

2021년 08월 24일
제약/바이오 Overweight (Maintain)

제약바이오 위드 코로나 (Feat. 백신과 신약)

델타 변이는 게임의 양상을 바꾸어 놓았고, 코로나19를 막는 것이 불가능하다는 불편한 진실을 받아들여야 할 때입니다. 추가 변이 발생 가능성과 부스터샷 수요 지속으로 당분간 백신 공급 부족은 계속될 것으로 보입니다. 다만, 부유국부터 코로나19에 대한 관리가 점차 예방률에서 치명률로 전환될 것으로 예상되는데, 이는 그동안 유독 백신 관련주만 주목받았던 제약/바이오 sector에 긍정적으로 작용할 것으로 전망됩니다.

이번 보고서에서는 변화된 코로나19 국면, 백신 점유율과 수요·공급 조사하였고, 백신의 바통을 이어갈 국내의 바이오산업의 흐름을 점검해보고 모멘텀이 될 수 있는 데이터 발표 등을 살펴보았습니다.

Contents



I. 변이의 불편한 진실과

미접종자의 팬데믹	3
-----------	---

> 게임 양상을 바꾼 델타 변이	3
> mRNA 백신과 아이들	8
> 부스터샷은 시간 문제	11
> 백신 CMO는 언제까지 황금알을 낳을까?	13
> 변이 확산 등으로 진단 건수 유지 및 확대	18
> 백신 접종 확대되면, 섹터에도 긍정적	19

II. 스타 바이오텍의 탄생을

기다리다	21
------	----

> 임상과 거래 리오프닝 기대	21
> 변화된 기술이전의 투자 방식	23
> 퀄리티 딜 찾는 법. 1) 경쟁 관계, 2) 상용화 염두	26
> 빅파마의 움직임 Check!	28

III. 국내 모멘텀 및 결론

> 백신 모멘텀 이후에도 주목 받을 이벤트가 필요	30
--------------------------------	----

기업분석

> 셀트리온 (068270)	34
> SK바이오사이언스 (302440)	39
> SK바이오팜 (326030)	45
> 녹십자랩셀 (144510)	51
> 바이오리더스 (142760)	55

Compliance Notice

- 당사는 8월 24일 현재 상기 언급된 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

제약바이오 위드 코로나

(Feat. 백신과 신약)

>>> 백신 게임 판도 변화

델타 변이는 게임의 양상을 바꾸어 놓았다. 이젠 코로나 전파를 막는 예방물보다 치명률 관리를 위해 백신 접종 확대가 필요하다. 또한, 부스터샷이 점차 일반인 대상으로 승인 확대될 것으로 예상되어 **백신 공급 부족은 한동안 지속될** 것으로 보인다. 이에 따라 관련 CMO 업체들의 공급자 우위 시장 또한 당분간 지속되겠다. 다만, 부유국부터 **확진자 관리에서 치명률 관리로 바뀌게 된다면, 백신 관련주만 주목 받았으나 점차 비Covid19 관련 종목에도 긍정적인 요소**가 될 것으로 전망한다.

>>> 스타 바이오텍 탄생이 필요한 시점

위드 코로나가 되면 임상 리오프닝 및 활발한 기술 거래도 기대되는데, 이제 시장은 단순 기술이전 효과를 기대하기 보다 **퀄리티 딜**을 원하고 있어 빅파마로의 대규모 기술이전이 필요한 시점이다. 퀄리티 딜을 하기 위해서는 빅파마 간 경쟁 상황을 잘 이용하고, 파트너사와 거래 시너지 및 상용 성공화까지 고려해야한다. **코로나19 백신 개발로 수혜를 본 빅파마는 풍부한 자금으로 코로나 이후를 준비하고, 그렇지 않은 빅파마들은 차세대 먹거리를 찾는** 것에 더욱 적극적으로 움직일 것으로 추측된다. 관련하여 최근 mRNA 전달 플랫폼 LNP 대체 기술, 세포/유전자 치료제 등의 혁신 신성장 분야와 알츠하이머 시장 개화로 중추신경질환(CNS) 분야에 주목할 필요가 있다.

>>> 데이터 발표도 모멘텀이 될 수 있다

오는 9~10월부터 유럽종양학회(ESMO)를 시작으로 **주요 학회가 개최**되며, 이 외에도 업체들의 주요 파이프라인 **타라인 발표**가 예정되어 있어 그 결과에 따라 바이오텍 투자심리에 영향을 미칠 것으로 전망된다. 이 밖에도 셀트리온 그룹의 3사 합병 추진 세부 내용과 **편더멘탈 개선 여부, 활발한 기술 이전 소식** 등이 이어진다면 바이오텍에도 긍정적인 투자 심리 개선을 기대해 볼 수 있다. 백신 CMO 업체 SK바이오사이언스와 중추신경질환계 리더 SK바이오팜에 대한 커버리지를 개시하고, 하반기 실적 개선이 기대되는 셀트리온과 데이터 발표가 예상되는 녹십자랩셀, 바이오리더스를 관심 종목으로 추천한다.

I. 변이의 불편한 진실과 미접종자의 팬데믹

>>> 게임 양상을 바꾼 델타 변이

이젠 막을 순 없다

전 세계 인구의 32%가 최소 1회 코로나 백신 접종하였고, 24%가 완전 접종을 마쳤으나, 불행히도 저소득 국가(low income countries)에서 1회 백신 접종률은 1.4%에 불과하다. 백신 보급이 늦어지는 국가에서 계속해서 확산이 일어나게 되면 변이가 발생할 수 있고, 유럽에서 델타 플러스 변이가 발견된 것과 같이 백신 보급이 되어도 지속 변이가 발생 및 백신을 회피하는 변이가 발생할 수 있다. **한마디로 변이는 피할 수 없다**는 것이다. 미국 내 델타 변이 점유율은 98.23%, 영국 99.8%, 인도 99.7%로 델타 변이가 글로벌 우세종이 되었다.

이전데 덮쳐 델타 변이에 대한 예방률은 점차 낮아지고 있다. 뉴잉글랜드 저널 오브 메디신(NEJM)에 실린 델타 변이에 대한 코로나 백신 효과 분석에서 화이자 혹은 아스트라제네카 백신 1회 접종 후 알파 변이 예방률은 48.7%였으나, 델타 변이 예방률은 30.7%로 현저히 낮았다. 화이자 백신(BNT162b2) 2회 접종 후에는 알파 변이에는 예방률이 93.7%였으나, 델타 변이에는 88%로 낮아졌다. 아스트라제네카 백신(ChAdOx1 nCoV-19 vaccine) 2회 접종 후 알파 변이에는 74.5%, 델타 변이에는 67%를 나타내었다.

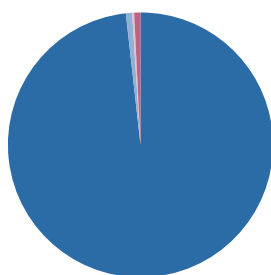
CDC는 최근 보고서에서 백신 접종자가 **접종 후 델타 변이에 돌파 감염되면 미접종자만큼 전파력이 높다고 언급**하며, 백신 접종자도 실내 공공장소에서 마스크 착용을 권고했다. 미국 매사추세츠주에서 델타 변이 감염된 환자의 평균 바이러스 배출량(Ct=cycle threshold) 중앙값이 21.9로 미접종자 바이러스 배출량(Ct) 중앙값 21.5로 큰 차이가 없었다.

전 세계적으로 백신 보급이 원활히 되지 않은 상황이며, 백신을 완전 접종하였다 할지라도 돌파 감염 가능성이 있고, 돌파 감염되면 전염력이 높아 **코로나19 바이러스가 쉽게 종식되지 않을 것이라는 불편한 진실을 받아들여야** 할 때가 된 것이다. 동물 간 접촉으로 인한 바이러스 전파 가능성, 지속하는 변이의 출몰 등 또한 앞으로 안고 가야 할 과제가 되었다.

*Ct는 유전자 증폭(RT-PCR) 검사에 몇 회 증폭해야 바이러스가 검출되는지를 보여주는 수치로 낮을수록 바이러스 배출량이 많다는 것을 의미

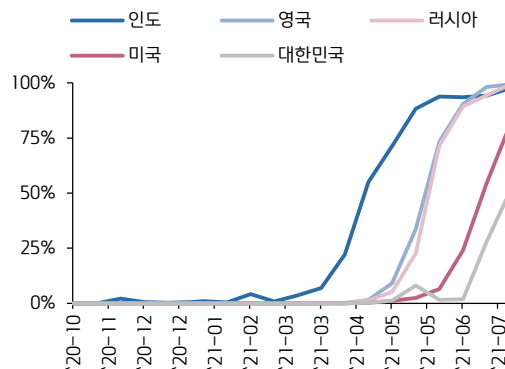
미국 변이 점유율

■ 델타 ■ 알파 ■ 감마 ■ 기타



자료: OurWorldinData, 키움증권 리서치센터

주요 국가 델타 변이 점유율 추이



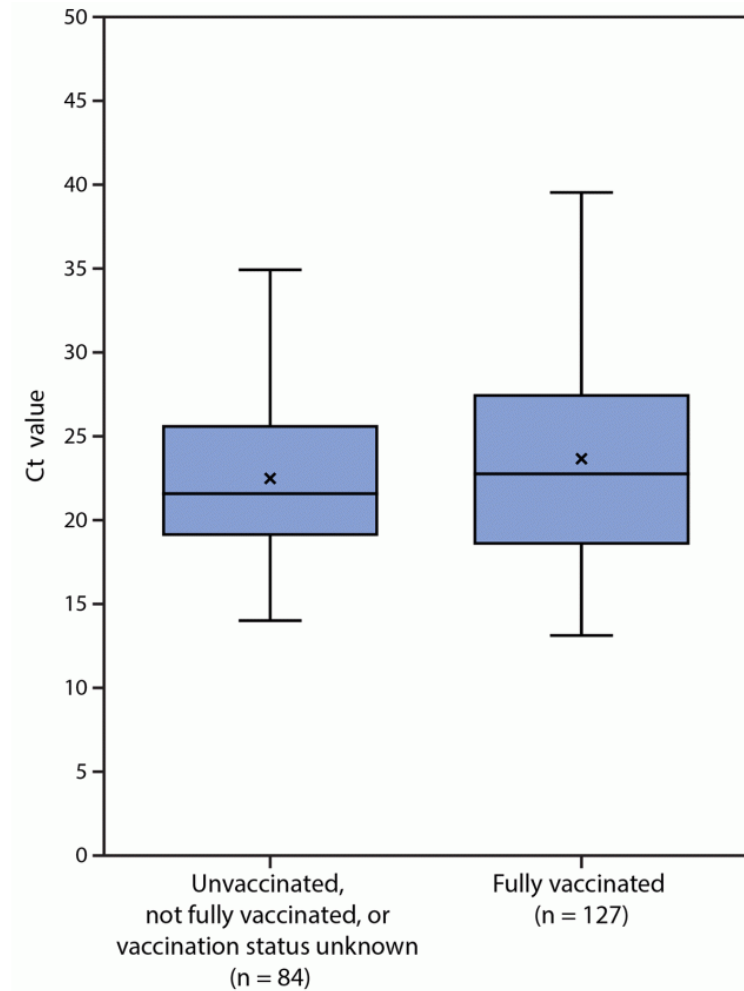
자료: OurWorldinData, 키움증권 리서치센터

코로나19 바이러스 주요 변이 현황

구분	지정일	최초 발견 장소
B.1.1.7 (알파)	'20.12 월	영국
B.1351 (베타)	'20.12 월	남아프리카공화국
P.1 (감마)	'21.01 월	일본 (브라질 여행객)
B.1.617.2 (델타)	'21.4 월	인도
B.1.617.2.1 (델타 플러스)	'21.5 월	유럽
C.37 (람다)	'21.6 월	페루

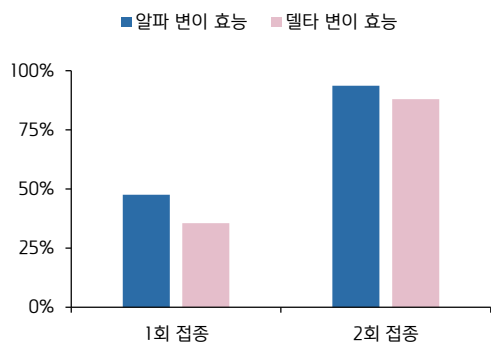
자료: WHO, 키움증권 리서치센터

백신 접종자와 미접종자의 바이러스 배출량(Ct) 큰 차이 없음



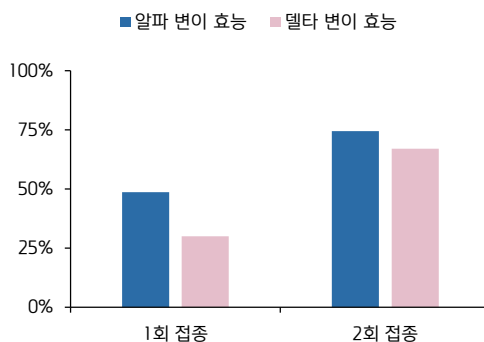
자료: CDC, 키움증권 리서치센터

화이자 백신 효능



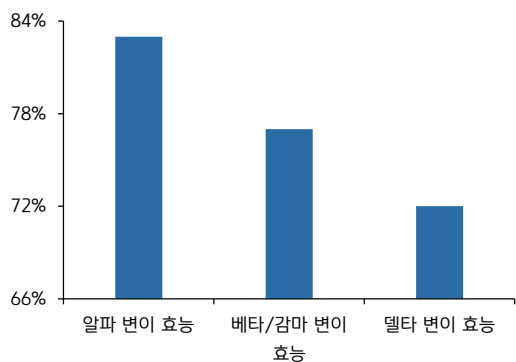
자료: NEJM, 키움증권 리서치센터

아스트라제네카 백신 효능



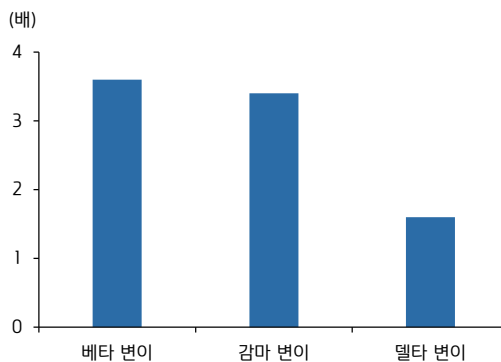
자료: NEJM, 키움증권 리서치센터

모더나 백신 효능



주: 1회 접종 시 감염 예방 효과를 나타낸 지표
자료: 한국보건의료연구원, 대한의학회, 키움증권 리서치센터

얀센 백신 효능



주: Neutralization Sensitivity에 대한 배수
자료: bioRxiv, 키움증권 리서치센터

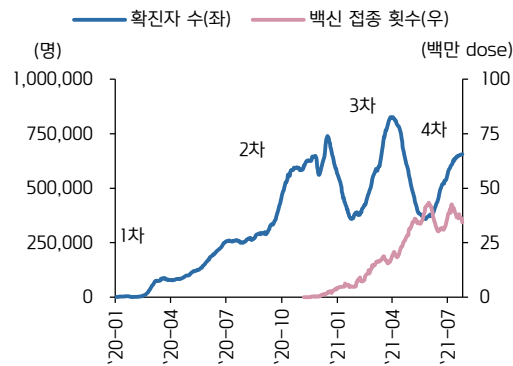
그래도 백신이 중요한 이유는 사망률 때문

8/21일 기준 아프리카의 완전 백신 보급률은 2.4%로 글로벌 평균 24%보다 현저히 낮은 편이며, 코로나 바이러스 확산으로 지난 한 달간 사망자가 80% 급증하였다. 아프리카의 코로나19 사망 환자 수가 13,242명에서 24,987명으로 증가한 것이다.

영국은 백신 1회 접종률 71%, 2회 접종률 62%로 글로벌 평균 대비 높다. 최근 4차 유행이 영국에서도 시작되며 확진자 급증하였으나, 과거 3차 유행 대비 백신의 보급으로 인하여 이전과 같은 사망자 수의 큰 폭의 상승은 없었다. 영국 보건부는 화이자 백신이 델타 변이 관련하여 입원으로 가는 것에 대해 96%의 효과를 보인다고 밝힌 바 있다. 미국에서도 백신 미접종자에서 입원과 사망 등 중증으로 가는 사례가 늘고 있어 백신 접종에 대한 중요성은 여전히 높다.

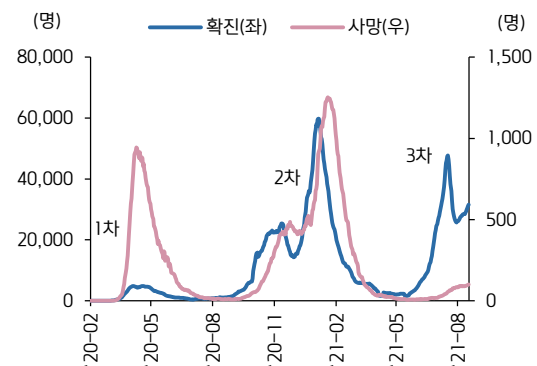
독감의 치명률은 0.1% 전후이며 국내 코로나19 치명률은 백신 접종과 집중 관리로 지속 낮아져 1%대를 기록하고 있다. 해외는 아직 개발도상국에 아직 백신이 충분히 보급되지 않는 등의 이유로 2%대로 독감 치명률 대비 20배 높은 수준이다. 변이에 대한 불확실성 등이 있으나, 전세계에 백신이 충분히 보급된다면 추후 독감처럼 관리할 수 있을 것으로 전망되고 있다. 그전까지는 백신이 사망과 중증으로 가는 것을 효과적으로 막아주기 때문에 백신 미접종자의 팬데믹이 될 것으로 예상한다.

글로벌 코로나 확진자 수 및 백신 접종률 추이



주: 확진자 수는 7일 이동평균선
자료: OurWorldinData, 키움증권 리서치센터

영국 코로나 확진자 및 사망자 수 추이



주: 확진자 및 사망자 수는 7일 이동평균선
자료: OurWorldinData, 키움증권 리서치센터

백신의 효과

업체명	증상 감염 예방	입원과 사망 예방
화이자/바이오엔텍	39~88%	96%
모더나	72%*	96%*
아스트라제네카	60%	92%
바라트 바이오텍	65%	NA
J&J	NA	71%

주: 캐나다와 영국 1회 접종.
자료: Erictopol, 키움증권 리서치센터

백신 접종률 높은 미국 주의 사망자 수

Counties with high vaccination rates

3.0 deaths per million residents



자료: NYTimes, 키움증권 리서치센터

백신 접종 낮은 미국 주의 사망자 수

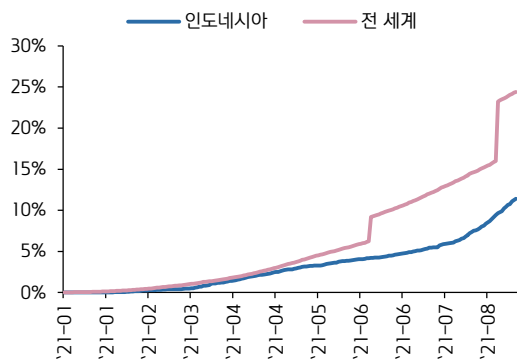
Counties with low vaccination rates

3.0 deaths per million residents



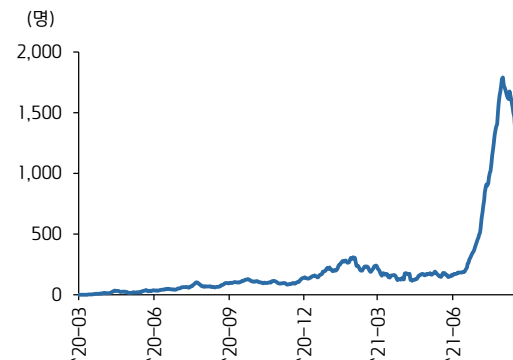
자료: NYTimes, 키움증권 리서치센터

전 세계와 인도네시아 백신 완전접종률 추이



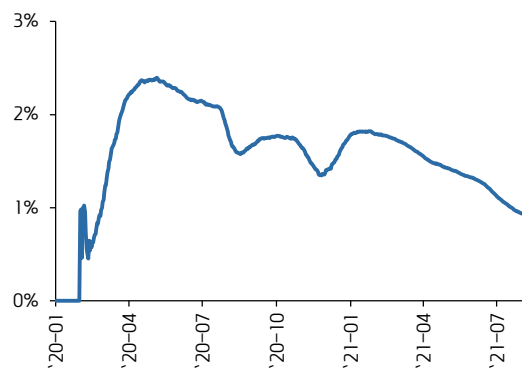
주: 2021년 6월 10일, 8월 12일에 중국 데이터가 일괄 반영되었음
자료: OurWorldinData, 키움증권 리서치센터

인도네시아 코로나 일일 사망자 수 추이



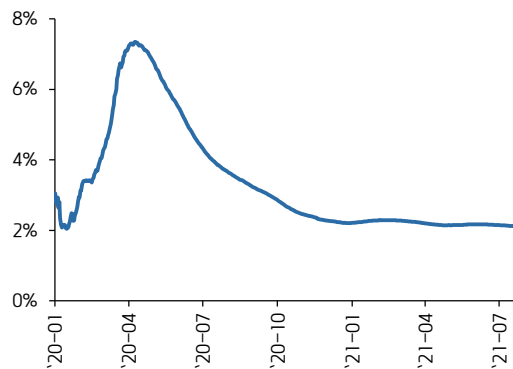
주: 사망자 수는 7일 이동평균선
자료: OurWorldinData, 키움증권 리서치센터

국내 코로나19 치명률 추이



자료: OurWorldinData, 키움증권 리서치센터

글로벌 코로나19 치명률 추이



자료: OurWorldinData, 키움증권 리서치센터

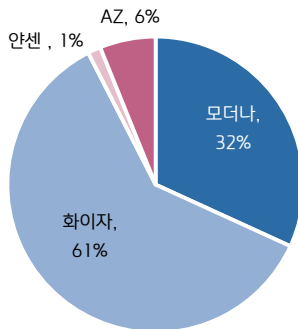
>>> mRNA 백신과 아이들

대세는 기울었다

미국 내 백신 접종 비율은 **화이자 54%, 모더나 38%, 안센 8% 순으로 mRNA 백신이 대부분을 차지**했는데 특히 화이자 백신이 절반 이상을 차지하였다. WHO 승인된 7개 백신 중 상반기 매출 추이를 알 수 있는 4가지 백신(모더나, 화이자, 안센, 아스트라제네카)의 매출 비중 또한 화이자 61%, 모더나 32%, 아스트라제네카 6%, 안센 1% 순으로 화이자 백신의 점유율이 압도적이다. 8/24일 미국 FDA가 화이자 백신을 정식 승인하며 미국내 접종 의무화 가속화로 화이자 백신 입지는 더욱 단단해 질 것으로 예상된다. **가격(P) 면에서는 mRNA 백신이 가장 높은 수준이었고, 그 중에서도 화이자의 공급량(Q)이 모더나 대비 높았기 때문**으로 분석된다.

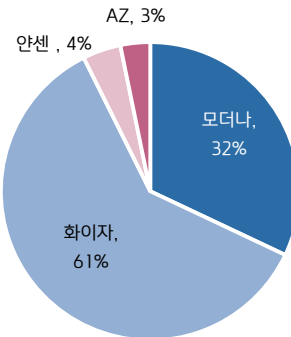
글로벌 독립투자리서치 업체 모닝스타는 '21.5월 기준 **화이자와 모더나의 백신이 '21~'22년 글로벌 코로나19 시장의 60%를 차지할** 것으로 내다봤다. **전체 코로나19 치료제와 백신은 올해 \$67bn으로 정점**을 찍고, 점차 백신 접종 확산에 따라 '22년 \$61bn으로 하락할 것으로 전망했다. '23년부터 코로나19 시장은 연간 \$8bn에서 낮게는 \$500mn이 될 것으로 예상했다. '22년부터는 개발도상국에도 백신이 공급될 것으로 보이는데, 개발도상국의 백신 가격(P)은 보통 원가 수준 혹은 소량의 마진만 붙이기 때문에 공급(Q)가 늘어도 가격(P) 하락할 수 있다.

