

바이오 더딥 with 퀀트



- Part I 퀀트가 생각하는 제약바이오
- Part II 국내외 주요 제약바이오 이슈 점검
- Part III 기업분석 및 투자의견

이베스트투자증권 퀀트 정다운, 제약바이오 강하나, RA 하장권입니다.

이번에는 '퀀트와 함께 보는 제약바이오' 라는 주제로 퀀트과 제약바이오의 콜라보 자료를 준비했습니다.

주식은 성장과 가장 밀접한 자산입니다.
COVID 시기 이전부터 성장에 대한 투자자들의 니즈는 높아져왔고, 지금도 마찬가지입니다.
대표 성장 업종인 제약/바이오에 대해 퀀트와 제약바이오 애널리스트가 함께 고민해 보았습니다.

올해 들어 KOSPI는 반등 흐름을 보였지만, 제약바이오 업종은 상대적으로 부진했습니다.
여전히 높은 인플레이션, 이로 인한 긴축 우려 등이 고밸류 성장주에 취약한 환경으로 작용한데다
2021년 COVID 환경 하에 높아진 제약바이오 호실적의 되돌림이 이어지고 있기 때문입니다.

그러나 호실적의 되돌림이 마무리되어 가는 상황에서,
과거 제약바이오 강세 시기와 유사한 환경(주가지수 상승 탄력 둔화 및 성장주 강세)이 갖춰져가고 있다는 점에서
바닥권에 머물고 있는 제약바이오 업종에 관심이 필요한 때입니다.

정량적으로 제약바이오 종목을 Scoring하고, 정성적인 접근을 통해 종목을 선별함에 따라
SK바이오팜, 셀트리온제약, 아미코젠, 지놈앤컴퍼니를 선호 종목으로 제시합니다.

또한 제약바이오 담당자가 선호하는 지표를 통해 종목을 스크리닝 한 결과
한올바이오파마, 바이오니아, 진시스템 또한 선호종목으로 제시합니다.

금번 콜라보 자료가 투자 판단에 도움을 드릴 수 있는 자료가 되었으면 합니다.

감사합니다.

퀀트/패시브

Analyst 정다운
02 3779 8923
dw.jung@ebestsec.co.kr



제약/바이오

Analyst 강하나
02 3779 8808
kangx687@ebestsec.co.kr



퀀트RA 하장권

02 3779 8804
research.ha@ebestsec.co.kr

자료는 크게 3 가지 Part 로 구성했습니다.

[Part I. 퀀트가 생각하는 제약바이오]

퀀트 관점에서 제약바이오 업종에 대해 접근했습니다. 과거 제약바이오 업종이 탁월한 성과를 보이던 시기는, 주가지수의 상승 탄력이 낮고, 성장주가 강세를 보이던 시기였습니다. 현재 그와 같은 환경이 조성 중이고, 밸류 하단에 근접해 있다는 점 등으로 인해 제약바이어를 긍정적으로 평가합니다. 더불어 정량적인 관점에서 종목을 선별해 보았습니다. R&D 관련 지표 및 이와 시너지가 높은 지표를 중심으로 종목을 선별한 결과 SK 바이오팜, 셀트리온제약, 아미코젠, 지놈앤컴퍼니 등이 선정되었습니다. 더불어 섹터 담당자가 선호하는 지표를 중점적으로 고려하여, 한올바이오파마, 바이오니아, 진시스템 등도 선호 종목으로 제시합니다.

[Part II. 국내외 주요 제약바이오 이슈 점검]

제약바이오 산업의 특성상 이슈에 민감하고 정책에 따라 추세전환 되는 경우가 많기 때문에 국내외 제약바이오 관련 이슈를 점검하고 관련 정책에 대해 알아보았습니다. 크게는 1)IRA 가 바이오에 미치는 영향: 원료의약품 생산 및 약가 인하, 2)캔서 문샷, 3)마이크로바이옴 정부 지원, 4)바이오헬스 및 디지털 헬스케어로 나누어 다루어보았고 Part 1 과 Part 2 에 공통되는 기업들 중 선호 종목을 Part 3 에 제시했습니다.

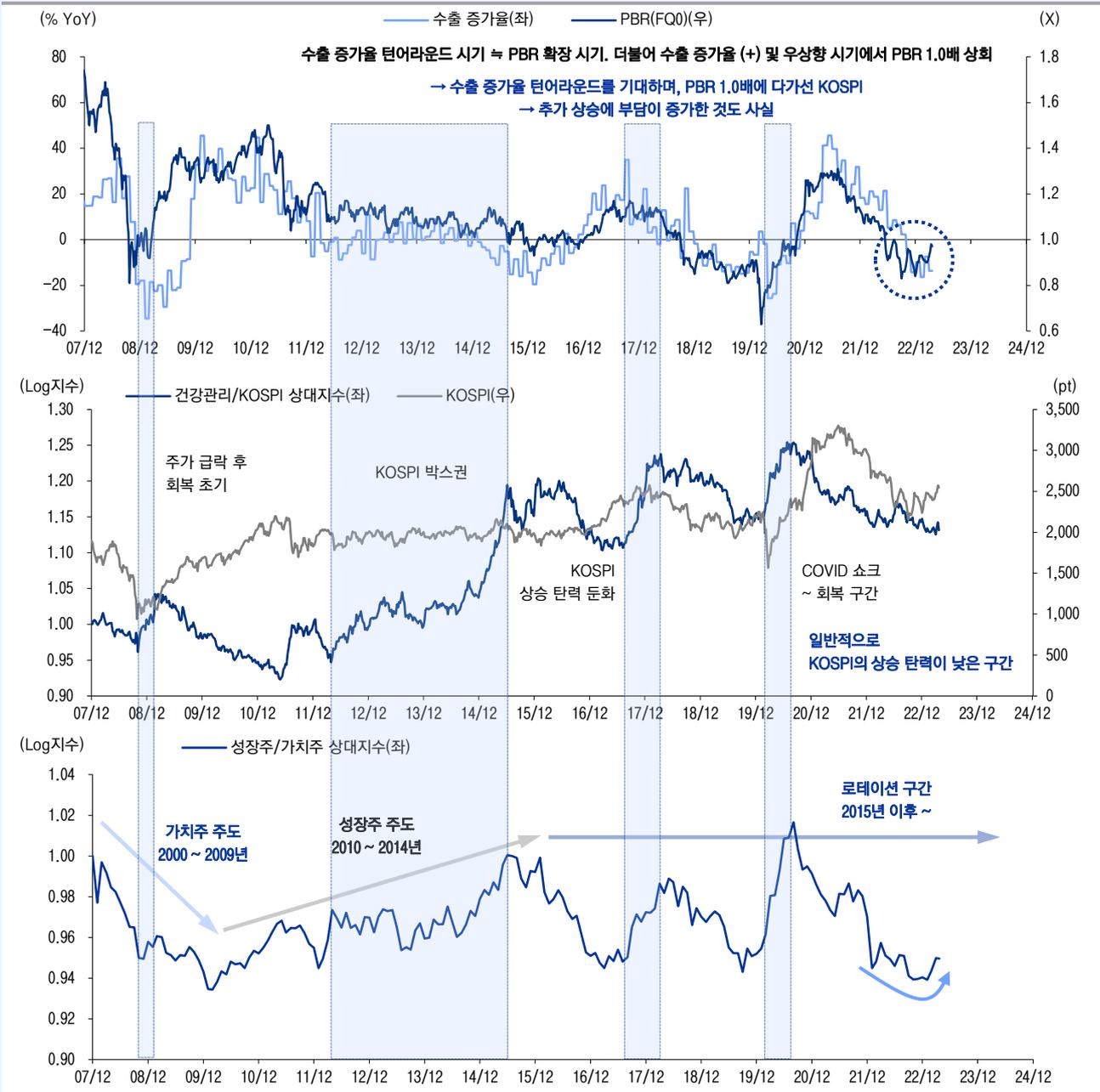
[Part III. 기업분석 및 투자전략]

제약바이오 산업이 바닥을 다지고 올라가는 기간이라고 생각하며 금리인하기와 더불어 제약바이오 기업들의 강세가 기대됩니다. 시가총액 3조원 이상의 종목 중에서는 **셀트리온제약**과 **SK바이오팜**을 선호 종목으로 제시하고 시가총액 1천억 이상의 종목 중에서는 **지놈앤컴퍼니**와 **아미코젠**을 제약바이오 주요 이슈 및 퀀트 관점에서 최종적인 선호 종목으로 제시했습니다. 제약/바이오 업종 담당자가 선정한 지표 1)3년간 연구개발비가 15% 이상 증가(CAGR), 2)유동비율이 300% 이상, 3)최근 3년간 영업흑자를 지속했거나 FY1 흑자가 전망되는 종목 중에서는 **한올바이오파마**와 **바이오니아**, 그리고 **진시스템**을 관심종목으로 선정하며 꾸준한 성장세를 전망합니다.

대형주 중에서는 **SK바이오팜**을 최선호주로 제시하고 목표주가 100,000원에 투자의견 Buy를 유지하며, **한올바이오파마**를 성장성 있는 바이오텍 중 최선호주로 선정하여 목표주가 29,000원에 투자의견 Buy로 커버리지를 개시합니다.

Key Charts

KOSPI 지수와 건강관리 업종: 지수의 상승 탄력이 낮을 때 & 성장주 강세 구간에서 해당 업종 강세 흐름
 → 수출 증가율 개선 기대감에 상승한 KOSPI, PBR 1.0 배에 근접. 성장주의 상대 강세는 이제 막 시작

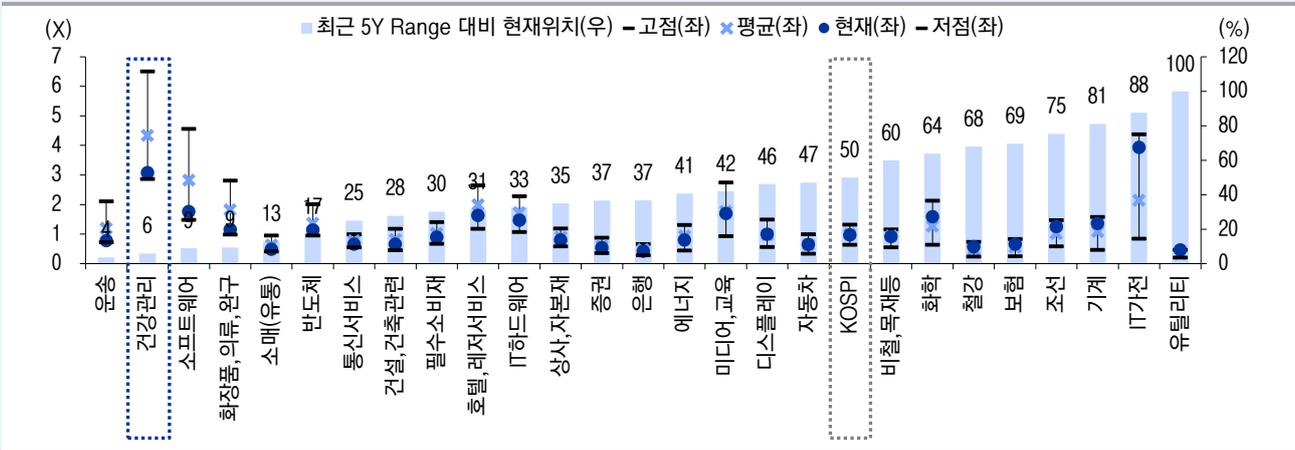


자료: FnGuide, Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

- 과거 KOSPI 상승 탄력이 높지 않고, 성장주가 강세를 보일 때 건강관리 업종이 강세를 보였던 경험
- 현 시점, KOSPI의 PBR 1.0 배에 가까워지며 상승 탄력 둔화 가능성 및 부진했던 성장주 상대 강세 시작

Key Charts

PBR(FQ0) 5년 Range 대비 현재 위치: 운송 다음으로 낮은 수준의 건강관리



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

- 건강관리 업종을 쉽게 긍정할 수 있는 가장 큰 이유, Range 대비 PBR 이 하단에 근접한 업종이라는 것
- COVID 특수 이후의 되돌림이 마무리되어 가는 2023년, 주가가 긍정적 이슈를 반영할 수 있는 환경
- 선호종목으로는 정량 & 정성적 접근 하에 SK바이오팜, 셀트리온제약, 아미코젠, 지놈앤컴퍼니 4 종목과 섹터 담당자의 선호 지표를 중심으로 한올바이오파마, 바이오니아, 진시스템 3 종목을 제시

정량 + 정성적인 접근 하의 선호종목 4선: 정량적 스코어링 종목 중 섹터 담당자 선정

No	코드	종목	시가총액 2023.4.21 (십억)	R&D 최근 4Q 합산		밸류		이익 및 성장			개인 수급	
				/ 매출 (%)	/ 시총 (%)	PSR 최근 4Q 합산 (X)	PEG 24MF (X)	순이익 24MF 1M Chg (%)	매출 FQ0 Surprise (%)	영업이익 증가율 추세 (YoY, 8Q)	4주 누적 시총 대비 (%)	순매수일 최근 10일중 (일)
1	A326030	SK 바이오팜	5,427.1	49.9	2.3	22.1	n/a	40.7	-12.7	20.5	-0.5	4
2	A068760	셀트리온제약	3,357.1	2.1	0.2	8.7	n/a	n/a	n/a	1.2	0.9	3
3	A092040	아미코젠	336.6	8.6	3.7	2.3	n/a	n/a	n/a	530.0	0.5	8
4	A314130	지놈앤컴퍼니	315.7	261.2	11.7	23.3	n/a	n/a	n/a	9.1	3.5	7

자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

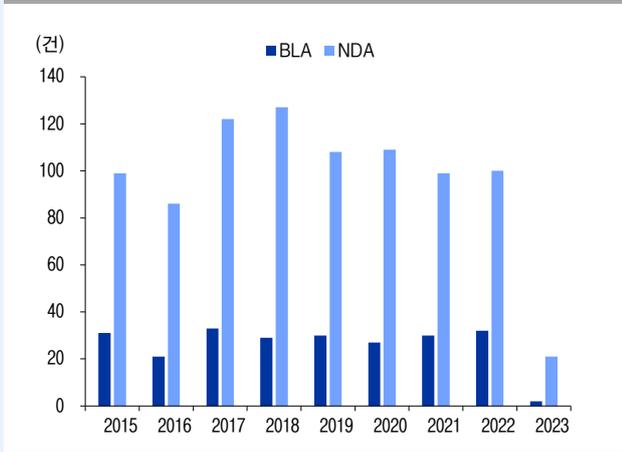
정성적 접근의 정량화: 섹터 담당자 제시 종목 선정 조건

No	코드	종목	시가총액 2023.4.21 (십억)	R&D 비용 3년 CAGR (%)	유동비율 FQ0 (%)	영업이익				PER 12MF (X)	PBR FQ0 (X)	ROE 12MF (%)
						FY-2 (십억)	FY-1 (십억)	FY0 (십억)	FY+1 (십억)			
1	A009420	한올바이오파마	1,178.0	16.1	391.8	5.9	10.1	1.5	15.2	68.0	6.40	9.4
2	A064550	바이오니아	1,355.0	17.1	370.0	105.2	47.1	11.5	4.7	n/a	5.46	n/a
3	A363250	진시스템	114.3	40.9	1,549.5	3.3	2.3	-6.6	0.3	n/a	2.99	n/a

자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

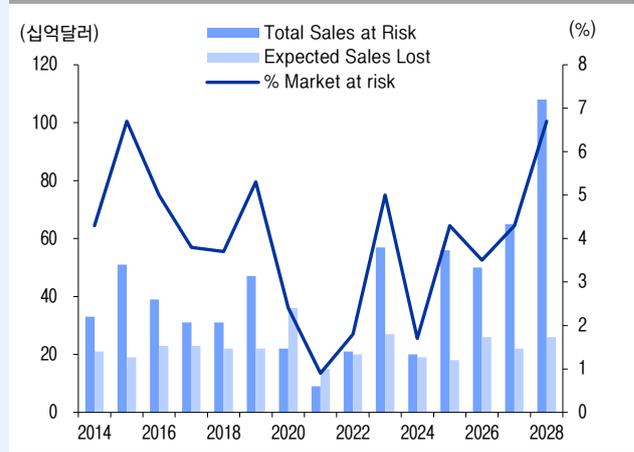
Key Charts

FDA 신약 승인 추이



자료: Evaluate Pharma, 이베스트투자증권 리서치센터

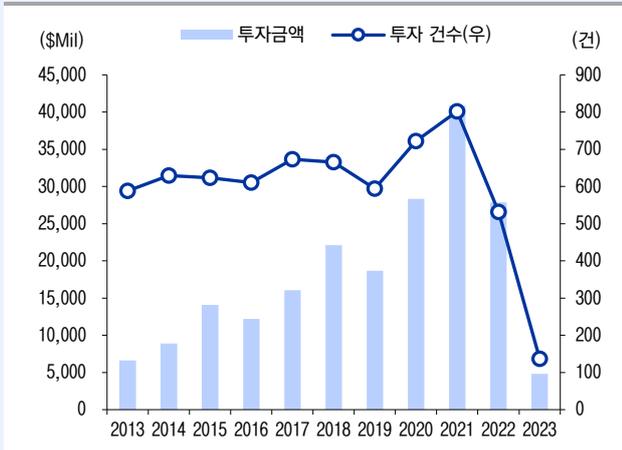
글로벌 특허만료에 따른 위험 매출 추이 및 전망



자료: Evaluate Pharma, 이베스트투자증권 리서치센터

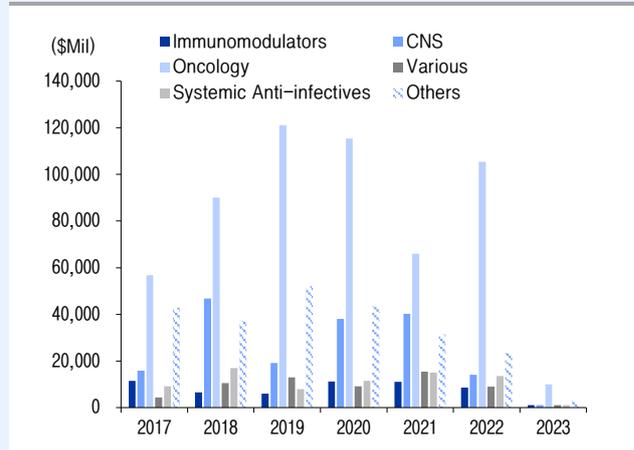
- 원인이 확실히 알려진 질환의 경우 대부분 의약품이 존재 → 신규 모달리티를 접목시켜야 신약 승인 가능
- 글로벌 빅파마들은 특허만료를 앞둔 블록버스터급 의약품 다수 → 대안 필요 → M&A 와 라이선스딜

글로벌 VC 투자유치 추이



자료: Evaluate Pharma, 이베스트투자증권 리서치센터

글로벌 라이선스 계약 금액 추이

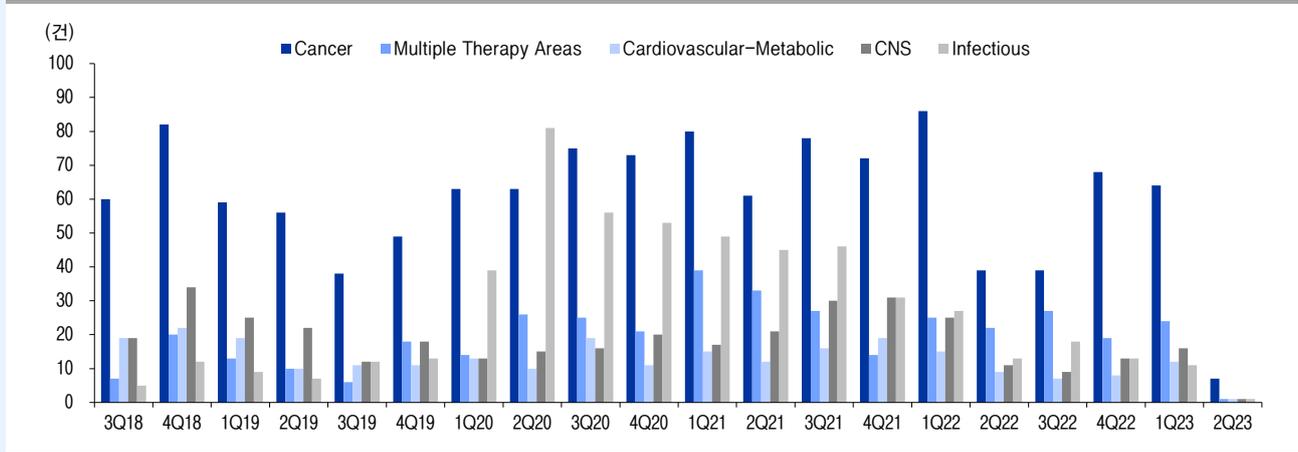


자료: Evaluate Pharma, 이베스트투자증권 리서치센터

- 글로벌 바이오 VC 투자유치 추이는 바닥권, 매크로적인 이슈가 완화되면 제약바이오도 상승기 도입 가능
- 글로벌 라이선스 계약은 4Q22 이후 소폭 반등중이기는 하나 쓸림현상이 확인됨

Key Charts

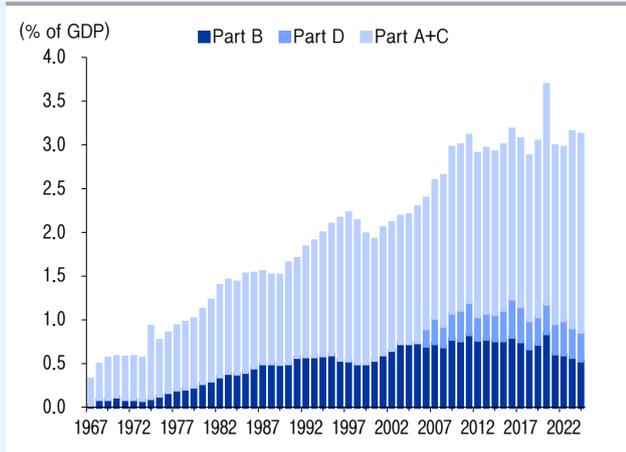
글로벌 라이선스 계약 적응증별 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

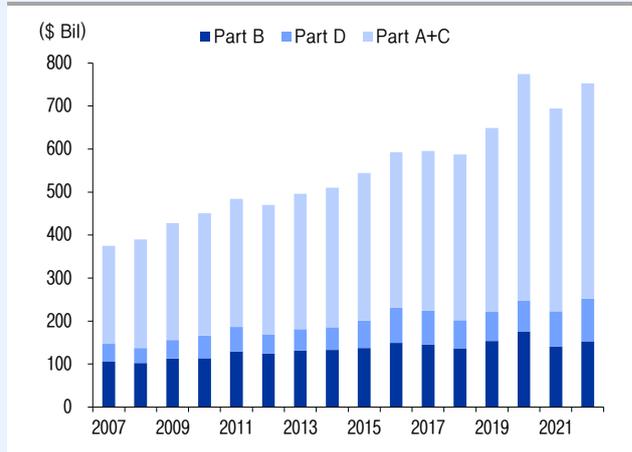
- 글로벌 라이선스 계약 추이는 소폭 감소했으나 코로나 19 에서 벗어난 상황: 항암제 선두
- 항암제 이외에는 다양한 적응증을 대상으로 신규 모달리티를 개발하는 것이 대세

미국 GDP 대비 메디케어 지출액 비중 추이 (~FY2024)



자료: usgovernmentsspending.com, 이베스트투자증권 리서치센터

메디케어 항목별 지출액 추이

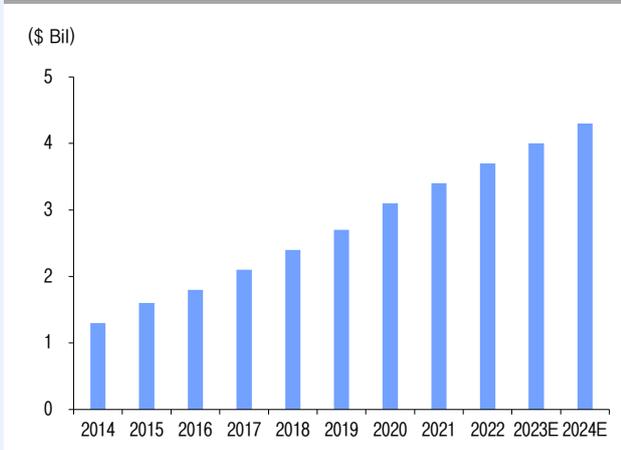


자료: usgovernmentsspending.com, 이베스트투자증권 리서치센터

- 미국의 GDP 대비 메디케어 지출액 비중은 오랜 기간 증가세를 기록하고 있음
- 최근의 메디케어 지출액은 비교적 플랫한 모습을 보이고 있으나, Part B 와 D 를 합산한 지출액은 증가세

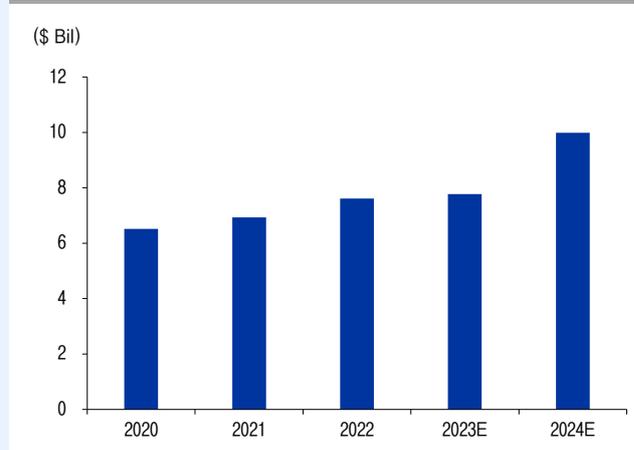
Key Charts

미국 암진단 시장 전망



자료: Grandviewresearch, 이베스트투자증권 리서치센터

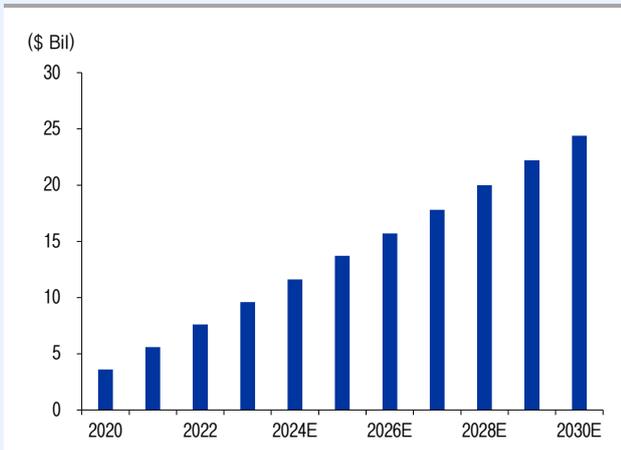
National Cancer Institution Bypass Budget



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

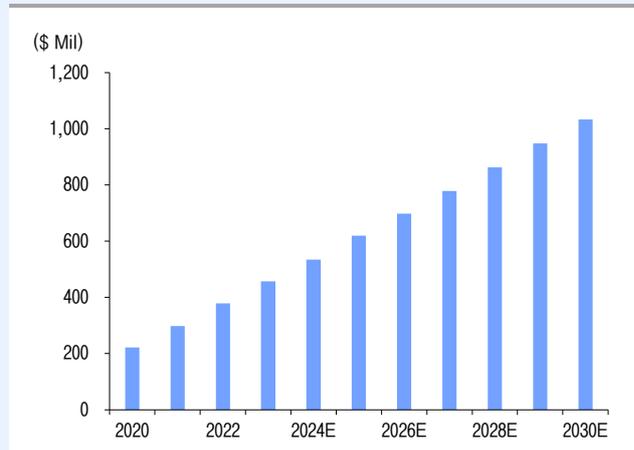
- 미국 암진단 시장은 꾸준히 성장 중, 바이든 대통령 취임 후 성장세는 가팔라질 전망
- 캔서 문샷을 기반으로 NCI(National Cancer Institute)는 FY2024 \$1.0B 지출 계획

미국 AI 헬스케어 시장 전망



자료: Grandviewresearch, 이베스트투자증권 리서치센터

미국 AI 진단 시장 전망

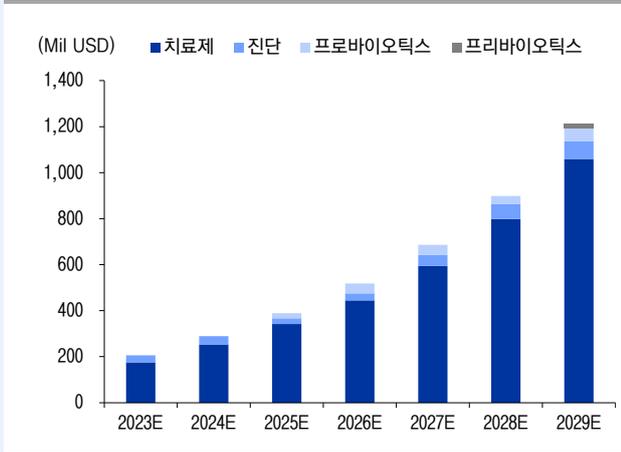


자료: Grandviewresearch, 이베스트투자증권 리서치센터

- 암 진단 및 신약개발을 위해서는 AI의 힘이 필요하며 캔서 문샷에도 AI 및 데이터 관련 세부사항 확인
- AI를 활용하는 영상 진단 및 바이오마커 시장 고성장

