글리프론	리타트루타이드	MASH 치료제 Lp(a)	경구용 PCSK9 저해제		
	면역질환	'21: 비브가르트 승인	휴미라 특허 만료	스텔라라 특허만료						
	CNS		레카네맙 승인	도나네맙 승인	BBB서를 플랫폼 트론티네맙 임상3상 시작		ABL301 임상 2상 데이터			트론티네맙 임상3상 완료
국내 기업별	삼성바이오				5공장 완공 6공장 투자		6공장 완공 7공장 투자		7공장 완공 8공장 투자	
	셀트리온		미국 직판 시작	짐펜트라 출시	ADC임상 시작 CDMO 사업 진출			CDMO 본격화		
	유한			레이저티닙 FDA승인	병용요법 mOS	YH35324 기술이전 기대	레이저티닙 매출액>1조원	레이저티닙 매출액>2조원	레이저티닙 매출액 >3조원	레이저티닙 매출액 >4조원
	SK바이오팜	'20: 엑스코프리 미국 직판 시작					엑스코프리 매출액>1조원			
	한미약품				MK-6024 임상 2상 마무리	MK-6024 임상 3상 진입			MK-6024 신약 승인	
	HK이노엔		케이캡 중국 출시	케이캡 수출본격화		케이캡 미국 출시				
	알테오젠				키트루다SC출시	생산 시설 투자	ADC SC 임상 1상 완료	ADC SC 후기 임상 시작	키트루다SC 판매로알티 유입	생산공장 가동 ADC SC 신약 승인 신청
	리가	암젠 기술이전	J&J 기술이전	오노 기술이전		LCB84 임상 2상 진입	LCB39 임상 1상 데이터		LCB84 임상 3상 진입	
	ABL		ABL301임상 1상		GSK 기술이전 ABL301 임상 2상			ABL301 임상 3상 진입		

자료: 각 사, FDA, 유진투자증권

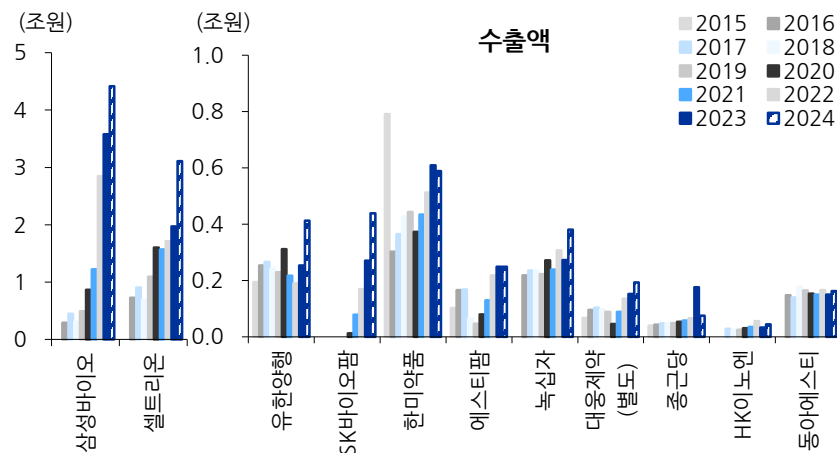
주: ADC, 항체-약물 접합체

국내 바이오제약 해외 매출액 추이

해외 사업이 확장되면서 수익 창출력이 강화되는 바이오제약 기업들이 성장

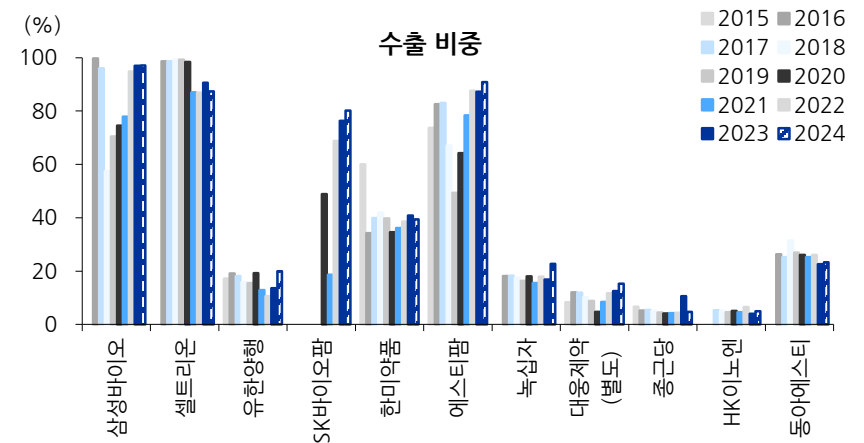
- 내수 시장의 성장 한계: 국내 비즈니스 모델을 유지하면서 성장하는 것은 한계가 있음
 - ① 신제품 출시 효과 부진: 연평균 5%yoy의 저성장 국면
 - ② 바이오시밀러 출시는 중소형사들의 진입 한계 존재
 - ③ 연구 개발 투자가 증가: 매출액의 10~15%까지 상승할 것 → 영업이익률 상승 폭 제한적
- 해외에서 신약 개발, 판매 이익 유입되는 기업들의 성장 지속
- 제약사: 유한양행(라즈클루즈), SK바이오팜(엑스코프리), 한미약품(북경한미), 녹십자(알리글로), HK이노엔(케이캡), 대웅제약(나보타)
- 바이오기업: 알테오젠(2026년부터 키트루다SC 판매 마일스톤 유입), 리가캠바이오(임상 진전, 기술 이전), ABL바이오(임상 진전, 기술 이전), 에스티팜(RNA 치료제 시장 확대에 힘입어 올리고뉴클레오타이드 원료 생산 증가)

국내 주요 바이오제약 기업 수출 금액



자료: 각 사, 유진투자증권
주: 셀트리온 - 2015~2022년은 셀트리온헬스케어, 2023년과 그 이후는 셀트리온 기준

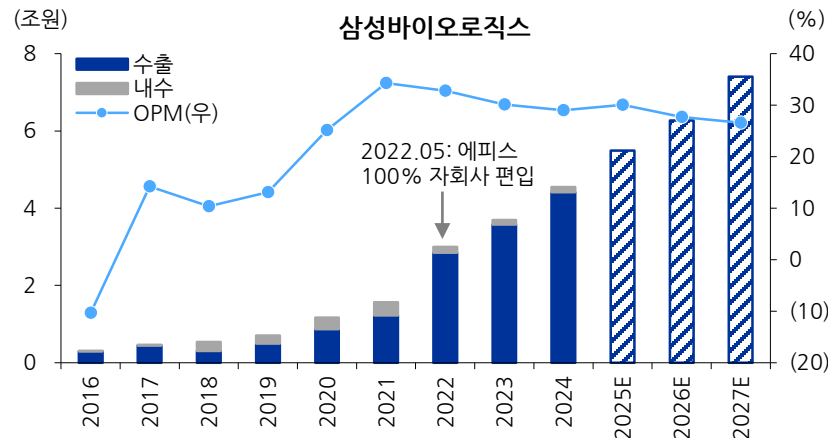
국내 주요 바이오제약 기업 수출 비중



자료: 각 사, 유진투자증권
주: 셀트리온 - 2015~2022년은 셀트리온헬스케어, 2023년과 그 이후는 셀트리온 기준

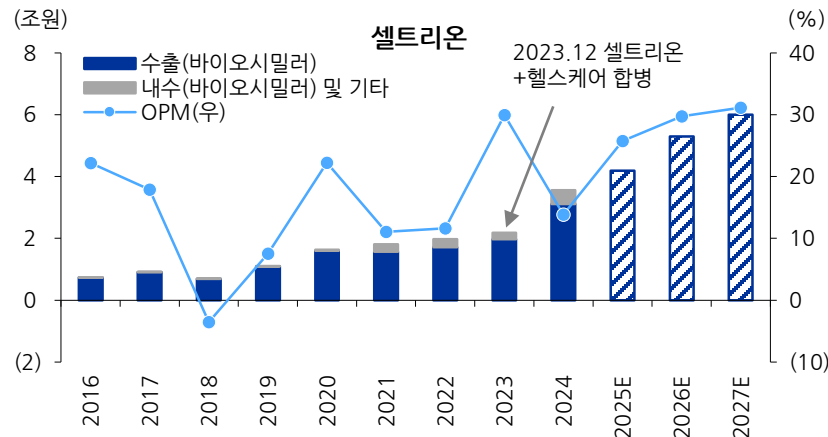
대형 바이오기업

삼성바이오로직스 국내, 해외 매출액 추이



자료: 삼성바이오로직스, 유진투자증권

셀트리온(헬스케어) 바이오시밀러 해외 매출액 추이



자료: 셀트리온, 유진투자증권

주: 바이오의약품 사업부 내수 매출액은 셀트리온제약 기준, 2022~2023년 수출액은 합병 전 셀트리온헬스케어 기준

삼성바이오로직스

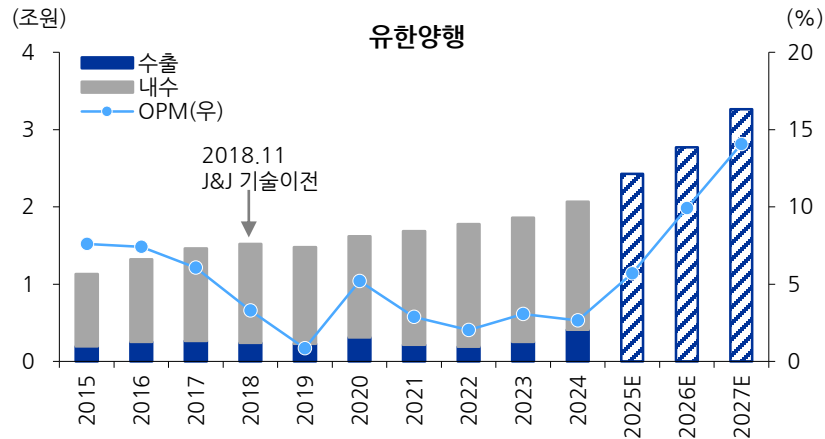
- 업황: CDMO 산업의 성장 지속
- 투자포인트: 2031년까지 8공장 증설, 연간 15%yoy의 생산물량 증가
- 실적 전망: 매출 성장률 15% 이상, 영업이익률 30% 수준
- 2027년 예상 OP = 1.97조원(OPM 27%)
- 재무구조: 건전, 2024년 ROE 10.4%
- 밸류에이션 지표: 높은 기대치를 반영한 밸류에이션 지표
- Risk: 2027년 하반기 론자, 일본 후지 바이오신스 생산능력 확대 예정

셀트리온

- 업황: 바이오의약품들의 특허 만료는 2028년이 peak로 바이오시밀러 시장 성장 지속, 그러나 약가 인하 압력이 지속되며 성장 사이클이 짧아지고 있음
- 투자 포인트: 미국 시장 진출 효과 점차 가시화될 것
- 실적 전망: 매출 성장률 20% 이상, 영업이익률 ≈30%
- 2027년 예상 OP = 1.87조원(OPM 31%)
- 비즈니스 모델 변화: 신약과 CDMO
- 재무 구조: 건전, 2024년 ROE 2.5%
- Upside: 미국 진출 성과 가시화 시기
- Risk: 높은 기대치를 반영한 밸류에이션, 성과 지연

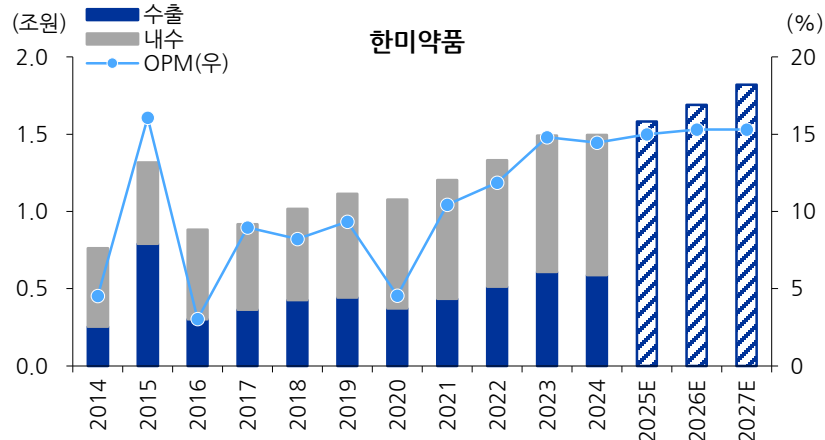
대형 제약사

유한양행 국내, 해외 매출액 추이



자료: 유한양행, 유진투자증권
주: 수출 매출액은 라이선스 수익 포함하여 산정

한미약품 국내, 해외 매출액 추이



자료: 한미약품, 유진투자증권
주: 수출 매출액은 북경한미 매출액, 라이선스 수익 포함하여 산정

유한양행

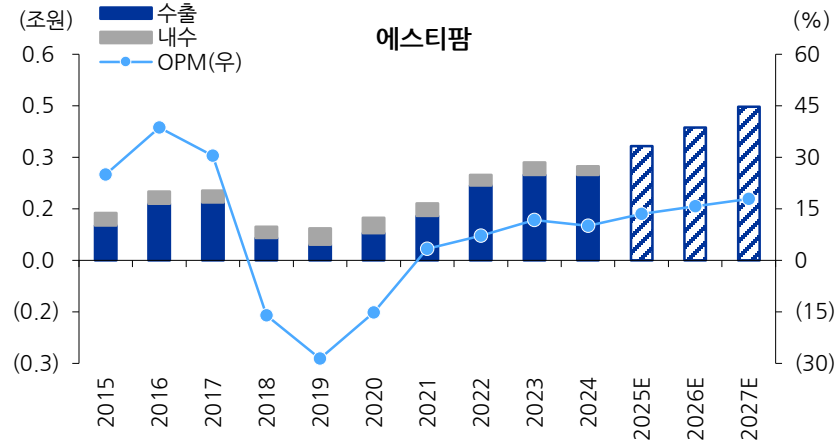
- 레이저티닙 특허 만료는 2034년
- 2025 년 타그리소 예상 매출액 > \$7bn
- 레이저티닙 Peak sales > \$3bn
- 잔여 마일스톤 \$0.84mn, 판매로얄티율 10~15%
- 2027년 예상 OP = 4.6천억원, '25-27E 연간 예상 이익 성장률 106%yoy
- Risk: 비효율적 경영 활동
- Upside: HIV 원료 의약품 수출 증가, 기술 이전

한미약품

- 북경 한미의 고성장과 높은 수익성
- 유일하게 국내에서 매출 성장을 보이고 있는 기업: 고지혈증 치료제 + 비만(2026년 하반기 출시 목표)
- 낮은 원가율(40% 이하) 판관비 (40% 이상) → 높은 영업이익률(15% 가능할 것) vs. 국내 제약사 평균 영업이익률 10% 이하 수준
- 2027년 예상 OP = 2.8천억원(OPM 15%)
- Risk: 경영권 불안정화
- Upside: MASH 치료제 임상 2상 완료 임박, 결과에 따라 re-rating 예상

글로벌 시장 진출 성과가 기대되는 기업

에스티팜 국내, 해외 매출액 추이

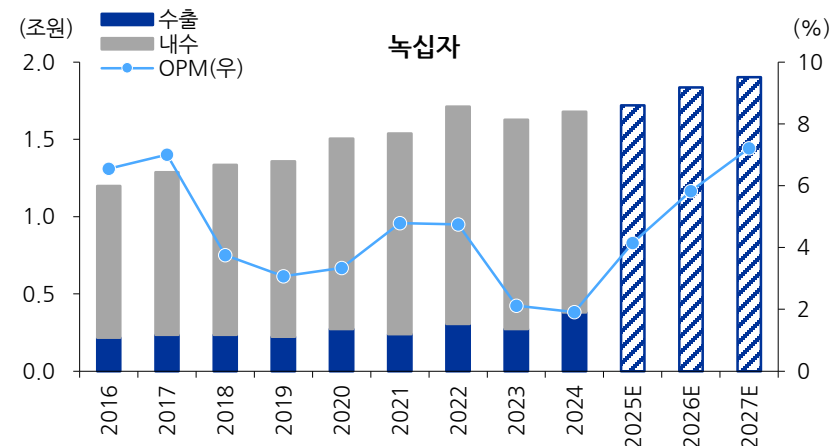


자료: 에스티팜, 유진투자증권

에스티팜

- 올리고뉴클레오타이드 의약품 시장 확대
- 2026 년 만성질환 치료제 출시로 관련 시장 확대 예상
- 라이텔로, 렉비오, 트렌골자 매출 증가, 펠라카르센 FDA 승인 여부
- 2027 년 예상 OP = 800억원, '25-27E 연간 예상 이익 성장률 43%yoy
- 중장기 예상 이익률 20%
- Risk: 전방 산업의 성장 추이, 전환 사채의 주식 전환

녹십자 국내, 해외 매출액 추이



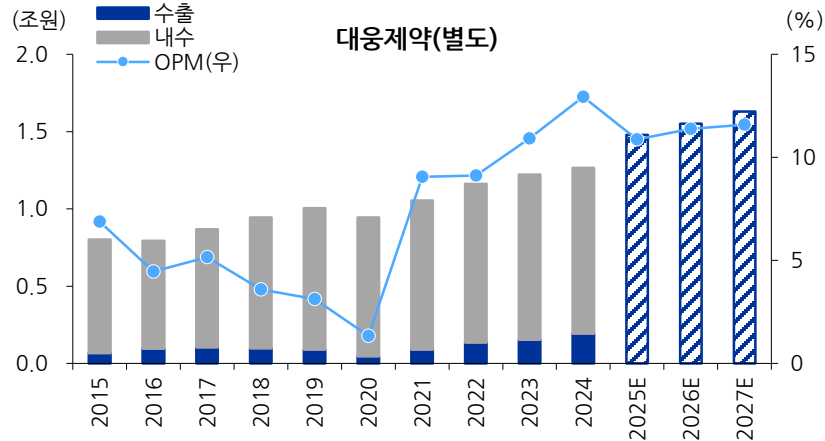
자료: 녹십자, 유진투자증권

녹십자

- 미국 이문글로불린 제제 시장 성장 (혈장제제는 약가 인하 대상 제외 품목)
- 알리글로 수출로 출액 및 수익성 모두 상승할 전망
- 2027년 이후 미국 혈액원을 통해 알리글로 원료의 대부분을 현지에서 자체 조달할 수 있게 되면서 수익성이 더욱 높아질 것으로 기대
- Risk: 자회사 지씨셀, 큐레보의 R&D 투자에 따른 비용 증가
- 중장기 투자 확대 계획 중, 부채 증가가 부담

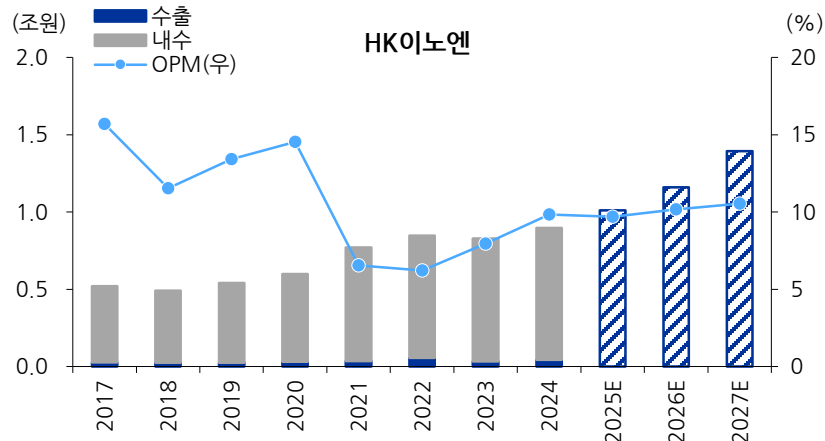
제품 다변화가 필요하나 아직은 기대 가능한

대웅제약(별도) 국내, 해외 매출액 추이



자료: 대웅제약, 유진투자증권
주: 2025E-2027E 추정치는 연결 기준

HK이노엔 국내, 해외 매출액 추이



자료: HK이노엔, 유진투자증권

대웅제약

- 주력 제품인 나보타와 펙수클루의 판매 성장이 지속되며 수익성이 빠르게 높아지고 있음
- 국내외에서 보툴리눔 독신과 P-CAB 기전 항궤양제 시장이 고성장하며 안정적인 성장이 이어질 전망
- 2027년 예상 OP = 1.9천억원, '25-27E 연간 예상 이익 성장률 5%yoy
- 2027년 인도 공장 가동 예정
- Risk: 2025년 말 메디톡스와 소송, 펙수클루의 성장 한계

HK이노엔

- P-CAB 기전 항궤양제 케이캡의 국내 안정적 성장, 해외 판매 기여도 증가로 꾸준한 실적 성장 예상
- 2026년에는 케이캡의 미국 출시, 인도 판매가 본격화되며 수출 증가할 전망
- 2027년 예상 OP = 1.5천억원, '25-27E 연간 예상 이익 성장률 19%yoy
- Risk: 기대를 하회하는 미국 시장 매출액

국내 기업들의 글로벌 산업 내 위상

- 각 분야에서 글로벌 입지가 강화되고 있는 국내 바이오제약 기업들
 - ① 글로벌 Top CDMO: 삼성바이오로직스(생산 능력 기준 1위 CDMO, 글로벌 시가총액 20위 (2025.05.26))
 - ② 글로벌 Top Biosimilar: 셀트리온(매출액 기준 1위 바이오시밀러 기업, 글로벌 시가총액 33위(2025.05.26))
 - ③ 신규 모달리티를 대표하는 ADC와 이중항체 분야에서 유망한 임상 결과를 발표하며 글로벌 시장에서 두각을 나타내고 있는 바이오텍 : 리가켄바이오, ABL바이오, 오름 테라퓨틱
 - ④ 제형 분야에서 글로벌 빅파마들과 제휴를 확장하고 개발/생산 분야에서 두각을 나타내고 있는 기업: 알테오젠
 - ⑤ 2026년부터 고성장이 예상되는 올리고핵산 치료제 시장에서 글로벌 Top CDMO로 두각을 나타내고 있는 기업: 에스티팜

각 분야별 해당 기업

바이오제약 산업 내 분야	국내 기업	글로벌 입지	경쟁/비교 업체	글로벌 입지
CDMO	삼성바이오로직스	생산능력 기준 글로벌 1위 연평균 20%내외의 외형 성장 지속될 전망	론자, 우시, 후지바이오	매출액 , 생산 능력 기준 상위사, 높은 CDO 기술 2027년 하반기 증설 효과 반영
Biosimilar	셀트리온	매출액 기준 글로벌 1위 Vertical Integration 바이오시밀러 기업	산도즈, 알보텍	매출액 기준 글로벌 1위, 브랜드 경쟁력 연구 개발 분야에서 두각
SC제형	알테오젠	SC제형 개발 글로벌 2위 2040년까지 특허 기간 보유	할로자임	상업화된 제품 다수 보유 연평균 20% 내외의 외형 성장 지속
ADC 치료제	리가켄바이오	ADC platform 기술 1위 가장 많은 ADC 파이프라인 보유	다이하찌 산쿄, 켈룬, 듀얼리티 바이오	상업화된 ADC 치료제 및 후기 임상 파이프라인 보유 아스트라제네카, 머크, 바이오텐텍 등과 기술 이전 계약 체결
이중항체	ABL바이오	고형암 치료 분야에서 선두 파이프라인 보유 CNS 치료제 분야에서 first in class 이중항체 보유	젠맵, 바이오아틱	상업화된 이중항체 치료제 및 후기 임상 파이프라인 보유 ADC분야로 진출
올리고핵산 치료제	에스티팜	생산능력 기준 글로벌 3위 상업화를 앞둔 다수의 RNA 치료제 임상 시료 생산	애질런트	생산능력 기준 글로벌 1위 대기업 사업부 내에서 핵산 생산 분야 공격적으로 확대

자료: 유진투자증권

글로벌 시장에서 주목받고 있는 rookie

■ 각 분야에서 글로벌 입지가 강화되고 있는 국내 바이오제약 기업들

- ① 지아이이노베이션 : 항암 치료에서 중심이 되는 면역 항암제 개발 중, 인터루킨2에 작용하는 융합단백질 기반으로 차세대 면역 치료제 연구 개발 진행 중
- ② 오름테라퓨틱: 신기전 치료제 TPD 분야에서 글로벌 유망 바이오텍으로 인정 받고 있음. TPD 기전 치료제 기업들의 성과가 입증될 경우 가치 상승 예상
- ③ 인투셀: 전임상 파이프라인들이 임상에서 유효성 및 안전성을 입증 받는 것이 중요
- ④ 올릭스: 릴리에게 기술 이전된 MASH 치료제의 글로벌 임상 1상 결과에 따라 기업가치 상승 가능 기대
- ⑤ 알지노믹스: 릴리와 트랜스-스플라이싱 리보자임 플랫폼 활용한 RNA 편집 치료제 개발 계약을 체결. 공동 개발 성과와 자체 진행 중인 임상 결과에 따라 유전자 치료제 분야에서 더욱 주목 받을 수 있을 것으로 예상

각 분야별 해당 기업

국내 기업	바이오제약 산업 내 분야	기술력	적응증	투자포인트
지아이 이노베이션	융합단백질을 기반으로 차세대 면역 치료제 연구 개발	글로벌 빅파마 머크(MSD)에게 기술이전	항암제	글로벌 임상 1/2상 진행 중 글로벌 빅파마와 기술 이전 협상 진행 중
오름 테라퓨틱	TPD	글로벌 빅파마 BMS, Vertex 에게 기술이전	항암제, 플랫폼	글로벌 임상 1상 진행 중 TPD 기전 치료제 기업들의 성과 입증된다면 투자 매력 상승 할 전망
인투셀	ADC	국내 삼성바이오로직스, ABL바이오에게 기술이전	항암제	전임상 진행 중, 경쟁력 높은 플랫폼 기술이 임상에서 유효성 및 안전성을 입증 받게 되면 글로벌 빅파마들에게 L/O 가능
올릭스	RNA	글로벌 빅파마 일라이릴리에게 기술이전	MASH 치료제	글로벌 임상 1상 진행 중 2025년 12월 임상 1상 완료 예정
알지노믹스	RNA	글로벌 빅파마 일라이릴리에게 기술이전	희귀질환	글로벌 임상 1상 진행 중

자료: 각 사, 유진투자증권

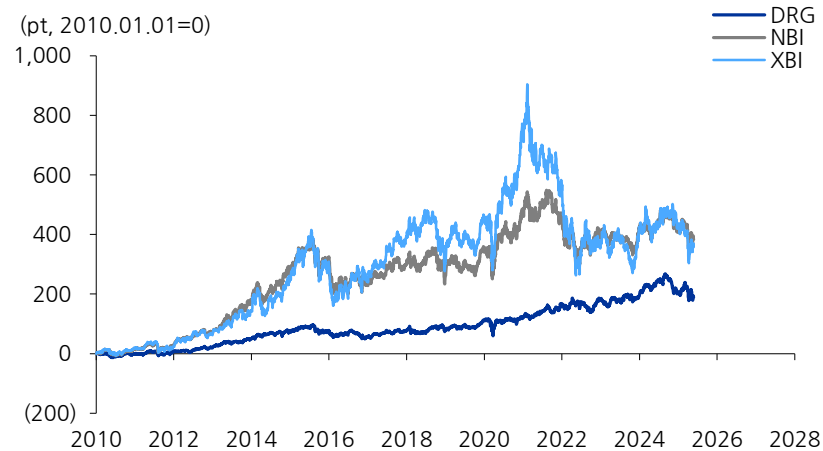
02

글로벌 바이오제약 산업

비만, 키트루다, 특허만료, IRA

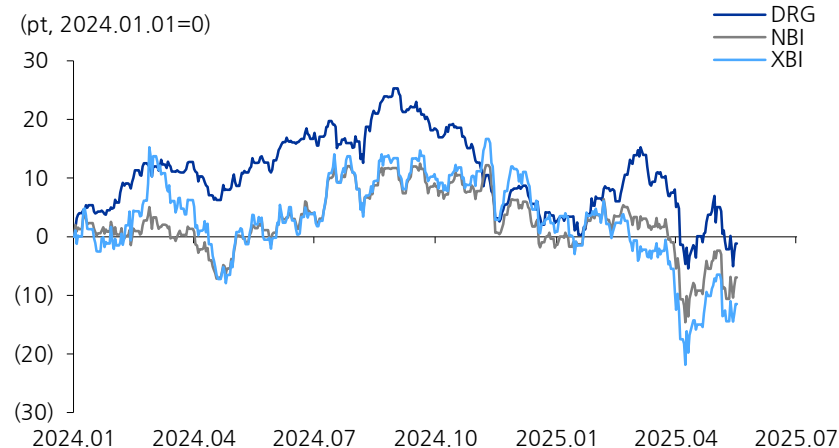
글로벌 바이오제약 산업의 투자 매력은 감소: 혁신 신약의 부재

2010년 이후 바이오제약 업종 절대수익률(2010.01.01=0)



자료: Bloomberg, 유진투자증권

2024년 바이오제약 업종 절대수익률(2024.01.01=0)



자료: Bloomberg, 유진투자증권
주: 추가수익률 2025.05.26 기준

■ 2010년 이후 견조한 성장세 유지되다 2024년 하반기 성장 둔화 우려 심화 : 업종 전반적인 밸류에이션 디레이팅, 저성장 불가피, 혁신 신약의 부재

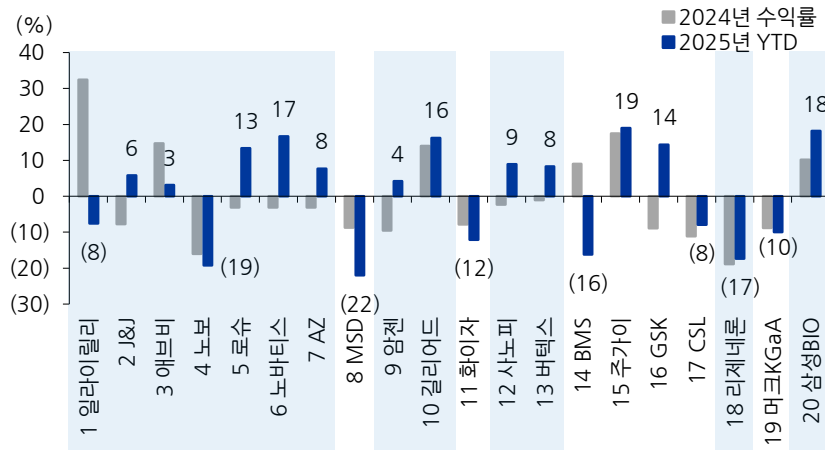
- ① DRG 지수(NYSE 의약품 지수): 바이오제약 산업에 대한 지속 가능한 성장 기대감 유효. 견조한 상승 지속, 그러나 2024년 하반기 이후 글로벌 빅파마들의 블록버스터 치료제 특허 만료, 약가 인하 리스크로 성장 둔화 우려 부각되면서 하락, 2025년 트럼프 정부의 정책 불확실성/리스크
- ② NBI 지수(NASDAQ 바이오텍 지수, 시가총액 가중 방식), XBI 지수(S&P 바이오텍 ETF, 균등 편입): 2022년 코로나 팬데믹 이후 미국 기준 금리 인상과 함께 부진한 수익률이 지속

■ 2025년 바이오제약 업종: 트럼프 정부의 정책 불확실성 반영

- ① DRG 지수: 2025년 초 빅파마들이 예상을 상회하는 2024년 4분기 실적 및 2025년 전망을 발표하며 주가 상승하였으나 트럼프 정부의 규제 우려로 3월 말 이후 급격히 하락
- ② NBI 지수, XBI 지수: 유망 파이프라인에 대한 기대감이 일부 반영되고 있으나 트럼프 정부의 정책 불확실성으로 주가가 큰 폭 하락
- ③ DRG: 2025년 YTD -4.0%로 하락(NYSE 대비 언더퍼폼 -6.3%pt)
- ④ NBI: 2025년 YTD -5.2%로 하락(NASDAQ 대비 언더퍼폼 -2.3%pt)
- ⑤ XBI: 2025년 YTD -12.2%로 하락(S&P 500 대비 언더퍼폼 -10.9%pt)

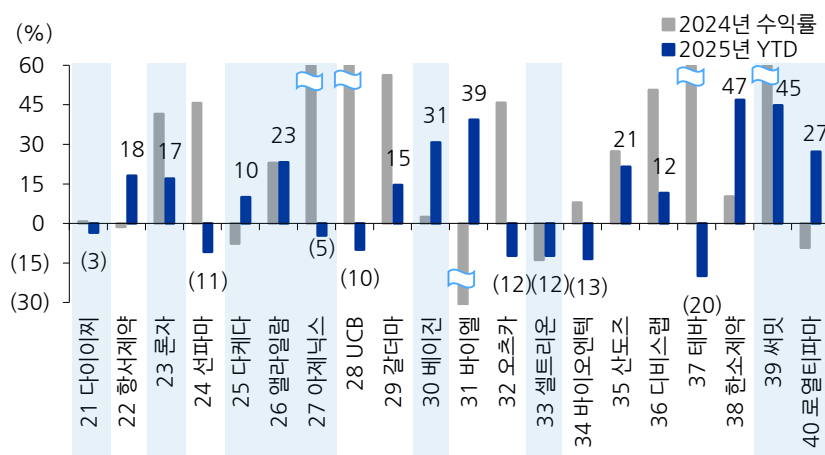
글로벌 빅파마 주가 동향: 지속 가능한 성장성에 대한 의심

글로벌 바이오제약 시가총액 1~20위 기업



자료: Bloomberg, 유진투자증권
 주1: 2025.05.26 기준
 주2: 시가총액 순위는 BICS 제약, 생명공학 산업에 속하는 기업 기준(론자는 예외, 이하 동일)

글로벌 바이오제약 시가총액 21~40위 기업



자료: Bloomberg, 유진투자증권
 주: 2025.05.26 기준

- 2024년에는 일부 기업에 한하여 주가 상승, 2025년 초에는 기대치를 상회하는 실적 및 2025년 전망을 발표한 글로벌 빅파마들은 주가 상승 추세

- 일라이 릴리(NYSE.LLY):** 2025년에도 터제파타이드 판매 고성장 중이며 경구용 비만치료제 오포글리프론 긍정적 임상 결과 확인됨. 그러나 대형 PBM 보험 급여 제외, 트럼프 정부의 약가 인하 행정서명 등으로 인해 주가 하락
- 노보 노디스크(CPH.NOVOB)**는 릴리 대비 부진한 임상 결과 및 실적을 보이며 릴리와 주가 흐름이 양극화되고 있음
- 버텍스(NASDAQ.VRTX):** 1.30 비마약성 진통제 저나백스(성분명 수제트리진) FDA 승인 획득, 2026년 희귀질환 치료제 '반자트리플' 출시 예정
- 삼성바이오로직스(KS.068270):** 생물보안법 이슈로 CDMO 산업에서의 중장기적인 손해가 기대되며 견조한 실적 성장. **론자(SW.LONN)**는 2025년부터 Pure CDMO로 비즈니스 모델 전환, 두 기업 모두 매출성장률 > 20%yoy

- 2024년 유망 파이프라인 보유한 기업 중심으로 주가 상승, 2025년에도 신약 개발/상업화 성과가 나타날 것으로 기대되는 기업들을 주목

- 엘라일람(NASDAQ.ALNY):** 3.20 앰부트라(부트리시란) ATTR-CM 치료제로 FDA 적응증 확대 승인, 2025년 내 도니달로센 신약 승인 여부 결정 예정
- 갈더마(NASDAQ.GALD):** 2024년 12월 넘루비오(네몰리주맙, IL-31 타겟)가 아토피 피부염 치료제로 FDA 승인 받음, 2027년 peak sales > \$2bn
- 베이진(NASDAQ.BGNE):** 3.4 PD-1 항체 테빔브라의 적응증 확대 FDA 승인, BTK 저해제 브루킨사(혈액암치료제)의 매출 성장, 2025년 성장 지속 전망
- 로열티파마(NASDAQ.RPRX):** 코로나 팬더믹 수혜 이후 실적 악화에서 회복되는 중, 로열티 수입 증가 예상
- 산도즈(SWX.SDZ):** 바이오시밀러 사업부 견조한 성장세. 2025년 삼성바이오 오시밀러 제품 4종(스테키마b, 티사브리b, 프롤리아/엑스지바b) 미국 출시 예정

글로벌 주요 기업 실적, 밸류에이션 및 투자포인트(시가총액 순)

순위	기업명	시가총액 (\$bn)	YTD (%)	CP (\$)	연도	Sales (\$bn)	OP (\$bn)	NP (\$bn)	P/E (X)	투자포인트 및 주요 이슈
1	일라이릴리	676	(7.6)	714	2023	34.1	6.5	5.2	63.7	■ 2025년 예상 매출액 가이던스 \$58bn~\$61bn(+32%yoy)으로 2024년 매출액 성장률(+32%yoy)과 유사한 수준 ■ 대사질환 치료제의 적응증 확대 및 치료 대상 환자군 세분화를 통한 시장 침투 강화 전략 수립: 경구용 GLP-1 비만치료제 후보 물질 오프고글리프론 긍정적 임상 3상 결과 발표, 비만 임상 결과 하반기 발표 예정 ■ 대사질환 치료제 분야를 제외하고도 CNS, 자가면역질환, 항암제 분야에서 고른 성장 진행 중 ■ MASH 치료제 파이프라인 공격적으로 확장 중, 생산 시설 투자 확대
					2024	45.0	12.9	10.6	50.2	
					2025E	59.6	24.0	19.5	32.8	
					2026E	71.5	31.9	26.5	24.1	
2	J&J	368	5.8	153	2023	85.2	21.7	35.2	18.5	■ 2025년 매출 성장률 3%yoy, 2025년~2030년 연평균 매출 성장률 5~7% 목표 ■ 2025년 다발성 골수종 치료제(다잘렉스 등) 매출 성장세 지속, 니포칼리맵(FcRn 저해제) 중증근무력 치료제로 FDA 승인 획득 전망, 이코트라킨라(경구용 IL-23 억제제) 개발/승인 단계에서 주요한 결과 확인할 예정 ■ J&J의 기대치보다 저평가되고 있는 신약 파이프라인 3개(라즈클루즈+리브리반트, 트렘피어, TARIS200)의 가치 상승 기대 ■ 스카이라치, 린보크가 고성장하며 휴미라 매출 감소분을 상쇄하고 있음. 2029년까지 5~10%의 매출액 성장률 목표
					2024	88.8	21.0	14.1	17.3	
					2025E	91.3	29.8	25.7	14.4	
					2026E	95.1	31.5	26.7	13.8	
3	애브비	324	3.1	183	2023	54.3	12.8	4.9	19.9	■ 자가면역 질환 부문: 스카이라치를 중심으로 타 약물과의 병용 요법 확대 전략 추진, IBD 분야의 고성장 확산하고 있음 ■ 항암제 중 dMet 타겟 ADC(Teliso-V, 폐암 치료제), ABBV-400(Teliso V와 payload 차별화), 이중항체 ABBV-33(다발성 골수종의 잠재력을 높게 평가, 신경 치료제 부문에서는 타바파돈(파킨슨병) 2025년 중 FDA 신약 신청 예정
					2024	56.3	9.1	4.3	23.0	
					2025E	59.9	27.9	21.8	15.0	
					2026E	64.9	31.3	24.6	13.2	
4	노보	314	(19.3)	70	2023	33.7	14.9	12.1	37.4	■ 2025년 예상 매출액 성장률 16~24%yoy, OP growth 19~27%yoy 목표 ■ GLP-1 RA 비만 치료 인구는 2023년 1.1mn명에서 2024년 2.2mn 명 수준(총 대상 인구 813mn 추정). 당뇨 치료 인구는 2023년 40.5mn명에서 2024년 43mn명(총 대상 인구 537mn명 추정) ■ Cardiovascular/MASH 치료제(총 대상 인구 > 250mn명) 분야로 공격적인 확장으로 입지 구축
					2024	42.1	18.6	14.6	27.5	
					2025E	50.8	23.1	17.8	17.0	
					2026E	58.9	27.2	21.2	14.3	
5	로슈	261	13.4	320	2023	65.4	17.1	12.8	17.0	■ Key drivers: 바비소모, 오크레부스, 제약 및 진단 분야 고른 성장 ■ 2025년 pivotal NME data readouts: 아스테글리맵(COPD 치료제, IL-33 수용체 타겟), 페네브루티닙(다발성 경화증 치료제, BTK 억제제), 제레데스트란트(ER+/HER2- 유방암 치료제, 선택적 에스트로겐 수용체 분해제 SERD), 바미키발트(안과 질환 포도막염 치료제)
					2024	68.7	15.2	9.4	24.6	
					2025E	76.2	25.6	19.2	13.1	
					2026E	79.5	26.8	20.0	12.3	
6	노바티스	242	16.7	114	2023	46.7	9.8	14.9	24.5	■ 2029년까지 연평균 매출 성장률 5%, 목표 CORE margin 40% ■ 신성장 동력으로 레미브루티닙(두드러기 치료제), OAV101 II(졸겐즈마 후속 파이프라인), 아트라센탄(신장 질환 치료제), 펠라카르센(심혈관 질환 치료제), 이아날루맵(자가면역 질환 치료제) 제시. 레키오 peak sales는 >\$4bn 이상 전망 ■ 혁신 의약품 개발 목표: 데이터에 기반, AI 신약 개발, siRNA, 방사성 리간드, 세포/유전자 치료제 개발
					2024	51.7	14.5	11.9	16.6	
					2025E	53.6	21.0	17.1	13.0	
					2026E	54.7	21.1	17.3	12.6	
7	AZ	219	7.7	141	2023	45.8	8.2	6.0	35.2	■ 2025년에도 성장세 유지 전망, 2030년까지 매출액 \$80bn 목표, 비용 효율화로 2026년까지 30% 중반의 OPM 달성 예정 ■ 2025년 ADC 치료제 다트로웨이 상용화. 각각 peak sales \$5bn 이상으로 기대 ■ AZ는 이미반타맵/레이저티닙의 경쟁력 있는 우수한 데이터 발표에도 여전히 타그리소를 중심으로 1차 치료제 시장이 형성 될 것으로 보고 있음. 2025년 타그리소의 FLAURA2 임상 mOS 최종 데이터 확인 예정
					2024	54.1	9.9	7.0	28.9	
					2025E	57.8	18.6	14.1	15.6	
					2026E	61.5	20.7	15.9	13.8	
8	MSD	195	(22.0)	78	2023	60.1	2.4	0.4	72.0	■ 2025년 주요 모멘텀으로 RSV 백신 클레스로비맵 FDA 승인 결정(6월), 키트루다 SC 승인 및 출시가 예상됨(이후 12~24개월 간 침투율 30~40% 기대) ■ 삼혈관/대사질환 부문에서는 에피노페그듀타이드(GLP-1/GCG 이중작용제) 임상 2b상 결과 확인 예정 ■ 2028년 하반기 키트루다 특허만료 시기와 맞물려 신약 파이프라인의 임상 3상 완료되며 관련 영향 최소화할 것으로 예상
					2024	64.2	19.9	17.1	14.2	
					2025E	65.0	27.0	22.4	8.7	
					2026E	68.7	29.4	24.3	8.0	

자료: Bloomberg, 유진투자증권
주: 시가총액은 2025.05.26 종가 기준; 실적 추정치는 Bloomberg Consensus

글로벌 주요 기업 실적, 밸류에이션 및 투자포인트(시가총액 순)

순위	기업명	시가총액 (\$bn)	YTD (%)	CP (\$)	연도	Sales (\$bn)	OP (\$bn)	NP (\$bn)	P/E (X)	투자포인트 및 주요 이슈
9	암젠	146	4.2	272	2023	28.2	7.9	6.7	22.8	■ 바이오시밀러 부문: 매출액 2029년까지 \$4bn 이상 성장할 전망, 키트루다, 오크레부스 바이오시밀러 개발 중 ■ 대사질환 부문에서 마리티이드(최초의 장기지속형 비만치료제), 올파시란(심순환질환 치료제) 개발하고 있음 ■ 항암제 부문에서 이중항체 불린사이트 SC제형 개발 중, 베마리투주맙(FGRG 억제제) 임상3상 결과 2025년 확인 예정
					2024	33.4	7.3	4.1	30.1	
					2025E	35.2	15.5	11.3	13.0	
					2026E	35.9	15.7	11.6	12.7	
10	길리어드	134	16.2	107	2023	27.1	7.6	5.7	13.5	■ HIV 시장에서 안정적으로 성장 중, 2030년 이후에도 관련 분야에서 상위사로 자리매김하는 것을 목표로 함 ■ 항후 성장을 견인할 연2회 투여 HIV 예방약 레나카파비르는 2025년 여름 출시 예정. 빅타비는 2030년 특허 만료 예정 ■ HIV 외 분야에서는 CAR-T 세포 치료제, 염증 질환 치료제 셀라델파, 리브델지 등을 개발 중
					2024	28.8	1.7	0.5	15.2	
					2025E	28.7	13.0	10.0	13.4	
					2026E	29.8	13.8	10.6	12.7	
11	화이자	133	(12.1)	23	2023	59.6	1.3	2.1	23.5	■ 2025년 목표는 R&D 생산성/효율성 개선, 수익성 상승, 자본 배분 최적화와 핵심 부분의 상업성 높이는 것 ■ 2026~2028년에는 특허 만료로 약 \$17~18bn 매출 감소 예상. 그러나 신규 파이프라인 통해 2030년까지 신규 매출액이 \$20bn 증가할 전망 ■ 항암제 부문 핵심 자산: 시그보타툽 베도틴(SV, IB6 ADC), PD-L1 ADC, PF-07220060(CDK4 타겟), 엘렉스피오를 제시
					2024	63.6	12.4	8.0	11.5	
					2025E	62.4	21.5	17.3	7.8	
					2026E	62.2	21.7	17.8	7.6	
12	사노피	130	8.9	106	2023	45.0	7.5	5.8	22.1	■ 면역질환 치료제 전문 기업. 2025년 듀피센트가 COPD로 적응증 확장 예정, 고성장 지속될 전망 ■ 2025년 신제품 피투시란(A형 혈우병 치료제), 이테페키맙(IL-33 저해제, COPD 치료제) 출시 예정 ■ 2026년 톨레브루티닙(다발성 골화증 치료제) 출시, 암리텔리맙(아토피 피부염 치료제) 임상2상 결과 확인 기대
					2024	47.9	7.8	6.0	21.3	
					2025E	51.1	14.3	11.1	11.5	
					2026E	55.1	15.2	12.1	10.4	
13	버텍스	112	8.3	436	2023	9.9	3.8	3.6	27.8	■ 낭포성 섬유증 치료제 중심의 견고한 사업 기반 지속 ■ 유전자 편집 치료제 카스제비의 매출 본격화 기대 ■ 비마약성 진통제 저나백스(성분명 수제트리진) 상업화 성공 여부가 중요
					2024	11.0	(0.2)	(0.5)	35.2	
					2025E	11.9	5.3	4.6	24.5	
					2026E	13.3	5.9	5.3	21.3	
14	BMS	95	(16.3)	47	2023	45.0	7.3	8.0	11.3	■ 항후 성장에 특히 중요한 의약품: 레블로질, 캄지오스, 브레안지, 옴두알로그, 코벤피 ■ 2024년 10월 미국 출시된 조현병 신약 코벤파이는 2025년 하반기 이후 본격 성장 전망 ■ 차세대 단백질 분해 모듈 이베르도마이드 외 2개가 레블리미드, 포말리스트를 대체할 것으로 전망
					2024	48.3	(7.5)	(8.9)	8.7	
					2025E	46.2	17.0	14.0	6.8	
					2026E	43.0	15.3	12.4	7.7	
15	추가이	89	19.0	53	2023	7.9	3.1	2.3	27.0	■ 로슈 자회사로 티센트릭, 험리브라 등의 매출 고성장 지속 ■ 일라이 릴리에 기술이전한 경구용 비만치료제 오포글리프론 상업화 임박 ■ 임상 후기 신약 파이프라인들의 연구 성과 가시화
					2024	7.7	3.6	2.6	29.7	
					2025E	8.6	4.2	3.0	29.0	
					2026E	8.8	4.4	3.2	27.3	
16	GSK	79	14.3	19	2023	37.7	8.4	6.1	11.9	■ 2025년 매출 성장률 > 7% yoy, 영업이익 > 11% yoy 성장 전망. 블렌렙(다발성 골수종), 데페모키맙(장기 지속형 IL-5, 중증 천식), 누칼라(IL-5, COPD) 포함한 5개 제품 출시 예정 ■ ADC 파이프라인 두가지(B7-H3, B7-H4 타겟), 호흡기 질환 분야 데페모키맙, 캄리픽산트의 잠재력 높이 평가 ■ HIV 분야 2026년 4개월 지속형 예방 제품 FDA 승인 신청/출시 계획, 예방 부문에서 성장 기대
					2024	40.1	5.2	3.3	21.3	
					2025E	43.5	12.3	9.1	8.6	
					2026E	45.8	13.3	10.0	7.8	

자료: Bloomberg, 유진투자증권
주: 시가총액은 2025.05.26 종가 기준; 실적 추정치는 Bloomberg Consensus

적응증별 대표 의약품

적응증별 대표 의약품

적응증		대표 의약품	작용기전	적응증	2024년 매출액(%yoy)	판매사	기타 유망 임상후기물질	연구개발사
Cancer	폐암	타그리소	TROP2 ADC	비소세포폐암	\$6.6bn (+13.5%yoy)	아스트라제네카	■ 이보네시맙	■ 써밋/아케소
	유방암	키트루다	항 PD1 mAb	흑색종, 비소세포폐암, 두경부암, 호지킨 림프종 등	\$29.5bn (+17.9%yoy)	MSD	■ Sac-TMT (MK-2870)	■ MSD/켈론
	전립선암	엑스탠디	안드로겐 수용체 저해제	전립선암	\$5.9bn (+17.2%yoy)	화이자, 아스텔라스	■ 오페베소스타트 (MK-5684)	■ MSD/오리온
	혈액암	다잘렉스	항 CD38 mAb	다발성 골수종	\$11.7bn (+19.8%yoy)	J&J	■ 아니토-셀	■ 길리어드/아셀엑스
Immune Dx	류마티스	휴미라	TNF 차단제	RA, CD, 건선, UC, HS 등	\$9.0bn (-37.6%yoy)	애브비	■ IMVT-1402	■ 이뮤노반트/한울바이오
	염증성 장질환	스텔라라	항 IL-12/IL-23 mAb	건선, 건선성 관절염, CD, 판상 건선, UC	\$10.4bn (-4.6%yoy)	J&J	■ 톨리소키바트	■ MSD
	건선	스카이리치	항 IL-23 mAb	판상 건선, 건선성 관절염, CD, UC	\$11.7bn (+50.9%yoy)	애브비	■ 이코트라킨라	■ J&J
	중증 근무력증	비브가르트	FcRn 저해제	중증근무력증 (이외 적응증은 임상 중)	\$2.2bn (+83.5%yoy)	아제닉스	■ 니포칼리맙 (임마비™)	■ J&J
Metabolic Dx	당뇨	마운자로	GLP-1 RA	T2D	\$11.5bn (+124%yoy)	일라이 릴리	■ 마즈두타이드	■ 일라이 릴리/이노벤티
	비만	젠포바운드	GLP-1 RA	비만, 폐쇄성수면무호흡증(OSA)	\$4.9bn (+1,247%yoy)	일라이 릴리	■ 오포글리프론 ■ 마리티아이드	■ 일라이 릴리 ■ 암젠
	MASH	레즈디프라	THR-β 작용제	F2-F3 단계 MASH	\$180mn	마드리갈	■ 터제파타이드 ■ 서보듀타이드	■ 일라이 릴리 ■ 베링거 잉겔하임
CNS	알츠하이머병	레캠비	아밀로이드 베타 mAb	알츠하이머병	\$193mn	바이오젠/에자이	■ 렘터네터그 (LY3372993)	■ 일라이 릴리
	파킨슨병	두오파	도파민 전구체 공급/분해억제	파킨슨병 증상 완화	\$447mn	로슈	■ 타바파돈	■ 애브비(세레벨)

자료: 각 사, FDA, 유진투자증권
주: ADC, 항체-약물 접합체; mAb, 단일클론항체; RA, 류마티스 관절염; CD, 크론병; UC, 궤양성 대장염; HS, 화농성 한선염

모달리티별 대표 의약품

모달리티(Modality: 약물 전달 기전)별 개발 방향

모달리티	대표 의약품	타겟	적응증	매출액 (2024)	판매사/개발사	임상 후기(3상) 물질		
						약물명	기전, 적응증	연구개발사
저분자 화합물	빅타비	HIV INSTI/NRTI/NtRTI	HIV-1 감염	\$13.4bn	길리어드	오폴글리프론	GLP-1 RA, 비만	일라이 릴리
	엘리퀴스	혈액응고인자 Xa	혈전증 예방	\$13.3bn	BMS/화이자	MK-0616	PCSK9 억제제, LDL*	MSD
	트리카프타	CFTR	낭포성 섬유증	\$10.2bn	버텍스	이베르도마이드	CRBN 분자접착제, 다발성골수종	BMS
ADC	엔허투	HER2	고형암, 유방암, NSCLC* 등	\$3.5bn	AZ/다이하이산코	Dato-DXd	TROP2, 유방암/NSCLC*	AZ/다이하이산코
	파드셉	Nectin-4	요로상피암, 방광암	\$1.5bn	화이자/아스텔라스	TELISO-V	cMET, NSCLC	애브비
	캐싸일라	HER2	유방암	\$2.3bn	로슈/주가이	MK-1022	HER3, NSCLC	MSD/다이하이산코
이중항체	헴리브라	FIXa x FX	혈우병	\$5.1bn	로슈/주가이	이보네시맙	PD-1 x VEGF, NSCLC	써밋/아케소
	바비스모	VEGF x Ang2	황반병성	\$4.4bn	로슈/주가이	볼루스토믹	PD-1 x CTLA-4, NSCLC	AZ
	블린사이토	CD19 x CD3	백혈병	\$1.2bn	암젠	ABL001	VEGF-A x DLL4	컴패스/에이비엘
RNA	스핀라자	SMN2	척수성 근육 위축증	\$1.6bn	바이오젠	펠라카르센	ASO Lp(a) 억제제, CVD*	노바티스/아이오니스
	엠부트라	TTR	hATTR-PN*	\$0.97bn	앨라일람	올파시란	siRNA Lp(a) 억제제, CVD*	암젠
	렉비오	PCSK9	저밀도 지단백 콜레스테롤	\$0.75bn	노바티스	피투시란	siRNA, 백혈병	사노피
CAR-T	에스카타	CD19	LBCL, FL, CRS*	\$1.6bn	길리어드	아니토-셀	BCMA, 다발성 골수종	길리어드/아셀엑스
	카빅티	BCMA	다발성 골수종	\$1.0bn	J&J/레전드	Descartes-08	BCMA, 중증 근무력증	카테시안
	브레안지	CD19	DLBCL, BCL, CLL* 등	\$0.75bn	BMS	세마-셀	동종 CD19, LBCL*(pivotal 2상)	알로진
방사성 의약품	플루빅토	177Lu 사용, PSMA 타겟	전립선암	\$1.4bn	노바티스	RYZ101	225Ac 사용, SSTR2 타겟, GEP-NETs*	BMS/레이즈
	루타테라	177Lu 사용, SSTR2 타겟	GEP-NETs*	\$0.72bn	노바티스	ITM-11	177Lu 사용, SSTR 타겟, GEP-NETs	ITM(비상장)
TPD	ARV-471	ER	ER+/HER2- 유방암		화이자/아비나스	임상 현황	2025년 3월 유방암 3상에서 PF5 개선 실패, 2025년 내 OS 확인 예정	
	KT-474	IRAK4	아토피 피부염(AD), 화농성 한선염(HS)		사노피/키메라		2026년 상반기 HS 2b상 완료, 2026년 중순 AD 2b상 완료 예정	
	CFT7455	IKZF1/3	다발성 골수종(MM), 비호지킨림프종(NHL)		C4테라퓨틱스		2025년 하반기 MM, NHL 1/2상 데이터 발표 예정	

