

하나금융투자 2021년 전망 | 2020년 11월 3일

제약/바이오 Overweight

제약바이오 With Corona 시대의 진정한 Winner

- 2차 재유행의 시작, 진정되지 않은 코로나19 바이러스 확산세
- 수출기업들과 R&D 기업들의 성과
- Top picks : 유한양행, 오스코텍, 씨젠



Analyst 선민정
02-3771-7785
rssun@hanafn.com

RA 강승원
02-3771-3454
seungwonkang@hanafn.com



CONTENTS

Summary	3
1. 2020년 코로나19 최대 수혜주	3
코로나19 팬데믹으로 패닉에 빠졌던 3월	3
2. 코로나19 바이러스 팬데믹 여전히 진행 중	7
1) 코로나19 바이러스 재유행 시작	7
2) 코로나19 바이러스 백신개발은 언제쯤?	9
3. 코로나19 바이러스 팬데믹으로 펀더멘탈이 개선된 기업들	12
1) 코로나19 바이러스로 CMO 신규수주 확대	12
2) 코로나19 바이러스 대유행으로 진단키트 수출 급등	14
3) 트윈데믹에 대한 우려로 독감백신 매출 급등	17
4. 코로나19 바이러스 팬데믹과 무관하게 펀더멘탈이 개선된 기업	18
1) 실적 고성장중인 수출기업들	18
2) 의약품은 필수 소비재	20
3) R&D 성과도출	21
Top Picks 및 관심종목	32
셀트리온 (068270)	33
유한양행 (000100)	41
한미약품 (128940)	52
녹십자 (006280)	68
씨젠 (096530)	76
오스코텍 (039200)	84

2020년 11월 3일 | Equity Research

제약/바이오

제약바이오 With Corona 시대의 진정한 Winner

2차 재유행의 시작, 진정되지 않은 코로나19 바이러스 확산세

현재 전 세계적으로 코로나19 바이러스 확진자 수는 약 4,600만 명이고, 사망자 수는 약 120만 명으로 집계되고 있다. 미국과 유럽에서 확진자 수가 급증하며 2차 재유행이 시작되고 있다. 이로 인해 9월 관세청 진단키트 통관데이터는 4월 고점을 경신, 진단키트 수출기업들의 실적이 개선되고 있다. 코로나19 바이러스 백신의 대량 접종이 임박하며, 국내 기업들이 코로나19 바이러스 백신 생산의 CMO 계약을 수주함에 따라 관련 기업들의 실적은 크게 개선될 것으로 기대된다.

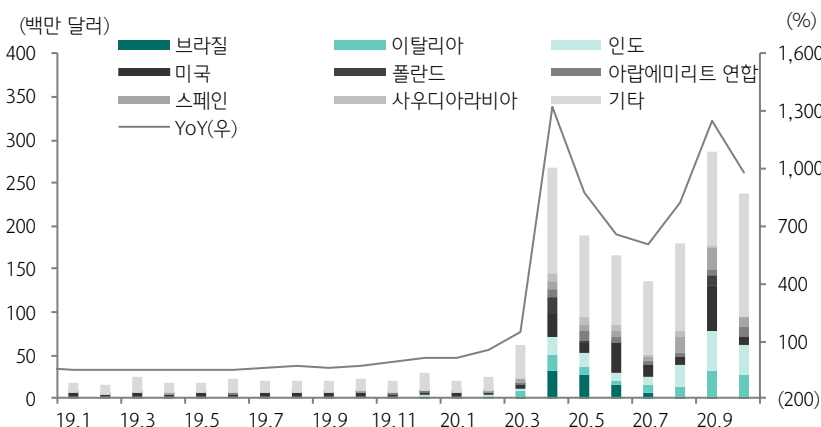
수출기업들과 R&D 기업들의 성과

의약품은 필수 소비재 성격으로 코로나19 바이러스 확산과는 무관하게 제약기업들의 실적은 양호했으며, 특히 바이오시밀러 등 수출기업들은 호실적을 시현하고 있다. 향후 코로나19 바이러스와는 상관없이 수출기업들의 고성장세는 이어질 수 있을 것으로 전망된다. 신약개발 기업들의 성과 및 다수의 기술이전 계약들이 체결되면서 R&D 펀더멘탈이 우수한 기업들의 주가는 꾸준히 우상향할 것으로 보인다.

Top picks : 유한양행, 오스코텍, 씨젠

올해 ESMO에서 발표된 레이저티닙의 임상결과에 따른 레이저티닙 가치 제고로 유한양행과 오스코텍의 R&D 펀더멘탈은 견조하게 유지될 것으로 예상된다. 유한양행 중장기적으로 매수 추천한다. 오스코텍은 내년 초 SYK 저해제의 임상에서의 유효성을 입증한다면 기업가치의 퀀텀 점프가 기대된다. 코로나19 바이러스의 지속적인 확산세로 진단기업들의 수출은 꾸준히 증가할 것으로 예상, 진단키트 기업의 대장주인 씨젠의 실적 개선 기대로 현재 13배 PER의 리레이팅도 가능할 것으로 기대된다.

관세청 진단키트(HS코드 3822.00) 수출 데이터



자료: 관세청, 하나금융투자

2021년 전망
Overweight

Top Picks 및 관심종목

종목명	투자의견	TP(12M)	CP(11월2일)
셀트리온(068270)	BUY	364,000원(상향)	244,500원
유한양행(000100)	BUY	104,000원(상향)	60,700원
한미약품(128940)	BUY	430,000원(상향)	269,000원
녹십자(006280)	BUY	365,000원(상향)	301,500원
씨젠(096530)	BUY	370,000원(상향)	265,400원
오스코텍(039200)	BUY	67,000원(상향)	100,000원

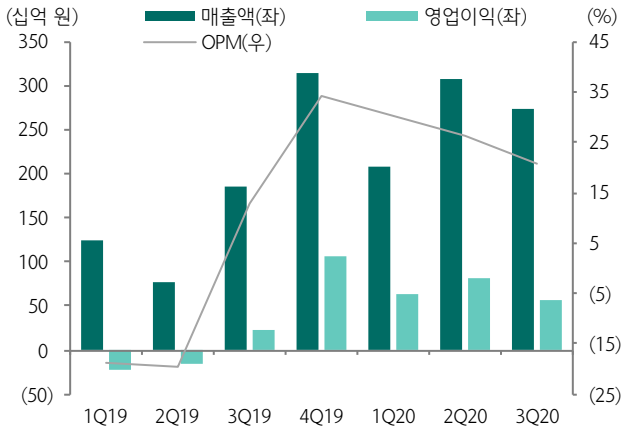


Analyst 선민정
02-3771-7785
rssun@hanafn.com

RA 강승원
02-3771-3454
seungwonkang@hanafn.com

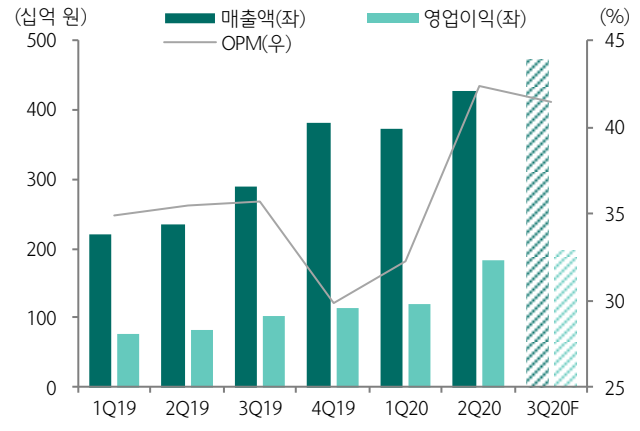
Summary

삼성바이오로직스 분기별 실적



자료: 하나금융투자

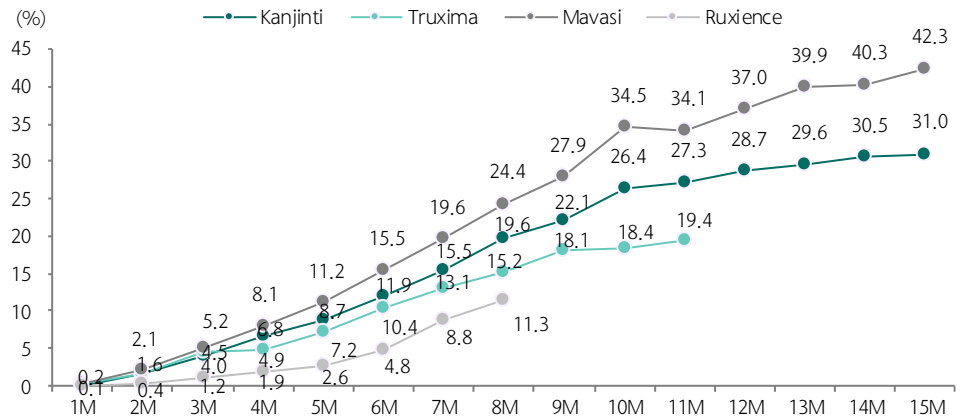
셀트리온 분기별 실적



자료: 하나금융투자

미국향 트룩시마가 출시 11개월만에
처방액 기준 19.4% 점유
셀트리온 그룹의 고성장 견인

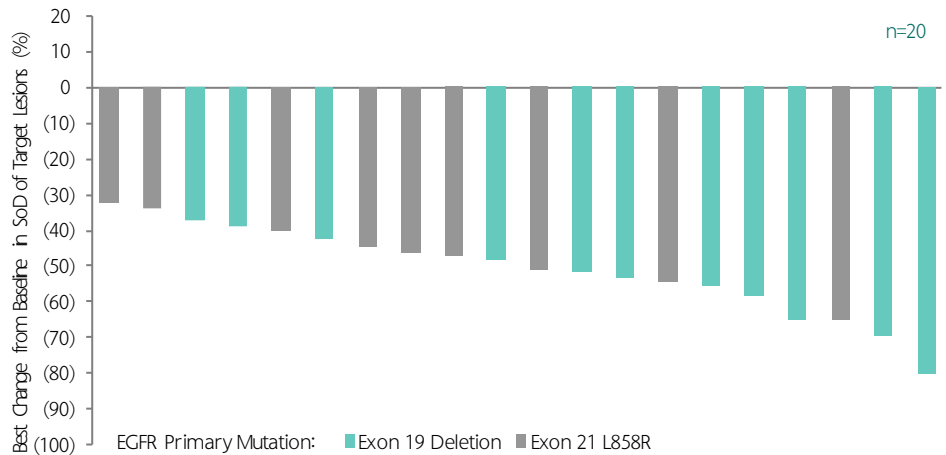
항암제 바이오시밀러 출시 기간별 처방액 비중



자료: 심포니헬스솔루션, 하나금융투자

9월 ESMO에서 Naive 환자에게서
ORR 100%
안센온 9월 1차 치료제 임상 3상에
돌입. 대규모 마일스톤 수취 기대

Naive 환자 대상으로 아미반타맙과 레이저티닙 병용투여 결과



자료: 유한양행, 하나금융투자

1. 2020년 코로나19 최대 수혜주

코로나19 팬데믹으로 패닉에 빠졌던 3월

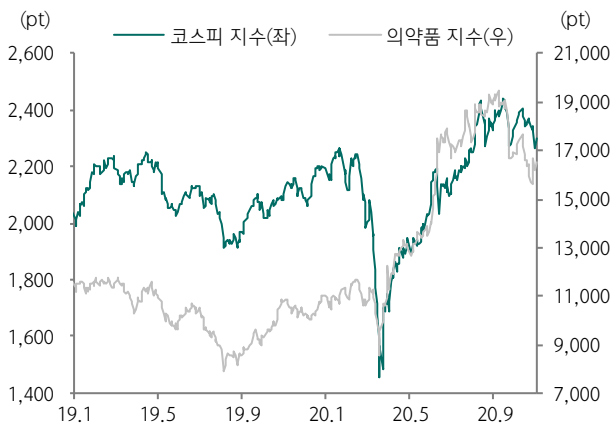
3월 12일 WHO의 코로나19 팬데믹 선언으로 전 세계 주식시장 폭락

2019년 12월 31일 중국 우한에서 정체불명의 폐렴환자가 급증하고 있다는 보고가 세계보건기구(WHO)에 접수된 이후 코로나19 바이러스는 발원지인 중국을 넘어 전 세계로 확산, 3월 11일 WHO는 코로나19 바이러스 팬데믹을 선언하였다. 이미 전 세계 코로나19 바이러스 확산으로 인한 경기침체에 대한 우려로 폭락하고 있었던 증시는 팬데믹 선언과 함께 미국 다우산업지수는 3월 12일 약 10% 가량 폭락하였고, 코스피도 3월 11일부터 19일까지 7거래일 연속으로 조정받으며, 무려 24% 가량 급락하였다.

코로나19 바이러스 치료제 및 진단기업들에 대한 기대감으로 제약바이오 섹터는 최대 수혜 섹터

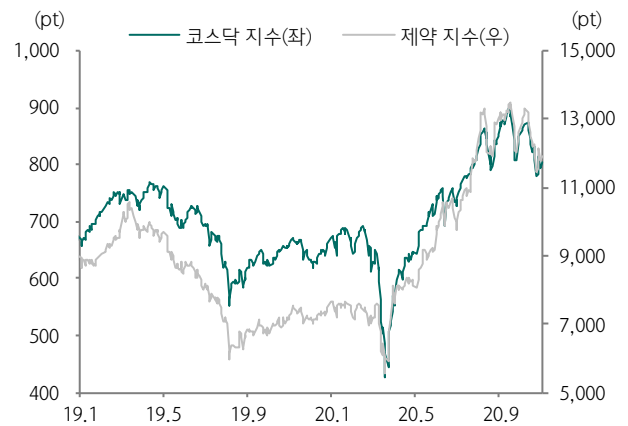
그러나 국내 시장에서 제약바이오 섹터는 코로나19 바이러스 치료제 및 진단기업들의 수출 증가에 대한 기대감으로 조정 구간은 길지 않았다. 삼성바이오로직스와 셀트리온과 같은 대형주들은 코로나19 바이러스 호재 관련 이슈들로 인해 주가가 급등하였고, 일부 제약 기업들과 바이오텍 기업들은 코로나19 바이러스 치료제 개발 등의 뉴스로 전체 증시가 폭락하는 와중에도 나홀로 상한가를 기록하기도 하였다. 더불어 동학개미운동으로 불리는 개인들의 적극적인 매수세가 이어졌고, 제약바이오 섹터 내 기업들은 코로나19 바이러스 대유행의 최대 수혜주로 인식되었다.

그림 1. 코스피 지수 vs. 코스피 의약품 지수



자료: 하나금융투자

그림 2. 코스닥 지수 vs. 코스닥 제약 지수



자료: 하나금융투자

9월부터 국내 증시는 조정 중 이 중 제약바이오 섹터는 차익실현과 3억원 이상 양도세 이슈로 가장 크게 조정받고 있는 상황

코로나19 바이러스 대유행으로 인한 폭락하기 전 지수인 코스피 2,200선을 넘기자 실물경기 회복 정도와 괴리감이 커진 주식시장에 대한 과열 우려가 이어졌고, 9월 코스피 지수가 2,400을 넘기면서 전체적으로 국내 증시는 조정 중에 있다. 이 와중 가장 수익률이 양호했던 제약바이오 기업들의 주가는 일부 차익실현과 3억원 이상 대주주 양도세 이슈까지 더해지면서 다른 섹터 대비 크게 조정 받고 있는 상황이다. 그러나 여전히 코로나19 바이러스의 위세는 꺾이지 않고 있으며, 독감 바이러스의 타미플루와 같은 효능이 좋은 치료제도, 그리고 확산을 저지할 수 있는 백신도 개발되지 않았다.

표 1. 제약 회사들의 주가상승률(1개월, 3개월, 6개월, 12개월)

구분	기업명	시가총액 (십억원)	수익률(%)				
			1개월	3개월	6개월	1년	YTD
지주회사	한미사이언스	3,512	(9.5)	27.0	86.0	24.3	38.7
	녹십자홀딩스	1,058	(3.4)	(16.2)	6.9	12.5	1.1
	대웅	1,366	(23.7)	(12.0)	35.1	67.3	81.5
	동아쏘시오홀딩스	654	(14.8)	6.7	21.9	22.1	(0.9)
	JW홀딩스	350	(9.1)	(1.9)	5.9	(11.8)	(17.0)
	휴온스글로벌	322	(7.9)	(14.3)	(11.2)	(0.3)	(20.1)
	제일파마홀딩스	372	14.8	(2.9)	65.3	30.9	37.1
	종근당홀딩스	487	(8.7)	(21.0)	(14.7)	10.7	(3.8)
상위제약사	일동홀딩스	104	(0.9)	(0.7)	8.4	(15.5)	(14.7)
	한미약품	3,109	(4.0)	1.7	1.4	(20.3)	(11.5)
	유한양행	3,978	(7.3)	6.8	26.2	40.6	25.8
	대웅제약	1,057	(13.1)	(18.6)	(14.8)	(39.0)	(33.7)
	녹십자	3,506	35.4	30.7	102.0	152.1	126.4
	종근당	1,660	(8.1)	13.8	58.0	74.7	57.2
	동아에스티	709	(9.4)	(8.6)	(8.0)	(9.1)	(29.4)
중소형제약사	종근당홀딩스	487	(8.7)	(21.0)	(14.7)	10.7	(3.8)
	셀트리온제약	3,896	(4.1)	(7.8)	54.1	182.7	173.4
	영진약품	1,297	(12.9)	9.1	41.9	32.0	6.9
	삼천당제약	1,207	(3.6)	10.5	72.4	57.3	48.9
	부광약품	1,511	(18.1)	(37.3)	(10.7)	68.0	62.4
	JW중외제약	644	(8.3)	(15.4)	5.3	11.9	4.1
	제일약품	932	46.3	10.7	140.6	88.4	75.1
	삼진제약	357	(10.9)	(11.4)	1.4	(0.6)	3.0
	휴온스	553	(9.8)	(8.5)	15.5	35.8	3.7
	일양약품	1,357	(10.2)	(18.2)	116.8	237.0	215.3
	CMG제약	627	1.8	3.7	18.2	48.8	6.2
	동국제약	1,076	(11.5)	(18.6)	28.3	77.4	35.8
	일동제약	409	2.1	10.3	32.8	9.6	7.6
	보령제약	667	(9.7)	(14.1)	7.7	2.9	(15.7)
	하나제약	372	(5.0)	2.9	3.2	3.9	1.8
	신풍제약	6,650	(0.8)	45.9	651.5	1,857.9	1,633.4
	유나이티드제약	781	(33.7)	91.1	172.2	151.6	161.9
	한독	411	(6.4)	(14.0)	33.3	36.6	31.8
	JW생명과학	284	(5.5)	(4.5)	15.1	(10.7)	(9.3)
	광동제약	476	(6.6)	(2.1)	49.8	32.2	36.5
환인제약	269	(4.3)	(4.6)	(2.4)	(11.4)	(6.5)	
CMO	대원제약	360	(12.3)	(16.8)	20.7	21.4	5.9
	이연제약	322	(15.2)	18.4	34.2	21.1	16.6
	안국약품	159	(16.2)	(15.3)	25.6	5.6	13.5
	삼성바이오로직스	45,125	(1.2)	(7.3)	17.4	71.8	57.5
	에스티팜	1,116	(16.1)	5.7	81.8	225.9	100.7
CRO	바이넥스	775	(21.7)	9.7	109.4	183.7	208.9
	경보제약	228	(10.2)	(6.7)	23.5	14.4	15.3
	에스텍파마	124	(16.1)	(11.9)	7.6	34.5	(0.5)
	바이오톡스텍	155	(18.2)	1.9	29.1	57.0	68.8
	캠온	219	16.1	75.0	185.8	133.3	146.8
바이오시밀러	셀트리온	32,533	(6.4)	(19.7)	14.5	23.7	33.2
	셀트리온헬스케어	12,854	(3.4)	(11.4)	0.1	59.3	59.8
	에이프로젠제약	498	(2.7)	(17.5)	(37.3)	21.8	(2.9)
	이수엠피지스	196	(8.0)	(2.0)	21.3	3.3	4.5
	셀루메드	194	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	플루스바이오팜	48	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
코스메슈티컬	팬젠	99	17.8	22.5	36.7	22.0	31.9
	메디톡스	1,105	(12.4)	11.9	67.3	(38.7)	(35.7)
	휴젤	2,661	14.9	32.5	60.3	68.0	54.8
	파마리서치프로덕트	576	(3.6)	(3.6)	40.4	76.9	64.3
	한스바이오메드	222	(3.7)	6.5	14.6	(3.7)	(11.8)
	휴메딕스	215	(12.7)	(20.9)	8.3	(2.7)	(6.7)
산업용효소	제테마	422	(5.3)	(2.8)	77.2	N/A	133.4
	아미코젠	588	(30.1)	(16.4)	8.7	38.5	20.2
	제노포커스	271	(16.6)	92.4	116.9	129.2	112.3

자료: 하나금융투자

표 2. 신약개발 회사들의 주가상승률(1개월, 3개월, 6개월, 12개월)

구분	기업명	시가총액 (십억원)	수익률(%)				
			1개월	3개월	6개월	1년	YTD
단백질신약 (항체신약 포함)	한올바이오파마	1,442	(18.8)	(4.3)	13.6	(16.1)	(24.0)
	제넥신	2,734	(21.1)	(7.2)	72.1	102.0	80.3
	에이비엘바이오	1,152	(19.9)	(16.7)	36.8	30.4	3.1
	유타렉스	470	(10.7)	(10.8)	3.0	3.8	(6.7)
	지트리비엔티	719	2.8	(5.3)	8.9	23.9	(12.3)
	인트론바이오	448	(6.5)	(6.9)	5.8	7.9	(12.3)
	파맵신	266	(11.6)	(9.9)	20.5	0.1	(3.2)
	젬백스	847	(7.4)	(5.9)	(3.8)	(4.9)	(44.5)
	알테오젠	4,446	(12.2)	(9.2)	236.0	629.3	373.1
	펩트론	235	(27.3)	(21.3)	1.3	15.9	(21.5)
	애플론	399	(15.4)	(31.4)	27.9	54.3	38.2
	바이오리더스	98	(17.7)	(25.5)	(23.6)	(27.3)	(18.8)
	셀리버리	1,684	1.7	107.8	142.9	393.4	258.5
	아이진	117	(18.6)	(16.9)	5.5	(19.8)	(12.6)
	유바이오로직스	511	(15.2)	(11.1)	172.5	176.7	122.8
		비피도	75	3.4	1.1	(4.4)	(18.4)
진원생명과학		1,264	(4.7)	213.9	232.4	733.1	1182.3
애니젠		70	(7.9)	25.1	66.9	36.8	38.1
합성신약	에이치엘비	4,844	(11.3)	9.9	5.4	(39.0)	(9.7)
	코미팜	802	(13.8)	(22.4)	(36.2)	(12.3)	(18.0)
	메지온	1,538	4.7	3.1	13.5	(7.5)	(7.6)
	크리스탈지노믹스	670	(18.6)	3.5	12.3	1.4	(1.0)
	오스코텍	1,202	(10.5)	58.3	84.5	94.1	70.8
	엔지켐생명과학	767	(15.1)	(33.0)	24.0	62.2	32.2
	레고켐바이오	1,253	(9.3)	(7.2)	117.1	127.3	100.2
	아이큐어	344	(5.3)	2.7	88.5	101.8	26.4
	큐리언트	267	(7.9)	14.8	17.9	31.4	1.6
	씨티씨바이오	154	(6.6)	(18.9)	(0.4)	12.4	20.2
	지엘팜텍	41	(7.6)	(16.7)	2.9	(33.0)	(20.5)
	압타바이오	324	3.0	(4.9)	20.7	71.3	(15.6)
	티움바이오	374	6.0	6.3	38.7	0.0	(9.6)
	메드팩토	2,160	(6.8)	17.2	194.6	0.0	380.0
	브릿지바이오테라퓨틱스	228	(13.5)	(9.8)	(12.8)	0.0	(37.9)
	압타머사이언스	191	(1.1)	N/A	N/A	N/A	N/A
유전자치료제 (핵산치료제포함)	신라젠	867	N/A	N/A	(4.0)	(38.3)	(16.8)
	헬릭스미스	495	(47.8)	(66.9)	(72.2)	(75.9)	(75.1)
	올릭스	430	(4.1)	21.1	87.7	93.8	54.3
	올리패스	267	(5.9)	(12.8)	33.6	(14.1)	(28.9)
세포치료제	코오롱티슈진	490	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	차바이오텍	887	(11.3)	(13.6)	(0.9)	11.2	17.0
	코오롱생명과학	365	1.0	1.0	(13.6)	34.5	77.3
	파미셀	1,055	(2.5)	(22.6)	(7.4)	104.7	107.3
	안트로젠	393	(16.4)	(32.8)	25.3	(6.7)	2.3
	네이처셀	558	(7.4)	(5.5)	(17.5)	(11.9)	38.4
	메디포스트	465	(8.5)	10.8	12.9	(7.9)	(15.0)
	녹십자셀	472	(6.9)	(7.3)	(3.2)	(12.9)	(19.3)
	녹십자랩셀	488	(6.3)	(12.0)	12.0	32.4	21.9
	셀리드	444	18.0	46.0	122.8	104.4	67.6
	강스템바이오텍	184	5.9	(16.2)	(10.2)	(6.5)	(7.9)
	바이오솔루션	177	(15.9)	(26.6)	4.3	(32.3)	(49.3)
	테고사이언스	201	(8.6)	(17.4)	39.6	(1.4)	6.0
	프로스테믹스	160	(11.0)	(11.1)	(15.4)	(12.9)	0.0
	JW신약	213	(13.6)	(4.7)	9.9	14.9	5.1
	코아시스템	368	3.5	10.1	80.7	156.0	158.6
	에스씨엠생명과학	333	(5.9)	3.5	N/A	N/A	N/A
	박셀바이오	348	70.5	N/A	N/A	N/A	N/A

자료: 하나금융투자

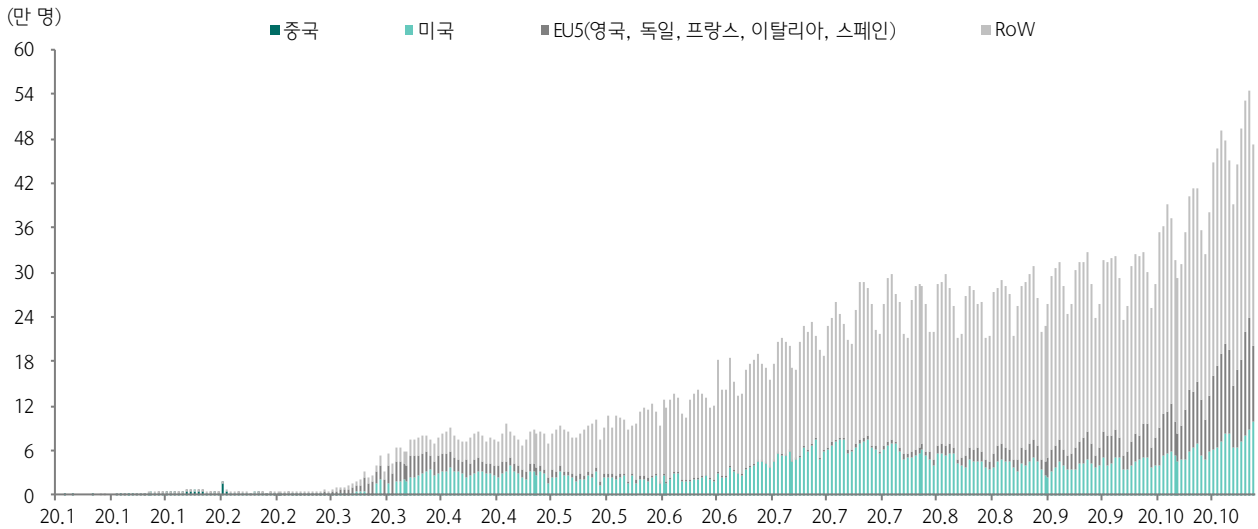
2. 코로나19 바이러스 팬데믹 여전히 진행 중

1) 코로나19 바이러스 재유행 시작

전 세계 코로나19 바이러스
 확진자 수는 4,600만 명
 사망자 수는 120만 명
 미국과 유럽에서 일일 확진자 수
 최대치 경신 중
 2차 재유행 시작

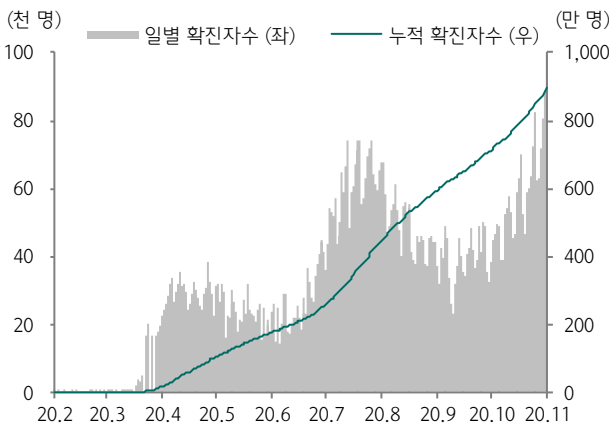
연초 중국에서 대유행하기 시작한 코로나19 바이러스에 대해 올해 연말까지 이와 같은 대확산세가 이어질 것이라고는 생각하지 못했었다. 그러나 코로나19 바이러스는 무증상 감염, 빠른 전파력을 무기로 잠잠해지다가도 다시 확산을 반복하는 패턴으로 여전히 그 위세를 이어나가고 있다. 현재 전 세계적으로 코로나19 바이러스 확진자 수는 약 4,600만 명이고, 사망자 수는 약 120만 명으로 집계되고 있다. 최다 확진자와 사망자가 발생한 국가는 미국으로 누적 확진자 수는 약 900만 명, 사망자 수는 23만 명에 육박하고 있다. 미국은 여름 이후 한 동안 하루에 3~4만명 수준의 확진자가 발생하면서 어느 정도 안정기에 접어들었다고 판단됐으나, 날씨가 쌀쌀해지는 가을이 시작되면서 하루 확진자 수가 10만명에 육박, 최대치를 경신하고 있다. 이러한 상황은 유럽에서도 나타나고 있는데 프랑스와 이탈리아, 스페인 등 7월 중순 여름 휴가로 방역이 느슨해진 틈을 타 코로나19 바이러스 확진자 수가 폭증하고 있다. 이미 미국과 유럽에서는 연초 우려했던 하반기 재유행이 시작됐다고 볼 수 있다.

그림 3. 전체 COVID19 환자 일별 확진자 수 추이



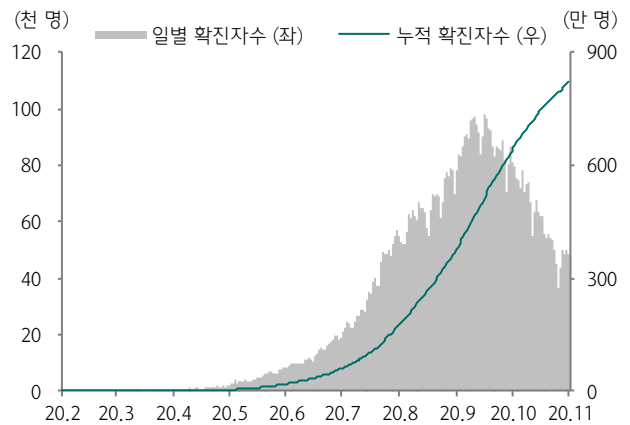
주: 20년도 11월 1일 기준
 자료: WHO, 하나금융투자

그림 4. 미국 일별/누적 확진자 수 추이



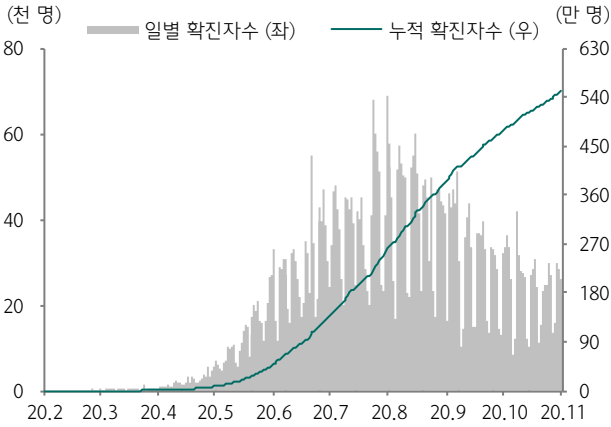
자료: WHO, 하나금융투자

그림 5. 인도 일별/누적 확진자 수 추이



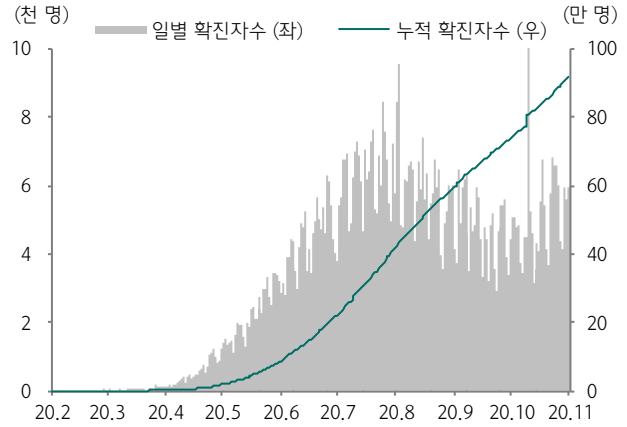
자료: WHO, 하나금융투자

그림 6. 브라질 일별/누적 확진자 수 추이



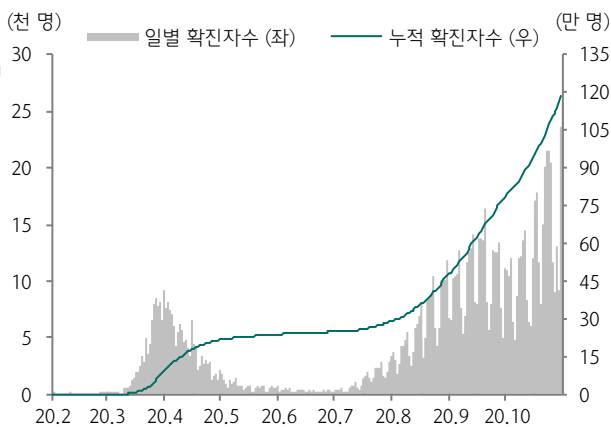
자료: WHO, 하나금융투자

그림 7. 멕시코 일별/누적 확진자 수 추이



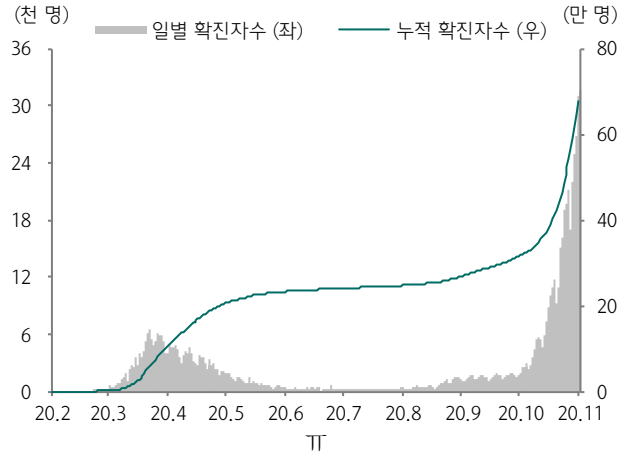
자료: WHO, 하나금융투자

그림 8. 스페인 일별/누적 확진자 수 추이



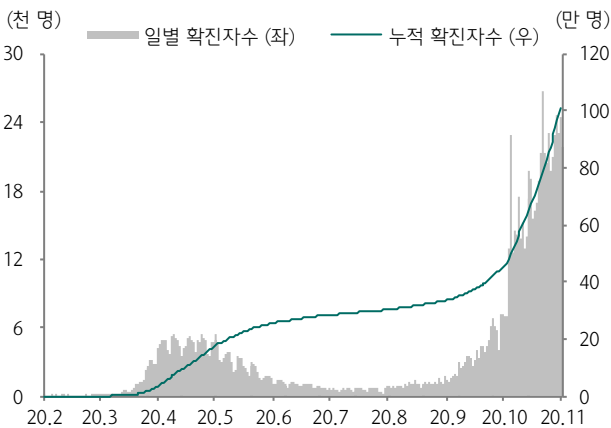
자료: WHO, 하나금융투자

그림 9. 이탈리아 일별/누적 확진자 수 추이



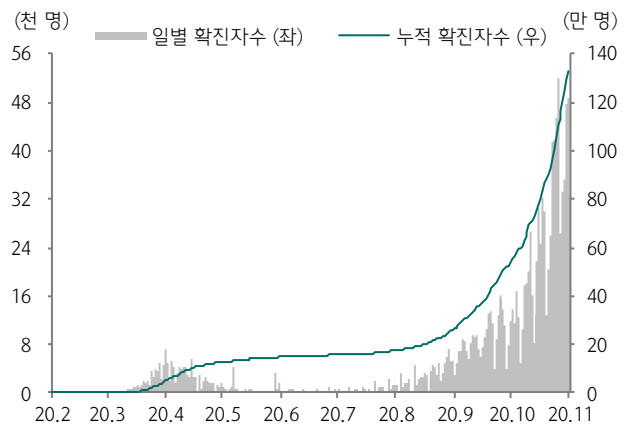
자료: WHO, 하나금융투자

그림 10. 영국 일별/누적 확진자 수 추이



자료: WHO, 하나금융투자

그림 11. 프랑스 일별/누적 확진자 수 추이



자료: WHO, 하나금융투자

2) 코로나19 바이러스 백신개발은 언제쯤?

약 45개 백신들이 임상에 진입
모더나, 화이자/바이오엔텍,
아스트라제네카사가 선두 그룹
긴급사용허가를 위한 절차 돌입

코로나19 바이러스 종식을 위해서는 궁극적으로 효과적인 백신이 개발되어야 한다. 현재 많은 제약사와 바이오텍이 코로나19 바이러스 백신 개발에 집중하고 있다. 약 201개 백신들이 개발 중에 있으며, 이들 중 45개가 임상에 진입해 있다. 모더나, 화이자/바이오엔텍, 그리고 아스트라제네카사가 개발한 백신들이 약 3만 명 대상 임상 3상이 진행 중으로 가장 진도가 앞서 나간 기업들이다. 3개의 선두그룹은 긴급사용허가를 위한 절차에 돌입하였다. 이로 인해 연내 일부 특수계층을 중심으로 접종이 가능할 수 있을 것이라는 전망이 나오고 있다.

아스트라제네카와 존슨앤존슨
백신의 경우 부작용 발생으로
임상이 잠정 중단되었다가 개시

9월 8일 아스트라제네카사가 개발하고 있는 백신이 영국인 참여자 1명에게서 ‘횡단척수염’이라는 심각한 부작용이 발생하여 잠시 임상이 중단되었으나, 영국에서는 1주일도 채 지나지 않아 다시 임상은 개시되었다. 안전성에 대한 이슈로 한동안 미국에서는 임상이 중단된 채로 있었으나, 10월 23일 미 FDA는 부작용 발생과 아스트라제네카의 백신 간의 상관관계는 없다고 판단, 다시 진행될 것이라고 발표하였다. 9월 23일 6만 명 대상의 대규모 임상 3상에 진입했던 존슨앤존슨의 코로나19 바이러스 백신은 10월 13일 백신 접종 이후 부작용 의심사례가 보고되면서 임상을 중단하였으나, 10월 23일 다시 임상이 개시되었다. 백신 개발과 관련한 부작용 보고 사례는 대규모 접종이 시작되면서 본격적으로 부각되고 있다. 백신은 환자가 아닌 정상인에게 접종이 이루어져야 하기 때문에 안전성 이슈가 무엇보다 중요하지만, 코로나19 바이러스 사태가 장기화되고, 이로 인한 경제적 손실이 커지면서 긴급사용허가에 대한 니즈가 증가하고 있다.

모더나 12월 중 미 FDA의 EUA 획득
기대
화이자와 아스트라제네카 백신은
10월 중 유럽 EMA에 신속승인을
위한 rolling review 제출

모더나, 화이자/바이오엔텍, 아스트라제네카사 모두 현재까지의 결과는 ‘임상 1상에서 투여 받은 사람 모두 2주 뒤 항체가 형성되었다’라는 것이 전부라 할 수 있다. 11월 중 백신 효과와 관련된 결과를 발표한다고 언급하였는데 아마도 1상보다는 더 많은 사람들의 접종 결과와 관련한 것으로 면역력 생성 비율이나 백신에 의해 형성된 항체의 지속력 여부와 관련된 결과 발표일 것이라고 판단된다. 모더나사는 11월 중 중간결과 발표와 12월 중 미 FDA로부터 긴급사용승인을 받을 수 있을 것이라고 언급하였다. 화이자사와 아스트라제네카는 유럽 EMA에 신속승인을 위한 rolling review를 제출한 상황이다. 3사 모두 대량 공급을 위한 생산에 돌입, 긴급사용허가 시 바로 대규모 접종이 가능할 것으로 기대된다.

코로나19 바이러스 백신개발 이후
단기간 내 바이러스 종식은 불가능
다만 경제봉쇄와 같은 극단적인
조치들은 피할 수 있을 것으로 기대

코로나19 바이러스 백신이 개발된다 하더라도 과연 코로나19 바이러스가 단기간 내에 종식이 가능할까에 대한 부분은 여전히 확신할 수 없다. 백신의 효능에 따라 다르겠지만, 백신 개발 이후에도 한동안 전 세계는 코로나19 바이러스의 확산과 안정, 재확산을 반복해야만 할 수 있다. 그러나 만약 코로나19 바이러스 백신이 개발된다면, 지금과 같은 경제 봉쇄 등과 같은 극단적인 조치들은 피할 수 있을 것으로 기대된다. 바로 이 부분이 각국의 정부가 백신 개발에 적극적인 이유이며, 전 세계 증시가 백신 개발 뉴스로 일희일비하는 이유라고 할 수 있다.

표 3. 글로벌 코로나19 바이러스 백신 개발 현황 (1/2)

(단위: 백만 달러, 달러)

백신 유형	개발사	백신명	백신 유형	임상 단계	美 정부 지원금	美 정부 공급계약	도즈 당 가격	비고
RNA 백신	모더나 (MRNA.US)	mRNA-1273	mRNA 백신	임상 3상 진행중	430	525	25~30	<ul style="list-style-type: none"> 5월 18일 백신 최초로 임상 데이터 발표하며 주목 임상 1상 참여자 모두(n=45)에서 항체 생성 중화항체를 검사한 8명 모두에서 중화항체 발견(2~4배). 나머지 37명에 대한 중화항체 데이터 미공개 임상 1상 결과는 7월 12일 NEJM에 논문 게재 7월 27일 3만 명 대상 대규모 임상 3상 시작 미국 내 89개 병원에서 진행 11월 중 임상 중간결과 공개 예정 12월 중 미 FDA로부터 EUA 획득 기대 부작용으로 가장 고용량인 250ug은 제외
	바이오엔텍 (BNTX.US) / 화이자(PFE.US)	BNT162b2	mRNA (modRNA) 백신	임상 3상 진행중	1,950	-	19.5	<ul style="list-style-type: none"> 7월 1일 첫 임상 데이터 공개. 3가지 도즈로 나누어 실험한 전체 36명의 환자 모두에서 중화항체 생성 중화항체는 약 2배 형성, T 세포 활성화 확인 7월 23일, 미 정부가 1억 도즈 공급 조건으로 \$19.5억 지원 7월 27일 3만 명 대상 글로벌 임상 2/3상 시작 10월 6일 유럽 EMA에 신속허가 절차인 rolling review 제출
	트랜스레이트 바이오(TBIO.US) / 사노피(SAN.FP)	-	mRNA 백신	임상 1상 진행중	-	-	-	<ul style="list-style-type: none"> 전임상시험에서 적절한 면역반응을 나타냈으며 2회 주입 시 회복 환자와 유사한 수준의 중화항체 생성 6월 사노피는 트랜스레이트바이오에 계약금 3억 달러와 시설투자 1억 2500만 달러 자금을 지원하면서 공동개발 착수 12월 초까지 임상 1상 마무리할 계획. 2021년 상반기 중 FDA 승인 신청을 마무리해 2021년 연내 최대 10억 도즈 생산 목표
바이러스 벡터	아스트라제네카 (AZN.LN) / 옥스포드대	AZD1222	chimp adenovirus 백신	임상 3상 진행중	1,200	-	3~4	<ul style="list-style-type: none"> 5월 옥스포드대의 후보 물질을 AZN이 라이선스인 임상1상 전원에서 항체 검출(n=1,077), 중화항체 전원 생성(n=35) 영국 및 브라질 등에서 임상 2/3상 진행중. 미국에서 8월 내에 대규모 임상 3상 시작 임상 3상은 최대 3만 명에 대해 진행할 예정 9월 8일 영국인 참여자 1명에게서 '횡단척수염'이라는 심각한 부작용이 발생하면서 임상이 잠정 중단되었으나, 연관성 부족으로 미국에서도 재개 10월 1일 유럽 EMA에 신속허가 절차인 rolling review 제출
	캔시노 바이오로직스 (6185.HK)	Ad5-nCoV	Adenovirus type 5 백신	임상 3상 진행중	-	-	16	<ul style="list-style-type: none"> 7월 20일, Peer-review 저널인 랜싯에 임상 2상 결과 게재 저용량과 중간용량 모두에서 중화항체와 T세포 반응 유도 미약한 부작용 72~74% 발생, 심각한 부작용 발생비율 9% 8월 9일, 사우디아라비아에서 임상 3상 시험 계획 발표했으며 9월 2일, 러시아에서도 임상 3상 도입을 승인받음
	존슨앤존슨 (JNJ.US)	JNJ-78436735	Adenovirus type 26 백신	임상 3상 진행중	456	-	-	<ul style="list-style-type: none"> 9월 23일 6만명 규모의 대규모 임상 3상 개시 10월 13일 부작용 발생으로 중단되었다가 23일 재개 9월 3일, 네이처 메디슨에 전임상 결과 게재. 중증 감염 위험성이 높은 시리아 골든 햄스터들을 대상으로 한 전임상 시험에서 면역반응 유도에 성공 미 정부와 백신 1억회 투여분에 대한 공급 계약을 총 10억 달러에 체결
	머크(MRK.US)	V590, V591	VSV 백신, measles virus 백신	임상 1/2상 진행중	38	-	-	<ul style="list-style-type: none"> 9월 11일 임상 1/2상 개시, 260명 참여자 대상 IAVI와 공동개발하는 VSV 백신 V590은 19년도 FDA 허가를 받은 머크의 에볼라 백신 ERVEBO에 사용된 플랫폼 기술 사용. 현재 전임상 연구 진행 중으로 올해 내 임상 단계 진입 계획 V590은 VSV 바이러스를, V591은 홍역 바이러스를 벡터로 사용 미 정부는 V590 개발에 3,800만 달러 지원

자료: 하나금융투자

표 4. 글로벌 코로나19 바이러스 백신 개발 현황 (2/2)

(단위: 백만 달러, 달러)

백신 유형	개발사	백신명	백신 유형	임상 단계	美 정부 지원금	美 정부 공급계약	도즈 당 가격	비고
DNA 백신	이노비오 (INO.US)	INO-4800	DNA 백신	임상 2/3상 준비중	-	-	-	<ul style="list-style-type: none"> 임상 1상 결과 전체 36명의 환자 중 34명에게서 면역반응 관찰 중화항체 관련 데이터는 공개하지 않음 9월 중, 임상 2상 돌입 계획, 2021년까지 1억 도즈 생산 목표 9월 29일 미 FDA는 DNA 백신의 injection 장치인 'Celectra 2000'의 추가 보완자료를 요청하면서 임상은 잠정 중단
	제넥신 (095700.KQ) /바이넥 (053030.KQ) /제넨바이오 (072520.KQ)	GX-19	DNA 백신	임상 1상 진행중	-	-	-	<ul style="list-style-type: none"> 산학연 컨소시엄(제넥신·바이넥·국제백신연구소·제넨바이오·카이트·포스텍)을 구성해 코로나19 백신인 GX-19를 개발 중 현재 임상 1상과 2a상 동시 진행 9월 중 임상 종료, 10월 중순 최종결과 발표 예정
항원 백신	다이나백스 (DVAX.US) /Medicago	CoVPL	Virus-Like Particle + CpG1018 adjuvant	임상 1상 진행중	-	-	-	<ul style="list-style-type: none"> 7월 14일 임상 1상 첫 환자 투여 개시 임상 1상은 180명 건강한 대상으로 실시(18세~55세) 10월 중 임상 1상 결과 발표 기대 10월 중 임상 2/3상 개시 기대 Medicago사가 개발한 코로나19 바이러스의 Virus-Like Particle(VLP)에 Dynavax사가 개발한 면역증강제인 CpG1018을 같이 투여 2021년까지 1억 도즈 백신 공급 가능
	다이나백스 (DVAX.US) /클로버 /GSK(GSK.LN)	COVID-19 S-Trimer	Trimerised fusion protein	임상 1상 진행중	-	-	-	<ul style="list-style-type: none"> 6월 임상 1상 개시 전임상에서 중화항체 및 T 세포 면역반응 유도 GSK사와 다이나백스사의 면역증강제 사용 Dose escalation을 위해 150명, 추가로 Dose expansion을 위해 200명 모집 예상 연내 임상 2/3상 진입 예정
	노바백스 (NVAX.US)	NVX-CoV2373	재조합 단백질 항원 백신 + 면역증강제	임상 3상 진행중	1,600	-	-	<ul style="list-style-type: none"> 5월, CEPI로부터 3.8억 달러 지원받음. 7월, 미 정부에 1억 도즈 공급 조건으로 16억 달러 지원받음 8월 4일 임상 1상(131명 건강한 대상(18세~59세))결과 발표 100% 중화항체 생성 확인 노바백스가 개발한 코로나19 바이러스 재조합 항원과 면역증강제인 Matrix-M 사용 8월 17일, 남아프리카 공화국에서 임상 2b상 개시했으며 미국과 호주에서도 임상 2상 진입 9월 25일 영국에서 임상 3상 개시 임상 3상은 1만명 대상으로 18세~84세 (65세 이상 고령층 25% 이상 참여) 연내 환자 모집 완료 목표 2021년 2억 도즈 생산 가능
	사노피(SAN.FP) /GSK(GSK.LN)	-	재조합 단백질 항원 백신 + 면역증강제	임상 1상 진행중	31	2,042	-	<ul style="list-style-type: none"> 사노피의 재조합 코로나19 항원 백신과 GSK의 면역증강제 조합 9월 8일 임상 1/2상 시작 발표, 미국 내 11개 임상기관에서 440명의 건강한 성인 대상으로 진행될 예정. 12월 임상 1/2상 결과 발표 기대 20년 12월 임상 3상 시작, 내년 상반기 미국 허가 목표 7월 31일, 1억 도즈 공급을 조건으로 미 정부로부터 20억 달러 지원받음

자료: 하나금융투자

3. 코로나19 바이러스 팬데믹으로 펀더멘털이 개선된 기업들

1) 코로나19 바이러스로 CMO 신규수주 확대

삼성바이오로직스
 코로나19 바이러스 대유행으로
 글로벌제약사들의 생산사이트
 다변화의 일환으로 다수의
 CMO 계약 체결

4월 10일 삼성바이오로직스가 Vir Biotech(향후 GSK로 변경)의 코로나19 바이러스 항체치료제에 대한 위탁생산 계약 관련 의향서를 체결했다는 공시가 발표되면서 삼성바이오로직스와 같은 대형주의 주가가 하루만에 약 17% 급등하였다. 그 뒤에도 삼성바이오로직스는 미국과 스위스 소재의 제약사, 그리고 GSK나 아스트라제네카 등 글로벌 제약사들의 위탁생산계약 체결 관련 내용을 공시하면서 주가가 급등, 한때 SK하이닉스를 누르고 코스피 시가총액 2위 자리에까지 오르기도 하였다. 그러나 9월부터 위탁생산 관련 공시가 뜸해지고, 3분기 컨센서스를 하회하는 실적을 발표하면서 주가가 조정받고 있다. 현재 삼성바이오로직스의 주가는 고점 대비 약 17% 하락하였으나, 4공장 증설계획도 발표한 가운데 향후 코로나19 바이러스 유행이 지속된다면, 글로벌제약사들의 생산 사이트 다변화의 일환으로 삼성바이오로직스의 CMO 계약 체결은 계속될 수 있을 것으로 기대된다.

