

제약

(Overweight)

유진투자증권

20 하 반 기
22 산업전망

30 May 2022

전략, 전력 재정비



제약/바이오 권해순

02)368-6181

hskwon@eugenefn.com

Glossary

기업	용어	정의
대웅 제약	P-CAB	- 칼륨 채널 관련 위산 억제제(Potassium Competitive Acid Blocker) 기전의 위식도역류질환 치료제 - 기존의 PPI(Proton pump inhibitor)를 대체하며 빠르게 시장 점유율을 높여가는 최신 기전의 약물 - 국내에서는 HK이노엔 케이캡이 2019년에 출시(중근당과 코마케팅)한 후 2022년 하반기 대웅제약의 펙수클루정이 두번째로 출시될 예정 - 관련된 국내 시장 4,000억원, 글로벌 시장 40억 달러 수준으로 시장성이 매우 높음
	펙수클루 정	- 대웅제약이 개발한 P-CAB 제제로 국내에서 2022년 4분기부터 판매될 예정 - 미국 Neurogastrix사와 기술이전 계약을 체결(2021년 6월, 지분 5% 취득)하여 임상 3상 추진 중. 2024년 이후 발매 예상 - 현재 중남미, 아랍 국가, 중국 등 14개국과 기술 이전 및 공급계약이 체결 중
	나보타	- 보툴리눔 독신 제제 - 미용용과 치료용으로 각각 판매 중이며 미국에서는 현재 미용용으로 판매 중 - 치료용은 글로벌 임상 3상 중이며 2024년 신약 허가신청 예상됨 - 유럽, 호주, 중국 등으로 판매지역 확대 중
유한	레이저티닙	- 비소세포폐암 치료제로 개발 중인 표적항암제로 유한양행의 글로벌 신약 - 오스코텍으로부터 도입 후 안세 바이오테크(I&J)에게 기술 수출하여 현재 글로벌 임상 3상 진행 중 2025년 전후 상업화 예상, 출시 5년 차 예상 매출액 10억 달러 상회 - 경쟁제품인 타그리스 2021년 매출액 50억 달러 상회
한미약품	NASH	- 비알콜성 지방 간 섬유화(Non-alcoholic SteatoHepatitis) 2031년까지 관련 시장은 60억 달러 이상 성장할 전망. 현재까지 판매되고 있는 치료제 없음 - 만성질환으로 천천히 진행되며 여러 요소들이 관여하기 때문에 약물 효과를 평가하는 임상 종말점 결정이 어려워 장기간에 걸쳐 임상 3상이 진행되어야 하는 어려움이 있음 - 한미약품의 LAPS-GLP/GCP Dual Agonist 기전의 에페노페그듀타이드가 MSD에 기술 수출(2020년 8월)되어 글로벌 임상 2상 중 - 한미약품의 LAPS Triple Agonist 기전의 HM15211도 글로벌 임상 2상 진행 중 - 유한양행도 연구개발 중인 두 프로젝트를 각각 베링거인겔하임(2019년 7월, 임상 1상 단계, YH25724)과 길리어스사이언스(2019년 1월, 비임상 단계)에 기술 수출하였음
	포지오티닙	- 비소세포폐암 치료제로 HER2 변이에 대한 표적항암제 2015년 미국 스펙트럼 파마슈티컬로 기술 수출. 최근 글로벌 임상 3상 진입 - FDA 신속심사대상으로 2022년 초 시판허가 신청함, 11월 FDA 승인 예상 2023년 상업화 예상. 출시 5년차 연간 매출액 약 2억 달러 예상
	롤론티스	- 호중구 감소증 치료제인 바이오의약품 2012년 미국 스펙트럼 파마슈티컬로 기술 수출 2022년 3월 BLA(Biologics License Application) 신청, 4분기 승인 예상 2023년 상업화 예상, 판매 대상 시장 약 70억 달러
녹십자	헌터라제	- 희귀질환인 헌팅턴 증후군 치료제, 효소 제제로 주 1회 정맥주사로 투여 2022년 예상 매출액 650억원 수준이나 2024년 중국 판매 시작 시 출시 3년차 중국 연간 판매액 1,000억원 상회할 전망 - 경쟁제품인 다케다 엘라프라제 2021년 글로벌 판매액은 약 8,000억원
	MG-SN	- 면역결핍 치료에 적용되는 정맥 투여 방식의 면역이뮤노글로불린 제제(IntraVenous ImmunoGlobulin) - 바이오의약품 - 관련 경쟁제품들의 시장은 2021년 기준 63억 달러를 상회하며 연평균 6.8% 성장 전망 2024년 미국시장 판매 예상(2022년 내 미국 FDA 실사 후 2023년 FDA 승인 예상)

Contents

I. 투자 관점의 변화가 필요하다.....	6
1. 진화하는 방향을 보라	6
2. 2022~2023 년은 '실현 가능성'에 기반한 투자전략 유효	8
3. Top picks 대웅제약(TP 230,000 원), 유한양행(TP 80,000 원)	9
II. 2022 년: 전략, 전력 재정비	10
1. 글로벌 신약 출시를 위해 10 년간 1 조원 투자	10
2. 1Q22 실적에서 기업별 성장 전략과 전력 점검	15
III. 차별화되는 성장 전략	17
1. 두 가지 성장 축: 신약 개발과 해외 사업	18
2. 2024 년, 숫자로 확인되는 성장 사이클 진입	30
IV. 지속가능한 성장성에 대한 프리미엄도 지속된다.....	31
1. 상위사들의 이익 성장은 지속될 전망	31
2. 글로벌 제약사들 견조한 주가 흐름	32
기업분석.....	33
대웅제약(069620)	
유한양행(000100)	
한미약품(128940)	
녹십자(006280)	
종근당(185750)	
동아에스티(170900)	

전략, 전력 재정비

권해순 Analyst

2022~2023 년은 '실현 가능성'에 기반한 투자 전략 유효

제약업종에 대한 투자 관점의 변화가 필요하다. 이슈에 초점을 둔 단기적 접근보다 국내 제약 기업들이 진화하는 방향과 동행하는 중장기적 시각이 필요한 때이다. 지난 10년간 국내 상위 제약사들은 두 가지 성장 축인 '신약 개발'과 '해외 시장 개척'을 위해 고군분투하였다. 투자비가 증가하면서 높은 실적 변동성을 보였고, 여러가지 이슈에 주가가 일희일비하였다. 우여곡절 끝에 국내 상위 제약사들 중 '몇몇 기업들'은 그들이 선택한 전략의 성공 가능성을 상당히 높인 것으로 판단된다. 그 결과로 지속가능한 성장이 예상되는 제약사들에 대한 밸류이션 프리미엄은 정당화될 전망이다. 제약업종에 대한 비중확대를 권고한다.

2022~2023 년은 '실현 가능성'에 기반한 투자 전략이 유효할 전망이다. 실적 개선이 예상되고 투자 성과가 가시화 될 제약사에 투자하는 전략을 권유한다. 2024 년으로 예상되는 빅 성장 사이클에 진입하기 위해 2022~2023 년은 제약사들이 전략과 전력을 재정비해야 하는 기간이다. 파이프라인 강화를 위한 과감한 투자는 이제 효율적인 투자로 전환하여야 하고, 해외 시장에 진입하는 과정에서 경험이 부족하여 반복했던 실패들을 교훈 삼아 글로벌 기준에 도달하는 시간을 단축시켜야 한다.

2024 년부터 상위 제약사들은 숫자로 확인되는 성장 사이클 진입할 전망이다. 각 제약사들(대웅제약, 유한양행, 한미약품, 녹십자)의 대표 프로젝트들이 출시 5년 전후(2029년 전후)로 최소 매출액 1,000억원, 영업이익 300억원 이상의 이익을 창출하여 실적으로 반영될 것이다. 2025년까지 연평균 15% 이상의 이익 성장이 가능할 전망이다.

Top picks 으로 대웅제약(069620.KS., TP 230,000 원)과 유한양행(000100, KS., TP 80,000 원)을 추천한다. 대웅제약은 유망 신제품이 출시되고 수출이 증가하면서 성장 사이클 초입에 진입하고 있다. 유한양행은 레이저티닙의 글로벌 판매를 토대로 선순환 구조에 진입할 전망이다.

I. 투자 관점의 변화가 필요하다

1. 진화하는 방향을 보라

제약업종에 대한
투자 관점은
변해야 한다

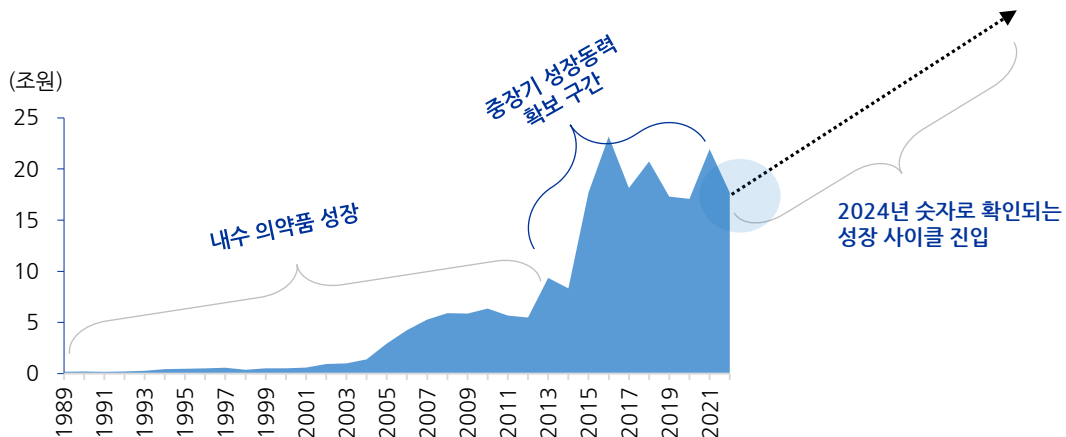
제약업종에 대한 투자 관점은 변화해야 한다. 이슈에 초점을 둔 단기적 접근보다 제약사들의 진화하는 방향과 동행하는 중장기적 시각이 필요하다. 국내 제약사들은 지난 10년간 신약 파이프라인을 강화하기 위해 매출액 대비 10% 내외의 연구개발에 투자하면서 실적에 큰 변동을 보였다. 당사는 국내 상위 제약 기업들의 적극적인 연구개발 투자 전략이 상당 부분 성공했다고 판단한다. 다양해지고 강화된 신약 파이프라인을 통해 제약기업들의 지속가능한 성장이 가능해지고 있기 때문이다. 10년 먹거리가 확보되고 있다.

2015년부터 다국적 제약사로 총 계약금액 기준 1조원 내외의 기술 수출이 시작되고, 2020년부터는 COVID-19 팬데믹으로 백신과 치료제 개발에 대한 필요성이 높아지면서 신약 개발에 대한 기대감은 감당할 수 없을 정도로 치솟았고 관련 제약사들의 주가는 널뛰었다. 그러나 이 모든 현상은 신약 개발에 대한 일방적인 기대감이 극단적으로 나타나는 현상이었다고 판단한다. 이제는 일방적인 기대감보다 실현 가능성이 있는 현실감에 무게를 두어야 할 시기이다.

2024년부터
숫자로 확인되는
성장 사이클 진입

2022~2023년은 제약사들이 그들이 선택한 성장 전략을 점검하고 전력을 가다듬는 시기이다. 글로벌 제약바이오 산업 지형이 그 어느 때보다 급변하고 있고, 기업간 격차가 벌어지고 있다. 지난 10년간 세웠던 생존 전략이 실적으로 가시화 될 시기가 다가오고 있는 시점에 고삐를 늦추어서는 안 된다. 그리고 우리 투자자들은 제약사들의 단기적, 중장기적 성장 전략을 이해하여야 한다. 기업들의 전략과 전력을 이해하면 투자유망 종목을 선택하는데 큰 어려움이 없다. 2024년부터 상위 제약사들은 숫자로 확인되는 성장 사이클 진입할 전망이다.

도표 1. 2024년부터 숫자로 확인되는 성장 사이클 진입



자료: 유진투자증권(세로축은 의약품 시가총액)

상위 제약사들은
상대적으로
견조한 주가 흐름

지금이 바로 제약바이오 업종을 좀 더 진지하게 살펴볼 시기이다. 글로벌 경기 둔화와 맞물려 국내 바이오 기업들의 주가는 한없이 하락하고 있는 것처럼 보이지만 이익 증가가 예상되거나 신약 개발 성과가 다가오고 있는 기업들은 연초 이후 주가가 상대적으로 견조한 흐름을 보이고 있다. 옥석은 늘 눈에 띄기 마련이다.

글로벌 제약업종 지수
아웃퍼폼 중

글로벌 제약바이오기업들도 코로나 팬데믹 후반부터 부진한 흐름을 보이는 듯 했으나 2분기부터는 시장 대비 아웃퍼폼하는 양상이다. 특히 실적에 기반한 글로벌 제약사들과 기대감이 주가에 많이 반영된 바이오텍들과의 주가 흐름은 크게 차별화되고 있다. 글로벌 경기 둔화의 상황에서도 실적을 기반해 성장하고 있는 글로벌 제약사들의 주가 흐름은 견조한 양상을 보이고 있다

도표 2 KOSPI 상위 제약기업 5사 주가 상대수익률 추이

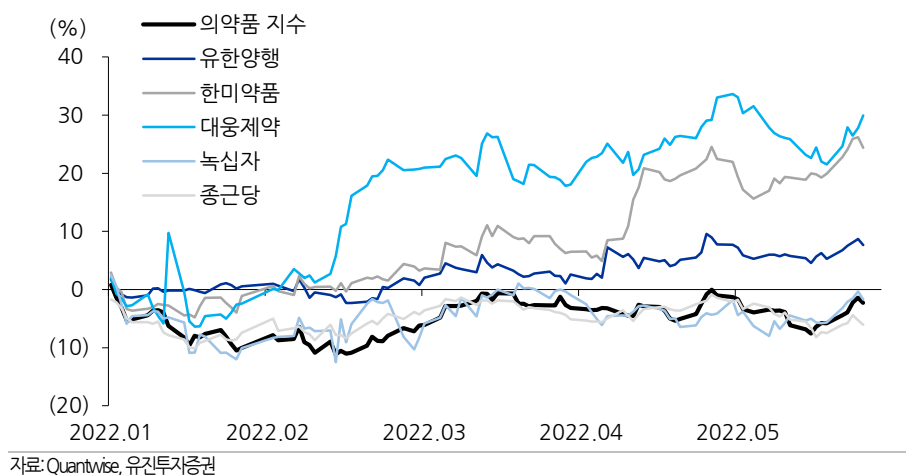
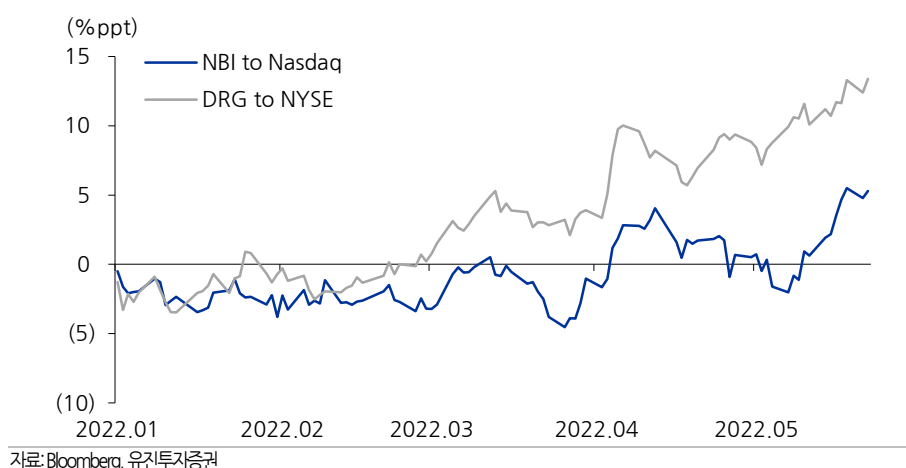


도표 3 글로벌 제약바이오 업종 지수 상대수익률 추이



2. 2022~2023 년은 '실현 가능성'에 기반한 투자전략이 유효

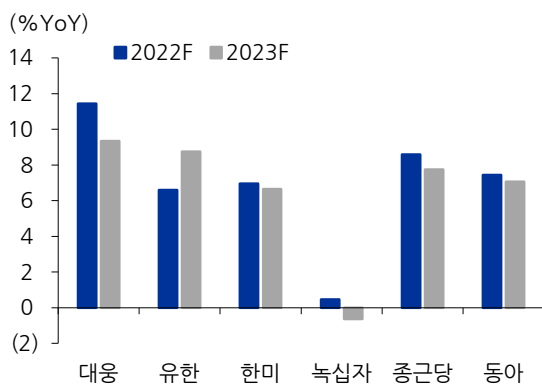
실적 개선 구간 진입	2022~2023 년은 제약기업들이 전략을 재정비하고 내실을 강화하는 시기가 될 것이다. 2022 년은 제약사들이 지난 10 년간 계획하고 실행해왔던 전략들의 성과가 숫자로 서서히 확인될 전망이다.
상위 6 개사 2022E 매출액 +7%YoY 영업이익 +27%YoY	2022 년과 2023 년 제약 상위 6 사(유한양행, 대웅제약, 한미약품, 녹십자, 종근당, 동아에스티)의 합산 매출액 성장률은 각각 7%YoY, 7%YoY 로 예상된다. 공통적으로 팬데믹으로 정체되었던 영업이 다시 회복되고 신제품들이 출시되면서 전문의약품 부문의 매출이 성장할 전망이다. 일부 제약사들(유한양행, 녹십자)은 의약외부문의 이익 개선도 기대된다. 대웅제약, 녹십자, 한미약품은 수출 증가와 해외 자회사의 성장으로 해외부문의 성장도 두드러질 전망이다. 영업이익도 증가할 것으로 예상되는데 가파르게 상승했던 연구개발비 지출이 효율적으로 집행되고, 외형 성장에 따른 이익 레버리지가 확대될 것으로 예상되기 때문이다. 2022 년과 2023 년 제약 상위 6 사의 합산 영업이익의 성장률은 각각 27%YoY, 23%YoY 로 예상된다.

도표 4 상위 제약사별 투자포인트

제약사	투자포인트
대웅제약	유망 신제품(췌수글루정, 당뇨병 치료제) 출시, 나보타 수출 증가로 이익 고성장 예상
유한양행	매출액 1 조원을 상회할 것으로 예상되는 글로벌 블록버스터 신약 레이저티닙 임상 3 상 순항
한미약품	북경한미가 만성질환치료제 시장에 진출하면서 고성장 할 전망
녹십자	2024 년 미국 및 중국 혈액제제 시장 진출 예상, 자회사들의 실적 개선 전망
종근당	높은 매출 및 이익 성장을 감안할 때 밸류에이션 매력적
동아에스티	턴어라운드 기대

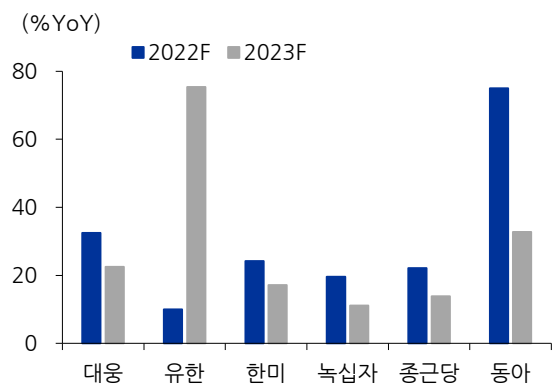
자료: 유진투자증권

도표 5. 상위 제약사 2022~2023 년 매출액 증가율



자료: 유진투자증권
주 1: 녹십자는 별도 매출액 기준

도표 6. 상위 제약사 2022~2023 년 영업이익 증가율



자료: 유진투자증권
주 1: 녹십자는 별도 영업이익 기준
주 2: 동아제약 2022E 영업이익 증가율 +134%로 높아 축소 처리함

3. Top picks 대웅제약(TP 230,000 원), 유한양행(TP 80,000 원)

대웅제약: 신제품과
해외부문 강화에
힘입은 실적 개선

대웅제약(069620 KS., 목표주가 230,000 원)을 2022 년 하반기 제약업종 내 최선호 종목으로 추천한다. 제약사 중 실적 개선이 가장 높을 것으로 예상되는데, 나보타(보툴리눔 독신 제제)의 해외 수출 증가와 신제품 펙수클루(위식도역류 억제제) 및 당뇨병 치료제(이나보글리플로진) 출시로 2022 년과 2023 년 매출액은 각각 1.28 조원(+11.4%YoY), 1.40 조원(+9.3%YoY), 영업이익은 각각 1,128 억원(+27%YoY), 1,357 억원(+20%YoY)으로 증가할 전망이다.

유한양행: 글로벌
신약 레이저티닙 주목

유한양행(000100 KS., 목표주가 80,000 원)을 차선호 종목으로 추천한다. 2018 년 11 월 안센 바이오테크(J&J)에게 기술 수출한 레이저티닙(비소세포암 치료제)의 단독요법 임상 3 상(LASER301) 결과는 2022 년 말에 확인 가능할 전망이고, 안센 주도 하의 글로벌 임상 3 상(MARIPOSA-2) 결과가 2023 년에 가시화될 전망이다. 레이저티닙은 출시 5 년차 매출액이 1 조원을 상회할 것으로 전망되며, 글로벌 상업화에 성공할 첫 글로벌 신약이 될 것이라는 점에서도 상징적 의미가 크다.

도표 7. 대웅제약 투자 포인트 3 가지



자료: 유진투자증권

도표 8. 유한양행 투자 포인트 3 가지



자료: 유진투자증권

II. 2022 년: 전략, 전력 재정비

1. 글로벌 신약 출시를 위한 10 년간 1 조원 투자

(1) 꾸준한 외형성장에도 불구하고 수익성 하락

지난 10 년은 R&D
파이프라인 강화 기간

지난 10 년은 국내 상위 제약기업들이 장기 성장동력을 확보하기 위해 연구개발 파이프라인을 강화하는 기간이었다. 실제로 많은 제약기업들이 자체 개발 또는 오픈 이노베이션을 통해 신약 파이프라인을 강화했다. 그 결과로 대부분의 상위 제약기업들이 직접 또는 관계사를 통해 간접적으로 다국적 제약사들과 기술 수출 계약을 체결하였다. 물론 그 중 일부는 상업화 가치를 인정받지 못해 반환되기도 하였지만 그 동안의 연구개발력이 쌓여 다른 파이프라인의 기술 수출로 이어졌다.

지난 10 년간
실적은 부진

동 기간 상위 제약기업 6 사들의 실적 추이를 분석해 보면 위와 같은 상황이 고스란히 숫자로 나타난다. 2010 년 이후 제약사들의 별도 기준 실적을 분석해보면 외형 성장은 꾸준히 이루어졌다. 그러나 수익성 개선은 정체되거나 하락하는 양상을 보여왔다. 영업이익 추이를 분석해보면 낮은 성장률을 지속해왔다. 기술 수출로 인해 upfront 와 임상 진행에 따른 일회성인 마일스톤 유입을 제외하면 이익 성장은 지난 10 년간 거의 없었다고 볼 수 있다.

연결 실적 기준으로 볼 때는 제약사들의 실적이 개별기준보다 양호한데 이는 해외 자회사들 및 연결 관계사들의 실적 성장이 이루어졌기 때문이다. 이는 제약사들이 지속적인 성장을 위한 성장 전략으로 해외 사업 및 계열사들의 성장 전략도 병행해서 추진했다는 것을 짐작할 수 있다.

도표 9. 외형 성장은 지속

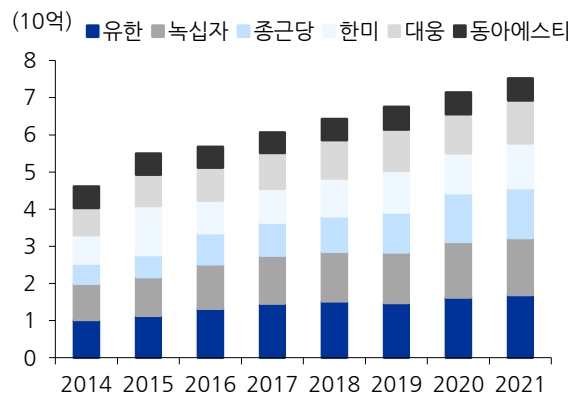
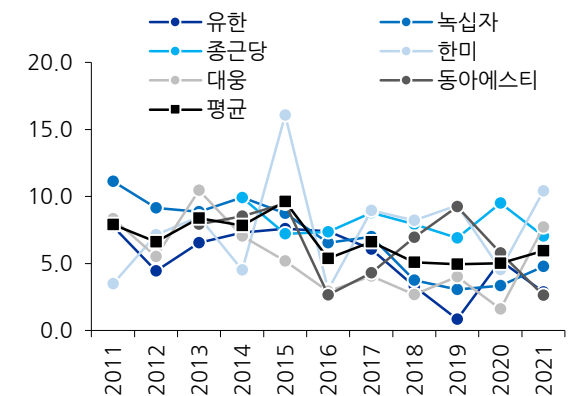


도표 10. 수익성은 정체 또는 하락

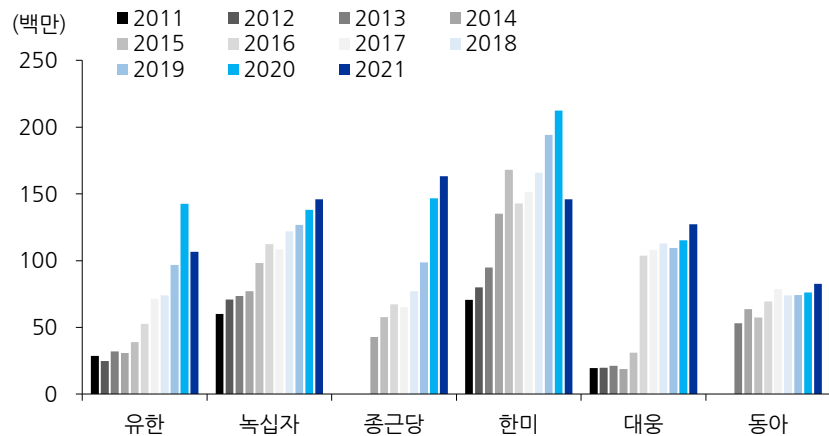


(2) 글로벌 신약 개발을 위한 1 조원 투자 전략

지속된 R&D 투자 제약기업들의 낮은 이익 성장성은 지난 10 년간 과감했던 연구개발 투자에 기인한다. 2010 년을 기준으로 매출액 대비 5% 수준의 연구개발 비용은 10% 수준까지 상승하였으며, 매출액의 20% 수준 이상으로 치솟을 때도 있었다. 글로벌 제약사들이 연간 연구개발비에 10 억 달러 내외로 매출액 대비 15% 내외의 투자하는 것과 비교하면 금액적으로는 큰 차이가 있으나 방향성은 점점 글로벌 스탠다드에 맞춰가고 있는 것이다.

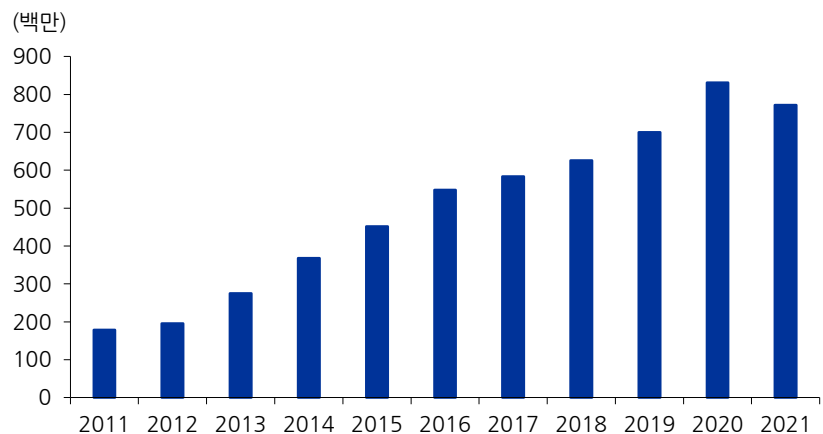
10 년간 약 1 조원 R&D 투자 국내 제약산업이 내수의 성장을 발판으로 해외 시장으로 진출하고자 신약 개발에 눈을 돌렸을 2000 년 중반, 글로벌 신약 개발을 위해서는 10 년간 1 조원 이상을 투자해야 한다는 업계의 속설이 있었다. 다들 그 긴 투자 시간과 막대한 금액에 놀라 불가능하다고 했다. 그러나 국내 제약사들은 내수 시장에서의 이익 성장을 토대로 신약 개발에 매진하였으며 그 성과가 2015 년부터는 기술 수출을 통해 나타나게 되었다. 2011 년부터 기업별로 연구개발비를 지난 8 년간 단순 평균 800~1000 억을 상회하는 금액을 집행 중인데 이러한 신약들의 성과가 2024 년부터 가시화되는 것을 감안하면 정말로 10 년간 1 조원에 가까운 연구개발비를 투자했다고 볼 수 있다.

도표 11. 기업별 매출액 대비 연구개발비 7 년 추이 (K-IFRS 연결 기준)



자료: 각 사 재무제표, 유진투자증권

도표 12. 상위 6 개 제약사 합산 연구개발 투자비 총합 (경상 연구개발비만 합산)



자료: 각 사 재무제표, 유진투자증권

(3) 풍부해진 파이프라인

지난 10 년간의 꾸준한 투자를 토대로 국내 제약회사들의 신약 파이프라인은 강화되었다. 각 제약사들이 제시한 R&D 파이프라인 과제들에 대해 2012~2015 년과 2022 년 IR 자료를 비교하여 보았다. 약 10 년의 기간 동안 받은 계속 진행되고 있었고, 받은 프로젝트에서 찾을 수 없었다.

글로벌 의약품 시장에
진입하는데 10 년
넘게 소요

국내 시장만을 겨냥한 개량 신약과 천연물 의약품 등의 과제들은 글로벌 상업화를 겨냥하는 2022 년 R&D 과제에서는 찾을 수 없었다. 또한 임상 초기 단계에서 글로벌 제약사들과의 기술 수출이 이루어진 프로젝트들은 2022 년 글로벌 임상 2~3 상에 진입하여 연구개발에 진전이 있음을 확인할 수 있었다. 실제로 연구개발 과제들의 글로벌 의약품 시장에서 상업화가 되는데 10 년이 넘게 소요되었다는 것을 알 수 있다.