자료: 각 사, FDA, 유진투자증권
주: NSCLC, 비소세포폐암; LBCL, 거대B세포림프종; FL, 여포성 림프종; CRS, 사이토카인 방출 증후군; BCL, B세포림프종; CLL, 만성 림프구성 백혈병; MCL, 외투세포 림프종; hATTR-PN, 유전성 트랜스티레틴 매개 아밀로이드증 다발신경병증; hATTR-PN, 유전성 트랜스티레틴 매개 아밀로이드증 다발신경병증; LDL, 저밀도지단백; CVD, 심혈관 질환; GEP-NETs, 위장관-췌장 신경내분비 종양

비만/대사 분야 포트폴리오: 릴리

일라이 릴리 심장대사건강(Cardiometabolic Health) 관련 치료제 파이프라인

임상 단계	제품/성분/파이프라인명	적응증/기전/모달리티	임상 기간	설명
판매 중	터제파타이드(마운자로)	제 2 당뇨병 치료제(2022.05.13 승인)	2022년 하반기 판매 이후 3년차 2024년 매출액 \$11.5bn 2023년 말 판매 이후 2년차 2024년 매출액 \$5.9bn OSA에 최초이자 유일한 치료제로 승인 받음	
	터제파타이드(젠티바운드)	비만 치료제(2023.11.08 승인)		
	터제파타이드(젠티바운드)	폐쇄성 수면 무호흡증(OSA) (2024.12.20 승인)		
심사 중	터제파타이드	박출률 보존 심부전(HfpEF)	2021.04~2024.07	N=731 (SUMMIT), US 승인
임상 3상	오포글리프론 (임상 3상 12개 진행/환자모집 중)	2형 당뇨	2023.09~2025.06	N=399 (ACHIEVE-I)
		비만	2024.09~2026.01	N=300 (ATTAIN-MAINTAIN)
		OSA	2024.10~2027.01	N=600
	리타트루타이드 (임상 3상 10개 진행/환자모집 중)	2형 당뇨	2024.04~2026.02	N=480 (TRANSCEND-T2D-1)
		비만, OA, OSA	2023.07~2026.05	N=2,300 (TRUMP-1)
		비만, 심혈관질환	2023.05~2026.02	N=1,800
	터제파타이드	비만 관련 이환율 및 사망률	2022.10~2027.10	N=15,374 (SURMOUNT-MMO)
		CV Outcome	2020.05~2025.06	N=13,299 (SURPASS-CVOT)
	레포디시란	죽상경화성 심혈관질환(ASCVD)	GalNAc-conjugated siRNA, Apo(a) 생성 저해, Lp(a) 레벨 감소)	2024.03~2029.03 N=12,500
	인슐린 에프시토라 알파	2형 당뇨	Fc 도메인 융합 인슐린, 장기지속 위한 설계	2022.06~2024.04 N=928 (QWINT-2)
임상 2상 (7개 물질)	비마그루랍	비만, 2형 당뇨	Activin/myostatin type II R 타겟, 단일항체	2024.10~2027.01 N=240
	Eloralintide	비만	선택적 아밀린 수용체 타겟, 재조합 단백질	2024.02~2025.09 N=250
	GLP-1 R NPA II	비만	GLP-1 수용체 비펩타이드 작용제, 저분자 화합물	2024.11~2026.09 N=275
	마즈듀타이드	비만	GLP-1/GCG RA 이중 작용제, 펩타이드	2023.11~2025.05 N=179
	무말라플린	심혈관질환	Lp(a) 형성 저해, 저분자 화합물	2022.11~2024.03 N=233 (KRAKEN)
	솔빈시란	심혈관질환	Angiopoietin 3 발현 억제, mRNA silencing agent	2022.07~2024.05 N=205 (PROLONG-ANG3)
	터제파타이드	MASH	GLP/GLP-1 RA	2019.11~2024.01 N=190 (SYNERGY-NASH)
		Higher Dose	펩타이드	-
임상 1상 (9개 물질)	GIP/GLP-1 Coagonist III	심혈관대사 질환	생물학적 제제, 이중 작용제, 심장대사 관련 질환 치료제로 연구 중	
	GIPR Agonist Long Acting	심혈관대사 질환	생물학적 제제, 장시간 지속형 작용제로 연구 중	
	GS Insulin Receptor Agonist	심혈관대사 질환	생물학적 제제, 인슐린 수용체에 선택적으로 결합하여 인슐린과 유사하게 작용, 혈당 의존적 활성화를 통해 저혈당 위험 감소	
	Integrin α5β1	심혈관대사 질환	Large molecule, 피브로넥틴 인테그린 억제제가 폐동맥 평활근 세포 증식을 억제	
	LA-ANP	심혈관대사 질환	펩타이드, ANP는 심장에서 분비되는 내인성 호르몬 펩타이드, 체액 균형 조절 및 혈압 강화 효과를 보임	
	Macupatide	심혈관대사 질환	펩타이드	
	Nisotirostide	당뇨	펩타이드, Nisotirostide는 인슐린 분비 강화와 혈당조절에 관여	
	PNPLA3 siRNA	MASH	Patatin-like phospholipase domain-containing protein 3 발현 억제, 간세포 내 중성지방 대사 조절	
	SCAP siRNA	MASH	Sterol Regulatory Element-Binding Protein 발현 억제, 콜레스테롤/지방산 합성 차단	
	NMEs 6개	심혈관대사 질환	Targets undisclosed	

자료: 일라이 릴리, Clinical trials(2025.05.23 기준), 유진투자증권

주: OSA, Obstructive Sleep Apnea; siRNA, small interfering RNA; HfpEF, heart failure with preserved ejection fraction; ANP, Atrial Natriuretic Peptide; MASH, Metabolic associated Steatohepatitis; ASCVD, Atherosclerotic Cardiovascular Disease

경구용 비만 치료제: 오폐글리프론, Game Changer

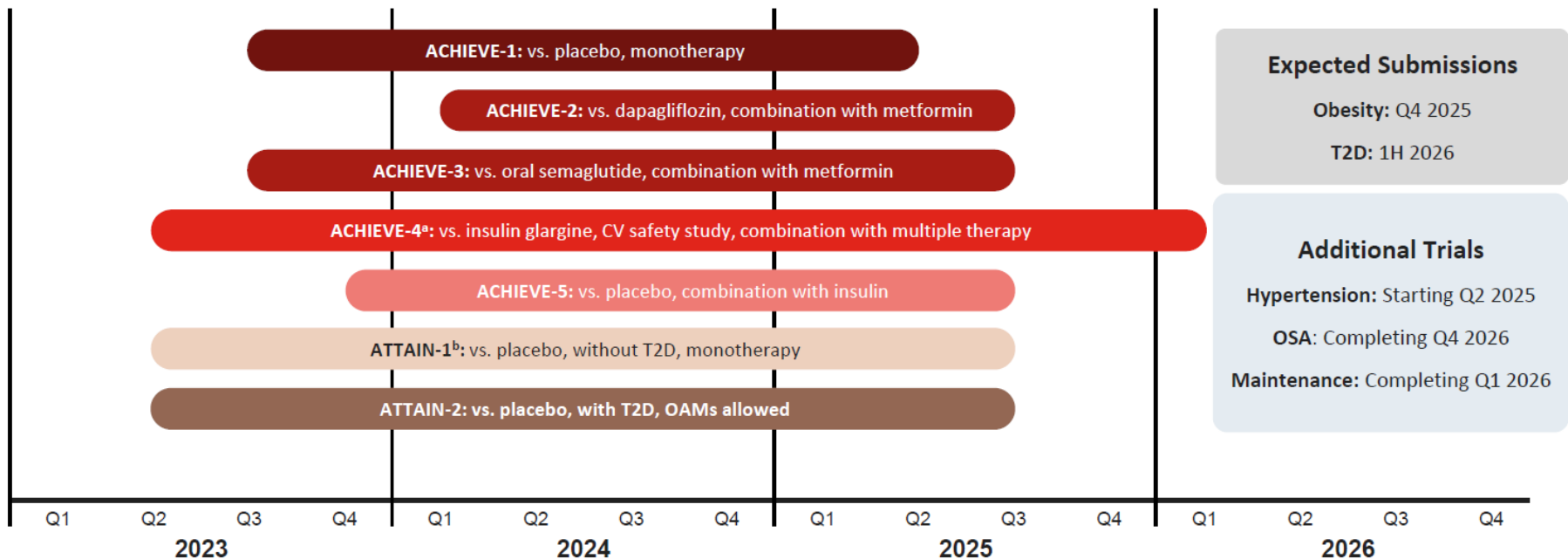
■ 경구용 저분자 화합물 오폐글리프론

- 비만 환자 타겟한 ATTAIN-1 임상 2025년 3분기 임상 결과 발표, FDA 승인 2025년 4분기 예상(이미 신약 승인 신청함)
- 고혈압, 무호흡 수면, 당뇨, 유지 요법으로 확장 임상 진행 중, 기존 치료제들과 병용 임상 확장

오폐글리프론(Orforglipron Global Development Program)

Orforglipron Global Development Program

ACHIEVE Type 2 Diabetes Program and ATTAIN Obesity Program



*Event-driven trial, minimum duration 104 weeks; ^b2-year extension for participants with prediabetes.
CV=cardiovascular; HTN=hypertension; OAM=oral anti-hyperglycemic medication; OSA=obstructive sleep apnea; T2D=type 2 diabetes.

항암제: 써밋/아케소의 이보네시맙 임상 일정

2025년 중순 글로벌 임상 데이터 확인, 키트루다 직접비교 임상은 2028년 이후 완료 예정

- 2024년 9월: 써밋/아케소의 PD-1 x VEGF 이중항체(면역 항암제) 이보네시맙(ivonescimab)가 HARMONi-2 중국 임상에서 펌브롤리주맙(제품명 키트루다)를 뛰어넘는 PFS 데이터(mPFS 11.14 vs. 5.82)를 발표, 키트루다를 대체할 이중항체 면역항암제로 주목받고 있음
- 2025년 6월: 중국 임상에서 유효한 결과를 확보, 중국 NMPA 승인을 받아 판매 중
- 2025년 하반기~2026년 : 화학요법 병용 임상 데이터에서 유효한 결과를 발표한다면 패스트트랙(2024년 지정)을 통해 빠른 상업화(2L) 가능
- 2027~2028년: 투자자들이 기대하고 있는 NSCLC 1L에서 펌브롤리주맙과 직접 비교 임상 결과 확인 가능할 것

써밋 테라퓨틱스/아케소의 이보네시맙(ivonescimab) 임상 3상 현황

임상 주체	적응증	임상명	치료대상 집단 (Treatment population)	치료요법 (Regimen)	임상기간	환자수	현황
써밋 (글로벌 임상)	비소세포폐암(NSCLC)	HARMONi	2L EGFRm+	+화학요법 vs. 화학요법	2023.05~2025.12	420	■ 임상진행중, ■ 2025년 중순 탑라인 발표 예정
		HARMONi-3	1L 편평세포암(SCC)	+화학요법 vs. 펌브롤리주맙+화학요법	2023.10~2028.12	1,080	■ 환자모집중
		HARMONi-7	1L PD-L1 TPS≥50%	단독요법 vs. 펌브롤리주맙	2025.02~2029.06	780	■ 환자모집중
아케소 (중국 임상)	NSCLC	HARMONi-A	2L EGFRm+	+화학요법 vs. 화학요법	2022.01~2025.11	322	■ 진행중, FDA 패스트트랙 지정 ■ 2024.06 중국 NMPA 승인
		HARMONi-2	1L PD-L1 TPS≥1%	+화학요법 vs. 펌브롤리주맙+화학요법	2022.11~2025.12	398	■ 임상진행중 ■ 2025.04 중국 승인, 중간 OS 데이터 발표
		HARMONi-6	1L SCC	+화학요법 vs. 티스렐리주맙+화학요법	2023.08~2026.12	532	■ 임상진행중 ■ 2025.04 중간 분석 데이터 발표
	유방암	HARMONi-BC1	1L TNBC(삼중음성유방암)	단독요법 vs. +나브-파클리탁셀	2025.01~2028.12	416	■ 환자모집중
	담도암(BTC)	HARMONi-GI1	1L	+화학요법 vs. 두발루맙+화학요법	2024.10~2027.12	682	■ 환자모집중
	췌장암(PDAC)	HARMONi-GI2	1L	+리구팔리맙+AG vs. +AG	2025.05~2028.05	999	■ 환자모집전
	두경부편평세포암(HNSCC)	HARMONi-HN1	1L 재발성/전이성 PD-L1 CPS≥1%	+AK117 vs. 펌브롤리주맙	2024.10~2027.10	510	■ 환자모집중

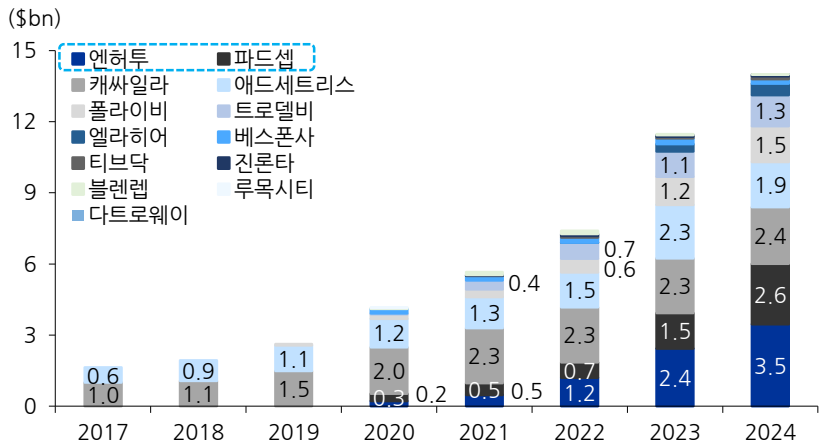
자료: 써밋 테라퓨틱스, Clinical Trials, 유진투자증권

ADC: 3년만에 신약 승인

2025년 신규 ADC 치료제 3개 FDA 승인 전망

- ADC 의약품은 2024년 약 \$14bn 규모의 시장을 형성하고 있으며 엔허투(HER2 ADC), 파드셉(넥틴4 ADC)의 성장이 가장 두드러짐
- 2025년 FDA 승인 결정 예정인 파이프라인
 - 다트로웨이®: NSCLC로 1월 승인, 상반기 유방암 승인 여부 결정
 - 엠렐리스™: 애브비의 cMET ADC가 5월 FDA 승인됨
 - HER3-DXd: 2024년 제조시설 문제로 승인 지연, 연내 승인 전망
 - 블렌렘®: 2022년 판매 중단된 BCMA ADC, 7월 내 재승인 결정

ADC 치료제 연간 매출액 추이



자료: 각 사, 유진투자증권

FDA 승인 ADC 치료제 12 + 연내 1개 신약 출시 기대

	2010	2011	2013	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2025
혈액암 5개	마일로타그® (CD33, 화이자)*	애드세트리스® (CD33, 화이자)		베스폰사® (CD22, 화이자)	루목시티® (CD22, AZ)*	폴라이비® (CD79b, 로슈)	블렌렘®* (BCMA, GSK) PDUFA 2025.07.23	진론타® (CD19, ADCT)		
고형암 7개			캐싸일라® (HER2, 로슈)			파드셉® (넥틴4, 화이자) 엔허투® (HER2, AZ/DS)	트로델비® (TROP2, 길리어드)	티브닥® (TF, 화이자/젠맵)	엘라히어® (FRα, 애브비)	다트로웨이® (TROP2, AZ/DS) 엠렐리스™ (cMET, 애브비) (예상) HER3-DXd (HER3, MSD/DS)

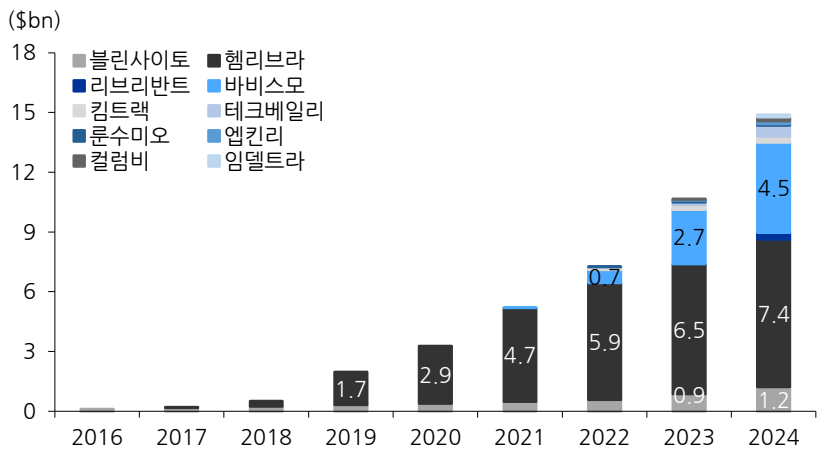
자료: 각 사, 유진투자증권
 주1: 제품명, 타겟, 기업명 순서
 주2: 마일로타그는 2010년 FDA 승인 철회 이후 2017년 재승인, 루목시티는 2023.01 미국 마케팅 중단, 블렌렘은 2022.11 판매 중단하였으나 재상업화 예상(PDUFA 2025.07.23)

이중항체: TCE들의 상업화 확대, HER2 타겟 신약 출시

2025년 이중항체 치료제 1개 FDA 승인 전망

- 이중항체 치료제는 2024년 약 \$15bn 규모의 시장을 형성하였으며 로슈의 헴리브라, 바비스모를 중심으로 성장하고 있음(비중 80%)
- 2025년 FDA 승인 결정 예정인 파이프라인
 - 린보셀타맵: 2024년 제조시설 문제로 CRL 수령, 연내 재승인 결정
- 주목해야 할 파이프라인
 - ① 리브리반트®: 라즈클루즈 병용요법으로 본격적 매출 성장 예상
 - ② 이보네시맵: 써밋이 2025년 하반기 글로벌 임상 데이터 발표 예정

이중항체 치료제 연간 매출액 추이



자료: 각 사, 유진투자증권
주: 리브리반트 매출액은 라즈클루즈 합산 기준

FDA 승인 이중항체 치료제 14개 + 연내 1개 신약 출시 기대

	2014	2017	2021	2022	2023	2024	2025E
1	블린사이토® CD19xCD3 암젠, 백혈병	헴리브라® FXa x FX 로슈, 혈우병	리브리반트® EGFR x cMET J&J, 비소세포폐암	김트랙® GP100 x CD3 이뮤노코어, 포도막 흑색종	엡킨리® CD20 x CD3 애브비/젠맵, 림프종	임델트라® DLL3 x CD3 암젠, 소세포폐암	린보셀타맵(PDUFA 07.10) BCMA x CD3 리제네론, 다발성골수종
2	-	-	-	바비스모® VEGF x Ang2 로슈, 황반변성	컬럼비® CD20 x CD3 로슈, 림프종	지헤라™ HER2 x HER2 재즈파마, 담관암	
3	-	-	-	테크베일리® BCMA x CD3 J&J/젠맵, 다발성골수종	탈베이® GPRC5D x CD3 J&J, 다발성골수종	비젠그리® HER2 x HER3 메루스, NSCLC, 췌장선암	
4	-	-	-	룬수미오® CD20 x CD3 로슈, 소포성 림프종	엘렉스피오® BCMA x CD3 화이자, 다발성골수종		

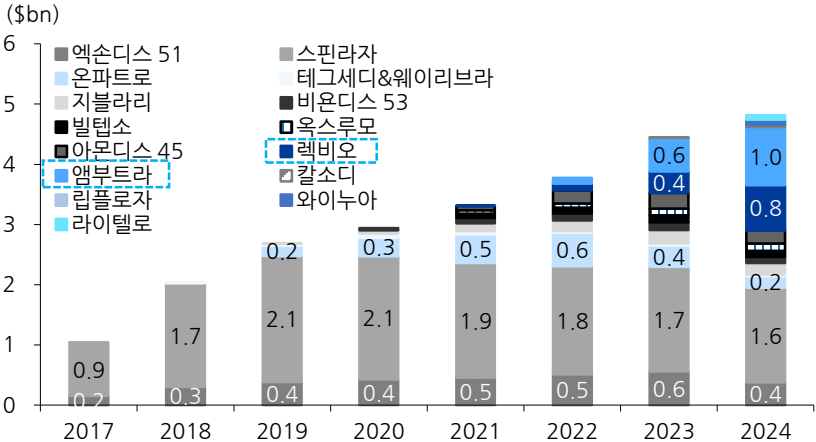
자료: 각 사, 유진투자증권
주: 제품명, 타겟, 기업명, 적응증 순서

핵산 치료제: 대사 질환으로 영역 확장

2025년 아이오니스의 파이프라인 2개 FDA 승인 전망

- 앵부트라. 렉비오가 상업화에 성공
- 2025년 FDA 승인 결정 예정인 파이프라인
 - ① 큐핏리아™: 피투시란이 지난 3월 혈우병 치료제로 FDA 승인됨
 - ② 도니달로센: 유전성혈관부종 치료제로 8월 내 FDA 승인 결정 예정
 - ③ 플로자시란: 가족성킬로미크론혈증 치료제로 FDA 승인 결정 예정
- 2025년 하반기에는 아이오니스가 미충족 수요 높은 고중성지방혈증 대상 올레자르센(제품명 트린골자)의 3상 결과 발표할 예정: 국내 에스티팜이 상업화 원료 생산
- 임상 초기 단계에 대사질환 치료제로 개발 활발히 진행 중

핵산 치료제 연간 매출액 추이



자료: 각 사, 유진투자증권
주: 테그세디®와 웨이리브라®(EU 승인) 매출액은 아이오니스에서 통합하여 공시

FDA 승인 핵산 치료제 17개 + 연내 2개 신약 승인 기대

	2016	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
ASO (9개)	엑손디스51® (사렙타) 스핀라자® (바이오젠/아이오니스)	테그세디® (아이오니스)	비온디스53® (사렙타)	빌렘소® (NS파마)	아몬디스45® (사렙타)		칼소디® (바이오젠/아이오니스) 와이누아® (AZ/아이오니스)	라이텔로™ (제론)	도니달로센(PDUFA 08.21) (아이오니스)
siRNA (8개)		온파트로® (엘라일람)	지블라리® (엘라일람)	옥스루모® (엘라일람)	렉비오® (노바티스)	앵부트라® (엘라일람)	립플로자® (노보)	트린골자™ (아이오니스)	큐핏리아™ (사노피/아이오니스) 플로자시란(PDUFA 11.18) (애로우헤드)

자료: 각 사, 유진투자증권
주: 제품명, 기업명 순서

빅파마들의 미국 투자 현황

2025년 빅파마들이 발표한 미국 투자 계획: R&D 센터, 의료기기, 방사성 리간드 치료제 등 2030년 이후 성장을 위한 투자

발표일	기업명	투자금액	투자기간	내용	언급된 지역
2025.02.26	릴리	\$27bn	2025~2030	■ 인디애나 등에 4개의 신규 생산시설 설립하여 5년 내 가동 예정 - 인디애나 레바논 '릴리 메디슨 파운드리' 신설 추진, 인디애나폴리스 내 복수 제조시설 확장 및 현대화 - 4개 생산시설 건설 위한 일자리 1천개, 완공 후 3천개 이상의 전문 인력 고용 예정 - 2020~2024년 미국에 누적 \$23bn 투자, 금번 투자건 포함 시 2020년 이후 누적 \$50bn 투자	노스캐롤라이나, 인디애나, 위스콘신
2025.03.11	MSD	\$1bn	-	■ 백신 생산능력 확대 위해 \$1bn 투자한 신규 시설 공개 - 노스캐롤라이나 더럼에 백신 생산 전용 22만 5천 제곱피트 규모, 10억 달러 규모의 신규 제조시설 완공 - 미국 내 제조 및 R&D 역량 강화를 위해 2018년 이후 누적 120억 달러 투자했으며 2028년까지 80억 달러 추가 투자 예정	노스캐롤라이나
2025.03.21	J&J	\$55bn	2025~2029	■ 2029년까지 \$55bn 투자하여 노스캐롤라이나의 \$2bn 규모 생산시설 포함한 4개 신규 공장 설립, R&D 투자 확대 - 혁신의약 및 메드테크 사업 부문 전반에 걸친 제조시설 3곳 신설/기존 부지 확장 - 암, 신경과학, 면역학, 심혈관질환, 로봇 수술 분야 치료제 개발을 위한 대규모 R&D 인프라 투자 - 향후 4년간 투자 증가를 통한 연간 \$100bn 이상 규모 미국 내 경제 효과 확대	노스캐롤라이나 등
2025.04.10	노바티스	\$50bn	2025~2030	■ 미국의 10개 시설(제조, R&D 등)을 신규 설립 또는 증설하는 데에 \$23bn 투자, 미국 영업에 총 \$50bn 투자 예상 - 방사성 리간드 치료제(RLT) 제조시설 2곳 신설, 기존 제조시설 3곳 확장 - 미국 내 두 번째 글로벌 R&D 허브로서 샌디에이고에 생의학 연구 혁신 거점 설립 - 제조시설 신설/확장 진행 5년 간 건설/지원 일자리 4천개, 숙련된 일자리 1천개 창출 예상	샌디에이고, 플로리다, 텍사스, 인디애나 등
2025.04.22	로슈	\$50bn	2025~2030	■ 향후 5년간 미국에 켄터키, 인디애나, 뉴저지 등에 생산시설과 R&D 센터 신규 설립 또는 확장 예정 ■ 5.14 트럼프 약가 인하 행정명령 서명 이후 투자 계획 진행 여부를 재검토 할 수 있다고 언급함 - 켄터키 등에 혁신 의약품/진단 포트폴리오 생산 및 유통 역량 확대, 펜실베이니아 내 최첨단 유전자 치료제 생산시설 구축 - 차세대 비만 치료제 생산을 위한 90만 제곱피트 규모 제조센터 신설 논의 중 - 건설 위한 일자리 6.5천개, 신설/증설된 시설에서의 일자리 1천개 포함하여 1.2만개 이상의 일자리 창출 예상	노스캐롤라이나, 켄터키, 인디애나, 마세추세츠 등
2025.04.22	리제네론	\$7bn	-	■ 현재 진행 중이거나 계획하고 있는 뉴욕, 노스 캐롤라이나 인프라/제조시설 확대 규모 약 \$7bn - 후지필름 다이오신스와의 협력으로 노스 캐롤라이나 지역에 바이오의약품 생산능력 확대, 총 3bn 투자 예정 - 뉴욕 테리타운 캠퍼스 약 \$3.6bn 규모의 확장 진행 중이며 1천개의 풀타임, high-skill 인력 고용 예정	노스캐롤라이나, 뉴욕
2025.04.25	애브비	\$10bn	2025~2035	■ API, DP, 펩타이드, 의료기기 제조 위한 4개의 생산시설에 투자할 것 - 애브비의 Top-selling 의약품인 스카이라치치는 미국에서 생산되고 있음	-
2025.05.05	BMS	\$40bn	2025~2030	■ 향후 5년간 미국 내 R&D, 기술, 제조 부문에 총 \$40bn 투자 계획 발표 - 암 치료용 방사성의약품 생산 확대를 포함하며 AI 및 머신러닝 역량 강화도 투자 목적 중 하나	-
2025.05.07	길리어드	\$32bn	~2030	■ 2030년까지 미국 내 제조시설 및 R&D에 총 \$32bn 투자 계획 발표(기존 \$21bn 투자 계획에서 \$11bn 추가) - 신규 첨단 시설 3곳 신설 및 기존 부지 3곳 업그레이드 계획, 해당 투자로 향후 5년간 미국 경제에 \$43bn의 가치 창출 예상 - 직접 일자리 약 800개, 간접 일자리 약 2,200개 포함 총 3,000개 이상 고용 창출 전망 (2028년까지) - 최근 10년간 미국 내 누적 투자액 \$15bn	-
2025.05.08	다케다	\$30bn	2025~2030	■ 향후 5년간 미국 내 약 \$30bn 규모 투자하여 제조시설 업그레이드, 생산성 향상, R&D 확대한다고 발표 - 미국 내 최대 매출 품목인 엔티비오(Entyvio)는 미국 생산 중	-
누적 발표 금액		\$302bn			

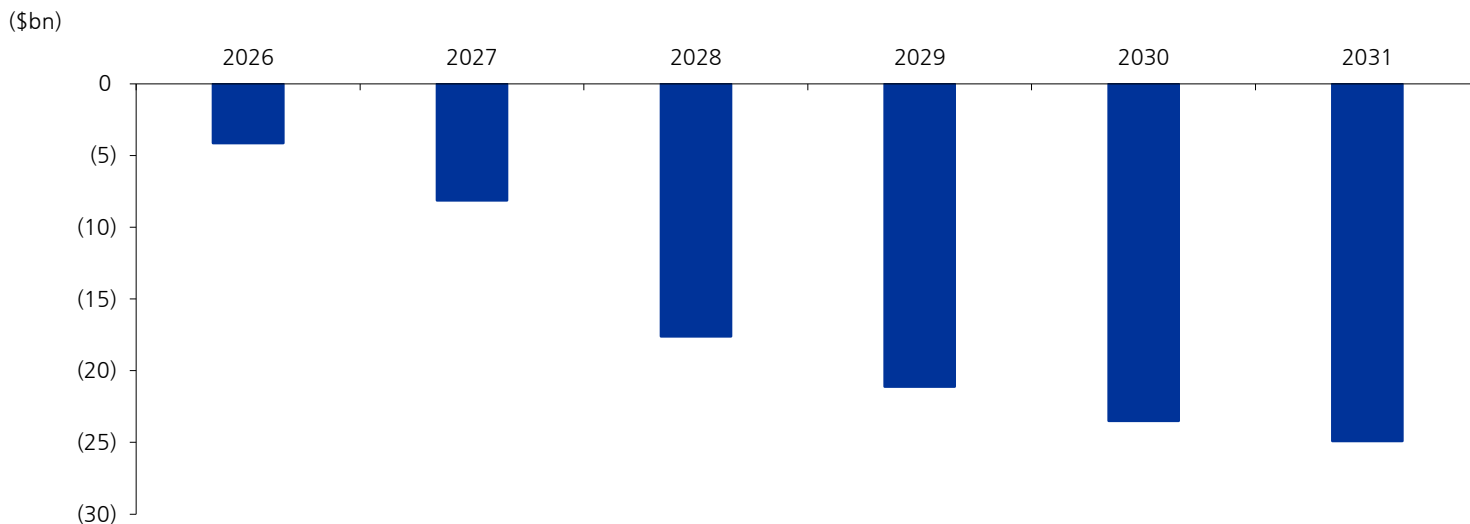
자료: 각 사, 유진투자증권

IRA 시행: 1년 앞으로

다가오는 IRA 시행, 약가 인하 압력은 지속될 것

- FDA 승인 이후 저분자 의약품 7년, 바이오의약품 9년차부터 약가 인하 협상 목록에 등재, 2년간의 협상기간을 거쳐 각각 9년째, 11년째 인하
- 2026년부터 IRA 법안 시행에 따른 10개 의약품의 약가가 인하되며 글로벌 빅파마의 성장 둔화에 대한 투자자들의 우려가 현실화될 전망
- 트럼프 행정부 하에서도 정부의 의약품 지출액 부담을 줄이고자 2027~2028년부터 가격 인하될 의약품 협상이 순차적으로 진행될 예정
- 미의회예산처는 약가 인하를 통해 2031년까지 누적 985억 달러(약 130조원)의 의약품 지출액 감소 효과가 있을 것으로 추정하고 있음(2023년)
- 빅파마들은 공격적 R&D 투자를 진행하고 있으나 매출 감소 리스크를 만회할 만한 성과를 내기까지는 3년 이상의 시간이 필요할 것으로 예상

IRA에 따른 약가 인하로 인한 의약품 지출액 감소 효과 추정치



자료: 미의회예산처(CBO), 유진투자증권

메디케어 가격 협상 프로그램 주요 일정

2028년 최초 적용 예정인 의약품 가격 협상 프로그램 주요 일정

- **2025.05.12**
 - 2028년도 최초 적용 가격 협상 프로그램과 2026년~2028년 적용할 제조업체의 최대 공정 가격(Maximum Fair Price, MFP) 가이드라인 초안 발표(45일간 의견 수렴)
 - 또한 2028년도 대상 약물 선정을 위한 정보 수집 요청 초안 발표(60일간 의견 수렴). 이는 ①소규모 바이오텍 예외 해당 약물 식별, ②바이오시밀러 시장 진입 가능성 높은 생물학적 제제 중 2028년 최초 적용 가격에 대한 초기 지연 가능한 약물 식별, ③재협상 자격 및 선정 위한 정보를 CMS에 자발적으로 제공할 수 있도록 하기 위함
- **2025년 여름(7~8월)**
 - 협상/재협상 위한 데이터 수집 관련 정보 수집 요청 초안 발표(60일간 의견 수렴)
- **2025년 초가을(9월)**
 - 2028년도 최초 적용 가격 협상 프로그램 시행을 위한 최종 지침 발표, 제조업체의 MFP 적용 포함 약물 선정 관련 데이터 수집 요청 수정안 발표(30일간 의견 수렴)
- **2025년 늦가을(10~11월)**
 - 협상/재협상을 위한 데이터 수집 요청 수정안 발표(30일간 의견 수렴)
- **2025년 말(12월)**
 - 소규모 바이오텍 예외 및 바이오시밀러 초기 지연 신청 마감
 - 재협상 자격 판단을 위한 제조업체의 자발적 정보 제출 마감
- **2026.02.01**
 - 2028년도 가격 협상 대상 약물 및 재협상 약물 목록 발표 마감
- **2026.02.28**
 - 협상 프로그램 참여 계약서 제출 마감
- **2026.03.01**
 - 제조업체별 협상 데이터 제출 마감
 - 대체 치료제, 미충족 의료 수요, 특정 집단에 대한 영향 관련 공공 데이터 제출 마감
- **2026년 봄**
 - 약물 임상 고려사항을 중심으로 환자 대상 공개 라운드테이블 15회 및 타운홀 미팅 1회 개최 예정
 - 선정 약물 제조업체와의 추가적인 데이터 논의 기회 제공 예정
- **2026.06.01**
 - CMS의 MFP 제안서 및 간단한 근거 발표 마감
- **2026.07.01**
 - 제조업체의 MFP 수락 또는 반대 제안 제출 마감
- **2026년 여름**
 - 반대 제안에 대한 CMS 회신 및 협상 회의 진행
- **2026.10.31**
 - 최종 MFP 제안 수락 또는 거절 마감
- **2026.11.01**
 - 협상 기간 종료
- **2026.11.30**
 - 협상 또는 재협상된 MFP 발표 마감
- ★ **2027.01.01**
 - 두 번째 협상 주기에서 합의된 MFP 적용 시작
- **2027.03.01**
 - 2028년도 협상 결과에 대한 설명 발표 마감, 협상 과정/관련 서술 공개
- ★ **2028.01.01**
 - 세 번째 협상 주기에서 합의된 최대 공정 가격(MFP) 적용 시작

자료: CMS, 유진투자증권

2026년 메디케어 가격 인하 의약품

2026년 BMS의 엘리퀴스, J&J의 스텔라라 약가 인하

- 2026년부터 적용될 IRA 약가 인하 품목 중 BMS의 엘리퀴스, J&J의 스텔라라는 2024년 기준 제약 부문 내 매출 비중이 각각 28%, 18%임
- 엘리퀴스는 BMS의 매출 내 가장 큰 비중을 차지하고 있는 제품으로 2026년 약가 인하 및 특허 만료 영향으로 매출 둔화 불가피
- J&J는 면역질환 분야의 새로운 성장동력으로 아이코트로킨라를 개발 중, 트렘피어로 스텔라라를 대체 중

메디케어 의약품 가격 인하 10개 확정 품목

	의약품	제약사	2024년매출, 매출 비중	적응증, 활성 성분	FDA 승인년도	저분자or 바이오	30일공급가, 협상약가(\$) (List Price 기준)	인하율	Part D 내 약품비(\$bn)
1	엘리퀴스 Eliquis	BMS, 화이자	\$13.3bn (28%) \$7.4bn (12%)	혈전용해제, Apixaban	2012	저분자	521, 231	56%	18.3
2	자디언스 Jardiance	일라이 릴리, 베링거 잉겔하임	\$3.3bn (7%) \$9.3bn (31%)	당뇨병/심부전, Empagliflozin	2014	저분자	573, 197	66%	8.8
3	자렐토 Xarelto	바이엘, J&J	\$3.8bn (7%) \$2.4bn (4%)	혈전용해제, Rivaroxaban	2011	저분자	517, 197	62%	6.3
4	자누비아 Januvia	MSD (미국 머크)	\$1.3bn (2%)	당뇨병, Sitagliptin	2006	저분자	527, 113	79%	4.1
5	포시가 Farxiga	아스트라제네카	\$7.7bn (14%)	당뇨병, Dapagliflozin	2014	저분자	556, 178.5	68%	4.3
6	엔트레스토 Entresto	노바티스	\$7.8bn (15%)	심부전, Sacubitrilat/Valsartan	2015	저분자	628, 295	53%	3.4
7	엔브렐 Enbrel	암젠	\$3.3bn (10%)	류마티즘 등, Etanercept	1998	바이오	7,106, 2,355	67%	3.0
8	임브루비카 Imbruvica	애브비, J&J	\$3.3bn (6%) \$3.0bn (5%)	혈액암, Ibrutinib	2013	저분자	14,934, 9,319	38%	2.4
9	스텔라라 Stelara	J&J	\$10.4bn (18%)	류마티스관절염, Ustekinumab	2009	바이오	13,836, 4,695	66%	3.0
10	피아스프 Fiasp/NovoLog	노보 노디스크	\$0.3bn (1%)	당뇨병, Insulin Aspart	2000	바이오	495, 119	76%	2.6
Total		총 11개 제약사	\$76.6bn (Net sales price 근거)	-	최소 10년 이상~ 27년간 독점판매	저분자 7개 바이오 3개	-	38~79%	56.2

자료: ASPE(2023.12.14), 각 사, 유진투자증권
주: 매출 비중은 제약 사업부 대비 비중

2027년 메디케어 가격 인하 예상 의약품

2027년 세마글루타이드 약가 인하

- 2027년 약가 인하 협상 대상으로 제시된 의약품 중 매출 규모가 가장 큰 제품은 단연 세마글루타이드(2024년 \$29bn, 매출 비중 70%)
- 세마글루타이드의 미국 특허는 2032년 만료 예정으로 2027년 IRA 약가 인하가 예상되며 2025년 중기 이후 노보 노디스크 주가 하락 중
- 2025년 11월 말 2027년 협상 완료된 최대공정가격(MFP)이 발표될 예정

2027년 가격 인하를 위해 메디케어 가격 협상 진행될 것으로 예상되는 의약품(15개 결정 예정)

2027년 등급/파트		브랜드명	제네릭명	제약사	2020년 지출(\$mn)	승인 이후 판매 연수	예상되는 독점권 상실년도	최소 할인
1	D	트렐리지 엘립타	Fluticasone/umecidinium/vilanterol	GSK	1,488	9.3	2027	25%
2	D	오젠틱	Semaglutide	노보 노디스크	1,456	9.1	2031	25%
3	D	인베가서스텐나	Paliperidone palmitate	J&J	1,373	17.4	2031	60%
4	D	자카피	Ruxolitinib	인사이트	1,297	15.1	2028	25%
5	D	트레젠타	Linagliptin	베링거 잉겔하임	1,289	15.7	2027	25%
6	D	오펜브	Nintedanib esylate	베링거 잉겔하임	1,158	12.2	2029	25%
7	D	스피리바	TioTROPIum bromide	베링거 잉겔하임	1,153	22.9	2030	60%
8	D	린제스	Linacotide	엘러간	1,144	14.4	2033	25%
9	D	아노로 엘립타	Umedidinium/Vilanterol	GSK	1,002	13.1	2030	25%
10	D	크레온	Lipase/protease/amylase	애브비	960	17.8	2031	60%
11	D	엠클루사	Sofosbuvir/velpatasvir	길리어드	867	10.5	2034	25%
12	D	지팍산	Rifaximin	살릭스 파마	845	22.6	2027	60%
13	D	스피리바레스피멧	TioTROPIum bromide	베링거 잉겔하임	805	12.3	2030	25%
14	D	인그레자	Valbenazine tosylate	뉴로크라인바이오	793	9.7	2038	25%
15	D	자누메트	Sitagliptin phos/metformin hd	MSD	792	19.7	2026	60%
2027년합계					16,420			

자료: Drugs likely subject to Medicare negotiation 2026-2028, J Manag Care Spec Pharm 2023; 29(3): 229-35, 각 사, 유진투자증권

2028년 메디케어 가격 협상 대상 예상 의약품

2028년 키트루다 약가 인하 가능성

- 2028년 약가 인하 협상 대상에는 글로벌 Top Selling 의약품인 키트루다가 포함될 수 있음(2024년 \$29bn, 매출 비중 51%)
- MSD는 2028년 키트루다 특허 만료 및 약가 인하 시 큰 폭의 매출 감소가 예상되며, 이를 상쇄할 수 있는 면역항암제 파이프라인이 부재함
- 이보네시맙의 경쟁 파이프라인으로 라노바의 LM-299(PD-1 x VEGF)를 도입
- 키트루다SC의 키트루다 IV 처방 대체율은 30~40% 예상, 키트루다 IV 가격 인하를 감안한 약가 책정을 언급해왔음(2024년 하반기)

2028년 가격 인하를 위해 메디케어 가격 협상 진행될 것으로 예상되는 의약품(15개 결정 예정, 파트B 포함)

2028년 등급/파트		브랜드명	제네릭명	제약사	2020년 지출(\$mn)	승인 이후 판매 연수	예상되는 독점권 상실년도	최소 할인
1	B	키트루다	Pembrolizumab	MSD	3,501	13.3	2028	25%
2	D	트루리시티	Dulaglutide	일라이 릴리	3,285	13.3	2027	25%
3	B	옵디보	Nivolumab	BMS	1,587	13	2028	25%
4	D	빅타비	Bictegravir/emtricitabine/tenofovir	길리어드	1,776	9.9	2036	25%
5	D	젠보야	Elvitegravir/cobicistat/emtricitabine/tenofovir	길리어드	756	12.2	2032	25%
6	D	트리맥	Abacavir/dolutegravir/lamivudine	비브 헬스케어	739	13.4	2029	25%
7	D	포시가	Dapagliflozin	아스트라제네카	737	14	2030	25%
8	D	티비케이	Dolutegravir	비브 헬스케어	656	14.4	2029	25%
9	D	루미간	Bimatoprost	엘러간	634	17.4	2027	60%
10	D	엑타	CorticoTROPin	말린크로트	622	77.6	NA	60%
11	D	인크루즈 엘립타	Umedidinium	GSK	605	13.7	2030	25%
12	D	프라닥사	Dabigatran	베링거 잉겔하임	600	17.2	2027	60%
13	D	브릴린타	Ticagrelor	아스트라제네카	589	16.5	2030	60%
14	D	젤잔즈 XR	Tofacitinib citrate	화이자	575	11.9	2034	25%
15	D	이노카바	Canagliflozin	J&J	571	14.8	2031	25%
2028년 합계					17,231			

자료: Drugs likely subject to Medicare negotiation 2026-2028, J Manag Care Spec Pharm 2023; 29(3): 229-35, 각 사, 유진투자증권

편집상의 공백페이지입니다

03

2025년: NEXUS

2025년 하반기 주목해야 할 이벤트 Top 10

2025년 하반기 Top 10

중요도	관련 기업 (시가총액)	주목해야 할 이벤트	기업가치에 미치는 영향
1	유한양행 (8.4조원)	3월: MARIPOSA (레이저티닙/아미반타맙/병용요법) 글로벌 임상 3상 결과 공식 발표 - 하반기: 레이저티닙/아미반타맙/SC 병용요법 FDA 승인 예상. NCCN preferred therapy로 등재	레이저티닙 글로벌 peak 매출액 > \$3bn 가능할 것으로 예상됨에 따라 기업가치 큰 폭 성장할 것
2	한미약품 (3.9조원)	- 경영권 안정화 4분기 머크 MK-6024 임상 2상 결과 확인	- 북경한미 경영 정상화에 따른 실적 회복이 확인되어야 함 - 하반기 머크가 발표하는 임상 결과에 따라 re-rating 가능
3	리가캠바이오 (4.1조원)	- 상반기: LCB39 전임상 결과 - 하반기: LCB84 글로벌 임상 1상 데이터 확인 후 J&J의 옵션 행사로 마일스톤 (\$200mn) 유입 기대, 플랫폼 기술이전 계약 체결 기대	- LCB84의 개발 진전된다면 기업가치 큰 폭 성장할 것 3,000억원 이상의 현금 확보 예상
4	ABL바이오 (3.3조원)	- 상반기 기술 이전 계약(GraBody B 파이프라인) - 하반기 ABL 301 임상 1상 결과 발표, 하반기 기술이전 계약 체결 기대	- 기술 이전 계약 규모에 비례한 기업가치 상승 기대 - 이중항체 연구개발사 중 선두 그룹으로 진입
5	알테오젠 (17.7조원)	- 상반기: 키트루다 SC FDA 신약 승인 신청 4분기: 키트루다 SC FDA 신약 승인 후 (9월 PDUFA) 출시 마일스톤 유입	- 기술 수출 이후 수익 창출이 현실화된다면 기업가치 큰 폭 상승할 것 - 추가 기술이전 계약 체결 기대감 반영 중
6	삼성바이오 (74.2조원)	4월: 5공장 완공 10월: 바이오에피스 분할	- 연평균 >15% yoy를 상회하는 매출 성장 지속될 전망 - 밸류에이션 프리미엄 유지될 것
7	셀트리온 (34.1조원)	분기별 실적 추이	미국 시장 진출 성과 가시화될 경우 리레이팅 기대
8	에스티팜 (1.5조원)	- 하반기: 제2 올리고당 일부 완공 => 2026년 실적 반영 - 하반기: 올레자르센 적응증 확대 임상 3상 탑라인 데이터 발표 - 트린콜자(올레자르센) 미국 출시, 펠라카르센 임상 3상 데이터 확인	- RNA 치료제들의 시장 확대 및 에스티팜의 시장 점유율 상승 2025년 하반기부터 성장 본격화
9	녹십자 (1.5조원)	알리글로 미국 매출액 성장 추이	- 실적 고성장 - 해외 사업 확장을 통한 밸류에이션 재평가 계기가 될 것
10	HK이노엔 (1.2조원)	HK이노엔 미국 FDA 신약 승인 신청	해외 부문 성장으로 밸류에이션 재평가 계기가 될 것
	기타	- 오스코텍: 치매 치료제 기술 이전 추진 중 - 보로노이: VRN11 임상 1상 데이터 발표 - 메디톡스: 실적 추이, 대웅제약과 민사소송 2심 결과, 특신 제품 미국 FDA 신약 승인 - 바이오다인: 로슈의 자궁경부암 진단 키트 하반기 출시 - 큐로셀: 4분기 안발셀 국내 출시 예상, 약가가 중요	- 오스코텍: 라즈크루즈 글로벌 판매 증가, R&D 파이프라인 증가로 기업가치 상승 예상 - 보로노이, 메디톡스, 바이오다인, 큐로셀: 실적 성장 및 기업가치 재평가 가능성

자료: 유진투자증권
주: 시가총액은 2025.05.26 기준

지속성: 2025년 이후 예상 이벤트

2025년 하반기부터는 신약 개발 이익 유입 본격화

	2024년 예상	2025년 예상	2026년 예상	2027년 예상	2028년 이후
알테오젠	- 머크, 키트루다SC 독점계약 - 키트루다SC 임상 3상 완료 - ADC SC 기술이전 계약 체결	- FDA 승인 및 허가 - 허가 마일스톤 유입 (\$50mn) - 하반기 출시	- 마일스톤 유입 - 연평균 2,000~4,000억원 예상		2030년 판매로열티 유입 - 키트루다MBS 출시 - 산도즈 BS 출시 - ADC SC 출시
유한양행 오스코텍	- 레이저티닙 FDA 승인 - 판매 시작	- 레이저티닙 mOS (HR 약 0.7X 기대) - 하반기 마케팅 본격화		- 출시 만 3년 차 - 매출액 점유율 30% 예상 - 예상 이익 > 3,000억원	
리가캠 바이오	- LCB 84 임상 1상 - LCB 97 기술이전 - 추가 기술이전	- LCB 84 임상 1상 데이터 확인 - J&J 옵션 행사 2,608억원 유입 (2025.2H)	- LCB39 임상 1상 진입 - LCB84 임상 확대 - LCB71 기술이전	LCB39 기술 이전 기대	LCB 84 임상 3상 진입
ABL 바이오	ABL301 임상 1상 완료 (2024.12)	- ABL301 임상 2상 시작 (마일스톤 \$50mn 유입 예상) - 기술이전			ABL301 임상 3상 시작
셀트리온	하반기 짐펜트라 처방 시작	- 다수의 신제품 BS 출시 - 짐펜트라 점유율 상승 기대	CDMO 사업 진출		키트루다 BS 출시
에스티팜	- 이메텔스타트 FDA 신약 승인 - 에이즈 치료제 임상 2상 완료	제 2 올리고동 4분기 가동 시작	- 제 2 올리고동 하반기 완공 - 펠리카르센, 올레자르센 상업화	이메텔스타트 MF 임상 완료	
HK 이노엔	케이캡 임상 3상 완료	- 상반기 FDA 승인 신청 - 하반기 FDA 승인	미국 출시 기대		
삼성바이오	4공장 상업화 가동 본격화	5공장 완공 후 가동 시작, 6공장 착공 - 바이오에피스 분할	5공장 상업화 가동	6공장 완공 7공장 착공	6공장 상업화 가동 - 키트루다 BS 출시
한울 바이오	- 바토클리맵 GD 임상 2상 결과 - IMVT-1402 개발 계획 발표 예정	- 바토클리맵 MG 임상 3상 결과 - IMVT-1402: 2025년 3월 중증 근무력증 임상 예정, 추가 개발 계획 발표	IMVT-1402 적응증 확대	MVT-1402 임상 3상 중간 결과	

자료: 각 사, 유진투자증권

주목해야 할 국내 파이프라인 임상 단계별 현황 1

유망 기업의 파이프라인 주요 임상 현황

기업명	파이프라인명(타겟)	전임상	임상1상	임상2상	임상3상	파트너사	기업명	파이프라인명(타겟/기전등)	전임상	임상1상	임상2상	임상3상	파트너사
리가켄바이오 (ADC 치료제)	■ LCB84(TROP2-MMAE)	고형암, 글로벌1상		★		J&J ONO PHARMA IKSUDA THERAPEUTICS	유한양행	■ 레이저티닙 (라즈클루즈®/렉라자®, EGFR)	NSCLC 1L 글로벌 상용화 단계, 단독/AMI 병용 3상				★ J&J
	■ LCB97(L1CAM)	고형암					유한양행 /기노노베이션	■ 레시게르셉트 (IgE)	알레르기, 국내1b				
	■ LCB14(HER2-MMAF)	고형암, 글로벌1상					유한양행 /ABL바이오	■ ABL105(HER2x41BB)	고형암, 글로벌1/2상				
	■ LCB39(저분자, STING)	고형암	★					■ ABL104(EGFRx41BB)	고형암, 국내 1/2상				
	■ LCB41A(B7H4-MMAE)	고형암, 글로벌1상					한미약품	■ 에페글레타이드(Exd4)	비만, 국내3상				★
	■ LCB02A(CLDN18.2-Topo1)	고형암						■ 에피노페그듀타이드(GLP/GCG)	MASH, 글로벌2b상				★
	■ LCB36(CD20xCD22pPBD)	고형암						■ 에포시페그트루타이드 (GLP-1/GCG/GIP)	MASH, 글로벌2상				
ABL바이오 (이종항체 치료제)	■ ABL301(SNCAxIGF1R)	파킨슨병, 글로벌1상	★			sanofi COMPASS THERAPEUTICS	■ HM15275(LA-GLP-1/GCG/GIP)	비만, 글로벌1상					
	■ 토베시믹(VEGF-AxDLL4)	담도암, 글로벌2/3상					■ HM17321(LA-UCN2)	비만					
	■ ABL111(CLDN18.2x4-1BB)	고형암, 글로벌1상				종근당	■ 에페거글루카곤(글루카곤)	선천성 고인슐린증, 글로벌2상					
	■ ABL503(PD-L1x4-1BB)	고형암, 글로벌1상					■ CKD-510(HDAC6)	심혈관, 글로벌2상 IND 제출				★	
	■ ABL103(B7H4x41BB)	고형암, 글로벌1b/2상					■ 테고프라잔(케이캡®, P-CAB)	위식도역류질환, 글로벌3상				★	
리가켄/ABL	■ CS5001(LCB71/ABL202) (ROR1-pPBD)	고형/혈액암, 글로벌1상	★			CStone	■ IN-B00009(GLP-1)	비만, 국내3상					
기노노베이션	■ GI102(CD80xIL-2v3)	고형암, 글로벌1/2상		★		HK이노엔	■ IN115314(JAK)	아토피피부염, 국내2상					
	■ GI101(CD80xIL-2v2)	고형암, 글로벌1/2상					대웅제약	■ 베르시포로신(PRS)	IPF, 글로벌2상				
	■ GI108(항CD73lgG4Fdl2v)	고형암, 국내1/2a상						■ DWRX5001(소마트로핀 패치형)	성장호르몬, 국내1상				
올릭스	■ OLX702A(MARC1)	MASH/심대사, 글로벌1	★			Lilly		■ DWRX5003(GLP-1 패치형)	비만				
	■ OLX104C(안드로겐수용체)	탈모, 글로벌1b/2a					■ DWP216(TEAD)	항암					
녹십자								■ GC1138A(재조합인자VIIa)	글렌즈만 혈소판 무력증, 글로벌3상				
							■ GC1134A(한미약품 공동, ERT)	파브리병, 글로벌1/2					
							■ GC1130A(노벨파마 공동)	산필리포, 글로벌1상					

