

노를 저어야 할 때

[제약 / 바이오] 김정현 책임연구원 jh.kim@iprovest.com



2015

2017

2020

3	Executive Summary
5	0. 언제 노를 저어야 하는가
6	1. 2015. 첫 번째 노 젓기
	1.0. 종합
	1.1. 셀트리온. 바이오시밀러 사업 부각
	1.2. 한미약품. 연속적인 기술이전 계약 성과
	1.3. 메디톡스. 특신 성장성 부각 및 액상형 기대감
	1.4. 헬릭스미스/코오롱생명과학. 유전자치료제 & 3상 진입
	1.5. 나스닥 바이오 업종의 비중확대 추세 및 강세
12	2. 2017. 두 번째 노 젓기
	2.0. 종합
	2.1. 셀트리온. 코스피 이전 상장 및 실적 개선
	2.2. 삼성바이오로직스. 실적 개선 & 우호적인 수급
	2.3. 신라젠, 새로운 항암 기전 & 3상 진입
	2.4. 코스닥 제약 업종 상승. 정책 기대감
17	3. 2020. 세 번째 노 젓기
	3.0. 종합
	3.1. COVID-19 치료제 개발 제약사
	3.2. COVID-19 백신 개발 제약사
	3.3. 바이오 CMO 사업 가치 증가 및 수익성 개선
	3.4. 다수의 텐베거 Bio-Tech 등장
22	4. 2H22. 지금 네 번째 노를 저어야 하나
23	기업분석
	삼성바이오로직스 207940 / Buy / TP 1,050,000 원
	대웅제약 069620 / Buy / TP 210,000 원

Executive Summary

- 1) 기대감/모멘텀
- 2) 대형 기업 성과
- 3) 장기적인 R&D

한국 제약바이오 업종 투자에는 사이클이 존재한다. 그리고 사이클 형성에는 크게 1) 기대감/모멘텀 2) 대형 제약바이오 기업 실적 성과 3) 장기적인 R&D 역량 등이 영향을 미친다. 우선 기대감/모멘텀 관점에서 살펴본다면 정부 정책/대형주 개별 수급/매크로 변수 등에 주목해야 한다. 정부 정책 기대감의 경우 17년 상승기에 큰 영향을 미쳤다. 17년 4분기 코스닥 제약지수는 18년부터 시행될 벤처 기업/코스닥 활성화 방안에 대한 기대감을 선반영하며 급등한 바 있다. 물론 실제 정책 시행 시점부터는 이런 기대감이 다소 잦아들게 된다. 또한 대형주 수급의 경우 2017년 셀트리온의 코스피 이전 상장과 셀트리온헬스케어 신규 상장의 경우가 대표적인데 해당 이슈는 개별 기업의 가치 증대 뿐만 아니라 전체 업종의 투자 매력을 올리는 계기가 되기도 했다. 마지막으로 매크로 변수는 2015년 나스닥 내에서의 헬스케어 업종 비중 상승이나 2020년 Covid-19 확산에 따른 글로벌 유동성 극대화 등에서 확인할 수 있다.

두번째는 대형 제약바이오 기업의 실질적인 성과 확인 시기이다. 제약바이오 업종은 불확실한 가능성과 무형 자산에 투자하는 경우가 많다 보니 성과 가시화 시점에 기업 가치는 상승하고 이는 역시 전체 업종 투자 매력을 높인다. 2015년에는 셀트리온/한미약품/메디톡스의 경우가 그러하며 2017년에는 셀트리온/삼성바이오로직스, 2020년에는 삼성바이오로직스/셀트리온/SK케미칼이 유사한 경우이다. 2015년 셀트리온의 램시마 시밀러 제품으로 FDA에 BLA를 신청하였으며 한미약품의 경우 5건이라는 연속적인 기술이전 신뢰를 이뤄낸다. 2017년에 셀트리온의 실적은 꾸준히 개선되었으며 삼성바이오로직스는 1Q17에 최초로 분기 영업이익 흑자를 기록하였으며 매분기 가동률은 상향되고 동시에 에피스에서 시밀러 개발 성과가 조금씩 나타나기 시작한다. 마지막으로 2020년 삼성바이오로직스는 배치당 단가 상승과 가동률 상승을 동시에 기록하며 큰 폭의 실적을 이루어냈으며 셀트리온 역시 외형과 수익성 모두 큰 폭의 개선을 이루어낸다.

마지막은 R&D 역량을 입증하는 것이다. 우선 한미약품이나 알테오젠과 같이 다회의 기술이전 계약을 성사시키거나 알테오젠/레고켐바이오/메드팩토와 같이 플랫폼 기술로서 증명하거나 적응증을 확대해 나갈 수 있는 가능성을 제시하는 경우에 Ten-Beggar 기업이 다수 탄생했다. 또한 동일한 기전의 약물을 개발하는 글로벌 기업이 좋은 데이터를 검증하거나 주가가 상승할 경우 국내 피어 기업의 R&D 역량에 대한 관심을 환기하게 된다. 마지막으로 헬릭스미스/신라젠과 같이 2상 데이터를 공개하고 3상 진입 시기에 기업가치가 극대화되는 경우도 있었다. 다만 앞으로는 Bio-Tech의 단독 3상 진입에 대해서는 2015년이나 2017년에 비해서는 보수적으로 판단할 가능성이 높다.

22년 6월, 아직은 희망이 조금씩 보이는 시기이다. 우선 기대감/모멘텀 측면에서 새로운 정부의 정책 모멘텀을 기대해볼 만 한다. 현 정부에서는 헬스케어 업종을 제2 반도체로 칭할 만큼 다양한 지원책을 예고하고 있기 때문이다. 또한 삼성바이오로직스나 대웅제약 등의 대형 제약바이오 기업의 성과도 확인할 수 있을 것이다. 삼성바이오로직스의 22년 실적은 가동률 상승과 에피스 연결 반응으로 큰 폭의 외형 성장이 가능할 것이며 대웅제약의 보툴리눔 독소는 미국에서 연간 최대 1,800억(Evolus 매출 기준) 이상 판매하면서 신약 기준 미국 최대 매출이라는 성과가 가능할 것이다. 마지막으로 R&D 관점에서는 에이비엘바이오와 퓨처켐이 유망하다고 판단한다. 에이비엘바이오는 추가 기술이전 계약을 통해 R&D 역량을 증명할 것으로 기대하며 퓨처켐의 경우 글로벌 Peer인 Point Biopharm 등의 주가가 최근 반등해 방사성의약품 기전에 대한 가치가 올라갈 것으로 예상하기 때문이다.

[도표 1] 헬스케어 업종 투자 사이클에 영향을 미치는 변수

	2015, 첫번째 사이클	2017, 두번째 사이클	2020, 세번째 사이클	NOW
기대감/ 모멘텀	1) 15 나스닥 바이오 강세(글로벌 변수)	1) 4Q17 코스닥 활성화 정책(정부정책) 2) 4Q17 셀트리온 코스피 이전 및 헬스케어 신규 상장(대형주 수급) 3) 1Q18 삼성바이오로직스 삼성그룹 지배구조 역할 기대감(대형주 수급)	1) 글로벌 유동성 극대화(글로벌 변수)	정부 정책 기대감
대형주 성과 기대감	1) 셀트리온_렘시마 미국 승인 기대감 2) 메디톡스_액상형 독신 부각	1) 셀트리온_실적 개선 2) 삼성바이오로직스_1Q17 OP 흑자, 가동률 상향, 에피스 성과 확인	1) 삼성바이오로직스_단가 상승, 가동률 상승 2) 셀트리온_외형 성장, 수익성 개선 3) SK 케미칼_자체 백신 & CMO 기대감	삼성바이오로직스 대응제약
R&D	1) 한미약품_5건의 기술이전 계약 2) 헬릭스미스_FDA 3상 기대감	1) 신라젠_2상 데이터 및 3상 진입 가능성, 2) 항암제 Bio-Tech_동반 상승	1) 알테오젠/레고켐바이오/메드팩토_플랫폼 기술 & 적응증 확대	나스닥 바이오 반등, M&A 재개

자료: 교보증권 리서치센터

0. 언제 노를 저어야 하는가

과거 사이클에 영향을 미쳤던 변수들

제약바이오 투자 사이클

- 1) 2015
- 2) 2017
- 3) 2020

제약바이오 업종 투자자들의 고민이 여전한 시기이다. 제약바이오 기업들의 가치는 20년 큰 폭의 상승을 경험하고 대체로 21년 1월 고점을 형성한 후 22년 6월 현 시점까지 큰 반등의 계기를 찾지 못하고 있는 상황이다. 업종 주가 약세에는 다양한 이유들이 있지만 2020년 급등을 경험했던 Covid 치료제 개발 기업 / Covid 백신 기업 / Bio-Tech 들이 큰 성과를 내지 못한 것이 가장 큰 원인이다

제약바이오 기업에 투자해 성과를 내기 위해서는 당연히 각 개별 기업의 주요 제품에 대한 이해와 실적 추경 그리고 미래 성장성 판단이 가장 중요하며 특히 Bio-Tech의 경우 임상 파이프라인에 대한 평가가 필수적으로 요구될 것이다. 그런데 한국 제약바이오 업종 지수의 사이클화는 20년/21년이 처음이 아니다. 실제 제약바이오 업종은 2015년, 2017년, 2020년, 크게 3번의 대세 상승을 경험하고 이에 따라 개별 기업의 시가총액도 동반 급등락을 경험한 바 있다.

15년/16년, 17년/18년의 각각 등락도 우리가 지금 경험하고 있는 것과 비슷했다. 물론 투자 결정을 위해서는 각 개별 기업에 대한 가치평가가 무엇보다 중요하지만 실질적인 투자 성과는 상승기/하락기에 따라 어떤 전략을 달리 선택했는지에 따라 결정되었을 가능성이 크다. 따라서 현 시점에서 필요한 것은 15년, 17년, 20년으로 돌아가 실재했던 투자자들의 기대감이나 실망감, 업종 전반을 둘러싼 수급 요인들, 그리고 개별 기업들의 호재 등을 다시 살펴보는 것이 22년 하반기 이후의 제약 바이오 투자 전략을 그려보는데 도움이 될 수 있다고 판단한다.

