

2024. 9. 19



▲ 제약/바이오

Analyst 김준영

02. 6454-4877

junyoung.kim@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)**적정주가 (12개월)** 150,000 원**현재주가 (9.13)** 89,200 원**상승여력** 68.2%

KOSDAQ 733.20pt

시가총액 32,618억원

발행주식수 3,657만주

유동주식비율 69.95%

외국인비중 10.22%

52주 최고/최저가 98,000원/33,400원

평균거래대금 733.7억원

주요주주(%)

팬 오리온 코프. 리미티드 외 8 인 26.31

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.6	19.9	123.3
상대주가	0.6	45.5	168.8

주가그래프

**리가켄바이오** 141080**높아지는 안센의 옵션 행사 가능성**

- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 15만원으로 상향
- ✓ 경쟁사 전략으로 바라본 안센의 단독 개발 옵션 행사 가능성
- ✓ 12월 ASH(미국혈액학회)에서 LCB71 결과 추가 공개
- ✓ 기존 트랙레코드를 바탕으로 하반기 라이선스 계약 기대감 조성

경쟁 약물의 애매한 성공 속 높아지는 LCB84의 가치

WCLC(세계폐암학회) 2024를 통해 공개된 AstraZeneca의 Dato-DXd 임상 결과는 반쪽짜리 성공을 거뒀다. 기존 치료제 대비 OS(전체 생존 기간) 개선을 이뤄내지 못하였고 비소세포폐암 종류에 따라 결과가 상이한 양상을 보이며 폐암 시장에서의 성공 가능성에 의구심을 품게 만들었다. 다만 EGFR 변이가 해당되는 AGA 비소세포폐암에서의 가능성을 일부 보여주며 Tagrisso 병용 요법 임상(TROPION-Lung14, 15) 성공 가능성을 예상해볼 수 있다. Janssen과 계약한 LCB84는 동일하게 TROP2를 타겟하는 경쟁 물질이며 전임상 연구에서 Dato-DXd 대비 효능과 부작용 결과가 긍정적으로 나올 가능성을 보였다. 최근 Rybrevant/Lazcluze 병용요법을 통해 폐암 시장에 도전장을 내민 Janssen은 폐암 시장 강자인 AstraZeneca의 전략을 참고하여 대비할 가능성이 높다. Dato-DXd와 Tagrisso를 병용하는 임상 연구를 진행 중이기에 Janssen 또한 LCB84와 Lazcluze를 병용하는 요법 임상을 진행할 가능성이 존재한다. 25년 확인 예정인 LCB84의 임상 1상 결과가 중요한 순간이다.

투자 의견 Buy, 적정주가 15만원으로 상향, Top-Pick

리가켄바이오에 대해 기존 적정주가 10만원에서 50% 상향한 적정주가 15만원을 제시한다. LCB84의 임상 1상 결과에 따라 단독 개발 옵션을 행사할 경우 2,600억원을 수령한다. CLDN18.2, B7H4를 타겟하는 파이프라인은 전세계적으로 관심이 많은 타겟이기에 라이선스 계약 가능성은 높은 상황이며 매년 라이선스 계약을 체결한 만큼 하반기에도 계약 체결 가능성은 존재한다. 12월 ASH(미국혈액학회)를 통해 LCB71의 추가적인 결과를 확인할 것으로 예상하며 결과에 따라 신약 성공 가능성을 더 면밀히 파악할 수 있다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	33.4	-50.4	-45.1	-1,850		7,937	-23.2	5.4	-20.2	-20.5	15.0
2023	34.2	-80.8	-73.7	-2,775	적지	5,215	-23.4	12.5	-22.2	-40.1	27.9
2024E	124.3	-5.2	15.6	454	흑전	17,465	196.6	5.1	0.0	4.0	6.6
2025E	144.5	26.1	50.0	1,367	201.3	18,832	65.3	4.7	82.3	7.5	6.1
2026E	151.0	30.0	56.1	1,534	12.2	20,366	58.2	4.4	71.6	7.8	5.7



Contents

Summary	3
Key Chart	5
1. AstraZeneca가 내준 빈틈을 파고들 수 있는 LCB84	9
빅파마들의 TROP2 ADC 개발 계획	9
폐암 시장 도전자 J&J가 가져갈 수 있는 전략은?	13
TROP2 ADC 후속 치료제로의 가능성	18
2. Enhertu 경쟁 가능성이 높아지는 LCB14	19
Enhertu의 시장 확장 가능성과 한계	19
Enhertu의 한계는 곧 기회	21
3. ASH에서 확인할 LCB71의 가능성	26
DLBCL이 무슨 질병일까	26
LCB71의 경쟁자들	28
DLBCL 1차 치료제 가능성	31
4. 투자의견 및 밸류에이션	34
투자의견 Buy 및 적정주가 150,000원 상향, Top-pick	34