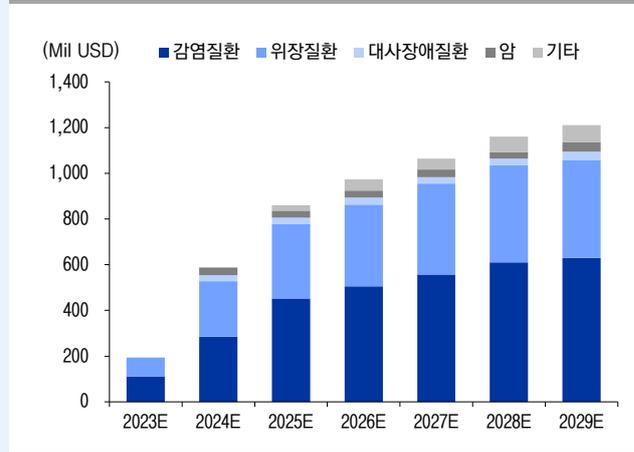
Key Charts

글로벌 마이크로바이옴 시장 규모



자료: Market&Market, 이베스트투자증권 리서치센터

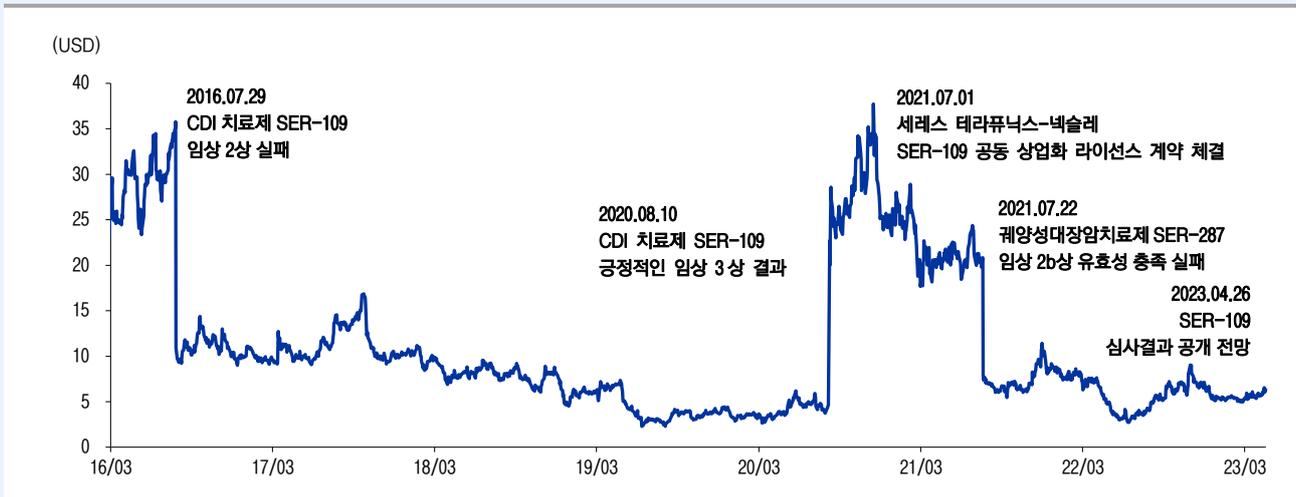
글로벌 마이크로바이옴 치료제 질환별 시장 규모



자료: Market&Market, 이베스트투자증권 리서치센터

- 글로벌 마이크로바이옴 시장은 매년 성장중, 2022년 상용화로 더욱 빠르게 성장
- 감염질환 위주의 연구개발에서 항암제 및 다른 적응증으로 확장 중

세레스 테라퓨틱스 주가 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

- 2023년 4월 26일 세레스 테라퓨틱스의 경구용 마이크로바이옴 치료제 승인 결과 확인
- 최초의 경구용 마이크로바이옴 치료제인만큼 시장성에 대한 가능성 평가 가능

Collaboration

퀀트/제약바이오

바이오 더 딥 with 퀀트

Contents

Part I 퀀트가 생각하는 제약바이오	11
Part II 국내외 주요 제약바이오 이슈 점검	25
Part III 기업분석 및 투자의견	37

기업분석

SK 바이오팜(326030)	40
한울바이오파마(009420)	44
셀트리온제약(068760)	50
바이오니아(064550)	53
아미코젠 (092040)	55
지놈앤컴퍼니(314130)	58
진시스템(363250)	61

Part I

퀀트가 생각하는 계약바이오

Quant 관점에서도 좋은 선택

건강관리(제약/바이오)가 좋을 때

결론적으로 Quant 관점에서도, 지금 제약/바이오가 좋은 선택일 수 있다고 판단한다.

과거 제약/바이오가 좋았던 시기의 공통점은 크게 2 가지이다. 하나는 주가지수의 상승 탄력이 높지 않은 시기라는 점이고, 다른 하나는 성장주가 상대적으로 우수한 성과를 기록하던 시기라는 점이다. 과거 2008년 11월~2009년 3월, 2012년 5월~ 2015년 6월, 2017년 8월~2018년 3월, 2020년 3월~2020년 8월이 KOSPI 대비 건강관리 업종이 강세를 보이던 시기인데, 해당 시기에 모두 위의 2 가지 공통점이 확인된다.

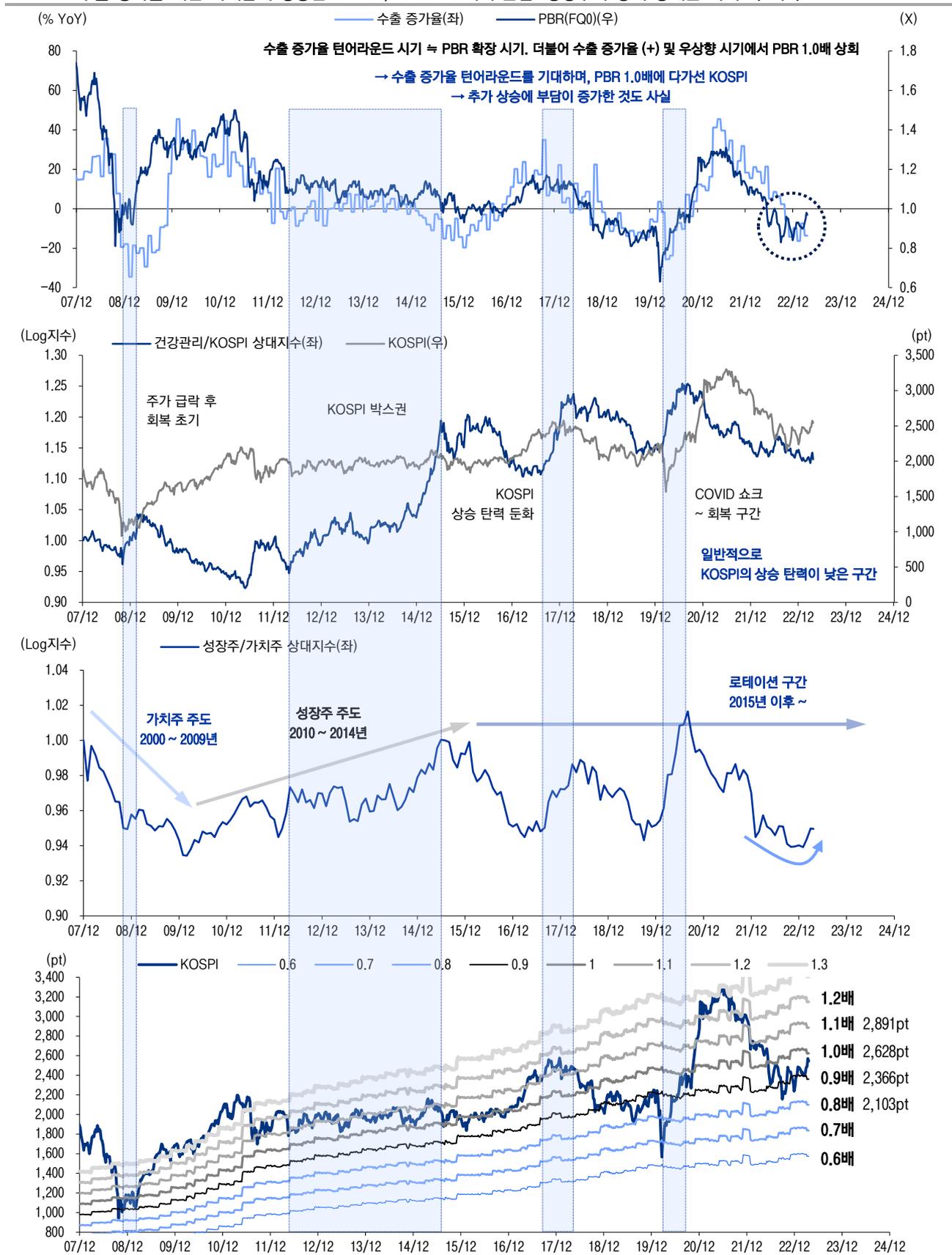
주가지수의 상승 탄력이 둔화될 수 있고, 성장주의 상대 강세가 나타날 수 있다는 점에서 건강관리 업종(제약/바이오)에 우호적인 환경이 조성될 것으로 기대한다.

KOSPI PBR 1.0배, 상승 탄력 둔화 가능성

당사는 2023년 KOSPI가 완만한 상승 추세를 이어갈 것으로 전망하고 있다. 현 시점에서 하방이 크다고 생각하지 않는다. 다만, KOSPI가 PBR(FQ0) 1.0배에 근접하는 수준까지 올라섬에 따라, 상승 탄력은 둔화될 수 있는 시기라고 판단한다.

한국은 수출 중심의 국가라는 점에서, KOSPI에도 수출 증가율이 핵심 지표로 작용한다. 수출 증가율의 추세에 따라 PBR(FQ0)가 달라지는 양상을 보인다. 또한 PBR(FQ0) 1.0배를 넘어서는 것은, 수출 증가율이 (+) 영역이거나 우상향하는 추세에서 가능해 왔다. 당사는 수출 증가율이 2023년 1월(-16.6% YoY)에 저점을 지난 것으로 판단하나, 이미 PBR(FQ0) 1.0배에 다가선 밸류는 추가적인 상승 탄력을 둔화시킬 수 있는 부분이다.

그림1 KOSPI 지수와 건강관리 업종: 지수의 상승 탄력이 낮을 때 & 성장주 강세 구간에서 해당 업종 강세 흐름
 → 수출 증가율 개선 기대감에 상승한 KOSPI, PBR 1.0 배에 근접. 성장주의 상대 강세는 이제 막 시작



자료: FnGuide, Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

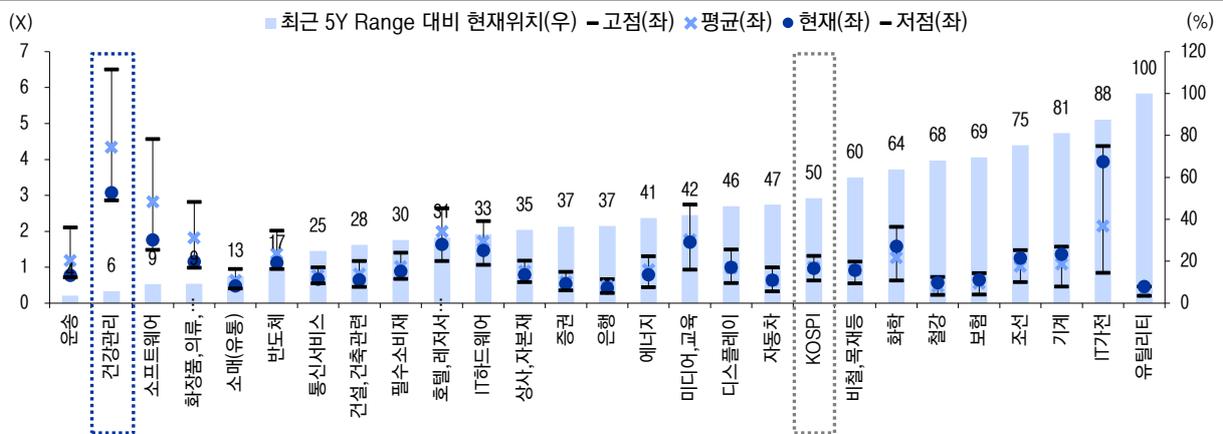
밸류 Range 하단

건강관리 업종을 좋게 보는 가장 큰 이유는, 밸류 Range 하단에 근접했다는 점 때문이다. 최근 5년 Range 기준, PBR(FQ0)은 주요 업종 중 2번째로 낮은 수준에 위치해 있다. PER(FQ0)은 낮은 이익 컨센서스로 인해 PBR(FQ0) 만큼 하단에 근접하진 않았으나, 상대적으로 낮은 수준에 위치해 있다.

밸류에이션 레벨이 Range 하단에 근접했다는 것은, 부정적인 이슈보다는 긍정적인 이슈에 주가가 보다 민감하게 작용할 수 있다는 의미이다. Part 2에서 언급했듯이, 주요 파이프라인들의 특허 만료를 앞둔 상황에서 많은 현금을 바탕으로 외형 성장 기술을 찾고 있는 빅파마, 신규 모달리티들에 대한 선제적 투자 증가 등이 긍정적 요인이 될 것으로 기대한다.

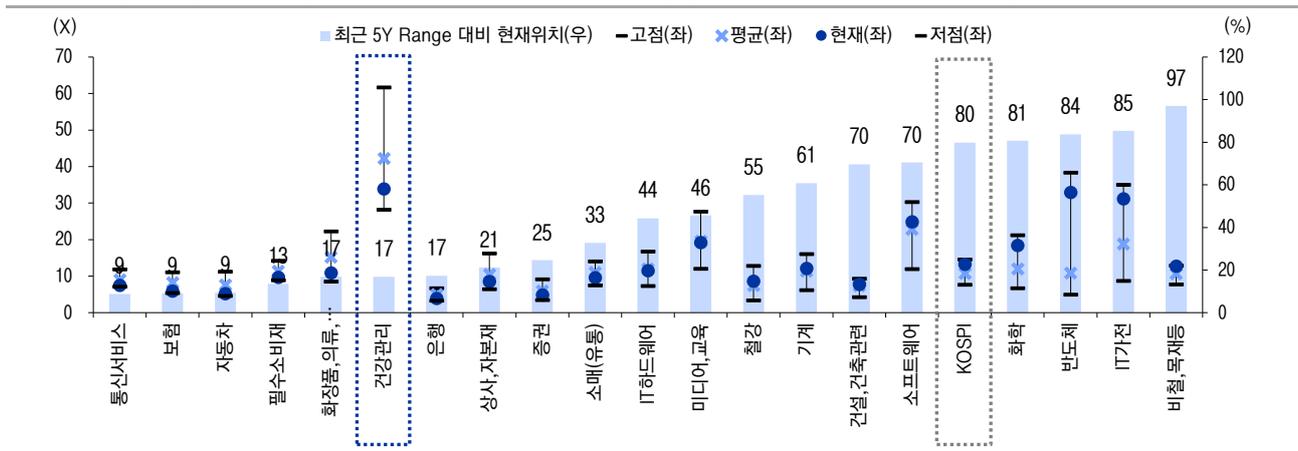
실적은, 상대적으로 부진한 수준이 예상되고 있는 것이 사실이다. 연간 단위로는 2022년에 이어 2023년에도 영업이익이 역성장 할 것으로 전망되고 있고, 역성장 폭 또한 확대될 것으로 전망되고 있다. 분기 단위로도 1Q23 혹은 2Q23에 이익 개선을 기대하지 못하고 있다. 그러나 1H22는 턴어라운드 시기라는 점에서, 그리고 컨센서스 추이가 상대적으로 견조한 흐름을 보이고 있다는 점에서 큰 문제가 아닐 것으로 판단한다.

그림2 PBR(FQ0) 5년 Range 대비 현재 위치: 운송 다음으로 낮은 수준의 건강관리



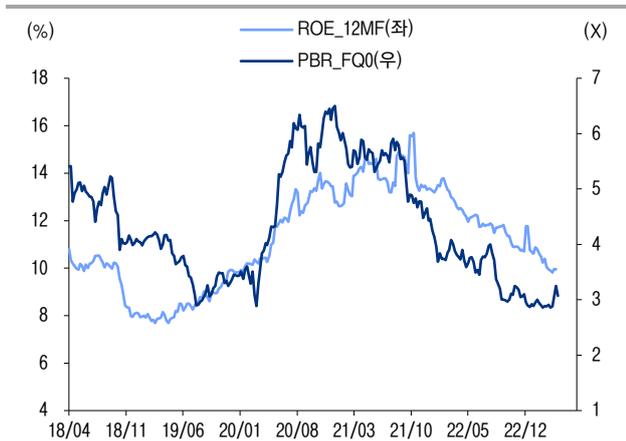
자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 PER(12MF) 5년 Range 대비 현재 위치: PER 관점에서, 상대적으로 낮은 위치에 있는 건강관리



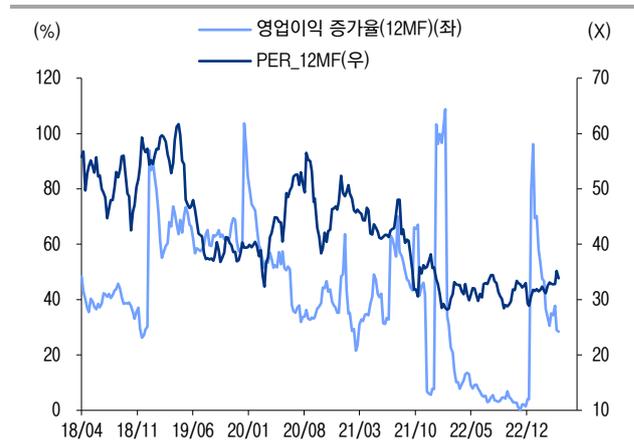
자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 건강관리 PBR(FQ0)과 ROE(12MF)



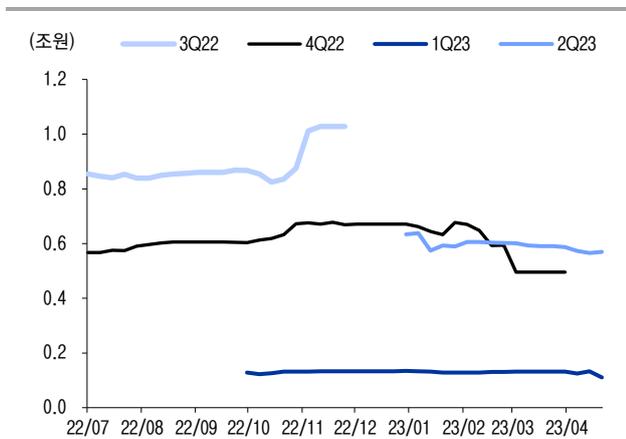
자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 건강관리 PER(12MF)와 영업이익의 증가율(12MF)



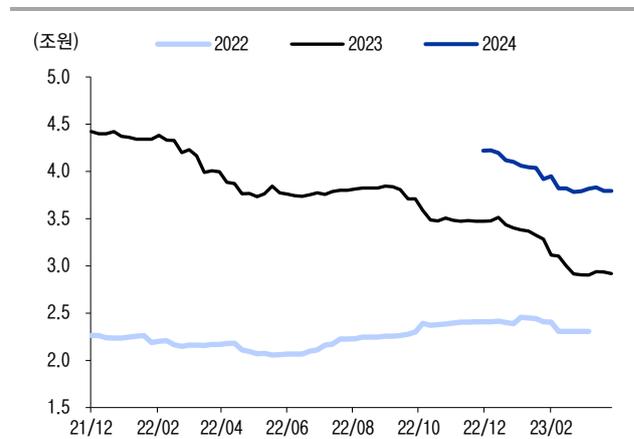
자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 건강관리 분기별 영업이익 컨센서스 추이



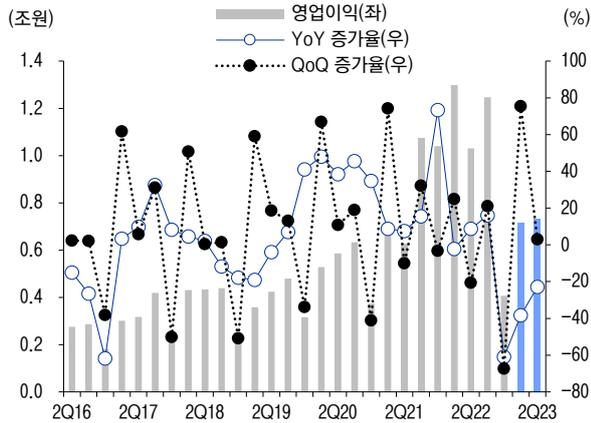
자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 건강관리 연도별 영업이익 컨센서스 추이



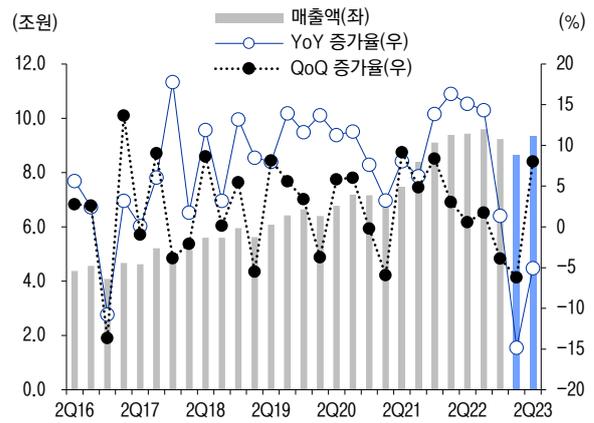
자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 건강관리 분기별 영업이익 추이



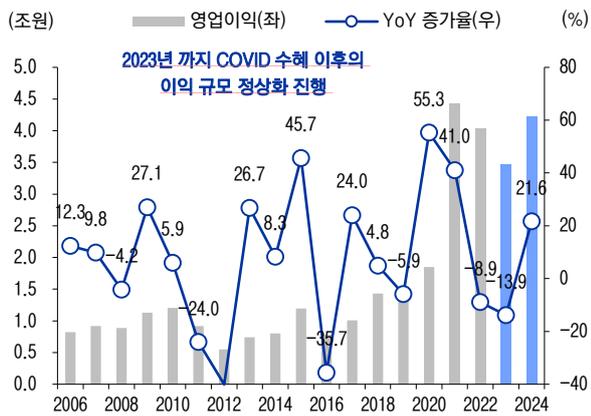
자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 건강관리 분기별 매출액 추이



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 건강관리 연도별 영업이익 추이



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림11 건강관리 연도별 매출액 추이



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

스타일 상, 성장주 선호

올해 상반기, 수출 증가율이 (+)로 돌아서는 시기까지 Size effect가 가장 중요한 요인이 될 것이며, 중소형주 보다는 대형주에 우호적인 환경일 것으로 전망한다. 수출 경기 턴어라운드 시기라는 점이 가장 중요한 원인이다. 중간재 수출 국가인 우리나라는 대형주가 경기에 보다 민감하기 때문에, 수출 증가율 저점 확인 및 반등 시기에 대형주 강세가 확인되기 때문이다. 또한 향후 금리 변동성이 안정된다면 성장주와 가치주 간의 성과 동조화가 나타날 수 있다는 점도, Size effect를 강조하는 이유 중 하나이다. 자세한 내용은 4월 11일 발간된 "막연한 두려움을 견디자" 자료를 참고하기 바란다.

다만 성장주와 가치주 관점에서는, 가치주보다 성장주 선호를 유지하고 있다.

첫번째 근거는, 로테이션 환경 하에서 가격이 메리트가 되는 상황에서 성장주가 여전히 가치주 대비 상대적으로 가격 메리트가 높다는 것이다. 2015년부터 시작된 스타일 로테이션 환경이 지금도 지속되고 있기에, 가격 메리트는 중요한 부분이다. 과거 2000년~2009년까지 한국이 5%에 가까운 성장률을 구가하고, 그에 따른 고금리 환경에서는 가치주가 주도할 수 있었다. 한편 2010년~2015년까지는 유럽 재정위기가 지속적으로 불거지는 가운데, 성장률 둔화와 낮은 금리, 그리고 유동성 유입이 성장주가 주도하는 시장이었다. 그러나 2016년부터 지금까지는 둘 중 어느 하나도 기대하기 어려운 시기이다. 또한 근시일 안에 로테이션 환경이 달라지기는 어려워 보인다.

두번째, 세번째 이유는 성장주와 가치주 각각의 초과수익 요인 상, 성장주에 우호적이고 가치주는 상대적으로 비우호적이기 때문이다. 성장주의 알파 요인은 유동성 유입에 따른 멀티플 확장이고, 가치주의 알파 요인은 이익 모멘텀이다. 앞서 언급한 대로 성장주는 주가가 부진했던 탓에 가치주 대비 밸류 프리미엄이 상대적으로 낮아져 있다. 상당 폭 낮아진 밸류 프리미엄은 되려 멀티플이 회복될 여지가 높아진 것으로 해석할 수 있다. 한편 가치주는, 그 알파 요인인 이익 모멘텀이 상대적으로 더 부진한 상황이다. 성장주와 대척점에 있는 가치주가 상대적으로 부진하다면 반대로 성장주에는 상대적으로 긍정적인 요인으로 작용할 수 있다.

그림12 한국 GDP 성장률 추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림13 글로벌 유동성 증가율(YoY) 추이



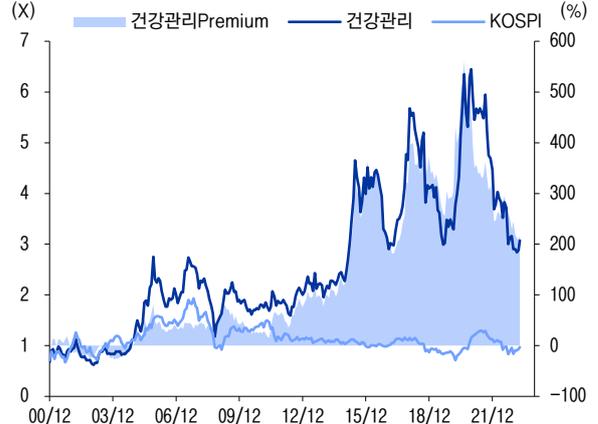
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림14 성장주의 가치주 대비 PBR Premium



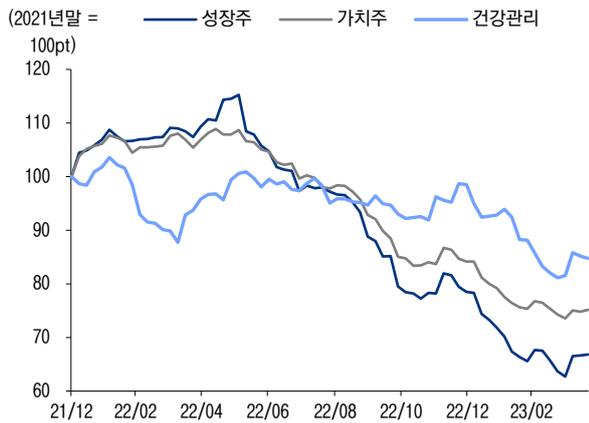
자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림15 건강관리 업종의 KOSPI 대비 PBR Premium



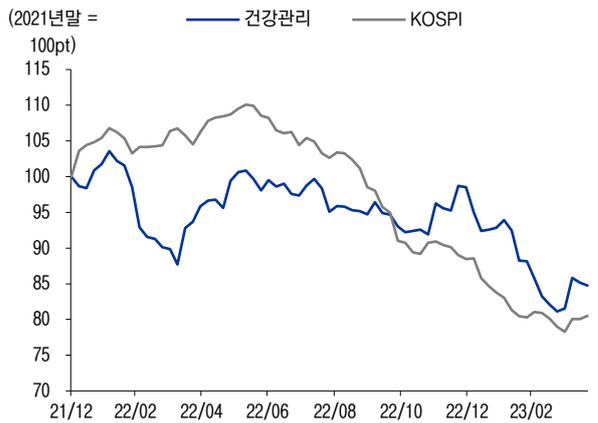
자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림16 성장주, 가치주, 건강관리의 영업이익(12MF) 추이



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림17 건강관리와 KOSPI 영업이익(12MF) 추이



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림18 순수 성장/가치 상대지수와 순수가치 영업이익(12MF)



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림19 순수 성장/가치 상대지수와 순수성장 PBR(FQ0)



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 금리 및 금리 변동성과 스타일 간 성과 상관관계 Matrix

구분	팩터 성과지표	이익 모멘텀	어닝 서프	성장	주가 모멘텀	변동성	퀄리티	가치	배당	
미 국채 10Y 금리	월평균	IC	0.17	0.10	-0.07	0.07	-0.02	0.20	-0.02	0.06
	레벨(%)	L/S(%p)	0.17	0.17	-0.08	0.05	-0.02	0.22	0.03	0.03
	월평균	IC	0.18	0.11	-0.07	0.09	-0.03	0.22	-0.05	0.08
	변동폭(%p)	L/S(%p)	0.18	0.18	-0.08	0.07	-0.04	0.24	0.00	0.02
금리 변동성 (MOVE Index)	월평균	IC	0.05	0.03	-0.02	-0.05	-0.11	0.04	0.02	0.01
	레벨(pt)	L/S(%p)	0.02	0.05	-0.04	-0.11	-0.10	0.01	0.05	0.11
	월평균	IC	0.04	0.11	-0.11	0.08	-0.25	0.13	-0.13	0.11
	변동(%)	L/S(%p)	0.02	0.13	-0.11	0.08	-0.26	0.17	-0.16	0.06

자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림20 기준 금리 인상/인하 폭과 금리 변동성: MOVE Index의 결정 요인



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

건강관리 종목 선정 모델

정량 기반의 종목 선정 ①

Quant 관점에서 건강관리 업종의 종목을 어떻게 선정할 수 있을까. 당사는 성장주와 관련 팩터로 널리 알려진 연구개발비를 중심으로 종목을 선별하는 방법을 제시한다. 연구개발비 관련 팩터와 상호 보완적이거나, 유사하게 성장주 강세 시 성과가 우수한 지표들을 조합하여 종목을 선별했다.