자료: 각 사, 유진투자증권

주: 파란색 음영은 기술이전된 파이프라인, 하늘색 음영은 기술이전 추진 중이라고 언급되었거나 향후 1년 내 기술이전 예상되는 파이프라인

주목해야 할 국내 파이프라인 임상 단계별 현황 2

유망 기업의 파이프라인 주요 임상 현황

기업명	파이프라인명(타겟)	전임상	임상1상	임상2상	임상3상	파트너사
한올바이오파마	■ 바토클리맵(FcRn)	MG, TED 글로벌3상				IMMUNOVANT (바토클리맵, IMVT-1402)
	■ 바토클리맵(FcRn)	CDP,글로벌 2상				
	■ IMVT-1402(HL161ANS(FcRn)	RA, GD 글로벌2상 ★				
한올바이오파마/대웅제약	■ 탄파너셉트(HL036, TNF)	안구건조증,글로벌3상				
보로노이	■ VRN11(EGFR)	NSCLC, 1상	★			ORIC (VRN07)
	■ VRN07(ORIC-114, EGFR/HER2)	NSCLC,글로벌 1상				
	■ VRN10(HER2+)	유방암, 글로벌 1상				
	■ VRN06(HK이노엔공동, RET)	NSCLC,갑상선암				
디앤디파마텍	■ DD01(GLP-1/GCG, 주사)	MASH, 글로벌2상				Metsera★ (MET-002o, MET-224o, MET-097o)
	■ MET-002o(GLP-1, 경구)	비만, 글로벌 1상 ★				
	■ NLY12(GLP-1, 주사)	비만/당뇨				
	■ MET-224o(GLP-1, 경구)	비만				
	■ MET-097o(GLP-1, 경구)	비만				
퓨처켄	■ FC705(Lu177/PSMARPT)	전립선암, 국내2상				
애플론	■ AC101(HLX22, HER2)	위암, 글로벌3상				Henlius (AC101)
	■ 네스페셀(AT101, CD19 CAR-T)	DLBCL, 국내2상				
	■ AT501(HER2 CAR-T)	고형암				
	■ AM105(EGFRx41BB 이중항체)	대장암				
큐로셀	■ 안발셀(CD19 CAR-T)	LBC, 국내2상 및 허가신청완료				★

자료: 각 사, 유진투자증권

주1: 파란색 음영은 기술이전된 파이프라인

주2: MG, 중증근무력증; CIDP, 만성 염증성 탈수초성 다발신경병증; RA, 류마티스 관절염; GD, 그레이브스병

기술이전 추진 중인 파이프라인 1

빅파마에게 기술이전하여 상업화/임상 중이거나 향후 1년 이내 기술 이전이 예상되는 신약 후보물질

기업명	파이프라인명	적응증	타겟/기전	임상현황	임상 데이터 발표 일정, L/O 추진 현황
유한양행	라즈클루즈™/렉라자® (성분명 레이저티닙)	NSCLC	EGFR저해제	글로벌 상업화 중	J&J에 기술이전, 2025년 하반기 미국에서 본격적인 상업화 진행 예상
유한양행 /지아이이노베이션	레시게르셉트 (YH35324, GI301)	알레르기	IgE 억제제	국내 임상1b상	2025~26년 기술이전 목표(유한양행 제3자 L/O 시 50:50 수익 분배) (2025.02 GI IR 자료 기준) - 아직 임상이 진행되고 있고 핵심 데이터가 나오지 않은 상태임을 감안하여 향후 일정 고려 시, 기술이전이 된다면 2026년 가능할 것으로 판단됨
한미약품	에피노페그듀타이드	MASH	GLP/GCG	글로벌 임상2b상	- 미국 머크(MSD)에 기술이전 2025년 하반기 임상 결과 확인 예상
	에포시페그트루타이드	MASH	GLP-1/GCG/GIP 삼중작용제	글로벌 임상2상	2025년말 임상 2상 데이터 발표 후 2026년 임상 3상 진입 예상 - 임상 3상 진입 시 레이저티닙 다음으로 블록버스터 상업화 예상
	HM15275	비만	LA-GLP-1/GCG/GIP	글로벌 임상1상	한미약품이 패키지, 또는 별도로 기술이전 추진 중
	HM17321		LA-UCN2	전임상	
	에페거글루카곤	희귀질환	LAPS 글루카곤 유사체	글로벌 임상2상	주1회 선천성 고인슐린증 치료제, 한미약품이 기술이전 추진 중
리가켄바이오	LCB84	고형암	TROP2-MMAE ADC	글로벌 임상1상	- J&J에 글로벌 권리 기술이전 2025년 하반기 글로벌 1상 결과 및 2상 진입 여부 확인 전망
	LCB97		L1CAM ADC	전임상	전임상 단계에서 오노약품공업에 글로벌 권리 기술이전함
	LCB14(IKS014)		HER2-MMAF ADC	글로벌 임상1상	- 익수다에 중국 외 글로벌 권리 기술이전, 익수다가 글로벌 빅파마에 제3자 기술이전 추진 중 - 중국 권리는 포순제약에 기술이전, 캐싸일라 직접비교 3상 중
	LCB39		저분자, STING Agonist	전임상	AACR2025에서 전임상 데이터 발표
에이비엘바이오	ABL301	파킨슨병	SNCA x IGF1R 이중항체	글로벌 임상 1상	- 사노피에 글로벌 권리 기술이전 2025년 하반기 임상 데이터 확인 예정
	ABL111	면역항암제	CLDN18.2 x 4-1BB 이중항체	글로벌 임상1 상	2025년 중순 옵디보(BMS의 주력 품목인 면역항암제) 삼중병용 임상1상 중간 결과 확인 예정 2026년 이후에나 기술이전이 가능한 임상 결과가 나올 것으로 예상
	토베시믹 (ABL001, CTX-009)	담도암	VEGF-A x DLL4 이중항체	글로벌 임상2/3상	- 컴패스에 글로벌 권리 기술이전, 2025년 하반기 임상2/3상 전체 결과 발표 예정 2027년 FDA 가속심사승인으로 글로벌 신약 출시 준비 중
	ABL503	면역항암제	PD-L1 x 4-1BB 이중항체	글로벌 임상1상	2025년 하반기 병용 임상1상 데이터 확인 예정 - 아직 이른 단계의 파이프라인이나 임상 데이터가 좋을 경우 기술이전 가능한 파이프라인
지아이이노베이션	GI-101	고형암	CD80 x IL-2v2 이중융합단백질	글로벌 임상1/2상	2025~2026년 글로벌 기술이전 목표(2025.02 IR 자료 기준) - 최근 기술이전이 임박했다는 풍문이 있음
	GI-102	고형암	CD80 x IL-2v3 이중융합단백질		
올릭스	OLX702A	MASH /심장대사질환	MARC1 억제제	글로벌 임상1상	일라이 릴리에 글로벌 권리 기술이전
	OLX104C (OLX72021)	탈모	안드로겐 수용체(AR) 발현 억제	글로벌 임상1b/2a상	다국적 기업과 공동연구개발 파트너십 논의 진행 중이며 근시일 내 성과낼 수 있을 것으로 언급

주목해야 할 국내 파이프라인 2

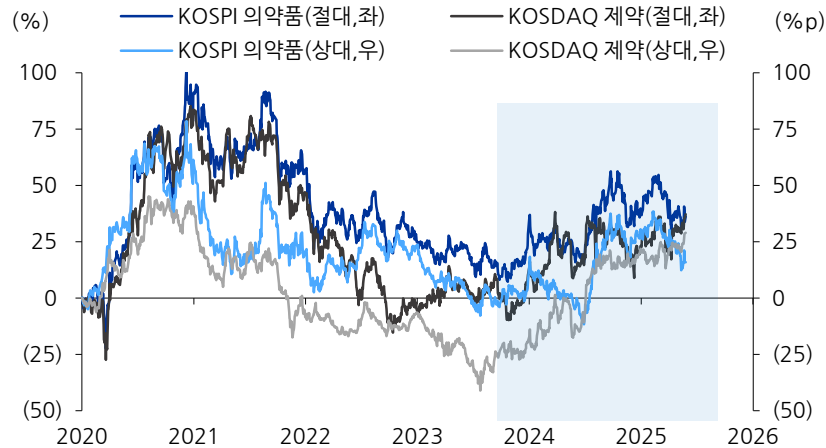
기타 유망 기업의 파이프라인: 다양한 파이프라인 보유하여 임상 진행 중이나 기술이전이 본격적으로 논의되는 것은 없는 것으로 파악 됨

기업명	전임상	임상1상	임상2상	임상3상
대웅제약	- DWRX5003 (GLP1 패치형, 비만) - DWP216 (TEAD 선택적 저해제, 항암제)	DWRX5001(성장호르몬 패치형, 국내1상)	베르시포로신 (PRS 저해제,IPF, 글로벌2상, 2025.03 CS파마로부터 기술반환됨)	탄파너셉트 (한올바이오 공동, TNF 억제제, 안구건조증, 글로벌3상)
HK이노엔	IN119873 (EGFR TKI, 비소세포페암)	IN114199 (IBAT 저해 CIC 치료제, 국내1상)	IN115314 (JAK 억제 AD 치료제, 국내2상)	IN-B00009(GLP-1 비만, 국내 3상)
녹십자		GC1130A(노벨파마 공동, ERT 산필리포 증후군 치료제, 글로벌1상)	GC1134A/HM15421 (한미약품 공동, 파브리병, 글로벌1/2상)	GC1138A (글랜즈만 혈소판 무력증, 글로벌3상)
리가캠바이오	- LCB02A (CLDN18.2/Topo1i ADC, 고형암) - LCB36 (CD20 x CD22pPBD 이중항체 ADC, B세포 림프종)	LCB41A/LNCB74 (B7H4MMAE ADC, 고형암, 글로벌1상)		
에이비엘바이오	- ABL102 (ROR1 x 41BB 이중항체, 고형암) - ABL206 (이중항체 ADC, NSCLC/난소암 등) - ABL209 (이중항체 ADC, NSCLC/췌장암 등)	- ABL103 (B7H4 x 41BB 이중항체, 고형암, 키트루다 삼중 병용 글로벌 1b/2상 IND 제출) - ABL105 (HER2 x 41BB 이중항체, 고형암, 글로벌1/2상) - ABL104 (EGFR x 41BB 이중항체, 고형암, 국내1/2상)		
지아이이노베이션		GI108 (항CD73IgG4 FcIL2v 고형암, 국내 1/2a상 IND 승인)		
퓨처캠			FC705 (Lu177/PSMA RPT, 전립선암, 국내2상)	
애플론	- AT501 (항HER2, 고형암) - AM105 (EGFR x 41BB 이중항체, 대장암)		AT101 (항CD19, DLBCL, 국내2상)	
큐로셀			안발셀 (CD19 CAR-T, LBCL,국내2상/허가신청 완료)	

자료: 각 사, 유진투자증권 추정 및 전망

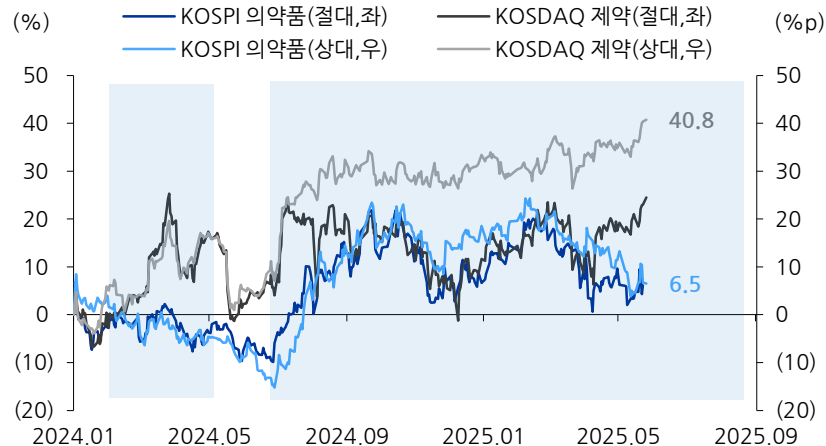
국내 바이오제약 업종 지수 update

2020년 이후 바이오제약 업종 수익률(2020.01.01=0)



자료: Quantiwise, 유진투자증권
주: 주가수익률 2025.05.26 기준

2024년 이후 바이오제약 업종 수익률(2024.01.01=0)



자료: Quantiwise, 유진투자증권
주: 주가수익률 2025.05.26 기준

■ 2020년 이후 바이오제약 업종

- ① KOSPI 의약품 지수: 2024년 하반기 이후 글로벌 시장 진출 성과가 가시화될 것으로 기대되며 기업 가치 상승하기 시작
- ② 삼성바이오로직스 밸류에이션 부담을 극복하고 주가 상승 중 vs. 셀트리온은 미국 진출 효과가 실적으로 확인될 때까지 주가 흐름 정체 예상
- ③ KOSDAQ 제약 지수: 2023년 하반기 이후 신약 파이프라인 결과 확인, 글로벌 기업으로의 기술이전을 통해 기업 가치가 큰 폭으로 상승

■ 2024년 이후 바이오제약 업종

- ① KOSPI 의약품 지수: 2024년 상반기 하락, 하반기 상승, 연말 하락, 2025년 초 상승세
- ② KOSDAQ 제약 지수: 유망 파이프라인 보유한 신약 개발 기업들 중심으로 주가 상승
- ③ 2024년 이후 수익률: KOSPI 의약품 +6.1% (상대수익률 +6.5%pt), KOSDAQ 제약 +24.5% (상대수익률 +40.8%pt)
- ④ 2025년 YTD 수익률: KOSPI 의약품 -2.6% (상대수익률 -12.8%pt), KOSDAQ 제약 +11.5% (상대수익률 +4.5%pt)
- ⑤ 알테오젠, 리가켄바이오사이언스, ABL바이오: 글로벌 바이오텍으로 입지 강화
- ⑥ 올릭스, GI이노베이션, 브릿지바이오, 보로노이 등도 R&D 성과 가시화 기대

코스피 바이오제약 기업 실적, 밸류에이션 및 투자포인트

	기업명	시가총액 (조원)	YTD (%)	TP(원) CP(원)	연도	Sales	OP	NP (자배)	P/E	투자포인트 및 주요 이슈
1	삼성 바이오로직스	74.2	99	1,300,000 1,043,000	2023A	3,695	1,114	858	63.1	2025년 매출액 목표 성장률 20~25% yoy 제시, 성장성에 대한 밸류에이션 프리미엄 유지될 것 2025년 4월 5공장 가동 예정, 2025년 내 6공장 신설 발표 예상 2032년까지 제8공장까지 증설 예정, 연평균 15% yoy 내외의 매출 성장 예상 - 미국 생물보안법은 2025년 상원 통과 기대, 대표 수혜주로 삼성바이오로직스가 주목 받고 있음
					2024A	4,547	1,320	1,083	68.5	
					2025E	5,494	1,651	1,345	55.2	
					2026E	6,268	1,737	1,413	52.5	
2	셀트리온	34.1	(18.4)	220,000 153,000	2023A	2,176	651	536	55.4	- 김펜트라가 미국 3대 PBM 리스트 공보험, 사보험에 모두 등재됨 - 미국 시장에서 김펜트라 처방 성장이 예상보다 지연, 2025년 실적에서 확인될 것으로 기대 - 원가율이 낮은 김펜트라 (약 15~20% 추정) 매출 비중이 높아지면 전체 원가율은 하락할 전망 - 자회사 셀트리온 바이오솔루션즈를 통해 CDMO 사업 진출
					2024A	3,558	493	418	81.6	
					2025E	4,186	1,078	911	37.4	
					2026E	5,297	1,577	1,310	26.1	
3	유한양행	8.4	(12.8)	220,000 104,200	2023A	1,859	57	136	39.3	2024년 8월 FDA 신약 승인(우선심사) 획득, 12월 유럽 승인 획득으로 마일스톤 유입, 2025년 >1,200억원 이상 기대 2024년 9월 길리어드의 HIV 예방약 선렌카원료의약품 생산 계약 체결(\$80.9mn) 2025년 1월 J&J macOS 1년 이상 개선된 데이터를 확인할 전망이라고 발표 2025년 3월 말 학회에서 공식 데이터 발표 이후 정식 승인 예상, 하반기 마케팅 본격화
					2024A	2,068	48	52	161.0	
					2025E	2,427	138	131	63.6	
					2026E	2,773	275	256	32.7	
4	SK바이오팜	7.1	(18.5)	143,000 90,500	2023A	355	(38)	(33)	-	2020년 뇌전증 신약 엑스코프리(성분명 세노바메이트) 미국 출시 후 처방 및 매출액 증가 2025년 엑스코프리의 견조한 성장이 기대, 미국 직판망을 통한 영업 레버리지 효과로 영업이익률은 상승 예상 2025년 말 엑스코프리의 전신발작 임상 3상 타라인 결과 확인 2025년 두 번째 신약 파이프라인을 도입하기 위한 계약 체결 기대
					2024A	548	96	241	36.1	
					2025E	704	156	155	45.6	
					2026E	914	293	259	27.4	
5	한미약품	3.9	9.5	380,000 307,000	2023A	1,491	221	146	30.3	- 주력 품목인 고지혈증 치료제 로수젯의 연간 매출 고성장 전망 2025년 경영권 분쟁 마무리 국면, 북경한미의 영업 정상화가 주가 상승 모멘텀, 전문경영인 체제 전환 - R&D 이벤트: 2025년 하반기 MASH 파이프라인 임상 2b 결과 확인(2020년 MSD 기술 이전) 2025년 국내 용비만 치료제 임상 완료 후 2026년 하반기 국내 상업화 목표(Peak Sales > 1,000억원)
					2024A	1,496	216	125	31.5	
					2025E	1,597	239	162	24.2	
					2026E	1,718	260	179	22.0	
6	한울 바이오파마	1.3	(34.7)	44,000 25,250	2023A	135	2	4	659.6	- FcRn 시장 확대에 따른 파이프라인(IMT-1402) 가치 상승 기대, 상업화는 2030년경 예상 2025년부터 IMT-1402 임상 본격화 - 파트너사 이뮤노반트의 주가는 임상 진연으로 큰 폭 하락
					2024A	139	0	(2)	-	
					2025E	154	4	6	227.4	
					2026E	173	8	16	83.1	
7	녹십자	1.5	(28.0)	200,000 129,300	2023A	1,627	34	(27)	-	- 고성장하는 미국 면역글로불린 시장의 수혜가 예상됨, 나스닥 상장사 ADMA Biologics 분기별 실적 체크할 것 2025년부터 알리글로수출이 본격화될 것으로 전망하나 자회사의 부진한 실적과 비용 증가 부담을 상쇄하기 어려운 상황 - 목표 매출 도달 가능성이 높아지고 비용 통제가 확인되는 시점에서 주가 상승 모멘텀 발생할 것
					2024A	1,680	32	(26)	-	
					2025E	1,720	71	49	30.9	
					2026E	1,836	107	67	22.7	

자료: Quantiwise, 유진투자증권

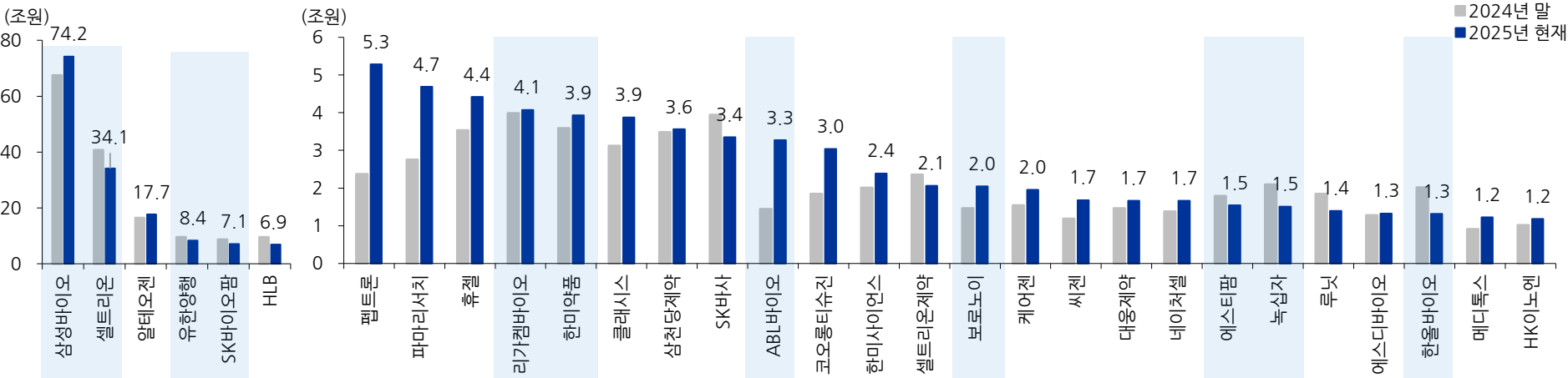
주: 시가총액, 현재 주가는 2025.05.26 기준; SK바이오팜, 한울바이오파마는 컨센서스 기준, 그 외는 유진투자증권 실적 추정치 기준

코스닥 바이오 기업 주요 기업 실적, 밸류에이션 및 투자포인트

	기업명	시가총액 (조원)	YTD (%)	TP(원) CP(원)	연도	Sales	OP	NP (십배)	P/E	투자포인트및주요이슈
1	알테오젠	17.7	7.1	400,000 331,500	2023A	97	(10)	(3)	-	2024년하반기키트루다SC공정적임상결과확인,2025년FDA하반기승인및출시전망 - 산도즈계약체결마일스톤:2028년이후반영될것으로예상 2024년11월다이아찌산교와ADC치료제엔허투의SC제형개발계약을체결,2030년 이후상업화예상중 2025년아스트라제네카에게기술이전
					2024A	103	25	62	264.2	
					2025E	190	104	121	146.6	
					2026E	495	410	423	41.8	
2	리가켄바이오	4.1	2.1	160,000 111,300	2023A	34	(81)	(74)	-	- LCB84중심으로세계최다ADC파이프라인보유 2025년하반기LCB84(TROP2타겟ADC)의임상1상데이터발표예정:J&J옵션행사시마일스톤\$200mn유입 2025년AACR에서혁신신약후보LCB39전임상결과발표 2025년플랫폼기술이전계약체결기대
					2024A	126	(21)	8	483.6	
					2025E	205	(8)	12	341.8	
					2026E	283	30	49	82.4	
3	ABL 바이오	3.3	125.4	100,000 67,400	2023A	66	(3)	(3)	-	- ABL111,ABL503임상1상 중간결과긍정적 - ABL301임상1상결과 2025년하반기발표예정,임상2상진입전망(2022년사노피에게기술이전) 4.7영국빅파마GSK에GrabodyB(BBB서들)플랫폼기술이전(선금금£38.5mn,총£2.1401bn(약4.1조원))
					2024A	33	(59)	(56)	-	
					2025E	156	54	54	60.4	
					2026E	94	(11)	(11)	-	
4	에스티팜	1.5	(13.8)	130,000 76,600	2023A	285	34	20	65.1	- CDMO시장확대로위탁생산물량증가예상:렉비오860억원(2배증가),제론386억원,빅타비100억원(신규) 2025년하반기올레자르센,펠라카르센임상3상결과발표➔상업화가능성높음.2026년원료생산증가예상 2025년8월21일내에도니달로센FDA승인여부결정예정
					2024A	274	28	35	50.0	
					2025E	333	45	38	41.0	
					2026E	387	61	60	25.9	

자료: Quantiwise, 유진투자증권
주: 시가총액, 현재주가는 2025.05.26 기준; 유진투자증권 실적 추정치 기준

국내 바이오제약사 시가총액 순위(1~30)



자료: Quantiwise, 유진투자증권
주: 2025.05.26 기준

코스피 및 코스닥 바이오제약기업

	기업명	시가총액 (조원)	YTD (%)	TP(원) CP(원)	연도	Sales	OP	NP (자배)	P/E	투자포인트 및 주요 이슈
1	휴젤	4.4	28.2	453,000 359,500	2023A	320	118	93	19.9	■ 2024년 2월 보툴리눔 독신 제품 레티보 FDA 승인 획득, 2025년 2~3분기 파트너사 베네브를 통한 정식 출시를 목표 ■ 2024년은 중국에서 고성장, 2025년 미국, 브라질, 중동으로 독신 제품 출시 지역 확대하며 수출액 증가 기대 ■ 2024년 10월 메디톡스와의 미 ITC 소송에서 승소, 2025년 1월 메디톡스 항소
					2024A	373	166	136	25.5	
					2025E	451	218	175	25.5	
					2026E	540	274	218	20.3	
2	대웅제약	1.7	13.8	210,000 143,900	2023A	1,375	123	122	11.1	■ 나보타, 펙스클루 등 주력 품목 매출 증가 추세 지속 예상 ■ 당뇨병 신약 '엔블로' 출시 1주년 행사에서 효과 안전성 재입증 ■ 2025년 내 메디톡스와 민사소송 2심 결과 가시화 예상
					2024A	1,423	148	22	77.2	
					2025E	1,478	161	115	14.5	
					2026E	1,552	177	136	12.2	
3	메디톡스	1.2	34.2	197,000 167,500	2023A	221	17	10	189.7	■ 2024년 2월 FDA로부터 액상형 보툴리눔 독신 제제 승인 거절, 승인 절차 재추진 중 ■ 국내 보툴리눔 독신 개발 판매사들 중 가장 많은 제품 라인업 보유 ■ 휴젤, 대웅제약 등과의 소송이 장기화되며 관련된 비용이 문제, 3분기 대웅제약과 민사소송 2심 결과 가시화 예상
					2024A	229	20	17	57.0	
					2025E	269	46	38	34.5	
					2026E	305	64	56	23.3	
4	종근당	1.1	(7.5)	125,000 82,300	2023A	1,669	247	213	7.7	■ CKD510 중심으로 ADC 등 파이프라인 보유 ■ 파트너사 노바티스가 2025년 2분기 CKD510 글로벌 임상 2상 진입 ■ CAR-T 세포 치료제 연구 개발 바이오텍인 애플클론 투자
					2024A	1,586	100	108	10.5	
					2025E	1,668	100	94	12.1	
					2026E	1,739	110	101	11.2	
5	오스코텍	1.0	8.4	53,000 26,400	2023A	5	(33)	(24)	-	■ 유한양행에 기술 이전한 렉라자의 국내 판매 이익 유입과 미국 시장 출시로 마일스톤 및 판매 로열티 유입 기대 ■ 알츠하이머 신약 파이프라인 임상 1상 결과 2026년 하반기 가시화
					2024A	34	(3)	1	1,061.4	
					2025E	82	41	24	42.1	
					2026E	123	77	44	22.9	
6	HK이노엔	1.2	16.6	70,000 41,800	2023A	829	66	47	26.8	■ 2025년 하반기 케이캡 미국 임상 3상 결과 확인 예정 (2030년 이후 미국 판매 마일스톤 +700억원, 중국 +600억원 기대) ■ 2025년 말 FDA 승인 시 2026년 하반기 미국 시장 상업화 기대: 나스닥 상장사 Phathom 분기별 실적을 확인해야 함 ■ 국내 P-CAB 및 케이캡의 시장 점유율 상승 전망, 남미 수출 본격화도 실적 성장에 기여할 것
					2024A	897	88	62	16.5	
					2025E	1,011	98	72	16.5	
					2026E	1,160	118	91	13.1	
7	동아에스티	0.4	(17.8)	90,000 47,400	2023A	664	11	11	53.5	■ MASH 치료제 DA-1241 2024년 말 글로벌 임상 2상 종료 예정, 비만 치료제 DA-1726 글로벌 임상 1상 진행 중 ■ 성장호르몬 그로트로핀의 매출 고성장 지속, 그 외 신제품 파이프라인 공백이 있음 ■ 스텔라시밀러 판매 이익은 2025년 말부터 본격적으로 유입될 것
					2024A	698	(25)	(1)	-	
					2025E	720	(11)	(7)	-	
					2026E	744	(0)	(2)	-	
8	바이오다인	0.5	0.3	26,000 16,140	2023A	4	(2)	(1)	-	■ 정확성 높은 자궁경부암 진단 기술 보유, 로슈사와 독점 계약 체결 ■ 2025년 하반기 글로벌 판매가 시작되며 로열티 유입 기대 ■ 2025년 3월 초, 신규 제품 (자가 진단 자궁경부암 세포 채취 테스트기) FDA 승인 획득
					2024A	5	(2)	0	44.493	
					2025E	12	3	4	117.6	
					2026E	27	14	15	31.2	

자료: Quantiwise, 유진투자증권
주: 시가총액은 2025.05.26 기준; 휴젤, 메디톡스는 컨센서스 기준, 그 외는 유진투자증권 실적 추정치 기준

편집상의 공백페이지입니다

04

Valuation 을 생각해야 할 때

Valuation 점검 전략

■ 2025년 하반기 투자 전략의 핵심은 'Valuation 점검 전략'

- ① 첫째, 각 기업의 비즈니스 모델과 신약 파이프라인, R&D 로드맵을 통해 중장기 성장 동력을 재확인한다.
- ② 둘째, 매출과 이익 성장세, 비용 구조 변화를 통해 중장기 실적 추이를 분석한다.
- ③ 셋째, 안정적 실적 기반주(실적주)와 단기적 밸류업 가능성이 높은 재평가 후보주를 구분한다.
- ④ 넷째, 성장성, 수익성, 밸류에이션 관점에 따라 기업군을 유형화한다.
- ⑤ 다섯째, 국내외 동종업체 대비 P/E, EV/EBITDA 등의 지표를 활용하여 Peer 비교 밸류에이션을 수행하고, 그룹 내 최우수 기업을 발굴한다.

국내 바이오제약 기업 가치 산정에 참고할 가치산정 방법

	Valuation	차이점	고려해야할 것	가치에 영향을 미치는 요인들	적정 방법
1	PER	동종업체의 평균 P/E나 과거 P/E와 비교 분석	- 이익의 안정성: 분기별, 연간 변동성, 일회성 비용 - 비교 대상의 성장률, 이익률 차이 - 회계정책(R&D 비용 처리 방식)	순이익 성장률	안정적 이익 발생이 가능한 제약기업, 확정된 라이선스나 판매 로열티 유입이 가능한 기업
2	DCF	기업이 장래에 벌어들일 잉여현금흐름을 현재가치로 할인해 합산하는 방식	- FCF(Free Cash Flow) 추정치의 정확성: 매출성장, R&D 투자, 판관비 - 할인율(WACC) 산정: 자본비용, 부채비용, 시장 위험 프리미엄 - 영구 성장률	- 중장기 매출 성장률 - WACC, 영구 성장률	기술 중심의 바이오텍들 중 임상 단계별 R&D 투자, 상업화 시점이 확인 가능한 R&D 파이프라인 또는 신약 후보물질을 보유한 바이오텍
3	EV/EBITDA	영업이익+감가상각비를 분모로 활용하여 영업현금창출능력 비교에 적합	- EBITDA 조정: 임상 비용, 일회성 손상차손 등 - 산업 평균 배수: Peer 그룹, 성장 단계별 배수 범위 - 자본 구조 차이: 감가상각 영향을 회피	- 정상화된 EBITDA: 임상 단계별 비용 반영 - 적용 멀티플: 성장률, 위험도에 따른 조정	제조 생산서비스 중심의 바이오공정 기업, 안정된 영업이익 창출 기업
4	거래사례 비교법	과거 유사 거래 사례를 벤치마크	- 거래 시점 환경: 기술 트렌드, 금리, 경기 사이클 - 거래구조 - 시너지 포함 여부	- 유사 거래 선택 기준: 규모, 적응증, 지역, 임상 단계 일치 여부 - 시너지 할인율/프리미엄	플랫폼 기술 보유 기업 전략적 제휴 M&M 후보 기업 라이선스 파이프라인

자료: 각 사, 유진투자증권

기업가치 20조원의 의미

■ 바이오제약 기업이 글로벌 기업으로 진입하는 문턱의 정량적 지표

- ① 젠맵은 기술 이전을 통해 판매로알티 2조원의 매출 달성, 자체 신약 개 보유, 자체 상업화 추진하며 빅파마 수준의 파이프라인 역량 보유
- ② Summit은 키트루다 peak sales \$40bn 시장 침투를 타겟한 first-in class 신약 보유
- ③ 단순한 기술 이전이 아니라 상업화 기반이 확보된 기업들이 포진해 있는 구간
- ④ 높은 시장 신뢰도, 자본조달 역량 확보
- ⑤ 성숙화된 기술력, 자본 건전성, 상업화 추진력, 글로벌 파트너십 역량 확보
- ⑥ 단기 수급이 아닌 장기적 산업 구조의 변화로 직결되는 양적, 질적 성장이 모두 갖춰진 기업들이 진입하는 구간

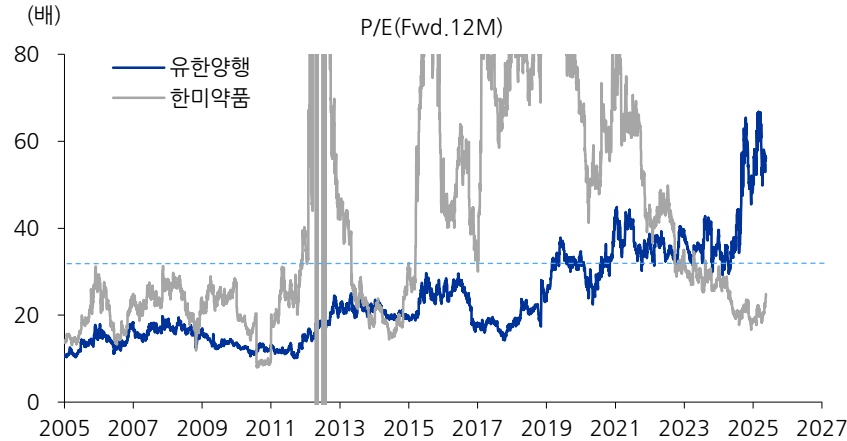
시가총액 10~20조 기업들 비즈니스 모델 및 중장기 성장 전략 비교

시가총액 (05.26)	기업명	성장 모멘텀이 부각되던 시기 시가총액 변화	비즈니스 모델	중장기 성장 전략	2025E 매출액 및 영업이익
\$19bn	Summit	2024~2025(1년간) \$1.7bn→최대\$27bn로 상승	- 면역항암제 개발 중심의 바이오텍 - 핵심 자산: PD-1/VEGF 이중항체 이보네스시맵	2026~2027년 글로벌 임상 3상 성공 이후 상업화가 관건 - 키트루다 peak sales \$40bn 대체 가능성	\$0.0bn, -\$0.3bn
\$13bn	젠맵	2015~2021(6년간) \$2.8bn→최대\$32bn로 상승	- 단일 및 이중항체 치료제 개발 및 상업화 - 주요 제품: 다갈렉스, 케심타, 앵킨리	- Profound 인수 후(\$1.8bn) ADC 파이프라인 강화 2030년까지 독립적인 상업화 역량 확보	\$3.2bn, \$1.0bn
\$19bn	한소제약	2023~2025(3년간) \$11bn→최대\$20bn로 상승	- 혁신 신약 개발 중심의 중국 제약사 - 항암제, 감염질환, 중추신경계, 대사질환 치료제	- 현신 신약 및 협력 제품 매출 비중을 77.3%까지 확대 - Merck와 \$2bn 규모의 GLP-1 RA 경구용 비만 치료제 (HS-10535) 개발 협력 등 글로벌 파트너십 강화	\$1.9bn, \$0.6bn
\$12bn	인스메드	2020~2025(6년간) \$2bn→최대\$15bn로 상승	- 희귀 폐질환 치료제 전문 바이오텍 - 주력 제품 Arikayce	브렌소카팁의 긍정적 임상 3상 결과를 바탕으로 2025년 미국 출시 목표, 글로벌 상업화 인프라 확장 및 파이프라인 다변화를 통한 중장기 성장 추진	\$0.5bn, -\$1.0bn
\$13bn	알테오젠	2020~2024(5년간) 8천억→최대 24조로 상승	- SC제형 전환 기술 보유 - 특히 2040~2042년까지 보유	- 생산 영역으로 비즈니스 모델 확장 - 바이오시밀러 및 바이오베타 연구개발 중	2027E 5.5천억원, 4.6천억원
\$6bn \$5bn	유한양행 SK바이오팜	2018~2024(7년간) 2.5조→최대 13조로 상승, 2023~2025(3년간) 5.5조→최대 10조로 상승	- FDA 승인 신약 한 개 보유 - 중장기 판매 이익 연간 3,000억원 이상 기대	글로벌 상업화가 가능한 신약 개발 전략	2027E 3.3조원, 4.6천억원 1.1조원, 4.2천억원

자료: 각 사, 유진투자증권
주1: 예상 실적은 블룸버그 컨센서스; SK바이오팜은 FnGuide 컨센서스; 알테오젠, 유한양행은 당사 추정치 기준
주2: 시가총액 변화는 기준연도의 연초 시가총액 및 기간 내 최대 시가총액 기준; 국내 기업은 원화 기준

6개 제약사 밸류에이션

유한양행, 한미약품 (2005~ 현재)

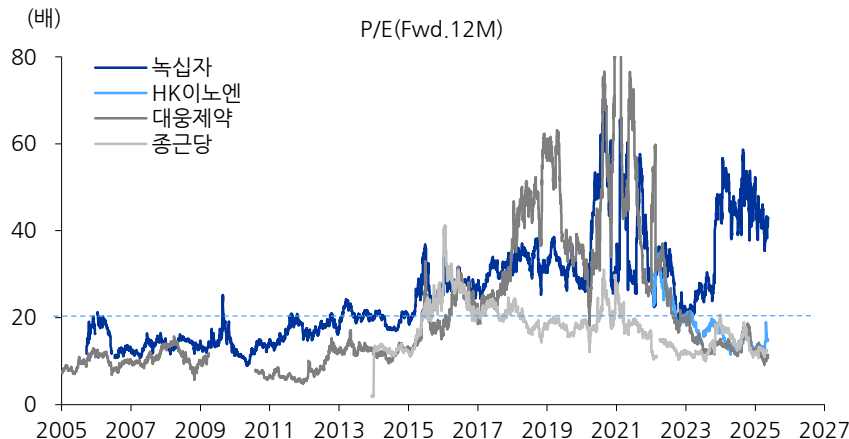


자료: Quantiwise, 유진투자증권
주: 2005년~2010년 7월까지의 한미사이언스 기준

실적에 기반한 대형 제약 기업의 PER 30x 수준

- 유한양행은 레이저티닙 판매가 성장하면서 중국에는 PER 30배 수준으로 적정 기업가치 형성될 것으로 예상함
- 한미약품은 북경한미 프리미엄 축소, 경영권 분쟁 등으로 밸류에이션 디레이팅, 투자 리스크 요인이 제거되면 밸류에이션 상승 가능성 기대
- 다만 경영 효율화, R&D 모멘텀 등 지속 가능한 성장을 기대할 수 있는 요인이 필요

녹십자, HK이노엔, 대웅제약, 종근당 (2005~ 현재)



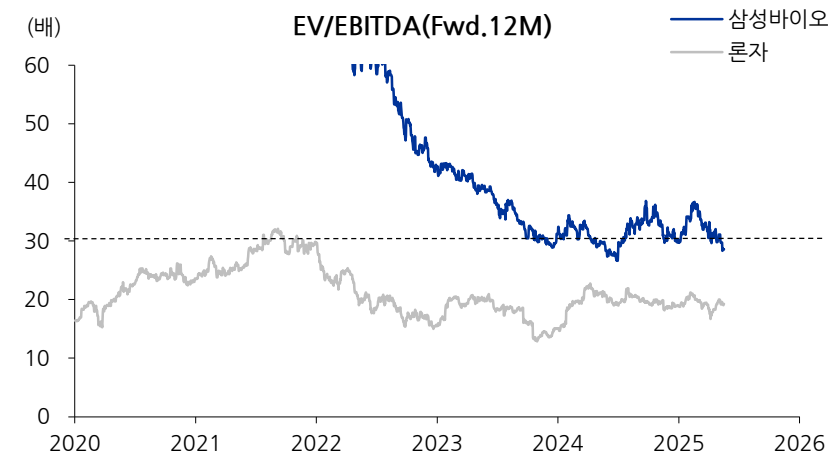
자료: Quantiwise, 유진투자증권

내수 시장에 집중된 사업 구조로는 PER 20x 이하로 거래

- 내수 의약품 시장의 성장은 저성장 국면이 지속될 전망
- 이에 따라 신성장 동력으로 해외 시장 진출이 필요함
- 녹십자, HK이노엔의 해외 사업부의 이익 성장 속도에 따라 리레이팅 가능할 것

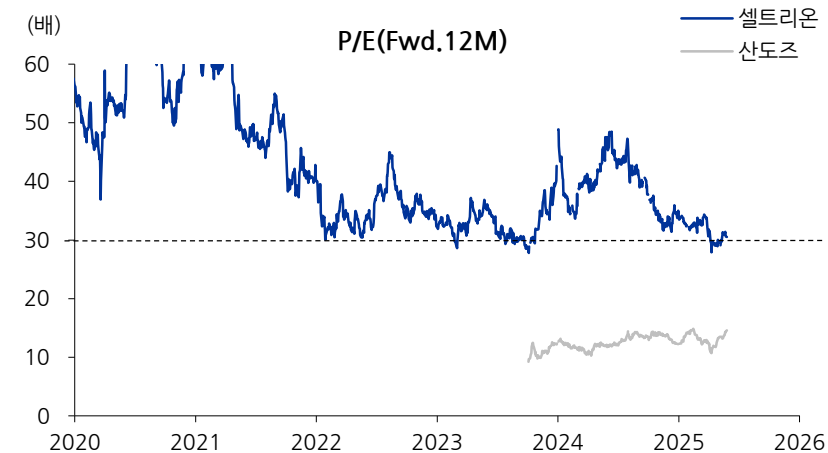
삼성바이오로직스, 셀트리온 밸류에이션

삼성바이오로직스, 론자 EV/EBITDA 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

셀트리온, 산도즈 P/E 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

50%의 프리미엄은 당분간 유지될 전망

- 삼성 바이오로직스는 론자 대비 EV/EBITDA 기준 약 50%의 밸류에이션 지표 프리미엄을 받고 있음 : 삼성바이오로직스는 EV/EBITDA 30~40x 구간을, 론자는 20x 유지 중.
- 론자는 2025년부터 ONE LONZA를 표방하며 CDMO 사업에 집중, 삼성바이오로직스도 2025년 말부터 CDMO 사업에 집중할 예정
- 영업이익 성장률은 두 기업 모두 20%yoy를 상회, 생산 가능한 모달리티는 론자가 더 넓지만 항체 이외 부분의 수익성이 낮아 이익률은 삼성 바이오로직스가 높음, 항체 이외 모달리티 의약품의 상업적 가치는 아직 낮음. 높은 이익률을 보이는 삼성바이오로직스의 밸류에이션 프리미엄 유지될 것

미국 시장 진출 : 밸류에이션 리레이팅 요인이나..

- 산도즈 : 2023년 노바티스에서 분사 후 유럽 시장에서 미국 유통 시장에 집중적으로 마케팅하며 점유율 상승 중, 항체 바이오시밀러 사업을 확대, 2023년 10월 상장 후 시가총액 92% 상승
- 셀트리온: 2023년 미국 시장에 진출하기 시작했으나 아직은 눈에 띄는 성과를 보이고 있지 않음
- 높은 영업 이익률, 항체 바이오시밀러 사업부의 성장성만을 감안할 때 셀트리온의 밸류에이션 프리미엄이 유지될 전망이나, 경쟁 심화에 따른 짧은 Lifecycle, 처방량 증가 효과를 상쇄하는 약가 인하로 바이오시밀러 산업 자체에 대한 디레이팅이 진행되고 있다고 판단함

DCF에 기반하여 상업화된 신약의 가치를 추정해보면 약 2.3조원대

임상 단계, 시장 크기(예상 가능한 매출액), 판매로얄티, 할인율 등에 따라 신약 파이프라인의 가치는 변화할 것이나

- Peak sales 4조원, 판매로얄티 10~13%, 마일스톤(개발, 허가/출시, 판매) 1조원 유입을 가정했을 경우
- 임상 1상(판매 본격화 6년 전 가정)일 때
- 신약의 가치 약 1.1조원(할인율 15%)~2.3조원(할인율 8%) 수준으로 평가할 수 있다는 것을 짐작할 수 있음

DCF 밸류에이션

기간	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
레이저티닙 사례 참고	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
	임상 1상		후기 임상			FDA 승인	판매 본격화		매출액 1조원	매출액 2조원	매출액 3조원	매출액 4조원				
매출액 (십억원)							300	700	1,000	2,000	3,000	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
마일스톤 로얄티	100		150			100	80	120	200	320	330	440	570	570	570	570
현가화 할인율	15%															
	10%															
	8%															
신약 현재가치 범위 (비용 제외)	15%	1,140	(십억원)													
	10%	1,864	(십억원)													
	8%	2,306	(십억원)													

자료: 유진투자증권

파이프라인 가치 3조원

■ 레이저티닙의 NPV 가치 산정 사례를 분석해보면...

- ① 레이저티닙은 국내에서 처음으로 글로벌 매출액 3조원 이상을 예상하고 있는 국내 개발 신약
- ② 글로벌 출시 이전 파이프라인 가치 평가 시 NPV 3~4조원 수준으로 평가
- ③ FDA 승인 예상(2024~2025년) 3~4년 시점인 2022년 파이프라인 평가 시
- ④ FDA 승인 및 출시 5년째 글로벌 매출액 3~5조원 예상, 매출액 구간에 따라 판매 로열티 10~15% 가정
- ⑤ 할인율 8~10% 수준으로 상업화 성공 확률 100% 가정
- ⑥ 유한양행의 기존 기업가치 3~4조원에서 레이저티닙 가치 2~4조원 합산하여 목표 시가총액 6조원대 제시

레이저티닙급의 가치가 기대되는 국내 유망 파이프라인

임상 단계	파이프라인	기업명	적응증 타겟 시장	시장 출시 순서	상업화 예상 시기
3	MK-2870	한미약품	- MASH >10조원	약 5번째	2025년 임상 3상 2028~9년 출시 가능
2	ABL301	ABL바이오	- CNS(파킨슨병) >5조원	Firs-in class	2025~2027년 임상 2상 2030년 출시 예상
1	LCB84	리가캠 바이오	- 항암제 >5조원	Best in class (출시 4~5번째)	2025~2027년 임상 2상 - 이후 출시 시기 협상 가능
3	케이캡	HK이노엔	- 항게양제 >1조원	Best in class (출시 2번째)	2025년 FDA 신약 승인 신청 2026년 하반기 출시 예상

자료: 각 사, 유진투자증권

주: 케이캡은 MK-2870, ABL301, LCB84와 비교하기 위해 예를 든 신약 후보 물질임

향후 개발 계획이 아직 공개되지 않았으나 높은 시가총액을 형성

시가 총액	기업명	기술 및 파이프라인	임상 및 효능 검증	상업화 예상 시기
5.5조원	펍트론	장기 지속형 서방형 제제	- 일라이 릴리와 공동 개발을 위한 검증 단계 2025년 하반기에 확정될 것을 기대	개발 계획 미공개
2.0조원	보로노이	EGFR변이 비소세 포폐암 신약 후보 물질 보유	2차 이상 치료로 임상 1상을 2024년에 시작 - 향후 1차 치료제로 임상 결과가 나오는 시기는 2027년 이후가 될 것으로 예상됨	레이저티닙을 사례를 감안할 때 최소 5년 이상 소요
0.9조원	올릭스	MASH/비만 치료 제로 개발 가능한 신약 후보물질	2025년말 임상 1상 데이터 확인 가능	MASH 치료제의 경우 통상 2상에 3~4년 이상, 3상에 3년 정도 소요
0.9조원	디앤디 파마텍	비만 치료제 신약 후보물질 보유	임상 1상 데이터 2027년 확인 가능할 것	아직 예상하기 이른 단계

자료: 각 사, 유진투자증권

국내 기술이전 거래 사례: 물질 기술이전

국내 기업 물질 기술이전 주요 거래 사례(2015~2025 현재)

	기술이전 계약 규모	계약금	연도	기업명	상대 회사	파이프라인명	내용(타겟/기전 등)	현황
1	\$3,249mn	\$227mn	2020.06	한미약품	사노피	에페글레나타이드, 랩스 인솔린115, 랩스 인솔린 콤보	GLP-1 지속형 당뇨신약, 주1회 제형 지속형 인솔린, 병용요법	반환(2020.05)
2	\$1,700mn	\$100mn	2015.11	리가캠바이오	J&J(얀센)	LCB84	TROP2 ADC	J&J가 임상1상 마무리 후 2025년 내 2상 진입 기대
3	\$1,350mn	\$80mn	2025.04	종근당	노바티스	CKD-510	HDAC6 억제제	노바티스가 2025년 내 임상 전략 발표할 가능성 있음
4	\$1,250mn	\$50mn	2018.11	유한양행	J&J(얀센)	레이저티닙	EGFR TKI	미국 포함한 글로벌 상용화 진행 중
5	\$1,060mn	\$75mn	2023.12	에이비엘바이오	사노피	ABL301(SAR446159)	SNCA x IGF1R 이중항체	2025년 하반기 임상 데이터 확인 예정
6	\$1,000mn	\$50mn	2021.12	리가캠바이오	익수다	LCB14(IKS014)	HER2 ADC, 중국/한국 외 권리 이전	익수다가 글로벌 1상 진행 중
7	\$945mn	\$15mn	2023.11	오름테라퓨틱	버텍스	-	TPD 기술 활용한 유전자편집치료제 타겟 최대 3개 발굴	아직 타겟 선정 시점과 관련하여 경해진 사항 없음
8	\$915mn	\$105mn	2025.03	한미약품	J&J(얀센)	HM12525A	GLP-1/GCG 이중작용제	반환(2019.07), MSD에 재이전(2020.08)
9	\$910mn	\$80mn	2025.05	한미약품	로슈(제넨텍)	벨바라페닙(HM95573)	RAF 표적항암제	로슈의 전략적 순위 조정으로 개발 중단(2024.04)
10	\$870mn	\$10mn	2022.12	한미약품	MSD	HM12525A(MK-6024)	GLP-1/GCG 이중작용제	얀센으로부터 반환(2019.07)된 파이프라인 재이전
11	\$785mn	\$15mn	2022.01	유한양행	길리어드	YH33619	2가지 약물 타겟에 작용하는 신약 후보물질	반환(2024.10)
12	\$730mn	\$50mn	2024.07	한미약품	베링거인겔하임	올무티닙(HM61713)	EGFR TKI	반환(2016.09)
13	\$700mn	-	2015.11	리가캠바이오	오노약품공업	LCB97	L1CAM ADC	전임상 단계에서 기술이전
14	\$690mn	\$50mn	2016.09	한미약품	일라이릴리	포셀티닙(HM71224)	BTK 저해제	반환(2019.01)
15	\$630mn	-	2020.08	올릭스	일라이릴리	OLX75016(OLX702A)	RNAi 기반 MASH 치료제	올릭스가 호주1상 진행 중, 2026년 상반기 타라인 발표 예상
16	\$530mn	\$100mn	2019.01	SK바이오팜	아벨테라퓨틱스	세노바메이트	세노바메이트 유럽 판권 기술이전	유럽 판매 중, 미국은 SK바이오팜 직접판매
17	\$407mn	-	2015.07	리가캠바이오	익수다	-	비공개 타겟 ADC 3개	-
18	\$364mn	\$10mn	2024.10	리가캠/에이비엘	시스톤	CS5001(LCB71, ABL202)	에이비엘/리가캠 기술 결합하여 도출한 ROR1 ADC	시스톤이 글로벌 1상 진행 중
19	\$227mn	\$5mn	2015.03	리가캠바이오	익수다	LCB73(IKS03)	CD19 ADC 개발 및 상업화	익수다가 글로벌 1상 진행 중(2025년 1차, 2027년 완료 예정)
20	\$180mn	\$100mn	2025.02	오름테라퓨틱	BMS	ORM-6151	항CD33 항체 기반 GSPT 타겟 DAC	BMS가 임상1상 진행 중(2027년 1차 완료, 2030년 완료 예정)
21	\$87mn	\$40mn	2019.02	유한양행	베링거인겔하임	BI3006337(YH25724)	GLP-1/FGF21 이중작용항체	반환(2025.03)

자료: 각 사, 유진투자증권
주: 환율은 1달러=0.9유로, 0.8파운드 가정

국내 기술이전 거래 사례: 플랫폼 기술 이전

플랫폼 기술 이전

- 타겟당 플랫폼의 가치가 책정되어 합산된 거래
- 신약 후보 물질 도출까지 최소 1~3년, 혹은 권리 행사가 되지 않을 수도 있음
- 신약 개발에 성공한 사례는 현재까지 알테오젠의 키트루다 SC 개발 사례가 유일
- 2025년 하반기 알테오젠, 리가캠바이오의 플랫폼 기술 이전 계약 체결 기대

플랫폼 기술이전 거래 사례 (국내)