[도표 2] 한국 제약바이오 업종 지수(KRX 헬스케어 300) 추이



자료: 교보증권 리서치센터

1. 2015. 첫 번째 노 젓기

0.1. 종합

나스닥 헬스케어 업종 상승 + 국내 기업의 성과

나스닥 바이오 상승+
 독신 사업 주목+
 시밀러 사업 부각+
 기술 이전 성과+
 유전자 치료제 & 3상

제약바이오 업종의 첫 번째 상승기는 2015년이였다. 당시 글로벌 투자 환경에서 바이오 업종에 대한 관심이 증가했으며 이에 따라 14년 하반기부터 나스닥 헬스케어 업종의 주가 상승이 두드러졌다. 14년 하반기부터 15년 상반기까지 나스닥 지수는 저점 대비 15% 상승에 그쳤으나 NBI(Nasdaq Biotechnology IndeX) 지수는 동 기간 내 최대 60%까지 오른 것이다. 이는 1) 헬스케어 업종 전반에서 이익 성장이 강하게 나타나고 있었으며 2) 새로운 신약 개발 방법이 다수 제시되면서 새로운 기대감이 생겼기 때문이다. 또한 헬스케어 업종 비중 확대 추세도 뚜렷했는데 2000년 나스닥 버블 당시 헬스케어 업종 비중이 5%에 그쳤던 것에 비해 2015년에는 15%까지 성장했다. 이런 글로벌 환경 개선과 함께 국내 기업의 성과도 조금씩 주목 받기 시작했다. 메디톡스는 2013년 Allergan과 액상형 독신 제품 기술이전 계약을 맺었으며 2014년에는 Allergan이 M&A 대상이 되면서 글로벌 독신 사업의 성장성에 대해 관심이 높아지게 된 것이다. 셀트리온의 바이오시밀러 사업 역시 본격적인 관심을 받기 시작한다. 당시 FDA가 시밀러 의약품(Zarxio)을 최초로 승인하면서 시밀러 사업에 대한 투자자들의 관심이 높아졌다. 또한 2015년에는 한미약품의 5건의 기술이전 계약이 가장 눈에 띈다. 심지어 5건 중 4건은 글로벌 제약사와 체결하면서 한국 제약사의 R&D 경쟁력을 증명하는 계기가 되기도 했다. 헬릭스미스와 코오롱생명과학은 유전자치료제라는 신선한 기전을 바탕으로 3상에 진입하는 기대감을 가지고 크게 주목 받은 바 있다.

[도표 3] 2015년 헬스케어 업종 시가총액 순위와 변화(음영은 이후 코멘트 기업)

순위	기업 이름	평균 시가총액(억원)	2H14~2015 저점 대비 최대 상승률
1	셀트리온	95,005	144.8%
2	한미약품	74,481	952.2%
3	한미사이언스	73,769	1286.4%
4	유한양행	30,391	86.6%
5	메디톡스	29,007	322.2%
6	헬릭스미스	26,138	385.2%
7	녹십자	21,386	129.8%
8	코미팜	21,017	579.5%
9	녹십자홀딩스	19,728	271.7%
10	코오롱생명과학	13,281	566.7%

자료: 교보증권 리서치센터

1.1. 셀트리온. 바이오시밀러 사업 부각

미국 FDA도 바이오 시밀러 산업 개화에 긍정적

FDA 바이오시밀러에
긍정적
램시마 미국 진출
가능성 높아져

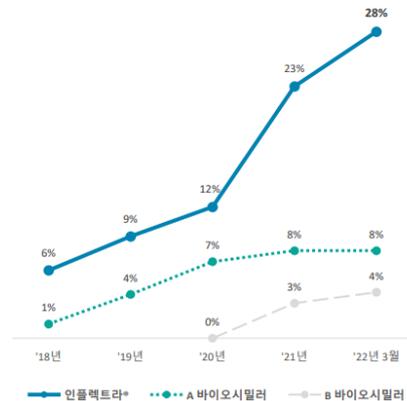
2015년은 셀트리온이 주목받는 한 해였다. 2014년 9월 셀트리온은 FDA에 인플릭시맙 바이오시밀러인 인플렉트라에 판매허가 신청을 한 바 있으며 2015년 3월에는 FDA가 산도즈의 Zarxio 제품을 승인하면서 미국에서도 본격적인 바이오시밀러 산업의 개화를 알린다. 당시 미국 정부는 오바마 케어로 대표되는 의료 개혁을 적극 추진하며 의료비 절감을 위해 노력한 바 있는데 이 같은 정책적인 흐름이 바이오시밀러 사업 성장성에 대한 가시성을 높여주기 시작한 것이다. 결론적으로 2015년 상반기는 셀트리온의 바이오시밀러 사업이 미국에서도 가능성을 증명할 수 있을지 판단하는 시점이었던 것이다. 더구나 셀트리온의 BLA 신청은 FDA 최초의 단클론 항체치료제 승인 건이었다. 이후 이러한 기대감은 현실화되어 FDA는 2016년 4월 인플렉트라에 품목허가 신청을 승인하였으며 1Q22 기준 인플렉트라에 미국 내 M/S는 28%까지 상승하며 미리 반영했던 기대감을 증명하는 성과를 보이고 있는 중이다.

[도표 4] 2H14 이후 셀트리온 주가 흐름



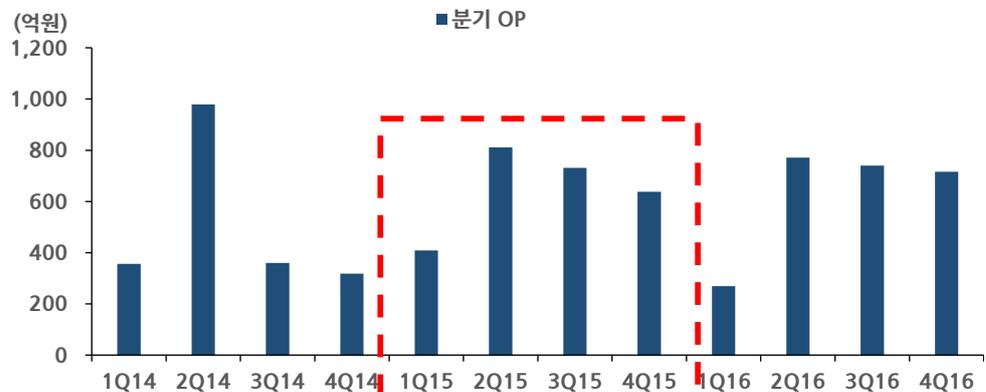
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 5] 인플렉트라 미국 시장 M/S 추이



자료: 셀트리온헬스케어, 교보증권 리서치센터

[도표 6] 셀트리온의 분기 영업이익 추이



자료: 교보증권 리서치센터

1.2. 한미약품. 연속적인 기술이전 계약 성과

한미약품의 연속적인 기술이전 계약

기술이전 5건 중 4건은
빅파마와 체결

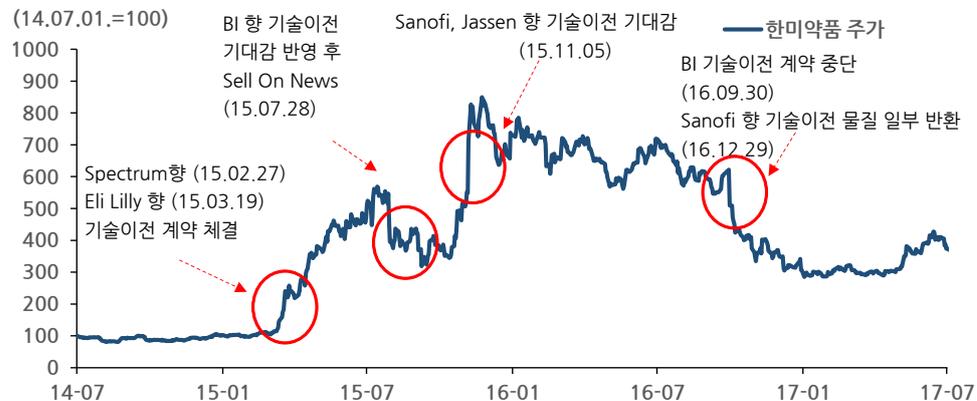
한미약품은 2015년 총 5건의 기술이전 계약을 성사시키며 놀라운 R&D 역량을 증명한다. 우선 한미약품은 15년 2월 미국 Spectrum 사와의 Poziotinib 기술 이전 계약을 시작으로 3월 Eli Lilly와 BTK 저해제 HM71224의 기술이전 계약을 성사시킨다. 그리고 7월에는 Boehringer Ingelheim과 3세대 EGFR 저해제인 HM61713의 7.3억\$ 규모의 기술이전 계약을 체결한다. 11월에는 추가적으로 2건의 계약이 체결된다. 사노피와 39억€ 규모로 당뇨병 관련 파이프라인 기술이전 계약이 체결되었으며 4일 뒤 안센과 HM12525A(GLP/GCG Dual Agonist)의 기술이전 계약이 성사된 것이다 화려했던 연속적인 기술이전 결과에 한미약품의 주가는 2014년 하반기부터 2015년 사이 저점 대비 최고 952%의 상승을 이루게 된다. 특히 당시 계약들은 기술이전 파트너, 계약금 그리고 전체 계약 규모 모두 지금 기준에서도 약점이 없을 정도로 좋은 성과의 연속이었다.

[도표 7] 한미약품의 2015년 기술 이전 계약 사례

일시	파트너	계약 대상	계약금/전체 규모	현재 개발 상황
2015.02.27	Spectrum	pan-HER2 저해제 Poziotinib	비공개	NDA 신청 PDUFA 22.11.24
2015.03.19	Eli Lilly	BTK 저해제 HM71224	5,000 만\$, 최대 6.9 억\$	18년 2월 임상 중단 19년 1월 물질 반환
2015.07.28	Boehringer Ingelheim	EGFR 저해제 HM61713(Olmutinib)	5,000 만\$, 최대 7.3 억\$	16년 9월 물질 반환
2015.11.05	Sanofi	Quantum Project	4 억€, 최대 39 억€	16년 12월 일부 반환 20년 5월 완전 반환
2015.11.05	Janssen	GLP/GCG Dual Agonist HM12525A	1.05 억€, 최대 9.15 억€	19년 7월 물질 반환

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 8] 2H14 이후 한미약품 주가 흐름



자료: 교보증권 리서치센터

1.3. 메디톡스. 특신 성장성 부각 및 액상형 기대감

보톡스는 특신 제품군 전체를 지칭하기도 하는 브랜드

특신 사업 가치 상승

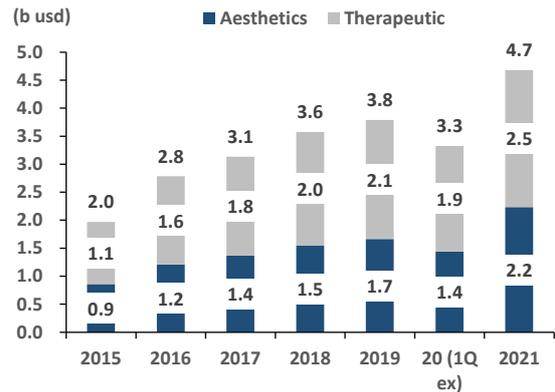
2014년 하반기부터 메디톡스의 주가는 주목 받기 시작한다. 3Q14부터 내수 판매 호조로 뚜렷한 실적 개선 추세가 확인되었으며 동시에 기술이전을 했던 Allergan으로부터 원활한 Milestone 유입이 확인되고 있었기 때문이다. 참고로, 2013년 9월 메디톡스와 Allergan은 액상형 특신의 기술이전 계약을 맺은 바 있다. 특히 2014년 Allergan은 제네릭 전문 글로벌 제약사 Actavis나 캐나다 최대 제약사 Valeant 등으로부터 인수 제안을 받고 있었으며 최종적으로 14년 11월 630억\$ 규모에 Actavis로 인수가 확정한다. 즉, 당시 시장은 글로벌 보툴리눔 특신 산업의 성장성을 높게 판단하고 있었으며 특히 액상형 특신은 차세대 제형으로 평가 받고 있었기 때문에 이를 개발한 메디톡스에 대한 관심이 높아졌던 것이다.