결론적으로 시가총액 3조원 이상의 대형주(10개 종목)에서는 셀트리온제약, HLB, SK바이오팜 등의 우선순위가 산정됐다. 시가총액 1천억원 이상의 종목으로 유니버스를 확대하면 휴온스, 대웅제약, 안국약품 등의 20개 종목을 선별할 수 있다.

본 자료에서는, 정량적인 접근과 정성적인 접근의 결합, 즉 Quantamental 적인 방식을 추구하고 있다. 제약/바이오는, 신약 개발과 관련한 불확실성과 개발 성공 이후의 라이선스 아웃 규모 등에 대한 판단이 쉽지 않기 때문에, Quantamental 접근이 창출하는 시너지가 더 클 것으로 기대한다.

결론적으로 시가총액 3조원 이상의 종목 중에서는 셀트리온제약과 SK바이오팜을, 시가총액 1천억 이상의 종목 중에서는 아미코젠과 지놈앤컴퍼니를 최종적인 선호 종목으로 제시한다.

표2 건강관리 업종 대형주 선호 종목 (SK 바이오팜, 셀트리온제약은 등 자료 Part 3에 수록)

No	코드	종목	시가총액	R&D_최근 4Q 합산		밸류		이익 및 성장			개인 수급	
				/ 매출	/ 시총	PSR	PEG	순이익 24MF	매출 FQO	영업 이익 증가율 추세 (YoY, 8Q)	4주 누적 시총 대비	순매수 일수 최근 10일중
			2023.4.21 (십억)	(%)	(%)	최근 4Q 합산 (X)	24MF (X)	1M Chg (%)	Surprise (%)		(%)	(일)
1	A326030	SK 바이오팜	5,427.1	49.9	2.3	22.1	n/a	40.7	-12.7	20.5	-0.5	4
2	A028300	HLB	4,103.4	24.4	1.1	22.4	n/a	n/a	n/a	-12.6	0.4	6
3	A068760	셀트리온제약	3,357.1	2.1	0.2	8.7	n/a	n/a	n/a	1.2	0.9	3
4	A008930	한미사이언스	3,043.1	n/a	n/a	2.9	n/a	n/a	n/a	-4.8	-0.6	1
5	A207940	삼성바이오로직스	55,871.6	n/a	n/a	18.3	10.1	-0.9	20.1	-15.8	0.0	6
6	A000100	유한양행	4,314.8	6.0	2.5	2.5	1.0	n/a	-1.3	43.6	-1.4	-
7	A128940	한미약품	3,919.4	11.6	3.9	2.9	0.9	n/a	-3.2	-4.3	-1.9	1
8	A302440	SK 바이오사이언스	5,827.9	12.7	1.0	12.8	n/a	-16.3	-17.6	0.4	-0.5	4
9	A068270	셀트리온	23,685.8	n/a	n/a	10.8	1.8	n/a	-14.2	11.4	-1.0	3
10	A091990	셀트리온헬스케어	10,998.5	0.9	0.2	5.8	0.8	n/a	-1.2	-3.1	-0.5	5

자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

표3 건강관리 업종 선호 종목: 시가총액 1 천억 이상 (아미코젠, 지놈앤컴퍼니는 등 자료 Part 3 에 수록)

No	코드	종목	시가총액 2023.4.21 (십억)	R&D_최근 4Q 합산		밸류		이익 및 성장			개인 수급	
				/ 매출 (%)	/ 시총 (%)	PSR 최근 4Q 합산 (X)	PEG 24MF (X)	순이익 24MF 1M Chg (%)	매출 FQ0 Surprise (%)	영업 이익 증가율 추세 (YoY, 8Q)	4주 누적 시총 대비 (%)	순매수 일수 최근 10 일중 (일)
1	A243070	휴온스	386.1	7.4	9.4	0.8	0.1	0.9	3.7	42.1	-0.0	3
2	A069620	대웅제약	1,250.2	12.8	13.1	1.0	0.2	n/a	3.1	6.9	0.6	7
3	A001540	안국약품	105.6	6.3	12.3	0.5	n/a	n/a	n/a	81.7	0.2	5
4	A002390	한독	211.5	4.4	11.3	0.4	n/a	n/a	n/a	9.3	0.2	6
5	A214680	디알텍	120.7	12.1	9.0	1.3	n/a	n/a	n/a	12.5	4.3	4
6	A214610	미코바이오메드	131.6	46.3	5.7	8.2	n/a	n/a	n/a	123.7	-0.4	4
7	A003090	대웅	868.6	10.0	19.6	0.5	n/a	n/a	n/a	-6.2	0.1	6
8	A095700	제넥신	503.6	163.9	5.3	27.1	n/a	n/a	n/a	36.1	1.7	9
9	A054950	제이브이엠	233.1	5.6	3.4	1.6	0.3	3.4	-0.7	-17.7	1.2	6
10	A187420	제노포커스	110.9	42.0	10.5	4.1	n/a	n/a	n/a	4,778.9	0.1	5
11	A054050	농우바이오	145.2	11.8	11.8	1.0	n/a	n/a	n/a	117.5	-0.3	3
12	A086900	메디톡스	1,705.9	n/a	n/a	9.4	1.7	n/a	1.7	-57.2	-0.4	6
13	A092040	아미코젠	336.6	8.6	3.7	2.3	n/a	n/a	n/a	530.0	0.5	8
14	A271980	제일약품	277.9	5.7	14.8	0.4	n/a	n/a	n/a	120.6	-0.3	2
15	A234690	녹십자웰빙	137.4	4.6	3.7	1.3	n/a	n/a	n/a	6.9	0.7	6
16	A164060	이루다	140.0	9.5	3.1	2.7	n/a	n/a	n/a	4.6	1.0	2
17	A348150	고바이오랩	280.7	122.3	5.1	25.1	n/a	n/a	n/a	0.6	8.0	9
18	A228850	레이언스	198.1	6.3	4.7	1.4	n/a	n/a	-1.2	3.8	0.1	7
19	A007570	일양약품	331.7	6.8	7.8	0.9	n/a	n/a	n/a	-29.0	0.2	4
20	A314130	지놈앤컴퍼니	315.7	261.2	11.7	23.3	n/a	n/a	n/a	9.1	3.5	7

자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

백테스트 성과와 방법론

백테스트 결과, 유의미한 성과가 도출됨을 확인했다.

20개 종목의 동일가중 포트폴리오와 건강관리 업종 동일가중 지수 간의 성과를 비교했을 때, 총 219개월 중 148개월(67.6%) 동안 (+) 초과수익률을 기록했고, 월별 단순평균 초과수익률은 1.40%p를 기록했다. 시가총액 가중 포트폴리오와 건강관리 업종 지수(시가총액 가중) 간의 성과를 비교했을 때, 총219개월 중 131개월(59.8%) 동안 (+) 초과수익률을 기록했고, 월별 단순평균 초과수익률은 1.29%p를 기록했다.

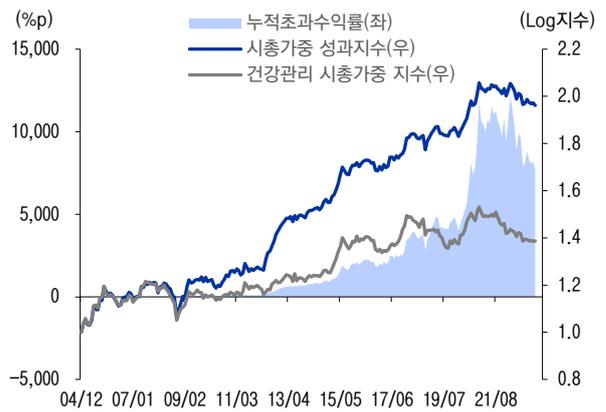
동일가중 포트폴리오(vs. 동일가중 지수)가 시가총액 가중 포트폴리오(vs. 시가총액 가중 지수)대비 더 우수한 초과수익을 기록하는 모습이 확인되는데, 이는 정량 기반의 종목 선별이 효과가 있는 접근 방법임을 보여주는 것으로 해석할 수 있다.

그림21 포트폴리오 성과: 동일가중 기준



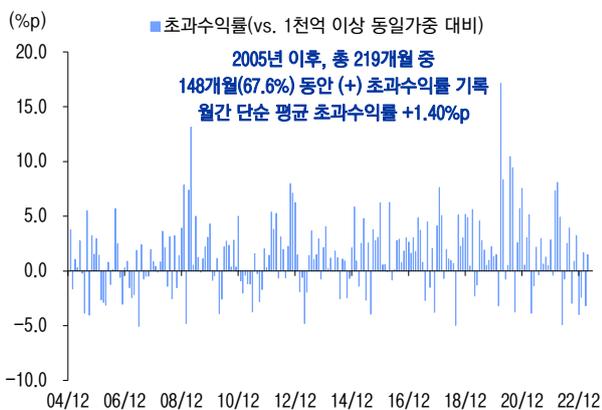
자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림22 포트폴리오 성과: 시총가중 기준



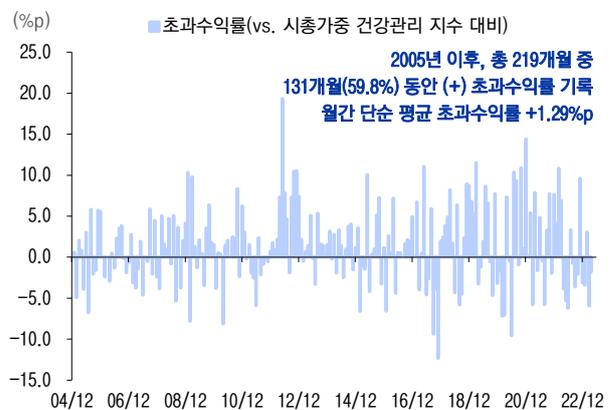
자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림23 월별 포트폴리오 성과: 동일가중 기준



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림24 월별 포트폴리오 성과: 시총가중 기준



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

건강관리 종목 선정 모델 방법론

1) 유니버스 구성: 매 월말 기준, 건강관리 섹터 구성종목 중 시가총액 1,000억 이상인 종목

2) 종목 선정 기준: 아래 9개 지표의 종합 점수 상위 종목 선별

(1) R&D

- ① R&D / Sales_최근 4개 분기 합산 기준
- ② R&D / 시가총액_최근 4개 분기 합산 기준

(2) 밸류에이션

- ③ PSR_최근 4개 분기 합산 기준
- ④ PEG_24M Fwd

(3) 이익관련 지표

- ⑤ 순이익_24M Fwd의 1개월전 대비 변화율
- ⑥ 매출액 서프라이즈 비율_FQ0 기준
- ⑦ 영업이익 증가율(YoY) 추세_8개 분기

(4) 수급

- ⑧ 개인 순매수 / 시가총액_최근 4주 누적 기준
- ⑨ 개인 순매수 일수_최근 10거래일 기준

3) 포트폴리오 구성

종합 점수 최상위 20개 종목을 동일 가중 또는 시가총액 가중으로 구성. 각 구성 방식에 맞는 BM과 비교

정량 기반의 종목 선정 ②

부가적으로, 제약/바이오 업종 담당자가 중요하게 생각하는 지표를 통해 중소형 종목 선별 방법에 대해서도 검토했다. Quant적인 접근이 주식시장 일반, 그리고 포트폴리오 매니저 관점이라면 업종 담당자의 관점은 보다 업종의 특성을 고려한 접근이라는 점에서 성과를 기대해볼 만하다.

우선 유니버스는, 시가총액 1천억원 이상이면서 시가총액 최상위 10개 종목을 제외한 종목을 대상으로 하고 있다. 해당 종목들 중 최근 3년간 연구개발비가 15% 이상 증가(CAGR)했고, 유동비율이 300% 이상이며, 최근 3년간 영업흑자를 지속했거나 FY1 흑자가 전망되는 종목을 선별했다.

현 시점에 선별된 종목은 한올바이오파마, 환인제약, 나노엔텍, 인바디 등을 비롯한 29개 종목이며, 본 자료에서는 한올바이오파마와 바이오니아를 선호 종목으로 제시하고 있다.

표4 건강관리 업종 선호 종목: 시가총액 1천억 이상 (한올바이오파마, 바이오니아, 진시스템은 동 자료 Part 3에 수록)

No	코드	종목	시가총액	R&D 비용	유동비율	영업이익				PER	PBR	ROE
			2023.4.21 (십억)	3년 CAGR (%)		FQ0 (%)	FY-2 (십억)	FY-1 (십억)	FY0 (십억)	FY+1 (십억)	12MF (X)	FQ0 (X)
1	A009420	한올바이오파마	1,178.0	16.1	391.8	5.9	10.1	1.5	15.2	68.0	6.40	9.4
2	A016580	환인제약	308.8	72.6	621.8	28.4	31.3	29.8	21.7	15.9	0.75	5.5
3	A039860	나노엔텍	156.0	42.0	836.9	3.4	5.2	4.4	n/a	n/a	2.49	n/a
4	A041830	인바디	416.0	19.0	705.5	19.1	35.9	40.7	45.1	10.1	1.77	16.2
5	A046210	파나진	128.4	18.7	1,833.5	5.1	4.2	1.6	n/a	n/a	3.80	n/a
6	A058820	CMG 제약	320.8	62.1	616.7	1.8	1.7	3.0	n/a	n/a	1.65	n/a
7	A064550	바이오니아	1,355.0	17.1	370.0	105.2	47.1	11.5	4.7	n/a	5.46	n/a
8	A085370	루트로닉	674.1	22.3	326.5	6.2	29.8	55.4	64.3	13.5	4.22	26.3
9	A096530	씨젠	1,404.9	109.7	530.3	676.2	666.7	196.5	95.4	15.5	1.07	6.8
10	A099430	바이오플러스	402.0	71.4	1,119.1	12.3	18.2	25.3	33.3	15.2	3.57	21.3
11	A100700	세운메디칼	126.6	27.1	1,367.6	14.4	15.4	12.2	n/a	n/a	0.98	n/a
12	A122310	제노레이	115.4	40.6	391.7	11.1	15.0	14.9	n/a	n/a	1.25	n/a
13	A137310	에스디바이오센서	2,350.2	111.0	847.6	738.3	1,387.7	1,146.6	245.0	9.3	0.75	7.8
14	A145020	휴젤	1,651.0	24.8	348.5	78.1	95.6	101.4	110.3	16.8	1.65	9.3
15	A205470	휴마시스	543.4	49.0	315.6	25.4	193.6	214.7	n/a	n/a	1.27	n/a
16	A206640	바디텍메드	295.5	17.3	727.7	66.0	51.9	24.7	n/a	n/a	1.64	n/a
17	A214150	클래시스	1,405.7	42.6	408.0	40.6	51.7	68.9	83.6	18.9	6.07	25.5
18	A214370	케어젠	2,406.4	20.1	1,515.0	32.0	28.2	33.6	69.5	n/a	9.55	n/a
19	A214450	파마리서치	972.8	29.1	455.9	33.4	52.5	65.9	83.0	14.7	2.88	17.2
20	A225220	제놀루션	129.1	48.6	1,174.6	54.0	41.3	14.7	n/a	n/a	1.11	n/a
21	A228850	레이언스	205.4	29.5	698.8	8.4	24.1	25.4	28.5	8.6	0.84	10.1
22	A251120	바이오에프디엔씨	142.5	15.7	750.6	2.9	3.1	4.9	5.6	28.1	2.74	8.9
23	A253840	수전텍	151.6	24.7	416.4	22.5	34.8	25.0	n/a	n/a	1.02	n/a
24	A290650	엘앤씨바이오	689.6	17.7	343.1	7.3	13.2	9.5	13.6	47.2	6.75	13.2
25	A335890	비올	300.4	50.9	768.5	3.4	5.4	12.9	21.0	13.6	7.78	40.0
26	A347740	피앤케이피부임상연구센터	107.4	23.4	1,956.6	7.2	6.5	5.6	n/a	n/a	1.47	n/a
27	A363250	진시스템	114.3	40.9	1,549.5	3.3	2.3	-6.6	0.3	n/a	2.99	n/a
28	A377740	바이오노트	691.7	64.5	1,666.2	558.0	470.1	295.4	n/a	n/a	0.40	n/a
29	A950130	엑세스바이오	395.8	35.6	364.6	68.7	260.1	469.2	n/a	n/a	0.58	n/a

자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

Part II

국내외
제약바이오
주요 이슈

바이오 업황 점검 및 국내외 이슈

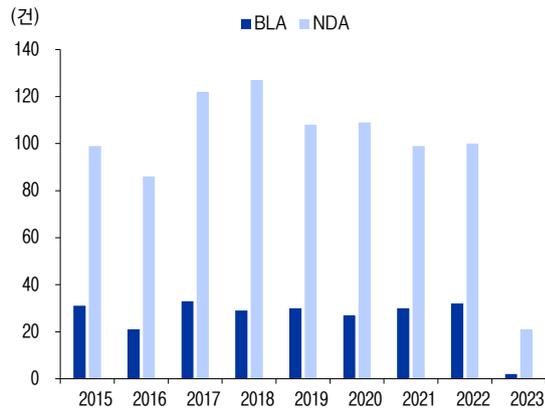
2021년부터 2022년은 매크로적인 이슈와 금리 불확실성으로 대표적인 성장주 '제약바이오'에 타격이 있던 2년이었다. 그러나 글로벌 빅파마들과 국내 대형바이오들의 행보는 상대적으로 견조했다. 4Q22부터 기술이전계약이나 M&A가 증가하는 듯 했으나 경기침체와 금리 인상기를 이기지 못하고 힘들어진 바이오섹터가 많았다. 그에 반해 현금보유액이 늘어난 빅파마들은 주요 파이프라인들의 특허만료를 앞두고 단기간에 매출창출이 가능하거나 외형성장을 도울 수 있는 계약을 선호한 것으로 보인다. 특히 상용화된 파이프라인이나 플랫폼에 대한 선호도가 확인 되었으며 비상장에서도 TOP 10 바이오섹터에 투자 쏠림 현상이 보였다.

그 외에 미래 성장동력으로 상대적으로 신규 모달리티들에 대한 선제적 투자가 다수 이루어진 것으로 확인되며 유전자치료제, 세포치료제, 이중항체 분야가 주목 받고 있다. 추가 성장동력이 필요해진 글로벌 바이오 기업들은 초기 유효성이 확보된 파이프라인이나 기술들에 대한 관심을 지속적으로 보이고 있으며 글로벌 바이오 트렌드와 부합하는 기업들은 경제 침체나 인플레이, 매크로적인 이슈와 상관 없이 좋은 라이선스 계약이 체결된 것을 알 수 있다. 그러나 여전히 뚜렷한 M&A나 라이선스계약 증가 추세전환이 확인되지 않았으며 신규 모달리티를 접목시켜 우수한 임상 데이터가 발표된 경우 신약 승인률 및 계약 가능성이 높아진 정도만 확인 되었다. 원인이 확실한 질환의 경우 기존에 의약품이 이미 존재하는 경우가 많고, 신약이 탄생하기 위해서는 기존 의약품 대비 안전성과 유효성에 있어서 뛰어나야 하기 때문에 신약 승인률은 저조한 상태다.

2023년은 1)에자이-바이오젠의 레카네맵, 2)세레스 테라퓨틱스의 최초의 경구용 마이크로바이옴 치료제, 3)면역항암제인 ADC 항암제의 병용요법 FDA 첫 승인, 4)모더나 mRNA 항암백신의 긍정적인 임상2상 세부결과 AACR 확인, 5)2H23 크리스퍼 테라퓨틱스의 유전자 편집기술이 접목된 유전자 치료제 승인결과와 같은 '신규 모달리티'의 성공 가능성이 유독 많은 한 해이다. 그리고 이러한 이벤트들은 제약바이오에 있어서 긍정적인 요소들이 될 수 있다.

신약개발이 제약바이오 산업에 있어서 가장 중요하지만 그만큼 어렵고, 시간과 비용이 많이 소요된다. 이러한 단점을 극복하기 위해 글로벌 빅파마들은 초기 유효성이 확보된 기술 확보, 이미 매출창출이 가능한 파이프라인 도입, 그리고 AI 플랫폼을 접목시켜 다양한 방식을 시도하고 있다. 블록버스터급 약물이 나오기 위해서는 신규 모달리티가 접목되어야만 하기 때문에 그에 따라 바이오섹터 스크리닝도 다수 진행되고 있으며 그 결실은 금리 인하기와 더불어 함께 올 수 있을 것이라 전망한다.

그림25 FDA 신약 승인 추이



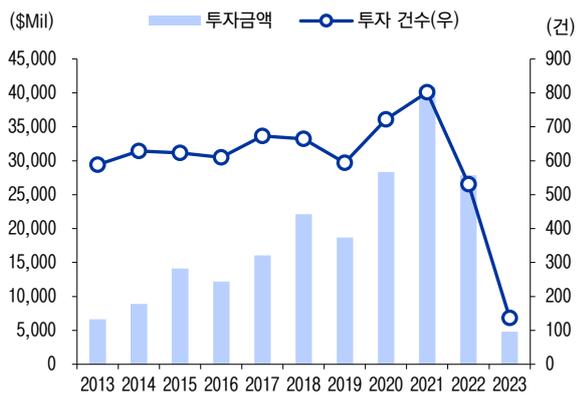
자료: Evaluate Pharma, 이베스트투자증권 리서치센터

그림26 글로벌 특허만료에 따른 위험 매출 추이 및 전망



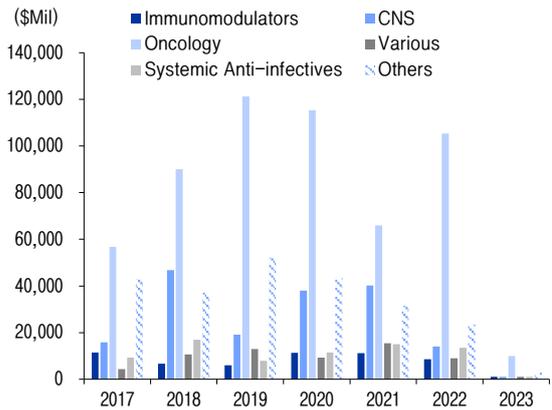
자료: Evaluate Pharma, 이베스트투자증권 리서치센터

그림27 글로벌 VC 투자유치 추이



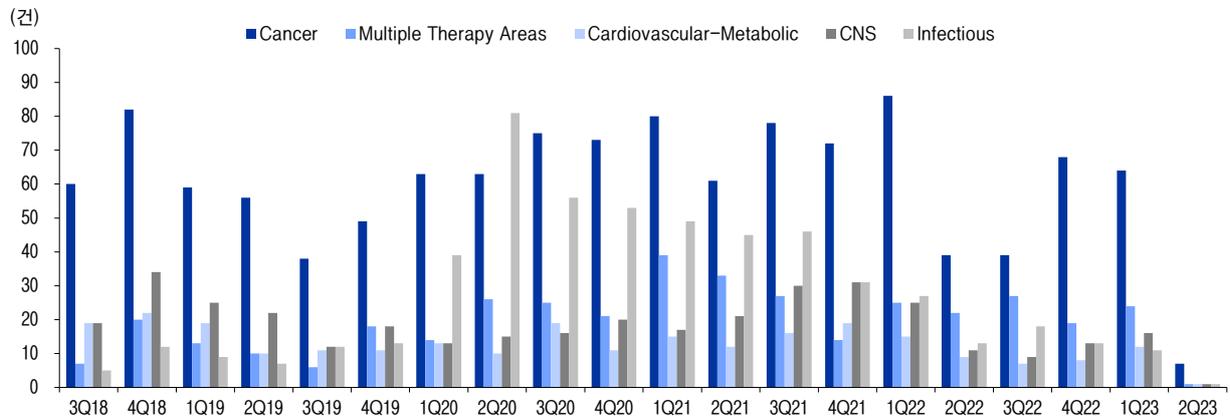
자료: Evaluate Pharma, 이베스트투자증권 리서치센터

그림28 글로벌 라이선스 계약 금액 추이



자료: Evaluate Pharma, 이베스트투자증권 리서치센터

그림29 글로벌 라이선스 계약 적응증별 추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

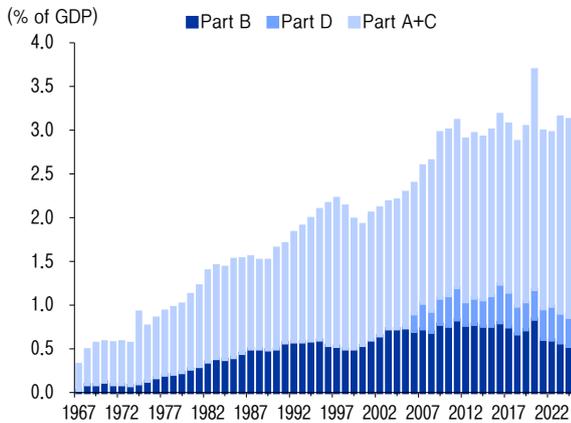
바이든의 IRA, 우리 바이오 안전한가?

2022년 8월 16일, 조 바이든 미국 대통령이 총 7,400억 달러 규모의 인플레이션 감축법 (Inflation Reduction Act, IRA)에 최종 서명했다. 그 중 약가 인하를 포함한 건강보험개혁법 보조에 640억 달러 규모의 투자가 예고되었다. 헬스케어와 관련된 상세 지침은 Subtitle B와 Subtitle C에 수록되어 있으며 Subtitle B는 약가 협상을 통한 약가 인하 내용이 주를 이룬다. Subtitle C는 22년 말까지 예정되어 있던 ACA(Affordable Care Act) 보조금을 25년 말로 3년 연장하는 조항을 포함한다.

Subtitle B를 살펴보기 전에 미국의 메디케어 보험 프로그램을 이해할 필요가 있다. 상세 조항은 메디케어 보험 프로그램 Part B와 D를 중심으로 서술되어 있다. 미국의 메디케어 Part B는 의사 서비스, 외래 환자 치료 및 Part A가 다루지 않는 의료 서비스를 제공한다. 독감 예방접종, 눈 검사 및 암 검사와 같이 의료 문제를 예방하거나 관리하는 데에 도움이 되는 검사 관련 예방 서비스를 다룬다. 긴급 치료 또는 응급실 치료도 Part B에 해당된다. Part D의 경우 Part A와 B에서 보장되는 것을 제외한 처방약을 보장한다.

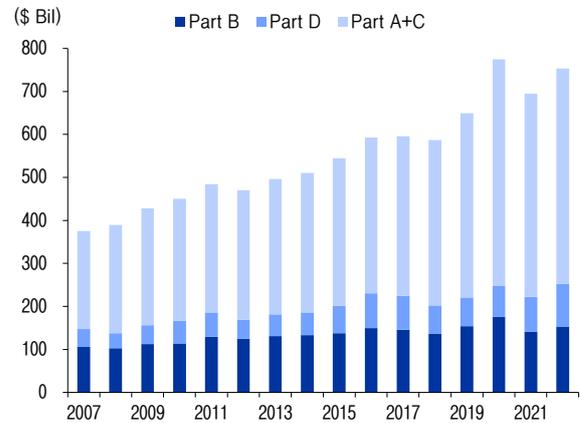
Subtitle B는 메디케어 보험 프로그램 Part D에 해당하는 의약품을 대상으로 약가 협상을 진행한다. 세부 조항을 확인해본 결과 이후 Part B 의약품으로 범위를 확대할 계획임을 알 수 있으며, 적용 품목 수 역시 2026년 Part D 품목 10개를 시작으로 2029년부터는 Part B, Part D 각각 20개 품목으로 확대할 예정이다.