Summary

투자 의견 Buy 유지하며 적정주가 150,000원 상향 및 업종 내 Top-pick으로 유지한다. AstraZeneca의 TROP2 ADC, Dato-DXd의 결과가 기대치를 하회했다. WCLC(세계폐암학회) 2024에서 비소세포폐암 환자 대상으로 2차 이상의 치료제 임상 3상, TROPION-Lung01의 제한적인 성공 결과를 발표했다. PFS(무진행 생존기간)은 개선시켰으나 OS(전체생존기간) 개선에 실패하였고 비소세포폐암 종류에 따라 효과가 상이한 결과를 도출했다. 다만 긍정적인 포인트는 EGFR 변이에 해당하는 AGA(치료 가능 유전자 변이) 비소세포폐암에서 유의한 효능을 도출하며 EGFR 변이 비소세포폐암 진입 가능성을 일부 보여줬다.

Johnson & Johnson(Janssen의 모회사)은 8월 20일 EGFR 변이 비소세포폐암 1차 치료제로 Rybrevant와 Lazcluze 병용 요법을 승인 받았다. 다발성 골수종 치료제인 Darzalex를 필두로 혈액암에서 좋은 성과를 나타내며 항암제 매출의 약 78%를 혈액암 치료제로 구성하고 있는 반면 고형암에서는 전립선암 치료제인 Erleada를 제외하고는 매출 비중을 높일 수 있는 품목이 부재한 상황이었다. 이번 비소세포폐암 치료제 승인을 통해 폐암 시장에 도전장을 내민 만큼 시장 침투 전략과 시장 방어 전략을 동시에 구축해야 하는 상황이다.

EGFR 변이 폐암 시장에서의 강자는 AstraZeneca로 1세대 약물 Iressa 이후 블록버스터로 등극한 3세대 약물 Tagrisso를 바탕으로 자리를 유지하고 있다. Johnson & Johnson이 도전장을 내민 만큼 AstraZeneca는 이를 방어하기 위한 여러 전략을 구축했고 대표적으로 Tagrisso와 화학항암제 병용 요법이 있다. 또 다른 전략으로는 TROP2 ADC인 Dato-DXd와 Tagrisso를 병용하는 전략으로 현재 임상 3상(TROPION-Lung14, 15) 진행 중이다.

Dato-DXd의 제한적인 성공은 LCB84에겐 기회다. TROP2 ADC의 Proof of Concept이 견고해짐과 동시에 개선 여지를 남겨주어 향후 Dato-DXd의 한계를 극복한 파이프라인이 등장하면 시장 진입이 가능하다. 현재 LCB84는 전임상에서 Dato-DXd를 넘어설 잠재력을 보였으며 Johnson & Johnson은 AstraZeneca의 Dato-DXd/Tagrisso 병용 요법을 대비하기 위해 LCB84/Lazcluze 개발 전략을 가져갈 가능성이 높다. 향후 임상 1상 결과를 확인하며 독점 개발 옵션을 행사할 것으로 전망한다.