	기술이전 총 계약 규모	플랫폼 기술	선급금	단기 마일스톤	일자	기업명	상대회사	타겟	기술이전 내용 및 현황
1	\$4,333mn	Hybrozyme™	\$16.0mn	-	2020.06	알테오젠	MSD	약 5개로 추정 (품목당 \$860mn)	■ MSD의 키트루다 등 다수 치료제 대상 ■ 변경계약으로 계약금액 증액(2024.02)
2	\$2,675mn	Grabody-B	\$48.1mn	\$48.3mn	2025.04	에이비엘바이오	GSK	3~4 개로 추정 (타겟당 \$740mn)	■ 복수의 신규 타깃 개발 ■ GSK가 전임상부터 상용화까지 진행 예정
3	\$1,373mn	Hybrozyme™	\$13.0mn	-	2019.11	알테오젠	사노피(추정)	2개로 추정 (품목당 \$680mn)	■ SC제형 제품 개발 ■ 변경계약으로 계약금액 증액(2024.02)
4	\$1,350mn	Hybrozyme™	\$45.0mn	-	2025.03	알테오젠	아스트라제네카	1~2개로 추정 (품목당 \$870mn)	■ AZ 항암제 SC제형 개발
5	\$1,300mn	트랜스-스플라이싱 리보자임	-	-	2025.05	알지노믹스	일라이릴리	-	■ 유전성 난청질환에 대한 RNA 편집 치료제 발굴/개발 ■ 알지노믹스가 초기 개발, 릴리가 후속 개발/상업화 담당
6	\$1,248mn	ConjuAll™	-	-	2022.12	리가캠바이오	암젠	최대 5개 (타겟당 \$250mn)	■ ADC 타겟 공동연구 및 원천기술 기술이전
7	\$1,028mn	ConjuAll™	\$29.5mn		2021.11	리가캠바이오	SOTIO	최대 5개 (타겟당 \$200mn)	■ ADC 원천기술 활용
8	\$945mn	TPD ⁺ ®	\$15mn	-	2024.07	오름테라퓨틱	버텍스	최대 3개 (타겟당 \$310mn)	■ TPD 기술 활용한 유전자편집치료제 타겟 발굴
9	\$404mn	ConjuAll™	\$7.3mn		2019.03	리가캠바이오	다케다 (밀레니엄파마)	-	■ ADC, 면역항암물질 결합한 차세대 항암제 개발
10	\$300mn	Hybrozyme™	\$20.0mn	-	2024.11	알테오젠	다이하이산교	-	■ HER2 ADC 엔허투 SC제형 개발
11	(비공개)	Hybrozyme™	(비공개)	-	2024.07	알테오젠	산도즈	-	■ 바이오시밀러 제품 SC제형 개발(추정), 기존 계약규모 \$145mn ■ 2022.12 체결한 기존 계약에서 권리 반환 후 재계약
12	(비공개)	ConjuAll™	(비공개)	(비공개)	2024.10	리가캠바이오	오노약품공업	-	■ LCB97과 함께 플랫폼 기술이전, 계약규모 미공개

자료: 각 사, 유진투자증권
주: 환율은 1달러=0.9유로, 0.8파운드 가정

글로벌 기술이전 거래 사례: 모달리티별 기술이전

글로벌 기술이전 거래 사례 (2023~2025년) : ADC, 이중항체, RNA, 기타

	기술이전 계약 규모	선금금	일자	기업명	상대회사	파이프라인/플랫폼명	기술이전 내용 및 현황
ADC	\$22.0bn	\$4.0bn	2023.10	다이아이저 산코	MSD	HER3-DXd, I-DXd, R-DXd	- first-in-HER3-DXd 2024년 6월 FDA CRL 수령, DXd ADC에 대해 MK-6070과 병용 및 공동 상업화 전략 추진 - class ADC 3개의 일본 제외 글로벌 독점 권리 기술이전
	\$2.0bn	\$0mn	2023.01	시나픽스	암젠	GlycoConnect®, HydraSpace® 등	시나픽스의 플랫폼 활용한 차세대 ADC 개발
	\$2.0bn	\$0mn	2023.05	블리스 바이오파마	에자이	BB-1701	- HER2 ADC의 중화권 외 글로벌 권리에 대한 옵션계약 체결 - 에자이가 유방암 대상 임상2상 진행 중(2026년 3월 완료 예정)
	\$1.8bn	\$25mn	2024.05	메디링크	바이오엔텍	TMALIN 플랫폼	바이오엔텍의 신규 타겟에 메디링크 ADC 플랫폼 적용, 중화권 권리 기술이전
	\$1.7bn	\$185mn	2023.12	한소제약	GSK	HS-20093	- B7-H4 ADC, 중화권 제외 글로벌 권리 옵션 계약 2024.12 GSK5764227가 SCLC FDA 우선심사약으로 지정
이중항체	\$5.0bn	\$500mn	2023.01	아케소	써밋 테라퓨틱스	이보네시맵	- PD-1/VEGF 이중항체, 미국 등 주요 지역 권리 기술이전 - 글로벌 3상 진행 중, 2028년 말 임상 완료 예정
	\$3.3bn	\$588mn	2024.11	라노바 메디슨즈	MSD	LM-299	PD-1/VEGF 이중항체 글로벌 권리 기술이전, 중국 1상 환자 모집 중
	\$3.0bn	\$150mn	2024.07	드렌 바이오	노바티스	표적 골수성 결합체/포식 작용 플랫폼	후보물질 선정 후부터는 노바티스가 개발~상업화 진행
	\$2.7bn	\$50mn	2025.04	ABL바이오	GSK	Grabody-B	- BBB투과 퇴행성뇌질환 치료제 개발 - 이중항체뿐만아니라 외 RNA 등의 다양한 모달리티 활용 예정
	\$1.8bn	\$125mn	2025.04	에렌딜 랩스	사노피	HXN-1002, HXN-1003	각각 α4β7 x TL1, TL1A x IL23 이중항체, 자가면역/면역질환 치료제로 개발
RNA	\$11.4bn	\$825mn	2024.11	애로우헤드	사렙타	ARO-DUX4, ARO-DM1 등	임상 단계 4개, 전임상 단계 3개의 파이프라인 기술이전
	\$4.2bn	\$185mn	2024.01	상하이 아고	노바티스	4개 파이프라인 대상	- 아고의 RNAi 플랫폼 통해 발굴된 심혈관질환 치료 후보물질 2개 권리, 2개 옵션 2개 자산은 각각 임상1/2a상, 1상 진행 중
	\$2.8bn	\$310mn	2023.07	엘라일람	로슈	Zilebesiran	- RNAi 고혈압 치료제 미국 공동 상업화, 미국 외는 로슈 독점 권리 2025년 하반기 2상 결과 확인, 3상 개시
	\$1.8bn	\$0mn	2024.04	스카이호크	입센	저분자 2개	약물화 불가능하던 타겟. 후보물질 검증 후 입센이 추가 개발 및 상용화 담당 예정
	\$1.0bn	\$0mn	2024.09	하야 테라퓨틱스	일라이 릴리	lncRNA	만성질환 치료제 타겟 개발
기타	\$8.4bn	\$800mn	2023.12	시스템이윤	BMS	BL-B01D1	- EGFR x HER3 이중항체 ADC, 미국 권리 기술이전 - BMS가 iza-bren 임상2/3상 진행 중(2030년 완료 예정)
	\$7.3bn	\$7,100mn	2023.10	로이반트	로슈	RVT-3101	- TL1A 단일항체, 미국, 일본 개발/제조/상업화 권리(선금금+단기마일스톤) - 로슈가 UC, CD 환자 대상 글로벌 3상 진행 중
	\$6.0bn	\$110mn	2024.05	항서제약	헤라클레스	HRS-7535, HRS9531, HRS-4729	GLP-1 제품 포트폴리오 기술이전, 중국3상 진행 중
	\$5.3bn	\$1,650mn	2025.03	질랜드 파마	로슈	Petrelintide	- LA 아밀린 아날로그, 심대사질환 치료제 후보물질 - 단독요법 및 로슈의 GLP-1/GIP CT388 병용요법 개발 예정
	\$4.7bn	\$175mn	2025.03	HBM	AZ	항체 플랫폼 Mice®	차세대 다중항체 발굴/개발

자료: 블룸버그, 각 사, 유진투자증권

글로벌 기술이전 거래 사례: 2025 년 글로벌 기술이전

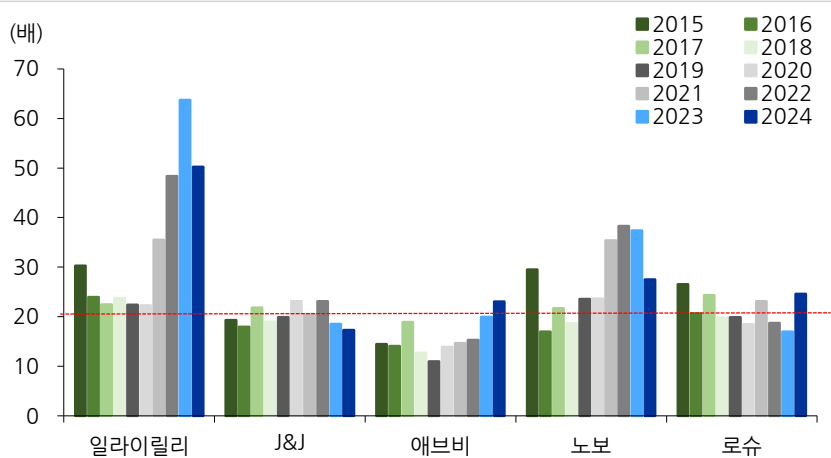
2025년 1월~5월 글로벌 기술이전 딜 TOP 20: 대사질환 부문에서 활발한 딜 체결

일자	기술이전 계약 규모	선금금	기업명	상대회사	적응증	파이프라인/플랫폼명, 계약 내용
2025.03	\$5.3bn	\$1,650mn	질랜드 파마	로슈	심혈관/대사	■ 주 1회 SC투여 제형 아밀린 유사체 페트렐린타이드(best-in-class potential)의 글로벌 권리 기술이전 ■ 단독 및 로슈의 인크레틴 CT-388 병용요법으로 개발 예정, 현재 2상 중
2025.03	\$4.7bn	\$175mn	하버바이오메드	AZ	면역, 항암 등	■ HBM의 항체 플랫폼 Mice® 활용한 차세대 다중항체 발굴/개발하는 전략적 협업 계약 체결
2025.03	\$3.5bn	\$75mn	시네론바이오	AZ	면역/염증, 심혈관/대사	■ Synova™ 플랫폼 활용하여만성질환 분야 first-in-class 거대 고리형 펩타이드 개발할 예정
2025.04	\$2.7bn	\$50mn	ABL바이오	GSK	CNS	■ BBB서플 플랫폼 Grabody-B 활용하여 다양한 모달리티의 신경퇴행성 질환 치료제 개발
2025.01	\$2.5bn	\$70mn	항저우 사이윈드	버디바 바이오	심혈관/대사	■ 경구용 에크노글루타이드(XW004), 경구용 아밀린, SC제형 아밀린
2025.03	\$2.2bn	\$350mn	구브라	애브비	심혈관/대사	■ 비만 치료 위한 아밀린 유사체 GUB014295의 글로벌 권리 도입, 현재 SC투여 임상1상 중
2025.05	\$2.2bn	\$195mn	셉터나	노보 노디스크	심혈관/대사	■ 경구용 비만/심대사질환 치료제 타겟 최대 4개 개발 예정, GPCR/GLP-1/GIP/GCG 타겟 포함
2025.02	\$2.2bn	\$52mn	자일리오	애브비	항암	■ 자일리오의 종양 활성화 기술 활용하여 마스크 T세포 결합체 포함한 항체 면역치료제 개발
2025.03	\$2.0bn	\$200mn	더유나이티드랩	노보 노디스크	심혈관/대사	■ GLP-1/GIP/GCG RA UBT251의 중화권 외 글로벌 독점 권리 도입, 중국 임상2상 진행 중
2025.03	\$2.0bn	\$200mn	항서제약	MSD	심혈관/대사	■ 경구용 Lp(a) 저해제 HRS-5346의 중화권 외 글로벌 권리 도입
2025.04	\$1.8bn	\$125mn	에렌딜랩스	사노피	면역/염증	■ 이중항체 HXN-1002(α4β7 x TL1A), HXN-1003(TL1A x IL23) 글로벌 독점 계약 체결
2025.01	\$1.6bn	-	네오모프	애브비	면역/염증, 항암	■ 분자 접착제 기반 TPD 치료제 개발
2025.04	\$1.4bn	\$18mn	상가모	일라이 릴리	CNS	■ STAC-BBB Capsid 활용 최대 5개 타겟 발굴
2025.02	\$1.4bn	\$100mn	바이오아틱	BMS	CNS	■ PyroGlu-Aβ 항체 프로그램 BAN2803(BrainTransporter™ 기술 적용), BAN1503
2025.01	\$1.3bn	-	시나픽스	베링거 잉겔하임	항암	■ 시나픽스의 ADC 플랫폼 활용한 first-in-class 타겟 발굴
2025.05	\$1.3bn	-	알지노믹스	일라이 릴리	희귀질환	■ 트랜스-스플라이싱 리보자임 플랫폼 활용하여 RNA 기반 유전자 편집 치료제 개발
2025.02	\$1.3bn	\$40mn	마그넷 바이오	일라이 릴리	미공개	■ TrueGlue 플랫폼 활용한 분자접착제 발굴/개발 계약 체결
2025.01	\$1.2bn	\$47mn	레푸 바이오파마	아리벤트 바이오파마	항암	■ MRG007(타겟 미공개 ADC), potentially best-in-class
2025.01	\$1.2bn	\$50mn	듀얼리티	아벤조 테라퓨틱스	항암	■ best-in-class 가능성 있는 AVZO-1418/DB-1418(EGFR x HER3 이중항체 ADC) 도입
2025.02	\$1.2bn	\$15mn	CSPC 파마	라디언스 바이오파마	항암	■ best-in-class 가능성 있는 ROR-1 ADC SYS6005(RB-164) 도입

자료: 블룸버그, 각 사, 유진투자증권

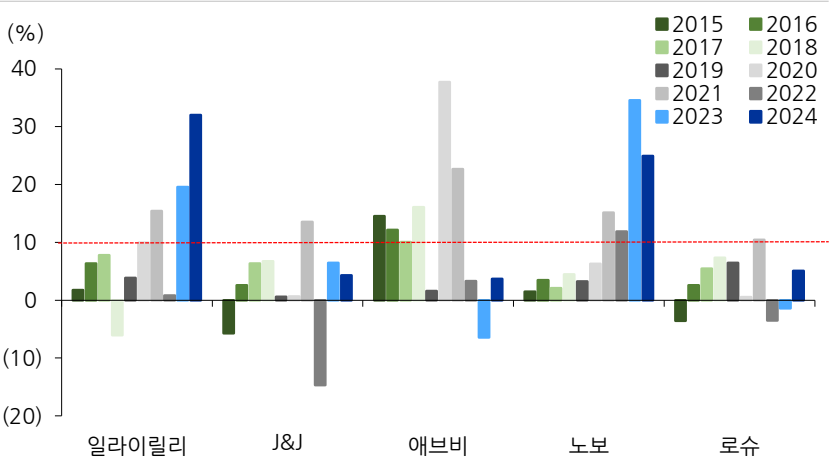
글로벌 바이오제약 기업 밸류에이션: 글로벌 빅파마

글로벌 빅파마 P/E 추이 (2015~2024, 빅파마 1-5위)



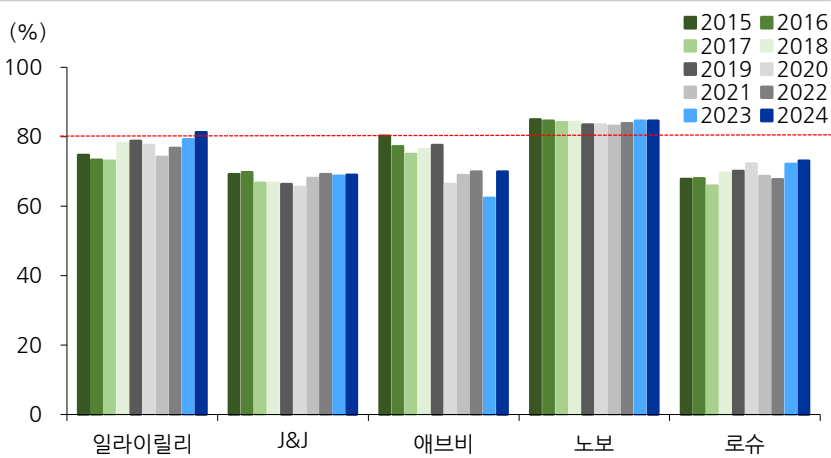
자료: Bloomberg, 유진투자증권

글로벌 빅파마 매출 성장률 추이 (2015~2024, 빅파마 1-5위)



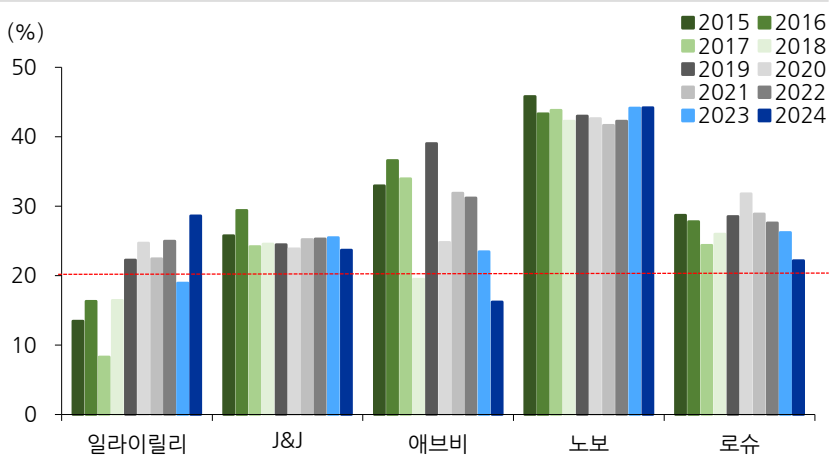
자료: Bloomberg, 유진투자증권

글로벌 GPM 추이 (2015~2024, 빅파마 1-5위)



자료: Bloomberg, 유진투자증권

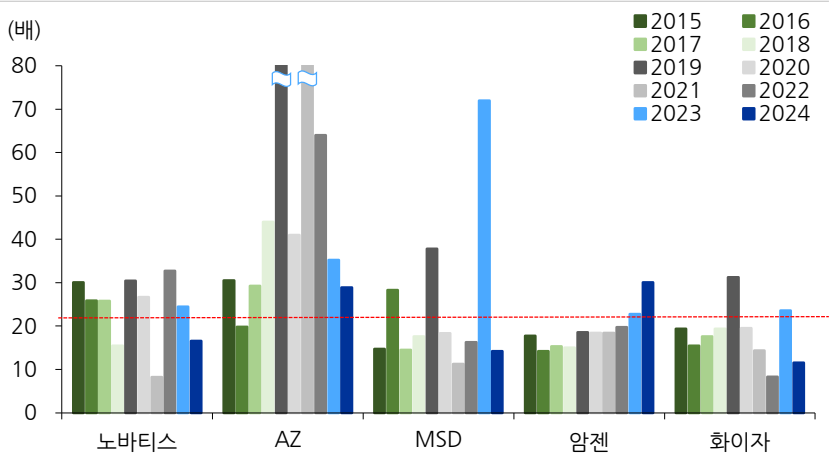
글로벌 OPM 추이 (2015~2024, 빅파마 1-5위)



자료: Bloomberg, 유진투자증권

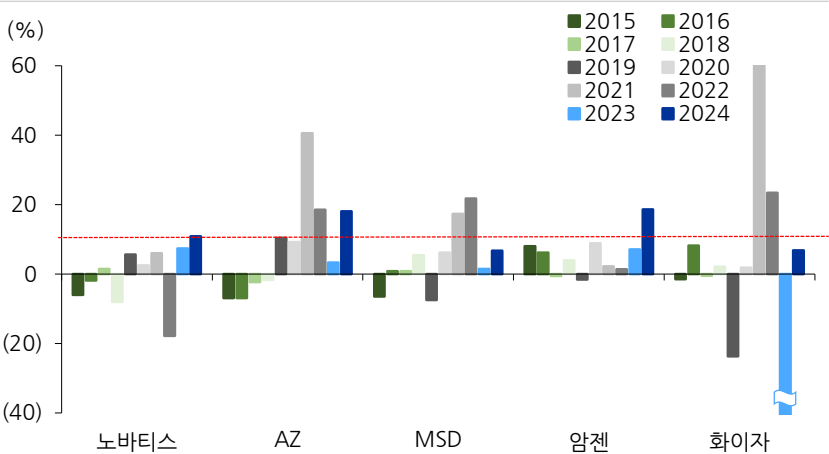
글로벌 바이오제약 기업 밸류에이션: 글로벌 빅파마

글로벌 빅파마 P/E 추이 (2015~2024, 빅파마 6-10위)



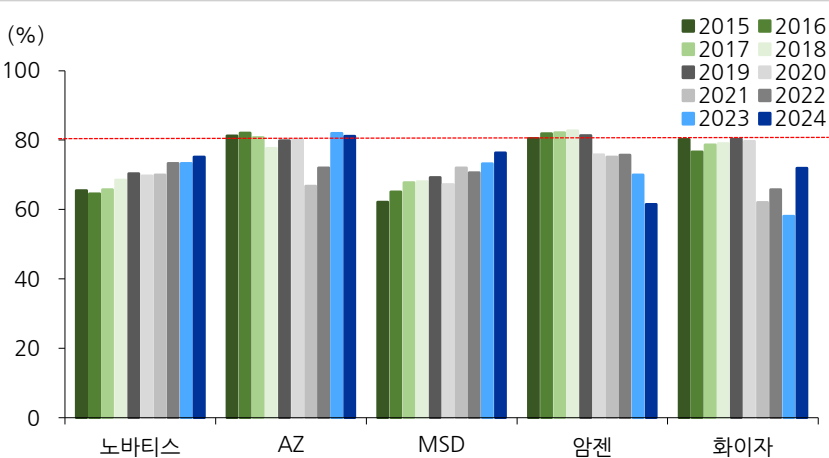
자료: Bloomberg, 유진투자증권

글로벌 빅파마 매출 성장률 추이 (2015~2024, 빅파마 6-10위)



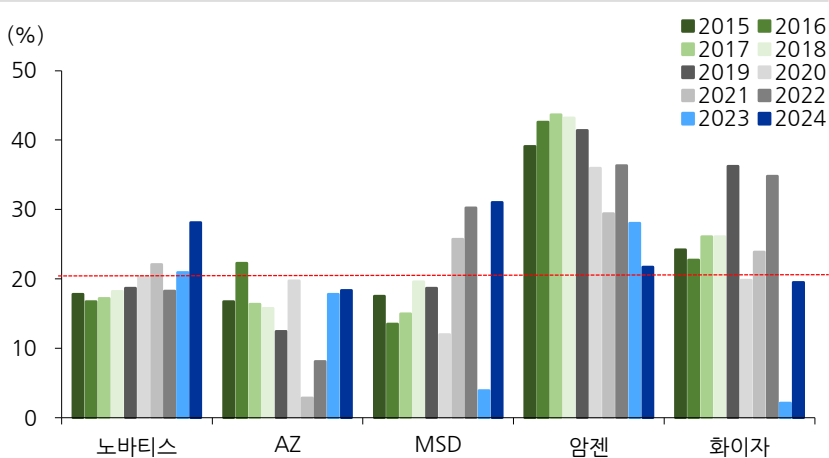
자료: Bloomberg, 유진투자증권

글로벌 GPM 추이 (2015~2024, 빅파마 6-10위)



자료: Bloomberg, 유진투자증권

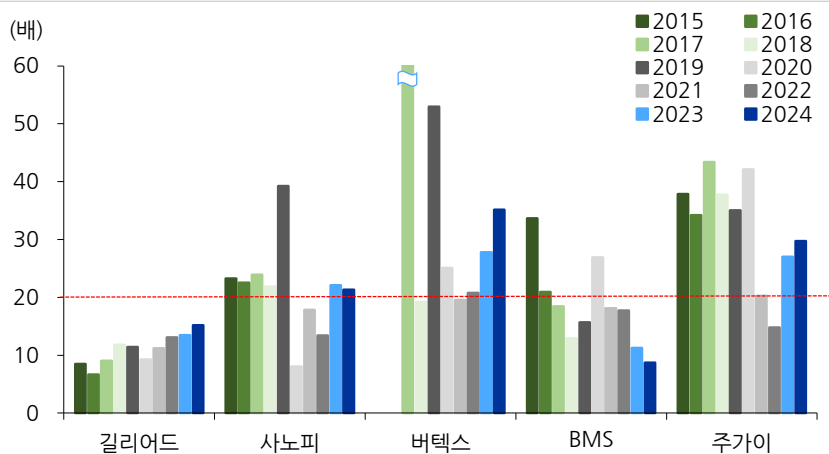
글로벌 OPM 추이 (2015~2024, 빅파마 6-10위)



자료: Bloomberg, 유진투자증권

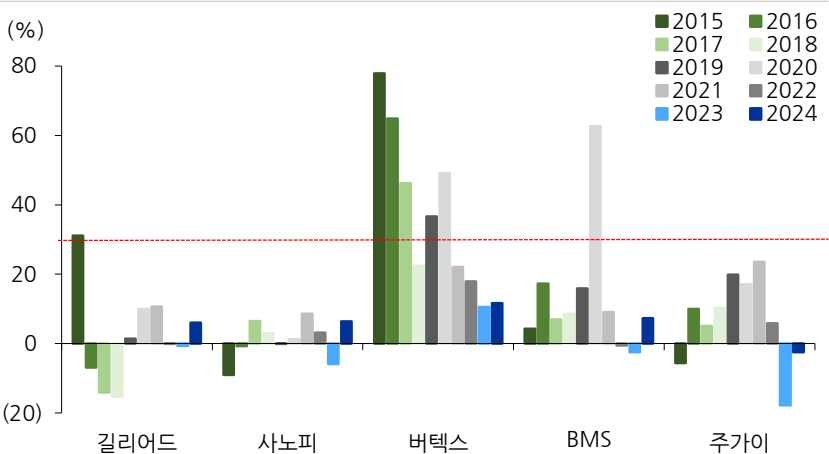
글로벌 바이오제약 기업 밸류에이션: 글로벌 빅파마

글로벌 빅파마 P/E 추이 (2015~2024, 빅파마 11-15위)



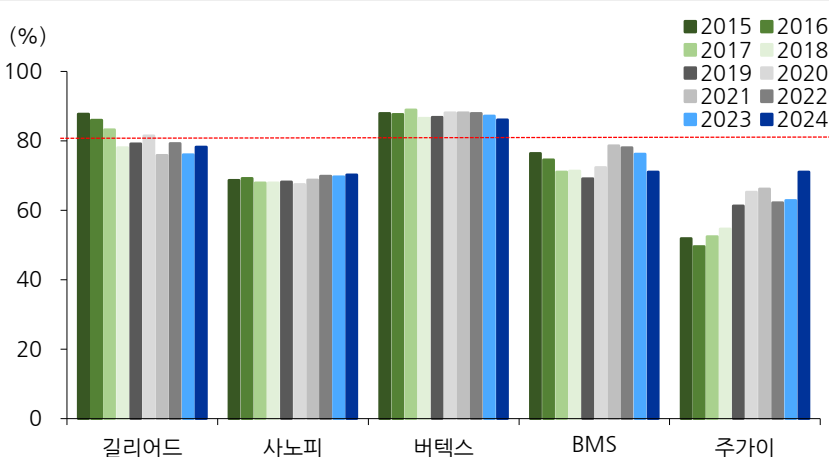
자료: Bloomberg, 유진투자증권

글로벌 빅파마 매출 성장률 추이 (2015~2024, 빅파마 11-15위)



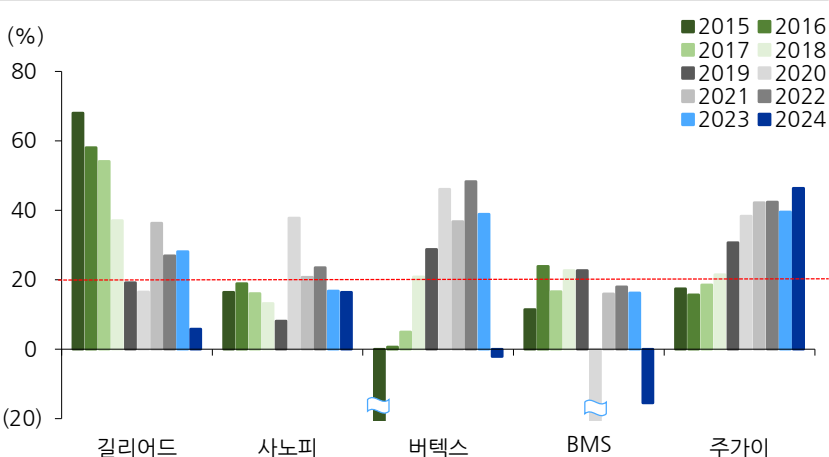
자료: Bloomberg, 유진투자증권

글로벌 GPM 추이 (2015~2024, 빅파마 11-15위)



자료: Bloomberg, 유진투자증권

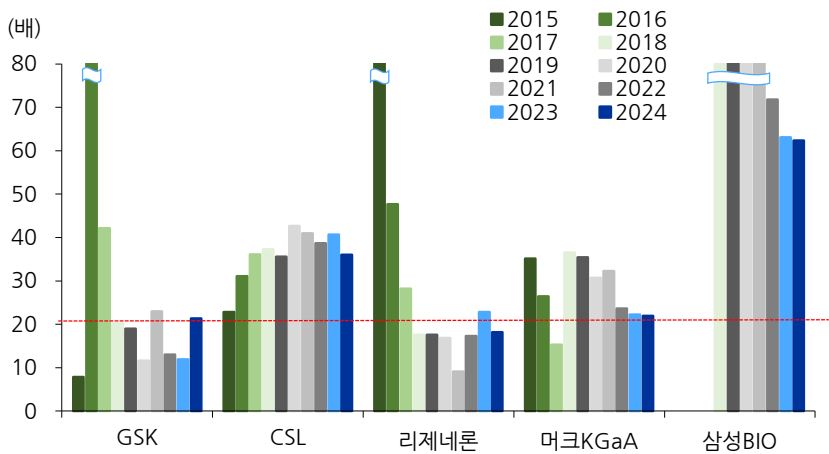
글로벌 OPM 추이 (2015~2024, 빅파마 11-15위)



자료: Bloomberg, 유진투자증권

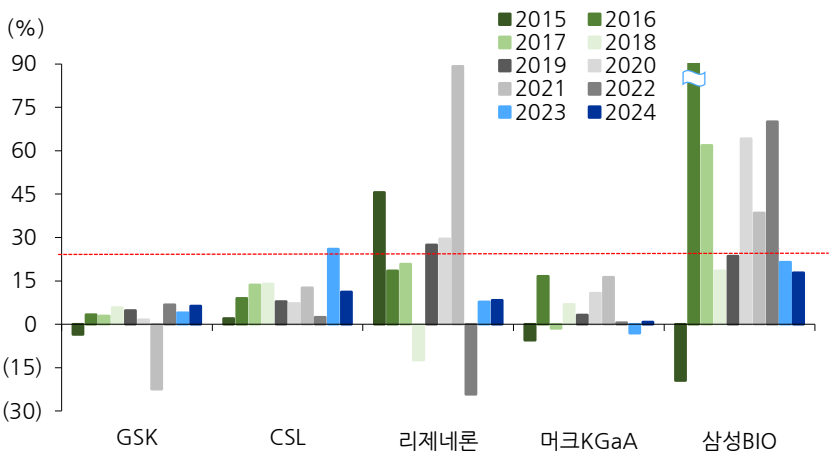
글로벌 바이오제약 기업 밸류에이션: 글로벌 빅파마

글로벌 빅파마 P/E 추이 (2015~2024, 빅파마 16-20위)



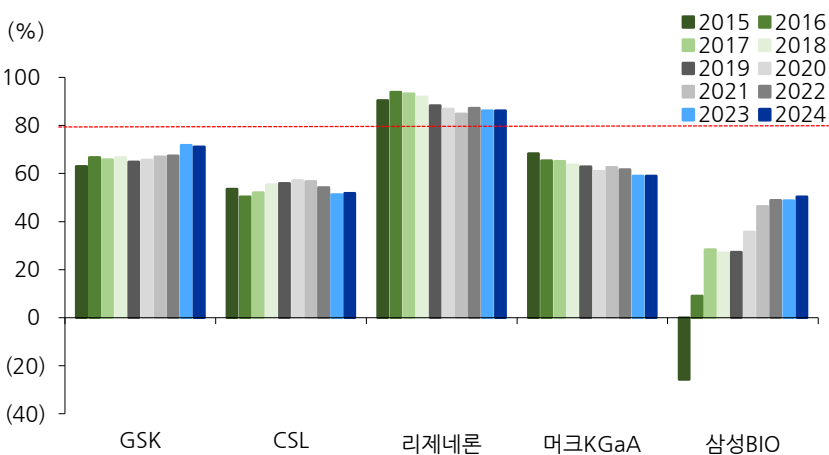
자료: Bloomberg, 유진투자증권

글로벌 빅파마 매출 성장률 추이 (2015~2024, 빅파마 16-20위)



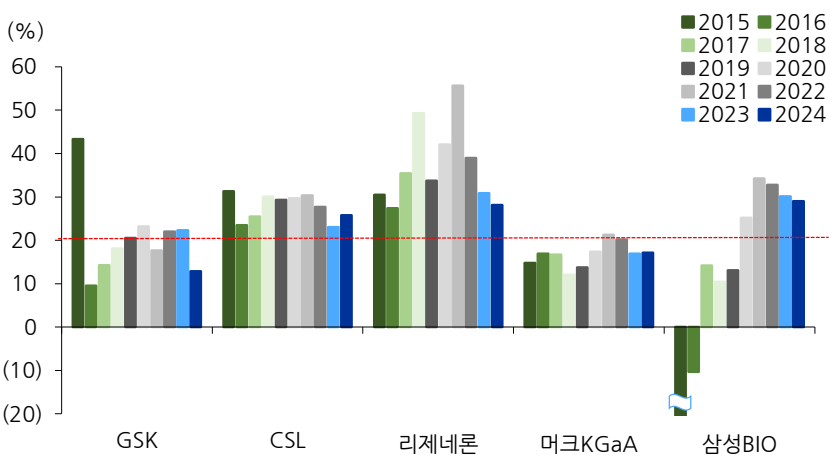
자료: Bloomberg, 유진투자증권

글로벌 GPM 추이 (2015~2024, 빅파마 16-20위)



자료: Bloomberg, 유진투자증권

글로벌 OPM 추이 (2015~2024, 빅파마 16-20위)



자료: Bloomberg, 유진투자증권

Case Studies: 글로벌 바이오텍1

신약 상업화가 기대되는 기업들 & 실적 기반의 바이오텍(시가총액 \$10bn 이상)

기업명	버텍스파미슈티컬스	주가이	리제네론	다이아찌산코	알라일람	아제닉스	써밋테라퓨틱스	젠합	인스메드	켈론
타커	NASDAQ:VRTX	TYO:4519	NASDAQ:REGN	TYO:4568	NASDAQ:ALNY	EBR:ARGX	NASDAQ:SMMT	CPH:GMAB	NASDAQ:INSM	HKG:6990
소재지	미국	일본	미국	일본	미국	네덜란드	미국	덴마크	미국	중국
설립일, 상장일	1989년 01월 1991년 07월	1900년 01월 1900년 01월	1988년 1월 1991년 4월	1899년 2005년 09월	2002년 06월 2004년 05월	2008년 04월 2017년 05월	2020년 07월 2015년 03월	1998년 06월 2013년 06월	1999년 11월 2000년 06월	1899년 2005년 09월
시가총액	\$112.0bn	\$89.0bn	\$63.5bn	\$51.0bn	\$37.8bn	\$36.2bn	\$19.2bn	\$13.4bn	\$12.3bn	\$10.2bn
YTD(%)	8.0	19.0	(18.9)	(5.4)	24.6	(3.5)	45.9	(2.4)	(0.4)	112.9
매출액, 영업이익 (2024년)	\$11.0bn -\$0.2bn	\$7.7bn \$542.0bn	\$14.2bn \$4.0bn	\$11.1bn \$1.5bn	\$2.2bn -\$0.2bn	\$2.3bn \$0.0bn	\$0.0bn -\$0.2bn	\$3.1bn \$1.0bn	\$0.4bn -\$0.9bn	\$0.3bn -\$0.2bn
P/E, EV/EBITDA (12MF)	23.1배 -	28.1배 18.3배	16.0배 11.5배	22.7배 15.4배	218.6배 92.5배	37.7배 30.4배	-	15.5배 8.8배	-	-
주력 개발 적응증	유전성 질환, 낭포성 섬유증	면역질환, 종양학	안질환, 면역질환	종양학	유전질환, 심장대사질환	자가면역질환, 중증근무력증	종양학	종양학, 면역항암제	희귀 폐질환, 염증성 질환	종양학
대표 제품 /파이프라인	- 트리카프타 (ETI) - 저나백스 (수제트리진)	- 헐리브라 (에미시주맙) - 악템라 (토실리주맙)	- 아일리아 (애플리버셉트) - 듀피젠트 (두필루맙)	- 엔허투 (T-DXd) - 다트로웨이 (Dato-DXd)	- 온파트로 (파티시란) - 엠부트라 (부트리시란)	비브가르트 (에프가티지모드)	이보네시맙	- 다잘렉스 (다라투무맙) - 앱킨리 (앱코리타맙)	- 아리케이스 - 브렌소카팁	MK-2870 (sac-TMT)
대표 제품의 타겟/기전	- CFTR 단백질 조절 - 비마약성 진통제	- FIXa/FX 결합 - IL-6 수용체 길항제	- VEGF-A/PlGF 트랩 - IL-4Rα 길항제	- HER2 ADC - TROP2 ADC	TTR 타겟 siRNA	FcRn 억제제	PD-1 x VEGF 이중항체	- CD38 단일항체 - CD3 x CD20 이중항체	- 아미카신 리포좀 - DPP1 저해제	TROP2 ADC
주력 모달리티	저분자	단일항체, 이중항체	단일항체, 이중항체	ADC	siRNA	단일항체	이중항체	단일항체, 이중항체	저분자	ADC
주요 파트너사	크리스퍼 테라퓨틱스	로슈(모회사)	사노피, 바이엘	AZ, MSD	노바티스, 로슈, 사노피	젠합, 할로자임	아케소, 화이자	J&J, 애브비, 화이자	-	MSD
관련 국내 기업	오름 테라퓨틱	에이비엘바이오	-	리가켄바이오	에스티팜	한울바이오, 알테오젠	에이비엘바이오	리가켄바이오, 에이비엘바이오	-	리가켄바이오

자료: Bloomberg, 각 사, 유진투자증권
주: 시가총액은 2025.05.26 종가 기준

Case Studies: 글로벌 바이오텍2

신약 상업화가 기대되는 기업들 & 실적 기반의 바이오텍(시가총액 \$10bn 이하)

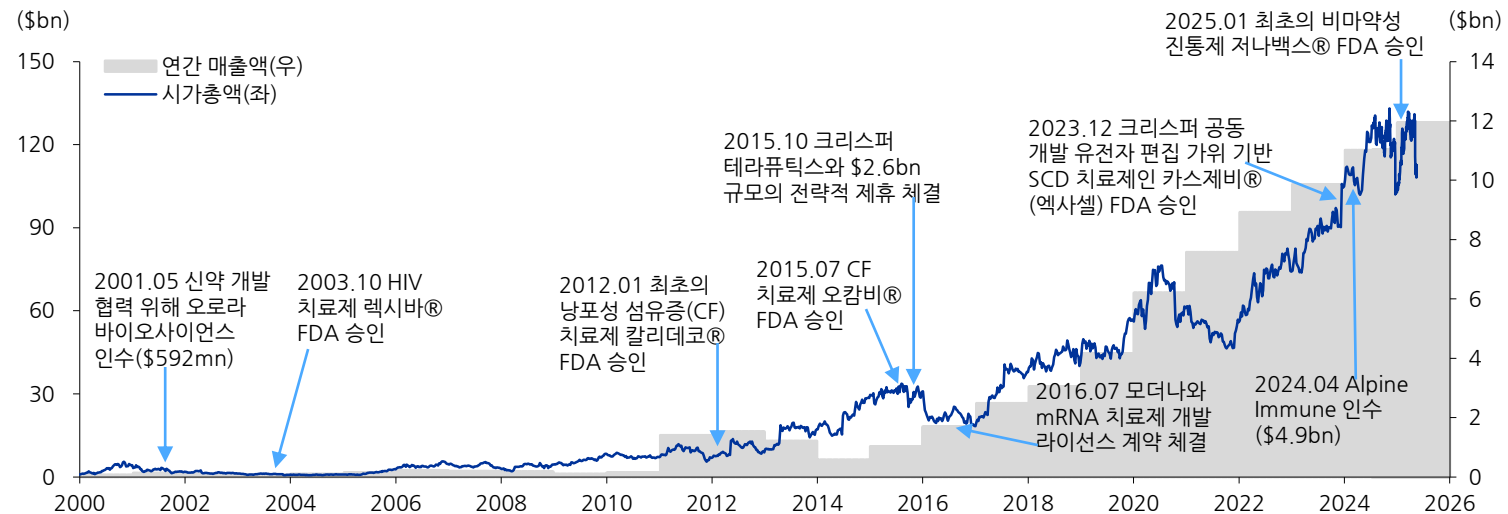
기업명	할로자임	마드리갈	아이오니스	ADMA	아케로	바이킹	바이오아틱	제론	패섬	ADCT
티커	NASDAQ:HALO	NASDAQ:MDGL	NASDAQ:IONS	NASDAQ:ADMA	NASDAQ:AKRO	NASDAQ:VKT	STO:BIOA-B	NASDAQ:GERN	NASDAQ:PHAT	NYSE:ADCT
소재지	미국	미국	미국	미국	미국	미국	스웨덴	미국	미국	미국
설립일, 상장일	1998년 2월 2004년 3월	2000년 03월 2007년 02월	1991년 03월 1991년 05월	2006년 06월 2013년 10월	2017년 1월 2019년 6월	2012년 12월 2015년 4월	2003년 2017년 10월	1990년 11월 1996년 07월	2018년 01월 2019년 10월	2011년 06월 2020년 05월
시가총액	\$6.7bn	\$5.9bn	\$5.2bn	\$4.9bn	\$3.7bn	\$3.0bn	\$1.7bn	\$0.9bn	\$0.3bn	\$0.2bn
YTD(%)	10.5	(11.7)	(4.9)	20.2	90.3	(32.4)	4.8	(56.8)	(49.5)	25.3
매출액, 영업이익 (2024년)	\$1.0bn \$0.6bn	\$0.2bn -\$0.5bn	\$0.7bn -\$0.5bn	\$0.4bn \$0.1bn	\$0.0bn -\$0.3bn	\$0.0bn -\$0.2bn	\$0.0bn \$0.0bn	\$0.1bn -\$0.2bn	\$0.1bn -\$0.3bn	\$0.1bn -\$0.1bn
P/E, EV/EBITDA (12MF)	9.5배 8.2배	-	-	26.3배 -	-	-	24.1배 16.9배	-	-	-
주력 개발 적응증	약물 전달 플랫폼	대사질환, MASH	유전질환, 심장대사질환	면역결핍질환	MASH	대사질환	CNS 질환, 알츠하이머병	혈액질환, 골수이형성증	소화기	종양학
대표 제품 /파이프라인	■ ENHANZE® 플랫폼 (히알루로니다제)	■ 레즈디프라 (레스메티롬)	■ 스피라자 (누시너센) ■ 트린골자 (올레자르센)	■ 아세니브 (면역글로불린)	■ 에프룩시퍼민 (EFX)	■ VK2809 ■ VK2735	■ 레캬비 (레카네맵)	■ 라이텔로 (이메텔스타트)	■ 보퀘즈나 (보노프라잔)	■ 진론타 (론카스톡시맵 테시린)
대표 제품의 타겟/기전	■ 히알루론산	■ THR-β 작용제	■ SMN2 ASO ■ apoC-III ASO	■ IgG 항체 공급	■ FGF21 수용체 작용제	■ THR-β 작용제 ■ GLP-1/GIP 이중작용제	■ 아밀로이드-β 항체	■ 텔로머라제 억제제	■ P-CAB	■ CD19 ADC
주력 모달리티	약물전달플랫폼	저분자	ASO	혈장유래 단백질	재조합 단백질	저분자, 재조합 유사체	단일항체	저분자	저분자	ADC
주요 파트너사	J&J, 애브비, BMS, 로슈, 아제닉스	-	바이오젠, 노바티스, AZ, GSK	-	-	코덴파마(제조계약)	에자이, BMS, 바이오젠, 애브비(기술반환)	J&J(기술반환)	-	소비, 미츠비시 타나베
관련 국내 기업	알테오젠	한미약품, 올릭스	에스티팜	녹십자	한미약품, 올릭스	한미약품, 올릭스	에이비엘바이오	에스티팜	HK이노엔	리가켄바이오

자료: Bloomberg, 각 사, 유진투자증권
주: 시가총액은 2025.05.26 종가 기준

1. 버텍스(NASDAQ:VRTX): 시가총액 \$120bn에서 정체

- 버텍스 파마슈티컬스(Vertex Pharmaceuticals): 1989년 01월 미국 설립, 1991년 07월 나스닥 상장, 설립 37년차
- 글로벌 Big Biotech 중 시가총액 1위 기업, 낭포성 섬유증(CF) 치료제 판매를 통한 수익으로 대규모 R&D 투자를 지속하고 있음
- 최초의 유전자 편집 치료제 카스제비®(엑사셀, 겸상적혈구질환/지중해빈혈 치료제), first-in-class 비마약성 진통제 저나백스™(수제트리진) 상업화 함
- 2024년 기준 매출 비중 90% 이상인 트리카프타®(CF 치료제)는 2037년 특허 만료 예정, 신규 CF 치료제인 알리프트렉™을 출시할 예정이어서 CF 치료제 시장에서의 독점적 지위도 유지할 것으로 예상됨
- 전통 제약사들과 달리 특허 만료와 약가 인하로 인한 성장 둔화 우려가 낮지만 낭포성 섬유증 시장에서 독점적 점유율이 포화되었다는 우려가 공존
- 저나백스는 2025년 하반기부터는 처방이 본격 증가할 것으로 예상되며 신규 제품들의 매출 성장이 가시화되면 기업 가치는 상승 추세로 전환될 전망
- 2025년 예상 매출액 \$11.9bn, OP margin = 44%, 12m Fwd P/E 약 23배

버텍스 파마슈티컬스 시가총액(좌), 매출액(우) 추이 및 주요 이벤트 차트

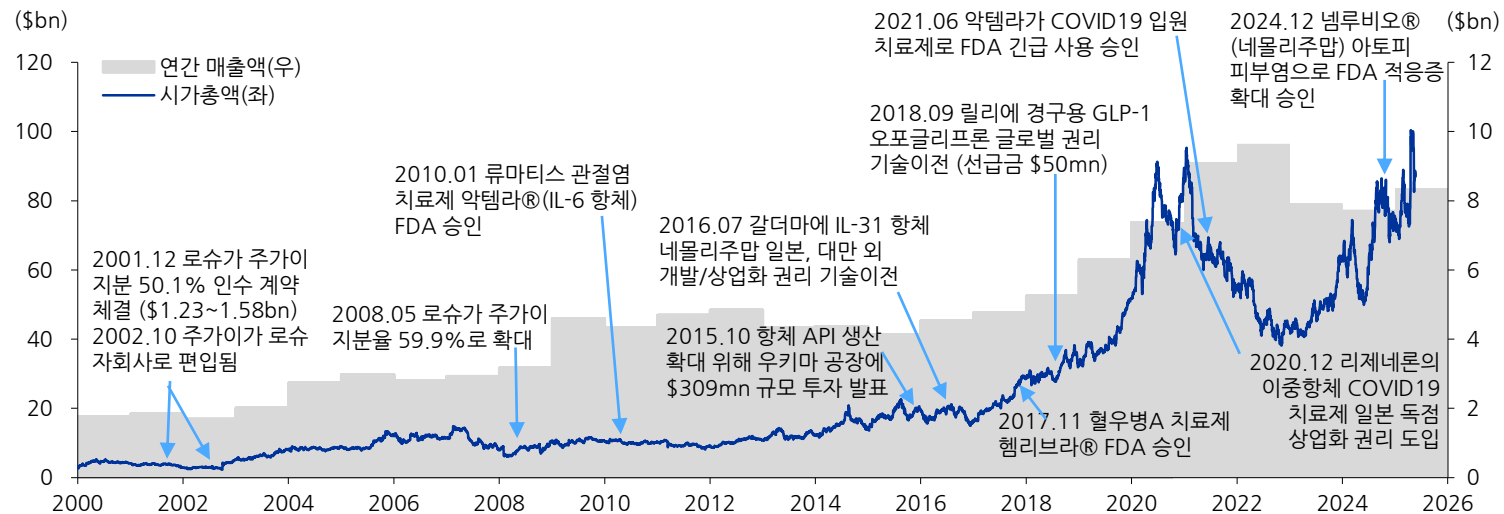


자료: Bloomberg, 유진투자증권
주: 2025E 실적은 Bloomberg consensus

2. 주가이(TYO:4519): 다이이찌 산교를 넘어 일본 1위 시총

- 주가이 제약(Chugai Pharmaceutical): 1925년 3월 일본 설립, 1956년 3월 일본 상장, 설립 101년차
- 2002년 로슈의 자회사로 편입됨(현재 지분율 약 60%). 악템라®(IL-6 항체), 험리브라®(FIXa x FX 이중항체) 등의 의약품을 공동 개발/판매하며 꾸준히 성장함
- 일본 내수 시장은 국민건강보험의 약가 재조정 등으로 인해 정체를 겪고 있음에도 불구하고, 주가이는 의약품 수출 및 신약 개발 확대로 지속가능한 성장을 추진 중
- 로슈와 개발한 피아스카이, 엔스프링, 갈더마에 기술이전한 네몰리주맙이 글로벌 시장에 출시, 릴리에 기술이전한 경구용 GLP-1 오포글리프론은 상업화 예정임
- 주가이는 넘루비오®(IL-31 항체, 면역/피부질환), 피아스카이®(C5 저해제, 희귀질환)/엔스프링®(IL-6 저해제, 희귀 자가면역질환)의 중장기 매출액을 각각 \$2bn 이상으로 전망
- 신약 파이프라인들의 상업적 성과가 가시화될 것으로 기대되며 현재 12m Fwd P/E > 28배 밸류에이션을 받고 있음

주가이 제약 시가총액(좌), 매출액(우) 추이 및 주요 이벤트 차트



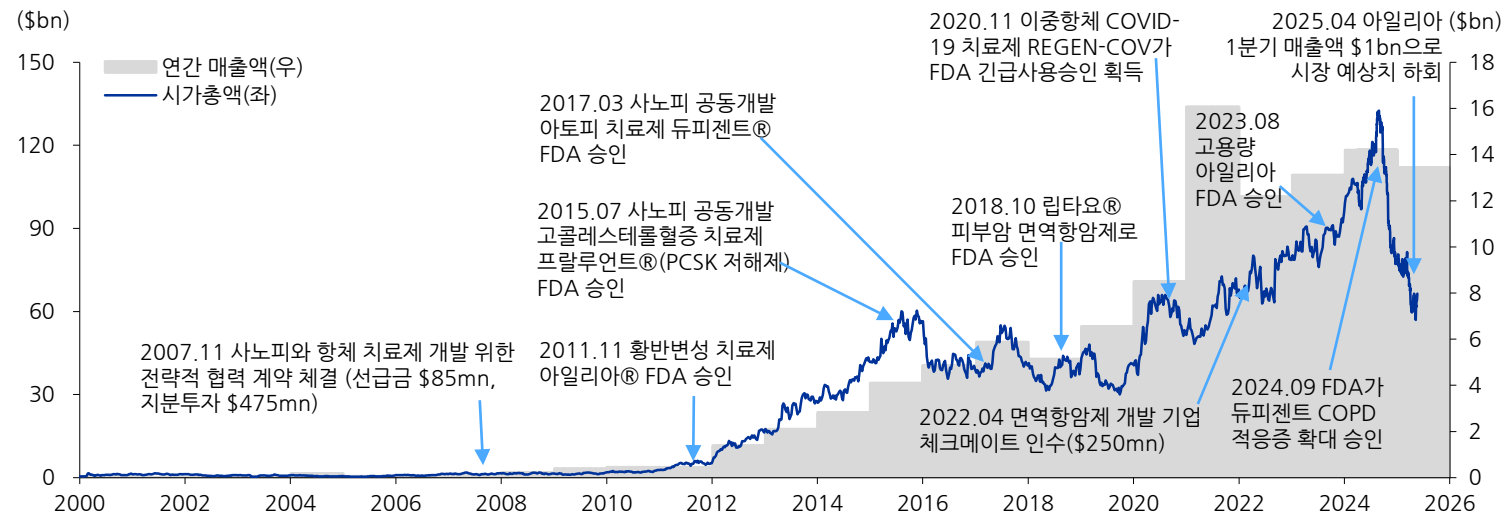
자료: Bloomberg, 유진투자증권

주: 2025E 실적은 Bloomberg consensus

3. 리제네론(NASDAQ:REGN): 주력 제품 특허 만료로 기업가치 폭락

- 리제네론 파마슈티컬스(Regeneron Pharmaceuticals): 1988년 1월 미국 설립, 1991년 4월 나스닥 상장, 설립 38년차
- 항체 치료제 전문 개발 기업으로, 글로벌 빅파마들과의 파트너십을 통해 아일리아, 듀피젠트, 립타요 등의 블록버스터 치료제들을 개발함
- 단일항체에서 이중항체, RNA, 유전자 치료제로 모달리티를 확장하고 있으며 면역질환, 항암치료제 중심에서 대사질환, 희귀유전질환으로 적응증 또한 확대 중
- 2025년 하반기에는 유전자 치료제 포젤리주맙+셈디시란 병용요법의 중증 근무력증 3상, 트레보그루맙(항 마이오스타틴)의 비만 2상 초기 결과를 확인할 예정
- 주력 제품 듀피젠트의 매출 고성장 지속 중
- 그러나 주력 제품 아일리아의 특허 만료에 따른 바이오시밀러 출시(암젠의 파블루™), 고용량 제품은 경쟁약 바비스모에서 뒤처지면서 실적 성장 둔화
- 2025년 예상 매출액 \$13.4bn, OP margin = 29%, 12m Fwd P/E 16배로 거래 중