도표 13. 풍부해진 파이프라인

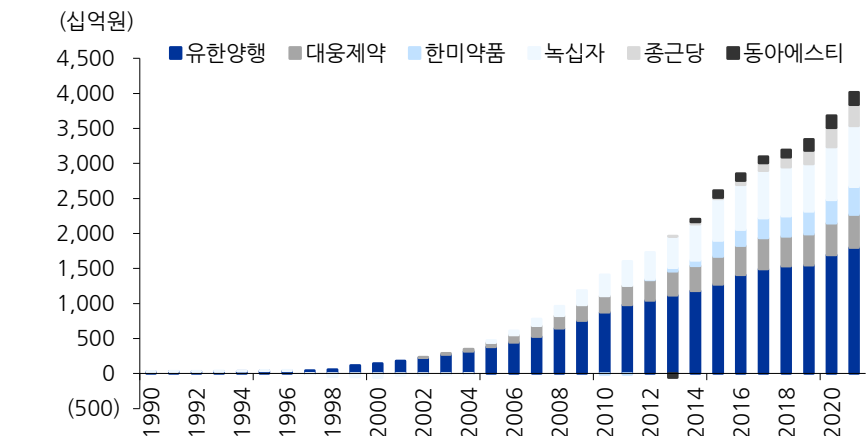
제약사	2012~2015 년 R&D 파이프라인	2022 년 주요 F&D 파이프라인	전략
유한양행	■ 개량신약: 고지혈 당뇨 복합, 중이염 ■ 바이오신약: 퇴행성 디스크 ■ 신약: 역류성 식도염, 과민성대장 증후군 ■ 천연물 신약: 치주염	■ 표적항암제: 오소코텍으로부터 레이저티닙 라이선스 인, 국내 임상 후 2021 년 국내 출시, 안센에 2018 년 말 기술 수출 후 미국 임상 3 상 진행 중. ■ NASH: 베링거 인겔하임(2019 년, 계약 \$870mn)에 기술 수출 후 2021.11 임상 1 상 개시 ■ 면역항암제: ABL 바이오와 공동연구. 임상 1 상 진입 후 기술 수출 계획 ■ 알라지 질환: Glinnovation 으로부터 도입 후 임상 1 상 진행 중. 향후 기술 수출 계획	■ 빈약한 파이프라인을 오픈이노베이션을 통해 강화함. 실제로 유망한 파이프라인 대부분을 바이오 기업과 제휴를 맺어 확보. ■ 기술 수출로 글로벌 파트너십 경험 축적, 글로벌 수준 R&D 역량 구비 ■ 표적항암제, 면역항암제, 플랫폼 기술, NASH 치료제로 집중 강화 ■ 혁신 신약 파이프라인 과제 수 2015 년 14 개 → 2022 년 30 개
한미약품	■ 합성신약: 오락솔, 포지오티닙 ■ 바이오신약: LAPS GCSF, LAPS hGH, LaPS ■ 개량신약: 임상 3 상 2 개, 임상 1 상 5 개 ■ 천연물 신약: 복부비만 치료 임상 3 상 1 개	■ 표적항암제: 포지오티닙 임상 2 상 종료 후 FDA PFUFA 2022.11 예정 ■ NASH 치료제: LAPS GLP/GCG(MSD 기술수출, 임상 2 상 2023 년 초 중간 결과 확인), LAPS Triple Agonist(임상 2 상 2024 년 종료 예상) ■ 면역항암제: 북경한미에서 전임상 1 개, 임상 1 상 한 개 진행 중 ■ 바이오의약품: 롤론티스 2023 년 시판 예상	■ 글로벌 첫 상업화 신약 포지오티닙 2023 년 판매 예상됨 ■ 2015 년 27 억 유로의 기술 수출 계약을 Sanofi 와 체결했으나 대부분 반환. 그러나 적응증 변경 등을 통해 기술 수출 다시 이룸 ■ 자체 개발과 자회사(북경한미)도 중국내 연구개발 진행 중
녹십자	■ 그린진 에프(A형 혈우병, 임상 3 상/US) ■ MG SN(PID) 허가 준비/US ■ 헨터라제(희귀의약품) 2012 년 국내 허가 ■ 백신: 파상풍, 디프테리아 등	■ 그린진 에프: 중국 품목허가 획득 ■ MG SN: 2022 년 2 월 FDA CRL 수령 ■ 헨터라제: 중국 품목허가 획득, ■ 일본 중증 헨터라제	■ 2011 년 임상 3 상 완료된 MG-SN CRL 받음 ■ 헨터라제 해외 시장 확대 진행 ■ 자회사 지씨셀이 NK 세포와 관련된 기술을 MSD, Artiva 등과 기술이전 또는 공동기술개발 계약을 2020~2021 년 체결함
대웅제약	■ 2015 년 한울바이오파마 지분 30%와 경영권 인수(투자금 1,046 억원) ■ 보툴리눔 독소 나보타 연구개발	■ 펙수프라잔 국내 출시. 해외시장 출시 위한 기술 수출 1 조 1 천억원 ■ 나보타 미국 수출, 유럽 품목허가(2019) 2022 년 판매 예상, 중국 임상 3 상 (2021.7) 완료 후 BLA 절차 진행 중 ■ 한울바이오파마 HL161 임상 3 상 진입	■ 다국적 제약사로부터 원제의약품 수입 후 판매하는 것을 주요 영업으로 해왔음. 그러나 2018 년부터 자체 개발 제품을 연구하여 국내 임상 진행. 시장성이 높은 개발 과제는 해외 임상까지 진행하여 제품 타겟 시장을 확대시키고 있음. 해외 판매는 2024 년 예상 ■ 시장성 높은 나보타의 해외 품목 허가지역을 확대 해서 수출 지역 확대시킴

자료: 각 사, 유진투자증권 정리

(4) 투자여력 강화

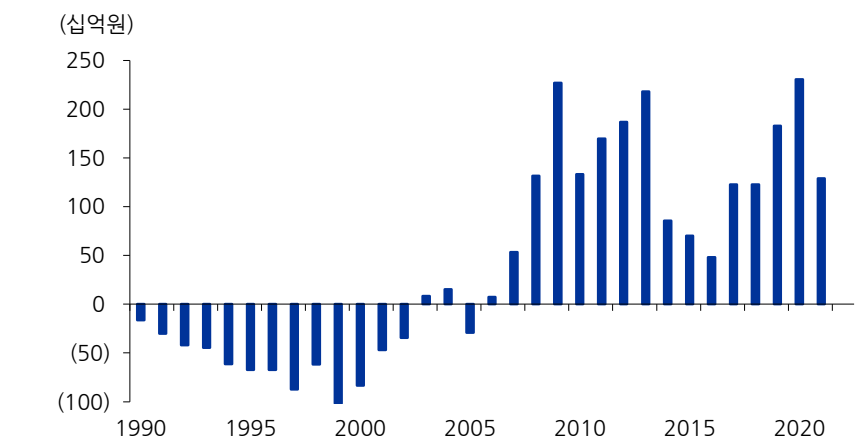
이익잉여금 큰 폭 증가	지난 10 년간 제약사들의 이익잉여금은 큰 폭 증가하여 투자여력이 강화되었음을 확인할 수 있다. 2000 년대에 국내 의약품 시장에서 창출된 이익은 2015 년부터 지속 가능한 성장을 위해 글로벌 신약을 개발하고 해외 사업을 강화하는데 투자되어 왔다. 그리고 2025 년부터는 글로벌 신약과 해외 사업에서 창출한 이익이 2030 년 이후의 먹거리를 확보하는데 재투자되어야 할 것이다.
유한양행의 우량한 재무구조가 오픈 이노베이션의 동력	유한양행은 제약사 중 재무구조가 가장 우량하다. 유한양행의 우량한 재무구조는 2006 년도부터 지속되어왔으며 이를 활용해 2015 년부터 적극적인 오픈이노베이션 전략을 펼치고 있다. 2022 년 5 월 기준 유한양행이 투자하고 있는 유망 제약바이오 기업들은 30 개에 달하며 의약품 분야뿐 아니라 디지털 헬스케어 분야로도 투자를 확장하고 있다. 최근에는 혁신 기술로 주목받고 있는 분야 중 하나인 표적단백질분해약물 기술을 보유한 업테라(Uptera, 비상장)와 공동 연구 계약을 맺었다. 2025 년 전후로 예상되는 레이저니팁의 상업화를 통해 창출한 이익은 유한양행의 차기 파이프라인을 강화시키는데 투자될 것이다. 순환 구조를 통한 성장이 가능하다는 것을 유한양행이 실천하고 있고, 이를 확인할 수 있는 시기가 다가오고 있다.

도표 14. 풍부해진 투자여력 (이익잉여금 기준)



자료: Quantwise, 유진투자증권

도표 15. 유한양행의 재무 추이(순현금 기준)



자료: Quantwise, 유진투자증권

(4) 지속가능한 성장이 가능하도록 전략과 전력을 점검

중장기 성장 전략을 성공적으로 실행한 국내 상위 제약사들은 지금까지 그래왔듯이 앞으로도 지속 가능한 성장성을 보여줄 전망이다. 내수 의약품 시장은 약가 하락과 치열한 경쟁으로 성장이 둔화되고 있고, 신약 개발은 많은 투자와 시간이 소요되는 반면 불확실성이 높기 때문에 늘 국내 제약사들의 지속가능한 발전에 대한 우려가 있었다.

2022 년은 전략, 전력 재정비 기간

지난 10 년간 국내 상위 제약사들은 파이프라인을 강화해왔고 해외 시장을 개척하기 위해 글로벌 기준에 맞는 수준으로 연구개발과 임상 능력을 레벨 업 시키고 있다. 1990~2010 년간의 내수 시장에서의 이익 창출했고, 2010~2012 년 성장 정체 기간에 방향을 재설정하고 새로운 전략을 수립했으며, 2012~ 2021 년까지 그 전략을 실행하기 위해 과감한 투자를 단행하였다. 2022 년부터는 글로벌 시장 진출 초기 단계에 진입했다고 본다. 이 시점에서 다시 전략을 점검하고 전력을 재정비 해야 할 것이다.

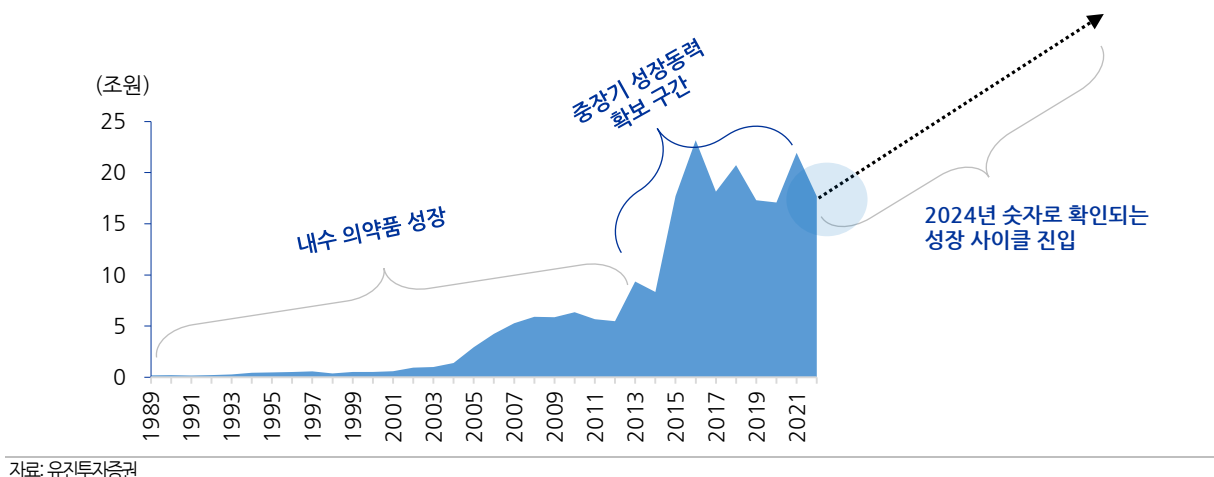
2024 년 숫자로 확인되는 성장 사이클 진입

2024 년부터는 글로벌 신약들의 상업화와 해외 수출 확대 정책이 본격화되면서 숫자로 확인되는 실적 성장 사이클에 진입하게 될 것이다. 그리고 선순환에 의해 글로벌 레벨에 도달하는 시간이 단축될 것이다.

리스크는 예정되었던 일정들이 지연되는 것

제약업종 투자 리스크는 예정되었던 일정들이 지연되는 것이다. 신약 개발의 경우는 임상 일정 지연되거나 임상에서 나타난 약효가 기존에 시장에서 판매되는 제품들과 크게 차별화되지 않아 시장성이 낮아 임상이 중단되는 경우라고 본다. 해외 판매를 위해 각 국의 관련기관으로부터 판매 허가가 지연되거나 마케팅 파트너의 영업력이 낮을 경우도 예상했던 매출액을 달성하지 못할 수 있다. 현 시점에서 예정대로라면 2024 년 전후로 중장기 성장동력으로 추진하였던 프로젝트들의 성과가 나타나야 할 것이다. 따라서 제약기업들은 현 시점에서 성과 가시화 시기가 지연되지 않도록 프로젝트들을 성공적으로 마무리하고, 그 이후의 과제들에 대한 투자 전략을 새롭게 점검하여야 한다.

도표 16. 제약 30 년 그림 그려내기



2. 1Q22 실적에서 기업별 성장 전략과 전력 점검

(1) 2022년 실적 개선 구간 진입

시장 기대치를
충족시켰던 1분기

금번 1Q22 잠정 실적은 시장의 예상에 부합하거나 상회하는 실적 개선을 보였다. 코로나 팬더믹 기간에 매출 감소가 있었던 부분이 2022년으로 접어들면서 서서히 회복되는 추세가 보였는데, 해외 부문의 실적 개선도 이루어진 것을 확인할 수 있었다. 대웅제약의 나보타 수출 증가, 한미약품은 북경한미의 실적 증가, 녹십자의 헨터라제 매출 증가로 인한 실적 개선을 확인할 수 있었다. 수익성 개선 추세도 보였는데, 지난 해 코로나 관련 비용의 증가와 외형 성장 정체에 따른 이익 감소 영향이 컸던 반면, 외형 성장과 함께 자체 개발 제품들의 비중이 높아진 회사들은 수익성이 상승했던 것으로 확인된다. 다만 의약품 내수부문의 성장 정체를 의약외 부문에서 만회하려는 경우 관련 된 광고비 등의 집행이 지속적으로 증가한 경우 이것은 수익성 부진의 주요 원인으로 작용하였다.

실적 개선 추세는 하반기로 갈수록 강화될 전망이다.

도표 17. 2022년 실적 개선 구간 진입

제약사 (십억원)	2021				2022F				2021	2022F	YoY(%)
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
대웅제약											
매출액	269.6	289.7	290.7	303.0	298.4	325.4	325.0	335.9	1,153.0	1,284.7	11.4
영업이익	22.6	18.7	22.7	24.9	23.0	29.2	29.8	20.8	88.9	112.8	26.9
순이익	20.9	9.0	12.0	30.2	13.6	18.8	19.2	19.9	24.4	71.5	193.6
유한양행											
매출액	379.0	433.3	451.5	424.0	410.9	448.4	488.7	451.4	1,687.8	1,799.4	6.6
영업이익	13.9	23.4	6.5	4.8	6.1	15.7	24.0	12.0	48.6	57.8	18.9
순이익	20.6	34.2	30.7	17.1	15.9	30.4	38.9	27.5	102.6	112.7	9.9
한미약품											
매출액	270.3	279.3	303.1	350.5	321.1	314.2	300.2	351.1	1,203.2	1,286.6	6.9
영업이익	30.0	15.9	36.9	42.7	40.9	37.9	36.2	42.3	125.4	157.3	25.4
순이익	19.0	7.1	23.4	17.5	19.5	22.7	22.6	26.1	67.0	90.9	35.6
녹십자											
매출액	282.2	387.6	465.7	402.3	416.9	433.6	403.7	394.4	1,537.8	1,648.6	7.2
영업이익	4.9	11.1	71.5	(13.9)	41.8	26.0	27.0	28.9	73.6	123.7	68.2
순이익	14.8	3.0	53.7	51.7	6.4	11.8	12.2	15.3	123.2	45.7	(62.9)
종근당											
매출액	311.9	327.5	342.2	361.9	341.4	355.0	370.9	392.2	1,343.6	1,459.4	8.6
영업이익	21.9	31.6	36.2	5.0	25.1	28.4	30.0	32.2	94.7	115.7	22.1
순이익	15.0	24.0	2.1	1.6	17.4	22.0	11.2	23.5	42.7	74.1	73.5
동아에스티											
매출액	140.9	147.5	151.9	152.9	156.3	157.9	163.2	160.1	593.2	637.5	7.5
영업이익	0.9	7.9	11.6	(4.8)	8.2	9.9	11.6	6.9	15.7	36.6	132.8
순이익	0.8	6.3	11.5	(5.8)	17.	10.9	12.3	8.6	12.8	33.5	161.7

자료: 유진투자증권

주: 순이익은 지배주주 기준

(2) 탐방을 통한 2022 년 경영 전략 점검

영업 정상화 및 비용 관리	당사는 1 분기 실적에서 확인할 수 있었던 기업들의 경영 전략을 확인하기 위해 제약사들을 탐방하여 경영 전략을 점검하였다. 실적 측면에서 제약사들은 금번 1 분기 실적이 지난 팬데믹 기간 동안 정체된 매출액이 다시 증가할 것으로 것을 예상하였다. 또한 그동안 연구개발 부문의 집중적인 투자가 어느 정도 일단락됨에 따라 연구개발비 지출이 안정화 단계에 이르렀고 효율적으로 관리하는 정책이 강화되고 있다는 것을 확인해주었다.
중장기 성장 동력 구체적으로 제시	경영 전략 측면에서는 2022~2023 년엔 기업별로 주력하고 있는 연구개발 부문 및 해외 부문의 성과가 예정대로 진행될 수 있도록 선택과 집중해야 할 것을 표명하였다. 그동안 중장기 성장동력을 확보하기 위해 신약 개발과 해외 부문을 강화시켜야 한다는 막연한 전략보다는 신약 개발에 타임 라인을 명확하게 정해 놓았고, 해외 시장 진출 일정과 전략 등을 구체적으로 제시하고 있었다. 또한 투자 성과들이 예정대로 진행되고 있어 2024 년 전후로는 그 결과를 확인할 수 있을 것으로 기대하였다. 2024 년부터 가시화될 신약 상업화 또는 해외 판매를 통해 이익률이 상당히 높아질 것을 기대하였다. 다만 판매 허가나 FDA 심사 과정이 지연될 가능성이 있어 이익이 반영되는 시기에 대한 불확실성은 여전히 존재하였다.

도표 18. 제약사별 2022~2023 년 경영 환경 및 전략 등

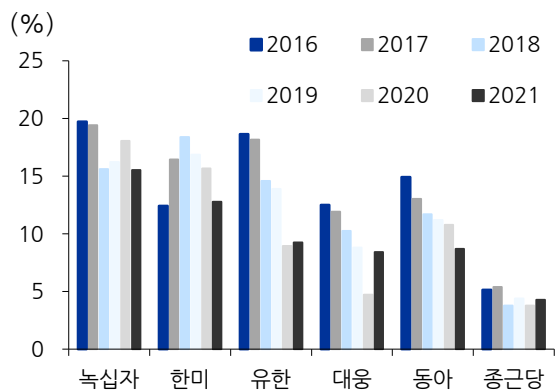
제약사	2022~2023 년 경영 환경 및 전략 등
대웅제약	■ 나보타 수출 지역 확대를 통해 해외 부문 강화 지속 ■ 펙수클루 출시 3 년 차 국내 판매액 500 억 상회할 것을 목표로 하고 있음. 글로벌 판매 채널 추가로 확대하고 있음 ■ 당뇨병치료제 이나보글리플로진은 국내 제약사가 개발하여 판매하는 첫 SGLT-2 기전 당뇨병 치료제로 2024 년 시장에 빠르게 진입하도록 할 것 ■ 나보타 판매량이 급증하여 향후 2~3 년 안에 생산 시설 추가할 가능성이 있음
유한양행	■ J&J 이 진행하는 레이저티닙의 글로벌 임상 3 상 데이터는 내년 정도에 확인 가능할 것 ■ 유한이 직접 진행하는 레이저티닙 단독요법 임상 3 상 진행. 글로벌 임상에 대한 노하우를 획득. 관련된 비용은 향후 총당 가능할 것 ■ 성장성 높은 건강식품 분야로 포트폴리오 다각화를 진행하고 브랜드 이미지 강화하기 위해 광고비 지출이 증가하고 있음 ■ 레이저티닙의 상업화와 확보된 유망 R&D 포트폴리오 관리 중심으로 연구개발 전략이 집중되고 있음
한미약품	■ 2020 년 MSD 에 기술 이전한 NASH 치료제의 임상 2 상 데이터를 연말 경 확인 가능 할 것으로 기대 ■ 북경한미가 만성질환군과 관련된 치료제 시장에 진입하게 되어 실적 성장이 기대됨 ■ 포지오티닙과 롤론티스 발매 효과 2023 년부터 반영될 것으로 기대 ■ 두번째 NASH 치료제 후보물질 임상 2 상 진입을 계획하고 있으나 우선 MSD 에 기술이전 물질의 임상 2 상을 성공적으로 마무리 할 것에 집중
녹십자	■ 헨터라제 중국 발매를 기대하고 있음. 약가 협상이 늦어지고 있으나 내년 경에는 판매 가능할 것으로 기대함, 판매량 구축 중임 ■ MG-SN 미국 품목허가를 연말 경에 받을 수 있을 것으로 기대함 ■ 코로나 팬데믹이 끝나가면서 해외 수출이 증가할 전망
종근당	■ 내수 의약품 시장에서 위상이 더욱 강화된 것을 바탕으로 중장기 성장동력 확보에 집중할 것 ■ R&D 파이프라인 정비 중, 선택과 집중을 통해 신기전 혁신 신약 후보물질 발굴과 글로벌 임상 추진할 것 ■ 2024 년 이후 케이캡 계약 조건이 변경될 수 있을 것을 예상하고 있음. 그러나 수익성이 크게 훼손되지는 않을 것으로 예상함
동아에스티	■ 신규 CEO 내수 부문의 외형 성장을 강하게 추진 중 ■ 신규 CSO 영업으로 R&D 파이프라인 강화 중

자료: 각 사, 유진투자증권 정리

Ⅲ. 차별화되는 성장 전략

국내 상위 제약사들의 성장 전략이 차별화되고 있다. 신약 개발과 해외 시장 진출만이 지속가능한 성장을 가능하게 할 것이라는 것은 누구나 다 알고 있는 사실이다. 하지만 성장할 수 있는 방법을 알고 있다 하더라도 방법을 실행하기 위한 전략은 달랐고 실행 강도에 있어서도 많은 차이를 보여 왔다. 2021 년까지 상위사들의 매출액 대비 수출 비중은 10% 내외로 미미한 수준이며, 기술 수출 계약도 매년 10 개 내외로 체결되나 아직까지 그 성과가 가시화된 것은 없다. 2022 년에 들어서는 각 기업별로 선택한 전략과 전술의 결과가 서서히 드러날 전망이다.

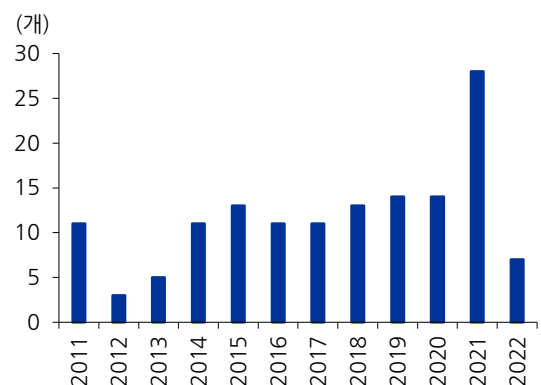
도표 19. 상위 제약사 수출액 추이 및 매출액 비중



자료: 유진투자증권

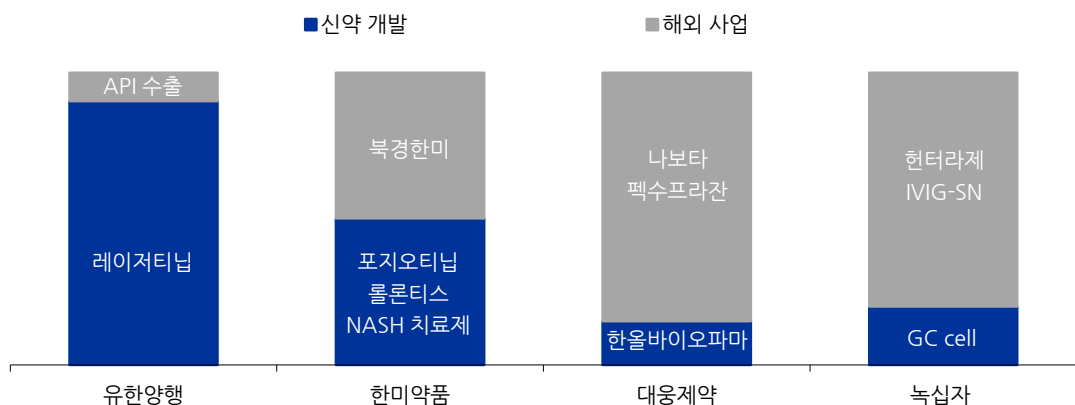
주: 동아에스티는 박스 수출액 제외한 의약품 부문 수출액

도표 20. 기술 수출 계약 건수 추이



자료: 제약바이오협회, 유진투자증권 정리

도표 21. 상위 제약 4사의 두 가지 성장 축: 신약 개발과 해외 사업



자료: 유진투자증권

1. 두 가지 성장 축: 신약 개발과 해외 사업

(1) 신약 개발: 어렵지만 불가능한 것은 아니다

두 가지 성장 축인 신약 개발과 해외 시장 진출 중 대부분 제약사들이 신약 개발을 시도한다. 그러나 그 전략을 실행으로 옮기고 성과를 확인하는데 있어서는 많은 시간과 일관된 투자가 요구되는 어려운 방법이다.

국내 개발 신약 총 33 개	1999 년 SK 케미칼이 연구개발한 선폴라주가 국내에서 첫 신약으로 허가받은 이후 2020 년말까지 총 33 개의 국산 신약이 허가받았다(도표 22). 그러나 연 100 억원을 상회하는 제품으로는 4 개 정도이고, 해외 수출을 통해 매출 성장이 지속가능할 것으로 예상되는 제품은 HK 이노엔이 2018 년에 개발한 P-CAB 제제인 케이캡 정도이다. 그 뒤로 2021 년 신약 허가를 받은 유한양행의 렉라자(폐암치료제 레이저티닙의 국내 제품명)의 매출 성장이 예상된다.
부족한 신약 개발 능력이 국내 제약사들 에 대한 투자 매력을 감소시킴	국내 기업들은 해외 시장 진출을 위해 최대 의약품 시장인 미국 및 유럽 진출을 위해 글로벌 임상을 진행해야 하고, 그 과정에서 투입되는 연구개발비를 부담하기 쉽지않고 글로벌 기준에 맞춰 임상을 진행할 인력도 구하기 쉽지 않아 다국적 제약사로 기술 수출을 하게 된다. 그러나 기술 수출 이후 상업화까지 통상 10 년은 걸리는 것으로 파악되고 기술 수출 이후 단계적인 마일스톤 유입에 따라 기업의 실적 변동성이 커질 수 있다. 또한 실제로 상업화되어야 매출액에 연동된 로열티가 반영되어 경상적으로 실적에 반영되며 상업화까지 최소 10 년은 소요된다는 점에서 국내 제약사가 신약을 개발하는 것은 거의 불가능한 수준이라고 볼 수 있었다. 이러한 요인이 국내 제약 기업을 투자하는데 있어 투자매력을 감소시켰던 요인으로 작용하였다.
불가능한 것은 아닌 신약개발	신약 개발이 어려웠지만 불가능한 것은 아니었다. 2015 년 한미약품의 잇따른 기술 수출로 국내 제약사들의 연구개발력은 주목받기 시작했다. 2015~2021 년까지 국내 제약바이오 기업들은 매년 평균 10 개 내외의 기술 수출을 체결하고 있는데, 그 중 주요 4 개 제약들의 성과가 가시화되고 있다.
포지오티닙 롤론티스 레이저티닙 HM13245	가장 가까운 시일 내에 상업화 될 것으로 예상되는 한미약품의 포지오티닙과 롤론티스는 2023 년 판매되어 최소 매출액이 2 억 달러는 상회할 것으로 예상되고 있다. 현 시점에서 국내 개발 신약 중 가장 가치가 높을 것으로 예상되는 약물은 유한양행이 오스코텍으로부터 도입하여 임상 2 상까지 진행한 후 2018 년 안센 바이오테크(J&J)에 기술 수출한 폐암치료제 레이저티닙이다. 2025 년 출시 이후 출시 5 년차인 2029 년에는 매출액 10 억 달러 이상의 블록버스터 의약품으로 자리잡을 전망이다. 레이저티닙 상업화로 유한양행에 유입될 이익 마일스톤 등을 포함할 때 2,500 억원 수준의 이익을 창출할 것으로 추정된다. 이는 2025 년 예상 영업이익(약 1,500 억원)의 100%를 상회하는 수준이다. 한편, 아직은 불확실성이 높지만 성공적으로 상업화 할 경우 유한양행의 레이저티닙 가치를 뛰어넘을 수 있는 후보 물질이 한미약품이 2020 년에 MSD 에 기술 수출한 NASH 치료제 HM13245(MSD 14623)이다. 한미약품의 롤론티스와 포지오티닙은 2023 년 출시 이후 5 년 이내에 2,000 억원 내외의 판매가 가능할 것으로 예상되는 신약 파이프라인이다.