용어 정리

▼ ADC 용어

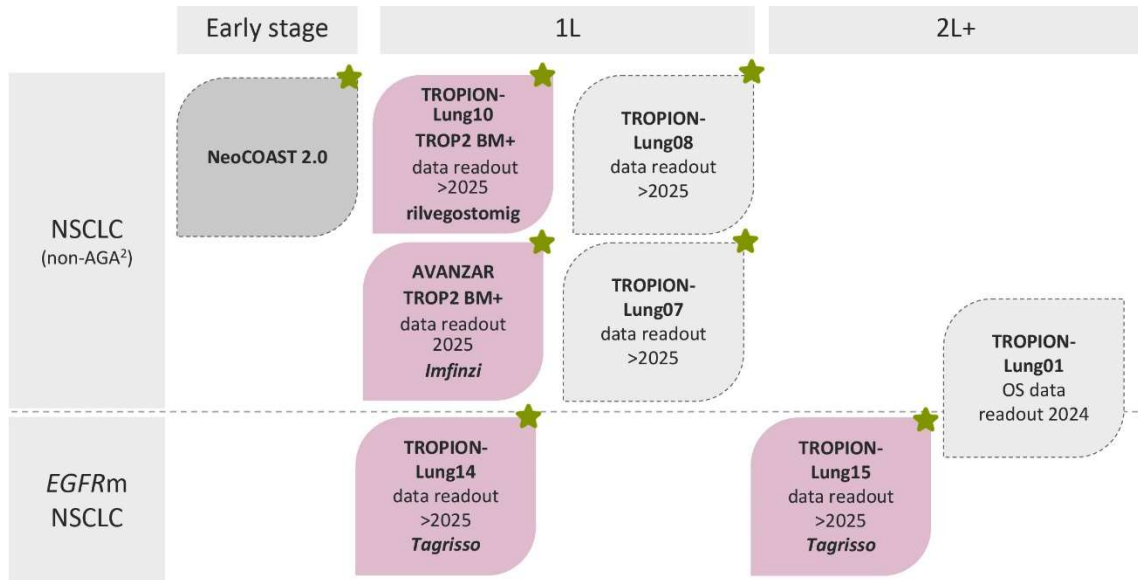
ADC	ADC는 항체 약물 접합체(Antibody Drug Conjugate)란 뜻으로 독성이 강한 약물을 항체에 붙여 질병 세포에 선택적으로 전달하고 정상 세포로 가지 못하게 하는 치료제이다.
TI	치료계수(Therapeutic Index)는 Therapeutic Window라고도 불리며 부작용이나 독성을 야기하지 않고 치료적 효능을 달성하는 범위, 즉 효능과 독성 사이에서 최적화하는 용량의 범위를 의미한다.
Bystander effect, 방관자효과	표적으로 하는 세포뿐 아니라 그 주변을 둘러싸고 있는 세포(bystander 세포)에도 영향을 미치는 효과를 의미한다.
DAR	DAR은 약물 항체 비율(Drug Antibody Ratio)로 각 항체에 연결된 약물의 평균 개수를 의미한다.

▼ 임상 용어

CR	CR은 완전 반응(Complete Response)으로 종양의 완전 소실을 의미한다.
PR	PR은 부분 반응(Partial Response)으로 종양의 크기가 30% 이상 감소한 경우를 의미한다.
SD	SD는 안정 병변(Stable Disease)으로 PR과 PD의 중간 단계를 의미한다.
PD	PD는 진행 병변(Progression Disease)으로 종양의 크기가 20% 이상 증가 혹은 새로운 병변이 발생한 경우를 의미한다.
ORR	ORR은 객관적 반응율(Objective Response Rate)로 전체 환자 대비 종양 크기 감소 등 객관적인 반응을 확인할 수 있는 환자의 비율을 의미한다. (ORR = CR + PR)
PFS	PFS는 무진행 질병 생존 기간(Progression Free Survival)으로 병이 진행(PD)이 안된 상태에서 환자가 악화되거나 사망에 이르기 전까지 생존한 기간을 의미한다.
OS	OS는 전체 생존 기간(Overall Survival)으로 환자가 치료를 시작하여 사망하기까지의 기간을 의미한다.
DLT	DLT는 용량 제한 독성(Dose Limiting Toxicity)으로 각 장기별 독성의 Grade 3을 기준으로 결정한다. 환자의 1/3에서 DLT를 나타내는 용량을 MTD(Maximal Tolerated Dose, 최대내약용량)로 정의하고 그 한 단계 전 코호트의 용량을 2상 권장용량(RP2D, Recommended Phase 2 Dose)으로 지정한다.
호중구 감소증 (Neutropenia)	호중구 감소증은 혈액 내 호중구(백혈구의 한 유형)의 수가 비정상적으로 낮은 경우를 의미하며 면역 반응이 감소하여 잦은 감염 위험에 노출된다.
혈소판 감소증 (Thrombocytopenia)	혈소판 감소증은 지혈 작용을 하는 혈소판의 수가 줄어들어 출혈 경향을 보이는 질환이다.