[도표 9] 2H14 이후 메디톡스 주가 흐름



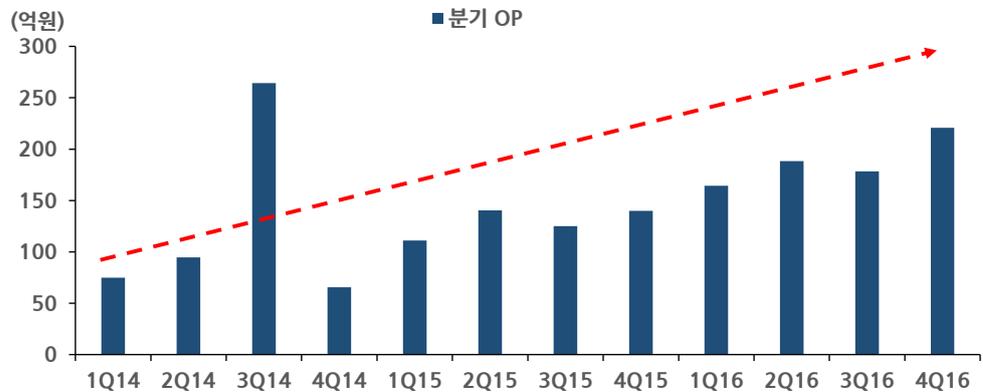
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 10] Allergan M&A 이후 보톡스 매출 추이



자료: Abbvie & Allergan, 교보증권 리서치센터

[도표 11] 메디톡스의 분기 영업이익 추이



자료: 교보증권 리서치센터

1.4. 헬릭스미스/코오롱생명과학, 유전자치료제 & 3상 진입

유전자치료제와 3상 진입이라는 모멘텀

새로운 모달리티& 상업화 기대감

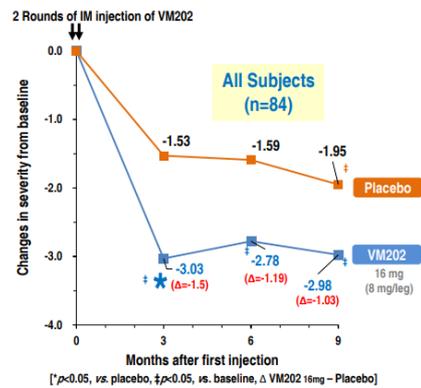
헬릭스미스와 코오롱생명과학은 2015년 큰 폭의 주가 상승을 경험한 기업이다. 우선 헬릭스미스의 VM202은 당뇨병성 신경병증 2상에서 긍정적인 결과를 공개하고 동일 적응증으로 FDA 3상 진입 가능성을 시사하며 상업화에 대한 기대감을 높였다. 코오롱생명과학은 골관절염 치료제 인보사의 아시아 22개국에 대한 권리를 보유하고 한국 품목허가 시 제품 생산 및 마케팅을 담당할 것으로 예상되는 기업이었다. 15년 5월 코오롱티슈진은 FDA와 1,020명 규모의 3상을 논의 중이라고 언급하며 인보사 상업화에 대한 기대감이 극대화된다. 당시 인보사 원 개발사인 코오롱티슈진은 상장되지 않은 상황이었기 때문에 기대감은 코오롱생명과학으로 집중되어 주가는 15년 저점 대비 660% 이상 급등한다. 두 기업 모두 유전자치료제라는 새로운 기전에 대한 관심이 높아지는 과정에서 주가에는 미국 상업화에 대한 기대감을 반영했던 것이다. 이후 두 기업은 유효성 입증에 실패하거나 임상이 중단되는 등 우여곡절을 겪는다.

[도표 12] 2H14 이후 헬릭스미스 주가 추이



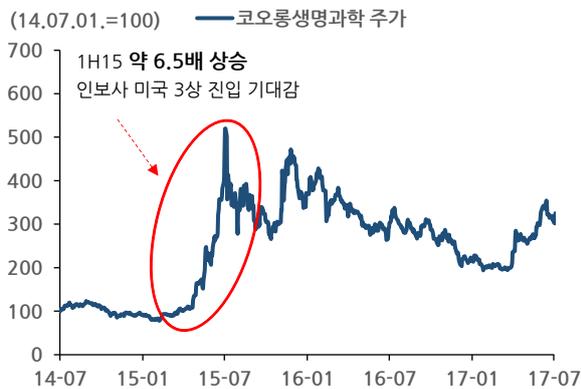
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 13] VM202 2상 결과



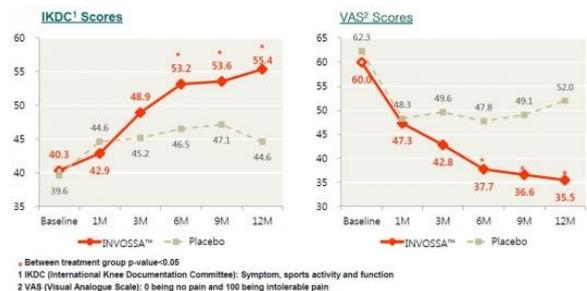
자료: 헬릭스미스, 교보증권 리서치센터

[도표 14] 2H14 이후 코오롱생명과학 주가 추이



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 15] 인보사의 국내 3상 결과



자료: 코오롱생명과학, 교보증권 리서치센터

1.5. 나스닥 바이오 업종의 비중확대 추세 및 강세

바이오 업종의 비중 확대 및 나스닥 대비 아웃퍼폼하는 성과

2H14부터 1H15까지
NBI 지수는 저점 대비
60% 이상 상승

2015년 상반기에는 나스닥 바이오 업종의 강세도 확인되었다. 특히 나스닥 바이오 업종은 나스닥 지수 대비해서도 크게 Outperform하는 성과를 보인다. 나스닥 지수는 2H14 이후 저점 대비 15% 상승에 그쳤으나 NBI 지수는 동 기간 내 최대 60%까지 올랐던 것이다. 이러한 나스닥 바이오 업종의 강세의 배경은 1) 헬스케어 업종 전반에서 이익 성장이 강하게 나타나고 있었으며 2) 새로운 신약 개발 접근 방법이 다수 제시되었기 때문이다. 또한 나스닥 내 헬스케어 업종 비중 상승도 뚜렷하게 관찰되었는데 2000년 나스닥 내 헬스케어 업종의 비중은 5%에 그쳤던 것에 비해 2015년에는 15%까지 성장하며 성장하는 헬스케어 산업에 대한 투자자들의 관심이 크게 확대되는 시기였다.

[도표 16] 2H14 이후 나스닥 바이오 업종 지수



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 17] 2H14 이후 나스닥 지수 변화



자료: 교보증권 리서치센터

2. 2017. 두 번째 노 젓기

2.0. 종합

대형주 수급 개선 + 정책 모멘텀 + 항암제 Bio-Tech의 상승

셀트리온 코스피 이전
셀트리온헬스케어 상장
삼성바이오로직스 실적
코스닥 활성화 방안
신라젠 및 항암제 Bio-Tech의 동반 상승

제약바이오 업종의 두 번째 상승기는 2017년이였다. 당시 가장 큰 모멘텀/기대감은 대형주 개별 수급 기대감이나 정부 정책 기대감에서 확인할 수 있다. 2017년 3분기 셀트리온의 코스피 이전이 예상되었으며 셀트리온헬스케어가 코스닥에 신규로 상장되며 헬스케어 업종 투자에 대한 관심을 환기했다. 또한 삼성바이오로직스도 본업의 실적 개선 및 에피스 성과 기대감과 동시에 삼성그룹의 지배구조 개편과정에서 역할이 기대되면서 주가 상승을 지지하는 원동력이 되었다. 동시에 4분기부터는 정책적인 기대감이 높아졌다. 당시 벤처기업 활성화나 코스닥 활성화 정책이 연이어 발표되었고 이러한 기대감은 2017년 4분기부터 주가에 선반영되기 시작해 2018년까지 기대감이 이어진다. 또한 18년 2월에는 KRX300 지수가 처음으로 공개되었는데 이는 헬스케어 비중이 많았던 코스닥이 평가지표에 포함되면서 코스닥 수급 개선에 대한 기대감을 선반영 했던 것이다. 개별적인 R&D 역량 관점에서는 신라젠이 Oncolytic Virus라는 신선한 기전을 바탕으로 3상 진입 소식에 큰 폭의 주가 상승을 경험했으며 나머지 초기 단계 항암제 파이프라인을 개발하던 Bio-Tech의 주가 역시 신라젠의 주가 상승과 동반해서 상승하는 모습을 보였다.

[도표 18] 2017년 헬스케어 업종 시가총액 순위와 변화(음영은 이후 코멘트 기업)

순위	기업 이름	평균 시가총액(억원)	2017~1Q18 저점 대비 최대 상승률
1	셀트리온	271,216	324.0%
2	삼성바이오로직스	245,472	231.1%
3	셀트리온헬스케어	149,150	244.5%
4	한미사이언스	69,131	117.2%
5	한미약품	65,195	117.9%
6	신라젠	63,581	1347.5%
7	메디톡스	27,429	116.6%
8	녹십자	26,412	79.3%
9	헬릭스미스	26,057	242.7%
10	유한양행	25,548	40.1%
11	휴젤	24,106	105.3%

자료: 교보증권 리서치센터

2.1. 셀트리온. 코스피 이전 상장 및 실적 개선

코스피 이전상장 및 유럽 판매 호조

수급과 실적 개선이 동반되는 구간

셀트리온은 2017년에도 큰 폭의 주가 상승이 확인된다. 셀트리온은 17년 9월 주총에서 코스피 이전상장을 최종 결정하였으며 실제 이전 상장 시점은 18년 초로 예상되었다. 또한 17년 신규 상장했던 셀트리온헬스케어도 동반 급등을 경험하였는데 이는 코스닥 시가총액 1위 기업의 수급을 넘겨받을 수 있을 뿐만 아니라 실적 또한 꾸준히 우상향하는 국면으로 판단되었기 때문이다. 당시 Remsima/Truxima의 유럽 M/S는 꾸준히 상승하는 국면이었으며 미국 내 Inflectra 매출도 증가했다. 결국 헬스케어 업종에서 가장 시가총액이 가장 컸던 셀트리온 그룹의 주가가 급등하면서 다른 바이오 기업에 대한 투자 관심을 환기하는 계기가 되었던 것이다.