표 5. 삼성바이오로직스 2020년 신규 CMO 수주 실적

공시일	계약 상대방	계약 금액	체결일	내용
04.10	Vir Biotechnology	USD 362,244,000 (한화 약 441,829 백만원)	의향서 체결: 2020.04.09	<ul style="list-style-type: none"> 코로나 치료제 COVID-19 중화항체(SARS-Cov-2 mAb DS)제품에 대한 임상 및 상업 물량을 3공장에서 생산할 예정 향후 본계약을 체결할 경우 확정된 내용을 공시할 예정
05.22	GSK	USD 231,252,125 (한화 약 283,931 백만원)	계약서 체결: 2020.05.21	<ul style="list-style-type: none"> 생산공장이 명시되지 않음 2020년 4월 22일에 공시한 계약금액(USD 39,773,925)에서, 2027년까지 USD 191,478,200이 증가된 확정 계약금액 계약기간: 2020.05.21 ~ 2027.12.31
05.22	미국 소재 제약사	USD 150,000,000 (한화 약 184,170 백만원)	의향서 체결: 2020.05.21	<ul style="list-style-type: none"> 해당 바이오의약품은 3공장에서 생산할 예정 향후 고객사와의 협의 등을 통해 확정 계약금액은 USD 222,000,000까지 증가할 수 있음 향후 본계약을 체결할 경우 확정된 내용을 공시할 예정 계약 상대방과 계약기간은 경영상 비밀유지 사유로 2023년 12월 31일 이후 공개될 예정
06.08	스위스 소재 제약사	USD 35,530,000 (한화 약 43,254 백만원)	의향서 체결: 2020.06.06	<ul style="list-style-type: none"> 해당 바이오의약품은 3공장에서 생산할 예정 향후 삼성바이오로직스가 계약상 보장된 특정 조건 충족 시 확정 계약금액은 USD 400,330,000까지 증가할 수 있음 향후 본계약을 체결할 경우 확정된 내용을 공시할 예정 계약 상대방 및 계약 기간은 경영상 비밀유지 사유로 2023년 12월 31일 이후 공개 예정
06.08	스위스 소재 제약사	USD 202,261,032 (한화 약 246,232 백만원)	의향서 체결: 2020.06.06	<ul style="list-style-type: none"> 생산공장이 명시되지 않음 상장 전 체결한 기존 계약의 수주잔량 USD 378,754,563에 대한 변경계약 건으로, 상기 계약금액은 변경계약된 총 금액 USD 581,015,595 중 증액된 금액 향후 본계약을 체결할 경우 확정된 내용을 공시할 예정 계약 상대방 및 계약 기간은 경영상 비밀유지 사유로 2023년 12월 31일 이후 공개 예정
08.05	GSK	USD 368,136,568 (한화 약 439,371 백만원)	의향서 체결: 2020.04.09	<ul style="list-style-type: none"> 생산제품에 대한 계약주체 변경에 따른 계약 상대방 변경 (2020.04.10 Vir Biotechnology → 2020.08.05 GSK) 코로나 치료제 COVID-19 중화항체(SARS-Cov-2 mAb DS)제품에 대한 임상 및 상업 물량을 3공장에서 생산할 예정 향후 본계약을 체결할 경우 확정된 내용을 공시할 예정 기존 USD 362,244,000에서 USD 5,892,568이 증가된 확정 계약금액
09.22	Astrazeneca	USD 314,026,000 (한화 약 366,327 백만원)	계약서 체결: 2020.09.21	<ul style="list-style-type: none"> 해당 계약은 2020년 6월 24일에 공시된 '투자판단 관련 주요경영사항'에 대한 원제 의약품 위탁생산에 대한 본계약 체결건이며, 이에 따라 상기 계약기간의 시작일은 의약품 위탁생산계약 의향서 체결일(2020.06.23)로 기재함 2020년 6월 24일에 공시한 공시금액(USD 314,026,000)에서 USD 796,300이 증가된 확정 계약금액 상기 계약금액은 고객사의 수요증가에 따라 USD 529,599,900으로 증가할 수 있음 해당 바이오의약품을 3공장에서 생산할 예정
10.06	Checkpoint Therapeutics	USD 19,713,000 (한화 약 22,934 백만원)	계약서 체결: 2020.10.06	<ul style="list-style-type: none"> 해당 계약은 2017년 11월 8일에 최초 공시된 '단일판매 공급계약 체결'에 대한 추가 생산 계약 체결건임 고객사 개발 성공 시 확정 계약금액은 USD 97,257,000으로 증가할 수 있음 계약기간 종료일(2030.10.02)은 생산일정 등 계약조건 변경에 따라 변동 가능함

자료: 삼성바이오로직스, 하나금융투자

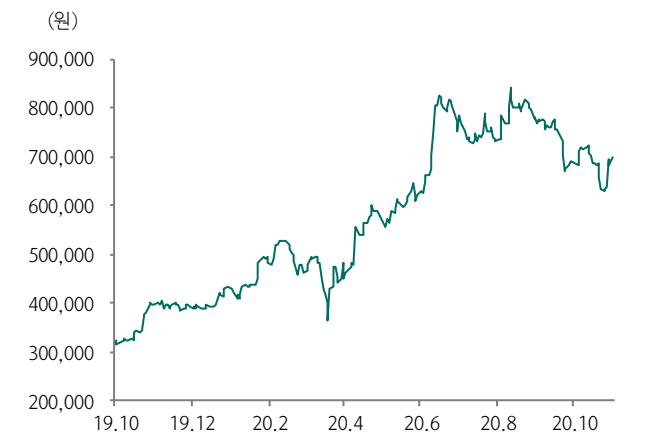
SK케미칼사는 아스트라제네카와 노바백스사의 코로나19 바이러스 백신 후보물질들의 글로벌 공급을 위한 협력의향서 체결

코로나19 바이러스 백신은 전 세계 인구를 대상으로 한다는 점에서 대규모 생산이 이루어져야 한다. 적게는 수억 도즈에서 많게는 수십억 도즈의 백신이 생산되어 공급되어야 한다. 아마도 전 세계 백신 생산 공장들이 적극적으로 코로나19 바이러스 백신 생산에 매달려야 할 수도 있다. SK케미칼은 코로나19 바이러스 백신 개발의 선두 그룹 중 하나인 아스트라제네카사와 7월 21일 코로나19 백신 후보물질은 AZD1222의 글로벌 공급을 위한 협력의향서를 체결했다고 밝혔다. 연이어 8월 13일 노바백스(Novavax)사의 코로나19 바이러스 백신 후보물질 생산계약도 체결하면서 SK케미칼의 주가는 폭등하였다. 최근 아스트라제네카사의 AZD1222 접종 이후 부작용 발생 사례가 보고되면서 다소 조정 받기도 하였으나, 향후 아스트라제네카사가 상용화에 성공한다면, SK케미칼은 코로나19 바이러스의 아시아 생산 기지로 작용할 수도 있다.

녹십자는 CEPI와 5억 도즈 분량의 코로나19 바이러스 백신 위탁생산 합의 체결

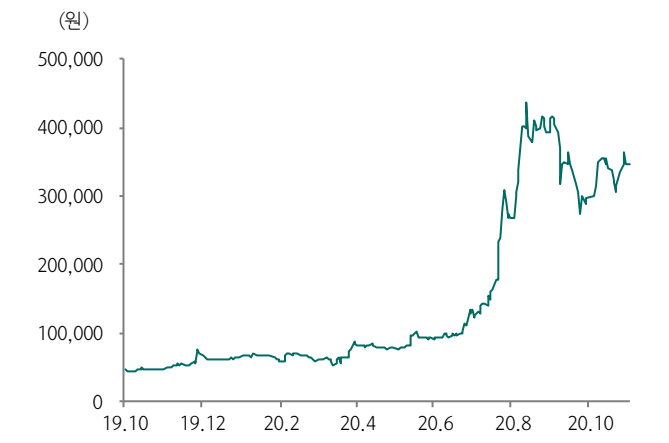
녹십자도 10월 22일 CEPI(전염병예방혁신연합)과 최대 5억 도즈 분량의 코로나19 바이러스 백신 위탁생산 합의를 체결했다고 보도하였다. 2021년 3월부터 2022년 5월까지 CEPI의 코로나19 백신 생산 기지로 활용될 예정이다. SK케미칼과는 달리 녹십자는 Fill & Finish 즉 백신 원료를 공급받아 주사기에 충전하는 완제품을 공급하는 것으로 특별히 생산설비 구축이 필요하지 않다는 점에서 상당한 마진을 기대할 수 있다. 그러나 아직 어느 기업의 백신을 위탁생산 하는 것인지, 그리고 생산 도즈도 결정된 것은 없어서 글로벌 제약사들의 백신 개발이 완료된 이후 구체적인 시기와 물량이 결정될 수 있을 것으로 보인다.

그림 12. 삼성바이오로직스 주가차트



자료: 하나금융투자

그림 13. SK케미칼 주가차트



자료: 하나금융투자

코로나19 바이러스 관련 CMO 체결기업들의 실적은 아직 미반영 개발 현황에 따라 투자전략 수정

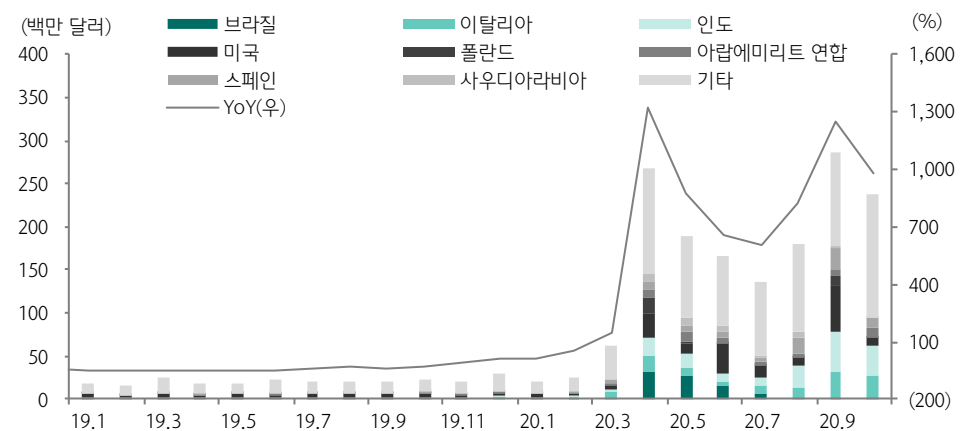
다만 CMO 계약을 체결한 기업들의 경우 아직 CMO 계약 건이 실제 실적으로 연결된 것은 아니다. 만약 이들이 계약한 코로나19 치료제나 백신이 개발되지 못할 경우 기대했던 실적 개선 시기는 지연될 수도 있다. 아직은 기대감만으로 주가가 폭등했기 때문에 주가 변동폭은 클 수 있으며, 이들과 계약한 기업들의 치료제나 백신 개발 현황에 따라 투자 전략을 수정할 필요가 있다.

2) 코로나19 바이러스 대유행으로 진단키트 수출 급등

코로나19 바이러스 팬데믹으로
국내 진단키트 수출금액은
폭발적으로 증가
4월 수출금액은 코로나19 팬데믹 전
평균 대비 1,143% 증가

이에 비해 진단기업들은 코로나19 바이러스가 국내에 유입된 1월부터 코로나19 바이러스 진단키트 개발에 성공, 국내뿐만 아니라 코로나19 바이러스 대응이 늦었던 유럽과 미국에도 수출하기 시작하면서 국내 진단키트 수출은 폭발적으로 증가하였다. 코로나19 바이러스 팬데믹 전인 2019년 1월부터 2020년 2월까지 평균 수출금액은 2,140만 달러였으나, 유럽과 미국에서 코로나19 확진자수가 급증하기 시작한 3월 진단키트 수출금액은 6,161만 달러로, 팬데믹 전보다 155%나 증가하였다. 그리고 4월 코로나19 바이러스 팬데믹이 절정을 이루면서, 진단키트 수출금액은 2억 6,570만 달러를 기록, 팬데믹 전 평균값 대비 무려 1,143% 증가, 폭발적인 성장세를 기록하였다.

그림 14. 관세청 진단키트(HS코드 3822.00) 수출 데이터



주: 수리일 기준, 10월은 TRASS 잠정치
자료: 관세청, 하나금융투자

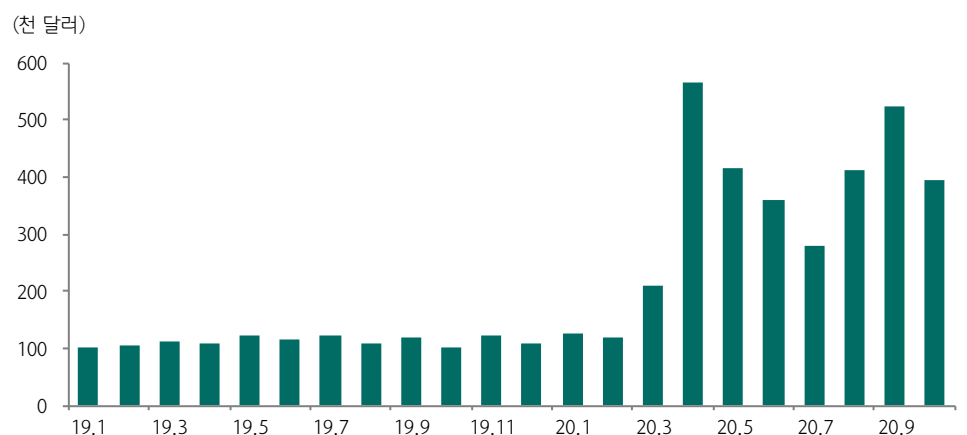
진단키트 톤당 금액은
4월을 고점으로 하락세 지속

그러나 유럽과 미국에서 확산세가 진정되고 수요증가로 과도하게 책정되었던 가격의 거품이 빠지면서 5월부터 뚜렷한 하락세를 보이기 시작했다. 실제 톤당 금액을 비교했을 시 4월 57만 달러를 고점으로 지속적으로 하락세를 보이고 있다 7월에는 3월 수준까지 하락하였다.

수출금액 역시
4월 수출금액을 고점으로
매일 뚜렷한 하락세

관세청 진단키트 수출금액은 5월에는 4월 대비 29.2% 감소했고, 6월은 5월대비 11.1% 감소, 7월은 6월 대비 18.4% 감소하였다. 7월의 진단키트 수출금액은 고점이었던 4월 대비 무려 48.6% 감소하면서 진단키트 수출은 바닥을 찍었다.

그림 15. 관세청 진단키트 톤당 가격 추이

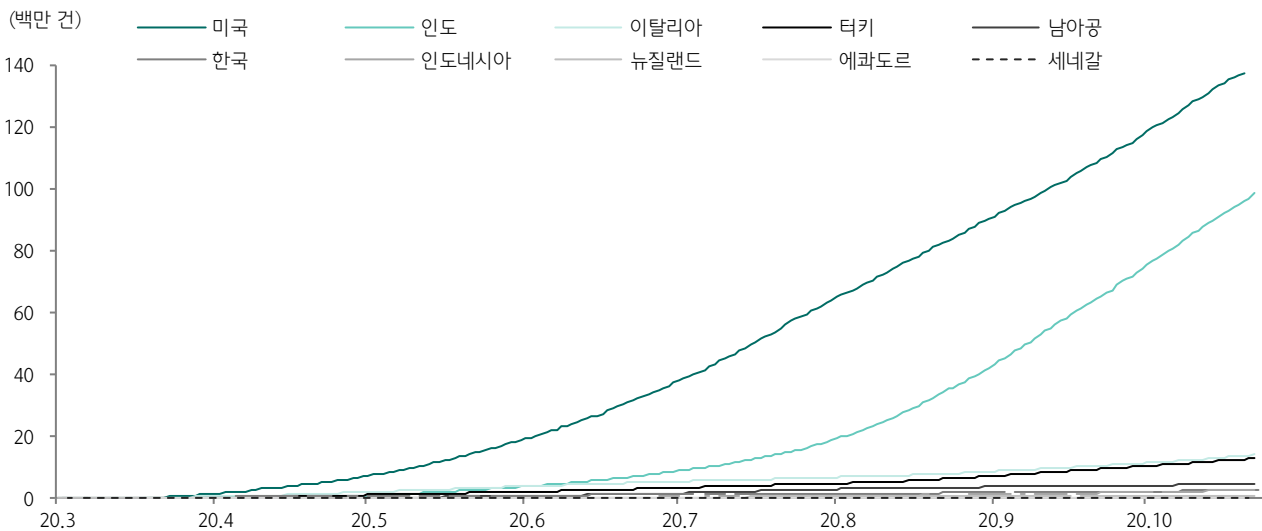


주: 수리일 기준, 10월은 TRASS 잠정치
자료: 관세청, 하나금융투자

9월 진단키트 수출금액은 8월 대비 59.1% 증가
 트윈데믹에 대한 우려와
 다중 진단키트에 대한 니즈 증가로
 진단키트 수출 증가세 유지

7월 바닥을 찍은 진단키트 수출금액은 8월 반등을 시작했다. 8월 진단키트 수출금액은 7월 대비 33.2% 증가하였고, 9월도 8월 대비 59.1% 증가하면서 9월 진단키트 수출금액은 고점 이었던 4월 데이터를 경신하였다. 10월은 추석과 한글날 등 영업일수의 감소와 9월 역기저 로 인해 TRASS 잠정치에 의하면, 전월 대비 17.4% 감소하였으나, 적어도 연말까지 진단키 트 수출은 꾸준히 증가할 것으로 예상된다. 스페인과 프랑스와 같은 유럽국가에서 7월 중순, 여름 휴가 이후 확진자 수가 다시 증가하기 시작하면서, 4월 최고치를 경신하고 있다. 더불어 호흡기 바이러스가 유행하는 계절로 접어들면서 코로나19 바이러스와 독감 바이러스가 동시에 유행하는 트윈데믹에 대한 우려가 증가, 진단키트 수출금액은 꾸준히 증가할 것으로 기대된다. 두 종류 또는 그 이상의 호흡기 바이러스를 동시에 진단할 수 있는 다중 진단키트 에 대한 니즈가 증가하는 것 또한 향후 진단키트 수출 증가를 기대하게 하는 요인이다.

그림 16. 지역별 COVID19 진단 테스트 누적 건수



자료: Ourworldindata, 하나금융투자

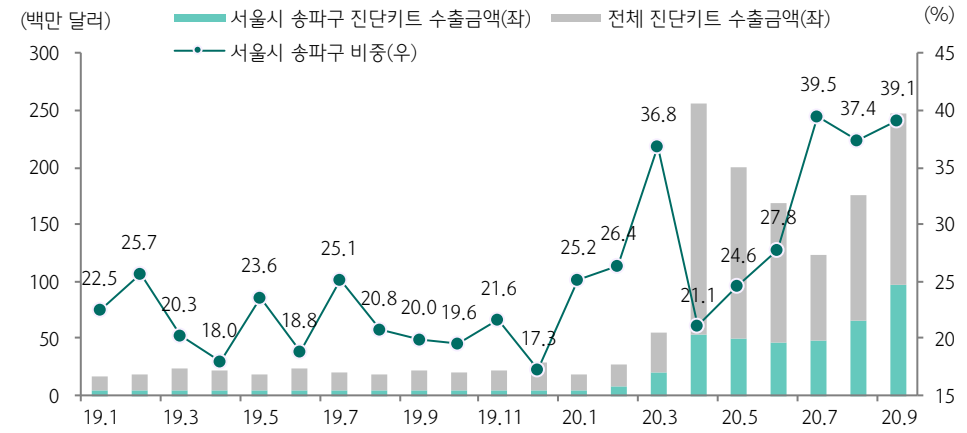
서울시 송파구 7월 수출금액은 4월 대비 10.5% 감소에 그친 반면, 경기도 안양시 7월 수출금액은 4월 대비 79.3% 감소로 대비

관세청의 진단키트 통관데이터를 지역별로 분류해보면 특정 지역에서는 전체 진단키트 감소 세 대비 감소폭이 미미한 지역들이 뚜렷하게 관찰되면서 진단업체 간 옥석가리기가 본격화 된 것으로 보여진다. 대표적으로 씨젠이 위치한 서울시 송파구의 경우 출항일 기준으로 5월 은 4월 대비 8.7% 감소에 그쳤으며, 6월은 5.3% 감소, 7월은 전체 진단키트 수출금액이 18.4% 감소했음에도 불구하고, 서울시 송파구의 진단키트 수출금액은 전월 대비 오히려 3.5% 증가하였다. 7월의 송파구 진단키트 수출금액은 고점이었던 4월 대비 10.5% 감소에 그치면 서 다른 지역 대비 견조한 수출을 이어가고 있다. 이에 비해 오상헬스케어가 위치한 경기도 안양시의 진단키트 수출금액은 4월 송파구보다 더 많은 5,540만 달러를 기록했으나 7월 진단키트 수출금액은 1,680만 달러로 4월 대비 무려 79.3% 감소하면서 뚜렷한 하락세를 보 이고 있다.

전체 진단키트 수출 금액 중
서울시 송파구 비중은 점점 증가추세
7월 이후 40% 육박

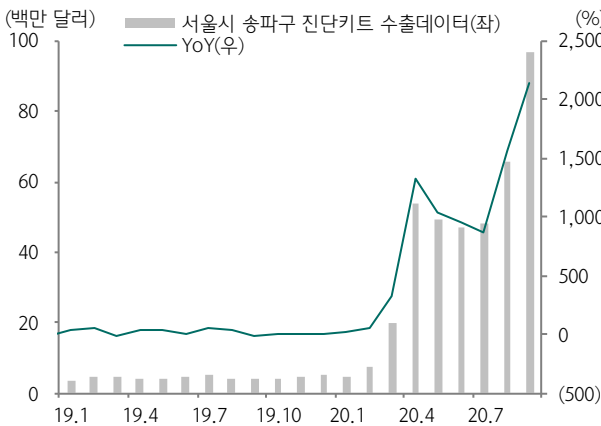
특히 전체 진단키트 수출 금액 중 서울시 송파구의 비중이 4월 21.1%에서 점점 증가하면서
7월 송파구 비중은 39.5%로 치솟았다. 8월은 37.5%, 9월은 39.1%로 최종 옥석가리기의
승자는 씨젠으로 이미 결론난 것으로 보인다.

그림 17. 전체 진단키트 수출금액 중 서울시 송파구 비중



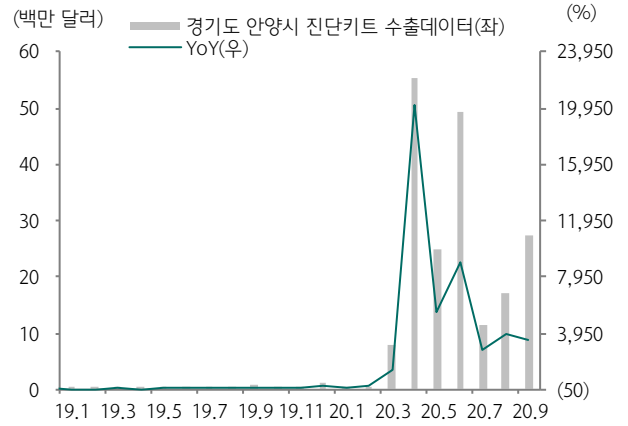
주: 출항일 기준
자료: 관세청, 하나금융투자

그림 18. 서울시 송파구 진단키트 수출데이터



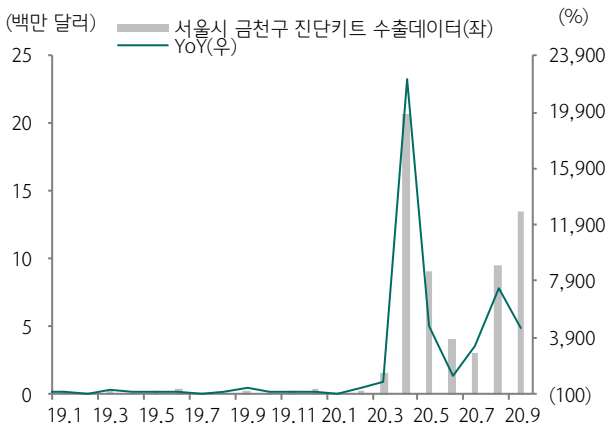
주: HS code: 3822.00, 출항일 기준
자료: 관세청, 하나금융투자

그림 19. 경기도 안양시 진단키트 수출데이터



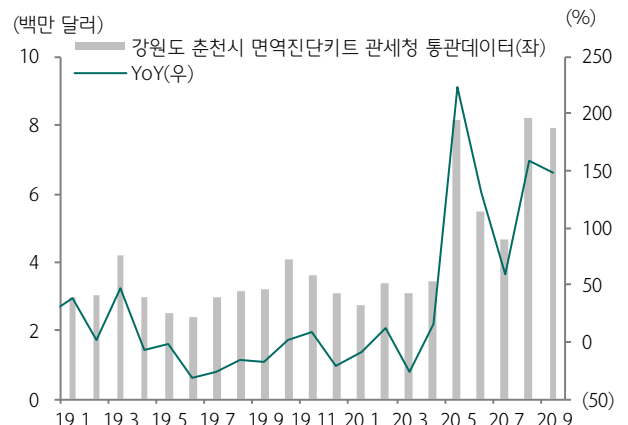
주: HS code: 3822.00, 출항일 기준
자료: 관세청, 하나금융투자

그림 20. 서울시 금천구 진단키트 수출데이터



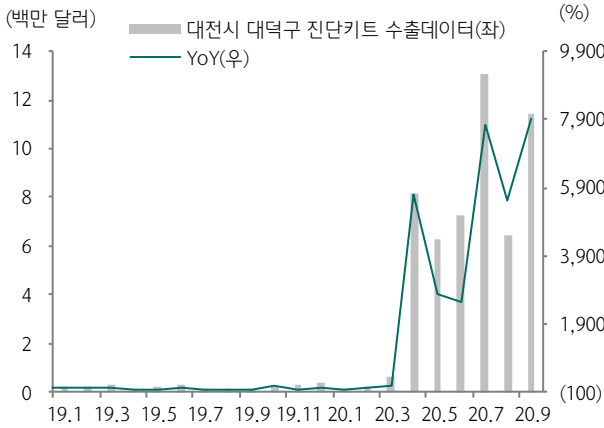
주: HS code: 3822.00, 출항일 기준
자료: 관세청, 하나금융투자

그림 21. 강원도 춘천시 진단키트 수출데이터



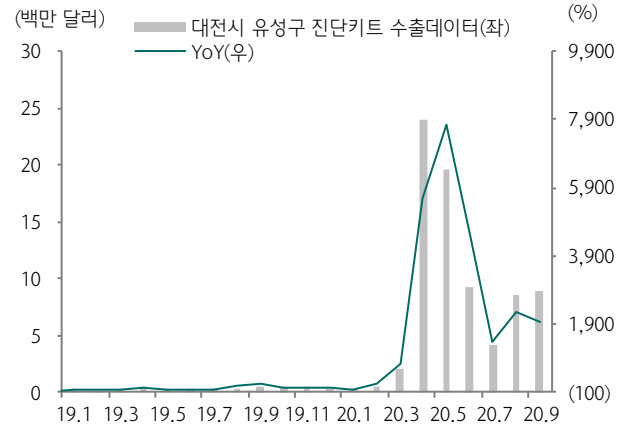
주: HS code: 3002.12, 출항일 기준
자료: 관세청, 하나금융투자

그림 22. 대전시 대덕구 진단키트 수출데이터



주: HS code: 3822.00, 출항일 기준
자료: 관세청, 하나금융투자

그림 23. 대전시 유성구 진단키트 수출데이터



주: HS code: 3822.00, 출항일 기준
자료: 관세청, 하나금융투자

3) 트윈데믹에 대한 우려로 독감백신 매출 급등

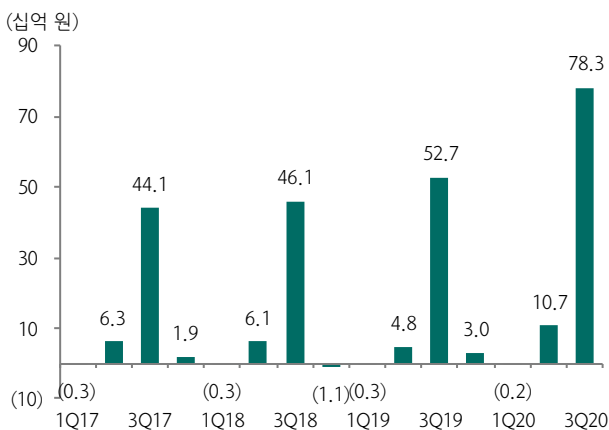
트윈데믹에 대한 우려로 독감 바이러스 백신 매출 증가

코로나19 바이러스 백신이 개발되지 않은 상황에서 트윈데믹에 대한 우려는 독감 바이러스 백신에 대한 매출증가로 이어지고 있다. 앞에서 언급한 바와 같이 가을이 시작되면서 미국과 유럽 등 북반구에 위치한 국가들에서는 이미 코로나19 바이러스 재유행이 진행되고 있고, 원래 지금은 독감 바이러스가 창궐하는 시즌이다. 국내에서도 독감 바이러스라도 확산세를 차단하고자 독감백신 접종을 권장하고 있다. 국가필수예방접종 사업인 NIP에서는 이미 무료 접종연령을 기존 만 6개월~만 12세에서 만 6개월~만 18세, 그리고 65세 이하에서 62세 이하로 확대해 놓았으며 NIP 독감백신도 기존 3가에서 4가로 전환되었다.

녹십자 3분기 국내 독감백신 매출은 783억원으로 전년 대비 48.6% 증가
북반구 수출은 전년 대비 약 80% 증가한 320억원으로 추정

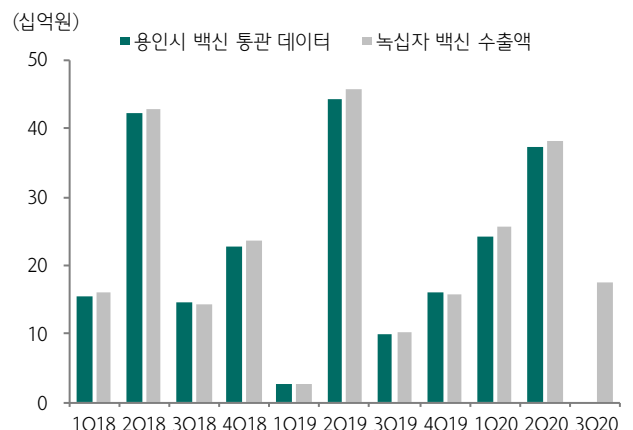
국내 최대 독감백신 생산기업인 녹십자의 경우 올해 3분기 국내 독감백신은 매출은 783억원으로 전년 대비 무려 48.6% 증가하였다. 트윈데믹에 대한 공포는 북반구 전체에 해당하는 사항으로 올해 북반구 독감백신 매출도 전년 대비 약 80% 증가한 320억원 규모로 예상된다.

그림 24. 분기별 녹십자 국내 독감백신 매출



자료: 하나금융투자

그림 25. 분기별 녹십자 백신 수출금액과 비교(상관계수 99%)



자료: 하나금융투자

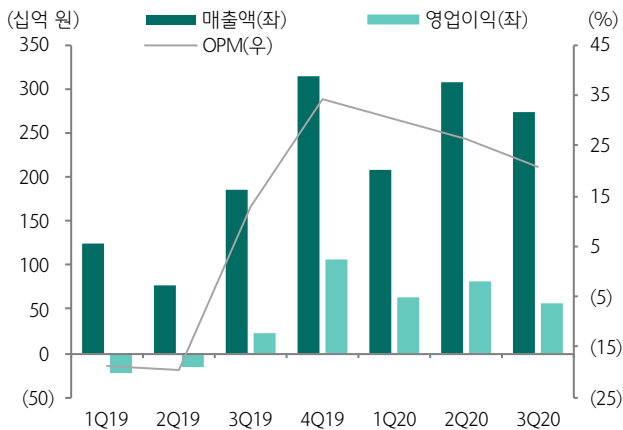
4. 코로나19 바이러스 팬데믹과 무관하게 펀더멘탈이 개선된 기업

1) 실적 고성장중인 수출기업들

삼성바이오로직스와 셀트리온은
수출주도 기업으로
올해 코로나19 바이러스 팬데믹과는
무관하게 고성장 시현

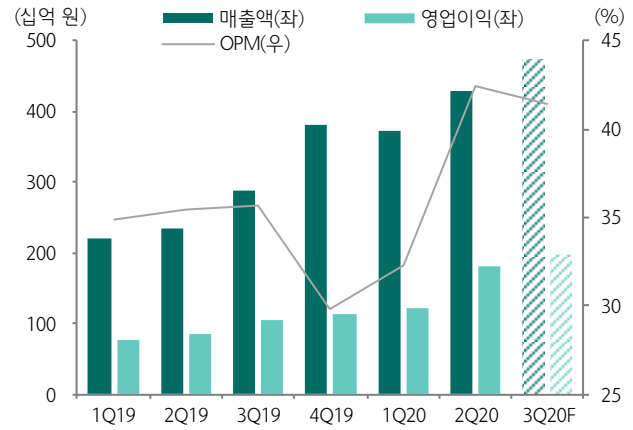
제약바이오 섹터 내 대형주인 삼성바이오로직스와 셀트리온의 공통점은 바이오의약품을 생산하여 대부분 수출한다는 점이다. 국내 전통 제약산업이 제네릭 위주로 가격이 심평원에 의해 저가로 결정되고 매년 하락한다는 점에서 성장이 정체되어 있는데 비해 수출은 매년 큰 폭의 성장을 보여주고 있다. 삼성바이오로직스는 지속적인 생산설비 증가로 향후 CMO 고성장이 기대되며, 셀트리온은 바이오시밀러 선두그룹으로 1st 바이오시밀러 출시 전략으로 지속적인 성장이 예상된다. 의약품은 코로나19 바이러스 유행에 의해 크게 영향을 받지 않는 분야로 두 기업 모두 올해뿐만 아니라 2021년에도 코로나19 바이러스 팬데믹과는 상관없이 고성장을 시현할 수 있을 것으로 기대된다.

그림 26. 삼성바이오로직스 분기별 실적



자료: 하나금융투자

그림 27. 셀트리온 분기별 실적



자료: 하나금융투자

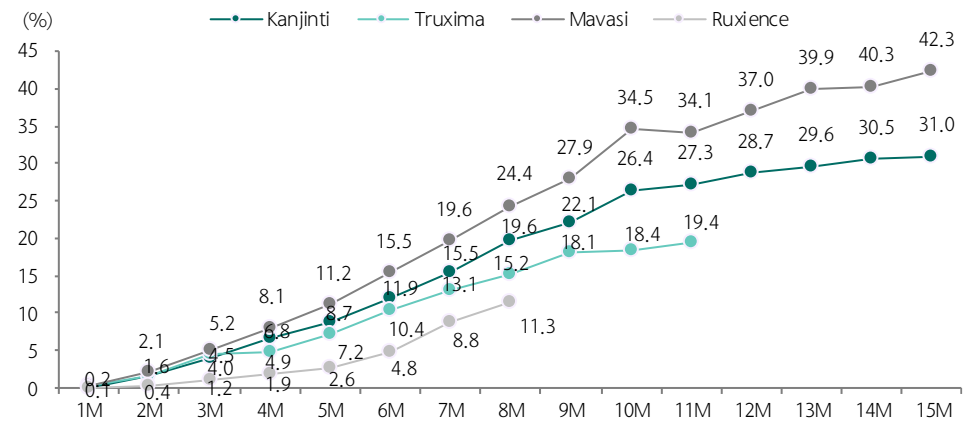
삼성바이오로직스와 셀트리온은
모두 코로나19 바이러스 관련 호재로
저점에서 주가는 빠르게 회복
그러나 9월 증시조정기에 두 기업
모두 주가는 큰 폭으로 하락

삼성바이오로직스는 Vir biotech사의 코로나19 바이러스 항체치료제의 위탁 생산 의향서 체결로, 셀트리온은 코로나19 바이러스 항체신약 개발로, 두 기업 모두 코로나19 팬데믹 이후 주가는 코로나19 관련 호재로 빠른 속도로 회복되었다. 그러나 9월 전 세계 증시가 조정되기 시작하면서 주가는 빠른 속도로 하락하기 시작했다. 삼성바이오로직스는 하반기 들어 추가 위탁생산 계약 체결 공시가 뜬해지고, 셀트리온도 2021년도 고성장에 대한 우려가 제기되었기 때문이다.

셀트리온과 셀트리온헬스케어의
올해 탑라인 성장률은
각각 56%와 55%
이러한 고성장이 가능했던 이유는
미국형 트룩시마의 고성장 때문
미국형 트룩시마는 출시 11개월 만에
처방액 기준으로 19.4% 점유율 기록

셀트리온과 셀트리온헬스케어 모두 올해 탑라인 성장률은 각각 56%와 55%, 그리고 영업이익은 레버리지 효과로 셀트리온은 전년대비 85%, 셀트리온헬스케어는 전년 기저효과까지 더해지면서 무려 289% 고성장을 시현할 수 있을 것으로 추정되고 있다. 올해 셀트리온 그룹의 고성장이 가능했던 이유는 작년 11월 미국시장에 런칭한 트룩시마가 고성장했기 때문이다. 트룩시마는 출시 11개월 만에 처방액 기준 19.4% 점유율을 기록했으며, 셀트리온헬스케어 기준으로 올해 미국형 트룩시마 매출은 전년대비 약 3배 정도 증가할 것으로 추정된다. 트룩시마는 리톡산의 1st 바이오시밀러로 향후 30% 정도 시장 점유는 가능할 것으로 추정된다.

그림 28. 항암제 바이오시밀러 출시 기간별 처방액 비중



자료: 심포니헬스솔루션, 하나금융투자

트룩시마의 경쟁제품인
화이자사의 룩시엔스
출시 8개월 만에 11.3% 점유율 기록
2021년 미국 트룩시마 성장은
분명, 하지만 증가속도는 둔화

미국향 트룩시마는 현재 경쟁제품인 화이자사의 룩시엔스(Ruxience)로 인해 증가 속도는 점차 둔화되고 있다. 룩시엔스는 출시 8개월 만에 처방액 기준 11.3% 점유율을 보이면서 트룩시마 점유율 증가속도를 늦추고 있다. 2021년 미국 시장에서 트룩시마는 올해 대비 성장할 것은 분명해 보이지만, 그 증가속도는 올해 대비 현저하게 줄어들 것으로 예상된다. 즉 셀트리온 그룹이 올해와 같은 고성장을 시현하기 위해서는 2021년에도 미국 트룩시마와 같이 고성장을 시현시켜 줄 품목이 존재해야 한다.

2021년 셀트리온 그룹의 고성장을
견인할 품목은 램시마 SC
그러나 상반기까지 누적 매출액은
164억원으로 다소 미미한 수준
7월 말 염증성장질환 적응증 획득
4분기 이탈리아, 스페인, 프랑스 등
출시국가 확대
램시마 SC의 매출은 4분기 본격화

2021년 셀트리온 그룹의 고성장을 견인할 품목으로 셀트리온 그룹이나 시장 투자자들이나 모두 램시마 SC가 그 역할을 해 줄 것으로 기대하고 있다. 올해 2월 독일에서 런칭을 시작한 램시마 SC는 출시 시점 유럽에서의 코로나19 바이러스의 확산과 류마티스관절염만 적응증을 받으면서 상반기 164억원 매출을 올리는데 그쳤다. 셀트리온 그룹의 주가 부진은 램시마 SC가 2021년 대규모 매출을 시현할 수 있을 것이라고 기대하기에는 램시마 SC가 상반기까지 보여준 실적이 미미했기 때문으로 분석된다. 램시마 SC는 7월 말 주요 적응증인 염증성장질환(IBD)으로 허가를 받으면서 본격적으로 시장을 확대해 나갈 발판을 마련할 수 있게 되었다. 또한 램시마 SC는 3분기까지 영국, 독일, 네덜란드에서만 출시되었으나, 4분기 유럽 주요 시장인 이탈리아, 스페인, 프랑스 등에서도 출시가 기대되는 바 램시마 SC의 매출 증가는 4분기 본격적으로 이루어질 것으로 기대된다.

2) 의약품은 필수 소비재

당뇨, 고혈압, 고지혈, 위식도염 등 대부분의 만성질환 치료제는 일종의 필수 소비재

코로나19 바이러스 확산으로 대다수 소비재 기업들의 실적은 부진하였다. 이에 비해 제약기업들의 실적은 코로나19 바이러스 확산과는 관계없이 대부분 양호했는데, 그 이유는 국내 제약기업들의 주요 품목은 당뇨, 고혈압, 고지혈증, 위식도염 등 만성질환 관련 의약품이기 때문이다. 이러한 만성질환은 결코 환자의 의지와는 상관없이 반드시 복용해야 하는 일종의 필수 소비재로 분류될 수 있다. 즉 코로나19 바이러스 팬데믹의 영향을 가장 적게 받는 산업군이 바로 제약산업이라 할 수 있다.

제약기업들의 대면 마케팅이 감소이로인해 영업이익이 크게 개선
종근당의 경우 비대면 마케팅으로
올해 1분기부터 어닝 서프라이즈한
실적시현

주요 품목이 필수 소비재인 제약기업들의 매출은 코로나19 팬데믹과는 무관하게 증가했지만, 코로나19 바이러스 확산으로 제품 설명회나, 학회, 심포지움 등 대면 활동을 통한 마케팅은 현저하게 감소하면서 판관비가 크게 감소하였다. 감소한 마케팅 비용이 고스란히 영업이익에 반영되면서 올해 실적이 크게 개선된 기업 중 대표적인 기업이 바로 종근당이다. 종근당은 국내에서 영업력이 매우 우수한 기업으로 영업력이 강하다는 의미는 마케팅 비용이 대규모로 집행됨을 의미한다. 이러한 마케팅비가 크게 감소하면서 종근당의 경우 올해 1분기부터 어닝 서프라이즈한 실적을 시현하고 있다.

종근당은 올해 영업이익은
전년대비 약 97% 증가한 1,517억원
시현 기대
저비용 고효율의 비대면 영업활동이
New Normal로 자리잡을 수 있을
것으로 기대

종근당의 올해 1분기 영업이익은 전년대비 56%, 2분기는 무려 91%나 증가한 영업이익을 시현하였다. 3분기에도 비대면 영업활동이 이어지면서 전년대비 무려 140%가량 증가한 어닝 서프라이즈한 실적을 시현하였다. 이러한 추세가 지속된다면 올해 종근당 영업이익은 전년대비 약 97% 증가한 1,517억원 시현이 가능할 것으로 추정된다. 앞으로 코로나19 바이러스가 장기 유행으로 일상화되면, 저비용, 고효율의 비대면 영업활동이 New Normal, 즉 새로운 영업형태로 자리잡을 수 있을 것으로 기대된다.

표 6. 종근당 Top10 판매 품목 성장률

(단위: 백만원)

제품명	적응증	3Q20P	3Q19	증감	증감률
자누비아	당뇨	38,233	36,169	2,064	5.7%
프리베나	페렴구균백신	25,243	5,897	19,346	328.1%
글리아티린	기억력저하	19,961	16,302	3,659	22.4%
케이캡	위식도역류질환	19,753	12,700	7,053	55.5%
아토젯	고지혈증	18,538	14,251	4,287	30.1%
프롤리아주	골다공증	16,018	8,320	7,697	92.5%
달라트렌	본태성고혈압	12,533	11,931	602	5.0%
리피로우	고지혈증	11,720	9,279	2,441	26.3%
이모튼	골관절염	11,718	9,253	2,465	26.6%
타크로벨	이식거부반응	10,252	8,663	1,589	18.3%

자료: 종근당, 하나금융투자

3) R&D 성과도출

(1) 학회에서 R&D 성과발표

제약바이오 섹터 내 R&D 모멘텀은 주로 주요 학회에서 포스터 발표 학회 발표만으로 해당 기업들의 주가가 급등 발표 내용이나 결과에 상관없이 학회발표 이후에는 추가 급락

과거 제약바이오 섹터 내 신약개발 기업들의 주가는 단순히 R&D 모멘텀 만으로 움직였다. 그러한 모멘텀을 만드는 요소는 바로 주요 학회 일정으로 4월의 AACR이나 5월의 ASCO, 9월의 ESMO 등 주요 학회들이 개최될 때마다 학회에서 포스터나 구두발표를 하는 기업들의 리스트가 발표되고, 발표 기업들의 주가가 학회 초록 발표 전까지 과도하게 급등하기도 하였다. 그러나 학회 발표가 끝나면 모멘텀 소실이나 이벤트 해소로 올랐던 만큼 주가가 빠지는 일이 반복되는 것이 소위 말하는 제약바이오 섹터 내 R&D 모멘텀이었다.

표 7. 2020년과 2021년 주요 학회 일정

학회명 또는 컨퍼런스명(영문)	학회명 또는 컨퍼런스명(국문)	개최시기	
		2020년	2021년
JP Morgan Bio Conference	JP 모건 바이오 컨퍼런스	2020.01.13~2020.01.16	2021.01.11~2021.01.14
ENDO	세계내분비학회	2020.03.28~2020.03.31(취소)	2021.03.20~2021.03.23
AACR	미국암학회	2020.04.27~28, 2020.06.22~24	2021.04.09~2020.04.14
ASCO	미국임상종양학회	2020.05.29~2020.05.31	2021.06.04~2021.06.08
EULAR	유럽류마티스학회	2020.06.03~2020.09.01	2021.06.02~2021.06.05
Bio-USA	미국바이오협회 컨퍼런스	2020.06.08~2020.06.11	2021.06.14~2021.06.17
ADA	미국당뇨학회	2020.06.12~2020.06.16	2021.06.25~2021.06.29
EASL	세계간질환학회	2020.08.27~2020.08.29	2021.06.22~2021.06.25
ESPE	유럽소아내분비학회	2020.09.10~2020.09.12(취소)	2021.05.07~2021.05.09
CRI, CIMT, EATI, AACR	공동주관 면역암학회	2020.09.14~2020.09.17(취소)	미정
ESMO congress	유럽종양학회	2020.09.18~2020.09.22	2021.09.17~2021.09.21
EASD	유럽당뇨학회	2020.09.21~2020.09.25	2021.09.28~2021.10.01
ACR/ARHP	미국 류마티스학회	2020.11.06~2020.11.11	2020.11.05~2021.11.09
SITC	면역치료학회	2020.11.09~2020.11.14	2020.11.10~2021.11.14
ASH annual meeting & exposition	미국혈액학회 정기총회	2020.12.05~2020.12.08	2021.12
IASLC WCLC	세계폐암학회	2021.01.28~2021.01.31	미정

자료: 하나금융투자

4월 AACR에서 키트루다와 GX-188E 병용투여 임상 1/2상 결과를 발표한 제넥신은 ORR 42%라는 놀라운 결과 발표로 주가가 12% 급등

그러나 올해에는 단순히 학회에서 발표한다라는 모멘텀에 그치지 않고, 주요 기업들이 학회 포스터나 구두를 통해 발표한 결과에 따라 주가가 반등하기 시작했다. 그 시작은 제넥신으로 4월 AACR 학회에서 자궁경부암 환자 대상의 키트루다와 GX-188E(인유두종바이러스 DNA 백신) 병용투여 임상 1/2상 결과를 구두로 발표하면서부터였다. 2차 치료제로 키트루다 단독투여 시 반응률은 14.6%에 불과한데 비해 키트루다와 GX-188E 병용투여 시 반응률이 무려 42%라는 놀라운 결과를 발표했다. 일반적으로 학회 발표 이후 모멘텀 소실로 주가가 하락하는데 비해 이날 제넥신 주가는 이와 같은 놀라운 결과로 인해 12% 급등하였다.

ASCO에서 제넥신은
삼중음성유방암 환자 대상으로
하이루킨7과 키트루다와의 병용투여
임상 1b/2상 결과 발표
특정 투여군에서 반응을 50%

5~6월 개최된 ASCO(미국임상종양학회)에서도 국내 기업들의 유의미한 임상결과 발표가 이어졌다. 제넥신은 재발 전이성 삼중음성유방암 환자 대상으로 제넥신의 기대 파이프라인인 하이루킨7과 키트루다와의 병용투여 임상 1b/2상 중간결과를 발표하였는데, 초록 발표와는 달리 실제 포스터에서는 특정 투여군(1,200ug/kg)에서 반응률이 50% 도출되면서 제넥신의 하이루킨7에 대한 시장이 기대감이 커졌다. 드디어 하이루킨7의 임상 결과가 나오기 시작한 것이라고 볼 수 있다. 과거 제넥신의 주가는 하이루킨7에 대한 기대감으로만 움직였다면, 이번 ASCO에서는 실제로 하이루킨7이 효능이 있음을 보여준 결과라 할 수 있다.

그림 29. ASCO에서 발표된 하이루킨7과 키트루다 병용투여 시 종양크기 변화율

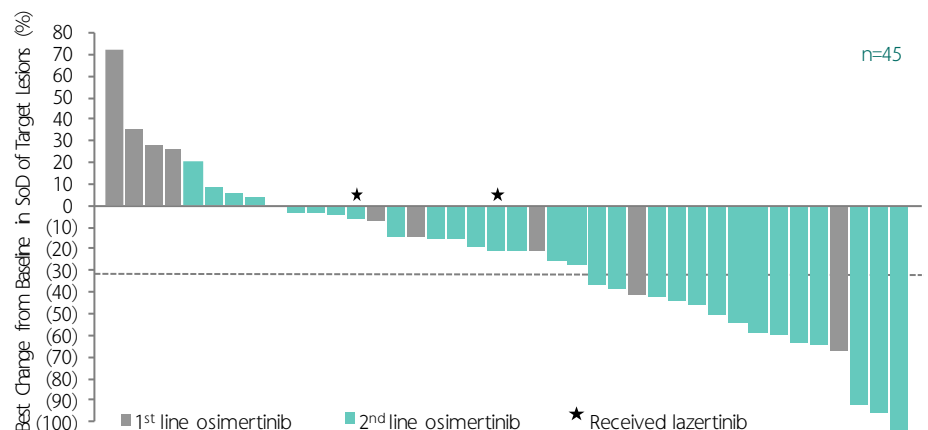


자료: 제넥신, 하나금융투자

9월 ESMO에서 유한양행은
얀센의 아미반타맙과 레이저티닙
병용투여 임상 1b상 결과 발표
1차 치료제 시 ORR 100%라는
서프라이즈한 결과를 발표

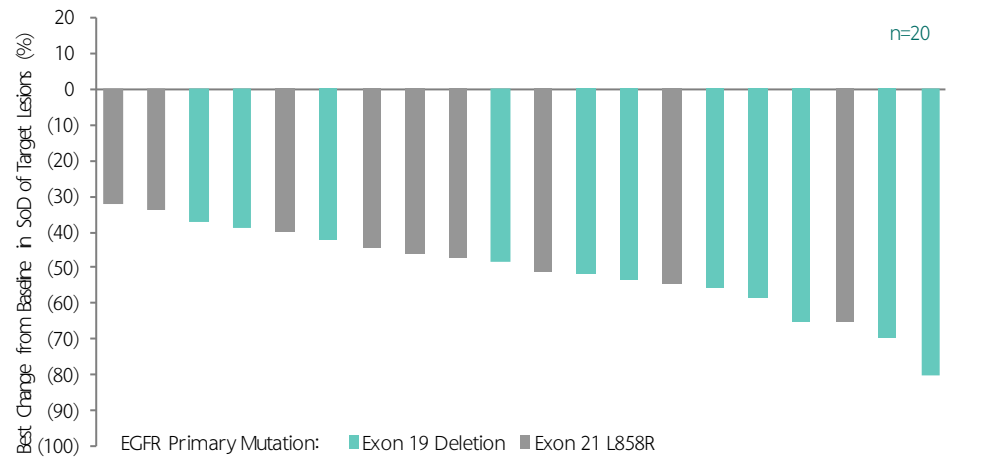
9월에 개최된 ESMO(유럽종양학회)에서는 유한양행이 레이저티닙과 얀센의 EGFR/c-Met 이중항체인 아미반타맙(Amivantamab) 병용투여 임상 1b상에서 기대를 뛰어넘는 좋은 결과를 발표하면서 시장의 주목을 받았다. 타그리소에 내성을 보인 45명의 비소세포폐암 환자들을 대상으로 병용투여 시 ORR(객관적반응률)이 36%로 나오면서 병용투여의 3차 치료제 가능성을 입증했다. 또한 항암제 투여 경험이 없는 20명의 Naïve한 환자들을 대상으로 병용투여 시 ORR이 100%인 매우 서프라이즈한 결과를 발표했다. 이 결과에 고무된 얀센은 1차 치료제 임상 3상을 대규모인 1,000명 대상으로 9월 말에 개시할 것임을 언급하였다. 이와 같은 임상결과는 개발사의 R&D 펀더멘탈에 직접적인 영향을 주는 결과라고 할 수 있다.