도표 22 국내 신약 개발 현황

	품목명	업체명	허가일자	생산금액(백만원)			약효 분류
				2019	2020	증감율(%)	
1	선플라주	SK 케미칼	1999.07.15				항악성 종양제
2	이지에프외용액	대웅제약	2001.05.30	1,775	1,160	(34.7)	화농성 질환용제
3	밀리칸주	동화약품공업	2001.07.06				방사성 의약품
4	큐록신정	JW 중외제약	2001.12.17	2,998			기타의 화학요법제
5	팩티브정	LG 화학	2002.12.27	208	1,108	432.8	기타의 화학요법제
6	아피톡신주	구주제약	2003.05.03				해열. 진통. 소염제
7	슈도박신주	HL 이노엔	2003.05.28				백신류
8	캄도벨주	종근당	2003.10.22	4,475	3,972	(11.2)	항악성 종양제
9	레바넥스정	유한양행	2005.09.15	801	739	(7.8)	소화성 궤양용제
10	자이데나정	동아에스티	2005.11.29	3,188	5,073	59.1	기타 비노생식기관 및 항문용약
11	레보비르캡슐	부광약품	2006.11.13				간장질환용제
12	펠루비정	대원제약	2007.04.20	12,789	9,145	(28.5)	해열. 진통. 소염제
13	엠빅스정	SK 케미칼	2007.07.18	191			기타 비노생식기관 및 항문용약
14	놀텍정	일양약품	2008.10.28	39,168	43,000	9.8	소화성 궤양용제
15	카니브정	보령제약	2010.09.09	30,688	33,268	8.4	혈압 강하제
16	피라맥스정	신풍제약	2011.08.17	714	5,502	670.6	항원충제
17	제피드정	JW 중외제약	2011.08.17				기타 비노생식기관 및 항문용약
18	슈펙트캡슐	일양약품	2012.01.05	8,319	8,920	7.2	항악성 종양제
19	제미글로정	LG 생명과학	2012.06.27	39,685	43,316	9.1	당뇨병용제
20	듀비에정	종근당	2013.07.04	16,419	24,760	50.8	당뇨병용제
21	리아넥스주	카엘젠백스	2014.09.15				항악성 종양제
22	아셀렉스캡슐	크리스탈지노믹스	2015.02.05	7,186	4,680	(34.9)	해열. 진통. 소염제
23	자보란테정	동화약품	2015.03.20	387	1,398	261.2	기타의 화학요법제
24	시벡스트로정	동아에스티	2015.04.17				주로 그람양성균에 작용하는 것
25	시벡스트로주	동아에스티	2015.04.17				주로 그람양성균에 작용하는 것
26	슈가논정	동아에스티	2015.10.02	8,761	1,109	26.6	당뇨병용제
27	올리타정	한미약품	2016.05.13		275		항악성 종양제
28	베시보정	일동제약	2017.05.15	1,766	1,795	1.6	간장질환용제
29	알자부주사액	퓨처켄	2018.02.02	106	223	110.4	방사성 의약품
30	케이캡정	HK 이노엔	2018.07.05	53,393	122,694	129.8	소화성 궤양용제
31	렉라자정	유한양행	2021.01.18				폐암치료제
32	렉키로나주	셀트리온	2021.02.05				코로나 19 치료제
33	롤론티스	한미약품	2021.03.18				호중구 감소증 치료제

자료: 제약바이오협회, 유진투자증권 정리

(1-1) 유한양행: 출시 5년 이내 매출액 1 조원 예상되는 레이저티닙

풍부한 투자여력
활용한
오픈이노베이션 전략

유한양행은 자체 개발 신약 레바넥스(위역류성 식도염 제제, 2020 년 자진 철회)를 통해 연구 개발에 토대를 닦았다. 이후 풍부한 현금을 바탕으로 오픈 이노베이션을 통해 신약 파이프라인을 강화시키는 전략을 택했다. 유한양행은 지난 10 년간 약 10 개의 바이오벤처들과 기술 협력을 맺고 기술을 도입하거나 공동 개발을 진행하면서 빠른 시간 안에 다양한 약효군으로 파이프라인을 확충하였다.

유망 바이오기업들과
공동연구 중

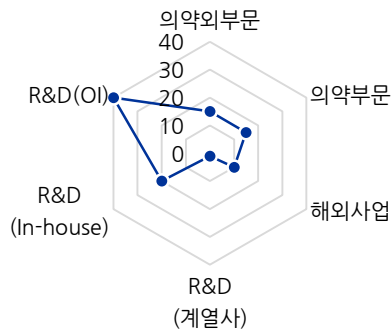
유한양행은 레이저티닙의 임상 3 상이 성공적으로 마무리하여 상업화하는 것과 현재 확보한 신약 파이프라인의 관리 및 강화에 주력하고 있다. 유한양행은 레이저티닙 기술 수출을 통해 오픈이노베이션 전략이 성공적이었다는 것이 증명되면서, 중장기 성장 전략을 신약 개발로 전환하였다. 현재 국내 유망 바이오기업인 알앤엘바이오, 지노이노베이션 등과 면역항암제, 알리지 치료제 등을 공동 연구개발 중이다. 가장 최근에는 업테라와 단백질해효소 단백질 의약품 연구개발 계약도 체결하였다.

도표 23. 유한양행 R&D 파이프라인

약물	적응증	후보물질	비임상 독성	임상 1상	임상 2상	임상 3상	파트너사
렉라자® LAZERTINIB	EGFR 돌연변이 비소세포폐암	단독요법 (유한) 글로벌 3상 Amivantamab 병용요법 (안젠) 글로벌 3상					Janssen
YH14618 (Remedisc)	퇴행성 디스크						MS Spine
YH12852 (PCS12852)	Gut Motility Disease						Proton Pharmaceuticals
YH25724	NASH						Boehringer Ingelheim
YH35324	Allergy (CSU, 천식, AD)						GT Innovation
YH32367	면역항암						abl bio
YHC1102	NASH/Fibrosis						GILEAD
YH34160	비만						

자료: 유한양행

도표 24. 유한양행 전략



자료: 유진투자증권

도표 25. 유한양행 오픈이노베이션 현황



자료: 유진투자증권

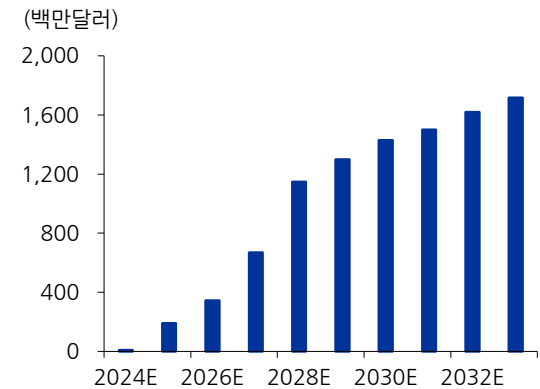
2015 년
오스코텍에서 도입

2015 년 오스코텍에서 도입한 폐암치료제 레이저티닙을 국내에서 임상 2 상까지 진행한 후 2018 년 11 월에 얀센에게 기술 수출하면서 글로벌 임상 2 상을 마치고 글로벌 3 상(MARIPOSA, MARIPOSA 2)에 진입하였다. 2024 년경 얀센의 이중항체 기전의 비소세포폐암 치료제 아미반타맵(제품명 리브리반트)와 병용요법으로 레이저티닙을 상업화할 것으로 예상되는데, 출시 5 년차 매출액은 1 조원을 상회할 전망이다. 유한양행은 독자적으로 단독요법의 레이저티닙 글로벌 임상 3 상(LAZER301)을 진행하면서 글로벌 임상에 대한 노하우를 축적하고 있다.

2029 년 레이저티닙
예상 매출액 1 조원
상회

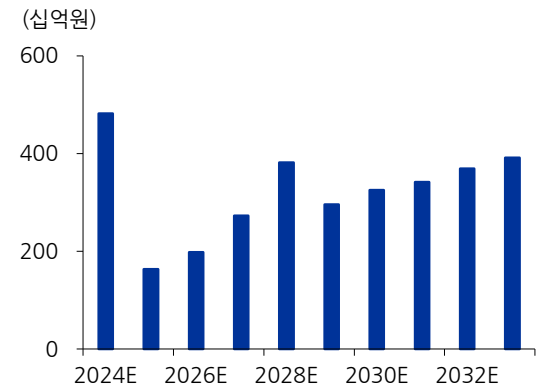
레이저티닙의 출시 후 4~5 년 차인 2028 년, 2029 년 매출액은 각각 11 억 달러, 13 억 달러로 예상된다. 이 중 유한양행에 반영되는 수익은 매출액 기준 기준으로 약 1,300 억원, 2,500 억원 수준으로 예상된다. 대부분이 이익으로 반영된다는 것과 2022 년의 예상 영업이익이 600 억원이라는 것을 감안하면 레이저티닙 판매 이후 동사의 실적은 큰 폭 성장할 것으로 예상된다.

도표 26. 유한양행 레이저티닙 매출액 전망



자료: 유진투자증권 추정

도표 27. 레이저티닙 영업이익 전망



자료: 유진투자증권 추정 (2024 년 마일스톤 수입 유입 예상)

도표 28. 유한양행 레이저티닙 임상 진행 현황

제약사	임상 단계	임상 내용	Actual Study Start Date	Estimated Primary Completion Date	Estimated Study Completion Date
LAZER301 (단독요법)	임상 3 상 N=393	EGFR 돌연변이를 나타내는 환자 1 차 치료 적응증 추가를 위한 임상	2020.02.13	2022.12	2024.06
MARIPOSA (병용요법)	임상 3 상 N=1000	아미반타맵+레이저티닙 vs. 오시머티닙 1 차 치료 적응증 추가를 위한 임상	2020.09.30	2024.04.30	2026.03.30
MARIOPOSA 2 (병용요법)	임상 3 상 N= 500	백금 화학치료를 받은 환자에 대한 아미반 타맵과 레이저티닙 병용요법 vs. 백금화학 치료를 받고 EGFR 돌연변이를 나타낸 환자 vs.타그리스 치료에 실패한 환자 2 차 치료 적응증 추가를 위한 임상	2021.11.17	2023.05.13	2025.11.17

자료: 유진투자증권 정리

(1-2) 한미약품: NASH 치료제의 높은 가치에 주목

오너인 임승기 회장은 내수 의약품 시장 1 위 탈환 이후 벌어들인 독심 있게 신약 개발에 투자하였다. 한미약품이 자체적인 신약 개발을 지속적으로 해왔고 실제로 국내 제약기업 중 제일 먼저 1 조원 단위의 기술 계약을 체결하는 성과를 보여주었다. 임상 진행 중 다시 반환되는 후보물질들도 있었으나 재수출 되면서 신약 연구개발에 있어 타겟 약효군의 선택과 전략이 중요성을 증명하였다.

2020 년
NASH 치료제
기술 수출

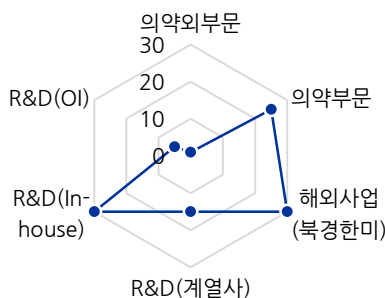
한미약품의 신약 개발 전략은 자체 개발한 바이오신약 플랫폼 기술인 LAPSCOVERY 를 이용해 바이오 신약의 반감기를 획기적으로 증가시키면서 효과는 높이고 부작용은 줄이는 것이다. LAPSCOVERY 를 이용해 당뇨, NASH, 비만과 관련된 약효군에서 파이프라인을 보유하고 있고 그 중 MSD 에 2020 년 기술 수출하여 임상 2 상 진행 중인 GLP/GCG 기전의 NASH 치료제의 가치상승에 기대를 걸고 있다. 이 외 항암제 라인으로 LAPSCOVERY 기술을 적용한 오락솔의 유럽 판매가 예상되는데 후발주자라도 용법 개선 등의 차별화를 통해 향후 시장 진입 속도를 지켜보아야 할 것이다.

도표 29. 한미약품 R&D 파이프라인

	전임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상	Registration
Obesity/ NASH/ Diabetes	LAP [®] Glucagon Combo [HM15136+에피글레나타이드] 비만/당뇨상승질환	LAP [®] Insulin Analog [HM12470] 당뇨	LAP [®] GLP/GCG [에피글레나타이드] 비만/당뇨 상승질환	LAP [®] Exd4 Analog [에피글레나타이드] 당뇨	
	LAP [®] Insulin Combo [HM12470+에피글레나타이드] 당뇨		LAP [®] Triple Agonist [HM15211] 비만/당뇨 상승질환		
Oncology	EZH1/2 저해제 [HM97662] 고형암 및 혈액암	롤론티스(Rolontis) [®] [에플라그라스트] 호중구감소증 (당뇨병 합병증)	pan-RAF 저해제 [에플라그라스트] BRAF 변이 및 종양 고형암		롤론티스(Rolontis) [®] [에플라그라스트] 호중구감소증
	SOS1 [HM99462] 고형암	pan-RAF 저해제 [에플라그라스트] 호중구감소증	pan-HER [에플라그라스트] NSCLC 1차 치료요법		pan-HER [에플라그라스트] HER2 양성 NSCLC 2차 치료요법
	LAP [®] L-2 Analog [HM16360] 고형암	PD-1/HER2 BsAb [BH2355] 고형암	CCR4 [FLU475] 고형암		오락솔 (Oraxol) [®] [에플라그라스트] 유방암 등 고형암
	PD-L1/4-1BB BsAb [BH3120] 고형암				
Rare Diseases/ Other	LAP [®] Triple Agonist [HM15211] 비만/당뇨 상승질환	MKI [HM43238] 급성중성혈액증	LAP [®] Glucagon Analog [HM15136] 당뇨 상승질환		
	Long-acting ASB [HM15450] 유교다발성 질환	루미네이트(Luminate) [®] [ALG-1001] 당뇨 상승질환	LAP [®] GLP-2 Analog [HM15912] 당뇨 상승질환		
	Long-acting GLA [HM15421] 파킨슨병		LAP [®] hGH [에플라그라스트] 성장호르몬 결핍증		
			루미네이트(Luminate) [®] [ALG-1001] 당뇨 상승질환		
			BTK [에플라그라스트] 자가면역질환		

자료: 한미약품

도표 30. 한미약품 전략



자료: 유진투자증권

도표 31. 한미약품의 LAPDISCOVERY



자료: 한미약품

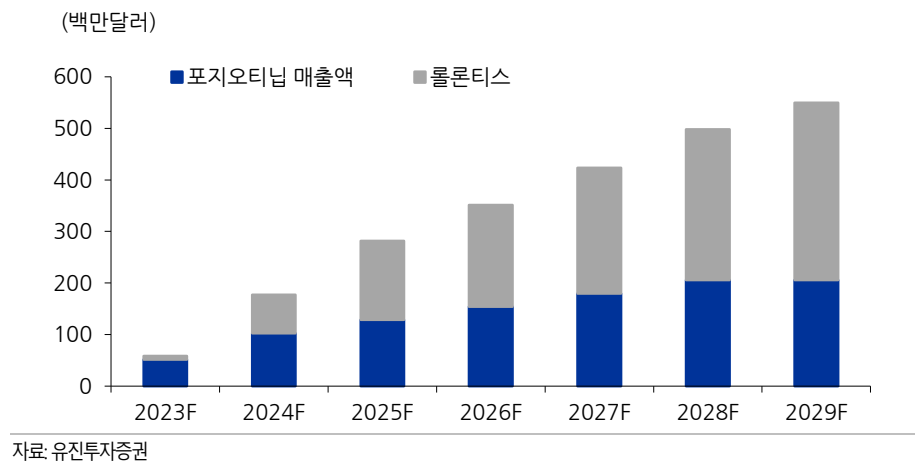
**포지오티닙 및 롤론티스
합산 연간 매출액
5,000 억원 예상**

한미약품이 개발 중인 신약 가운데 가장 가까운 시일 내에 상업화 될 것으로 예상되는 포지오티닙(비소세포폐암 치료제)과 롤론티스(호중구 감소증 치료제)는 각각 2015 년과 2012 년에 스펙트럼 파마슈티컬사에 기술 수출되었으며, 2023 년경 제품 출시가 예상된다. 포지오티닙은 현재 시판되고 있는 기전 약물이 아니라는 점에서 임상 3 상이 끝나지 않았음에도 불구하고 신약 승인 출시가 가능할 전망이다. 두 물질 모두 연말 전후로 시판 허가 받을 것으로 예상되며, 한미약품에서 생산되어 공급될 예정이다. 한미약품에서는 매출액의 두 자릿수에 달하는 로열티와 수출액이 실적에 반영된다. 롤론티스는 호중구 감소증 치료제 시장에서 후발주자이나 관련 시장의 크기가 70 억 달러를 상회하는 큰 시장이라는 점을 감안하면 용법 등에서 경쟁력이 있어 1,000 억원을 상회하는 판매가 가능할 것으로 예상된다. 당사는 포지오티닙과 롤론티스 판매로 2028 년 기준 매출액 5,000 억원, 영업이익 1,000 억원 수준의 이익 창출이 가능할 것으로 추정한다.

**2028 년
NASH 치료제
시장 크기 7 조 달러**

한편, 2020 년에 MSD 에 라이선스 아웃한 NASH 치료제는 현재 임상 2 상이 진행되고 있으며 금년 말 유효성 데이터 등이 확보될 예정이다. NASH 치료제들의 임상 종말점에서 유효성을 확인하기 위해 임상 3 상이 장기로 진행되는 것을 감안할 때 상업화까지 최소 5 년 이상이 소요될 것으로 예상되나, 시장성이 매우 높은 신약 후보물질이라는 점에서 기대되고 있다. 또한 기존의 NASH 치료제들 경우 유효성을 입증 받지 못해 임상 3 상 단계에서 개발이 포기되거나 신약 승인을 받지 못하고 있다는 점에서 성공 가능성에 대한 불확실성도 높은 것이 사실이다. 당사는 시장성, 불확실성 등을 감안하여 NASH 치료제의 가치를 3,000 억원으로 추정하고 있다.

도표 32 포지오티닙 및 롤론티스 예상 매출액



(2) 해외사업: 니치마켓과 제품력으로 충분히 진입 가능하다

수출 확대를 통한 중장기 성장 전략 국내 제약기업이 지속가능한 성장이 꼭 신약 개발을 통해서 나타나지 않을 수도 있다. 신약 개발은 높은 불확실성, 대규모의 투자, 긴 연구개발 시간이 걸린다. 이보다 기업의 실적 성장에 더 빠른 효과를 보이는 것은 미국, 유럽, 중국 등 글로벌 의약품 시장으로 진출하는 것이다.

중국 자회사 북경한미를 통해 중국 의약품 시장에 진출 중인 한미약품, 보툴리눔 독신 제제와 위식도 역류염 치료제로 세계 시장을 공략하고 있는 대웅제약, 희귀질환 치료제와 호중구감소증 치료제인 바이오의약품 전문 녹십자의 해외 사업의 성장성이 매우 높다는 것에 주목해야 한다.

도표 33. 제약사별 해외 사업 강화 전략

제약사	해외 사업 강화 주요 전략	향후 전략	2021년 실적 기여도
한미약품	2003년부터 진출한 북경한미(지분율 73.7%)를 통한 중국의약품 시장 공략	어린이 대상 OTC 제품에서 성인 대상 만성 질환치료제 시장 진출 시작, 매년 만성질환 치료제 1개씩 출시하는 것	매출액 2,887억원 영업이익 603억원
대웅제약	보툴리눔 독신 제제 나보타 해외 수출	미국, 유럽, 중국 등 수출 지역 확대 전략 2030년까지 추진	수출액 약 500억원, 치료제로서의 글로벌 임상 3상 예정
	위식도역류염 치료제 펙수프라잔 해외 수출		글로벌 임상 3상 예정
녹십자	희귀질환 치료제 헨터라제 중국 판매	중국 판매 시작. 중국에서 판매되는 first-in-class. 최소 시장 크기 3,000억원 예상	국내 및 RoW 판매액 약 400억원
	면역글루불린 제제 MG-SN 미국 판매	연말 경 FDA 판매 허가 예상 미국 판매 2023년 예상	국내 판매액 약 100억원

자료: 유진투자증권

(2-1) 한미약품: 북경한미

최대 의약품 시장인
중국 현지법인
북경한미

한미약품은 해외 사업 정책은 성공적이라고 평가할 수 있다. 해외 시장 개척을 위해 1996 년 중국에 설립한 현지법인 북경한미(지분율 73.7%)는 중국 내에서 연구개발, 생산, 판매가 모두 이루어지는 중국 내 또 하나의 한미라고 볼 수 있는, 독립된 제약사이다. GMP 기준에 맞는 생산시설을 보유하여 자체 생산을 하고 있고, 영업인력이 1,000 명에 달하며 중국 전역의 9000 여개 병원을 커버하고 있다. 설립 초기에는 빠른 시장 진입을 위해 판매가 쉬운 어린이 정장제 등 OTC 위주의 시장에 진입했지만 2022 년 10 월부터는 중국 만성질환 치료제 시장까지 진출할 예정이어서 높은 이익 성장이 기대된다. 자체적으로 연구개발 인력이 134 명(2022 년 5 월 기준)으로 항암제 연구개발을 진행하고 있는데 현재 3 개의 신약 파이프라인을 보유하고 있다.

2022 년 북경한미
예상 순이익 875 억 원
(+45%YoY)

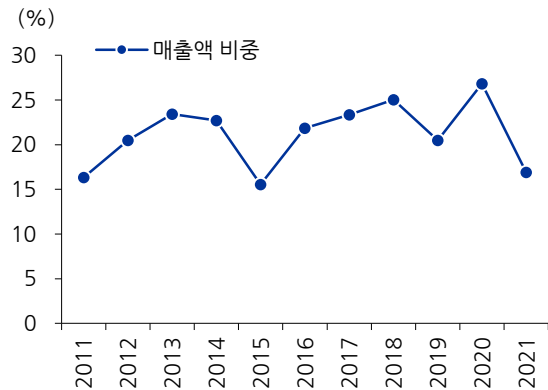
2021 년 기준 한미약품 연결실적 기준 매출액의 16.9%, 순이익의 18.3%를 창출하고 있다. 지난 10 년간 연결 매출액 기여도는 20% 내외를 꾸준히 유지하였다. 한미약품의 별도 실적이 악화되었던 2016 년과 2020 년에도 북경한미의 순이익은 꾸준히 증가하는 추세를 보여왔다. 코로나 팬데믹 이후 영업 정상화와 만성치료제 시장 진출로 2022 년, 2023 년 예상 매출액은 각각 3,532 억원(+22%YoY), 4,230 억원(+20%YOY), 순이익은 각각 875 억원(+45%YoY), 1,059 억원(+21%YoY)으로 전망된다.

도표 34. 북경한미 그림



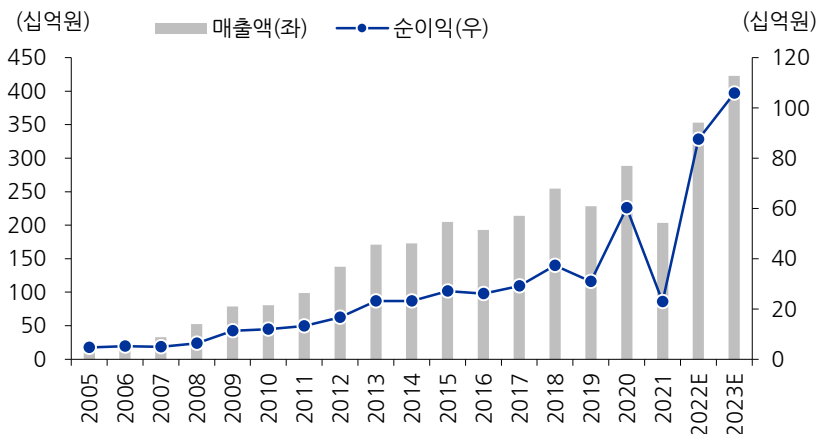
자료: 한미약품

도표 35. 북경한미 매출액 비중(한미약품 연결실적 기준)



자료: 유진투자증권

도표 36. 북경한미 매출액 및 순이익 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

(2-2) 대웅제약: 나보타와 펙수프라잔

주력 제품의 해외 매출 고성장 전망

대웅제약은 혁신 신약을 개발하는 전략보다는 글로벌 니치 마켓을 겨냥하면서 상대적으로 단기간에 중장기 성장동력을 확보하고 이익을 창출하는 전략을 구사하고 있다. 주력 제품 나보타와 펙수프라잔(펙수클루 성분명)의 해외 판매가 확대가 대웅제약의 중장기 성장 동력이다. 중국과 유럽 등 두 제품의 해외 판매가 본격화되는 2024 년 대웅제약의 이익 고성장이 예상된다. 2022 년부터는 나보타의 수출 증가로 해외부문의 실적 기여도가 높아질 것이며 2024 년부터는 펙수프라잔의 해외 출시가 본격화 될 전망이다.

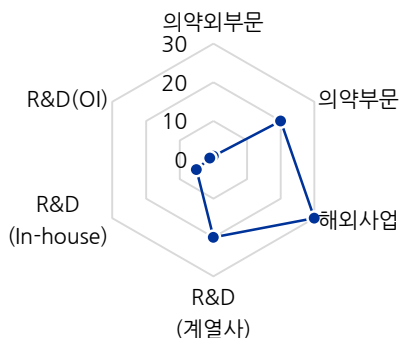
나보타 미국, 중국, 호주, 유럽 등 전세계로 진출

대웅제약은 국내에서 판매하는 나보타(보툴리눔 독신 제제)가 해외 시장 진출 가치가 높은 것을 예상하여 미국과 중국 내 글로벌 임상 3 상 진행을 통해 해외 시장을 개척하는 전략을 2013 년부터 시작했다. 메디톡스와 특허 소송으로 예상보다 해외 진출 성과가 늦어졌지만 특허 소송이 마무리된 2020 년 말부터 나보타의 해외 수출이 눈에 띄게 증가하고 있다. Evolus 사를 통한 유럽 판매도 2022 년 말부터 가능할 전망이며, 호주는 BLA 를 제출하여 2023 년 허가, 2024 년 본격적으로 판매 가능할 것으로 예상된다. 중국은 2022 년 인허가를 받고 2023 년 출시될 전망이다.

나보타의 2021 년 매출액은 약 800 억원(국내 약 300 억원, 수출 약 500 억원) 수준이다. 국내 매출액은 다소 정체를 보이고 있으나, 해외 수출의 경우 미국 판매사 Evolus와 메디톡스와 특허 소송이 끝난 후 2022 년 1 분기 미국 수출액이 183 억원으로 2021 년 4 분기 대비 3 배 급증하였다.

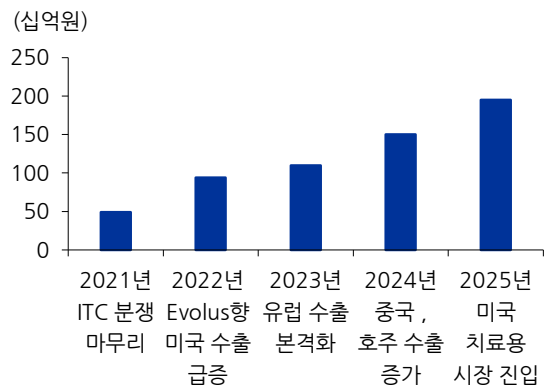
의료용 치료제(편두통 치료제)로 판매되는 보툴리눔 독신 제제에 대한 판매는 미국 AEON 파마슈티컬스와 계약을 체결하였다. 지난 4 월 임상 2 상 진행을 위한 환자가 모두 등록되었으며, 2023 년 임상 결과를 알 수 있을 것으로 보인다.

도표 37. 대웅제약 전략



자료: 유진투자증권

도표 38. 대웅제약 해외부문 매출 기여도



자료: 유진투자증권

**펙수프라잔
타겟 시장 4 조원**

P-CAB (Potassium Competitive Acid Blocker)기전의 위식도역류질환 치료제인 펙수프라잔(펙수클루의 성분명)도 대웅제약의 해외 진출을 촉진하는 주력제품으로 자리잡을 것이다. P-CAB 기전의 약물은 현재 위식도역류 질환 시장 주력 제품인 PPI(Proton Pump Inhibitor) 보다 약효가 우수하고 부작용이 적어 빠르게 기존 PPI 제품들을 대체할 것으로 예상된다. 글로벌 경쟁약물은 다케다의 다케캡이 있으며(국내 미출시), 국내에는 HK 이노엔의 케이캡이 2019년 출시 이후 3년차에 1,000억 원대의 매출을 달성하였다. 국내 PPI 시장은 3 천억원대 수준이며, 해외 PPI 시장은 2020 년 기준 2.85 조 달러 수준으로 2026 년까지 연평균 4.7% 성장하여 약 4 조원에 달하는 시장을 형성할 것으로 전망된다.

**펙수프라잔 2024 년
미국 시장 진출**

P-CAB 의 글로벌 경쟁 상대인 다케캡은 2023 년 상반기경 위식도역류 질환 치료제로 미국 FDA 승인을 받아 출시(판매사 Phantom Pharmaceuticals)될 예정이며, 대웅제약의 펙수프라잔은 2021 년 6 월 미국 Neurogastrix 에 기술 수출되어 금년 하반기에 임상 3 상을 진행한 후, 2025 년 미국 출시를 목표로 하고 있다. 국내 경쟁사인 HK 이노엔은 2020 년 4 월에 글로벌 임상 1 상을 진행하였고, 지난 4 월에 임상 1 상이 마무리되었다. 출시 시기가 비슷한 것으로 예상되나 타겟 시장이 4 조원에 달하고 약효와 부작용 면에서 P-CAB 기전이 PPI 시장을 대체하는 추세라는 점에서 펙수프라잔 출시 이후 높은 매출 성장을 기대할 만하다.

**펙수프라잔
해외 공급계약
1 조원 수준**

국내 출시는 3 분기로 예정되어 있고, 해외는 2024 년 브라질과 멕시코, 2025 년 중국과 미국 출시를 목표로 하고 있다. 미국 판매는 기술이전 계약을 체결한 Neurogastrix 가 판매할 예정이고, 브라질, 멕시코 등은 제품 공급계약으로 현재까지 1 조원 수준의 공급계약을 체결한 것으로 확인된다.

도표 39. 대웅제약 해외 사업을 견인할 2 가지 주력 제품

나보타	펙수프라잔(펙수클루 정)
보툴리눔 독신 제제	위식도역류질환 치료제(P-CAB 기전)
2021 년 매출액 기준 국내 300 억원, 수출 500 억원	2022 년 하반기 국내 발매 예정
■ 미국 현재 판매중 ■ 유럽 2022 년 3 분기 출시 계획 ■ 중국 2021 년 말 BLA 완료, 2022 년 인허가, 2023 년 출시 예상 ■ 호주 BLA 제출, 2023 년 허가 완료 예상 ■ 80 개 이상의 글로벌 파트너십 체결 ■ 51 개 이상 국가 등록 완료 ■ 20 개 이상 국가 해외 품목허가 진행 중 ■ 치료용은 미국 AEON Biopharma 가 지난 4 월 임상 2 상 환자 모집 종료함	■ 2024 년 브라질, 멕시코 출시 예정 ■ 2025 년 중국, 미국 출시 목표 ■ 미국은 2021.6 뉴로가스트릭스와 기술 이전 계약 체결 (지분 5%, 경상 로열티 13.5%, 마일스톤 등 4800 억원) ■ 중국 2021.3 상하이 하이니와 기술이전 계약 체결 (계약금 68 억원 포함 기술료 204 억원, 기술료 포함 계약규모 3,845 억원) ■ 중남미 4 개국 공급계약 340 억원 ■ 중동 6 개국 공급계약 991 억원

자료: 대웅제약, 유진투자증권 정리

(2-3) 녹십자: 헌터라제, MG-SN

니치마켓 공략

녹십자는 바이오의약품에 대한 연구개발 및 생산 노하우를 바탕으로 경쟁자가 많지 않은 희귀의약품 치료제 개발과 글로벌 판매 전략을 구사하고 있다. 경쟁제품이 많지 않아 상대적으로 높은 점유율을 가져갈 수 있는 희귀의약품 치료제 헌터라제의 글로벌 임상 3 상이 진행되고 있으며, 중국 시장은 품목 허가 획득 후 2024 년에 발매될 예정이다. 2023 년에는 2015 년부터 추진되었던 면역치료제로 사용되는 IVIG-SN 제품의 FDA 품목 허가가 예상된다.