그림30 미국 GDP 대비 메디케어 지출액 비중 추이 (~FY2024)



자료: usgovernmentsspending.com, 이베스트투자증권 리서치센터

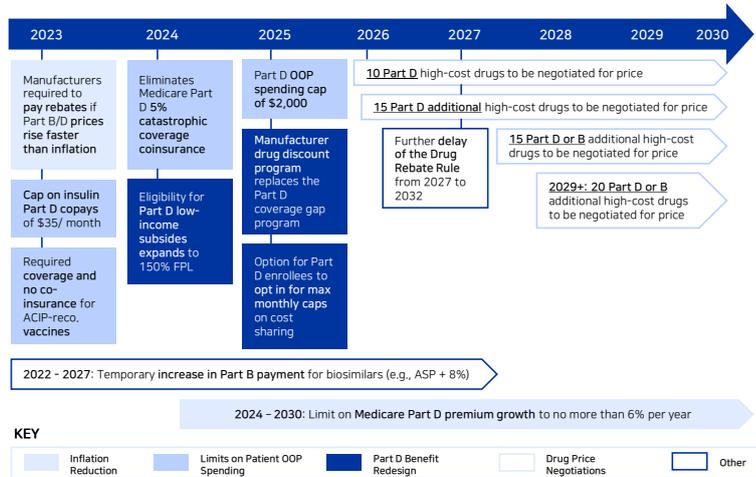
그림31 메디케어 항목별 지출액 추이



자료: usgovernmentsspending.com, 이베스트투자증권 리서치센터

IRA 세부내용

그림32 IRA 헬스케어 관련 타임라인



자료: congress.gov, whitehouse.gov, 이베스트투자증권 리서치센터

표5 IRA 헬스케어 관련 부분 요약 (Subtitle B, C)

	분류	내용
Subtitle B (Prescription Drug Price Reform)	메디케어 약가 협상 프로그램	
	대상	메디케어 Part D, Part B 지출 상위 품목 50개 의약품 중, 미국 FDA 승인 이후 특정 기간(저분자 합성 의약품: 9년, 바이오 의약품: 13년) 이상 제네릭, 시밀러가 출시되지 않은 의약품
	제외 조건	- 시장의 크기가 작아 제약사들의 개발 동기가 낮은 휘귀의약품 - 연간 메디케어 지출액 2억달러 미만 의약품 (인플레이션에 따라 매년 조정) - 혈장 유래 의약품 - 메디케어 지출액이 2억달러 미만 의약품 - Part B, D 전체 지출액의 1% 미만 의약품 - 제조사 매출 80% 이상을 차지하는 의약품
	품목 수	26년부터 미국 공공의료보험기관(Centers for Medicare & Medicaid Services, CMS)이 Part D에 해당하는 의약품을 10개 품목을 대상으로 약가 협상을 시작 → 2027년 Part D 15개 품목 → 2028년 Part D, Part B 각각 15개 품목 → 2029년부터는 매년 Part D, Part B 각각 20개 품목
	협상 약가 기준	최대 공정 가격(Maximal Fair Price, MFP)
	협상 거부 페널티	65%의 소비세 부과(최대 95%)
	정부 리베이트	
	리베이트 기준	- 인플레이션 이상의 약가인상을 만큼 정부에 리베이트 지불 - 이를 지불하지 않을 시, 리베이트 금액 125% 이상의 민사 벌금
	메디케어 Part D 재설계	
	본인 부담 제한	- 24년부터 보험급여가 적용되어, 재난적 단계에서 5%의 비용 부담 제한 - 25년부터 Part D에서 환자 본인 부담 비용을 2,000달러로 상한 제한
	보조금 자격 대상 확대	(현재) 연방 빈곤 수준의 135%까지만 전액 혜택, 135%~150%는 부분 혜택 → 연방 빈곤 수준의 150%까지 전액 혜택
	보험료 인상을 제한	Part D 보험료 증가율을 24년부터 29년까지 연 6% 이하로 제한
	인술린 본인부담 제한	23년부터 인술린 본인부담 지출 한도를 월 35달러로 제한
	백신 무상 접종	질병통제예방센터(CDC)의 자문위원회 승인 백신 무상 접종
바이오시밀러 인센티브		
바이오시밀러 지불 강화	- 22.10.01부터 27년까지 메디케어 Part B 추가 지불 +6% → +8%로 인상 - 24.07.01 이후 초기 지불 비율 WAC +3% or ASP +6%로 설정	
Subtitle C (Affordable Care Act subsidies)	오바마케어(Affordable Care Act, ACA) 보조금 연장	
	기간 연장	기존 22년 말에 만료 예정이었으나 이를 25년 말까지 연장

자료: congress.gov, whitehouse.gov, 이베스트투자증권 리서치센터

표6 2021년 메디케어 Part D 지출액 Top 20 의약품

No.	제품명	제네릭명	제조사	지출액 (\$ Bil)	복용량 당 지출액 (\$)	2021 복용량 당 지출액 증가 (%) (vs 2020)	복용량 당 지출액 연평균 증가율 (%) (2017-2021)
1	Eliquis	Apixaban	BMS Primarycare	12.58	8.5	7.7	7.3
2	Revlimid	Lenalidomide	Celgene/BMS	5.89	840.2	5.8	7.6
3	Xarelto	Rivaroxaban	Janssen Pharm.	5.23	16.4	6.1	6.5
4	Trulicity	Dulaglutide	Eli Lilly & Co.	4.70	432.4	7.9	7.0
5	Januvia	Sitagliptin Phosphate	Merck Sharp & D	4.06	16.9	6.7	7.0
6	Jardiance	Empagliflozin	Boehringer Ing.	3.74	18.6	6.7	7.2
7	Imbruvica	Ibrutinib	Pharmacyclics,	3.15	426.9	8.7	35.7
8	Humira(Cf) Pen	Adalimumab	Abbvie US LLC	2.91	3,093.3	9.2	7.8
9	Lantus Solostar	Insulin Glargine, Hum.Rec.Anlog	Sanofi-Aventis	2.83	28.8	1.4	3.8
10	Ozempic	Semaglutide	Novo Nordisk	2.62	452.7	4.4	3.8
11	Xtandi	Enzalutamide	Astellas Pharma	2.41	112.3	10.6	7.2
12	Trelegy Ellipta	Fluticasone/Umeclidin/Vilanter	Glaxosmithkline	2.39	10.3	6.4	4.8
13	Biktarvy	Bictegrav/Emtricit/Tenofov Ala	Gilead Sciences	2.20	118.6	6.7	6.1
14	Myrbetriq	Mirabegron	Astellas Pharma	1.99	14.2	4.5	7.2
15	Symbicort	Budesonide/Formoterol Fumarate	Astrazeneca	1.95	36.8	4.5	5.6
16	Ibrance	Palbociclib	Pfizer US Pharm	1.89	646.4	5.4	4.9
17	Novolog Flexpen	Insulin Aspart	Novo Nordisk	1.82	38.4	1.2	2.2
18	Entresto	Sacubitril/Valsartan	Novartis	1.72	10.0	8.8	9.3
19	Restasis	Cyclosporine	Allergan Inc.	1.63	10.5	7.0	8.1
20	Pomalyst	Pomalidomide	Celgene/BMS	1.60	958.1	5.7	7.7

자료: CMS, 이베스트투자증권 리서치센터

표7 2021년 메디케어 Part B 지출액 Top 20 의약품

No.	제품명	제네릭명	제조사	지출액 (\$ Bil)	복용량 당 지출액 (\$)	2021 복용량 당 지출액 증가 (%) (vs 2020)	복용량 당 지출액 연평균 증가율 (%) (2017-2021)
1	Keytruda	Pembrolizumab	Merck Sharp & D	3.97	46.2	2.0	0.2
2	Eylea	Aflibercept	Regeneron Pharm	3.42	908.9	-1.4	-1.4
3	Prolia*	Denosumab*	Amgen	1.78	19.2	4.8	3.8
4	Opdivo	Nivolumab	BMS Primarycare	1.57	26.0	1.5	0.2
5	Darzalex Faspro	Daratumumab-Hyaluronidase-Fihj	Janssen Biotech	1.05	44.4	-	-
6	Lucentis	Ranibizumab	Genentech, Inc.	1.04	313.6	-6.0	-4.2
7	Orencia*	Abatacept*	BMS Primarycare	0.99	49.2	-8.4	1.5
8	Rituxan	Rituximab	Genentech, Inc.	0.77	81.0	-5.2	-3.3
9	Tecentriq	Atezolizumab	Genentech, Inc.	0.66	71.8	0.2	-1.2
10	Soliris	Eculizumab	Alexion Pharm	0.64	205.7	1.1	-1.7
11	WHR	Ocrelizumab	Genentech, Inc.	0.61	51.1	-7.4	-2.6
12	Entyvio	Vedolizumab	Takeda Pharme	0.53	19.0	2.9	1.7
13	Neulasta*	Pegfilgrastim*	Amgen	0.52	2,383.9	-32.5	-12.9
14	Remicade	Infliximab	Janssen Biotech	0.51	39.4	-20.2	-17.1
15	Gammagard Liquid	Immun Glob G(Igg)/Gly/Iga Ov50	Baxalta US Inc.	0.50	41.1	10.2	1.0
16	Cimzia	Certolizumab Pegol	UCB Pharma	0.50	7.1	-11.0	-0.9
17	Darzalex	Daratumumab	Janssen Biotech	0.48	52.2	3.7	2.6
18	Alimta	Pemetrexed Disodium	Eli Lilly & Co.	0.48	66.5	3.2	1.3
19	Fluzone High-Dose	Flu Vacc TS2015-16(65yr,up)/PF*	Sanofi-Pasteur	0.48	62.2	8.7	8.9
20	Imfinzi	Durvalumab	Astrazeneca	0.45	70.2	-5.3	-1.4

자료: CMS, 이베스트투자증권 리서치센터

작년 IRA 서명 이후 올해 후속조치 공개 예정

지난 3월 22일 작년 9월 행정명령에 대한 후속조치로 바이든 행정부가 바이오 보고서를 공개한 바 있다. 향후 5년 내에 저분자 의약품에 대한 원료의약품(API)의 최소 25%를 자국 내에서 생산하겠다는 목표를 언급했다. 4대 핵심 품목(반도체, 전기차 배터리, 희토류, 의약품) 공급망 강화를 추진 중이던 미국이 중국 견제 방안을 또 하나 내놓은 것이다. 실제로 보고서 상으로도 대부분의 저분자 의약품 원료가 중국과 인도 등의 해외의 공정을 통해 합성된다며 공급망 위험을 우려했다. 향후 20년 내에 미국 내 화학물질 수요의 최소 30%를 미국에서 생산할 것으로 밝혔다. 또한 20년 안에 현재 사용되고 있는 플라스틱의 90% 이상을 재활용이 가능한 바이오 기반 화합물로 대체할 것이라는 목표를 포함하여, 바이오 가스 포획을 통한 온실가스 및 메탄가스의 감축, 미생물의 게놈 서열 분석을 통한 유전자 기능 분석 등의 내용도 포함되어 있다.

표8 바이오 경제 활성화를 위한 부처별 목표를 제시

부문	부처	주요 목표
공급망 탄력성	상무부	- 5년 내 분자 의약품에 대한 원료의약품(API)의 최소 25%를 자국 내에서 생산 - 20년 내 지속가능하고 비용 효율적인 바이오 제조를 통해 미국 화학물질 수요 최소 30%를 자국 내에서 생산
첨단기술	국립과학재단	- 5년 내 100만 종에 이르는 미생물의 게놈 서열을 분석 → 새로 발견된 유전자 기능의 최소 80% 이해
건강	보건복지부	- 20년 내 세포 기반 치료제 제조 규모를 확대 접근성 확대 및 건강불평등 해소
기후변화 대책	에너지부	- 20년 내 바이오 기반 공급원료를 재활용이 가능한 폴리머로 전환하기 위해 효율적 지속가능한 경로 개발 → 플라스틱 및 기타 상업용 폴리머의 90% 이상 규모 대체
식량 및 농업 혁신	농림부	- 30년까지 비료 관리시스템 중 바이오가스 포집 및 활용 증대, 반추 가축(소), 매립지 음식물 쓰레기 메탄 배출 감소 → 온실가스배출 50%, 메탄배출 30% 감소 목표

자료: 백악관, 한국제약바이오협회, 이베스트투자증권 리서치센터

표9 국내 주요 제약바이오 기업의 미국 내 설비 및 생산거점 보유 현황

기업	유무	기업	유무	기업	유무
삼성바이오로직스	X	에스티팜	X	차바이오텍	O
셀트리온	X	대웅제약	X	한올바이오파마	O
SK바이오사이언스	X	에이비엘바이오	X	바이넥스	X
SK바이오팜	O	레고켐바이오	X	메디포스트	X
알테오젠	X	지씨셀	O	롯데바이오로직스	O
차바이오텍	O	지놈앤컴퍼니	O	삼일제약	X
진원생명과학	O	엔케이맥스	O	현대바이오	X

자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

우리나라 정부는 이러한 미국의 움직임이 국내 기업에 미치는 영향이 제한적일 것이라는 입장을 밝혔다. 원료의약품(API) 25% 자급화 목표는 주로 중국과 인도에 대한 수입의존도를 낮추기 위함이므로 국내 업계에 대한 영향은 없을 것이라고 예상하나, 중장기적으로는 수익성 극대화 및 밸류체인 안정화를 위한 국산화는 추진 되어야만 한다. 국내 역시 중국, 인도에 대한 원료의약품 의존도가 높으며 이는 중국, 인도 등이 원료의약품 가격 경쟁력이 높기 때문이다. 2020년 기준 중국+일본+인도 3국의 원료의약품 수입액은 전체의 59%이며, 중국 9200억(36.1%), 일본 3000억(30.7%), 인도 2700억(10.6%)이다. 국내 원료의약품 지급률은 하락세를 기록 중인데, 정부의 바이오 소부장 및 원료의약품 국산화 정책이 추진되며 국산화와 자국 생산으로 인한 수출 가능성이 높아지고 있다.

바이든이 부통령 시절부터 밀던 정책 'Cancer Moonshot'

미국은 2016년부터 Cancer Moonshot 프로젝트를 언급하며 2017년부터 7년간 \$1.8B를 투자하겠다고 밝힌 바 있다. 그러나 코로나19 및 외부적 요인으로 정책 추진이 미뤄졌었고 2022년 2월 바이든 대통령의 중간선거 유세로 다시 부활하며 4월 3일 미국 보건복지부에서 세부 계획을 발표했다.

표10 Professional Judgement Budget Proposal for Fiscal Year(FY) 2024

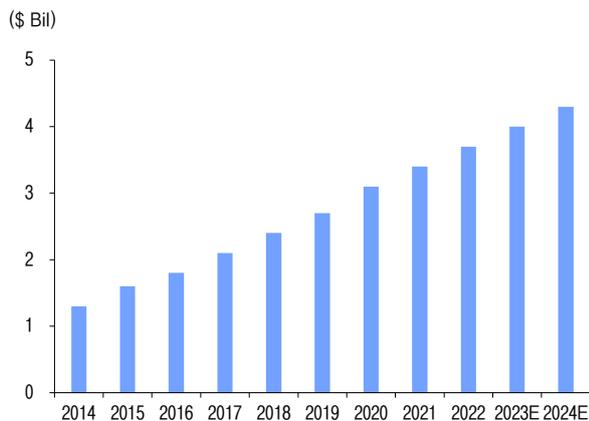
항목	예산	내용
Prior(FY2023) Professional Judgment Budget Proposal	\$7,550	
Proposed Budget increase for FY 2024 to Seize Opportunities for Progress	\$1,166	\$354 Cancer Biology Research \$247 Cancer Prevention Research \$192 Cancer Detection & Diagnosis Research \$227 Cancer Treatment Research \$86 Public Health & Cancer Control Research \$60 Training & Infrastructure
Funding to Revolutionize Cancer Clinical Research	\$1,272	
FY2024 TOTAL	\$9,988	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

미국 복지부, 국립보건원(NIH), 국립암연구소(NCI) 등이 참여한 이번 초안은 1)암 예방 2) 암 조기 검진 3)효과적인 치료법 개발 4)암 치료를 위한 건강 관리 시스템 최적화 5)데이터 사용 확대 등 8개의 세부 목표가 포함되었다. 최종 목표는 암 사망률을 향후 25년 이내에 50%로 줄이겠다는 것인데, 암 사망률을 낮추기 위해서는 맞춤형 항암제 → 맞춤형 항암제를 만들기 위한 빅데이터 → 빅데이터를 적용시킬 AI와 데이터 베이스 → 그리고 심각한 상황이 되기 전인 '초기'단계에서 조기진단 하고 예방하는 것을 포함한다.

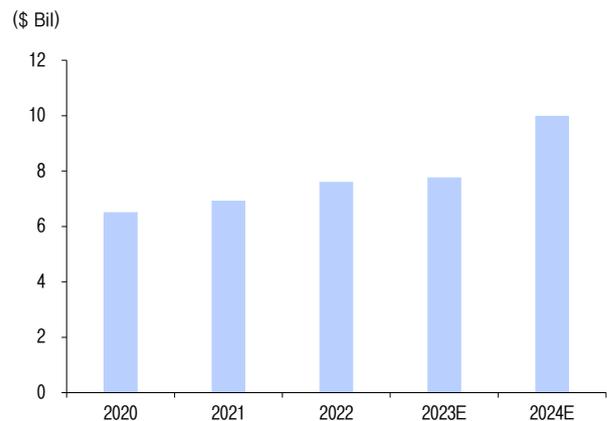
궁극적으로 바이든의 캔서문샷은 조기진단과 AI를 기반으로 하는 디지털헬스케어에 힘을 실어주겠다는 것이며, 더 나아가서는 암 진단 기업들과 빅데이터 기반의 바이오 기업들에게 우호적인 상황이 된 것이다. 암으로 사랑하는 사람을 잃었던 고통 받는 국민들에게 조금 더 살기 좋은 미국을 만들어주고자 하는 바이든의 목표는 본인이 아들을 잃은 경험에서 우려나온 것이다. 바이든 대통령의 구상에는 암 검진과 조기 발견을 중시하면서 가정 검진 등 접근의 형평성을 제고하는 내용이 포함돼 있다는 점에 주목해야 한다. 캔서 문샷을 기반으로 NCI(National Cancer Institute)는 FY2024 \$10.0B 지출 계획을 세우며 역대 최대 규모로 암 연구와 진단 등에 대한 예산안을 포함시켰다.

그림33 미국 암진단 시장 전망



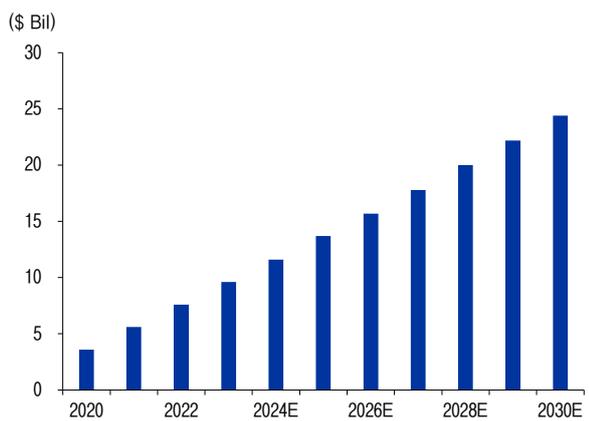
자료: Grandviewresearch, 이베스트투자증권 리서치센터

그림34 National Cancer Institution Bypass Budget



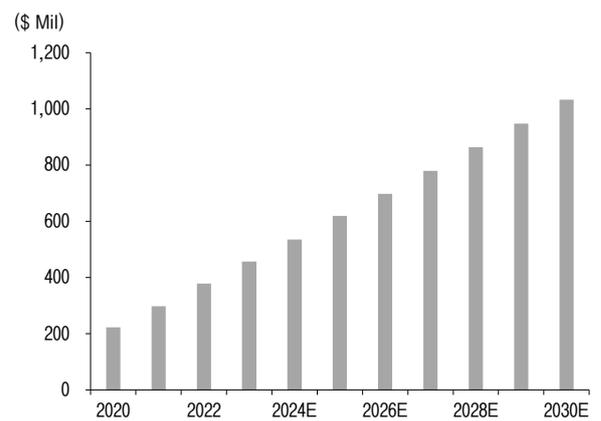
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림35 미국 AI 헬스케어 시장 전망



자료: Grandviewresearch, 이베스트투자증권 리서치센터

그림36 미국 AI 진단 시장 전망

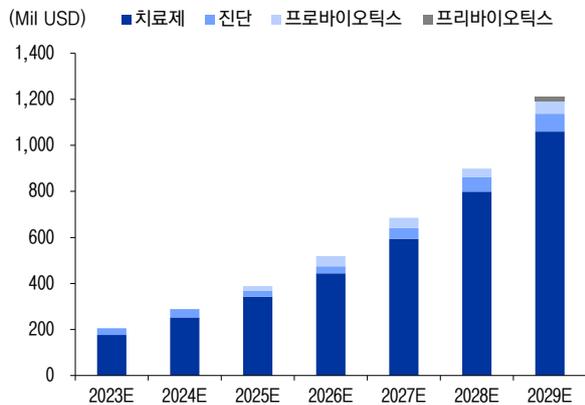


자료: Grandviewresearch, 이베스트투자증권 리서치센터

마이크로바이옴 국내 정부 지원

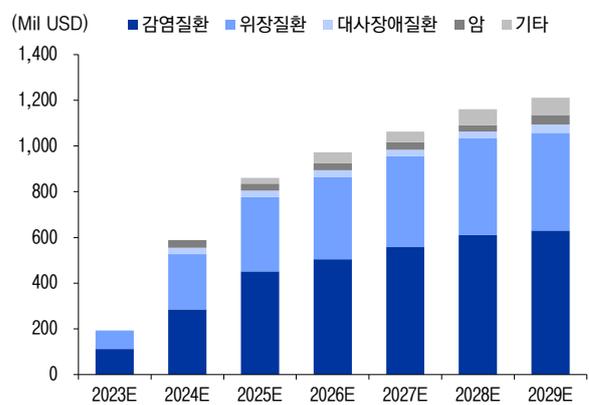
마이크로바이옴은 미생물들로 이루어진 생태환경으로, 과거에는 유효성 확보가 어려워 기전을 명확히 할 수 없었다. 그러나 글로벌 기업들의 임상 진전과 상용화 성공으로 인해 국내에서도 정부가 지원을 하기 시작했다. 2022년에는 1조 1,500억원 규모의 국가 마이크로바이옴 이니셔티브 사업을 추진했으나 2022년에는 치료제뿐만 아니라, 건강기능식품, 농축수산업 등 활용 범위가 너무 넓어 예비타당성조사의 문턱을 넘지 못해 흐지부지 끝나게 되었다. 2023년 비로소 신규사업명 <인체질환 극복 마이크로바이옴 기술개발사업>으로 새롭게 계획되어 2025년부터 2032년까지 8년간 4,000억원의 투자 기획이 진행되고 있다. <인체질환 극복 마이크로바이옴 기술개발사업> 신규 사업 구조는 크게 ①데이터 구축, ②전임상 기반 원천기술 개발, ③임상 및 제품화 연구로 나뉜다.

그림37 글로벌 마이크로바이옴 시장 규모



자료: Market&Market, 이베스트투자증권 리서치센터

그림38 글로벌 마이크로바이옴 치료제 질환별 시장 규모



자료: Market&Market, 이베스트투자증권 리서치센터

레비요타: FDA가 승인한 최초의 마이크로바이옴 치료제

2022년 11월 30일 첫번째 마이크로바이옴 치료제 레비요타가 FDA의 승인을 받았다. 레비요타의 기존 개발사는 리바이오틱스로, 2018년 스위스 페링 파마슈티컬스에 인수되었다. 마이크로바이옴을 개발하는 기업들의 대부분이 신규 모달리티를 타겟하고 있고 적응증 확장과 임상 진전에 어려움을 겪고 상장폐지나 인수합병의 형태로 자금여력이 있는 기업에게 흡수당하는 경우가 많다. 레비요타는 클로스트리디움 디피실리 감염증을 적응증(CDI)으로 하는 마이크로바이옴 치료제다. 그러나 최초의 마이크로바이옴 치료제임에도 불구하고 대변이식제(분변이식술, FMT)로 항문에 투여하는 방식이기 때문에 정말 필요하지 않으면 선호도가 낮을 수 밖에 없다. 분변이식술(FMT)은 약물 치료 등으로 체내에 부족해진 미생물을 건강한 분변에서 채출해서 환자에 이식하는 치료이다.

최초의 마이크로바이옴 경구용 치료제

최근 가장 대두되고 있는 이슈는 글로벌 마이크로바이옴 리더, 세레스 테라퓨틱스의 마이크로바이옴 기반의 최초의 경구용 치료제 SER-109다. SER-109도 레비요타와 동일하게 클로스트리듐 디피실리 감염증(CDI)을 적응증으로 하는 치료제다. 그러나 항문 투여방식이었던 레비요타 대비 '경구용'이라는 장점을 갖고 있어 마이크로바이옴 시장의 새로운 길이 열리게 된 것이다. 세레스 테라퓨틱스는 과거 궤양성 대장염 치료제 SER-287의 임상2b상과 SER-301 임상1b상을 실패하며 마이크로바이옴에 대한 기대감 자체를 끌어내리는 역할을 했다. 그러나 이번 SER-109의 긍정적인 임상3상 결과와 4월 26일에 나오는 처방의약품 신청자 비용 부담법(PDUFA)에 따른 FDA허가 여부 결과가 새로운 마이크로바이옴의 역사를 쓸 수 있을 것이라 기대한다.

그림39 세레스 테라퓨틱스 주가 추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

클로스트리듐 디피실리 감염증(CDI)을 넘어 감염증과 위장질환 퇴치!

마이크로바이옴의 특성상 아직까지는 뇌질환이나 항암제에 있어서 뚜렷한 성과가 보이는 업체는 많지 않다. 대부분의 후기 임상 단계에 있는 마이크로바이옴 치료제들은 감염증과 위장질환 위주의 파이프라인을 보유하고 있다. 마이크로바이옴이 미생물로 이루어진 환경이라는 점과 균주라는 점을 고려했을 때 지금 당장 플레이어가 많고 어려운 분야보다는 1) 위암, 대장암 2)헬리코박터 파일로리 감염증 3)크론병 4)장염 5)요로감염증을 타겟하여 마이크로바이옴이 생물로서 잘 살아가며 제 역할을 할 수 있는 분야부터 적응증 확장을 하는 것이 더욱 중요해 보인다. 특히 마이크로바이옴이 안전성에 있어서는 그 어떤 모달리티보다도 우위에 있기 때문에 위암과 대장암을 대상으로 하는 면역항암제와의 병용투여 또한 높은 가능성으로 채택될 수 있을 것이라는 기대다.

윤석열 대통령의 바이오헬스·디지털 헬스케어 지원

지난 2월 28일, 윤석열 정부가 <바이오헬스 신시장 창출 전략>을 통해 바이오헬스 6대 강국 도약을 추진했다. 바이오헬스 산업을 제2의 반도체 산업으로 육성하겠다고 언급한 만큼 그 의사를 강하게 밝혔다. 의원급 의료기관과 해외환자를 대상으로 하는 비대면 진료 추진과 의사과학자 양성 추진 등이 주요 정책으로 포함됐다. 보건복지부는 디지털 신시장 창출, 바이오헬스 수출 활성화라는 목표 달성을 위해 5대 핵심 과제로 구성된 바이오헬스 신시장 창출 전략을 수립했다.

이에 대한 후속 조치로 보건복지부는 3월 24일 <제약바이오산업 육성 및 지원 종합계획(2023~2027년)>을 발표했다. 4대 지원전략과 10대 중점 추진 과제를 담았다. ① 27년까지 블록버스터급 신약 2개, 30년까지 3개를 창출 ② 글로벌 수준의 제약바이오 기업을 27년까지 3개, 30년까지 5개 육성 ③ 의약품 수출을 27년까지 22년의 2배인 160억 달러 달성 ④ K-바이오백신 펀드를 1조 원까지 확대 ⑤ 27년까지 R&D 25조 원 투자 ⑥ 바이오 산업 양질의 일자리 27년까지 15만 개, 30년까지 18만 개 창출 등을 포함한다.

표11 바이오경제 활성화를 위한 부처별 목표를 제시

구분	내용
비전	- 의료·건강·돌봄 디지털 전환으로 국민건강 향상 - 디지털·바이오헬스 글로벌 중심국가 도약
목표	- 디지털 신시장 창출 - 바이오헬스 수출 활성화
5대 핵심 과제	의료·건강·돌봄 서비스 혁신 - 의료·건강·돌봄 서비스 혁신을 위한 의료 마이데이터 추진 - 의료 현장에 필요로 하는 디지털·인공지능 기술 우선 확산 - 바이오 빅데이터 활용 활성화로 글로벌 경쟁력 강화
	바이오헬스 산업 수출 활성화 - 제약·바이오 산업 수출 지원, TOP 6 강국 추진 - 의료기기 산업의 글로벌화 추진, 수출 5위 국가 달성 - 해외 환자 유치 활성화로 의료서비스 수출 회복
	첨단 융·복합기술 연구개발 강화 - 디지털 기술 활용·활성화로 신시장 창출 - 데이터·인공지능 활용 현장 중심의 기술 개발 - 혁신적 보건의료 연구개발 체계 도입
	바이오헬스 첨단 전문인력 양성, 창업 지원 강화 - 현장에서 필요로 하는 맞춤형 전문 인재 양성 - 핵심 연구 인재 양성을 글로벌 경쟁력 확보 - 바이오헬스 창업 지원 강화로 질 좋은 일자리 확보 추진
	법·제도 및 인프라 구축 - 바이오헬스 디지털 전환을 위한 범정부 거버넌스 구축 - 디지털헬스케어법 제정으로 서비스혁신 기반 마련 - 바이오헬스 수출 활성화를 위한 금융, 지식재산 지원 - 바이오헬스 규제 혁신 추진

자료: 보건복지부, 이베스트투자증권 리서치센터

Part III

기업분석 및
투자 의견

기업분석 및 투자이견

과거 제약/바이오가 좋았던 시기의 공통점은 크게 2 가지이다. 하나는 주가지수의 상승 탄력이 높지 않은 시기라는 점이고, 다른 하나는 성장주가 상대적으로 우수한 성과를 기록하던 시기라는 점이다. 과거 2008년 11월~2009년 3월, 2012년 5월~ 2015년 6월, 2017년 8월~2018년 3월, 2020년 3월~2020년 8월이 KOSPI 대비 건강관리 업종이 강세를 보이던 시기인데, 해당 시기에 모두 위의 2 가지 공통점이 확인된다. 주가지수의 상승 탄력이 둔화될 수 있고, 성장주의 상대 강세가 나타날 수 있다는 점에서 건강관리 업종(제약/바이오)에 우호적인 환경이 조성될 것으로 기대한다.