그림 30. 타그리소 내성 발생 환자 대상으로 아미반타맙과 레이저티닙 병용투여 결과



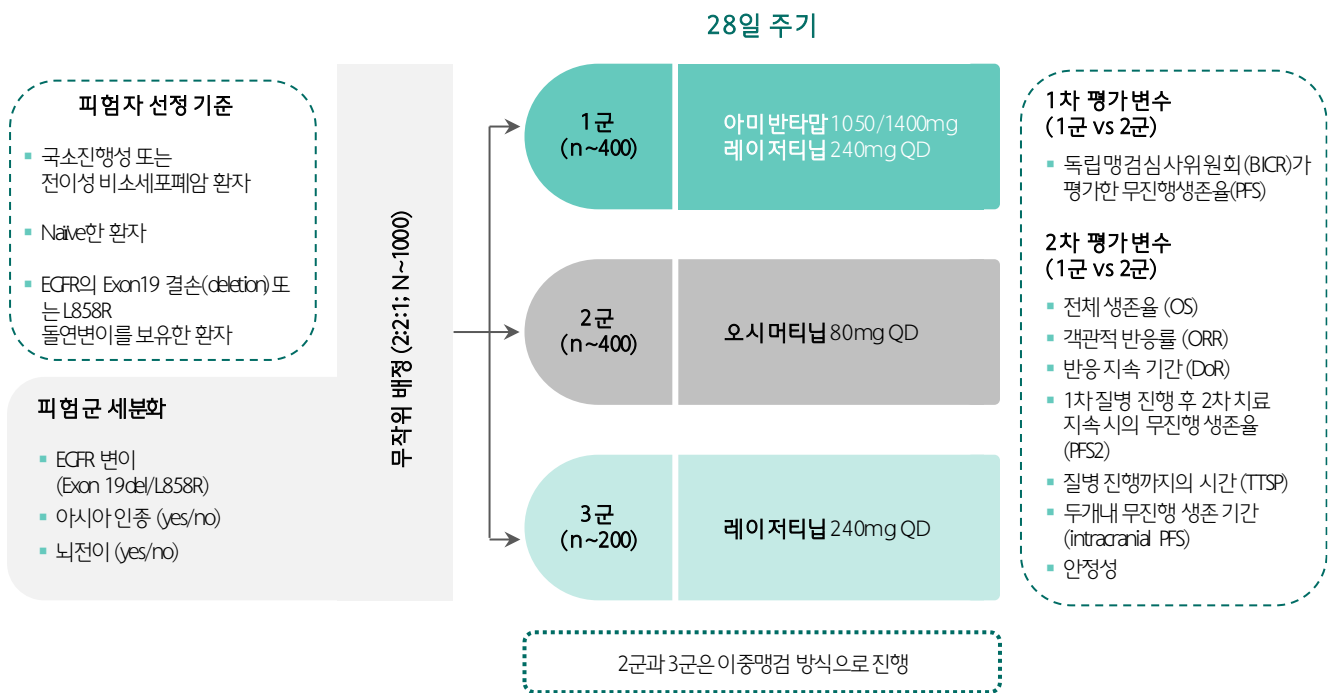
자료: 유한양행, 하나금융투자

그림 31. Naive 환자 대상으로 아미반타맙과 레이저티닙 병용투여 결과



자료: 유한양행, 하나금융투자

그림 32. 아미반타맙과 레이저티닙 병용 1차 치료제 임상 3상(MARIPOSA) 디자인



*BICR: blinded independent central review, PFS: progression-free survival, PFS2: PFS after first subsequent therapy, QD: 하루에 한번
 자료: 유한양행, 하나금융투자

학회 발표가 단순한 R&D 모멘텀이 아닌 R&D 성과를 발표하는 이벤트로 정착

올해 학회 발표의 특징은 많은 기업들이 주가에 영향을 줄 수 있는 유의미한 임상 데이터들을 발표했고, 시장에서는 이제 학회 발표를 단순히 R&D 모멘텀이 아닌, 개발하고 있는 파이프라인들의 임상에서의 유의미한 결과에 반응하고 있다는 점이다. 과거 R&D 모멘텀만이 존재했던 기업들이 시간이 흘러 드디어 유의미한 임상 결과 즉 R&D의 성과를 도출하고 있다는 점에서 이제 신약개발 회사들도 펀더멘탈 관점에서 접근 가능해지고 있다.

(2) 플랫폼 기술의 저력

레고켐의 ADC 플랫폼 기술과 알테오젠의 피하주사제 플랫폼 기술 연이어 대규모 기술이전 계약이 체결

작년부터 올해 주요 기술이전 계약은 플랫폼 기술과 관련된 내용이었다. 2019년 3월 일본 다케다 제약에 ADC 플랫폼 기술에 대해 기술이전 계약을 체결한 레고켐바이오를 시작으로 그 해 11월 알테오젠이 글로벌 10대 제약사와 약 1.6조원 규모의 피하주사제 관련 플랫폼 기술(Hybrozyme, ALT-B4)이전 계약을 체결하였고, 올해 6월 같은 플랫폼 기술에 대해 또 다른 글로벌 제약사로 4.7조원 규모의 기술 수출 계약을 체결하면서 정점을 찍었다.

표 8. 2019년 이후 국내 기업들의 기술이전 사례

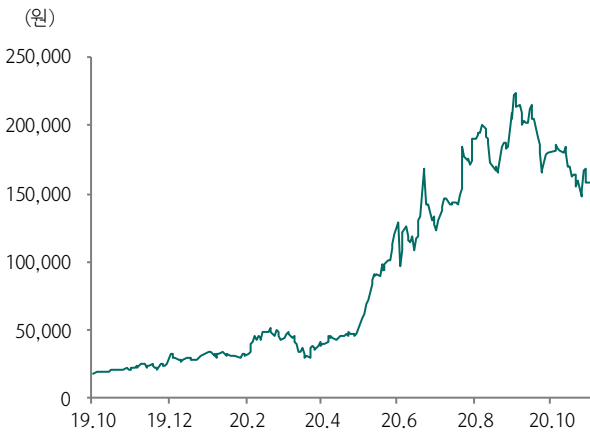
기업명	물질명	일시	계약 대상	계약 범위	기술이전 규모 (Royalty 별도)	참조
유한양행	NASH 치료제	2019.01.07	길리어드	글로벌 (한국 제외)	7억 8,500만 달러 계약금: 1,500만 달러	• 후보물질과 백업용 물질 도출시 각각 마일스톤 수령 가능
SK바이오팜	세노바메이트	2019.02.13	아벨 테라퓨틱스	유럽	5억 3,000만 달러 계약금: 1억 달러	• 아벨테라퓨틱스사의 지분 취득 권리도 함께 획득
올릭스	OLX-301A	2019.03.18	떼아	유럽, 중동, 아프리카	6,300만 유로 계약금: 200만 유로	• 옵션: 신규 안구질환 치료제 개발 시 1,750만 유로 수취
레고켐바이오	ADC 플랫폼 기술	2019.03.22	다케다 자회사 밀레니엄	글로벌	4억 400만 달러 선금금 및 단기 마일스톤: 725만 달러	• 선금금은 계약 후 45일 내 수령 • 단기 마일스톤은 밀레니엄사가 3개의 타겟을 결정하면 수령
유한양행	YH25724	2019.07.01	베링거 인겔하임	글로벌 (한국 제외)	8억 7,000만 달러 계약금: 4,000만 달러	• 계약금 중 1,000만 달러 GLP-Tox(비임상 독성실험) 이후 수령 • 기술수출금액의 5%를 제넥신에게 지급
브릿지바이오	BBT-877	2019.07.19	베링거 인겔하임	글로벌	최대 11억 유로 계약금: 4,500만 유로	• 레고켐바이오로부터 라이선스인 한 파이프라인으로 약 5:5 비율 수익 배분 추정
알테오젠	인간 히알루로니다제 원천 기술 (ALT-B4)	2019.12.02	글로벌 10대 제약사	글로벌	최대 13억 8,600만 달러 계약금: 1,300만 달러	• 계약사가 개발 중인 여러 품목에 대해 임상을 완료하고, 판매금액을 달성할 경우 받을 수 있는 최대 수령 가능한 금액은 13억 7,300만 달러
레고켐바이오	ADC 플랫폼 기술	2020.04.14	익수다 테라퓨틱스	글로벌	선금금 및 마일스톤: 4억 725만 달러	• 제3자 기술이전 시 합의된 비율에 따라 마일스톤과 별도로 추가 수령 예정 • 익수다사가 일정 기간 동안 다음 단계의 개발을 진행하지 않을 시 레고켐바이오의 요구에 의해 계약 해지 가능
레고켐바이오	LCB73	2020.05.14	익수다 테라퓨틱스	글로벌	2억 2,700만 달러 선금금: 500만 달러	• 제3자 기술이전 시 합의된 비율에 따라 마일스톤과 별도로 추가 수령 예정 • 기술이전에 따른 선금금, 마일스톤 등 발생할 모든 금액은 노비이문사와 합의된 비율로 배분
알테오젠	인간 히알루로니다제 원천 기술 (ALT-B4)	2020.06.24	글로벌 10대 제약사	글로벌	최대 38억 8,100만 달러 계약금: 1,600만 달러	• 계약금 중 800만 달러는 비임상 독성 자료 전달 (2020년 7월 말) 후 수령 • 임상 완료 후 판매로 인한 판매 마일스톤을 포함한 최대 수령 가능 금액은 품목 당 6억 4,150만 달러로 총 38억 6,500만 달러
한미약품	LAPS-GLP1/GCG	2020.08.04	MSD	글로벌 (한국 제외)	8억 7,000만 달러 계약금: 1,000만 달러	• 로열티는 순매출액의 두 자리 수 퍼센트 비율로 수령 예정
유한양행	YH12582	2020.08.19	프로세사 파마슈티컬	글로벌 (한국 제외)	4억 1,050만 달러 계약금: 200만 달러	• 계약금은 200만 달러 상당의 프로세사 파마슈티컬사 보통주로 취득
SK바이오팜	세노바메이트	2020.10.13	오노약품공업	일본	531억 엔 계약금: 50억 엔	
올릭스	OLX-301A/301D	2020.10.06	떼아	유럽, 중동, 아프리카, 미주	1억 6,695만 유로 선금금: 530만 유로	• 2019.03.15에 떼아사와 체결하였던 OLX301A 기술이전 계약에 미주 지역 판권을 추가하면서 계약 규모 확대 • OLX301A와 OLX301D의 계약 조건은 동일 • 로열티는 순매출액의 5% 또는 10% 비율로 수령 예정 • 옵션: 신규 안구 질환 치료제 개발시 관련 임상시험 단계별 4,655만 달러를 수취
레고켐바이오 /에이비엘바이오	ADC 항암제 신약 후보물질	2020.10.29	중국 시스템	글로벌 (한국 제외)	3억 6,350만 달러 선금금: 1,000만 달러	• 로열티와 임상시료 생산 비용은 별도(2021년 수령 예정) • 제 3자 기술이전 시 이전 시점의 개발단계별 합의된 비율에 따라 상기 마일스톤과 별도로 추가 수령

자료: 하나금융투자

플랫폼 기술이전의 특징
다양한 물질에 적용 가능
하나의 기술에 대해 여러 건의
기술이전 계약 체결이 가능한 구조

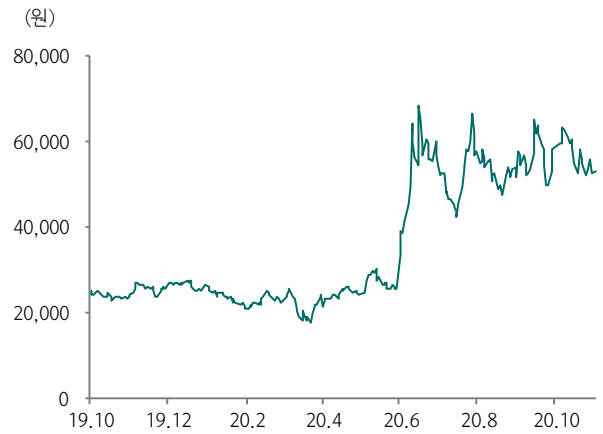
플랫폼 기술은 다양한 물질에 적용 가능함으로써 하나의 기술에 대해 여러 건의 기술이전 계약 체결이 가능한 구조이다. 즉 레고켐의 ADC 플랫폼 기술은 적용될 수 있는 항체가 서로 다르기 때문에 항체 신약을 개발하고 있는 모든 회사와 기술이전 계약 체결이 가능한 구조이다. 레고켐은 2019년에는 다케다 제약과 2020년에는 익수다테라퓨틱스사와 각각 ADC 플랫폼 기술에 대한 계약을 체결하였다. 마찬가지로 알테오젠의 경우 피하주사 제형으로 변경할 수 있는 Hybrozyme 기술을 서로 다른 제약사와 다른 조건에 계약 체결이 가능했던 것도 바로 이 기술이 플랫폼 기술이기 때문이다. 플랫폼 기술이 물질에 적용되어 효능이 입증되거나(임상에서의 POC 입증), 상용화될 경우 더 많은 수의 기술이전이 가능함으로써, 이들 기업들의 가치는 제고될 수 있을 것으로 기대된다.

그림 33. 알테오젠 주가차트



자료: 하나금융투자

그림 34. 레고켐바이오 주가차트



자료: 하나금융투자

그림 35. Halozyme 주가차트(시가총액, 38억 달러)



자료: 하나금융투자

그림 36. Seattle Genetics 주가차트 (시가총액, 290억 달러)



자료: 하나금융투자

올릭스 6월 유럽소재 바이오텍과 연구개발 공급계약 체결 간 질환 타겟의 GalNac-asiRNA 물질이 도출되면 본 물질 계약 체결

최근 알테오젠과 레고켐바이오의 뒤를 이어 올릭스가 플랫폼 기술기업으로 또 다른 가능성이 보여주었다. 올릭스는 올해 6월 유럽소재의 R&D 역량이 우수한 바이오텍과 연구개발 공급계약을 체결하였다. 올릭스의 GalNac-asiRNA 플랫폼 기술을 활용하여 고객사가 요청한 간 질환과 관련된 타겟 4종에 대해 siRNA 후보물질을 도출하여 제공하는 연구개발 계약으로 총 계약규모는 150만 달러(한화 약 18억원)이다. 계약기간 즉 물질을 도출해야하는 기간은 2021년 6월까지로 고객사가 요청한 간 질환 타겟의 GalNac-asiRNA 물질이 도출되면 물질이전과 관련된 본 계약을 다시 체결하게 된다. 이것은 마치 알테오젠의 SC(피하주사) 변형 플랫폼 기술인 Hybrozyme이나 레고켐바이오사의 ADC 플랫폼 기술이전과 마찬가지로 형태의 플랫폼 기술이전으로 다만 차이점은 올릭스가 직접 물질을 도출하게 되면 향후 도출된 물질이전 본계약을 대규모로 다시 체결한다는 점이다.

표 9. 글로벌 RNA 치료제 주요 기술이전 현황

Licensor	Licensee	Year	Deal Size (USD)	License Target	Stage
Ionis	GSK	2019	262m	Hepatitis B program	Phase 2
	Biogen	2018	1,000m	Neurological Diseases	Phase 2
	Roche	2018	760m	AMD	Phase 1
	Dynacure	2017	>210m	CNM	R&D
	Janssen	2017	805m	GI Target	R&D
Alnylam	Regeneron	2019	>1,000m	Eye & CNS Diseases	R&D
	Sanofi	2018	>1,000m	Hemophilia	Phase 2
	Vir	2017	>1,000m	HBV	Phase 2
Dicerna	Roche	2019	>1,670m	HBV	Phase 1
	Novo Nordisk	2019	>580m	NASH	R&D
	Lilly	2018	>550m	10 targets in cardio-metabolic disease, neurodegeneration and pain	Phase 1
	Boehringer Ingelheim	2017	201m	NASH	R&D
	Alexion	2018	> 247 m	Paroxysmal nocturnal hemoglobinuria (PNH)	R&D
Arrowhead	Janssen	2018	>3,700m	ARO-HBV, new targets	Phase 1
WAVE Life Sciences	Takeda	2018	>2,230m	Huntington's disease, ALS, FTD, CNS Diseases	R&D
Silence	Mallinckrodt	2019	> 2,000 m	Complement-mediated diseases	Phase 1
	Takeda	2020	Single-digit m of research funding ▶ Mega deal	Undisclosed diseases	Discovery and R&D
	AstraZeneca	2020	>2,000m	Cardiovascular, Renal, Metabolic and Respiratory diseases	R&D

자료: 올릭스, 하나금융투자

(3) 임상 2상 결과 발표가 기대되는 물질들

글로벌제약사로 기술이전 되었던 한미약품의 신약 후보물질들의 반환사유는 임상 2상에서 유효성 입증에 실패했기 때문

2015년 4건의 대규모 기술이전 계약을 체결하면서 신화를 썼던 한미약품의 물질들이 현재 모두 반환되었다. 이로 인해 한미약품의 R&D 기술력과 역량에 대한 의구심마저 제기되기도 했다. 그러나 한미약품이 당시 기술이전했던 물질들은 신약개발 과정의 성공 확률을 고려했을 때 반환될 가능성이 큰 물질들이었다. 사노피에 기술이전했던 에페글레나타이드를 제외한 대부분의 신약 후보물질들의 개발단계는 임상 1상 진행 중이거나 임상 1상이 완료된 물질들로 아직 임상에서의 유효성(POC)이 검증되지 않은 상태였다. 따라서 한미약품의 기술이 반환된 사유는 이러한 임상에서의 유효성 입증에 실패했기 때문이다. 2019년 1월 일라이릴리로부터 반환된 HM71224의 경우 류마티스관절염 환자 대상의 임상 2상 진행 중 유효성을 확인할 수 없었기 때문이었고, 2019년 7월 안센으로부터 반환된 LAPS-GLP1/GCG는 당뇨병환자의 혈당강하 효과가 기준치에 부합하지 못했기 때문이었다.

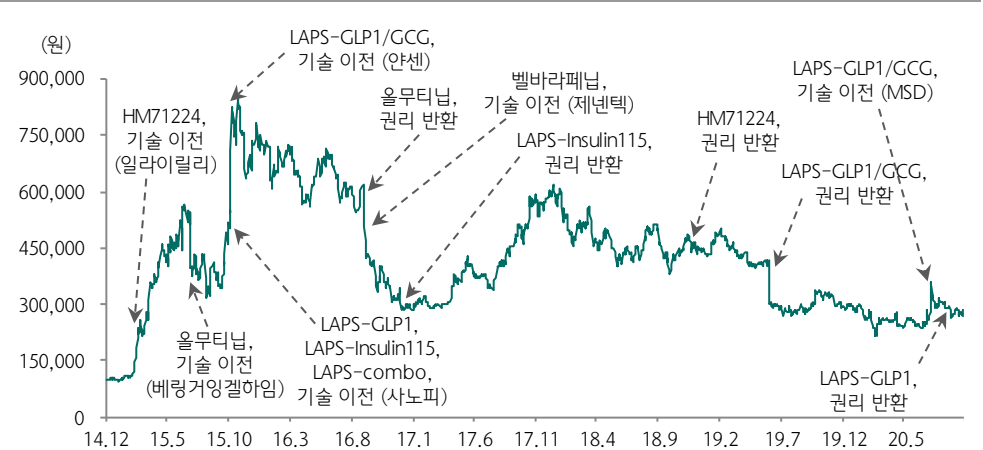
표 10. 한미약품 대규모 기술이전 현황

(단위: 백만 달러)

후보물질	계약시기	파트너사	계약규모	계약금	마일스톤	현재 단계
HM71224	2015년 03월 19일	일라이릴리	690	50	640	• 19년 1월 23일 기술반환
올무티닙	2015년 07월 28일	베링거인겔하임	730	50	680	• 16년 9월 30일 기술 반환
LAPS-Diabetes	2015년 11월 05일	사노피	3,076	215	2,861	• 17년 11월 당뇨병 환자 대상 임상 3상 시작. 임상3상 개발비 일부 부담
- LAPS-GLP1 (에페글레나타이드)						• 19년 12월 에페글레나타이드의 판매사 변경
- LAPS-Insulin115						• 20년 5월 14일 사노피 기술반환 의향 통보
- LAPS-combo						• 20년 9월 9일 에페글레나타이드 기술 반환
LAPS-GLP1/GCG	2015년 11월 06일	안센	915	105	810	• 16년 12월 29일 기술 반환
벨바라페닙	2016년 09월 28일	제넨텍	910	80	830	• 16년 12월 29일 우선인수권으로 기술계약 내용 변경.
						• 19년 7월 3일 기술반환
						• 국내 임상 1상 진행 중. 코델릭과의 병용투여 임상 1상 진행 중

자료: 하나금융투자

그림 37. 한미약품 이벤트 별 주가 차트



자료: 하나금융투자

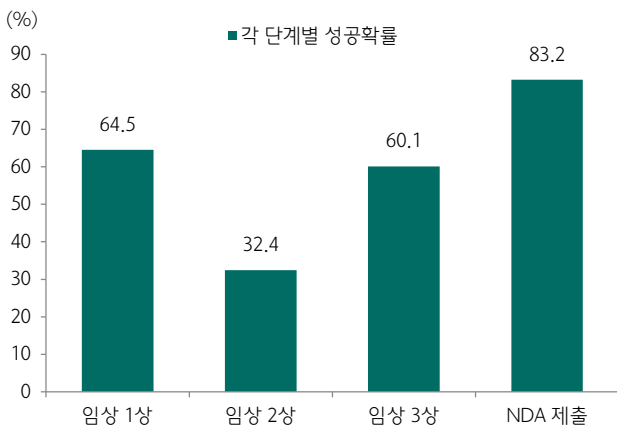
임상 2상의 성공확률은 32.4%
임상 1상의 성공확률 64.5%와
임상 3상의 성공확률 60.1% 비해
매우 낮은 수준

신약개발 임상 단계에 있어서 성공하기 가장 어려운 단계가 바로 유효성을 입증해야 하는 임상 2상이다. 임상 2상의 성공확률(Phase Success Rate)은 질환별로 평균 32.4%에 불과하다. 임상 1상의 성공확률(임상 1상에서 임상 2상으로 진행될 확률)이 64.5%, 임상 3상의 성공확률이 60.1%인데 비해 매우 낮다고 볼 수 있다. 그만큼 신약을 개발하는 과정에 있어서 임상 유효성 입증이 가장 어렵다는 의미로 해석될 수 있다.

임상 2상이 성공하게 되면
약물의 가치는 213%로 크게 증가
그 약물을 개발하고 있는 기업의
가치도 동반상승

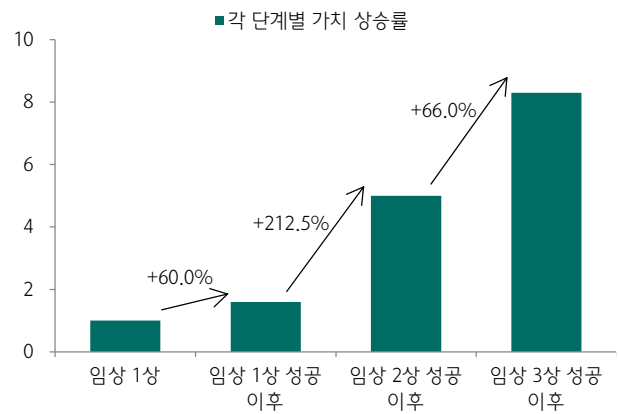
따라서 임상 2상이 성공하게 되면 그 약물의 가치는 가장 크게 점프 업 하게 된다. 임상 1상 중인 신약의 가치를 1이라고 가정했을 때, 임상 1상이 성공하게 되면 약물의 가치는 1.6이 되어 60% 증가하지만, 임상 2상이 성공하게 되면 약물의 가치는 5가 되어 무려 213% 증가하게 된다. 임상 3상이 성공하게 되면 8.3으로 66% 증가한다. 즉 가장 성공하기 어려운 단계에서 임상 유효성을 입증하여 성공하게 되면 그 만큼 그 약물의 가치가 증가하게 되고 그 약물을 개발하고 있는 기업의 가치도 동반상승하게 되는 것이다.

그림 38. 각 단계별 성공확률



자료: Nature Biotechnology, 하나금융투자

그림 39. 각 단계별 가치 증가율



자료: Nature Biotechnology, 하나금융투자

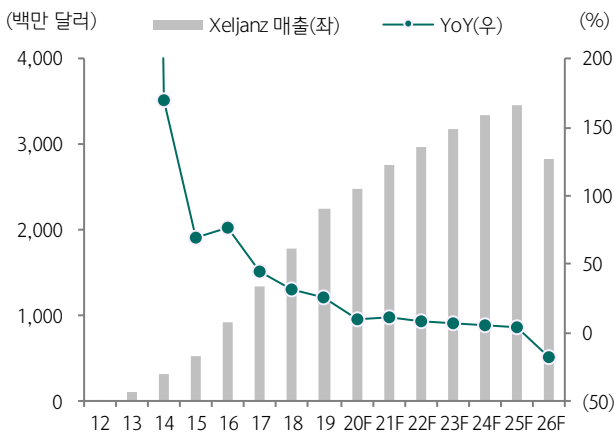
임상 2a상 완료로 유효성 입증이
기대되는 물질은
오스코텍이 개발한 SYK 저해제
2021년 1월 JPM 컨퍼런스에서
임상 중간결과 발표 기대

연내 임상 2a상을 완료, 임상에서의 유효성을 입증할 수 있는 물질 중 하나는 오스코텍이 개발한 SYK 저해제이다. 류마티스관절염 환자들을 대상으로 올해 9월 마지막 환자 투여가 완료되었으며, 관찰기간이 2~3달 정도 소요됨을 감안했을 때, 올해 연말 즈음 임상 2a상이 완료될 수 있을 것으로 예상된다. 오스코텍은 2021년 1월 11일 개최되는 JP Morgan 컨퍼런스에서 임상 2a상의 중간결과를 발표할 수 있을 것으로 기대된다.

임상 2a상 완료 이후 기술이전 사례
 갈라파고스사의 필고티닙
 경구용 류마티스관절염 치료제로
 36명 환자 대상으로 유효성 입증
 계약금 1억 5,000만 달러
 마일스톤 10억 달러 규모로
 애브비사로 기술이전

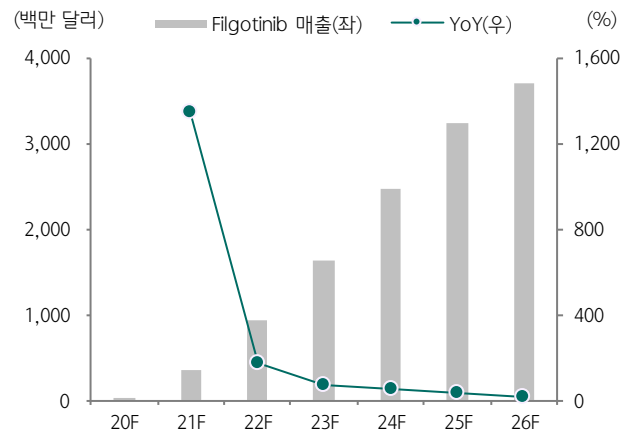
그럼 이와 같이 신약개발 과정 중 가장 성공하기 힘든 유효성을 입증할 경우 기술이전 시 받게 될 가치는 어느 정도 될까? 대표적인 사례는 벨기에의 바이오텍 기업인 갈라파고스(Galapagos)사가 개발한 경구용 류마티스관절염 치료제인 필고티닙(Filgotinib)의 기술이전 사례이다. 2011년 11월 36명의 류마티스관절염 환자 대상으로 진행된 임상 2a상에서 갈라파고스사는 필고티닙의 임상에서의 유효성 즉 POC를 입증하였다. 당시 필고티닙은 JAK1 저해제로는 First in class로 인식되던 물질로 시장에서는 이미 JAK 저해제로 화이자사의 켈잔스(Xeljanz, 성분명, tofacitinib) 출시가 임박해 있었으나, JAK의 subtype에 대한 selectivity, 즉 선택성이 낮아 JAK1 subtype에만 highly selective한 물질에 대한 니즈가 높았다. 이러한 상황에서 갈라파고스사의 JAK1 저해제인 필고티닙이 임상에서 보여준 결과는 고무적이었다. 이로 인해 필고티닙은 2012년 2월 글로벌 제약사인 애브비사로 기술이전 되었다. 초기 계약금은 1억 5,000만 달러였고, 향후 마일스톤은 10억 달러, 상업화 이후 두 자릿수의 로열티는 별도 지급하는 대규모 기술이전 계약이었다.

그림 40. Xeljanz 연간 매출 추정



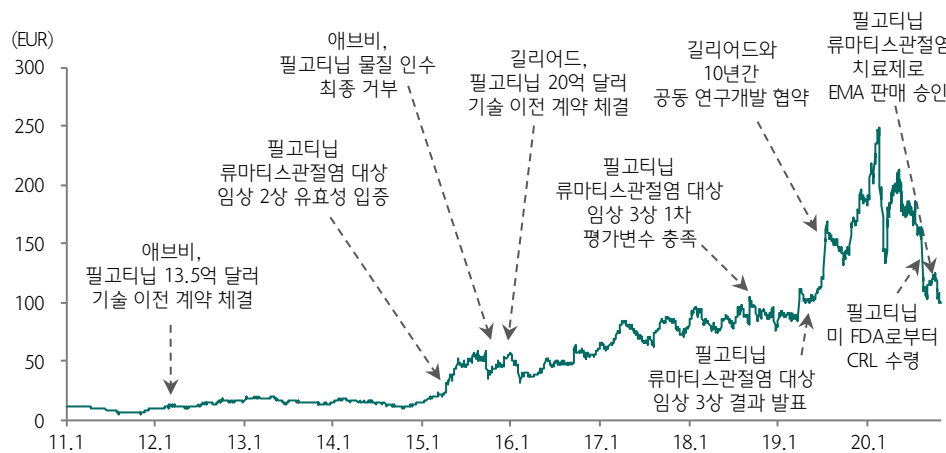
자료: GlobalData, 하나금융투자

그림 41. Filgotinib 연간 매출 추정



자료: GlobalData, 하나금융투자

그림 42. 갈라파고스사 이벤트 별 주가차트



자료: 하나금융투자

오스코텍의 SYK 저해제 역시 first in class 대규모 기술이전 기대감

148명 대상으로 올해 연말 임상 2a상 완료에 예정되어 있는 오스코텍의 SYK 저해제의 기술이전 가능성과 규모를 짐작해 볼 수 있는 사례이다. 오스코텍의 SYK 저해제 역시 당시 필고티닙처럼 SYK 저해제로는 First in class 물질이라는 점에서 대규모 기술이전에 대한 기대감을 갖기에 충분하다고 판단된다.

표 11. 기업별 주요 파이프라인의 R&D 모멘텀 (1/2)

물질명	기술이전 사	적용증	현재 임상진행 현황	4Q20	1H21
유한양행					
레이저티닙	안센	비소세포폐암 치료제	<ul style="list-style-type: none"> 1차 치료제 임상 3상 진입 4월 안센의 이중항체와 병용투여 임상 2상 진입 	<ul style="list-style-type: none"> 식약처에 조건부 허가 신청서 제출 10월 안센의 이중항체와 병용투여 1차 치료제 임상 3상 진입 	<ul style="list-style-type: none"> 상반기 조건부 허가 승인 시판 가능
		비소세포폐암 치료제 단독투여	<ul style="list-style-type: none"> 1차 치료제 임상 3상 진입 	<ul style="list-style-type: none"> 식약처에 조건부 허가 신청서 제출 	<ul style="list-style-type: none"> 상반기 조건부 허가 승인 시판 가능
NASH 치료제	길리어드	NASH	<ul style="list-style-type: none"> 동물모델에서 유효성 테스트 진행 	<ul style="list-style-type: none"> 최적의 선도물질 도출 	<ul style="list-style-type: none"> back-up 물질 도출
YH25724	베링거인겔하임	NASH	<ul style="list-style-type: none"> 4월 GLP-Tox(비임상독성시험) 완료 	<ul style="list-style-type: none"> 4분기 임상 1상 진입 	
YH12852	프로세사	기능성 위장관	<ul style="list-style-type: none"> 임상 1상 완료/임상 2상 보류 		<ul style="list-style-type: none"> 임상 2상 진입을 위한 FDA와의 미팅 개시
한미약품					
에페글레 나타이드	사노피	당뇨치료제	<ul style="list-style-type: none"> 글로벌 임상 3상 진행 사노피로부터 기술반환 이후 4개의 임상 3상은 중단 	<ul style="list-style-type: none"> 10월 중 임상 3상 완료 	
벨바라페닙	제넨텍	항암제	<ul style="list-style-type: none"> 국내에서 임상 1상 3개 진행 중 2개는 단독 임상, 1개는 코델릭과의 병용투여 		<ul style="list-style-type: none"> 6월 ASCO에서 임상 1상 결과 발표 기대
롤론티스	스펙트럼	호중구 감소증	<ul style="list-style-type: none"> 미 FDA에 BLA 재신청서 제출 (10월 24일 PDUFA date) 	<ul style="list-style-type: none"> 평택 공장 실사 가능 PDUFA data 재지정 기대 	<ul style="list-style-type: none"> 시판허가 기대
포지오티닙	스펙트럼	항암제	<ul style="list-style-type: none"> 글로벌 임상 2상 진행 	<ul style="list-style-type: none"> 코호트 3 결과 발표 	
LAPS-Tri agonist	-	NASH	<ul style="list-style-type: none"> 미국 임상 1상 완료(희귀의약품 지정) 	<ul style="list-style-type: none"> 임상 2b상 진입 기대 	
LAPS-Glucagon	-	선천성 고인슐린증, 비만	<ul style="list-style-type: none"> 미국에서 임상 1b상 진행 중 	<ul style="list-style-type: none"> 미국 임상 1b상 종료 	
LAPS-LP1/GCG	MSD 머크	NASH	<ul style="list-style-type: none"> 임상 1상 완료 		
오락솔	아테넥스	항암제	<ul style="list-style-type: none"> 미 FDA에 NDA 제출 		<ul style="list-style-type: none"> 2021년 2월 28일 PDUFA date 기대
HM43239 (FLT3 저해제)	-	항암제	<ul style="list-style-type: none"> 희귀의약품 지정 글로벌 임상 1상 진행 중 		
종근당					
CKD-506	-	염증성장질환	<ul style="list-style-type: none"> 적응증을 류마티스관절염에서 염증성장질환으로 전환하고 개발 전략 전면 수정 		
CKD-504	-	헌팅틴중후군	<ul style="list-style-type: none"> 미국/한국 임상 1상 진행 중 		
CKD-702	-	항암제(폐암)	<ul style="list-style-type: none"> 미국에서 전임상 완료 국내 임상 1상 진행 중 		
네스벨	미 제약회사의 일본법인	네스프 바이오시밀러	<ul style="list-style-type: none"> 한국 시장 런칭 일본 시장 런칭 동남아 3개국(대만/베트남/태국) 시장 런칭 유럽 임상 진행 중으로 임상 3상 파트너사 물색 중 		
녹십자					
그린진 F	-	혈우병치료제	<ul style="list-style-type: none"> 중국 NMPA에 허가신청서 제출 	<ul style="list-style-type: none"> 중국 시판허가 기대 	
헌터라제	중국 캔브리지 파마슈티컬	헌터중후군	<ul style="list-style-type: none"> 중국 NMPA로부터 시판허가 획득 		<ul style="list-style-type: none"> 중국 초도물량 발생 기대
10% MG	-	면역결핍증	<ul style="list-style-type: none"> 미국 임상 3상 완료 	<ul style="list-style-type: none"> 미 FDA에 BLA 신청서 제출 기대 	
셀트리온/셀트리온헬스케어					
램시마 SC	-	램시마 SC 제형	<ul style="list-style-type: none"> 미국 임상 3상 진행 중 유럽 시장 런칭, BD 적응증 획득 		
CT-P17	-	휴미라 바이오시밀러	<ul style="list-style-type: none"> 2020년 3월 유럽 허가신청 제출 미국 허가신청 준비 중 		<ul style="list-style-type: none"> 유럽 최종 시판허가 기대
CT-P16	-	아바스틴 바이오시밀러	<ul style="list-style-type: none"> 글로벌 임상 3상 진행 중 		<ul style="list-style-type: none"> 글로벌 임상 3상 완료 기대
메디톡스					
이노톡스	앨러간	주름개선	<ul style="list-style-type: none"> 앨러간 미국에서 임상 3상 진행 중 유럽에서 임상 3상 진행 중 	<ul style="list-style-type: none"> 임상 3상 완료 기대 	
뉴로톡스	블루미지	주름개선	<ul style="list-style-type: none"> 중국 CFDA에 BLA 제출 		<ul style="list-style-type: none"> 중국 최종 시판 허가 기대

자료: 하나금융투자

표 12. 기업별 주요 파이프라인의 R&D 모멘텀 (2/2)

물질명	기술이전 사	적용종	현재 임상진행 현황	4Q20	1H21
제넥신					
GX-H9	iMab Pharma	성장호르몬 결핍증	• 유럽 임상 2상 완료	• 중국에서 임상 3상 승인	
GX-188E	머크	자궁경부암	• 국내에서 키트루다와 병용임상 2상 진행 중		
하이루킨(GX-I7)	-	고형암	• 단독투여 국내 임상 1b상 진행 중		
	-	교모세포종암	• 미국에서 TMZ(항악성종양제) 병용투여 임상 1b/2a상 진행 중 • 한국과 미국에서 단독투여 임상 1b/2a상 진행 중		
	로슈	흑색종	• 미국에서 티센트릭과 임상 1b/2a상 진행 중		
	머크	삼중음성유방암	• 국내에서 키트루다와 임상 1b/2a상 진행 중	• 11월 SITC에서 임상 중간결과 발표	
오스코텍					
레이저티닙	얀센	비소세포폐암 치료제	• 1차 치료제 임상 3상 진입 • 4월 안센의 이중항체와 병용투여 임상 2상 진입	• 식약처에 조건부 허가 신청서 제출 • 10월 안센의 이중항체와 병용투여 1차 치료제 임상 3상 진입	• 상반기 조건부 허가 승인 시판 가능
		비소세포폐암 치료제 단독투여	• 1차 치료제 임상 3상 진입	• 식약처에 조건부 허가 신청서 제출	• 상반기 조건부 허가 승인 시판 가능
SYK 저해제	-	류마티스관절염	• 글로벌 임상 2a상 진행 중	• 임상 2a상 완료 기대	• JPMorgan 컨퍼런스에서 임상 중간결과 발표 기대
		면역성 혈소판 감소증	• 글로벌 임상 2상 진행 중	• 환자등록 완료	
FLT 저해제	-	급성골수성백혈병	• 글로벌 임상 1상 진행 중	• 임상 1상 완료	
AXL 저해제	-	비소세포폐암	• 전임상 완료	• 국내 임상 1상 진입	
브릿지바이오					
BBT-877	베링거인겔하임	특발성 폐섬유증	• 임상 1상 완료/임상 2상 보류		
BBT-401	-	궤양성 대장염	• 임상 2a상 진행 중		• 투여 용량 증가시킨 임상 2상 시작
BBT-176	-	비소세포폐암	• 미 FDA로부터 임상 1/2상 IND 승인	• 임상 1/2상 진입 기대	
레고켐바이오					
ADC 기술	밀레니엄	항암제	• 물질 테스트 중		
LCB17-0877	베링거인겔하임	특발성 폐섬유증	• 임상 1상 완료/임상 2상 보류		
올릭스					
OLX101A	휴젤	비대흉터치료제	• 국내 임상 2상 진행 중 • 유럽 임상 1상 완료 • 미 FDA에 임상 2상 IND 승인	• 미국 임상 2상 진입	• 국내 임상 2상 완료 기대 • 미국 임상 2상 완료 기대
OLX201A	-	특발성 폐섬유증	• 전임상		• 임상 1상 IND 제출 기대
OLX301A	떼아	건성 & 습성 황반변성	• 전임상		• 임상 1상 IND 제출 기대
OLX301D	떼아	망막하섬유화 & 습성황반변성	• 전임상		• 임상 1상 IND 제출 기대
OLX304A	-	망막색소변성증	• 전임상		• 임상 1상 IND 제출 기대
애플론					
AC101	상하이 헨리우스	유방암/위암	• 임상 1상 진행 중		• 임상 1상 완료 기대
AM201(이중항체)	-	류마티스 관절염	• 전임상		• 임상 1상 진입 기대
AM105(이중항체)	-	대장암	• 전임상		• 임상 1상 진입 기대
AT101(CAR-T)	-	혈액암	• 전임상	• 임상 1/2상 진입 기대	
AT501(CAR-T)	-	난소암	• 전임상		

자료: 하나금융투자

Top Picks 및 관심종목

셀트리온 (068270)	33
유한양행 (000100)	41
한미약품 (128940)	52
녹십자 (006280)	68
씨젠 (096530)	76
오스코텍 (039200)	84

2020년 11월 3일

셀트리온(068270)

2021년 셀트리온 그룹의 성장 주역은 램시마 SC

셀트리온 그룹의 성장에 대한 의심

9월 국내 증시가 조정받으면서 셀트리온과 셀트리온헬스케어 주가는 조정 전 고점 대비 약 25% 정도 하락하였다. 2분기 실적도 어닝 서프라이즈한 실적을 시현하였음에도 불구하고, 주가는 전혀 반응하지 않았다. 3분기 셀트리온의 실적도 2분기를 넘어서는 양호한 실적을 시현할 것으로 추정됨에도 불구하고 주가는 크게 반등하지 못하고 있다. 이러한 주가 부진은 2021년 셀트리온 그룹의 고성장에 대한 우려가 제기되기 때문이다. 지금 셀트리온의 12개월 선행 PER은 43배로, 이러한 고밸류의 근거는 바로 고성장이기 때문이다.

2020년 고성장의 주역은 미국향 트룩시마. 2021년은?

2020년 셀트리온과 셀트리온헬스케어의 매출액은 전년 대비 각각 56%와 55% 성장하며, 고성장을 기록할 것으로 추정된다. 영업이익은 레버리지효과로 셀트리온은 전년 대비 85%, 셀트리온헬스케어는 전년 기저효과까지 더해져서 289% 라는 기록적인 성장을 달성할 수 있을 것으로 기대된다. 이러한 고성장의 배경에는 미국향 트룩시마가 올해 미국시장에서 빠른 속도로 점유율을 확대하며 출시 11개월 만에 처방액 기준으로 19.4%의 점유율을 시현했기 때문이다. 미국향 트룩시마 매출은 셀트리온헬스케어 기준으로 전년 대비 약 3배 가까이 증가했다. 2021년 미국시장에서 트룩시마는 점유율을 꾸준히 확대하면서 올해 대비 성장할 것으로 예상되지만, 문제는 성장 속도이다. 이미 경쟁제품인 루시엔스 점유율이 8개월 차 11.3% 까지 확대되면서 트룩시마의 성장률은 둔화되고 있다. 2021년 올해의 미국향 트룩시마와 같은 고성장 품목이 없다면 2021년 도 성장세는 크게 감소할 수밖에 없다. 바로 이러한 부분이 현재 셀트리온 주가가 부진한 사유라고 판단된다.

2021년 램시마 SC 확대와 휴미라 바이오시밀러 신규생산

셀트리온은 램시마 SC 출시 전 안전재고 확보 차원에서 이미 램시마 SC를 작년 1분기부터 누적으로 4,963억원 규모로 공급하였다. 셀트리온헬스케어는 올해 2월부터 램시마 SC를 유럽시장에 출시하였는데, 상반기 누적으로 164억원 매출을 올리는 데 그쳤다. 램시마 SC 생산을 담당하는 셀트리온의 경우 2021년도에도 꾸준히 램시마 SC를 공급, 성장세를 이어갈 것이다. 하지만 주가는 실제 셀트리온헬스케어의 램시마 SC 매출 규모에 의해 좌우되기 때문에 실제 램시마 SC가 대규모로 판매되고 있다는 시그널이 나오기 전까지는 주가는 다소 부진할 수 있다. 램시마 SC는 4분기 프랑스, 이탈리아, 스페인 등에서 출시되면서 지속적으로 출시 국가가 확대될 것이며, 7월 주요 적응증이라 할 수 있는 염증성장질환 적응증 획득에 성공, 4분기부터 본격적인 매출이 발생할 것으로 기대된다. 아직 이러한 기대를 뒷받침할 만한 객관적 수치가 부족하지만, 실제 램시마 SC의 고성장이 확인만 된다면 셀트리온과 셀트리온헬스케어 주가 모두 크게 반등에 성공할 것으로 예상된다. 더불어 휴미라 바이오시밀러가 2021년 상반기 유럽에서 승인받아 하반기 출시가 예정되어 있는 만큼, 안전재고 확보 차원에서 2021년부터 셀트리온은 휴미라 바이오시밀러 생산도 추가해야 한다. 신제품은 매년 출시될 예정이며, 이로 인해 셀트리온의 생산 규모는 꾸준히 증가할 것으로 예상된다. 셀트리온의 성장세는 끝나지 않았다. 여전히 고밸류에이션을 받을 자격이 충분한 회사이다.

관심종목

BUY

TP(12M): 364,000원(상향) | CP(11월2일): 244,500원

Key Data		Consensus Data	
		2020	2021
KOSPI 지수(pt)	2,300.16		
52주최고/최저(원)	329,000/140,000	매출액(십억원)	1,756.1 2,193.7
시가총액(십억원)	33,006.0	영업이익(십억원)	691.9 914.0
시가총액비중(%)	2.09	순이익(십억원)	550.1 718.6
발행주식수(천주)	134,993.7	EPS(원)	4,108 5,384
60일 평균거래량(천주)	915,320.6	BPS(원)	25,118 30,516
60일 평균거래대금(십억원)	262.0		
20년 배당금(예상,원)	0		
20년 배당수익률(예상,%)	0.00		
외국인 지분율(%)	20.44		
주요주주 지분율(%)			
셀트리온홀딩스 외 67인	22.83		
국민연금공단	9.16		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(5.0) 16.2 28.6		
상대	(3.9) (1.7) 17.5		

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	982.1	1,128.5	1,762.0	2,309.9	2,815.6
영업이익	십억원	338.7	378.1	699.0	1,021.2	1,286.5
세전이익	십억원	317.7	378.6	723.0	1,028.0	1,296.3
순이익	십억원	261.8	297.6	566.8	800.7	1,003.3
EPS	원	1,952	2,211	4,202	5,662	6,771
증감율	%	(31.70)	13.27	90.05	34.75	19.59
PER	배	108.87	81.86	58.19	43.18	36.11
PBR	배	10.80	8.21	9.30	8.33	7.09
EV/EBITDA	배	60.17	43.21	42.57	30.59	24.51
ROE	%	10.84	11.19	18.39	21.23	21.46
BPS	원	19,681	22,058	26,279	29,358	34,486
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 선민정
02-3771-7785
rsshun@hanafn.com

RA 강승원
02-3771-3454
seungwonkang@hanafn.com

셀트리온 목표주가 상향

목표주가 364,000원(상향), 투자 의견 BUY

목표주가 364,000원(상향)
투자 의견 BUY

셀트리온에 대해 목표주가 364,000원으로 소폭 상향, 투자 의견 BUY 유지한다. 1공장 증설분에서 본격적으로 제품이 생산되면서 이익률이 정상화되고 있으며, 매출규모가 확대되면서 이익에 있어서 레버리지 효과가 나타나 2021년 지배순이익은 전년 대비 40% 이상 증가할 것으로 추정된다. 목표주가 364,000원은 2021년 순이익 8,007억원에 글로벌 제네릭 넘버 1 회사인 테바사가 과거 제네릭 초기 시장에서 1st 제네릭 출시로 고성장을 보였던 시기의 PER을 고려하여 산정하였다. 1993년부터 1997년까지 1st 제네릭 출시로 영업이익이 매년 평균 20% 증가했었던 당시 테바사의 평균 PER은 37배 수준이었다. 셀트리온의 주요 비즈니스인 바이오시밀러의 경우 제네릭의약품보다 시장 플레이어 수가 적고 2021년 영업이익이 46% 성장, 2022년 이후에도 약 25% 이상씩 고성장이 가능할 것으로 추정되는 바, 프리미엄을 부과 PER 60배를 부여하여 산정하였다.

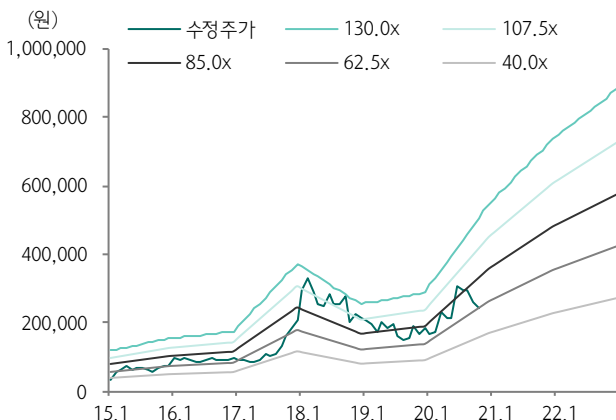
표 1. 셀트리온 목표주가 산정

(단위: 십억원)

		비고
영업가치	48,044.1	
2021년 순이익 추정치	800.7	
P/E	60	과거 테바사의 PER 참조
자사주(1,000주)	341.3	3개월 평균 주가
순부채	(738.2)	
적정자본가치	49,123.6	
주식 수(1,000주)	134,994	
적정주가	363,895	

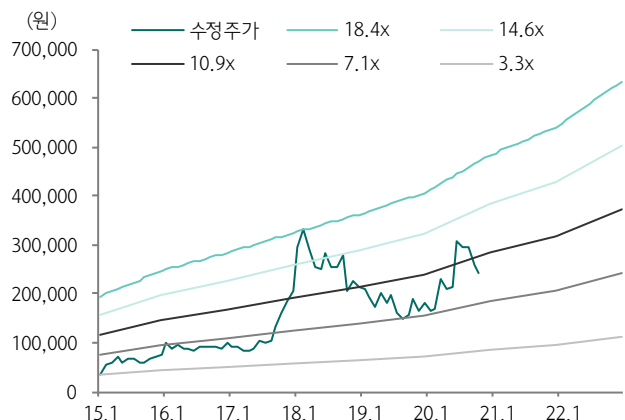
자료: 하나금융투자

그림 1. 셀트리온 주가차트와 PER 밴드



자료: 하나금융투자

그림 2. 셀트리온 주가차트와 PBR 밴드



자료: 하나금융투자

2021년 연간 실적 전망

2021년 셀트리온의 연결기준
매출액 2조 3,100억원(YoY, 31%)
영업이익 1조 212억원(YoY, 46%)

2021년 셀트리온의 매출액은 연결기준으로 전년 대비 약 31% 가량 증가한 2조 3,100억원, 영업이익은 전년 대비 약 46% 증가한 1조 212억원(OPM, 44.2%)으로 추정된다. 기존 제품인 램시마, 램시마 SC, 트룩시마, 허주마 공급은 꾸준히 증가할 수 있을 것으로 기대되며, 2021년 하반기 유럽에서 출시가 예정되어 있는 휴미라 바이오시밀러를 공급하기 위해서는 상반기부터 생산에 돌입할 것으로 추정된다. 이로 인해 탐라인의 견조한 성장세는 유지될 수 있을 것으로 전망된다.