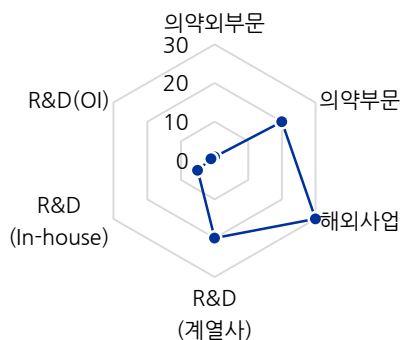
헌터라제 2023 년 중국 시장 판매

희귀질환(헌팅턴 증후군) 치료제인 헌터라제는 희귀질환 전문치료제 회사인 영국 사이어가 2006 년에 출시한 치료제이다. 일본 제약사 다케다가 2019 년에 사이어를 인수합병함에 따라 현재 엘라프라제는 다케다가 판매하고 있다. 2021 년 엘라프라제의 글로벌 판매액은 약 7,700 억원으로 파악되는데, 유럽과 아시아, 라틴 아메리카 등 이머징 시장에서 판매되고 최대 의약품 시장인 미국 판매액은 미미하다. 중국에서는 판매되고 있지 않다. 국내에서는 2008 년 판매되기 시작했으나 녹십자의 헌터라제가 시장에 출시된 이후 매출이 급감했고 헌터라제의 시장 점유율은 약 70%까지 상승한 것으로 파악된다. 녹십자는 중국에서 제품 허가를 받아 2024 년부터 시장에서 판매될 예정인데 중국에서 처음 발매되는 헌팅턴 증후군 치료제이다. 대상 환자는 약 3,000 여명 수준으로 추정되는 데 높은 약가 등을 감안해봤을 때 중국 판매액은 충분히 1,000 억원을 상회할 것으로 예상된다.

MG-SN 2024 년 미국 시장 진출

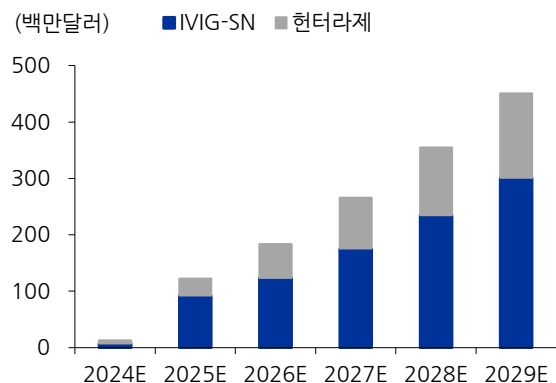
IVIG-SN 은 정맥주사용 면역 이뮤노글로불린으로 항암치료를 받는 환자들에게 처방된다. 글로벌 마켓은 약 70 억 달러를 상회하고 매년 5%의 성장세를 보이고 있다. CSL 의 제품이 대표적인데 연간 30 억 달러를 상회하여 판매되고 있다. 녹십자는 2012 년부터 미국 판매를 시도하였으나 임상의 지연되고 FDA 로부터 생산 시설과 관련된 보완 요구를 받으면서 3 차례나 허가를 받지 못한 이력이 있다. 올해 다시 FDA 의 생산시설 실사가 이루어질 예정이며 이를 통과할 경우 2024 년 글로벌 시장에서 판매가 가능할 전망이다. 2028 년까지 관련 시장 크기는 10 조원을 상회할 것으로 추정되고 바이오의약품 특성상 소수의 글로벌 기업들이 점유하는 시장이라는 것을 감안하면 후발주자임에도 불구하고 충분히 1,000 억원 이상의 판매는 가능할 것으로 예상된다.

도표 40. 녹십자 전략



자료: 유진투자증권

도표 41. 녹십자 헌터라제 및 MG-SN 10% 매출 전망



자료: 유진투자증권

(3) 중장기 성장 동력 확보가 과제로 남아있는 제약사: 종근당, 동아에스티

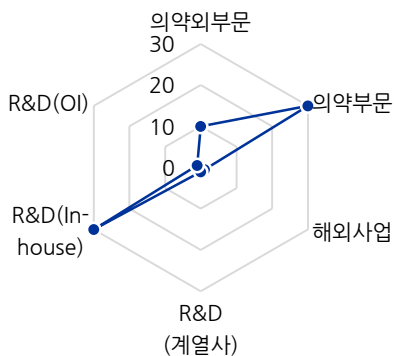
종근당: R&D
파이프라인 강화 노력

종근당은 지난 10 년간 타 제약사가 내수 부문에서 부진할 때 시장 지배력을 강화시켜 왔다. 내수 시장에서 위상을 강화시키는데 집중한 결과 의약품 부문 매출액 및 영업이익의 기준으로 국내 1 위 제약사의 자리를 확보하였다. 다만 다른 제약사들과 비교하여 신약 연구 개발 및 해외 부분 성과가 미진한 편이다. 2018 년부터 연구개발 분야에 1,000 억원을 상회하는 연구개발을 투자하고 있는데 그 성과가 나오기 까지 내수 부문의 이익 성장이 중요할 수 밖에 없다. 장기 성장 동력을 확보하는 과제가 남아있다.

동아에스티: 바이오
의약품 수출 기대

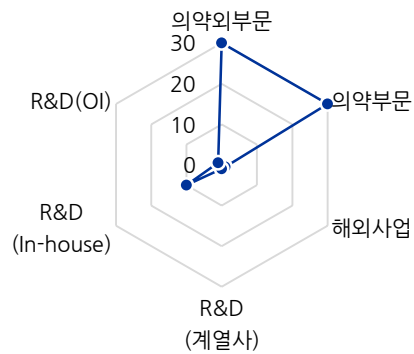
동아에스티는 2015 년 원료 생산에 경쟁력 있는 에스티팜(구 삼천리 제약)을의 지분을 확보(32%) 하였지만, 2013 년 동아제약의 인적분할로 신규 설립된 이후 자체적인 파이프라인을 강화시키지는 못했던 것으로 보인다. 2015 년 세무조사 이후 영업력이 위축되고 신제품 출시가 늦어지면서 다소 정체된 양상이다. 동아에스티는 금년 신규 CEO 및 CSO 를 선임하여 전략을 가다듬고 있으며 1 분기 실적에서 턴어라운드하는 분위기를 보여주고 있다. 금년에 영업력을 다시 정상화시키고 내수 부문의 성장동력을 확보한 후 중장기 성장 동력을 준비하는 것이 과제로 남아있다.

도표 42 종근당 전략



자료: 유진투자증권

도표 43 동아에스티 전략



자료: 유진투자증권

2. 2024 년, 숫자로 확인되는 성장 사이클 진입

2024 년 성장 사이클 본격화 2024 년부터는 제약사들의 해외 매출이 본격화되면서 외형과 이익 성장이 본격화되는 성장 사이클에 진입한다. 대웅제약은 나보타와 펙수클루의 미국 및 중국 판매, 유한양행의 레이저티닙 판매, 한미약품은 북경한미의 만성질환 치료제 출시 및 포지오티닙와 롤론티스의 미국 판매, 녹십자의 헨터라제 및 IVIG-SN 미국 및 중국 판매가 본격화되면서 실적으로 반영될 것이다.

다음 표는 주요 제약사별 중요 프로젝트와 관련된 예상 일정 및 예상 실적이다.

도표 44 제약사별 중요 이슈 및 예상 일정

제약사	주요 제품	마일스톤	실적 기여도
대웅제약	- 나보타 - 펙수클루 - 이나보글리타진	2022 년 유럽, 2023 년 호주, 중국 판매 2022 년 국내 판매, 2025 년 미국 판매 2023 년 국내 판매 예정	2021 년 세 제품 합산 매출 비중 6.9% -> 2024 년 17.6%까지 상승 예상 - 영업이익률 2%ppt 상승 예상
유한양행	- 레이저티닙 - NASH 치료제 - 알러지 치료제 - 면역항암제	2023 년 글로벌 임상 3 상 데이터 확인 2022 년 6 월 글로벌 임상 1 상 완료 예정 - 글로벌 임상 1 상 진행 중 - 글로벌 임상 1 상 시작	레이저티닙 2029 년 출시 5 년차 매출액 10 억 달러 상회 예상, 유한양행으로 유입되는 수익은 마일스톤 포함 시 2 천억 이상 예상
한미약품	- 북경한미 만성질환 치료제 - 포지오티닙 - 롤론티스 - NASH 치료제(HM13245) - NASH 치료제(HM15211)	2022 년 하반기 판매 시작 2022 년 하반기 FDA 승인 예상 2022 년 하반기 FDA 승인 예상 2022 년 말 임상 2 상 데이터 확인 가능 2022 년 임상 2 상 진행 중	- 북경한미 이익 고성장 +20%YoY 예상 - 포지오티닙과 롤론티스 출시 5 년차 2028 년 예상 매출액 5 천억원, 예상 영업이익 1 천억원 수준
녹십자	- MG-SN 10% - 헨터라제	2022 년 하반기 FDA 승인 예상 2023 년 중국 판매 예상	각각 미국과 중국 출시 이후 매출액 1 천억원 이상 가능할 전망

자료: 유진투자증권

IV. 지속가능한 성장성에 대한 프리미엄도 지속된다

1. 상위사들의 이익 성장은 지속될 전망

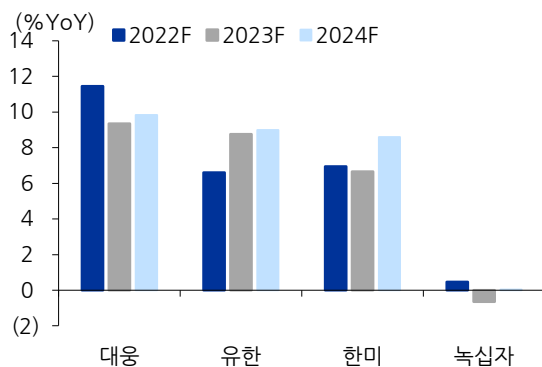
상위 제약사들의 이익 성장 지속될 전망

국내 제약산업은 지속적으로 성장해왔다. 2021 년 기준 국내 의약품 시장은 23 조원 수준인데 성장률은 점차 둔화되고 있다. 따라서 앞으로도 지속적인 성장세를 유지하기 위해서는 신약 개발과 해외 시장 진출은 필수적이며 국내 상위사들은 지난 10 년간 두 가지 성장 동력을 확보한 것으로 판단된다. 지난 10 여년간 신약 개발과 해외 시장 개척을 준비한 국내 상위 제약사들은 2024 년부터 글로벌 신약 상업화와 해외 수출 증가에 힘입어 꾸준한 외형 성장과 이익 성장이 가능할 전망이다.

지속가능한 성장에 대한 프리미엄도 지속될 전망

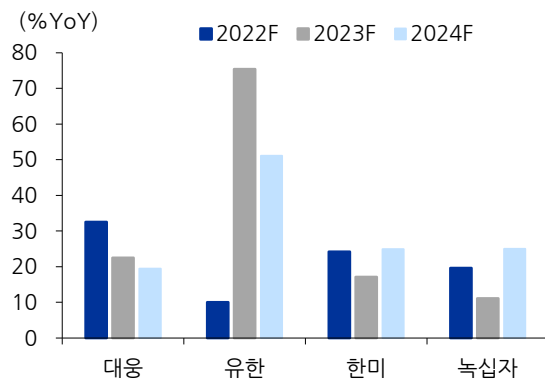
지속가능한 성장성을 보여 줄 국내 상위 제약 4 사들에 대한 밸류에이션 프리미엄이 정당하다고 판단한다. 대웅제약, 유한양행, 한미약품, 녹십자는 각사의 주요 개발 제품들의 해외 판매가 시작되는 2024 년까지 2 년간 영업이익이 연평균 20% 이상 성장할 것으로 전망된다. 2025 년부터는 시장 침투가 본격화되면서 이익 성장폭이 더 확대될 것으로 예상된다.

도표 45. 제약 4 개사 매출액 증가율 추이 및 전망



자료: 유진투자증권
주: 녹십자는 별도 기준

도표 46. 제약 4 개사 영업이익 증가율 추이 및 전망



자료: 유진투자증권
주: 녹십자는 별도 기준

2. 글로벌 제약사들 견조한 주가 흐름

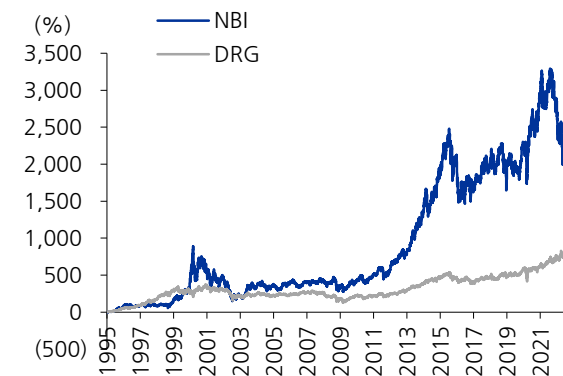
글로벌 제약업종 지수 vs. 바이오업종 지수 차별화된 흐름

제약업종과 바이오업종 지수간의 흐름이 2021 년 말부터 차별화되고 있다. 다국적 제약사들에 대한 제약업종 지수라고 볼 수 있는 DRG(NYSE Arca Pharmaceutical Index)는 견조한 실적과 우량한 재무구조를 바탕으로 신약 파이프라인을 강화시키고 있는 것을 바탕으로 2022 년 연초 이후 시장 대비 13%ppt 가량 아웃퍼폼하며 상당히 견조한 흐름을 보이고 있다. 이는 기술력으로 미래 성장성에 높은 가치를 보이는 바이오업종 지수(NBI: NASDAQ Biotechnology Index)가 코로나 팬더믹 이후 바이오업종에 대한 투자 열기가 식고, 글로벌 경기 둔화에 대한 우려와 경제 지표들의 부진에 큰 폭 하락하는 모습을 보인 것과 대조적이다.

성장주와 방어주 모두 가능한 제약업종

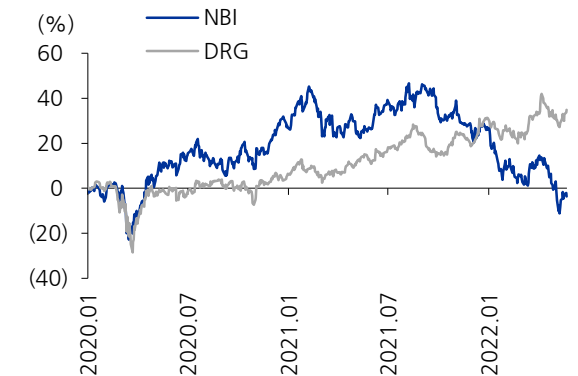
글로벌 경기둔화에도 큰 영향없이 우량한 재무구조를 활용해 오픈 이노베이션 전략으로 신약 파이프라인을 강화시키고 있는 글로벌 제약사들의 지속된 성장에 대한 시장의 프리미엄은 지속되고 있다.

도표 47. 제약산업과 바이오산업의 30 년 흐름



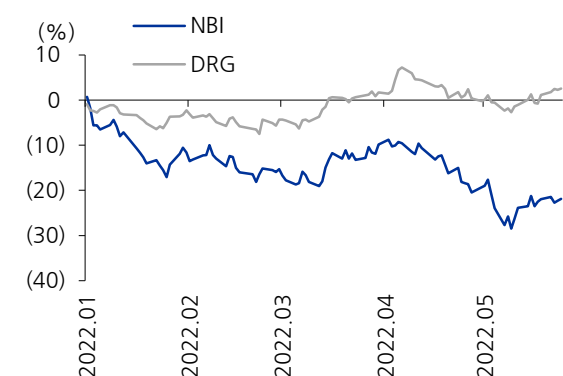
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 48. 바이오업종 지수의 높은 변동성



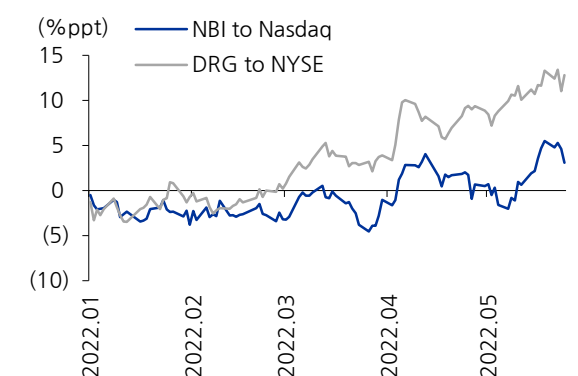
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 49. 실적에 기반한 제약업종 지수는 견조한 흐름



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 50. 제약/바이오업종 모두 시장 대비 아웃퍼폼



자료: Bloomberg, 유진투자증권

기업분석

대웅제약(069620)

BUY(신규) / TP 230,000 원

외형 성장과 이익 레버리지 확대

유한양행(000100)

BUY(신규) / TP 80,000 원

모범답안

한미약품(128940)

BUY(신규) / TP 360,000 원

중국 만성질환 치료제 시장 진출

녹십자(006280)

BUY(신규) / TP 240,000 원

해외 사업 및 계열사 성장 기대

종근당(185750)

BUY(신규) / TP 110,000 원

이익 성장을 무시할 수 없다

동아에스티(170900)

BUY(신규) / TP 80,000 원

턴어라운드 기대

대웅제약(069620)

외형 성장과 이익 레버리지 확대 구간

2022.05.30

Initiate

투자의견: **BUY**(신규)목표주가: **230,000원**(신규)

현재주가: 175,500원(5/27)

시가총액: 2,033(십억원)

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

투자의견 BUY 및 목표주가 230,000 원 신규 제시

대웅제약에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 230,000 원을 신규 제시하며 제약업종 Top pick 으로 추천함. 목표주가는 2022~2023 년 순이익에 P/E 30 배를 적용한 영업가치 2.37 조원(주당 가치 206,931 원)과 한올바이오파마(009420KS., 지분율 30.8%)에 대한 지분가치 2,378 억 원(주당 가치 20,521 원)을 합산하여 산출함. 신제품 출시(펙수클루 정, 이나보글리플로진) 및 수출 증가(나보타)에 기인한 외형 성장과 이익 레버리지 확대에 2022E, 2023E 영업이익은 각각 1,128억원(27%YoY), 1,357억원(20%YoY)으로 성장할 전망. 주력 제품들의 매출 증가세가 확인될 때마다 대웅제약 주가 상승 모멘텀은 강화될 전망

신제품 라인업이 좋다

2022~2023 년에 판매 가능할 것으로 예상되는 대웅제약의 위역류식도염 치료제(펙수클루 정, 2022 년 4 분기 판매 예상)와 당뇨병 치료제(이나보글리플로진, 2023 년 하반기 출시 예상)는 모두 최신 작용 기전의 약물로 관련 약효군 시장에서 처방률이 높아지고 있는 추세임. 대웅제약 제품들은 브랜드력과 마케팅력을 바탕으로 고성장하는 시장에서 시장 점유율이 빠르게 상승할 전망. 두 신제품들은 출시 3 년 이후 매출액이 각각 500 억원 내외의 국내 블록버스터 의약품으로 자리잡을 전망. 두 제품 모두 글로벌 임상도 진행 중이어서 해외 판매도 기대됨

해외 사업 고성장 전망

나보타(보툴리눔 독소 제제)는 미국 판매 제휴사(Evolus)와 메디톡스의 소송이 마무리되면서 미국 시장에서 매출 고성장이 지속될 전망. 2021 년 490 억원대 수준이었던 수출액은 이번 2022 년 1 분기에만 230 억원으로 증가함. 고성장하는 글로벌 보툴리눔 독소 제제 시장에서 대웅제약은 수출 지역을 유럽(2022 년 3 분기 판매 예상), 호주(2023 년 허가 예상), 중국(2023 년 판매 시작 예상) 등으로 확대할 계획임. 나보타의 2022 년 및 예상 수출액은 약 900 억원대이며 해외 판매 지역이 확대되면서 2025 년 수출액은 2,000 억원대까지 증가 가능할 것으로 예상함

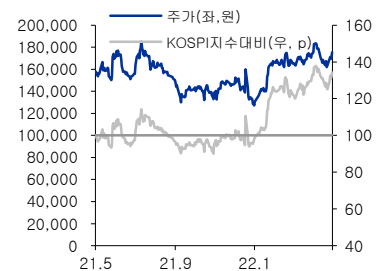
발행주식수	11,587천주
52주 최고가	188,500원
최저가	127,000원
52주 일간 Beta	1.22
60일 일평균거래대금	70억원
외국인 지분율	7.5%
배당수익률(2022F)	0.3%

주주구성

대웅 (외 6인)	57.2%
국민연금공단 (외 1인)	8.2%

	1M	6M	12M
주가상승률	0.9%	26.7%	11.1%

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	-	-
목표주가	230,000	-	-
영업이익(22)	113	-	-
영업이익(23)	136	-	-



결산기(12월)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
매출액(십억원)	1,055	1,153	1,285	1,418	1,571
영업이익(십억원)	17	89	113	136	163
세전계속사업손익(십억원)	14	20	110	130	157
당기순이익(십억원)	24	30	77	92	111
EPS(원)	1,101	2,128	6,182	7,613	9,203
증감률(%)	-42.0	93.4	190.5	23.1	20.9
PER(배)	149.9	69.5	28.4	23.1	19.1
ROE(%)	2.4	4.4	11.7	12.7	13.6
PBR(배)	3.5	3.0	3.1	2.8	2.4
EV/EBITDA(배)	37.7	15.4	15.0	12.8	10.9

자료: 유진투자증권

투자의견 BUY 및 목표주가 230,000 원 신규 제시

외형 성장과 이익 레버리지 확대 구간에 진입

대웅제약이 2022년부터 외형 성장과 이익 레버리지 확대 구간에 진입할 것으로 전망된다. 대웅제약에 대한 투자의견 BUY 및 목표주가 230,000 원을 신규 제시하며 제약업종 Top pick 으로 추천한다. 목표주가는 2022~2023년 평균 예상 순이익(지배주주 기준) 799 억원에 P/E 30 배를 적용한 영업가치 2.37 조원(주당 가치 206,931 원)과 한올바이오파마(009420KS., 지분 30.8%, 2022년 연초 이후 평균 시가총액 1.1 조원)에 대한 지분가치 2,378 억원(주당 가치 20,521 원)을 합산하여 산출하였다. 영업가치 산정에 적용한 P/E 밸류에이션은 대웅제약이 내수부문의 이익 증가와 나보타의 해외 판매가 기대되면서 높은 주가 상승을 보였던 2017~2018년 평균 P/E를 적용하였다.

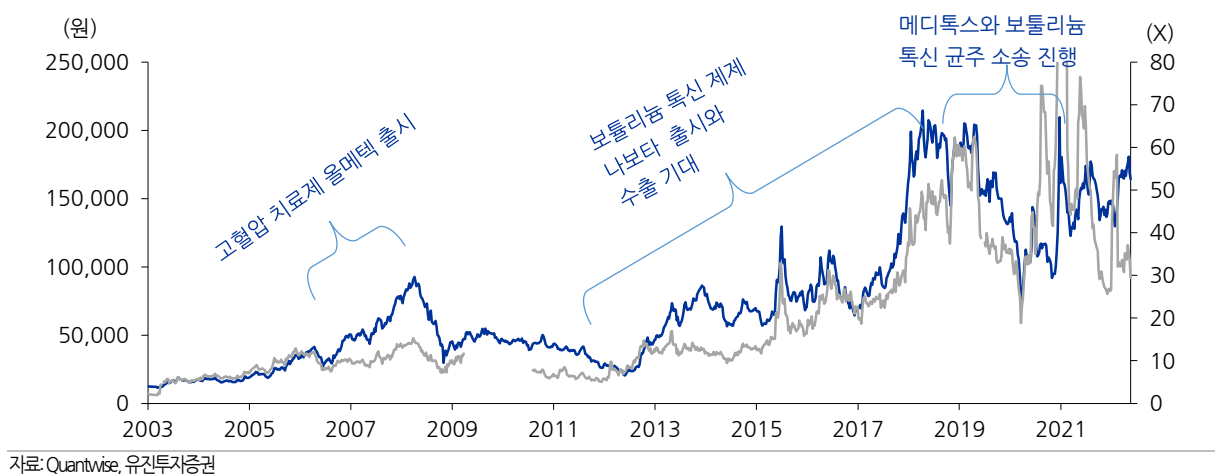
2022~2024년 예상 순이익 성장률 20.4%YoY

대웅제약의 2022~2025E년 연평균 순이익 성장률은 20.4%YoY에 달할 전망이다. 내수시장의 정제와 제네릭의약품 시장의 높은 경쟁에도 불구하고 2022년 및 2023년 하반기부터 각각 판매 예정인 펙스클루 정(위식도 역류질환 치료제)과 이나보글리플로진(2형 당뇨병 치료제) 두 제품이 빠르게 시장 점유율을 높일 것으로 예상되기 때문이다. 보툴리눔 독신 제제인 나보타의 미국 판매 호조와 수출 지역 확대에 따른 수출부문의 고성장도 예상된다.

유망 신제품 출시시기 높은 주가 상승을 보인 대웅제약

2022~2023년은 국내 제약기업들의 연구개발 성과가 실적으로 반영되기에는 이른 시기이다. 반면 동기간 대웅제약은 유망 신제품 출시와 수출 증가로 외형 성장에 따른 이익 증가 사이클에 진입하는 시기이다. 타 제약사보다 숫자로 확인되는 성장 구간에 미리 진입하고 있어 대웅제약의 투자 매력은 높아질 것으로 예상된다. 대웅제약 주가는 유망 신제품을 출시할 때마다 이익 증가로 주가가 큰 폭으로 상승한 바 있다.

도표 51. 대웅제약 주가 및 P/E valuation (2003~)



외형 성장과 이익 레버리지 확대 구간 진입

2022~2025E 연평균 순이익 증가율 20.4%YoY 전망

두가지 유망 신제품에 주목

의약품 내수 시장의 저성장과 제네릭 의약품 시장의 치열한 경쟁에서 대웅제약의 실적 개선이 기대된다. 2022~2023 년에 걸쳐 판매될 예정인 대웅제약의 신제품 펙스클루 정과 이나보글리플로진은 모두 관련 약효군 시장에서 시장 점유율이 빠르게 상승할 전망이다. 두 제품 모두 새로운 작용기전의 치료제로 최근 관련 약효군시장에서 처방률이 높아지고 있는 기전에 속하는 제품들이다. 대웅제약의 브랜드력과 마케팅력은 국내 제약사 중 최고 수준이라고 볼 수 있어, 두 신제품 출시 이후 빠르게 관련 약효군에서 빠르게 시장에 침투 가능할 것으로 판단된다.

신제품 출시 이후 3 년차 예상 매출액 500 억원 내외

신제품 펙스클루 정과 이나보글리플로진이 타겟으로 하는 시장은 위역류성 치료제 및 제 2 형 당뇨병 치료제 시장으로 각각 2,000 억원, 7,000 억원 내외의 시장으로 만성질환 치료제라는 점에서 꾸준히 성장하고 있다. 동 시장에서 펙스클루 정과 이나보글리플로진은 새로운 작용기전을 바탕으로 기존 치료제들이 충족시키지 못한 부분에서 약효를 높이고 부작용을 낮추는 효과를 보이고 있다. 각 제품들은 출시 이후 3 년차 매출액이 각각 약 600 억원, 400 억원을 상회하는 판매를 예상한다.

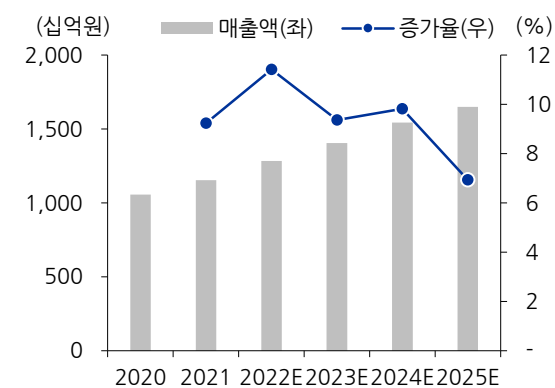
수출 고성장 전망

대웅제약의 해외 수출 증가도 기대된다. 보툴리눔 독신 제제 나보타의 해외 수출액은 1 분기 200 억 원대로 2021 년 연간 수출액이 500 억원 수준이었다는 것을 감안하면 큰 폭 성장한 것이다. 고성장하는 글로벌 보툴리눔 독신 제제 시장에서 대웅제약은 수출 지역을 미국에서 중국, 유럽, 호주 등으로 확대할 예정이다. 나보타의 2022~2024 년 예상 수출액은 각각 약 900 억원, 1,100 억원, 1,500 억원으로 성장할 전망이다.

이익 레버리지 확대 구간 진입

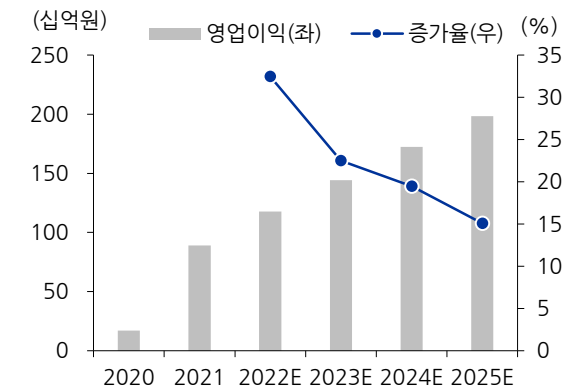
매출액 성장이 10%를 상회할 경우 연간 집행되는 고정 영업비용과 R&D 비용(2022년 약 1,460 억 원으로 예상 매출액의 11.4% 수준 예상)을 감안하더라도 이익 성장은 매출성장을 상회할 전망이다. 고성장 구간에 이익 레버리지가 확대가 예상된다. 2022~2025 년 연평균 예상 영업이익의 증가율은 약 19%YoY(매출액 증가율 약 9.7%YoY)로 예상된다.