'21년 상반기 백신 점유율



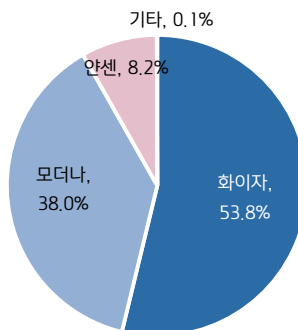
주: WHO 승인 받은 백신 중, 추정치가 있는 백신 기준
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

'21년 연간 추정치 기준 백신 점유율



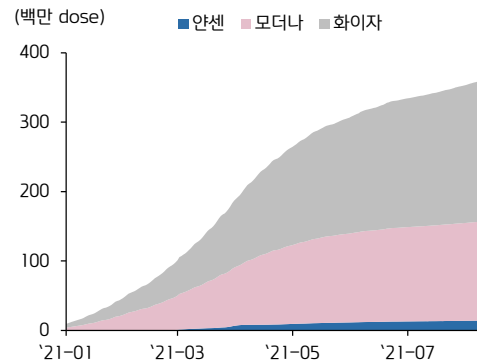
주: WHO 승인 받은 백신 중, 추정치가 있는 백신 기준
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 백신 완전 접종자의 백신 유형 비중



자료: CDC, 키움증권 리서치센터

미국 코로나 백신 제조사별 접종 비중 추이

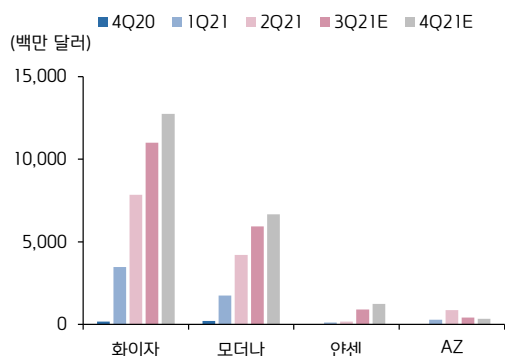


자료: OurWorldInData, 키움증권 리서치센터

다만, 최근 델타 변이로 국면 전환과 화이자(€15.5→€19.5)와 모더나(\$22.6→\$25.5)는 가격 인상까지 단행하였고, **부스터샷까지 승인된다면 추가 성장이 가능하며, 백신 회피 변이 등장 가능성 높아 신규 백신에 대한 수요 창출도 가능하다.** mRNA 백신이 신속한 개발 속도를 보여줬으며, 변이에 대한 대응도 빠를 것으로 기대하고 있기 때문에 mRNA 백신의 점유율은 향후에도 지속 우위를 점할 것으로 보인다.

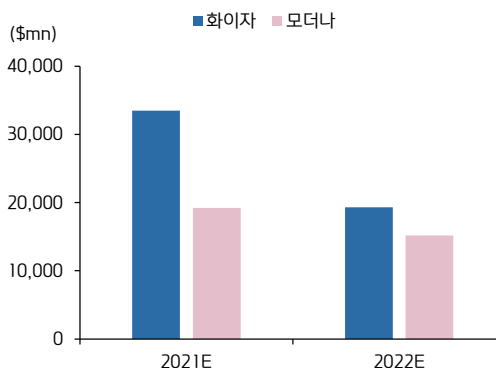
mRNA 백신은 가격이 높고 보관 등의 인프라가 있어야 하기 때문에 **개발도상국에서도 우위 점유율을 확보할 수 있을지가 의문**으로 이는 향후 1~2년 내에 확인이 가능할 것으로 예상된다. 현재로서는 유통이 용이하고 가격이 저렴하며, 임상 데이터가 쌓이고 있는 아스트라제네카 백신이 개발도상국 우위 점할 가능성이 높다.

분기별 백신 매출 추이



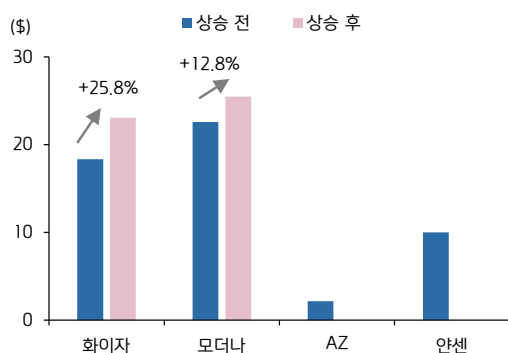
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

mRNA 백신 매출 전망



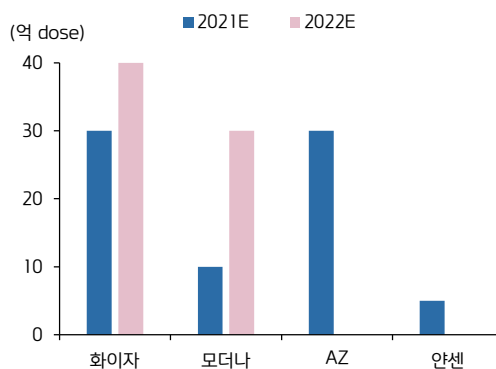
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주요 백신 가격 변화



주: 화이자 백신 가격은 1유로=1.18달러로 환산한 수치임
 주2: 아스트라제네카와 안센은 가격 인상을 시행한 바 없음
 자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

주요 백신 공급 목표



자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

코로나 백신 판매 현황

업체명	가격 (\$)	공급량(mn)		매출액(\$mn)	
		1Q21	2Q21	1Q21	2Q21
화이자	19.5	300	1,000+	3,462	7,838
모더나	25~37	102	199	1,733	4,197
AZ	2.15	68	251	275	894
얀센	10	-	-	100	164

자료: 각 사 홈페이지, 키움증권 리서치센터

mRNA 플랫폼 진출 현황

일자	계약사	상대사	규모(\$mn)	비고
2021-08-04	SANOI	Translate	3,200	56% 프리미엄 부여하여 인수 합병
2021-08-04	셀트리온	TriLink	-	백신 개발 계약
2021-08-02	Vinbiocare	Arcturus	40	mRNA 계열 코로나 백신 공장 설립
2021-07-19	Junshi	Immorna	119	mRNA JV 설립
2021-07-03	Auris	Trasir	-	지분 매입 + 추가 마일스톤 미공개
2021-06-29	K-mRNA 컨소시엄	-	-	한미약품, 에스티팜, GC 녹십자 참여
2021-06-23	Strand	BeiGene 등	52	Series A 투자 유치
2021-01-07	Merck	AmpTec	-	거래 규모 비공개

자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

>>> 부스터샷은 시간 문제

이스라엘 사례 참고하면 결국은 부스터샷으로 확대

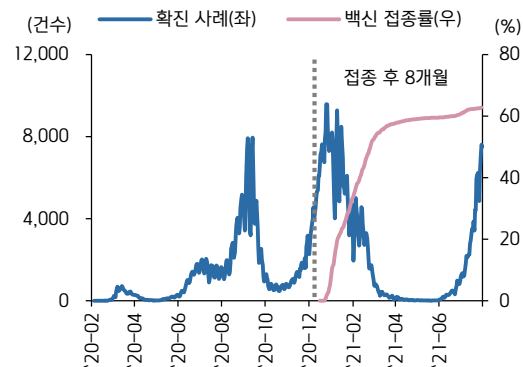
바이든 정부는 장기·줄기세포 이식 환자, 인체면역결핍(HIV) 바이러스 감염자, 암 환자 등 대상으로 부스터샷 접종을 승인했다. 이들은 전체 미국 인구의 약 3%이며, 이르면 10월부터 부스터샷 접종이 가능할 것으로 보인다. **부스터샷 결정 국가는 이스라엘, 영국, 독일, 미국 등 선진국 중심으로 점차 확대되고 있다.** 게다가 9월 중 화이자 백신의 5~11세 어린이에 대한 임상시험 자료 발표 및 FDA 사용 승인 신청이 예상되며, 2~5세 임상시험 결과도 10~11월 예상되면서 점차 적용 가능 인구 확대 및 부스터샷으로 인하여 **당분간 백신 공급 부족은 지속될** 것으로 보인다.

백신 완전 접종률 60% 넘어간 이스라엘의 사례를 살펴보면, 1월경 백신 접종이 시작되고 접종률이 59%에 근접하자 6월경 일일 신규 확진자가 10명 이하로 내려갔다. 최근 신규 확진자가 8,000명을 넘어서게 되었는데, 이는 **1) 델타 변이의 전파력이 더 높고, 2) 백신 접종 시기가 지나면서 항체 생성률이 떨어졌을** 것으로 추측된다. 관련하여 이스라엘은 면역 취약자 대상으로 승인한 뒤, 완전 접종 받은 뒤 최소 5개월이 지난 40세 이상과 교육자 대상으로 **부스터샷 대상을 점차 확대 승인**하고 있다.

이스라엘, 미국, 독일 등 부유국들이 면역 취약자 및 고위험군 대상으로 부스터샷을 차례로 승인하였는데, 특히 이스라엘에서 60세 이상 부스터샷 받은 인구에서 코로나19 확진이 다시 감소하고 있어 **결국 일반 국민 대상으로 부스터샷은 확대**가 될 것으로 예상된다.

다만, 아직 충분한 데이터가 취합되지 않아 기존 접종 백신과 동일한 백신(예, 화이자 백신 접종은 화이자 백신 부스터샷)으로 부스터샷 접종되기 때문에 부스터샷으로 인한 **부유국 내의 mRNA 백신의 입지는 더욱 단단해질** 것으로 예상된다.

이스라엘 접종률과 확진자 수 추이



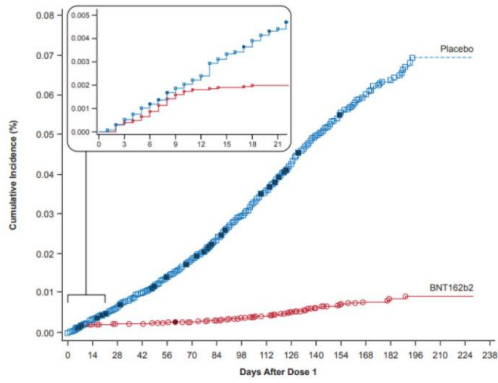
자료: OurWorldinData, 키움증권 리서치센터

부스터샷 국가별 승인 내용

국가	승인 내역
미국	고위험군 대상 승인(8/12). 전 국민 확대 전망.
이스라엘	암 환자, 이식 환자 등 면역력 약한 사람 대상 승인(7/13) 완전 접종 후 5개월이 지난 40대 이상, 교육자 대상 승인
독일	9월부터 고령자 및 취약자 대상 부스터샷 진행 계획
영국	9월부터 50대 이상 면역 취약자 대상 부스터샷 시작
프랑스	9월부터 고령 인구나 취약 계층 대상으로 부스터샷 접종

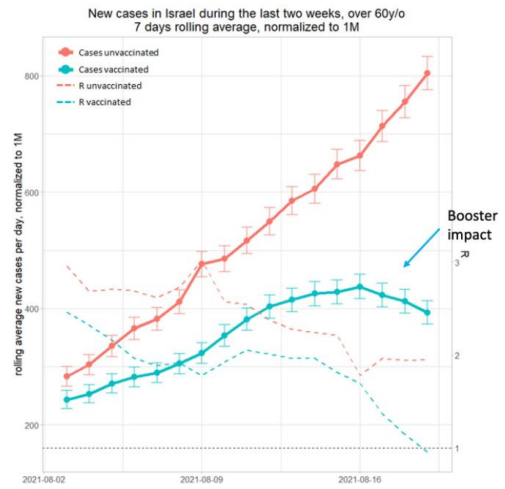
자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

BNT162b2 1회 접종 후 효능



자료: medRxiv, 키움증권 리서치센터

이스라엘 60세+ 부스터샷 접종 이후 신규 확진



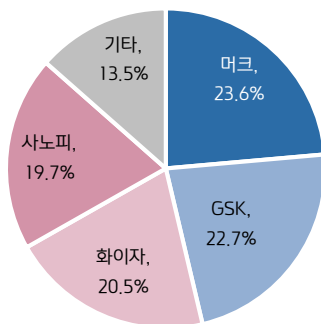
자료: EricTopol, 키움증권 리서치센터

>>> 백신 CMO는 언제까지 황금알을 낳을까?

‘22년까지 성장 후 ‘23년부터 안정화. 변수는 변이와 부스터샷

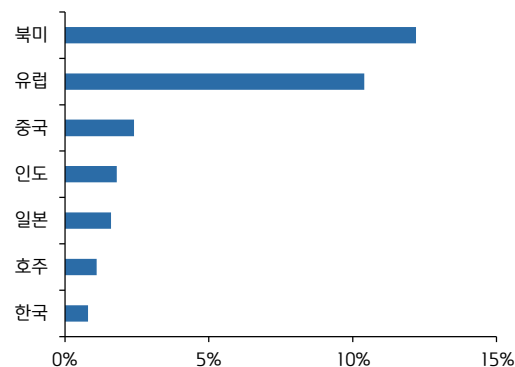
코로나19 팬데믹 이전 백신 시장은 빅4(머크, GSK, 화이자, 사노피)가 글로벌 시장의 약 87%를 차지하였는데, 코로나19 백신 출시에도 여전히 빅파마 및 빅파마가 된 바이오텍(모더나, 바이오엔텍)이 대부분의 점유율을 차지하고 있다. 우리나라 자국의 백신으로 선진국 시장의 의미 있는 침투는 아직까지 성공한 사례가 없어 아직은 CMO 전략을 펼치는 것이 현실적이다. 다만, 언제까지 백신의 수급과 공급의 불평등이 지속될까?

글로벌 백신 시장 기업별 점유율('18)



자료: 생명공학정책연구센터, 키움증권 리서치센터

글로벌 백신시장 국가별 시장 규모('18)



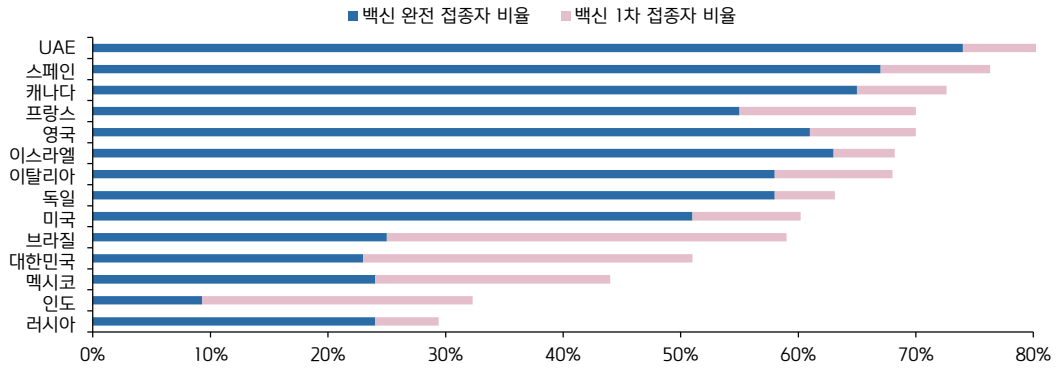
자료: 생명공학정책연구센터, 키움증권 리서치센터

G7 부유국 국가의 백신 1회 접종률은 50%를 넘어섰다. 투여량의 85% 이상이 고소득 및 중상위 소득 국가에 투여된 반면, 0.3%는 저소득 국가에서 투여되면서 G7 국가들이 '23년까지 백신 최소 10억 회분(미국 5억 회, 영국 1억 회, 프랑스 3천 회)을 기부하기로 하였다. 이는 전 세계 인구 70억 명의 약 7%에 해당하는 수치이다. G7 국가의 인구 비중은 약 10%이며, 개발도상국은 세계 인구의 약 70%를 차지한다.

보리스 존슨 영국 총리는 지난 G7 정상회의에서 '22년까지 전 세계 코로나19 백신 접종을 목표로 내세웠다. '21년에는 부유국 인구의 60~70%가 백신 접종이 가능할 것으로 보이며, '22년에는 개발도상국에도 접종률이 높아질 것으로 예상되어 백신 CMO 필요성은 내년에도 지속될 것으로 보인다. 백신 접종률에서 앞서있는 영국과 미국의 경우, 완전 접종률이 50%를 넘어가면서 접종 인구가 둔화되고 있으나 정부가 백신 접종을 유도하는 여러 정책을 펼치고 있어 접종률이 지속적으로 높아질 수 있다. 또한, 델타 변이로 집단 면역 달성이 어려워지며 따라 기존 인구의 70%가 아닌 90% 이상이 접종을 해야 하는 상황이 도래하였다. 8/21일 현재 전 세계 완전 접종률은 24%로 여전히 낮은 수준이다.

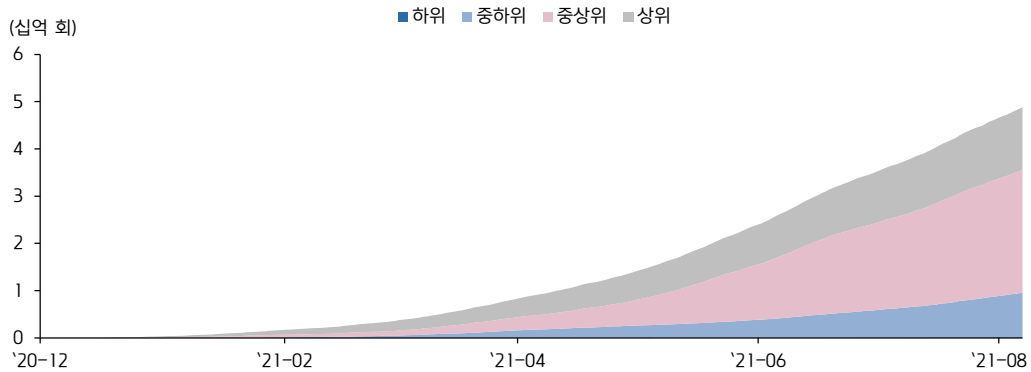
듀크 대학교에서 코로나19 백신 제조 생산 관련하여 분석한 데이터를 살펴보면, 백신 접종이 2회인 점을 고려하면(얀센과 캔시노만 1회 접종) 전 세계 인구의 70%가량 접종하는 데에 필요한 양은 110억 도즈이다. 코로나19 백신 제조업체들의 '21년 예상 공급 목표는 120억 도즈 이상으로 전 세계에 공평 배분이 된다면 인구의 70%가 접종할 수 있다. 하지만, 변이의 출현과 확산, 백신 면역 지속 기간의 불확실성으로 인한 부스터샷 필요 등으로 추가 접종이 필요할 수 있다. 전 인구에 부스터샷이 필요하게 되면 165억 도즈가 필요하기 때문이다. 또한, 부유국의 잉여 백신 점유도 전 세계 백신 접종 수급에 차질을 일으킬 수 있다.

코로나 백신 접종자 비율



자료: OurWorldinData, 키움증권 리서치센터

소득별 백신 누적 접종 횟수 추이



자료: OurWorldinData, 키움증권 리서치센터

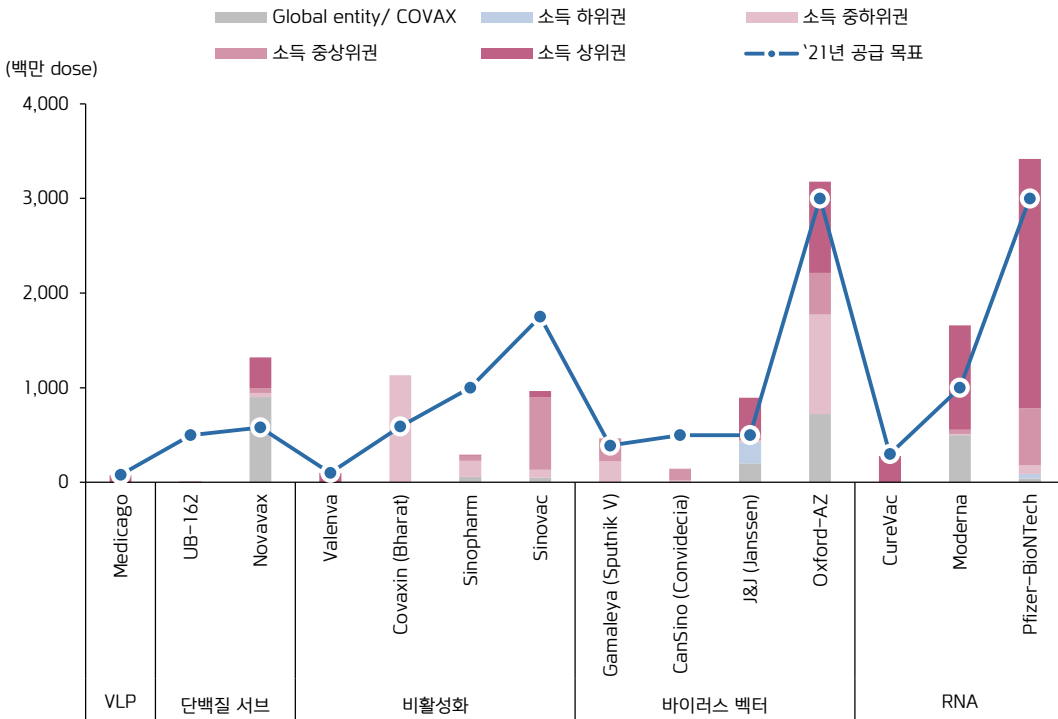
모더나 생산 제조 증가 필요. Fill and Finish 공급 부족 여전

올해 백신 공급 대부분은 아스트라제네카(30억 도즈)와 화이자/바이오엔텍(30억 도즈)이 차지할 것으로 보인다. 사노피, 노바티스 등과 협력 체계를 구축하여 생산 물량을 확대한 화이자는 작년 말 20억 도즈에서 올해 상반기 25억 도즈로 상향 후 최근 30억 도즈로 생산 가이드를 상향하였다. 반면, 모더나는 론자와 협약을 맺고 백신 생산 물량을 지속 상향하고 있으나 올해 최대 10억 도즈로 화이자 대비 1/3 수준에 그치고 있다.

'22년에는 30억 도즈의 공급 목표를 제시하였으나, 한 곳에서만 생산하게 되면 제조시설의 문제가 생길 경우 리스크가 높아지게 되는 등 제조 시설 협업 확장할 필요가 있다. 모더나가 올해 더는 추가 주문을 받지 않을 예정이라고 밝힌 바 있는데 이는 공급이 수요를 따라갈 수 없기 때문에 매우 아쉬운 상황이다. 모더나는 삼성바이오로직스와 완제(DP) 계약을 맺고 우호적 관계를 형성하고 있어, 삼성바이오로직스의 mRNA 원료 공장 완공되는 내년 중순 모더나의 물량을 생산할 가능성이 있다고 판단된다.

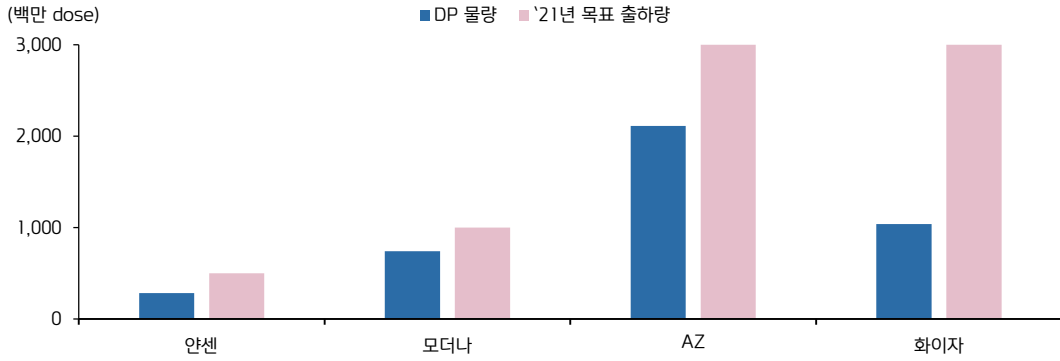
Fill and Finish 파트너사 공급량은 20억 도즈로 완제(Fill and Finish) 생산 CAPA는 미공개된 물량과 in-house 물량이 있겠으나 알려지지 않아 현재 공개된 DP 물량만 놓고 보면 여전히 부족해 보인다.