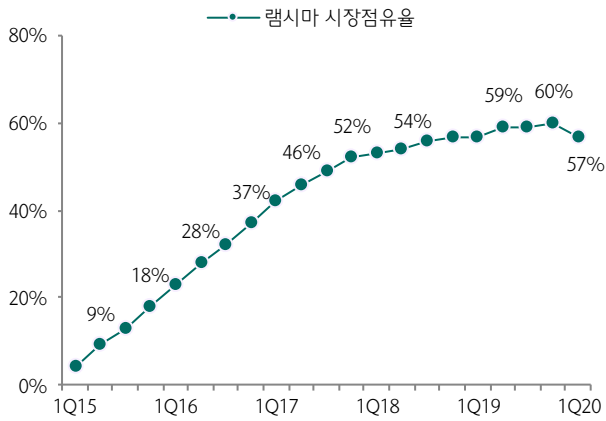
표 2. 셀트리온 연간 실적 추정 (연결 기준)

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	19	20F	21F
매출액	372.8	428.8	474.1	486.3	518.4	524.9	626.7	639.9	1,128.5	1,762.0	2,309.9
YoY	68.2%	82.5%	64.0%	27.1%	39.0%	22.4%	32.2%	31.6%	14.9%	56.1%	31.1%
셀트리온(별도)	345.7	404.3	445.9	455.0	472.2	491.5	587.5	599.0	981.9	1,650.9	2,150.2
YoY	80.5%	105.4%	79.7%	31.8%	36.6%	21.6%	31.8%	31.6%	13.9%	68.1%	30.2%
램시마	70.8	85.8	100.0	120.0	106.3	102.9	110.0	126.0	68.9	376.6	445.2
램시마 SC	108.1	90.0	106.7	91.1	124.3	117.1	128.0	102.0	298.1	395.9	471.4
트룩시마	85.8	120.1	123.2	134.0	115.8	144.1	138.0	144.7	339.6	463.0	542.5
허주마	29.8	38.6	40.5	34.4	35.8	42.5	46.5	41.3	91.3	143.3	166.1
TEVA			56.0	40.0	20.0		65.0	50.0	84.4	96.0	135.0
휴미라 바이오시밀러					10.0	15.0	20.0	50.0			95.0
기타	51.1	69.8	60.0	70.0	60.0	70.0	80.0	85.0	99.6	251.0	295.0
셀트리온제약(별도)	44.1	46.4	52.2	59.2	66.1	55.7	65.2	68.1	172.7	201.9	255.1
YoY	16.7%	8.8%	10.0%	32.0%	50.0%	20.0%	25.0%	15.0%	23.8%	16.9%	26.4%
기타 및 연결조정	(16.9)	(21.9)	(24.0)	(28.0)	(19.8)	(22.3)	(26.1)	(27.2)	(26.1)	(90.8)	(95.4)
매출총이익	185.4	239.7	267.8	276.2	295.5	301.8	363.5	375.0	629.9	969.1	1,335.8
YoY	39.4%	69.5%	57.3%	49.1%	59.4%	25.9%	35.7%	35.8%	14.7%	53.8%	37.8%
GPM	49.7%	55.9%	56.5%	56.8%	57.0%	57.5%	58.0%	58.6%	55.8%	55.0%	57.8%
판매관리비	65.1	57.9	71.5	75.7	78.3	69.4	81.7	85.1	251.9	270.1	314.5
YoY	17.1%	-0.4%	6.5%	6.5%	20.2%	20.0%	14.3%	12.5%	19.7%	7.2%	16.4%
일반관리비	31.2	29.5	34.5	34.7	35.8	35.4	36.3	36.8	138.4	129.9	144.3
경상연구개발비	34.0	28.4	36.9	41.0	42.5	34.1	45.4	48.3	113.5	140.3	170.3
영업이익	120.2	181.8	196.4	200.5	217.2	232.4	281.8	289.9	378.1	699.0	1,021.2
YoY	55.4%	118.1%	90.4%	75.6%	80.7%	27.8%	43.5%	44.5%	11.6%	84.9%	46.1%
OPM	32.2%	42.4%	41.4%	41.2%	41.9%	44.3%	45.0%	45.3%	33.5%	39.7%	44.2%
셀트리온(별도)	126.2	189.5	190.1	192.8	209.3	225.4	273.3	281.3	359.9	698.7	989.3
YoY	66.4%	141.1%	93.5%	79.9%	65.8%	18.9%	43.8%	45.9%	7.4%	94.1%	41.6%
OPM	36.5%	46.9%	42.6%	42.4%	44.3%	45.9%	46.5%	47.0%	36.7%	42.3%	46.0%
당기순이익	105.3	138.6	161.3	162.4	174.3	169.5	227.0	231.0	298.0	567.5	801.8
YoY	67.1%	77.0%	161.8%	70.8%	65.5%	22.3%	40.8%	42.3%	17.5%	90.5%	41.3%
NPM	28.2%	32.3%	34.0%	33.4%	33.6%	32.3%	36.2%	36.1%	26.4%	32.2%	34.7%

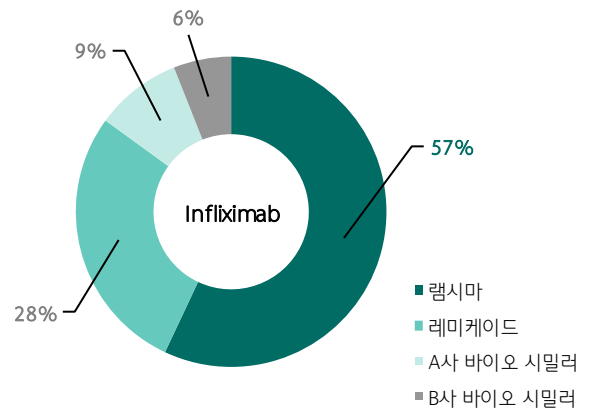
자료: 하나금융투자

그림 3. 유럽시장에서 램시마 분기별 점유율



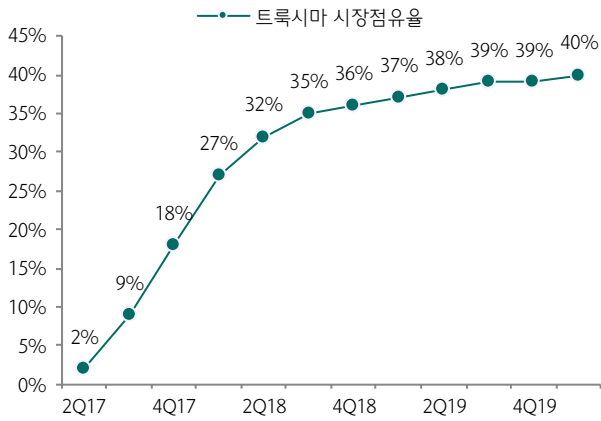
자료: 셀트리온, 하나금융투자

그림 4. 유럽 Infliximab 시장에서 램시마 점유율



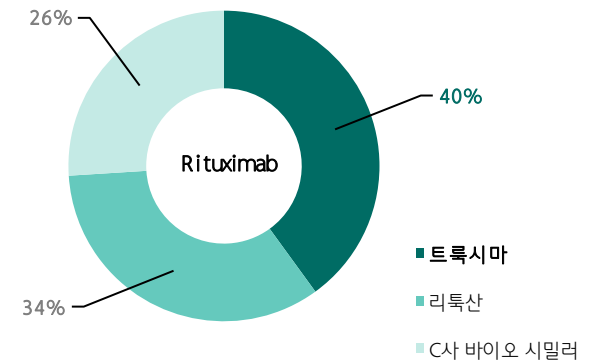
자료: 셀트리온, 하나금융투자

그림 5. 유럽시장에서 트록시마 분기별 점유율



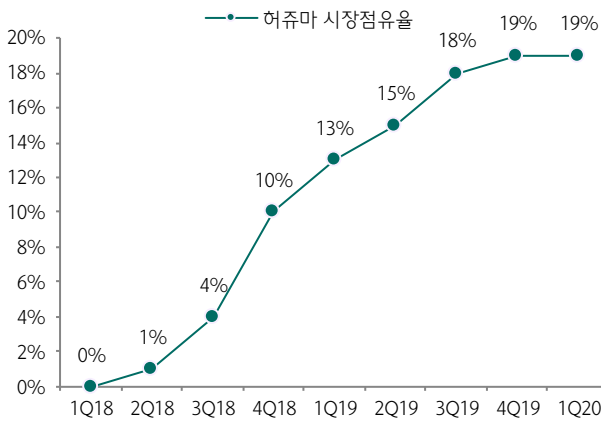
자료: 셀트리온, 하나금융투자

그림 6. 유럽 Rituximab 시장에서 트록시마 점유율



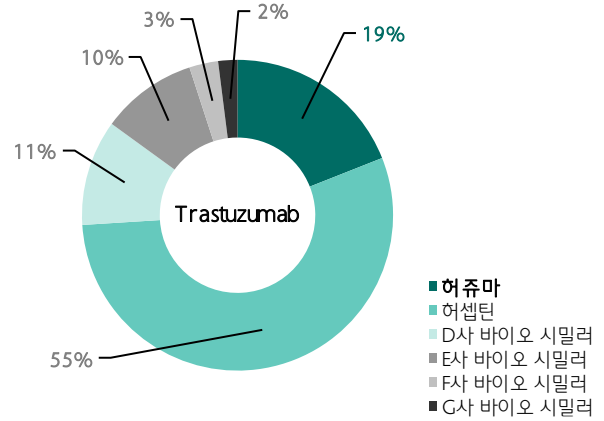
자료: 셀트리온, 하나금융투자

그림 7. 유럽시장에서 허쥬마 분기별 점유율



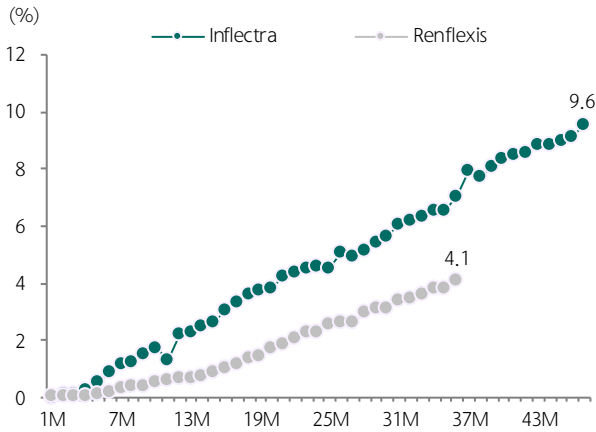
자료: 셀트리온, 하나금융투자

그림 8. 유럽 Trastuzumab 시장에서 허쥬마 점유율



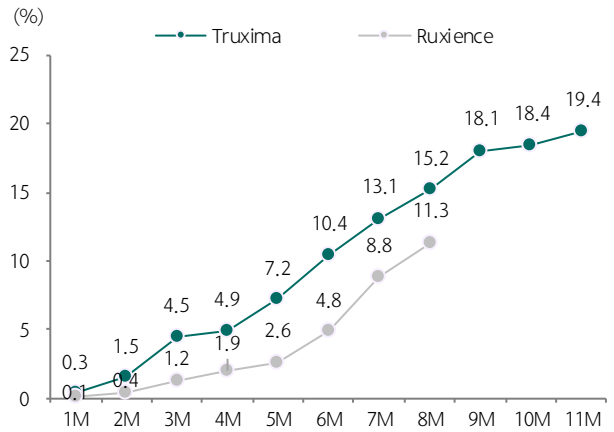
자료: 셀트리온, 하나금융투자

그림 9. 미국시장에서 레미케이드 바이오시밀러 시장 점유율 추이



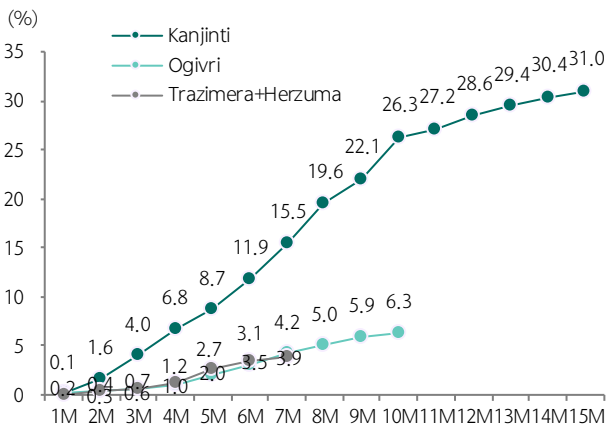
자료: 심포니헬스솔루션, 하나금융투자

그림 10. 미국시장에서 리톡산 바이오시밀러 시장 점유율 추이



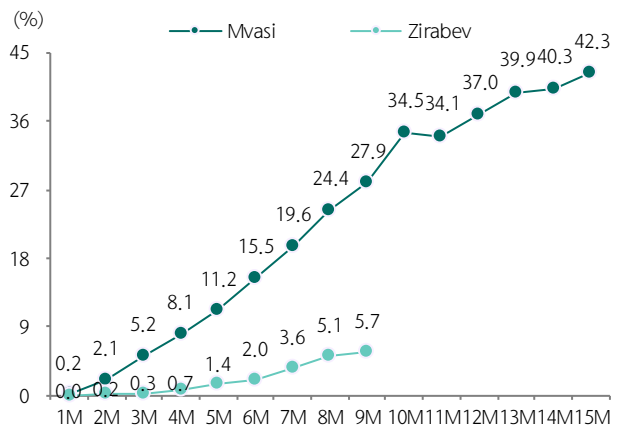
자료: 심포니헬스솔루션, 하나금융투자

그림 11. 미국시장에서 허셉틴 바이오시밀러 시장 점유율 추이



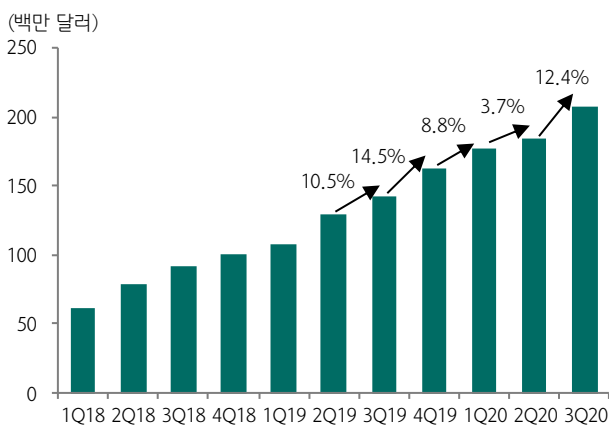
자료: 심포니헬스솔루션, 하나금융투자

그림 12. 미국시장에서 아바스틴 바이오시밀러 시장 점유율 추이



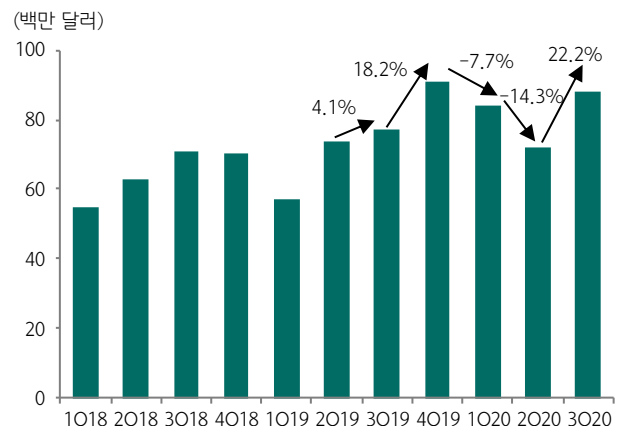
자료: 심포니헬스솔루션, 하나금융투자

그림 13. 미국 인플렉트라 분기별 처방액



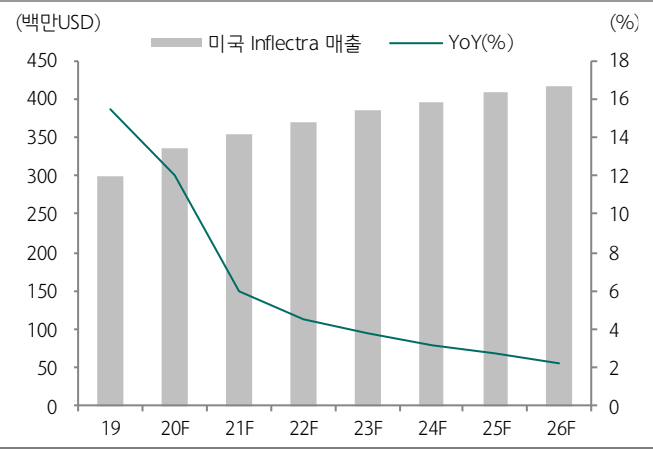
자료: 심포니헬스솔루션, 하나금융투자

그림 14. 화이자의 미국 인플렉트라 분기별 매출액



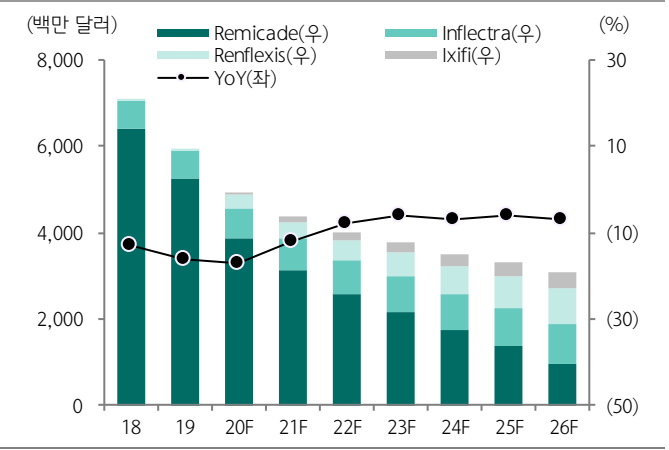
자료: 화이자, 하나금융투자

그림 15. 화이자 미국 인플렉트라 연간 매출 추정치



자료: GlobalData, 하나금융투자

그림 16. 미국 Infliximab 시장 규모 추정치



자료: GlobalData, 하나금융투자

표 3. 셀트리온의 바이오시밀러 개발 현황

제품명	오리지널 의약품	개발사	적응증	글로벌 시장규모 (십억달러)	US	EU
REMSIMA SC (CT-P13 SC)	-	Celltrion	자가면역질환	46.8	임상 3상 진행중	모든 적응증 추가 승인 (2020.7월, 소아적응증 제외)
CT-P17	휴미라 (Adalimumab)	AbbVie	자가면역질환	26.5	허가신청 준비중	허가 신청 (2020.3월)
CT-P16	아바스틴 (Bevacizumab)	Roche	대장암 등	6.4	글로벌 임상 3상 진행 중 (환자모집 3Q20, 임상완료 1H21 목표)	
CT-P39	졸레어 (Omalizumab)	Genentech	알레르기성 천식, 만성 두드러기	3.1	글로벌 임상 3상 개시 (2020.07~)	
CT-P43	스텔라라 (Ustekinumab)	Johnson & Johnson	자가면역질환	8.7	글로벌 임상 1상 개시 (2020.06~)	

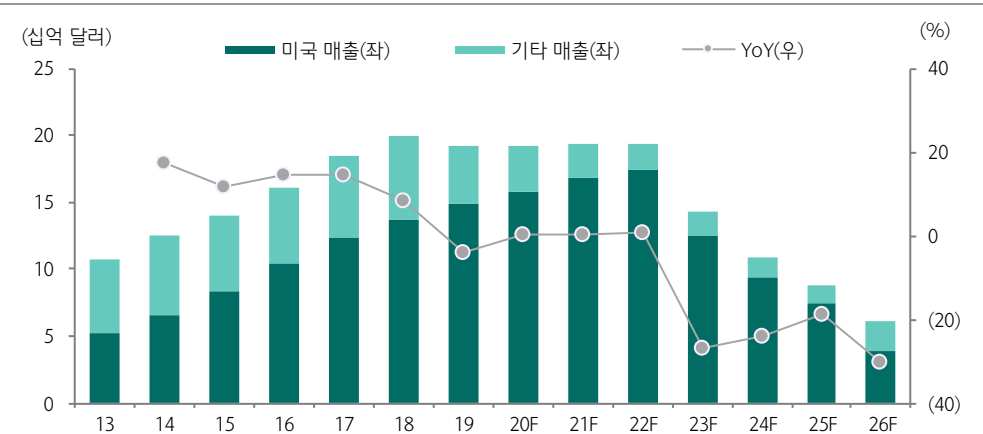
자료: 셀트리온, 하나금융투자

표 4. 휴미라 바이오시밀러 현황

바이오시밀러사	상품명	EMA 승인일	EU 출시여부	FDA 승인일	미국 승인 예정일
암젠	Amgevita	2017년 3월	2018년 10월 출시	2016년 9월	2023년 1월
삼성바이오에피스	Imraldi	2017년 8월	2018년 10월 출시	2019년 7월	2023년 6월
베링거인겔하임	Cyltezo	2017년 11월	유럽 미출시 결정	2017년 8월	2023년 7월
마일란/후지	Hulio	2018년 9월	2018년 10월 출시	2020년 7월	2023년 7월
산도즈	Hyrimoz	2018년 7월	2018년 10월 출시	2018년 10월	2023년 9월
화이자	Amsparity	2020년 2월	유럽 미출시 결정	2019년 11월	2023년 11월

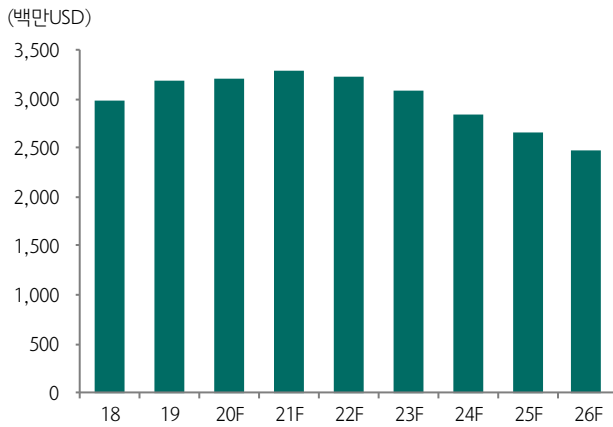
자료: 하나금융투자

그림 17. 휴미라 연간 매출 추정



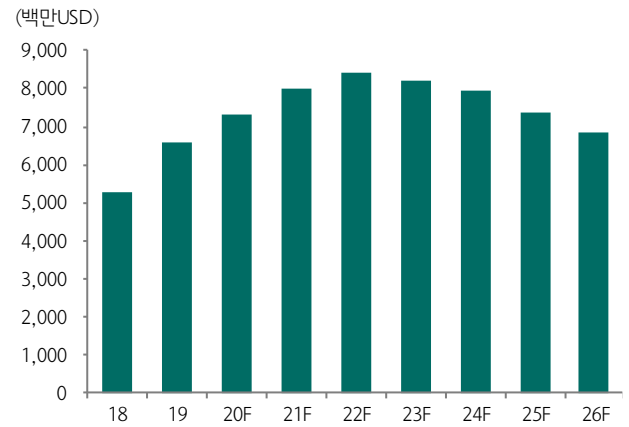
자료: GlobalData, 하나금융투자

그림 18. 졸레어 연간 매출 추정



자료: GlobalData, 하나금융투자

그림 19. 스텔라라 연간 매출 추정



자료: GlobalData, 하나금융투자

표 5. 졸레어 바이오시밀러 개발 현황

개발사	현재 개발단계	향후 일정
셀트리온	임상 3상 진입	2020년 7월 임상 3상 진입
Biosana Pharma	임상 1상 종료	2021년 임상 3상 진입 예정
Glenmark Pharmaceuticals	임상 1상 종료	임상 3상 진입 전 파트너사 결정 예정
Sorrento Therapeutics	중국 내 임상 3상 종료	파트너사 Mabtech와 개발 중

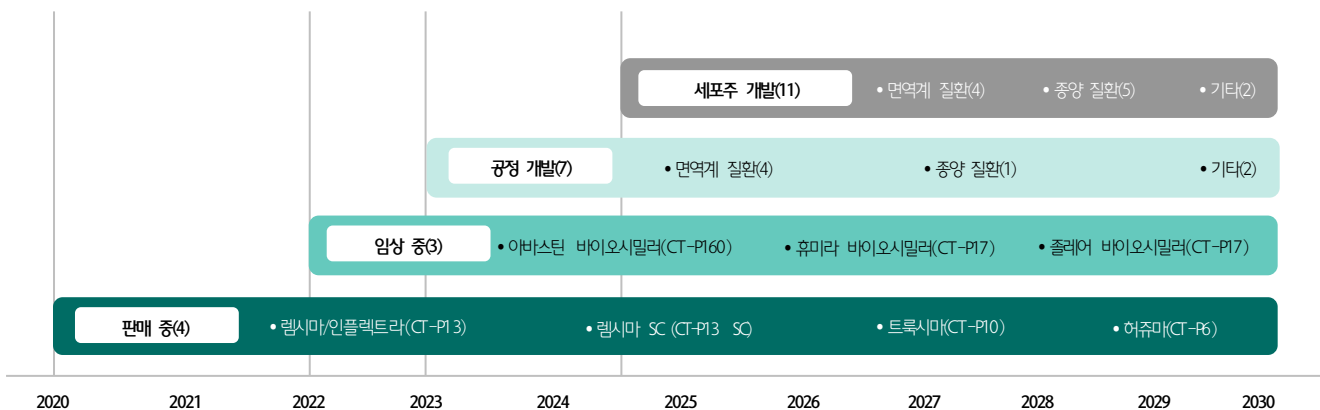
자료: 하나금융투자

표 6. 스텔라라 바이오시밀러 개발 현황

개발사	현재 개발단계	향후 일정
셀트리온	임상 1상 진입	2020년 6월 임상 1상 진입
Meiji Seika Pharma	임상 1상 진입	2019년 12월 임상 1상 진입
NeuClone	임상 1상 중간 결과 발표	2020년 3분기 임상 1상 최종 결과 발표
Formycon	임상 1상 진입	2020년 3분기 임상 3상 진입 예정
Bio-Thera Solution	NMPA(중국)로부터 임상 1상 시험 계획 승인	-
Alvotech	전임상	2019년 5월 Fuji Pharma와 스텔라라 바이오시밀러 독점 공급 계약

자료: 하나금융투자

그림 20. 중장기 바이오시밀러 파이프라인 개발 계획



자료: 셀트리온, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	982.1	1,128.5	1,762.0	2,309.9	2,815.6
매출원가	432.9	498.4	792.9	974.1	1,174.1
매출총이익	549.2	630.1	969.1	1,335.8	1,641.5
판매비	210.5	252.0	270.1	314.5	355.0
영업이익	338.7	378.1	699.0	1,021.2	1,286.5
금융손익	3.5	3.4	7.1	4.3	5.7
중속/관계기업손익	(0.5)	(0.5)	(1.0)	0.0	0.0
기타영업외손익	(24.0)	(2.4)	17.9	2.5	4.2
세전이익	317.7	378.6	723.0	1,028.0	1,296.3
법인세	64.2	80.6	155.4	226.2	291.7
계속사업이익	253.6	298.0	567.5	801.8	1,004.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	253.6	298.0	567.5	801.8	1,004.7
비지배주주지분 손이익	(8.3)	0.4	0.8	1.1	1.4
지배주주순이익	261.8	297.6	566.8	800.7	1,003.3
지배주주지분포괄이익	263.8	290.6	566.3	800.1	1,002.5
NOPAT	270.3	297.6	548.7	796.6	997.0
EBITDA	465.5	537.3	853.0	1,173.3	1,440.1
성장성(%)					
매출액증가율	3.48	14.91	56.14	31.10	21.89
NOPAT증가율	(32.26)	10.10	84.38	45.18	25.16
EBITDA증가율	(23.16)	15.42	58.76	37.55	22.74
영업이익증가율	(33.30)	11.63	84.87	46.09	25.98
(지배주주)순이익증가율	(31.56)	13.67	90.46	41.27	25.30
EPS증가율	(31.70)	13.27	90.05	34.75	19.59
수익성(%)					
매출총이익률	55.92	55.84	55.00	57.83	58.30
EBITDA이익률	47.40	47.61	48.41	50.79	51.15
영업이익률	34.49	33.50	39.67	44.21	45.69
계속사업이익률	25.82	26.41	32.21	34.71	35.68

투자지표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	1,952	2,211	4,202	5,662	6,771
BPS	19,681	22,058	26,279	29,358	34,486
CFPS	3,503	4,183	6,387	8,321	9,756
EBITDAPS	3,470	3,993	6,324	8,296	9,720
SPS	7,321	8,386	13,062	16,333	19,003
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	108.87	81.86	57.35	42.56	35.59
PBR	10.80	8.21	9.17	8.21	6.99
PCFR	60.67	43.27	37.73	28.96	24.70
EV/EBITDA	60.17	43.21	42.57	30.59	24.51
PSR	29.03	21.58	18.45	14.76	12.68
재무비율(%)					
ROE	10.84	11.19	18.39	21.23	21.46
ROA	7.64	8.00	13.17	15.27	15.75
ROIC	10.20	10.54	17.38	22.02	24.46
부채비율	34.48	33.94	35.21	34.71	31.56
순부채비율	(0.60)	(4.42)	(9.13)	(17.22)	(25.22)
이자보상배율(배)	23.81	34.92	62.43	87.06	106.25

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	1,664.5	1,787.3	2,611.3	3,644.4	4,743.1
금융자산	532.4	627.8	800.8	1,270.9	1,850.0
현금성자산	410.5	546.1	673.3	1,103.7	1,646.3
매출채권	807.7	814.4	1,271.6	1,667.0	2,031.9
재고자산	163.1	308.9	482.4	632.4	770.8
기타유동자산	161.3	36.2	56.5	74.1	90.4
비유동자산	1,876.1	2,106.4	2,099.6	2,131.1	2,219.2
투자자산	47.0	65.5	92.7	116.3	138.0
금융자산	19.0	17.6	18.0	18.4	18.7
유형자산	881.4	923.6	917.4	932.5	987.2
무형자산	922.3	1,040.0	1,012.1	1,005.0	1,016.6
기타비유동자산	25.4	77.3	77.4	77.3	77.4
자산총계	3,540.6	3,893.7	4,710.9	5,775.5	6,962.3
유동부채	678.1	657.2	805.6	994.4	1,113.0
금융부채	413.6	356.3	352.7	420.7	423.5
매입채무	20.7	42.7	66.7	87.4	106.5
기타유동부채	243.8	258.2	386.2	486.3	583.0
비유동부채	229.8	329.5	421.2	493.7	557.3
금융부채	103.1	143.1	130.1	112.1	92.1
기타비유동부채	126.7	186.4	291.1	381.6	465.2
부채총계	907.8	986.7	1,226.8	1,488.1	1,670.3
지배주주지분	2,524.0	2,794.2	3,370.5	4,172.6	5,175.9
자본금	125.5	128.3	134.7	141.4	148.4
자본잉여금	776.6	802.2	802.2	802.2	802.2
자본조정	(89.8)	(136.3)	(136.3)	(136.3)	(136.3)
기타포괄이익누계액	10.0	3.0	12.6	14.0	14.0
이익잉여금	1,701.8	1,996.9	2,557.3	3,351.4	4,347.6
비지배주주지분	108.8	112.8	113.6	114.7	116.1
자본총계	2,632.8	2,907.0	3,484.1	4,287.3	5,292.0
순금융부채	(15.7)	(128.5)	(318.0)	(738.2)	(1,334.5)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	382.1	474.0	304.9	603.6	833.6
당기순이익	253.6	298.0	567.5	801.8	1,004.7
조정	14	20	14	15	15
감가상각비	126.8	159.2	154.1	152.0	153.7
외환거래손익	(0.3)	2.8	(3.7)	1.0	0.4
지분법손익	0.5	(4.5)	0.0	0.0	0.0
기타	(113.0)	(137.5)	(136.4)	(138.0)	(139.1)
영업활동 자산부채변동	(11.4)	(22.7)	(401.2)	(347.0)	(320.2)
투자활동 현금흐름	(193.1)	(251.4)	(178.4)	(211.2)	(263.7)
투자자산감소(증가)	(13.3)	(18.0)	(27.3)	(23.6)	(21.8)
자본증가(감소)	(79.1)	(91.7)	(40.0)	(60.0)	(100.0)
기타	(100.7)	(141.7)	(111.1)	(127.6)	(141.9)
재무활동 현금흐름	(198.1)	(85.9)	(28.0)	37.9	(29.7)
금융부채증가(감소)	(124.3)	(17.3)	(16.5)	50.0	(17.2)
자본증가(감소)	19.3	26.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(93.1)	(94.6)	(11.5)	(12.1)	(12.5)
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(8.7)	135.6	127.2	430.4	542.5
Unlevered CFO	469.9	562.8	861.5	1,176.8	1,445.5
Free Cash Flow	302.7	379.7	264.9	543.6	733.6

2020년 11월 3일

유한양행(000100)

중장기적 성장 잠재력이 가장 큰 제약사

3분기 본업은 확실히 턴어라운드 했음을 증명

유한양행은 2018년 3분기부터 2020년 1분기까지 1년 반 이상 실적 부진에 시달려야 했다. 탑라인 성장률은 low single digit조차 어려웠고, 영업이익은 매년 어닝 쇼크한 실적을 시현하였다. 본업 성장률이 견조하고 R&D 비용이 적었던 2016년과 2017년 분기별 평균 영업이익이 220억원 이상이었던 점을 감안하면, 몇 십억 원 규모의 영업이익은 초라했고, 심지어 이마저도 기술료 수익이 없으면 적자가 자명한 상황이었다. 이러한 부진은 전사 매출의 75%를 차지하는 약품사업부, 그 중에서도 처방약 부문이 1Q19~1Q20까지 다섯 분기 동안 역성장했기 때문이다. 비리어드, 트라젠타, 트윈스타 등 유한양행의 블록버스터 의약품의 특허만료로 인해 제네릭이 등장하면서 기인한 것이었다. 여기에 마진율이 좋은 해외 원료의약품 사업마저도 길리어드사의 C형 간염치료제 매출이 부진하면서 여전히 전년 대비 매출이 감소하고 있는 상황이다. 그러나 올해 3분기 탑라인 성장률은 12.4%로 2분기 15.6% 성장률에 이어 2개 분기 연속으로 두 자릿수 성장을 이어가고 있다. 2분기에는 대규모 기술료가 반영되었으나, 기술료를 제외한 본업만을 비교하면 탑라인은 2분기 4% 대비 3분기에는 11% 성장하면서 3분기 유한양행의 본업은 확실하게 턴어라운드 성공했다.

유한양행의 R&D 드디어 성과가 도출되기 시작

올해 9월 ESMO에서 보여준 레이저티닙의 임상결과는 유한양행 R&D의 결정판이라고 할 수 있다. 레이저티닙과 안센의 이중항체 이미반티맙과의 병용투여 시 Naïve한 환자들에게서 ORR 100%를 보여준 임상결과로 이에 고무된 안센은 1차 치료제 병용투여 임상 3상에 바로 돌입하였다. 1,000명 대상의 대규모 임상으로 특히 대조군으로 타그리소 단독투여와 비교한 head to head 임상 디자인은 레이저티닙에 대한 안센의 강한 개발 의지를 엿볼 수 있는 부분이다. 임상 3상 첫 환자 첫 투약 시 대규모 마일스톤 수취도 기대되면서 4분기 마일스톤 일부가 인식된다면 올해 유한양행의 영업이익은 1,000억원 규모로 사상 최대 실적 달성도 기대해 볼 수 있다. 베링거인겔하임으로 기술이전된 NASH 치료제 YH25724도 연내 임상 1상에 진입할 것으로 예상되는 바, 2021년에는 임상에서의 성과 도출을 기대해 볼 수 있다.

R&D는 투자한 만큼 결실을 맺는다

2016년 유한양행의 경상연구개발비는 527억원으로 매출액 대비 4%에 불과했다. 도입신약 비즈니스 위주의 유한양행을 두고 제약 유통사라는 조롱도 있었으나, 유한양행은 매년 R&D 비용을 30% 가량 증액 시키면서 올해 경상연구개발비는 전체 매출액 대비 약 8%인 1,300억원 집행이 예상된다. 이미 3분기 누적 경상연구개발비는 933억원으로 2019년 연간 비용만큼 집행되었다. R&D는 투자한 만큼 결실을 맺기 마련이며, 실제 유한양행은 R&D 성과 도출로 이를 증명하고 있다. 향후 블록버스터 급 신약으로 성장할 레이저티닙에 대한 가치와 현재 유한양행의 R&D 투자를 고려해 본다면, 중장기적 투자 매력도는 제약사 중 최고라 할 수 있다. 제약사 Top pick으로 제시한다.

Top Picks

BUY

| TP(12M): 104,000원(상향) | CP(11월2일): 60,700원

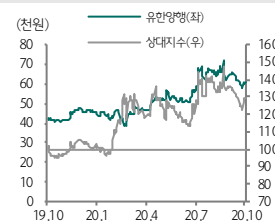
Key Data

KOSPI 지수(pt)	2,300.16
52주최고/최저(원)	72,000/38,900
시가총액(십억원)	4,058.2
시가총액비중(%)	0.26
발행주식수(천주)	66,856.8
60일 평균거래량(천주)	967,456.7
60일 평균거래대금(십억원)	64.7
20년 배당금(예상, 원)	382
20년 배당수익률(예상, %)	0.58
외국인지분율(%)	20.75
주요주주 지분율(%)	
유한재단 외 1인	15.66
국민연금공단	11.76
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(5.5) 28.7 44.4
상대	(4.3) 9.0 31.9

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	1,594.6	1,659.9
영업이익(십억원)	85.4	81.8
순이익(십억원)	209.9	113.7
EPS(원)	3,272	1,803
BPS(원)	29,315	30,394

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	1,518.8	1,480.4	1,609.2	1,725.0	1,845.9
영업이익	십억원	50.1	12.5	103.1	88.6	99.7
세전이익	십억원	89.4	54.9	316.2	184.1	191.6
순이익	십억원	57.5	40.0	228.0	150.9	159.1
EPS	원	845	588	3,351	2,218	2,338
증감율	%	(47.29)	(30.41)	469.90	(33.81)	5.41
PER	배	46.34	80.44	18.11	27.37	25.96
PBR	배	1.47	1.77	2.04	1.92	1.81
EV/EBITDA	배	20.12	38.64	26.42	28.75	26.61
ROE	%	3.55	2.43	13.04	7.88	7.78
BPS	원	26,556	26,747	29,755	31,617	33,604
DPS	원	365	382	382	382	382



Analyst 선민정
02-3771-7785
rsshun@hanafn.com

RA 강승원
02-3771-3454
seungwonkang@hanafn.com

유한양행 목표주가 상향

목표주가 10.4만원 상향
투자의견 BUY 유지

유한양행에 대해 목표주가 104,000원으로 상향, 투자의견 BUY 유지한다. 목표주가 104,000원은 SOTP 방식으로 기존 유한양행의 영업가치, 보유 자회사의 가치, 그리고 유한양행 파이프라인인 레이저티닙과 YH25724, 그리고 최근 프로세스 파마슈티컬에 기술이전된 YH12582의 rNPV 등을 고려하여 산정하였다.

EV/EBITDA는 코스피에 상장된 제약사들(삼성바이오로직스와 셀트리온 외 4개사 제외)의 평균인 16.6배를 40% 할인 적용하였다.

표 1. 목표주가 산정

(단위: 십억원)

		비고
영업가치	1,380.7	
12MF 예상 EBITDA	138.8	
EV/EBITDA 배수	9.9	KOSPI 의약품 12M Fwd EV/EBITDA 40% 할인 적용
자회사 가치	935.4	
유한킴벌리	640.4	20년 예상 순이익 × P/E(12) × 30%
한국안센	108.4	20년 예상 순이익 × P/E(10) × 30%
유한크로락스	47.1	20년 예상 순이익 × P/E(10) × 50%
유칼릭스	4.4	20년 예상 순이익 × P/E(10) × 40%
기타 투자자산 가치	135.0	
파이프라인 가치	3,942.8	
레이저티닙	3,312.3	
YH25724	478.3	
YH12582	152.1	
투자 부동산 가치	46.8	
자사주	366.4	
우선주 시가총액	76.7	
순부채	(397.8)	
적정자본가치	6,993.1	
주식 수(1,000주)	66,856.8	
적정주가	104,598.6	

주: EV/EBITDA는 셀트리온, 삼성바이오로직스, 한올바이오파마, 부광약품, 한미약품, 대웅제약 제외
자료: 하나금융투자

2021년 연간 실적 전망

2021년 유한양행의 연결기준
매출액 1조 7,250억원(YoY, 7.2%)
영업이익 886억원(YoY, -14%)

2021년 유한양행의 매출액은 연결 기준으로 전년 대비 약 7.2% 가량 증가한 1조 7,250억원, 영업이익은 전년 대비 약 14% 감소한 886억원(OPM, 5.1%)으로 추정된다. R&D 성과에 따른 마일스톤 수취 시점과 분기별 인식 금액에 대한 추정이 불가, 향후 대규모 마일스톤 수취 시 매출액과 영업이익은 상향 조정될 가능성이 높다.

표 2. 유한양행 연간 실적 추정 (연결 기준)

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	19	20F	21F
매출액	313.3	415.5	429.7	450.7	400.6	436.3	450.8	437.3	1,480.4	1,609.2	1,725.0
YoY	-9.2%	15.6%	12.4%	14.5%	27.9%	5.0%	4.9%	-3.0%	-2.5%	8.7%	7.2%
약품사업	240.1	284.8	311.8	324.9	301.8	320.1	338.6	351.1	1,107.1	1,161.5	1,311.6
YoY	-8.1%	8.1%	10.0%	8.7%	25.7%	12.4%	8.6%	8.1%	-4.7%	4.9%	12.9%
비처방약(OTC)	29.9	34.4	34.7	32.5	31.7	36.8	36.0	34.1	116.4	131.5	138.7
YoY	3.7%	19.2%	17.1%	12.0%	6.0%	7.0%	4.0%	5.0%	4.0%	13.0%	5.5%
처방약(ETC)	193.7	241.7	266.8	275.7	251.9	273.1	290.8	297.8	949.5	978.0	1,113.6
YoY	-13.3%	7.6%	8.5%	8.0%	30.0%	13.0%	9.0%	8.0%	-6.7%	3.0%	13.9%
AHC	4.6	5.1	4.9	5.5	5.2	6.1	5.7	6.5	17.8	20.1	23.5
YoY	10.7%	6.1%	18.4%	18.0%	12.0%	20.0%	16.0%	18.0%	13.8%	13.2%	16.6%
원료의약품	1.8	1.8	3.2	2.0	2.0	2.1	3.6	2.3	6.4	8.8	10.1
YoY	12.3%	33.9%	109.8%	5.0%	13.0%	16.0%	12.0%	18.0%	18.7%	38.4%	14.4%
유한메디카(매출조정)	10.0	1.8	2.2	9.1	11.0	2.0	2.4	10.3	17.1	23.0	25.7
YoY	222.6%	-52.6%	-1.7%	13.0%	10.0%	15.0%	12.0%	13.0%	44.9%	34.9%	11.8%
생활건강사업	27.0	46.2	40.8	28.8	29.7	52.2	44.1	32.3	113.9	142.8	158.3
YoY	27.4%	32.7%	23.6%	16.0%	10.0%	13.0%	8.0%	12.0%	8.3%	25.4%	10.8%
해외사업(원료의약품)	24.7	29.5	44.9	38.6	27.7	30.4	44.6	40.5	205.7	137.7	143.2
YoY	-48.8%	-45.1%	1.3%	-35.0%	12.1%	3.0%	-0.8%	5.0%	-13.0%	-33.0%	3.9%
기술료 수익	16.9	44.1	16.9	54.0	37.0	29.0	19.0	9.0	23.2	131.9	94.0
기타(임대, 수탁 등)	4.6	10.9	10.9	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	30.5	30.9	18.0
매출총이익	91.4	153.6	136.3	173.5	152.2	161.4	148.8	142.1	430.9	554.7	604.6
YoY	-11.5%	55.2%	29.7%	40.5%	66.6%	5.1%	9.1%	-18.1%	4.1%	28.8%	9.0%
GPM	29.2%	37.0%	31.7%	38.5%	38.0%	37.0%	33.0%	32.5%	29.1%	34.5%	35.0%
판매관리비	90.3	117.9	115.9	127.6	126.6	129.1	132.1	128.1	418.3	451.7	516.0
YoY	-7.1%	13.0%	13.9%	10.9%	40.2%	9.5%	13.9%	0.5%	15.0%	8.0%	14.2%
판매비율	28.8%	28.4%	27.0%	28.3%	31.6%	29.6%	29.3%	29.3%	28.3%	28.1%	29.9%
경상연구개발비	21.7	36.3	35.3	36.1	36.1	34.9	37.4	35.9	96.9	129.3	144.2
YoY	-2.8%	56.4%	71.1%	17.2%	66.4%	-3.9%	6.1%	-0.5%	30.8%	33.4%	11.5%
기타판매관리비	68.6	81.6	80.6	91.5	90.5	94.2	94.7	92.3	321.4	322.4	371.7
YoY	-8.3%	0.6%	-0.6%	8.6%	31.9%	15.5%	17.4%	0.9%	11.0%	0.3%	15.3%
영업이익	1.1	35.7	20.4	46.0	25.6	32.3	16.7	14.0	12.5	103.1	88.6
YoY	-82.4%	TB	509.0%	439.9%	2288.1%	-9.5%	-18.1%	-69.6%	-75.0%	722.3%	-14.0%
OPM	0.3%	8.6%	4.7%	10.2%	6.4%	7.4%	3.7%	3.2%	0.8%	6.4%	5.1%
당기순이익	115.4	34.3	28.8	30.2	46.8	40.8	19.1	31.3	36.6	208.7	138.1
YoY	636.7%	502.8%	129.4%	1016.4%	-59.4%	19.0%	-33.7%	3.7%	-37.2%	470.0%	-33.8%
NPM	36.8%	8.3%	6.7%	6.7%	11.7%	9.4%	4.2%	7.2%	2.5%	13.0%	8.0%

자료: 하나금융투자

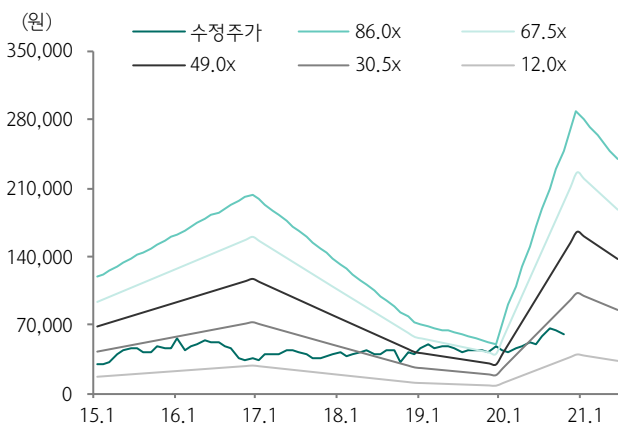
표 3. 유한양행 지분법이익 전망

(단위: 백만원)

	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	19	20F	21F
유한킴벌리	17,220	11,731	11,581	12,839	13,776	12,318	12,507	13,224	37,930	53,371	51,825
유한크로락스	759	639	1,810	1,507	835	831	1,846	1,552	3,319	4,715	5,064
한국안센	2,334	4,629	3,719	162	2,404	4,860	3,942	405	5,766	10,844	11,612
유칼릭스	44	82	92	221	57	103	110	254	359	439	524
기타	(1,315)	(335)	961	4,796	(1,341)	(342)	980	4,892	3,738	4,107	4,189
합계	19,042	16,746	18,163	19,524	15,731	17,770	19,386	20,327	47,030	73,475	73,213

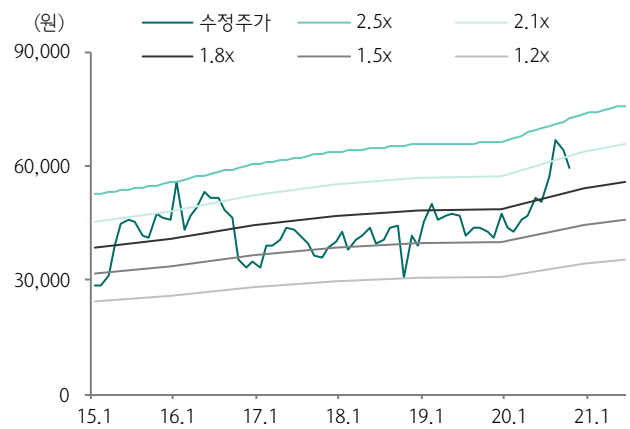
자료: 하나금융투자

그림 1. 유한양행 PER 밴드



자료: 하나금융투자

그림 2. 유한양행 PBR 밴드



자료: 하나금융투자

표 4. 유한양행 R&D 모멘텀

물질명	기술이전 사	적용증	분류	현재 임상진행 현황	4Q20	1H21
레이저티닙	얀센	비소세포암 치료제	국내	1차 치료제 임상 3상 진입	식약처에 조건부 허가 신청서 제출	상반기 조건부 허가 승인 시판 가능
			얀센 수행	4월 안센의 이중항체와 병용투여 임상 2상 진입	10월 안센의 이중항체와 병용투여 1차 치료제 임상 3상 진입	
NASH 치료제	길리어드	NASH		동물모델에서 유효성 테스트 진행	최적의 선도물질 도출	back-up 물질 도출
YH25724	베링거 잉겔하임	NASH		4월 GLP-Tox(비임상 독성실험) 완료	4분기 임상 1상 진입	
YH12852	프로세사	기능성 위장관		임상 1상 완료/임상 2상 보류		임상 2상 진입을 위한 FDA와의 미팅 개시

자료: 하나금융투자

표 5. 유한양행 R&D 파이프라인

구분	적용중	과제명	단계					허가 (파트너사)
			후보물질	전임상	임상1상	임상2상	임상3상	
신약	항암제(표적 폐암)	YH25448						안센
	퇴행성디스크	YH14618						스파인바이오파마
	변비, 수술 후 장폐색증	YH12852						프로세사
	비알콜성지방간염(NASH)	YH25724						베링거잉겔하임
	감염(COVID-19)	YH35361						
	항암제(면역)	YH24931						
	항암제	YH29143						
	항암제	YH32367						
	비만	YH34160						
	자가면역	YH35324						
	천식	YH25487						
개량신약	골다공증	AD-101						
	소화기	AD-203						
	소화기	AD-206						
	고지혈/고혈압	AD-201						
	고지혈/고혈압	AD-202						
	고지혈/고혈압	AD-207						
	탈모	AD-208						
	고혈압	AD-209						

자료: 유한양행, 하나금융투자

표 6. 바이오벤처 투자현황

투자업체	취득시점	투자대금	사업내용	취득	상장여부	수익률(%) (2020/01/02 기준)
바이오니아	2015-09-22	100억	siRNA	파이프라인 확충	코스닥상장	244.5%
코스온	2015-11-05	150억	화장품		코스닥상장	-23.8%
제넥신	2015-12-03	200억	hyFC	파이프라인 확충	코스닥상장	86.1%
이엠텍	2015-12-11	20억	보청기	사업영역 확대	코스닥상장	18.3%
이문온시아	2016-03-02	120억	면역항암제	해외 조인트벤처(JV) - 면역항암제 개발 미국 소린토사와 합작 투자	비상장	
파덱신	2016-04-08	30억	항체신약	파이프라인 확충	코스닥상장	-3.3%
Sorrento	2016-04-25	1000만불	면역항암제	파트너십 강화	나스닥 상장	104.7%
NeolmmuneTech	2016-07-28	300만불	hyFC	파이프라인 확충	비상장, 미국	
Genosco	2016-08-19	420만불	표적항암제	파이프라인 확충	비상장, 미국	
씨앤씨	2016-11-28	25억	오랄케어	사업협력 강화	비상장	
바이오포아	2017-03-08	20억	축산 백신	사업협력 강화	비상장	
워랜텍	2017-03-29	20억	임플란트	사업협력 강화	비상장	
유한필리아	2017-04-18	70억	뷰티사업	사업영역 확대	비상장	
애드마파	2017-11-14	30억	개량신약	파이프라인 확충	비상장	
칭다오 세브란스병원	2018-02-28	200억	병원사업	중국 진출 교두보 마련	비상장	
Yuhan USA	2018-03-30	20억	미국진출	글로벌 임상 및 License in/out 목적	비상장	
브릿지바이오	2018-05-15	20억	바이오 신약 개발	공동연구개발	비상장	
군티셀	2018-07-11	50억	암/면역질환 세포치료제 개발	파이프라인 확충	비상장	

자료: 유한양행, 하나금융투자

유한양행 파이프라인 가치

레이저티닙

레이저티닙의 rNPV

레이저티닙의 rNPV는 아래와 같은 가정하에 산정되었다.