[도표 19] 1H17 이후 셀트리온 주가 흐름



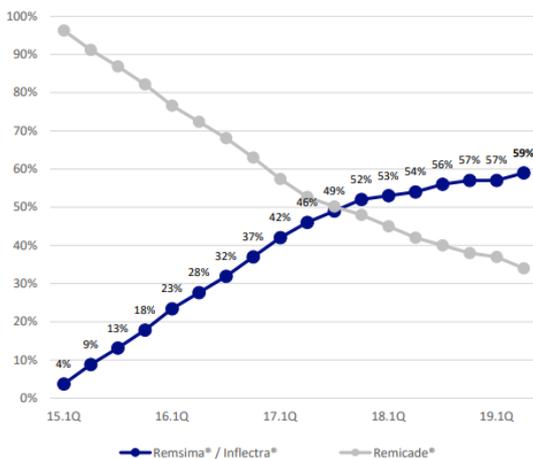
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 20] 1H17 이후 셀트리온헬스케어 주가 흐름

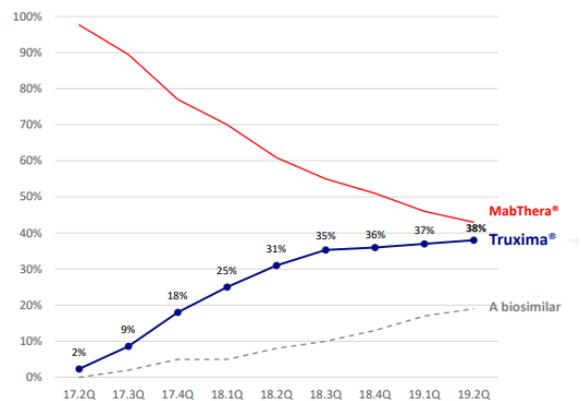


자료: 교보증권 리서치센터

[도표 21] Remsima/Inflectra 유럽 M/S 추이



[도표 22] Truxima 유럽 M/S 추이



자료: 셀트리온헬스케어, 교보증권 리서치센터

자료: 셀트리온헬스케어, 교보증권 리서치센터

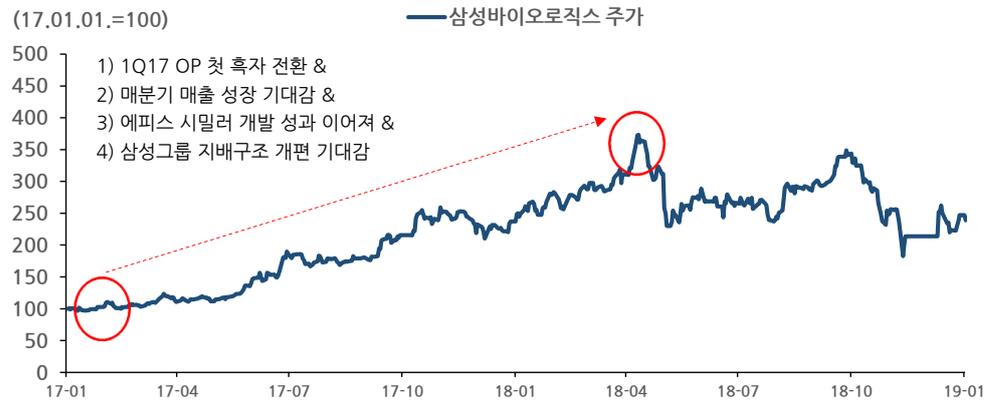
2.2. 삼성바이오로직스. 실적 개선 & 우호적인 수급

실적 개선과 수급 환경 개선 동시에 확인

- 1) 1Q17OP 첫 흑자
- 2) 가동률 매분기 상향
- 3) 바이오시밀러(허셉틴/휴미라 등) 개발 성과 이어져

삼성바이오로직스 역시 2017년에 크게 상승한 종목 중 하나이다. 2017년 4월부터 2018년 초까지 약 400% 가까이 오른 바 있으며 이는 다양한 호재들이 복합적으로 영향을 미쳤던 결과이다. 우선 1) 삼성바이오로직스는 1Q17에 영업이익 흑자를 기록하며 CMO 사업의 수익성을 증명해나가기 시작했으며 2) 이후 공장 가동률이 빠르게 상향되며 매분기 실적 성장의 기대감이 높아졌으며 3) 관계사인 삼성바이오에피스의 바이오시밀러(허셉틴/휴미라 등) 개발 성과가 이어지고 있었으며 4) 2018년부터는 삼성그룹 지배구조 개편과정에서 역할을 해줄 것으로 기대되고 있었기 때문이다. 실적 성장과 수급적 호재에 삼성바이오로직스의 기업가치는 크게 개선될 수 있었다.

[도표 23] 1H17 이후 삼성바이오로직스 주가 흐름



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 24] 2017년 삼성바이오에피스의 성과

SAMSUNG BIOEPIS						
	SB4	SB2	SB5	SB3	SB9	SB8
대상물질	Etanercept	Infliximab	Adalimumab	Trastuzumab	Insulin Gargine	Bevacizumab
허가단계	유럽 (2016년 1월) 호주 (2016년 7월) 캐나다 (2016년 8월)	유럽 (2016년 5월) 호주 (2016년 11월) 미국 (2017년 4월)	유럽 (2016년 8월)	유럽 (2017년 11월) 미국 (2017년 12월) Filing Accepted	유럽 (2017년 1월) 미국 (2017년 7월) ²⁾	임상 3상
허가순위	#1	#2	Tied #1	#1	#2	-
시장규모 ³⁾	92억불	81억불	165억불	69억불	63억불	69억불

자료: 삼성바이오로직스, 교보증권 리서치센터

2.3. 신라젠, 새로운 기전 & 3상 진입

새로운 기전 항암제의 상업화 가능성 도래?

- 1) 글로벌 3상
- 2) NCI의 연구 임상
- 3) 피어의 성과 확인

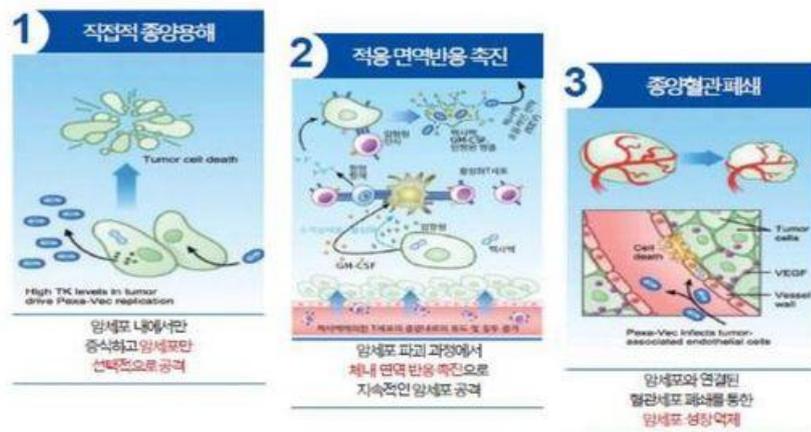
신라젠은 2017년 가장 가파르게 상승한 종목이다. 2017년 1월부터 2017년 11월초까지 10배 이상 상승했으며 이러한 주가 상승에는 다양한 기대감들이 반영된 결과였다. 우선 당시 신라젠은 1) 간암 3상 글로벌 임상을 진행 중이라고 알려져 있었으며 2) 미국 국립암연구소(NCI)도 펙사벡과 면역항암제와의 병용 투여 가능성을 검토해보고자 하였으며 3) 펙사벡 이전의 바이러스 항암제인 암젠의 Imlygic이 면역항암제와의 병용 투여 임상에서 일부 효능을 증명하기 시작했으며 4) MSCI 한국 지수에 편입될 것으로 기대되었기 때문이다. 다양한 기대감과 더불어 수급적 호재에 2017년 신라젠의 기업가치는 일시적으로나마 크게 개선될 수 있었다.

[도표 25] 1H17 이후 신라젠 주가 흐름



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 26] 펙사벡의 기본 기전



자료: 신라젠, 교보증권 리서치센터

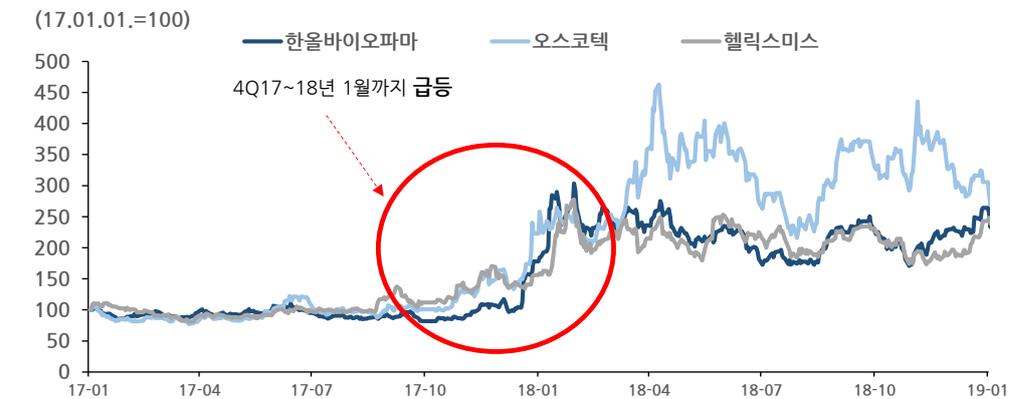
2.4. 코스닥 제약 업종 상승. 정책 기대감

코스닥 활성화 방안 확인

코스닥 활성화 방안이 주가 상승 이끌어

4Q17부터 18년 1월까지 코스닥 제약 업종은 급등을 경험한다. 동 기간 내 코스닥은 41% 상승에 그친 반면 제약 업종은 90%까지 급등한 것이다. 특히 한올바이오파마가 로이반트항으로 자가면역질환 파이프라인인 HL161의 기술이전에 성공하며 단기간에 271% 가량 급등했으며, 헬릭스미스(148%), 오스코텍(155%) 등의 주가도 상승했다. 이 같은 급등의 배경에는 정부의 벤처/코스닥 펀드의 활성화 방안이 있었다. 1) 17년 11월 혁신창업 생태계 조성방안 2) 17년 12월 18년 경제정책방향(코스닥 활성화 대책) 3) 18년 1월 코스닥 활성화 방안 등이 연이어 발표되었으며 해당 지원책에는 세제·금융지원 확대나 코스닥 상장요건 완화 등이 포함되었다. 또한 연기금이 향후 벤치마크로 활용할 KRX300 지수(코스피/코스닥 통합) 등이 18년 2월 공개될 예정이었던 점 역시 업종 투자 심리를 개선하는 요인이 되었다.