결론적으로 시가총액 3조원 이상의 종목 중에서는 셀트리온제약과 SK바이오팜을 선호 종목으로 제시하고 시가총액 1천억 이상의 종목 중에서는 아미코젠과 지놈앤컴퍼니를 제약 바이오 주요 이슈 및 퀀트 관점에서 최종적인 선호 종목으로 제시한다. 제약/바이오 업종 담당자가 선정한 지표 1)3년간 연구개발비가 15% 이상 증가(CAGR), 2)유동비율이 300% 이상, 3)최근 3년간 영업흑자를 지속했거나 FY1 흑자가 전망되는 종목 중에서는 한올바이오파마와 바이오니아, 그리고 진시시스템을 선호 종목으로 제시한다.

표12 커버리지 기업 및 관심 기업 요약

(십억원)	구분	2022	2023E	23/22 YoY	투자 포인트
SK바이오팜	매출액	246	351	42.6%	<ul style="list-style-type: none"> ■ 대면 학회 참가에 따른 엑스코프리 영업 레버리지 효과 ■ 엑스코프리 처방 수 증가에 따른 4Q23 분기 흑자전환 확정 ■ 2024~2025년 카리스바메이트 및 적응증 확장으로 처방 수 급증
TP: 100,000원	영업이익	-131	-46	적지	
CP: 69,200원	OPM	-53.2%	-13.0%	n/a	
한올바이오파마	매출액	110	128	16.7%	<ul style="list-style-type: none"> ■ 중국 바토클리맵 6월 BLA 신청, 1H24 출시 가능성 대두 ■ 4월 안구건조증 미국 임상3상 데이터, 1H23 중국 임상3상 데이터 ■ 미국 바토클리맵 중증근무력증 적응증 대상 2024년 임상 완료
TP: 29,000원	영업이익	2	26	1,593.5%	
CP: 21,050원	OPM	1.4%	19.9%	+18.5p	
셀트리온제약	매출액	386	n/a	n/a	<ul style="list-style-type: none"> ■ 7월 셀트리온 3사 합병 확정 및 세부 계획안 확인 가능 ■ 3사 중 가장 밸류에이션 매력은 낮지만 합병 시에 분배 비율 유리 ■ 해외시장 대비 약가 인하가 미미하며 국내 시장 점유율 상승
NR	영업이익	38	n/a	n/a	
CP: 83,800원	OPM	9.9%	n/a	n/a	
바이오니아	매출액	226	n/a	n/a	<ul style="list-style-type: none"> ■ siRNA 플랫폼 보유 기업으로 탈모화장품 유럽 4월 출시 ■ 영국 및 독일을 시작으로 아마존 유럽 판매 및 자사물 오픈 ■ 유산균 비엔날씬 월 매출액 200억원 달성 + 크리스찬한센 재계약
NR	영업이익	48	n/a	n/a	
CP: 46,950원	OPM	21.0%	n/a	n/a	
아미코젠	매출액	144	n/a	n/a	<ul style="list-style-type: none"> ■ 국내 바이오 소부장 대장: 세포배양 배지 및 레진 ■ 콜라겐 식약처 개별인정형 인종 및 베트남 콜라겐 생산공장 완공 ■ 2023년 송도 배지 공장 및 여수 레진 공장 완공
NR	영업이익	-5	n/a	n/a	
CP: 16,950원	OPM	-3.5%	n/a	n/a	
지놈앤컴퍼니	매출액	2	n/a	n/a	<ul style="list-style-type: none"> ■ 국내 대표 마이크로바이옴 치료제 개발 기업 ■ 1H23 GEN001 위암 대상 임상2상 중간결과 ■ GEN001 위암2상 환자 개별 세부 데이터 ESMO 발표
NR	영업이익	-45	n/a	n/a	
CP: 21,550원	OPM	-2,276.7%	n/a	n/a	
진시시스템	매출액	4	36	871.8%	<ul style="list-style-type: none"> ■ 인도 정부에게 선택 받은 진단기기 기업 ■ 점진적 발주에 따른 M/S 확대 → 2025년까지 30%예상 ■ 국내 반려동물 진단기기 리더
NR	영업이익	-7	4	흑전	
CP: 13,960원	OPM	-180.8%	11.5%	흑전	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

기업분석

SK 바이오팜 (326030)	40
한올바이오파마 (009420)	44
셀트리온제약 (068760)	50
바이오니아 (064550)	53
아미코젠 (092040)	55
지놈앤컴퍼니 (314130)	58
진시스템 (363250)	61

Universe

종목명	투자판단	목표주가
SK 바이오팜	Buy(유지)	100,000 원(유지)
한올바이오파마	Buy(신규)	29,000 원(신규)
셀트리온제약	Not Rated	Not Rated
바이오니아	Not Rated	Not Rated
아미코젠	Not Rated	Not Rated
지놈앤컴퍼니	Not Rated	Not Rated
진시스템	Not Rated	Not Rated

SK 바이오팜 (326030)

더 나은 내일을 위해 달리는

2023. 4. 25

제약/바이오

Analyst 강하나

02-3779-8808

Kangx687@ebestsec.co.kr

1Q23 Preview: 엑스코프리의 고고행진

1Q23 실적은 매출액 735 억원(+78.8% yoy)에 영업이익 -214 억원(적지)으로 컨센서스에 부합할 전망이다. 이유는 1)라이선스 계약 부재로 일회성 계약금 인식이 없을 것이고 2)1Q에는 비용을 감소시키는 경우가 많이 때문에 4Q22대비 영업적자폭이 축소될 것이며, 3)중국과 일본의 임상 진전으로 로열티 소량 반영되고, 4)DP API 역시 소량 반영될 것이기 때문이다. 2023년 대면 마케팅에 분기 흑자전환이 시작된다면 연구개발비용 증가 이상의 매출 시너지가 날 것이라고 기대한다. 엑스코프리의 3월 리테일 처방 수는 20,147 건이며 +60.6% yoy 에 +15.4% mom 의 동 적응증 약물군인 범펫(오리지널 및 제네릭)및 브리비액트 대비 우위의 월간 성장세를 보이고 있다.

미국 시장점유율 성장의 시기, bye 코로나19!

미국 직판에 들어가는 비용 1,000~1,500 억원은 안정화되어 매년 고정적으로 반영될 것이며, 이를 뛰어넘는 엑스코프리 매출이 2022년에 확인되었기 때문에 4Q23에는 엑스코프리만으로도 분기 흑자전환이 예상된다. 다른 질환 대비 성장률이 더디다고 알려져 있던 뇌전증 시장이 코로나 19 이후 1Q23 대면영업과 다양한 대면화회로 약물 및 장비 시장이 확장되어 시장의 성장과 함께 엑스코프리의 처방 수도 1Q23 고성장했다. 엑스코프리의 영업은 글로벌 학회에서 꾸준히 진척되고 있기 때문에 2H23부터는 처방수가 빠르게 올라갈 수 있을 것이고, 처방 수 증가에 따른 원가율 감소도 기대된다. 1Q23 기준 미국 M/S는 7.4%로 뇌전증 약제 중 가장 큰 성장세를 보여주고 있으며 2024년 소아/전신 발작 적응증 확장에 따른 성장이 더욱 기대되는 이유다.

투자의견 Buy, 목표주가 100,000원 유지

SK바이오팜에 대한 트랙레코드가 쌓이고 있고, 대면영업 강화에 따라 2H23에는 더욱 가파른 성장세가 기대된다. 동사는 세노바메이트의 글로벌화/적응증 확대와 신규 먹거리 확보의 중요성을 강조하며 national sales meeting 같은 대규모 행사에 참여하고 있다. 1Q23에 엑스코프리 처방 수 추이의 급성장이 확인되었고 대면 영업과 학회 참석을 통한 2H19 이후 출시 신약들에 대해 우호적인 환경이 조성되고 있다. 엑스코프리 이외에도 SK바이오팜이 L/O한 수노시도 1Q23 역대 최대 성장률을 보이며 기면증 치료제 M/S를 확대 중이기 때문에 투자의견 Buy, 목표주가 100,000원을 유지한다.

Buy (유지)

목표주가 (유지) **100,000 원**

현재주가 **69,200 원**

상승여력 **44.5 %**

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

Stock Data

KOSPI(4/24)	2,523.50 pt
시가총액	54,193 억원
발행주식수	78,313 천주
52 주 최고가 / 최저가	51,800/93,100 원
90 일 일평균거래대금	77 억원
외국인 지분율	6.5%
배당수익률(23.12E)	0.0%
BPS(23.12E)	3,177 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 8.8%
	6개월 11.8%
	12개월 -13.6%
주주구성	SK (외 6인) 64.0%
	국민연금공단 (외 1인) 6.0%
	유창호 (외 1인) 0.1%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2021	419	95	71	65	828	흑전	107	117.4	68.4	17.1	15.8
2022	246	-131	-142	-139	-1,774	적전	-118	-45.5	-52.5	20.0	-36.5
2023E	351	-46	-70	-67	-858	적지	-34	-80.6	-156.7	21.8	-23.8
2024E	517	97	62	58	735	흑전	108	94.2	49.3	17.7	20.7
2025E	652	195	204	188	2,400	226.6	206	28.8	25.2	11.0	47.0

자료: SK바이오팜, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

SK바이오팜 1Q23 Preview

표13 SK 바이오팜 1Q23 Preview

(억원)	1Q23E	1Q22	YoY	4Q22	QoQ	기존 추정치	컨센서스
매출액	735	411	+78.8%	628	17.0%	735	746
영업이익	-214	-371	적지	-446	적지	-214	-246

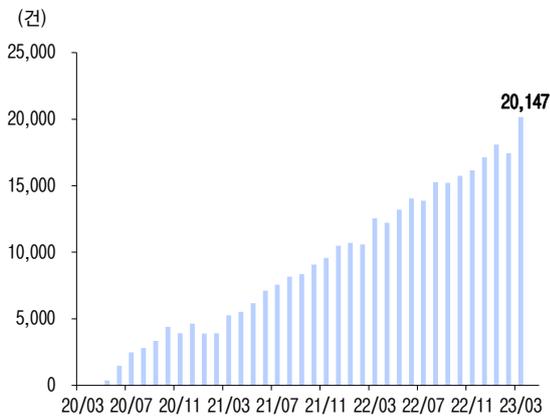
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표14 SK 바이오팜 분기실적 추정

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
매출액	41.1	53.4	88.8	62.8	73.5	80.7	94.5	102.4	418.6	246.2	351.1	516.8
yoy	-70.6%	122.9%	270.0%	-72.8%	78.8%	51.1%	6.4%	63.1%	1510.0%	-41.2%	42.6%	47.2%
엑스코프리(제품 및 원료)	31.7	44.1	57.3	57.2	66.9	74.6	83.5	92.7	89.2	190.3	317.7	426.5
수노시	1.1	1.2	1.2	1.2	1.5	1.5	1.6	1.6	3.5	4.7	6.2	12.5
계약금/마일스톤 및 로열티	8.3	8.1	30.3	4.4	5.1	4.6	9.4	8.1	325.9	51.1	27.2	77.8
판관비	72.3	85.6	84.8	96.8	84.2	87.1	88.5	89.2	301.4	339.5	349.0	351.2
영업이익	-37.1	-40.1	-9.2	-44.6	-21.4	-19.4	-8.6	3.6	95.3	-131.0	-45.8	96.5
yoy	적전	적지	적지	적전	적전	적지	적지	흑전	흑전	적전	적지	흑전

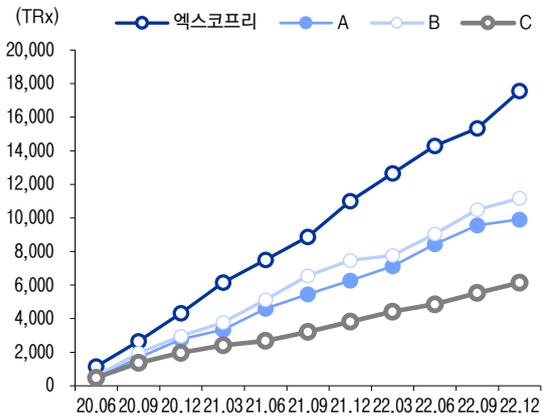
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림40 엑스코프리(세노바메이트) 미국 처방 수 추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

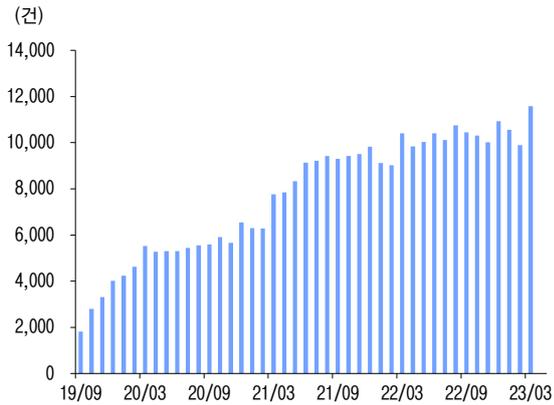
그림41 경쟁 신약 대비 출시 후 TRx 비교 ('10~'20 출시 신약)



주: 오리지널 뇌전증 신약 기준

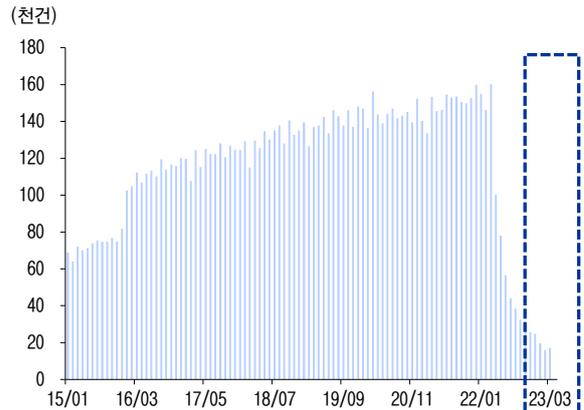
자료: SK바이오팜, 이베스트투자증권 리서치센터

그림42 수노시(솔리암페톨) 처방 수 추이



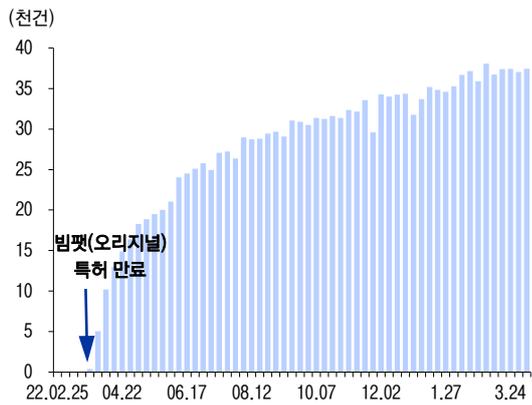
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림43 빔팻(라코사마이드 오리지널) 처방 수 추이_월별



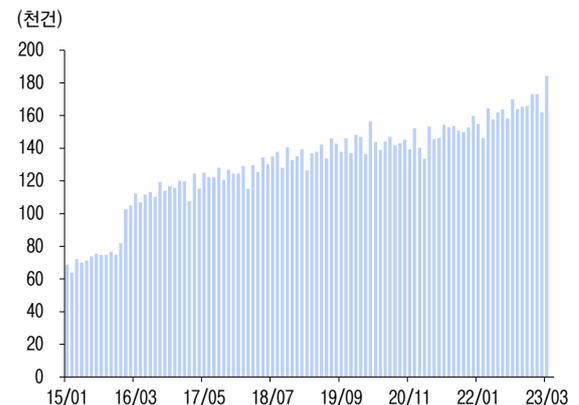
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림44 라코사마이드(빔팻 제제, 제네릭) 처방 수 추이_주별



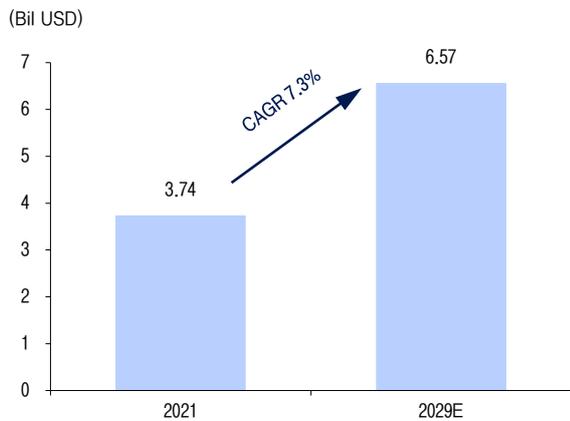
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림45 라코사마이드(오리지널+제네릭) 처방 수 추이



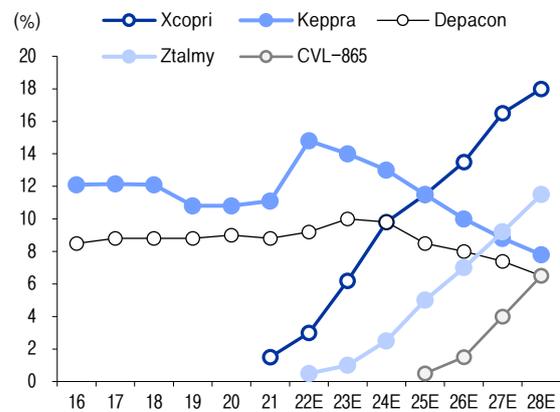
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림46 뇌전증 시장 추이 전망 (이벌류에이트 파마에서)



자료: Maximize market research, 이베스트투자증권 리서치센터

그림47 글로벌 M/S 추이 및 전망 top5



자료: Evaluate Pharma, 이베스트투자증권 리서치센터

SK바이오팜 (326030)

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	471	488	373	393	601
현금 및 현금성자산	226	106	17	16	177
매출채권 및 기타채권	57	64	55	69	81
재고자산	52	91	92	101	126
기타유동자산	136	227	209	207	218
비유동자산	172	176	178	182	183
관계기업투자등	94	101	103	105	107
유형자산	23	19	15	14	14
무형자산	19	17	18	18	15
자산총계	644	663	551	575	784
유동부채	148	162	141	134	150
매입채무 및 기타채무	85	81	55	41	51
단기금융부채	5	21	23	26	29
기타유동부채	58	61	64	67	70
비유동부채	51	185	161	135	140
장기금융부채	10	144	117	91	96
기타비유동부채	41	41	44	43	44
부채총계	199	347	302	269	290
자배주주지분	444	316	249	306	494
자본금	39	39	39	39	39
자본잉여금	1,085	1,085	1,085	1,085	1,085
이익잉여금	-689	-828	-895	-838	-650
비자배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	444	316	249	306	494

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	-93	-13	-74	31	164
당기순이익(손실)	65	-139	-67	58	188
비현금수익비용가감	-84	170	11	11	0
유형자산감가상각비	7	8	7	6	7
무형자산상각비	4	5	5	5	4
기타현금수익비용	-96	130	-16	-8	-44
영업활동 자산부채변동	-70	-44	-17	-37	-24
매출채권 감소(증가)	-38	-6	9	-14	-12
재고자산 감소(증가)	-29	-39	-2	-8	-25
매입채무 증가(감소)	1	-4	-27	-13	10
기타자산, 부채변동	-3	5	2	-2	3
투자활동 현금	259	-132	-19	-35	-7
유형자산처분(취득)	-4	-4	-4	-5	-7
무형자산 감소(증가)	-2	-4	-5	-6	-1
투자자산 감소(증가)	270	-124	-10	-23	1
기타투자활동	-5	0	0	0	0
재무활동 현금	-5	26	3	3	3
차입금의 증가(감소)	-5	15	3	3	3
자본의 증가(감소)	0	11	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	167	-119	-90	-1	160
기초현금	59	226	106	17	16
기말현금	226	106	17	16	177

자료: SK 바이오팜, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	419	246	351	517	652
매출원가	22	38	48	69	88
매출총이익	396	208	303	448	564
판매비 및 관리비	301	340	349	351	370
영업이익	95	-131	-46	97	195
(EBITDA)	107	-118	-34	108	206
금융손익	13	10	5	-2	2
이자비용	1	3	3	4	1
관계기업등 투자손익	-35	-25	-27	-28	14
기타영업외손익	-3	4	-2	-5	-7
세전계속사업이익	71	-142	-70	62	204
계속사업법인세비용	6	-3	-3	5	16
계속사업이익	65	-139	-67	58	188
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	65	-139	-67	58	188
지배주주	65	-139	-67	58	188
총포괄이익	72	-139	-67	58	188
매출총이익률 (%)	94.7	84.6	86.4	86.6	86.5
영업이익률 (%)	22.7	-53.2	-13.0	18.7	29.8
EBITDA 마진률 (%)	25.5	-47.8	-9.7	21.0	31.5
당기순이익률 (%)	15.5	-56.4	-19.1	11.1	28.8
ROA (%)	11.3	-21.3	-11.1	10.2	27.7
ROE (%)	15.8	-36.5	-23.8	20.7	47.0
ROIC (%)	421.5	-184.1	-41.8	83.4	129.7

주요 투자지표

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
투자지표 (x)					
P/E	117.4	-45.5	-80.6	94.2	28.8
P/B	17.1	20.0	21.8	17.7	11.0
EV/EBITDA	68.4	-52.5	-156.7	49.3	25.2
P/CF	n/a	203.8	n/a	78.8	28.8
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	1,510.2	-41.2	42.6	47.2	26.2
영업이익	흑전	적전	적지	흑전	101.7
세전이익	흑전	적전	적지	흑전	227.6
당기순이익	흑전	적전	적지	흑전	226.6
EPS	흑전	적전	적지	흑전	226.6
안정성 (%)					
부채비율	44.9	109.9	121.4	87.7	58.7
유동비율	317.7	300.5	263.7	293.4	401.0
순차입금/자기자본(x)	-71.8	-45.5	-23.8	-24.4	-48.1
영업이익/금융비용(x)	100.3	-52.4	-18.3	26.8	139.0
총차입금 (십억원)	16	164	140	118	125
순차입금 (십억원)	-319	-144	-59	-75	-238
주당지표 (원)					
EPS	828	-1,774	-858	735	2,400
BPS	5,672	4,035	3,177	3,912	6,312
CFPS	n/a	396	n/a	878	2,403
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

한올바이오파마 (009420)

실패를 이겨낸 WINNER

2023. 4. 25

제약/바이오

Analyst **강하나**

02-3779-8808

Kangx687@ebestsec.co.kr

Buy (신규)

목표주가 (신규)	29,000 원
현재주가	21,050 원
상승여력	37.8 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회

지금은 중국 바토클리맵만 반영된 가치, 미국과 안구건조증은?

동사의 핵심파이프라인은 1)HL161인 바토클리맵과 2)안구건조증신약 HL036으로 나뉜다. 그러나 현재 한올바이오파마의 기업가치(1.1조원)에는 바토클리맵의 중국 가치(0.89억원)에 제약사업 가치(0.18억원)만 포함 되어있다. 바토클리맵의 target market에서 미국이 가장 크며 FcRn타겟 자가면역질환 치료제들의 가치가 대두되고 있음에도 한올바이오파마는 이뮤노반트의 기업가치 상승을 따라가지 못하고 있다. 이뮤노반트의 2023년 평균 시가총액은 약 3조원이며 이중 30%가 한올바이오파마의 가치에 반영(로열티 15%가정)되어야 한다. HL036은 작년에도 중국 임상3상에서 유효성을 입증시키지 못했었기 때문에 파이프라인 가치는 포함시키지 않았으나 4월말 미국 임상3상 데이터가 긍정적으로 나오게 되면 안구건조증 신약 가치까지 기업 가치에 포함시켜야 한다.

중국 파트너를 믿고 2024년 출시를 기대하며

하버바이오메드와 석약제약(작년 10 월 하버바이오메드가 CSPC 제약에 서브 라이선스아웃)은 성공적인 중증근무력증(MG) 임상 3 상 데이터를 발표함에 따라 FcRn 피하주사 자가면역질환 치료제 승인 기대감이 고조되어있는 상황이다. 6 월 안으로 중국 BLA 를 신청할 예정이며, 과거 중국 NMPA 로부터 혁신치료제 지정을 획득하여 1H24 안에는 허가가 가능할 것으로 보인다. 하버바이오메드의 서브라이선스로 석약제약(시가총액 16 조원)은 중국 내 생산 및 판매 권리를 갖게 되었는데, 석약제약은 중국 내 생산 및 판매 역량을 갖춘 기업으로서 중국 내 유통망은 확보가 되어 있으므로 승인 시 상업화는 빠르게 추진될 것이다.

투자의견 Buy, 목표주가 29,000원으로 커버리지 개시

2023년에서 2024년 사이 HL161과 HL036의 중국 및 미국 임상3상 결과가 공개될 것이고 신약승인 여부를 알 수 있기 때문에 지금이 가장 중요한 시기이다. FcRn 타겟 치료제 중 Argenx의 비브가르트나 J&J의 니포칼리맵은 아직 피하주사제형도 없으며 한올바이오파마와 달리 단일용량뿐이기 때문에 HL161의 시장 침투율은 높을 것이라고 기대하며 바토클리맵의 중국가치 0.89조원에 제약사업 본업 가치 0.18조원, 바토클리맵 북미가치를 0.43조원으로 산정하여 투자의견 Buy, 목표주가 29,000원으로 커버리지를 개시한다.