공급 목표와 국가별 계약 물량



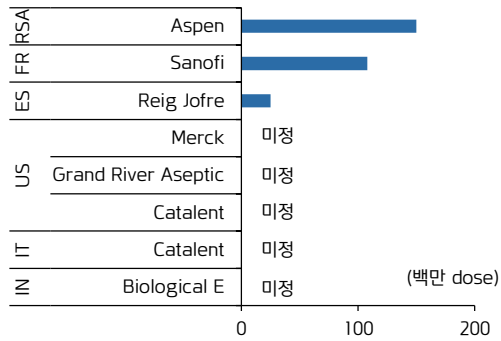
주: 위 그래프 모더나의 수치는 목표 출하량 밴드의 상단(10억 dose)에 해당함
 자료: Duke, 키움증권 리서치센터

Fill and Finish 파트너 공급 목표



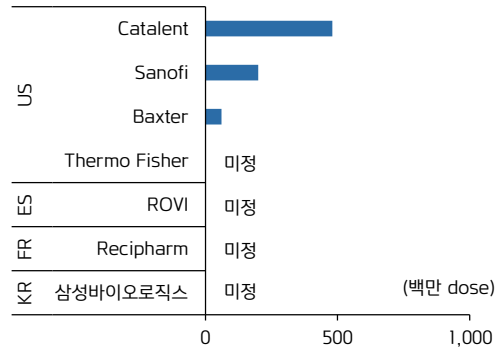
주: DP 물량 계약은 완료하였으나 수량이 미정인 계약은 그래프에 반영하지 않았음
 자료: Duke, 키움증권 리서치센터

안센 DP 세부 사항



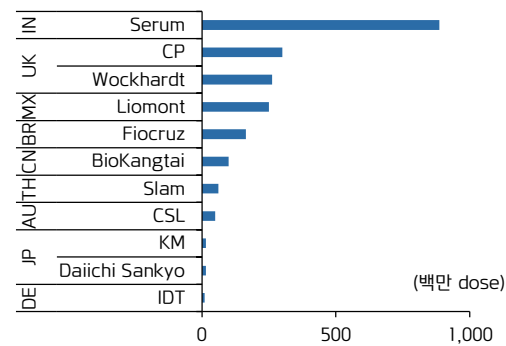
자료: Duke, 키움증권 리서치센터

모더나 DP 세부 사항



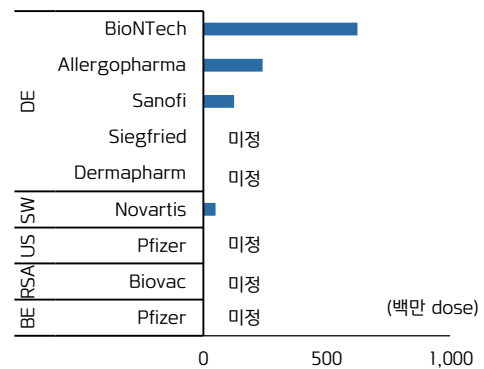
자료: Duke, 키움증권 리서치센터

아스트라제네카 DP 세부 사항



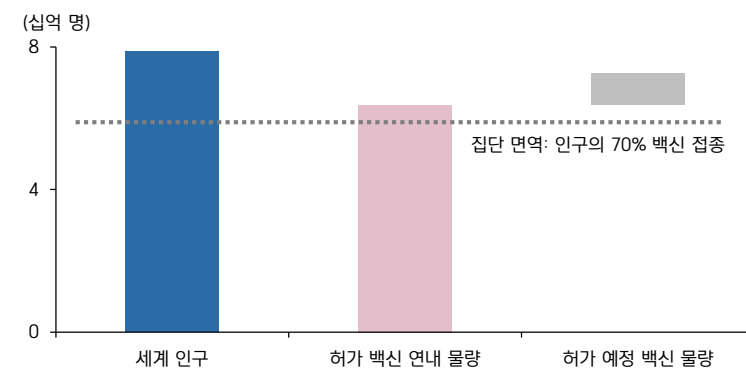
자료: Duke, 키움증권 리서치센터

화이자 DP 세부 사항



자료: Duke, 키움증권 리서치센터

‘21년 백신 공급량과 필요 인구



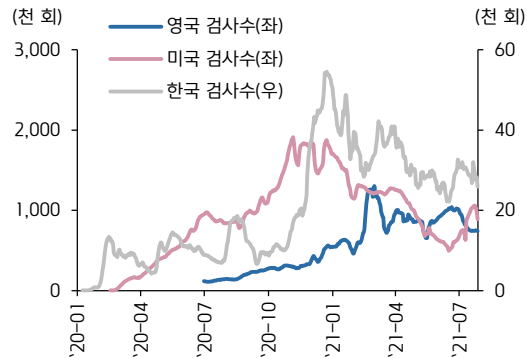
주: 위 그래프의 백신 물량은 목표 출하량 dose를 2로 나누어 인구수로 변환한 수치임
 자료: Duke, 키움증권 리서치센터

>>> 변이 확산 등으로 진단 건수 유지 및 확대

백신 접종이 확대되고 있는 국가에서는 변이 확산에도 일일 코로나19 검진 추이가 감소하고 있었으며, 관련하여 주요 진단 업체들의 실적은 '21년 정점을 찍고 '22년 소폭 감소하는 것으로 전망되고 있다.

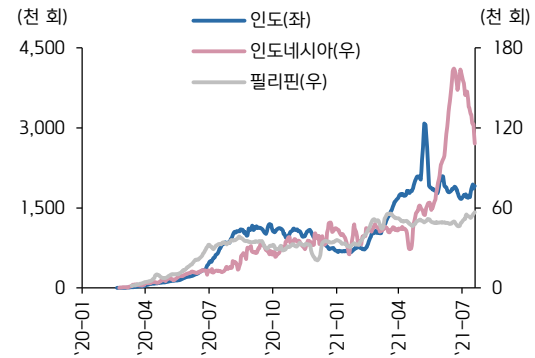
다만, **델타 변이 확산으로 인한 검사 건수 반등 및 개발도상국에서는 코로나19 일일 검진 수의 추이가 줄어들지 않았거나, 증가하는 추세**를 나타내고 있다. 변이로 진단에 대한 수요는 지속될 수 있으나, 추후 개발도상국에도 백신이 확대 보급되고 코로나19에 대한 **관리가 확진자에서 치명률로 전환되는 '위드 코로나'**가 된다면 중장기적으로 진단에 대한 수요가 변화할 수 있다. 이에 따라 진단 업체들은 '20~'22년 **벌어들인 현금의 향후 활용 계획** 등 여부가 향후 모멘텀이 될 것으로 전망한다.

백신 접종 주요 국가 코로나 일일 검진 수



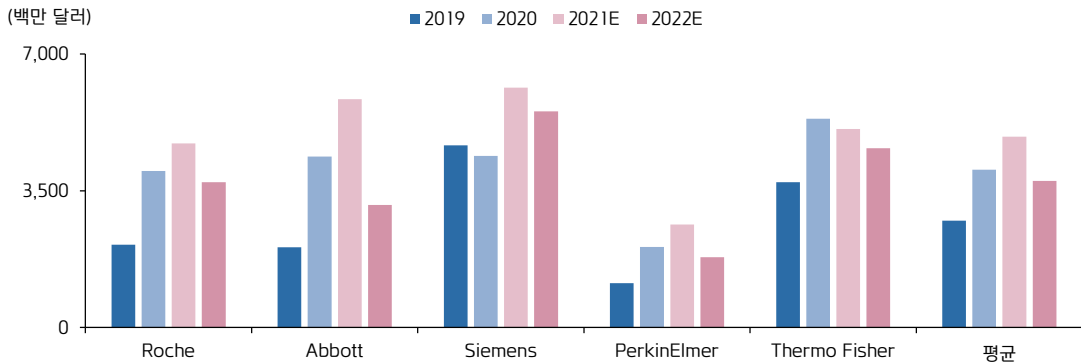
주: 검진 수는 7일 이동평균선
자료: OurWorldinData, 키움증권 리서치센터

인도, 인도네시아, 필리핀 코로나 일일 검진 수



주: 검진 수는 7일 이동평균선
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

진단 빅파마의 진단 매출 추이 및 가이드런스



주: 위 그래프는 각 사의 코로나 진단 매출을 분류하는 최하위 카테고리 나타낸 것임
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

>>> 백신 접종 확대되면, 섹터에도 긍정적

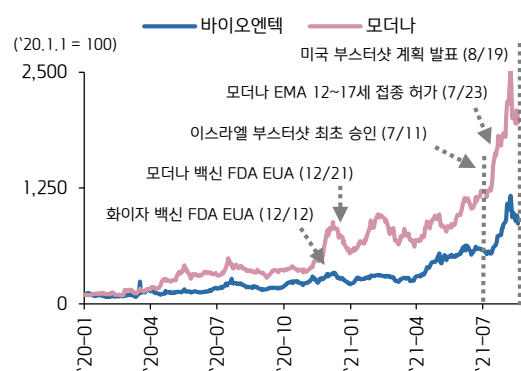
백신 관련주만 주목받았기 때문

국내뿐만 아니라 해외에서도 올해 유독 백신 관련주가 주목을 많이 받았다. 해외에서는 바이오엔텍과 모더나의 수익률이 두드러졌으며, 국내에서는 SK 바이오사이언스 등 CMO 업체들의 수익률이 높았다. 백신 보급이 확대로 코로나 19 관련 투자심리 약화되면 **단기적으로는 섹터 투자심리에 부정적인 영향 있을 수 있으나, 중장기적으로는 백신에 몰려 있던 관심이 신약 펀더멘털로 이동할 수 있어 섹터에 긍정적일 것으로 예상된다.** 모더나와 바이오엔텍의 주가 상승률은 미국내 백신 1 차 접종률 60%, 2 차 접종률이 50%를 넘어간 8 월초부터 상승세가 둔화되고 있다. 국내 현재 1 차 백신 접종률은 50%, 2 차 접종률은 22%이며, 정부는 9 월 1 차 접종 전 국민의 70%, 10 월 2 차 접종 70%의 목표를 두고 있다.

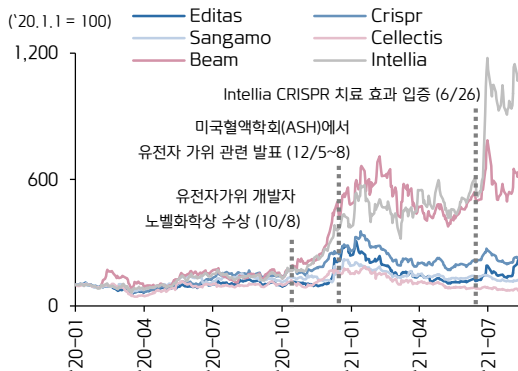
물론, 해외에서 활발한 M&A 및 국내 업체들 또한 기술이전 등 펀더멘털 개선 요소가 있어야 하겠다. **모더나와 바이오엔텍** 등은 코로나 19 로 인해 **풍부한 현금을 확보**하게 되어 **M&A 및 기술도입이 활발해질 것으로 전망되며, 백신 경쟁에서 밀린 빅파마들 또한 신성장 분야에 두각을 나타내기 위한 적극적인 기술 도입이** 예상된다.

지난해 말 백신이 긴급 사용 승인을 받으면서, 시장은 백신 보급 확대를 기대하였고 코로나 19 를 극복할 수 있을 것이라는 희망을 품기 시작하였다. 지난해 4 분기 유사한 시기에 **유전자 가위 및 세포/유전자 분야 긍정적 임상 데이터 발표 등이 이뤄지며 비 Covid19 관련 종목들이 관심을 받은 바** 있다는 점을 기억할 필요가 있다.

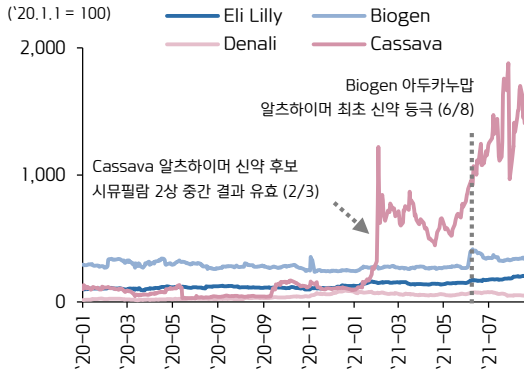
주요 백신 관련 업체 주가 추이



주요 유전자 가위 업체 주가 추이

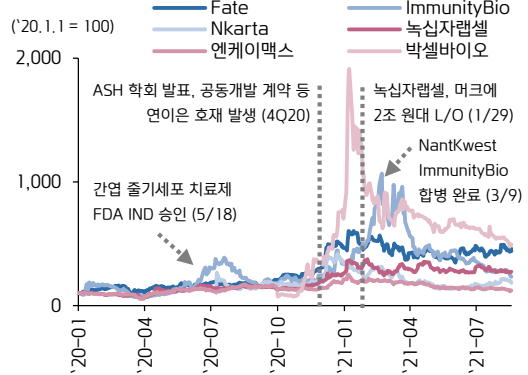


주요 알츠하이머 업체 주가 추이



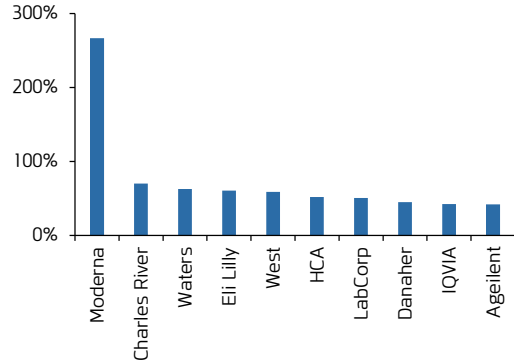
자료: Bloomberg, 언론보도, 키움증권 리서치센터

주요 NK 업체 주가 추이



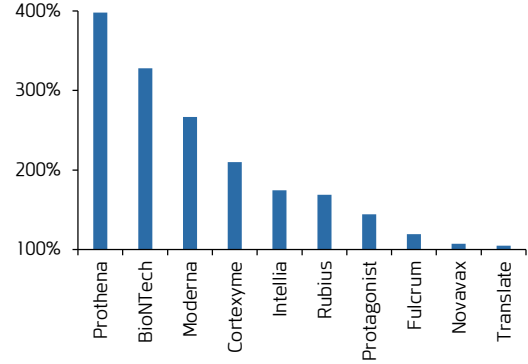
자료: Bloomberg, 언론보도, 키움증권 리서치센터

S&P500 Healthcare YTD 수익률 상위 10개



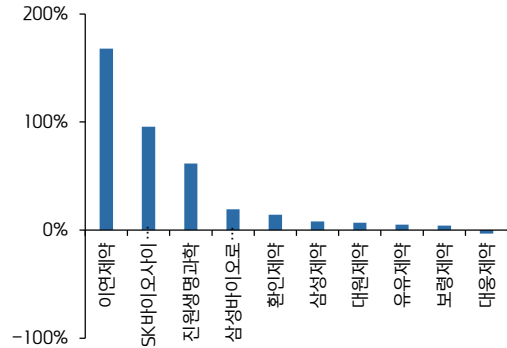
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

나스닥 바이오 지수 YTD 수익률 상위 10개



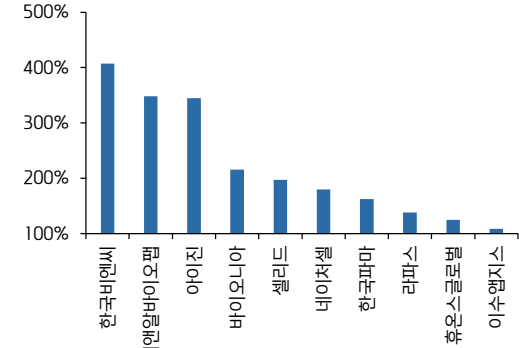
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

코스피 의약품지수 YTD 수익률 상위 10개



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

코스닥 제약지수 YTD 수익률 상위 10개



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

II. 스타 바이오텍의 탄생을 기다리다

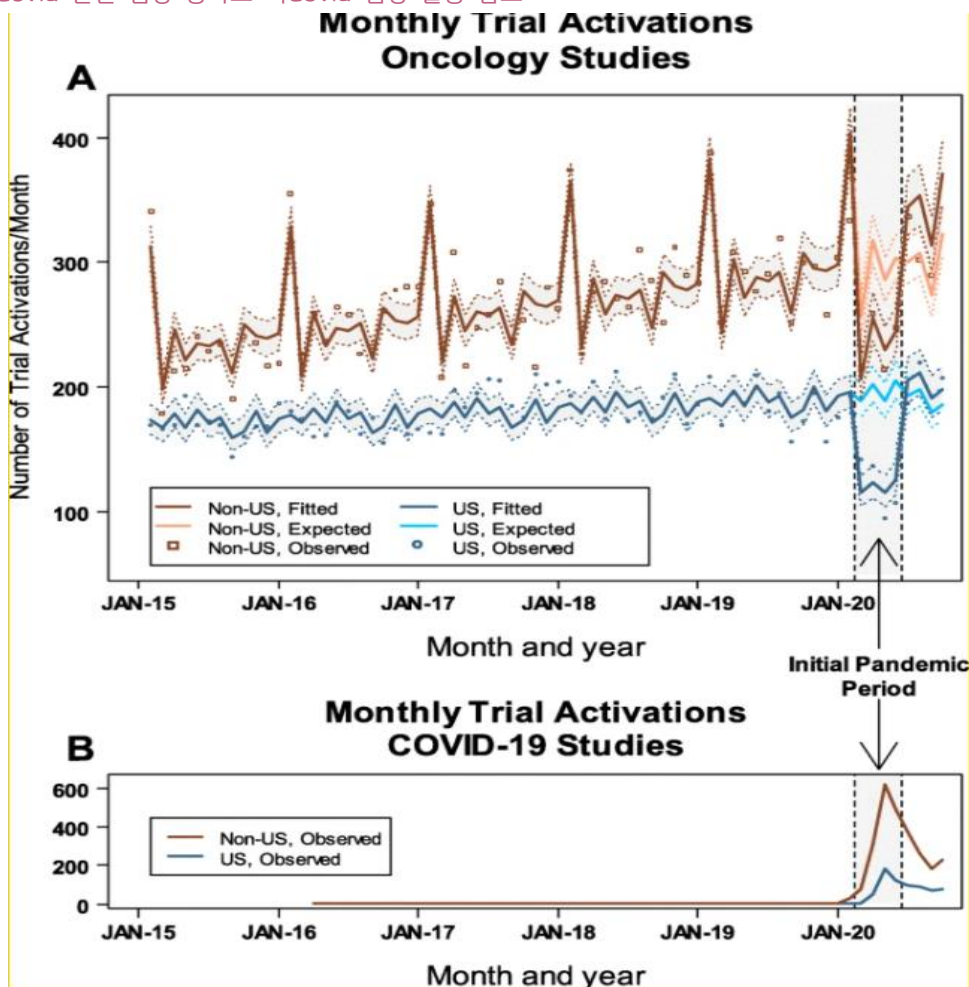
>>> 임상과 거래 리오프닝 기대

코로나 관련 임상 ↑, 비코로나 관련 임상 ↓

팬데믹은 코로나19 환자를 제외한 환자들에게 치료의 어려움을 가져다 주었다.

Trialsjournal, Biomedcentral이 초기 팬데믹 기간('20.2~5월)과 코로나19 이전('15~'20.1월) 62,252건의 임상을 분석하였다. **COVID-19 관련 임상이 증가함에 따라 비Covid-19 질병에 대한 임상이 감소**하였다. 코로나19 확산이 잠잠해졌던 '20.6~'20.9월에는 미국이 미국 이외 지역보다 임상 재개 강도가 약했으나, **전반적으로 임상이 재개되는 등 반등**하였다. 코로나로 인한 영향은 코로나19 백신과 치료제 등에 시장 성장의 기회도 제공하였지만, 코로나 이외의 질병에 대한 신규 임상 시험 진입 및 비활성화에 영향을 미쳤다. 비Covid 관련 신약 개발 속도 둔화로 이어지며, 데이터 발표 및 기술 거래 등에 부정적 영향을 미쳤으나, 향후 **백신 보급 확대로 신규 임상 진입 및 재개, 기초 연구 활성화 등이 기대**된다.

Covid 관련 임상 증가로 비Covid 임상 활동 감소



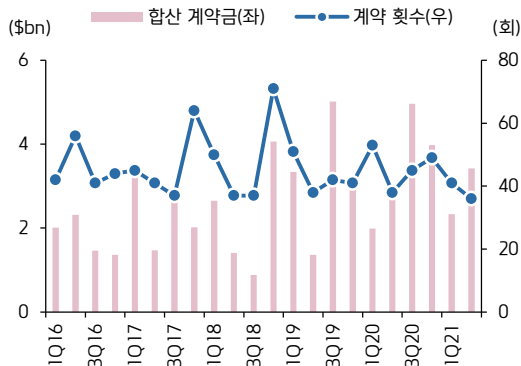
자료: Trialsjournal, biomedcentral, 키움증권 리서치센터

코로나로 거래는 줄었으나, 기술 가치 인플레이션 발생

코로나19로 비코로나19 관련 임상 속도 둔화 및 데이터 발표 지연 등으로 기술 거래는 올해 감소하였다. 상반기 77건이었는데, 하반기에도 이와 유사한 건수라면 '16년 이래 최저 거래 건수를 기록하게 된다.

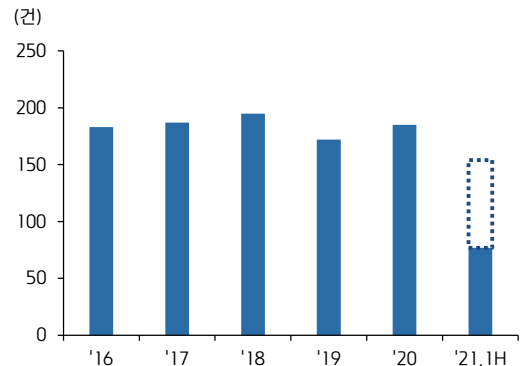
기술 거래가 감소한 데에는 기술 가치 인플레이션의 영향도 있었을 것으로 보이는데, 바이오텍 업체들이 시장에서 자금 조달이 수월해지며 현금이 풍부해졌고 **기술 거래 협상 위치에서 우위**를 점하고 있기 때문이다. 이에 따라 거래 건수는 줄어들었으나, 계약금액은 높아지는 양상이 나타났다. '20년 계약금 합산이 \$13.7bn로 가장 높은 규모를 기록하였으며, 2상과 전임상 단계에서 계약금액 중간값이 높아지는 특성을 나타냈다. 이는 여전히 **첨단 기술에 대한 수요가 높고, 고부가 가치 증가**가 이뤄진다는 점에서 긍정적인 요소로 볼 수 있다.

기술이전 건수와 계약금 추이



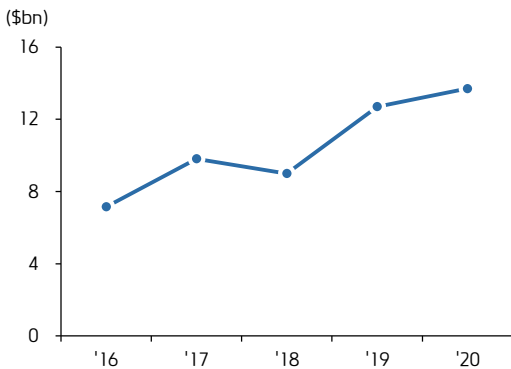
자료: EvaluatePharma, 키움증권 리서치센터

연간 기술이전 건수 추이



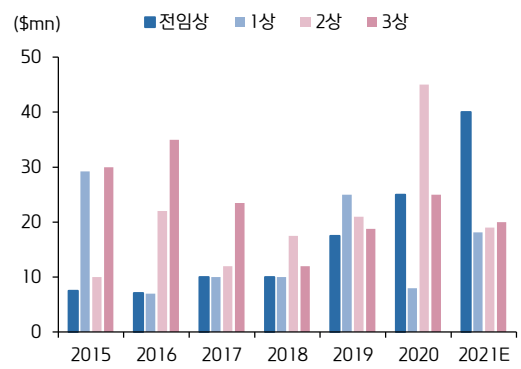
자료: EvaluatePharma, 키움증권 리서치센터

기술이전 계약금 합산 추이



자료: EvaluatePharma, 키움증권 리서치센터

Median deal up-front



자료: EvaluatePharma, 키움증권 리서치센터

>>> 변화된 기술이전의 투자 방식

기술이전 하면 주가는 하락한다?

국내 제약/바이오 업체가 본격적으로 글로벌 기술이전을 시작한 지 6년이 지났다. 시장 참여자들은 기술이전 이후 기술 반환, 마일스톤 유입 구조 등에 대한 이해도가 높아지면서 기술 이전 소식 이후에 주가는 제자리를 찾아가는 흐름이 반복되고 있다.

지난 6/8일 **대웅제약**은 위식도역류성질환 치료제 신약 펙수프라잔이 미국 뉴로가스트릭스에 4,800억 원에 기술이전한 당일 주가는 -5% 하락하였는데, 기술이전 전날 +4% 상승하였던 점을 **고려하면 사실 상 기술이전에 대한 가치가 대부분 반영되지 않은 것이다.**

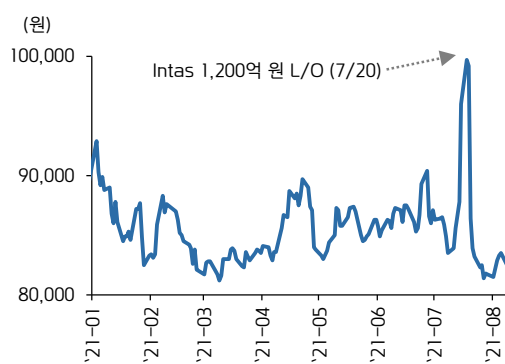
동아에스티는 7/20일 인타스에 스텔라라 바이오시밀러를 계약금 1,000만 달러와 향후 단계별 마일스톤 9,500만 달러를 받게 되어 총 1억 500만 달러 규모로 글로벌 기술이전 계약을 맺었다. 기술이전 당일 주가는 -13%가 하락하였다. 기술이전 전후 14거래일간의 주가를 살펴보면, 기술 이전 체결 전날 (D-1)까지 +14% 상승하였는데, **체결 이후에는 -17% 오히려 하락하였다.** 이러한 패턴은 펩트론, 레고캠바이오 등에서도 여러 차례 나타나고 있다.