- 전 세계에서 비소세포폐암 환자 수는 약 170만명으로 추정하고 있다. 매년 약 3% 씩 증가한다고 가정하였다.
- 2차 치료제는 적어도 1차 치료제 투여 이후 1년 정도 경과된 환자들로 비소세포폐암 환자의 1년 생존률이 약 32%임을 감안하여 환자 수를 추정하였다.
- 단독 2차 치료제 환자 수 추정은 비소세포폐암 환자 중 약 30%가 EGFR 유전자 변이 환자이고, 1차 치료제인 이레사, 타세마에 내성을 보이는 환자 중 약 45%의 환자들이 T790M 돌연변이 환자들이다.
- 이번 ESMO의 발표내용에 따르면, 병용투여 1차 치료제는 기존 항암제 투여 경험이 없는 Naïve 한 환자들로 병용투여 1차 치료제 환자수는 전체 환자수에서 EGFR 변이 환자 비율인 30%를 적용하여 추정하였다.
- 병용투여 3차 치료제의 경우 EGFR 변이 발생 비율 30%에 생존율을 감안 20%를 적용하여 환자수를 가정하였다.
- 이 중 타그리소 내성발생 되는 환자 비율이 약 50% 임을 감안하여 병용 3차 치료제 해당 환자 수를 추정하였다.
- 기존 아스트라제네카의 타그리소의 연간 치료비가 미국에서 평균 \$150,000 달러인 점을 고려, 레이저티닙의 글로벌 평균 연간치료비는 병용요법은 \$80,000 달러, 단독요법은 \$50,000 달러로 가정하여 시장규모는 신규환자수 × 연간치료비로 산정하였다.
- 출시 시점은 현재 임상단계를 고려, 단독치료제와 병용 1차 치료제의 경우 2024년, 병용 3차 치료제의 경우 2025년으로 가정하였다.
- 마일스톤 수취에 대해서는 알려진 바가 없어 각각의 단계별로 균등배분하여 산정하였다.
- 성공확률은 항암제 임상 3상의 LOA(Likelihood of approval)인 54.7%를 적용하였다(출처 Nature Drug Discovery, 2014).
- 로열티는 일반적인 계약의 특성상 약 12%로 가정하였다.
- Terminal Value는 지속성장률 -5%로 가정하여 산정되었다.
- 유한양행과 오스코텍의 수익 배분 비율은 6:4로 알려져 있어서 유한양행의 수익배분 비율은 60%로 산정하였다.

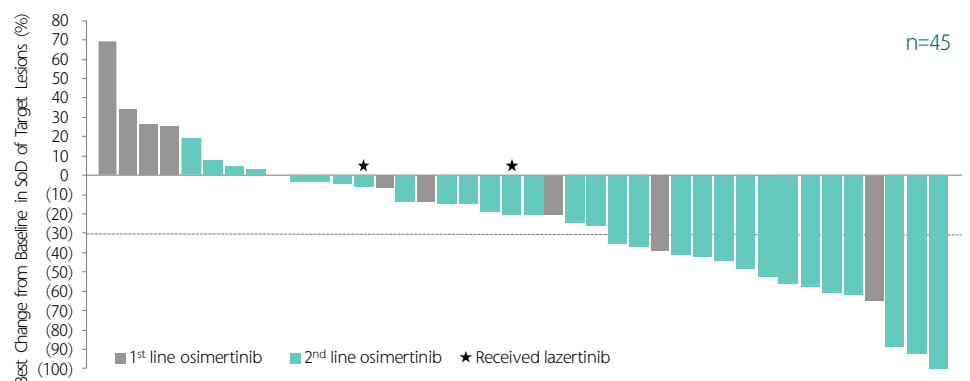
표 7. 레이저티닙의 rNPV

(단위: 백만달러, 십억원)

	19	20	21	22	23	24	25	...	30	31	32
단독 1차 치료제											
폐암 신규환자 수(천명)	1,700	1,751	1,804	1,858	1,913	1,971	2,030		2,353	2,424	2,497
NSCLC 중 EGFR 변이 환자 중 T790M 변이환자(천명)	510	525	541	557	574	591	609		706	727	749
레이저티닙 개발단계		3상 개시		3상 완료	NDA 신청	승인 시판					
시장 점유율						1%	2%		9%	10%	10%
레이저티닙 예상매출액(백만달러)						355	731		3,812	4,363	4,494
단독 2차 치료제											
2차 치료제 폐암 환자 수	170만명 X 32%	544	560	577	594	612	631	650	753	776	799
NSCLC 중 EGFR 변이 환자 중 T790M 변이환자(천명)	30% X 45%	73.4	75.6	77.9	80.2	82.7	85.1	87.7	101.7	104.7	107.8
레이저티닙 개발단계		2상 완료 / 3상 개시		3상 완료	NDA 신청	승인 시판					
시장 점유율						2%	5%		23%	27%	30%
레이저티닙 예상매출액(백만달러)						102	263		1,403	1,696	1,941
병용 3차 치료제											
3차 치료제 폐암 환자 수	170만명 X 20% X 30%	102	105	108	111	115	118	122	141	145	150
T790M 변이환자 중 c-MET 과발현으로 재발환자(3차치료제)	50%	51	53	54	56	57	59	61	71	73	75
레이저티닙 개발단계		2상 개시	2상 완료	3상 개시	3상 완료	NDA 신청	승인 시판				
시장 점유율							10%		30%	35%	40%
레이저티닙 예상매출액(백만달러)							487		1,694	2,036	2,397
병용 1차 치료제											
폐암 신규환자 수(천명)	1,700	1,751	1,804	1,858	1,913	1,971	2,030		2,353	2,424	2,497
T790M EGFR 변이환자와 c-MET 과발현 환자	30%	510	525	541	557	574	591	609	706	727	749
레이저티닙 개발단계		3상 개시		3상 완료	NDA 신청	승인 시판					
시장 점유율						2%	3%		12%	15%	16%
레이저티닙 예상매출액(백만달러)						946	1,462		6,777	8,726	9,587
계약금 및 마일스톤 수익(백만달러)				50	115	300			100	100	100
로열티	12%로 가정					168.3	353.1		1,642.4	2,018.5	2,210.2
원화환산수익(십억원)	1,200원 가정		0.0	0.0	60.0	138.0	562.0	423.7	2,090.9	2,542.2	2,772.2
세후이익(십억원)	법인세율 20% 가정		0.0	0.0	48.0	110.4	449.6	339.0	1,672.7	2,033.7	2,217.8
할인율	10%		1.00	0.91	0.83	0.75	0.68		0.42	0.39	0.35
현재 가치 환산(십억원)		0.0	0.0	43.6	91.2	337.8	231.5		709.4	784.1	777.3
NPV		10,092									
Terminal Value	-5%	4,923									
적정가치	54.7%	5,521									
유한양행 수익배분 비율	60%	3,312									

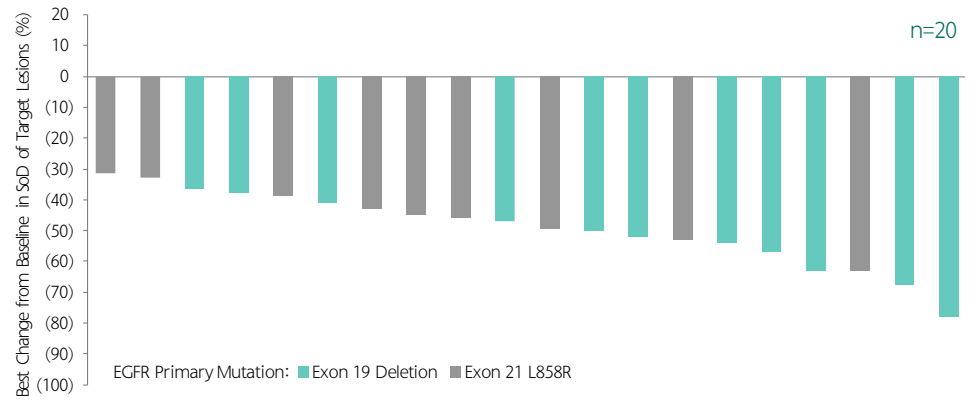
자료: 하나금융투자

그림 3. 타그리소 내성 발생 환자 대상으로 이미반타맙과 레이저티닙 병용투여 결과



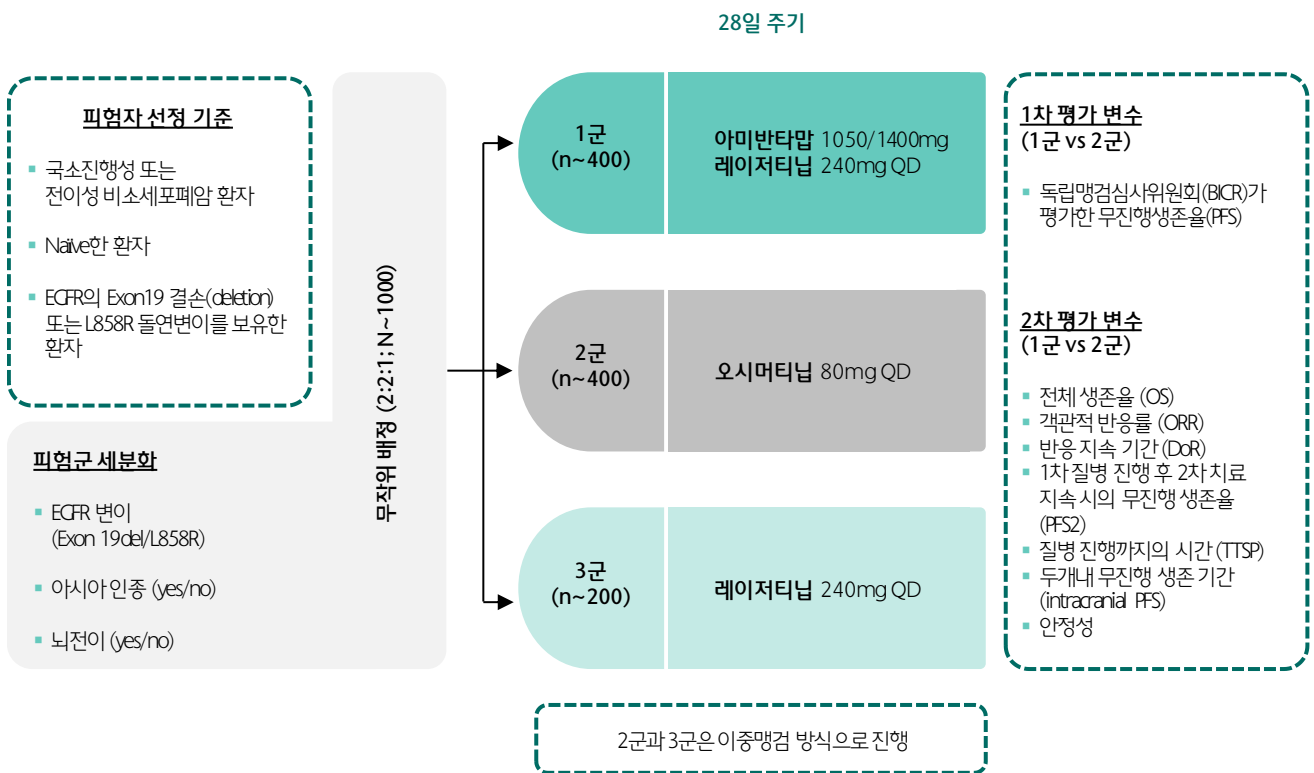
자료: 유한양행, 하나금융투자

그림 4. Naive 환자 대상으로 아미반타맙과 레이저티닙 병용투여 결과



자료: 유한양행, 하나금융투자

그림 5. 아미반타맙과 레이저티닙 병용 1차 치료제 임상 3상(MARIPOSA) 디자인



*BICR: blinded independent central review, PFS: progression-free survival, PFS2: PFS after first subsequent therapy, QD: 하루에 한번
 자료: 유한양행, 하나금융투자

YH25724

YH25724의 rNPV

YH25724의 rNPV는 아래와 같은 가정하에 산정되었다.

- 글로벌 NASH 치료제 시장은 현재 개발되고 있는 파이프라인의 출시시점에 맞춰서 2020년 시장이 비로소 열릴 것으로 가정하였다 (출처: EvaluatePharma). 2020년 3,700만 달러에 불과한 시장은 2024년 약 37억 달러 규모로 확대될 것으로 예상된다.
- YH25724는 2020년 4월 GLP-Tox(비임상 독성실험)이 완료, 2020년 4분기 임상 1상에 진입할 수 있을 것으로 가정하였다. 개발 단계를 고려할 때 2025년경 출시 가능할 것으로 예상하였다.
- 전체 기술이전 규모는 8억 7,000만 달러로 이중 계약금은 4,000만 달러이고, 3,000만 달러는 올해 수령되나 계약금 중 1,000만 달러는 비임상 독성실험이 끝나는 2020년경 수령할 것으로 예상하였다.
- 마일스톤 수취에 대해서는 알려진 바가 없기에 각각의 단계별로 균등배분하여 산정하였다.
- 출시 이후 YH25724의 시장 점유율에 의한 매출은 GLP1 계열로 최초로 비만치료제로 허가받은 삭센다(Saxenda)의 매출증가를 참고하여 추정하였다.
- 성공확률은 대사질환 임상 1상의 LOA(Likelihood of approval)인 14.5%를 적용하였다 (출처 Nature Drug Discovery, 2014). 아직 임상 1상에 진입하지는 못하였으나, 비임상 독성실험이 거의 완료단계에 접어든 것으로 파악됨에 따라 성공확률을 임상 1상으로 가정하였다.
- 로열티는 일반적인 계약의 특성 상 약 13%로 가정하였다.
- Terminal Value는 지속성장률 -5%로 가정하여 산정되었다.

표 8. YH25724의 rNPV

(단위: 백만달러, 십억원)

	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32
NASH 치료제 시장 (백만달러)		37	211	716	1,745	3,665	6,596	10,224	13,803	16,563	19,048	20,953	22,629	24,213
YoY(%)			465%	239%	144%	110%	80%	55%	35%	20%	15%	10%	8%	7%
YH25724 개발 단계		1상 개시	1상 완료 /2상 개시	2상 완료 /3상 개시	3상 완료	BLA 제출	승인/ 시판							
YH25724의 시장 점유율							1.0%	3.0%	5.0%	7.0%	10.0%	12.0%	13.0%	15.0%
YH25724의 예상매출액				0	0	0	66	307	690	1,159	1,905	2,514	2,942	3,632
계약금 및 마일스톤 수익	8.7억 달러 규모 계약			200		200	130	100		100		100		
제넥신 배분 이후 5% 배분	5% 배분	0		190	0	190	124	95		95		95		
로열티	13%로 가정						8.6	39.9	89.7	150.7	247.6	326.9	382.4	472.2
원화환산수익(십억원)	1,200원 가정	0.0	0.0	228.0	0.0	228.0	158.5	161.9	107.7	294.9	297.1	506.2	458.9	566.6
세후이익(십억원)	법인세율 20% 가정	0.0	0.0	182.4	0.0	182.4	126.8	129.5	86.1	235.9	237.7	405.0	367.1	453.3
할인율	10%		1.00	0.91	0.83	0.75	0.68	0.62	0.56	0.51	0.47	0.42	0.39	0.35
현재 가치 환산(십억원)				167.3	0.0	169.8	118.8	122.0	81.6	224.6	227.4	388.9	353.9	438.4
NPV		3,299												
Terminal Value	-5%	1,006												
적정가치 (성공확률 14.5%)	14.5%	478												

자료: 하나금융투자

YH12852

YH12852의 rNPV

YH12852의 rNPV는 아래와 같은 가정하에 산정되었다.

- 기능성 위장관 질환 중 가장 대표적인 과민성 대장염 치료제 시장을 기준으로 산정하였다.
- 글로벌 과민성대장염 치료제 시장은 2016년 \$1.6B 달러에서 2026년 \$2.4B로 성장할 것으로 기대되고 있다(출처: GlobalData). 주요 제품들의 특허만료로 인해 2023~2025년까지 역성장 할 수 있으나, 작년에 출시된 Trulance와 2021년 출시가 예상되는 Tenapanor 등의 성장에 힘입어 2026년부터 연평균 9%에 이르는 고성장을 이룰 수 있을 것으로 예상된다.
- YH12852를 기술이전 한 프로세서는 2020년 초 미 FDA와 임상 개발관련 회의를 한 뒤 2021년부터 임상 2상에 진입할 예정이다. 개발 단계를 고려할 때 2026년경 출시 가능할 것으로 예상하였다.
- 전체 기술이전 규모는 4억 1,050만 달러로 이중 계약금은 200만 달러이고, 나머지 4억 850만 달러의 마일스톤 수취에 대해서는 알려진 바가 없기에 각각의 단계별로 균등배분하여 산정하였다.
- 성공확률은 임상 2상의 평균 LOA(Likelihood of approval)인 23.1%를 적용하였다(출처 Nature Drug Discovery, 2014).
- 로열티는 일반적인 계약의 특성 상 약 13%로 가정하였다.
- Terminal Value는 지속성장률 -5%로 가정하여 산정되었다.

표 9. YH12852의 rNPV

(단위: 백만달러, 십억원)

		17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32
과민성대장염 치료제 시장 (백만달러)		1,673	1,777	1,898	2,003	2,123	2,265	2,444	2,411	2,357	2,605	2,853	3,110	3,374	3,651	3,943	4,278
YoY(%)			6.2%	6.8%	5.5%	6.0%	6.7%	7.9%	-	-	10.5%	9.5%	9.0%	8.5%	8.2%	8.0%	8.5%
YH25724 개발 단계						2상 개시	2상 완료	3상 개시			3상 완료	승인/ 시판					
YH25724의 시장 점유율											1.0%	2.5%	3.0%	5.0%	6.0%	10.0%	10.0%
YH25724의 예상매출액							0	0	0	0	26	71	93	169	219	394	428
계약금 및 마일스톤 수익	4.1억 달러 규모 계약				2		58			50	100		100		100		
로열티	13%로 가정									0.0	3.4	9.3	12.1	21.9	28.5	51.3	55.6
원화환산수익(십억원)	1,200원 가정				2.4	0.0	69.6	0.0	0.0	60.0	124.1	11.1	134.6	26.3	154.2	61.5	66.7
세후이익(십억원)	법인세율 20% 가정				1.9	0.0	55.7	0.0	0.0	48.0	99.3	8.9	107.6	21.1	123.3	49.2	53.4
할인율	10%					1.00	0.91	0.83	0.75	0.68	0.62	0.56	0.51	0.47	0.42	0.39	0.35
현재 가치 환산(십억원)					1.9	0.0	51.1	0.0	0.0	45.0	93.5	8.4	102.5	20.1	118.5	47.4	51.6
NPV		659															
Terminal Value	-5%	119															
적정가치 (성공확률 14.5%)	23.1%	152															

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	1,518.8	1,480.4	1,609.2	1,725.0	1,845.9
매출원가	1,105.0	1,049.5	1,054.4	1,120.5	1,225.7
매출총이익	413.8	430.9	554.8	604.5	620.2
판매비	363.7	418.3	451.7	516.0	520.5
영업이익	50.1	12.5	103.1	88.6	99.7
금융손익	11.2	11.7	9.4	13.3	14.6
종속/관계기업손익	31.7	47.0	73.5	73.2	76.8
기타영업외손익	(3.6)	(16.3)	130.2	9.0	0.5
세전이익	89.4	54.9	316.2	184.1	191.6
법인세	31.1	18.3	107.5	46.0	46.0
계속사업이익	58.3	36.6	208.7	138.1	145.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	58.3	36.6	208.7	138.1	145.6
비배주주지분 순이익	0.9	(3.4)	(19.3)	(12.8)	(13.5)
지배주주순이익	57.5	40.0	228.0	150.9	159.1
지배주주지분포괄이익	78.2	36.8	234.3	155.0	163.4
NOPAT	32.7	8.4	68.0	66.4	75.8
EBITDA	109.1	71.2	153.5	138.8	146.3
성장성(%)					
매출액증가율	3.87	(2.53)	8.70	7.20	7.01
NOPAT증가율	(51.27)	(74.31)	709.52	(2.35)	14.16
EBITDA증가율	(22.57)	(34.74)	115.59	(9.58)	5.40
영업이익증가율	(43.52)	(75.05)	724.80	(14.06)	12.53
(지배주주)순이익증가율	(47.25)	(30.43)	470.00	(33.82)	5.43
EPS증가율	(47.29)	(30.41)	469.90	(33.81)	5.41
수익성(%)					
매출총이익률	27.25	29.11	34.48	35.04	33.60
EBITDA이익률	7.18	4.81	9.54	8.05	7.93
영업이익률	3.30	0.84	6.41	5.14	5.40
계속사업이익률	3.84	2.47	12.97	8.01	7.89

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	1,111.0	1,117.0	1,235.4	1,333.3	1,452.2
금융자산	475.1	415.2	477.5	524.9	591.1
현금성자산	241.3	274.2	334.4	380.1	444.5
매출채권	343.2	397.1	431.7	462.8	495.2
재고자산	248.9	186.9	203.2	217.8	233.1
기타유동자산	43.8	117.8	123.0	127.8	132.8
비유동자산	1,062.9	1,000.2	1,105.9	1,145.5	1,160.6
투자자산	551.4	565.2	600.6	639.2	672.9
금융자산	151.6	158.1	158.1	158.1	158.1
유형자산	343.3	327.5	323.1	315.2	296.0
무형자산	33.8	28.7	52.7	60.4	61.1
기타비유동자산	134.4	78.8	129.5	130.7	130.6
자산총계	2,173.8	2,117.2	2,341.4	2,478.9	2,612.8
유동부채	349.7	352.2	393.6	416.4	423.5
금융부채	48.4	41.8	38.1	36.3	18.5
매입채무	90.0	110.8	120.4	129.1	138.2
기타유동부채	211.3	199.6	235.1	251.0	266.8
비유동부채	172.4	115.0	112.7	113.8	119.1
금융부채	70.2	49.7	41.7	37.7	37.7
기타비유동부채	102.2	65.3	71.0	76.1	81.4
부채총계	522.1	467.2	506.2	530.2	542.6
지배주주지분	1,641.6	1,646.3	1,851.0	1,977.6	2,112.8
자본금	62.2	65.1	65.1	65.1	65.1
자본잉여금	113.9	111.9	112.4	112.0	112.0
자본조정	(165.1)	(173.5)	(173.5)	(173.5)	(173.5)
기타포괄이익누계액	95.3	97.4	97.4	97.4	97.4
이익잉여금	1,535.4	1,545.4	1,749.6	1,876.7	2,011.9
비지배주주지분	10.1	3.7	(15.8)	(28.8)	(42.5)
자본총계	1,651.7	1,650.0	1,835.2	1,948.8	2,070.3
순금융부채	(356.5)	(323.7)	(397.8)	(451.0)	(535.0)

투자지표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	845	588	3,351	2,218	2,338
BPS	26,556	26,747	29,755	31,617	33,604
CFPS	2,033	1,538	3,455	1,480	1,481
EBITDAPS	1,604	1,046	2,256	2,039	2,150
SPS	22,323	21,758	23,651	25,354	27,130
DPS	365	382	382	382	382
주기지표(배)					
PER	46.34	80.44	17.76	26.83	25.45
PBR	1.47	1.77	2.00	1.88	1.77
PCFR	19.26	30.75	17.22	40.20	40.18
EV/EBITDA	20.12	38.64	26.42	28.75	26.61
PSR	1.75	2.17	2.52	2.35	2.19
재무비율(%)					
ROE	3.55	2.43	13.04	7.88	7.78
ROA	2.69	1.86	10.23	6.26	6.25
ROIC	4.39	1.11	8.94	8.31	9.24
부채비율	31.61	28.32	27.59	27.20	26.21
순부채비율	(21.59)	(19.62)	(21.68)	(23.14)	(25.84)
이자보상배율(배)	13.66	4.04	40.79	39.07	51.92

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	93.5	66.0	162.9	95.0	95.9
당기순이익	58.3	36.6	208.7	138.1	145.6
조정	9	9	(2)	(2)	(3)
감가상각비	59.0	58.7	50.4	50.2	46.6
외환거래손익	(0.6)	(2.3)	6.4	3.8	4.4
지분법손익	(31.6)	(37.6)	(73.5)	(73.2)	(76.8)
기타	(17.8)	(9.8)	14.7	17.2	22.8
영업활동 자산부채변동	(59.1)	(63.9)	(23.9)	(21.5)	(22.4)
투자활동 현금흐름	(58.2)	31.6	(86.2)	(19.9)	10.2
투자자산감소(증가)	(36.5)	(12.6)	43.0	36.8	44.3
자본증가(감소)	(43.5)	(42.4)	(40.0)	(35.0)	(20.0)
기타	21.8	86.6	(89.2)	(21.7)	(14.1)
재무활동 현금흐름	(51.4)	(67.0)	(35.1)	(30.0)	(41.6)
금융부채증가(감소)	(15.2)	(27.1)	(11.8)	(5.8)	(17.8)
자본증가(감소)	(1.0)	0.8	0.5	(0.4)	0.0
기타재무활동	(13.3)	(17.8)	0.0	0.1	0.1
배당지급	(21.9)	(22.9)	(23.8)	(23.9)	(23.9)
현금의 증감	(15.3)	32.9	60.2	45.8	64.4
Unlevered CFO	138.3	104.6	235.1	100.7	100.7
Free Cash Flow	47.5	23.2	122.9	60.0	75.9

자료: 하나금융투자

2020년 11월 3일

한미약품(128940)

Nothing to lose

3분기 대규모 적자시현으로 약재 해소

예상했던 바와 같이 한미약품은 3분기 사노피와의 기술계약 파기로 잔여 공동연구 개발비 496억원이 일시에 반영되면서 323억원 대규모 적자를 시현했다. 기술반환으로 인한 실적 악화로 일시에 반영이 끝났기 때문에 4분기부터는 정상화될 것으로 추정된다. 중국의 코로나19 바이러스 여파로 2분기 매출급감과 111억원 적자를 시현했던 북경한미도 코로나19 이전으로 완벽하게 회복하지는 못했다. 3분기 북경한미의 매출액은 전년대비 31% 감소하였으며, 영업이익은 BEP 수준의 흑자전환 정도에 만족해야 했다. 여기에 유럽에서 코로나19 바이러스의 확산으로 병원방문 저하에 따른 세파계 주사제의 유럽향 수출이 감소하면서 수출은 전 분기대비 약 8.6% 감소하였고, 한미정밀화학마저도 10억원의 영업 적자를 시현하였다. 그나마 한미약품의 의약품 매출은 전년대비 4.2% 성장하기는 했지만, 2018년과 2019년과 같은 두 자릿수 성장은 이제 어려울 것으로 예상된다.

R&D 더 이상 잃을 것이 없다

9월 9일 사노피로부터 에페글레나타이드가 반환되면서 2015년 한미약품이 체결했던 4건의 대규모 기술이전 물질들은 모두 반환되었다. 여기에 스펙트럼사의 톨론티스 승인 여부가 결정되는 PDUFA date도 코로나19 바이러스로 인해 연기되었다. 톨론티스의 생산 공장은 한미약품의 평택 바이오 신공장으로 제품의 승인을 위해서는 반드시 FDA 실사가 필요한데, 코로나19 바이러스 확산이라는 불확실성으로 인해 다음 PDUFA date도 통보받지 못한 채 연기되었다. 톨론티스가 미 FDA로부터 승인을 획득하게 되면 약 116억원의 개발 마일스톤을 수령받을 것으로 예정되어 있기 때문에 이러한 기술료 수익도 당분간 연기가 불가피하게 되었다.

2021년 한미약품의 R&D를 기대해도 좋다

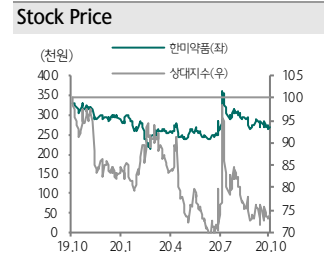
1) 톨론티스의 PDUFA date 연기로 승인일정은 지연되었으나, 실사 외 허가에 필요한 모든 절차는 성공적으로 마무리되었기 때문에 실사만 가능해진다면 허가는 빠르게 진행될 것으로 예상된다. 2) 아테빅스사의 오락솔은 임상 3상에서 전이성 유방암 환자 대상으로 파클리탁셀 대비 우수한 효능을 입증한 바 있다. 3분기 허가 신청서 검토가 시작됨에 따라, 2021년 2월 28일이 PDUFA date으로 승인여부가 결정될 것으로 보인다. 3) 스펙트럼사의 포지오 티닙도 코호트3 임상결과를 2021년 초 발표할 수 있을 것으로 기대된다. HER2 Exon20 돌연변이 비소세포폐암 환자들에게서 양호한 반응율을 보인만큼 이에 대한 신속허가 신청도 준비 중에 있다. 4) 2016년 로슈로 기술이전되었던 항암제 벨바라페닙도 현재 단독요법과 병용요법 임상 1상이 진행 중으로 2021년에는 다양한 항암 화합에서 벨바라페닙의 임상결과를 확인할 수 있을 것으로 기대된다. 벨바라페닙의 반환 우려는 임상결과가 나오면 해소될 수 있을 것으로 보인다. 5) LAPS-triple agonist는 연내 임상 2b상 개시가 기대되며, NASH의 GLP1 계열에 대한 글로벌 제약사들의 니즈가 높은 점을 감안 시 대규모 기술이전이 기대된다. 6) LAPS-Glucagon도 연내 임상 1b상이 완료될 것으로 예상된다. 비만 동물 모델에서 GLP1 계열의 약물 대비 뛰어난 지방감소 효과를 확인했기 때문에 차세대 비만 치료제로서의 가능성을 충분히 입증하였다. 한미약품의 R&D 더 이상 약재는 없다. 2021년 이와 같이 다양한 R&D 모멘텀이 존재하는 바 한미약품은 지금이 저점에서 매수할 수 있는 적기라 할 수 있다.

관심종목

BUY

| TP(12M): 430,000원(상향) | CP(11월2일): 269,000원

Key Data		Consensus Data	
		2020	2021
KOSPI 지수 (pt)	2,300.16		
52주 최고/최저(원)	360,500/215,500	매출액(십억원)	1,103.4 1,202.8
시가총액(십억원)	3,185.8	영업이익(십억원)	48.5 112.9
시가총액비중(%)	0.20	순이익(십억원)	17.7 71.9
발행주식수(천주)	11,843.0	EPS(원)	1,114 5,215
60일 평균 거래량(천주)	151,343.2	BPS(원)	60,474 64,576
60일 평균 거래대금(십억원)	50.8		
20년 배당금(예상, 원)	490		
20년 배당수익률(예상, %)	0.17		
외국인지분율(%)	13.71		
주요주주 지분율(%)			
한미사이언스 외 3인			
신동국 외 1인			
추가상승률	1M 6M 12M		
절대	(1.6) 3.9 (18.0)		
상대	(0.5) (12.1) (25.1)		



Financial Data						
투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	1,016.0	1,113.6	1,086.4	1,205.6	1,284.8
영업이익	십억원	83.6	103.9	31.2	117.3	160.6
세전이익	십억원	50.4	83.3	8.1	87.7	128.6
순이익	십억원	24.9	52.1	5.0	54.4	80.0
EPS	원	2,102	4,400	422	4,592	6,756
증감율	%	(58.81)	109.32	(90.41)	988.15	47.13
PER	배	216.78	67.39	637.44	58.58	39.82
PBR	배	7.45	4.69	4.26	4.00	3.66
EV/EBITDA	배	45.13	26.90	54.46	25.87	20.36
ROE	%	3.52	7.30	0.69	7.28	9.89
BPS	원	61,179	63,242	63,177	67,282	73,550
DPS	원	481	490	490	490	490



Analyst 선민정
02-3771-7785
rssun@hanafn.com

RA 강승원
02-3771-3454
seungwonkang@hanafn.com

한미약품 목표주가 상향

목표주가 43만원 상향
투자의견 BUY 유지

한미약품에 대해 목표주가 430,000원으로 상향, 투자의견 BUY 유지한다. 목표주가 430,000원은 SOTP 방식으로 기존 한미약품의 영업가치, 보유 자회사의 가치, 그리고 한미약품 파이프라인의 가치를 재산정하여 합산하였다.

표 1. 목표주가 산정

(단위: 십억원)

		비고
기존 의약품 영업가치	1,208.1	
2020년 예상 매출액	937.8	
P/S 배수	1.3	KOSPI 상위제약사 평균 P/S 1.8배를 30% 할인 적용
연결 자회사	1,224.2	
북경한미약품공사	829.5	한미약품 지분율 73.7%
2020년 1분기 자본	261.8	
P/B 배수	4.3	중국 제약업종 평균 P/B
한미정밀화학	394.6	한미약품 지분율 63.0%
2020년 1분기 자본	90.0	
P/B 배수	7.0	KOSPI 의약품 P/B
파이프라인 가치	3,448.4	
LAPS-GLP1/GCG(NASH)	592.4	
롤론티스	816.3	
벨바라페닙	248.8	
포지오티닙	92.4	
LAPS-Tri agonist	506.4	
오락솔	941.5	
HM43239	56.2	
LAPS-Glucagon	194.3	
순부채	805	
자사주	22.8	
적정자본가치	5,098.5	
주식 수(1,000주)	11,843.0	
적정주가	430,504	

자료: 하나금융투자

2021년 연간 실적 전망

2021년 한미약품의 연결기준
매출액 1조 2,056억원(YoY, 11%)
영업이익 1,173억원(YoY, 276%)

2021년 한미약품의 매출액은 연결 기준으로 전년 대비 약 11% 가량 증가한 1조 2,056억원, 영업이익은 전년 대비 약 276% 증가한 1,173억원(OPM, 9.7%)으로 추정된다. 2020년 코로나19 바이러스 사태로 기저효과가 발생, 탑라인이 두 자릿수 성장할 수 있을 것으로 예상된다. 사노피 기술반환에 의한 잔여 공동 연구개발비를 일시에 인식하면서 3분기 대규모 적자를 시현함에 따라 2021년 영업이익은 큰 폭으로 성장할 수 있을 것으로 기대된다. 여기에 다수의 R&D가 성과를 나타내면서 향후 마일스톤 수취가 기대, R&D 성과에 따른 실적 개선 효과도 기대해 볼 수 있다.

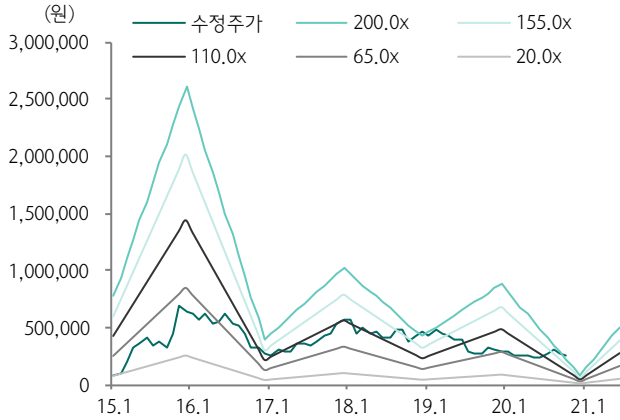
표 2. 한미약품 연간 실적 추정 (연결 기준)

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	19	20F	21F
매출액	288.2	243.4	266.9	287.9	312.2	287.8	295.9	309.7	1,113.6	1,086.4	1,205.6
YoY	5.0%	-10.0%	0.5%	-4.9%	8.3%	18.2%	10.9%	7.6%	9.6%	-2.4%	11.0%
한미약품	223.1	215.6	225.5	226.9	243.2	233.6	233.9	243.2	863.7	891.1	953.9
YoY	8.8%	0.1%	9.0%	-4.0%	9.0%	8.4%	3.7%	7.2%	8.6%	3.2%	7.1%
영업	221.5	211.8	213.3	224.9	233.1	231.6	231.9	241.2	835.1	871.5	937.8
YoY	15.1%	1.8%	4.2%	-2.2%	5.2%	9.4%	8.7%	7.2%	13.3%	4.4%	7.6%
기술료	0.0	1.4	10.1	0.0	8.1	0.0	0.0	0.0	20.5	11.5	8.1
YoY	-100.0%	-72.0%	100900%	-100.0%	N/A	-100.0%	-100.0%	N/A	-54.1%	-43.9%	-29.6%
북경한미	65.7	27.1	41.3	61.0	69.0	54.2	62.0	66.5	254.5	195.1	251.6
YoY	-6.5%	-52.0%	-31.2%	-10.0%	5.0%	100.0%	50.0%	9.0%	11.5%	-23.3%	29.0%
한미정밀화학	29.7	26.0	18.3	30.8	32.7	29.9	22.0	38.5	110.3	104.8	123.0
YoY	24.8%	-22.6%	-22.5%	5.0%	10.0%	15.0%	20.0%	25.0%	29.3%	-5.0%	17.4%
기타	(30.3)	(25.3)	(18.2)	(30.8)	(32.7)	(29.9)	(22.0)	(38.5)	(114.9)	(104.6)	(123.0)
매출총이익	164.2	129.8	126.4	155.5	171.7	160.0	163.6	173.4	632.5	575.8	668.8
YoY	1.1%	-10.3%	-18.0%	-9.3%	4.6%	23.3%	29.5%	11.5%	16.9%	-9.0%	16.1%
GPM	57.0%	53.3%	47.4%	54.0%	55.0%	55.6%	55.3%	56.0%	56.8%	53.0%	55.5%
판매관리비	135.5	119.1	158.7	131.3	139.5	134.1	139.7	138.1	528.6	544.6	551.5
YoY	-0.7%	-1.9%	22.8%	-7.2%	3.0%	12.6%	-12.0%	5.2%	15.6%	3.0%	1.3%
경상개발비	51.0	44.2	81.4	48.9	54.6	51.2	56.2	52.6	194.3	225.5	214.7
YoY	-8.8%	17.6%	69.2%	-7.2%	7.2%	15.9%	-30.9%	7.6%	17.2%	16.1%	-4.8%
기타 판매관리비	84.5	74.9	77.3	82.3	84.9	82.9	83.4	85.5	334.3	319.1	336.7
YoY	4.8%	-10.7%	-4.7%	-7.2%	0.5%	10.6%	7.9%	3.8%	14.7%	-4.6%	5.5%
영업이익	28.7	10.6	(32.3)	24.2	32.2	25.9	24.0	35.3	103.8	31.2	117.3
YoY	10.8%	-54.1%	TR	-19.1%	11.9%	144.3%	TB	46.0%	24.2%	-69.9%	275.7%
OPM	10.0%	4.4%	-12.1%	8.4%	10.3%	9.0%	8.1%	11.4%	9.3%	2.9%	9.7%
당기순이익	11.5	5.8	(35.1)	23.9	21.5	12.7	9.8	22.6	63.9	6.1	66.6
YoY	-33.4%	-71.7%	TR	CR	86.6%	120.2%	TB	CR	87.0%	-90.4%	988.1%
NPM	4.0%	2.4%	-13.1%	8.3%	6.9%	4.4%	3.3%	7.3%	5.7%	0.6%	5.5%

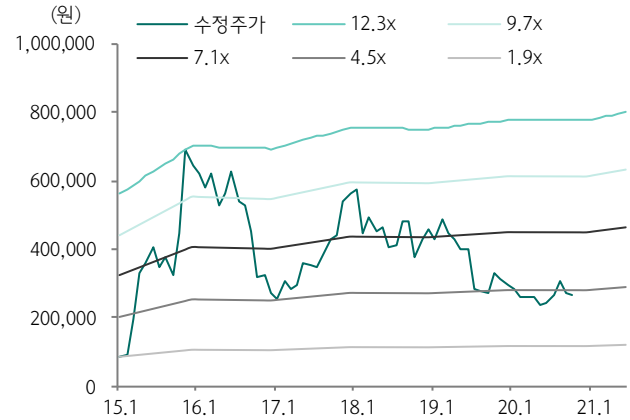
자료: 하나금융투자

그림 1. 한미약품 PER 밴드



자료: 하나금융투자

그림 2. 한미약품 PBR 밴드



자료: 하나금융투자

표 3. 한미약품 대규모 기술이전 현황

(단위: 백만 달러)

후보물질	계약시기	파트너사	계약규모	계약금	마일스톤	현재 단계
HM71224	2015년 03월 19일	일라이릴리	690	50	640	• 19년 1월 23일 기술반환
올무티닙	2015년 07월 28일	베링거인겔하임	730	50	680	• 16년 9월 30일 기술 반환
LAPS-Diabetes	2015년 11월 05일	사노피	3,076	215	2,861	<ul style="list-style-type: none"> • 17년 11월 당뇨병 환자 대상 임상 3상 시작. 임상3상 개발비 일부 부담 • 19년 12월 에페글레나타이드의 판매사 변경 • 20년 5월 14일 사노피 기술반환 의향 통보 • 20년 9월 9일 에페글레나타이드 기술 반환 • 16년 12월 29일 기술 반환 • 16년 12월 29일 우선인수권으로 기술계약 내용 변경.
- LAPS-GLP1 (에페글레나타이드)						
- LAPS-Insulin115						
- LAPS-combo						
LAPS-GLP1/GCG	2015년 11월 06일	얀센	915	105	810	• 19년 7월 3일 기술반환
벨바라페닙	2016년 09월 28일	제넨텍	910	80	830	• 국내 임상 1상 진행 중. 코델릭과의 병용투여 임상 1상 진행 중

자료: 하나금융투자

표 4. 한미약품 R&D 모멘텀

물질명	기술이전 사	적용증	현재 임상진행 현황	4Q20	1H21
에페글레나타이드	사노피	당뇨치료제	<ul style="list-style-type: none"> • 글로벌 임상 3상 진행 • 사노피로부터 기술반환 이후 4개의 임상 3상 중단 	<ul style="list-style-type: none"> • 10월 중 임상 3상 완료 	
벨바라페닙	제넨텍	항암제	<ul style="list-style-type: none"> • 국내에서 임상 1상 3개 진행 중 • 2개는 단독 임상, 1개는 코델릭과의 병용투여 		<ul style="list-style-type: none"> • 6월 ASCO에서 임상 1상 결과 발표 기대
롤론티스	스펙트럼	호중구 감소증	<ul style="list-style-type: none"> • 미 FDA에 BLA 재신청서 제출 (10월 24일 PDUFA date) 	<ul style="list-style-type: none"> • 평택 공장 실사 가능 • PDUFA data 재지정 기대 	<ul style="list-style-type: none"> • 시판허가 기대
포지오티닙	스펙트럼	항암제	<ul style="list-style-type: none"> • 글로벌 임상 2상 진행 	<ul style="list-style-type: none"> • 코호트 3 결과 발표 	
LAPS-Tri agonist	-	NASH	<ul style="list-style-type: none"> • 미국 임상 1상 완료(희귀의약품 지정) 	<ul style="list-style-type: none"> • 임상 2b상 진입 기대 	
LAPS-Glucagon	-	선천성 고인슐린증, 비만	<ul style="list-style-type: none"> • 미국에서 임상 1b상 진행 중 	<ul style="list-style-type: none"> • 미국 임상 1b상 종료 	
LAPS-GLP1/GCG	MSD 머크	NASH	<ul style="list-style-type: none"> • 임상 1상 완료 		
오락솔	아테넥스	항암제	<ul style="list-style-type: none"> • 미 FDA에 NDA 제출 		<ul style="list-style-type: none"> • 2021년 2월 28일 PDUFA date 기대

자료: 하나금융투자

표 5. 한미약품 R&D 파이프라인

	전임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상	등록
당뇨/비만 /비알콜성지방간염 (NASH)	LAPS Glucagon Combo HM14320 비만/당뇨/NASH	LAPS Glucagon Analog HM15136 비만	LAPS Triple Agonist HM15211 NASH	LAPS Exd4 Analog 에페글레나타이드 당뇨	
	LAPS Insulin Combo HM14220 당뇨	LAPS Insulin HM12460A/HM12470 당뇨	LAPS GLP/GCG HM12525A NASH		
	LAP Insulin148 HM12480 당뇨				
항암제	EZH1/2 저해제 고형암, 혈액암	Pan-RAF 저해제 벨바라페닙 고형암(GENENTECH)	Pan-HER 억제제 포지오티닙 유방암, 폐암, 고형암 (SPECTRUM)	오락솔(Oraxol) TM 파크리탁셀+엔서퀴다 유방암, 고형암(Athenex)	LAPS GCSF Analog 에플라페그라스팀 호중구감소증(SPECTRUM)
	LSD1 저해제 소세포폐암, 급성골수성백 혈병	PD-1/HER2 BsAb IBI315/BH2950 고형암(INNOCENT)	오라테칸(Oratecan) TM 이리노테칸+엔서퀴다 고형암(Athenex)		
	ADOR 길항제 고형암	FLX475(CCR4저해제) 고형암, 혈액암(RAPT)	오라독셀(Oradoxel) TM 도세탁셀+엔서퀴다 고형암(Athenex)		
	GBM 세포치료제 HM21001 교모세포종				
	면역항암 이중항체 고형암, 혈액암(Phanes)				
	PD-L1/CD47 BsAb 고형암, 혈액암				
희귀질환 및 기타	LAPS ASB HM15450 뮤코다당체 침착증	LAPS Glucagon Analog HM15136 선천성 고인슐린증	LAPS hGH 에페소마트로핀 성장호르몬 결핍증		
		LAPS GLP-2 Analog HM15912 단장증후군	루미네이트(Luminate) [®] Integrin 저해제 당뇨망막병증(Allegro)		
		FLT3 항암제 HM43239 급성골수성백혈병	BTK 면역치료제 HM71224 자가면역질환		
		오락솔(Oraxol) TM 파크리탁셀+엔서퀴다 혈관육종, 연조직육종(Athenex)			
		루미네이트(Luminate) [®] Integrin 저해제 망막색소변성증(Allegro)			

자료: 한미약품, 하나금융투자

한미약품 파이프라인 가치

LAPS-GLP1/GCG

LAPS-GLP1/GCG의 rNPV

LAPS-GLP1/GCG의 rNPV는 아래와 같은 가정하에 산정되었다.

- 글로벌 NASH 치료제 시장은 현재 개발되고 있는 파이프라인의 출시시점에 맞춰서 2020년 시장이 비로소 열릴 것으로 가정하였다 (출처: EvaluatePharma). 2020년 2,700만 달러에 불과한 시장은 2024년 약 17억 달러 규모로 확대될 것으로 예상된다.
- LAPS-GLP1/GCG는 2020년 임상 2상에 진입할 수 있을 것으로 가정하였다. 개발 단계를 고려할 때 2025년경 출시 가능할 것으로 예상하였다.
- 마일스톤 수취에 대해서는 알려진 바가 없기에 각각의 단계별로 균등배분하여 산정하였다.
- 출시 이후 LAPS-GLP1/GCG의 시장 점유율에 의한 매출은 GLP1 계열로 최초로 비만 치료제로 허가받은 삭센다(Saxenda)의 매출증가를 참고하여 추정하였다.
- 성공확률은 대사질환 임상 2상의 LOA(Likelihood of approval)인 23.8%를 적용하였다 (출처 Nature Drug Discovery, 2014).
- 로열티는 일반적인 계약의 특성 상 약 13%로 가정하였다.
- Terminal Value는 지속성장률 -5%로 가정하여 산정되었다.

표 6. LAPS-GLP1/GCG의 rNPV

		20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32
NASH 치료제 시장 (백만달러)			27	119	590	1,654	3,308	5,293	7,410	9,633	11,367	12,845	14,129	15,259
YoY(%)				341%	396%	180%	100%	60%	40%	30%	18%	13%	10%	8%
LAPS-GLP1/GCG 개발 단계			2상 개시	2상 완료 /3상 개시	3상 완료	BLA 제출	승인 /시판							
LAPS-GLP1/GCG의 시장 점유율							1.0%	2.5%	3.0%	5.0%	6.0%	10.0%	10.0%	10.0%
LAPS-GLP1/GCG의 예상매출액				0	0	0	33	132	222	482	682	1,284	1,413	1,526
계약금 및 마일스톤 수익	8.7억 달러 규모 계약	10		160		200	200	100		100		100		
로열티	13%로 가정						6.6	26.5	44.5	96.3	136.4	256.9	282.6	305.2
원화환산수익(십억원)	1,200원 가정	12.0	0.0	192.0	0.0	240.0	247.9	151.8	53.4	235.6	163.7	428.3	339.1	366.2
세후이익(십억원)	법인세율 20% 가정	9.6	0.0	153.6	0.0	192.0	198.4	121.4	42.7	188.5	130.9	342.6	271.3	293.0
할인율	10%		1.0	0.91	0.83	0.75	0.68	0.62	0.56	0.51	0.47	0.42	0.39	0.35
현재 가치 환산(십억원)				140.9	0.0	178.7	185.9	114.4	40.4	179.5	125.3	329.0	261.5	283.4
NPV		2,489												
Terminal Value	-5%	650												
적정가치(성공확률 14.5%)	23.8%	592												

자료: 하나금융투자

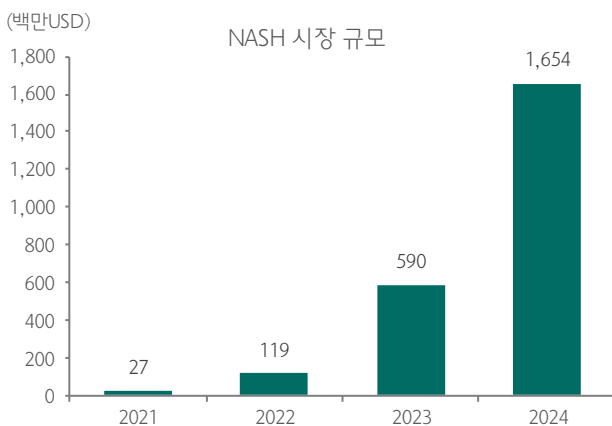
LAPS-Triple agonist

LAPS-Triple agonist의 rNPV

LAPS-Triple agonist의 rNPV는 아래와 같은 가정하에 산정되었다.