[도표 27] 2017년 이후 국내 Bio-Tech 주가 추이

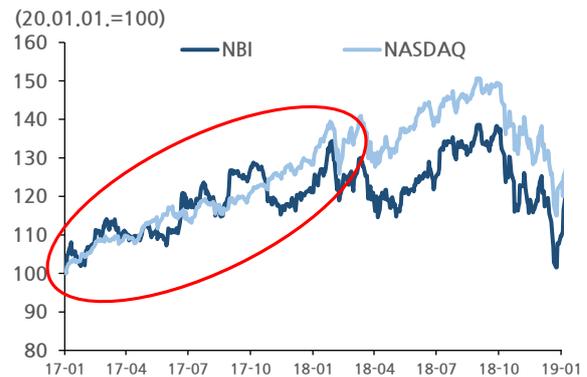


자료: 교보증권 리서치센터

[도표 28] 2017년 이후 코스닥 제약 지수와 코스닥 지수 비교



[도표 29] 2017년 이후 NBI와 나스닥 지수 비교



자료: 교보증권 리서치센터

자료: 교보증권 리서치센터

3. 2020. 세 번째 노 젓기

3.0. 종합

안 오르는 게 거의 없다

COVID-19
유동성 확대
항암제

제약바이오 업종의 세 번째 상승기는 2020년이였다. 대부분의 투자자들이 이미 잘 알고 있듯 2020년 가장 기대감/모멘텀은 Covid-19 였다. 20년 3월 Covid-19 확산이 시작된 이후 치료제, 백신, CMO 등 다양한 Covid-19 관련주들의 급등이 시작되었으며 급격한 유동성 증가에 따라 Bio-Tech의 상승도 동반되었다. 질병 확산 초기 체장염 치료제나 말라리아 치료제 등 항바이러스 효과가 높은 시판 중 약물들이 후보군으로 부상했으며 이후 항체 치료제 등이 본격적으로 개발되기 시작했다. 백신 역시 전 지구적인 연구개발 경쟁이 시작되었다. 또한 알테오젠/레고켐바이오 등이 기술이전에서 성과를 보였으며 이러한 Bio-Tech 성과는 이후 주가 랠리로 이어졌으며 4Q20에는 항암 세포치료제 기업의 주가 상승으로도 이어진다. 2020년은 오르지 않은 제약바이오 기업이 없을 정도의 대세 상승기이었던 것으로 평가할 수 있다.

[도표 30] 2020 년 헬스케어 업종 시가총액 순위와 변화(음영은 이후 코멘트 기업)

순위	기업 이름	평균 시가총액(억원)	2020-1Q21 저점 대비 최대 상승률
1	삼성바이오로직스	561,875	140.4%
2	셀트리온	370,628	188.2%
3	셀트리온헬스케어	176,945	257.4%
4	SK 바이오팜	91,512	-
5	셀트리온제약	54,140	756.2%
6	신풍제약	37,644	2960.3%
7	씨젠	35,778	937.2%
8	알테오젠	34,540	469.4%
9	한미사이언스	45,406	362.9%
10	유한양행	44,410	411.9%
11	녹십자	38,789	367.6%
12	한미약품	38,413	94.2%
13	제넥신	21,481	324.9%
14	대웅	21,650	1099.1%
15	종근당	16,030	325.8%
16	메드팩토	14,697	321.6%
17	휴젤	23,995	274.2%
18	한올바이오파마	12,191	177.5%
19	녹십자홀딩스	16,140	259.7%
20	에스티팜	19,136	386.9%
21	오스코텍	10,962	294.9%
22	대웅제약	17,416	330.5%
23	삼천당제약	12,329	305.5%
24	부광약품	13,748	231.1%
25	레고켐바이오	12,922	266.9%

26	셀리버리	14,612	704.8%
----	------	--------	--------

자료: 교보증권 리서치센터

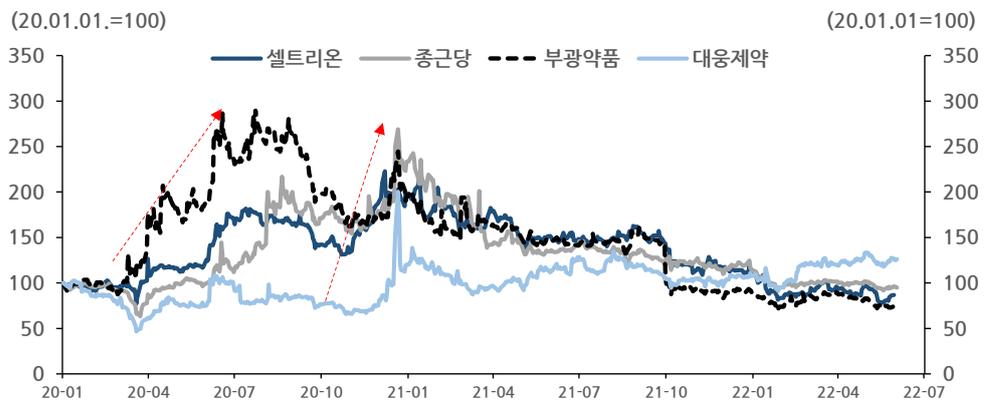
3.1. COVID-19 치료제 개발 제약사

시판 중인 약물 재창출, 항체치료제 개발

치료제 개발 가능성은
주가 상승으로 이어져

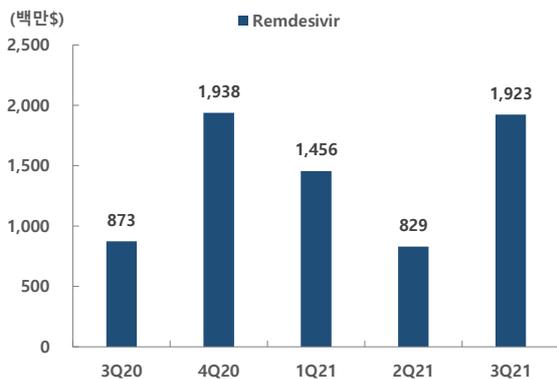
한국 제약바이오 업종의 세번째 상승은 2020년이였다. COVID-19 감염에 대한 공포가 높아지면서 다양한 치료제 후보 물질이 등장하였다. 처음에는 퀘장염 치료제(나파모스타트/카모스타트)나 말라리아 치료제 등 항바이러스 효과가 높은 시판 중 약물들이 후보군으로 부상했으며 이후 항체 치료제를 개발한 셀트리온/애플론도 관심을 받을 수 있었다. 전례 없는 질병 확산 속에서 치료제의 가능성만 제시되어도 즉각적인 주가 상승 소재로 활용되는 상황이었다. 특히 미국에서는 3Q20부터 길리어드의 Veklury(Remdesivir)나 Regeneron의 REGEN-COV 등이 코로나 치료제로 처방되기 시작하고 실제 매출이 확인되기 시작했는데 이는 국내 관련 기업들의 재무적인 성과에 대해서도 기대감을 가질 수 있었던 계기가 되었다.

[도표 31] Covid-19 치료제 기업 주가 추이

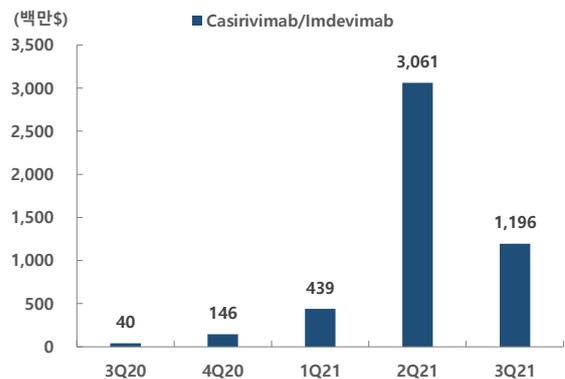


자료: 교보증권 리서치센터

[도표 32] Gilead의 Remdesivir 분기 매출



[도표 33] Regeneron의 Regen-COV 분기 매출



자료: 교보증권 리서치센터

자료: 교보증권 리서치센터

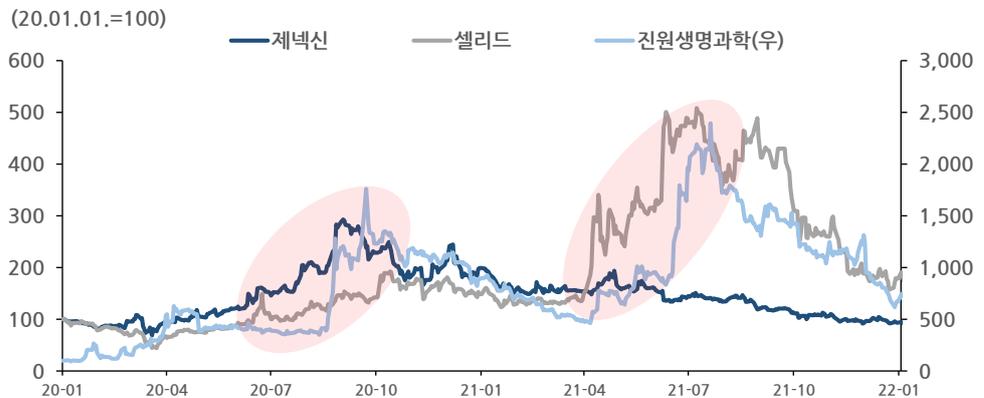
3.2. COVID-19 백신 개발 제약사

DNA 혹은 아데노 바이러스 기반의 백신 개발 도전

제넥신,
진원생명과학
셀리드
SK케미칼

COVID-19 백신 역시 주목을 끄는 이슈였다. 특히 백신 개발의 경우 2020년을 넘어 21년까지도 일부 기업들의 기업가치 개선의 모멘텀이 되기도 하였다. COVID-19 백신 개발에 도전했던 국내 기업은 크게 제넥신, 진원생명과학, 셀리드, SK바이오사이언스(SK케미칼) 등이 있었으며 당시 임상 진행 현황에 따라 큰 폭의 주가 상승을 경험한다. 제넥신/진원생명과학은 DNA 백신, 셀리드는 아데노바이러스 기반의 백신, SK바이오사이언스(SK케미칼)은 단백질 재조합 기반의 백신 등을 시도했으며 여전히 개발이 진행되고 있다. 하지만 현 시점에서는 COVID-19 백신은 mRNA 기반으로 글로벌 수요 재편이 완료된 상황이다.