리제네론 파마슈티컬스 시가총액(좌), 매출액(우) 추이 및 주요 이벤트 차트



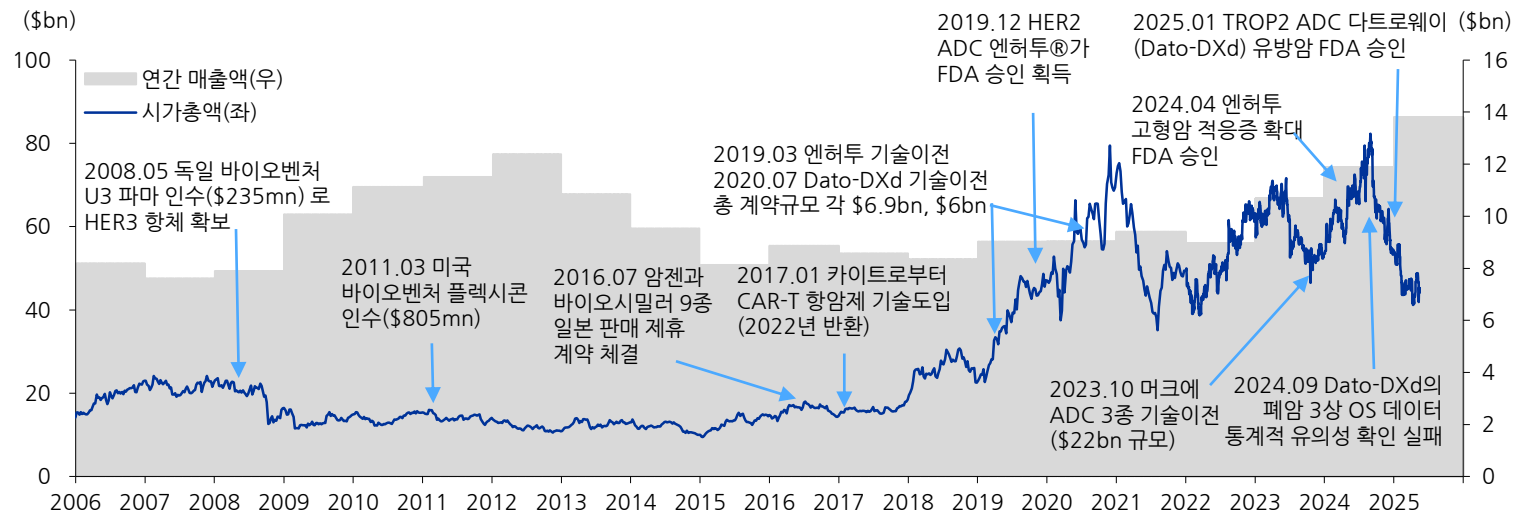
자료: Bloomberg, 유진투자증권

주: 2025E 실적은 Bloomberg consensus

4. 다이이찌 산쿄(TYO:4568): 두 번째 신약 후보 상업화 실패의 결과

- 다이이찌 산쿄(Daiichi Sankyo): 1899년 일본 산쿄 설립, 2005년 09월 다이이찌, 산쿄 합병하며 도쿄 상장, 설립 127년차
- 2019년~2020년 AZ에 엔허투와 Dato-DXd를 기술이전(총 \$12.9bn)하고 2023년에는 MSD에 ADC 3종 기술이전(총 \$22bn)
- 엔허투®(HER2 ADC)의 2019년 12월 FDA 승인, 2020년 1월 출시 후 출시 6년 차 2024년 매출액은 \$3.5bn(+42%yoy)
- 엔허투는 글로벌 ADC 시장 성장을 견인하는 글로벌 블록버스터 ADC 치료제, 적응증 확대로 매출액 고성장세 지속될 전망
- 2번째 ADC 제품인 다트로웨이®(Dato-DXd, TROP2 ADC)는 2025년 1월 유방암 치료제로 FDA 승인, 7월 12일 내 NSCLC 승인 여부가 결정될 예정
- 다이이찌 산쿄는 엔허투, 다트로웨이와 MSD 기술이전 ADC 3종을 통해 2030년까지 글로벌 항암제 TOP10 기업이 되는 것을 목표로 하고 있음
- AZ가 2024년에 제시한 엔허투 peak sales >\$5bn, 글로벌 ADC 시장에서 성공적으로 엔허투를 상업화했으나 이후 부진한 파이프라인 개발 성과로 시가총액 급락
- FY2025년 예상 매출액 \$14.4bn, GPM = 80%, OPM = 17%, 2025년 5월 말 시가총액 \$50bn 수준으로 시가총액 기준 글로벌 21위, 12m Fwd P/E 약 23배

다이이찌 산쿄 시가총액(좌), 매출액(우) 추이 및 주요 이벤트 차트



자료: Bloomberg, 유진투자증권

주: 2025E 실적은 Bloomberg consensus

5. 엘라일람(NASDAQ:ALNY): RNA 치료제들, 대사질환으로 확장

- 엘라일람 파마슈티컬스(Alnylam Pharmaceuticals): 2002년 06월 미국 설립, 2004년 05월 나스닥 상장, 설립 24년차
- siRNA 기술 기반 치료제 개발에 주력하는 바이오텍으로 현재까지 4개의 RNA 치료제를 직접 상업화함
- 대사질환 치료제 렉비오는 노바티스를 통해 판매 중
- 주력 제품들의 판매 성장이 가속화되고 임상 개발 성과가 가시화되면서 기업가치 지속적으로 상승 중
- 2025년 예상 매출액 \$2.9bn이나 2024년 기준 연간 \$1bn규모의 연구개발 투자 지속하고 있음. 12m Fwd P/E > 200배 수준으로 P/E valuation 의미없음
- TTR 계열 암부트라®는 다발성 신경병증 치료제에서 심근병증 치료제로 적응증을 확대하면서 2030년까지 글로벌 예상 매출액 > \$5bn
- 유망 파이프라인인 질레베시란(심혈관질환 치료제), 미벨시란(신경질환 치료제)은 2025년 내 임상 결과를 확인하고 각각 임상3상, 2상이 개시될 예정

엘라일람 시가총액(좌), 매출액(우) 추이 및 주요 이벤트 차트



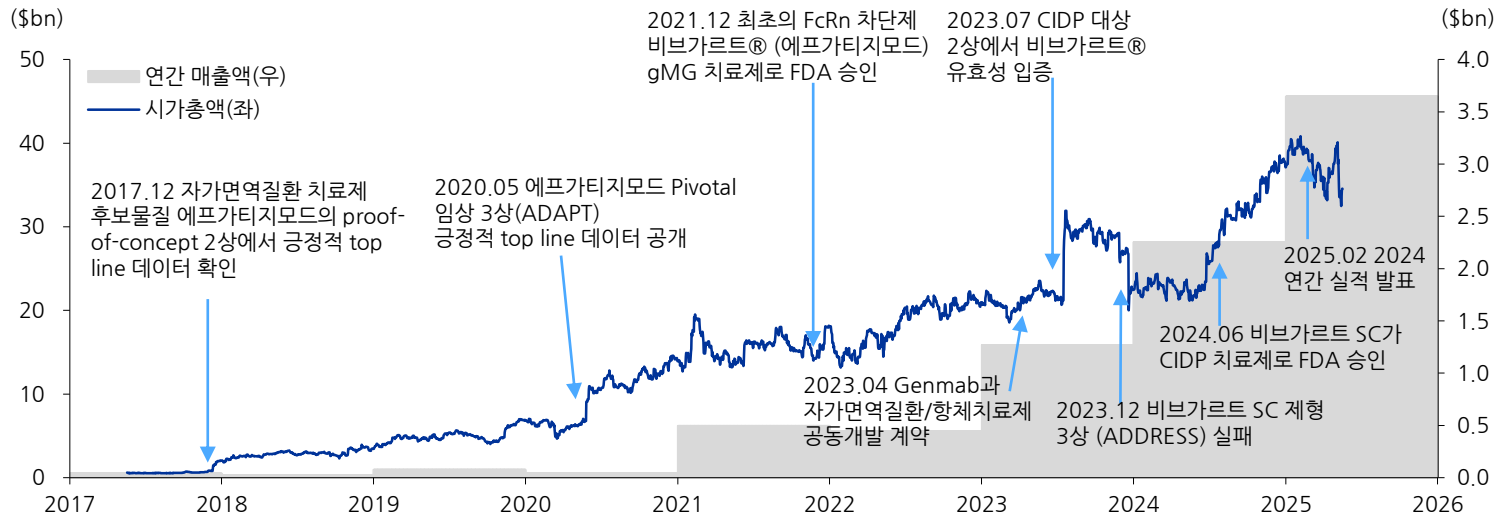
자료: Bloomberg, 유진투자증권

주: 2025E 실적은 Bloomberg consensus

6. 아제닉스(NASDAQ:ARGX): 상업화에 성공한 신약 1개

- 아제닉스(Argenx): 2008년 04월 네덜란드 설립, 2014년 7월 브뤼셀 상장, 2017년 05월 나스닥 상장, 설립 12년차
- 자가면역질환 치료제 전문 개발사로, first-in-class FcRn 억제제 비브가르트®(에프가티지모드)를 2021년 7월 FDA 승인 받음, 미국 판매 4년 차 직접 판매
- 비브가르트의 2025년, 2030년 예상 매출액은 각 \$3.7bn(OPM = 21%), > \$ 13bn, 2025년 5월 말 시가총액 \$36bn 수준으로 시가총액 기준 글로벌 27위
- 비브가르트®는 현재 승인 받은 전신성 중증근무력증(gMG), CIDP(만성 염증성 탈수초성 다발신경병증) 외의 면역질환으로도 적응증을 폭넓게 개발하고 있어 잠재 시장 규모가 매우 큼, 엠파시브루바트(C2 타겟, 적응증: 다초점 운동 신경병증(MMN), CIDP) 등 후속 파이프라인 개발도 진행하고 있음
- 비브가르트 SC제형 출시에 이어 PFS 제형 FDA 승인을 받아 투여 편의성 측면에서의 경쟁력을 확보함
- 2025년 하반기부터 2026년까지 적응증을 확대하는 임상3상(6건) 데이터를 발표할 예정
- 비브가르트®의 적응증/제형/출시 지역 확대로 매출 고성장이 지속되면서 12m Fwd P/E 약 37배 수준으로 거래

아제닉스 시가총액(좌), 매출액(우) 추이 및 주요 이벤트 차트(NASDAQ:ARGX)



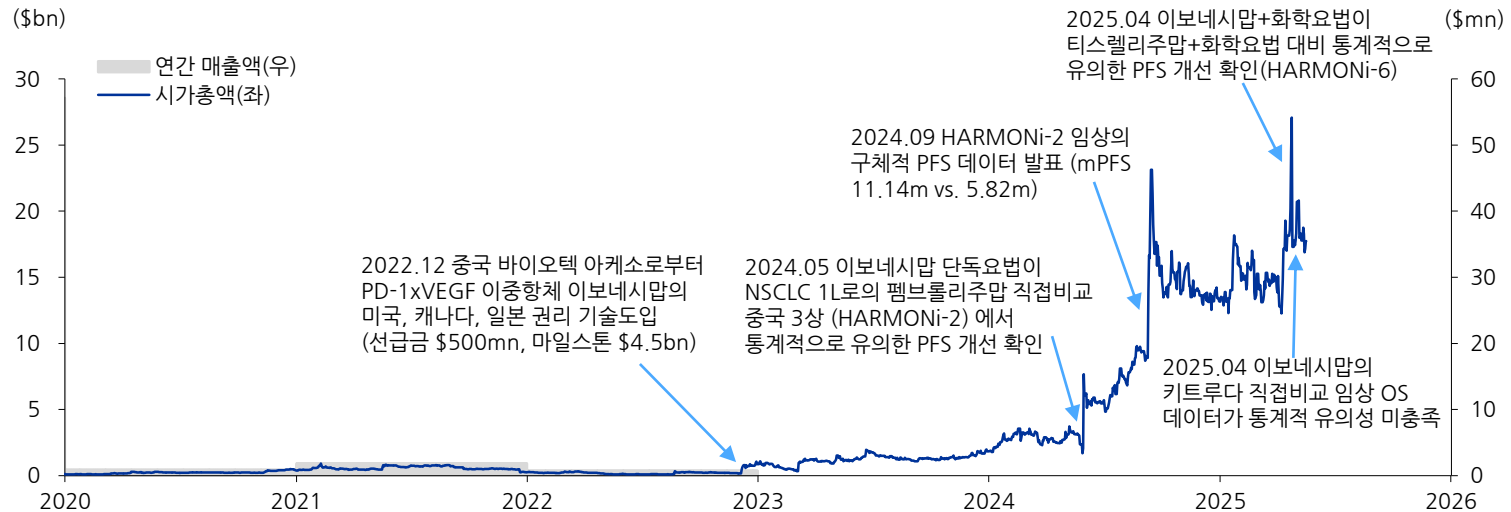
자료: Bloomberg, 유진투자증권

주: 2025E 실적은 Bloomberg consensus

7. 써밋(NASDAQ:SMMT): 시가총액 \$100bn 가능할까?

- 써밋 테라퓨틱스(Summit Therapeutics): 2003년 01월 미국 설립, 2015년 03월 나스닥 상장, 설립 23년차
- PD-1xVEGF 이중항체 이보네시맵 개발사로, 키트루다와 직접 비교한 중국 임상3상(HARMONi-2)에서 긍정적 결과 확인하며 투자자들에게 주목 받기 시작함
- 글로벌 Top selling drug 키트루다(2024년 매출액 \$29bn)를 능가하는 치료제가 개발될 수 있다는 기대감으로 지난 4월 \$27bn 규모의 시가총액을 기록함
- 다만 현재까지 확인된 긍정적인 임상 3상 결과는 모두 중국에서 진행된 것으로, 유의미한 기업 가치 상승을 위해서는 글로벌 임상 결과를 확인해야 함
- 2025년 중순에는 화학요법 병용 HARMONi 임상3상 데이터가 발표될 예정, 이를 통해 미국 상업화 시기를 가능해볼 수 있음
- 이보네시맵 성공적 상업화 여부를 결정할 키트루다 직접비교 임상 HARMONi-3, HARMONi-7은 각각 2028년 12월, 2029년 6월 최종 완료될 예정
- 키트루다를 능가하는 임상 데이터가 확인된다면 글로벌 Big Biotech으로 성장할 것으로 예상됨

써밋 테라퓨틱스 시가총액(좌), 매출액(우) 추이 및 주요 이벤트 차트



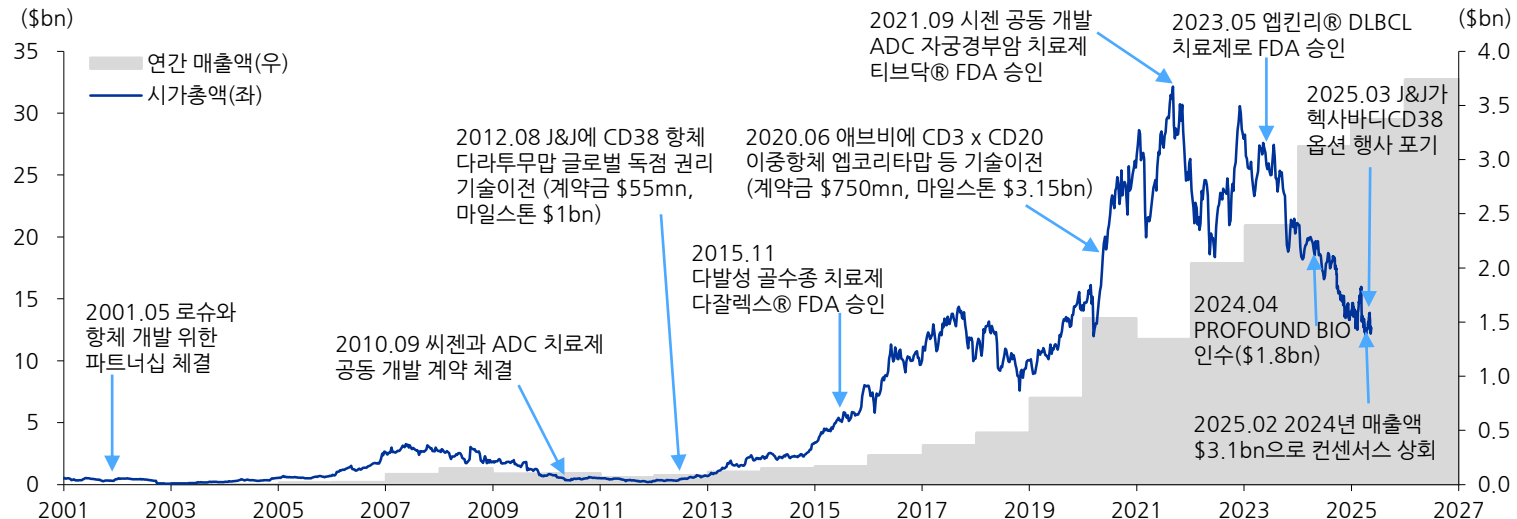
자료: Bloomberg, 유진투자증권

주: 2025E 실적은 Bloomberg consensus

8. 젠맵(CPH:GMAB): 매출 2배 성장, 시가총액은 반토막

- 젠맵(Genmab): 1998년 06월 덴마크 설립, 2000년 12월 코펜하겐 상장, 2013년 06월 나스닥 상장, 설립 26년차
- 2012년 J&J에게 다발성 골수종 치료제 다잘렉스®(다라투무맙, CD38 단일항체)를 총 \$1.1bn에 기술이전, 2015년 FDA 승인을 받음, 상업화 11년차
- 2024년 기준 다잘렉스 로열티 수입(\$2bn)의 매출 비중 65%로 다잘렉스 판매 의존도가 높음, 2023년부터 독자적으로 자체 개발 제품 판매 시작
- 2021년에는 시가총액이 \$32bn까지 상승: 다잘렉스의 성공적 상업화로 매출액이 고성장, 애브비와 총 \$3.2bn 규모의 항체 공동개발 계약 체결, 시젠과 공동 개발한 티브닥이 FDA 승인을 받음
- 차기 성장 동력인 앱킨리®의 적응증을 확대하고, ADC 치료제 개발을 위해 프로파운드 바이옌을 인수하면서 Rina-S의 2027년 미국 시장 출시를 계획 중
- 앱킨리와 Rina-S의 peak sales를 각각 \$3bn, \$2bn로 제시
- 그러나 다잘렉스 미국 특허 만료 시기인 2029년 이후 매출 감소를 상쇄하기는 어려울 것으로 판단되어 추가적인 개발 성과가 필요할 것으로 보임
- 2025년 예상 매출액 \$3.2bn, GPM = 96%, OPM = 31%, 2025년 5월 말 시가총액 \$13bn 수준으로 시가총액 기준 글로벌 48위

젠맵 시가총액(좌), 매출액(우) 추이 및 주요 이벤트 차트(CPH:GMAB)



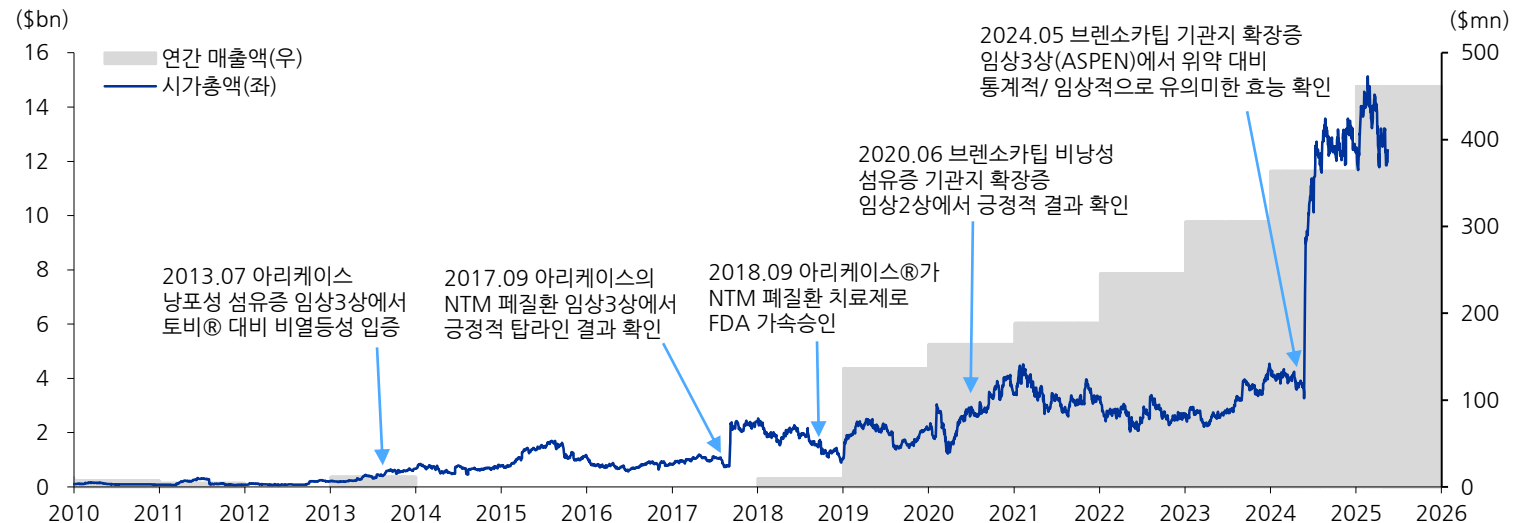
자료: Bloomberg, 유진투자증권

주: 2025E 실적은 Bloomberg consensus

9. 인스메드(NASDAQ:INSM): 상업화가 기대되는 신약의 가치

- 인스메드(Insmed): 1999년 11월 미국 설립, 2000년 06월 나스닥 상장, 설립 27년차
- 만성 희귀 폐질환 치료제 아리케이스®(아미카신 리포솜)를 개발해 판매 중
- 2번째 상업화가 예상되는 신약 후보는 기관지 확장증 치료제 후보물질인 브렌소카팁(DPP1 저해제)
- 브렌소카팁은 2025년 8월 12일 FDA로부터 신약 승인 여부가 결정됨. 승인 받은 후 3분기 중 미국에 출시될 예정
- 미국에서 기관지 확장증으로 진단 받은 추정 환자수는 약 50만명, 브렌소카팁은 최초이자 유일한 치료제가 될 것으로 예상되어 임상 3상 결과 발표 후 시가총액 \$10bn 이상 시가총액 상승함, 브렌소카팁의 예상 peak sales는 약 \$5bn 내외
- 브렌소카팁의 상업화와 적응증 확대 임상 결과에 따라 파이프라인의 가치가 추가 상승할 여력이 있음
- 2026년 유럽, 일본에서도 승인 및 출시 예정이며 2025년 내 CRSsNP(코폴립 없는 만성 비부비동염) 적응증에 대한 임상2b상(BiRCh) 탐라인 결과 확인 예상

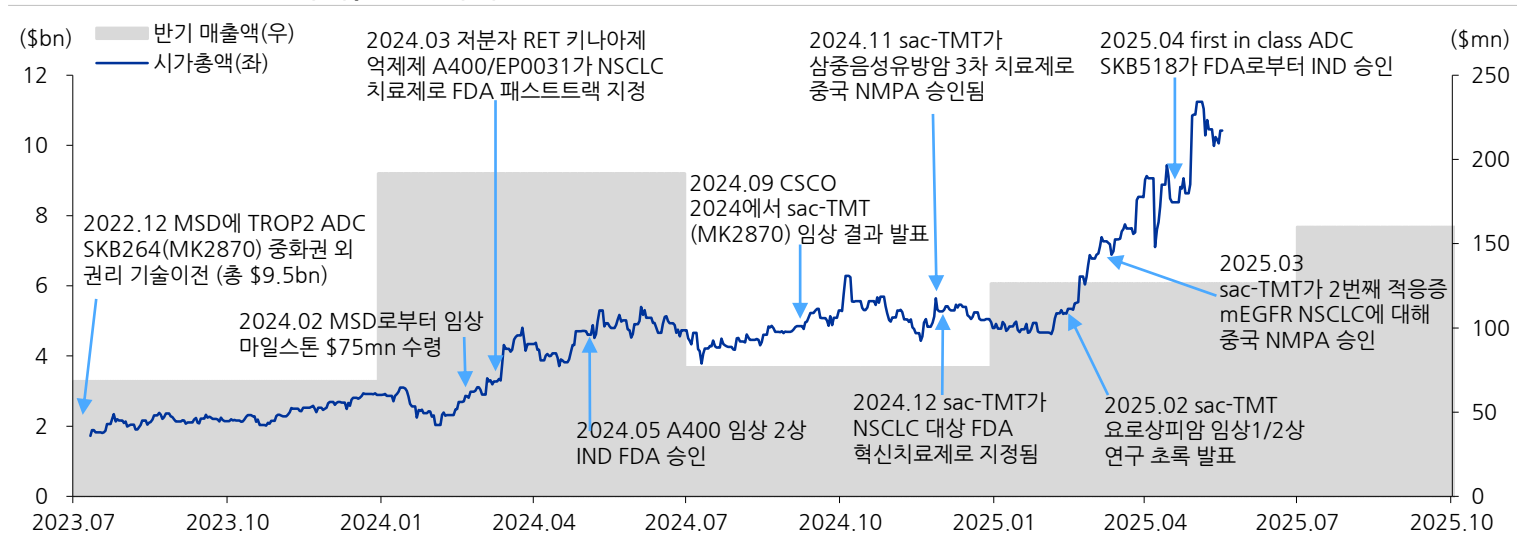
인스메드 시가총액(좌), 매출액(우) 추이 및 주요 이벤트 차트



10. 켈론(HKG:6990): 리가켄바이오의 미래

- 켈론 바이오텍(Kelun Biotech): 2016년 01월 중국 설립, 2023년 07월 홍콩 상장, 설립 10년차
- 중국에서 개발되어 2024년 중국 NMPA 승인을 받은 최초의 TROP2 ADC sac-TMT(MK-2870) 개발사
- 파트너사 MSD가 2024년 글로벌 임상 3상을 공격적으로 시작하면서 기업가치 \$10bn를 상회함. 2025년 현재 글로벌 임상 13개 진행 중
- 단독요법, 키트루다 병용요법을 포함한 임상3상을 진행 중이며, 2025년 ASCO 등에서 다수의 임상2-3상 데이터를 발표할 예정
- 경쟁약인 트로델비(first-in class TROP 2 ADC)의 글로벌 연간 매출액이 \$1.3bn를 상회하고 있다는 점에서 MK-2870도 글로벌 블록버스터 ADC 신약 후보 물질로 관심을 받고 있음
- MK-2870의 글로벌 임상 결과에 대한 기대감으로 기업가치가 지속적으로 상승 중이며 2027년경 다수의 임상 3상 데이터 결과 확인 가능

켈론 바이오텍 시가총액(좌), 매출액(우) 추이 및 주요 이벤트 차트



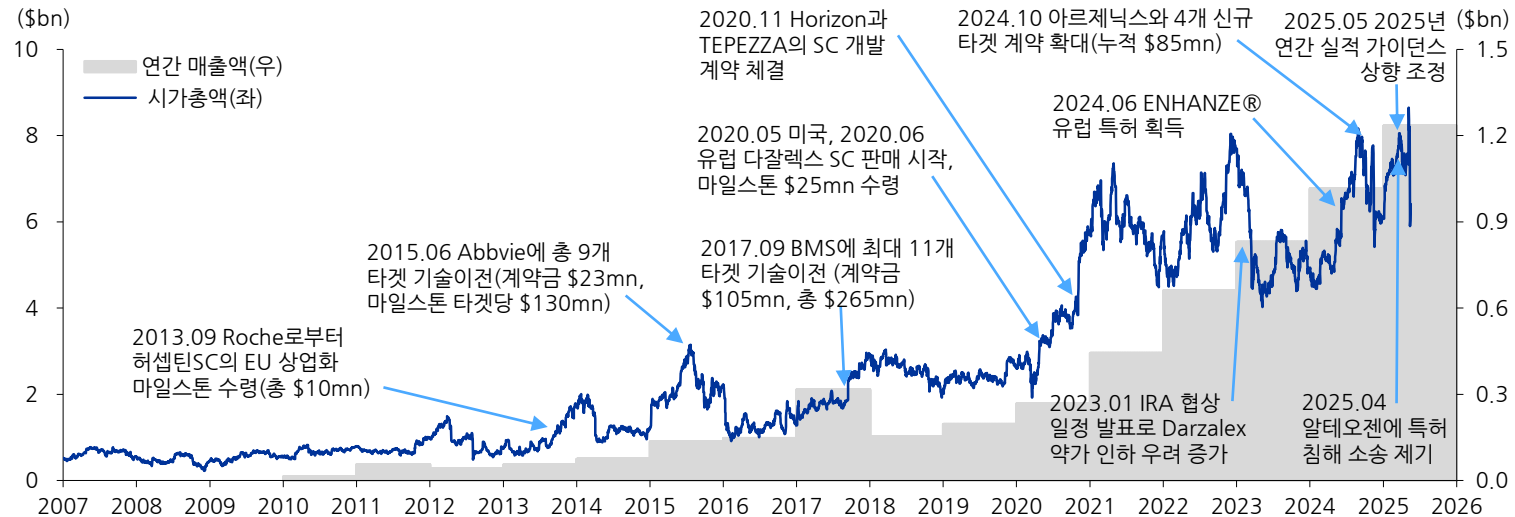
자료: Bloomberg, 유진투자증권

주: 2025E 실적은 Bloomberg consensus

11. 할로자임(NASDAQ:HALO): 사업 다각화만이 살 길

- 할로자임(Halozyme): 1998년 2월 미국 설립, 2004년 3월 나스닥 상장, 설립 28년차
- 세계 최초의 피하주사(SC)제형 약물 전달 플랫폼 ENHANZE® 기술 개발사
- 다수의 빅파마(J&J, Roche, BMS, Argenx 등)에 기술 이전하였으며, 약 50%의 영업이익률 달성
- 다잘렉스 SC 로열티 수익이 본격 반영되기 시작하던 2021년 초 12m Fwd P/E 약 30배에 달했음
- 현재 특허 만료, 약가 인하에 따른 성장 둔화 우려로 약 10배 수준에서 거래 중
- 할로자임은 ENHANZE 특허 만료가 예상되는 2034년 이후의 성장동력과 경쟁사 알테오젠 대비 경쟁력을 확보하기 위해 사업 다각화를 추진 중
- 2028년 예상 실적 가이드선으로 로열티 수익 \$1.15bn~\$1.2bn(2024년 \$0.57bn), 조정 EBITDA \$1.3bn~\$1.4bn(2024년 \$0.63bn)를 제시하고 있음

할로자임 시가총액(좌), 매출액(우) 추이 및 주요 이벤트 차트



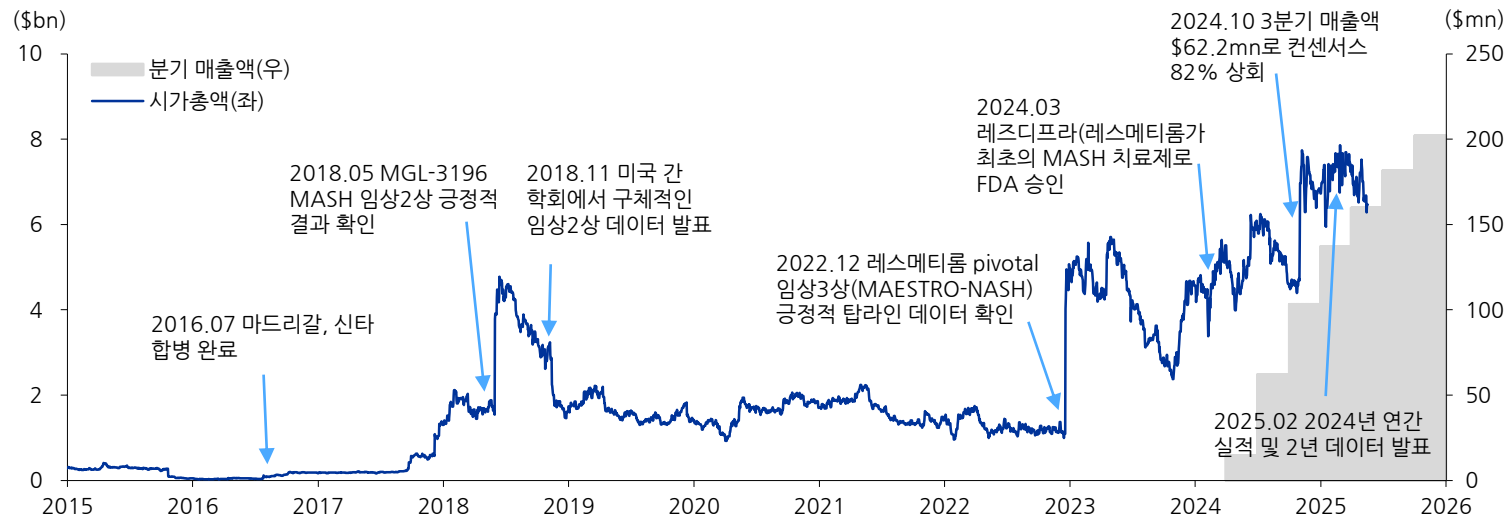
자료: Bloomberg, 유진투자증권

주: 2025E 실적은 Bloomberg consensus

12. 마드리갈(NASDAQ:MDGL): First-in-class MASH treatment

- 마드리갈 파마슈티컬스(Madrigal Pharmaceuticals): 2000년 03월 미국 설립, 2007년 02월 나스닥 상장, 설립 26년차
- 2030년 \$30bn로의 성장이 예상되는 MASH 시장
- 2024년 3월에 최초이자 유일한 치료제 레즈디프라™(성분명 레스메티롬, THR-β 작용제)를 FDA에 승인 받음. 미국 직접 판매 1년 차
- 레즈디프라™는 2024년 3월 MASH 섬유화 F2~F3 단계 치료제로 FDA 승인을 받고, 2024년 4월 미국 시장에 직접 출시
- F4c(보상성 간병변) 단계로 적응증을 확대한 임상3상(MAESTRO-NASH OUTCOMES, N=845) 결과는 2027년 경 확인할 예정
- 2026년 흑자 전환, 2028년까지 MASH 시장에서의 독점적 지위를 유지할 것으로 예상됨
- 레즈디프라의 출시 1년차 매출액은 \$180mn, 2030년 예상 매출액은 \$2.5bn, 마드리갈의 시가총액은 2025년 5월 기준 \$6bn

마드리갈 파마슈티컬스 시가총액(좌), 매출액(우) 추이 및 주요 이벤트 차트



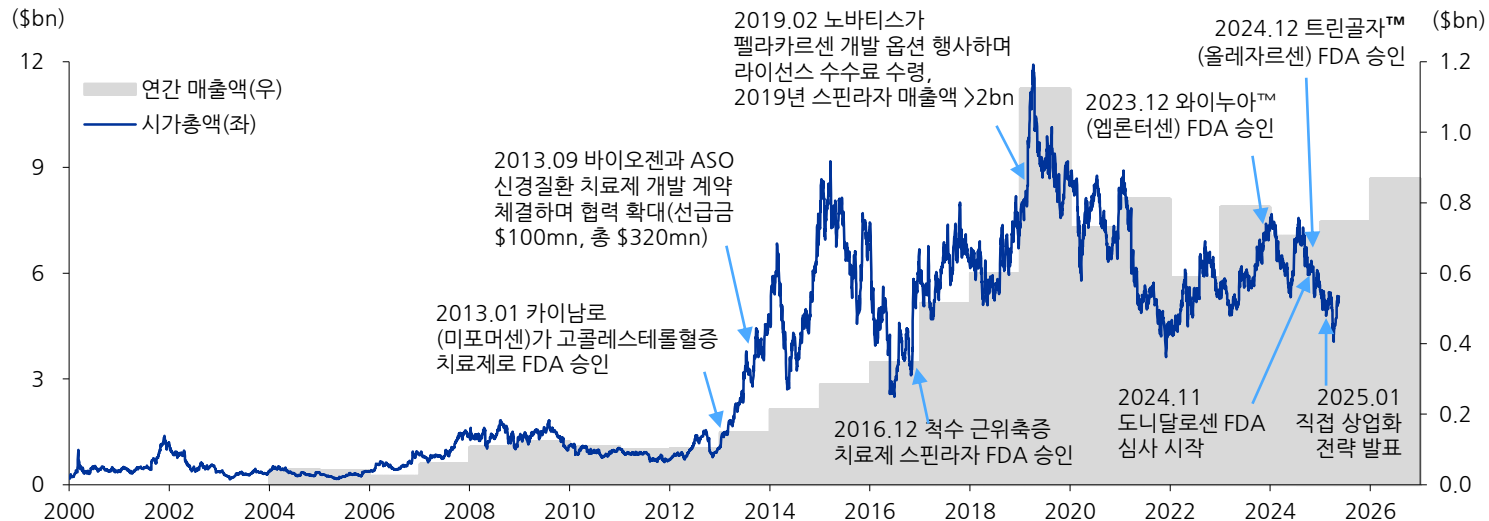
자료: Bloomberg, 유진투자증권

주: 2025E 실적은 Bloomberg consensus

13. 아이오니스(NASDAQ:IONS): 연구개발에서 상업화로 BM 확대

- 아이오니스 파마슈티컬스(Ionis Pharmaceuticals): 1991년 03월 미국 설립, 1991년 05월 나스닥 상장, 설립 35년차
- ASO 기반 RNA 치료제 개발사로 현재까지 6개 제품을 미국 시장에 출시, 다수의 임상 후기 파이프라인을 보유하고 있지만, 1조 이하의 매출액이 5년간 지속되면서 기업 가치 상승세가 하락 전환, \$6bn 수준에서 변동하고 있음
- 상업화에 성공한 제품은 스피라자®(바이오젠 L/O)로 판매 로열티가 매출액에 반영됨
- 2025년 초, 독자적인 판매망 구축을 통한 비즈니스 모델 확장을 발표함
- 핵심 성장 동력인 트린골자™(올레자르센, 희귀질환치료제)는 2024년 12월 FDA 승인을 받음. 2025년 하반기에 중증 고중성 지방혈증 (sHTG) 임상3상 결과가 유효할 경우 적응증 확대하여 2026년 상업성이 크게 확대될 것으로 예상됨
- 2025년 8월 중 도니달로센(PKK 타겟, 유전성 혈관부종)은 FDA 승인이 결정, 2026년 초 노바티스에 기술이전한 펠라카르센(Apo(a) 타겟, 심혈관 질환)의 임상3상 결과 발표가 기대됨

아이오니스 시가총액(좌), 매출액(우) 추이 및 주요 이벤트 차트



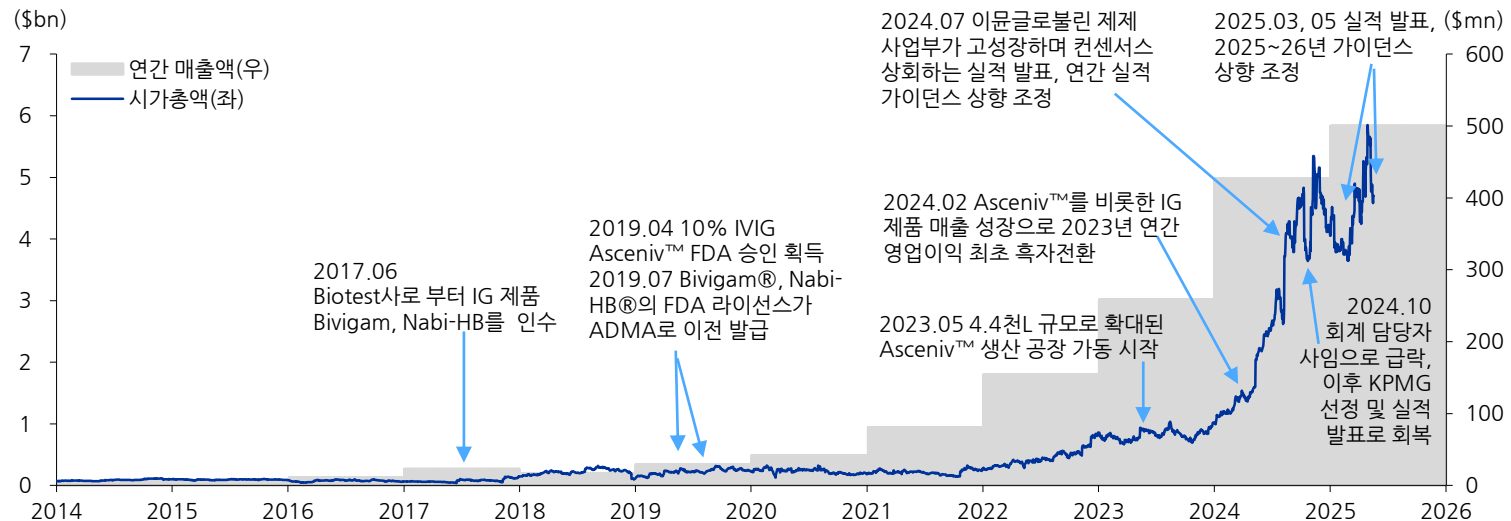
자료: Bloomberg, 유진투자증권

주: 2025E 실적은 Bloomberg consensus

14. 아드마(NASDAQ:ADMA): 실적으로 정당화하는 밸류에이션

- 아드마 바이오로지스(Adma Biologics): 2004년 06월 미국 설립, 2013년 10월 나스닥 상장, 설립 22년차
- ADMA는 IGIV 제품 아세니브™를 2019년 4월에 FDA 승인 받아 상업화한 제약사. 미국 전역에서 혈장 수입센터를 운영하며 제품의 원료인 혈장을 확보함
- 2023년 아세니브 생산능력을 4.4천L로 대폭 확대하여 가동, 이에 따라 연간 영업이익이 최초로 흑자 전환하며 기업가치가 급등하기 시작
- 미국 면역글로불린(IG) 시장의 후발주자 임에도 불구하고 견조한 성장을 보이는 혈장 제재 시장에서 고성장 중
- 2024년 이후에는 매분기 실적 발표에서 2025년-2026년 가이드언스를 상향 조정할 만큼 예상보다 긍정적인 매출 증가 추이를 보이고 있으며 수익성이 높은 IG 시장 특성 상 영업이익률은 더욱 가파르게 증가하고 있음
- 2025년 예상 매출액 \$512mn, 영업이익 \$202mn(OP margin = 40%), 2030년까지 중장기 목표 매출액 \$1bn 제시, 12m Fwd P/E는 약 26배 수준

ADMA 바이오로지스 시가총액(좌), 매출액(우) 추이 및 주요 이벤트 차트



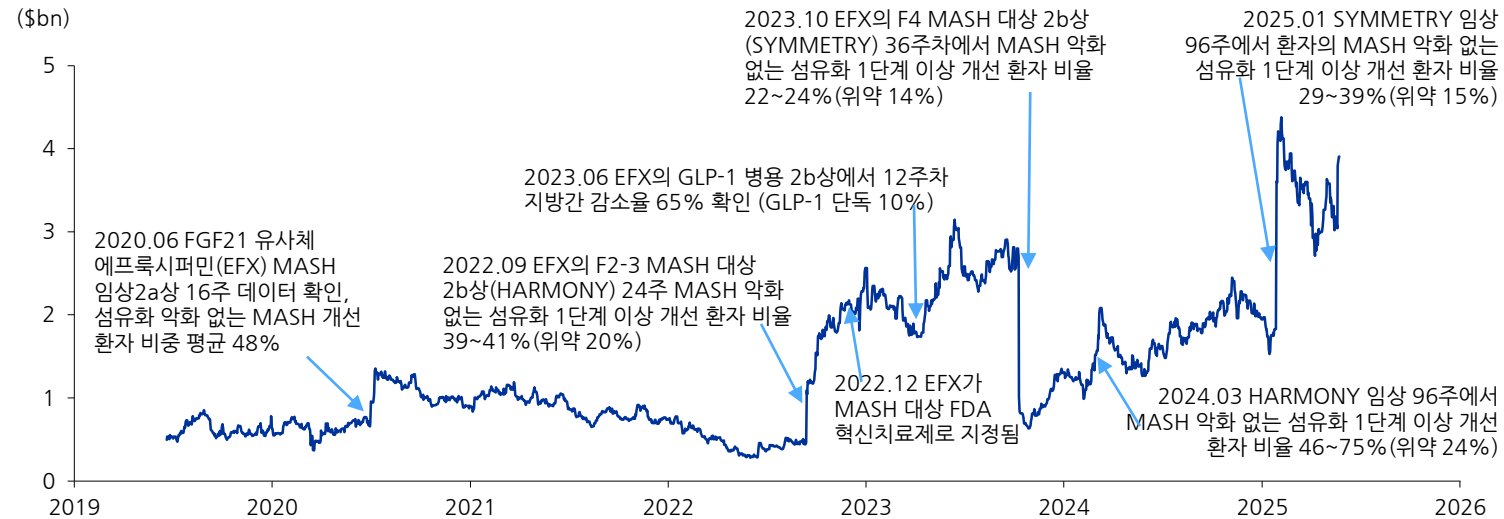
자료: Bloomberg, 유진투자증권

주: 2025E 실적은 2025년 5월 기준 ADMA가 제시한 가이드언스

15. 아케로(NASDAQ:AKRO): 임상 진전으로 기업 가치 상승

- 아케로 테라퓨틱스(Akero Therapeutics): 2017년 1월 미국 설립, 2019년 6월 나스닥 상장, 설립 9년차
- 미충족 수요가 큰 MASH 치료제 시장에서 에프룩시퍼민(이하 EFX, FGF21 유사체)의 우수한 임상 데이터를 다수 발표하며 기업가치가 크게 증가함
- EFX는 다른 기전의 치료제들 대비 임상에서 확인된 유효성이 높은 것으로 평가되나 경쟁사인 빅파마들 대비 임상 규모가 작다는 점에서는 한계가 있음
- 현재 3개의 임상 3상을 진행 중으로 2026년 상반기 F1~F3 단계의 MASH 환자 대상 데이터, 2027년 상반기에는 F2~F3 단계 대상 생검 데이터를 확인할 예정
- 레스메티롬 다음의 MASH 치료제는 2028년 경 출시가 전망되고 있어 향후 확인될 임상 및 상업화 전략에 따라 아케로의 기업가치가 지속 상승할 수 있음

아케로 테라퓨틱스 시가총액(좌), 매출액(우) 추이 및 주요 이벤트 차트

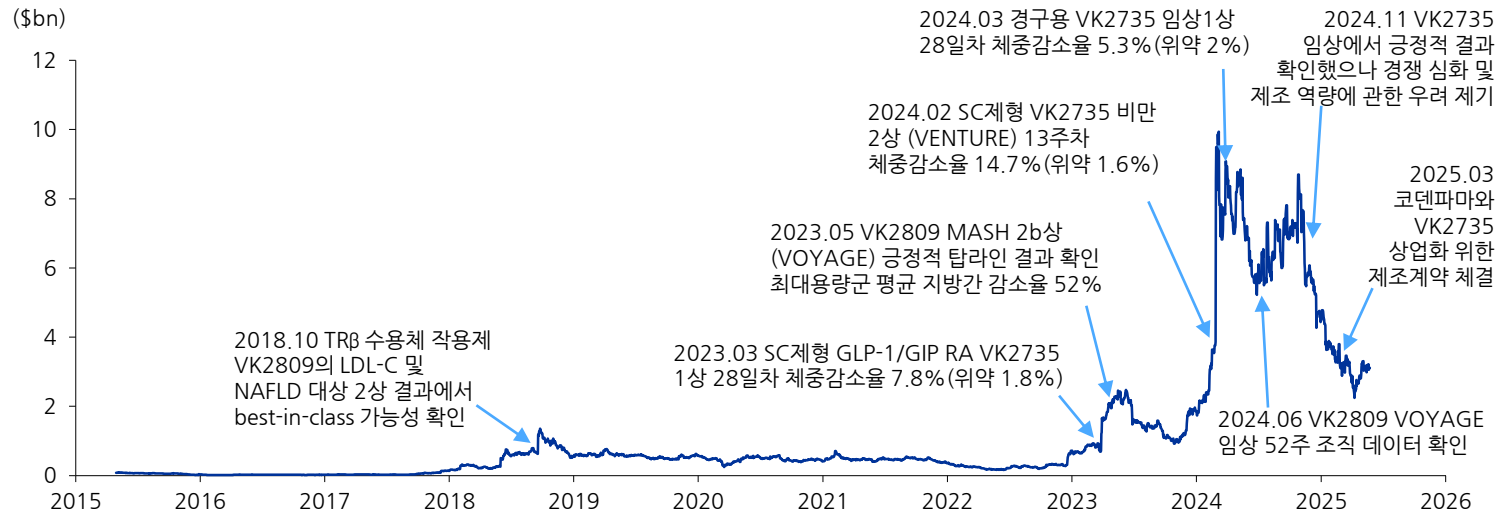


자료: Bloomberg, 유진투자증권

16. 바이킹(NASDAQ:VKTX): 비만 테마주 열풍 수혜주

- 바이킹 테라퓨틱스(Viking Therapeutics): 2012년 12월 미국 설립, 2015년 4월 나스닥 상장, 설립 14년차
- 대사질환 치료제 후보물질 VK2809(TRβ RA, MASH 치료제, 임상2상 완료), VK2735(GLP-1/GIP RA, 비만 치료제, 경구제형 2상 진행 중)를 개발하고 있음
- 핵심 파이프라인 VK2809, VK2735 임상에서 유망한 결과를 확인하며 기대감이 주가에 과도하게 반영, 2024년 초 시가총액이 약 \$10bn까지 급상승
- 그러나 비만 치료제 분야의 경쟁 심화, 기술 이전 부재, 개발 및 판매 역량은 검증되어 있지 않음. 테마주 성격으로 급상승한 주가는 이후 다시 급락
- 2025년 2분기 VK2735 SC제형 3상을 개시하고 하반기에는 경구제형 2상 데이터를 확인할 예정으로, 긍정적 결과 확인될 시 주가 반등 가능할 것
- 그러나 이미 릴리, 노보 노디스크는 경구용 비만치료제 출시 준비를 완료했으며 다른 빅파마들도 바이오텍들로부터 파이프라인을 확보한 상태이므로 성공적 상업화 가능성에 대한 우려는 지속될 전망

바이킹 테라퓨틱스 시가총액(좌), 매출액(우) 추이 및 주요 이벤트 차트



자료: Bloomberg, 유진투자증권

17. 바이오아틱(STO:BIOA-B): FDA 승인만으로는 부족

- 바이오아틱(BioArctic): 2003년 스웨덴 설립, 2017년 10월 스톡홀름 상장, 설립 23년차
- 알츠하이머병 치료제 레캬비®(레카네맙, 아밀로이드-β 단일항체)의 원개발사
- 2007년 일본 에자이에게 레카네맙을 기술 이전, 16년간의 연구개발을 거쳐 2023년 1월에 FDA 승인을 획득, 판매 2년 차
- 2024년에 에자이, BMS와 CNS 치료제 개발을 위한 BBB 셔틀 플랫폼 기술 및 관련 신약 후보물질 기술 이전 계약 체결하며 다시 주목받고 있음
- 에자이/바이오젠은 처방 확대를 위해 대상 환자 진단 편의성 증대(기존의 고비용/침습적 검사 → 혈액검사), SC제형 개발을 추진하고 있음(PDUFA 2025.08.31)
- First in class 알츠하이머 치료제 출시에도 불구하고, 경쟁 제품 출시, 상업화 한계로 인해 성공적인 상업화에 대한 우려가 높음
- 레캬비의 출시 2년차 매출액은 \$194mn이며, 2030년 예상 매출액은 \$3bn 전후로 예상됨. 바이오아틱의 시가총액은 2025년 5월 기준 \$1.7bn 수준으로 레캬비의 임상 3상 결과 발표 이후 기업가치는 지속적으로 하락하고 있음

바이오아틱 시가총액(좌), 매출액(우) 추이 및 주요 이벤트 차트



자료: Bloomberg, 유진투자증권

주: 2025E 실적은 Bloomberg consensus

18. 제론(NASDAQ:GERN): FDA 승인 이후 시가총액 1/3로 폭락

- 제론 코퍼레이션(Geron Corporation): 1990년 11월 미국 설립, 1996년 07월 나스닥 상장, 설립 36년차
- 저위험 골수이형성 증후군 치료제(LR-MDS) 라이텔로™(이메텔스타트, 텔로머라아제 저해제) 는 2024년 6월 FDA 승인을 받음
- 2024년 하반기 미국 시장에 직접 출시하여 판매 중이나 판매액 증가 추세가 예상보다 더뎠다 2025년 초 주가 큰 폭 하락함
- 향후 출시 지역 및 적응증 확대하며 처방이 점차 증가할 것으로 예상됨
- 라이텔로는 2026년 유럽 출시 예정이며, 골수섬유화증(MF) 임상3상의 중간, 최종 데이터는 각각 2026년 하반기, 2028년 하반기 확인할 예정
- 제론은 2028년 미국 MF 타겟 환자 수를 약 1만명으로 예상하고, MF 임상 결과가 긍정적으로 확인될 경우 라이텔로의 타겟 시장을 두 배 확대할 수 있다고 전망
- 라이텔로의 2025년 예상 매출액은 \$0.2bn에 그치면서 제론 시가총액은 FDA 승인 당시 \$3.0bn 에서 현재 \$0.9bn 수준으로 폭락

제론 시가총액(좌), 매출액(우) 추이 및 주요 이벤트 차트



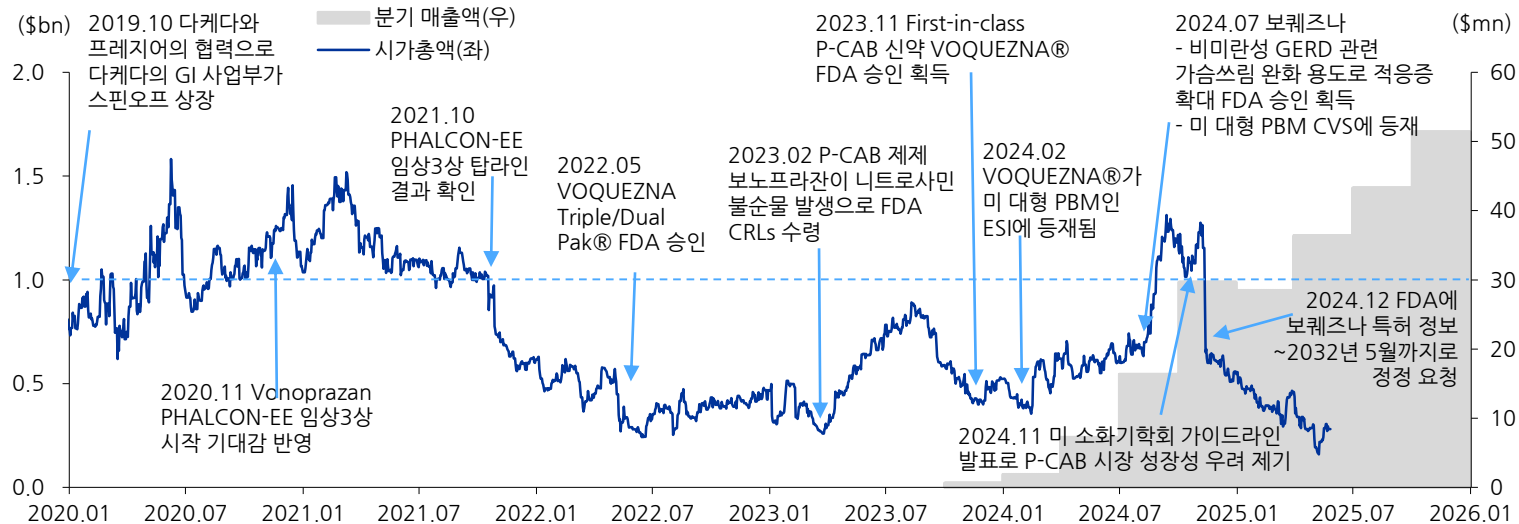
자료: Bloomberg, 유진투자증권

주: 2025E 실적은 Bloomberg consensus

19. 패섬(NASDAQ:PHAT): 제네릭 진입 우려로 주가 하락

- 패섬(Phathom Pharmaceuticals): 2018년 01월 설립, 2019년 10월 나스닥 상장, 설립 8년차
- 항궤양제 시장에서 first-in-class P-CAB 기전의 보퀴즈나®(보노프라잔)를 2023년 11월 FDA에 승인 받아 판매 중. 판매 2년 차인 2024년 매출액 \$55mn
- P-CAB 은 기존에 주로 사용되던 PPI 제제 대비 치료 효과가 빠르게 나타나고 지속 시간이 길어 항궤양제 시장 내 점유율을 점차 늘려갈 것으로 예상됨
- 패섬은 보퀴즈나 peak sales \$3bn 달성을 목표로 하고 있으며, 특허 연장과 관련한 불확실성이 해소되고 매출 상승 추세가 본격화될 경우 주가 re-rating될 전망
- 다만 보노프라잔의 특허 연장에 실패할 경우 2028년 경 제네릭이 출시될 수 있어 보노프라잔을 비롯한 P-CAB 신약들의 성장에 부정적 영향을 미칠 수 있음
- 패섬은 2024년 말 FDA에 보노프라잔의 특허를 2032년 5월 3일까지로 정정하기 위한 시민 청원을 제출했으며, 결과는 2025년 6월 11일 전후로 확인될 예정