도표 52 대웅제약 매출액 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

도표 53 대웅제약 영업이익 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

신제품 라인업이 좋다

2022 년 4 분기 펙수클루 정 출시 예정

대웅제약이 2022~2023 년 하반기에 출시할 두 신제품에 주목한다. 두 제품 모두 만성질환 의약품 시장에서 새로운 작용 기전의 치료제로 시장성이 높다.

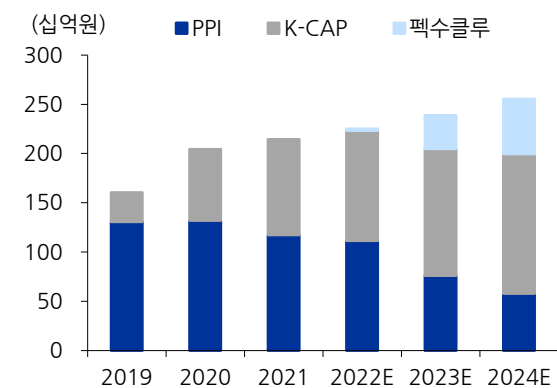
2022 년 하반기 위식도역류질환 관련 펙수클루 정 출시

대웅제약은 2022 년 하반기부터 위식도역류질환 치료제인 P-CAB(Potassium Competitive Acid Blocker, 위산분비 억제) 기전의 펙수클루 정(성분명 펙수프라잔) 을 출시할 예정이다. 위식도역류질환 치료제 시장은 PPI(Proton Pump Inhibitor) 제품들이 치방되고 있었으나 장기간 복용 시 부작용이 나타난다. 따라서 펙수클루 정과 같은 새로운 기전의 P-CAB 기전 약물들이 PPI 시장을 대체 가능하다. PPI 기전 약물보다 위산 분비를 억제하는데 걸리는 시간도 짧고, 약물 상호작용 빈도도 적으며, 식사에 상관없이 복용 가능하는 등 우수한 효과도 보이고 있다. 이러한 효능 등을 바탕으로 2020 GERD 서울 가이드라인에서는 P-CAB 제제를 GERD 초기 치료제로 권고하였다. 경쟁약물로는 HK 이노엔의 케이캡(성분명 테고프라잔)이 있으나 기존 치료제 시장을 대체하면서 시장 자체가 고성장 할 것을 감안하면 2 번째로 출시될 대웅제약의 펙수클루 정도 관련 약효군의 대표 약물 중 하나로 자리잡을 수 있다고 판단된다.

해외 매출 성장도 기대 가능한 유망 치료제

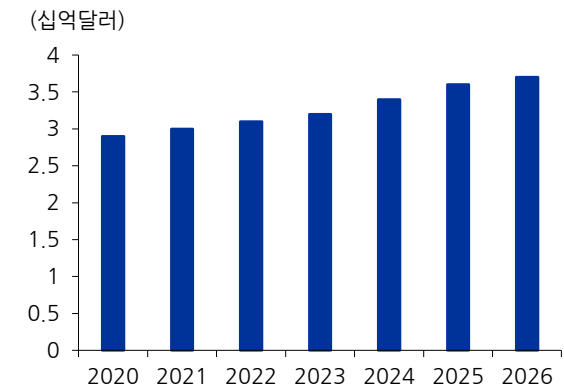
펙수프라잔은 글로벌 시장 판매도 계획 중인데 중국에서 2023 년까지 임상 3 상을 완료하고, 미국 임상 3 상도 진행할 예정이다. 현재 글로벌 임상 3 상에 있지만 타겟으로 하고 있는 PPI 기전 시장 자체가 2026 년 기준 예상치 약 4 조원에 달하고 있고, 경쟁 약물인 다케다의 보노프라잔은 아직 시장에 출시되지 않은 상태(2023 년 하반기 미국 판매가 예상)라는 점에서 대웅제약의 펙수프라잔의 미국 시장 판매 후 의미있는 시장 점유율을 확보할 수 있을 것으로 예상된다.

도표 54. 위식도역류질환 치료제 시장 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

도표 55. 글로벌 PPI 시장 크기



자료: 유진투자증권

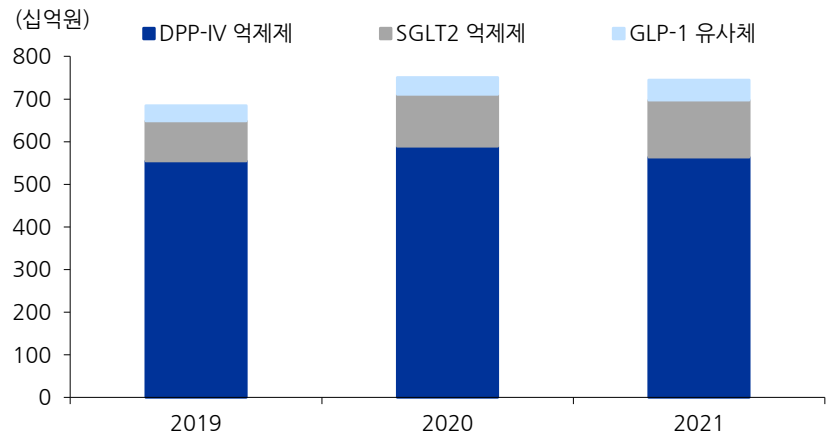
2023 년 하반기 이나보글리플로진 출시 예정

2022 년 임상 3 상 허가 절차 진행 중

2023 년 하반기에는 SGLT-2 저해제인 이나보글리플로진(Enavogliflozin)의 국내 판매가 예상된다. 2022 년 임상 3 상 허가절차를 마치고 2023 년에 국내 처음으로 SGLT-2 억제제 계열 당뇨병 치료제로 출시 가능할 전망이다. 제 2 당뇨병 치료제 시장에서 기존 주력 제품들(DPP-IV 억제제 계열의 약물들)의 내성을 극복하는 새로운 작용 기전 약물로 SGLT-2 억제제 약물들의 시장 점유율이 높아지고 있고, 대응제약이 국내 제약사로는 처음 출시한다는 점에서 매출 성장이 기대되는 유망 신제품으로 판단된다.

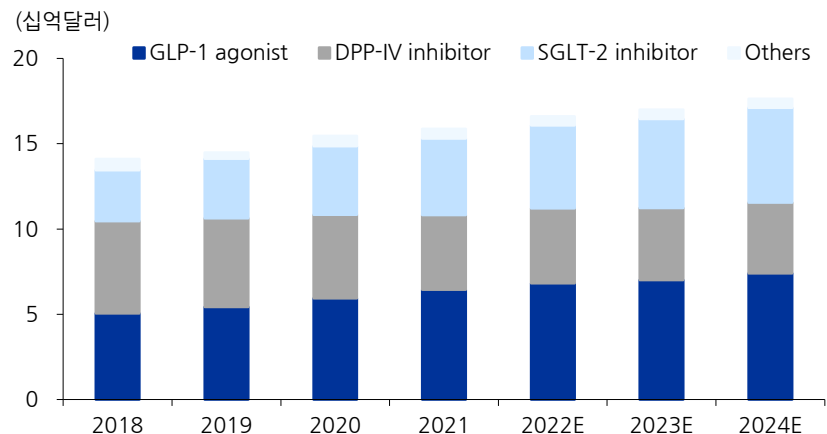
제 2 형 당뇨병치료제인 SGLT-2(Sodium Glucose Co-Transporter 2, 나트륨 포도당 공동 수송체) 억제제는 신장의 SGLT-2 수용체를 선택적으로 억제하여 혈당을 낮추는 당뇨병 치료제이다. 경쟁 약물로는 포시가(판매사 아스트라제네카), 자디앙(일라이 릴리), 슈글렛, 스테글라트로 등의 해외 제품들이 시장에 출시되어 있다. 이나보글리플로진은 2022 년 1 월 단독요법 및 메트로피딘 병용요법으로 임상 3 상 Topline 결과를 도출하였는데 기존 시판 약물(포시가) 대비 비열등성을 보인 것으로 확인된다.

도표 56. 국내 당뇨병 치료제 시장 추이



자료: 유진투자증권

도표 57. 글로벌 당뇨병 치료제 시장 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

해외사업 고성장 전망

고성장하는 글로벌 보툴리눔 독신 제제 시장, 수출 지역 확대 예정

나보타의 2022 년
예상 수출액 940 억원
(+91.2%YoY)

글로벌 보툴리눔 독신 제제 시장이 고성장하고, 중국, 유럽 등으로 수출 지역 확대에 힘입어 나보타(보툴리눔 독신 제제)의 2022~2024 년 수출액은 각각 940 억원(+91.2%YoY), 1,096 억원(+16.5%YoY), 1,502 억원(+37.1%YoY)에 달할 전망이다.

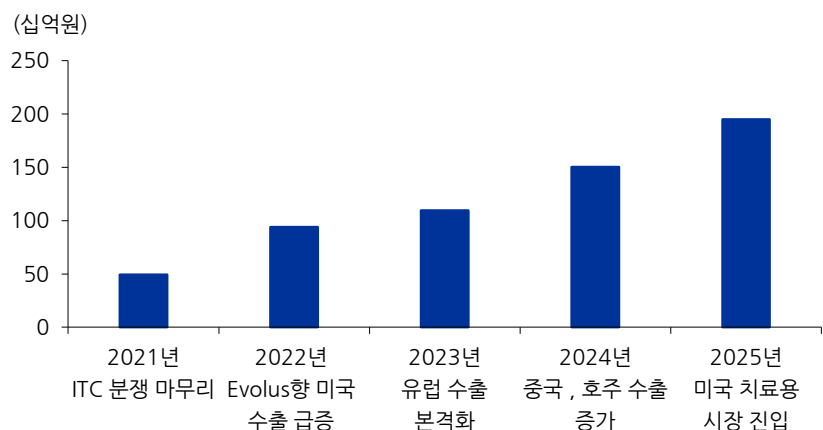
나보타(보툴리눔 독신 제제)는 미국 판매 제휴사(Evolus)와 메디톡스의 소송이 마무리되면서 미국 시장에서 원활하게 판매되고 있는 것으로 확인된다. 2021 년 약 500 억원 수준이었던 수출액은 이번 2022 년 1 분기에만 약 230 억원으로 증가하였다. 특히 미국 수출액이 183 억원으로 전년 동기 약 3 배에 달했다.

나보타의 글로벌 진출
계획은 2025 년까지
증장기적으로 추진 중

대웅제약은 나보타 글로벌 진출 계획을 2025 년까지 증장기적으로 추진 중이다. 고성장하는 글로벌 보툴리눔 독신 제제 시장에서 미국 시장(2022 년 약 33 억 달러)의 성공적 안착을 토대로 수출 지역을 중국(2023 년 판매 예상), 유럽(2022 년 3 분기 판매 예상), 호주(2023 년 허가 예상) 등으로 확대할 계획이다. 나보타는 현재 미국, 브라질, 대만, 태국 등에 판매하고 있으며 터키, 칠레, 페루 등에서 신규허가를 획득해 총 57 개국에서 허가를 확보하였다. 2022 년 유럽, 터키, 사우디, 이집트 등의 시장에 진입하는게 목표이며 2023 년 중국 판매를 기대하고 있다.

전세계 독신 시장의 60% 이상을 차지하는 치료시장 진출을 위해 파트너 계약을 맺은 미국 이온 바이오파마(AEON Biopharma)는 현재 만성 및 삼화성 편두통과 경부근 긴장이상에 대한 임상 2 상 환자 등록이 지난 4 월에 마무리된 것으로 파악된다.

도표 58. 해외부문 실적 추이



자료: 유진투자증권

대웅제약(069620.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
자산총계	1,367	1,415	1,537	1,636	1,758
유동자산	528	525	585	642	723
현금성자산	177	175	188	210	249
매출채권	149	160	179	195	215
재고자산	174	175	202	220	243
비유동자산	839	890	952	994	1,034
투자자산	274	277	294	306	318
유형자산	386	388	399	395	390
기타	179	225	259	293	326
부채총계	672	713	763	781	803
유동부채	327	461	493	510	530
매입채무	146	146	179	195	215
유동성이자부채	148	257	256	256	256
기타	33	58	58	59	59
비유동부채	345	252	270	271	273
비유동이자부채	298	207	228	228	228
기타	47	45	42	43	45
자본총계	695	702	774	855	955
자배지분	551	574	653	734	834
자본금	29	29	29	29	29
자본잉여금	101	124	123	123	123
이익잉여금	453	471	536	617	717
기타	(32)	(50)	(35)	(35)	(35)
비자배지분	144	129	121	121	121
자본총계	695	702	774	855	955
총차입금	446	464	484	484	484
순차입금	269	289	296	273	235

현금흐름표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업현금	101	40	99	116	131
당기순이익	24	30	74	92	111
자산상각비	41	41	43	45	46
기타비현금성손익	16	2	7	(2)	(3)
운전자본증감	24	(30)	(23)	(18)	(22)
매출채권감소(증가)	54	(28)	(18)	(16)	(20)
재고자산감소(증가)	0	0	(18)	(18)	(23)
매입채무증가(감소)	9	4	25	16	20
기타	(39)	(6)	(13)	0	0
투자현금	(127)	(88)	(47)	(89)	(88)
단기투자자산감소	(87)	(13)	52	(2)	(2)
장기투자증권감소	(0)	(1)	(5)	(6)	(6)
설비투자	26	29	45	30	28
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(31)	(46)	(45)	(45)	(45)
재무현금	67	50	14	(7)	(7)
차입금증가	48	(2)	(2)	0	0
자본증가	24	34	(7)	(7)	(7)
배당금지급	6	6	7	7	7
현금 증감	40	4	66	21	37
기초현금	32	72	76	142	163
기말현금	72	76	142	163	200
Gross Cash flow	88	83	127	134	154
Gross Investment	16	105	123	105	108
Free Cash Flow	72	(22)	4	30	46

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	1,055	1,153	1,285	1,418	1,571
증가율(%)	(5.2)	9.2	11.4	10.4	10.8
매출원가	608	608	663	724	791
매출총이익	447	545	622	694	779
판매 및 일반관리비	430	456	509	558	616
기타영업손익	(1)	6	12	10	10
영업이익	17	89	113	136	163
증가율(%)	(62.0)	423.6	26.9	20.3	20.1
EBITDA	58	130	156	180	209
증가율(%)	(31.8)	124.3	19.8	16.0	15.6
영업외손익	(3)	(69)	(3)	(6)	(6)
이자수익	3	3	1	0	0
이자비용	11	10	9	10	10
지분법손익	(0)	0	(0)	0	0
기타영업외손익	4	(62)	6	4	4
세전순이익	14	20	110	130	157
증가율(%)	(41.9)	47.0	451.2	18.5	20.9
법인세비용	(11)	(10)	33	38	46
당기순이익	24	30	77	92	111
증가율(%)	(16.3)	25.3	155.3	19.0	20.9
지배주주지분	13	25	72	88	107
증가율(%)	(42.0)	93.4	190.5	23.1	20.9
비지배지분	11,395	5,596	1,895	3,675	4,443
EPS(원)	1,101	2,128	6,182	7,613	9,203
증가율(%)	(42.0)	93.4	190.5	23.1	20.9
수정EPS(원)	1,101	2,128	6,182	7,613	9,203
증가율(%)	(42.0)	93.4	190.5	23.1	20.9

주요투자지표

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	1,101	2,128	6,182	7,613	9,203
BPS	47,554	49,503	56,356	63,369	71,971
DPS	600	600	600	600	600
밸류에이션(배,%)					
PER	149.9	69.5	28.4	23.1	19.1
PBR	3.5	3.0	3.1	2.8	2.4
EV/EBITDA	37.7	15.4	15.0	12.8	10.9
배당수익률	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
PCR	21.6	20.7	16.1	15.2	13.2
수익성(%)					
영업이익률	1.6	7.7	8.8	9.6	10.4
EBITDA이익률	5.5	11.3	12.1	12.7	13.3
순이익률	2.3	2.6	6.0	6.5	7.1
ROE	2.4	4.4	11.7	12.7	13.6
ROIC	1.5	7.6	8.8	10.0	11.4
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	38.6	41.2	38.2	32.0	24.6
유동비율	161.7	113.9	118.6	125.9	136.4
이자보상배율	1.6	8.7	11.9	14.3	17.1
활동성 (회)					
총자산회전율	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9
매출채권회전율	6.0	7.5	7.6	7.6	7.7
재고자산회전율	6.0	6.6	6.8	6.7	6.8
매입채무회전율	7.6	7.9	7.9	7.6	7.7

편집상의 공백페이지입니다

유한양행(000100)

모범답안

2022.05.30

Initiate

투자의견: **BUY**(신규)목표주가: **80,000원**(신규)

현재주가: 59,800원(05/27)

시가총액: 4,379(십억원)

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

투자의견 BUY, 목표주가 80,000 원으로 신규 제시

유한양행에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 80,000 원을 신규 제시함. 목표주가는 2022~2023년 예상 세후 평균 영업이익에 P/E 25배를 적용한 영업가치 1.4조원, 계열사 유한킴벌리 가치 약 7,000 억원, 글로벌 신약 레이저티닙 가치 1.7 조원, 기타 R&D 프로젝트 및 투자자산 가치 약 1 조원을 합산하여 산출함. 2022 년은 본업 회복과 레이저티닙 임상 3 상 진행 소식이 주가 상승을 견인할 전망.

2029 년 레이저티닙 출시 5 년차 유한양행 예상 영업이익 5,000 억원 근접

비소세포폐암 레이저티닙은 2024 년 FDA 승인을 예상함. 레이저티닙은 2029 년(출시 5 년차) 매출액이 1 조원을 상회할 것으로 예상되는 글로벌 블록버스터 신약임. 국내에서 처음으로 글로벌 상업화에 성공할 신약이 될 것이라는 점에서 상징적 의미가 큼. 경쟁 약물인 타그리스는 2016 년 출시 이후 5 년이 되는 2021 년에 5 조원을 상회하는 매출(+15.8YoY)을 달성함. 타그리스 못지 않은 우수한 약효와 낮은 부작용, 글로벌 제약사 J&J 의 마케팅력에 힘입어 레이저티닙은 충분히 의미있는 시장 점유율을 가져갈 것으로 판단함. 임상 데이터 축적을 통해 향후 1 차 치료제로 처방 영역이 확장되면 레이저티닙의 가치는 추가 상승할 수 있을 것임

영업부문 실적 회복 추세 진입, 주가의 하방 경직성 강화

레이저티닙을 비롯한 유망 신약 파이프라인을 보유하고 있음에도 유한양행의 높은 실적 변동성은 투자 리스크를 높였다고 판단함. 최근 3 년간 글로벌 임상 진행 등 연구개발비가 지속적으로 투입되고 의약외부문 강화를 통한 마케팅 비용이 증가하고 있어 내수 부문의 실적이 부진한 경향을 보여왔음. 그러나 금년부터 비용 집행이 효율적으로 관리될 것으로 예상되고 코로나 팬데믹이 지나가고 있어 내수 부문의 실적 회복이 예상됨. 유한양행의 우수한 재무구조, 레이저티닙 상업화 후 유입될 이익을 기대할 때, 유한양행의 투자매력은 높다고 판단함

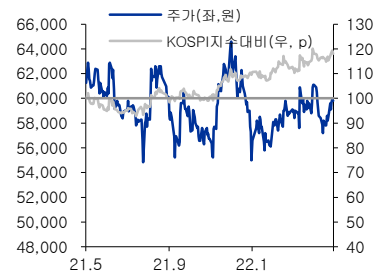
발행주식수	73,231천주
52주 최고가	68,000원
최저가	54,500원
52주 일간 Beta	0.98
60일 일평균거래대금	97억원
외국인 지분율	17.9%
배당수익률(2022F)	0.6%

주주구성

유한재단 (외 3인)	23.2%
국민연금공단 (외 1인)	12.1%

	1M	6M	12M
주가상승률	-1.8%	5.4%	-2.7%

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	-	-
목표주가	80,000	-	-
영업이익(22)	58	-	-
영업이익(23)	94	-	-



결산기(12월)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
매출액(십억원)	1,620	1,688	1,799	1,957	2,133
영업이익(십억원)	84	49	58	94	142
세전계속사업손익(십억원)	240	126	129	192	253
당기순이익(십억원)	190	99	89	146	192
EPS(원)	2,632	1,401	1,540	2,166	2,855
증감률(%)	381.8	-46.8	9.9	40.6	31.8
PER(배)	27.3	44.3	38.8	27.6	20.9
ROE(%)	11.1	5.4	5.8	7.7	9.5
PBR(배)	2.7	2.3	2.2	2.1	1.9
EV/EBITDA(배)	33.8	41.9	38.0	27.7	20.5

자료: 유진투자증권

투자의견 BUY, 목표주가 80,000 원 신규 제시

레이저티닙 예상가치 1.7 조원	유한양행에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 80,000 원을 신규 제시한다. 목표주가는 2023 년 세후 예상 세후 평균 영업이익에 P/E 25 배(대응계약 Target P/E 30 배 적용)를 적용한 영업가치 1.4 조, 글로벌 신약으로서 레이저티닙 가치 1.7 조원, 오픈이노베이션을 통한 투자사들 및 기타 R&D 파이프라인의 가치 약 1 조원, 계열사 유한킴벌리 예상 가치 6,920 억원과 순현금 가치를 합산하여 산출하였다.
레이저티닙 판매 후 큰 폭의 이익 성장 예상	적극적인 오픈이노베이션을 이용한 유한양행의 중장기 성장 전략은 레이저티닙(비소세포폐암 치료제)이 미국 FDA 에서 판매 허가 받으면서 성공적으로 평가될 것이다. 레이저티닙 외에도 오픈이노베이션과 자체적인 연구개발을 통해 강화한 유한양행의 파이프라인은 지속가능한 성장 동력을 제공할 것으로 예상된다. 내수 의약품 시장에서 이익을 창출하는 영업부문의 실적 변동성이 레이저티닙의 상업화 전까지 주가 변동성을 높일 수 있다. 그러나 코로나 팬데믹 이후 영업부문의 실적 개선이 예상되고, 레이저티닙의 상업화 시기도 다가오고 있어 동사 주가의 하방 경직성은 매우 강하다고 판단된다. 2024 년 하반기로 예상되는 레이저티닙 상업화 이후 증가할 이익 성장 폭을 감안하면 현 주가 수준은 투자매력이 매우 높다고 판단한다. 당사는 레이저티닙 출시 5 년차로 예상되는 2029 년 유한양행의 영업이익은 5,000 억원을 상회할 것으로 예상한다.

도표 59. 유한양행 목표주가 구성

부문	단위	
1. 영업가치	1,421	(십억원)
2. 순차입금	(229)	(십억원)
3. 레이저티닙 가치	1,708	(십억원)
4. 기타 파이프라인 가치	727	(십억원)
5. 보유지분 가치	330	(십억원)
6. 유한킴벌리 가치	696	(십억원)
가치 합계	5,136	(십억원)
주당 가치	75,291	(원)

자료: 유진투자증권

2028년 레이저티닙 출시 5년차 유한양행 예상 영업이익 5,000억원 상회

경쟁약물 타그리소 2021년(출시 5년차) 매출액 50억 달러

글로벌 상업화에 성공할 레이저티닙

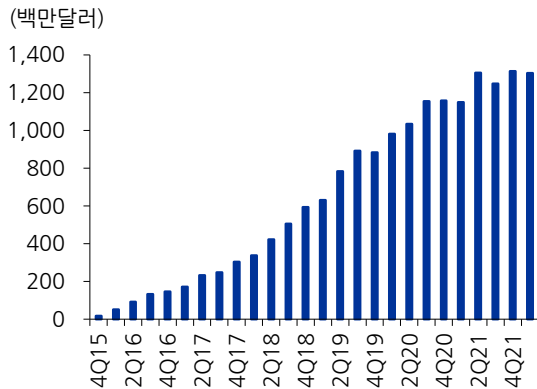
유한양행의 신약 레이저티닙은 상업화에 성공할 국내 첫 글로벌 신약으로 평가받을 수 있다고 판단된다. 글로벌 임상 3상이 순조롭게 진행되고 있고, 약효 및 부작용 등을 감안할 때 글로벌 시장 출시 후에 의미있는 판매실적을 보일 것으로 기대한다.

타그리소 출시 5년차 50억 달러 판매

경쟁 약물인 타그리소(판매사 아스트라제네카, 성분명 오시머티닙)는 2015년 말 출시 이후 약 5년 만에 2021년 50억 달러의 매출(+16%YoY)을 달성하였으며, 분기별 매출액이 10억 달러를 상회하는 블록버스터 의약품이다. 매출 지역 기준으로는 미국, 유럽, 이머징 국가, 기타 국가에서 각각 26.6%, 35.5%, 19.7%, 18.2%로 판매되고 있다.

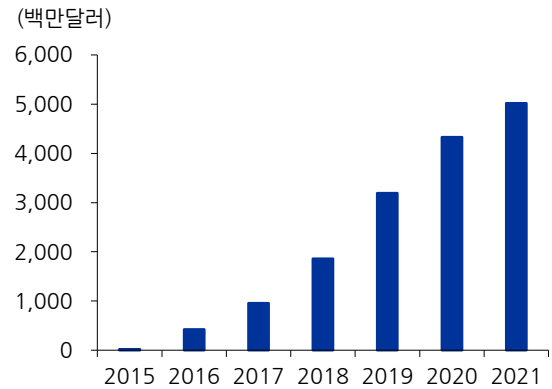
출시 당시에는 기존 치료제들에 대한 내성 환자를 대상 치료제였으나 1차 치료제로, 수술 후 보조 요법 치료제로 적응증을 확대해가면서 글로벌 판매액이 빠르게 증가하고 있다. 그러나 비소세포폐암 치료제 시장은 유전자 돌연변이로 기존 치료제에 대한 내성이 발현되면서 새로운 치료제가 필요한 약효군이다. 타그리소 또한 복용 후 내성이 발현하는 환자들이 있다.

도표 60. 타그리소 분기별 매출액 추이



자료: 아스트라제네카, 유진투자증권

도표 61. 타그리소 연도별 매출액 추이



자료: 아스트라제네카, 유진투자증권

레이저티닙 출시 5 년차(2029 년 예상) 유한양행 예상 영업이익 5,000 억원 상회할 전망

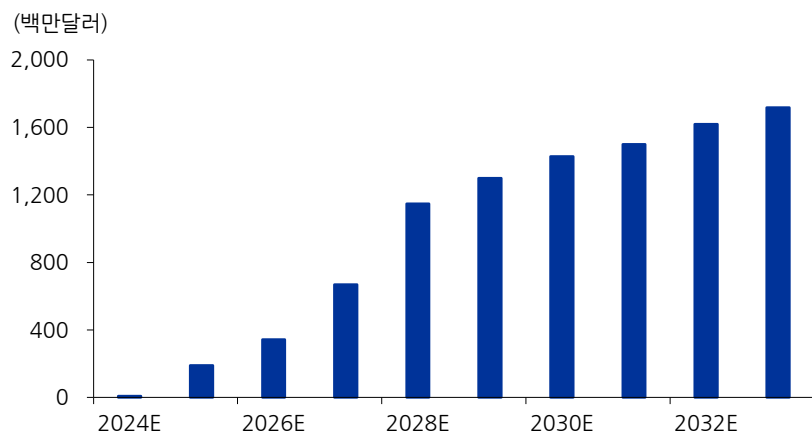
레이저티닙의 글로벌
임상 3 상 진행 중

얀센의 아마타바닙과 병용요법으로 진행되고 있는 유한양행의 레이저티닙의 글로벌 임상 3 상(MARLPOSA, MARIPOSA-2)이 2024 년까지 진행될 것으로 예상되며, FDA 의 승인 이후 2024 말부터 판매 가능할 것으로 예상된다. 현재 J&J 은 유한양행의 레이저티닙(표적 항암치료제)과 J&J 의 아마타바닙(상품명 리브리반트, 최초 인간 유래 이중항체 치료제)을 병용한 환자군과 타그리소 복용 군과의 Head to Head 비교 임상 3 상(MARIPOSA)과 타그리소 복용 후 내성을 나타내는 환자 군에 대한 임상 3 상(MARIPOSA-2)를 진행 중이다. 현재 NSCLS(비소세포폐암, NonSmall Cell Lung Cancer) 치료제 시장에서 주력 제품인 타그리소 복용군 또는 타그리소 내성을 나타내는 환자들을 대상으로 한다는 것 자체가 레이저티닙과 아마타바닙의 약효에 대한 J&J 의 자신감을 나타낸다고 판단된다. 레이저티닙 단독으로도 기존 치료제보다 우수한 임상 결과를 보이고 있어 출시 이후 관련 시장에서 주력 제품으로 자리잡을 수 있다고 판단한다. 이와 관련된 임상 3 상 1 차 결과는 2024 년 확인 가능할 전망이다.

출시 5 년차 매출액
1 조원 상회할 전망

글로벌 의약품 시장에 출시될 레이저티닙의 출시 5 년차인 2029 년 전후 매출액은 1 조원을 상회할 것으로 예상된다. 타그리소의 출시 5 년차 매출액의 20%에 해당하는 보수적 전망이다. 보수적 전망을 하는 이유는 레이저티닙의 약효가 타그리소 대비 열등하지 않음에도 불구하고 이미 타그리소가 이미 시장을 선점하고 있다는 점에서 레이저티닙이 타그리소의 시장을 빠르게 대체하는 것은 쉽지 않다고 판단하기 때문이다. 따라서 기존 치료제의 내성 환자군을 대상으로 하여 점진적으로 시장 점유율이 상승할 것으로 전망하고 있다. 출시 5 년차인 2029 년 약 11 억 달러의 판매로부터 유한양행에 유입되는 이익은 로열티 포함 영업이익 기준 약 5,000 억원(마일스톤 포함)에 가까울 것으로 예상된다. 특히가 만료되는 2032 년까지 레이저티닙의 가치는 약 1.7 조원으로 추정된다. 향후 적응증 확대를 통해 레이저티닙의 가치는 추가 상승할 수 있다.