대웅제약 기술이전 전 후 주가 추이



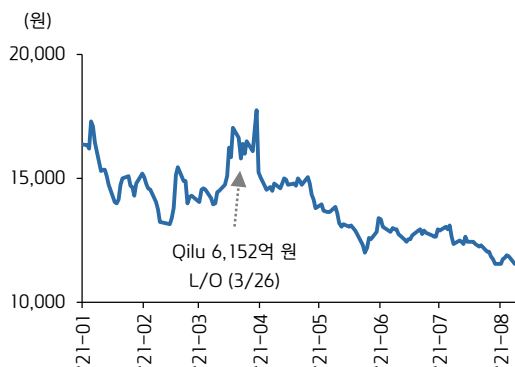
자료: FnGuide, 언론보도, 전자공시, 키움증권 리서치센터

동아에스티 기술이전 전 후 주가 추이



자료: FnGuide, 언론보도, 전자공시, 키움증권 리서치센터

펩트론 기술이전 전 후 주가 추이



자료: FnGuide, 언론보도, 전자공시, 키움증권 리서치센터

레고캠바이오 기술이전 전 후 주가 추이



자료: FnGuide, 언론보도, 전자공시, 키움증권 리서치센터

시장은 퀄리티 딜을 원한다

이러한 현상이 나타나는 것에 대한 주요 요인으로 1) 셀온(Sell-on) 뉴스로 인식, 2) 기술이전 이후 성공 사례 부재, 3) 단순 기술이전보다는 양질의 퀄리티 딜(Quality-Deal) 선호 현상 등 때문으로 풀이된다.

기술 이전 소식이 전해지면, 셀온(Sell-on) 뉴스로 인식하면서 더불어 당분간 추가 기술이전이 없을 것이라는 우려감이 앞서 반영되고 있다. 해외 파트너사를 선정하여 글로벌 진출의 판로 획득 및 계약금 유입 등의 펀더멘털 개선 사항은 점차 선별적으로 반영될 것으로 전망한다.

기술이전하여 글로벌 블록버스터로 성장하는 등의 성공 사례가 부재한 것 또한 영향을 미쳤을 것으로 판단된다. 리서치 조사 기관 BioSci DB가 조사한 바에 의하면 국내뿐만 아니라 해외에서도 기술이전 품목의 오직 8%만이 승인 신청하거나 출시하는 것으로 나타났다. 국내에서도 '15년부터 상장사가 기술이전한 주요 40건 이상의 기술 이전 품목 중에서 반환 받은 품목 10건 가량 되지만 글로벌 출시 문턱을 넘은 품목은 아직 한 건도 없다. '22년 유한양행/오스코텍의 레이저티닙이 미국 FDA에 신약 승인 신청하여, 내년 하반기 승인 받는다면 글로벌 블록버스터가 예상되는 첫 품목이 될 것으로 예상된다.

시장은 이제 단순 기술이전 해프닝보다는 글로벌로 주목받는 혁신적인 신약을 대규모 금액으로 빅파마에 기술이전하여, 신약 주도권을 갖는 양질의 퀄리티 딜(Quality-Deal)을 갈망하고 있다.

주요 기술 수출 내역

(단위: \$mn)

'15~17		'18		'19		'20		'21	
기업	총액	기업	총액	기업	총액	기업	총액	기업	총액
한미약품/ 릴리 '19-1 반환	740	동아 ST/ 뉴로보	180	유한양행/ 길리어드	785	레고켐/ 익수다	407	알테오젠/ Intas	117
한미약품/ BI '16-9 반환	780	SK 케미칼/ 사노피	155	티움바이오/ 키예지	74	레고켐/ 익수다	227	녹십자랩셀/ 아티바-머크	1,866
한미약품/ 사노피 '20-9 반환	4,000	크리스탈/ 엡토즈	125	SK 바이오팜/ 아벨	590	퓨처켐/ 이아손	168	제넥신/ KG BIO	113
한미약품/ 안센 '20-8 반환	915	ABLbio/ 트리거 '21-5 반환	550	레고켐/ 다케다	404	알테오젠/ 글로벌 10 대 제약사	3,865	대웅제약/ 상해하이니	336
'15년 합산	6,435	유한양행/ Spine Bio	218	유한양행/ BI 브릿지바이오/ BI '20-11 반환	870 1,230	한미약품/ 머크	870	팜트론/ Qilu	544
		중외제약/ 레오파마	420	알테오젠/ 글로벌 10 대	1,373	유한양행/ 프로세스	410	이문온시아/ 3D 메디슨	470
크리스탈/ 엡토즈	303	유한양행/ 안센	1,255			퓨처켐/ HTA	682	휴온스/ 아쿠아벳	354
한미약품/ 제넨텍	900	코오롱생과/ 먼디파마 '20-4 반환	565			올릭스/ 떼아	450	한독-CMG/ AUM	171
코오롱생과 /미츠비시 '17-12 반환	424	인트론바이오 /로이반트	658			SK 바이오팜/ 오노	580	대웅제약/ 뉴로가스트릭스	425
동아 ST/ 애브비 '21-7 반환	525	ABLbio/ 트리거 '21-5 반환	595			보로노이/ 오릭 파마	621	레고켐/ 익수다	375
'16년 합산	2,152					JW 홀딩스/ 산동뤼신	39	틀젠/ 카세릭스	133
한울/ 로이반트	502					레고켐/ 시스톤	400	와이바이오/ 피에르파브르	103
제넥신/ i-Mab	560					레고켐/ 픽식스	285	동아 ST/ Intas	106
'17년 합산	1,062	'18년 합산	4,721	'19년 합산	5,326	'20년 합산	9,004	'21년 합산	5,113

주: 2021년은 1달러=1,130원의 환율을 적용하였음

주: 파란색 표시는 반환 품목.

빨간색 표시는 빅파마로 기술이전

자료: 각 사, 언론보도, 전자공시, 키움증권 리서치센터

>>> 퀄리티 딜 찾는 법. 1) 경쟁 관계, 2) 상용화 염두

경쟁 역학 관계에서 찾는 기술 이전의 기회

'15년 이후 대표적인 국내 스타 바이오텍은 한미약품과 알테오젠으로 볼 수 있다. 1회 이상 빅파마와 대규모 기술이전을 통해 전세계적으로 기술력을 인정받으며 플랫폼 가치 및 기업가치 재평가가 이뤄졌다. 두 업체 모두 글로벌 신약 경쟁의 수혜로 볼 수 있다.

알테오젠은 SC 제형 플랫폼을 보유하고 있으며, 지난해 두 차례 글로벌 10대 업체와 '조 원' 단위 기술 이전을 맺으며 기업가치가 상승하였다. SC 제형은 주로 빅파마들이 블록버스터 특허 만료될 때 바이오시밀러 특허 방어를 위해 오리지널 품목을 SC 제형으로 전환하는 전략을 사용하기 때문에 바이오시밀러와의 경쟁 및 점유율 침투 방어를 위한 목적으로 도입했을 것으로 추측된다.

과거 사노피가 한미약품으로부터 랩스커버리 기반의 당뇨치료제 에페글레나타이드 등의 파이프라인을 약 5조 원에 기술 도입을 한 주요 이유 중 하나도 노보노디스크 및 릴리 등과 당뇨 치료제 분야에서 치열한 경쟁이 원인이었을 것으로 분석되고 있다.

치열한 점유율 전쟁을 하는 기업 중 다소 경쟁에 밀리고 있거나, 점유율 방어가 필수인 업체에 우리 신약 파이프라인이 도움이 될 수 있다면 빅파마에 대규모 기술이전 가능성은 매우 높아진다. 또한, 이러한 퀄리티 딜은 계약 이후에도 양호한 주가 흐름이 이어진다는 것을 알 수 있다.

알테오젠 기술이전과 주가 추이



자료: FnGuide, 언론보도, 전자공시, 키움증권 리서치센터

파트너사와 시너지와 상용 성공이 가능한 품목

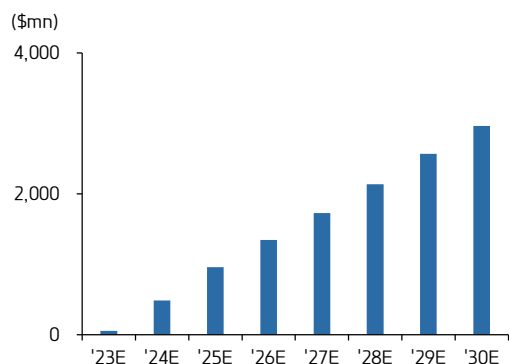
우리는 기술을 도입하는 빅파마 입장에서 생각할 필요가 있다. 도입한 물질을 개발(develop)하여 출시까지 생각해야 하기 때문에 **‘잘 팔릴 것인가’를 고려할 수밖에 없다.** 게다가 **자사 파이프라인과 시너지까지 내줄 수 있다면 금상첨화**일 것이다.

유한양행/오스코텍의 레이저티닙은 3세대 EGFR 저해제로 아스트라제네카의 타그리스의 Best-in-class 물질이다. **타그리스(First-in-class)가 이미 출시하였기 때문에, 규제 기관의 출시 가이드라인 및 임상 디자인 등이 있어 비교적 상용 성공이 First-in-class 대비 수월하다.** 같은 기전 물질이 이미 승인 받고 출시하여 판매 데이터가 있다는 것 또한 후발 주자인 Best-in-class 물질의 리스크를 줄여준다는 점도 빅파마가 선호하는 포인트일 것이다.

자사 파이프라인과 병용으로 적응증을 확장하거나 병용 시너지를 낼 수 있다면 일석이조인 셈이다.

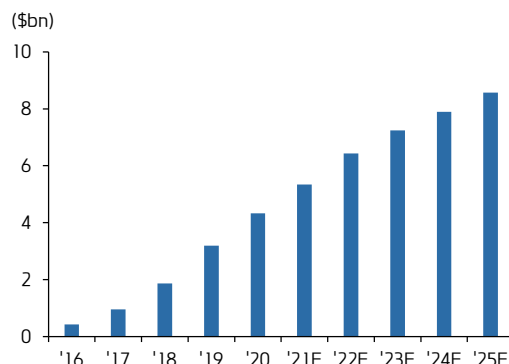
지난 ASCO 2021에서 레이저티닙과 안센의 아미반타맵 병용 1/1b상에서 타그리스 처방 이후에도 내성이 생긴 폐암 환자 45명에서 반응을 36%(CR 1명, PR 15명), 무진행생존기간 중앙값(mPFS) 4.9개월을 기록한 바 있다.

레이저티닙 매출 전망 및 추이



자료: 키움증권 리서치센터

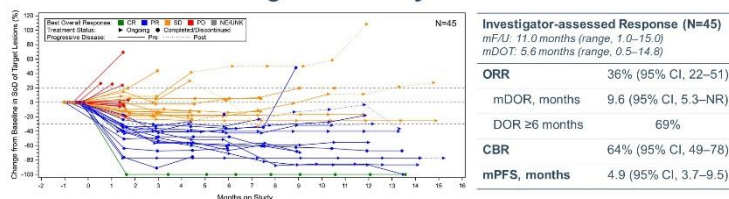
타그리스 매출 전망 및 추이



자료: Cortellis, 키움증권 리서치센터

레이저티닙과 아미반타맵 병용 ASCO2021 데이터

Durable Responses Observed with Amivantamab + Lazertinib with Manageable Safety



- Safety profile consistent with previous experience with amivantamab + lazertinib¹
- Most common AEs were IRR (78%), rash (acneiform dermatitis, 51% + rash, 27%), and paronychia (49%)
 - Majority were grade 1–2
- Treatment-related: grade ≥3 AE (16%), discontinuations (4%), dose reductions (18%)

16 Apr 2021 Clinical Update: Four patients did not have progression disease assessments, and are not included in the plot. *Chi-Joon Cho (11/18/17) (194-077282). AEs: adverse events; CBR: clinical benefit rate (CR, PR, or SD ≥12 weeks); CR: complete response; IRR: infusion-related reaction; mF.U.: median duration of treatment; mPFS: median progression-free survival; mDOT: median duration of response; mDOR: median duration of response; mPFS: median progression-free survival; NR: not assessable; IRR: not assessable; CBR: clinical benefit rate; PR: partial response; SD: stable disease; SCL: sum of target lesion size; IRR: infusion-related reaction.

Presented By: BC Cho
Abstract #6006

ASCO2021: Content of this presentation is the property of the author, licensed by ASCO. Permission required for reuse.

2021 ASCO
ANNUAL MEETING

자료: ASCO, 키움증권 리서치센터

>>> 빅파마의 움직임 Check!

CEO 변경된 J&J, 릴리의 뇌과학 집중 발표, 혁신/신성장 분야 선두 경쟁

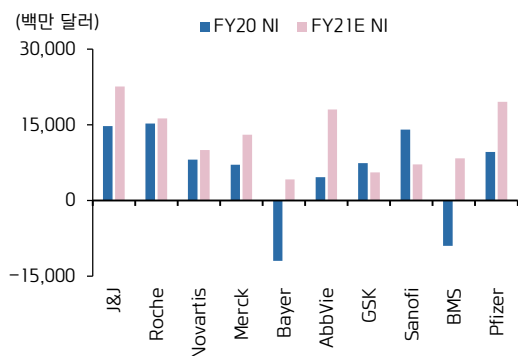
최근 1) J&J의 CEO 변경, 2) 릴리 뇌질환 전략집중, 3) 백신 주도권을 가진 업체와 농친 업체들의 향후 전략 및 방향성 등을 점검할 필요가 있다. J&J의 CEO가 변경되며 활발한 기술 거래가 예상되며, 바이오젠의 아두헬름 승인으로 점차 중추신경질환(CNS)에 집중하는 회사가 증가할 것으로 전망된다. 게다가 이번 코로나19로 모더나, 화이자/바이오엔텍을 제외하면 수혜를 누리는 빅파마가 많지 않기 때문에 이 업체들은 더욱 다음 단계를 준비하기 위한 신성장 분야에 적극적인 투자를 할 것으로 보인다. 심지어 수혜를 누리고 있는 화이자, 바이오엔텍, 모더나 또한 풍부한 자금을 보유하고 있기 때문에 포스트 코로나를 위한 성장 분야에 적극적인 기술 도입, M&A 등의 활발한 투자가 예상된다.

전 세계 매출액 기준 3위 빅파마인 J&J는 지난 9년간 경영을 도맡았던 Alex Gorsky가 내년 1/3일자로 사임하고, Joaquin Duato가 차기 CEO가 된다. J&J는 베이비 파우더와 마약성 진통제 소송(9년간 50억 달러 지불에 합의), 1회 접종 코로나19 백신의 낮은 효능과 부작용 및 생산 지연 우려로 어려움을 겪었다. CEO가 변경되게 되면 신규 파이프라인 도입, M&A 등이 활발해지고 회사의 전략 방향도 바뀔 수 있다. 지난 사노피 CEO가 폴 허드슨으로 변경되고 암, 혈액질환, 희귀질환, 신경계 질환에 집중 투자하는 대신 당뇨병, 심혈관 질환 분야 연구 중단 선언하면서 한미약품의 에페글레타이드가 반환된 바 있다. 반대로 머크는 케네스 프레이저가 사의를 밝히고 로버트 데이비스가 CEO를 이어갈 것이라고 '21.2월 발표 즈음 녹십자랩셀/아티바가 NK 세포 치료제 플랫폼을 약 2조 원에 기술 이전 한 바 있다.

이 밖에도 릴리는 신경과학과 면역학 R&D 조직을 재편하여 집중하겠다고 밝혔다. 바이오젠의 알츠하이머 치료제 아두헬름 가속 승인으로 신경 퇴행성 질환 치료제의 길이 열렸다. 도나네맵은 현재 3상 중으로 2상 데이터를 바탕으로 지난 6월 FDA로부터 혁신치료제 지정 받았으며, 연내 FDA 승인 신청 계획에 있다. 릴리는 지난해말 유전자치료제 기반 퇴행성뇌질환 치료제 개발사 프리베일은 10억 달러에 인수하며 뇌질환(CNS) 분야를 강화하고 있다.

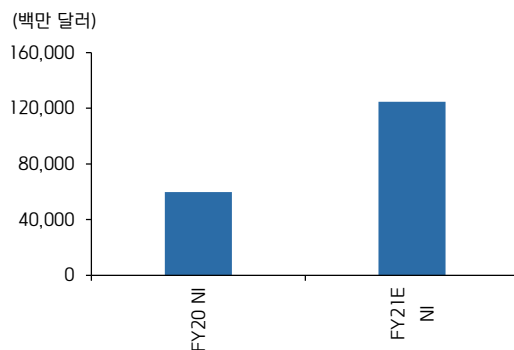
백신 주도권을 농친 기업들은 신성장 분야에 집중 투자 할 것으로 예상된다. 빅파마들은 여전히 중양과 희귀질환에 주도권을 갖기를 원하며, 최근에는 세포/유전자와 mRNA 플랫폼과 같은 첨단 기술 확보에 높은 관심을 기울이고 있다. mRNA 플랫폼 기반 기술의 코로나19 백신이 백신 업계에서 주도권을 잡기 시작하자, 백신 강자로 알려진 사노피는 최근 mRNA 신약 개발사 Translate Bio를 32억 달러(약 3.7조 원)에 인수하며 백신 강화에 나섰다.

상위 10개 빅파마 당기순이익 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

상위 10개 빅파마 당기순이익 합산



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

'20년 주요 기술이전 물질

개발사	도입사	규모(\$mn)	물질	적응증 [타겟]
Daiichi Sankyo	AstraZeneca	6,000	DS-1062	(전이성)NSCLC, (전이성)유방암 [Topoisomerase 억제]
Myovant	Pfizer	4,250	relugolix	자궁내막증, 과한 월경, 전립성 종양, 자궁 섬유양 [Estradiol]
Genmab	AbbVie	3,900	GEN-1044; GEN-3009; epcoritamab	암, 혈액학적 종양 [B-림프구 modulator]
Alteogen	-	3,881	ALT-4	SC 제형 플랫폼
Seagen	Merck	3,200	SGN-LIV1A	고형암, 전이성 유방암 [Tubulin 수용체]
SAGE	Biogen	3,125	BIIB-124 (SAGE-324); zuranolone	신경질환, (출생 후) 우울증, 운동장애 [GABA A 수용체]
Fate	Janssen	3,100	-	혈액학적 종양, 고형암 [CAR-NK, CAR-T 병용]
Repare	BMS	3,065	-	종양 [Small molecule]
IDEAYA	GSK	3,030	IDE-397	고형암, 전이성 유방암 [DNA polymerase 억제]
Wuxi Vaccine	-	3,000	-	-

자료: Cortellis, 각 사, 키움증권 리서치센터

'21년 주요 기술이전 물질

개발사	도입사	규모(\$mn)	물질	적응증 [타겟]
Eisai	BMS	3,100	MORAb-202	암 [염산 수용체 적대]
Neurmedix	BioVie	3,003	NE-3107	알츠하이머, 파킨슨병: 암 [세포외 신호조절인산화효소]
Anima	Takeda	2,420	Huntingtin & mRNA translation modulator	신경질환 [Huntingtin modulator]
Arvinas	Pfizer	2,400	ARV-471	유방암 [에스트로겐 수용체 적대]
Shoreline	Kite	2,300	-	암, 혈액학적 종양 [비공개]
Alector	GSK	2,200	AL-001; AL-101,	전측두엽 치매, 알츠하이머, 파킨슨병, 운동신경질환 [Sortilin 수용체]
BeiGene	Novartis	2,200	tislelizumab	간세포암, 편평상피암: NSCLC, 위 종양 [예정세포사 단백질 억제]
iTeos	GSK	2,075	EOS-884448	후기 고형암 [T 세포 단백질 억제]
MorphoSys	Royalty	2,025	CPI-0209; gantenerumab; pelabresib; otilimab	알츠하이머; COVID-19; 소아 류마티스 관절염, 폐렴 [기능 단백질 억제]
QED	Helsinn	2,000	infigratinib	암, 연골 형성 부전: 담관암종, 이행세포암종 [FGF 수용체 적대]

자료: Cortellis, 각 사, 키움증권 리서치센터

III. 국내 모멘텀 및 결론

>>> 백신 모멘텀 이후에도 주목 받을 이벤트가 필요

9월 ESMO, 10월 효능 데이터, 11~12월 주요 학회 개최

9월 유럽종양학회(ESMO)에서 유한양행/오스코텍, 브릿지바이오, 이수애플리스, 유한양행/에이비엘바이오 등의 발표가 예상된다.

2상 개념 증명 (PoC, Proof of Concept) 확인은 효과를 확인할 수 있는 중요한 단계로 플랫폼과 신약 가치 재평가로 이어지기 때문에 중요한 모멘텀이다. 압타바이오는 활성산소(ROS) 생성에 관여하는 NOX 플랫폼 기반의 파이프라인인 APX-115(당뇨병성신증) 2상 환자 투약을 완료하여 10월경 탑라인 발표를 할 수 있을 것으로 예상된다. NOX 플랫폼 기반의 첫 2상 효능 데이터 발표이기 때문에 긍정적인 결과 확인된다면, 전체 파이프라인의 가치 재평가로 이어질 수 있다.

바이오리더스는 경구용 점막 면역 백신 플랫폼 뮤코맥스를 보유하고 있는데, 뮤코맥스 플랫폼 기반으로 자궁경부전암 국내 2b상이 오는 10월 AACR-NCI-EORTC에서 발표할 예정이다. 국내 126명 환자 대상으로 투여 완료하였으며, 2a상 8명 대상으로 자궁경부전암 3단계 환자 대상으로는 객관적 반응을 (ORR)이 75%(n=6/8)을 기록한 바 있다. 당시 환자 수가 적었기 때문에 이번 2b상에서 긍정적인 효능 데이터를 입증한다면 경구용 면역 백신 플랫폼의 가치 재평가로 이어질 것으로 기대한다.

아이진은 2상 효능 PoC 데이터는 아니지만 45명 대상으로 용량 및 안전성을 확인하는 코로나19 mRNA 백신 1/2a상의 중간 결과(Step 1)가 10월경으로 예상된다. 이번 중간 결과 확인 후 2/3상 (Step 2) 진입이 11월경 진입 가능할 것으로 보이며, 이르면 '22년 상반기내 2/3상 중간 결과 확인하여 조건부 승인 신청을 할 것으로 보인다. 모든 일정은 오는 10월경 인체 투여에 대한 결과가 긍정적으로 진행되어야 가능하다는 점에서 오는 10월경 데이터가 임상 진척의 시발점이 될 수 있다.

이 밖에도 9월 유럽종양학회(ESMO)에서는 유한양행/오스코텍 레이저티닙 병용 업데이트 데이터, 브릿지바이오의 BBT-176(EGFR C797S) 1상, 이수애플리스의 ISU 104(Erb3) 1상, 스펙트럼/한미약품의 오락솔+키트루다 1상, 유한양행/에이비엘바이오 ABL105 전임상 등 발표될 예정이다.

유한양행/오스코텍은 현지시간 9/19일 17:30~18:30분 Amivantamab 단독과 레이저티닙 병용으로 타그리스 투약한 EGFR 변이 비소세포폐암 환자 대상으로한 CHRYSALIS 연구와 아미반타맙과 레이저티닙 병용으로 이전 화학요법 투여한 EGFR 변이 비소세포폐암 환자 대상으로한 CHRYSALIS-2 예비 결과 발표를 할 예정이다.

(1192MO - Amivantamab Monotherapy and in Combination with Lazertinib in Post-osimertinib EGFR-mutant NSCLC: Analysis from the CHRYSALIS Study. 1193MO - Amivantamab plus lazertinib in post-osimertinib, post-platinum chemotherapy EGFR-mutant non-small cell lung cancer (NSCLC): Preliminary results from CHRYSALIS-2)

11월 개최되는 면역항암학회(SITC)에서는 네오이뮤텍의 NIT 106(NT-I7+Tecentriq) 로슈와 피부암 병용 1b상 데이터 발표가 예상되며, 12월 개최되는 혈액항암학회 ASH 2021에서는 녹십자랩셀/아티바의 림프종 환자 대상으로한 AB101+리톡시맵 병용 1/2상 중간결과 발표가 전망된다.

긍정적인 임상 데이터 발표는 추후 기술이전을 기대할 수 있으며, 이미 기술 이전된 품목은 마일스톤 유입 및 상용 성공 확률을 높여준다는 점에서 바이오텍 투자 심리에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 전망한다.