패섬 파마슈티컬스 시가총액(좌), 매출액(우) 추이 및 주요 이벤트 차트



자료: Bloomberg, 유진투자증권
주: 2025E 실적은 Bloomberg consensus

20. ADCT(NYSE:ADCT) : 존재감이 없어진 ADC 기업

- ADC 테라퓨틱스(ADC Therapeutics): 2011년 06월 스위스 설립, 2020년 05월 뉴욕 상장, 설립 15년차
- ADC 치료제 전문 개발 바이오텍으로 유일한 상업화 제품인 미만성거대B세포림프종(DLBCL) 치료제인 CD19 ADC 진론타®를 상업화
- 그러나 개발 당시 대두되었던 안전성 문제로 인해 상업적 성공이 어려울 것으로 예상되었지만, 2021년 4월 FDA 승인받음
- 그러나 상업화에 실패하면서 기업가치가 지속 하락, 이후 신규 파이프라인 부재한 상황
- ADC 테라퓨틱스는 일부 임상 실패에도 병용요법을 통해 진론타의 임상 개발을 지속하고 있으나 상업적 한계를 극복하기는 어려울 것으로 보임
- PBD 계열 페이로드의 한계를 보였으나, 국내 리가켄바이오는 유사한 페이로드가 탑재된 신약 후보물질 LCB73(CD19-pPBD ADC)의 임상에서 유효한 결과를 보이고 있음

ADC 테라퓨틱스 시가총액(좌), 매출액(우) 추이 및 주요 이벤트 차트



자료: Bloomberg, 유진투자증권

주: 2025E 실적은 Bloomberg consensus

편집상의 공백페이지입니다

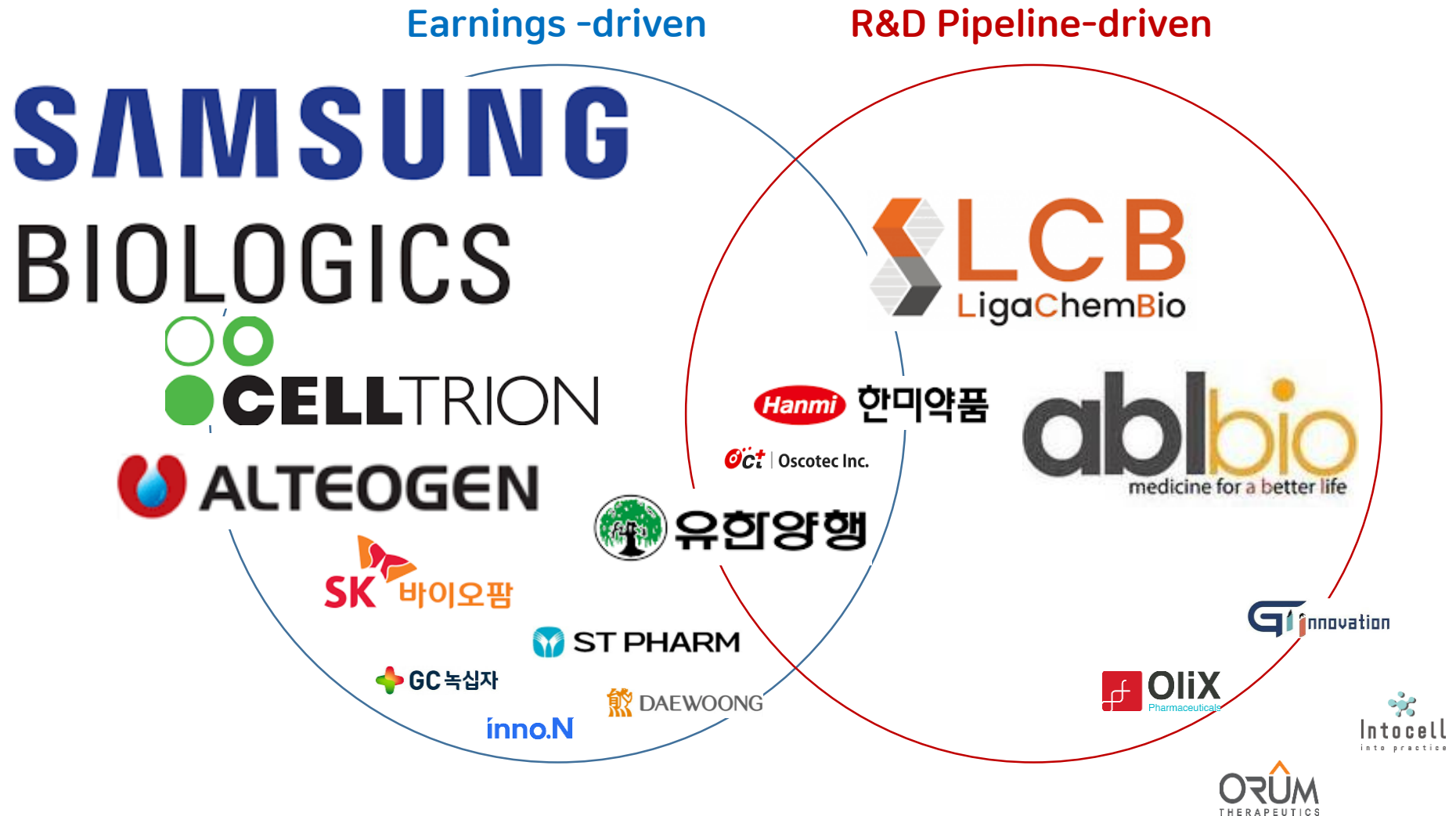
04

유형화 작업

:실적주 vs. re-rating주

바이오제약 기업 유형화

국내 바이오제약 유형화



자료: 유진투자증권

유형화: 비즈니스 모델, 실적추이, 밸류에이션, R&D 파이프라인 감안

실적 모멘텀 vs. Re-rating 모멘텀

- 실적 모멘텀: 대형 바이오 기업, 제약 기업, 이미 리레이팅이 진행된 바이오텍으로 안정적 실적 달성이 가능한 기술 기업
- Re-rating 모멘텀: 다수의 R&D 파이프라인을 보유하고 있으며, 임상 진행에 따라 단계적인 기업가치 상승이 진행될 기업들

국내 바이오제약 기업 유형화

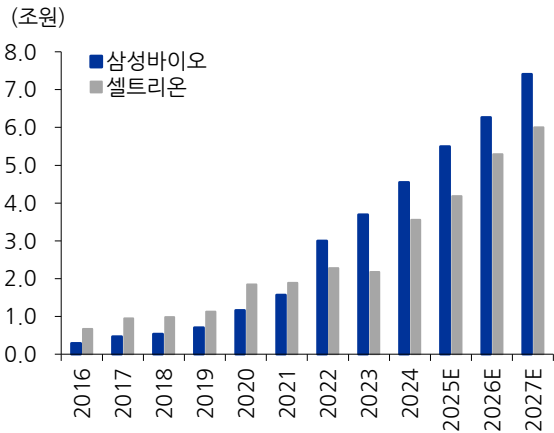
	실적 모멘텀 (Earnings-driven)	Re-rating 모멘텀
해당 기업	▪ 대형 바이오 기업: 삼성바이오로직스, 셀트리온 ▪ 제약 기업: 알테오젠, 유한양행, SK바이오팜 ▪ 중형 바이오 기업: 대웅제약, 종근당, HK이노엔 ▪ 소형 바이오 기업: 바이오다인	▪ Re-rating 2차 진행: 리가캠바이오, ABL바이오 ▪ Re-rating 1차 진행: 오스코텍, 울릭스, 지아이 이노베이션, 보로노이 ▪ 신생 기업: 큐로셀, 인투셀, 오름 테라퓨틱 ▪ 한미약품
비즈니스 모델	▪ CMO/ CDMO 기반 완제 의약품 제조, 유통 ▪ 안정적 매출 기반: 연평균 15~20%yoy 이익 성장 기대 가능	▪ 신약 개발 중심, 플랫폼 기술을 수출 ▪ 글로벌 라이선싱 목표
실적 추이	▪ 연간 매출액, 영업이익의 꾸준한 성장 ▪ 분기 실적 기대감 반영	▪ 매출 부재, 적자 지속 ▪ 기술 수출, 임상 진전 시 급등
밸류에이션	▪ PER, EV/EBITDA 중심의 밸류에이션으로 평가 ▪ 동종업계 대비 저평가 여부 판단 가능	▪ 시가총액/ 파이프라인 가치 기준 ▪ DCF 모델 사용
R&D 파이프라인	▪ R&D 파이프라인들 대부분 전임상 또는 임상 1상 시작 단계 ▪ 자체 개발보다는 제조 수주, 기술 도입을 통한 임상 개발에 집중	▪ R&D 파이프라인 임상 2상 이후 후기 임상 단계 진입 ▪ 글로벌 빅파마와 제휴를 맺고 있어 상업화 가능성이 높음 ▪ 임상 후기 단계 파이프라인의 peak sales가 > \$3bn 이상이 예상되는 수준 ▪ 전임상 단계라도 빅파마들의 관심이 높고 first-in class 출시가 가능한 기전

자료: 유진투자증권

실적주 비교: 삼성바이오로직스 vs. 셀트리온

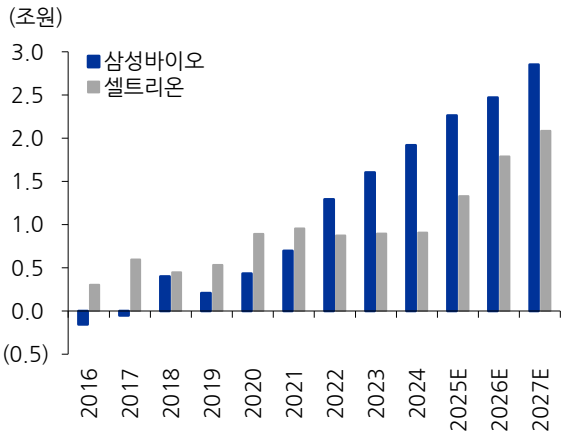
	삼성바이오로직스	셀트리온
비즈니스 모델	장기 계약 기반의 안전성과 확장성 확보	바이오시밀러 글로벌 1위 기업이나 시장 내 경쟁 심화, 규제 환경, 가격 민감도 등으로 불확실성이 높음
실적 추이 및 전망	생산능력 확대에 따라 견조한 매출액 및 이익 성장 예상	- 바이오시밀러 제품들의 라이프사이클이 짧아지고 있음 - 소비 증가에도 가격 하락 압력 지속
중장기 사업 전략	삼성바이오에피스 분할 이후 삼성바이오에피스홀딩스의 신약 개발 성과 기대	CDMO와 신약 비즈니스 모델로 확장
밸류에이션	매출 성장세가 유지되는 한 밸류에이션 수준 유지 가능할 것	밸류에이션 디레이팅 진행
투자 전략	연간 15~20%yoy 수준의 이익 성장에 따른 기업가치 상승 기대	미국 진출 성과가 확인되는 시기에 기업가치 재평가(re-rating) 가능할 것

매출액 추이 및 전망



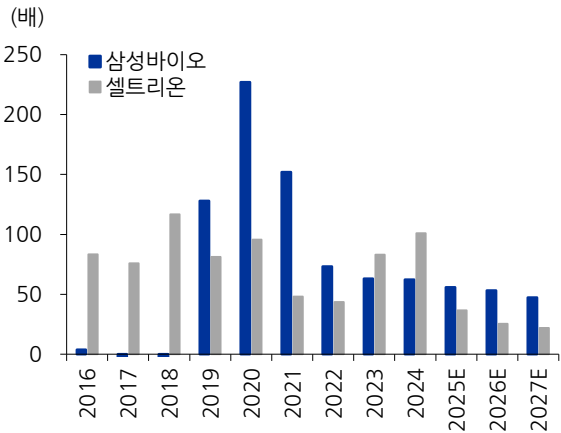
자료: 각 사, 유진투자증권
주: 2025E-2027E는 당사 추정치 기준

EBITDA 추이 및 전망



자료: 각 사, 유진투자증권
주: 2025E-2027E는 당사 추정치 기준

PER 추이 및 전망

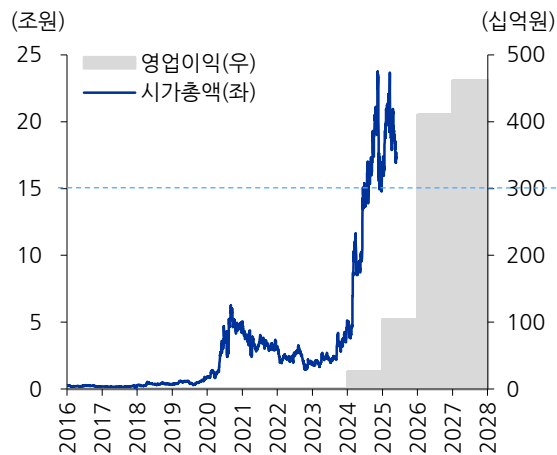


자료: 각 사, 유진투자증권
주: 2025E-2027E는 당사 추정치 기준

실적주 비교: 알테오젠, 유한양행, SK바이오팜

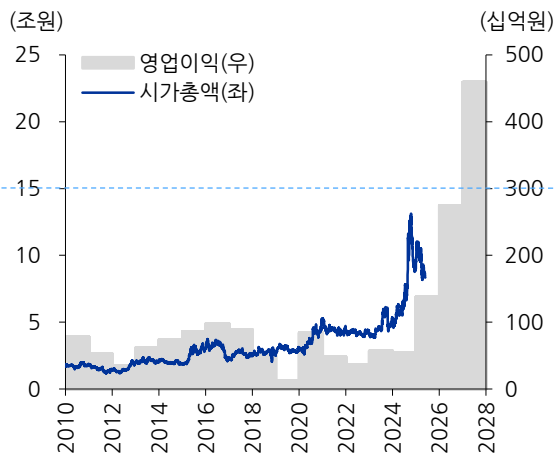
	알테오젠	유한양행	SK바이오팜
비즈니스 모델	글로벌 빅파마의 블록버스터 의약품의 SC 제형 변화 기술 보유	레이저티닙의 글로벌 매출액 증가에 따른 판매 로열티 수입, 국내 의약품 판매, 저분자 화합물 API 수출	엑스코프리 글로벌 매출액 증가에 따른 이익 성장
실적 추이 및 전망	2024년부터 흑자 지속 2027~2029년 연평균 영업이익 > 3000억원 예상	2025년부터 이익 성장 가시화 2027년 이후 영업이익 > 3,000억원 예상	- 예상 영업이익률 30% 수준 기대 2027년 이후 영업이익 > 3,000억원 예상
중장기 사업 전략	- 자체 생산 시설 보유 - 바이오베터 연구개발을 통한 제품 출시	- 저분자 화합물 API 수출 증가 - R&D 파이프라인 투자	제품 포트폴리오 보강을 통한 지속 가능한 성장
밸류에이션	2027년 예상 실적 기준 PER 42배	2027년 예상 실적 기준 PER 33배	2027년 예상 실적 기준 PER 27배
투자 전략	기술 이전 기대에 따른 단기 상승 모멘텀 기대	R&D 파이프라인 기술 이전, 레이저티닙 글로벌 매출 성장에 따른 실적 모멘텀 기대	매분기 실적 성장에 따른 단기 추가 모멘텀 기대
투자 리스크	중장기 고성장성에 대한 높은 기대감	경영 비효율화에 따른 국내 부분 수익성 악화 지속	신제품 공백에 따른 우려

알테오젠 시가총액, 영업이익 추이 및 전망



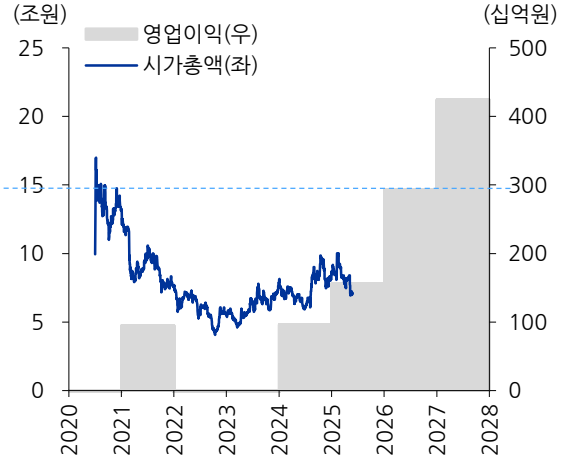
자료: 각 사, 유진투자증권
주: 2025E-2027E는 당사 추정치 기준

유한양행 시가총액, 영업이익 추이 및 전망



자료: 각 사, 유진투자증권
주: 2025E-2027E는 당사 추정치 기준

SK바이오팜 시가총액, 영업이익 추이 및 전망



자료: 각 사, 유진투자증권
주: 2025E-2027E는 Fnguide 컨센서스

상위 제약사 성장 전략 및 R&D 파이프라인, 할인요인

- 유한양행: 신약 개발 부문에서 가장 앞서 있는 제약사
 - 레이저티닙 해외 매출 증가세가 기대치를 상회한다면 주가 상승 모멘텀 발생할 것
 - 2025년 2월: 아미반타맵SC/레이저티닙 FDA 승인 기대
 - 저분자 API 수출 증가 기대
 - GI이노베이션 파이프라인 기술이전 기대
- 한미약품: 2025년 하반기에 연구개발 파이프라인 가치 상승 기대
 - 대사질환에 집중, MASH 치료제는 일라이 릴리와 3년 차이, 국내 비만 치료제 시장 진출은 2026년 하반기 이후
 - 국내 고지혈증 환자 증가세가 지속되고 있어 주력품목의 매출 성장세 지속, 북경 한미 영업 정상화
- 녹십자: ‘알리글로’의 미국 판매액 증가와 이에 따른 이익 증가가 주가 상승 동력으로 작용할 수 있음
- HK이노엔: 해외 시장 진출을 통해 케이캡의 매출 성장은 지속될 것
 - 미국 임상 3상 완료 후 2025년 하반기 FDA 신약 승인 신청 기대, 2026년 하반기 미국 시장 내 상업화, 유럽 판권 매각 기대
- 종근당, 대웅제약
 - 상대적으로 저평가 받고 있다고 판단할 수 있으나 제품 포트폴리오, 신약 파이프라인 등을 감안하면 할인요인 존재
 - 신성장 동력 확보, 글로벌 시장 진출 전략, 연구개발 부문에서 성과 가시화되는 것이 주가 상승을 견인할 것

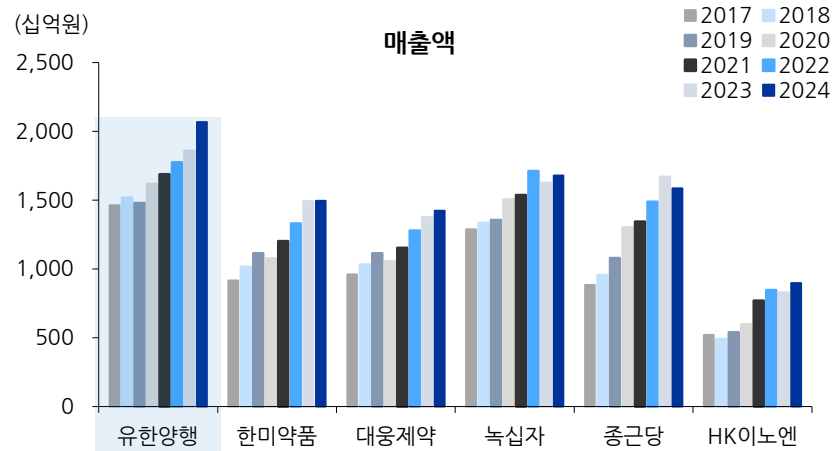
중장기 성장 동력 vs. 기업가치 할인 요인

1. 유한양행	2. 한미약품	3. 녹십자	4. 대웅제약	5. HK이노엔	6. 종근당	7. 동아에스티
· 레이저티닙 글로벌 판매 · 알리글로 치료제 임상 1상 · 저분자 API 수출 증가	· MASH 임상 2b상 중 · 강력한 마케팅력 · 로수젯 매출 성장 · 북경한미의 제품 포트폴리오 다각화 · R&D 파이프라인 약함	· 알리글로(이문글로볼린) 미국 시장 진출 · 이문글로볼린 시장의 고성장성, 고수익성 · 대상포진백신 연구개발 중 · 경영 효율화 필요	· 나보타, 펙수클루 · 강력한 마케팅력 · 인도네시아 특신 공장 건설 중 · 메디톡스와 소송 장기화 · 특발성폐섬유증 파이프라인 보유	· 케이캡 해외 수출 · 수액제 성장 · 케이캡 이후 제품 부재 · 케이캡의 미국 판매 증가	· HDAC 임상 2상 시작 · ADC 파이프라인 확보 · 강력한 마케팅력 · 풍부한 투자여력 · CAR-T 치료제 분야 진출 · 제품력 약함	· 성장호르몬이 주력 제품 · 이외 제품 포트폴리오가 약함 · 연구개발력을 아직 입증받지 못함 · 연결 영업이익 적자

자료: 각 사, 유진투자증권

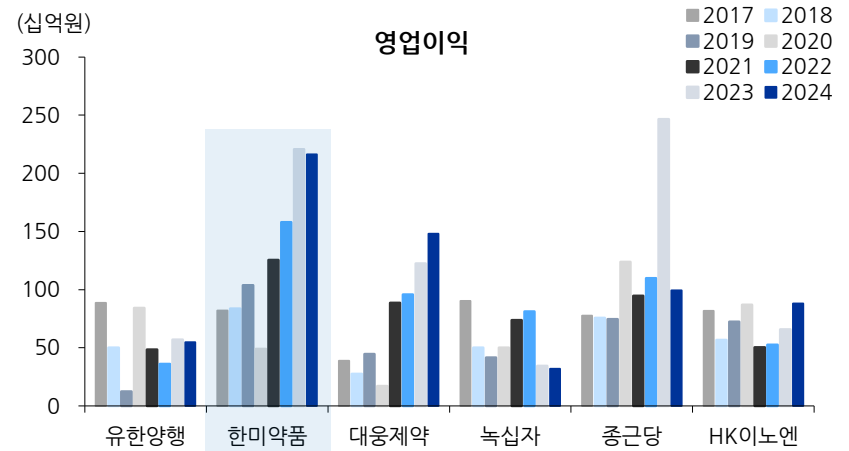
국내 상위 6개 제약사 8년 실적 추이 비교

매출액: 국내 외형 1위는 유한양행



자료: Quantiwise, 유진투자증권

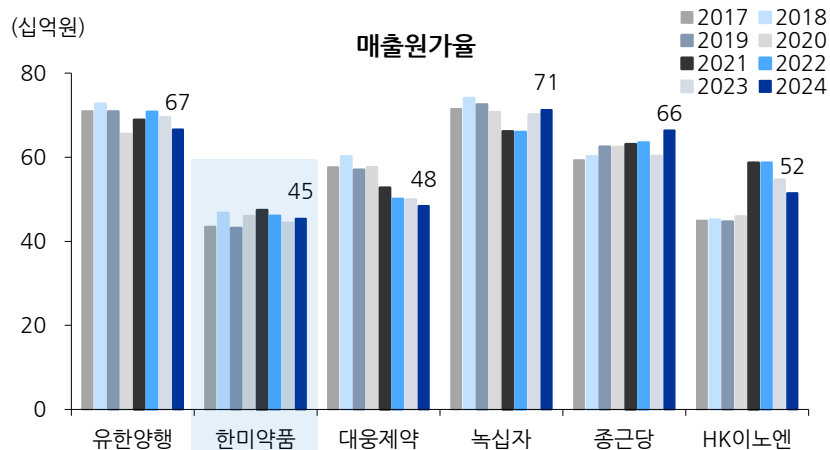
영업이익: 영업이익 1위는 한미약품, 성장성이 가장 높음



자료: Quantiwise, 유진투자증권

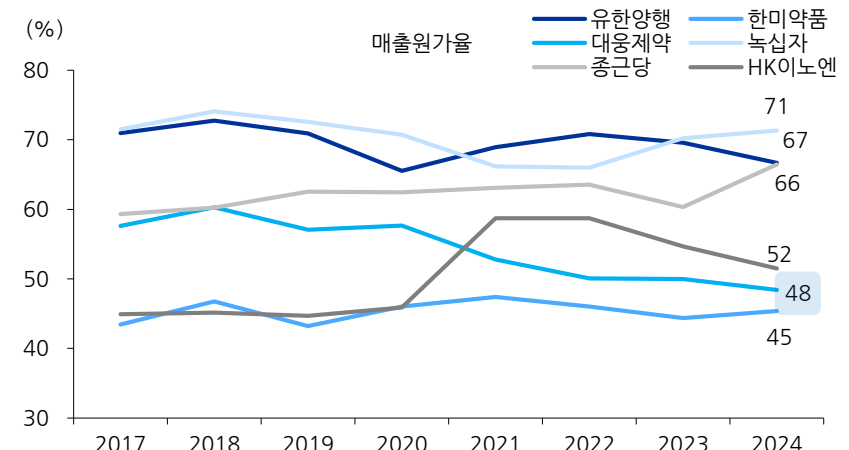
주: 종근당 2023년 기술수출료 제외(1,060억원)

매출원가율: 자체생산제품 판매비중이 높은 한미약품이 가장 낮은 원가율



자료: Quantiwise, 유진투자증권

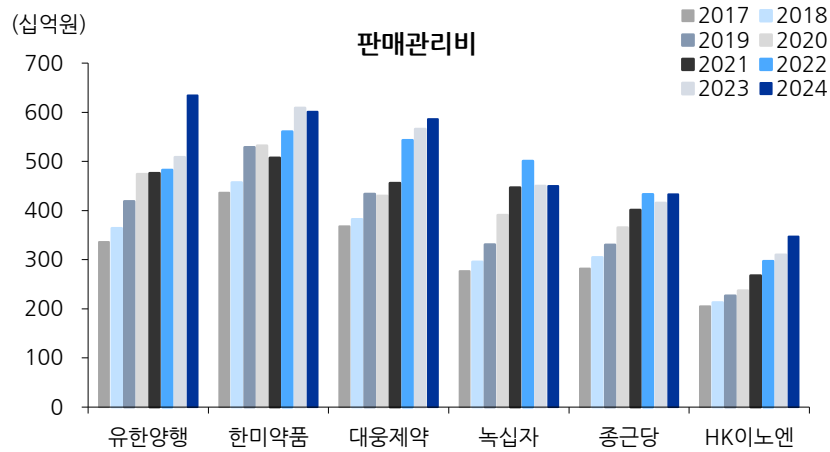
매출원가율 추이: 자체개발제품 판매비중이 높아지는 대웅제약 원가율 하락 중



자료: Quantiwise, 유진투자증권

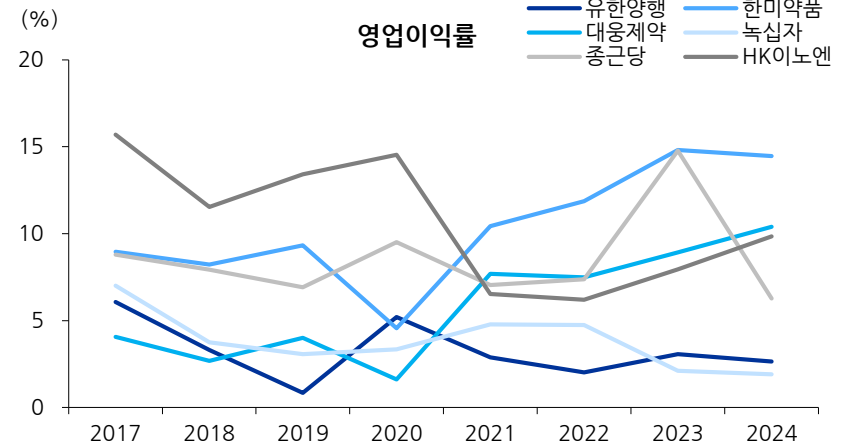
국내 상위 6개 제약사 8년 비용 구조 비교

판관비: 유한양행의 판관비 증가폭이 가장 큼



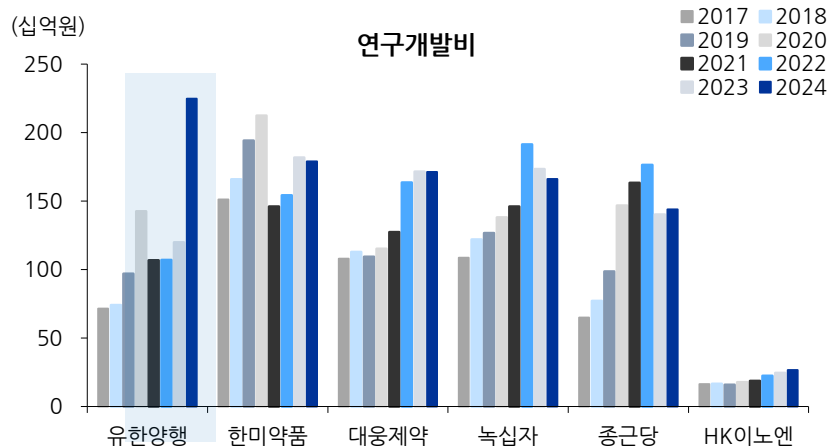
자료: Quantiwise, 유진투자증권

영업이익률: 한미약품이 15%에 가깝게 영업이익률을 상승 중



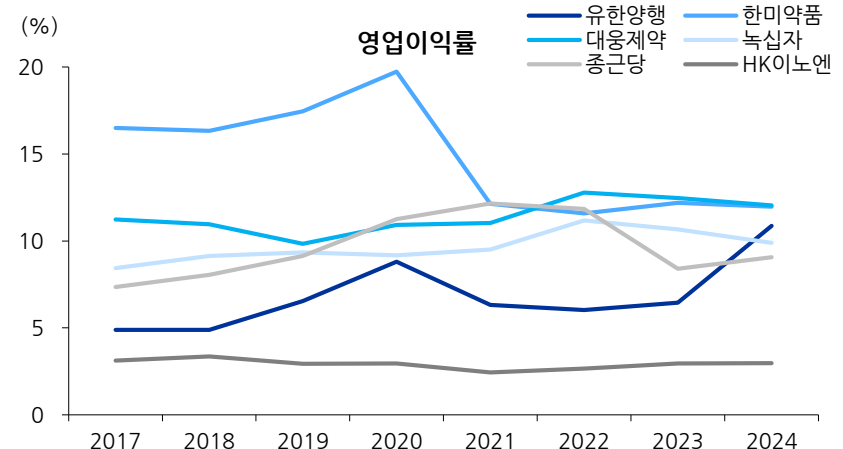
자료: Quantiwise, 유진투자증권

연구개발비 추이: 8년 전 대비 평균 88% 증가, 유한양행 215% 증가



자료: Quantiwise, 유진투자증권

연구개발비 비중: 매출액 대비 10% 수준

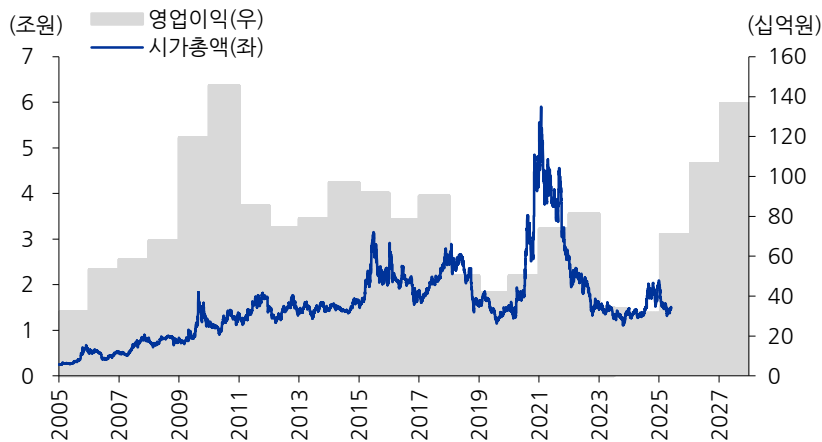


자료: Quantiwise, 유진투자증권

실적주 비교: 녹십자, 에스티팜

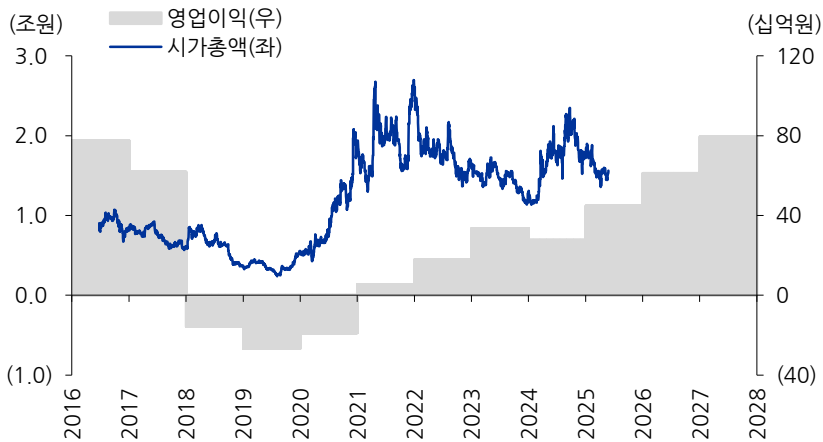
	녹십자	에스티팜
비즈니스 모델	백신, 혈액 제제, 희귀질환 치료제 중심의 연구개발 판매사	올리고뉴클레오타이드 기반의 원료 의약품 CDMO, 신약 개발
실적 추이 및 전망	2025년부터 이익 성장 가시화: 미국 시장에 알리글로 판매 본격화 2027년 이후 영업이익 >1,000억원 예상	2025년부터 이익 성장 가시화 2027년 이후 영업이익 >3,000억원 예상
중장기 사업 전략	- 미국에 혈장 사업 확장, 생산 시설 확대 - R&D 파이프라인 투자	- RNA 치료제가 대사 질환 치료제로 적응증을 확대하면서 상업성 증가 기대 - 고객사들의 원료 생산 주문 증가 기대
밸류에이션	2027년 예상 실적 기준 PER 23배	2027년 예상 실적 기준 PER 26배
투자 전략	알리글로 매출 증가 속도에 따른 이익 성장속도를 확인하면서 투자	- 고객사들의 신약 파이프라인 임상 결과에 따른 모멘텀 기대 - RNA 치료제 시장의 확대를 예상한 중장기 투자 전략 유효
투자 리스크	부실 계열사들의 실적 악화, 투자 확대에 따른 재무 구조 악화	고객사들의 임상 실패. 상업화 실패

녹십자 시가총액, 영업이익



자료: 각 사, 유진투자증권
주: 2025E-2027E는 당사 추정치 기준

에스티팜 시가총액, 영업이익

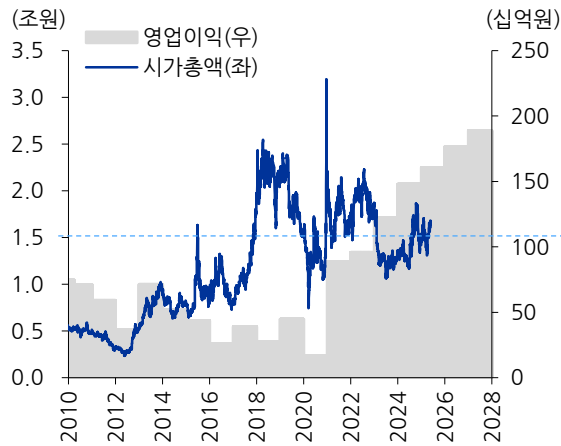


자료: 각 사, 유진투자증권
주: 2025E-2027E는 당사 추정치 기준

실적주 비교: 대웅제약, HK이노엔, 종근당

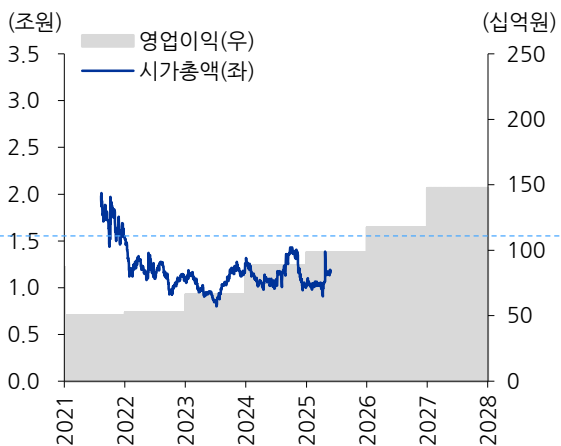
	대웅제약	HK이노엔	종근당
비즈니스 모델	- 국내 전문 및 일반의약품 연구개발 유통 - 해외 보툴리눔 독신 제제 판매	- 국내 전문 및 일반의약품 연구개발 유통 - 항궤양제 케이캡의 해외 매출 증가에 따른 성장 기대	- 국내 전문 및 일반의약품 연구개발 유통 - 신약 연구개발 진행
실적 추이 및 전망	해외 보툴리눔 독신 제제 시장 확대, 국내 마케팅 강화에 따른 견조한 이익 성장 기대	케이캡의 국내 성장과 해외 수출이 증가하면서 견조한 이익 성장 기대	국내 시장 성장 정체 및 자체 개발 제품이 부재하면서 성장 정체에 직면
중장기 사업 전략	- 보툴리눔 독신 제제 해외 진출 가속화 - 신약 연구개발	케이캡의 미국 FDA 승인 이후 2026년 상업화	신약 개발 및 투자 성과 기대, 국내 코마케팅 활성화
밸류에이션	2027년 예상 실적 기준 PER 12배	2027년 예상 실적 기준 PER 13배	2027년 예상 실적 기준 PER 10배
투자 전략	실적 성장에 따른 기업가치 상승	실적 성장에 따른 기업가치 상승	R&D 파이프라인 가치 상승에 따른 기업가치 상승
투자 리스크	메디톡스와 국내 민사 소송	케이캡과 유사한 기전의 보퀘즈나 미국 매출 성장 부진할 경우 케이캡의 미국 시장 상업화가 부진할 수 있음	- 내수 시장 정체로 부진한 실적 예상 - R&D 성과 가시화 지연

대웅제약 시가총액, 영업이익



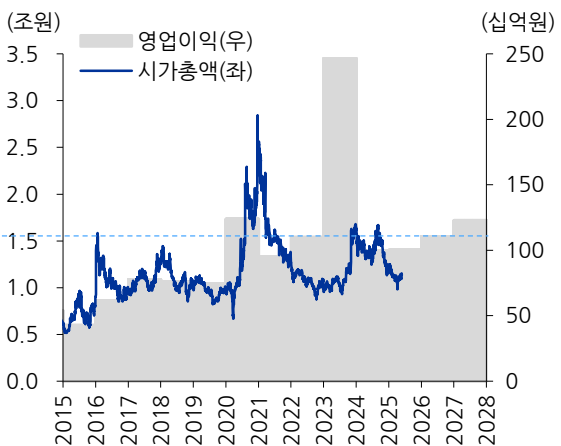
자료: 각 사, 유진투자증권
 주: 2025E-2027E는 당사 추정치 기준

HK이노엔 시가총액, 영업이익



자료: 각 사, 유진투자증권
 주: 2025E-2027E는 당사 추정치 기준

종근당 시가총액, 영업이익



자료: 각 사, 유진투자증권
 주: 2025E-2027E는 당사 추정치 기준

Re-rating stocks: 리가켄



■ 파이프라인

- LCB 84: 핵심 파이프라인, 임상 1상 2025년 말~2026년 데이터 확인 기대, 2027년까지 임상 2상 진행 예정. 유효한 임상 데이터 확인 시 기업 가치 급증할 것. 옵션 행사금 \$200mn도 기대, Best-in class를 기대
- LCB 71: 혈액암 DLBCL 1차 치료제로 임상 시작, Best-in class를 기대, 2026년 임상 결과 확인 후 기술 이전 기대. 리가켄 지분 약 25~30% 추정
- LCB 39: 2026년 임상 1상 시작 예정, LCB84의 기술 이전 가치를 뛰어넘을 혁신 신약 후보 물질로 평가할 수 있음, First-in class를 기대
- LCB79: 2026년 임상 1상 시작 예정, 2028년쯤 유망성 평가 가능할 것

■ 기술 이전 현황 및 전망: 암젠(플랫폼), J&J(LCB84), 오노약품공업(LCB97), 시스톤(LCB71), 추가 플랫폼 기술 이전 추진 중, 2027년경 LCB39 기대

- 연간 매출액 1,000억원+ α (기술이전 시) 이상, R&D 비용 > 1,500억원 예상

리가켄바이오 연도별 주요 마일스톤

연도	2023	2024	2025	2026	2027	2028
주요 마일스톤	J&J신약후보물질 기술이전	- 오리온유상증자참여 - 오노약품공업에게신약후보물질 플랫폼 기술이전	- 플랫폼 기술이전 - LCB84글로벌 임상 1상 진행	- LCB84글로벌 임상 2상으로 확대, J&J 옵션 행사 - LCB71 기술 이전 - LCB39 임상 1상 진입	- LCB39 임상 1상 기술이전 추진 - LCB84 글로벌 임상 2상 데이터 확인	LCB84 글로벌 임상 3상 진입

자료: 유진투자증권

Re-rating stocks: ABL바이오



- **파이프라인**
 - ABL301: 핵심 파이프라인, 임상 1상 2024년 말 완료, 2025년 하반기 임상 2상 진입 예정, 2027~2028년경 임상 2상 완료 예정. 유효한 임상 데이터 확인 시 기업가치 급증할 것, First-in class를 기대
 - ABL203(LCB 71): 혈액암 DLBCL 1차 치료제로 임상 시작, Best-in class를 기대, 2026년 임상 결과 확인 후 기술 이전 기대. ABL바이오 지분 약 10~15% 추정
 - ABL111: 위장관계암 1차 치료제로 옵디보와 병용 임상 시작, Best-in class를 기대, 2026년 임상 결과 확인 후 기술 이전 기대
- **기술 이전 현황 및 전망:** 사노피(ABL301), GSK(플랫폼), 시스톤(LCB71), 추가 플랫폼 기술 이전 추진 중, 2027년경 ABL111 가치 상승 기대
- 연간 매출액 1,000억원+ α (기술이전 시) 이상, R&D 비용 > 1,000억원 예상

ABL바이오 연도별 주요 마일스톤

연도	2022	2024	2025	2026	2027	2028
주요 마일스톤	사노피에게기술이전	ABL301 글로벌임상1상완료	- GSK에게GrabodyB플랫폼기술이전 - 알츠하이머치료제개발을위한플랫폼또는신약후보물질기술이전추진 - ABL301 글로벌임상2상시작	- ABL111글로벌임상1상데이터확인 - 이중항체ADC임상1상진입	ABL301 글로벌임상2상데이터	

자료: 유진투자증권

05

기업분석

Top picks: 리가켄바이오, ABL바이오

리가켄바이오

(141080)

투자의견
BUY
(유지)

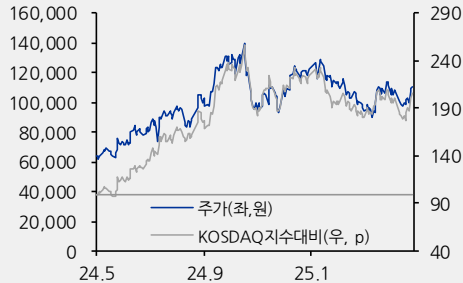
목표주가
160,000원
(유지)

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	0.4	13.4	78.0
절대기준	-0.2	18.0	64.4

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	160,000	160,000	-
영업이익(25)	-8	-8	-
영업이익(26)	30	30	-

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

현재주가(원, 5/26)	111,300
시가총액(십억원)	4,075
발행주식수	36,610천주
52주 최고가	143,600원
최저가	60,600원
52주 일간 Beta	0.59
60일 일평균거래대금	322억원
외국인 지분율	10.8%
배당수익률(2025E)	0.0%



주주구성	
팬 오리온 코프. 리미티드 (외 10인)	29.6%

결산기(12월)(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	34	126	205	283
영업이익	-81	-21	-8	30
세전손익	-77	8	12	49
당기순이익	-75	7	12	49
EPS(원)	-2,664	194	325	1,350
증감률(%)	na	흑전	67.3	315.1
PER(배)	na	560.7	342.1	82.4
ROE(%)	-40.0	1.9	1.9	7.6
PBR(배)	12.3	6.5	6.5	6.0
EV/EBITDA(배)	na	na	na	99.0

자료: 유진투자증권

Sustainable Growth

Investment Points

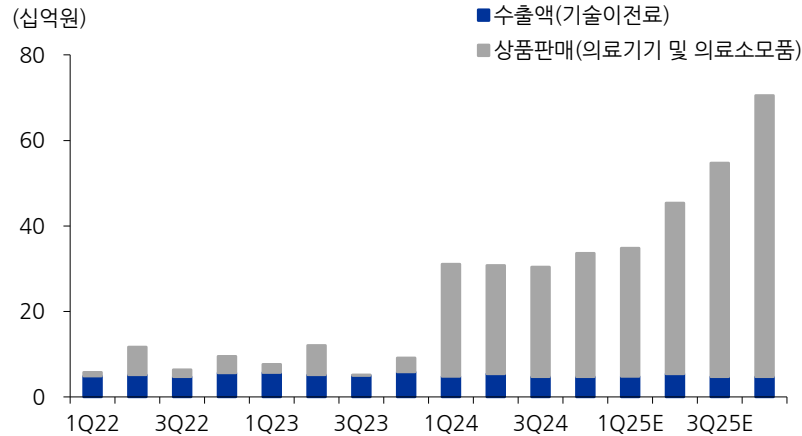
- 상업성이 높은 신약 파이프라인들의 개발과 임상이 진전되고 있어 지속적인 기업가치 상승 기대할 수 있는 유망 바이오텍
- 2025년 1분기 LCB84 및 LCB97의 마일스톤이 유입되며 흑자 전환. 2025년에도 과감한 R&D 투자가 병행될 예정이나 기술 이전 수익도 증가할 것으로 기대
- 플랫폼 기술 이전 계약 추진 중. 연내 가시화 기대
- LCB84의 글로벌 임상 1상에서 긍정적 결과 기대
- 2025년 5개 ADC (임상 1상), 2026년 8+α개 (임상 신청 2+α, 1상 시작 3개, 2상 3개 진입 예상) 파이프라인들의 임상이 진행되면서 R&D 파이프라인 가치도 상승할 전망

투자의견 BUY 및 목표주가 160,000원

- 리가켄바이오의 핵심 파이프라인 LCB84, LCB14, LCB71, LCB97의 가치, 기타 파이프라인과 플랫폼 가치를 합산하여 산출
- 차세대 혁신 신약인 LCB39(Sting agonist)의 글로벌 임상 1상은 2026년 시작될 예정, 향후 임상 결과에 따라 리가켄바이오의 차세대 주력 품목으로 주목받을 것

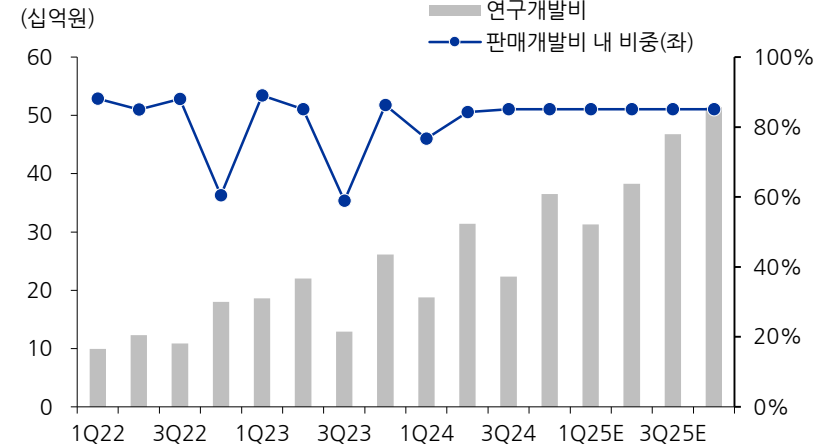
리가캠바이오: TP 160,000원(BUY)

리가캠바이오 분기별 매출액 추이 및 전망



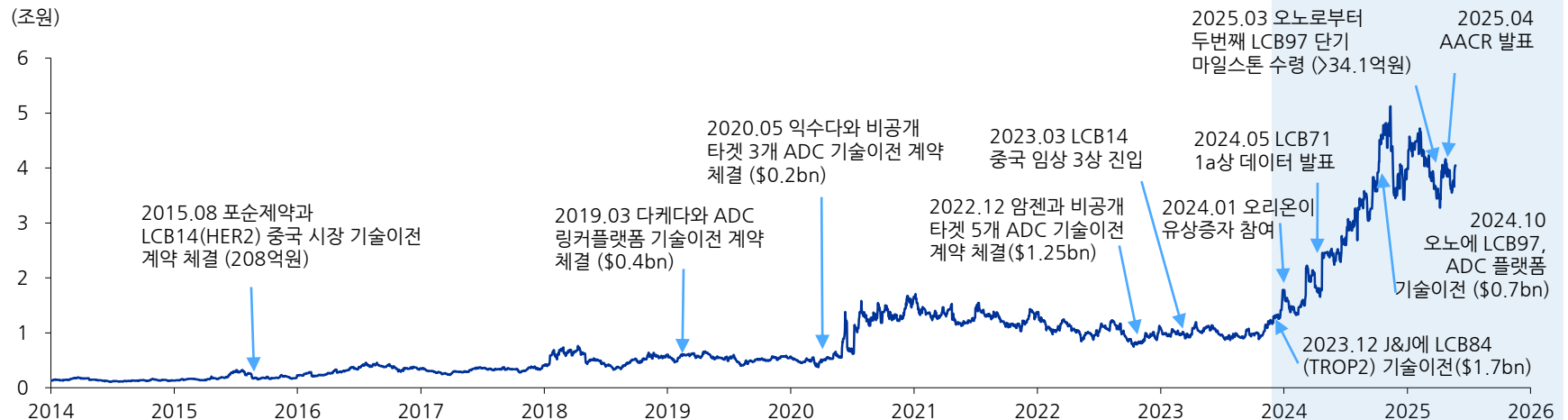
자료: 리가캠바이오, 유진투자증권

리가캠바이오 연구개발비 추이 및 전망



자료: 리가캠바이오, 유진투자증권

리가캠바이오 시가총액 및 주가이벤트 차트



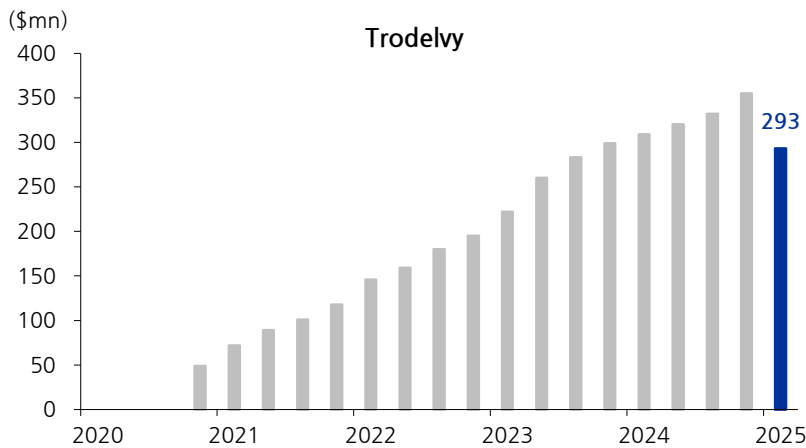
자료: Quantwise, 리가캠바이오, 유진투자증권

TROP 2 ADC Market: 아직 미개척 시장

TROP 2 ADC 치료제 현황

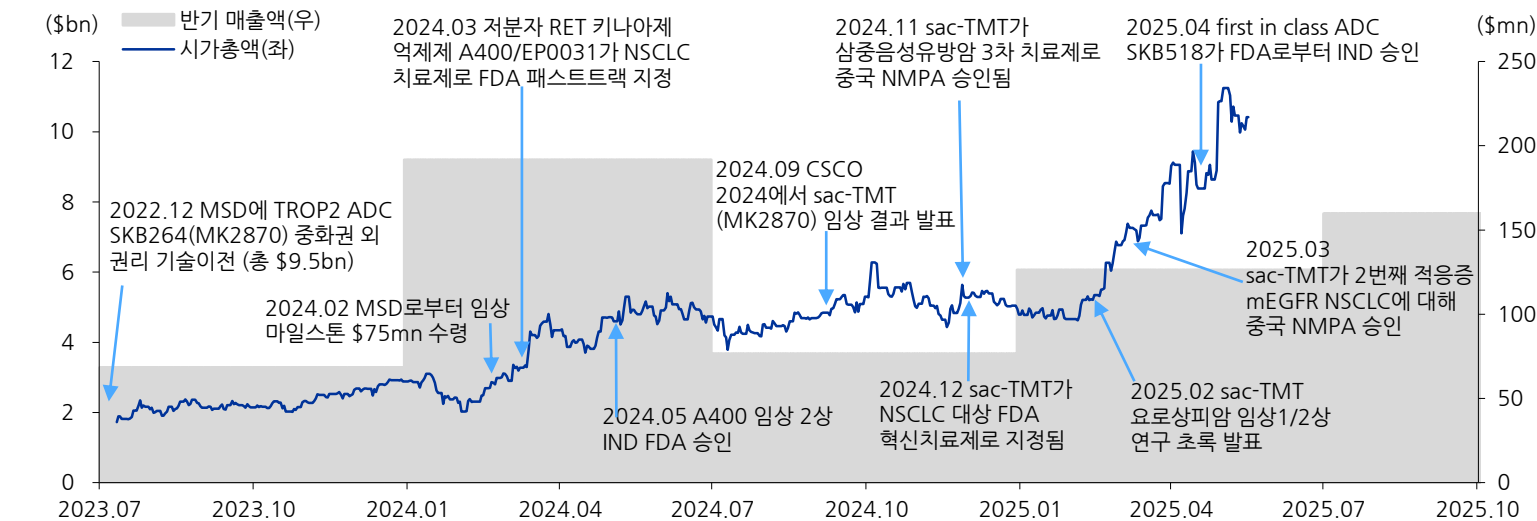
- 길리어드사이언스의 트로델비 First-in class
 - 2024년 매출액 \$1.3bn
- 아스트라제네카/다이이찌산쿄의 다트로웨이(Dato-DXd)
 - : 2025년 1분기 신약 승인
 - 2030년 예상 매출액 > 3\$bn 기대, 트로델비를 앞서는 매출액 기대
- 머크: MK2870: 임상 3상 12개 진행 중(2024~2027/2028)
- 리가켄바이오/ J&J: LCB84 임상 1/ 2상 진행 중(2023.10~2027)