Stock Data

KOSPI(4/24)	2,523.50 pt
시가총액	10,997 억원
발행주식수	52,241 천주
52 주 최고가 / 최저가	12,700/23,450 원
90 일 일평균거래대금	78 억원
외국인 지분율	6.3%
배당수익률(23.12E)	0.0%
BPS(23.12E)	3,289 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 12.1%
	6 개월 40.8%
	12 개월 18.1%
주주구성	대용제약 (외 6 인) 32.4%
	국민연금공단 (외 1 인) 8.4%
	자사주 (외 1 인) 3.0%

Stock Price

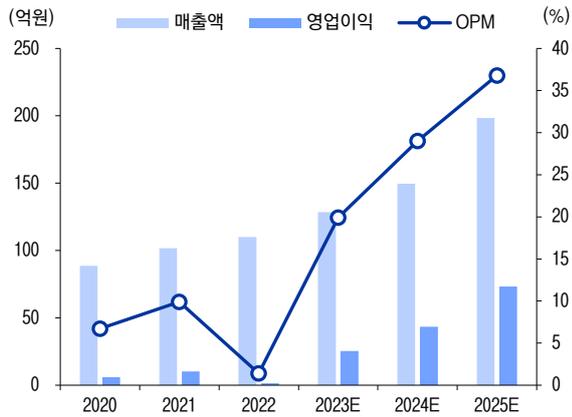


Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2021	102	10	9	9	174	-55.0	13	121.2	84.9	6.7	5.2
2022	110	2	2	0	5	-97.1	5	3,588.0	198.4	5.5	0.2
2023E	128	26	27	4	70	1,307.7	29	301.4	37.2	6.4	2.1
2024E	150	43	45	6	116	66.7	47	180.8	23.3	6.2	3.4
2025E	199	73	76	10	194	67.0	77	108.2	14.7	5.9	5.4

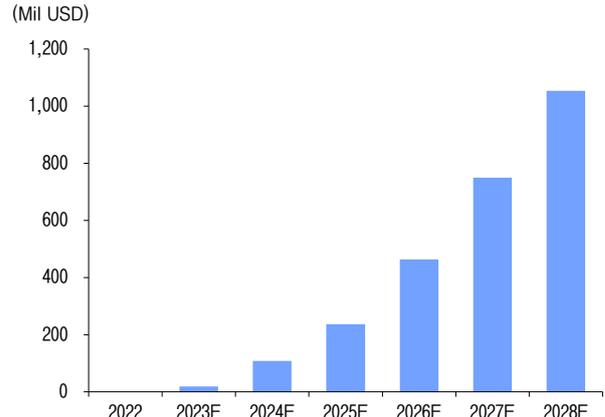
자료: 한올바이오파마, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림48 한올바이오파마 매출액 및 영업이익 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림49 이뮤노반트 IMVT-1401(HL161) 매출 추이 및 전망



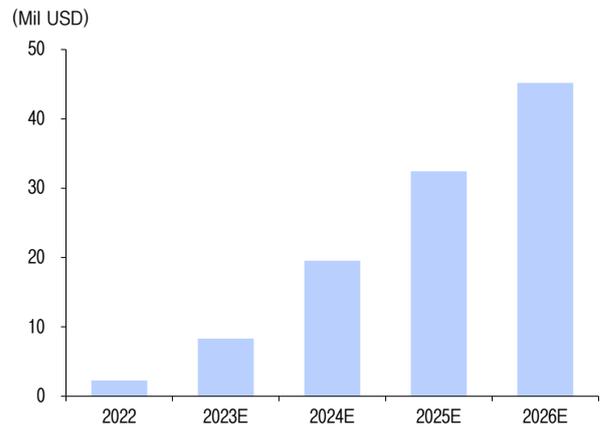
자료: EvaluatePharma, 이베스트투자증권 리서치센터

그림50 한올바이오파마 중국 및 미국 관계사 시가총액 추이



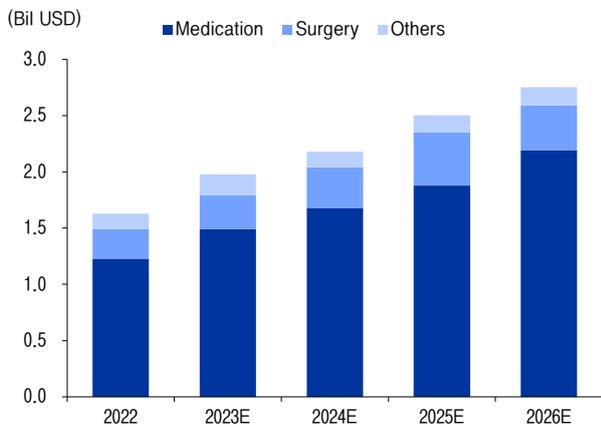
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림51 항 FcRn 시장 전망



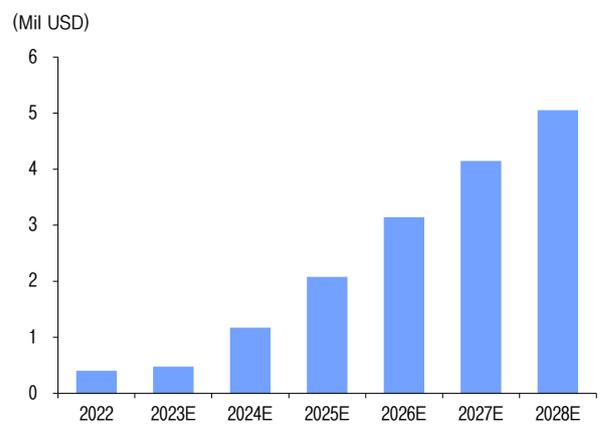
자료: EvaluatePharma, 이베스트투자증권 리서치센터

그림52 북미 중증근무력증 시장 전망



자료: Grandviewresearch, 이베스트투자증권 리서치센터

그림53 Argenx의 비브가르트 매출 추이 및 전망



자료: EvaluatePharma, 이베스트투자증권 리서치센터

한올바이오파마 Valuation

표15 한올바이오파마의 중국 바토클리맵 Valuation

중국 바토클리맵 (명, 억원)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
중국 MG 환자수	214,386	214,600	214,815	215,030	215,245	215,460	215,675	215,891	216,107	216,323
중국 중증 MG 환자수	114,339	114,453	114,568	114,682	114,797	114,912	115,027	115,142	115,257	115,372
HBM9161 MG 처방 수		2,265	3,873	7,671	13,476	17,342	20,811	22,892	24,036	25,238
HBM9161 MG 약가		0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
HBM9161 TED 처방 수			277	1,046	2,378	3,060	3,672	5,723	6,009	8,413
HBM9161 TED 약가		0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
HBM9161 예상 매출		906	1,660	3,487	6,341	8,161	9,793	11,446	12,018	13,460
한올바이오파마 로열티		82	149	418	824	1061	1,371	1,602	1,683	1,884
EBIT (85%)		69	127	356	701	902	1,165	1,362	1,430	1,602
FCF		52	95	267	528	676	874	1,022	1,073	1,201
PV		52	86	217	384	446	519	546	517	521
Net present value										3,287
Terminal value										7,194
Total value										10,481
Total value*성공확률 85%	MG: 임상3상 완료, 6월 BLA 제출 / TED: 연결임상2/3상 80% 완료									8,909

주: 한올바이오파마 로열티는 매출액 3,000억원까지 9%, 이상부터는 점진적으로 12~14%로 올라가는 구조. TED는중국 MG 환자수는 전체 인구의 10만명 중 15명의 비율, 중증 MG 환자 수는 10만명 중 8명, WACC 11%, 법인세율 25%, Terminal growth rate 3.5% 반영
 자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표16 한올바이오파마 Valuation

구분	상세	추정치 (억원, 원)
1. 영업가치	2023E EBITDA * EV/EBITDA 10배 적용	1,840
2. 비영업가치		13,234
HL161(북미)	자가면역질환 (MG, TED only), 성공률 60%	4,325
HL161(중국)	자가면역질환 (MG, TED only), 성공률 85%	8,909
HL036	안구건조증, 실패 이력으로 가치 제외	n/a
3. 순차입금	2023E	-425
4. 적정 기업가치		14,649
5. 주식수 (천주)	자사주 제외	50,690
6. 목표주가 (원)	천원단위 올림	29,000
7. 현재주가 (원)		21,050
8. 상승여력		37.8%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

꾸준한 마일스톤 유입과 중국 출시가 눈앞에

표17 한올바이오파마 분기실적 추정

(십억원)	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
매출액	29.4	38.7	30.0	30.3	38.0	40.6	33.9	37.1	110.0	128.4	149.6
<i>yoy</i>	22.4%	47.5%	1.3%	0.8%	29.5%	4.8%	12.8%	22.5%	8.3%	16.8%	16.5%
제품 및 기타	26.6	26.8	27.2	27.7	28.2	28.8	29.4	30.2	78.9	108.3	116.6
마일스톤	2.8	11.9	2.8	2.7	9.8	11.8	4.5	6.9	31.1	20.2	33.0
매출총이익	17.2	26.8	18.1	18.5	26.3	28.9	22.1	24.1	61.9	80.6	101.3
매출총이익률	58.6%	69.1%	60.3%	60.9%	69.1%	71.2%	65.2%	64.8%	56.3%	62.7%	67.7%
판매관리비	13.2	14.3	13.2	14.4	13.4	14.5	14.2	15.8	60.4	55.0	57.9
영업이익	4.0	12.4	5.0	4.1	12.9	14.4	7.8	8.2	1.5	25.6	43.4
<i>opm</i>	13.7%	32.1%	16.5%	13.6%	33.9%	35.6%	23.1%	22.2%	1.4%	19.9%	29.0%
<i>yoy</i>	흑자전환	1723.1%	699.0%	415.8%	219.2%	16.2%	57.6%	99.7%	-85.0%	1587.1%	70.2%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

한올바이오파마는 2023~2024 중요한 임상3상 결과를 앞두고 있으며 핵심 파이프라인 두 건에 대해서 적응증 확장에 대한 업사이드도 앞두고 있는 상황이다. 마일스톤 세부 사항으로는 BL161의 TED임상 3상 첫환자 투약 2Q23 750만 달러, HL161 중국 BLA 6월 제출, 1H24 승인 500만 달러 + 출시로 인한 매출 로열티, 1H24 다발성 신경병증(CIDP) 및 그레이브스병 임상3상 진입에 따른 500~550만 달러가 있고, HL036의 미국 임상3상 데이터가 4월말~5월초 긍정적으로 발표될 시에 최소 \$1Billion 규모(다케다의 안구건조증 치료제 자이드라는 upfront만 \$3billion 규모로 계약)로 계약이 가능할 것으로 보인다.

중국 HL036의 임상 데이터도 작년 중간결과에서 통계적 유의성을 확보하지 못해 기대감을 갖기에는 무리가 있으나 미국 임상3상이 긍정적으로 나오게 되면 1H23에 공개되는 중국 임상3상도 다시 볼 필요가 있다. 바토클리맵(HL161)은 매출이 증가함에 따라 로열티도 증가하는 구조(최대 15~16%예상)이기 때문에 신약 승인에 따른 마일스톤은 미미하나, 승인 시 중장기적 이점은 더욱 클 것이다.

본업인 제약사업은 꾸준히 우상향하고 있으며 본업에 마일스톤 유입이 계속되고 있기 때문에 자금 이슈는 없을 것으로 보인다. 특히 2024년 중국 바토클리맵 승인이 예상되는 만큼 next-바토클리맵 연구개발은 안구건조증 신약을 제외하고서도 충분할 것으로 보인다. 차세대 FcRn 항체인 HL161ANS(IMVT-1402)는 기존 HL161의 임상 중단 이유였던 콜레스테롤 이슈를 완벽하게 해결한 파이프라인이다. 바토클리맵으로 PoC 및 시장 침투를 성공시킨 후 IMVT-1402로 후속임상을 진입하여 교체를 진행하고자 한다. 중증근무력증은 이미 플레이어들이 있는 만큼 갑상선안병증(TED)나 용형성빈혈(WAIIHA), 다발성신경병증(CIDP), 그리고 그레이브스병(GD)에 대한 업사이드는 여전히 크다. 자가면역질환 치료제의 특성상 적응증이 많아질수록 시너지가 극대화 되기 때문에 신약 승인후에도 적응증 확장은 계속될 것이다.

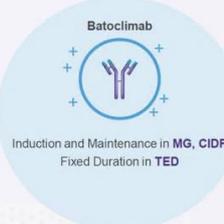
그림54 한올바이오파마 연구개발 파이프라인 현황

Area	Project code	Indication	Discovery	Preclinical	Phase 1	Phase 2	Phase 3	Partners
Immunology	HL036	안구건조증 (DED)	→				(USA) (China)	DAEWOOONG PHARMACEUTICAL COLTD HARBOUR BIOMED
		중증 근무력증 (MG)	→				(USA) (China)	IMMUNOVANT HARBOUR BIOMED
		감상선 안병증 (TED)	→				(USA) (China)	IMMUNOVANT HARBOUR BIOMED
	HL161	온난항체 용혈성 빈혈 (WAIHA)	→				(USA)	IMMUNOVANT
		만성 염증성 다발성 신경병증 (CIDP)	→				(USA) (China)	IMMUNOVANT HARBOUR BIOMED
		그레이브스병 (GD)	→				(USA)	IMMUNOVANT
		면역 혈소판감소증 (ITP)	→				(China)	HARBOUR BIOMED
		시신경 척수염 (NMOSD)	→				(China)	HARBOUR BIOMED
		심상성 천포창 (PV)	→				(China)	HARBOUR BIOMED
		HL189	포도막염 (NIU)	→				
Oncology	HL186	불응성 고형암	→					DAEWOOONG PHARMACEUTICAL COLTD
	HL187	불응성 고형암	→					DAEWOOONG PHARMACEUTICAL COLTD
	IM156	대사조절 항암제	→				(Korea)	IMMUNOMET
		폐섬유화증 (IPF)	→				(USA)	IMMUNOMET

자료: 한올바이오파마, 이베스트투자증권 리서치센터

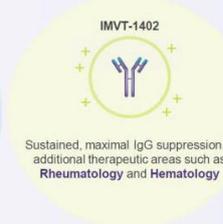
그림55 차세대 FcRn 항체 HL161ANS(IMVT-1402)

차세대 FcRn 항체는 IgG 감소를 최대치로 유지해야하는 질환 영역(Rheumatology & Hematology)에서 사용될 예정



Batoclimab

Induction and Maintenance in MG, CIDP
Fixed Duration in TED



IMVT-1402

Sustained, maximal IgG suppression in additional therapeutic areas such as Rheumatology and Hematology

Product and program attributes	Immunovant Franchise		
	efgartigimod ¹	batoclimab	IMVT-1402 ²
IgG reduction ~65%	X	X	X
IgG reduction ~80%		X	X
Albumin/LDL changes: none or minimal	X		X
Subcutaneous (SC) formulation delivered in seconds		X	X
Chronic dosing to achieve ~65%	X	X	X
Chronic dosing to achieve ~65% with SC in seconds		X	X
Chronic dosing to achieve ~80% with SC in seconds			X
Induction and maintenance dosing ³	N/A, requires high dose	MG Ph 3, CIDP	Possible
Fixed duration dosing	Possible	TED Ph 3	Possible
Chronic higher dosing (with saturating dose)	N/A, requires high dose	Not planned	Possible
As needed cyclic dosing	X	Not planned	Not planned
Key product candidate advantages favor batoclimab and IMVT-1402	efgartigimod ¹	batoclimab	IMVT-1402 ²
	1. No Albumin/LDL changes 2. Exclusive Halozyme partnership	1. Deeper IgG reduction with 650 mg 2. SC delivery in seconds	1. 680 mg-like IgG reduction 2. SC delivery in seconds 3. Minimal Albumin/LDL change

(Source: Immunovant Presentation)

- 바토클리맵과 신규 항체는 IgG 감소율이 80%까지 감소되는 효과와 수 초 이내에 투약 가능한 피하주사(SC)의 장점이 있음
- 신규 항체(HL161ANS/IMVT-1402)는 바토클리맵과 달리 LDL 및 알부민에 대한 영향이 없어 Chronic 용법(regimen) 가능

자료: 한올바이오파마, 이베스트투자증권 리서치센터

한올바이오파마 (009420)

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	119	112	100	92	74
현금 및 현금성자산	13	17	8	-10	-48
매출채권 및 기타채권	16	31	27	31	42
재고자산	20	25	27	31	41
기타유동자산	70	39	39	39	39
비유동자산	80	102	117	134	168
관계기업투자등	24	39	46	53	71
유형자산	18	18	18	18	20
무형자산	19	24	29	34	40
자산총계	198	213	217	226	243
유동부채	22	29	29	31	38
매입채무 및 기타채무	12	17	17	20	26
단기금융부채	0	1	1	1	1
기타유동부채	10	11	11	11	11
비유동부채	13	17	17	17	17
장기금융부채	1	1	1	1	1
기타비유동부채	12	16	16	16	16
부채총계	35	45	45	48	55
자배주주지분	163	168	172	178	188
자본금	26	26	26	26	26
자본잉여금	113	113	113	113	113
이익잉여금	26	29	33	39	49
비자배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	163	168	172	178	188

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	1	25	6	0	-9
당기순이익(손실)	9	0	4	6	10
비현금수익비용가감	8	9	0	0	-5
유형자산감가상각비	2	3	3	3	4
무형자산상각비	0	0	0	0	1
기타현금수익비용	5	6	-3	-4	-9
영업활동 자산부채변동	-15	15	2	-6	-14
매출채권 감소(증가)	-6	-2	4	-4	-10
재고자산 감소(증가)	-1	-6	-1	-4	-10
매입채무 증가(감소)	-2	3	0	3	6
기타자산, 부채변동	-6	20	0	0	0
투자활동 현금	8	-11	-15	-17	-29
유형자산처분(취득)	-4	-3	-3	-4	-5
무형자산 감소(증가)	-4	-5	-5	-6	-6
투자자산 감소(증가)	17	-3	-7	-8	-18
기타투자활동	0	0	0	0	0
재무활동 현금	0	-11	0	0	0
차입금의 증가(감소)	-1	-1	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	-10	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	9	4	-9	-18	-38
기초현금	4	13	17	8	-10
기말현금	13	17	8	-10	-48

자료: 한올바이오파마, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	102	110	128	150	199
매출원가	41	48	48	48	64
매출총이익	60	62	81	101	134
판매비 및 관리비	50	60	55	58	61
영업이익	10	2	26	43	73
(EBITDA)	13	5	29	47	77
금융손익	1	1	2	2	3
이자비용	0	0	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-2	0	0	0	0
세전계속사업이익	9	2	27	45	76
계속사업법인세비용	0	2	24	39	66
계속사업이익	9	0	4	6	10
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	9	0	4	6	10
지배주주	9	0	4	6	10
총포괄이익	-20	10	4	6	10
매출총이익률 (%)	59.4	56.3	62.7	67.7	67.7
영업이익률 (%)	9.9	1.4	19.9	29.0	36.9
EBITDA 마진률 (%)	12.6	4.1	22.7	31.6	39.0
당기순이익률 (%)	8.8	0.2	2.8	3.9	5.0
ROA (%)	4.3	0.1	1.6	2.7	4.2
ROE (%)	5.2	0.2	2.1	3.4	5.4
ROIC (%)	5.8	0.2	3.1	4.8	6.8

주요 투자지표

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
투자지표 (x)					
P/E	121.2	3,588.0	301.4	180.8	108.2
P/B	6.7	5.5	6.4	6.2	5.9
EV/EBITDA	84.9	198.4	37.2	23.3	14.7
P/CF	66.2	95.6	282.2	186.4	221.0
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	14.7	8.3	16.7	16.5	32.7
영업이익	70.2	-85.1	1,593.5	70.2	68.7
세전이익	-54.7	-77.8	1,307.7	66.7	67.0
당기순이익	-55.0	-97.2	1,307.7	66.7	67.0
EPS	-55.0	-97.1	1,307.7	66.7	67.0
안정성 (%)					
부채비율	21.4	26.9	26.4	27.2	29.3
유동비율	537.1	391.8	351.5	292.5	195.8
순차입금/자기자본(x)	-7.0	-15.2	-9.6	0.6	20.8
영업이익/금융비용(x)	396.4	68.8	777.1	1,322.7	2,231.2
총차입금 (십억원)	1	1	1	1	1
순차입금 (십억원)	-11	-26	-16	1	39
주당지표 (원)					
EPS	174	5	70	116	194
BPS	3,130	3,221	3,289	3,402	3,590
CFPS	318	186	75	113	95
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

셀트리온제약 (068760)

셀TRIO(3)가 CELLTRION이 될 때

2023. 4. 25

제약/바이오

Analyst **강하나**

02-3779-8808

Kangx687@ebestsec.co.kr

셀트리온3사의 합병은 국내 제약바이오의 훈풍의 시작!

셀트리온 3 사 합병은 셀트리온과 셀트리온헬스케어, 그리고 셀트리온제약 3 사를 한번에 합병하는 방식일 확률이 가장 높지만 셀트리온제약을 별도로 합병을 진행할 수도 있다. 셀트리온제약이 3 사 중 가장 고평가(시가총액도 가장 낮음)되어 있어 분배비율에 있어 유리하기는 하나, 셀트리온과 셀트리온헬스케어 주주 대부분이 소액주주인 상황에서 주식매수청구금액이 높아질 리스크가 있다. 셀트리온의 기타주주 비율은 66.7%, 셀트리온헬스케어의 기타주주 비율은 59.6%로 높인데 반해 셀트리온제약은 최대주주가 셀트리온(54.9%)으로, 기타주주 비율은 45.15%으로 합병에 있어 다소 수월할 것으로 보인다.

셀트리온그룹의 국내를 담당하고 있는 셀트리온제약

셀트리온제약은 셀트리온그룹 내에서 글로벌 화학의약품 연구개발(셀트리온 공동)과 생산을 중점으로 하는 기업이다. 국내의 경우에는 화학의약품의 허가부터 판매까지, 바이오의약품은 독점 판매를 맡고 있다. 2022년 기준 매출액은 3,860억원에 영업이익 382억원으로 2022년 렉키로나 매출이 감소하면서 실적은 부진했으나 주 사업인 바이오의약품과 화학의약품의 성장세는 꾸준했고 2023년에는 바이오시밀러 유플라이마와 베그젤마의 본격적인 판매로 매출성장이 가능해질 것이다.

셀트리온그룹의 휴미라 바이오시밀러도 2024년부터!

작년12월에 승인이 될 줄 알았던 셀트리온의 휴미라 바이오시밀러 유플라이마의 미국 FDA 승인결과는 5월에 확인이 가능할 것일고 보인다. 휴미라 바이오시밀러 출시 선두주자로서 모두의 선망이 대상이 되었던 암젠의 암젠비타가 기대치 대비 휴미라 오리지널의 시장을 가져오지 못하고 있다, 셀트리온에게 시장 진입 가능성이 높아지고 있다. PBM 보험등재는 2024년 가능해질 것이고, 보험등재를 위한 요소 1)고농도제형, 2)대체 조제임상, 3)구연산제거를 모두 충족하는 유플라이마는 가능성이 매우 높다. 2024년 셀트리온 3사가 합병될 것이라고 예상하기 때문에 셀트리온그룹에게 긍정적인 역할을 할 것이다.

Not Rated

목표주가	Not Rated
현재주가	83,800 원
상승여력	-

컨센서스 대비

	상회	부합	하회

Stock Data

KOSDAQ(4/24)	855.23 pt
시가총액	33,175 억원
발행주식수	39,588 천주
52 주 최고가 / 최저가	56,500/96,200 원
90 일 일평균거래대금	452 억원
외국인 지분율	8.1%
배당수익률(22.12)	0.0%
BPS(22.12)	10,332 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월 -13.4%
	6 개월 11.7%
	12 개월 -0.6%
주주구성	셀트리온 (외 14 인) 55.0%
	자사주 (외 1 인) 0.3%
	이왕돈 (외 1 인) 0.0%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	139	4	-7	-10	-260	적전	16	-221.9	141.6	7.3	-3.7
2019	173	16	10	10	241	흑전	29	157.0	52.5	4.6	3.5
2020	234	24	20	21	531	119.8	37	157.9	93.8	10.0	7.2
2021	399	48	43	35	877	65.2	64	95.6	53.1	9.2	10.9
2022	386	38	30	26	658	-25.0	56	127.4	61.7	8.9	7.5

자료: 셀트리온제약, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

셀트리온 3사 합병?

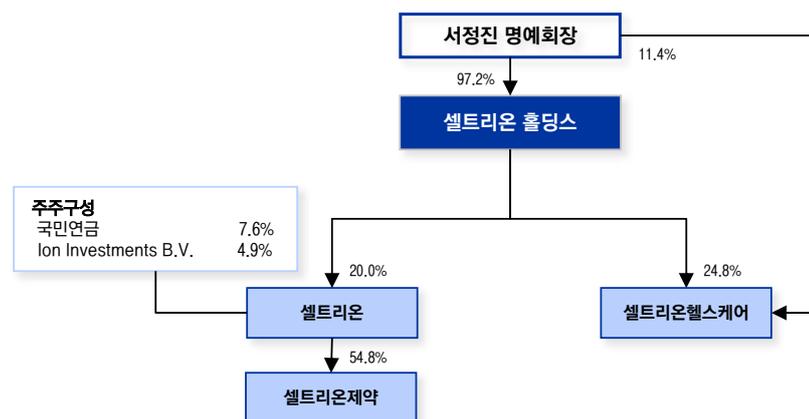
셀트리온 그룹은 2030년까지 오리지널 신약 비중을 40%까지 높이고 2024년까지 10개 파이프라인의 임상 진입을 목표로 하고 있다. 그 중 10개 파이프라인 중 이중항체 6개, 항암제 4개를 계획 중에 있고 2023~2024 인수합병을 통해 보유하고 있지 않은 바이오 플랫폼을 추가하고자 하는 의지가 강하다. M&A에는 최대 5조 투입될 예정이며 인수합병을 위해서는 셀트리온3사 합병이 우선시 되어야 한다는 판단이다.

합병준비는 다소 완료된 것으로 보이고 금융감독원이 오는 7월 마지막 리포트를 제출하면 행정적 절차가 끝난다는 점을 감안하여 7월에는 합병 관련된 세부 절차를 알 수 있을 것이라 기대한다. 통상적으로 합병절차가 시작되고 4~5개월의 기간이 필요하기 때문에 2023년 12월 셀트리온의 3사 합병이 완료될 수 있을 것이라 예상한다.

셀트리온을 존속회사로 하는 흡수합병 형태

셀트리온 3사 합병은 셀트리온과 셀트리온헬스케어, 그리고 셀트리온제약 3사를 한번에 합병하는 방식일 확률이 가장 높지만 셀트리온제약에 대해 별도로 합병을 진행할 수도 있다. 셀트리온제약이 3사 중 가장 고평가(시가총액도 가장 낮음)되어 있어 분배비율에 있어 유리하기는 하나, 셀트리온과 셀트리온헬스케어 주주 대부분이 소액주주인 상황에서 주식매수청구금액이 높아질 리스크가 있다. 셀트리온의 기타주주 비율은 66.7%, 셀트리온헬스케어의 기타주주 비율은 59.6%로 높는데 반해 셀트리온제약은 최대주주가 셀트리온(54.9%)으로, 기타주주 비율은 45.15%으로 합병에 있어 다소 수월할 것으로 보인다.

그림56 셀트리온 현재 지배구조



자료: 이베스트투자증권 리서치센터
 주: 합병하게되면 서정진회장 지분율이 높은순으로 합병비율 유리

셀트리온과 셀트리온헬스케어의 주식매수청구권이 10%정도 나온다는 가정하에 1조~1.4조 원의 현금이 필요하게 되며 그 이상의 주식매수청구가 나오게 된다면 셀트리온과 셀트리온헬스케어를 합병한 후에 셀트리온제약을 별도 합병할 확률이 높아진다.

셀트리온제약 (068760)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
유동자산	197	189	231	331	312
현금 및 현금성자산	7	11	26	80	31
매출채권 및 기타채권	133	139	142	174	188
재고자산	42	33	55	64	69
기타유동자산	15	6	8	13	24
비유동자산	253	282	317	307	288
관계기업투자등	7	2	0	0	0
유형자산	195	216	247	241	228
무형자산	30	36	38	39	41
자산총계	450	471	548	638	600
유동부채	145	149	185	260	212
매입채무 및 기타채무	31	23	46	100	62
단기금융부채	113	123	135	142	139
기타유동부채	2	3	4	18	11
비유동부채	37	42	63	46	31
장기금융부채	34	39	58	39	22
기타비유동부채	3	3	5	7	9
부채총계	182	191	248	306	243
지배주주지분	268	280	301	332	357
자본금	17	17	18	18	19
자본잉여금	298	252	251	252	253
이익잉여금	-48	10	32	66	91
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	268	280	301	332	357

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
영업활동 현금흐름	14	28	36	93	-4
당기순이익(손실)	-10	10	21	35	26
비현금수익비용가감	33	25	22	34	31
유형자산감가상각비	12	12	13	16	17
무형자산상각비	1	1	1	1	1
기타현금수익비용	20	12	9	18	14
영업활동 자산부채변동	-9	-9	-6	26	-70
매출채권 감소(증가)	-26	-6	-3	-32	-14
재고자산 감소(증가)	20	4	-26	-13	-8
매입채무 증가(감소)	2	-10	23	55	-37
기타자산, 부채변동	-5	4	0	15	-12
투자활동 현금	-7	-33	-45	-16	-15
유형자산처분(취득)	-7	-30	-42	-11	-4
무형자산 감소(증가)	-1	-2	-2	-1	-2
투자자산 감소(증가)	0	-3	-1	-4	-9
기타투자활동	0	2	0	0	1
재무활동 현금	-4	8	24	-22	-30
차입금의 증가(감소)	3	14	30	-12	-20
자본의 증가(감소)	0	0	-1	-4	-4
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	-6	-6	-6	-6	-6
현금의 증가	3	4	15	54	-49
기초현금	4	7	11	26	80
기말현금	7	11	26	80	31

자료: 셀트리온제약, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	139	173	234	399	386
매출원가	100	110	160	279	273
매출총이익	40	63	73	119	113
판매비 및 관리비	36	47	50	71	75
영업이익	4	16	24	48	38
(EBITDA)	16	29	37	64	56
금융손익	-5	-5	-4	-5	-6
이자비용	6	5	5	5	6
관계기업등 투자손익	-1	0	0	0	0
기타영업외손익	-4	0	0	0	-1
세전계속사업이익	-7	10	20	43	30
계속사업법인세비용	3	1	-1	8	5
계속사업이익	-10	10	21	35	26
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-10	10	21	35	26
지배주주	-10	10	21	35	26
총포괄이익	-10	10	20	34	26
매출총이익률 (%)	28.4	36.3	31.3	29.9	29.2
영업이익률 (%)	2.6	9.1	10.1	12.0	9.9
EBITDA 마진률 (%)	11.7	16.6	15.9	16.1	14.4
당기순이익률 (%)	-7.3	5.5	9.0	8.7	6.7
ROA (%)	-2.2	2.1	4.1	5.8	4.2
ROE (%)	-3.7	3.5	7.2	10.9	7.5
ROIC (%)	0.6	3.6	3.8	8.8	7.3

주요 투자지표

	2018	2019	2020	2021	2022
투자지표 (x)					
P/E	-221.9	157.0	157.9	95.6	127.4
P/B	7.3	4.6	10.0	9.2	8.9
EV/EBITDA	141.6	52.5	93.8	53.1	61.7
P/CF	100.1	43.3	77.0	48.4	58.1
배당수익률 (%)	n/a	0.1	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
매출액	-40.3	23.8	35.3	70.7	-3.2
영업이익	-84.5	329.0	50.7	102.3	-20.1
세전이익	적전	흑전	100.6	111.3	-28.3
당기순이익	적전	흑전	119.8	65.1	-24.9
EPS	적전	흑전	119.8	65.2	-25.0
안정성 (%)					
부채비율	68.0	68.2	82.4	92.2	68.1
유동비율	136.0	126.6	124.9	127.4	147.1
순차입금/자기자본(x)	52.5	53.1	54.3	28.0	31.3
영업이익/금융비용(x)	0.6	3.0	5.2	8.9	6.1
총차입금 (십억원)	147	162	193	181	161
순차입금 (십억원)	140	149	163	93	112
주당지표 (원)					
EPS	-260	241	531	877	658
BPS	7,855	8,215	8,393	9,082	9,463
CFPS	575	875	1,088	1,732	1,443
DPS	n/a	22	9	14	24

바이오니아 (064550)

2023. 4. 25

제약/바이오

검은 토끼의 해, 바니는 흑채 필요없어

Analyst 강하나

02-3779-8808

Kangx687@ebestsec.co.kr

업데이트: 코스메르나의 자사물과 유럽 출시 임박

핵심 성장동력으로 꼽히는 'CosmeRNA'는 프로페시아(기존 경구용 탈모치료제)와 달리 남성호르몬(DHT)에 직접적인 영향을 주지 않고, 다음 단계인 안드로겐 수용체에 접목해 생성을 억제하는 기전이다. 코스메르나는 현재 아마존 영국과 독일 등록을 완료하고 수출 통관 프로세스를 진행 중이다. 아마존 출고가 늦어지더라도 5 월초에는 초도물량이 나갈 수 있을 것으로 보이고 자사물도 컨펌이 끝나 유럽에서 직구가 가능하게 오픈될 것이다. 또한 탈모 시장이 고성장하고 있고 미충족수요가 크다는 점을 반영하여 대용량 올리고 합성기를 개발해 상용화를 위한 기반을 마련해놓은 상황이다. 국내에서는 식약처와 조율 중으로, 유럽 데이터와 판매 레퍼런스를 제출하여 연내 승인을 받을 수 있을 것으로 보인다.