하반기 주요 데이터 발표 예상 기업

구분	기업명	물질명	임상 단계	비 고
ESMO	유한양행/오스코텍	레이저티닙+아미반타맵	1/2 상	ASCO2021(45 명 대상, ORR 36%) 이후 환자 추가 업데이트
	브릿지바이오	BBT-176	1/2 상	EGFR C797S 타겟. '21.4 월 용량상승시험 첫 환자 투여
	이수앱지스	ISU104	1 상	ESMO202 CR 9.1%, PR 27.3%. ORR 36.4%.
	유한양행/에이비엘바이오	ABL105(YH32367)	전임상	HER2x4-1BB 전임상 발표
	스펙트럼/한미약품	오락솔+키트루다	1 상	안전성, 내약성
타라인	압타바이오	APX-115	2 상	10 월경 당뇨병성신증 경구용
	바이오리더스	BLS-M07	2 상	10 월 AACR 경구용 자궁경부전암. 2a 상에서 ORR 75%(6/8)
	아이진	mRNA 백신	1/2 상	10 월경 45 명 대상 1/2a 상 중간 결과
SITC	네오이뮤텍	NT-I7	1 상	NT-I7 + 테센트릭. 피부암 병용 1b 상
ASH	녹십자랩셀/아티바	AB101	1/2 상	동종 제대혈 NK 세포 치료제+리톡시맵 병용 중간결과

자료: 키움증권 리서치센터

셀트리온 3사 합병과 퀄리티 딜 기대

셀트리온헬스케어는 지난해 9/25일 셀트리온헬스케어홀딩스를 설립하여 지주회사로 전환하였고, 오는 9/16일 주주총회를 거쳐 11/1일 지주회사 체제를 확립할 예정이다. 지난해 셀트리온 그룹은 이르면 올해 3사(셀트리온, 셀트리온헬스케어, 셀트리온제약) 합병이 이뤄질 것으로 언급한 바 있다.

셀트리온, 셀트리온홀딩스, 셀트리온제약의 소액주주는 각각 64.3%, 55.4%, 45%로 주식매수청구권을 방어하기 위한 합병 모멘텀을 기대할 수 있다. 다만, 결국은 회사의 펀더멘털 개선이 핵심으로 하반기에 실적 개선, 렉키로나 승인 및 계약 여부, 램시마SC의 유럽 시장 침투율 상승 속도 등이 관전 포인트가 될 것으로 예상된다.

코로나 백신 중요성 지속으로 백신 CMO 수혜가 예상되는 SK바이오사이언스는 지속 성장을 위한 M&A, 파이프라인 도입, 증설 투자가 예상됨에 따라 커버리지를 개시하였다. 하반기 실적 성장이 기대되며, 10월경 GBP510 코로나 백신 2상 데이터 발표 및 4분기 노바백스의 유럽 승인 신청 등이 예정되어있다.

알츠하이머 치료제 시장 개화에 따라 향후 중추신경질환(CNS) 분야 부각 받을 것으로 예상되며, 자체 개발 뇌전증 신약 미국 FDA 승인 및 직접 영업으로 제품화에 성공한 SK바이오팜에 대한 중장기적으로 긍정적인 관점 보유로 커버리지 개시하였다.

빅파마와의 대규모 기술이전은 예측하기 어려운 부분이나, 신성장 분야에 혁신 제품/플랫폼이거나 빅파마의 경쟁에서 필요한 기술 등의 경우 가능성이 높다 할 수 있다. SC 제형 플랫폼, 세포 유전자 분야 NK/CAR-NK 플랫폼, mRNA의 전달 플랫폼인 LNP 대체 기술 등이 유망하다.

올해 머크에 대규모 기술이전을 하면서 기술력을 입증 받은 바 있고, 연말 인체 데이터 발표가 예상되는 **녹십자랩셀**의 추가 기술 이전이 기대된다. 빅파마에 퀄리티 딜까지는 아니어도 올해 경구용 백신 플랫폼의 효능을 입증할 수 있는 데이터가 나온다면, 플랫폼 가치 재평가가 될 수 있는 **바이오리더스**도 관심 종목으로 추천한다.



기업분석

셀트리온

(068270)

SK바이오사이언스

(302440)

SK바이오팜

(326030)

녹십자랩셀

(144510)

바이오리더스

(142760)

BUY(Maintain)/ 목표주가 350,000원

시밀러 성공 신화 바탕으로 신약 도전

BUY(Initiate)/ 목표주가 370,000원

백신 허브 중심에 서다

BUY(Initiate)/ 목표주가 160,000원

중추신경질환계 리더

Not Rated

NK 세포 글로벌 선두 주자

Not Rated

경구용 백신 플랫폼 발표 기대

셀트리온 (068270)



BUY(Maintain)

목표주가 350,000원

주가(8/24) 282,500원

제약/바이오 Analyst 허혜민

02) 3787-4912/hyemin@kiwoom.com

국내 수많은 업체들이 코로나19 치료제에 뛰어들었으나, 국내 승인받고 해외 승인 및 진출까지 가장 앞서있는 업체는 아직 동사가 유일하다. 렉키로나는 바이오시밀러에서 신약으로의 성공 가능성을 보여주었다는 점에서도 의미가 있다. 최근 ADC 및 mRNA 플랫폼 등 혁신 신약 개발로 적극적인 행보를 보인다는 점 또한 긍정적이다.

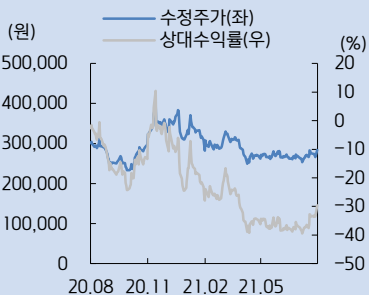
Stock Data

KOSPI (8/24)		3,138.30pt
시가총액		389,666억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	396,240 원	233,227원
최고/최저가 대비 등락	-28.7%	21.1%
주가수익률	절대	상대
	1M	5.2% 9.1%
	6M	-8.3% -9.4%
	1Y	-6.1% -29.2%

Company Data

발행주식수	137,935 천주
일평균 거래량(3M)	562천주
외국인 지분율	20.9%
배당수익률(2021E)	0.0%
BPS(2021E)	29,444원
주요 주주	셀트리온홀딩스
	외 70 인
	22.8%

Price Trend



시밀러 성공 신화 바탕으로 신약 도전

>>> 9~10월 EMA 승인 및 FDA 신약 신청

렉키로나 3상 긍정적 데이터 및 동물실험에서 변이 관련 데이터를 확보하여 유럽 EMA에 제출함에 따라 오는 **9~10월 렉키로나 승인 가능성이 커지고** 있다. 유럽 승인 받게 되면 추가 기타 국가 승인 또한 이어질 것으로 보인다. 이미 브라질과 인도네시아에서는 긴급사용 승인을 받아 3분기 중으로 매출이 발생할 수 있을 것으로 기대한다. 렉키로나는 고마진으로 매출 확대될수록 수익성 개선이 기대되며, 코로나19 치료제는 주로 정부 비축물량 계약이기 때문에 마케팅 비용 등이 적다는 장점이 있다. 당사는 렉키로나의 올해 공급물량을 2,500억 원으로 추정하였으며, 리제너론과 릴리의 코로나19 항체 치료제의 올해 연간 매출액 각각 \$4bn, \$1bn이 예상되는데 무리한 추정은 아니라는 판단이다. FDA와는 여러 차례에 걸쳐 사전 미팅을 진행하였으며, 연내 FDA 신약 승인 신청이 기대된다.

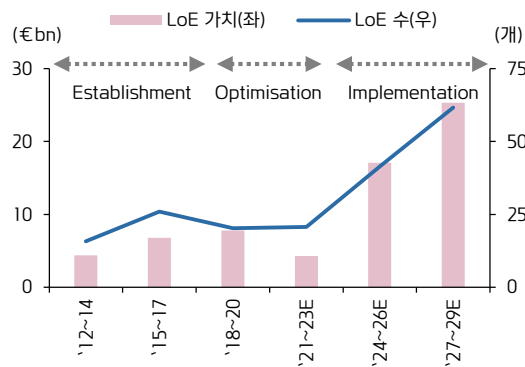
>>> 2분기 바닥 다지고, 하반기 실적 개선

부진한 2분기 실적을 지나고 3분기 렉키로나 유럽 승인, 4분기 FDA 승인 신청 및 램시마SC 물량 확대된다면 **고마진 제품들의 매출 확대에 따른 실적 개선이 예상된다**. 당사는 바이오시밀러로 글로벌 시장 안착하였으며, 선진국 규제기관과의 신약 허가 프로세스 진행과 품질관리(CMC) 노하우를 보유하고 있다. 최근 투자와 공동 개발을 통해 ADC와 mRNA 분야에도 적극적인 진출을 진행하고 있어, 캐시카우 역할이 안정적인 시밀러 사업을 바탕으로 신약 개발 진출하여 중장기 성장 모멘텀을 확보해가고 있다는 점이 긍정적이다.

(십억원, IFRS 연결)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	1,128.5	1,849.1	2,095.3	2,277.5	2,321.9
영업이익	378.1	712.1	876.8	972.1	997.2
EBITDA	537.3	891.5	1,097.0	1,167.5	1,170.7
세전이익	378.6	650.7	922.0	969.3	1,005.2
순이익	298.0	519.2	728.4	765.8	794.1
지배주주지분순이익	297.6	511.3	722.6	759.7	787.7
EPS(원)	2,168	3,717	5,242	5,507	5,711
증감율(%YoY)	13.3	71.4	41.0	5.1	3.7
PER(배)	82.0	96.6	54.2	51.6	49.7
PBR(배)	8.74	14.82	9.65	8.12	6.98
EV/EBITDA(배)	43.2	54.6	35.2	32.3	31.2
영업이익률(%)	33.5	38.5	41.8	42.7	42.9
ROE(%)	11.2	16.7	19.5	17.1	15.1
순차입금비용(%)	-4.6	2.2	-15.6	-31.7	-47.9

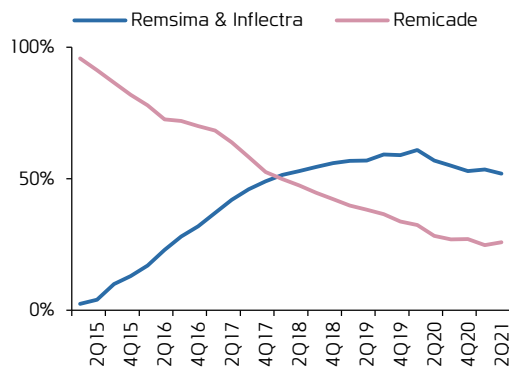
자료: 키움증권 리서치센터

유럽내 바이오시밀러 경쟁 전망



자료: IQVIA, 키움증권 리서치센터

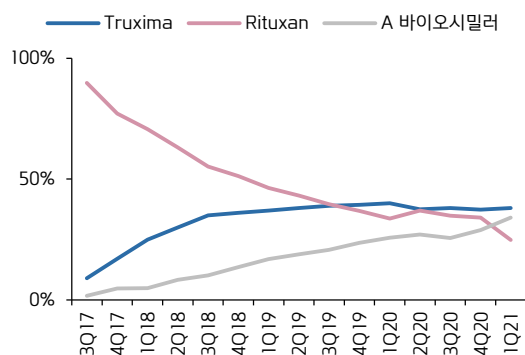
유럽 램시마 시장 점유율 추이



주: volume 기준

자료: IQVIA, 키움증권 리서치센터

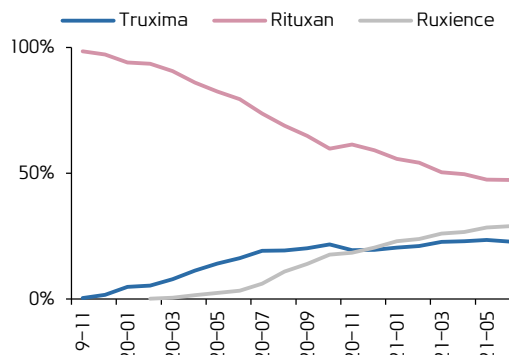
유럽 트록시마 시장 점유율 추이



주: volume 기준

자료: IQVIA, 키움증권 리서치센터

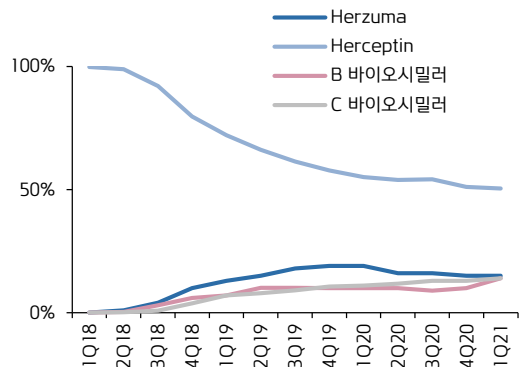
미국 트록시마 시장 점유율 추이



주: unit 기준

자료: Symphony Health, 키움증권 리서치센터

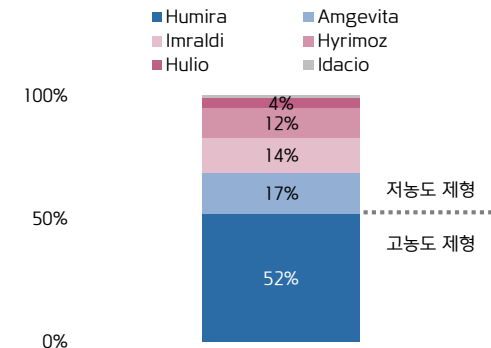
유럽 허주마 시장 점유율 추이



주: volume 기준

자료: IQVIA, 키움증권 리서치센터

유럽 Adalimumab 시장 규모 (1Q21)



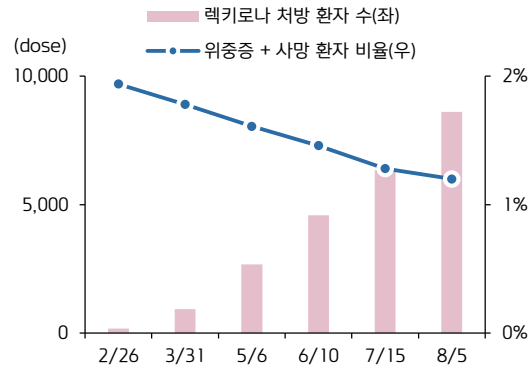
자료: IQVIA, 키움증권 리서치센터

바이오시밀러 개발 현황

프로젝트	물질명	오리지널	적응증	규모 (\$bn)	US	EU
YUFLYMA (CT-P17)	Adalimumab	HUMIRA (Abbvie)	자가면역질환	30.4	허가 신청 완료	유럽 판매허가 ('21년 2월)
CT-P16	Bevacizumab	AVASTIN (Roche)	대장암 등	6.3	글로벌 3상 완료 '19년 특허 만료	'22년 특허 만료
CT-P43	Ustekinumab	STELARA (J&J)	자가면역질환	10.9	글로벌 3상 진행 중 ('22년 5월 종료 예정) '23-9월 특허 만료	'24-1월 특허 만료
CT-P42	Aflibercept	EYLEA (Regeneron)	황반변성	6.1	글로벌 3상 진행 중 ('22년 11월 종료 예정) '23-6월 특허 만료	'25-5월 특허 만료
CT-P39	Omalizumab	XOLAIR (Genentech)	알레르기성 천식, 만성 두드러기	3.3	글로벌 3상 진행 중 ('23년 1월 종료 예정) 물질: '18년말 만료 SC: '24-3월 만료	물질: '17년말 만료 SC: '24-3월 만료
CT-P41	Denosumab	PROLIA (Amgen)	골다공증	5.2	글로벌 3상 진행 중 ('23년 8월 종료 예정) '25-2월 특허 만료	-

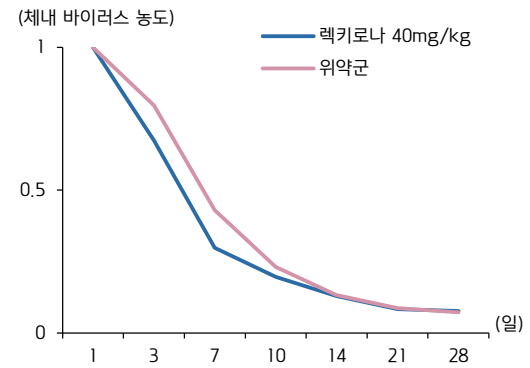
주: 각 바이오시밀러의 시장규모는 2020년 글로벌 매출을 기준으로 함
자료: 셀트리온, 언론보도, 키움증권 리서치센터

렉키로나 국내 처방 추이



자료: 셀트리온, 키움증권 리서치센터

렉키로나 효능 평가



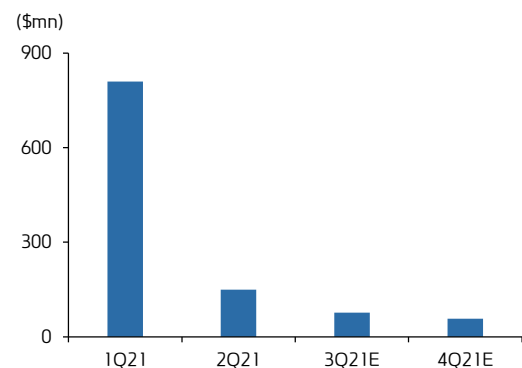
주: 고위험군(전체) 환자 대상 위약군 대비 감소 비율 72%(70%)로 유의미함

주2: 고위험군(전체) 환자 대상 위약군 대비 치료 개선 시간이 48시간 기준 4.7일(4.9일)로 유의미함

주3: 1회 이상의 이상반응 경험한 비율은 치료군 30.4%, 위약군 31.1%로 비슷한 수준이며, 경미한 수준에 그침

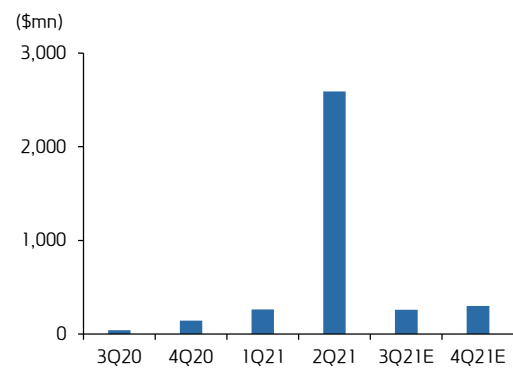
자료: 셀트리온, 키움증권 리서치센터

일라이 릴리 코로나 항체 치료제 매출 추이



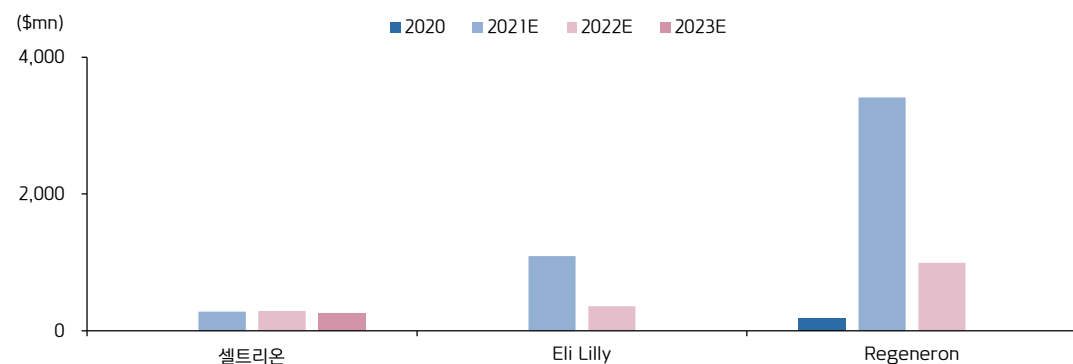
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

리제너론 코로나 항체 치료제 매출 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주요 코로나19 항체 치료제 매출 전망



주: 1달러=1,130원의 환율을 적용하였음

자료: Bloomberg, FnGuide, 키움증권 리서치센터

목표주가 세부내역

(단위: 억 원, 천 주)

구 분	가치 산정	비 고
① 영업가치	452,916	'21 년 EPS * 평균 PER ('15~'20 년)
② 비영업가치	21,453	
관계기업		
- 셀트리온제약	21,453	3 개월 평균 시가 총액 * 지분율(48.5%)의 20% 할인 적용
③ 순차입금	1,201	
④ 유통 주식 수	136,380	
⑤ 기업가치(=①+②-③)	473,168	
⑥ 목표주가(=⑤/④)	350,000	

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	1,128.5	1,849.1	2,095.3	2,277.5	2,321.9
매출원가	498.4	827.9	878.3	941.7	960.1
매출총이익	630.0	1,021.2	1,217.0	1,335.8	1,361.9
판매비	252.0	309.1	340.3	363.8	364.6
영업이익	378.1	712.1	876.8	972.1	997.2
EBITDA	537.3	891.5	1,097.0	1,167.5	1,170.7
영업외손익	0.5	-61.4	45.3	-2.7	8.0
이자수익	12.1	5.7	17.1	28.1	38.8
이자비용	10.8	7.5	7.5	7.5	7.5
외환관련이익	9.4	19.2	16.1	16.1	16.1
외환관련손실	8.9	41.9	14.0	14.0	14.0
종속 및 관계기업손익	-0.5	2.6	2.6	2.6	2.6
기타	-0.8	-39.5	31.0	-28.0	-28.0
법인세차감전이익	378.6	650.7	922.0	969.3	1,005.2
법인세비용	80.6	131.4	193.6	203.6	211.1
계속사업손손익	298.0	519.2	728.4	765.8	794.1
당기순이익	298.0	519.2	728.4	765.8	794.1
지배주주순이익	297.6	511.3	722.6	759.7	787.7
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	14.9	63.9	13.3	8.7	1.9
영업이익 증감률	11.6	88.3	23.1	10.9	2.6
EBITDA 증감률	15.4	65.9	23.1	6.4	0.3
지배주주순이익 증감률	13.7	71.8	41.3	5.1	3.7
EPS 증감률	13.3	71.4	41.0	5.1	3.7
매출총이익률(%)	55.8	55.2	58.1	58.7	58.7
영업이익률(%)	33.5	38.5	41.8	42.7	42.9
EBITDA Margin(%)	47.6	48.2	52.4	51.3	50.4
지배주주순이익률(%)	26.4	27.7	34.5	33.4	33.9

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	474.0	350.7	788.1	980.8	1,249.0
당기순이익	298.0	519.2	728.4	765.8	794.1
비현금항목의 가감	264.9	402.3	468.3	442.5	417.3
유형자산감가상각비	48.4	57.7	59.8	53.8	48.4
무형자산감가상각비	110.9	121.7	160.5	141.6	125.0
지분법평가손익	-5.5	-2.6	-2.6	-2.6	-2.6
기타	111.1	225.5	250.6	249.7	246.5
영업활동자산부채증감	-22.7	-506.3	-224.6	-44.5	217.4
매출채권및기타채권의감소	-7.5	-536.8	-318.6	-187.7	-35.5
재고자산의감소	-174.3	-128.8	-33.5	-36.4	-8.9
매입채무및기타채무의증가	22.1	-7.8	128.7	185.5	268.0
기타	137.0	167.1	-1.2	-5.9	-6.2
기타현금흐름	-66.2	-64.5	-184.0	-183.0	-179.8
투자활동 현금흐름	-251.4	-472.0	13.2	13.2	13.2
유형자산의 취득	-94.3	-87.0	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	2.6	1.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-191.5	-452.9	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-19.0	-11.3	2.5	2.5	2.5
단기금융자산의감소(증가)	40.2	67.6	0.0	0.0	0.0
기타	10.6	10.6	10.7	10.7	10.7
재무활동 현금흐름	-85.9	266.0	265.4	262.5	262.5
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금자본잉여금의 증가(감소)	18.6	19.4	2.9	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-58.2	-15.9	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-46.3	262.5	262.5	262.5	262.5
기타현금흐름	-1.0	-6.6	-339.2	-339.2	-339.2
현금 및 현금성자산의 순증가	135.6	138.2	727.5	917.2	1,185.4
기초현금 및 현금성자산	410.5	546.1	684.3	1,411.8	2,329.0
기말현금 및 현금성자산	546.1	684.3	1,411.8	2,329.0	3,514.4

자료 : 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	1,787.3	2,517.7	3,598.6	4,745.8	5,981.9
현금 및 현금성자산	546.1	684.3	1,411.8	2,329.0	3,514.4
단기금융자산	81.7	14.0	14.0	14.0	14.0
매출채권 및 기타채권	826.7	1,315.7	1,634.4	1,822.0	1,857.5
재고자산	308.9	385.6	419.1	455.5	464.4
기타유동자산	23.9	118.1	119.3	125.3	131.6
비유동자산	2,106.4	2,529.9	2,309.8	2,114.3	1,940.9
투자자산	65.5	79.4	79.4	79.5	79.5
유형자산	923.6	946.3	886.5	832.7	784.3
무형자산	1,040.0	1,430.5	1,270.0	1,128.4	1,003.3
기타비유동자산	77.3	73.7	73.9	73.7	73.8
자산총계	3,893.7	5,047.7	5,908.3	6,860.2	7,922.8
유동부채	657.2	1,056.8	1,185.5	1,371.0	1,639.0
매입채무 및 기타채무	224.2	300.2	428.9	614.5	882.5
단기금융부채	352.3	571.4	571.4	571.4	571.4
기타유동부채	80.7	185.2	185.2	185.1	185.1
비유동부채	329.5	535.8	535.8	535.8	535.8
장기금융부채	143.1	203.0	203.0	203.0	203.0
기타비유동부채	186.4	332.8	332.8	332.8	332.8
부채총계	986.7	1,592.5	1,721.3	1,906.8	2,174.8
지배자본	2,794.2	3,335.3	4,061.3	4,821.5	5,609.7
자본금	128.3	135.0	137.9	137.9	137.9
자본잉여금	802.2	828.6	828.6	828.6	828.6
기타자본	-136.3	-136.6	-136.6	-136.6	-136.6
기타포괄손익누계액	3.0	6.3	9.5	12.8	16.0
이익잉여금	1,996.9	2,502.0	3,221.8	3,978.8	4,763.8
비지배자본	112.8	119.9	125.7	131.9	138.2
자본총계	2,907.0	3,455.2	4,187.1	4,953.4	5,748.0

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	2,168	3,717	5,242	5,507	5,711
BPS	20,341	24,226	29,444	34,955	40,670
CFPS	4,101	6,699	8,681	8,760	8,782
DPS	50	20	20	20	20
주가배수(배)					
PER	82.0	96.6	54.2	51.6	49.7
PER(최고)	98.2	106.6	74.4		
PER(최저)	59.5	36.6	46.6		
PBR	8.74	14.82	9.65	8.12	6.98
PBR(최고)	10.47	16.36	13.25		
PBR(최저)	6.34	5.61	8.29		
PSR	21.62	26.71	18.69	17.20	16.87
PCFR	43.3	53.6	32.7	32.4	32.3
EV/EBITDA	43.2	54.6	35.2	32.3	31.2
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	8.0	11.6	13.3	12.0	10.7
ROE	11.2	16.7	19.5	17.1	15.1
ROIC	11.0	17.5	18.4	20.8	23.1
매출채권회전율	1.3	1.7	1.4	1.3	1.3
재고자산회전율	4.8	5.3	5.2	5.2	5.0
부채비율	33.9	46.1	41.1	38.5	37.8
순차입금비용	-4.6	2.2	-15.6	-31.7	-47.9
이자보상배율, 현금)	34.9	94.9	116.9	129.6	132.9
총차입금	495.4	774.4	774.4	774.4	774.4
순차입금	-132.5	76.1	-651.4	-1,568.6	-2,754.0
NOPLAT	537.3	891.5	1,097.0	1,167.5	1,170.7
FCF	158.6	-284.4	688.3	918.8	1,178.6



BUY(Initiate)

목표주가 370,000원

주가(8/24) 304,000원

제약/바이오 Analyst 허혜민

02) 3787-4912/hyemin@kiwoom.com

동사는 이번 코로나19를 계기로 글로벌 CMO 기업으로 펀더멘털 레벨업이 되고 있으며, '22년 자체 신약이 글로벌 출시된다면 임상 디자인과 글로벌 규제 당국 승인 신청 노하우를 보유하게 된다. 코로나 이후에도 차세대 신규 플랫폼 시설 구축, M&A, 파이프라인 도입 등을 통한 지속 성장 노력을 하고 있다는 점이 긍정적이다. 동사에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 37만 원으로 커버리지 개시한다.