트로델비 분기별 매출액 추이



자료: 길리어드 사이언스, 유진투자증권

켈론 시가총액 추이



자료: 각 사, 유진투자증권

리가캠바이오(141080.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	192	743	754	805	808
유동자산	133	551	543	585	617
현금성자산	108	511	502	543	575
매출채권	19	30	30	31	31
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	59	192	211	220	191
투자자산	27	59	175	180	148
유형자산	25	25	23	22	21
기타	7	108	14	19	22
부채총계	42	126	127	128	130
유동부채	38	121	122	123	124
매입채무	24	30	30	30	31
유동성이자부채	12	17	17	17	17
기타	2	74	75	75	76
비유동부채	4	5	5	5	6
비유동이자부채	0	0	0	0	0
기타	4	5	5	5	5
자본총계	151	617	627	676	678
자배지분	151	617	627	676	678
자본금	14	18	18	18	18
자본잉여금	98	572	572	572	572
이익잉여금	33	38	50	100	102
기타	6	(11)	(14)	(14)	(14)
비자배지분	0	0	0	0	0
자본총계	151	617	627	676	678
총차입금	12	17	17	17	17
순차입금	(96)	(493)	(484)	(526)	(558)

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	(62)	79	110	56	10
당기순이익	(75)	7	12	49	2
자산상각비	5	5	5	6	7
기타비현금성손익	5	(14)	77	(5)	(5)
운전자본증감	(1)	79	0	1	1
매출채권감소(증가)	(7)	4	(0)	(0)	(0)
재고자산감소(증가)	0	(0)	(0)	0	0
매입채무증가(감소)	(0)	1	0	0	0
기타	6	74	1	1	1
투자현금	9	(457)	(135)	(31)	5
단기투자자산감소	12	(351)	(10)	(16)	(17)
장기투자증권감소	0	0	0	0	37
설비투자	1	3	1	2	2
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(1)	(3)	(8)	(8)	(8)
재무현금	(2)	444	0	0	0
차입금증가	(0)	(12)	0	0	0
자본증가	(2)	456	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	(55)	66	(24)	26	15
기초현금	117	62	128	104	129
기말현금	62	128	104	129	144
Gross Cash flow	(65)	(2)	110	56	9
Gross Investment	4	28	124	14	(23)
Free Cash Flow	(69)	(30)	(14)	42	32

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	34	126	205	283	283
증가율(%)	2.2	268.7	63.2	37.6	0.0
매출원가	16	16	16	17	17
매출총이익	18	110	189	266	266
판매 및 일반관리비	99	131	197	237	284
기타영업손익	46	32	50	20	20
영업이익	(81)	(21)	(8)	30	(18)
증가율(%)	적지	적지	적지	흑전	적전
EBITDA	(77)	(16)	(2)	36	(11)
증가율(%)	적지	적지	적지	흑전	적전
영업외손익	4	29	20	20	20
이자수익	6	20	16	16	16
이자비용	1	0	0	0	0
자본법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	(1)	10	4	4	4
세전순이익	(77)	8	12	49	2
증가율(%)	적지	흑전	47.9	315.1	(96.4)
법인세비용	(2)	1	0	0	0
당기순이익	(75)	7	12	49	2
증가율(%)	적지	흑전	67.3	315.1	(96.4)
지배주주지분	(75)	7	12	49	2
증가율(%)	적지	흑전	67.3	315.1	(96.4)
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	(2,664)	194	325	1,350	49
증가율(%)	적지	흑전	67.3	315.1	(96.4)
수정EPS(원)	(2,664)	194	325	1,350	49
증가율(%)	적지	흑전	67.3	315.1	(96.4)

주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	(2,664)	194	325	1,350	49
BPS	5,305	16,865	17,121	18,471	18,520
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	n/a	560.7	342.1	82.4	2,260.3
PBR	12.3	6.5	6.5	6.0	6.0
EV/ EBITDA	n/a	n/a	n/a	99.0	n/a
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	n/a	n/a	37.2	73.0	458.5
수익성(%)					
영업이익률	(237.7)	(16.8)	(3.8)	10.5	(6.4)
EBITDA이익률	(224.1)	(13.0)	(1.2)	12.7	(3.9)
순이익률	(219.4)	5.7	5.8	17.5	0.6
ROE	(40.0)	1.9	1.9	7.6	0.3
ROIC	(158.0)	n/a	n/a	22.6	(12.7)
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	(63.8)	(79.9)	(77.3)	(77.8)	(82.2)
유동비율	352.3	455.9	445.2	475.6	497.3
이자보상배율	(156.2)	(45.8)	(28.5)	107.5	(65.3)
활동성 (회)					
총자산회전율	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4
매출채권회전율	1.8	5.1	6.8	9.3	9.2
재고자산회전율	172.6	615.2	629.9	642.7	642.7
매입채무회전율	1.7	4.7	6.9	9.4	9.3

에이비엘바이오

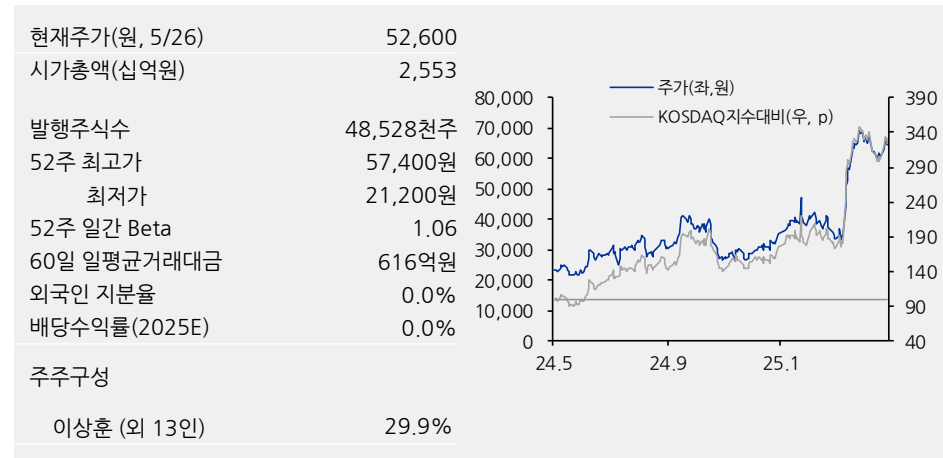
(298380)

투자의견
BUY
(유지)

목표주가
100,000원
(상향)

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-1.7	148.7	191.0
절대기준	-2.3	153.4	177.4
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	100,000	80,000	▲
영업이익(25)	54	54	-
영업이익(26)	-11	-11	-

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



결산기(12월)(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	64	33	156	94
영업이익	-3	-59	54	-11
세전손익	-2	-55	54	-11
당기순이익	-2	-55	54	-11
EPS(원)	-52	-1,144	1,122	-228
증감률(%)	적전	na	흑전	적전
PER(배)	na	na	60.1	na
ROE(%)	-3.4	-45.5	27.8	-5.1
PBR(배)	15.8	9.6	16.4	17.3
EV/EBITDA(배)	na	na	55.1	na

자료: 유진투자증권

Grabody B 가치 신규로 반영, 목표주가 상향

Investment Points

- Grabody-B 를 통해 BBB 셔틀 플랫폼 분야에서 Dark Horse로 부상, 중장기 기업가치 상승을 전망함
 - 글로벌 빅파마 GSK와 약 4조원(GBP 2.14bn)에 달하는 Grabody-B 플랫폼 기술이전 계약 체결
 - ABL바이오는 Target, Modality 확장으로 플랫폼 사업 본격화할 것
 - ABL301 임상 1상 결과에서 플랫폼 유효성 입증될 것, 글로벌 임상 2상 진입이 본격화되며 마일스톤 600억원 추가 유입될 전망
- 2025년은 ABL 2.0 단계가 만개하는 시기, 차세대 도약의 시대를 준비하는 기간이 될 것
 - ABL301(IGF1R 타겟 BBB 셔틀 플랫폼 Grabody-B 적용) 임상 1상 결과 하반기에 발표 예정
 - 글로벌 제약사들과 추가 기술이전 계약 논의 활발, 추가 기술 이전 계약 체결 기대
 - ABL111(CLDN18.2 X 4-1BB 이중항체, Grabody- T 적용) 임상이 진전되면서 유효성이 확인될 전망

투자의견 BUY 및 목표주가 100,000원으로 상향

- 바이오 기업 중 리가캠바이오와 함께 Top pick으로 제시
- 목표주가는 ABL301, GSK 기술이전 가치, Grabody-T 파이프라인 가치를 합산한 후 Grabody B 가치를 신규로 반영하여 목표주가 100,000원으로 상향

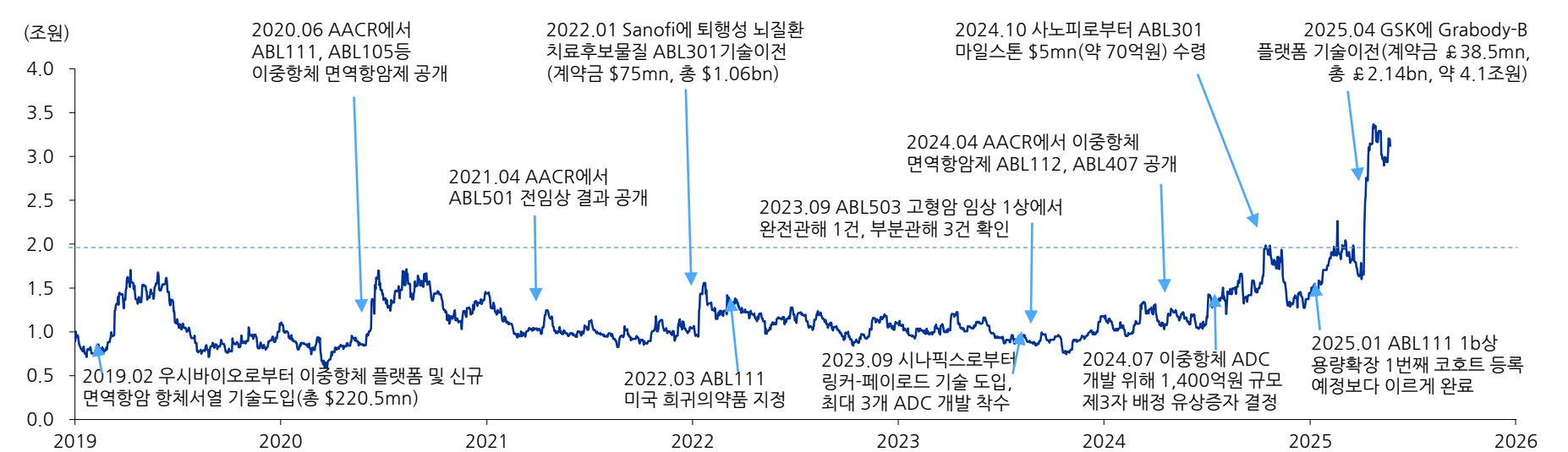
에이비엘바이오: TP 100,000원(BUY)

목표주가 산정

구성요소	가치 (십억원)	산정 근거
Grabody-B	4,122	■ ABL301 가치(수정): 종전 978십억원에서 1조 8,062억원으로 가치 상향 - 2030년 출시, 타겟 시장 84조원, 출시 5년 매출액 25억 달러, M/S 25%, 판매로열티 13%, 잔여 마일스톤(약 1조 3,630억원) 합산하여 현가화. 2026년 전후 임상 2상 진입으로 가치 상승 ■ GSK 기술이전 계약 가치 반영(신규): 1조 2,841억원 - 신경질환 다수 타겟에 대해(최소 3개로 추정) 플랫폼 이전 계약 GBP 2.1bn에 달하는 기술 이전 계약 체결. 동 계약 중 1개 타겟에 대한 가치를 GBP 0.7bn로 추정하여 신규 반영 ■ GrabodyB 가치를 추가 반영: 최근 BBB 셔틀 플랫폼에 대한 가치(1조원)를 신규 반영(GSK 기술 이전 계약에 준하는 수준), 글로벌 빅파마들과 기술 이전 체결 계약을 활발히 논의하고 있는 것으로 파악됨
Grabody-T	1,273	■ ① ABL111: AZ와 허버바이오메드가 3억 5천만 달러의 계약 체결한 것을 반영(유지), ② ABL503 + ABL001: 합산 약 8천억 가치로 추정(유지)
합산	5,394	
주당 가치(원)	99,344	■ 주식 수 54,306,203 (전환우선주* 100% 전환을 가정)
목표 주가	100,000	■ (원)

자료: 에이비엘바이오, 유진투자증권

에이비엘바이오 시가총액 및 주가이벤트 차트



자료: Quantiverse, 에이비엘바이오, 유진투자증권

에이비엘바이오(298380.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	161	233	304	381	291
유동자산	75	144	218	296	207
현금성자산	36	137	211	287	201
매출채권	0	1	0	2	0
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	86	89	87	85	84
투자자산	10	4	4	4	4
유형자산	74	83	80	79	78
기타	3	2	2	2	2
부채총계	86	65	82	170	82
유동부채	42	64	61	149	61
매입채무	10	14	11	99	11
유동성이자부채	1	44	44	44	44
기타	32	6	6	6	6
비유동부채	44	1	21	21	21
비유동이자부채	43	0	20	20	20
기타	1	1	1	1	1
자본총계	75	168	222	211	209
자배지분	75	168	222	211	209
자본금	24	27	27	27	27
자본잉여금	364	511	511	511	511
이익잉여금	(342)	(397)	(343)	(354)	(356)
기타	29	27	27	27	27
비자배지분	0	0	0	0	0
자본총계	75	168	222	211	209
총차입금	44	44	64	64	64
순차입금	8	(93)	(147)	(224)	(137)

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	(26)	(69)	54	77	(85)
당기순이익	(2)	(55)	54	(11)	(2)
자산상각비	3	2	2	2	2
기타비현금성손익	7	2	0	0	0
운전자본증감	(32)	(21)	(3)	86	(86)
매출채권감소(증가)	0	(0)	0	(2)	2
재고자산감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무증가(감소)	1	4	(3)	88	(88)
기타	(34)	(25)	(0)	(0)	(0)
투자현금	(13)	(47)	(3)	(4)	(5)
단기투자자산감소	40	(38)	(3)	(3)	(4)
장기투자증권감소	18	0	0	0	0
설비투자	71	9	0	1	1
유형자산처분	1	1	0	0	0
무형자산처분	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
재무현금	43	145	20	0	0
차입금증가	42	(1)	20	0	0
자본증가	2	146	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	4	28	71	73	(90)
기초현금	23	28	56	127	200
기말현금	28	56	127	200	109
Gross Cash flow	7	(51)	57	(9)	0
Gross Investment	85	30	3	(85)	87
Free Cash Flow	(78)	(81)	54	76	(87)

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	64	33	156	94	106
증가율(%)	(2.7)	(47.4)	366.7	(39.8)	13.0
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	64	33	156	94	106
판매 및 일반관리비	67	92	102	105	108
기타영업손익	2	39	10	3	3
영업이익	(3)	(59)	54	(11)	(2)
증가율(%)	적전	적지	흑전	적전	적지
EBITDA	(0)	(57)	57	(9)	0
증가율(%)	적전	적지	흑전	적전	흑전
영업외손익	1	4	(0)	(0)	(0)
이자수익	1	2	0	0	0
이자비용	0	0	0	0	0
자본법손익	(2)	0	0	0	0
기타영업외손익	2	2	0	0	0
세전순이익	(2)	(55)	54	(11)	(2)
증가율(%)	적전	적지	흑전	적전	적지
법인세비용	0	0	0	0	0
당기순이익	(2)	(55)	54	(11)	(2)
증가율(%)	적전	적지	흑전	적전	적지
지배주주지분	(2)	(55)	54	(11)	(2)
증가율(%)	적전	적지	흑전	적전	적지
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	(52)	(1,144)	1,122	(228)	(41)
증가율(%)	적전	적지	흑전	적전	적지
수정EPS(원)	(52)	(1,144)	1,122	(228)	(41)
증가율(%)	적전	적지	흑전	적전	적지

주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	(52)	(1,144)	1,122	(228)	(41)
BPS	1,561	3,105	4,107	3,903	3,867
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배, %)					
PER	n/a	n/a	60.1	n/a	n/a
PBR	15.8	9.6	16.4	17.3	17.4
EV/ EBITDA	n/a	n/a	55.1	n/a	6,878.3
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	169.3	n/a	64.3	n/a	8,225.7
수익성(%)					
영업이익률	(4.7)	(176.8)	34.8	(11.7)	(1.8)
EBITDA이익률	(0.7)	(169.8)	36.3	(9.1)	0.4
순이익률	(3.9)	(165.3)	34.7	(11.8)	(1.9)
ROE	(3.4)	(45.5)	27.8	(5.1)	(0.9)
ROIC	n/a	(58.4)	55.6	n/a	n/a
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	10.7	(55.7)	(66.4)	(106.0)	(65.6)
유동비율	178.2	225.6	358.0	198.8	341.2
이자보상배율	(45.6)	(1,666.8)	1,377.9	(202.2)	(35.2)
활동성 (회)					
총자산회전율	0.4	0.2	0.6	0.3	0.3
매출채권회전율	225.8	97.1	342.5	68.0	76.8
재고자산회전율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매입채무회전율	7.8	2.8	12.1	1.7	1.9

유한양행

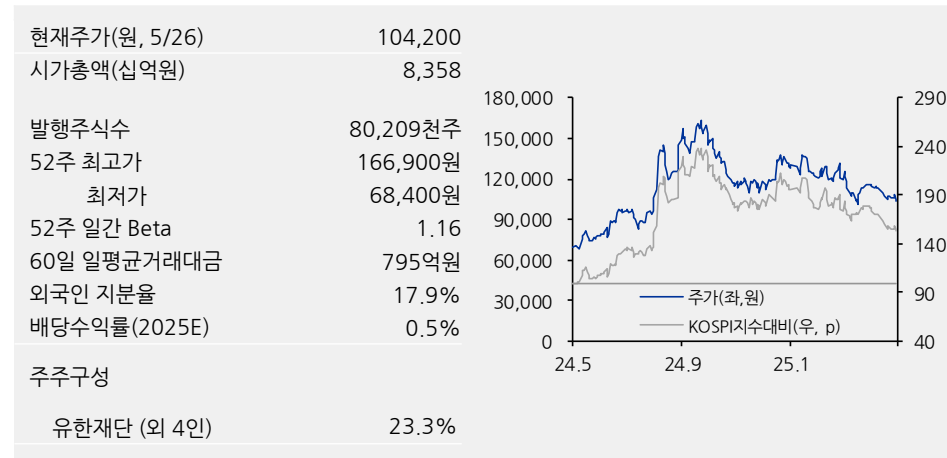
(000100)

투자의견
BUY
(유지)

목표주가
220,000원
(유지)

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-13.2	-13.4	50.5
절대기준	-9.4	-8.5	48.9
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	220,000	220,000	-
영업이익(25)	138	138	-
영업이익(26)	275	275	-

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



결산기(12월)(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	1,859	2,068	2,427	2,773
영업이익	57	55	138	275
세전손익	135	61	146	284
당기순이익	134	55	131	256
EPS(원)	1,698	881	1,639	3,190
증감률(%)	43.1	-48.1	85.9	94.6
PER(배)	40.5	135.6	63.6	32.7
ROE(%)	6.7	3.4	6.1	11.1
PBR(배)	2.6	4.6	3.9	3.5
EV/EBITDA(배)	52.3	82.4	33.2	21.2

자료: 유진투자증권

글로벌 매출액 3조, 경영효율화 부재가 허들

Investment Points

- 레이저티닙 글로벌 매출액 3조 가정 시(2027년 하반기 도달 예상) 유한양행에게 유입되는 예상 수익은 약 3,000억원 (환율 1,400원/달러)
- 유한화학 이익은 연평균 300억원 수준 달성 가능할 것으로 추정됨
- 비즈니스 모델 수익 구조: 국내 사업 원가율 70%, 연구개발비 외 판관 비율 20% 수준, 국내 이익은 연구개발비 투자 비율에 따라 발생
- 경영 효율화를 통해 국내 사업에서 이익 창출력이 높아져야 하는 시기
- 단기 주가 상승 모멘텀: NCCN에 Preferred therapy 로 등재, 아미반 타맙 SC의 미국 FDA 승인
- 리레이팅은 글로벌 매출 급상승 추세 확인, 경영효율화 효과 가시화 시기

투자의견 BUY 및 목표주가 220,000원

- 2028년 예상 실적에 Target P/E 40배를 적용하고 기타 R&D 및 투자 지분 가치를 합산하여 산출

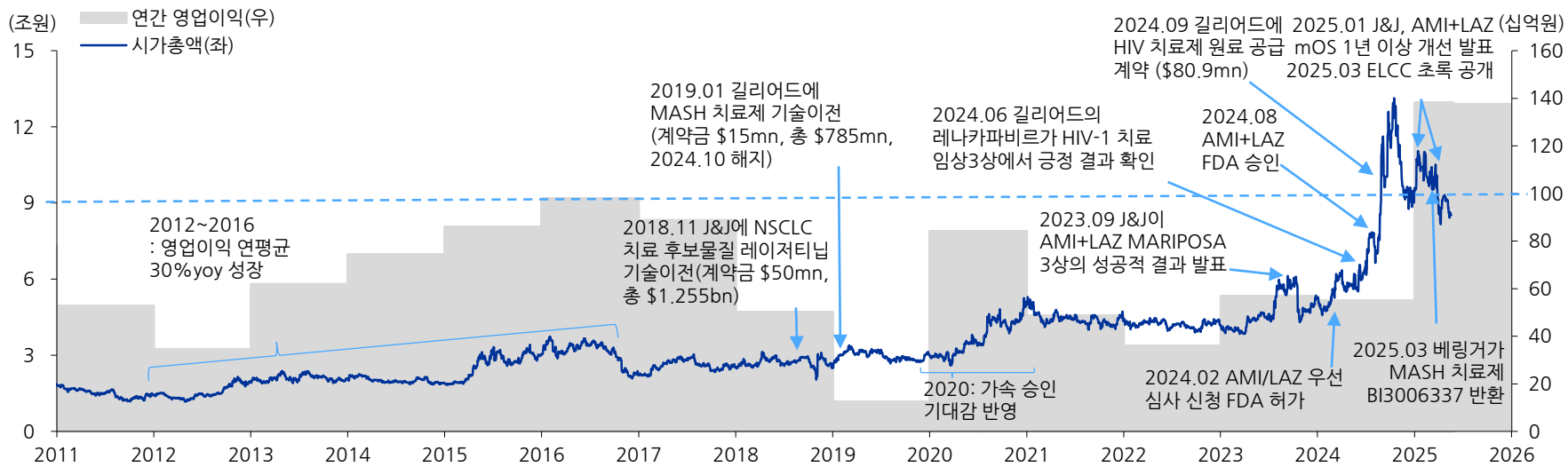
유한양행: TP 220,000원(BUY)

목표주가 산정

구성요소	가치 (십억원)	산정 근거
1. 영업 가치	17,500	■ 레이저티닙의 중장기 매출 성장성을 감안하여 2028년 예상 순이익 5,511억원을 2025년 초로 현재화(할인율 8%)한 값 X Target P/E 40배 적용)
2. 기타 R&D	135	■ 계약금을 제외한 계약 규모에 임상 진행률 15% 반영 ■ 연내 추가 기술 이전과 관련된 성과 기대
3. 투자 지분	192	
가치 합산	17,827	(십억원)
주당 가치	222,260	(원)
목표주가	220,000	(원)

자료: 유한양행, 유진투자증권

유한양행 시가총액(좌) 및 연간 영업이익(우) 추이



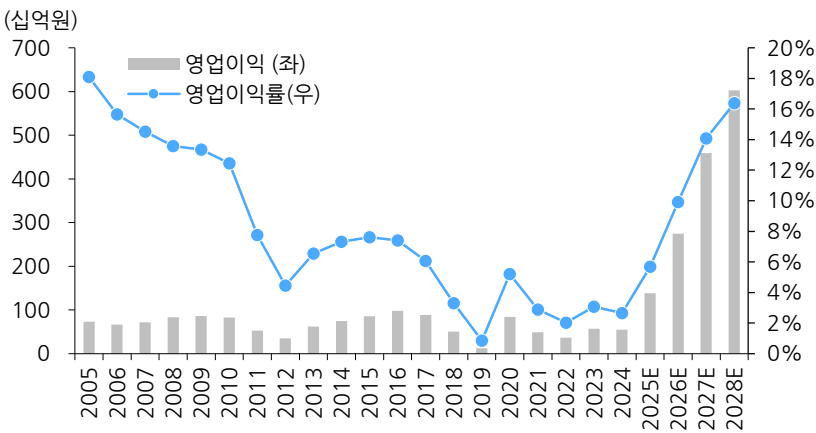
자료: Quantiwise, 유한양행, 유진투자증권
주: 2025년 영업이익은 당사 추정치

유한양행: TP 220,000원(BUY)

2026년 이후 실적 상향 조정

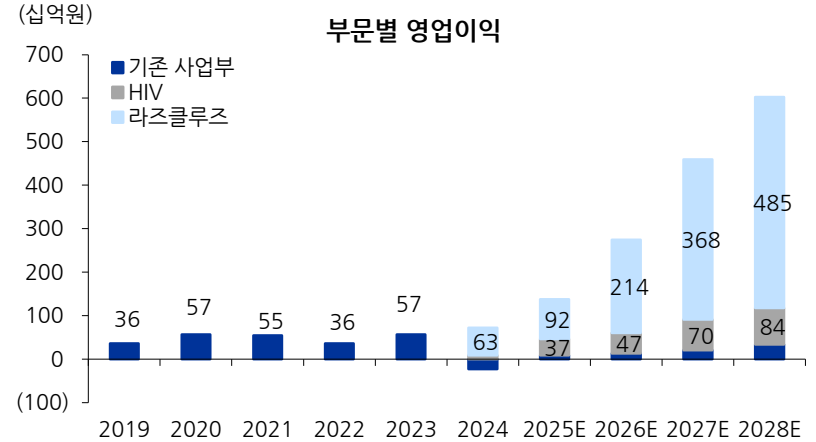
- EGFR 변이 비소세포폐암 치료에서 MARIPOSA(아미반타맙 레이저티닙 병용요법 임상)이 경쟁약 타그리스 대비 12개월 이상 mOS를 연장한 공식결과를 발표하면서 병용요법의 상업적 성공 가능성이 높아지고 있다고 판단
- 우수한 임상 결과에 근거하여 레이저티닙의 매출 성장률이 종전보다 높을 것으로 예상하여 2026년 이후 실적을 상향 조정함
- 유한양행에 배분(약 60%)되어 반영되는 레이저티닙 판매 로열티 및 마일스톤 합산 금액은 2025년 917억원, 2026년 2,145억원, 2027년 3,682억원으로 추정함

유한양행 영업이익, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 유한양행, 유진투자증권

유한양행 부문별 영업이익 추이 및 전망



자료: 유한양행, 유진투자증권

유한양행(000100.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	2,812	2,942	3,038	3,216	3,557
유동자산	1,256	1,360	1,496	1,738	2,130
현금성자산	312	320	435	685	1,064
매출채권	574	626	632	642	632
재고자산	285	343	359	340	361
비유동자산	1,556	1,582	1,542	1,478	1,428
투자자산	736	699	700	702	703
유형자산	528	598	563	503	457
기타	291	285	279	273	268
부채총계	712	791	793	756	720
유동부채	583	619	620	582	544
매입채무	287	300	299	310	370
유동성이자부채	169	187	187	137	37
기타	126	133	134	135	137
비유동부채	128	172	174	175	176
비유동이자부채	100	140	140	140	140
기타	29	33	34	35	37
자본총계	2,101	2,151	2,245	2,460	2,837
자배지분	2,051	2,101	2,194	2,410	2,787
자본금	78	81	81	81	81
자본잉여금	114	123	123	123	123
이익잉여금	1,976	2,010	2,104	2,319	2,697
기타	(116)	(113)	(113)	(113)	(113)
비자배지분	49	50	50	50	50
자본총계	2,101	2,151	2,245	2,460	2,837
총차입금	269	326	326	276	176
순차입금	(43)	6	(109)	(409)	(888)

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	144	55	154	307	490
당기순이익	134	55	131	256	422
자산상각비	44	63	114	105	96
기타비현금성손익	(293)	(142)	(226)	(237)	(248)
운전자본증감	(8)	(124)	(21)	20	49
매출채권감소(증가)	(63)	(48)	(5)	(10)	9
재고자산감소(증가)	(5)	(59)	(16)	19	(22)
매입채무증가(감소)	45	(4)	(1)	10	61
기타	16	(13)	1	1	1
투자현금	(199)	(117)	(3)	34	32
단기투자자산감소	41	9	(1)	(1)	(1)
장기투자증권감소	(94)	11	71	74	78
설비투자	161	117	61	28	33
유형자산처분	0	4	0	0	0
무형자산처분	(42)	(17)	(12)	(12)	(12)
재무현금	63	66	(37)	(91)	(145)
차입금증가	86	88	0	(50)	(100)
자본증가	(35)	(35)	(37)	(41)	(45)
배당금지급	27	32	37	41	45
현금 증감	6	7	114	250	378
기초현금	293	299	306	420	670
기말현금	299	306	420	670	1,048
Gross Cash flow	124	156	175	287	441
Gross Investment	248	251	23	(54)	(82)
Free Cash Flow	(124)	(94)	152	341	523

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,859	2,068	2,427	2,773	3,262
증가율(%)	4.7	11.2	17.4	14.2	17.7
매출원가	1,293	1,378	1,604	1,780	2,039
매출총이익	566	689	823	992	1,224
판매 및 일반관리비	509	635	685	718	764
기타영업손익	6	25	8	5	6
영업이익	57	55	138	275	459
증가율(%)	58.3	(3.8)	151.4	99.1	67.2
EBITDA	101	118	252	380	556
증가율(%)	28.3	16.2	113.6	50.8	46.3
영업외손익	78	7	8	10	10
이자수익	14	9	9	9	9
이자비용	6	15	15	4	4
지분법손익	81	35	72	75	79
기타영업외손익	(11)	(23)	(58)	(70)	(74)
세전순이익	135	61	146	284	469
증가율(%)	42.0	(54.4)	137.7	94.6	65.1
법인세비용	1	6	15	28	47
당기순이익	134	55	131	256	422
증가율(%)	48.2	(58.9)	138.3	94.6	65.1
지배주주지분	136	71	131	256	422
증가율(%)	43.1	(48.1)	85.9	94.6	65.1
비지배지분	(2)	(16)	0	0	0
EPS(원)	1,698	881	1,639	3,190	5,266
증가율(%)	43.1	(48.1)	85.9	94.6	65.1
수정EPS(원)	1,698	881	1,631	3,181	5,257
증가율(%)	43.1	(48.1)	85.1	95.0	65.2

주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	1,698	881	1,639	3,190	5,266
BPS	26,359	25,808	26,963	29,606	34,245
DPS	430	500	500	550	600
밸류에이션(배, %)					
PER	40.5	135.6	63.6	32.7	19.8
PBR	2.6	4.6	3.9	3.5	3.0
EV/ EBITDA	52.3	82.4	33.2	21.2	13.7
배당수익률	0.6	0.4	0.5	0.5	0.6
PCR	45.0	62.2	48.5	29.6	19.2
수익성(%)					
영업이익률	3.1	2.7	5.7	9.9	14.1
EBITDA이익률	5.5	5.7	10.4	13.7	17.0
순이익률	7.2	2.7	5.4	9.2	12.9
ROE	6.7	3.4	6.1	11.1	16.3
ROIC	4.3	3.2	7.6	15.7	28.0
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	(2.0)	0.3	(4.8)	(16.6)	(31.3)
유동비율	215.4	219.7	241.4	298.9	391.7
이자보상배율	9.1	3.7	9.4	68.7	114.8
활동성 (회)					
총자산회전율	0.7	0.7	0.8	0.9	1.0
매출채권회전율	3.4	3.4	3.9	4.4	5.1
재고자산회전율	6.6	6.6	6.9	7.9	9.3
매입채무회전율	7.5	7.0	8.1	9.1	9.6

한미약품

(128940)

투자의견
BUY
(유지)

목표주가
380,000원
(유지)

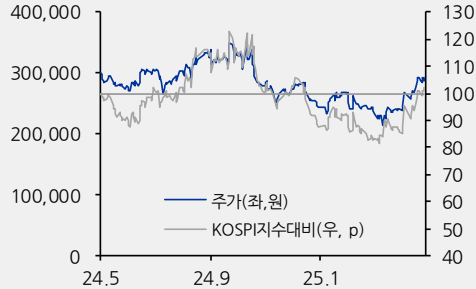
주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	24.1	4.9	4.6
절대기준	27.9	9.8	3.0

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	380,000	380,000	-
영업이익(25)	237	239	▼
영업이익(26)	258	260	▼

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

현재주가(원, 2/21)	307,000
시가총액(십억원)	3,933
발행주식수	12,811천주
52주 최고가	375,000원
최저가	214,500원
52주 일간 Beta	0.73
60일 일평균거래대금	186억원
외국인 지분율	10.4%
배당수익률(2025E)	0.2%

주주구성	
한미사이언스 (외 5인)	50.6%



결산기(12월)(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	1,491	1,496	1,582	1,689
영업이익	221	216	237	258
세전손익	194	171	205	227
당기순이익	165	140	175	193
EPS(원)	11,415	9,470	12,264	13,591
증감률(%)	76.6	-17.0	29.5	10.8
PER(배)	30.9	29.6	25.0	22.6
ROE(%)	16.0	11.9	13.9	13.8
PBR(배)	4.6	3.3	3.3	2.9
EV/EBITDA(배)	15.2	12.4	12.3	11.3

자료: 유진투자증권

연말 Re-rating 가능성에 기대

Investment Points

- MK-6024(에피노페그듀타이드): 2020년 MSD에 기술이전한 MASH 치료제, 2025년 말 글로벌 임상2상 결과가 발표될 예정. MSD는 MK-6024 글로벌 임상 4개를 진행 중이며, 2024년 J.P. Morgan Healthcare Conference에서도 연내 긍정적 임상 데이터를 발표할 것으로 언급함
- 에페글레나타이드: 2025년 국내 임상 3상 완료 후 2026년 하반기 국내 출시를 목표로 하고 있음. 출시 이후 국내 매출액 >1,000억원 목표
- 향후 북경한미의 경영 정상화에 따른 실적 회복 속도가 한미약품의 주가 모멘텀으로 작용할 것, 4분기 실적 모멘텀 부각될 것으로 예상
- 2025년 초 경영권 분쟁이 해소되고 있고, R&D 파이프라인 가치 상승으로 연말 Re-rating 가능성이 높다고 예상

투자의견 BUY 및 목표주가 380,000원

- 2025년 예상 실적에 Target P/E 배수 27배 적용 후 R&D 가치 합산
- 2025년 말 글로벌 임상2상 결과에 따라 한미약품의 신약 파이프라인 가치 변동 가능성이 있음
- 전임상 및 임상 초기 비만치료제 파이프라인들의 가치는 아직 기업가치에 반영하기 이르다고 판단하여 목표주가 산정에 반영하지 않음

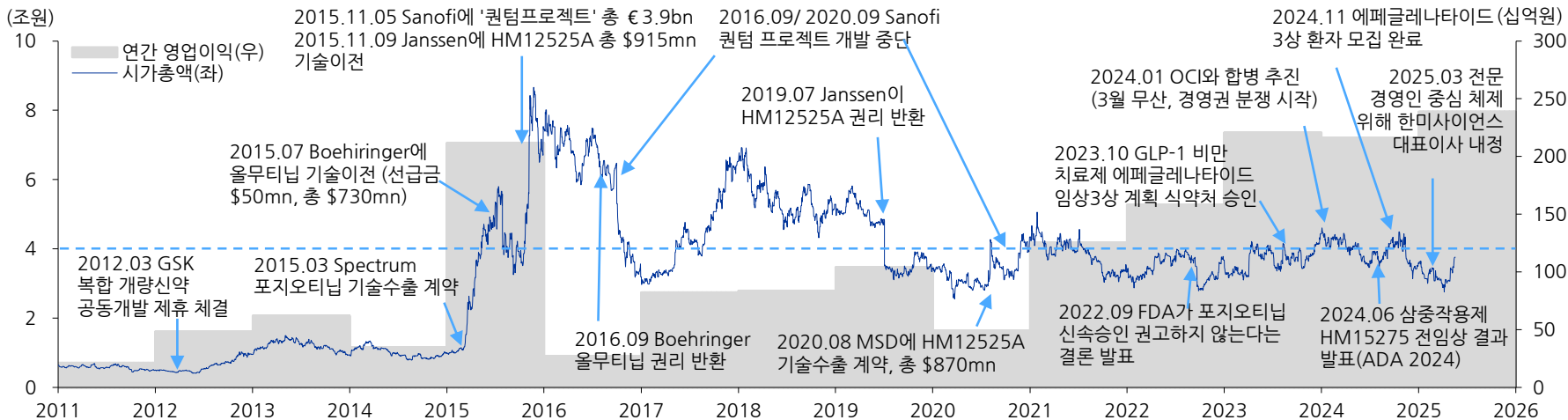
한미약품: TP 380,000원(BUY)

목표주가 산정

구성요소	가치 (십억원)	산정 근거
1. 영업 가치	4,383	■ 2025년 예상 지배주주 순이익 1,620억원 X Target P/E 27배 적용
2. MASH Dual agonist (MK-6024, efinopegdutide)	348	■ -글로벌 임상 2b상. 2025년 하반기 임상 데이터 발표 기대 ■ 미국 Merck(MSD)에게 2020년 8월 기술 및 판권 이전 ■ 총 계약 규모 8,700억원의 40% 반영, 출시 후 판매로열티 제외
3. NASH Triple agonist	174	■ 글로벌 임상 중이며 기술 이전 추진 중, Dual agonist(MK-6024, efinopegdutide)의 가치를 50% 할인 ■ 이외에 전임상 또는 임상 1상 초기인 대사질환 치료제 파이프라인들의 가치는 기업 가치에 반영하기 어렵다고 판단, 목표주가 산정에서 제외함
가치합산	4,905	(십억원)
주당 가치	382,874	(원)
목표주가	380,000	(원)

자료: 한미약품, 유진투자증권

한미약품 시가총액(좌) 및 연간 영업이익(우) 추이



자료: Quantiwise, 한미약품, 유진투자증권

주: 2025년 영업이익은 당사 추정치

한미약품(128940.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	1,899	2,021	2,114	2,301	2,511
유동자산	731	746	886	1,112	1,355
현금성자산	165	193	344	524	701
매출채권	177	239	195	212	236
재고자산	289	301	333	363	404
비유동자산	1,168	1,275	1,228	1,189	1,156
투자자산	254	385	400	416	433
유형자산	833	796	730	671	619
기타	81	94	98	101	104
부채총계	798	780	779	798	825
유동부채	705	683	682	701	728
매입채무	189	213	211	230	256
유동성이자부채	484	405	405	405	405
기타	32	65	66	66	67
비유동부채	94	97	97	97	98
비유동이자부채	89	92	92	92	92
기타	5	5	5	6	6
자본총계	1,100	1,241	1,335	1,503	1,686
자배지분	955	1,085	1,179	1,347	1,530
자본금	31	32	32	32	32
자본잉여금	412	411	411	411	411
이익잉여금	582	681	822	990	1,173
기타	(70)	(39)	(87)	(87)	(87)
비자배지분	145	156	156	156	156
자본총계	1,100	1,241	1,335	1,503	1,686
총차입금	573	497	497	497	497
순차입금	408	303	153	(27)	(204)

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	217	193	214	234	233
당기순이익	165	140	175	193	211
자산상각비	98	97	94	88	82
기타비현금성손익	57	68	(73)	(27)	(29)
운전자본증감	(57)	(90)	10	(27)	(39)
매출채권감소(증가)	(3)	(61)	44	(17)	(24)
재고자산감소(증가)	(17)	2	(32)	(29)	(42)
매입채무증가(감소)	6	(10)	(2)	19	26
기타	(43)	(21)	1	1	1
투자현금	(183)	25	(47)	(48)	(49)
단기투자자산감소	(4)	90	(0)	(0)	(0)
장기투자증권감소	0	0	(1)	(1)	(1)
설비투자	27	39	16	16	16
유형자산처분	3	0	0	0	0
무형자산처분	(16)	(23)	(16)	(16)	(16)
재무현금	(127)	(94)	(16)	(6)	(6)
차입금증가	(106)	(78)	0	0	0
자본증가	(21)	(16)	(16)	(6)	(6)
배당금지급	18	13	16	6	6
현금 증감	(92)	137	151	180	177
기초현금	147	55	192	343	523
기말현금	55	192	343	523	700
Gross Cash flow	331	320	204	262	272
Gross Investment	236	155	37	76	88
Free Cash Flow	95	165	167	186	184

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,491	1,496	1,582	1,689	1,820
증가율(%)	12.0	0.3	5.8	6.8	7.8
매출원가	662	678	714	757	816
매출총이익	829	817	868	932	1,004
판매 및 일반관리비	609	601	631	674	726
기타영업손익	9	(1)	5	7	8
영업이익	221	216	237	258	278
증가율(%)	39.6	(2.0)	9.7	9.0	7.7
EBITDA	319	314	331	346	360
증가율(%)	25.2	(1.8)	5.5	4.6	4.2
영업외손익	(27)	(45)	(32)	(32)	(32)
이자수익	5	6	7	8	9
이자비용	29	24	22	22	22
지분법손익	1	(0)	0	0	0
기타영업외손익	(4)	(26)	(17)	(18)	(19)
세전순이익	194	171	205	227	247
증가율(%)	60.3	(11.7)	20.0	10.4	8.8
법인세비용	29	31	31	33	36
당기순이익	165	140	175	193	211
증가율(%)	62.8	(15.1)	24.3	10.8	8.8
지배주주지분	146	121	157	174	189
증가율(%)	76.6	(17.0)	29.5	10.8	8.8
비지배지분	19	19	17	19	21
EPS(원)	11,415	9,470	12,264	13,591	14,790
증가율(%)	76.6	(17.0)	29.5	10.8	8.8
수정EPS(원)	11,415	9,470	12,264	13,591	14,790
증가율(%)	76.6	(17.0)	29.5	10.8	8.8

주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	11,415	9,470	12,264	13,591	14,790
BPS	76,057	84,685	92,020	105,122	119,412
DPS	490	1,250	490	500	500
밸류에이션(배, %)					
PER	30.9	29.6	25.0	22.6	20.8
PBR	4.6	3.3	3.3	2.9	2.6
EV/ EBITDA	15.2	12.4	12.3	11.3	10.3
배당수익률	0.1	0.4	0.2	0.2	0.2
PCR	13.6	11.2	19.3	15.0	14.5
수익성(%)					
영업이익률	14.8	14.5	15.0	15.3	15.3
EBITDA이익률	21.4	21.0	20.9	20.5	19.8
순이익률	11.1	9.4	11.0	11.5	11.6
ROE	16.0	11.9	13.9	13.8	13.2
ROIC	13.0	11.7	13.5	15.1	16.3
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	37.1	24.5	11.4	(1.8)	(12.1)
유동비율	103.7	109.3	129.9	158.7	186.2
이자보상배율	7.7	8.9	11.0	12.0	12.9
활동성 (회)					
총자산회전율	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
매출채권회전율	8.3	7.2	7.3	8.3	8.1
재고자산회전율	5.4	5.1	5.0	4.9	4.7
매입채무회전율	7.7	7.4	7.5	7.7	7.5

알테오젠 (196170)

투자의견
BUY
(유지)

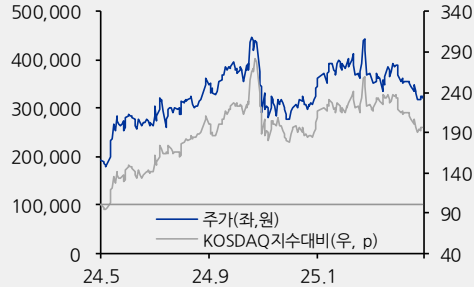
목표주가
400,000원
(유지)

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-9.6	7.0	85.3
절대기준	-10.2	11.6	71.7

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	400,000	400,000	-
영업이익(25)	104	38	▲
영업이익(26)	410	275	▲

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

현재주가(원, 5/26)	331,500
시가총액(십억원)	17,675
발행주식수	53,319천주
52주 최고가	459,500원
최저가	171,200원
52주 일간 Beta	0.26
60일 일평균거래대금	2,048억원
외국인 지분율	14.4%
배당수익률(2025E)	0.0%
주주구성	
박순재 (외 5인)	20.5%



결산기(12월)(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	97	103	190	495
영업이익	-10	25	104	410
세전손익	-4	37	119	430
당기순이익	-4	61	119	430
EPS(원)	-64	1,168	2,261	7,932
증감률(%)	na	흑전	93.6	250.9
PER(배)	na	265.1	146.6	41.8
ROE(%)	-2.3	29.5	36.1	69.8
PBR(배)	35.3	60.3	44.8	21.6
EV/EBITDA(배)	na	581.2	159.5	41.1

자료: 유진투자증권

이제는 실적주

Investment Points

- 2024년부터 흑자 전환하며 지속적인 이익 창출 예상
- 특허 소송 및 SC 제형에 대한 프리미엄 축소 가능성 등의 우려가 제기되며 높은 주가 변동성을 보이고 있음
- 이제는 실적주. 2026년부터 실적 성장에 따른 펀더멘탈이 강화되는 기업가치 상승을 기대하며 투자할 시점
- 2026년 키트루다 SC 상업화가 본격화되며 판매 마일스톤 유입될 전망 (FDA 승인은 2025년 9월 예상)
- 2026~2029년 연평균 약 3천억원 전후(잔여 마일스톤 \$1,055mn)의 판매 마일스톤 유입 기대
- 기술 이전 계약 체결 기대감이 단기 주가 상승 모멘텀으로 작용할 수 있음

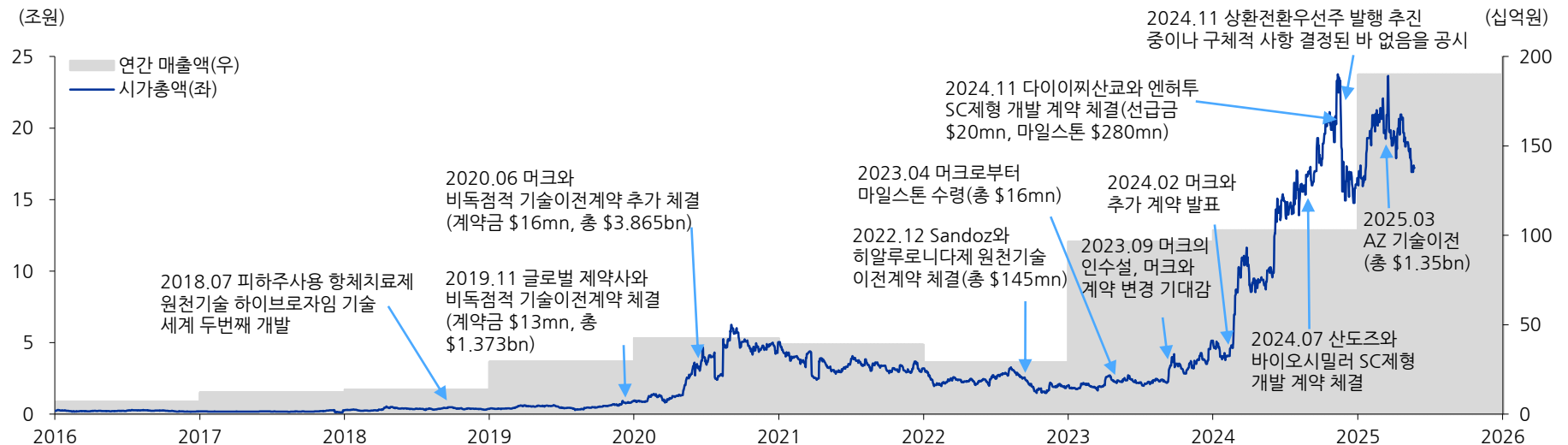
투자의견 BUY 및 목표주가 400,000원

- 목표주가는 알테오젠 SC 제형 기술이 적용되어 출시될 제품들의 예상 매출액에 따른 판매로알티를 합산하여 현가한 한 값에 Target P/E 40 배를 적용한 값 및 기타 R&D 파이프라인 가치를 합산하여 산출
- 연말까지 밸류에이션 부담, 미래 가치의 불확실성에 대한 우려로 주가 변동성이 높을 것으로 예상됨

알테오젠: TP 400,000원(BUY)

- 투자의견, 목표주가 산정근거
: 알테오젠 SC 제형 기술이 적용되어 출시될 제품들의 예상 매출액에 따른 판매 로열티를 합산하여 현가화한 한 값에 Target P/E 40 배를 적용한 값 및 기타 R&D 파이프라인 가치를 합산하여 산출
- 투자포인트
 1. 9월 키트루다SC 출시 예상
 2. Hybrozyme 기술 이전 계약 체결
 3. 높은 밸류에이션 지표, 미래 가치의 불확실성에 대한 높은 우려감 등을 감안할 때, 주가 하락 시 매수 전략을 추천함

알테오젠 시가총액(좌) 및 연간 영업이익(우) 추이



자료: Quantiwise, 알테오젠, 유진투자증권

주: 2025년 영업이익은 당사 추정치

알테오젠(196170.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	256	409	532	957	1,439
유동자산	144	212	313	736	1,217
현금성자산	106	185	296	716	1,194
매출채권	17	20	11	13	15
재고자산	1	1	1	2	2
비유동자산	112	197	218	220	223
투자자산	4	66	69	71	74
유형자산	19	19	18	17	17
기타	89	112	132	132	131
부채총계	108	135	137	139	141
유동부채	100	129	131	133	136
매입채무	17	19	21	23	25
유동성이자부채	83	99	99	99	99
기타	0	12	12	12	12
비유동부채	8	6	6	6	6
비유동이자부채	2	5	5	5	5
기타	6	1	1	1	1
자본총계	148	274	395	818	1,298
자배지분	148	274	394	817	1,297
자본금	27	27	27	27	27
자본잉여금	103	165	165	165	165
이익잉여금	15	77	197	620	1,101
기타	4	5	5	5	5
비자배지분	(0)	0	0	0	0
자본총계	148	274	395	818	1,298
총차입금	85	104	104	104	104
순차입금	(20)	(82)	(192)	(612)	(1,090)

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	(8)	53	137	427	485
당기순이익	(4)	61	119	430	489
자산상각비	3	3	6	5	5
기타비현금성손익	(1)	(29)	(10)	(18)	(20)
운전자본증감	(11)	16	11	(0)	0
매출채권감소(증가)	(7)	(3)	9	(2)	(2)
재고자산감소(증가)	(0)	0	(0)	(1)	(0)
매입채무증가(감소)	1	9	2	2	2
기타	(4)	9	0	0	0
투자현금	(9)	(108)	(33)	(139)	(160)
단기투자자산감소	20	(82)	(7)	(132)	(153)
장기투자증권감소	0	0	(0)	(0)	(0)
설비투자	1	3	4	4	4
유형자산처분	5	0	0	0	0
무형자산처분	(39)	(22)	(20)	0	0
재무현금	2	43	0	0	0
차입금증가	(3)	10	0	0	0
자본증가	2	6	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	(16)	(11)	104	289	325
기초현금	46	30	19	123	411
기말현금	30	19	123	411	736
Gross Cash flow	(1)	35	126	428	485
Gross Investment	40	10	16	7	7
Free Cash Flow	(42)	25	110	420	478

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	97	103	190	495	547
증가율(%)	235.1	6.6	84.3	161.1	10.6
매출원가	65	39	46	45	45
매출총이익	31	64	143	450	502
판매 및 일반관리비	41	39	39	40	41
기타영업손익	21	(6)	1	2	2
영업이익	(10)	25	104	410	461
증가율(%)	적지	흑전	309.7	293.9	12.6
EBITDA	(6)	28	110	415	466
증가율(%)	적지	흑전	287.9	278.4	12.3
영업외손익	6	11	15	20	28
이자수익	5	8	8	13	20
이자비용	1	1	1	1	1
자본법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	2	4	9	9	9
세전순이익	(4)	37	119	430	489
증가율(%)	적지	흑전	226.2	260.2	13.7
법인세비용	0	(24)	0	0	0
당기순이익	(4)	61	119	430	489
증가율(%)	적지	흑전	96.8	260.2	13.7
지배주주지분	(3)	62	121	423	480
증가율(%)	적지	흑전	93.6	250.9	13.6
비지배지분	(0)	(2)	(1)	7	9
EPS(원)	(64)	1,168	2,261	7,932	9,010
증가율(%)	적지	흑전	93.6	250.9	13.6
수정EPS(원)	(64)	1,168	2,261	7,932	9,010
증가율(%)	적지	흑전	93.6	250.9	13.6