관절 건강 신제품 아나파렉틴 출시와 siRNA 파이프라인 임상 진입

비엔날씬의 성공에 최근 관절과 뼈 건강에 도움을 줄 수 있는 '아나파렉틴'을 4월 에 출시했다. 파렉틴은 염증과 통증을 줄여주는 효과가 우수한 신소재인데 퇴행성 관절염 초기환자들에게 보조제로써 좋은 건강기능식품이기 때문에 4월 홈쇼핑 출시 이후 지속적인 매출상승이 확인되고 있다. 캐시카우인 비엔날씬과 아나파렉틴, 그리고 진단장비들의 판매호조가 계속되는 가운데, 바이오니아의 신약개발이 빛을 발할 수 있게 되었다. SAMiRNA 플랫폼으로 개발한 siRNA 파이프라인을 특발성 폐섬유화증을 대상으로 2H23 임상1상을 신청 및 진입할 예정이다. siRNA 로 국내에서 선두를 달렸던 기업인 만큼 이번 임상 진입은 고무적이다.

국내를 넘어 비엔날씬(BNR17)의 수출길도 다시 한번

1Q23기준 비엔날씬의 월간 매출액이 200억원을 달성하며 국내 프리미엄유산균 시장에서의 입지를 넓혀나가고 있다. 원료는 자체개발이기는 하나 수출이나 국내 판매시 생산 밸류체인이 구축되어 있지 않아 마진율개선은 힘들 것으로 보이기는 하나 4월말 글로벌 프로바이오틱스 M/S 1위 크리스찬한센과의 재계약에서 북미 마케팅 및 판매 강화를 계약 조건에 포함시키게 되어 북미 판매망이 극대화 되었다. 북미 매출액에 대해서는 로열티(더블 디짓)를 받기 때문에 바이오니아의 자체 수익성은 좋아질 전망이다. 크리스찬한센이 재계약시에 아시아권(중국 등) 판매권에 대해서도 확장시킬 수도 있으나 중국 현지 파트너사와의 협의도 진행 중이다.

Not Rated

목표주가	Not Rated
현재주가	46,950 원
상승여력	-

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSDAQ(4/24)	855.23 pt
시가총액	12,118 억원
발행주식수	25,810 천주
52 주 최고가 / 최저가	55,800 / 22,750 원
90 일 일평균거래대금	685.88 억원
외국인 지분율	4.3%
배당수익률(22.12)	0.0%
BPS(22.12)	8,894 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1개월 9.8%
	6개월 55.7%
	12개월 33.8%
주주구성	박한오 (외 11인) 17.5%
	김영훈 (외 1인) 0.1%
	황두현 (외 1인) 0.1%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	24	-12	-10	-9	-428	적전	-7	-17.4	-25.3	4.2	-26.7
2019	36	-9	-6	-7	-352	적지	-3	-19.3	-55.8	5.0	-22.5
2020	207	105	56	59	2,304	흑전	111	20.4	10.9	8.1	65.7
2021	224	47	43	29	1,052	-54.3	53	44.6	22.4	6.0	15.6
2022	226	48	39	27	1,027	-2.4	57	45.7	20.9	5.3	12.3

자료: 바이오니아, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

바이오니아 (064550)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
유동자산	31	43	95	136	127
현금 및 현금성자산	4	5	33	49	48
매출채권 및 기타채권	5	5	14	22	18
재고자산	8	10	18	27	23
기타유동자산	14	23	31	38	38
비유동자산	40	39	96	126	160
관계기업투자등	1	2	4	6	6
유형자산	30	32	83	114	148
무형자산	8	5	4	5	5
자산총계	71	82	191	262	287
유동부채	24	36	35	51	49
매입채무 및 기타채무	4	4	9	13	11
단기금융부채	17	27	16	20	20
기타유동부채	3	5	10	18	18
비유동부채	8	14	8	4	4
장기금융부채	2	10	7	1	1
기타비유동부채	6	4	1	3	3
부채총계	32	50	43	55	53
지배주주지분	39	31	146	203	230
자본금	11	11	13	13	13
자본잉여금	119	119	175	209	209
이익잉여금	-101	-109	-52	-28	-2
비지배주주지분(연결)	0	1	2	5	5
자본총계	39	32	148	208	234

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
영업활동 현금흐름	-8	-6	96	53	42
당기순이익(손실)	-9	-7	59	29	27
비현금수익비용가감	4	7	50	47	9
유형자산감가상각비	2	3	4	5	8
무형자산상각비	3	2	2	1	1
기타현금수익비용	-1	2	45	41	0
영업활동 자산부채변동	-3	-5	-13	-19	6
매출채권 감소(증가)	-1	0	-8	-5	4
재고자산 감소(증가)	0	-2	-9	-9	4
매입채무 증가(감소)	0	0	1	2	-2
기타자산, 부채변동	-3	-3	3	-7	0
투자활동 현금	-11	-12	-60	-46	-43
유형자산처분(취득)	-4	-4	-54	-35	-43
무형자산 감소(증가)	-1	0	-2	-1	-1
투자자산 감소(증가)	-6	-9	-2	-13	0
기타투자활동	0	1	-1	4	0
재무활동 현금	18	18	-6	8	0
차입금의 증가(감소)	0	7	-7	8	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	18	11	1	0	0
현금의 증가	0	1	28	17	-1
기초현금	4	4	5	33	49
기말현금	4	5	33	49	48

자료: 바이오니아, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	24	36	207	224	226
매출원가	11	17	44	50	50
매출총이익	13	19	163	174	176
판매비 및 관리비	25	28	57	127	128
영업이익	-12	-9	105	47	48
(EBITDA)	-7	-3	111	53	57
금융손익	0	0	-6	1	-1
이자비용	1	1	2	1	1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	2	2	-44	-4	-8
세전계속사업이익	-10	-6	56	43	39
계속사업법인세비용	-1	1	-4	14	13
계속사업이익	-9	-7	59	29	27
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-9	-7	59	29	27
지배주주	-9	-8	58	27	27
총포괄이익	-3	-8	59	29	27
매출총이익률 (%)	53.7	52.8	78.5	77.9	77.9
영업이익률 (%)	-48.1	-23.5	50.8	21.0	21.0
EBITDA 마진률 (%)	-27.4	-9.0	53.4	23.7	25.0
당기순이익률 (%)	-36.4	-20.4	28.6	13.1	11.7
ROA (%)	-13.6	-10.2	42.4	12.0	9.6
ROE (%)	-26.7	-22.5	65.7	15.6	12.3
ROIC (%)	-19.3	-11.1	78.6	20.7	17.1

주요 투자지표

	2018	2019	2020	2021	2022
투자지표 (x)					
P/E	-17.4	-19.3	20.4	44.6	45.7
P/B	4.2	5.0	8.1	6.0	5.3
EV/EBITDA	-25.3	-55.8	10.9	22.4	20.9
P/CF	n/a	n/a	10.8	15.8	34.3
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	-88.4	50.7	470.3	8.1	1.0
영업이익	적전	적지	흑전	-55.3	1.0
세전이익	적전	적지	흑전	-22.2	-9.2
당기순이익	적전	적지	흑전	-50.7	-9.2
EPS	적전	적지	흑전	-54.3	-2.4
안정성 (%)					
부채비율	81.4	159.7	29.2	26.4	22.8
유동비율	128.6	119.4	270.5	268.6	258.2
순차입금/자기자본(x)	34.9	95.2	-7.0	-13.7	-11.6
영업이익/금융비용(x)	-15.7	-9.1	52.7	73.4	77.4
총차입금 (십억원)	18	37	23	21	21
순차입금 (십억원)	14	30	-10	-28	-27
주당지표 (원)					
EPS	-428	-352	2,304	1,052	1,027
BPS	1,764	1,355	5,775	7,867	8,894
CFPS	n/a	n/a	4,334	2,964	1,371
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

아미코젠 (092040)

2023. 4. 25

제약/바이오

IRA 반사 수혜, 국내 바이오소부장 잊지 마요

Analyst 강하나

02-3779-8808

Kangx687@ebestsec.co.kr

바이오의약품 소재: 세포배양 배지/레진개발 기업

동사는 국내 최초로 세포배양 배지 생산 국산화에 도전하는 기업이다. 2H23에는 연면적 1,500평에 연간 1만리터 생산규모로 여수 레진공장이 완공되며, 2024년에는 안정적인 생산이 가능해질 것이다. 배지 공장은 2H23에 완공, 12월 가동이 예상된다. 현재 글로벌 기업들과의 동등성 테스트를 지속적으로 진행하고 있기 때문에 완공 이후 선수주부터 정부의 기업간 교류지원을 받을 수 있게 된다. 아미코젠은 이미 정부로부터 약 49억원을 지원받아 세포배양 배지 생산 공정 기술을 개발해내었으며, 양산 성공 시에 연간 최대 400만 L규모의 배지 생산이 가능해진다. 레진과 배지 모두 이미 연구소나 협력업체에 소규모 공급이 진행 중이기 때문에 해외 의존도가 높은 세포배양 배지와 레진에 있어서 국산화가 가장 빠르게 가능해질 바이오 소부장이 될 수 있다.

바이오 소재 국산화는 너무, 해외진출은 남들보다 빠르게

배지공장 완공에 따른 수주와 매출증가가 기대되며, 아미코젠차이나를 통한 수출도 가능해질 것이라는 기대이다. 특히 동사는 고객 맞춤형 레진을 공급할 수 있기 때문에 동등성 평가에서 긍정적인 결과만 도출되어도 국내 유일 정제용 레진 제조사로 거듭날 수 있다. 아미코젠 차이나는 중국에서 가장 오래된 API분리 정제용 흡착레진사업을 진행 중이기 때문에 영업레버리지가 가능하다. 글로벌 바이오의약품 시장의 고성장과 바이든의 바이오 소부장 미국 내 바이오제조역량 강화에 따라 미국 이외 바이오 성장 국가들에게는 바이오 소부장 제조 역량을 증대시켜야 할 때가 온 것이다.

콜라겐과 항생제로 캐시카우

아미코젠은 베트남 메기에서 콜라겐을 추출해내는데, 해당 콜라겐으로 임상을 진행하여 최근 개별인증형 콜라겐으로 승인을 받았다. 빠른 시일 내에 국내 제약사들과 B2B 납품이 가능해질 것으로 보이고, 기존에 콜라겐을 납품하던 기업들에게 추가적인 개별인증형 건기식 계약까지 성사된다면 외형성장이 가능해질 것이다. 더 나아가서 아미코젠 차이나의 산동공장 완공이 예정되어 있는데, 이미 풀캐파인 아미코젠 차이나의 공장 수요가 2023년부터 캐파 업된 물량으로 매출 성장을 이끌 것이다.

Not Rated

목표주가	Not Rated
현재주가	16,950 원
상승여력	-

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSDAQ(4/24)	855.23 pt
시가총액	3,348 억원
발행주식수	19,755 천주
52 주 최고가 / 최저가	32,150 / 16,500 원
90 일 일평균거래대금	17.53 억원
외국인 지분율	8.7%
배당수익률(22.12)	0.0%
BPS(22.12)	8,012 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월 -4.3%
	6 개월 -36.2%
	12 개월 -38.5%
주주구성	신용철 (외 3인) 16.1%
	자사주 (외 1인) 1.1%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	95	2	53	41	2,093	25.9	10	16.3	66.0	5.1	37.1
2019	115	-2	-1	0	5	-99.8	8	5,577.5	63.8	4.0	0.1
2020	116	3	41	32	1,662	36,330.4	13	10.2	25.4	2.1	23.0
2021	125	-5	10	5	191	-88.5	6	88.8	64.7	1.8	2.2
2022	144	-5	-51	-46	-2,415	적전	8	-7.0	63.4	2.5	-29.7

자료: 아미코젠, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

아미코젠 투자포인트

아미코젠 차이나와 함께 하는 성장

아미코젠 차이나는 코로나19를 겪은 2020~2021년, 그리고 1H22까지 항생제 매출이 이전 보다 저조하게 나오면서 적자를 지속하고 있다. 그러나 2023년에는 항생제 매출 회복에 캐 파 업된 물량의 추가 수주, 그리고 배지 및 레진 공장 가동으로 실적성장이 기대된다.

매출 고성장이 기대되는 이유로는 1)4월 수의용 항생제 완제의약품 중국허가, 2)폴캐파로 돌아가던 기존 공장의 10배 수준으로 증설로 인한 추가 매출 가능성이 있다. 특히 4월에 허가받은 의약품은 툴라스로마이신(가축의 호흡기 질환용, 매크로라이드계)으로, 2021년 2월 오리지널을 만든 화이자의 특허가 만료된 바 있다. 아미코젠 차이나의 툴라스로마이신 완제는 중국 최초로 임상시험을 통해 신동물의약품 인증을 통과했기 때문에 기존 업체 대비 개선된 기술력으로 특허를 획득한 제품이다. 툴라스로마이신향 매출이 2023년부터 점차 인식될 것이기 때문에 내년부터 아미코젠 차이나의 고성장이 기대된다.

세포배양 레진/배지 국산화 미래성장동력 확인

동사는 국내 최초로 세포배양 배지 생산 국산화에 도전하는 기업이다. 2H23 여수 레진공장이 완공되며, 2024에는 안정적인 생산이 가능해질 것이라 기대한다. 배지 공장은 2H23에 완공되며 현재 글로벌 기업들과의 동등성 테스트를 지속적으로 진행하고 있기 때문에 완공 이후 국산화가 빠르게 추진될 것이다. 아미코젠은 이미 정부로부터 약 49억원을 지원받아 세포배양 배지 생산 공정 기술을 개발해 내었으며, 양산 성공시에 연간 최대 400만 L 규모의 배지 생산이 가능해진다. 레진과 배지 모두 이미 연구소나 협력업체에 소규모 공급이 진행 중이기 때문에 해외 의존도가 높은 세포배양 배지와 레진에 있어서 국산화가 가장 빠르게 가능해질 바이오 소부장이 될 수 있다.

신약개발도 있다: 루게릭병 국내 임상3b상, 황반변성 국내 임상2a상

동사는 바이오기업으로서 가장 중요한 신약개발도 잊지 않고 꾸준히 진행 중이다. 아미코젠파마를 통해 희귀의약품을 개발 중이며 루게릭병과 황반변성 치료제를 개발 중에 있다. 루게릭병 임상은 국내 3b상으로, 전국 9개 대학병원 임상센터가 확정되었으며, 경구용 황반변성 치료제는 국내 임상 2a상으로 전국 4개 대학병원 임상센터가 확정되었다.

그 외에 비피도(마이크로바이옴 전문기업)를 통해 개별인정형 건기식과 마이크로바이옴 치료제(류마티스 관절염)를 개발 중에 있다. 최근 비피도는 강원대학교와 마이크로바이옴 자원 산업화 MOU를 체결하는 등 국내 마이크로바이옴 1호 기업으로서 다양한 마이크로바이옴기반 건강기능식품을 제조 및 판매하고 있다. 더 나아가서 코로나19에 의해 막혀있던 비피도의 중동 수출길은 올해 3월 다시 열리며 사우디 제약사 잠쥬 파마에 첫 수출을 성공적으로 진행했다. 국내 최초로 자체개발 균주에 대한 미국 FDA NDI와 GRAS를 받은 만큼 향후 다양한 기능성 프로바이오틱스 기업으로 글로벌 확장이 가능해질 것이다.

아미코젠 (092040)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
유동자산	75	92	110	124	144
현금 및 현금성자산	12	21	31	27	20
매출채권 및 기타채권	19	26	23	33	57
재고자산	34	33	35	39	46
기타유동자산	10	11	21	25	21
비유동자산	156	149	173	288	286
관계기업투자등	54	43	61	125	93
유형자산	80	83	87	129	164
무형자산	18	20	22	21	17
자산총계	231	241	283	411	430
유동부채	53	66	71	160	205
매입채무 및 기타채무	20	25	27	48	57
단기금융부채	29	33	36	100	143
기타유동부채	4	7	8	13	5
비유동부채	18	17	20	18	55
장기금융부채	6	7	7	9	51
기타비유동부채	11	11	12	9	3
부채총계	71	83	91	178	260
지배주주지분	127	122	153	186	132
자본금	10	10	10	10	10
자본잉여금	63	63	63	86	86
이익잉여금	61	61	92	98	51
비지배주주지분(연결)	33	36	40	47	38
자본총계	160	158	193	233	170

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
영업활동 현금흐름	3	9	9	8	-22
당기순이익(손실)	41	0	32	5	-46
비현금수익비용가감	-27	12	-17	6	58
유형자산감가상각비	8	10	9	10	12
무형자산상각비	0	1	1	1	1
기타현금수익비용	-35	2	-27	-5	45
영업활동 자산부채변동	-11	-2	-1	1	-25
매출채권 감소(증가)	1	-9	5	-3	-31
재고자산 감소(증가)	-7	1	-1	-2	-9
매입채무 증가(감소)	-2	5	-1	6	15
기타자산, 부채변동	-2	1	-4	1	0
투자활동 현금	-11	-4	-2	-99	-72
유형자산처분(취득)	-11	-19	-14	-47	-46
무형자산 감소(증가)	-2	-3	-2	-10	-1
투자자산 감소(증가)	9	10	19	24	-11
기타투자활동	-8	8	-4	-65	-15
재무활동 현금	7	4	3	84	90
차입금의 증가(감소)	6	7	4	59	88
자본의 증가(감소)	1	-5	0	22	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	0	2	-1	2	2
현금의 증가	-1	9	9	-4	-7
기초현금	13	12	21	31	27
기말현금	12	21	31	27	20

자료: 아미코젠, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	95	115	116	125	144
매출원가	64	67	71	80	98
매출총이익	31	48	45	45	46
판매비 및 관리비	28	51	42	50	51
영업이익	2	-2	3	-5	-5
(EBITDA)	10	8	13	6	8
금융손익	-1	-1	-1	-1	-7
이자비용	1	1	1	3	7
관계기업등 투자손익	1	-1	0	-7	-23
기타영업외손익	51	3	39	23	-15
세전계속사업이익	53	-1	41	10	-51
계속사업법인세비용	12	-1	9	5	-5
계속사업이익	41	0	32	5	-46
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	41	0	32	5	-46
지배주주	40	0	32	4	-47
총포괄이익	42	1	31	9	-49
매출총이익률 (%)	32.3	42.1	38.8	36.0	31.9
영업이익률 (%)	2.4	-1.9	2.7	-3.7	-3.4
EBITDA 마진률 (%)	10.8	6.8	11.3	4.9	5.4
당기순이익률 (%)	43.8	-0.2	27.9	3.8	-31.7
ROA (%)	20.4	0.0	12.0	1.1	-11.2
ROE (%)	37.1	0.1	23.0	2.2	-29.7
ROIC (%)	1.5	-1.2	1.9	-1.5	-1.8

주요 투자지표

	2018	2019	2020	2021	2022
투자지표 (x)					
P/E	16.3	5,577.5	10.2	88.8	-7.0
P/B	5.1	4.0	2.1	1.8	2.5
EV/EBITDA	66.0	63.8	25.4	64.7	63.4
P/CF	43.8	42.5	21.8	32.2	28.1
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	-18.4	21.9	0.6	7.8	15.5
영업이익	-28.3	적전	흑전	적전	적지
세전이익	30.2	적전	흑전	-76.3	적전
당기순이익	28.4	적전	흑전	-85.3	적전
EPS	25.9	-99.8	36,330.4	-88.5	적전
안정성 (%)					
부채비율	44.2	52.4	47.0	76.6	153.1
유동비율	141.1	140.4	155.7	77.1	70.2
순차입금/자기자본(x)	12.3	8.5	-1.3	27.2	92.7
영업이익/금융비용(x)	2.0	-1.7	2.3	-1.6	-0.7
총차입금 (십억원)	35	40	43	109	194
순차입금 (십억원)	20	13	-3	63	157
주당지표 (원)					
EPS	2,093	5	1,662	191	-2,415
BPS	6,632	6,354	7,960	9,425	6,672
CFPS	778	599	778	527	603
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

지놈앤컴퍼니 (314130)

대마이크로바이옴 시대 개막

2023. 4. 25

제약/바이오

Analyst **강하나**

02-3779-8808

Kangx687@ebestsec.co.kr

4월26일 세레스 테라퓨틱스의 마이크로바이옴 치료제 승인 여부

세레스 테라퓨틱스의 최초의 경구용 마이크로바이옴 치료제 SER-109 의 긍정적인 임상 3 상 결과와 4 월 26 일에 나오는 처방의약품 신청자 비용 부담법(PDUFA)에 따른 FDA 허가 여부 결과가 새로운 마이크로바이옴의 역사를 쓸 수 있을 것이라 기대한다. SER-109 도 최초의 마이크로바이옴 치료제 레비요타와 동일하게 클로스트리듐 디피실리 감염증(CDI)을 적응증으로 하는 치료제다. 그러나 항문 투여방식이었던 레비요타 대비 '경구용'이라는 장점을 갖고 있어 마이크로바이옴 시장의 새로운 길이 열리게 된 것이다.

기대되는 신규 모달리티로 등극, 정부도 도와준다

글로벌 기업들의 임상 진전과 상용화로 인해 국내에서도 정부가 지원을 하기 시작했다. 2022년에는 1조1,500억원 규모의 국가 마이크로바이옴 이니셔티브 사업을 추진했으나 2022년에는 치료제뿐만 아니라, 건강기능식품, 농축수산업 등 활용 범위가 너무 넓어 예비타당성조사를 통과하지 못했다. 그리고 비로소 2023년 신규사업명 <인체질환 극복 마이크로바이옴 기술개발사업>으로 새롭게 계획되어 2025년부터 2032년까지 8년 간 4,000억원의 투자가 계획되어 있다. 신규 사업 구조는 ①데이터 구축, ②전임상 기반 원천기술 개발, ③임상 및 제품화 연구로 나뉜다. 해외에서도 아직은 신규 기술인 만큼, 국내에서도 선제적인 기업과 정부의 투자가 있다면 늦었던 다른 모달리티 대비 글로벌 우위 확보가 가능하다.

기대되는 GEN001 임상2상 데이터

핵심 파이프라인 중 하나인 GEN-001은 위암과 담도암을 대상으로 독일 머크 및 MSD와 공동연구를 진행중이다. 면역항암제의 낮은 치료반응률을 높여줄 수 있고 안전성에 있어서 독보적인 마이크로바이옴 항암제 GEN-001은 1H23 위암 임상 2상 중간결과를 공개할 예정이며 10월 ESMO에서 혼자 개별 데이터를 세부적으로 발표할 계획이다. 항암제 시장이 가장 크지만 아직 리딩 마이크로바이옴 기업이 없는 만큼 병용투여 파트너로서의 마이크로바이옴 치료제의 가능성이 확인될 수 있는 이번 데이터가 가장 중요할 것이다. 또한 2Q23에는 자폐스펙트럼 치료제 SB-121 임상2상 업데이트 및 신규 타깃 면역항암제 GENA-104의 임상1상 신청 및 승인과 전임상 데이터로 라이선스 계약을 추진할 예정이다.

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	0	-6	-6	-6	-757	적지	-6	n/a	-15	10	-81
2019	0	-13	-85	-85	-10,289	적지	-12	n/a	-30	-11	n/a
2020	0	-23	-30	-30	-2,252	적지	-22	n/a	-10	3	n/a
2021	0	-31	-31	-31	-2,184	적지	-29	n/a	-10	4	-30
2022	2	-45	-45	-45	-3,209	적지	-42	n/a	-7	4	-51

자료: 지놈앤컴퍼니, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 별도기준

Not Rated

목표주가	Not Rated
현재주가	21,550 원
상승여력	-

컨센서스 대비

	상회	부합	하회

Stock Data

KOSDAQ(4/24)	855.23 pt
시가총액	3,037 억원
발행주식수	14,092 천주
52 주 최고가 / 최저가	30,050 / 15,450 원
90 일 일평균거래대금	63.45 억원
외국인 지분율	1.2%
배당수익률(23.12E)	0.0%
BPS(23.12E)	2,687 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1개월 12.1%
	6개월 9.9%
	12개월 0.5%
주주구성	박한수 (외 5인) 15.7%
	배지수 (외 8인) 13.6%
	디에쓰시인베 (외 5인) 11.0%

Stock Price



지놈앤컴퍼니 기술력 및 파이프라인

그림57 지놈앤컴퍼니 GEN-001 전임상 결과



자료: 지놈앤컴퍼니, 이베스트투자증권 리서치센터

그림58 지놈앤컴퍼니 파이프라인

마이크로바이옴								
구분	파이프라인	적응증 (임상연구코드)	탐색	전임상	임상1상	임상2상	파트너사	
면역항암	GEN-001	위암(Study 201)						MERCK
		담도암(Study 202)						MSD
뇌질환	SB-121	자폐 스펙트럼 장애						Scioto Biosciences 자회사
희귀질환		신생아괴사성장염						
산과질환	GEN-004	난임						
피부질환	GEN-501	항암발진, 아토피피부염						
신규타겟 항암제								
구분	파이프라인	적응증	탐색	전임상	임상1상	임상2상**	파트너사	
신규타겟 면역항암제	GENA-104	고형암						
	GENA-105	고형암						
	GENA-111(ADC)	고형암						Debiopharm

자료: 지놈앤컴퍼니, 이베스트투자증권 리서치센터

지놈앤컴퍼니 (314130)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
유동자산	12	31	104	42	40
현금 및 현금성자산	6	22	98	5	6
매출채권 및 기타채권	0	0	0	1	2
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	5	9	6	37	33
비유동자산	1	4	13	53	54
관계기업투자등	0	0	8	45	45
유형자산	1	1	2	4	6
무형자산	0	0	1	1	2
자산총계	13	35	117	96	95
유동부채	1	67	2	5	5
매입채무 및 기타채무	1	1	1	4	3
단기금융부채	0	65	1	1	1
기타유동부채	0	1	0	0	1
비유동부채	0	7	2	2	1
장기금융부채	0	7	1	1	0
기타비유동부채	0	0	1	1	0
부채총계	1	74	4	7	6
지배주주지분	12	-39	113	89	88
자본금	5	4	7	7	8
자본잉여금	16	74	247	249	287
이익잉여금	-9	-120	-150	-181	-226
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	12	-39	113	89	88

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
영업활동 현금흐름	-5	-9	-15	-24	-36
당기순이익(손실)	-6	-85	-30	-31	-45
비현금수익비용가감	0	75	15	7	10
유형자산감가상각비	0	1	1	2	3
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	0	74	14	5	7
영업활동 자산부채변동	1	0	-1	0	-1
매출채권 감소(증가)	0	0	0	0	-1
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 증가(감소)	1	0	0	0	0
기타자산, 부채변동	0	0	-1	0	-1
투자활동 현금	-6	-5	-7	-70	4
유형자산처분(취득)	0	-1	-1	-3	-3
무형자산 감소(증가)	0	0	0	-1	0
투자자산 감소(증가)	-5	-4	-6	-67	7
기타투자활동	0	0	1	0	0
재무활동 현금	15	30	99	1	33
차입금의 증가(감소)	0	0	0	-1	-1
자본의 증가(감소)	15	0	71	1	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	0	30	28	0	34
현금의 증가	4	16	76	-93	1
기초현금	2	6	22	98	5
기말현금	6	22	98	5	6

자료: 지놈앤컴퍼니, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	0	0	0	0	2
매출원가	0	0	0	0	1
매출총이익	0	0	0	0	1
판매비 및 관리비	6	13	23	31	45
영업이익	-6	-13	-23	-31	-45
(EBITDA)	-6	-12	-22	-29	-42
금융손익	0	-2	-1	0	0
이자비용	0	2	1	0	0
관계기업등 투자손익	0	-1	-1	0	0
기타영업외손익	0	-69	-5	0	-1
세전계속사업이익	-6	-85	-30	-31	-45
계속사업법인세비용	0	0	0	0	0
계속사업이익	-6	-85	-30	-31	-45
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-6	-85	-30	-31	-45
지배주주	-6	-85	-30	-31	-45
총포괄이익	-6	-85	-30	-31	-45
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	82.9	38.7
영업이익률 (%)	-	-28,461.1	-	-	-
EBITDA 마진률 (%)	-	-27,217.4	-	-	-
당기순이익률 (%)	-	-	-	-	-
ROA (%)	-74.4	-353.3	-39.3	-28.8	-47.5
ROE (%)	-80.7	n/a	n/a	-30.5	-51.0
ROIC (%)	-668.6	-251.1	-328.2	-509.6	-471.3

주요 투자지표

	2018	2019	2020	2021	2022
투자지표 (x)					
P/E	-16.3	-3.8	-9.9	-10.3	-7.0
P/B	10.4	-10.9	2.8	3.5	4.0
EV/EBITDA	-14.7	-29.6	-9.9	-9.5	-6.7
P/CF	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	-97.2	999.9	228.5	199.7	333.3
영업이익	적지	적지	적지	적지	적지
세전이익	적지	적지	적지	적지	적지
당기순이익	적지	적지	적지	적지	적지
EPS	적지	적지	적지	적지	적지
안정성 (%)					
부채비율	8.1	n/a	3.9	7.8	7.1
유동비율	1,277.5	46.7	4,315.1	830.7	745.9
순차입금/자기자본(x)	-95.6	-117.9	-90.2	-42.7	-40.1
영업이익/금융비용(x)	n/a	-6.2	-18.4	-572.5	-555.5
총차입금 (십억원)	0	72	2	2	2
순차입금 (십억원)	-11	46	-102	-38	-35
주당지표 (원)					
EPS	-757	-10,289	-2,252	-2,184	-3,209
BPS	1,177	n/a	8,142	6,315	5,544
CFPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

진시스템 (363250)

글로벌로 인도합니다

2023. 4. 25

Mid-Small Cap

Analyst 강하나

02-3779-8808

kangx687@ebestsec.co.kr

기업개요: #플랫폼, #장비, #키트수익창출, #영업레버리지, #반려동물진단

진시스템은 분자진단과 면역진단을 융합한 진단 플랫폼을 보유하고 있는 기업이다. 감염병 위주의 진단 장비와 키트를 보유 중이며 신속한 진단결과를 확인할 수 있고 단가가 낮다는 점이 가장 큰 장점이다. 동사의 분자진단 플랫폼은 SMT(Syndromic Multiplex Testing)인데, 증상이 유사한 감염병들을 단일 검사로 정확하게 진단할 수 있는 다중 진단법이다. 진단장비에 바이오칩을 시약과 넣게 되면 언제 어디서나 검사 수행이 가능하다. 플랫폼 기반의 장비이기 때문에 설치 지역이 늘어날수록 키트 수익 창출이 지속될 수 있는 구조이며, 자체 장비와 키트를 진시스템이 판매하기보다는 OEM으로 CDMO 하겠다는 것이 전략이다.