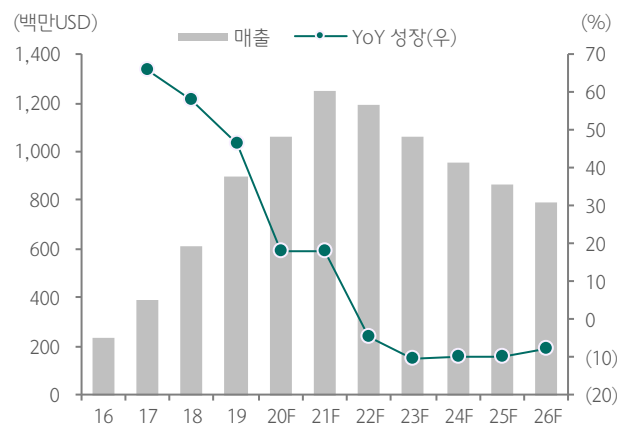
- 글로벌 NASH 치료제 시장은 현재 개발되고 있는 파이프라인의 출시시점에 맞춰서 2020년 시장이 비로소 열릴 것으로 가정하였다 (출처: EvaluatePharma). 2020년 3,700만 달러에 불과한 시장은 2024년 약 37억 달러 규모로 확대될 것으로 예상된다.
- LAPS-Triple agonist는 현재 임상 1b/2a상이 완료, 연내 임상 2b상에 진입할 수 있을 것으로 예상된다. 개발 단계를 고려할 때 2024년경 출시 가능할 것으로 예상하였다.
- 전체 기술이전 규모는 올해 7월 Fc를 이용 지속형 물질로 GLP-1/FGF21 이중 길항제인 유한양행의 YH25724가 GLP-Tox 단계에서 베링거인겔하임사로 8억 7,000만 달러로 기술이전 된 점을 감안, 임상 1상 완료 이후 LAPS-Triple agonist가 기술이전 된다면 이보다 더 큰 규모로 기술이전 될 가능성이 높다고 판단, 기술이전 규모는 약 10억 달러로 산정하였다. 이중 계약금은 10% 수준인 1억 달러로 가정하였다.
- 마일스톤 수취에 대해서는 알려진 바가 없기에 각각의 단계별로 균등배분하여 산정하였다.
- 출시 이후 LAPS-Triple agonist의 시장 점유율에 의한 매출은 GLP1 계열로 최초로 비만치료제로 허가받은 삭센다(Saxenda)의 매출증가를 참고하여 추정하였다.
- 성공확률은 대사질환 임상 1상의 LOA(Likelihood of approval)인 14.5%를 적용하였다 (출처 Nature Drug Discovery, 2014).
- 한미약품의 귀속가치는 90%를 적용하였다. (한미약품과 한미사이언스의 수익배분은 과거 분할이전 소요된 R&D 비용에 비례하여 배분하기 때문에 LAPS-Triple agonist과 같이 개발기간이 비교적 짧은 제품들의 경우 한미약품의 귀속가치가 개발기간이 긴 에페글레타이드나 HM71224에 비해 높다고 가정하였다)
- 로열티는 일반적인 계약의 특성 상 약 13%로 가정하였다.
- Terminal Value는 지속성장률 -5%로 가정하여 산정되었다.

그림 3. NASH 시장규모



자료: EvaluatePharma, 하나금융투자

그림 4. 삭센다(Saxenda) 매출 추이 및 전망



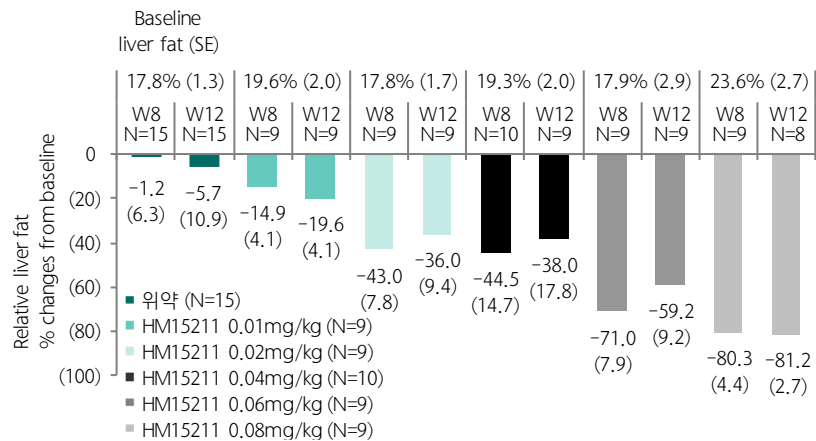
자료: GlobalData, 하나금융투자

표 7. LAPS-Triple agonist의 rNPV

		17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32
NASH 치료제 시장(백만달러)					37	211	716	1,745	3,665	6,596	9,895	12,863	15,436	17,751	19,526	21,088	22,564
YoY(%)					465%	239%	144%	110%	80%	50%	30%	20%	15%	10%	8%	7%	
LAPS-Triple agonist 개발 단계					1상 완료 /2상 개시	2상 완료 /3상 개시	3상 완료	BLA 제출	승인 /시판								
LAPS-Triple agonist의 시장 점유율									1.0%	2.5%	3.0%	5.0%	6.0%	8.0%	10.0%	10.0%	10.0%
LAPS-Triple agonist의 예상매출액						0	0	37	165	297	643	926	1,420	1,953	2,109	2,256	
계약금 및 마일스톤 수익	10억 달러 규모 계약					100		200		200	200	100		100		100	
로열티	13%로 가정								33.0	59.4	128.6	185.2	284.0	390.5	421.8	451.3	
원화환산수익 (십억원)	1,200원 가정				0.0	0.0	120.0	0.0	240.0	39.6	311.2	394.4	342.3	340.8	588.6	506.1	661.5
세후이익 (십억원)	법인세율 20% 가정				0.0	0.0	96.0	0.0	192.0	31.7	249.0	315.5	273.8	272.7	470.9	404.9	529.2
할인율	10%				1.00	0.91	0.83	0.75	0.68	0.62	0.56	0.51	0.47	0.42	0.39	0.35	
현재 가치 환산(십억원)					0.0	0.0	88.0	0.0	178.7	29.7	234.7	299.0	260.7	260.8	452.2	390.3	511.8
NPV		3,881															
Terminal Value	-5%	1,175															
적정가치 (성공확률 14.5%)	14.5%	563															
한미약품의 귀속가치	90%	506.4															

자료: 하나금융투자

그림 5. LAPS-Triple agonist 임상 2a상 결과



자료: 한미약품, 하나금융투자

LAPS-Glucagon analog

LAPS-Glucagon analog의 rNPV

LAPS-Glucagon analog의 rNPV는 아래와 같은 가정하에 산정되었다.

- LAPS-Glucagon analog는 현재 임상 1상이 진행 중으로 연내 임상 1상을 종료할 것으로 예상된다. 개발 단계를 고려할 때 2025년경 출시 가능할 것으로 예상하였다.
- 전체 기술이전 규모는 올해 7월 Fc를 이용 지속형 물질로 GLP-1/FGF21 이중 길항제인 유한양행의 YH25724가 GLP-Tox 단계에서 베링거인겔하임사로 8억 7,000만 달러로 기술이전 된 점을 감안, 임상 1상 완료 이후 LAPS-Glucagon analog가 기술이전 된다면 이와 비슷한 규모로 기술이전 될 가능성이 높다고 판단, 기술이전 규모는 보수적으로 약 5억 달러로 산정하였다. 이중 계약금은 10% 수준인 5,000만 달러로 가정하였다.
- 마일스톤 수취에 대해서는 알려진 바가 없기에 각각의 단계별로 균등배분하여 산정하였다.
- 출시 이후 LAPS-Glucagon analogs의 시장 점유율에 의한 매출은 GLP1 계열로 최초로 비만치료제로 허가받은 삭센다(Saxenda)의 매출증가를 참고하여 추정하였다.
- 성공확률은 대사질환 임상 1상의 LOA(Likelihood of approval)인 14.5%를 적용하였다 (출처 Nature Drug Discovery, 2014).
- 한미약품의 귀속가치는 90%를 적용하였다. (한미약품과 한미사이언스의 수익배분은 과거 분할이전 소요된 R&D 비용에 비례하여 배분하기 때문에 LAPS-Glucagon analog과 같이 개발기간이 비교적 짧은 제품들의 경우 한미약품의 귀속가치가 개발기간이 긴 에페글레나타이드나 HM71224에 비해 높다고 가정하였다)
- 로열티는 일반적인 계약의 특성 상 약 13%로 가정하였다.
- Terminal Value는 지속성장률 -5%로 가정하여 산정되었다.

표 8. LAPS-Glucagon analog의 rNPV

	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32
LAPS-Glucagon 예상매출액(백만달러)									68.4	234.3	389.3	613.3	836.2	1012.7	1163.7	1310.4
YoY(%)										242%	66%	58%	36%	21%	15%	13%
LAPS-Glucagon 개발 단계				1b상 완료	2상 개시	2상 완료 /3상 개시	3상 완료	BLA 제출	승인 /시판							
계약금 및 마일스톤 수익	5억 달러	규모	계약			50	50	50	50	100		100		100		
로열티	13%로	가정							8.9	30.5	50.6	79.7	108.7	131.7	151.3	170.4
원화환산수익(십억원)	1,200원	가정				60.0	60.0	60.0	70.7	156.6	60.7	215.7	130.4	278.0	181.5	204.4
세후이익(십억원)	법인세율	20%	가정			48.0	48.0	48.0	56.5	125.2	48.6	172.5	104.4	222.4	145.2	163.5
할인율	10%				1.00	0.91	0.83	0.75	0.68	0.62	0.56	0.51	0.47	0.42	0.39	0.35
현재 가치 환산(십억원)						44.0	44.4	44.7	53.0	118.0	46.0	164.3	99.8	213.6	140.0	158.2
NPV	1,489															
Terminal Value	-5%	363														
적정가치 (성공확률 14.5%)	14.5%	216														
한미약품의 수익배분 비율	90%	194														

자료: 하나금융투자

롤론티스

롤론티스의 rNPV

롤론티스의 rNPV는 아래와 같은 가정하에 산정되었다.

- 뉴라스타의 바이오시밀러는 2018년 6월과 11월 각각 마일란과 코헤루스사의 제품이 미 FDA의 승인을 획득하였다.
- 이로 인해 롤론티스의 피크 점유율은 12% 정도 밖에 되지 못할 것으로 가정하였다.
- 코로나19 바이러스 확산세로 10월 24일이었던 PDUFA date는 연기되었으나, 2021년 상반기 미 FDA의 실사 이후 승인받을 것으로 가정하였다.
- 성공확률은 바이오의약품 BLA 제출 이후의 LOA인 82.8%를 적용하였다.(출처 Nature Drug Discovery, 2014)
- 로열티는 동사에서 언급한 두 자릿수라는 점에 근거하여 계산하였다
- 스펙트럼사로 공급되는 공급가는 매출액의 20% 수준으로 가정. 일반적인 바이오의약품의 제조수익률은 약 70% 수준이나, LAPS의 경우 생산방식이 다소 복잡하기 때문에 60%로 가정. 전체 제조수익률은 12%로 가정하였다.
- 한미약품의 귀속가치는 HM71224의 2015년도 계약금 수취 당시 한미사이언스와의 수익배분율인 70%를 적용하였다.
- 마일스톤 수취에 대해서는 알려진 바는 없으나, 롤론티스가 시판허가를 획득하게 되면 약 116억원의 마일스톤을 수령받을 수 있다. 전체 마일스톤 규모는 약 1억 달러로 가정하였다.
- Terminal Value는 지속성장률 -5%로 가정하여 산정되었다.

표 9. 롤론티스의 rNPV

	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	...	31	32
Neulasta 시장(백만달러)	4,392	4,596	4,715	4,856	5,002	5,152	5,307	5,519	5,740	5,969	6,268	6,581		9,802	10,391
GCSF 시장 성장률		4.6%	2.6%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	4.0%	4.0%	4.0%	5.0%	5.0%		6.0%	6.0%
롤론티스 개발단계					3상 개시	3상 종료		NDA 제출	승인 /시판						
롤론티스의 시장 점유율									1.0%	2.0%	4.0%	7.0%		8.0%	7.0%
롤론티스의 예상매출액									57	119	251	461		784	727
계약금 및 마일스톤									10		30				
로열티 13%로 가정									7.5	15.5	32.6	59.9		101.9	94.6
제조수익 12%로 가정									6.9	14.3	30.1	55.3		94.1	87.3
원화환산수익(십억원) 1,200원 가정									29.2	35.8	111.2	138.2		235.3	218.2
세후이익(십억원) 법인세율 20% 가정									23.4	28.7	89.0	110.6		188.2	174.6
할인율 10%									1.0	0.91	0.83	0.75		0.39	0.35
현재 가치 환산(십억원)									23.4	26.0	73.5	83.1		72.6	61.2
NPV	1,408														
Terminal Value -5%	387														
적정가치 (성공확률 82.8%)	1,166														
한미약품의 귀속가치 70%	816.3														

자료: 하나금융투자

포지오티닙

포지오티닙의 rNPV

포지오티닙의 rNPV는 아래와 같은 가정하에 산정되었다.

- 2017년 미국에서 폐암 신규환자 수는 222,500명으로 매년 약 3%씩 증가한다고 가정하였다.
- 폐암 환자 중 비소세포폐암 환자의 비율은 85%, 이중 EGFR 유전자 변이 환자 비율은 20%로 알려져 있다.
- 포지오티닙은 비소세포폐암의 EGFR 유전자 변이 환자 중 Exon 20 유전자 변이를 보유한 환자에게서 우월한 약효를 보였는데, 전 세계 EGFR 변이 비소세포폐암 환자 중 10% 가량에게서 이러한 변이가 나타났으므로
- 포지오티닙 적용 대상 환자수는 폐암 신규환자 X 비소세포폐암환자 비율(85%) X EGFR 유전자 변이 환자 비율(20%) X Exon 20 유전자 변이 환자 비율(10%)로 계산되었다.
- 최근 허가를 받은 EGFR TKI 기전을 가진 타그리소(Tagrisso)의 연간 약가가 약 150,000달러인 점을 고려
- 포지오티닙 대상 환자 수가 더 적음을 감안 약 200,000달러로 가정하였다.
- 2023년 임상 3상이 종료되고, 2025년경 시판가능할 것으로 가정하였다.
- 성공확률은 항암제 임상 2상의 LOA인 19.1%를 적용하였다.(출처 Nature Drug Discovery, 2014)
- 스펙트럼사는 바이오벤처사로 개발 중 마일스톤 수취 규모는 약 1억 달러로 매우 적을 것으로 가정하였다.
- 마일스톤이 적은 대신 로열티를 20%로 가정하였다.
- 한미약품의 귀속가치는 2015년도 계약금 수취 당시 한미사이언스 수익배분율인 70%를 적용하였다.
- Terminal Value는 지속성장률 -5%로 가정하여 산정되었다.

표 10. 포지오티닙 rNPV

	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32
폐암 치료제																
폐암 신규환자 수	222,500	229,175	236,050	243,132	250,426	257,938	265,677	273,647	281,856	290,312	299,021	307,992	317,232	326,749	336,551	346,648
신규환자 발생률	3%로 가정	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
NSCLC 중 exon20 변이 환자	3,783	3,896	4,013	4,133	4,257	4,385	4,517	4,652	4,792	4,935	5,083	5,236	5,393	5,555	5,721	5,893
포지오티닙 개발단계	2상 개시				3상 개시		3상 완료	NDA 신청	승인 /시판							
포지오티닙 시장 점유율									10%	20%	30%	40%	50%	70%	80%	60%
포지오티닙 예상매출액(백만달러)				0	0	0	0	0	96	197	305	419	539	778	915	707
계약금 및 마일스톤 수익(백만달러)	1억 달러 규모 마일스톤							10	50		20		20			
로열티	20%로 가정								19.2	39.5	61.0	83.8	107.9	155.5	183.1	141.4
원화환산수익(십억원)	1,200원 가정								83.0	47.4	97.2	100.5	153.4	186.6	219.7	169.7
세후이익(십억원)	법인세율 20% 가정								66.4	37.9	77.8	80.4	122.7	149.3	175.8	135.8
할인율	10%				1.00	0.91	0.83	0.75	0.68	0.62	0.56	0.51	0.47	0.42	0.39	0.35
현재 가치 환산(십억원)				0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	45.4	23.5	43.9	41.3	57.3	63.3	67.8	47.6
NPV		691														
Terminal Value	-5%	301														
적정가치	19.1%	132														
한미약품의 귀속가치	70%	92.4														

자료: 하나금융투자

그림 5. 포지오티닙 임상 2상 디자인



주: DCR(Disease Control Rate): 질병통제비율, DoR(Duration of Response): 반응지속기간

자료: Spectrum Therapeutics, 하나금융투자

오락솔

오락솔의 rNPV

오락솔의 rNPV는 아래와 같은 가정하에 산정되었다.

- 2017년 파클리탁셀이 약 58억 달러의 매출을 기록 연평균 3.15%씩 성장할 것으로 추정되었다.
- 2020년 3분기 미 FDA에 NDA를 제출한 상태로 2021년 2월 28일이 PDUFA date로, 2021년경 출시할 수 있을 것으로 가정하였다.
- 성공확률은 항암제가 신청서 제출 이후의 LOA인 81.7%를 적용하였다.(출처 Nature Drug Discovery, 2014)
- 스펙트럼사는 바이오벤처사로 개발 중 마일스톤 수취 규모는 약 1억 달러로 매우 적을 것으로 가정하였다.
- 마일스톤이 적은 대신 로열티를 20%로 가정하였다.
- 한미약품의 귀속가치는 HM71224의 2015년도 계약금 수취 당시 한미사이언스와의 수익배분률인 70%를 적용하였다.
- Terminal Value는 지속성장률 -5%로 가정하여 산정되었다.

표 11. 오락솔의 rNPV

		17	18	19	20	21	22	23	24	...	31	32
파클리탁셀 시장(백만달러)		5,850	6,034	6,225	6,421	6,623	6,832	7,047	7,269		8,489	8,757
파클리탁셀 시장 성장률			3.15%	3.15%	3.15%	3.15%	3.15%	3.15%	3.15%		3.15%	3.15%
오락솔 개발 단계			3상 개시	3상 종료	NDA 제출	승인 시판						
오락솔의 시장 점유율						1.0%	2.0%	3.0%	5.0%		10.0%	10.0%
오락솔의 예상매출액							137	211	363		849	876
계약금 및 마일스톤 수익	1억 달러 규모 계약					10	50		20			
로열티	20%로 가정						27.3	42.3	72.7		169.8	175.1
원화환산수익(십억원)	1,200원 가정				0.0	12.0	92.8	50.7	111.2		203.7	210.2
세후이익(십억원)	법인세율 20% 가정				0.0	9.6	74.2	40.6	89.0		163.0	168.1
할인율	10%					1.00	0.91	0.83	0.75		0.39	0.35
현재 가치 환산(십억원)							68.1	37.5	82.8		157.1	162.6
NPV		1,646										
Terminal Value	-5%	373										
적정가치 (성공확률 81.7%)	81.7%	1,345										
한미약품의 귀속가치	70%	941.5										

자료: 하나금융투자

벨바라페닙

벨바라페닙의 rNPV

벨바라페닙의 rNPV는 아래와 같은 가정하에 산정되었다.

- BRAF 저해제 흑색종 시장은 현재 BRAF 또는 MEK을 타겟으로 승인받은 켈보라프, 타핀라, 멘키스트, 코텔릭, 그리고 그들의 병용제제의 매출액을 기반으로 산정하였다.
- 매출액 증가추이는 흑색종 환자의 연평균 증가율인 3%를 적용하였다.
- 전체 흑색종 환자의 60%가 BRAF 돌연변이를 가지고 있으며, 이들 치료제의 연간치료비가 평균 \$200,000달러인 점을 고려해서 최대 시장규모는 신규환자수 X 연간치료비의 합으로 계산하였다.
- 성공확률은 항암제 임상 2상의 LOA인 19.1%를 적용하였다.(출처 Nature Drug Discovery, 2014)
- 로열티는 동사에서 언급한 두 자릿수라는 점에 근거하여 계산하였다
- 한미약품의 귀속가치는 90%를 적용하였다. (한미약품과 한미사이언스의 수익배분은 과거 분할이전 소요된 R&D 비용에 비례하여 배분하기 때문에 벨바라페닙과 같이 개발기간이 비교적 짧은 제품들의 경우 한미약품의 귀속가치가 개발기간이 긴 에페글레나타이드나 HM71224에 비해 높다고 가정하였다)
- 마일스톤 수취에 대해서는 알려진 바가 없기에 각각의 단계별로 균등배분하여 산정하였다.
- Terminal Value는 지속성장률 -5%로 가정하여 산정되었다.

표 12. 벨바라페닙의 rNPV

		13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	...	31	32
Melanoma 신규환자 수		70,000	72,100	74,263	76,491	78,786	81,149	83,584	86,091	88,674	91,334	94,074	96,896		119,170	122,745
신규환자 발생률	3%로가정	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%		3.0%	3.0%
B-Raf 변이 환자	60%	42,000	43,260	44,558	45,895	47,271	48,690	50,150	51,655	53,204	54,800	56,444	58,138		71,502	73,647
B-Raf inhibitor 시장규모(백만달러)		8,400	8,652	8,912	9,179	9,454	9,738	10,030	10,331	10,641	10,960	11,289	11,628		13,480	14,300
B-Raf inhibitor melanoma		423	664	678	692	1,038	1,453	1,961	2,550	3,263	4,079	5,018	6,021		9,853	10,656
시장 성장률(%)	6.6%로가정		57.0%	2.1%	50.0%	40.0%	35.0%	30.0%	28.0%	25.0%	23.0%	20.0%	15.0%		3.0%	2.0%
시장점유율		5%	8%	8%	8%	11%	15%	20%	25%	31%	37%	44%	52%		75%	75%
이벤트					Encorafenib /Brimetinib승인											
벨바라페닙 개발단계										2상개시		2상종료	3상개시			
벨바라페닙 시장점유율															25.0%	20.0%
벨바라페닙 예상매출액 (백만달러)															2,463	2,664
계약금 및 마일스톤 수익(백만달러)	830				80	5	5		1.4	75		83	83			
로열티	13%로가정														346.3	285.4
원회환산수익(십억원)	1,200원가정				88.0	5.5	5.5	0.0	1.5	82.5	0.0	91.3	91.3		381.0	313.9
세후이익(십억원)	법인세율24.2%가정				70.4	4.4	4.4	0.0	1.2	66.0	0.0	73.0	73.0		304.8	251.1
할인율	10%									1.00	0.91	0.83	0.75		0.39	0.35
현재 가치 환산(십억원)					70.4	4.4	0.0	0.0	0.0	66.0	0.0	60.4	54.9		117.5	88.0
NPV		1,447														
Terminal Value	-5%	557														
적정가치	19.1%	276														
한미약품의 귀속가치	90%	248.8														

자료: 하나금융투자

HM43239(FLT3 저해제)

HM43239의 rNPV

HM43239의 rNPV는 아래와 같은 가정하에 산정되었다.

- AML 시장은 2017년 기준 4억 6,300만 달러 시장규모에서 Global Data사의 추정에 따라 2026년까지 연평균 14%로 성장한다고 가정하였다.
- 출시 시점은 현재 임상단계를 고려, 2025년으로 가정하였다.
- 기술이전 규모는 3억 달러로 추정하였고, 계약금은 10% 수준인 3백만 달러로 가정하였다.
- 마일스톤 수취에 대해서는 알려진 바가 없기에 각각의 단계별로 균등배분하여 산정하였다.
- 성공확률은 항암제의 임상 1상의 LOA(Likelihood of approval)인 13.2%를 적용하였다 (출처 Nature Drug Discovery, 2014).
- 로열티는 일반적인 계약의 특성 상 약 13%로 가정하였다.
- 한미약품의 귀속가치는 90%를 적용하였다. (한미약품과 한미사이언스의 수익배분은 과거 분할이전 소요된 R&D 비용에 비례하여 배분하기 때문에 HM43239과 같이 개발기간이 비교적 짧은 제품들의 경우 한미약품의 귀속가치가 개발기간이 긴 에페글레타이드나 HM71224에 비해 높다고 가정하였다)
- Terminal Value는 지속성장률 -5%로 가정하여 산정되었다.

표 13. HM43239의 rNPV

	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32
AML 시장규모(백만 달러)	462.8	527.6	601.5	685.7	781.7	891.2	1015.9	1,158	1,320	1,505	1,686	1,854	2,040	2,203	2,379	2,522
(YoY)		14%	14%	14%	14%	14%	14%	14%	14%	14%	12%	10%	10%	8%	8%	6%
HM43239 개발단계			1상 완료	2상 개시	2상 완료	3상 개시	3상 완료	NDA 신청	승인 시판							
HM43239 시장점유율									2%	5%	10%	15%	18%	20%	20%	20%
HM43239 예상매출액(백만달러)									26.4	75.3	168.6	278.1	367.2	440.6	475.8	504.4
계약금 및 마일스톤 수익(백만달러)	3억 달러로 가정					30		50	100		40			40		40
로열티	13%로 가정								3.4	9.8	21.9	36.2	47.7	57.3	61.9	65.6
원화환산수익(십억원)	1,200원 가정		0.0	0.0	0.0	36.0	0.0	60.0	124.1	11.7	74.3	43.4	57.3	116.7	74.2	126.7
세후이익(십억원)	법인세율 20% 가정		0.0	0.0	0.0	28.8	0.0	48.0	99.3	9.4	59.4	34.7	45.8	93.4	59.4	101.3
할인율	10%				1.00	0.91	0.83	0.75	0.68	0.62	0.56	0.51	0.47	0.42	0.39	0.35
현재 가치 환산(십억원)				0.0	0.0	26.2	0.0	36.1	67.8	5.8	33.6	17.8	21.4	39.6	22.9	35.5
NPV		473														
Terminal Value	-5%	225														
적정가치	13.2%	62														
한미약품의 수익배분 비율	90%	56														

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	1,016.0	1,113.6	1,086.4	1,205.6	1,284.8
매출원가	475.0	481.2	510.6	536.8	542.2
매출총이익	541.0	632.4	575.8	668.8	742.6
판매비	457.3	528.6	544.6	551.5	582.0
영업이익	83.6	103.9	31.2	117.3	160.6
금융손익	(18.2)	(14.3)	(19.4)	(20.4)	(20.8)
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(15.0)	(6.3)	(3.8)	(9.2)	(11.2)
세전이익	50.4	83.3	8.1	87.7	128.6
법인세	16.2	19.4	1.9	21.0	30.6
계속사업이익	34.2	63.9	6.1	66.6	98.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	34.2	63.9	6.1	66.6	98.1
비배주주지분 손익	9.3	11.8	1.1	12.3	18.1
지배주주순이익	24.9	52.1	5.0	54.4	80.0
지배주주지분포괄이익	19.2	30.1	4.3	47.2	69.4
NOPAT	56.7	79.7	23.7	89.2	122.4
EBITDA	130.8	159.3	80.1	169.2	212.2
성장성(%)					
매출액증가율	10.84	9.61	(2.44)	10.97	6.57
NOPAT증가율	(41.12)	40.56	(70.26)	276.37	37.22
EBITDA증가율	10.29	21.79	(49.72)	111.24	25.41
영업이익증가율	1.70	24.28	(69.97)	275.96	36.91
(지배주주)순이익증가율	(58.77)	109.24	(90.40)	988.00	47.06
EPS증가율	(58.81)	109.32	(90.41)	988.15	47.13
수익성(%)					
매출총이익률	53.25	56.79	53.00	55.47	57.80
EBITDA이익률	12.87	14.30	7.37	14.03	16.52
영업이익률	8.23	9.33	2.87	9.73	12.50
계속사업이익률	3.37	5.74	0.56	5.52	7.64

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	564.1	662.2	670.7	682.0	762.0
금융자산	98.7	108.1	86.5	54.6	110.0
현금성자산	67.3	106.1	85.0	52.8	108.2
매출채권	176.9	184.6	165.9	147.8	139.5
재고자산	247.8	326.7	375.7	423.4	451.2
기타유동자산	40.7	42.8	42.6	56.2	61.3
비유동자산	1,127.1	1,251.5	1,321.2	1,363.1	1,370.8
투자자산	70.9	83.0	82.8	82.3	81.7
금융자산	70.9	83.0	82.8	82.3	81.7
유형자산	900.3	991.4	1,060.1	1,096.4	1,112.2
무형자산	60.7	66.2	78.7	85.5	78.1
기타비유동자산	95.2	110.9	99.6	98.9	98.8
자산총계	1,691.2	1,913.7	1,991.9	2,045.1	2,132.9
유동부채	435.0	471.8	465.3	450.5	441.2
금융부채	215.4	298.6	298.6	268.8	248.9
매입채무	44.5	37.5	36.6	40.6	43.3
기타유동부채	175.1	135.7	130.1	141.1	149.0
비유동부채	467.0	619.6	658.0	665.1	669.9
금융부채	416.3	552.9	592.9	592.9	592.9
기타비유동부채	50.7	66.7	65.1	72.2	77.0
부채총계	902.0	1,091.4	1,169.3	1,161.6	1,157.1
지배주주지분	703.3	723.8	723.0	771.6	845.9
자본금	28.5	29.0	29.0	29.0	29.0
자본잉여금	414.9	414.3	414.3	414.3	414.3
자본조정	(21.3)	(25.2)	(25.2)	(25.2)	(25.2)
기타포괄이익누계액	(6.6)	(18.2)	(18.2)	(18.2)	(18.2)
이익잉여금	287.8	323.8	323.0	371.6	445.8
비배주주지분	86.0	98.5	99.6	111.9	129.9
자본총계	789.3	822.3	822.6	883.5	975.8
순금융부채	533.0	743.5	805.0	807.1	731.8

투자지표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	2,102	4,400	422	4,592	6,756
BPS	61,179	63,242	63,177	67,282	73,550
CFPS	12,859	14,905	6,511	13,667	17,141
EBITDAPS	11,042	13,450	6,764	14,288	17,919
SPS	85,786	94,034	91,735	101,797	108,486
DPS	481	490	490	490	490
주가지표(배)					
PER	216.78	67.39	622.04	57.16	38.85
PBR	7.45	4.69	4.15	3.90	3.57
PCFR	35.44	19.89	40.32	19.21	15.31
EV/EBITDA	45.13	26.90	54.46	25.87	20.36
PSR	5.31	3.15	2.86	2.58	2.42
재무비율(%)					
ROE	3.52	7.30	0.69	7.28	9.89
ROA	1.49	2.89	0.26	2.69	3.83
ROIC	5.01	5.86	1.55	5.50	7.34
부채비율	114.28	132.74	142.15	131.48	118.58
순부채비율	67.53	90.42	97.86	91.36	75.00
이자보상배율(배)	4.30	4.16	1.13	4.00	5.71

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	26.0	12.4	15.4	93.9	138.2
당기순이익	34.2	63.9	6.1	66.6	98.1
조정	9	9	4	5	5
감가상각비	47.2	55.4	48.9	51.9	51.6
외환거래손익	(0.4)	1.2	0.7	1.6	1.8
지분법손익	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(38.4)	(47.6)	(45.6)	(48.5)	(48.4)
영업활동 자산부채변동	(97.9)	(137.0)	(35.3)	(20.2)	(9.2)
투자활동 현금흐름	(145.8)	(172.9)	(67.9)	(89.5)	(57.3)
투자자산감소(증가)	0.8	(12.2)	0.3	0.4	0.6
자본증가(감소)	(181.8)	(163.7)	(110.0)	(80.0)	(60.0)
기타	35.2	3.0	41.8	(9.9)	2.1
재무활동 현금흐름	140.4	198.6	34.2	(35.6)	(25.6)
금융부채증가(감소)	155.5	219.9	40.0	(29.8)	(19.9)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(6.1)	(15.6)	0.0	(0.0)	0.1
배당지급	(9.0)	(5.7)	(5.8)	(5.8)	(5.8)
현금의 증감	20.1	38.8	(21.2)	(32.1)	55.3
Unlevered CFO	152.3	176.5	77.1	161.9	203.0
Free Cash Flow	(156.3)	(153.7)	(94.6)	13.9	78.2

자료: 하나금융투자

2020년 11월 3일

녹십자(006280)

녹십자 3분기 사상 최대 실적 달성

3분기 대규모 실적 시현은 예상한 것과 같이

녹십자의 3분기 연결 기준 매출액은 4,196억원(YoY, 14.5%), 영업이익은 507억원(YoY, 37.1%, OPM, 12.1%)을 기록 6년만에 최대 실적달성에는 성공했으나, 영업이익은 컨센서스를 약간 하회했다. 이 같은 대규모 실적 달성이 가능했던 이유는 트윈데믹에 대한 우려로 독감백신 매출이 증가하였기 때문이다. 국내 독감백신 매출은 전년 대비 무려 48.6% 증가한 783억원을 기록했으며, 북반구에서의 수요 증가로 올해 하반기 약 320억원 규모의 수출이 가능할 것으로 추정되고 있다. 녹십자는 원래 4분기 백신 폐기 물량 발생으로 인해 주로 적자를 시현했다. 그러나 올해에는 독감백신 수요가 증가하면서 폐기 물량은 거의 발생하지 않을 전망이다. 여기에 4분기 독감백신 수출이 250억원 가량 발생이 예상됨에 따라 4분기 약 500억원 흑자를 기대해 본다.

CEPI와 CMO 계약 합의

녹십자는 10월 22일 CEPI(전염병예방혁신연합)와 최대 5억 도즈 분량의 코로나19 바이러스 백신 위탁생산 합의를 체결했다고 보도하였다. 2021년 3월부터 2022년 5월까지 CEPI의 코로나19 백신 생산 기지로 활용될 예정이다. 아직은 어느 기업의 백신을 위탁생산 하는 것인지, 그리고 생산 도즈도 결정된 것은 없어서 확실하게 매출 규모를 추정하기는 매우 어렵다. 하지만, 모더나, 화이자, 아스트라제네카 백신 중 적어도 1개는 개발에 성공하여 늦어도 내년 1분기 이후 대규모 접종이 가능하다고 판단, 매우 보수적으로 1억 도즈 생산, 단가 2달러(1달러=1,150원), GPM, 70%, OPM, 53%로 계산 시 EBITDA는 1,200억원으로 추정된다. 녹십자가 현재 영업가치에서 받고 있는 밸류에이션이 코스피 의약품 평균 EV/EBITDA에서 약 20% 할인받아 13.3배를 부여하고 있는데, 이러한 CMO의 가치는 아직은 지속여부를 판단하기 힘들기 때문에 13.3배의 절반수준인 7배를 부여하여 그 가치를 산정하였다.

2021년 녹십자의 R&D 모멘텀은 헨터라제와 IVIG

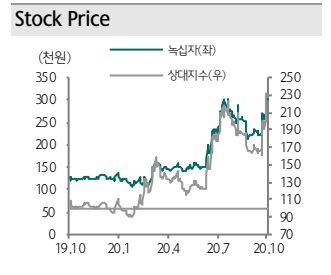
9월 9일 녹십자가 개발한 헨터중후군 치료제인 헨터라제가 중국 국가약품감독관리국(NMPA)으로부터 시판허가를 획득하였다. 중국에 초도물량은 2021년 초 발생할 것으로 예상되며, 녹십자는 시판 첫해 약 200억원 가량 매출을 기록할 수 있을 것으로 추정하고 있다. 10% IVIG의 BLA 신청서는 예정대로 4분기 내에 미 FDA에 제출할 것으로 예상, 2021년 최종 시판여부가 결정될 수 있을 것으로 기대된다. 이로 인해 2021년 녹십자의 R&D 모멘텀은 중국향 헨터라제 수출여부와 성장세, 그리고 10% IVIG의 미 FDA 허가라고 볼 수 있다. 만약 녹십자의 10% IVIG가 미 FDA의 승인을 획득하게 된다면 녹십자 입장에서는 기업가치의 퀀텀 점프를 기대해 볼 수 있다. 여기에 코로나19 바이러스 백신 CMO 계약을 체결한다면, 고마진 비즈니스로 안정적인 캐쉬카우 확보 가능, 과거와 비교할 수 없는 양호한 실적 달성 및 성장이 기대된다.

관심종목

BUY

TP(12M): 365,000원(상향) | CP(11월2일): 301,500원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSPI 지수(pt)	2,300.16		
52주최고/최저(원)	301,500/108,000	매출액(십억원)	1,478.6 / 1,580.2
시가총액(십억원)	3,523.5	영업이익(십억원)	82.8 / 90.7
시가총액비중(%)	0.22	순이익(십억원)	105.3 / 54.9
발행주식수(천주)	11,686.5	EPS(원)	8,868 / 4,618
60일 평균거래량(천주)	378,459.1	BPS(원)	99,651 / 103,258
60일 평균거래대금(십억원)	102.1		
20년 배당금(예상, 원)	1,000		
20년 배당수익률(예상, %)	0.43		
외국인 지분율(%)	18.67		
주요주주 지분율(%)			
녹십자홀딩스 외 11인	52.24		
국민연금공단	8.77		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	36.1 103.0 140.2		
상대	37.8 71.9 119.4		



Financial Data						
투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	1,334.9	1,369.7	1,470.8	1,587.4	1,722.5
영업이익	십억원	50.2	40.3	83.6	101.8	106.8
세전이익	십억원	50.2	(6.1)	161.0	76.6	84.5
순이익	십억원	34.4	(3.6)	119.9	56.6	61.5
EPS	원	2,946	(311)	10,258	4,842	5,263
증감율	%	(35.34)	적전	흑전	(52.80)	8.69
PER	배	46.16	(426.05)	29.39	62.27	57.29
PBR	배	1.45	1.43	2.97	2.85	2.74
EV/EBITDA	배	20.87	23.35	24.09	21.88	21.06
ROE	%	3.28	(0.35)	10.89	4.81	5.02
BPS	원	93,724	92,793	101,667	105,695	110,007
DPS	원	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000



Analyst 선민정
02-3771-7785
rssun@hanafn.com

RA 강승원
02-3771-3454
seungwonkang@hanafn.com

녹십자 목표주가 상향

목표주가 36.5만원 상향
투자의견 BUY 유지

녹십자에 대해 목표주가 365,000원으로 상향, 투자의견 BUY 유지한다. 목표주가 365,000원은 SOTP 방식으로 기존 녹십자의 영업가치, 보유 자회사의 가치, 그리고 녹십자 파이프라인인 중국에 서의 헨터라제와 캐나다와 오창 IVIG 생산에 의한 실적 등을 고려하여 산정하였으며 이번 CEPI와 의 CMO 계약 합의로 CMO 가치도 반영하였다.

EV/EBITDA는 코스피에 상장된 제약사들(삼성바이오로직스와 셀트리온 외 4개사 제외)의 평균인 16.6배를 20% 할인 적용하였다.

표 1. 목표주가 산정

(단위: 십억원)

		비고
영업가치	1,881.0	
EBITDA	141.8	
EV/EBITDA 배수	13.3	12MF KOSPI 의약품 평균 EV/EBITDA 20% 할인
상장 자회사 가치	527.3	
녹십자셀	124.3	
3개월 평균 시총	513.6	녹십자 지분율 24.2%
녹십자엠에스	140.3	
3개월 평균 시총	338.2	녹십자 지분율 41.5%
녹십자웰빙	56.0	
3개월 평균 시총	253.6	녹십자 지분율 22.1%
녹십자랩셀	206.7	
3개월 평균 시총	534.7	녹십자 지분율 38.7%
CMO 가치	845.3	
IVIG	845.3	
파이프라인 가치	1,181.1	
IVIG	365.2	
헨터라제	815.8	
자사주	67.6	3개월 평균 주가
순부채	231.0	
적정자본가치	4,271.3	
주식 수(1,000주)	11,687	
적정주가	365,485	

주: EV/EBITDA는 셀트리온, 삼성바이오로직스, 한올바이오파마, 부광약품, 한미약품, 대웅제약 제외
자료: 하나금융투자

표 2. 녹십자 3Q20 실적 리뷰 (연결 기준)

(단위: 십억원, %)

	3Q2P	3Q19	YoY	Consen	%Diff
매출액	419.6	369.7	13.5	427.6	(1.9)
영업이익	50.7	36.6	38.7	53.2	(4.8)
세전이익	78.9	31.1	(253.9)	75.0	5.2
당기순이익	62.1	23.3	(266.4)	61.5	1.0
OPM %	12.1	9.9		12.4	
NPM %	14.8	6.3		14.4	

자료: 하나금융투자

2021년 연간 실적 전망

2021년 녹십자의 연결 기준
 매출액 1조 5,874억원(YoY, 8%)
 영업이익 1,018억원(YoY, 22%)

2021년 녹십자의 매출액은 연결 기준으로 전년 대비 약 8% 가량 증가한 1조 5,874억원, 영업이익은 전년 대비 약 22% 증가한 1,018억원(OPM, 6.4%)으로 추정된다. 2021년에도 여전히 코로나 19 바이러스는 그 위세를 유지하고 있을 것으로 보이며, 그로 인해 3분기 트윈데믹에 대한 우려로 국내 독감백신 매출은 2020년과 비슷한 규모가 될 수 있을 것으로 추정한다. 하반기 북반구 독감백신 수출물량도 2021년보다 16% 정도 늘어난 370억원으로 추정된다. CEPI와의 CMO 생산량은 아직 구체적인 계약 체결 전으로 정확한 물량과 분기별 시기 등을 추정하기 불가능해 실적 추정에는 반영하지 않았다.

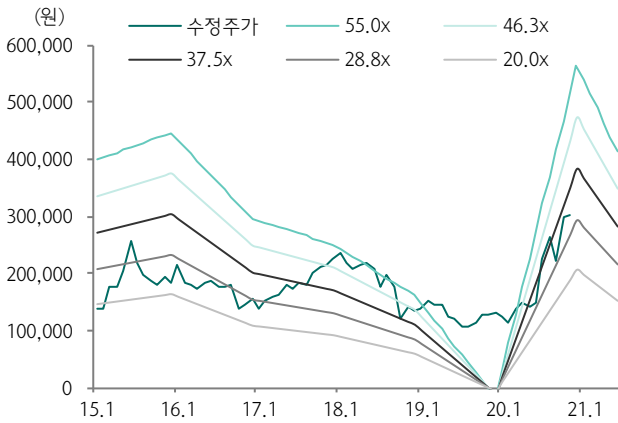
표 3. 녹십자 연간 실적 추정 (연결 기준)

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	19	20F	21F
매출액	307.8	360.0	419.6	383.4	333.3	385.3	455.0	413.8	1,369.7	1,470.8	1,587.4
YoY(%)	7.3%	0.1%	13.5%	8.4%	8.3%	7.0%	8.4%	7.9%	2.6%	7.4%	7.9%
국내	211.3	222.1	291.9	237.8	236.3	240.7	314.1	261.8	933.4	963.1	1,052.9
YoY(%)	5.5%	3.4%	6.2%	-2.4%	11.8%	8.4%	7.6%	10.1%	3.0%	3.2%	9.3%
혈액제제	76.8	74.9	76.8	77.9	80.8	79.6	81.5	84.5	314.2	306.4	326.3
백신제제	33.1	46.9	109.4	53.4	37.8	46.6	114.9	55.4	225.9	242.8	254.7
일반제제	61.6	56.9	65.9	59.2	66.0	59.4	69.2	63.3	275.5	243.6	257.9
OTC류	39.8	43.4	39.8	47.3	51.7	55.1	48.6	58.6	117.9	170.3	214.0
해외	43.1	71.1	52.1	82.4	36.6	75.9	56.3	84.4	212.9	248.7	253.1
YoY(%)	22.4%	-19.0%	26.2%	69.5%	-15.1%	6.7%	8.0%	2.4%	-9.4%	16.8%	1.8%
혈액제제	15.3	27.9	26.7	30.9	19.9	31.3	28.9	32.6	115.4	100.8	112.8
백신제제	25.5	38.1	17.6	43.3	14.0	38.8	18.0	43.2	74.4	124.5	114.0
일반제제	2.3	5.1	7.8	8.1	2.6	5.7	9.4	8.5	23.1	23.3	26.3
연결자회사	53.4	66.8	75.6	63.2	60.3	68.8	84.7	67.7	223.4	259.0	281.5
YoY(%)	3.8%	17.2%	41.1%	3.0%	13.0%	3.0%	12.0%	7.0%	15.5%	15.9%	8.7%
매출총이익	88.7	104.0	142.9	105.4	96.6	114.1	157.0	115.9	372.3	441.0	483.6
YoY(%)	21.1%	5.5%	21.7%	26.9%	9.0%	9.7%	9.9%	9.9%	7.7%	18.5%	9.6%
GPM(%)	28.8%	28.9%	34.1%	27.5%	29.0%	29.6%	34.5%	28.0%	27.2%	30.0%	30.5%
판매관리비	82.6	88.4	92.1	94.3	90.6	95.6	93.7	101.8	332.0	357.4	381.7
YoY(%)	14.9%	12.0%	13.9%	-6.1%	9.8%	8.1%	1.8%	7.9%	12.3%	7.6%	6.8%
경상연구개발비	28.0	30.4	31.5	33.0	31.7	34.7	33.2	33.1	126.7	122.9	132.7
YoY(%)	-4.3%	-7.0%	5.7%	-5.8%	12.9%	14.2%	5.5%	0.4%	3.9%	-3.0%	8.0%
기타판매관리비	54.5	58.0	60.6	61.3	59.0	60.9	60.5	68.7	205.3	234.5	249.1
YoY(%)	28.2%	25.4%	18.7%	-6.2%	8.2%	4.9%	-0.1%	12.0%	18.2%	14.2%	6.2%
영업이익	6.1	15.6	50.7	11.1	6.0	18.5	63.3	14.1	40.3	83.5	101.8
YoY(%)	344.3%	-20.6%	38.7%	TB	-2.0%	18.6%	24.8%	26.5%	-19.7%	107.4%	21.9%
OPM(%)	2.0%	4.3%	12.1%	2.9%	1.8%	4.8%	13.9%	3.4%	2.9%	5.7%	6.4%
당기순이익	(4.0)	13.9	63.4	49.1	1.0	8.5	48.7	(0.2)	(11.3)	122.3	58.0
YoY(%)	TR	TB	182.7%	TB	TB	-38.8%	-23.2%	TR	TR	TB	-52.6%
NPM(%)	-1.3%	3.9%	15.1%	12.8%	0.3%	2.2%	10.7%	0.0%	-0.8%	8.3%	3.7%

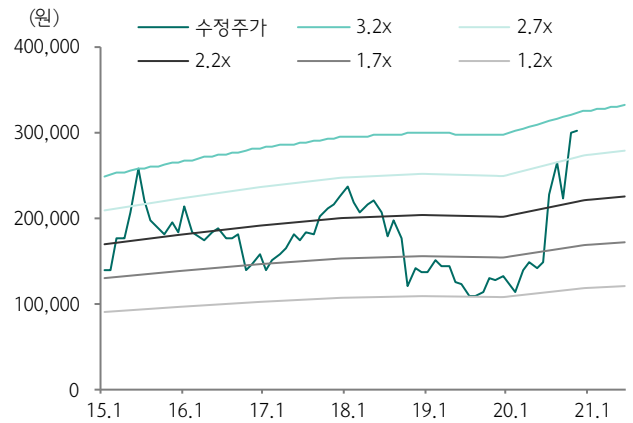
자료: 하나금융투자

그림 1. 녹십자 PER 밴드



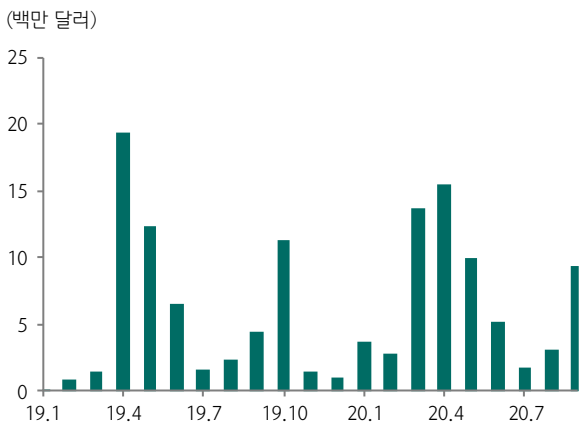
자료: 하나금융투자

그림 2. 녹십자 PBR 밴드



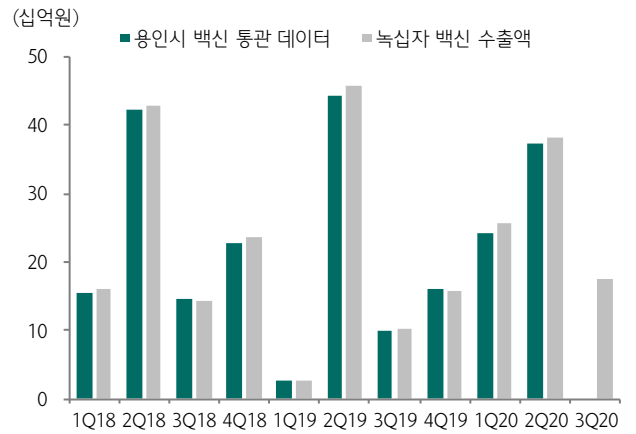
자료: 하나금융투자

그림 3. 용인시 백신 통관 데이터



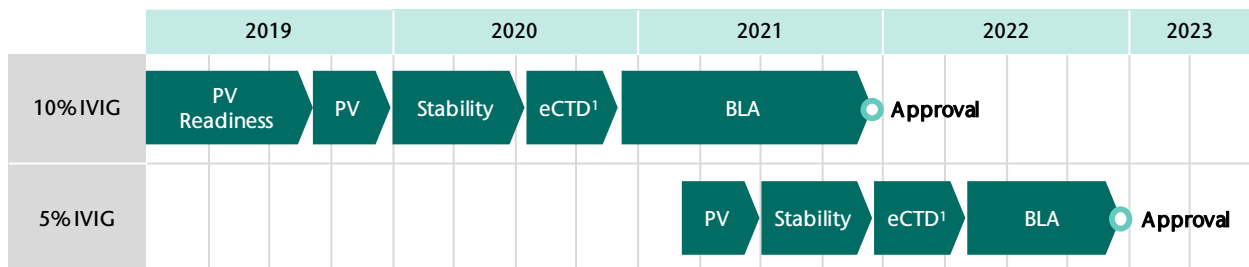
자료: 관세청, 하나금융투자

그림 4. 분기별 녹십자 백신 수출금액과 비교(상관계수 99%)



자료: 하나금융투자

그림 5. IVIG 복미 진출 Project Timeline



주석1: CTD(Common Technical Document)

자료: 녹십자, 하나금융투자

그림 6. 녹십자 주요 파이프라인

임상 1상	임상 2상	임상 3상	승인 신청	프로젝트
CRV-101 대상포진, 미국 임상 결과보고서 완료	GC3114A 4가 독감백신+HD, 한국	GC5107D IVIG SN 10%아동, 미국 3분기 첫 환자 투여	GC5101B IGIV 5%, 미국	GC5131A 고면역글로불린
	GC3111A Tdap, 한국 3분기 최종환자 투여	GC1109 탄저병, 한국 2분기 IND 제출	GC5107B IGIV 10%, 미국 4분기 BLA 제출	MG1133A 모노클론항체치료
	GC1102B 헤파빅-진(만성B형 간염) 한국 3분기 최종환자 퇴원	GC3107A BCG, 전세계 4분기 첫 환자 투여	GC5107D 수두 II, 한국 1분기 승인	MG3105A 이단위백신
	MG1113A 조직 인자 경로 억제제, 한국 4분기 IND 제출	GC1102 헤파빅-진(간 이식), 한국 진행중	GC1101D 그린진 F, 중국 4분기 규제 결정 중	
	GC1118A EGFR, 한국 2분기 최종 환자 투여		GC1111F 헌터라제, 중국 2분기 규제 결정 중	
			GC1123A 헌터라제 ICV, 일본 4분기 규제 결정 중	

- COVID-19 업데이트
- 혈장 단백질
- 의료용 재조합단백질
- 백신

자료: 녹십자, 하나금융투자

녹십자 파이프라인 가치

IVIG

IVIG의 rNPV

IVIG의 rNPV는 아래와 같은 가정하에 산정되었다.