Key Chart

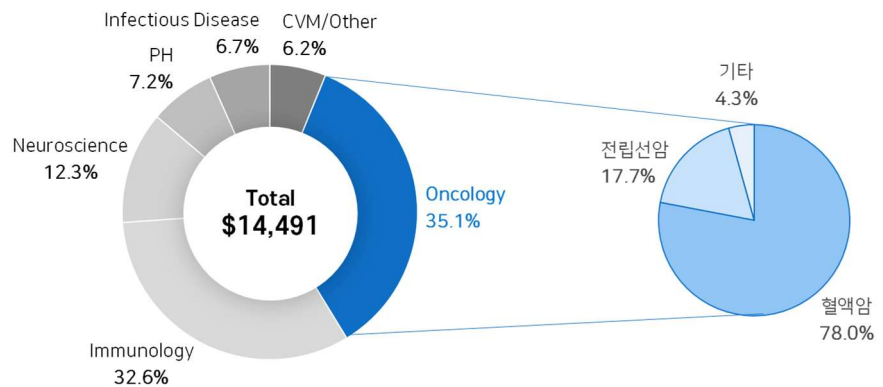
그림1 AstraZeneca의 폐암 개발 전략



주: AGA: actionable genomic alterations, 치료 가능 유전자 변이 (예시: EGFR, ALK, ROS1, RET, MET, NTRK, BRAF)