주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	(64)	1,168	2,261	7,932	9,010
BPS	2,794	5,131	7,392	15,324	24,333
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배, %)					
PER	n/a	265.1	146.6	41.8	36.8
PBR	35.3	60.3	44.8	21.6	13.6
EV/ EBITDA	n/a	581.2	159.5	41.1	35.6
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	n/a	472.4	140.2	41.3	36.4
수익성(%)					
영업이익률	(10.1)	24.7	54.9	82.8	84.3
EBITDA이익률	(6.6)	27.5	57.8	83.8	85.2
순이익률	(3.7)	59.0	63.0	86.9	89.4
ROE	(2.3)	29.5	36.1	69.8	45.4
ROIC	(6.1)	11.6	38.7	147.7	164.4
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	(13.7)	(29.7)	(48.6)	(74.9)	(84.0)
유동비율	143.5	163.9	238.7	552.1	896.3
이자보상배율	(14.5)	37.6	80.8	318.4	358.4
활동성 (회)					
총자산회전율	0.4	0.3	0.4	0.7	0.5
매출채권회전율	7.6	5.6	12.1	41.0	39.1
재고자산회전율	73.0	101.6	188.8	343.2	277.1
매입채무회전율	9.0	5.7	9.6	22.9	23.0

삼성바이오로직스

(207940)

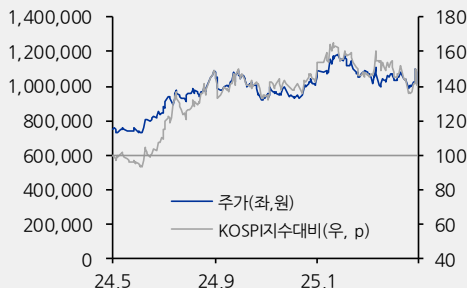
투자의견
BUY
(유지)

목표주가
1,300,000원
(유지)

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-3.1	7.3	40.5
절대기준	0.8	12.3	38.9
(천원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	1,300	1,300	-
영업이익(25)	1,651	1,651	-
영업이익(26)	1,737	1,737	-

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

현재주가(원, 5/26)	1,043,000
시가총액(십억원)	74,234
발행주식수	71,174천주
52주 최고가	1,209,000원
최저가	721,000원
52주 일간 Beta	0.36
60일 일평균거래대금	792억원
외국인 지분율	12.9%
배당수익률(2025E)	0.0%
주주구성	
삼성물산 (외 4인)	74.4%



결산기(12월)(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	3,695	4,547	5,494	6,268
영업이익	1,114	1,320	1,651	1,737
세전손익	1,120	1,370	1,701	1,787
당기순이익	858	1,083	1,345	1,413
EPS(원)	12,051	15,221	18,901	19,857
증감률(%)	7.5	26.3	24.2	5.1
PER(배)	63.1	62.3	55.2	52.5
ROE(%)	9.1	10.4	11.6	10.9
PBR(배)	5.5	6.2	6.0	5.4
EV/EBITDA(배)	33.7	35.3	32.4	29.3

자료: 유진투자증권

인적분할을 통한 가치 상승 예상

Investment Points

- 삼성바이오로직스
 - 견조한 CDMO 산업의 성장성 및 수익성이 돋보일 것
 - 생산 능력 확대 및 생산 모달리티 확장, 바이오시밀러 신제품들의 출시, 차세대 신기술 투자 확대로 경쟁력 강화 노력을 지속하고 있음
 - 높은 밸류에이션 부담에도 시장 기대치를 충족하는 실적 성장을 보여주고 있어 삼성바이오로직스에 대한 밸류에이션 프리미엄은 지속 가능할 전망
- 삼성바이오에피스
 - 바이오시밀러 사업의 공격적인 확장 기대
 - 신약 및 투자 부문의 성과 가시화 기대
- 분할 이후 삼성바이오로직스, 중장기로 삼성바이오에피스의 기업가치 상승 예상

투자의견 BUY 및 목표주가 1,300,000원

- 연평균 생산능력 capacity 15~20% yoy 확대와 병행하여 견조한 이익 성장이 예상되는 글로벌 바이오기업
- 관세 및 약가 인하와 관련된 시장의 우려는 과도하다는 판단
- 2026년 예상 실적 기준 EV/EBITDA 40배 적용

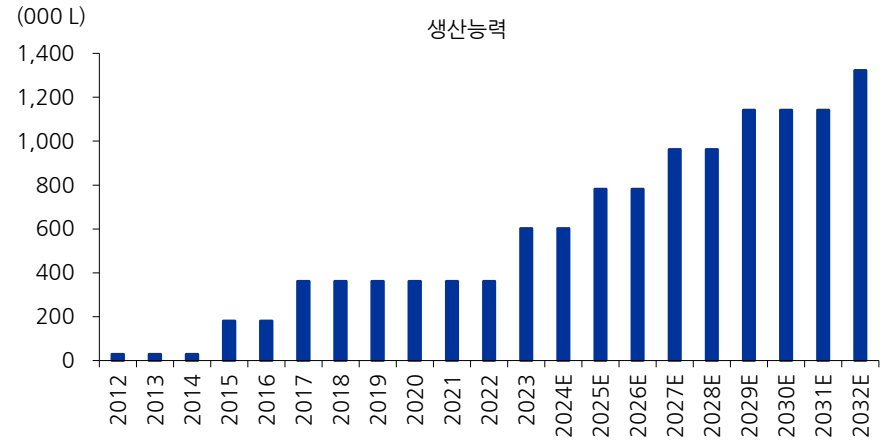
삼성바이오로직스: TP 1,300,000원(BUY)

공장 증설 추이(연간)

	1공장	2공장	3공장	4공장	5공장	6~8공장
총 용량(L)	30,000	154,000	180,000	240,000 (+34%yoy)	180,000 (+30%yoy)	540,000 (+69%yoy)
구성	5,000 X 6	1,500X10 1,000X2	15,000X12	10,000 X 6 15,000 X 12	15,000X12X4	15,000X12X3
cGMP 건설기간 완공일	25개월 2012.07	29개월 2015.02	35개월 2017.11	36개월 2022.10부분가 동(60,000L) 2023년말 전체 가동 2024.2H상업화 가동	2025.04완공, 2027년상업화 가동 예상	2027.066공장 2029.067공장 2031.068공장 완공 예상
공사비용 (십억원)	350	700	850	1,740	약 7,000	

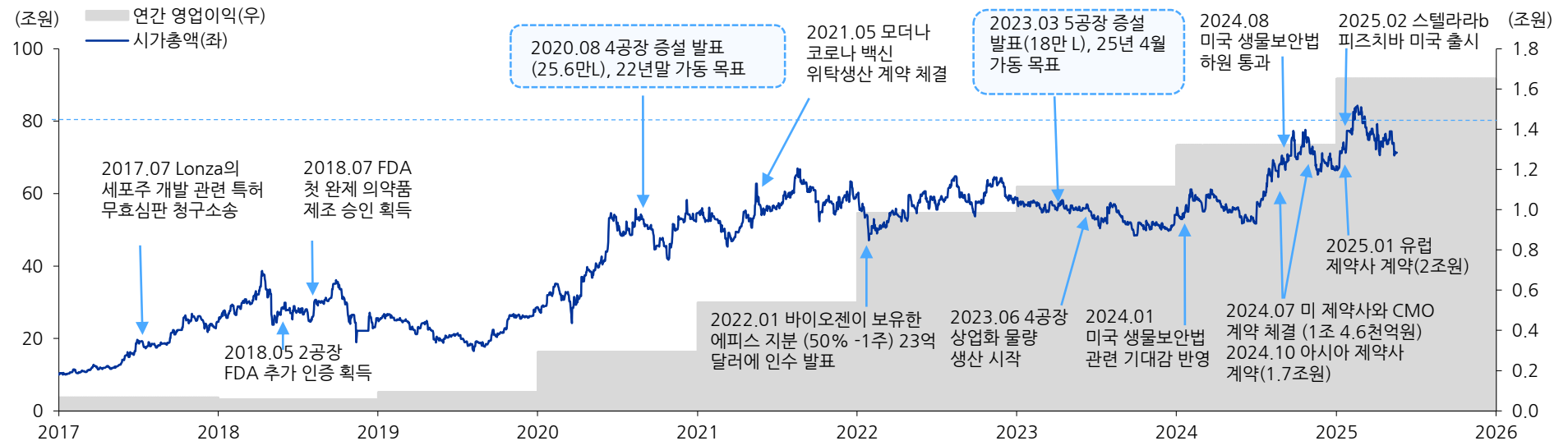
자료: 삼성바이오로직스, 유진투자증권

삼성바이오로직스 연간 Capacity 추이



자료: 삼성바이오로직스, 유진투자증권

삼성바이오로직스 시가총액(좌) 및 연간 영업이익(우) 추이



자료: 삼성바이오로직스, Quantiwise, 유진투자증권

주: 2025년 영업이익은 당사 추정치

Peer valuation

글로벌 CDMO 3사 비교

(\$mn, 배)	시가총액(\$bn)	YTD(%)	CAPA	연도	Sales	OP	OP Margin	NP	P/E	EV/EBITDA
론자	50.0	58.9	78.7만L (2028E)	2023A	7,479	1,440	19.3%	728	39.8	18.0
				2024A	7,467	1,095	14.7%	722	60.0	25.2
				2025E	9,226	1,773	19.2%	1,241	34.7	20.1
				2026E	10,238	2,108	20.6%	1,553	29.2	17.4
				2027E	11,564	2,514	21.7%	1,867	24.2	15.0
삼성바이오	54.3	29.2	78.4만L (2025E)	2023A	2,842	857	30.1%	660	63.1	33.7
				2024A	3,248	943	29.0%	774	62.3	35.3
				2025E	3,924	1,180	30.1%	961	54.3	32.0
				2026E	4,477	1,241	27.7%	1,010	45.6	27.9
				2027E	5,290	1,405	26.6%	1,139	39.1	24.6
우시바이오	12.0	(26.0)	60만L (현재)	2023A	2,406	564	23.5%	480	32.8	21.6
				2024A	2,594	645	24.8%	466	20.1	11.0
				2025E	2,946	802	27.2%	563	20.9	11.5
				2026E	3,394	948	27.9%	668	17.7	10.0
				2027E	3,869	1,109	28.7%	787	15.4	8.7

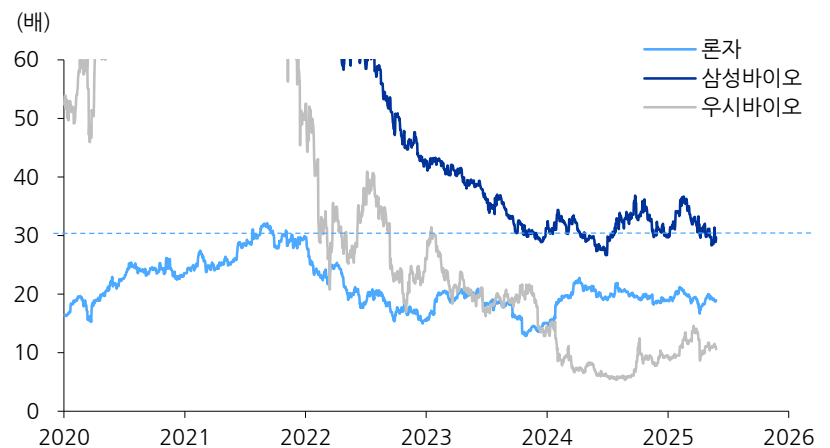
자료: Bloomberg, 유진투자증권
주1: 2025.05.26 기준
주2: 삼성바이오로직스는 유진투자증권 추정, 환율 1,400원/USD 적용

CDMO 3사 시가총액 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

CDMO 3사 EV/EBITDA valuation 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

삼성바이오로직스(207940.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	16,046	17,336	18,516	20,090	21,931
유동자산	5,522	5,518	6,493	7,962	9,852
현금성자산	2,061	1,331	2,272	3,173	4,228
매출채권	679	1,165	867	989	1,168
재고자산	2,641	2,818	3,150	3,593	4,246
비유동자산	10,524	11,818	12,023	12,128	12,080
투자자산	812	879	915	952	990
유형자산	3,880	5,374	5,852	6,245	6,500
기타	5,832	5,565	5,256	4,931	4,590
부채총계	6,216	6,432	6,243	6,403	6,650
유동부채	4,158	3,853	3,601	3,696	3,875
매입채무	1,219	1,522	1,252	1,428	1,687
유동성이자부채	1,532	466	466	366	266
기타	1,407	1,865	1,884	1,903	1,922
비유동부채	2,058	2,578	2,641	2,707	2,775
비유동이자부채	402	1,026	1,026	1,026	1,026
기타	1,656	1,552	1,615	1,681	1,749
자본총계	9,830	10,905	12,273	13,686	15,281
자배지분	9,830	10,905	12,273	13,686	15,281
자본금	178	178	178	178	178
자본잉여금	5,663	5,663	5,663	5,663	5,663
이익잉여금	4,003	5,087	6,432	7,845	9,440
기타	(14)	(23)	0	0	0
비자배지분	0	0	0	0	0
자본총계	9,830	10,905	12,273	13,686	15,281
총차입금	1,934	1,492	1,492	1,392	1,292
순차입금	(127)	160	(780)	(1,781)	(2,937)

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	1,666	1,659	1,758	1,842	1,994
당기순이익	858	1,083	1,345	1,413	1,595
자산상각비	490	599	614	736	887
기타비현금성손익	280	119	(112)	(133)	(130)
운전자본증감	299	(45)	(287)	(372)	(556)
매출채권감소(증가)	30	(451)	299	(122)	(180)
재고자산감소(증가)	(274)	(236)	(331)	(443)	(653)
매입채무증가(감소)	267	409	(271)	176	259
기타	275	233	17	17	17
투자현금	(1,566)	(1,244)	(856)	(881)	(880)
단기투자자산감소	616	745	(38)	(40)	(41)
장기투자증권감소	(8)	(11)	(2)	(3)	(3)
설비투자	995	1,304	783	804	800
유형자산처분	3	1	0	0	0
무형자산처분	(110)	(74)	0	0	0
재무현금	(635)	(434)	0	(100)	(100)
차입금증가	(635)	(434)	0	(100)	(100)
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	(523)	23	902	862	1,014
기초현금	(891)	(368)	391	1,293	2,155
기말현금	368	391	1,293	2,155	3,169
Gross Cash flow	1,660	2,006	2,045	2,215	2,550
Gross Investment	1,884	2,034	1,105	1,214	1,395
Free Cash Flow	(223)	(29)	940	1,001	1,156

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	3,695	4,547	5,494	6,268	7,406
증가율(%)	23.1	23.1	20.8	14.1	18.2
매출원가	1,892	2,256	2,759	3,350	4,063
매출총이익	1,803	2,291	2,735	2,918	3,343
판매 및 일반관리비	689	971	1,084	1,181	1,376
기타영업손익	42	41	12	9	17
영업이익	1,114	1,320	1,651	1,737	1,967
증가율(%)	13.2	18.5	25.1	5.2	13.2
EBITDA	1,603	1,919	2,265	2,473	2,854
증가율(%)	24.1	19.7	18.0	9.2	15.4
영업외손익	7	50	50	50	50
이자수익	96	64	0	0	0
이자비용	82	50	50	50	50
자본비용	0	0	0	0	0
기타영업외손익	(7)	36	100	100	100
세전순이익	1,120	1,370	1,701	1,787	2,017
증가율(%)	11.0	22.3	24.2	5.1	12.9
법인세비용	262	287	356	374	422
당기순이익	858	1,083	1,345	1,413	1,595
증가율(%)	7.5	26.3	24.2	5.1	12.9
지배주주지분	858	1,083	1,345	1,413	1,595
증가율(%)	7.5	26.3	24.2	5.1	12.9
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	12,051	15,221	18,901	19,857	22,413
증가율(%)	7.5	26.3	24.2	5.1	12.9
수정EPS(원)	12,051	15,221	18,901	19,857	22,413
증가율(%)	7.5	26.3	24.2	5.1	12.9

주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	12,051	15,221	18,901	19,857	22,413
BPS	138,119	153,212	172,436	192,293	214,706
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배, %)					
PER	63.1	62.3	55.2	52.5	46.5
PBR	5.5	6.2	6.0	5.4	4.9
EV/ EBITDA	33.7	35.3	32.4	29.3	25.0
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	32.6	33.7	36.3	33.5	29.1
수익성(%)					
영업이익률	30.1	29.0	30.1	27.7	26.6
EBITDA이익률	43.4	42.2	41.2	39.5	38.5
순이익률	23.2	23.8	24.5	22.5	21.5
ROE	9.1	10.4	11.6	10.9	11.0
ROIC	9.5	10.1	11.6	11.8	12.9
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	(1.3)	1.5	(6.4)	(13.0)	(19.2)
유동비율	132.8	143.2	180.3	215.4	254.3
이자보상배율	13.6	26.4	33.0	34.7	39.3
활동성 (회)					
총자산회전율	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4
매출채권회전율	5.2	4.9	5.4	6.8	6.9
재고자산회전율	1.5	1.7	1.8	1.9	1.9
매입채무회전율	2.5	3.3	4.0	4.7	4.8

셀트리온

(068270)

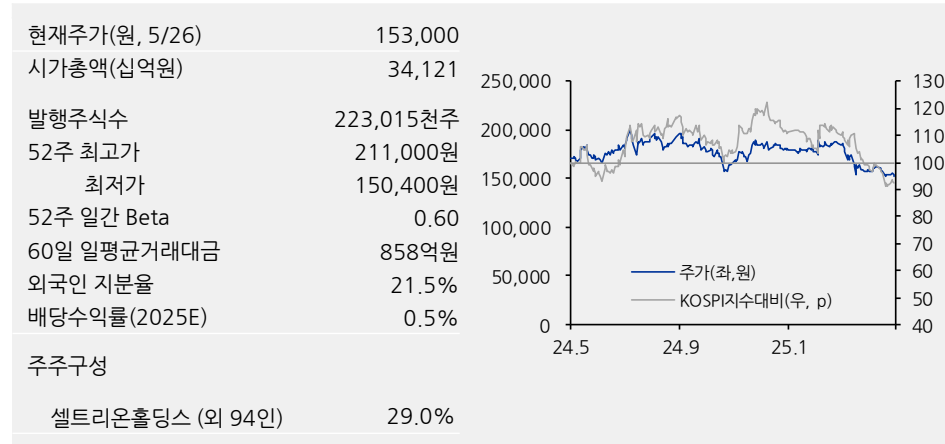
투자의견
BUY
(유지)

목표주가
220,000원
(유지)

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-7.2	-13.7	-9.3
절대기준	-3.3	-8.8	-11.0

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	220,000	220,000	-
영업이익(25)	1,078	1,078	-
영업이익(26)	1,577	1,577	-

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



결산기(12월)(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	2,176	3,557	4,186	5,297
영업이익	651	492	1,078	1,577
세전손익	671	576	1,137	1,627
당기순이익	540	419	907	1,304
EPS(원)	2,320	1,858	4,198	6,033
증감률(%)	-33.9	-19.9	126.0	43.7
PER(배)	83.0	100.9	36.4	25.4
ROE(%)	5.1	2.5	5.2	7.2
PBR(배)	2.5	2.3	1.9	1.8
EV/EBITDA(배)	34.1	45.9	26.3	19.1

자료: 유진투자증권

4분기 신제품 효과를 기대해볼까?

Investment Points

- 2025년 1분기 재고조정과 미국 시장에서의 점유율이 뚜렷한 상승 추세에 진입하지 못한 것으로 확인됨
- 향후 매출 성장률 회복이 셀트리온의 이익 성장의 핵심 동력. 셀트리온은 하반기로 갈수록 신제품 매출 기여도 상승에 따른 매출 성장률 상승을 전망함
- 2025년부터 바이오시밀러 신제품 출시 지속
- 바이오시밀러 사업 모델에서 CDMO와 신약 개발로 비즈니스 모델 확장 시작: 비즈니스 모델 전환 효과는 2028년 이후 신성장 동력으로 작용할 전망

투자의견 BUY 및 목표주가 220,000원

- 2026년 예상 순이익에 Target P/E 40배 적용
- 2025년 셀트리온의 매출액 가이던스는 5조원으로 당사 및 시장 컨센서스 대비 25%를 상회함. 신제품 출시 효과가 극대화되고 미국 시장 점유율이 상승한다면 기대해볼 만 한 수준
- 그러나 2~3분기 실적 추이를 확인한 후 접근할 것을 추천함

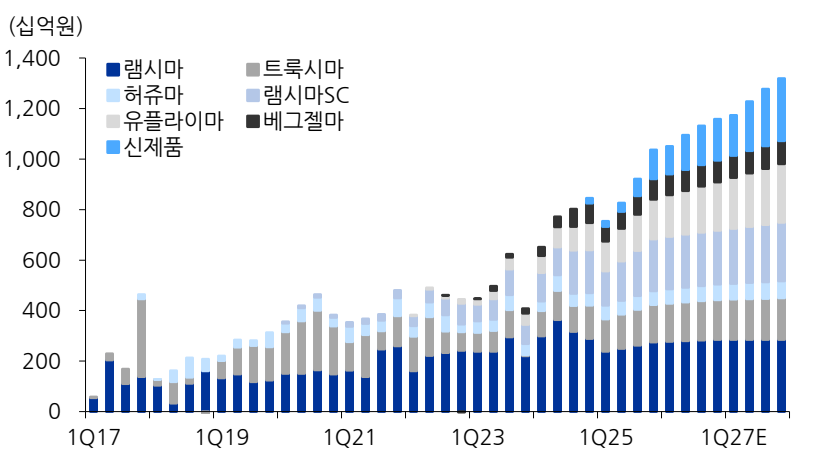
셀트리온: TP 220,000원(BUY)

셀트리온 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	2024				2025E				2024	2025E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QE	3QE	4QE		
매출액	737	875	882	1,064	842	952	1,080	1,312	3,557	4,186
영업이익	15	72	208	196	150	242	301	385	492	1,078
지배순이익	22	78	86	237	69	213	194	436	423	911
OPM	2.1	8.3	23.5	18.5	17.8	25.4	27.9	29.3	13.8	25.7
지배NPM	3.0	8.9	9.7	22.2	8.1	22.3	17.9	33.2	11.9	21.8

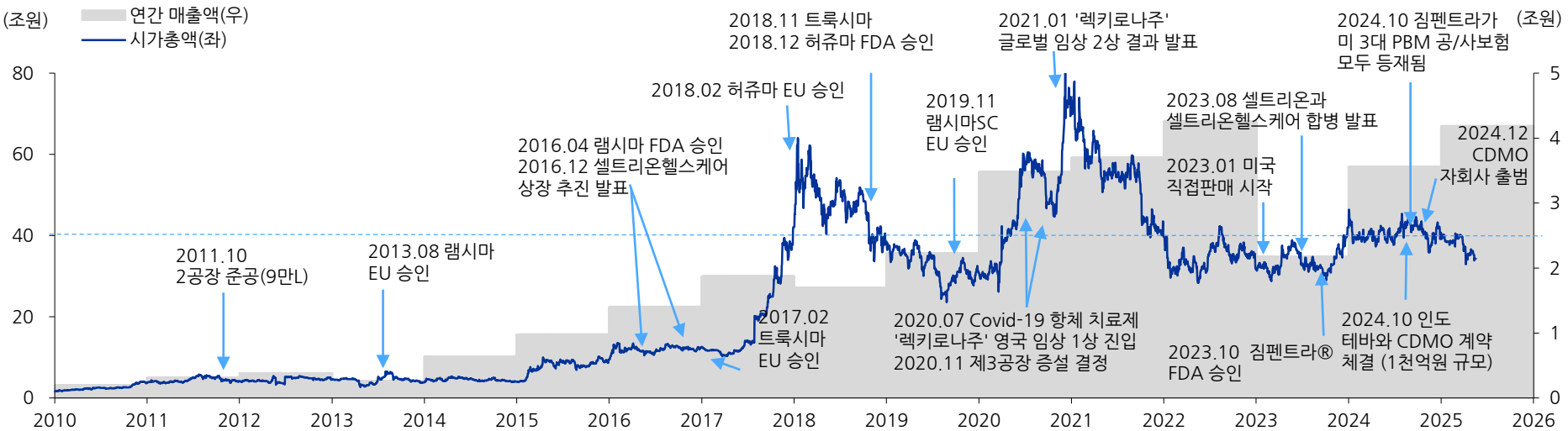
자료: 셀트리온, 유진투자증권

분기별 제품 매출액 추이 및 전망



자료: 셀트리온, 유진투자증권

셀트리온 시가총액(좌) 및 연간 영업이익(우) 추이



자료: 셀트리온, Quantwise, 유진투자증권
주: 2025년 영업이익은 당사 추정치

셀트리온(068270.KS) 재무제표

대차대조표 (단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	19,957	21,055	21,571	22,790	24,256
유동자산	5,094	5,584	6,320	7,351	8,620
현금성자산	760	1,144	1,351	1,998	2,679
매출채권	948	1,259	1,438	1,609	1,824
재고자산	3,039	2,766	3,100	3,295	3,649
비유동자산	14,863	15,471	15,251	15,440	15,636
투자자산	357	525	540	644	760
유형자산	1,215	1,245	1,017	1,068	1,115
기타	13,291	13,702	13,695	13,728	13,761
부채총계	2,831	3,475	3,797	3,872	3,974
유동부채	2,512	3,187	3,501	3,569	3,664
매입채무	491	554	863	966	1,095
유동성이자부채	1,783	2,102	2,102	2,062	2,022
기타	238	531	536	542	547
비유동부채	319	288	295	302	310
비유동이자부채	107	106	106	106	106
기타	212	182	189	197	204
자본총계	17,126	17,580	17,775	18,919	20,282
자배지분	16,981	17,439	17,634	18,778	20,141
자본금	220	221	221	221	221
자본잉여금	14,790	14,828	14,828	14,828	14,828
이익잉여금	3,964	3,744	4,502	5,646	7,009
기타	(1,993)	(1,353)	(1,916)	(1,916)	(1,916)
비자배지분	145	141	141	141	141
자본총계	17,126	17,580	17,775	18,919	20,282
총차입금	1,890	2,208	2,208	2,168	2,128
순차입금	1,131	1,064	857	170	(551)

현금흐름표 (단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	537	902	669	1,255	1,301
당기순이익	540	419	907	1,304	1,521
자산상각비	246	418	251	214	218
기타비현금성손익	127	206	(484)	(124)	(93)
운전자본증감	(221)	(21)	(215)	(276)	(453)
매출채권감소(증가)	(296)	(174)	(179)	(171)	(215)
재고자산감소(증가)	57	225	(334)	(195)	(354)
매입채무증가(감소)	(2)	(144)	309	103	129
기타	20	72	(12)	(12)	(13)
투자현금	(139)	(169)	(313)	(408)	(488)
단기투자자산감소	(164)	7	(4)	(6)	(74)
장기투자증권감소	(19)	(15)	0	(88)	(100)
설비투자	210	135	95	100	100
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(141)	(195)	(198)	(198)	(198)
재무현금	(385)	(353)	(154)	(206)	(205)
차입금증가	(90)	(80)	0	(40)	(40)
자본증가	(963)	(521)	(154)	(166)	(165)
배당금지급	52	104	154	166	165
현금 증감	13	432	202	641	608
기초현금	551	565	996	1,198	1,840
기말현금	565	996	1,198	1,840	2,447
Gross Cash flow	913	1,068	884	1,531	1,754
Gross Investment	197	198	523	678	868
Free Cash Flow	716	870	360	853	886

자료: 유진투자증권

손익계산서 (단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,176	3,557	4,186	5,297	6,006
증가율(%)	(4.7)	63.4	17.7	26.6	13.4
매출원가	1,125	1,876	1,845	2,184	2,395
매출총이익	1,052	1,682	2,340	3,113	3,611
판매 및 일반관리비	400	1,190	1,263	1,536	1,742
기타영업손익	4	197	6	22	13
영업이익	651	492	1,078	1,577	1,870
증가율(%)	0.7	(24.5)	119.0	46.4	18.5
EBITDA	897	910	1,329	1,791	2,088
증가율(%)	2.7	1.4	46.0	34.8	16.6
영업외손익	20	84	60	50	34
이자수익	19	34	34	34	34
이자비용	10	76	81	81	81
지분법손익	(11)	(3)	0	0	0
기타영업외손익	21	130	108	98	82
세전순이익	671	576	1,137	1,627	1,903
증가율(%)	7.2	(14.2)	97.4	43.0	17.0
법인세비용	131	157	230	323	382
당기순이익	540	419	907	1,304	1,521
증가율(%)	(0.5)	(22.4)	116.6	43.7	16.7
지배주주지분	536	423	911	1,310	1,528
증가율(%)	(0.4)	(21.1)	115.6	43.7	16.7
비지배지분	4	(4)	(4)	(6)	(7)
EPS(원)	2,320	1,858	4,198	6,033	7,041
증가율(%)	(33.9)	(19.9)	126.0	43.7	16.7
수정EPS(원)	2,320	1,858	4,198	6,033	7,041
증가율(%)	(33.9)	(19.9)	126.0	43.7	16.7

주요투자지표	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	2,320	1,858	4,198	6,033	7,041
BPS	77,083	80,336	81,233	86,502	92,783
DPS	477	763	760	760	760
밸류에이션(배, %)					
PER	83.0	100.9	36.4	25.4	21.7
PBR	2.5	2.3	1.9	1.8	1.6
EV/ EBITDA	34.1	45.9	26.3	19.1	16.1
배당수익률	0.2	0.4	0.5	0.5	0.5
PCR	48.7	39.9	37.6	21.7	18.9
수익성(%)					
영업이익률	29.9	13.8	25.7	29.8	31.1
EBITDA이익률	41.2	25.6	31.7	33.8	34.8
순이익률	24.8	11.8	21.7	24.6	25.3
ROE	5.1	2.5	5.2	7.2	7.9
ROIC	4.7	2.0	4.7	6.8	7.8
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	6.6	6.1	4.8	0.9	(2.7)
유동비율	202.8	175.2	180.5	205.9	235.3
이자보상배율	67.4	6.5	13.2	19.4	23.0
활동성 (회)					
총자산회전율	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
매출채권회전율	1.7	3.2	3.1	3.5	3.5
재고자산회전율	1.2	1.2	1.4	1.7	1.7
매입채무회전율	5.0	6.8	5.9	5.8	5.8

Compliance Notice

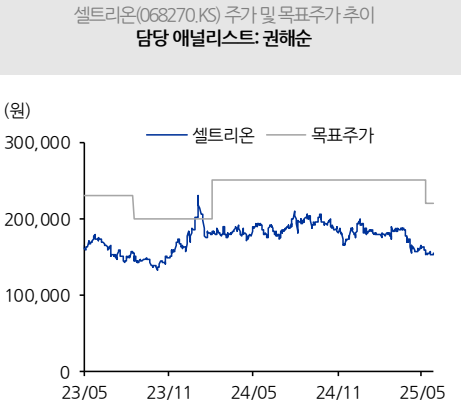
당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 조사 분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율		
종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)		당사 투자의견 비율 (%)
· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%
(2025.03.31 기준)		

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역					
추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	과리율(%)	
				평균 추가대비	최고(최저) 추가대비
2023-06-19	Buy	1,100,000	1년	-30.8	-21.9
2023-07-27	Buy	1,100,000	1년	-30.6	-21.9
2023-08-07	Buy	1,100,000	1년	-30.7	-21.9
2023-08-29	Buy	1,100,000	1년	-30.8	-21.9
2023-09-06	Buy	1,100,000	1년	-30.7	-21.9
2023-10-10	Buy	1,100,000	1년	-30.1	-21.9
2023-10-26	Buy	1,100,000	1년	-29.7	-21.9
2023-11-15	Buy	1,100,000	1년	-29.0	-21.9
2024-01-02	Buy	1,100,000	1년	-26.8	-21.9
2024-03-25	Buy	1,100,000	1년	-26.8	-24.0
2024-04-25	Buy	1,000,000	1년	-13.6	8.7
2024-07-25	Buy	1,000,000	1년	-2.8	8.7
2024-10-14	Buy	1,200,000	1년	-13.7	-1.3
2024-10-24	Buy	1,200,000	1년	-13.8	-1.3
2025-01-07	Buy	1,200,000	1년	-10.0	-1.3
2025-01-23	Buy	1,200,000	1년	-9.0	-1.3
2025-04-24	Buy	1,300,000	1년	-20.4	-15.4
2025-05-28	Buy	1,300,000	1년		



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역					
추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	과리율(%)	
				평균 추가대비	최고(최저) 추가대비
2023-02-21	Buy	270,000	1년	-45.4	-44.2
2023-03-06	Buy	230,000	1년	-30.5	-21.8
2023-06-19	Buy	230,000	1년	-33.9	-28.2
2023-08-07	Buy	230,000	1년	-33.1	-32.0
2023-08-16	Buy	200,000	1년	-17.1	15.8
2023-08-18	Buy	200,000	1년	-16.9	15.8
2023-09-06	Buy	200,000	1년	-15.7	15.8
2023-10-10	Buy	200,000	1년	-13.2	15.8
2023-11-15	Buy	200,000	1년	-8.9	15.8
셀트리온은 셀트리온헬스케어를 2023년 12월 28일 흡수 합병함					
2024-01-02	Buy	200,000	1년	-6.3	-12.6
2024-03-04	Buy	250,000	1년	-25.5	-16.4
2024-05-10	Buy	250,000	1년	-25.2	-16.4
2024-05-14	Buy	250,000	1년	-25.2	-16.4
2024-05-24	Buy	250,000	1년	-25.2	-16.4
2024-05-28	Buy	250,000	1년	-25.2	-16.4
2024-06-27	Buy	250,000	1년	-25.0	-16.4
2024-08-08	Buy	250,000	1년	-25.2	-17.8
2024-11-11	Buy	250,000	1년	-26.5	-20.3
2025-01-07	Buy	250,000	1년	-29.8	-24.3
2025-01-20	Buy	250,000	1년	-30.2	-24.3
2025-02-26	Buy	250,000	1년	-31.1	-24.8
2025-05-12	Buy	220,000	1년	-29.9	-28.8
2025-05-28	Buy	220,000	1년		



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역						알테오젠(196170.KQ) 추가 및 목표주가 추이	
추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	과리율(%)		담당 애널리스트: 권해순	
				평균 추가대비	최고(최저) 추가대비		
2023-07-10	Buy	70,000	1년	-22.9	15.7		(원)
2023-08-07	Buy	70,000	1년	-17.9	15.7		
2023-09-06	Buy	70,000	1년	-9.6	15.7		
2023-10-10	Buy	70,000	1년	-11.3	2.7		
2023-11-15	Buy	90,000	1년	-10.1	16.7		
2024-01-02	Buy	90,000	1년	-6.3	-20.7		
2024-01-04	Buy	90,000	1년	-6.7	16.7		
2024-02-23	Buy	140,000	1년	30.9	56.8		
2024-04-23	Buy	210,000	1년	20.4	52.6		
2024-09-02	Buy	400,000	1년	-11.5	11.4		
2024-11-26	Buy	400,000	1년	-12.6	10.9		
2024-12-03	Buy	400,000	1년	-12.1	10.9		
2025-01-07	Buy	400,000	1년	-9.2	10.9		
2025-01-20	Buy	400,000	1년	-7.7	10.9		
2025-05-28	Buy	400,000	1년				

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역					유한양행(000100.KS) 추가 및 목표주가 추이	
추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	과리율(%)		담당 애널리스트: 권해순
				평균 추가대비	최고(최저) 추가대비	
2023-05-30	Buy	80,000	1년	-16.0	-0.1	
2023-07-03	Buy	80,000	1년	-12.4	-0.1	
2023-07-31	Buy	80,000	1년	-7.3	-0.1	
2023-08-07	Buy	80,000	1년	-7.2	-0.1	
2023-08-29	Buy	80,000	1년	-7.4	-0.1	
2023-09-06	Buy	80,000	1년	-6.0	-0.1	
2023-10-04	Buy	150,000	1년	-56.9	-47.0	
2023-10-10	Buy	150,000	1년	-57.2	-47.0	
2023-10-17	Buy	150,000	1년	-57.7	-52.1	
2023-11-01	Buy	150,000	1년	-57.2	-52.1	
2023-11-15	Buy	150,000	1년	-56.9	-52.1	
2024-01-02	Buy	150,000	1년	-58.8	-54.1	
2024-01-04	Buy	150,000	1년	-59.1	-56.1	
2024-02-07	Buy	110,000	1년	-23.6	32.2	
2024-04-23	Buy	110,000	1년	-17.7	32.2	
2024-05-02	Buy	110,000	1년	-16.7	32.2	
2024-06-27	Buy	110,000	1년	-6.6	32.2	
2024-07-02	Buy	110,000	1년	-5.5	32.2	
2024-07-09	Buy	110,000	1년	-3.7	32.2	
2024-08-21	Buy	110,000	1년	15.0	32.2	
2024-09-23	Buy	220,000	1년	-43.3	-25.6	
2024-10-29	Buy	220,000	1년	-45.4	-35.5	
2024-12-03	Buy	220,000	1년	-45.8	-37.4	
2024-12-18	Buy	220,000	1년	-45.7	-37.4	
2025-01-07	Buy	220,000	1년	-45.5	-37.4	
2025-01-08	Buy	220,000	1년	-45.6	-37.4	
2025-01-20	Buy	220,000	1년	-46.2	-37.5	
2025-02-13	Buy	220,000	1년	-47.4	-40.4	
2025-03-11	Buy	220,000	1년	-48.6	-40.4	
2025-03-18	Buy	220,000	1년	-49.1	-40.4	
2025-04-07	Buy	220,000	1년	-50.0	-47.2	
2025-04-14	Buy	220,000	1년	-49.8	-47.2	
2025-05-09	Buy	220,000	1년	-51.8	-50.7	
2025-05-28	Buy	220,000	1년			

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역						리가캠바이오(141080.KQ) 주가 및 목표주가 추이 담당 애널리스트: 권해순
추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	과리율(%)		
				평균 주가대비	최고(최저) 주가 대비	
2023-08-07	Buy	67,000	1년	-36.3	-3.0	
2023-09-06	Buy	67,000	1년	-33.7	-3.0	
2023-10-10	Buy	67,000	1년	-31.0	-3.0	
2023-10-23	Buy	67,000	1년	-28.7	-3.0	
2023-11-15	Buy	67,000	1년	-24.0	-3.0	
2023-12-04	Buy	67,000	1년	-20.7	-3.0	
2023-12-15	Buy	67,000	1년	-17.6	-3.0	
2024-01-02	Buy	67,000	1년	-16.7	-7.5	
2024-01-22	Buy	92,000	1년	-23.6	6.5	
2024-04-02	Buy	92,000	1년	-18.9	6.5	
2024-04-23	Buy	92,000	1년	-16.9	6.5	
2024-04-29	Buy	92,000	1년	-16.4	6.5	
2024-05-16	Buy	92,000	1년	-15.1	6.5	
2024-06-03	Buy	92,000	1년	-12.5	6.5	
2024-06-24	Buy	92,000	1년	-8.6	6.5	
2024-06-27	Buy	92,000	1년	-7.7	6.5	
2024-09-02	Buy	140,000	1년	-30.6	-11.9	
2024-09-10	Buy	140,000	1년	-27.8	-11.9	
2024-09-20	Buy	140,000	1년	-25.0	-11.9	
2024-10-11	Buy	160,000	1년	-30.5	-12.5	
2024-12-03	Buy	160,000	1년	-32.0	-19.4	
2024-12-18	Buy	160,000	1년	-31.8	-19.4	
2025-01-07	Buy	160,000	1년	-31.7	-19.4	
2025-01-20	Buy	160,000	1년	-32.4	-19.4	
2025-02-17	Buy	160,000	1년	-34.4	-26.4	
2025-03-18	Buy	160,000	1년	-35.7	-28.9	
2025-04-07	Buy	160,000	1년	-34.2	-28.9	
2025-05-07	Buy	160,000	1년	-35.1	-30.4	
2025-05-28	Buy	160,000	1년			

(원)

리가캠바이오 목표주가



23/05 23/11 24/05 24/11 25/05

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자

투자의견

목표가(원)

목표가격
대상시점

과리율(%)

평균
주가대비

최고(최저)
주가대비

한미약품(128940.KS) 주가 및 목표주가 추이

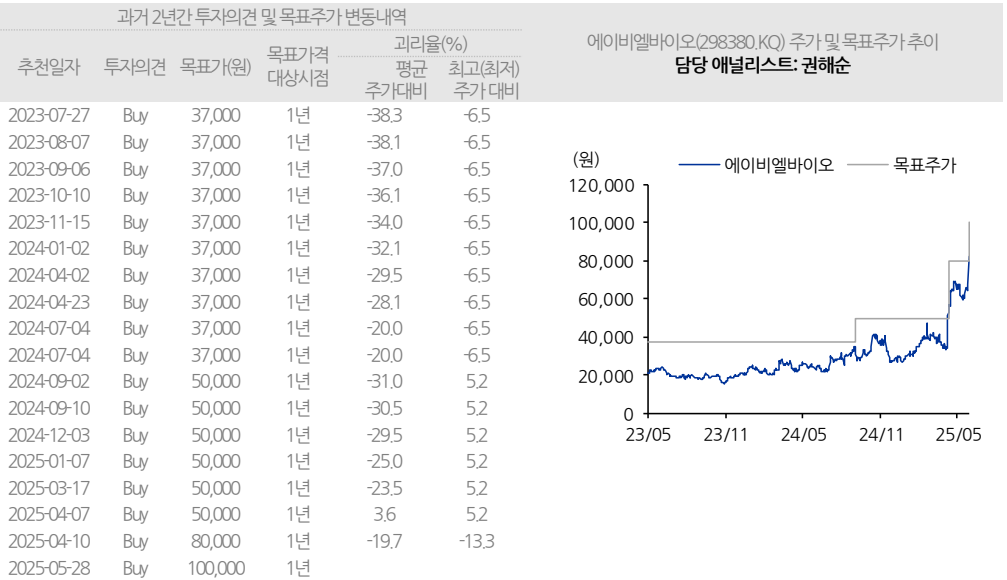
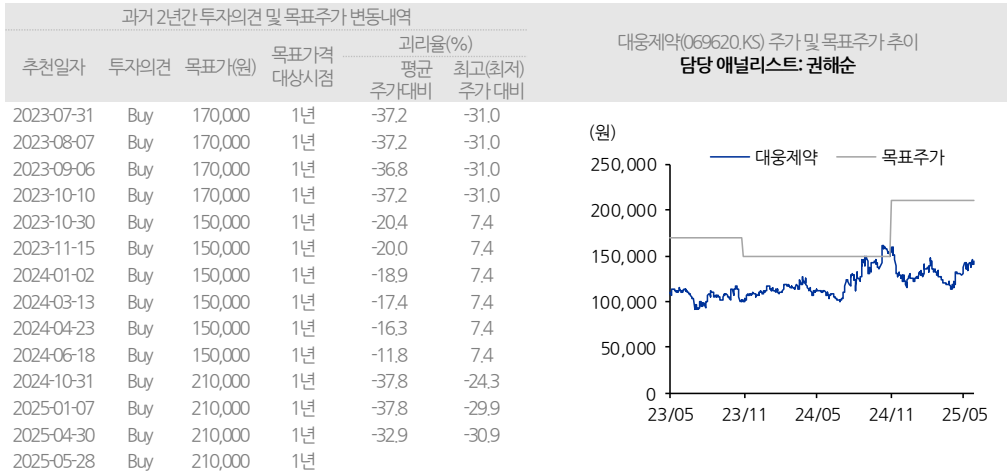
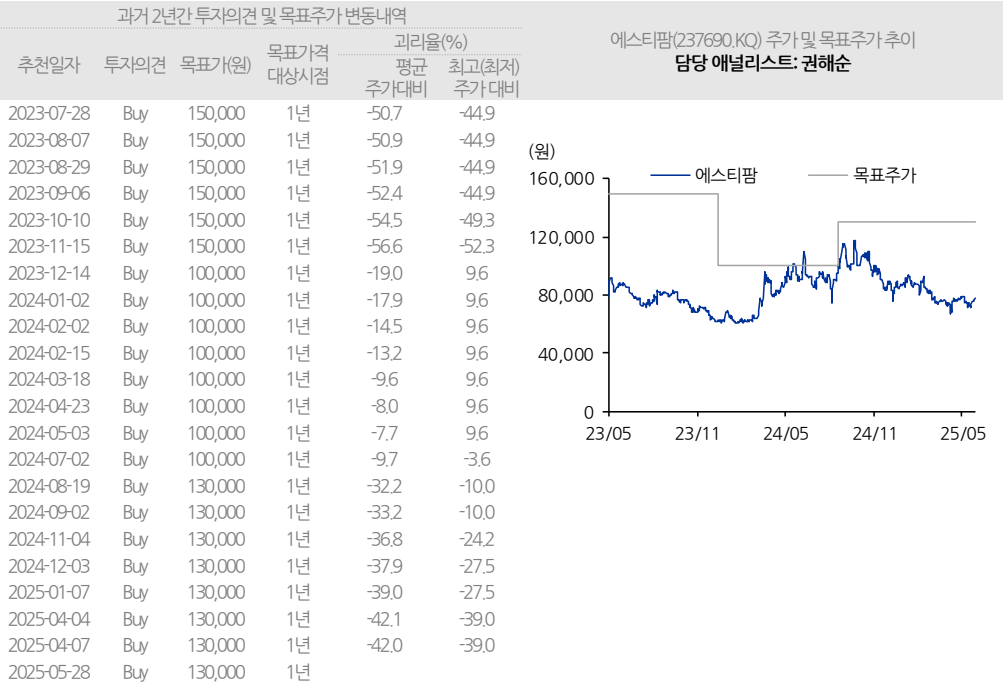
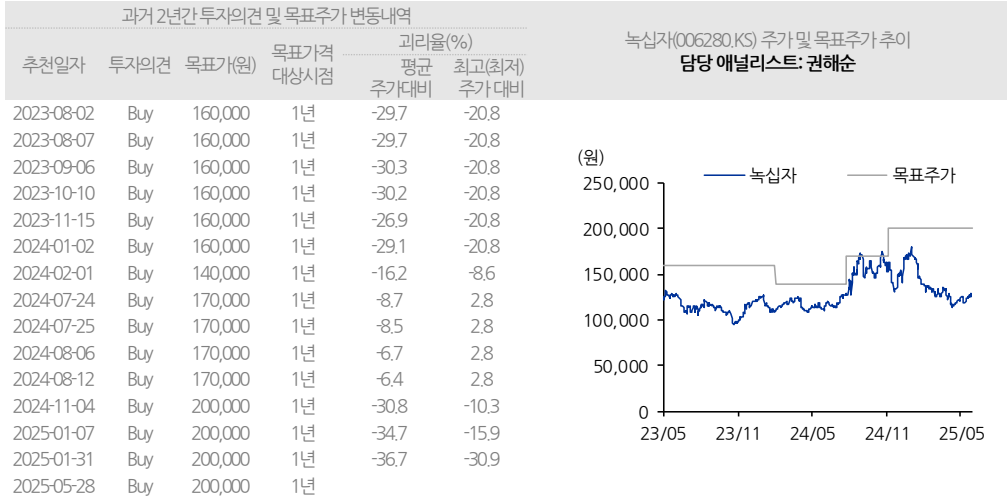
담당 애널리스트: 권해순

2023-07-31	Buy	360,000	1년	-13.6	3.8
2023-08-07	Buy	360,000	1년	-13.3	3.8
2023-09-06	Buy	360,000	1년	-12.7	3.8
2023-10-10	Buy	360,000	1년	-11.7	3.8
2023-11-02	Buy	360,000	1년	-9.5	3.8
2023-11-15	Buy	360,000	1년	-8.2	3.8
2023-12-07	Buy	360,000	1년	-5.4	3.8
2024-01-02	Buy	360,000	1년	-6.4	1.8
2024-02-05	Buy	440,000	1년	-31.3	-20.3
2024-02-15	Buy	440,000	1년	-31.5	-20.3
2024-04-23	Buy	440,000	1년	-32.8	-20.3
2024-05-02	Buy	440,000	1년	-33.0	-20.3
2024-06-19	Buy	440,000	1년	-33.2	-20.3
2024-11-04	Buy	440,000	1년	-37.3	-21.4
2025-01-07	Buy	440,000	1년	-41.9	-35.5
2025-01-20	Buy	440,000	1년	-44.3	-42.2
2025-02-05	Buy	380,000	1년	-33.3	-19.2
2025-03-11	Buy	380,000	1년	-33.9	-19.2
2025-05-28	Buy	380,000	1년		

(원)

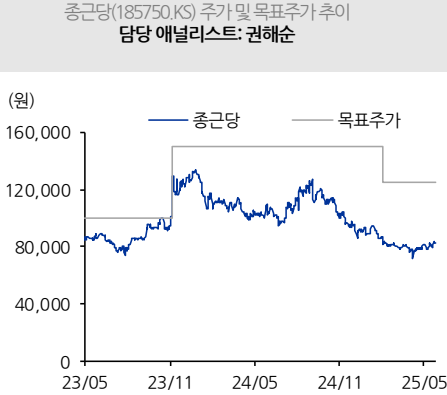
한미약품

목표주가



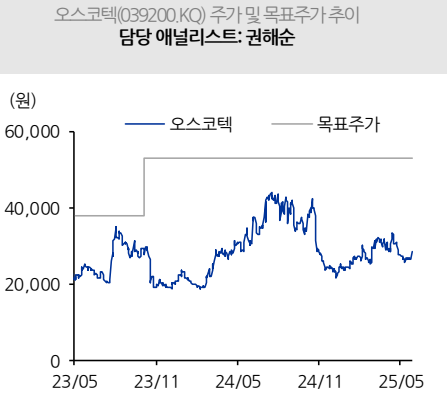
과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역						
추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%)		증권당(185750.KS) 추가 담당 애널리스트: 권해순
				평균 추가대비	최고(최저) 추가대비	

2023-08-07	Buy	100,000	1년	-8.2	28.0
2023-09-06	Buy	100,000	1년	-4.6	28.0
2023-10-10	Buy	100,000	1년	-2.5	28.0
2023-11-07	Buy	150,000	1년	-24.7	-7.1
2023-11-15	Buy	150,000	1년	-24.8	-7.1
2023-11-30	Buy	150,000	1년	-25.0	-7.1
2024-03-20	Buy	150,000	1년	-30.3	-15.5
2024-04-23	Buy	150,000	1년	-30.4	-15.5
2024-07-29	Buy	150,000	1년	-29.9	-15.5
2024-07-29	Buy	150,000	1년	-29.9	-15.5
2024-10-28	Buy	150,000	1년	-36.5	-30.3
2024-10-28	Buy	150,000	1년	-36.5	-30.3
2025-01-07	Buy	150,000	1년	-39.7	-36.7
2025-02-04	Buy	125,000	1년	-36.2	-32.8
2025-05-28	Buy	125,000	1년		



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역						
추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%)		오스코텍(039200.KQ) 추가 담당 애널리스트: 권해순
				평균 추가대비	최고(최저) 추가대비	

2023-08-07	Buy	38,000	1년	-22.1	-10.7
2023-08-29	Buy	38,000	1년	-25.6	-17.4
2023-09-06	Buy	38,000	1년	-25.2	-17.4
2023-10-04	Buy	53,000	1년	-45.4	-16.8
2023-10-10	Buy	53,000	1년	-45.2	-16.8
2023-10-16	Buy	53,000	1년	-44.8	-16.8
2023-11-15	Buy	53,000	1년	-43.2	-16.8
2024-01-02	Buy	53,000	1년	-42.4	-16.8
2024-01-04	Buy	53,000	1년	-42.3	-16.8
2024-05-31	Buy	53,000	1년	-40.0	-16.8
2024-11-29	Buy	53,000	1년	-48.0	-36.8
2025-01-07	Buy	53,000	1년	-46.1	-36.8
2025-05-28	Buy	53,000	1년		



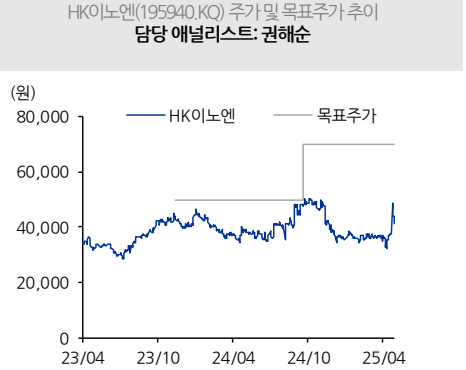
과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역						
추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%)		바이오다인(314930.KQ) 추가 담당 애널리스트: 권해순
				평균 추가대비	최고(최저) 추가대비	

2024-06-10	Buy	26,000	1년	-39.7	-12.3
2024-06-27	Buy	26,000	1년	-39.5	-12.3
2024-09-30	Buy	26,000	1년	-38.4	-12.3
2025-01-07	Buy	26,000	1년	-45.5	-35.4
2025-05-28	Buy	26,000	1년		



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역						
추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%)		HK이노엔(195940.KQ) 추가 담당 애널리스트: 권해순
				평균 추가대비	최고(최저) 추가대비	

2023-11-15	Buy	50,000	1년	-20.4	-4.0
2024-01-02	Buy	50,000	1년	-20.9	-4.0
2024-04-23	Buy	50,000	1년	-20.8	-4.0
2024-09-19	Buy	70,000	1년	-43.1	-27.9
2024-10-31	Buy	70,000	1년	-45.5	-30.1
2025-01-07	Buy	70,000	1년	-46.4	-30.1
2025-01-20	Buy	70,000	1년	-46.4	-30.1
2025-02-12	Buy	70,000	1년	-46.0	-30.1
2025-04-29	Buy	70,000	1년	-41.5	-39.9
2025-05-28	Buy	70,000	1년		



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역						
추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%)		동아에스티(170900.KS) 추가 담당 애널리스트: 권해순
				평균 추가대비	최고(최저) 추가대비	

2023-07-21	Hold	80,000	1년	-17.1	8.7
2023-08-07	Buy	80,000	1년	-16.4	8.7
2023-08-29	Buy	80,000	1년	-16.2	8.7
2023-09-06	Buy	80,000	1년	-15.9	8.7
2023-10-10	Buy	80,000	1년	-15.6	8.7
2023-11-15	Buy	80,000	1년	-13.9	8.7
2024-01-02	Buy	80,000	1년	-13.9	6.6
2024-02-16	Buy	80,000	1년	-13.6	6.6
2024-08-30	Buy	90,000	1년	-35.7	-12.1
2025-01-07	Buy	90,000	1년	-46.2	-32.9
2025-03-11	Buy	90,000	1년	-48.3	-45.3
2025-03-21	Buy	90,000	1년	-49.3	-46.3
2025-05-28	Buy	90,000	1년		