Stock Data

KOSPI (8/24)	3,138.30pt	
시가총액	232,560억 원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	335,500 원	114,500원
최고/최저가 대비 등락	-9.4%	165.5%
주가수익률	절대	상대
	1M	93.0%
	6M	-
	1Y	-

Company Data

발행주식수	76,500 천주
일평균 거래량(3M)	1,588천주
외국인 지분율	3.7%
배당수익률(2021E)	0.0%
BPS(2021E)	20,990원
주요 주주	에스케이케미칼 68.4%

Price Trend



백신 허브 중심에 서다

>>> 촘촘히 짜인 단기 모멘텀

9월 중순 6개월 보호예수(약 395만 주, 약 5.2%) 해제로 오버행 이슈가 있으나, 10월쯤 자체 코로나 백신 GBP 510 2상 발표가 예상된다. 4분기 노바백스 유럽과 미국 허가 신청서 제출, '22.1Q GBP 510 3상 데이터 도출, '22.2Q GBP 510 국내 승인 신청 및 출시가 전망된다. 미국 제외한 개발대상국 지역 등에서도 출시가 예상된다. 9월 오버행 이슈가 해소되면, 분기마다 노바백스 승인 관련 소식과 자체 개발 백신의 데이터 발표 모멘텀이 있다. 올해 노바백스 승인으로 EU GMP 인증, GBP 510 신약의 글로벌 출시 등 글로벌 CMO와 신약 노하우 및 트랙 레코드 쌓이며 글로벌 업체로의 진화가 기대된다.

>>> 지속 성장을 위한 증설과 신성장 진입

변이의 출현과 부스터샷 필요성이 높아지며 코로나19 백신 자체 신약 및 CMO 사업부는 '23년까지 성장 모멘텀이 될 것으로 보인다. '24년부터는 완공될 것으로 예상되는 안동 공장에 차세대 Viral vector, mRNA CMO 및 CDMO 등의 신규 플랫폼 시설을 구축하여 지속 성장이 가능할 것으로 전망한다. 이 밖에도 추진하고 있는 M&A와 라이선스 인 또한 성장 모멘텀이 될 수 있다.

>>> 목표주가 37만 원 커버리지 개시

코로나19 이후에도 기존 CMO/CDMO 사업부 지속 수주 가능성 반영, 추가 증설 예정인 안동 공장 '24년 가동 및 GBP510 신약가치 적용하여 동사에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 37만 원으로 커버리지 개시한다.

(십억원, IFRS 연결)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	183.9	225.6	972.0	990.5	901.2
영업이익	22.8	37.7	463.9	516.9	470.5
EBITDA	37.3	54.2	481.8	534.3	488.0
세전이익	18.5	37.3	461.4	515.3	469.7
순이익	14.7	32.9	359.9	376.1	342.9
지배주주지분순이익)	14.7	32.9	359.9	376.1	342.9
EPS(원)	240	537	4,892	4,917	4,482
증감율(%YoY)	-18.6	124.1	810.3	0.5	-8.8
PER(배)	0.0	0.0	66.1	65.8	72.2
PBR(배)	0.00	0.00	15.41	12.50	10.66
EV/EBITDA(배)			48.6	43.1	46.4
영업이익률(%)	12.4	16.7	47.7	52.2	52.2
ROE(%)	6.5	13.2	38.5	21.0	15.9
순차입금비용(%)	13.1	-35.6	-83.1	-87.5	-91.3

자료: 키움증권 리서치센터

>>> 투자의견 BUY, TP 37만 원 커버리지 개시

목표주가는 CMO, CDMO 영업가치와 신약가치 DCF 기반으로 산출하여 SOTP 방식을 통해 산출하였다. CMO 영업가치 16.7조 원에 코로나19 백신 GBP 510 가치 9.8조 원으로 반영하였다. CMO 영업가치는 코로나19 대유행 이후에도 빅파마 신약 생산 트랙 레코드 기반으로 추가 CMO 수주를 받아 80%가 동된다고 가정하였다. CMO의 특성상 제약/바이오 신약 시장 성장에 따라 지속 성장한다는 점을 감안하여 영구성장률을 삼성바이오로직스와 같은 5%로 적용하였다. 동사는 현재 생산 시설 외에도 '24년 완공을 목표로 하는 안동 공장 증설하여 차세대 유전자, mRNA 등 신규 플랫폼 시설 구축을 준비하고 있다. 아직 구체적인 수트와 CAPA가 공개되지 않아 부지 기반으로 기존 공장과의 CAPA가 추가된다고 가정하였다. 다만, 가동률은 보수적으로 첫 해 10%, 다음해 20%로 하여 80%의 가동이 되기까지 5개년이 소요된다고 가정하였다.

목표주가 요약

(단위: 억 원, 천 주, 원)

구 분	가치 산정	비 고
① 영업가치	167,510	안동공장 가동 적용 포함
② 비영업가치		
GBP 510	98,465	최대 생산 도즈 4.5억 도즈 가정
③ 순현금	14,000	
④ 유통 주식 수	76,500	
⑤ 기업가치(=①+②+③)	279,975	
⑥ 목표주가(=⑤/④)	370,000	

자료: 키움증권 리서치센터

영업가치 세부내역

(단위: 십억 원)

	2021E	2022E	2023E	...	2031E
EBIT	463.9	522.7	470.5		719.2
Tax	102.1	115.0	103.5		158.2
NOPLAT	361.8	407.7	367.0		561.0
+ Depreciation	15.2	15.2	15.6		19.6
- CAPEX	156.2	182.8	54.4		20.0
- Changes in working capital	385.0	12.7	24.1		27.1
FCF	(164.2)	227.3	304.1	...	533.5
NPV	2,513				
PV of Terminal Value	14,238				
합산가치	16,751				

주: WACC 7%, 영구성장률 5%, 세율 22%

자료: 키움증권 리서치센터

코로나19 백신 GBP 510은 실적 추정치에는 포함시키지 않았으며, 성공 확률(85%)을 적용하여 신약가치를 따로 산정하였다. 최대 생산 도즈는 4.5억으로 가정하였으나, 수율과 수트 활용에 따라 최대 10억 도즈까지도 높아질 수 있어 향후 상향 조정도 가능하다. CEPI 항 가격은 \$3에 이익률은 18%로 산정하였고, 자체 판매 가격은 \$20에 이익률 65%로 가정하였다. 추후 코로나19의 안정화 상황을 감안하여 '25년부터 GBP 510 가동률을 30%, '26년부터는 20%로 산정하였다.

신약가치 세부내역

(단위: 십억 원)

GBP 510		'21E	'22E	'23E	...	'32E
생산 도즈 수 (만)		-	45,000	45,000		45,000
가동률			50%	100%		20%
CEPI 도즈(만)	50%		11,250	22,500		4,500
CEPI 도즈 당 가격(원)			3,450	3,450		3,450
CEPI 항 매출액			388	776		155
자체 판매 도즈(만)	50%		11,250	22,500		4,500
자체 판매 도즈 당 가격(원)			23,000	23,000		23,000
자체 판매항 매출액			2,588	5,175		1,035
GBP 510 매출액			2,975.6	5,951.3		1,190.3
EBIT			1,751.7	3,503.5		700.7
FCF			1,366.4	2,732.7	...	546.5
NPV	7,875					
NPV of TV	3,709					
NPV 합산 가치	11,584					
rNPV 합산 가치	9,847					

주: 환율 1,150원, CEPI항 마진율 18%, 자체 마진율 65%, WACC 7%, 영구성장률 0%, 세율 22%, 신약성공확률 85%
 자료: 키움증권 리서치센터

연도별 실적 추정

(단위 십억원)

구 분		2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Sute 1	배치 수		40	40	40	40	32
	AZ 배치 가격		3.0	3.2	3.2	3.3	3.3
	YoY			5%	3%	1%	1%
	가동율(%)		100%	100%	100%	100%	80%
	매출액		130	126	140	131	106
Sute 2	배치 수		56	80	80	80	64
	Novavax 배치 가격		3.0	3.0	3.2	3.2	3.3
	CDMO YoY			0%	5%	3%	1%
	가동율(%)		70%	100%	100%	100%	80%
	매출액		178	240	252	260	210
Sute 3	배치 수		28	40	40	32	32
	Novavax 배치 가격		3.0	3.0	3.2	3.2	3.3
	L/I YoY			0%	5%	3%	1%
	가동율(%)		70%	100%	100%	80%	80%
	매출액		94	120	126	104	105
Sute 4	배치 수			-	80	80	64
	배치 가격		3.0	3.0	3.2	3.2	3.3
	YoY			0%	5%	3%	1%
	가동율(%)			0%	100%	100%	80%
	매출액			10	252	260	210
NX 정부 계약	도즈(만)		2,500	2,000			
	도즈 당 가격(원)		20,000	20,000			
	NX 정부 계약 매출액		500	400			
중설 공장	매출액(2X)					630	610
	가동율(%)					10%	20%
	매출액					63	122
	기타 제품	148	40.0	60	90	99	109
	YoY	79%	-73%	50%	50%	10%	10%
	상품 제품	77	30.0	35	41	46	50
	YoY	-24%	-61%	15%	20%	10%	10%
	매출액	226	70	95	131	145	159
Total 매출액		225.6	972.0	990.5	901.2	961.6	911.2
YOY(%)		22.7%	330.8%	1.9%	-9.0%	6.7%	-5.2%

자료: 키움증권 리서치센터

분기별 실적 추정

(단위: 십억 원)

구 분	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2021E
매출액	22.7	39.4	96.5	67.0	225.6	112.7	144.6	273.2	441.4	972.0
YOY	-15%	-23%	91%	21%	23%	397%	267%	183%	559%	331%
매출 원가	16.1	30.8	47.0	36.3	130.3	39.3	61.6	94.8	159.6	355.3
원가율	71%	78%	49%	54%	58%	35%	43%	35%	36%	37%
매출총이익	6.5	8.6	49.5	30.7	95.3	73.4	83.0	178.5	281.8	616.7
판매관리비	19.7	16.9	26.5	89.8	57.6	19.7	16.9	26.5	89.8	152.8
판매관리비율	87%	43%	27%	134%	26%	17%	12%	10%	20%	16%
영업이익	(13.2)	(8.3)	23.1	(59.1)	37.7	53.7	66.2	152.0	192.0	463.9
YOY	67%	-150%	157%	-1280%	65%	흑전	흑전	559%	흑전	1130%
OPM	-	-	24%	-	17%	48%	46%	56%	43%	48%

자료: 키움증권 리서치센터

글로벌 주요 코로나 백신 3상 파이프라인

현황	업체명	프로젝트명	방식
승인	화이자/바이오엔텍	BNT162b1	RNA
	모더나	mRNA-1273	RNA
	얀센	Ad26.COV2.S	Viral Vector
	아스트라제네카	AZD1222	Viral Vector
	스푸트니크	Sputnik	Viral Vector
	캔시노	Ad5-nCoV	Viral Vector
	시노팜	BBIBP-CorV	inactivated
3 상	노바백스	NVX-CoV2373	protein
	사노피/GSK	Recombinant Protein	protein
	이노비오	INO-4800	DNA
	SK 바이오사이언스	GBP510	protein

주: 정식 FDA 승인은 화이자/바이오엔텍이며, 이 외에는 미국/유럽 등에서 긴급사용 승인
 자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 별도	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	183.9	225.6	972.0	990.5	901.2
매출원가	106.1	130.3	355.3	366.3	341.2
매출총이익	77.9	95.3	616.7	624.2	560.0
판매비	55.1	57.6	152.8	107.3	89.5
영업이익	22.8	37.7	463.9	516.9	470.5
EBITDA	37.3	54.2	481.8	534.3	488.0
영업외손익	-4.3	-0.4	-2.5	-1.6	-0.8
이자수익	0.2	0.5	3.2	4.0	4.9
이자비용	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2
외환관련이익	1.2	5.4	0.5	0.5	0.5
외환관련손실	2.7	2.2	1.9	1.9	1.9
중속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	1.2	0.1	-0.1	0.0	-0.1
법인세차감전이익	18.5	37.3	461.4	515.3	469.7
법인세비용	3.8	4.4	101.5	139.1	126.8
계속사업손익	14.7	32.9	359.9	376.1	342.9
당기순이익	14.7	32.9	359.9	376.1	342.9
지배주주순이익	14.7	32.9	359.9	376.1	342.9
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	85.0	22.7	330.9	1.9	-9.0
영업이익 증감률	-13.8	65.4	1,130.5	11.4	-9.0
EBITDA 증감률	12.9	45.3	788.9	10.9	-8.7
지배주주순이익 증감률	64.6	123.8	993.9	4.5	-8.8
EPS 증감률	-18.6	124.1	810.3	0.5	-8.8
매출총이익률(%)	42.4	42.2	63.4	63.0	62.1
영업이익률(%)	12.4	16.7	47.7	52.2	52.2
EBITDA Margin(%)	20.3	24.0	49.6	53.9	54.2
지배주주순이익률(%)	8.0	14.6	37.0	38.0	38.0

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 별도	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	36.0	120.2	277.6	424.0	413.1
당기순이익	14.7	32.9	359.9	376.1	342.9
비현금항목의 가감	25.1	25.1	124.5	160.8	147.8
유형자산감가상각비	11.8	13.6	15.2	15.2	15.6
무형자산감가상각비	2.7	3.0	2.7	2.3	1.9
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	10.6	8.5	106.6	143.3	130.3
영업활동자산부채증감	8.1	66.4	-104.3	26.3	48.5
매출채권및기타채권의감소	11.8	1.7	-119.4	16.7	31.4
재고자산의감소	-6.9	-31.6	-56.1	-2.4	11.6
매입채무및기타채무의증가	7.3	-0.9	69.8	11.7	5.4
기타	-4.1	97.2	1.4	0.3	0.1
기타현금흐름	-11.9	-4.2	-102.5	-139.2	-126.1
투자활동 현금흐름	-2.6	-108.1	-1,024.9	102.3	-18.0
유형자산의 취득	-23.7	-9.9	-15.0	-20.0	-20.0
유형자산의 처분	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.3	0.2	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	0.4	10.5	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	19.1	-110.8	-1,011.9	120.3	0.0
기타	1.8	1.9	2.0	2.0	2.0
재무활동 현금흐름	-23.4	-1.5	983.8	-0.3	-0.3
차입금의 증가(감소)	-23.4	-1.2	0.0	0.0	0.0
자본금자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	984.1	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.0	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
기타현금흐름	0.0	0.0	-7.9	-7.9	-7.9
현금 및 현금성자산의 순증가	9.9	10.6	228.6	518.1	386.9
기초현금 및 현금성자산	4.5	14.4	25.0	253.6	771.7
기말현금 및 현금성자산	14.4	25.0	253.6	771.7	1,158.5

자료 : 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 별도	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	170.7	333.9	1,748.6	2,131.7	2,475.4
현금 및 현금성자산	14.4	25.0	253.6	771.7	1,158.5
단기금융자산	80.1	190.9	1,202.8	1,082.6	1,082.6
매출채권 및 기타채권	32.4	45.8	165.2	148.6	117.2
재고자산	36.4	70.3	126.4	128.8	117.2
기타유동자산	7.4	1.9	0.6	0.0	-0.1
비유동자산	233.2	228.3	225.5	228.0	230.4
투자자산	10.9	0.5	0.5	0.5	0.5
유형자산	182.5	181.0	180.8	185.7	190.1
무형자산	19.5	17.9	15.2	12.9	10.9
기타비유동자산	20.3	28.9	29.0	28.9	28.9
자산총계	404.0	562.2	1,974.0	2,359.7	2,705.9
유동부채	45.5	180.6	250.4	262.1	267.5
매입채무 및 기타채무	37.5	57.0	126.8	138.5	143.9
단기금융부채	1.4	12.6	12.6	12.6	12.6
기타유동부채	6.6	111.0	111.0	111.0	111.0
비유동부채	125.7	117.8	117.8	117.8	117.8
장기금융부채	123.7	109.4	109.4	109.4	109.4
기타비유동부채	2.0	8.4	8.4	8.4	8.4
부채총계	171.2	298.4	368.2	379.9	385.3
지배자본	232.7	263.8	1,605.7	1,979.7	2,320.5
자본금	10.2	30.6	38.3	38.3	38.3
자본잉여금	201.2	180.5	1,157.0	1,157.0	1,157.0
기타자본	0.3	0.9	0.9	0.9	0.9
기타포괄손익누계액	-1.3	-1.5	-3.6	-5.7	-7.8
이익잉여금	22.3	53.2	413.1	789.3	1,132.2
비지배자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	232.7	263.8	1,605.7	1,979.7	2,320.5

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	240	537	4,892	4,917	4,482
BPS	3,803	4,310	20,990	25,879	30,334
CFPS	650	948	6,584	7,019	6,414
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	0.0	0.0	66.1	65.8	72.2
PER(최고)	0.0	0.0	74.0		
PER(최저)	0.0	0.0	22.8		
PBR	0.00	0.00	15.41	12.50	10.66
PBR(최고)	0.00	0.00	17.25		
PBR(최저)	0.00	0.00	5.31		
PSR	0.00	0.00	24.48	24.99	27.46
PCFR	0.0	0.0	49.1	46.1	50.4
EV/EBITDA			48.6	43.1	46.4
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)			0.0	0.0	0.0
ROA	3.7	6.8	28.4	17.4	13.5
ROE	6.5	13.2	38.5	21.0	15.9
ROIC	8.2	12.4	173.9	152.8	162.0
매출채권회전율	4.8	5.8	9.2	6.3	6.8
재고자산회전율	5.4	4.2	9.9	7.8	7.3
부채비율	73.6	113.1	22.9	19.2	16.6
순차입금비용	13.1	-35.6	-83.1	-87.5	-91.3
이자보상배율, 현금	5.4	9.1	111.8	124.5	113.4
총차입금	125.1	122.0	122.0	122.0	122.0
순차입금	30.6	-93.9	-1,334.5	-1,732.2	-2,119.1
NOPLAT	37.3	54.2	481.8	534.3	488.0
FCF	18.1	97.9	260.4	401.1	389.5

SK바이오팜 (326030)



BUY(Initiate)

목표주가 160,000원

주가(8/24) 117,000원

제약/바이오 Analyst 허혜민

02) 3787-4912/hyemin@kiwoom.com

국내에서 유일하게 자체개발 뇌전증 신약을 FDA 승인받아 미국에 직접 판매하는 업체로 국내 중추신경질환(CNS) 신약 분야의 리더이다. 엑스코프리의 점진적인 미국 시장 침투, 중국 지역 판권 이전 기대 및 추가 파이프라인 도입 등의 모멘텀을 보유하고 있다. 동사에 대한 투자 의견 BUY, 목표주가 16만 원으로 커버리지 개시한다.

Stock Data

KOSPI (8/24)	3,138.30pt	
시가총액	91,627억 원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	191,500 원	101,000원
최고/최저가 대비 등락	-38.9%	15.8%
주가수익률	절대	상대
1M	-4.1%	-0.5%
6M	-7.1%	-8.3%
1Y	-32.0%	-48.7%

Company Data

발행주식수	78,313 천주
일평균 거래량(3M)	370천주
외국인 지분율	6.5%
배당수익률(2021E)	0.0%
BPS(2021E)	3,727원
주요 주주	SK 외 5 인 64.0%

Price Trend



중추신경질환계 리더

>>> 엑스코프리 국가 진출 확대 기대

엑스코프리 2분기 매출액은 188억 원(YoY +814%, QoQ +62%)이며, 미국 처방 수 또한 20,445건(QoQ +38%)으로 코로나19의 영향에도 불구하고 지속 성장하고 있다. 지난 6월 Angelini를 통해 독일 지역을 시작으로 유럽 제품 판매도 시작되었으며, 연내 중국 시장 진출 관련 소식이 있을 것으로 예상된다.

동사는 자체 개발 뇌전증 신약 엑스코프리 임상 성공 및 미국 FDA에 승인받아 직접 미국에 진출해본 경험과 노하우를 가진 국내 유일한 회사이다. **마케팅 시너지 효과를 위해 추가 품목 도입이 예상**되는데, 품목에 따라 고정비 상쇄 효과를 기대해 볼 수 있다.

>>> 모멘텀은 중국 진출과 품목 도입

올해 엑스코프리 **중국 판권 기술 이전을 통한 중국 지역 진출**이 기대된다. 또한, 상장 후 1년이 경과되었으나 아직 활발한 파이프라인 도입이 없어 향후 **파이프라인 도입 품목에 따라 추가 신약 가치 재평가**도 가능할 것으로 보인다. CNS계열, 특히 알츠하이머와 파킨슨 질병에 대한 미충족 수요가 높아지고 다국적 제약사들의 관심이 증가하고 있다. 동사 또한 관련 분야 진출 소식이 이어진다면 투자 심리 개선이 전망된다.

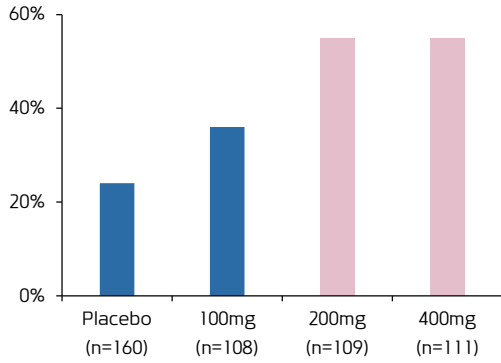
>>> 목표주가 16만 원 커버리지 개시

FDA 승인 받은 엑스코프리외 수노시 품목 기반 DCF 방식으로 산출하여 동사에 대한 투자 의견 BUY, 목표주가 16만 원으로 커버리지 개시한다.