자료: AstraZeneca, 메리츠증권 리서치센터

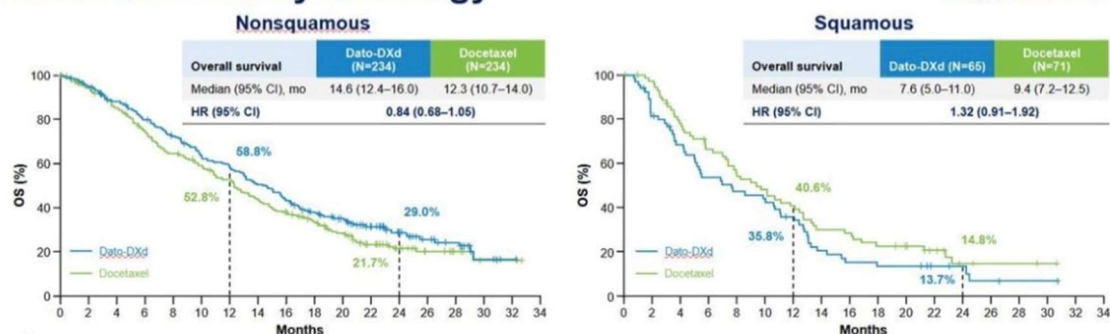
그림2 Johnson & Johnson 2Q24 매출 비중



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

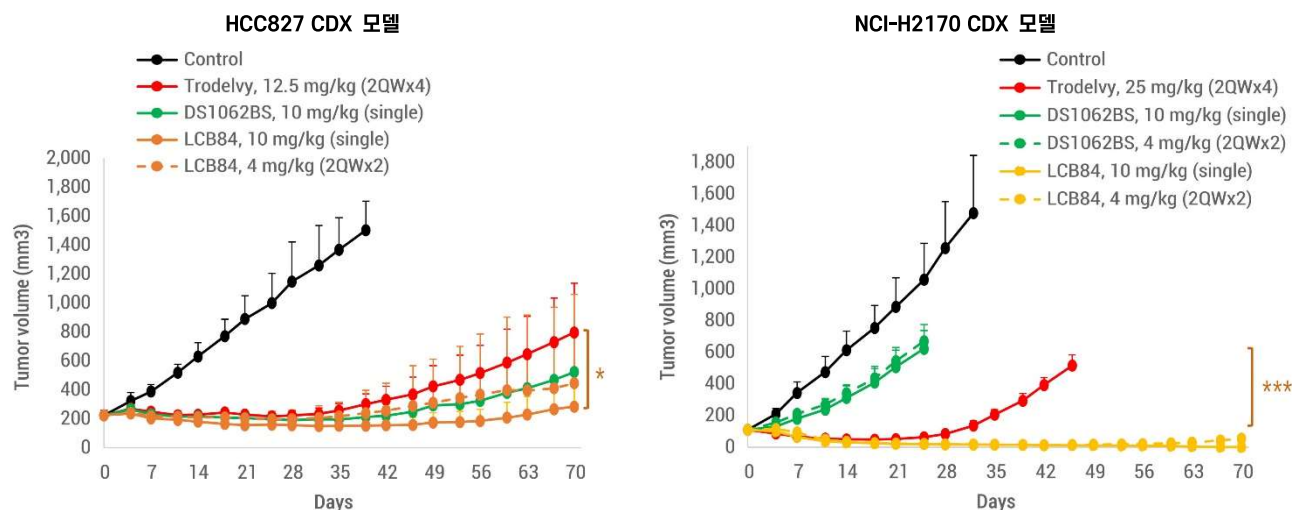
그림3 TROPION-Lung01 Histology에 따른 OS 결과

Overall Survival by Histology



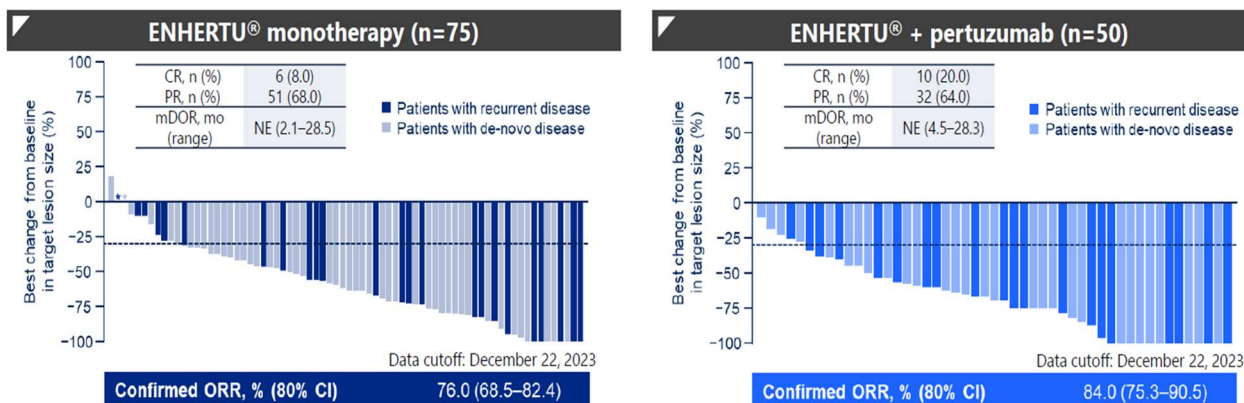
자료: WCLC 2024, 메리츠증권 리서치센터

그림4 NSCLC 효능 비교 전임상 결과



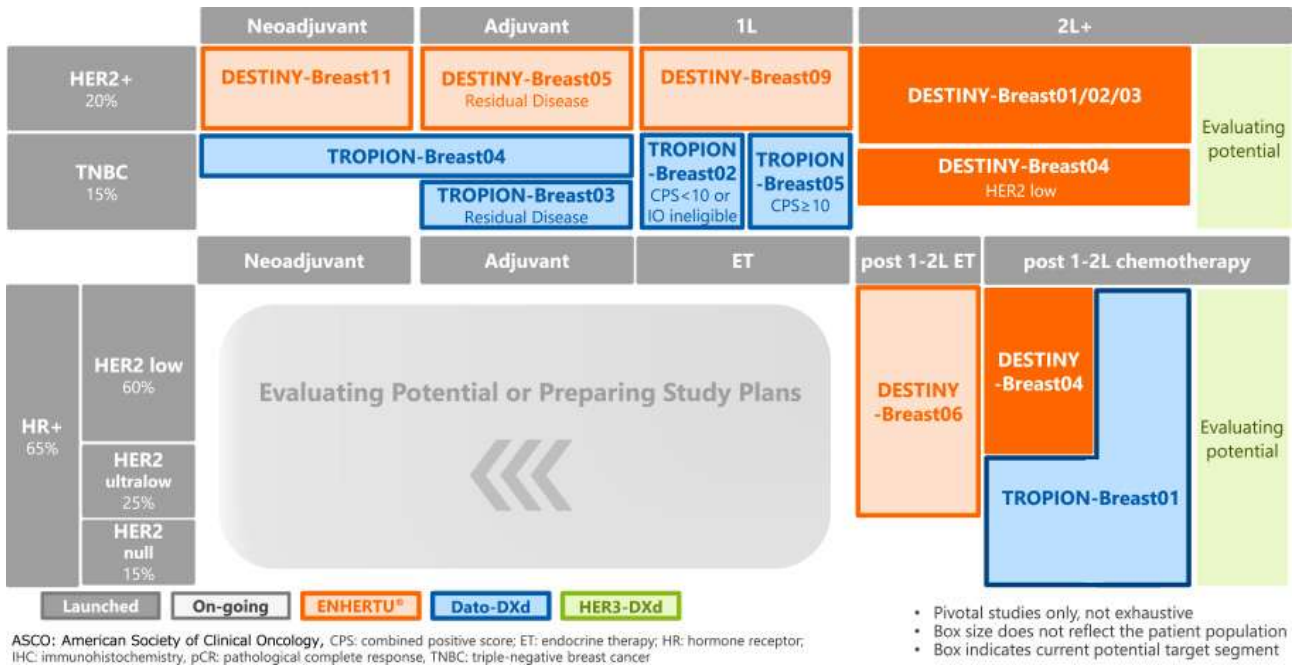