- IVIG 생산 가능물량은 생산규모(혈장기준) X 혈장 중 혈장단백질(7%) X 혈장단백질 중 IVIG 비중(15%)으로 추정하였다.
- 미국에서의 IVIG 가격 73.2달러/g, 캐나다에서 51.8달러/g인데 캐나다 공장은 미국 승인 전까지는 캐나다에서만 판매하는 것으로 가정하였으며, 오창 A공장은 미국 승인 이후 미국으로만 수출되는 것으로 가정하였다.
- 오창A 공장은 2022년 하반기부터 상업용 생산가능, 1년차 가동률 10%로 시작해서 30% → 50% → 70% → 90%로 가동률이 증가하는 것으로 가정하였다.
- 캐나다 공장은 2020년부터 상업용 생산 가능, 1년차 가동률 10%로 시작해서 30% → 50% → 70% → 90%로 가동률이 증가하는 것으로 가정하였다.
- EBIT 마진율은 90% 플 가동시 최대 35%로 추정하였다.
- 캐나다에서의 임상 성공확률은 80%로 가정하였으나, 미국에서는 주요 제품이 10% IVIG로 현재 임상 3상 단계임을 고려 성공확률은 58.4%로 가정하였다.
- 캐나다 공장에서 녹십자 수익배분 비율은 25%로 가정하였다.
- Terminal Value는 지속성장률 -5%로 가정하여 산정하였다.

표 4. IVIG의 rNPV

	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32
오창 A공장														
가동률				20%	30%	50%	70%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
생산량(최대 생산량 7,350kg)	7,350	0	0	1,470	2,205	3,675	5,145	6,615	6,615	6,615	6,615	6,615	6,615	6,615
녹십자 제품 가격 할인율				70%	70%	80%	80%	80%	85%	85%	90%	100%	90%	100%
가격	73,200	0	0	51,240	51,240	58,560	58,560	58,560	62,220	62,220	65,880	73,200	65,880	73,200
매출액(\$M)		0.0	0.0	75.3	113.0	215.2	301.3	387.4	411.6	411.6	435.8	484.2	435.8	484.2
EBIT 마진율				10%	15%	18%	20%	23%	23%	25%	25%	30%	25%	30%
EBIT		0.0	0.0	7.5	16.9	38.7	60.3	89.1	94.7	102.9	108.9	145.3	108.9	145.3
원화환산수익(십억원)	1,200	0.0	0.0	9.0	20.3	46.5	72.3	106.9	113.6	123.5	130.7	174.3	130.7	174.3
세후이익(십억원)	24.2%	0.0	0.0	6.9	15.4	35.2	54.8	81.0	86.1	93.6	99.1	132.1	99.1	132.1
할인율	10%			1.00	0.91	0.83	0.75	0.68	0.62	0.56	0.51	0.47	0.42	0.39
현재 가치 환산		0.0	0.0	6.2	12.7	26.5	37.4	50.3	48.6	48.0	46.2	56.0	38.2	46.3
NPV	625													
Terminal Value	-5%	293												
임상성공률	58.4%													
조정된 NPV	365													

자료: 하나금융투자

헌터라제

헌터라제의 rNPV

헌터라제의 rNPV는 아래와 같은 가정하에 산정되었다.

- 중국에서 헌터증후군 치료제에 접근 가능한 환자 수는 약 1,200명으로 추정된다. 그러나 향후 중국의 GDP 증가와 더불어 접근 가능한 환자 수는 매년 증가할 것으로 가정하였다.
- 헌터라제는 경쟁약인 사이어사의 엘라프라제보다 먼저 중국에서 승인받을 수 있을 것으로 예상되는 바, 피크 점유율은 약 40%로 추정하였다.
- 헌터라제는 희귀의약품으로 매우 고가에 판매되는 의약품이다. 국내에서 연간치료비가 약 4억원 수준임을 감안 중국에서의 연간 치료비는 약 3억원 수준으로 가정하였다.
- 중국에서 헌터라제를 판매하는 캔브릿지사로 완제를 공급하고 공급가는 판매가의 70%로 가정하였다.
- 헌터라제는 녹십자가 자체 개발한 신약으로 GPM은 60%로 가정하였다.
- 헌터라제는 이미 국내 및 약 12개 국가에서 시판되고 있는 의약품으로 중국에서의 승인 성공확률은 80%로 가정하였다.
- Terminal Value는 지속성장률 -5%로 가정하여 산정하였다.

표 5. 헌터라제의 rNPV

(단위: 백만달러, 십억원)

	19	20	21	22	23	24	25	26	27	...	31	32
헌터증후군 환자 수(명)	1,200	1,212	1,248	1,311	1,403	1,515	1,666	1,866	2,109		4,018	4,821
적용 환자 증가율		1%	3%	5%	7%	8%	10%	12%	13%		20%	20%
시장 점유율		3%	5%	10%	15%	18%	20%	25%	30%		40%	40%
레이저티닙 개발단계		시판 허가										
헌터라제 예상매출액(십억원)		11	19	39	63	82	100	140	190		482	579
완제 공급비율	70%로 가정	7.6	13.1	27.5	44.2	57.3	70.0	98.0	132.9		337.5	405.0
GPM	60%로 가정	4.6	7.9	16.5	26.5	34.4	42.0	58.8	79.7		202.5	243.0
세후이익(십억원)	법인세율 20% 가정	3.7	6.3	13.2	21.2	27.5	33.6	47.0	63.8		162.0	194.4
할인율	10%	1.0	0.91	0.83	0.75	0.68	0.62	0.56	0.51		0.35	0.32
현재 가치 환산(십억원)		3.7	5.7	10.9	15.9	18.8	20.9	26.5	32.7		56.8	61.9
NPV		782										
Terminal Value	-5%	392										
적정가치	80.0%	626										

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	1,334.9	1,369.7	1,470.8	1,587.4	1,722.5
매출원가	989.0	997.4	1,029.8	1,103.9	1,214.3
매출총이익	345.9	372.3	441.0	483.5	508.2
판매비	295.7	332.1	357.4	381.7	401.3
영업이익	50.2	40.3	83.6	101.8	106.8
금융손익	16.8	(18.0)	22.1	(11.1)	(7.8)
중속/관계기업손익	(7.0)	(2.8)	(6.0)	(5.1)	(4.0)
기타영업외손익	(9.8)	(25.6)	61.3	(9.0)	(10.5)
세전이익	50.2	(6.1)	161.0	76.6	84.5
법인세	15.9	5.1	38.6	18.5	21.1
계속사업이익	34.2	(11.3)	122.3	58.0	63.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	34.2	(11.3)	122.3	58.0	63.4
비배주주지분 손익	(0.2)	(7.6)	2.4	1.5	1.9
지배주주순이익	34.4	(3.6)	119.9	56.6	61.5
지배주주지분포괄이익	30.8	(5.6)	46.4	22.0	24.1
NOPAT	34.2	74.0	63.6	77.2	80.1
EBITDA	90.3	86.9	129.8	141.8	146.0
성장성(%)					
매출액증가율	3.65	2.61	7.38	7.93	8.51
NOPAT증가율	(51.83)	116.37	(14.05)	21.38	3.76
EBITDA증가율	(28.90)	(3.77)	49.37	9.24	2.96
영업이익증가율	(44.41)	(19.72)	107.44	21.77	4.91
(지배주주)순이익증가율	(35.34)	적전	흑전	(52.79)	8.66
EPS증가율	(35.34)	적전	흑전	(52.80)	8.69
수익성(%)					
매출총이익률	25.91	27.18	29.98	30.46	29.50
EBITDA이익률	6.76	6.34	8.83	8.93	8.48
영업이익률	3.76	2.94	5.68	6.41	6.20
계속사업이익률	2.56	(0.82)	8.32	3.65	3.68

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	893.4	961.8	1,249.9	1,406.9	1,566.3
금융자산	106.9	141.6	365.0	465.2	556.0
현금성자산	96.6	98.5	321.9	422.1	512.9
매출채권	379.7	388.3	409.8	430.7	451.1
재고자산	386.9	406.6	441.0	463.1	491.7
기타유동자산	19.9	25.3	34.1	47.9	67.5
비유동자산	830.0	997.5	969.2	959.2	939.6
투자자산	127.7	121.5	124.6	130.6	135.2
금융자산	55.9	46.4	46.4	46.4	46.4
유형자산	559.7	641.7	630.8	636.1	622.3
무형자산	100.8	103.0	105.8	106.5	108.1
기타비유동자산	41.8	131.3	108.0	86.0	74.0
자산총계	1,723.4	1,959.3	2,219.0	2,366.1	2,505.9
유동부채	303.5	401.4	500.9	578.0	633.8
금융부채	66.6	141.3	221.8	277.4	308.1
매입채무	144.9	139.3	151.2	157.6	168.1
기타유동부채	92.0	120.8	127.9	143.0	157.6
비유동부채	293.7	373.8	428.9	451.3	484.0
금융부채	268.4	345.8	398.8	418.8	448.8
기타비유동부채	25.3	28.0	30.1	32.5	35.2
부채총계	597.2	775.2	929.8	1,029.3	1,117.8
지배주주지분	1,059.6	1,048.8	1,152.5	1,199.5	1,249.9
자본금	58.4	58.4	58.4	58.4	58.4
자본잉여금	327.2	336.0	336.0	336.0	336.0
자본조정	(35.7)	(35.7)	(35.7)	(35.7)	(35.7)
기타포괄이익누계액	7.9	10.5	5.8	7.7	8.0
이익잉여금	701.8	679.5	788.0	833.2	883.3
비배주주지분	66.6	135.3	136.8	137.3	138.2
자본총계	1,126.2	1,184.1	1,289.3	1,336.8	1,388.1
순금융부채	228.0	345.5	255.6	231.0	200.9

투자지표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	2,946	(311)	10,258	4,842	5,263
BPS	93,724	92,793	101,667	105,695	110,007
CFPS	9,260	8,472	9,562	10,549	11,117
EBITDAPS	7,725	7,438	11,105	12,136	12,490
SPS	114,224	117,204	125,853	135,835	147,390
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
주가지표(배)					
PER	46.16	(426.05)	29.39	62.27	57.29
PBR	1.45	1.43	2.97	2.85	2.74
PCFR	14.69	15.64	31.53	28.58	27.12
EV/EBITDA	20.87	23.35	24.09	21.88	21.06
PSR	1.19	1.13	2.40	2.22	2.05
재무비율(%)					
ROE	3.28	(0.35)	10.89	4.81	5.02
ROA	2.01	(0.20)	5.74	2.47	2.52
ROIC	2.80	5.50	4.42	5.29	5.40
부채비율	53.03	65.47	72.12	76.99	80.52
순부채비율	20.25	29.18	19.82	17.28	14.47
이자보상배율(배)	6.59	4.19	6.57	8.48	8.21

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2020F	2021F	2022F	
영업활동 현금흐름	14.4	40.3	19.5	62.6	57.8
당기순이익	34.2	(11.3)	122.3	58.0	63.4
조정	5	9	(6)	4	4
감가상각비	40.1	46.7	46.1	40.0	39.2
외환거래손익	(2.6)	1.7	(0.4)	(0.5)	(0.5)
지분법손익	7.0	2.8	0.0	0.0	0.0
기타	(39.5)	(42.2)	(51.7)	(35.5)	(34.7)
영업활동 자산부채변동	(74.3)	(36.3)	(43.6)	(32.9)	(40.8)
투자활동 현금흐름	(86.1)	(177.9)	16.6	(28.5)	(16.6)
투자자산감소(증가)	(24.6)	6.2	(4.0)	(7.0)	(5.6)
자본증가(감소)	(41.1)	(125.3)	(30.0)	(40.0)	(20.0)
기타	(20.4)	(58.8)	50.6	18.5	9.0
재무활동 현금흐름	(4.5)	140.8	122.1	64.2	49.3
금융부채증가(감소)	8.2	152.1	133.5	75.6	60.7
자본증가(감소)	2.8	8.8	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.2)	(7.7)	(0.0)	0.0	(0.0)
배당지급	(15.3)	(12.4)	(11.4)	(11.4)	(11.4)
현금의 증감	(74.3)	1.8	223.4	100.2	90.8
Unlevered CFO	108.2	99.0	111.7	123.3	129.9
Free Cash Flow	(27.0)	(87.2)	(10.5)	22.6	37.8

자료: 하나금융투자

2020년 11월 3일

씨젠(096530)

대규모 코로나19 진단키트 수출은 2021년에도 계속된다

진단키트 수출 데이터 3분기 사상 최대 규모

10월 15일 발표된 9월 관세청 진단키트 수출금액은 수리일 기준 2억 8,751만 달러로 8월 대비 59.1%나 급증, 고점이었던 4월 수출금액을 경신하였다. 씨젠의 소재지인 서울시 송파구 진단키트 9월 수출금액은 고점이었던 8월 대비 46.7% 증가하면서 3분기 실적은 2분기를 능가하는 사상 최대 실적 달성이 기대된다. 송파구의 3분기 관세청 수출금액은 2분기 대비 15% 증가한 수치로 씨젠의 3분기 매출액은 연결 기준으로 전년 대비 약 1,040% 증가한 3,575억원, 영업이익은 전년 대비 약 3,250% 증가한 2,292억원(OPM, 64.1%) 달성이 가능할 것으로 추정된다.

2021년에도 대규모 진단키트 수출 가능

코로나19 바이러스 백신이 개발되면 대규모 진단키트 수출은 어려워질 것으로 예상되고 있으나, 코로나19 바이러스의 무증상 감염과 빠른 전파력으로 인해 백신 개발 이후에도 코로나19 바이러스는 단기간 내에 종식되기는 어려울 것으로 많은 전문가들은 예상하고 있다. 오히려 가장 효과적으로 바이러스의 확산을 억제하기 위해서는 대규모 진단검사가 이루어져야 한다. 유럽에서 최근 코로나19 바이러스의 2차 재유행이 시작되면서 일일 확진자 수가 폭증하고 있다. 그러나 사망자 수는 확진자 수 발생 비율만큼 나오지는 않아 치사율은 크게 낮아져 있다. 이러한 이유는 코로나19 바이러스 변이로 치사율이 낮아졌다는 분석도 있지만, 그보다는 4월 대비 진단 검사 건수가 크게 증가하면서 감염 초기부터 확진자들의 케어가 가능해졌기 때문일 가능성도 제기된다. 코로나19 바이러스 백신 개발 이후에도 여전히 진단키트에 대한 수요는 유지될 수 있을 것으로 예상, 2021년에도 대규모 진단키트 수출이 발생할 수 있을 것으로 추정된다. 2021년 씨젠의 매출액은 연결 기준으로 전년 대비 약 13.8% 가량 증가한 1조 2,303억원, 영업이익은 전년 대비 약 13.8% 증가한 7,700억원(OPM, 62.6%)으로 추정된다.

2년간 합산 순이익 1조원 이상, 그 많은 현금 활용법은?

코로나19 바이러스 대유행으로 진단키트 수출이 급등, 2020년 사상 최대 실적을 달성한 씨젠은 2021년에도 두 자릿수 성장을 이어가며, 2020년과 2021년 합산 1조 1,300억원 규모의 순이익 달성이 예상된다. 그 많은 현금을 어떻게 활용할 지 아직 사측에서 공식적으로 계획을 밝힌 적은 없으나, 원래 씨젠은 혁신적인 기술을 보유한 분자진단 개발 기업으로 과거에도 글로벌 진단기업들의 ODM으로 진단시약 개발 계약을 체결한 적이 있을 정도로 R&D 역량이 강한 기업이다. 풍부한 현금을 바탕으로 향후 씨젠은 R&D 투자 확대 및 하이테크 기술을 보유한 기업들에 대한 인수합병을 적극적으로 추진할 것으로 기대해 본다. 이로 인해 씨젠은 지속적인 혁신성을 유지, 관련 뉴스가 발표될 때마다 밸류에이션이 리레이팅될 수 있을 것으로 기대된다.

Top Picks

BUY

TP(12M): 370,000원(상향) | CP(11월2일): 265,400원

Key Data

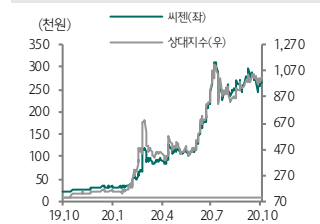
KOSDAQ 지수(pt)	802.95
52주최고/최저(원)	312,200/21,400
시가총액(십억원)	6,962.5
시가총액비중(%)	2.22
발행주식수(천주)	26,234.0
60일 평균 거래량(천주)	1,707,631.2
60일 평균 거래대금(십억원)	448.4
20년 배당금(예상, 원)	100
20년 배당수익률(예상, %)	0.04
외국인지분율(%)	16.63
주요주주 지분율(%)	
천종윤 외 21 인	31.82

주가상승률	1M	6M	12M
절대	1.9	185.7	1,137.3
상대	7.7	129.6	920.6

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	970.8	966.5
영업이익(십억원)	594.6	586.0
순이익(십억원)	474.4	469.6
EPS(원)	18,035	17,869
BPS(원)	24,126	41,896

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	102.3	122.0	1,080.9	1,230.3	1,082.9
영업이익	십억원	10.6	22.4	676.7	769.9	650.3
세전이익	십억원	10.7	27.7	692.7	783.8	663.2
순이익	십억원	10.7	26.7	532.6	594.9	516.6
EPS	원	409	1,017	20,302	22,675	19,691
증감율	%	229.84	148.66	1,896.26	11.69	(13.16)
PER	배	39.12	30.14	13.07	11.70	13.48
PBR	배	3.01	4.91	10.04	5.41	3.87
EV/EBITDA	배	21.03	23.11	9.47	7.61	8.19
ROE	%	8.76	19.01	127.56	60.78	33.72
BPS	원	5,307	6,242	26,446	49,021	68,613
DPS	원	0	100	100	100	100



Analyst 선민정
02-3771-7785
rssun@hanafn.com

RA 강승원
02-3771-3454
seungwonkang@hanafn.com

씨젠 목표주가 상향

목표주가 370,000원으로 상향, 투자의견 BUY

목표주가 370,000원으로 상향
 투자의견 BUY 유지

씨젠에 대해 목표주가 370,000원으로 상향, 투자의견 BUY 유지한다. 씨젠의 목표주가는 2021년 추정 순이익 5,957억원에 코스피 평균 12MF PER인 11배에 40% 할증하여 적용하였다. 무증상 감염과 빠른 전파력으로 지속적으로 확산세를 유지하고 있는 코로나19 바이러스로 인해 진단키트에 대한 니즈는 2021년에도 꾸준히 유지될 수 있을 것으로 예상된다. 특히 코로나19 바이러스 백신이 개발된다 하더라도 단기간 내에 코로나19 바이러스가 종식될 것으로 기대하기 어렵고, 방역을 유지하기 위해서는 대규모의 진단검사가 필수적이기 때문이다. 이로 인해 씨젠은 2020년과 2021년 연속으로 5,000억원 이상의 순이익 달성이 예상된다. 풍부한 현금을 바탕으로 향후 씨젠은 R&D 투자 확대 및 하이테크 기술을 보유한 기업들에 대한 인수합병을 적극적으로 추진할 것으로 기대해 본다.

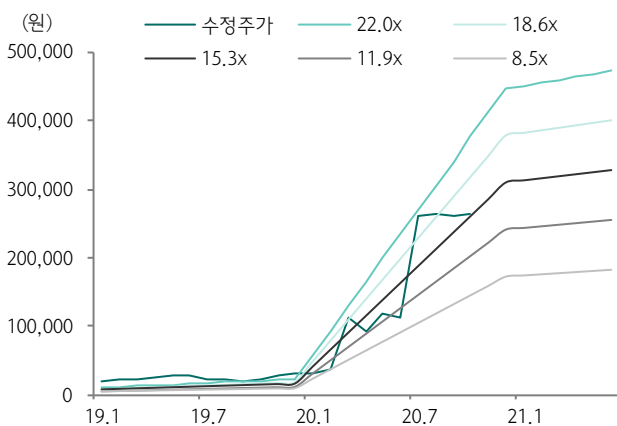
표 1. 목표주가 산정

(단위: 십억원)

		비고
기존 영업가치	9,474.0	
12개월 선행 순이익	595.7	
2020년 PER	15.9	코스피 평균 12MF PER 40% 할증
순부채	(228)	
적정자본가치	9,701.6	
주식 수(1,000주)	26,234	
적정주가	369,811	

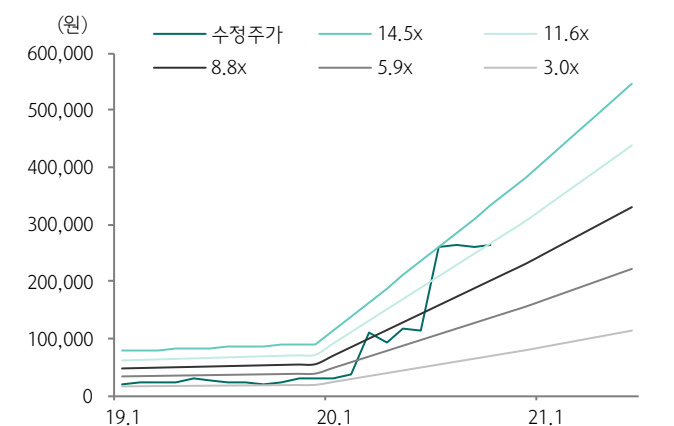
자료: 하나금융투자

그림 1. 씨젠 12MF PER 밴드



자료: 하나금융투자

그림 2. 씨젠 12MF PBR 밴드



자료: 하나금융투자

2021년 연간 실적 전망

2021년 씨젠의 연결기준
 매출액 1조 2,303억원(YoY, 13.8%)
 영업이익 7,699억원(YoY, 13.8%)

2021년 씨젠의 매출액은 연결기준으로 전년 대비 약 13.8% 가량 증가한 1조 2,303억원, 영업이익은 전년 대비 약 13.8% 증가한 7,700억원(OPM, 62.6%)으로 추정된다. 2021년 하반기에는 전년 역기저로 인해 매출액은 전년대비 감소할 것으로 예상되나, 2020년 1분기는 코로나19 바이러스 진단키트가 대규모로 수출되기 이전으로 기저효과가 발생, 2021년 1분기 탑라인은 전년 대비 285% 고성장이 가능할 것으로 추정된다. 이로 인해 2021년에도 매출액과 영업이익 모두 2020년의 고성장에 불구, 두 자릿수 성장을 달성할 수 있을 것으로 추정된다.

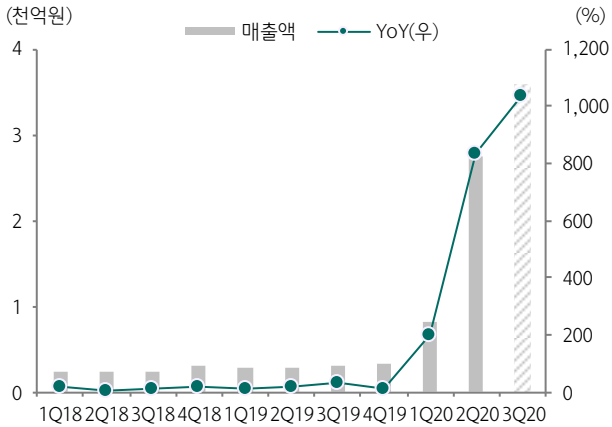
표 2. 씨젠 연간 실적 추정 (연결 기준)

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	19	20F	21F
매출액	81.8	274.8	357.5	366.8	314.7	289.1	303.0	323.6	122.0	1,080.9	1,230.3
YoY	197.6%	838.0%	1038.6%	986.0%	284.8%	5.2%	-15.2%	-11.8%	19.3%	786.3%	13.8%
시약	58.4	232.1	317.7	335.0	293.6	269.9	283.1	304.5	87.0	943.3	1,151.1
YoY	182.3%	1025.5%	1308.4%	1345.5%	403.1%	16.2%	-10.9%	-9.1%	26.2%	983.8%	22.0%
호흡기	12.7	7.4	7.9	8.3	13.3	8.1	8.4	9.3	30.6	36.2	39.1
YoY	49.8%	-0.7%	5.0%	15.0%	5.0%	10.0%	6.0%	12.0%	26.1%	18.3%	7.8%
여성질환	10.6	3.7	4.6	6.5	6.3	5.0	5.4	8.0	33.6	25.5	24.9
YoY	44.6%	-51.9%	-50.0%	-30.0%	-40.0%	35.0%	18.0%	23.0%	15.1%	-24.3%	-2.3%
COVID19	29.0	200.9	281.9	292.3	258.0	234.6	244.8	262.1	0.0	804.1	999.5
YoY					790.5%	16.8%	-13.2%	-10.3%			0.2
주당 생산 개수(만개)			270	280	250	230	240	260			
가격(원)			8,700	8,700	8,600	8,500	8,500	8,400			
기타(자회사 포함)	6.1	20.1	23.4	27.9	16.0	22.1	24.5	25.1	22.8	77.5	87.7
YoY	25.5%	269.9%	300.0%	320.0%	160.0%	10.0%	5.0%	-10.0%	46.9%	239.7%	13.2%
장비	23.4	42.7	39.8	31.8	21.1	19.2	19.9	19.1	34.9	137.7	79.2
YoY	243.8%	392.2%	350.0%	200.0%	-10.0%	-55.0%	-50.0%	-40.0%	4.9%	294.2%	-42.4%
매출원가	20.8	68.2	85.8	86.2	77.1	71.4	73.9	78.6	40.7	261.0	301.1
YoY	159.9%	639.8%	775.9%	532.0%	270.8%	4.6%	-13.8%	-8.8%	17.5%	542.0%	15.3%
매출총이익	61.0	206.6	271.7	280.6	237.6	217.7	229.1	244.9	81.3	819.9	929.3
YoY	213.0%	929.1%	1157.8%	1293.6%	289.6%	5.4%	-15.7%	-12.7%	20.2%	908.5%	13.3%
GPM	74.6%	75.2%	76.0%	76.5%	75.5%	75.3%	75.6%	75.7%	66.7%	75.9%	75.5%
판매관리비	21.2	37.6	42.5	41.8	37.4	37.3	40.3	44.3	58.9	143.2	159.4
YoY	55.3%	143.7%	188.3%	177.8%	76.4%	-0.8%	-5.3%	6.0%	2.9%	143.0%	11.3%
영업이익	39.8	169.0	229.2	238.8	200.1	180.4	188.8	200.6	22.4	676.7	769.9
YoY	584.3%	3540.0%	3248.4%	4597.4%	403.5%	6.7%	-17.6%	-16.0%	148.6%	2923.8%	13.8%
OPM	48.6%	61.5%	64.1%	65.1%	63.6%	62.4%	62.3%	62.0%	18.4%	62.6%	62.6%
당기순이익	33.7	131.6	185.8	182.3	152.9	135.9	147.7	159.2	26.7	533.4	595.7
YoY	579.0%	1192.1%	3051.1%	3116.5%	354.0%	3.3%	-20.5%	-12.7%	180.1%	1896.9%	11.7%
NPM	41.2%	47.9%	52.0%	49.7%	48.6%	47.0%	48.7%	49.2%	21.9%	49.3%	48.4%

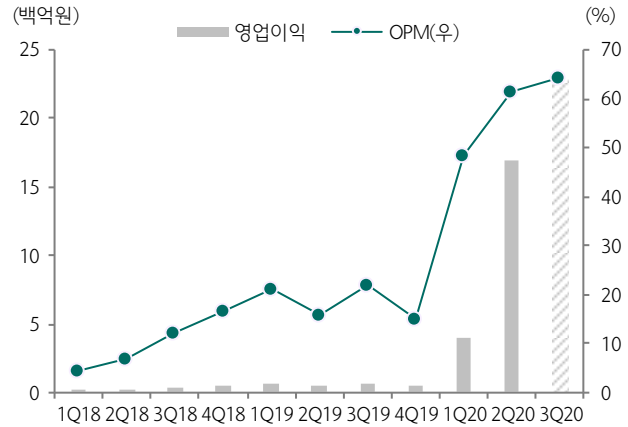
자료: 하나금융투자

그림 3. 분기별 매출액 추이



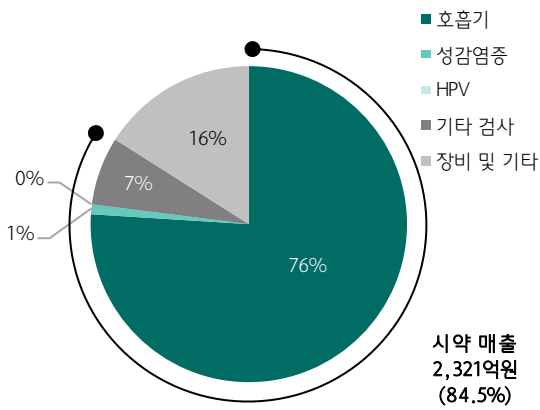
자료: 씨젠, 하나금융투자

그림 4. 분기별 영업이익 추이



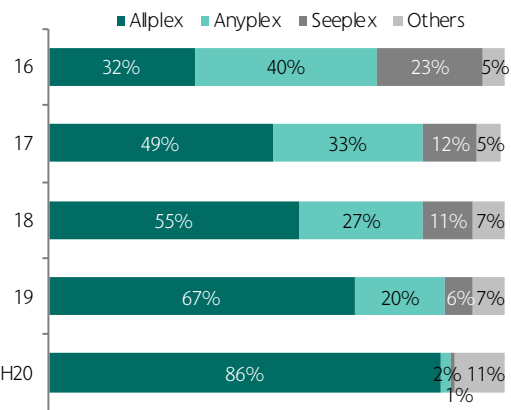
자료: 씨젠, 하나금융투자

그림 5. 품목별 매출비중(2Q20 기준)



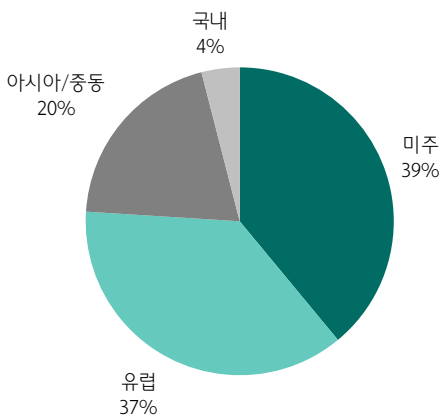
자료: 씨젠, 하나금융투자

그림 6. 시약 제품군별 매출비중 추이



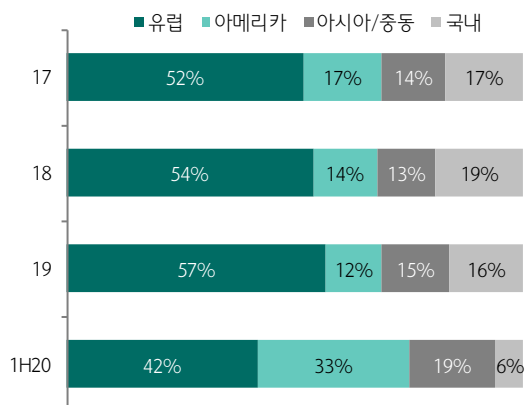
자료: 씨젠, 하나금융투자

그림 7. 지역별 매출비중(2Q20 기준)



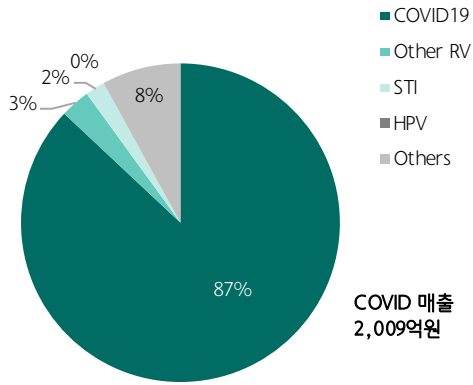
자료: 씨젠, 하나금융투자

그림 8. 지역별 매출비중 추이



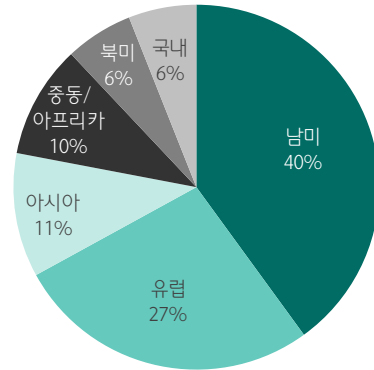
자료: 씨젠, 하나금융투자

그림 9. 시약 중 COVID19 시약 비중: 87%



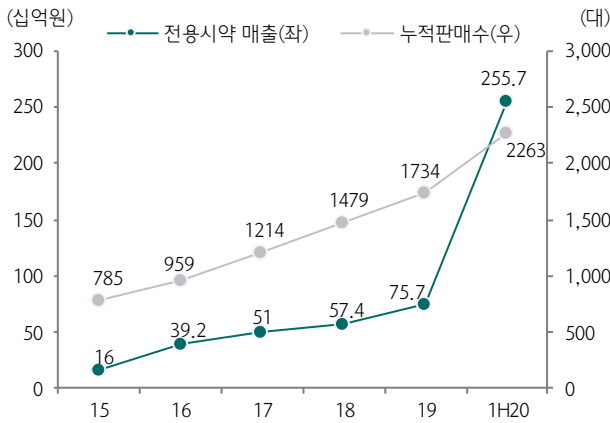
자료: 씨젠, 하나금융투자

그림 10. COVID19 시약의 지역별 매출 비중



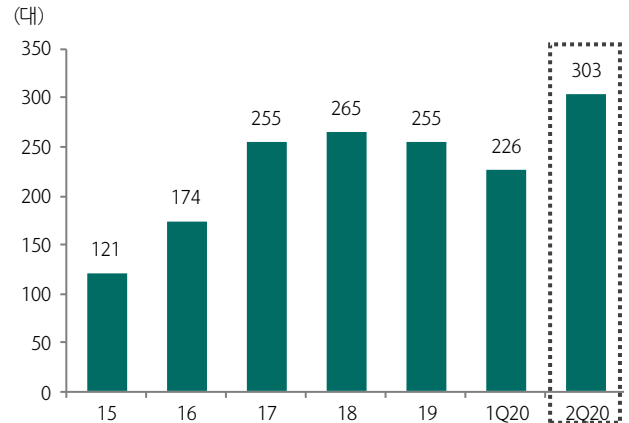
자료: 씨젠, 하나금융투자

그림 11. 씨젠의 장비(CFX96™) 판매 누적 추이



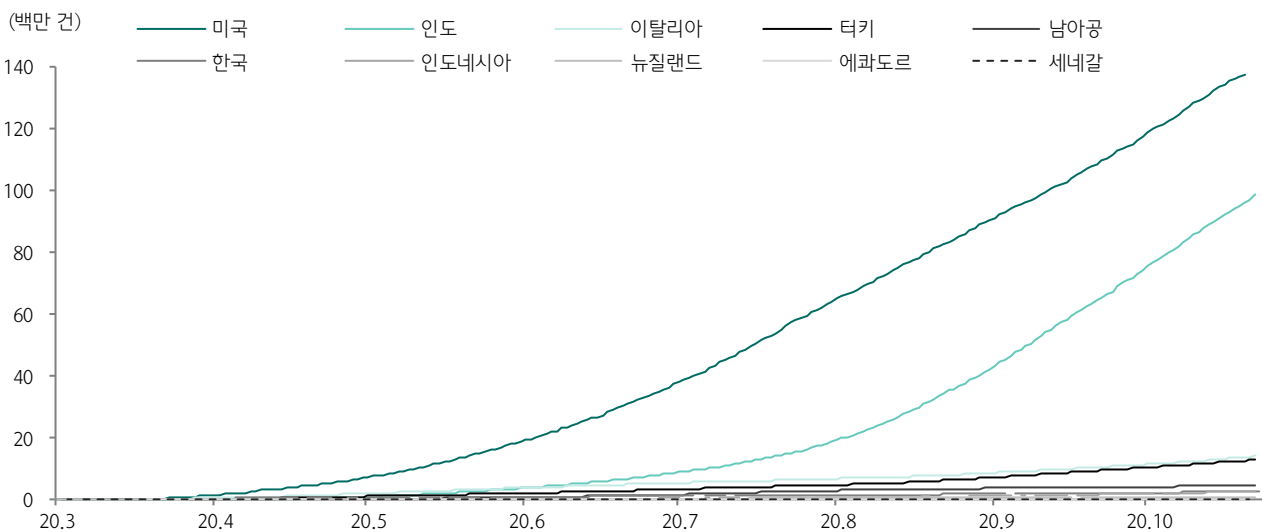
자료: 씨젠, 하나금융투자

그림 12. 씨젠 장비 연도별 판매추이



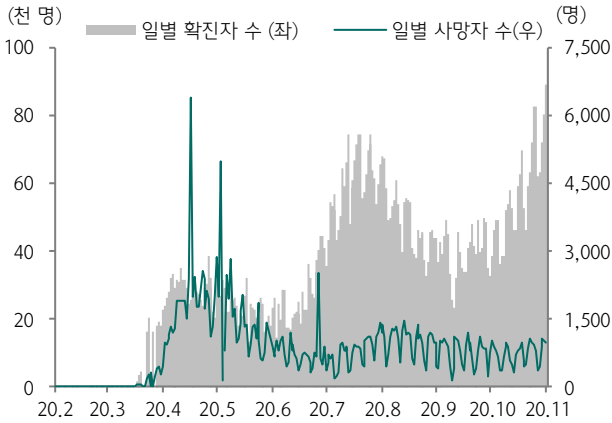
자료: 씨젠, 하나금융투자

그림 13. 지역별 COVID19 진단 테스트 누적 건수



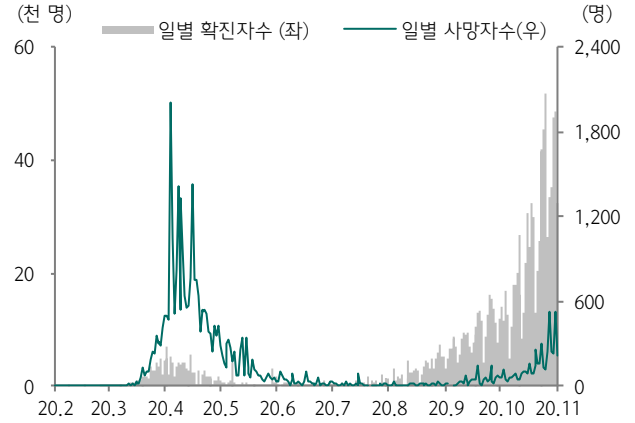
자료: Ourworldindata, 하나금융투자

그림 14. 미국 일별 확진자 및 사망자 수 추이



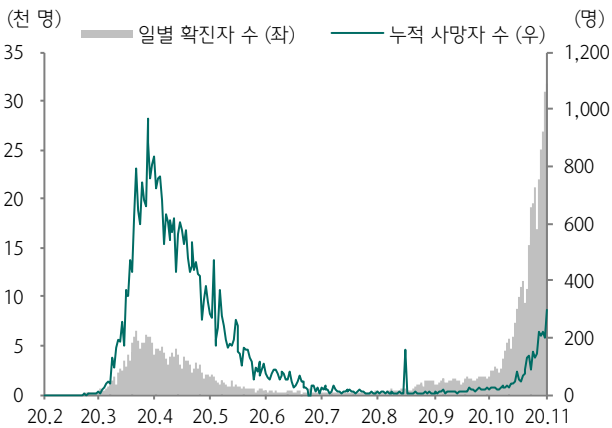
자료: WHO, 하나금융투자

그림 15. 프랑스 일별 확진자 및 사망자 수 추이



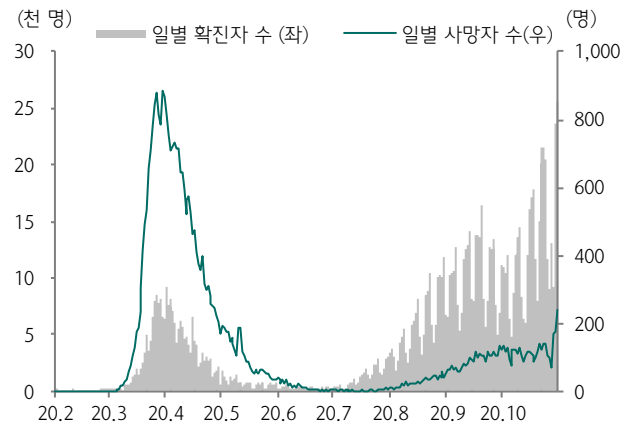
자료: WHO, 하나금융투자

그림 16. 이탈리아 일별 확진자 및 사망자 수 추이



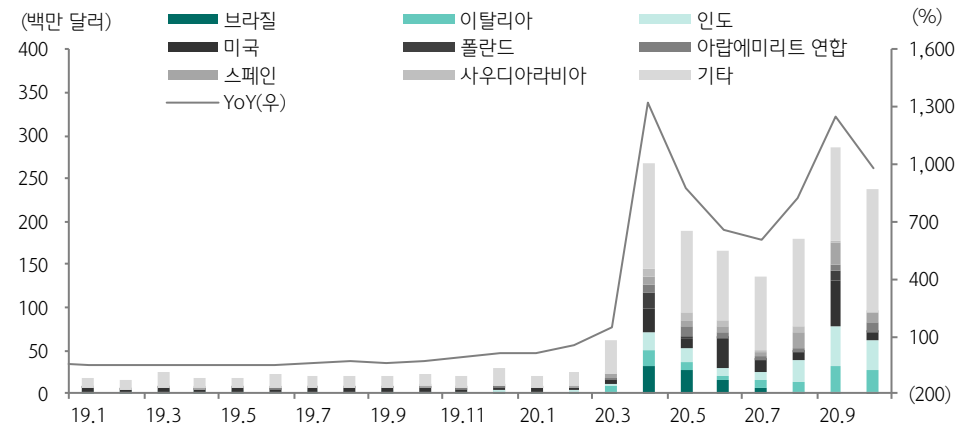
자료: WHO, 하나금융투자

그림 17. 스페인 일별 확진자 및 사망자 수 추이



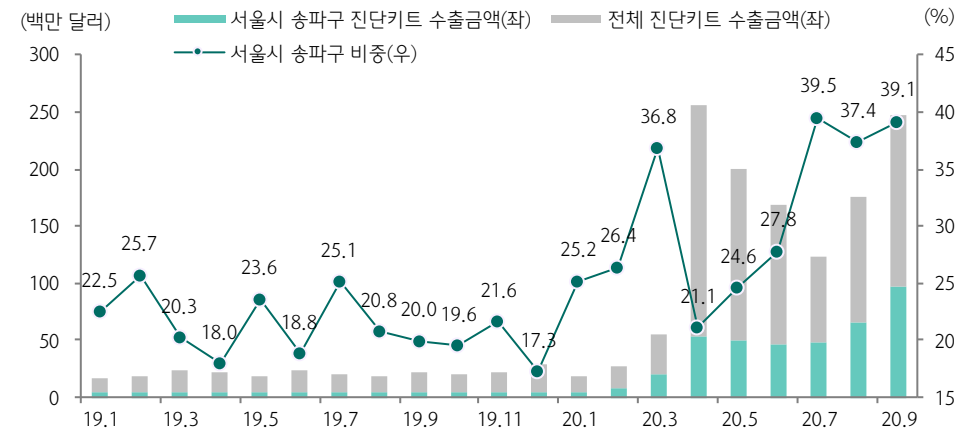
자료: WHO, 하나금융투자

그림 18. 관세청 진단키트(HS코드 3822.00) 수출 데이터



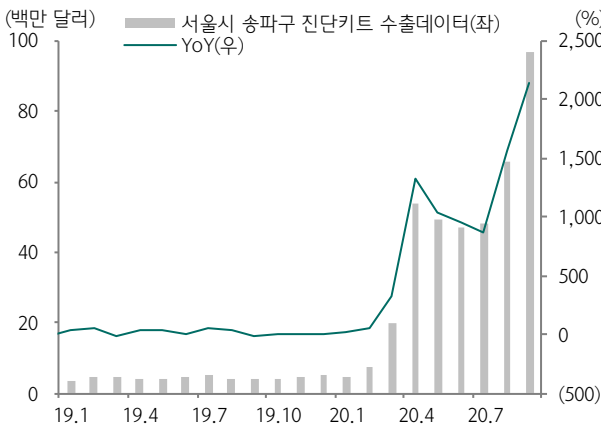
주: 수리일 기준, 10월 데이터는 Trass 잠정치
 자료: 관세청, 하나금융투자

그림 19. 전체 진단키트 수출금액 중 서울시 송파구 비중



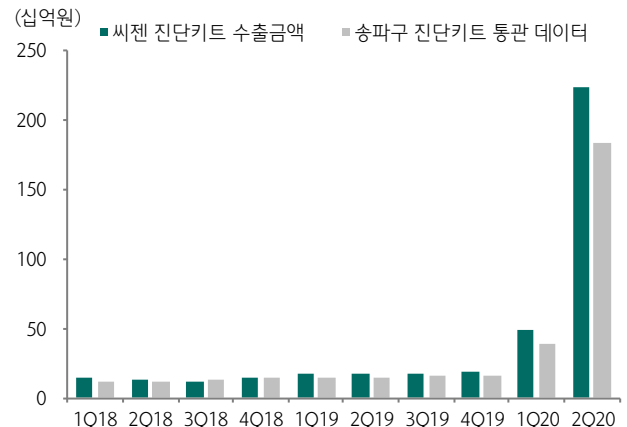
주: 출항일 기준
자료: 관세청, 하나금융투자

그림 20. 서울시 송파구 진단키트 수출데이터



자료: 관세청, 하나금융투자

그림 21. 분기별 씨젠 진단키트 수출금액과 비교(상관계수 99%)



자료: 하나금융투자

그림 22. 씨젠의 COVID19과 호흡기 바이러스 동시진단키트

코로나19, 독감, 감기의 증상

증상	코로나19	독감	감기
마른기침	●●●	●●●	●
열	●●●	●●●	-
코막힘	-	●●	●●●●
인후염	●●	●●	●●●●
숨가쁨	●●	-	-
두통	●●	●●●●	-
몸살	●●	●●●●	●●●●
재채기	-	-	●●●●
탈진	●●	●●●●	●●
설사	-	●●	-

●●● 붉은 ●●● 검음 ●●● 검색 - 도문 출처: WHO, CDC

누구나 일상 생활 속 호흡기 검사를 받고 결과에 따라 신속한 처치가 가능

자료: 씨젠, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	102.3	122.0	1,080.9	1,230.3	1,082.9
매출원가	34.6	40.7	261.0	301.1	278.3
매출총이익	67.7	81.3	819.9	929.2	804.6
판매비	57.0	58.9	143.2	159.4	154.3
영업이익	10.6	22.4	676.7	769.9	650.3
금융손익	0.1	0.9	15.0	13.9	12.9
중속/관계기업손익	0.2	0.6	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.3)	3.8	1.0	0.0	0.0
세전이익	10.7	27.7	692.7	783.8	663.2
법인세	0.6	1.0	159.3	188.1	145.9
계속사업이익	10.1	26.7	533.4	595.7	517.3
중단사업이익	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	10.7	26.7	533.4	595.7	517.3
비지배주주지분 손익	(0.0)	0.0	0.8	0.8	0.7
지배주주순이익	10.7	26.7	532.6	594.9	516.6
지배주주지분포괄이익	10.3	26.5	532.3	594.6	516.3
NOPAT	10.0	21.6	521.1	585.1	507.2
EBITDA	18.4	32.6	677.8	770.7	651.0
성장성(%)					
매출액증가율	15.07	19.26	785.98	13.82	(11.98)
NOPAT증가율	5.26	116.00	2,312.50	12.28	(13.31)
EBITDA증가율	31.43	77.17	1,979.14	13.71	(15.53)
영업이익증가율	39.47	111.32	2,920.98	13.77	(15.53)
(지배주주)순이익증가율	224.24	149.53	1,894.76	11.70	(13.16)
EPS증가율	229.84	148.66	1,896.26	11.69	(13.16)
수익성(%)					
매출총이익률	66.18	66.64	75.85	75.53	74.30
EBITDA이익률	17.99	26.72	62.71	62.64	60.12
영업이익률	10.36	18.36	62.61	62.58	60.05
계속사업이익률	9.87	21.89	49.35	48.42	47.77

투자지표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	409	1,017	20,302	22,675	19,691
BPS	5,307	6,242	26,446	49,021	68,613
CFPS	744	1,353	25,873	29,379	24,814
EBITDAPS	700	1,243	25,835	29,379	24,814
SPS	3,898	4,649	41,203	46,899	41,280
DPS	0	100	100	100	100
주가지표(배)					
PER	39.12	30.14	12.93	11.58	13.33
PBR	3.01	4.91	9.93	5.35	3.83
PCFR	21.51	22.65	10.15	8.93	10.58
EV/EBITDA	21.03	23.11	9.47	7.61	8.19
PSR	4.10	6.59	6.37	5.60	6.36
재무비율(%)					
ROE	8.76	19.01	127.56	60.78	33.72
ROA	6.69	14.84	93.16	47.31	28.57
ROIC	11.30	22.70	178.79	116.16	98.83
부채비율	27.62	28.06	38.64	22.74	14.36
순부채비율	(26.40)	(33.37)	(33.30)	(61.09)	(73.48)
이자보상배율(배)	26.71	46.17	563.91	513.27	541.92

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	115.9	138.5	750.6	1,364.1	1,847.9
금융자산	44.1	66.1	276.9	826.0	1,358.4
현금성자산	32.6	49.1	220.1	763.2	1,301.5
매출채권	39.6	44.0	264.1	300.7	264.6
재고자산	23.6	18.7	130.7	148.8	131.0
기타유동자산	8.6	9.7	78.9	88.6	93.9
비유동자산	48.0	57.2	197.2	202.9	200.8
투자자산	6.1	5.7	47.6	54.1	47.7
금융자산	2.9	2.4	18.2	20.7	18.2
유형자산	18.6	23.8	131.9	131.9	136.9
무형자산	6.0	6.7	5.6	4.8	4.1
기타비유동자산	17.3	21.0	12.1	12.1	12.1
자산총계	163.8	195.7	947.8	1,567.0	2,048.7
유동부채	26.1	28.2	183.4	199.4	176.5
금융부채	8.4	8.8	43.1	40.1	36.0
매입채무	11.5	7.5	45.2	51.4	45.2
기타유동부채	6.2	11.9	95.1	107.9	95.3
비유동부채	9.4	14.7	80.8	90.9	80.7
금융부채	1.8	6.3	6.2	6.0	6.0
기타비유동부채	7.6	8.4	74.6	84.9	74.7
부채총계	35.4	42.9	264.2	290.3	257.3
지배주주지분	128.1	152.5	682.6	1,274.8	1,788.8
자본금	13.1	13.1	13.1	13.1	13.1
자본잉여금	83.3	81.3	81.3	81.3	81.3
자본조정	(11.2)	(11.2)	(11.2)	(11.2)	(11.2)
기타포괄이익누계액	(0.6)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
이익잉여금	43.4	69.6	599.7	1,191.9	1,705.9
비지배주주지분	0.3	0.3	1.0	1.9	2.6
자본총계	128.4	152.8	683.6	1,276.7	1,791.4
순금융부채	(33.9)	(51.0)	(227.6)	(780.0)	(1,316.4)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	14.0	27.1	312.1	555.1	533.5
당기순이익	10.7	26.7	533.4	595.7	517.3
조정	1	1	(1)	(1)	(0)
감가상각비	7.7	10.2	1.1	0.8	0.7
외환거래손익	(0.8)	(0.0)	(8.2)	(6.4)	(4.1)
지분법손익	(0.9)	(1.3)	0.0	0.0	0.0
기타	(5.0)	(7.9)	6.1	4.6	3.4
영업활동 자산부채변동	(5.5)	(11.8)	(214.2)	(35.1)	19.6
투자활동 현금흐름	1.0	(6.9)	(171.6)	(6.2)	11.5
투자자산감소(증가)	(0.5)	1.0	(41.9)	(6.5)	6.4
자본증가(감소)	(2.7)	(3.9)	(108.1)	0.0	(5.0)
기타	4.2	(4.0)	(21.6)	0.3	10.1
재무활동 현금흐름	(10.1)	(4.2)	31.6	(5.9)	(6.6)
금융부채증가(감소)	(9.6)	4.8	34.2	(3.3)	(4.0)
자본증가(감소)	(0.5)	(2.0)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	(7.0)	(0.0)	(0.0)	0.0
배당지급	0.0	0.0	(2.6)	(2.6)	(2.6)
현금의 증감	4.8	16.5	171.0	543.0	538.4
Unlevered CFO	19.5	35.5	678.8	770.7	651.0
Free Cash Flow	11.1	23.1	204.0	555.1	528.5

2020년 11월 3일

오스코텍(039200)

레이저티닙부터 SYK 저해제까지 가장 확실한 R&D 보유

ESMO에서 증명된 레이저티닙의 가치

9월 ESMO에서 발표된 레이저티닙과 안센의 이중항체 아미반타맙과의 병용투여 임상 결과는 레이저티닙의 가치를 입증하기에 충분했다. 레이저티닙과 아미반타맙과의 병용투여 시 Naïve한 환자들에게서 ORR 100%를 보여준 임상결과로 이에 고무된 안센은 1차 치료제 병용투여 임상 3상에 바로 돌입하였다. 1,000명 대상의 대규모 임상으로 특히 대조군으로 타그리소 단독투여와 비교한 head to head 임상 디자인은 레이저티닙에 대한 안센의 강한 개발 의지를 엿볼 수 있는 부분이다. 임상 3상 첫 환자 첫 투약 시 대규모 마일스톤이 수취된다면, 유한양행과 오스코텍은 60:40 비율로 배분하게 된다.