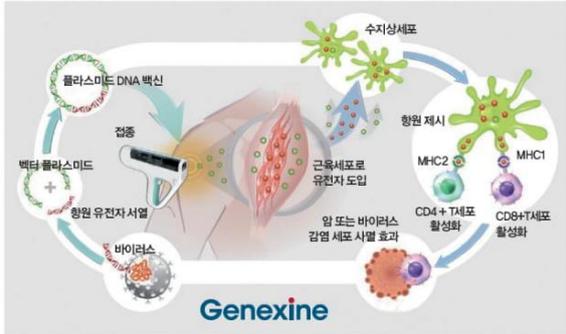
[도표 34] COVID-19 치료제 기업 주가 추이



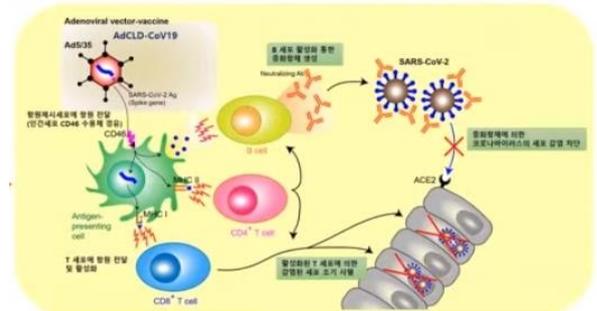
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 35] 제넥신의 COVID-19 DNA 백신 기전

[도표 36] 셀리드의 COVID-19 아데노바이러스 백신 기전



자료: 교보증권 리서치센터



자료: 교보증권 리서치센터

3.3. 바이오 CMO 사업 가치 증가 및 수익성 개선

코스피 이전상장 및 유럽 판매 호조

삼성바이오로직스
SK케미칼
바이넥스

COVID-19의 확산은 바이오 의약품 위탁 사업의 수익성을 높여주기도 하였다. COVID-19 치료제, 백신 개발을 위한 임상이 증가하면서 기존 바이오의약품 임상에 더해 위탁 생산 설비에 대한 수요가 급증하게 된 것이다. 동시에 바이오 의약품 생산을 위한 원부자재 공급도 어려워지면서 이를 적시에 공급할 수 있는 CMO 기업의 가치가 높아지게 되었다. 국내에서는 삼성바이오로직스, SK케미칼, 바이넥스 등의 기업가치가 급등하는 배경이 되었다.

[도표 37] CMO 기업의 주가 추이



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 38] 코스닥 제약 지수와 코스닥 지수 비교

제약바이오

언제 노를 저어야 하는가



자료: 교보증권 리서치센터

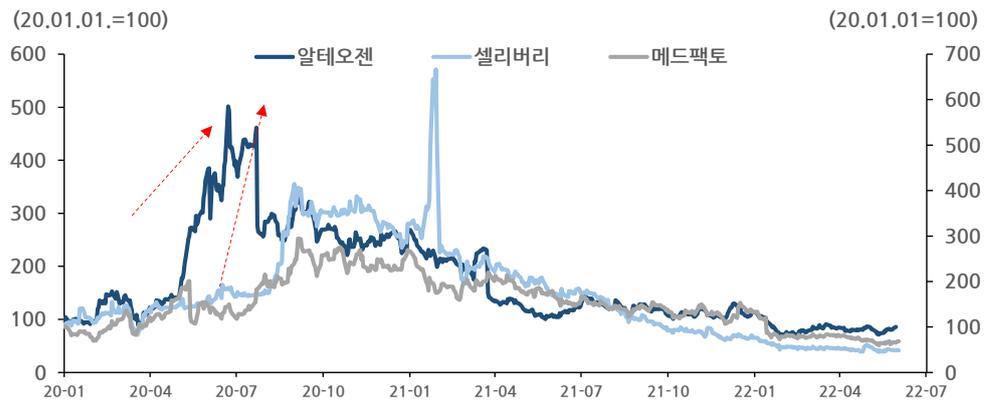
3.4. 텐베거 Bio-Tech 다수 등장

텐베거 바이오텍 등장 & 대부분의 Bio-Tech 주가 상승

알테오젠
 셀리버리
 메드팩토 등

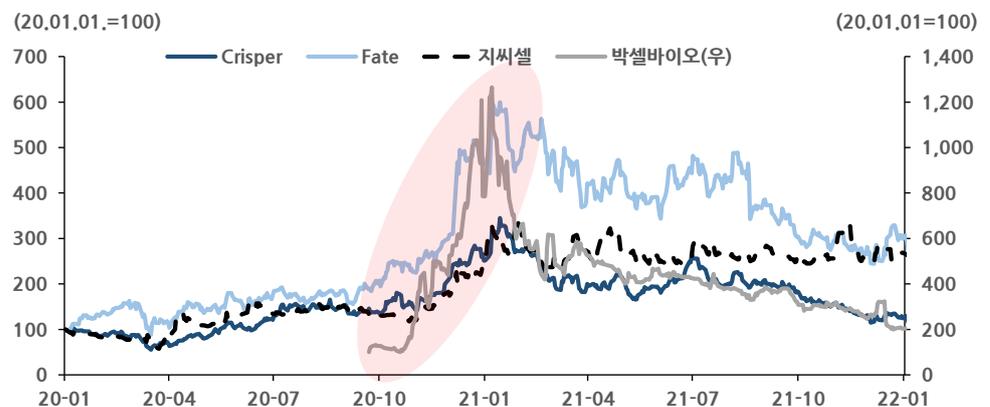
2020년은 또한 한국의 Bio-Tech들의 주가 급등이 가장 많은 주목을 받는 시기였다. 질병 확산 초기 Covid-19 치료제/백신 이외의 파이프라인들은 임상 우선 순위가 밀릴 수 있으며 급증하는 Covid-19 환자들로 기존 임상에 차질이 예상되던 상황이었다. 실제 임상 사이트(병원) 등의 섀다운으로 임상이 늦어지고 있다는 Bio-Tech 들의 코멘트는 다수 확인되었다. 이에 따라 임상 파이프라인의 상업화 가치는 오히려 낮아질 것으로 예상하는 시선도 많았다. 하지만 시장의 유동성은 조금씩 성과를 보이는 Bio-Tech에 관심을 보였고 이는 곧 다른 Bio-Tech 뿐만 아니라 제약사들에게도 이어졌다. 알테오젠/레고켐바이오 등이 기술이전에서 성과를 보였으며 이러한 Bio-Tech의 랠리는 4Q20에 세포치료제 기반 항암제 기업의 주가 상승으로도 이어진다. 텐베거(10배 수익을 올리는 종목을 의미)에 가까운 성과를 보였던 Bio-Tech이 등장했던 시기였다.

[도표 39] 다양한 Bio-Tech 들의 주가 상승



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 40] 나스닥, 코스닥 세포치료제 기업 동반 급등구간



자료: 교보증권 리서치센터

4. 2H22. 지금 네 번째 노를 저어야 하나

기대해볼 만한 흐릿한 희망들

정부 정책 기대??
 삼성바이오로직스??
 대웅제약??
 R&D 기대감??

동 보고서는 결국 과거 3번의 사례를 통해 2H22에 제약바이오 업종에 대한 비중을 높여야 할지, 즉 과연 지금 네 번째 노를 저어야 할지에 대한 고민에 대한 답을 찾고자 했다. 결론부터 말한다면 22년 6월은 아직은 뚜렷하지는 않은 희망이 조금씩 보이는 시기이다. 우선 기대감/모멘텀 측면에서 새로운 정부의 정책을 기대해볼 만 하다. 현 정부에서는 헬스케어 업종을 제 2 반도체로 칭할 만큼 다양한 지원책을 예고하고 있기 때문이다. 아직 그 지원책이 구체적으로 발표되지는 않지만 많은 신약개발 기업이 추가 자본 조달을 위해 애쓰는 만큼 예상치 못한 정부 정책 기대감이 부상할 수 있다. 불확실한 기대감이 현실화되는 시점을 기대해본다.

또한 2022년 하반기에는 삼성바이오로직스나 대웅제약 등의 기업에서 실질적인 글로벌 진출 성과를 기대할 수 있을 것이다. 삼성바이오로직스는 22년에는 가동률 상승과 에피스 연결 반영으로 큰 폭의 외형 성장이 가능할 것이며 24년까지는 가동률 상향에 따라 안정적인 실적 성장이 가능할 것이다. 대웅제약의 보툴리눔 독신은 미국에서 연간 최대 1,800억(Evolus 매출 기준) 이상 판매하면서 신약 기준 미국 최대 매출이라는 성과를 기대해볼 수 있다. 또한 현재 수출 데이터를 고려할 때 조심스럽지만 미국 판매 파트너사인 Evolus가 제시한 연간 가이드스를 상회하는 실적도 기대해볼 만하다.

마지막으로 R&D 관점에서는 에이비엘바이오와 퓨처켄이 유망하다고 판단한다. 에이비엘바이오는 추가 기술이전 계약을 통해 장기적인 R&D 역량을 증명할 수 있으며 퓨처켄은 Point Biopharm 등 글로벌 피어의 주가가 최근 반등하며 방사성의약품 기전에 대한 가치가 올라갈 것으로 예상하기 때문이다. 그리고 퓨처켄은 ASCO 이후 방사성의약품 생산 설비에 대한 활용도가 높아질 수 있다.

사실 위에서 언급한 각 투자 사이클에 미치는 변수들은 MECE(Mutually Exclusive, Collectively Exhaustive)하지도 않으며 결과에 선행하는 필요조건도, 충분조건도 아닌 경우가 많다. 예를 들어 2015년에는 나스닥 바이오 업종과 한국 제약바이오 업종의 성과가 동행하다가도 나머지 2017년, 2020년에는 두 지수 간의 경향성이 벌어진다. 특히 2020년 코스닥에서 가장 성과가 좋았던 업종이 제약이었지만 Tech 중심의 나스닥에서 헬스케어 업종은 나스닥 지수에 비해 언더퍼폼하기도 했다. 또한 2017년 4분기에는 정책적인 변수가 전체 바이오 업종 지수 성과에 크게 영향을 미쳤지만 정부 정책이 지수 미치는 영향이 항상 크지는 않았다. 따라서 변수를 엄격하게 분류하기 보다는 과거 국내 제약바이오 투자자들은 어떤 이슈에 열광하거나 실망했으며 이 보고서는 이를 통해 열케나마 제약바이오 투자의 Rule을 찾아보려는 시도였음을 이 페이지까지 인쇄심 있게 읽어준 이 보고서의 독자들에게 이해를 구한다. 필자 역시 업종 애널리스트로서 근시일 내에 4번째 노를 저을 수 있기를 기대해본다.