자료: 리가캠바이오, 메리츠증권 리서치센터

그림5 Enhertu와 Pertuzumab 병용요법의 효능



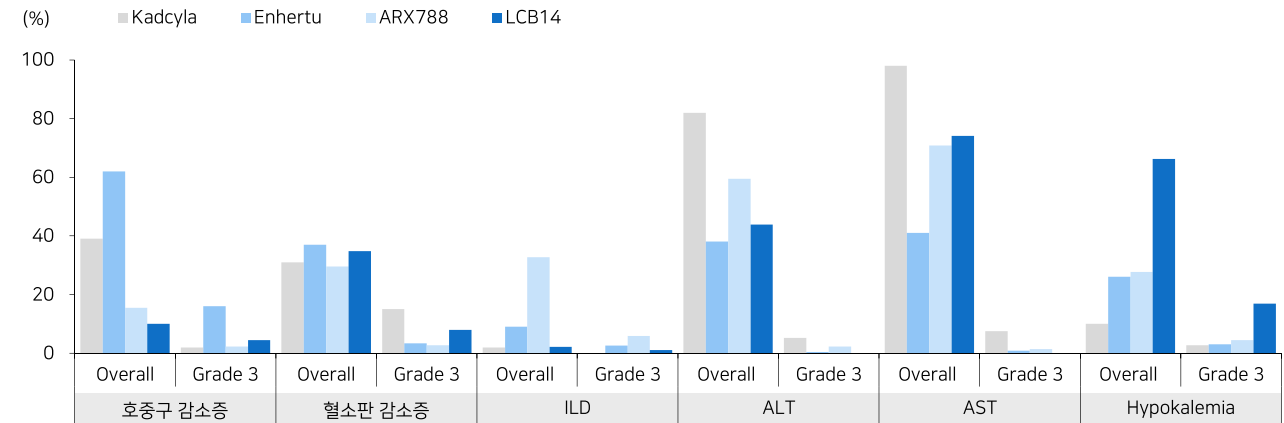
자료: Daiichi Sankyo, 메리츠증권 리서치센터

그림6 유방암에서 Enhertu 개발 계획



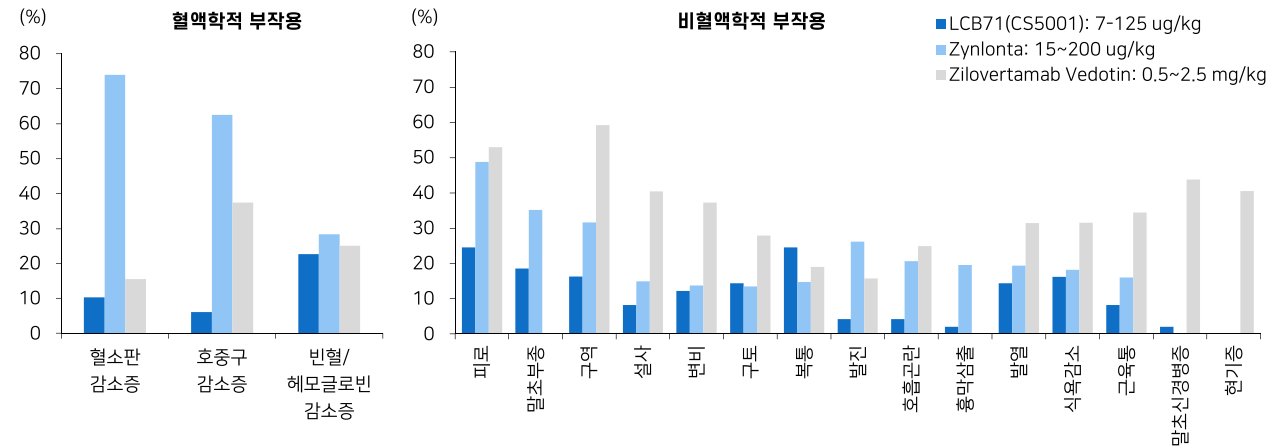
자료: Daiichi Sankyo, 메리츠증권 리서치센터

그림7 Kadcyla, Enhertu, ARX788, LCB14 HER2 양성 유방암 대상 부작용 비교



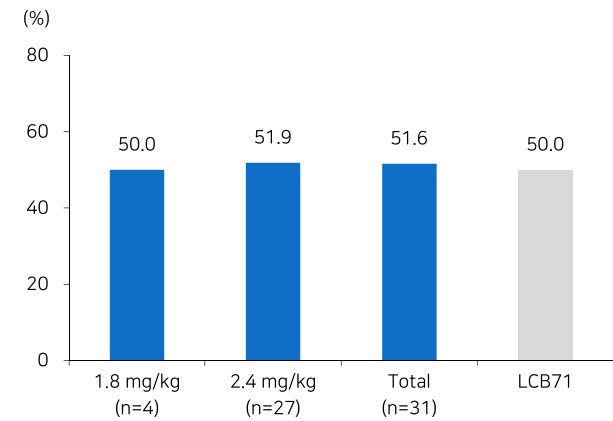
자료: EMILIA, DESTINY-Breast01 clinical trial, ASCO 2024, Qiao Li et al. 2024, 메리츠증권 리서치센터