도표 62. 레이저티닙 매출액 예상



자료: 유진투자증권

영업부문 실적 회복 추세 진입, 주가의 하방 경직성 강화

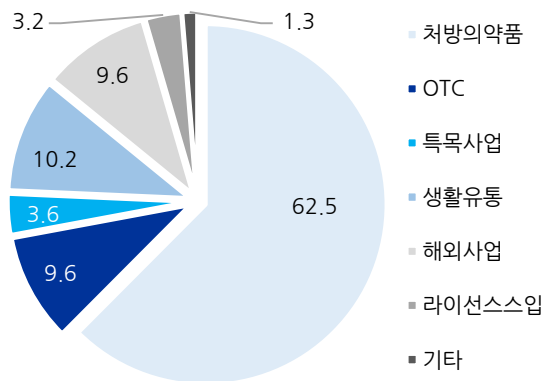
사업 포트폴리오가 다각화되면서 마케팅 비용 급증

2022 년은 국내부문
실적 개선으로
주가 변동성
낮을 전망

유한양행은 글로벌 신약 레이저티닙을 비롯한 유망한 신약 파이프라인을 보유하고 있으나 신약들이 출시 전이라 아직 실적으로 반영되지 않고 있다. 따라서 내수부문의 유한양행의 높은 실적 변동성이 유한양행의 투자 리스크를 높이고 있다는 판단이다. 최근 확인되고 있는 유한양행의 낮은 수익성은 의약품에 비해 수익성이 낮은 의약외부문의 매출 비중이 상승한 것과 계열사들(유한메디카, 유한 건강생활 등)의 실적 부진에 기인한다.

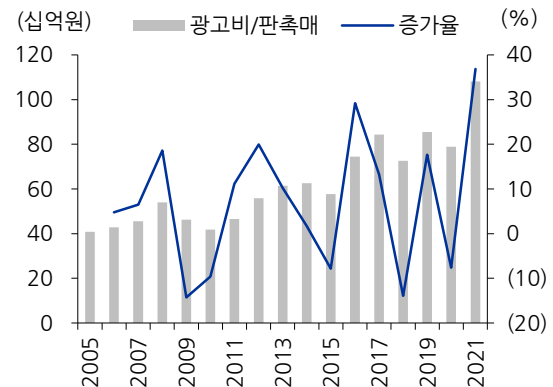
유한양행의 수익성 추이를 분석해보면 의약품 부문 외의 매출 비중이 증가하고 있다. 생활용품 사업부문의 신제품들이 출시되는 등 포트폴리오 확장이 이루어지면서 관련된 마케팅 비용의 증가가 이루어지고 있기 때문이다. 브랜드 강화 및 사업 포트폴리오 다각화에 따른 전략에 의한 것으로 판단되는데, 이 같은 마케팅 비용 관리가 이루어진다면 유한양행 실적은 충분히 추가적으로 성장 가능하다고 판단된다.

도표 63. 유한양행 매출액 부문별 구성



자료: 유진투자증권

도표 64. 유한양행 판촉비 추이 및 전망



자료: 연합인포맥스, 유진투자증권

연구개발비 지출은 안정화되는 중

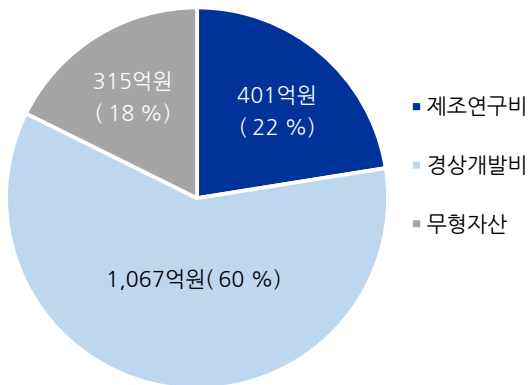
과감한 투자로
R&D 파이프라인
업그레이드

유한양행은 최근 3년간 글로벌 임상 진행 등 연구개발비가 지속적으로 증가되어 왔다. 2010년 200억원(매출액 대비 3%)수준이었던 연구개발비는 2020년 2,195억원(매출액의 13.6%)까지 상승하였으며, 2021년에는 소폭 감소한 1,786억원(매출액의 10.6%)을 집행한 바 있다. 10년간의 과감한 연구개발 투자에 힘입어 글로벌 신약의 상업화를 목전에 앞두고 있다는 사실에서 유한양행의 연구개발 전략은 성공적이라고 평가할 수 있다. 유한양행은 매년 2~3개의 오픈이노베이션 전략으로 신규 파이프라인 확보해 오면서 2022년 1분기 기준 유한양행의 R&D 파이프라인은 30개(2015년 15개)에 달하고 있다. 2015년에 개량 신약과 천연물 신약이라는 과제가 포진해 있던 R&D 파이프라인과는 질적으로도 양적으로도 업그레이드 된 수준이다.

효율적인 R&D 집행
전략

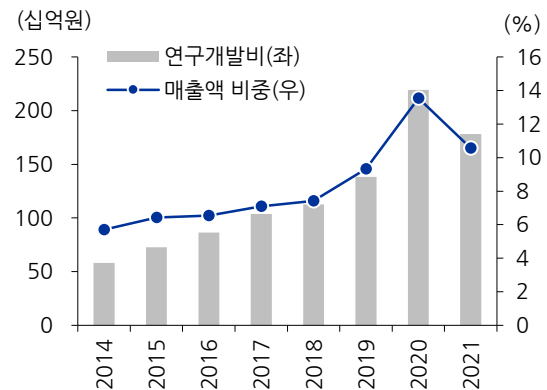
향후 연구개발비는 현 수준(연간 매출액의 10%대 수준)에서 안정화될 것으로 예상된다. 레이저터널의 라이선싱 아웃 이후 글로벌 임상과 관련된 연구개발비 부담이 완화되는데 따른 것이 주요 원인이다. 또한 적극적인 오픈 이노베이션 전략을 집행하였던 바, 이제는 신규 과제 집행보다는 이미 확보된 연구개발 파이프라인들을 다음 단계로 진행시키는데 보다 초점이 맞춰질 것이기 때문이다.

도표 65. 유한양행 연구개발비 구성



자료: 유진투자증권

도표 66. 유한양행 연구개발비 추이



자료: 유진투자증권

적극적인 오픈이노베이션 전략을 통한 성장 전략은 성공적

성공적인 오픈이노베이션 전략	유한양행은 국내 제약기업 중 전문경영인 체제임에도 불구하고 오픈이노베이션 전략을 통한 연구 개발에 대한 과감한 투자를 진행해 왔다. 2013 년 오스코텍(039200. KQ.)에서 전임상 단계에서 도입한 레이저티닙이 오픈이노베이션의 대표적인 성공 사례이며, 이 외에도 에이비엘바이오, 레고켐바이오 등 유망한 바이오핵들과 공동 연구개발을 진행 중에 있다.
차세대 유망 파이프라인 다수 보유	오픈이노베이션을 통해 유한양행은 표적항암제, 면역항암제, 간질환 치료제(NASH), 알러지 치료제, 플랫폼 기술 등으로 연구개발 영역을 확장하였다. 이 중 2019 년 베링거인겔하임으로 라이선스 아웃한 NASH 치료제 YH25724의 임상 2상 진입이 기대되며, GI Innovation에서 라이선스 인 한 알러지치료제 YH35324, 에이비엘바이오에서 라이선스 인한 면역항암제 YH32367의 기술 수출을 시도하고 있다. 이들은 레이저티닙과 함께 유한양행의 중장기 성장 축으로 기대되는 유망 파이프라인이다.

도표 67. 유한양행 R&D 파이프라인

주요 혁신신약 파이프라인

약물	적응증	후보물질	비임상 독성	임상 1상	임상 2상	임상 3상	파트너사
렉라자® LAZERTINIB	EGFR돌연변이 비소세포폐암	단독요법 (유한) 글로벌 3상 Amivantamab 병용요법 (안센) 글로벌 3상					janssen or Johnson & Johnson
YH14618 (Remedisc)	퇴행성 디스크						VB VERGENE BAY PHARM. LLC Spine Pharmaceuticals
YH12852 (PCS12852)	Gut Motility Disease						Process Pharmaceuticals
YH25724	NASH						Boehringer Ingelheim
YH35324	Allergy (CSU, 천식, AD)						GI Innovation
YH32367	면역항암						abl bio
YHC1102	NASH/Fibrosis						GILEAD
YH34160	비만						

자료: 유한양행, 유권투자증권

유한양행(000100.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
자산총계	2,394	2,464	2,577	2,734	2,944
유동자산	1,196	1,224	1,409	1,509	1,659
현금성자산	364	301	344	367	431
매출채권	464	474	585	636	692
재고자산	252	275	306	332	361
비유동자산	1,198	1,240	1,168	1,225	1,285
투자자산	813	821	724	753	784
유형자산	326	331	332	336	343
기타	59	88	113	136	158
부채총계	547	528	569	595	625
유동부채	382	432	476	500	526
매입채무	217	215	263	286	311
유동성이자부채	72	92	87	87	87
기타	93	124	126	127	128
비유동부채	165	96	93	96	98
비유동이자부채	51	33	28	28	28
기타	114	63	65	68	71
자본총계	1,847	1,936	2,008	2,139	2,319
자배지분	1,840	1,927	1,991	2,122	2,302
자본금	68	71	74	74	74
자본잉여금	114	112	113	113	113
이익잉여금	1,691	1,800	1,886	2,016	2,197
기타	(34)	(57)	(83)	(83)	(83)
비자배지분	6	9	17	17	17
자본총계	1,847	1,936	2,008	2,139	2,319
총차입금	123	125	115	115	115
순차입금	(241)	(176)	(229)	(252)	(317)

현금흐름표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업현금	29	99	126	57	95
당기순이익	190	99	105	146	192
자산상각비	60	53	53	58	60
기타비현금성손익	(218)	(199)	(288)	(312)	(333)
운전자본증감	(156)	(61)	59	(53)	(59)
매출채권감소(증가)	(61)	(17)	(2)	(50)	(56)
재고자산감소(증가)	(69)	(26)	(28)	(26)	(29)
매입채무증가(감소)	12	21	65	23	25
기타	(37)	(38)	23	1	1
투자현금	58	(167)	(50)	(7)	(5)
단기투자자산감소	42	(85)	(47)	(2)	(2)
장기투자증권감소	(85)	(61)	77	83	90
설비투자	51	46	45	54	58
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(33)	(35)	(32)	(32)	(32)
재무현금	12	(37)	(32)	(28)	(28)
차입금증가	29	(1)	(6)	0	0
자본증가	(27)	(41)	(38)	(28)	(28)
배당금지급	24	25	26	28	28
현금 증감	79	(100)	46	22	62
기초현금	274	353	254	299	321
기말현금	353	254	299	321	383
Gross Cash flow	161	152	81	110	155
Gross Investment	140	143	(57)	58	62
Free Cash Flow	21	9	138	52	93

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	1,620	1,688	1,799	1,957	2,133
증가율(%)	9.4	4.2	6.6	8.8	9.0
매출원가	1,061	1,163	1,253	1,370	1,493
매출총이익	558	525	546	587	640
판매 및 일반관리비	474	476	488	493	498
기타영업손익	13	0	3	1	1
영업이익	84	49	58	94	142
증가율(%)	572.1	(42.3)	19.0	62.1	51.1
EBITDA	144	101	111	152	202
증가율(%)	102.3	(29.7)	9.5	36.7	33.1
영업외손익	156	77	72	98	111
이자수익	7	5	4	4	4
이자비용	3	3	2	2	2
지분법손익	61	76	102	109	117
기타영업외손익	90	(1)	(33)	(14)	(9)
세전순이익	240	126	129	192	253
증가율(%)	336.8	(47.5)	2.6	48.1	31.8
법인세비용	49	27	40	46	61
당기순이익	190	99	89	146	192
증가율(%)	420.0	(47.9)	(10.1)	63.5	31.8
지배주주지분	193	103	113	159	209
증가율(%)	381.8	(46.8)	9.9	40.6	31.8
비지배지분	(2,359)	(3,456)	(7,811)	(13,013)	(17,153)
EPS(원)	2,632	1,401	1,540	2,166	2,855
증가율(%)	381.8	(46.8)	9.9	40.6	31.8
수정EPS(원)	2,632	1,401	1,534	2,160	2,849
증가율(%)	381.8	(46.8)	9.5	40.8	31.9

주요투자지표

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	2,632	1,401	1,540	2,166	2,855
BPS	27,045	27,080	26,762	28,511	30,941
DPS	365	382	380	380	380
밸류에이션(배, %)					
PER	27.3	44.3	38.8	27.6	20.9
PBR	2.7	2.3	2.2	2.1	1.9
EV/EBITDA	33.8	41.9	38.0	27.7	20.5
배당수익률	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
PCR	33.2	30.4	54.7	40.5	28.8
수익성(%)					
영업이익률	5.2	2.9	3.2	4.8	6.6
EBITDA이익률	8.9	6.0	6.2	7.7	9.5
순이익률	11.8	5.9	5.0	7.4	9.0
ROE	11.1	5.4	5.8	7.7	9.5
ROIC	7.6	4.0	3.7	6.0	8.5
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	(13.0)	(9.1)	(11.4)	(11.8)	(13.7)
유동비율	312.8	283.4	296.2	302.0	315.3
이자보상배율	31.1	16.5	25.6	46.9	70.8
활동성 (회)					
총자산회전율	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8
매출채권회전율	3.7	3.6	3.4	3.2	3.2
재고자산회전율	7.4	6.4	6.2	6.1	6.2
매입채무회전율	8.0	7.8	7.5	7.1	7.1

한미약품(128940)

중국 만성 질환 치료제 시장 진출

2022.05.30

Initiate

투자의견: **BUY**(신규)목표주가: **360,000원**(신규)

현재주가: 312,000원(05/27)

시가총액: 3,843(십억원)

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

투자의견 BUY, 목표주가 360,000 원 신규제시

한미약품에 대해 투자의견 BUY 및 목표주가 360,000 원을 신규 제시함. 목표주가는 2022~2023 년 예상 평균 순이익(지배주주 기준) P/E valuation 30 배를 적용한 영업가치 3.0 조원, 연구개발 파이프라인 가치 약 1.7 조원 등을 합산하여 산출함. 연구개발 파이프라인 가치에는 포지오티닙(가치 4,280 억원), 롤론티스(가치 5,900 억원), NASH 치료제(가치 3,100 원) 및 기타 파이프라인 가치(4,070 억원)를 포함하였음. 신약 개발을 위한 과감한 연구개발비 지출에도 불구하고 내수에서 확고한 입지를 유지하면서 중국에 진출한 자회사 북경한미(지분율 30%)의 성장으로 지속적인 실적 성장을 달성하고 있다는 점을 높게 평가함

중국사업 호조로 지속 가능한 실적 성장

2003 년부터 중국 의약품 시장에 진출한 북경한미가 코로나 팬데믹 이후 영업이 정상화되면서 전년 대비 높은 이익성장을 보일 전망. 금년부터는 OTC 의약품 위주의 판매에서 성인 만성 질환치료제 시장을 겨냥한 고혈압치료제 등이 순차적으로 출시될 예정. 이는 북경한미의 견조한 실적 성장을 견인할 전망. 내수 의약품시장의 성장이 정체되고 있음에도 불구하고 확고한 마케팅력과 꾸준한 신제품 출시로 내수부문에서 꾸준한 실적 개선을 보여왔다는 점도 높게 평가함. 코로나로 인해 다소 위축된 마케팅 활동이 다시 정상화되면서 2022 년 한미약품 예상 영업이익은 1,572 억원으로 25.4%YoY 성장할 전망

4분기 NASH 치료제의 임상 2 상 결과가 중요

NASH(Non-Alcoholic Steatohepatitis, 비알콜성 지방간염) 치료제로 개발되고 있는 LAPS-GLP/GCG(2020년 미국 MSD에 라이선스 아웃 계약 체결)의 임상 2 상 결과를 4분기에 확인할 수 있을 것으로 기대함. 관련된 치료제 시장은 70 십억 달러를 상회할 것으로 추정되지만 현재까지 관련 치료제로 승인 받은 제품이 없음. 한미약품이 신약 개발에 성공할 경우 큰 폭의 기업가치 상승이 예상되는 신약 파이프라인임. 당사는 신약 출시까지의 높은 불확실성을 감안하여 현 시점에서 가치는 약 3,100 억원으로 반영함. 한편, 연말 경, 한미약품의 첫번째 글로벌 신약인 폐암치료제 포지오티닙의 FDA 신약 승인이 예상됨

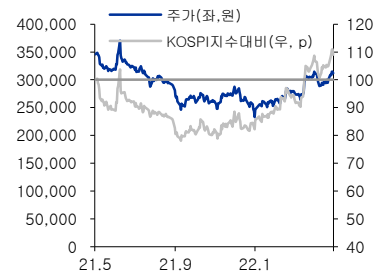
발행주식수	12,318천주
52주 최고가	378,500원
최저가	232,500원
52주 일간 Beta	1.19
60일 일평균거래대금	85억원
외국인 지분율	13.0%
배당수익률(2022F)	0.2%

주주구성

한미사이언스 (외 4인)	41.4%
신동국 (외 2인)	9.1%

	1M	6M	12M
주가상승률	2.0%	19.1%	-9.9%

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	-	-
목표주가	360,000	-	-
영업이익(22)	157-	-	-
영업이익(23)	183-	-	-



결산기(12월)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
매출액(십억원)	1,076	1,203	1,287	1,372	1,490
영업이익(십억원)	49	125	157	183	228
세전계속사업손익(십억원)	22	104	147	174	220
당기순이익(십억원)	17	81	111	136	172
EPS(원)	971	5,441	7,343	9,286	11,845
증감률(%)	-77.0	460.4	34.9	26.5	27.5
PER(배)	370.3	50.7	42.5	33.6	26.3
ROE(%)	1.6	8.7	11.1	13.0	14.5
PBR(배)	5.8	4.2	4.6	4.1	3.6
EV/EBITDA(배)	45.3	18.1	17.6	15.7	13.1

자료: 유진투자증권

투자의견 BUY. 목표주가 360,000 원으로 신규 제시

북경한미의 성장성에 밸류에이션 프리미엄 부여

한미약품에 대해 투자의견 BUY 및 목표주가 360,000 원으로 신규 제시한다. 목표주가는 2022~2023년 예상 평균 순이익(지배주주 지분) 1,024 억원에 목표 P/E valuation 30 배(대응 제약 Target P/E)를 적용한 영업가치 3.0 조원, 연구개발 파이프라인 가치 1.7 조원을 합산하여 산출하였다. 연구개발 파이프라인 가치에는 포지오티닙(가치 4,280 억원), 롤론티스(가치 5,900 억원), NASH 치료제(가치 3,100 억원) 및 기타 파이프라인 가치(4,070 억원)를 포함하였다. 신약 개발을 위한 과감한 연구개발비 지출에도 불구하고 중국에 진출한 자회사 북경한미(지분율 30%)의 성장으로 실적이 꾸준히 성장하고 있다는 점을 높게 평가한다.

한미약품은 2022년 북경한미를 통한 중국 사업의 성장과 강력한 마케팅력과 신제품 출시에 따른 내수 부분의 이익 성장이 예상되고, 연말 경에는 포지오티닙의 FDA 신약 승인이 예상된다. 가장 중요한 이벤트는 4 분기로 예상되는 NASH 치료제의 임상 2상 결과이다. 관련된 치료제 시장은 7조여원을 상회할 것으로 추정되지만 현재까지 승인받은 치료제가 없다. 신약 개발에 성공할 경우 기업 가치의 큰 폭 증가가 예상되는 가치가 높은 신약 파이프라인으로 판단한다.

도표 68. 한미약품 목표주가 산정

부문	단위		
1. 영업가치	3,072	(십억원)	2022~2023년 예상 평균 순이익 1,024 억원에 Target P/E 30 배 적용
2. 순차입금	475	(십억원)	
3. 포지오티닙 가치	428	(십억원)	2023년 판매 예상
4. 롤론티스 가치	590	(십억원)	2023년 판매 예상
5. NASH 치료제 가치	310	(십억원)	글로벌 임상 2상 진행
6. 기타 파이프라인 가치	407	(십억원)	
7. 보유지분 가치	32	(십억원)	
가치 합계	4,364	(십억원)	
주당 가치	357,422	(원)	

자료: 유진투자증권

중국 사업 호조로 지속적인 성장이 가능한 사업 구조

북경한미의 높은 이익 성장 전망

1996 년부터 중국에 진출한 북경한미의 영업활동이 정상화되고 만성질환 치료제 분야로 진출하게 되면서 전년대비 높은 이익성장을 보일 전망이다. 북경한미의 2022 년 매출액 및 영업이익은 각각 3,532 억원(+22%YoY), 927 억원(+39%)으로 예상하며 이는 연결 실적 기준 매출액의 27%, 영업이익의 58%에 달한다. 북경한미는 한미약품의 기업가치를 높이는 핵심 요소이다.

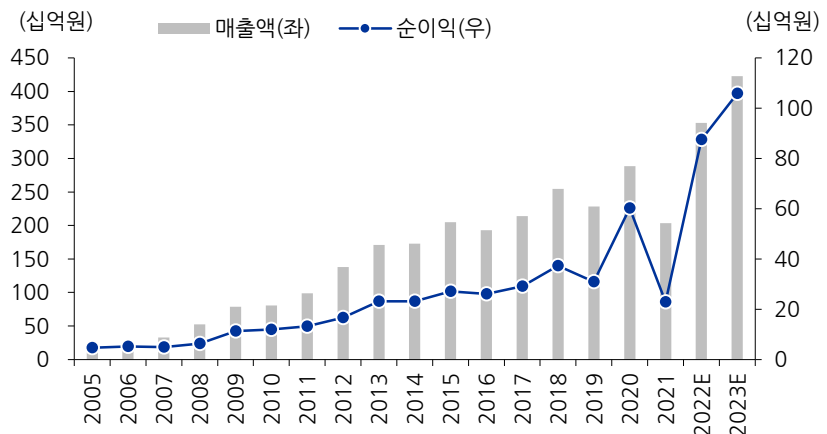
만성질환치료제 출시

북경한미는 중국 시장에 진출 시 시장 진입이 쉬운 어린이 감기약 및 정장제와 같은 OTC 매출이 주력이었고 지난 20 년간 중국시장에서 탄탄한 입지를 다져왔다. 그러나 OTC 사업은 변동성이 크고 성장성이 낮다는 한계를 극복하고자 만성질환 치료제 시장을 공략하기 위해 꾸준히 임상을 진행해왔다. 금년부터는 성인 만성질환치료제 시장을 겨냥한 고혈압치료제가 출시될 예정이며, 매년 한 개씩 만성질환 관련 치료제들이 출시될 예정이다. 이는 향후 북경한미의 실적 성장을 탄탄하게 견인할 전망이다.

내수시장에서 입지도 견조

한편, 내수 의약품 시장의 정세에도 불구하고 한미약품은 국내 선두 제약기업으로 확고한 마케팅력과 꾸준한 신제품 출시로 실적 개선을 보여왔다. 금년부터는 코로나로 인해 다소 위축된 마케팅 활동이 다시 정상화될 전망이다. 연구개발비 지출은 2021 년을 기점으로 안정화되는 추세를 보이고 있다.

도표 69. 북경한미 매출액 및 순이익 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

4 분기 NASH 치료제의 임상 2 상 결과가 중요

NASH 관련 치료제
시장 \$70 억 추정

NASH(Non-Alcoholic Steatohepatitis, 비알콜성 지방간염) 치료제로 개발되고 있는 LAPS-GLP/GCG Dual Agonist (2020 년 미국 MSD 에 라이선스 아웃 계약 체결)는 금년 4 분기에 임상 2 상 결과를 확인할 수 있을 것으로 예상된다. 관련된 치료제 시장은 2031 년까지 60 억 달러 이상 증가할 것으로 추측된다. 하지만 현재까지 승인 받은 치료제가 없어 신약 개발에 성공할 경우 기업 가치를 큰 폭 상승시킬 수 있는 신약 파이프라인이다.

NASH 치료제는 약 80 여개의 임상이 글로벌하게 진행되고 있을 정도로 글로벌 제약사들과 바이오텍들 모두 치료제 개발에 혈안이 되어 있는 약효군이다. NASH 단계에 이르기까지 원인이 되는 기전이 다양하고, 간 상태에 따라 효과를 보이는 기전도 다양하다는 점에서 다양한 기전을 가진 약물들이 개발 중이다. 그러나 치료 효과의 기준이 불확실하여 약효를 평가하기가 쉽지 않다는 점에서 임상 진행이 쉽지 않다. 신약 승인을 신청했던 여러 약물들이 허가를 받지 못하거나 임상 3 상 결과가 유의미한 효과 판정을 받지 못했다는 점에서 NASH 치료제 개발은 불확실성이 매우 높다. 당사는 MSD 가 임상 2 상 진행 중인 한미약품의 NASH 치료제가 신약 출시까지의 높은 불확실성을 감안하여 현 시점에서 가치는 약 3,000 억원으로 반영하였다.

4Q22 임상 2 상
결과 가시화

금년 4 분기에 임상 2 상 결과가 가시화 될 전망이고, 이와 관련된 긍정적인 소식은 한미약품 주가 상승에 강한 촉매 역할을 할 것으로 본다. 제품 개발에 성공한다면 2027 년경 출시가 가능할 것으로 예상된다.

도표 70. 글로벌 NASH 치료제 임상 현황

	Phase I	Phase II	Phase IIb	Phase III
Glucose metabolism	ALT-001 (GLP-1R/GCGR) Altimmune	BI 458906 (GLP-1R/GCGR) Boehringer Ingelheim/Zenland Pharma Liraglutide (GLP-1R) Cotadutide (GLP-1R/GCGR) AstraZeneca ORMD-0801 (Insulin) Oramed	HM15211 (GLP-1R/GIP/GCGR) Hammi SAR425899 (GLP-1R/GCGR) Sanofi Licoglitafin (SGLT1/2) Novartis Tirzepatide (GLP-1R/GIP) Lilly	Dapagliflozin (SGLT2) Semaglutide (GLP-1R) Novo Nordisk
Combination	PF-06822961/ PF-06865571 (GLP-1R/DGAT2) Pfizer	Cilofexor/ Firocoxist/ Semaglutide (FXR/ACC/OLP-1R) Gilead/Novo Nordisk Licoglitafin/ Troplifexor (SGLT1/2/FXR) Novartis	MET409/ Empagliflozin (FXR/SGLT2) Metacrine PF-05211304/ PF-06865571 (ACC/DGAT2) Pfizer	Cilofexor/ Firocoxist/ Selonsertib (FXR/ACC/ASK1) Gilead Troplifexor/ Cenicriviroc (FXR/CC2/CC5) Novartis/AbbVie
Anti-fibrotic/ Inflammatory	GB1211 (Galectin-3) Galecto PBF-1550 (A3AR) Palobiotarma PXS-4382A (LOXL2) Pharmaxis	DNV890 (NLRP3) Novartis PLN-1474 (A3AR) Palobiotarma RTU-1096 (VAP-1) Sucampo Nimacimab (CB1) Bird Rock Bio PXS-5339K (LOXL2) Pharmaxis TERN-201 (VAP-1) Terns Pharma	BI 1467335 (JAK2) Boehringer Ingelheim BMS-986263 (JAK2) Nitto/Bristol Myers Squibb CC-90001 (JAK2) Celgene/ Bristol Myers Squibb CM-101 (CCL24) Chemomab CRV-431 (Cysaprilin) Hejion Pharmaceuticals Foralimab (CD3) Tiziana Life Sciences HTD1801 (Bertin) Promethera HTD1801 (Bertin) Promethera Nitzoxanide (Anti-pyrazole) Genfit PXL770 (AMPK) Poxel SGM-1019 (PDZ47) Second Genome JKB-121 (TLR4) TaiwanJ JKB-122 (TLR4) TaiwanJ Namodenon (A3AR) Can-Fite BioPharma Tipelkast (LT) Medicinova	Belapectin (Galectin-3) Galectin Cenicriviroc (CCR2/CCR5) Abbvie Emricasan (Pan caspase) Novartis/Conatus Simtuzumab (LOXL2) Gilead Tipelkast (LT) Medicinova
THRβ	ASC41 Asclit	TERN-501 Terns	VK2809 Viking	Resmetrom Madrigal
FXR agonists	AGN-242266 Abbvie HPG1860 Hepagene	ASC42 Asclit EDP-297 Enanta EYP001 ENYO MET642 Metacrine	Nidufexor Novartis TERN-101 Terns	Cilofexor Gilead EDP-305 Enanta Troplifexor Novartis Obeticholic acid Intercept
FGF analogs	NN9500 (FGF21) Novo Nordisk			Akifermin (FGF19) NGMBio Efruxifermin (FGF21) Akero BIO08-100 (FGF21) 89Bio MK-3655 (FGF19c/KLB) Merck Pegbifermin (FGF21) Ambrx/Bristol Myers Squibb
PPAR modulators	T3D-959 (PPARδ) T3D Therapeutics	Gemcabene (PPARα) NeuroBo Pharmaceuticals	Pemafibrate (PPARα) Kowa	Lanifibranor (PPARα/γ) Inventiva Seladelpar (PPARα) CymaBay Etelifibranor (PPARα/γ) Genfit Sarglitazar (PPARα/γ) Zydus Cadila
Other metabolic	AZD2693 (PNPLA3) AstraZeneca DUR-928 (Nuclear Receptors) Ureco	CB4211 (MOT5-c) CohBar CER-209 (P2Y13R) Ablynx PF-06427878 (DGAT-2) Pfizer PF-05211304 (JAK) Pfizer Tesamorelin (GHRH) Teva Theratechnologies	AKCEA-ANGPTL3-4 (ANGPTL3) Akcea/Pfizer Elohexibat (BAT) Abirco Epeleuton (Fatty acid derivative) Alimune FT-4101 (FASN) Forma Therapeutics PF-06865571 (DGAT-2) Pfizer TVB-2640 (FASN) Sagimet Biosciences	CORT118335 (Mineralocorticoid receptor) Concept Therapeutics NS-0200 (SIRT1/AMPK/NOS) NuSirt Biopharma Lipocine PXL085 (MPC) Poxel SNP-610 (CYP2E1) Sineu Pharma Icosabutate (Omega-3 fatty acid) NorthSea Therapeutics MSDC-0602K (MPC) Cirus Therapeutics Aramchol (SCD1) Galmed

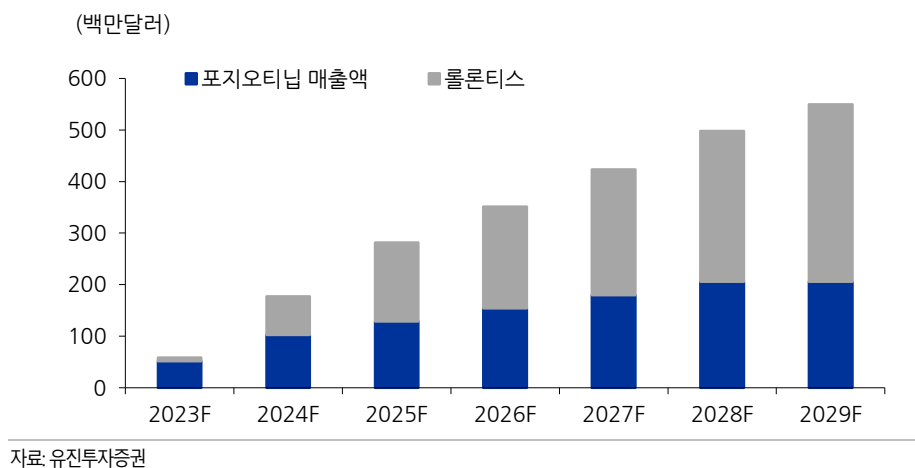
자료: 유진투자증권

2027 년 포지오티닙과 롤론티스로부터 유입될 이익 1,400 억원 예상

2012 년과 2015 년에 각각 미국 스펙트럼 파마슈티컬스(SPPI, NASDAQ 상장)에 기술 수출된 바이오 의약품 롤론티스와 폐암 치료제 포지오티닙의 미국 시장 판매가 2023 년부터 시작될 예정이다.