(십억원, IFRS 연결)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	123.9	26.0	221.9	181.9	255.0
영업이익	-79.3	-239.5	-76.5	-120.4	-46.5
EBITDA	-72.8	-228.6	-61.4	-112.6	-42.1
세전이익	-84.5	-239.9	-78.7	-125.8	-52.2
순이익	-71.5	-247.4	-81.2	-129.7	-53.9
지배주주지분순이익)	-71.5	-247.4	-81.2	-129.7	-53.9
EPS(원)	-	-	-	-	-
증감율(%YoY)	적지	적지	적지	적지	적지
PER(배)	-	-	-	-	-
PBR(배)	0.00	34.91	30.58	57.14	92.59
EV/EBITDA(배)	-	-	-	-	-
영업이익률(%)	-	-	-	-	-
ROE(%)	-	-	-	-	-
순차입금비용(%)	-	-	-	-	-

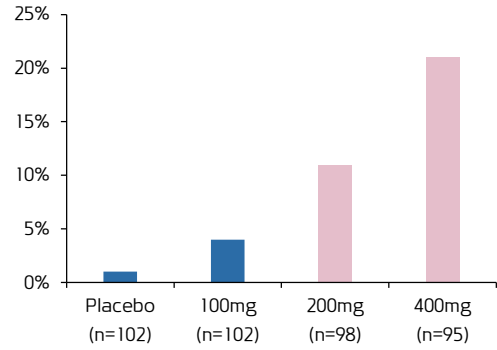
자료: 키움증권 리서치센터

2b상) 18주간 발작 빈도 감소율



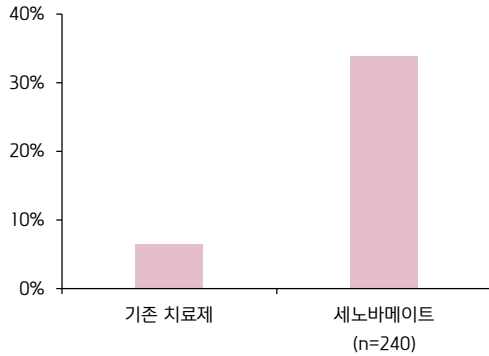
자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

2b상) 12주간 발작 발생하지 않은 환자 비율



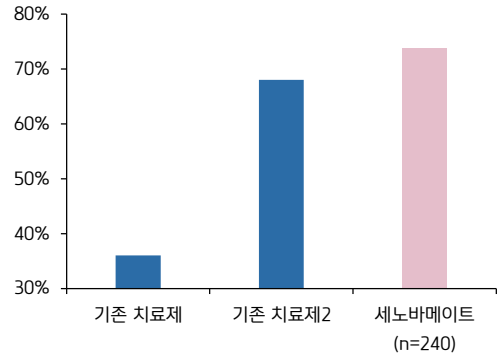
자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

3상 사후분석) 장기 복용 환자 중 12개월 이상 발작완전소실 비율



자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

3상 사후분석) 치료 유지율



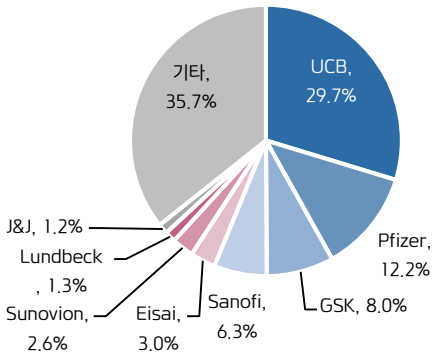
자료: 전자공시, 언론보도, 키움증권 리서치센터

SK바이오팜 파이프라인 현황

프로젝트	적응증	전임상	1 상	2 상	3 상	NDA	파트너
Cenobamate	뇌전증 부분 발작					미국/유럽 판매	Angelini (유럽)
	뇌전증 일차성				3 상 진행		ONO (일본)
	전신강직간대발작						
Solriamfetol	수면장애					미국/유럽 판매	Jazz L/O (아시아 제외 글로벌)
Carisbamate	레복스-가스토 증후군 (희귀 소아 뇌전증)			1b/2 상 완료			
Relenopride	희귀 신경계 질환		2 상 준비				Kinisi (아시아 일부 제외 글로벌)
SKL13865	집중력 장애		미국 1 상				
SKL20540	조현병		미국 1 상				
SKL-PSY	조울증		중국 1 상				PKU (중국)
SKL24741	뇌전증		미국 1 상				

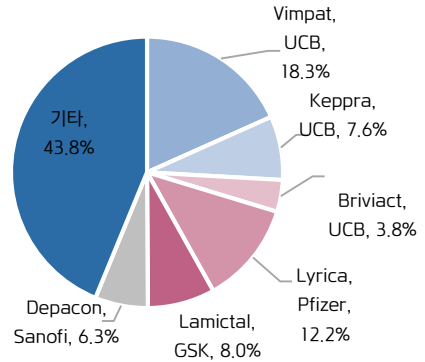
자료: SK바이오팜, 키움증권 리서치센터

글로벌 뇌전증 시장 기업별 점유율 ('20년)



자료: EvaluatePharma, 키움증권 리서치센터

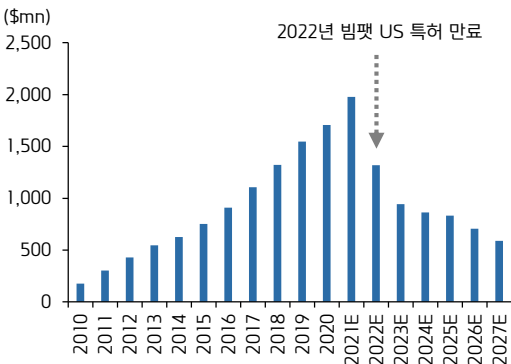
글로벌 뇌전증 시장 품목별 점유율 ('20년)



주: 뇌전증 이외 적응증 매출이 포함된 점유율임

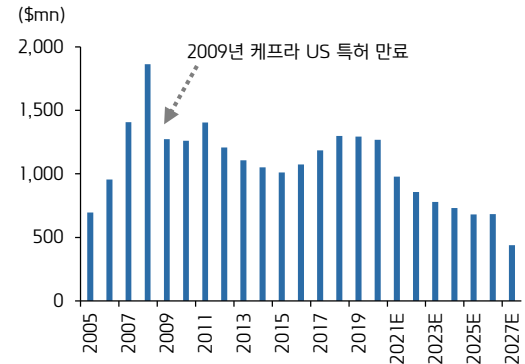
자료: EvaluatePharma, 키움증권 리서치센터

빔팻 매출 추이 및 전망



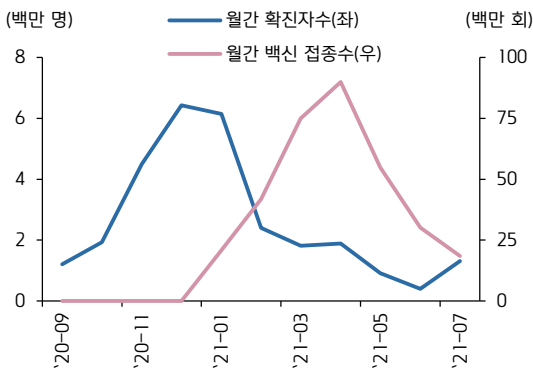
자료: Cortellis, 키움증권 리서치센터

케프라 매출 추이 및 전망



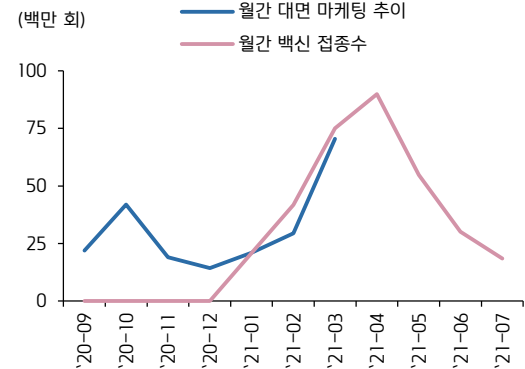
자료: Cortellis, 키움증권 리서치센터

미국 백신 접종 증가에 따른 확진자 감소



자료: OurWorldinData, 키움증권 리서치센터

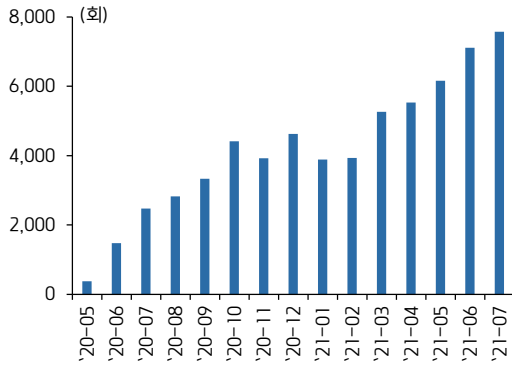
확진자 감소로 대면 마케팅 증가 등 영업환경 개선



주: 2021년 3월 이후 마케팅 추이 지표 업데이트되지 않음

자료: SK바이오팜, OurWorldinData, 언론보도, 키움증권

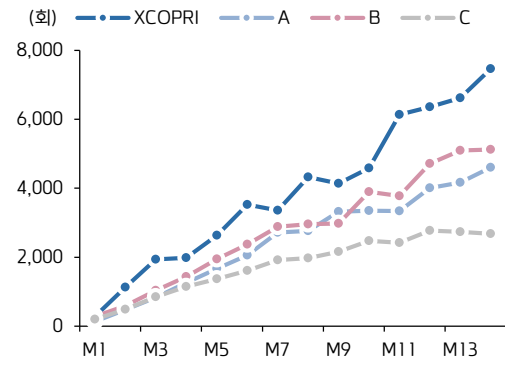
엑스코프리 처방(TRx) 증가 추이



주: TRx는 Total Prescriptions으로 총 처방 수를 뜻함

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

출시 시점 처방(TRx) 비교



주: 최근 10년 출시 뇌전증 경쟁 신약 3개 제품과의 비교

자료: SK바이오팜, 키움증권 리서치센터

목표주가 세부내역

(단위: 십억 원)

구 분	2021E	2022E	2023E	...	2032E
EBIT	(76)	(120)	(47)		1,096
YoY	적지	적지	흑전		0
OPM	-94%	-66%	-18%		40%
Tax			(13)		296
NOPLAT			(34)		800
+ Depreciation	8	8	8		12
- CAPEX	-	-	-		-
- Changes in working capital	27	1	14		108
FCF	(19)	7	(40)	...	705

가치

NPV	1,700
PV of Terminal	10,799
합산가치(십억원)	12,499
목표주가(원)	160,000
유통 주식 수	78,313

주: 할인율 7.2%, 영구성장률 1%, 세율 27%

자료: 키움증권 리서치센터

실적 세부내역

(단위: 십억 원)

구 분	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2021E
Xcopri	0.4	0.8	0.3	0.4	2.0	1.8	2.1	2.2	2.5	8.7
YoY						360%	155%	577%	482%	339%
Sunosi	3.9	-	0.7	0.8	5.5	0.5	1.2	1.8	2.5	6.0
YoY						-86%	-	153%	199%	10%
기타 마일스톤	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0	127.8	4.0	3.5	4.7	140.0
YoY						-	-	-	-	-
매출액	3.9	2.1	3.9	16.1	26.0	140.0	24.0	26.6	31.4	221.9
yoY						3464%	1060%	577%	95%	753%
매출원가	0.4	0.8	0.3	0.4	2.0	1.8	2.1	2.2	2.5	8.7
원가율	10%	39%	8%	3%	8%	1%	9%	8%	8%	4%
매출총이익	3.5	1.3	3.6	15.7	24.0	138.1	21.9	24.3	28.9	213.2
총이익률	90%	61%	92%	97%	92%	99%	91%	92%	92%	96%
판관비	68.6	59.1	66.6	69.2	263.5	62.2	85.9	67.8	73.9	289.7
판관비율	1748%	2861%	1698%	430%	1014%	44%	358%	255%	235%	131%
영업이익	(65.1)	(57.8)	(63.0)	(53.5)	(239.5)	75.9	(64.0)	(43.5)	(45.0)	(76.5)
yoY	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	적지	적지
opm	-	-	-	-	-	54%	-	-	-	-

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	123.9	26.0	221.9	181.9	255.0
매출원가	0.5	2.0	8.7	16.3	21.8
매출총이익	123.3	24.0	213.2	165.7	233.2
판매비	202.6	263.5	289.7	286.1	279.7
영업이익	-79.3	-239.5	-76.5	-120.4	-46.5
EBITDA	-72.8	-228.6	-61.4	-112.6	-42.1
영업외손익	-5.2	-0.4	-2.3	-5.3	-5.7
이자수익	1.8	2.1	1.6	1.0	0.6
이자비용	1.5	4.5	6.9	9.3	9.3
외환관련이익	3.9	2.8	2.7	2.7	2.7
외환관련손실	1.8	2.3	1.2	1.2	1.2
중속 및 관계기업손익	-5.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-2.6	1.5	1.5	1.5	1.5
법인세차감전이익	-84.5	-239.9	-78.7	-125.8	-52.2
법인세비용	-12.9	7.5	2.5	3.9	1.6
계속사업손익	-71.5	-247.4	-81.2	-129.7	-53.9
당기순이익	-71.5	-247.4	-81.2	-129.7	-53.9
지배주주순이익	-71.5	-247.4	-81.2	-129.7	-53.9
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	11,176.6	-79.0	753.5	-18.0	40.2
영업이익 증감률	흑전	202.0	-68.1	57.4	-61.4
EBITDA 증감률	흑전	214.0	-73.1	83.4	-62.6
지배주주순이익 증감률	흑전	246.0	-67.2	59.7	-58.4
EPS 증감률	적지	적지	적지	적지	적지
매출총이익율(%)	99.5	92.3	96.1	91.1	91.5
영업이익률(%)	-64.0	-921.2	-34.5	-66.2	-18.2
EBITDA Margin(%)	-58.8	-879.2	-27.7	-61.9	-16.5
지배주주순이익률(%)	-57.7	-951.5	-36.6	-71.3	-21.1

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	-81.3	-210.7	-93.3	-123.8	-64.3
당기순이익	-71.5	-247.4	-81.2	-129.7	-53.9
비현금항목의 가감	-2.7	26.0	22.8	20.1	14.7
유형자산감가상각비	6.5	8.3	12.9	5.9	2.7
무형자산감가상각비	0.0	2.6	2.2	1.9	1.7
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-9.2	15.1	7.7	12.3	10.3
영업활동자산부채증감	-6.9	20.7	-27.2	-1.9	-14.9
매출채권및기타채권의감소	0.9	-12.3	-9.6	-5.1	-11.0
재고자산의감소	-6.7	-16.6	-10.2	2.4	-12.4
매입채무및기타채무의증가	0.0	9.0	-6.7	1.4	9.1
기타	-1.1	40.6	-0.7	-0.6	-0.6
기타현금흐름	-0.2	-10.0	-7.7	-12.3	-10.2
투자활동 현금흐름	-39.5	-318.7	72.1	128.0	22.9
유형자산의 취득	-13.2	-11.0	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	3.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.6	-3.3	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-5.0	-6.8	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-29.0	-297.4	72.3	128.2	23.1
기타	5.3	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
재무활동 현금흐름	97.2	540.9	5.4	5.4	-4.6
차입금의 증가(감소)	100.0	-100.0	10.0	10.0	0.0
자본금자본잉여금의 증가(감소)	0.0	645.5	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-2.8	-4.6	-4.6	-4.6	-4.6
기타현금흐름	0.4	-3.3	-1.2	-1.2	-1.2
현금 및 현금성자산의 순증가	-23.2	8.2	-16.9	8.5	-47.2
기초현금 및 현금성자산	74.3	51.1	59.3	42.4	50.9
기말현금 및 현금성자산	51.1	59.3	42.4	50.9	3.7

자료 : 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	98.7	434.6	365.8	249.4	203.2
현금 및 현금성자산	51.1	59.3	42.4	50.9	3.7
단기금융자산	31.2	328.7	256.4	128.2	105.1
매출채권 및 기타채권	3.7	12.6	22.2	27.3	38.3
재고자산	6.7	23.0	33.3	30.9	43.4
기타유동자산	6.0	11.0	11.5	12.1	12.7
비유동자산	40.4	65.6	50.5	42.7	38.3
투자자산	0.0	6.8	6.8	6.8	6.8
유형자산	25.9	24.2	11.3	5.4	2.7
무형자산	0.9	19.7	17.5	15.6	13.9
기타비유동자산	13.6	14.9	14.9	14.9	14.9
자산총계	139.1	500.2	416.3	292.1	241.5
유동부채	145.6	70.6	73.9	85.3	94.4
매입채무 및 기타채무	40.6	48.8	42.0	43.5	52.6
단기금융부채	103.2	4.9	14.9	24.9	24.9
기타유동부채	1.8	16.9	17.0	16.9	16.9
비유동부채	6.5	50.6	50.6	50.6	50.6
장기금융부채	5.9	13.6	13.6	13.6	13.6
기타비유동부채	0.6	37.0	37.0	37.0	37.0
부채총계	152.1	121.2	124.4	135.9	145.0
지배자본	-13.0	379.1	291.9	156.3	96.4
자본금	32.5	39.2	39.2	39.2	39.2
자본잉여금	446.0	1,084.8	1,084.8	1,084.8	1,084.8
기타자본	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7
기타포괄손익누계액	-0.4	-5.7	-11.7	-17.6	-23.6
이익잉여금	-498.9	-747.0	-828.2	-957.8	-1,011.7
비지배자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	-13.0	379.1	291.9	156.3	96.4

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	-1,100	-3,442	-1,037	-1,656	-688
BPS	-200	4,840	3,727	1,995	1,231
CFPS	-1,142	-3,081	-746	-1,400	-500
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	0.0	-49.1	-109.9	-68.8	-165.7
PER(최고)	0.0	-78.3	-156.7		
PER(최저)	0.0	-28.5	-96.4		
PBR	0.00	34.91	30.58	57.14	92.59
PBR(최고)	0.00	55.68	43.60		
PBR(최저)	0.00	20.25	26.83		
PSR	0.00	467.20	40.23	49.07	35.01
PCFR	0.0	-54.9	-152.8	-81.4	-228.2
EV/EBITDA		-56.3	-141.1	-78.1	-210.5
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)		0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	-61.0	-77.4	-17.7	-36.6	-20.2
ROE	-313.7	-135.2	-24.2	-57.9	-42.6
ROIC	1,420.9	-1,666.8	-225.6	-325.8	-118.6
매출채권회전율	49.2	3.2	12.8	7.4	7.8
재고자산회전율	35.9	1.7	7.9	5.7	6.9
부채비율	-1,167.7	32.0	42.6	87.0	150.3
순차입금비율	-205.4	-97.5	-92.6	-90.0	-73.0
이자보상배율, 현금)	-51.2	-53.7	-11.1	-13.0	-5.0
총차입금	109.1	18.5	28.5	38.5	38.5
순차입금	26.7	-369.5	-270.2	-140.6	-70.4
NOPLAT	-72.8	-228.6	-61.4	-112.6	-42.1
FCF	-91.9	-220.5	-88.5	-114.5	-57.0

녹십자랩셀 (144510)



Not Rated

주가(8/24) 98,600원

제약/바이오 Analyst 허혜민
02) 3787-4912/hyemin@kiwoom.com

연내 AB101(제대혈 NK+리튬시럽) 1/2상 중간 결과 발표가 예상되며, 긍정적 데이터 도출되면 신약 가치뿐만 아니라 플랫폼 가치 재평가가 기대된다. 머크로 대규모 기술이전을 통해서 글로벌 무대에서 기술 신뢰도가 상승하였기 때문에 인체 데이터 등에 따라 추가 기술 이전도 가능할 것으로 기대한다. 최신 트렌드인 NK 세포 치료제 분야 선두주자이며, 합병을 통한 시너지 효과 또한 기대된다.

Stock Data

KOSDAQ (8/24)		1,013.18pt
시가총액		10,406억 원
52주 주가동향	최고가	최저가
	128,200원	44,650원
최고/최저가 대비 등락	-23.1%	120.8%
주가수익률	절대	상대
	1M	-3.3% 0.7%
	6M	18.8% 6.3%
	1Y	74.8% 40.8%

Company Data

발행주식수	10,554 천주
일평균 거래량(3M)	125천주
외국인 지분율	4.7%
배당수익률(2020)	0.1%
BPS (2020)	5,021원
주요 주주	녹십자 외 7 인 49.2%

Price Trend



NK 세포 글로벌 선두 주자

>>> 인체 데이터로 레벨업

동사는 아티바에 기술이전한 재발성/불응성 비호지킨림프종 환자 60명을 대상으로 하는 AB101(제대혈 동종 NK+리튬시럽) 1/2상 저용량부터 진행 중이며 **하반기 중간 결과 발표가 기대된다**. Fate는 올해 중순 iPSC 기반의 FT516+리튬산 1상 중간결과 **ORR 73%(n=8/11) CR 55%(n=6/11)** 발표한 바 있다. 동사는 저용량부터 진행하고 있어 안전성 위주 데이터이나, **NK세포 치료제와 리튬시럽의 조합이 긍정적일** 것으로 예상되어 일부 효능도 확인되길 기대하고 있다. Fate의 경우 안센과의 약 3조원의 기술이전 체결 후 **인체 데이터 기대감으로 기업 가치 리레이팅**이 된 바 있다. Fate는 8/20일 데이터 업데이트 후 약물의 지속성 및 재발에 대한 우려로 주가는 조정을 받았다. 추가 장기 지속 데이터는 연말 ASH에서 발표하겠으나, 재발은 동종 CAR-T 치료제에서도 알려진 문제로 이번 데이터로 전반적인 NK 치료제에 대해 실망감이 높아졌다고 볼 수 없다.

글로벌 10대 제약사에 플랫폼을 기술 이전한 **알테오젠의 경우, 첫 번째 대규모 기술이전 이후 7~8개월 만에 추가 대규모 기술이전**을 기록한 바 있다. 빅파마와의 첫 대규모 기술 거래가 트이게 되면 과거 알테오젠, 한미약품의 사례와 같이 다른 빅파마들의 관심을 불러일으키며 기술 신뢰도 또한 상승한다는 점을 기억할 필요가 있다.

>>> 글로벌 수준의 세포 치료제 생산 대응

아티바는 '22년까지 GMP 제조 가능한 시설 설립 계획으로 밝혔다. **빅파마와 기술이전을 넘어 제품화까지** 가기 위해서 미국 내 생산 제조 시설을 갖추는 것이 필요하다는 판단에 시설 확장하는 것으로 풀이된다. 향후 세포 CDMO 수요 증가로 신속한 생산 대응이 어려울 수 있어 선제 대응을 하고 있다는 점과 동사로부터 **추가 파이프라인 도입을 염두에** 두었다는 점이 긍정적이다.

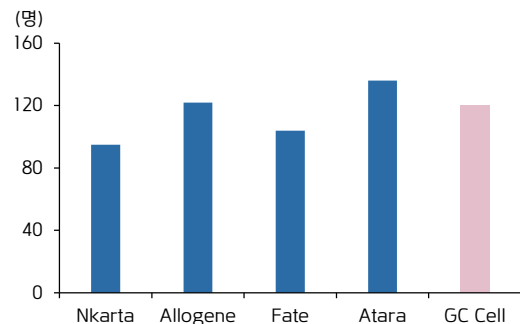
녹십자셀 자체도 10개의 클린룸(Clean Room)을 보유하고 있는데, 클린룸은 세포 배양 과정 등에서 오염을 막기 위한 세포치료제 전용 생산 시설이다. 론자가 세포치료제 전용 클린룸 12개, 우시가 11개를 보유하고 있다. 또한, 아티바를 통해 머크로 임상 시료를 공급하는 등의 트랙 레코드를 쌓아가고 있다.