그림8 동일 타겟 ADC(Zilovetamab Vedotin), 동일 페이로드 ADC(Zynlonta)와 부작용 발생률 비교



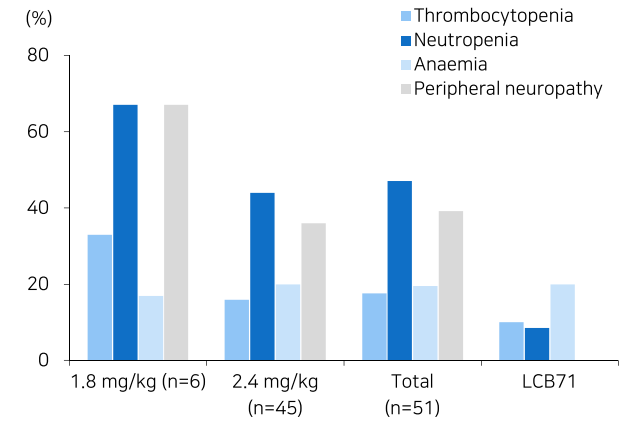
자료: Cstone, 메리츠증권 리서치센터

그림9 Polivy 단독요법과 LCB71 ORR(객관적반응률) 결과



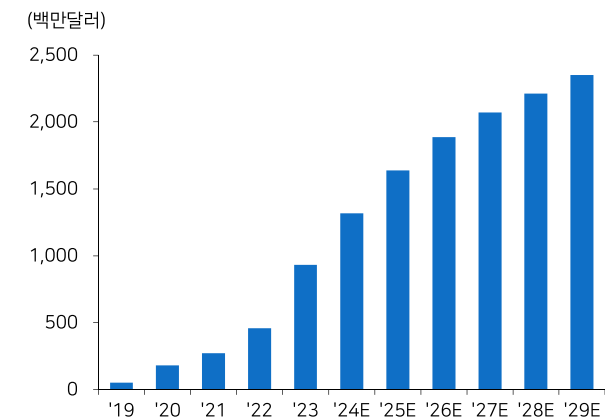
자료: Maria Corinna A Palanca-Wessels et al. 2015, 메리츠증권 리서치센터

그림10 Polivy 단독요법과 LCB71 혈액학적 부작용 결과



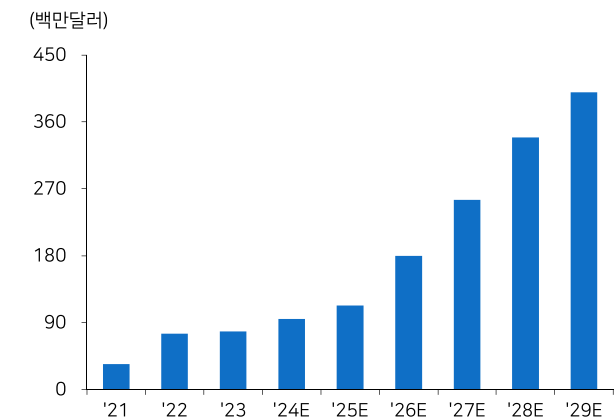
자료: Maria Corinna A Palanca-Wessels et al. 2015, 메리츠증권 리서치센터