SYK 저해제가 임상 2a상에서 유효성을 입증하게 된다면

오스코텍이 개발하고 있는 SYK 저해제는 류마티스관절염 환자들 대상으로 올해 9월 마지막 환자 투여가 완료되었으며, 관찰기간이 2~3달 정도 소요됨을 감안 시 올해 연말 즈음 임상 2a상이 완료될 수 있을 것으로 예상된다. 신약개발 과정 중 가장 높은 허들인 임상에서의 유효성 입증에 성공한다면 SYK 저해제의 가치는 약 168% 증가할 수 있을 것으로 추정된다. 대규모 기술이전도 기대해 볼 수 있는데, 과거 이와 유사한 갈라파고스사의 필고티닙(Filgotinib)의 기술이전 케이스를 볼 때 충분히 가능하다고 사료된다. 2011년 당시 필고티닙은 JAK1 저해제로는 First in class로 인식되던 물질로 갈라파고스사는 36명의 류마티스관절염 환자 대상으로 임상 2a상을 수행, 필고티닙의 임상에서의 유효성을 입증한 결과를 발표하였다. JAK1 선택적 저해제에 대한 글로벌 제약사들의 니즈가 높았던 만큼 필고티닙은 결과 발표 이후 3개월 만에 약 1.4조원 규모로 애브비사로 기술이전되었다. 초기 계약금은 1억 5,000만 달러, 향후 마일스톤은 10억 달러에 달하는 대규모 기술이전 계약이었다. 오스코텍이 개발하고 있는 SYK 저해제도 류마티스관절염 적응증으로는 First in class 물질인만큼 만약 임상 2a상에서 POC가 입증된다면 필고티닙 사례와 같은 대규모 기술이전 계약 체결을 기대해 볼 수 있다.

가장 확실한 R&D 모멘텀을 보유한 신약개발 기업

오스코텍은 SYK 저해제의 임상 2a상의 결과를 2021년 1월 11일 개최되는 JP Morgan 컨퍼런스에서 발표할 수 있을 것으로 기대된다. 결과 발표 이후 앞에서 언급한 바와 같이 대규모 기술이전 가능성도 대두되는 바, 단기 R&D 모멘텀은 충분하다. 더불어 향후 블록버스터급 신약으로 성장할 레이저티닙에 대한 기대감도 중장기적으로 확보하고 있다. 면역항암제인 AXL 저해제가 연내 임상 1상에 진입할 수 있을 것으로 예상되는 바, 2021년 새로운 R&D 동력이 될 수 있을 것으로 기대된다. 오스코텍은 신약개발 역량이 뛰어난 기업으로 향후 지속적인 R&D 파이프라인 추가가 가능하다는 점에서 주가의 우상향은 계속될 수 있을 것으로 기대된다. 바이오텍 중 최선호주로 제시한다.

Top Picks

BUY

| TP(12M): 67,000원(상향) | CP(11월2일): 42,950원

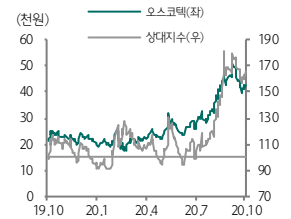
Key Data

KOSDAQ 지수(pt)	802.95
52주최고/최저(원)	50,800/17,600
시가총액(십억원)	1,254.2
시가총액비중(%)	0.40
발행주식수(천주)	29,200.3
60일 평균 거래량(천주)	688,886.7
60일 평균 거래대금(십억원)	26.6
19년 배당금(예상, 원)	0
19년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인 지분율(%)	8.04
주요주주 지분율(%)	
김정근 외 6인	17.00
지케이에셋 외 2인	9.33
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(6.6) 92.6 97.9
상대	(1.4) 54.8 63.3

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	N/A	N/A
영업이익(십억원)	N/A	N/A
순이익(십억원)	N/A	N/A
EPS(원)	N/A	N/A
BPS(원)	N/A	N/A

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	십억원	18	4	4	19	4
영업이익	십억원	1	(7)	(6)	6	(20)
세전이익	십억원	0	(10)	(6)	5	(23)
순이익	십억원	0	(8)	(6)	3	(22)
EPS	원	15	(367)	(241)	156	(872)
증감율	%	흑전	적전	적지	흑전	적전
PER	배	466.7	(19.5)	(68.3)	144.9	(27.6)
PBR	배	6.3	12.8	21.1	13.9	14.1
EV/EBITDA	배	0.0	(0.0)	(0.1)	0.1	(0.1)
ROE	%	1.4	(65.2)	(30.0)	9.2	(48.7)
BPS	원	1,107	558	780	1,621	1,708
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 선민정
02-3771-7785
rssun@hanafn.com

RA 강승원
02-3771-3454
seungwonkang@hanafn.com

오스코텍 목표주가 상향

목표주가 6.7만원 상향
투자의견 BUY 유지

오스코텍의 기업가치는 현재 임상을 수행 중인 3개의 파이프라인의 가치에 의해 결정된다. 비소세포페암 치료제인 레이저티닙, 류마티스관절염과 면역성 혈소판 감소증 치료제로 임상 2상이 진행 중인 SYK 저해제, 그리고 급성골수성 백혈병 치료제인 FLT3 저해제의 신약 가치를 산정하여 목표주가를 67,000원으로 상향하였다. 1) ESMO에서 아미반타맙과 레이저티닙의 병용투여 임상결과로 레이저티닙의 가치가 크게 제고되었고, 2) SYK 저해제가 임상 2a상에서 유효성을 입증하게 될 경우 SYK 저해제의 가치는 168% 증가할 수 있을 것으로 예상된다. 3) 지금은 가치가 미반영되어 있지만, AXL 저해제가 하반기 임상 1상에 진입, 향후 긍정적인 임상결과가 도출된다면 오스코텍의 기업가치는 또 상승할 수 있을 것으로 예상된다.

표 1. 오스코텍의 기업가치, 목표주가

(단위: 십억원)

파이프라인	물질	적용증	전임상	1상	2상	3상	가치	SYK 임상 성공시 가치
레이저티닙	EGFR inhibitor	비소세포페암					1,656.2	1,656.2
SKI-O-703	SYK inhibitor	류마티스관절염 / ITP					337.0	903.1
SKI-G-801	FLT3 inhibitor	급성골수성 백혈병					40.3	40.3
오스코텍 기업 가치							2,033.5	2,599.7
희석기준 발행주식수(천주)							30,274	30,274
주당가치							67,170	85,870

주석: ITP(Immune Thrombocytopenic Purpura, 면역성(특발성) 혈소판 감소 질환증)
자료: 하나금융투자

그림 1. 오스코텍 파이프라인

분야	상품명	타겟 / 적용증	물질개발	전임상	임상 1상	임상 2a상	임상 3상	개발사
면역질환 치료제	SKI-O-703	SYK / RA	[Progression Bar]					오스코텍
		SYK / ITP	[Progression Bar]					
항암제	레이저티닙 (GNS-1480 / YH25448)	EGFRdm+/NSCLC	[Progression Bar]					유한양행 / 안센
		NSCLC 1차 치료제				[Progression Bar]		
		NSCLC 1차 치료제 (Combination)			[Progression Bar]			
	SKI-G-801	FLT3m+ / AML	[Progression Bar]					오스코텍
	AXL inhibitor (SKI-G-801)	AXL / TNBC, NSCLC	[Progression Bar]					

주석: RA(Rheumatoid Arthritis, 류마티스 관절염), SLE(Systemic Lupus Erythematosus, 전신홍반루푸스), ITP(Immune Thrombocytopenic Purpura, 면역성(특발성) 혈소판 감소 질환증), AML(Acute Myeloid Leukemia, 급성골수성백혈병), NSCLC(Non small Cell Lung Cancer, 비소세포페암), EGFRdm+(EGFR double mutants, EGFR 이중돌연변이), TNBC(Triple-negative breast cancer, 삼중음성유방암)

자료: 오스코텍, 하나금융투자

오스코텍의 파이프라인 가치

레이저티닙

레이저티닙의 rNPV

레이저티닙의 rNPV는 아래와 같은 가정하에 산정되었다.

- 전 세계에서 비소세포폐암 환자 수는 약 170만명으로 추정하고 있다. 매년 약 3% 씩 증가한다고 가정하였다.
- 2차 치료제는 적어도 1차 치료제 투여 이후 1년 정도 경과된 환자들로 비소세포폐암 환자의 1년 생존률이 약 32%임을 감안하여 환자 수를 추정하였다.
- 단독 2차 치료제 환자 수 추정은 비소세포폐암 환자 중 약 30%가 EGFR 유전자 변이 환자이고, 1차 치료제인 이레사, 타세마에 내성을 보이는 환자 중 약 45%의 환자들이 T790M 돌연변이 환자들이다.
- 이번 ESMO의 발표내용에 따르면, 병용투여 1차 치료제는 기존 항암제 투여 경험이 없는 Naïve 한 환자들로 병용투여 1차 치료제 환자수는 전체 환자수에서 EGFR 변이 환자 비율인 30%를 적용하여 추정하였다.
- 병용투여 3차 치료제의 경우 EGFR 변이 발생 비율 30%에 생존율을 감안 20%를 적용하여 환자수를 가정하였다.
- 이 중 타그리소 내성발생 되는 환자 비율이 약 50% 임을 감안하여 병용 3차 치료제 해당 환자 수를 추정하였다.
- 기존 아스트라제네카의 타그리소의 연간 치료비가 미국에서 평균 \$150,000 달러인 점을 고려, 레이저티닙의 글로벌 평균 연간치료비는 병용요법은 \$80,000 달러, 단독요법은 \$50,000 달러로 가정하여 시장규모는 신규환자수 × 연간치료비로 산정하였다.
- 출시 시점은 현재 임상단계를 고려, 단독치료제와 병용 1차 치료제의 경우 2024년, 병용 3차 치료제의 경우 2025년으로 가정하였다.
- 마일스톤 수취에 대해서는 알려진 바가 없어 각각의 단계별로 균등배분하여 산정하였다.
- 성공확률은 항암제 임상 3상의 LOA(Likelihood of approval)인 54.7%를 적용하였다(출처 Nature Drug Discovery, 2014).
- 로열티는 일반적인 계약의 특성상 약 12%로 가정하였다.
- Terminal Value는 지속성장률 -5%로 가정하여 산정되었다.
- 유한양행과 오스코텍의 수익 배분 비율은 6:4로 알려져 있고, 오스코텍은 제노스코와 이를 5:5로 배분한다. 따라서 오스코텍이 수취할 수 있는 비율은 20%로 볼 수 있으나, 오스코텍이 제노스코의 지분 74.4%를 보유하고 있고 향후 제노스코의 상장으로 오스코텍의 보유 지분이 희석될 것을 감안하여 제노스코의 지분 50%를 보유한다고 가정하면 오스코텍의 수취 비율은 약 30%로 볼 수 있다.

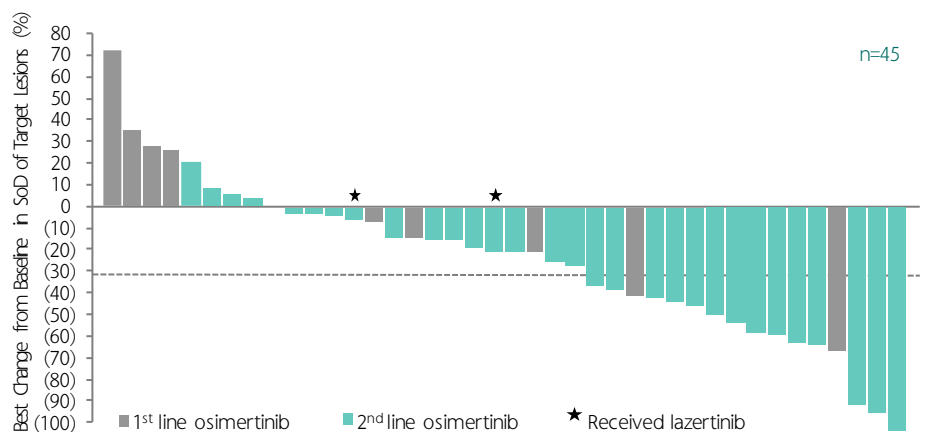
표 2. 레이저티닙의 rNPV

(단위: 백만달러, 십억원)

	19	20	21	22	23	24	25	...	30	31	32
단독 1차 치료제											
폐암 신규환자 수(천명)	1,700	1,751	1,804	1,858	1,913	1,971	2,030		2,353	2,424	2,497
NSCLC 중 EGFR 변이 환자 비율(천명)	510	525	541	557	574	591	609		706	727	749
레이저티닙 개발단계	3상개시		3상완료			NDA신청	승인시판				
시장 점유율						1%	2%		9%	10%	10%
레이저티닙 예상매출액(백만달러)						355	731		3,812	4,363	4,494
단독 2차 치료제											
2차 치료제 폐암 환자 수	170만명 X 32%	544	560	577	594	612	631	650	753	776	799
NSCLC 중 EGFR 변이 환자 중 T790M 변이환자(천명)	30%X45%	73.4	75.6	77.9	80.2	82.7	85.1	87.7	101.7	104.7	107.8
레이저티닙 개발단계	2상 완료 / 3상 개시		3상완료			NDA신청	승인시판				
시장 점유율						2%	5%		23%	27%	30%
레이저티닙 예상 매출액(백만달러)						102	263		1,403	1,696	1,941
병용 3차 치료제											
3차 치료제 폐암 환자 수	170만명 X 20% X 30%	102	105	108	111	115	118	122	141	145	150
타그리소 내성 발생 환자 수	50%	51	53	54	56	57	59	61	71	73	75
레이저티닙 개발단계		2상 개시	2상 완료	3상 개시	3상 완료	NDA 신청	승인 시판				
시장 점유율							10%		30%	35%	40%
레이저티닙 예상매출액(백만달러)							487		1,694	2,036	2,397
병용 1차 치료제											
폐암 신규환자 수(천명)	1,700	1,751	1,804	1,858	1,913	1,971	2,030		2,353	2,424	2,497
NSCLC 중 EGFR 변이 환자 비율(천명)	510	525	541	557	574	591	609		706	727	749
레이저티닙 개발단계	3상 개시		3상완료			NDA신청	승인시판				
시장 점유율						2%	3%		12%	15%	16%
레이저티닙 예상 매출액(백만달러)						946	1,462		6,777	8,726	9,587
계약금 및 마일스톤 수익(백만달러)				50	115	300			100	100	100
로열티	12%로 가정					168.3	353.1		1,642.4	2,018.5	2,210.2
원화환산수익(십억원)	1,200원 가정	0.0	0.0	60.0	138.0	562.0	423.7		2,090.9	2,542.2	2,772.2
세후이익(십억원)	법인세율 20% 가정	0.0	0.0	48.0	110.4	449.6	339.0		1,672.7	2,033.7	2,217.8
할인율	10%		1.00	0.91	0.83	0.75	0.68		0.42	0.39	0.35
현재 가치 환산(십억원)		0.0	0.0	43.6	91.2	337.8	231.5		709.4	784.1	777.3
NPV		10,092									
Terminal Valvue	-5%	4,923									
적정가치	54.7%	5,521									
오스코텍 수익배분 비율	30%	1,656									

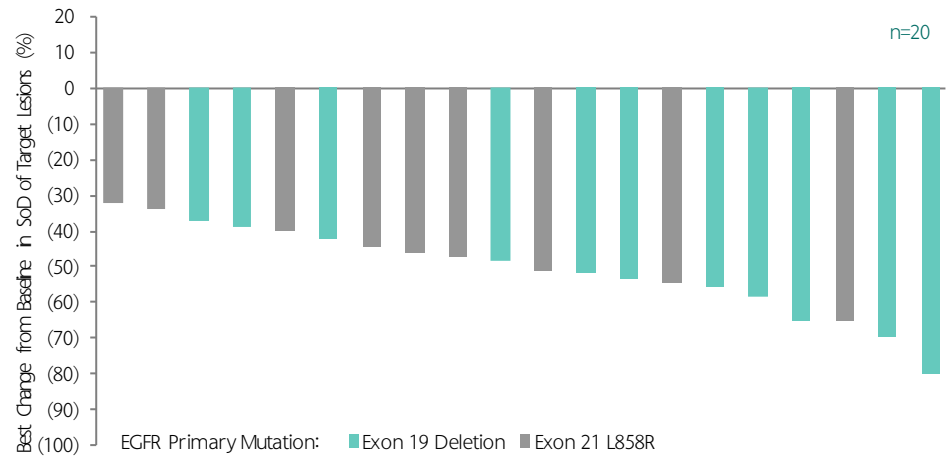
자료: 하나금융투자

그림 2. 타그리소 내성 발생 환자 대상으로 이미반타맙과 레이저티닙 병용투여 결과



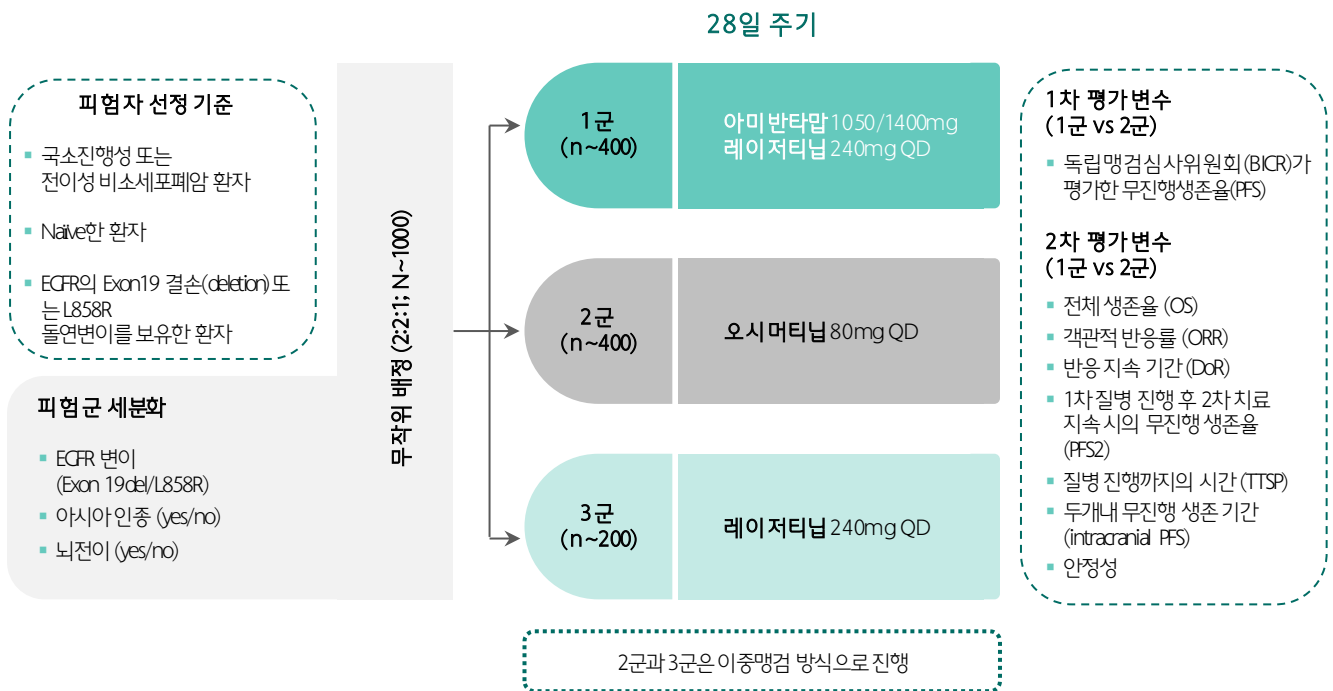
자료: 유한양행, 하나금융투자

그림 3. Naive 환자 대상으로 아미반타맙과 레이저티닙 병용투여 결과



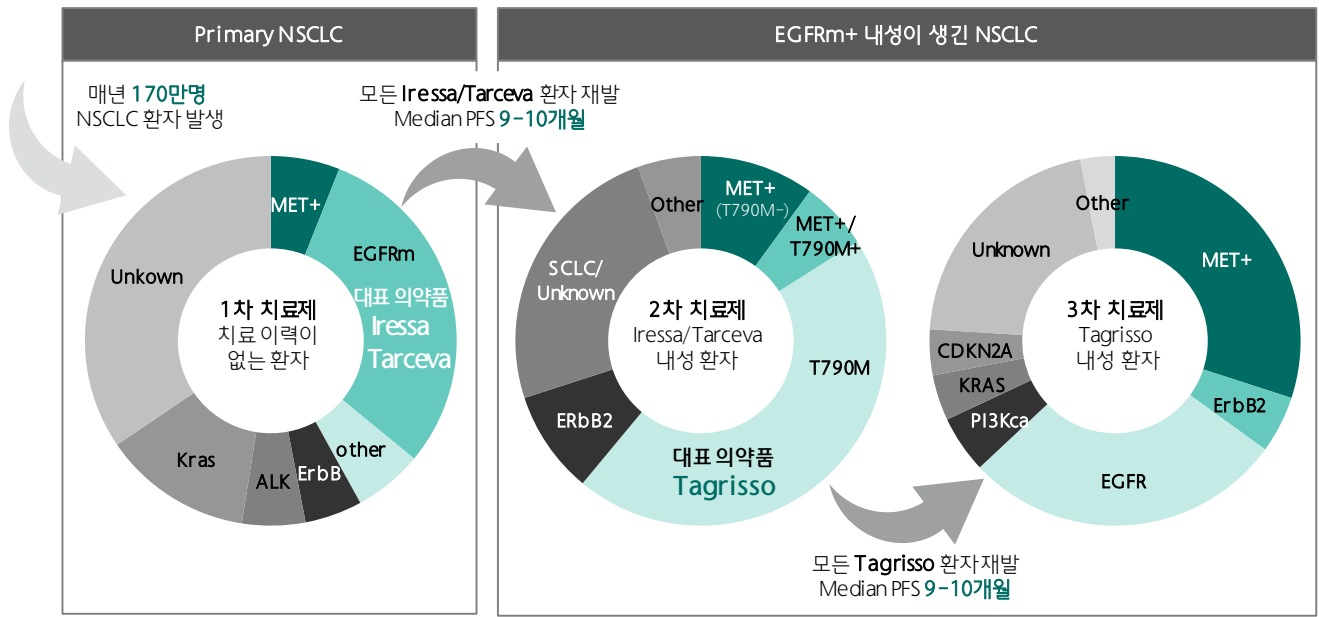
자료: 유한양행, 하나금융투자

그림 4. 아미반타맙과 레이저티닙 병용 1차 치료제 임상 3상(MARIPOSA) 디자인



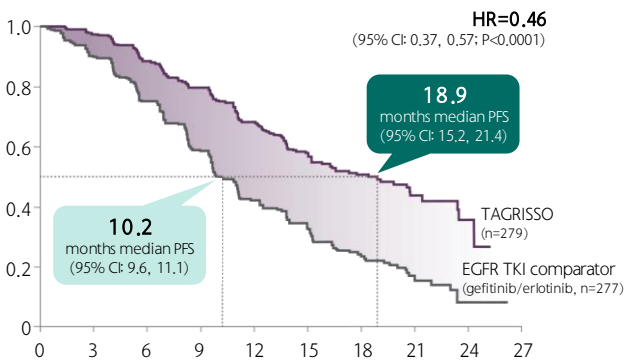
*BICR: blinded independent central review, PFS: progression-free survival, PFS2: PFS after first subsequent therapy, QD: 하루에 한번
 자료: 유한양행, 하나금융투자

그림 5. 비소세포암 치료제 단계별 유전자 변이 분포도



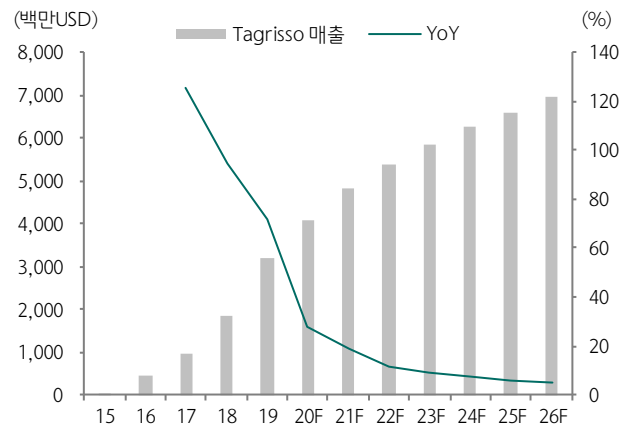
자료: 오스코텍, 하나금융투자

그림 6. 타그리소 1차 치료제 임상 3상 mPFS



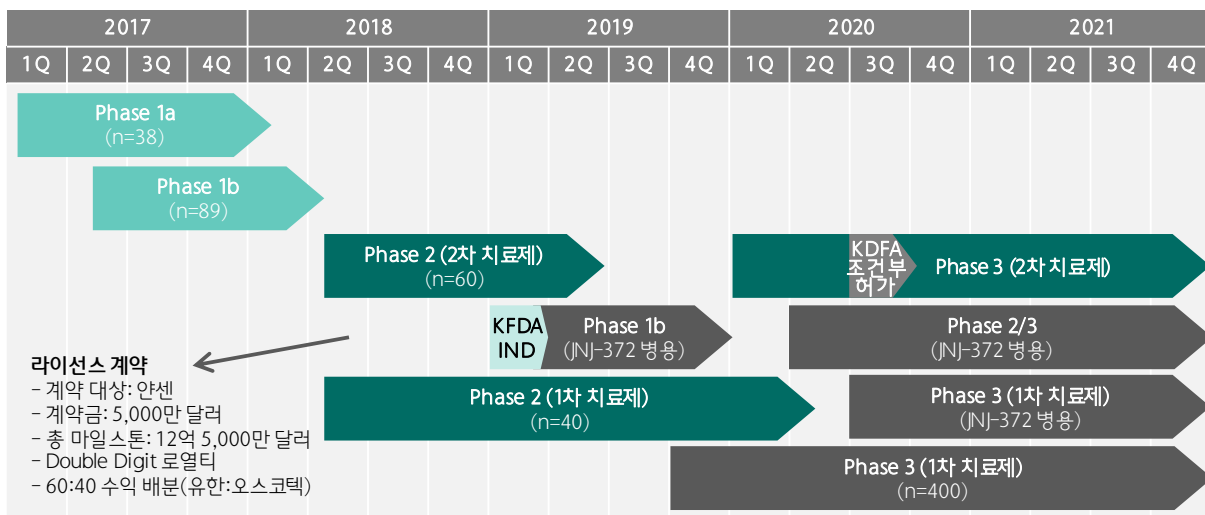
자료: 아스트라제네카, 하나금융투자

그림 7. 타그리소 연간 매출 추정



자료: GlobalData, 하나금융투자

그림 8. 레이저티닙 개발 일정



자료: 오스코텍, 하나금융투자

SYK 저해제

SYK 저해제의 rNPV

SYK 저해제의 rNPV는 아래와 같은 가정하에 산정되었다.

- SYK 저해제는 경구용 자가면역치료제로 가장 먼저 출시된 Xeljanz의 시장규모를 반영하여 매출액을 가정하였다. 단 켈잔스의 경우 차세대 JAK 저해제인 일라이릴리사의 Olumiant가 2017년 출시, 애브비사의 Rinvoq가 2019년 8월 시판허가를 획득하면서, 2018년 이후(출시 7년차) 성장세가 둔화되었다. 그러나 SYK 저해제의 경우 아직 눈에 띄는 경쟁제품이 없는 관계로 출시 7년차 성장률은 켈잔스보다 높게 산정하였다.
- 출시 시점은 현재 임상단계를 고려, 2024년으로 가정하였다.
- 기술이전 규모는 SYK 저해제가 First in class라는 점을 감안, 7억 달러로 추정하였고, 계약금은 10% 수준인 7백만 달러로 가정하였다.
- 마일스톤 수취에 대해서는 알려진 바가 없기에 각각의 단계별로 균등배분하여 산정하였다.
- 성공확률은 자가면역질환 치료제의 임상 2상의 LOA(Likelihood of approval)인 22.8%를 적용하였다(출처 Nature Drug Discovery, 2014).
- 로열티는 일반적인 계약의 특성 상 약 13%로 가정하였다.
- Terminal Value는 지속성장률 -5%로 가정하여 산정되었다.
- 오스코텍과 제노스코는 수익을 5:5로 배분한다. 그러나 오스코텍이 제노스코의 지분 74.4%를 보유하고 있고 향후 제노스코의 상장으로 오스코텍의 보유 지분이 희석될 것을 감안하여 제노스코의 지분 50%를 보유한다고 가정하면 오스코텍의 수취 비율은 약 75%로 볼 수 있다.

표 3. SYK 저해제의 rNPV

(단위: 백만달러, 십억원)

		19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32
1) 룬															
예상매출액 (백만달러)	Xeljanz 매출 추이 반영						6	114	308	523	927	1,345	1,883	2,542	3,356
(YoY)							1800%	170%	70%	77%	45%	40%	35%	32%	
개발단계			2상 완료	3상 개시	3상 완료	NDA 신청	승인 시판								
계약금 및 마일스톤 수익(백만달러)	7억 달러로 가정		70	100	100	100	50		80		100		100		
로열티	13%로 가정				0.0	0.8	14.8	40.0	68.0	120.5	174.9	244.8	330.5	436.2	
원화환산수익(십억원)	1,200원 가정	0.0	0.0	84.0	120.0	120.0	120.9	77.8	48.0	177.6	144.6	329.8	293.7	516.6	523.5
세후이익(십억원)	법인세율 20% 가정	0.0	0.0	67.2	96.0	96.0	96.7	62.2	38.4	142.1	115.7	263.9	235.0	413.2	418.8
할인율	10%			1.00	0.91	0.83	0.75	0.68	0.62	0.56	0.51	0.47	0.42	0.39	0.35
현재 가치 환산(십억원)			0.0	67.2	87.3	79.3	72.7	42.5	23.9	80.2	59.4	123.1	99.7	159.3	146.8
NPV		1,971													
Terminal Value	-5%	930													
적정가치	22.8%	449													
제노스코의 수익배분 비율	75%	337													

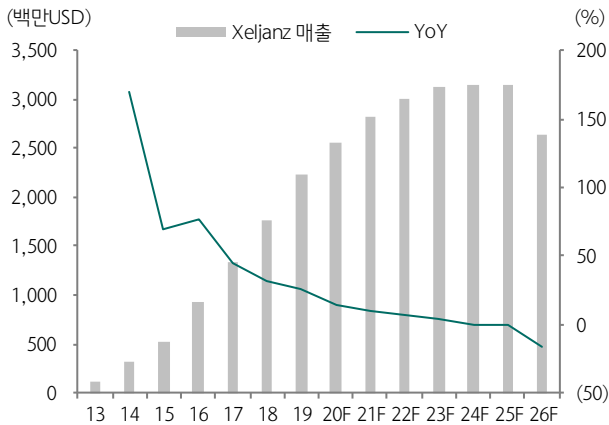
자료: 하나금융투자

그림 9. SYK 저해제 개발 일정

적용증	단계	2019	2020	2021
RA (OSCO-P2201)	환자 등록	2019년 4월 시작	최종 환자 등록: 2020년 상반기	
	치료		최종 환자 최종 방문: 2020년 하반기	
	데이터 랙 & 최종 리포트 작성			최종 보고서 완성: 2021년 상반기
ITP (OSCO-P2101)	환자 등록		최종 환자 등록: 2020년 10월	
	치료		최종 환자 최종 방문: 2021년 2월	
	데이터 랙 & 최종 리포트 작성			최종 보고서 완성: 2021년 4월

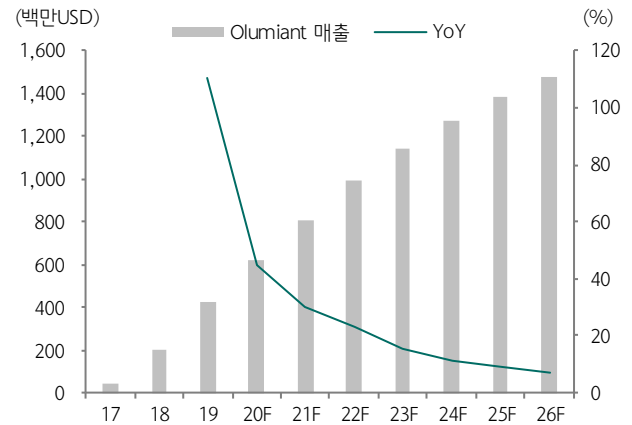
주석: RA(Rheumatoid Arthritis, 류마티스 관절염), ITP(Immune Thrombocytopenic Purpura, 면역성(특발성) 혈소판 감소 자반증)
 자료: 오스코텍, 하나금융투자

그림 10. Xeljanz 연간 매출 추정



자료: GlobalData, 하나금융투자

그림 11. Olumiant 연간 매출 추정



자료: GlobalData, 하나금융투자

FLT3 저해제

FLT3 저해제의 rNPV

FLT3 저해제의 rNPV는 아래와 같은 가정하에 산정되었다.

- AML 시장은 2017년 기준 4억 6,300만 달러 시장규모에서 Global Data사의 추정에 따라 2026년까지 연평균 14%로 성장한다고 가정하였다.
- 출시 시점은 현재 임상단계를 고려, 2025년으로 가정하였다.
- 기술이전 규모는 3억 달러로 추정하였고, 계약금은 10% 수준인 3백만 달러로 가정하였다.
- 마일스톤 수취에 대해서는 알려진 바가 없기에 각각의 단계별로 균등배분하여 산정하였다.
- 성공확률은 항암제의 임상 1상의 LOA(Likelihood of approval)인 13.2%를 적용하였다 (출처 Nature Drug Discovery, 2014).
- 로열티는 일반적인 계약의 특성 상 약 13%로 가정하였다.
- Terminal Value는 지속성장률 -5%로 가정하여 산정되었다.
- 오스코텍과 제노스코는 수익을 5:5로 배분한다. 그러나 오스코텍이 제노스코의 지분 74.4%를 보유하고 있고 향후 제노스코의 상장으로 오스코텍의 보유 지분이 희석될 것을 감안하여 제노스코의 지분 50%를 보유한다고 가정하면 오스코텍의 수취 비율은 약 75%로 볼 수 있다.

표 4. FLT3 저해제의 rNPV

(단위: 십억원, %)

		19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32
예상매출액(백만 달러)	AML 시장규모	601.5	685.7	781.7	891.2	1015.9	1,158	1,320	1,505	1,686	1,854	2,040	2,203	2,379	2,522
(YoY)		14%	14%	14%	14%	14%	14%	14%	14%	12%	10%	10%	8%	8%	6%
개발단계		1상 완료	2상 개시	2상 완료	3상 개시	3상 완료	NDA 신청	승인 시판							
시장점유율								2%	5%	10%	15%	18%	20%	20%	20%
예상매출액(백만 달러)								26.4	75.3	168.6	278.1	367.2	440.6	475.8	504.4
계약금 및 마일스톤 수익(백만달러)	3억 달러 가정		30		50	100		40			40		40		
로열티	13%로 가정							3.4	9.8	21.9	36.2	47.7	57.3	61.9	65.6
원회환산수익(십억원)	1,200원 가정	0.0	36.0	0.0	60.0	120.0	0.0	52.1	11.7	26.3	91.4	57.3	116.7	74.2	78.7
세후이익(십억원)	법인세율 20% 가정	0.0	28.8	0.0	48.0	96.0	0.0	41.7	9.4	21.0	73.1	45.8	93.4	59.4	62.9
할인율	10%			1.00	0.91	0.83	0.75	0.68	0.62	0.56	0.51	0.47	0.42	0.39	0.35
현재 가치 환산(십억원)			0.0	0.0	43.6	79.3	0.0	28.5	5.8	11.9	37.5	21.4	39.6	22.9	22.1
NPV		407													
Terminal Value	-5%	140													
적정가치	13.2%	54													
제노스코의 수익배분 비율	75%	40													

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	18.3	3.6	3.9	18.7	4.4
매출원가	9.9	1.5	1.7	2.4	2.1
매출총이익	8.4	2.1	2.2	16.3	2.3
판매비	7.8	8.7	8.0	10.1	22.1
영업이익	0.7	(6.7)	(5.8)	6.2	(19.9)
금융손익	(0.9)	(0.7)	(0.4)	(0.8)	(0.5)
종속/관계기업손익	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.4	(2.6)	(0.2)	(0.2)	(2.3)
세전이익	0.3	(9.8)	(6.4)	5.2	(22.7)
법인세	(0.1)	(0.0)	0.0	0.9	2.3
계속사업이익	0.4	(9.8)	(6.4)	4.3	(25.0)
중단사업이익	0.0	0.5	0.0	0.0	0.0
당기순이익	0.4	(9.3)	(6.4)	4.3	(25.0)
비배주주지분 손익	(0.0)	(0.9)	(0.5)	0.8	(2.5)
지배주주순이익	0.4	(8.4)	(5.9)	3.5	(22.4)
지배주주지분포괄이익	0.6	(8.0)	(5.5)	4.1	(22.4)
NOPAT	0.8	(6.6)	(5.8)	5.1	(21.9)
EBITDA	1.2	(6.3)	(5.5)	6.5	(19.2)
성장성(%)					
매출액증가율	7.0	(80.3)	8.3	379.5	(76.5)
NOPAT증가율	흑전	적전	적지	흑전	적전
EBITDA증가율	흑전	적전	적지	흑전	적전
영업이익증가율	흑전	적전	적지	흑전	적전
(지배주주)순이익증가율	흑전	적전	적지	흑전	적전
EPS증가율	흑전	적전	적지	흑전	적전
수익성(%)					
매출총이익률	45.9	58.3	56.4	87.2	52.3
EBITDA이익률	6.6	(175.0)	(141.0)	34.8	(436.4)
영업이익률	3.8	(186.1)	(148.7)	33.2	(452.3)
계속사업이익률	2.2	(272.2)	(164.1)	23.0	(568.2)

투자지표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017	2018	2019
주당지표(원)					
EPS	17	(330)	(221)	127	(784)
BPS	1,107	558	780	1,621	1,708
CFPS	60	(227)	(199)	242	(637)
EBITDAPS	50	(247)	(207)	237	(672)
SPS	769	140	147	682	153
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	422.6	N/A	N/A	178.4	N/A
PBR	6.3	12.8	21.1	13.9	14.1
PCFR	117.6	N/A	N/A	93.3	N/A
EV/EBITDA	143.9	N/A	N/A	92.2	N/A
PSR	9.1	51.1	111.6	33.1	158.0
재무비율(%)					
ROE	1.7	(41.4)	(33.0)	10.3	(46.0)
ROA	0.9	(21.5)	(16.9)	6.3	(31.5)
ROIC	2.9	(27.8)	(34.5)	22.1	(106.2)
부채비율	83.9	72.8	58.1	36.0	33.2
순부채비율	8.4	3.0	(41.1)	(45.3)	(83.2)
이자보상배율(배)	1.0	(9.6)	(12.0)	4.9	(16.4)

자료: 하나금융투자

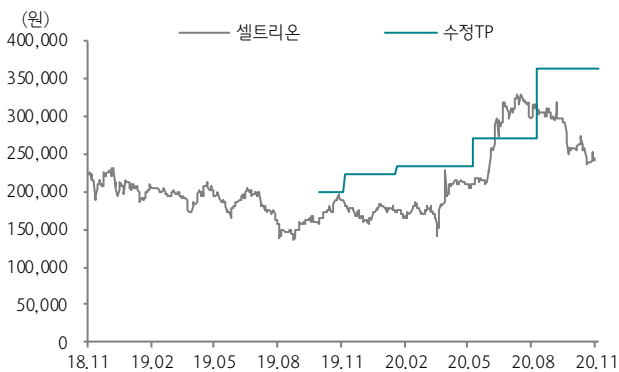
대차대조표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	30.5	17.5	29.5	57.3	55.3
금융자산	15.0	10.2	23.8	36.5	52.9
현금성자산	2.1	3.2	19.7	26.4	49.2
매출채권 등	3.8	5.6	3.9	18.7	0.5
재고자산	10.5	0.8	0.9	1.0	1.0
기타유동자산	1.2	0.9	0.9	1.1	0.9
비유동자산	19.0	11.1	11.0	12.9	17.1
투자자산	0.3	0.2	0.3	0.3	0.1
금융자산	0.3	0.2	0.3	0.3	0.1
유형자산	8.9	8.4	9.5	11.5	15.5
무형자산	9.8	1.1	1.0	1.1	1.4
기타비유동자산	(0.0)	1.4	0.2	(0.0)	0.1
자산총계	49.5	28.6	40.5	70.3	72.4
유동부채	21.8	8.9	11.7	15.7	14.4
금융부채	17.3	8.5	11.2	11.4	6.4
매입채무 등	4.1	0.4	0.5	1.2	0.4
기타유동부채	0.4	0.0	0.0	3.1	7.6
비유동부채	0.8	3.1	3.2	2.9	3.6
금융부채	0.0	2.2	2.1	1.7	1.3
기타비유동부채	0.8	0.9	1.1	1.2	2.3
부채총계	22.6	12.1	14.9	18.6	18.0
지배주주지분	26.2	14.3	21.3	46.3	51.3
자본금	12.1	12.8	13.6	14.3	15.0
자본잉여금	33.8	38.1	49.7	69.8	96.3
자본조정	(1.0)	(0.3)	(0.3)	(0.2)	(0.1)
기타포괄이익누계액	3.5	4.0	4.5	4.9	5.4
이익잉여금	(22.2)	(40.3)	(46.2)	(42.5)	(65.4)
비배주주지분	0.7	2.3	4.4	5.4	3.1
자본총계	26.9	16.6	25.7	51.7	54.4
순금융부채	2.3	0.5	(10.5)	(23.4)	(45.2)

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동 현금흐름	0.6	(8.2)	(3.7)	(5.1)	0.0
당기순이익	0.4	(9.3)	(6.4)	4.3	(25.0)
조정	0.6	3.3	0.9	2.5	4.3
감가상각비	0.5	0.4	0.3	0.3	0.6
외환거래손익	0.1	0.0	0.2	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(0.0)	2.9	0.4	2.2	3.7
영업활동 자산부채 변동	(0.4)	(2.2)	1.8	(11.9)	20.7
투자활동 현금흐름	(10.4)	10.7	2.8	(7.9)	1.8
투자자산감소(증가)	0.0	0.1	(0.0)	(0.0)	0.2
유형자산감소(증가)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(2.3)	(4.2)
기타	(10.3)	10.6	2.9	(5.6)	5.8
재무활동 현금흐름	10.1	(1.3)	17.9	19.3	20.8
금융부채증가(감소)	6.3	(6.7)	2.6	(0.2)	(5.4)
자본증가(감소)	4.5	5.0	12.4	20.8	27.3
기타재무활동	(0.7)	0.4	2.9	(1.3)	(1.1)
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	0.3	1.2	16.4	6.7	22.9
Unlevered CFO	1.4	(5.8)	(5.3)	6.6	(18.2)
Free Cash Flow	0.5	(8.2)	(3.8)	(7.3)	(4.2)

자료: 하나금융투자

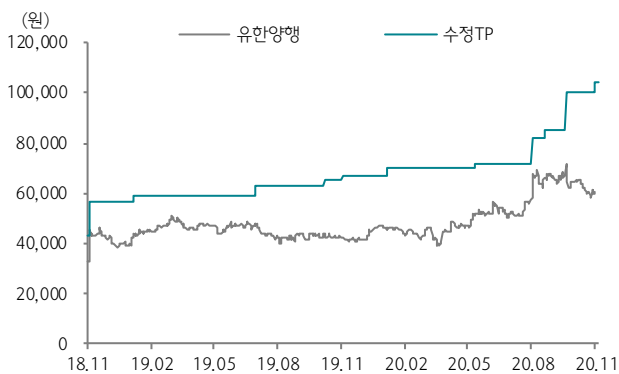
투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

셀트리온



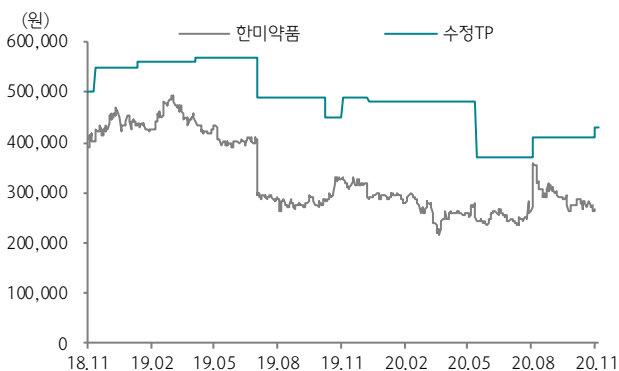
날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.11.1	BUY	364,000		
20.8.10	BUY	363,000	-23.08%	-12.40%
20.5.11	BUY	270,000	3.94%	21.85%
20.1.21	BUY	233,000	-20.23%	-1.72%
19.11.7	BUY	222,549	-22.43%	-17.32%
19.9.30	BUY	200,581	-9.92%	-2.14%

유한양행



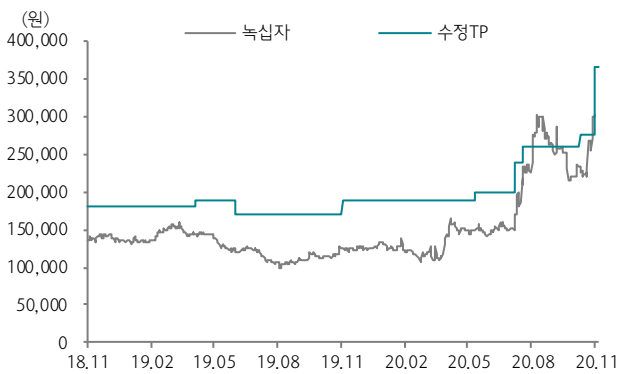
날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.11.1	BUY	104,000		
20.9.21	BUY	100,000	-37.49%	-33.30%
20.8.21	BUY	85,000	-21.87%	-19.18%
20.8.3	BUY	82,000	-20.25%	-15.61%
20.5.13	BUY	72,000	-26.56%	-20.42%
20.1.8	BUY	70,000	-35.63%	-25.71%
19.11.4	BUY	67,012	-35.31%	-29.42%
19.10.9	BUY	65,098	-34.39%	-32.65%
19.7.2	BUY	63,183	-31.75%	-23.94%
19.1.8	BUY	59,354	-21.39%	-14.36%
18.11.5	BUY	56,796	-26.43%	-17.90%
18.10.30	BUY	43,055	-27.02%	-24.25%

한미약품



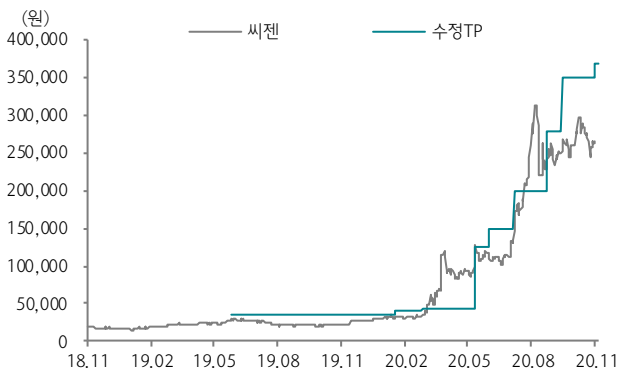
날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.11.1	BUY	430,000		
20.8.5	BUY	410,000	-28.77%	-13.29%
20.5.15	BUY	370,000	-32.12%	-23.11%
19.12.30	BUY	480,000	-43.68%	-37.29%
19.12.11	BUY	481,207	-38.98%	-37.45%
19.11.4	BUY	491,028	-35.13%	-32.70%
19.10.10	BUY	451,746	-31.74%	-26.74%
19.7.4	BUY	491,028	-42.57%	-39.20%
19.4.7	BUY	569,592	-27.99%	-23.53%
19.1.14	BUY	559,772	-18.90%	-12.11%
18.11.12	BUY	549,245	-20.09%	-14.74%
18.10.29	BUY	501,066	-20.91%	-16.25%

녹십자



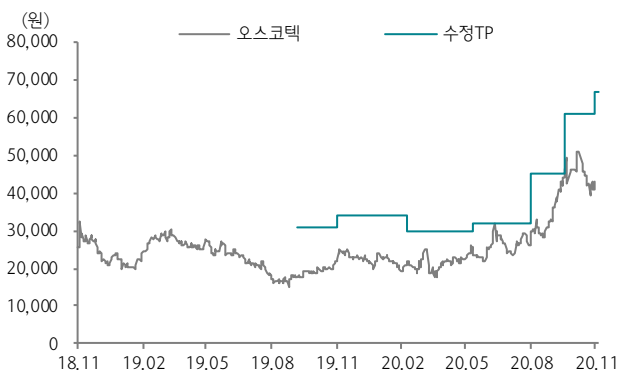
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.11.1	BUY	365,000		
20.10.11	BUY	276,000	-11.00%	8.70%
20.7.21	BUY	260,000	-1.77%	15.96%
20.7.10	BUY	240,000	-19.10%	-8.96%
20.5.13	BUY	200,000	-24.72%	-20.00%
19.11.4	BUY	190,000	-32.53%	-12.63%
19.6.4	BUY	170,000	-32.89%	-24.41%
19.4.7	BUY	190,000	-28.87%	-23.16%
18.10.30	BUY	180,000	-21.45%	-11.94%

씨젠



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.11.1	BUY	370,000		
20.9.15	BUY	350,000	-22.99%	-15.14%
20.8.25	BUY	280,000	-11.43%	-6.07%
20.7.8	BUY	200,000	16.02%	56.10%
20.6.3	BUY	150,000	-24.58%	-11.80%
20.5.14	BUY	126,000	-10.15%	-15.63%
20.2.27	BUY	42,000	90.07%	188.10%
20.1.20	BUY	40,000	-18.86%	-11.13%
19.5.27	BUY	34,000	-26.20%	2.79%
19.2.27	1년 경과		-	-
18.2.27	BUY	43,000	-40.87%	-12.91%

오스코텍



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.11.1	BUY	67,000		
20.9.21	BUY	61,000	-25.90%	-16.72%
20.8.3	BUY	45,000	-24.79%	-1.67%
20.5.13	BUY	32,000	-19.32%	-0.94%
20.2.11	BUY	30,000	-28.32%	-13.33%
19.11.4	BUY	34,000	-34.15%	-25.88%
19.9.8	BUY	31,000	-36.72%	-30.00%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.22%	7.78%	0.00%	100%

* 기준일: 2020년 11월 2일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 11월 3일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 2020년 11월 3일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.