포지오티닙 출시 5 년차 예상 매출액 \$2 억원	한미약품의 첫번째 글로벌 신약인 비소세포페암치료제 포지오티닙의 FDA 판매 허가가 3 분기로 기대된다. HER 2 변이를 대상으로 한 신기전 약물이라는 점에서 임상 2 상임에도 불구하고 신약 판매가 가능할 전망이다. 기존 약물들에 대한 내성을 겨냥한 2 차 치료제로 승인받았다. 포지오티닙의 최대 매출액은 출시 5 년차가 되는 2027 년경 연 2 억 달러 수준을 예상한다. 한미약품의 영업이익에 반영될 이익은 약 600 억원 수준(2022 년 예상 영업이익의 약 40%)으로 예상된다.
롤론티스 출시 5 년차 예상 매출액 \$2.4 억	암환자들의 호중구 감소증 치료제인 롤론티스도 2023 년부터 판매 예정이다. 롤론티스는 XX 의 뉴스타의 바이오베터 형태의 제품으로 볼 수 있다. 호중구 감소증 치료제 글로벌 시장이 70 십억 달러에 달하고, 롤론티스가 바이오베터라는 점에서 후발주자이나 출시 5 년차인 2027 년 2.4 억 달러 수준의 매출은 가능할 것으로 예상된다. 한미약품의 영업이익에 반영될 이익은 약 800 억원(2022 년 예상 영업이익의 약 50%) 수준으로 추정된다.

도표 71. 포지오티닙 및 롤론티스 예상 매출액



한미약품(128940.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
자산총계	1,882	1,937	2,004	2,116	2,276
유동자산	614	704	806	963	1,162
현금성자산	148	212	298	447	597
매출채권	150	223	214	217	239
재고자산	309	250	274	278	306
비유동자산	1,268	1,233	1,198	1,154	1,114
투자자산	208	208	226	235	244
유형자산	987	945	885	823	766
기타	73	80	87	96	103
부채총계	1,050	1,008	1,048	1,052	1,071
유동부채	533	649	697	701	718
매입채무	125	161	174	177	194
유동성이자부채	403	455	490	490	490
기타	5	33	33	33	34
비유동부채	517	360	351	352	353
비유동이자부채	400	301	283	283	283
기타	116	58	67	68	70
자본총계	832	928	956	1,064	1,204
자배지분	730	803	827	935	1,075
자본금	30	30	31	31	31
자본잉여금	414	413	413	413	413
이익잉여금	334	397	458	566	706
기타	(47)	(37)	(74)	(74)	(74)
비자배지분	102	125	129	129	129
자본총계	832	928	956	1,064	1,204
총차입금	804	756	774	774	774
순차입금	656	545	475	326	177

현금흐름표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업현금	152	202	144	200	201
당기순이익	17	81	111	136	172
자산상각비	61	89	88	83	79
기타비현금성손익	55	101	(44)	(30)	(34)
운전자본증감	42	(54)	(9)	(5)	(32)
매출채권감소(증가)	32	(77)	9	(3)	(22)
재고자산감소(증가)	5	19	(29)	(4)	(28)
매입채무증가(감소)	(5)	10	16	3	18
기타	10	(6)	(5)	0	0
투자현금	(45)	(43)	(163)	(49)	(49)
단기투자자산감소	16	(7)	(95)	(4)	(4)
장기투자증권감소	0	0	(30)	(9)	(9)
설비투자	42	20	16	8	8
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(16)	(14)	(21)	(21)	(21)
재무현금	(65)	(113)	8	(6)	(6)
차입금증가	(54)	(103)	16	0	0
자본증가	(11)	(11)	(10)	(6)	(6)
배당금지급	8	6	6	6	6
현금 증감	40	63	(7)	145	146
기초현금	106	146	209	202	347
기말현금	146	209	202	347	493
Gross Cash flow	144	275	169	205	233
Gross Investment	19	90	77	50	77
Free Cash Flow	125	185	92	155	156

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	1,076	1,203	1,287	1,372	1,490
증가율(%)	(3.4)	11.8	6.9	6.7	8.6
매출원가	495	570	595	631	656
매출총이익	581	633	692	741	835
판매 및 일반관리비	532	507	535	559	607
기타영업손익	1	(5)	5	4	9
영업이익	49	125	157	183	228
증가율(%)	(52.9)	156.1	25.4	16.1	24.9
EBITDA	110	215	245	265	307
증가율(%)	(30.7)	94.4	14.2	8.4	15.7
영업외손익	(27)	(22)	(11)	(8)	(8)
이자수익	5	6	7	8	8
이자비용	25	17	21	21	21
지분법손익	0	(0)	(6)	(6)	(6)
기타영업외손익	(6)	(11)	9	11	10
세전순이익	22	104	147	174	220
증가율(%)	(73.4)	368.6	41.3	18.9	26.1
법인세비용	5	22	35	38	48
당기순이익	17	81	111	136	172
증가율(%)	(72.9)	371.3	36.5	22.5	26.0
지배주주지분	12	67	90	114	146
증가율(%)	(77.0)	460.4	34.9	26.5	27.5
비지배지분	5,330	14,453	20,737	21,789	25,747
EPS(원)	971	5,441	7,343	9,286	11,845
증가율(%)	(77.0)	460.4	34.9	26.5	27.5
수정EPS(원)	971	5,441	7,343	9,286	11,845
증가율(%)	(77.0)	460.4	34.9	26.5	27.5

주요투자지표

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	971	5,441	7,343	9,286	11,845
BPS	61,639	66,476	67,146	75,942	87,297
DPS	481	490	490	490	490
밸류에이션(배,%)					
PER	370.3	50.7	42.5	33.6	26.3
PBR	5.8	4.2	4.6	4.1	3.6
EV/EBITDA	45.3	18.1	17.6	15.7	13.1
배당수익률	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
PCR	30.8	12.4	22.7	18.8	16.5
수익성(%)					
영업이익률	4.6	10.4	12.2	13.3	15.3
EBITDA이익률	10.3	17.8	19.0	19.3	20.6
순이익률	1.6	6.8	8.6	9.9	11.5
ROE	1.6	8.7	11.1	13.0	14.5
ROIC	2.6	6.8	8.5	10.6	13.5
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	78.8	58.7	49.7	30.7	14.7
유동비율	115.2	108.5	115.5	137.4	161.7
이자보상배율	2.0	7.6	7.6	8.8	11.0
활동성 (회)					
총자산회전율	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
매출채권회전율	6.3	6.5	5.9	6.4	6.5
재고자산회전율	3.4	4.3	4.9	5.0	5.1
매입채무회전율	7.7	8.4	7.7	7.8	8.0

녹십자(006280)

바이오의약품의 해외 사업 진출 가시화

2022.05.30

Initiate

투자의견: **BUY**(신규)목표주가: **240,000원**(신규)

현재주가: 189,500원(05/27)

시가총액: 2,215(십억원)

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

투자의견 BUY 및 목표주가 240,000 원 신규 제시

녹십자에 대해 투자의견 BUY 및 목표주가 240,000 원으로 신규 제시함. 목표주가는 2022~2023 년 예상 평균 순이익에 Target P/E valuation 25 배(유한양행 적용 배수)를 적용한 영업가치 1.4 조원, 헌터라제와 MG-SN 의 가치 약 8,000 억원 및 상장 계열사들의 시장 가치 약 3,400 억원을 합산하여 산출하였음. 2022~2023 년은 헌터라제 및 백신 수출 증가가 실적 성장을 견인하며, 2024 년 이후는 헌터라제의 중국 판매와 MG-SN 미국 판매 시작이 기업가치 상승을 견인할 전망. 헌터라제의 중국 매출 본격화(2024 년 예상), MG-SN 의 FDA 판매 허가(2023 년 예상), 지씨셀(144510.KQ., 지분율 33.28%)의 R&D 진전이 녹십자의 주가 상승 모멘텀으로 작용할 전망

헌터라제의 중국 판매와 MG-SN 의 FDA 허가가 강력한 주가 상승 모멘텀

녹십자는 내수 시장의 한계를 극복하기 위해 해외 시장을 개척하는 전략을 2010 년부터 진행해 왔음. 글로벌 시장으로 진출하기 위해 주력 품목들의 해외 임상을 2015 년부터 진행한 결과, 수요 시장이 큰 중국과 북미에서 각각 헌터라제(헌팅턴 증후군 치료제)와 MG-SN(면역결핍 치료제) 판매가 2024 년부터 가능할 것으로 예상됨. 헌터라제와 MG-SN 모두 바이오의약품으로 소수의 제약사들이 시장을 점유하고 있고, 성장 잠재력이 높은 시장을 타겟하고 있어 각각 매출액 1,000 억원을 상회하는 주력 의약품으로 성장할 전망

지씨셀(144510.KQ., 지분율 32.28%)의 기업가치 증가 전망

녹십자의 1 분기 실적은 시장 컨센서스를 대폭 상회했는데 이는 계열사 지씨셀의 이익 고성장에 기인함. 지씨셀은 검체진단을 주 영업으로 하며, 세포치료제 연구개발에 있어 국내 최고 기술을 보유한 기업임. 2021 년 미국 MSD 와 억원 규모의 기술계약을 체결한 바 있음. 세포치료제 이문셀 21(자가유래 T 세포 치료제)의 매출 성장과 바이오의약품 물류 등 타 부문의 이익 증가세에 주목함. 중장기적으로 세포치료제 연구개발 성과가 지씨셀의 기업가치를 성장시킬 전망

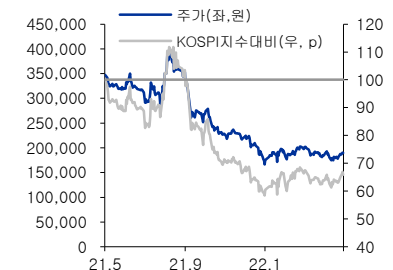
발행주식수	11,687천주
52주 최고가	398,000원
최저가	165,000원
52주 일간 Beta	1.86
60일 일평균거래대금	75억원
외국인 지분율	22.6%
배당수익률(2022F)	1.1%

주주구성

녹십자홀딩스 (외 10인)	51.4%
국민연금공단 (외 1인)	7.4%

	1M	6M	12M
주가상승률	3.0%	-17.1%	-46.8%

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	-	-
목표주가	240,000	-	-
영업이익(22)	124	-	-
영업이익(23)	140	-	-



결산기(12월)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
매출액(십억원)	1,504	1,538	1,649	1,595	1,596
영업이익(십억원)	50	74	124	140	155
세전계속사업손익(십억원)	104	173	114	137	152
당기순이익(십억원)	89	137	82	107	119
EPS(원)	6,935	10,543	3,906	5,959	7,100
증감률(%)	흑전	52.0	-63.0	52.6	19.1
PER(배)	58.5	20.7	48.5	31.8	26.7
ROE(%)	7.5	10.3	3.6	5.4	6.2
PBR(배)	4.2	2.0	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA(배)	51.4	22.9	14.0	12.7	11.6

자료: 유진투자증권

주가 상승 모멘텀은 헌터라제의 중국 판매와 MG-SN의 FDA 허가

헌터라제와 IVIG-SN 매출 1,000 억원 상회할 전망

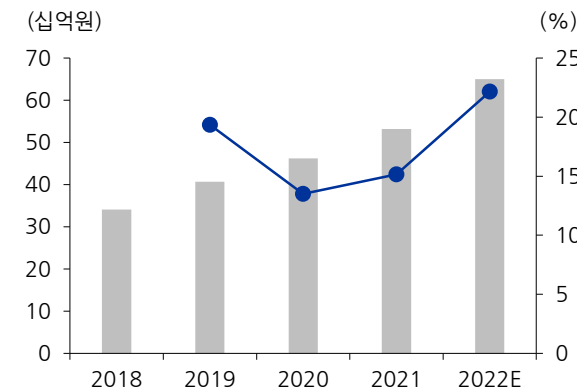
헌터라제의 중국 발매와 IVIG-SN의 FDA 신약 승인은 녹십자의 강한 주가 상승 모멘텀으로 작용할 전망이다. 헌터라제와 IVIG-SN 모두 바이오의약품으로 소수의 제약사들이 시장을 점유하고 있고, 성장 잠재력이 높은 시장을 타겟하고 있어 출시 4 년차 전후로 각각 매출액 1,000 억원을 상회하는 블록버스터 의약품으로 성장할 것으로 예상된다. 자체 개발 제품이라는 점에서 수익성 개선에도 크게 기여할 전망이다.

녹십자는 내수 시장의 한계를 극복하기 위해 해외 시장을 개척하는 전략을 2010 년부터 진행해 왔다. 글로벌 시장으로 진출하기 위해 주력 품목들의 해외 임상을 2015 년부터 수행해왔고 수요 시장이 큰 중국과 북미에서 각각 헌터라제(헌팅턴 증후군 치료제)와 IVIG-SN(호중구 감소증 치료제) 판매가 2024 년부터 가능할 것으로 예상된다.

헌터라제의 글로벌 경쟁제품 매출액 약 8 천억원

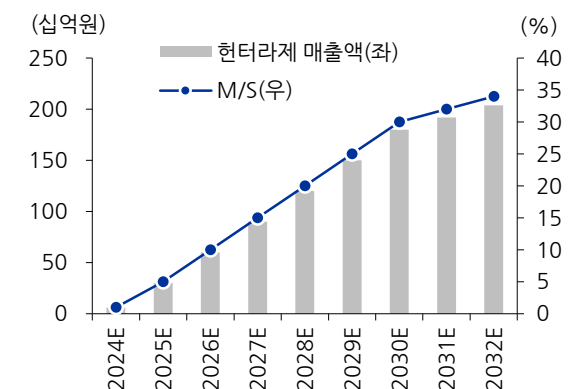
희귀질환(헌팅턴 증후군) 치료제인 헌터라제는 희귀질환 전문치료제 회사인 영국 사이어가 2006 년에 출시한 치료제가 오리지널 제품(엘라프라제, Elaprase)이다. 일본 제약사 다케다가 2019 년에 사이어를 인수합병함에 따라 현재 엘라프라제는 다케다가 판매하고 있다. 2021 년 엘라프라제의 글로벌 판매액은 약 7,700 억원으로 파악되는데, 유럽과 아시아, 라틴 아메리카 등 이머징 시장에서 판매되고 최대 의약품 시장인 미국 판매액은 아직 미미하다. 중국에서는 판매되고 있지 않다. 국내에서는 2008 년 판매되기 시작했으나 녹십자의 헌터라제가 시장에 출시된 이후 매출이 급감했고 헌터라제의 국내 시장 점유율은 70%를 상회하는 것으로 파악된다. 헌터라제의 2021 년 매출액은 국내외 포함하여 약 500 억원을 상회한 것으로 파악되며, 2022 년에는 수출 증가로 600 억원을 상회하는 판매가 예상된다. 중국 판매는 제품 허가를 받아 2024 년부터 시작될 것으로 예상된다. 중국에서 처음 발매되는 헌팅턴 증후군 치료제라는 점, 대상 환자는 약 3,000 여명 수준으로 추정되고 높은 약가(연간 예상 약가, 국내 기준 약 4 억원) 등을 감안해봤을 때 중국 판매액은 출시 4 년차에 1,000 억원대 판매가 가능할 것으로 예상된다.

도표 73. 헌터라제 국내 매출 추이



자료: 녹십자, 유진투자증권 추정

도표 74. 헌터라제 중국 매출액 전망



자료: 유진투자증권 추정

글로벌 MG 시장 63.3억 달러

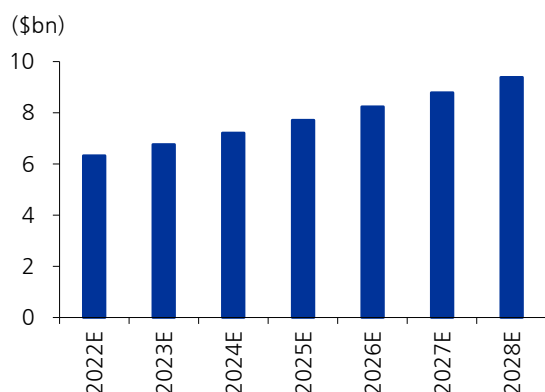
IVIG-SN 은 정맥주사용 면역 이뮤노글로불린으로 면역결핍치료를 받는 환자들에게 처방된다. 글로벌마켓은 약 63.3 억 달러를 상회(Coherent Market Insight 전망)하고 연평균 6.8%의 성장세를 보여 2028 년 102.4 억 달러의 시장을 형성할 전망이다. 미국 FDA 승인을 받은 제품은 10 개 정도이며, CSL 의 제품 Privigen 이 대표적인데 연간 30 억 달러를 상회하여 판매되고 있다.

녹십자는 2012 년부터 미국 판매를 시도하였으나 임상지연되고 FDA 로부터 생산 시설과 관련된 보완 요구를 받으면서 3 차례나 허가를 받지 못한 이력이 있다. 올 연말경 다시 FDA 의 생산시설 실사가 이루어질 예정이며 이를 통과할 경우 2024 년 글로벌 시장에서 판매가 가능할 전망이다.

출시 3 년차 매출액 1 천억원 상회 예상

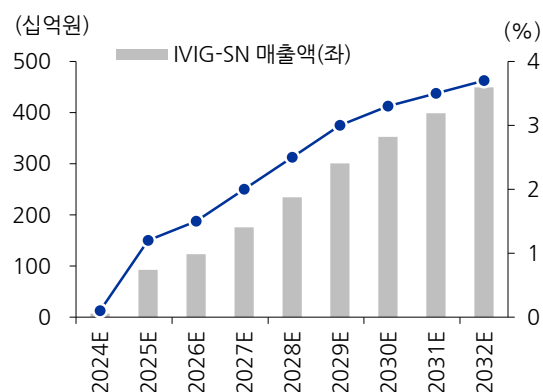
2028 년까지 관련 시장 크기는 10 조원을 상회할 것으로 추정되고 바이오의약품 특성상 소수의 글로벌 기업들이 점유하는 시장이라는 것을 감안하면 후발주자임에도 불구하고 출시 3 년차부터 매출액이 1,000 억원 상회할 것으로 예상된다.

도표 75. 이뮤노글로불린 시장 추이 및 전망



자료: Coherent Market Insight, 유진투자증권

도표 76. MG-SN 판매액 전망



자료: 유진투자증권

녹십자(006280.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
자산총계	2,151	2,462	2,494	2,542	2,605
유동자산	1,132	1,096	1,135	1,171	1,228
현금성자산	232	187	267	303	357
매출채권	424	424	411	411	412
재고자산	437	455	427	427	428
비유동자산	1,019	1,367	1,359	1,371	1,377
투자자산	236	290	272	283	294
유형자산	674	799	794	780	758
기타	110	277	293	309	325
부채총계	882	962	984	986	989
유동부채	589	553	565	566	567
매입채무	242	236	228	228	228
유동성이자부채	310	241	260	260	260
기타	37	77	78	78	79
비유동부채	293	410	420	421	422
비유동이자부채	265	371	380	380	380
기타	28	38	40	41	42
자본총계	1,269	1,500	1,510	1,556	1,616
자배지분	1,119	1,275	1,261	1,308	1,367
자본금	58	58	58	58	58
자본잉여금	337	386	384	384	384
이익잉여금	757	867	890	936	996
기타	(34)	(37)	(71)	(71)	(71)
비자배지분	151	225	248	248	248
자본총계	1,269	1,500	1,510	1,556	1,616
총차입금	575	612	639	639	639
순차입금	343	425	373	337	283

현금흐름표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업현금	36	126	133	139	150
당기순이익	89	137	80	107	119
자산상각비	49	56	62	61	60
기타비현금성손익	(13)	(197)	15	(15)	(13)
운전자본증감	(82)	(19)	(1)	1	(1)
매출채권감소(증가)	(15)	0	13	0	(1)
재고자산감소(증가)	(52)	(15)	24	0	(1)
매입채무증가(감소)	(4)	(15)	(13)	(0)	1
기타	(10)	11	(24)	0	0
투자현금	30	(132)	(86)	(80)	(73)
단기투자자산감소	55	43	2	(0)	(0)
장기투자증권감소	(30)	(73)	(13)	(11)	(11)
설비투자	83	102	48	40	32
유형자산처분	0	1	0	0	0
무형자산처분	(18)	(21)	(22)	(22)	(22)
재무현금	81	(41)	30	(23)	(23)
차입금증가	82	(16)	19	0	0
자본증가	(13)	(19)	(23)	(23)	(23)
배당금지급	13	19	23	23	23
현금 증감	134	(46)	79	36	54
기초현금	98	232	186	266	301
기말현금	232	186	266	301	355
Gross Cash flow	135	172	149	139	151
Gross Investment	107	194	89	79	74
Free Cash Flow	28	(22)	61	59	77

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	1,504	1,538	1,649	1,595	1,596
증가율(%)	10.8	2.2	7.2	(3.2)	0.0
매출원가	1,063	1,017	1,089	1,024	1,010
매출총이익	441	521	560	571	586
판매 및 일반관리비	390	447	436	431	431
기타영업손익	18	14	(2)	(1)	0
영업이익	50	74	124	140	155
증가율(%)	20.6	46.6	67.9	13.6	10.3
EBITDA	99	130	185	201	215
증가율(%)	12.1	30.8	43.0	8.6	6.7
영업외손익	54	99	(10)	(3)	(3)
이자수익	2	2	2	1	1
이자비용	10	13	14	15	15
지분법손익	(6)	82	(7)	(7)	(7)
기타영업외손익	69	28	10	17	17
세전순이익	104	173	114	137	152
증가율(%)	흑전	65.2	(34.1)	20.9	10.5
법인세비용	15	36	32	30	33
당기순이익	89	137	82	107	119
증가율(%)	흑전	53.4	(40.4)	31.4	10.6
지배주주지분	81	123	46	70	83
증가율(%)	흑전	52.0	(63.0)	52.6	19.1
비지배지분	8,222	13,738	34,162	37,497	35,559
EPS(원)	6,935	10,543	3,906	5,959	7,100
증가율(%)	흑전	52.0	(63.0)	52.6	19.1
수정EPS(원)	6,935	10,543	3,906	5,959	7,100
증가율(%)	흑전	52.0	(63.0)	52.6	19.1

주요투자지표

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	6,935	10,543	3,906	5,959	7,100
BPS	95,710	109,080	107,931	111,890	116,989
DPS	1,500	2,000	2,000	2,000	2,000
밸류에이션(배,%)					
PER	58.5	20.7	48.5	31.8	26.7
PBR	4.2	2.0	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	51.4	22.9	14.0	12.7	11.6
배당수익률	0.4	0.9	1.1	1.1	1.1
PCR	35.1	14.8	14.8	16.0	14.7
수익성(%)					
영업이익률	3.3	4.8	7.5	8.8	9.7
EBITDA이익률	6.6	8.4	11.2	12.6	13.5
순이익률	5.9	8.9	4.9	6.7	7.4
ROE	7.5	10.3	3.6	5.4	6.2
ROIC	2.9	3.5	4.9	6.1	6.7
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	27.0	28.4	24.7	21.6	17.5
유동비율	192.1	198.2	201.0	207.1	216.5
이자보상배율	4.9	5.9	8.5	9.6	10.6
활동성 (회)					
총자산회전율	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
매출채권회전율	3.6	3.6	3.9	3.9	3.9
재고자산회전율	3.6	3.4	3.7	3.7	3.7
매입채무회전율	6.4	6.4	7.1	7.0	7.0

편집상의 공백페이지입니다

종근당(185750)

이익 성장을 무시할 수 없다

2022.05.30

Initiate

투자의견: **BUY**(신규)목표주가: **110,000원**(신규)

현재주가: 91,700원(05/27)

시가총액: 1,099(십억원)

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

투자의견 BUY 및 목표주가 110,000 원으로 신규 제시

종근당에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 110,000 원을 신규 제시함. 목표주가는 2022~2023 년 예상 평균 순이익 887 억원에 Target P/E 15 배를 적용하여 산출함. 종근당의 2022 년, 2023 년 영업이익은 각각 1,157 억원(+22%YoY), 1,317 억원(+14%YoY)으로 고성장을 할 전망이다. 이에 반해 종근당 현 주가 수준은 2022~2023 년 예상 실적 기준 약 P/E 12 배 수준으로 상위 제약사(평균 P/E 30 배) 중 가장 낮은 밸류에이션을 받고 있음. 2022 년에도 종근당은 처방의약품 매출액 기준 국내 1 위, 영업이익 기준 국내 1 위 상위 제약사로서 위치를 강화할 전망이다. R&D 부문과 해외 부문의 성과가 아직 가시화되지 않아 2025 년 이후 지속가능한 성장에 대한 우려가 있음. 이러한 우려가 해소되면 기업 가치 리레이팅이 가능할 전망이다

실적이 좋으면 주가도 좋다

종근당은 높은 이익 성장을 보였던 2020 년 큰 폭의 주가 상승을 보인 바 있음. 종근당의 2022, 2023 년 예상 영업이익은 각각 1,157 억원(+22%YoY), 1,317 억원(+14%YoY)으로 성장할 전망이다. 실적 개선과 병행하는 주가 상승이 예상됨. 2021 년 종근당은 의약품 제조와 관련한 행정처분을 받음. 관련 제품들의 반품 회수가 진행되면서 약 200 억원(2020 년 영업이익의 16%)의 비용이 발생함에 따라 2021 년 영업이익은 23.5%YoY 감소하였고, 동기간 동사 주가는 58% 하락함. 2022~2024 년은 코로나 이후 영업활동이 정상화되면서 케이캡, 프롤리아 등 주력 품목의 고속 성장이 지속 가능할 전망이다. 2016 년부터 급증한 연구개발비도 매출액 대비 11% 수준에서 안정화 될 것으로 예상됨

2025 년 이후 성장 동력을 확보하는 것이 중요하다

HK 이노엔과 케이캡(위식도역류질환 치료제) 코마케팅 계약 조건이 변경(2024 년 예상) 되면서 수익성이 하락할 수 있다는 우려와 가시화된 연구개발 성과가 없다는 점이 주가 할인 요인으로 작용하고 있음. 내수 시장에서 창출한 이익 활용방안과 효율적인 연구개발 전략을 수립하여 2025 년 이후 성장동력을 확보하게 되면 기업가치 리레이팅이 예상됨

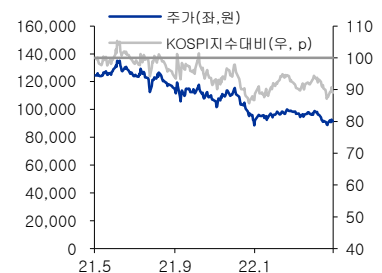
발행주식수	11,988천주
52주 최고가	144,000원
최저가	87,400원
52주 일간 Beta	1.10
60일 일평균거래대금	20억원
외국인 지분율	7.1%
배당수익률(2022F)	1.0%

주주구성

종근당홀딩스 (외 6인)	38.2%
국민연금공단 (외 1인)	9.4%

	1M	6M	12M
주가상승률	-4.6%	-13.8%	-26.9%

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	-	-
목표주가	110,000	-	-
영업이익(22)	116	-	-
영업이익(23)	132	-	-



결산기(12월)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
매출액(십억원)	1,303	1,344	1,459	1,572	1,691
영업이익(십억원)	124	95	116	132	141
세전계속사업손익(십억원)	122	81	102	135	145
당기순이익(십억원)	90	42	74	102	110
EPS(원)	7,644	3,564	6,180	8,614	9,258
증감률(%)	70.1	-53.4	73.4	39.4	7.5
PER(배)	28.3	31.1	14.8	10.6	9.9
ROE(%)	17.9	7.6	12.7	16.0	15.0
PBR(배)	4.3	2.2	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA(배)	9.1	7.7	6.0	5.2	4.7

자료: 유진투자증권

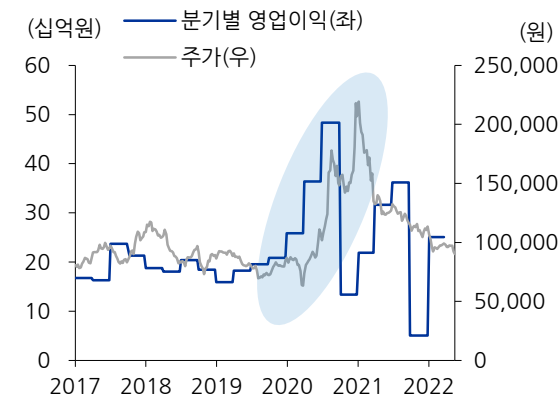
투자의견 BUY 및 목표주가 110,000 원으로 신규 제시

현 주가 수준은 종근당에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 110,000 원을 신규 제시한다. 목표주가는 2022~2023 년 평균 예상 순이익 887 억원에 Target P/E 15 배를 적용하여 산출하였다. 종근당의 2022 년과 2023 년 실적 개선 추이를 감안할 때, 현 주가는 2023 년 예상 실적 기준 P/E 12 배에 그쳐 투자매력이 높다고 판단된다.

종근당은 2022 년부터 이익 성장궤도에 다시 진입할 전망이다. 2021 년 재고 평가손실(약 200 억원)이 반영되면서 이익이 큰 폭으로 감소(2020 년 영업이익의 약 16%)하였다. 그러나 2022~2023 년은 주력 제품들의 매출이 성장하면서 매출액이 8.6%YoY 성장할 것으로 예상된다. 이 같은 외형 성장은 연구개발비 등의 비용 증가를 충분히 상쇄할 전망이어서 외형 증가가 이익 증가로 이어질 수 있을 전망이다. 종근당의 2022 년 예상 영업이익의 증가율은 22.0%YoY에 달할 전망이다.