Company Analysis

회사명	TP(원)	의견	상승여력(%)
삼성바이오로직스 (207940 KS)	1,050,000 원	Buy	27.7%
대웅제약 (069620 KS)	210,000 원	Buy	20.0%

Company Analysis

삼성바이오로직스 207940

Jun 08, 2022

신뢰할 수 있는 장기 성장성

Buy 유지
TP 1,050,000 원 유지

Company Data	
현재가(06/07)	822,000 원
액면가(원)	2,500 원
52 주 최고가(보통주)	1,000,156 원
52 주 최저가(보통주)	703,667 원
KOSPI (06/07)	2,626.34p
KOSDAQ (06/07)	873.78p
자본금	1,654 억원
시가총액	585,050 억원
발행주식수(보통주)	7,117 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	4.9 만주
평균거래대금(60 일)	398 억원
외국인지분(보통주)	10.52%
주요주주	
삼성물산 외 4 인	74.37%
국민연금공단	5.60%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.5	-5.2	-1.2
상대주가	4.2	8.0	22.3



계약바이오 김정현

3771-9351, jh.kim@iprovest.com

24년까지 장기 성장성에 대한 가시성 높아

삼성바이오로직스(이하 삼바로)의 실적은 24년까지 안정적으로 성장 가능할 것. 지분법으로 반영되어오던 삼성바이오에피스 실적(21년 실적 매출 8,470억, 영업이익 1,927억)은 이후 실적에 연결로 반영될 것. 에피스 연결 반영은 기존 가이던스(22년 매출 YoY 20% 중후반, OPM 30% 초반)에 포함되지 않아. 즉, 22년은 생산 배치수 증가 및 에피스 실적 반영과 함께 외형 성장 기대할 수 있어. 또한 23년은 4공장 가동이 본격화되고 24년은 4공장 가동률 상향 기대. 결론적으로 2~3년 동안은 성장 가시성이 매우 높은 상황.

Wuxi Bio에 대한 미국 정부의 견제 의지

미국 정부의 Wuxi Bio에 대한 견제 의지는 유지될 것이며 이는 삼바로에 호재로 작용할 것. Wuxi는 21년 기준 매출 16억\$에 OPM 38%를 기록한 글로벌 탑티어 바이오 CDMO이며 컨센서스에 따르면 22년에도 40% 이상의 성장이 예상되는 상황. 그런데 미국 정부는 21년 10월부터 미국 의약품 기업과 중국 Bio 기업과의 협업을 우려해왔으며 21년 12월, 22년 2월 등 2차례의 행정 조치를 통해 중국 Bio 산업에 대한 견제 의지를 분명히 해. 이러한 미국의 견제 의지는 단기적인 CMO 수주 확대보다는 CDO 사업 성장에 수혜가 될 것. 삼바로는 과거 2025년 CDO 글로벌 1등 그리고 2030년 CDO 프로젝트로 CMO 물량 50% 확보라는 목표를 밝힌 바 있어. 미국 정부의 중국 Bio 산업에 대한 견제는 삼바로가 CDO 프로젝트를 보다 용이하게 확보하게 도울 것. 더구나 CDO->CMO Lock-In 효과는 CDMO 기업의 높은 밸류에이션을 정당화하는 근거가 된다고 판단

투자의견 Buy, 목표주가 105만원 유지.

투자의견 Buy, 목표주가 105만원 유지. 삼성바이오로직스의 실적 상승 및 우호적인 외부 조건 등은 투자 사이클의 조건인 대형주 성과 달성에 해당한다고 판단. 현재 삼성바이오로직스의 시가총액은 466억\$으로 경쟁 글로벌 CDMO인 Lonza(431억\$), Wuxi(348억\$), Catalent(199억\$)보다 높아 이미 글로벌 1위 달성. 향후 삼성바이오로직스의 주가 강세가 유지될 경우 전체 제약바이오 투자 관심을 환기하는 계기가 될 수 있기를 기대

Forecast earnings & Valuation

12 결산 (십억원)	2020.12	2021.12	2022.12E	2023.12E	2024.12E
매출액 (십억원)	1,165	1,568	1,962	2,347	2,601
YoY(%)	NA	34.6	25.1	19.6	10.8
영업이익 (십억원)	293	537	638	765	864
OP 마진(%)	25.2	34.2	32.5	32.6	33.2
순이익 (십억원)	241	394	467	555	625
EPS(원)	3,642	5,949	6,319	7,291	8,201
YoY(%)	0.0	63.3	6.2	15.4	12.5
PER(배)	226.8	151.8	130.1	112.7	100.2
PCR(배)	122.8	81.4	73.0	66.1	60.4
PBR(배)	11.9	12.0	7.2	6.8	6.4
EV/EBITDA(배)	125.0	85.3	71.2	62.0	56.1
ROE(%)	10.5	8.2	6.8	6.2	6.6

제약바이오

언제 노를 저어야 하는가

[삼성바이오로직스 207940]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	1,165	1,568	1,962	2,347	2,601
매출원가	749	842	1,103	1,338	1,483
매출총이익	416	726	860	1,009	1,118
매출총이익률 (%)	35.7	46.3	43.8	43.0	43.0
판매비와관리비	123	189	221	244	254
영업이익	293	537	638	765	864
영업이익률 (%)	25.1	34.3	32.5	32.6	33.2
EBITDA	436	699	785	898	986
EBITDA Margin (%)	37.5	44.6	40.0	38.3	37.9
영업외손익	-27	24	28	27	27
관계기업손익	-18	14	14	14	14
금융수익	33	48	39	38	38
금융비용	-41	-29	-24	-24	-25
기타	-1	-8	-1	-1	-1
법인세비용차감전순손익	266	561	666	792	891
법인세비용	25	168	199	237	266
계속사업순손익	241	394	467	555	625
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	241	394	467	555	625
당기순이익률 (%)	20.7	25.1	23.8	23.7	24.0
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	241	394	467	555	625
지배순이익률 (%)	20.7	25.1	23.8	23.7	24.0
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	3	-1	-1	-1	-1
포괄순이익	244	392	466	554	623
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	244	392	466	554	623

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	202	455	827	723	847
당기순이익	241	394	467	555	625
비현금항목의 가감	209	350	347	372	389
감가상각비	138	155	141	129	118
외환손익	3	-2	-16	-16	-16
지분법평가손익	18	-14	-14	-14	-14
기타	51	211	235	272	301
자산부채의 증감	-204	-235	219	40	106
기타현금흐름	-45	-54	-205	-244	-274
투자활동 현금흐름	-419	-933	-1,642	-544	-594
투자자산	-290	-362	-12	-12	-12
유형자산	-140	-406	-1,400	-200	-100
기타	11	-165	-229	-332	-482
재무활동 현금흐름	123	497	3,237	9	9
단기차입금	-120	20	10	10	10
사채	0	348	10	10	10
장기차입금	500	150	30	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	3,208	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-257	-22	-21	-11	-11
현금의 증감	-96	19	2,379	-124	-68
기초 현금	125	29	47	2,426	2,302
기말 현금	29	47	2,426	2,302	2,235
NOPLAT	265	377	448	536	606
FCF	66	-103	-587	510	733

자료: 휴젤, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	1,751	2,823	5,452	5,941	6,585
현금및현금성자산	29	47	2,426	2,302	2,235
매출채권 및 기타채권	218	366	440	528	633
재고자산	646	1,013	1,033	1,235	1,369
기타유동자산	859	1,397	1,553	1,876	2,349
비유동자산	4,673	5,147	6,233	6,325	6,330
유형자산	1,737	2,207	3,466	3,537	3,519
관계기업투자금	2,634	2,661	2,688	2,714	2,740
기타비유동자산	23	27	27	27	27
기타비유동자산	278	251	53	48	44
자산총계	6,424	7,970	11,685	12,266	12,916
유동부채	589	1,107	1,112	1,130	1,147
매입채무 및 기타채무	189	407	410	417	422
차입금	30	50	60	70	80
유동성채무	161	110	100	100	100
기타유동부채	209	540	542	543	544
비유동부채	1,236	1,872	1,908	1,915	1,923
차입금	532	576	606	606	606
사채	40	539	549	559	569
기타비유동부채	665	757	753	750	749
부채총계	1,825	2,979	3,020	3,045	3,070
지배지분	4,599	4,991	8,666	9,221	9,846
자본금	165	165	190	190	190
자본잉여금	2,487	2,487	5,670	5,670	5,670
이익잉여금	1,954	2,347	2,814	3,369	3,994
기타자본변동	0	0	0	0	0
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	4,599	4,991	8,666	9,221	9,846
총차입금	107	112	114	117	119

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	3,642	5,949	6,319	7,291	8,201
PER	226.8	151.8	130.1	112.7	100.2
BPS	69,505	75,434	113,759	121,050	129,251
PBR	11.9	12.0	7.2	6.8	6.4
EBITDAPS	6,597	10,566	10,625	11,794	12,939
EV/EBITDA	125.0	85.3	71.2	62.0	56.1
SPS	17,395	23,416	26,560	30,804	34,143
PSR	47.5	38.6	30.9	26.7	24.1
CFPS	994	-1,550	-7,943	6,695	9,629
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
성장성					
매출액 증가율	NA	34.6	25.1	19.6	10.8
영업이익 증가율	NA	83.5	18.8	19.9	13.0
순이익 증가율	NA	63.3	18.6	19.0	12.5
수익성					
ROIC	23.7	15.3	13.3	12.8	13.5
ROA	7.5	5.5	4.8	4.6	5.0
ROE	10.5	8.2	6.8	6.2	6.6
안정성					
부채비율	39.7	59.7	34.8	33.0	31.2
순차입금비율	12.1	16.1	11.3	10.9	10.5
이자보상배율	18.2	36.5	42.1	49.7	55.3

Company Analysis

대웅제약 069620

Jun 08, 2022

Evolus의 근거 있는 자신감

Buy 유지
TP 210,000 원 유지

Company Data	
현재가(06/07)	175,000 원
액면가(원)	2,500 원
52 주 최고가(보통주)	185,000 원
52 주 최저가(보통주)	127,000 원
KOSPI (06/07)	2,626.34p
KOSDAQ (06/07)	873.78p
자본금	290 억원
시가총액	20,277 억원
발행주식수(보통주)	1,159 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	2.7 만주
평균거래대금(60 일)	46 억원
외국인지분(보통주)	7.47%
주요주주	
대웅 외 5 인	57.11%
국민연금공단	8.17%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.0	18.2	5.1
상대주가	-1.3	34.7	30.1