최근에는 신성장동력으로 반려동물 현장 분자진단을 강화하며 다양한 진단키트를 개발 중에 있는데, 동물병원과 케어벳(지분29.4%)과의 협업을 통한 시장 침투 중이다. 현재 기업가치에는 시장리더가 없어 침투가 가능한 반려동물진단 사업부가 포함되지 않은 상황이다.

인도 공급계약 발주를 지켜보자!

최근 진시스템은 인도 G사(인도 진단기기 대표 유통사)와의 공급계약으로 관심을 받는 가운데, 이 계약이 인도 보건복지부 산하에 있는 입찰 대상 기업인 T사로부터의 OEM CDMO계약인 것으로 확인됐다. 인도 현지 업체들의 기술력으로는 감염병이 만발하는 인도에서 한시간에 한명밖에 진단할 수 없으며 동사는 멀티플러스 방식으로 칩 하나에 8명 진단이 30분내로 가능하다. 현재 공급계약이 체결된 '결핵'에 대해서 인당 테스트 비용도 \$2.5로 기존 인도 보건복지부의 입찰가격인 \$4~\$5보다 합리적이다. 작년 8월 실사가 완료되어 올해 완제로 나가게 될 것이며, 풀캐파가 되면 현지 생산을 진행할 예정이다.

궁극적으로는 인도 파트너가 장비 및 기술 패키징을 L/하여 WHO를 통한 전세계 진출이 목표다. 인도 파트너와의 첫번째 목표는 인도 결핵 진단 시장의 M/S 15%이며 적응증은 3Q23안으로 C형간염, B형간염, HIV까지 추가하여 감염병내의 시장 80%에 대한 M/S 확보다. 5월에 인도 정부 입찰이 마무리가 되고, 관련 프로세스가 끝난 후 6월 발주를 시작으로 전진적으로 매출이 증가할 것이다. 2023년 실적은 매출액 355억원(+859.5% yoy)에 영업이익 41억원(흑전)을, 2024년에는 풀캐파에 인도 증설까지 더해지면서 매출액 2,485억원에 776억원을 전망한다.

Not Rated

목표주가	Not Rated
현재주가	13,960 원
상승여력	-

컨센서스 대비

	상회	부합	하회

Stock Data

KOSDAQ(4/24)	855.23 pt
시가총액	967 억원
발행주식수	6,930 천주
52 주 최고가 / 최저가	17,060 / 5,050 원
90 일 일평균거래대금	31.67 억원
외국인 지분율	3.4%
배당수익률(23.12E)	0.0%
BPS(23.12E)	5,848 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1개월 66.9%
	6개월 131.0%
	12개월 40.9%
주주구성	서유진 (외 4인) 23.9%
	에버그린투자파트너스 6.9%
	진시스템우리사주 0.5%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2019	1	-2	-4	-4	-2,631	적지	-2	n/a	-5.5	n/a	n/a
2020	13	3	-4	-2	-416	적지	4	n/a	-1.4	n/a	n/a
2021	13	2	3	4	516	흑전	3	32.0	31.4	2.6	12.6
2022	4	-7	-7	-9	-1,298	적전	-6	-12.7	-15.1	3.3	-22.7
2023E	36	4	4	5	781	흑전	5	21.1	32.3	2.8	14.3

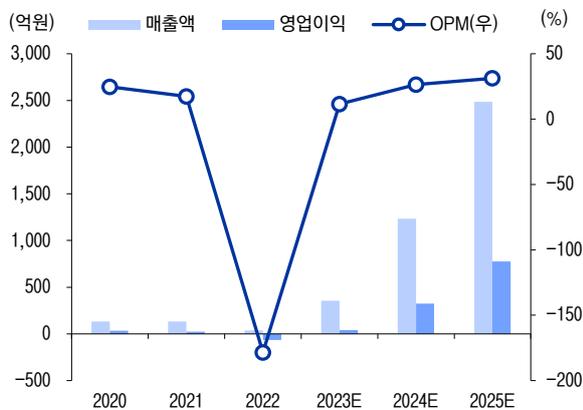
자료: 진시스템, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

실력발휘의 2023년

진시스템은 분자진단 all-in-one 솔루션을 개발 및 생산하는 진단업체다. 진시스템의 진단 제품은 장비를 공급한 후 키트 매출을 통해 매출 증가에 레버리지가 날 수 있는 사업이다. 직접 판매보다는 OEM으로 플랫폼 CDMO역할을 하고자 하는 것이 목표다. 진시스템은 하나의 키트로 최대 8명까지 동시진단이 가능한 현장 진단장비를 보유 중이며, 최근 인도 대형 의료기기 유통기업인 G사와 총판 및 현지 생산 제휴 계약을 체결했다. 인도 보건복지부와 진단 기업3곳이 입찰에 참여하며 우리의 인도 파트너 유통사G사와 진단기업T사가 진시스템에 대한 실사를 8월에 완료했다.

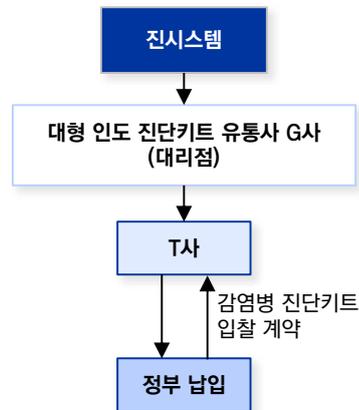
진시스템은 기존 인도 레퍼런스를 기반으로 이번 계약을 성공시켰다. 또한 기존 인도 진단 기업들(Cepheid 등)대비 진시스템의 UF-340는 1)한시간에 한명씩 가능했던 진단을 칩 하나당 멀티플러스 8명으로, 2)기존 인도 가격 대비 40%이상 할인(현지 플레이어 \$4~5)된 입찰 가격, 3)자동화 강점, 4)다양한 질환 테스트 가능이라는 장점이 있었기 때문에 가능했던 계약이다. 기존에 입찰 대상 기업 중 하나인 몰바이오는 2023년에도 계약을 이어나가나 한 곳과의 계약 중단으로 우리와 M사가 계약을 진행하게 된 것이다. 인도 정부가 M사(파트너사)에 허가과 발주를 내면 M사가 대리점(T사)을 내어 그 대리점에서 진시스템에게 발주를 넣는 구조이기 때문에 앞으로 공급계약에 따른 매출 상승을 기대해볼 만하다.

그림59 진시스템 매출 및 영업이익 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림60 진시스템 인도 수출 방식



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

제2의 중국? 인도의 글로벌 생산거점으로의 출발!

모디 총리는 인도를 제2의 중국으로 키우고자 하며 인도를 중국 대신 전세계 생산 허브로 만들고자 한다. 애플 CEO 팀 쿡과의 만남, 대만 폭스콘(애플 협력업체)의 인도공장 착공(9천억원)은 인도의 글로벌 생산거점으로서의 가능성을 보여준다. 그러나 이런 긍정적인 출발에도 인도의 가장 큰 걱정은 '감염병, 그리고 그 중에서도 '결핵'이다. 모디 총리는 3월 세계 결핵의 날 행사에서 인도의 성장을 저지하는 '감염병'과 '결핵'에 대한 우려를 언급한 바 있다. 이 날 '결핵 이니셔티브'를 언급하며 2025년까지 결핵 감염을 퇴치시키고자 하는 의지를 드러냈는데, 이는 결핵 및 그 외 감염병의 조기진단 시장에 대한 지원을 뜻한다.

그림61 2023년 세계결핵의 날 인도 총리 모디의 이니셔티브 발취

"In nine years, India has united in this fight against TB on many fronts such as public participation, special campaigns for nutrition, new strategies for treatment, intensive use of technology and promoting good health through campaigns like Khelo India and Yoga," he said.

Another major resolution of India is to eliminate tuberculosis by 2025 as against the global target of 2030, Modi said.

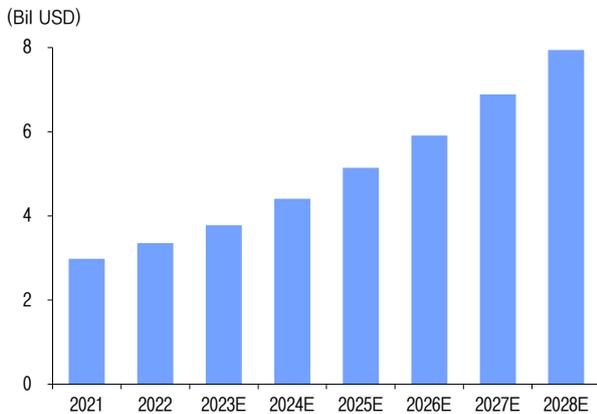
Referring to the capacity and health infrastructure enhancement during the Covid pandemic, Modi underlined the high use of trace, test, track, treat and technology in the fight against the disease.

There is massive global potential in this local approach of India, said the prime minister.

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

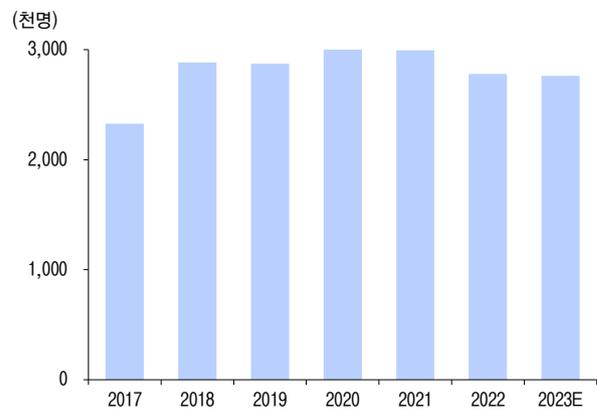
결핵 환자의 30%가 인도에 있으며 WHO의 결핵 관련 본부가 인도에 있는 것을 고려했을 때, 이번 인도 공급계약과 레퍼런스는 인도 이외 수출에 있어 중요한 이벤트인 것이다. 모디 총리의 결핵 타파와 인도 현지 제조업 정책에 부합하기 위하여 진시스템이 수출한 반제품은 인도 협력사가 구축할 예정이며 현지 전용 제품 생산 공장에서 완제품으로 만들어질 것이다. 장비는 일회성이고 키트 생산기술 및 3세대 장비로의 교체는 5년간의 기간 동안 라이선스 계약이 체결되어 현지생산으로 정부에 납품을 하게 되며, 이 데이터가 글로벌 출시의 발판이 될 수 있다.

그림62 인도 감염병 시장



자료: Forecasts and Analysis by Therapeutic Area, 이베스트투자증권 리서치센터

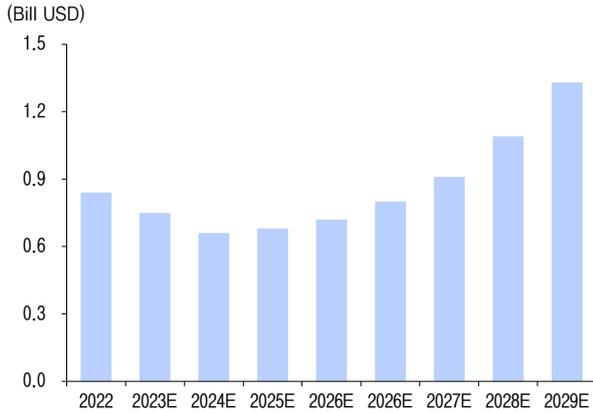
그림63 인도 결핵 감염자 수



자료: Ministry of India Health & Family Welfare, 이베스트투자증권 리서치센터

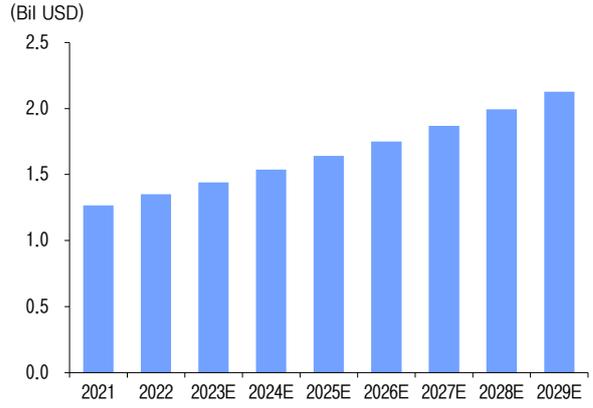
진시스템은 1Q23기준 결핵 진단에 대한 승인을 받았으며 B형간염과 C형간염, 그리고 HIV까지 감염병 시장의 80%를 커버하며 적응증을 확장시키고자 한다. 2Q23~3Q23에 나머지 3가지 적응증에 대한 승인 결과가 나올 예정이며 4개 적응증을 기준으로 연간 최소 8,000만개의 키트 공급이 필요해질 것이라 예상한다. 계약 초반부에는 완제품으로 나가게 될 것이고 기존 공장이 풀캐파가 되면 인도 현지 생산을 진행할 계획이다. 현재로써는 인도 기업으로부터 설비(키트 자동화)만 200대를 패키징하기로 예정되어 1대당 50만불의 패키징 비용이 2023년에 인식 될 예정이며 2025년까지 점진적으로 발주가 증가할 것이다.

그림64 인도 진단시장 전망



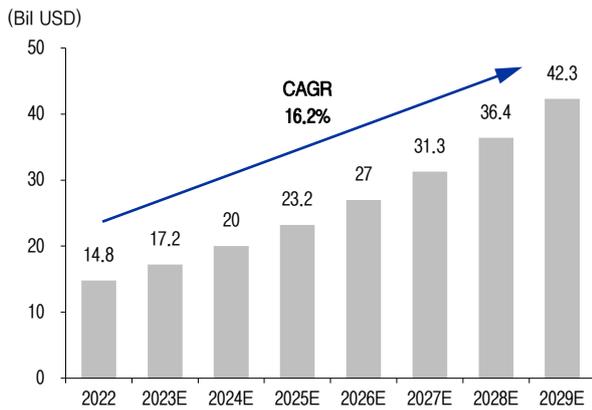
자료: Grandviewresearch, 이베스트투자증권 리서치센터

그림65 글로벌 결핵시장 전망



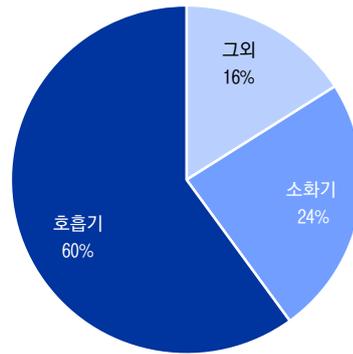
자료: Grandviewresearch, 이베스트투자증권 리서치센터

그림66 SMT(감염병 단일 검사 다중 진단법) 시장 전망



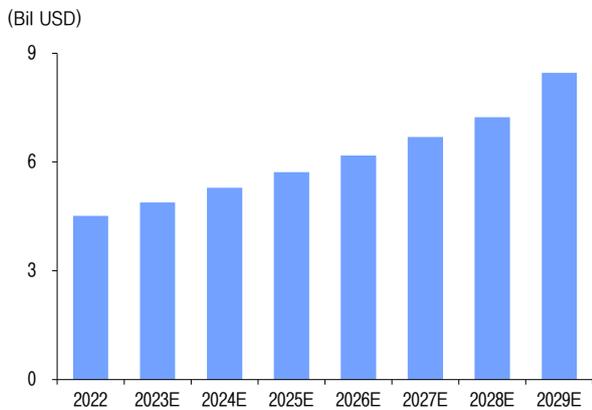
자료: Ihealthcareanalyst, 이베스트투자증권 리서치센터

그림67 진단 타겟 별 SMT 시장 비중



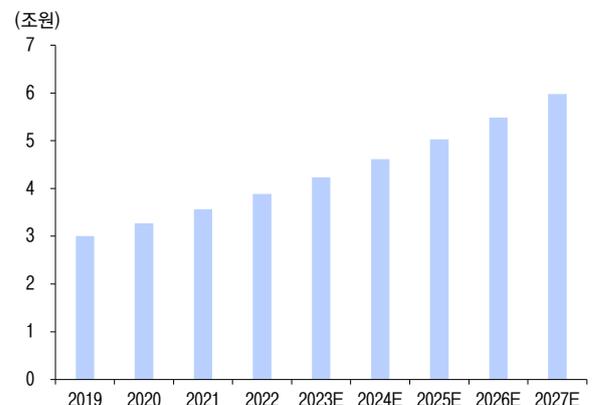
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림68 글로벌 감염병 진단 시장 전망



자료: DATA BRIDGE, 이베스트투자증권 리서치센터

그림69 국내 반려동물 시장 규모



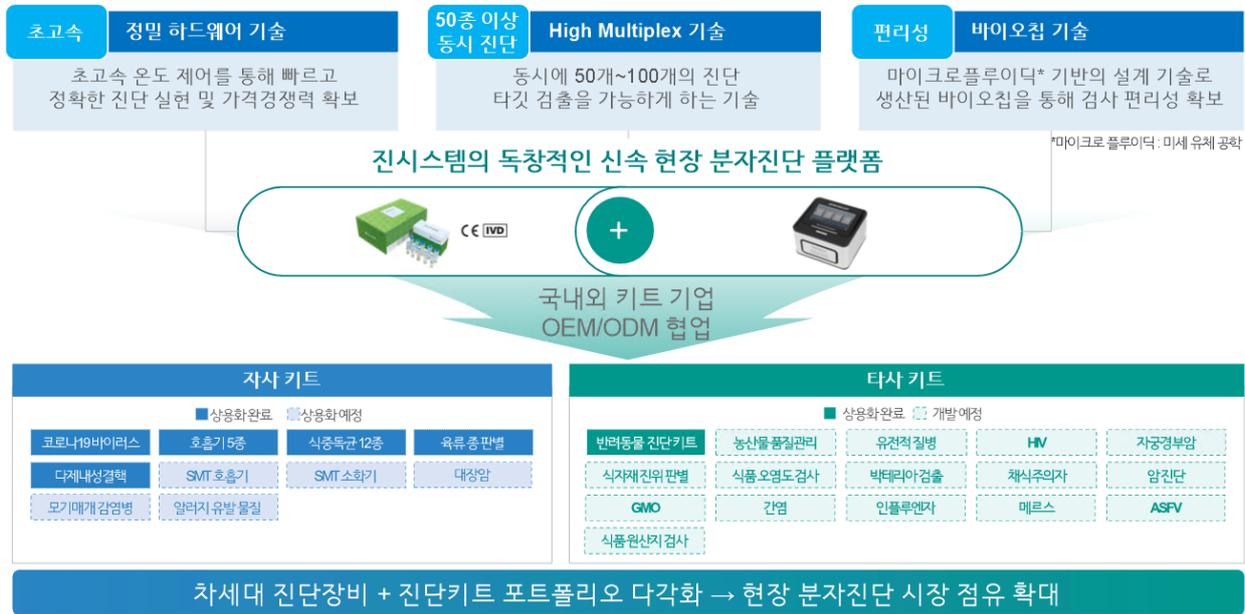
자료: 한국농촌경제연구원, 이베스트투자증권 리서치센터

그림70 지속적인 연구개발 기반 신규 진단키트 다각화

	제품	개발	시제품	임상 및 인허가	사업화 및 시장진출	타깃 시장	상용화 여부
인체	결핵/비결핵 항산균 진단키트	→				국내시장	2023년~2024년 상용화
	호흡기 감염병 3종 동시 진단키트	→				전세계 시장	
	호흡기 감염병 다중 진단키트	→					
	다제내성결핵 진단키트	→				개발도상국 시장	상용화 완료
	4종 인유두종 바이러스 진단키트 (자궁경부암 유발병원체)	→				전세계 시장	2023년~2025년 상용화
	12종 성 매개 감염병 진단키트	→				선진국 시장(EU)	2025년 상용화
	모기 매개감염병 진단키트	→					
식품	식중독 원인균 검출키트	→				전세계 시장	상용화 완료
	할랄 식품 검사키트	→					
	알러지 유발 물질 검사키트	→				국내 시장	2023년 상용화
반려동물	반려견 진단키트4종	→				전세계 시장	상용화 완료
	반려견 피부병4종	→					2023년 상용화
	개 호흡기 8종	→					
	고양이 호흡기 8종	→					
	개 위장염 8종	→					
	고양이 위장염 8종	→					
	개 신경계 8종	→					
	고양이 신경계 8종	→					

자료: 진시스템, 이베스트투자증권 리서치센터

그림71 핵심 플랫폼 기술 기반 신속 현장 분자진단 솔루션 제공



자료: 진시스템, 이베스트투자증권 리서치센터

진시스템 (363250)

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021	2022	2023E
유동자산	1	11	42	30	8
현금 및 현금성자산	1	9	26	17	-37
매출채권 및 기타채권	0	1	2	1	13
재고자산	0	1	2	3	23
기타유동자산	0	0	12	10	10
비유동자산	1	8	9	11	47
관계기업투자등	0	0	0	1	9
유형자산	0	6	6	6	8
무형자산	0	0	1	1	1
자산총계	2	19	51	41	55
유동부채	11	3	3	2	11
매입채무 및 기타채무	0	1	1	1	9
단기금융부채	11	1	1	1	1
기타유동부채	0	1	0	0	0
비유동부채	4	4	4	4	4
장기금융부채	3	3	3	3	3
기타비유동부채	0	1	1	1	1
부채총계	15	7	7	6	15
자배주주지분	-13	12	44	35	41
자본금	0	3	3	3	3
자본잉여금	0	25	52	52	52
이익잉여금	-13	-16	-12	-21	-16
비자배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	-13	12	44	35	41

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021	2022	2023E
영업활동 현금흐름	-2	4	1	-6	-43
당기순이익(손실)	-4	-2	4	-9	5
비현금수익비용가감	2	7	0	4	-25
유형자산감가상각비	0	0	0	0	0
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	2	6	-1	3	-25
영업활동 자산부채변동	0	-1	-2	-1	-24
매출채권 감소(증가)	0	-1	-1	1	-12
재고자산 감소(증가)	0	-1	0	-2	-20
매입채무 증가(감소)	0	0	0	0	9
기타자산, 부채변동	0	1	-1	0	0
투자활동 현금	0	-6	-13	-3	-11
유형자산처분(취득)	0	-6	0	0	-2
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	0	0	-12	-2	-9
기타투자활동	0	0	0	0	0
재무활동 현금	0	11	28	0	0
차입금의 증가(감소)	0	3	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	2	30	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	0	6	-2	0	0
현금의 증가	-2	8	17	-9	-54
기초현금	3	1	9	26	17
기말현금	1	9	26	17	-37

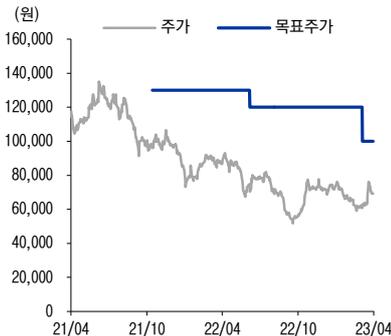
자료: 진시스템, 이베스트투자증권 리서치센터

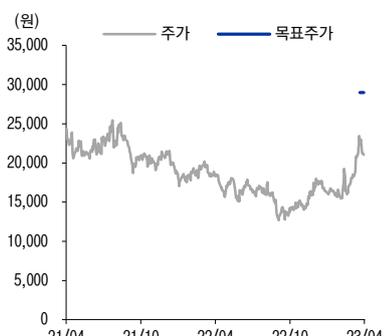
손익계산서

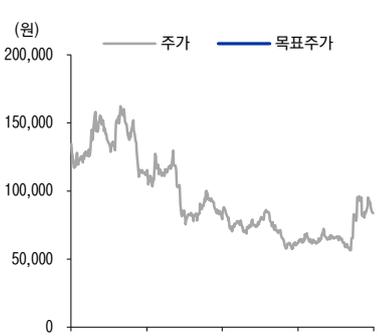
(십억원)	2019	2020	2021	2022	2023E
매출액	1	13	13	4	36
매출원가	1	4	5	2	20
매출총이익	0	9	9	1	15
판매비 및 관리비	3	6	6	8	11
영업이익	-2	3	2	-7	4
(EBITDA)	-2	4	3	-6	5
금융손익	-1	-1	1	0	1
이자비용	1	0	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-1	-6	0	0	0
세전계속사업이익	-4	-4	3	-7	4
계속사업법인세비용	0	-1	0	2	-1
계속사업이익	-4	-2	4	-9	5
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-4	-2	4	-9	5
지배주주	-4	-2	4	-9	5
총포괄이익	-4	-2	4	-9	5
매출총이익률 (%)	27.8	67.8	65.5	32.0	43.0
영업이익률 (%)	-219.8	25.0	17.1	-180.8	11.5
EBITDA 마진률 (%)	-207.8	26.8	19.4	-170.2	12.9
당기순이익률 (%)	-356.1	-16.8	26.8	-246.3	15.3
ROA (%)	n/a	-21.2	10.2	-19.6	11.2
ROE (%)	n/a	n/a	12.6	-22.7	14.3
ROIC (%)	n/a	63.1	18.6	-40.2	7.6

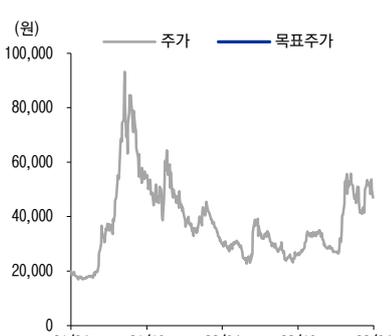
주요 투자지표

	2019	2020	2021	2022	2023E
투자지표 (x)					
P/E	n/a	n/a	32.0	n/a	21.1
P/B	n/a	n/a	2.6	3.3	2.8
EV/EBITDA	-5.5	-1.4	31.4	-15.1	32.3
P/CF	n/a	n/a	34.0	n/a	n/a
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	-91.4	1,068.3	-0.2	-72.4	871.8
영업이익	적전	흑전	-31.5	적전	흑전
세전이익	적지	적지	흑전	적전	흑전
당기순이익	적지	적지	흑전	적전	흑전
EPS	적지	적지	흑전	적전	흑전
안정성 (%)					
부채비율	n/a	53.6	14.9	17.3	36.2
유동비율	13.0	427.7	1,570.2	1,549.5	80.1
순차입금/자기자본(x)	-103.1	-41.4	-76.0	-59.1	82.5
영업이익/금융비용(x)	-4.5	7.4	25.5	-69.2	n/a
총차입금 (십억원)	14	4	4	4	4
순차입금 (십억원)	13	-5	-34	-21	33
주당지표 (원)					
EPS	-2,631	-416	516	-1,298	781
BPS	n/a	2,305	6,408	5,066	5,848
CFPS	n/a	844	486	n/a	n/a
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

SK 바이오팜 목표주가 추이		투자이건 변동내역												
		일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비	
		2021.11.08	변경	강하나										
		2021.11.08	Buy	130,000	-18.1	-32.0								
		2022.07.01	Buy	120,000	-31.7	-42.5								
		2023.03.30	Buy	100,000										

한울바이오파마 목표주가 추이		투자이건 변동내역												
		일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비	
		2023.04.25	변경	강하나										
		2023.04.25	Buy	29,000										

셀트리온제약 목표주가 추이		투자이건 변동내역												
		일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비	
		2023.04.25	변경	강하나										
		2023.04.25	NR	NR										

바이오니아 목표주가 추이		투자이건 변동내역												
		일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비	
		2023.04.25	변경	강하나										
		2023.04.25	NR	NR										

아미코젠 목표주가 추이	투자이건 변동내역											
	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
	20230425	변경	강하나									
	20230425	NR	NR									

지능엔컴퍼니 목표주가 추이	투자이건 변동내역											
	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
	20230425	변경	강하나									
	20230425	NR	NR									

진시스템 목표주가 추이	투자이건 변동내역											
	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
	20230425	변경	강하나									
	20230425	NR	NR									

Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 정다운, 강하나, 하장권).
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 - _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
 - _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
 - _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수)	+15% 이상 기대	91.3%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±15%로 변경
		Hold (보유) Sell (매도)	-15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	8.7%	
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2022. 4. 1 ~ 2023. 3. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)