그림11 1차 치료제 Polivy의 매출 추이



자료: Evaluate Pharma, 메리츠증권 리서치센터

그림12 3차 치료제 Zynlonta의 매출 추이



자료: Evaluate Pharma, 메리츠증권 리서치센터

리가캠바이오 (141080)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	33.4	34.2	124.3	144.5	151.0
매출액증가율(%)		2.2	264.1	16.2	4.5
매출원가	15.6	16.4	15.9	16.4	16.6
매출총이익	17.9	17.8	108.4	128.2	134.4
판매관리비	68.2	98.6	113.7	102.0	104.4
영업이익	-50.4	-80.8	-5.2	26.1	30.0
영업이익률(%)	-150.8	-236.7	-4.2	18.1	19.9
금융손익	2.5	4.2	20.7	23.9	26.1
종속/관계기업손익	0.1	0.8	0.6	0.0	0.0
기타영업외손익	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	-47.7	-75.8	16.1	50.0	56.1
법인세비용	-2.6	-2.0	0.5	0.0	0.0
당기순이익	-45.1	-73.7	15.6	50.0	56.1
지배주주지분 순이익	-45.1	-73.7	15.6	50.0	56.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	-7.1	-62.2	33.9	55.8	62.0
당기순이익(손실)	-45.1	-73.7	15.6	50.0	56.1
유형자산상각비	2.5	3.1	3.6	3.7	3.3
무형자산상각비	1.6	1.6	1.7	2.2	2.5
운전자본의 증감	17.4	-2.4	1.9	-0.0	0.0
투자활동 현금흐름	-16.2	9.4	-16.1	-7.0	-4.0
유형자산의증가(CAPEX)	-4.2	-1.3	-3.2	-3.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-26.3	8.0	-1.1	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	3.2	-1.9	472.9	0.0	0.0
차입금의 증감	12.3	0.4	-0.0	0.0	0.0
자본의 증가	107.7	4.0	474.9	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-22.0	-54.9	490.8	48.8	58.0
기초현금	139.9	118.0	63.1	553.9	602.6
기말현금	118.0	63.1	553.9	602.6	660.6

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	191.6	134.6	621.8	670.5	728.5
현금및현금성자산	118.0	63.1	553.9	602.6	660.6
매출채권	12.8	14.8	12.5	12.5	12.5
재고자산	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
비유동자산	60.9	54.9	59.1	60.3	58.4
유형자산	26.5	25.4	26.0	25.4	22.1
무형자산	7.9	6.9	7.8	9.7	11.1
투자자산	26.4	19.2	20.9	20.9	20.9
자산총계	252.5	189.5	680.9	730.8	786.9
유동부채	28.6	37.1	36.2	36.2	36.2
매입채무	7.3	7.1	7.1	7.1	7.1
단기차입금	2.7	11.9	11.9	11.9	11.9
유동성장기부채	9.2	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	4.3	4.2	6.0	6.0	6.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	32.9	41.3	42.2	42.2	42.2
자본금	13.8	14.2	18.3	18.3	18.3
자본잉여금	93.9	97.5	568.3	568.3	568.3
기타포괄이익누계액	1.8	2.3	2.5	2.5	2.5
이익잉여금	105.4	30.7	44.9	94.9	151.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	219.6	148.2	638.7	688.6	744.7

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	1,371	1,286	3,607	3,952	4,129
EPS(지배주주)	-1,850	-2,775	454	1,367	1,534
CFPS	-1,133	-2,394	508	873	982
EBITDAPS	-1,898	-2,867	0	873	982
BPS	7,937	5,215	17,465	18,832	20,366
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-23.2	-23.4	196.6	65.3	58.2
PCR	-37.8	-27.1	175.8	102.2	90.9
PSR	31.3	50.6	24.7	22.6	21.6
PBR	5.4	12.5	5.1	4.7	4.4
EBITDA(십억원)	-46.3	-76.2	0.0	31.9	35.9
EV/EBITDA	-20.2	-22.2	0.0	82.3	71.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-20.5	-40.1	4.0	7.5	7.8
EBITDA 이익률	-138.4	-223.0	0.0	22.1	23.8
부채비율	15.0	27.9	6.6	6.1	5.7
금융비용부담률	0.9	1.5	0.5	0.4	0.4
이자보상배율(x)	-176.3	-153.0	-8.9	44.3	50.9
매출채권회전율(x)	2.6	2.5	9.1	11.5	12.0
재고자산회전율(x)	168.1	172.6	606.5	614.2	586.5

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	83.3%
중립	16.7%
매도	0.0%

2024년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

리가켄바이오 (141080) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