제약/바이오 김정현

3771-9351, jh.kim@iprovest.com

Evolus 1Q22 실적 컨콜 Takeaways

5월 10일 진행된 Evolus의 실적 컨콜에 따르면 1) Evolus는 1Q 실적과 현재 수요 상황을 볼 때 22년 1월에 제시한 가이던스(1.43억\$~1.5억\$) 상단 달성을 자신하고 있으며 2) 1Q22 평균 판매 가격이 YoY로 상승했다는 점을 강조, 또한 Evolus 매출 예상 성장률은 50%가 넘어 시장 성장률(YoY +10 ~20%)을 크게 상회하는 수준. 이미 19년 획득한 EMA 승인을 바탕으로 3Q22에 영국/독일부터 런칭할 예정이며 이후 단계적으로 유럽 국가에 진출할 예정이라고 밝혀. 이 같은 Evolus의 실적 자신감은 사실 Abbvie의 1Q22 실적과도 유사한 흐름. Toxin 실적은 보통 1Q에 비수기로 여겨지나 Abbvie는 1Q22에 역대 최고인 4.1억\$(Aesthetics Only, QoQ+4%, YoY+35%) 실적을 기록했다. 또한 4월/5월에 각각 2배치 정도 미국으로 수출된 것으로 추정되는 국내 통관 데이터를 볼 때 가이던스를 상회할 수 있다는 Evolus의 자신감은 근거가 충분

나보타 미국 매출 증가 이외의 호재

대웅제약은 나보타 이외에도 2H22 펙스클루 출시를 앞두고 있는 상황. 매출 전망은 21년은 100억, 그 이후에는 23년/24년 각각 HK이노엔 M/S의 절반인 350억/500억 매출 달성 예상. 또한 ETC/OTC 성장률은 YoY 6~7% 내외로 예상되는 상황에서 고수익성 제품 비중 증가에 따라 이익 믹스 개선 추세 이어질 전망. 여기에 세액 공제로 인한 낮은 실효세율(10% 내외)은 높은 EPS 성장을 가능케 할 것. 추가적으로 22년 내 나보타 중국 파트너십 체결 같은 이벤트도 기대해볼만.

투자의견 Buy, 목표주가 21만원

투자의견 Buy, 목표주가 21만원 유지. 나보타의 매출이 추정대로 가이던스의 상단을 달성할 경우 시뮬러 제외 바이오 신약 기준 미국 시장에서 최대 매출을 달성하는 것. 특히 대웅제약의 나보타 사업 모델은 기술이전 후 신약 매출 확대라는 한국 제약 바이오 기업이 가장 우선시하는 전략. 대웅제약이 미국에서 증명해나갈 사업모델을 통해 향후 전체 업종 투자에 대한 관심이 높아질 수 있기를 기대

Forecast earnings & Valuation

12 결산 (십억원)	2020.12	2021.12	2022.12E	2023.12E	2024.12E
매출액 (십억원)	1,055	1,153	1,227	1,313	1,405
YoY(%)	-5.2	9.2	6.4	7.0	7.0
영업이익 (십억원)	17	89	114	134	154
OP마진(%)	1.6	7.7	9.3	10.2	11.0
순이익 (십억원)	24	30	89	99	117
EPS(원)	1,101	2,128	6,878	7,693	9,086
YoY(%)	-42.0	93.4	223.2	11.8	18.1
PER(배)	149.9	69.5	25.4	22.7	19.3
PCR(배)	24.9	22.2	21.4	18.4	16.2
PBR(배)	3.5	3.0	3.1	2.8	2.4
EV/EBITDA(배)	40.2	16.4	15.9	14.0	12.4
ROE(%)	2.4	4.4	13.1	13.0	13.5

계약바이오

언제 노를 저어야 하는가

[대웅제약 069620]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	1,055	1,153	1,227	1,313	1,405
매출원가	608	608	639	683	730
매출총이익	447	545	588	630	674
매출총이익률 (%)	42.3	47.2	47.9	48.0	48.0
판매비와관리비	430	456	474	496	520
영업이익	17	89	114	134	154
영업이익률 (%)	1.6	7.7	9.3	10.2	11.0
EBITDA	58	130	151	168	184
EBITDA Margin (%)	5.5	11.3	12.3	12.8	13.1
영업외손익	-3	-69	-15	-18	-17
관계기업손익	1	0	55	50	50
금융수익	26	23	20	21	23
금융비용	-26	-15	-14	-14	-14
기타	-4	-77	-76	-76	-76
법인세비용차감전순손익	14	20	99	116	137
법인세비용	-11	-10	11	17	20
계속사업순손익	24	30	89	99	117
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	24	30	89	99	117
당기순이익률 (%)	2.3	2.6	7.2	7.5	8.3
비지배지분순이익	11	6	9	10	12
지배지분순이익	13	25	80	89	105
지배순이익률 (%)	1.2	2.1	6.5	6.8	7.5
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	18	-48	4	4	4
포괄순이익	43	-18	93	103	121
비지배지분포괄이익	25	-13	68	76	89
지배지분포괄이익	17	-5	25	27	32

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	101	40	71	85	99
당기순이익	24	30	89	99	117
비현금항목의 가감	64	53	14	21	19
감가상각비	32	32	29	26	23
외환손익	7	-2	-1	-1	-1
지분법평가손익	-1	0	-55	-50	-50
기타	25	23	42	46	48
자산부채의 증감	24	-30	-15	-12	-13
기타현금흐름	-11	-13	-17	-23	-24
투자활동 현금흐름	-127	-88	-56	-56	-56
투자자산	-81	-20	-1	-1	-1
유형자산	-26	-29	-30	-30	-30
기타	-19	-39	-25	-25	-26
재무활동 현금흐름	67	50	9	10	10
단기차입금	48	-1	-1	-1	-1
사채	-90	0	0	0	0
장기차입금	92	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-6	-6	-7	-7	-7
기타	23	57	17	17	17
현금의 증감	40	4	71	76	83
기초 현금	32	72	76	147	223
기말 현금	72	76	147	223	306
NOPLAT	30	135	102	114	131
FCF	69	117	93	106	119

자료: 대웅제약, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	528	525	611	704	809
현금및현금성자산	72	76	147	223	306
매출채권 및 기타채권	149	160	177	197	222
재고자산	174	175	180	182	185
기타유동자산	133	114	107	101	96
비유동자산	839	890	888	891	900
유형자산	386	388	389	394	401
관계기업투자금	11	15	16	17	17
기타금융자산	135	103	103	103	103
기타비유동자산	307	384	379	377	378
자산총계	1,367	1,415	1,499	1,595	1,709
유동부채	327	461	463	468	473
매입채무 및 기타채무	146	146	151	156	162
차입금	57	56	55	54	53
유동성채무	91	201	200	200	200
기타유동부채	33	58	58	58	58
비유동부채	345	252	253	254	254
차입금	92	92	92	93	93
사채	200	90	90	90	90
기타비유동부채	54	70	71	71	72
부채총계	672	713	716	721	727
지배지분	551	574	647	729	828
자본금	29	29	29	29	29
자본잉여금	101	124	124	124	124
이익잉여금	453	471	544	627	725
기타자본변동	-28	-17	-17	-17	-17
비지배지분	144	129	145	164	186
자본총계	695	702	792	893	1,014
총차입금	393	446	357	364	382

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

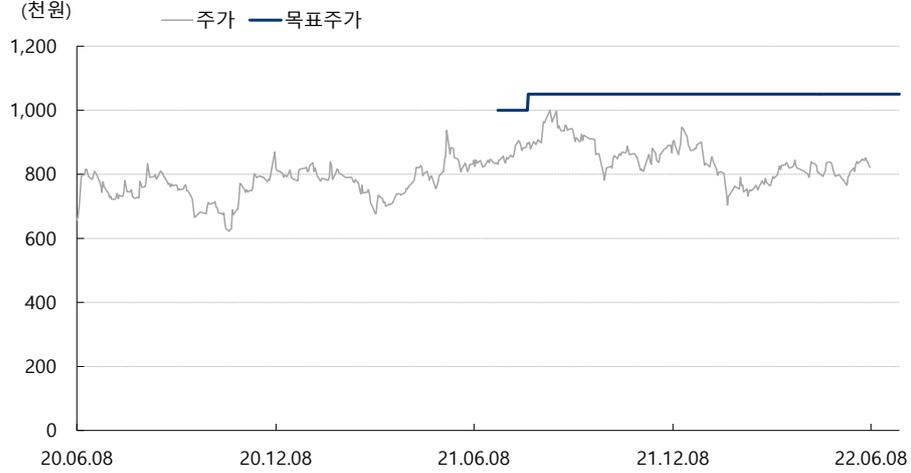
12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	1,101	2,128	6,878	7,693	9,086
PER	149.9	69.5	25.4	22.7	19.3
BPS	47,554	49,503	55,808	62,927	71,440
PBR	3.5	3.0	3.1	2.8	2.4
EBITDAPS	4,994	11,201	13,014	14,460	15,902
EV/EBITDA	40.2	16.4	15.9	14.0	12.4
SPS	91,090	99,510	105,873	113,286	121,218
PSR	1.8	1.5	1.7	1.5	1.4
CFPS	5,922	10,088	8,065	9,132	10,249
DPS	600	600	600	600	600

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
성장성					
매출액 증가율	-5.2	9.2	6.4	7.0	7.0
영업이익 증가율	-62.0	423.6	28.2	17.7	14.8
순이익 증가율	-16.3	25.3	192.7	11.8	18.1
수익성					
ROIC	4.0	18.1	13.3	14.8	16.6
ROA	1.0	1.8	5.5	5.8	6.4
ROE	2.4	4.4	13.1	13.0	13.5
안정성					
부채비율	96.6	101.5	90.5	80.8	71.7
순차입금비율	32.6	32.8	30.9	29.0	27.1
이자보상배율	1.6	8.7	11.2	13.2	15.1

삼성바이오로직스 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2021.06.30	매수	1,000,000	(13.27)	(9.47)					
2021.07.28	매수	1,050,000	(10.72)	(4.75)					
2021.08.25	매수	1,050,000	(13.94)	(4.75)					
2021.10.26	매수	1,050,000	(16.09)	(4.75)					
2022.01.25	매수	1,050,000	(16.52)	(4.75)					
2022.04.28	매수	1,050,000	(22.47)	(18.86)					
2022.06.08	매수	1,050,000							

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자_2022.03.31

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	98.8	0.0	1.2	0.0

[업종 투자의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 약화와 함께 업종주가의 하락 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하

대웅제약 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2021.11.08	매수	180,000	(21.38)	(11.11)					
2022.02.16	매수	190,000	(11.80)	(7.89)					
2022.04.28	매수	210,000	(18.22)	(12.62)					
2022.06.08	매수	210,000							

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자_2022.03.31

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	98.8	0.0	1.2	0.0

[업종 투자의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하