파이프라인 현황

회사명	구분	프로젝트명	적응증	전임상	1 상	2 상	3 상	NDA	비고
녹십자 랩셀	말초 NK 단독	MG4101 (동종 NK)	색전술 후 간세포암			(KR)			2 상 완료
	말초 NK 병용	MG4101 +리툰시맙	난치성 림프종		(KR)				1 상 완료
	제대혈 NK 병용	CBNK +리툰시맙	혈액암		(US)				아티바, 4Q20 IND 승인
		CBNK +new Ab	고형암						아티바.
	CAR-NK	HER2	고형암						애플론. 아티바.
		CAR-NK							4Q21 IND
		CD19	B 세포						2Q22 IND
		CAR-NK	림프종						
		Merc	-						Merck, 2 개+옵선 1 개
		CAR-NK							Feldan, 유전자가위
		Gene edited-NK	-						
		iPSc- CAR-NK	-						
	줄기세포	T-MSC	-						8/19 국내 1 상 IND 승인
		항염증							
		T-MSC	-						8/23 국내 1 상 IND 신청
		급성호흡곤란	-						
녹십자셀	CIK 세포	이윤셀-엘씨	간세포암				(KR)		시판 중
			교모세포종				(KR)		
			췌장암				(KR)		
			간이식			(KR)			
			초기~중기			(KR)			
			간암			(KR)			
			유방암			(KR)			
			난소암			(KR)			
			진행성 위암			(KR)			
	CAR-T	MSLN CAR-T(자가)	췌장암						
	CAR-CIK	자가/동종	고형암						

자료: 녹십자랩셀, 녹십자셀, 키움증권 리서치센터

세포 치료제 개발사 연구 인력 비교



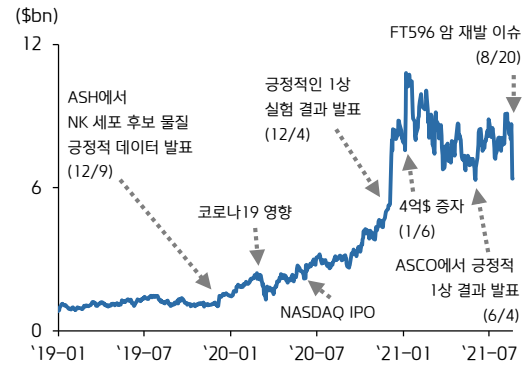
자료: 녹십자홀딩스, 키움증권 리서치센터

글로벌 임상 및 기술이전 역량 시너지 기대

구분	업체명	비 고
임상	Artiva	- 미국 임상, 미국 펀딩 경험 보유
임상	Novacel	- 녹십자셀의 CAR-T 미국 임상 진행
기술 이전	Merck	- 체결일 : '21.1 월 - 규모: 총 \$1.9bn (약 2 조원) - 타겟: 3 가지 고형암에 대한 CAR- NK 세포 치료제

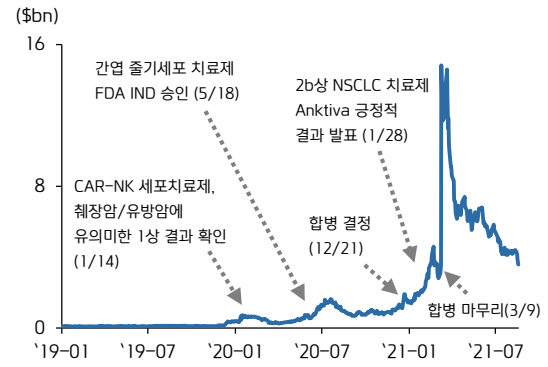
자료: 녹십자홀딩스, 키움증권 리서치센터

Fate Therapeutics 시가총액 추이



자료: Bloomberg, 언론보도, 키움증권 리서치센터

NantKwest(ImmunityBio) 시가총액 추이



주: 합병(3/9) 이후 수급, 규제, 임상 결과 발표, 금리, 백신 접종 등 복합적 이유로 하향세에 접어들었음

자료: Bloomberg, 언론보도, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
매출액	42.4	45.8	50.6	55.3	79.4
매출원가	32.2	35.6	38.4	41.2	56.1
매출총이익	10.3	10.2	12.2	14.1	23.3
판매비	8.3	8.6	11.8	17.6	16.7
영업이익	2.0	1.7	0.4	-3.5	6.6
EBITDA	2.6	2.4	1.4	0.6	10.3
영업외손익	-0.1	-0.1	0.4	5.1	0.7
이자수익	0.4	0.7	0.7	0.7	0.3
이자비용	0.0	0.0	0.0	0.2	0.1
외환관련이익	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
외환관련손실	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-0.5	-0.8	-0.3	4.5	0.5
법인세차감전이익	1.9	1.5	0.9	1.6	7.3
법인세비용	-0.4	0.5	-0.1	-0.1	1.7
계속사업손익	2.3	1.1	1.0	1.7	5.7
당기순이익	2.3	1.1	1.0	1.7	5.7
지배주주순이익	2.3	1.1	1.0	1.7	5.7
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	22.9	8.0	10.5	9.3	43.6
영업이익 증감률	-37.9	-15.0	-76.5	-975.0	-288.6
EBITDA 증감률	-30.7	-7.7	-41.7	-57.1	1,616.7
지배주주순이익 증감률	1.8	-52.2	-9.1	70.0	235.3
EPS 증감률	-11.6	-58.7	-5.2	68.7	234.6
매출총이익률(%)	24.3	22.3	24.1	25.5	29.3
영업이익률(%)	4.7	3.7	0.8	-6.3	8.3
EBITDA Margin(%)	6.1	5.2	2.8	1.1	13.0
지배주주순이익률(%)	5.4	2.4	2.0	3.1	7.2

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
영업활동 현금흐름	-0.3	2.9	0.5	-0.1	8.8
당기순이익	2.3	1.1	1.0	1.7	5.7
비현금항목의 가감	1.6	2.7	1.7	1.0	6.9
유형자산감가상각비	0.5	0.6	0.8	3.8	3.4
무형자산감가상각비	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	1.0	2.0	0.7	-3.0	3.2
영업활동자산부채증감	-3.5	-1.4	-2.4	-3.1	-3.2
매출채권및기타채권의감소	-1.3	-0.4	-1.2	-0.8	-4.9
재고자산의감소	0.0	-0.1	-0.6	-0.4	0.5
매입채무및기타채무의증가	0.7	-0.1	1.9	1.4	3.7
기타	-2.9	-0.8	-2.5	-3.3	-2.5
기타현금흐름	-0.7	0.5	0.2	0.3	-0.6
투자활동 현금흐름	-36.4	36.3	-15.3	-10.3	-10.8
유형자산의 취득	-0.8	-1.1	-4.8	-3.8	-2.4
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.2	0.1
무형자산의 순취득	-0.1	-0.7	-1.3	-0.6	-0.7
투자자산의감소(증가)	0.0	-0.5	0.0	-16.0	-8.7
단기금융자산의감소(증가)	-35.4	39.2	-5.0	5.0	0.0
기타	-0.1	-0.6	-4.2	4.9	0.9
재무활동 현금흐름	36.8	-0.8	-0.5	-2.8	-2.1
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	36.8	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	-0.8	-0.5	-0.4	-0.3
기타	0.0	0.0	0.0	-2.4	-1.8
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1
현금 및 현금성자산의 순증가	0.1	38.4	-15.3	-13.2	-4.1
기초현금 및 현금성자산	0.1	0.2	38.6	23.3	10.1
기말현금 및 현금성자산	0.2	38.6	23.3	10.1	6.0

자료 : 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
유동자산	44.9	44.1	36.0	18.5	18.4
현금 및 현금성자산	0.2	38.6	23.3	10.1	6.0
단기금융자산	39.2	0.0	5.0	0.0	0.0
매출채권 및 기타채권	4.7	5.3	6.4	6.6	11.8
재고자산	0.0	0.1	0.7	1.1	0.5
기타유동자산	0.8	0.1	0.6	0.7	0.1
비유동자산	9.6	11.2	21.3	46.4	53.4
투자자산	0.0	0.5	0.5	16.5	25.3
유형자산	3.1	3.7	8.4	10.0	11.5
무형자산	1.9	1.6	2.8	2.6	3.4
기타비유동자산	4.6	5.4	9.6	17.3	13.2
자산총계	54.5	55.4	57.3	64.9	71.8
유동부채	4.6	4.6	7.2	10.3	14.9
매입채무 및 기타채무	4.1	4.0	6.7	7.2	12.5
단기금융부채	0.0	0.0	0.0	2.1	1.6
기타유동부채	0.5	0.6	0.5	1.0	0.8
비유동부채	1.8	2.5	2.3	6.6	4.0
장기금융부채	0.0	0.0	0.0	4.4	1.9
기타비유동부채	1.8	2.5	2.3	2.2	2.1
부채총계	6.4	7.0	9.5	16.9	18.9
지배자본	48.1	48.3	47.7	48.1	53.0
자본금	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3
자본잉여금	36.3	36.3	36.3	36.3	36.3
기타자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	0.0	0.0	-0.4	-0.4	-0.4
이익잉여금	6.5	6.8	6.5	6.9	11.8
비지배자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	48.1	48.3	47.7	48.1	53.0

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
주당지표(원)					
EPS	243	100	95	160	536
BPS	4,557	4,579	4,522	4,554	5,021
CFPS	405	359	258	250	1,190
DPS	75	50	35	25	100
주가배수(배)					
PER	102.8	499.1	483.4	236.6	171.8
PER(최고)	270.4	664.8	882.6		
PER(최저)	84.9	224.1	410.8		
PBR	5.47	10.92	10.15	8.32	18.34
PBR(최고)	14.39	14.55	18.53		
PBR(최저)	4.52	4.90	8.63		
PSR	5.64	11.52	9.57	7.24	12.25
PCFR	61.7	139.5	178.1	151.4	77.4
EV/EBITDA	85.9	207.6	325.1	711.0	94.1
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	34.0	49.9	36.9	15.6	18.7
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1
ROA	6.5	1.9	1.8	2.8	8.3
ROE	8.2	2.2	2.1	3.5	11.2
ROIC	14.2	11.4	-1.3	-19.8	22.3
매출채권회전율	10.4	9.2	8.7	8.5	8.6
재고자산회전율		1,021.0	131.0	61.4	96.7
부채비율	13.3	14.6	20.0	35.1	35.6
순차입금비용	-81.9	-79.9	-59.3	-7.3	-4.5
이자보상배율				-14.6	49.7
총차입금	0.0	0.0	0.0	6.5	3.5
순차입금	-39.4	-38.6	-28.3	-3.5	-2.4
NOPLAT	2.6	2.4	1.4	0.6	10.3
FCF	-2.6	-1.3	-7.8	-7.8	3.3

바이오리더스 (142760)



Not Rated

주가(8/24) 8,680원

제약/바이오 Analyst 허혜민
02) 3787-4912/hyemin@kiwoom.com

경구용 점막 면역 백신 플랫폼 기반의 자궁경부전암 백신 국내 2b상 데이터를 오는 10월 발표할 것으로 예상된다. 긍정적인 효능 데이터 도출된다면, 경구용 백신 플랫폼의 가치 재평가로 이어질 수 있다는 점에서 관전 포인트가 될 것으로 보인다. 이 외에도 듀시엔형 근이영양증 소아 대상 1/2a상 진입 및 First-in-class 항암제 연말~내년 초 1상 진입 등 임상 진척되고 있고 있다는 점이 긍정적이다.

Stock Data

KOSDAQ (8/24)		1,013.18pt
시가총액		2,385억 원
52주 주가동향	최고가	최저가
	10,650원	4,700원
최고/최저가 대비 등락	-18.5%	84.7%
주가수익률	절대	상대
	1M	-6.7%
	6M	-2.8%
		56.7%
	1Y	40.2%
		22.5%
		-1.4%

Company Data

발행주식수	27,477 천주	
일평균 거래량(3M)	1,763천주	
외국인 지분율	0.1%	
배당수익률(2020)	0.0%	
BPS (2020)	1,116원	
주요 주주	티씨엠생명과학 외 2 인	8.8%

Price Trend



경구용 백신 플랫폼 발표 기대

>>> 효능 입증의 시간

동사는 **경구용 점막 면역 백신 플랫폼(뮤코맥스)**을 보유하고 있으며, 뮤코맥스는 유익한 세균의 특정 부위를 조작하여 장점막 면역을 유도 후 항체 형성을 유도한다. 뮤코맥스 기반으로 자궁경부전암(CIN 2/3) 국내 2상과 듀시엔형 근이영양증(DMD) 국내 1상을 완료하였다. 오는 **10/7~10일 개최되는 AACR-NCI-EORTC에서 자궁경부전암 국내 126명 환자 대상으로 한 2b상 결과 발표**할 수 있을 것으로 전망된다. 자궁경부전암 국내 2b상 데이터가 긍정적으로 나오게 되면, **경구용 백신 플랫폼의 가치 재평가**로 이어질 수 있다는 점에서 이번 데이터 발표가 주요 모멘텀이 될 수 있다.

동사는 근육 억제 조절을 과다 발현하는 마이오스타틴에 대한 항원을 유산균에 부착하는 경구 제형으로 듀시엔형 근이영양증(DMD) 치료제 국내 1상을 완료하였다. 연내 소아 대상으로 1/2a상 신청이 전망되며, 오픈 라벨이기 때문에 국내 2a상 결과에 따라 미국 2상 진입 여부가 결정될 것으로 보인다.

뮤코맥스는 항원을 도입하여 항체를 유도하는 것으로 대변으로 배출되는 것을 PK로 확인하였고 상대적으로 안전하다고 인식되고 있다. 이번 **2b상에서 효능 확인이 된다면 플랫폼 가치 재평가가 가능**할 것으로 보고 있다.

같은 기전은 아니지만 경구 플랫폼으로 인슐린 신약 개발사 오라메드는 첫 2b상 탑라인 발표 당시 시가총액 약 530억 원에서 2상 세부 데이터 발표 및 3상 진입 소식으로 약 1,200억 원, 경구용 인슐린 환자 50% 모집 및 경구용 코로나 백신 임상 추진 소식으로 약 8,100억 원까지 상승하며 재평가된 사례가 있다. 현재는 약 5,900억 원(\$ 505mn)을 유지하고 있다.

>>> First-in-class 타겟 항암제 보유

동사는 뮤코맥스 플랫폼 이외에도 암 발생의 주요 원인이 되는 것으로 추정되는 p53 재활성화(돌연변이 된 p53을 기존 정상 상태로 회복시키는 기술) 기전의 신약 후보 물질을 연구하고 있다. 와이즈만 연구소와 합작 법인(동사 70%, 와이즈만 30% 지분 출자)을 설립하여 와이즈만 연구소의 원천 기술을 도입하여 p53 재활성화 기전의 First-in-class 항암제(고형암)를 개발 중이다. 이르면 **올해 하반기에서 내년 초에 IND 신청**이 가능할 것으로 예상된다.

바이오리더스 파이프라인 현황

플랫폼	프로젝트	적응증	전임상	1상	2상	3상	비고
MucoMax	BLS-M07	자궁경부전암 2/3		연말 3상 예정			1/2a상 ORR 75% 3상은 국내 400명 대상 진행 예정
	BLS-M22	뒤센 근육위축증		연말 2상 예정			'17년 미국 FDA ODD 승인 '19년 국내 식약처 ODD 승인
HumaMax	BLS-H01	자궁경부전암 1		연말 3상 예정			
		COVID-19					
P53 Reactivator	P53	고형암					이스라엘 와이즈만 연구소 협업
		혈액암					
Dual Antigen	BLS-A01	COVID-19					
MucoMax	BLS-M32	근육감소증					
HumaMax	BLS-H01	Chemoprotectant					
		암종					

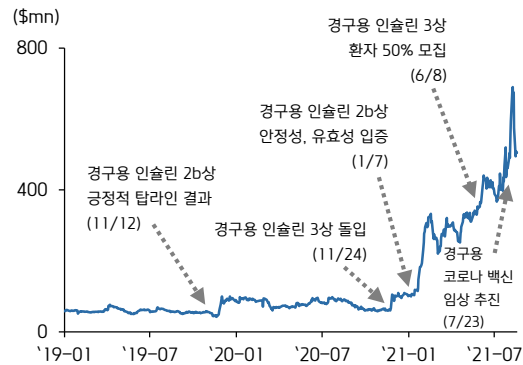
자료: 바이오리더스, 키움증권 리서치센터

자궁경부(전)암 치료/예방백신 정리

구분	회사	프로젝트	임상단계	비고
치료백신	Frantz Viral	Artesunate	미국 2b상	'22년 말 2b상 종료 예정
	Vaccibody	VB10.16	미국 1/2a상	1/2a상) 통제가능한 수준의 AE, DLT 비율 0%
예방백신	MSD	가다실	출시	'20년 매출 \$4bn, '21년 예상 매출 \$4.6bn
	GSK	서바릭스	출시	'20년 매출 \$178.5mn, '21년 예상 매출 \$228.6mn

자료: 각 사, ClinicalTrials, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

Oramed 시가총액 추이



자료: Bloomberg, 언론보도, 키움증권 리서치센터

Athenex 시가총액 추이



자료: Bloomberg, 언론보도, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019A	2020A
매출액	7.6	86.1	72.9	80.5
매출원가	6.7	56.7	48.5	57.8
매출총이익	0.9	29.4	24.4	22.7
판매비	7.7	35.6	36.8	34.5
영업이익	-6.8	-6.2	-12.4	-11.8
EBITDA	-6.2	-2.0	-7.4	-5.9
영업외손익	0.2	-10.4	-28.9	-19.9
이자수익	0.4	0.9	0.9	0.3
이자비용	0.1	3.6	6.2	6.7
외환관련이익	0.0	0.0	0.1	0.4
외환관련손실	0.0	0.0	0.0	0.2
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-0.1	-7.7	-23.7	-13.7
법인세차감전이익	-6.6	-16.5	-41.3	-31.7
법인세비용	0.0	-0.3	0.3	1.7
계속사업손익	-6.6	-16.3	-41.7	-33.4
당기순이익	-6.6	-16.3	-41.7	-33.4
지배주주순이익	-6.6	-17.2	-28.0	-21.1
증감 및 수익성 (%)				
매출액 증감율	NA	1,032.9	-15.3	10.4
영업이익 증감율	NA	-8.8	100.0	-4.8
EBITDA 증감율	NA	-67.7	270.0	-20.3
지배주주순이익 증감율	NA	160.6	62.8	-24.6
EPS 증감율	NA	적지	적지	적지
매출총이익율(%)	11.8	34.1	33.5	28.2
영업이익율(%)	-89.5	-7.2	-17.0	-14.7
EBITDA Margin(%)	-81.6	-2.3	-10.2	-7.3
지배주주순이익율(%)	-86.8	-20.0	-38.4	-26.2

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019A	2020A
영업활동 현금흐름	-8.5	-8.8	-2.2	-5.4
당기순이익	-6.6	-16.3	-41.7	-33.4
비현금항목의 가감	0.7	16.9	49.6	35.0
유형자산감가상각비	0.4	1.8	2.3	3.2
무형자산감가상각비	0.3	2.3	2.6	2.7
자본법평가손익	-0.6	-0.6	-0.7	-6.0
기타	0.6	13.4	45.4	35.1
영업활동자산부채증감	-2.8	-9.8	-11.0	-6.4
매출채권및기타채권의감소	-0.8	-1.7	2.0	-9.2
재고자산의감소	-0.6	-2.9	0.1	-1.7
매입채무및기타채무의증가	-0.5	-2.7	-0.6	2.4
기타	-0.9	-2.5	-12.5	2.1
기타현금흐름	0.2	0.4	0.9	-0.6
투자활동 현금흐름	-7.1	-15.2	-16.1	-40.3
유형자산의 취득	-2.6	-4.1	-23.5	-17.8
유형자산의 처분	0.0	0.2	0.1	0.3
무형자산의 순취득	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
투자자산의감소(증가)	-1.6	-0.2	0.7	-2.9
단기금융자산의감소(증가)	-13.6	3.2	4.4	2.2
기타	10.8	-14.2	2.3	-22.0
재무활동 현금흐름	24.1	47.9	23.6	40.6
차입금의 증가(감소)	0.0	52.1	23.4	11.9
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	23.1	0.0	0.0	30.6
자기주식처분(취득)	0.0	-8.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	1.0	3.8	0.2	-1.9
기타현금흐름	0.0	0.5	-0.1	-0.2
현금 및 현금성자산의 순증가	8.5	24.5	5.2	-5.2
기초현금 및 현금성자산	5.4	13.8	38.3	43.5
기말현금 및 현금성자산	13.8	38.3	43.5	38.3

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019A	2020A
유동자산	30.9	69.2	66.6	75.4
현금 및 현금성자산	13.8	38.3	43.5	38.3
단기금융자산	13.6	10.4	6.1	3.9
매출채권 및 기타채권	2.0	8.5	8.0	17.7
재고자산	1.2	11.0	8.1	13.0
기타유동자산	0.3	1.0	0.9	2.5
비유동자산	6.7	84.1	81.6	115.3
투자자산	1.6	1.8	1.1	4.0
유형자산	3.9	32.1	33.7	51.4
무형자산	0.5	41.0	37.2	56.4
기타비유동자산	0.7	9.2	9.6	3.5
자산총계	37.6	153.3	148.1	190.7
유동부채	1.9	78.3	62.8	63.3
매입채무 및 기타채무	1.6	6.1	5.8	12.9
단기금융부채	0.0	70.8	49.4	47.4
기타유동부채	0.3	1.4	7.6	3.0
비유동부채	0.4	6.5	26.8	34.1
장기금융부채	0.0	0.0	20.2	25.5
기타비유동부채	0.4	6.5	6.6	8.6
부채총계	2.4	84.9	89.6	97.4
지배자본	35.2	23.5	23.8	30.6
자본금	8.0	8.0	8.8	13.7
자본잉여금	76.3	87.3	113.8	151.7
기타자본	0.2	-6.8	-5.6	-19.7
기타포괄손익누계액	0.0	1.8	1.6	0.8
이익잉여금	-49.3	-66.7	-94.8	-115.9
비지배자본	0.0	44.9	34.7	62.7
자본총계	35.2	68.4	58.5	93.3

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019A	2020A
주당지표(원)				
EPS	-384	-944	-1,417	-953
BPS	1,931	1,286	1,176	1,116
CFPS	-344	32	402	71
DPS	0	0	0	0
주가배수(배)				
PER	-23.3	-11.8	-4.5	-6.6
PER(최고)	-29.6	-29.1		
PER(최저)	-12.4	-9.1		
PBR	4.63	8.63	5.37	5.65
PBR(최고)	5.89	21.38		
PBR(최저)	2.47	6.68		
PSR	20.32	2.35	1.72	1.74
PCFR	-26.0	344.1	15.7	89.3
EV/EBITDA	-21.0	-132.3	-24.1	-44.8
주요비율(%)				
배당성향(%·보통주·현금)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%·보통주·현금)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	-17.7	-17.1	-27.6	-19.7
ROE	-18.9	-58.7	-118.5	-77.7
ROIC	-103.6	-12.3	-14.5	-9.6
매출채권회전율	7.7	16.4	8.8	6.3
재고자산회전율	12.8	14.1	7.6	7.6
부채비율	6.8	124.1	153.0	104.4
순차입금비율	-78.1	32.3	34.4	33.0
이자보상배율	-61.3	-1.7	-2.0	-1.8
총차입금	0.0	70.8	69.6	72.9
순차입금	-27.5	22.1	20.1	30.8
NOPLAT	-6.2	-2.0	-7.4	-5.9
FCF	-11.7	-15.3	-41.4	-27.9

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견 변동내역(2개년)

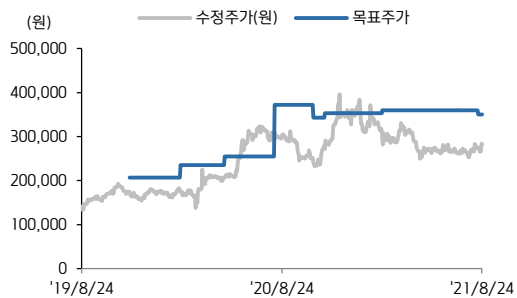
종목명	일자	투자의견	목표 주가	과리율(%)	
				평균 주가 대비	최고 주가 대비
셀트리온 (068270)	2019-11-19	Outperform (Maintain)	206,976원	6개월 -18.06	-11.75
	2020-02-20	Buy(Upgrade)	235,200원	6개월 -25.89	-25.26
	2020-02-24	Buy(Maintain)	235,200원	6개월 -27.00	-24.01
	2020-03-12	Buy(Maintain)	235,200원	6개월 -20.18	-4.39
	2020-05-11	Buy(Maintain)	254,800원	6개월 8.28	26.80
	2020-08-10	Buy(Maintain)	372,400원	6개월 -24.94	-16.14
	2020-10-20	Buy(Maintain)	343,000원	6개월 -27.74	-18.40
	2020-11-10	Buy(Maintain)	352,800원	6개월 -5.38	12.31
	2021-02-23	Outperform (Downgrade)	360,000원	6개월 -11.74	10.07
	2021-05-13	Buy(Upgrade)	360,000원	6개월 -25.43	-21.39
	2021-08-17	Buy(Maintain)	350,000원	6개월 -22.41	-18.86
	2021-08-24	Buy(Maintain)	350,000원	6개월	

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

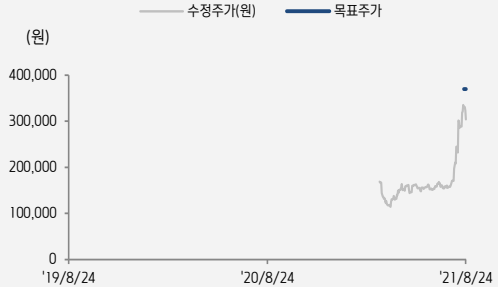
종목명	일자	투자의견	목표 주가	과리율(%)	
				평균 주가 대비	최고 주가 대비
SK바이오 사이언스 (302440)	2021-08-24	BUY(Initiate)	370,000원	6개월 -	-
	2021-08-24	BUY(Initiate)	160,000원	6개월 -	-

목표주가 추이(2개년)

셀트리온(068270)



SK바이오사이언스(302440)



SK바이오팜(326030)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
BUY(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		

투자등급 비율 통계 (2020/07/01~2021/06/30)

매수	중립	매도
98.10%	1.90%	0.00%