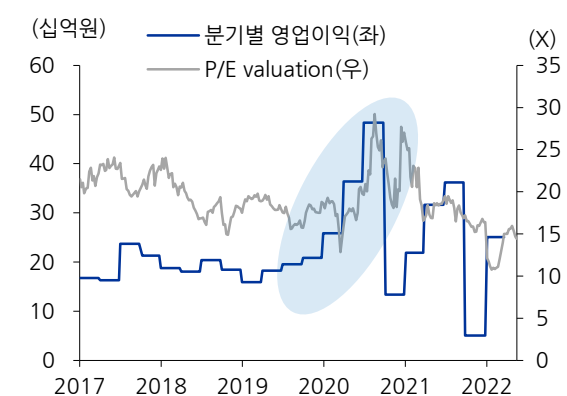
실적이 좋으면 주가도 좋다 종근당 주가는 2020 년 말 223,088 원에서 2021 년 말 92,300 원으로 지난 1 년간 58% 하락하였다. 그러나 이익 성장세에 힘 입어 향후 주가 상승이 가능할 것으로 판단된다. 종근당은 지난 2020 년 영업이익이 20%YoY 증가하면서 실적 개선에 힘입어 동사 주가도 큰 폭 상승하였다. 2022 년 견조한 실적 성장을 감안하면, 현 주가 수준에서 종근당의 투자매력은 높다고 판단한다.

도표 77. 종근당 분기별 영업이익 및 주가



자료: Quantwise, 유진투자증권

도표 78. 종근당 분기별 영업이익 및 P/E valuation



자료: Quantwise, 유진투자증권

실적 기준 국내 1위의 제약사

주력 제품들의 매출 성장이 외형 성장으로 이어질 전망이다. 종근당의 2022 년 과 2023 년 매출액은 각각 1.46 조원(8.6%YoY), 1.57 조원(7.7%YoY)으로 성장할 전망이다. 종근당은 2022 년 예상 매출액 1.45 조원 기준 국내 2 위(처방의약품 기준 국내 1 위), 예상 영업이익 1,157 억원 기준 국내 1 위의 실적을 보유한 상위 제약사로 자리매김 할 전망이다.

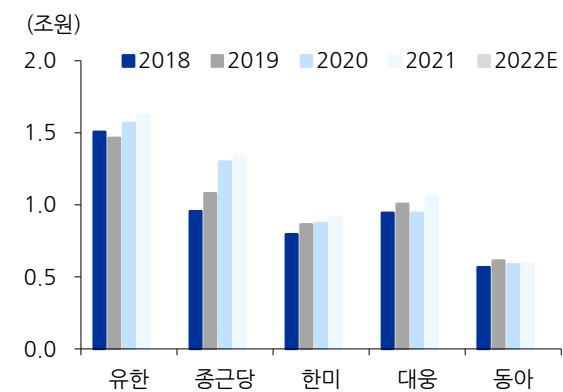
주력 제품들의 매출 성장 지속될 전망

코로나 이후 영업활동이 정상화되면서 케이캡, 프롤리아 등 주력 품목의 고속 성장이 지속 가능할 것이다. HK 이노엔과 코마케팅 중인 케이캡(위식도역류염 치료제)은 출시된 지 3 년차에 접어들었는데 빠르게 연간 1 천억원대를 상회하는 판매액을 달성하였다. 케이캡은 현재 국내 위식도역류성 관련 경쟁 의약품들(PPI 계열 위식도 역류염 치료제)이 3 천억원대를 상회하는 시장을 형성하고 있다는 점, 우수한 약효와 낮은 부작용을 바탕으로 한 우수한 제품력과 종근당의 영업력에 힘입어 기존에 PPI 약효군 시장을 빠르게 대체할 것으로 예상된다. 경쟁제품인 대웅제약의 펙수클루정이 2022년 하반기 출시 예정이나 경쟁하기 보다는 기존의 PPI시장을 빠르게 잠식할 것으로 예상된다. 케이캡은 매출액 기준 2024 년 1,500 억원 이상 성장 가능할 것으로 전망된다.

외형 성장과 함께 이익 레버리지 확대

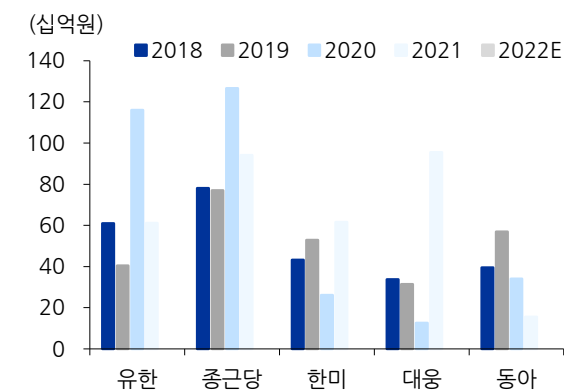
종근당의 2021~2024년 3년 영업이익은 연평균 14%YoY 성장할 전망이다. 종근당은 2017년부터 R&D 파이프라인을 강화하기 위해 글로벌 임상을 진행하기 시작하면서 연구개발비가 큰 폭으로 증가하였다. 2017년 650 억원이던 연구개발비는 2021년 1,632 억원까지 연평균 26%YoY 증가하였으며, 매출액 대비 7% 수준으로 집행되던 연구개발비는 2021년에는 매출액의 약 12%대까지 상승하였다. 이는 2020년 10%에 가까운 영업이익률은 7%대로 3%ppt 하락하는 주요 원인으로 작용하였다. 현 수준에서 연구개발비가 효율적으로 집행될 것으로 예상됨에 따라 추가적인 수익성 훼손은 없을 것으로 예상된다. 외형 성장과 함께 이익레버리지가 확대되어 이익도 고성장 할 것으로 전망된다.

도표 79. 처방 의약품 매출액 기준 제약사 순위



자료: 유진투자증권

도표 80. 영업이익 기준 1위 제약사 종근당



자료: 유진투자증권

2025년 이후 성장 동력을 확보하는 것이 중요하다

R&D 및 해외부분
성과가 약한 것이
아쉬움

HK 이노엔과 케이캡(위식도역류염 치료제) 코마케팅 계약 조건이 변경(2024년 예상) 되면서 수익성이 하락할 가능성이 높다는 점과 가시화된 연구개발 성과가 없다는 점이 주가 할인 요인으로 작용하고 있다. 종근당은 2024년까지 내수시장에서 확보한 이익에 대한 활용방안과 효율적인 연구개발 전략을 수립하여 2025년 이후 성장 동력을 확보하는 것이 중요하다.

오픈 이노베이션 전략
을 적극 활용하는
것도 필요함

종근당은 국내에서의 시장 점유율 확보를 위해 영업력 강화와 제네릭 또는 개량 신약 위주의 제품 개발에 매진하였다. 경쟁사들이 막대한 연구개발비를 지출하며 해외 의약품 시장에서 성장 동력을 찾는 전략을 택했다면, 종근당은 국내 영업력을 강화하며 내수 시장에서 확실한 입지를 확보하는 전략을 택했고 실제로 의약품 매출 기준으로는 국내 1위, 영업이익 기준으로도 1위의 제약사로 우뚝 올라서는 결과를 보여주었다. 이제 종근당도 내수 시장에서의 확고한 입지를 바탕으로 지속가능한 성장을 위해 중장기 성장 전략을 수립할 때이다.

이에 종근당에서는 연구개발 과제를 효율화시키기 위한 노력을 하고 있는 것으로 보인다. 2000년대부터 항암제 위주의 신약 개발을 해왔으나 가시화된 성과는 아직까지 없다. 최근 HDAC6를 타깃으로 한 면역계, 신경계 등과 관련한 희귀질환 치료제 및 항암제를 개발하기 위한 시도를 하고 있으나 초기 단계여서 단기적으로 그 성과를 기대하기는 어렵다. 타 상위 제약사들이 연구개발에 대한 본격적인 투자가 10여년이 가까워지고 있다는 점에서 종근당은 투자 시간에서 갭을 따라잡기 위해 유망한 바이오태과의 오픈 이노베이션 전략을 적극적으로 활용하는 것이 필요한 때라고 판단된다.

군건한 내수 시장에서의 입지를 잘 활용하고 향후 연구개발 성과가 가시화된다면 종근당의 기업가치가 리레이팅 할 가능성은 매우 높다고 판단한다.

도표 81. 종근당 R&D 파이프라인

	과제명	적응증	기 전	Non-Clinical	Phase 1	Phase 2	Phase 3	Approval	비 고
합성신약	CKD-943	요독성소양증	Kappa Opioid Receptor agonist	US					‘20.12 FDA 허가신청
	CKD-516	대장암 (면역항암제 병용)	VDA	KR					면역항암제(PD-L1) 병용 P1
	CKD-506	자가면역질환	HDAC6i	EU					
	CKD-508	이상지질혈증	2세대 CETPI	GB					‘20.06 P1 개시
	CKD-509	혈액암	HDAC6i	JP					
	CKD-510	CMT	HDAC6i	FR					21.2H 임상1상 완료
바이오신약	CKD-702	항암제(폐암)	이종항체 항암 신약	KR					국내 임상1상 진행중
바이오 시뮬러	CKD-11101	빈혈	NESP	KR / JP					시판 중
	CKD-701	황반변성	Lucentis	KR					허가신청
개량신약	CKD-391	이상지질혈증		KR					허가신청
	CKD-495	급만성위염치료		KR					
	CKD-351	녹내장		KR					
	CKD-841	전립선암		KR					Liquid Crystal
	CKD-333	고혈압+고지혈		KR					
	CKD-497	진해거담제		KR					

자료: 종근당, 유진투자증권

종근당(185750.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
자산총계	946	1,047	1,118	1,229	1,347
유동자산	600	667	709	787	872
현금성자산	129	132	87	120	160
매출채권	225	232	272	294	316
재고자산	186	225	271	293	315
비유동자산	346	380	409	441	475
투자자산	58	63	67	69	70
유형자산	270	296	316	342	370
기타	19	21	26	31	35
부채총계	395	481	519	537	556
유동부채	321	320	358	376	395
매입채무	197	180	220	238	256
유동성이자부채	79	102	99	99	99
기타	45	38	39	39	40
비유동부채	74	161	160	161	162
비유동이자부채	58	135	138	138	138
기타	17	26	23	24	24
자본총계	552	566	599	691	791
자배지분	551	566	599	691	791
자본금	27	29	30	30	30
자본잉여금	268	266	265	265	265
이익잉여금	272	302	366	458	558
기타	(16)	(31)	(62)	(62)	(62)
비자배지분	0	(0)	(0)	(0)	(0)
자본총계	552	566	599	691	791
총차입금	136	237	237	237	237
순차입금	8	105	150	117	77

현금흐름표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업현금	104	13	35	111	121
당기순이익	90	42	74	102	110
자산상각비	24	27	31	34	37
기타비현금성손익	54	66	(12)	1	2
운전자본증감	(44)	(72)	(53)	(26)	(27)
매출채권감소(증가)	(23)	(7)	(38)	(22)	(22)
재고자산감소(증가)	(46)	(54)	(47)	(22)	(22)
매입채무증가(감소)	49	(19)	39	18	18
기타	(24)	8	(6)	(0)	(0)
투자현금	(64)	(91)	(78)	(66)	(70)
단기투자자산감소	12	5	0	0	0
장기투자증권감소	0	0	0	0	0
설비투자	33	48	49	56	61
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(4)	(4)	(8)	(8)	(8)
재무현금	7	85	(3)	(11)	(11)
차입금증가	18	98	(1)	0	0
자본증가	(11)	(13)	(13)	(11)	(11)
배당금지급	9	11	11	11	11
현금 증감	47	8	(45)	34	40
기초현금	77	124	132	87	120
기말현금	124	132	87	120	160
Gross Cash flow	169	139	94	137	148
Gross Investment	121	167	131	92	97
Free Cash Flow	48	(29)	(37)	45	51

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	1,303	1,344	1,459	1,572	1,691
증가율(%)	20.7	3.1	8.6	7.7	7.6
매출원가	814	848	927	979	1,053
매출총이익	489	496	533	593	638
판매 및 일반관리비	365	401	417	461	496
기타영업손익	11	10	4	11	8
영업이익	124	95	116	132	141
증가율(%)	66.2	(23.5)	22.0	13.8	7.5
EBITDA	148	122	147	165	178
증가율(%)	51.3	(17.2)	20.2	12.4	7.8
영업외손익	(2)	(14)	(13)	3	3
이자수익	1	1	1	1	1
이자비용	4	4	6	6	6
지분법손익	0	(1)	0	0	0
기타영업외손익	0	(10)	(8)	8	8
세전순이익	122	81	102	135	145
증가율(%)	69.6	(33.9)	27.1	31.6	7.5
법인세비용	31	38	29	32	35
당기순이익	90	42	74	102	110
증가율(%)	70.7	(53.1)	73.8	39.1	7.5
지배주주지분	92	43	74	103	111
증가율(%)	70.1	(53.4)	73.4	39.4	7.5
비지배지분	(1,228)	(364)	(416)	(880)	(945)
EPS(원)	7,644	3,564	6,180	8,614	9,258
증가율(%)	70.1	(53.4)	73.4	39.4	7.5
수정EPS(원)	7,644	3,564	6,180	8,614	9,258
증가율(%)	70.1	(53.4)	73.4	39.4	7.5

주요투자지표

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	7,644	3,564	6,180	8,614	9,258
BPS	50,656	49,537	50,001	57,662	65,970
DPS	908	953	950	950	950
밸류에이션(배,%)					
PER	28.3	31.1	14.8	10.6	9.9
PBR	4.3	2.2	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	16.7	11.2	8.5	7.4	6.6
배당수익률	0.4	0.9	1.0	1.0	1.0
PCR	15.4	9.6	11.7	8.0	7.4
수익성(%)					
영업이익률	9.5	7.1	7.9	8.4	8.4
EBITDA이익률	11.3	9.1	10.1	10.5	10.5
순이익률	6.9	3.2	5.0	6.5	6.5
ROE	17.9	7.6	12.7	16.0	15.0
ROIC	18.2	8.5	12.3	13.5	13.4
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	1.4	18.6	25.1	16.9	9.7
유동비율	187.2	208.3	197.9	209.2	220.9
이자보상배율	32.0	23.5	19.6	22.4	24.0
활동성 (회)					
총자산회전율	1.5	1.3	1.3	1.3	1.3
매출채권회전율	6.1	5.9	5.8	5.5	5.5
재고자산회전율	7.8	6.5	5.9	5.6	5.6
매입채무회전율	7.5	7.1	7.3	6.9	6.9

편집상의 공백페이지입니다

동아에스티(170900)

턴어라운드 기대

2022.05.30

Initiate

투자의견: **BUY**(신규)목표주가: **80,000**원(신규)

현재주가: 64,500원(05/27)

시가총액: 2,450(십억원)

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

투자의견 BUY 및 목표주가 80,000 원 신규 제시

동아에스티에 대해 투자의견 BUY 및 목표주가 80,000 원을 신규 제시함. 목표주가는 2022~2023 년 예상 평균 순이익 426 억원에 Target P/E 15 배를 적용하여 산출함. 연구개발 부문에서 성과가 가시화되는 시기는 2024 년 이후로 예상됨에 따라 파이프라인 가치는 반영하지 않음. 지난 5 년간 동아에스티는 부진한 실적이 지속되어 왔고 연구개발 부문의 성과도 미미하였음. 그러나 신규 CEO(김민영 사장) 및 CSO(박재홍 사장)를 영입하면서 2022 년 실적 개선이 예상되며 턴어라운드 가능성이 높아지고 있다고 판단됨

지난 10 년간 신성장 동력 부재로 기업가치 큰 폭 하락

동아쏘시오 그룹 내 전문의약품 개발 생산을 담당하는 동아에스티(2013 년 동아제약의 인적 분할로 설립)는 지난 10 년간 기업 가치가 큰 폭으로 하락함(시가총액 기준 약 61% 감소). 이는 동아에스티의 강점이었던 천연물 신약의 판매 및 연구개발 성과가 부진하였고 신성장 및 연구개발 전략에 차질을 보였던 것으로 판단됨. 비교 그룹(유한양행, 한미약품 등 상위제약사)들이 신약 파이프라인을 강화하며 높은 기업가치 상승을 보인 것과 대조되는 주가 흐름을 보여왔음.

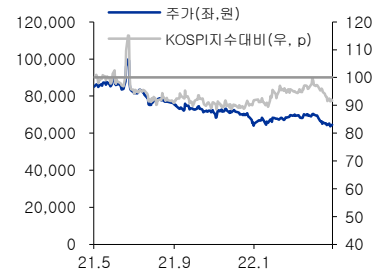
2022 년은 턴어라운드의 해

동아제약은 2022 년 및 2023 년 예상 매출액은 각각 6,274 억원(+7.4%YoY), 6,824 억원(+7.1%YoY), 예상 영업이익은 각각 366억원(+134.3%YoY), 486억원(+32.7%YoY)으로 부진했던 실적에서 벗어날 전망. 신규 CEO 는 주력 제품들에 대한 영업을 강화하고 비용을 효율적으로 집행하면서 재무 구조를 개선할 것을 최우선 과제로 삼고 있음. 금번 1Q22 실적에서 매출 성장 및 영업이익 성장을 보여주며 실적이 개선되는 것을 확인할 수 있었음. 다국적 제약사 임상 전문가 출신인 신규 CSO 는 연구개발 파이프라인 및 연구 조직을 재정비하여 연구개발 부문 성과를 앞당기는데 집중할 것으로 기대됨

발행주식수	8,447천주
52주 최고가	101,000원
최저가	63,000원
52주 일간 Beta	0.92
60일 일평균거래대금	7억원
외국인 지분율	20.0%
배당수익률(2022F)	1.6%

주주구성	
강정석 (외 18인)	39.0%
국민연금공단 (외 1인)	8.2%

	1M	6M	12M
주가상승률	-8.1%	-9.7%	-24.0%
	현재	직전	변동
투자의견	BUY	-	-
목표주가	80,000	-	-
영업이익(22)	37	-	-
영업이익(23)	49	-	-



결산기(12월)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
매출액(십억원)	587	593	637	682	735
영업이익(십억원)	34	16	37	49	60
세전계속사업손익(십억원)	33	12	49	68	81
당기순이익(십억원)	27	13	34	52	62
EPS(원)	3,210	1,517	3,982	6,115	7,324
증감률(%)	-61.8	-52.7	162.4	53.6	19.8
PER(배)	27.6	47.2	16.2	10.5	8.8
ROE(%)	4.2	2.0	5.6	9.2	10.2
PBR(배)	1.2	0.9	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA(배)	15.0	20.0	13.3	10.5	8.5

자료: 유진투자증권

투자의견 BUY 및 목표주가 80,000 원 신규 제시

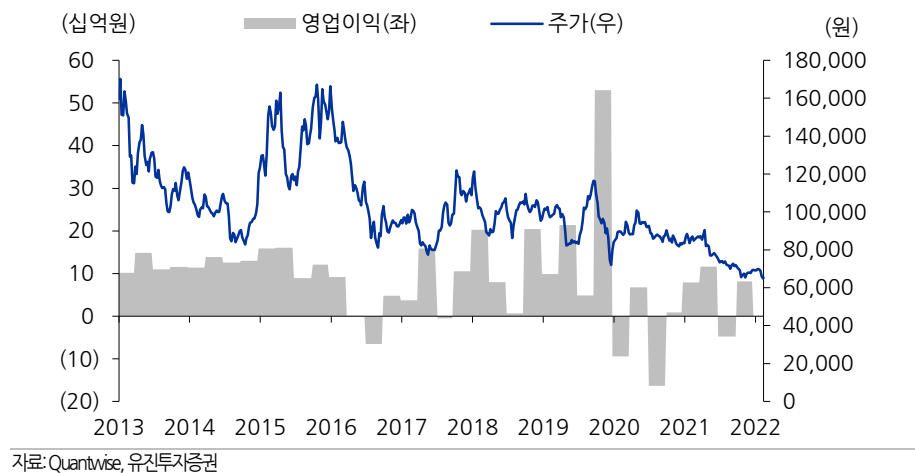
신성장 동력 부재는 기업가치 할인 요인

동아에스티에 대해 투자의견 BUY 및 목표주가 80,000 원을 신규 제시한다. 목표주가는 2022~2023 년 예상 평균 순이익 426 억원에 Target P/E valuation 15 배를 적용하여 산출하였다. Target P/E valuation 은 국내 상위 제약사인 대웅제약과 한미약품의 목표주가 산정에 적용한 P/E valuation 배수 30 배에서 동아에스티의 국내 의약품 시장에서의 위상 및 신제품 파이프라인 등을 감안하여 할인하였다. 또한 연구개발 부문에서 성과가 가시화되는 시기는 2025 년 이후 신약 승인과 판매가 가능할 전망이고, 이와 관련한 불확실성이 높다고 판단하여 파이프라인 가치는 아직 반영하지 않았다.

2022 년 턴어라운드 가능할까?

지난 5 년간 동아에스티는 부진한 실적이 지속되어 왔고 연구개발 부문의 성과도 미미하였다. 그러나 2022 년 초 신규 CEO(김민영 사장) 및 CSO(박재홍 사장)를 영입하면서 2022 년을 턴어라운드 해로 삼고 있어 그 성과를 지켜보는 것이 동아제약의 투자포인트이다. 금번 1Q22 실적에서 매출 성장 및 영업이익 성장을 보여주며 실적이 개선되는 것을 확인할 수 있었고, 이 같은 추세가 지속되면 실적 개선에 대한 신뢰가 강화되며 동사에 대한 기업가치 할인 요인은 제거될 전망이다.

도표 82 동아제약 영업이익 및 시가총액 추이



2022 년 턴어라운드 기대

기업가치가 큰 폭 하락

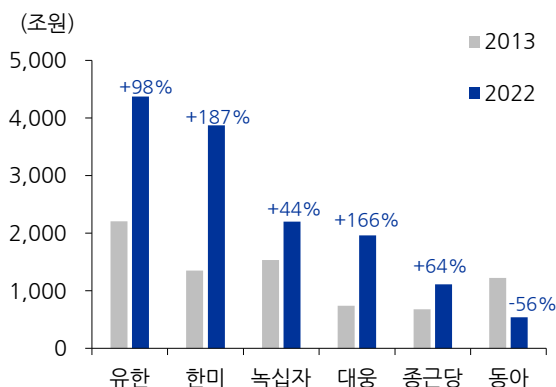
동아에스티는 동아쏘시오 그룹 내 전문의약품 개발 생산을 담당하는데, 2013 년 동아제약의 인적 분할로 설립되었다. 2013 년 4 월 분할 이후 시가총액 기준 1.5 조원 수준이었던 동아에스티의 기업 가치는 지난 10 년간 기업가치가 큰 폭으로 하락(약 60 % 하락)하며 6 천억대 수준에 머물고 있다. 비교 그룹이었던 한미약품, 대웅제약, 유한양행, 종근당 등 상위제약사들이 신약 파이프라인을 강화 하며 각각 시가총액이 각각 187%, 166%, 98%, 64% 상승하며 높은 기업가치 상승을 보인 것과 대 조되는 양상이다.

동아에스티의 기업가치가 크게 훼손된 주요 이유로는 강점이었던 천연물 신약의 판매 및 연구개발 성과가 부진하였고 신제품 확보가 늦어지면서 신성장 및 연구개발 전략에 차질을 보였던 것으로 판단된다. 그러나 2022 년부터 신규 CEO 및 CSO 가 취임하면서 동아에스티 전반적인 영업 및 연구개발 전략이 새로 만들어지고 있어, 턴어라운드 해가 될 것으로 예상된다. 이는 실적이 뚜렷한 개선추이를 보이면서 기업 가치 상승으로 이어질 전망이다.

2022 년 실적 개선 전망

동아제약은 2022 년 및 2023 년 예상 매출액은 각각 6,374 억원(+7.4%YoY), 6,824 억원 (+7.1%YoY), 예상 영업이익은 각각 366 억원(+134.3%YoY), 486 억원(+32.7%YoY)으로 과거 부진했던 실적에서 벗어날 전망이다. 신규 CEO 는 주력 제품들에 대한 영업을 강화하고 비용을 효율 적으로 집행하면서 재무 구조를 개선할 것을 최우선 과제로 삼고 있다. 금번 1Q22 실적에서 매출 성장 및 영업이익 성장을 보여주며 실적이 개선되는 것을 확인할 수 있었다. 다국적 제약사 임상 전문가 출신인 신규 CSO 는 연구개발 파이프라인 및 연구 조직을 재정비하여 연구개발 부문 성과를 앞당기는데 집중하여 신성장 동력을 강화할 것으로 예상된다. 동아에스티의 연구개발 주력 파이프라인은 안구건조증 치료제 스텔라라(Abbvie, 2020 년 매출액 91 억 달러) 바이오시밀러인 DMB-3115와 과민성 방광치료제인 DA-8010가 기대할 만한데, 2024 년 제품 허가 신청을 통해 2025 년 시장 출시를 기대할 수 있다.

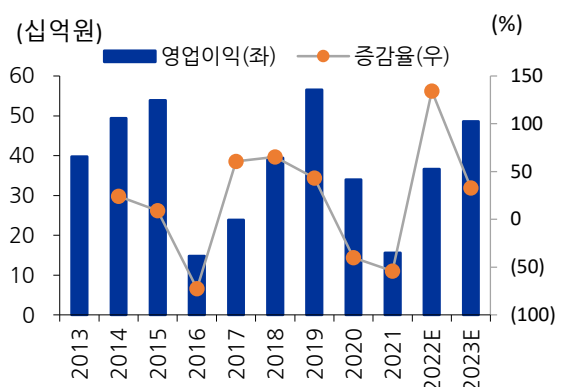
도표 83. 제약 상위 5 개사 시가총액 변화



자료: 유진투자증권

주: 막대 그래프 위의 숫자는 시가총액 증가(감소)분을 %로 표시한 것임

도표 84. 영업이익 추이 및 성장률



자료: 유진투자증권

동아에스티(170900.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
자산총계	981	1,116	1,062	1,166	1,280
유동자산	462	531	463	563	674
현금성자산	149	195	130	213	305
매출채권	87	111	105	113	122
재고자산	105	105	106	114	123
비유동자산	518	585	599	603	606
투자자산	147	132	131	133	135
유형자산	350	415	424	423	421
기타	21	38	44	47	50
부채총계	339	460	524	584	645
유동부채	148	276	271	280	289
매입채무	86	121	117	126	136
유동성이자부채	53	145	143	143	143
기타	9	10	11	11	11
비유동부채	191	184	253	304	355
비유동이자부채	154	158	219	269	319
기타	37	26	34	36	37
자본총계	642	656	538	582	635
자배지분	642	656	538	582	635
자본금	42	42	42	42	42
자본잉여금	286	292	292	292	292
이익잉여금	173	180	205	249	302
기타	140	141	(1)	(1)	(1)
비자배지분	0	0	0	0	0
자본총계	642	656	538	582	635
총차입금	207	302	362	412	462
순차입금	59	107	231	199	156

현금흐름표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업현금	27	49	(37)	69	78
당기순이익	27	13	34	52	62
자산상각비	20	20	22	22	22
기타비현금성손익	(5)	14	(135)	3	3
운전자본증감	(27)	(5)	41	(8)	(9)
매출채권감소(증가)	14	(23)	4	(8)	(9)
재고자산감소(증가)	9	5	(2)	(8)	(9)
매입채무증가(감소)	(17)	14	5	9	10
기타	(33)	(1)	34	(1)	(1)
투자현금	(82)	(86)	(87)	(27)	(27)
단기투자자산감소	(41)	(56)	(49)	(0)	(0)
장기투자증권감소	(4)	(4)	(2)	(3)	(3)
설비투자	37	61	30	20	20
유형자산처분	0	0	1	0	0
무형자산처분	(5)	(19)	(6)	(4)	(4)
재무현금	(16)	82	58	42	42
차입금증가	(3)	95	60	50	50
자본증가	(8)	(8)	(8)	(8)	(8)
배당금지급	8	8	8	8	8
현금 증감	(76)	46	(65)	83	92
기초현금	225	148	195	130	213
기말현금	148	195	130	213	305
Gross Cash flow	64	56	(77)	77	87
Gross Investment	67	35	(3)	35	36
Free Cash Flow	(3)	21	(74)	41	51

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	587	593	637	682	735
증가율(%)	(4.2)	1.1	7.4	7.1	7.7
매출원가	302	299	323	343	370
매출총이익	284	294	314	339	365
판매 및 일반관리비	250	278	278	291	305
기타영업손익	(2)	11	(0)	5	5
영업이익	34	16	37	49	60
증가율(%)	(39.9)	(54.1)	134.3	32.7	24.0
EBITDA	54	36	59	71	83
증가율(%)	(30.0)	(34.1)	64.5	21.3	16.4
영업외손익	(1)	(4)	13	19	21
이자수익	4	1	3	4	4
이자비용	5	6	5	5	5
지분법손익	(0)	(7)	(1)	(1)	(1)
기타영업외손익	1	8	6	11	13
세전순이익	33	12	49	68	81
증가율(%)	(62.6)	(63.7)	308.1	36.9	19.6
법인세비용	6	(1)	15	16	19
당기순이익	27	13	34	52	62
증가율(%)	(61.8)	(52.7)	165.4	51.9	19.8
지배주주지분	27	13	34	52	62
증가율(%)	(61.8)	(52.7)	162.4	53.6	19.8
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	3,210	1,517	3,982	6,115	7,324
증가율(%)	(61.8)	(52.7)	162.4	53.6	19.8
수정EPS(원)	3,210	1,517	3,982	6,115	7,324
증가율(%)	(61.8)	(52.7)	162.4	53.6	19.8

주요투자지표

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	3,210	1,517	3,982	6,115	7,324
BPS	76,043	77,712	63,751	68,866	75,190
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
밸류에이션(배,%)					
PER	27.6	47.2	16.2	10.5	8.8
PBR	1.2	0.9	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	15.0	20.0	13.3	10.5	8.5
배당수익률	1.1	1.4	1.6	1.6	1.6
PCR	11.7	10.8	n/a	7.1	6.3
수익성(%)					
영업이익률	5.8	2.6	5.7	7.1	8.2
EBITDA이익률	9.2	6.0	9.2	10.4	11.2
순이익률	4.6	2.2	5.3	7.6	8.4
ROE	4.2	2.0	5.6	9.2	10.2
ROIC	4.8	1.6	3.5	5.1	6.2
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	9.1	16.3	43.0	34.1	24.6
유동비율	312.9	192.7	171.0	201.2	232.7
이자보상배율	6.5	2.8	2.0	2.5	2.7
활동성 (회)					
총자산회전율	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
매출채권회전율	6.4	6.0	5.9	6.3	6.3
재고자산회전율	5.4	5.7	6.0	6.2	6.2
매입채무회전율	6.1	5.7	5.4	5.6	5.6

Compliance Notice

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

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	97%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2022.3.31 기준)

